

2025年第四季

全球經濟及市場展望

聯準會重啟降息，市場如何看待？



揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

Contents

- 3 摘要與結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 24 東南亞
- 28 金融市場動向

摘要

回顧2025年以來, 川普的關稅大棒, 一度讓金融市場大亂, 不過, 各國陸續與美國達成貿易協議, 加上AI熱潮擴散, 股市又相繼創下歷史新高, 也成為川普引以為傲的政績。邁入Q4, 一切還會如此順利嗎? 川普的下一步又是什麼?

從目前的總經環境看來, 受到高利率影響, 美國經濟持續放緩, 就業市場也明顯降溫, 使得聯準會於9月再度啟動降息1碼。但對川普而言, 這樣的節奏過於緩慢, 他希望提名下一任聯準會主席, 來支持自己寬鬆的立場。從國際環境來看, 俄烏戰事依舊, 以哈衝突持續, 川普為突顯自己的外交成就, 必然會積極介入調停。

反映在股市, 寬鬆的政策環境, 將形成股市的一大利多, 尤其是評價面的上修, 加上企業獲利良好, 讓股市可望延續多頭格局。此外, AI熱潮有增無減, 科技股仍將持續引領大盤。

至於債市, 隨著聯準會重啟降息循環, 公債殖利率區間也將逐步下移, 有望讓債市再度受到市場關注。至於選擇長債或短債, 可能取決於投資人風險偏好, 各有所長。

在匯市方面, 聯準會的降息節奏可望加快, 將引導美元走弱, 進而使非美貨幣有機會轉強。但以出口為導向的國家, 貨幣走強可能成為潛在壓力與挑戰。

最後, 在市場風險方面, 股市氛圍並不差, 但也代表股價並不便宜, 一旦市場出現風吹草動, 易帶來快速修正風險。此外, 多數國家政治並未因股市走強而趨於穩定, 反而對峙狀況更為嚴重, 也是投資人Q4必須面對的不確定性。

結論



總經

- ◆ 聯準會今年有降息3碼空間, 加上鮑爾任期即將屆滿, 恐使降息節奏加快
- ◆ 美國景氣短線降溫、歐洲擲節立場轉向、中國加大政策刺激



股市

- ◆ 美國企業獲利良好, 加上降息有利評價推升, 支持股市維持多頭格局
- ◆ AI熱潮延續, 引領美股與科技股, 但仍可多元搭配其他區域與類股, 以便持盈保泰

BOND

債市

- ◆ 聯準會重新啟動降息循環, 有利公債殖利率區間的下移
- ◆ 短率隨Fed降息而逐步向下, 但面臨再投資風險, 長率下降空間小, 但利率水平具吸引力



匯市

- ◆ 美國重啟降息循環, 而歐洲擴大財政與ECB降息尾聲, 支持美元弱勢震盪, 歐元緩步墊高
- ◆ 美元走弱, 有利新台幣偏強, 但台灣央行態度將轉向寬鬆或降息, 則影響台幣升值速度



風險

- ◆ 各國股市評價偏高, 若有風吹草動, 股市有急跌風險
- ◆ 多國政治僵局, 對債市與股市帶來一定的擾動

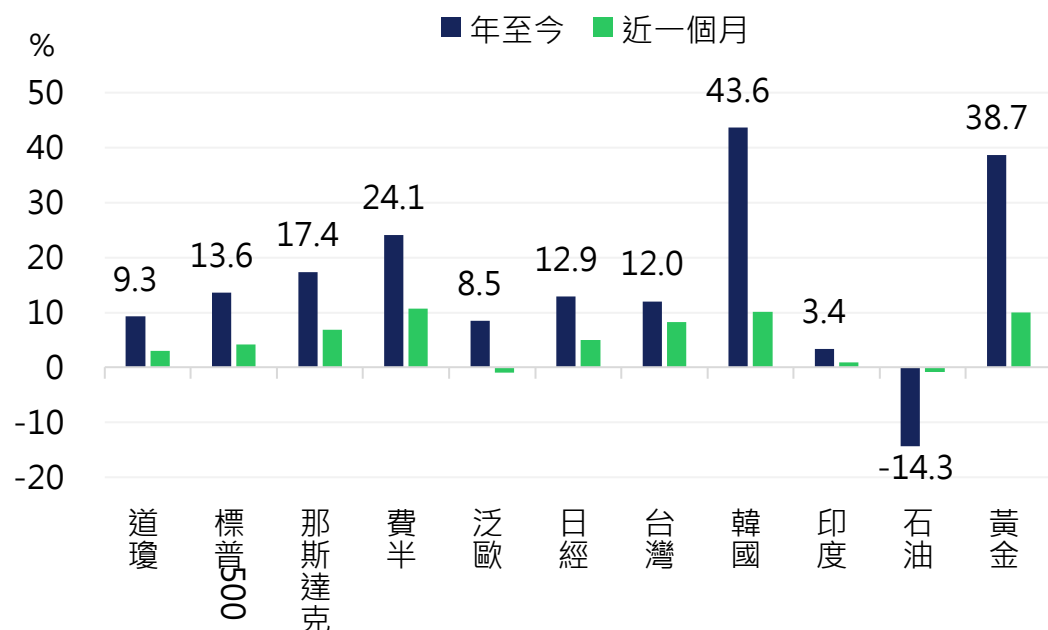
金融市場回顧

金融市場回顧

今年以來, 市場波動劇烈, 川普關稅一度讓股市重挫, 不過, 各國陸續與美國達成貿易協議, 加上AI熱潮擴散, 也帶動全球主要股市陸續創下歷史新高, 標普500指數今年上漲逾10%, 且首度站上6600點關卡, 費半指數更是大放異彩, 年至今上漲24%。另外, 韓國股市因為政治不確定性降低, 加上基期偏低影響, 今年上漲逾40%, 成為表現最搶眼的市場。商品市場的黃金與石油, 表現則是南轅北轍, 黃金大漲38%, 但油價收低14%。

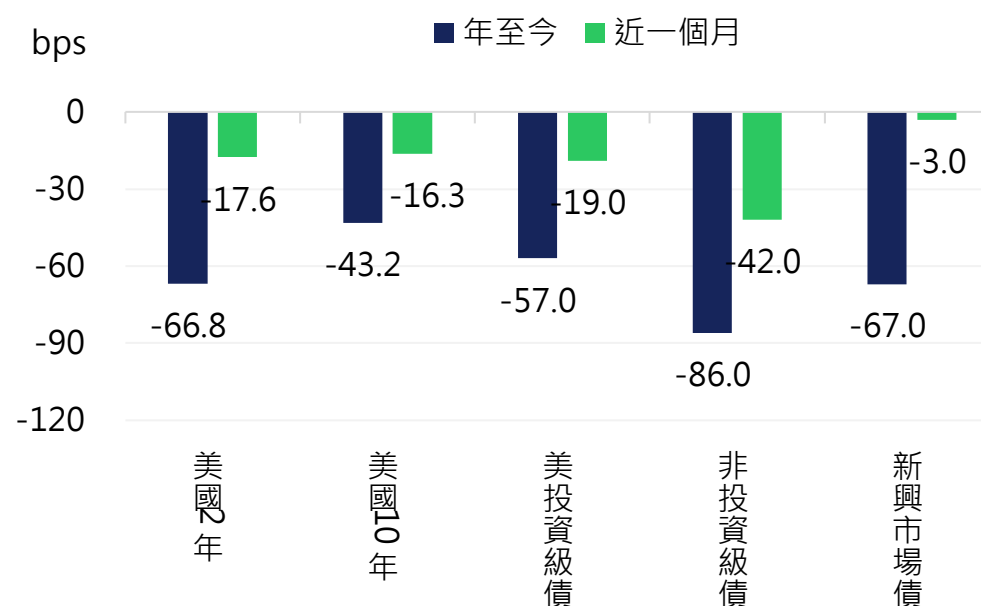
債市方面, 隨著聯準會再度啟動降息, 也引導各天期的公債利率回落, 尤其是短天期債券, 2年期公債殖利率下降逾60個基點。非投資等級債隨著股市走強與央行降息, 今年以來殖利率下降逾80個基點。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/9/23。

美國及新興市場債券表現



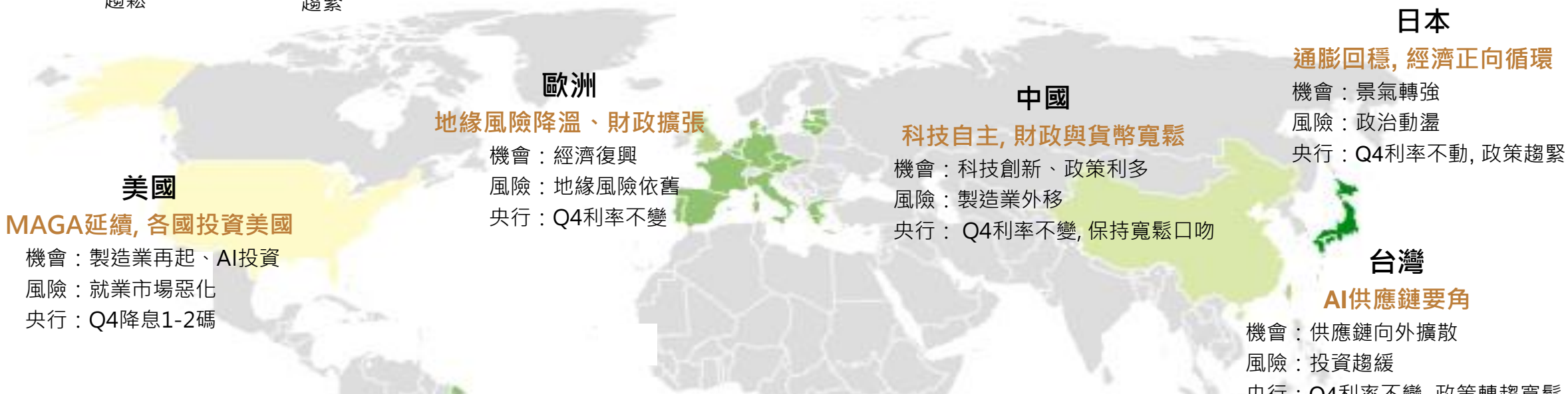
資料來源：Bloomberg, 截至2025/9/23。

總體經濟與市場綜覽

貨幣政策

趨鬆

趨緊



美國

MAGA延續, 各國投資美國

機會：製造業再起、AI投資
風險：就業市場惡化
央行：Q4降息1-2碼

歐洲

地緣風險降溫、財政擴張

機會：經濟復興
風險：地緣風險依舊
央行：Q4利率不變

中國

科技自主, 財政與貨幣寬鬆

機會：科技創新、政策利多
風險：製造業外移
央行：Q4利率不變, 保持寬鬆口吻

日本

通膨回穩, 經濟正向循環

機會：景氣轉強
風險：政治動盪
央行：Q4利率不動, 政策趨緊

台灣

AI供應鏈要角

機會：供應鏈向外擴散
風險：投資趨緩
央行：Q4利率不變, 政策轉趨寬鬆

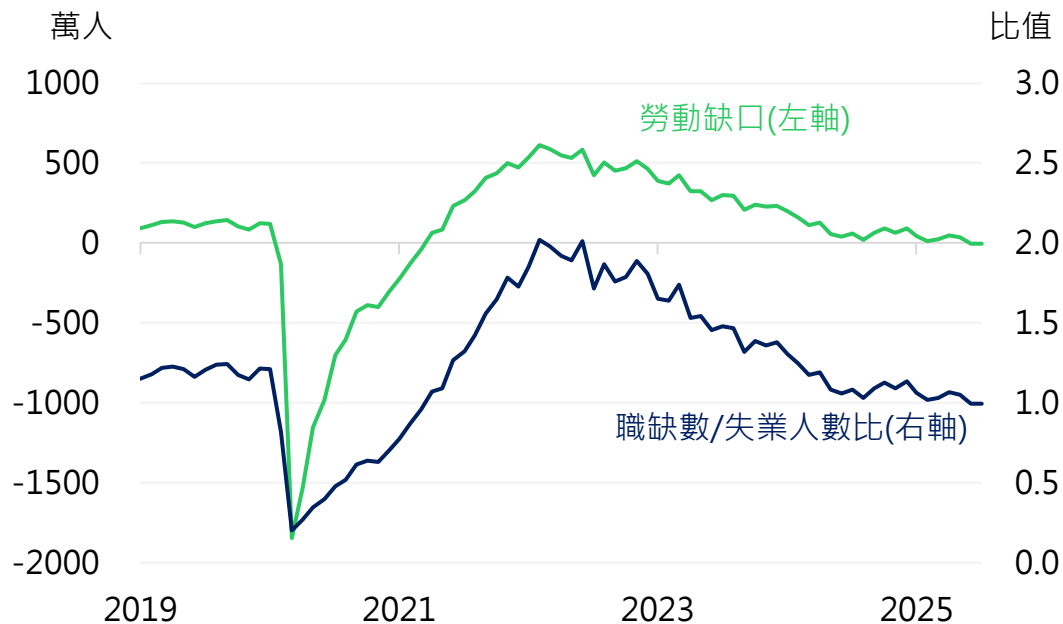
- 川普的下一步? 內政上, 除強化各國對美國投資外, 川普將積極介入聯準會的人事安排, **引導聯準會走向寬鬆路線, 挽救傳統製造業與房市交易萎縮問題。**
- 外交上, **企圖解決俄烏衝突、以巴戰事, 展現自己的外交成就**; 關稅問題底定後, 強化與歐洲、加拿大、澳洲的經濟結盟, 持續圍堵中國。
- **中國政府強化科技自主能力, 並加大刺激力道, 以解決製造業外移與地方債務問題, 經濟將逐漸好轉。**然而, 在美中抗衡的大背景下, 是長線需要留意的風險。
- **聯準會再度啟動降息循環, 美元維持弱勢格局, 非美貨幣走強; 歐洲財政擴張下, 支持歐元緩步墊高。**

資料來源：台灣與美國央行政策行動為國泰世華銀行預估, 英國、中國為Bloomberg預估。

JOLTS報告顯示, 7月就業市場出現明顯轉折, 職缺數降至10個月來最低水準, 僅718萬個, 且首次低於失業人數, 顯示勞動市場已從供給不足轉為小幅過剩, 進一步印證勞動市場逐步放緩的跡象。

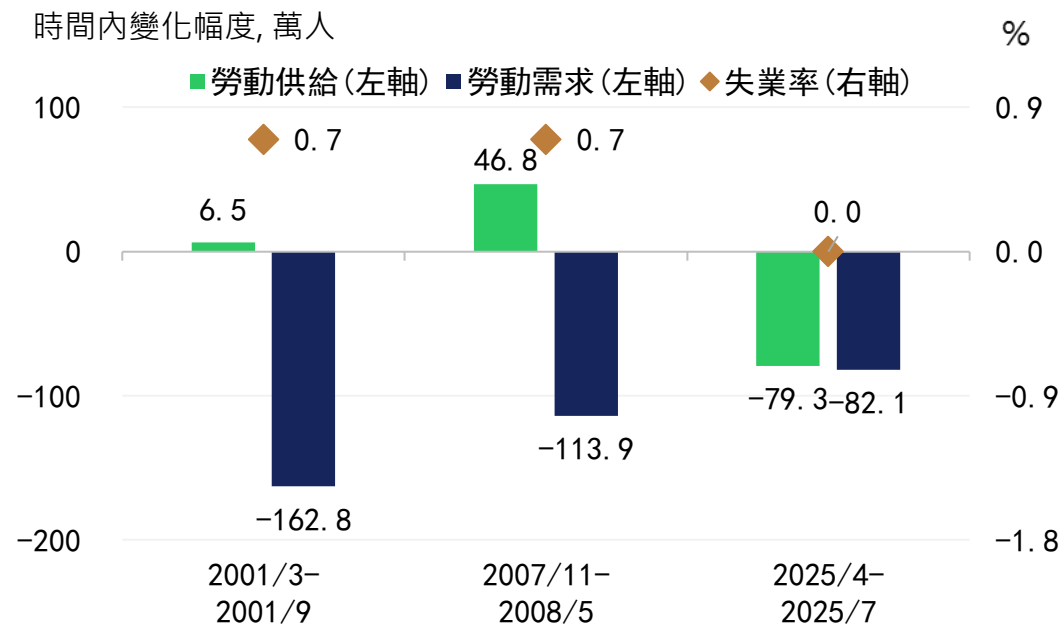
不過, 即使如此, 失業率大約落在4.3%附近, 並沒有大幅飆升, 推測主因在於：**減少的就業人口多直接退出勞動市場(川普政策緊縮, 移民人數下降), 而未轉化為失業人口, 故失業率未見揚升, 與過往的情況有所不同。**

職缺數大幅降低, 勞動缺口已補齊



資料來源：Bloomberg。

勞動需求與供給齊降, 失業率尚未有大幅飆升風險

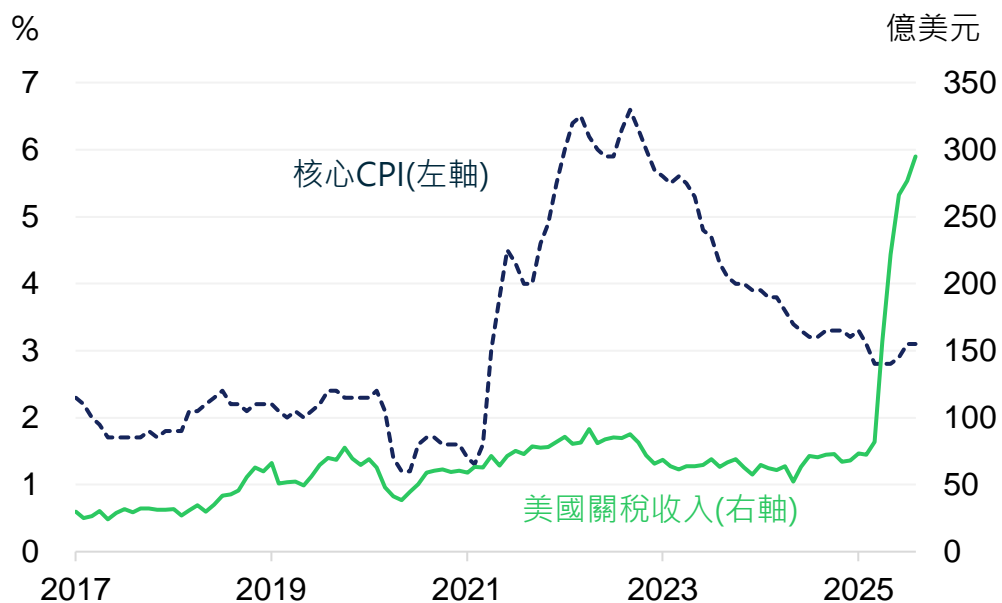


資料來源：Bloomberg。

以美國CPI的組成結構來看,商品通膨佔比約4成,服務通膨則佔6成,而關稅主要影響的正是商品通膨。自川普再度執政以來,關稅一直是其重要政策手段,也使美國的關稅收入大幅躍升,最新資料顯示,單月收入已超過300億美元。無論是出口商、進口商,還是消費者,最終都將面臨進口商品通膨上升的壓力。自4月對等關稅以來,美國CPI確實出現反彈跡象,未來仍可能延續數個月。

