

羅素投資週報

多元資產市場與投資操作

2025/09/30

全球市場概況

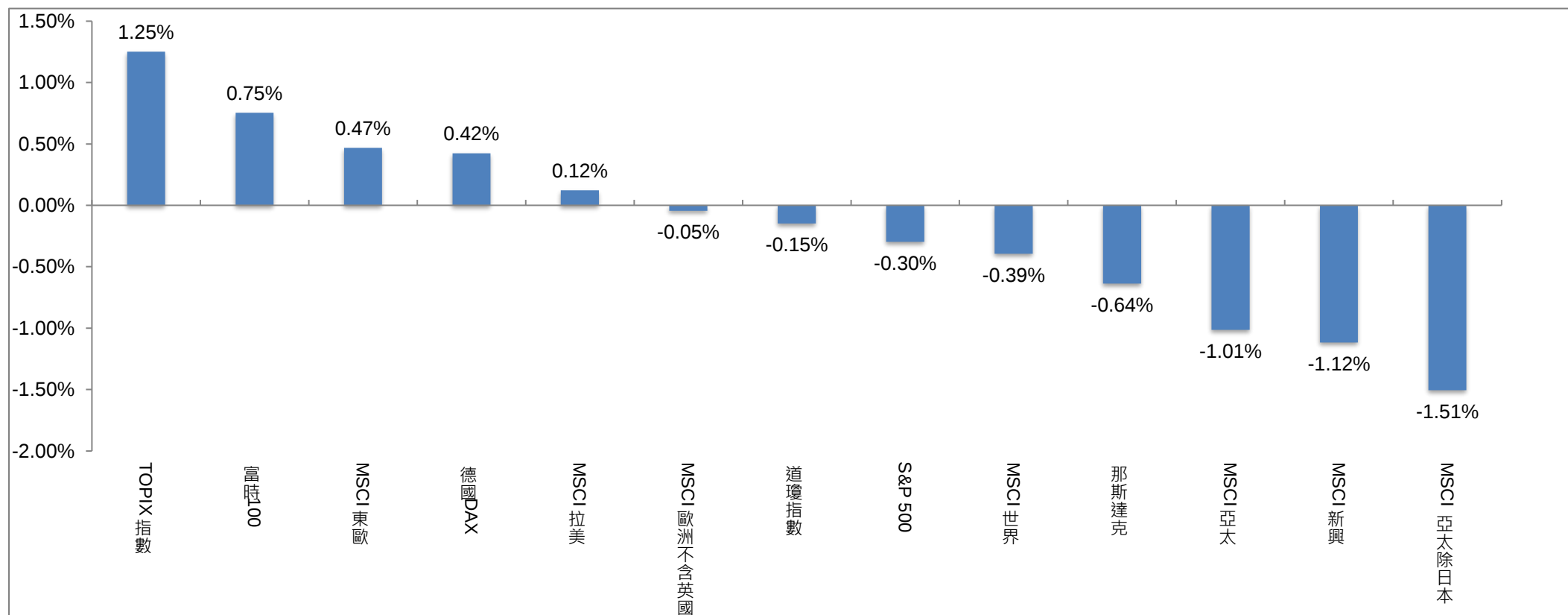
市場聚焦

- **全球:** 上週，MSCI世界指數持續出現回跌。
- **美國:** 多位Fed官員對進一步寬鬆貨幣政策發表謹慎言論，削弱了投資人信心。穩健的美國經濟數據，包括第二季GDP成長上修、PCE通膨維持穩定，以及初領失業救濟金申請數據出現改善跡象，使市場參與者重新調整對利率的預期。
- **美國:** 川普總統宣布自10月1日起對重型卡車、藥品及家具等商品加徵新關稅，也進一步打擊了市場情緒。

