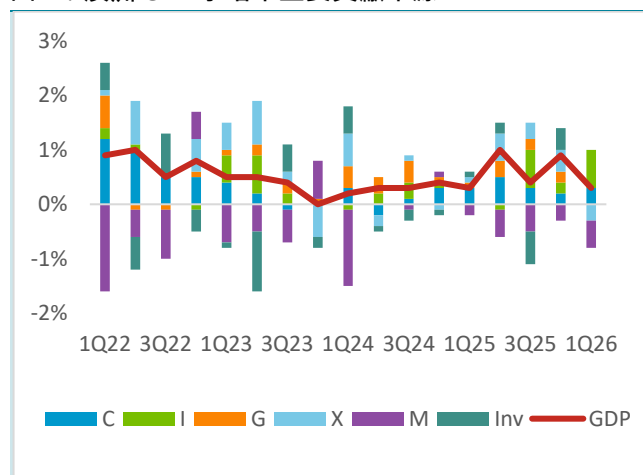


澳洲經濟展望

預估 2026 年將維持溫和擴張

澳洲 2025 年經濟復甦主要來自實質所得修復、民間需求回升及投資擴張帶動。惟進入 2026 年後，前期支撐因素減弱，成長動能明顯放緩。第一季 GDP 季增率由前季 0.9% 降至 0.3%，年增率雖維持於 2.5%，顯示整體經濟仍具韌性，但短期復甦動能面臨明顯逆風。從分項來看，國內最終需求為主要支撐，私人投資與家庭消費分別貢獻 0.7%、0.3% 成長，公部門需求則持平，其中公共投資成長 0.9%，但被政府消費下滑 0.2% 抵銷。另一方面，淨出口拖累 GDP 成長 0.8%，主要反映出口季減 1.1%、進口季增 2.1%，其中出口受天候因素干擾煤炭與礦石運輸，進口則受資料中心設備及燃料需求推升，導致國內需求與 GDP 成長之間出現落差。

圖 1：澳洲 GDP 季增率主要貢獻來源



資料來源：ABS

家庭消費與私人投資表現存在明顯差異，且後續成長支撐及外溢效果均需審慎看待。家庭消費季增 0.5%，結構偏向必需支出，生活必需品消費成長 0.8%，其中電力、天然氣及其他燃料支出明顯增加，部分反映能源補貼退場後支出壓力回到家庭部門，食品及能源消費亦受到天候因素與燃料價格上升預期影響。相較之下，非必需消費僅成長 0.1%，顯示高利率、能源價格上升與生活成本壓力已壓抑消費意願。家庭儲蓄率由前季 7.0% 降至 6.2%，雖仍高於近年低點，但短期明顯回落，意味部分家庭支出仰賴儲蓄緩衝，後續消費動

能仍有放緩風險。私人投資季增 3.6%，其中機械設備投資受資料中心投資推升，大幅成長 16.3%；住宅投資亦在改建與擴建項目支撐下成長 0.7%。惟資料中心建置高度仰賴進口資本設備，雖有助於推升資本支出，卻同時擴大進口，使投資對 GDP 的淨貢獻受到削弱。

展望全年，澳洲經濟尚未出現失速風險，不過 GDP 屬於落後指標，自第二季起，先前連續升息的累計效果將逐步顯現，能源價格壓力、消費信心降溫，以及新版預算案與房市稅制改革帶來的不確定性，使短期經濟前景趨於保守。綜上所述，民間投資與部分出口修復仍有助於支撐經濟維持溫和擴張，但家庭消費可能逐步放緩，進口增加亦將抵銷部分投資與出口改善效果。機構預估方面，IMF 及 OECD 對澳洲 2026 年經濟前景轉趨保守，分別下修至 2.0% 與 1.9%；Bloomberg 調查預估成長中位數相較去年底亦下修至 2.0%。整體而言，澳洲 2026 年經濟表現雖仍可望優於成熟市場平均，但個別季度成長動能可能出現波動，全年增速仍低於過去 20 年長期平均約 3.0% 的水準。

表 1：澳洲 GDP 年增率預測

年度	RBA	IMF	OECD	BL 調查-中位數
2026(F)	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
2027(F)	1.3%	1.7%	1.8%	1.8%

資料來源：Bloomberg、IMF、OECD、RBA

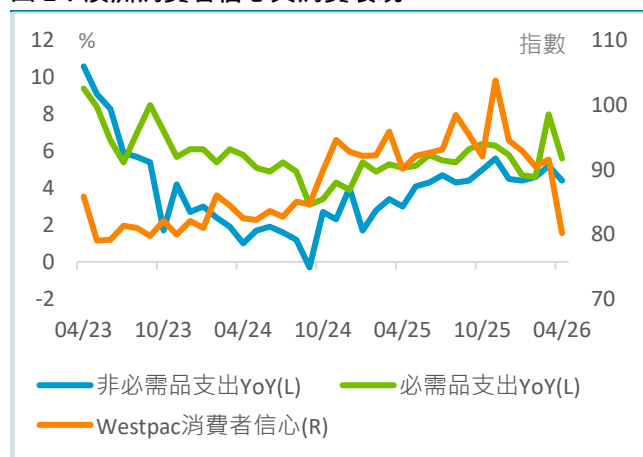
生活成本壓力延續 消費動能面臨逆風

第二季至下半年，澳洲消費動能仍將面臨生活成本、利率上升及就業降溫等壓力。6 月 Westpac 消費者信心指數下降 2.9% 至 80.6，位於 2024 年以來偏低水準，顯示能源價格衝擊及 RBA 連續升息，使得家庭對自身財務狀況及未來經濟前景轉趨謹慎。儘管政府自 4 月起暫時將燃料消費稅減半，有助降低部分交通與燃料支出壓力，不過該措施主要屬短期價格緩衝，難以完全抵銷高利率、能源價格波動及生活成本上升對家庭的壓力。從調查細項來看，購買大型商品意願雖略有回升，但仍明顯低於長期平均水準，反映家庭支出決策維持謹慎。

實際消費數據亦顯示支出動能開始轉弱。4月份家庭支出月減 1.1%，其中運輸、服飾及食品分別月減 4.7%、2.2%及 1.3%，除反映能源補貼因素外，可見家庭在商品消費及日常支出上均有降溫跡象。從消費結構觀察，雖然 4 月必需性支出降幅高於非必需性支出，部分反映 3 月受天候與燃料價格上升預期影響而提前囤積所造成的基期效果，然而必需性支出年增率仍高於非必需性支出，顯示非必需消費動能尚未明顯改善。

服務業景氣轉弱亦增添消費前景的不確定性。5 月 S&P Global 服務業 PMI 由 4 月 50.7 降至 48.7，為近三個月二度跌破榮枯線，其中新訂單出現兩年半來最大收縮，凸顯需求轉弱；就業指標亦出現 2025 年初以來首次萎縮，企業對未來展望降至近年低位。整體而言，消費尚未陷入收縮但支撐較先前轉弱，家計部門可能更傾向謹慎支出，削弱消費對經濟成長的支撐力道。

圖 2：澳洲消費者信心與消費表現



資料來源：ABS, Bloomberg

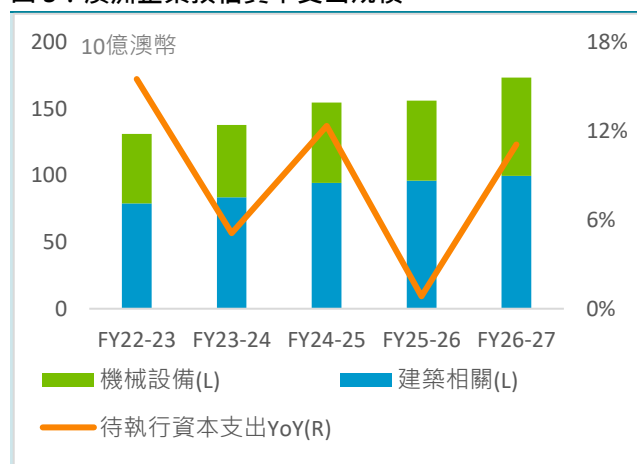
資料中心支撐投資 但外溢效果有限

澳洲民間投資雖展現韌性，但產業景氣並未同步呈現改善。5 月份 NAB 商業信心指數由前月-24 回升至-14，為中東衝突爆發以來相對較高水準，商業現況指數亦止穩於 3，結束連續 4 個月下滑，顯示企業情緒自低點回升。不過，信心指標仍處於偏弱區間，獲利能力表現疲軟，反映能源、運輸及借貸成本壓縮企業利潤；產能利用率亦降至 82%以下，顯示需求放緩已開始影響企業營運。製造業景氣同樣缺乏明確改善訊號，5 月 S&P Global 澳洲製造業 PMI 由 51.3 降至 50.7，雖仍略

高於榮枯線，但支撐來自供應鏈紊亂造成的交貨時間拉長，產出與新訂單則持續萎縮，並創下去年 10 月以來的低點，實質需求偏向疲弱。

從投資結構來看，資料中心與 AI 基礎設施仍是明顯亮點。AWS 等大型雲端服務商持續擴大澳洲資料中心及數位基礎設施投資，帶動科技相關設備、非住宅建築與電力需求，亦支撐企業資本支出規劃。澳洲統計局 (ABS) 資本支出調查顯示，企業對 2026-27 財年資本支出規劃仍偏積極，其中機械設備投資預估增速較高，反映資料中心建置仍是下半年投資動能的重要支撐。不過，澳洲在資料中心硬體、伺服器及高階電子零組件供應鏈的本地附加價值有限，與台灣、韓國等具備完整供應鏈的經濟體不同，外溢效果相對有限。因此，資料中心投資可支撐資本支出與部分營建活動，但對實質 GDP、就業與本地產業鏈的帶動效果，將部分被進口增長所抵銷，較難構成廣泛的復甦動能。

圖 3：澳洲企業預估資本支出規模



資料來源：ABS, 富邦整理

註：年增率係以各年度同時期(第二次)調查為基礎計算

此外，住宅投資與製造業外需亦面臨逆風。房市方面，聯邦預算案針對住宅投資稅制進行調整，包含將住宅投資虧損抵減優惠限縮至新建住房，以及資本利得稅優惠由折扣制改為通膨指數化，疊加 RBA 今年以來累計升息三次，共同削弱投資客購屋意願與借貸能力，並壓抑房市周轉及住宅投資動能。製造業方面，去年澳洲在美國經貿政策劇烈變化下享有相對低關稅優勢，部分製造品對美出口明顯成長，然而隨美國關稅架構調整、各國陸續與美方談妥貿易安排，澳洲原先的相對優勢可能下降。雖然製成品並非澳洲出口主軸，但

美國為製成品最大海外買家，訂單流失將對部分製造業景氣及就業造成壓力。整體而言，澳洲民間投資可望維持亮眼，惟動能主要集中於資料中心相關設備，企業與家戶對景氣實際感受，未必如數據所示強勁。

