



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

銀銅價，創新高！

Record High for Silver and Copper

5 December 2025



01 本週焦點圖表

美國消費旺季旺，
電商撐起一面天



02 市場回顧

美國製造業景氣放緩，
靜待聯準會利率指引



03 熱門議題

升息預期支持日圓走強，
內需股匯率敏感度較低



04 投資焦點

供需失衡持續，
銀銅聯袂創高



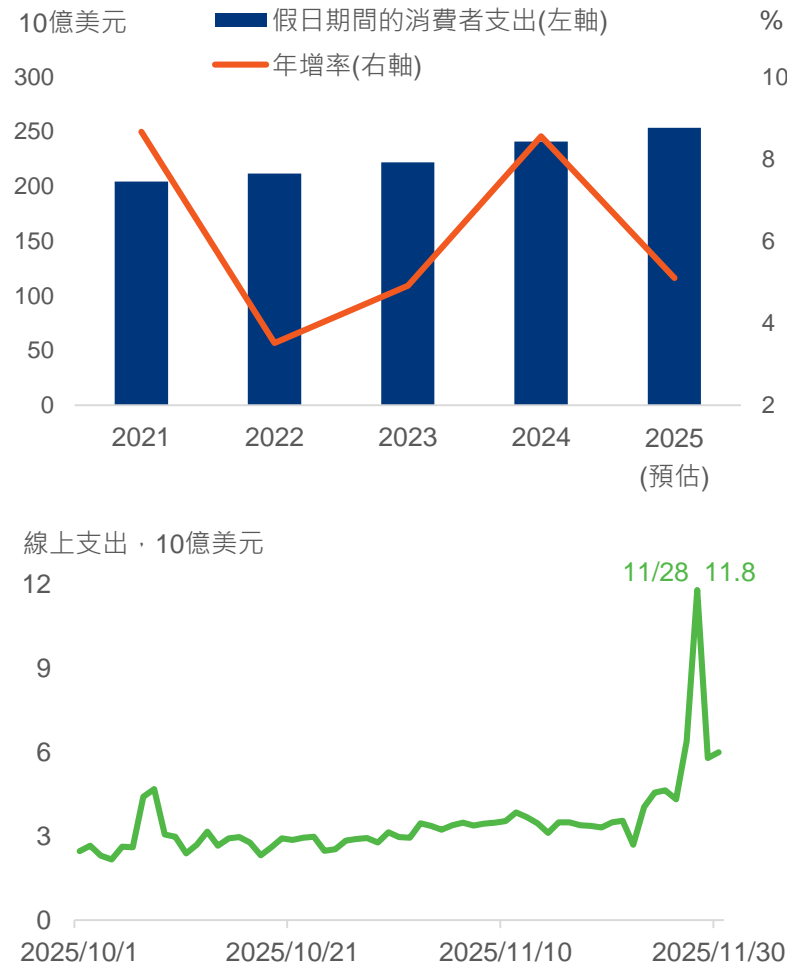
焦點圖表

美國消費旺季旺，電商撐起一面天

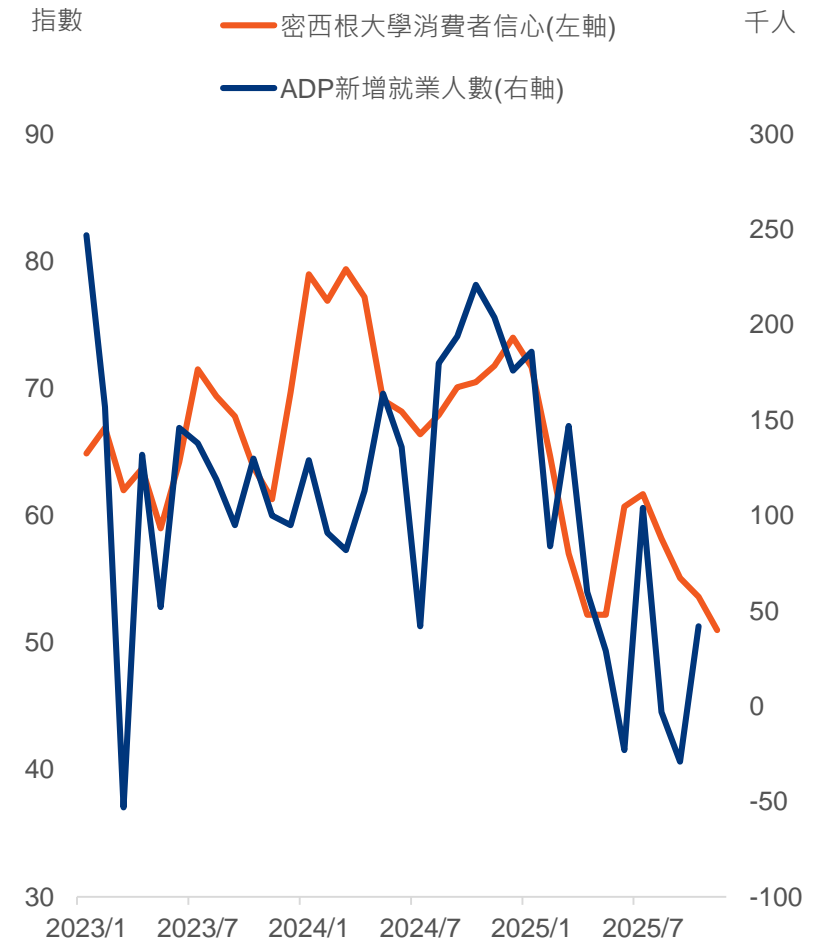
► Adobe Analytics公布，近期美國景氣不穩，消費者紛紛利用AI精打細算，在網路上比價搶優惠，搜尋最划算的商品，甚至遞延消費等到折扣日才購買，今年「黑色星期五」美國零售業網路銷售額高達118億美元，年增幅9.1%，刷新紀錄。預測今年假期季節(11月1日至12月31日)的線上消費額將達2,534億美元，年成長5.3%。消費特色如下：1)預計「先買後付」模式將推動消費成長，2)人工智慧驅動零售網站流量也迅速成長，AI為零售網站帶來的流量年增805%，貢獻顯著。3)行動裝置支付的消費模式鞏固主導地位，黑色星期五約55%線上銷售額來自智慧型手機，總額達65億美元，年增10%。

► 短期消費力道不減，對相關零售消費類股有益，但觀察消費信心和ADP新增就業人數下滑，11月美國消費者信心指數降至88.7，不如市場預期的93.4，為今年4月以來最悲觀，中長期消費動能不宜過度樂觀，若投資消費類股以短期題材性操作較佳。

假日期間的消費者線上支出穩健



就業放緩、消費信心低落，不利長期消費支出



資料來源：左圖<https://business.adobe.com/resources/holiday-shopping-report.html>、右圖Bloomberg，凱基證券整理

