



中國信託銀行  
CTBC BANK

# 2025年10月金融市場投資趨勢與策略

理財規劃部

Date : 2025/9/23

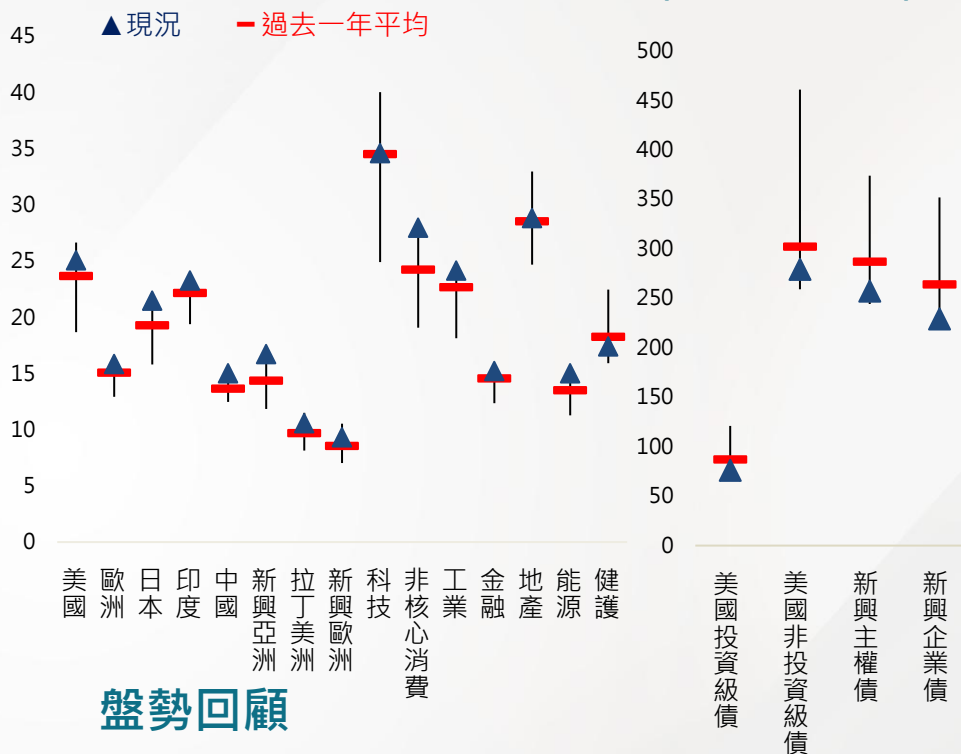
【注意事項】本行所提供之資訊僅供參考用途。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自本諸我們相信可靠之來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行並不負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資之風險，並就投資結果自行負責。未經本公司許可，本資料及訊息不得逕行抄錄、翻印或另作派發。本行以下市場資訊與分析，不涉及特定投資標的之建議。投資建議均依市場變動而差異，投資前請務必留意市場最新消息。本資料提及之經濟走勢預測，不必然代表產品之績效，產品投資風險請詳閱產品說明書。

# 高估值壓力及缺乏新利多，資產價格由快牛變慢牛

## 績效表現-按資產類別

單位: %		MTD	2025YTD
股市-國家	新興亞洲	7.8	25.1
	日本	6.1	13.6
	拉丁美洲	5.2	36.3
	印度	4.0	6.2
	美國	2.7	12.8
	歐洲	0.9	6.6
	新興歐洲	0.7	37.8
	中國A	(0.7)	14.3
股市-產業	科技	4.8	18.4
	非核心消費	3.6	7.7
	金融	0.6	20.6
	健護	0.2	1.9
	地產	(0.4)	6.5
	能源	(0.7)	8.3
債市	美國投資級債	1.5	7.1
	新興主要貨幣企業債	1.5	9.1
	新興主要貨幣主權債	1.1	9.7
	美國非投資級債	0.9	7.2
	歐洲投資級債	0.3	2.7
匯市	南非幣	1.8	8.6
	台幣	1.7	9.0
	澳幣	1.1	6.9
	歐元	0.9	13.8
	人民幣	0.3	2.6
	美元	(0.4)	(10.3)
商品	日圓	(0.6)	6.2
	黃金	5.7	38.9

## 股市預估本益比與債券利差(期間:過去一年)

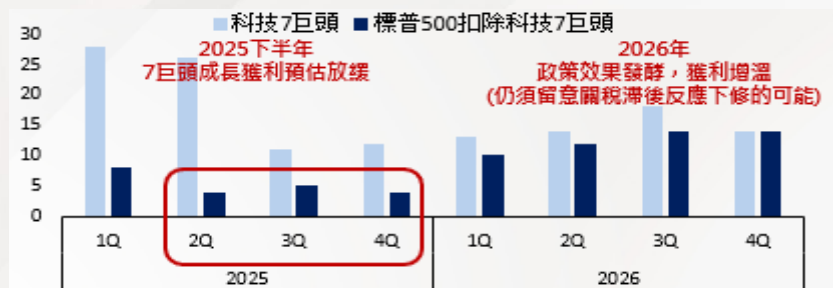


## 盤勢回顧

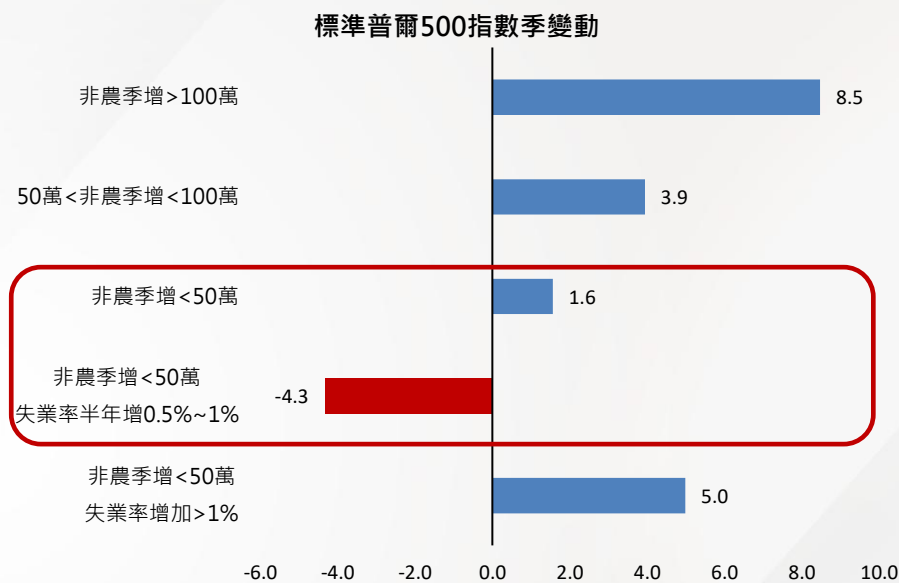
- 9月股市持續測新高，但由於自4月底點以來漲多，及面對高估值壓力，漲速明顯放慢。至於債市反應9月聯準會重啟降息預期，呈現普漲。
- 匯市在美元指數弱勢下，普遍走升，但升值幅度已明顯收斂。

# 高估值限縮指數短線空間，政策支持溫和上漲趨勢

下半年獲利溫和成長，高估值限縮指數空間



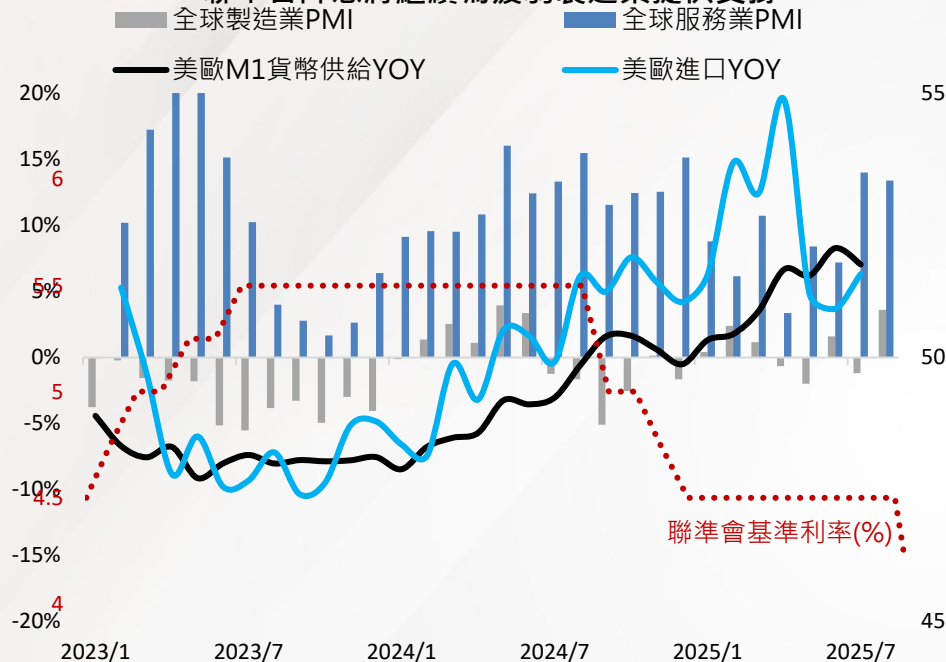
美國就業數據放緩，需留意盤勢震盪可能性



- **估值升至歷史相對高點，行情需要新一輪利多：**關稅不確定性降低、美國科技巨頭財報優異、降息預期提高，是推升美股估值至歷史相對高點的主要利多因素，然估值上升至歷史相對高點後，需要新一輪利多，或是待政策利多發酵推升獲利。這也是近一個月美股創高，但漲幅不大的原因。
- **短線留意盤勢震盪，政策支持溫和上漲趨勢：**美國的就業數據出現明顯下滑，繼大幅下修5、6月就業數據25.8萬後，7月新增就業僅2.2萬人。根據歷史經驗，單季就業數據的轉疲將使美股的短線漲幅受限。不過從初領失業救濟金人數、ISM調查等數據，可看出裁員問題並不嚴重，景氣不至轉向衰退，2026年降息和減稅政策的效果發酵後將重新回溫。

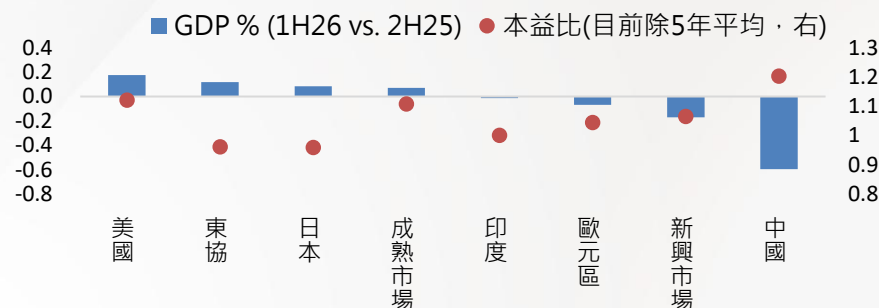
# 景氣放緩不衰退及貨幣政策挹注，逢低布局轉機資產

聯準會降息將繼續為疲弱製造業提供支撐

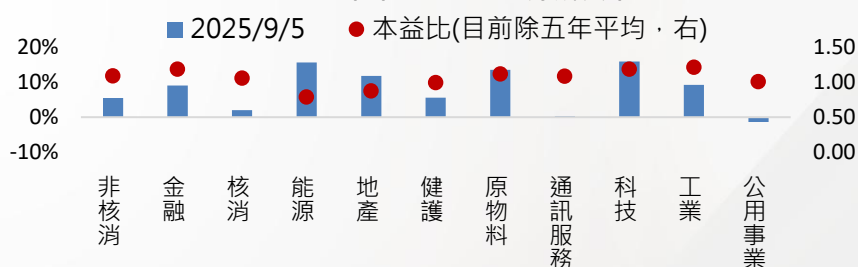


逢低布局成長由弱轉強或低估值資產

2026上半年vs. 2025下半年經濟成長率



2026上半年vs. 2025盈餘成長率



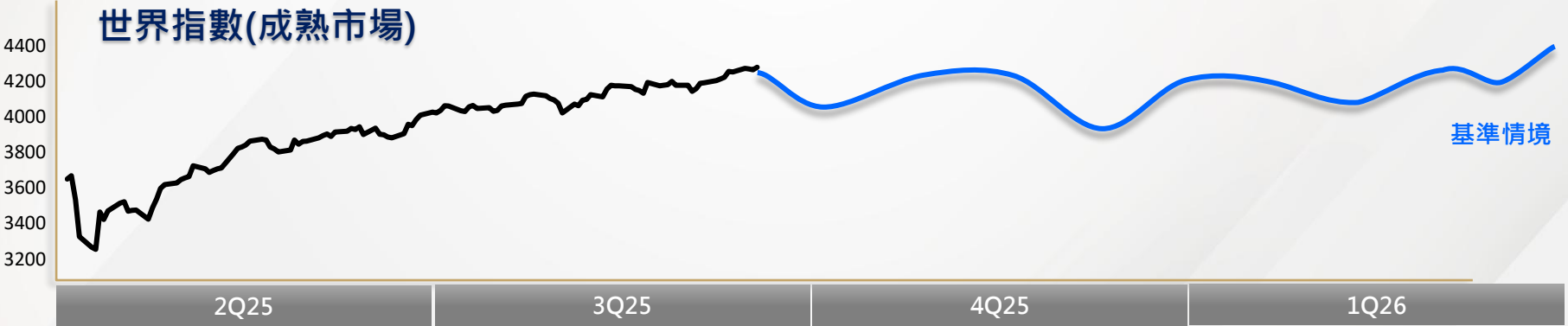
- 最新數據強化景氣放緩，但不衰退假設：**最新全球PMI及主要國家進出口數據，進一步強化下半年景氣只是放緩非衰退的假設。此外，關稅底定後企業開始擴充產能意願增加，以及聯準會重啟降息降低民間及私人企業借貸成本，將為疲弱製造業挹注額外支撐，因此預期全球景氣應仍能保持溫和成長。
- 逢低布局成長由弱轉強或低估值資產：**寬鬆資金及財政政策加持下，美國景氣和企業獲利最明確，盤勢震盪之際可伺機布局美國為首的資產，日本和東協經濟成長穩健，估值也仍有空間，在流動性寬裕、美股估值偏高的環境下，將能受惠。產業方面，AI應用、通訊、國防仍是獲利趨勢最明確，也順應川普政策方向的類股。

# 景氣降溫然政策提供支持，行情維持溫和上漲格局

	上行	基準情境	下行
重要因子/機率	(低) 5%	(高) 70%	(低) 25%
	最終關稅優於預期，美歐中擴大財政支出	各國政策支持景氣維持溫和成長	激進政策造成景氣衰退和流動性急凍
景氣	最高法院裁決部分關稅無效，且礙於期中選舉因此新增關稅力道不強，提振企業投資信心，製造業加速成長。	全球4Q景氣稍放緩，在各國政策支持下景氣將逐步回溫。	意外的關稅政策造成需求收縮，但同時增加通膨壓力使貨幣政策空間受限，就業市場繼續放緩，全球景氣疲弱，美國全年陷入衰退。
政策	川普在減稅外推出更多財政刺激計畫。德國帶動其他歐洲國家擴大財政支出，中國十五五計畫草案意外之喜。	全球財政及貨幣政策偏向寬鬆，聯準會至2026年底還有5碼降息空間，並停止縮表，日本維持財政擴張方向，中國將重啟消費補貼挹注內需。	全球貨幣政策由鬆轉緊，利率高檔使財政政策受限制。
信用、流動性		政策挹注下流動性維持寬鬆	資產拋售造成流動性急凍，政策工具因應不及

資產價格影響評估(2025/9/18) Spot Price/價格影響預估到1Q26)

成熟市場(4279)	4800	3800-4300	3500
新興市場(1345)	1450	1200-1330	1050
美十年期公債(4.1)	4.2%-4.6%	3.8%-4.4%	<3.5%(先上後下)
美元指數(97)	105	95-102	90



