

# 全球景氣或暫時性降溫，但無礙中期向上動能

2025年9月

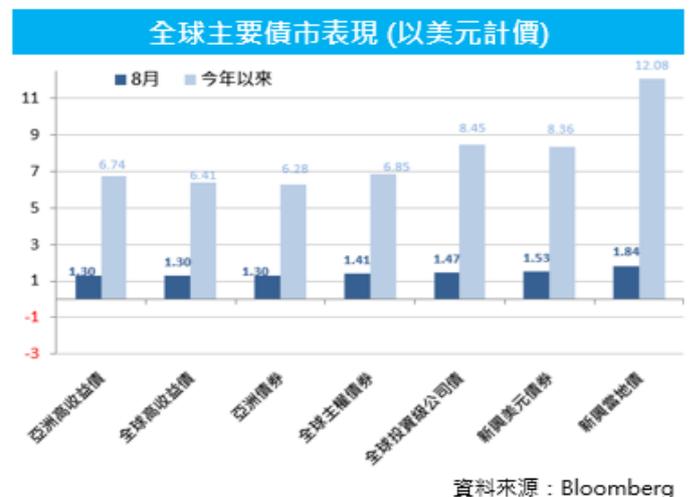
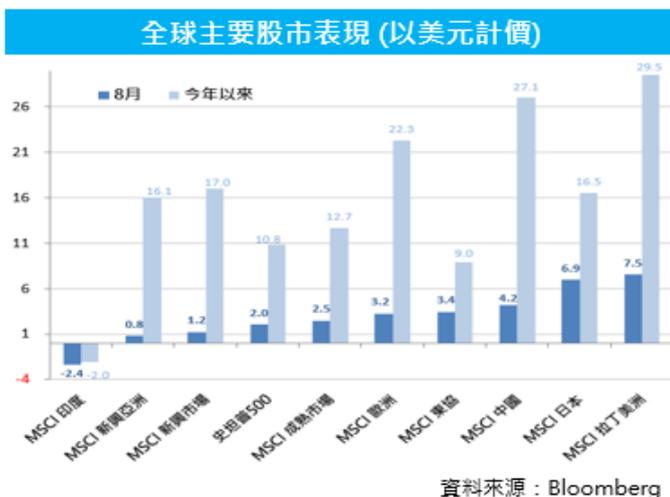
以美元計價的全球主要股市 8 月普遍上漲，唯一例外的是 MSCI 印度指數，主要因美國將對印度關稅由原來的 25% 加倍至 50%，導致其股匯市都承受不小壓力所致。此外，由於美國 8 月初非農不佳，拖累美元指數下跌，因此非美股市以美元計價表現來看，表現大多優於 S&P500 指數。然而，另一方面，雖中國股市因中國官方反內卷的政策及科技股帶動而有不錯表現，但印度及台灣股市較為弱勢，導致新興亞洲與新興市場股市 8 月表現差強人意。

在債市方面，全球債市在 8 月的表現大致平穩，報酬率大致介於 1.3%~1.8% 之間。新興市場當地債市換算為美元的表現相對其他債市更佳，同樣也是受惠於美國 8 月初非農偏弱，拖累美元指數下跌所致。

元大投顧預期，美國對等關稅滯後效應將在 Q4 逐漸發酵，使景氣動能暫時性降溫、通膨仍居高不下。惟因企業庫存仍偏低、民間資產負債表健康，研判屆時全球景氣降溫只是因為關稅扭曲的暫時性現象，中期景氣循環仍然向上。由於 AI 科技趨勢確立、生產力改善可期，長期經濟成長前景仍樂觀以待。8 月美銀全球基金經理人調查也顯示，約有 68% 的基金經理人認為全球經濟預期將呈軟著陸，因此中長期景氣動能無虞。

以美國為首的全球經濟動能雖可能因暫時性因素而滑落，但中長期前景仍然看好的情況下，第 4 季資產配置整體基調為股優於債。不過，近期股市持續上漲，在評價面有偏高之虞，因此在股市出現修正前，建議可以定時定額或是分批的方式進行投資布局。

美國通過大而美法案將使其財政赤字擴大，且政府發債融資金額增加，料使市場資金流動性稍微受限。同時，美國的對等關稅在 8/7 施行後，對於經濟與通膨的不利影響預期將逐步浮現，Q4 初期的數據表現恐偏向弱勢，屆時股市震盪料將放大。然而，由於關稅對於經濟所造成的衝擊屬一次性影響，且今年 4 月市場已歷經「震撼教育」，因此修正幅度預料將相對有限，震盪過後，全球股市仍將恢復動能。非美元的中短天期的投資級債券亦可做為資產配置時之選擇標的。



## 美國股市：Nvidia 財報無法滿足市場期待，聯準會可望啟動降息

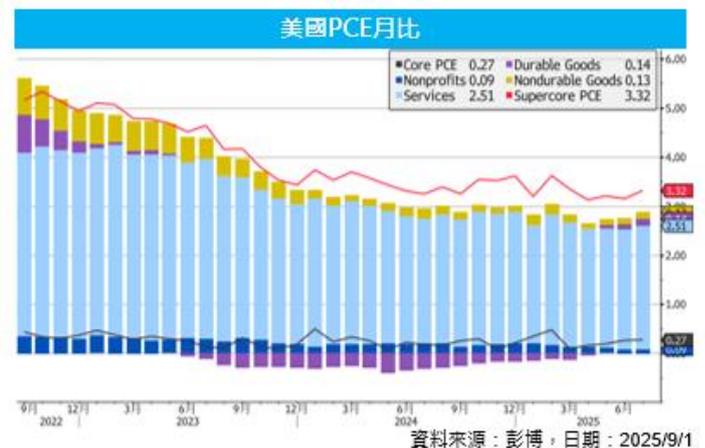
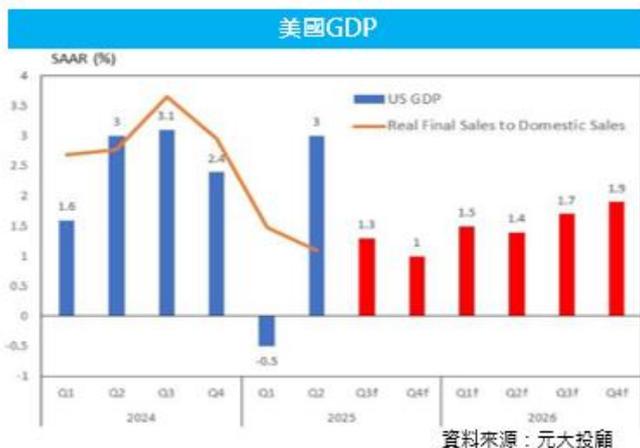
8月美股受惠於財報利多，標普500再創新高一度來到6508點，科技仍是市場焦點。標普500指數領漲族群涵蓋蘋果、Alphabet、特斯拉、波克夏海瑟威、聯合健康、家得寶、艾伯維、嬌生、萬事達卡等龍頭企業；領跌標的涵蓋微軟、輝達、Meta、亞馬遜、甲骨文、直覺、超微半導體、福泰製藥、比特幣基地、應用材料等。部分AI龍頭股價轉弱，關鍵在於輝達財報無法滿足市場期待，業績指引預估第三季營收中值為540億美元，被認為不溫不火，另外資料中心業務營收年增56%也無法讓股價再創新高，由於雲端服務業者在2026年的資本支出成長率將開始下滑，這可能也意味輝達的營收成長率在2026年將出現放緩。

