

全球金融市場第四季展望

2025/9/30

股票市場	展望	說明
美國	▲	<p>分析：美國勞動市場出現降溫，聯準會啟動預防性降息；零售銷售與耐久財訂單展現韌性，消費支出持續支撐經濟，此外 AI 投資浪潮延續，輝達投資 Intel 並與 OpenAI 展開百億美元合作，科技板塊成為大盤的主要支撐力量。</p> <p>觀察：就業市場是否惡化、AI 投資擴散至供應鏈的進程、消費支出延續對經濟的支撐</p>
歐洲	■	<p>分析：歐元區出口回升有限而進口動能較強，使得貿易順差收斂，不過通膨已回落接近央行目標，同時，就業市場穩健，為家庭消費提供支撐；惟法國財政赤字高並遭下調評級，成為區域潛在風險。</p> <p>觀察：出口是否持續回暖、內需與投資復甦跡象、冬季能源價格走勢與法國財政風險</p>
日本	■	<p>分析：美日達成關稅協議，低關稅優勢有助日本出口，更提振消費者信心，惟需注意首相石破茂 9 月宣告辭職，政治不確定性將使日本股市及匯市短期出現波動。</p> <p>觀察：美日關稅談判、日本內需、日本升息時程、日圓走勢、新首相經濟政策</p>
新興市場	▲	<p>分析：受惠 AI 需求持續看俏，台韓科技出口大幅成長，中國 AI 相關企業亦匯聚投資人氣，科技股帶動新興亞洲股市氣氛多頭，惟美中談判仍具變數，將增添市場波動。</p> <p>觀察：中美貿易談判、中國出口狀況、中國內需狀況、中國 AI 應用發展、台韓科技出口、各國匯率走勢</p>

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■ 中立 ▼微幅減碼 ▼ 減碼

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第貳貳肆號

全球金融市場第四季展望

2025/09/30

債券市場	展望	說明
美國	■	<p>分析：美國勞動市場趨緩，關稅通膨尚未失控，聯準會有降息理由。債務上限將至，參眾議院對調高臨時支出額度未凝聚共識，加上川普關稅適法性尚待聯邦法院審理；籌碼如增加將削弱美債吸引力。</p> <p>觀察：美國聯準會利率態度，勞動力市場動能是否拉升，川普關稅後續衝擊以及臨時支出法案能否過關。</p>
歐洲	▼	<p>分析：歐元區通膨超乎預期走高，經濟數據逐漸底部回升；歐洲央行 ECB 年底前再降息機率偏低。歐元區國家債務負擔沉重，惠譽並因此調降法國信評等，不利歐債殖利率。</p> <p>觀察：歐洲國家製造業是否回溫；地緣政治風險是否擴大並影響供應鏈；法國新政府能否有效執行削減支出。</p>
日本	▼	<p>分析：日本政壇波動再起，未來貨幣政策方向不明；惟通膨持續在政策目標 2%以上，日銀 BOJ 升息壓力未減。</p> <p>觀察：美日利差可能收斂是否增加日圓升值壓力；新任首相對貨幣及財政政策態度；美日貿易協議對日本經濟衝擊。</p>
投資級公司債	■	<p>分析：美國點陣圖顯示年內尚有 2 碼降息空間，明後年亦有利率調降空間，投資級公司債與美債利差約 70-90 點，適合在降息環境收息及賺利差。惟大而美法案的投資抵減誘因，預期提升企業發債意願；不排除籌碼快速增加將拉寬與美債利差的可能性。</p> <p>觀察：川普關稅政策是否為一次性影響或不確定性風險拖累經濟成長；投資級債券與美債利差變化以及資金流動性是否再緊縮。</p>
非投資級公司債	▲	<p>分析：美國科技公司對 AI 資本投入不減，相關議題預期拉升股市及與股市正相關性高之非投資級債券價格報酬。聯準會再啟降息，資金尋求相對高息資產。</p> <p>觀察：俄烏地緣政治風險是否再升溫；川普是否再加大關稅稅率及稅基，進而拉高經濟衰退風險；市場資金流動性是否縮減。</p>
新興市場債	▲	<p>分析：聯準會再啟降息，加上美國債務比例偏高問題未解，拉高資金分批佈局當地貨幣新興債券誘因，以分散美元資產風險。</p> <p>觀察：中國與美國的貿易關稅協議；美國關稅政策對新興國家的衝擊。</p>

