

2025/05/16

寰宇金融週報

一 回顧與展望	p.2
二 投資評等	p.3
三 指數變化	p.7
四 個別市場	p.9
五 ESG洞察	p.22



綁定財富管理LINE官方帳號
即時市場資訊不漏接!

<https://mma.tw/O04NM>



利多消息接力，全球股市延續反彈

市場回顧

美國市場在本週因中美90天互降關稅協議及4月CPI年增率創四年新低，激勵美股表現強勁。標普500連續四日收紅，科技與非必需消費板塊領漲，半導體指數因Nvidia等龍頭上揚而大漲。然而，黃金受避險情緒消退影響而下跌2.7%至3236美元，美債10年期殖利率先升破4.5%後回落至4.44%。儘管PPI意外負成長及零售數據疲軟略增降息預期，美股漲勢集中科技股，顯示市場對經濟數據反應分化。

歐洲與亞洲市場本週表現不一。歐股受烏克蘭停火及中美貿易緩和推動，德國DAX續創新高，但軍工股大跌。亞洲方面，中概股因中國對美關稅削減及科網股財報亮眼而全線走高；日股受半導體熱潮及日圓貶值提振，惟關稅憂慮拖累後市。原油因美伊核協議預期供應增加而跌逾2%，油價繼續承壓於供應過剩疑慮。

市場展望

◆ 關注Fed官員談話

紐約聯邦儲備銀行主席約翰威廉斯將在5/19抵押貸款銀行家協會組織的活動上發表講話。

◆ 關注台北國際電腦展

台北國際電腦展是年度最大的AI活動之一，將於5/20~5/23登場，Nvidia執行長黃仁勳將發表演講。

◆ 關注5/20台灣出口訂單

台灣出口訂單2025年初受AI與科技需求推動持續增長，4月預計年增6%至10%，但高基期與美國關稅不確定性可能限制成長。

股市已回彈至解放日前高點，短線風險升溫

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	川普的取消晶片三級出口管制，帶領科技業前往中東簽約等，帶動科技股大漲；但關稅導致的通膨尚未反應，美債利率有升溫風險，加上股市估值過高，仍建議保守看待
歐洲	中性	持平	各國股市完全由川普投顧掌控，川普目前最新發言鼓吹投資人買股，短期市場情緒或保持樂觀，只是當前這種仰賴消息、政治面主導的市場，仍建議不要過度樂觀
日本	相對正向	下調	受日本積極協商態度下，日本豁免關稅可能性正在上升，預估日本將有機會成為首批關稅豁免國之一。
新興股市			
台灣	中性	持平	面對近期台股的震盪與多頭格局並存，建議投資人保持冷靜，採取低接不追高的策略為宜。下週Computex展即將登場，市場利多訊息充斥，而大盤已經接近年線，可以逢高逐步獲利。
中國A股 中國H股	中性 相對正向	持平 持平	中國同時面臨外部關稅威脅以及內需疲軟問題，A股獲利前景僅繫於消費提振政策規模，波動風險較高，故僅推薦中概科技股。
印度	相對正向	持平	印美關稅談判進程超預期，印度為取得全球製造業中心地位而加大對美讓利，預估印度將有機會成為首批達成關稅協議國之一，建議可趁近期印巴衝突紛擾之際，低接入場。
東協	中性	持平	IMF稱東協國家將受關稅措施影響甚鉅，加上美國未來可能對半導體和其他電子產品徵收高額關稅，恐衝擊東協國家出口收入來源，貿易動盪和政策風險持續構成經濟挑戰。
越南	中性	持平	越南上週啟動越美雙邊經貿問題談判，惟上月越南對美國貿易順差擴大，恐增添談判難度。越南已表態稱願將美國商品進口關稅降至零並採取措施打擊非法轉運等，來爭取美降低關稅。

川普投顧提振成長股情緒，金價同步走弱

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	中性	持平	當前半導體關稅還未公布，川普一人言論牽動市場不確定性巨大，仍建議保持謹慎，可適度進場評價面合理的AI企業。
能源	中性	持平	OPEC+ 加快既定的增產計畫，美國與伊朗間核協議談判前景樂觀正加劇石油供應增加疑慮，加以近期美國經濟數據疲軟，供需雙弱加劇油市供應過剩疑慮，預估Q2 WTI\$56~\$68。
生技	中性	持平	政治逆風尚未吹完，藥品關稅和川普砍藥價手段都未出台，當前川普一人在股市呼風喚雨下，不建議和川普投顧對做，故維持中性評等。關注6/20美國糖尿病年會。
REITS	中性	持平	基本面最為穩健的依舊是醫療和基建REITs，是我們推薦首選，不過要注意高昂美債利率將壓抑到配息吸引力，總經風險仍不可忽視。
原物料			
黃金	相對正向	持平	隨著避險情緒降溫，短線現貨黃金自歷史高位\$3500回落近10%；惟中長線來看，央行持續購金和黃金ETF資金強勁流入等多重利好支持，預計金價將在\$3000-\$3300區間波動。

PPI數據降溫，利率小幅回落、信用利差持穩

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，預期交易區間為4.3-4.8%。
投等債	正向	持平	預計即使出現衰退情境，IG利差再走擴對報酬威脅已相對下降，鑒於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。
非投等債	相對正向	持平	信用利差隨著市場波動回落可預期利差出現縮窄，但已難已回到年初的歷史低位水準，川普帶來的混亂即使平息也已衝擊到實體經濟中的企業信心、民間消費信心，對上半年的衝擊已不可避免，尤其考量到川普後續行動仍有諸多不確定性，建議全年須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，並偏好偏高品質債券。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等給予相對正向；我們同時看好新興企業信用，尤其看好亞洲(排除中國房地產)、中東產油國等地區。
可轉債	相對正向	持平	可轉債為投資者提供了一個機會，可以通過更多的下行保護來持有多頭部位。同時小型股相對於大型股的估值來看也非常便宜，美國可轉債短期將受益於小型股的反彈表現。

美國4月CPI、PPI低於預期，DXY升至101.97後回落

投資評等

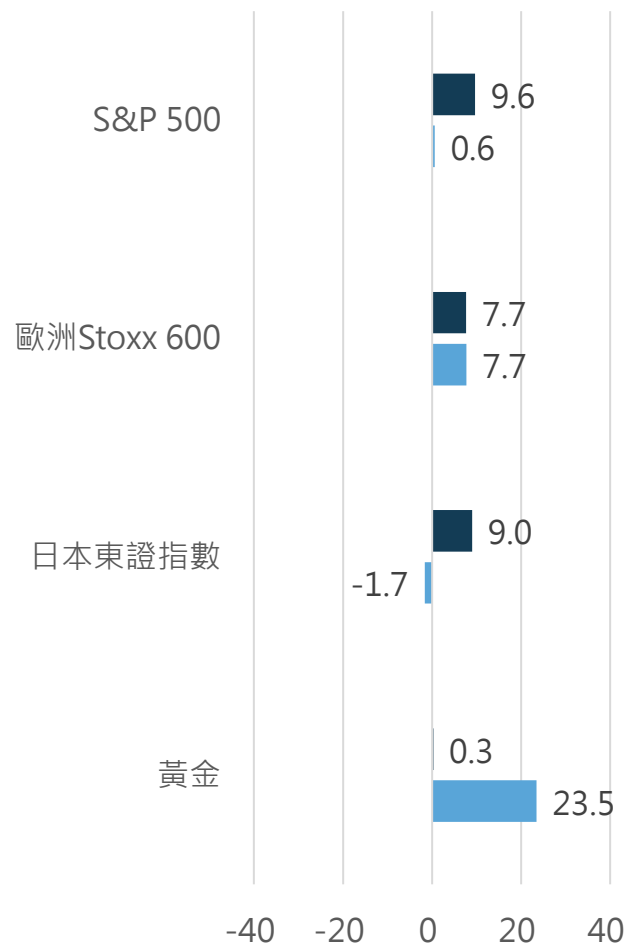
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	4月通膨和景氣數據多低於預期，市場對Fed降息預期或再度往3碼擴大，美元短期升勢可能暫緩，聚焦本週美印關稅談判，預估美元區間99.0~102.0，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	ECB偏鴿對歐元帶來下行壓力，惟近期市場對Fed降息預期可能再度回溫，歐元短線跌勢暫緩，下週區間1.10~1.13，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	市場靜待美日關稅談判結果，BOJ會議聲明顯示官員仍傾向於關稅達成協議後繼續升息，預期日圓下週呈震盪偏升格局，區間143~147，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	南非總統Ramaphosa與美國總統川普預計將在5/21於白宮會晤，且同日南非財政部長Godongwana將公布修訂預算方案，市場靜待進一步消息出爐，維持南非幣中性評等。
澳幣	相對負向	持平	RBA可能因全球景氣轉差對降息態度轉趨開放，目前市場已完全定價RBA 5月降息一碼，澳幣預估區間在0.60~0.65，中國需求放緩恐不利澳洲出口表現，維持澳幣相對負向評等。
人民幣	相對負向	持平	人行降息幅度低於預期，美中貿易衝突降溫，短期人民幣預估區間為7.05-7.35，在內外需疲軟的情況下，維持人民幣相對負向評等。

