



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

日本中小企業專注內需？

The Japanese Rally ?

19 September 2025



01 本週焦點圖表

聯準會降息1碼，
貨幣政策由限制轉中立



02 市場回顧

科技巨頭好消息激勵股市，
總降息幅度低預期壓抑公債



03 熱門議題

馬斯克大買特斯拉，
看好自家產品後市



04 投資焦點

日本中小型股內需高，
受惠經濟與消費動能



焦點圖表

聯準會降息25基點，上調經濟成長預測，利率不再具限制性

- ▶ 聯準會本月降息25基點至4.00-4.25%，符合預期。言詞上維持通膨偏高，但早前「勞動市場穩健」轉為「就業增長放緩，失業率小幅上升」。聯準會認為通膨與就業風險平衡，貨幣政策由限制性轉為中立並非寬鬆。
- ▶ 本月利率預測中位數，今年和明年底為分別為3.6%及3.4%，今年餘下兩次會議可能每次降息25基點，與市場預期相同。然而，聯準會預估明年將降息1次，低於市場的3至4次預測。傳統上積極降息伴隨經濟轉差，聯準會保守態度更符合目前經濟預測，然而鮑威爾任期於明年完結，繼任人態度仍需觀察。
- ▶ 8月央行年會後，市場更正面看待聯準會降息，這一點可從大型股和短債利率的相關性、以及對利率較敏感的小型股觀察到。
- ▶ 考慮勞動市場下行風險，凱基投顧對明年降息預期維持3次，重啟降息時債券仍有下行空間，公債與投資等級債具潛在資本利得機會。

資料來源：聯準會、Bloomberg

聯準會上調經濟成長率，通膨預期略升

		中位數	
		6月預測	本月預測
實質GDP增長	2025	1.4	1.6
	2026	1.6	1.8
失業率	2025	4.5	4.5
	2026	4.5	4.4
整體PCE通膨	2025	3.0	3.0
	2026	2.4	2.6
核心PCE通膨	2025	3.1	3.1
	2026	2.4	2.6

8月央行年會後，降息預期不再拖累股市

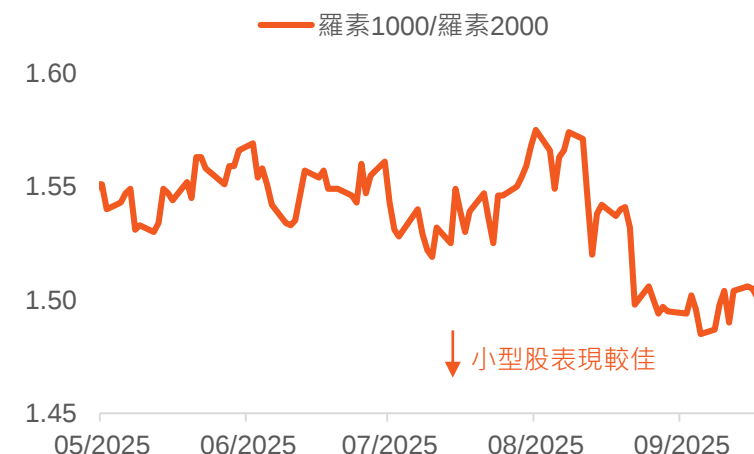
標普500及2年公債殖利率 - 滾動相關性 (半小時變化, 10天)



