



凱基證券

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

降息循環啟 資產再平衡
Steering Through the Rate-Cut Shift

2025年10月

摘要

- 川普發動的貿易關稅戰，是影響第三季全球金融市場的重要關鍵，加上大而美減稅法案通過，對於美國的通膨和民眾消費行為產生影響，美國景氣與就業明顯下滑，促使聯準會終於在9月重新啟動新一輪的降息循環。
- 聯準會重啟降息所帶動的資金行情，加上AI科技領域需求旺盛，整體企業獲利目前仍佳，推升美國股市持續刷新歷史新高紀錄。然而，類股出現輪動現象，伴隨著美國公債殖利率因降息而下滑，對利率敏感度較高的族群，近期有落後補漲的現象，包括像地產建築、金礦、金融股，甚至小型股等，可望因降息而受惠。此外，美國公債殖利率曲線下移也推升債市上漲，投資級債甚至新興債各有表現。
- 過去美國降息期間，伴隨著美元走弱，資金外流至非美與新興市場，推動歐、日股與新興股轉佳。日股短期雖因政治紛擾，與央行減持資產而有波動，但經濟改善、薪資成長，日本內需仍是分散投資的選項之一。進入第四季，股市位居高位、景氣放緩，配置以多元資產為宜，採A(另類資產 Alternatives)、C(固定收益 Credit Selection)、E(優質股權 Elite Stock)策略作為投資主軸，做好分散風險、降低波動的再平衡調整，才能在震盪中穩健茁壯資產部位。

1 投資策略

市場回顧/ 第四季投資主軸

2 第四季市場展望

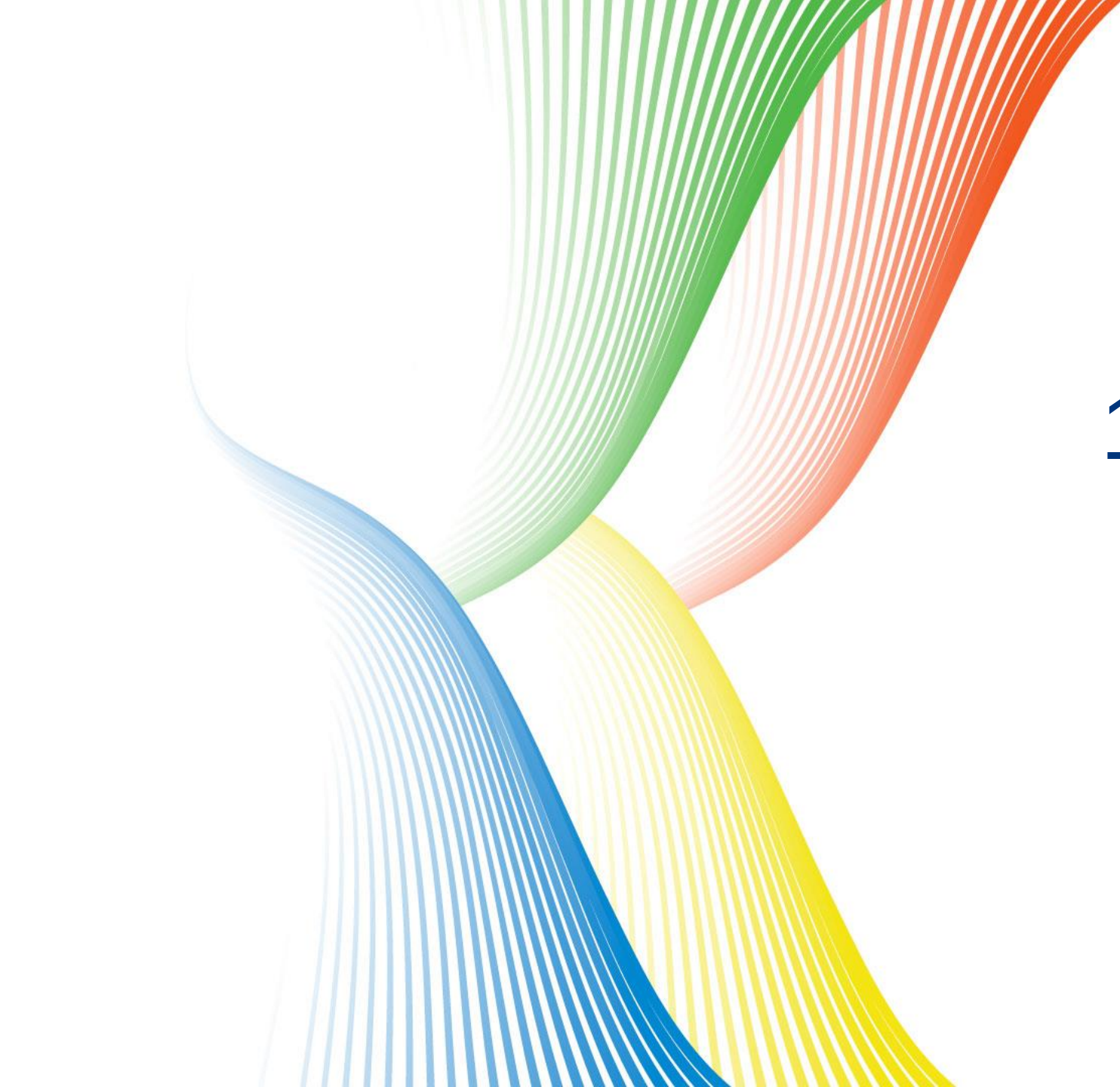
降息循環啟 資產再平衡

3 資產配置

資產調整/ 資產類別/ 投組配置/ 核衛配置

4 附件





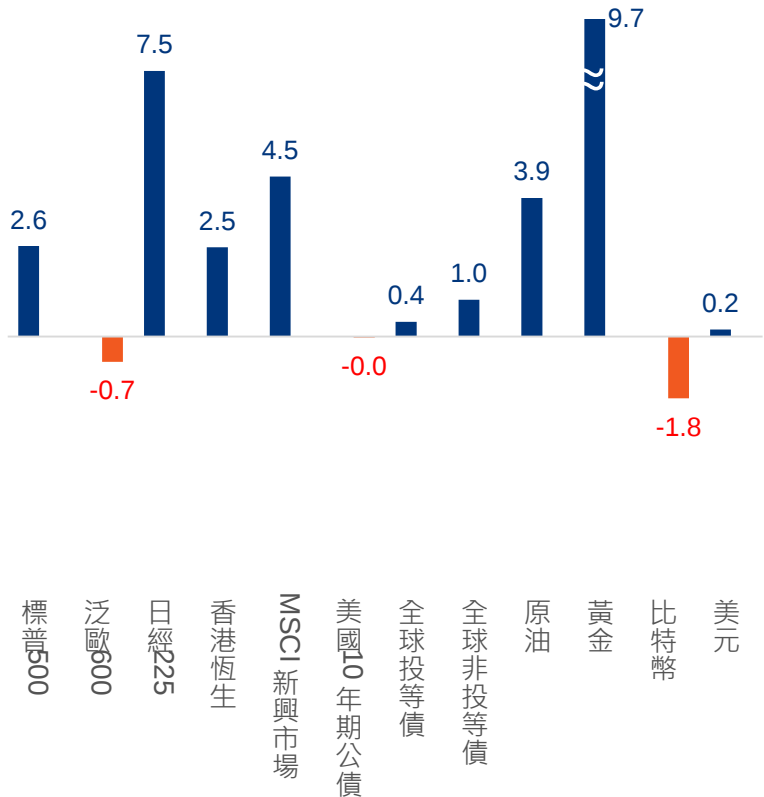
1 投資策略

- ▶ 市場回顧
- ▶ 本月投資主軸

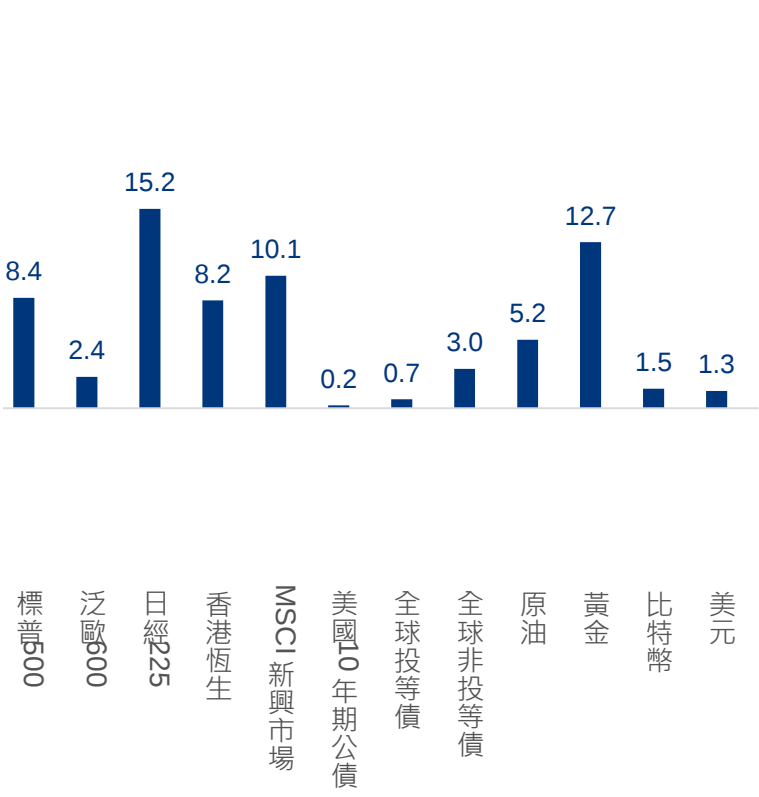
聯準會重啟降息、資金外流，美元反彈、黃金續強

▶ 美國景氣放緩，消費有撐使經濟未陷入衰退；聯準會終於重新啟動降息循環，加上美股企業獲利仍佳、AI需求持續暢旺，推升股市高檔有撐。美元走弱，資金回流亞洲與新興市場，受惠利率型商品如黃金創歷史新高，惟須留意漲多回跌風險，宜逢回分批布局。

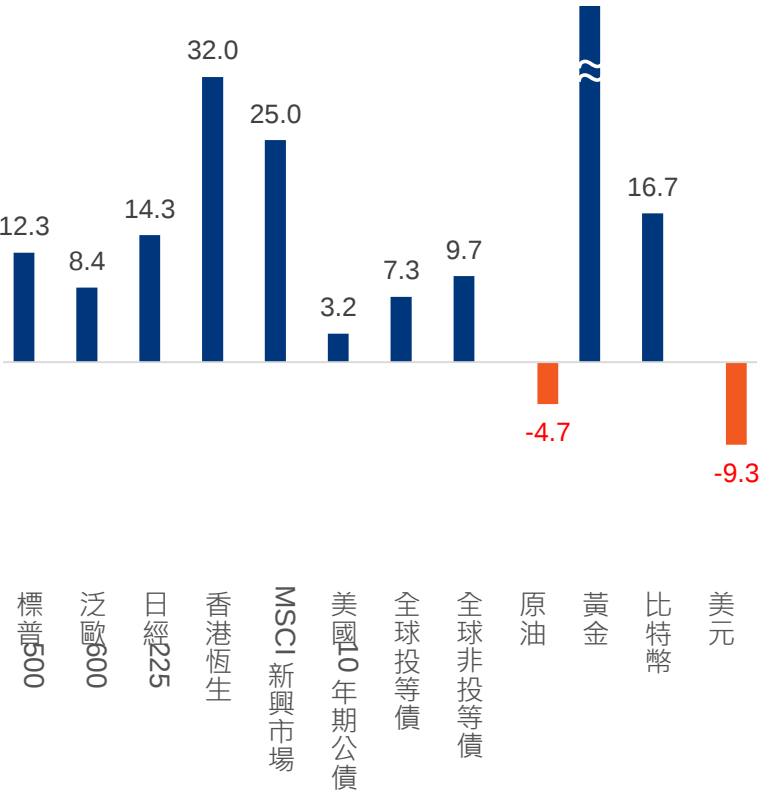
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年9月26日

聯準會降息循環重啟，股市創高與經濟走弱拉鋸



市場觀察指標

風險追求(Risk-on)
股權配置

本月
上月

風險趨避(Risk-off)
債權、另類配置

企業獲利

美國財報多優於預期，AI是關注焦點 ●

- 標普500指數今年第二季的企業財報公布已畢，81%的企業獲利營收優於預期；其中，公司財報電話會議提及「人工智慧」數量創近十年新高。
- 預估標普500指數第三季企業獲利年增率為7.5%，從季初預估的7.2%向上調升。

企業評價

美股估值上升，略高於平均水平 ●

- 美股未來12個月的預估P/E為22.1，超過近5年的平均值19.9，和近10年平均值18.5。
- 歐日股預估本益比已來到近10年平均本益比，其中又以歐股稍高於近10年平均值。

市場因素

股市創高、投資氛圍熱絡，惟政局動盪 ●

- 美國勞動市場冷卻，聯準會重啟降息循環，加上人工智慧及相關需求大增，AI與資金行情激勵多國股市創歷史新高，投資氛圍熱絡。
- 日本首相石破茂辭職與法國總理倒閣，英國亦面臨內閣重組，主要國家政局動盪使政策不確定性上升。

總經因素

美國勞動市場降溫，通膨難大幅改善 ●

- 美國8月新增非農就業僅2.2萬人，遠低於過去一年平均，也不如預期，前幾個月下修，使6月就業人數出現負值，勞動市場明顯降溫。
- 美國8月CPI年增率從7月的2.7%上升至2.9%、創1月以來最高，雖符合市場預期，但未見明顯下滑，通膨呈僵固性。

利率政策

聯準會9月降息，年底前預估再降2碼 ●

- 美國經濟數據放緩、就業惡化、通膨偏高，聯準會9月降息1碼，年底前仍有2碼降息空間，利率點陣圖顯示明年可能降息1碼，整體降幅少於市場預期。
- ECB總裁拉加德稱歐元區通膨已回到目標附近，通膨下滑過程可能結束，市場預期歐元區降息循環接近尾聲。

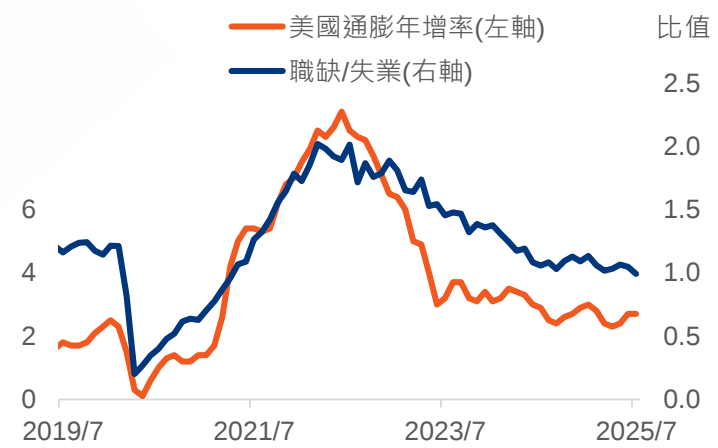
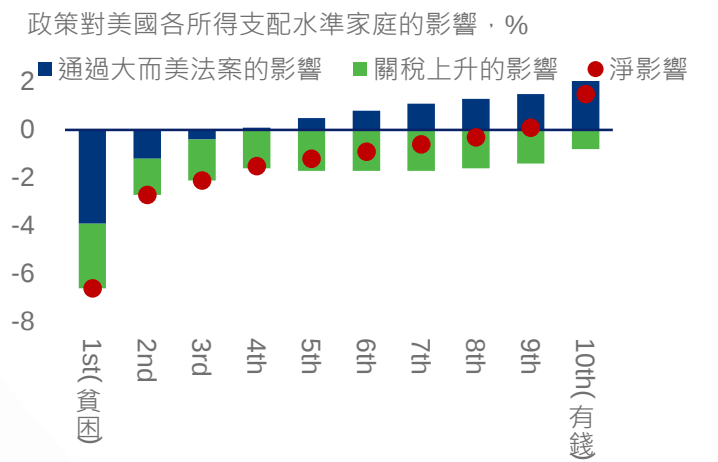
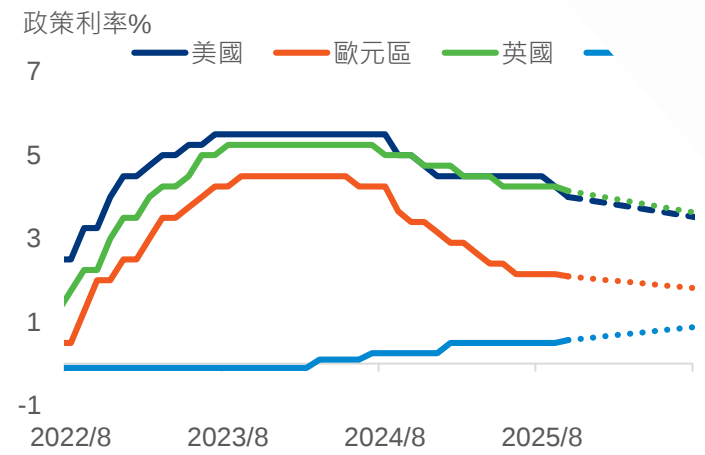
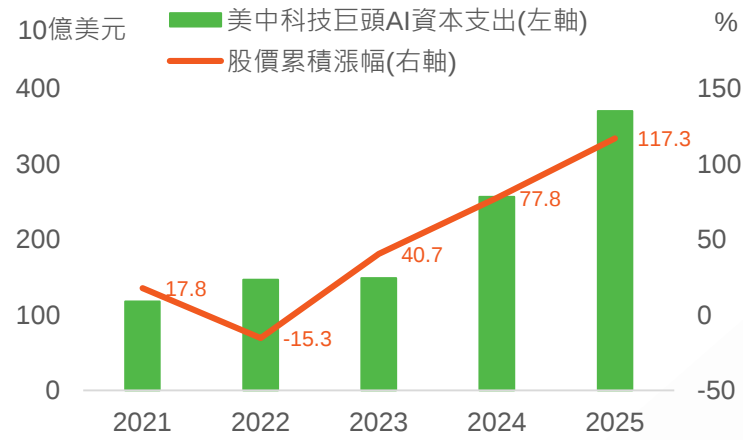
信用利差

利差縮窄，低信評企業留意違約風險 ○

- 市場風險偏好情緒回升，帶動信用利差收窄，但信用債利差已回到年初低點，預期未來進一步收斂機率不高。
- 景氣放緩情境下，企業違約風險仍存，建議需避開低評級CCC級以下企業，聚焦大型龍頭企業投資級債。

資料來源：Bloomberg

AI行情與寬鬆資金推升股市，留意高位震盪波動加劇

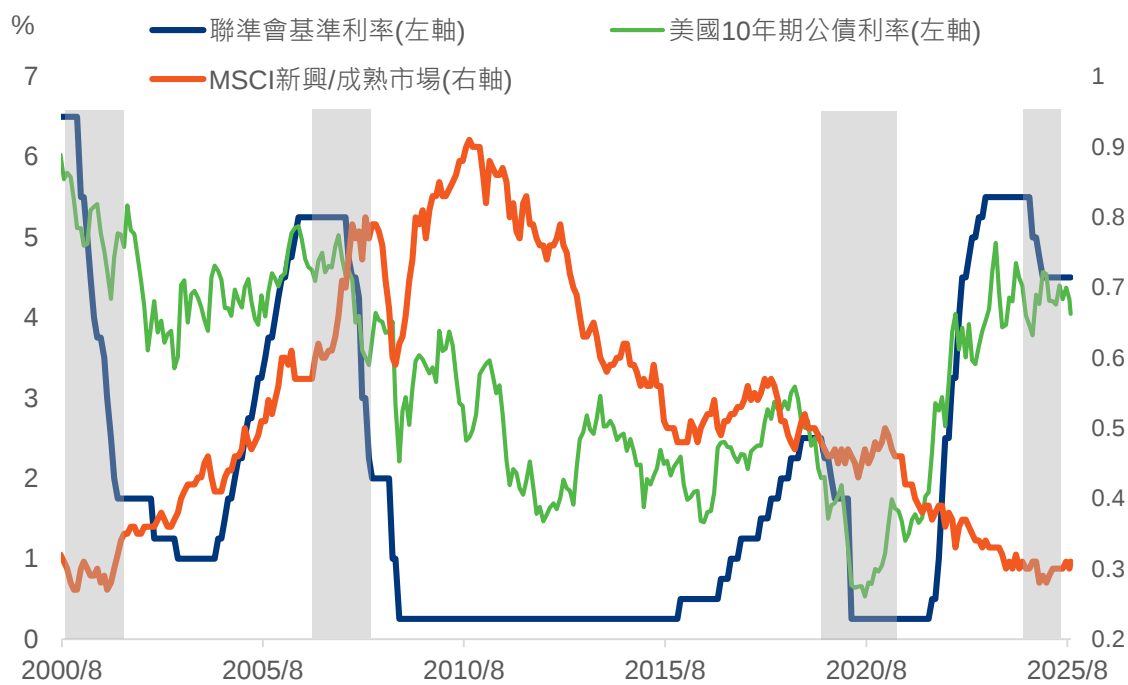


資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，左上累積漲幅採Amazon、Microsoft、Google、Meta、Oracle、Apple、Alibaba、Tencent加總平均

