

2025年 第四季投資展望

財富管理處 投顧小組

內容大綱



- 一 市場回顧
- 二 關注焦點
- 三 投資策略
- 四 重要數據 & 事件

市場回顧 | 全球股/債市表現

全球主要股票指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	年迄今(%)
MSCI世界指數	3.09	6.96	16.15
MSCI歐洲指數	1.54	3.19	9.85
MSCI新興市場指數	6.96	10.08	25.16
MSCI新興亞洲指數	7.46	10.93	26.37
MSCI拉丁美洲指數	6.35	9.10	37.77
MSCI新興歐洲指數	1.14	4.19	38.40
美國S&P500	3.53	7.79	13.72
道瓊歐盟50	3.33	4.28	12.95
日經225指數	5.18	10.98	12.63
香港恆生指數	7.09	11.56	33.88
上證指數	0.64	12.73	15.84
台股加權指數	6.55	16.02	12.09
印度標普孟買 SENSEX30	0.57	-3.99	2.72

全球主要債券指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	年迄今(%)
全球政府債	0.59	-0.11	7.26
全球投資級債	1.15	1.93	9.60
全球非投資級債	0.77	2.48	9.52
亞洲非投資級債	1.52	4.17	9.05
美國非投資級債	0.76	2.40	7.06
歐洲非投資級債	0.54	1.80	4.60
新興非投資級債	0.63	3.36	9.12
美國投資級債	1.42	2.65	6.96
歐洲投資級債	1.44	2.59	6.88
亞洲投資級債	0.90	2.62	6.85
新興投資級債	1.10	2.96	8.17
新興企業債	0.97	3.07	8.43
新興政府債	1.32	3.51	10.93

資料來源：Bloomberg，2025.9.30，債券市場為美銀美林債券指數

市場回顧 | 全球商品/匯率表現

全球主要商品指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	年迄今(%)
CRB指數	-0.58	1.12	1.31
西德州原油	-1.72	0.50	-8.95
布蘭特原油	-1.61	-0.87	-10.21
天然氣	-0.90	-17.11	-15.44
銅	3.70	4.05	17.11
黃金	10.56	16.10	45.96
玉米	-1.13	-2.35	-6.37
黃豆	-5.00	-2.46	-2.29
糖	-2.41	-2.01	-6.21

全球主要匯率(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	年迄今(%)
美元指數	0.04	0.93	-9.87
新興市場匯率指數	0.33	-0.84	7.38
歐元 (間接報價)	0.51	0.18	12.80
日圓	0.67	2.67	-5.62
英鎊 (間接報價)	-0.49	-1.92	7.07
澳幣 (間接報價)	1.06	1.19	6.36
南非幣	-2.19	-2.69	-8.18
台幣	-0.44	1.90	-7.05
人民幣	-0.12	-0.58	-2.50

資料來源：Bloomberg，2025.9.30，債券市場為美銀美林債券指數

內容大綱

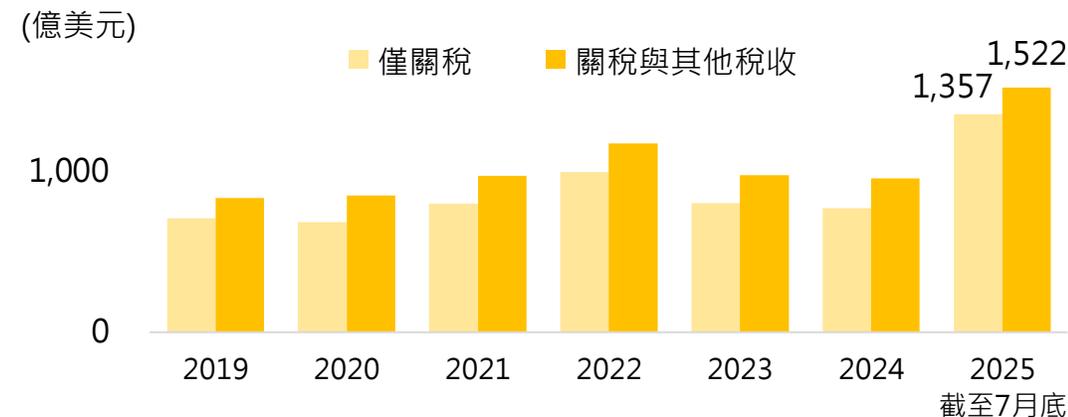


- 一 市場回顧
- 二 關注焦點**
- 三 投資策略
- 四 重要數據 & 事件

關稅 | 美國本財年的關稅或達到3,000億美元

- **川普關稅擾亂全球**：自川普就任以來，打著美國優先與國家安全的名號，宣布一連串對等關稅與特定商品關稅，在全球各國投下震撼彈。川普一方面堅稱絕不讓步，不久後卻又改口願意就關稅展開談判，威脅貿易對手坐上談判桌提出條件換取關稅優惠。
- **美國政府稅收大增**：美國本財政年度在9月結束，截至7月底，關稅與部分消費稅已創造1,520億美元稅收收入，為前一財年同期780億美元的近2倍。財政部長貝森特預計，全年的關稅收入可能達到3,000億美元。

今年美國總關稅及其他消費稅收入比近年來高出數十億美元



資料來源：Bipartisan Policy Center，美國財政年截至9月底

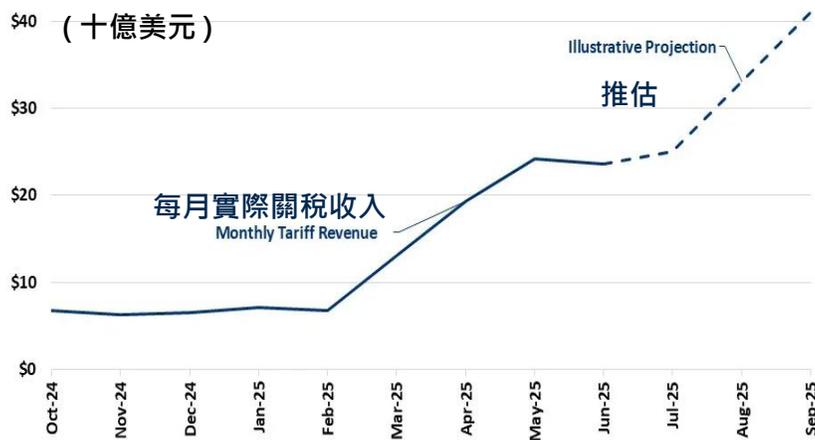
類型	稅率與加徵對象	課稅邏輯
《國際緊急經濟權力法》 IEEPA	<ul style="list-style-type: none"> 基本關稅：10% 對等關稅：10%~41% 芬太尼關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 解決對美貿易逆差問題，差異稅率視各國貿易逆差而定 只要任何外來威脅造成美國國家安全、外交政策或者經濟出現隱憂，美國總統得進行多種相關限制
《貿易擴張法》第232條 Trade Expansion Act	<ul style="list-style-type: none"> 汽車、鋼鋁、銅、半導體、藥品、木材、卡車、關鍵礦物等 	<ul style="list-style-type: none"> 調查與認定特定產品之進口是否影響美國國家安全，總統可加徵關稅、限制進口量或用其他方法保護美國
《北美自由貿易協定》 USMCA	<ul style="list-style-type: none"> 商品符合 USMCA 的原產地規則，零關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 例如：汽車產業要有 75% 的零件來自北美，才能免關稅進口到美國。若比例不足，就算從墨西哥或加拿大出口到美國，仍會被課徵關稅
《貿易法》第301條	<ul style="list-style-type: none"> 啟動對特定國家的調查，定案後可取代一句IEEPA決定的關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年美中貿易戰主要依據，惟調查時間較長
《貿易法》第122條	<ul style="list-style-type: none"> 面對巨額貿易逆差，總統可以在150天內徵收高達15%的關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 時效短，如果延長則需要國會立法
《貿易法》第338條	<ul style="list-style-type: none"> 對歧視美國商品的國家加徵關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 稅率上限50%，二戰後就未在實務上使用

資料來源：Bloomberg，2025.9

關稅 | 最高院拍板，川普關稅越權案11月5日開庭言詞辯論

- **川普對等關稅等待最高法院判決是否違法**：8月29日，美國聯邦上訴法院維持了國際貿易法院的裁決，認定前總統川普援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)加徵關稅的行為屬非法。隨後，川普政府於9月3日正式向美國最高法院提出上訴，要求推翻相關判決，美國聯邦最高法院預定11月5日開庭審理對總統川普廣泛開徵全球關稅的上訴案，最終裁決預計在2026年第一季出爐。最高院審理期間，川普已實施的關稅措施依然有效。
- **若關稅政策被裁定非法，美國財政赤字或將惡化**：短期來看，現行關稅措施為美國政府帶來大量財政收入。但根據負責聯邦預算委員會(CRFB)的測算，若按現有政策執行，考量關稅對經濟的影響，2025至2034財年關稅收入可望達1.7兆至2.6兆美元。然而，若最終判決生效並限制政府僅能徵收232條款關稅，則相關收入可能驟降至約0.8兆美元。在《大而美法案》(OBBBA)預計將帶來最高4.7兆美元赤字的背景下，關稅收入的縮減將使美國財政惡化風險進一步升高。

關稅為美國政府帶來大量收入



資料來源：CRFB · 2025.8.11

美國關稅收入或將大幅減少

計價幣別 美元	2025-2028 財年關稅收入	2025-2034 財年關稅收入
當前的關稅政策	1.3兆	2.8兆
考慮關稅對經濟帶來負面影響	0.8~1.2兆	1.7~2.6兆
貿易法院裁決 川普大多數關稅政策無效	0.4兆	0.8兆

資料來源：CRFB · 2025.8.11

若裁決生效潛在的贏家與輸家

潛在的贏家	<ul style="list-style-type: none"> • 大型零售商如亞馬遜和沃爾瑪將成為贏家，因為關稅降低意味著進口成本下降和更具競爭力的定價 • 先前受到高關稅影響的台灣、東協、印度等出口商，迎來部分貿易壁壘的緩和
潛在的輸家	<ul style="list-style-type: none"> • 關稅收入的減少將加劇本已緊張的財政赤字，不利美國公債市場 • 即使IEEPA關稅被取消，針對半導體、電動車、製藥和鋼鐵等美國戰略性產業的關稅仍可能持續 • 全球航運與物流業也將因碎片化的貿易政策而面臨新的合規障礙和不可預測的成本。

資料來源：Bloomberg · 2025.9.7

關稅 | 基本/對等/USMCA：川普本輪關稅對應附加條件

- 各國稅率有別，但普遍高於10%基本關稅：新版對等關稅於8月7日生效，但在8月7日之前裝船運輸中且台灣時間10月5日中午12點之前到港清關的，仍適用舊版對等關稅。對等關稅以美國為核心，靠近核心圈層的是以英國、澳洲等貿易順差國為主，對應10%的基礎關稅稅率。向外一圈，是以擴大對美投資、增購美國能源、農產與武器換取15%稅率的日本、韓國與歐盟。再向外延伸，台灣、越南、馬來西亞等國家面臨著19%至20%的稅率。而其他未被歸類的國家，被認為對美國國家安全構成威脅或是反對進一步對美國開放市場的國家，則面對25%以上的高稅率。

類型	國家	川普本輪關稅對應附加條件
1 貿易順差	英國	<ul style="list-style-type: none"> 英國：增加數十億美元的美國和農產品進口；購買價值100億美元的波音飛機；建立鋼鐵和鋁貿易區，以及藥品的供應鏈
2 貿易逆差且為美國盟友	歐盟、日本、韓國等國	<ul style="list-style-type: none"> 日本：對美投資5,500億美元，並確保投資的90%利潤保留在美國；增加美國稻米、大豆、玉米進口量；購買阿拉斯加液化天然氣；取消對美國汽車和卡車的進口限制等。 歐盟：對美國加碼投資6,000億美元；大幅採購美國軍事裝備等；向美國採購7,500億美元的能源產品。
3 貿易逆差且非美國盟友	台灣、越南、馬來西亞等國	<ul style="list-style-type: none"> 韓國：對美投資3,500億美元，1,500億美元用於造船合作，而2,000億美元將包括晶片、核電、電池和生物技術；接受包括汽車和農產品在內的美國商品進入市場，並且不對其徵收任何進口關稅；向美國採購1,000億美元的能源。
4 對美國國安構成威脅(如:芬太尼)，或是反對進一步對美國開放市場	中國、印度、加拿大等國	

資料來源：Bloomberg，2025.8

	豁免清單	對應稅號與商品
豁免商品	捐贈品	9903.01.30： 食品、衣物、藥品等救災用品
	資訊材料	9903.01.31： 出版物、電影、唱片等文化教育產品
	鋼鐵、鋁、銅製品、汽車及其零組件	9903.01.33： 已依232條款加徵關稅不重複課徵對等關稅
	特殊商品	9903.01.32： 銅、藥品、半導體、木材、關鍵礦物、能源及能源產品
	美國成分豁免	9903.01.34： 若美國成分≥20%，則美國成分部分免稅

豁免區域	豁免清單
	USMCA(美墨加協定)合規商品維持0%關稅(9903.01.26、9903.01.27)、至非屬USMCA合規商品，自墨西哥進口商品加徵25%關稅，自加拿大進口商品則加徵35%關稅，非USMCA合規能源及鉀肥加徵10%關稅

資料來源：經濟部，中華民國對外貿易發展協會，2025.8.14

關稅 | 232關稅：行業關稅成關鍵新變數

- **半導體關稅**：川普先前聲稱，將對半導體徵收高達300%的關稅，目前尚不清楚這些關稅是否只針對晶片還是所有含晶片產品，對於已在美國投資建廠的企業，川普表態其產品可獲豁免關稅。三星、SK海力士與台積電等近年在亞利桑那、德州投入鉅資興建晶圓廠，未來或將免受高額關稅衝擊。此舉雖有助於吸引龍頭企業落地，但也加劇產業不公平競爭。中小企業難以負擔在美建廠成本，勢必承受沉重壓力，相較之下，已布局美國的大型廠商則可鞏固市場優勢。
- **藥品關稅**：川普曾多次暗示對藥品實施的分階段關稅即將出台，但宣布時間一推再推，倘若真的施行，此類關稅將對瑞士和印度等國造成較大的負面影響。
- **關稅武器化策略，將深刻影響全球供應鏈與跨國投資布局**：除鋼鋁、汽車、銅、半導體與醫藥外，美國商務部正對木材、卡車、關鍵礦物、商用飛機、多晶矽及無人機展開232調查，後續關稅壁壘恐持續擴大。

川普232關稅進展

	商品	生效日	具體措施
開始課徵	汽車、鋼鋁、銅以及相關製品	<ul style="list-style-type: none"> • 2025/3/12 起加徵鋼、鋁產品25% • 2025/4/3 起加徵汽車25% • 2025/5/3 起加徵汽車零組件25% • 2025/6/4 起加徵鋼、鋁產品50%，英國維持25% • 2025/8/1 起加徵銅製品50% • 2025/8/18 起美國商務部擴大徵收範圍，納入407項產品代碼於美國關稅表中(HTSUS) 	
調查中	半導體、藥品、木材產品、卡車、關鍵礦物、商用飛機、無人機等	<ul style="list-style-type: none"> • 商務部調查中，以確定該商品進口對國家安全的影響 • 2025/9/29川普表示將對進口木材徵收10%的關稅，對進口廚櫃、浴室櫃和軟墊家具徵收25%的關稅，最新關稅將對加拿大、越南和墨西哥造成衝擊，並於10月14日開始徵收。 	

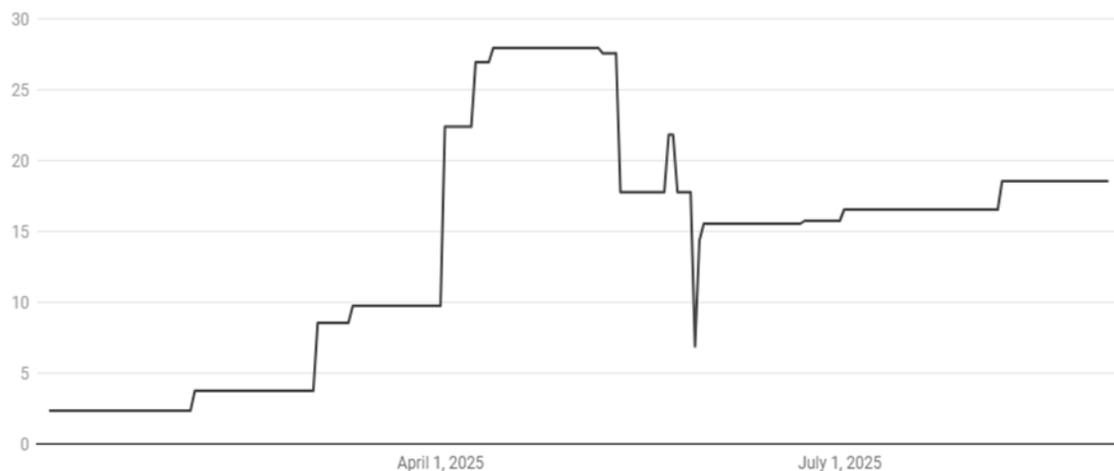
資料來源：Bloomberg，2025.9.30



關稅 | 8月美國消費信心相對低迷

- 關稅影響逐步顯現**：川普的關稅政策已從針對單一國家的精準打擊，演變為全球性的組合拳，其中涵蓋對等關稅、特定國家懲罰關稅、廠商轉出口課稅及特定產業壁壘關稅。關稅的直接結果將是商品價格上漲、職缺數減少、縮減資本支出與創新放緩。
- 美國消費信心相對低迷**：美國的儲蓄率自2021年Q4疫後高峰25%一路走低跌破5%，家庭信用卡貸款自0.77兆美元大增逾5成至1.10兆美元。此外，8月密大消費者信心指數58.6，處在低檔並延續下降趨勢，反映出消費者對關稅影響的擔憂。根據耶魯大學預算實驗室的最新估計，美國消費者將面臨18.6%的整體平均有效關稅稅率，為1933年以來的最高水準，預計2025年所有關稅措施導致的物價水準短期內上漲1.8%，相當於2025年平均每戶家庭收入損失2,400美元。