利率期貨反映降息預期回升，市場較聯準會鴿派



小型股短期相對優於大型股

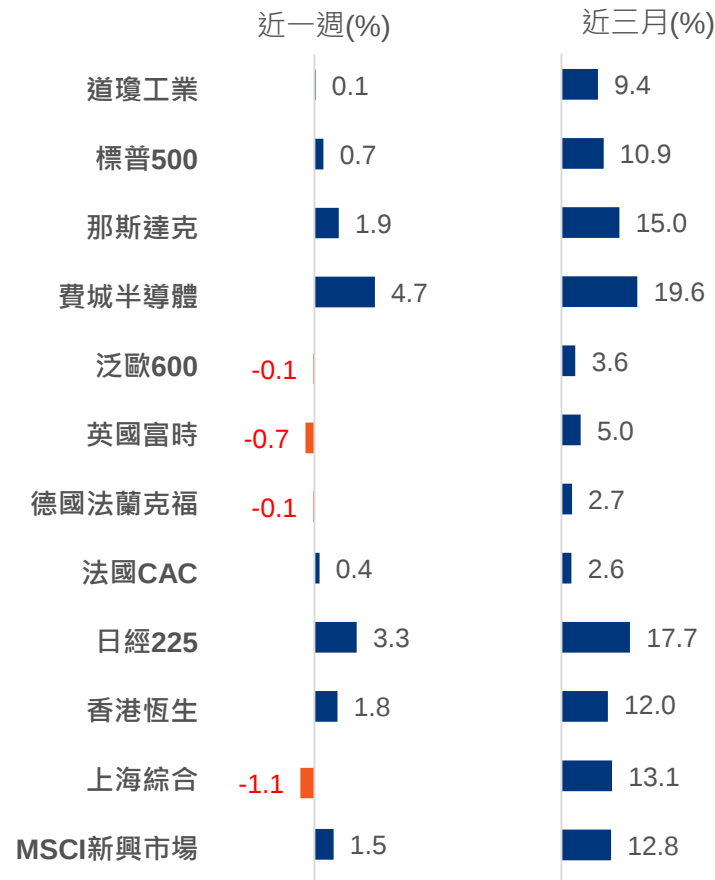


市場回顧

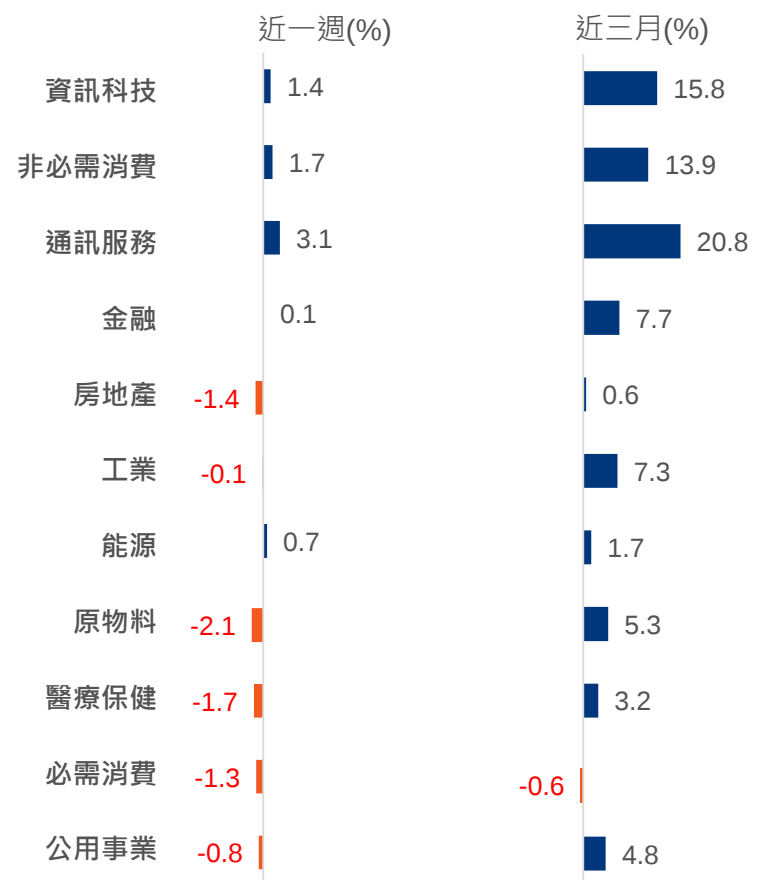
科技巨頭得到資金挹注，科技股與AI題材續漲

- ▶ 美國科技股利多不斷，從馬斯克文件公告大買特斯拉10億美元；Meta Connect大會發布新作AI+MR結合，擴大智慧裝置市場；到輝達宣布投資50億美元入股Intel，合作開發資料中心AI系統、Intel CPU與輝達GPU整合。科技巨頭利多使資訊科技、非必需消費與通訊服務產業表現強勢，帶動美國四大指數上漲，其中，費城半導體與那斯達克表現最強。降息週期啟動，美股市場風險情緒樂觀，其他防禦型產業醫療、必需消費、公用事業表現相對疲軟。
- ▶ 日股在首相石破茂下台後，短期反映樂觀情緒，今年度拖累的科技產業也同步回彈，帶動日經指數本週漲幅明顯。歐洲近期受到俄烏戰況紛擾，與市場關注美國降息影響，表現小幅走軟，港股同樣受到科技利多提振，表現與上證走勢分歧。

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19日



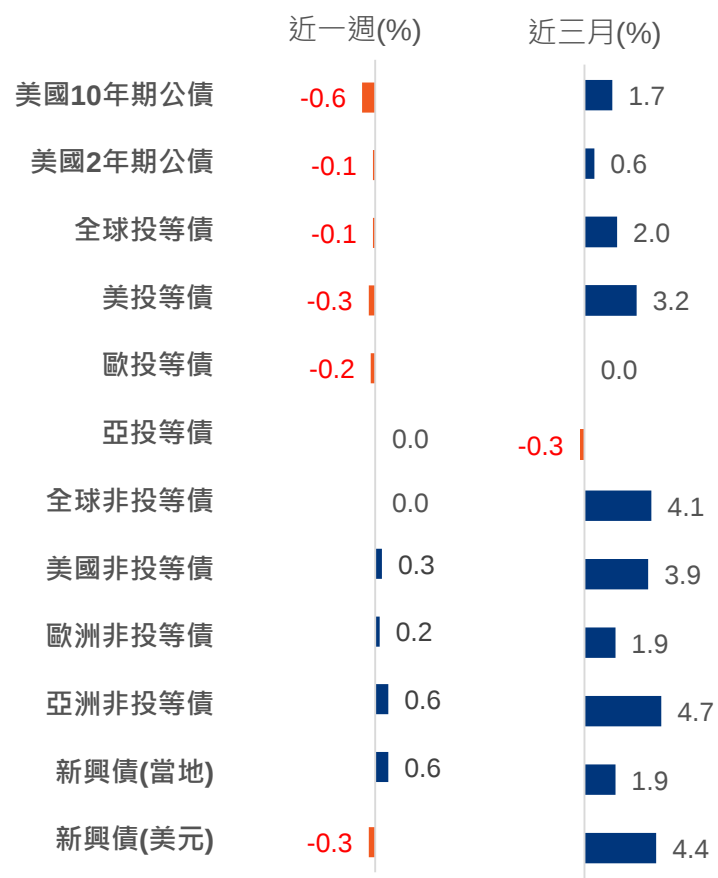
凱基證券
KGI SECURITIES

凱基金控成員

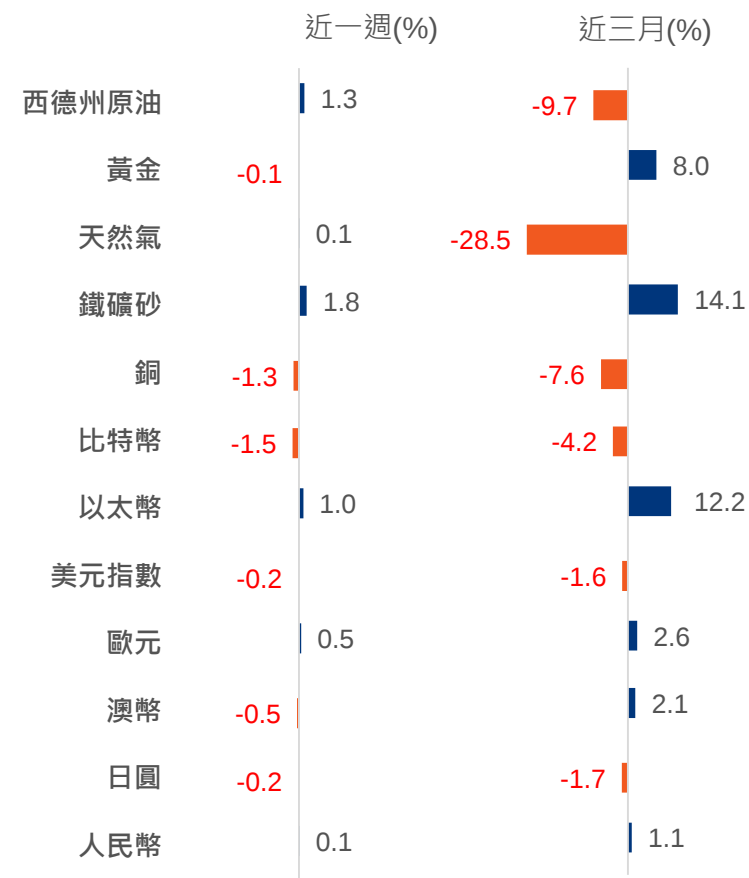
聯準會降息1碼美元續弱，但2026年降息碼數低於市場預期壓抑債市

- ▶ 聯準會9月會議對經濟前景仍有不確定性，但由於擔憂勞動市場放緩，將貨幣政策由限制性轉為中立性，點陣圖計算2025年全年預期降息3碼，然而，2026年維持1碼降息幅度低於市場預期，導致公債與投等債出現賣壓。非投等債則受惠降息開啟市場風險情緒轉佳，主要區域非投等債表現正向。受到降息影響，美元續弱，新興市場當地貨幣債券受惠匯率走強，走勢相對強勁。
- ▶ 美國天然氣庫存持續上升，超過過去5年平均，使得近三個月天然氣價格持續偏弱。黃金價格本週創高一度觸及3,700美元關卡，近一週呈現高檔盤整走勢，近三個月漲幅達8%，金價目前已觸及凱基投顧全年目標價，但主要成熟國家債務規模持續擴張，地政治不確定性上升，避險需求亦支持金價上漲，金價仍偏多看待、操作建議逢回漸布。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年9月19日

