

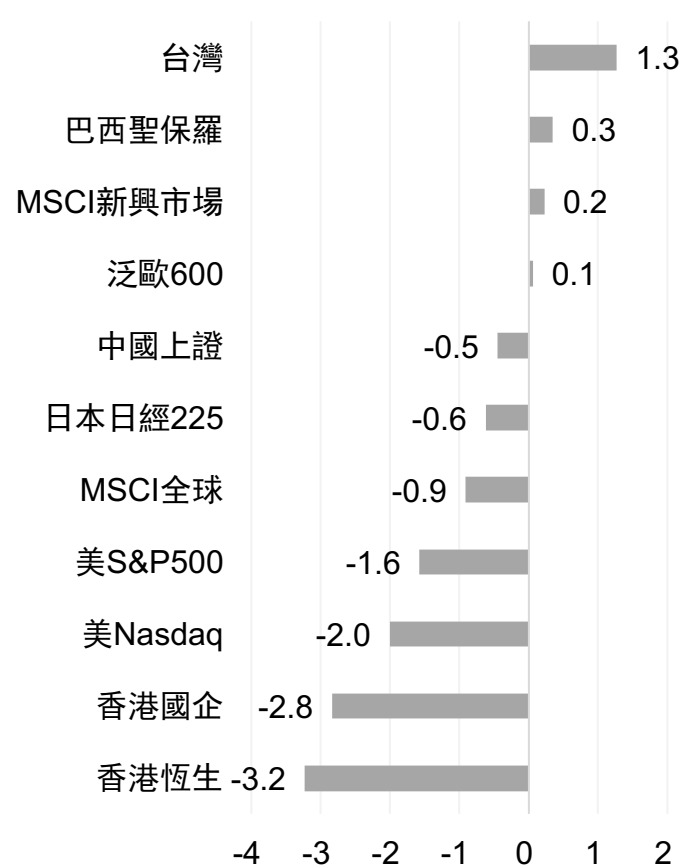
2025年10月17日

投資研究週報

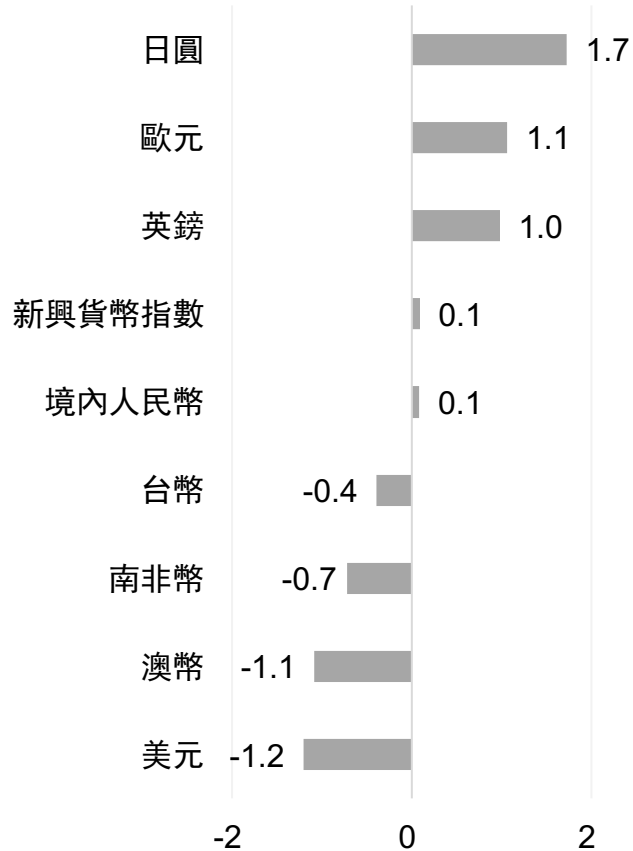
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

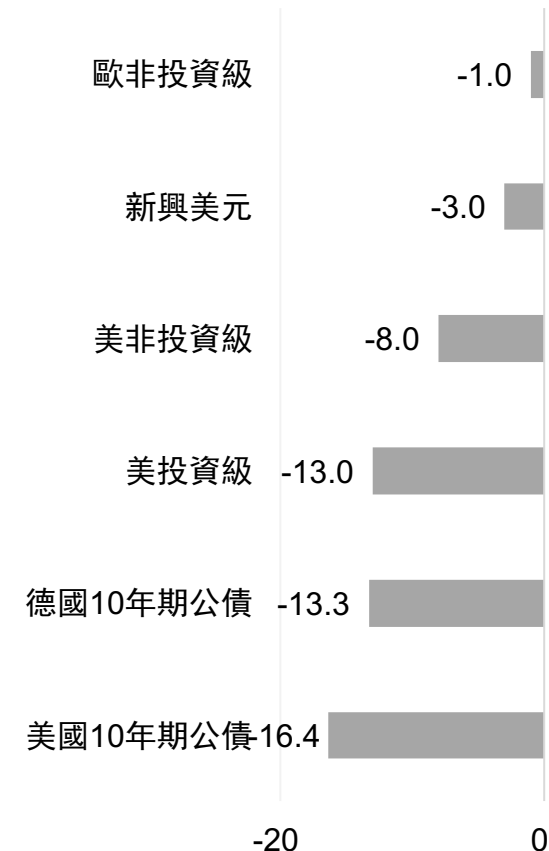
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/10/9 - 2025/10/16。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

- **川習會前夕，雙方拉高談判籌碼：**從關稅戰擴大至稀土戰，現在延伸至海運戰，主要都是拉高雙方的談判籌碼，預期川習仍將會談。由於雙方都有弱點，貿易戰不至於失控，但長期角力競賽仍將延續。
- **大型銀行股獲利強勁，提供股市支撐：**因資本市場活絡，導致併購、承銷業務大幅成長，財富管理也水漲船高，使得Q3大型銀行股獲利表現亮眼，惟留意區域銀行，近期市場波動較大。
- **台積電獲利續創新高，並提高資本支出：**2025年Q3 EPS為17.44元，創下單季歷史新高，毛利率保持在高位59.5%。展望未來，AI需求仍舊強勁，加上美國廠加速趕工，小幅提高今年資本支出。
- **日本政治雜音仍在，但高市仍可望出任首相：**日本公明黨退出執政聯盟，結束與自民黨26年的合作關係，不過，高市早苗與維新會領導人洽談合作，出任日本首相可能性仍大。

2. 後續看點

- 川習會(10/30)、企業財報(洛克希德馬丁10/21、德州儀器10/22、特斯拉10/23、英特爾10/24)。

策略思維

1. **股市-短線震盪加劇，長線多頭不變：**股市評價居高之際，中美關係緊張恐加劇短線震盪壓力，所幸企業財報獲利良好，美股長多格局可望延續。
2. **債市-官員鴿派言論，驅動債市利率逐步降下：**中美關係緊張，加上就業市場放緩，官員頻頻釋出鴿派言論，將驅動債市利率逐步向下。
3. **匯市-聯準會重啟降息，美元維持弱勢格局：**歐洲與日本的政治雜音，驅動美元近期反彈，不過，聯準會官員再度釋出鴿派言論，美元弱勢格局未變。

市場回顧

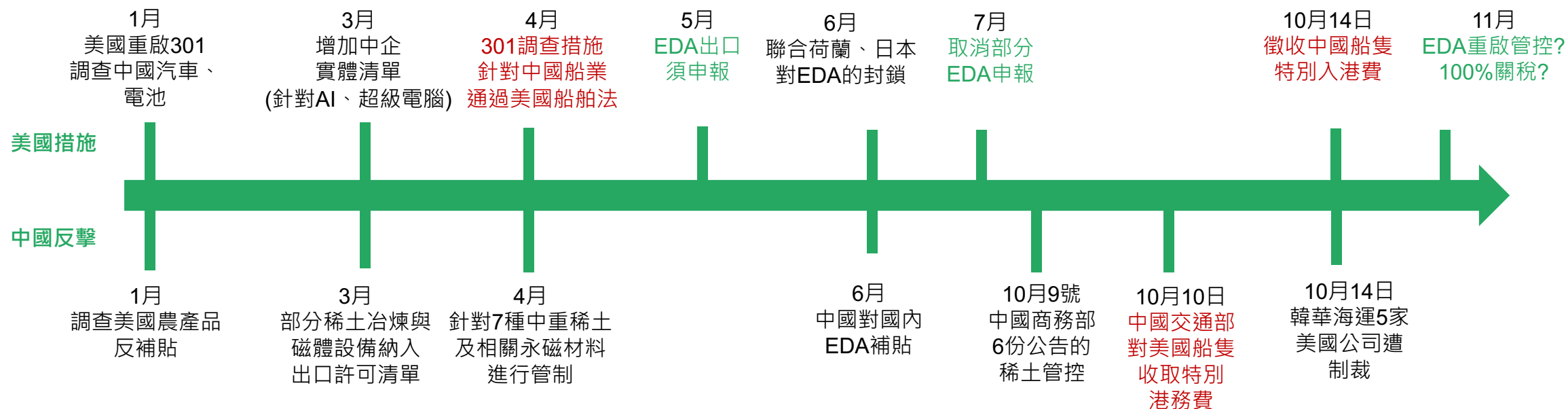
過去一週，中美關係持續緊繃，從貿易到科技、稀土戰，甚至延伸至海運戰。中國商務部宣布擴大稀土管制，並啟動長臂管轄措施；川普則揚言，對中國商品額外課徵100%關稅，並實施軟體禁令。聯準會方面，主席鮑爾表示，儘管通膨仍然膠著，但就業市場已顯疲態，Fed仍可能在本月底再次降息，並暗示未來幾個月可能停止縮表。此外，理事華勒指出，在經濟與就業放緩的情況下，決策者應採取「謹慎、逐步」的降息步伐；另一位理事則呼籲應更大幅度降息，強調美中貿易緊張加劇了經濟下行風險。科技股方面，繼輝達、超微之後，OpenAI宣布將與博通合作建置10GW資料中心；台積電公布Q3財報，顯示AI需求強勁，獲利與毛利率均優於預期，並上修全年資本支出。金融市場方面，中美關係緊張導致股市一度重挫，但雙方仍保留談判空間，加上聯準會官員釋出鴿派訊息，股市逐步回升，美債10年期殖利率跌破4%，而黃金受地緣風險升溫及降息預期推動，再度創下歷史新高，突破每盎司4,300美元。

