



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

債市新藍圖

Who's in After the Fed Cut ?

3 October 2025



01 本週焦點圖表

美國政府確定關門，
過往對資產影響低



02 市場回顧

資產波動多處低位，
留意事件擾動效應



03 熱門議題

日本首相選情膠著，
選後日股有望續漲



04 投資焦點

聯準會如預期降息，
債市誰是受惠者

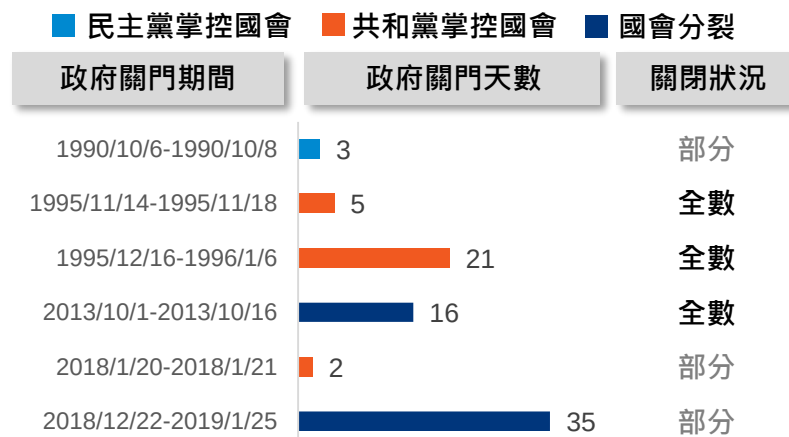


焦點圖表

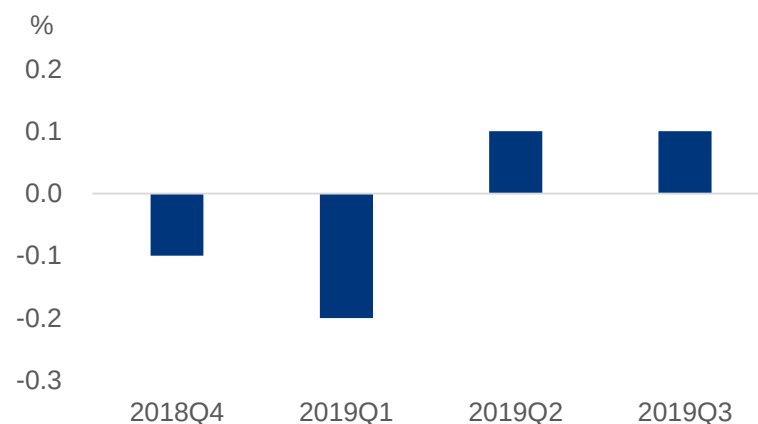
美國政府面臨關門，以過往經驗而言，不影響各資產表現

- ▶ 本次美國聯邦政府面臨的關門危機，來自每年10月1日新會計年度開始前，國會必須通過頒布聯邦部門整年度的定期撥款，或頒布短期決議；然而直至9月30日前，民主及共和兩黨遲遲無法達成共識，撥款逾期導致部分聯邦服務停止、數十萬員工被迫休假。
- ▶ 根據美國政府問責辦公室，從1977財年至2019財年，共遇20次停止營運的類似狀況，政府關門期間從1天至35天不等。最近一次的政府關門正是發生於川普的第一次任期，但當時已通過部分撥款，影響約34萬名員工被停職，本次則預計高達80萬人遭到停職。
- ▶ 儘管政府關門恐對經濟帶來嚴重的額外成本，包含員工重新回歸後的欠薪補償、政府承包商考慮政府關門不確定因素所提高的額外收費等。然而，以過去歷史數據而言，短期避險需求升溫，而市場終將逐漸回歸基本面，建議關注長線題材(如AI)及非美資產。