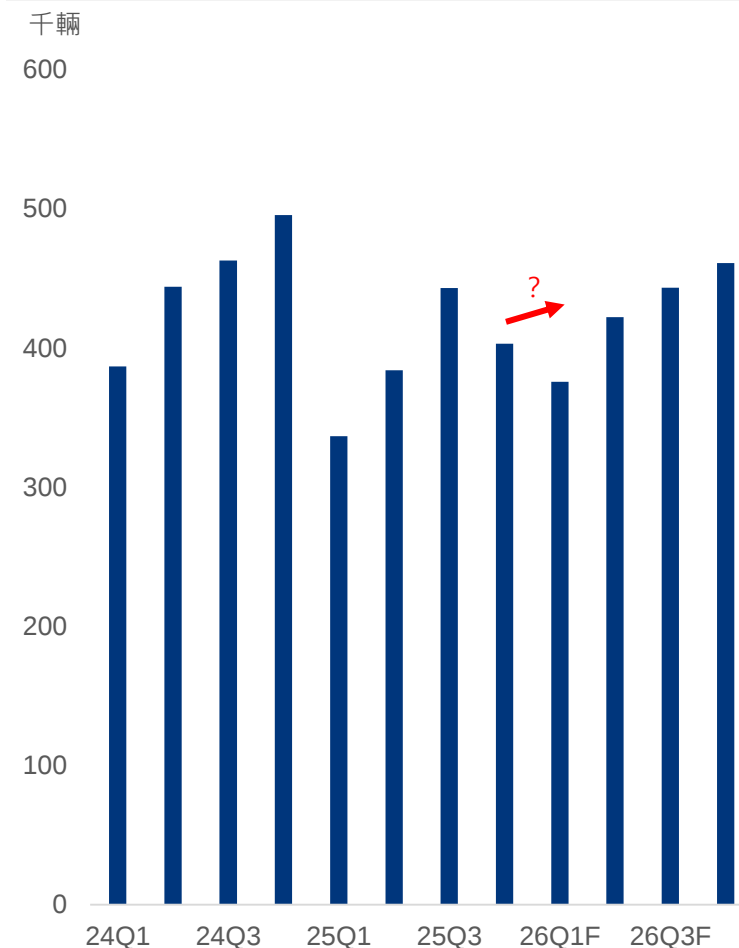
馬斯克砸10億美元購買特斯拉股票，釋放利多訊號

- ▶ 馬斯克不再僅發文喊多，2025年9月8日於X上發文You'll Thank Me Later，市場一片摸不著頭緒中，馬斯克於9月15日SEC Form 4文件上公告揭露於9月12日大幅買進257萬股特斯拉，買進金額高達10億美元，市場認為馬斯克直接用現金向市場釋放強烈訊號，特斯拉股價被低估。
- ▶ 馬斯克再度在公開市場購買特斯拉，上一次是在2020年2月14日買進約20萬股、價值約1,000萬美元。內部人加碼一向被市場視為正面消息，且這次購買不是透過預期購買計畫申報(10b5-1)，顯示強烈信心。
- ▶ 近期，特斯拉於德國超級工廠宣布上調第三與第四季度生產計劃；新款平價車Model Y L 9月於中國開始交付，售價僅比小米SU7高配版貴不到3%，自8月上市至9月3日預購狀況達12萬台，交車日期最快已經遞延到11月，以今年以來Model Y最佳交車輛估計(3月超過4.8萬台)，新款車有助汽車銷量大幅上行。

馬斯克臨時起意大買257萬股，佔流通市值約0.1%

重要細節	
買入時間	2025年9月12日
買入總股數	257萬股
買入區間	371.38~396.54美元
平均價	約380美元
單筆最大買進	超過33萬股
買入後總持股	5.09億股(直接+間接)
在外流通占比	約15.8%