全球股市延續反彈，避險情緒降溫黃金回落

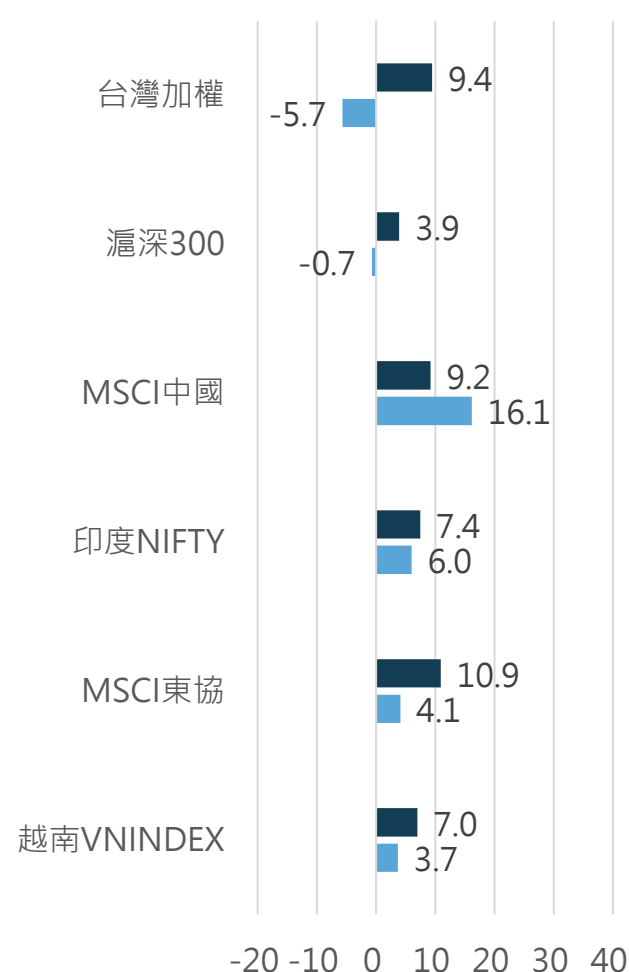
指數變化

1M% YTD%

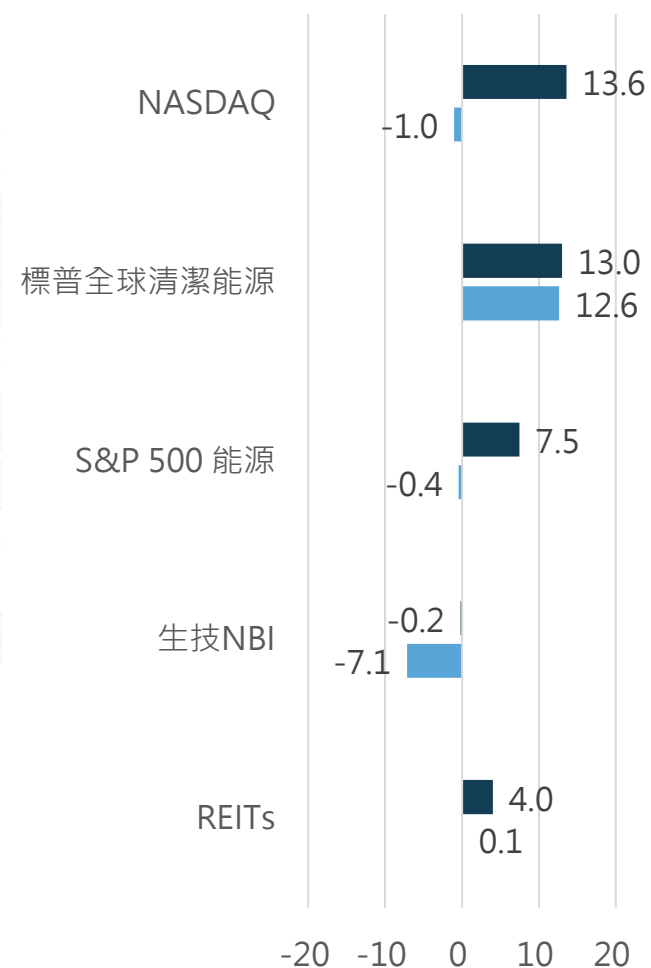
成熟市場股市&原物料



新興市場股市

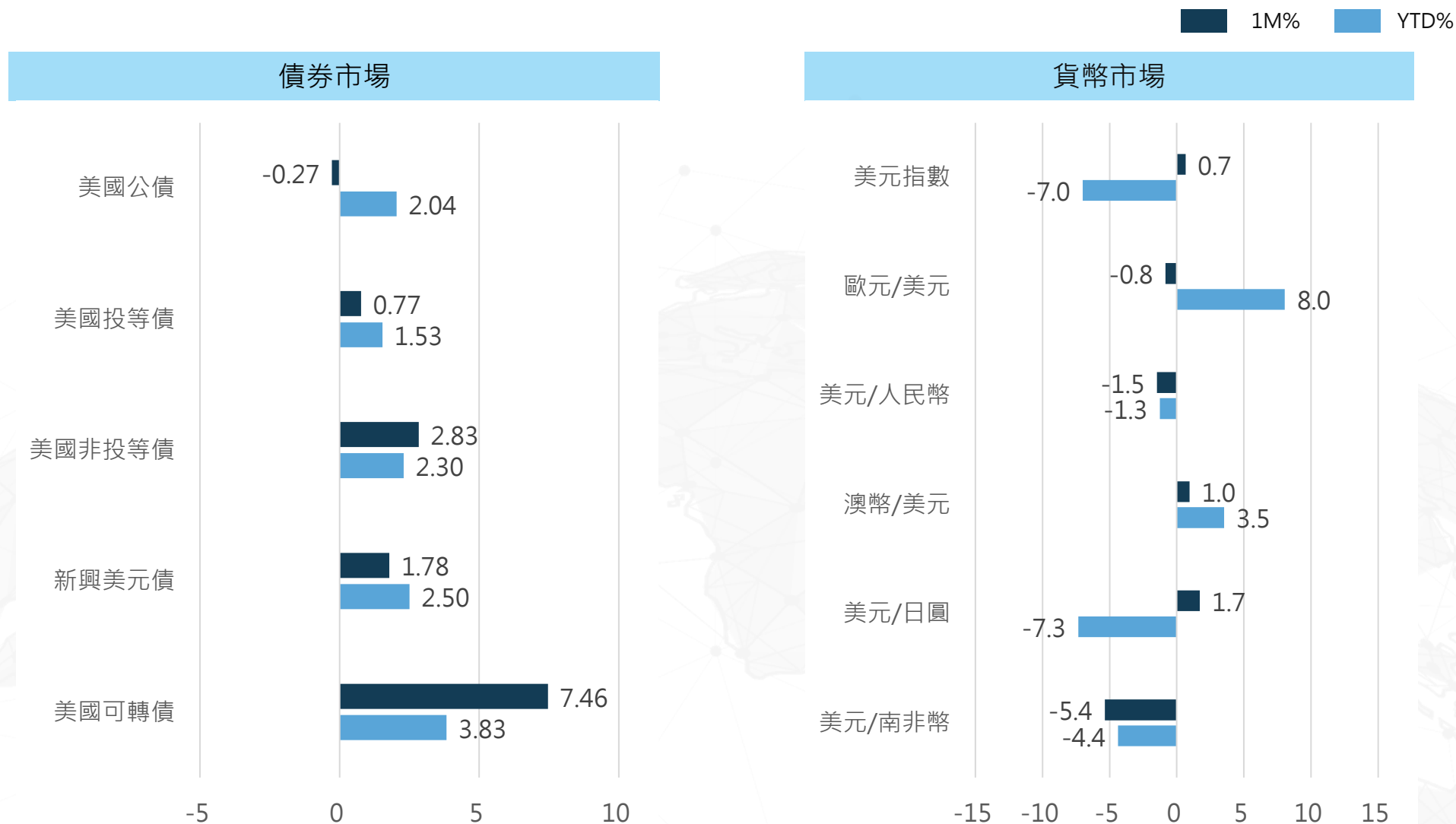


產業市場股市



美債殖利率高檔震盪，DXY升至101.97後回落

指數變化

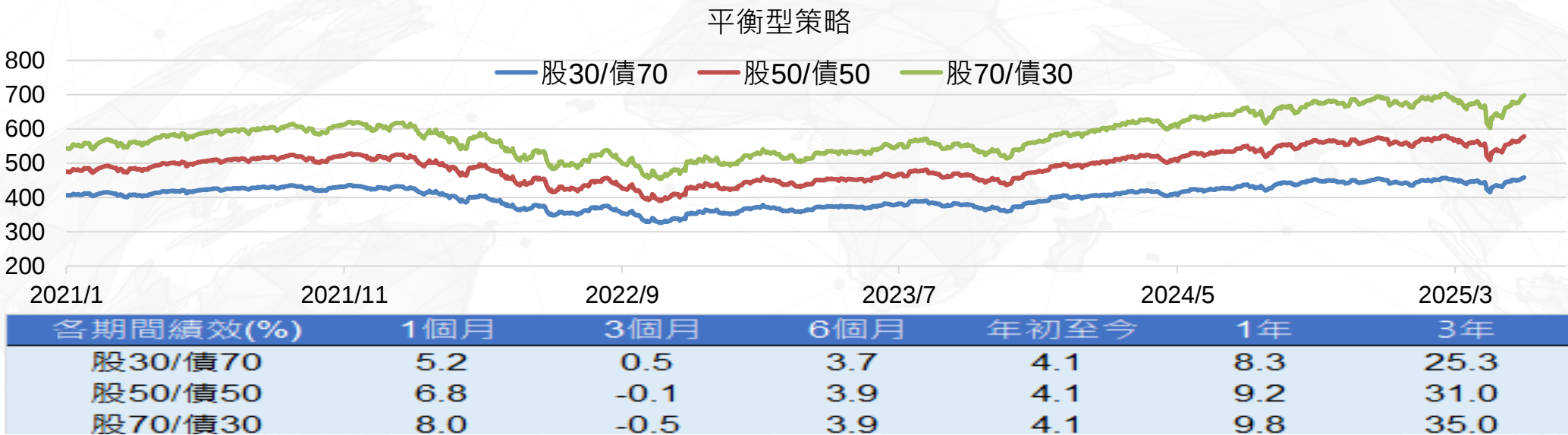


Computex展與貿易談判消息偏多，預計股優於債

近1個月(4/16~5/15)股債齊揚，全球股市急漲9.13%，債市也小漲0.25%，股70/債30的股債平衡配置策略以上漲7.98%的績效優於其他組合。本輪反彈主要受美英達成初步貿易協議框架、美中貿易關係重啟且雙方關稅休戰90天等政策不確定性降低的提振，而美國商務部宣布撤銷拜登AI擴散規則及沙烏地阿拉伯與卡達承諾對美投資數千億美元等利好消息，亦有助於改善投資人信心。

本週美國公布的零售銷售、PPI及工業生產等經濟數據疲軟，強化了市場對Fed為防止衰退年內將至少降息兩次的預期，年內首次降息時點可能落在9月，迄今美股已收復對等關稅公布後失土，技術指標或估值方面都已大抵修復，隨著貿易局勢緩和，投資人正重新聚焦基本面，硬數據的呈現可能受限於政策的扭曲或滯後，且關稅導致的通膨尚未反應，使得美國經濟仍保有韌性。

展望未來1個月，5/20~5/23迎來Computex展，聚焦AI技術落地與產業應用，輝達執行長黃仁勳將發表主題演講，AI科技股有機會表現，關稅消息繼續主導盤勢，各國關稅談判進展趨於樂觀，預計股優於債，然漲多後的上行空間有限，建議選股不選市，避免追漲策略，看好股70/債30。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理
註：本文採用股票指數(MSCI AC世界指數)及債券指數(彭博全球整合信用總報酬指數價值型未避險美元)來演示平衡型基金的資產配置並比較不同操作策略的績效

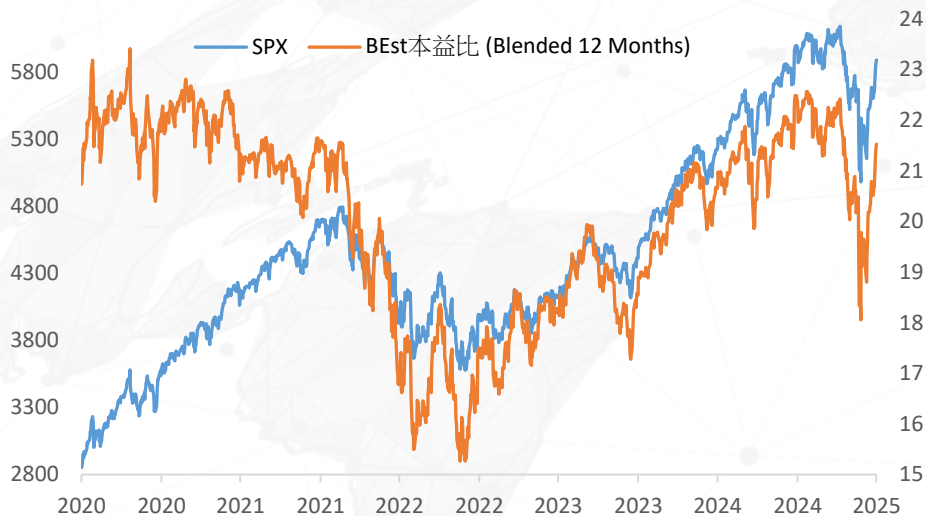
川普投顧呼風喚雨，但美債和通膨風險仍大，維持中性評等

成熟市場-美國

Walmart 1Q營收年增2.5%至1656億美元，低於預期的1660億，但美國同店銷售額成長額4.5%，優於預期的3.9%；EPS \$0.61，優於預期的0.58，其中全球電子商務營收成長22%，首次單季實現獲利。財測方面，公司維持2026全年營收成長3.0%~4.0%、EPS \$2.5~2.6預估不變，CEO表示將盡最大努力將價格保持在盡可能低的水平，但提到美中30%關稅依然過高，對消費者來說仍是沉重的負擔，擔心消費者會開始看到價格上漲，很可能會在本月底開始看到這種情況，然後肯定會在6月份進一步加劇。