2025年1月1日以來美國平均有效關稅稅率



資料來源：The Budget Lab analysis · 2025.8.6

美國關稅疊加效果



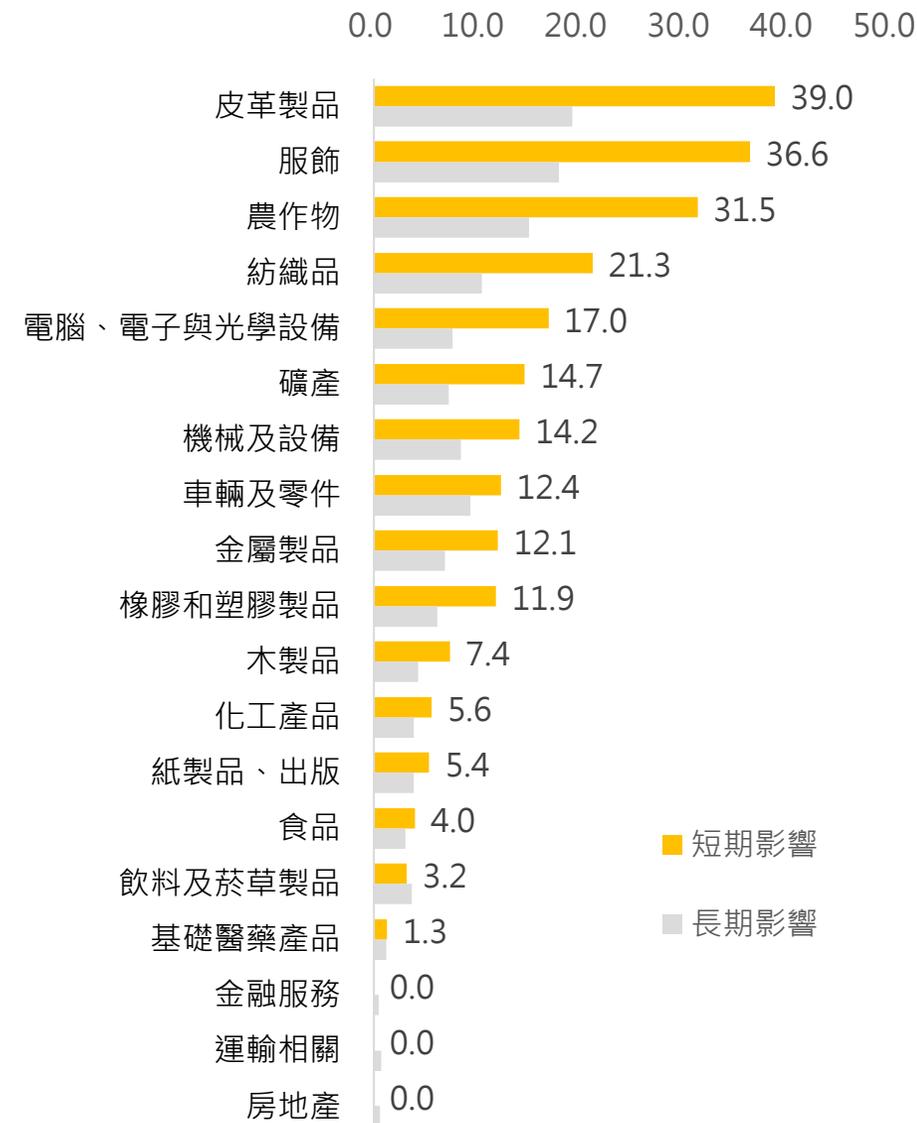
資料來源：Bloomberg · 2025.8.26

關稅 | 短期對服裝和紡織品的負面影響較深

耶魯大學預算實驗室預估本輪關稅對商品價格、勞動市場與經濟成長影響：

- 對大宗商品影響：**將對服裝和紡織品的負面影響較重：(1)短期：面臨服飾和紡織品價格大幅上漲的壓力，其中皮革製品(鞋類和箱包)價格上漲39%，服飾價格上漲37%，紡織品價格上漲21%，車輛價格上漲12.4%，相當於2024年平均新車價格增加6,000美元。(2)長期：在替代和全球供應轉移之後，服飾和紡織品價格仍將分別上漲19%、18%和11%。車輛方面長期內上漲9.4%，相當於2024年平均新車價格增加4,500美元。
- 對勞動市場影響：**雖帶動製造業產出提升2.1%，但長期而言，建築業萎縮3.6%，農業下滑0.8%，整體經濟效益出現抵銷。勞動市場亦受到衝擊，預估2025年底失業率將上升0.3%，2026年底更擴大至0.7%，預估整體就業人數減少50.5萬人。
- 對經濟成長影響：**2025與2026年的經濟成長率(GDP)每年將分別減少0.5%，長期來看，美國經濟規模下降0.4%，相當於以2024年美元計算每年損失1,250億美元。雖然關稅短期內對製造業帶來提振，但就業、經濟總量與民生消費的長期成本，使整體經濟面臨下降的風險。

2025年美國關稅對大宗商品價格的影響



資料來源：The Budget Lab analysis · 2025.8.6

| Fed | 川普罷免聯準會理事庫克

- **川普罷免聯準會理事庫克**：川普以房貸詐欺為由罷免聯準會 (Fed) 理事庫克 (Lisa Cook) ，成為自1913年Fed成立以來首位被總統直接解職的理事。彭博預估，庫克對此決定提出訴訟，並極有可能獲得臨時禁令，使罷免決定在訴訟期間暫時失效。最終，案件結果可能須由最高法院裁定。對聯準會獨立性最不利的情境是，庫克最終在2026年2月前被解職。由於屆時正值地區聯邦儲備銀行行長的連任提名截止期，川普可能藉機在FOMC進一步安插傾向支持降息的成員。
- **Fed獨立性的擔憂料將持續發酵**：聯準會理事會由7名理事組成，所有成員均須經美國總統提名並獲得參議院確認方可就任，任期長達14年，旨在確保貨幣政策的獨立性與決策的延續性。川普提名的新任理事米蘭 (Stephen Miran) 順利接替庫格勒擔任Fed理事，倘若成功罷免庫克再提名另一位新理事，則Fed理事會將有四名成員與川普立場一致，形成過半優勢。

	聯準會事結構一覽	職位	提名總統	本屆任期截止時間	貨幣政策立場
1	鮑爾 Jerome H. Powell	主席&理事	理事提名：歐巴馬 / 主席提名：拜登	理事：2028年1月31日 / 主席：2026年5月23日	中立
2	傑佛森 Philip N. Jefferson	副主席&理事	理事提名：拜登 / 副主席提名：拜登	理事：2036年1月31日 / 副主席：2027年9月13日	中立偏鴿
3	巴爾 Michael S. Barr	理事	拜登	2032年1月31日	鷹派
4	庫克 Lisa D. Cook	理事	拜登	2038年1月31日	鷹派
5	庫格勒 Adriana D. Kugler	理事	拜登	2026年1月31日 (於2025年8月8日辭職)	鷹派
	米蘭 Stephen Ira Miran	理事	川普	2026年1月31日 (於2025年9月15日接替庫格勒)	鴿派
6	沃勒 Christopher J. Waller	理事	川普	2030年1月31日	鴿派
7	鮑曼 Michelle W. Bowman	理事	川普	2034年1月31日	鴿派

資料來源：Fed · 2025.9.16

| Fed | 川普意圖塑造傾向其經濟政策的團體

- 川普若提前公布Fed主席人選，可能令市場認為急於打造「影子Fed」：現任聯準會主席鮑爾（Jerome H. Powell）任期將於2026年5月屆滿。依照歷史慣例，美國總統通常會提前3至6個月公佈新任提名人選。鮑爾曾於2017年由川普提名為主席，並於2021年獲拜登再次提名連任。參考過往經驗，市場普遍預期川普可能會在今年12月至明年1月間公佈繼任人選；若提前至9月至10月公布，則可能引發外界質疑川普政府急於打造「影子Fed」。
- 川普意圖塑造傾向其經濟政策的團體：一旦川普公佈提名人選，參議院僅需過半數支持即可確認。目前參議院100個席位中，共和黨占53席，意味著川普的提名人選通過機率相當高，通過逐漸塑造一個傾向其經濟政策的團體，川普能夠間接對政策施加影響。

2005年以來歷任聯準會主席換屆的具體情況

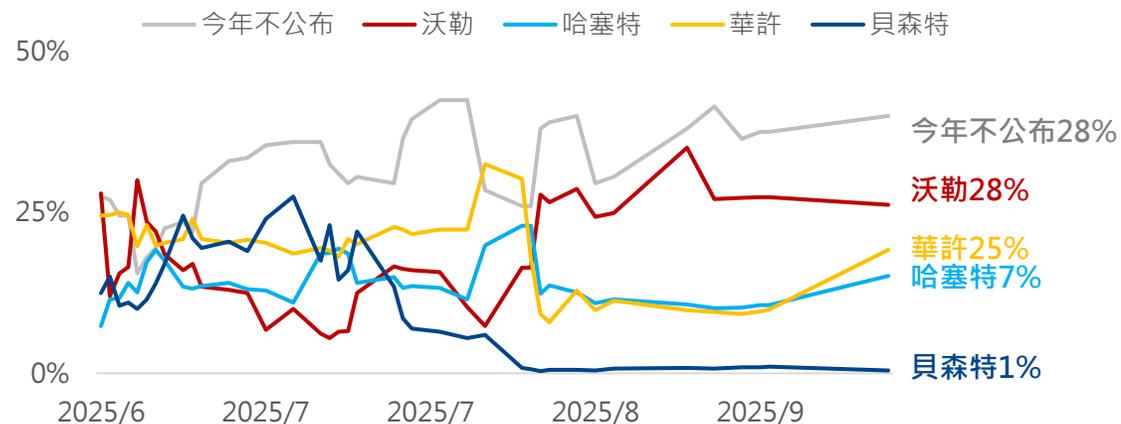
聯準會主席		提名		參議院表決	宣誓就職日	提名至就職的時間跨度
		宣布日期	宣布總統	表決日		
新主席	第1任期	?	川普	?	?	?
	第2任期	2021/11/22	拜登	2022/05/12	2022/05/23	約6個月
鮑爾	第1任期	2017/11/02	川普	2018/01/23	2018/02/05	約3個月
	第1任期	2013/10/09	歐巴馬	2014/01/06	2014/02/03	約4個月
伯南克	第2任期	2009/08/25	歐巴馬	2010/01/28	2010/02/03	約5個月
	第1任期	2005/10/24	小布希	2006/01/31	2006/02/01	約3個月

資料來源：Fed，白宮，參議院，天風證券，2025.8

| Fed | 目前新主席最有可能人選為現任理事沃勒

- 市場預期Fed主席提名最有可能人選為現任理事沃勒：財長貝森特表示，川普正在考慮多位候選人；根據Polymarket網站顯示，沃勒的提名機率最高，達28%，其餘候選人則均低於10%。此外，市場也認為仍有34%的可能性，川普將延至2026年才正式公布提名。

Polymarket網站對下一任聯準會主席提名的押注概率



資料來源：Polymarket · 2025.9.17

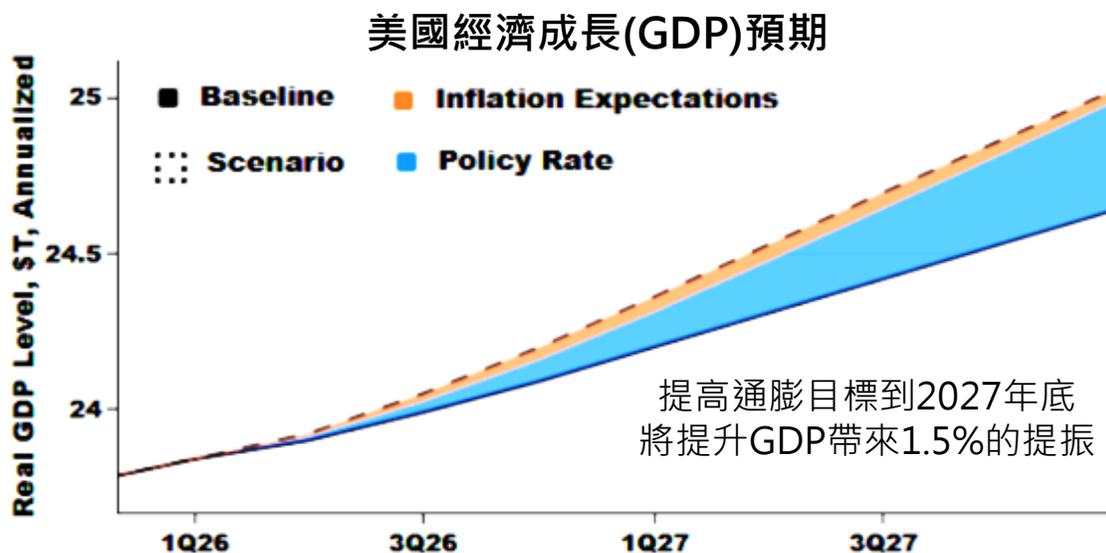
聯準會主席可能接班人	現任職務	優勢	劣勢
凱文 哈塞特 Kevin Hassett	美國國家經濟委員會會長	2018年經濟復甦時期要求聯準會維持低利率政策	決策獨立性受質疑
史考特 貝森特 Scott Bessent	美國財政部長	金融圈認可度高	白宮否認貝森特是潛在人選

資料來源：Bloomberg · 2025.8

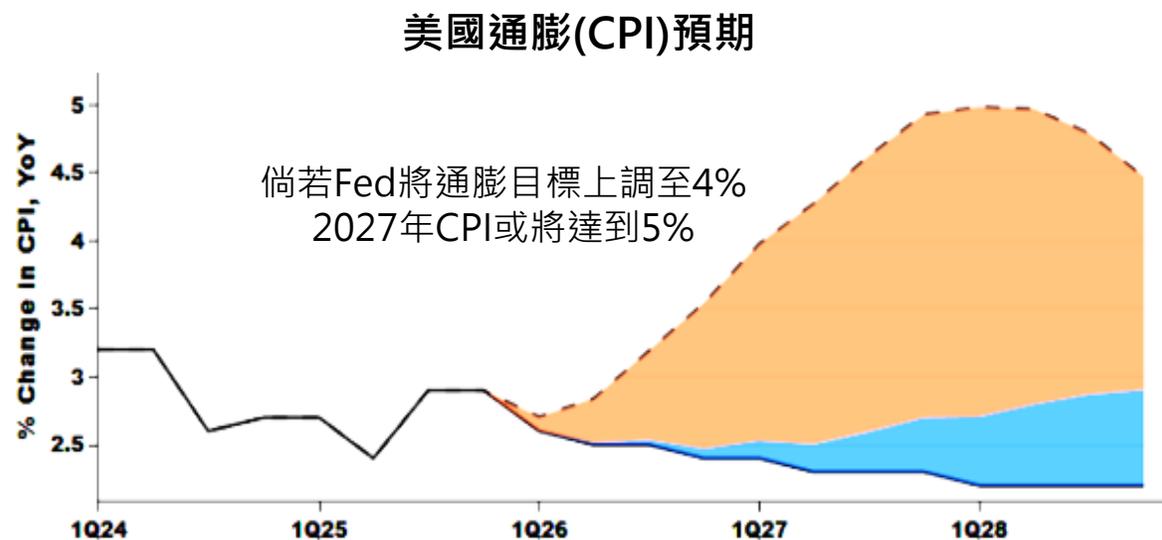
聯準會主席可能接班人	現任職務	優勢	劣勢
凱文華許 Kevin Warsh	曾任職聯準會理事	今年多次批評鮑爾未按期望降息	離開政府時間過長 貨幣政策經驗不足
克里斯多福 沃勒 Christopher J. Waller	現任職聯準會理事	認為今年7月就應該降息	政策可能過於激進

| Fed | 獨立性下降，對美國經濟走向的影響

- **Fed獨立性及美元信用的疑慮升溫**：川普公開表示將解任Fed理事庫勒（Cook），市場因而預期未來「川普派」理事席次將進一步增加，推動降息預期升溫，帶動短天期美債殖利率下滑。然而，不過，此舉亦引發對Fed獨立性及美元信用的疑慮，推升長天期美債殖利率與金價。
- **短期有助經濟與就業，但長期恐推高通膨預期**：若川普進一步將Fed導向「MAGA色彩」（Make America Great Again），彭博預估，其可能將目標通膨率由2%上調至4%，並把Fed目標利率下限由目前的4.25%降至2.50%以下。在更低實質利率刺激下，短期經濟活動將升溫，預期至2027年底，美國GDP成長率料高於基準情境1.5%，失業率則降低0.6%。然而，經濟提振的代價是通膨加速，物價漲幅至2027年底恐攀升至5%。短期而言，此政策組合有助經濟與就業，但長期恐推高通膨預期，並增加金融市場不穩定風險。