特斯拉交車數原預期至谷底，近期訂購暗示上修機會

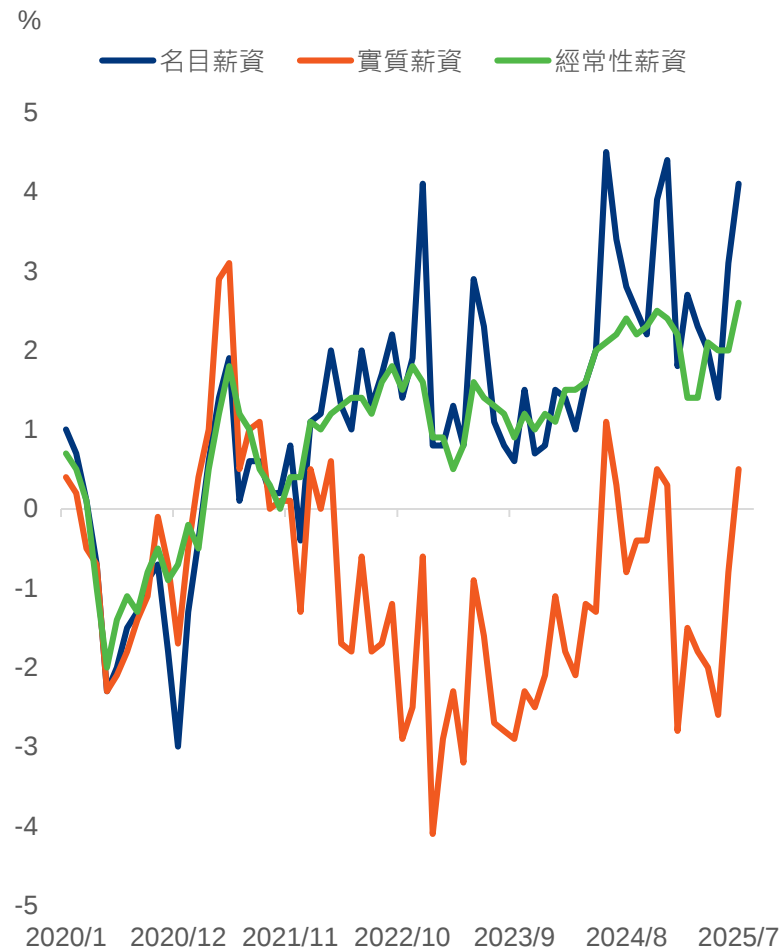


投資焦點

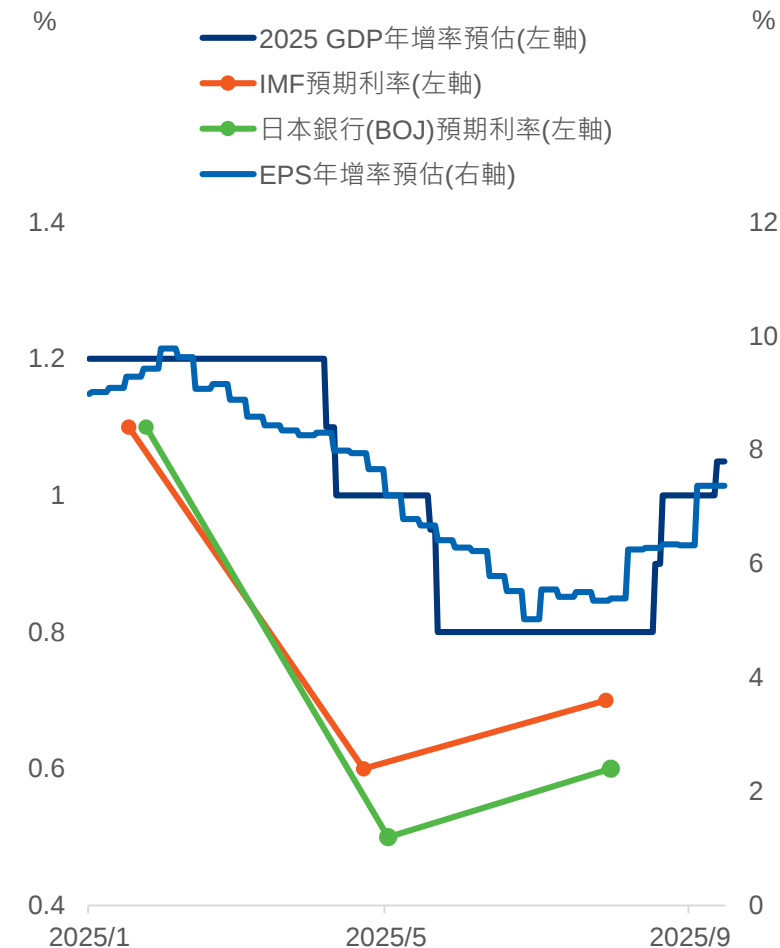
日本薪資成長更強帶動民間消費，經濟與企業獲利有望復甦

- ▶ 日本薪資在7月夏季獎金大增帶動下，名目薪資成長率全面加速，且因日本政府實施夏季電價補貼以及原先飆漲的米價得到控制，通膨持續回落略高於央行設定目標，使實質薪資今年來首度重回正成長。整體通膨和薪資數據支持日本銀行升息方向，但在石破茂請辭後，10月4日將舉行總裁選舉，目前民調領先的候選人在貨幣政策的態度上普遍較石破茂中性甚至鴿派，日本銀行未有迫切升息壓力，股市短期利多看待。
- ▶ 第二季 GDP 終值季增 0.5%、年化季增 2.2%，優於前值且較初值上修，主要源於淨出口和消費成長的貢獻，雖後續出口因加徵關稅而惡化將反映在經濟成長數據上，但消費復甦有機會抵禦衝擊，且在美日關稅談判底定之後，日本經濟和獲利成長預估皆持續獲得上修。