財政溫和收斂 公部門支撐放緩

財政政策方面，澳洲政府預算體質與其他成熟經濟體相比仍屬穩健，但對今年經濟成長的支撐力道預期有限。2026-27 財年聯邦預算預估基礎赤字為 315.4 億澳幣，約佔 GDP 1.0%，赤字規模較 2025-26 財年的 283.8 億小幅擴大，反映政府仍維持一定支出規模，但並未推出具明顯擴張效果的新刺激措施。政策內容方面，政府預算重點轉向住房可負擔性、稅制改革與能源安全。其中，房市稅制改革目標在於降低民眾將住宅作為金融投資的誘因，並引導資金流向新建住房。惟政策仍待參議院審議，短期內對經濟的提振效果有限。整體而言，電價與燃料補貼逐步退場、公共支出成長放緩，加上州政府政策轉趨保守，均使公部門對內需支撐放緩。預期財政支出雖能維持經濟基本韌性，卻難以抵銷民間消費、房市及企業信心降溫帶來的壓力。

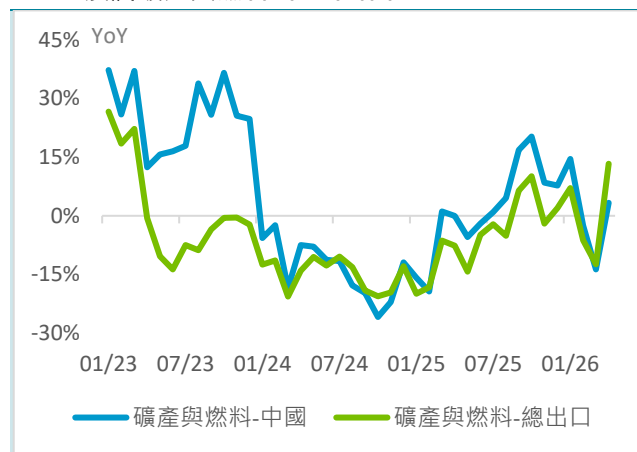
出口動能有限 進口壓力升高

在大宗商品價格支撐下，澳洲外需不至明顯惡化，只是今年剩餘時間上行空間仍相對有限。受金屬礦石、煤炭及礦物燃料價格與出貨修復帶動，4 月商品出口回升至近年高位，但此一改善較偏向價格支撐與前期干擾後的回補效果，能否延續仍需觀察。在「反內捲」運動持續推行下，中國投資活動的放緩壓力未見明顯改善，且中國鐵礦砂庫存仍處在歷史高檔，去年進口基期亦偏高，需求成長可持續性仍具不確定性，恐限制價、量上行空間。整體來看，在製造業需求變數、服務出口放緩背景下，澳洲出口缺乏明確加速動能。

澳洲為全球 LNG 與煤炭主要出口國，尤其 LNG 主要出口市場集中於中國、日本及韓國等東北亞經濟體，而東北亞 JKM LNG 價格在中東衝突後仍維持相對高檔，有助於提振能源出口規模。不過，澳洲 LNG 出口多採長約與油價連動機制，且中國自澳洲進口 LNG 價格波

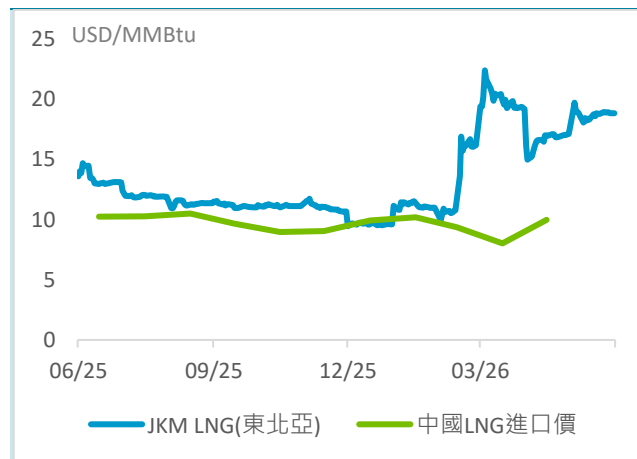
動相對有限，顯示現貨價格漲幅雖大，但無法完全轉化為出口優勢。供給面亦存在不確定性，政府推動天然氣國內保留制度，要求天然氣出口商自 2027 年起向國內供應相當於 20% 的 LNG 出口量，增加中期出口彈性與投資規劃的不確定性。此外，部分 LNG 生產商面臨潛在勞資爭議，倘若 Ichthys、Karratha/NWS 等主要設施出現供給中斷，將增添出口波動風險。

圖 4：澳洲礦產與燃料出口年增率



資料來源：DFAT

圖 5：東北亞與中國天然氣價格



資料來源：Bloomberg

進口端壓力可能更為明確。澳洲能源結構矛盾，雖為能源出口大國，但本土加工能力有限，成品油高度仰賴中國、日本、韓國、馬來西亞等地供應。4 月澳洲唯一煉油廠之一的 Geelong 煉油廠火災，使國內煉油產能進一步受限，加上政府為提升安全儲備將擴大燃油採購與建立庫存緩衝，進一步推升燃料與石油製品進口需求。另一方面，資料中心與 AI 基礎設施建設須進口大量伺服器、資通訊與電力相關設備，亦將支撐資本

財進口。綜上所述，預期淨出口對澳洲今年餘下時間 GDP 貢獻仍偏有限，甚至可能持續成為拖累成長來源。

通膨與就業牽制 RBA 政策

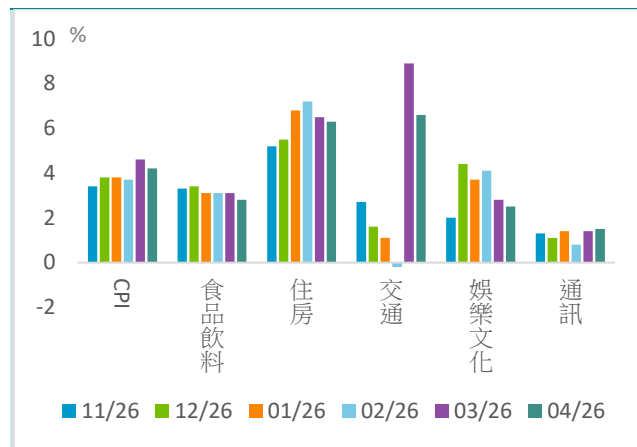
面對通膨偏高與就業轉弱的雙重壓力，預期 RBA 今年將大致維持現金利率於 4.35%，進一步升息門檻已明顯提高。就業市場方面，4 月就業人數減少 1.9 萬人，失業人數增加 3.3 萬人至 69.2 萬人，失業率由 4.28% 升至 4.49%，顯示勞動市場熱度開始降溫。雖然工時仍維持成長，但新增就業、失業人數及求職難度等指標均顯示企業用人需求已有轉弱跡象。薪資方面，WPI 年增率相對穩定，惟從加薪幅度分布觀察，大幅加薪族群佔比已明顯下降，反映勞動市場緊俏程度正在緩和，後續薪資通膨壓力可望逐步降溫。

通膨方面，澳洲物價壓力仍高於 RBA 目標，但近期數據尚未顯示通膨出現失控跡象。4 月 CPI 年增率由 4.6% 降至 4.2%，主要受燃料消費稅暫時減半帶動運輸價格回落影響，惟年增率偏高顯示能源衝擊尚未完全消退。核心通膨方面，Trimmed mean CPI 年增率由 3.3% 小幅升至 3.4%，仍高於政策目標，但升幅相對溫和。若後續內需、消費信心與房市持續放緩，應有助於抑制企業成本轉嫁及第二輪通膨壓力。此外，去年電價補貼退場後推升通膨基期，若電價按每月約 1.0% 速度上漲估算，7 月後單就電力補貼的基期效果可能使整體通膨下降約 0.2% 至 0.3%，將有助於舒緩 RBA 升息壓力。

政策立場方面，RBA 於 6 月會議決議維持現金利率於 4.35% 不變，反映董事會在當前通膨偏高與經濟動能轉弱之間保持觀望。會後聲明指出，今年以來三次升息已使金融條件明顯收緊，貨幣市場利率、公債殖利率上升，匯率亦有升值；同時，消費支出成長已如預期放緩，房市動能出現轉變，部分主要城市房價下跌。儘管當前通膨仍高於政策目標，且油價衝擊可持續透過燃料與相關產品傳導，但 RBA 指出在先前升息的滯後效果尚未完全顯現下，現階段宜維持現行利率水準，以評估後續潛在變化。儘管官方聲明仍保留必要時再次升息的可能性，政策立場仍偏向謹慎，但考量多項指標顯示經濟已出現明顯轉弱跡象，且通膨壓力在基

期影響，以及中東衝突似有緩解可能，評估 RBA 本輪升息已接近尾聲。

圖 6：澳洲各分項月度通膨年增率



資料來源：ABS

利多充分反映 澳幣上行空間受限

預期澳幣短期上行空間有限，且不排除出現回檔壓力。先前澳幣走強主要反映 RBA 連續升息、經濟基本面相對穩健，以及能源與金屬價格支撐，惟相關利多已反映於匯價。展望後續，澳洲就業、消費與企業信心均出現降溫跡象，RBA 現金利率大概率會在當前 4.35% 見頂，將削弱澳幣利差支撐。反觀，美國經濟數據仍具韌性，若澳美利差收窄，澳幣表現恐落後美元及其他主要成熟市場貨幣。雖然金價、LNG 價格及人民幣走勢仍可能提供部分支撐，但在國內基本面轉弱與風險情緒波動下，下半年澳幣較可能維持區間震盪格局。

圖 7：澳幣與美澳利率期貨利差



資料來源：Bloomberg

李政緯

經濟研究處研究員
allen.cw.lee@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。



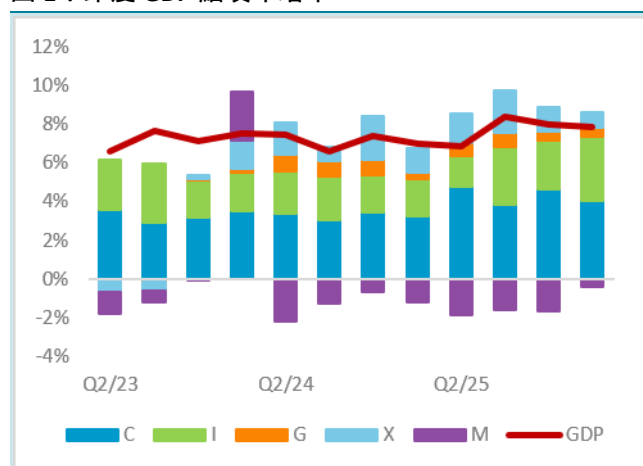
印度經濟展望

能源衝擊加劇印度經濟下行風險

印度首季經濟仍具韌性

2026 年第一季印度 GDP 年增率由前季的 8.0% 小幅回落至 7.8%，高於 Bloomberg 預期的 7.3%。以財政年度來看，印度 FY26(2025/4 ~ 2026/3) 經濟成長率由前一財年的 7.1% 上升至 7.7%，位居全球主要經濟體成長表現前列。然而，需求端結構明顯分化，固定投資成長為該季最大亮點，年增率由 8.2% 大幅攀升至 10.8%，創下 2023 年第二季以來新高，主要受惠於汽車生產活動持續熱絡。同時政府消費年增率由 4.6% 略微升至 4.9%，持續貢獻經濟成長。相較之下，民間消費表現相對疲弱，年增率由 8.2% 降至 7.1%，反映城市消費需求趨於疲軟，出口及進口年增率亦分別放緩至 3.7%、1.9%。