全球主要股市表現

- 上週，受日幣回貶的影響，TOPIX指數表現最佳。受菲律賓指數的拖累，MSCI亞太除日本指數表現最為疲軟。

近一週全球主要股市表現

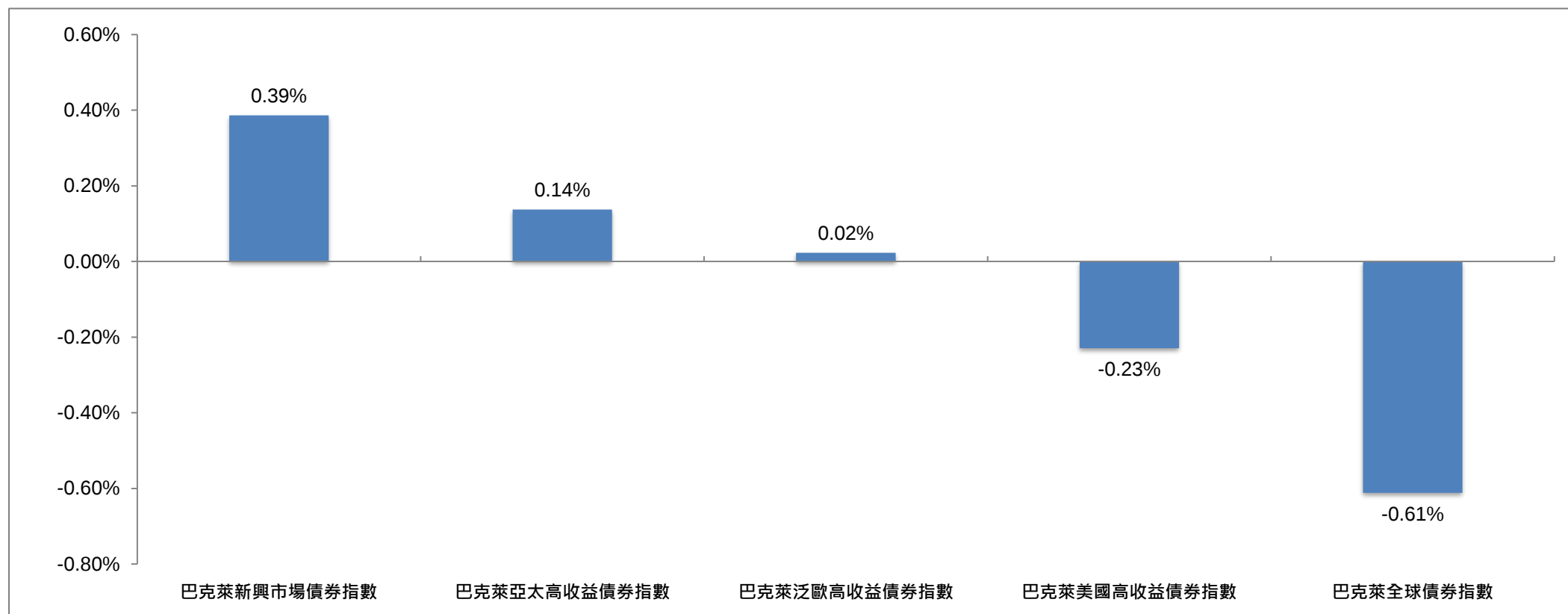


Source : Russell Investments · 2025/09/19-2025/09/26 · 永豐投顧整理

全球主要債市表現

- 上週，新興市場債因估值具吸引力，出現資金流入表現最佳，全球債則因市場對於Fed降息預期趨緩，表現最為疲軟。

近一週全球主要債市表現

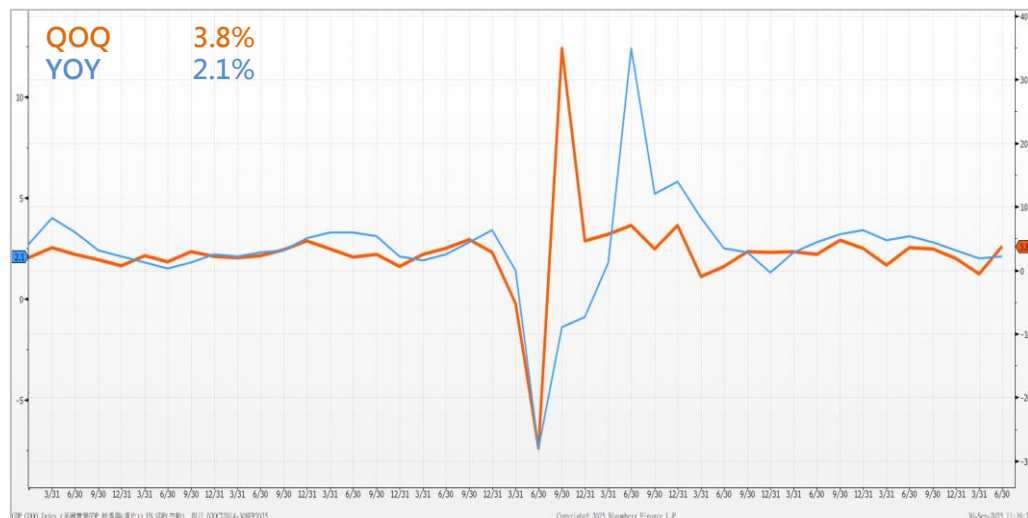


Source : Russell Investments · 2025/09/19-2025/09/26 · 永豐投顧整理

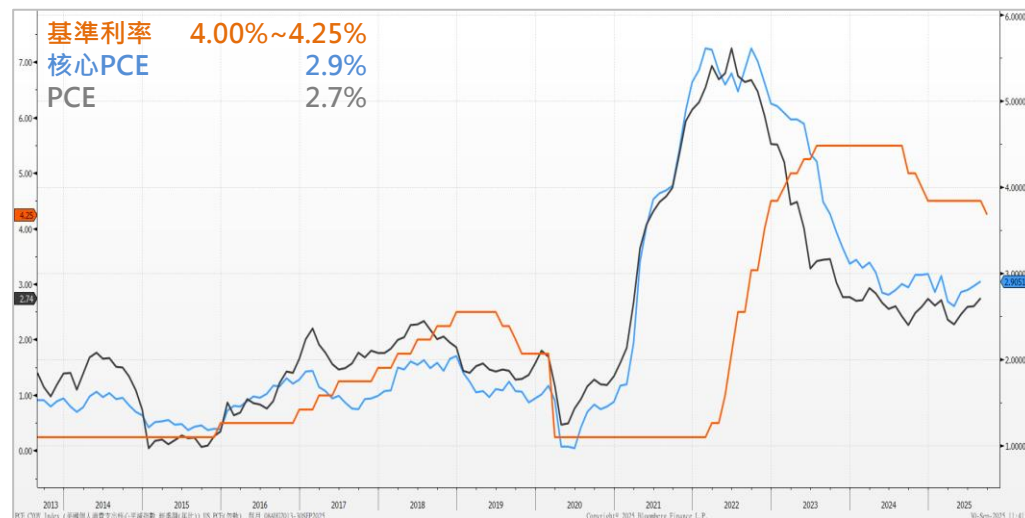
美國：PCE符合預期

- 上週，S&P 500指數出現回跌。能源股表現最佳，而原物料類股表現最為疲軟。
- 8月美國PCE月增 0.3%，年增 2.7%，符合預期。核心PCE 月增 0.2%，年增 2.9%，符合預期。
- 第二季美國經通膨調整GDP季增年率終值報 3.8%，顯著高於前值(3.3%)。
- 9月美國製造業PMI初值 52.0，不如預期 (52.2%)，服務業PMI初值 53.9，綜合PMI初值為 53.6。
- 8月美國營建許可月減 2.3%，年化總數修正值為 133.0萬戶。新屋開工年化月減 8.5%，年化總數為 130.7萬。
- 8月美國耐久財月率終值月增 2.9%，優於預期 (0.5%)。
- 8月美國成屋銷售月減 0.2%，年化總數為 400.0 萬戶。
- 9月美國密大消費者信心指數終值 55.1，不如預期 (55.4)。

美國GDP



美國PCE

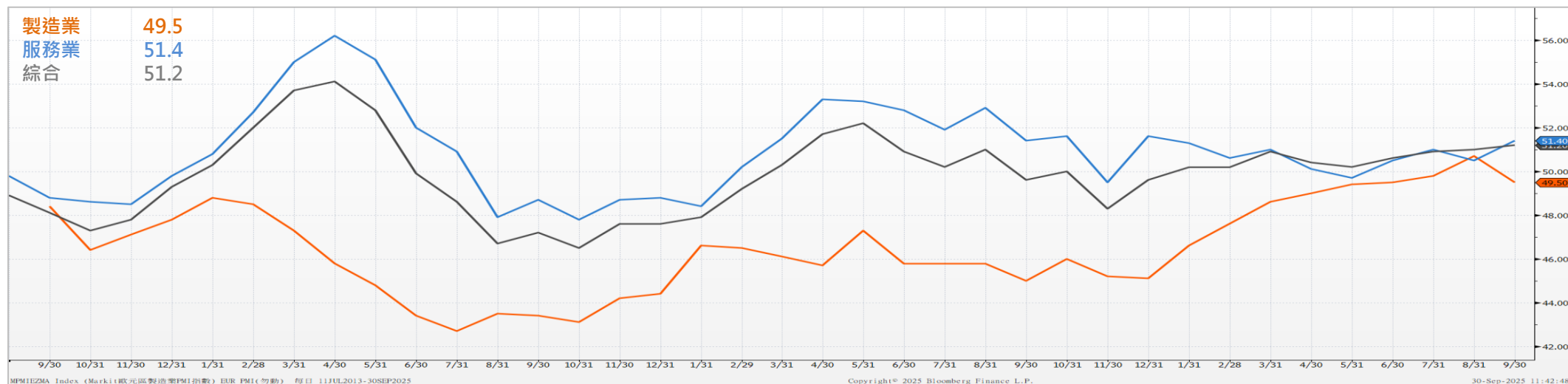


Source : Russell Investments · 2025/09/26 · 永豐投顧整理

歐洲：歐元區製造業PMI出現修正

- 上週，MSCI歐洲除英國指數微幅下跌。能源類股表現最為突出。由於烏克蘭對俄羅斯基礎設施的攻擊引發供應疑慮，導致原油價格大幅上漲。醫療保健類股表現不佳，受到川普總統最新關稅政策的衝擊。
- 9月歐元區製造業PMI初值降至 49.5，低於預期(50.7)。服務業PMI初值升至 51.4，高於預期(50.5)。綜合PMI初值升至 51.2，高於預期(51.5)。
- 8月歐洲央行一年期CPI預期 2.8%，高於前值(2.6%)。三年期CPI預期 2.5%，符合前值。
- 9月歐元區消費者信心指數初值 -14.9，優於預期(-15.3)。
- 9月德國 IFO商業景氣指數 87.7，不如預期(89.4)。
- 9月英國製造業PMI初值 46.2，不如預期 (47.1)。服務業PMI初值 51.9，不如預期(53.5)。綜合PMI初值 51.0，低於預期(53)。

歐元區PMI

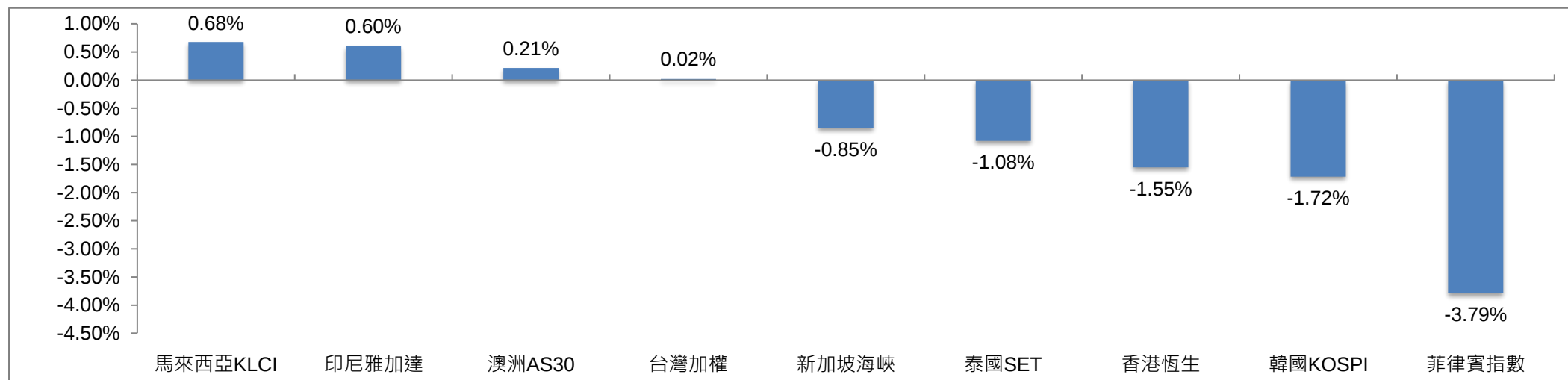


Source : Russell Investments · 2025/09/26 · 永豐投顧整理

亞太：日本PMI下滑

- 上週，MSCI亞太(日本除外)指數以下跌作收，馬來西亞、印尼及澳洲股市表現最佳。
- 9月日本製造業PMI初值 48.4，不如前值(49.3)。服務業PMI初值 53.0，不如前值(53.1)。綜合PMI初值降至 51.1，創四個月低。
- 8月日本工具機訂單年增率升至 8.5%。工業生產月增率持平至 -1.2%，年增率降至 -1.3%，低於預期(-0.9%)。
- 8月台灣工業生產指數年增 14.41%至 117.36，而製造業生產指數年增 15.48%至 118.22，這兩項數據皆創下歷年同期的最高紀錄，製造業生產已連續 18 個月保持正成長。1-8月工業生產年增率為 16.59%，製造業則成長 17.75%。
- 8月台灣失業率升至 3.35%，高於預期(3.30%)。