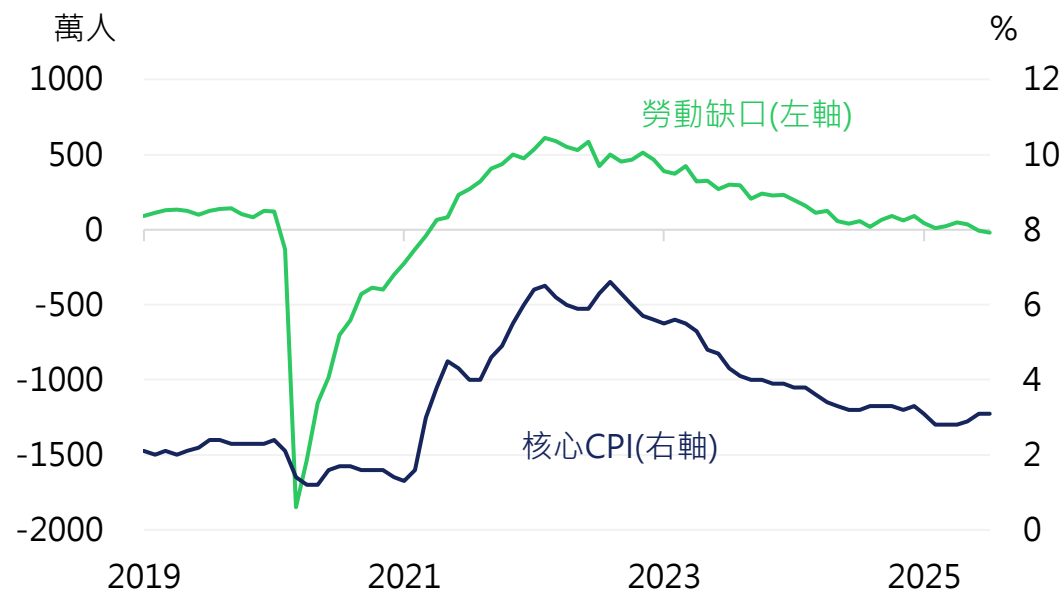
不過,隨著就業市場放緩,薪資增速持續回落,有助於抑制服務通膨,包括租金也持續回落。整體而言,關稅對通膨的影響可能在未來數月持續發酵,但仍屬一次性影響,而在服務通膨受控之下,整體通膨失控風險有限。

政府關稅收入大幅增加,可能推升未來通膨



資料來源: Bloomberg。

就業市場放緩,可望抑制通膨



資料來源: Bloomberg。

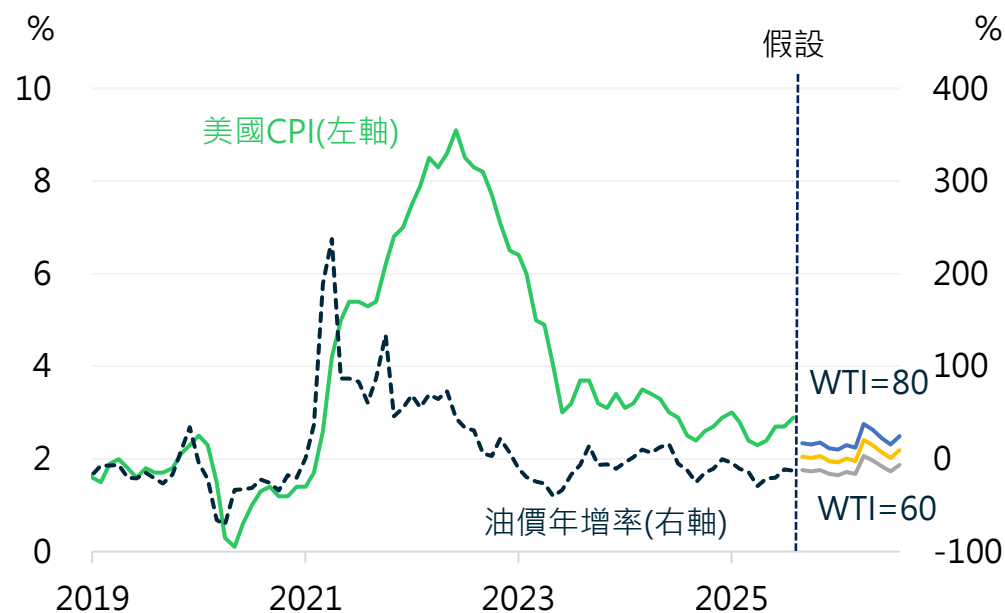
關稅對通膨帶來一定的壓力, 但川普針對能源市場直接作打擊。

供給面：透過放寬環境與碳排放相關法規, 鼓勵美國石油公司增產, 並釋放戰備儲油。根據統計, 美國每日原油產量已達1350萬桶附近, 成為全球最大原油生產國。此外, 川普一直呼籲OPEC增產, 自今年4月以來, OPEC也逐步增產, 幾乎抹平先前220萬桶的減產措施。

需求面：中國經濟成長放緩, 而美國製造業的復甦速度也相對緩慢, 使得能源需求僅溫和成長。

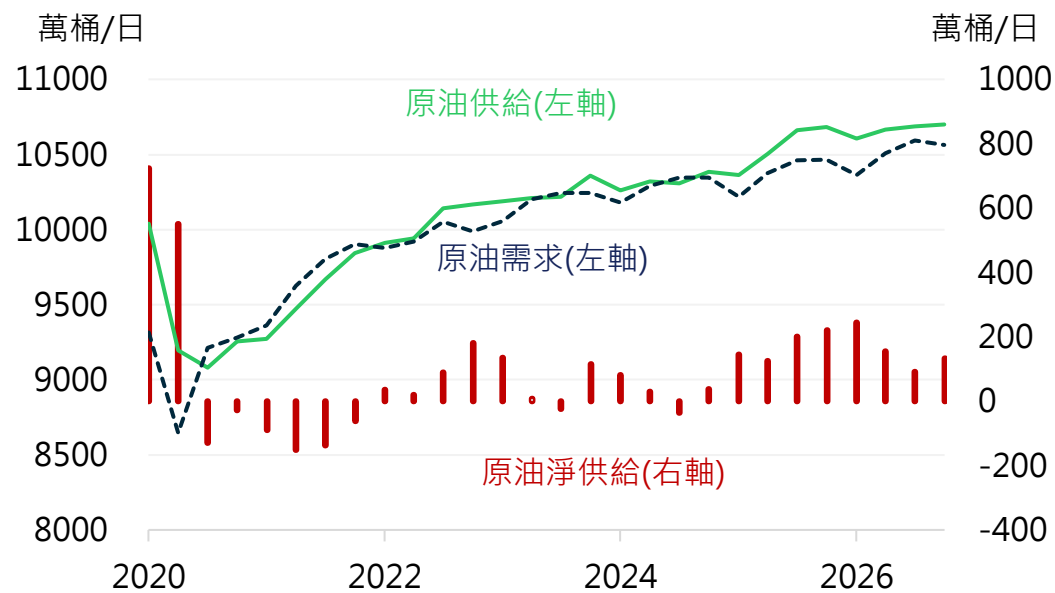
整體而言, 能源市場存在供給過剩的問題, 讓油價維持弱勢盤整, 將有效控制通膨的上漲壓力。

油價偏弱, 有效控制通膨



資料來源：Bloomberg。

原油供給過剩疑慮將延續

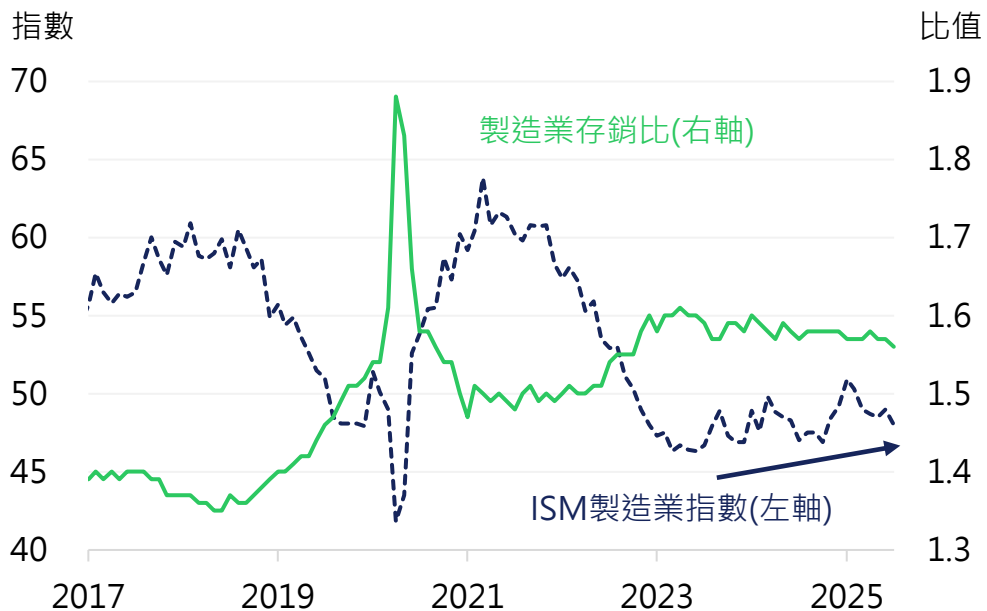


資料來源：EIA預估。

就美國製造業而言, 此次復甦循環較過往更為緩慢, 主因包括1)中國經濟疲軟, 拖累訂單需求, 2)受到高利率政策影響, 使得資金成本墊高, 影響各行各業, 3)疫情紅利消退後, 不少產業仍在庫存去化, 4)ChatGPT爆紅以來, 只有少數產業受惠。也因為如此, 使得川普強力要求聯準會快速降息, 以拯救國內製造業疲弱的困境。

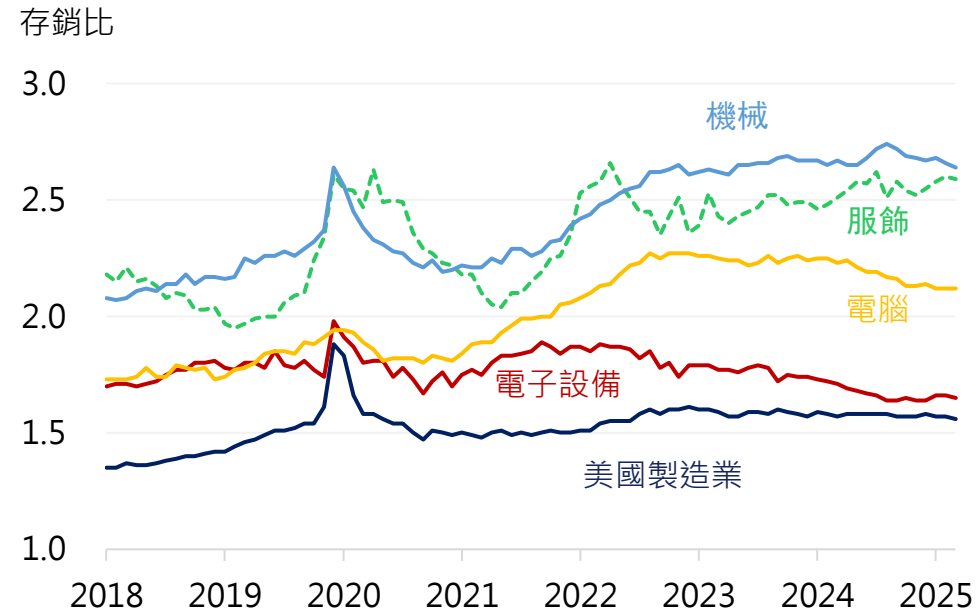
展望未來, 隨著聯準會的降息循環再度啟動, 有望帶動整體資金成本的下降, 加上中國政策紅利, 形成中國經濟的支撐, 預期美國乃至全球的製造業仍將持續復甦, 不過, 產業復甦不均的問題, 短期仍將無法有效改善。

美國製造業復甦速度偏緩, 但方向不變



資料來源：Bloomberg預估。

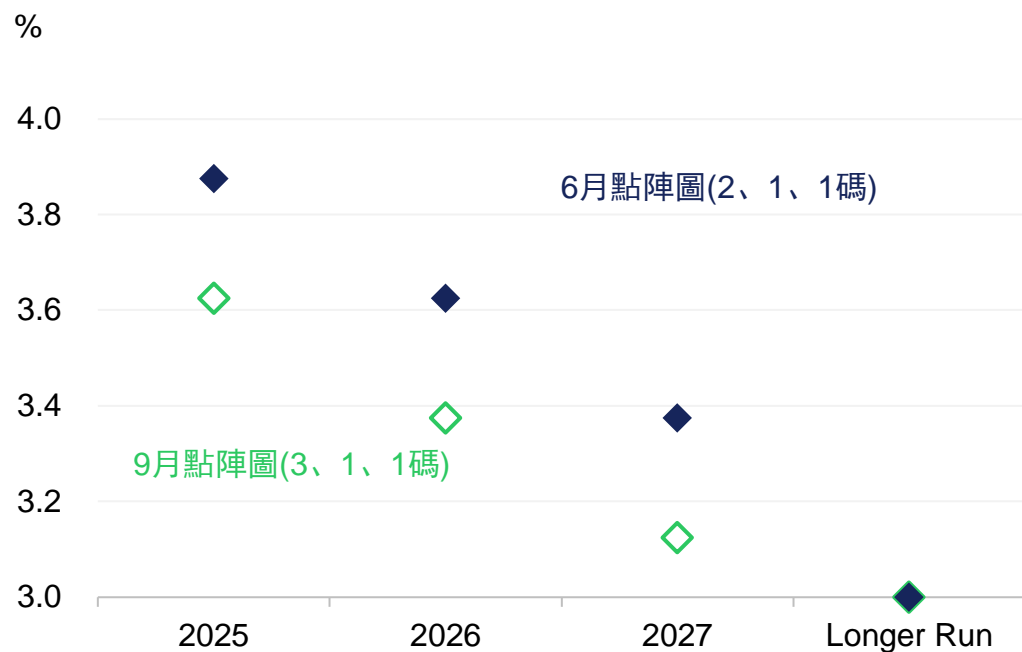
產業復甦不均下, 存銷比改善速度有別



資料來源：Bloomberg。

時隔9個月, Fed於9/18重啟降息循環, 將聯邦基準利率下調1碼至4.0~4.25%區間, 而點陣圖中位數顯示今年降息幅度上調至3碼, 意味著10月、12月會議有望再各降1碼。展望明年, 鮑爾將於2026/5卸任, 川普能提名鴿派立場的新任主席, 加上Miran已正式擔任理事, 使得市場預期明年的貨幣環境有望進一步寬鬆。

預期新任主席態度極鴿, 將推動Fed進一步轉鴿



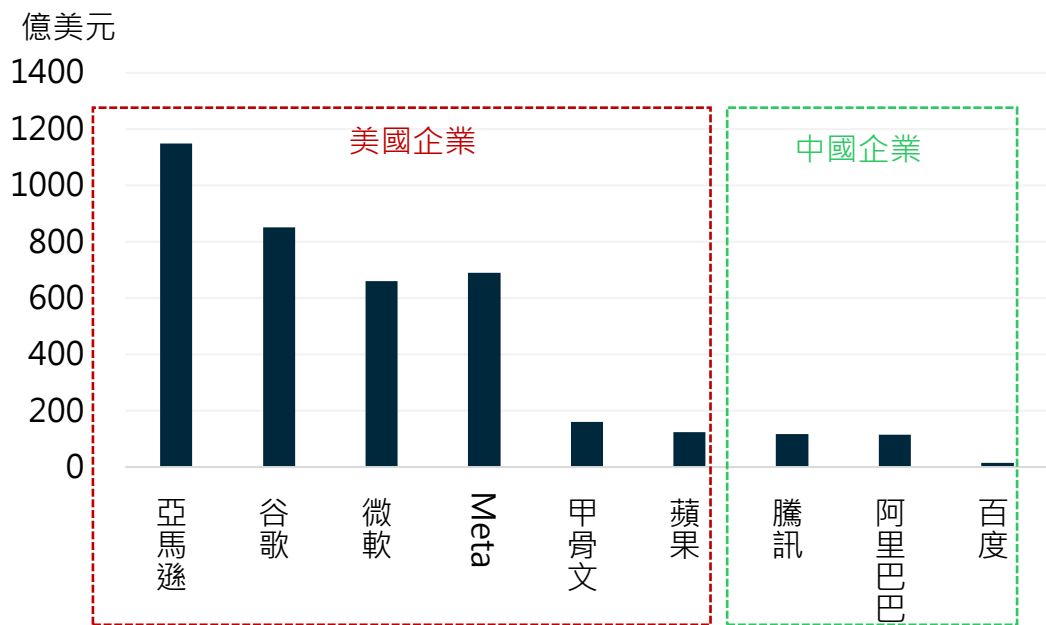
理事會		立場	任期結束時間	
主席	Jerome Powell → ?	中性 → 極鴿	2026/5 (主席)	
副主席	Philip Jefferson	中性	2036/1	
副主席	Michelle Bowman	極鴿	2034/1	
理事	Michael Barr	中性	2032/1	
理事	Lisa Cook	中性	2038/1	
理事	Stephen Miran	極鴿	2026/1	
理事	Christopher Waller	極鴿	2030/1	
2025年輪值總裁		立場	2026年輪值總裁	
John Williams (紐約)		中性	John Williams (紐約)	
Austan Goolsbee (芝加哥)		鴿派	Beth Hammack (克里夫蘭)	
Susan Collins (波士頓)		中性	Anna Paulson (費城)	
Alberto Musalem (聖路易斯)		鷹派	Lorie Logan (達拉斯)	
Jeffrey Schmid (堪薩斯城)		鷹派	Neel Kashkari (明尼阿波利斯)	

資料來源：Fed預估, Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

AI的崛起,不僅象徵科技領域的重大突破,更逐漸演變為國際政治與外交的核心工具。對川普而言, AI早已超越單純的技術發展,而是他在全球博弈中的重要籌碼。在內政方面, 川普推動《AI行動法案》, 三大重點包括: 剷除法規障礙、全力建置資料中心, 並推動美國AI成為主流。

在外交層面, 川普則藉由AI深化與英國、日本、沙烏地阿拉伯等國的經濟結盟。例如, 美國協助阿聯建置資料中心的同時, 阿聯承諾投資美國4400億美元, 日本也直接參與美國5000億美元的「stargate計畫」。

CSP的資本支出也成為美中角力的一環



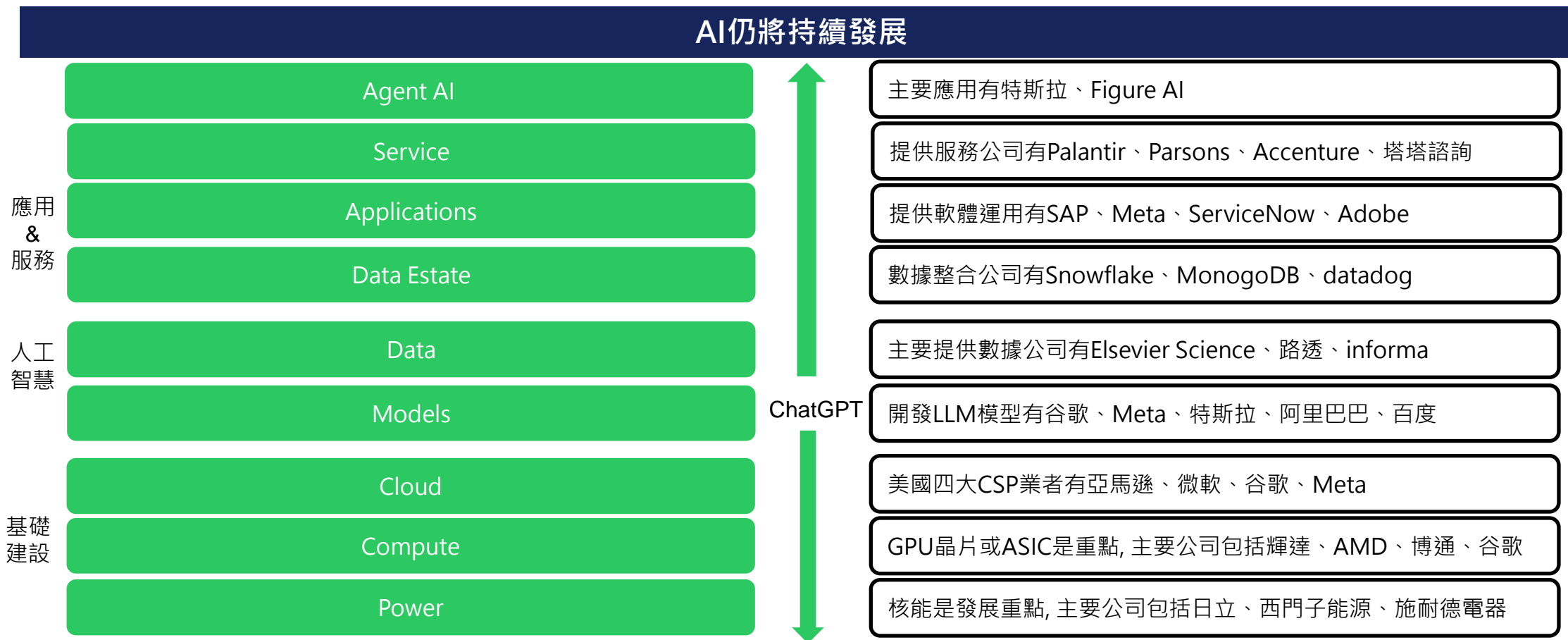
資料來源: Bloomberg。

美國與各國陸續簽署AI合作

	內容
英國	9/16川普訪問英國, 可能達成200億美元的貿易協議, 其中美國投資英國資料中心5億美元
沙國	2025/9中東之行, 沙國預計在未來5年內, 建立容量高達500 MW的「AI工廠」, 並在2030年前建立1.9 GW的資料中心。
阿聯	2025/5中東之行, 阿聯未來每年最多可向輝達購買50萬枚H100晶片, 並未來10年投資美國能源業4400億美元
日本	2025/5, 日本軟銀集團執行長孫正義共同宣布參與「星際之門計畫」, 目標是2029年前投資5,000億美元建設AI基礎設施。
韓國	2025/8, 南韓公布國家人工智慧五年經濟發展藍圖, 承諾未來五年全面擁抱AI, 並結合產官資金共組100兆韓元(約730億美元)的國家成長基金。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

