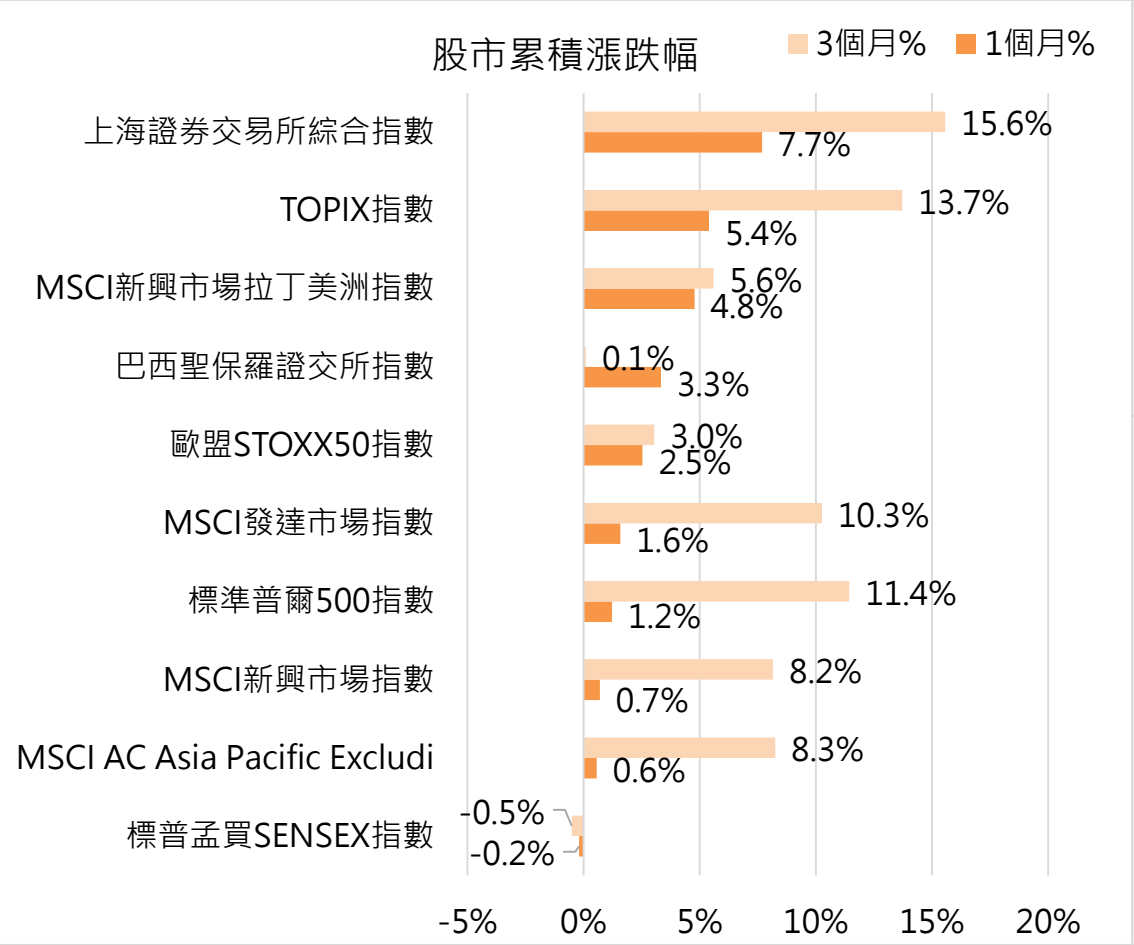
王道市場洞悉 O-Insight

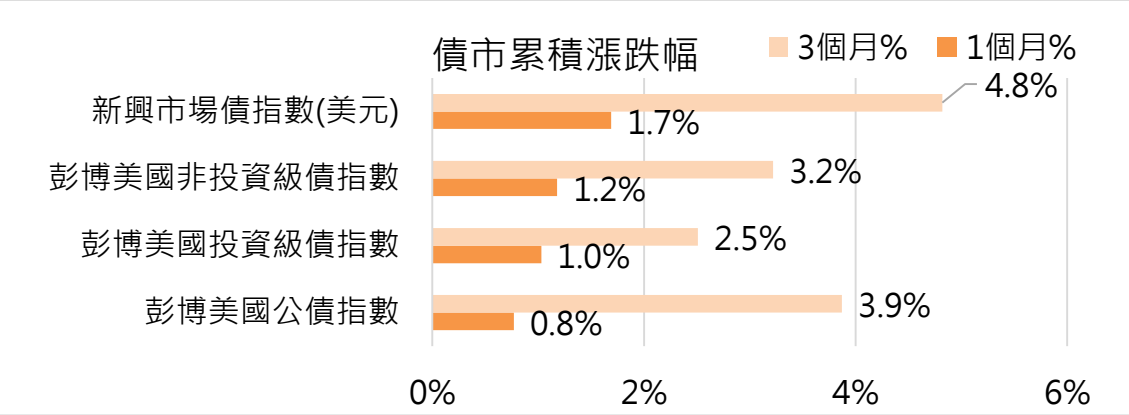
Sep. 2025

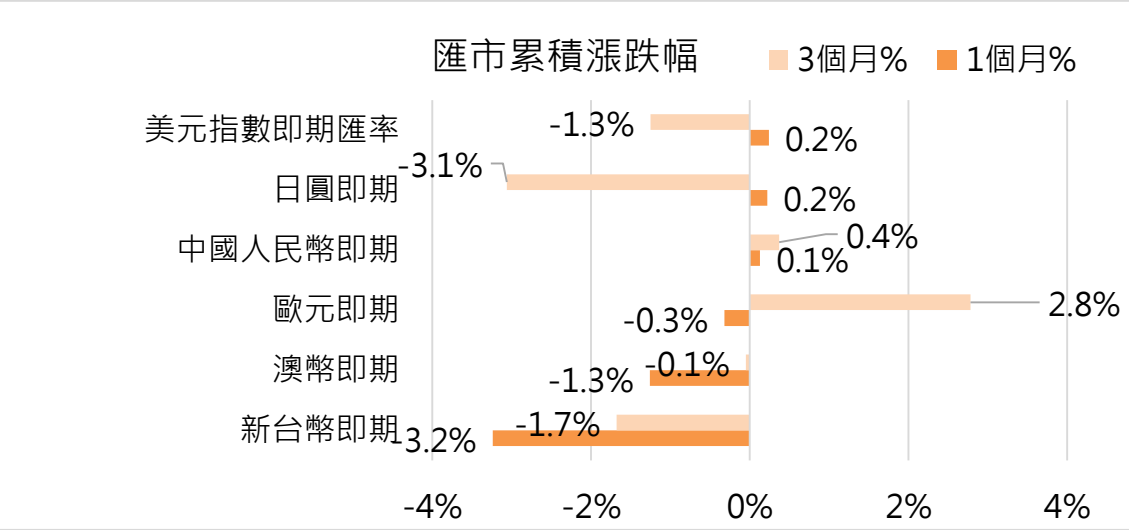
BANK 王道銀行

全球金融市場表現

1. 全球經貿不確定性降低，關稅收入及對美投資、減稅法案、降息以及TACO交易，支撐對美股信心。
2. Powell演講偏向鴿派，預估年底前及後續有降息空間，有利於中長期債市的表現。







央行大事紀

	2025年8月	2025年9月	2025年10月
美國		9/18 FOMC利率會議	10/31 FOMC利率會議
歐洲	8/28 歐洲央行利率會議	9/25 歐洲央行利率會議	10/27 歐洲央行利率會議
	8/7 英國央行銀行利率	9/18 英國央行銀行利率	
日本		9/19 日本央行利率會議	10/30 日本央行利率會議
其他市場	8/12 澳洲央行利率會議	9/30 澳洲央行利率會議	

王道市場洞悉 O-Insight

全球股市 - 已開發市場

全球股市 - 新興市場

商品市場解讀

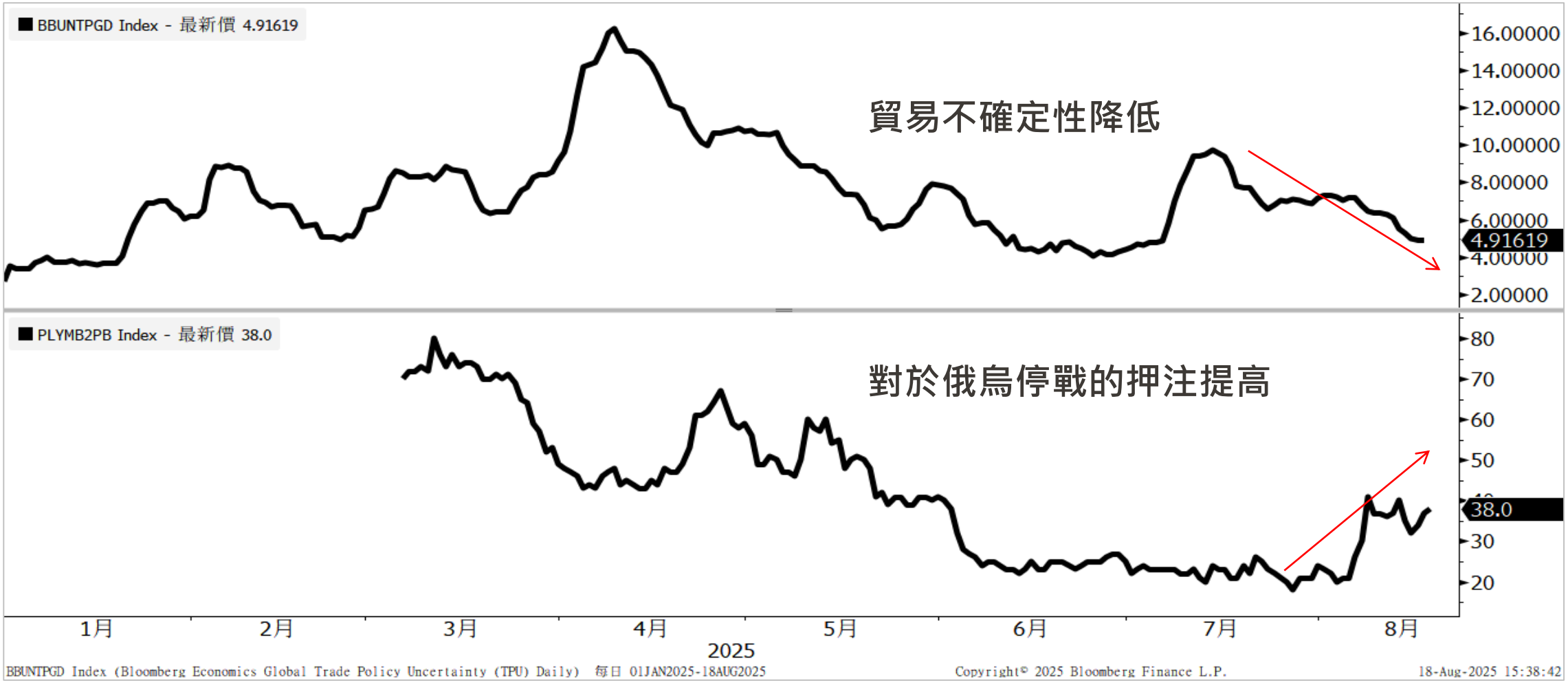
債券市場解讀

投資市場評等

總結

市場	展望
股市	➢ 全球經貿不確定性降低，而地緣政治風險俄烏戰爭目前正在談判中。 ➢ 美國就業與產業展望回落，惟部分物價指標略回升，整體景氣展望基本趨勢從悲觀的Q2，經過7~8月有所回升，但尚未回復到4月前對等關稅前的水準。 ➢ Fed Powell將於全球央行年會演講立場偏向鴿派，此為9/18 FOMC是否降息的重要指引，此外也需要更多數據去確認。 ➢ 近期市場熱烈討論下一任聯準會主席人選，不過我們認為無論是誰擔任下屆主席都將會相當程度去執行川普鋼鐵般的降息意志，預期明(2026)年整體FOMC 立場將更偏鴿派。 ➢ 美股趨勢中長期持續偏正向，主因(1)美國景氣趨平緩而非衰退，企業獲利表現尚佳，(2)有降息、減稅及各國承諾投資美國等資金湧入題材，(3)TACO交易的支持。 ➢ 台股中長期由中性轉看好，主因半導體被豁免關稅及營運穩健，權重4成將續推升大盤。 ➢ 日股短線受惠關稅相對低及比價效應；印度與美中關係不佳，且關稅偏高，較不看好印股。
固定收益	➢ 過往降息前殖利率偏下，降息後半年也是偏下的機率較高，維持對高殖利率債券之投資建議，主因市場處於 Risk on模式，具有較高的利率緩衝，故債券價格表現相對穩定。
匯市	➢ 美元未來幾個月盤整或偏弱(在風頭浪尖上)，但中長期匯價預期將保持穩定，主因: (1)各國匯入(2)美元必須穩定才有助於美債融資。新台幣升值的壓力大幅緩解。
商品	➢ 油價漲跌空間不大 大約每桶60~65美元左右。