近一週亞太地區主要指數表現

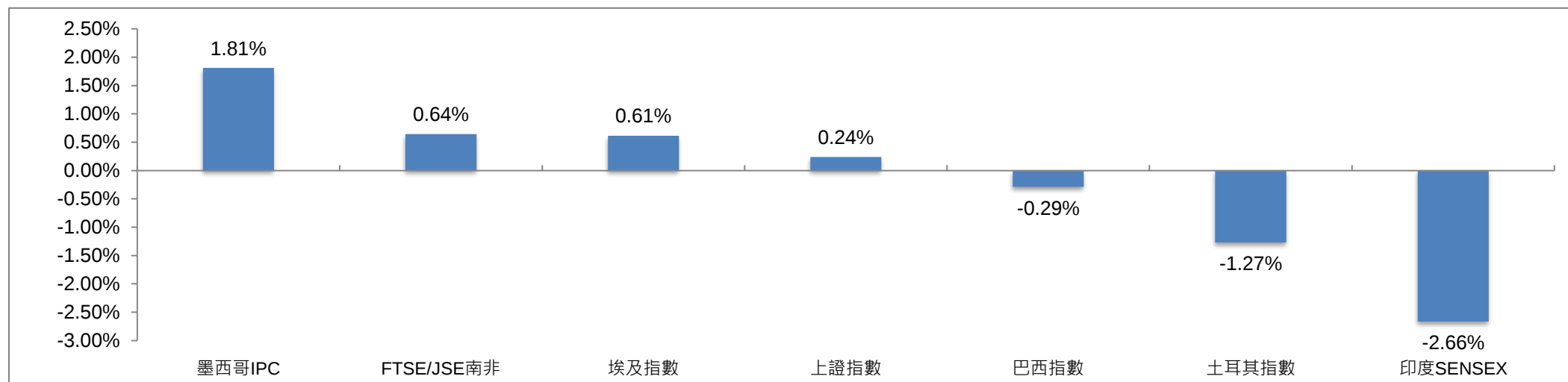


Source : Russell Investments · 2025/09/19-2025/09/26 · 永豐投顧整理

新興：中國工業利潤出現改善

- 上週，新興市場股市出現下滑。
- 9月中國1年期貸款市場報價利率LPR持平於 3.35%，5年期貸款市場報價利率LPR持平於 3.85%。
- 8月中國工業利潤年增率升至 20.4%，年初迄今年增率升至 0.9%。
- 9月印度製造業PMI降至 58.5，服務業降至 61.6，綜合PMI降至 61.9。
- 9月巴西通膨月增率升至 0.42%，年增率降至 2.82%。

近一週新興市場主要指數表現

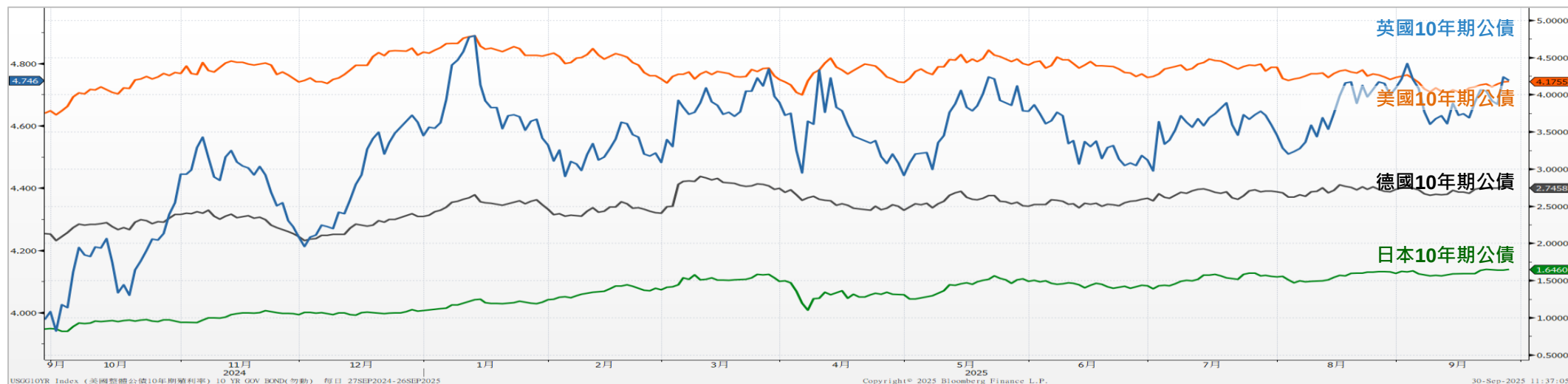


Source : Russell Investments · 2025/09/19-2025/09/26 · 永豐投顧整理

債券：公債殖利率走升

- 上週，全球債券指數下滑。
- 上週，Fed主席鮑爾表示，面臨「通膨風險與就業市場脆弱」的艱難局勢，加上強勁的經濟數據，促使交易員調整對降息的預期。10年期美國國庫券殖利率上升 5 個基點至 4.18%。
- 上週，由於公共部門借款激增引發財政疑慮，英國公債殖利率維持高位。最新公債標售需求疲弱，也加劇政府在11月預算案前的挑戰。10年期英國公債殖利率上升 3 個基點至 4.75%。
- 上週，10年期德國公債殖利率持平至 2.75%。

近一年主要國家10年期公債殖利率走勢



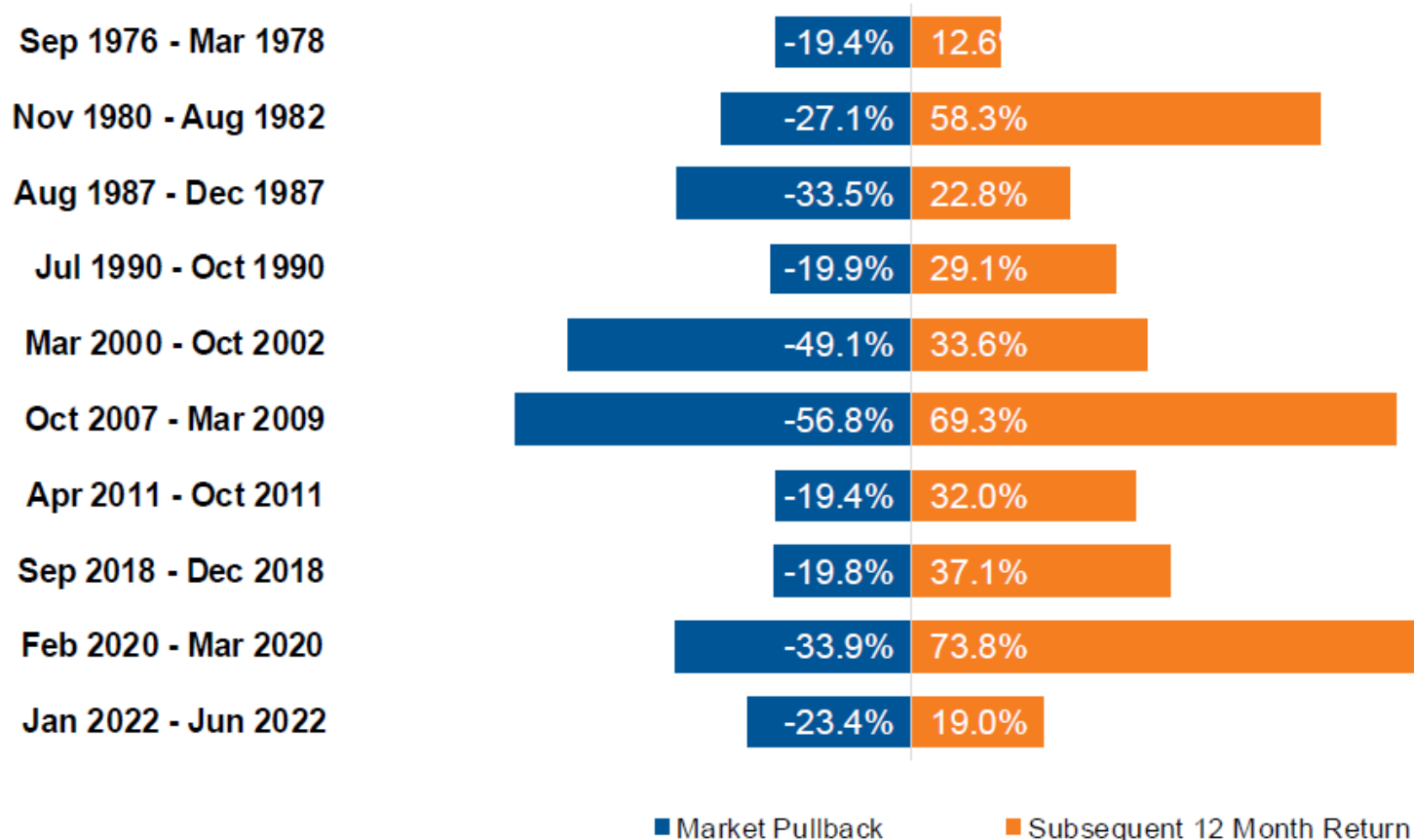
Source : Russell Investments · 2025/09/26 · 永豐投顧整理

