



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

政局亂世，債市良機

Political Turbulence Unlocks Bond Value

5 September 2025



01 本週焦點圖表

地緣衝突與降息預期，避險需求支撐金價



02 市場回顧

就業成降息關鍵，投資人謹慎觀望



03 熱門議題

美國法院判關稅違法，第四季美股恐添修正



04 投資焦點

美國適逢政經亂局，把握好債鎖利良機



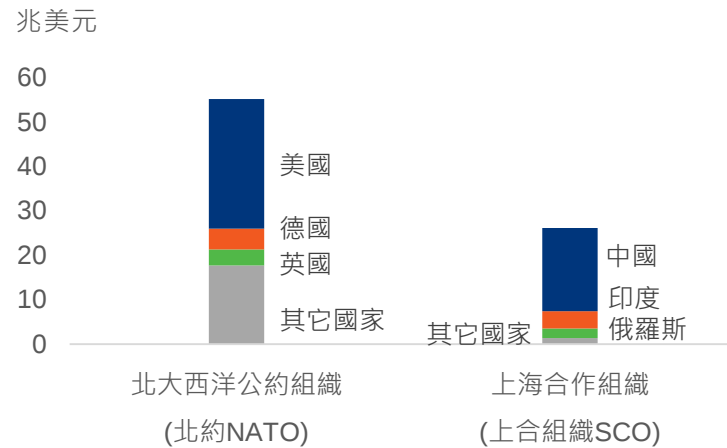
本週焦點圖表

地緣衝突短期難消，避險需求與降息預期推升金價創新高

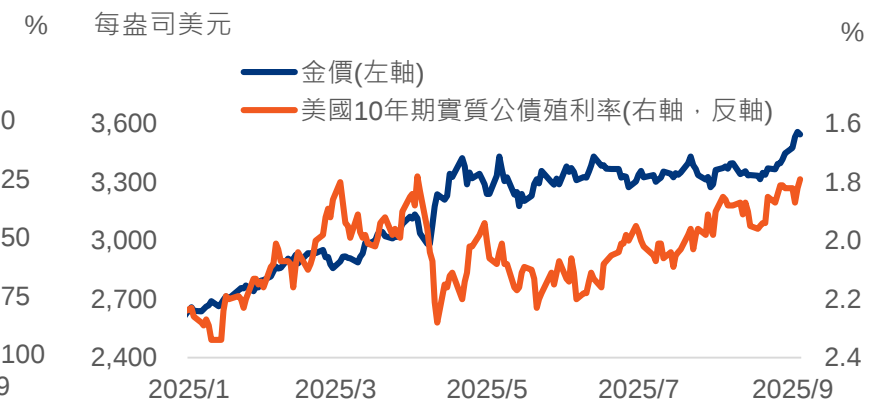
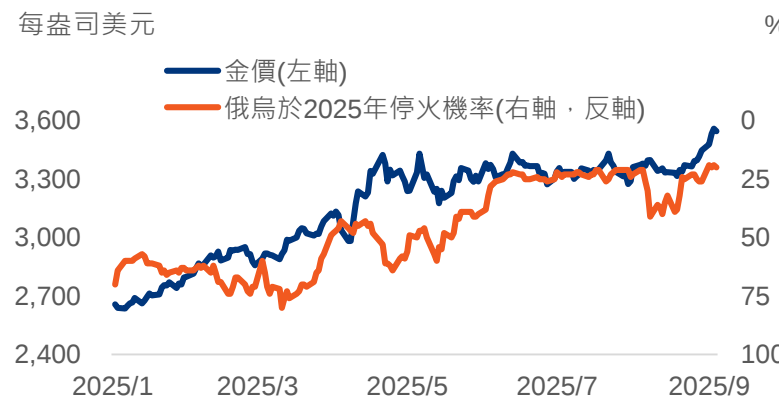
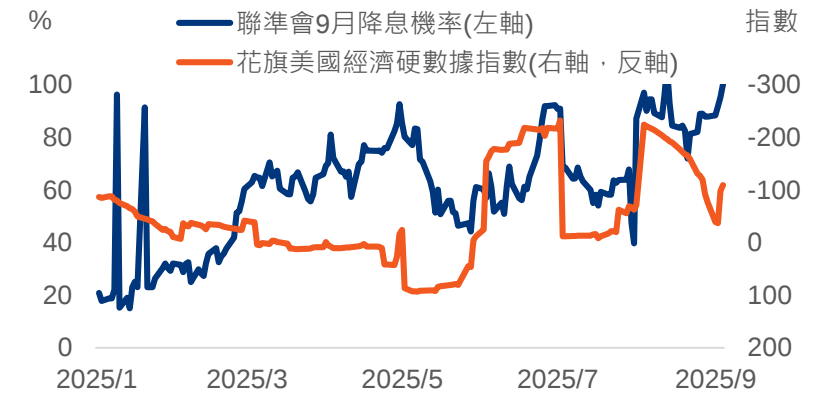
► 上海合作組織(上合組織，SCO)峰會於8月31日至9月1日在中國天津舉行，中國國家主席習近平宣布無償提供20億人民幣予俄羅斯、印度等成員國，俄羅斯總統普丁會上表示西方試圖將烏克蘭納入北約，對俄羅斯安全構成直接威脅，為俄烏戰爭起因。儘管上合會經濟規模龐大並擁足夠軍事力量，但暫難以抗衡在美國領導下的北約組織(NATO)。另德國總理梅爾茨預期俄烏戰爭將持續很長時間，考量短期地緣擾動難消，預期將持續驅動市場避險需求並提供金價下方支撐。

► 市場緊盯美國就業數據與聯準會降息動向，彭博預估非農新增人數約7.5萬，連4月低於10萬，料強化聯準會9月降息預期，美國實質公債殖利率走低，另美國總統川普解雇理事庫克，欲透過人事安排影響聯準會獨立性，皆有助於沒有孳息的黃金表現續航，後續關注聯準會降息因子，9月11日發布的8月消費者物價(CPI)動向。