2022年底ChatGPT的問世, 讓人了解AI的世代已經到來, 同時ChatGPT也只是AI運用的起點。隨著AI的逐步普及, 第一階段, 各大廠商致力於搭建基礎建設, 根據統計4大CSP業者今年已投資超過3000億美元的資本支出, 而下一個階段將側重在AI的運用, 包括AI應用軟體的開發與應用, 甚至, 轉換至代理AI, 包括機器人、電動車。

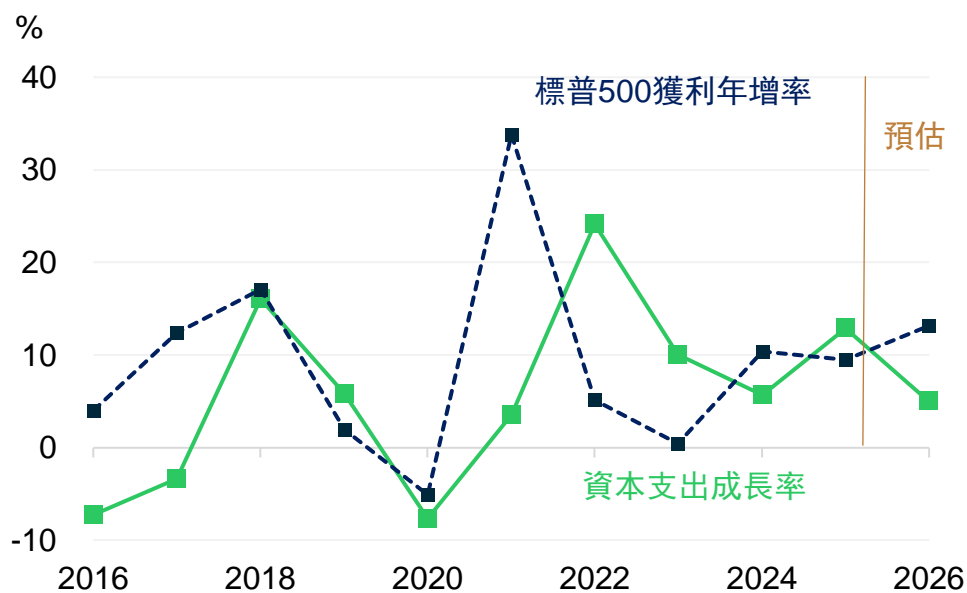


資料來源：貝萊德, 國泰世華銀行整理。

隨著貿易戰問題緩解, 市場重新聚焦基本面, 尤其是AI的投資, 除了四大CSP今年超過3000億美元的投資外, 其他包括公用事業也大舉提高核能的研發投資並更新電網, 以因應AI的需求; 特斯拉及傳統的工業巨頭也加速機器人與自動化的投資, 因應物理AI的落實; 醫藥產業也導入AI做數據分析, 加快藥品的開發與運用。

對企業獲利而言, 企業的資本支出, 隱含對未來獲利的成長性, 過去3年, 因為去庫存因素, 使得獲利連續走跌, 不過, 隨著AI的興起, 企業加大投資, 也帶動企業獲利成長, 即使2025年受到川普貿易戰的影響, 預期今年約有9%的成長, 明年甚至上看雙位數的成長。因此, 對應於標普500指數, 研判仍有高點可期。

企業擴大資本支出, 支撐獲利持續成長



資料來源：Bloomberg預估。

標普500指數的可能區間分析

EPS Growth (%) \ P/E (倍)	20	21	22	23	24
15	6450	6750	7100	7400	7750
12	6250	6600	6900	7200	7550
9	6100	6400	6700	7000	7300
6	5950	6250	6550	6850	7100
3	5750	6050	6350	6650	6900

註：指數目標價預估=EPS*成長率*P/E。

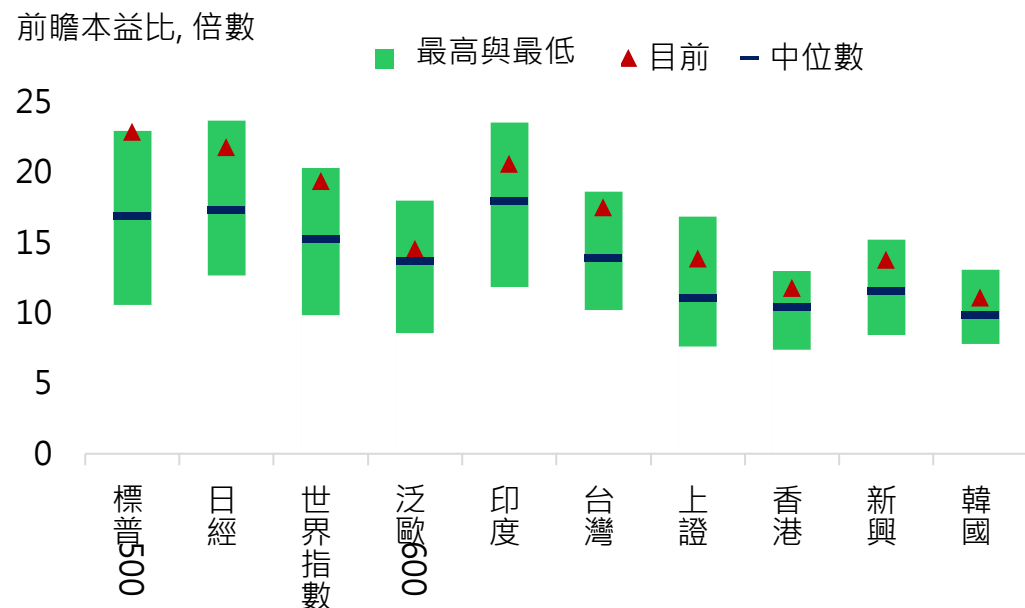
資料來源：Bloomberg。

無論從資本支出或獲利成長性來看, 美股獲利仍可望持續增長, 有利於多頭格局延續, 但評價偏高是不爭的事實, 標普500本益比已達22倍, 幾乎逼近歷史高位。相較之下, 歐洲評價相對合理, 新興市場評價亦明顯低於美股, 都值得納入投資組合。台灣、韓國作為AI供應鏈要角, 未來仍具上漲潛力。

從產業面觀察, 科技股獲利動能最為強勁, 但評價同樣最昂貴, 前瞻本益比逼近30倍, 明顯高於標普500的22倍。相較之下, 健護類股近期受到關稅與藥品降價議題影響, 股價表現相對疲弱, 但今明兩年獲利仍有望維持雙位數成長, 顯示基本面並不差。

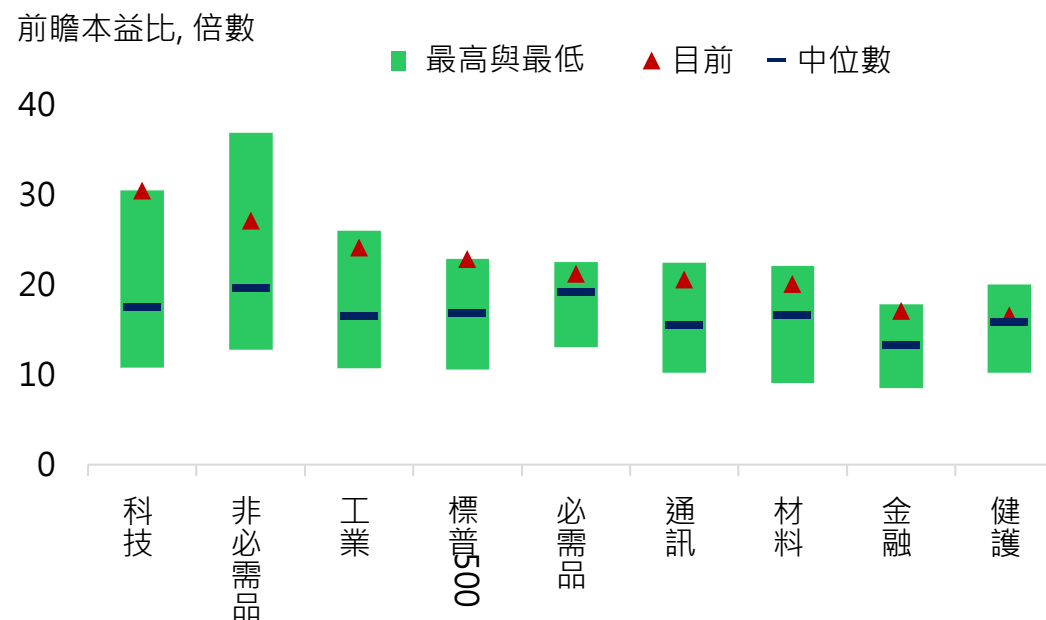
整體而言, 在股市多頭格局下, 若基於風險考量, 可盡量多元分散, 無論是區域或類股上, 都可相互搭配。

全球主要指數評價位階



註：時間為2010/1-2025/9。
資料來源：Bloomberg。

主要產業評價位階



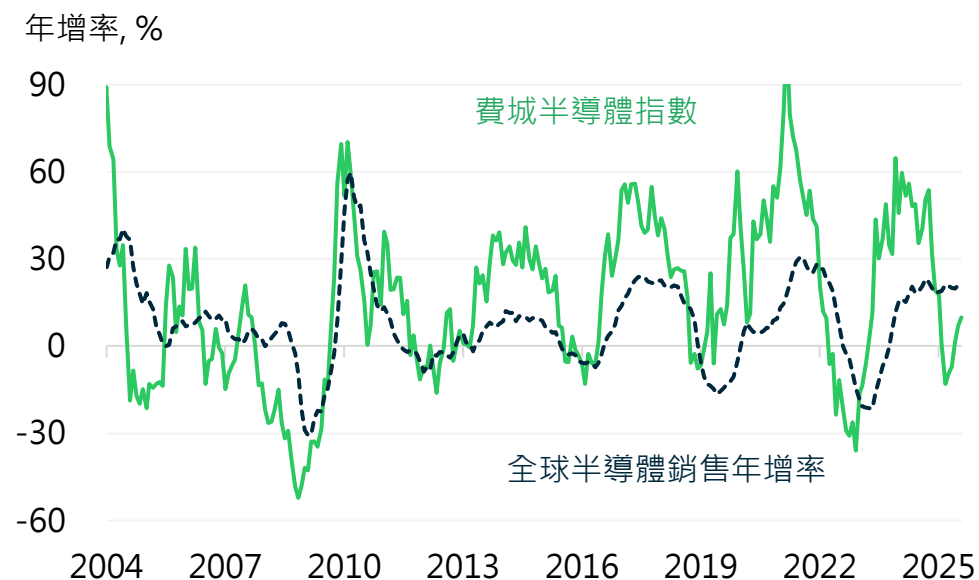
註：時間為2010/1-2025/9。
資料來源：Bloomberg。

受到AI熱潮延續, 使得今年的半導體需求也不斷上修, 根據統計, 今年前7月半導體銷售已達4000億美元, 市場預估今年銷量可望突破7000億美元, 年增率逼近2成。展望明年, 明年亦有10%的漲幅, 銷量上看8000億美元。

對於科技股而言, 今年指數漲幅多集中在科技巨頭, 不過, 隨著AI應用的擴散, 市場的焦點從HBM擴散至傳統的記憶體。因此, 在費半指數的表現上, 除了指數可望創新高外, 預期先前落後的族群, 也有機會落後補漲。

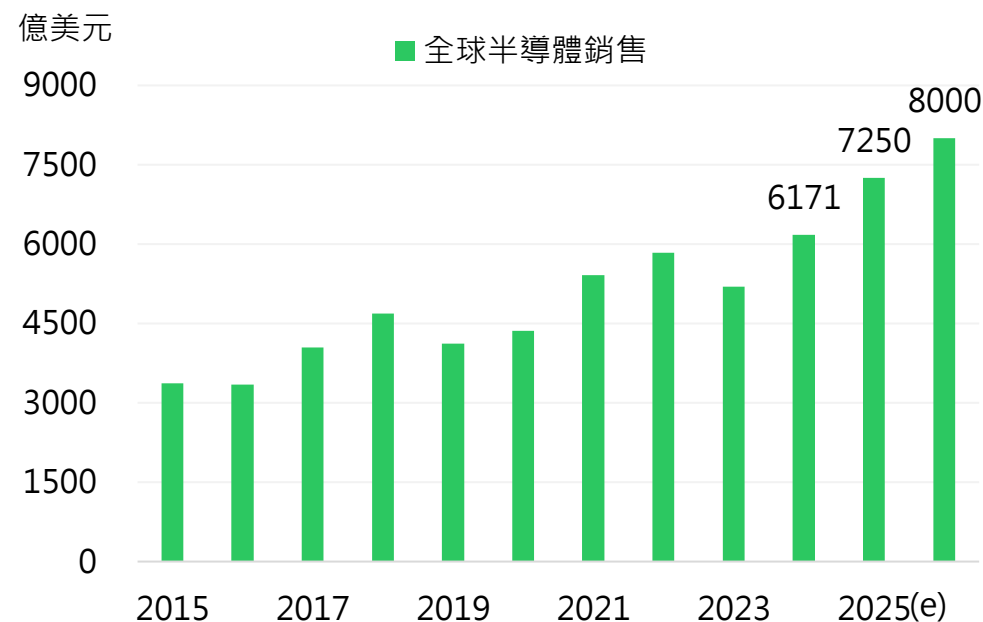
值得注意的是, AI的熱潮雖帶動半導體銷售金額不斷上修與創新高, 但從動能的角度來看, 目前年增率已達20%, 已處高原期, 未來銷量的速度可能有所回落, 也可能導致後續的股價上漲速度趨緩。

半導體銷售有利股價走揚, 但留意目前已處在高原期



資料來源：Bloomberg。

AI熱潮延續, 半導體銷售持續上修且創新高



資料來源：Bloomberg, WSTS預估。

隨降息趨勢明確, 將帶動未來美債殖利率緩步下滑, 不過各天期的下滑幅度將有所差異:

預期**殖利率曲線維持陡峭**: 1)短天期利率與聯邦基準利率高度連動, 短率具備更大的下行空間。2)中天期利率同步受貨幣政策引導, 具有同步下行的可能, 幅度相較短率溫和。3)長天期利率更多的反映通膨預期、經濟前景, 儘管**經濟成長趨緩, 未到衰退, 且財政赤字壓力仍存與對聯準會獨立性疑慮**, 預期**長短利差(10Y-2Y)仍維持一定的區間, 使殖利率曲線呈陡峭格局**。

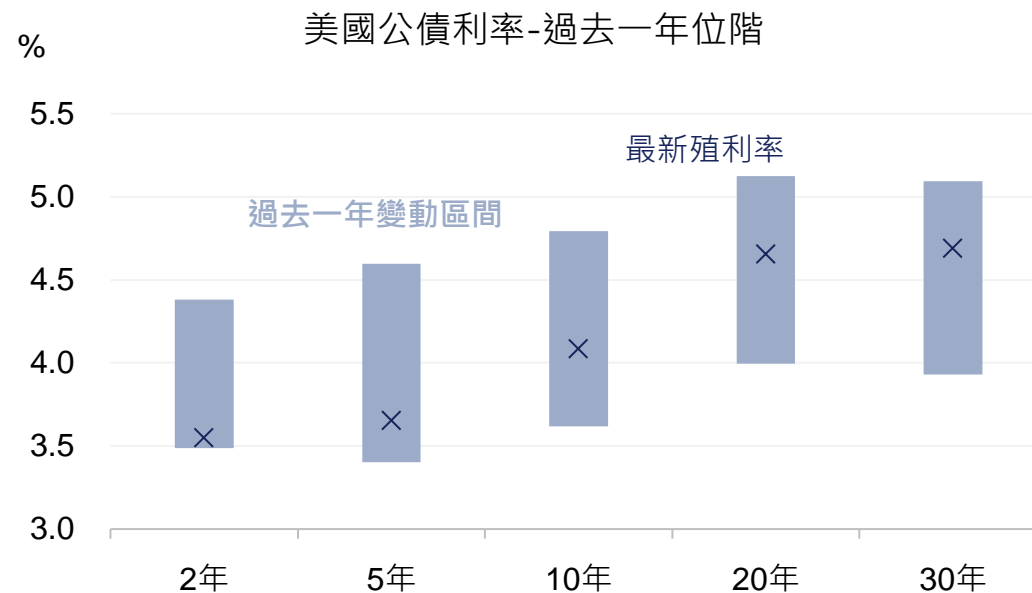
縱使短率仍具下行空間, 惟考量今年已大幅回落, 投資人應留意**短天期債券領息期間短、再投資風險升高**等因素, 在降息循環背景下, 短債到期後可能面臨更低的收益率環境。若以穩定利息收入為目標, 可逢**長率具吸引力時適度拉長持有天期**, 有助於鎖定高票息, 達成長短債的均衡配置。