美國4月CPI月增率由-0.1%回升至0.2%，核心CPI月增率由0.1%回升至0.2%，雙雙低於市場期的0.3%；但由於目前廠商正在消化庫存，庫存積壓通常有兩到三個月，使得4月物價尚未大幅反映貿易戰的影響，儘管對中加徵關稅降至30%，惟目前美國對中國進口貿易加權平均關稅約42%，美國後續仍將面臨物價升高壓力。整體而言，川普的取消晶片三級出口管制，帶領科技業前往中東簽約等，帶動科技股大漲；但關稅導致的通膨尚未反應，美債利率有升溫風險，加上股市估值過高，仍建議保守看待。

川普投顧喊多，使估值回到去年初高點



實質利率回升至2.15%，風險再度上升



川普帶動科技股上漲，維持中性

應用材料公布FY25Q2營收年增7%至71億，低於預期的71.3億，EPS為\$2.39，略高於預期的\$2.31，而毛利率年增170bp至49.2%。應材半導體系統增長7.2%至52.6億，低於預期的53億，至於中國營收占比由上季的31%降至25%。高層表示，先進晶片的巨額投資抵銷了ICAPS市場投資放緩；在AI的需求、晶片的複雜性增長迫使客戶升級的環境下，半導體還是處在歷史性的擴張期。展望未來，應材和其他同業一樣表示，關稅沒有導致客戶需求發生重大變化，預估FY25Q3營收中值72億，僅符合預期，且中國投資的正常化、貿易出口管制等影響全球支援服務收入(AGS)年減2%，導致毛利率降至48.3%附近。

川普近日取消拜登晶片出口三級管制，帶領輝達等科技龍頭訪問中東接獲千億大單，但表示過去應該對晶片課徵50%~100%的關稅，台灣等國家就不會偷走晶片業；川普也批評蘋果轉向印度設廠。當前半導體關稅還未公布，川普一人言論牽動市場不確定性巨大，仍建議保持謹慎，可適度進場評價面合理的AI企業。

川普投顧拉動那指收復今年失土



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

中東肥單帶動費半指數走高



資料來源：WSTS · 永豐投顧整理

政治逆風還沒吹完，生技估值相當便宜，維持中性

根據Locust Walk統計，25Q1併購規模達到250億，年增約一倍，不過主要是禮來、Novartis和嬌生三者併購案占了80%，併購數量13筆和去年同期一樣；IPO方面，年減28%至8.4億，2000萬以上家數僅5家，25Q4為3家。當前的市場情緒依舊偏向低迷。在政治方面，除了川普喊出將簽署行政命令、目標降低藥價59%之外，藥品關稅政策也尚未出台，而反疫苗醫學家Vinay Prasad上任CBER主任，也導致藥廠和生技股情緒加速惡化。