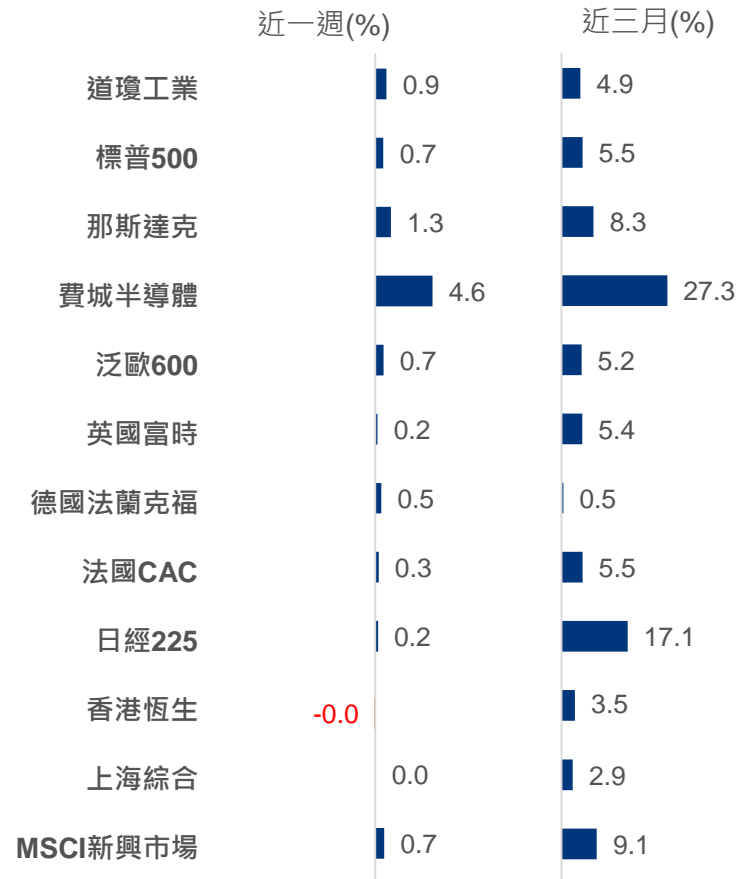
市場回顧

美國製造業景氣放緩，市場靜待聯準會利率指引

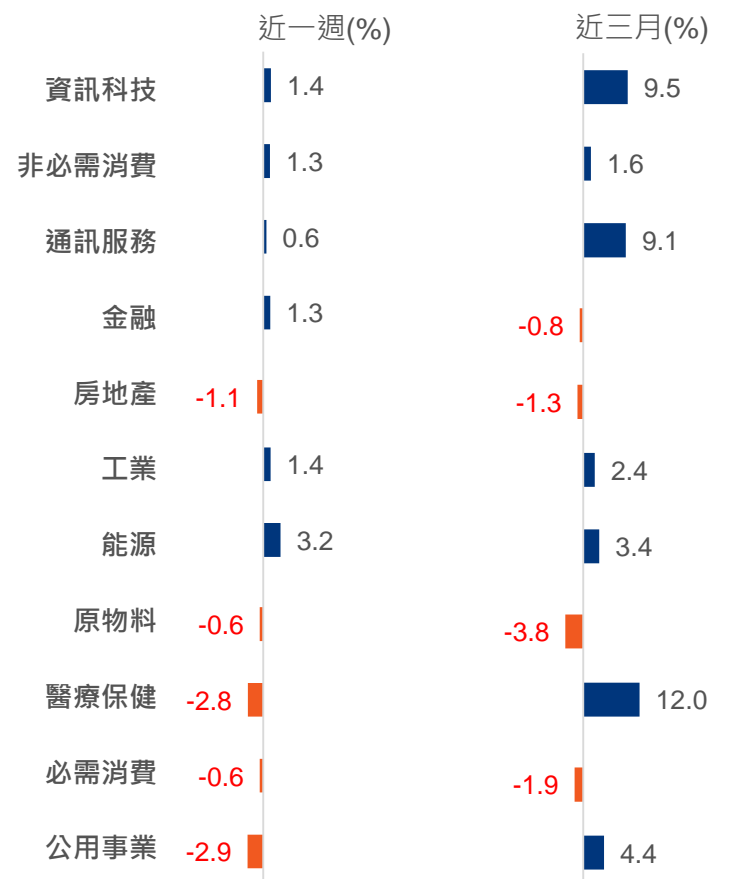
- ▶ 美國11月ISM製造業PMI下跌至48.2，連續第9個月低於景氣榮枯線50，包括新訂單、積壓訂單及供應商交貨分項指標，全數顯著下滑，價格分項走揚，停滯性通膨疑慮不散。儘管服務業PMI由52.4升至52.6，但ADP就業人數疲弱，主因小型企業大幅裁員有增加現象；市場預期12月聯準會降息一碼機率達89%，大幅高於一個月前63%。白宮國家經濟會議主席哈塞特(Kevin Hassett)接任聯準會主席機會高，其立場偏鴿且和川普關係密切，未來貨幣寬鬆預期，激勵美股上漲。
- ▶ 俄羅斯總統普丁會晤美國特使和川普女婿庫許納，就俄烏停戰議題協商，但雙方在俄軍佔領烏克蘭領土的歸屬議題無法達成共識，談判再度停滯，激勵油價上漲，能源股走強。Meta將大幅削減元宇宙部門資源，轉向AI投資，激勵股價走揚，帶動通訊服務股表現。降息預期使市場投資氛圍轉趨樂觀，科技、非必需消費股上漲，防禦性產業表現疲軟，醫療、必需消費股走弱。

資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

各地區指數表現(%)



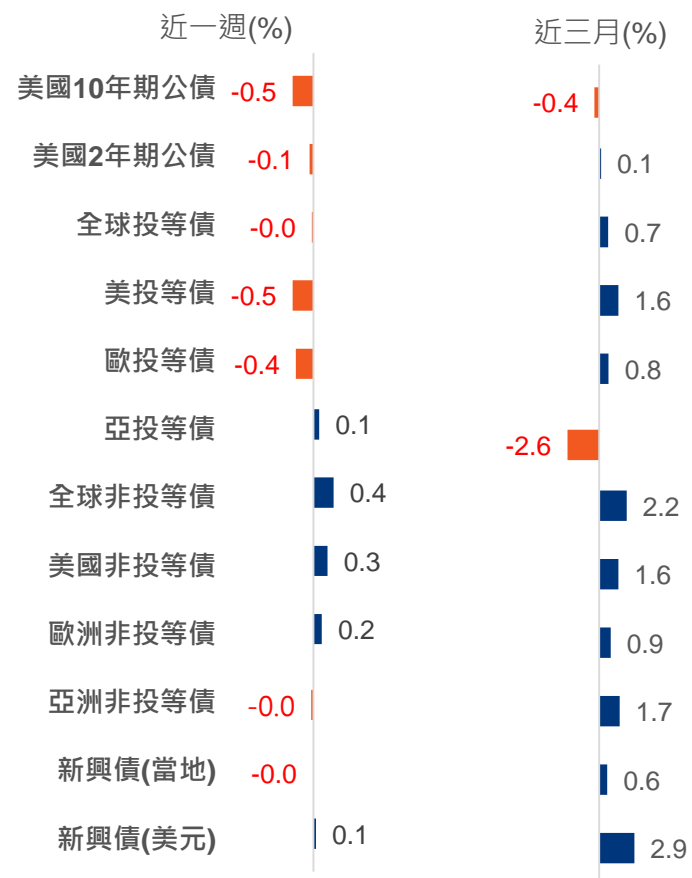
美股各產業指數表現(%)