長時間的政府停擺多來自國會政黨分歧



最近一次川普政府任內政府關門，對GDP產生衝擊



2013年全部關閉與本次規模相近，未見資產表現轉向



2018年部分關閉後，為S&P指數反彈點



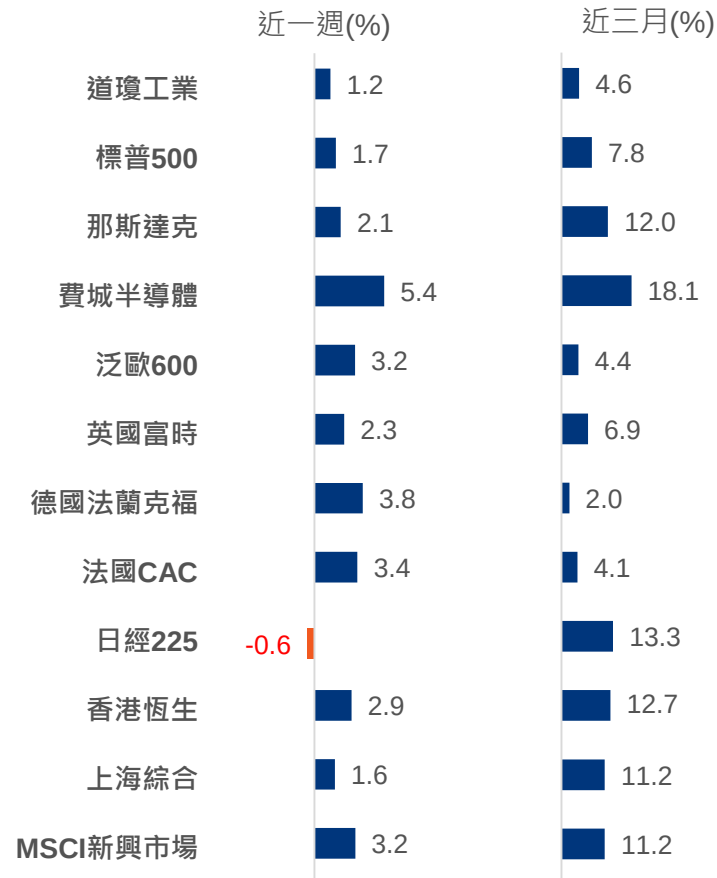
資料來源：Bloomberg、BofA、美國國會預算辦公室

市場回顧

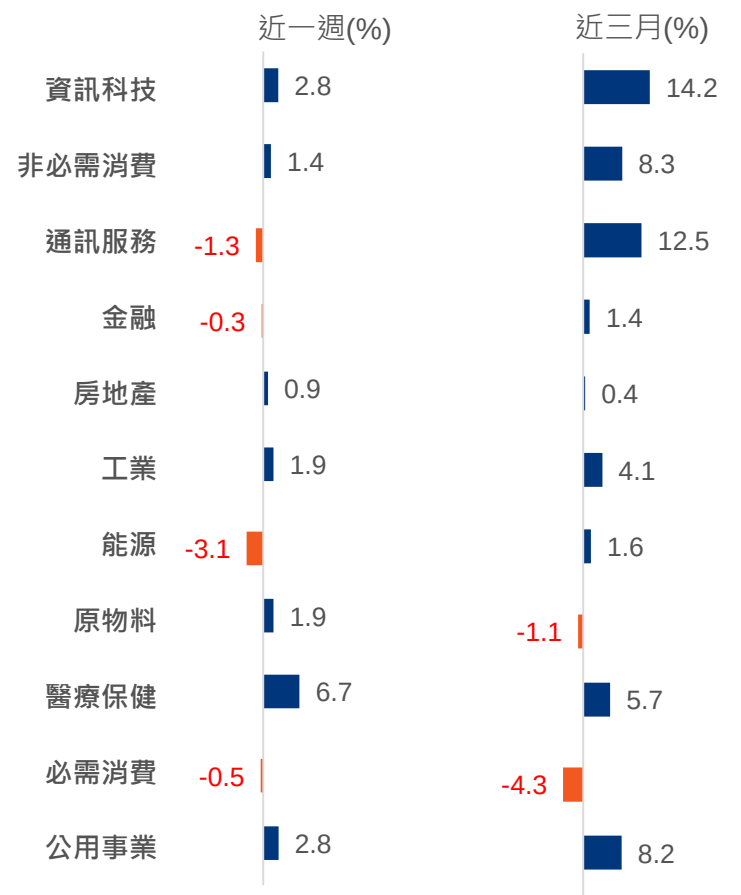
政府關門無礙股市走揚，藥價談判有果激勵醫療股上漲

- ▶ 儘管美國政府進入關門狀態，然美股與科技股持續攻高，輝達持股7%的資料中心營運企業CoreWeave將建設更多AI伺服器，宣布與Meta簽署達142億美元的算力合約；英特爾與AMD談晶圓代工合作，以及OpenAI宣布與韓系大廠討論星際之門合作計畫，推動相關供應鏈股價走揚。川普與輝瑞宣布對藥品降價改革達成協議，激勵醫療類股通週領漲。9月ISM製造業PMI為49.1，高於市場預期49與前月的48.7，為2025年2月來新高，美股波動度仍處低位，留意政府關門後續影響。
- ▶ 歐洲主要股市多漲，美系藥廠與川普藥價談判有果，帶動歐系製藥類股通週強勢上攻，另歐盟計畫以俄羅斯遭凍結主權資產作為擔保、對烏克蘭發放規模1,400億歐元的無息貸款，此舉恐引發俄羅斯報復行動，並帶動軍工股走揚。日本自民黨黨魁重新選舉，加上日本銀行宣布緩步出售ETF，日股近週狹幅震盪，僅醫療類股上漲。

各地區指數表現(%)



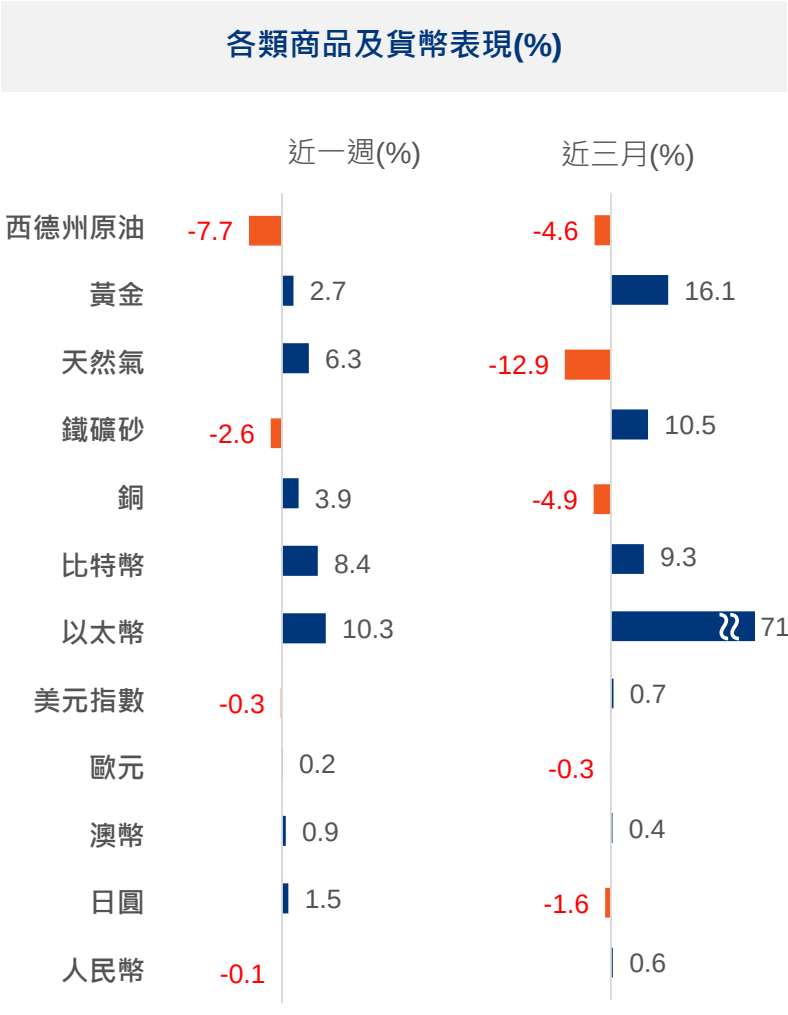
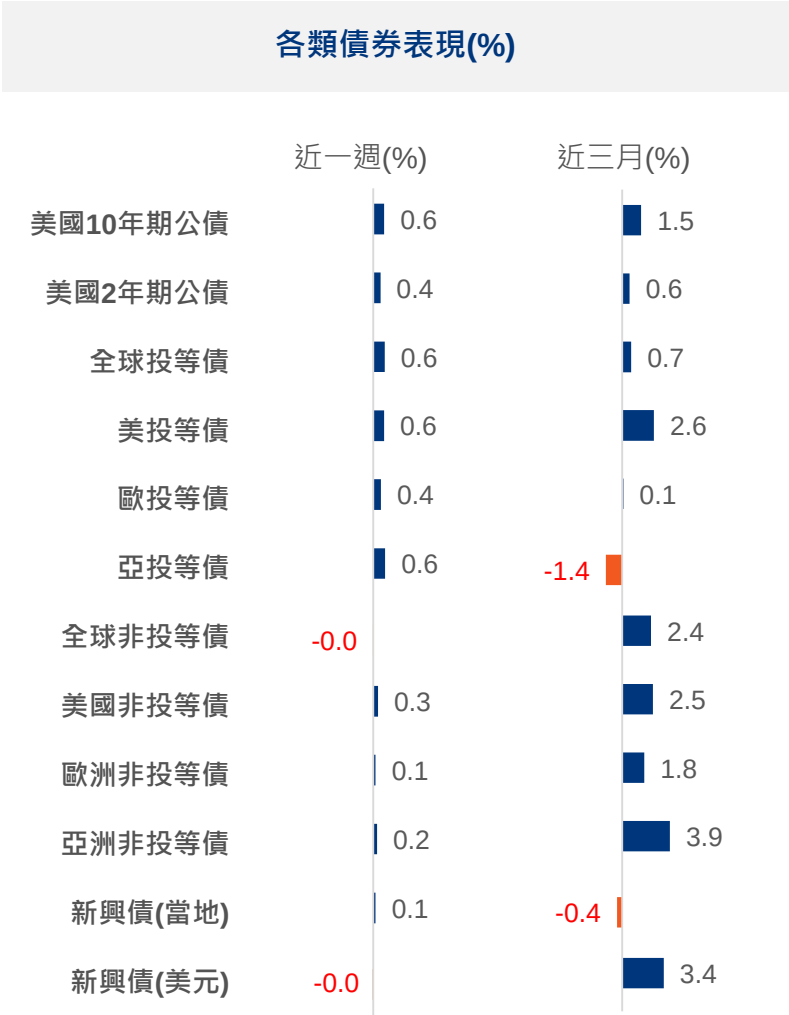
美股各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年10月3日