美國降息有利新興股，科技、金礦、金融、房地產與小型股

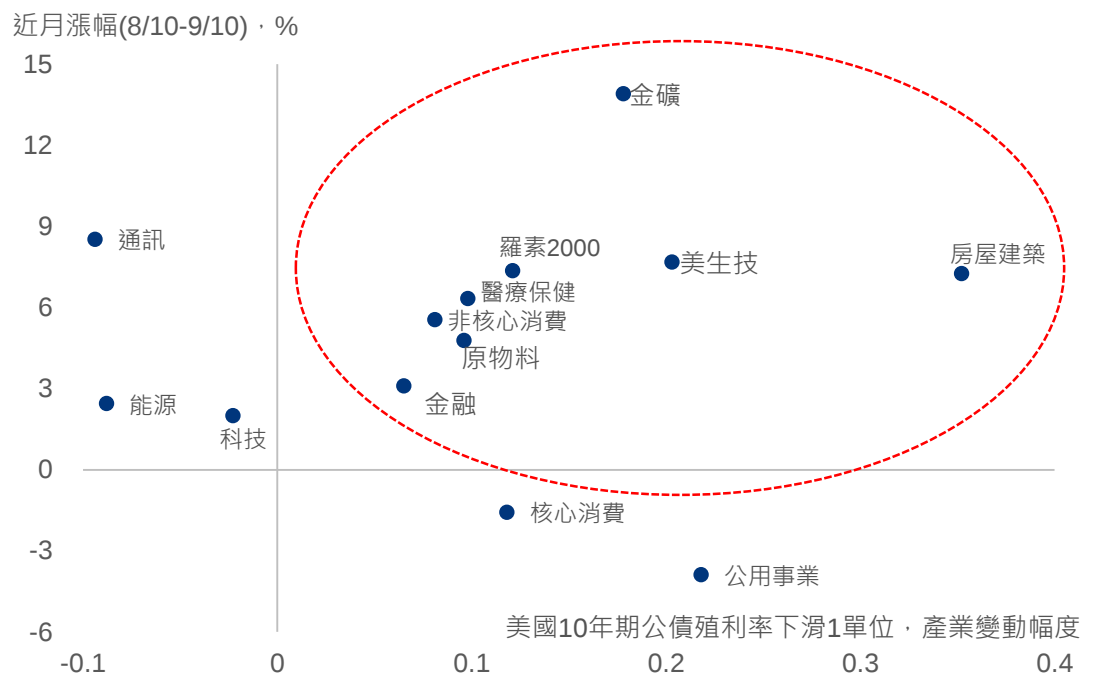
過去美國降息，資金回流新興市場，新興股匯佳

- ▶ 過去當美國聯準會開始降息，或降息前一小段時間，市場提前反應美債利率下滑，甚至美元走弱預期，資金開始流出美國，流往新興市場，使得新興股相對成熟股表現較佳，預期未來部份新興股、甚至非美的歐日股將受惠。
- ▶ 建議可以增添全球股或部分新興、非美市場達到分散資產配置的效果。



美國若利率下滑，短期利率敏感度高與科技股受惠

- ▶ 觀察過去幾次聯準會降息，美國10年期公債利率下滑時期，以利率敏感度較高的產業如地產建築、金礦、金融股等表現最好，利率降低有助於再融資環境改善，包括生技、小型股等漲幅亮眼。
- ▶ 考量本次降息非早期經濟衰退式降息，目前基期偏低的非核心消費呈現反彈，與評價調整的科技(尤其AI股)，資金青睞程度高，可逢回漸布。

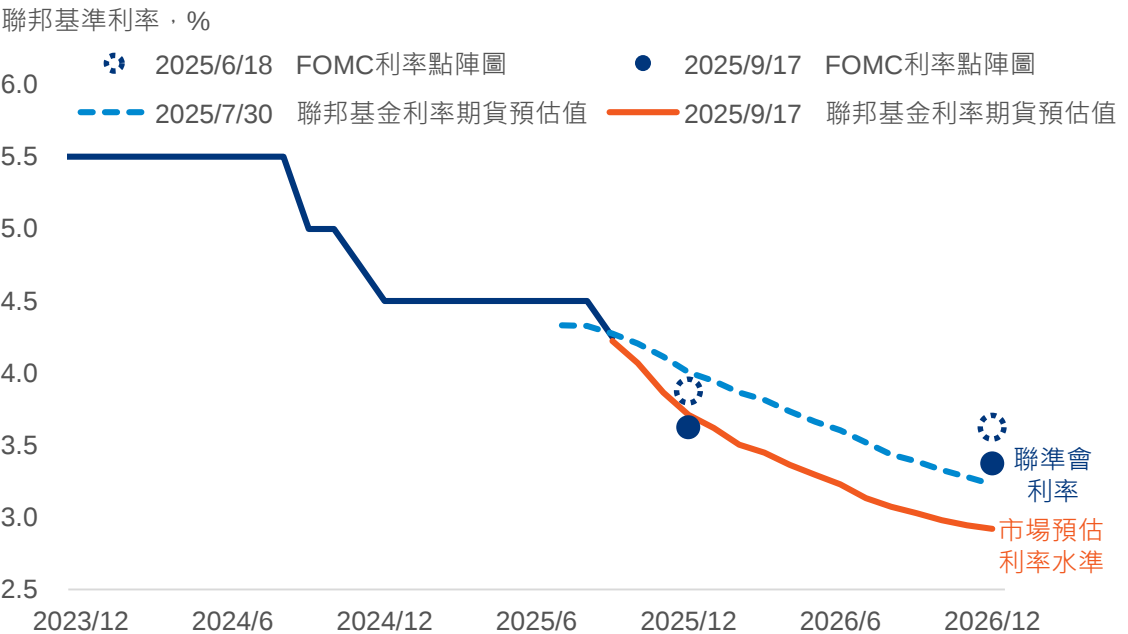


資料來源：Bloomberg，左圖灰底為過去聯準會開始降息前一段時間及開始降息後，右圖美債利率與產業變化採2023/9/11至2025/9/11資料統計

聯準會再啟降息循環，把握利率波段上彈時的鎖利時機

聯準會再度啟動降息循環，明年利率路徑仍需觀望

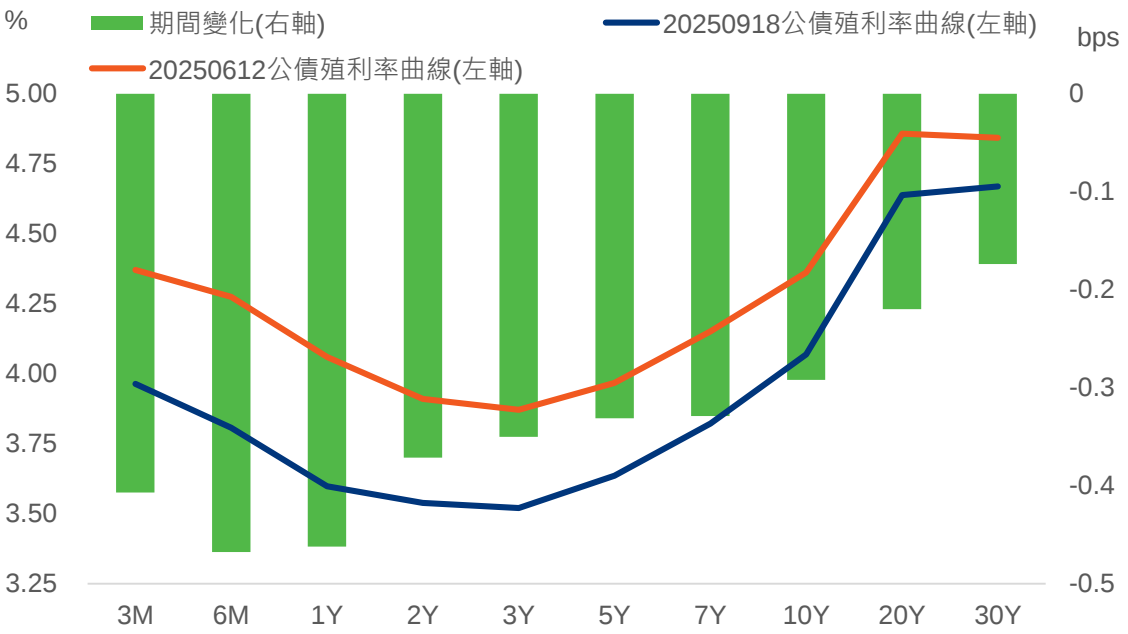
- ▶ 9月聯準會利率會議表示：美國經濟成長放緩且失業率上升，就業下行風險升溫，通膨仍有疑慮，調降政策利率一碼至4%，利率點陣圖中位數相較前次下調0.25%，顯示今年底前還有2碼降息空間，但維持明年降息1碼。
- ▶ 鮑威爾定調本次為風險管理式的預防性降息，利率展望偏鷹派，期貨市場預期明年底再降4-5碼，高於利率點陣圖顯示2026年底降3碼，使近期債市震盪，聯準會內部對於明年的貨幣政策觀點分歧，或加劇未來金融市場更顯波動。



資料來源：Bloomberg

美國公債殖利率曲線陡峭，長短天期債券各有所好

- ▶ 美國通膨呈現僵固，但就業市場急速冷卻，市場預期聯準會年底前仍有降息2碼空間，短天期公債利率下滑，但反應財政赤字與聯準會獨立性疑慮，長天期利率降幅有限，預期美國公債殖利率曲線保持陡峭。
- ▶ 把握利率反彈時機鎖利債券，殖利率曲線陡峭環境下，中短天期債券具潛在資本利得機會；但若以穩定息收與再投資風險管控為目的，配置長天期債券獲取較長久的高利率息收，但應持有至到期，並考量投資人自身風險承受度。

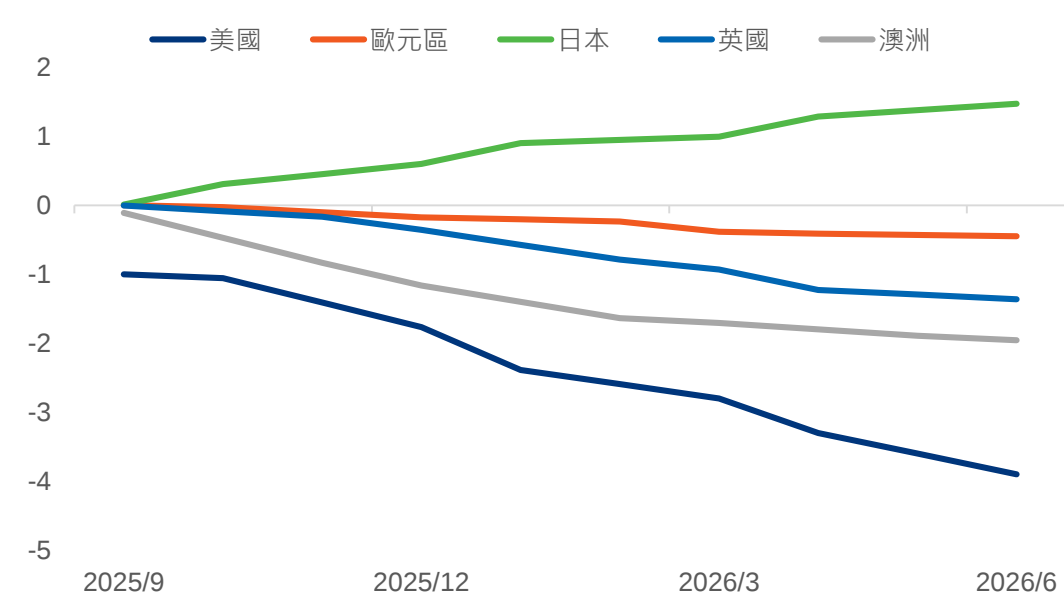


美元波段反彈後，預期未來續弱，黃金逢回漸布

到明年上半年美國降息幅度多過他國，使美元續弱

- ▶ 利率期貨顯示，到2026年上半年預期主要央行中，仍以美國降息幅度可能有4-5碼空間最大，其次是澳洲；日本待新總裁上任後，預期日本銀行可能有升息一碼的機會。政策利率差異提前反應在各國匯率上，降息預期適度的修正帶動美元波段反彈，預期之後美元仍將反應利差而偏貶，惟不若年初至今貶幅劇烈，非美貨幣普遍升值，日圓先弱後強，歐元次之。
- ▶ 可換匯增持歐元、日圓部位，以分散整體匯率波動風險。

利率期貨預期主要國家未來升/降息碼數

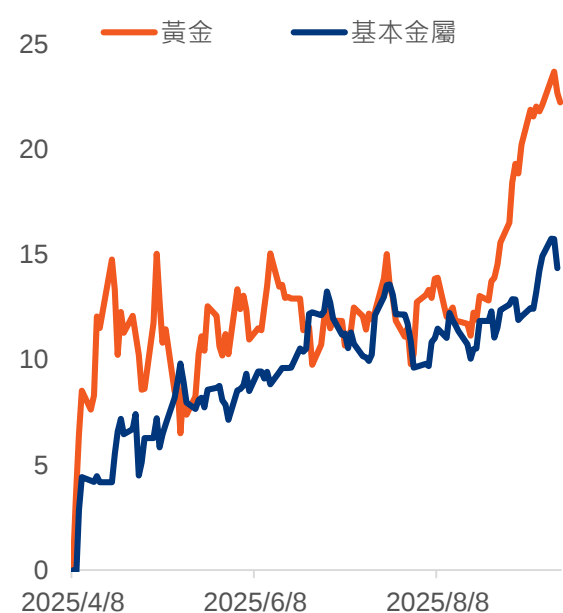


資料來源：Bloomberg，2025年9月18日

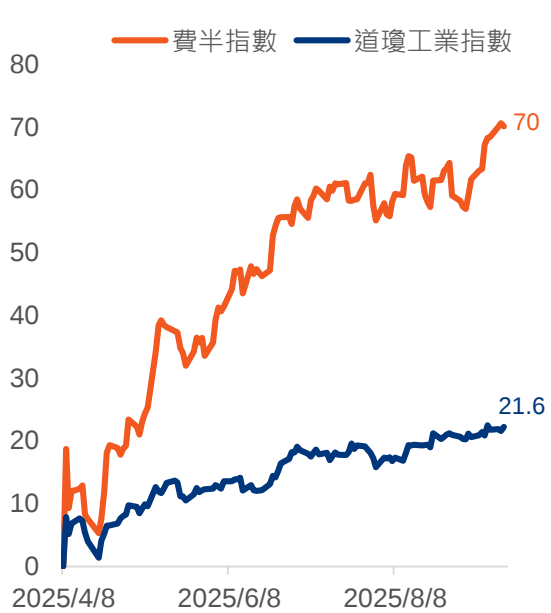
資產K型分化，黃金、AI延續漲勢，回檔伺機布局

- ▶ 美元走弱，然商品表現分化，如黃金受到美元與美債利率下滑影響，大漲屢創歷史新高，與其他基本金屬、甚至原油，呈現K型分化的資產漲幅差異，預期降息循環持續、全球債務擴張、美元續貶等因素下，黃金中期續漲。
- ▶ 今年有AI題材與非AI的類股也呈現K型分化表現，資本投入顯示AI需求強烈，料需求與漲勢不斷，惟須留意美股標普現乖離率達10%，股市高位震盪加劇。

川普宣布對等關稅以來漲幅，%



川普宣布對等關稅以來漲幅，%

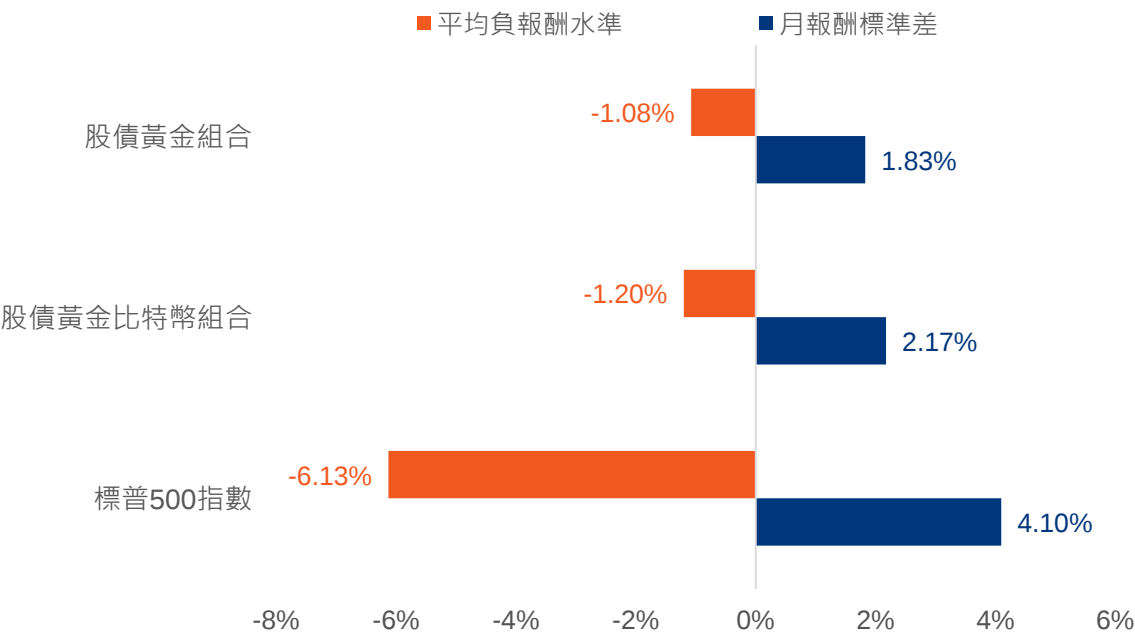


股市高位、震盪加劇，投組納入另類資產、多元分散可降波動

股市震盪時期，加入另類資產可降低投組波動度

- 過去股市震盪如川普發動貿易戰期間，市場波動度大幅上升，單純投資股市，恐面臨顯著震盪風險。但若搭配債券與黃金等另類資產，將能有效控制投資組合波動。
- 透過資產配置，即使面臨股市高檔修正，跌幅亦可透過分散投資而縮減。

統計2018年3月至2020年1月美中貿易戰期間投組報酬率與波動度，%



資料來源：Bloomberg

以ACE多元配置策略，因應多變總經環境與市場波動

- 第四季股市來到歷史高位、經濟放緩疊加降息不如預期，或使金融市場震盪加劇，以ACE多元配置策略，因應變化。

總經環境	ACE策略因應	投資產品
股市震盪	另類資產 (Alternatives)	- 黃金 - 比特幣 - 另類資產(私募基金等)
經濟降溫	固定收益 (Credit Selection)	中短天期投等債債、公債具潛在資本利得機會，且穩控利率風險
貨幣寬鬆	優質股權 (Elite Stock)	- 短期：房地產、銀行、科技、非必需消費、成長股、循環股與小型股 - 長期：高品質股、AI股 - 非美市場：歐股、日本內需、印度和韓股
政策發酵		