觀察美國近期的經濟數據可以發現製造業與勞動市場處降溫趨勢，消費者需求動能放緩，美國經濟增長放緩。第二季美國GDP季增3.1%，主要反映川普揚言向貿易國徵收關稅，消費者擔憂關稅導致物價上漲提前採購，導致美國第一季進口額大增，拖累第一季GDP表現，隨著第二季提前拉貨效應放緩、進口額下降、淨出口額大增，帶動GDP季比成長。

美國7月通膨受服務業驅動，整體PCE環比上漲0.2%，年比PCE維持在2.6%；核心PCE通膨小幅上升至0.27%，核心PCE通膨同比升至2.9%。核心商品(尤其是受關稅影響的品類)並未出現全面加速上漲跡象，但這不足以讓聯儲會官員確信未來通膨不會受關稅驅動出現上升，市場仍預期關稅對通膨的影響將在未來數月逐步顯現。

財政部長貝森特9/1在接受媒體專訪時指出，川普政府計畫在未來數週內推出新措施，積極應對不斷上升的住房成本與高昂的美國房價。貝森特透露，川普總統可能於今年秋季宣布「全國住房緊急狀態」，以緩解供應短缺和房價持續飆升的壓力，同時也正在研究簡化建築許可流程，藉由標準化以加快住宅建設、增加住房供給，最終壓低居高不下的美國房價。

標普500仍須留意9月魔咒，參考標普500過去30年歷史表現，9月是報酬平均值最低月份，而過去5年中有4年的9月是負報酬，考量8月美股指數創歷史高點，短線拉回壓力上升。標普500本益比來到24.5倍，股價淨值比來到5.25倍，若市場對AI產業前景出現擔憂，可能引發評價修正壓力。展望9月，市場聚焦通膨與景氣變化，近期須觀察聯準會態度，是否願意接受通膨只是關稅帶來的一次性效果，以及釋出的點陣圖訊息是否更偏寬鬆。市場預期9月啟動降息，未來一年降息幅度達4~5碼，故即使川普關稅對經濟帶來負面衝擊，仍可期待後續降息刺激景氣。



## 歐洲股市：俄烏停火期待落空，歐洲央行暫停降息

8月歐洲市場反映財報及政治不確定性，股市進入盤整。領漲標的包括諾和諾德、諾華、雀巢、西班牙國際銀行、艾司摩爾控股、阿斯特捷利康、西門子、酷悅·軒尼詩-路易·威登、聯合利華、賽諾菲；領跌標的包含思愛普、施耐德電機、勵訊、西門子能源、威科集團等。法國再度出現倒閣危機、俄烏戰爭恐無法在短期落幕，讓歐股投資變數增加。

德國總理梅爾茨預期，俄烏戰爭將持續一段很長時間，表示戰爭通常因戰敗或經濟崩潰而告終，但看不到烏克蘭或俄羅斯將會出現這些情景，德方會優先考慮如何為烏克蘭提供安全保障。梅爾茨強調暫時未有跟盟友討論在烏克蘭部署地面部隊，並要求優先跟俄羅斯達成停火協議。歐盟執委會主席馮德萊恩 8/31 向媒體透露，歐洲多國正針對烏俄戰爭結束後，向烏克蘭派遣部隊制定「相當明確」的計畫，美國也承諾將做為後盾全力支持。川普雖極力促成「美俄烏和談」，但目前看來和平仍遙遙無期，而長期軍援烏克蘭也將對歐洲國家財政造成負擔，不利歐洲經濟動能。

法國因總理貝魯無力削減財政赤字，陷入政治與金融動盪。現任內閣對 2026 年政府預算案大砍 440 億歐元，包括減少社福支出、刪除 2 天國定假日等，希望藉此削減財政赤字的 GDP 占比，從去年的 5.8% 於 2026 年降至 4.6%。然而擲節財案無法獲得國會支持，法國總理決定背水一戰，法國國民議會將針對總理進行信任投票，迫使全體議員表態，選擇支持政府，或是政府垮台，不管此次信任投票是否過關，法國內閣由於未能獲得過半議員支持，政治動盪局勢恐將延續。

歐元區製造業景氣在 2025 年 8 月出現翻轉跡象。歐元區製造業採購經理人指數攀升至 50.7，不僅高於 7 月的 49.8，更突破榮枯線 50，創下逾三年新高，法國與義大利出現微幅擴張，德國的製造業採購經理人指數由 7 月的 49.1 升至 8 月的 49.8，雖仍低於榮枯線，但為 2022 年中以來最高水準。這波回升主要來自新訂單與產出雙雙成長，顯示關稅不確定性消失後製造業重回正軌。服務業採購經理人指數仍在 50 以上高檔位置。