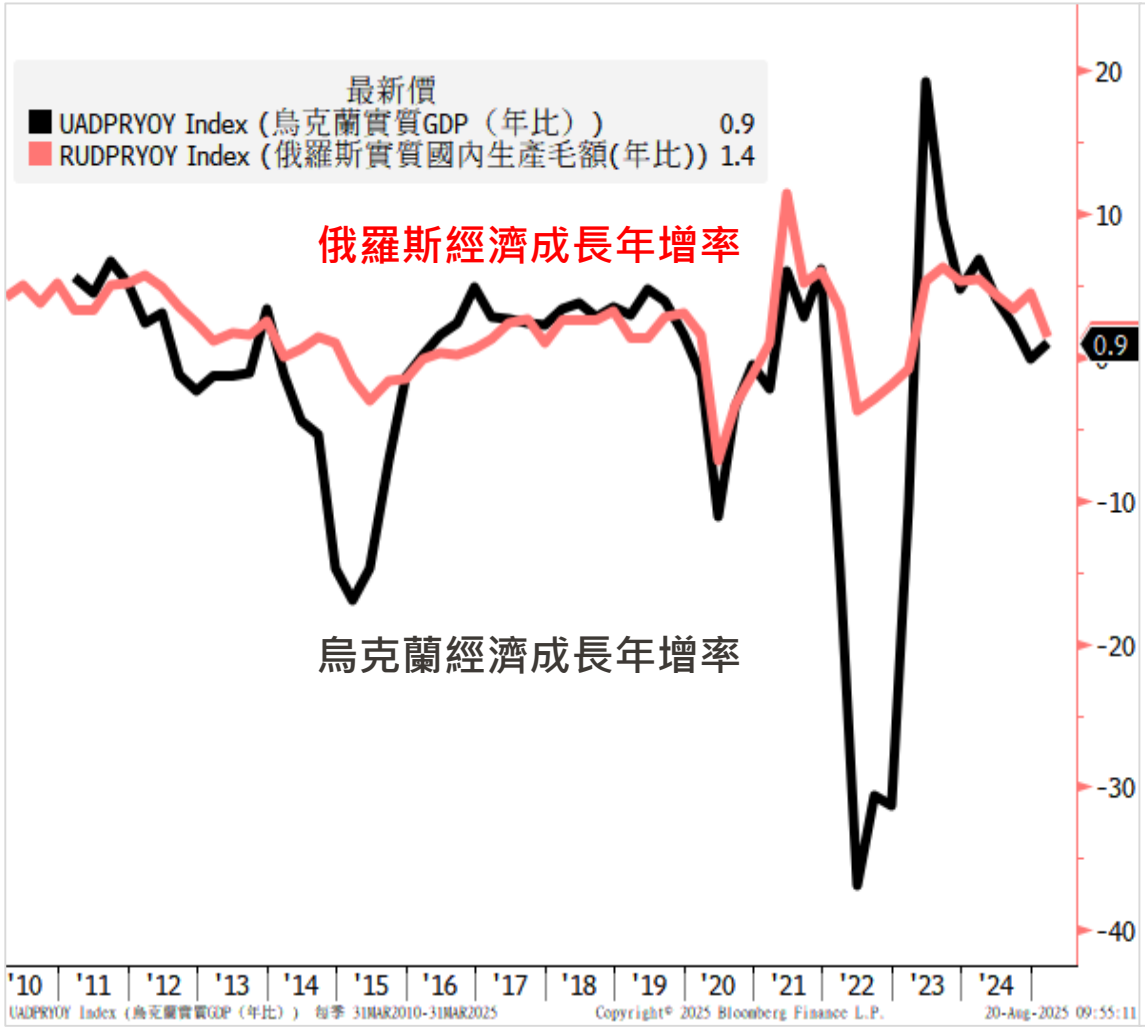
全球經貿不確定性降低

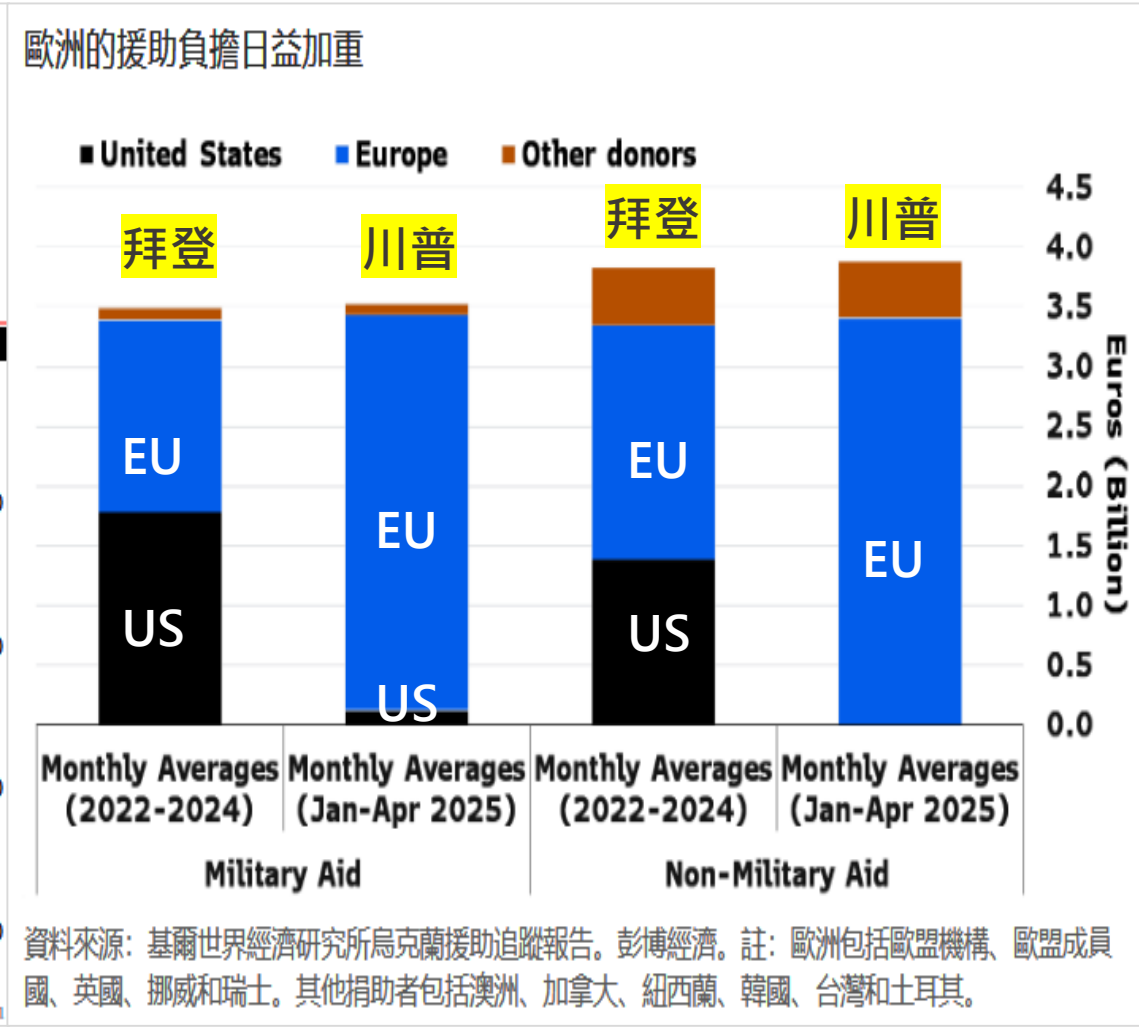


圖\表 資料來源:Bloomberg

地緣政治風險-俄烏戰爭在談判中 看起來不容易解決

過去三年平均每個月都有700~800億的軍事及非軍事協助 但川普上台後對烏援助已大幅減少





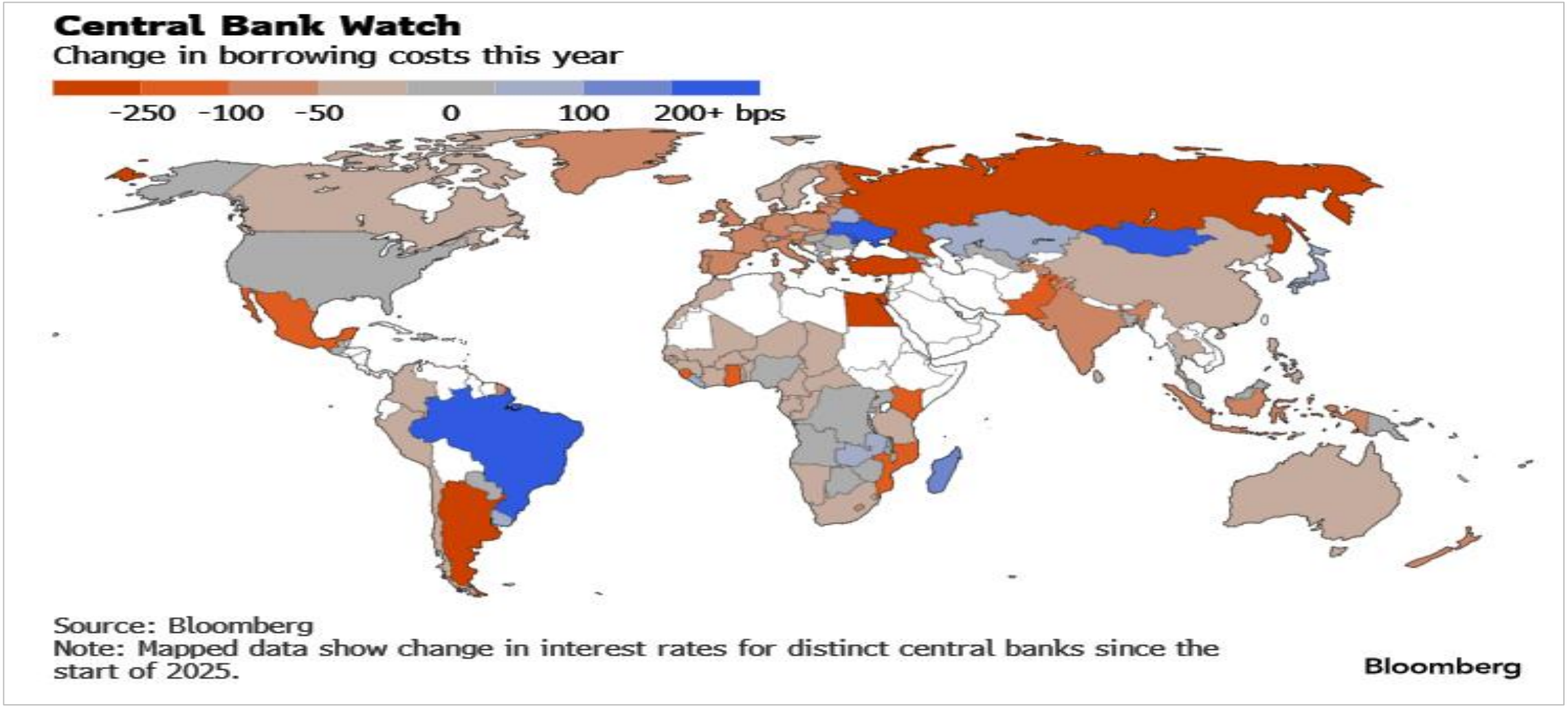
資料來源: 基爾世界經濟研究所烏克蘭援助追蹤報告。彭博經濟。註: 歐洲包括歐盟機構、歐盟成員國、英國、挪威和瑞士。其他捐助者包括澳洲、加拿大、紐西蘭、韓國、台灣和土耳其。

和平的代價從來都不便宜 也沒有捷徑

傳出烏克蘭承諾付1000億美元保護費(歐洲資助的形式) 購買美國武器換安全保障
且烏克蘭被要求放棄部分領土以及不准加入北約 目前戰況對俄羅斯較有利 要達成協議不太容易

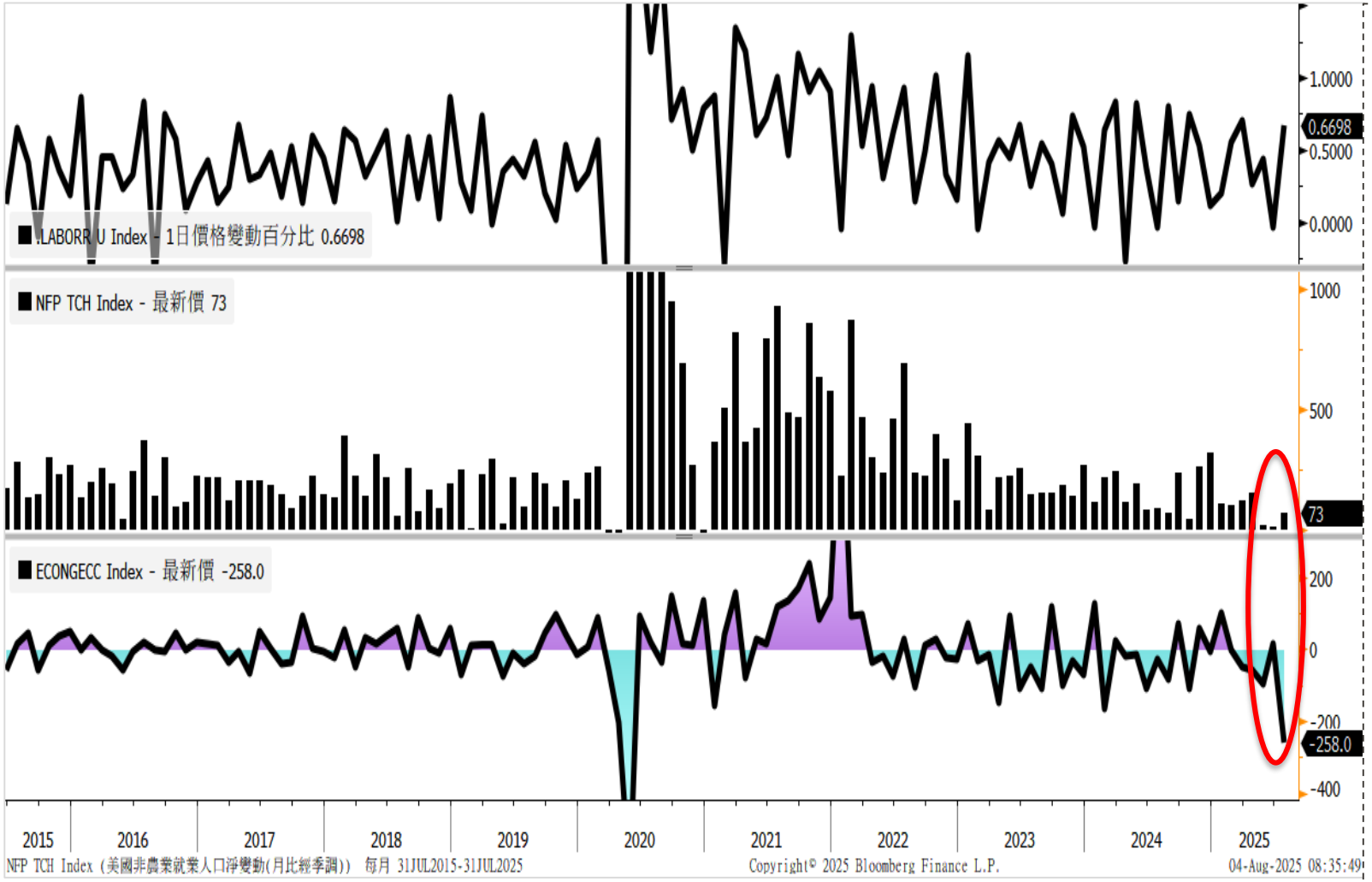
國家	立場
烏克蘭	推測烏克蘭希望回到2022年俄烏戰前的領土範圍，可以加入北約，並得到美國歐洲的保護與支持及獲長久和平。
俄羅斯	俄羅斯之前2014年已經佔領克里米亞，2022年俄烏戰爭又佔領烏克蘭東南部，合計已經累積佔領達到烏克蘭領土1/5，**普丁過往曾表達出對於重返舊”大蘇聯榮耀”以及對領土擴張的狂熱意圖**(1991年底蘇聯解體)。
美國	➢ 要美國保護就要**給錢**，希望烏克蘭購買美國武器，歐洲各國要多付錢給北約並增加軍費。 ➢ 川普希望**停戰**，可以拿**諾貝爾和平獎留名**。 ➢ 認為烏克蘭現在不停戰以後會損失更多，表示俄羅斯才是大國，烏克蘭必須接受現實。

今年以來全球多數國家仍處於降息



美國7月就業表現轉弱 且此前數據也大幅下修

等於連續三個月就業轉差 下次FOMC 9/18之前 尚有8月就業及物價報告可供參考



- **過去三個月(5~7月)新增非農僅1.9萬 1.4萬 7.3萬人(平均僅3.5萬人左右)**，其中5~6月合計修正減少25.8萬人，過去三個月表現遠不如 2024/5~2025/4每月增加15.8萬人。
- **隨後川普因上述的就業數據不佳(認為他操縱數據)而開除發布該數據的勞動統計局(BLS)**局長麥克恩塔弗，引發市場譁然，一般認為本次數據修正幅度大的主因季節性因素或企業回復率偏低。

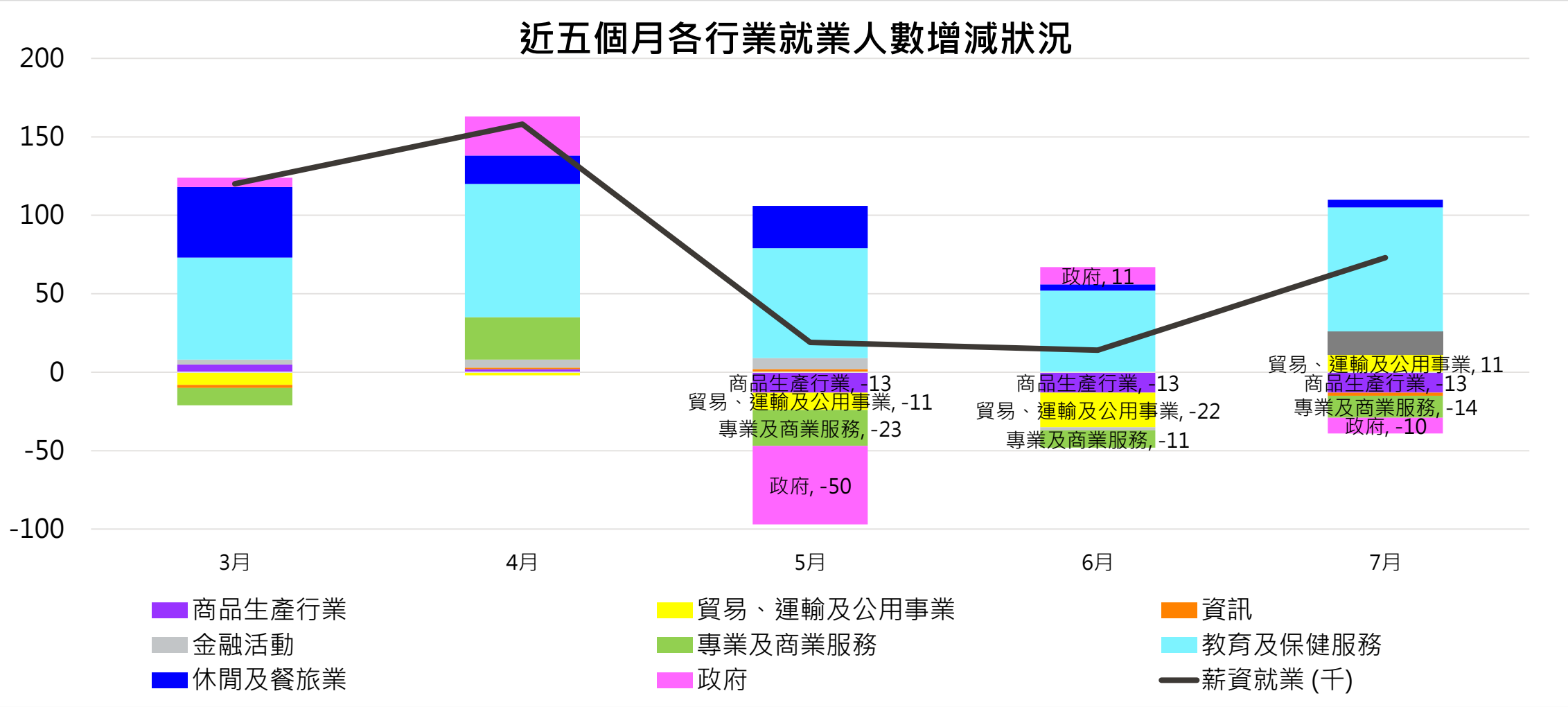
1.所以只要數字不好看就可以解雇人?

2.勞動統計局是美國重要數據發布單位，以後發布數據將可能不夠真實
(以後就業都會很好? 物價會很低? 所有數據變成川普希望看到的樣子)

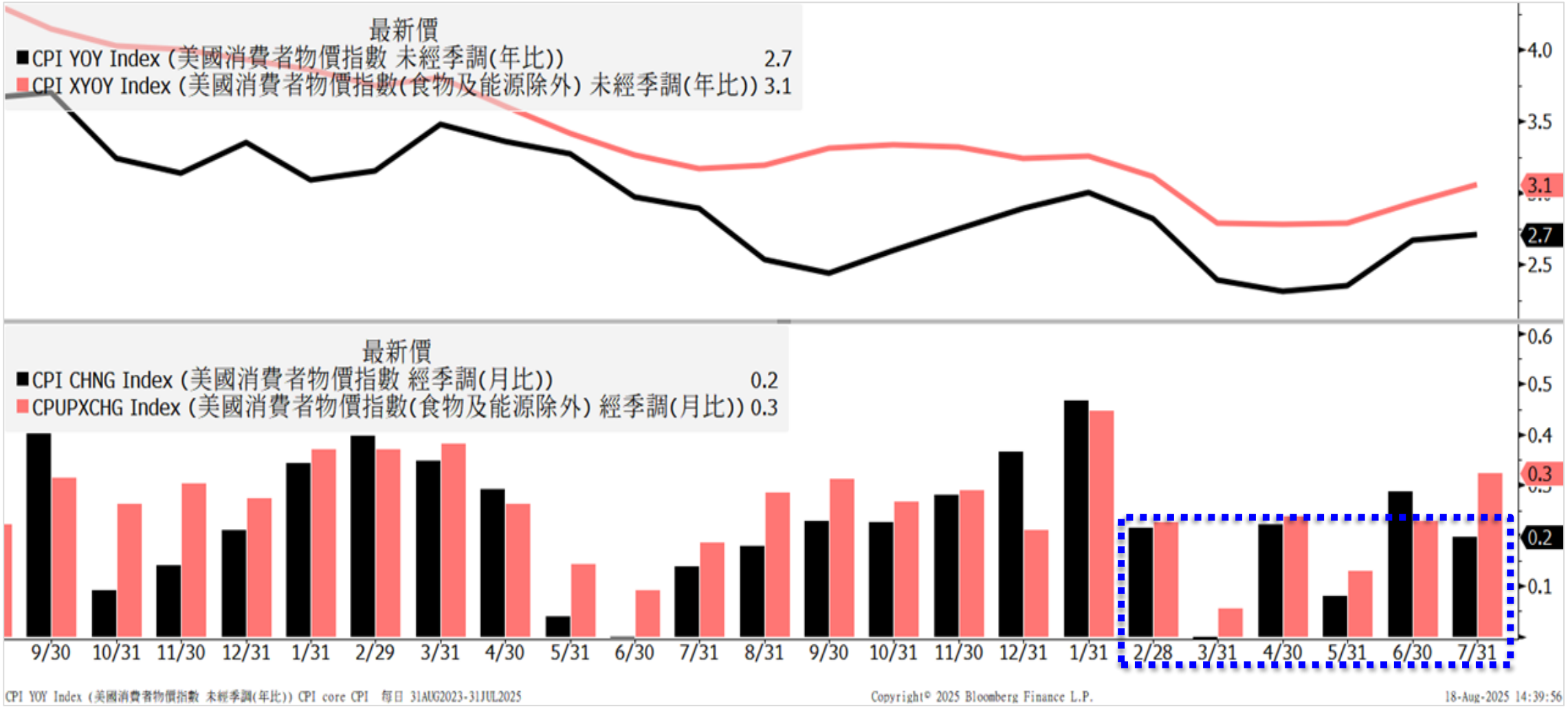
3.如果就業數據都很好 如何降息?