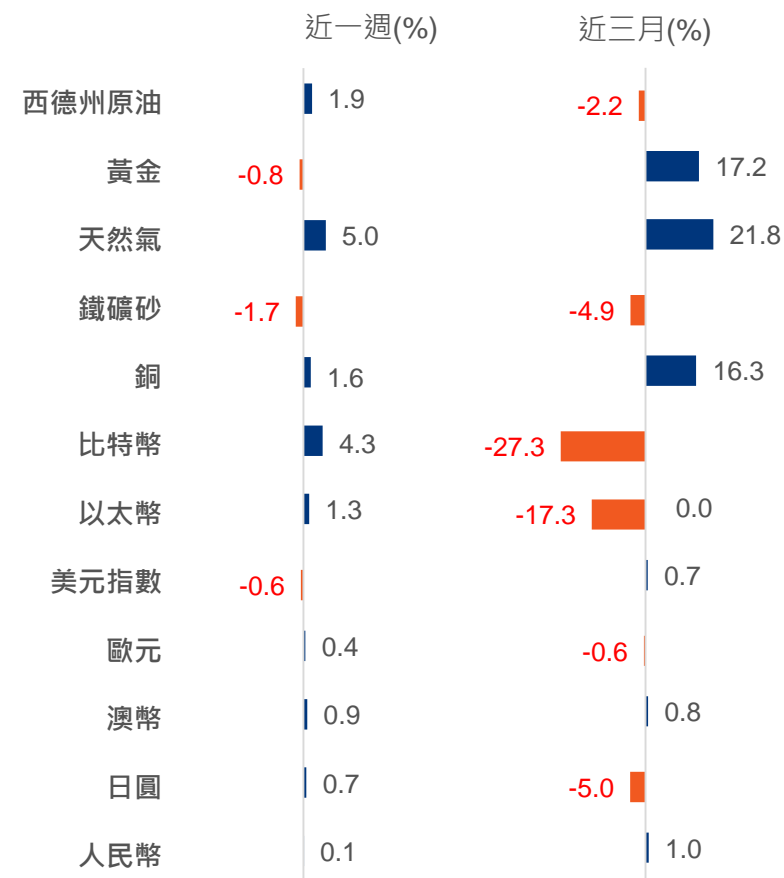
日本升息預期帶動長天期公債利率上彈，美元小貶、比特幣波動加劇

- ▶ 「小非農」ADP就業數據顯示，11月美國新增就業人數較前月減少3.2萬人，不如市場預估的增加1萬人，反應景氣不穩使企業徵才更趨謹慎。聯準會降息預期升高，惟日本長天期公債殖利率大幅上彈，帶動全球公債殖利率偏上，長天期公債利率升幅較短債明顯，債市受抑。中國人民銀行(PBoC)11月29日對所有跟數位貨幣有關的違法行動提出警告，令香港掛牌的數位資產相關概念股面臨壓力。此外，日本銀行可能在本月升息預期，提高資金成本並促使日圓升值，影響全球避險和套利操作，加上美國流動性指標：有擔保隔夜融資利率(SOFR)和三方擔保利率(TGCR)過去一週重回4%之上，流動性疑慮使風險性資產代表比特幣近期波動加劇。
- ▶ 英國財政部秋季預算以增稅、福利調整與制度改革為核心，市場預期公共赤字有望改善，英鎊升值。歐元區11月綜合PMI升至52.8，連續六個月走揚，創近30個月新高，歐元走強，非美貨幣反彈，使美元回弱。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

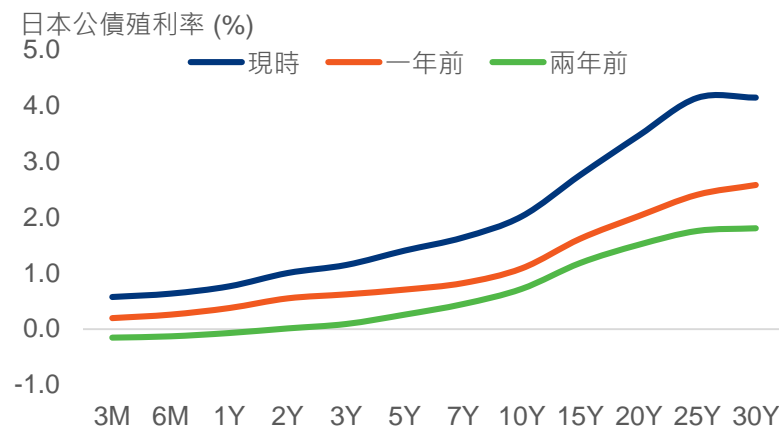
熱門議題

升息預期支持日圓走強，內需股匯率敏感度較低

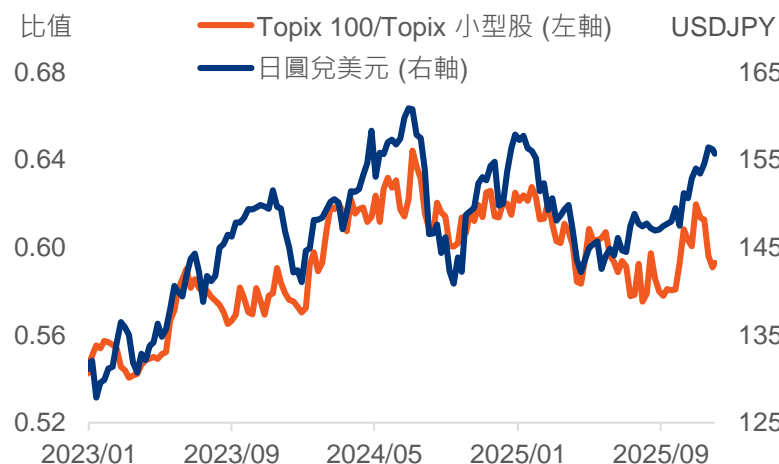
- ▶ 本週日本央行總裁釋出鷹派訊號後，現階段市場已反應本月升息1碼預期，預期這次央行升息是為緩解日圓貶值擔憂，日圓過度疲弱將使進口通膨加劇並拖累消費。此外，目前日本基準利率為0.5%，在G20國家之中排行第二低，政策偏向寬鬆並有升息空間。
- ▶ 近期日本內閣通過規模約21.3兆日圓的刺激方案，創疫情以來最大規模，市場憂慮政府支出上升，30年以上公債利率攀至3.41%，是1999年發行以來最高；10年期公債利率亦升至1.88%。殖利率曲線陡峭，利差擴大有利日本銀行收入，但過去長天期公債長時間處於低位，規模小的銀行若需出售長債應付流動性需求，帳面將損失並影響資本比率。
- ▶ 日本大型股較多以出口導向，對日圓匯率相對敏感，過去日圓走強時，小型股相對大型股表現更好，惟近期此關係有弱化現象。考量本土財政刺激、消費者信心改善及工資上升，投資日股可關注內需股或小型股。