資料來源：Bloomberg · 2025.8.22

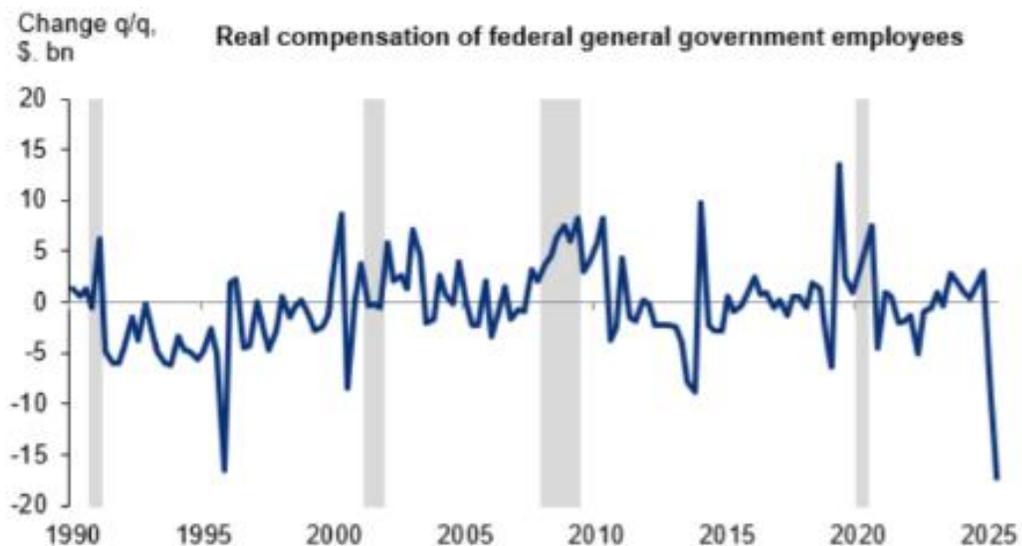


資料來源：Bloomberg · 2025.8.22

美國 | 政府關門危機

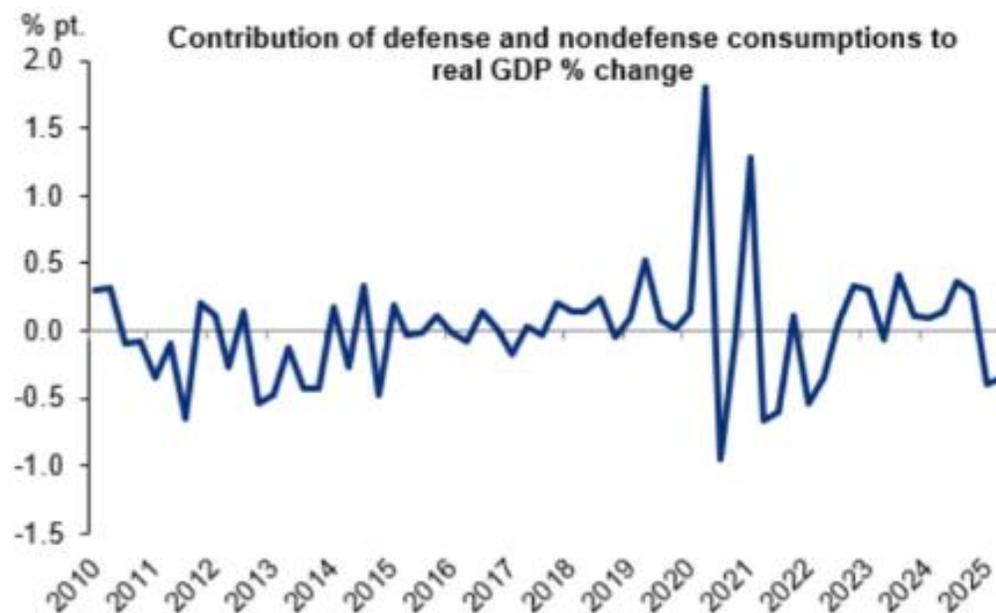
- **美國政府關門危機**：隨著國會持續在預算談判上僵持不下，美國聯邦政府可能在 9 月 30 日後面臨停擺危機。若政府關門持續數週，恐對美國經濟與社會造成衝擊，數十萬名聯邦僱員將面臨薪資延遲，部分公共服務也將暫停，根據交易市場 Polymarket 的數據，10月1日政府關門的幾率一度高達74%。
- **關鍵數據或將無法準時公佈**：德銀預估，本次美國政府關門，將導致國內生產毛額（GDP）季增年率成長率每周下滑約0.2個百分點。此外，備受關注的就業報告和消費者物價指數（CPI）等關鍵數據將無法準時公佈。

聯邦政府僱員的實際薪酬在停工期間大幅下降



資料來源：BEA · Deutsche Bank Research · 2025.9.28

聯邦政府裁員對 GDP 造成拖累



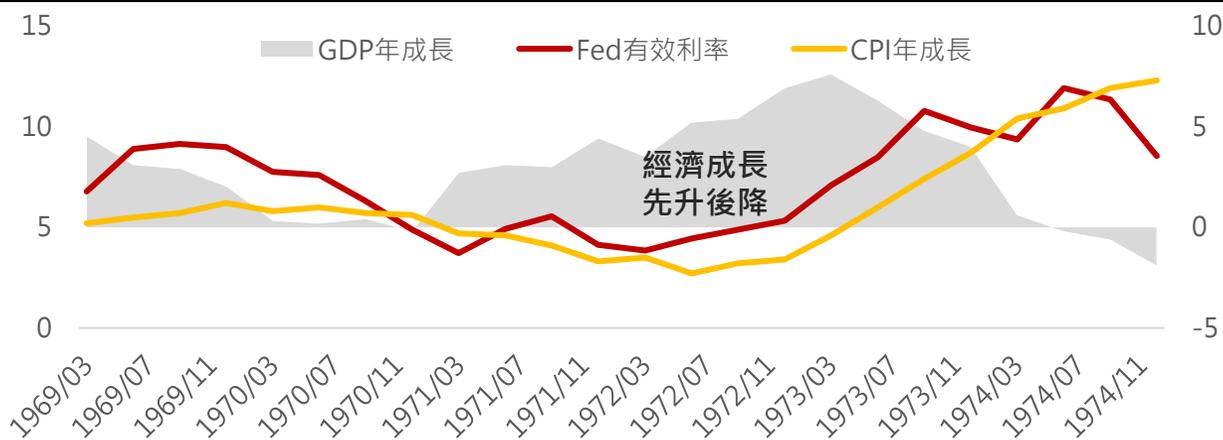
資料來源：BEA · Deutsche Bank Research · 2025.9.28

| Fed | 市場看重Fed獨立性

- **市場看重Fed獨立性**：今年7月金融市場曾經歷「開除鮑爾」的風波，7月16日媒體稱川普可能很快免職鮑威爾，消息傳出後，美股、美元、美債價格盤中大跌，美國公債收益率快速上漲、黃金走高。不到一小時後，川普否認這一傳聞，美國股債匯隨即回升，也印證了市場對於Fed獨立性的重視。
- **投等債具有較佳抵禦下行風險的能力**：在美國結構性財政赤字惡化、公債供給持續增加，以及川普試圖干預Fed獨立性的背景下，公債殖利率面臨上行壓力。儘管美國財政壓力升高，但對企業償債能力的影響相對有限。投資等級債券通常具備較高的利息保障倍數與較低的槓桿水準，在未來經濟可能轉弱的環境下，仍展現出較佳的抗跌性與風險承受能力。

風險 1：停滯性通膨隱憂

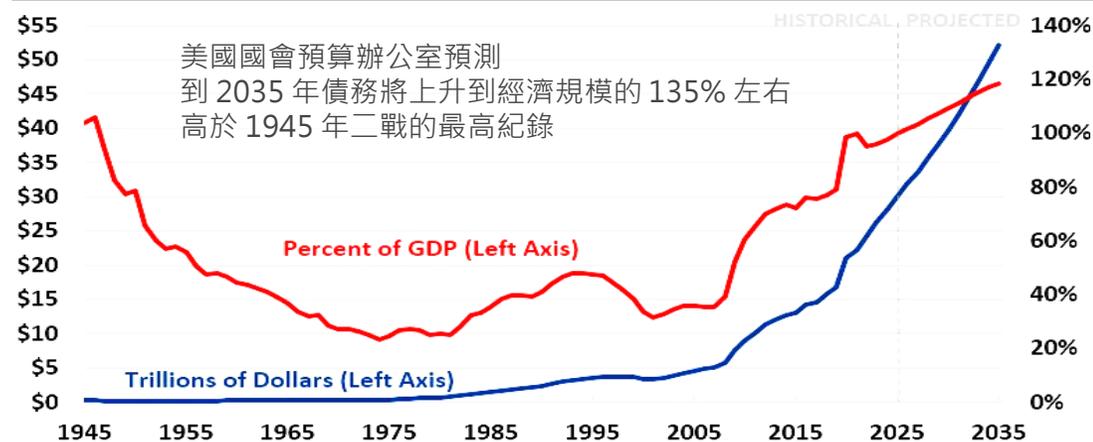
1970年尼克森總統任命往來密切的伯恩斯為Fed主席。1971年美國失業率達 6.1%，通膨率突破 5.8%，為爭取連任尼克森總統施壓伯恩斯降息，隨後為1973-1974年停滯性通膨埋下隱憂。1973年美元大量流通，加上同年爆發的第一次石油危機，美國通膨率達 8.8%、1974 年更高達 12.3%且經濟陷入衰退，形成典型的停滯性通膨格局。



資料來源：Bloomberg · 1969~1974年

風險 2：加劇財政擔憂、削弱美元地位

美元作為世界儲備貨幣的主導地位，很大程度上取決於Fed的信譽，此外，當前美國持續攀升的債務，外國官方機構和市場投資者可能會加速分散美元資產配置，轉向黃金等替代資產。資本外逃，導致對美國債券和貨幣的需求下降，又將進一步推升發債成本。

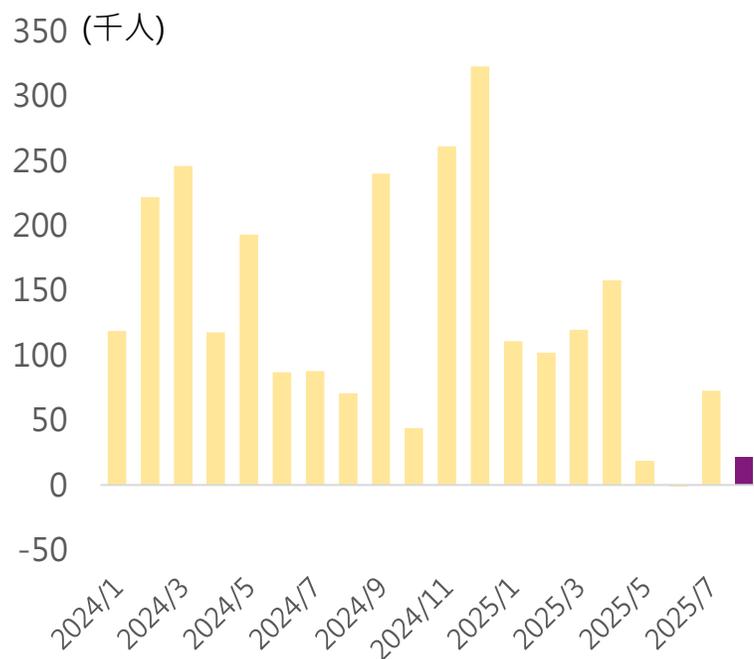


資料來源：Congressional Budget Office · 2025.8.12

| Fed | 疲弱的經濟數據反映美國經濟正在放緩

非農就業數據疲弱

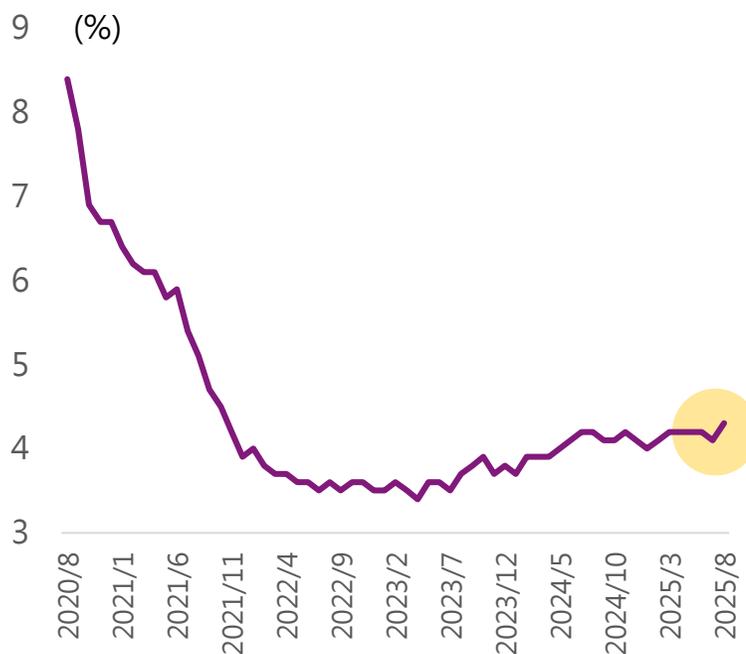
2025年8月美國非農就業人數僅增加2.2萬人，大幅低於市場預期的7.5萬人。6、7月數據亦遭大幅下修，6月甚至修正至減少1.3萬人，為2020年12月以來首次出現單月負成長。



資料來源: Bloomberg · 2025.9.8

美國失業率意外升至4.3%

2025年8月美國失業率意外升至4.3%，創下自2021年以來最高水位。除了AI加速發展取代部分職位，川普關稅與貿易政策的不確定性也正在削弱企業招聘意願。



資料來源: Bloomberg · 2025.9.8

美國通膨符合市場預期

相較之下，通膨數據走勢相對穩定。雖市場仍擔憂關稅政策對通膨影響有滯後性，未來幾個月仍可能見到通膨升溫。



資料來源: Bloomberg · 2025.9

| Fed | 利率點陣圖暗示今年再降兩碼、明後年再各降一碼

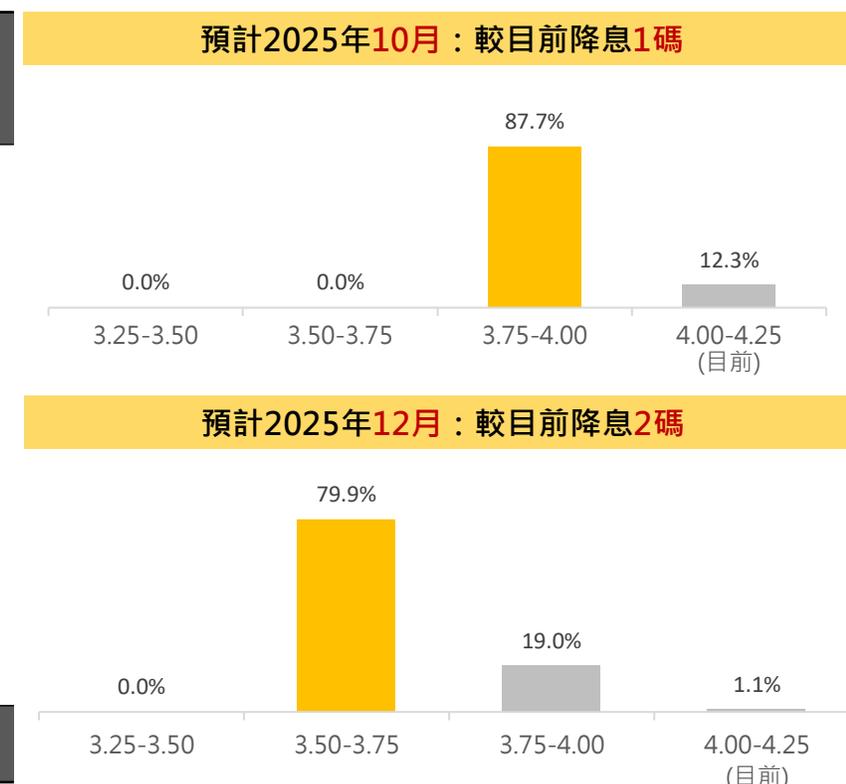
- 利率點陣圖暗示今年再降兩碼、明年再降一碼：9月聯準會(Fed) 宣布降息 1 碼將基準利率調降至4.00 ~ 4.25%區間，僅川普新提名的Fed理事米蘭(Stephen Ira Miran)支持本次直接降息 2 碼。展望利率前景，利率點陣圖分佈明顯下移，2025年中位數由前次會議的2碼擴大至降息 3 碼(含本次降息)的區間。2026年的目標區間中間值為 3.375%，與目前 3.625% 相比，暗示明年只會下降約 1 碼，比目前市場定價的看法保守。

Fed 9月利率點陣圖中位數

單位 %	2025		2026		2027		長期		單位 %
	前次	本次	前次	本次	前次	本次	前次	本次	
	3.875	3.625	3.625	3.375	3.375	3.125	3.000	3.000	
4.500									4.500
4.375	••••••	•							4.375
4.250									4.250
4.125	••	••••••	•						4.125
4.000									4.000
3.875	••••••	••	••••••	••	••	••	•	•	3.875
3.750							•	•	3.750
3.625	••	••••••	••••••	••••••	•••	••	••	••	3.625
3.500							••	•	3.500
3.375			••••••	••	••••••	••	•	••	3.375
3.250								•	3.250
3.125			••	••••	•••	••••••	•	••	3.125
3.000							•••	••••••	3.000
2.875		•	•	•••	•••	•••	••••••	•	2.875
2.750								••	2.750
2.625			•	••	••	••	••	•••	2.625
2.500							••		2.500
2.375						•			2.375
單位 %	前次	本次	前次	本次	前次	本次	前次	本次	單位 %
	2025		2026		2027		長期		