薪資成長加速，實質薪資今年重回正成長



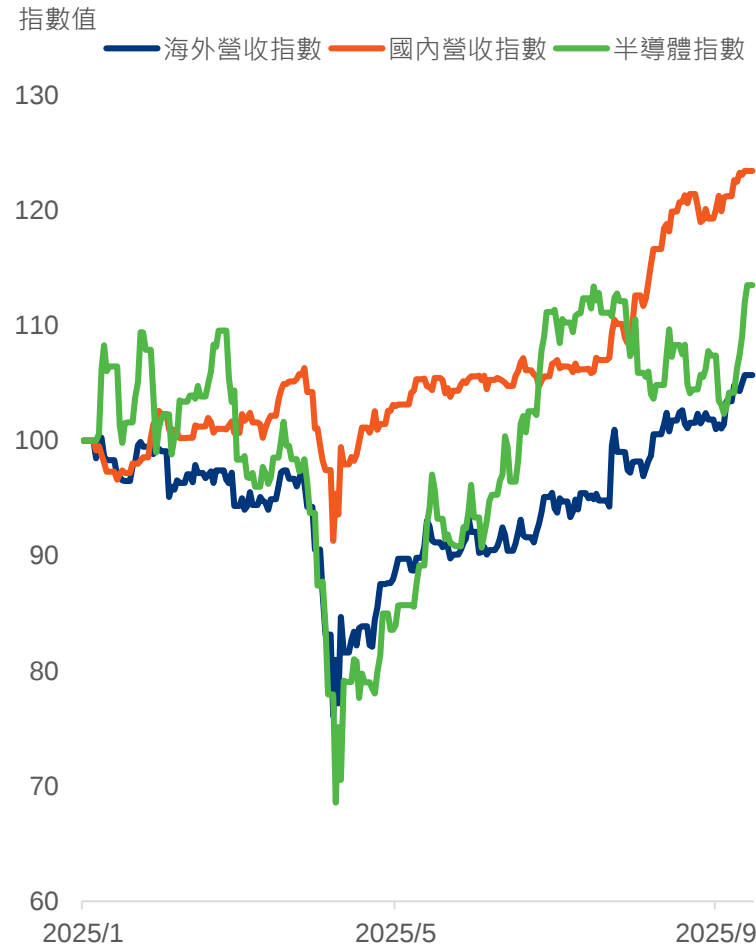
日本經濟成長和企業獲利預估皆上修



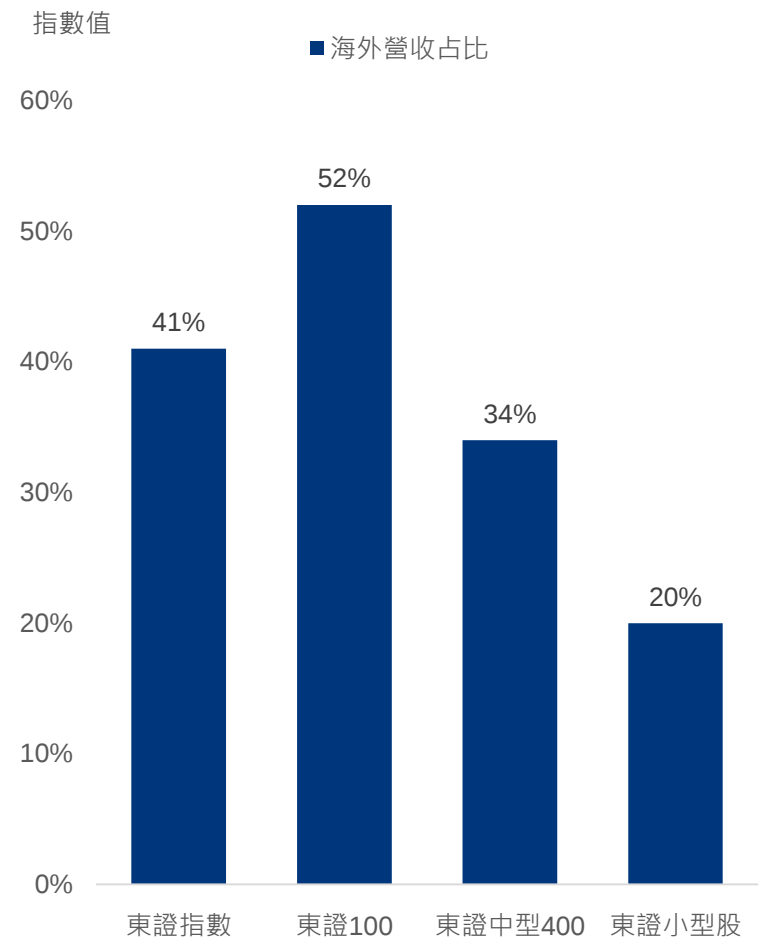
日本內需股持續受惠消費動能回溫，中小型股更聚焦內需

- ▶ 儘管近期因聯準會降息預期壓抑美元表現，以出口為主的半導體指數快速反彈突破今年高點，但通膨略高於日本銀行(BOJ)的長期目標2%與強勁的薪資成長，皆使BOJ未來仍有升息的可能，相對來說內需股較能抵禦匯率衝擊，且持續受惠消費動能與經濟成長回溫，今年以來，日經225國內曝險50指數表現優於半導體指數與日經225海外曝險50指數，顯示內需股能保持強勢。
- ▶ 觀察東證指數顯示，企業營收約41%來自海外；聚焦大型股的東證100指數營收有52%來自海外；反觀中小型股的東證中型400指數與東證小型股指數，其營收來自海外的占比僅分別為34%與20%。投資日本中小企業分布於各產業，可避免單一產業過於集中風險，投資人可藉由中小型股因子與內需題材高度重合的特性，參與日本內需題材享受經濟復甦紅利。

半導體指數近期反彈快，但內需股仍保持強勢



日本中小型股內需占比高，持續受惠國內經濟成長



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歷史新高，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



附錄

重要經濟數據 / 事件

SEP 2025

15

Monday

- 中國8月零售銷售年增率
(實際:3.4% 預估:3.8% 前值:3.7%)
- 中國8月工業生產年增率
(實際:5.2% 預估:5.6% 前值:5.7%)

16

Tuesday

- 美國8月工業生產月增率
(實際:0.1% 預估:-0.1% 前值:-0.4%)
- 美國8月零售銷售月增率
(實際:0.6% 預估:0.2% 前值:0.6%)
- 歐元區7月工業生產月增率
(實際:0.3% 預估:0.4% 前值:-0.6%)

17

Wednesday

- 美國8月營建許可初值
(實際:1,312k 預估:1,370k 前值:1,362k)
- 日本8月出口年增率
(實際:-0.1% 預估:-2.0% 前值:-2.6%)
- 歐元區8月CPI年增率終值
(實際:2.0% 預估:2.1% 前值:2.0%)

18

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:231k 預估:240k 前值:264k)
- 美國9月聯準會聯邦基金利率
(實際:4.25% 預估:4.25% 前值:4.50%)
- 英國9月BoE銀行利率
(實際:4.00% 預估:4.00% 前值:4.00%)
- 臺灣9月央行重貼現率
(實際:2.00% 預估:2.00% 前值:2.00%)

19

Friday

- 日本8月全國CPI年增率
(實際:2.7% 預估:2.8% 前值:3.1%)
- 日本9月BoJ無擔保隔夜拆款利率
(實際:0.5% 預估:0.5% 前值:0.5%)

22

Monday

- 歐元區9月消費者信心指數初值
(前值:-15.5)

23

Tuesday

- 美國9月標普全球製造業PMI初值
(前值:53.0)
- 美國9月標普全球服務業PMI初值
(前值:54.5)
- 歐元區9月HCOB製造業PMI初值
(前值:50.7)

24

Wednesday

- 美國8月營建許可終值
(前值:1,362k)
- 日本9月標普全球製造業PMI初值
(前值:49.7)
- 日本8月工具機訂單年增率終值
(前值:3.6)

25

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:231k)
- 美國第二季GDP季增年率終值
(預估:3.3% 前值:-0.5%)
- 美國8月耐久財訂單初值
(預估:-0.5% 前值:-2.8%)