羅素投資展望

股票拉回通常會在短期內出現反彈

自1975年以來，S&P 500指數下修至少15%後

美國股票市場報酬率(%)



39%

在市場拉回
12個月後的
平均報酬

市場修正經常發生，即使歷經最深的跌幅通常也會迅速反彈。

Source: S&P 500, Russell Investments, 截至2022.06, 永豐投顧整理。

2025年政策觀察點

關鍵政策



關稅

- 對於中國及其他貿易夥伴提高關稅
- 拖累經濟增長(0.2ppt)及獲利(1ppt)，提升物價(0.3ppt)



移民

- 限縮移民至2017-2019年的水準，面對大規模驅逐風險
- 潛在增長從 2.5%放緩至 2%，對物價影響不大



財政政策

- 延長《減稅與就業法案》(TCJA) 至2025年之後，削減企業稅
- 提升收益 (5ppt)，更多的政府債務



鬆綁法規

- 預期將針對金融及能源業法規進行鬆綁

對於基本面的影響



經濟增長

- 兩相平衡之下，影響有限。
- (負向) 關稅&移民大致抵銷(正向)財政&鬆綁法規



通膨

- 核心PCE通膨將會出現一次性溫和增長(0.3ppt)
- 若關稅、財政及移民政策更積極，衝擊會更大



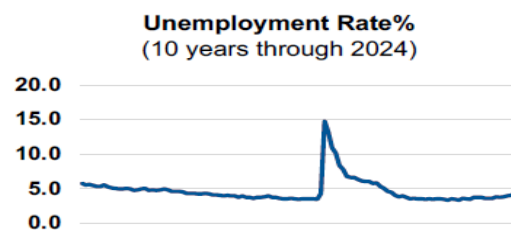
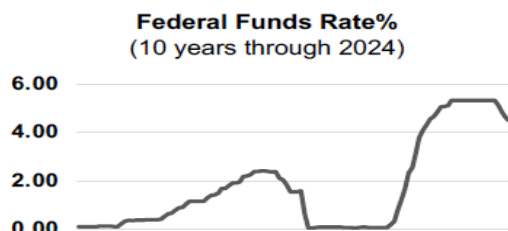
企業財報

- 預計在2026年S&P 500指數企業獲利將提升(4ppt)
- 因為企業減稅(+5ppt)，抵銷關稅拖累(-1ppt)。



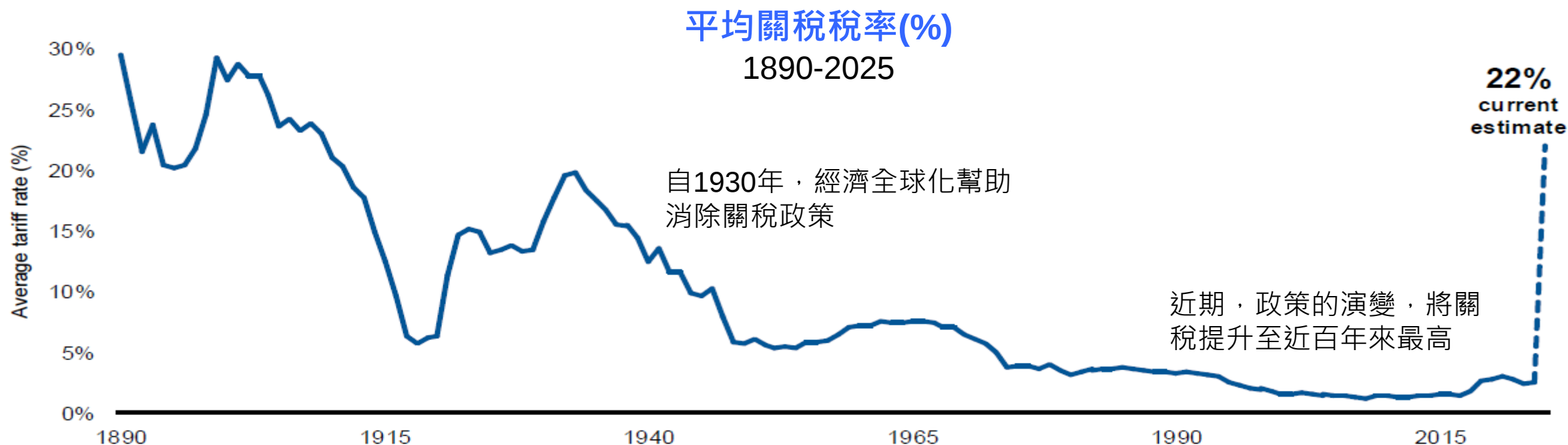
利率

- 對Fed近期的影響有限，但長期利率可能因財政風險上升
- 關稅(鴿)和財政政策(鷹)的組合是關鍵。



Source: Russell Investments · 截至 2024/12 · 永豐投顧整理。

關稅政策不確定性



優勢

- 政府收入來源增加
- 解決國際貿易扭曲問題
- 強化經濟安全
- 鼓勵國內製造業發展

劣勢

- 通膨壓力
- 短期市場波動
- 對收入創造的影響有限
- 商品與服務的稅收形式
- 貿易緊張局勢

市場關鍵

- 結論: 投資策略維持「中立」，展望雖受干擾，但尚未動搖基本方向

	說明
估值面	• 正向動能抵消了略高的估值，我們對股票的景氣循環展望為中性 • 美國公債估值維持至 0.5
景氣面	• 美國經濟衰退的風險維持至 30%，反映政策不確定性 • 企業獲利穩健—有助於避免裁員潮 • 美國經濟持續展現韌性—既不強勁，也不疲弱 • 政策不確定性仍是關鍵問題，關稅伴隨新的威脅
市場面	• 股市投資氣氛轉為「樂觀」 • 牛熊比為 2.5 比 1，AAII 投資人情緒呈現淨多頭

情境分析

未來一年，經濟發生非必要衰退的機率放緩

牛市 (10%)

- 經濟呈現成長趨勢，且高於平均值。
- Fed降息更緩慢。
- 通膨風險延續。

中立 (60%)

- 經濟衰退可避免，但增長速度低於趨勢。
- 核心通膨利率在溫和的水準。
- Fed將持續降息，直到達到自然利率(約為3.25%)。

熊市 (30%)

- 溫和的經濟衰退開始出現。
- 聯準會的寬鬆幅度超越目前市場的定價，採徹底寬鬆的政策。

Source : Russell Investments · 2025.07 · 永豐投顧整理

美國經濟衰退風險已從高峰回落

但尚未完全消散

中期風險指標	2024.07	2025.04	2025.07
殖利率曲線斜率(10y-2y)	紅色	黃色	黃色
勞通市場下滑	橘色	綠色	綠色
Fed政策動向	紅色	橘色	橘色
產出缺口	橘色	黃色	黃色
企業財務缺口	綠色	綠色	綠色
家庭債務水準	綠色	綠色	綠色
家庭債務服務	綠色	綠色	綠色
企業債務水準	紅色	紅色	紅色
企業債務服務	黃色	黃色	綠色

