

2025年08月11日

主題趨勢報

美國債市

關稅開牌促使產業分化 債市聚焦聯準會動向



報告摘要

- FOMC鷹派但七月非農就業數據疲軟，重燃市場對降息的預期
- 關稅的確定性浮現，預計受害股利差表現將開始相對壓縮
- 利差接近週期性低點，把握中短債逢低布局機會

投資聲明: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。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。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。

2025年08月11日

主題趨勢報

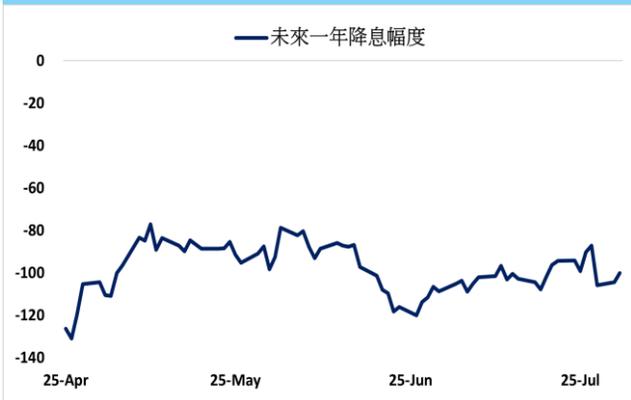
投顧觀點

1. FOMC與就業數據：聯準會7月會議呈現鷹派，鮑爾強調勞動市場穩健及通膨高於目標，降低短期降息預期，然而，7月非農就業數據疲軟，重燃市場對降息的期待，特別是在鮑爾任期結束後。至於川普關稅預計僅會造成有限的價格上漲，通膨壓力可控，而勞動市場疲軟則將進一步緩解關稅引發的通膨風險。**短期來看聯準會不升息及獨立性受限的預期，將限制利率賣壓，支撐債券市場穩定。**
2. 投資級債券利差：投資級債券利差接近週期性低點，並受經濟韌性與技術面支撐。隨著8-9月淨供給增加及關稅滯脹風險上升，預計2025年利差將在80-100基點區間震盪，趨向中性。**信用品質提升、高殖利率抑制長債供應及交易流動性改善，均支持利差低位運行，非週期性行業因其穩定性仍具吸引力。**
3. 關稅影響分化：歐盟與美國達成貿易協議，自2025年8月起對歐盟出口徵收15%關稅，汽車行業首受衝擊，製藥行業關稅則延至2027年初。汽車行業關稅溢價壓縮接近尾聲，表現落後大盤；製藥行業股市表現不佳，但相關美元投資級債券利差表現則較佳，顯示關稅對利潤率影響顯著，但信貸質量影響有限。**總的來說，關稅從宏觀轉為微觀驅動，投資者需聚焦發行人利潤率保護能力及消費稅影響。**

操作建議

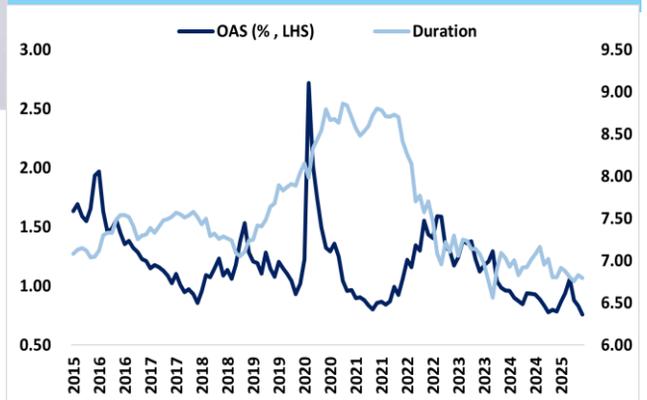
- 2026年有意料之外降息空間可能，但財政結構以及供需問題仍面臨結構性逆風，不過整體**殖利率曲線仍處於陡峭化趨勢，故當中短天期債種殖利率出現上升時仍可進行布局**，因為長遠來看前端殖利率因利率政策的不對稱性而偏向下行，而後端除了因財政展望及高不確定性導致的期限溢價上升而面臨結構性逆風。