- 另外，又有一位Fed理事辭職，川普更可以安排屬意人選。

就業主要減少的行業 來自政府裁員及貿易部門相關



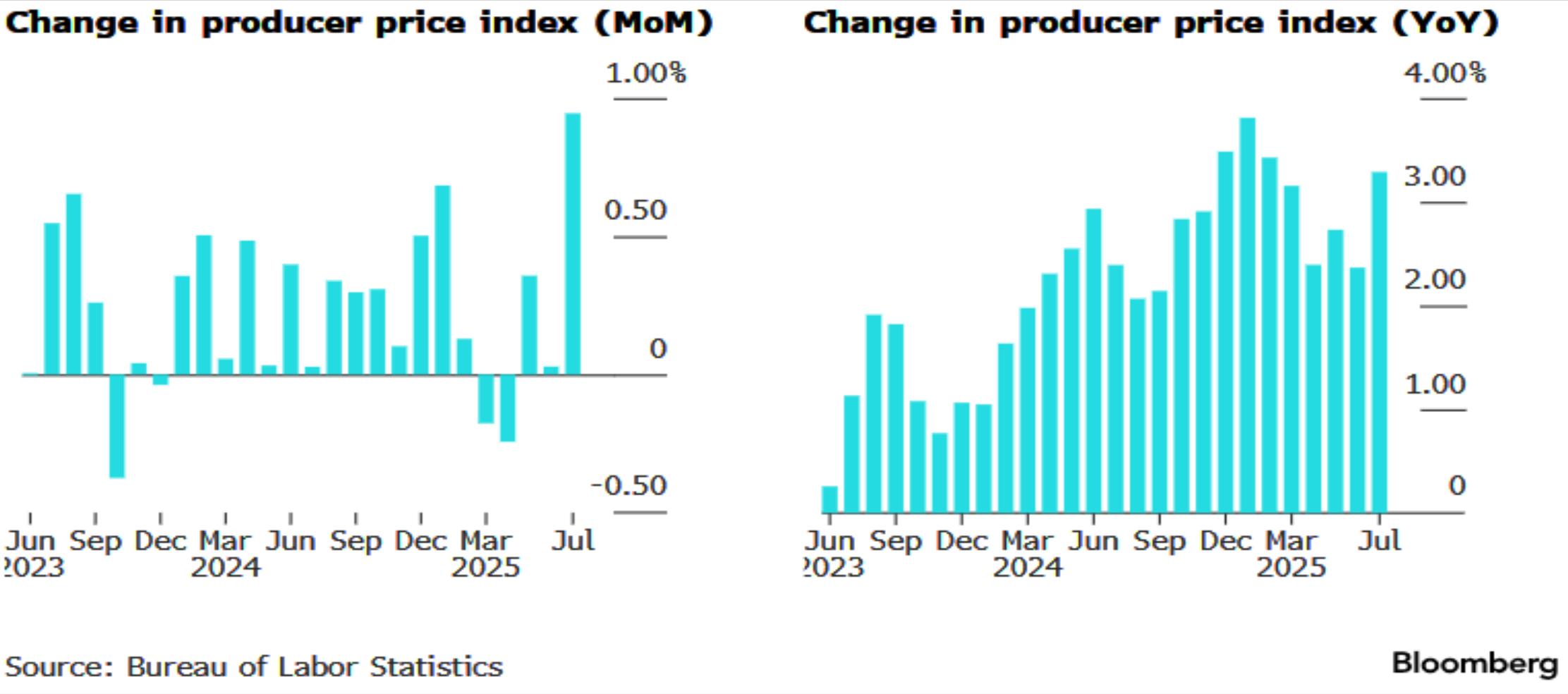
7月核心通膨略偏高



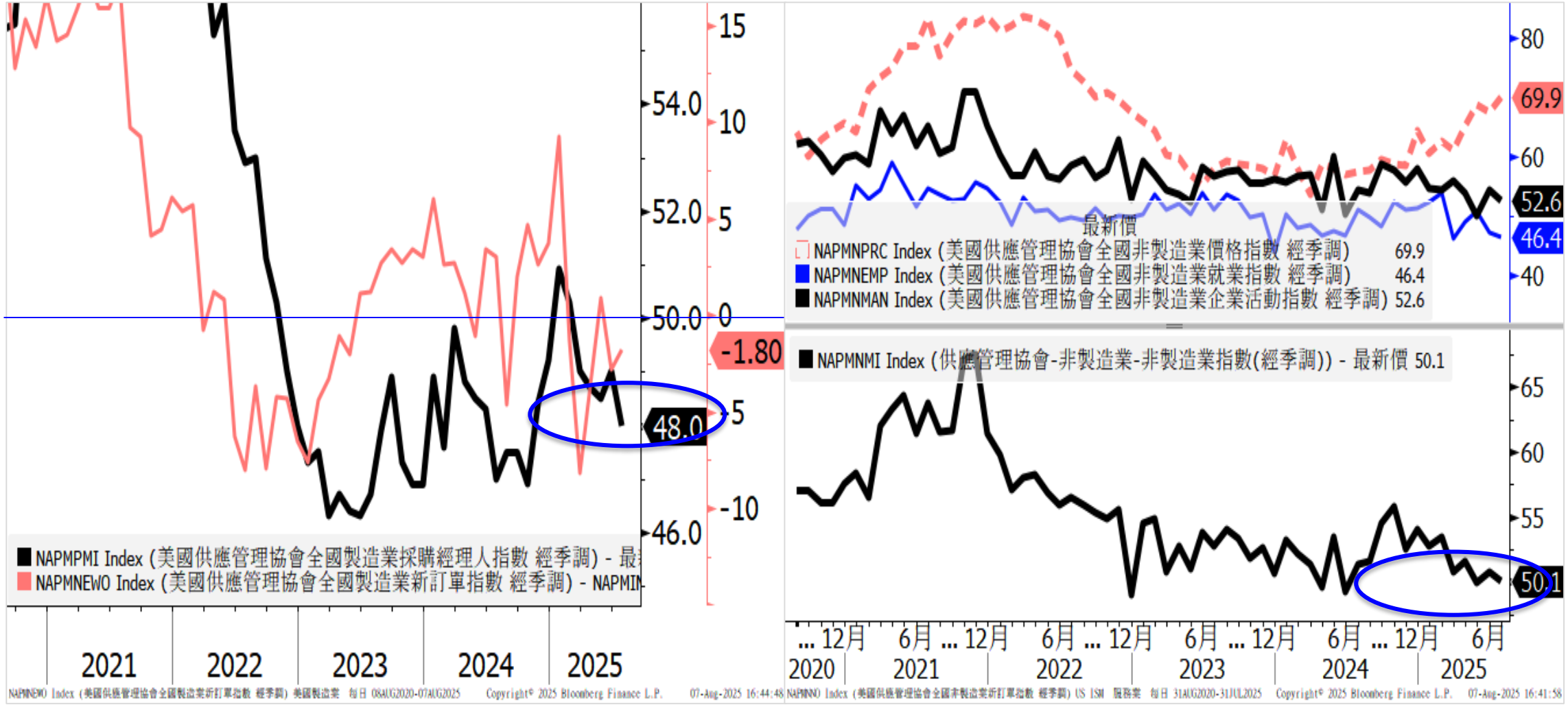
圖\表 資料來源:Bloomberg

生產者物價(PPI)反彈

後續還要看生產者是否能夠轉嫁給消費者 以及關稅效應是否為一次性
如果無法大幅度轉嫁或是關稅僅一次性效應 則對於終端消費者物價影響則較為有限

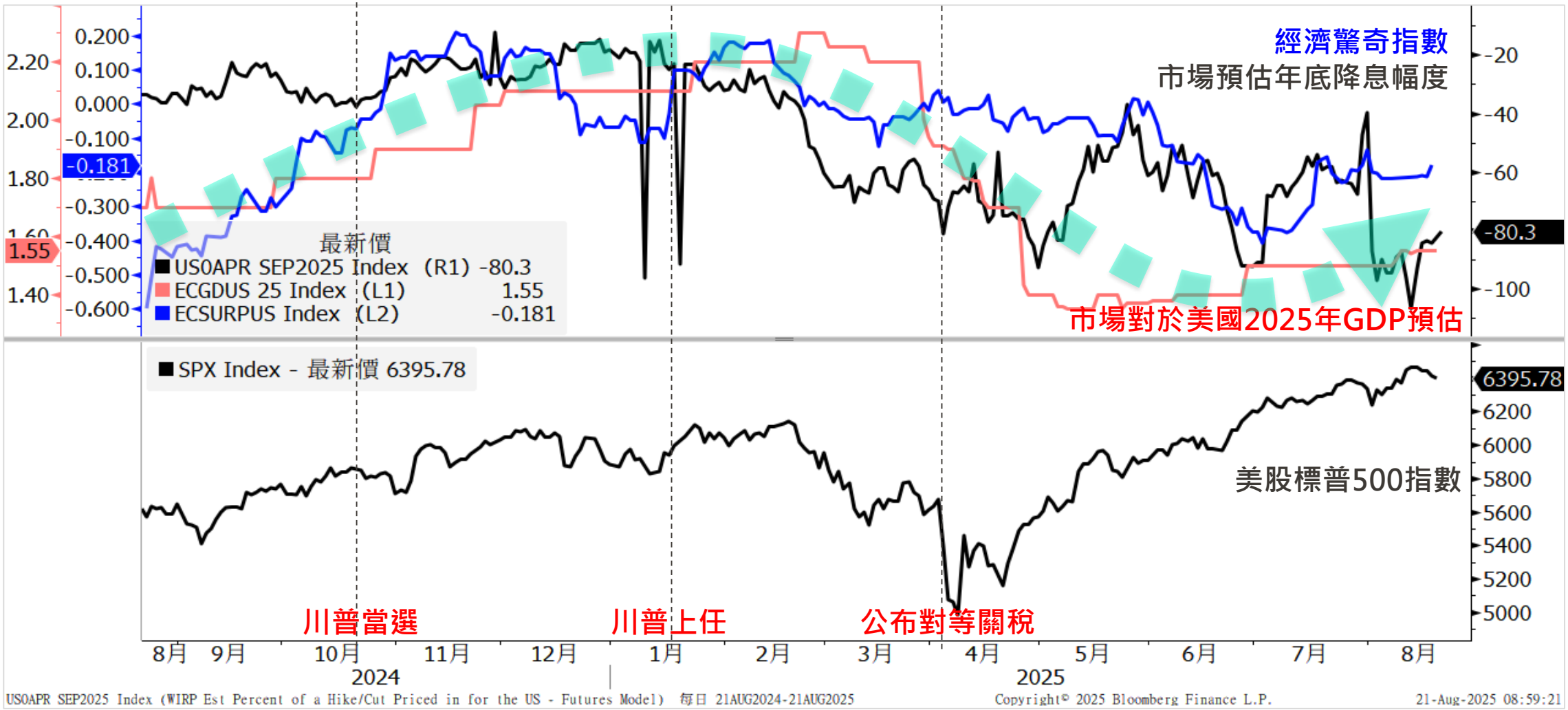


被關稅戰折騰數月 製造及服務業展望連袂轉弱



美國景氣展望趨勢 從悲觀Q2，到7~8月有所回升

但尚未回復到4月對等關稅之前的水準 美股則率先反應創高



圖\表 資料來源:Bloomberg

川普對官方機構及市場多方干預 及政治壓力

最終可能使得市場對於官方機構發布數據與決策缺乏信心 長期也將使金融市場更加無所適從

川普決策
對市場及官方機構
等諸多干預

一方面不樂見發佈太差的數據
一方面卻又要求聯準會盡快降息

BLS勞工統計局
統計及發布數據
CPI,NFP,PPI,
進出口物價,生產力,職缺

聯準會根據經濟數據
進行利率決策(FOMC)

干預金融市場
TACO, Trump Put

Powell演講後 近日Fed票委鴿派勢力又略有抬頭

利率期貨市場降息機率又提高　下圖右表紅色表示偏觀望的鷹派 藍色表示偏降息的鴿派

CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities

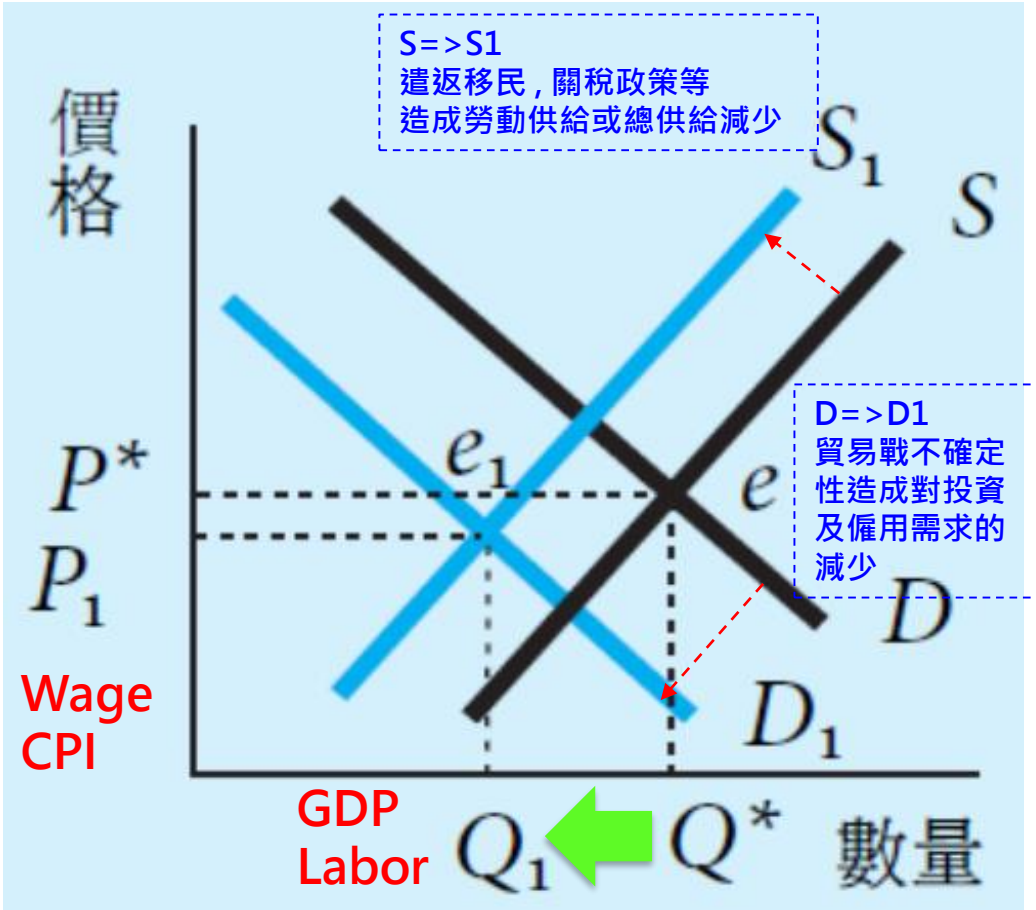
Meeting Date	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.3%	10.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	43.9%	50.7%	5.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	35.1%	49.3%	14.5%	1.1%
2026/1/28	0.0%	18.3%	42.5%	31.2%	7.5%	0.5%
2026/3/18	10.4%	32.0%	36.1%	17.7%	3.5%	0.2%
2026/4/29	18.0%	33.5%	29.6%	12.7%	2.4%	0.1%
2026/6/17	27.1%	31.2%	19.7%	6.6%	1.1%	0.1%
2026/7/29	28.5%	27.4%	15.4%	4.8%	0.7%	0.0%

立場	委員	職位	投票	發表言論
MH	Hammack	分行行長		只要通膨仍然是一個威脅，她就不會猶豫是否要降低利率。
H	Logan	分行行長		
H	Williams	分行行長	★	
H	Musalem	分行行長	★	需要更多數據才能支持降息
H	Schmid	分行行長	★	保持適度限制性的貨幣政策仍然適宜
H	Barkin	分行行長		就業與通膨風險之間的平衡尚不明確
N	Powell	主席	★	政策處於緊縮區間，基準前景和不斷變化的風險平衡可能需要我們調整政策立場。
N	Jefferson	副主席	★	
N	Barr	理事	★	
N	Paulson	分行行長		
N	Kashkari	分行行長		短期內降息可能合適，先行動再調整也比按兵不動好
N	Collins	分行行長	★	通膨面臨上行風險，就業面臨下行風險，9月會議將採取什麼行動還說不准
N	Bostic	分行行長		勞動力市場值得關注，但預計年內只降息一次
D	Cook	理事	★	7月就業報告令人擔憂，可能預示著美國經濟拐點。
D	Goolsbee	分行行長	★	收到的一些通膨報告比我們預期的要溫和，我感覺良好。
D	Daly	分行行長		沒必要在九月降兩碼，但認為今年可能降兩次以上
MD	Bowman	副主席	★	預計今年降息三次
MD	Waller	理事	★	認為觀望態度過於謹慎，政策落後於形勢。

Powell全球央行年會演講 意外轉偏鴿派 提高降息機率

- 他認為勞動供需面均放緩，導致過去三個月新增就業僅增加每月平均3.5萬，低於2024年每月16.8萬個，這種異常情況表明，就業市場的下行風險正在上升，一旦這些風險成為現實，很快就會以裁員人數大幅增加和失業率上升的形式顯現。同時也提到今年上半年GDP成長率顯著放緩至1.2%，約為2024年2.5%增速的一半，可能部分反映了供給或潛在產出成長放緩。
- 對關稅對通膨影響闡述了一些可能性，價格水平只會發生(1)一次性變化，並認為引發(2)物價工資惡性循環的情況似乎不太可能發生，且根據市場和調查數據，(3)長期通膨預期指標似乎仍保持穩定，與2%的長期通膨目標保持一致。
- 由於政策處於緊縮區間，基準前景和不斷變化的風險平衡可能需要我們調整政策立場。

Powell認為總和供需及勞動市場的供需均放緩



全球央行年會後重要經濟數據發布時間

9月FOMC前 仍有一些談話數據需要確認才能做最佳的判斷

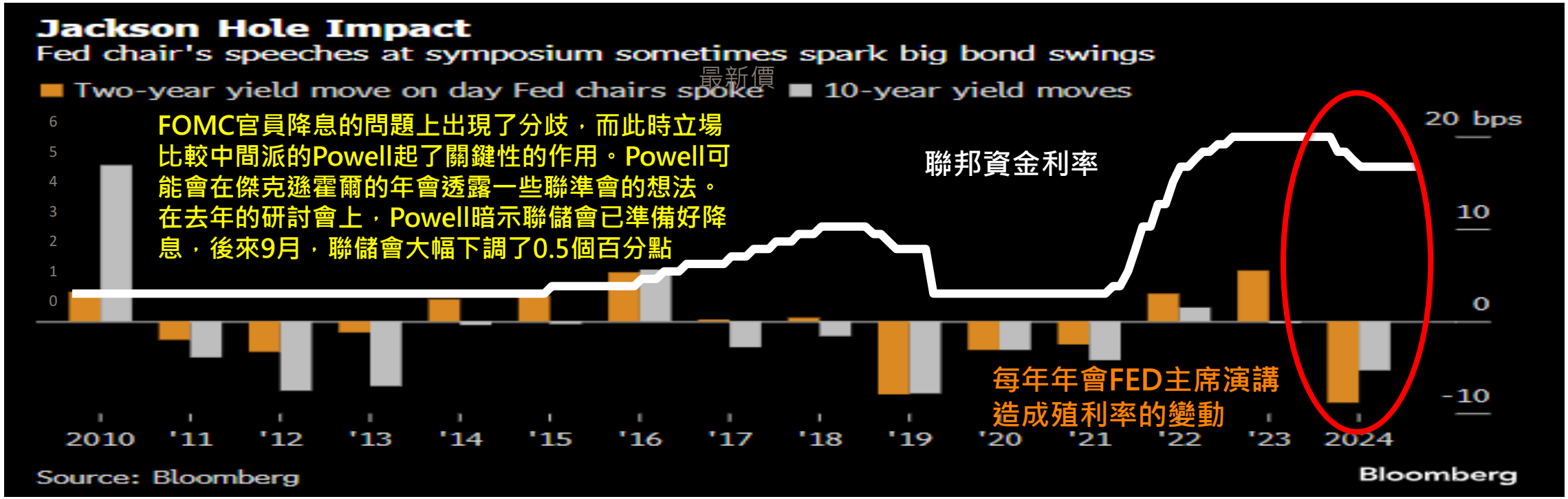
8/22 全球央行年會 Powell演講

8/29 七月 PCE 數據

9/4 八月 就業 報告

9/11 八月 CPI 報告

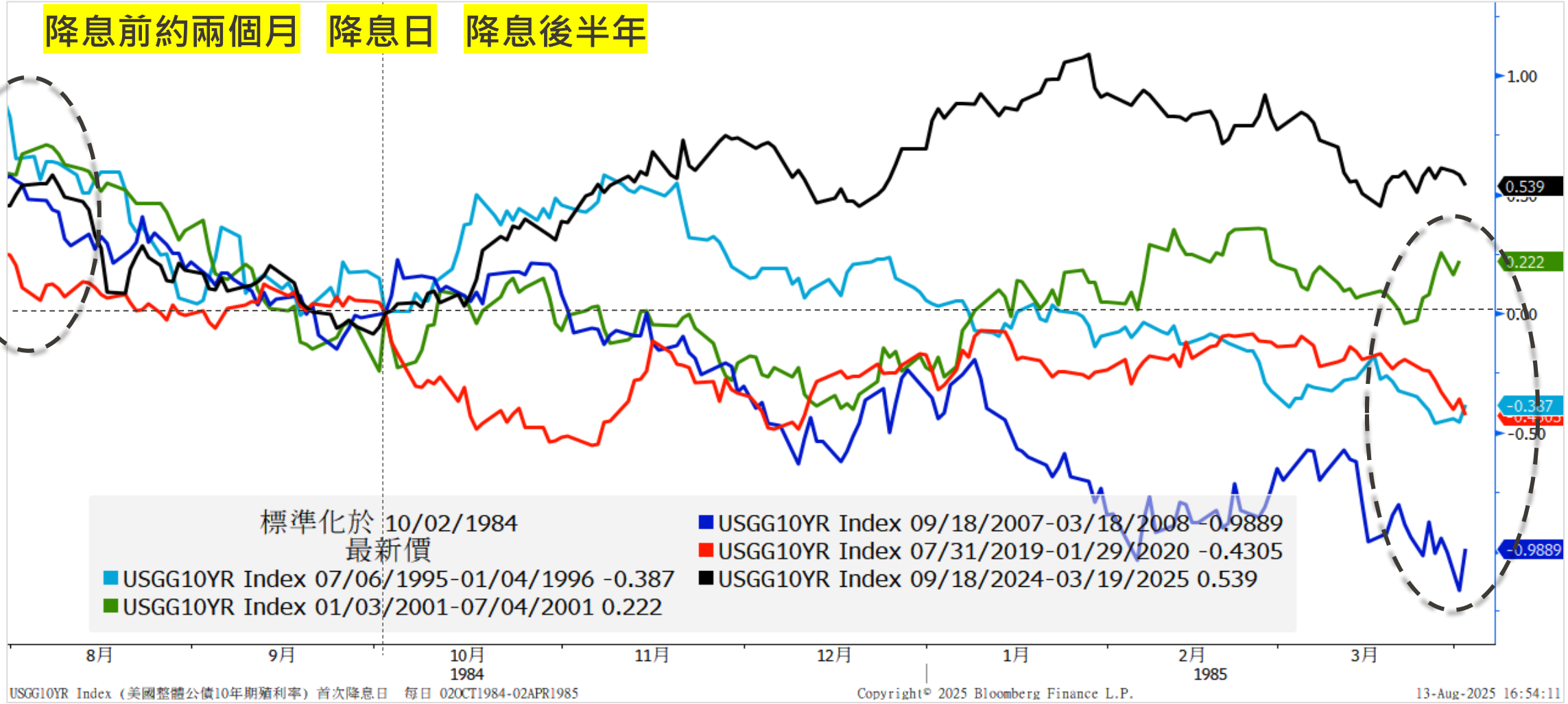
9/18 FOMC



下任Fed主席可能人選：Waller，主張積極降息

- Waller於2009年加入Fed聖路易斯分行擔任研究主管，也曾擔任該行的副總裁，川普2020年提名Waller進入Fed擔任理事至今，不算空降。
- 過去積極為川普關稅政策辯護，他認為關稅是一次性的物價上調，不會造成超出暫時性的通膨。
- Waller 貨幣政策立場被認為是鴿派(而且可能是最鴿派的)，在前次7月FOMC就投票主張要降息，此前六月時受訪表示認為聯準會基準利率比預期的中性水準高出1.25至1.5個百分點。如果六月點陣圖他是最鴿派的Dot的話➔意味著他認為2025年要降三碼到3.5~3.75%。
- Waller也有擔任Fed主席的意願，之前受訪表示如果川普希望他來擔任主席，那他會接受，不過他表示當時川普尚未徵詢。
- 7月底FOMC之後，8/1他發布聲明(解釋為何投反對票)，他認為委員會觀望態度過於謹慎，這種觀望態度未能適當地平衡前景風險，可能導致政策制定落後。Waller表示現在(7月)就可以降息，看看數據如何發展。如果關稅效應不會對通膨造成重大衝擊則可以繼續以溫和的速度降息。如果通膨和就業確實出現顯著的上行則可暫停降息。沒有理由將政策利率維持在當前水平，從而冒著勞動市場下滑的風險。