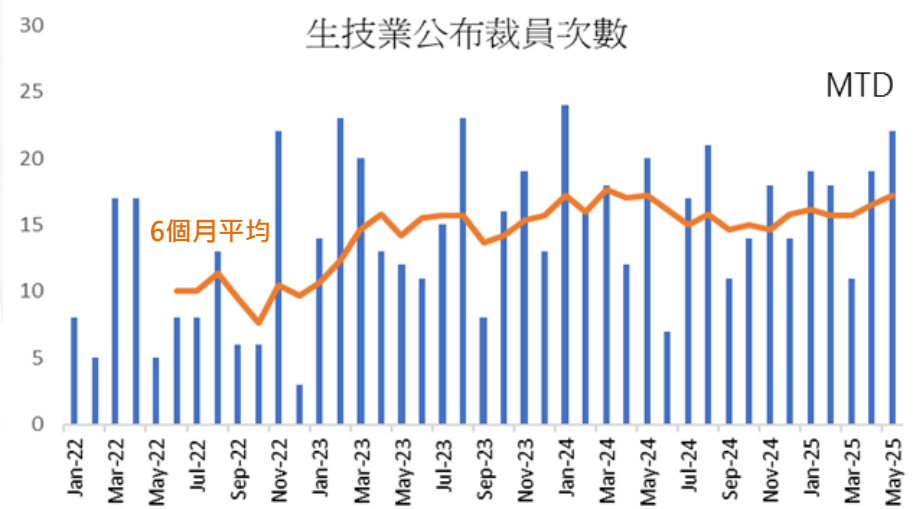
生技股P/CF處在歷史低點，市值低於現金公司數來到217家(歷史高點221家，疫情前平均約22家)，幾乎可以說是美國股價最便宜的產業。然政治逆風尚未吹完，藥品關稅和川普砍藥價手段都未出台，當前在一人在股市呼風喚雨下，不建議和川普投顧對做，故維持中性評等。等待6/20美國糖尿病年會、9/15歐洲糖尿病年會能改善市場情緒。

政治打壓下生技股估值變得相當便宜



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

遭關稅惡化，美國生技5月至今裁員數達22家



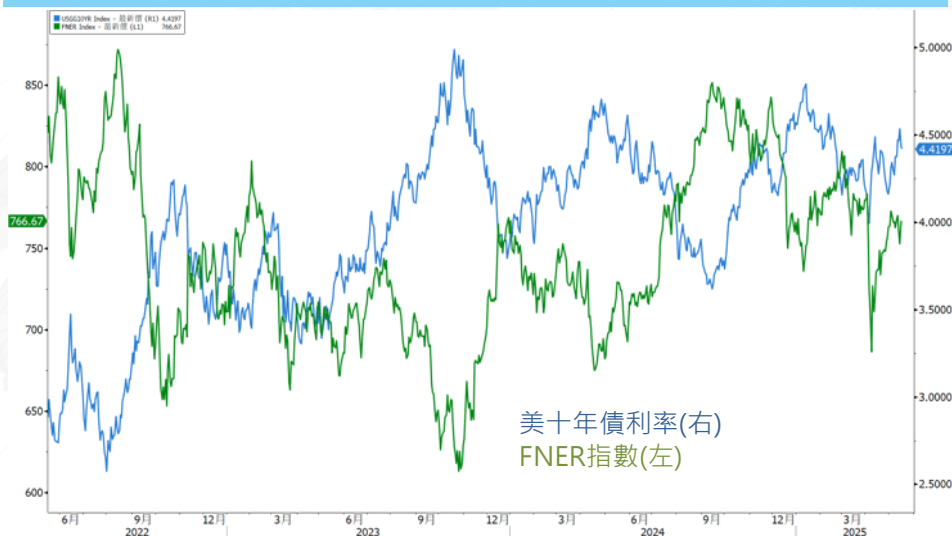
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

財報大多報喜，但須注意美債利率風險，維持中性

據Zillow統計，美國4月掛牌新屋銷售年減2.5%，賣家新房源上架數上升7.6%，促使庫存年增19.6%至120萬套，季增6.7%，不過新上市房屋水準仍比疫情前低19%，總庫存比疫情前低22.9%。至於租金部分，典型房屋租金年增3.4%，月增0.5%，低於疫情前的0.7%。整體而言，4月租金月增率正成長、業主等值租金CPI年增4.37%高於市場預期的主因，可能在於經濟不確定性導致買家停留在租屋市場。

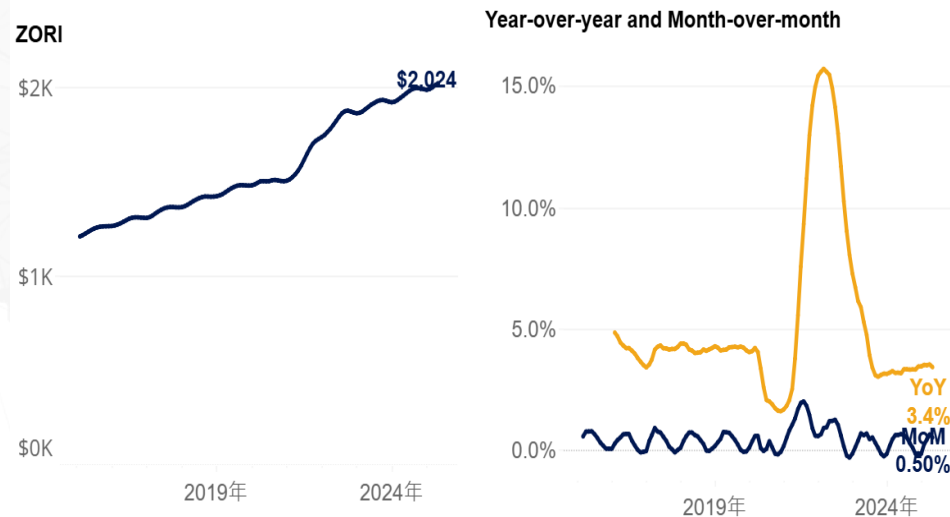
威爾塔連續十季SSNOI成長超過20%並上調財測，美國電塔表示美國大型客戶已計畫26年底前完成5G設備升級目標，西蒙地產擔憂關稅對零售業造成影響，但稱不至於對長期運營和庫存方式造成打擊，普洛斯入住率下滑70bp至95.2%，不過公司稱只是合約到期，看好全球貿易脫鉤帶動倉儲需求上升，Equinix依舊看好AI需求而上調財測指引。整體而言，基本面最為穩健的依舊是醫療和電信REITs，是我們推薦首選，不過要注意高昂美債利率將壓抑到配息吸引力，總經風險仍不可忽視。

REITs龍頭財報佳，抵銷美債利率衝擊



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

房租增速持續低於疫情前水準



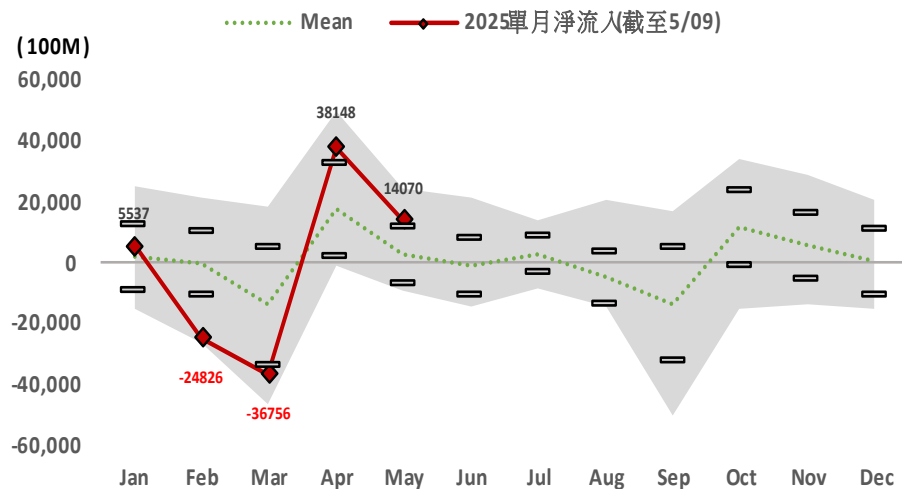
資料來源：Zillow · 永豐投顧整理

日本汽車股Q1淨利因關稅重創，下調評等至相對正向

日股25Q1財報最終表現不佳，截止至5/16，Topix中已有96%企業公布業績，**整體營收/淨利YoY由4.5%→4.3%、11.5%→-10.3%**，**兩者SR分別為0.2%、-38.1%**，**企業獲利整體成長放緩之餘，淨利受汽車產業嚴重拖累而衰退**，關稅的影響正在迅速發酵，豐田與本田預估FY26淨利潤將縮水30%~70%、馬自達與速巴魯則表示利潤預期難以評估，日產CEO在參加倫敦汽車未來高峰會公開敦促日本政府加快談判行動，預計這將堅定日本政府要求豁免汽車關稅的決心，但這也導致美日談判愈發舉步維艱，