七月非農就業數據疲軟，重燃市場對降息的預期



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

指數利差、存續期間皆在歷史低位



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2025年08月11日

主題趨勢報

FOMC鷹派但七月非農就業數據疲軟，重燃市場對降息的預期

- 儘管7/30出現鷹派重新定價，但鮑爾對勞動市場下行風險的謹慎態度及關稅對價格上漲影響有限的評估，還是為降息路徑提供支持，同時七月非農就業數據疲軟，重燃市場對降息的預期。雖然近期川普公布的關稅稅率略高，但通膨定價仍溫和，顯示市場對此無過多驚訝，勞動市場疲軟讓關稅引發的通膨上行影響更容易被消化。
- 7月FOMC被市場解讀為鷹派，特別是鮑威爾主席記者會。市場認為聯準會依數據決策，不急於降息。鮑威爾表示勞動市場強勁且符合目標，通膨仍高於目標，經濟未因限制性政策受抑。市場因此降低降息預期，特別是鮑威爾任期內的期限，在鮑威爾任期結束後，市場則預期降息步伐將加快。這對於利率會有個直觀上的影響，其賣壓會受限於：(1)聯準會極不可能升息；(2)聯準會獨立性受侵蝕及新主席下利率大幅降低的擔憂。

利差接近週期性低點，預計年內區間低位震盪

- 近期投資級（IG）債券利差接近週期性低點，主要受強勁技術面、關稅不確定性下降及美國經濟韌性支撐，但這些正面因素已在近期逐漸耗盡。淨供給將從6月和7月的平穩轉為8月和9月的正增長，同時市場焦點轉向高於預期的關稅滯脹影響，以及美國就業數據大幅下修帶來的成長下行風險。
- 儘管總體的衰退風險低且企業資產負債表穩健，仍預計投資級債券利差將擴大，但幅度有限，預計2025年剩餘時間在80至100個基點範圍內，趨向中性，持續看好非週期性行業。
- 2025年利差保持在低位區間可以歸結幾個包括：(1)連續三年去槓桿化後信用品質提升；(2)高殖利率抑制30年期債券供應，指數的到期期限縮短；(3)利率上升導致債券本身美元價格下降；(4)投資組合交易、信用ETF普及及電子交易提升流動性至歷史新高。

2025年08月11日

主題趨勢報

關稅的確定性浮現

- 歐盟與美國達成貿易協議，自2025年8月1日起對大多數歐盟對美出口商品徵收15%關稅，汽車行業首當其衝。製藥行業同樣面臨15%關稅，但預計推遲至2027年初實施。此協議與近期日本、英國的貿易協定類似，歐洲股市在公告前已基本消化影響。汽車行業本週表現不如大盤，逆轉上週漲勢，而美元與歐元市場的債券表現則優於股市。製藥行業受關稅影響，股市與信貸市場表現分化。製藥股表現不佳，相較S&P 500指數的年迄今差距擴大，而製藥相關的美元投資級債券利差卻表現較佳。這反映關稅對利潤率的影響雖顯著，但要損害信貸質量需更高門檻。
- 從主要指數來看，過去幾週宣布的一系列協議引發的反應溫和，關稅已從宏觀驅動因素轉為微觀驅動因素。這將催化關稅敏感行業的表現出現分歧，因為投資者將辨別哪些發行人能更好的保護其利潤，以及對於美國本土發行人而言，哪些更容易受到對商品實際上構成消費稅的影響。在這一點上，這一趨勢在美元市場中已顯現。在投資級市場中，消費敏感的汽車(相對表現較弱)、住宅建築(影響相對較小)、消費/零售行業的表現開始有所分化。