未來展望

美國企業財報持續展現韌性，根據FactSet預估，標普500企業Q3獲利年增率可望達8%，有望連續第9季維持成長。各產業中，科技類股仍為獲利成長的主要引擎，年增率高達20%，其中半導體族群更達45%。隨著AI需求大幅攀升，帶動電力消耗上升，公用事業獲利動能亦明顯改善，其中獨立電力供應商獲利可望翻倍。工業與材料類股則受惠於美國製造回流與國防自主政策推動，獲利持續穩健增長。金融股方面，六大銀行率先公布財報，獲利普遍優於預期，其中投資銀行業務受市場熱絡帶動，表現亮眼。整體而言，美國經濟表現穩健，企業財報普遍良好，支撐股市延續多頭格局；債市方面，聯準會降息預期不變，公債利率仍可望逐步走低。

關稅戰擴大至稀土戰, 現在延伸至海運戰, 主要都是拉高雙方的談判籌碼, 預期川習仍將會談(10/30-11/1)。由於雙方都有弱點, 貿易戰不至於失控, 但長期角力競賽仍將延續。就稀土而言, 中國掌握九成以上稀土分離與精煉產能, 具有絕對的主導權, 美國幾年內也無法補齊。但對EDA(電子自動化工具)而言, 美國也掌握絕對的優勢, 市佔率亦超過9成, 中國雖想扶持國內EDA產業, 但也非一朝一夕。

中美貿易摩擦不斷

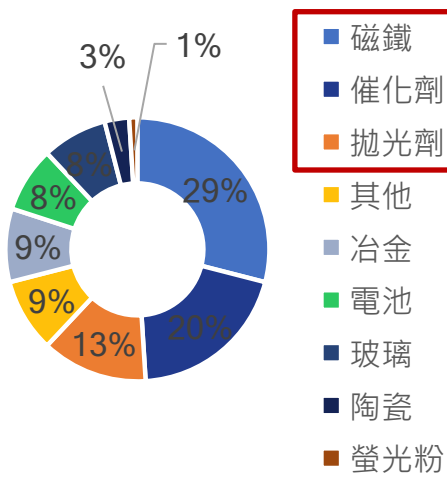


供應鏈的高度集中壟斷：稀土涵蓋元素週期表中17種化學性質相似的金屬元素，包括15個鐳系元素，以及與其同族的釷 (Sc) 和鉕 (Y) 。按照原子數量與地殼中的稀有程度，也可細分為輕、中、重稀土，通常在礦石中以共生形式混合存在，這提高**分離冶煉**過程的複雜性，對環保構成挑戰，具備商業開採可行性的地點有限，也成為戰略資源的關鍵瓶頸，**中國握有全球五成儲量, 掌握九成以上稀土分離與精煉產能。**

高科技的關鍵用途、軍事應用的不可替代性，讓稀土具備高度的戰略色彩：稀土元素擁有獨特的磁、光、電、催化等物理化學特性，是製造現代高科技產品時，用來「優化性能」或「實現功能」的微量但不可或缺的添加劑，包含電動車馬達、風力發電機、機器人皆有所需。在軍事和國防工業中，稀土扮演著「核心引擎」角色，許多現代武器裝備的功能，例如：飛彈制導系統、巡航導彈控制、軍用雷射測距儀、戰鬥機與無人機等，都必須依賴稀土才能實現。

稀土(Rare Earth Elements)分類與關鍵用途

稀土主要用途分布*



分類	輕稀土 (LREE) - 5元素	中稀土 (MREE) - 4元素	重稀土 (HREE) - 8元素
舉例	鐳 (La)、鐑 (Pr)、 <u>釹 (Nd)</u>	<u>釷 (Sm)</u> 、 <u>銩 (Eu)</u> 、釷 (Gd)、 <u>鉕 (Tb)</u>	<u>鐿 (Dy)</u> 、鐳 (Lu)、釷(Sc)/鉕 (Y)
儲量	最豐富，多以輕稀土礦床存在	中等，通常與輕稀土或重稀土共生	最稀少且分散， <u>提煉難度最高</u>
戰略價值	重要，因產量大，稀缺性較低 用於自動化/電動車/電子產品	價值較高，在 <u>光電</u> 、高溫材料有獨特用途，適用航太/軍事/核能	最高，是製造高性能、耐高溫電機和國防的核心。
對磁鐵重要性	<u>釹</u> 製造磁力最強的釹鐵硼(NdFeB)磁鐵	<u>釷</u> 用於耐高溫、抗腐蝕釷鈷(SmCo)磁鐵	<u>關鍵添加劑</u> ，提高耐熱性和抗退磁能力
主要供應	中國全球最大輕稀土礦床(北方稀土)，其他有美(MP Materials)、澳	中國擁有完整的精煉能力(中國稀土集團)、其他有澳洲(Lynas)	中國握分離和精煉技術壟斷性供應，江西贛南為主產區

資料來源：國泰世華銀行整理, 2025/10/13。*紅框用於國防(導彈/雷達)、消費性電子、電動車傳動系統。

Electronic Design Automation (EDA) 是一系列用於 IC、PCB、FPGA 到先進封裝的電腦輔助設計 / 驗證的軟體。現代晶片動輒數百億電晶體, 製程下探至奈米, 若無自動化工具難以在合理時間、成本內完成佈局、繞線、驗證與簽核。一套高階光罩成本可達千萬美元, 任何設計失誤都會導致整批晶片報廢, 使得EDA成為關鍵軟體。

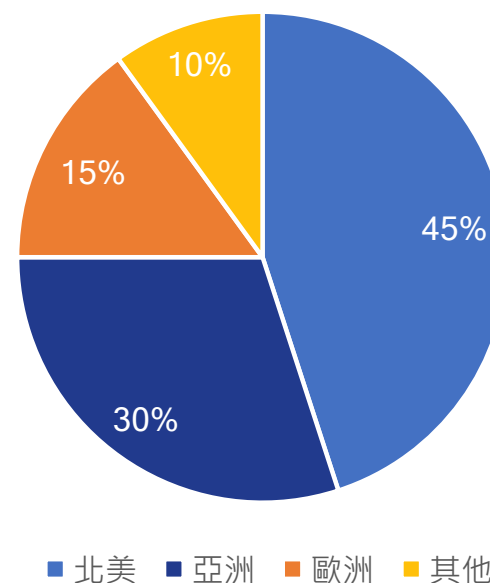
在EDA的市場中, 美國企業幾乎壟斷, 其中, 在半導體領域的Synopsys、Cadence、Siemens, 三大公司的市占率已超過7成, 中國的華大九天Empyrean或概倫電子雖也極力發展中國版的EDA, 但只能用在成熟製程。

EDA軟體市占狀況

	市佔率(%)	國家	主要領域
Synopsys	33	美國	半導體
Cadence	30	美國	半導體
Siemens	13	美國	半導體
Ansys	7	美國	工程模擬
Keysight	5	美國	測量、訊號
Altium	4	美國	印刷電路板
Zuken	3	日本	印刷電路板
Silvaco	<1	美國	面板
Altair	<1	美國	半導體
Empyrean	<1	中國	半導體

資料來源：IMIR。

全球EDA市場占比



資料來源：IMIR。

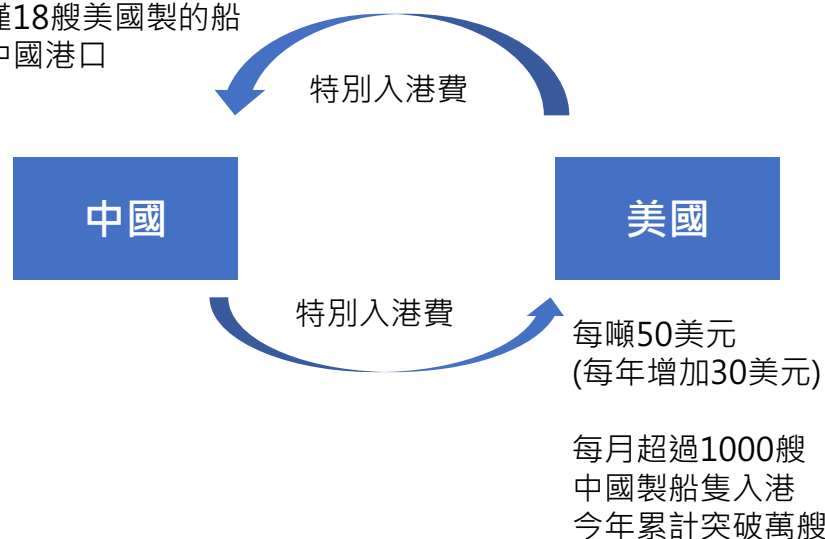
中美貿易戰擴及航運業, 根據中國交通部最新法規顯示, 只要是美國籍、美國建造的船隻, 都將收取特別入港費, 而美國貿易代表署的文件也顯示, 中國運營者、中國實體擁有、中國建造的船隻, 將收取額外的費用。

根據Alphaliner資料顯示, 全球新船訂單量達995萬TEU(二十呎標準櫃), 其中, 中國囊括過半訂單, 逼近7成, 韓國23%居次, 美國僅獲得1%。此外, 中國建造的船隻進入美國港口的數量, 遠高於美國建造的船隻。因此, **新一輪的海運戰, 美國的衝擊比例相對有限, 中國受傷較大。**

中美互收特別入港費, 中國受傷較大

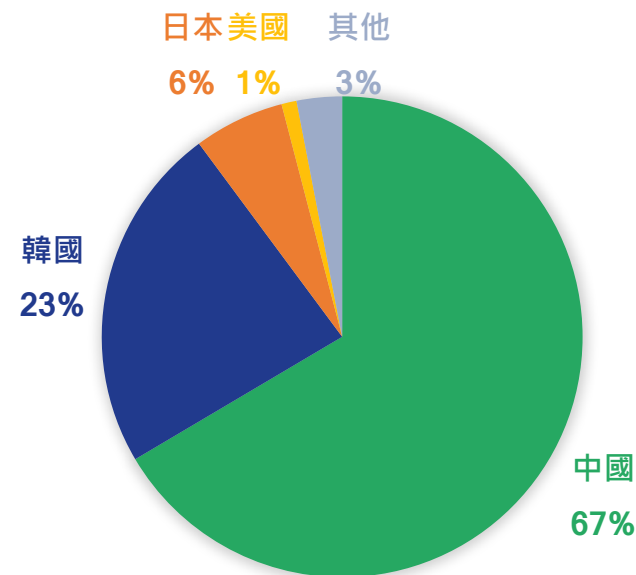
每噸400人民幣(約56美元)
(每年增加100人民幣)