預估歐洲央行 9 月利率決策會議仍將按兵不動，主要擔憂通膨且經濟表現仍佳。泛歐 600 指數本益比約 15.3 倍、股價淨值比 2.2 倍，考量俄烏戰爭可能變成持久對峙，不利歐洲經濟動能，戰事落幕前對歐股需維持謹慎態度。

### 歐洲製造業採購經理人指數



資料來源：彭博

### 歐洲服務業採購經理人指數



資料來源：彭博

## 日本股市：日本五大商社股價走勢強勁，外資持續買超日股

8月美日關稅協議公布後，日股表現強勁，TOPIX指數創下歷史高點來到3130點。TOPIX指數領漲標的包含軟銀、索尼、豐田、三菱UFJ金融、三菱商事、瑞穗金融、三井物產、愛德萬測試、三井住友金融、任天堂等；領跌股涵蓋日立製作所、東京威力科創、瑞可利控股、中外製藥、Disco、SMC、第一三共、川崎重工與希森美康集團，但整體市場表現依舊強勁。

波克夏5年前首次揭露持有日本五大商社的股票，包括伊藤忠商事、丸紅商事、三菱商事、三井物產和住友商事，自此之後，這些股票平均上漲逾300%，遠超過基準東證指數，近期波克夏揭露，對三菱商事持股提高至10.23%，顯然對日股仍維持拉回布局的原則。就外資角度，2025年截至8/23外資買超日股的累計金額達到5.56兆日圓，尤其在4月對等關稅導致股市拉回之後強力加碼，已成為今年日股最重要的買盤資金。

8月東京CPI年增，自前月的2.9%降至2.6%，為2024年11月以來新低，扣除新鮮食品，CPI年增幅則由2.9%降至2.5%，是2025年3月來新低。就商品及服務價格來看，商品價格年增幅自前月的3.9%降至3.2%，是本月份通膨降溫主要因素；相反的，服務價格年增則與前月持平為2.0%，是連續第四個月高於2%以上水平，反映企業加薪持續推升服務價格。整體而言，通膨依舊持續高於日本央行目標。考量關稅政策大致底定，搭配經濟仍然維持擴張格局，且央行把2026財年及2027財年通膨預估值均小幅上調0.1%來到1.8%及2.0%，估計日本央行今年仍有1碼升息空間。

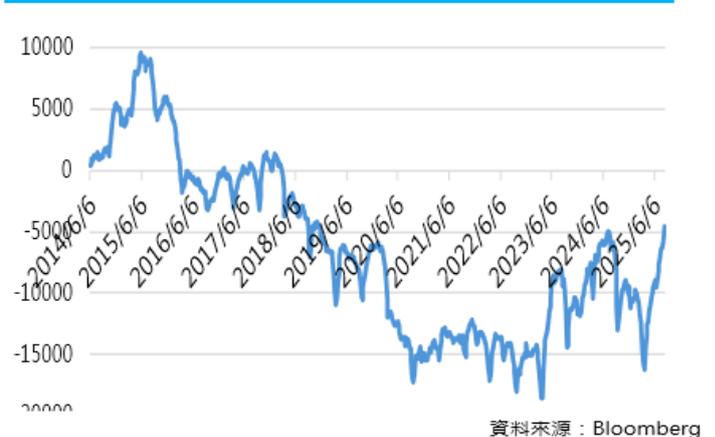
近期日本政府各機關陸續提出2026財年預算需求，受到日本央行升息影響，預計國債本息的國債支出預計將達30兆日圓，創歷史以來新高，且因應人口老化，社會保險支出亦同步攀升。2026財年政府支出金額預估將達120兆日圓，為有紀錄以來新高，引發市場對日本政府財政可持續性的擔憂，造成近日超長天期國債殖利率飆升，包含20年期公債殖利率突破2.7%，刷新1999年來高位，30年公債殖利率則達3.2%，與美國公債利差縮小。然而隨超長天期公債殖利率上漲至人壽公司的預定利率，估計後續將會吸引人壽買盤回流，整體而言政府積極且快速應對債市波動，料殖利率上行速度仍可控，不致快速惡化。

有鑑於美日達成關稅協議，關稅政策不確定性消除，搭配美聯儲啟動降息，估計日圓結束貶值趨勢，有利日本消費增溫、海外資金回流，建議可以長線角度布局。

巴菲特五檔日本持股過去五年以來市值走勢(十億日圓)



過去十年外資單周買賣超累計(單位:十億日圓)

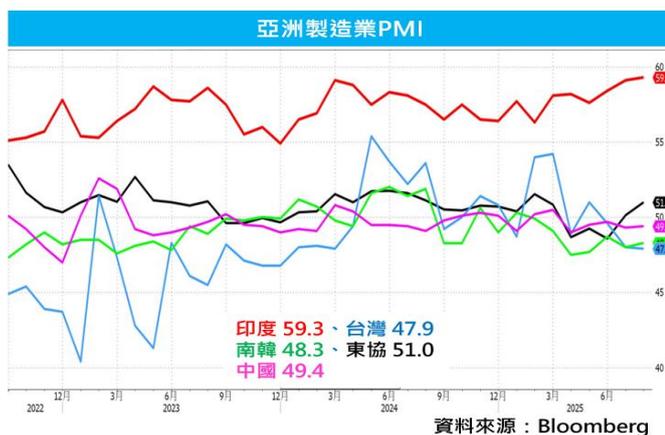


## 新興亞洲：關稅調整後，亞洲供應鏈面臨重組

亞洲股市在八月緩步走高，截至八月底，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 3.52%，聯準會政策預期今年將再降息 2 次，以及亞洲各國對等關稅大部分都較四月時下降，推動亞洲股市上漲。中國股政府多地下調限購與限售門檻，房企融資條件稍獲放寬，提振房地產及相關金融股，也帶動上證指數單月上漲 7.97%。香港國企股科技股占比較多，受惠較小，單月僅上漲 0.73%。台股與南韓股市八月表現相近，呈現「高檔震盪、漲多回檔」的格局，反映出市場對 AI 題材的獲利疑慮與外部利空的交錯影響。南韓股市兩大權值三星及海力士，由於美國政府撤銷三星電子、SK 海力士在中國取得美國半導體製造設備的豁免許可，股價雙雙於八月下挫，也讓南韓股市表現落後。台灣股市在八月創新高之後，震盪拉回，但整月仍上漲 2.93%。東協股市八月表現亮麗，MSCI 東協指數上漲 3.09%。東南亞國家股市表現各不相同，新加坡股單月上漲 2.30%。印尼上漲 4.63%，表現居前。泰國由於政局不穩，SET 指數下跌 0.46%，菲律賓則由於通膨升溫超預期，馬尼拉指數單月下跌 1.55%。印度股市對美 50%正式生效，所幸政府預計削減商品及服務稅跌，SENSEX 指數單月下跌 1.69%。

