

美國重回降息循環，政府關門影響有限

2025年10月

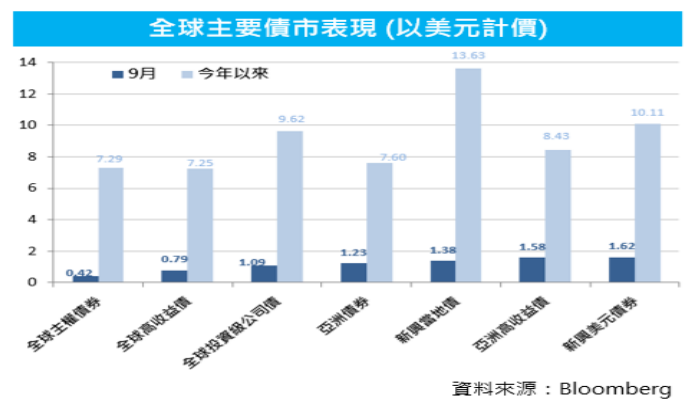
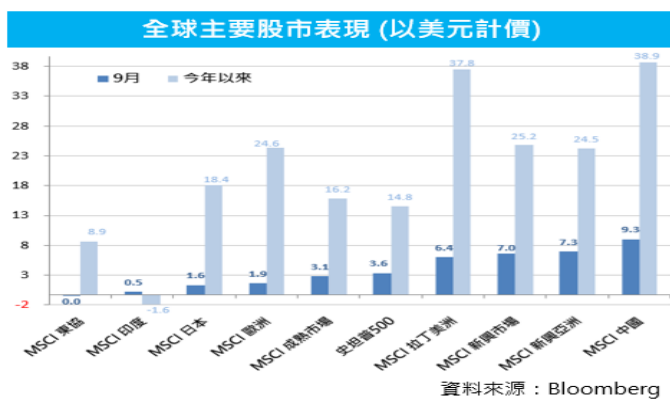
以美元計價的全球主要股市 9 月普遍上漲，但若就區域表現觀察，可說是成也亞洲、敗也亞洲。以 MSCI 指數來看，中國股市表現最為強勢，主要因為中國政府宣布讓外資參與股票選擇權交易及監管機構、國有資本推出托市政策及發表穩定市場的言論帶動資金流入。中國股市上揚的同時也帶動了新興亞洲與新興股市表現。然而，同屬亞洲的東協及印度卻報酬率卻相對弱勢。東協主要受印尼與菲律賓分別因抗議國會議員自肥法案及政府水利工程不透明遭控濫用預算而表現不佳。印度股市也因川普宣布將 H-1B 簽證申請費提高到 10 萬美元，拖累印度主要 IT 公司股價大跌而受挫。

在債市方面，全球債市在 9 月的表現大致平穩，報酬率大致介於 0.42%~1.62% 之間。主要債券類別中，市場對於美國降息預期升溫推動市場風險性資產投資意願，新興市場美元債券、亞洲高收益債券等券種表現最佳，全球投資級公司債與全球主權債走勢則較為較弱，但報酬率尚可。此外，因市場對 FOMC 降息預期已提前反應，美元指數 9 月上下波動後，月底與月初均維持在 97.8 左右的水準，因此新興市場當地債券相對表現維持中間水準。

由於股市對於聯準會今年降息 2 碼，明年降息 2~3 碼的預期已大致反應，加上美股估值面處於高檔，且後續還有只聞樓梯響的半導體關稅等待公布，因此股市短線仍有回調風險。此外，共和民主兩黨對於撥款法案未取得共識，導致美國許多政府部門停擺，何時回到正軌仍未可知。惟根據過往經驗，這樣的事件並不會對於股市造成太大影響，我們目前也對此抱持相似看法。

時序進入 10 月，市場目光料聚焦在美股 Q3 財報，彭博統計資料顯示，S&P500 指數 Q3 與 Q4 的整體財報年增幅預料約在 7% 左右。科技廠商對於 AI 的資本支出毫不手軟，因此資訊科技獲利料可一馬當先，工業、原物料、金融產業也可望增長，但消費與能源產業表現恐相對疲弱。考量關稅的負面影響將陸續在今年反映，標普 500 企業獲利明年料能恢復 10% 以上的盈餘增長，加上美國經濟雖放緩但無衰退之虞，預期股市中期仍有向上空間，建議股市投資仍可分批為之。

因美國仍處於降息循環，對公債或投資級債券中期的支撐力道不致有變，但考量美國債務體質偏弱仍可能對天期較長的債券造成影響，故建議以 10 年期上下的中長期美國公債與投資級債券為標的。同時，美元中長期弱勢目前看來料將持續，但英法日等國財政也有疑慮，全球超長期公債料偏震盪，故非美投資級債券的選擇也以 10 年左右的標選為宜。