資料來源：Bloomberg

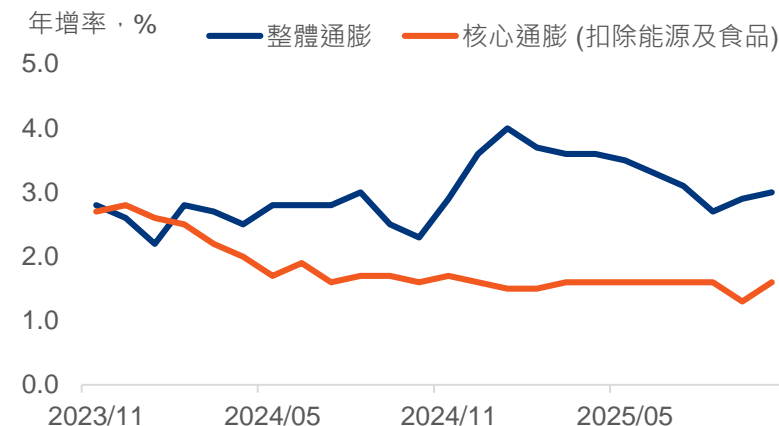
日本長天期公債利率急升，殖利率曲線變陡



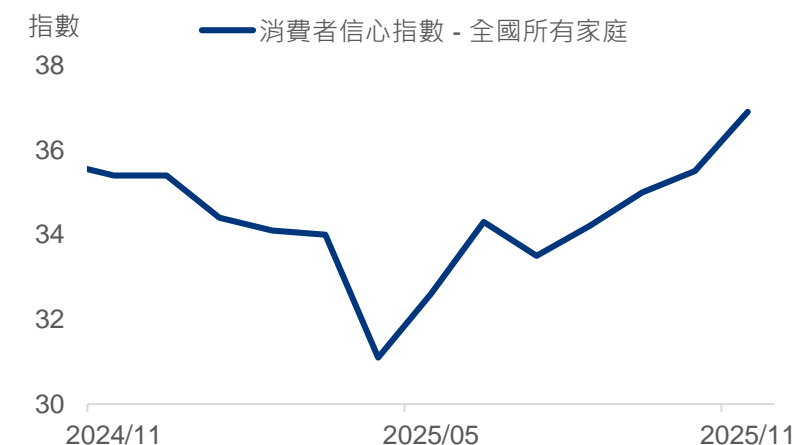
日圓走升相對不利於日本大型股表現



日本能源及食品價格推升整體通脹



日本消費者信心連續5個月改善



投資焦點

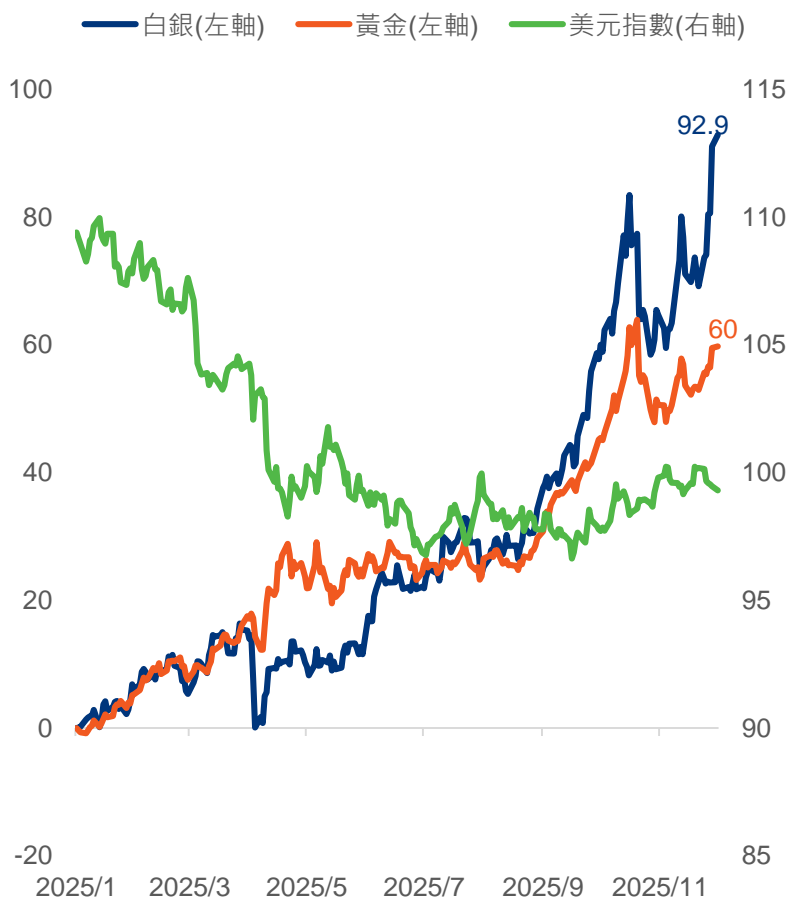
工業需求激增、美元走弱，供給設施限制，激勵銀價創高

- ▶ 白銀近期創歷史新高，年迄今漲幅逾九成，超越黃金。世界白金協會(WPIC)預計今年供需缺口約占全年需求9%，連續第三年供不應求。除聯準會降息、美元走弱利多因素外，過去十年，中南美洲銀礦因礦山關閉、資源枯竭及基礎設施困難而持續下降，但來自印度、全球投資和工業需求激增。白銀具有優於其他金屬的熱和電傳導率，被廣泛應用在人工智慧(AI)設備、電動車和光伏發電等應用，近兩年隨著科技、半導體需求同漲。此外全球最大白銀消費國印度，進入需求高峰期(排燈節的珠寶、餐具與飾品)，印度80%白銀供應來自英國進口，美國今年傳出提高貴金屬關稅，使期貨商進口現貨交割，皆使最大供應國英國倫敦的庫存量迅速減少。
- ▶ 銀/金比今年初來到歷史低點，顯示銀價被低估，開始落後補漲行情，留意波動較大且相較黃金作為貨幣儲備功能較低，適合波段操作。考量其兼具工業與貴金屬特性，庫存下降加上供給僵化，價格上漲情況可望延續。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