降息循環帶動下, 有助利率緩步下滑



註：政策利率路徑採點陣圖中位數。
資料來源：Bloomberg預估。

短率快速下行, 長率受限維持高位



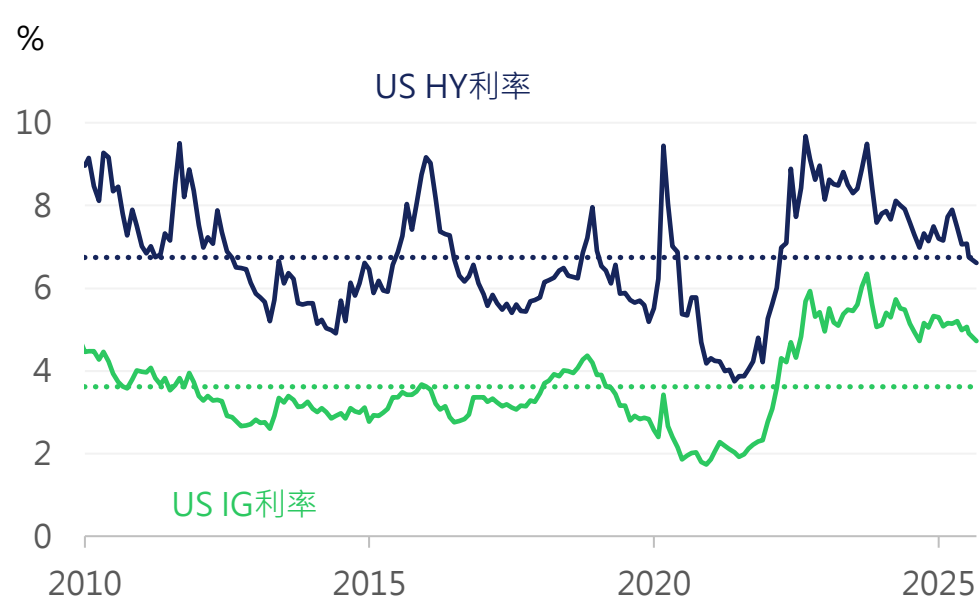
註：採2024/9~2025/9。
資料來源：Bloomberg。

在聯準會重啟降息循環的背景下, 信用債市場有望同步受惠。歷史經驗顯示, **信用債利率通常與公債利率走勢連動**。與此同時, 利率水平下行亦有助降低企業融資成本、改善現金流, 進一步支撐基本面表現。

目前美國投資等級公司債(IG)平均利率仍維持在4.5%以上, 雖較2024年降息初期回落, 但仍處於近15年來的相對高位, 具備一定吸引力。

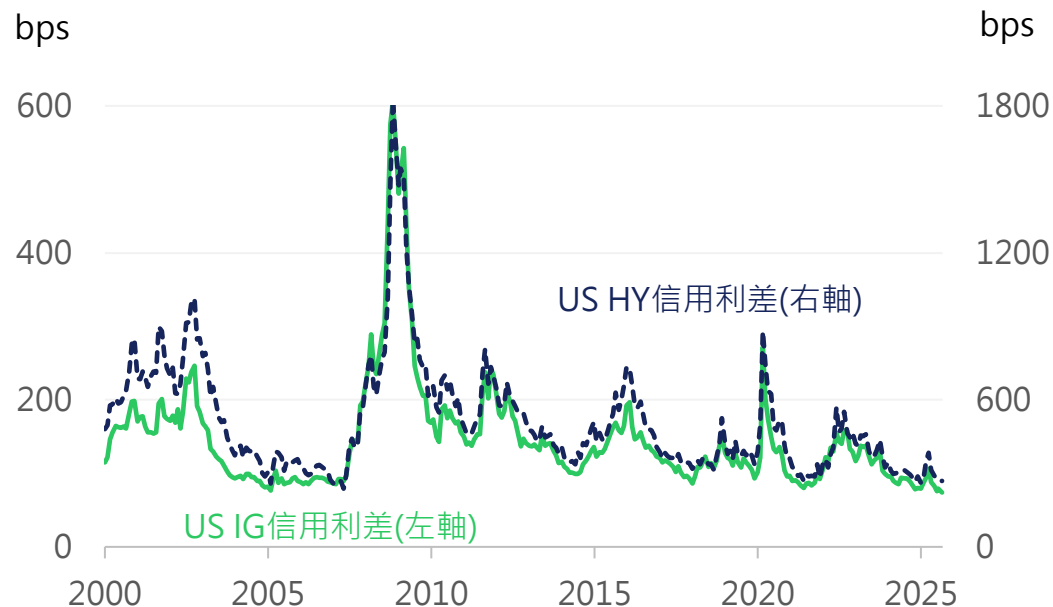
信用利差已相對緊縮: 今年4月「解放日」一度引發市場疑慮, 導致利差短暫擴大; 隨後在投資人情緒回穩後, 利差再度收斂至歷史低位。惟在美國**勞動市場疲軟、經濟成長放緩**的背景下, 仍需留意信用利差再度擴張的風險。

信用債利率仍具吸引力



資料來源: Bloomberg。

利差反應市場信心穩健, 應需留意擴張風險

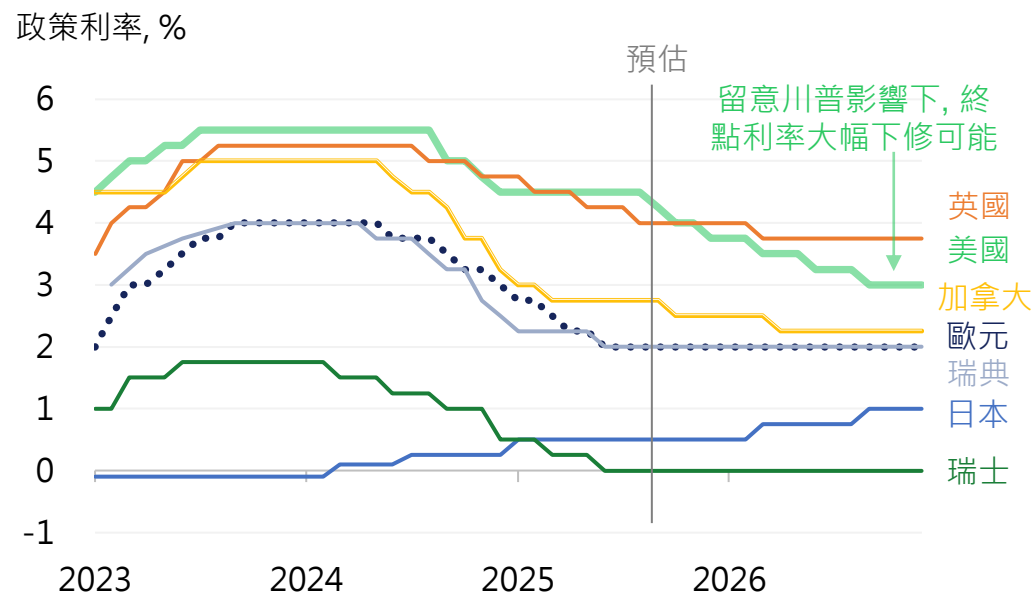


資料來源: Bloomberg。

聯準會下修今年年底利率預測值, 暗示未來降息空間加大。目前利率期貨市場預期明年底前聯準會將降息5-6碼, 終點利率落在3%左右。與此同時, 其餘主要央行已陸續進入寬鬆週期尾聲, 意味著美國利率與海外利率將持續收斂。

對於美元的影響而言, 國內外利差收斂將令美元指數延續低檔偏弱情勢。另外, 需留意川普持續插手聯準會人事, 恐於未來數季帶來兩大風險: 1) 聯準會如川普預料大幅降息、2) 投資人對於聯準會獨立性的擔憂進一步升溫。前述因子若實現, 恐導致美元下跌壓力進一步加劇。

聯準會將重啟降息, 其餘主要央行則多按兵不動



資料來源: Bloomberg 預估。

國內外利差收斂, 將令美元延續低檔偏弱格局



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

考量目前房市量縮價穩, 房市溫和降溫的背景, 使9月台灣央行維持現行房市管制不變。且考量央行要求銀行為期一年的自主管理逐季檢視的機制, 至年底才到期, 預期於2026Q1檢視25Q4結果後, 才是比較可能調整房市管制措施的時點。

上半年經濟成長優於預期且AI相關產品需求續旺, 央行將全年經濟成長率由6月預測之3.05%上調至4.55%, 面對如此火熱的出口數據、及剛開始出現降溫的就業市場, 是央行9月按兵不動主因。然從台灣出口組成、占製造業大宗的非電子資通的產業出口持續負成長, 恐使就業狀況惡化、衝擊國內消費, 加上進口物價下降, 皆為通膨進一步下修的背景。

未來展望：通膨壓力減弱、關稅影響下景氣壓力升溫, 若美國加快降息步伐, 帶動非美貨幣升值壓力時, 將進一步加壓台灣非電子資通相關出口。因此預期央行年底貨幣政策或有轉鬆空間。

台灣央行上修全年經濟成長, 通膨卻進一步下修

2025全年			
單位：%	GDP年增	CPI年增	核心CPI
6月預估	3.05	1.81	1.69
9月預估	4.55	1.75	1.67
變化方向	▲	▼	▼

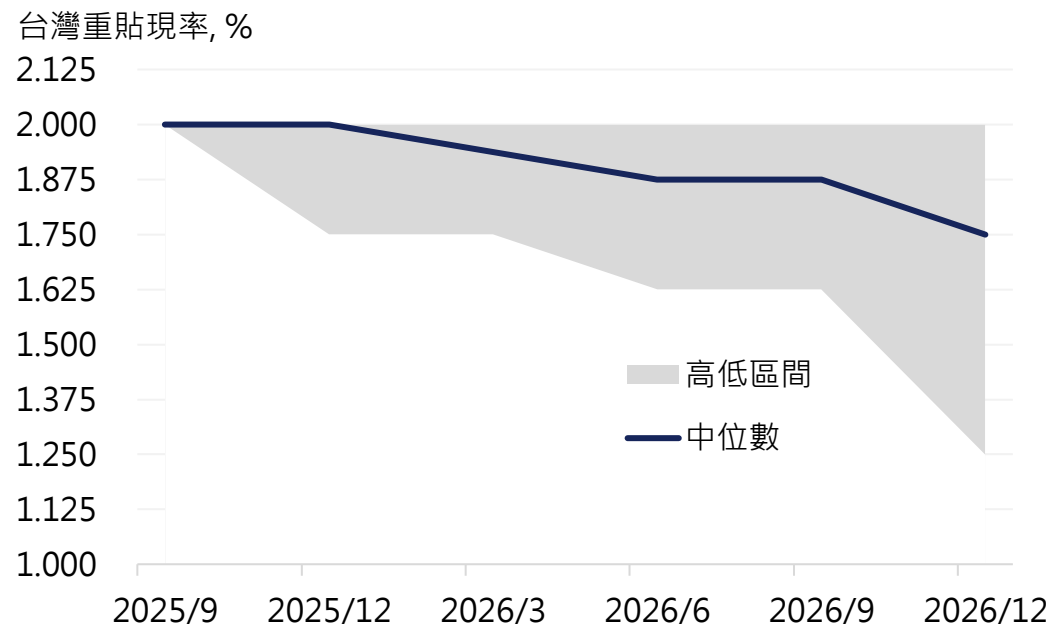
yoy經濟成長率之貢獻(百分點)	經濟成長率 (C=A+B)	內需 (A)	國外淨需求 (B)
上半年	6.75	3.41	3.34
下半年	2.51	內冷 0.14	外熱 2.37
全年	4.55	1.71	2.84

未來1~2季關注內容

- 台灣是否進一步開放國內市場換取關稅調降
- 普發現金對消費刺激效果
- 是否有延後購車潮

資料來源：台灣央行預估。

市場預期今年底或明年初央行有轉鬆的空間



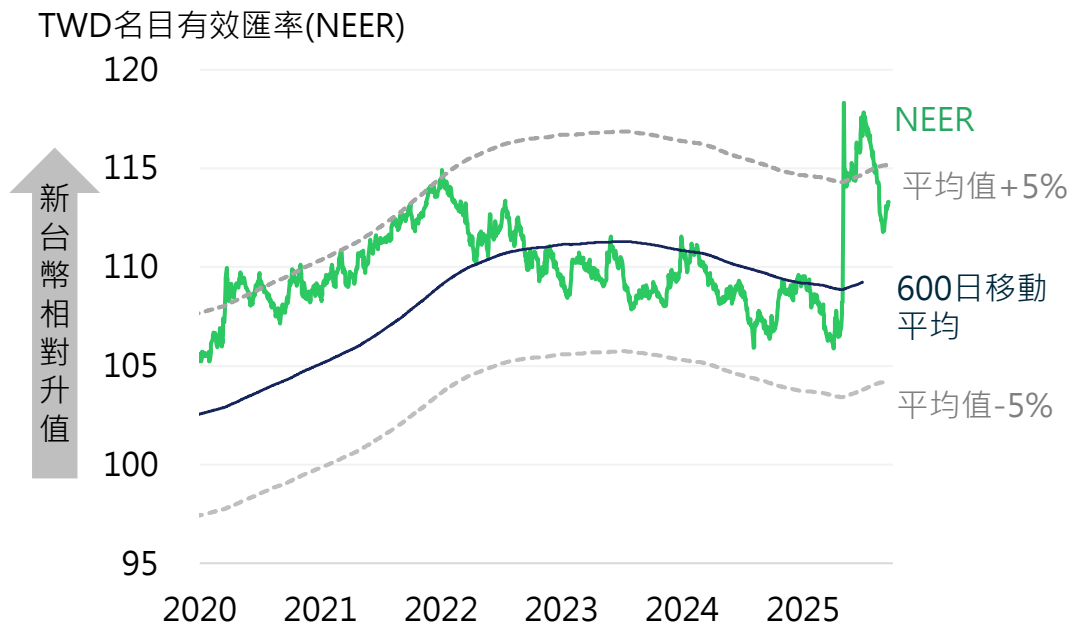
資料來源：Bloomberg預估。

由央行重視的新台幣有效匯率來看, 較貿易夥伴大幅升值的狀況已有所改善, 意味匯率對出口負面影響有所減弱, 應也是9月央行仍有底氣維持政策利率的原因。

在經歷上半年新台幣失速強漲後, 7-8月新台幣出現回調的狀況, 可觀察台日韓中國匯率, 上半年表現愈強勢的亞幣, 截至8月回調的狀況就越明顯。而9月以來, 隨Fed再度開啟降息, 非美貨幣又重起漲勢。

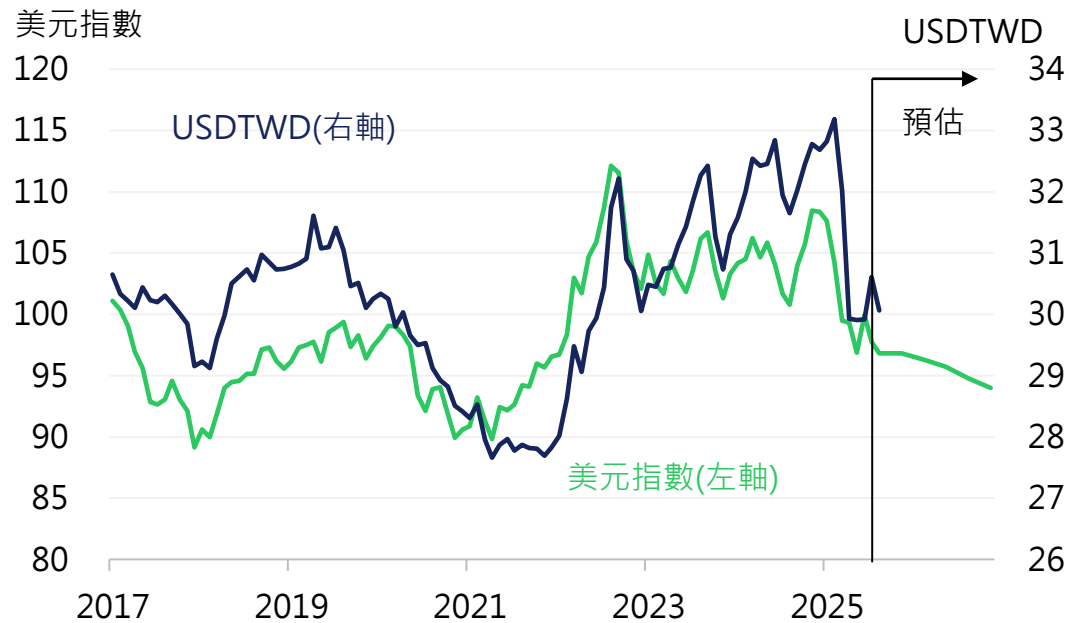
長線來看, 9月Fed主席鮑爾關注焦點也明顯更偏重景氣、川普持續為Fed灌入鴿派勢力等背景, 意味美國未來降息空間可能不小。**美降息趨勢明確, 美元偏弱預期下, 非美貨幣將須留意升值的風險。屆時若新台幣升勢過猛, 進一步加壓出口, 央行將有降息空間來緩和經濟及匯率壓力。**

下半年新台幣較貿易夥伴大幅升值的狀況已有所改善



註：依過去經驗央行多採36個月(約600個交易日)移動平均作為基礎。採花旗台幣名目有效匯率(NEER)。NEER指數走升表示該國貨幣相對一籃子外幣的加權平均價值上升。
資料來源：Bloomberg。

美元長線偏弱的背景, 留意非美貨幣升值可能



資料來源：Bloomberg預估。

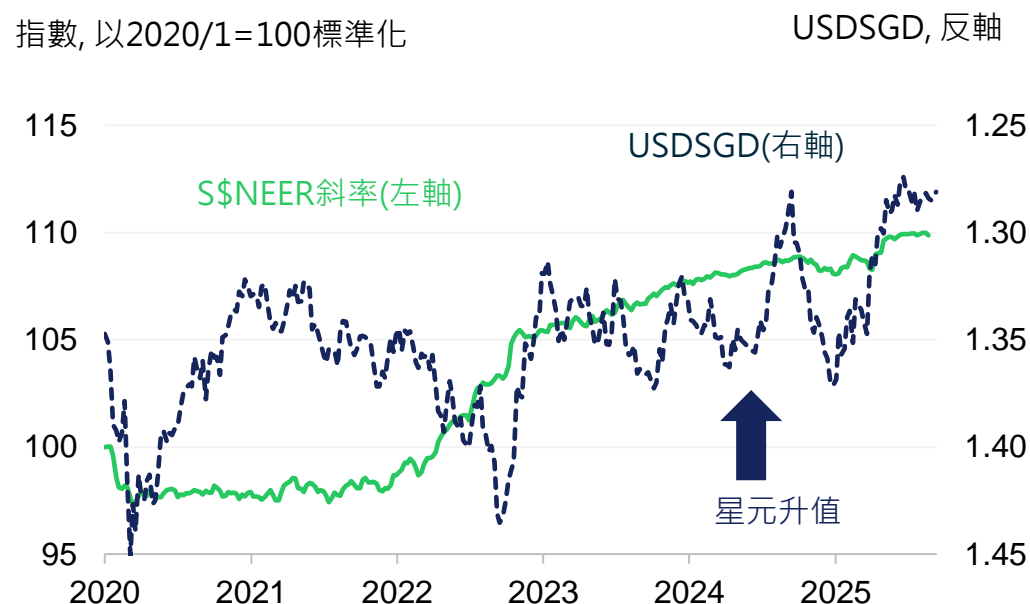
東南亞

新加坡金融管理局(MAS)於今年1、4月略微降低政策區間的斜率(slightly reduce policy band), 7月則維持不變, 延續其中性偏向寬鬆的政策立場。主要源於, MAS預期新加坡核心通膨將在2025下半年、2026年進一步回落, 經濟成長動能同步放緩, 故而延續寬鬆態度。

雖然MAS今年兩度調整政策區間以放寬匯率波動, 不過整體S\$NEER匯率仍維持正向, 使星元走勢偏升。近期隨「疑美論」的聲浪趨緩, 星元升值動能減弱, 但在聯準會進一步降息的背景下, 星元及其他亞洲貨幣仍面臨緩步升值的壓力。