近期汽車產業在IG利差相對壓縮，但汽車股持續表現不振；健護在IG表現穩健，HY(利差相對走擴)、股市相對逆風



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2025年08月11日

主題趨勢報

關稅受害產業利差水準相對較高·然工業其餘產業呈現低檔

SECTOR	Metrics							Percnetile		spread vs. Index			Total Return		Excess Return	
	Index	Weighting	Rating	YTW (%)	OAS (bps)	Duration	Beta	Spread Beta	YTW Percnetile	OAS Percnetile	spread vs. Index today	Spread Ratio vs. Index	Spread Ratio(Z-score)	MTD	YTD	MTD
USD IG	100.0%	A3/BAA1	5.07	76	6.79	1.00	1.00	74.5%	3.3%	0.00	1.00	#N/A	0.07%	4.24%	0.56%	0.79%
Yankee	27.5%	A1/A2	4.78	60	5.42	0.60	0.77	73.7%	1.6%	-16.37	0.78	-0.44	0.11%	4.67%	0.51%	1.17%
Industrials	56.7%	A3/BAA1	5.10	74	7.44	1.07	0.99	77.1%	2.5%	-1.66	0.98	-0.90	-0.02%	4.06%	0.53%	0.67%
Basic Industry	2.5%	BAA1/BAA2	5.24	86	7.48	1.13	1.12	73.7%	3.3%	9.79	1.13	-1.01	0.00%	4.13%	0.56%	0.64%
Metals & Mining	1.1%	A3/BAA1	5.20	80	7.58	1.08	1.25	66.1%	0.0%	3.79	1.05	-1.26	0.21%	4.92%	0.78%	1.30%
Chemicals	1.1%	BAA1/BAA2	5.32	91	7.81	1.26	1.01	79.6%	12.7%	14.97	1.20	0.86	-0.30%	3.18%	0.27%	-0.12%
Capital Goods	5.5%	A3/BAA1	4.93	64	6.67	0.91	0.90	74.5%	1.6%	-12.27	0.84	-0.18	0.11%	4.59%	0.61%	1.12%
Aerospace & Defense	2.1%	BAA1/BAA2	5.14	74	7.88	1.11	0.99	76.2%	5.0%	-2.17	0.97	0.16	0.18%	4.94%	0.77%	1.69%
Building Materials	0.5%	BAA1/BAA2	5.05	78	6.72	1.06	1.07	72.0%	4.2%	1.63	1.02	-1.26	0.16%	4.40%	0.68%	0.71%
Diversified Manufacturi	1.6%	A3/BAA1	4.86	60	6.32	0.91	0.87	73.7%	2.5%	-15.47	0.80	-0.64	0.08%	4.35%	0.56%	0.82%
Communications	7.3%	BAA1/BAA2	5.29	86	8.38	1.34	0.87	75.4%	0.0%	10.12	1.13	-1.47	-0.08%	3.50%	0.55%	0.21%
Media & Entertainment	1.4%	A2/A3	5.19	79	8.12	1.45	1.03	71.1%	0.0%	3.19	1.04	-1.80	0.10%	-0.01%	0.71%	-3.32%
Cable Satellite	1.6%	BAA1/BAA2	5.61	110	9.27	1.59	0.78	77.9%	0.8%	33.64	1.44	0.19	-0.64%	5.15%	0.05%	1.94%
Wireless	1.9%	BAA1/BAA2	5.10	77	7.00	1.11	1.04	73.7%	2.5%	1.20	1.02	-1.27	0.20%	4.43%	0.72%	1.07%
Wirelines	2.5%	BAA1/BAA2	5.27	81	8.97	1.27	0.78	79.6%	2.5%	5.13	1.07	-1.22	-0.02%	4.25%	0.66%	0.97%
Consumer Cyclical	7.0%	A3/BAA1	4.98	75	6.02	0.92	1.03	76.2%	21.1%	-1.26	0.98	1.65	0.19%	4.04%	0.63%	0.58%
Automotive	2.5%	A3/BAA1	5.10	99	4.33	0.79	1.65	77.1%	40.6%	23.50	1.31	1.58	0.42%	3.98%	0.73%	0.45%
Leisure	0.0%	BAA3/BAA3	4.84	90	2.21	0.00	7.01	98.3%	75.4%	14.22	1.19	1.20	0.27%	1.40%	0.42%	0.82%
Gaming	0.3%	BAA3/BAA3	5.20	108	4.59	1.14	2.06	65.2%	34.7%	32.50	1.43	0.34	0.44%	4.81%	0.80%	1.17%
Retailers	3.0%	A1/A2	4.86	52	7.51	0.97	0.76	77.1%	3.3%	-24.30	0.68	-1.15	0.00%	4.00%	0.56%	0.64%