美元走弱、有利白銀與黃金等商品表現

今年以來漲幅，%



白銀隨工業、科技需求上漲，展開落後補漲行情

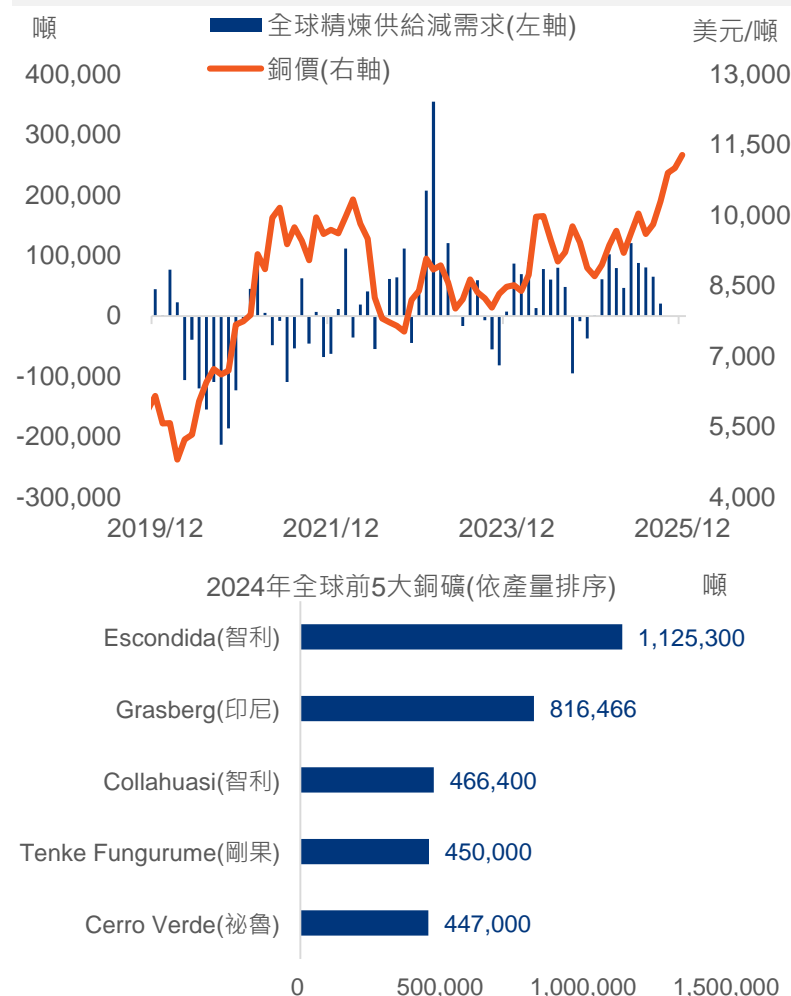


銅礦短期供不應求，中長期因經濟放緩、動能溫和

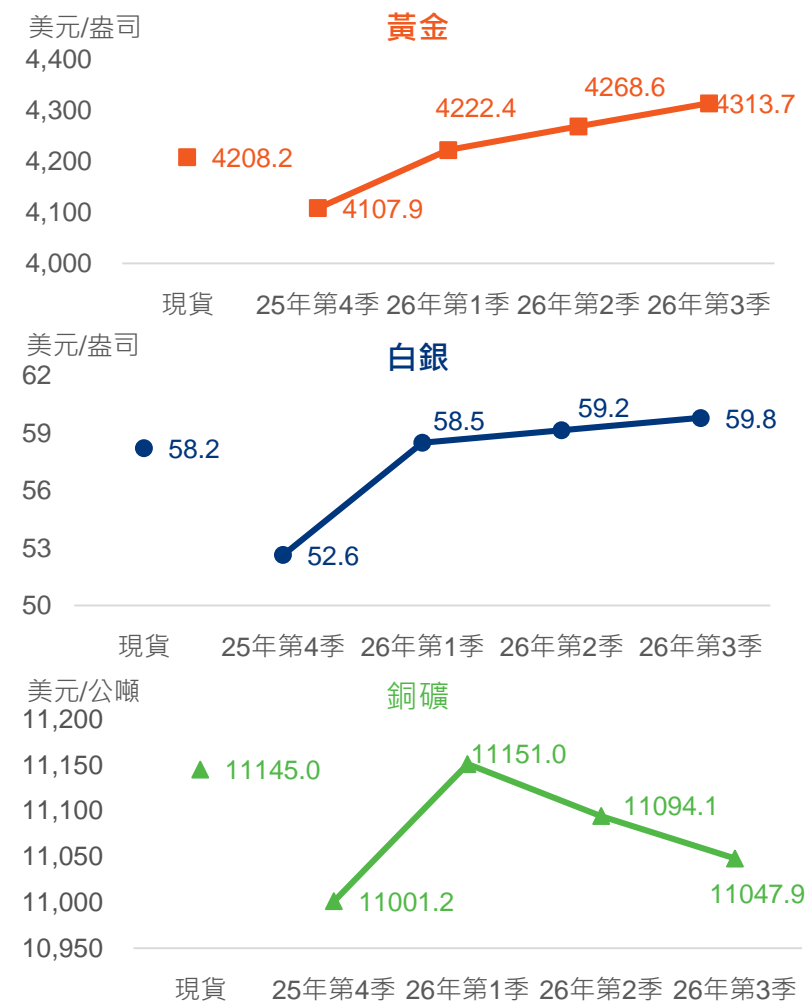
- ▶ 美國總統川普雖豁免精煉銅關稅，但宣布將在2026年下半年重新檢視政策，使市場對潛在關稅擔憂持續。政策不確定性導致金屬進口商加速拉貨，政策預期與地緣套利推升近期銅價也創新高。此外，全球AI基礎建設與能源轉型，對電力需求攀升，帶動銅礦需求成長。自2022年以來，中國政策打房但扶持新能源產業，使得鐵礦砂與銅價表現分化，在中國政策推動下，短期對銅礦需求仍強，惟需留意電動車產量有增速放緩現象。
- ▶ 近期銅礦商紛紛下調產量預估，全球最大的上市銅礦商自由港宣布，因印尼Grasberg礦區9月發生嚴重泥流，暫停營運至2026年上半年，此礦區是全球最大的銅金礦場之一，中國紫金礦場也下修生產預估。世界銅礦商探勘開採多面臨結構性挑戰，銅礦石品質持續下滑及開採許可證費、人力成本、礦床深度增加，使礦商營運成本走揚，間接影響資本支出，限縮未來銅礦產能。銅礦受惠新興需求及供應限制，預期價格短期偏強。

資料來源：左下依各公司年報、優分析產業數據中心，其餘Bloomberg，凱基證券整理

供不應求、庫存偏低，激勵銅價創高



彭博綜合分析師對金、銀、銅價預估變化



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會12月降息預期升高，帶動全球股市反彈，然而資金流動性疑慮近期末消彌，資產波動仍劇。年底股市獲利了結壓力漸增，建議保持資金彈性以因應，並採平衡產業配置。現階段可增持高品質股，逢股市回落、估值轉趨合理時，長線投資人可分批布局AI題材與科技股，以參與未來發展趨勢。 ◆ 非美地區可留意德國和歐洲金融股，因經濟改善帶動股市上漲，韓國、臺股受惠科技股帶動，趨勢向上。日本銀行升息預期，日股以內需股、日本銀行股較穩健。 	<p>策略風格：短期波動加大以高品質股因應，長線AI題材與科技股可逢回分批布局</p> <p>區域：德股、韓股、日本內需股、日本銀行股</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 景氣放緩、勞動市場降溫，長短天期利差陡峭，投資公債與投資等級債券以鎖利領息為主，投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、公用事業、工業等。 ◆ 美元長期有貶值疑慮，可增加非美貨幣債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的投資級債券。 	<p>期間：中短天期公債、高信評債鎖利</p> <p>種類：高信評債鎖利，以金融、工業、公用事業較佳</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會12月升息機率大增，預期即將公布的聯準會新任主席傾向鴿派，中長期維持偏弱格局。 ◆ 日本銀行12月或明年1月升息機率高，經濟改善有利日圓緩升；歐元中長期偏強。 	<p>美元偏貶值調整</p> <p>日圓、歐元震盪偏升</p>
商品	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通膨隱憂及財政赤字壓力支持長期黃金上漲，長線投資人可將黃金納入投資組合中，分散投組集中度與波動性。 	<p>黃金中長期偏多</p>