美國股市：企業盈餘成長增速放緩，聯準會重啟降息循環

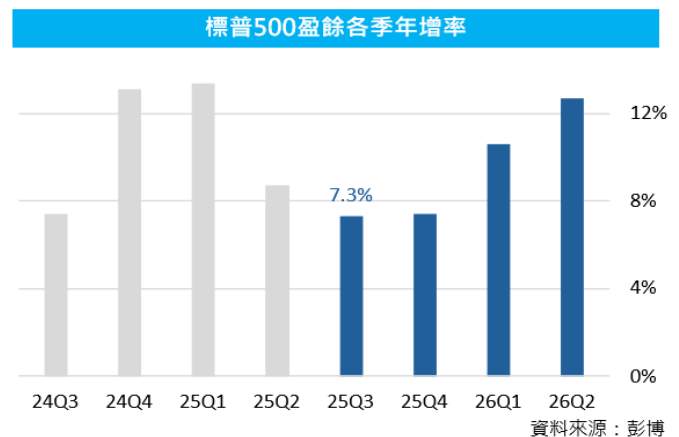
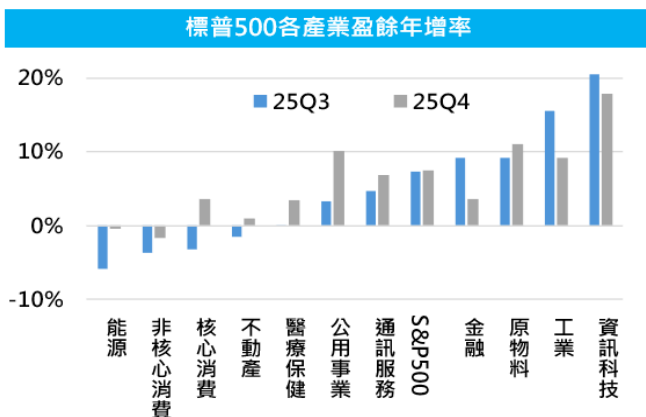
9月美股受惠於AI題材，標普500指數續創歷史新高。指數領漲族群涵蓋蘋果、特斯拉、輝達、Alphabet、博通、甲骨文、微軟、美光、帕蘭提爾等龍頭企業；領跌標的包括亞馬遜、新思科技、萬事達卡、威士卡、標準普爾全球、德州儀器、波音等。影響市場兩大事件分別為甲骨文公布大額在手訂單與Nvidia投資OpenAI，顯示科技大老仍看好AI產業前景。

美國聯邦政府陷入關門危機。爭議在於民主黨認為2026撥款法案必須延續醫療健保福利支出，而川普與共和黨主張應該廢除歐巴馬健保。過去幾十年來，美國聯邦政府多次因撥款法案卡關停止運作，持續時間從一天到五週不等，由於聯邦政府停擺確實會對經濟帶來負面影響，預料待時間拉長、民怨高漲後，兩黨最終仍妥協而恢復運作。

美國8月PCE價格平減指數月增率由上月的0.2%加速至0.3%，年增率則由上月的2.6%上升至2.7%；核心PCE價格平減指數月增率持平於上月的0.2%，年增率持平於上月的2.9%。8月核心PCE年增率仍處於偏高的2.9%，顯示美國通膨壓力仍在。其中服務價格加速上漲，主要由租金、餐旅服務及住宿以及運輸服務價格所帶動，顯示影響通膨的不僅是關稅因素，驅逐非法移民造成的缺工也推高人工成本，整體而言通膨水準略高不過並未失控。

第三季美股財報於10/14由富國銀行、摩根大通、高盛、花旗率先公布，須留意第三季盈餘增長速度將是過去一年來低點位置，且第四季盈餘年增率也難以回升至2位數。就盈餘年增角度，第三季包含資訊、工業、原物料、金融呈現較優異的獲利增長，而通訊服務產業盈餘增長放緩，金融業因基期且美聯儲降息不利利息差收入，第四季盈餘年增率降低。市場在八月上旬一度將標普500第三季盈餘年增率下調至6.6%，然而近期重回7%以上；考量關稅造成的負面影響將在2025年反映，進入2026年標普500企業獲利將重新回復10%以上盈餘增長。

聯準會於9月貨幣政策決議降息一碼，將基準利率調降至4.00~4.25%，降息理由為穩定就業市場，在會後記者會表示，不存在大幅降息的政策空間，會中並未討論一次降息兩碼，對關稅看法是影響正開始顯現，持續反映在未來一年的通膨數據上，預計聯準會後續動作仍會依據就業數據決定降息步伐。目前標普500本益比估計在25倍，短期評價偏高，但市場預期未來一年降息幅度還有4~5碼，且美國在AI產業仍扮演領頭羊角色，有利美股長期表現。



歐洲股市：俄烏停火期待落空，法國政局持續動盪

9月歐洲市場反映財報及政治不確定性，泛歐600指數進入盤整。領漲標的包括艾司摩爾、匯豐控股、施耐德電機、萊茵金屬、空中巴士、西班牙國際銀行、英國航太系統、勞斯萊斯、Prosus、歷峰集團；領跌標的包含阿斯特捷利康、聯合利華、德意志電信、萊雅、西門子、帝亞吉歐、英美菸草、雀巢、賽諾菲、思愛普等。法國新任總理需在10/15前提出預算案、俄烏戰爭無法在短期落幕，讓歐股投資變數增加。