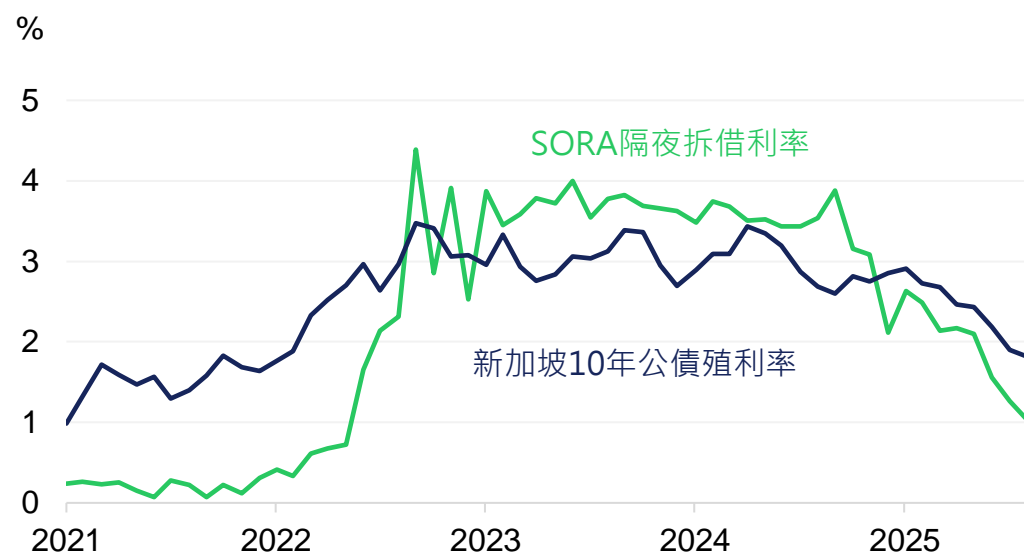
利率方面, 由於政策立場寬鬆, 加上資金流入新加坡避險, 帶動10年公債殖利率走低。市場普遍預期, 隨著美國進一步降息, 新加坡利率環境仍將偏低, 未來仍需觀察MAS是否進一步調整政策斜率或區間, 以因應對美元走弱所帶來的匯率與資本流動變化。

儘管立場偏好寬鬆, 不過政策斜率正向, 星元緩步走升



資料來源：Bloomberg。

MAS立場寬鬆、資金流動影響下, 利率水平持續下滑



註1：SORA利率為銀行之間的無擔保隔夜星元借貸交易計算而來, 代表市場資金成本。
 註2：SORA利率越低, 反映MAS政策立場偏鬆、全球利率環境走降、市場流動性充足。
 資料來源：Bloomberg。

泰銖Q3升破32.2壓力關卡, 創下4年新高, 主要受惠於美元偏弱以及金價創高帶動相關出口大增的有利因素。考量聯準會重啟降息循環, 美元指數料延續弱盤格局, 可望成為泰銖續漲的推手。然而, 預料泰銖漲勢將放緩, 主因:

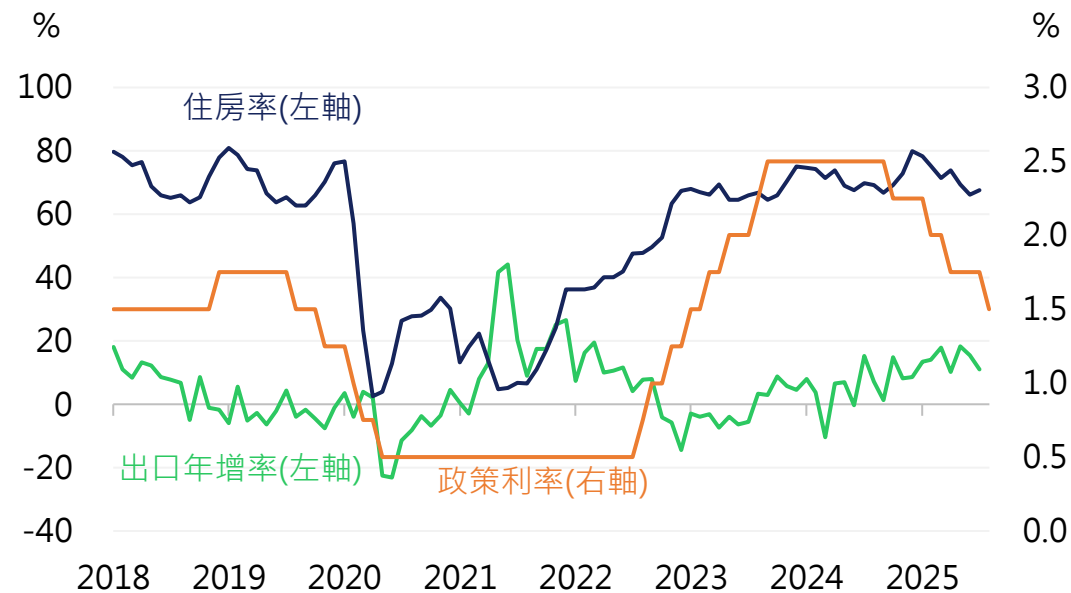
- 1) **美泰利差難以大幅收斂**: Q2企業提前出口的效應結束, Q3起出口動能明顯降溫。此外, 中國景氣低迷以及治安負面新聞導致中國等外國旅客人數衰退、旅遊業承壓。在內外兩大增長引擎降溫背景下, 預期泰國央行仍有持續降息空間, 將導致美泰利差收斂步伐緩慢。
- 2) **黃金交易政策收緊**: 泰國央行與財政部計畫針對黃金買賣以及黃金出口所得課稅, 藉以降低黃金出口規模、緩和泰銖升勢。意味著這項此前驅動泰銖短線大漲的非基本面因素可能逐漸降溫。
- 3) **政治局勢動盪**: 2022年以來泰國總理頻繁更迭, 凸顯國內政局動盪情勢。影響所及, 近年外國直接投資隨之放緩。近期前總理貝東丹亦遭憲法法庭免職, 政治不確定性再度升溫, 可能降低泰國資產對於資金的吸引力。

美元偏弱背景下, 有利泰銖匯價



資料來源: Bloomberg 預估。

出口、旅遊雙雙降溫, 景氣下行風險帶來持續降息空間



資料來源: Bloomberg。

隨對等關稅稅率明朗, 越南對等關稅20%, 相較同儕國家略低(印度/馬來西亞/汶萊25%; 泰國/柬埔寨36%; 緬甸/寮國40%)或差異不大(印尼/菲律賓19%), 另外, 今年以來(截至9月)越南盾是今年最弱亞幣, 也紓解部分關稅帶來的出口壓力。

越南央行對越南盾的走勢主導性強, 近年有意引導越南盾走弱, 但1)綜合今年關稅稅率及匯率走勢來看, 越南出口相較同儕應有一優勢, 越南央行(SBV)再大幅貶值提振出口必要性應較低, 2)再者近年越南央行為穩匯, 外匯存底有快速降低的狀況, 未來也可能限縮越南央行持續阻升的能力。

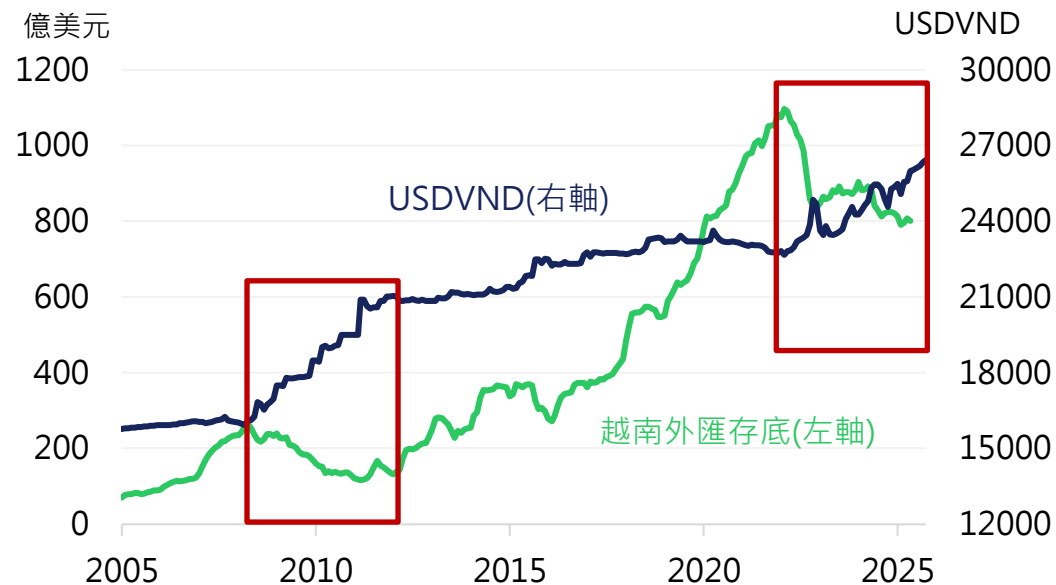
觀察過去越南盾與美元指數有一定連動度, 而美元受到Fed降息影響走弱的長線背景下, 預期越南盾年底、明年對美元應有走平甚至小幅升值的空間。

過去越南盾與美元指數有一定連動度



資料來源：Bloomberg。

外匯存底快速降低, 未來可能限縮SVB持續阻升的能力



資料來源：Bloomberg。

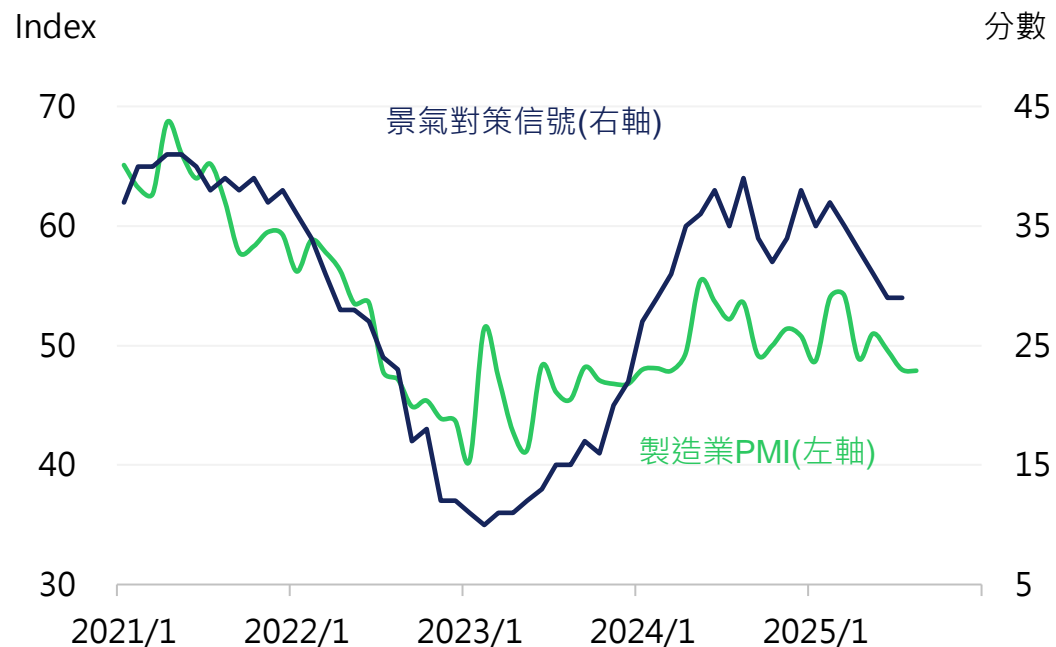
金融市場動向

台灣出口創新高, 但製造業景氣卻呈現下行趨勢。主要的原因在於出口受惠AI伺服器、半導體大幅成長, 但由於上半年台幣強升、關稅衝擊等因素, 顯示除了AI相關的企業, 大多數的公司都面臨不景氣的情況, 這點由無薪假人數創4863人新高可看出來。

台灣出口以電子業為主, 8月出口總額584.9億美元, 其中以AI伺服器為主的資通與視聽產品加上半導體兩大產品類別, 佔比已達72.8%, 雖然由於AI熱潮方興未艾, CSP業者的投資未來也將持續擴大, 對電子供應鏈完整的台灣來說將持續受惠, 有利於台灣加權指數續創歷史新高, 但由於漲勢集中在AI相關族群, 甚至是靠台積電拉抬指數衝高, 漲勢動能有待進一步觀察。

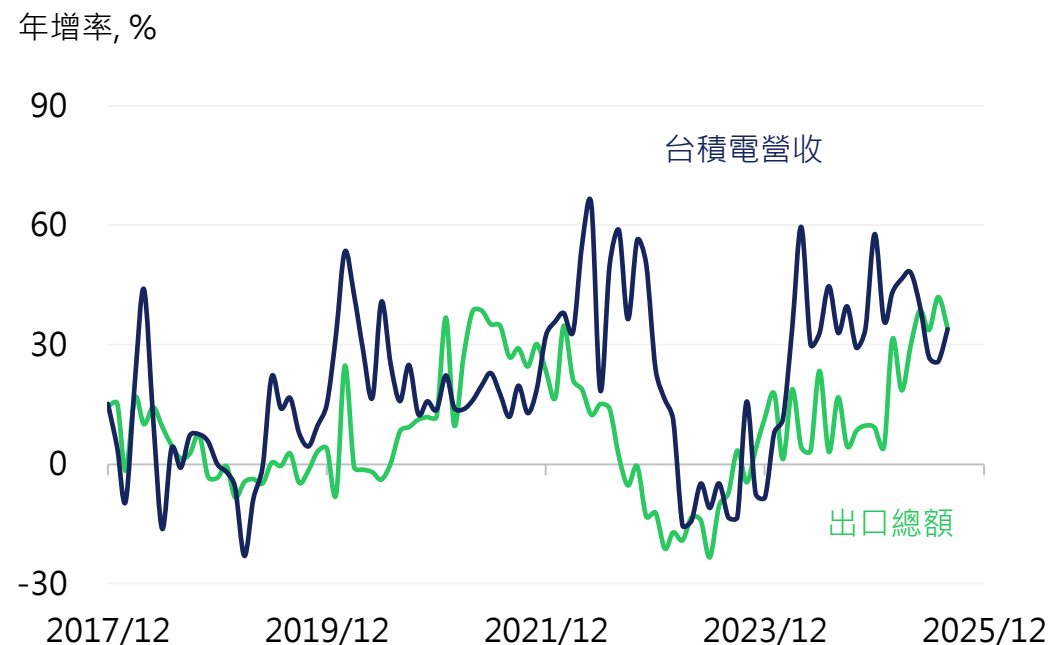
台積電獲利仍將逐年成長, 也進一步支持台股走高, 不過, 短期市場若過度反應台積電的獲利, 亦可能造成股市的漲多拉回。

製造業景氣呈下行趨勢



資料來源：國發會。

出口總額、台積電營收皆成長逾3成



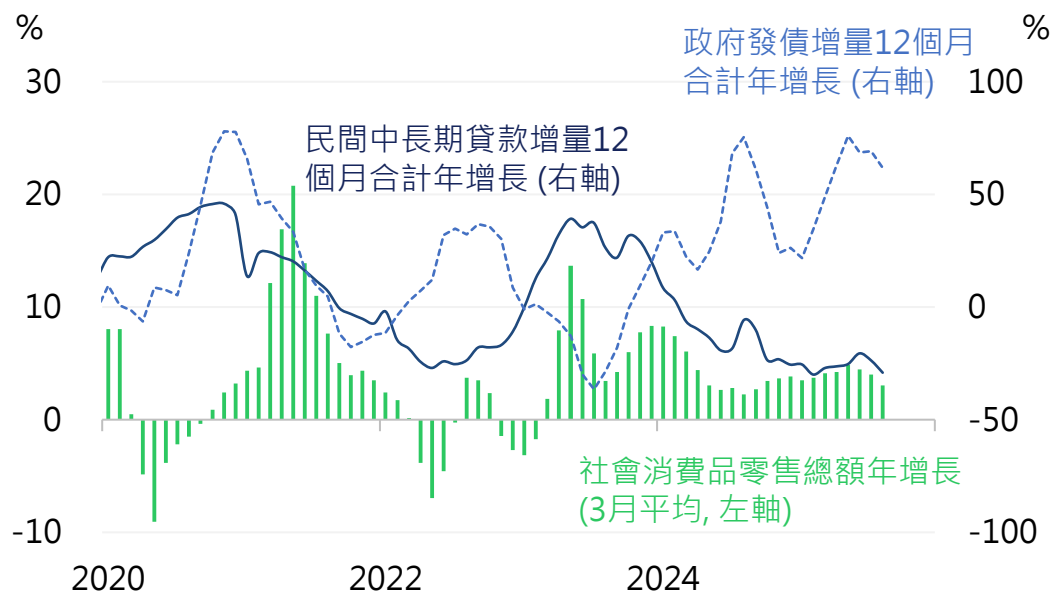
資料來源：Bloomberg。

房地產市場依然疲弱：儘管政府積極推出多項穩定政策, 但市場信心恢復緩慢, 房價與房屋存銷比狀況持續不佳。房市低迷下, 導致居民財富效應減弱, 民眾購房意願與能力下降, 進而抑制了其他大宗消費支出。這種情況不僅影響了房市自身, 更對內需形成拖累。

民間消費復甦力道依舊疲弱：儘管官方持續透過降準降息等政策工具, 然而信貸投放主要流向政府部門與國企。這種「官方拉動社融」的模式, 雖能有效支撐總體經濟數據, 但民間部門, 尤其是中小企業與普通民眾, 尚未觀察到有所起色。此外, 日前官方9月起實施**強制**社保(五險一金：養老、醫療、失業、工傷、生育加住房公積金), 雖然立意良善, 但在民間需求低迷之際, 恐讓員工(尤其低薪者)面臨更需勒緊腰帶的狀況。

當消費需求無法有效提升, 企業生產意願與投資信心自然受到影響。現階段, 尚未看到中國經濟全面性的復甦, 後續觀察重點在於, **如何將信貸資源更有效地導向民間, 讓消費與投資成為拉動成長的雙引擎, 而非單純依賴官方政策的推動。**

民間消費還是偏弱, 官方還是拉動社融的主要動能



資料來源：Wind預估。

五險一金基數調整, 反而增添低薪者的負擔

項目	2024年基數下限	月薪10000		月薪5000	
		企業負擔	員工負擔	企業負擔	員工負擔
養老	5,284	1,500	800	793	423
醫療(含生育)	5,996	450	200	270	120
失業	5,284	50	50	26	26
工傷	5,284	50	0	26	0
住房公積金	2,360	700	700	350	350
合計		2,750	1,750	1,465	919
項目	2025年基數下限	企業負擔	員工負擔	企業負擔	員工負擔
養老	5,500	1,600	800	880	440
醫療(含生育)	6,236	450	200	281	125
失業	5,500	50	50	28	28
工傷	5,500	50	0	28	0
住房公積金	2,520	700	700	350	350
合計		2,850	1,750	1,566	942

低薪者負擔反而增加

註：以廣東省為例。
資料來源：國泰世華銀行整理。

繼7月中共政治局揭開反內捲旗號, 舊經濟拖累的類股落後補漲。據2015~16年供應側改革經驗, 傳產報價應能回升, 有助相關類股的基本面落後改善。

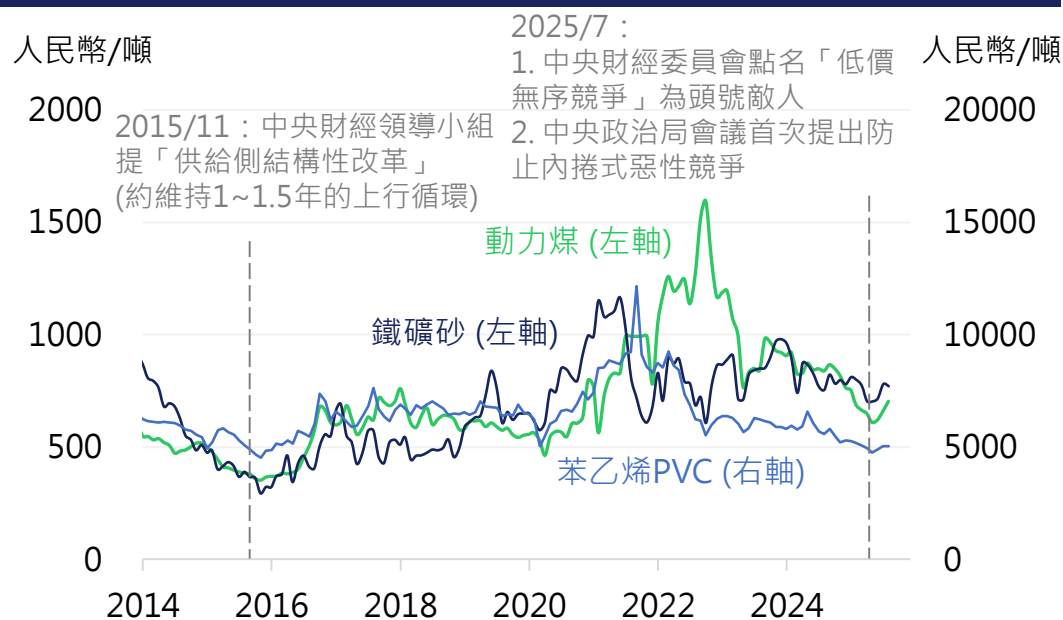
此外, 媒體報導美國AI晶片大廠輝達要求供應商停止H20晶片生產, 加以DeepSeek-V3.1正式發表, 該模型訓練與推理有望更多應用國產AI晶片, 再度點燃中國國產晶片投資熱情, 也讓「中國國產AI晶片第一股」寒武紀走勢噴出, 領漲A股。

