

2025/05/29

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.21



綁定財富管理LINE官方帳號
即時市場資訊不漏接!

<https://mma.tw/O04NM>

美國貿易法院判決川普關稅違法，風險情緒升溫

市場回顧

川普延後對歐盟課徵50%關稅，再次帶動股市的樂觀情緒，截至週三標普500指數單週上漲1.5%。在債市部分，參院內保守派共和黨議員反對川普的大美麗法案，除非提出更多減少赤字的措施，使10年期美債穩定在4.5%附近。美國貿易法院判決川普關稅違法，儘管預期關稅暫停實施可能性低，然短期市場對關稅暫停抱有期待。另因俄烏戰爭規模擴大，俄羅斯持續對烏克蘭大規模空襲，使川普罕見批評普丁是瘋子，黃金價格在\$3300附近震盪，油市正在評估美國對俄國實施進一步制裁的可能性，WTI守在\$61左右。雖然輝達財報和財測沒有太大驚喜，但H2O出口管制造成的負面影響僅45億美元，低於公司原先預期的55億美元，股市呈現正面反應。當前美股財報季已告一段落，市場焦點重回貿易政策和經濟數據，留意關稅對下週即將公布的PMI和非農等數據影響。

市場展望

◆ 關注5月美國ISM PMI數據，以及歐元區PMI

如果經濟數據因關稅預期而出現明顯惡化，可能會打擊金融市場情緒。

◆ 留意6/5歐洲ECB利率決策會議

市場預期下週ECB將降息1碼並可能釋放偏鴿基調，惟仍要注意ECB對經濟前景的看法。

◆ 持續關注6/6美國非農就業報告

美國非農就業為Fed貨幣政策決策重要的參考指標之一，關注關稅是否對企業裁員造成明顯影響。

TACO交易振奮全球股市信心，市場歡唱關稅利多

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	債券殖利率仍有上升壓力，將壓抑估值昂貴的股市，另從企業財報來看，未來獲利下修風險大於上行風險，因此股市要再上行得仰賴投機、FOMO等情緒推升估值，風險不小。
歐洲	中性	持平	歐元區經濟走軟、實質利率上行，因此投資仍要相當謹慎，不過相比美股，歐股估值較低且貨幣政策前景較明朗，近期表現可能仍會優於美股。
日本	相對正向	持平	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	台股雖有反彈動能，但整體仍受多空拉鋸與投資信心不足影響。投資策略應先觀望，聚焦科技及AI題材，嚴控風險並靈活調整部位，尋找合理進出場時機以因應市場波動。
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	本月外資淨買超印尼、馬來西亞、菲律賓和越南等四國股市，但繼續賣出泰國；儘管美國貿易法庭5/28對川普對等關稅作出禁制的裁定，惟東協股市淡然以對，貿易政策猶存不確定性。
越南	中性	持平	越南貿易部5/22聲明表示，完成5/19-5/22第二輪越美貿易談判，確定部分議題已接近雙方共識，其它的須在下次會議討論，但未詳加說明。據悉6月初將再度協商以爭取美降低關稅。

輝達H20管制衝擊低於預期，避險消退令黃金跌破\$3300

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	中性	持平	川普呵護市場下投資人情緒相當正面，但在總經風險尚未平息下，仍建議投資人保守操作，關注下周美國PMI和非農等數據受關稅影響的程度。
能源	中性	持平	OPEC+提前於5/31召開供應會議，市場預計7月每天增產41.1萬桶，基於目前溫和需求仍無法抵銷過剩供油和經濟逆風影響，料施壓油價和能源股，若缺乏新利多，預估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	避險情緒消退從而壓抑金價回落，5/28收\$3287.5，已較史高\$3500修正6%。短期內貿易緊張局勢的升降溫，牽動避險情緒的強弱勢，預計避險降溫情境下的金價區間為\$3000~\$3300。

公債殖利率高檔震盪，信用利差小幅收窄

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4.2-4.7%。
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。

降息預期收斂，法院判決關稅違法，DXY貶至98.69後回升

投資評等

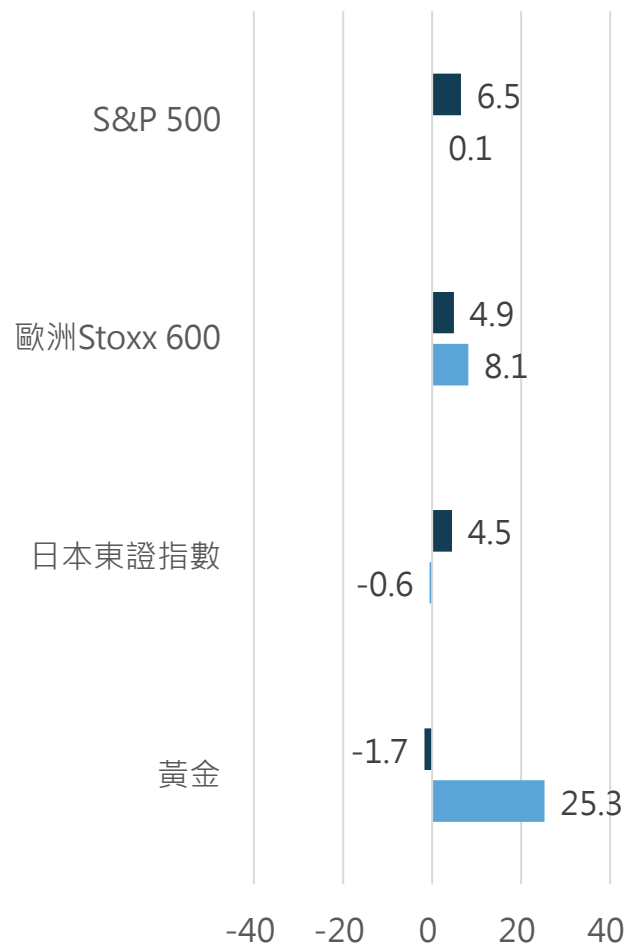
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	美國聯邦法院判決川普關稅違法，市場對關稅暫停抱有期待，美元短期維持震盪偏升格局，預估美元下週區間99.0~102.0，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	預期下週ECB續降息1碼，並可能釋出對偏鴿訊號，市場對ECB降息預期可能擴大，歐元短線呈震盪偏空格局，下週區間1.1050~1.1350，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	債市波動引發中央關注，路透消息指財政部可能減發長債，市場對美日利差擴大預期升溫，預期日圓下週呈震盪偏空格局，區間143~148，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	南非總統Ramaphosa與美國總統川普見面未能修復兩國緊張關係，隨著美國取消南非援助經費，令南非出現預算短缺，加以預算案仍有待明朗化，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，市場預期RBA今年仍將降息3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	美中雙方互降高關稅，短線有助於人民幣匯率持穩，人民幣預估區間為7.05-7.35，中長線來看，在內外需疲軟的情況下，維持人民幣相對負向評等。