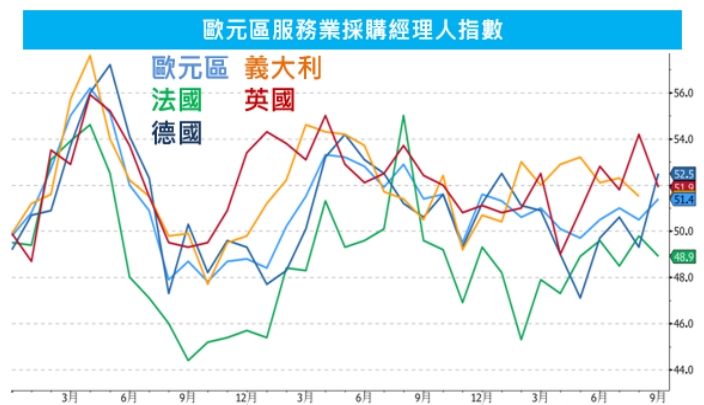
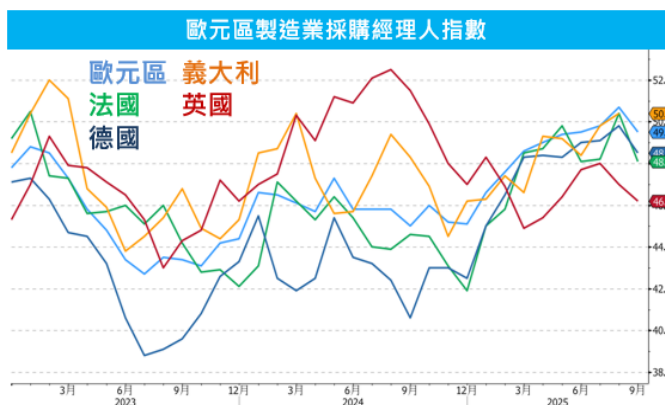
S&P Global 公布歐元區9月製造業PMI自上月50.7下降至49.5，服務業PMI由50.5上升至51.4，綜合PMI由51.0上升至51.2。服務業持續加速擴張，但製造業卻回落至收縮區間，其中新訂單再度下滑，但好在通膨降溫，給予歐洲央行降續調降利率的空間。

川普與普丁進行多次對話，但俄烏戰爭停火前景卻更加渺茫。媒體指出隨著美國政府對俄烏衝突立場轉變，烏克蘭有可能獲准使用美製武器對俄羅斯發動長程打擊。副總統范斯於福斯新聞播出的訪問中提到，美國正在討論是否提供基輔長程戰斧巡弋飛彈，這項請求曾遭川普否決。

歐洲防務局(EDA)表示，隨著各國加大軍事投入，歐盟軍費開支將在2025年創下新高，達到3810億歐元。歐洲防務局聲稱，2025年軍事支出中近1300億歐元用於新武器等投資。川普已在7月北約峰會迫使盟邦承諾將國防相關支出提高至國內生產毛額5%，其中3.5%用於核心軍費，1.5%用於基礎建設與資安等範疇。要達成北約新目標，未來每年歐盟軍費支出仍需持續增長，推動歐洲軍工企業業績走高。

法國新任總理勒科爾努於9/9上任後保持低調，僅在《巴黎人報》上初步透露部分政策方向，但這些內容已引發在野黨不滿。新任總理承諾要將赤字佔GDP的比例在2029年前降至3%以下，否決在野黨主要訴求(包括徵收“祖克曼稅”及暫停退休改革)，工會正醞釀動員示威。目前看不出新任總理有跟在野黨結盟跡象，這也意味法國政局持續動盪，推升法國公債殖利率走勢。

歐洲似乎在這一波美中AI競賽中缺席，德國內閣雖通過「現代化議程」措施，推動AI應用及減少官僚成本，放棄反對核電立場，思考核子保護傘的問題，但對於如何強化德國AI實力並無方案，故只看到漢莎航空、Bosch等龍頭企業裁員應對。考量地緣政治風險無法化解，AI產業缺乏成績，戰事落幕前對歐股需維持謹慎態度。



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。

日本股市：關稅不確定性落幕，TOPIX 指數續創歷史新高

9月日股表現強勁，TOPIX 指數創下歷史高點來到 3187 點。領漲標的包含索尼、東京威力科創、軟銀、三菱 UFJ 金融、愛德萬測試、三井物產、三菱商事、三井住友金融、村田製作所、丸紅股份等；領跌股涵蓋索尼金融、瑞可利控股、任天堂、日本電產、日立製作所、KDDI、本田汽車、大金工業、第一三共、Keyence 等。股市上漲主要受美日關稅談判落幕、AI 題材與巴菲特買進消息推動。

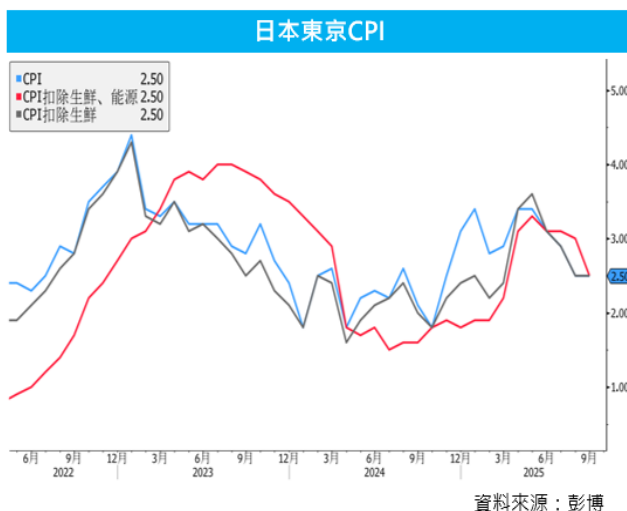
9月東京 CPI 年增率持平 2.5%，食物、居住、交通通訊對當月通膨貢獻度分別為 1.68、0.32、0.28 個百分點。食品通膨較上月降溫，而公共事業費用年增率持續下滑，以及東京計畫提供 0-2 歲第一胎保育免費，使保育費年增率大幅下降，石破茂的政策出現成效是壓抑近期通膨重要因素。日本央行 9 月利率政策會議維持利率不變，會議摘要顯示，委員強調日本內需易受外部衝擊影響，待獲取「更多硬數據」後再加息「為時未晚」，在 9 月利率決策會議中，九位委員中有兩位持異議，主張加息 1 碼至 0.75% 的提案未獲通過。市場預期日本央行在未來一年仍有兩碼升息空間，也帶動近期 10 年期公債殖利率一度站上 1.65%。