北約 vs 上合會，兩者經濟規模差異甚鉅



聯準會降息預期與實質利率下行，形塑金價下方支撐



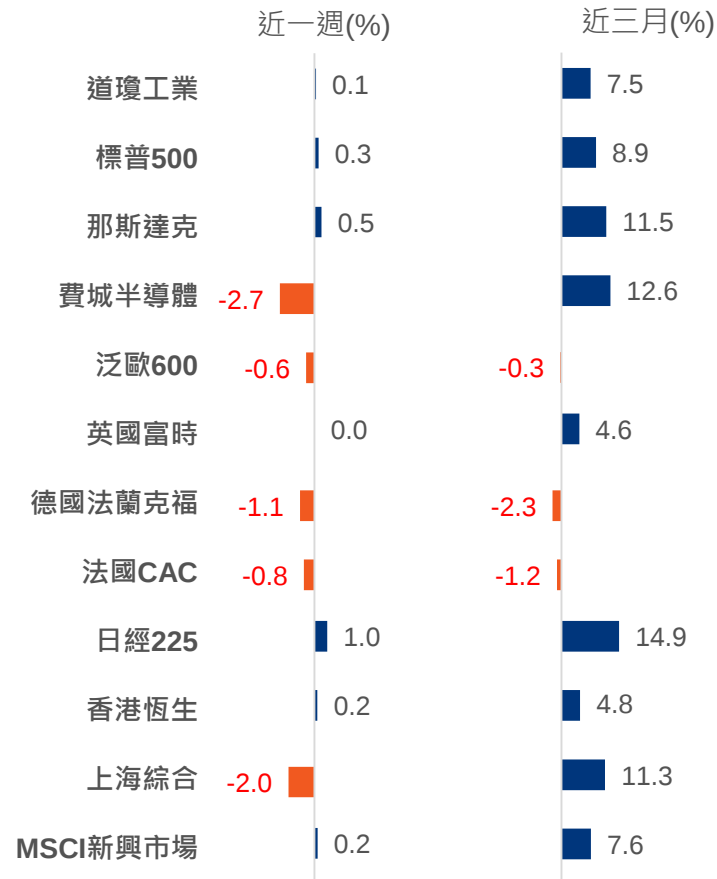
資料來源：Bloomberg、Polymarket (左下圖)、凱基證券整理

市場回顧

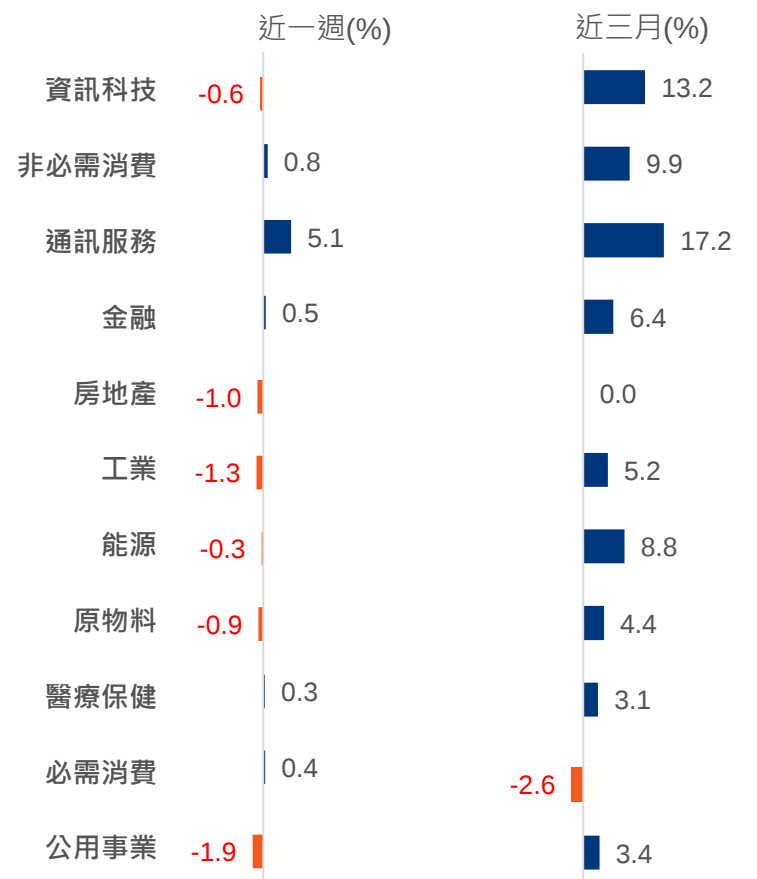
川普關稅議題持續延燒，美股漲跌互見，日股表現續揚

- ▶ 美國8月ISM製造業PMI升至48.7，低於市場預期49，但高於前月48，反映需求回升，惟生產端仍顯疲弱，另美國法院裁定川普關稅違法，總體基本面轉弱與政策雜訊升溫，美股漲跌互見，市場傳出阿里巴巴正測試自研AI晶片，近週輝達股價稍弱，另法院裁定科技巨頭谷歌無須分拆，並允許其繼續向手機廠支付費用作為預設搜尋引擎，下週蘋果秋季發表會即將登場，谷歌與蘋果連袂走揚。
- ▶ 法國總理貝魯(Bayrou)推動新預算案，將於9月8日發動國會信任投票，若多數議員投下反對票且貝魯政府未能獲得支持，總理恐面臨被迫下台危機，俄烏地緣擾動難消加劇政經不確定性，主要歐洲股市多走弱。
- ▶ 川普簽署行政命令，將日本汽車關稅降至15%，市場傳出波克夏海瑟威增持日本商社持股，加上聯準會9月降息預期持穩，激勵資金持續流入日股並推動漲勢持續。

各地區指數表現(%)