今年僅18艘美國製的船
停泊中國港口



資料來源：國泰世華銀行整理。

全球新船建造狀況



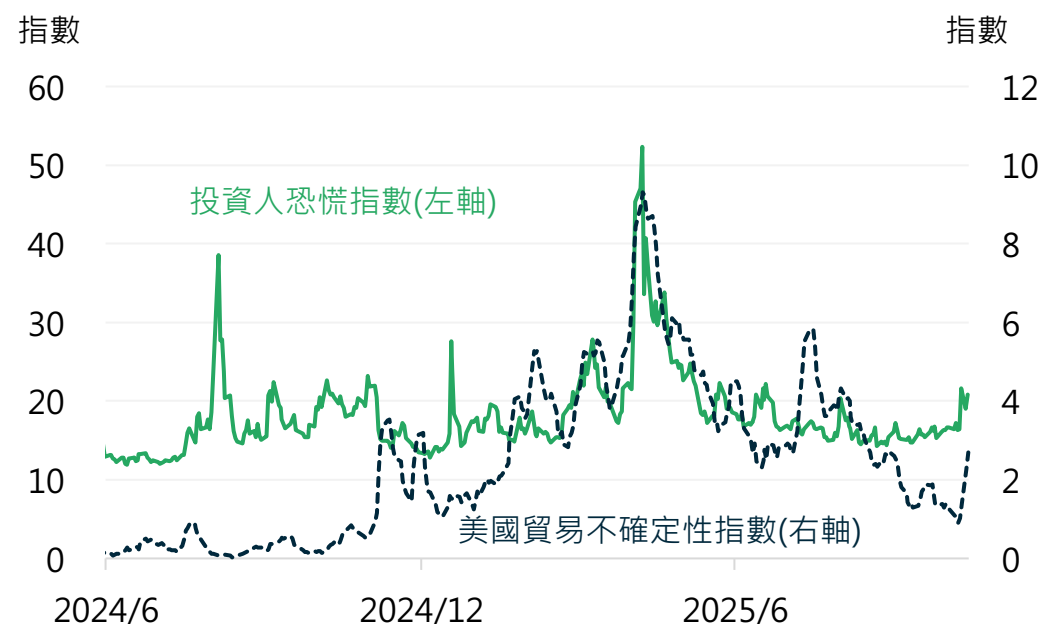
資料來源：Alphaliner。

美國Q3財報季開跑, 銀行股率先公布, 多優於預期。受惠於市場熱絡影響, 高盛的投資銀行業務大幅成長, 包括併購與承銷業務, 年增42%, 使得整體營收年增20%, EPS更是大增46%。對美國最大銀行摩根大通而言亦然, 交易與投資銀行業務成長25%, 同時利息收入也超乎預期, 並上調全年NII收入, 使得Q3收入保有9%成長。花旗銀行若排除出售墨西哥子行而虧損, 否則EPS也將成長攀高至2.24美元, 大幅優於預期。

值得注意的是, Zions銀行因一筆商業貸款欺詐而產生了約6,000萬美元的損失, 因此在第三季業績中需提撥5,000萬美元準備金, 此外, Western Alliance銀行也因客戶詐欺而面臨信貸損失, 使得單日股價分別大跌13%與10.8%。

美中貿易戰再度升溫, 但雙方各有弱點, 預期只是為了提高雙方談判的籌碼, 不至於沒有轉圜空間。美中關係問題也非一朝一夕可解決的, 未來市場波動也不少。操作上, 避免追高, 但企業獲利良好下, 拉回後仍視為布局契機。

中美貿易摩擦升溫, 恐讓市場波動上升



資料來源：Bloomberg。

大型銀行股財報亮眼

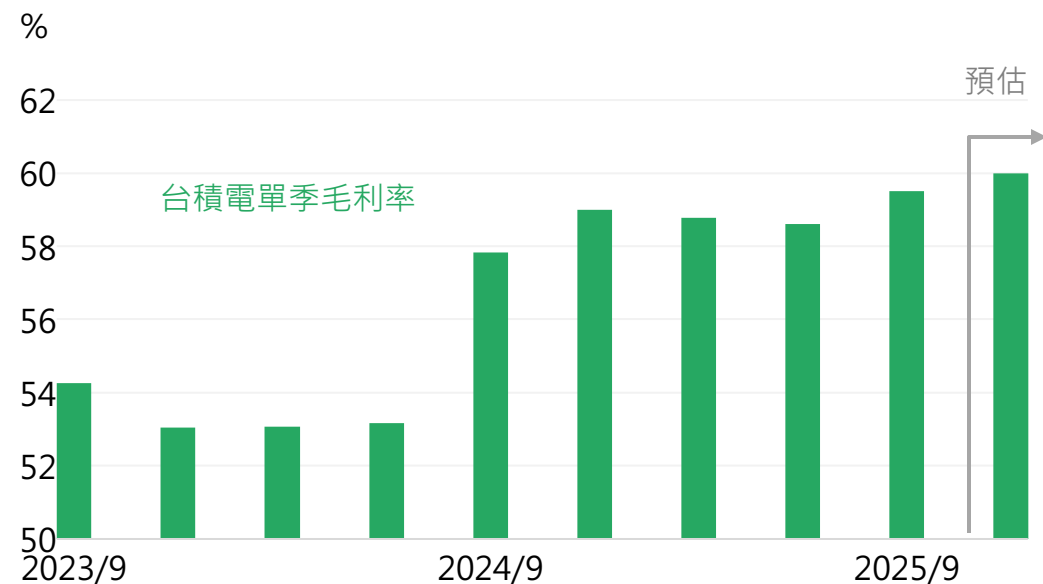
單位:美元	EPS	EPS(估)	摘要
高盛	12.5	11.0	營收年增19%至151億美元, EPS為12.5美元, 年增46%。其中, 投資銀行業務營收大增42%。
花旗	1.86	1.86	五大部門營收均創歷年同期新高, 驅動營收成長9%。若排除墨西哥子行出售虧損, EPS達2.24美元。
摩根大通	5.07	4.83	營收年增9%, EPS年增16%。投資銀行業務強勁成長, 年增逾25%, 並上調全年淨利息收入 (NII) 財測。
富國銀行	1.66	1.55	商業銀行收入意外下降1%, 不過, 投資銀行成長8%、財富管理成長4%下, 驅動EPS仍成長。
摩根史坦利	2.80	2.10	資本市場業務下的投資銀行、股權交易成長逾35%, 帶動整體收入成長18%, EPS成長49%。
美國銀行	1.05	0.95	營收成長11%, EPS成長31%。淨利差收入(NII)成長9%, 連5季成長, 投資銀行業務成長43%。

資料來源：各銀行, 國泰世華銀行整理。

2025年Q3 EPS 17.44元, 創下單季歷史新高, 營收年增40.8%, 毛利率59.5%, 三者全數超過前次法說會高標。受惠成本控制得宜、產能稼動率提升, 毛利率與EPS表現亮眼。展望Q4, 公司預估營收季減0.9~2.72%, 毛利率進一步提高到59~61%, 預估2025年全年營收年增率從前季的30%上調到35%, 營收成長亮眼。

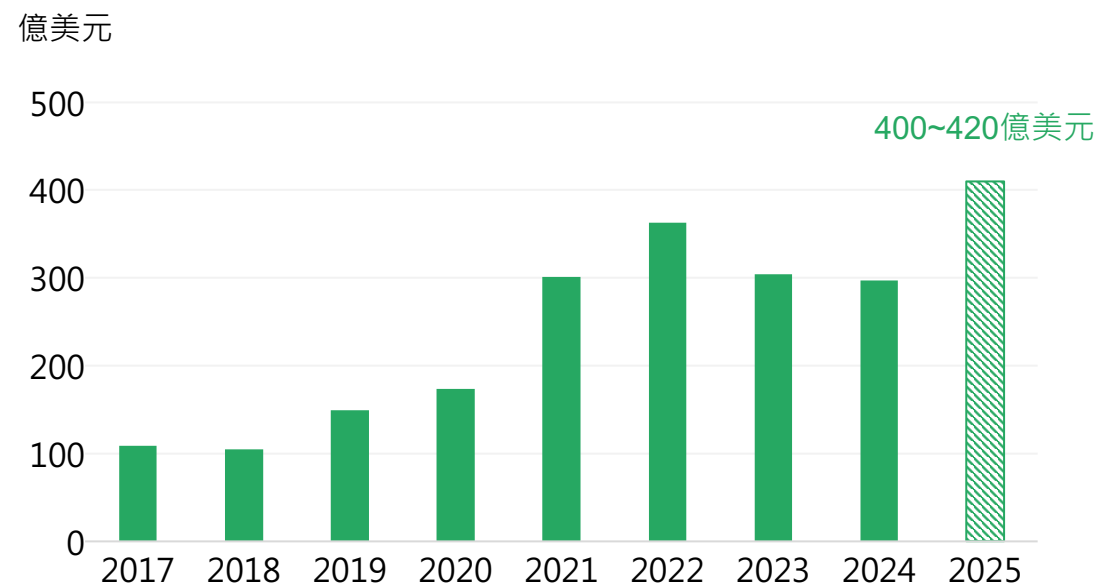
台積電今年資本支出從380~420億美元, 小幅上調到400~420億美元。雖未公布2026年資本支出計畫, 但台積電表示客戶需求龐大, 產能非常吃緊, 為滿足客戶需求, 將繼續加速美國廠產能擴張, 預料明年資本支出將保持成長。

Q3毛利率優於上季預估, Q4毛利率進一步調高



資料來源：Bloomberg、台積電預估。

台積電今年資本支出下緣從380億美元升至400億美元



資料來源：台積電預估。

台積電董事長魏哲家強調AI需求增速保持強勁, 比上季預估的成長還強勁, 預估到2029年, AI相關營收的年複合成長率(CAGR)將達到約45%, 高於先前預估的30% CAGR增速。先進製程供不應求, 預估台積電今年EPS將站穩60元新台幣, 2026年有望突破70元新台幣, 年增17.4%。

台積電股價10/16再創新高至1485元, 獲利展望雖佳, 但近期股價大漲, 以明年預估獲利衡量, 台積電的估值接近五年的1倍標準差, 相對偏高。若市場轉為震盪、投資人風險情緒轉變, 都將形成高檔追價風險。