展望：▲加碼 ▲微幅加碼 ■ 中立 ▼微幅減碼 ▼ 減碼

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第貳貳肆號

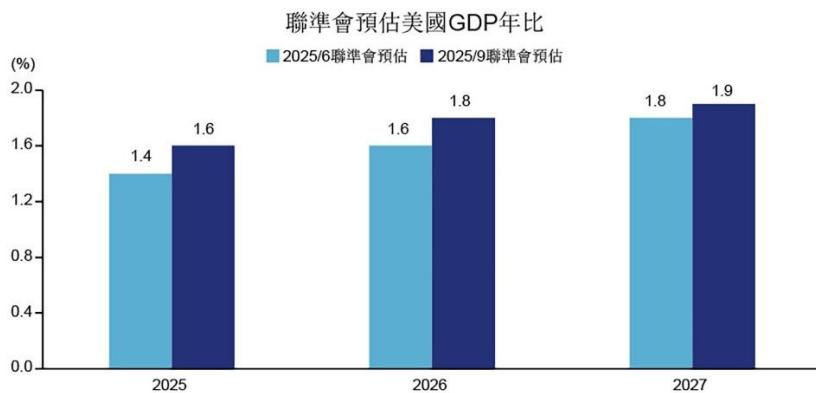
股票市場

美國關稅不確定性消彌、經濟數據表現穩健，加上 AI 投資不斷，科技相關族群有望繼續引領大盤走勢。

美歐日市場 受貿易協議簽屬與企業財報普遍優於預期等利多消息影響，投資人對軟著陸的信心也進一步提高，美股成長動能延續。歐元區整體經濟動能有限，股市缺乏明顯上行驅動，惟金融股因歐洲央行暫停降息，利差環境支撐銀行獲利，成為歐股主要支撐來源，使整體表現大致持平。美日達成貿易協議，出口不確定性降低，加上日銀暫緩升息，日幣升值走勢趨緩有利出口產業，經濟下行風險降低，日股創歷史高點。總計全球成熟市場指數第三季上漲 6.96%。

近期，美國非農就業成長放緩、失業率微升與企業招聘意願走低，讓聯準會將重心轉向勞動市場降溫的風險，根據美國勞工部統計，8 月非農就業僅增加 22,000 人，遠低於市場預期，顯示就業擴張動能明顯減弱，同期失業率 4.3%，較前次略有上揚，雖以長期失業率來看，現在的數值仍屬低點，但考量美國總統川普上任以來，移工的流出，失業率恐有低估的可能性，為此認為 9 月聯準會因勞動市場的趨緩而預防式的降息具合理性，且若勞動市場再惡化不排除未來連續降息的可能。此外，最新公布的經濟數據則呈現出另一面相對穩健的訊號，8 月零售銷售額月增 0.6%、年增 5.0%，核心零售亦成長 0.5%，消費支出仍持續增長，對美國經濟有利，加上聯準會在 9 月的經濟預測中，上修了美國未來數年的 GDP 成長展望，2025 年上調至 1.6%，2026 年與 2027 年也分別上調至 1.8% 與 1.9%，這代表決策官員對經濟韌性也保持樂觀的看法，軟著陸的可能性進一步提高。產業方面，輝達宣布將斥資 50 億美元購入 Intel 普通股，並與 Intel 合作開發數據中心與個人電腦的晶片架構，結合輝達的 AI 加速堆疊與 Intel 在 x86 生態系的基礎優勢。同時，輝達亦與 OpenAI 簽署戰略協議，計畫在未來建置至少 10 吉瓦的 AI 運算系統，並投入高達 1,000 億美元於硬體與系統建設。隨著 AI 產業持續擴張，上下游科技鏈有望受惠，科技板塊仍將是美股第四季的核心焦點。