八月亞洲製造業 PMI 與七月相比變化不大，全球需求疲軟與政策不確定性持續對企業造成壓力。中國官方製造業 PMI 為 49.4，連續五個月在榮枯線下方，顯示出需求持續萎縮。企業等待與美國的關稅定案，而國內需求依然低迷。韓國 PMI 為 48.3，較上月上升 0.3%，但連七個月收縮，新出口訂單連續第五個月呈現下跌，美國貿易政策已對南韓的對外銷售造成重大影響。八月台灣製造業 PMI 跌至 47.9%，連 3 月緊縮，就連電子暨光學產業對未來六個月展望都不樂觀，是特別需要持續觀察的地方。印度製造業 PMI 升至 59.3，顯示景氣暢旺，東協八月 PMI 由 50.1 再升至 51.0，內需的回暖讓製造業景氣好轉，大部分亞洲國家的出口訂單都呈現萎縮，旺季不旺幾乎已成定局。

在八月新的對等關稅出台之後，對美依存度高的國家必須面對出口成本增加的影響，訂單將加速流向東南亞等低成本基地，加速轉移產線，亞洲區域內重組加速。品牌商與零組件廠商間的議價結構重新洗牌，導致中游供應商為保住訂單，必須在價格與作業效率間求平衡，供應鏈的重組也將使得資金移動，並影響到當地的經濟與股市，目前來看東南亞大部分國家的關稅仍在可接受的範圍，相較印度的 50%關稅具有優勢，將使得東南亞成為出口至美國生產的主要基地。加上東南亞國家正積極推動內需擴張及產業升級。政府紛紛推出擴大公共投資、推動智慧製造與綠能產業的計畫，以減輕對外部市場的依賴。另外在 AI 產業的加持下，我們也看好台灣、南韓在 Q4 表現。



## 印度：50%關稅短期影響可控，長期不利印度製造

7/31 川普宣佈印度的對等關稅稅率為 25%，超過越南、印尼、泰國等亞洲新興市場；8/7 川普簽署能源次級關稅行政命令，認為印度大量從俄羅斯進口石油，故額外再加徵印度 25% 懲罰性關稅（8/28 生效）。印度總計被美國加徵了 50% 關稅。是所有對美有大量逆差的主要經濟體中，稅率最高的國家。扣除某些免稅商品，印度對美出口實質關稅稅率將上升至 37.2%。

美印雙方談最大的癥結點，在於印度不願向美國開放農產品及乳製品市場。這是因為，農民向來是印度最具影響力的選民群體之一，接近一半的就業人口都在農牧產業，加上十月印度人口第二多的比哈爾邦州將進行選舉，若貿然開放，將不利於印度執政黨人民黨的支持度。因此，我們認為在印度農產品上短期要妥協的機率偏低。

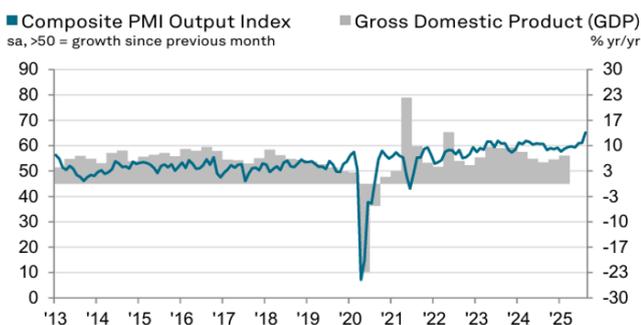
印度經濟目前尚未見到實質影響，印度八月綜合 PMI 指數升至 65.2（7 月為 61.1），創下自 2005 年以來最高。服務業 PMI 達 65.6，也創新高，主要受出口與內需新訂單激增推動。製造業 PMI 升至 59.3（7 月為 59.1），為 2008 年以來次高，PMI 顯示景氣暢旺。其中新訂單包含出口訂單都保持成長，主要出口市場，包括亞洲、中東、歐洲與美國，都有貢獻。

印度政府也下調原本的商品及服務稅(GST)抵銷對等關稅的影響，印度原本主要有 5%、12%、18%和 28%四檔稅率。改革後，大部分原先按 12%和 28%稅率徵收的商品，將分別適用更低的 5%和 18%稅率。對消費和企業支出占 GDP 貢獻率超過 60%的印度而言，降低消費品價格，將一定程度上提振原本就保持的不錯水準的印度私人消費。這也會簡化課稅流程，並提升經商便利度。估計商品服務稅下調帶動的 GDP，可望緩解關稅摩擦影響。

印美貿易談判比較可能在進口俄羅斯原油能有調整，印度國營煉油廠可望減少俄羅斯原油的進口並增加美國原油進口，如果印美關稅能在 11 月前達成協議，彭博估計，在這種情境下，GDP 下降幅度將較為溫和，為 0.7%。目前資訊產品的關稅，仍在 232 條款的保護下並未課稅，但在不確定的影響下，資訊類的供應鏈是否持續往印度遷移將有不確定性。由於其他東南亞國家相對印度關稅較低，且離零組件產地中國較近，或將成為新的組裝最終地，這對印度製造政策將有不利影響。