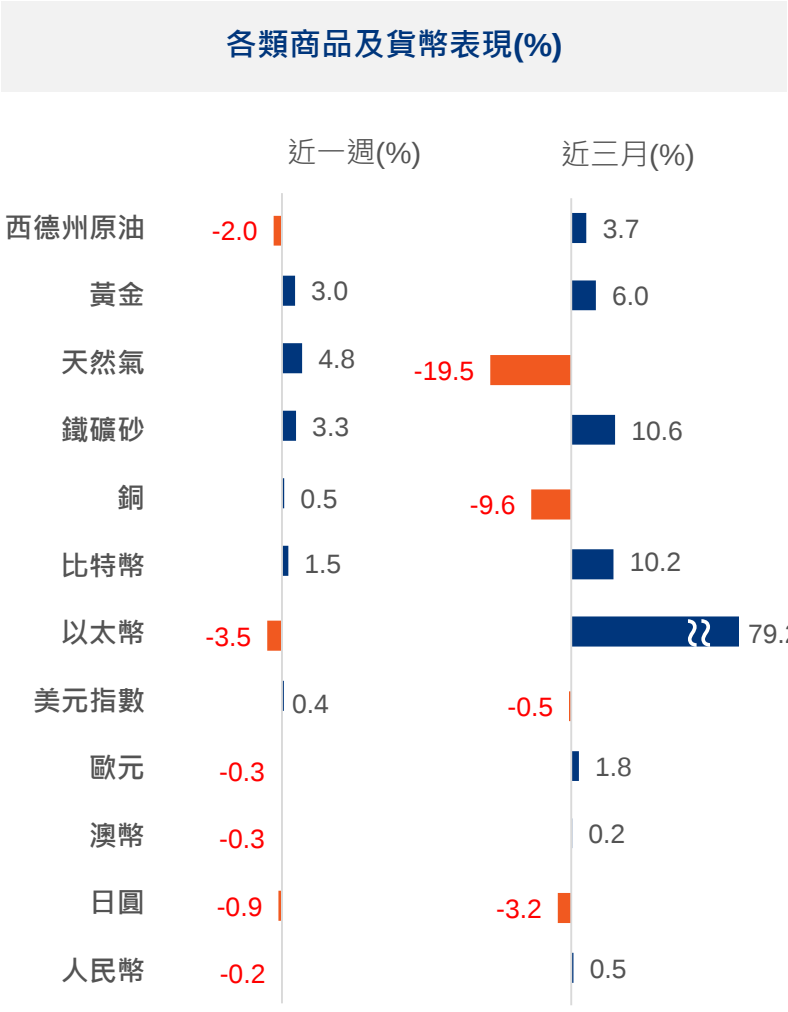
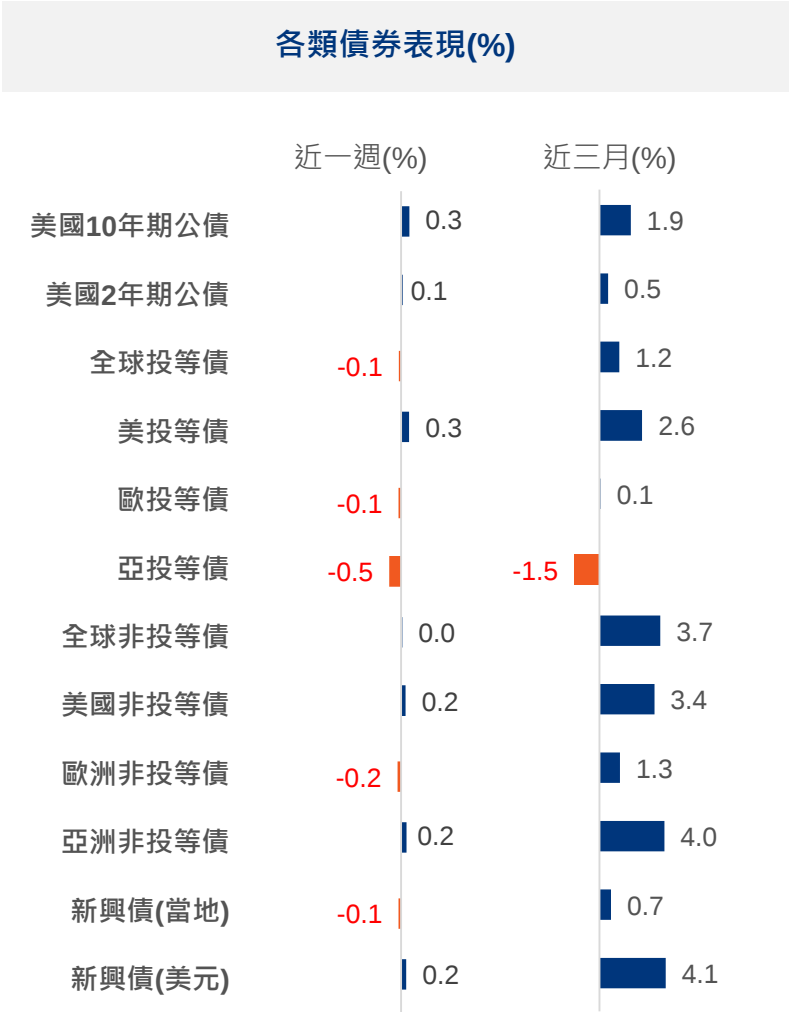
美股各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年9月5日

市場靜待就業數據，債市微幅震盪，金價衝新高，日圓走弱

- ▶ 美國聯準會理事沃勒支持本月降息言論，紐約聯儲銀行總裁威廉姆斯亦表達降息時程漸近，8月ADP就業數據僅新增5.4萬人低於市場預期，美國上周初次請領失業救濟金人數達23.7萬人至6月以來高位，市場預期9月降息機率達9成以上，美債近週相對持穩，後續關注總統川普對聯準會人事安排與影響。
- ▶ 市場對美國聯準會獨立性擔憂加深、聯準會9月重啟降息的預期升溫，全球政經局勢不確定性仍高，另市場統計1996年以來，央行儲備中黃金儲備持有量首度超過美國公債，皆激勵金價漲升，突破每盎司3,600美元大關。
- ▶ 日本央行官員談話增添日本銀行(BoJ)的升息不確定性，加上國內政治擾動，近一週日圓相形走弱，美國法院裁定關稅非法、聯準會政策獨立性擔憂等不確定性升溫，非美貨幣多走弱，美元相對微升，市場靜待非農就業數據公布與後續聯準會貨幣政策動向。