# 4Q25-1Q26 投資偏好

## 投資主軸

- **資金分散配置至具基本面題材且評價面合理資產：**獲利成長最明確的美國及AI硬體及AI軟體應用可望維持強勢，然大盤評價暫難持續擴張，在流動性仍佳的情況下，資金將分散至非美國股市及政策風險降低的產業。
- **貨幣政策轉折為高度利率敏感性資產帶來契機：**聯準會將重啟降息，貨幣政策方向更為清晰，利率風險進一步下降，消費及金融產業可在2026年降息效果發酵後有所表現，利率波動降低也有利於信用債市表現。

## 國家

下半年經濟略弱於上半年，政策對景氣是重要支撐。美國下半年恢復降息搭配減稅政策，德國推動財政刺激支撐歐洲經濟走出谷底，日本首相換人不影響擴張財政政策趨勢，台股反應AI長線挹注企業獲利的穩健基本面，印度有內需支撐，且關稅影響有限。

## 產業

關稅不確定為多數產業獲利變數，建議維持持有AI應用科技、數位廣告平台商、國防及商業航空製造，增加汽車、支付金融、旅遊與電商等消費股、軟體等次產業及黃金投資。去美元化、降息及平衡美元計價投組風險，維持中期金價上行趨勢。

## 信用

在景氣不衰退的預期下，美國及新興非投資級企業債尚未見到違約升溫風險，全球投資級債及新興主要貨幣主權債信持持續改善，近期市場波動主要來自於情緒面而非基本面惡化，也展現在信用債利差波動放大後快速回到先前低位，新興當地債波動度則維持在低檔，息收優勢在投資期間拉長下將更為明顯。

## 匯市

貿易風險淡化，然關稅對經濟面帶來影響，美元焦點再度回到經濟層面。美國就業數據低迷啟動聯準會降息模式，歐元區寬鬆則進入尾聲，英國因通膨風險暫時維持高利率，日本強勁的薪資數據讓日央維持在貨幣政策正常化階段。短線日本政治風險可達低布局日圓，歐元及英鎊受益於持穩的貨幣政策，同時可留意中國動能對商品貨幣澳幣的挹注。

註：使用的指數說明請見附錄，TP為季底目標價。

資料來源：中國信託商業銀行整理，2025/19

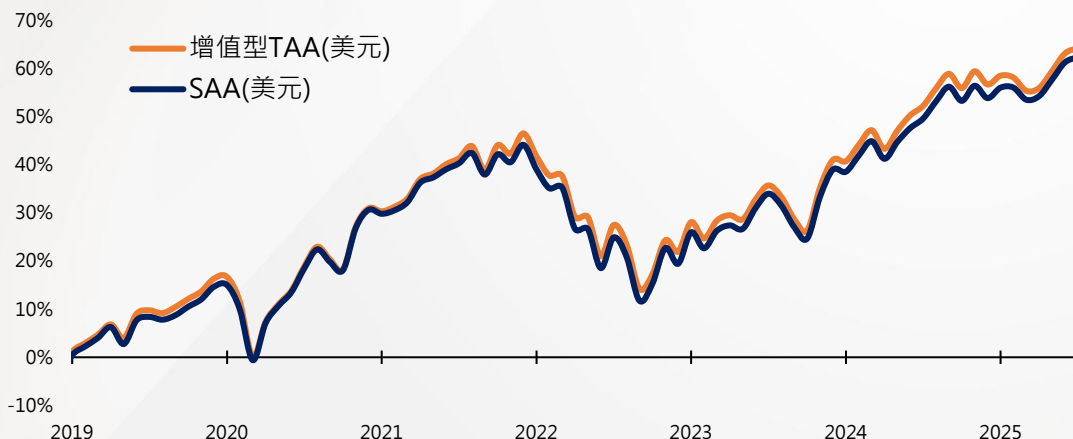
		2025/9/18	4Q25 TP	1Q26 TP
股市 國家	成熟市場股	4279	4250 ▲	4300
	美國	6632	6550 ▲	6600
	拉丁美洲	2525	2450	2500
	歐洲	4594	4650	4700
	日本	45303	44000	45000
	新興歐洲	163	164	170
	新興市場股	1346	1230	1290
	新興亞洲	747	710 ▲	712
	中國A	3832	3850 ▲	3850
	印度	83014	85000	85000
股市 產業	東協	761	730	765
	科技	938	910 ▲	935
	非核心消費	504	500 ▲	510
	工業	488	498	498
	金融	221	227 ▲	229
	地產	1082	1096	1096
	能源	263	258	258
	原物料	370	370 ▲	375
	公用事業	189	195	195
	核心消費	298	320	320
信用	健護	360	360 ▲	366
	通訊服務	164	157 ▲	160
	美國投資級債	4.76	4.8 ▼	4.7
	美國非投資級債	6.40	6.4 ▼	6.2
	歐洲投資級債	3.04	3.0	3.0
	新興主要貨幣主權債	6.65	6.85	6.4
匯市	新興主要貨幣企業債	6.15	6.65	6.05
	美元指數	97.3	95	95
	美元兌日圓	148	140	140
	歐元兌美元	1.18	1.21	1.21
	澳幣兌美元	0.66	0.67 ▲	0.67
	美元兌人民幣	7.11	7.05 ▼	7.05
商品	美元兌南非幣	17.35	17.5	17.5
	布蘭特原油	68	68	62
黃金		3644	3800 ▲	3800



## 降息不衰退的環境，順應趨勢增股減債

- **降息不衰退的環境，採增股減債**：美國消費和就業雖有趨緩，但AI相關投資接棒支撐經濟成長，降息空間也有所增加，對股市行情形成支撐，同時美債殖利率降至偏低水位，因此採增股減債，TAA股債比由上月的63:27調整為64:26。
- **順應降息趨勢，增加美國和新興市場股**：聯準會定調為預防性降息，美股TAA較上月增加1%。日股近2個月漲幅優異，然短線漲多且日央將升息，因此TAA較上月略減1%，轉移至受惠降息和弱勢美元的新興市場，不過日股仍維持相對SAA加碼。債市方面，長天期投資級債和新興債的配置較上月略增。
- **科技和通訊服務為獲利成長最明確的類股**：整體產業4Q25~1Q26營運展望並無更多新預期，產業相對配比維持與前月相同，獲利成長最明確的科技和通訊服務為主要相對SAA增持的對象。

Asset Allocation Model Portfolio 累積績效



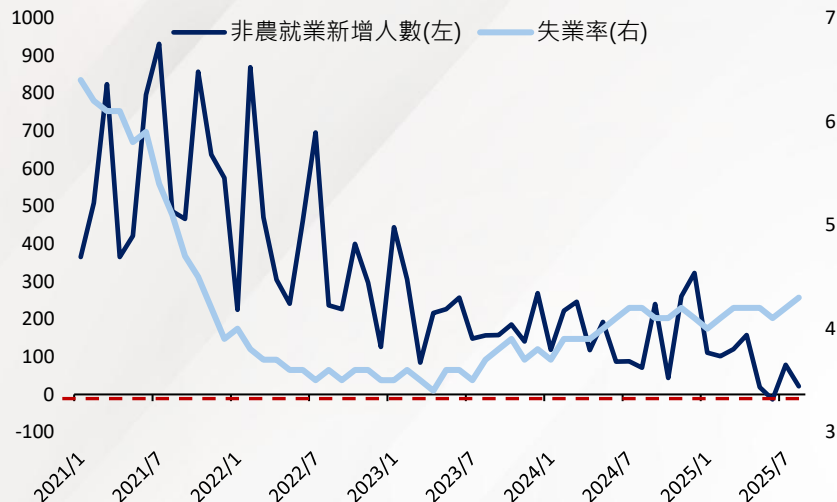
【註】(1). 非傳統資產包含：私募股權、私募債權、私募不動產、私募基建基金、避險基金。(2). 資料來源: 彭博, Eikon, 中國信託商業銀行整理, 2025/9

### SAA及TAA配置建議

資產配置			
	本月TAA配置	長期SAA配置	TAA相對SAA
股	64%	63%	加碼
債	26%	27%	減碼
另類資產	10%	10%	持平
股市			
美國	45%	43%	加碼
科技	14.8%	11.8%	加碼
非核心消費	4.4%	4.4%	持平
工業	4.1%	3.4%	加碼
金融	5.4%	6.2%	減碼
地產	2.3%	0.9%	加碼
能源	0.0%	1.5%	減碼
原物料	0.0%	0.8%	減碼
公用事業	0.0%	1.0%	減碼
核心消費	3.2%	2.7%	加碼
健護	3.2%	4.5%	減碼
通訊服務	7.6%	5.8%	加碼
歐洲	6%	8%	減碼
日本	5%	4%	加碼
新興市場	8%	8%	持平
債市			
政府債	2.0%	8.0%	減碼
長天期	1.0%	2.2%	減碼
短天期	1.0%	5.8%	減碼
投資級企業債	10.0%	8%	加碼
長天期	4.0%	1.9%	加碼
短天期	6.0%	6.1%	減碼
非投資級企業債	7.0%	6%	加碼
新興市場債	7.0%	5%	加碼

# 美國就業暫趨弱待降息刺激，投資接棒支撐景氣

## 製造業略回溫但就業趨弱，終端需求不強

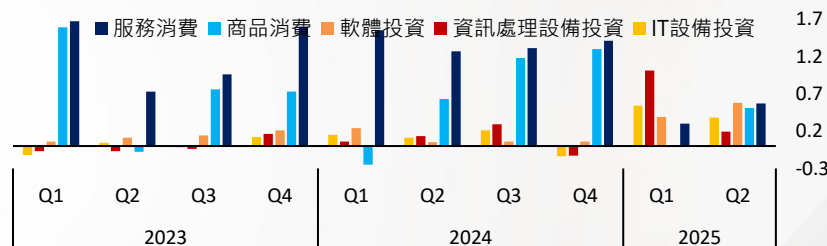


- 製造業略回溫但就業趨弱，整體呈現終端需求不強的環境。美國ISM製造業連續6個月低於50，不過並非持續走低的格局，需求面指標如新訂單與出口有所回升，主要是因關稅已大致底定。但與此同時，美國的就業數據出現明顯下滑，繼大幅下修5、6月就業數據25.8萬後，7月新增就業僅2.2萬人。今年以來失業率表現穩定，但一般估計新增就業低於7~8萬人，失業率將開始上升，本行預期失業率將逐步往4.5%的方向升高。就業市場趨弱將抑制家庭購買力，4Q25的終端需求預計不會太強。

## 消費就業暫趨弱待降息刺激，投資接棒支撐景氣

就業觀察指標	現狀
製造業就業	4月以來趨弱，顯示關稅不確定性影響生產
服務業就業	維持穩健成長
初領	穩定，顯示裁員不嚴重，但9月中首見上升
續領	4月以來開始上升，顯示重回職場難度上升
失業率	今年以來穩定

## 美國經濟成長率貢獻度(%)

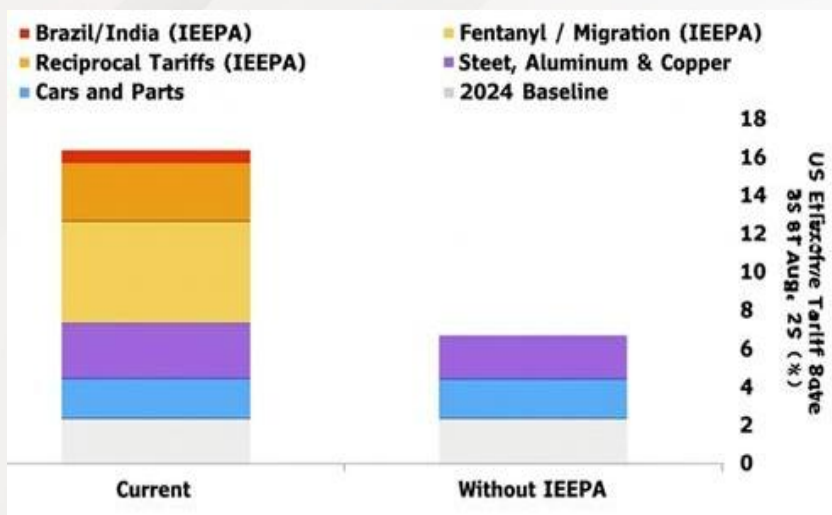


- 景氣暫時放緩但非衰退，民間投資接棒支撐景氣。新增就業低迷的部分原因是嚴格的移民政策造成勞動供給下滑；製造業面臨政策不確定性而暫緩招聘，但沒有明顯裁員，而平均有效關稅稅率雖升高不少，但大致底定，已讓製造業有回復生產的意願；服務業就業仍大致穩定。美國GDP今年以來消費的貢獻度明顯降低，不過經濟成長動能由AI帶動的投資來接棒，投資的趨勢不會在短期改變，加上服務業穩健，消費和就業的短期趨疲並不會讓景氣走向衰退。基準情境研判2026年在降息和減稅效果發酵後，就業和消費將逐步回溫。



## 即使法院裁定部分關稅越權，川普仍有其他工具

依據IEEPA徵收的關稅被判越權



川普還有其他條款可加徵關稅，只是靈活性不如IEEPA

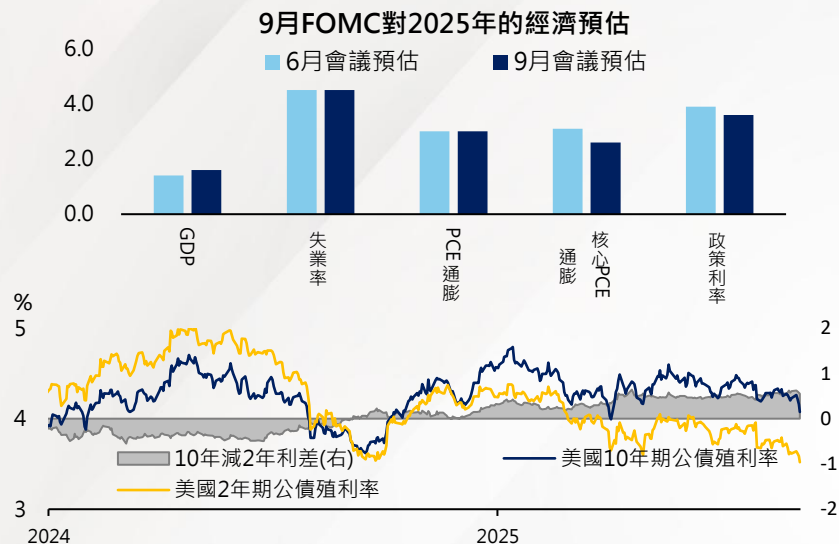
	徵收理由	是否需調查	期限限制	關稅幅度限制
232條款	國家安全威脅	要，由商務部負責	無	無
201條款	對國內產業的損害	要，由國際貿易委員會負責	4年，最多可延長至8年	最多增加50%，一年後需逐步下調
301條款	對美國企業的歧視，或違反美國在貿易協議下的權益	要，由貿易代表署負責	4年，可延長而無最長限制	無
122條款 (歷史未使用過)	國際收支問題	不需要	150天，可經過會批准延長	15%
338條款 (歷史未使用過)	對美國商業的歧視	不需要	無	50%

- **法院裁定美國部分關稅越權** 美國聯邦巡迴上訴法院認定川普使用IEEPA(國際緊急經濟權力法)加徵的關稅越權，川普將上訴到最高法院，如果最高法院受理，最快1Q26前會有結果。
- **扣除IEEPA關稅，有效稅率將僅有目前一半** 此裁定並不影響依據其他法律授權徵收的關稅，如對鋼鋁進口品徵收的關稅。根據彭博估算數字，川普當選以來，美國的平均有效關稅稅率從2.3%上升至16.3%，其中有8.4%是基於IEEPA實施的對等關稅和芬太尼關稅，0.6%是基於IEEPA對巴西和印度額外徵收的關稅。