日本央行在 9 月利率決策會議意外啟動 ETF 和 J-REIT 減持計畫，總裁植田和男在記者會上表示，不認為持有 ETF 本身有重大缺陷，可以「慢慢減持」，以既定速度出售 ETF(每年賣出額度 6200 億日圓)，以目前持倉將需要超過 100 年以上時間消化，不會對市場產生負面影響。

巴菲特所執掌波克夏增持日本三菱商事股份至 10% 以上持股比例，而三井物產也於 9/22 聲明，波克夏已將其所持股份提高至 10% 以上，並補充指出，未來「可能考慮進一步增持」。顯然日股已成為巴菲特在美股外的最佳投資選擇。

據日本央行統計資料顯示，2025 年第二季全體家計金融資產年增 0.98% 至 2,239 兆日圓，其中現金及存款年減 0.09%，是 2006 年第四季來首見，對比過往 20 年的長期平均增速為 1.87%，取而代之的是，2025 年第二季民眾持有基金及股票較去年同期增加 9.03% 及 4.87%，同期間東證指數上漲 1.54%、美國標普 500 指數上漲 13.63%，顯示民眾同時增加股票及基金的資產配置。

TOPIX 指數近期續創歷史新高，但本益比也僅在 17.5 倍。預料在 10 月日本新任首相人選出爐、政治不確定性降低，而新任首相可望加大財政刺激，有利中長期日股表現。



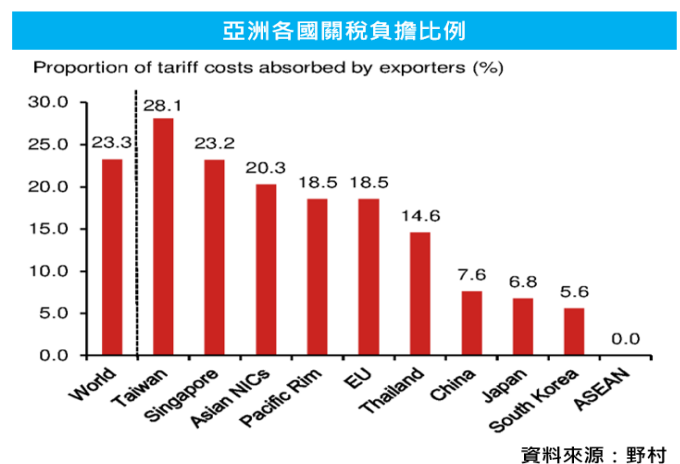
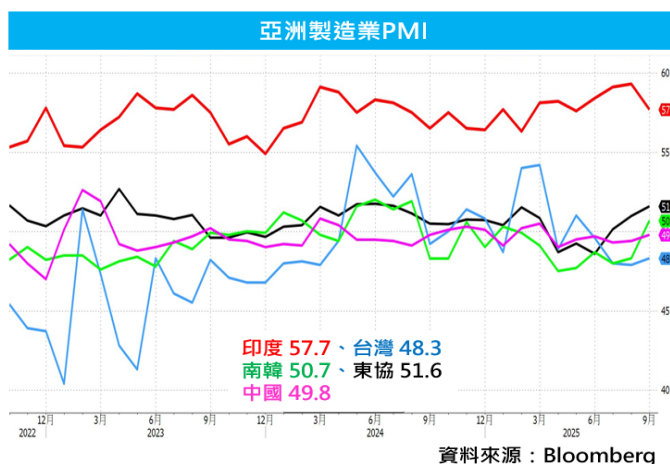
新興亞洲：關稅造成經濟負面影響，但仍在可控範圍

亞洲股市在九月再度走揚，截至九月底，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月上漲 6.29%，聯準會再度啟動降息，與科技股的走揚對亞洲股市功不可沒。中國上證指數九月表現平平，僅上漲 0.64%，九月的刺激政策對房地產、金融為主上證指數推升效果有限，預計將在十月底的政治局會議才會有進一步的行動。香港國企股九月上漲 6.79%，大型科技股獲得政策及資金重點加持，半導體類股強勢走高，帶動恒生科技指數暴漲近 14%，是推動國企指數上漲的主因。台灣股市九月上漲 6.55%、南韓股市上漲 7.49%，在 AI 題材持續發酵下，雙雙繳出好成績，尤其是記憶體族群的爆發更是讓南韓股市表現領先。MSCI 東協指數九月大致持平。新加坡股單月上漲 0.73%，馬來西亞股市單月上漲 2.33%，印尼 JCI 指數上漲 2.88%，但在國內抗議頻傳，政局不穩影響下，匯率大貶，以美元計反而下跌 1.07%。泰國逐漸走出總理下台的陰霾，SET 指數上漲 3.04%，菲律賓國內反腐調查引發不確定性，馬尼拉指數單月下跌 3.28%。馬來西亞股市單月上漲 2.33%，馬來西亞的政治環境相對穩定，增強了投資者的風險偏好。印度股市在九月先揚後抑，SENSEX 指數上漲 0.57%，整月仍維持小幅上漲。

9 月份亞洲各國 PMI 呈現謹慎復甦但表現分化的態勢。中國官方製造業 PMI 為 49.8，製造業景氣仍處於萎縮區間。印度製造業 PMI 從 59.3 降到 57.7，雖略為放緩，仍保持強勁擴張。9 月台灣製造業 PMI 為 48.3%，雖較上月微幅回升 0.4%，但在萎縮區間。南韓 9 月 PMI 升至 50.7，為 13 個月來首次擴張，景氣有初步回穩跡象。東南亞各國 PMI 表現各異，大致在 50 附近，東協整體 PMI 在 51.7 較上月 50.8 上升，製造業景氣表現擴張但增速溫和。