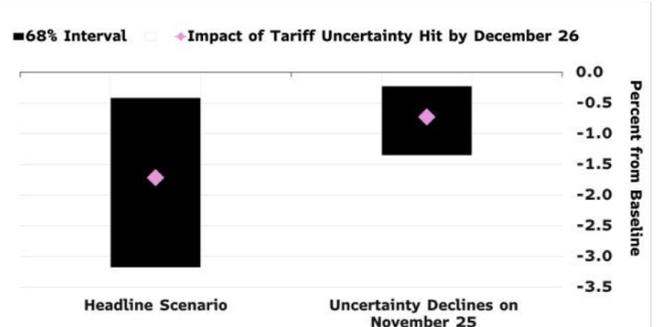
整體而言，我們認為關稅的衝擊短期尚未浮現，但中長期將透過就業及企業投資帶來負面影響，印度將透過稅制改革以及降息來刺激國內消費減輕關稅的衝擊。印度股市的企業獲利及本益比在合理範圍，資金面中長期無虞。對印股仍維持正面看法，但關稅若長期沒有解決，有下行風險。

### 印度綜合PMI



資料來源：S&P Global

### 印度關稅不確定對經濟的影響



資料來源：Bloomberg

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，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，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。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風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 台灣：對等關稅對傳產影響大，AI 相關仍可望有表現

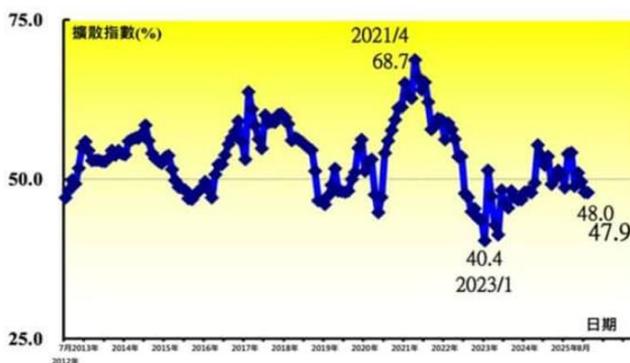
8 月台灣 PMI 數據顯示，製造業持續陷入緊縮，非製造業雖仍擴張但動能明顯轉弱，整體經濟呈現「前高後低」的格局。製造業 PMI 降至 47.9%，反映出口訂單疲弱與美中貿易摩擦影響，尤其電力機械與基礎原物料產業展望急劇下滑，顯示企業對下半年信心不足。電子光學雖未再惡化，但仍受美方關稅政策牽制。非製造業方面，NMI 雖維持在擴張區間，但商業活動與新增訂單雙雙轉為緊縮，金融與零售業受政策不確定性拖累，展望指數創新低。綜合來看，上半年因提前備貨與外需支撐，經濟表現亮眼；但下半年動能轉弱，企業獲利與消費信心下滑。中研院與中經院都預測，台灣 2025 年下半年經濟走向將呈現「上熱下冷」的格局，整體成長動能將較上半年明顯趨緩。

台美 20% 對等關稅政策已於 2025 年 8 月 7 日生效，雖較原先威脅的 32% 稅率有所調降，但仍高於日韓的 15%，關稅採「疊加計算」，使台灣產品在美國市場價格上升，削弱競爭力對台灣出口競爭力與產業結構造成顯著衝擊。傳統產業的成衣、製鞋、紡織，這些產業的生產基地多位於東南亞，這些國家輸美的產品將面臨更高的關稅，增加成本並削弱競爭力。部分業者可能會與品牌商共同分擔關稅，但最終仍可能轉嫁到消費者身上，影響銷售。另外工具機產業，出口國為中國和美國。若美國對台灣實施較高關稅，將使台灣產品在價格上處於劣勢，影響外銷表現。

外銷訂單已經開始反映這樣的狀況，7 月外銷訂單達 576.4 億美元，年增 15.2%，創歷年同月新高。AI / HPC 與雲端需求持續帶動電子相關訂單。經濟部預估 8 月外銷訂單金額區間為 555~575 億美元、年增 10.5%~14.5%，在高基期的背景下，訂單總額仍維持於歷史高檔，但較 7 月略為回落。隨著搶出口效應減弱，下半年外銷很可能旺季不旺。七月的電子產品及資訊通信仍有雙位數年增率，但塑膠及基本金屬等傳統產業則為年減，可見電子業仍是未來支撐主軸；相較之下，傳產外銷展望難以樂觀，預期下半年出口將回落但有撐。

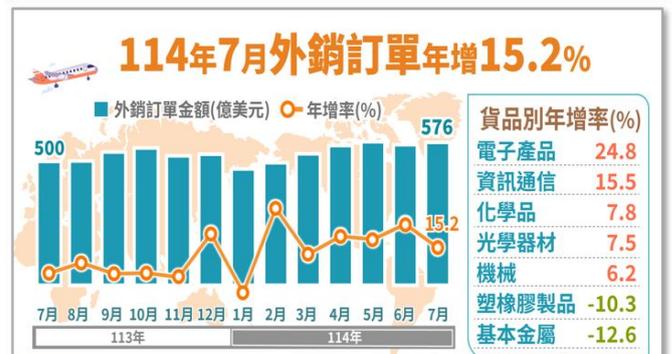
台灣下半年經濟將面臨出口回落、投資趨緩與消費信心疲弱等挑戰，儘管 AI 與財政刺激提供部分支撐，但整體成長動能明顯放緩。高科技產業在一定程度上能因其關鍵地位而獲得保護，但傳統產業和部分電子零組件仍需持續關注關稅政策的變化。AI 與半導體仍為亮點，今年上半年半導體設備進口年增逾 100%，顯示資本支出仍強勁，這也代表 AI 相關出口的動能仍將延續，但關稅政策短期內將壓縮台灣出口獲利與企業利潤，特別是中小型傳產，表現相對較差，但台股在大型科技股仍有一定的利基，相對表現可望較佳。