台積電今年EPS站穩60元, 明年可望突破70元



資料來源：Bloomberg、台積電預估。

台積電前瞻本益比偏貴



資料來源：Bloomberg。

公明黨宣布退出執政聯盟後, **自民黨迅速以聯合執政為目標與維新會展開協商**, 高市稱兩黨政策方針基本一致, 且維新會訴求將大阪升格為大阪都(行政地位將與東京都相同), 高市亦正向回應, 稱明年將立法推進, **增添兩黨順利結盟的可能性**。若是如此, 高市可望於10月中的首相選舉獲得231票, 並於第二輪選舉以相對高票勝選首相(若再成功拉攏部分無黨籍議員, 總席次可望超越過半的233席, 將直接於首輪選舉勝出, 並扭轉朝小野大的執政劣勢)。在此情境下, 高市支持「擴大財政支出、寬鬆貨幣政策」的立場料再度於金融市場發酵, 恐令日圓延續偏弱表現。

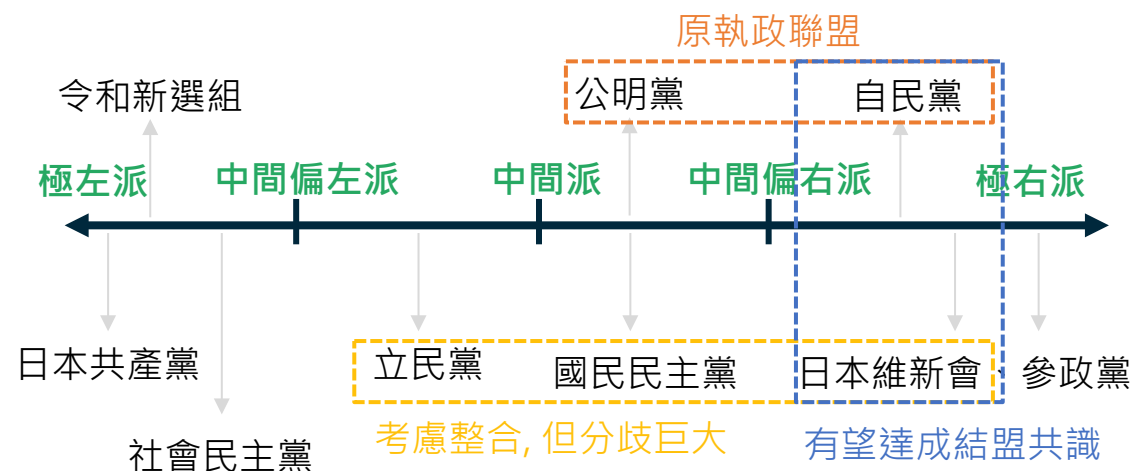
若前述兩黨整合失敗, 考量國民民主黨、立憲民主黨因執政理念相異(是否修改憲法第九條、核能政策), 於日前的磋商中仍未取得共識, 預料在野黨亦難以成功整合、支持同一首相候選人。若是如此, 自民黨於眾議院的196席次(國會最大黨), 仍將助高市當選首相。惟在此情境下, 朝小野大的執政劣勢將更加凸顯, 高市原先的政見恐需做出妥協, 以換取在野黨支持與後續的政策推進, 意味著**財政政策作多力道可能不及自民黨總裁選舉過後的市場預期**。

自民黨席次雖未過半, 但仍為國會最大黨

日本政黨	席次	
	眾議院	參議院
自民黨	196	101
公明黨	24	21
立憲民主黨	148	38
日本維新會	35	19
共產黨	8	7
國民民主黨	27	22
令和新選組	9	6
社民黨	1	2
參政黨	3	15
其他黨	3	6
無黨籍	11	13
總席次	465	245

資料來源：國泰世華銀行整理。

在野黨政治光譜分化, 能否整合仍有待觀察



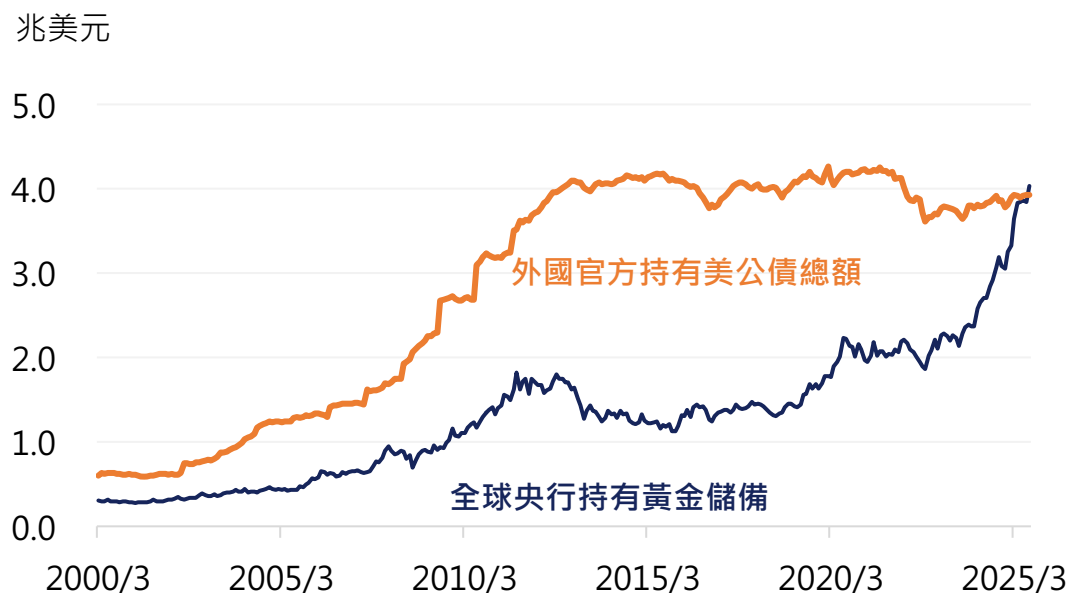
資料來源：Bloomberg。

央行持續買入與儲備地位提升:央行是這場反彈中的主導力量之一，購買動機是投資多元化、擺脫對美元的依賴及保護資產免受敵對國家侵害。全球央行持有的黃金儲備，已超越美國以外官方機構持有美國公債總額，且該趨勢預料仍將延續。

ETF持股量仍有成長空間:全球黃金ETF持股量，自 2024 年年中開始回升，過去一季，本美增持ETF資金動能尤其顯著，十月中已突破8700萬盎司，但距離疫情期間的高點(1.1億)，仍有一段路要走，對於黃金的多頭來說仍是有利因子。

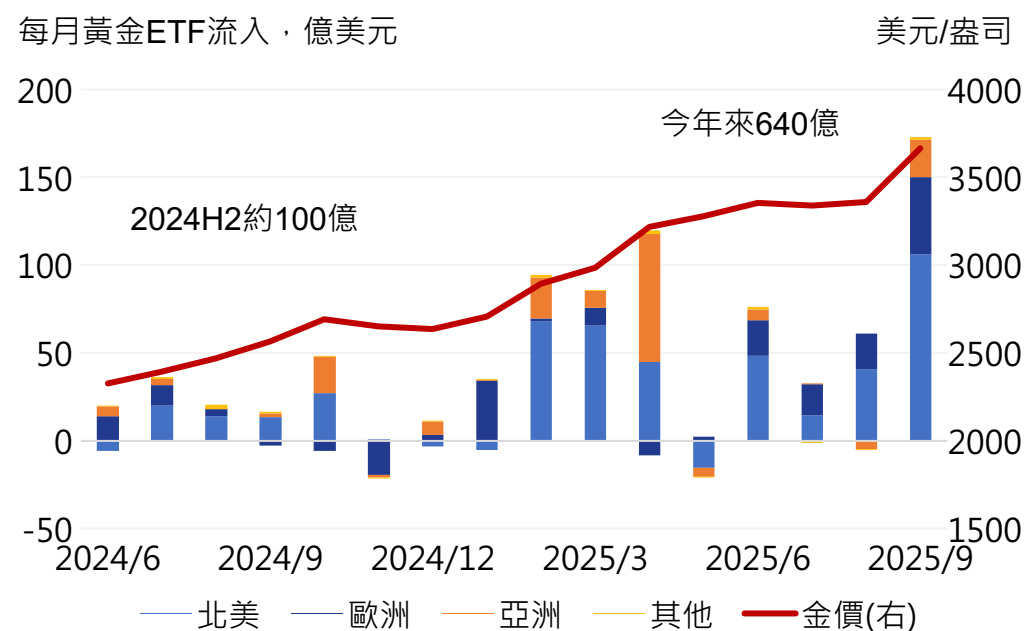
深層次的結構性轉變:金價突破 4000 美元反映「投資者心理和全球資本流動的更深層次轉變」，例如制裁、資產扣押和對財政可持續性的擔憂，促使投資者轉向金融體系之外的有形資產。**短線過熱可能出現震盪修正, 但上升週期未結束, 金價可望續揚。**

各國央行持續增加對黃金的配置



資料來源：美國財政部，統計至2025/7月底。黃金儲備取自IMF，統計至2025/8月底。

投資意願攀升, 趨勢有利金價走揚



資料來源：World Gold Council, 2025/10/10。

美日澳已推動「礦物安全夥伴關係」(MSP)與「關鍵礦物協定」(CMA), 特別是專注於稀土分離、金屬加工和磁鐵製造等高價值環節的公司, 試圖建立去中化供應網絡, 共同建立多元化的稀土供應網絡, 也讓保有政策扶持的企業具備長線成長潛力, 政策趨勢包含:

- **從「礦山」到「磁鐵」的全供應鏈支持**: 不再只關注稀土礦的開採, 而是重點投入資金和技術, 解決過去長期被中國壟斷的稀土分離、金屬提煉和磁鐵製造等高附加值環節。但中游的分離與加工技術門檻高、投資回收期長, 預計至少需再3-5年的時間才能真正成形。
- **政府部門直接介入**: 美國國防部(DoD)的直接資金支持和採購承諾, 表明確保稀土供應已上升到**國家安全**層級。

不過, 以美國目前的體制和模式, 想在短中期內在中國以外複製一套稀土產業鏈, 其難度恐遠大於中國在AI半導體技術生態領域實現突破(打破輝達-台積電-ASML的技術壁壘)。