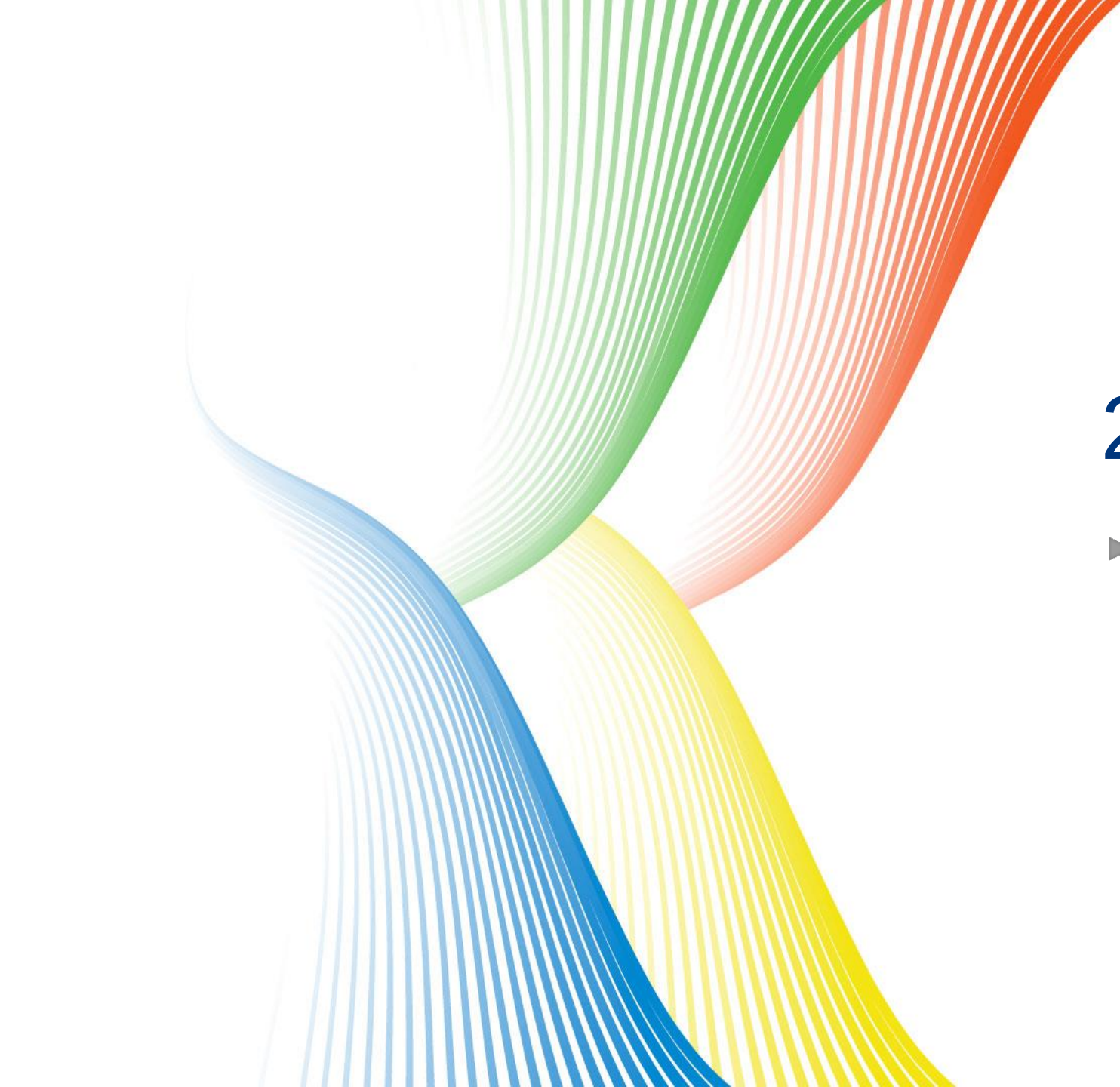
2025年10月
環球投資觀點



ACE投資策略：股市創新高、債市反應降息上漲，分散投資市場與資產以降波動

聯準會重啟降息循環，資金行情與AI競賽支撐股價續創新高，預期第四季金融市場波動上升。此外，降息環境、資金外流，股權投資可分散區域布局，同時兼具高品質與成長股，平衡產業配置，達到攻守兼備效果。長天期債券資本利得空間有限，中短天期高評等債鎖利相對穩健，投組中加入黃金及另類資產，將可有效分散投資組合集中度風險。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
債券 中性	美國政府債券		-	聯準會如預期今年首度降息，今年底前仍存在降息空間，可布局公債鎖利，後續留意勞動市場放緩速度
	投資等級債券		-	投資級企業近月升評數較多，支持利差收斂至低位，配置金融、公用事業、基礎工業等風險調整後利差充沛者
	非投資等級債券		-	聯準會雖重啟降息，然就業數據降溫且低信評非投資級債信用基本面惡化，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
	新興市場債券		-	聯準會9月降息，後續弱勢美元有助於新興市場債市表現，可關注印度、印尼與菲律賓等新興主權債投資機會
股票 中性	美國股市		-	就業數據顯著降溫，顯示關稅影響發酵，復以企業獲利逐步調降且評價偏高，股市恐仍有波動，中立看待
	歐洲股市		-	財政擴張有望穩定支持歐元區動能，加上景氣與獲利預估持續上修，有利股市表現，維持偏多看待
	日本股市		▲	關稅與政治之不確定性緩和，復以第二季景氣與消費數據顯著優於預期，持續支持內需股，轉趨偏多看法
	新興亞洲		▲	美元中長期趨貶雖有助新亞股市表現，但新亞獲利基本面仍相對落後，略轉中立觀點
美元 偏空	美元		-	美國就業市場走弱，聯準會開啟寬鬆降息循環，利空出盡使美元短線反彈，中長期財政與貨幣政策支持貶值發展
	日圓		-	日本新首相候選人相對石破茂皆顯鴿派，短期日圓稍弱震盪，若小泉進次郎接任貨幣立場中性，料日圓將呈緩升
黃金/另類資產 偏多	黃金		-	美國重啟降息循環，美元美債雙率下滑，加上多數主要國家如美、法、德、日等皆擴張債務、財政惡化有利金價
	另類資產		-	股市創新高、債市也提前反應降息上漲，若欲降低整體報酬波動度，可將另類資產納入投組，降低投組間關聯性



2 第四季市場展望

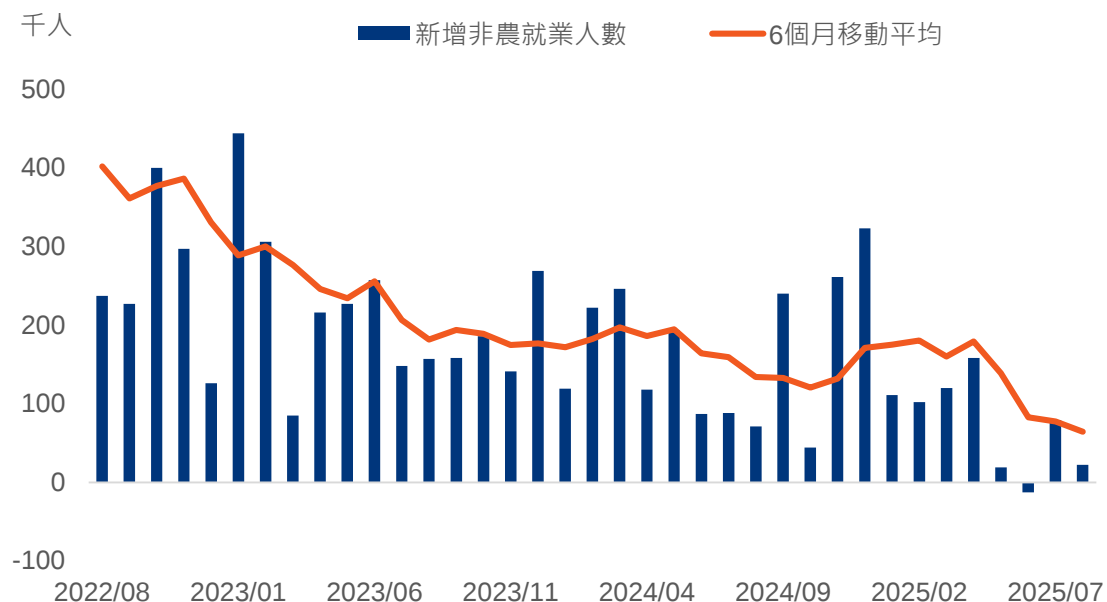
► 降息循環啟，資產再平衡

美股

就業數據出現降溫，關稅對經濟影響逐步發酵

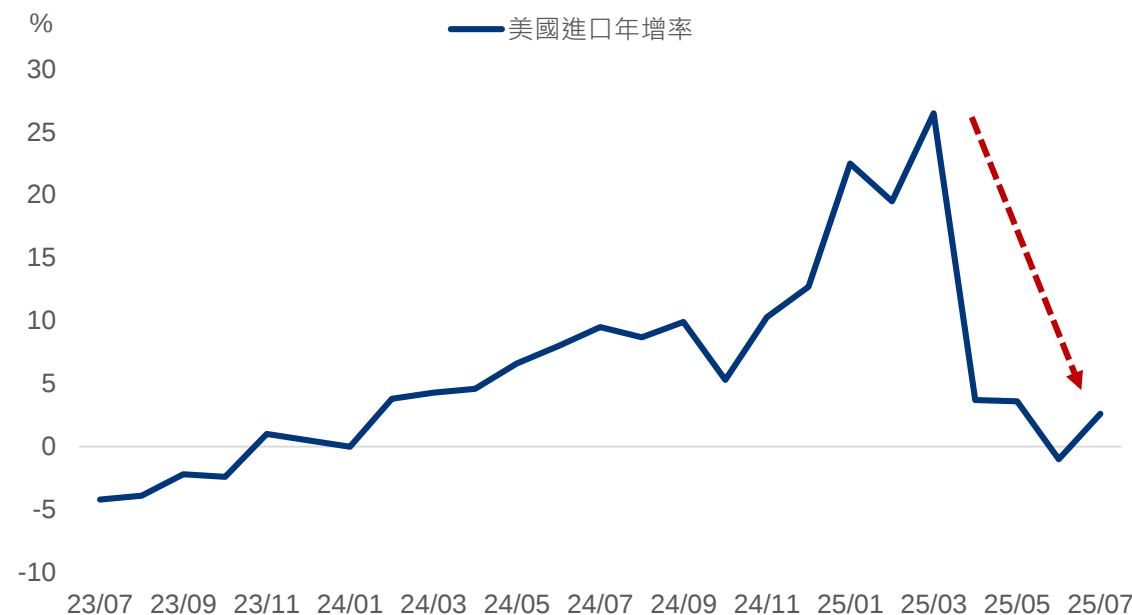
- ▶ 最新公布的8月美國非農數據顯示僅增加2.2萬人，遠低於市場預期。加上勞工部公布2024年3月至2025年3月的新增就業人數高估了91.1萬人，為2000年以來最大修正幅度。若以6個月移動平均水準來看亦呈現顯著下滑，代表美國就業市場放緩速度逐步正加劇，經濟已現降溫跡象。
- ▶ 美國最新進口數據顯示，進口年增率自高點顯著回落，代表對等關稅所帶來的拉貨潮已出現校正回歸的態勢。不論是企業擴大進口或是消費者預期心理所帶來的提前消費動能，恐皆已逐漸透支年底需求，加上有效關稅稅率自8月起，已自豁免期間的10%水準攀升至最新約18.6%，預料對於第3季至第4季數據將帶來明顯負面影響。

非農就業數據顯示勞動市場放緩速度加劇



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國進口增速下降，顯示拉貨潮已出現校正回歸走勢

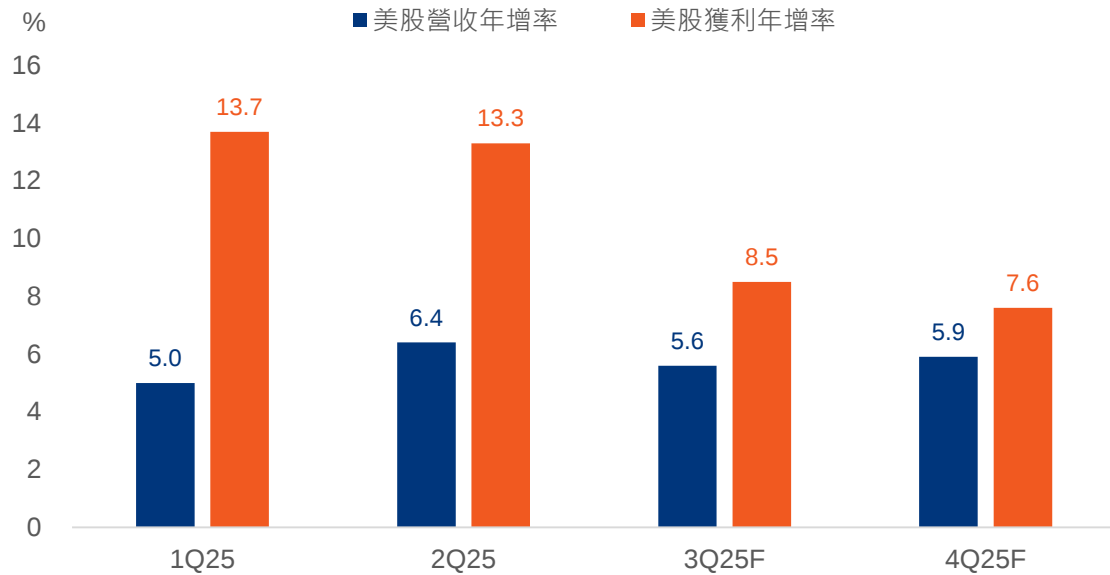


美股

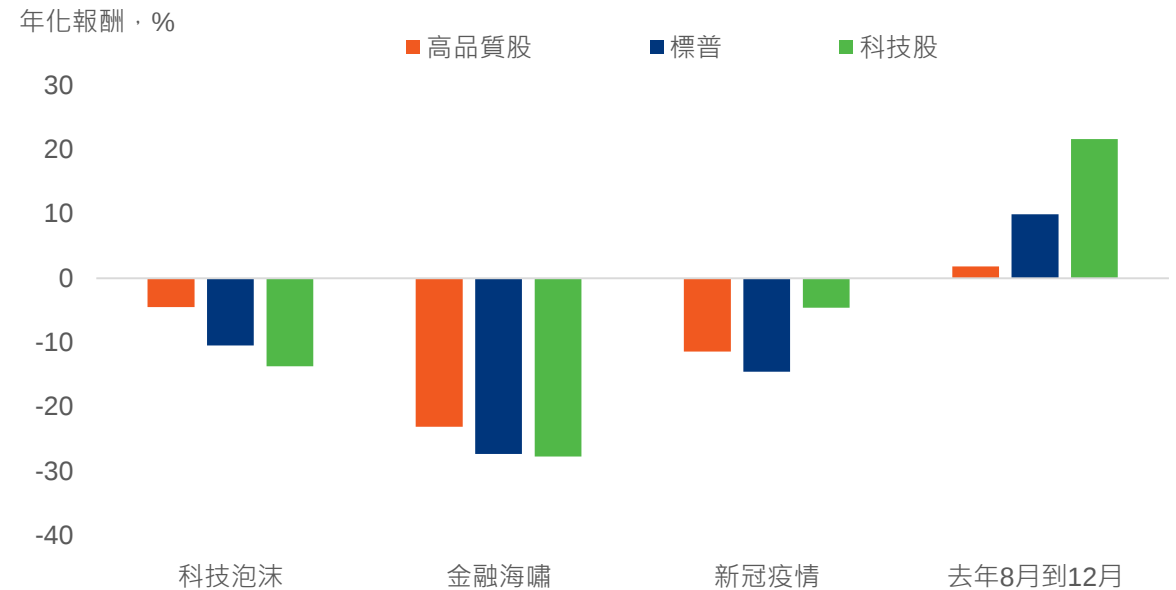
獲利下修評價偏高，市場恐有波動，高品質股仍為主軸

- 已公布之2025年第2季財報優於預期，除了反映市場先前已大幅下修預估水準之外，企業亦透過緩解策略維持利潤率，主要藉由搶進口以獲取低價庫存，並維持偏低的銷貨成本，然而，預估這樣的策略無法長久維持。隨著對等關稅生效，成本將逐漸墊高，料將對第3季與第4季的獲利帶來明顯壓力，故市場預估美股每股盈餘將從上半年的雙位數成長回落至單位數水準。
- 過去幾次美國降息循環，多伴隨經濟陷入衰退，股市大幅修正，高品質股票因為優質企業股，相較波動度高的成長股及其他類股抗跌；僅疫情時的特殊遠端需求，和去年聯準會啟動預防性降息，方令科技股表現突出；然而，高品質股仍屬於波動較小，相對穩健的類股族群，若擔憂當前美股位居高位，未來波動度恐將上升，配置高品質股將使投資組合相對穩健抗跌。

美股3Q~4Q獲利預估恐將趨緩



過去降息循環，高品質股相對抗跌、波動較小



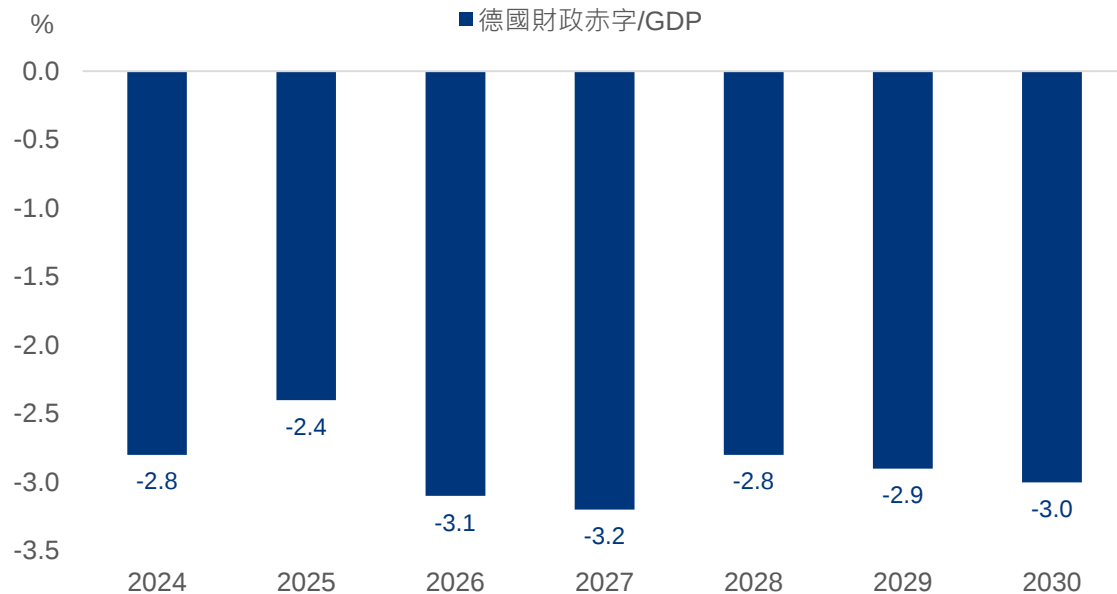
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

歐股

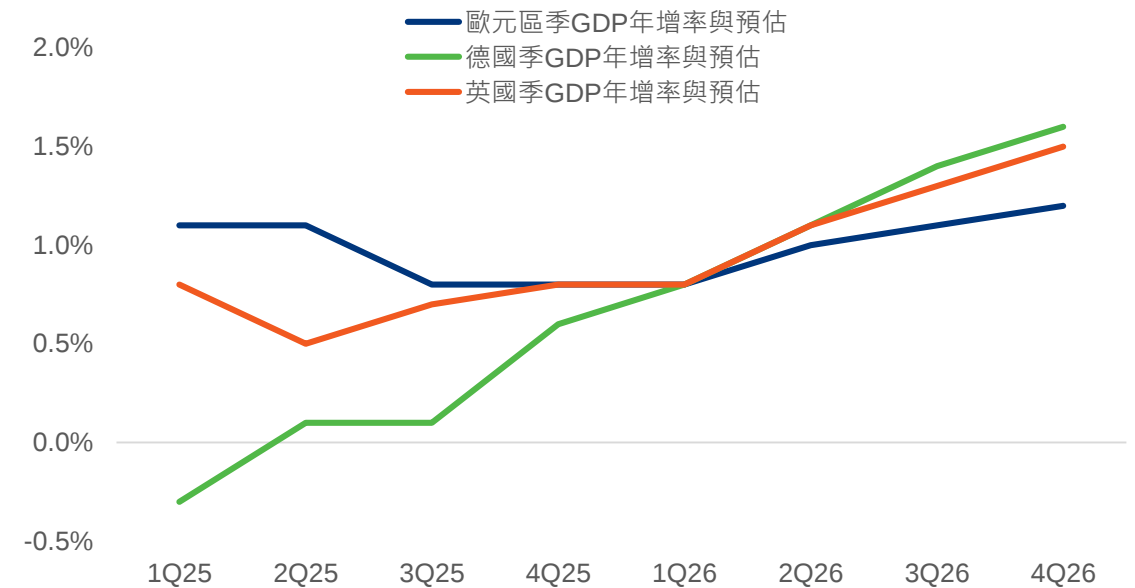
財政擴張有望支撐歐元區動能，留意國防與金融相關產業

- ▶ 隨著關稅談判底定，歐盟取得相對具競爭力的15%對等關稅。加上經濟成長和企業獲利預估皆被持續上修、製造業PMI數據站上50之榮枯分界線上方，亦反映出市場信心確實轉趨正向。
- ▶ 德國向來是歐洲政府中負債與赤字的優等生，相對於多數歐洲國家亦具備更大財政擴張空間。隨著梅爾茨政府大舉將財政政策方向從緊縮轉向擴張，德國經濟亦有望成為歐洲的火車頭，帶領歐洲實現成長。產業方面，當前烏俄戰事即使有川普出手，仍未見停戰跡象，歐洲將持續提供烏克蘭軍事援助，加上北約已提高國防支出的長期目標，軍工類股可望持續受惠。此外，隨著歐洲景氣回溫，銀行資產負債表已明顯改善，包含資本適足率回升、不良貸款率下降、銀行ROE更已超越美國銀行業，皆有助歐洲銀行股後續獲得市場青睞。