就業數據疲軟鞏固降息並支持債市，資金持續流入黃金與比特幣

- ▶ 美國參議院否決兩黨臨時撥款議案，政府再度關門，然ADP就業數據月減3.2萬人，明顯低於市場預期5萬人，加上非農就業數據恐難如期公布，推升市場預期聯準會10月降息機率達97%，並強化今年底前降息2碼可能性，美國公債利率下行與利率波動走低，支持投資級債表現。歐元區9月通膨從前月2.0%升至2.2%符合市場預期，鞏固歐洲央行按兵不動立場，歐系投資級債漲幅較高，歐洲央行總裁拉加德表示，歐元區經濟具韌性且通膨穩定處2%附近，不急於進一步調整利率。
- ▶ 美國政府再度關門、就業數據疲軟與地緣擾動影響，部分投資人將黃金與比特幣做為公債替代品，支持金價一度突破每盎司3,900美元，比特幣回升至12萬美元。美國上週商業原油庫存增加180萬桶至4.165億桶，高於市場預估的150萬桶，市場擔憂10月5日OPEC+會議恐增產，油價近週顯弱。美債利率下行支持美元走弱，主要非美貨幣偏升。



資料來源：Bloomberg，2025年10月3日

日本首相選情膠著，政局動盪消彌後日股有望重回漲勢

▶ 日本自民黨總裁於10月4日再次選舉，儘管執政聯盟在參眾兩院未能取得過半席次，但因在野黨難整合對抗，自民黨新任總裁幾乎確定當選首相，目前民調相對領先為小泉進次郎與高市早苗，前者政策立場相對中性，預期對股匯影響相對有限。後者則支持激進擴大財政與貨幣政策代表，若高市當選，日圓可能朝貶值發展，股市則有望正面表態，考量當地政經不確定性有望消彌，日股後續走勢將回歸基本面。

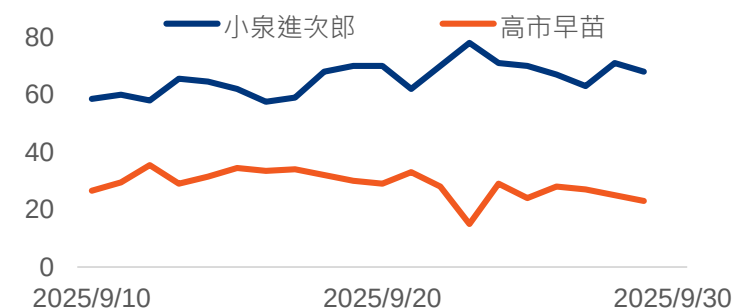
▶ 日本通膨因政府實施夏季電價補貼及米價漲勢趨緩而持續回落，但CPI增幅仍處於2%之上，仍高於央行設定目標；同時薪資持續成長，物價趨緩以及夏季獎金大增，整體通膨和薪資數據支持日本央行升息方向，但未有迫切升息壓力。考量美國重啟降息利多、日本政局風險有望消彌、企業回購仍為日股長期利多，過往日股第四季存在旺季行情，維持日股內需和銀行類股核心配置建議。

自民黨總裁主要候選人政策，較前首相石破茂偏鴿派

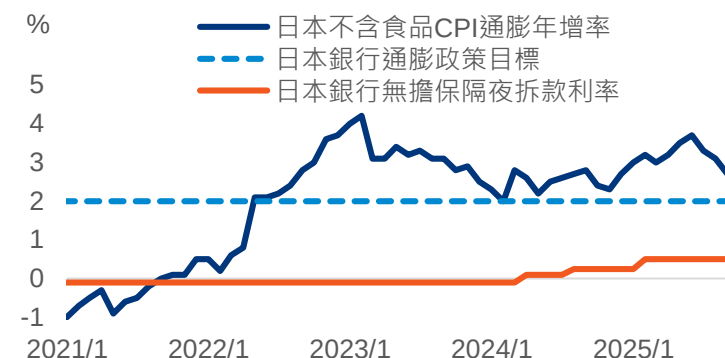
政策方向	小泉進次郎	高市早苗
財政政策	未有擴大財政承諾，立場較溫和	支持財政擴張，注重經濟成長，反對增稅
貨幣政策	尊重日本銀行獨立性，立場偏中性	支持超寬鬆貨幣政策，為鴿派貨幣政策代表
主要政見	- 對通膨受害者制定經濟計劃 - 放寬解雇限制 - 解禁共享乘車	- 對能源安全與成長領域增加投資 - 增加國防 - 就業安定