自川普對等關稅以來，根據野村的推算，亞洲出口商平均大約吸收了約五分之一的美國關稅，其餘成本則由美方負擔。不同的國家所負擔的關稅比例不同。這將持續造成供應鏈的轉移，國家與區域間將形成不同的產業聚落，用以應對不同的美國關稅情境。但讓人擔憂的是，最終仍是美國的廠商或消費者負擔了大部分關稅，將帶動通膨走高，也會使得終端消費減少，另一方面，亞洲企業也將因為負擔的部分關稅的而讓企業獲利下降，進一步使得企業投資及聘僱降溫，對亞洲經濟形成負面影響。

然而，雖然關稅對美國及亞洲的經濟發展不利，但我們認為關稅是一次性的影響，加上亞洲各國普遍都有預備一定的刺激政策，整體經濟下滑程度可控，景氣放緩但保持穩定，而且 AI 相關供應鏈需求爆發，相關類股或亞洲受惠 AI 的區域股市，可優先布局。



南韓：景氣初步復甦，AI 晶片需求擴散至記憶體

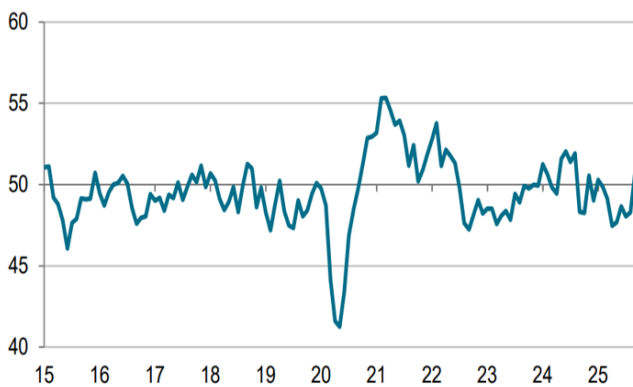
南韓製造業 PMI 在 2025 年 9 月回升至 50.7，較 8 月的 48.3 走揚並進入擴張。這表示製造業景氣從收縮區間重新進入擴張區間，為 2025 年以來首次改善，也是自 2024 年 8 月以來最強的回升幅度，迎來了久違的回暖。新訂單分項自 2 月以來首次擴張，受新產品推出與出口帶動，新出口訂單也是六個月來首次回升，主要是因為亞太市場需求改善。聘僱分項創兩年新高，企業擴充產能以應對需求，如果就業改善能夠持續，這對於過去低迷的韓國內需將是一個轉折性的幫助。企業對未來展望正向，但對美國關稅與國內需求復甦時間點保持審慎，整體復甦仍屬初步階段。

其中 AI 所帶動的記憶體出口功不可沒，南韓 9 月出口金額達 659.5 億美元，較去年同期大增 12.7%，連四月正成長，除了遠優於路透社調查預期的 7.2%，也創 14 個月來最大增幅，出口值更攻上歷年單月新高。半導體出口大增 22%，單月出口額達 166.1 億美元，創下單月歷史新高，更是其中要角，半導體是南韓出口的超級增長引擎。船舶出口同樣表現強勁，9 月出口金額躍增 21.9%，來到 28.9 億美元，連七月正成長；即使受到美國關稅衝擊，汽車出口額依然飆升 16.8%，達到 64 億美元，改寫歷年同月新高。主要受惠於對非美地區出口的改善，南韓對中國出口反彈 0.5%，對歐盟及東盟出口分別飆升 19.3% 及 17.8%；而受關稅拖累，對美國出口跌 1.4%。

近期的南韓經濟開始好轉，但未來的變數仍然是在對美國關稅談判上，韓美雙方在七月已達成初步框架協議，但其最終細節和落實方式仍存在重大分歧，導致全面協議的敲定受阻。目前談判的主要瓶頸在於南韓承諾的 3,500 億美元投資的「資金結構」問題。川普總統曾聲稱這筆錢是南韓將「預先支付」(Upfront) 的現金。韓方堅決否認會以一次性現金方式支付。南韓總統李在明要提供這麼龐大的現金流出，「客觀和現實上都辦不到」，這將可能衝擊南韓國內的外匯市場，甚至引發金融危機。雙方貿易代表和官員仍在華府進行密集協商。南韓已成功將大部分產品的潛在關稅鎖定在 15%，但目前談判的關鍵在於如何用南韓經濟能承受的方式，完成對美國 3,500 億美元的投資承諾。

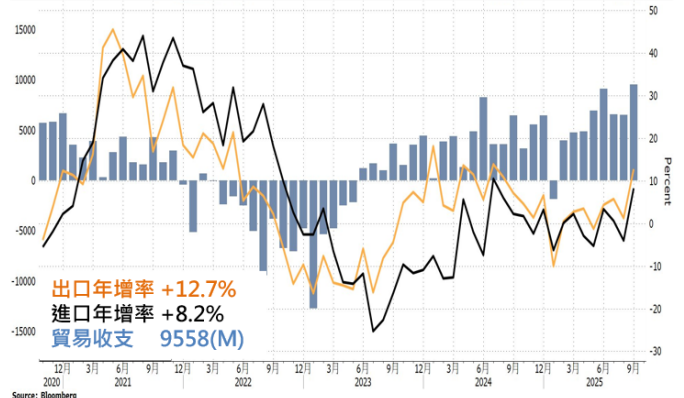
雖然美韓之間的貿易談判進度有點卡關，但我們認為進度已經進到最後一哩路，而且南韓是全球記憶體晶片和 AI 晶片的領導者。受惠於全球對 AI 算力的爆炸性需求，三星和 SK 海力士等科技巨頭將迎來長期強勁的增長動能。目前韓股的估值在亞股中仍相對偏低，加上改革和科技復甦的預期，正吸引外國資金大量流入，將成為推動南韓 KOSPI 指數上漲的主要動力。