動態經濟指標	2024.07	2025.04	2025.07
商業週期指數	綠色	綠色	綠色
殖利率曲線(10y-3m)	紅色	紅色	橘色
就業成長	綠色	綠色	綠色
消費增長	黃色	黃色	黃色
SOFR 利差	綠色	黃色	綠色
信用利差	綠色	橘色	綠色
臨時工	紅色	紅色	黃色
消費支出	橘色	黃色	黃色
建築興建	紅色	紅色	紅色
融資條件指數	橘色	橘色	綠色
銀行借貸標準	紅色	橘色	紅色
ISM 製造業指數	橘色	橘色	紅色
ISM 非製造業指數	橘色	黃色	橘色
初次請領失業救濟金	綠色	綠色	黃色
銀行貸款需求	橘色	綠色	黃色

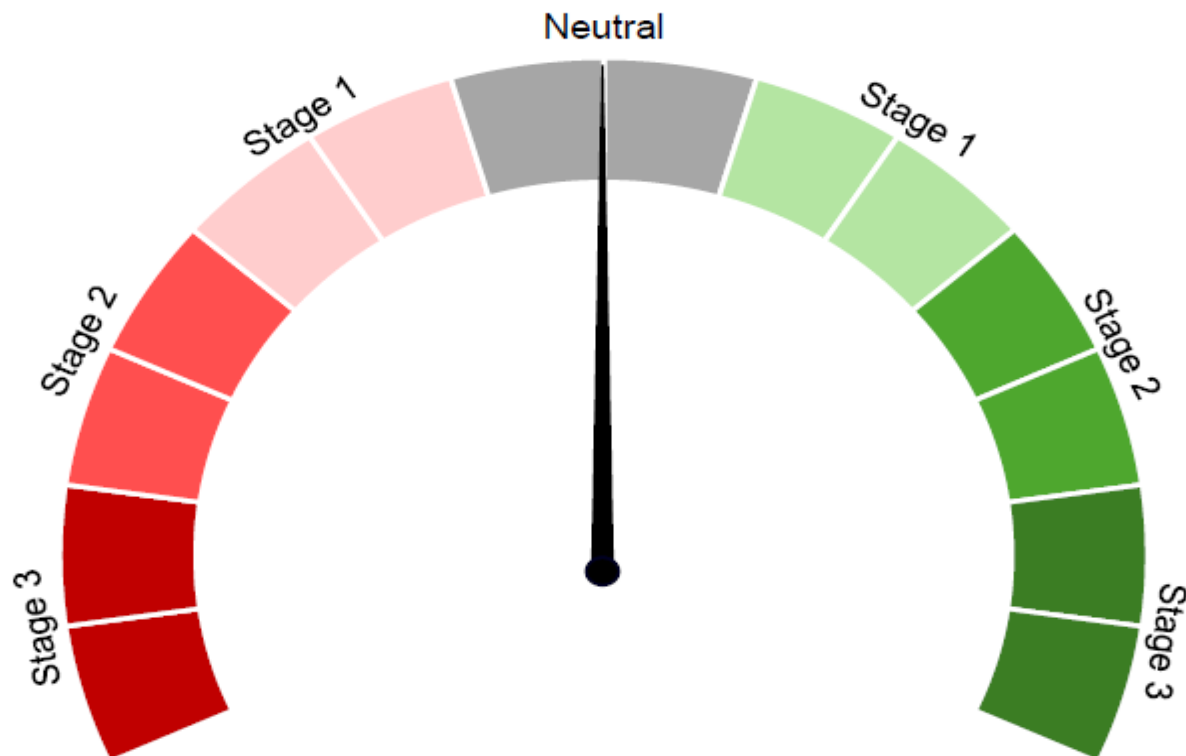
Source：Russell Investments，截至2025.07，永豐投顧整理，紅色:高風險、黃色及橘色:中風險、綠色:低風險

風險強弱表

中立觀點

風險弱

風險強



市場展望

經濟展望

美國經濟



- 在未來12個月內美國經濟衰退風險已降至30%，但仍高於歷史平均水準。
- 但若關稅長期維持，經濟成長與勞動市場可能面臨下行壓力。
- 通膨走勢將取決於最終關稅規模。

歐洲經濟



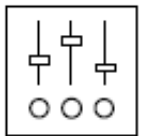
- 在信貸活動回升的帶動下，市場出現令人鼓舞的初步復甦跡象，但美國關稅政策仍可能對經濟成長構成壓力。
- 財政刺激政策的轉向是該地區的一大利多。
- 若中國消費者信心趨於穩定，將有助於提振歐洲出口動能。

亞太區



- 薪資成長與通膨預期已逐步靠近日本央行的通膨目標。
- 中國的財政政策將持續是觀察2025年經濟走勢的關鍵因素。

Fed及財政政策



- 聯準會政策仍可能維持以數據為依據的決策模式，儘管關稅風險存在，年內仍有降息的可能性。
- 《減稅與就業法案》（TCJA）中的減稅措施已獲延長。

投資展望

全球股市



- 儘管美國股市創下歷史新高，投資人情緒仍大致維持中性水準。
- 美國以外地區的股市估值相對更具吸引力，但也伴隨較高的景氣循環風險。
- 美國企業獲利表現迄今尚可，但關稅可能對未來獲利造成壓力。