26

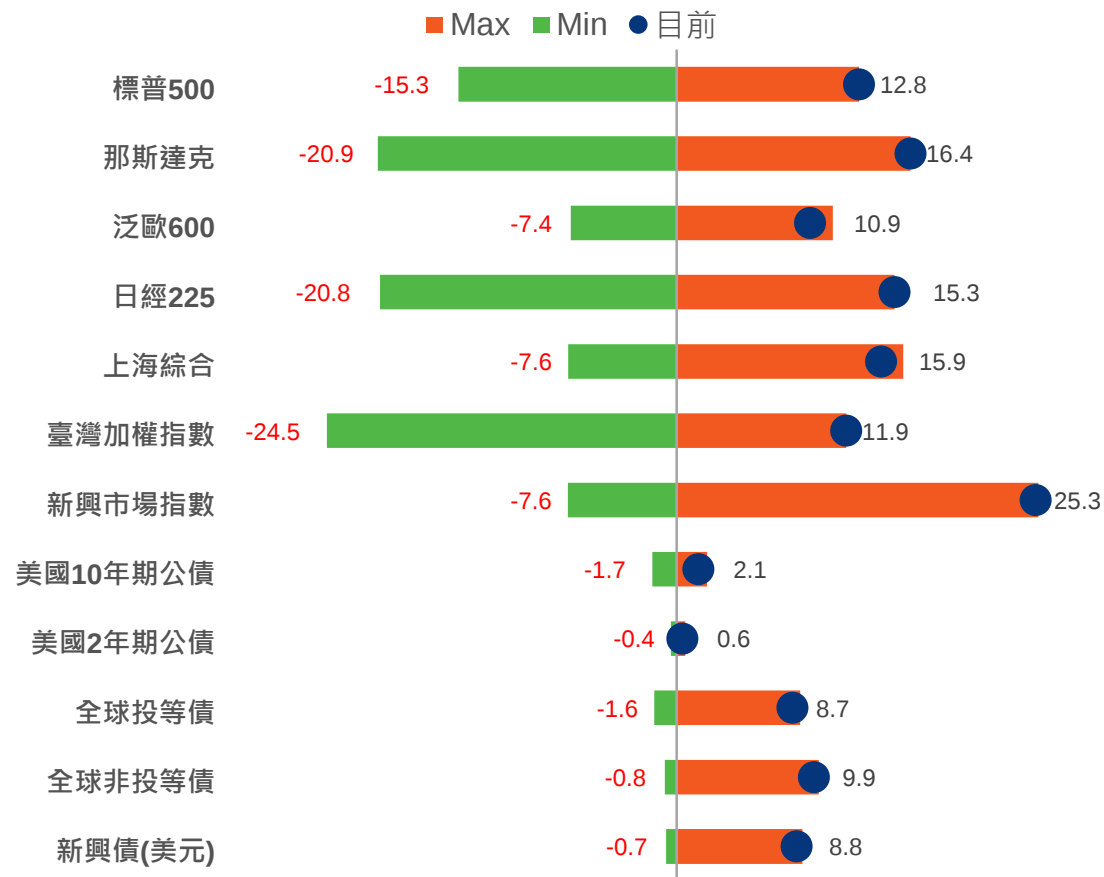
Friday

- 美國8月PCE年增率
(預估:2.7% 前值:2.6%)
- 美國8月核心PCE年增率
(預估:2.9% 前值:2.9%)
- 美國9月密大消費者信心指數終值
(預估:56.0 前值:58.2)
- 日本9月東京CPI年增率
(預估:2.8% 前值:2.5%)

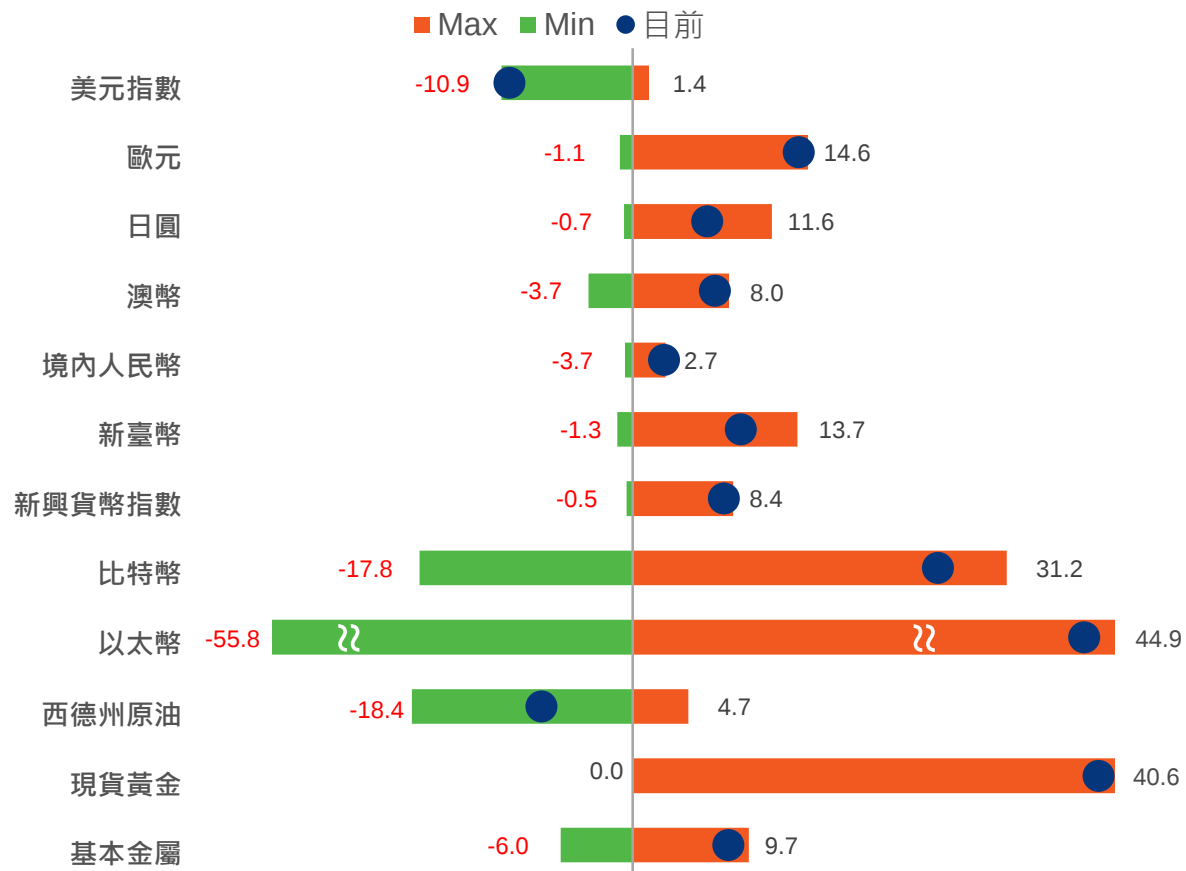
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