資料來源：Fed · 2025.9.18

芝商所FedWatch Tool



資料來源：FedWatch tool · 2025.9.19

| Fed | 預期經濟放緩、上調通膨壓力

- **上修經濟成長、失業率持平後逐年下調**：經濟預測方面，Fed分別上調 2025至2027年的為 1.6%(前值1.4%)、 1.8%(前值1.6%)、 1.9%(前值1.8%)，預估今年失業率持平於4.5%不變、明後年失業率小幅下跌至4.4%(前值4.5%)、 4.3%(前值4.4%)，通膨方面，僅明年通膨小幅上修至2.6%(前值2.4%)，傳遞Fed認為關稅通膨為一次性衝擊的樂觀態度。
- **預防性降息**：本輪降息週期的幅度偏緩和，除了市場擔心的通膨問題尚不明朗之外，更多是因為目前利率決策的官員認為，小幅的降息便可以解決當前美國增長壓力的問題。

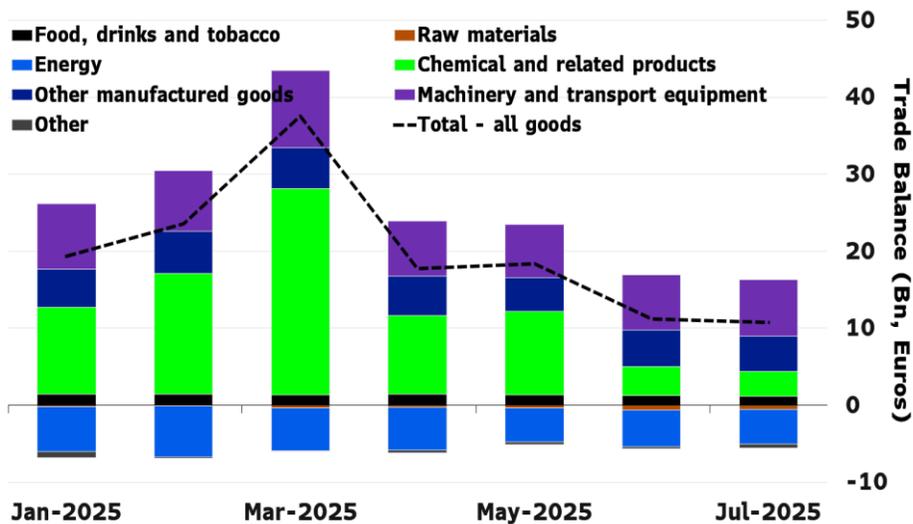
聯準會經濟預測												
經濟指標	2025			2026			2027			長期		
	前次	本次	變化									
實質經濟成長 (GDP)	1.40	1.60	▲	1.60	1.80	▲	1.80	1.90	▲	1.80	1.80	-
失業率	4.50	4.50	-	4.50	4.40	▼	4.40	4.30	▼	4.20	4.20	-
通膨 (PCE)	3.00	3.00	-	2.40	2.60	▲	2.10	2.10	-	2.00	2.00	-
核心通膨 (PCE)	3.10	3.10	-	2.40	2.60	▲	2.10	2.10	-			
基準利率	3.90	3.60	▼	3.60	3.40	▼	3.40	3.10	▼	3.00	3.00	-

資料來源：Fed · 2025.9.18

| ECB | 預期12月降息1碼，作為本輪周期最後一次降息

- **歐元區實質利率已降至負值**：歐洲央行於9月維持存款維持於2.0%不變，符合市場預期，8月HICP通膨為2.1%，實質利率已經降至負值，另外，央行也提到美歐貿易協議簽訂降低經濟的不確定性，將今年的經濟成長預期從0.9%上調至1.2%。
- **歐元區對美順差收窄**：經季節性因素調整後，歐盟7月對美商品貿易順差從6月的112億歐元收窄至107億歐元。淨出口下降影響歐元區2025年第二季經濟成長增速減少0.2%，但由於積累的大量庫存使當季歐元區經濟仍實現了0.1%的成長，但這種成長力道難以持續。彭博預測，2025年第三季歐元區經濟保持低速成長，預計增速為0.1%，企業投資和外部需求可能會延續疲軟態勢。隨著美國關稅上調的負面影響在經濟活動數據和通膨數據中日益顯現，預期歐洲央行將在12月再次降息25個基點，作為本輪周期的最後一次降息。

歐洲經濟成長GDP預估



資料來源: Bloomberg · 2025.9.12

歐洲央行經濟預測

期間	通膨	核心通膨	經濟成長	
2025年	6月預測	2.0%	2.4%	0.9%
	9月預測	2.1% ▲	2.4% ▬	1.2% ▲
2026年	6月預測	1.6%	1.9%	1.1%
	9月預測	1.7% ▲	1.9% ▬	1.0% ▼
2027年	6月預測	2.0%	1.8%	1.3%
	9月預測	1.9% ▼	1.9% ▲	1.3% ▬

資料來源: ECB · 2025.9.12

歐洲央行對未來經濟看法

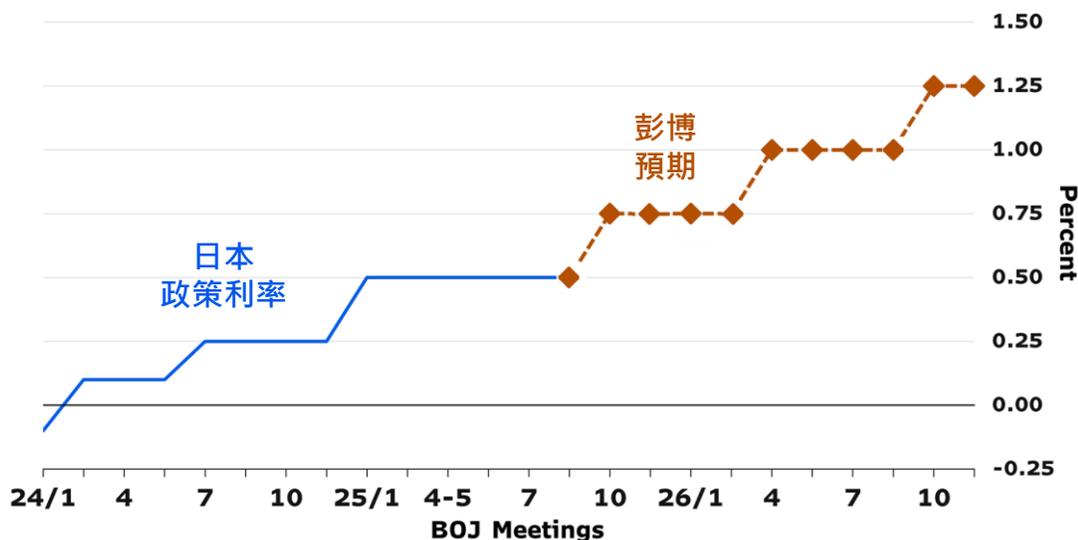
通膨	勞動市場仍具韌性，失業率維持在6.2%，薪資增幅正逐步放緩，有助於緩解物價壓力
利率	政策將持續依賴數據與會議逐步決定，必要時將調整工具以確保物價穩定
貿易	近期的貿易協議已減少不確定性，未來影響將更為清晰

資料來源: ECB · 2025.9.12

| BoJ | 決定出售所持ETF和REIT

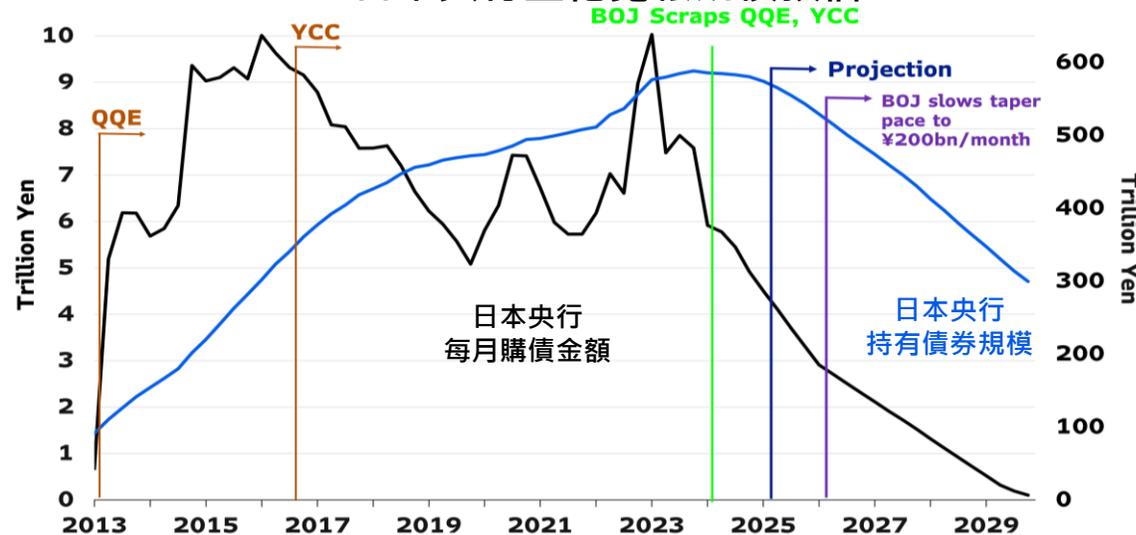
- **日本央行維持基準利率不變**：日本央行(BOJ)9月維持 0.5% 的基準利率不變，符合市場預期。BoJ表示日本經濟儘管存在一些疲軟跡象，但總體處於溫和復甦的道路上，日本的出口和產出總體趨勢上基本持平，資本支出呈適度成長趨勢，私人消費表現穩健。值得注意的是，BOJ在聲明中提及打算逐步減持交易所交易基金(ETF)和房地產投資信託(REIT)，預估每年將出售市值約6,200億日元ETF、55億日元REIT。
- **政治不確定性降低後，第四季可能升息一碼至0.75%**：BOJ考量仍需要時間觀察美國關稅對全球乃至於日本景氣的影響，搭配現階段國內政治不確定性升溫，決議維持利率不變。後續隨著自民黨總裁選舉落幕，政治不確定性降低後，第四季可能升息一碼至0.75%。日本央行意外宣布出售持有ETF資產，由於規模，分別約佔市場整體交易金額的0.05%左右，預計不致對股市造成重大衝擊，然短線政策意外調整或加劇市場波動。

日本央行政策利率預估



資料來源：Bloomberg · 2025.9.19

日本央行量化寬鬆規模預估



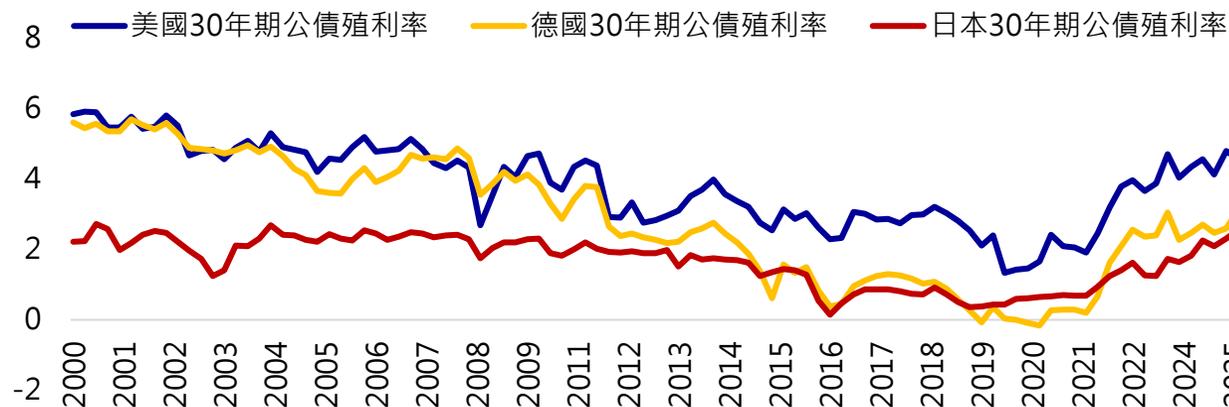
資料來源：Bloomberg · 2025.6.17



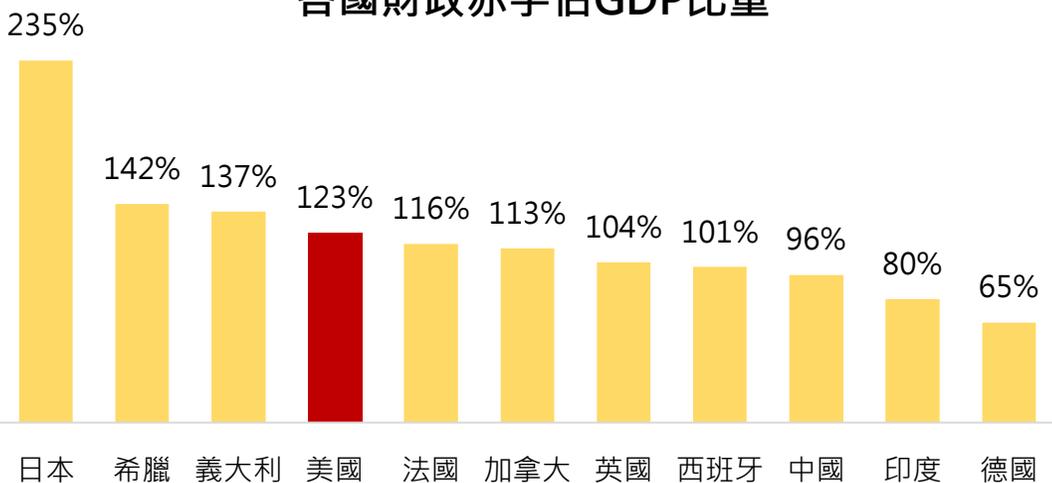
債市 | 大財政時代，各國超長天期公債吸引力降低

- 各國超長天期公債吸引力降低：市場對各國債務攀升及通膨居高不下的疑慮，長天期債券賣壓沉重，美國30年期公債殖利率一度突破5%，此外，市場也在擔憂德國、日本的財政可持續性，因而其超長債並未成為美國超長債的替代品，而是跟隨美國超長債利率同步上行，日本30年期公債殖利率一度升破3.2%刷新歷史高點、英德法等歐債殖利率也創下歐債危機以來的新高。

各國公債超長天期債券殖利率居高不下



各國財政赤字佔GDP比重



資料來源：Visual Capita List，2025.4

國家	超長天期公債殖利率，居高不下原因
美國	<ul style="list-style-type: none"> 大而美法案可能使財政赤字惡化 市場擔憂聯準會獨立性下降導致通膨風險上升 上訴法院若裁定川普的關稅政策非法，美國財政赤字或加劇
英國	<ul style="list-style-type: none"> 通膨仍在高檔，可能暫停降息 債務利息負擔上升，2025年赤字率預期從年初的-3.8%下調至-4.4%
德國	<ul style="list-style-type: none"> 歐洲央行可能暫停降息一段時間 擴張性財政政策或可能使政府債務占GDP比重，從2024年的62.5%提升至2029年的72%
法國	<ul style="list-style-type: none"> 歐洲央行可能暫停降息一段時間 債務利息負擔增加，財政赤字惡化擔憂 國內政治動盪使資金對其資產不信任
日本	<ul style="list-style-type: none"> 擴張財政政策可能性使財政惡化擔憂增加

資料來源：Bloomberg，2025.9.18

| 債市 | 寬鬆財政下的資產配置策略

寬財政 仍然是全球主旋律

- 貿易戰下經濟放緩壓力升溫，疊加反全球化下歐洲等經濟體國防支出增大，帶來寬鬆的財政訴求，美國和德國後續均面臨財政發債的供給壓力
- 市場對聯準會獨立性的質疑或持續至2026年，獨立性下降或將導致通膨風險上升+貨幣政策不確定性提升，最壞劇本是70年代停滯性通貨膨脹對長債帶來利空

超長天期殖利率 或維持高位

- 長債利率持續上行後，央行和財政部通常或加大干預
- 寬鬆財政環境下，成熟國家長端利率維持高位的概率偏大，但繼續創新高的空間有限

寬鬆財政下的 配置策略

- **債券**》中短天期、高品質、具防禦性的債券為主要配置
長債利率處於高位但下行空間或有限，以票息為主是較優的策略
- **股市**》寬鬆財政可刺激經濟，只要總體經濟基本面維持穩健，較為溫和的利率水準有利於股市發展，尤其是科技股動能，因為較低的利率水準有助於降低科技公司資本支出或研發的資金成本進而挹注公司獲利並帶動股票表現，但需持續關注產業進展
- **商品**》全球央行對黃金的儲備持續上升，加上各國擔憂美元價值的穩定性和全球主要國家財政的持續性時，黃金作為一種非主權、無信用風險的儲備資產，吸引力提升，有利黃金中長期表現