固定收益



- 政府債券仍是資產配置中的關鍵分散工具。
- 信用利差目前處於極窄水準，但企業基本面整體仍穩健。

實質資產



- 相較於全球股票，REITs及基礎建設(IFRA)估值具吸引力

匯市



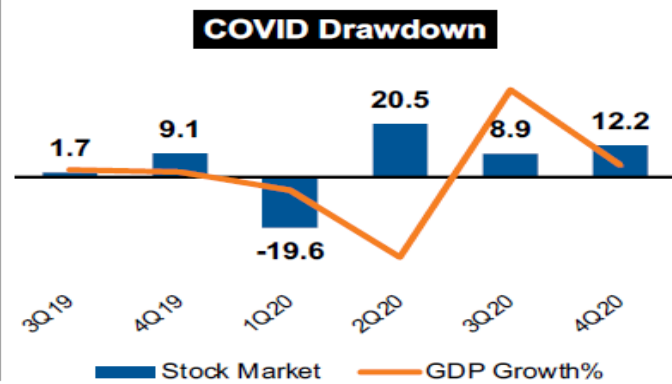
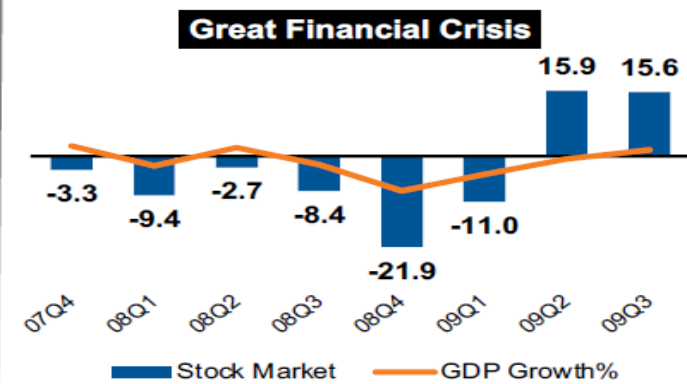
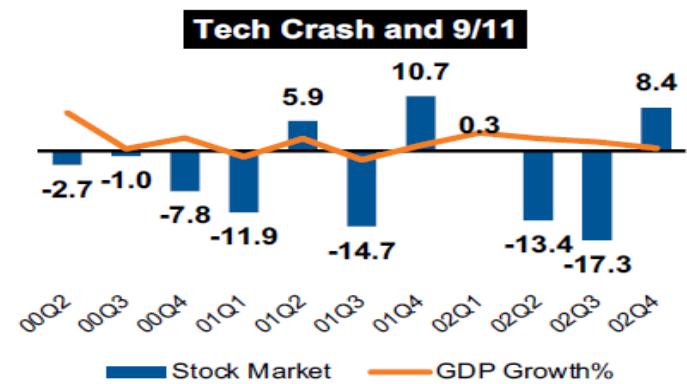
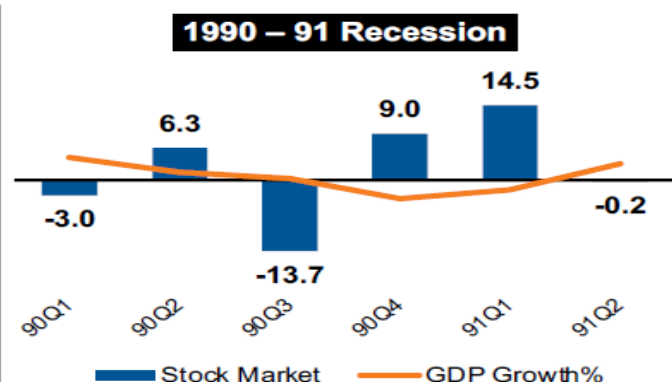
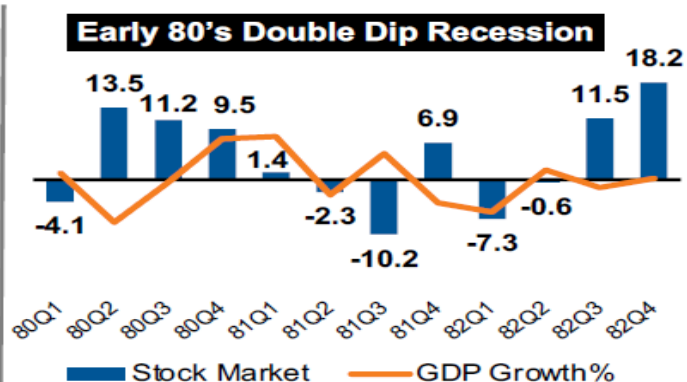
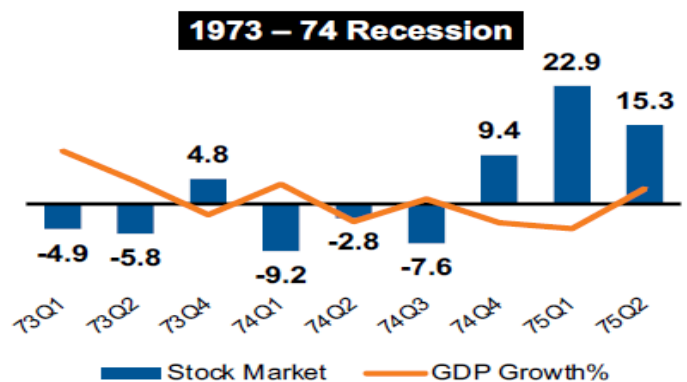
- 在購買力評價的分析下，美元偏向昂貴
- 短期走勢高度不確定

Source : Russell Investments · 2025.06 · 永豐投顧整理

股市反應將早於經濟表現

股市反應時間與經濟成長非常不一致

- 結論:
 - 股市在經濟脫離衰退期前已開始反彈
 - 等待確認經濟成長後的投資人將失去進場的好時機



註:以上資訊為歷史資料之計算整理，僅供參考，並非代表未來獲利之保證，投資人在不同時間點進場，投資績效亦不同

Source: S&P 500, Russell Investments, 截至2022.07, 永豐投顧整理。

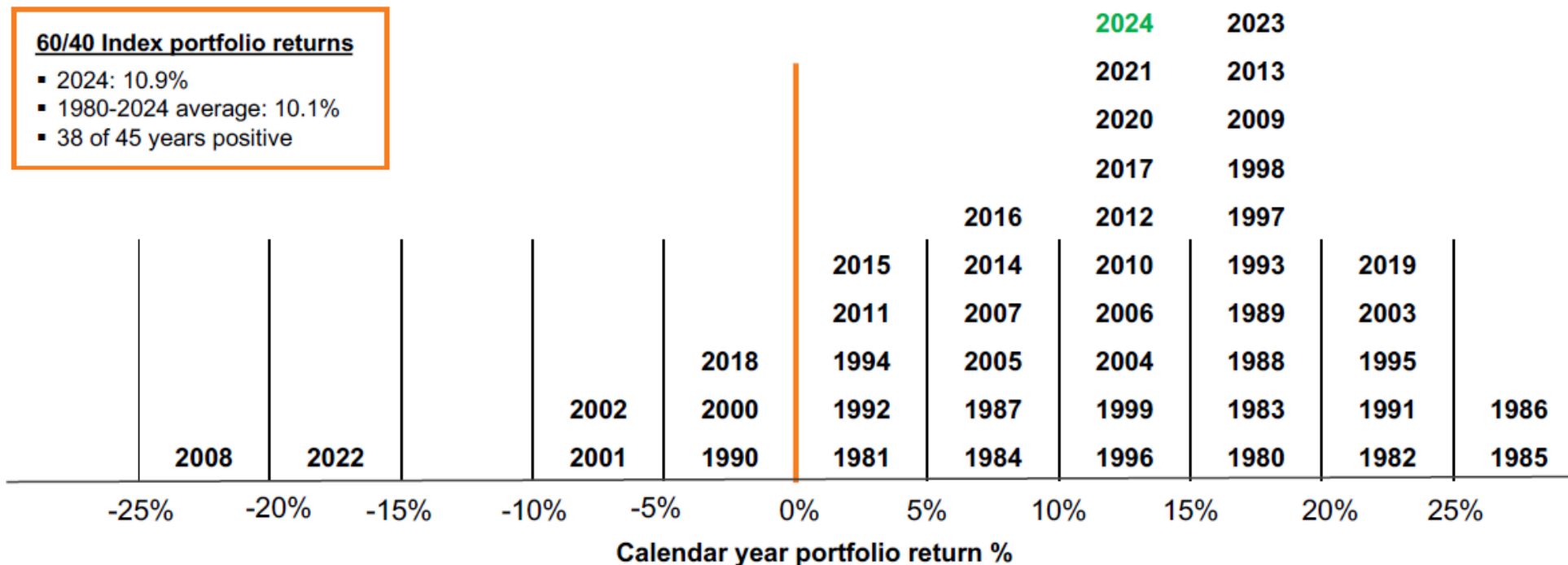
以投資組合(股6債4)來分析，持續投資為王

- 結論:

- › 當市場面臨挑戰，可能會誘使投資人轉而持有現金，或賣出部位。
- › 若錯過2018年或2022年投資機會，可能錯失市場強勁成長的投資機會。

60% Stock (40% US & 20% non-US) / 40% Bond Index Portfolio

(Jan 1980 – Dec 2024)