過往降息前殖利率偏下 降息後半年也是偏下比例較高

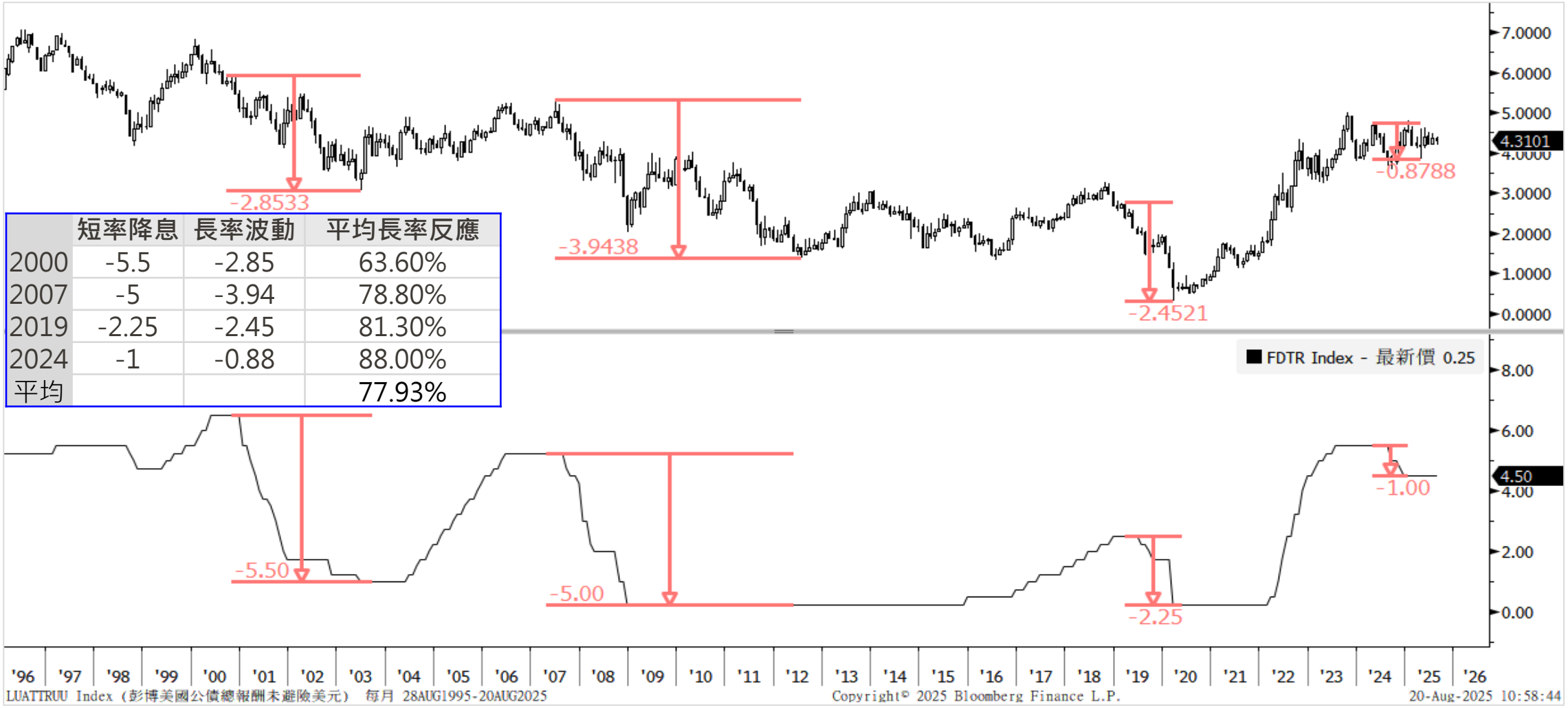


圖\表 資料來源:Bloomberg

過往降息後 波段美債殖利率跌幅 約為短率降幅的7成

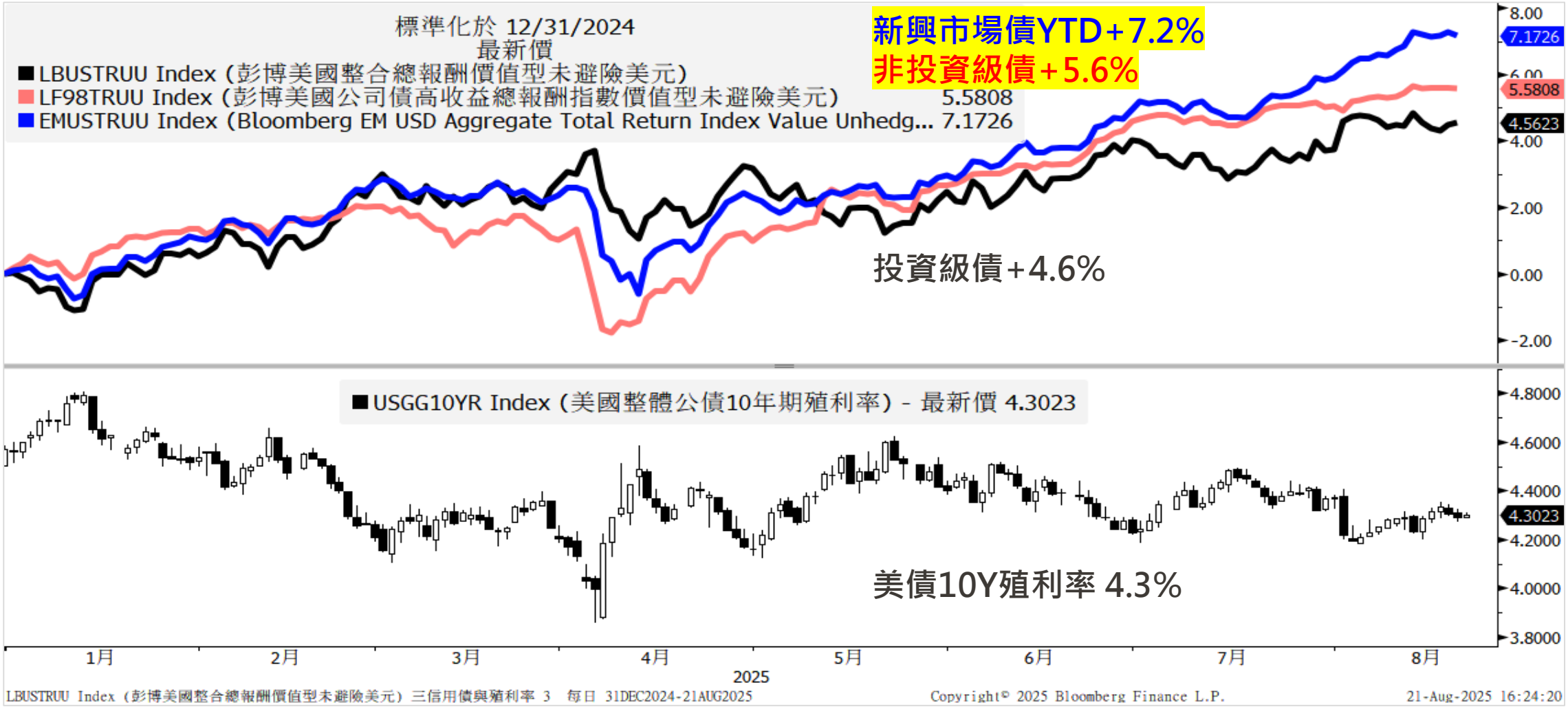
粗略計算假設未來一年降息四碼(一個百分點)=>美債10年殖利率約下跌70點

	短率降息	長率波動	平均長率反應
2000	-5.5	-2.85	63.60%
2007	-5	-3.94	78.80%
2019	-2.25	-2.45	81.30%
2024	-1	-0.88	88.00%
平均			77.93%