關鍵戰略金屬資源供應集中

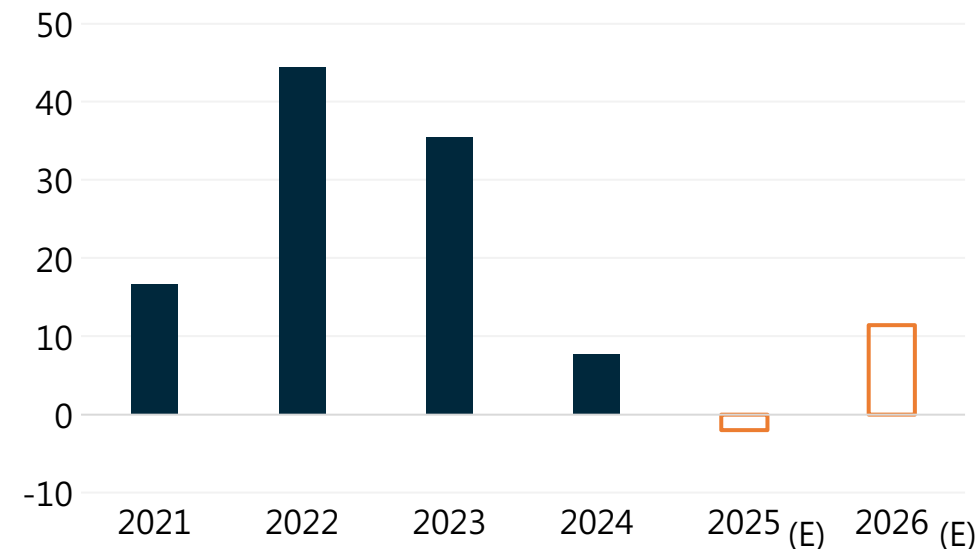
稀土與戰略金屬指數重要公司

公司	比重	國家	核心業務
Lynas 稀土	8.0	澳洲	中國以外全球最大的稀土供應商
MP Materials	8.1	美國	持有美國本土唯一稀土礦場
Lithium Americas	7.9	加拿大	全球已知最大鋰礦資源
北方稀土	6.7	中國	全球主要的稀土開採與精煉巨頭之一
雅寶	6.4	美國	全球最大的鋰生產商之一
皮爾巴拉	6.2	澳洲	澳洲主要的鋰輝石(鋰礦石)生產商

資料來源: Bloomberg, 2025/10/13。取VanEck 稀土與戰略金屬指數持股。

戰略金屬資源指數獲利轉虧為盈

稀土與戰略金屬指數 EPS, 美元/股



資料來源: Bloomberg, 2025/10/13。E表預估值。

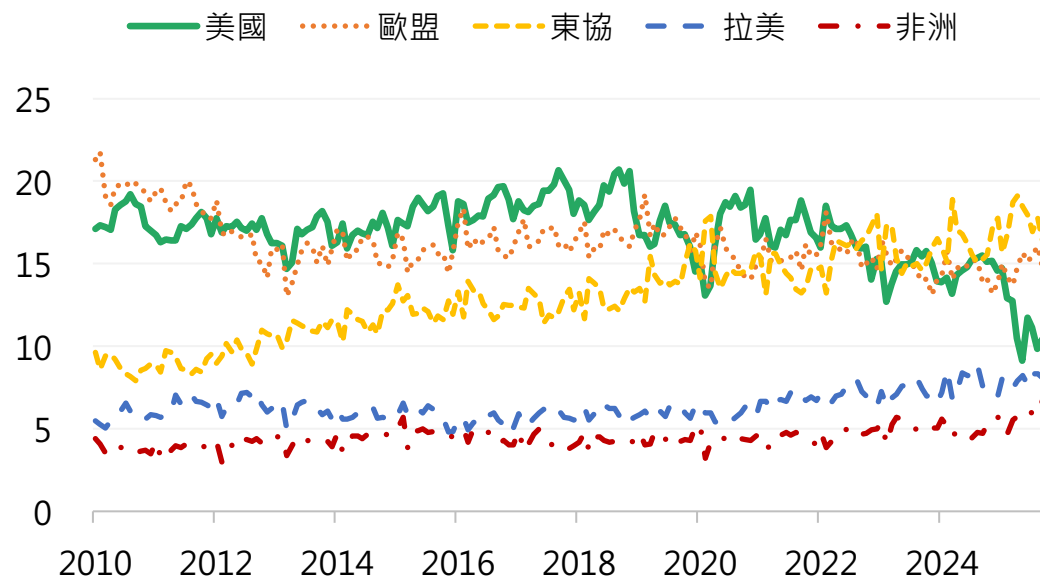
中國九月出口年增率為8.3%，高於前月的4.4%，及市場預期的5.7%，創六個月以來新高。同期間，中國對美國出口雖較前月略微回升，但年減幅仍高達27%，延續四月對等關稅以來的負成長走勢。另外，**受到美中貿易戰影響，美國近年占中國出口比重，已經自高點約兩成，下滑至接近一成，逐漸分散至歐盟、東協等其他區域**，避免過度依賴美國的意圖極顯。

中國九月CPI年增率為-0.3%，略高於前月的-0.4%。其中，受豬肉、蔬果價格下跌拖累，食品價格年增率為-4.4%，但**扣除能源、食品的核心CPI年增率為1.0%，創下19個月來新高**。

中國九月PPI年增率為-2.3%，降幅較前月縮減0.6個百分點，同期間生產財(出廠價格)出現改善跡象(九月：-2.4%，八月：-3.2%)，提供未來企業利潤改善想像空間。

美國占中國出口比重下滑

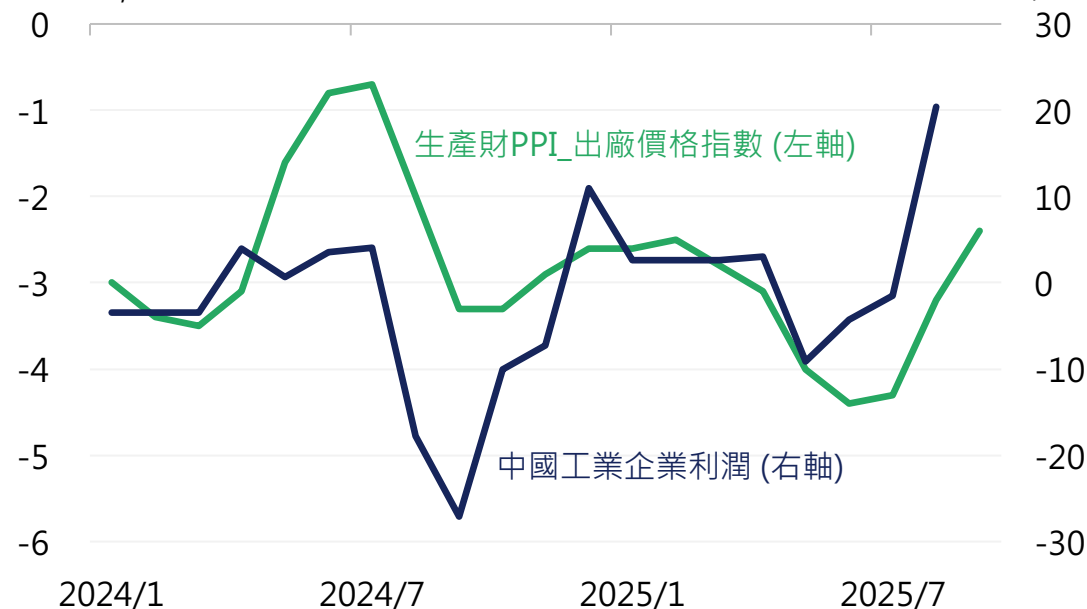
占中國出口比重, %



資料來源：Bloomberg。

中國生產財PPI跌幅收斂, 有利企業利潤改善

年增率, %



資料來源：Bloomberg。

自4月川普重啟「對等關稅」, 又旋即暫緩後, 國際廠商搶貨囤積, Q2迄今稀土出口快速攀升。然而, 為了因應9月底美國商務部擴大對中國企業黑名單及呼籲加強晶片製造設備出口禁令, 10/9中國擴大管制稀土元素及開採/加工/回收技術出口, 作為對美報復, 強化APEC談判籌碼。

川普隨即威脅對中商品加徵100%關稅, 而中國也於10/14將韓華海洋株式會社5家美國相關子公司列入反制清單, 禁止中國境內組織、個人與其交易、合作。雙方緊張情勢再升, 也拖累中港股市走勢, 不過稀土概念股卻因地緣風險, 讓原物料指數相對有撐。

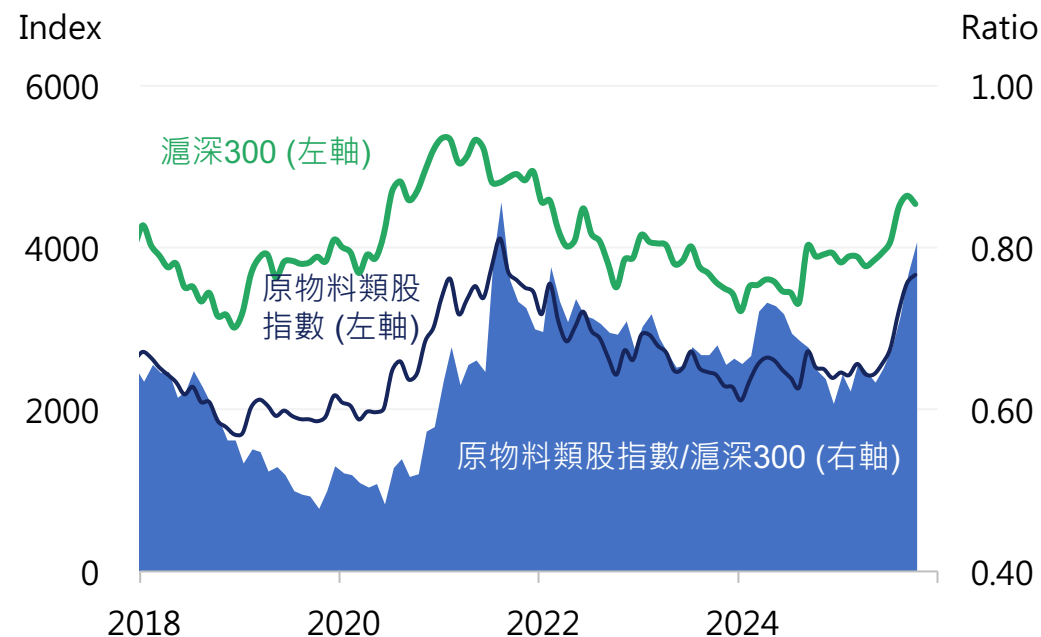
長線而言, 1)AI產業趨勢、2)金融股息收優勢、3)官方政策支持(反內捲及寬鬆政策)下, 有利中港股市長線走勢。惟先前趨緩的美中關係, 如今卻出現轉趨嚴峻的跡象, 雖然研判美中應是為談判累積籌碼, 但因雙方互有弱點, 因此研判這僅是談判手段而非最終結果, 可趁拉回時分批布局。類股方面, 近期原物料類股受地緣因素推升, 但科技股具有AI產業優勢, 仍是長線投資的標的。