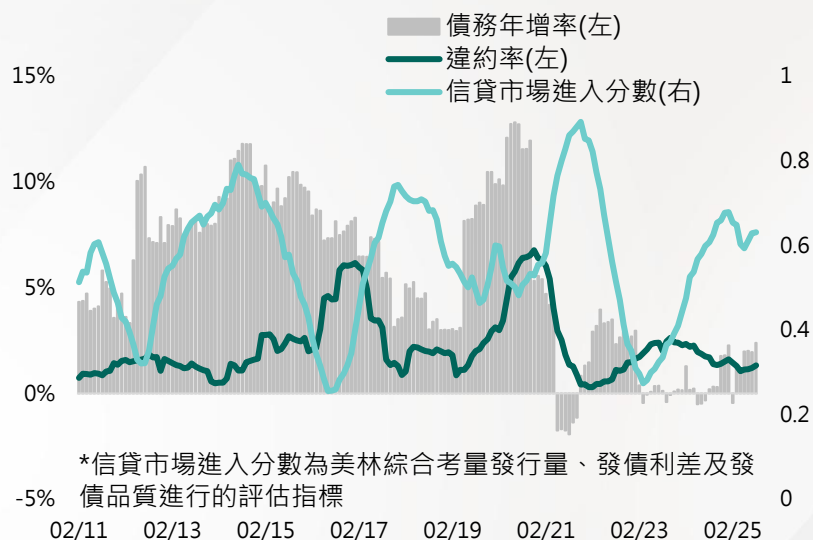
- **川普仍有其他工具可加徵關稅** 目前最高法院由共和黨任命的保守派大法官佔多數席次，但仍難言川普勝券在握。美國政府與歐日韓等國達成的協議關稅已非IEEPA所徵收的關稅，理論上應仍有效，但目前協議僅是框架，川普本人直言若最高法院維持先前裁定，美國恐怕得撤銷談好的協定。不過這不代表關稅戰結束，川普還有很多條款可以使用，最可能的實施方式是先啟動122做為過渡，同時開啟301和232的調查程序，等待更長期的制裁機制到位。不過川普亂喊一個數字就開徵的機率降低，關稅戰仍將稍微降溫。

## 降息預期鞏固，流動性維持寬鬆有助信用市場

降息有利美債殖利率區間下移，然長債下降幅度低於短債



美非投資級企業債務維持低成長，流動性佳有助於再融資



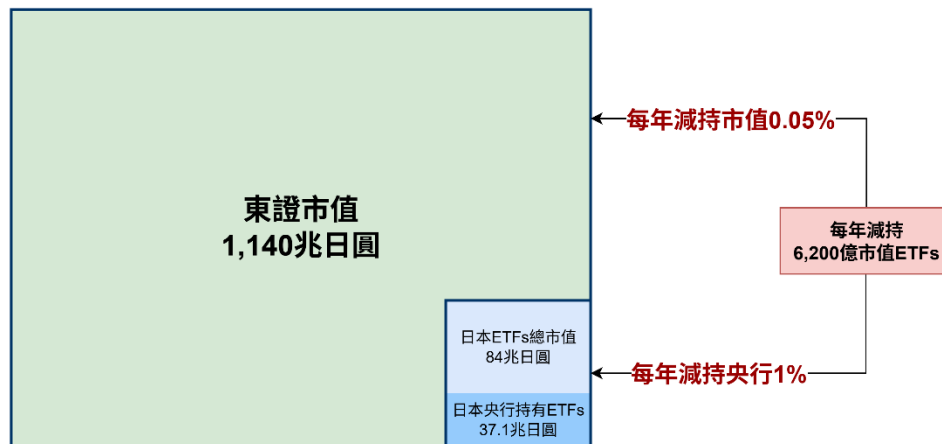
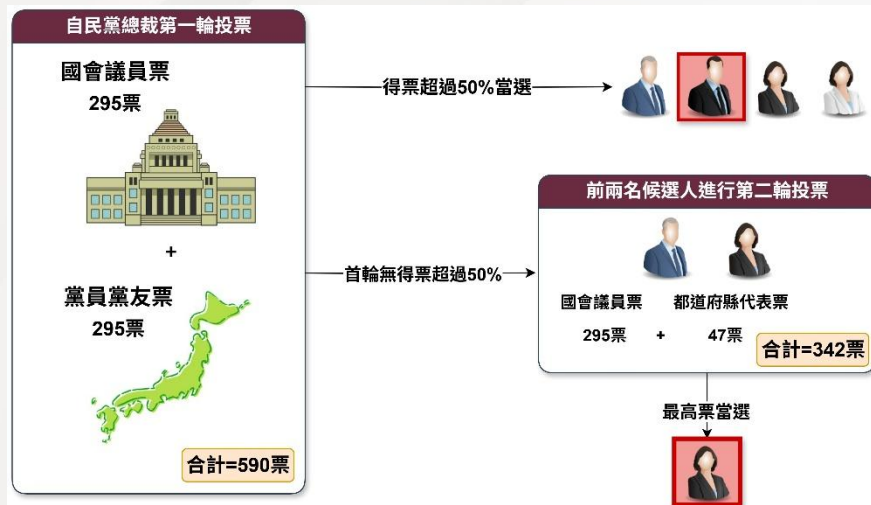
- 9月重啟降息的預期已經鞏固** 9月的降息定調為預防性降息，重啟降息將有利市場流動性維持寬鬆。本行認為2026年通膨將降至2.5%左右，推算還有5碼的降息空間。但需留意長天期利率的下滑幅度將不如短天期，美國10年期公債9月以來從4.3%一路下降至接近4.0%，已經充分定價今年的3次降息，短線再下降的空間不大。本行認為2026年聯準會將把注意力更集中在控制資產負債表和長端利率，包含結束縮表、殖利率曲線控制、購入不動產抵押證券(MBS)，都是可能選項。

- 美非投資級債指數違約率小幅升至1.3%** 美非投資級債近期較大的違約主要來自2家發債量較高的企業所致，但目前違約率仍低於疫後均值，且上升趨勢較明顯的集中在CCC級及小型企業，B級以上企業違約率仍平穩。
- 企業財務政策謹慎，降息進一步釋出流動性可望帶來穩定效果** 非投資級企業財務政策較以往更為謹慎，債務年增率僅低個位數，也因此雖然獲利年增率自2023年以來均維持在5%以下，財務槓桿並沒有大幅上升，且企業進入初級市場籌資狀況仍良好，就連CCC級企業籌資能力也在改善，均有助穩定信用風險。

# 日本政治不確定性升，日央意外減持風險資產

10/4自民黨提前改選總裁

日央減持ETF速度非常緩和，金融市場衝擊有限



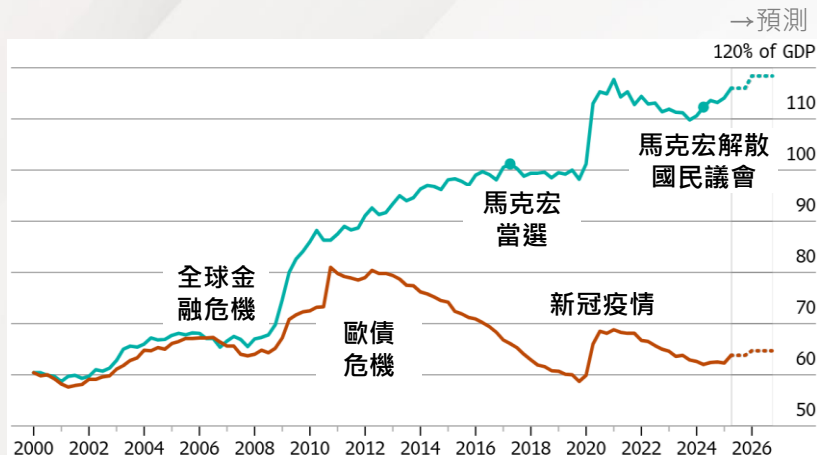
- **石破茂請辭，政治不確定性干擾升高** (9/7)日本首相石破茂以「不願黨內分裂」為由決定辭職，自民黨決議於10/4改選新任總裁，預估為以去年總裁選舉分居二、三名的高市早苗、小泉進次郎的對決，因自民黨總裁選舉制度中，議員得票具有決定性關鍵，因此具派系支持的高市目前勝選呼聲最高。不論如此，對日本股市而言，未來兩個月的政治動盪干擾難以避免，10月國會改選自民黨席次恐進一步萎縮，造成執政不穩定疑慮，以及4Q25日央升息壓力升高，日股短線相對承壓，但短線波動後中長期維持正向展望不變。

- **日本央行維持利率不變，宣布緩步減持ETF和J-REIT**  
(9/19)日本央行利率決策會議雖如預期維持基準利率在0.5%不變，但卻意外宣布減持ETF和J-REIT，其中計畫每年在市場上出售約3300億日元ETF，以每年約50億日元的速度向市場出售J-REIT。加以有本次有兩位官員投下升息票，意外的鷹派讓公布後升息預期走升，日圓升值、日股轉跌逾1.4%，但實際上根據日央估算每年減持額度僅市值的0.05%，且減持速度會視市場情況調整，日股跌幅緩步收斂。不過在政治干擾升溫的情況下，本行維持12月升息的預估不變。

# 法財政疑慮但影響可控，歐股受益政策支持經濟及獲利改善

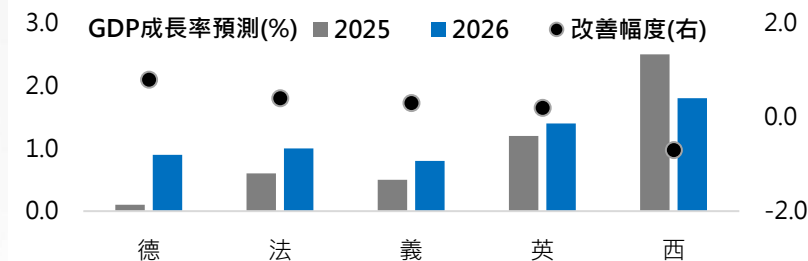
法國政治僵局令財政整頓受限

法國 vs. 德國債務佔GDP比重(%) —法國 —德國

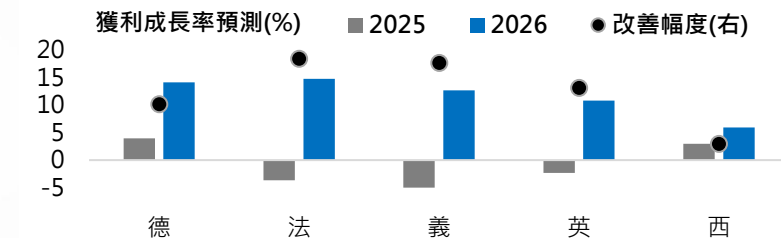


- **法國政治僵局難解，財政整頓受限** 法國自去年6月提前國會改選以來陷入三大陣營分裂的政治僵局，中間派政府無法在國會掌握穩定多數之下，將難以推動大規模的財政整頓，因此，2026年預算案要獲得通過將必須與反對黨協商妥協，意味著財政整頓規模將有限。
- **不信任投票失利已在預期中，市場反應可控** 貝魯發動信任投票雖一度推升十年期法德利差擴大，然貝魯在投票中失利已在市場預料中，且馬克宏傾向尋求協議任命新總理、避免重新選舉，市場波動有所降低，法德利差自高檔回落、歐股波動維持在低檔。

2026年歐洲經濟預估改善，德國受益財政擴張改善幅度最大



市場預估偏高，但2026年企業獲利成長可望改善

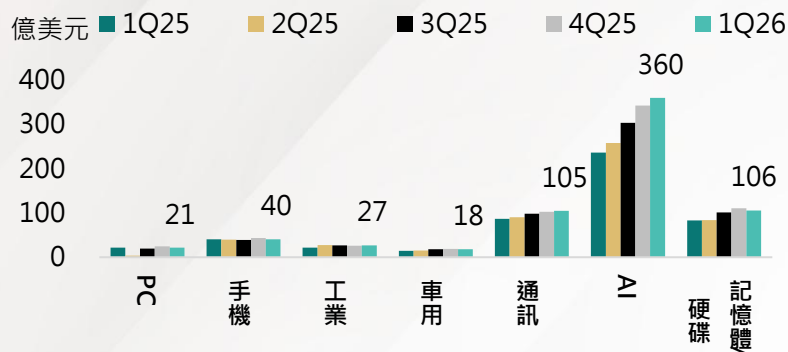


- **歐元區經濟增長預測獲上修，德國受益擴張性財政政策，2026年經濟增長改善幅度最大** 貿易不確定性降低，今年歐元區經濟增長預測獲上修，2026年德國受益擴張性財政政策支持，相比2025年經濟成長改善幅度最為顯著。
- **2H25歐洲企業獲利成長溫吞，但2026年獲利動能可望改善** 2H25歐洲企業獲利面臨歐元升值及關稅壓力，但在基期已低、政策支撐下，2026年企業獲利動能有望逐步回溫。

# 科技財報以AI最亮眼，留意汽車產業投資機會

半導體產業獲利仍以AI最亮眼

各種應用晶片淨利



儘管面臨關稅壓力，美國7、8月輕型車年化銷售量仍呈正成長



- **AI帶領科技財報再創佳績** 2Q25科技財報，機構上調科技產業3Q25、2025的獲利年增率到20.5%、19.7%，以修正4月對等關稅公布初期的過度下調。AI軟硬體產業受到美國關稅衝擊有限，持續帶動科技股獲利成長。
- **車用與工業用晶片業績持續回溫** 半導體產業以AI晶片、HBM、企業級硬碟公司獲利展望最佳。而製造業相關的工業與車用晶片公司則是持續走向復甦，其中車用晶片在低基期下，下半年與1Q26獲利有望持續小幅回升。

- **市場上調汽車銷量預估** 先前市場預估 2025 年美國輕型車銷售量將落在 1,500 萬輛，近期預估值已被上調 3-6%，原因包括了關稅稅率降低及降息循環。日前美國與歐盟、日本達成的貿易協定使汽車進口稅率由 25% 下調至 15%，較低的稅率也降低了車商上調售價的壓力。
- **電動車補貼結束有利於傳統車廠營利** 美國 7,500 美元的電動車稅收抵免將於第三季季底到期，由於傳統車商從燃油車轉型至電動車需花費較多成本，預估第四季電動車銷售放緩將使北美汽車製造商的盈利能力略有改善。

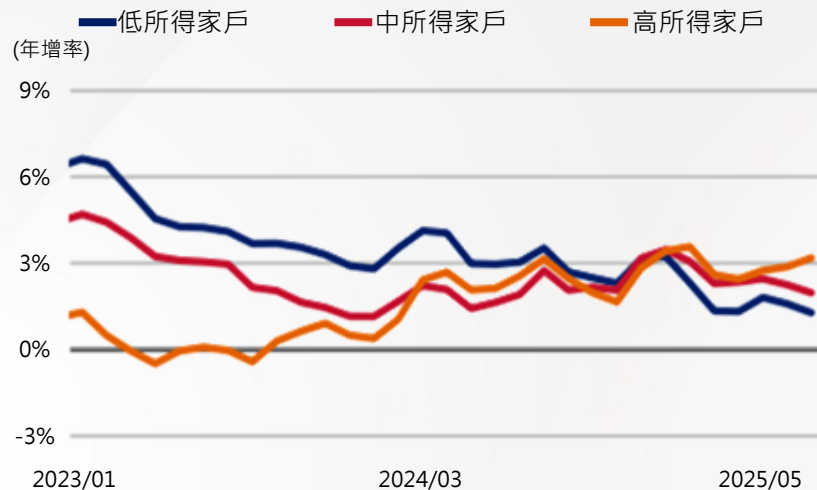


## 核心消費短期轉嫁價格不易，待降息利多

核心消費估值徘徊於 2023/10 月以來高點



低所得與中所得家戶稅後薪資成長皆在減速



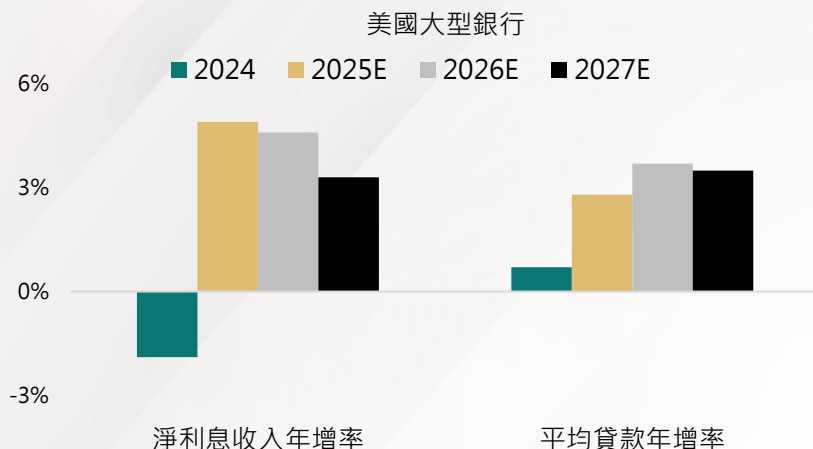
- 核心消費 2025 年盈餘預期持續處於低位** 4 月關稅政策出台後，核心消費全年盈餘共識持續承壓。然而，與此同時，核心消費的防禦性也同步受市場青睞，導致核心消費本益比走高至 2023/10 月以來的高點並支撐指數徘徊於歷史高點。這主要因為傳統觀點認為，核心消費業者具有的剛性需求與定價權較有利於轉嫁成本，具有相當的防禦性。然而，近期核心消費主要業者如沃爾瑪與美元樹的財報顯示 2025 年下半年將開始陸續傳導至美國零售終端售價的關稅或將在降溫的就業市場與所得成長下，核心消費業者轉嫁價格的時程與對獲利的壓力或將更長。