多次官方會議力推反內捲、反低價無序競爭

日期	會議	說法
2025/7	中共中央財經委員會第六次會議	治理企業 低價無序競爭 , 引導企業提升產品品質, 推動落後產能有序退出。
2025/7	中共中央政治局會議	依法依規 治理企業無序競爭 , 推進重點行業產能治理。
2025/8	國家發展改革委新聞發布會	整治企業低價無序競爭 , 典型負面案例將被通報。
2025/8	工業和信息化部光伏產業座談會	規範光伏產業競爭秩序, 遏制低價無序競爭 。
2025/9	中國公平競爭政策宣傳周啟動	以“統一大市場公平競未來”為主題, 持續推進 反內捲競爭 治理。

資料來源：國泰世華銀行整理。

據2015~16年供應側改革經驗, 產業報價應有所回升



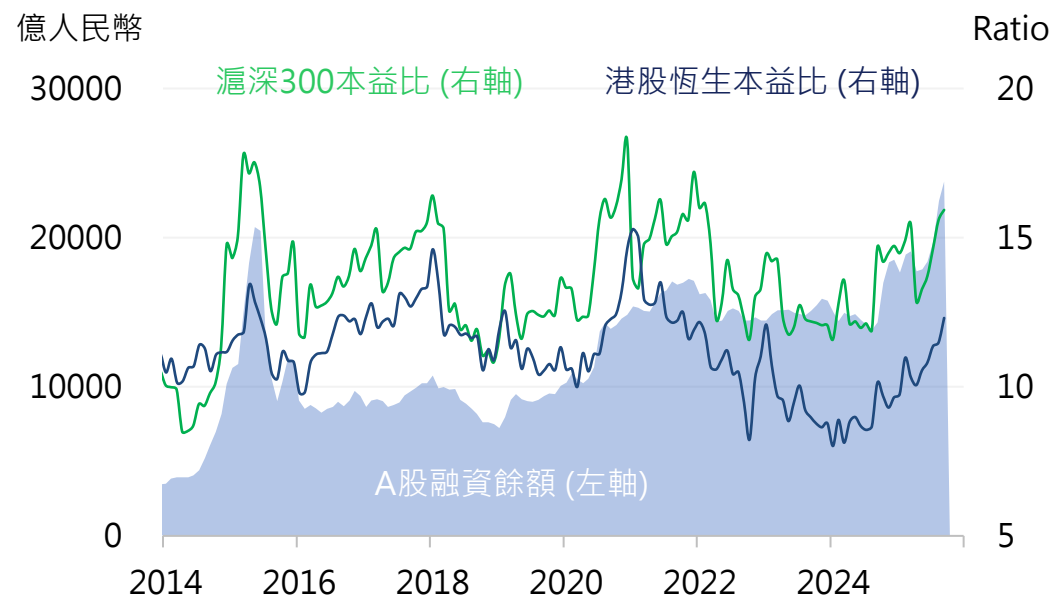
註：中美科技巨頭以左表中美各六家企業為代表。
 資料來源：Wind。

中港股市在官方政策與AI產業趨勢的雙重加持下, 走勢相當強勁。特別是科技股板塊, 受惠於官方態度轉向, 及AI產業的蓬勃發展, 呈現出顯著的成長動能。

不過, 在樂觀的氛圍中, 仍需保持審慎, 避免追高。尤其近期**融資餘額快速升高**, 顯示槓桿資金積極進場, 這在短期內確實為市場增添動能, 但同時也累積了風險。一旦市場情緒或外部環境發生變化, 大量高槓桿資金可能導致拋售壓力陡增, 也就是俗稱「多殺多」的情況, 容易引發震盪。

長線來看, 中國科技股的投資邏輯依然成立。官方政策從監管轉向支持, AI技術的快速演進也為科技龍頭企業提供了新的成長空間。儘管短期內可能面臨波動風險, 但只要**官方支持政策與AI產業趨勢延續**, 中國科技龍頭的長期投資價值仍然值得期待。

近期中港股走勢凌厲, 但須留心融資餘額快速升高



資料來源：Wind。

官方政策、AI產業趨勢加持, 中國科技龍頭仍是焦點

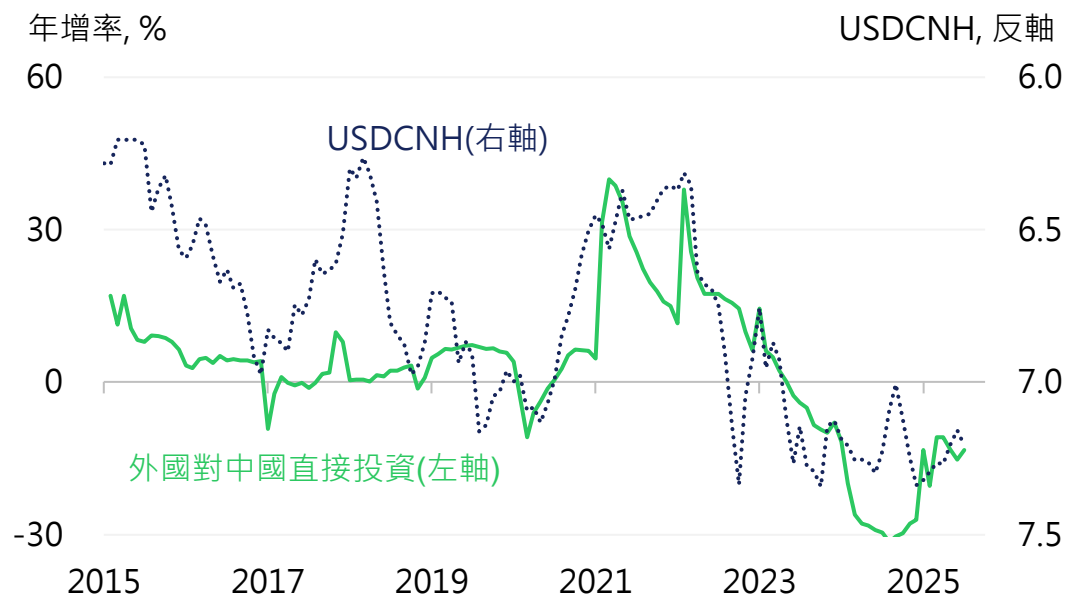
領域	中國 Big Tech	2026年EPS 年增長, %	美國 Big Tech	2026年EPS 年增長, %
社交媒體、雲業務	騰訊	13.5	Meta	6.1
電子商務、雲業務	阿里巴巴	28.1	亞馬遜	13.8
搜索引擎、雲業務	百度	9.5	Google	7.1
智能手機、設備	小米	29.4	蘋果	8.0
AI晶片設計	寒武紀	94.2	輝達	40.8
電動車製造	比亞迪	27.4	特斯拉	43.9
	中位數	27.8	中位數	10.9

資料來源：Bloomberg預估。

Q2人民幣受惠於聯準降息預期高漲、陸股市場熱絡, 升至10個月新高7.1。中長期而言, 考量下述三點, 預料人民幣升勢有限, 仍是高檔區間格局。

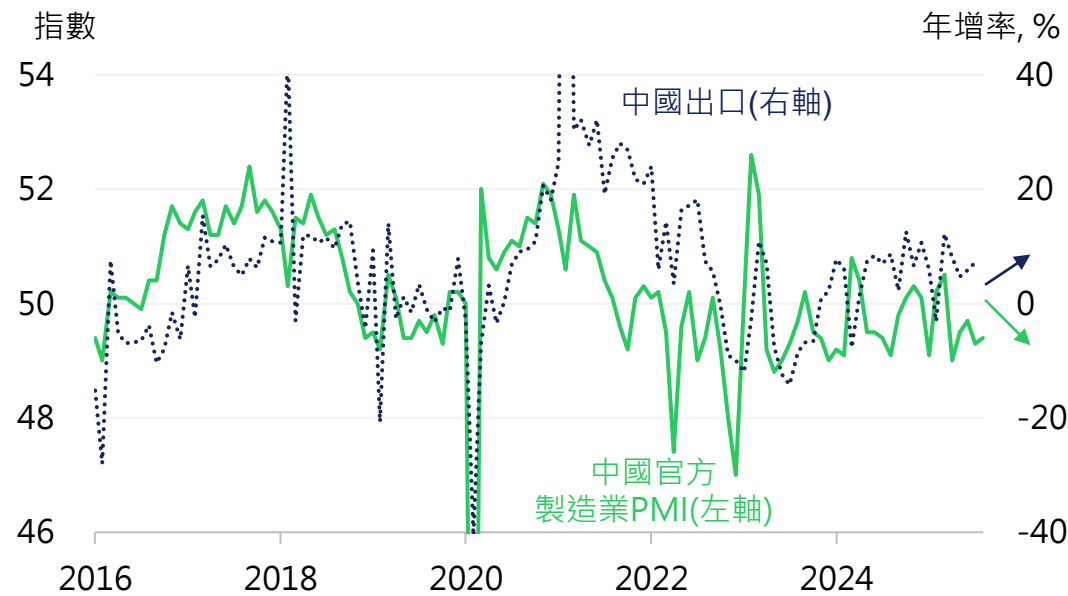
- 1) **基本面**：中國面臨經濟結構轉型、美中競逐下供應鏈分散布局, 2023年起外國直接投資轉為衰退, 是人民幣匯價弱勢的一大主因。降低過度競爭、促進內需的政策仍需時間發酵, 加以美中衝突雖降溫, 但長期對抗格局不變, 預料**短中期內吸引外資企業大舉回流布局的難度較大**。
- 2) **美中利差**：聯準會將重啟降息, 有助引導美債利率回降、美元指數續弱。然而, Q3起中國景氣壓力有增無減, 反映在消費與投資續降、企業信心低迷的情勢之上, 意味著未來人行仍有寬鬆空間。正負因素交錯下, 預料**美中利差收斂步伐緩慢**。
- 3) **人行立場**：即便Q2人民幣走強, 但主因人民幣年內漲勢落後非美貨幣、亞幣, 存在補漲空間。人行8/15公布的Q2貨幣政策報告中稱, 將「穩定市場預期, 防範匯率超調風險」, 意味著**一旦人民幣升勢加劇、升值預期升溫, 人行亦將透過中間價反向調整, 避免人民幣過於強勢**。

過去三年FDI持續衰退, 令人民幣匯價偏弱



註：2015/2起兩者相關係數為-0.8。
資料來源：Bloomberg。

關稅效應刺激出口, 但製造業景氣依舊疲弱



資料來源：Bloomberg。

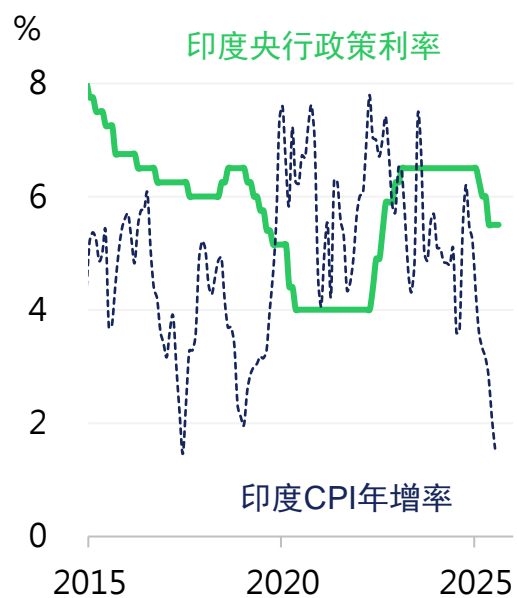
川普政府25日公布通知, 於8/27美東12點起對印度商品徵收50%關稅。理由是印度購買俄國石油, 美方藉此施壓俄國, 惟對經濟及股市影響不一:

1)經濟方面, 印度總商品出口約4374億美元(約占GDP11%, 服務出口約3835億), 對美商品出口(機、電、藥、珠寶為主)約873億美元, 以2024-25財年對美出口金額計算, 關稅稅率約在30~34%間, 產生的關稅影響約GDP0.67~0.75%。

2)股市方面, 印股大部分營收仰賴內需, 其中資訊及醫藥(市值權重約15%、5%)對美營收約50%、30%, 但資訊產業近九成為軟體開發等服務出口, 受關稅影響不大; 另一方面, 雖然印度藥品對美出口較多, 但因為類股權重較低, 且關稅具豁免, 因此對營收影響應該也不大。

短線受雙方元首齟齬影響氣氛, 但降息循環下有助資金放鬆, 加上政府推動印度製造、生產補助計畫, 有利企業獲利維持成長, 長線印股仍係偏多。

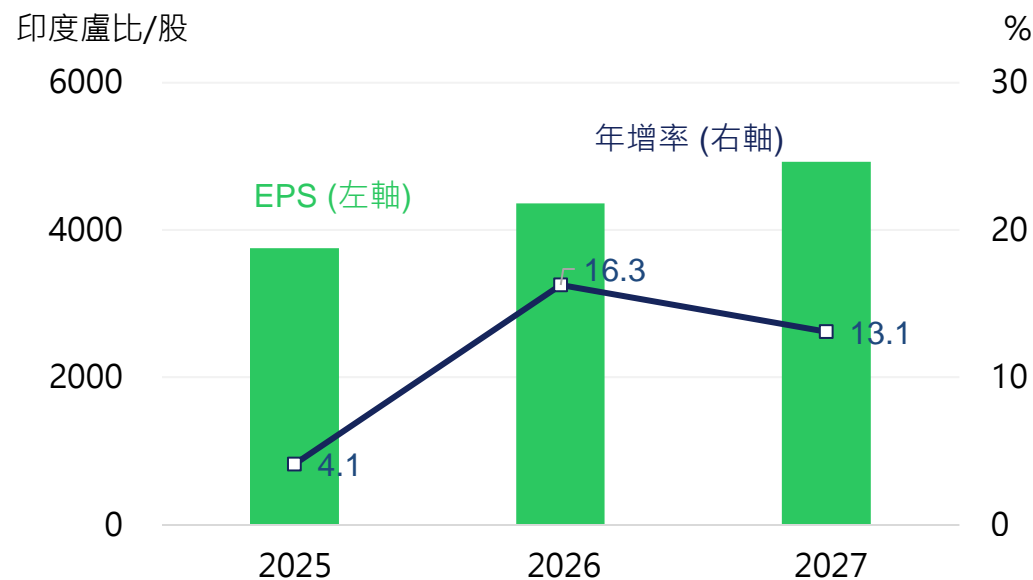
關稅提高對經濟有影響, 但央行應延續降息應能予緩衝



類別	2024-25財年 出口金額	占比 (%)	關稅稅率 (%)
機械	191.5	22.1	50
電子	146.3	16.9	大多豁免
製藥	105.1	12.1	豁免
珠寶	99.3	11.5	部分豁免
紡織	53.3	6.2	50
化學品	41.9	4.8	50
石化	40.9	4.7	50
合計	678.3	78.4	約30~34%

資料來源: Bloomberg, FactoData。

印股Sensex基本面應維持成長態勢



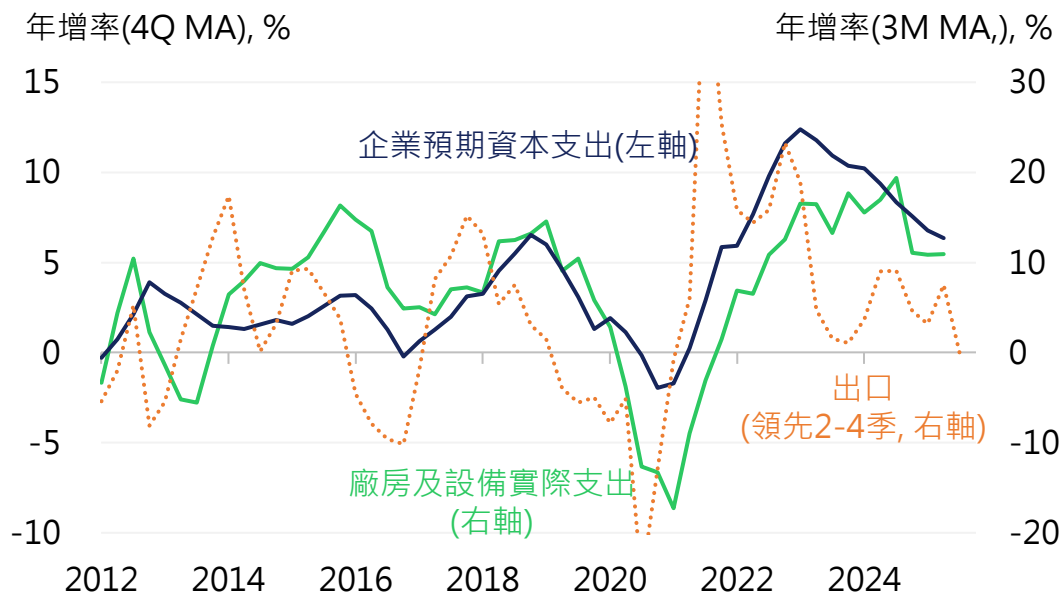
資料來源: Bloomberg預估。

美日達成貿易協議, 美國對日本進口商品關稅調降至15%, 然而, 相關措施遲於9/16生效, 導致日本5月起出口連月衰退, 加劇短期景氣降溫壓力。而稅率調整生效後, 未來出口能否迅速回溫, 攸關企業資本支出意願, 目前仍是未定之天。

另一方面, 執政聯盟於參議院大選失去過半席次後, 自民黨總裁石破茂宣布辭職, 預計於10月初舉行自民黨總裁選舉, 後續則有首相指名選舉, 日本政治不確定性再度升溫。

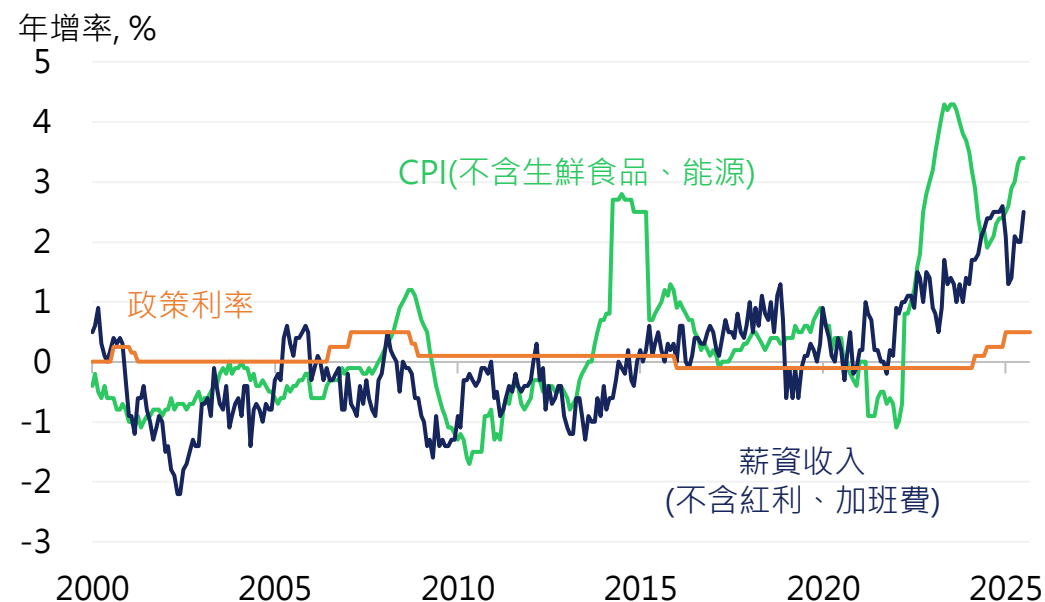
考量基本面風險猶存, 以及國內政治風險升高, 預料未來一季BOJ將持續按兵不動。長線而言, 日本薪資增幅持續高於長期平均水平, 增添通膨回升風險, 預料前述不確定性因子消退後, BOJ逐步退出寬鬆政策的方向不變。