聯準會上修 GDP，經濟下行風險下降，經濟軟著陸機率提高，有望支撐美股上行。



資料來源:聯準會9月經濟預測摘要,2025/9

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第零貳肆號

歐元區 7 月貿易順差降至 124 億歐元，較去年同期的 185 億歐元明顯縮小。出口僅年增 0.4%至 2,515 億歐元，反映美國與亞洲需求回暖有限；進口則成長 3.1%至 2,391 億歐元，因企業在庫存消耗後重啟原料採購，進口增速快於出口，使順差持續收斂，由於德國、荷蘭等主要經濟體出口占整體經濟逾四成，順差縮窄凸顯對經濟的壓力。在這樣的環境下，第二季 GDP 僅季增 0.2%，內需與投資動能不足，而勞工成本仍維持 3–4%的年增幅，增加企業負擔。不過，通膨已降至 2.4%，接近歐洲央行目標，能源儲備充足，降低冬季價格飆升風險；就業市場亦維持低失業率，對家庭消費形成支撐。另一方面，法國財政赤字仍是潛在風險，Fitch 預估 2025 年赤字將達 GDP 的 5.5%，遠高於歐元區中位數 2.7%，新任總理勒科爾尼能否推動財政調整仍存不確定性，增加市場對中長期債務可持續性的擔憂。展望未來，若美國降息後需求逐步回升，加上亞洲供應鏈修復，歐元區出口可望緩步改善；但進口可能持續偏強，短期內貿易順差恐仍維持收斂格局。整體而言，歐股展望中性：缺乏明顯上攻動能，但通膨趨緩與就業穩健將避免大幅下行。

日本第二季實質 GDP 意外上修，年率上修至 2.2%，遠高於初值的 1%，主要因消費支出優於預期，關稅影響較原先預期輕微。美日經過數月談判正式達成協議，美國對大部分日本進口產品包括汽車與相關零組件等，徵收 15%關稅，不須疊加稅率，另外日本對美國承諾 5500 億美元投資以及加大美國農產品採購。日本關稅條件與歐盟相當且優於其他亞洲國家，低關稅優勢有助日本出口，更提振消費者信心，9 月消費者信心指數來到 35.3，創今年來新高水準，日本經濟有望回溫。在全球經濟前景及美國加徵關稅的疑慮下，日銀 2025 年初以來暫緩升息，若經濟表現符合預期，日銀將繼續推動貨幣政策正常化，以及日本薪資連年增長，有助內需消費進入正向循環，惟需注意首相石破茂 9 月宣告辭職，政治不確定性將使日本股市及匯市短期出現波動。

歐元區進出口出現分化，短期順差縮減，但隨外需回暖與庫存調整，貿易有望逐步改善



資料來源：歐盟統計局(Eurostat)，2025年9月發布。

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

新興市場 美中談判打破僵局，川普與習近平進行第二次通話，政治緊張稍緩，加上中國AI相關企業匯聚投資人氣，帶動陸股氣氛多頭。受惠AI需求持續看俏，台韓科技出口大幅成長，尤其台灣出口已連續22個月正成長，帶動內需及整體經濟明顯轉佳，基本面及資金動能持續看好。MSCI新興市場指數第三季上漲10.08%。

中國經濟多項數據表現放緩，其中8月工業增加值年增5.2%，消費品零售年增3.4%，出口增幅降至4.4%，增速皆出現下滑，消費者物價指數(CPI)年減0.4%，生產者物價指數(PPI)年減2.9%，顯示中國依舊處於通縮困境，然而股市卻表現亮眼。政府集中資源推動AI行業發展，中國AI產業進入高速發展期，本土處理器性能大躍進，華為AI處理器最為代表，新秀寒武紀業績亦呈現爆發，百度、阿里、騰訊大幅加碼AI資本支出，中國AI夢拉抬股市投資氣氛。另外，川普與習近平通話，就TikTok議題、兩國貿易、俄烏戰爭展開對話，並且將在10月底韓國舉辦的亞太經濟合作會議(APEC)碰面，以及川普計劃在明年訪問中國，惟未來若出現變數，將增添市場波動。台灣主計處上修今年經濟成長率至4.45%，較5月預測大幅增加1.35%，受惠AI新興科技應用需求持續強勁，台灣出口連續22個月正成長，8月出口年增34.1%，即使遭遇美國關稅影響，仍創下歷年單月新高，貿易順差刷新單月紀錄，擴大至168.3億美元；出口成長結構主要還是由高科技產品帶動，塑橡膠、基本金屬、礦產品則出現衰退；不過，因為基期較高，今年經濟成長率預計呈現前高後低趨勢，明年經濟成長率預估為2.8%。台積電再創歷史高價，帶領台股站穩2萬5千點，台廠AI供應鏈業績長紅，股市基本面及資金動能持續看好；惟美國商務部長表示希望美國可自主生產先進半導體，台積電目前掌握超過7成的全球市佔率，美國希望台美晶片產能五五分，隨著台積電對美投資額擴大，需觀察供應鏈移轉對台灣整體經濟影響。