台灣製造業 PMI



資料來源：中經院

台灣外銷訂單



資料來源：經濟部

## 拉美股市：巴西出現兩年來首見通膨數據下滑；惟經常帳赤字持續惡化

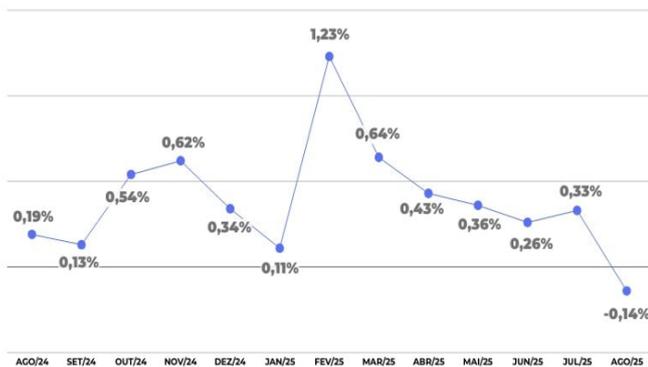
巴西市場 8 月出現反彈，主要受惠於前兩大權值股股價表現優異，以及通膨領先指標出現好轉跡象，帶動市場降息預期上升。主要權值股中，NU Holdings 25Q2 財報顯現優於市場預期，帶動股價大漲；巴西淡水河谷公司則受惠於中國大型建設及巴西本地產能恢復，使巴西 7 月鐵礦石出口表現亮麗，帶動股價上漲，兩間公司分別占 MSCI 拉美指數 6.43% 及 5.69%。

另一方面，巴西 IPCA-15 數據(月中消費者物價指數，為通膨領先指標)出現自 2023 年 7 月以來首次下跌，8 月份 IPCA-15 月增率-0.14%，年增率 4.95%，低於 7 月時的年增率 5.23%；本月數據下滑，主要受益於一次性政府電力補貼 (-4.9%)，使住宅電價下滑，此外包含機票 (-2.59%)、家庭食品 (-1.02%) 亦有出現價格下滑趨勢。考量本次通膨數據下降，主要受到一次性電力補貼影響，難以就此數據即推論巴西通膨已受到控制，後續仍應持續觀察未來幾個月數據變化趨勢。

儘管目前通膨數據初見下降，但巴西目前通膨率仍遠高於 3% 目標區間上緣，在通膨仍高的情況下，巴西政府採取「財政寬鬆、貨幣緊縮」政策配置，可能會使巴西政府在未來，被迫用更痛的方法作一次性調整。巴西央行目前採取將利率維持在 15% 的貨幣緊縮政策，以抑制通膨，然而財政端仍是持續放水，巴西財政部數據顯示，7 月政府出現大幅赤字上升，初級預算赤字為 591.24 億里爾，較去年同期上升約六倍。這樣一邊鬆一邊緊的政策配置，在中短期內雖能持續吸引意圖賺取利差的國外游資流入，帶動巴西里爾升值，並壓抑輸入性通膨。然而中長期看，貨幣升值，將結構性損害出口競爭力，不利於巴西出口收入，同時財政端持續寬鬆，使企業和個人有更多錢可以花用，外國商品及服務價格又相對下降，進一步使進口金額上升，最終將導致巴西經常帳赤字惡化加劇。巴西 7 月國際收支經常帳逆差為 71 億美元，較去年同期逆差 52 億美元上升。截至 7 月的近 12 個月內，經常帳逆差總計為 753 億美元(佔 GDP 3.50%)，6 月為 733 億美元(佔 GDP 3.43%)，皆遠高於 2024 年 7 月的 307 億美元(佔 GDP 的 1.37%)。

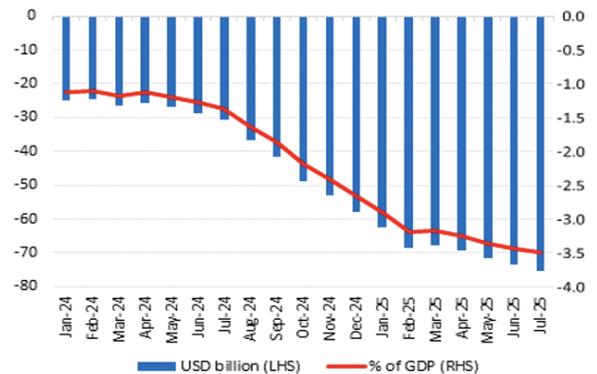
經常帳赤字惡化，將使外幣兌換需求持續上升，為巴西里爾帶來貶值壓力。目前因市場情緒樂觀，大量國外游資願意承擔風險持續進入巴西市場賺取利差，抵銷經常帳赤字帶來的貶值壓力，並不斷推高匯率及股市。然而巴西財政狀況持續惡化，將可能使國家爆發信用危機，且一旦市場情緒反轉，國外游資撤出巴西，加計經常帳赤字帶來的貶值壓力，將使巴西市場面臨較大的一次性匯率貶值及輸入性通膨，故我們認為巴西乃至於整體拉美市場未來具有潛在回調風險，應保守看待後市。

### IPCA-15 月增率



資料來源：Noticias R7

### 過去12個月巴西經常帳



資料來源：巴西中央銀行

## 能源類股：三大機構對未來展望出現歧見；後市仍保守看待

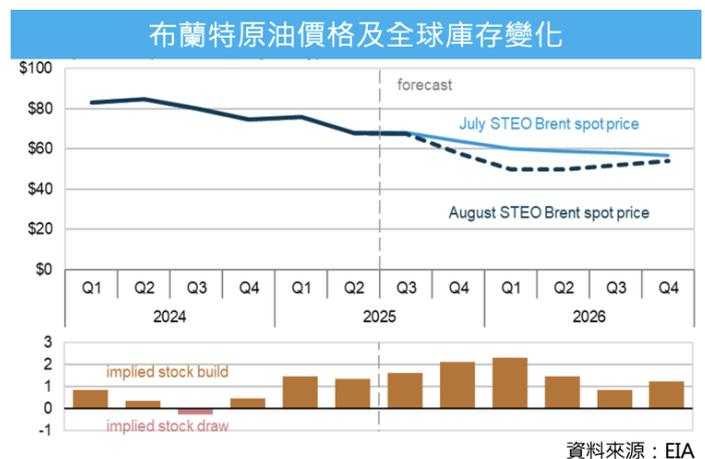
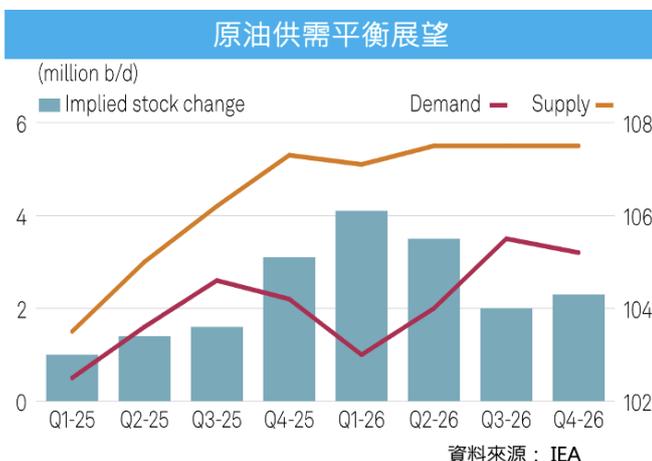
西德州原油期貨價格 8 月價格出現較大回落，主因先前市場預期川普次級關稅可能影響全球石油供需，帶動油價投機性上漲，然而目前看來，中國及印度皆表示會持續採買俄國原油，不畏川普制裁，使該事件影響性下降。市場回歸關注整體供需狀況，在 8 月能源三大機構月報中，我們發現各機構對未來供需預測出現了歧見。