出口顯著降溫, 恐衝擊後續企業投資動能



資料來源：Bloomberg。

薪資維持高速增長, 成為通膨中長期壓力來源

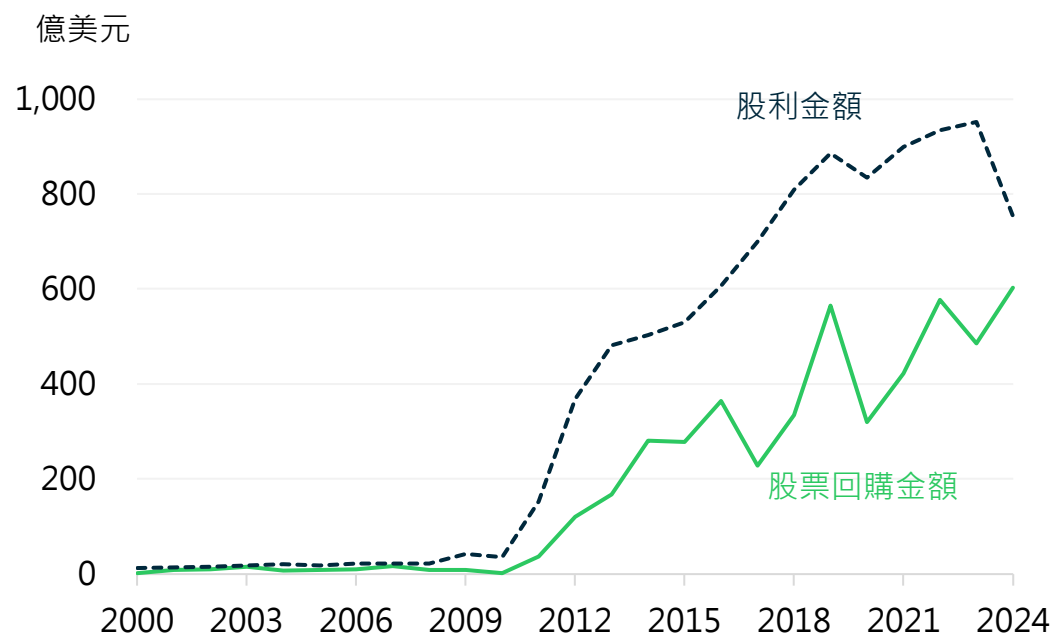


資料來源：Bloomberg。

日本國內政治雖仍存在不確定性, 但逐步擺脫通縮已是不爭的事實。就企業獲利而言, 即使受到關稅影響, 內需消費類股今年表現依舊亮眼。此外, 日本在科技領域具備關鍵實力, 在半導體原料、設備等產業發展上扮演不可或缺的角色, 因此, 隨著AI蓬勃發展, 日本科技股的獲利也有望進一步提升。

自2021年日本證交所推動改革以來, 各大企業積極響應並持續締造佳績, 不僅吸引巴菲特關注, 也帶動國內企業大規模股票回購, 2024年回購金額更達600億美元, 創下歷史新高。整體而言, 儘管國內政治擾動與日本央行的緊縮論調可能為股市帶來不確定性, 但企業基本面正逐步升溫, 日股仍具上行空間。

日本企業股票回購金額創新高



資料來源：Bloomberg。

內需改善, 加上科技地位, 支持日股獲利升溫

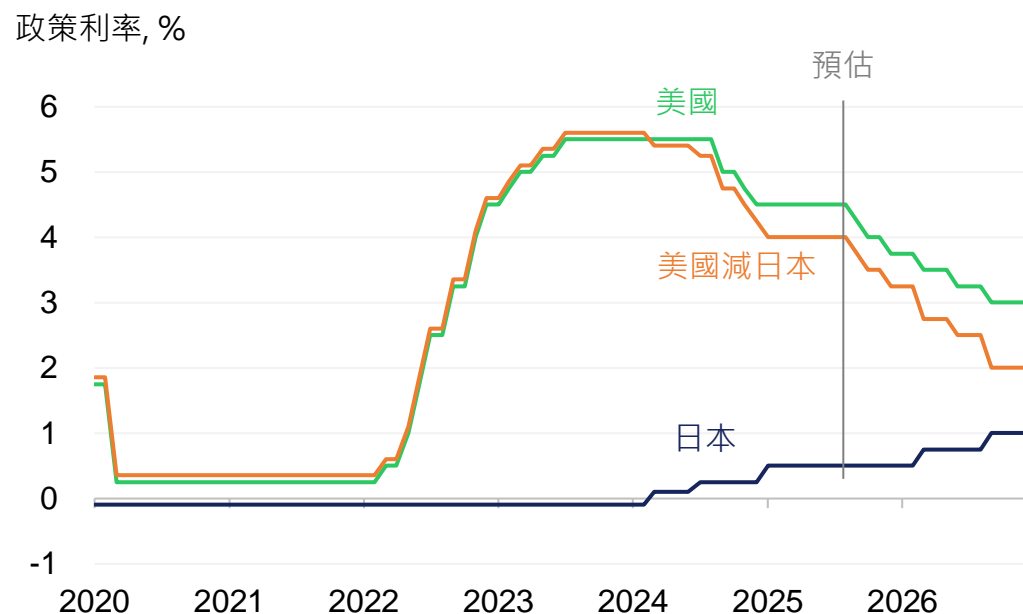
	指數 權重	2025 成長率	2026 成長率	主要廠商
Topix	100	2.9	9.9	
泛科技				
電器	17.8	13.1	12.1	索尼、日立、東京威力、keyence、瑞薩
資通訊	8.2	5.3	-1.8	軟銀、NTT、KDDI
精密儀器	2	19.9	13.3	尼康、東京精密
化學	4.8	14.1	10.8	信越化學、三菱化學、資生堂
銀行	9	7.4	16.2	三菱金融、三井住友、瑞穗
內需				
躉售	6.9	-8.3	9.7	三菱、伊藤忠、三井、丸紅、住友
零售	4.8	12.3	7.1	迅銷、7&I、永旺
食品	3	21.4	7.7	日本菸草、味之素、朝日集團
不動產	1.8	5.8	5.9	三井不動產、三菱地所、住友不動產
外銷				
汽車	6.7	-18.6	18.8	豐田、本田、鈴木
機械	6.2	9.7	9.9	三菱重工、大金、小松
製藥	3.9	7	6.5	武田、第一三共

資料來源：Bloomberg預估。

Q4 BOJ料持續按兵不動, 觀望關稅衝擊的幅度與國內政壇動向; 聯準會在美國勞動市場下行風險升溫的背景下, 將重啟降息循環。美日央行政策分化, 將令美日利差持續收窄, 是日圓匯價中長期逐步走升的推手。

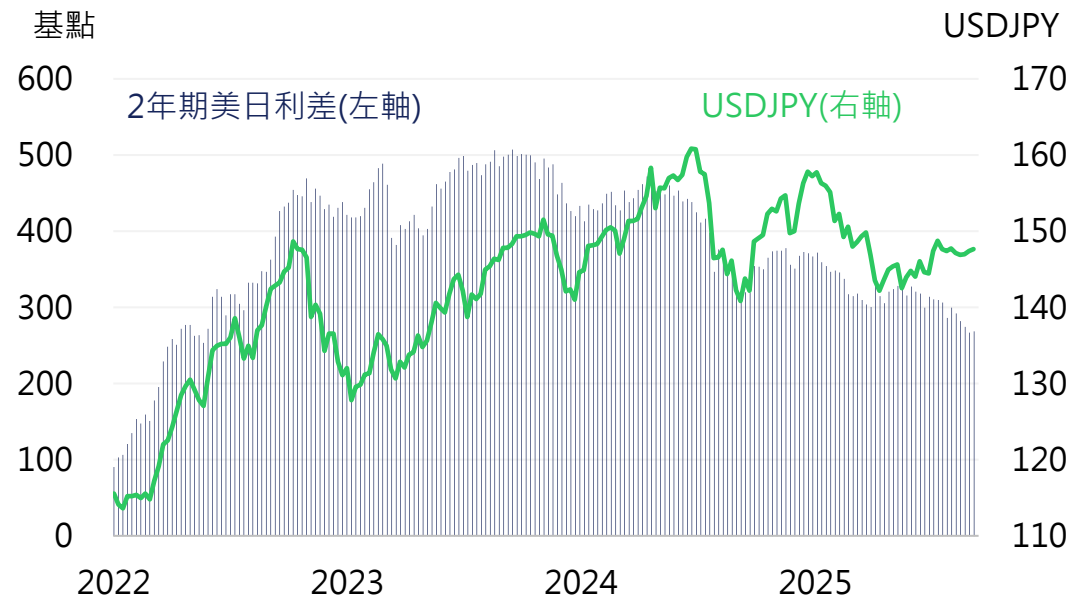
然而, 短期內日本面臨1)政治不確定性升溫, 以及2)首相易主後, 若財政政策更加寬鬆, 可能助長市場對於日本財政前景惡化的疑慮。利空因子猶存的背景下, 預料日圓雖可望在美日利差收斂、美元偏弱提振下隨非美貨幣走升, 但幅度將落後於歐元等主要貨幣。

BOJ雖按兵不動, 但聯準會重降息



資料來源：Bloomberg預估。

美日利差持續收斂, 有利日圓緩步走升



資料來源：Bloomberg。

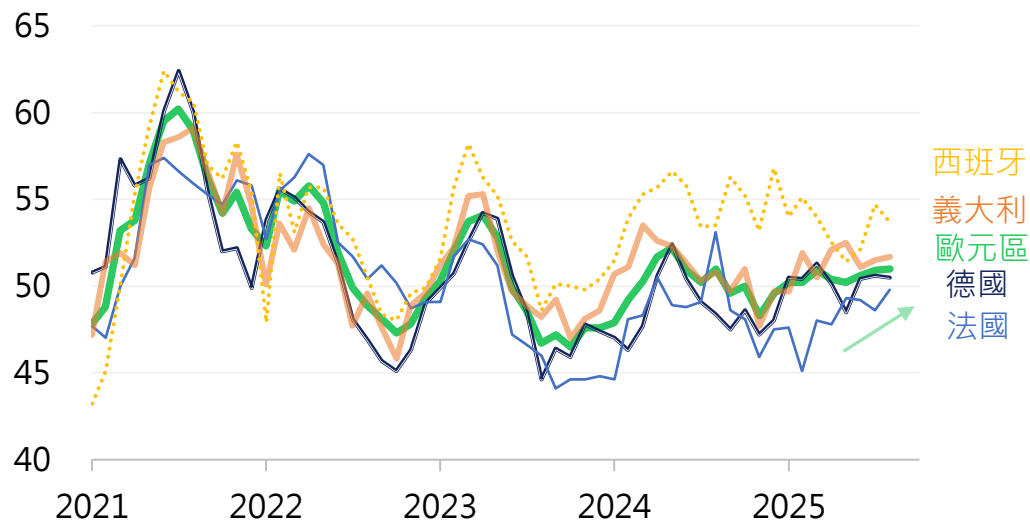
美歐就關稅達成共識，美國對歐洲進口商品課徵15%關稅，低於協議前川普威脅的50%，以及ECB此前悲觀情境預測的20%。在關稅不確定性降低、降息效果浮現的幫助下，歐洲企業信心回升，經濟火車頭德國之製造業PMI更是時隔3年重回擴張區間，反映基本面可望築底反彈。

展望後市，德國26財年預算草案支出金額創下歷史新高，凸顯財政政策由「撙節」轉向「擴張」，國會預計於年底前審理通過，與此同時，在北約峰會的定調之下，其餘歐洲各國亦將加大國防支出，是未來歐洲景氣加速復甦的加分因子。

對於ECB而言，經濟下行風險消退、通膨則預計持穩於2%目標附近，預料未來一季ECB將持續按兵不動。值得注意的是，若1)聯準會大幅度降息、或2)歐元強勢升值導致出口產業受創，則ECB可能考慮再度小幅降息。

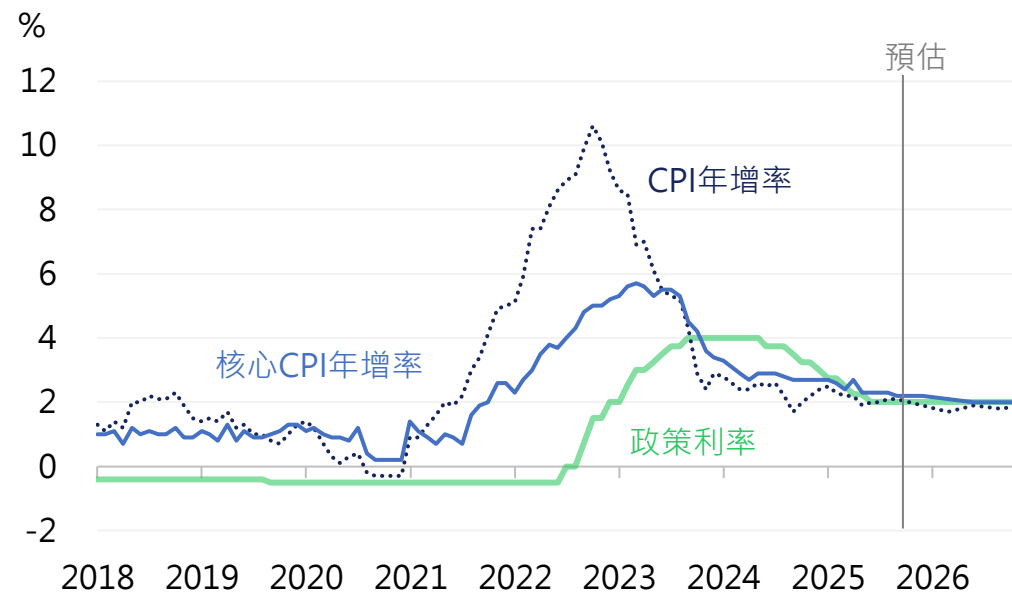
隨利率降低、關稅風險淡化, 企業信心已然改善

綜合PMI指數



資料來源：Bloomberg。

歐洲通膨預料保持平穩, 貨幣政策暫無調整必要



資料來源：Bloomberg預估。

法國再度陷入預算案僵局, 執政黨有意於2026財年預算中縮減政府支出、改善財政體質, 以符合歐盟規範。惟在野黨挾民意反對, 導致前總理白胡信任案闖關失敗, 總統馬克宏任命勒科努為新任總理, 是過去兩年內第五度更換總理, 凸顯法國政局動盪情勢。

新總理勒科努雖有意調整社福刪減力道, 但左派在野黨訴求提高企業與富人稅, 與民意相違背, 右派則訴求解散國會提前大選, 意味著短期內預算僵局恐仍將持續。

展望後市, 繼惠譽調降法國主權債評等後, 穆迪、標普將於十月下旬起接連公布法債信評, 在政治局勢動盪導致財政改革受阻的背景下, 法債評等/展望再度遭到調整的可能性猶存, 需留意法債利率再度揚升風險。

過往來看, 法國政治局勢動盪之際, 歐元往往於短期承壓。

政治動盪加劇財政惡化疑慮, 法國評等仍有調降風險

機構	評等	展望	備註
惠譽	AA- A+	穩定	<ul style="list-style-type: none"> 債務比率不斷攀升, 且未來並無債務穩定的明確前景, 降低財政狀況應對衝擊的能力 國內政治日益分化且趨於兩極, 削弱財政改革能力, 難以實現2029年債務比降至3%的目標
穆迪	Aa3	穩定	<ul style="list-style-type: none"> 10/24公布法國信評
標普	AA-	負面	<ul style="list-style-type: none"> 11/28公布法國信評

資料來源：惠譽, Bloomberg。

過往法國政治風險升溫, 歐元皆短暫承壓



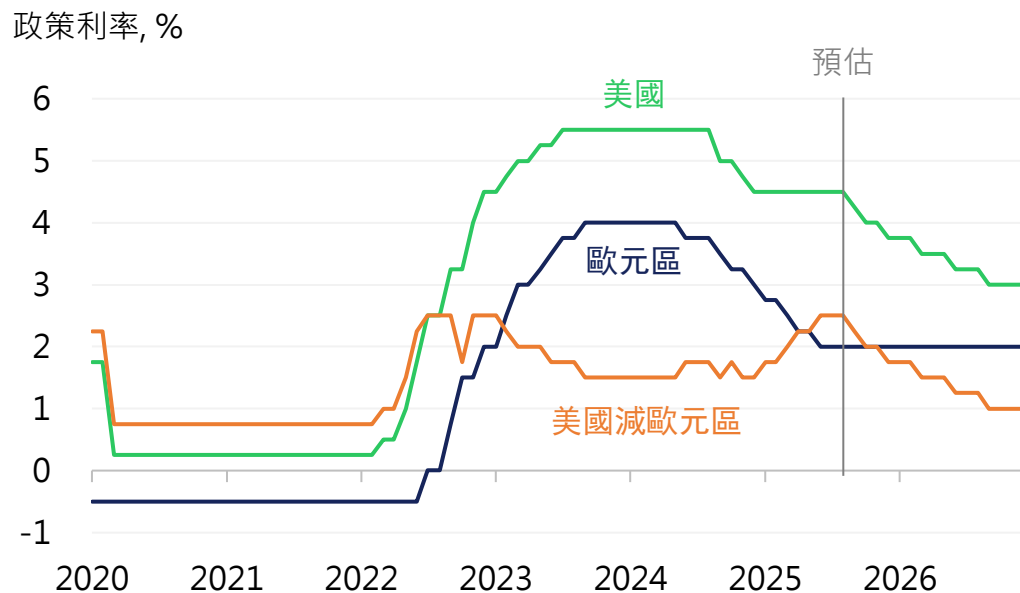
資料來源：Bloomberg。

長線而言, 左右歐元的關鍵仍在於美、歐貨幣政策與利率動向, 考量：

- 1) ECB降息循環大致結束：因a)外部關稅衝擊的影響暫時有限、b)通膨大致回到2%目標、c)政策利率已降至ECB估計的中性水平區域, 預料ECB短中期內將持續按兵不動, 觀望法國政壇動盪、美國關稅實際影響幅度等不確定性因子之變化。
- 2) 聯準會重啟降息循環：美國勞動市場風險升溫, 關稅對通膨的影響暫屬有限, 聯準會重啟降息。