南韓製造業 PMI



資料來源：S&P Global

南韓進出口數據



資料來源: Bloomberg

台灣：AI 與 HPC 續為台灣經濟支柱，台股有表現空間

9月台灣製造業 PMI 為 48.3%，雖較上月微幅回升 0.4%，但仍連續第四個月低於 50% 的景氣榮枯線，顯示製造業景氣持續緊縮。專家分析，製造業持續疲軟的主要因素在於美國對等關稅的衝擊持續發酵，加上國際經濟前景不確定性高，導致廠商態度保守觀望。而且企業透露，客戶觀望市場氛圍濃厚，全球需求表現疲弱可能將延續一短時間。

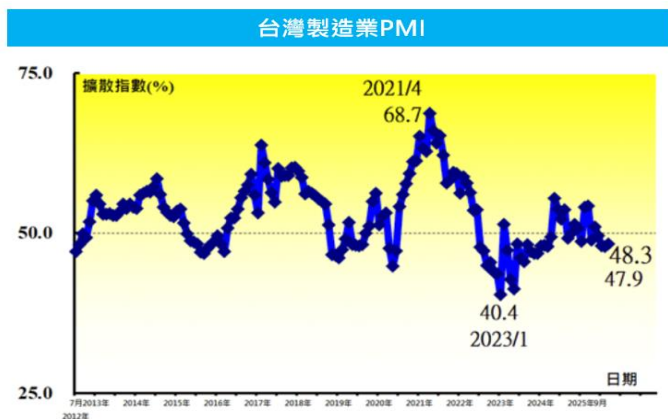
構成 PMI 的細項中，新增訂單、生產數量和存貨皆持續緊縮。特別值得注意的是，九月六大產業的人力僱用指數首次全數轉為緊縮，被視為中長期景氣的警訊，反映廠商為節省現金流，只願意維持既有人力而不願擴編。

相較於製造業的低迷，非製造業經理人指數 (NMI) 則連續第七個月擴張至 52.1%，主要受惠於內需市場相對穩健，以及新機上市和民俗月結束等因素帶動。然而，非製造業的未來六個月展望指數也已連續七個月緊縮，顯示服務業業者對於未來景氣亦存有疑慮。總體而言，台灣經濟景氣呈現「製造業緊縮、服務業擴張」的現象，外部貿易壓力仍是拖累整體經濟的關鍵因素，關稅衝擊的全面影響預計要到明年第一季才會更為明朗。

外銷仍然是台灣最主要的經濟動能，8月外銷訂單達 600.2 億美元，年增 19.5%，創歷年同月新高。AI / HPC 與雲端需求持續帶動電子與資通訊訂單，成長主要集中於少數大型電子與資通訊廠商，而中小企業普遍缺乏樂觀動能，顯示產業復甦的擴散效應有限。外交動向指數中，資訊通信指數為 52.8，電子產品為 52.5，電子產品依舊是接單核心，不僅受 AI 結構性需求支撐，也將受惠於消費性電子新品出貨與旺季補庫存的推動。

優於預期的外銷也讓央行將 2025 年全年經濟成長率預測值上修至 4.55%，大幅高於 6 月預測的 3.05%。央行預估下半年經濟成長率將放緩至 2.51%。主要原因是上半年基期較高，加上外部不確定性可能影響傳統產業。儘管有外部風險，但 AI 等新興科技的持續需求，仍將為台灣經濟的支柱。另外，觀察僑外來台投資累積金額 1~8 月累計來到 85 億美元，且逐月金額年增率皆保持在 50%，顯示外企對國內實體經濟的投資動能強勁，這也會是台灣經濟的另一利多。

總而言之，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，但台股的大型科技股仍有一定的利基，表現可望相對較佳。



資料來源：中經院



資料來源：經濟部

能源類股：多空消息頻傳放大油價波動，後市仍持保守觀點

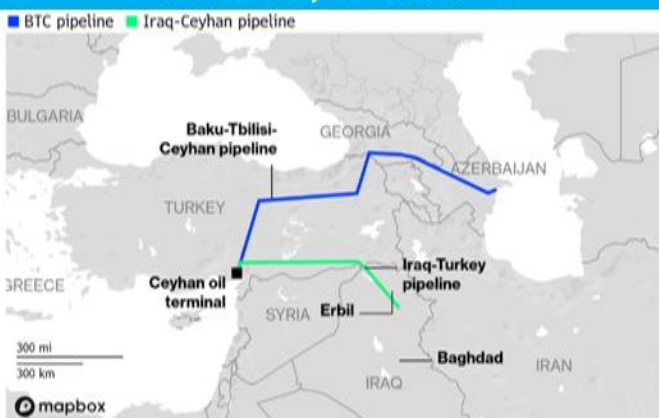
9月的石油市場，受到產業供給持續上升及區域衝突事件頻傳等多空因素影響，價格波動有所放大。供給部分，9月初 OPEC+ 決議增產每日 13.7 萬桶，以逐步停止自 2023 年 4 月宣布的每日 165 萬桶自願減產，儘管本次增產速度相比過去幾個月速度有所放緩，但在油價低迷的情況下仍決議增產，顯示 OPEC+ 的策略已轉向優先考慮市場佔有率，而不是價格維持。另一方面，伊拉克總理蘇達尼表示，已與庫德族自治政府及土耳其達成協議，將於 9/27 開始恢復從庫德族地區向土耳其出口石油的管道，此前這條石油管道已因政治問題已中斷兩年以上。伊拉克部長向媒體表示，預估這條管道將出口約 23 萬桶/日的石油，且未來將持續投資增加產量，預估出口量有望上升至 50 萬桶/日。