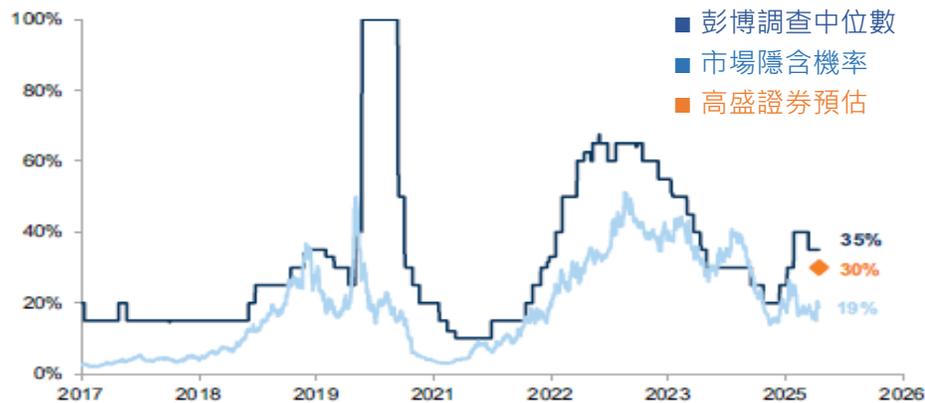
內容大綱



- 一 市場回顧
- 二 關注焦點
- 三 投資策略**
- 四 重要數據 & 事件

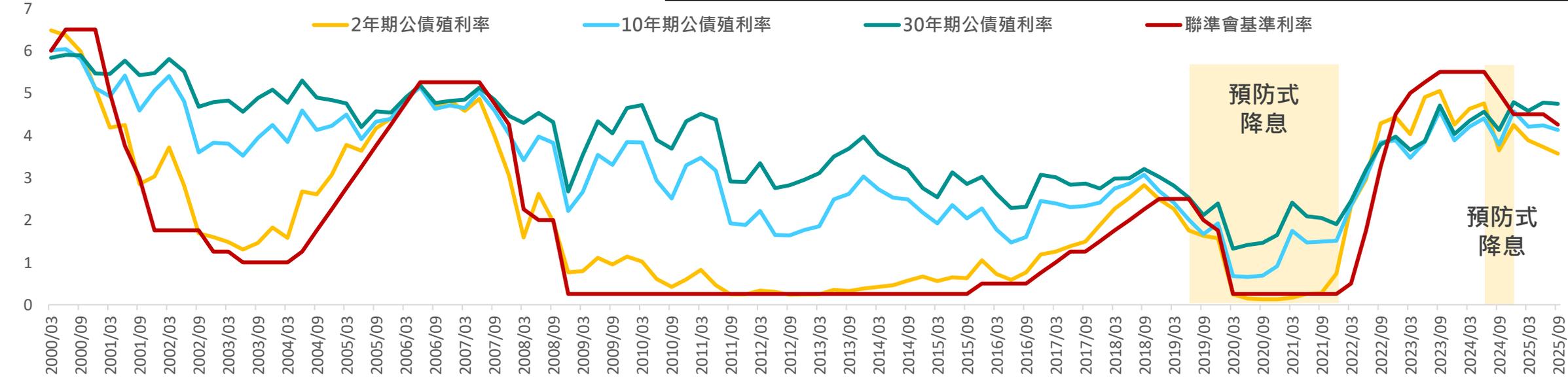
「美債+美債」 降息週期分兩種：「衰退式」or「預防式」

美國未來一年經濟衰退機率預估



降息週期分兩種：「衰退式」or「預防式」

降息種類	本質	歷史	短端利率	長端利率	殖利率曲線
衰退式 降息	經濟衰退 需要 大幅降息	2001年 2007年	降幅 相對大 ↓	緩降 ↓	↓
預防式 降息	經濟放緩 小幅降息 便可提振需求	2019年 2024年	緩降 ↓	緩升 ↑	↓



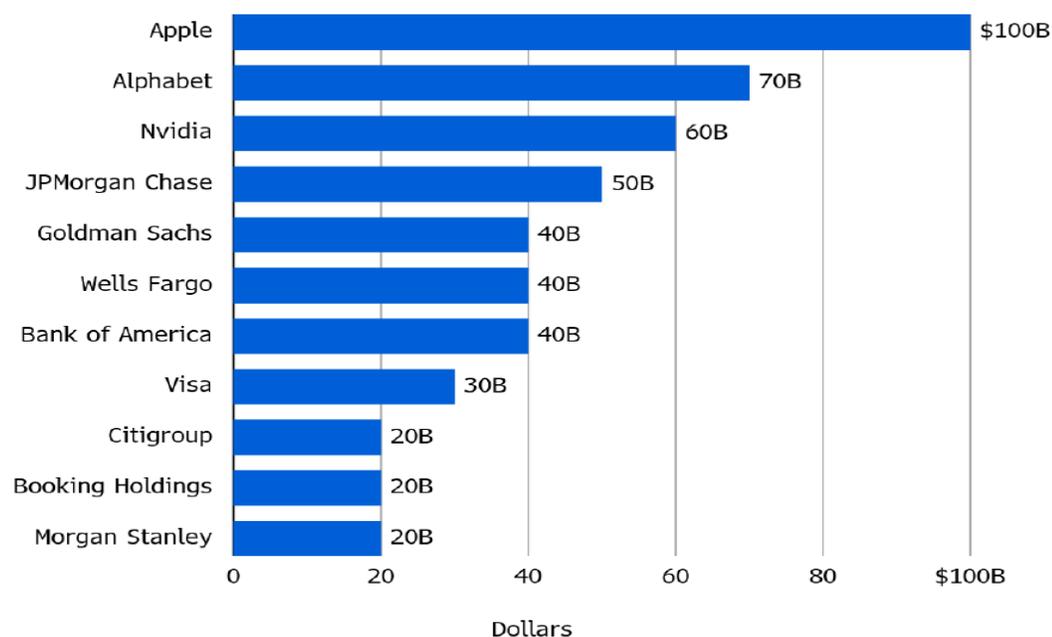
資料來源：(上)高盛證券·(下)Bloomberg·2000.3~2025.9

本資料純屬參考性質，兆豐商銀不作任何保證與承諾。上述資料，任何人因信賴此資料而做出或改變決策本身須承擔一切風險，報告資料並無做出買賣任何內文所涉及之證券建議、誘導及鼓勵相關交易。

美股 | 企業回購股票力道強

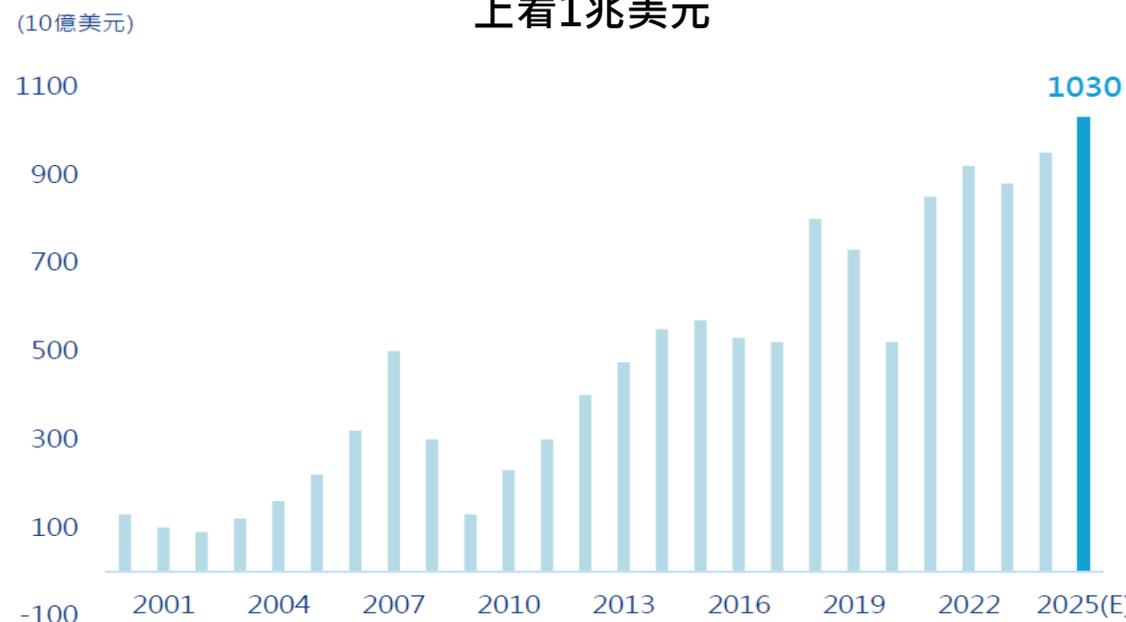
- 美國企業積極回購股票**：美國大型企業近期紛紛進行大規模回購計畫，尤其是金融和科技巨頭。輝達公佈財報時宣布將回購600億美元股票，今年5月蘋果宣布將回購1000億美元的股票，而Alphabet、摩根大通、高盛、富國和美國銀行也宣布至少400億美元回購計畫，顯示企業對公司深具信心。
- 目前美國企業仍保持著較高的獲利能力**：對比過去，目前美國企業仍保持著較高的獲利能力，因此有能力自行吸收關稅帶來的額外成本，而不是選擇提高價格，根據美國商務部經濟分析局發布的非金融企業稅後利潤占國內生產總值(毛額)的比例(衡量利潤率)穩定在15.7%，遠高於上世紀中至新冠疫情爆發前的水平。

美國企業積極回購股票



資料來源：Bloomberg · 2025.8.29

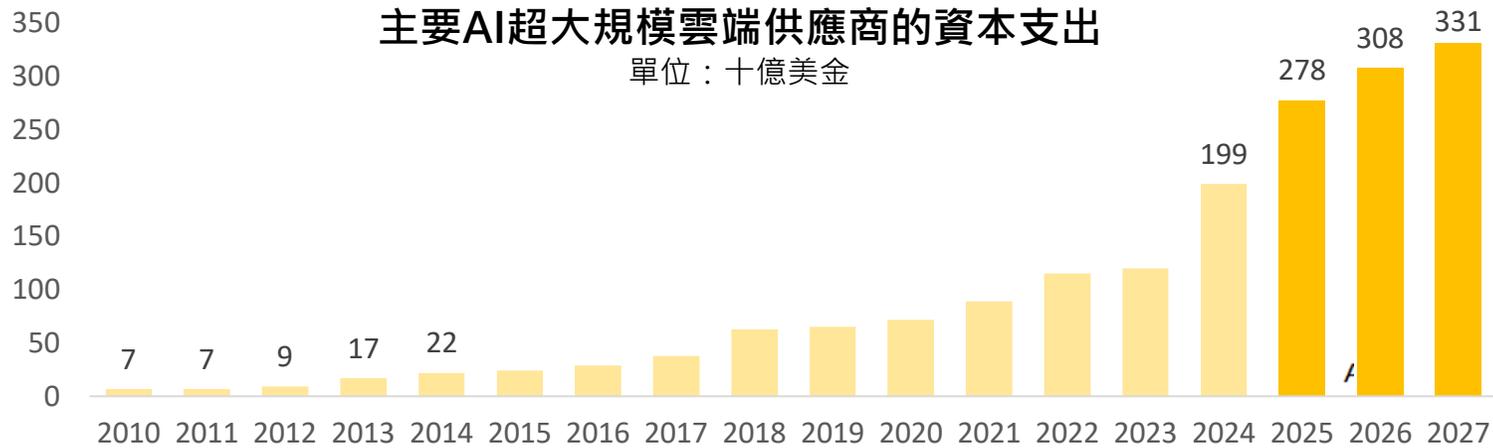
S&P500 2025 全年股票回購規模 上看1兆美元



資料來源：LSEGDATASTREAM · Goldman Sachs Global Investment Research · 2025.6.18

科技 | AI資本支出持續上修，漲勢有理

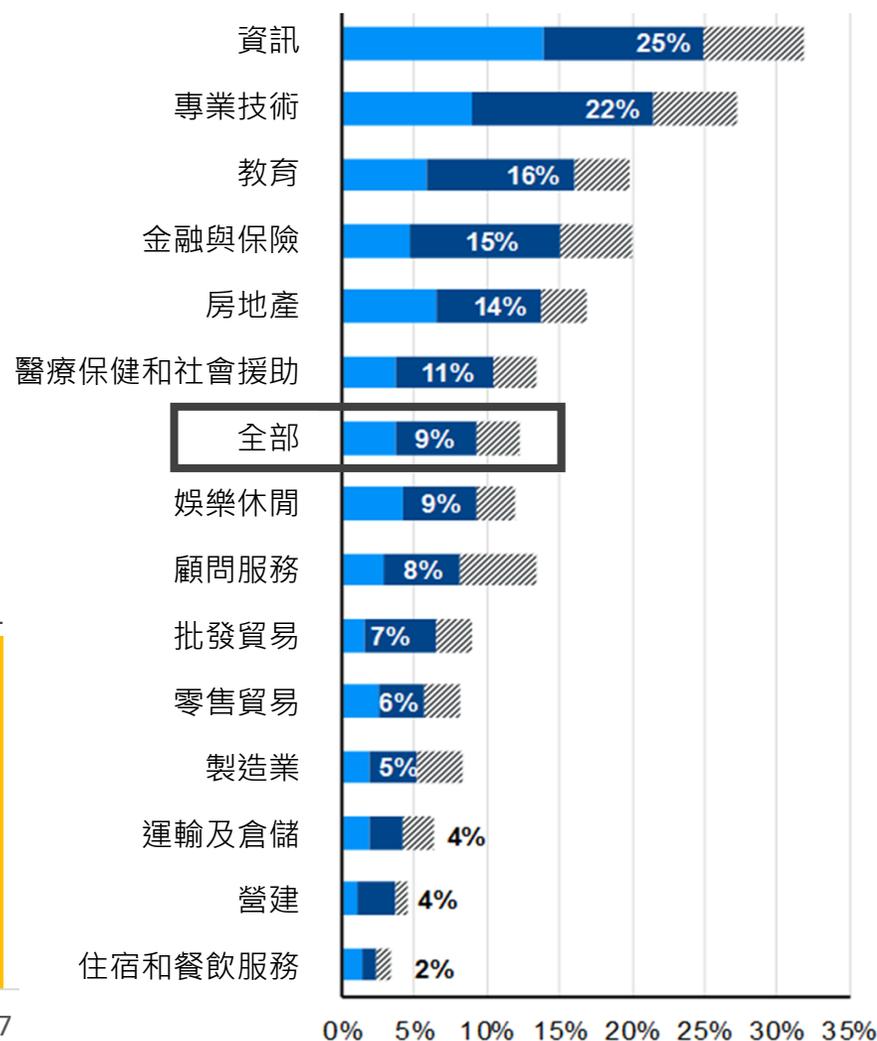
- AI資本支出持續上修，漲勢有理：科技巨頭展現強勁投資意願，鎖定AI與雲端基礎設施，推動產業鏈資本支出升溫，成為中長期重要的成長引擎。展望後市，在企業基本面改善與政策利多雙重驅動下，美股多頭格局有望延續，但仍須留意後續震盪的波動性。
- 大規模雲端服務商在AI基礎建設的投入，刷新歷史紀錄：2025年主要超大規模雲端服務商預計將在AI基礎建設上投入約3,000億美元，較去年成長40%，而去年支出本身就已大增逾五成。這一規模不僅刷新歷史紀錄，更凸顯投資高度集中於少數科技巨頭，單一企業每年投入金額高達300至500億美元，被視為自電信榮景以來最龐大的基礎建設轉型。



資料來源：J.P. Morgan Asset Management · Bloomberg · 超大規模雲端供應商指Meta、微軟、亞馬遜和Alphabet這4家大型雲端計算企業，資料截至2025.6.30