► DEC 2025

1

Monday

- 美國11月標普全球製造業PMI終值
(實際:52.2 預估:51.9 前值:52.5)
- 美國11月ISM製造業PMI
(實際:48.2 預估:49.0 前值:48.7)
- 歐元區11月製造業PMI終值
(實際:49.6 預估:49.7 前值:50.0)
- 日本11月標普全球製造業PMI終值
(實際:48.7 前值:48.2)
- 中國11月標普全球製造業PMI
(實際:49.9 預估:50.5 前值:50.6)

2

Tuesday

- 歐元區10月失業率
(實際:6.4% 預估:6.3% 前值:6.4%)
- 歐元區11月CPI年增率初值
(實際:2.2% 預估:2.1% 前值:2.1%)

3

Wednesday

- 美國11月ADP就業變動
(實際:-32k 預估:10k 前值:47k)
- 美國9月工業生產月增率
(實際:0.1% 預估:0.1% 前值:-0.3%)
- 美國11月ISM服務業PMI
(實際:52.6 預估:52.0 前值:52.4)
- 歐元區11月服務業PMI終值
(實際:53.6 預估:53.1 前值:53.0)
- 歐元區10月PPI年增率
(實際:-0.5% 預估:-0.5% 前值:-0.2%)
- 中國11月標普全球服務業PMI
(實際:52.1 預估:52.1 前值:52.6)

4

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:191k 預估:220k 前值:218k)
- 美國9月耐久財訂單月增率終值
(實際:0.5% 前值:3.0%)
- 歐元區10月零售銷售月增率
(實際:0.0% 預估:0.0% 前值:0.1%)

5

Friday

- 美國9月PCE年增率
(預估:2.8% 前值:2.7%)
- 美國9月核心PCE年增率
(預估:2.8% 前值:2.9%)
- 美國12月密大消費者信心指數初值
(預估:52.0 前值:51.0)
- 歐元區第三季GDP年增率終值
(預估:1.4% 前值:1.5%)
- 臺灣11月CPI年增率
(預估:1.50% 前值:1.48%)

8

Monday

- 歐元區12月Sentix投資者信心指數
(前值:-7.4)
- 日本第三季GDP年增率終值
(預估:-2.0% 前值:2.3%)
- 中國11月出口年增率
(預估:4.2% 前值:-1.1%)

9

Tuesday

- 美國10月JOLTS職缺
(前值:7,227)
- 日本11月工具機訂單年增率初值
(前值:17.1%)
- 臺灣11月出口年增率
(預估:41.6% 前值:49.7%)

10

Wednesday

- 日本11月PPI年增率
(預估:2.7% 前值:2.7%)
- 中國11月CPI年增率
(預估:0.7% 前值:0.2%)

11

Thursday

- 美國12月聯準會聯邦基金利率
(預估:3.75% 前值:4.00%)
- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:191k)
- 甲骨文公司(ORCL)、奧多比系統公司(ADBE)財報

12

Friday

- 日本10月工業生產月增率終值
(前值:2.6%)
- 好市多公司(COST)、博通公司(AVGO)財報

資料來源：Bloomberg

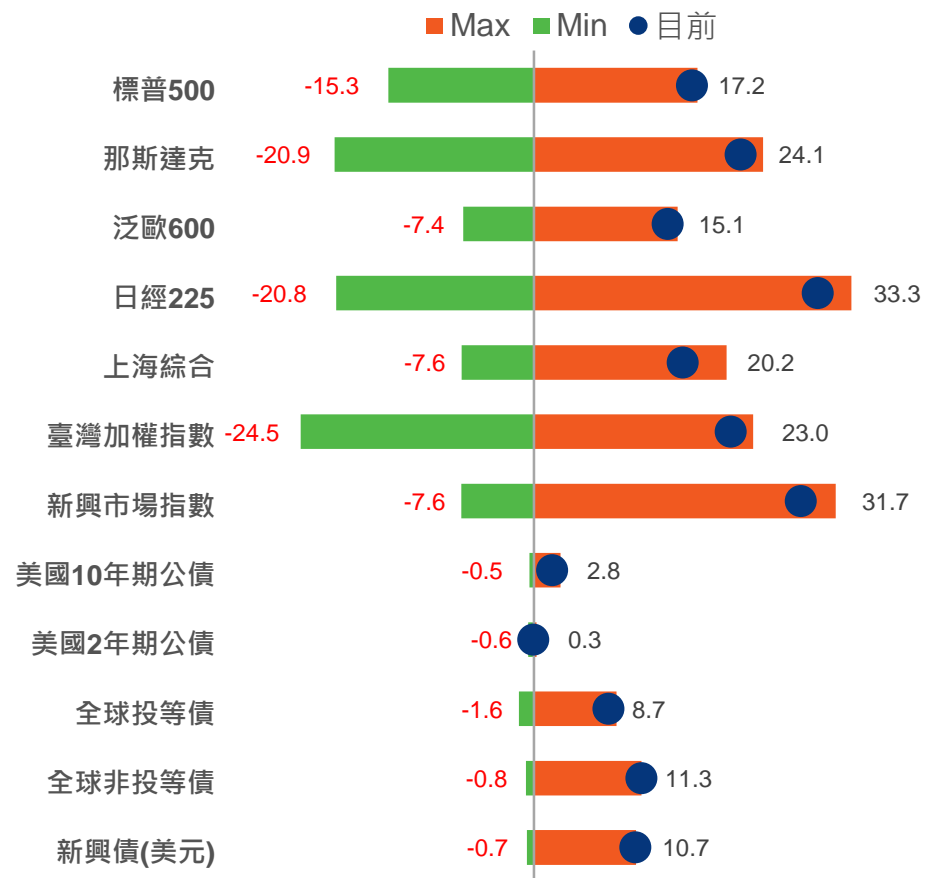
財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2025/12/3	CrowdStrike控股公司(CRWD)	1.21B	1.23B	0.94	0.96	V	V
2025/12/4	賽富時公司(CRM)	10.27B	10.3B	2.86	3.25	V	V