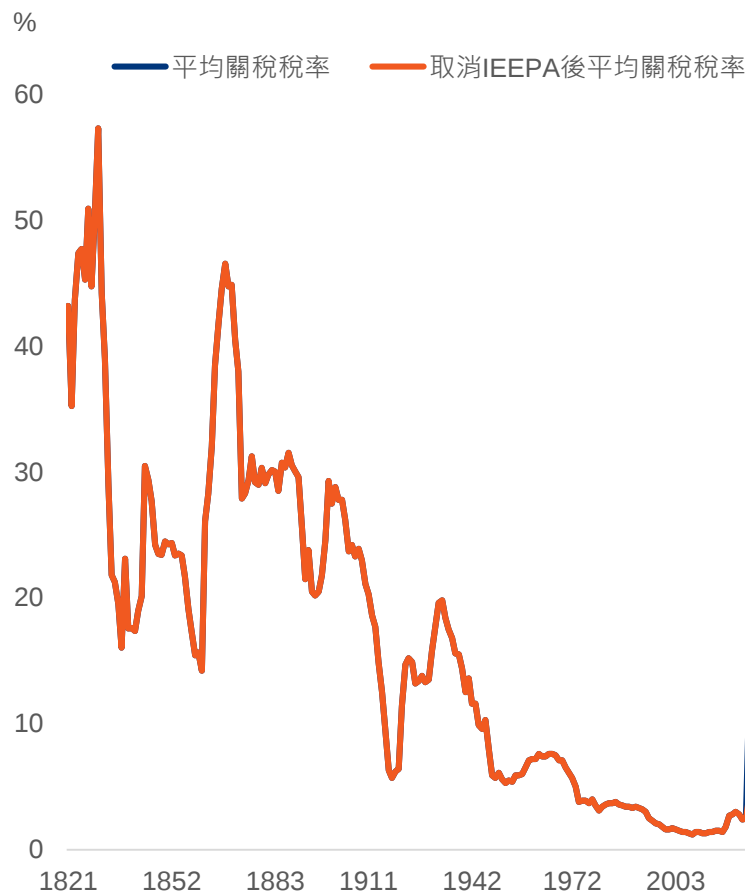


資料來源：Bloomberg，2025年9月5日

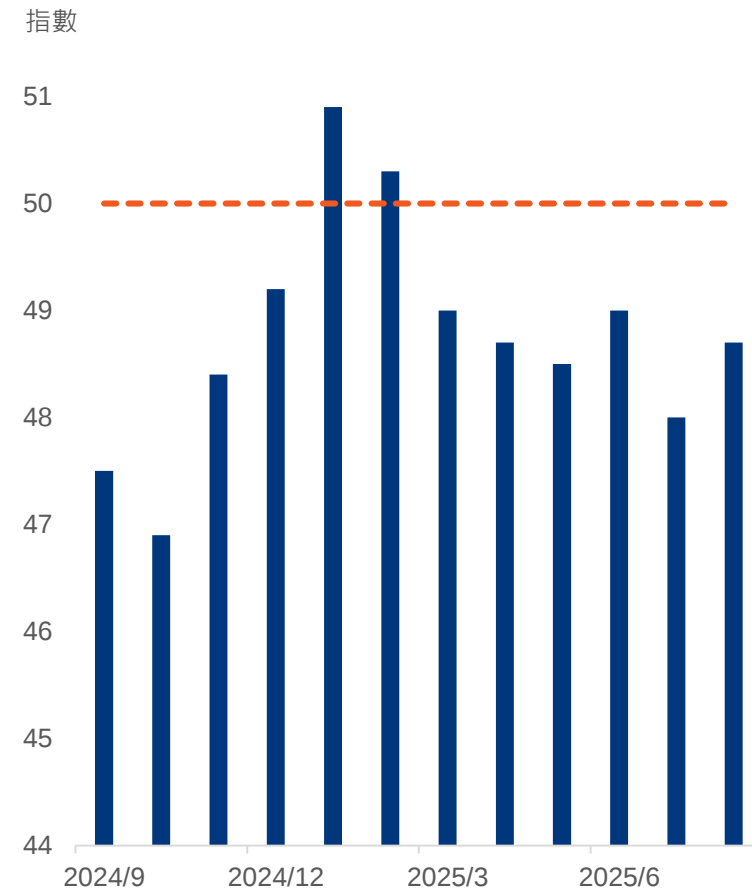
美國法院裁定關稅違法，景氣下行風險恐讓第四季美股出現修正

- ▶ 8月29日美國聯邦上訴法院認為《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)並未賦予川普徵收關稅的權限，該決定的影響範圍為川普透過行政命令徵收的芬太尼及互惠關稅(不影響鋼鐵、鋁製汽車、汽車零部件、銅、對巴西徵收50%的關稅和對印度徵收50%的購買俄羅斯原油關稅)，讓川普的關稅政策遭遇打擊。
- ▶ 川普政府須於10月14日之前向最高法院上訴審理此案，但目前關稅仍然有效。川普可能援引其他法源，維持現有關稅措施，亦可能僅存未受裁決影響的關稅。關稅在短期內被停徵的機率低，但尚未完成談判及簽署正式文件的國家開始陷入觀望與拖延。
- ▶ 在關稅未停徵的情況下，8月美國製造業PMI自48.0%升至48.7%，但低於市場預期且為連續6個月萎縮。PMI與美國整體經濟的連動關係來看，第四季美股恐將出現修正，市場仍等待美國於9月能果斷降息帶來利多，建議可布局歐洲，分散配置。

取消IEEPA後平均關稅將降至4.1%(取消前11.7%)



美國製造業PMI連續6個月萎縮(低於50%)



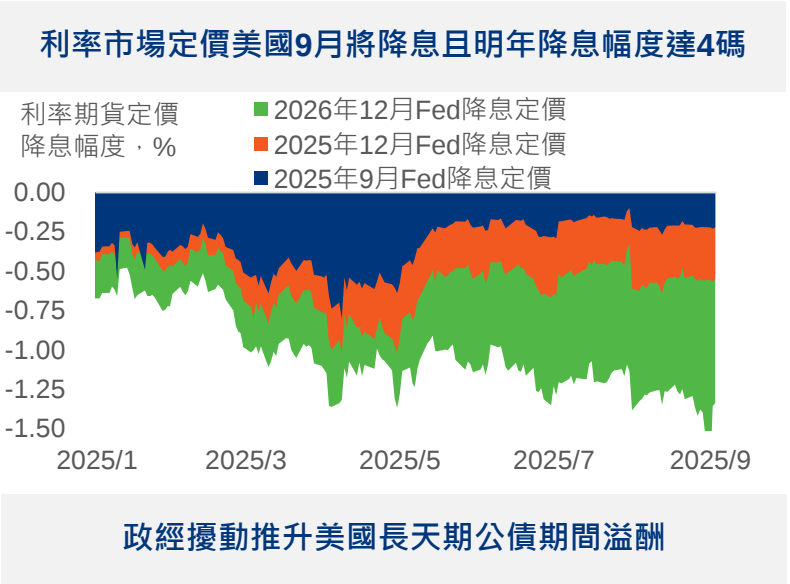
資料來源：Bloomberg、CEIC，2025年9月3日

投資焦點

美國聯準會獨立性受擾，政經亂局推升長債期間溢酬

- ▶ 美國總統川普以房貸詐欺指控為由，宣布開除聯準會理事庫克(Lisa Cook)並立即生效，此起案件目前進入司法程序。原先川普急欲要求聯準會主席鮑威爾降息，然鮑威爾維持貨幣政策按兵不動的行事風格，讓川普轉向插手聯準會人事任命，因理事庫格勒已提前辭職，並由經濟顧問米蘭接任理事，當前理事中已有3位力挺川普降息政策，也因此有593名經濟學家簽署公開信，反對川普將聯準會理事庫克解職，捍衛聯準會獨立性。
- ▶ 美國財政部長貝森特(Scott Bessent)表示本周將展開下任聯準會主席人選面試，當前市場賭盤預估現任理事沃勒(Christopher Waller)，可能擔任聯準會主席一職。
- ▶ 聯準會政策獨立性受擾，加劇美國政經擾動並反映在美國公債期間溢酬上，美國30年期公債殖利率再升至5%高位，考量明年新任地區聯儲銀行票委於2月上任，若川普持續干預聯準會人事，預期長端利率波動易增難減。

川普政府正影響聯準會政策獨立性			
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
中性	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	
	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	
	Logan (達拉斯Fed)		地區票委
鷹派	Schmid (堪薩斯Fed)	地區票委	
	Hammack (克里夫蘭Fed)		地區票委