川普推動樂觀情緒，黃金等避險資產回落

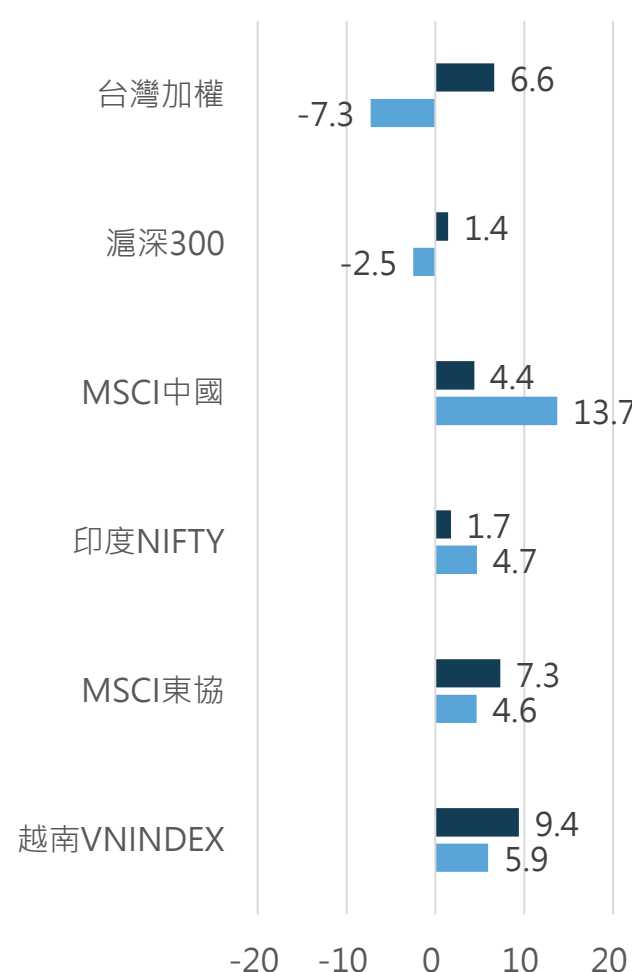
指數變化

1M% YTD%

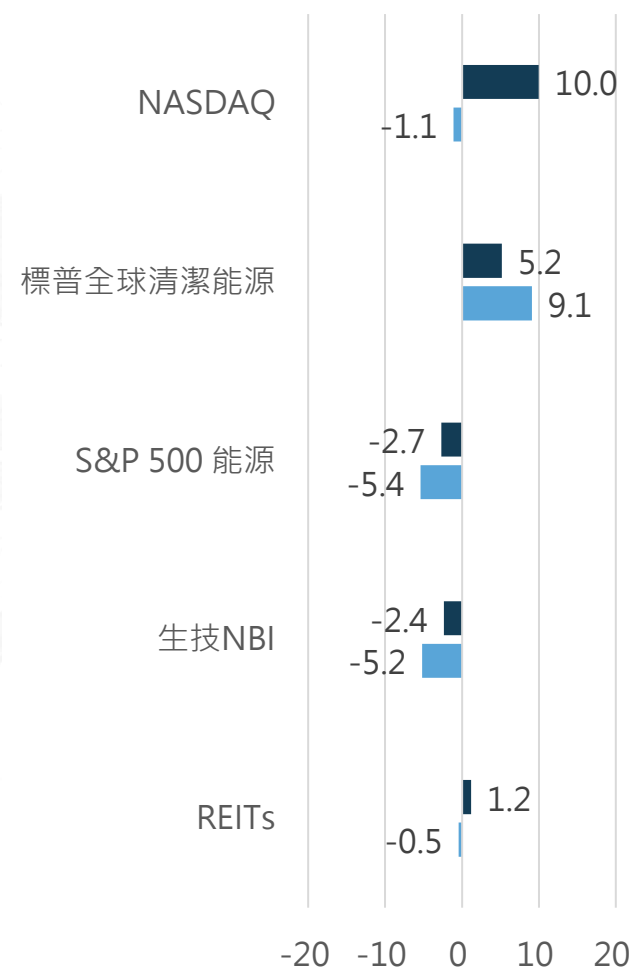
成熟市場股市&原物料



新興市場股市



產業市場股市

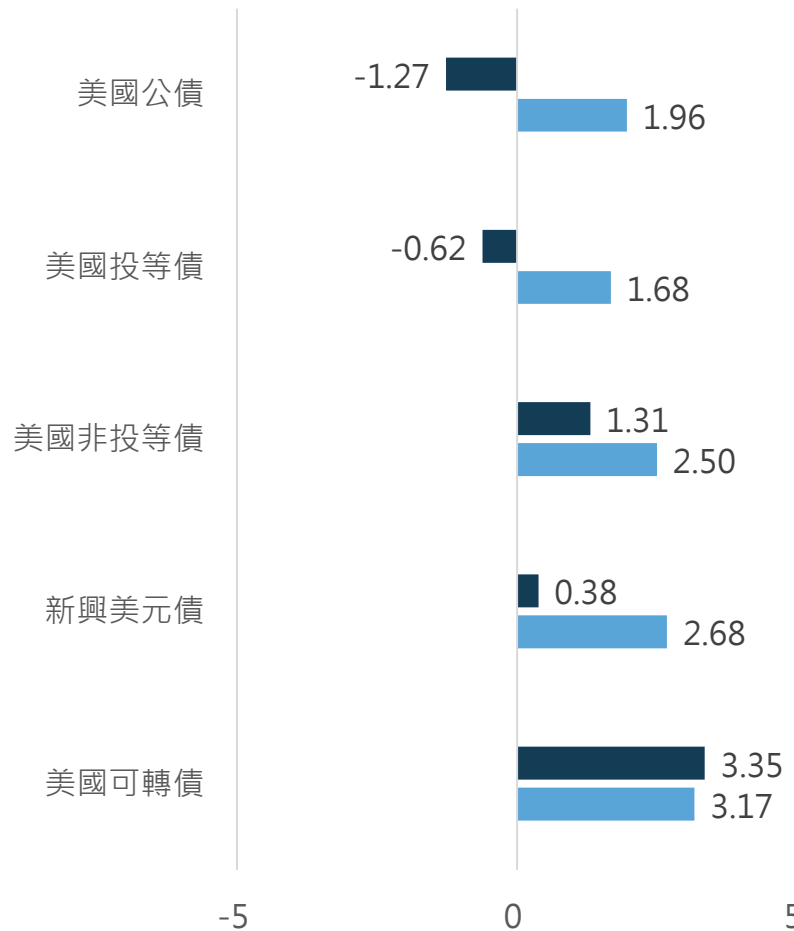


10年期美債殖利率4.5%區間波動，美元指數先抑後揚至99.9

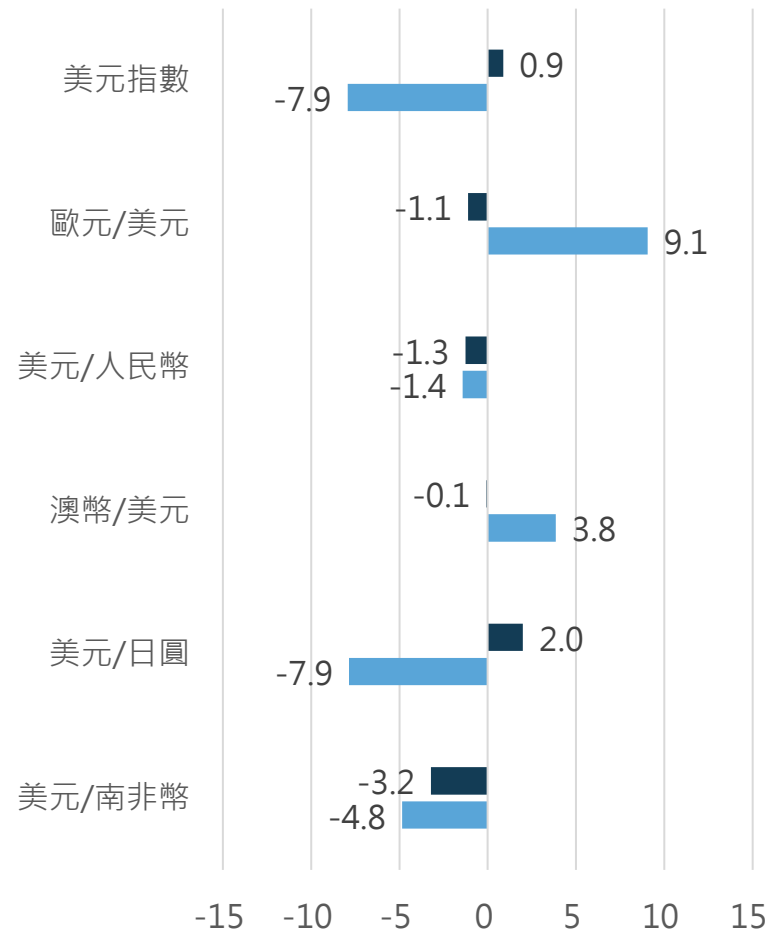
指數變化

1M% YTD%

債券市場



貨幣市場



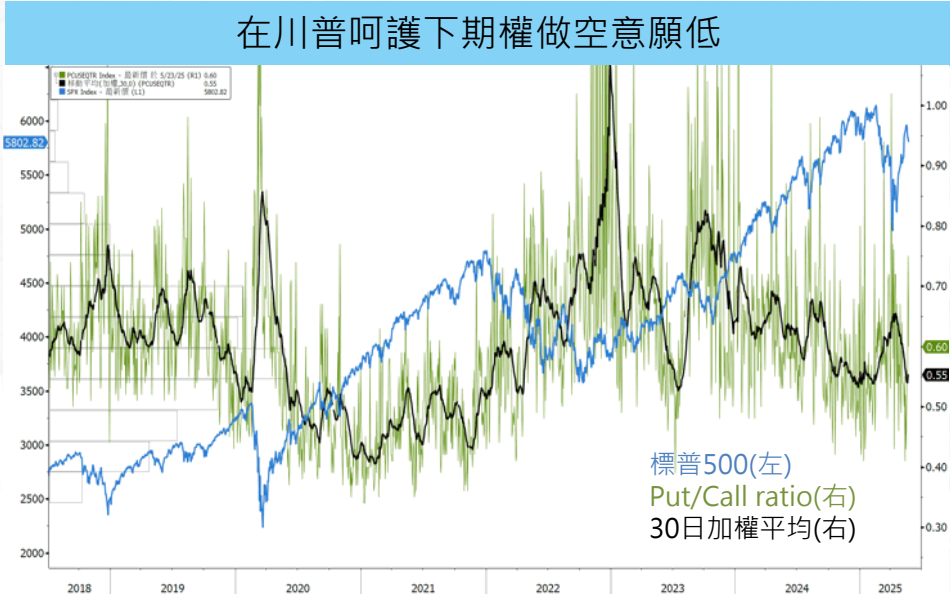
川普投顧支撐股市樂觀情緒，維持中性評等

川普於個人社群平台，批評歐盟的成立主要目的就是在貿易上占美國的便宜，因此很難對付。並指控歐盟強大的貿易壁壘、增值稅、企業罰款、非貨幣貿易壁壘、貨幣操縱、針對美國公司不公正的訴訟等等，導致歐盟與美國的貿易逆差每年超過2,500億美元，這個數字是不可接受的。川普也表示歐美的討論毫無進展，因此建議從2025年6月1日起對歐盟徵收50%的關稅。不過川普和歐盟執行委員會談話後，又宣布將歐美談判期限延長至7/9之後。

川普發文指出，iPhone須在美國生產而不是印度或其他地方，否則將支付至少25%的關稅。考量川普投顧仍主導全球股市表現，不確定相當高，對股市仍建議保守操作，不過短期好消息是，美國財長Bessent則表示除歐盟外，未來幾週可能會宣布幾項和亞洲等國的大型的貿易協議，或使股市的樂觀情緒暫時延續。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

輝達H20管制影響低於預期，維持中性

輝達公布營收成長69%至440.6億，EPS \$0.96，高於預期的443億和\$0.93，其中資料中心營收增長73%，營收占比為88%。中國H20晶片出口管制導致45億的相關費用，低於先前預估的55億，公司稱若沒有受到管制則可以得到25億收入。輝達Q1毛利率為61%，排除管制影響為71.3%，而上季毛利為73.5%，去年同期為78.9%。展望未來，輝達預期Q2營收中值落在450億，低於預期的459億，不過若排除H20管制則可再獲得80億美元收入，而毛利率預期為72%，符合市場預期，輝達表示本財年會努力讓毛利回升至74%~76%。