自民黨黨魁選情緊繃，若小泉上任預期股匯影響有限

市場賭盤預期下任日本首相人選機率，%



日本通膨持續回落，支持日本銀行暫緩升息步伐



歷史經驗顯示第四季為日股旺季

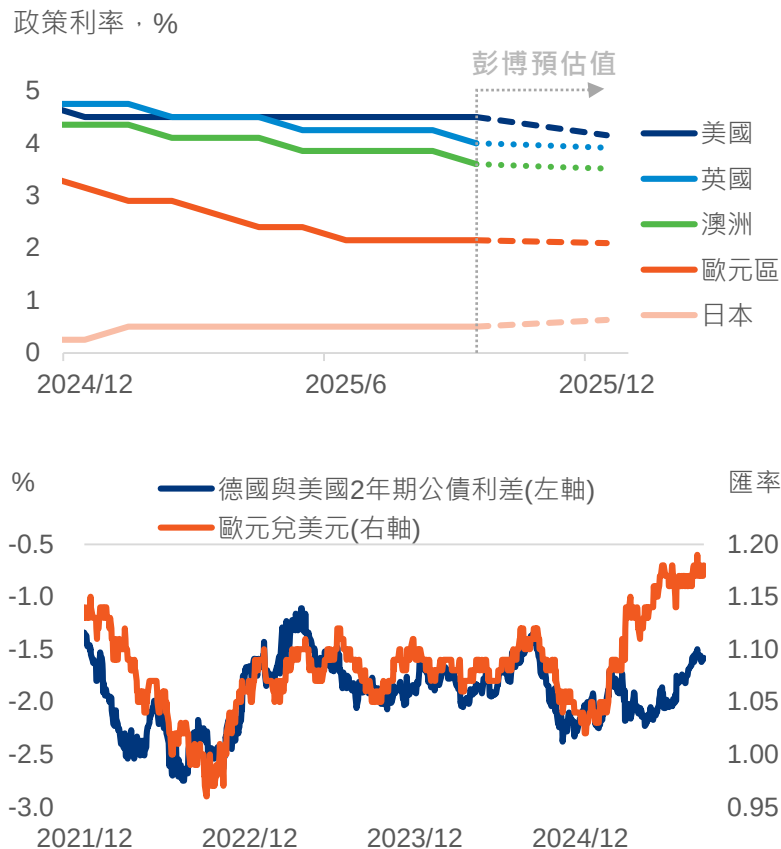


資料來源：Bloomberg，Polymarket，凱基投顧，凱基證券整理，註：右下圖排除2013年，因該年開始推行安倍經濟學，當年股市第四季大漲

聯準會釋放降息利多，聚焦潛在匯率升值的非美好債機會

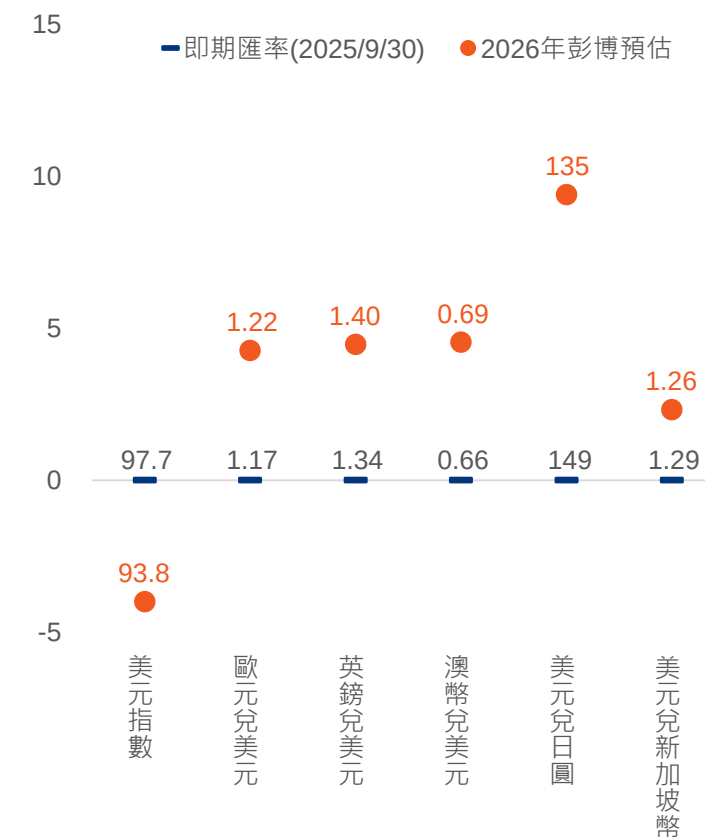
- ▶ 9月聯準會如預期採取預防性降息，主因美國就業持續走緩，明年利率預估中位數朝市場訂價靠攏。歐洲央行則按兵不動符合預期，考量整體通膨仍維持低檔，官員大致上同意降息近尾聲。英國央行與日本銀行亦維持利率不變，也反映美國與非美主要國家貨幣政策步調存在不一致現象。
- ▶ 檢視德國與美國2年期公債利率差距，已從年初收斂近60個基本點至-158點，市場預計今年第四季至明年，美國仍有3碼以上降息空間，儘管美元短線雖有所反彈，預期中長線因聯準會降息預期將壓抑美元表現。歐元區、英國及澳洲等主要國家經濟不利因素將逐漸消退，日本因選舉導致貨幣政策不確定性仍高，預期美國以外主要國家皆放慢利率調整步調，非美國家與美國公債利差有望收窄，彭博預估歐元、英鎊未來一年潛在升值幅度落在4%至5%間，預期將挹注相關非美主要國家好債表現空間。

主要央行貨幣政策出現步調不一致情況



彭博預估美元指數將走弱，非美主要國家則偏升

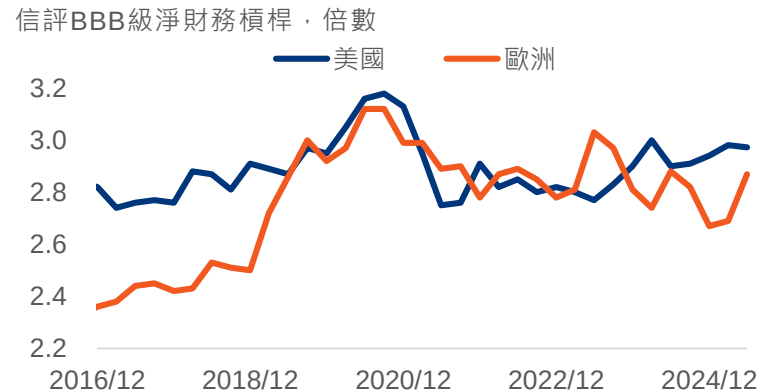
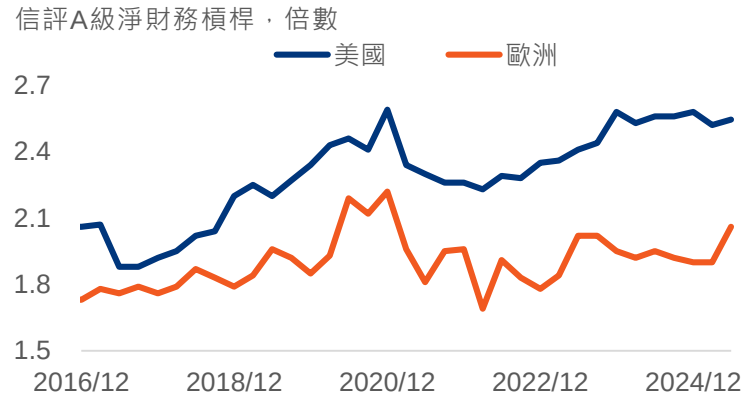
彭博預估匯率對應潛在升貶值幅度，%