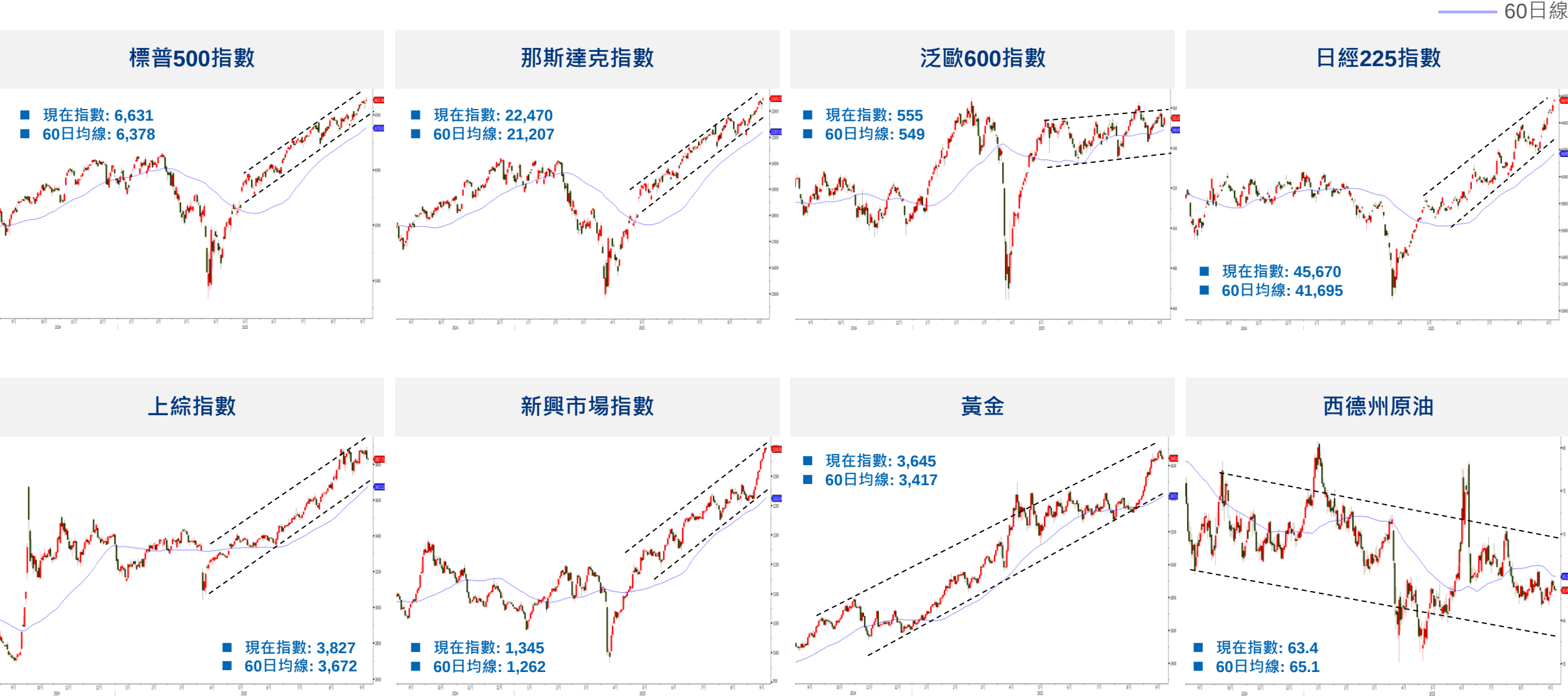


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



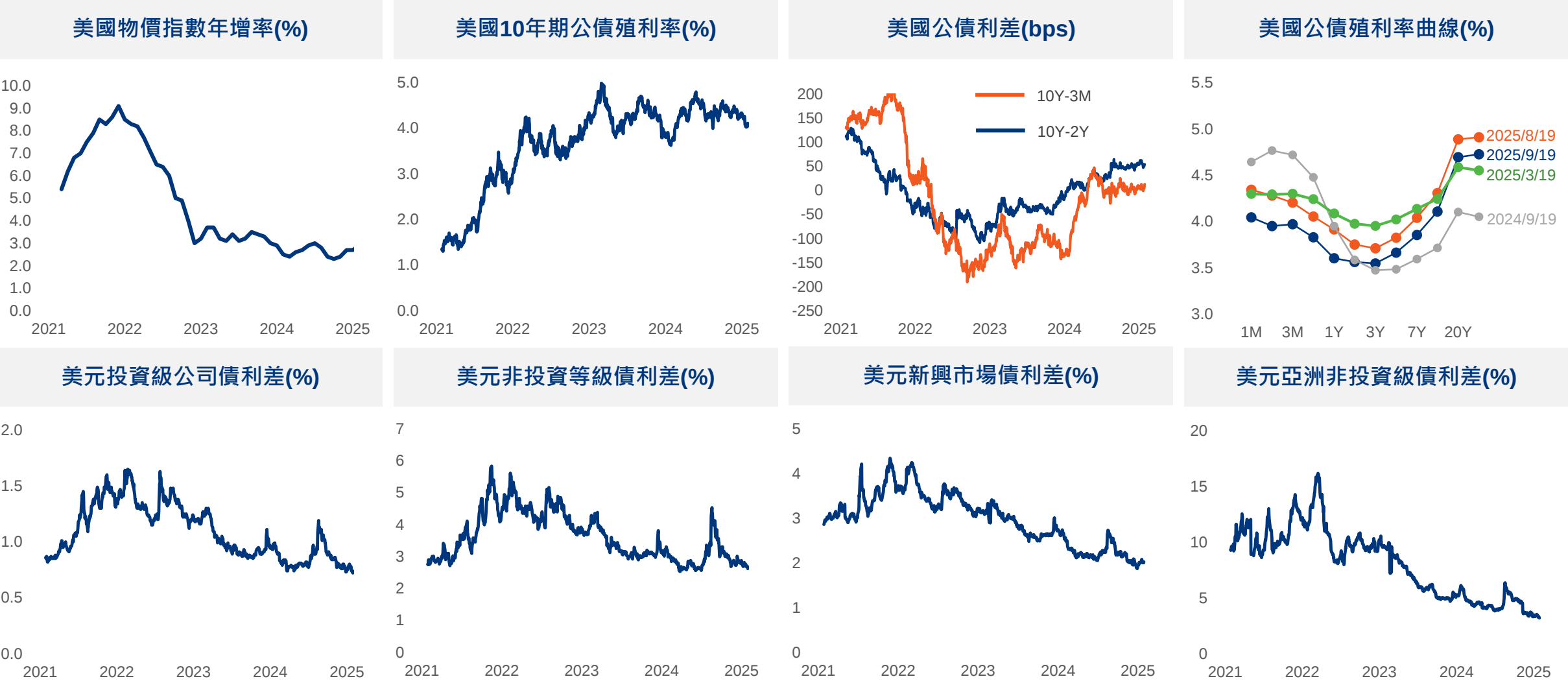
資料來源：Bloomberg · 2025年9月19日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年9月19日