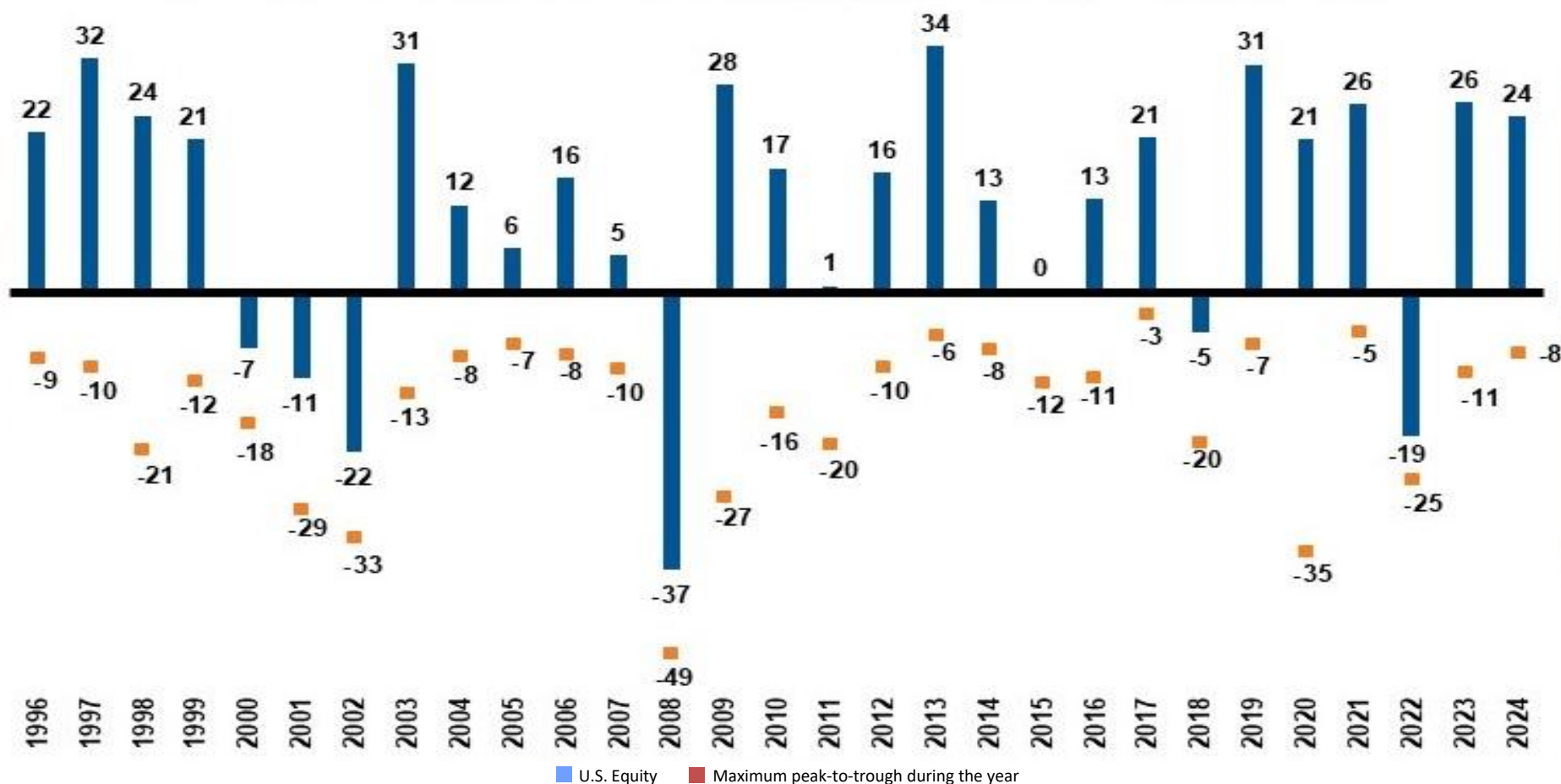
註:試算投資組合包含40%Russell 3000+20% MSCI EAFE+40% Bloomberg US Gov/Corporate Bond。以上資訊為歷史資料之計算整理，僅供參考，並非代表未來獲利之保證

Source: Morningstar · S&P 500 · Russell Investments · 1980-2024 · 永豐投顧整理。

拉回總是短暫的

長期投資者無須擔憂

年度美股報酬 (%) 與最大跌幅



過去29年中，
美股有23年
以上漲作收

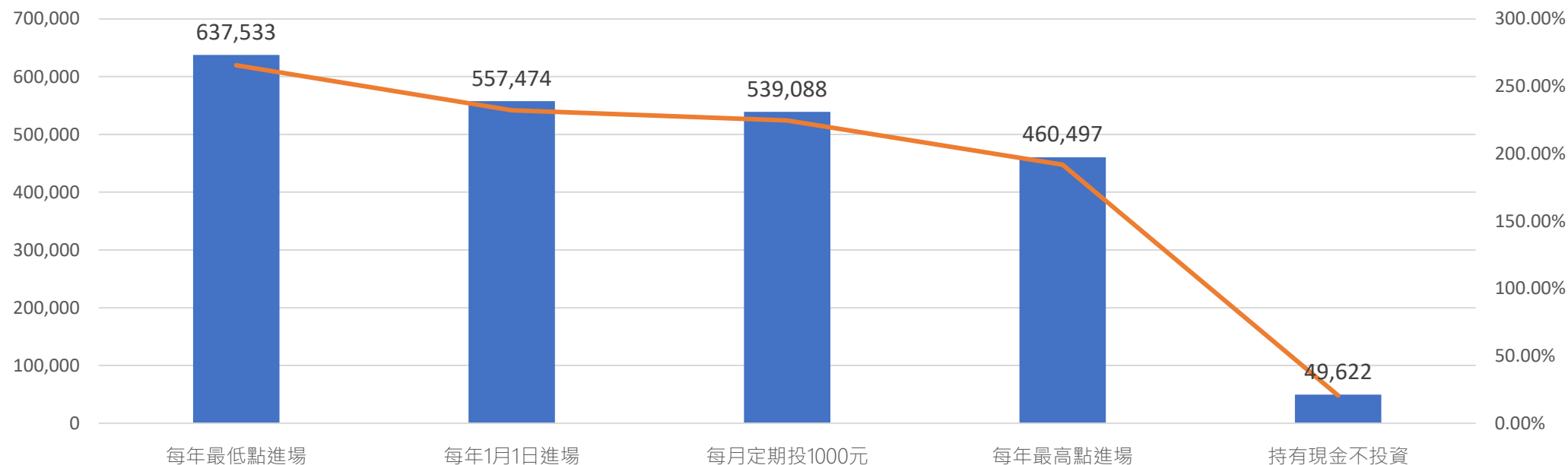
平均年度
最大跌幅為
16%

Source : Russell Investments · 統計期間為1996~2024 · 永豐投顧整理

打破現金為王的迷思

近20年以來，每年投資S&P 500指數12,000美元為例

- 只要堅持投資，累積報酬率皆在+100%以上。若死抱現金不做任何投資，成效最不理想。



期間	每年最低點進場	每年1月1日進場	每月定期投1000元	每年最高點進場	持有現金不投資
累積本利和	711,654	646,728	626,534	568,083	289,622
投資成效	471,654	406,728	386,534	328,083	49,622
報酬率	196.52%	169.47%	161.06%	136.70%	20.68%

Source：Russell Investments，截至 2024/12/31，美元計價，永豐投顧整理

註：以上投資試算係以歷史指數演算而推出，投資報酬率僅供參考，並不保證未來的績效，投資人在不同時點進場，亦可能有不同的結果

近十年來，市場輪動快速

近十年來，市場輪動快速

	股票	債券	多元資產	期貨	貨幣				
2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
美元 9.3%	原油 45.0%	新興股 37.7%	美元 4.3%	原油 34.5%	黃金 24.4%	原油 55.0%	商品 19.5%	美股 26.3%	黃金 27.5%
REITS 2.5%	高收債 14.3%	全球股 23.0%	全球債 -1.2%	美股 31.5%	新興股 18.8%	REITS 43.1%	美元 8.2%	全球股 24.4%	美股 25.0%
美股 1.4%	美股 11.9%	美股 21.8%	黃金 -2.1%	全球股 28.4%	美股 18.4%	商品 38.5%	原油 6.7%	多元資產 20.7%	全球股 19.2%
新興債 1.2%	新興股 11.7%	多元資產 18.8%	高收債 -4.1%	REITS 25.9%	全球股 16.5%	美股 28.7%	黃金 -0.1%	高收債 14.0%	多元資產 15.9%
全球股 -0.3%	新興債 10.2%	黃金 13.7%	美股 -4.4%	多元資產 23.4%	多元資產 13.6%	全球股 22.3%	高收債 -12.7%	REITS 13.7%	商品 12.5%
高收債 -2.7%	商品 9.3%	原油 12.5%	REITS -4.5%	黃金 18.9%	全球債 9.2%	多元資產 18.1%	全球債 -16.2%	黃金 13.4%	高收債 9.2%
多元資產 -2.8%	黃金 8.6%	高收債 10.4%	新興債 -4.6%	新興股 18.7%	高收債 7.0%	美元 6.4%	新興債 -16.5%	新興債 10.4%	REITS 8.8%
全球債 -3.2%	REITS 8.6%	新興債 9.3%	全球股 -8.2%	新興債 14.4%	新興債 5.9%	高收債 1.0%	全球股 -17.7%	新興股 10.0%	新興股 7.8%
黃金 -10.5%	全球股 8.1%	全球債 7.4%	多元資產 -9.6%	高收債 12.6%	美元 -6.7%	新興債 -1.5%	美股 -18.1%	全球債 5.7%	美元 7.1%
新興股 -14.7%	多元資產 5.0%	REITS 5.1%	商品 -12.4%	商品 9.4%	REITS -7.5%	新興股 -2.5%	多元資產 -19.3%	美元 -2.1%	新興債 5.7%
商品 -23.4%	美元 3.6%	商品 0.7%	新興股 -14.2%	全球債 6.8%	商品 -9.7%	黃金 -3.5%	新興股 -20.0%	商品 -5.0%	原油 0.1%
原油 -30.5%	全球債 2.1%	美元 -9.9%	原油 -24.8%	美元 0.3%	原油 -20.5%	全球債 -4.7%	REITS -24.5%	原油 -10.7%	全球債 -1.7%