OPEC+ 及伊拉克等地區石油產量持續上升，使原油供過於求雪上加霜，理應壓抑油價，然而近期油價卻是上下波動劇烈，主因東歐地區區域衝突事件頻傳，使市場擔憂將影響原油供需。9 月 19 日，三架俄羅斯米格-31 戰機未經許可侵入愛沙尼亞領空近 12 分鐘，促使愛沙尼亞援引北大西洋公約第 4 條請求盟國協商。媒體報導指出歐洲外交官已警告克里姆林宮，若俄國戰機再侵犯北約盟國，將會直接擊落俄國戰機。近期也傳出羅馬尼亞及波蘭遭到俄羅斯無人機入侵事件，顯示俄羅斯可能意圖擴大軍事行動範圍。近期烏克蘭持續攻擊俄羅斯產油設施，則已實際影響俄國原油生產，消息指出，受到烏克蘭攻擊影響，俄羅斯副總理亞歷山大·諾瓦克在 9/25 宣布將部分柴油出口禁令延長至年底，以因應遭到攻擊造成的產能下滑。

除了實際的區域衝突外，川普針對俄油買家的隔空喊話，也持續影響油價走勢。川普已發信向七大工業國集團 (G7) 及歐盟要求其對購買俄羅斯石油的中國、印度課徵 50~100% 關稅，直至俄烏戰爭結束，並表示如果北約國家課徵次級關稅，美國也會立刻實施同樣的關稅制裁。9/25 川普則在與土耳其總統艾爾段的會面中，公開呼籲俄羅斯石油的第三大買家土耳其停止購買俄羅斯石油，並提議以解除土耳其的 F-35 戰機購買禁令作為交換。雖然目前為止無論是北約國家或是土耳其，都尚未正面回應對於次級關稅或是停購俄油的要求，但以上事件的變化，仍可能使短線油價出現上行可能。

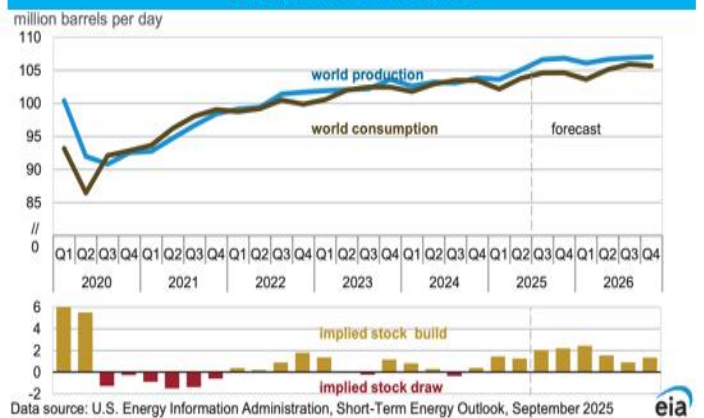
展望後市，雖近期區域衝突事件頻傳，使油價波動放大，然而目前這些事件仍尚未對原油供需造成實質重大影響，反而是包含 OPEC+ 及伊拉克等國持續增產石油，使整體油市供過於求雪上加霜，故整體而言，雖然短期事件可能造成油價上行，但中長期而言，我們對能源類股後市仍保守看待。

通往土耳其 Ceyhan 港的原油管線



資料來源: 彭博

世界液體燃料生產與消費



資料來源: eia

We Create Fortune

黃金類股：降息有利資金流入，央行及 ETF 買盤持續

9 月 FOMC 會議成為本月黃金市場的轉折點，聯準會決議降息 1 碼，重啟降息循環，帶動黃金價格再創新高，FOMC 利率點陣圖亦顯示，今年底有望再降 2 碼，明後年則分別降 1 碼。會後，利率期貨市場隱含利率水準進一步確認這一路徑，到年底前美國利率有望再降 2 碼，明年則預估降 3 碼至 2.75%-3% 的區間。從歷史觀察，聯準會降息往往是黃金的強力催化劑，主因利率下降降低了持有不孳息資產的機會成本，預料隨聯準會持續調降利率，有利市場資金持續流入黃金資產。

除了降息這一利多外，我們也看到了本波黃金多頭的主要買盤 - 世界央行及黃金 ETF 資金持續流入。世界黃金協會報告指出，全球央行 7 月淨買進 10 噸黃金，雖相較過去淨買入速度有所放緩，但仍站在淨買超方。其中薩克國家銀行增持 3 噸黃金儲備，土耳其共和國中央銀行、中國人民銀行和捷克國家銀行各增持 2 噸黃金。土耳其自 2023 年 6 月以來已連續 26 個月成為淨買家；捷克國家銀行則自 2023 年 3 月起連續 29 個月購買；中國連續第 9 個月增持，並在此期間共購入 36 噸。今年以來央行買家多為新興國家，如波蘭年初至今購買了 67 噸黃金，位居央行買家第一名，中國、土耳其、捷克等國亦為前幾大央行買家。展望未來，我們認為目前新興國家黃金儲備佔其儲備資產的比率仍有上升空間，以中國為例，目前黃金儲備佔比約 7%，仍低於世界平均的 20%，亦遠低於已開發國家如美國、法國的約 70%，故我們認為新興國家央行增持黃金趨勢仍將持續，並將為黃金價格帶來支撐。