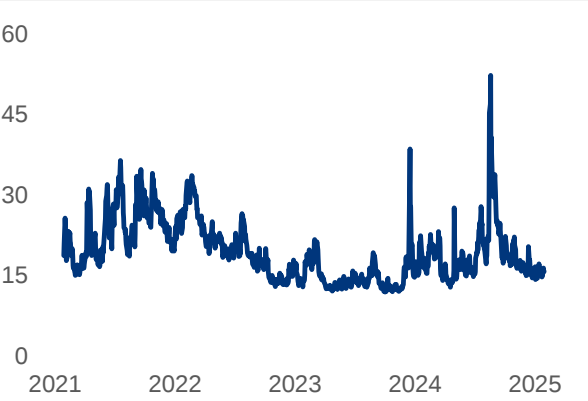
市場觀測



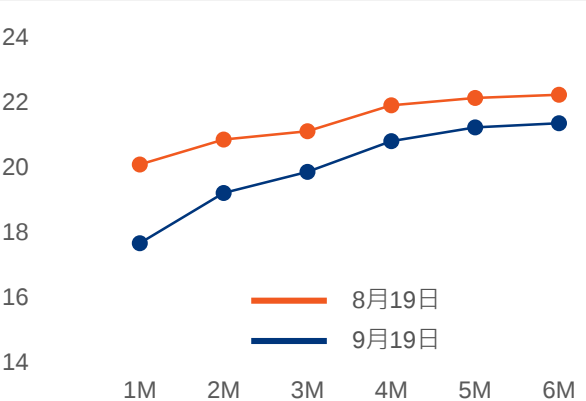
資料來源：Bloomberg · 2025年9月19日

市場觀測

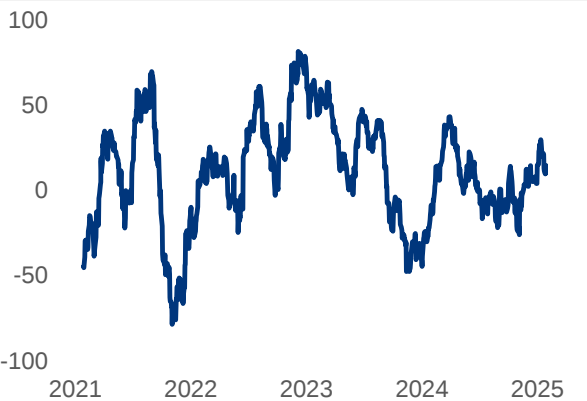
VIX指數



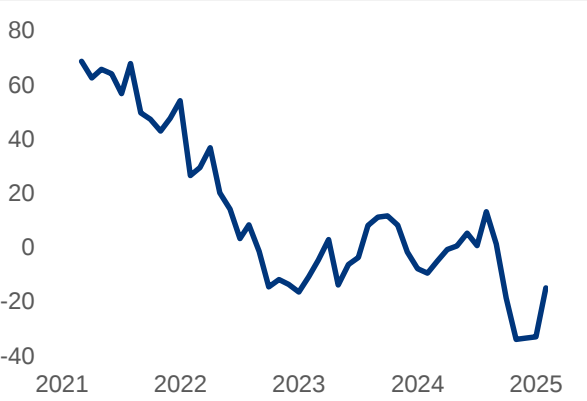
VIX期間結構



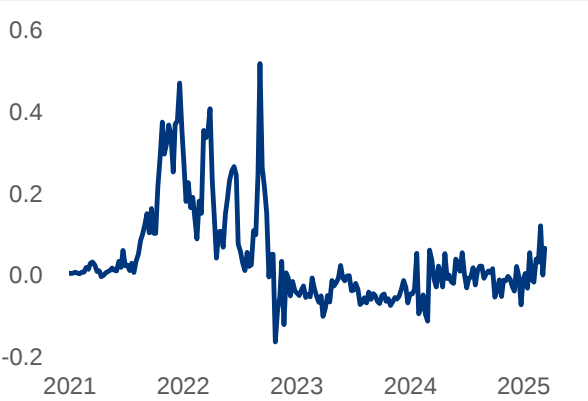
美國花旗經濟驚奇指數*



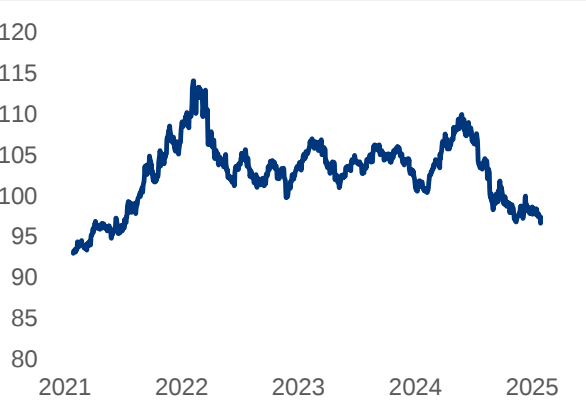
美國花旗通膨驚奇指數*



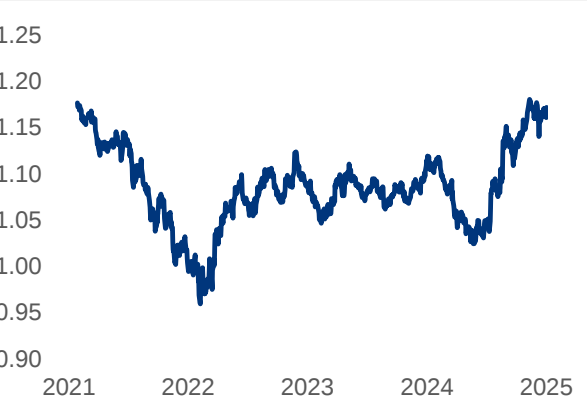
TED利差(bps)



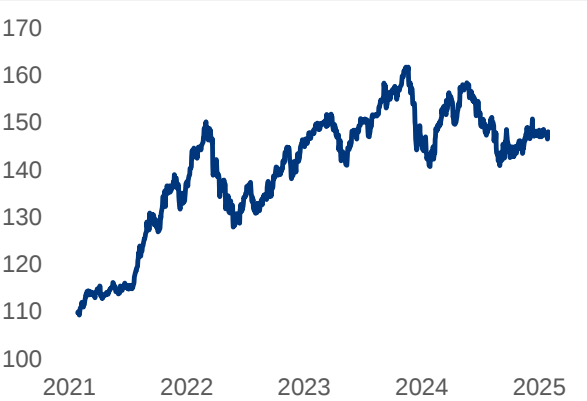
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年9月19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19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。