因為基期較高，今年經濟成長率預計呈現前高後低趨勢，明年經濟成長率預估為2.8%



以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

債券市場

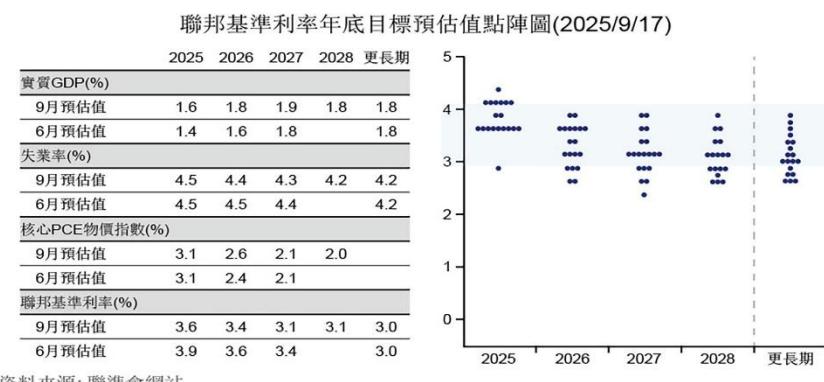
川普關稅紛擾持續進行到年底、債務議題再度搬上談判桌，聯準會啟動預防性降息；第四季債券波動度上揚。

美國總統川普在8月初公布與貿易對手國協商後的新對等關稅稅率，其中歐元區、英國及日本稅率明顯調降至10%-15%，有效激勵市場投資信心，加上美中兩國又達成停止互課對等關稅90天協議，關稅不確定性在Q3下滑，金融風險偏好上揚。美國聯準會主席在Q3利率會議中均表示關稅影響通常僅為一次性，加上聯準會關注的通膨數據未大幅飆漲，8月核心PCE物價指數持平在2.9%，以及非農新增就業數據大幅下修、美國勞動力市場供需同步走低等，聯準會便順勢將市場關注力由通膨導向勞動市場趨緩，並在9月開啟今年首次調降聯邦基準利率1碼至4.0%-4.25%。

美國勞工統計局9月下修2024/4~2025/3非農新增就業人數共91.1萬人，相當於月均下修約7.6萬人，創下有紀錄以來最大下修規模；數據透露美國勞動力市場可能未如市場預期強勁，同時在總統川普的移民與關稅政策雙管齊下，勞動市場供需皆走低。金融市場原先預期Fed將積極降息，惟FOMC會議決議僅降息1碼，且表示此為風險管理式降息，並非因應衰退。觀察會後釋出的點陣圖及經濟數據發現，Fed成員僅小幅下修未來3年降息路徑，長期中性利率依舊維持在3%不變，同時，由FOMC成員上修2025-2027年的實質GDP、調降明後兩年的失業率預估值，以及聯邦利率在2027年底都還在3%之上等訊息判斷—Fed此次降息理由實非看壞美國經濟；未來勞動就業數據是否上修，更吸引債市投資人眼球。

美國聯邦債務負擔沉重，公共債務/GDP比例在Q2已達118.98%；臨時支出法案在10月初再度到期，債務上限議題重回到白宮與參眾議院談判桌。總統川普1.0時期即有因資金預算問題讓政府關門3次經驗，最長一次是持續36天，而根據美國國會預算辦公室CBO估計，當時政府功能停擺導致

美國聯準會調升2025~2027年的實質GDP預估值、調降2026~2027年失業率預估值；顯見9月降息考量點並不在“經濟衰退”。同時，由點陣圖可看出，未來3年目標利率區間集中在3%~4%，“積極降息”目前尚非聯準會成員考量選項。