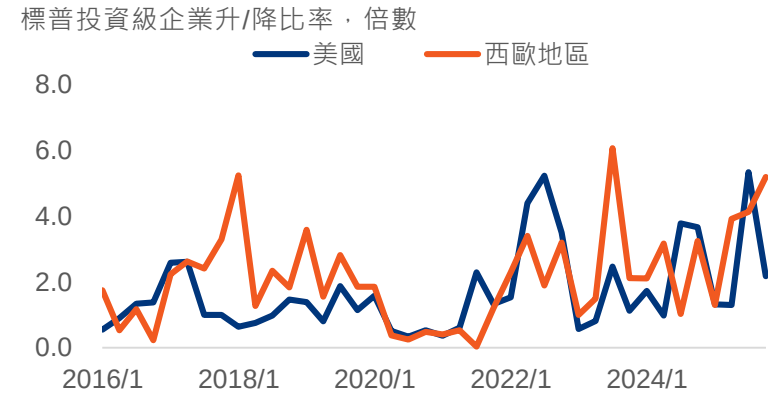
歐元區企業債信體質不弱於美國企業，為美國以外好債布局首選

- ▶ 歐洲央行降息帶動下，當地企業2025年第2季獲利明顯轉佳，歐洲投資級企業平均EBITDA毛利率升至21%，較2024年低點19.3%明顯增長，因此不論信評A級或BBB級企業淨財務槓桿皆有所改善，並明顯低於美國發行企業，並讓歐洲企業信用利差持續收窄，並推動歐元區企業於當地發債。歐系企業過去12個月以美元計價發債比例約24%，歐元計價債券則高達70%，歐元投資級債近3月平均超額認購水準逾3.6倍，反映歐元新債強勁發行需求，其中信評BBB級超額認購達3.7倍，但BB級僅2倍低於去年水準，體現在投資人對景氣軟著陸的預期上。
- ▶ 歐洲啟動擴大財政方案後，近年歐洲投資級企業升降評比率明顯轉佳並優於美國企業，除了顯示歐系企業債信如實改善，亦反映市場預期企業債較主權債更安全的論點，考量歐洲與美國投資級債利差仍高於10年均值，提供歐系投資級好債相對投資吸引力。

歐洲投資級企業槓桿相對低於美國企業



歐洲投資級企業債信續改善，利差水準提供投資機會



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 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历史新高，投資氛圍熱絡，然而美國勞動市場疲軟為主要經濟風險，建議股市兼顧不同產業平衡配置，並保持投資彈性以因應市場變化。現階段可增持高品質股，長線投資人續留意AI題材，科技股相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布局。成長股，美國小型股可做為寬鬆貨幣政策下的短期交易機會。 ◆ 歐元區經濟基本面轉佳，且評價較美股低，歐股以貿易衝擊小的英股和德股較佳。石破茂請辭後，新任候選人在貨幣政策的態度上普遍較石破茂中性甚至鴿派為短期利多，長期日本薪資改善帶動經濟成長且已達成關稅協議，仍看好內需股及銀行股。	策略風格：應對潛在波動加大之高品質股，長線留意AI題材、軟體股與資安股，可逢回分批布局 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 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。中短天期高評等債可逢高鎖利，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、工業、能源、公用事業及通訊等。 ◆ 美元維持弱勢格局，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。	期間：中短天期高評債鎖利，以金融、工業、能源、公用事業及通訊 種類：產業聚焦金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 美國就業市場降溫，聯準會9月降息循環開啟，美元指數下行，中長期維持偏弱格局。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓、英鎊震盪偏升。	美元偏弱整理 歐元、日圓、英鎊震盪偏升
商品	◆ 美元中長期走弱，降息使利率下滑，通膨隱憂及財政赤字壓力等情境，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，可逢回漸布。	黃金偏多



SEP 2025

29

Monday

- 歐元區9月消費者信心指數終值
(實際:-14.9 前值:-15.5)

30

Tuesday

- 美國8月JOLT職缺
(實際:7,227k 預估:7,200k
前值:7,208k)
- 美國9月經濟諮詢委員會消費者信心
(實際94.2 預估:96.0 前值:97.8)
- 日本8月工業生產月增率初值
(實際-1.2% 預估:-0.9% 前值:-1.2%)
- 日本8月零售銷售月增率
(實際-1.1% 預估:1.2% 前值:-1.6%)
- 中國9月製造業PMI
(實際:49.8 預估:49.6 前值:49.4)
- 中國9月服務業PMI
(實際:50.0 預估:50.2 前值:50.3)

1

Wednesday

- 美國9月ADP就業變動
(實際:-32k 預估:51k 前值:-3k)
- 美國9月標普全球製造業PMI終值
(實際:52.0 預估:52.0 前值:53.0)
- 美國9月ISM製造業PMI
(實際:49.1 預估:49.0 前值:48.7)
- 日本9月標普全球製造業PMI終值
(實際:48.5 前值:49.7)
- 歐元區9月HCOB製造業PMI終值
(實際:49.8 預估:49.5 前值:50.7)
- 歐元區9月CPI年增率初值
(實際:2.2% 預估:2.2% 前值:2.0%)

2

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:待公布 前值:218k)
- 美國8月耐久財訂單月增率終值
(實際:待公布 前值:-2.7%)
- 歐元區8月失業率
(實際:6.3% 預估:6.2% 前值:6.2%)

3

Friday

- 美國9月非農業就業人口變動
(預估:53k 前值:22k)
- 美國9月失業率
(預估:4.3% 前值:4.3%)
- 美國9月ISM服務業PMI
(預估:51.7 前值:52.0)
- 日本8月失業率
(實際:2.6% 預估:2.4% 前值:2.3%)
- 日本8月求才求職比率
(實際:1.20 預估:1.22 前值:1.22)
- 歐元區8月PPI年增率
(預估:-0.4% 前值:0.2%)

6

Monday

- 歐元區10月Sentix投資者信心指數
(預估:-8.6 前值:-9.2)
- 歐元區8月零售銷售年增率
(預估:1.3% 前值:2.2%)

7

Tuesday

8

Wednesday

- 臺灣9月CPI年增率
(預估:1.61% 前值:1.60%)
- 臺灣9月PPI年增率
(前值:-4.98%)
- 臺灣9月出口年增率
(預估:38.5% 前值:34.1%)
- 美國聯準會FOMC會議紀要

9

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:待公布)
- 日本9月工具機訂單年增率初值
(前值:8.5%)