德國財政赤字邁向擴張



德國有望帶動歐元區景氣動能



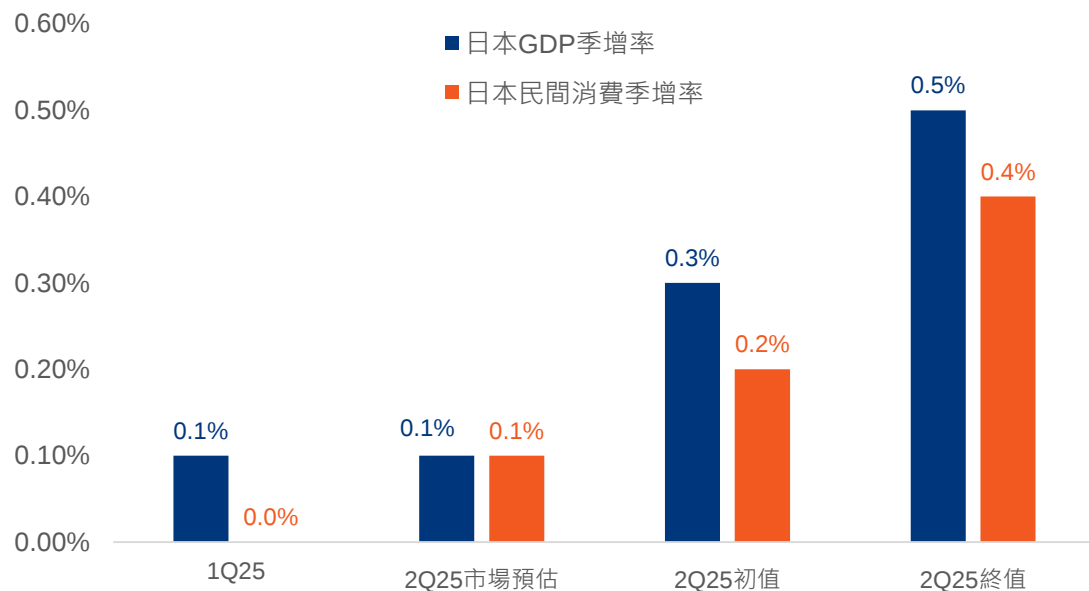
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

日股

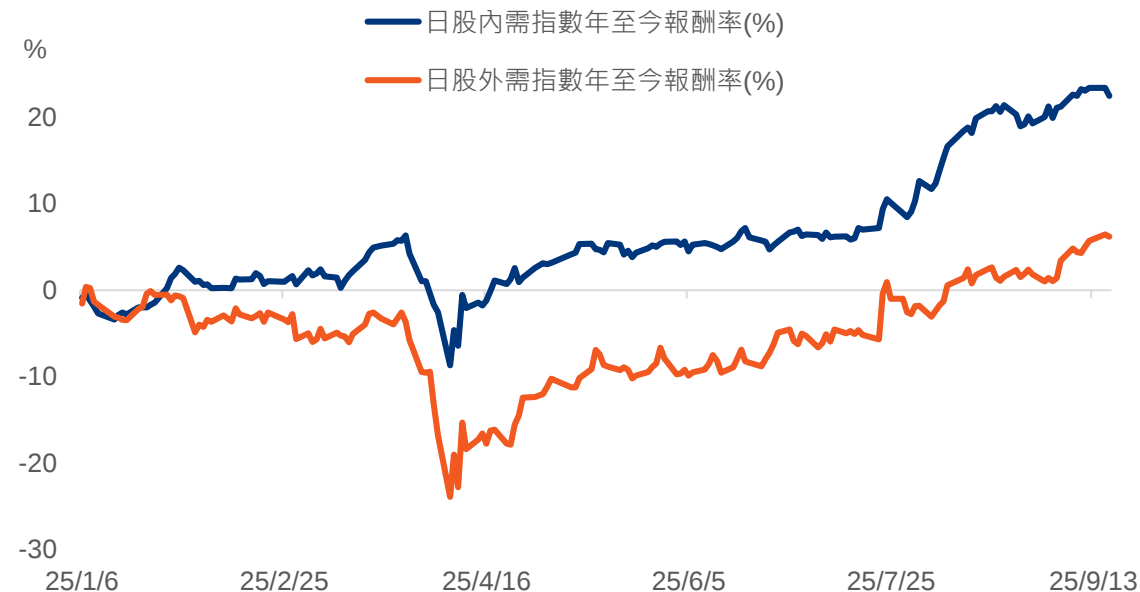
政治與關稅不確定性緩和，數據顯示內需仍是主力

- ▶ 日本首相石破茂宣布請辭自民黨總裁後，熱門繼任人選包括先前參與競爭者高市早苗、小泉進次郎、林芳正、小林鷹之、茂木敏充等人，其中以舊安倍派的高市早苗與現任農林水產大臣小泉進次郎呼聲最高。由於這些繼任人選對於貨幣政策的態度皆未如石破茂鷹派，短期有助推升日股大盤與出口類股表現。
- ▶ 日本銀行於9月19日宣布將出售其持有的ETF與J-REITs部位，令日股短期或有震盪。然觀察日本最新公布之第2季GDP較上季成長0.5%、年化季增率為2.2%，不但優於前值亦較初值上修，主要源於淨出口和消費成長的貢獻。雖後續出口恐因關稅而惡化並反映在經濟成長數據上，但消費復甦有機會抵禦衝擊，顯示內需仍將是日本今後經濟與市場的主力。

2Q25日本經濟與消費表現顯著優於預期



近期内外需股皆漲，但內需股仍相對強勁

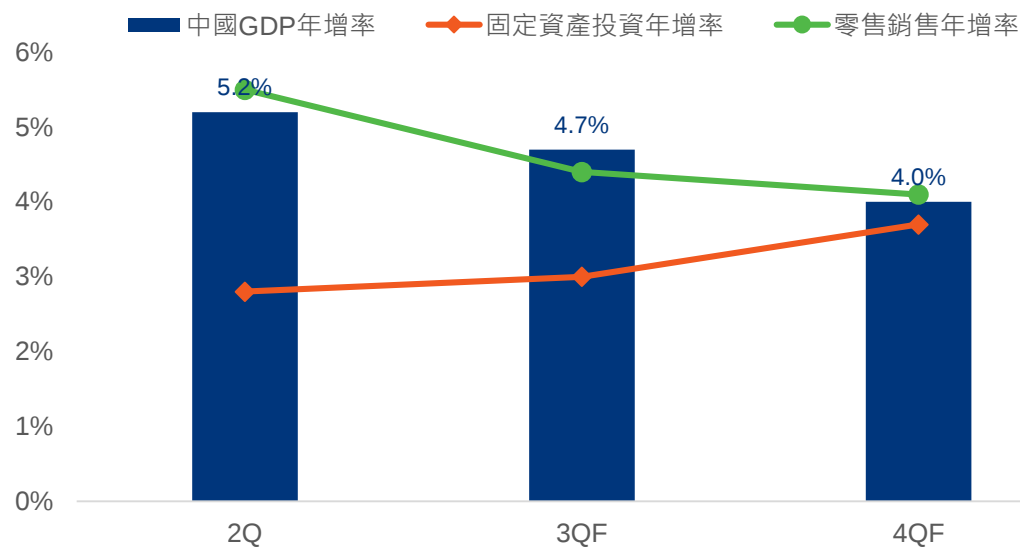


資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

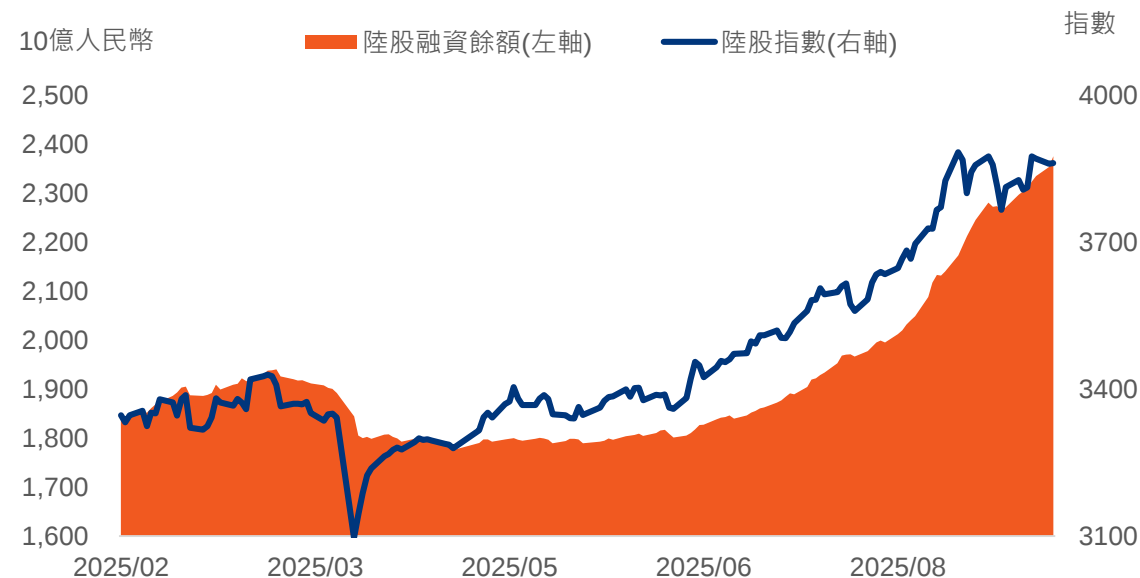
陸港股 基本面放緩恐難長期支撐資金推動之漲勢

- ▶ 中國8月宏觀數據呈現全面放緩趨勢，其中工業增加值年增率從上月之5.7%降至5.2%、消費品零售總額年增率自7月之3.7%回落至3.4%、出口年增率亦由7.2%回落至4.4%，顯示中國經濟動能呈現下滑壓力。最新市場預估，儘管中國政府有望透過投資支撐經濟，但在消費需求走降的背景，第3季與第4季中國景氣動能恐將落至5%的目標下方。
- ▶ 過去幾個月陸股強漲的背後主要都是流動性與情緒面挹注，融資餘額的持續攀升代表散戶資金成為指數創高的最重要力量。市場忽視了企業獲利預期呈現停滯的背景，後續需要經濟數據的好轉或是亮眼的獲利表現，方有助鞏固本波行情，否則指數恐將轉趨震盪。

經濟基本面放緩，恐令股市趨於震盪



散戶資金推動陸股本波上漲



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

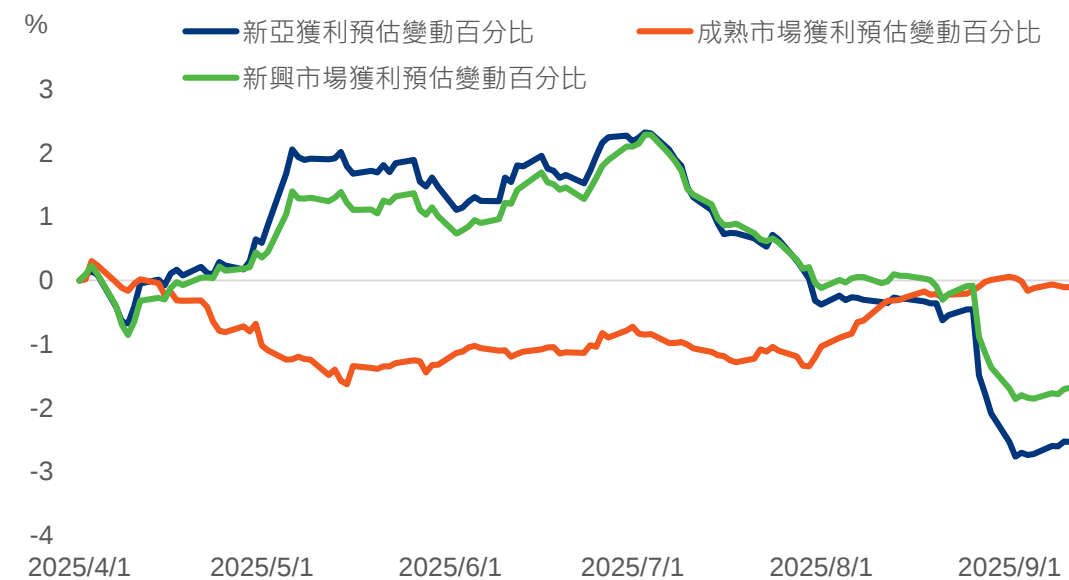
新興股 美元中長期趨弱雖有利新亞，但獲利步伐仍相對落後

- ▶ 近期受惠於全球AI題材發酵以及市場對Fed降息預期升溫，共同帶動新亞指數上漲，表現較為優異的國家皆為科技類股占比較高的臺、韓股市，但指數上漲仍是由估值推動。歷史數據顯示，新亞指數多在美元回落時有所表現。在當前美元中長期趨勢放緩的背景下，確實有利新興亞洲股市，不過流動性與估值背後仍必須看到更多基本面的改善。
- ▶ 觀察對等關稅宣布以來，新興亞洲獲利預期雖一度因談判豁免期獲得激勵，但隨著多數亞洲國家與美達成協議後，關稅成本並未顯著下降，導致獲利預估遭到下修。反觀成熟市場包括歐洲與日本皆與美國達成相對較低的15%關稅成本，並擁有無須疊加關稅的優勢，有助推升企業出口美國的相對競爭力，導致當前新亞獲利預估走勢仍相對落後。

美元趨弱中長期有利新亞股市



新亞獲利預估雖有上修，但仍步伐仍相對落後



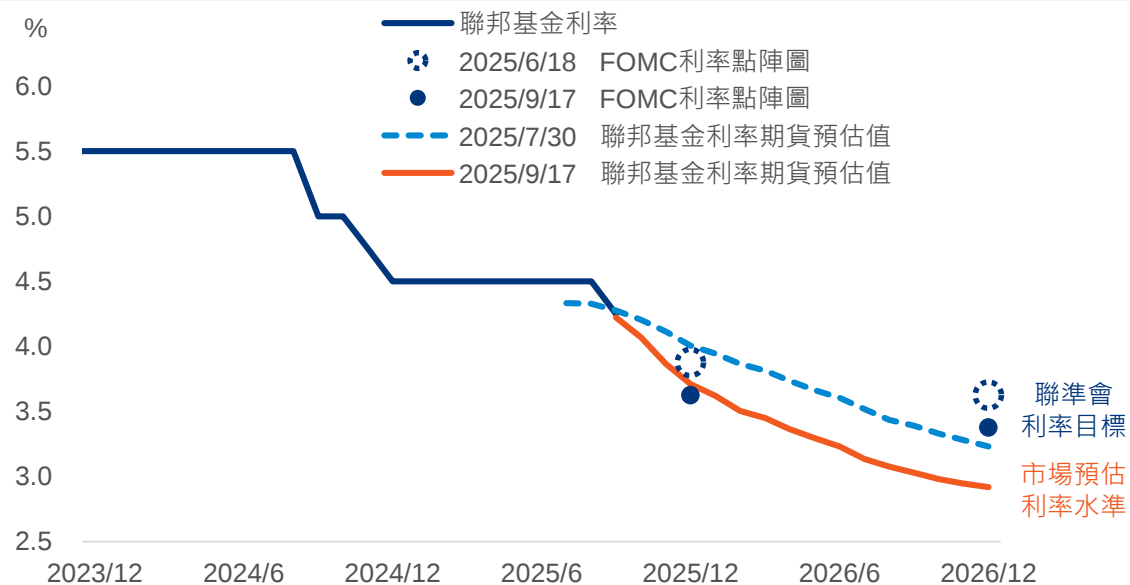
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

公債

美國重啟降息循環，留意利率波動與鎖利機會

- ▶ 美國聯準會如預期今年首度重啟降息1碼至4.00%到4.25%，主席鮑威爾稱本次為風險管理式的預防性降息，整體利率點陣圖中位數相較6月向下調整0.25%幅度，預估今年年底前還有2碼降息機會，明年存在1碼潛在降息空間，但有兩位票委贊成明年降息4碼，顯示FOMC鴿派委員有增加趨勢與官員們出現意見相左情況。利率期貨顯示，市場對美國今年年底前降息2碼預估機率達8成，預期明年存在3至4碼潛在降息空間。
- ▶ 原先川普急欲要求聯準會主席鮑威爾降息，然鮑威爾維持利率按兵不動的行事風格，讓川普轉向插手聯準會人事任命。理事庫格勒已提前辭職，並由經濟顧問米蘭接任理事，另美國總統川普宣布開除聯準會理事庫克(Lisa Cook)，指控其房貸詐欺，此案件目前進入司法程序。川普持續干預聯準會人事，明年新的地區聯儲銀行票委上任後，官員政策態度有望朝鴿派發展，後續政經擾動造成利率上行，反而為布局公債鎖利良機。

聯準會利率預估貼近市場預期



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

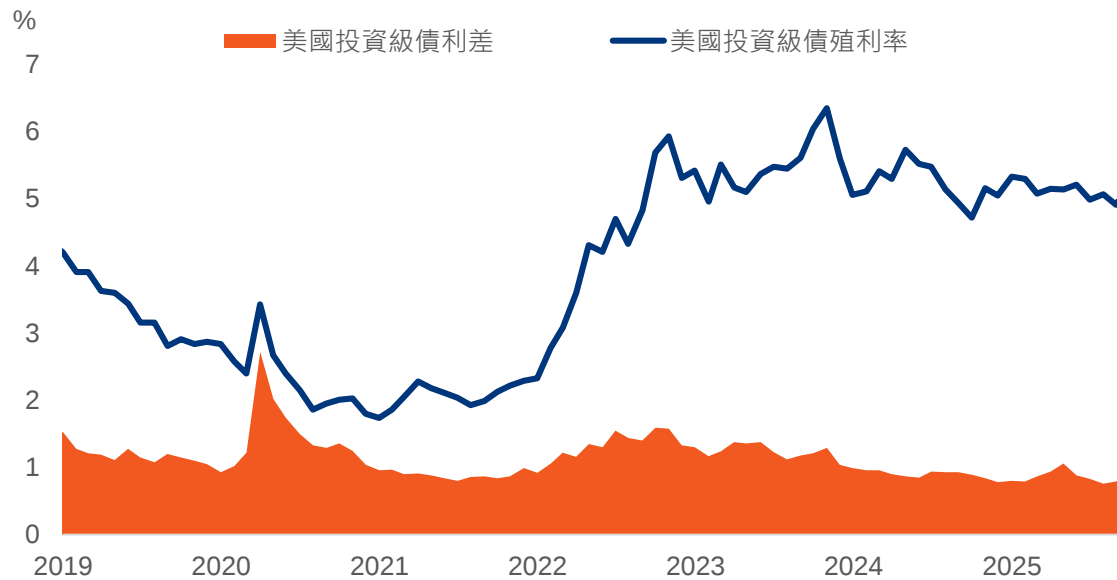
川普可能將看不見的手伸向聯準會FOMC票委

政策態度	聯準會FOMC委員	2025票委	2026票委
鴿派	Kugler (已辭職) → Miran (理事)	永久票委	
	Waller (理事)	永久票委	
	Bowman (監管副主席&理事)	永久票委	
	Goolsbee (芝加哥Fed)	地區票委	
	Jefferson (副主席&理事)	永久票委	
	Cook (理事) → 可能被撤職	永久票委	
	Kashikari (明尼阿波利斯Fed)		地區票委
	Powell (主席&理事)	永久票委	
	Williams (紐約Fed)	永久票委	
	Collins (波士頓Fed)	地區票委	
中性	Barr (理事)	永久票委	
	Paulson (費城Fed)		地區票委
	Musalem (聖路易斯Fed)	地區票委	
鷹派	Logan (達拉斯Fed)		地區票委
	Schmid (堪薩斯Fed)	地區票委	
	Hammack (克里夫蘭Fed)		地區票委