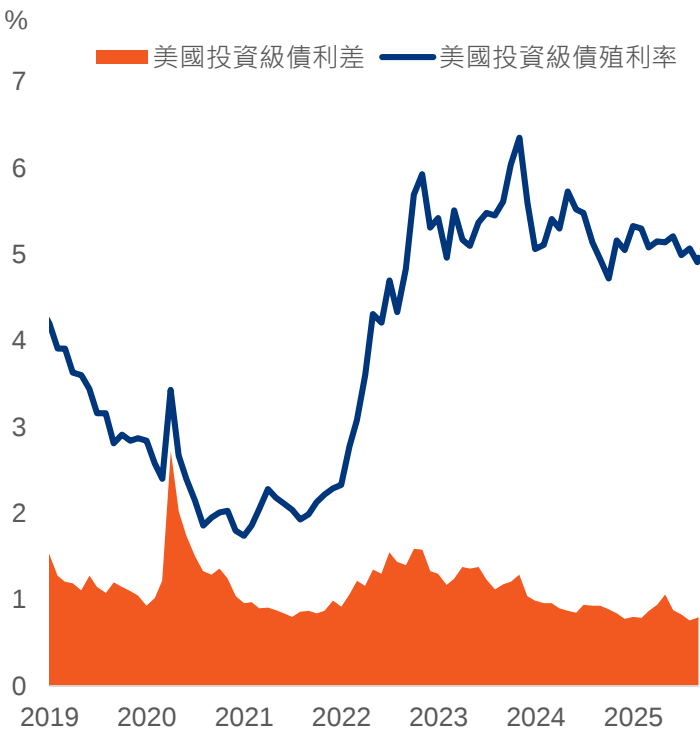


資料來源：Bloomberg，Kalshi事件交易所(右上圖)，Federal Reserve Bank of New York(右下圖)，凱基證券整理，註：左圖淺藍色為當年度FOMC投票委員

美國企業債利差仍處低位，市場擾動讓投資機會再現

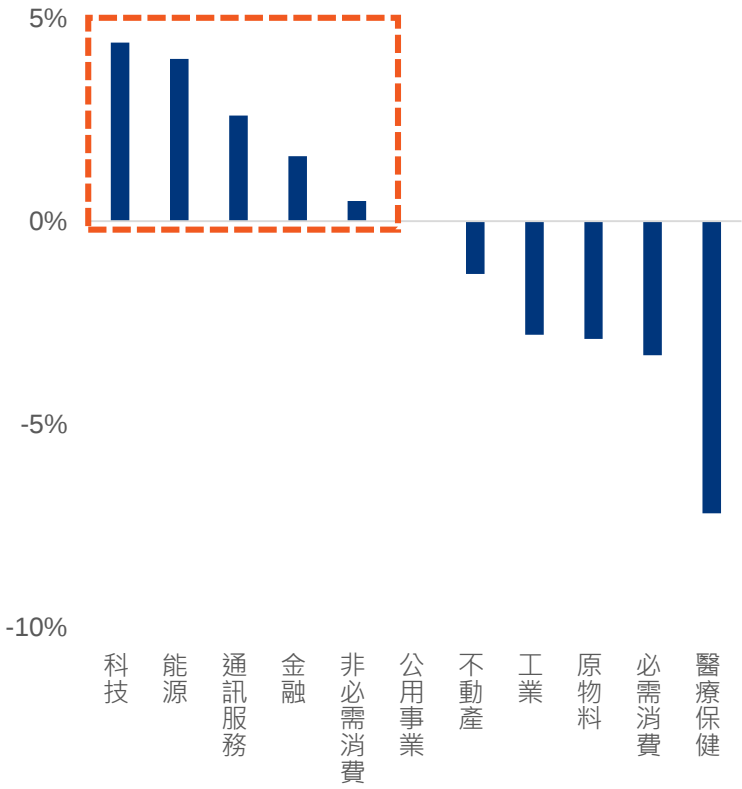
- ▶ 儘管美國貨幣政策獨立性可能受干擾，然企業債信用利差未因此揚升，主因：(1)聯準會有望重啟降息循環，有助於企業再融資降低借款利息，(2)企業獲利維持成長動能，有助於債信體質持續改善，(3)8月債信正面展望比例為2.6%，高於2024年底的2.2%與2010年以來中位數的1.6%，暗示信評機構預期未來三個月信評調升速度有機會快於以往。
- ▶ 考量企業債信未來3至6個月持穩，債市投資人持續聚焦企業獲利穩健成長者，如科技、通訊服務、金融等產業，此外，近2年企業平均發債天期明顯縮短，反映聯準會即將再度降息預期並藉此降低融資成本，適逢9月傳統發債大月，預期企業發債與公債標售將產生排擠效應，疊加川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，可伺機布局大型企業所發行的中短天期投資級債鎖住好息。

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、FactSet(右圖)，凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 近期經濟數據不佳，市場持續關注9月聯準會能否如期再啟降息。考量美股位居高位，估值相對偏高，下半年經濟走弱可能添修正風險，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。現階段可增持波動度較低的高品質股，長線投資人則可留意AI題材，科技股相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布局。 ◆ 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。日本經濟持續改善且已達成關稅協議，內需股及銀行股可逢回承接。	策略風格：現階段可增持波動度較低的高品質股，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	◆ 經濟呈現降溫跡象、市場觀注聯準會9月降息線索，令債市小幅震盪。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，聯準會人事異動後將更顯鴿派，PPI通膨超預期增添變數。預期美元指數短線高檔有撐，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

1

Monday

- 歐元區7月失業率
(實際:6.2% 預估:6.2% 前值:6.3%)
- 歐元區8月HCOB製造業PMI終值
(實際:50.7 預估:50.5 前值:49.8)
- 日本8月標普全球製造業PMI終值
(實際:49.7 前值:48.9)
- 中國8月標普全球製造業PMI
(實際:50.5 預估:49.8 前值:49.5)

2

Tuesday

- 美國8月標普全球製造業PMI終值
(實際:53.0 預估:53.3 前值:49.8)
- 美國8月ISM製造業PMI
(實際:48.7 預估:49.0 前值:48.0)
- 歐元區8月CPI年增率初值
(實際:2.1% 預估:2.1% 前值:2.0%)

3

Wednesday

- 美國7月JOLTS職缺
(實際:7,181k 預估:7,380k 前值:7,357k)
- 美國7月耐久財訂單月增率終值
(實際:-2.8% 預估:-2.8% 前值:-9.4%)
- 歐元區8月HCOB服務業PMI終值
(實際:50.5 預估:50.7 前值:51.0)
- 歐元區7月PPI年增率
(實際:0.2% 預估:0.1% 前值:0.6%)

4

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:237k 預估:230k 前值:229k)
- 美國8月ADP就業變動
(實際:54k 預估:68k 前值:106k)
- 美國8月ISM服務業PMI
(實際:52.0 預估:51.0 前值:50.1)
- 歐元區7月零售銷售月增率
(實際:-0.5% 預估:-0.3% 前值:0.6%)