近年中國稀土數量持續增長, 貿易戰2.0後更加速攀升



資料來源：Wind。

川習齟齬衝擊陸股, 但稀土概念帶動原物料指數走揚

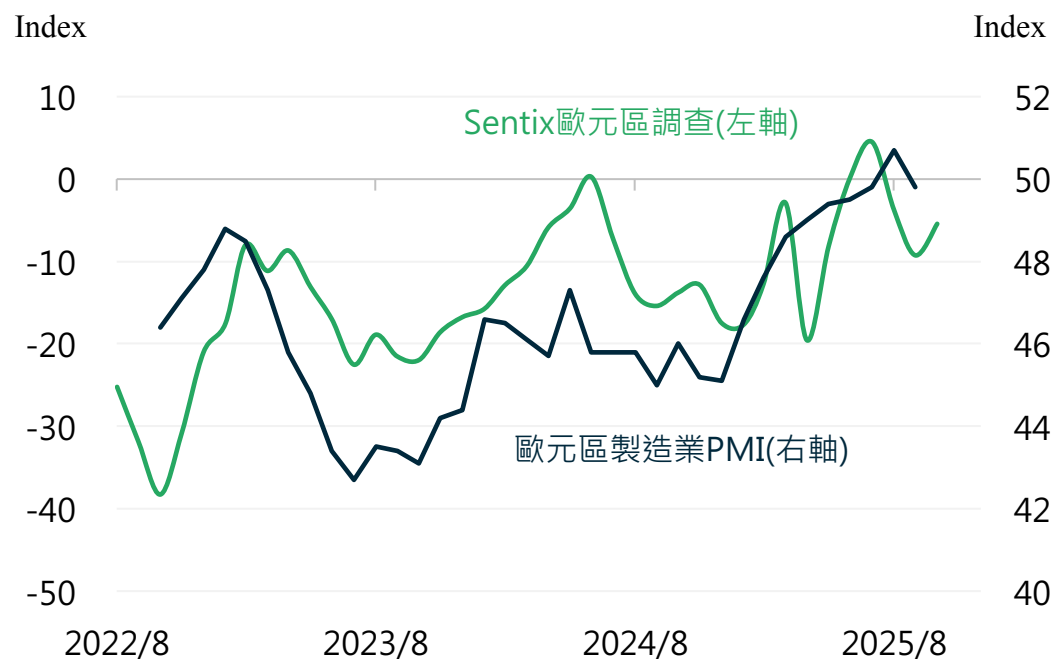


資料來源：Wind。

歐洲央行9月連續第二次將利率維持不變, 不過目前歐元區利率、通膨已回到2%左右水準, 有利企業恢復正常融資活動。隨著美歐關稅戰暫告段落, 調查企業信心及製造業景氣也自低檔回升, 然而復甦力道並不強勁。由於經濟仍面臨貿易緊張、地緣風險等影響, 可能造成出口、投資和消費走弱, 勢必需要政府擴大支出來刺激經濟成長動能。

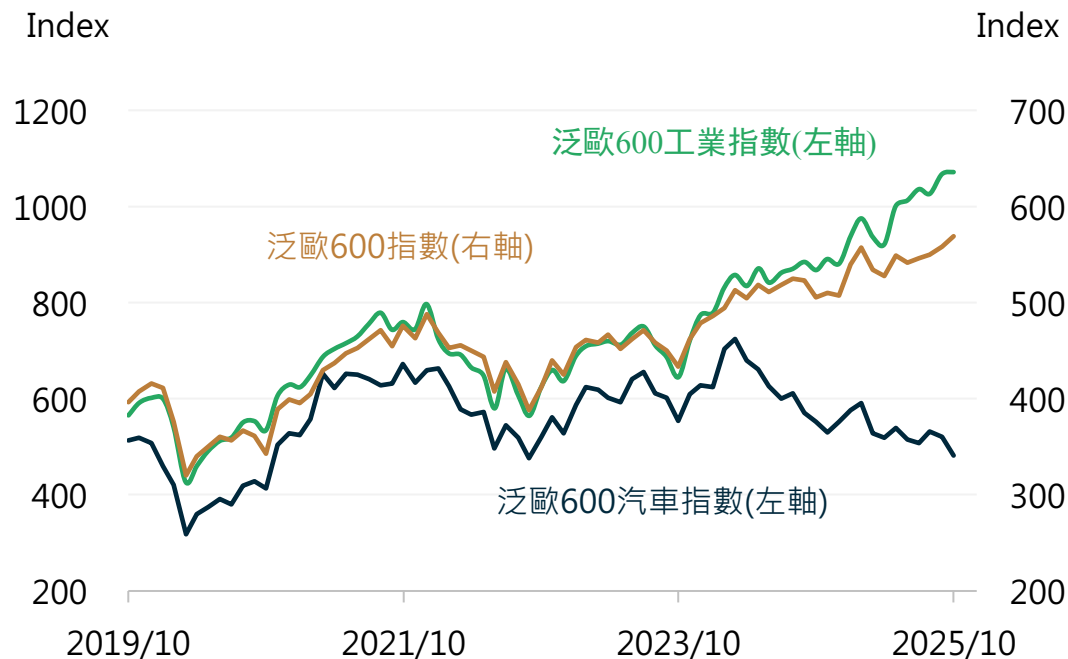
北約各會員國承諾於2026年把國防支出提升至GDP的2.8%, 德國率先採取行動, 大幅增加2026年國防支出至950億歐元, 並計劃於2029年前將國防支出提高至GDP的3.5%, 預料將帶動其他國家擴大國防支出。**財政擴張有利經濟成長, 也將帶動相關行業發展, 歐股走高, 與權重較高的工業、國防類股表現優異息息相關, 可持續關注相關受惠族群表現。**

歐元區景氣擺脫谷底, 但復甦力道有限



資料來源：Bloomberg。

泛歐600指數走高, 但各類股表現各異



資料來源：Bloomberg。

英鎊近期反彈受限, 多次受阻於1.3350關口, 上方壓力沉重。BoE總裁Andrew Bailey指出, 勞動市場已有明顯降溫跡象, 勞動市場數據也加深了市場對英鎊的疑慮。最新失業率攀升至4.8%, 新增就業人數大幅下滑, 薪資增速放緩, 職缺數量進一步減少9000個, 降至71.7萬個, 進一步印證企業對未來景氣的保守態度。

英國第二季GDP已呈現停滯, 季增率為0.3%, 雖略高於初估, 但整體仍低於第一季的表現。8月GDP高頻數據持平於0.1%預期, 但整體經濟動能無法增溫, 恐為英鎊走弱提供論點。

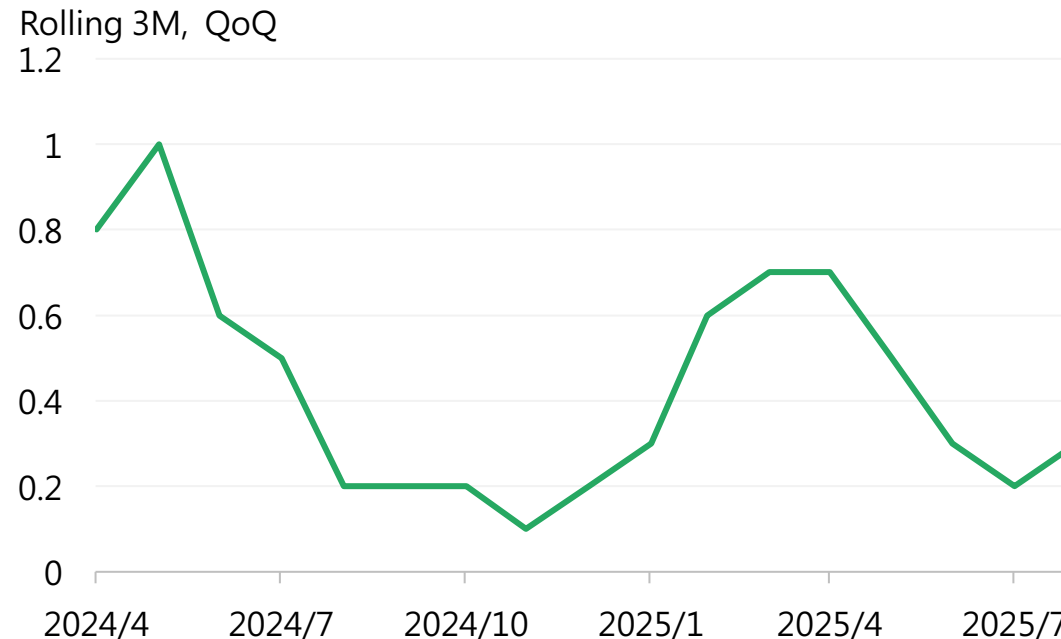
在全球央行政策逐步轉向的背景下, 英國央行(BoE)近期的言論與市場動態透露出一個訊號, 雖仍維持限制性政策, 但內部對經濟疲弱與市場風險的擔憂逐漸浮現, 目前仍維持緊縮立場, 但政策轉向的壓力正在累積, 英鎊面臨資金流出壓力, 英鎊後市恐將面臨震盪走弱的挑戰。