圖 1：印度 GDP 細項年增率



資料來源：Bloomberg

能源高價及極端氣候恐拖累經濟成長

值得注意的是，隨著印度地方選舉落幕，5/15 印度政府開始允許調漲汽柴油等零售燃料價格，為近四年來首次放寬零售燃料價格調整，隨後油商連續多次上調價格，推動汽油及柴油價格分別上漲 7.8%、8.6%。燃料價格上漲預計將壓縮民眾實質購買力，進一步抑制終端消費需求，對經濟成長動能造成拖累。除能源價格外，氣候因素亦可能加劇成長與通膨風險。世界氣象組織(WMO)指出聖嬰現象正在形成，6~8 月形成機率高達 80%，持續到 11 月的機率更接近或超過 90%，其強度預計至少達

中等強度，甚至可能發展為強聖嬰，進一步推升全球均溫，並提高降雨分布異常風險。由於印度農業高度依賴季風，將影響農村經濟動能，並加大全國物價波動風險。

在此背景下，6/5 印度央行(RBI)於利率決議中將政策利率維持於 5.25% 不變，同時將 FY27(2026/4~2027/3) CPI 通膨預測值上調 0.5% 至 5.1%，並將 GDP 成長預測值下修 0.3% 至 6.6%，警告大宗商品成本攀升、供應鏈中斷、季風降雨不足及全球金融市場波動加劇等多重逆風。這也反映出，在能源衝擊持續發酵下，未來幾季印度經濟動能可能進一步承壓。另一方面，國際貨幣基金組織(IMF)於 4/14 預測印度經濟成長率為 6.5%，其預測主要考量包括 2 月美國取消對印度進口俄羅斯原油加徵的 25% 懲罰性關稅，同時，隨著 IEEPA 相關關稅授權依據面臨司法挑戰，當前美國對印度徵收 10% 臨時關稅，較去年最高 50% 關稅衝擊明顯緩和。

不過，近期 IMF 前任首席經濟學家 G. Gopinath 警告，若油價持續維持高位，印度 GDP 成長率可能降至 6%，凸顯多重外部衝擊對於印度經濟前景構成的下行壓力。值得注意的是，6/14 美國總統 D. Trump 宣布與伊朗達成協議，雙方預期於 6/19 在瑞士進一步推進協議程序。未來發展牽動國際油價與中東能源供應恢復速度。如果油價隨地緣風險降溫而回落，印度經濟成長壓力可望有所緩解。

表 1：印度經濟成長預測

	FY27(F)	FY28(F)
ADB	6.9%	7.3%
RBI	6.6%	NA
World Bank	6.6%	7.2%
Bloomberg	6.8%	6.8%
IMF	6.5%	6.5%
OECD	6.3%	6.4%

資料來源：富邦整理

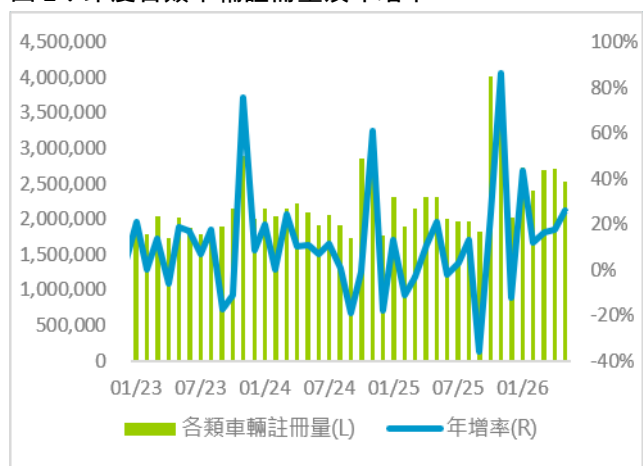
消費動能面臨多重逆風

商品及服務稅調降有助車市買氣，惟城市消費動能轉弱

去年 7 月美國總統 Trump 以過高關稅及繁瑣貿易壁壘

為由，對印度課徵 25%對等關稅，隨後針對印度持續購買俄國能源，加碼 25%懲罰性關稅，總計 50%稅率使印度成為美國主要貿易夥伴中面臨最高關稅的國家之一。為了抵禦高額關稅衝擊，印度政府簡化並調降商品及服務稅(GST)以提振內需消費，將原本複雜的四檔稅率(5%/12%/18%/28%)調整為兩檔稅率(5%/18%)。過去小排氣量的乘用車、三輪車、摩托車以及商用貨車適用 28%的最高級別稅率，新制直接將這類車型的稅率從 28%大幅降至 18%。伴隨 10 月排燈節到來，各類車輛註冊量達 402.4 萬輛，明顯高於其他月份，政策紅利與節慶效應共同推升車市買氣。

圖 2：印度各類車輛註冊量及年增率



資料來源：Bloomberg

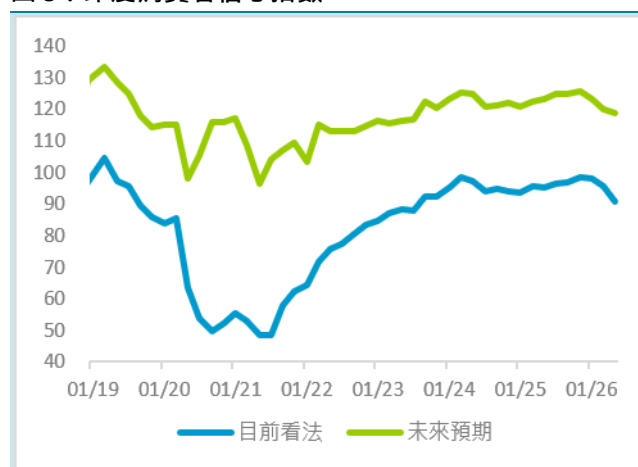
今年以來各類車輛註冊量大致維持平穩，介於 253.1 ~ 272.3 萬輛之間，未出現明顯趨勢性加速。同時，根據印度零售商協會(RAI)公布的非車輛類商品零售數據，4 月零售銷售年增率僅 7.0%，明顯低於 3 月 10% 的成長率，為今年以來最低增速，顯見城市中產階級消費力轉弱。根據 RBI 調查，今年以來城市家庭消費者信心呈現逐步走弱態勢，尤其 5 月對當前消費支出的評價明顯惡化，反映非必需品支出意願下降，也凸顯外部能源衝擊所推升的國內通膨，正在逐步打壓民眾消費信心。

降雨量低於歷史均值，威脅農村經濟並加劇通膨風險

不同於零售燃料價格的調漲，印度化肥部申請將年度化肥補貼預算提高一倍，使農民可按補貼價格購買化肥。然而儘管生產成本受控，農村經濟仍面臨實質逆風。由於每年 6~9 月的季風降雨量佔全年總降雨量 80% 以上，而全國仍有高達 45% 耕地缺乏人工灌溉系統，高度仰賴

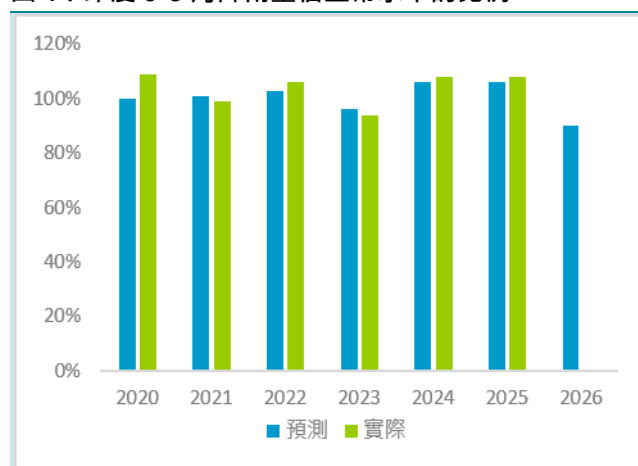
季風降雨，使降雨量成為左右內需表現的關鍵因素。根據印度氣象局(IMD)最新預測，今年聖嬰現象發生機率高達 92%，預期降雨量僅達歷史正常水準的 90%。對比 WMO 的預測，不同機構對聖嬰現象發生機率的估計略有差異，但均指向氣候異常風險升高。降雨不足將直接衝擊仰賴雨水的夏收作物(Kharif crops)，進而損害農業產出與農民所得，對農村購買力形成壓力。由於農村消費在整體消費中佔有重要比重，農產品供應趨緊及價格上漲，亦將推升食品通膨，進而侵蝕家庭實質購買力，抑制整體消費動能。

圖 3：印度消費者信心指數



資料來源：Bloomberg

圖 4：印度 6~9 月降雨量佔正常水平的比例



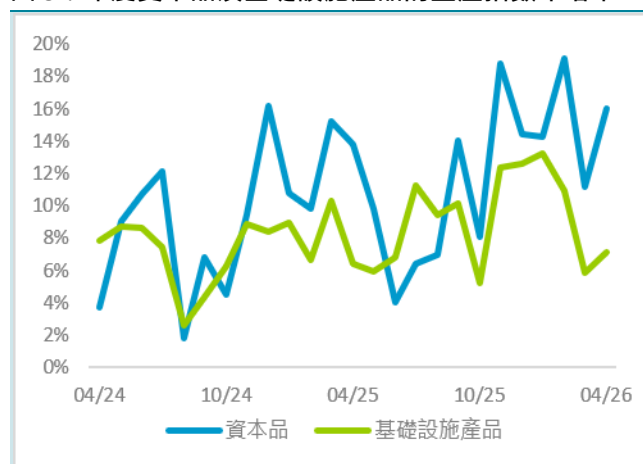
資料來源：Bloomberg

投資成長預計自高位放緩

私人資本支出出現加速跡象，惟前景仍具不確定性

觀察追蹤機械設備、工業設備等產量的資本品指數，由於單月指數走勢波動較大，因此以下採用季度平均年增率觀察。今年第一季資本品指數年增率由前季的 13.8% 升至 14.9%，為連續兩季加速成長，反映去年 RBI 降息 5 碼及稅率調降等政策紅利，帶動私人企業擴產及設備投資意願提升。另外，觀察追蹤水泥、鋼鐵、電力等基礎設施相關產品產量的基礎設施產品指數，今年第一季年增率持平前兩季的 10.0%，反映印度政府持續投入公共基礎建設，對整體經濟活動形成支撐。然而，隨著零售燃料價格調升，將壓縮企業利潤與居民實際購買力，同時抑制企業投資意願，私人資本支出的延續性仍有待觀察。