5

Friday

- 美國8月非農業就業人口變動
(預估:75k 前值:73k)
- 美國8月失業率
(預估:4.3% 前值:4.2%)
- 歐元區第2季GDP年增率終值
(實際:1.4% 前值:1.5%)

8

Monday

- 歐元區9月Sentix投資者信心
(前值:-3.7)
- 日本第二季GDP季增率終值
(預估:0.3% 前值:0.1%)
- 中國8月出口年增率
(預估:5.5% 前值:7.2%)

9

Tuesday

- 日本8月工具機訂單年增率初值
(前值:3.6%)
- 臺灣出口年增率
(預估:26.5% 前值:42.0%)

10

Wednesday

- 美國8月美國PPI年增率
(前值:3.3%)
- 中國8月CPI年增率
(預估:-0.2% 前值:0.0%)

11

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:237k)
- 美國8月美國CPI年增率
(預估:2.9% 前值:2.7%)
- 美國8月美國核心CPI年增率
(預估:3.1% 前值:3.1%)
- 歐元區9月ECB利率決議
(預估:2.15% 前值:2.15%)
- 日本8月PPI年增率
(預估:2.7% 前值:2.6%)

12

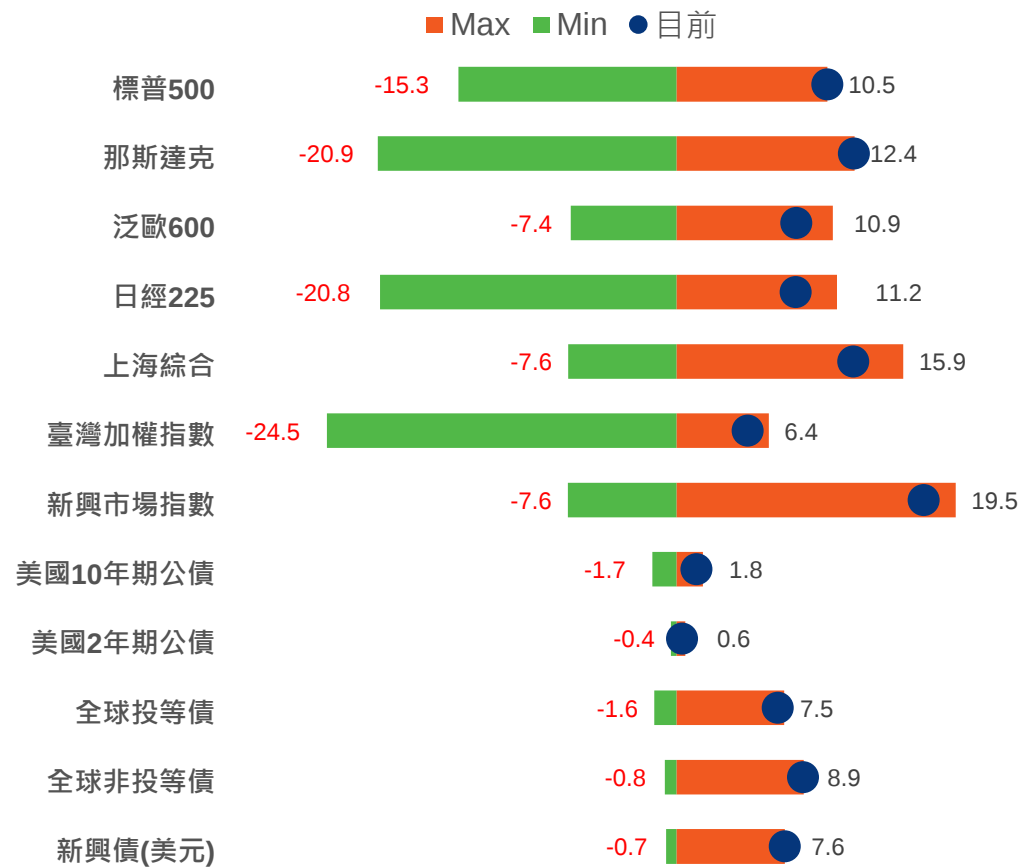
Friday

- 美國9月密大消費者信心指數初值
(預估:59.3 前值:58.2)
- 日本7月工業生產月增率終值
(前值:2.1%)

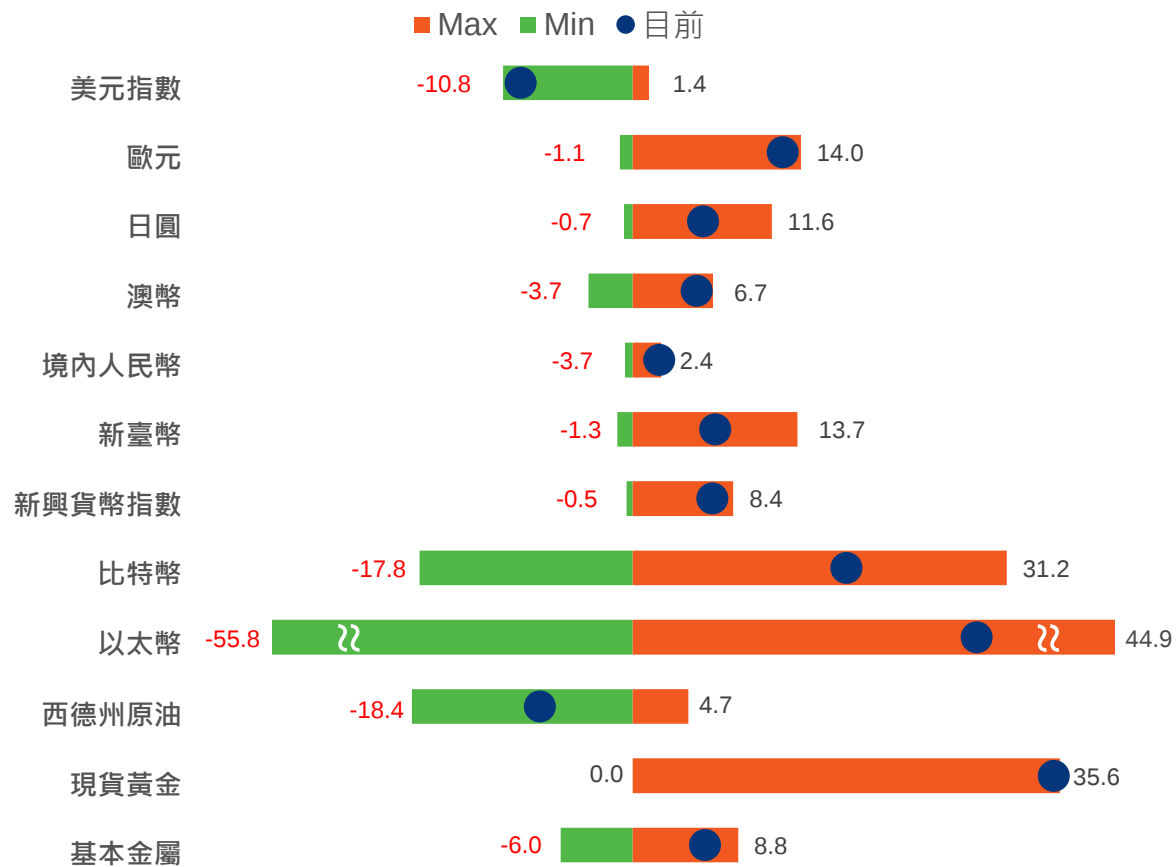
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