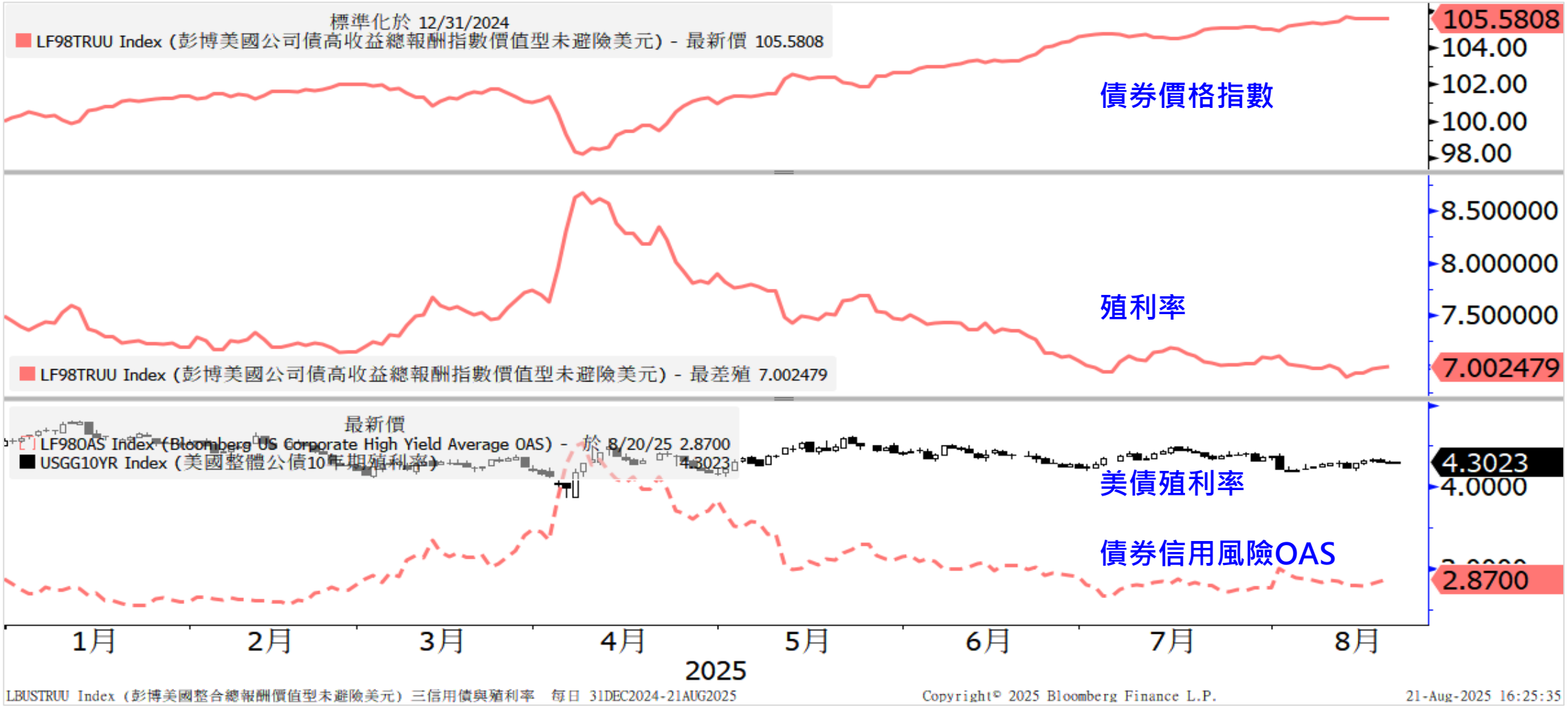


殖利率相對較高的信用債表現相對穩定

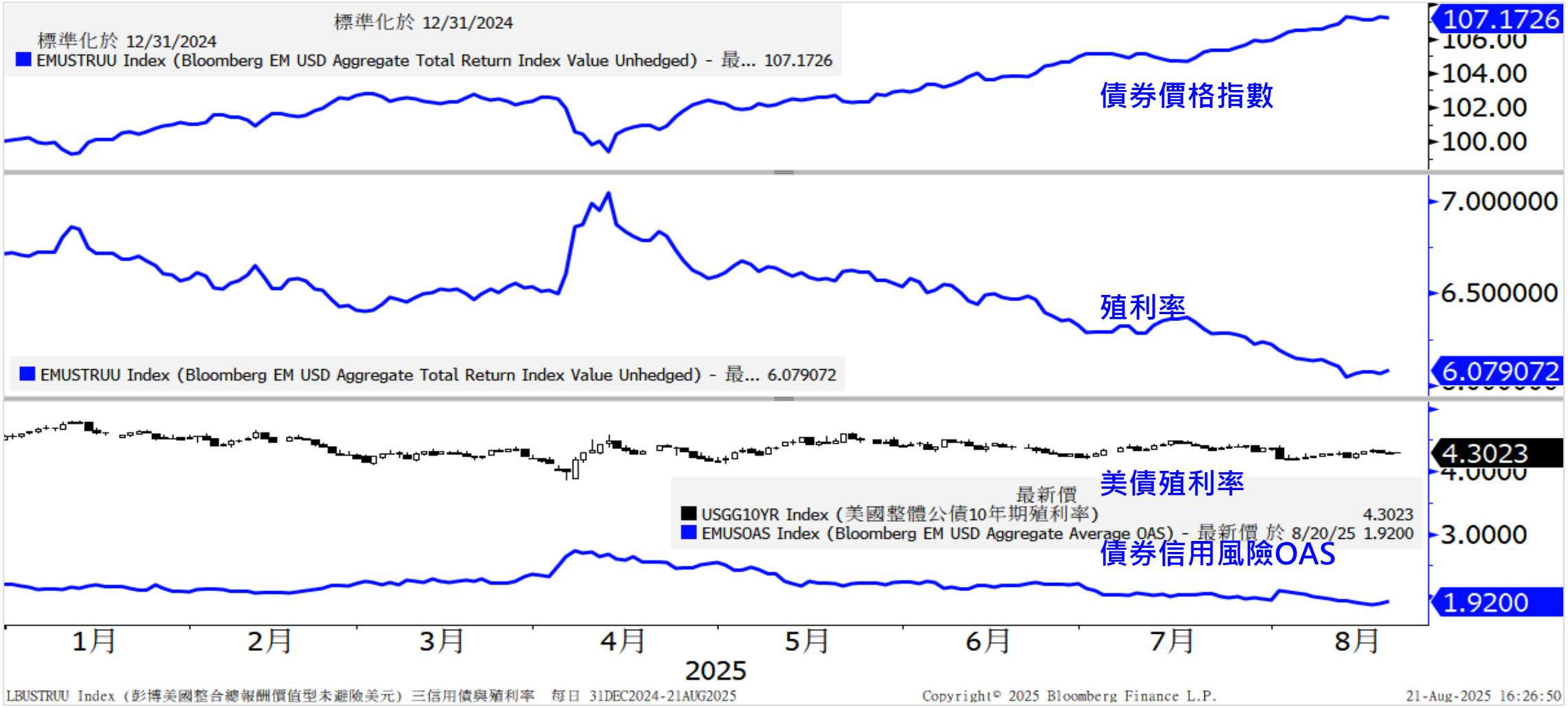
市場重回Risk-on模式 風險性資產相對受惠



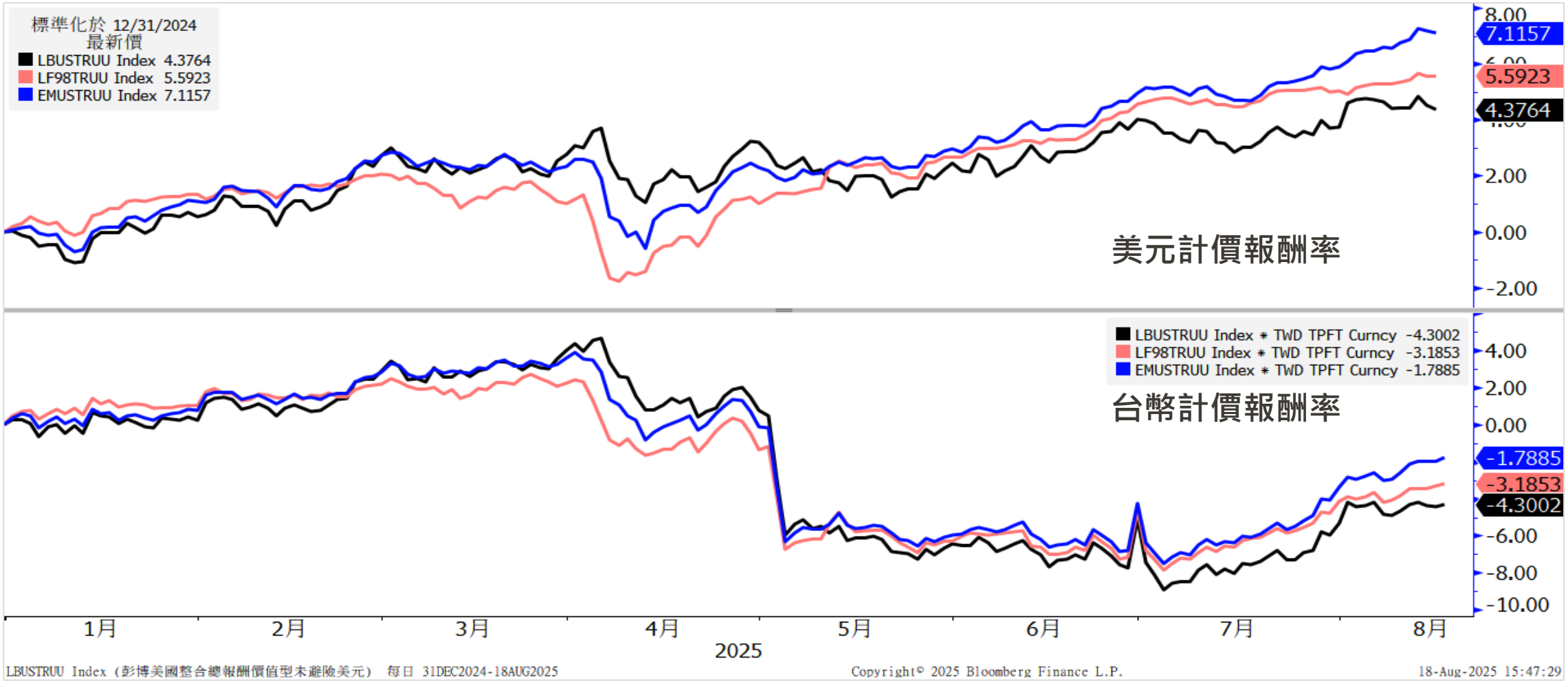
非投資級債殖利率約在7%水準 指數報酬YTD 5.6%



新興市場債殖利率約在6.1%水準 指數報酬YTD 7.2%



由於美元對台幣匯價回升
以台幣計價信用債報酬率緩步回穩



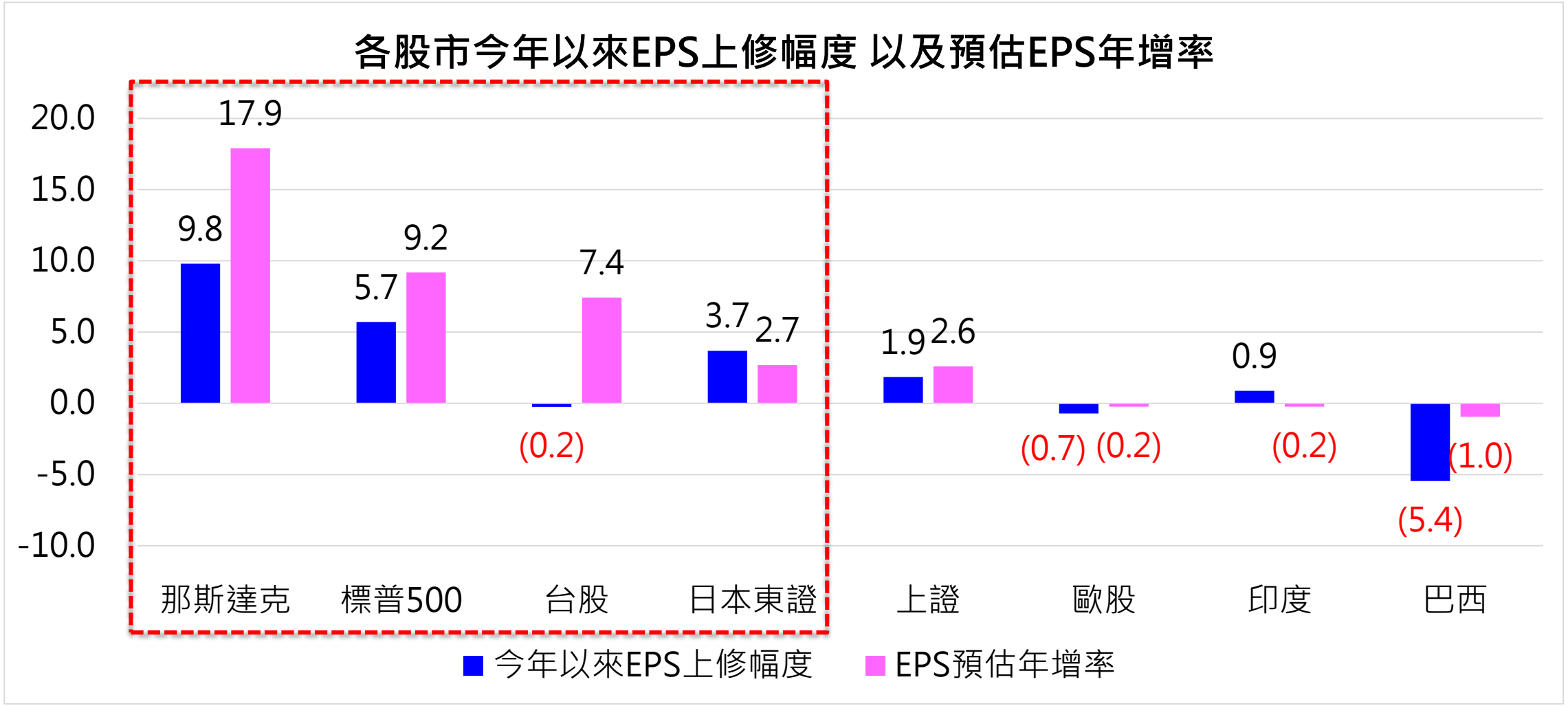
近日美股受關稅及Powell演講利多 而暫停修正

圖\表 資料來源:Bloomberg

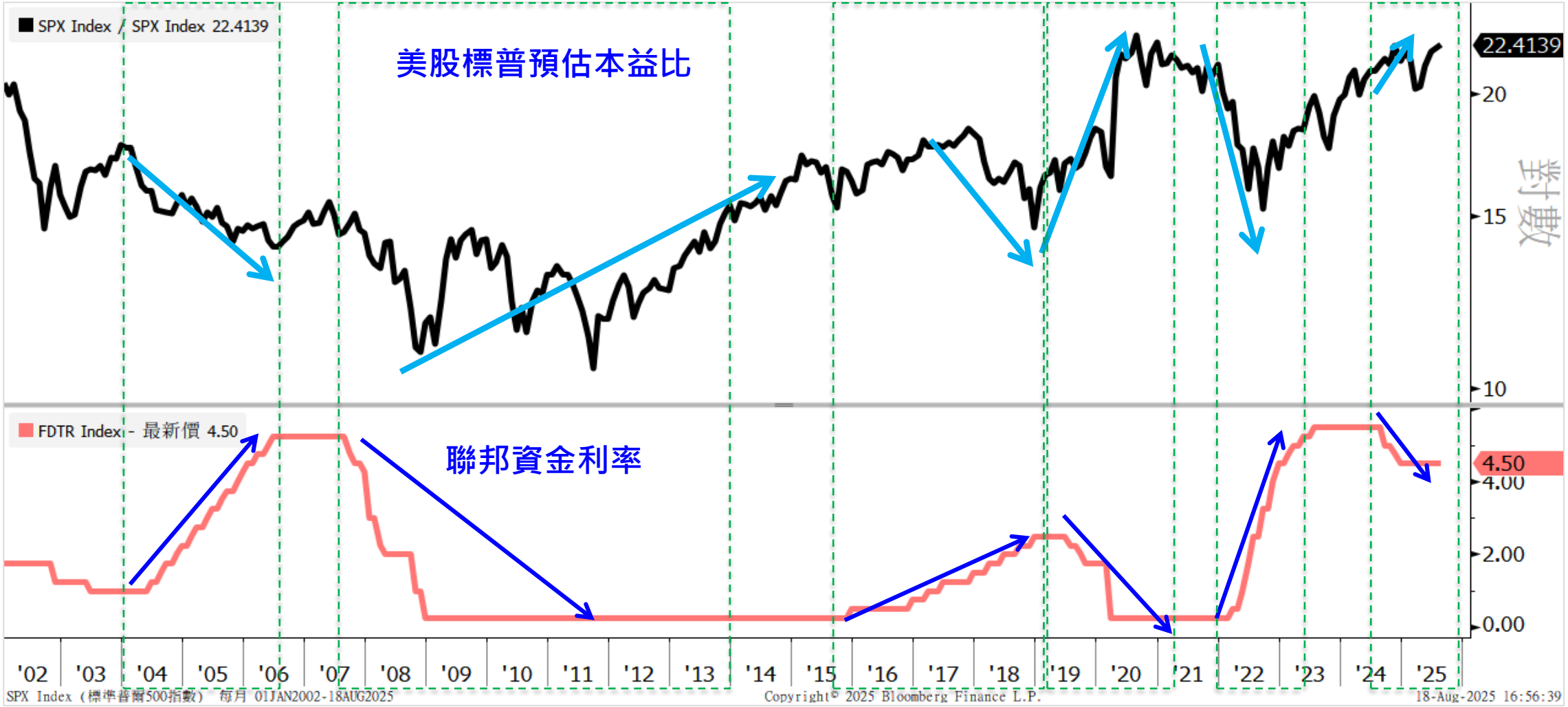
中長期美股展望持續偏上　因企業盈餘成長+降息

圖\表 資料來源:Bloomberg

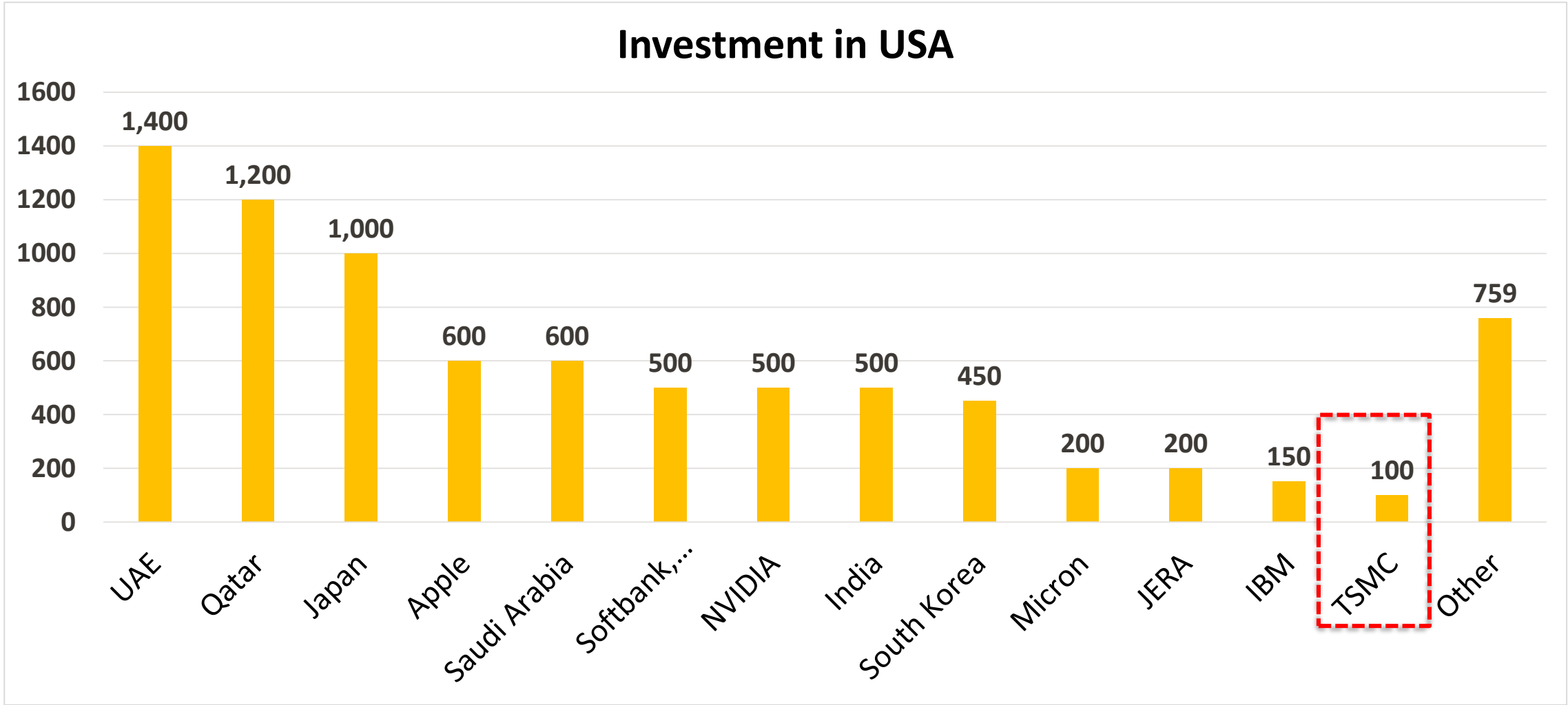
基本面:盈餘預估成長及上修幅度而言 以美股相對較佳



評價面:過往降息通常有利於股市的評價(PE)