企業使用AI應用程式佔比調查

■ 2023年9月 ■ 2025年7月 ▨ 未來6個月

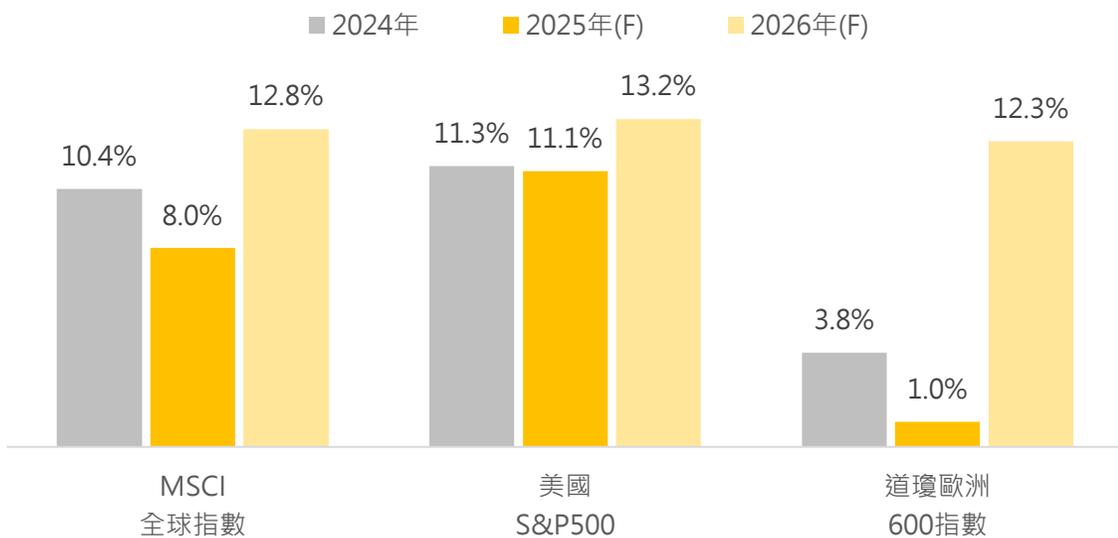


資料來源：The Budget Lab analysis · 2025.8.6

科技 | 美股基本面依然穩健，大型股更具投資吸引力

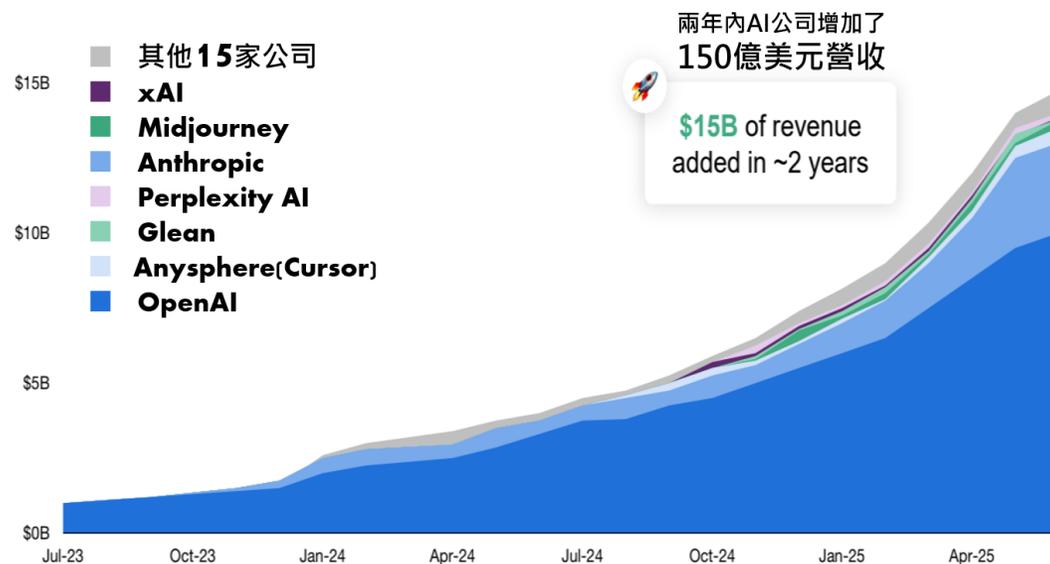
- 大型股更具投資吸引力：**美國第二季企業獲利雖受關稅與勞動成本上升影響，但總體仍維持穩健，根據彭博預估，2025年與2026年美國大型企業的獲利成長持續領先全球，顯示在降息與基本面支撐下，大型股更具投資吸引力。過去的科技泡沫是許多企業沒有實質獲利，導致現金流持續消耗，但是目前的AI企業正將投入轉化成營收與獲利，觀察過去兩年，AI企業增加了150億美元營收，顯示市場的樂觀情緒是建立在可見的業績基礎之上。
- 美國股債平衡型商品為核心配置，搭配定期定額投資科技股：**雖然美股估值相對高，且川普政策不確定性仍存，需留意近月主要股市持續上漲後修正風險。不過隨著摩根大通 (JPMorgan) 將今年美國衰退機率從4月的高點80%下修至40%，加上AI相關產業成長性仍強，中長期投資前景仍具成長性。

全球股市指數及各主要國家企業獲利成長



資料來源：IBES Thomson Reuters · Bloomberg · 2025.9.5

部分AI公司的年化營收(單位：十億美元)

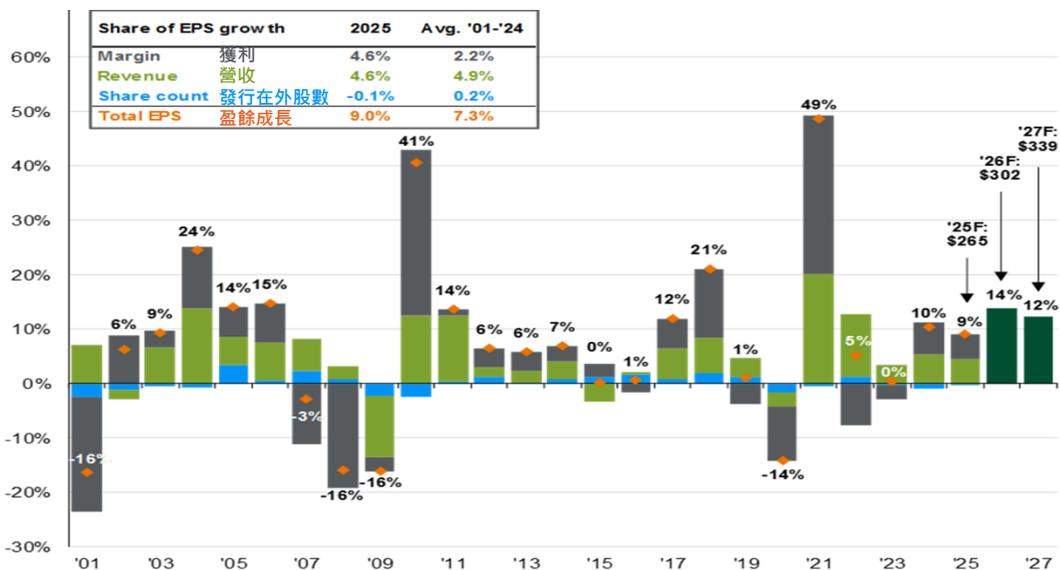


資料來源：Coatue 《EMW 2025》· 富蘭克林證券投顧 · 2025.6

川普政策 | 美國政府入股私人企業，強化資本支出推動經濟成長

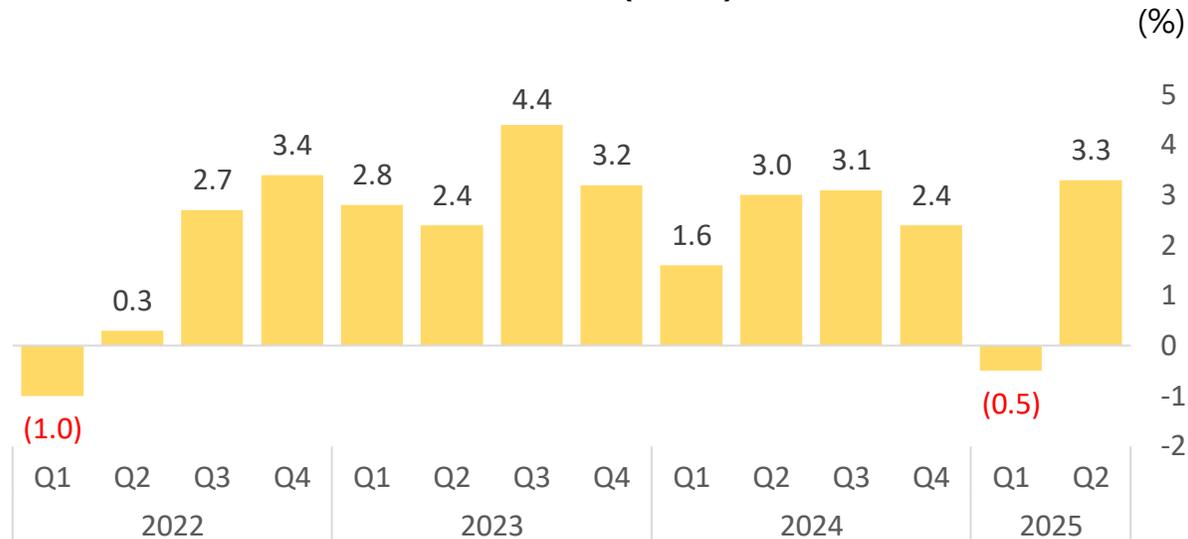
- 資訊技術和軟體資本支出在2025年上半年對GDP的貢獻率超過消費：標普500企業中，第2季近8成企業每股盈餘(EPS)優於市場預期，J.P. Morgan預期今明兩年EPS年成長分別為9%、14%。AI科技革命背景下，美國企業資本支出或將成為經濟成長(GDP)的主要支撐，彭博測算資訊技術和軟體資本支出在2025年上半年平均拉動GDP成長0.96%，2022年以來首次超過消費拉動的0.65%，成為GDP成長的最主要推力。
- 川普或推動美國政府普入股私人企業，強化資本支出推動經濟成長：美國政府入股英特爾取得10%股權後，外媒報導下一個可能持股的產業為國防、造船以及AI資料中心。川普推動製造業回流主要難點在人力成本，2025年7月美國私人部門平均時薪36美元，缺乏價格競爭力，若未來川普推動美國政府普入股私人企業，可能強化美國企業的資本開支，支撐經濟成長。

標普500指數企業每股盈餘(EPS)年成長



資料來源：Compustat · FactSet · J.P. Morgan Asset Management. · 2025.7.31

美國經濟成長率(GDP)數據變化

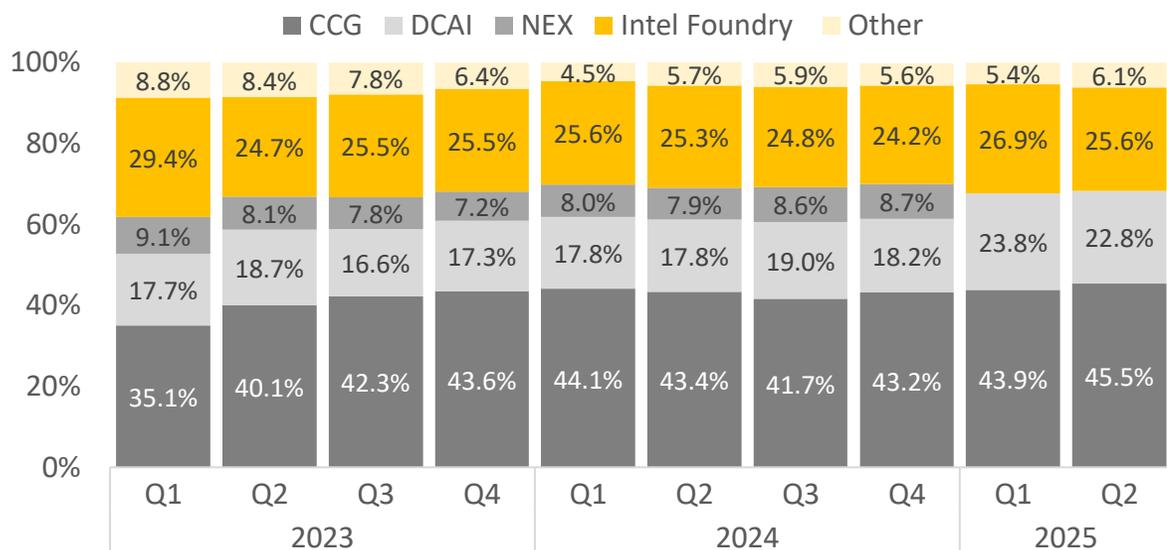


資料來源：Bloomberg · 2025.8.28

川普政策 | 輝達投入50億美元入股英特爾

- **川普或將削弱美國晶片設計巨頭的全球競爭力，以換取強化美國製造：**輝達宣布將以50億美元投資收購英特爾普通股，持股比例佔5%，除了股權投資之外亦公布重大合作計畫，將共同開發多代資料中心與個人電腦產品，NVIDIA宣布與Intel在資料中心與PC領域展開數代合作。雖然黃仁勳提到，川普政府並未直接參與這項合作，但川普就任以來致力復興半導體產業，預估未來迫使輝達、AMD及高通等晶片設計廠商下單給英特爾的壓力，雖能帶給英特爾財務助益，但難以拉近和晶圓代工龍頭台積電在先進制程表現的差距，以及將削弱美國晶片設計巨頭的全球競爭力，以換取強化美國製造。
- **預期對台積電影響有限：**AI晶片需最先進製程，輝達的GPU仍深度仰賴台積電CoWoS技術，且英特爾自有封裝技術EMIB / Feveros於良率與技術穩定度仍待觀察，預估GPU轉單至英特爾機率低，看好台積電於先進製程與封裝維持穩固地位。

英特爾各業務營收佔比



資料來源：英特爾，華泰研究，2025.9.2

先進封裝技術比較

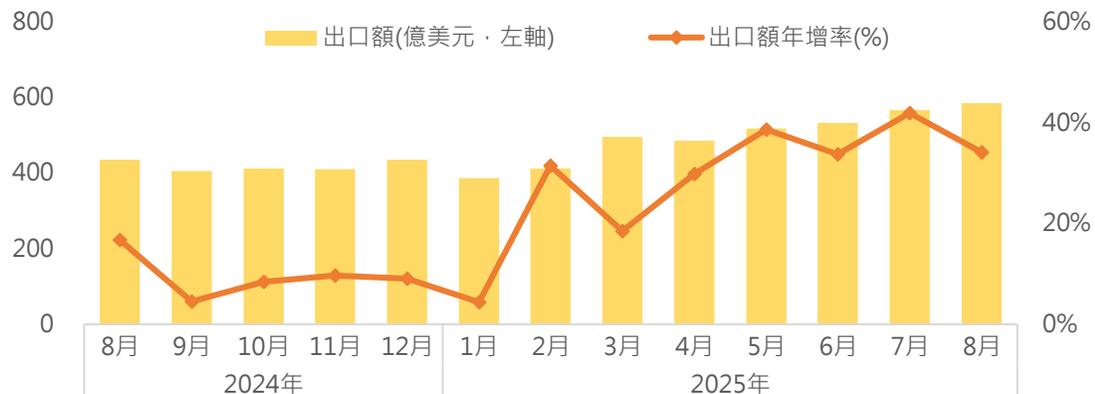
公司	技術名稱	技術特點	量產成熟度
台積電	CoWoS	2.5D封裝，矽中介層整合晶片 高頻寬低延遲	大規模成熟量產
	CoPoS	邏輯晶片+HBM直接整合 成本低、設計彈性高	預計2028年底就開始量產
英特爾	EMIB / Feveros	2.5D嵌入橋接、3D堆疊 靈活度高	量產有限 良率挑戰
三星	I-Cube / X-Cube	2.5D/3D封裝，與HBM搭配	技術進展中 量產規模小
日月光	2.5D/3D封裝方案	聚焦封測服務，多樣化封裝	未達CoWoS水準

資料來源：Bloomberg，2025.9.2

| 台股 | AI助攻出口！台灣成亞洲唯一上修經濟預測的經濟體

• 提前備貨下，台灣出口雙位數年增長：根據亞洲開發銀行(ADB)發表最新報告，因美國高關稅和全球貿易不確定性使亞太國家的經濟前景惡化，亞洲各地區幾乎全面下修今年經濟成長預測。鑑於AI產品需求格外強勁，帶動台灣今年1~8月出口成長29.2%，其中以出口到美國成長55.3%成長幅度最高，預估這波出口動能將延續到第四季，使台灣成為主要亞洲國家中唯一上修經濟成長(GDP)預測的經濟體。

提前備貨下，台灣上半年出口雙位數年增長



亞銀調整多國經濟成長預測

區域	4月預測	7月預測	變化	
東亞	中國	4.7	4.7	-
	香港	2.3	2.0	▼
	韓國	1.5	0.8	▼
	台灣	3.3	3.5	▲
南亞	印度	6.7	6.5	▼
	印尼	5.0	5.0	-
東南亞	馬來西亞	4.9	4.3	▼
	菲律賓	6.0	5.6	▼
	新加坡	2.6	1.6	▼
	泰國	2.8	1.8	▼
	越南	6.6	6.3	▼

台灣對主要國家/地區出口金額及年增率

年月	合計 單位:% 年增率	中國與香港		美國		東協		日本		南韓		歐洲	
		占總出口	年增率	占總出口	年增率	占總出口	年增率	占總出口	年增率	占總出口	年增率	占總出口	年增率
2024全年	9.8	31.7	-1.1	23.4	46.1	18.5	15.1	5.4	-17.8	4.4	14.2	8.1	-8.6
8月	16.8	30.0	1.0	27.2	78.4	16.6	5.6	4.8	-17.5	4.7	34.3	8.5	2.5
9月	4.5	34.7	1.7	21.7	27.3	18.0	-2.4	5.4	0.4	4.8	35.0	7.3	-19.4
10月	8.4	33.6	-2.1	20.9	20.4	18.6	13.1	5.0	-15.7	4.6	21.4	7.8	2.1
11月	9.7	33.9	9.5	21.1	10.6	18.5	10.5	5.7	-11.2	4.9	40.3	7.3	-1.2
12月	9.1	31.7	3.6	22.6	16.0	20.4	27.8	5.2	-20.1	4.5	21.1	7.1	-15.7
2025年1-8月	29.2	27.3	14.5	29.4	55.3	19.5	38.2	4.8	13.3	4.1	25.8	6.2	-6.7
1月	4.4	27.7	-11.7	21.8	0.7	21.4	21.5	5.6	7.1	3.6	-3.1	6.7	-18.3
2月	31.4	28.4	27.9	28.5	65.6	18.6	17.1	5.1	19.1	4.5	30.7	6.4	-4.9
3月	18.5	28.9	12.6	25.7	39.8	20.8	15.7	5.2	-4.0	4.6	44.4	6.9	-0.1
4月	29.9	28.4	22.3	27.0	29.5	21.5	60.1	4.5	12.8	3.8	33.8	5.5	-17.4
5月	38.6	27.2	16.6	30.0	87.3	19.0	52.3	4.5	17.5	4.0	16.6	6.4	-0.6
6月	33.7	27.3	13.1	32.4	90.9	16.9	28.3	5.3	25.3	4.2	32.6	6.4	-5.4
7月	42.0	25.4	23.9	32.9	62.8	20.5	71.6	4.1	0.5	3.7	25.8	5.7	4.1
8月	34.1	26.0	15.9	33.6	65.2	18.2	46.7	4.8	34.3	4.4	25.4	5.7	-10.5