- 美國銀行數據顯示中低所得家戶所得成長動能減速** 呼應近期美國就業市場不如預期及持續降溫的現象。這趨勢加上因關稅引發的終端售價通膨正在使美國消費者更加收緊預算。美國零售龍頭沃爾瑪近期財報即指出其客群在面對關稅做出的調整高於管理層預期，導致調整定價不如市場預期。雖然市場或將迎來降息的利多，但承壓已久的非核心消費更可能因此受惠見到估值上修，導致市場對核心消費的防禦性需求與估值走低。因此，本行對核心消費第 4 季看法較為保守。然而，隨著降息的效果隨時間傳導到美國家戶，本行謹慎樂觀以待消費 2026 表現。

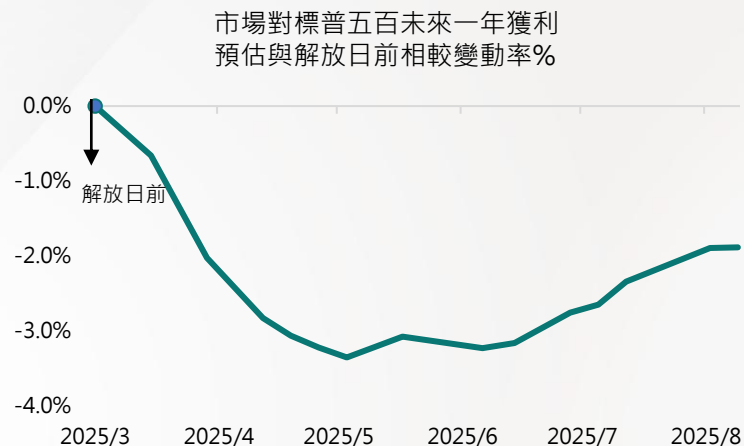


## 降息有助金融貸款活動；產業策略兼具成長及穩定

降息有望刺激金融業貸款活動成長延續



市場對未來一年獲利預估尚未回到解放日前



- 降息有望刺激金融業貸款活動成長延續，抵銷淨息差可能帶來的負貢獻** 從美國大型銀行自身的預期，到券商的預估值，皆可看出降息對金融股利息收入的淨影響為正，因較低的放款利率，可刺激企業和個人貸款需求，增加銀行的放款業務，而降息的意圖也在於刺激經濟成長，有助企業營運改善，壞帳率下降，提升銀行的獲利能力。皆可抵銷降息對淨息差的壓縮以及投資債券的收益減少。訊號來自今年上半年工商業貸款成長有逐季加速的趨勢，而存款成本也呈現微降。

- 受關稅不確定及遞延消費，對未來一年獲利預估尚未回到解放日前** 原預估關稅最差狀況已過修復標普五百未來一年獲利預估，但關稅不確定為4Q25企業獲利預估最大變數，預期消費遞延至明年，也未見到產業獲利普遍大幅好轉跡象，使獲利預估仍低於解放日前。雖以科技受AI推動獲利成長動能最佳，但須提防企業利多轉利空風險(如近期AI硬體)，且關稅持續推升商品價格上漲，在投資建議上維持上月看法持有AI應用科技、數位廣告平台商、國防及商業航空製造，增加汽車、支付金融、旅遊與電商等消費股、軟體等次產業及黃金投資。

# 全球製造業景氣

## 美國企業開始調節存貨，以至於製造業擴張動能放緩

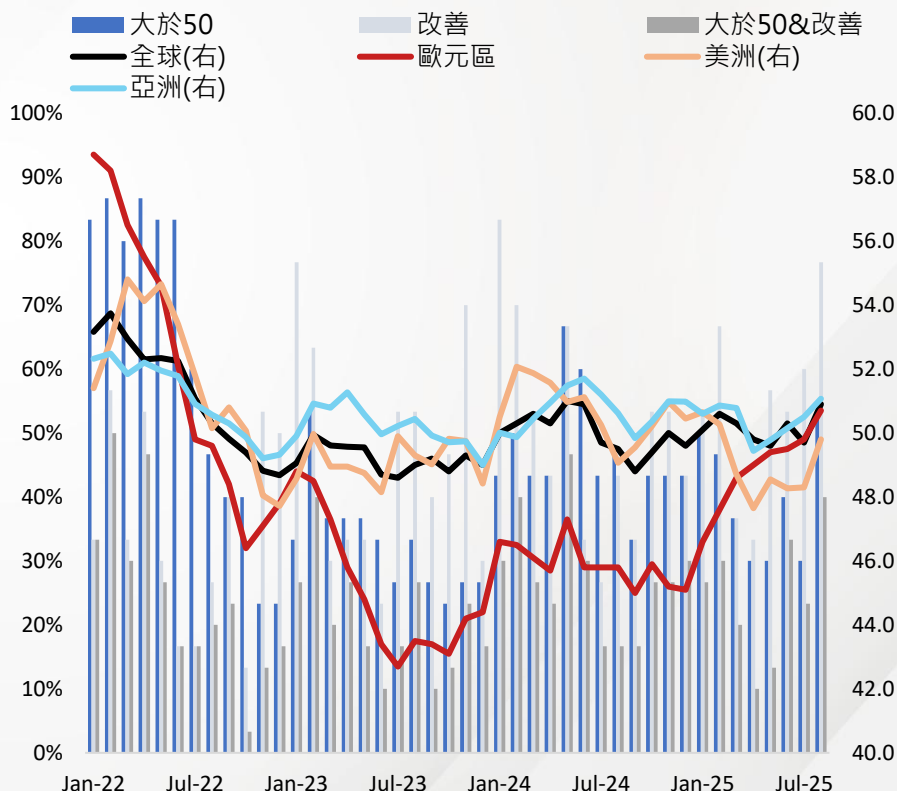
關稅屯貨訂單需求放緩及企業開始調節存貨，PMI再轉收縮

動能較6月略為放緩，不過仍優於4、5月谷底

全球製造業採購經理人指數(PMI)依分項

	總體	產出	新訂單	出口訂單	投入價格	交貨時間	採購存貨	完成品存貨	聘僱
Sep-24	48.7	49.1	47.2	47.5	53.3	49.2	49.0	50.3	48.9
Oct-24	49.4	50.1	48.8	48.3	53.2	48.9	48.5	50.0	48.5
Nov-24	50.1	50.4	50.2	48.6	53.9	48.9	49.3	49.8	49.0
Dec-24	49.6	49.2	49.5	48.2	54.4	49.2	49.2	49.0	49.4
Jan-25	50.1	50.7	50.8	49.4	54.5	49.6	48.8	49.8	48.6
Feb-25	50.6	51.5	51.4	49.6	55.7	49.6	49.3	48.3	49.2
Mar-25	50.3	50.4	50.8	50.1	55.1	49.5	49.5	48.5	49.6
Apr-25	49.8	50.5	49.7	47.3	55.0	49.6	48.9	48.8	49.0
May-25	49.5	49.0	49.0	48.0	53.8	49.0	50.4	49.3	49.3
Jun-25	50.4	51.3	50.3	49.2	54.7	49.6	49.9	49.3	49.7
Jul-25	49.7	49.7	49.8	48.2	54.6	49.9	49.4	48.8	49.4
Aug-25	50.9	51.7	50.9	48.7	55.2	49.3	50.4	50.0	50.2

美歐亞30國家製造業採購經理人指數(PMI)變動比例



# 通膨&央行政策利率

通膨緩降強化央行維持貨幣寬鬆環境，但明年上半年預測顯示再降息空間有限

整體通膨維持下修及緩降趨勢不變

相較通膨下修，央行利率與上個月預測大致維持不變

主要市場通膨(%)

	2024		2025				2026	
	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF
美國	2.6	2.7	2.7	2.5	2.9	3.0	2.9	3.0
英國	2.0	2.5	2.8	3.5	3.7	3.5	3.0	2.4
歐元區	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	1.9	1.7	1.9
加拿大	2.0	1.9	2.3	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1
澳洲	2.8	2.4	2.4	2.1	2.5	2.9	2.8	2.8
紐西蘭	2.2	2.2	2.5	2.7	2.8	2.6	2.2	2.1
瑞士	1.1	0.6	0.3	-	0.1	0.4	0.4	0.5
巴西	4.4	4.8	5.0	5.4	5.2	4.9	4.6	4.3
智利	4.5	4.5	4.8	4.3	4.2	3.8	3.1	3.2
墨西哥	5.1	4.5	3.7	4.2	3.8	3.9	4.1	3.7
印度	4.3	5.6	3.7	2.7	2.4	2.6	4.2	4.9
印尼	2.0	1.6	0.6	1.8	2.4	2.3	3.1	2.3
泰國	0.6	1.0	1.1	- 0.4	- 0.4	0.2	0.3	0.8
韓國	2.1	1.6	2.1	2.1	1.9	1.9	1.8	1.9
菲律賓	3.2	2.6	2.3	1.4	1.4	2.0	2.2	3.1
馬來西亞	1.9	1.8	1.5	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0

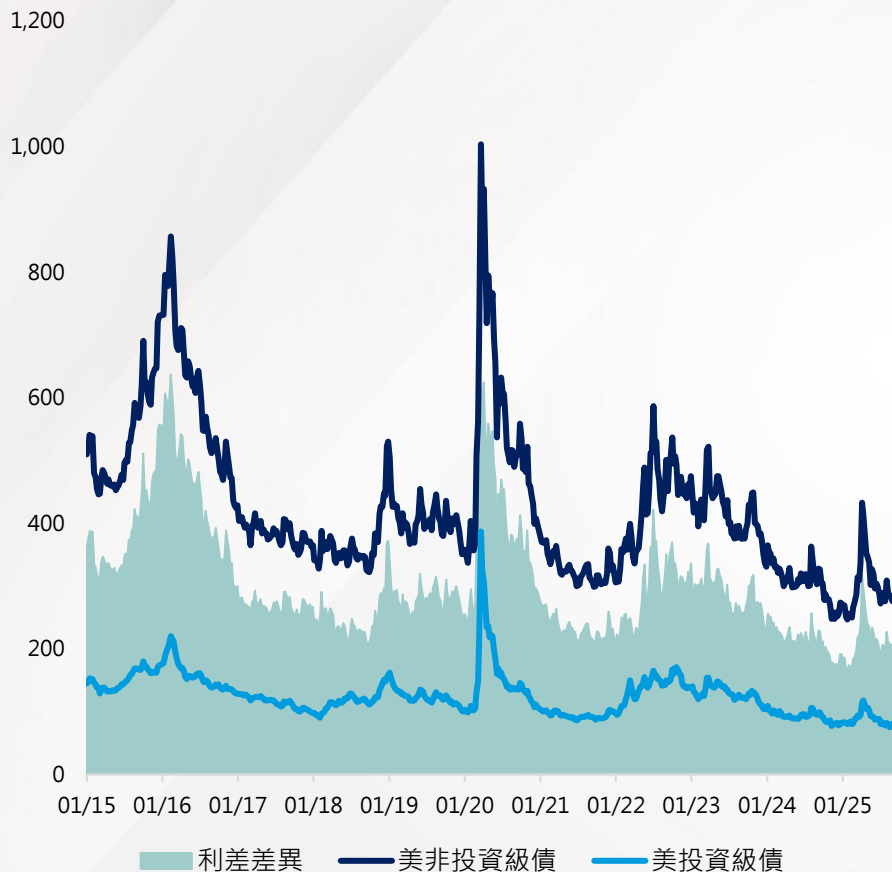
主要市場央行政策利率(%)

	2024		2025				2026	
	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF
美國	5.0	4.5	4.5	4.5	4.3	4.0	3.8	3.5
英國	5.0	4.8	4.5	4.3	4.0	3.8	3.6	3.4
歐元區	3.7	3.2	2.7	2.2	2.2	1.9	1.9	1.9
加拿大	4.3	3.3	2.8	2.8	2.5	2.5	2.3	2.3
澳洲	4.4	4.4	4.1	3.9	3.6	3.4	3.2	3.2
紐西蘭	5.3	4.3	3.8	3.3	3.0	2.8	2.8	2.8
瑞士	1.0	0.5	0.3	-	-	-	-	-
巴西	10.8	12.3	14.3	15.0	15.0	15.0	14.5	13.6
智利	5.5	5.0	5.0	5.0	4.7	4.5	4.3	4.1
墨西哥	10.5	10.0	9.0	8.0	7.5	7.3	7.0	7.0
印度	6.5	6.5	6.3	5.5	5.5	5.3	5.3	5.3
印尼	6.0	6.0	5.8	5.5	4.9	4.7	4.7	4.6
泰國	2.5	2.3	2.0	1.8	1.5	1.2	1.1	1.1
韓國	3.5	3.0	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0
菲律賓	6.3	5.8	5.8	5.3	5.0	4.8	4.7	4.7
馬來西亞	3.0	3.0	3.0	3.0	2.7	2.6	2.6	2.6

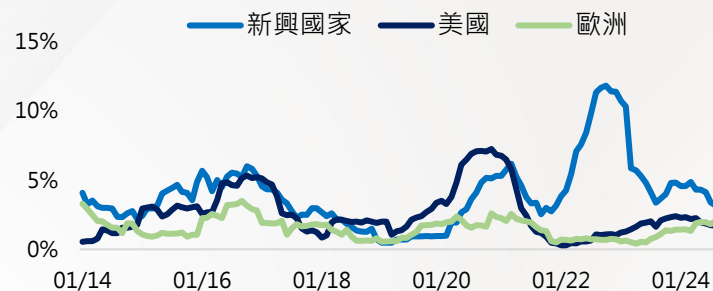
## 違約率小幅上升但仍在低位

美信用債利差持續收斂，惟月間波動放大

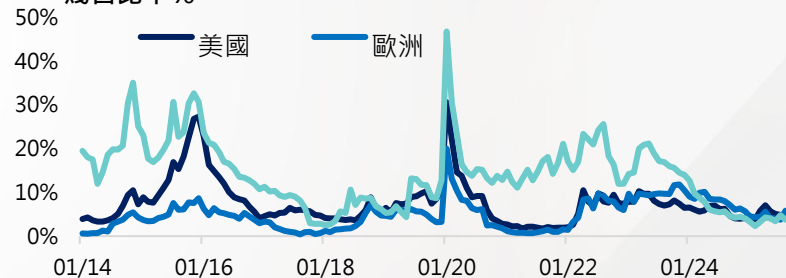
利差(基點)