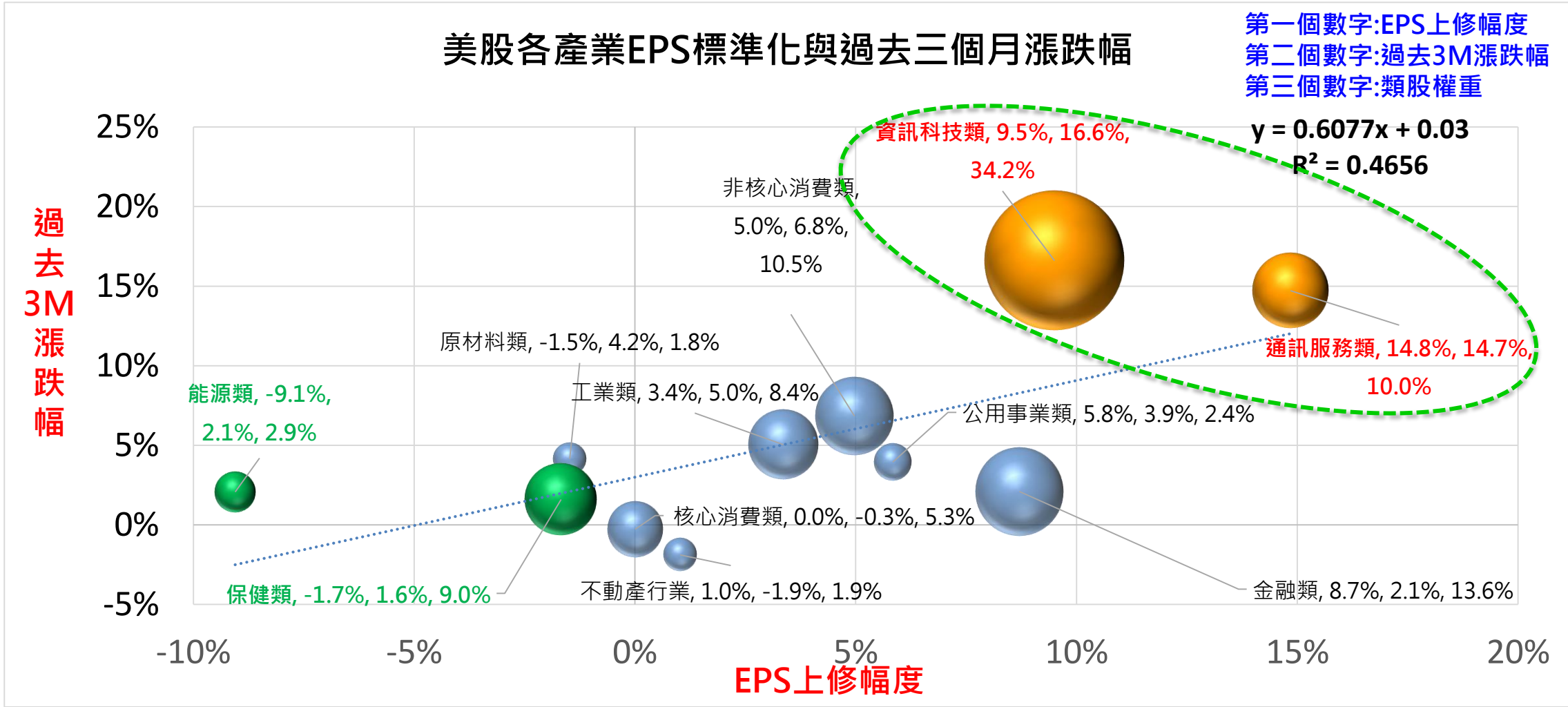


中長期各國承諾投資資金將湧入美國 合計逾8兆美元

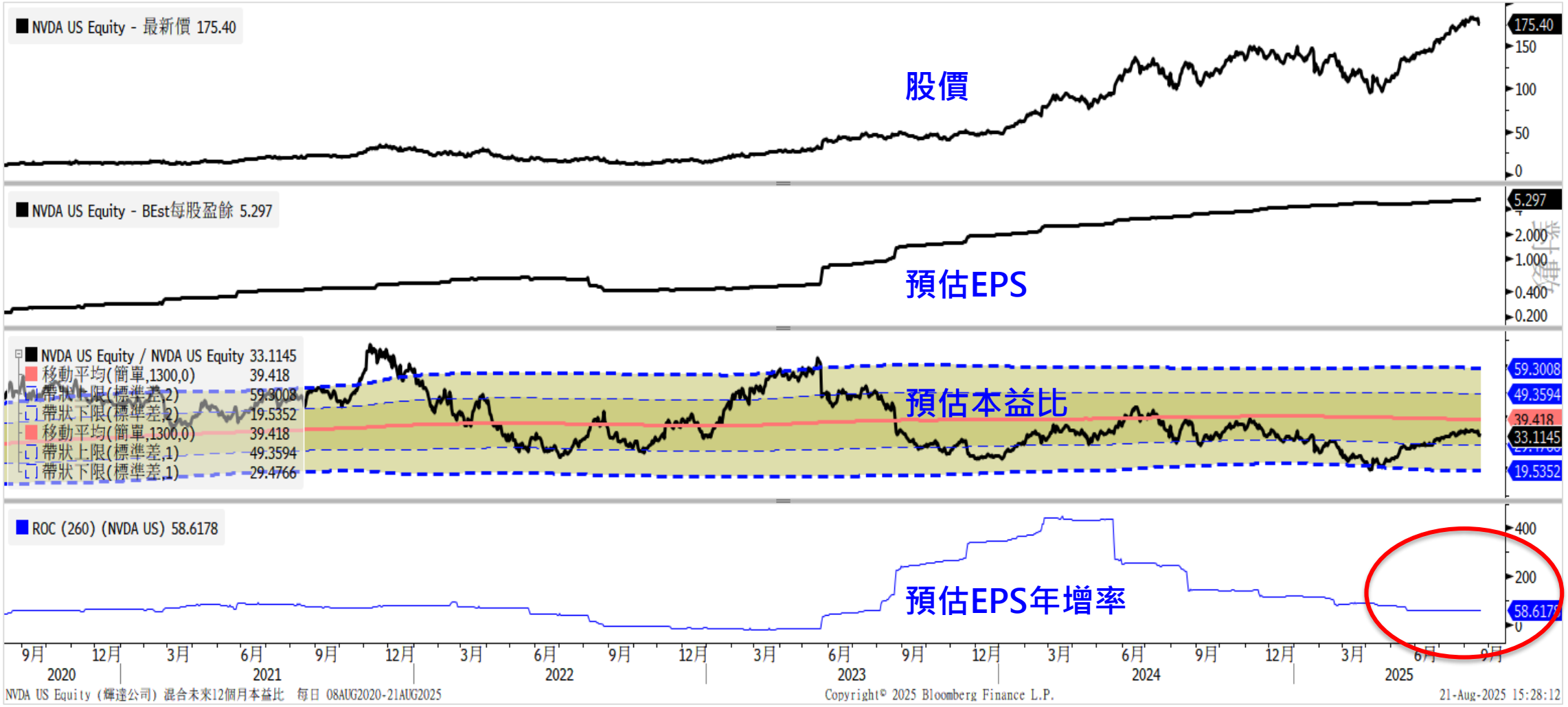


美股類股強弱主要反應成長性　資訊 通訊類股較佳

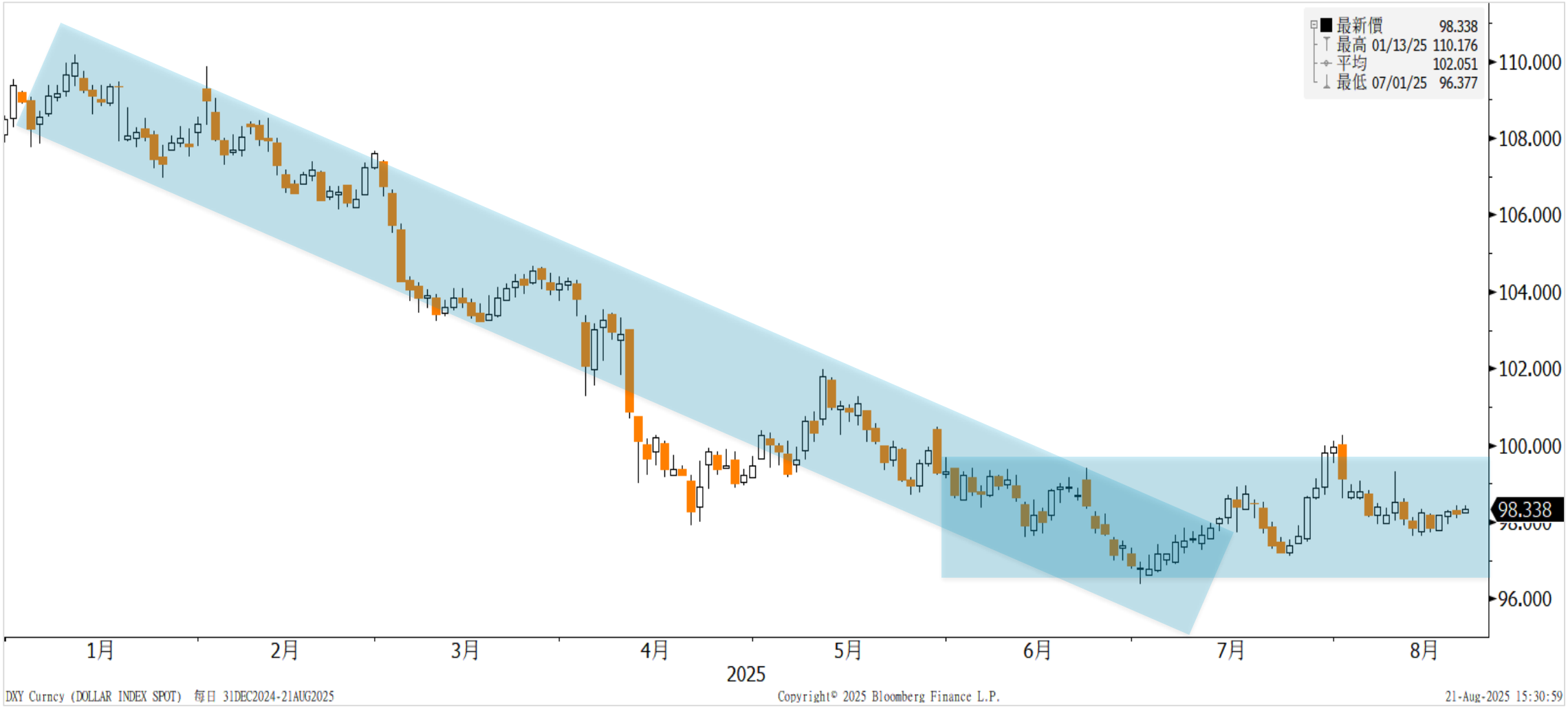
醫保及能源類股表現將較差　主因受到川普政府打壓醫療支出及平抑油價的政策所干擾



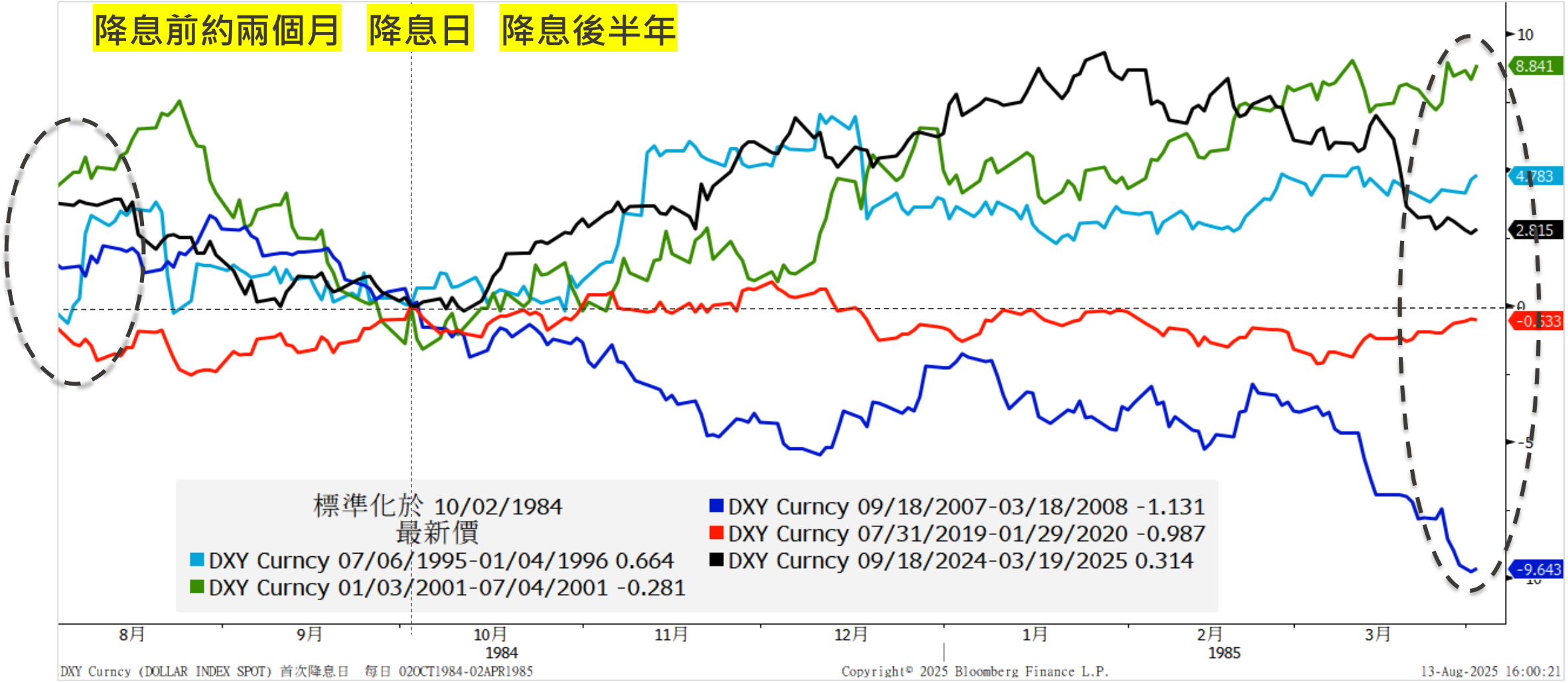
輝達市值4.3兆美元展現股王風範 獲利預估成長6成



過去兩個月美元走勢趨於穩定 98附近盤整

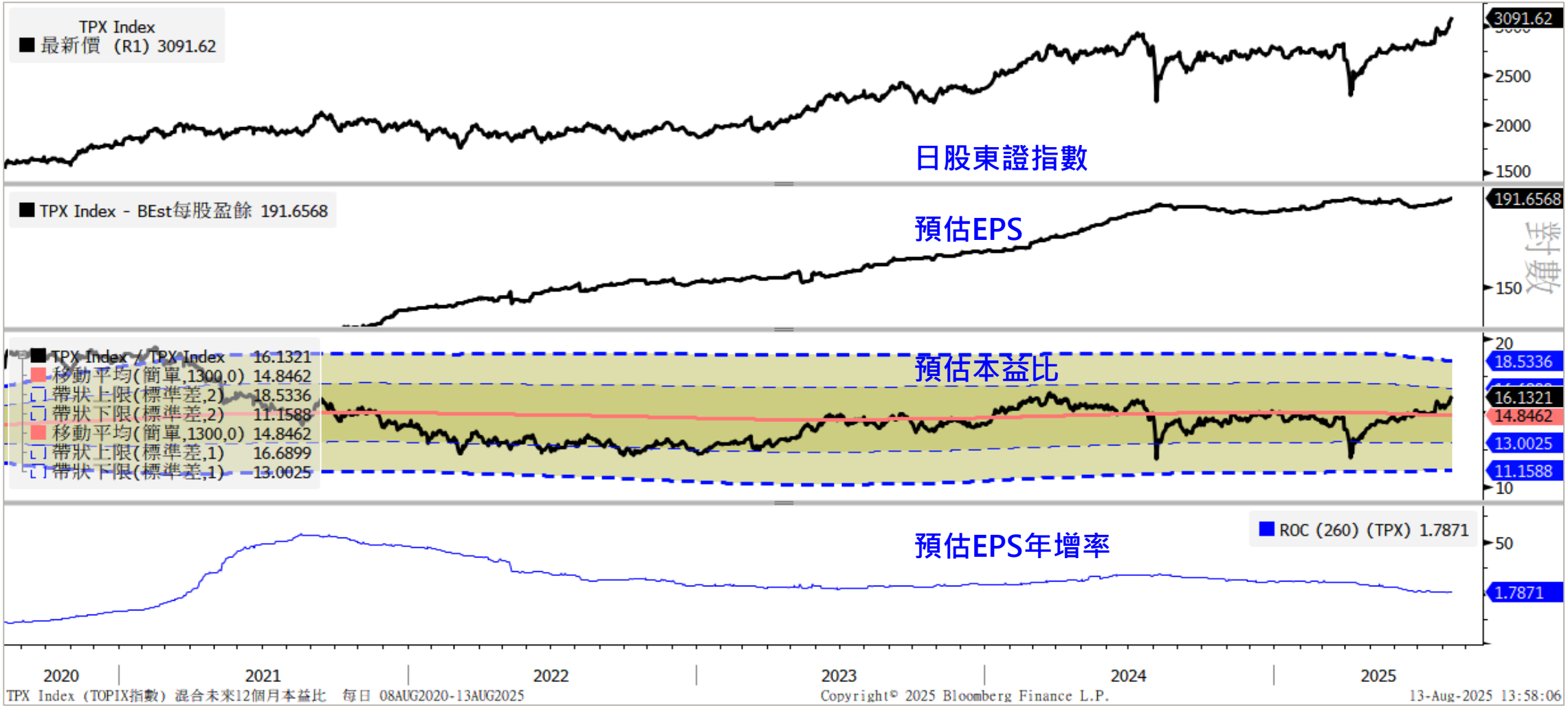


過往降息前通常美元貶值壓力比較大 降息後未必續跌



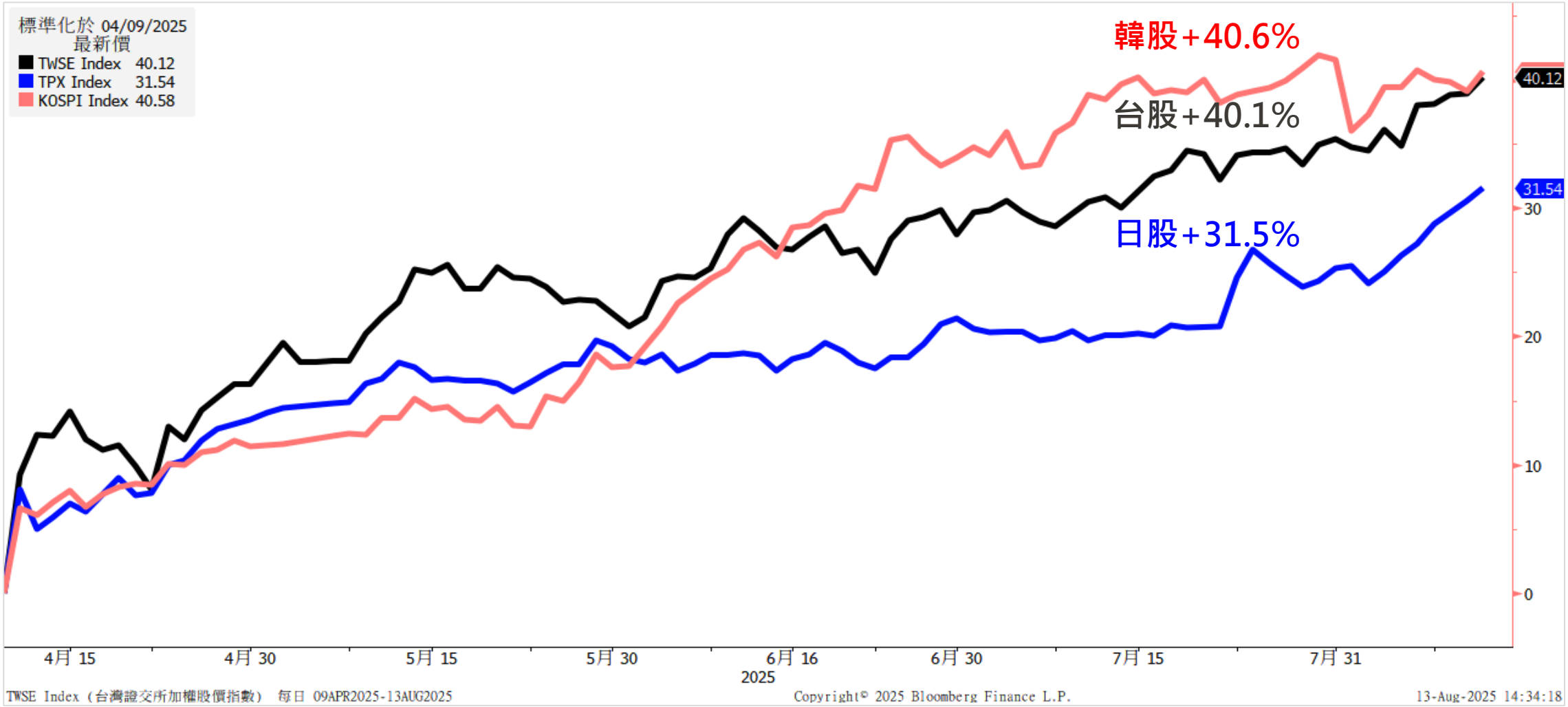
日股飆升 主因 (1)關稅確定非疊加 (2)股市比價效果

美國對日本關稅確定非疊加15%(但台灣是) 一般認為對日本及其汽車業相對有利



四月以來 台股韓股漲幅4成　日股相對落後而補漲

此外認為日本經濟脫離長期通膨的泥淖 日本央行將以緩慢的步伐升息減緩對外貿及內需的衝擊

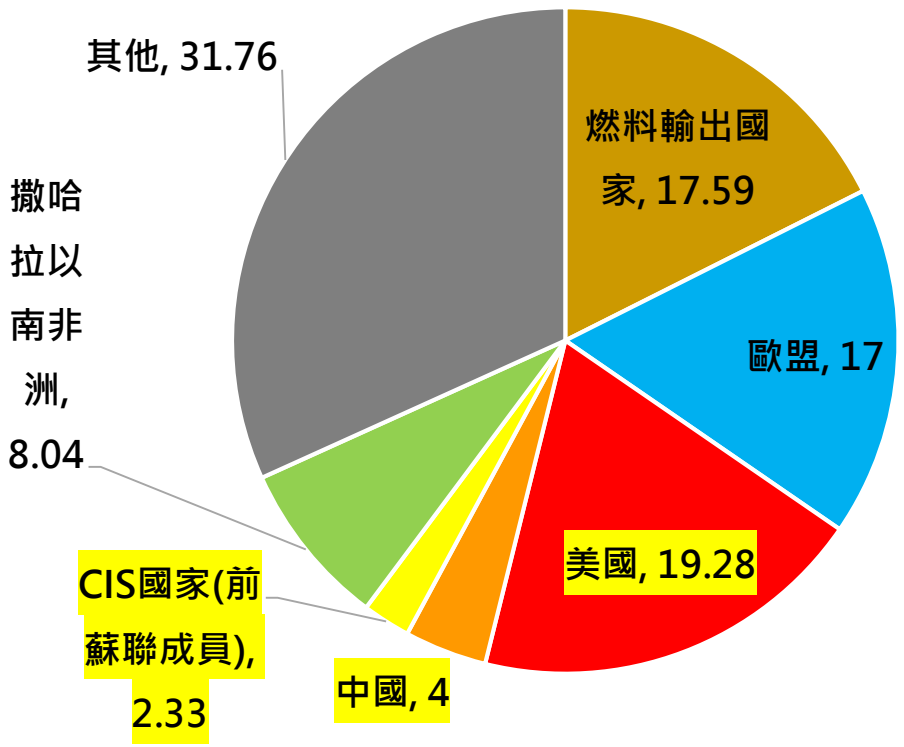


圖\表 資料來源:Bloomberg

川普高關稅拖累印股 用意在於警告印度勿腳踏兩條船

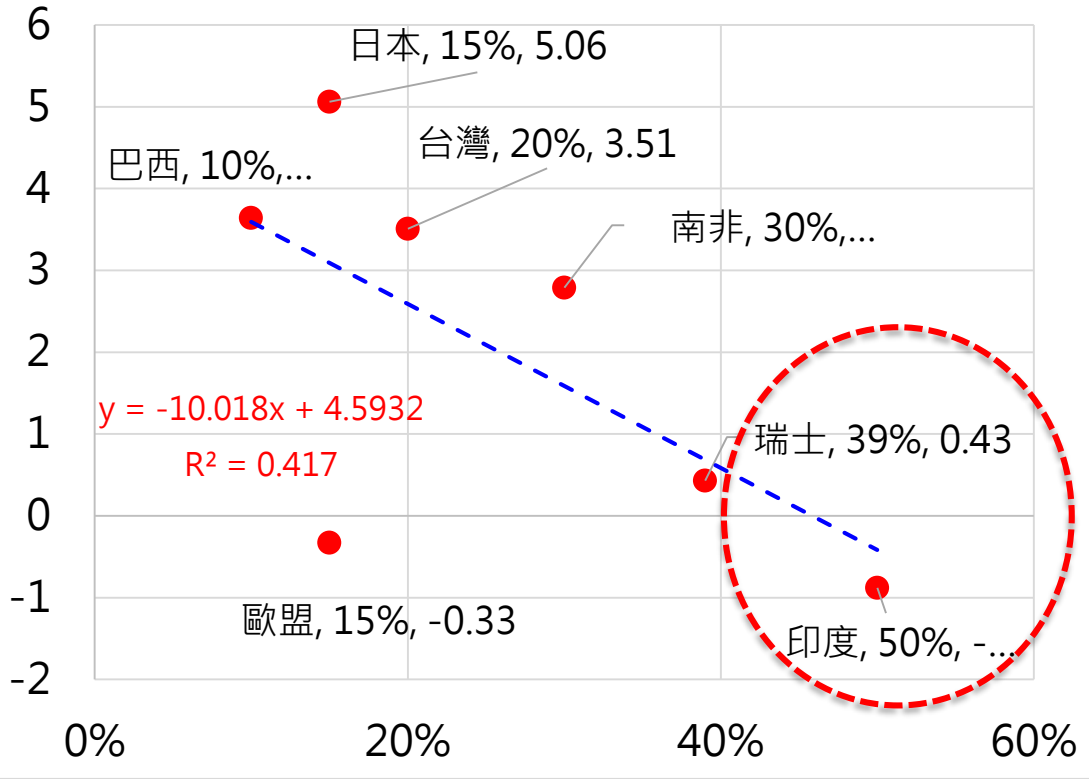
印度中國長期處於競爭矛盾關係 又跟川普(美國)關係破裂
印度對美出口是 = 中國加上前蘇聯成員的三倍 印度股市與經濟還是需要仰賴歐美

印度主要出口國家與比重%

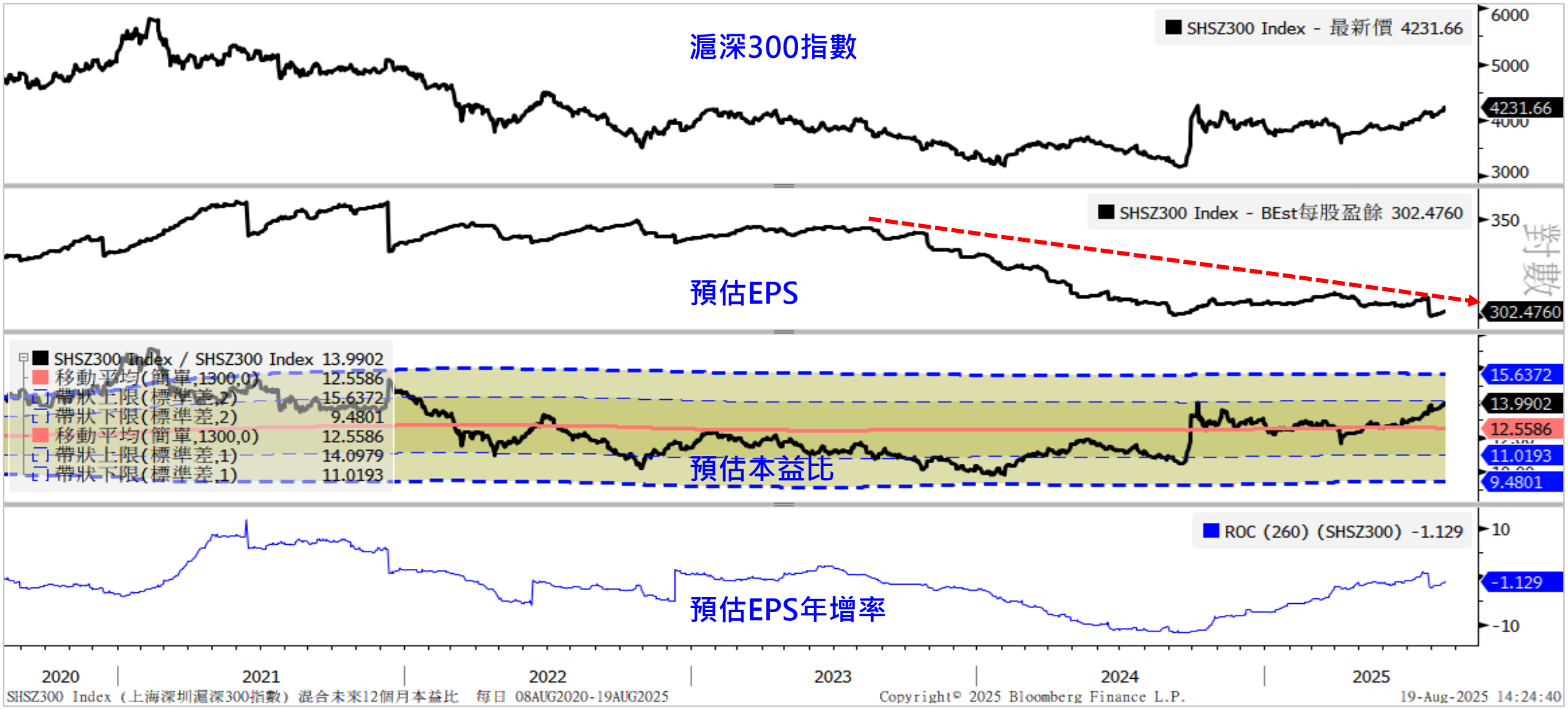


各國關稅水準與公布以來股市漲跌幅

約略可看出稅率越高 股市越弱(負斜率)