國際能源總署 (IEA) 在 8 月月報中，連續第三個月下修 2025 年及 2026 年全球石油需求成長，分別下修 2 萬桶，至每日 68 萬桶及 70 萬桶，理由是看到經濟合作暨發展組織 (OECD) 國家的需求年增率持平，且第二季新興市場的成長低於原先預期。供給方面，IEA 預估，2025 年全球石油供給將增加每日 250 萬桶，高於先前預測的 210 萬桶，2026 年將再增長 190 萬桶，增長主要來自 OPEC+ 比原定計畫更快解除減產措施，同時看到美國、加拿大、巴西與圭亞那等非 OPEC 國家產量持續上升。IEA 預估依目前產業趨勢，2026 年全球石油供應盈餘將逼近每日 300 萬桶。

OPEC 則在其 8 月月報中指出，「全球經濟預計將維持其穩定的成長軌跡，這得益於 2025 年上半年觀察到的一致且強勁的動能。」基於需求穩健，該組織上調 2026 年的石油需求成長預估 10 萬桶至每日 140 萬桶，2025 年預測則維持不變。供給方面，OPEC 將美國及其他非 OPEC+ 產油國 2026 年供應增幅下修 10 萬桶/日，至日均成長 60 萬桶，並指出看見全球石油供需缺口轉趨緊俏。

美國能源資訊署 (EIA) 也上調需求預估，於 8 月短期能源展望報告中，將 2025 年全球石油需求成長預估值從 80 萬桶/日上修至 98 萬桶/日，主因今年上半年 OECD 石油需求較之先前評估強勁。供給部分，EIA 指出，今年年底美國原油產量有望因油井生產效率提升，再創歷史新高紀錄；在生產技術不斷提升的狀況下，即便美國鑽油井數量持續下滑，美國 6 月原油產量已創下歷史新高，日產量增加 13.3 萬桶，達到每日 1,358 萬桶。美國產量持續增加，以及 OPEC+ 持續決議增產的狀況下，EIA 預估全球石油庫存將在下半年繼續以每日 140 萬桶的速度增加，明年第一季庫存增幅甚至可能上升到 230 萬桶/日。價格方面，EIA 將今年第四季的布蘭特油價預測值下修近 6 美元/桶至每桶 58.05 美元，且預估明年第一季油價將跌破每桶 50 美元整數關卡至 49.97 美元。

IEA 及 EIA 皆仍預期 2026 年全球石油供需失衡會進一步擴大，進而帶動油價走跌，OPEC 雖持相反意見，認為需求仍穩健，並看到供需缺口轉趨緊俏，但我們認為 OPEC 可能會基於這個理由，在未來進一步決議增產石油，使原油供給過剩雪上加霜，故整體而言，我們對能源產業仍保守看待。



## 黃金類股：聯準會降息預期、動亂軸心及印巴抗川，皆有利黃金多頭

9月甫始，黃金價格就出現凌厲漲勢，一舉突破盤整區間，並持續創下歷史新高，這一漲勢反映了近期國際政治緊張情緒加劇、美國降息預期以及世界央行持續增持黃金儲備等綜合影響。

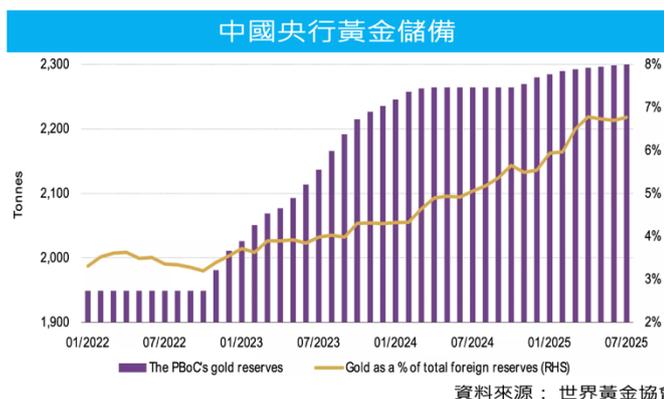
首先，我們檢視全球最大黃金 ETF - SPDR Gold Trust 的最新持倉變化。截至 9 月 2 日，該基金的黃金持倉量較前月增加 3.93%，從前月的 953.08 公噸上升至 990.56 公噸。這一增持主要源自於 9 月美國降息預期高漲，尤其在鮑威爾於全球央行年會上放出鴿派言論後，其後公布的數個美國經濟數據，普遍指出通膨並未明顯上升，且勞動市場出現疲態，加強了市場對於降息的預期。根據 CME FedWatch 工具 9 月 3 日數據顯示，市場預估聯準會在 9 月降息 25 個基點的機率已升至 91.7%，2025 全年預估將會降息 2~3 碼。在降息循環下，將有利於資金持續流入不孳息的黃金資產。