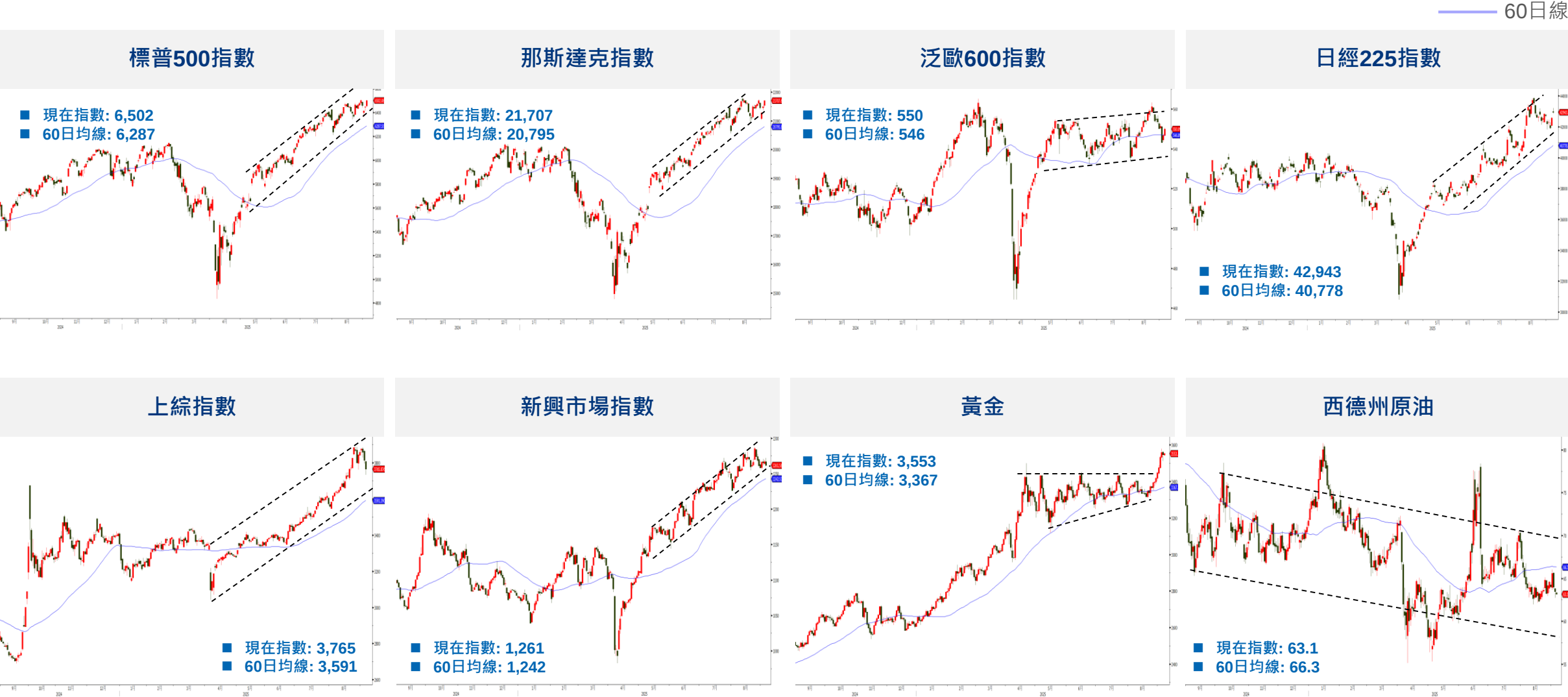


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年9月5日

技術分析



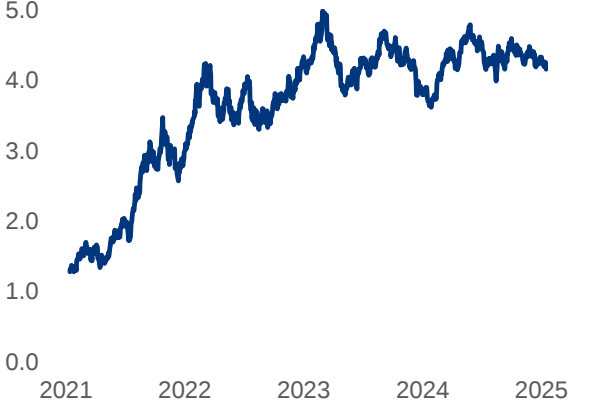
資料來源：Bloomberg · 2025年9月5日

市場觀測

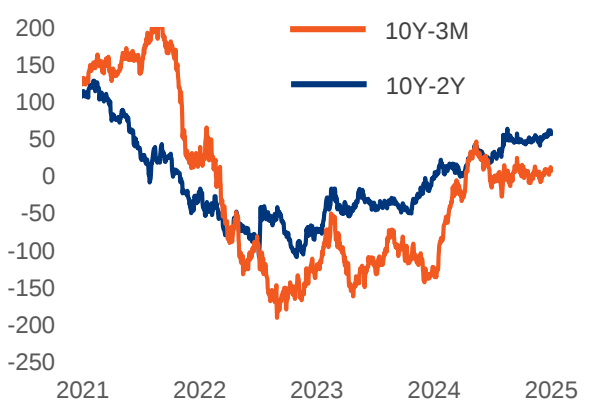
美國物價指數年增率(%)



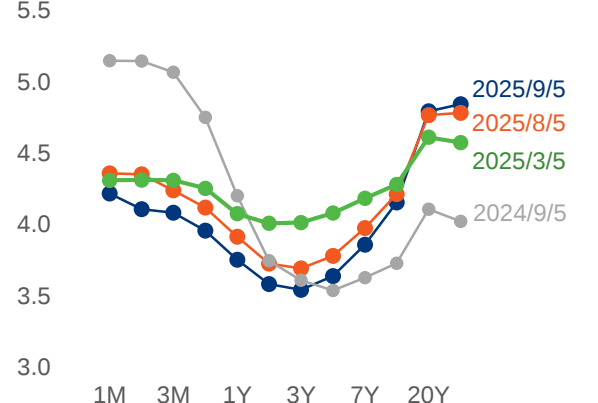
美國10年期公債殖利率(%)