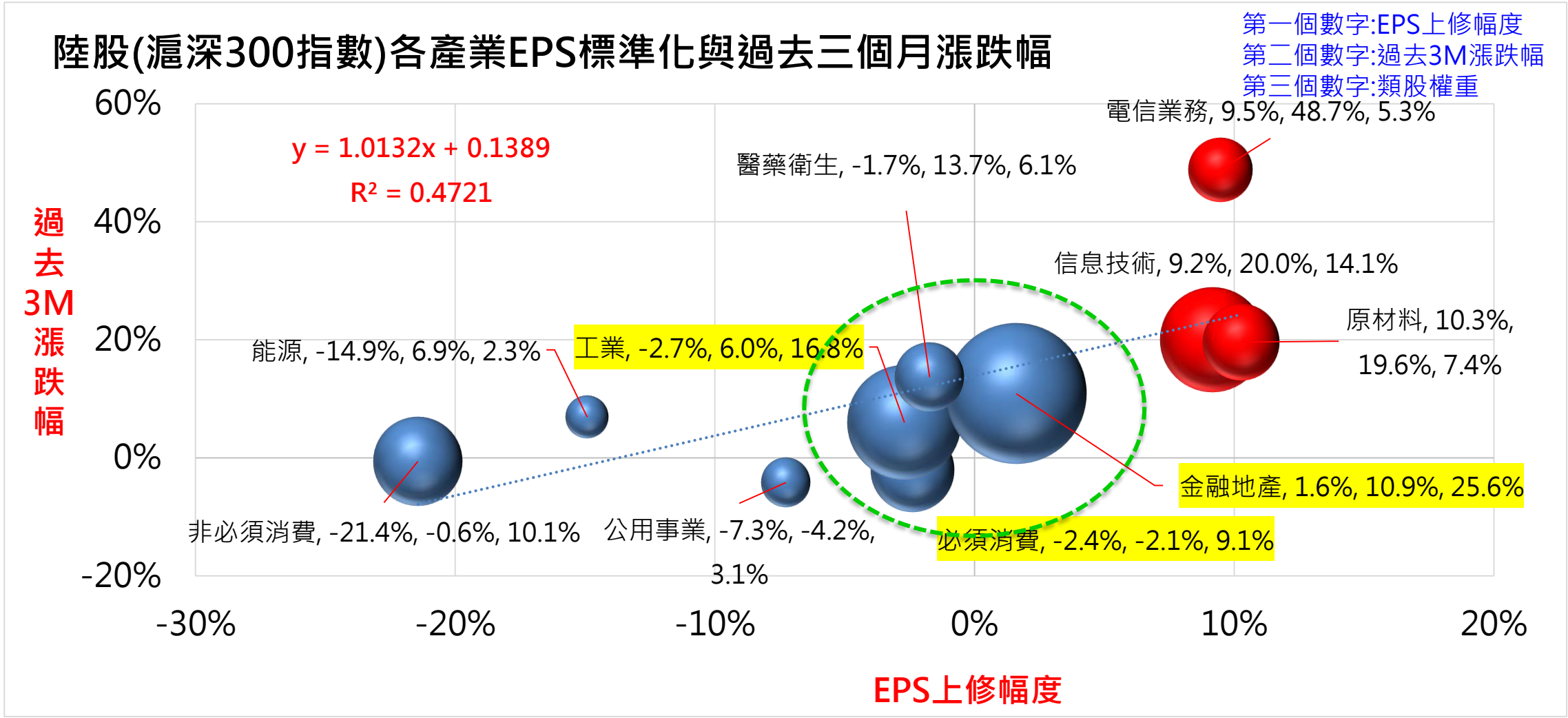
中國股市基本面比較弱一點 導致評價相對偏貴



圖\表 資料來源:Bloomberg

陸股漲資通訊類股 但權重大的金融地產工業 獲利平平

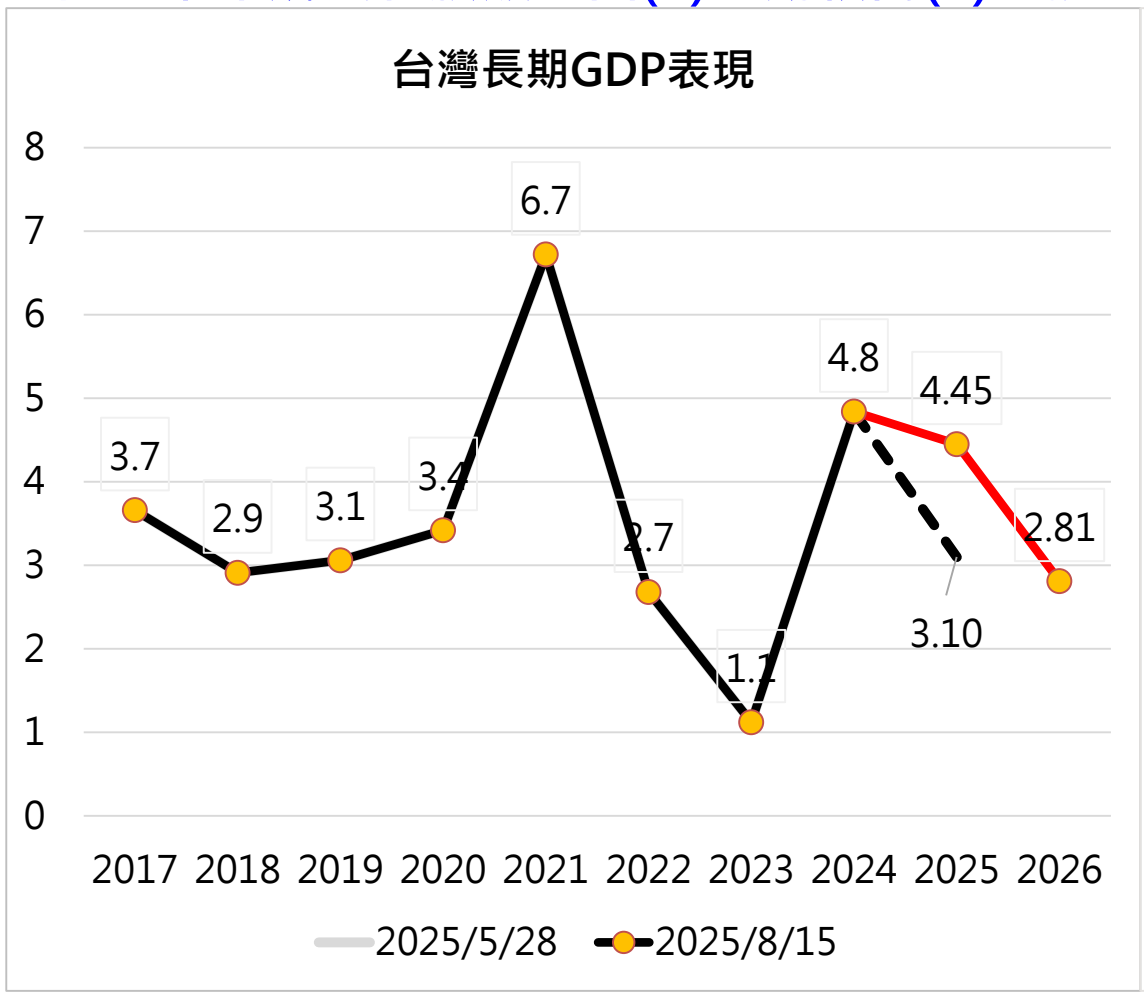
上漲的類股比重較低 停滯的類股權重高(這些產業要處理的困難度較大)

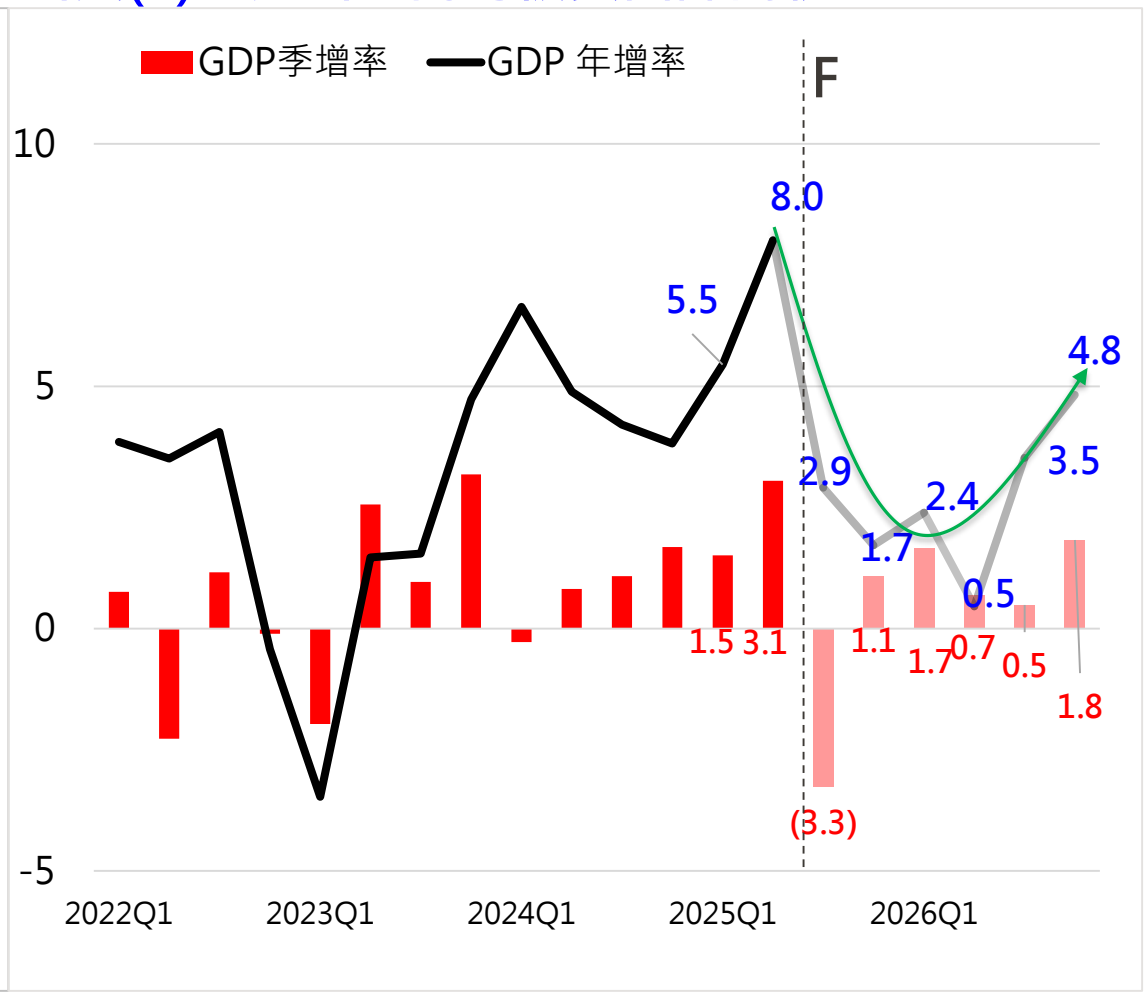


台主計處對2025經濟成長 由3.1%上修至4.45%

主因(1)AI需求強勁,(2)因應提高, 廠商提前出貨， 雖然未來台廠赴美投資可望降低關稅，

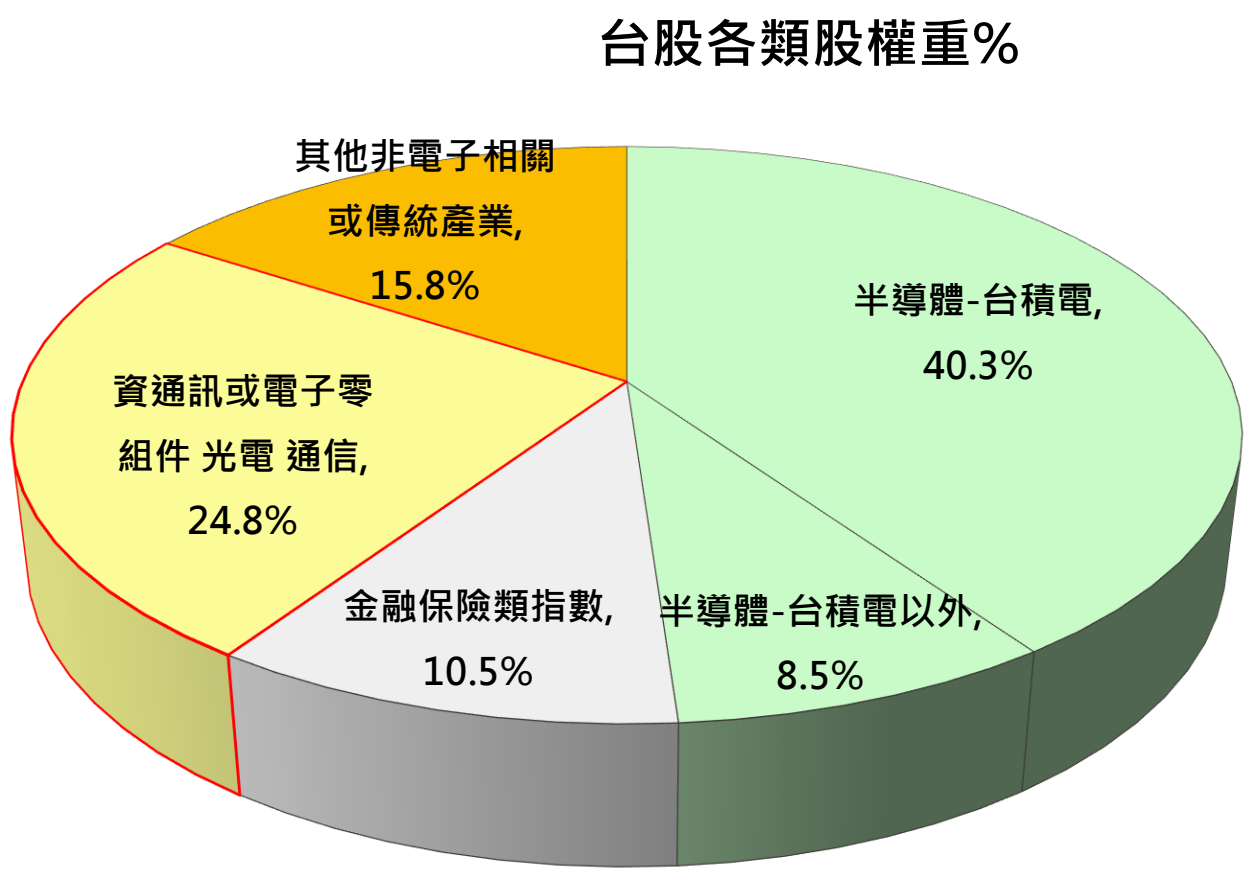
但下半年成長將放緩主因(1)基期較高(2)已提前出貨(3)傳產出口商仍被美國課關稅20%





台灣各產業關稅逐漸明朗

半導體的赴美投資項目及製程種類. 在美產能目標或比率等細節或免稅門檻以及其他非半導體資通訊產業關稅 仍有待美國官方公布

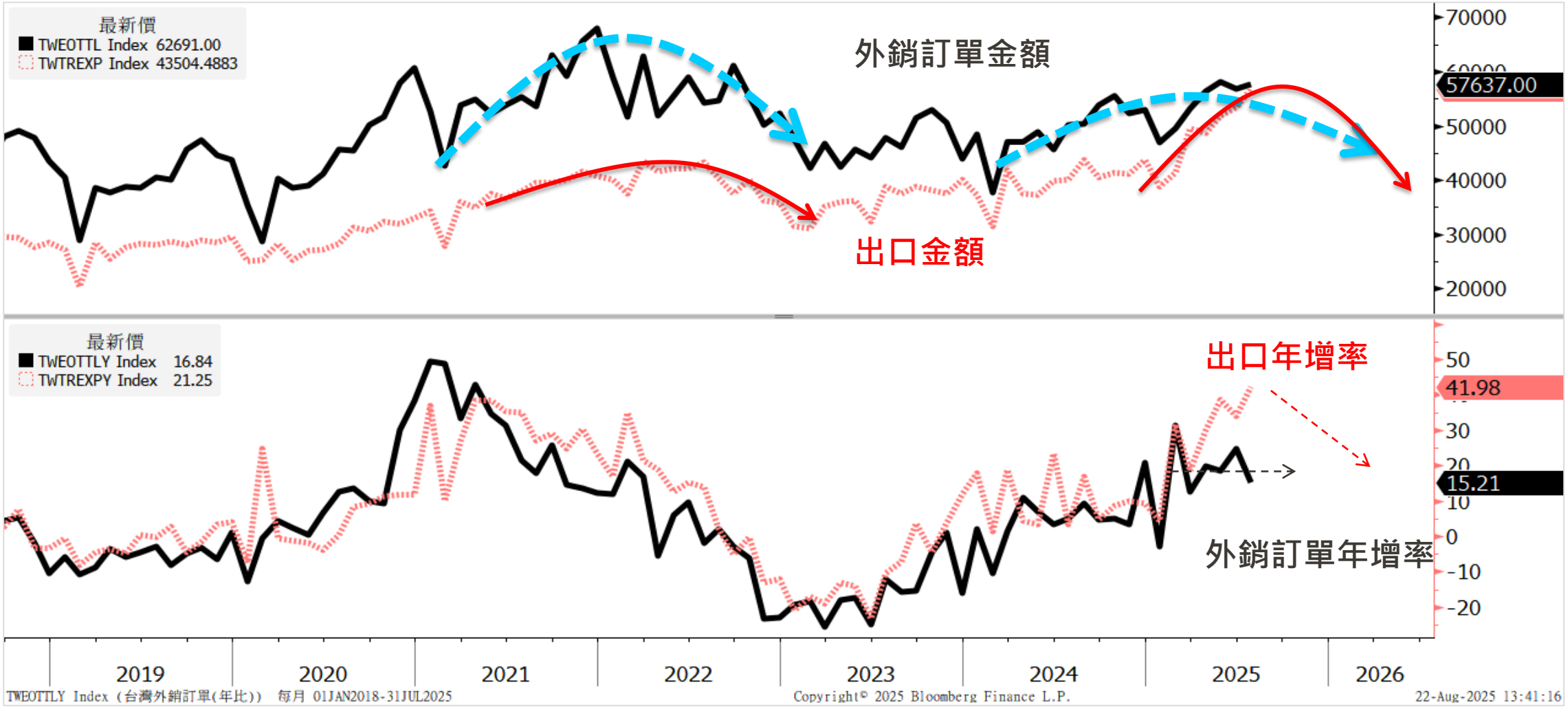


產業	關稅內容
半導體-台積電	川普粗略表示赴美設廠可以不徵收半導體關稅。
半導體-台積電以外	預期各家廠商會積極投資美國以比照台積電**(投資,併購或合作)**。 ➢ 台灣國發會主委劉鏡清表示業界有三個模式可以走，一是在美國建廠，如台積電。二是中美晶透過併購取得德州製造，也在免稅範圍，三是合作，如聯電、Intel 合作。
金融保險類	外銷至美國比率不高，幾乎不受影響。
資通訊或電子零組件 光電 通信等等	尚不確定。
其他非電子或傳統產業	大多數都適用台灣國家關稅20%。