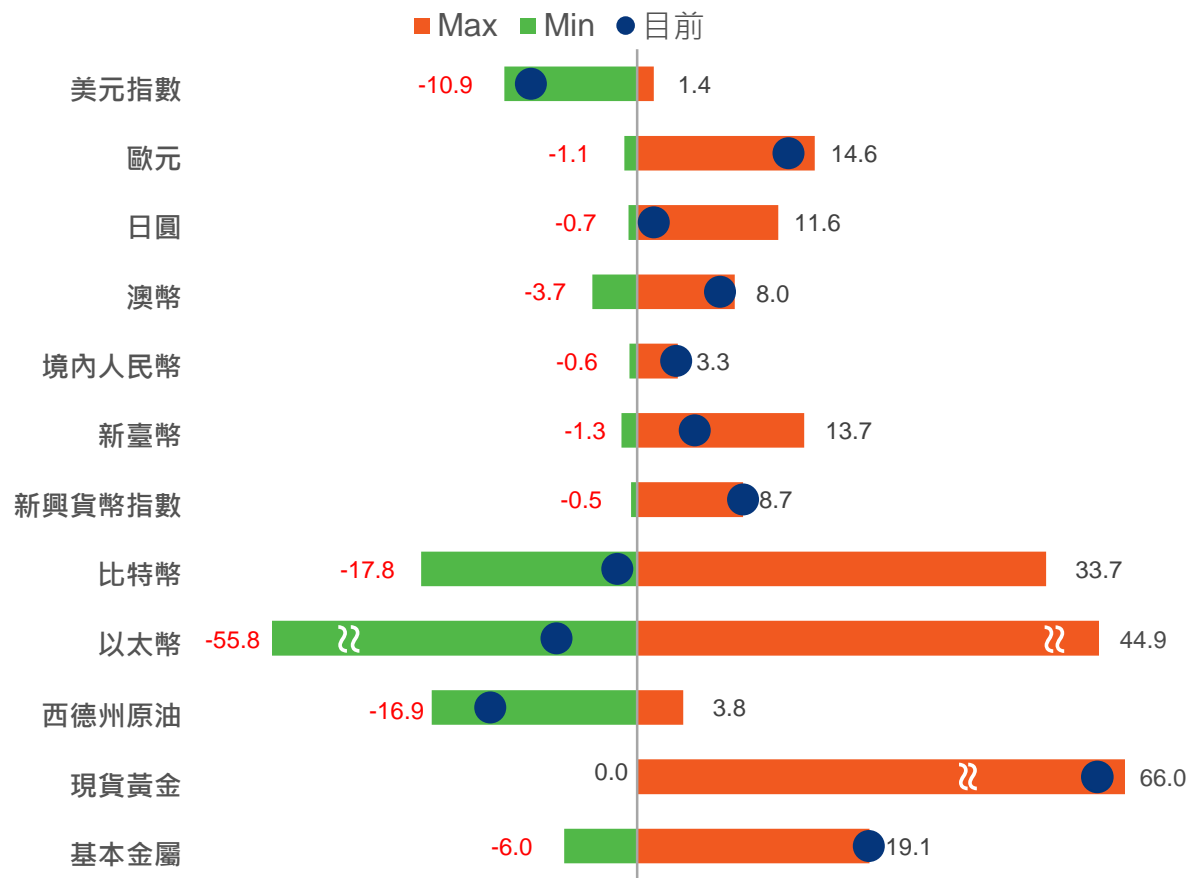
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



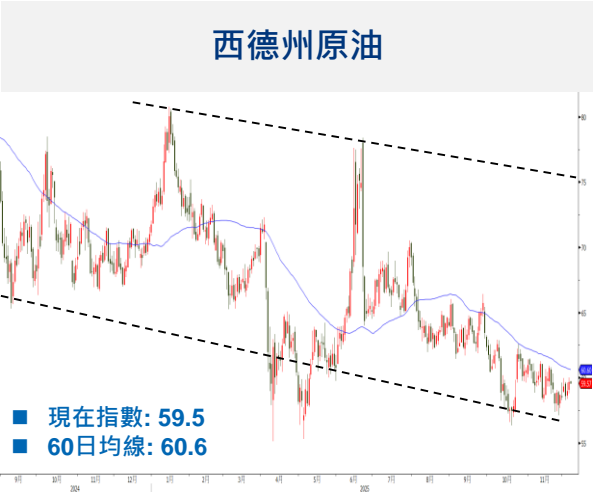
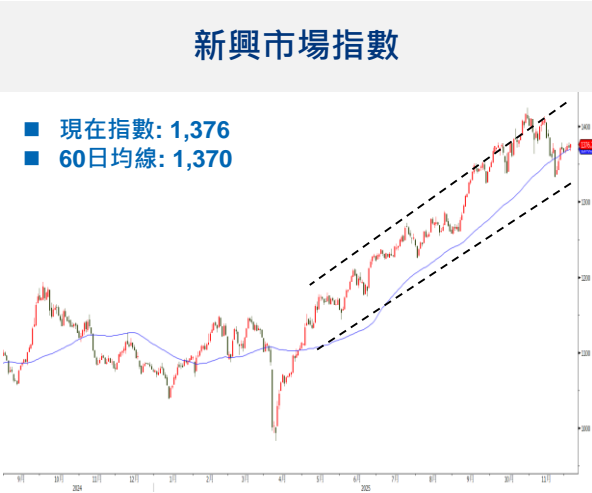
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

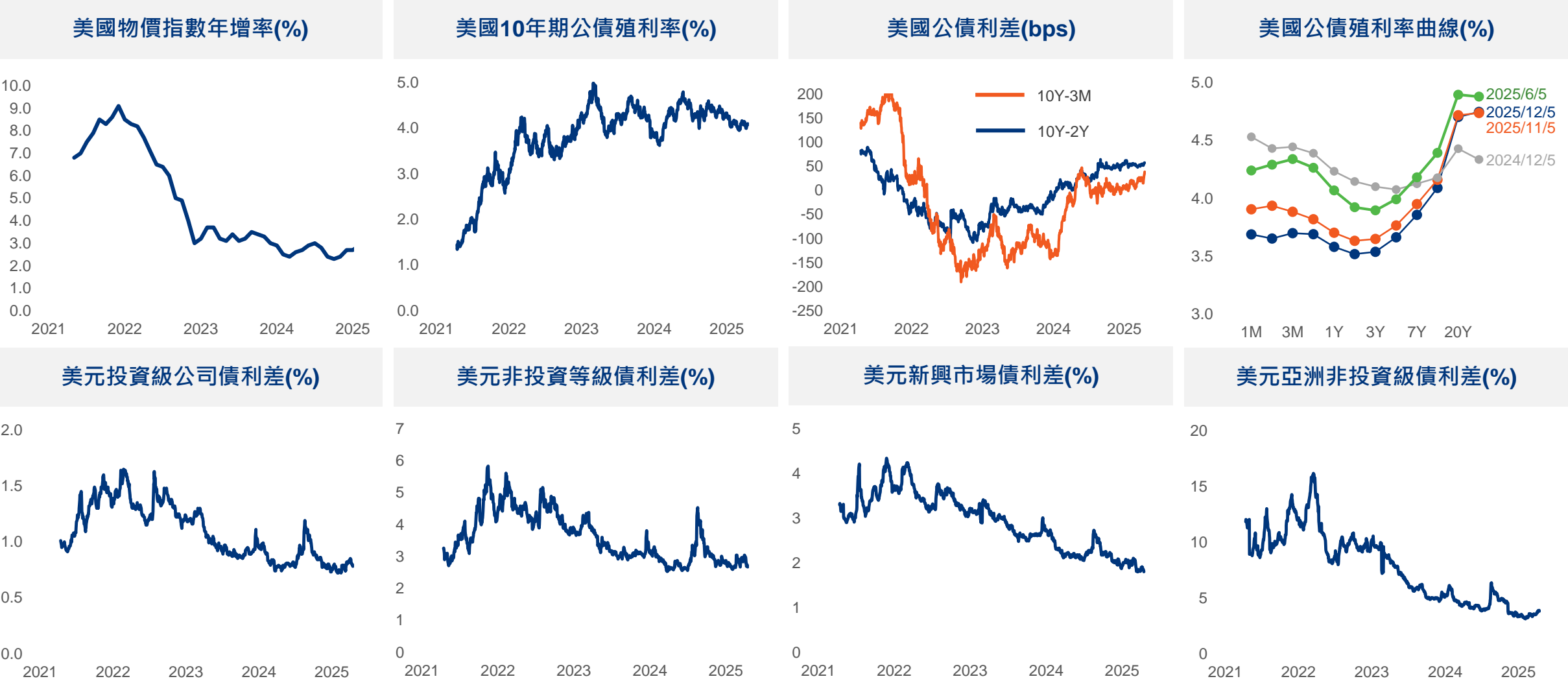
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