整體而言，輝達雖然業績平淡，財測不佳，但市場對中國晶片管制影響低於預期而感到樂觀，財報公布盤後上漲約5%，顯示在川普呵護市場下投資人情緒相當正面。但在總經風險尚未平息下，仍建議投資人保守操作，關注下周美國PMI和非農等數據受關稅影響的程度。

那斯達克指數近期走勢受川普牽動



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

費半指數近期走勢受川普牽動



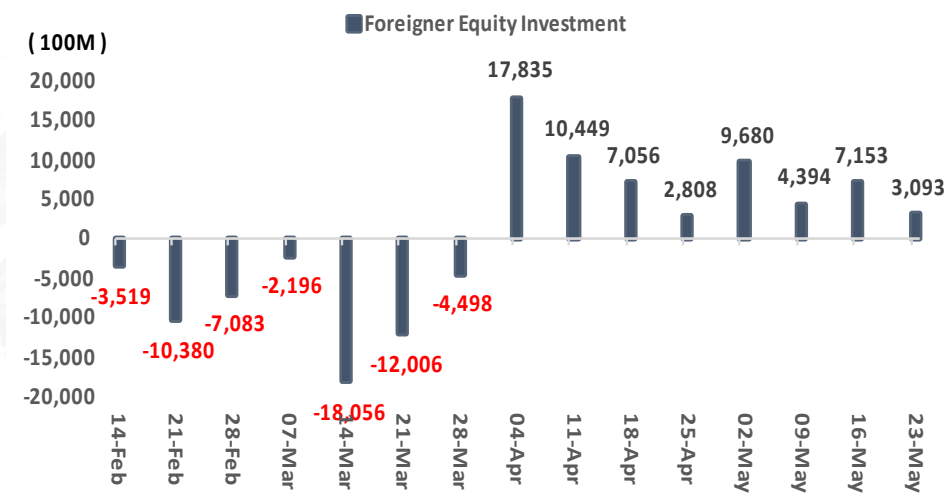
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

關稅利多不斷激勵日股連番上漲，維持相對正向評等

儘管美日雙方在第三輪關稅談判中仍未達成共識，但雙方所釋出的積極訊號正在增加，會議前兩國元首再度進行45分鐘電話談話，並且日本經濟產業大臣赤澤亮會後表示雙方進行比上次更加深入且坦誠的交流，同時暗示希望6月達成協議，雙方已確認將於5/30舉行第四輪談判，並於6/15~6/17的G7峰會上舉行美日領導人會議。此外，會議之外亦頻傳佳音，首先川普終於在設立「黃金股」框架下批准新日鐵收購美國鋼鐵；其次，軟銀向貝森特提議共同成立一家初始資本額達3000億美元的美日聯合主權基金；最後，多家媒體指出日本已向美國提出將向美國採購數十億美元的美國晶片，並透過補貼支持國內企業採購美國晶片。

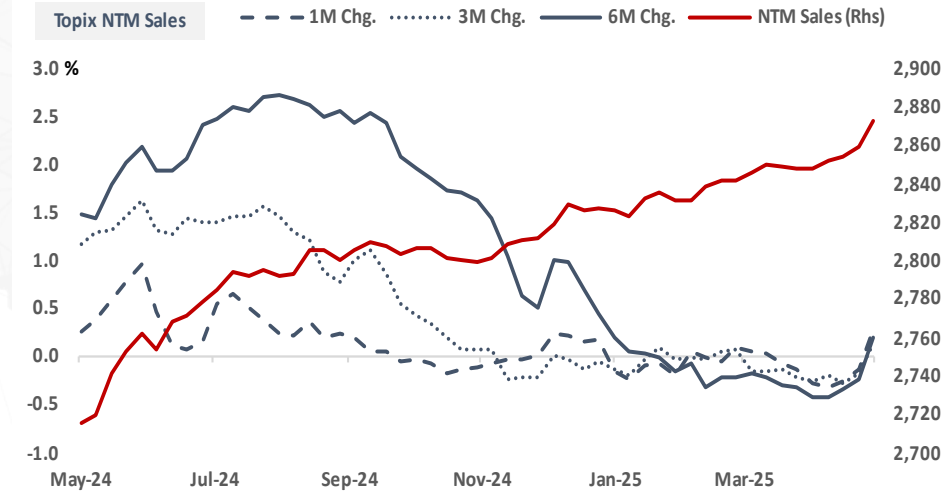
關稅利多消息積累下，日股季節性影響正在被市場樂觀信心覆蓋，並且美國貿易法庭5/28裁定川普總統權限並不包含對等關稅，這將有可能迫使美國撤銷對等關稅措施，儘管川普已提起上訴，但消息已激發市場討論與預期，因此依然建議續抱持股，並低位布局尚未反映關稅利多個股，維持相對正向評等。