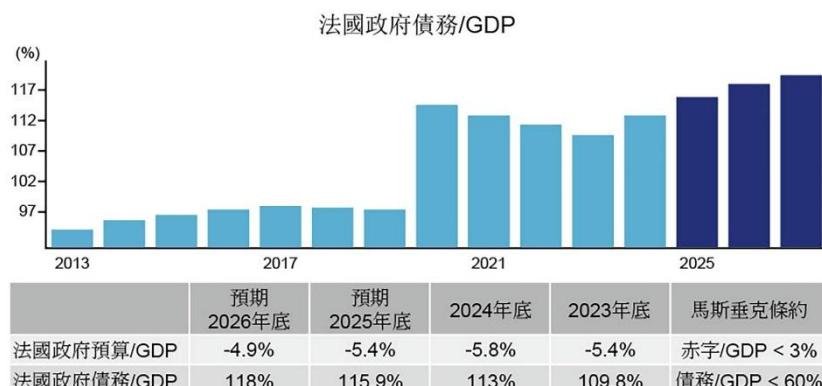
以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

經濟產出減少約110億美元；不過那時的金融市場反應不大，因為聯準會主席鮑爾正在進行“預防性降息”。2025年Q4在川普2.0時代下的白宮再度面臨關門威脅，惟在進行今昔對比下，發現2025年比2018-2019年情況更為嚴峻。首先，美國債務負擔已較當初更形沉重、以大型科技股推高的美股估值不低，再來是川普總統本次似乎不積極進行溝通協調、並且不惜以解僱聯邦雇員當籌碼；如果朝野僵局時間過長，經濟衰退的風險以及美債再遭降評的機率可能會大幅拉高。另外，美國財政部帳戶餘額TGA在9/30當天雖已補足到8,900億美元，超過2025年目標且可支應政府一段時間的必要運作，聯準會Fed也在9月開啟預防性降息策略，惟Fed隔夜逆回購交易量近乎枯竭，難以再經此釋出流動性，預期可能是本季美債殖利率波動度偏高原因之一。

歐洲央行ECB上季維持原利率未降息，因為關稅衝擊導致通膨風險微幅上揚，加上9月標普全球公布的綜合PMI指數增至51.2的景氣擴張區、以及Q2GDP擺脫零成長等正向經濟訊號。歐元區主要大國正面臨與美國同樣的債台高築窘境，法國更因債務/GDP比例年年攀高、財政改革受阻而遭惠譽國際信評公司降評，歐債殖利率整季走高。考量年底前川普關稅紛擾未停，以及ECB利率態度趨謹慎，第四季歐債殖利率難有過多向下空間，並且不排除市場再度挑起“調降債信”議題。

本季金融市場持續受川普關稅政策搖擺及擴大課稅稅基等因素干擾，同時白宮臨時支出法案陷僵局、美元流動性下滑隱憂、以及地緣政治風險未降等，預期年底前債券殖利率波動幅度不小，信用債券與美債利差有擴大機率。惟根據美國利率點陣圖顯示仍有預防性降息空間，優質高息債券有投資誘因，適合長期投資者逢低分批布局。

法國政府債務負擔沉重，佔GDP比重遠超過60%，預算赤字/GDP亦大於3%；債券評等下調影響未來籌資成本。



資料來源：法國國家統計與經濟研究所, *Tradingeconomics*網站, 2025/9

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

外匯市場

美元流動性稍偏緊張，加上美國債務協商議題再度放上檯面，避險需求預期拉升美元指數。

美元 美國勞動力市場的成長動能意外趨緩，失業率微幅回升，提供聯準會 Fed 降息理由；金融市場快速反應 Fed 可能積極降息機率，美元指數上季跌破 100。惟美國零售銷售數據仍佳、AI 資本投入持續且 Q2GDP 修正值上調至 3.8% 等正面經濟數據，顯示美國經濟離衰退之路仍遙，Fed 定調此次降息為風險管理式降息，美元指數走穩回升。第四季美國債務上限議題重回檯面、川普關稅政策的適法性將面對聯邦法院審議，預期牽動金融市場投資情緒；美元亦將發揮避險貨幣角色。同時，截至 9/30，美國聯準會隔夜逆回購交易量已不到 500 億美元，隔拆利率亦微幅高於準備金利率，顯示年底前美元流動性稍偏緊張，第四季的美元指數向下風險因此預期偏低。