10

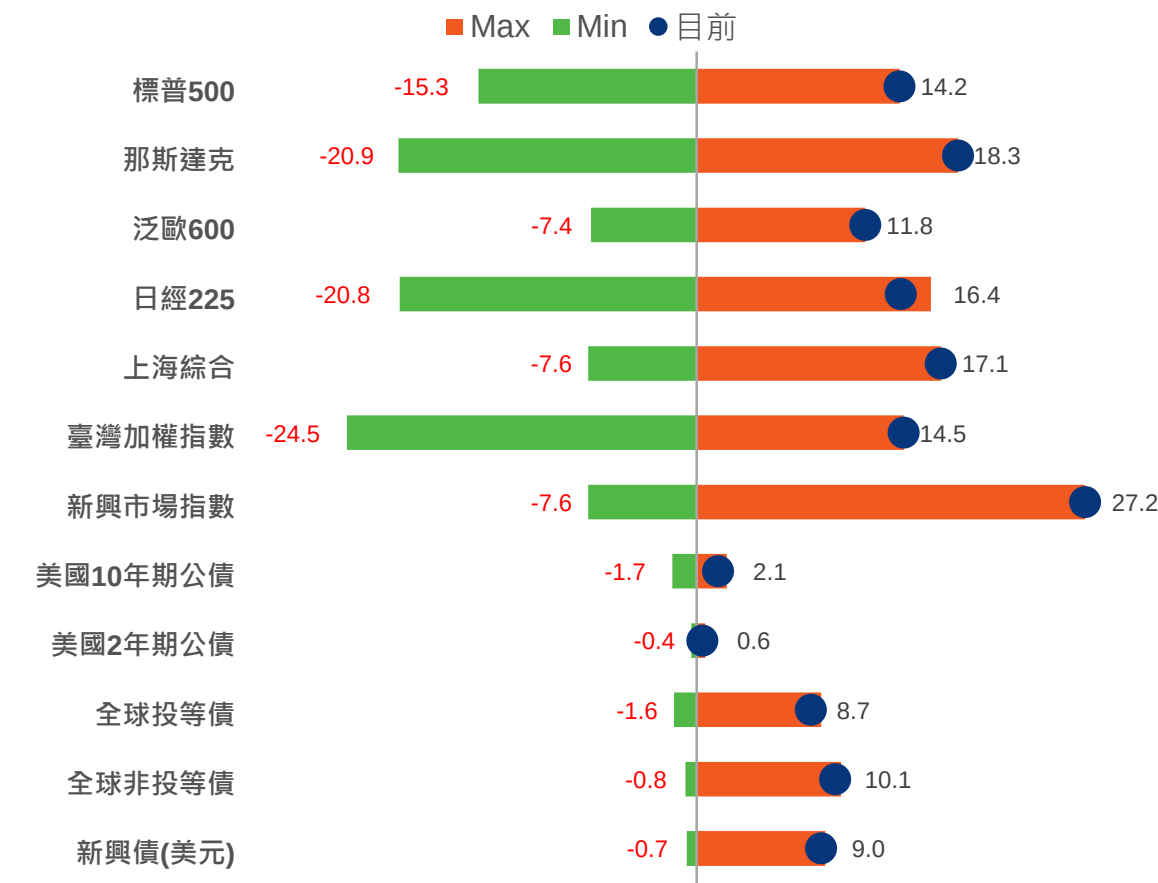
Friday

- 美國10月密大消費者信心指數初值
(預估:54.3 前值:55.1)
- 日本9月PPI年增率
(預估:2.4% 前值:2.7%)

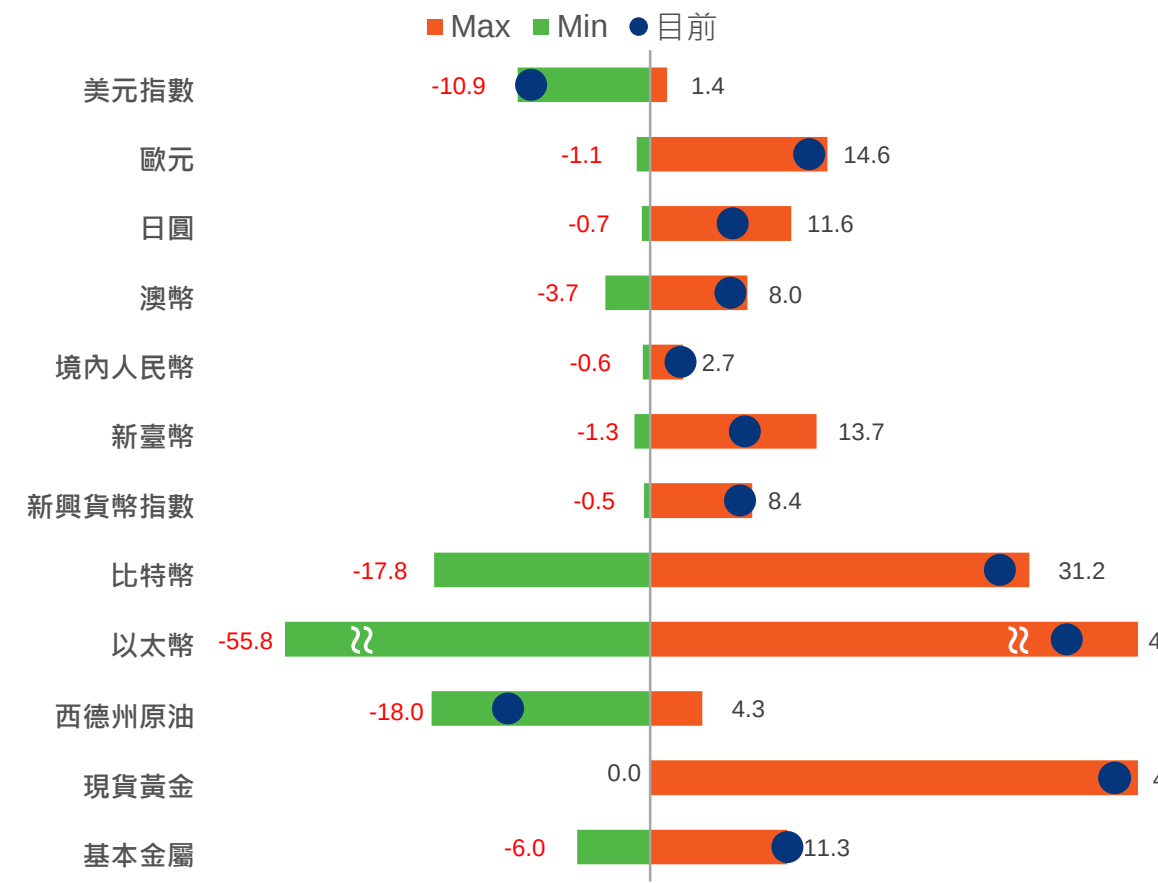
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