美國與新興市場違約率小幅上升但仍在低檔  
違約率

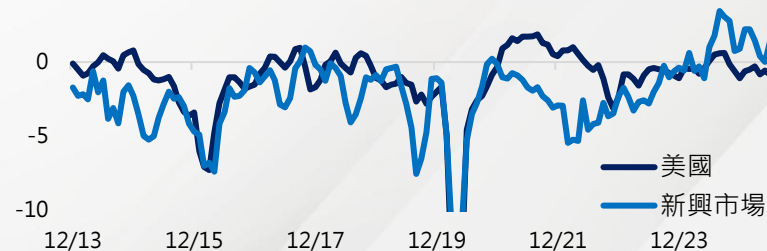


歐洲非投資級債賤售債券比率小幅上升，其餘下降  
賤售比率%



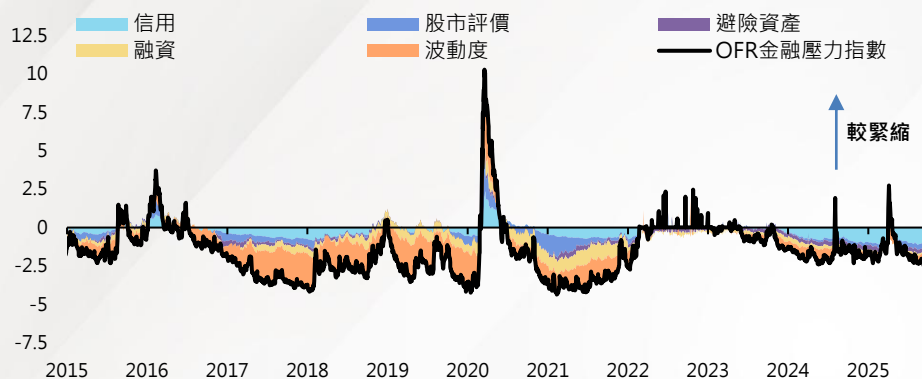
美國企業債信穩健，新興企業債信持續改善

5 升降評比例%

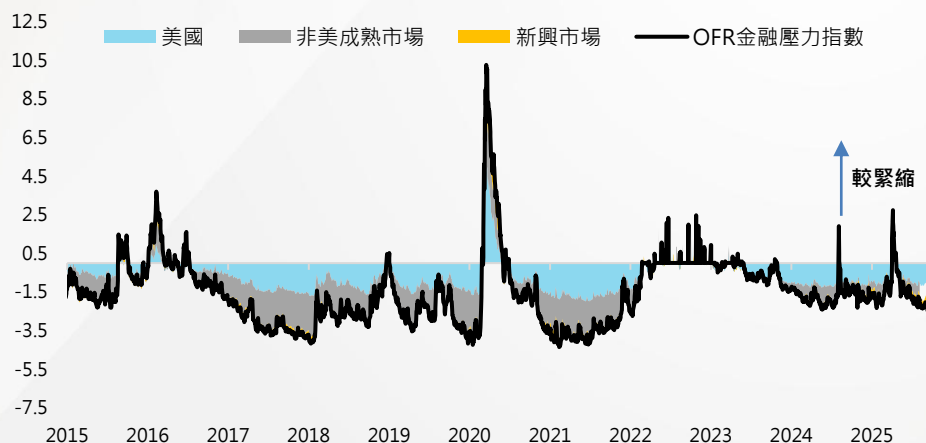


## 近月金融環境寬鬆，流動性寬裕

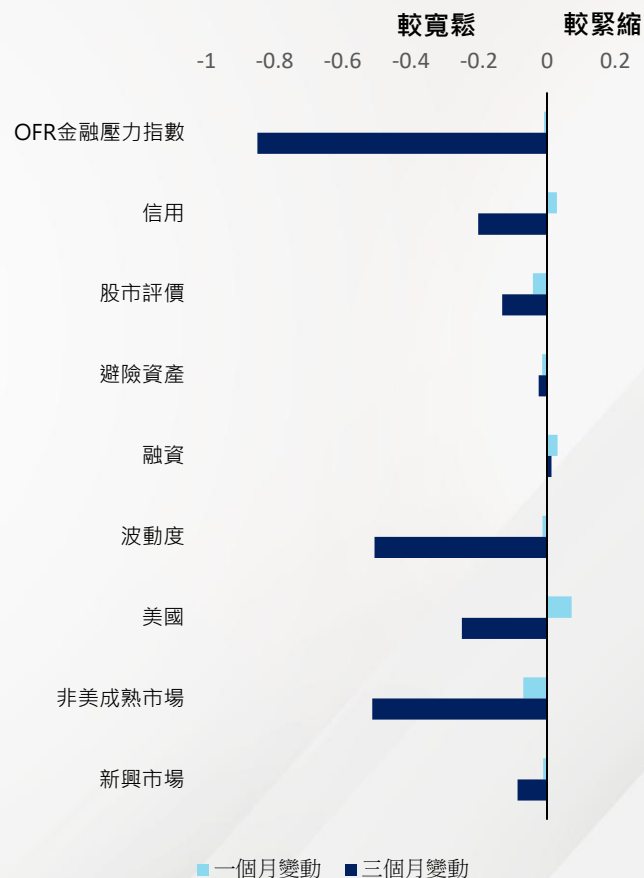
OFR 金融壓力指數-按類別



OFR 金融壓力指數-按區域



OFR 金融壓力指數-近月變動

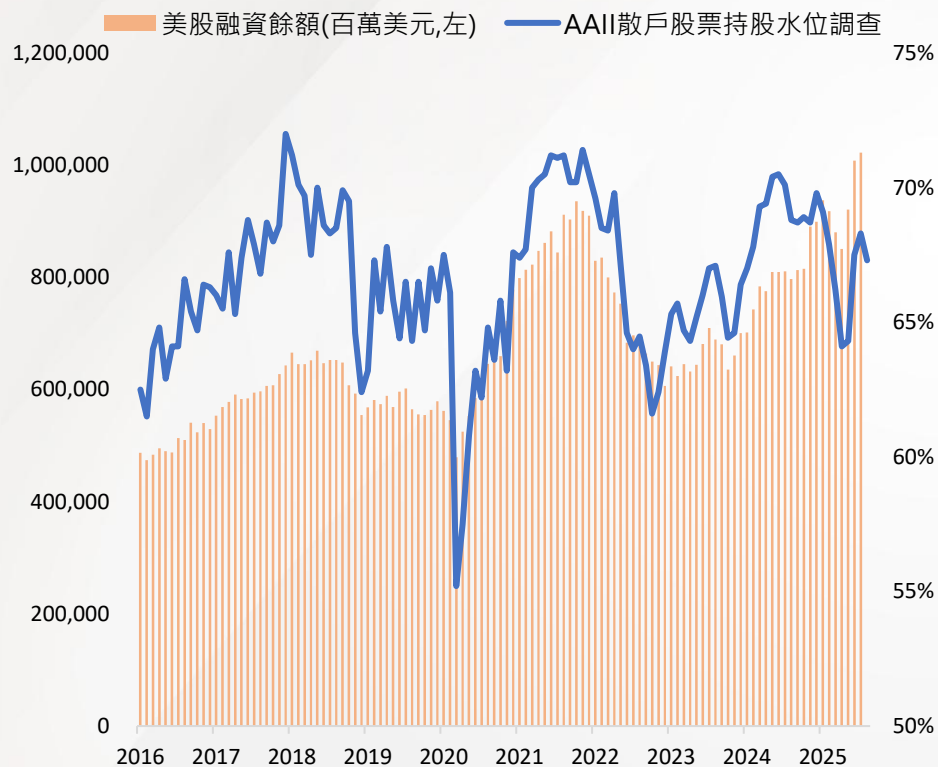


# 散戶持股及融資水位與廣度

指數創高之際，散戶指標及廣度顯示投資人開始居高思危

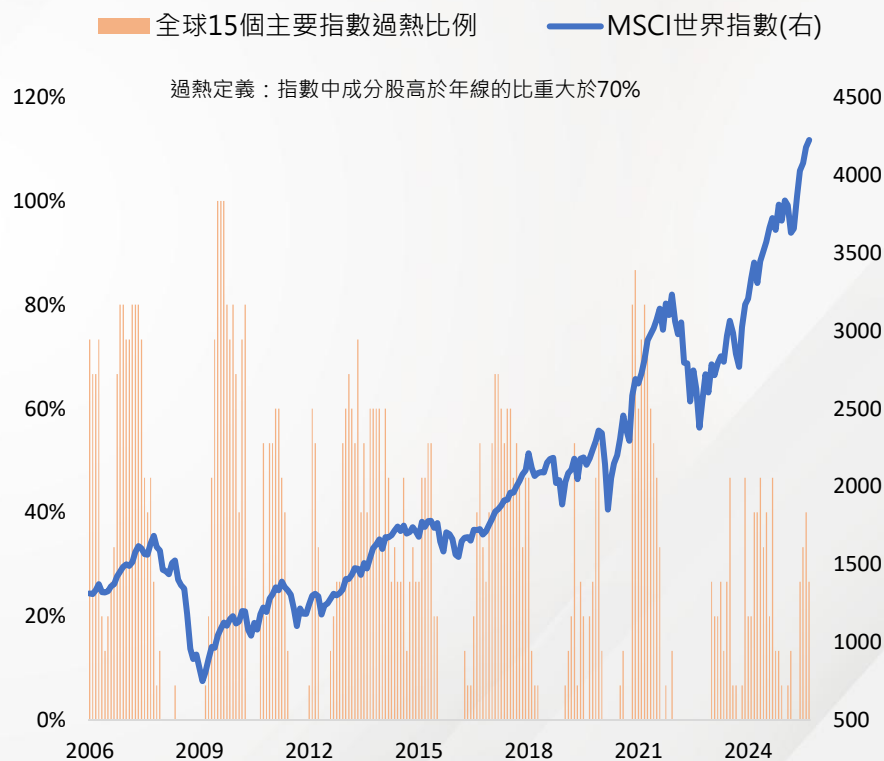
散戶股票部位略降，但在合理水準

美國散戶股票部位調查及融資餘額



指數持續創高，但廣度由擴大轉收縮

股市廣度





# 【美國】高估值限縮短線空間，趨勢正向看待

	4Q25目標價	1Q26目標價
美國標普500指數	6550	6600

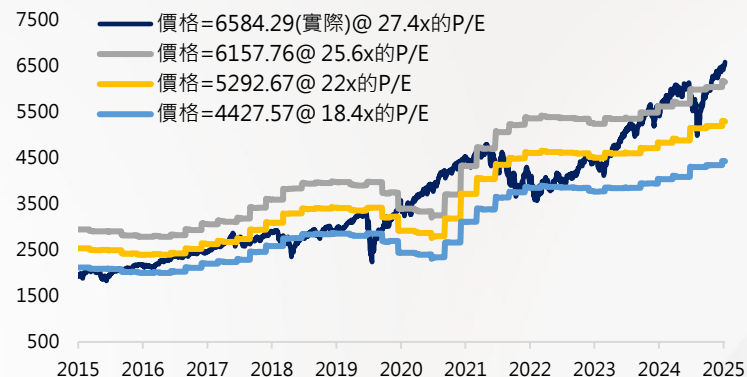
## Strategy

關稅不確定性降低、美國科技巨頭財報優異、降息預期提高，是推升美股估值至歷史相對高點的主要利多因素，然估值上升至歷史相對高點後，需要新一輪利多，或是待政策利多發酵推升獲利。這也是近一個月美股創高，但漲幅不大的原因。

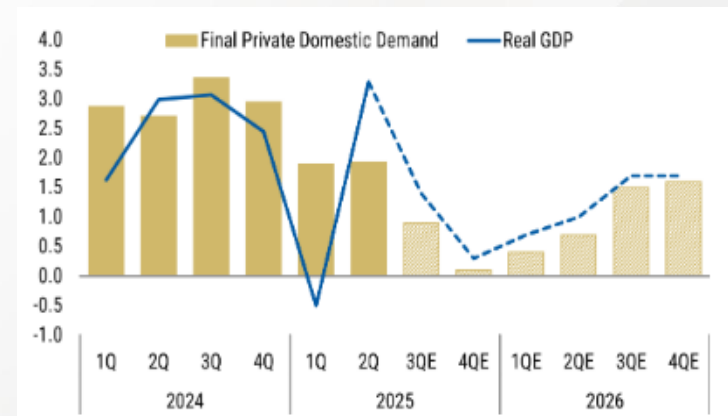
就業數據成為下一個盤勢關注焦點。美國的就業數據明顯走弱，繼大幅下修5、6月就業數據25.8萬後，7月新增就業僅2.2萬人。在9月FOMC會議前，疲弱的就業數據被視為增加聯準會降息的理由，反而對盤勢形成激勵，在9月FOMC會議真的降息之後，市場需要看到景氣維持穩健的證據。本行基準情境認為消費和就業僅是暫時放緩，2026年在降息和減稅的效果發酵後，景氣將逐步回溫，因此對美股的趨勢維持正向看待，但數據的檢驗期或帶來短線的震盪。

## 美股估值維持偏高水位

美國標普500指數本益比河流圖



## 預期終端需求在2026年回溫



## 【歐洲】歐股受益政策支持經濟及獲利改善

	4Q25目標價	1Q26目標價
道瓊歐洲50指數	4,650	4,700

### Strategy

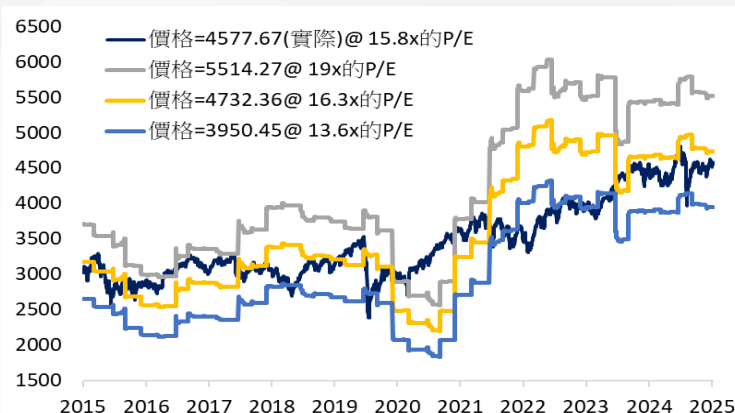
出口商特別是製藥業，因應美國關稅而提前出貨，提振歐元區上半年經濟表現優於預期，然而，隨著提前拉貨效應消退、加上關稅上升壓抑外部需求，第三季經濟活動預估將停滯。根據歐洲央行9/11公布的最新評估，美國對歐產品加徵關稅將對歐元區經濟帶來負面衝擊，但美歐貿易協議降低政策不確定性，部分抵消了衝擊，兩者相抵後，關稅政策對2025至2027年歐元區實質GDP累積將造成0.7個百分點的負面影響，幅度略高於6月份的預測。

展望2026年，外部需求預期將放緩，所幸，德國擴張性財政措施可望於中期對經濟形成實質支持，加上薪資成長與儲蓄率緩步下降支撐消費，內需動能有望逐步增強。

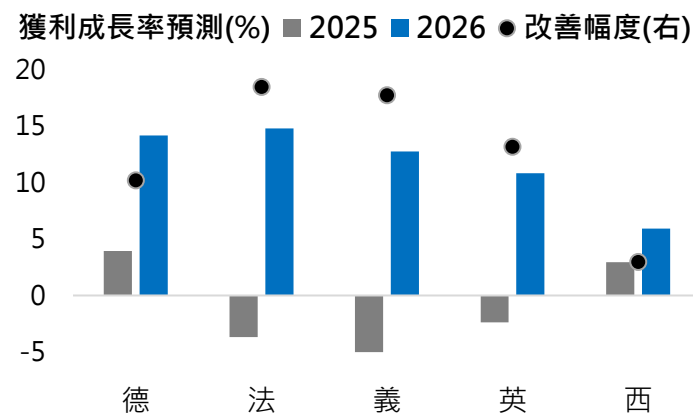
今年第三季以來歐股狹幅震盪，歐洲企業獲利預估受到歐元升值影響被下修，影響歐股漲幅落後美日股市。短線法英預算引發市場對財政可持續性的擔憂、2025年下半年歐洲企業獲利增長溫吞，歐股短線仍須慎防震盪，然而，展望2026年，歐元區經濟預期溫和復甦，尤其，德國擴張性財政政策將支持德國經濟改善幅度優於其他國家。另外，歐洲企業獲利增速預估將較2025年改善，且歐股評價合理，預估將支撐歐股呈現溫和上行格局。

### 歐股評價不貴

道瓊歐洲50指數本益比河流圖



### 市場預估偏高，但2026年歐洲企業獲利成長可望改善



# 【泛太】短線政治干擾升不改日股長線正向

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI泛太平洋指數	210	210
日經225指數	44,000	45,000