上述因子將有利美歐利差收斂, 成為歐元中長期緩步走強的推手。

ECB降息循環結束、聯準會重啟降息, 引導利差收斂



資料來源：Bloomberg 預估。

未來一季利差可望持續收斂, 有助歐元走強

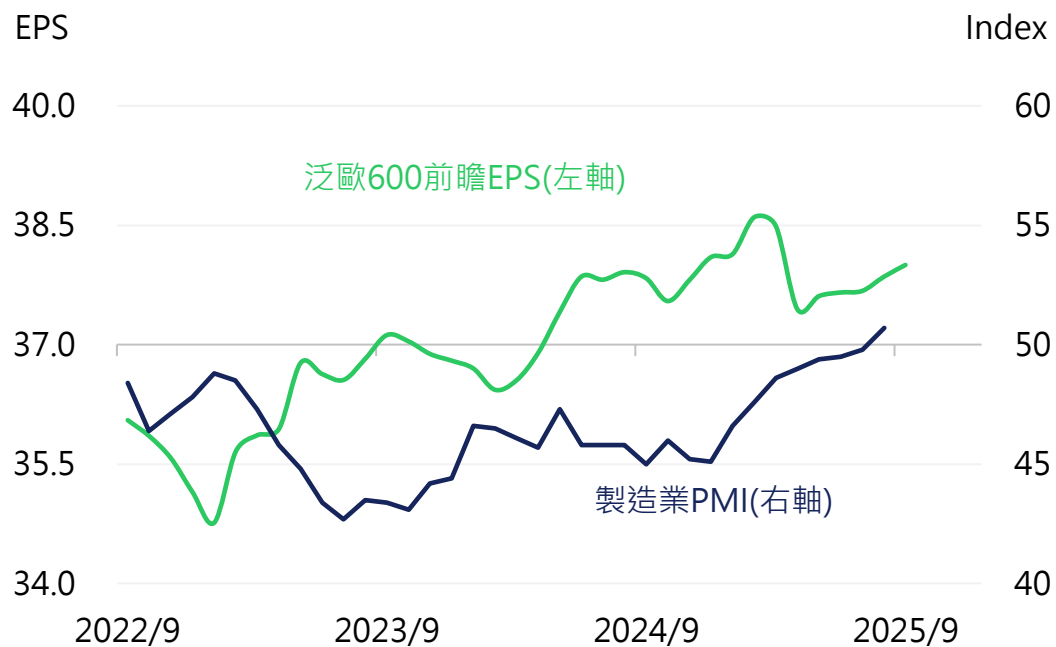


資料來源：Bloomberg。

美歐關稅暫告段落, 歐洲獲得汽車關稅降至15%, 做為交換, 歐盟提案取消美國工業品關稅。企業獲利預估受到關稅戰影響頗大, 不過隨著關稅議題落幕, 製造業景氣自谷底翻揚, 將有望推動歐洲企業獲利緩步走強。

美國聯準會即將重啟降息, 而ECB則已在連續1年的降息行動中將利率大幅降低至2.2%, 降息除刺激經濟外, 也對股價評價面有提升的效果, 隨著美歐主要央行維持寬鬆, 加上獲利穩步成長, 歐股仍有向上空間, 短期受到法國政治不確定性及英國預算案可能加稅的消息面衝擊, 或許是逢低布局的機會。

製造業景氣好轉, 企業獲利有望持續成長



資料來源：Bloomberg。

降息有助歐股本益比上升



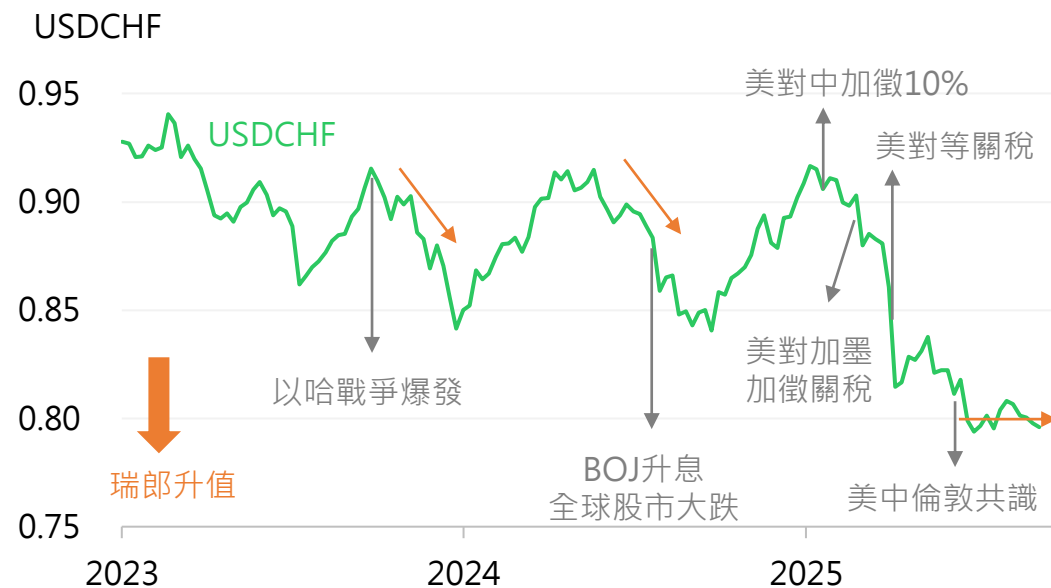
資料來源：Bloomberg。

瑞郎今年以來上漲12.7%，表現優於多數主要貨幣。然而，考量下述兩點，預期瑞郎升勢料將趨緩，轉為震盪整理格局。

- 1) **貨幣政策**：內需消費趨弱的影響下，今年以來瑞士通膨持續徘徊於0%水平。與此同時，3月以來瑞郎升值逾10%，以致進口物價持續下跌，雙雙增添通縮風險。值得注意的是，此前央行總裁稱若通膨持續下降，**央行可能回歸負利率政策**。
- 2) **避險需求**：隨美國關稅政策大致明朗，以及美中衝突降溫、烏俄局勢有望改善等，國際政經不確定性降低，有助緩和投資人避險需求。

綜上所述，在聯準會將重啟降息、美元偏弱的背景下，有利瑞郎升值。惟考量1)通縮風險猶存，瑞士可能重返負利率政策、2)地緣風險有望降溫，皆將限縮瑞郎漲勢。正負因素交錯下，預料瑞郎升勢放緩，呈現區間波動格局。

國際政經風險降溫, 有助緩和瑞郎升值壓力



資料來源：Bloomberg。

市場預期未來幾季瑞郎將呈現區間波動

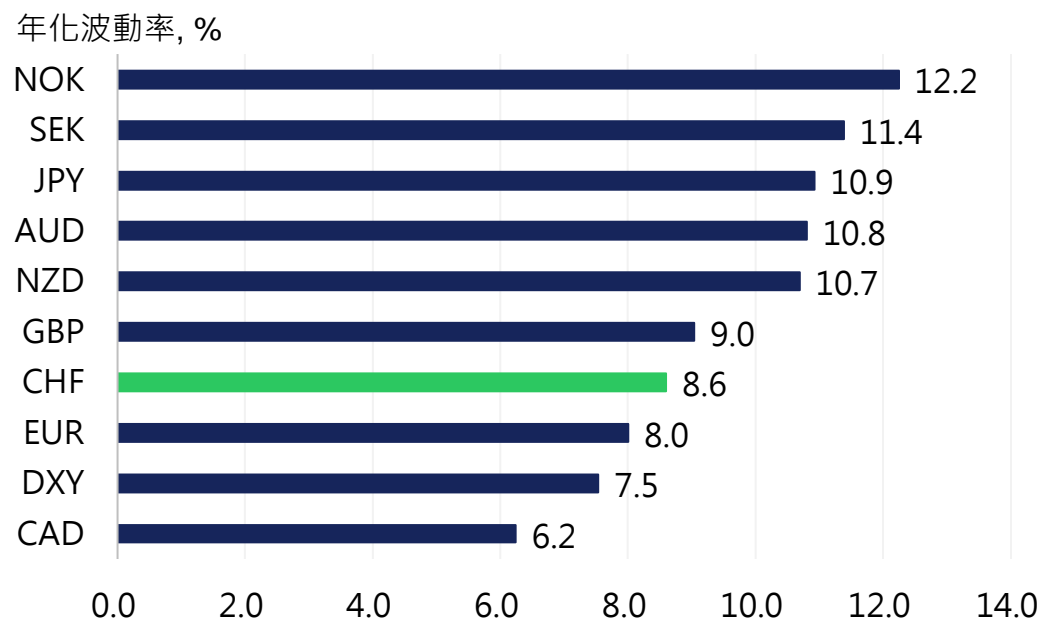
USDCHF 預測值	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
彭博中位數	0.81	0.80	0.80	0.81
Citi	0.80	0.81	0.83	0.88
Barclays	0.81	0.82	0.81	-
JP Morgan	0.76	0.75	0.75	-
Nomura	0.87	0.87	0.87	0.81
Wells Fargo	0.79	0.80	0.81	0.84

資料來源：Bloomberg預估。

關於瑞郎, 以下兩點特色值得留意:

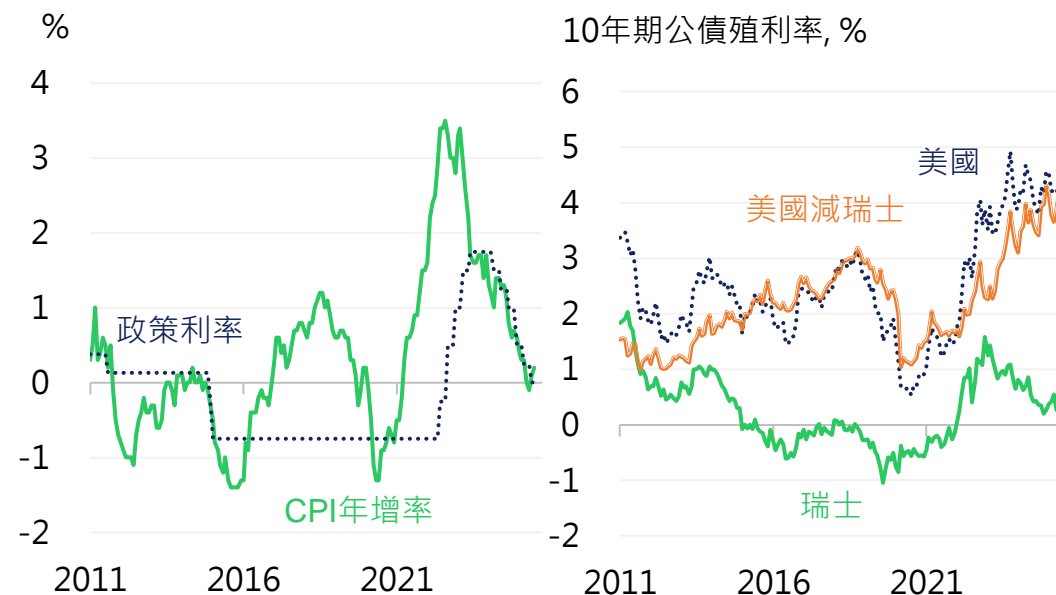
- 1) **波動率相對低**: 川普上任後, 政策不確定性導致全球匯市波動加劇。然而, 觀察1個月、3個月、1年、3年之歷史波動率, 瑞郎於G10貨幣中排名居後, 波動率僅高於加幣、歐元, 低於英鎊、日圓, 以及澳幣、紐幣等商品貨幣。
- 2) **利率長期偏低**: 瑞士通膨長期低而穩定, 即便疫情後曾短暫高於央行目標, 但2023年後已迅速回落, 目前徘徊於0%上方, 令瑞士央行再度重回低利率政策, 基準利率僅0%(美國4.25-4.50%、英國4.0%、歐元區2%)。影響所及, **瑞士公債利率長年徘徊低檔, 意味著1)資金成本相對低於其餘主要國家、2)海外各國對瑞士存在較大利差。**

過往而言, 瑞郎波動度低於多數G10貨幣



資料來源: Bloomberg。

瑞士通膨長期偏低, 以致利率水平亦低於主要國家

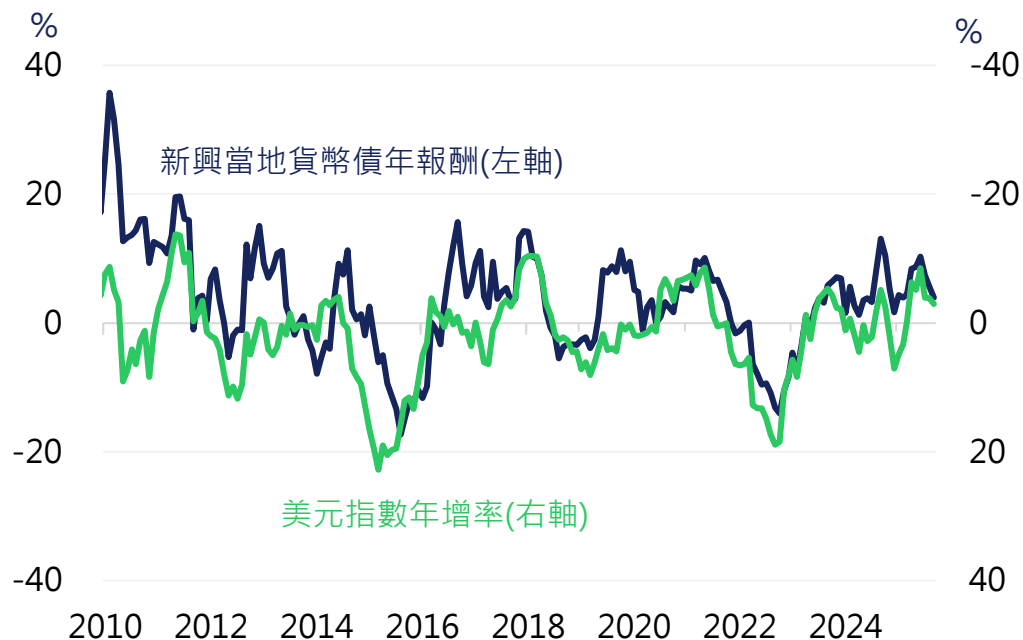


資料來源: Bloomberg。

Fed再度降息, 在美國政策利率逐步降低、美元偏弱看待的前景, 全球資金有再度流入新興國家的狀況。反映美元走弱可降低新興國家的償債壓力, 美債殖利率緩步回落也將有助新興國家降低舉債的成本。因此在美國雙率走降的環境中, 新興資產的往往有表現的潛力。

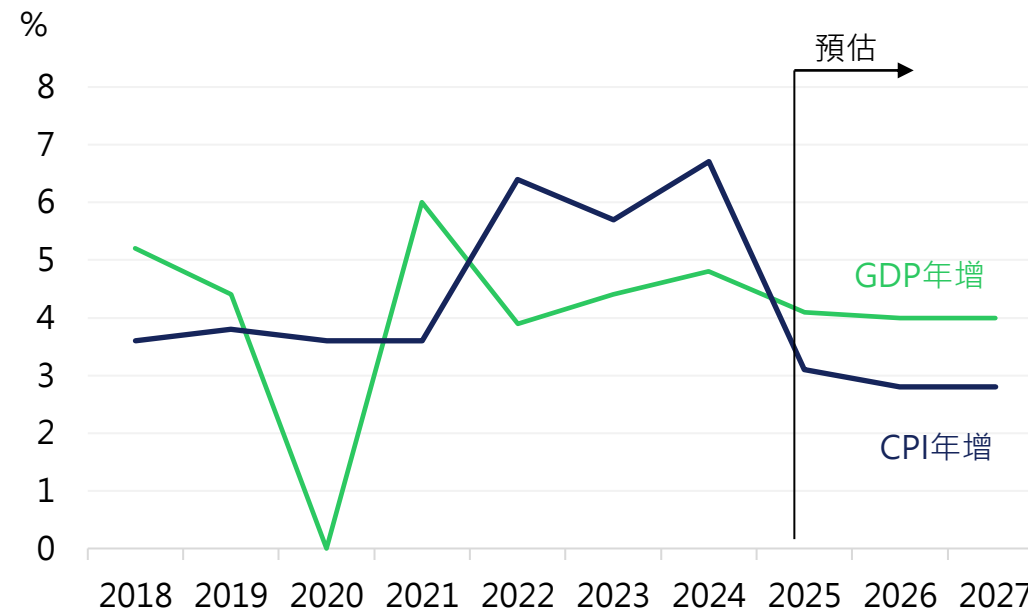
新興市場總經面, 經濟維持穩健增長, 通膨風險大幅減輕下, 多國央行多有貨幣政策寬鬆的空間。新興美元債, 有望隨Fed降息, 利率震盪往下; 當地貨幣債, 新興匯率受惠於美元走弱的環境, 新興國家通膨壓力普遍緩解下, 也提供新興國家政策利率下行的空間。因此債券布局策略上, 不妨可以思考將新興市場債納為配置的一環。

弱勢美元環境, 有利新興當地貨幣債



資料來源：Bloomberg預估。

EM經濟維持穩健增長, 通膨風險大幅減輕



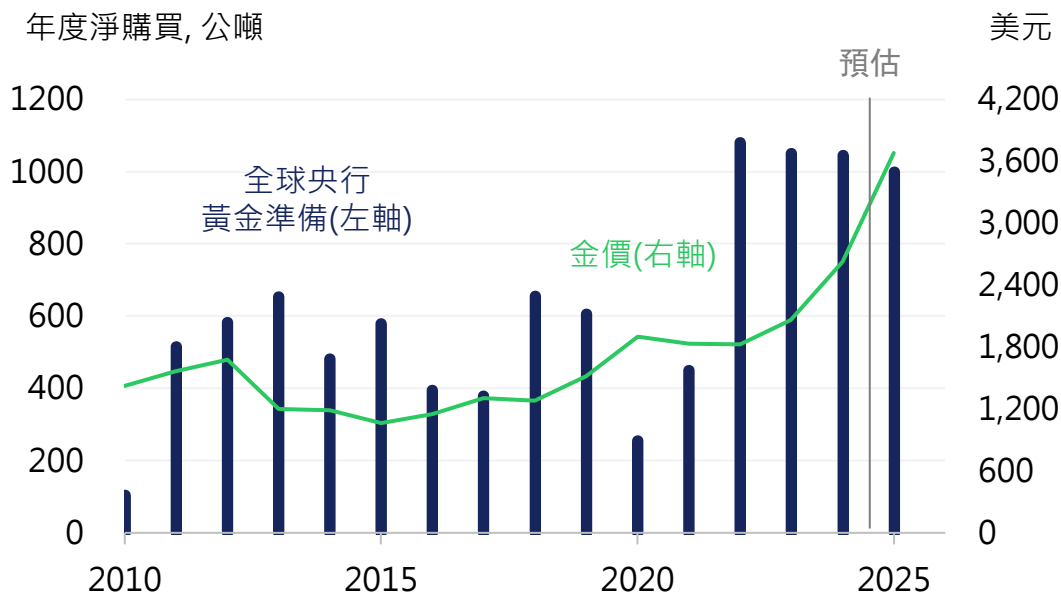
資料來源：Bloomberg預估。

今年以來金價大漲約4成, 再創歷史新高, 考量下述兩點, **預期金價多頭格局可望延續, 操作可採買進持有, 逢拉回加大布局力道。**

1) 央行買盤延續：2022年以來地緣風險頻傳, 包含烏俄戰爭、以哈衝突等, 且至今皆未平息。與此同時, 川普上任後政策不確定性大幅升溫, 包含大徵關稅、插手聯準會人事等, 上述各項因子皆助長各國央行增值黃金準備、降低美元資產比重的意願。根據世界黃金協會調查, 預期未來一年內將提高黃金準備比重的央行由去年的37%上升至歷史新高44%, 央行買盤延續將是黃金需求的加分因子。

2) 實質利率走降：聯準會重啟降息, 而根據市場預期, 美國通膨短中期內仍將維持於2%以上水平, 意味著實質利率將隨之下滑。過去30年黃金與實質利率走勢呈現明顯負相關(-0.67), 實質利率下滑將為金價營造有利環境。

全球央行可望連續四年大幅增值黃金



實質利率預料下滑, 有助支撐黃金價格



資料來源：世界黃金協會, Bloomberg 預估。

註：實質利率計算為10年期美債殖利率減美國CPI年增率。1996/1-2025/8兩者相關係數為0.67。
資料來源：Bloomberg 預估。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及記者媒體之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見， 邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL：8722-6666