英國勞動市場疲弱



資料來源：Bloomberg。

英國GDP成長停滯



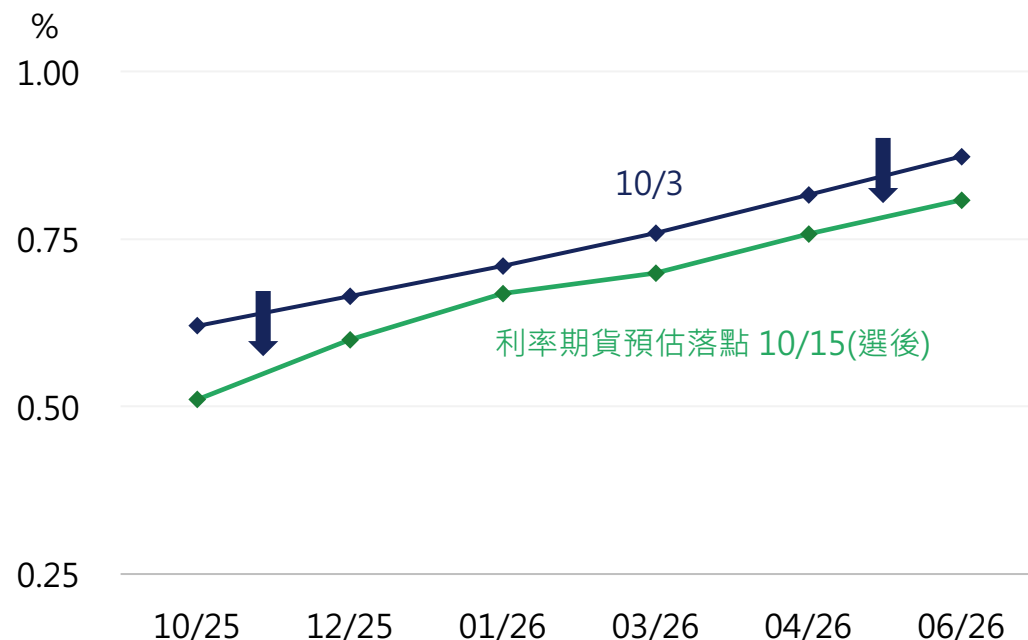
資料來源：Bloomberg。

公明黨退出執政聯盟, 增添日本首相選舉的不確定性。與此同時, 即便選舉落幕, 日本金融市場恐仍處於波動加劇的情勢, 主因高市勝選後, 其過往支持擴張財政政策, 且不排除舉債因應支出的立場, 在市場預期的發酵之下, 恐令中長天期日債利率再度彈升, 引發市場動盪。

有鑑於此, 預料BOJ短期內將持續按兵不動, 靜待市場波動平息, 以及高市團隊與施政方向趨於明朗。中長期而言, 日本薪資成長與內需消費形成正向循環, 成為通膨持續高於2%目標水平的風險來源, 預料BOJ在前述不確定性消退後, 緩步退出寬鬆政策立場的方向不至改變。

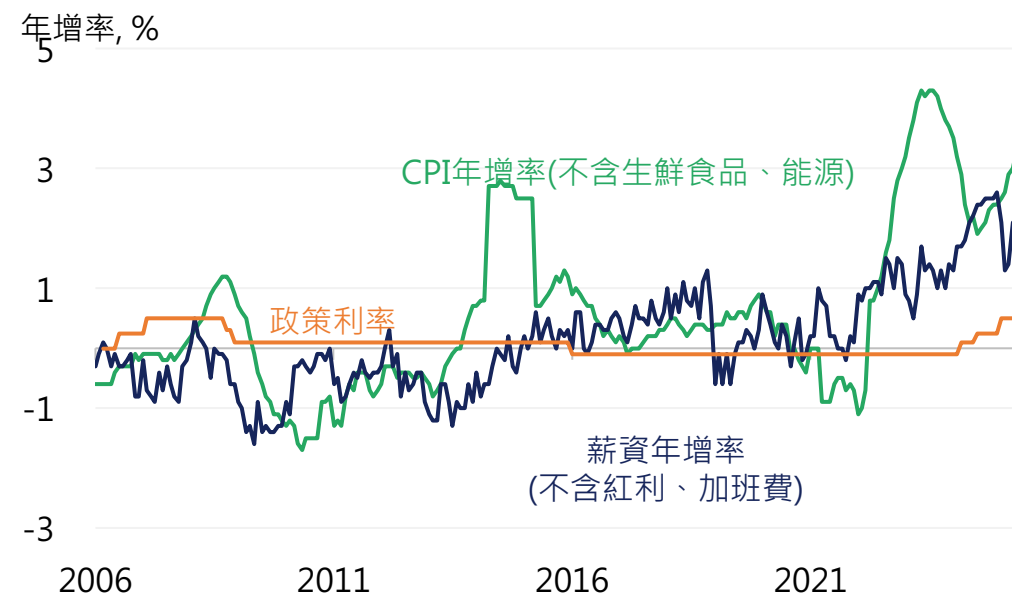
對於日圓的影響而言, **短期內升息時點的延後, 恐令日圓延續震盪偏弱情勢**。待年底、明年Q1央行重啟升息, 聯準會亦穩定展開降息循環後, 美日利差收斂的趨勢, 可望成為日圓止貶回升的推手。

市場預期BOJ升息時點將再度延後



資料來源：Bloomberg。

薪資成長高於長期水平, 恐令通膨持續高於2%



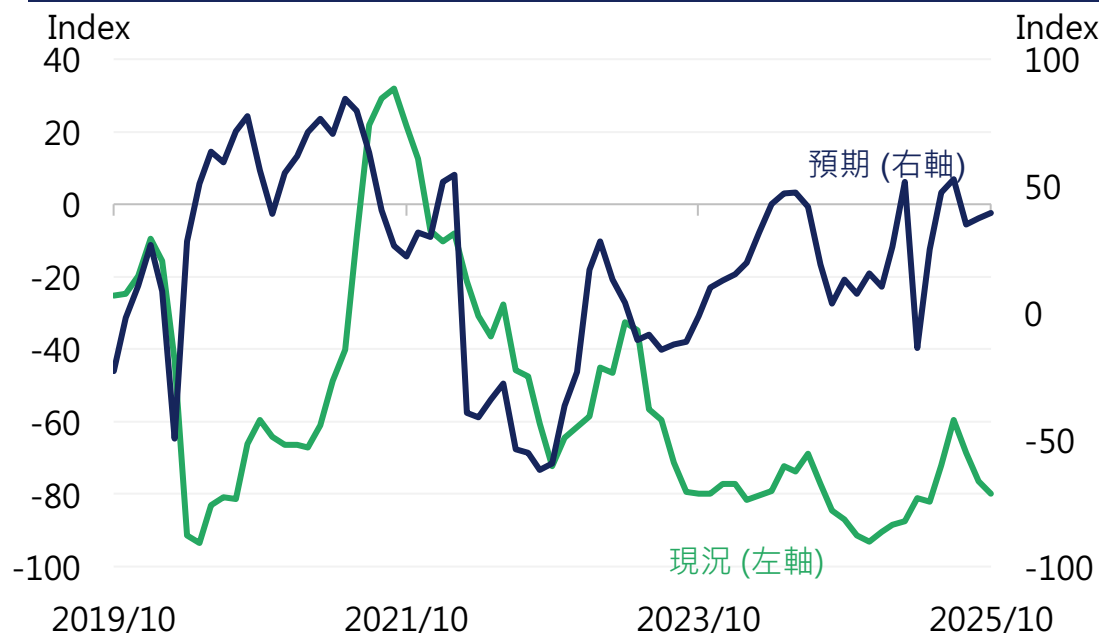
資料來源：Bloomberg。

ZEW經濟景氣指數亮起紅燈：未來預期(景氣指數 39.3)雖略有改善，但市場對「經濟現況」的悲觀程度卻進一步加深至-80，顯示企業信心低迷仍在持續。「前景微光, 腳下泥濘」。金融市場將繼續在景氣預期指數中尋找希望，但在現況指數中尋找風險。

法國看守內閣艱難推進財政預算案，為了政府運作，已然妥協暫停退休金改革計畫，後續其是否能有效確保財政紀律，直接影響市場情緒。法國公債殖利率持續在高位震盪，就是市場對歐元的風險溢價。在經濟現況與政治風險並存下，歐元兌美元走勢恐陷於弱勢整理。

近一個月美元對主要貨幣多呈現升值樣態，若觀察美元指數的六大組成貨幣，高市勝選提高日央正處緊縮的貨幣政策暫緩之可能，瑞典央行近期暗示可能暫停升息，原油價格低迷拖累加幣，歐元政治風險，英國經濟有礙等。**若外在條件不變，可能有短線走強機會，直到10月下旬聯準會再次降息，利差層面再被市場重聚焦。**

德國ZEW信心指數分歧



資料來源：Bloomberg。

美元指數走勢、主要貨幣對美元1M績效



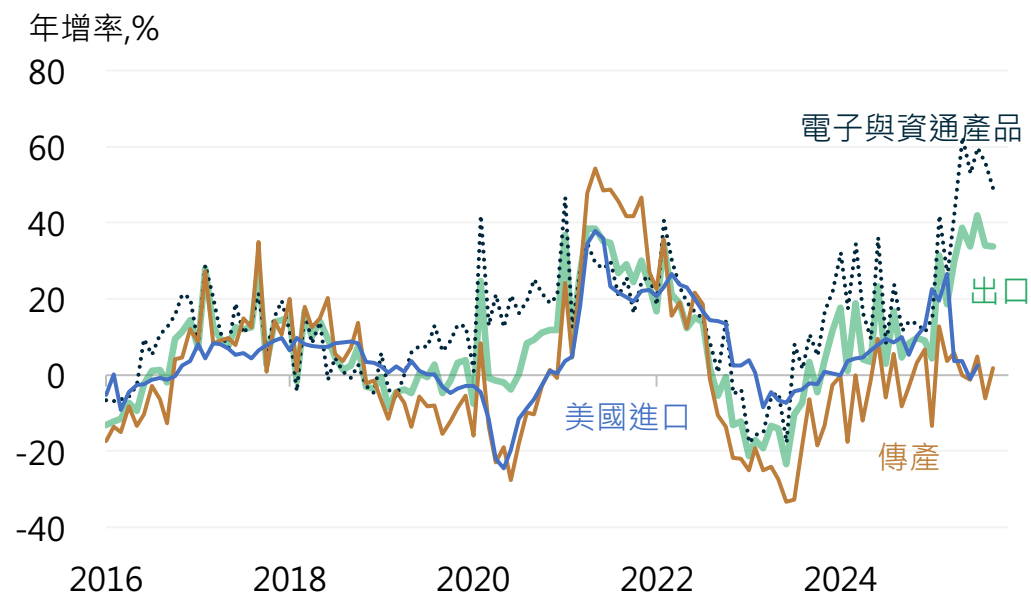
資料來源：Bloomberg。

台灣9月出口542.5億美元, 為歷史第三高, 年增33.8%維持高速成長, 主要受惠於AI續熱與iPhone拉貨, 電子與資通產品成長48.7%, 傳產略增1.9%維持疲軟, 反映美國拉貨告一段落以及對等關稅上路衝擊。

合計Q3、前9月貿易盈餘達435.5億美元、992.7億, 明顯高於主計總處8月預測值350.6億美元、907.7億, 市場推估Q3、全年經濟成長率將由原先預測值2.91%、4.45%, 上修至4.0%、4.9%。