投資級債 美國企業債利差處低位，市場擾動讓投資機會再現

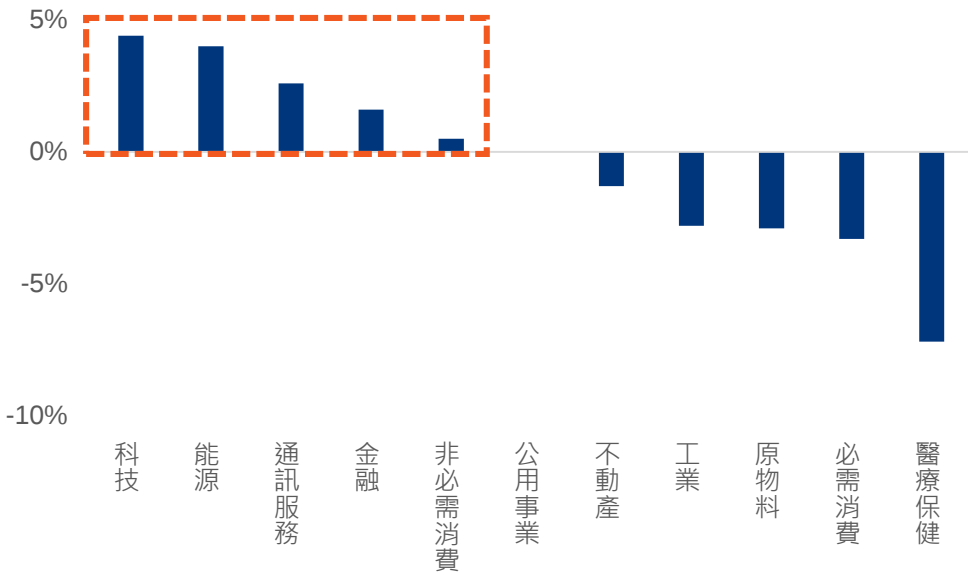
- ▶ 儘管美國貨幣政策獨立性可能受干擾，然企業債信用利差未因此揚升，主因：(1)聯準會重啟降息循環，有助於企業再融資降低借款利息，(2)企業獲利維持成長動能，有助於債信體質持續改善，(3)8月債信正面展望比例為2.6%，高於2024年底的2.2%與2010年以來中位數的1.6%，顯示信評機構預期未來三個月信評調升速度仍有機會快於以往。
- ▶ 考量企業債信未來3至6個月持穩，債市投資人持續聚焦企業獲利穩健成長者，如科技、通訊服務、金融等產業，此外，近2年企業平均發債天期明顯縮短，反映聯準會即將再度降息預期並藉此降低融資成本，預期9月傳統發債大月，企業發債與公債標售將產生排擠效應，另川普關稅與聯準會政策獨立性擾動，供給面與政經不確定性恐添債市波動，倘若殖利率因而走升，可趁機配置大型企業所發行投資級債鎖住好息。

儘管美國公債面臨擾動，然企業債信用利差維持低位



聚焦當前美國投資級債獲利持續成長產業

美國標普500企業今年第3季EPS預估變化(6月30日至8月28日)，%

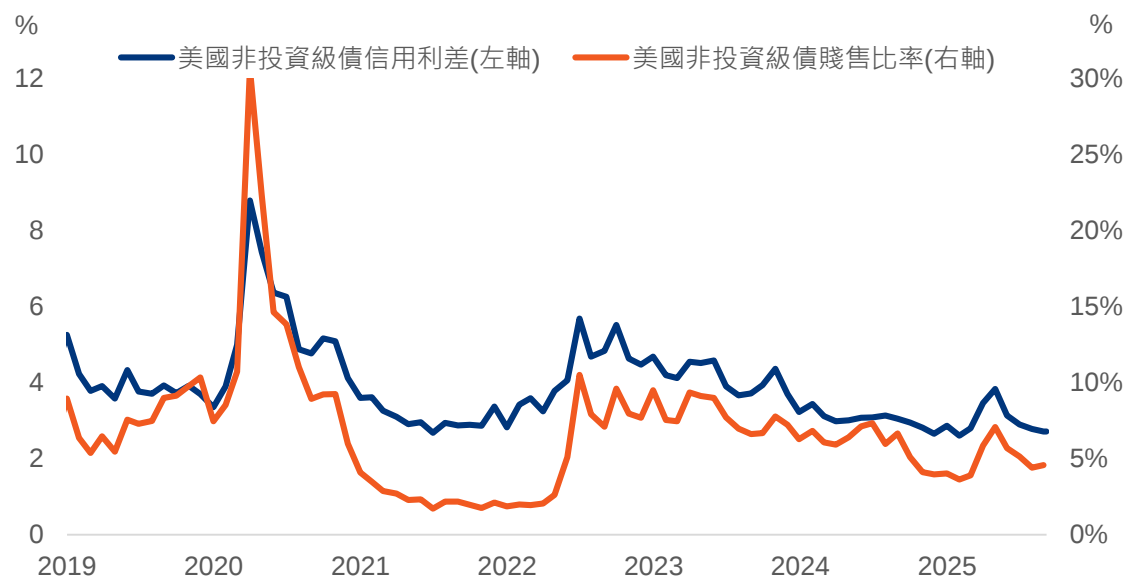


資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

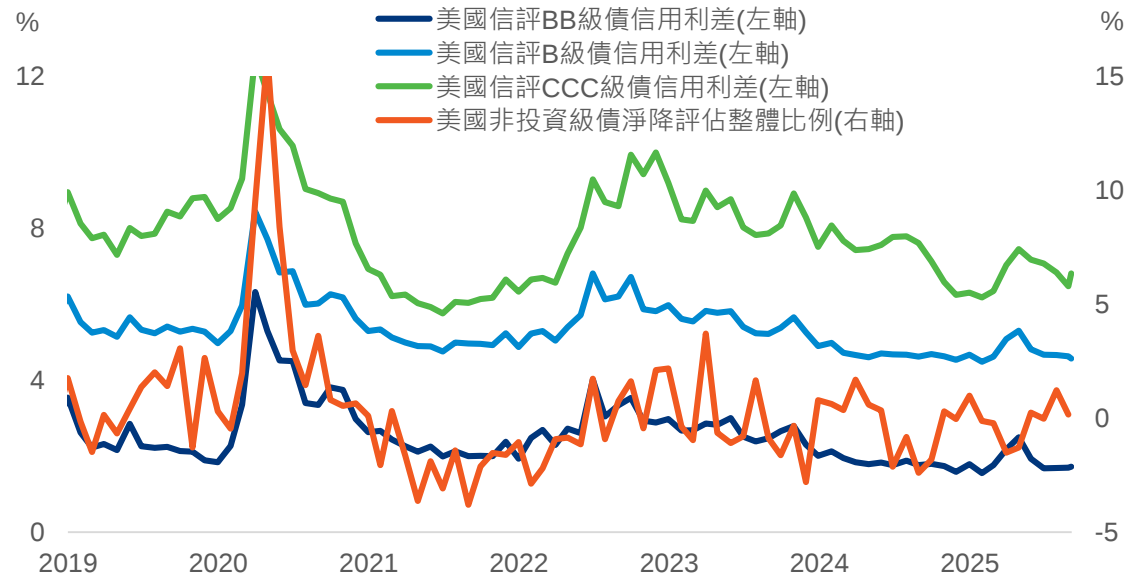
非投等債 非投資級債利差仍低，留意景氣下行與債信惡化風險

- ▶ 檢視美國非投資級債8月企業違約率從年初1.6%降至1.3%，大幅跌價之非投資級債佔整體債券比例的賤售比率僅4.6%仍處相對低位，皆支持美國非投資級債近月表現，然非投資級債利差已來到2000年以來相對低位，疊加美國非農就業數據明顯下行並低於市場預期，預期美國非投資級債後續表現，將因利差評價空間偏窄與景氣降溫風險相形受限。
- ▶ 儘管受到川普關稅擾動，美國非投資級債挾孳息優勢年至今表現相對居前，信評BB級與B級信用利差多收斂回關稅課徵前水準，僅信評CCC級信用利差仍高於先前位階，反應在就業市場降溫、關稅對景氣影響恐逐漸發酵，信用體質相對較弱企業可能面臨惡化風險，此外，8月非投資級企業降評規模高於升評數達20億美元之多，也顯現當前低信評企業債信存在進一步下行可能性。

大幅跌價之非投資級債券佔整體比率相對持穩



非投資級企業降評數緩升

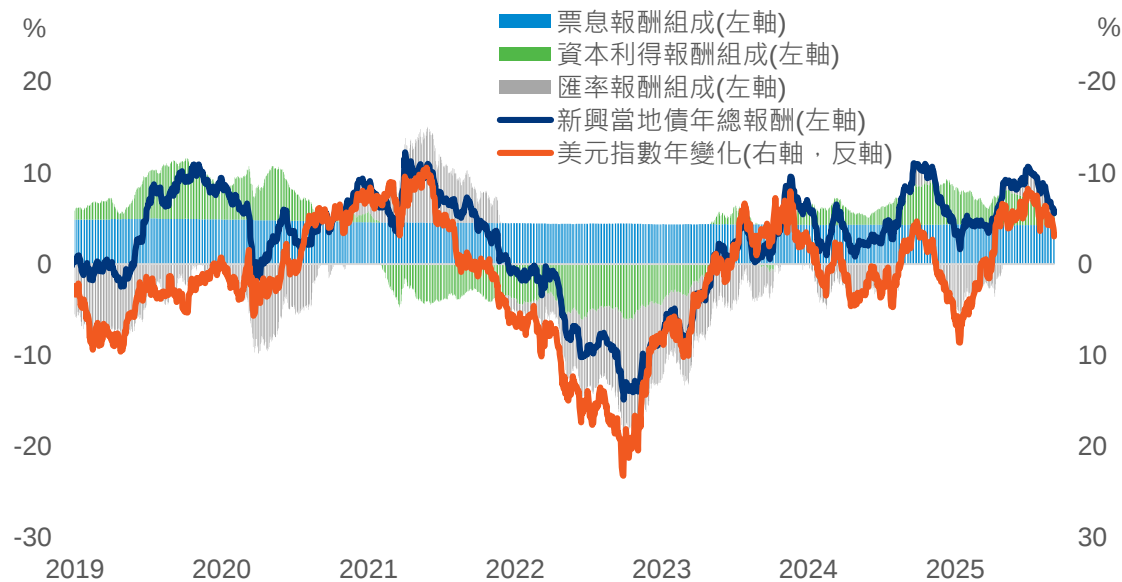


資料來源：Bloomberg · BofA · 凱基證券整理，註：賤售比率為利差超過1,000個基點債券或等同大幅跌價之非投資級債佔整體非投資級債券比率

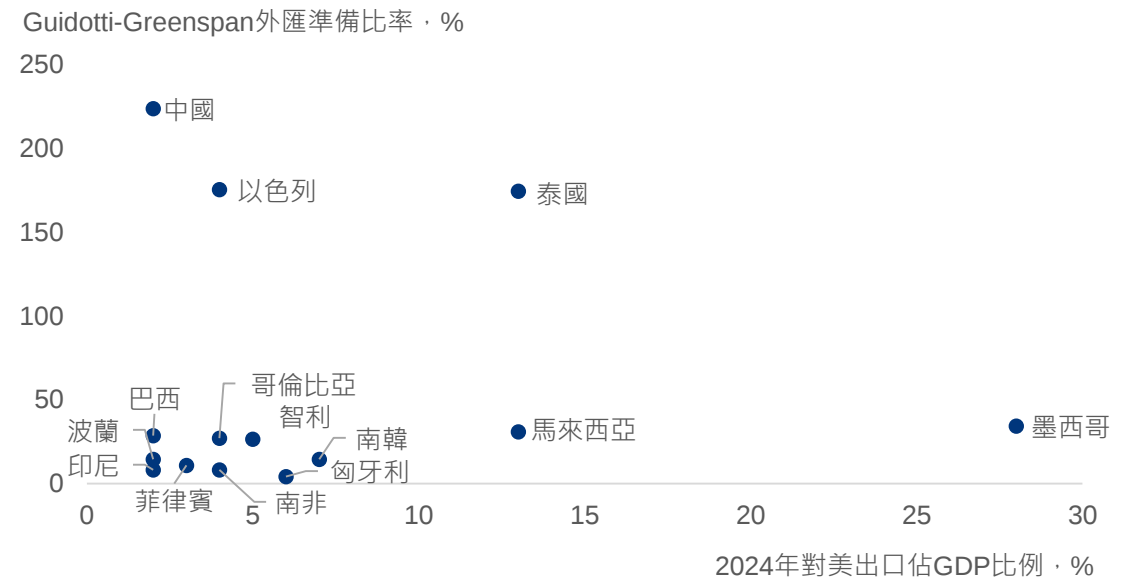
新興債 美元走貶與金流推動新興債表現，留意下半年關稅影響

- ▶ 今年以來新興債表現優於預期，其中成因包含：(1)孳息優勢與全球投資人尋息需求推動資金流入 (2)當前新興市場違約率仍低，債信持穩為新興市場債利差收窄成因，(3)過往美元走弱時期，資金多轉向高息的新興國家賺取利差，而美國經濟數據不佳持續推動聯準會降息預期，今年以來美元指數走貶近10%，同時挹注新興債表現，後續留意美國與中國經濟放緩態勢、及原物料商品下行週期等可能成為新興債上方壓力來源。
- ▶ 儘管川普關稅遭美國法院判決違法，在10月14日前川普政府仍可上訴且關稅將持續課徵，預期對美國出口金額佔比達GDP1成以上新興國家，如墨西哥、泰國、馬來西亞面臨負面衝擊，使出口動能受損並削弱經濟成長動能，另外匯準備不足以支應一年以下短期外債的新興國家，包含匈牙利、南非等國家對資金外流耐受度低，一旦出現金融事件恐致資金大幅流出，宜避開相關新興國家所發行債券持盈保泰。

今年來美元走貶，提供具孳息優勢的新興債下方支撐



宜避開對美出口依賴度高且外匯準備偏低之新興國家



資料來源：Bloomberg、BofA、凱基證券整理，Guidotti-Greenspan外匯準備比率為外匯存底至少應能支應未來1年內短期到期之所有外債，避免國家受到資本移動之衝擊

美元

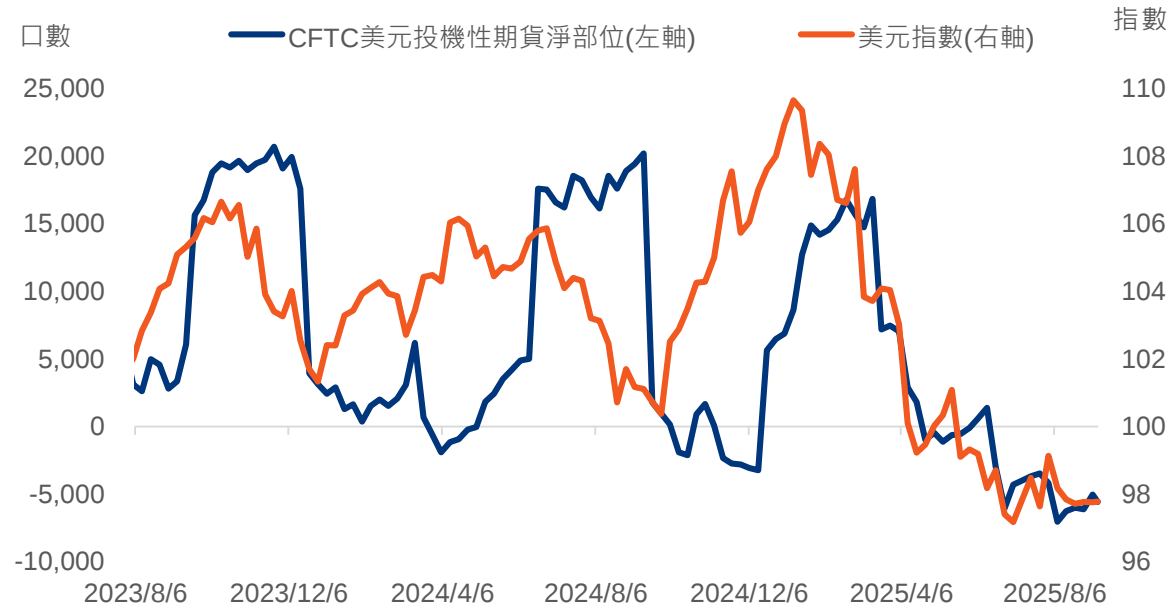
美國經濟轉弱，降息預期壓抑美元

- ▶ 美國勞動市場明顯放緩，通膨持穩，加上經濟數據如密西根大學信心指數9月初值，從前月58.2降至55.4，創5月以來新低，花旗經濟驚奇指數同步走弱，市場對聯準會降息預期大幅上升。降息預期帶動美國利率與匯率走弱，美元指數在經濟、降息和川普政治影響下，持續走弱機會高。
- ▶ 川普總統多次公開呼籲聯準會大幅降息，包括美國財長貝森特也支持聯準會9月降息2碼，聯準會多位官員傾向鴿派，但本次會後聲明和利率點陣圖不如市場預期大幅度調降，促使美元短期呈現反彈。惟，川普對聯準會的影響已挑戰央行獨立性，使市場對持有美元資產存疑，政治風險疊加經濟走弱與降息預期，芝加哥商品期貨CFTC美元投機性淨部位來到近年低點，顯示看空美元為目前投資主流，預期美元指數年底前仍屬易貶難漲格局。

花旗經濟驚奇指數走弱，經濟放緩、降息預期美元貶值



CFTC美元投機性期貨淨部位來到近年低點，美元續弱



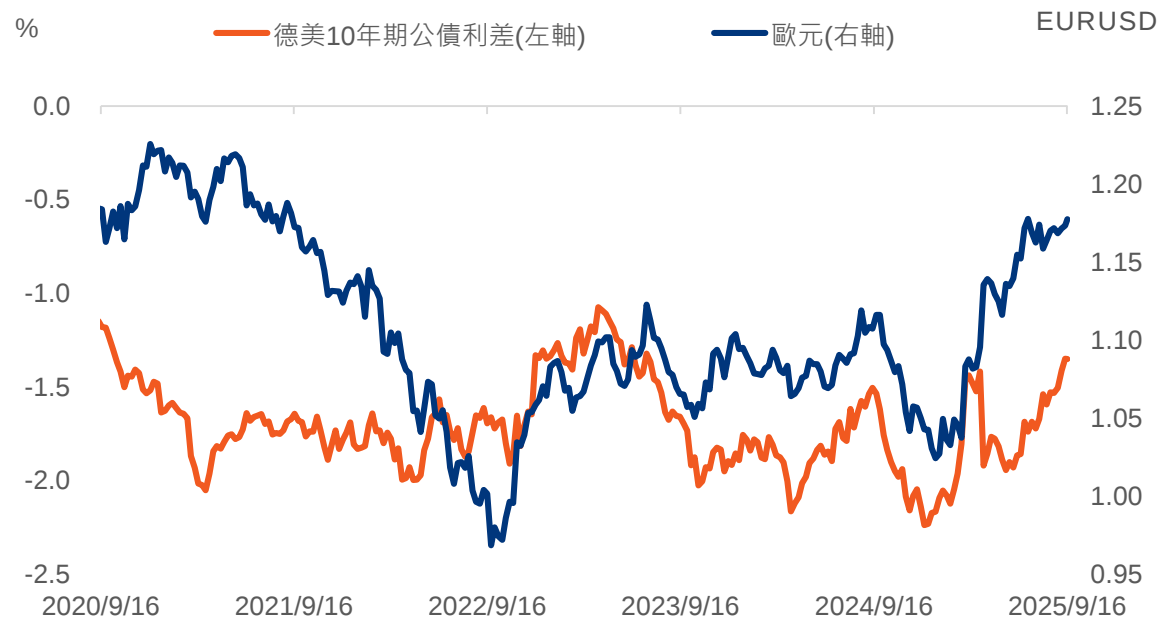
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