路透社援引消息人士指出日本代表赤澤良將於下週再次訪問美國，然而因汽車關稅問題觸及美日彼此核心利益，雖**預估美日關稅談判最終將在7/9關稅緩徵終止日前通過**，但雙方將繼續僵持直至6月底，**短期內利空因素居多**。股市方面同樣如此，Topix歷經1個月的反彈，其估值已升至13.6x，10年百分位42%，考量到4~5月的外資季節性回購潮已接近末尾，並且6~7月日股季節性較糟，故**將日股評等下調至相對正向**，建議短線不宜追高，Topix指數3個月區間預估為2600~2900點。

外資季節性買盤步入尾聲，留意6月起的拋售壓力



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

汽車、原物料、通訊與食品拖累日股財報表現不佳

Topix 25 / Q1	Reported	Revenue				Net Income			
		YoY	Positive	Surprise	Beat	YoY	Positive	Surprise	Beat
Topix	1185 / 1654	4.3%	76.1%	0.2%	52.2%	-10.3%	51.0%	-38.1%	47.6%
Ind	320 / 452	5.4%	74.8%	-2.1%	49.7%	4.2%	53.0%	-7.9%	57.1%
BM	106 / 161	0.8%	66.7%	-0.8%	40.6%	-35.3%	49.5%	-53.4%	31.0%
Tech	179 / 249	5.3%	79.8%	0.9%	54.7%	-2.7%	53.4%	25.1%	62.9%
Discre	201 / 287	5.3%	81.5%	2.5%	64.2%	-42.9%	46.2%	-79.2%	39.5%
Staple	112 / 139	4.7%	83.9%	0.8%	48.4%	10.7%	54.5%	-0.7%	36.7%
Fin	93 / 123	5.4%	68.8%	13.3%	59.1%	7.3%	54.3%	-5.4%	36.4%
RE	31 / 38	6.9%	63.3%	2.2%	60.0%	1.2%	51.6%	20.5%	58.3%
Tele	47 / 81	4.4%	72.3%	1.2%	50.0%	-19.0%	41.3%	-30.4%	53.3%
Utility	23 / 23	5.9%	82.6%	1.4%	68.8%	18.3%	47.8%	-15.1%	41.7%
HC	61 / 86	6.9%	77.0%	0.1%	37.2%	21.2%	50.0%	-33.4%	34.4%
Energy	12 / 15	-10.5%	58.3%	-5.2%	42.9%	-27.2%	41.7%	25.9%	50.0%

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

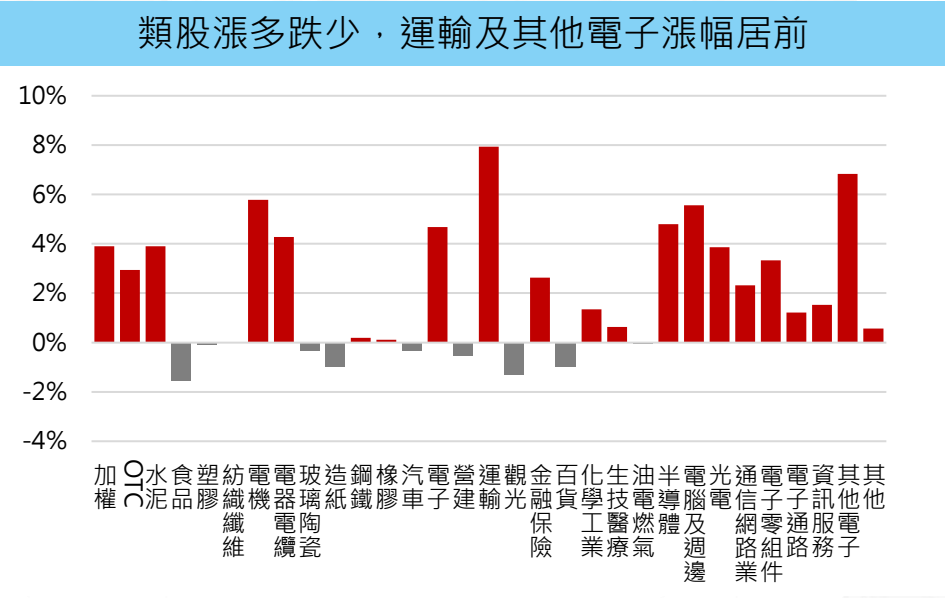
美中突然休戰90天，反彈逼近年線，維持中性評等

上週台北股市表現整體呈現震盪中帶有回升態勢。由於美中意外達成貿易協議，雙方大幅降低關稅，雖然為期僅90天，但貿易戰大戲已行將落幕，美股大漲，帶動台股多頭信心，資金持續進場，電子股表現突出，不過受到新台幣升值影響，資金也在航運股與內需股間尋找短線機會。然而美國總統川普訪問沙烏地阿拉伯以及輝達執行長黃仁勳的中東行程激勵，激勵資金往AI主流靠攏，指數順利突破季線，成交量也逐步擴張，顯示短線多頭氣氛濃厚，市場有望挑戰年線22294點。

總結而言，面對近期台股的震盪與多頭格局並存，建議投資人保持冷靜，採取低接不追高的策略為宜。下週有Computex展即將登場，市場利多訊息充斥，而大盤已經接近年線，可以逢高逐步獲利。



資料來源：CMoney，永豐投顧整理



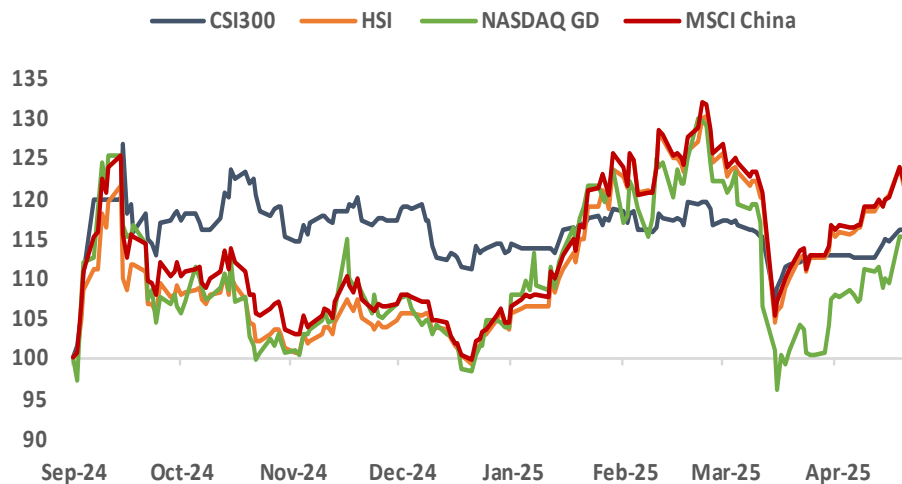
資料來源：CMoney，永豐投顧整理

中美關稅互免反向削弱政策預期，維持中性

中美雙方於5/14正式免除彼此互徵的高額對等關稅中的91%，僅互相保留34%對等關稅，並且其中24%緩徵90日，但這並未積極改善A股避險情緒，原因在於中美互減關稅反而使市場對中國政府的政策賣權預期減弱，並且美國未削減20%芬太尼關稅，同時汽車、鋼鋁、半導體等關鍵貨物關稅也不在豁免清單內，中國各產業對美出口關稅仍高達30%~50%，而最重要的關鍵是，中國經濟仍舊疲軟，僅工具設備、電動車與電子產品在政策激勵下復甦。