圖 5：印度資本品及基礎設施產品的生產指數年增率



資料來源：Bloomberg

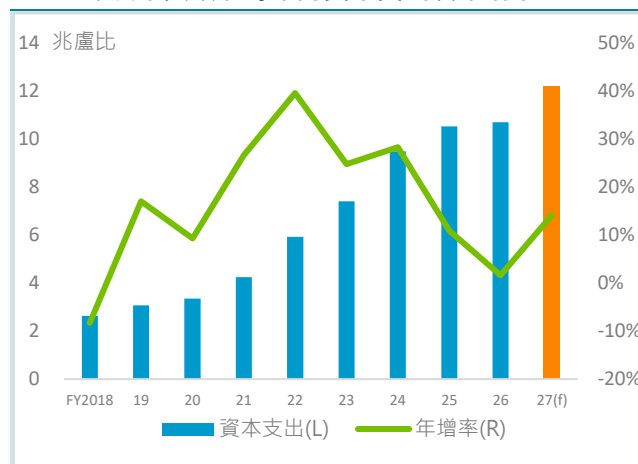
能源價格高漲之下政府資本支出存在執行風險

另一方面，FY27 印度政府編列中央資本支出預算為 12.2 兆盧比，達歷史高位，佔 GDP 比重為 3.1%，有望成為整體投資的重要動能。然而，回顧 FY26 實質資本支出僅 10.7 兆盧比，低於原計畫的 11.2 兆盧比目標，顯示財政執行缺口風險依然存在。更關鍵的是，根據近期 Bloomberg 報導，隨著印度政府調降汽柴油消費稅及增加化肥補貼以緩解民生衝擊，目前當局正積極考慮削減部分部門預算支出，避免相關補貼威脅財政目標。

對此，外資投行普遍預期，FY27 財政赤字率可能高於 4.3% 的官方目標，Bloomberg 報導指出印度政府可能容許財政赤字率升至 4.8%，同時將是疫情爆發以來首次出現財政超支。此外，儘管外媒指出官方仍致力於維持既有資本支出力度，惟考量今年能源價格明顯上升，4

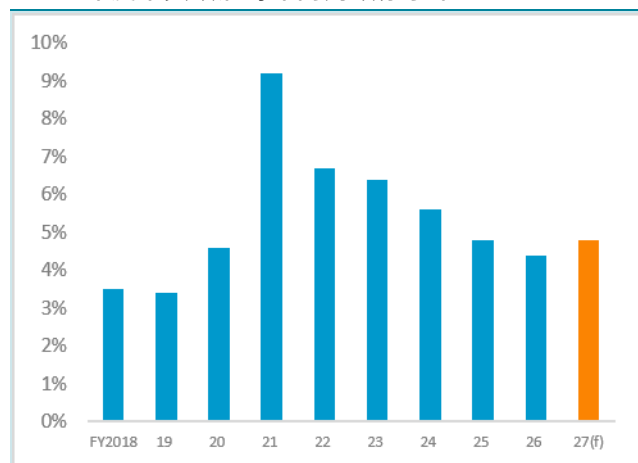
月單月財政赤字便已驟增至 FY27 財年預算目標的 21.4%。在整體財政惡化風險升高之下，不排除將拖累政府資本支出的最終執行力度，使其低於原先預期。

圖 6：印度中央政府每年的資本支出及年增率



資料來源：CEIC

圖 7：印度中央政府每年的財政赤字率



資料來源：Bloomberg

經常帳赤字有擴大風險

貿易逆差尚未出現明顯惡化跡象

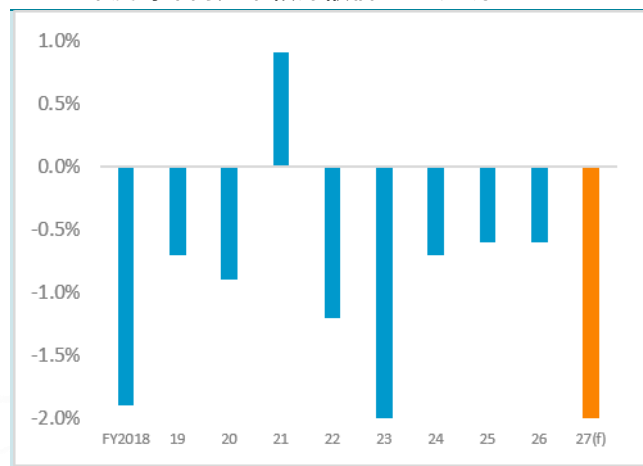
今年 3、4 月商品貿易逆差分別為 206.7、283.8 億美元，相較於 1、2 月的 346.8、271.0 億美元，尚未明顯擴大。主要原因在於美伊衝突導致荷姆茲海峽航運受阻，印度約 90% 原油仰賴進口，其中約半數來自中東，航運中斷使主要供應來源受阻。儘管美國財政部允許印度購買俄羅斯原油，但印度國家銀行基於豁免期不確定性拒絕處理相關付款，制約煉油廠實際採購能力。隨後美國明確

表示不續簽俄羅斯及伊朗原油制裁豁免。航運中斷及制裁不確定性等供應受限，導致印度被動減少石油進口，轉而消耗國內能源庫存，3、4 月石油進口因而分別年減 35.9%、10.0%，使貿易逆差未出現明顯惡化。

隨著能源庫存消耗，進口成本壓力可能逐步加大

5 月總理 N. Modi 轉向積極呼籲民眾採取一系列節約能源措施，具體措施包含鼓勵共乘、增加大眾運輸交通工具使用、建議企業恢復遠距辦公與虛擬會議、減少農業對柴油的依賴，並轉向太陽能灌溉等。政府部門亦同步聲明原油、天然氣及液化石油氣的儲備分別可維持 60 天、60 天和 45 天，以穩定民心。6 月更是祭出為期 90 天的燃料限購措施，限制商業消費者在一般零售加油站購買汽柴油，同時對於普通消費者每日柴油購買量設限。然而，隨著國內庫存逐步消耗，印度可能被迫增加能源進口，進而推升經常帳逆差。觀察 4 月石油進口金額相較於 3 月出現回升，凸顯高油價正逐步墊高進口成本壓力。在此背景下，儘管 Bloomberg 測算的 1~3 月當季經常帳赤字佔 GDP 比重為 0.6%，外資投行預計 FY27 該比重可能擴大至 2.0%。後續國際收支壓力能否緩解，關鍵仍在於油價是否回落，以及美印貿易協議能否於 7 月中旬如期完成並改善出口動能。

圖 8：印度每年的經常帳餘額佔 GDP 比例



資料來源：LSEG Workspace

美伊談判進展降低 RBI 升息風險

RBI 透過吸引外資措施緩解印度盧比貶值壓力

6/5 RBI 以 6:0 的投票結果決議將基準利率維持於 5.25% 不變，並維持中性貨幣政策立場，強調未來決策將依賴數據。不過，面對今年以來印度盧比貶值壓力，此前印度政府已將黃金進口關稅由 6% 大幅提高至 15%，此次 RBI 會議則宣布一系列吸引外資與緩解國際收支壓力的措施。包括取消外資投資印度政府債券的資本利得稅與利息稅，同時取消外資的短期投資與集中度限制；將全額補貼銀行吸收 3~5 年期非居民印度人(Non-resident Indian)的外幣存款避險成本，並免除相關存款的存款準備率要求，預計可吸引 400 億美元流入，約佔 GDP 的 1%；此外，提供公營企業海外商業借款優惠的換匯機制，並將出口商匯回出口收益的期限從 15 個月縮短至 9 個月，以加速美元回流至國內。

美伊協議進展有助於 RBI 取得更多政策空間支撐經濟

隨著 RBI 的政策推進，近期美元兌印度盧比匯率大致於 95~96 之間震盪，低於 5/20 接近 97 的高點，顯示印度盧比貶值壓力有所緩和。惟 6 月會議 RBI 大幅上調通膨預測並強調上行風險，總裁 S. Malhotra 亦表態如果通膨壓力更為廣泛及持續，將考慮升息，因此外資投行普遍預估 RBI 年內仍有升息兩碼的可能。不過，受惠於近期美伊談判出現進展，石油進口國面臨的能源壓力緩解，提振市場風險偏好。6/15 美元兌印度盧比最多下跌 0.7% 至 94.5，為 5/8 以來低點，反映印度盧比升值，10 年期印度公債殖利率最低亦觸及 6.85%，為 3/25 以來最低。如果後續荷姆茲海峽航運恢復正常，且中東產油設施供應逐步正常化，將有助於油價回落並緩解國際收支失衡壓力，同時減輕後續傳導至物價的二次通膨效應。在此情境下，RBI 於年底前升息的風險可望下降，政策重心亦可能逐步由抑制通膨轉向支撐經濟成長。

林宜瑩

經濟研究處資深研究員

janice.yy.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。

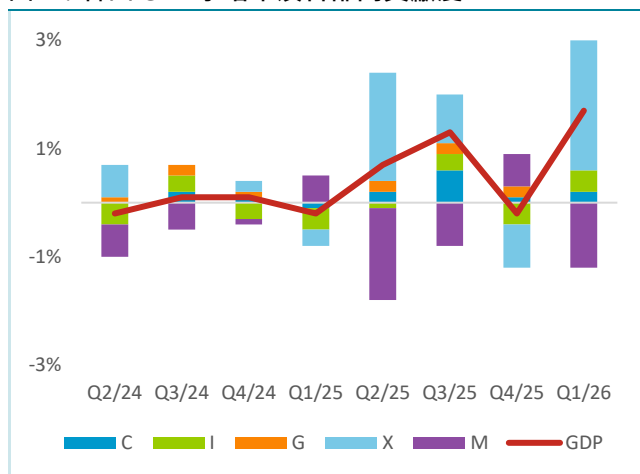


韓國經濟展望

AI 出口帶動第一季經濟大幅成長

2026 年韓國第一季 GDP 季增率由-0.2%大幅上升至 1.7%，高於今年 2 月 BOK 預期之 0.9%，為 2020 年以來最佳。受益於全球 AI 基礎投資持續擴張，資通訊產品及相關設備出口大幅成長，淨出口對 GDP 貢獻度自 -0.2%升至 1.2%，並帶動民間投資貢獻度由-0.4%升至 0.8%，其中設備投資貢獻度從-0.2%升至 0.4%，住宅投資貢獻度從-0.4%回升至 0.3%。民間消費貢獻度由 0.1%小幅上升至 0.2%，存貨變動貢獻度由 0.3%降至-0.4%，政府支出貢獻度則由 0.2%降至 0.0%。

圖 1：韓國 GDP 季增率及各部門貢獻度



資料來源：BOK

展望下半年，AI 科技發展與地緣政治變數仍將主導韓國 GDP 經濟表現。4/14 IMF 預估韓國今年 GDP 成長率持平於 1.9%，而 6/3 OECD 上調 GDP 成長率至 2.6%，顯示強勁資通訊出口有望平衡中東局勢引發的不確定性與衝擊。美伊雙方雖已就臨時協議架構達成共識，惟後續談判進展及國際油價回落幅度為關注重點。