Source：Bloomberg，2015/01~2024/12，原幣計價，永豐投顧整理 註：美股-S&P 500指數/美元-DXY美元指數/高收益債-彭博巴克萊全球高收益債券指數/全球債-彭博巴克萊全球債券指數/新興市場債-摩根全球新興市場債券指數/商品-CRB/原油-西德州原油/REITS-美國REITS/多元資產-70%全球股+30%全球債；上述投資係以歷史績效試算，結果僅供參考，過去績效並不代表未來績效保證，在不同時點進場亦可能有不同結果，投資人須考量自身投資風險。

9 月推薦基金

羅素多元資產50基金

- 由於川普正在與各國進行關稅談判，市場不確定因素仍存在，短線上，市場已回補關稅時的損失，預期在川普政策的不確定因素干擾下，市場仍將持續震盪，建議投資人可將多元資產基金納入核心部位，**羅素多元資產50基金**，透過策略性的配置，**50%**資金投資於成長型資產，以追求長期增長契機，最適合目前投資環境，並有效降低風險。

重大金融事件分析

修正事件	時間	S&P 500		多元資產投資組合	
		1個月後	12個月後	1個月後	12個月後
1987 黑色星期一股市崩盤	10/19/1987	-21.5	10.1	-7.8	15.7
伊拉克入侵科威特	8/2/1990	-8.9	26.9	-6.3	18.1
長期資本管理公司(LTCM)事件	9/23/1998	4.1	22.3	1.04	12.5
911 恐攻	9/11/2001	0.59	-21.5	0.63	-8.3
雷曼兄弟破產	9/15/2008	-27.3	12.8	-18.03	15.7
COVID – 19	2/20/2020	-31.8		-21.5	
平均	-	-14.1	10.1	-8.7	10.7

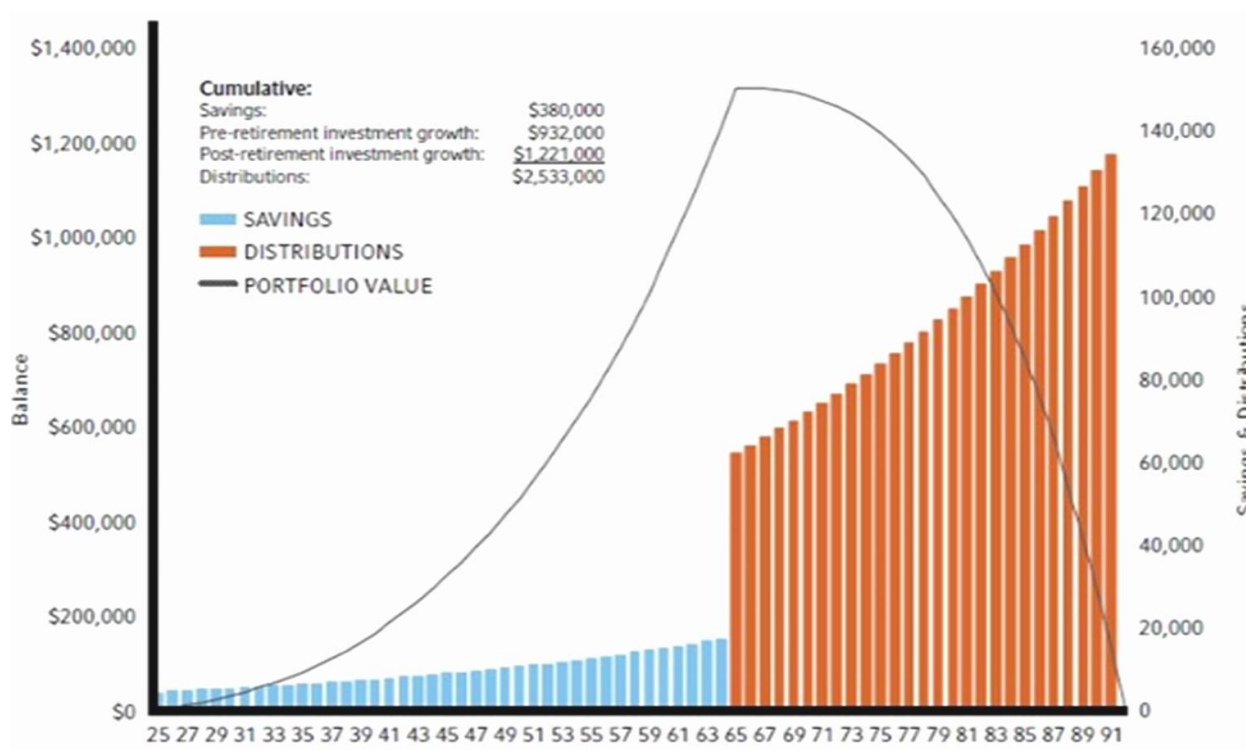
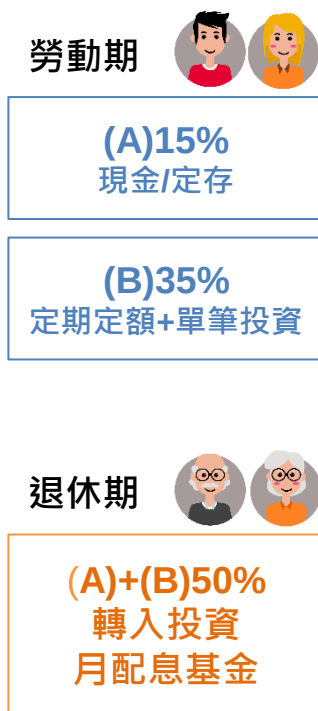
Source: Morningstar Direct – S&P 500 Index, Balanced Portfolio - BBgBarc US Agg Bond TR USD 40%FTSE Nareit Equity REITs TR USD 10/19/1987-2/18/2005 then FTSE EPRA Nareit Developed NR USD 2/18/2005-3/31/2020 4% MSCI EAFE NR USD 17% Russell 1000 TR USD 34% Russell 2000 TR USD 5%. Index returns represent past performance, are not a guarantee of future performance, and are not indicative of any specific investment. Indexes are unmanaged and cannot be invested in directly.

Source : Bloomberg/Russell Investments · 統計期間為1987/10~2020/03 · 永豐投顧整理

羅素退休金寶典

羅素15/35/50退休金準備法則

- 15/35/50法則，係指15%在工作期間之現金/定存存款，35%在工作期間之累計投資金額，50%之退休後搭配現金流的投資方式。



註：上述投資數據係作為參考，並非真實案例，投資人在不同投資時點進場，投資效果可能不同

Source：Russell Investment，截至2019/06，永豐投顧整理

投資警語與風險須知

羅素投資集團所作任何投資意見與市場分析結果，係依據資料製作當時情況進行判斷，惟可能因市場變化而更動，投資標的之價格與收益亦將隨時變動，羅素投資集團自當盡力提供正確的資訊，不保證本文之預測將可實現，本文提供之經濟走勢預測，不必然代表本投資績效，文中之數據、預測或意見可能有遺漏、錯誤或因環境變化而有變更，永豐投顧對此不負任何法律責任。投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，不應將本資料引為投資之唯一依據。本內容之所有權利為永豐投顧所有，任何人未經同意，不得為任何重製、轉載、散佈、改作等侵害智慧財產權或其他權利之行為，並不得將本報告全部或部分內容轉載於任何形式媒體。

永豐投顧獨立經營管理 | 本基金經金管會核准或同意生效，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，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司之網站，或至境外基金資訊觀測站(<https://www.fundclear.com.tw>)下載。

由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故相關投資部位可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。境外基金投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限，直接及間接投資前述有價證券總金額不得超過本基金淨資產價值之20%，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制。本基金並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。此外，涉新興市場投資部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度亦可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響。

定期定額報酬率將因投資人不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動。

風險等級係依照投信投顧公會基金風險報酬等級分類標準編製，分類為RR1~RR5，數字越大代表風險越高。此等級分類係基於一般市場狀況反映市場價格波動風險，無法涵蓋所有風險，不宜作為投資唯一依據，投資人仍應注意投資基金個別的風險。

羅素境外基金總代理 永豐證券投資顧問股份有限公司 100台北市中正區忠孝西路1段80號14樓

電話：886-2-2361-0868，營業執照字號為110年金管投顧新字第024號，網址：<https://scm.sinotrade.com.tw>