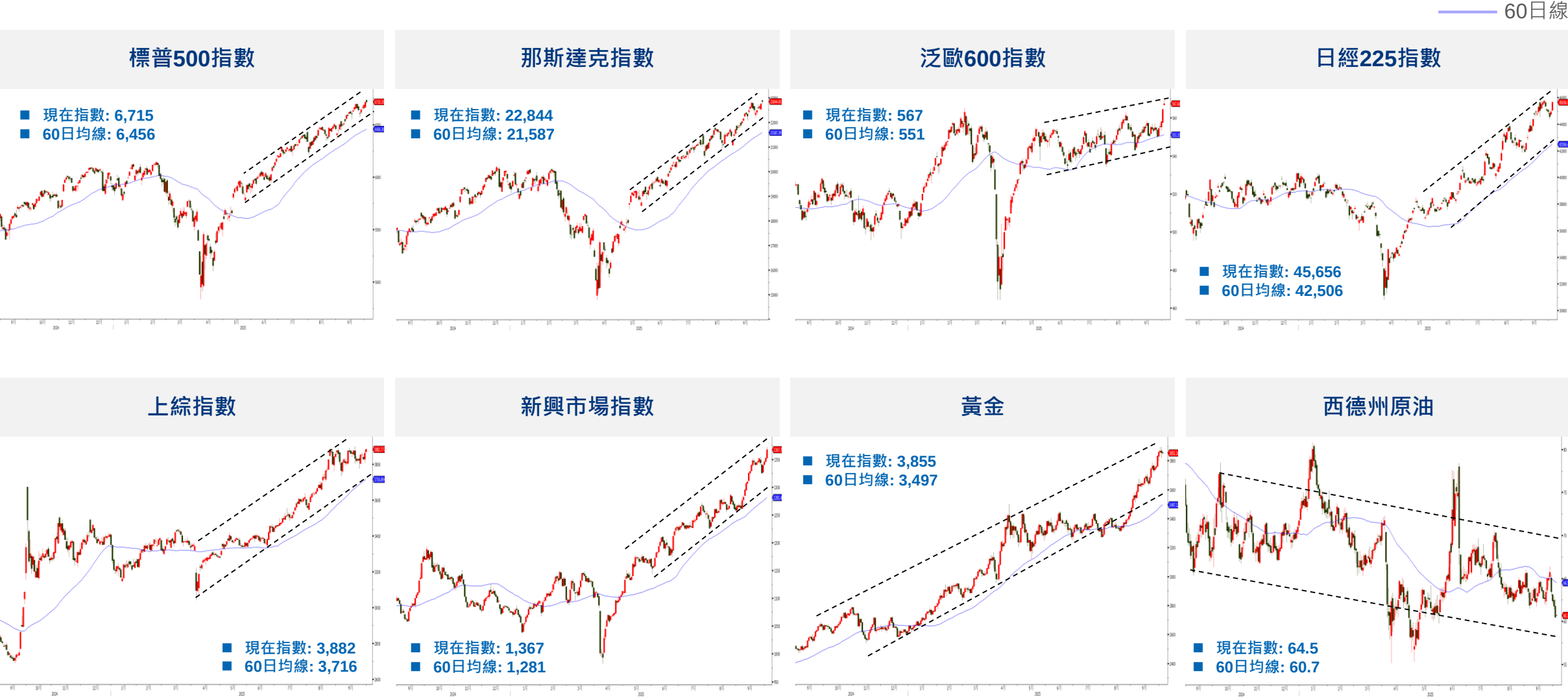


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



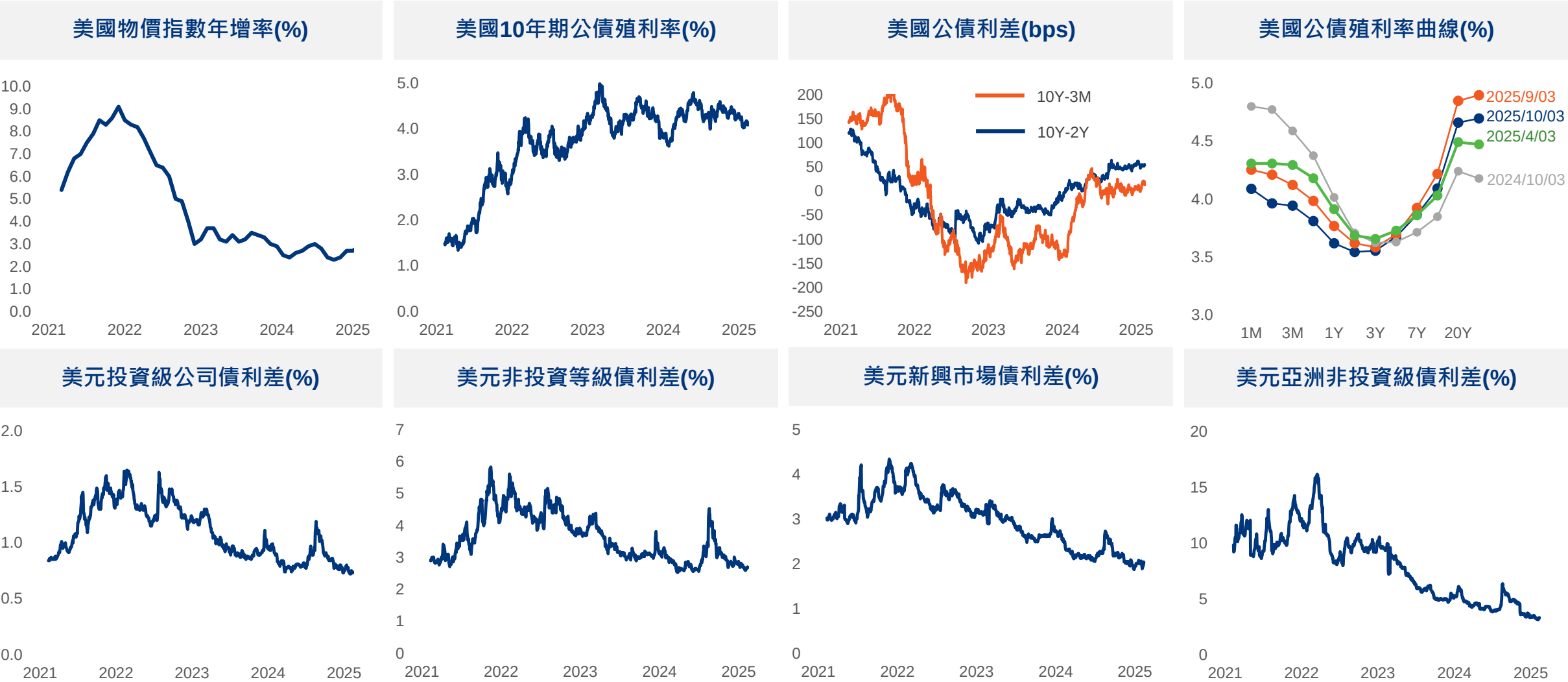
資料來源：Bloomberg · 2025年10月3日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年10月3日