歐元

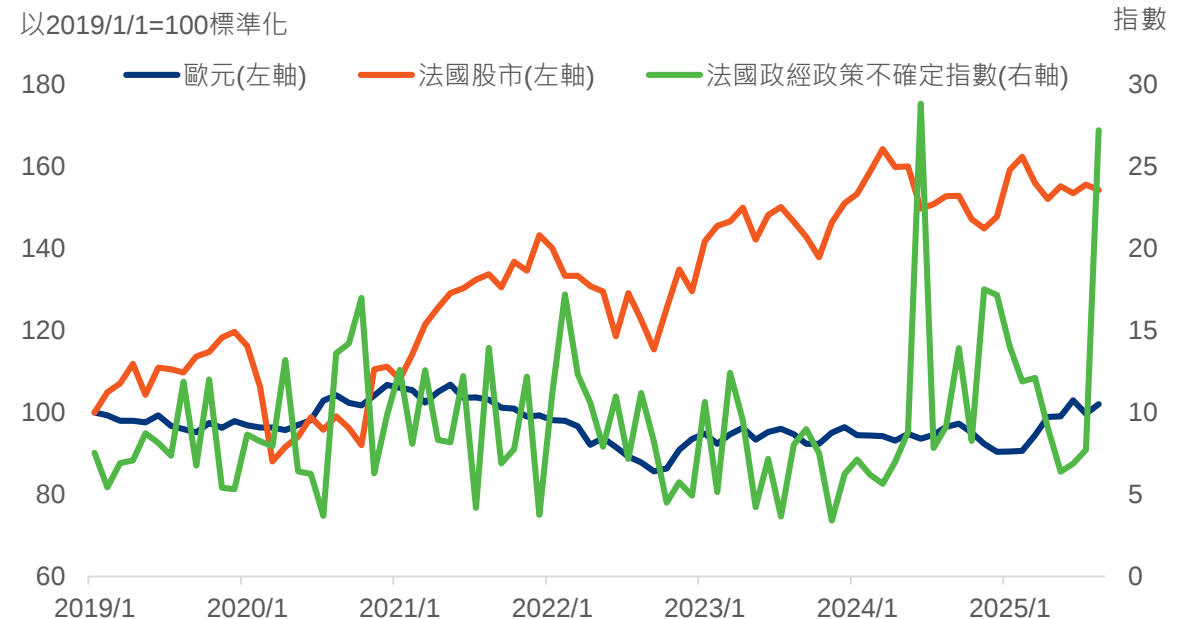
歐洲央行維持利率不變，歐元偏升值發展

- ▶ 歐洲央行9月利率會議中，調升今年的經濟成長預估由0.9%調升至1.2%，通膨預估升至2.1%，並上調明年的通膨預期由1.6%升至1.7%。聲明稿顯示：儘管關稅上調、歐元走強將在今年剩餘時間內抑制經濟成長，但預期這些不利因素對經濟的影響，將在明年逐漸消退。ECB總裁拉加德稱，歐元區通膨已回到2%目標附近，通膨下滑過程可能已經結束，市場預期歐元區降息循環近尾聲，加上美元走弱，對歐元形成支撐。
- ▶ 儘管法國新內閣引發政治動盪，國際評級機構惠譽近期將法國主權信貸評級從「AA-」下調至「A+」，為法國有紀錄以來最低，顯示關稅、地緣風險等對經濟負面影響逐漸顯現，法國股、債市皆呈現下挫，但對歐元影響有限且研判屬短期。預期歐央可能因政治和低通膨而維持低利率一段時間，侷限歐元近期升勢，但反應聯準會降息仍有相當空間，美德利差收窄將持續支持歐元年底前偏升值發展。

歐央降息循環近尾聲，德美利差收窄使歐元升值



法國政局不穩定，對法股的影響更甚歐元



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

日圓

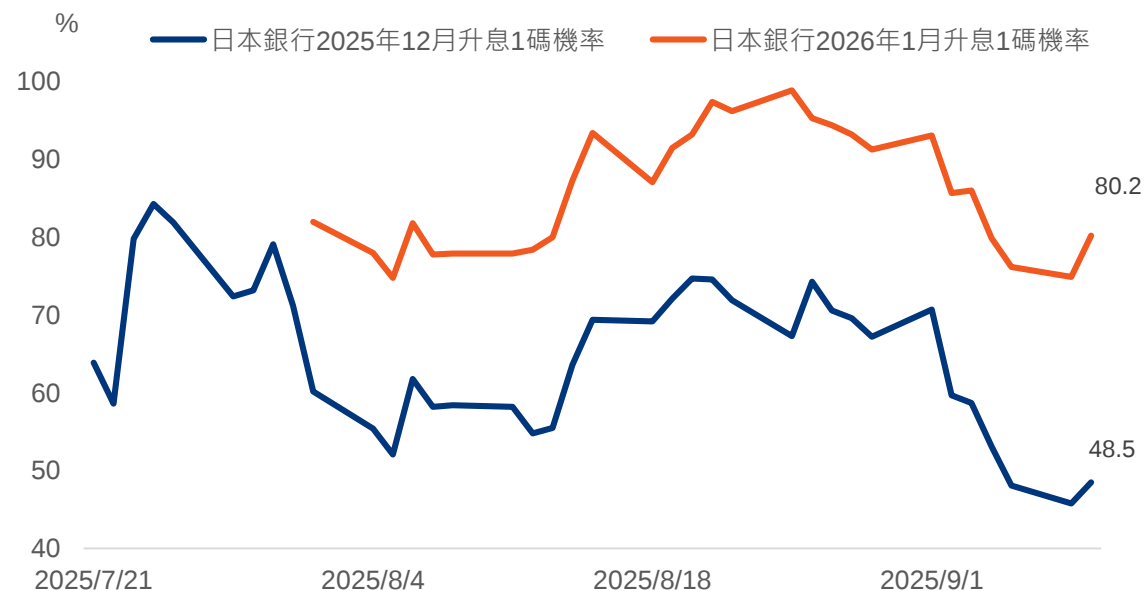
政治紛擾日圓震盪，美元走弱使日圓中期偏強

- ▶ 石破茂宣布請辭後，總裁繼任人選包括先前參與競爭的高市早苗、小泉進次郎、林芳正等人，其中以舊安倍派的高市早苗與現任農林水產大臣小泉進次郎呼聲最高。預期若小泉進次郎執政，日銀可能偏向利率正常化，並阻撓消費稅下調，日圓貶幅有限、日股震盪，日本公債殖利率曲線偏平緩化。反觀高市早苗反對日本央行升息，傾向推動更大規模的財政刺激，財政惡化將使日圓走弱、日股上漲，日本公債殖利率曲線更趨陡峭。後續關注自民黨在10月4日舉行的總裁選舉結果，此後國會將再舉行首相指名選舉，日本政壇短期陷入空窗期，料日圓升勢暫緩。
- ▶ 日本央行9月利率會議維持隔夜拆款利率0.5%不變，但表示將逐步出售現持有的ETF和J-REIT部位，使日股下跌，日圓先升後貶、震盪加劇。預期美國關稅對日本出口與消費動能的衝擊逐漸發酵，在美元因聯準會降息而貶值背景下，日圓估值相對偏低，預期中長期仍將偏強升值。

自民黨總裁候選人政策立場，與對金融市場的影響

自民黨總裁候選人	民調支持度	政策立場	對金融市場影響
高市早苗	23%	延續安倍的貨幣寬鬆 擴張財政政策 反對提高稅率	日圓貶值 日股上漲 公債殖利率曲線陡峭
小泉進次郎	22%	尊重貨幣政策獨立性 主張財政紀律 阻撓消費稅下調	日圓貶值幅度有限 日股震盪 公債殖利率曲線趨平
林芳正	5%	尊重貨幣政策獨立性 擴張財政政策 支持稅務改革抑制債務	日圓貶值幅度有限 公債長率上彈幅度有限 日股震盪
茂木敏充	2%	貨幣政策正常化 擴張財政政策 支持減稅	日圓升值 日股震盪有壓 公債殖利率曲線上移

日銀12月升息機率回落至50%下方，短期推升日股



資料來源：Nikkei、Bloomberg，凱基證券整理

人民幣 陸股火熱、資金流入，但經濟偏弱侷限人民幣升勢

- ▶ 近期人民幣大幅升值至7.15，創川普當選以來新高，主因美國聯準會降息，使美元走弱，加上資金回流亞洲，陸股基期偏低下，受內外資青睞使股市價量齊揚，上證指數創近十年新高，帶動陸股與人民幣相關性上升，匯率隨股市同步上漲。
- ▶ 考量聯準降息幅度不若市場預期，加上陸股漲多使後續漲幅有限，以及中國持續面臨經濟結構轉型，美中談判與角力持續，經濟基本面仍相對疲弱。觀察2023年起外國直接投資轉為衰退，為人民幣匯價轉弱主因，目前雖衰退幅度縮減，但難大幅度推動匯市需求。考量中國政府處理國內過度競爭與促進內需的政策需時間發酵，加上美中衝突現階段雖有降溫，但長期對立格局不變，短期外資企業難大舉回流實體投資中國，侷限人民幣升勢延續。

隨中國股市火熱，資金流入促使人民幣升值



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

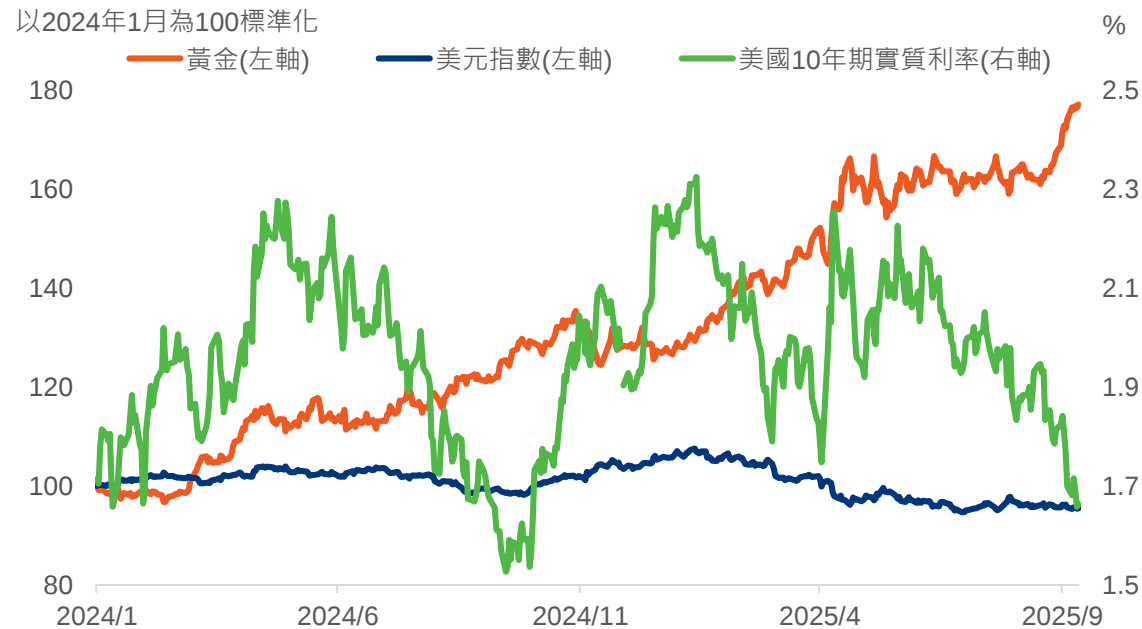
經濟疲軟、外國投資減弱使人民幣升幅有限



黃金 美國降息、雙率走弱，多國擴張債務、財政惡化有利金價

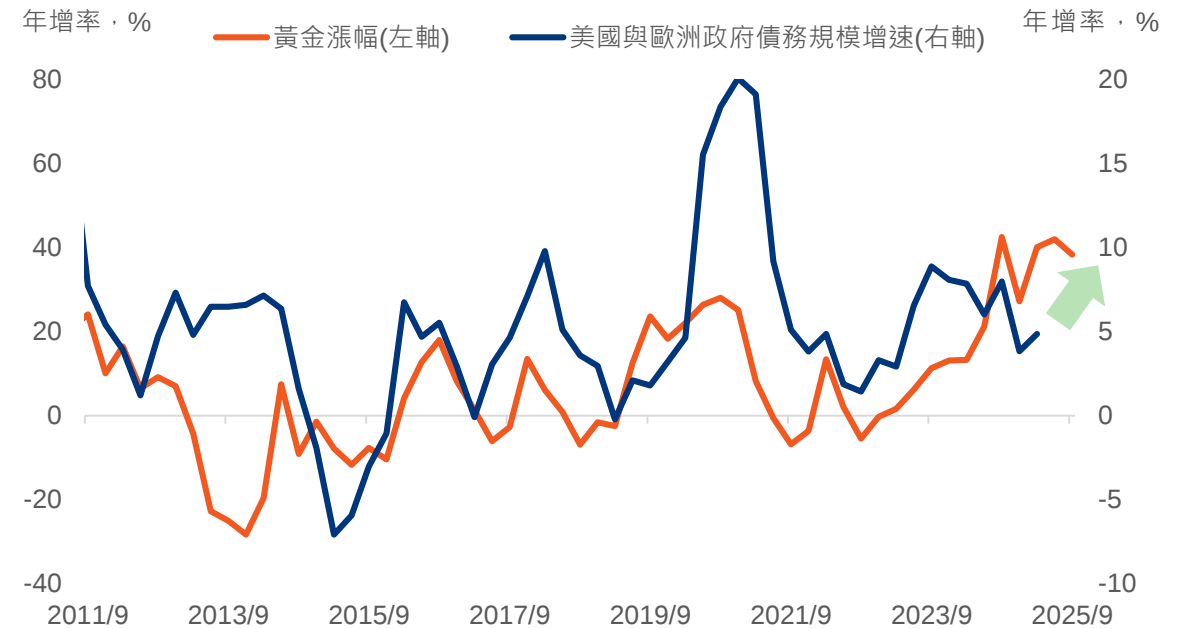
- ▶ 美國8月CPI通膨年增率2.9%符合預期，月增率為0.4%較前月0.3%上升，核心CPI與預期相符，顯示通膨未進一步惡化但呈現僵固。然而就業市場明顯降溫，聯準會展開降息循環，使得美國實質利率隨名目利率大幅滑落，相較第二季已減少50個bps，連帶使美元指數貶值，加上烏俄等地緣政治風險持續，法國等地政治不確定性上升，避險需求支持金價上漲，金價偏多看待，考量漲多建議逢回漸布操作。
- ▶ 美國的對等關稅若違憲，後續的大而美法案將使財政赤字惡化，另外歐洲如法國倒閣且減稅難產、英國秋季預算案財政大臣提出的削支計畫失敗，加上德國也擴張2025年預算草案及2026年中期財政框架，預期投入史上最高額度的公共投資，以增強國防實力。主要成熟國家債務規模持續擴張，投資人對政府還債能力遲疑，轉向支持具有實質購買力且抗通膨的黃金，亦是推升黃金中期持續看漲的主因。

降息預期使美元走弱、美國實質利率下滑，推升金價



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

主要國家債務規模擴張、財政惡化，激勵金價上漲

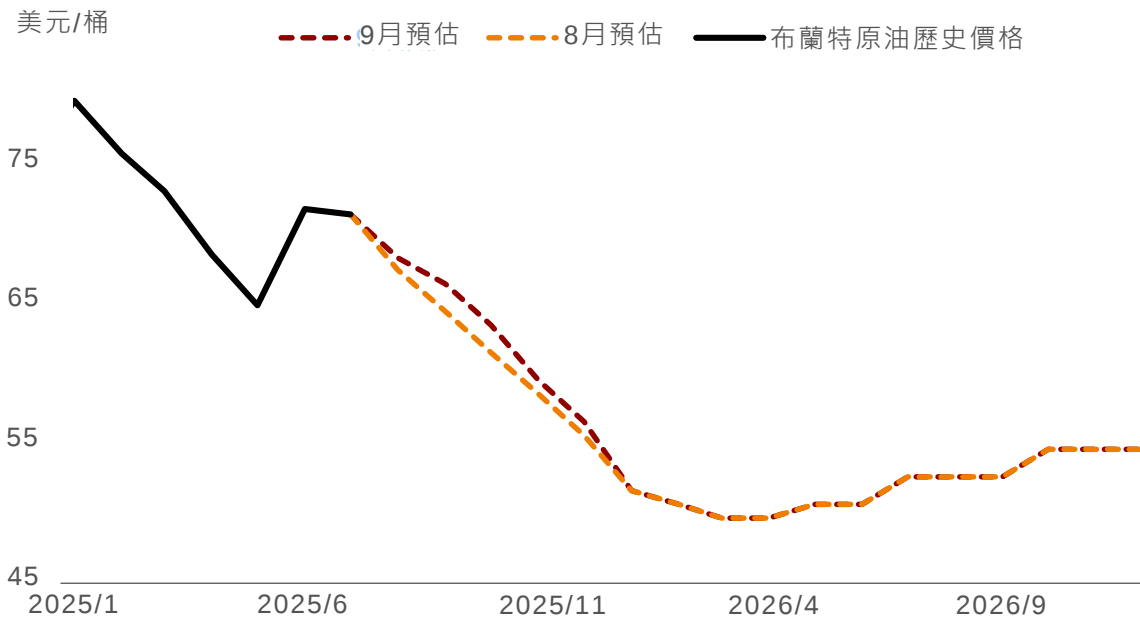


原油

供過於求油價疲軟仍為主軸，惟無法輕忽潛在供應中斷

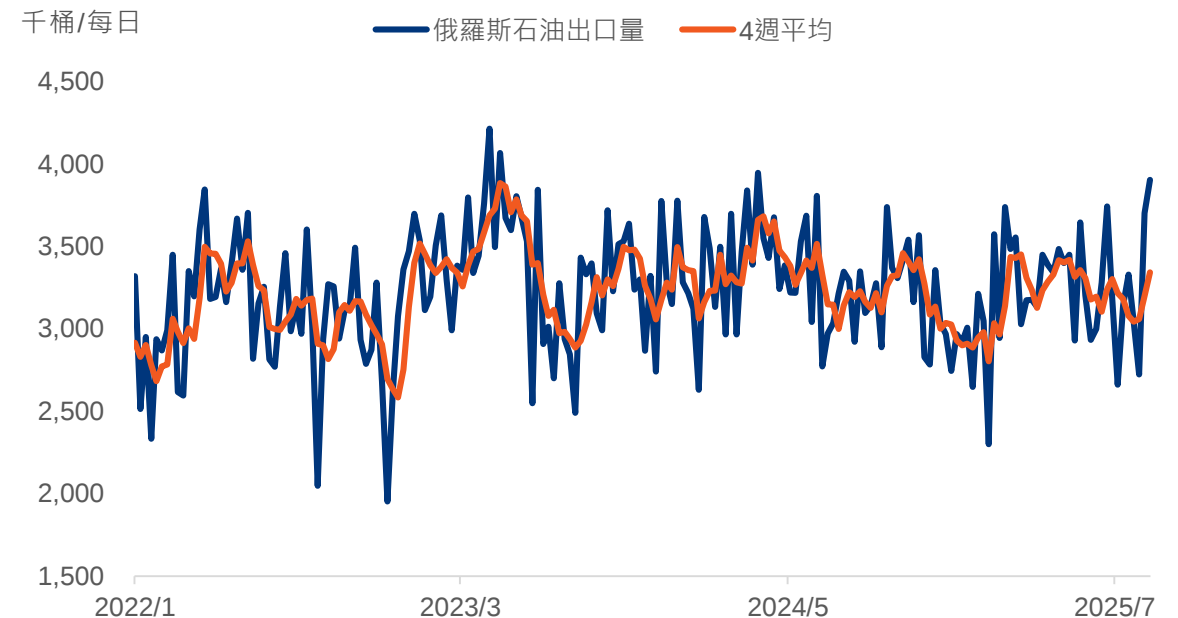
- ▶ OPEC於9月決議啟動第二輪減產(自願性減產)的退場計畫，雖然釋放的產能略遜於前幾個月，不過也超出市場預期的暫停增產。EIA將2026年石油供應增長量由100萬桶/日上調至111萬桶日，IEA亦表示OPEC+增產週期與非OPEC+國家產量的成長，2026年石油市場供應過剩將會加劇，對油價形成壓力。
- ▶ 然而，最近烏俄衝突有擴大跡象，烏克蘭向俄羅斯西部最大港口發動襲擊，使得俄國原油裝載作業暫停；另一方面，西方國家有意加強對俄制裁，這些措舉讓俄羅斯石油出口存下行風險。整體而言，短期油價受惠地緣政治風險而有支撐，惟長期供過於求的基本面仍是主軸，凱基投顧對油價長期仍維持偏「保守」的看法。