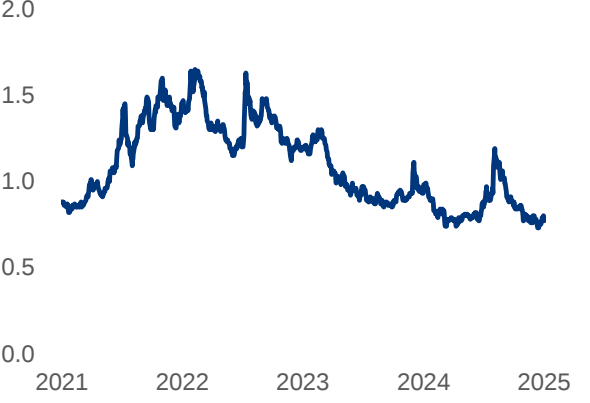
美國公債利差(bps)



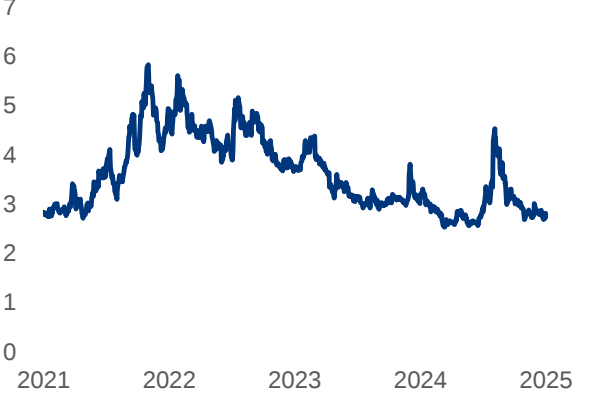
美國公債殖利率曲線(%)



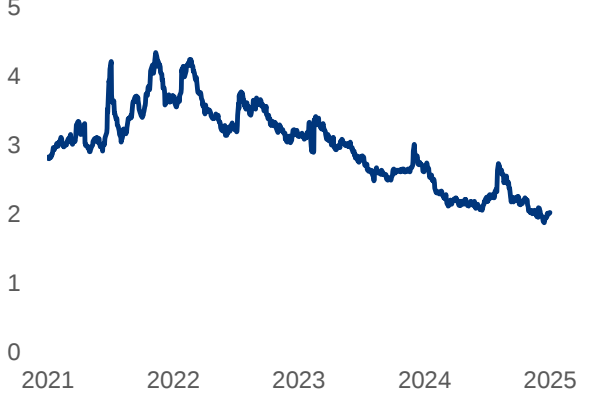
美元投資級公司債利差(%)



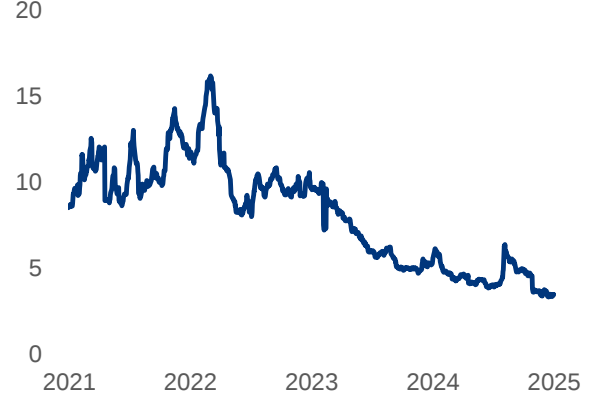
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

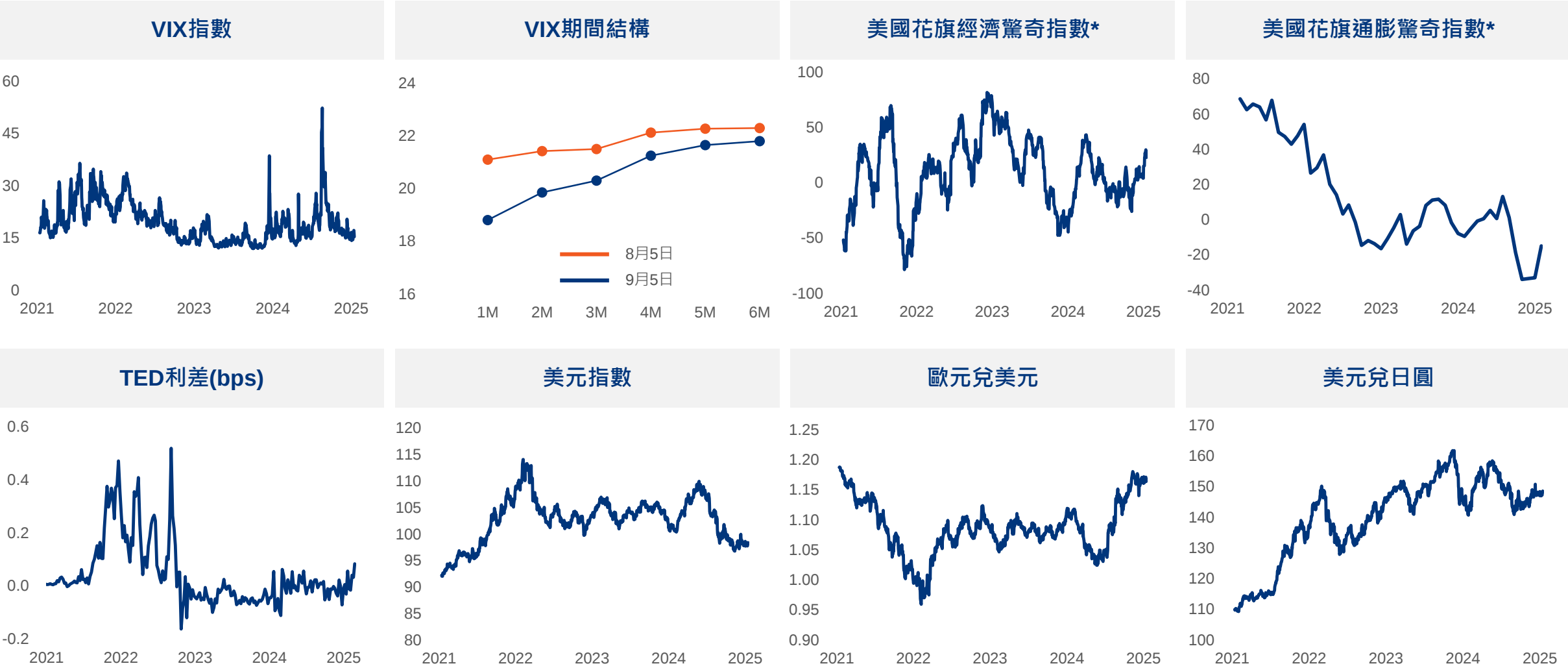


美元亞洲非投資級債利差(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年9月5日

市場觀測



資料來源：Bloomberg，2025年9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9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。