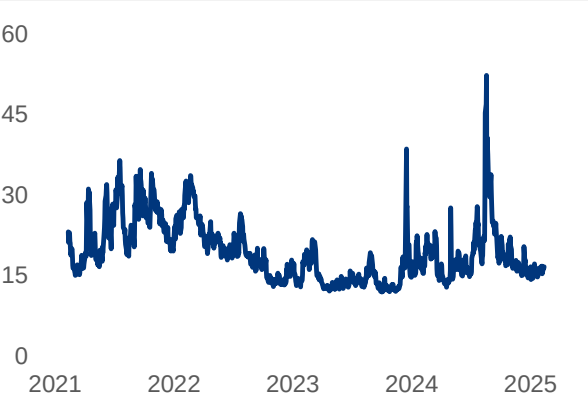
市場觀測



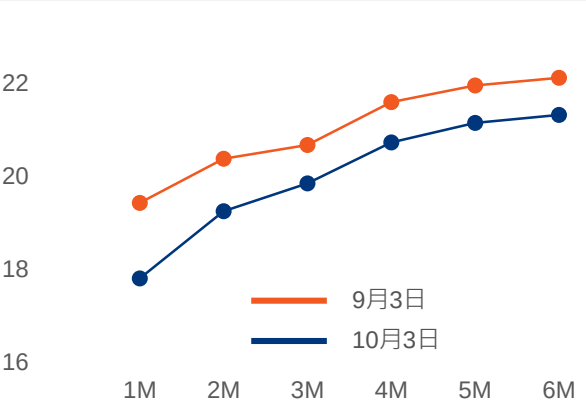
資料來源：Bloomberg · 2025年10月3日

市場觀測

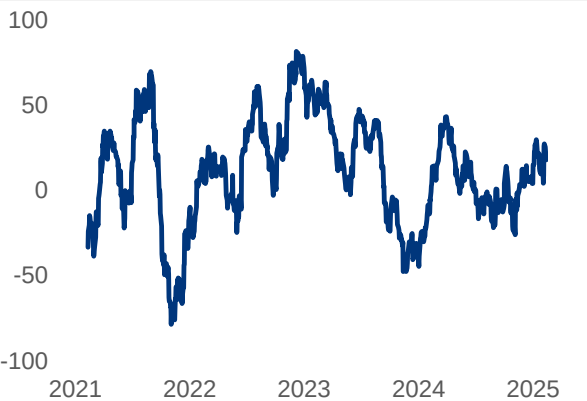
VIX指數



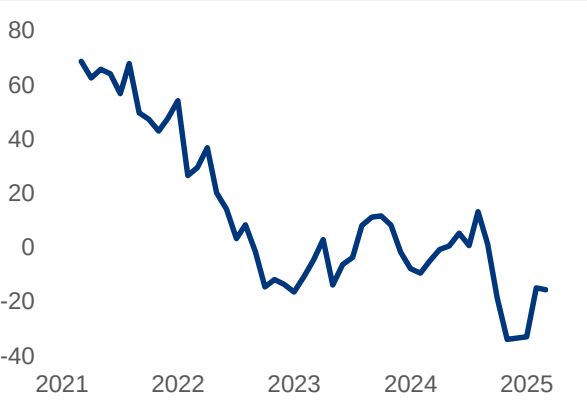
VIX期間結構



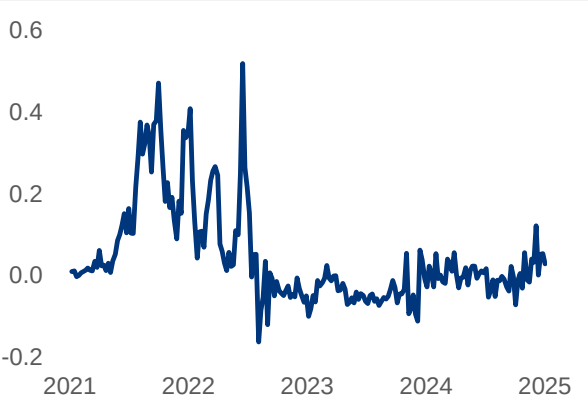
美國花旗經濟驚奇指數*



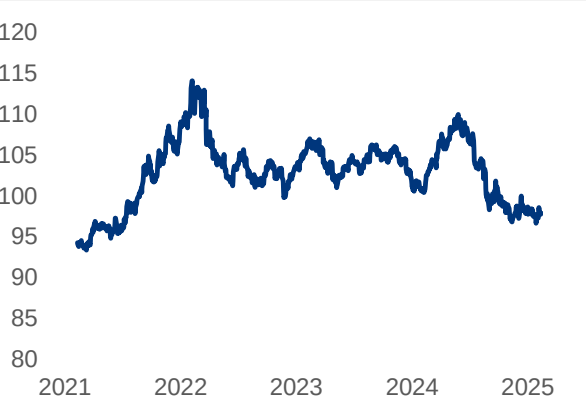
美國花旗通膨驚奇指數*



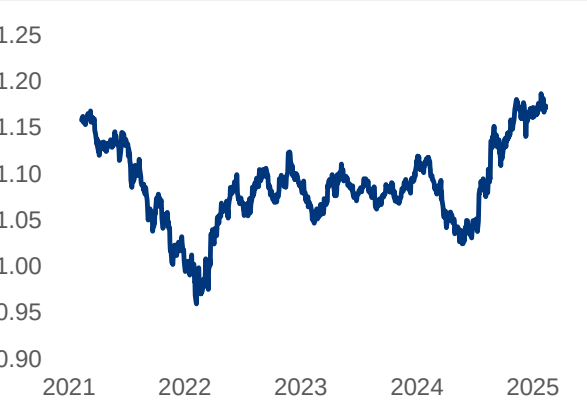
TED利差(bps)



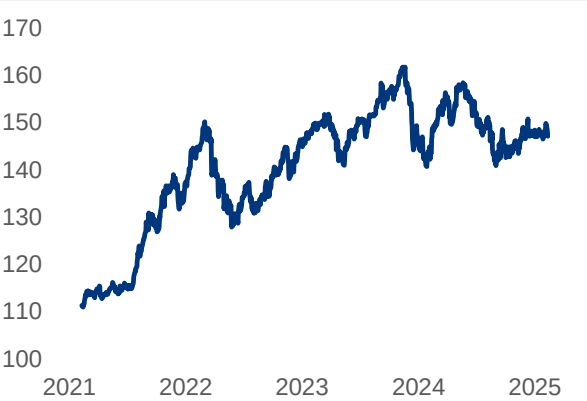
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年10月3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10月3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。