EIA模型預估油價長期走低，然短期價格因地緣政治上修



資料來源：Bloomberg、凱基投顧，凱基證券整理

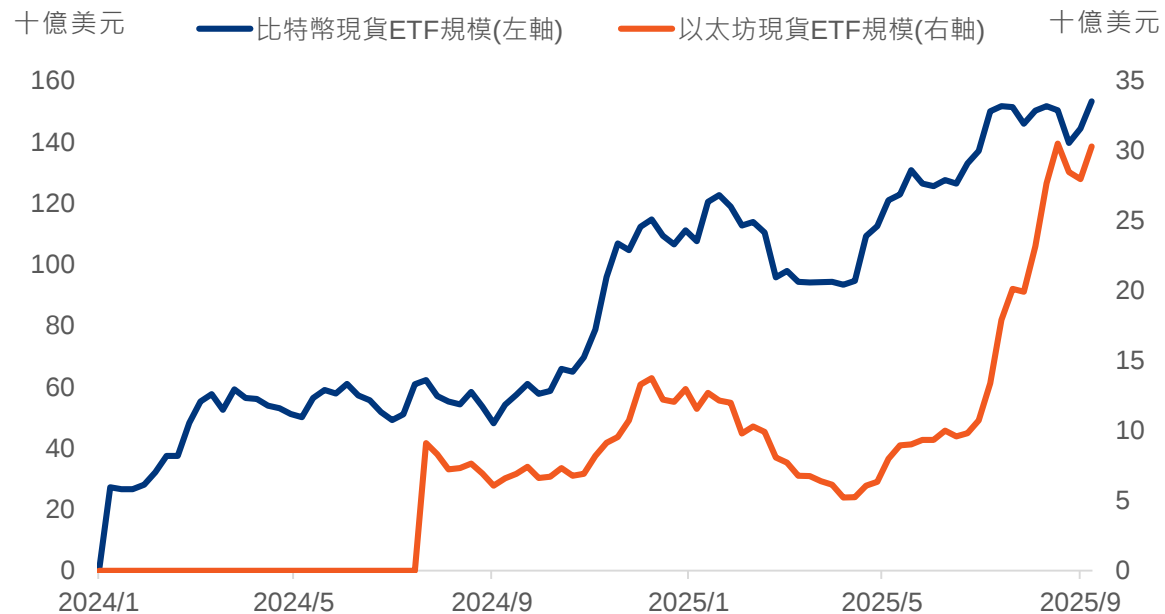
供應中斷尚未真正發生，但仍需留意潛在風險上升



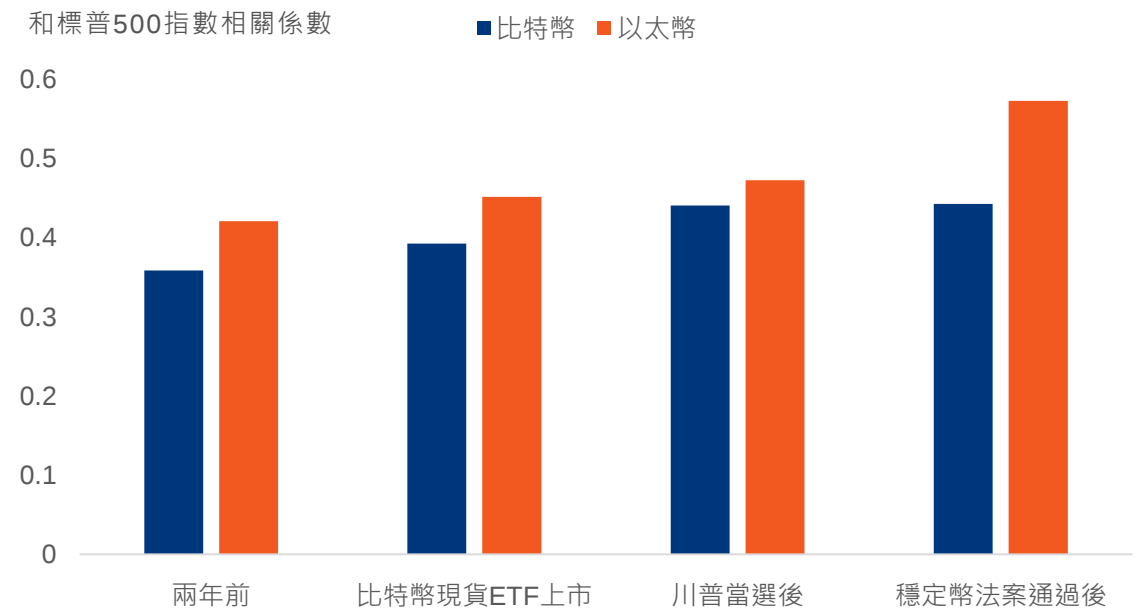
虛擬貨幣 虛擬資產打入傳統市場，受美股波動影響提升

- ▶ 隨虛擬資產現貨ETF發行，傳統市場透過ETF參與加密貨幣投資，比特幣現貨ETF除了剛上市階段，在川普當選、美元霸權危機期間規模快速上升，以太坊現貨ETF則在穩定幣法案通過後，市值加速累積，目前市值規模分別突破1,500億美元與300億美元規模。近半年規模明顯擴張反映投資人對虛擬資產接受度大增，逐漸納入資產配置選項之一。
- ▶ 近兩年比特幣、以太幣與標普500的相關性分別為低度相關的0.36與0.42，隨著主要里程碑現貨ETF上市、川普當選對虛擬資產呈開放態度後，相關性漸升。穩定幣法案通過，明定監管規範虛擬資產，市場對線上美元應用更具信心，主導區塊鏈應用的以太坊平台迎來大額資金流入，其主要交易代幣以太幣與標普500相關性更達中度相關0.57，顯示傳統市場的風險情緒已可對加密貨幣如比特幣、以太幣的價格出現影響。

現貨ETF市場規模近2,000億美元



比特幣、以太幣與標普500指數相關性續升



資料來源：RWA.xyz · 凱基證券整理



3 資產配置

- ▶ 資產調整建議
- ▶ 資產類別建議
- ▶ 投組配置建議
- ▶ 核衛配置建議

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批建立部位

- ◆ 增持中短天期債券
- ◆ 分批投入全球型優質股，或大型產業類股，如金融、科技及電信
- ◆ 短期可把握降息題材
- ◆ 定期定額美股、黃金

4 既有部位檢視

- ◆ 檢視資產股債比例、單一國家/產業/公司集中度、債券評等分布是否符合投資人現況
- ◆ 比重較高者，可調整至平衡型基金、投等債基金/ETF，降低波動並享息收。



1 資產配置再平衡

- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中短天期投等債，或投等債基金，健全股債比
- ◆ 增布全球型優質股，平衡既有美國成長股部位；配置黃金降股債波動

2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持基本面不佳中小型股、低信評(CCC級以下)比重高之固定收益商品，並檢視單一資產、產業及發行機構持股比重，降低整體風險性資產
- ◆ 轉進平衡型基金或投等債調整股債比

資產類別建議 – 區域

▶ 歐股受惠財政擴張動能、內需則可望持續推升日股表現

	看空	中性	看多	調整 方向	綜合評論
區域					
	美國股市			-	就業數據顯著降溫顯示關稅影響發酵，復以企業獲利逐步下修且評價偏高，股市恐仍有波動，中立看待
	歐洲股市			-	財政擴張有望穩定支持歐元區動能，加上景氣與獲利預估持續上修有利股市表現，維持偏多看待
	日本股市			▲	關稅與政治之不確定性緩和，復以第二季景氣與消費數據顯著優於預期，持續支持內需股，轉趨偏多看法
	中國股市			-	陸股強漲的背後主要為流動性與情緒面挹注，但基本面數據呈現放緩恐難長期支撐資金推動之漲勢，維持中性觀點
	香港股市			-	中國數據不佳減緩市場動能，然聯準會降息有利國際資金流入，可留意AI相關題材帶來的支撐，後市維持偏多看待
	臺灣股市			-	AI股推動本波強漲，然須留意估值已處於歷史高檔，短期若能出現健康修正方有利於指數續漲，維持中立看法
	新興亞洲			▲	美元中長期趨貶雖有助新亞股市表現，但新亞獲利基本面仍相對落後，略轉中立觀點

資產類別建議 – 產業

▶ 聯準會重啟降息，可留意金融與地產等利率敏感產業之短期受惠機會。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
產業					非必需消費 - 勞動市場數據顯著降溫，關稅影響將逐步影響獲利，然短線市場動能仍存，維持中立看待
					必需消費 ▼ 總經環境不佳，獲利預估面臨壓力，復以市場資金避險情緒不強，轉向偏空看法
					能源 - 雖OPEC+增產使油市面臨供過於求，然地緣政治風險提供下檔支撐，維持中立看待
					金融 ▲ 聯準會重啟降息下，銀行業資金成本有望下降，加上近期獲利成長預估亦有上修，轉向偏多看法
					醫療保健 - 川普政策打壓藥價，未來若關稅調升亦將推高進口成本，獲利恐持續承壓，維持偏空看法
					工業 - 關稅政策帶來的拉貨潮放緩，但地緣政治不確定性仍可望支撐軍工相關產業，維持中立看法
					資訊科技 - AI相關投資需求仍強，但估值偏高令股價表現震盪，維持中立觀點
					通訊服務 - AI推動廣告效率與訂閱收入，獲利成長預估亦相對強勁，保持偏多看法
					原物料 - 銅礦長期需求可期，惟其具景氣循環的特性易受全球景氣放緩影響，維持中立看法
					房地產 ▲ 儘管整體房市需求仍弱，但聯準會重啟降息有望令房貸利率下滑，轉向中性看法
					公用事業 - 產業受惠資料中心用電與資本支出復甦，然須留意製造業放緩所帶來影響，維持中立觀點

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

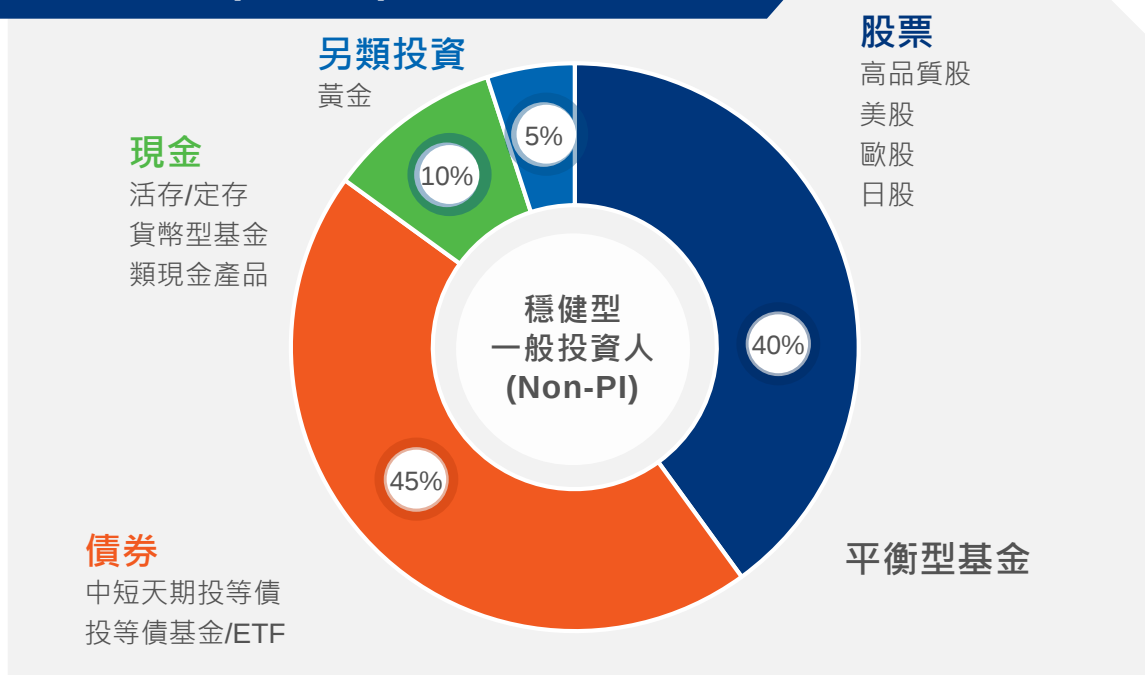
利率擾動仍存，以中短天期投資級債逢利率上揚鎖利；聯準會降息，中性立場令美元短期反彈，與他國利差收窄，有利非美貨幣升值，黃金續強。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
固定收益					
	美國政府債券			-	聯準會如預期今年首度降息，今年底前仍存在降息空間，可布局公債鎖利，後續留意勞動市場放緩速度
	投資級債券			-	投資級企業近月升評數較多，支持利差收斂至低位，配置金融、公用事業、基礎工業等風險調整後利差充沛者
	非投資級債券			-	聯準會雖重啟降息，然就業數據降溫且低信評非投資級債信用基本面惡化，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
	新興市場債券			-	聯準會9月降息，後續弱勢美元有助於新興市場債市表現，可關注印度、印尼與菲律賓等新興主權債投資機會
商品					
	原油			-	OPEC於9月啟動第二輪減產協議的退場計畫，美中經濟下滑使供給大於需求，然烏俄衝突擴大對短期油價有支撐
	黃金			-	美國降息1碼，通膨僵固使實質利率走弱、美元貶值，加上主要國家擴張債務、財政惡化皆有利金價，中長期偏多
貨幣					
	美元			-	美國勞動市場放緩、經濟轉弱，聯準會開始降息循環，對非美國利差收窄，資金外流，預期短期反彈後仍將偏貶
	歐元			▲	歐洲央行維持利率不變，市場預期歐元區降息循環近尾聲，加上美元中長期走弱，預期歐元偏升值發展
	日圓			-	日銀維持利率不變，再次延後升息時點，但將逐步出售ETF和J-REIT部位，預期貨幣正常化依舊，對日圓有支撐
	人民幣			-	陸股今年表現亮眼、資金流入，推升人民幣走升，惟經濟偏弱、外國人直接投資(FDI)持續衰退，侷限人民幣升勢

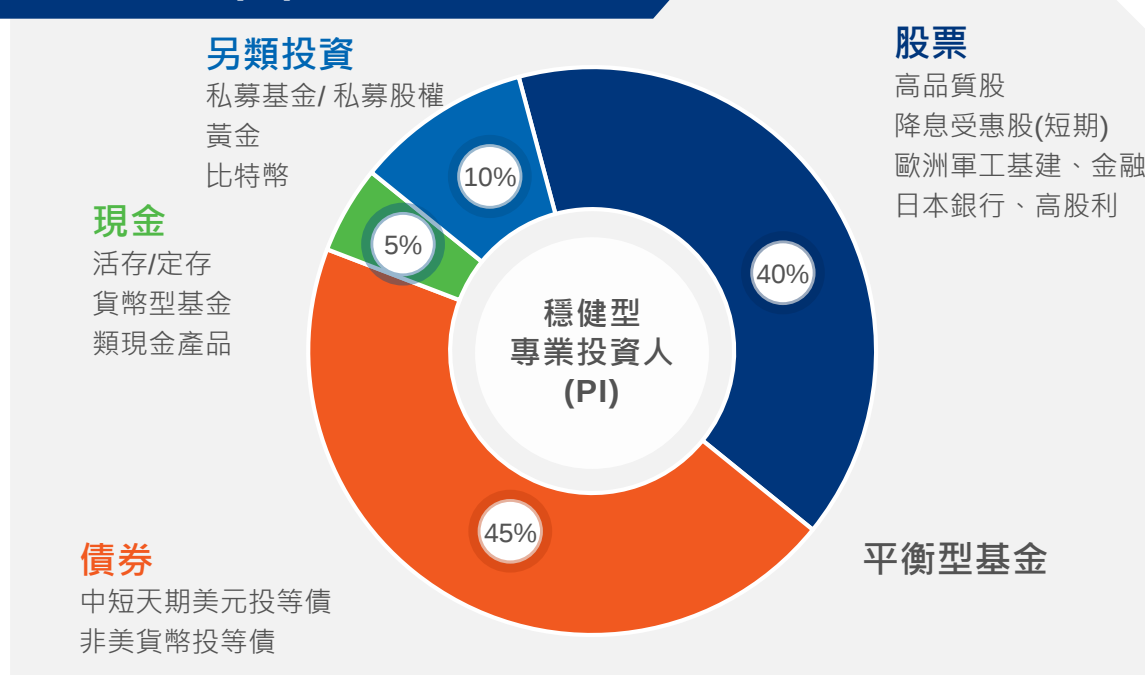
投組配置 – ACE策略配置優質股債及另類資產，強化投組穩定度

- ▶ 聯準會重啟降息，資金行情激勵股市創高，短期可採衛星操作降息受惠資產，惟考量股市高位且經濟基本面已現疲態，預計第四季市場波動轉大，整體投組應留意股債比例，以及國家、產業與單一標的分散度。
- ▶ 股權部位以成熟國家大型優質股為主，採區域分散布局，歐、日內需股可逢回加碼，美股短期可把握降息題材，中長期逢回加碼科技及AI類股。
- ▶ 降息循環再度開展，殖利率反彈時應留意鎖利機會，聚焦中短期投等債，並適度布建新加坡幣、歐元、英鎊等非美貨幣債，進行外幣資產分散。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



專業投資人(PI)投資組合配置建議

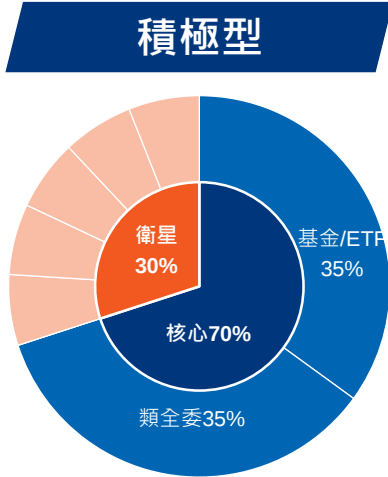
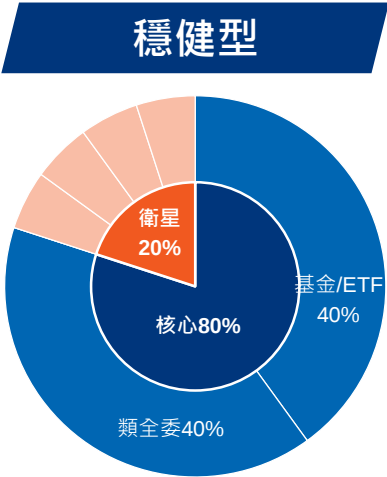
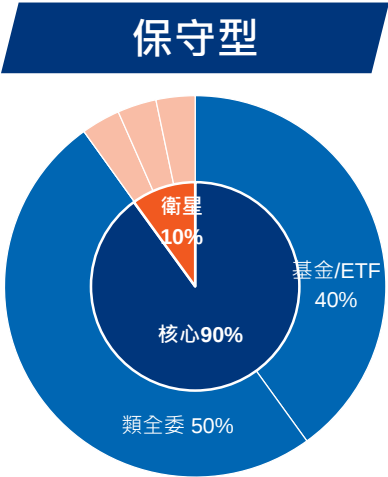


[一般投資人] 保守型配置：股票35%、債券50%、現金15%、另類0%；積極型配置：股票45%、債券45%、現金5%、另類5%

[專業投資人] 保守型配置：股票45%、債券45%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券35%、現金0%、另類15%

核衛配置建議

- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	

配置	商品類別	比重
核心 80%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	40%
衛星 20%	主題投資基金/ETF	20%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 70%	基金/ETF	35%
	類全委帳戶	35%
衛星 30%	主題投資基金/ETF	30%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	



附件

- ▶ 大趨勢及主題投資
- ▶ 跨資產市場評價
- ▶ 跨資產市場波動率
- ▶ 重要經濟數據/事件

大趨勢及主題投資

趨勢主題		說明
	大債時代	- 大債時代，美國財政赤字續增與美國政府關門疑慮，造成長天期美國公債波動難消，而企業債信力受惠擴大財政政策，信用利差持續處於低位，美國景氣因關稅存在下行風險，以具較佳抗跌能力的投資級債為首選。 - 債務持續擴張，政府以量化寬鬆方式壓低實質利率降低利息負擔，央行購金需求仍在，支持黃金表現空間。
	加密貨幣	傳統市場透過ETF參與加密貨幣投資，比特幣現貨ETF先行有大額湧入，隨著美國通過穩定幣法案，穩定幣主要應用鏈以太坊現貨ETF市值加速累積，市值規模分別突破1,500億美元與300億美元規模。市場交易額活絡與市值擴張，顯示投資人逐漸接受加密貨幣成為資產配置選項之一。
	量子運算	白宮近期正積極規劃一系列量子科技政策行動，核心焦點落在推動聯邦政府及承包商加速採用後量子加密(PQC)，目前討論中的行政命令，可能將原定2035年的後量子加密全面遷移期限提前至2030年，突顯出美國政府希望政策壓力，推動各部門與業界加速行動，未來幾年可能對量子運算領域加大力度投資。
	去全球化	未來一年全球經濟將延續今年不確定性，如地緣政治風險、貿易關稅、供應鏈轉移以及各國大選等，持續影響主要國家經濟體，美國降息可能為中國出口帶來通貨緊縮壓力，產業去全球化的風險延續，歐美與中國仍加強供應鏈彈性、產銷地多元化。
	核能重啟	2025年7月底，川普授權能源部進行小型模組化核反應爐(SMR)的測試，加快核電部署並滿足AI的電力需求。 2025年7月英國政府核准新核電廠興建，將由國家財富基金協助籌資，估計總電量可供約600萬戶家庭使用，刺激當地就業並推動核能復興。
	AI機器人	- 美國人型機器人公司Agility Robotics近期宣布在C輪融資中獲得輝達(NVIDIA)投資，顯示AI機器人將成為未來輝達發展重點之一。 - 當前AI人型機器人主要應用在工廠以實現自動化，並且處理相對危險之工作。然隨技術持續進步，可望進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。