日圓 標普全球公布日本 9 月製造業 PMI 終值 48.5，低於 8 月份的 49.7，下跌幅度為自 3 月份以來幅度最大且已連續第 14 個月落於景氣榮枯線之下；推測其下跌主因來自於整體新訂單的急劇減少，尤其受到中國需求放緩和美國加徵關稅的影響。2025 上半年日本由消費、觀光及企業投資撐起經濟成長率，Q2GDP 季增率達 0.3%，連 5 季呈現正增長，透露服務業帶領經濟走出谷底訊息。上季日本米價房租飆漲，9 月東京核心通膨因此在電費大幅走跌下仍有 2.5% 年增率；通膨連續 41 個月以上高於政策目標 2%，日銀有貨幣正常化壓力。惟考量日本自民黨 10 月初舉行大選，新任黨魁即新任首相，預期上任初期政策做多機率偏高，日銀升息時程或將延宕；日銀未放棄調升利率選項，並且在年內美日利差預期再收斂前提下，日圓升值軌道逐步成形。

人民幣 中國官方在十一國慶日前，高調宣傳第十四個五年(十四五)計畫提早達標；中國國務院新聞辦公室召開“高品質完成十四五規劃”系列主題新聞發佈會，公佈其亮眼成績單；同時以今年 Q1 和 Q2GDP 達 5.4% 和 5.2% 為底，預期今年 GDP 將可順利達目標 5%。中國陸續釋出政府政策成功對抗國際緊張局勢並享經濟榮景等相關報導，人民幣匯價在 Q3 微幅升值。惟觀察其實體經濟，房地產市場尚未回暖、電動車供過於求凸顯政府過度補貼後的副作用、以及中央政府可能要求國有銀行及政策銀行對地方政府提供貸款，以解決地方政府龐大債務問題等，判斷中國國內內需依舊疲軟，銀行不良貸款金額持續增加以及金融體系脆弱事實。同時，美中雙方上季雖達成 90 天關稅歇兵共識，惟美國川普持續對出口至中國的晶片及半導體設限，預期相關貿易關稅限制仍對中國經濟造成負向衝擊。中國人行維持寬鬆流動性方向不變，Q4 人民幣匯價難有升值力道。

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

歐元 歐元區主要國家債務佔 GDP 比例遠高於馬斯垂克條約規定的 60%，其中又以法國的 128.4% 最為市場擔憂，惠譽國際信評公司並因其債務過高調降法國信評一級。另外，德英法 3 國在 2025 年的失業率雖然未再隨央行寬鬆降息政策走低，歐元區製造業也持續位於景氣收縮區，但觀察其今年以來的薪資年增率微揚、通膨預期且因關稅衝擊偏上行風險，歐洲央行 ECB 因此在 Q3 兩次利率會議皆決議暫停降息，歐元相對美元一度升值到 1.185；隨後因美國 Q2GDP 終值上修至 3.8%，美元走強而歐元始回落至 1.165 附近。除了關稅對物價的衝擊漸顯外，標普全球公布歐元區 9 月綜合採購經理人指數初值上揚至 51.2，優於預期且為連續第 9 個月出現擴張，以及其 Q2GDP 終值季增 0.1% 年增 1.5% 等顯示其經濟溫和正成長數據，判斷本季歐洲央行 ECB 要再降息刺激景氣的機率不高，美歐利差收斂亦壓抑歐元相對美元貶值空間。

歐元區 Q2 實質 GDP 年增率達 1.5%，物價與薪資年增率未降且微幅回升，削弱歐洲央行 ECB 繼續降息理由。



-END-

以上資訊僅供參考，不作為任何投資依據，本公司不作任何保證或承諾。本公司將儘量提供投資者正確之資訊，若仍有疏漏或誤載之處，無須負任何責任。

全球證券投資顧問股份有限公司

電話：(02)2748-1766 | 傳真：(02)2748-1755 | 地址：110台北市信義區市民大道6段288號9樓之一
一百一十一金管投顧新字第零貳肆號