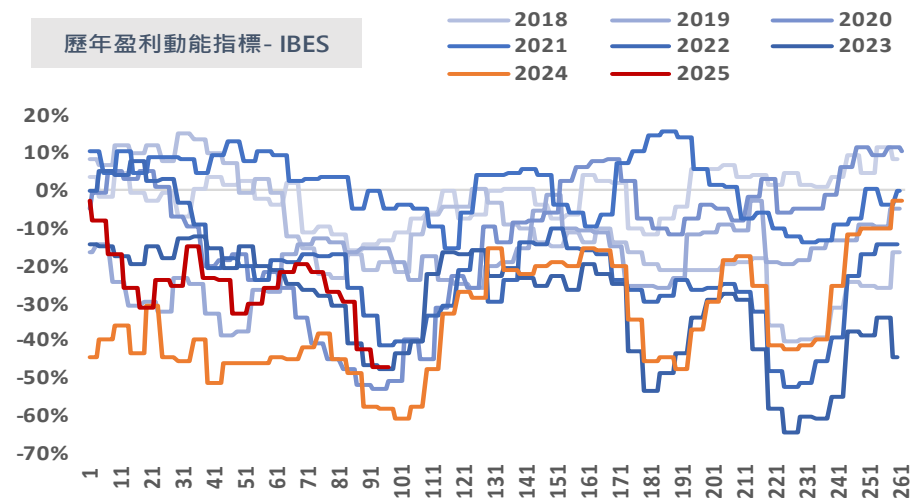
因此雖CSI300 NTM P/E僅有12.2x(5年百分位26%)，但預估A股的反彈已接近尾聲，趨勢將接續10/8以來的下跌走勢，故維持中性評等，CSI300指數3個月區間預估為3600~4000點；MSCI China估值則已修正至11.4x(5年百分位63%)，但預計消費舊換新政策以及AI熱潮將推動中概股獲利加速成長，弭平估值過高問題，故仍維持中概股相對正向評等，MSCI China指數3個月預估區間為73~80點。

自4/7以來，中概股持續領跑中國市場



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

政策力度仍不足以推動A股獲利預期反轉



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

汽車行業提供短期投資吸引力，投資等級債維持正向評等

債券市場-投等債

汽車行業在關稅壓力緩解下展現投資機會。自USMCA豁免零部件及4月29日行政命令取消重疊關稅後，貿易政策逆風減弱，經濟週期惡化風險降低，指數層面利差偏緊，促使投資者青睞投資級（IG）中利差較寬的汽車板塊。該板塊顯示復甦跡象，但美元市場相較整體IG指數的表現差距較大。基於利差內含的關稅溢價有壓縮空間，建議增持IG市場。

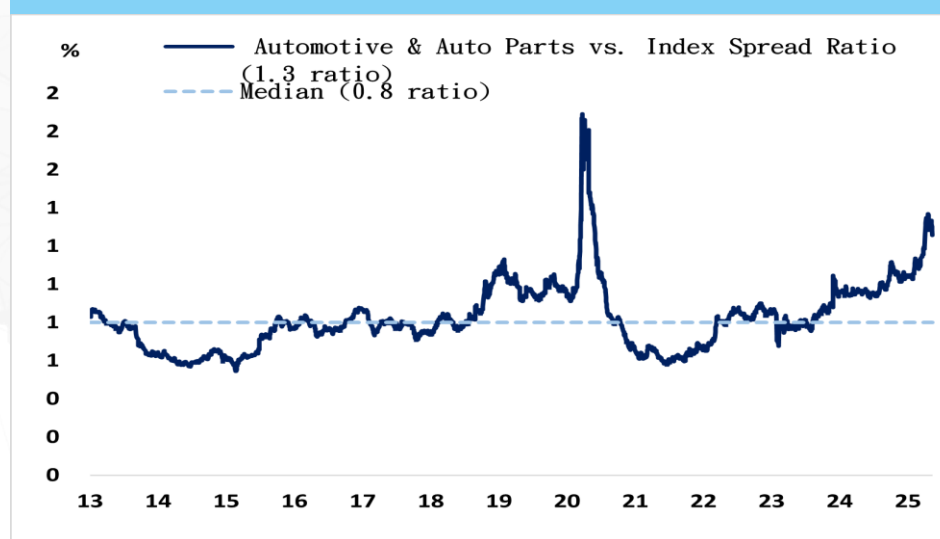
儘管關稅溢價為汽車行業提供短期投資吸引力，結構性挑戰仍不可忽視。全球競爭格局變化及中國汽車產業崛起對行業構成長期壓力。利差動態顯示，汽車板塊在IG中的相對價值仍具吸引力，但復甦不均，美元市場落後更明顯。投資者應謹慎平衡短期政策利好與長期競爭風險，選擇具備強健基本面和抗壓能力的汽車企業。隨著貿易政策不確定性減弱，汽車板塊可能進一步受益，但需密切監控全球市場動態和技術轉型對行業的影響，以確保投資組合穩健。

投等債利差已回到解放日前水準



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

汽車行業配置價值浮現



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

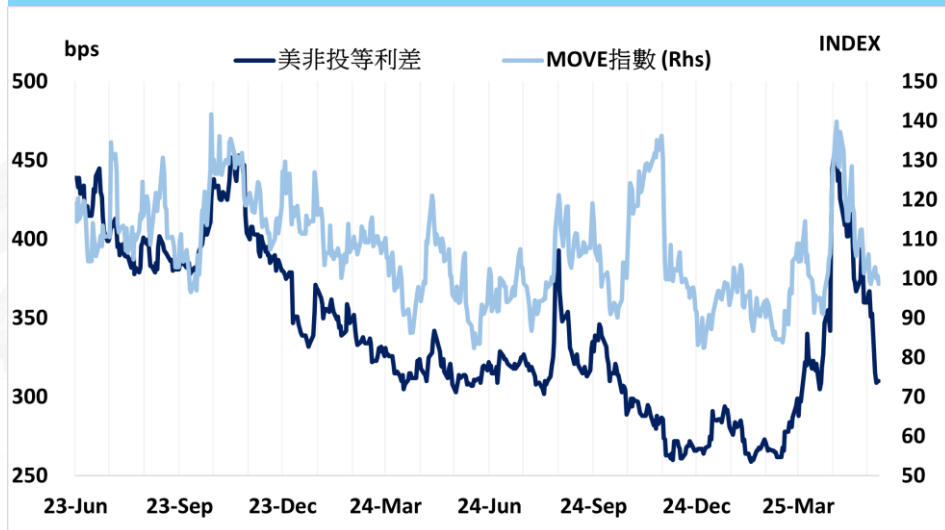
內部分散度出現歧異，非投資等級債維持相對正向

債券市場-非投等債

4月關稅衝擊彷彿只是一場噩夢，HY利差在經歷約200個基點的往返波動後，幾乎回到「解放日」前的水平，波動率指標也回到關稅前的水平。然而，發行市場活動尚未完全恢復正常。儘管略有所改善，更多B級發行人本月進入市場，但低質量貸款發行仍明顯缺席。過去兩週，HY和貸款市場發行總額分別僅30億美元和90億美元，發行量極低。

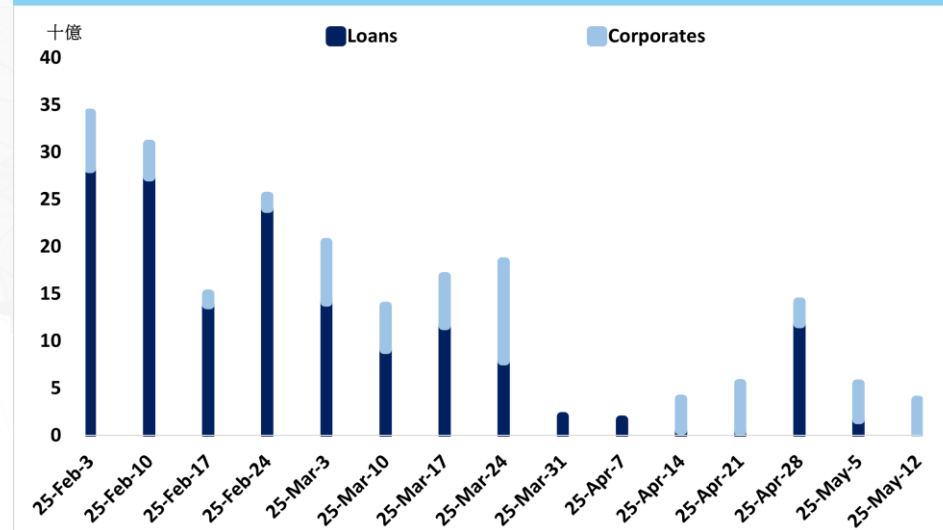
表面上HY總體利差基本不變，但內部分散度出現歧異，受關稅影響的零售和化工，以及較不受影響的通訊和媒體行業表現分化，投資者傾向避開某些發行人，利差收窄的表象更多是由供應量低而非需求激增導致。