資料來源：凱基證券整理

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至9月25日，中國、新興市場與歐洲股市表現相對強勁。

■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

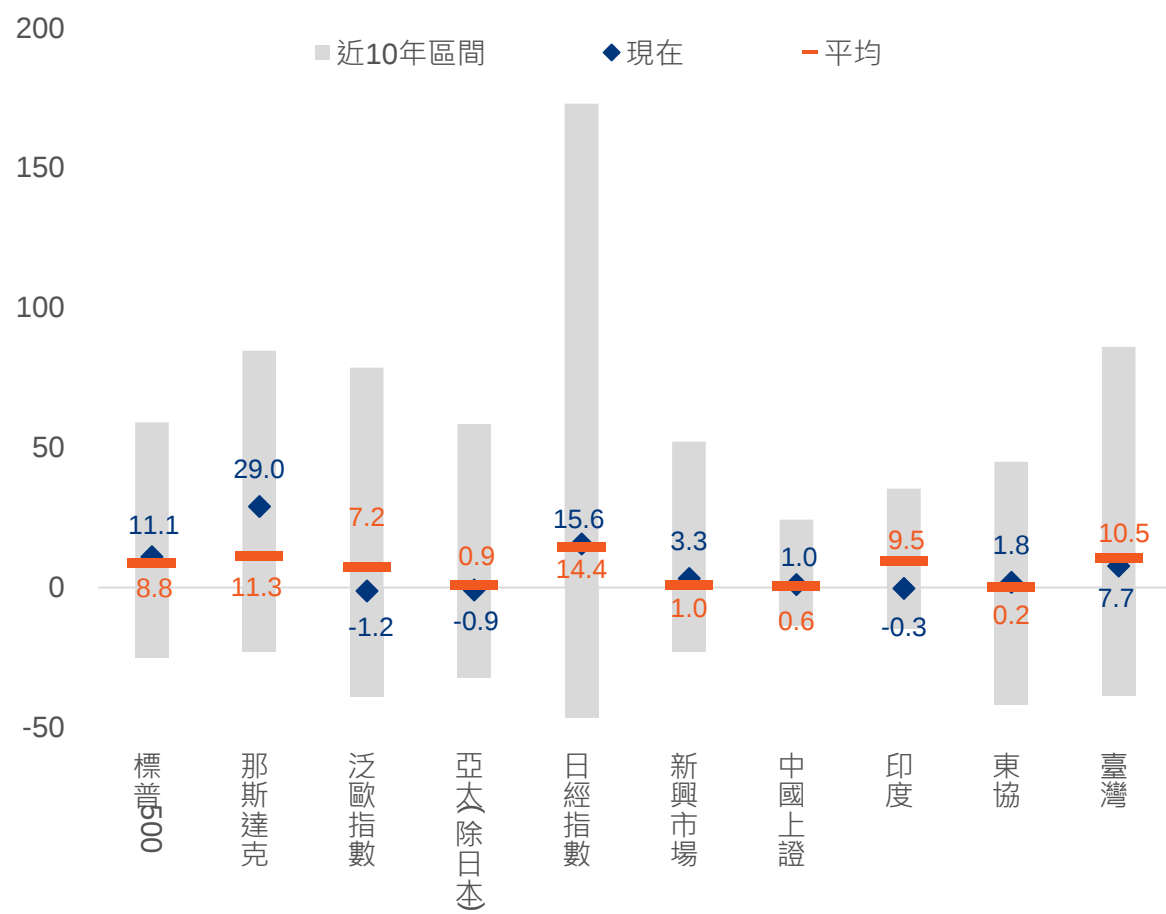
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025至今	年化*
非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	中國股市 39.6%	美國股市 14.8%
基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	新興市場股市 27.9%	基礎建設 9.3%
美國股市 11.6%	歐洲股市 26.2%	投資級債券 -3.5%	歐洲股市 24.6%	新興市場股市 18.7%	美國股市 27.0%	基礎建設 -0.2%	日本股市 20.3%	大宗商品 18.4%	歐洲股市 25.6%	新興市場股市 8.6%
新興市場股市 11.6%	日本股市 24.4%	非投資級債券 -4.1%	REITs 24.5%	日本股市 14.9%	歐洲股市 17.0%	非投資級債券 -12.7%	非投資級債券 14.0%	基礎建設 14.9%	日本股市 20.1%	歐洲股市 8.5%
新興市場債券 10.2%	美國股市 21.9%	美國股市 -4.5%	中國股市 23.7%	投資級債券 10.1%	基礎建設 11.9%	歐洲股市 -14.5%	REITs 11.5%	非投資級債券 9.2%	基礎建設 18.6%	大宗商品 8.1%
大宗商品 9.7%	基礎建設 20.1%	新興市場債券 -4.6%	日本股市 20.1%	已開發國家公債 9.5%	日本股市 2.0%	投資級債券 -16.1%	新興市場債券 10.5%	日本股市 8.3%	美國股市 13.6%	日本股市 7.7%
REITs 6.9%	非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.2%	新興市場股市 8.0%	新興市場債券 10.1%	中國股市 6.6%
投資級債券 6.0%	新興市場債券 9.3%	基礎建設 -9.5%	新興市場債券 14.40%	歐洲股市 5.9%	現金 0.0%	日本股市 -16.6%	新興市場股市 10.1%	新興市場債券 6.4%	非投資級債券 9.7%	非投資級債券 6.0%
日本股市 2.7%	投資級債券 9.3%	大宗商品 -10.7%	非投資級債券 12.60%	新興市場債券 5.9%	新興市場債券 -1.5%	已開發國家公債 -17.5%	基礎建設 6.8%	現金 5.3%	投資級債券 9.0%	REITs 4.9%
已開發國家公債 1.7%	REITs 8.6%	日本股市 -12.6%	投資級債券 11.8%	現金 0.7%	投資級債券 -2.1%	美國股市 -19.5%	現金 5.1%	REITs 3.9%	REITs 7.7%	新興市場債券 4.1%
中國股市 1.1%	已開發國家公債 7.3%	新興市場股市 -14.2%	大宗商品 11.8%	基礎建設 -5.8%	新興市場股市 -2.2%	新興市場股市 -19.9%	已開發國家公債 4.2%	歐洲股市 2.4%	已開發國家公債 6.6%	投資級債券 3.4%
現金 0.4%	大宗商品 1.7%	歐洲股市 -14.3%	已開發國家公債 5.6%	REITs -8.1%	已開發國家公債 -6.6%	中國股市 -21.8%	大宗商品 0.0%	投資級債券 1.9%	大宗商品 5.5%	現金 2.1%
歐洲股市 0.2%	現金 0.8%	中國股市 -18.7%	現金 2.3%	大宗商品 -9.3%	中國股市 -21.6%	REITs -23.6%	中國股市 -11.0%	已開發國家公債 -3.6%	現金 3.2%	已開發國家公債 0.4%

*年化資料統計期間：2016年1月1日至2025年9月25日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2025年9月25日

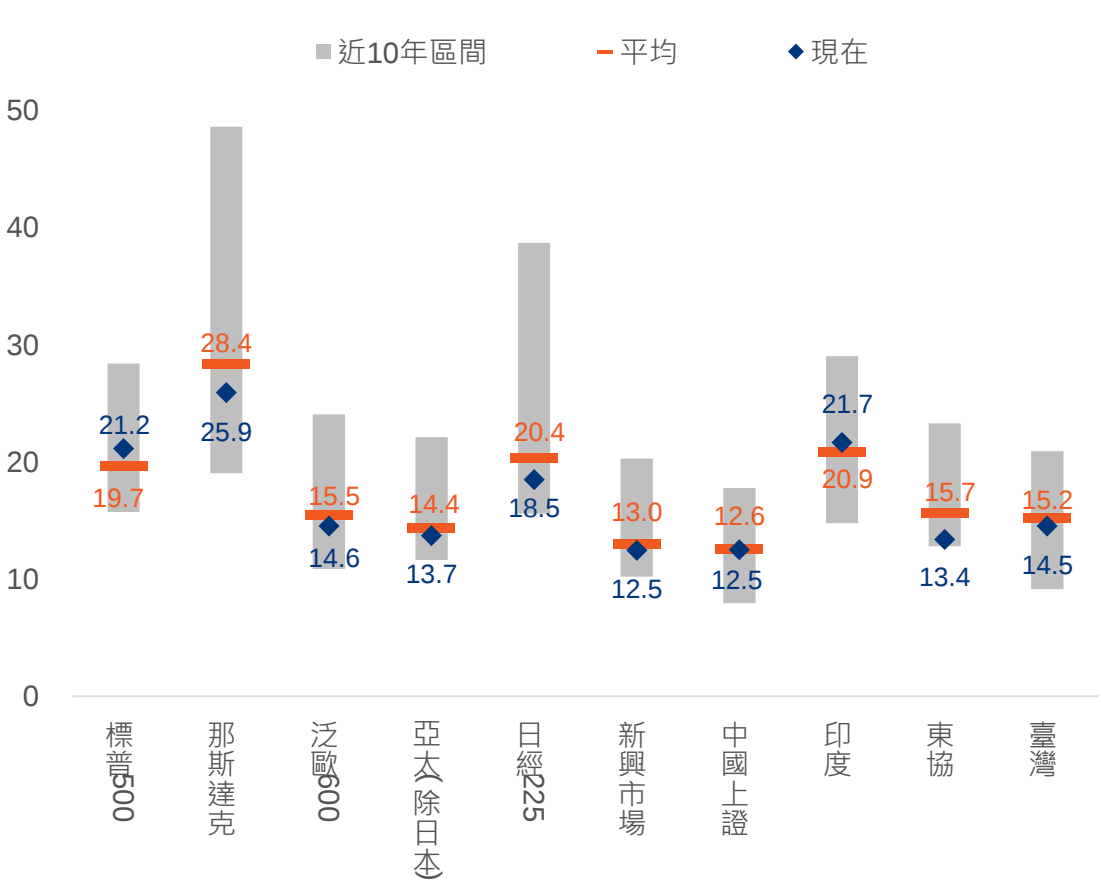
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

股市來到歷史高位，獲利增速下滑，多數低於或接近10年平均，評價不顯低廉，僅那斯達克科技股獲利增速強、評價仍具顯著上漲潛力。

預估EPS年增率(%)



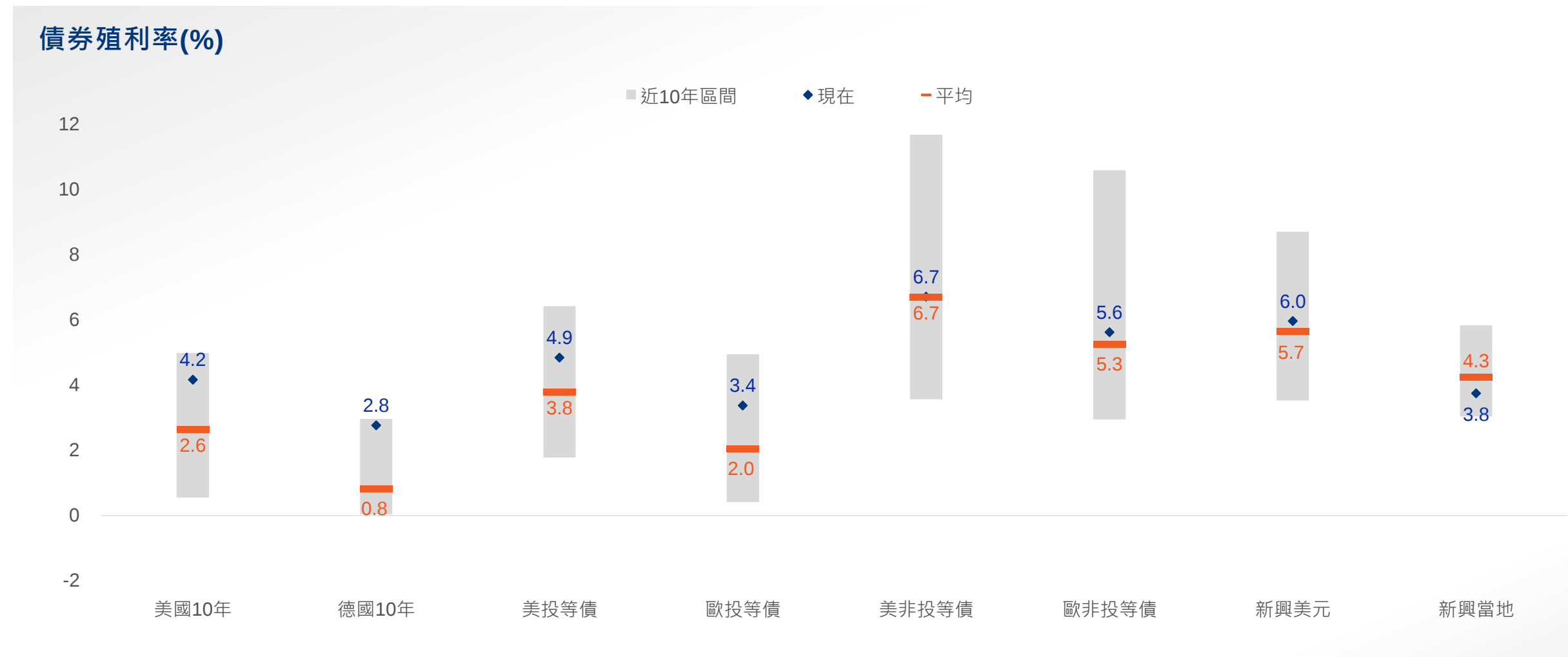
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年9月26日

債券市場評價 – 殖利率

- ▶ 聯準會開始降息，美國10年期公債殖利率自高位回落，把握債券鎖利時機，並分散投資於美國投等債、歐洲投等債等高息鎖利並分散配置。



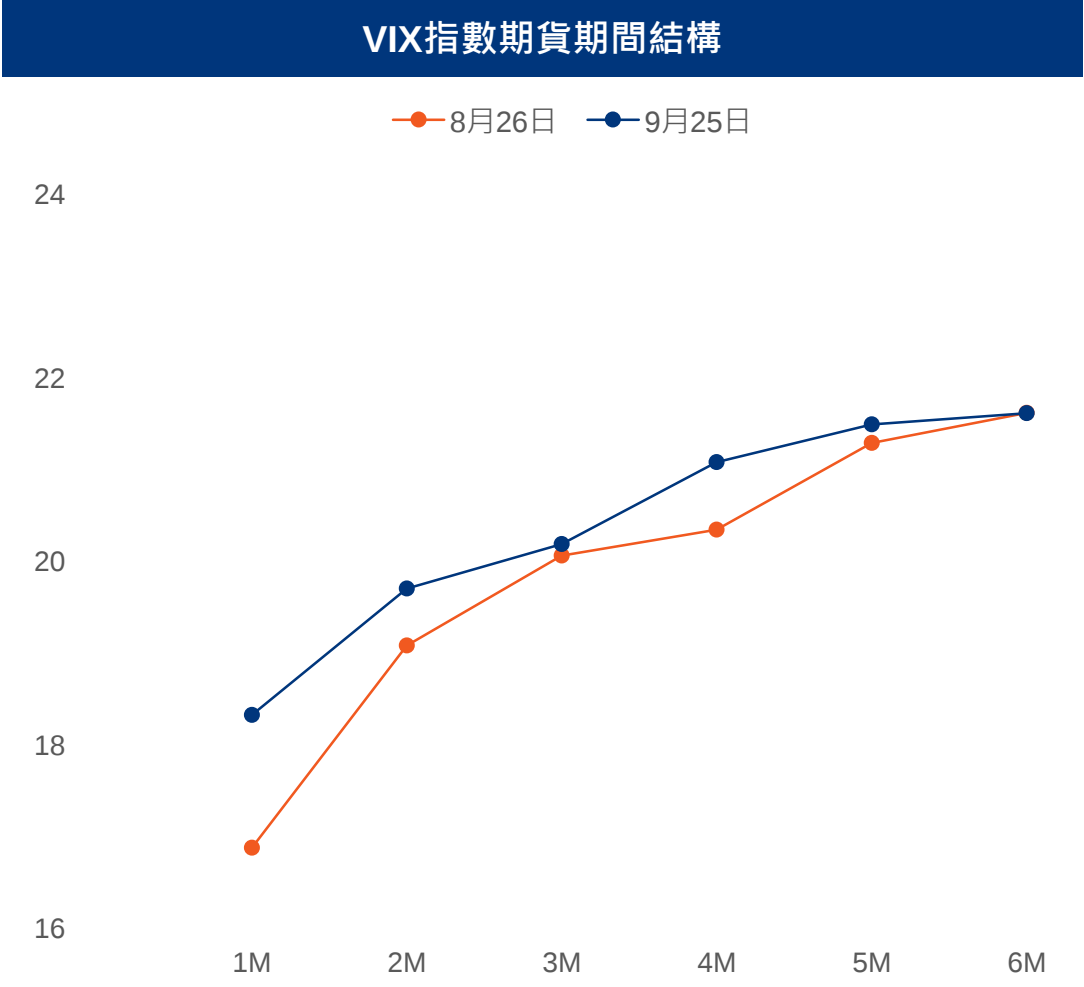
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年9月26日

跨資產市場波動率

▶ 全球主要股市走高，但波動率微增，市場氣氛仍偏樂觀；債市波動微升，黃金創高但波動率明顯走揚，油價狹幅震盪。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	16.74	1.95	19.31
道瓊波動率指數(VXD)	15.94	2.13	17.17
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	17.32	-0.68	18.94
香港恒生波動率指數(VHSI)	20.43	0.02	24.10
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	16.83	0.68	18.78
利率 / 大宗商品 / 貨幣	VIX	近1月增減	200日平均
20年期公債ETF波動率指數(VXTLT)	14.48	0.85	16.31
黃金ETF波動率指數(GVZ)	19.07	3.98	17.98
石油ETF波動率指數(OVX)	36.85	5.61	36.19
歐元兌美元1年到期選擇權波動率(註)	7.04	-0.36	7.62

資料來源：Bloomberg · 2025年9月25日 註：該波動率為衡量1年後到期之歐元兌美元價平選擇權預期波動率



重要經濟數據 / 事件

OCT 2025

— 央行利率決議

Monday	Tuesday	1Wednesday - 美國9月標普全球製造業PMI終值 - 美國9月ISM製造業PMI - 日本9月自分銀行製造業PMI終值 - 歐元區9月HCOB製造業PMI終值	2Thursday - 美國8月耐久財訂單終值 - 歐元區8月失業率 - 日本9月消費者信心指數	3Friday - 美國9月非農業就業人口變動 - 美國9月失業率 - 美國9月ISM服務業PMI - 日本8月失業率
6Monday - 歐元區10月Sentix投資者信心 - 歐元區8月零售銷售	7Tuesday	8Wednesday - 臺灣9月CPI - 臺灣9月PPI	9Thursday 臺灣9月出口年增率	10Friday - 美國10月密大消費者信心指數初值 - 日本9月PPI
13Monday 中國9月出口年增率	14Tuesday	15Wednesday - 美國9月CPI、核心CPI - 歐元區8月工業生產 - 日本8月工業生產終值 - 中國9月CPI、PPI	16Thursday - 美國9月零售銷售 - 美國9月PPI - 日本8月核心機器訂單	17Friday - 美國9月新屋開工 - 美國9月營建許可初值 - 美國9月工業生產 - 歐元區9月CPI終值
20Monday - 中國第三季GDP - 中國9月零售銷售、工業生產	21Tuesday	22Wednesday 日本9月出口年增率	23Thursday - 美國9月成屋銷售 - 歐元區10月消費者信心指數初值	24Friday - 美國10月標普全球製造業PMI初值 - 美國10月密大消費者信心指數終值 - 日本10月標普全球製造業PMI初值 - 歐元區10月HCOB製造業PMI初值
27Monday - 美國9月耐久財訂單初值 - 香港9月出口年增率	28Tuesday 美國10月經濟諮詢委員會消費者信心指數	29Wednesday 日本10月消費者信心指數	30Thursday - 美國10月聯準會聯邦基金利率 - 美國第三季GDP季增年率初值 - 歐元區10月ECB主要再融資利率 - 日本10月BoJ無擔保隔夜拆款利率	31Friday - 美國10月PCE、核心PCE - 歐元區10月CPI初值 - 日本9月工業生產初值、零售銷售 - 中國10月製造業、服務業PMI

資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。