5月淡月不淡，外資連續8週買進日股



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

關稅利多支撐，獲利預期首現反轉向上跡象



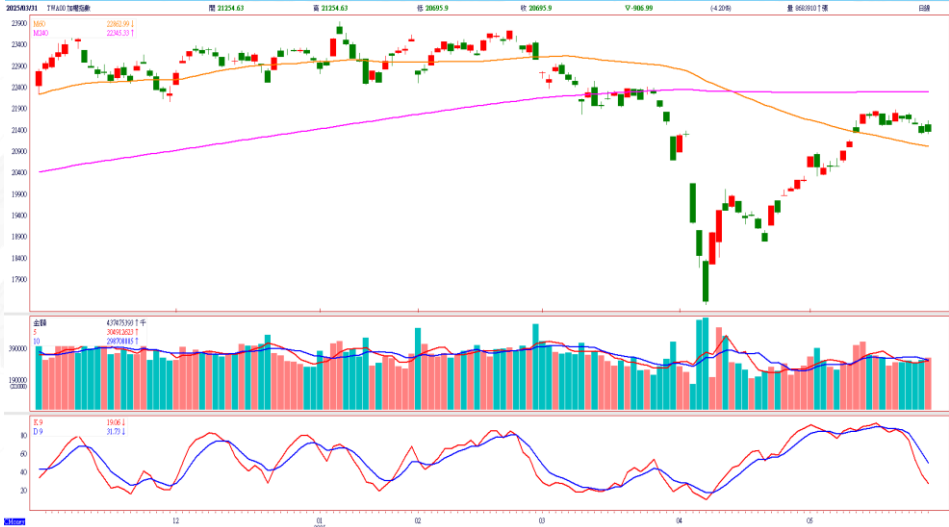
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

端午節前低氣壓，維持中性評等

本週台北股市狹幅震盪走軟，主要是端午節前市場觀望氣氛濃，連續出現開高走低，就算美股大幅上揚也不能掃除投資人觀望氣氛，指數步步逼近月線支撐。另一方面，金管會撤銷了限空令，雖說是讓市場交易正常，但是其含義也反映政府認為台股反彈已相當多，無須額外措施來穩定市場，這種回歸常態的措施也引來部分投資人的過度聯想，造成成交量有萎縮現象，上市市場五日均量已經降到2,900億左右。不過這種短線疲軟也形成短線降溫，有利端午節後行情。

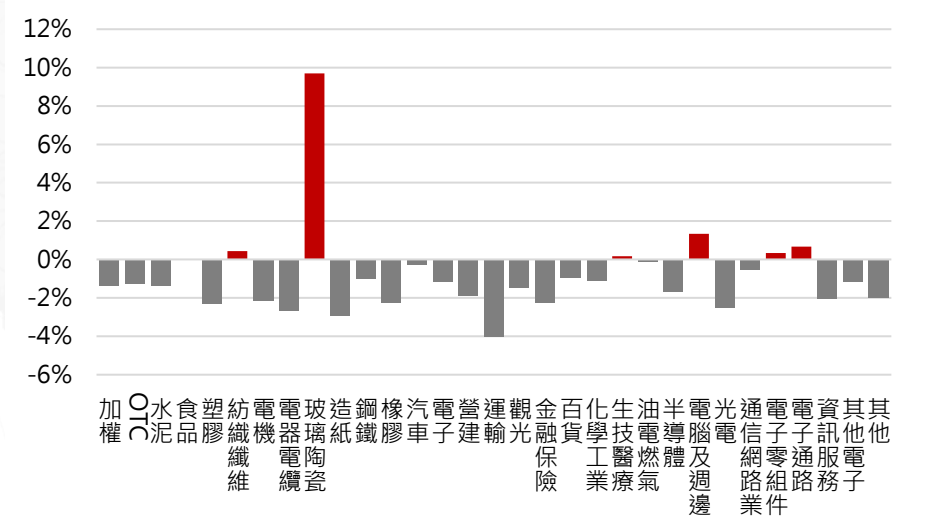
總結而言，台股雖有反彈動能，但整體仍受多空拉鋸與投資信心不足影響。投資策略應先觀望，聚焦科技及AI題材，嚴控風險並靈活調整部位，尋找合理進出場時機以因應市場波動。

端午節前應先觀望，投資策略仍聚焦科技和AI題材



資料來源：CMoney，永豐投顧整理

類股跌多漲少，玻陶表現強勁，產業指數漲幅優於大盤



資料來源：CMoney，永豐投顧整理

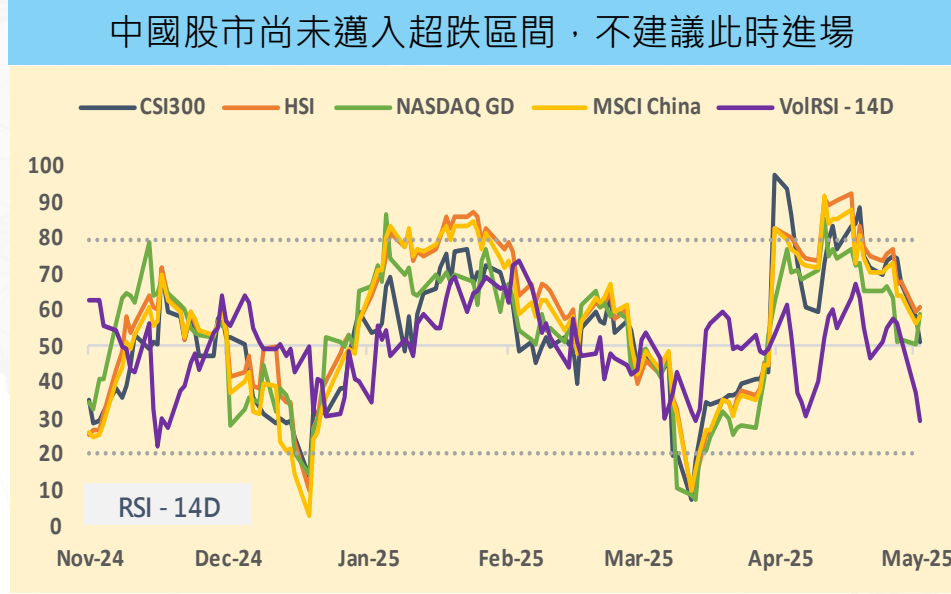
市場信心缺乏利多支撐，維持中性評等

中美關稅衝擊正逐步蔓延至企業端，拚多多25Q1營收同比增長10%遜於預期，收入端網路行銷與交易服務成長均放緩、費用端行銷費用暴增43%且營運成本上升25%，導致最終淨利暴跌47%至147.4億美元，其5/27股價低開重挫13.6%；其他內需導向中企也因激烈競爭或需求不振因素而放緩成長步伐，微博、百度與快手旗下廣告業務均面臨增長放緩或衰退；名創優品因旗下非熱門IP營收貢獻不足，在銷售費用大幅飆升23%情況下，營收增速(同比成長19%)才達到市場預期，其股價5/26暴跌18.2%；美團則面臨京東、餓了麼的高強度補貼競爭，威脅其獲利前景，股價同樣表現不佳。

此外，比亞迪5/26推出限時一口價或限時補貼等促銷方案，涉及22款智駕版车型且最高補貼達5.3萬人民幣，再次掀起中國汽車價格戰，重擊中國汽車概念股，CSI電動車指數兩日累計下跌3.1%(目前中國電動車市場約有50個品牌，其中僅有比亞迪、理想、賽力斯實現盈利)。綜合而言，目前不論A股或中概股僅推薦避險族群(金融、傳統能源、通訊等)或科技/AI概念股。

本週A股動能全面轉弱，預估弱勢行情延續至7月										
Type	Name	5D	1M	YTD	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25
Scale	All Share	-1.70%	2.00%	0.22%	-3.39%	-2.48%	4.64%	-0.54%	-3.67%	2.02%
	CSI300	-1.51%	1.38%	-2.43%	-0.32%	-2.99%	1.91%	-0.03%	-3.01%	1.83%
	CSI500	-1.66%	0.44%	-1.29%	-3.67%	-2.38%	4.84%	-0.48%	-4.43%	0.36%
	CSI1000	-2.24%	1.16%	0.85%	-5.64%	-1.87%	7.26%	-0.75%	-4.94%	0.98%
	CSI300-EW	-1.45%	0.53%	-4.11%	-2.02%	-2.67%	1.75%	-0.79%	-3.95%	1.06%
	CSI500-EW	-1.65%	0.50%	-0.54%	-3.70%	-2.53%	5.14%	-0.20%	-4.56%	0.59%
Growth	CSI300	-1.94%	1.24%	-1.46%	-2.57%	-2.62%	3.28%	0.53%	-4.42%	1.83%
	CSI500	-1.46%	-0.73%	2.66%	-2.84%	0.64%	4.64%	0.85%	-3.45%	-0.77%
	Chinaext 300	-3.04%	2.27%	-7.35%	-5.06%	-2.15%	3.69%	-3.60%	-7.97%	2.09%
	Chinaext SME	-2.65%	0.94%	-3.47%	-4.86%	-2.68%	7.99%	-3.53%	-6.88%	1.17%
	CSI HK	-1.36%	4.39%	10.44%	0.36%	1.25%	8.26%	1.33%	-5.71%	3.89%
Value	CSI300	-0.52%	2.62%	-0.41%	3.33%	-2.67%	-0.86%	1.48%	-1.58%	3.65%
	CSI500	-1.35%	0.71%	-3.32%	-1.36%	-2.04%	-1.12%	1.58%	-4.72%	1.82%
	Chinaext 300	-3.18%	3.36%	-5.35%	-2.60%	-1.85%	6.12%	-6.28%	-8.96%	4.29%
	Chinaext SME	-2.07%	2.16%	-0.79%	-2.94%	-1.81%	4.54%	-0.72%	-6.55%	3.13%
	CSI HK	-0.11%	3.82%	7.22%	6.59%	-1.07%	4.49%	1.45%	-3.71%	4.61%