表 1：韓國 2026 年經濟成長率及通膨率預期

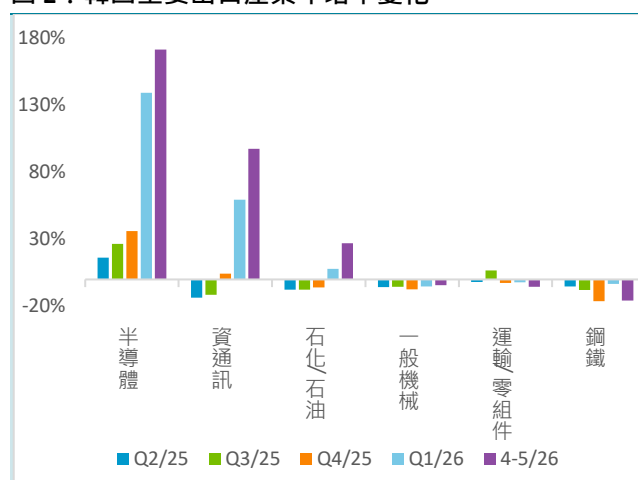
	GDP(F)	CPI(F)
BOK	2.6%	2.7%
KDI	2.5%	2.7%
IMF	2.6%	2.6%
OECD	2.6%	2.6%

資料來源：BOK、KDI、IMF、OECD

外需動能高度集中資通訊產品

根據產業通商部資料，5 月韓國出口總額達 877.5 億美元，較去年同期成長 53.2%，創單月歷史新高，然而出口成長高度集中於 AI 與石化相關產品。2026 年第一季半導體類出口年增率由 36.0% 大幅上升至 139.1%，5 月半導體出口額達 371.6 億美元，年增率達 169.4%。而受油價上漲帶動，石油產品第一季出口年增率由 2.6% 上升至 24.0%，石化產品第一季出口年增率由-14.2% 升至-2.8%。5 月石油產品出口單價維持高位，推升出口規模增加，年增率達 46.6%，但出口數量則減少 23.8%。石化產品則在優先保障內需供應的情況下，出口量減少 25.5%，使得出口年增率降至 11.1%。同時，其餘主要出口產品，如汽車、汽車零組件、鋼鐵產品、一般機械等出口額仍呈現衰退，產業 K 型化發展趨勢，亦是後續韓國經濟發展韌性隱憂。

圖 2：韓國主要出口產業年增率變化

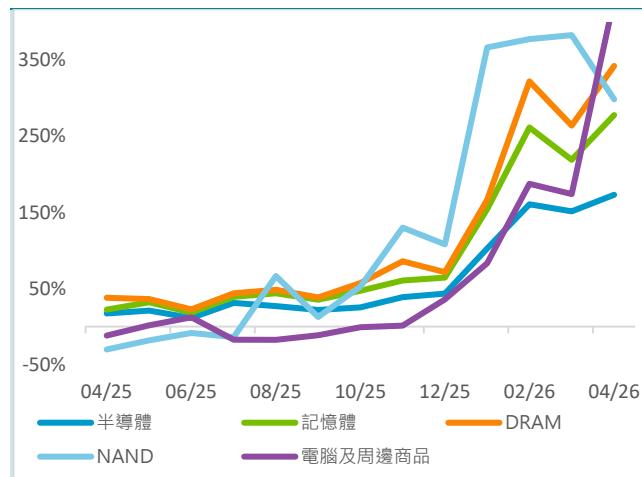


資料來源：Bloomberg

隨著 AI 雲端算力需求提升，大型科技公司資料中心建置投資支出擴張，使記憶體及儲存相關產品出口顯著成長。韓國科學技術情報通訊部 (MSIT) 之資通訊科技進出口趨勢報告顯示，由於產能擴張速度不及需求成長，DRAM、NAND Flash 等記憶體產品價格持續走升，推動 5 月記憶體類產品出口年增率升至 255.0%，其中 DRAM 出口年增率達 369.8%、NAND Flash 出口年增率達 206.8%。同時，因 AI 伺服器用半導體儲存裝置

SSD 需求增加，單價上升推升 5 月電腦類產品出口年增率達 290.7%。惟顯示器、手機及零組件、通訊設備等其他產品出口僅小幅成長。

圖 3：韓國主要資訊產品出口額年增率變化



資料來源：韓國科學技術情報通訊部

AI 需求推動的成長，亦使資訊通訊產業部門內發展差距持續擴大。三星電子最大工會於 4 月起提出分配營業利潤、廢除績效獎金上限議題訴求，並於 5/27 與資方達成協議，分配營業利益 10.5% 設立特別績效獎金，成功避免大規模罷工發生。然而根據協議，獎金總額 40% 歸於半導體業務設備解決方案部門，60% 分配給記憶體晶片部門，員工平均績效獎金分別達到約 1.6 億、6 億韓元。記憶體晶片部門與其他部門相比，員工平均績效獎金差距達約 100 倍，引發獎金分配公平性的討論。協議交付表決期間，5/21 一個三星股東團體主張股東分紅權遭受侵犯；5/26 亦有 DX (負責智慧型手機、家電及電視等產品) 部門員工組成的工會，針對分紅問題向法院提出禁制令。儘管隨後即被法院駁回，但此事件影響連帶外溢至其他產業，如科技網路平台公司 Kakao 工會因績效獎金談判未能達成目標，6/10 舉行首次局部罷工。雖然三星電子成功避免罷工發生，然仍須關注是否引發其他公司員工仿效，以及社會對立對於產能供應與內需消費之影響。

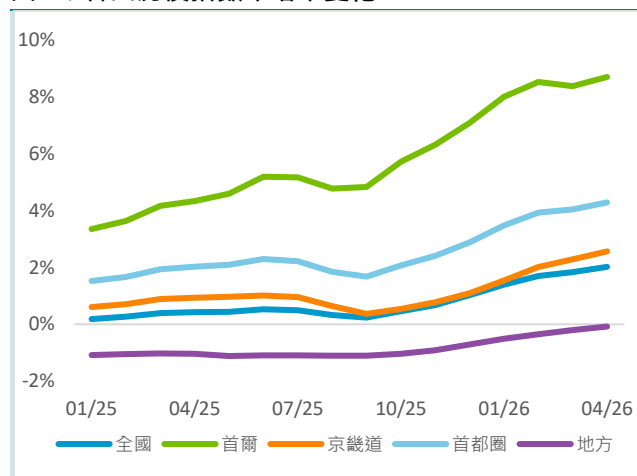
資通訊產業榮景帶動民間投資回升

內需方面，第一季設備投資年增率自 -1.7% 上升至 3.6%，顯示 AI 基礎建設需求不僅推升出口，亦持續帶動投資

成長。自 2 月起資通訊產業設備投資指數年增率持續保持 10% 以上，顯示投資動能明顯回升。展望未來數季，預料 AI 基礎建設需求將持續支撐非住房投資動能。

住宅投資方面，第一季建設投資年增率自 3.2% 下降至 -1.4%。觀察總統李在明上任以來，當局接連推出多項政策試圖抑制房價漲勢，包括 2025/6 房貸額度限制，2025/10 劃分首爾及京畿道等 12 區為投資過熱區，並於 2026 年持續提出諸如結束「多屋者資本利得稅重課暫停措施」、向擁有單套超高價住宅之非自住業主徵稅等。然而，相關措施至今對於抑制首都圈房價尚未見顯著成效，今年首爾及周邊地區房價持續走升，連帶推升全租房及月租房租金。目前完工後未售出房屋多集中於首都圈外地區，城鄉房市差距持續擴大。同時，房價持續上漲之際，中東衝突推高全球債券殖利率，進一步推升房貸利率持續走高，使家庭債務壓力增加。

圖 4：韓國房價指數年增率變化



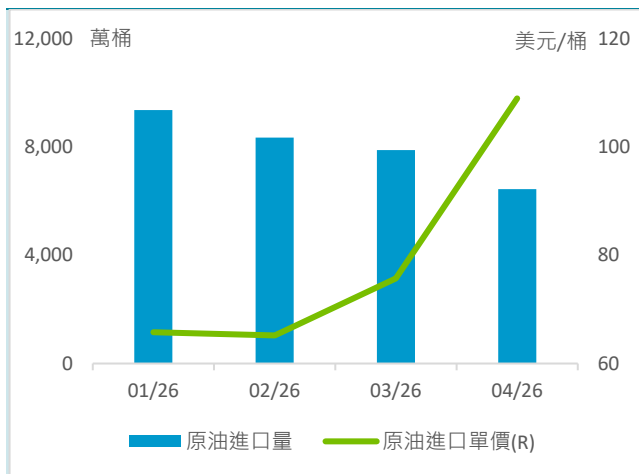
資料來源：韓國房地產統計資訊網

消費方面，第一季民間消費季增率由 0.3% 升至 0.5%。BOK 於 5/7 發布之《韓國股票財富效應評估》研究指出，投資人僅將約 1.3% 的股票資本利得用於消費，更傾向將股市收益投入房地產，或為民眾消費意願僅小幅回升之緣由。另一方面，韓國 3 月旅遊收入達 26.96 億美元，為歷來最高金額。除了春季為旅遊旺季，中國觀光客從日本轉往韓國旅遊，以及 K-Pop 活動舉行及韓元走弱等因素，共同推動國際遊客訪韓人數成長。旅遊收入較去年同期增加 68.3%，旅遊收支順差達 1.4 億美元，時隔 11 年 4 個月後由虧轉盈。

中東衝突推升韓國能源安全疑慮

美伊衝突使荷姆茲海峽通航受阻，衝擊能源供給並推升價格，石油近 70%進口自中東地區的韓國，因此承受能源安全壓力。根據韓國石油公社統計，原油月平均進口單價自 1 月的 65.77 美元/桶上升至 4 月的 109.00 美元/桶，漲幅約 65.7%。同期石油進口量則自 1 月的 937 萬桶下降至 4 月的 644 萬桶，降幅約 31.2%。為提升能源安全，3/12 韓國響應國際能源總署（IEA）行動，宣布將分階段釋放約 2,246 萬桶儲備原油。韓國政府亦透過繞行避開荷姆茲海峽路線，向沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國採購原油，並積極尋覓北美、非洲等地多元化替代來源，使對中東原油依賴比例降至 52%。

圖 5：原油進口量及進口價格變化



資料來源：韓國石油公社

根據韓國國家石油公司資料，截至 2 月底仍保有 1 億桶戰略原油儲備量，政府及民間部門持有石油儲備合計約為 1.9 億桶，以國際能源總署標準，將國家緊急儲備量除以淨進口量計算，韓國儲油可供使用天數達 208 天。根據韓國能源經濟研究院統計資料，2015 年至 2025 年期間，韓國每年進口約 10.4 億桶原油，進口原油量約有 45%至 47%投入石油、石化產業，同時出口約 5 億桶石油製品，展現韓國大量進口原油、原料，出口精煉石油、石化製品之特性。考量韓國石油公社統計資料，2026 年第一季石油總消耗量即達 1.96 億桶，顯示單以淨進口量計算難以完整反映需求。隨著美伊戰事結束，全球各國料積極回補庫存，相關供應瓶頸仍有可能對韓國石化產業生產造成擾動。