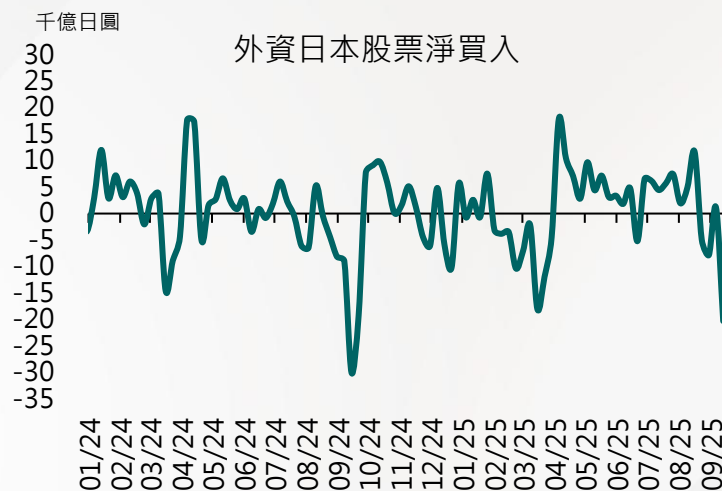
## Strategy

(9/7)日本首相石破茂以「不願黨內分裂」為由決定辭職，自民黨將決定於10/4進行總裁改選，如新任首相解散國會，預估10月底前完成眾議院改選。本次改選預估為以去年總裁選舉分居二、三名的高市早苗、小泉進次郎的對決，因自民黨總裁選舉制度中，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最高，但小泉如能爭取石破茂支持仍有挑戰首相之位的機率。

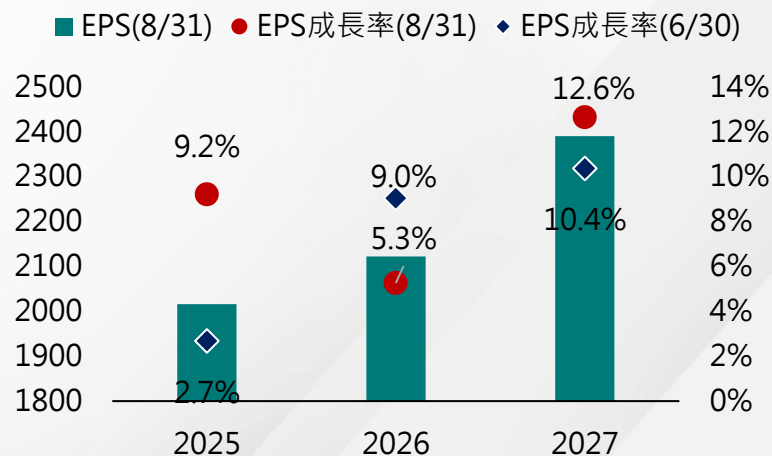
不論如何，對日本股市而言，未來兩個月的政治動盪干擾難以避免，10月國會改選自民黨席次恐進一步萎縮，造成執政不穩定疑慮，以及4Q25日央升息壓力升高，日股短線相對承壓。

不過，隨著外貿不確定性的降溫，市場預測日股企業獲利表現有所回升；同時改革紅利以及低估值優勢延續，今年外資已淨買超日股超過5.4兆日圓、創歷史新高，加以通膨-薪資成長正向循環帶動勞動參與率的提升，本行維持對日股正向展望。

## 外資連續7周淨買入日股



## 日股2025年企業獲利上修



## 【新亞】AI題材簇擁 但留意評價偏高帶來的震盪

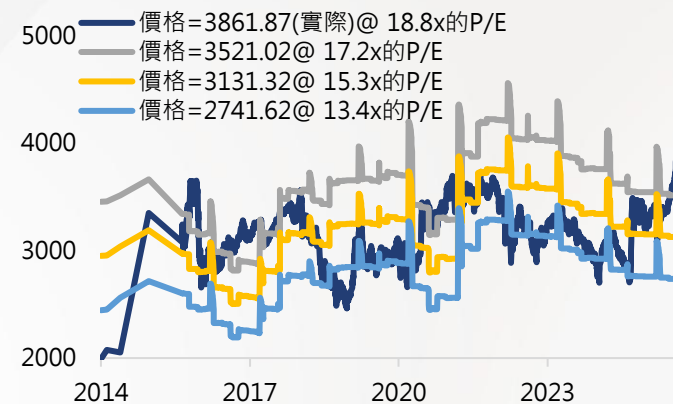
	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI新興亞洲指數	710	712
中國A(上證指數)	3850	3850

### Strategy

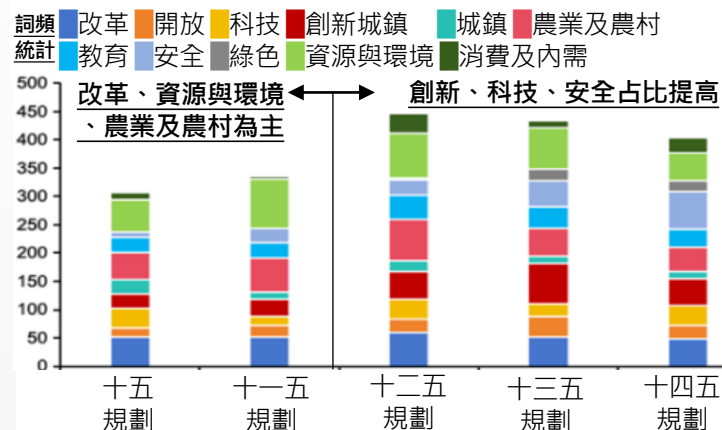
ASIC 與 GPU AI 伺服器相關需求暢旺，有利重要AI供應鏈的台韓相關族群，挹注業績持續拓展，台股上市櫃公司8月營收4.15兆元，寫下單月營收歷年同期新高佳績。韓政府撤銷原有意提高資本利得稅課徵起點，重振韓股投資信心，韓股續創新高。另一個往AI題材靠攏的是港股，阿里巴巴正開發專為AI應用設計的新晶片，港股涵蓋較多靠攏雲概念與AI變現挹注獲利的產業龍頭企業，加上評價合理，港股仍是介入中國市場的較佳選擇。中國股市方面，10月將迎五中全會預計審議通過十五五的五年規劃並發佈公報，10月中下旬或11月月初「建議」發佈，次年三月發布「綱要」，研判五中全會前市場將預期十五五規劃的可能推進重點，包括新質生產力、綠色轉型、民生福祉與反內卷相關將是主軸。中美談判進程較市場預期佳，但回到基本面，受制搶出口動能回弱、不佳天氣以及反內卷對投資、生產端的限制，補貼效應的消退，中國出口投資、生產與零售銷售數據皆較前月走弱且不如預期，因此不改對全年中國景氣預估前高後低路徑，加上中國股市預估本益比已回至歷史新高，基本面與評價皆為提供安全的投資邊際保護。

### 中國股市評價接近歷史新高

上證指數本益比河流圖



### 十五五將揭露，新質生產力等結構改革將是重點



## 【東協/印度】以估值及空間而言，4Q印度相對東協有表現機會

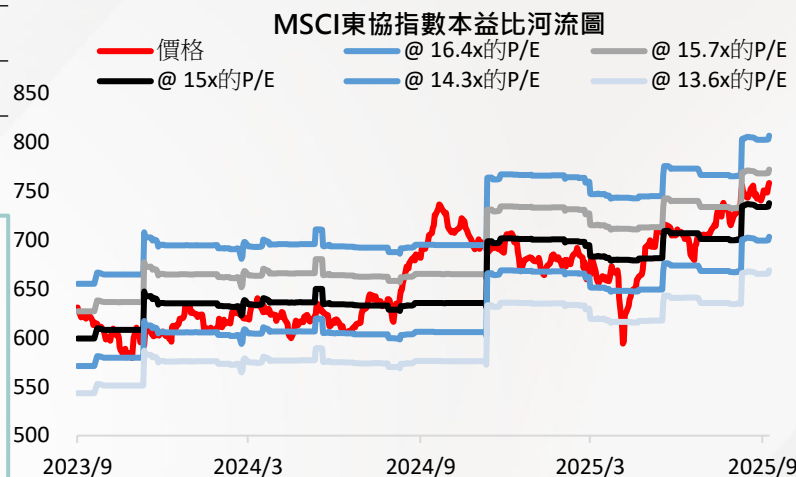
	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI東協指數	730	765
印度Sensex指數	85000	85000

### Strategy

東協主要市場股市在9月出現分歧走勢，但MSCI東協指數仍在緩步走高。主要市場當中，新加坡及越南在9月續創歷史新高，泰國在新總理就任後創7個月新高，而印尼在爆發街頭衝突後開始震盪走平。支撐整體指數持續走高的因素，除了有對聯準會重啟降息的預期，另外亞洲出口自第二季以來始終保持成長，以及東協製造業PMI重返擴張，顯示基本面仍在改善。由於出口優於預期，出口導向的新加坡、越南、馬來西亞及泰國GDP皆陸續在上修。展望4Q25，出口成長在消費旺季拉貨結束下放緩機率高，可能影響股價走勢，加上目前估值進入高檔壓力區，看法暫時轉中立。

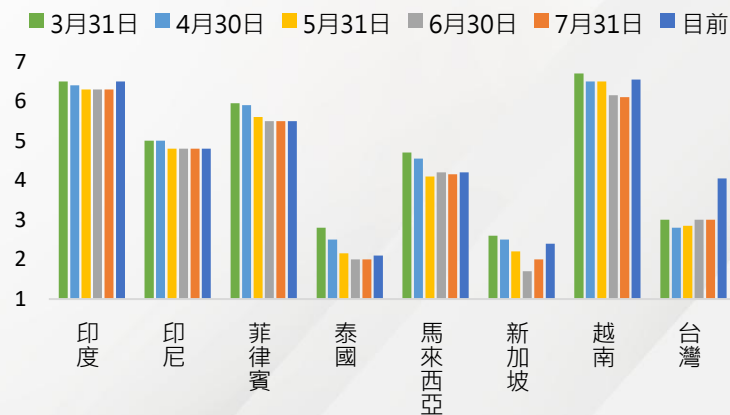
印度方面，2Q25 GDP優於市場預期及創5季新高，顯示內需及投資仍非常穩健，降低商品及服務稅(GST)有望對內需提供額外支撐。與此同時，雖然美國關稅對GDP影響有限，美印重啟貿易談判化解分歧，還是有助印度股市評價。由於印度股市已回落整理兩個月，4Q25相對有空間。

### 東協指數估值開始進入高檔壓力區



### 出口優於預期下，出口導向國家GDP開始上修

#### 2025年GDP成長率預估變化(%)





## 【新歐】銀行加稅提案及地緣變數干擾市場

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI新歐指數	164	170

### Strategy

新歐股市受惠於基期低、美元走弱，激勵今年以來新歐股市漲勢突出，然在大漲過後過去一個月面臨回檔壓力。

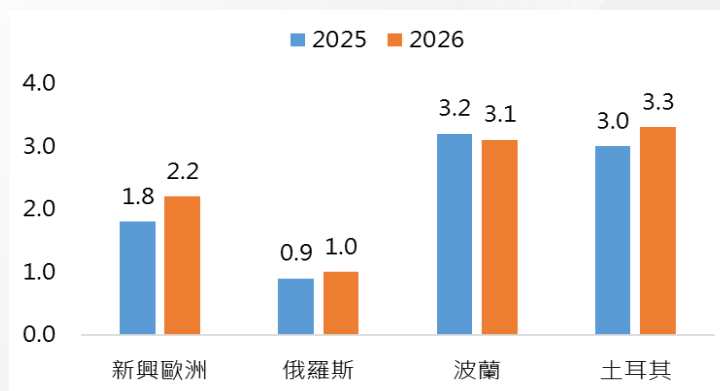
根據國際貨幣基金組織(IMF)2025年7月預測，波蘭2025及2026年經濟成長率可望維持在3%以上，通膨壓力放緩，提供央行放寬貨幣政策限制性的空間，波蘭央行降息周期預估將持續至2026年，有助支持新歐股市表現。然而，波蘭財政部8月下旬提案，建議自2026年起將銀行企業稅率由目前的19%大幅調升至30%，以支應國防開支，之後再逐步降低稅率，此提案仍需獲得內閣、議會及總統批准，但若此政策落實，將對銀行獲利帶來負面衝擊，另一方面，地緣政治變數干擾升溫，雖然先前川普出面磋商，但俄羅斯對烏克蘭持續發動襲擊，近日更發生俄羅斯無人機越過邊境、進入波蘭領空，顯示普丁的強硬態度，俄烏要就停火取得共識恐非短期間可達成，維持新歐股市中立評等。

新歐股市評價回升，相對新興市場折價幅度明顯收斂



2026年波蘭經濟成長預估持穩於3%

IMF實質GDP成長率預測(%)





## 【拉美】估值修復非獲利成長，中性看待

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI拉美指數	2450	2500
巴西Ibovespa指數	145000	147000

### Strategy

雖然市場仍持續聚焦在AI相關題材，不過近期受惠美國降息預期升溫，美元不強使新興貨幣有明顯升值，新興股市表現良好，拉美股市近一個月維持上漲。

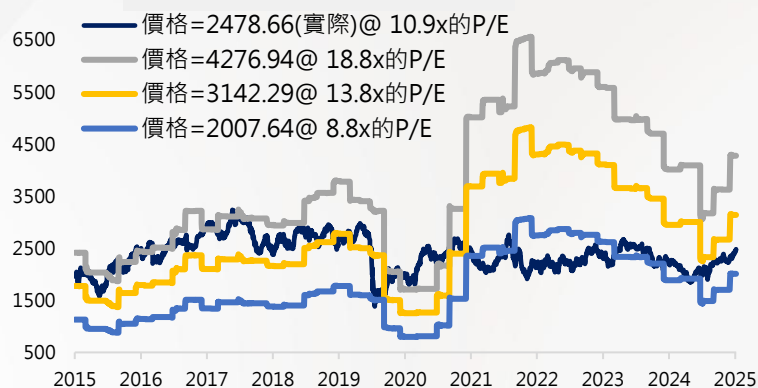
拉美企業第二季的財報結果好壞參半，符合國內經濟降溫的情況，若以美元計算，營收相較去年同期-1%，不過獲利有小幅增長，其中巴西企業的財報略優於墨西哥。巴西的數位轉型被認為是長期的趨勢機會，其中以金融科技概念股如Nu bank、Mercadolibre較受矚目，不過受利率變動的影響也較大。

巴西的政策利率高達15%，對企業的業績形成阻力，不過研判巴西升息週期已在今年結束，預計從2026年將開始降息，市場近期也開始上調巴西2026年的獲利展望。

整體而言，本行認為拉美股市是有上漲空間的，但短線主要是基於本益比修復而非獲利成長，加上巴西和墨西哥近年財政政策受制，對接下來的行情仍維持中性看待。

### 拉美評價有所回升

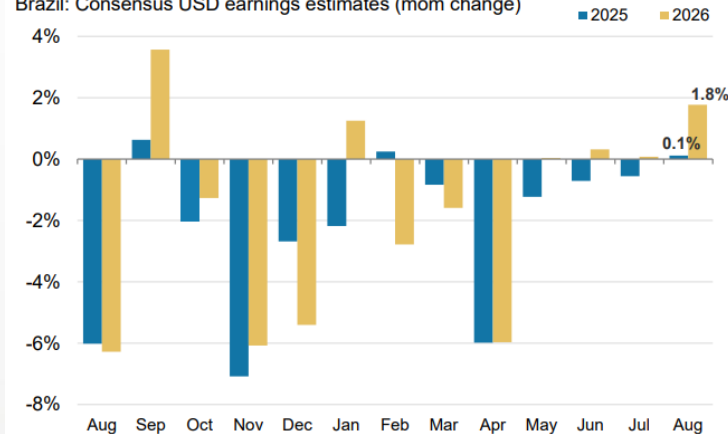
MSCI拉美指數本益比河流圖



### 預期巴西2026年開始降息，市場開始上調獲利展望

巴西企業獲利預估變動

Brazil: Consensus USD earnings estimates (mom change)



## 【科技&通訊服務】科技正向；通訊正向

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI世界科技指數	910	935
MSCI世界通訊服務指數	157	160