資料來源：LSEG，永豐投顧整理



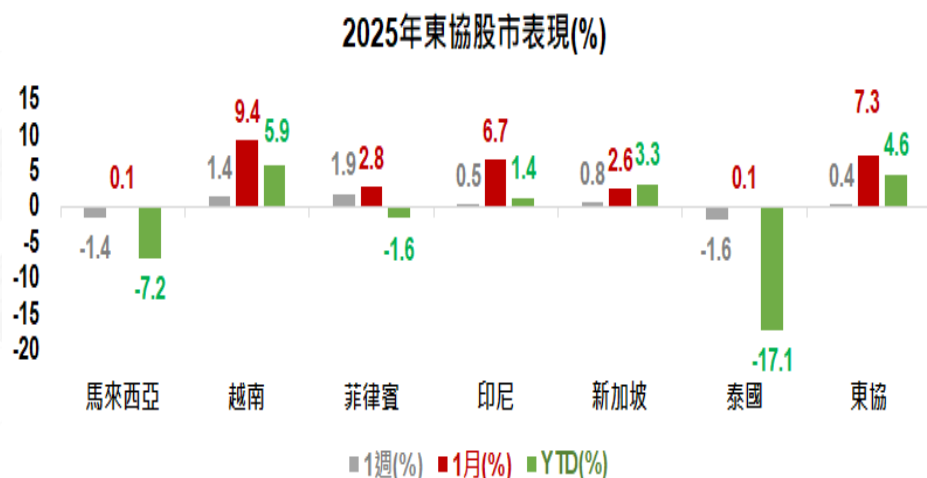
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

東協股市對美國關稅裁定淡然以對，維持中性評等

從貿易問題來看，越南與美國的貿易談判自4月正式啟動，目前已完成5/7、5/19~5/22兩輪磋商，取得部分進展，但關鍵問題如傾銷、出口補貼及貿易平衡仍需進一步協商。越南正積極採取外交和經濟措施，包括提出零關稅建議、加強原產地控管以防止洗產地行為，批准川普家族企業在越南的高爾夫球場項目及支持馬斯克的星鏈計畫等舉措，作為談判的籌碼以換取關稅減免。東協國家持續與美國進行貿易談判，主要以越南為領頭羊，然因區域內經濟發展水平差異大，難在對美談判中形成統一立場，其他國家如新加坡、馬來西亞等則通過東協框架或既有協定參與對美談判，料6月初越美談判進展或為其他東協國家提供借鑑。

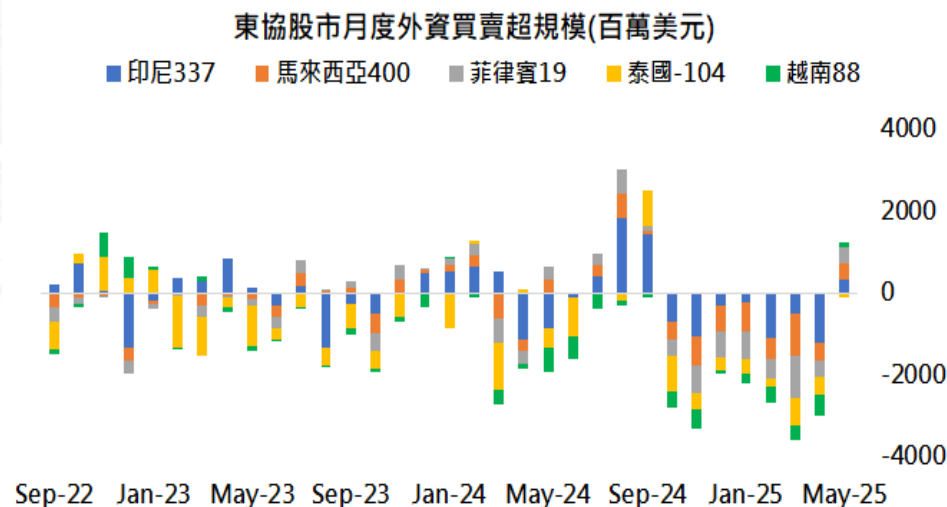
從資金方面來看，由於美國財政政策和債務問題引發投資人的擔憂情緒，伴隨美元的疲軟，資金普遍流入新興市場，5/1-5/28外資累計淨買超印尼、馬來西亞、菲律賓和越南等四國股市8.4億美元，但繼續賣出泰國，結束去年10月以來的外資拋售局勢。儘管美國貿易法庭5/28對川普對等關稅作出禁制的裁定，惟東協股市淡然以對，在貿易政策仍存在不確定下，維持中性看法。

今年以來東協股市上漲4.6%，近一個月普遍反彈



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

外資5月回流東協，結束自去年10月以來的外資拋售局勢

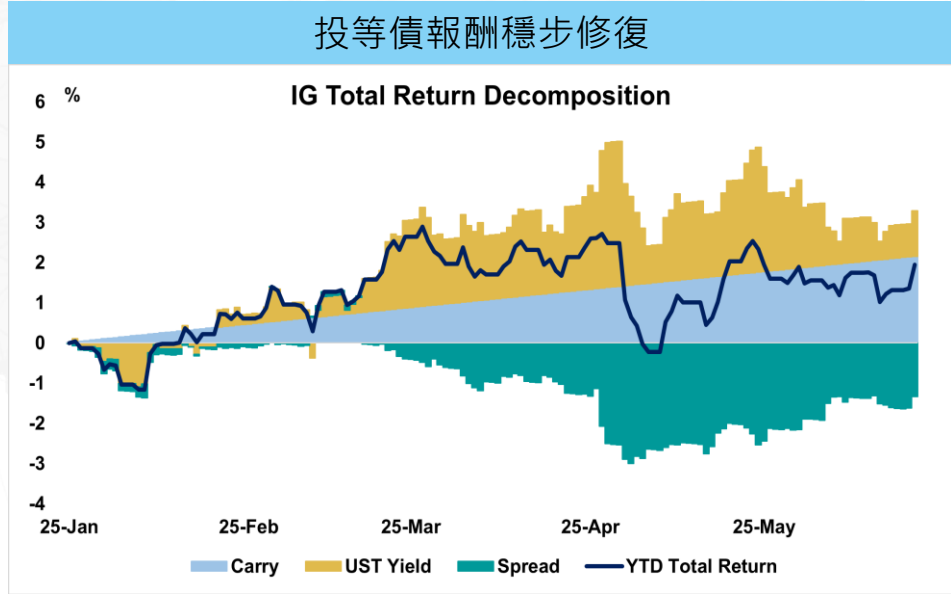


資料來源：Bloomberg，IMF，永豐投顧整理

6月技術面支持，投資等級債維持正向評等

投資級利差大幅收窄，回撤自4月2日起及2月19日起（關稅公告前）擴大的利差走勢。技術面強勁、貿易緊張緩解、消費者韌性及IG利差落後其他市場支持正向動能。BBB級債券在波動後顯得便宜。然而，美國經濟增長預計放緩，較歐洲更易受影響，配置非週期性行業對沖風險具吸引力。

5月至6月的供需技術面支持IG利差進一步收窄。4月底防禦性配置使投資者持有大量現金，根據投資者調查顯示信用配置偏低、資金流入預期強勁，同時近幾週新發行表現改善。4月及5月初資金流出後，高評級基金流入顯著回升。5月下半月至6月供應量預計減少，且經銷商庫存保持低位。投資者應關注經濟放緩風險，謹慎配置以平衡回報與穩定性。