此外，中東衝突亦衝擊氬氣供給，影響半導體製程所需材料供應。2025 年韓國氬氣進口中約 64%來自卡達，在半導體所需的高純度氬氣供應中，卡達來源佔比更接近 80%。卡達方已於 3 月通知因遭遇不可抗力因素無法履行供應合約，而氬氣生產設施已遭戰事破壞，全面恢復供應之時程仍具不確定性。對此韓國政府稱已排除上半年供應中斷的可能性，並持續尋求替代來源。韓國氬氣供應商則稱三星電子與 SK 海力士擁有 4 至 6 個月庫存，料短期供應中斷風險較低。然若由天然氣提煉之氬氣、溴等原料供應受阻長期化，除成本攀升外，中低階或消費性電子所需之半導體製程材料亦將面臨更大供應風險。

李在明政府的因應措施

為應對中東衝突影響，李在明政府於今年 3 月起實施一系列政策措施，確保原油、電力供給，提供各項補貼，並於 4/10 通過規模達 26.2 兆韓元之應對中東局勢補充預算案，向弱勢族群、中低收入戶、偏鄉住戶，以及所得排名前 30%之高淨值族群以外的一般國民發放高油價受害支援金，總計支出 6.1 兆韓元。

然而，即便鎖定煉油廠供應油品之最高價格，加油站平均銷售油價仍持續走升。加上石化製品成本上升，韓國 4 月 PPI 年增率由 4.1%升至 6.9%，為 2022/10 以來最大漲幅。製造業生產者物價指數年增率升至 11.3%，其中煤炭與石油產品升幅達 73.9%。若能源價格無法快速回落至戰前水準，預期影響將逐步擴散至其他類別。CPI 與核心 CPI 亦自 3 月起持續上升，5 月年增率升至 3.1%、2.5%。

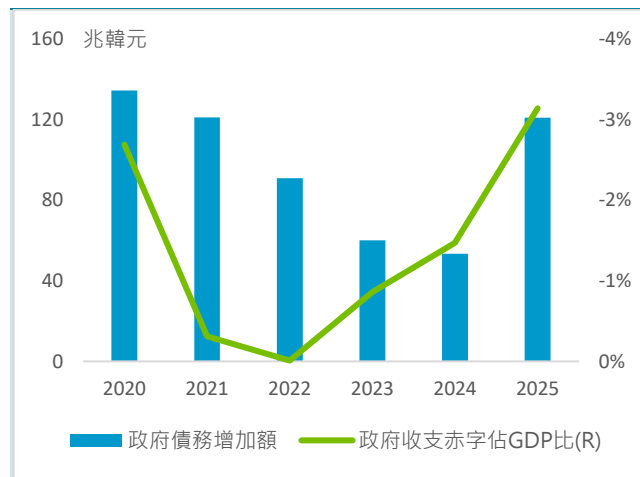
補貼措施亦增添政府財務可持續性討論，尤以韓國政府收支自 2024 年起即呈赤字狀況，2026 年赤字佔 GDP 比例達 3.14%，為歷史新高。考量近幾年政府債務增加額亦持續擴大，若相關補貼措施難以於短期內全面退場，韓國政府之財務健康度將可能重新受到檢視。

表 2：韓國李在明政府應對中東衝突影響之政策

類型	政策
原油	3/12 分階段釋放約 2,246 萬桶儲備原油
供給	3/27 石腦油、尿素等物資囤積及出口禁令
相關	4/14 以石腦油生產之基礎化工原料囤積禁令
電力	3/17 核電廠利用率從約 60% 提高到 80%，並於 5 月中旬前完成部分機組提前檢修
相關	3/17 解除燃煤發電量及燃煤機組發電量限制
	3/23 第二季電價持續凍漲不超過 5 韓元/kWh
	3/3 將國際物流費用補貼提高至 6 千萬韓元
	3/13 啟動煉油廠臨時油價上限制度
	3/26 擴大汽油與柴油之燃油稅減免幅度，分別自 7%、10% 升至 15%、25%
補助	4/10 通過 26.2 兆韓元額外預算案
相關	4/27 向弱勢族群、中低收入戶、偏鄉住戶發放高油價受害支援金
	5/18 向所得排名前 30% 高淨值族群以外的一般國民發放高油價受害支援金

資料來源：韓聯社、韓國政策簡報新聞入口網、中央社、工商時報，富邦整理

圖 6：韓國政府赤字佔 GDP 比例及債務增加額變化



資料來源：Bloomberg

經濟表現與通膨數據支持 BOK 升息

股市方面，KOSPI 指數持續大幅走揚，自 2026 年初至今最大漲幅達 104%，成長動能集中於三星及 SK 海力士兩大記憶體類股。觀察 2026 年初以來，三星股價上漲約 165%，SK 海力士上漲約 245%，兩者合計佔 KOSPI

指數權重達約 50%。然因高度依賴科技類股、中東局勢多變等影響，使得股市波動也相對明顯。

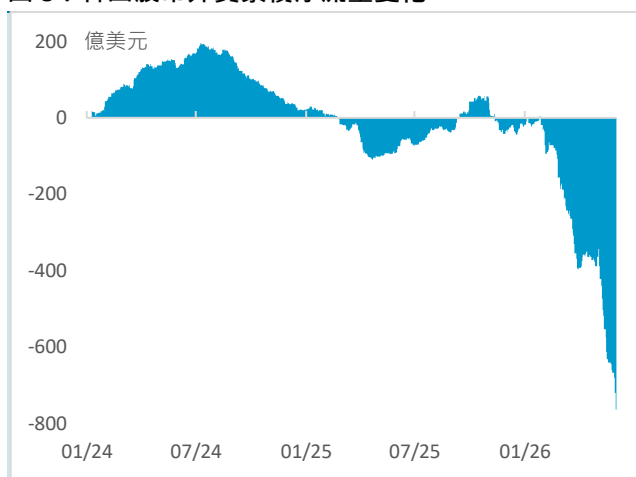
圖 7：KOSPI 指數及美元兌韓元匯率變化



資料來源：Bloomberg

匯市方面，儘管出口與股市表現亮眼，韓元在 2026 年上半年持續走弱，近期於 1,480 至 1,520 區間震盪。疲弱原因或在於韓股漲勢過快下，追蹤指數的外資基金被動調整持股，減碼超額配置部位之結果。為穩定匯率，國民年金 (NPS) 已取消外匯避險限制並下調海外持股配置目標，配合政府口頭干預，共同支撐韓元。展望後市，若出口維持強勁、能源供給問題緩解，搭配財政部動作以及 BOK 升息訊號，下半年韓元可望止貶轉向升值。

圖 8：韓國股市外資累積淨流量變化

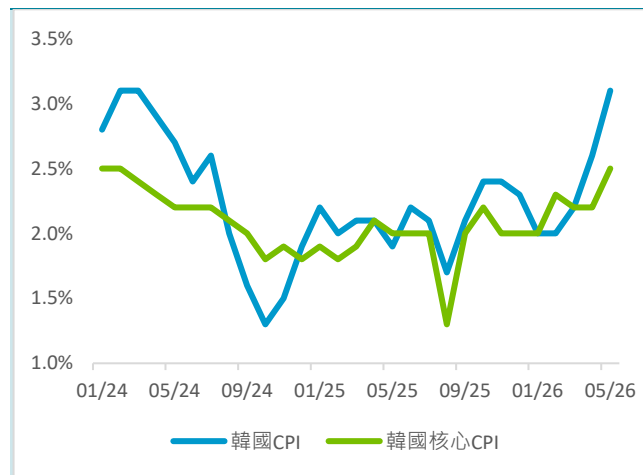


資料來源：Bloomberg

6/2 美國貿易代表署 (USTR) 公布 301 條款強迫勞動調查結果，擬對韓國未適用 232 條款關稅、未受豁免之產品加徵 12.5% 的額外關稅。USTR 於報告中表示相

關公聽會預定於 7/7 舉行，公聽會後 5 日內利害關係人可提出反駁意見。另美國 301 條款產能過剩調查亦有待公布，關注韓國能否透過加強或加速對美投資計畫等整體方案增加談判籌碼，以及關稅是否成為韓元升值影響因素。

圖 9：韓國 CPI 變化



資料來源：Bloomberg

5/28 BOK 以 5:2 決議維持基準利率於 2.50%，會後聲明指出，受益於強勁的半導體產業及補充預算，國內經濟預計將持續改善，因而調升經濟成長率預期至 2.6%，高於 2 月的 2.0%。然而，BOK 亦指出，受石油產品價格大幅上漲、溢出效應擴大，以及收入成長所帶來的需求側壓力增強，預計通膨將進一步攀升，而大幅上調 2026 年通膨及核心通膨預期，由 2.2%、2.1% 升至 2.7%、2.4%。

此次會議由新任 BOK 總裁申鉉松主持，其過去研究論文多著重於政府過度舉債的危害，任職於國際清算銀行時亦長期在貨幣政策上抱持偏鷹立場。申鉉松於記者會中表示，將綜合考量國內通膨壓力、經濟改善趨勢及金融穩定性等因素，於適當時機升息。考量韓國 CPI 自 3 月起持續高於通膨 2% 警戒線，釋出之點陣圖暗示 BOK 於下半年累計升息幅度將可能達到 2 至 3 碼。

展望 2026 下半年，應密切注意半導體產業週期擴張範圍及持續時間，美國關稅政策帶來的貿易環境變動，與中東情勢後續談判狀況發展造成之能源供給變化等因素，對韓國經濟走向之綜合影響。

柳欣汝

經濟研究處研究員

sherry.liou@fubon.com

免責聲明：

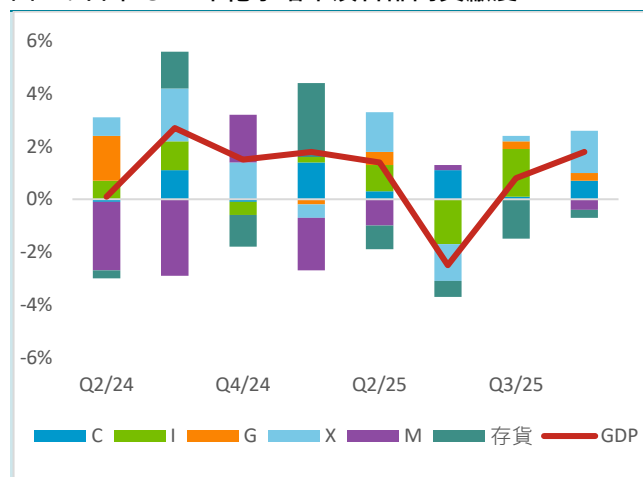
本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。