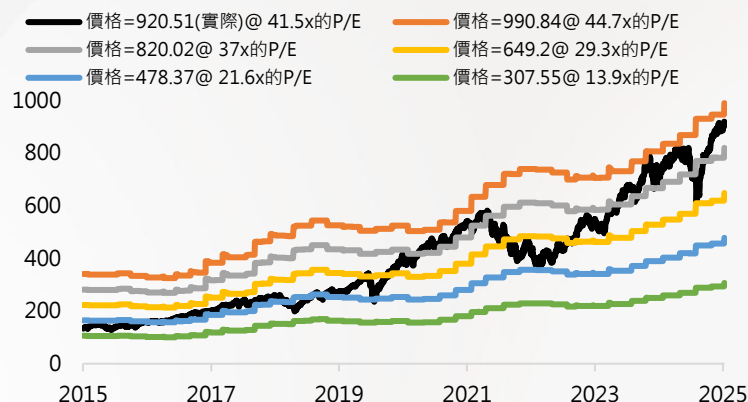
### Strategy

**資訊科技：**甲骨文2Q25財報顯示，在與數家雲端服務巨頭新簽署雲端基礎建設合約，帶動未履行訂單暴增3.5倍達4,550億美元。財報顯示AI對於雲端基礎設施維持強勁需求，本行對於AI晶片、HBM記憶體、伺服器製造與組裝業績持續看好。因此，本行維持樂觀看待4Q25~1Q26科技產業發展後勢。

**通訊服務：**延伸自市場對AI軟體需求增溫下，通訊服務產業主要權重個股Alphabet及Meta平台SaaS雲端運算業務，也將同步受惠此一趨勢。另一方面，藉由評估雲端服務供應商(CSP)業者對於資料庫管理系統(DBMS)訂閱金額的成長來看對於Gen AI(生成式AI)需求，來推論SaaS營運成長動能，本行預估未來3年SaaS營運年複合成長率維持在10%以上的成長。趨勢上，進入本行先前預期AI發展周期由基礎建設進入邊際運算階段且由軟體需求啟動的看法。

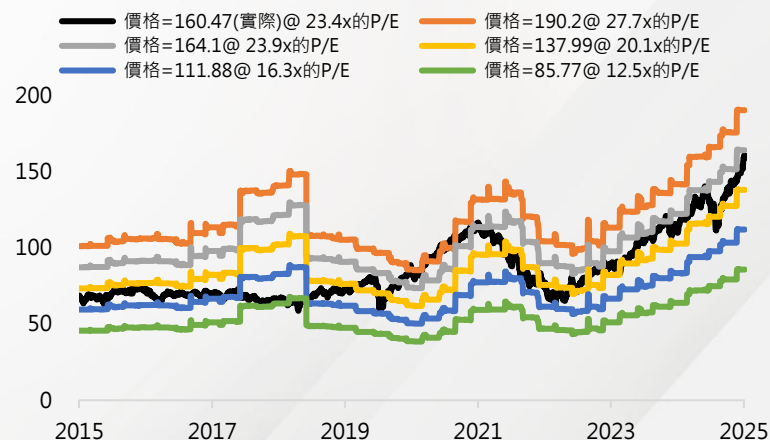
### 科技指數評價高於長期均值

MSCI世界科技指數股價本益比河流圖



### 通訊服務評價高於長期均值

MSCI世界通訊服務指數股價本益比河流圖



## 【消費】核心消費正向；非核心消費中立

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI世界核心消費指數	320	320
MSCI世界非核心消費指數	500	510

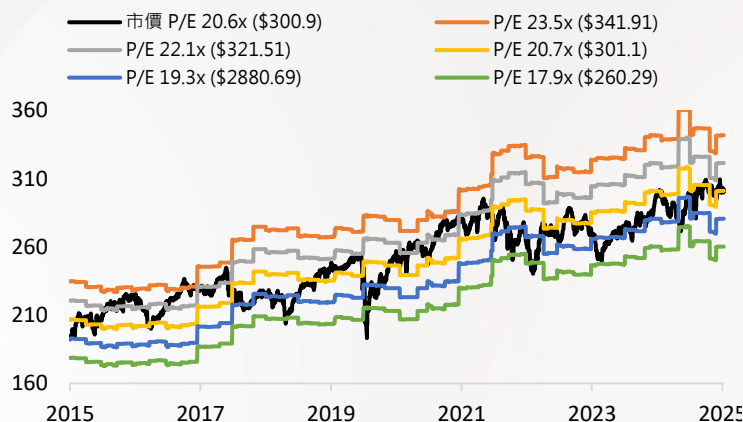
### Strategy

**核心消費：**美國 8 月 CPI 家庭食品通膨 2.7%，持續增溫。鍵於低基期與關稅議題，2025 年家庭食品通膨雖仍是增溫看待。近期美國日用雜貨通路財報顯示美國中低收入家戶對關稅加價的反應較不利，主要通路毛利率表現較市場預期低，顯示出中低收入家戶在就業與所得成長降溫下較大的消費壓力。廠商轉嫁關稅成本的步調可能較預期慢。雖然聯準會或將降息舒緩核心消費壓力，但降息可能使市場更加偏好承壓已久的非核心消費，使得對核心消費的防禦需求較低，不利指數上攻。因此本行對核心消費展望短期暫轉為中立，但隨價格轉嫁且降息效果傳導及核心消費的合理估值，本行看好核心消費 1Q26 表現。

**非核心消費：**非核心消費仍聚焦在所得與支出成長。短期美國零售動能雖仍穩健，反映在近期亞馬遜與Shopify等電商財報中零售動能的表現，及沃爾瑪由高收入家戶帶動的營收成長。然而，部分非核心產品品牌商財報如 Lululemon 仍傳遞出終端非核心商品消費的疲軟。近期指數估值已因降息預期而顯著走強，但價格轉嫁可能較慢的進程與就業、所得的降溫預料仍將左右 4Q25 需求的主調，因此本行對非核心消費 4Q25 仍中立看待，但隨降息後或將引領再融資與房屋權益融資的動能，及 1Q25 較低基期，本行對非核心消費 1Q26 轉正向。

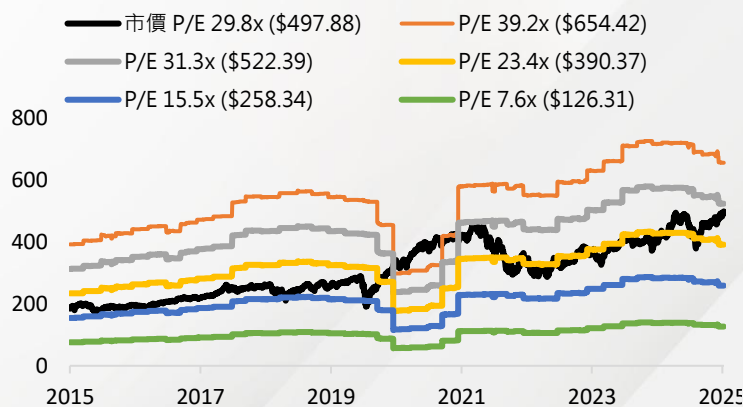
### 核心消費評價與長期均值一致

MSCI世界核心消費指數股價本益比河流圖



### 非核心評價高於長期均值

MSCI世界非核心指數股價本益比河流圖



## 【工業&原物料】持中立，但可留意次產業

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI世界工業指數	498	498
MSCI世界原物料指數	370	375

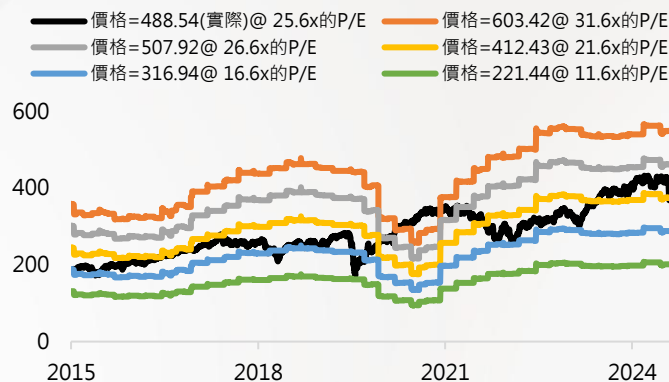
### Strategy

**工業：**美國各地的公用事業公司正在經歷並預測電力需求將大幅成長，得益於新技術和相關基礎設施(包括資料中心和人工智慧)的採用，將帶來對電力基礎設施的潛在歷史性投資和擴張。而利多消息與基本面提供商用航空與國防業樂觀前景，如美國國務院批准向波蘭出售F-35的維護專案支援、通用動力交付了首架灣流G800公務機、年至今新飛機訂單活動依然強勁，售後市場持續維持高成長率。但對機械業需謹慎，因財報與財測皆透露出關稅對機械業的衝擊逐漸加大。

**原物料：**美國積/爭奪關鍵資源、設立/擔憂貿易障礙或礦區審批不順/工安事故易推升關鍵資源價格，金價也續受避險、保值需求及新興央行持續增持推升；4Q25銅需求受庫存及景氣影響，但明年需求成長高於供給增加，預期銅價先蹲後回升；鉀肥供需仍緊；預期明年受降息將改善塗料需求；但擔憂經濟成長放緩及房市復甦仍慢恐壓抑工業及黑色金屬，商品化學仍受供給過剩影響。綜評持中立，較看好貴金屬相關投資。

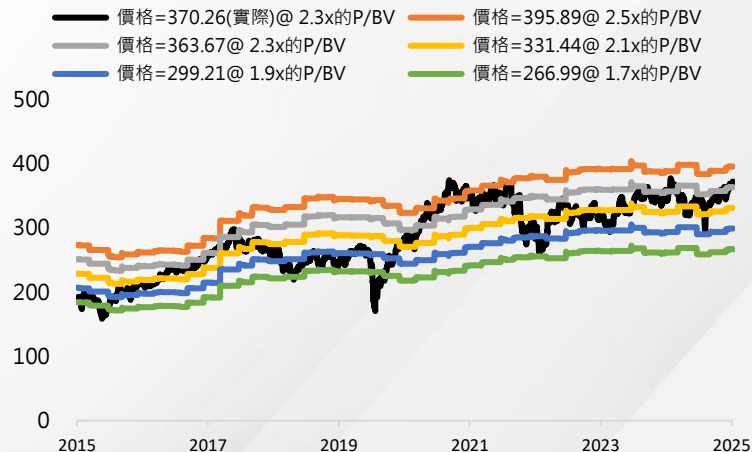
### 工業評價在長期均值之上

MSCI世界工業指數股價本益比河流圖



### 原物料評價在長期均值之上

MSCI世界原物料指數股價淨值比河流圖



## 【金融&健護】金融及健護對1Q26轉正向

	4Q25目標價	1Q26目標價
MSCI世界金融指數	227	229
MSCI世界健護指數	360	366

### Strategy

**金融：**從美國大型銀行自身的預期，到券商的預估值，皆可看出降息對金融股利息收入的淨影響為正，因較低的放款利率，可刺激企業和個人貸款需求，增加銀行的放款業務，而降息的意圖也在於刺激經濟成長，有助企業營運改善，壞帳率下降，提升銀行的獲利能力。皆可抵銷降息對淨息差的壓縮以及投資債券的收益減少。訊號來自今年上半年工商業貸款成長有逐季加速的趨勢，而存款成本也呈現微降。故上調4Q25目標價與1Q26評等至正向。

**健護：**受減重藥滲透率仍低及明年口服減重藥可望全球上市，推動產業銷量再成長，抵銷注射劑的降價壓力；醫療器材受惠技術升級或新品替代維持獲利穩定成長；受價值投資者抄底及對2026年星級/2027年付款的醫療保險優勢計畫星級評等較為樂觀的前景修復管理式醫療偏低評價面。但受最惠國藥品定價及第二輪藥價談判將公布藥價降幅將壓抑4Q25股價，預期公布後降低不確定性，將修復評價面，對1Q26健護轉持正向，較看好利基藥廠及醫療設備商。

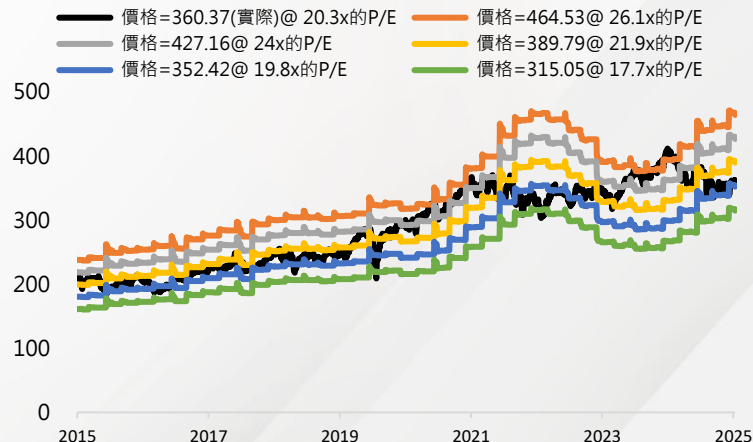
### 金融評價高於長期均植

MSCI世界金融指數本益比河流圖



### 健護評價低於長期均值

MSCI世界健護指數股價本益比河流圖





## 3.2 資產觀點-債

## 【投資級債】債信基本面穩健

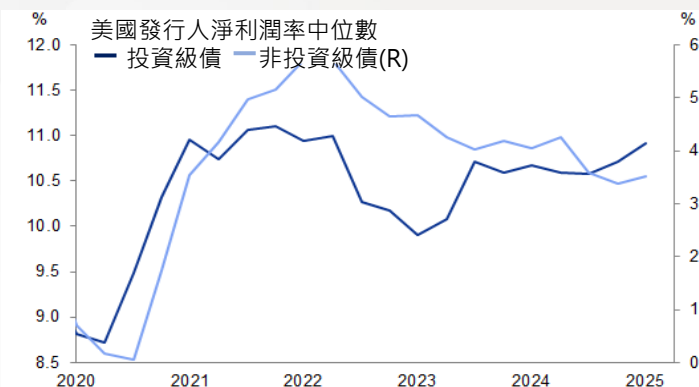
	4Q25目標價(%)	1Q26目標價(%)
美國投資級債	4.80	4.70
歐洲投資級債	3.00	3.00
新興市場投資級債	4.95	4.55

## Strategy

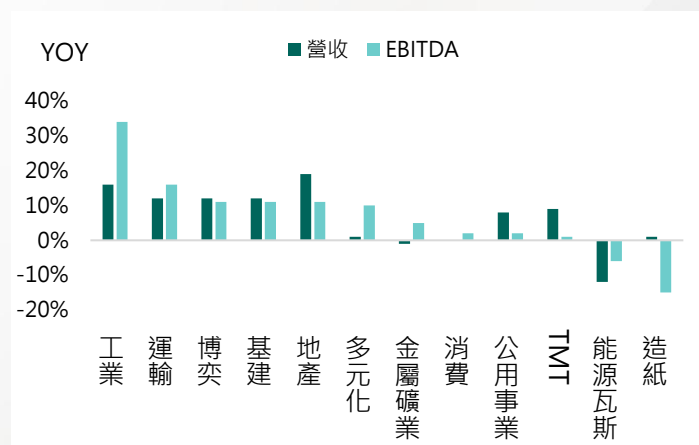
第二季財報顯示美國投資級債發行人的利潤率有所上升、淨槓桿率小幅下降，整體基本面相當正向，唯一的負面因子是現金餘額下滑，可能反映發行人持續去槓桿以降低利息支出，因基本面與技術面等多令美投資級債信用利差持續在低檔，不過預期2026年因殖利率下降加上企業併購與資本支出可能增加或導致債券發行量上升，信用利差則有可能略有擴大。歐洲方面雖法國主權信評遭降，法國十年期公債殖利率並未攀升過月初高點，德國政府的刺激措施、義大利和西班牙縮減赤字等都有利歐洲總體經濟環境更穩健，企業資產負債表也保持健康，歐洲投資級債發行人淨槓桿率接近過去十年的中段水準，且大多數企業在資本配置方面保持保守，基本面無太大風險。