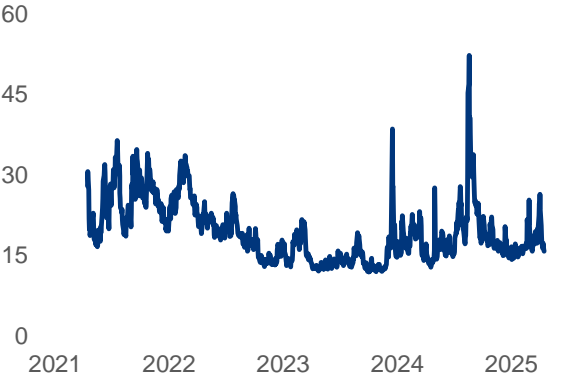
市場觀測



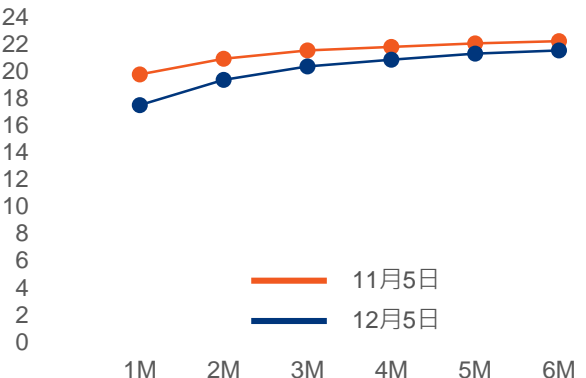
資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

市場觀測

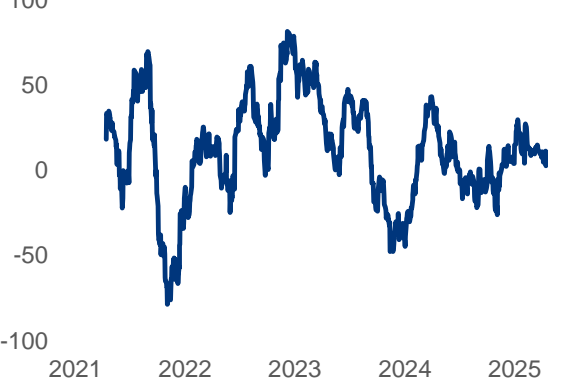
VIX指數



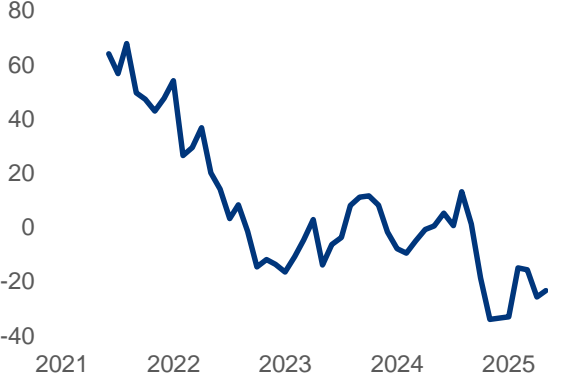
VIX期間結構



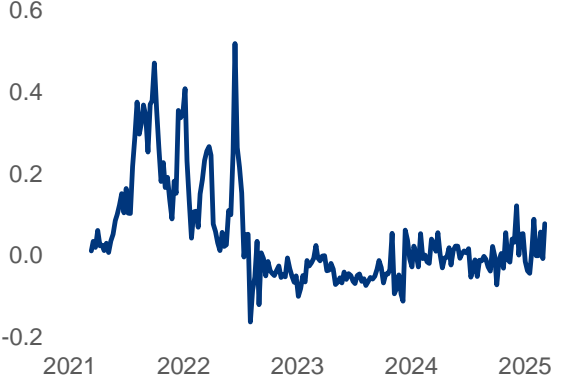
美國花旗經濟驚奇指數*



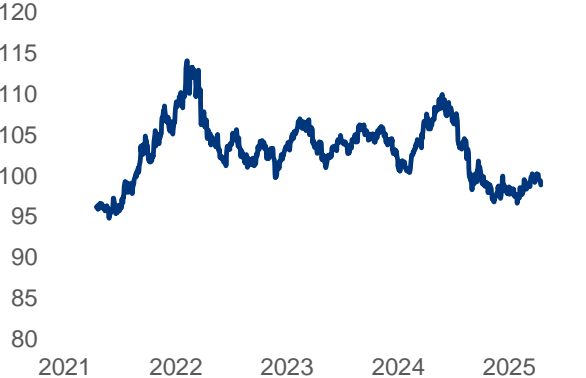
美國花旗通膨驚奇指數*



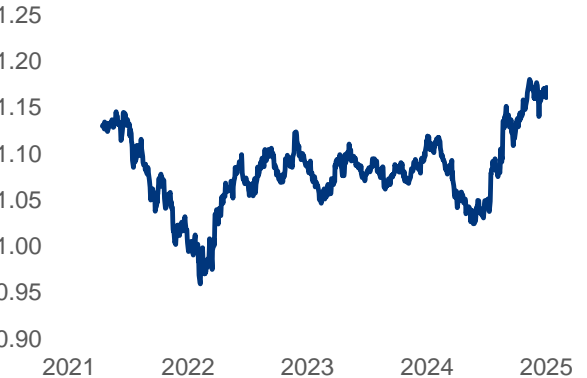
TED利差(bps)



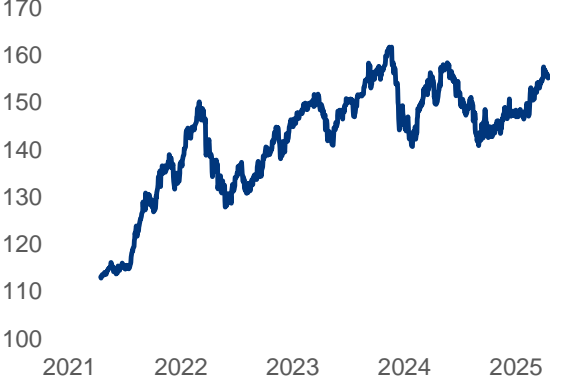
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年12月5日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

美元兌新臺幣歷史走勢圖(日資料)



資料來源：Bloomberg · 2025年12月5日

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。