市場環境和緩，非投資等級債維持相對正向

債券市場-非投等債

將非投等債券 (HY) 利差目標下調至375個基點，因市場條件放緩，且關稅出現了正面轉機，信用壓力指標回歸中位，一級市場復甦。隨著衰退風險消退，信用市場抹去今年弱勢，預計利差進一步壓縮。然而，關稅不確定性仍存，聯準會降息預期減弱，目前杠杆融資發行人現金流健康，持續聚焦現金跑道和覆蓋率指標。

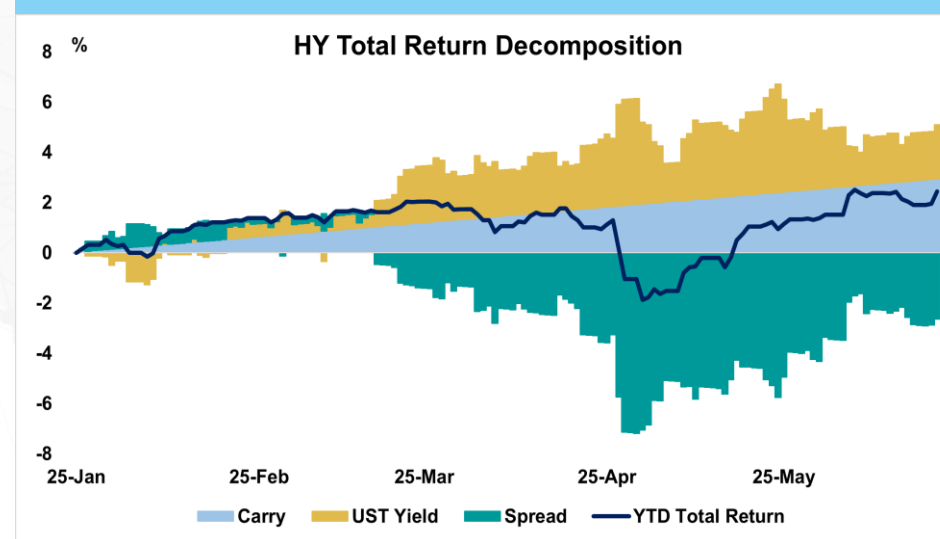
2025年一級市場活動顯示投資級 (IG) 新發行量達8350億美元，年增率3%，HY發行量1180億美元，下降18%。IG偏向短存續期債券 (七年以下佔50%)，因長端國債殖利率波動大；HY的CCC評級債券自2月8日起無新發行。美元市場反映投資者對風險謹慎，青睞高品質、短存續期資產以應對波動環境。

非投等債近一週利差變化不大



資料來源：LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

非投等債報酬穩步修復



資料來源：LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

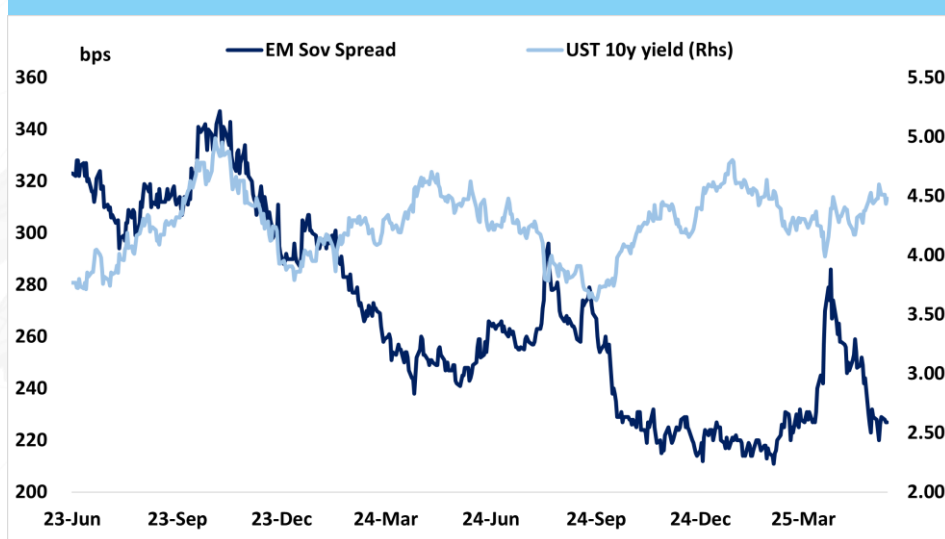
新興市場央行持續寬鬆態度，新興債維持相對正向

債券市場-新興債

5/29，韓國央行將基準利率下調至2.50%，以應對美國關稅及政治動盪影響的經濟復甦，符合36位經濟學家預期。央行下調2025年增長預測至0.8%，因第一季出口和消費收縮。選舉前李在明、金文秀承諾增加支出。韓元和國債期貨幾無變動，分析師預計年底再降息兩次，因通膨接近2%且國內活動疲軟。

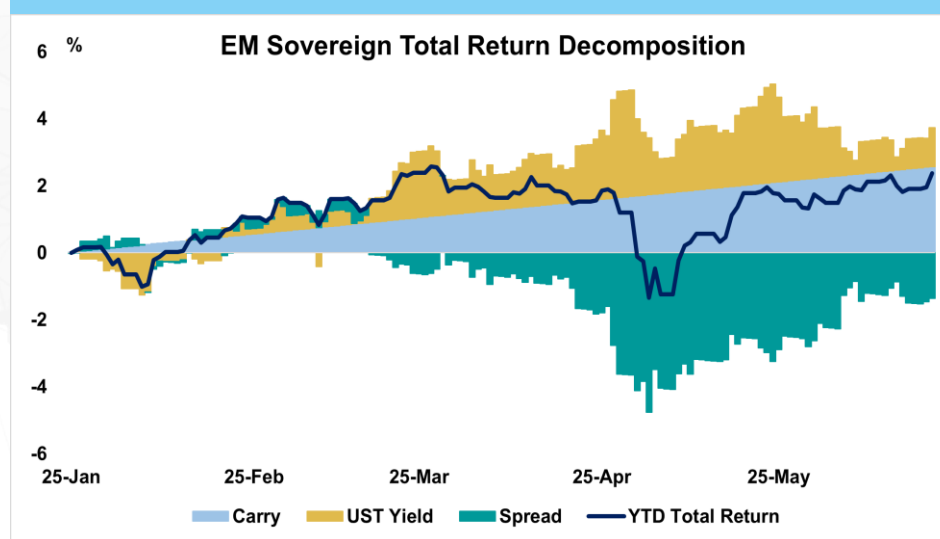
印度儲備銀行（RBI）預計6月6日第三次降息至5.75%，8月再降至5.50%，以支持經濟復甦。去年經濟增長從9%降至6.3%，通膨低於4.0%目標，為降息提供空間。全球貿易緊張加劇，美國關稅影響經濟，促使央行寬鬆。47位經濟學家預測8月底利率達5.50%。若美印貿易協定失敗，降息幅度可能加大，總計降息100個基點。印度股市預計2025年底創新高，GDP增長本財年6.3%、下財年6.5%。銀行存款利率下降，但貸款利率傳導有限，或反映銀行系統壓力。