新興國家投資級企業獲利維持穩定，雖然整體營收和EBITDA與去年同期相比大致上持平，但大宗商品為主要拖累因素，若扣除大宗商品，營收及EBITDA年增率分別為+5%至+10%依然健康，投資級企業槓桿率也只增加0.1個百分點，考量較佳的基本面與低波動，雖然新興投資級債與美國同等級債利差仍低於5年均值，仍可作為穩定投組標的。

## 美國發行人獲利狀況強勁



## 原物料相關產業2Q25獲利仍較弱





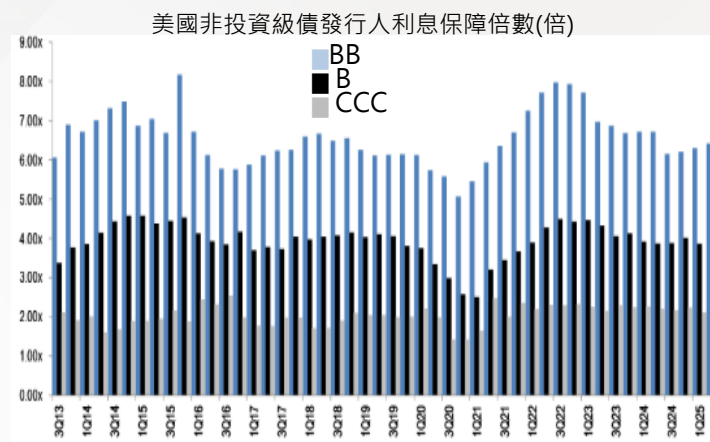
## 【非投資級債】偏好BB級非投資級企業

	4Q25目標價(%)	1Q26目標價(%)
美國非投資級債	6.40	6.20
歐洲非投資級債	4.90	4.90
新興市場非投資級債	7.55	6.86

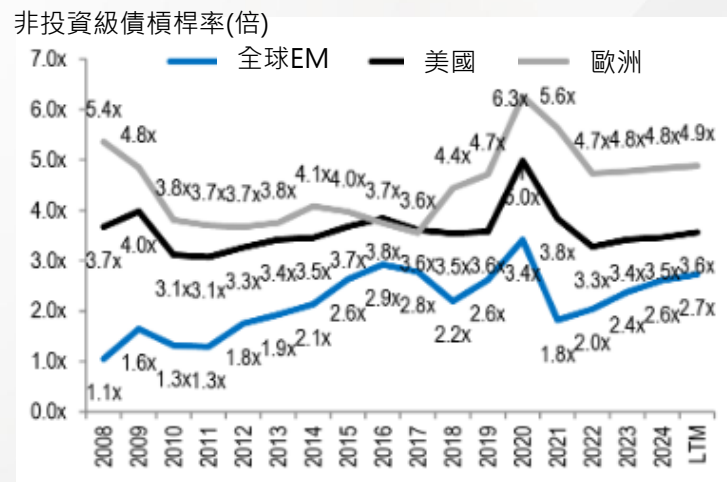
### Strategy

從財報結果來看美國非投資級債發行人差距仍大，指數息稅折舊攤銷前淨利雖連續五季度正成長，但CCC級發行人為年減3.5%，利息保障倍數整體穩定，但拆分評等來看，CCC是唯一下降的級別，上月美非投資級債降評家數超過升評，主要受累於B級以下發行人；歐洲非投資級債評級處下行趨勢，CCC發行人是遭降評的最主要類別，整體而言現階段非投資級債信用利差持續位低檔，但低評等發行人基本面仍未明確轉佳，仍建議避開CCC等級，以BB等級之大型企業為主；另外值得注意的是受惠降息，歐洲非投資級債市場利率已降至指數票面利率水準，反映發行人再融資成本壓力減輕，預期將有利於違約率下降。在亞洲和拉美的推動下，新興非投資級企業槓桿率均略有上升，不過這仍符合全球非投資級企業的趨勢，與美國非投資級企業的差距仍保持穩定，也支持今年以來新興非投資級債表現優於美國非投資級。目前新興非投資級債指數利差已來到5年低位，但若於投資級債相比仍具備優勢，在景氣仍處於溫和成長階段，非投資級債信用風險短期快速走揚機率並不高，可望在穩健的基本面下以新興非投資級債掌握較高的殖利率。

### 美非投資級債發行人基本面狀況仍呈分歧



### 新興非投資級債相槓桿率上升但與美歐相比仍低



## 【新興債】新興債具較佳的風險報酬比

	4Q25目標價(%)	1Q26目標價(%)
新興主要貨幣主權債	6.85	6.40
新興當地債	6.25	6.05

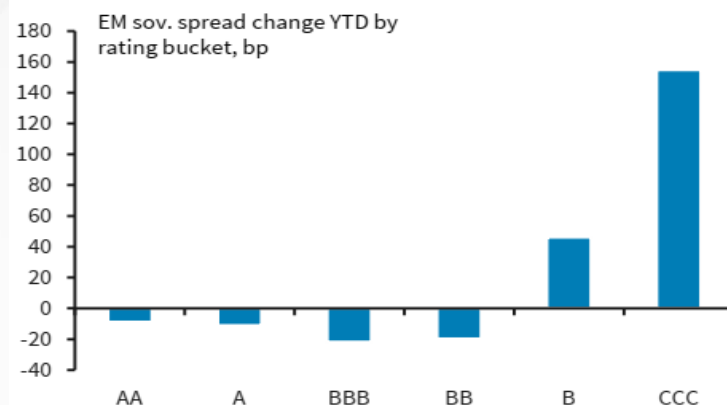
### Strategy

新興主要貨幣主權債含息總報酬已接近10%，展現相對多數固定收益產品佳的風險報酬比。買盤的增加以及全球經濟在關稅影響下仍具韌性仍是支持新興債表現的主要原因，另一方面，債信持續改善也支持投資人信心的改善。不過雖然整體新興主要貨幣主權債利差已來到5年低點，再下向空間已相對有限，但以不同信評等級來看，B級以下利差反而今年以來是擴大的，由於CCC級的主權國家主要集中在非洲小國，經濟體質依然脆弱，因此若要掌握資本利得潛力可增持B級債，BB級以上則以息收為主。

雖然美國等成熟國家殖利率曲線趨陡，但在新興當債並沒有看到類似的現象，便是反映新興國家貨幣政策仍維持寬鬆。雖然在經歷過去一整年的降息後，央行決策者可能會暫時觀望，不過寬鬆貨幣論調並沒有改變，且美元長線仍維持弱勢看法，都是推動新當債後續表現的重要因素，三大主要新興國家區域中相對看好拉美較具降息空間且與美國貨幣政策連動性較高，亞洲及歐非中東國家殖利率走勢將相對平穩。

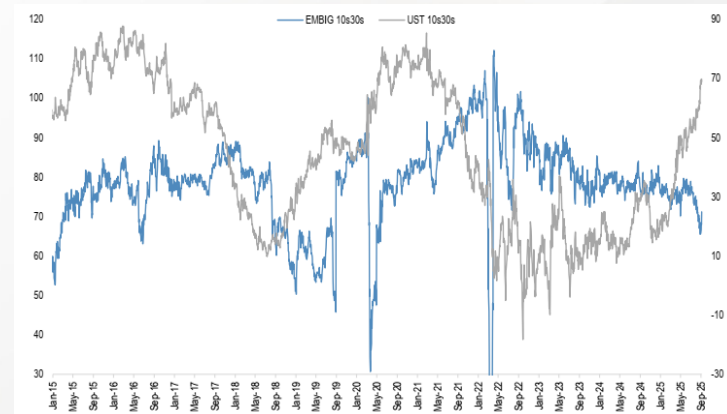
### CCC及B級今年利差擴大，與大盤指數走勢反向

各信評新興主權債今年以來利差變化(基點)



### 新興中長天期債利差並未跟隨美國而擴大

利差(基點)：— 新興市場10/30年利差(左) — 美國10/30年利差(右)



# 【成熟貨幣】美國降息預期擴大，外匯波動下降

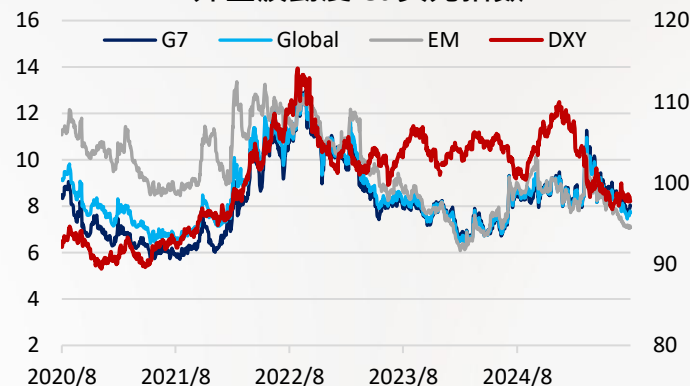
	4Q25目標價	1Q26目標價
美元指數	95	95
歐元兌美元	1.21	1.21
日圓兌美元	140	140

## Strategy

1H25美國對等關稅事件造成外匯市場波動度創2年新高，目前波動度隨事件面淡化而持續下降。其中新興市場外匯波動降幅較成熟市場更大。資金流方面，連續3年淨流出的新興市場在2025年開始呈現淨流入。全球股票市場從4月重挫大幅反彈，多數國家股市創新高的多頭環境帶動資金回流新興市場。3Q25美元指數一度挑戰100整點關卡，7/31站上100後再度回落，8/1公布新增非農就業人口大幅不如預期帶動降息預期大幅升溫。2026/6美國隱含降息碼數在數據在農業數據公布後從-3碼驟降至-4到-5碼，美元指數隨降息預期而回落。美元弱勢環境下，成熟貨幣建議留意歐元、英鎊、日圓表現。歐元方面，歐洲央行降息告一段落，德國經濟活動回溫，加上東歐地緣政治對匯市影響下降，預計歐元維持上行趨勢。英鎊方面，英國央行8月決定降息一碼，但降息速度因通膨因素而較美國更為緩慢，加上消費信心改善，英鎊後市可期。歐系貨幣建議避開瑞郎，除了自身經濟下行風險外，美國對瑞士進口關稅課徵39%恐將衝擊瀕臨通縮衰退的瑞士。亞洲方面，日圓繼續為亞洲首選。建議在政治不確定性回穩前逢低布局。

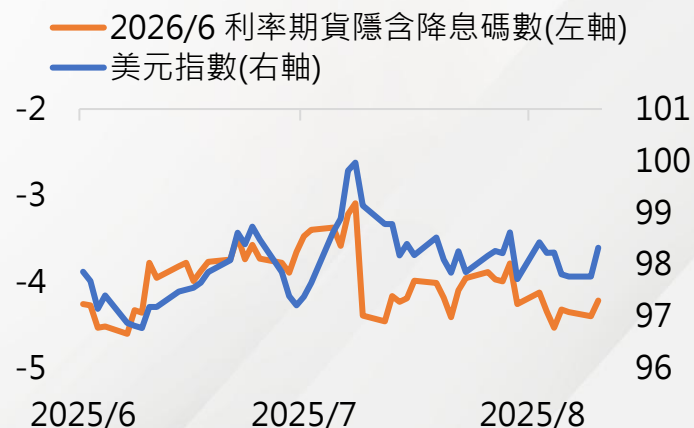
## 全球外匯波動度大幅下降

### 外匯波動度 & 美元指數



## 就業數據大幅不如預期令美元回檔

### 2026年6月美國隱含降息碼數



## 【新興暨商品貨幣】非美國家貨幣政策分歧

	4Q25目標價	1Q26目標價
澳幣	0.67	0.67
人民幣	7.05	7.05
南非幣	17.5	17.5

8月12日澳洲儲備銀行將基準利率降息一碼至3.6%，目前市場對澳聯儲後續降息的預期有所收斂。澳聯儲從年初開始已經進行了三碼降息，與利率敏感的房地產行業已經有所恢復。政府支出依然強勁，也令到澳幣繼續降息的空間有限，我們認為市場認為的至明年底的兩碼降息較合理。同時，中國資產的景氣度提升，也令到澳幣空頭平倉的動機增大，年終看至0.67。

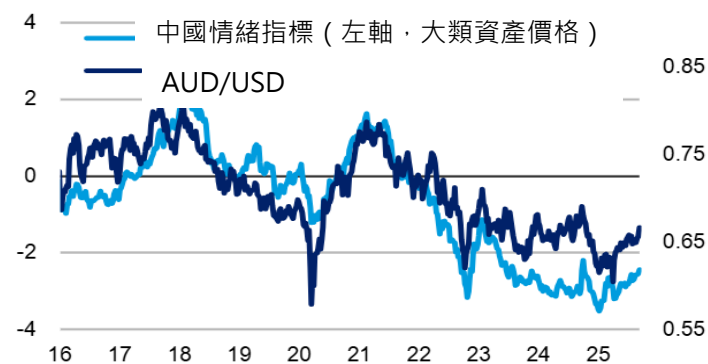
人民幣（USD/CNH）繼續在7.12附近震盪。近期人民幣強勢的主要推動因素是中國人民銀行今早的中間價定在7.10附近，該定價顯示央行在短期內可能容許人民幣有更多升值空間。推動CNH升值的另一因素是外資對中國A股的加碼：高盛的主經紀業務數據和綜合資金流指標顯示，2025年8月新興市場和中國股市出現創紀錄的買入。儘管短期內人民幣可能出現升值，但中國8月的生產者物價指數為-2.9%，顯示通縮壓力悠哉，對人民幣持續走強的支撐有限。我們維持人民幣最後一季區間目標在7.05-7.15小幅度波動。

南非幣受惠於通膨前景轉穩，以及大宗商品出口韌性等基本面支撐。然而，國內最新公佈的經濟數據顯示復甦動能缺乏持續性，企業信心持續低迷，可能限制南非幣在短期內的強勢表現。短期預期南非幣在17.20-17.80區間震盪整理，波動區間受制於全球風險偏好，以及南非財政狀況的變化。

滬深300的漲勢有提振人民幣走勢



市場對中國情緒改善，提升AUD/USD價格



# 近期出刊和指數說明

## 投資研究報告

- 【投資攻略】降息後新興債表現值得期待[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】美國零售銷售優於預期[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】通訊服務產業成長動能持續[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】醫療照護型攻守兼備、資料中心型擁龐大需求[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】天然資源看好黃金及鈾[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】降息與穩定幣有利金融業[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】日本伺機布局，澳洲留意風險[\(完整報告請點\)](#)
- 【投資攻略】美國9月降息預期升溫令美元走弱[\(完整報告請點\)](#)

## 一分鐘投資筆記

- 【市場議題】聯準會重啟降息，定調為預防性[\(完整報告請點\)](#)
- 【市場議題】金融業正向看待降息與穩定幣[\(完整報告請點\)](#)
- 【市場議題】法國政局風波下歐投資級債仍穩[\(完整報告請點\)](#)
- 【市場議題】iPhone Air為蘋果發表會亮點[\(完整報告請點\)](#)
- 【市場議題】AI應用帶動資料軟體需求[\(完整報告請點\)](#)
- 【市場議題】新興債投資內外兼備[\(完整報告請點\)](#)

		指數說明
股市 國家	成熟市場股	MSCI世界指數
	美國	標普500指數
	拉丁美洲	MSCI拉丁美洲指數
	歐洲	歐洲道瓊50指數
	新興歐洲	MSCI新興歐洲指數
	泛太平洋	MSCI泛太平洋指數
	日本	日經225指數
	新興市場股	MSCI新興市場指數
	新興亞洲	MSCI新興亞洲指數
	中國A	中國上證指數
股市 產業	東協	MSCI東協指數
	科技	MSCI產業指數
	非核心消費	
	工業	
	金融	
	地產	
	能源	
	原物料	
	公用事業	
	核心消費	
信用	健護	
	通訊服務	
	全球投資級債	美林債券指數
	全球非投資級債	
	新興主要貨幣主權債	
匯市	新興主要貨幣企業債	
	新興當地貨幣債	
	美元指數	DXY美元指數
	美元兌日圓	
	歐元兌美元	
	澳幣兌美元	
商品	美元兌人民幣	
	美元兌南非幣	
	布蘭特原油	美元/桶
	黃金	美元/盎司