日本經濟展望

第一季經濟成長溫和復甦

日本 2026 年第一季 GDP 年化季增率由前季 0.8% 升至 1.8%，為連續兩個季度正成長，成長動能主要由外需及民間消費貢獻。隨美國關稅影響減弱，加上大型科技公司 AI 資料中心建置需求，淨出口貢獻度由 0.2% 上升至 1.2%。經濟刺激措施與實質薪資成長，使得民間消費貢獻度由 0.1% 上升至 0.7%。反觀民間投資貢獻度由 1.8% 降至 0.0%，政府支出貢獻度持平於 0.3%。整體而言，日本第一季經濟呈現溫和成長且表現優於預期。

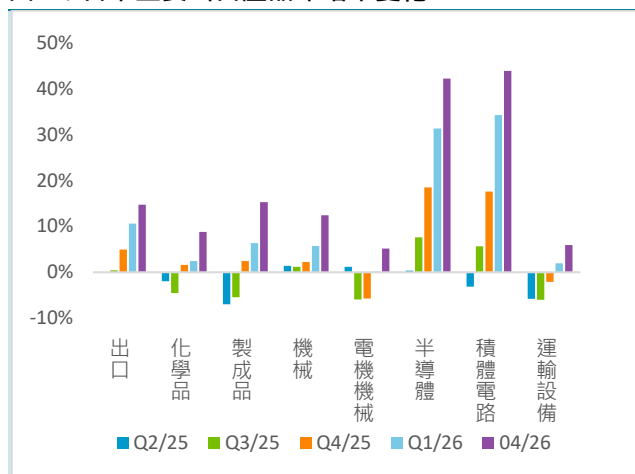
圖 1：日本 GDP 年化季增率及各部門貢獻度



資料來源：日本內閣府

外需方面，反映日圓貶值及外需成長，2026 年第一季出口年增率達 11.5%。產品別方面，全球對半導體原料、相關設備及稀有金屬之需求，帶動日本半導體、積體電路、機械、製成品等出口成長，化學品等其他主要商品出口亦溫和擴張，僅運輸設備、電機機械類復甦力道稍弱。預期 AI 投資需求將使得今年下半年半導體相關化學品、材料、機械設備出口熱度持續，惟美伊停火協議後的談判發展，以及美國 301 條款最終裁決之不確定性，皆增添景氣下行風險。

圖 2：日本主要出口產品年增率變化



資料來源：Bloomberg

內需方面，由於 2025/11 高市早苗內閣推出大規模經濟刺激措施，加上日經 225 指數持續走揚、春鬥加薪幅度連續 3 年高於 5%，實質薪資成長率自 2026/1 起回升轉正。可支配收入提升提高民眾消費意願，使 2026 年第一季民間消費年增率由 0.1% 升至 0.3%。反觀民間投資年增率由 1.2% 降至 0.7%，根據財務省公布之法人企業統計調查，2026 年第一季投資額年增率由 6.5% 降至 0.0%，其中製造業由 0.0% 下降至 -0.4%，產業別又以金屬製品、情報通信機械業下降率最為顯著。此外，政府支出貢獻度雖持平，但政府投資溫和回升，主要反映去年追加預算的影響。

整體而言，受益於民間消費及出口復甦，日本第一季經濟表現穩健。惟預期中東衝突之負面衝擊將於第二季與下半年數據中顯現，市場普遍預期全年經濟成長將放緩。BOJ 已將 2026 年經濟成長預期從 1.0% 下調至 0.5%，並將扣除生鮮食品之核心通膨預估值從 1.9% 大幅上調至 2.8%。OECD 於 6/3 公布的展望報告中，則將日本 2026 年全年經濟成長率由 1.2% 下調至 0.6%。OECD 指出，能源進口價格上揚、外需走弱，將部分抵銷日本由製造業獲利及財政刺激提供的成長動能。

表 1：日本 2026、2027 年 GDP 及 CPI 成長率預期

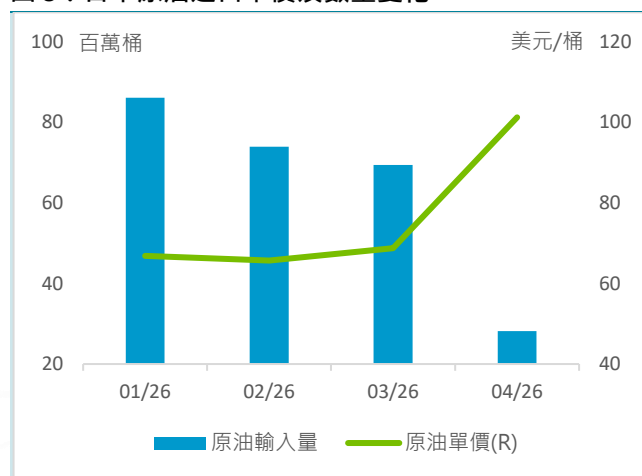
	2026		2027	
	GDP(F)	CPI(F)	GDP(F)	CPI(F)
BOJ	0.5%	2.8%	0.7%	2.3%
IMF	0.7%	2.4%	0.6%	2.2%
OECD	0.6%	1.8%	0.8%	2.2%

資料來源：BOJ、IMF、OECD

中東衝突下經濟韌性與隱憂並存

日本約有近 95% 的石油自中東地區進口，美伊衝突導致荷姆茲海峽通航受阻，使日本面臨能源供給與進口成本衝擊。根據財務省貿易統計，原油輸入單價自 2 月下旬的 64.16 美元/桶持續上升，至 4 月下旬已達 130.55 美元/桶，漲幅約 103.5%。然日本原油儲備全球排名第三，國家原油儲備截至 5 月約 2.6 億桶，總儲備合計約 4.3 億桶，以 IEA 標準計算儲備量達 197 天，能源安全具備一定韌性。政府已於 3 月、5 月分別釋出兩波共計約 50 天的國家石油儲備，並積極尋覓替代來源，自北美、中南美洲、中亞、非洲等地多元化採購石油。美伊停戰協議雖已簽署，惟後續仍須觀察談判進展、荷姆茲海峽航運恢復狀況，油價回落幅度以及日本原油進口狀況，牽動後續進出口之表現

圖 3：日本原油進口單價及數量變化



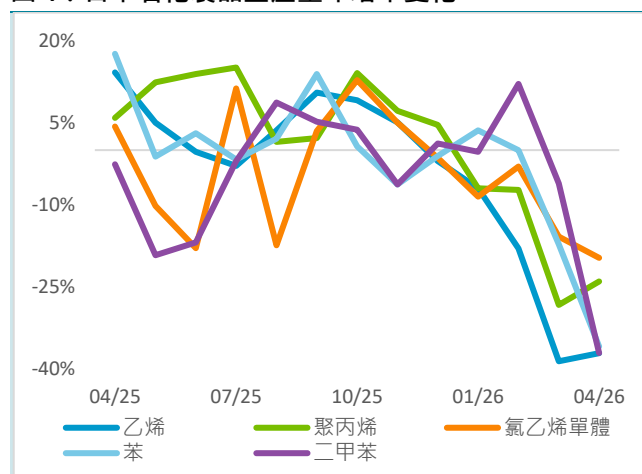
資料來源：日本石油聯盟

於此狀況下，日本經濟數據表現大致仍呈正向發展。受益於出口大幅成長及海外投資收益提升，4 月經常帳盈餘較去年同期增加 64.9%。其中出口額成長 13.9%、進口額成長 9.5%，商品貿易餘額由虧轉盈。製造業

PMI 於 3 月下跌後持續回升，於 5 月升至 54.5，可能反映海外客戶因應風險提前拉貨現象。

另一方面，能源供給波動對產業影響正逐步顯現。4 月日本石腦油進口量較去年同期減少 47%，儘管石化原料供給尚未嚴重短缺，惟在分銷階段，因資訊共享不足，加上預期心理推升訂單需求，導致石化原料供應鏈波動。根據日本石油化學工業協會發布的主要石油化學製品生產統計，自 2026/3 起，石化製品生產總量年增率顯著下降。此外，原油價格推升石化製品成本，5 月相關商品價格較去年同期上漲 6.3%，其中石油、煤炭、電力天然氣、化學及有色金屬產品漲幅最為顯著。反觀非製造業 PMI 自 4 月起持續下降，於 5 月降至 50，顯示中東衝突負面效應分化製造業與服務業前景，且擴散趨勢恐難在短時間內扭轉。

圖 4：日本石化製品生產量年增率變化



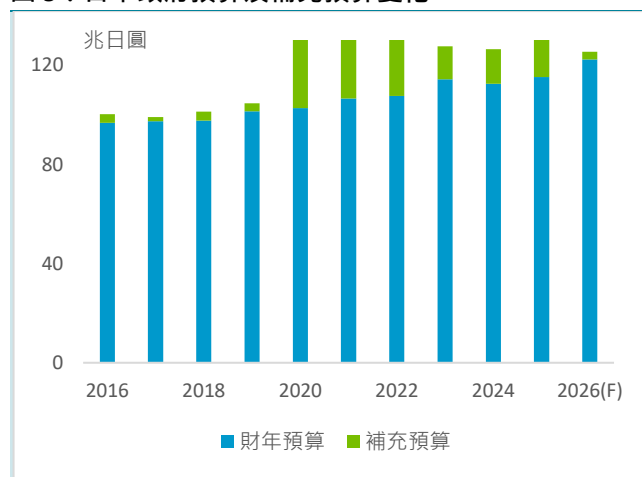
資料來源：日本石油化學工業協會

補貼與利率重燃財政可持續性疑慮

為減輕中東衝突下的民眾負擔，3/19 高市早苗內閣啟動燃油補貼措施，陸續投入燃油價格補助基金餘額約 2,800 億日圓，以及本財政年度預算中的應急基金約 7,948 億日圓，向供應商提供汽油、柴油、煤油等零售價格超過 170 日圓部分之全額補貼。鑒於 2026 年第一季燃氣電力補貼於 3 月底到期後，當局動用本財年緊急預備金 5,135 億日圓，實施 7 至 9 月電力與天然氣費率補貼，將家庭電費定為每千瓦時 3.5 至 4.5 日圓，以緩解供應商調漲電費衝擊。

依據 NHK 報導之燃料油補貼基金消耗金額推算，至 4 月底燃料補貼已使用約 4,900 億日圓。日本經濟產業部表示，若基金依此速度持續消耗，相關預備金將於 7 月中旬用盡。因此，6/5 日本國會通過因應中東局勢補充預算案 3.11 兆日圓，其中 5,135 億日圓用於回補本年度應急基金至 1 兆日圓，1,000 億日圓用於液化天然氣地方補助，2.5 兆日圓用於設立「中東局勢應變應急基金」。然而，此次預算將有 80% 以上投入應急基金，而應急基金無需經過國會審議，僅透過政府內閣會議即可決定使用，因而引發反對黨派質疑，須關注後續燃料油補貼可能的退場方式與時機。