非投等債利差已回到解放日前水準



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

發行市場活動尚未完全恢復正常



資料來源：Bloomberg、永豐投顧整理

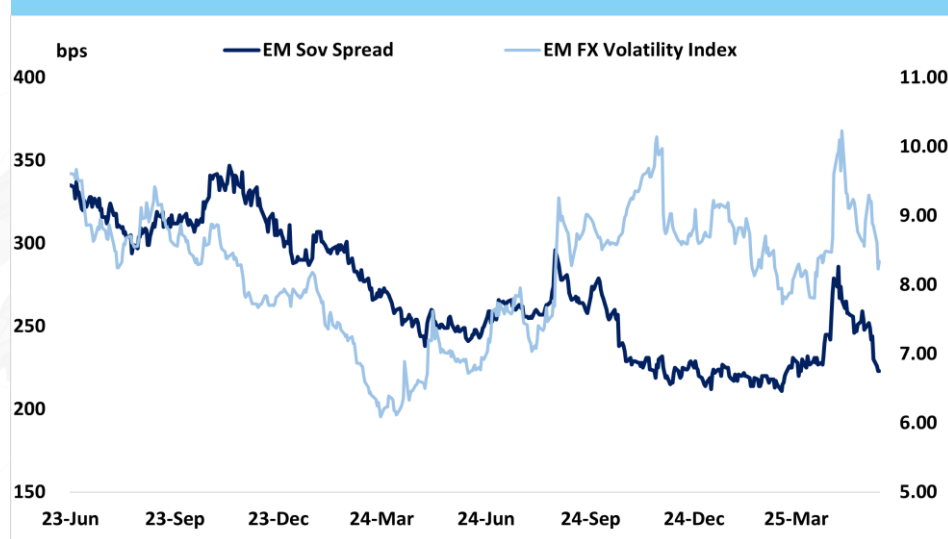
利差收斂後風險與回報的吸引力下降，新興債維持相對正向

債券市場-新興債

近期新興市場主權債券利差擴大為市場帶來一些價值，但在利差收斂後，風險與回報的不對稱性吸引力下降。過去一年多，EM主權債券利差維持歷史低位，過度估值逐漸消退，投資級（IG）債券尤其在中東歐地區，CEE更接近公允價值，低評級（HY）債券利差弱化最明顯，特別是在撒哈拉以南非洲（SSA）地區，安哥拉、喬治亞、哈薩克等國利差接近多年高點，肯亞、波蘭、南非等地利差幾乎反映美國衰退頂峰情景，哥倫比亞、墨西哥、羅馬尼亞等國則介於兩者之間。

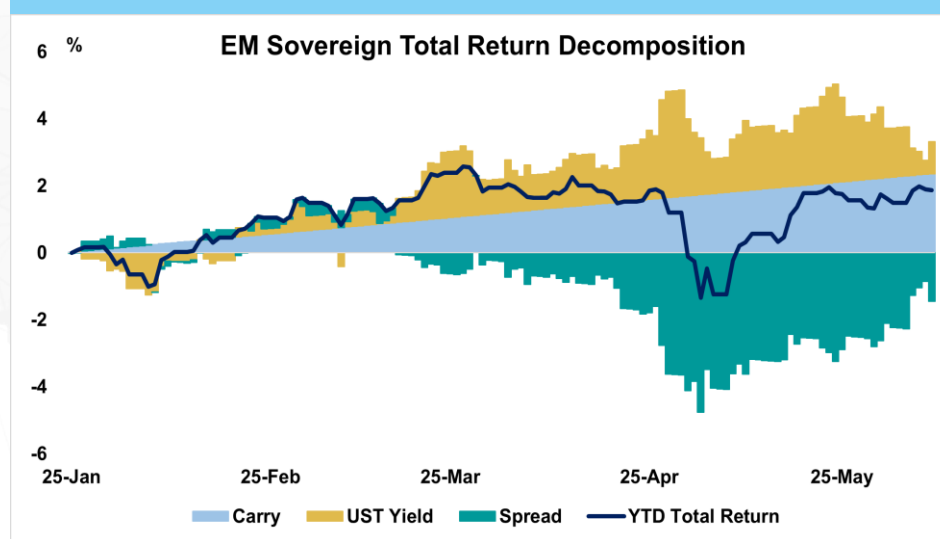
然而，鑑於衰退風險仍高，我們預計未來利差可能進一步擴大。首先要考慮因素包含油價進一步下跌風險，自4月初以來，布倫特油價已下跌約18%，鑑於油價衝擊可能導致的利差擴大，對石油出口國影響較大，短期走勢很可能不利，而石油出口國在新興市場主權債券之中佔有相當比例。

新興債利差已回到解放日前水準



資料來源：LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

新興債整體維持穩健報酬



資料來源：LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

美4月通膨低於預期，DXY升至101.97後回落，維持中性評等

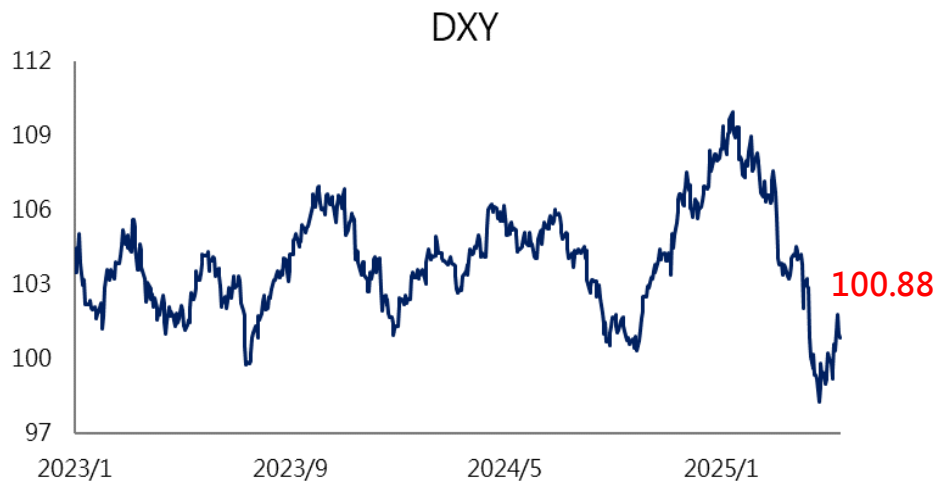
ECB降息路線明確，歐元貶至1.1065，維持中性評等

貨幣市場
美元&歐元

美國於5/12宣布調降對中國關稅至30%，激勵DXY於當天升至高點101.97，隨後美國公布4月CPI月增率由-0.1%→0.2%，核心由0.1%→0.2%，均略低於預期的0.3%，核心PPI由0.4%→-0.4%，創2015年以來低，另4月核心零售銷售、工業生產分別月增0.2%、0.0%，也均不如預期，降息預期略有回溫，DXY回吐部分升幅，終場DXY收升0.24%於100.88。展望後市，景氣數據保持韌性為先前Fed謹慎基調帶來底氣，然4月通膨和景氣數據多低於預期，市場對Fed降息預期或再度往3碼擴大，美元短期升勢可能暫緩，聚焦本週美印關稅談判，預估美元下週區間99.0~102.0，維持美元中性評等。

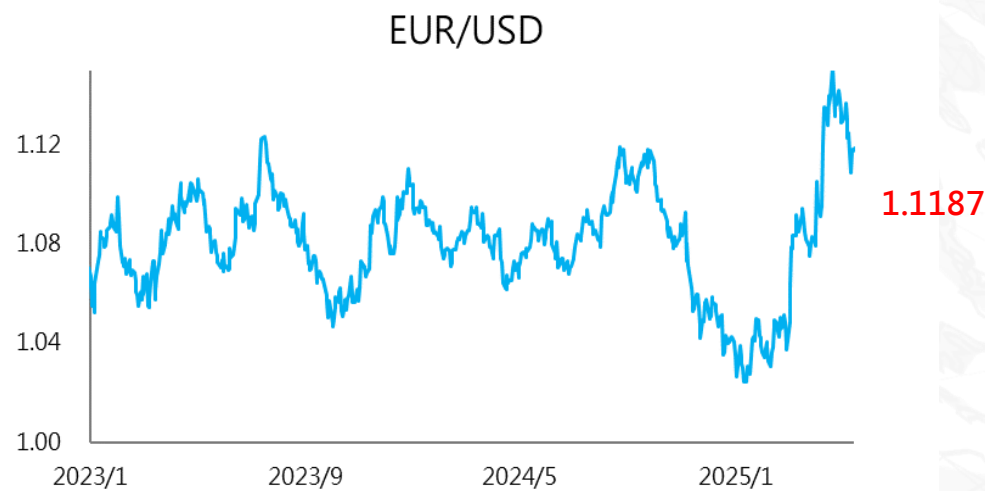
歐元區1Q GDP季增率由0.4%意外下修至0.3%，但5月ZEW景氣預期指數由-18.5→11.6，在4月的短暫下滑後再度恢復上行，ECB官員Villeroy表示預期夏天將再次降息，Kazaks稱看到再次降息的理由，Nagel認為很大機率可以實現通膨目標，ECB整體基調保持鴿派，加上本週稍早美元回升壓抑，歐元5/12貶至低點1.1065，終場週線收貶0.37%於1.1187。展望後市，ECB偏鴿對歐元帶來下行壓力，惟近期市場對Fed降息預期可能再度回溫，歐元短線跌勢暫緩，下週區間1.10~1.13，維持歐元中性評等。