新興債利差走勢接近歷史低位



資料來源：LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

新興債報酬穩步修復



資料來源：Bloomberg、LSEG、ICE BofA，永豐投顧整理

法院判決關稅違法，DXY貶至98.69後回升，維持中性評等

ECB維持鴿派基調，歐元升至1.1419後回落，維持中性評等

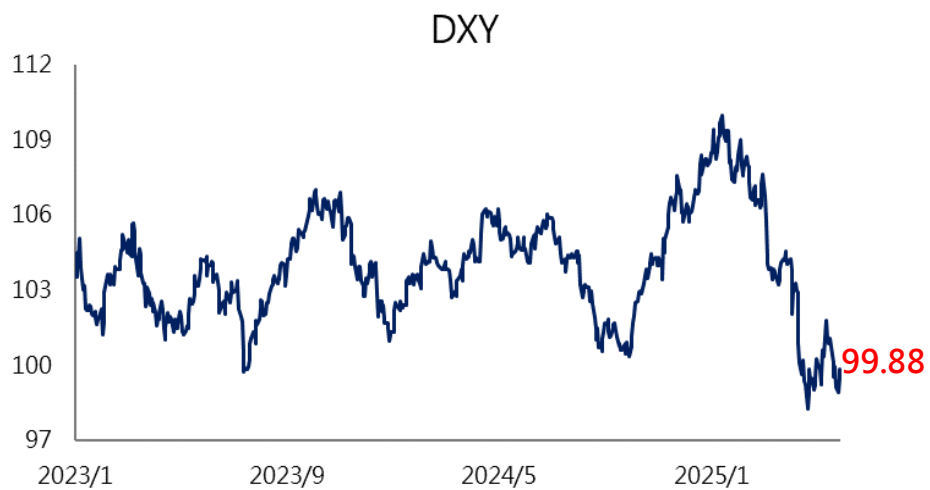
貨幣市場
美元&歐元

美國5月CB消費者信心由85.7→98.0，優於預期的87.1，FOMC會議紀要多數(most)官員支持靜觀其變的立場，5/22~5/28期間，市場定價年內降息幅度由2.0碼縮減至1.7碼。關稅方面，川普於5/23警告將於6/1提高對歐盟關稅至50%，隨後稱將延後至7/9實施，聯邦法院於5/28裁定川普關稅政策違法。本週稍早因歐美貿易衝突擔憂壓抑美元於5/26貶至低點98.69，隨後因市場對Fed降息預期收斂、法院判決關稅違法，DXY收復部份跌幅，終場DXY小貶0.09%於99.88。展望後市，預期關稅暫停實施可能性低，然短期市場對關稅暫停抱有期待，美元短期維持震盪偏升格局，預估美元下週區間99.0~102.0，維持美元中性評等。

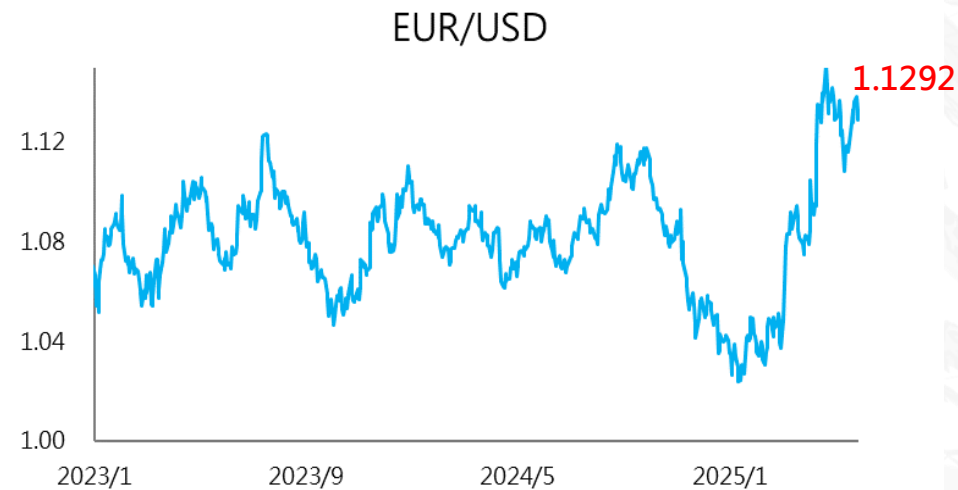
ECB官員Holzman呼籲暫停降息至9月，Simkus則表示通膨低於2%風險加大，6月降息的可能性增加，Nagel警告關稅將對歐元區經濟造成損害，Villeroy預期未來幾週進一步降息，OIS定價ECB年內降息幅度由2.1碼擴大至2.3碼。本週稍早因美元走弱帶動，歐元於5/26升至高點1.1419，然ECB偏鴿，歐元回吐部份升幅，終場週線收升0.10%於1.1292。展望後市，預期下週ECB續降息1碼，並可能釋出偏鴿基調，市場對ECB降息預期可能擴大，歐元短線呈震盪偏空格局，下週區間1.1050~1.1350，維持歐元中性評等。

市場對關稅暫停重燃希望，DXY低點回升

市場對ECB降息預期擴大，歐元升至1.1419後回落



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

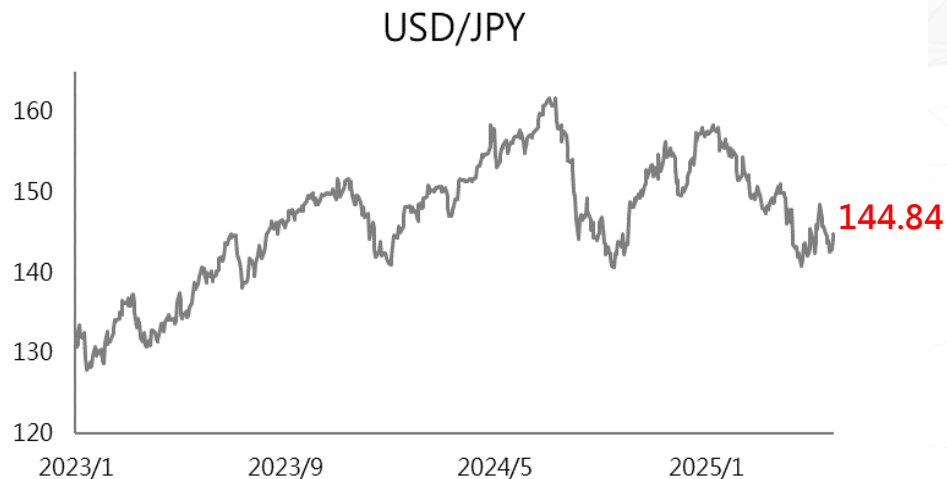
日當局關注債市變動，日圓貶破145，維持相對正向評等 靜待南非央行會議出爐，南非幣呈震盪格局，維持中性評等

貨幣市場
日圓&南非幣

路透社報導引述消息人士稱財政部考慮調整發債結構，BOJ總裁植田和男稍早表示若數據使當局更有信心，將根據需要調整貨幣政策寬鬆程度，但隨後表示BOJ將密切關注近期超長期公債殖利率走勢，5/22~5/28期間，日債10、30年期公債殖利率分別下滑5.8、26.6bps，美日利差擴大加上美元走強壓抑，日圓於5/28貶至低點145.08，終場週線貶值0.57%至144.84；展望後市，債市波動引發中央關注，市場對美日利差擴大預期升溫，預期日圓下週呈震盪偏空格局，區間143~148，維持日圓相對正向評等。

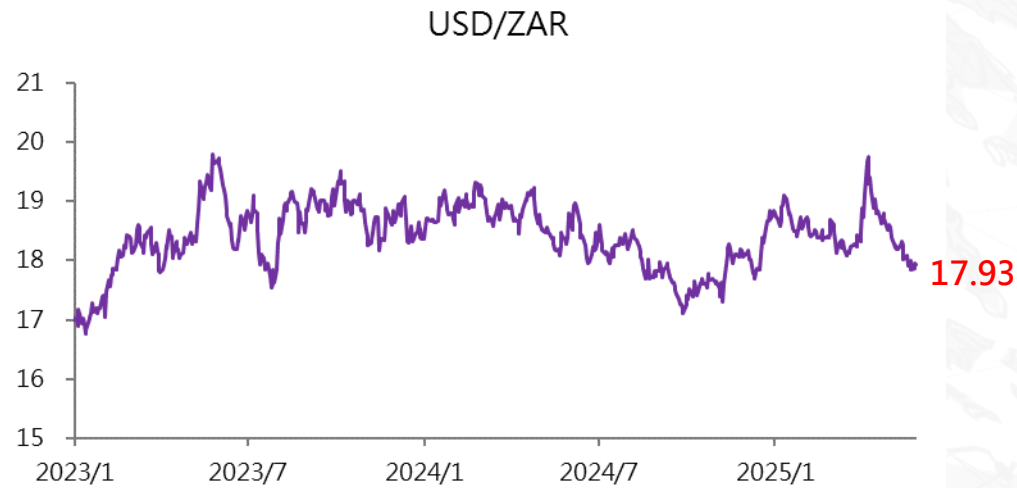
市場樂觀看待各國貿易協議談判，且受美中關稅大幅調降下，美國5月CB消費者信心指數由85.7升至98.0，創4年最大升幅，激勵DXY回升至99.957。南非4月CPI年增率為2.8%，低於在南非央行目標區間3.0%至6.0%，市場預期本週四南非央行將降息1碼至7.25%，市場靜待會議結果出爐，南非幣呈狹幅震盪格局，終場南非幣週線升值0.43%收在17.93。展望後市，南非總統Ramaphosa與美國總統川普見面未能修復兩國緊張關係，且南非預算案仍有待明朗化，維持中性評等。