圖\表 資料來源:Bloomberg

外銷訂單已經先轉平緩 年增率由此前30%降至15%

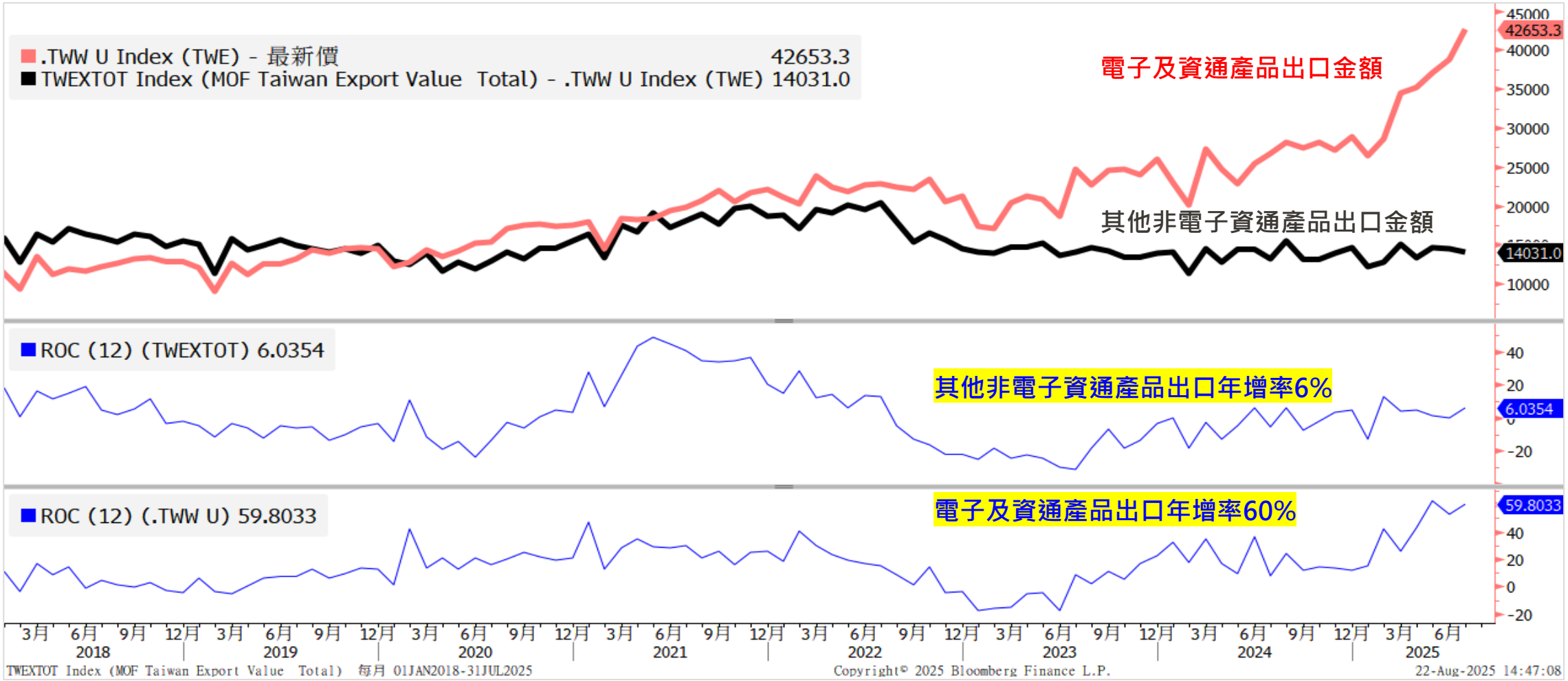
目前7月出口年增率達到42% 預期後續到年底的出口也將放緩



從出口力道看產業強弱 資通訊60% vs. 非資通訊6%

電子資通訊產品佔整體出口已達75%，2018年時僅44%，7月資通訊出口年增率60%，其他僅6%

後續**台股也將反應強者恆強的趨勢，選股不選市，產業需求及成長性較高的類股，股價較有表現**



圖\表 資料來源:Bloomberg

台積電營運優預期 且免除半導體關稅 中長期正向

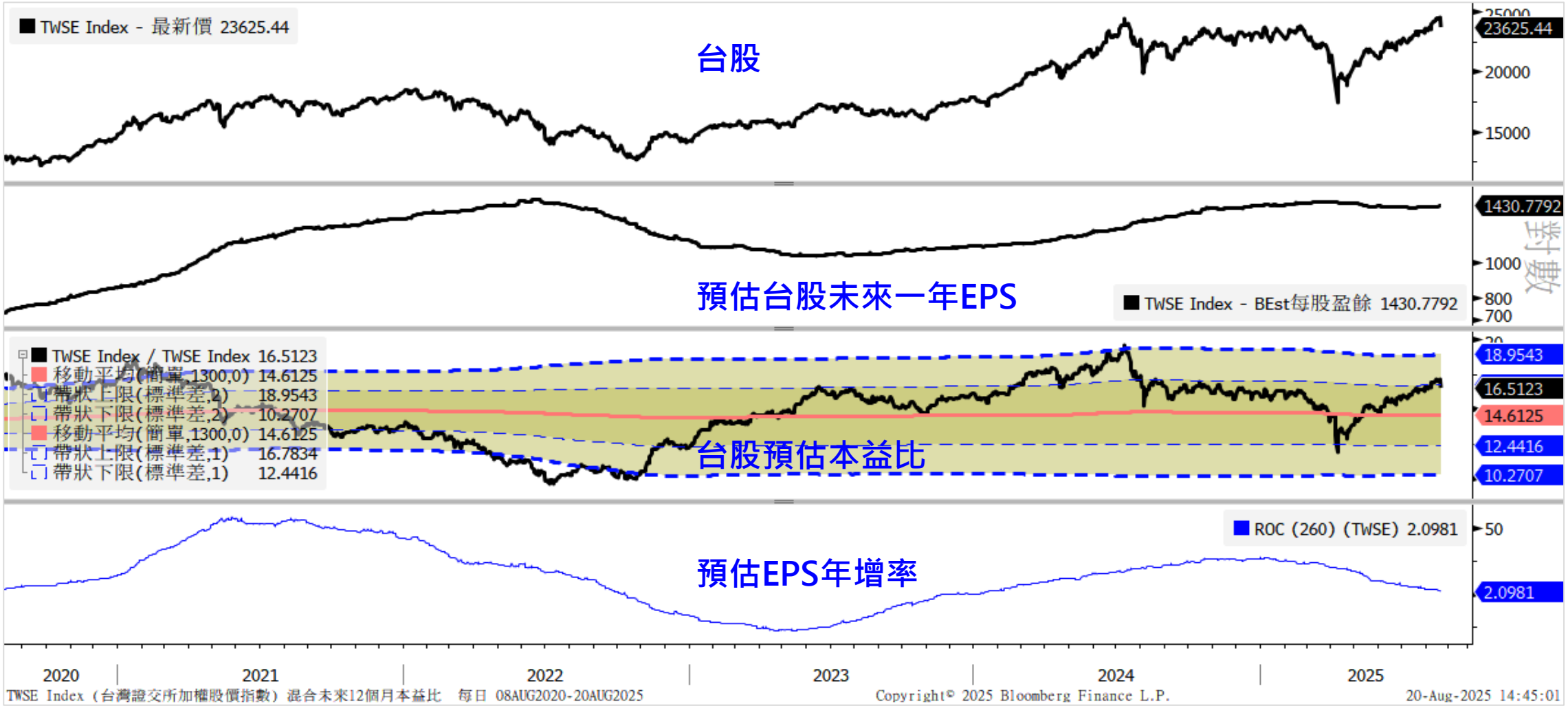
1) Headline | 2) Headline Growth | 3) Company-Specific

3個月末	Q2 2025 實際 06/30/2025	Q2 2025 預估 06/30/2025	#	Q3 2025 預估 09/30/2025	#	Q4 2025 預估 12/31/2025	#
調整後每股盈餘+	15.360	14.553	38	15.221	33	14.512	33
GAAP每股盈餘	15.360	14.547	37	15.208	32	14.493	32
營收	933.792B	928.484B	36	949.914B	34	919.774B	33
毛利率 %	58.618	57.944	32	56.633	29	56.163	28
營業淨利 (EBIT)	463.424B	443.638B	34	443.843B	29	418.084B	28
EBITDA	651.481B	624.490B	16	632.448B	14	610.825B	14
稅前淨利	493.035B	466.868B	31	465.850B	28	440.308B	28
調整後淨利+	398.273B	378.054B	27	392.373B	28	375.833B	27
GAAP淨利	398.273B	376.416B	25	392.357B	26	374.532B	25

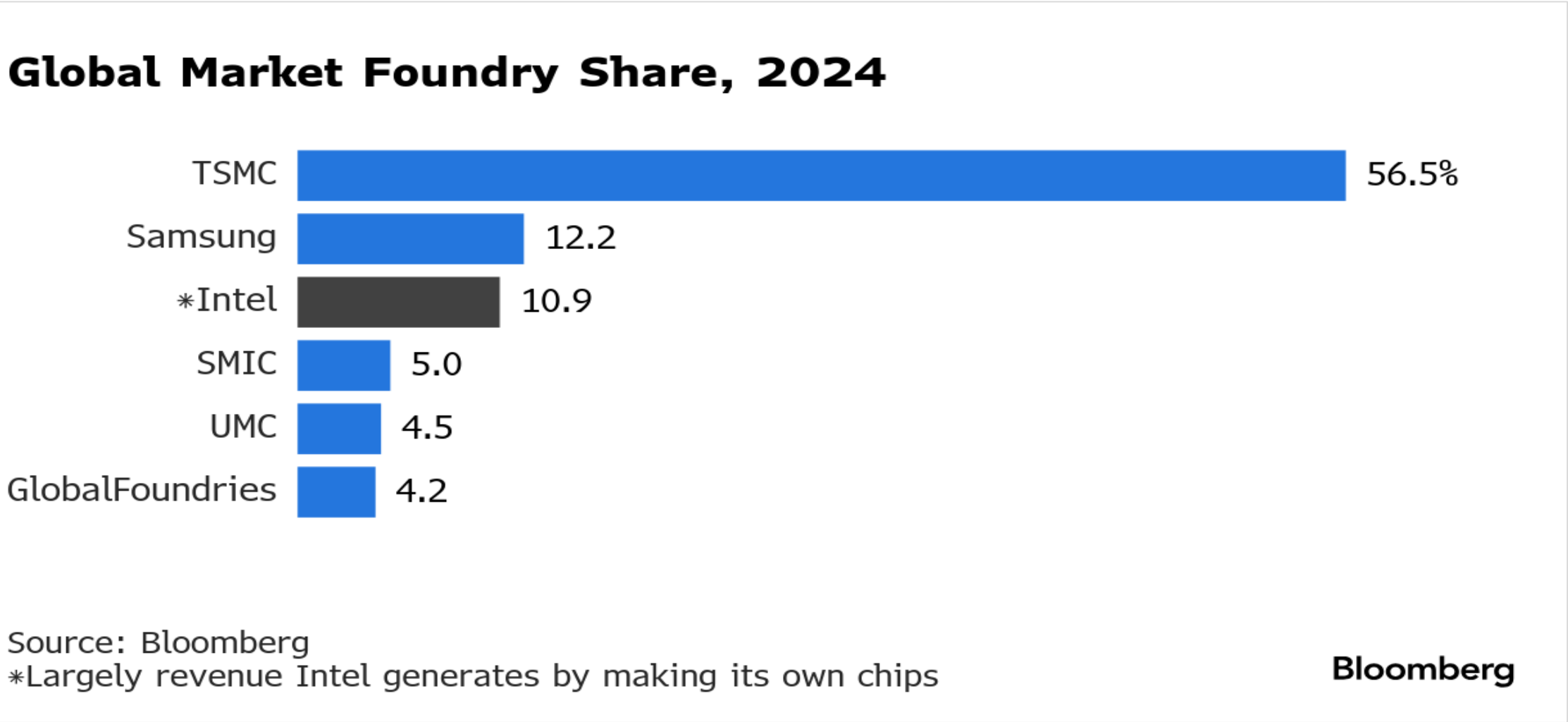
近日傳美方將入股台積電取代補助，造成台積電股價大跌

- 之前拜登政府補助66億元且尚未到位(傳聞實際到位連1/10都不到)，若以此金額欲入股台積電則持股比率也不高；若要持股10%，相較於台積電市值約1兆美元需1000億美元。
- 華爾街日報表示川普政府不打算入股台積電；台積電表示若美政府入股則考慮「歸還補助金」。
- 市場對於川普政府欲入股英特爾事件，臆測可能帶給台積電更多的競爭壓力，例如要求美國廠商下單給英特爾，但鑒於英特爾的良率和生產能力遠低於台積電，短中期要對台積電較難以構成威脅。

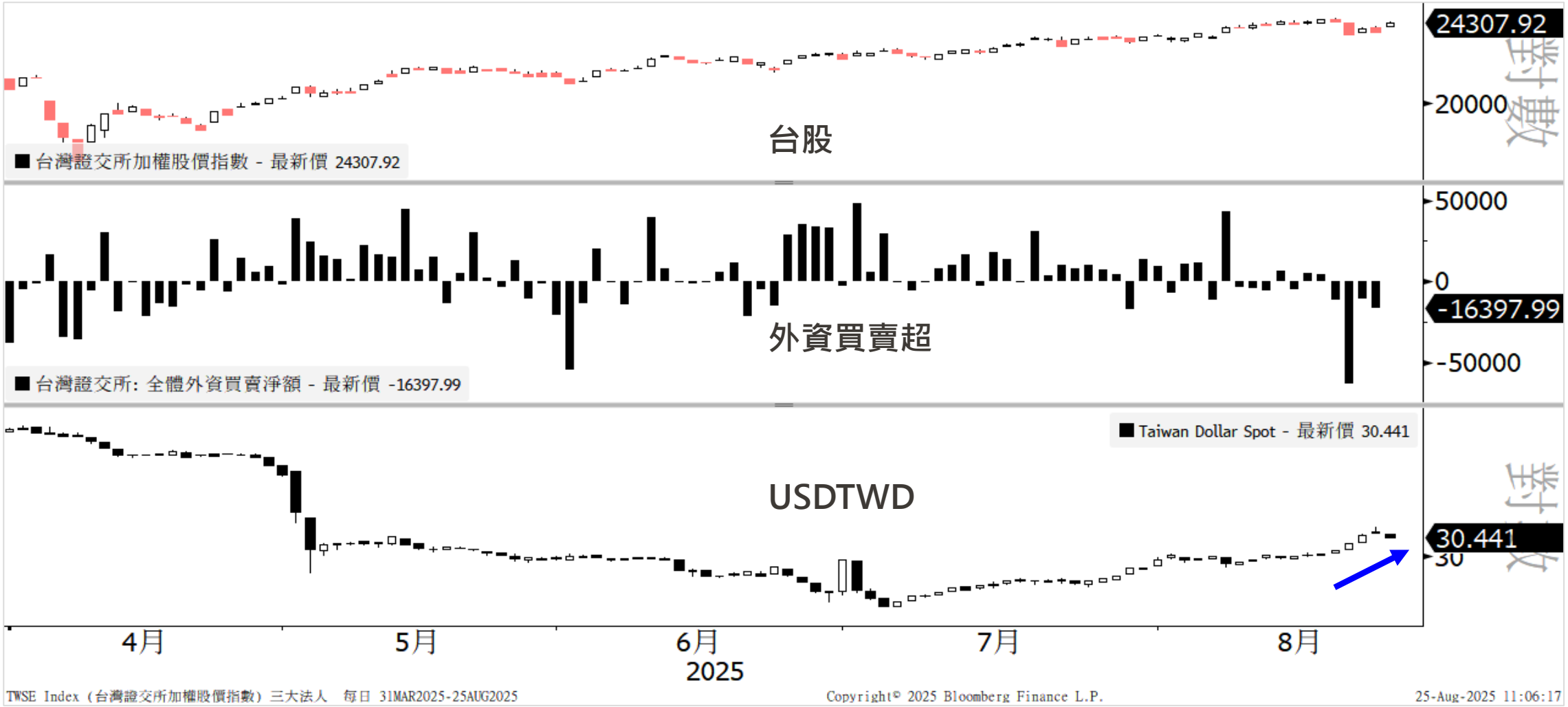
半導體關稅豁免 台股在權值股推動下 中長期展望偏上



全球晶圓市場市佔率


Global Market Foundry Share, 2024
TSMC
56.5%
Samsung
12.2
*Intel
10.9
SMIC
5.0
UMC
4.5
GlobalFoundries
4.2
Source: Bloomberg
*Largely revenue Intel generates by making its own chips
Bloomberg

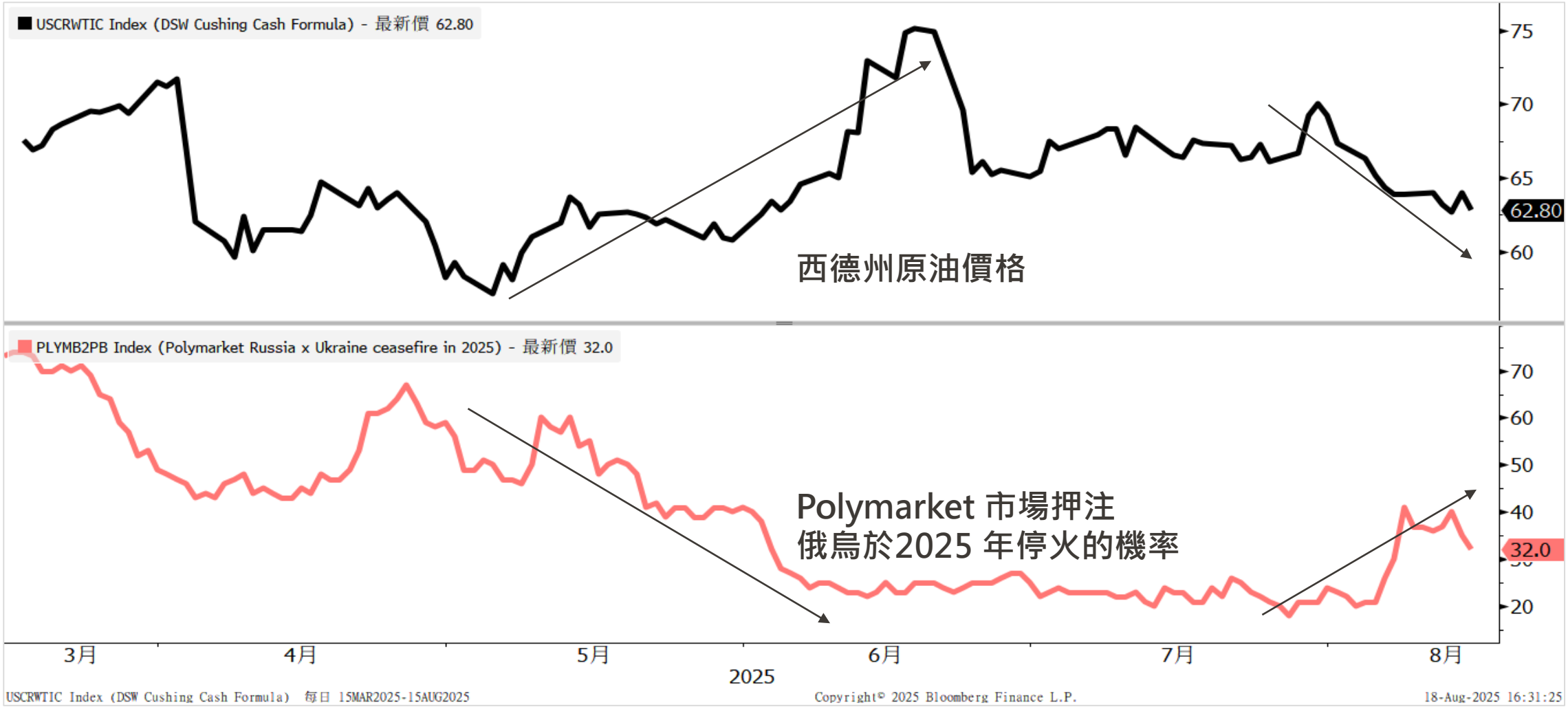
外資近此前連續賣超 台幣近日一度大幅回貶



主要台廠赴美投資統計

公司	代碼	投資美國金額	投資內容
TSMC台積電	2330	$165bn (增加$100bn)	6座領先製程的晶圓廠、2座先進的後端設施以及位於亞利桑那州的1個研發中心
ASE日月光	3711	---	現有美國測試基地；仍在評估進一步的擴張計劃
UMC聯電	2303	---	宣布與英特爾成立合資公司，共同開發 12nm ，並從英特爾美國晶圓廠採購晶圓
Hon Hai鴻海	2317	$1.2+bn	與 Nvidia 在美國合作建造 AI 基地，斥資 1.42 億美元在休士頓收購土地和建築物，斥資 1.28 億美元在加州收購土地和建築物，並在威斯康辛州投資超過 10 億美元建設基地
Quanta廣達	2382	US$110mn	過去一年在美國工廠投資約1.1億美元
Wistron緯創資通	3231	US$1.2bn	美國投資約12億美元
Inventec英業達	2356	US$85mn	美國伺服器工廠建設投資約8,500萬美元
Compal仁寶	2324	US$10mn	美國印第安納州工廠投資1000萬美元（2月宣布）
Wiwynn緯穎	6669	US$300mn	美國工廠建設投資3億美元
Pegatron和碩	4938	US$85mn	美國工廠建設投資約8,500萬美元，設立美國子公司
ASUS華碩	2357	---	華碩與合作夥伴合作建置美國伺服器生產線。
MSI微星	2377	US$33mn	3300萬美元美國投資
Delta台達電	2308	US$210mn	去年宣布的美國投資約2.1億美元，今年的美國投資約1,500萬美元。管理層計劃進一步擴大美國資料中心相關產品的生產基地，但尚未宣布進一步的投資。

油價基本變動不太大 靜待俄烏美談判結果



資產配置建議

商品類別	商品細項	風險屬性	配置比重		單筆	定期定額
			積極型	穩健型		
固定收益 - 債券	投資等級債	保守	10%	20%	V	
	非投資等級債	穩健	15%	20%	V	
	全球債	穩健	15%	20%	V	
商品	能源	積極	5%	0%	V	V
股市-DM	美國	穩健	20%	15%	V	V
	日股	穩健	10%	5%	V	V
股市-EM	台灣	積極	15%	10%	V	V
	陸股 印度等新興股市	積極	10%	10%	V	V

2025年9月投資市場評等

		偏空	中性偏空	中性	中性偏多	偏多
區域型	全球股市				◎	
	新興股市				◎	
	新興亞洲股市				◎	
	新興歐洲股市				◎	
	拉丁美洲股市			◎		
成熟國家	美國股市				◎	
	歐洲股市			◎		
	日本股市				◎	
新興國家	中國股市			◎		
	印度股市			◎		
	巴西股市			◎		
	台灣股市				◎	

		偏空	中性偏空	中性	中性偏多	偏多
債券	全球債				◎	
	美國公債			◎		
	投資等級債			◎		
	非投資等級債				◎	
	新興市場債				◎	

		偏空	中性偏空	中性	中性偏多	偏多
商品	能源			◎		
	黃金				◎	

注意事項

1. 王道商業銀行投資顧問服務係無償提供，投資建議乃由王道商業銀行分析人員根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，內容僅供參考，如有涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳等任何形式之表示。投資人知悉且同意其所作成之任何交易均不得視為係王道商業銀行為其作成之投資決定，且須由投資人自己承擔投資相關風險。

2. 王道商業銀行並未且不得代理投資人為任何決定、處理投資事務或從事證券投資行為，且王道商業銀行並未亦不得與投資人為證券投資收益共享、損失分擔之約定，投資人應基於獨立判斷自行決定是否依投資建議進行交易，投資人如參考或接受投資顧問服務之投資建議進行相關交易時，應自行承擔所有投資風險(包括但不限於投資金之損失、價格波動、匯率變動及政治等風險等)，王道商業銀行並不保證投資人之獲利或負擔損失。

3. 基金之交易特性與存款、股票及其他投資工具不同，投資人於開戶及決定交易前，應審慎評估本身之財務狀況與風險承受能力是否適合此種交易，並充分瞭解下列事項:

    1) 基金買賣係以投資人自己之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始投資金額。

    2) 投資建議之基金均經金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責該基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書及投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書，並衡量自身之風險承擔能力。

4. 除公開資訊外，非經王道商業銀行同意，投資人不得將本研究報告或投資建議內容之一部或全部加以複製、轉載或散布或洩漏予他人。

王道商業銀行股份有限公司 經105.11.10金管證投字第1050045584號函及106.01.26金管證投字第1060002690號函核准兼營證券投資顧問業務及經營外國有價證券投資顧問業務
地址:台北市內湖區堤頂大道二段99號　24小時客服專線:(02)8752-1111

ALL FOR YOU

www.o-bank.com

王道銀行