圖 5：日本政府預算及補充預算變化



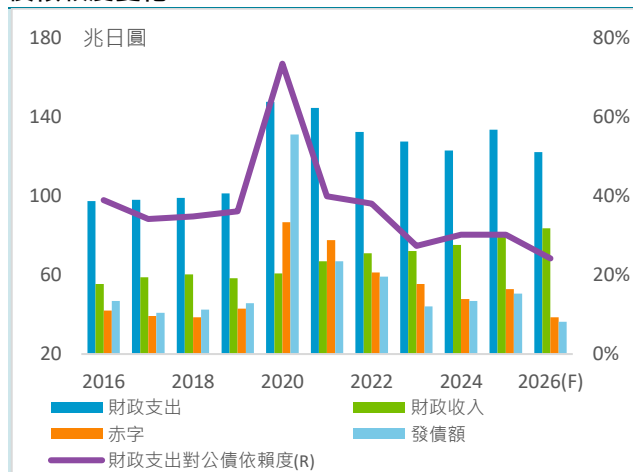
資料來源：日本財務省

此次補充預算資金將全數由政府發行債券籌資，面對財政健全質疑，首相高市早苗表示稅收增加已使 2025 財年發行的政府債券規模較預期減少約 3 兆日圓，因此，增發之公債無須提高財政年度發債計畫，在不增加市場中流通公債總額、不影響市場狀況的前提下籌資。然而，高市早苗內閣仍持續規畫推出食品消費稅減免、成長策略投資、所得稅減免福利等擴張性財政政策，使財政可持續性議題持續受到關注。

得益於稅收增加提升財政收入，與日本政府財政紀律控制支出，過去幾年日本補充預算佔總預算比例及收支赤字金額逐年降低，每年新增發行債務規模趨勢得以逐步下降，使 2025 財年日本財政支出對公債依賴度降至 24.2%。然而，2025 年高市早苗上任首相後，財年補充預算規模又轉為上升。國家債務總額（包含政府債券、借款及短期政府證券）亦持續攀高，於 2025

財年末達到歷史新高 1,343.8 兆日圓。同時，因殖利率持續處於高檔，使公債利息支出大幅上漲，2026 財年將由 9.4 兆日圓上升至 13.0 兆日圓。

圖 6：日本財政收支、赤字、發債額、財政支出對公債依賴度變化

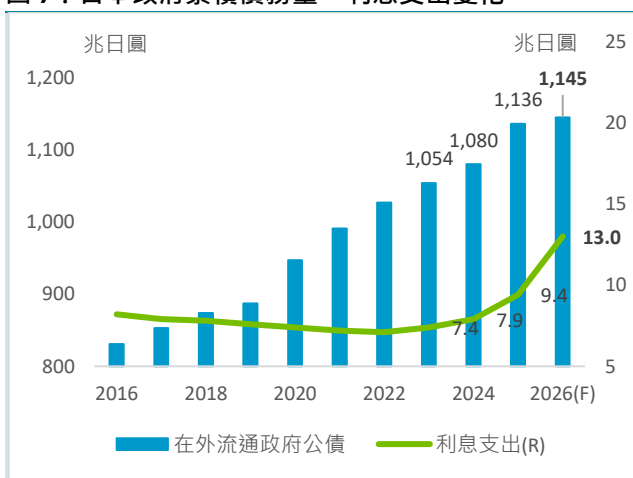


資料來源：日本財務省

註：財政支出對公債依賴度為公債發行額與一般會計財政支出額的比例

隨著首相高市早苗推出多項擴張性財政政策，加上輸入性通膨壓力升溫等外部因素，使日債殖利率於 5/25 一度升至 2.8%，創歷史新高。倘若消費稅減免、所得稅抵免福利、成長型投資等政策相繼落實，日本如何維持財政紀律，以降低日債殖利率上行、政府財務健康度惡化之風險，將為未來重要關注議題。

圖 7：日本政府累積債務量、利息支出變化

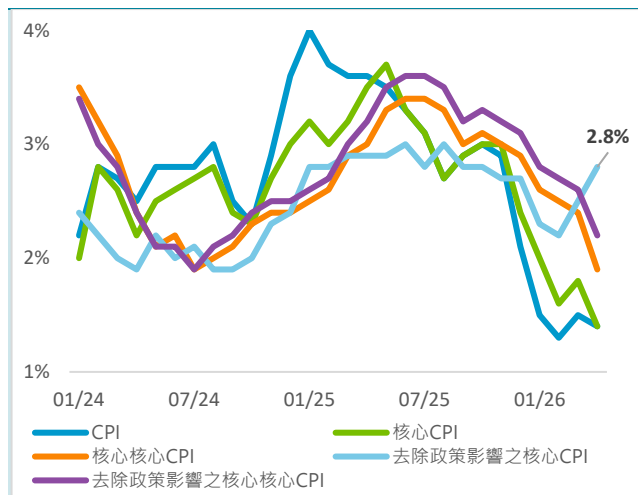


資料來源：日本財務省，財年

BOJ 升息對日圓走勢之影響尚待觀察

由於高市早苗內閣之油價補貼等措施，自中東衝突發生以來，核心 CPI 年增率未有顯著上揚趨勢，顯示企業端成本漲幅尚未明顯影響物價指數。根據 5/22 日本總務省統計局公布數據，4 月 CPI 年增率自 1.5% 降至 1.4%，扣除食品之核心 CPI 年增率自 1.8% 降至 1.4%，扣除能源與食品之核心核心 CPI 則從 2.4% 降至 1.9%，可能反映免除小學營養午餐費及高中學費等制度性因素及基期效應。通膨率雖仍低於 BOJ 的 2% 目標，但就 BOJ 公布之去除政策等特殊影響通膨率資料顯示，核心 CPI 已達 2.8%。若能源與其他大宗商品價格未能快速回落，輸入型通膨壓力將日益加劇。

圖 8：日本 CPI 年增率變化

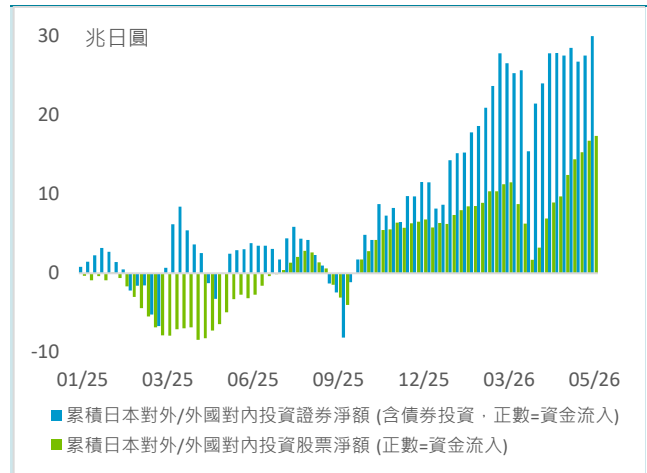


資料來源：Bloomberg、BOJ

6/16 BOJ 貨幣政策會議以 7:1 決議升息 1 碼至 1.00%，符合市場預期，為 1 年以來最高利率水準。同時，會議以 7:1 通過公債購買縮減計畫，除了維持原定計畫，自 2026 年第二季開始將每月購債規模逐季減少 2,000 億日圓，新決議為 2027 年第二季起維持單月購買水準降至約 2 兆日圓不再縮減。BOJ 停止縮減購債規模之舉，顯示貨幣政策正常化腳步可能受到日債殖利率走勢所限制。會後聲明指出原油價格上漲可能使物價壓力擴散至更廣泛項目，BOJ 於 2026 年內再度升息 1 碼可能性升高。惟未對後續升息動向給出明確指引，使投資人擔憂首相高市早苗的政治壓力，可能成為接下來考量政策收緊程度的負面因素。

資金流向方面，日本股市及全體金融市場皆呈現資金淨流入態勢，顯示海外投資人之信心。然而，與資金淨流入態勢相悖，日圓於 2026 年上半年持續走貶。由於 4/28 BOJ 貨幣政策決議記者會中植田和男總裁態度偏向謹慎觀望，加上中東緊張情勢升溫，推動日圓匯率於 4/30 貶至 2024/7 以來最弱水準 160.72。而後日本黃金周期間在財務省進場干預，匯價急速升值至 155 區間。根據日本財務省資訊，4/28 至 5/27 期間之外匯干預規模達 11.7 兆日圓，為自 1991 年以來日圓貶值期間的最大單月行動。然而，日圓急升至 155 後再度走貶，反映中東情勢下，市場對日本貿易餘額及政府財務健康度惡化之擔憂漸深。僅透過單次外匯干預或升息決議，能否扭轉日圓走勢仍待觀察。

圖 9：日本累積對外對內證券、股票基金投資淨額變化

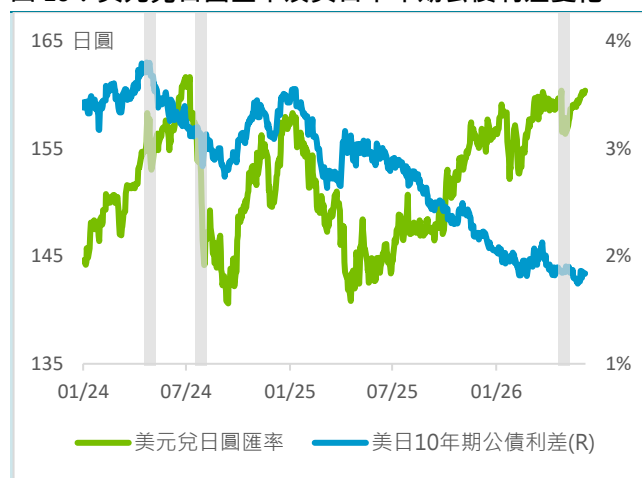


資料來源：日本財務省

5/12 美國財政部長 S. Bessent 訪問東京時表示，日本經濟基本面強勁，匯率過度波動並不可取，似乎默許財務省的干預行為；財務大臣片山皋月亦重申兩國在匯率走勢上密切協調。另一方面，Bessent 亦提及，若 BOJ 總裁植田和男能夠獲得應有的獨立性，將可採取需要的行動，暗示美方期望藉由升息而非外匯干預帶動日圓升值。只不過，在各國央行傾向緊縮貨幣以降低通膨風險之際，BOJ 貨幣政策正常化腳步，與持續控制通膨之升息意願，恐會受到經濟放緩擔憂和政治壓力限制。另一方面，升息又將使政府財政可持續性風險升高，與通膨壓力、產業發展不均共同成為抑制經濟

復甦的隱憂。未來關注 BOJ 總裁植田和男及諸位審議委員談話中側重的考量因素。

圖 10：美元兌日圓匯率及美日十年期公債利差變化



資料來源：Bloomberg

註：灰底為外匯干預跡象出現時間

展望 2026 下半年，聚焦於美伊談判發展下的中東情勢變化，以及美國 301 條款調查後續狀況。根據美國貿易代表署 (USTR) 於 6/2 公布之強迫勞動調查結果，擬對日本未適用第 232 條款關稅、未受豁免之產品加徵 12.5% 的額外關稅。後續公聽會預定於 7/7 舉行，連同美國 301 條款之產能過剩調查結果，美國最終裁決與行動除了可能影響日本經貿前景，亦留意是否將成為日圓升值之關鍵因素。

柳欣汝

經濟研究處研究員

sherry.liou@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。