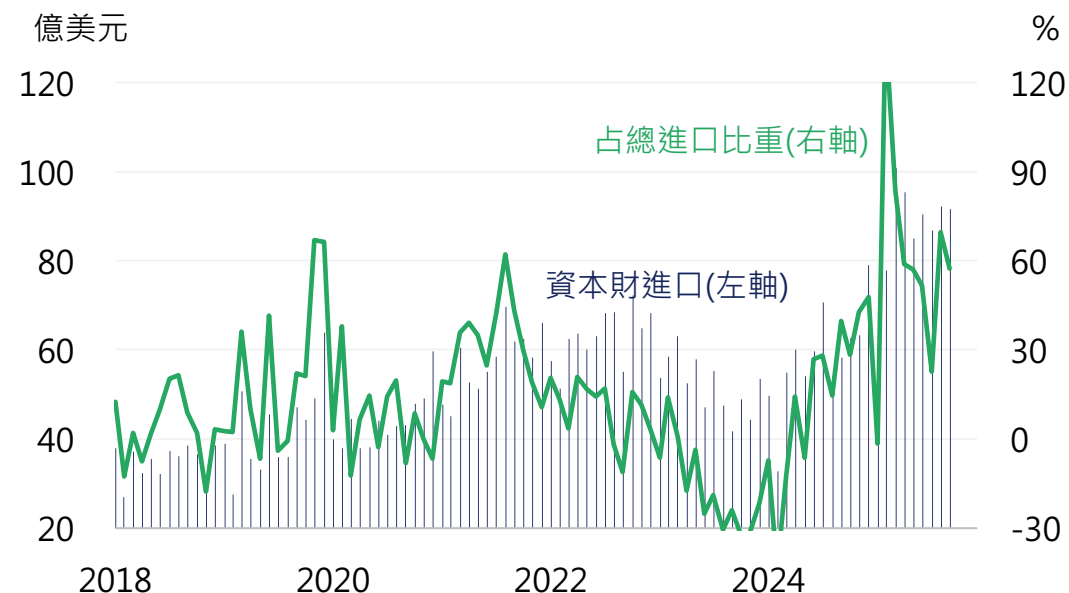
進口方面, 9月年增25.1%, 農工原料成長19.6%反映出口引申需求; 值得注意的是, 資本設備進口續增57.4%, 連續7個月維持於單月80億美元大關之上, 半導體設備更成長89.5%, 反映**即便AI需求已持續熱絡, 但企業對於前景仍維持正向, 持續擴大投資滿足產能**。

台灣出口續強但結構表現分化



資料來源：Bloomberg。

企業投資意願維持高檔, 反映前景展望仍舊正向



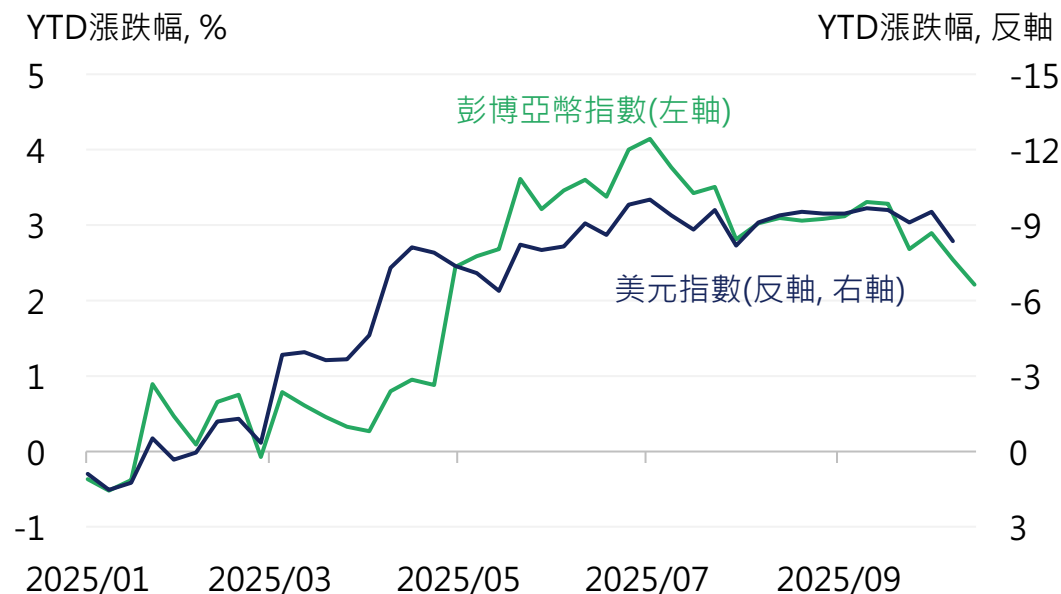
資料來源：Bloomberg。

美中衝突的疑慮再起, 或助長投資人避險需求, 加以歐、日政治不確定性猶存, 皆增添短線美元指數相對偏強的可能性。影響所及, 10月以來亞幣整體表現轉弱的狀況恐於短期內延續。

過往而言, 新台幣與亞幣走勢呈現高度正相關(尤其是日圓、韓元, 過去四年相關係數為0.91、0.86), 在亞幣相對偏弱的背景下, 新台幣恐追隨同儕走勢。

中長線而言, 1)聯準會重啟降息, 美元指數料不改區間偏弱的方向, 加以2)AI發展需求帶動貿易盈餘巨幅成長, 仍為未來新台幣止貶回升的兩大助力。需要留意的是, 若1)聯準會降息步伐未明顯快於市場預期, 抑或2)國內傳產情勢惡化、台灣央行跟隨聯準會降息, 導致美台利差收斂速度放緩, 皆將令前述正向因子的激勵作用趨緩。

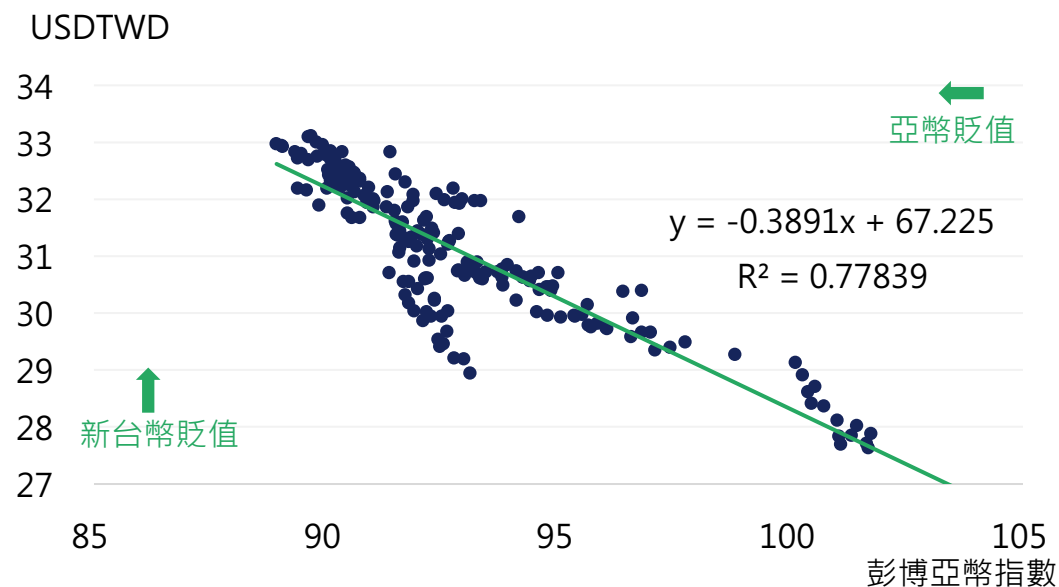
美元短線反彈之際, 整體亞幣隨之走弱



註：2021年至今兩者相關係數為-0.83。

資料來源：Bloomberg。

過往亞幣趨貶時, 新台幣多追隨同儕走勢



資料來源：Bloomberg。

近期**美中緊張局勢持續升溫**，儘管川普總統釋出善意，表示「美國希望幫助中國，而不是有意傷害」；不過中方仍宣布，將韓華海洋株式會社旗下五家美國子公司列入禁止交易與合作的反制名單。美中貿易衝突延續，避險情緒帶動資金湧入美國公債避險。自10/9起，美國2~30年期公債殖利率普遍下滑，跌幅均接近10bps，其中10年債利率一度跌破4.0%後回升。**短期而言，若中美角力延續，美債利率將維持弱勢格局。**

在聯準會方面，本週多位官員重申維持政策寬鬆的立場，而主席Powell的談話亦支持政策延續。然而，**市場已高度定價今年再降2碼的可能性**，顯示降息預期已趨於積極。儘管**勞動市場面臨下行風險，但美國經濟尚未陷入衰退，應限制美債利率在年內大幅下行的空間。**

中長期而言，隨著聯準會降息趨勢已明朗，並且未來的人事變動亦可能強化市場對明年更大幅度降息的期待，為利率下行提供支撐。

美債利率滑落, 留意市場已充分反映今年再降2碼空間



資料來源：Bloomberg。

近期Fed談話一覽

官員	談話內容	立場
Jerome Powell (主席)	聯準會試圖在提振就業的同時抑制通膨, 招聘疲軟可能會反映至失業率。未來幾個月內可能停止縮表。	中性
Michelle Bowman (副主席)	消費支出有所走弱, 預計 年底前降息2碼 。	鴿派
Christopher Waller (理事)	過去幾個月就業成長為負, 希望持續降息, 惟應保持謹慎, 預估第三季GDP成長近4%。剩餘兩次會議逐次降息25bps。	鴿派
Alberto Musalem (聖路易斯, 2025投票權)	支持9月降息為應對勞動市場走弱, 傾向於防止通膨升溫, 進一步降息空間有限。	鷹派
Anna Paulson (費城, 2026投票權)	關稅雖然帶動物價, 但不會對通膨產生持續性影響, 支持今年再度降息2碼。	鴿派

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

20

Monday

美國領先指標
英國房價
馬來西亞/新加坡休市

21

Tuesday

台灣外銷訂單

22

Wednesday

英國CPI
英國PPI
日本進出口

23

Thursday

美國初領失業金人數
美國成屋銷售
台灣工業生產
台灣貨幣供給M2
泰國休市

24

Friday

美國CPI
美國標普全球PMI
歐元區製造業PMI
日本製造業PMI
台灣休市

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 : +886 8722-6666