Consumer Non-Cyclical	15.0%	A3/BAA1	5.08	69	7.82	0.98	0.79	77.9%	2.5%	-7.06	0.91	-0.18	-0.11%	4.30%	0.46%	0.92%
Consumer Products	0.9%	A2/A3	4.70	48	6.00	0.76	0.68	76.2%	10.1%	-27.86	0.63	-0.49	-0.02%	3.99%	0.44%	0.41%
Food & Beverage	3.4%	A3/BAA1	5.06	68	7.59	0.98	0.88	77.1%	4.2%	-7.52	0.90	-0.36	-0.16%	4.02%	0.38%	0.57%
Health Care	4.1%	A3/BAA1	5.18	79	7.79	0.90	0.82	77.9%	5.9%	2.79	1.04	0.86	-0.02%	4.62%	0.55%	1.28%
Pharmaceuticals	5.2%	A2/A3	5.05	61	8.47	1.01	0.67	78.8%	3.3%	-14.81	0.80	-0.33	-0.21%	4.16%	0.42%	0.86%
Energy	7.2%	A3/BAA1	5.33	93	7.48	1.24	1.93	77.1%	6.7%	17.16	1.23	-0.35	0.15%	4.07%	0.70%	0.60%
Independent Energy	1.5%	BAA1/BAA2	5.43	107	7.12	1.15	3.30	76.2%	13.5%	31.11	1.41	-0.18	0.37%	4.04%	0.91%	0.43%
Integrated Energy	1.4%	AA3/A1	5.03	60	8.39	1.01	0.92	80.5%	11.0%	-15.85	0.79	0.69	-0.06%	4.04%	0.56%	0.75%
Oil Field Services	0.2%	A3/BAA1	5.46	106	7.47	1.48	2.21	80.5%	16.9%	30.47	1.40	0.01	0.06%	3.12%	0.61%	-0.57%
Refining	0.4%	BAA1/BAA2	5.34	96	7.18	1.41	2.14	77.9%	9.3%	19.82	1.26	-0.30	0.31%	4.28%	0.84%	0.68%
Midstream	3.7%	BAA1/BAA2	5.39	99	8.04	1.33	2.20	69.4%	4.2%	22.99	1.30	-0.88	0.14%	4.11%	0.67%	0.63%
Technology	9.5%	A2/A3	4.94	63	7.05	1.03	0.77	75.4%	4.2%	-13.46	0.82	-0.51	-0.18%	4.00%	0.34%	0.62%
Transportation	2.1%	A3/BAA1	5.26	76	9.14	1.15	0.94	81.3%	5.9%	-0.02	1.00	0.09	-0.14%	3.43%	0.53%	0.32%
Airlines	0.2%	A3/BAA1	5.06	102	3.28	0.55	1.92	66.9%	28.8%	26.02	1.34	0.03	0.43%	3.61%	0.64%	0.20%
Railroads	1.3%	A3/BAA1	5.31	68	10.74	1.23	0.73	86.4%	2.5%	-7.63	0.90	-0.73	-0.28%	3.72%	0.51%	0.78%
Financial	33.6%	A2/A3	4.95	77	5.30	0.89	1.05	72.0%	15.2%	0.62	1.01	0.60	0.16%	4.63%	0.54%	1.07%
Banking	22.8%	A2/A3	4.84	70	4.74	0.84	1.00	72.0%	15.2%	-5.63	0.93	0.45	0.24%	4.78%	0.58%	1.21%
Brokerage	1.5%	A3/BAA1	4.96	73	6.17	0.99	1.08	74.5%	12.7%	-2.96	0.96	0.24	0.17%	4.63%	0.64%	1.03%
Finance Companies	1.4%	BAA2/BAA3	5.27	123	3.52	0.82	2.53	67.7%	38.1%	47.53	1.63	0.55	0.39%	4.36%	0.63%	0.85%
Insurance	4.9%	A3/BAA1	5.34	92	8.09	1.09	0.88	78.8%	11.0%	16.16	1.21	2.09	-0.28%	3.97%	0.32%	0.57%
REITs	2.8%	A3/BAA1	4.94	77	5.45	0.92	1.27	72.0%	4.2%	1.11	1.01	-0.88	0.13%	4.69%	0.55%	0.91%
Utility	9.7%	A3/BAA1	5.27	84	8.22	0.96	0.88	78.8%	6.7%	7.62	1.10	1.45	0.25%	3.95%	0.85%	0.55%

投資聲明: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。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。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。