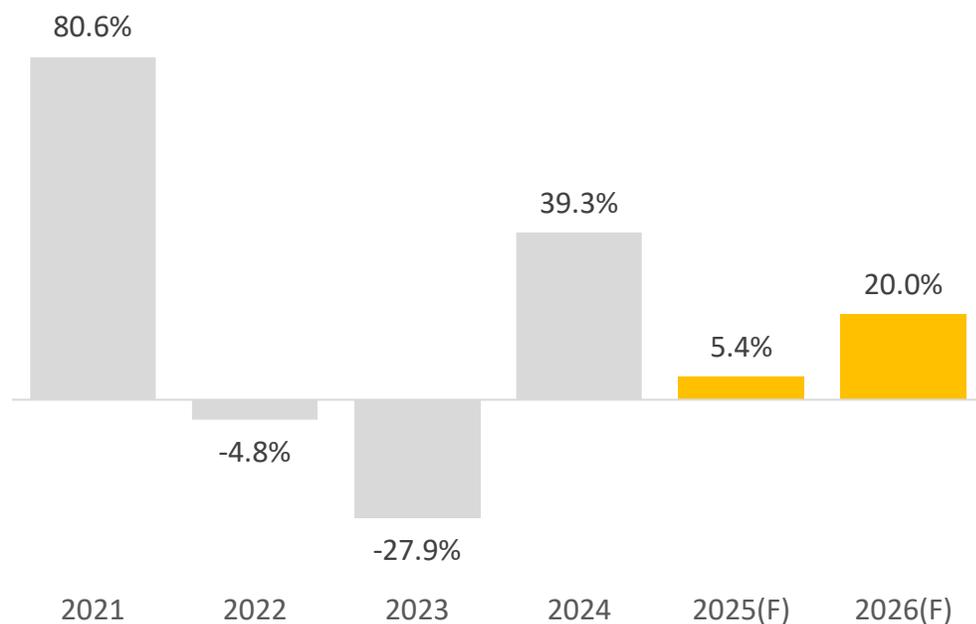
資料來源：亞洲開發銀行，2025.7

資料來源：財政部，2025.9.9

台股 | 全球投資AI的腳步仍積極

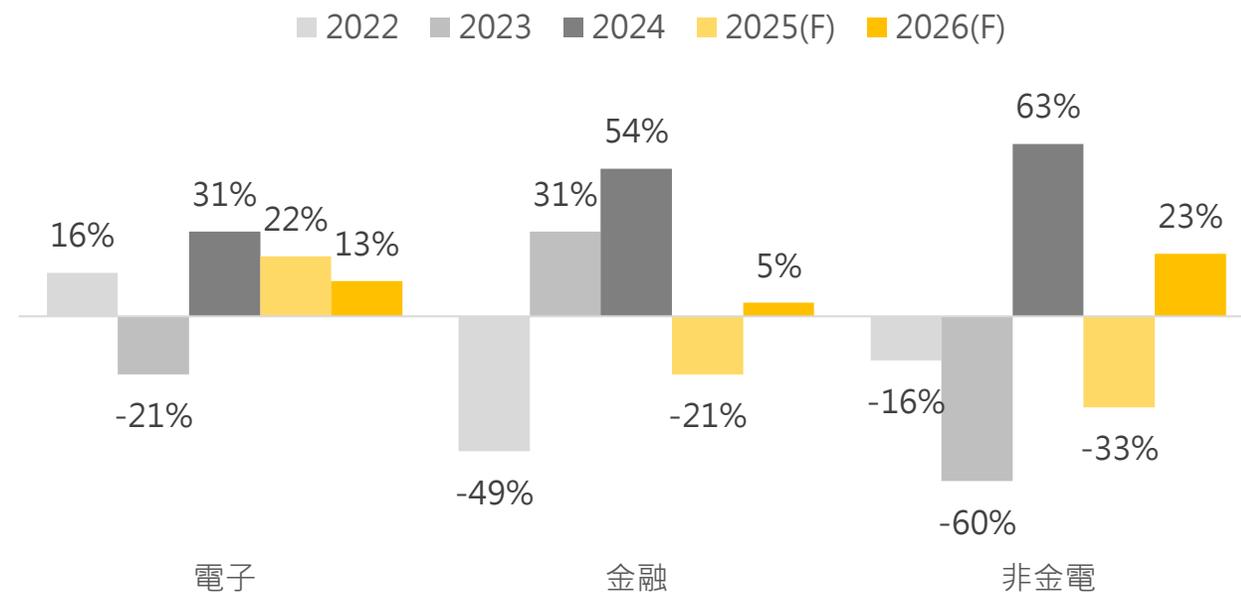
- 北美的龍頭雲端服務業者(CSP)資本支出仍持續加碼：AI模型百花齊放且加速推陳出新，對相關基礎建設和硬體(包括GPU、客製化晶片、資料中心等)需求持續成長，有利於台廠AI供應鏈。
- 台股整體企業獲利年增率仍可維持雙位數成長：AI基礎建設仍處擴張期，預估2025年台股整體企業獲利年增率仍可維持雙位數成長，電子產業尤為突出，AI伺服器、半導體製程與高階連接等結構性需求延續。產業鏈的健康擴張節奏，在產業分歧擴大背景下，建議聚焦AI伺服器、半導體製程、高速連接等具競爭優勢企業。

台股企業獲利成長預估



資料來源：Bloomberg，安聯投信，2025.8

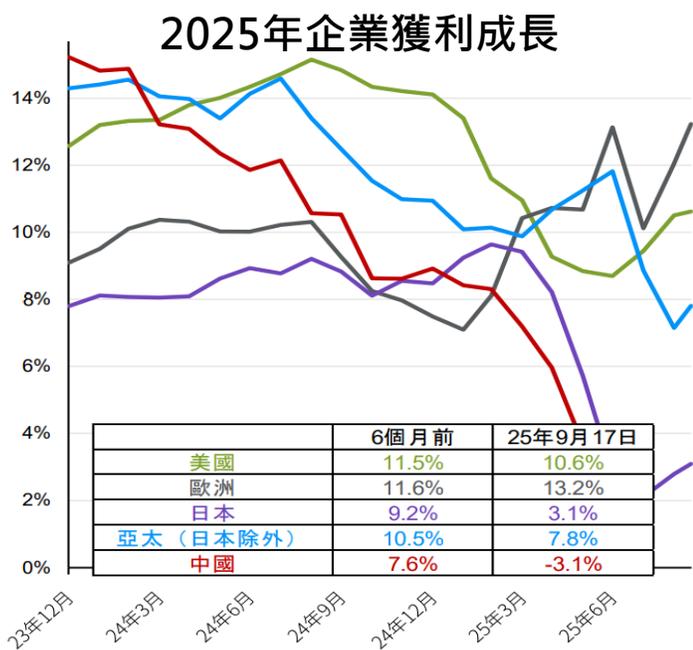
台股各產業企業獲利成長率



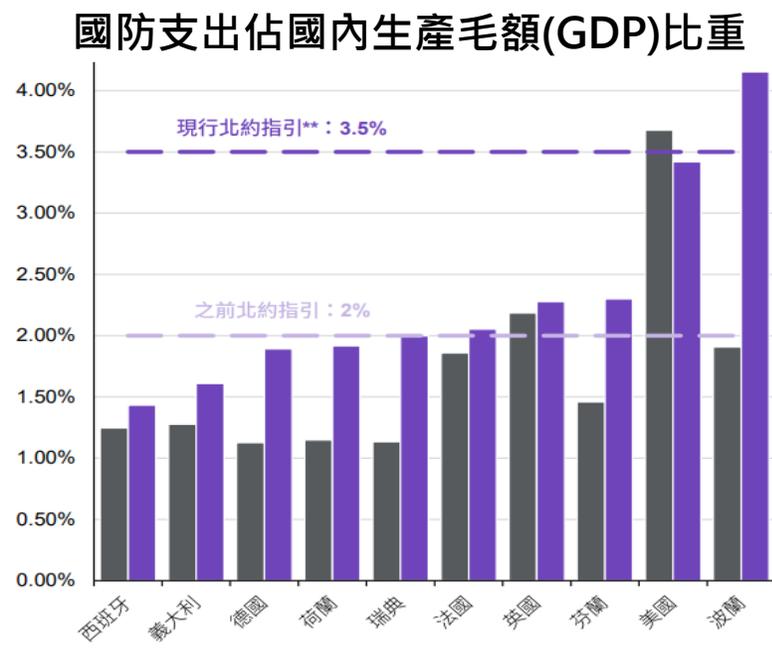
資料來源：Bloomberg，安聯投信，2025.8

歐股 | 歐元區基本面逐漸好轉

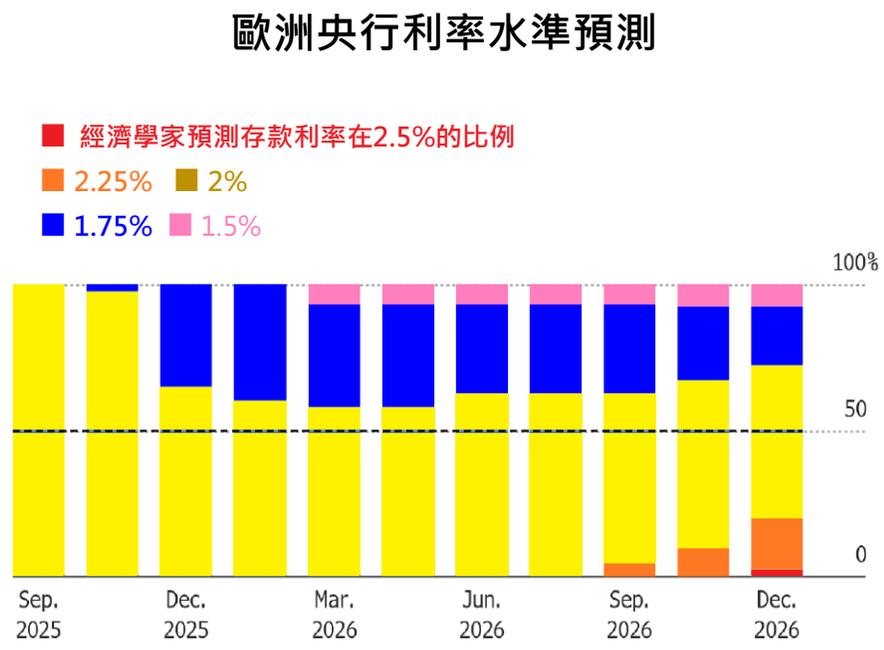
- 歐元區基本面逐漸好轉**：歐洲股市近月表現相對落後美日股，主因是第二季財報公布以來，歐股企業獲利僅有溫和成長所致。川普當政最牽動投資市場的議題莫過於關稅協議，美國對歐盟除鋼鐵、鋁和藥品之外，對其他歐洲產品徵收15%關稅，汽車關稅從25%降至15%。ING評估，美國從歐盟進口商品的平均關稅僅從12.9%升至13.4%，整體影響不如想像的高，關稅的負面影響有所收斂，9月歐洲央行會議(ECB)上調歐元區經濟成長。
- 歐洲股市評價較美股低**：目前歐洲股市評價較美股低，且企業普遍樂觀看待前景，歐股有望在科技、金融、軍工類股的帶領下震盪向上，但須留意避開獲利成長不佳的消費及房地產類股，區域方面以貿易衝擊小的英股和德股較佳。



資料來源：SIPRI · JPMorgan · 2025.9.17



資料來源：SIPRI · JPMorgan · 2025.9.17

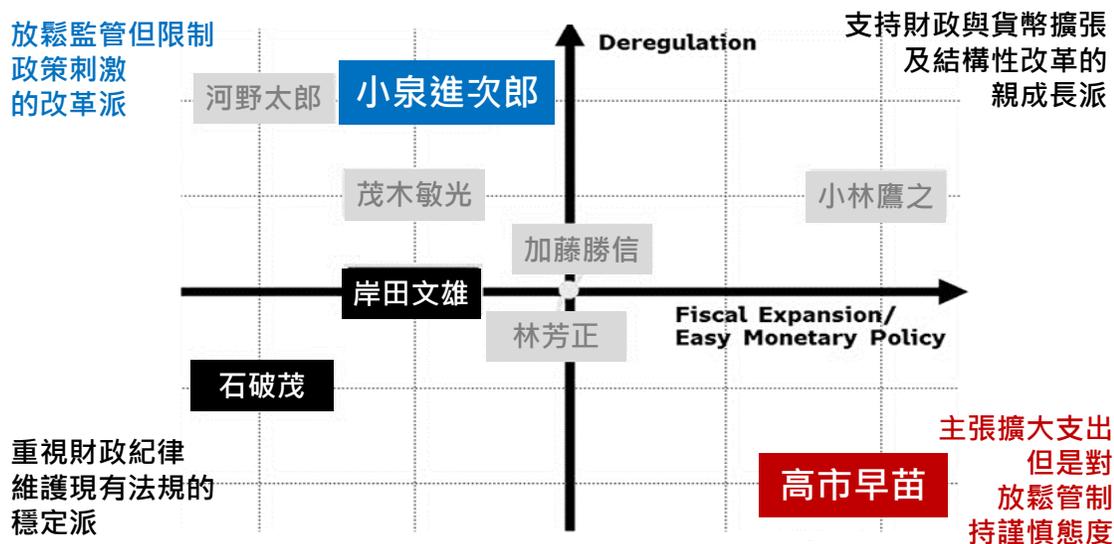


資料來源：Bloomberg · 2025.9.12

日股 | 預期9月日本央行維持利率不變

- **高市早苗目前勝選呼聲高**：石破茂辭任日本首相一職，本次改選預估以去年總裁選舉分居二、三名的高市早苗、小泉進次郎進行對決。高市早苗是安倍經濟學的擁護者，可能會主張擴大財政支出，小泉進次郎更加注重結構性改革，強調勞動力市場自由化。選舉制度中，議員得票具有決定性關鍵，因此具派系支持的高市目前勝選呼聲較高。此外，高市早苗和小泉純一郎均可能擴大國防開支，彭博預估到2027年，日本國防開支佔國內生產總值(GDP)的比重或將從1%升至2%(相當於10兆日元)。
- **日股中長期維持正向展望不變**：由於自民黨在兩院均失去過半數議席，該黨新總裁能否自動成為日本新首相存在變數，日股在選舉結束前的政治動盪干擾難以避免，加上日本央行於年底前仍有升息壓力，日股短線相對承壓。不過預期自民黨最終仍能夠維持少數執政優勢，加上企業獲利穩定成長以及股市仍具評價優勢，短線波動後中長期維持正向展望不變。

自民黨總裁候選人的政策取向分布



新任自民黨總裁或將在9月下旬到10月初選出

時間	預計流程	選任過程
1	9月7日	石破茂辭職
2	9月8日	自民黨臨時大會
3	9月底前	決定自民黨總裁選舉日程
4	9月下旬~10月初	選出自民黨新任總裁
5	10月	臨時國會只民選出新首相

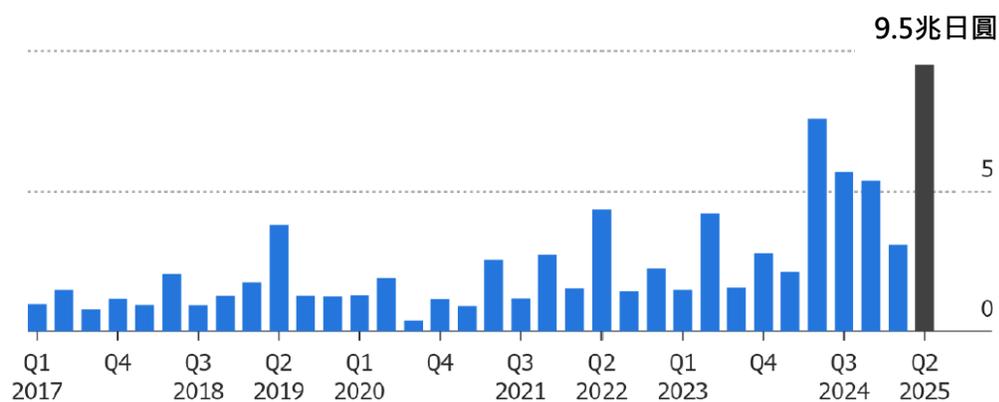
- 如果第一輪黨內投票（國會議員+地方黨員）無人過半，則舉行第二輪投票（國會議員以及47都道府縣代表票）
- 預計本次自民黨總裁選舉有望在9月下旬至10月上旬完成、新首相或在10月就任。