黃金 ETF 亦持續吸引資金流入，2025 年 8 月全球實物黃金 ETF 吸引了 55 億美元的資金流入，高於 7 月時的 32 億美元。儘管亞洲和其他地區出現輕微資金流出，但北美和歐洲基金主導了全球黃金資金流向，北美基金貢獻了 41 億美元的流入，這是該地區連續第三個月淨流入，顯示美國投資者對黃金偏好不減。歐洲基金則連續四個月呈現淨流入，8 月份增加 19 億美元，其中英國、瑞士和德國基金表現尤為突出，漲勢部分歸因於美國對瑞士進口商品課徵高達 39% 的關稅，推升當地投資者對避險資產的需求，從而帶動黃金 ETF 的購買熱潮。相對而言，亞洲和其他新興市場出現輕微資金流出，規模約 5 億美元，但整體而言，並未削弱全球黃金 ETF 的強勁表現。今年累積至 8 月，黃金 ETF 資金流入已累積至歷史第二高水準，僅低於 2020 年疫情驅動的高峰，預料隨聯準會進入降息循環，將有利於資金更進一步流入黃金 ETF。

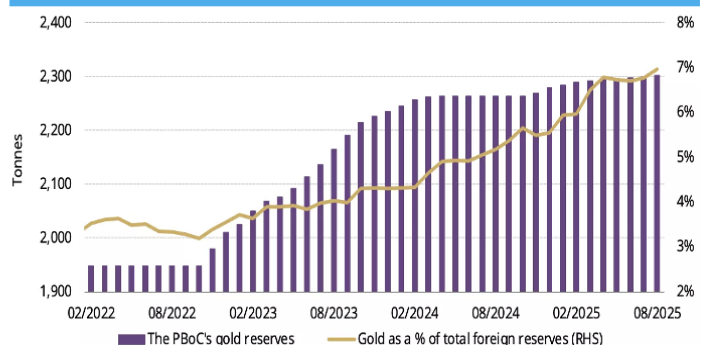
展望後市，除了降息利多外，近期中東及東歐區域衝突緊張情勢仍未見改變，大而美法案亦將推升美國赤字問題，川普持續干預聯準會獨立性及關稅帶來的通膨隱憂，也都有利於資金流入黃金資產作避險，故整體而言我們對黃金價格及類股後市仍保持正向看法。

黃金 ETF 持有量與黃金價格



資料來源：Bloomberg

中國央行黃金儲備變化



資料來源：世界黃金協會

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：美重回降息循環有利債券中期走勢

自 9 月初以來，包括 ADP 民間就業數據、初領與續領失業金人數及 8 月非農新增就業人數等一連串的美國勞動市場數據均不如市場預期，由花旗美國經濟驚奇指數亦可看出美國經濟明顯轉弱的跡象，從而帶動投資人對於 FOMC 加快降息步伐的期待，促使美國公債與投資級債市場在 FOMC 9/17 會議之前迎來不錯的漲勢。

FOMC 9/17 如期決議降息一碼，彭博衡量 FOMC 記者會發言稿內容的情緒指數在會後大幅下滑，由文句立場分析亦可看出鴿派言論大幅增加，顯示聯準會立場較先前更加寬鬆的傾向。同時，FOMC 在最新的經濟預估中上調了未來三年的實質 GDP 年增率預估值並下調今明兩年的失業率，但也上修了明年的通膨預期。由前述數據的調整可看出，儘管聯準會認為通膨的威脅仍略有增加，但美國經濟並無衰退的疑慮，故此波降息循環屬於「預防性降息」。在 FOMC 會前對於 9 月降息預期已大致反應在債券市場，加上部分 Fed 官員政策立場中性的談話及美國 Q2 GDP 終值與耐久財訂單表現回溫，一度使得 FOMC 會後的美債市場出現獲利了結的賣壓。

不過，美國 8 月個人消費支出 (PCE) 物價指數年增率由 7 月時的 2.6% 升至 2.7%，核心 PCE 物價指數年比增加 2.9%，與 7 月持平。雖然 PCE 表現大致符合預期，但仍高於 Fed 2% 的長期目標。此外，10/1 所公布的 ADP 新增就業人數由上月的 -0.3 萬降至 -3.2 萬，遠低於預期的 5 萬，更創 2023/3 以來最大降幅，加上 ISM 製造業 PMI 的就業指數回落，顯示勞動市場成長有放緩疑慮。

在錯綜的數據影響下，截至 10/1，利率期貨市場隱含的降息機率顯示，FOMC 10 月底預估降息 1 碼的機率達到 100%，Fed 12 月再降 1 碼的機率再度回升至近 9 成，但明年底前的降息碼數預期從先前的 3 碼降至 2 碼後，仍維持不變。考量 FOMC 決策重點向來在通膨和勞動市場，儘管關稅目前對物價整體影響相對有限，但通膨仍是欲降不易，且就業市場也確實有所放緩，這樣的數據組合仍可能使 Fed 在決策上面臨不確定性，未來實際降息步調仍視未來經濟數據的良窳而變動。

儘管 FOMC 9 月會後，投資人對於聯準會降息的預期先前已大致反應，美國經濟數據好轉也一度使美國公債出現短線賣壓。然而，因美國仍處於降息循環，對公債或投資級債券中期的支撐力道不致有變，但考量美國債務體質偏弱仍可能對天期較長的債券造成影響，故建議以 10 年期上下的中長期美國公債與投資級債券為標的。同時，美元中長期弱勢料將持續，但英法日等國財政也有疑慮，全球較長天期公債料偏震盪，故非美投資級債券的選擇上亦以 10 年左右的標選為宜。