發債調整消息壓抑日圓貶破145



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

市場靜待南非央行會議出爐，南非幣呈震盪格局



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

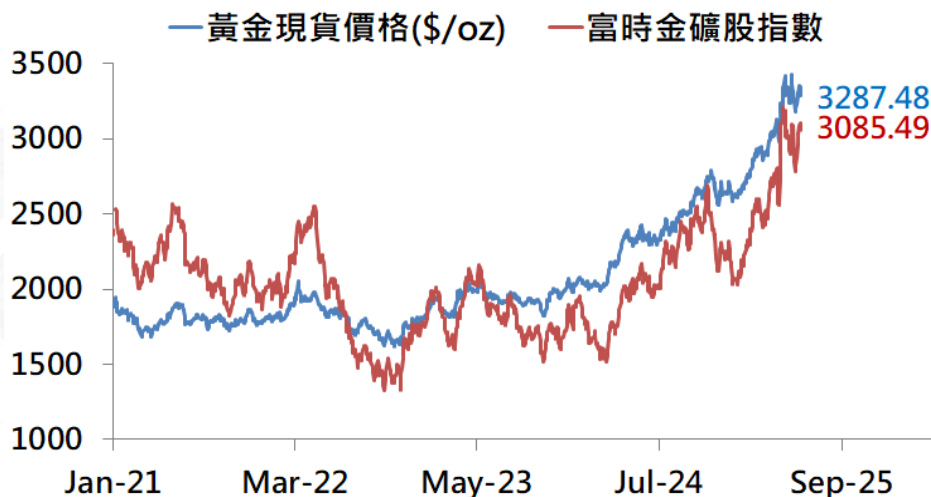
避險降溫令金價退居\$3000~\$3300，維持黃金相對正向評等

原物料-黃金

觀察近月(4/29-5/28)影響黃金的傳統定價因素，首先是**資金排擠效果對金價影響偏空**，國際股市全線收高，MSCI全世界指數勁揚5.6%，新興亞洲指數大漲6.1%，今年漲超兩成的新興歐洲和新興拉美分別漲3.4%、2.3%，表現落後的新興EMEA也漲1.9%；其次是**債券殖利率上行利空無息黃金資產**，十年期美債殖利率累計上行26.9個基點至4.48%；最後是**美元回升增加了購金成本**，美元指數月線上升0.9%至99.9點；上述因子對金影響皆空，同時美歐貿易談判有進展跡象，緩解投資人的擔憂，淡化避險需求。

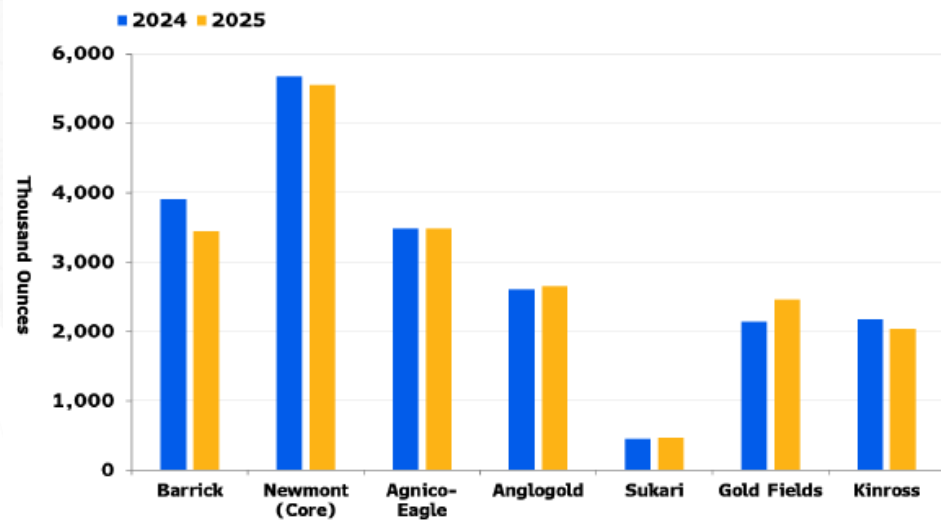
現貨黃金於4/22創新高\$3500.1，其後因美國與各國持續進行中的貿易磋商有所推進、美中暫時互降關稅、Fed官員因貿易政策不確定而傾向靜觀其變，目前機構普遍預估Fed年內首度降息時點大約在9月，整體**避險情緒消退從而壓抑金價回落**，5/28收報\$3287.5，已較史高修正6%。**短期內貿易緊張局勢的升降溫，牽動避險情緒的強弱勢，預計避險降溫情境下的金價區間為\$3000~\$3300**，惟Fed九月降息預期、央行持續購金、黃金ETF買盤積極流入、貿易政策與地緣政治不確定性等提供金價支撐。

避險情緒消退，壓抑金價回落至\$3000~\$3300區間



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

今年全球六大金礦商的產金量或年減2%，增產難度大



資料來源：Bloomberg，公司資料，永豐投顧整理

綠色債利差大幅走擴，創2022年最高

根據彭博研究，隨著全球投等債利差上行，全球綠色債券利差也創下2022年以來最高水平，不過走擴幅度比一般投等債來的低。根據彭博定義，綠色債溢價為綠色債OAS和非綠色債OAS的差值(相減為負則代表為溢價，為正為折價)。而美洲地區綠色債溢價為1.2bp，亞太地區也從3月時的折價轉為溢價，顯示兩地區的綠色債較為抵禦關稅影響，相反地，歐洲、EMEA一直保持在折價狀態。

從產業層面來看，綠色債溢價最高的為必須消費債，四月時利差比非綠色債低2.2bp，碳足跡較高的工業依舊是折價最嚴重的產業，但折價幅度較三月的31bp收窄至24.1bp，而碳足跡同樣也很高的材料業，折價由8.4bp上升至9.9bp。總體上，可見在高碳排領域，以綠色債避險效果較差。

必須消費中，綠色債利差比一般債利差低2.2bp

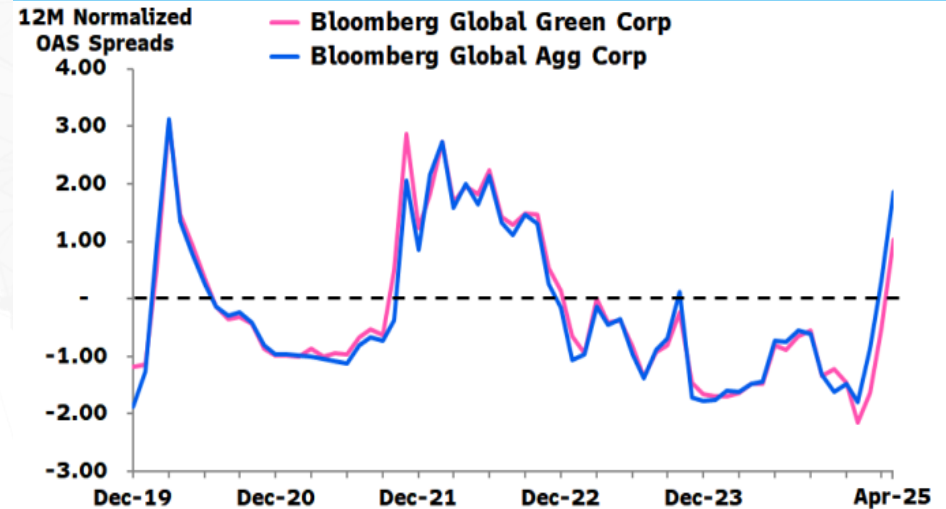
Greenium (bps)	Apr-25	Q1-25	Q4-24	Q3-24	Q2-24
All	1.2	0.9	2.2	1.7	1.8
Senior	1.0	0.8	2.0	1.4	1.3
Consumer Staples	-2.2	-1.3	4.4	-0.3	0.3
Financials	-1.4	-1.8	0.0	-0.3	-0.1
Communications	1.1	1.1	-2.3	-0.8	-3.2
Utilities	2.1	1.1	0.8	-0.1	1.1
Consumer Discretionary	3.2	4.3	2.2	2.6	2.4
Technology	4.9	3.9	1.9	2.5	1.4
Materials	9.9	8.4	7.4	7.4	5.6
Industrials	24.1	31.0	32.2	32.9	29.7

Negative Greenium = Premium (Green OAS < Conventional OAS)

Positive Greenium = Discount (Green OAS > Conventional OAS)

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

彭博綠色債券利差今年大幅擴大



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

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。