美國CPI、PPI低於預期，DXY升近102後回落



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

ECB維持降息基調，歐元貶至1.1065



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

BOJ仍傾向升息，日圓升至145.42，維持相對正向評等

南非預算案有待明朗化，南非幣呈震盪格局，維持中性評等

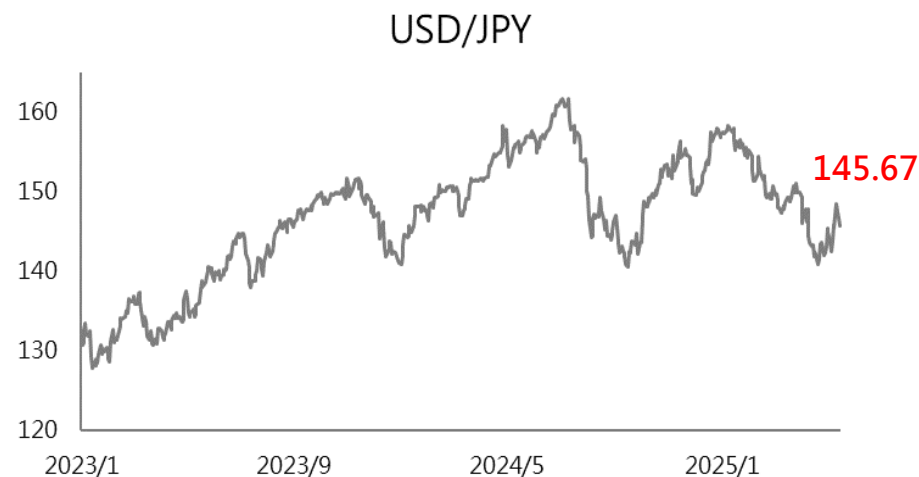
貨幣市場
日圓&南非幣

日本4月PPI月增率由0.4%→0.2%，低於預期的0.3%，BOJ 5月會議紀要顯示部分官員認為關稅情勢穩定下來，BOJ可能恢復升息，另有部分官員認為關稅對經濟的危害不太可能破壞BOJ持續實現2%通膨目標的道路，展現升息決心。日圓於5/12因美元走強貶至低點148.65，隨後因BOJ會議紀要公布、美日利差縮窄，日圓於5/15回升至145.42，終場週線升值0.16%至145.67；展望後市，市場靜待美日關稅談判結果，雖先前市場對日圓可能被迫升值的期待落空，但BOJ會議聲明顯示官員仍傾向於關稅達成協議後繼續升息，或使市場加大對BOJ升息押注，預期日圓下週呈震盪偏升格局，區間143~147，維持日圓相對正向評等。

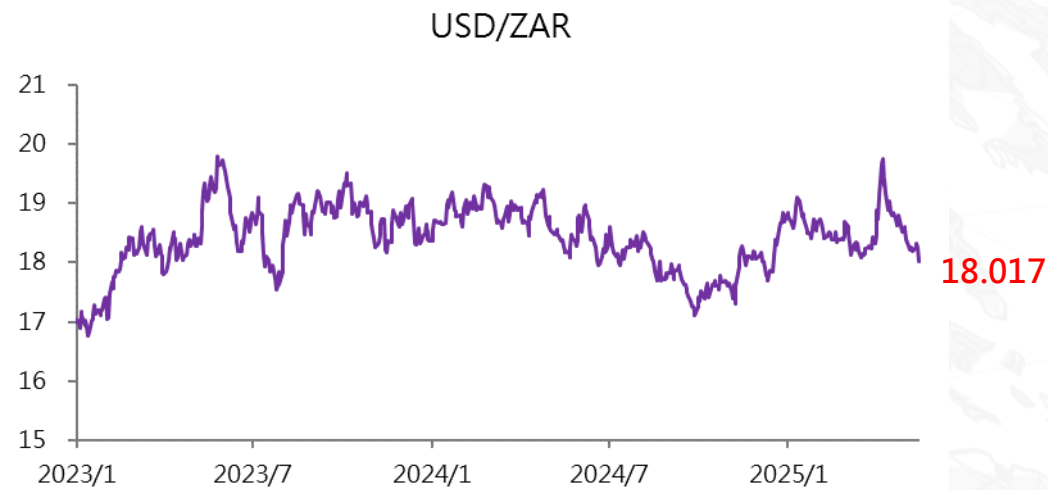
美、中雙方於上週末瑞士貿易談判後，於5/12發表聯合聲明雙方皆同意下調關稅，且下調幅度遠超市場預期，激勵DXY回升至101.977。自從美國總統川普今年1月重返白宮以來，南非與美國的關係嚴重惡化，南非總統Ramaphosa下週預計前往白宮與川普討論雙邊、區域和全球利益問題，希望藉此修補與美國的外交和貿易關係，市場靜待進一步消息出爐，南非幣呈震盪格局，終場南非幣週線升值1.02%收在18.017。展望後市，南非與美國將進行關稅談判，且南非預算仍有待明朗化，維持中性評等。

BOJ會議紀要顯示升息可能性大，日圓升至145.42

靜待關稅談判和預算案，南非幣呈震盪格局



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

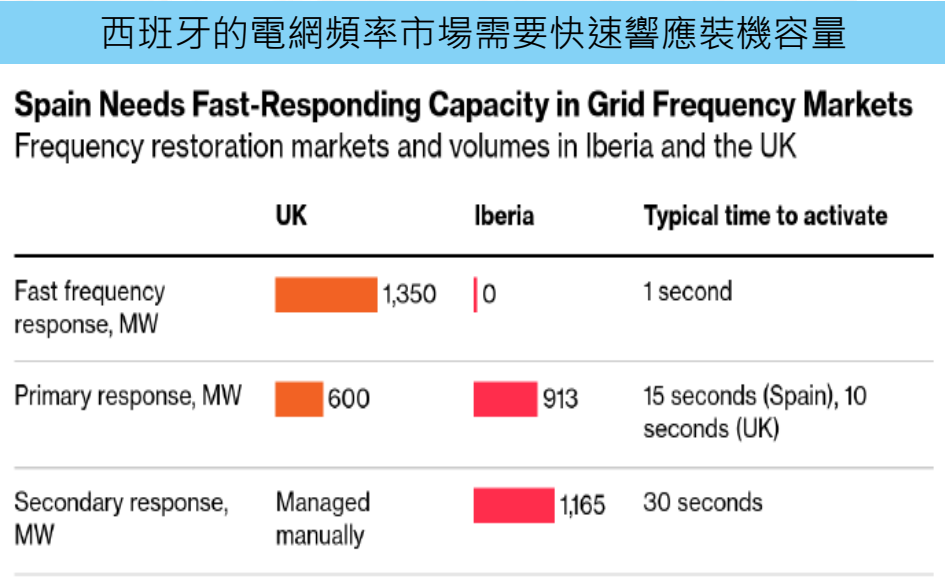


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

西班牙大停電：關於電網韌性的昂貴教訓

2025年4月28日，西班牙、葡萄牙及部分法國地區發生大規模停電，事件一周後原因仍未確定。此事件凸顯管理複雜電網的挑戰，因電網正從穩定容量轉向可再生能源。西班牙在五秒內失去15GW電力（全國需求的60%），遠超歐洲電網3GW的應急容量，顯示頻率控制不足。為提升韌性，伊比利亞半島可採用同步電容器或構網電池減緩頻率變化，並投資電網現代化。雖然可能有呼聲要求為燃氣和核電支付容量電價，但增強頻率響應和互聯更具長期價值。停電可能促使延長老舊電廠壽命，但這將增加系統管理挑戰。

西班牙電網仰賴可再生能源，特別是太陽能（佔59%），但分布式太陽能數據不足，增加運營難度。事件非天氣原因，西班牙此前處理過更高太陽能發電量，顯示問題或出在電網管理而非可再生能源本身。為應對類似事件，需加強電網互聯（如與法國的聯繫），並投資儲能和先進電網技術。延長燃氣和核電廠壽命可能提供慣性，但管理挑戰隨之增加。當前，準確數據收集緩慢，調查尚無結論。需從此次事件吸取教訓，加速電網升級，確保高比例可再生能源下的系統穩定性，減少未來停電風險。



資料來源：Bloomberg

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。