另一方面，本次黃金多頭最主要的買盤 - 世界央行，增持黃金趨勢仍未見到反轉。中國人民銀行 7 月份宣布增持黃金 2 噸，為連續第九個月增持，今年至今，中國央行已增持量 21 噸，使中國官方黃金儲備達 2300 噸，佔其總儲備的 6.8%。此外，近期地緣政治風險上升，亦可預期世界央行增持黃金步調將會加速。9 月 3 號中國在北京舉行盛大閱兵，紀念二戰結束 80 週年。俄羅斯總統普丁、北韓領導人金正恩與中國國家主席習近平共同出席，三國領導人同台登場。習近平在閱兵中警告世界面臨「和平或戰爭」的選擇，加劇全球緊張氛圍。普丁和金正恩的會晤更被視為對美國的挑釁，中俄朝等國的「動亂軸心」聯盟成形，未來與西方勢力衝突恐將加劇。

烏俄戰爭僵局也未見好轉跡象。儘管川普先前分別召集歐洲各國及普丁進行和平談判，但至今仍無實質進展。俄羅斯持續對烏克蘭城市發動轟炸和無人機攻擊，造成大量平民傷亡。即便川普公開對普丁表示「非常失望」，並警告若不停火，將允許烏克蘭使用美製攻擊性武器，但俄方態度仍未見轉變，甚至持續擴大攻勢。

此外，印度和巴西對美國的強硬態度也值得關注。美國指控印度持續購買俄油轉手賺取價差，而對印度加徵次級關稅，使其稅率達 50%，然而即便面對高關稅，印度總理莫迪仍明確表示不會屈服，並轉而與習近平會晤，討論兩國合作可能性。巴西亦面臨類似處境，巴西因國內政治鬥爭問題，被美國施加 50% 關稅，總統盧拉亦拒絕與美國談判，轉而與中國洽談貿易協定。

2022 年烏俄戰爭爆發，美國將美元武器化，逕自凍結俄國資產後，世界各國央行採取降持美元儲備並增持黃金儲備以應對風險，尤其以非西方勢力國家如中國、印度和土耳其等國購金步調最為積極。展望未來，隨「動亂軸心」聯盟反西方態勢確立及聯準會降息在即，預期世界央行及 ETF 買盤購金步伐將增速，故我們對黃金類股未來走勢抱持正向看法，建議投資人能逢回買進作資產配置。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，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，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。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風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 固定收益：美國舉債與通膨仍有疑慮，近期以短中期債券為宜

美國勞工統計局 8/1 所公布的 7 月非農就業人數新增 7 萬 3 千人，不如市場預期，更值得注意的是先前所公布的 5、6 月就業總數也被大幅下調，與先前公佈的數據比較合計減少了 25.8 萬人。相關數據的表現令投資人感到意外，CME Group 的利率期貨隱含的 9 月降息機率也從數據公布前的 40% 上調至公布後的近 76%。

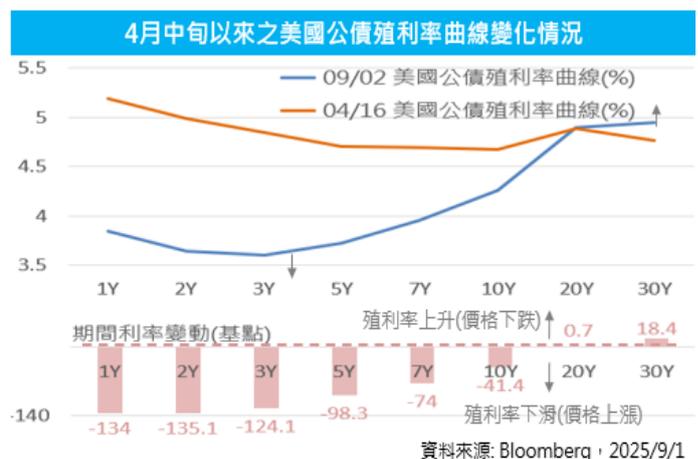
再者，鮑爾 8 月下旬在 Jackson Hole 以美聯儲主席身份發表的最後一次談話，市場對其發言解讀認為，雖然他並沒有做出明確承諾，但在談話中暗示了 9 月 Fed 降息的可能性，並試圖在日益加劇的就業市場風險和揮之不去的通脹擔憂之間取得謹慎的平衡。

8 月底所公布的美國 7 月 PCE 價格指數月增率由 6 月的 0.3% 降至 0.2%、年增率持平於 2.6%，而核心 PCE 價格指數月增率持平於 0.3%、年增率自 6 月的 2.8% 升至 2.9%，後三項目前雖符合市場預期，但也創 2 月以來最高，不過整體而言，通膨情況仍屬可控。

元大投顧認為，鮑爾預計關稅對通膨的影響將「在未來幾個月累積」，但仍表明關注焦點轉向勞動市場，因此研判本份通膨數據將進一步支持聯準會 9 月降息立場。截至 9/1 為止，CME Group 的利率期貨隱含 9 月 Fed 會議降息的機率已來到近 9 成的水準。我們研判，除非即將公布的 8 月新增非農就業人數與先前數月傳遞勞動市場疲軟訊號的數據出現大幅變化，否則 Fed 確實有可能在 9 月的會議上做出降息的決議。

然而，美國政府在大而美法案通過後為補足財政部的 TGA 帳戶的現金，財政部勢將發行更多公債，從而引發資金排擠效應。此外，新關稅 8/7 上路對未來數月的通膨也料有第二輪影響，將對聯準會今年底前降息步調產生不確定性，導致第四季美國公債殖利率大致維持在高檔盤整。惟因關稅對通膨的推升料為一次性因素，待影響隨時間淡化後，加上川普對於聯準會干預力道增大，將使 Fed 明年在降息決策上更為積極。

我們曾於 4 月中旬美債劇烈波動之時，建議投資人將債市投資轉向中短年期的公債或投資級債標的，截至目前為止取得良好成效。基於第四季債市殖利率仍偏向高檔盤整的想法，對於債市投資上大致維持相同建議。然而，隨著時間推進使 Q4 市場對於 Fed 降息預期或有所升溫，故在天期的選擇上可略微放寬至以 3~10 年期的公債/投資級債為主軸。同時，美元中長期弱勢目前看來不致有變，因此非美元的中短天期的投資級債券亦可做為資產配置時之選擇標的。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，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，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。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風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。