資料來源：Bloomberg，2025.9.8

日股 | 股票回購創紀錄，資本支出添動能

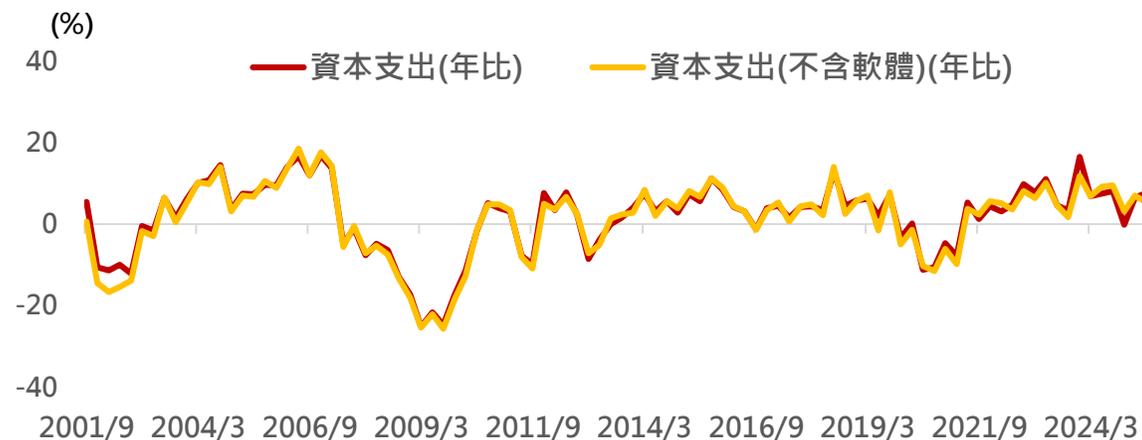
- **日本股票回購金額創紀錄**：多間日本企業，包括中小型企業，仍然持有大量現金儲備，第二季各公司宣布的回購金額達到創紀錄9.5兆日圓。不過，儘管股票回購有助於提升企業價值，但並不能保證單靠股票回購就能實現足夠的改善，資本支出應該也要同步增長。
- **日本企業增加資本支出**：日本資本支出(包含軟體)年增率7.6%，超過預期6.1%，扣除軟體的資本支出連續五季增長。該資本支出正好呼應政府加強鼓勵企業投資力道，當企業擁有剩餘資金時，應用於資本投資，而不能只是股票回購。
- **關稅影響增添不確定性**：由於通貨膨脹抑制家庭支出，企業支出是國家經濟成長的關鍵，但關稅影響可能削弱出口商的競爭力，恐降低投資設施和提高工資的意願，後續須觀察企業資本支出是否持續增加提供動能。
- **總結及建議**：儘管關稅問題未完全解決，但日股估值相較於美股仍偏低，且日本經濟維持溫和擴張，並走出通貨緊縮困境，日本散戶資金持續投入股利穩定和公司治理改善之企業，日本股票回購創紀錄，企業可望擴大資本支出下增添股市動能，建議持續定期定額長期投資。

股票回購



資料來源：Bloomberg · 2025.5.30

資本支出



資料來源：Bloomberg · 2025.9.1

日股 | 內需更為重要

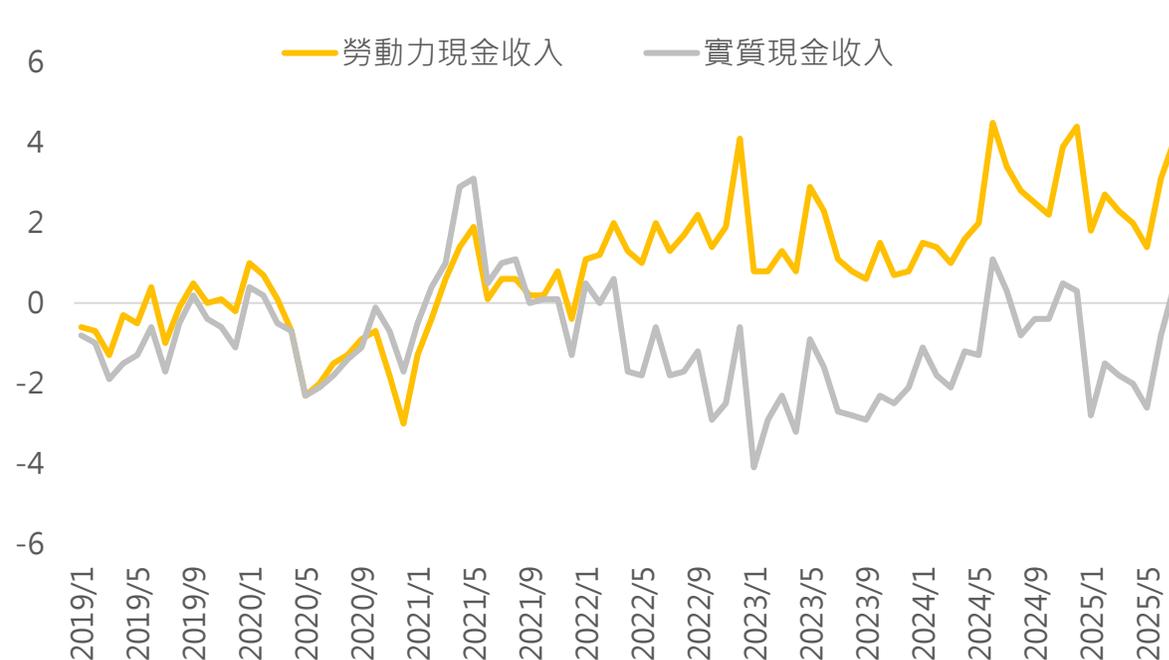
- **日本內需更為重要**：雖然關稅政策與日圓匯價升值前景或可能壓抑日本出口表現，但實際上，商品出口加計服務業出口僅佔日本經濟成長(GDP)比重的22.8%，而民間消費、企業資本支出、政府支出等內需部門，才是目前日本GDP成長的重要分項。
- **工資成長勢頭依然穩健**：日本7月勞動現金收入成長4.1%，高於市場普遍預期的成長3.0%，顯示工資成長勢頭依然穩健。經通膨調整後，整體工資在7月成長了0.5%，該數據同樣強於普遍預期的下降0.6%。日本受惠於薪資上漲可望帶動內需，有望嘉惠收入主要來自當地的產業。

日本GDP組成

項目	百分比	項目	百分比
民間消費	54.1%	私人投資	3.7%
政府支出	20.6%	存貨調整	0.1%
資本支出	17.4%	服務進口	-6.0%
商品出口	17.2%	商品進口	-17.8%
服務出口	5.6%		
公共投資	5.1%		
		經濟成長(GDP) 合計100%	

資料來源：摩根士丹利，富蘭克林投顧，2025.6.2

日本勞動力現金收入



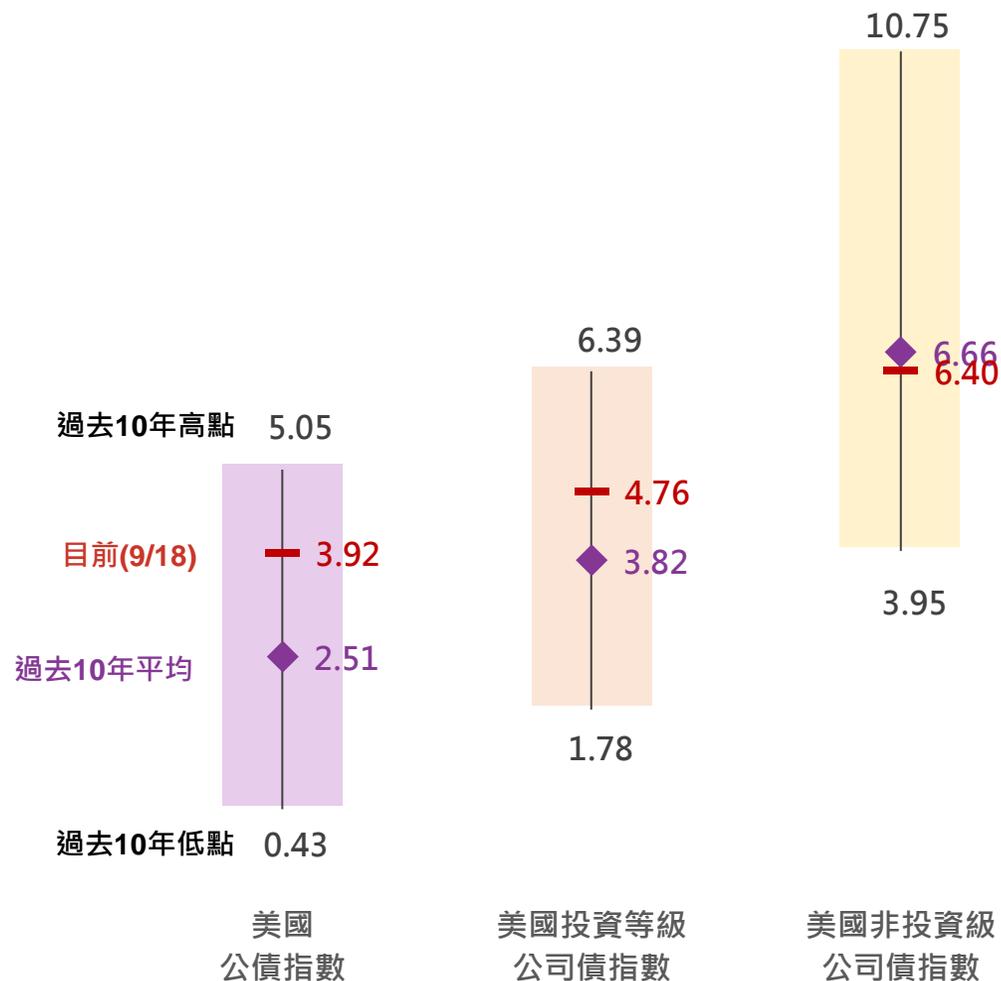
資料來源：Bloomberg，2025.9.5

債券 | 可趁殖利率回彈之際增配投等債，來抵禦經濟下行風險

過去10年，債券百元報價走勢



過去10年債券殖利率區間



資料來源：Bloomberg · 2025.9.18

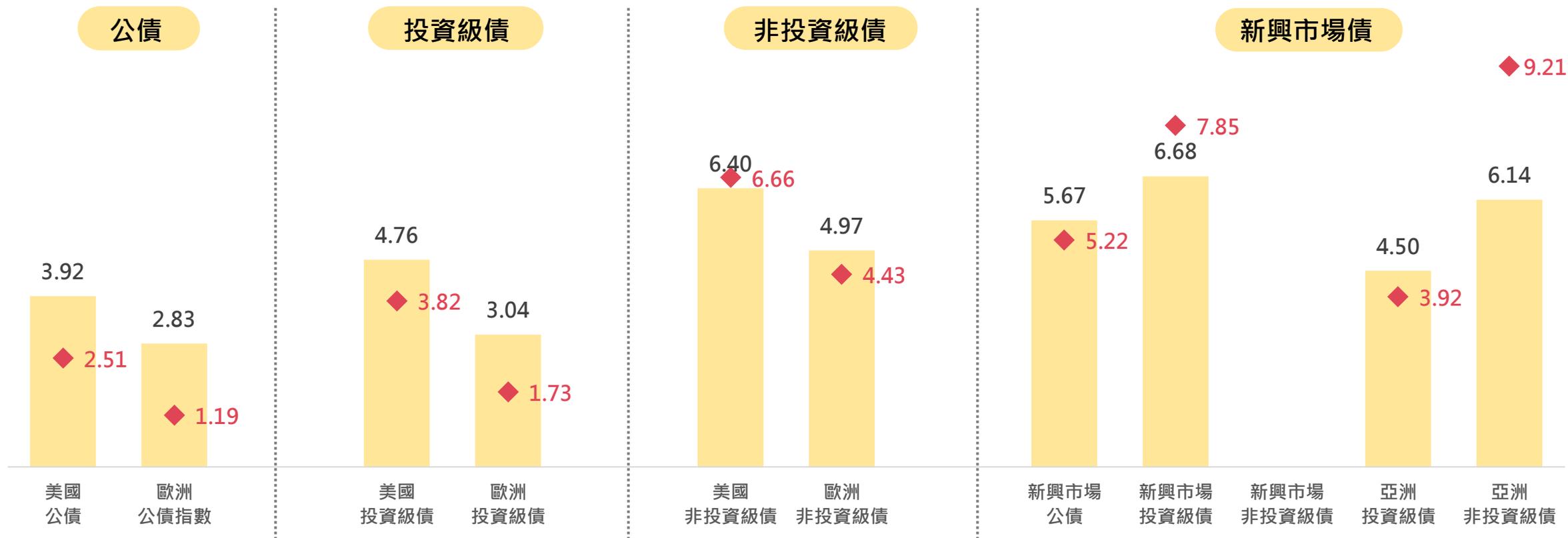
資料來源：Bloomberg · 2025.9.18

| 債市 | 各債券收益率多數維持在10年均值之上

把握鎖住高息、收獲降息循環資本利得的機會

■ 當前殖利率(%)

◆ 過去10年均值(%)



資料來源：Bloomberg · 2025.9.18

黃金 | 央行+去美元化買盤，金價仍有上漲空間

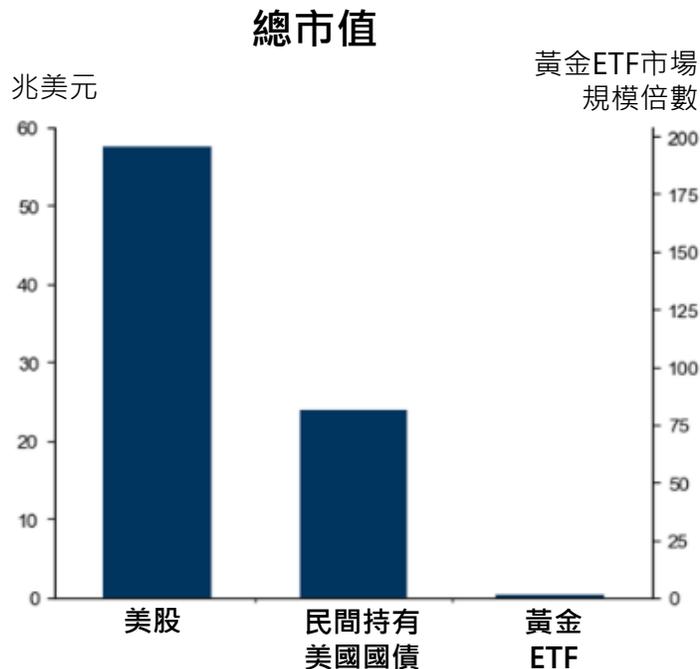
- 金價仍有上漲空間：**隨著地緣政治風險升溫與美元政策不確定性升高，市場也開始重新評估美元在投資組合中的比重，各國央行已逐步降低美元在外匯儲備與貿易中的比重，預期美元在全球外匯儲備中的占比或將下滑，黃金等實體資產則可能成為資金轉向的主要受益者。此外，降息循環將使國際美元相對走弱，有望持續吸引外國買盤進駐。綜上所述，建議投資人逢股市高點，在投資組合中適度加入黃金資產，以平衡波動風險，而風險偏好度較高的投資人，可逢拉回布局金礦股票。

黃金持有規模與金價走勢



資料來源：法國興業，富蘭克林投顧，2025.5.5

去美元化潛在買盤將是推升金價關鍵



資料來源：法國興業，富蘭克林投顧，2025.5.5

多家投行預測金價高點在明年Q2-Q3

投行	今年底 (\$/oz)	明年Q2 (\$/oz)	明年Q3 (\$/oz)
巴符邦銀行	3,400	3,500	3,500
阿聯酋銀行	3,250	3,400	3,400
渣打銀行	3,700	3,900	4,000
美銀美林	3,750	4,000	3,750
摩根大通	3,675	4,020	4,160
高盛集團	3,640	3,963	N/A

資料來源：Bloomberg，2025.9.4

| 投資策略 | CIA 配置策略

Core

川普政策題材、高品質股票做核心

AI產業鏈(美日台)

美元貶值風險仍存，布局非美國家股市高品質股

Income

用收益抵禦波動

新興市場債、非投資等級債、投資等級債

Alternative

另類資產

納入另類資產（如：黃金、虛擬貨幣）

分散風險並強化報酬

內容大綱



- 一 市場回顧
- 二 關注焦點
- 三 投資策略
- 四 重要數據 & 事件**

2025年10月重要數據

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
		10/1	10/2	10/3
		美國9月ADP就業 美國9月標普全球/ISM美國製造業PMI 歐元區9月HCOB歐元區製造業PMI 歐元區9月CPI初值 日本9月標普全球日本製造業PMI 台灣9月標普全球臺灣製造業PMI	美國8月耐久財訂單 歐元區8月失業率	美國9月非農業就業、失業率 美國9月標普全球美國服務業/綜合PMI 美國9月標普全球美國PMI終值 歐元區9月HCOB歐元區服務業/綜合PMI 日本8月失業率
10/6	10/7	10/8	10/9	10/10
	美國8月貿易收支	日本8月國際收支經常帳餘額 台灣9月CPI(年比)	台灣9月貿易收支	美國10月密西根大學市場氣氛 日本9月PPI年比
10/13	10/14	10/15	10/16	10/17
中國9月貿易收支	歐元區10月ZEW調查預期	美國9月CPI 美國10月紐約州製造業調查指數 日本8月工業生產(月比)終值 中國9月CPI、PPI	美國9月PPI、先期零售銷售 美國10月費城聯準企業展望 日本8月核心機器訂單	美國9月新屋開工、工業生產 歐元區9月CPI
10/20	10/21	10/22	10/23	10/24
中國9月工業生產、零售銷售		日本9月貿易收支	美國9月成屋銷售 歐元區10月消費者信心指數初值 台灣9月工業生產	美國10月標普全球美國製造業/服務業/綜合PMI 美國10月密西根大學市場氣氛、新屋銷售 歐元區10月HCOB歐元區製造業/服務業/綜合PMI初值 日本10月標普全球日本製造業PMI、全國CPI 台灣9月失業率
10/27	10/28	10/29	10/30	10/31
美國9月耐久財訂單初值 日本9月PPI服務年比 中國9月工業利潤	美國10月經濟諮詢委員會消費者信心		美國10月FOMC利率決策 美國Q3GDP、核心PCE、個人消費 歐元區10月消費者信心指數終值 歐元區Q3GDP、9月失業率	美國9月個人所得、個人支出 美國9月核心個人消費支出物價指數 歐元區10月CPI 日本9月失業率、工業生產零售銷售 日本10月東京消費者物價指數 中國10月製造業/非製造業PMI 台灣Q3GDP年比

警 語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本資料提及之投資資產或標的。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及非投資等級債，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
8. 基金年化配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×一年配息次數×100%。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×100%。
9. 基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本資料如以基金過去績效進行模擬投資組合之報酬率時，僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。
11. 屬基金資訊觀測站ESG基金專區所列之基金，有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊。