

2025/08/29

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>



Fed降息預期與經濟數據支持，美股持續創高

市場回顧

本週美國股市在Fed降息預期與經濟數據支持下震盪走高，S&P500連創歷史新高，首度突破6500點，儘管NVIDIA財報後小跌但市場樂觀解讀2026展望，AI前景趨動下通訊服務與科技股上漲；第二季GDP小幅上修增添經濟信心，工業與金融板塊領漲，零售商財報優預期如Kohl's大漲24%激勵消費族群。川普藥價政策與解除Fed理事職位一度引憂，製藥股如輝瑞全面承壓。

歐洲股市先跌後漲，受法國政治不穩與少數黨政府面臨倒台風險影響，CAC40領跌但後續STOXX600與DAX創高，受科技股與美國降息期望帶動。亞洲市場穩健，中國股市延續漲勢，CSI300攀升逾3%成交熱絡，半導體業績強勁，AI需求受國內需求與政策支持；日本Nikkei小幅波動，日本貿易代表突宣布終止訪美，引發國內關稅擔憂。

市場展望

◆ 關注中國政經動態

8/31公布製造業PMI、非製造業PMI；作為中國今年最大的外交活動，上海合作組織高峰會將於9/1在天津舉行，國家主席習近平將接待俄羅斯、印度等國領導人。

◆ 關注Fed近期動態

聯準會發布由地區聯邦銀行彙編的經濟狀況褐皮書調查報告；紐約分行主席約翰威廉斯將在紐約經濟俱樂部發表經濟演說，如無意外將延續近期偏鴿派言論。

◆ 關注美國8月非農就業報告

美國8月非農就業報告將有助於確定聯準會9月是否降息。初步估計，經濟學家預計就業將增加，與7月的7.3萬個就業機會類似，同時失業率也將上升。

弱勢美元下新興市場買盤絡繹不絕，台股創新高領跑全球

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	經濟趨緩但仍保有韌性，投資人消化Nvidia財報，市場肯定AI前景，預期美股短線續創新高，惟美股獲利上修動能有所降溫，建議逢回再布局，或選擇基期低的醫療保健與防禦性類股。
歐洲	中性	持平	經濟數據仍在改善，歐美達成15%關稅協議，然而對美承諾投資、採購已引發能否兌現質疑；不過相比美股，歐股估值較低、財政和貨幣政策前景較明朗，操作上可布局具政策紅利標的。
日本	相對正向	持平	日股估值已達到10年百分位86%，且外資亦連續4個月累計買進日股11.6兆日圓，在25Q2財報表現不佳的情況下，須慎防9月季節性獲利了結賣壓。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	台股歷經大量震盪後，仍能迅速站回24000點以上，顯示籌碼換手，市場資金對於下半年行情仍有期待。建議投資人回歸基本面選股，選擇量能穩定個股。
中國A股	相對正向	持平	中國內需經濟再惡化風險已經消退，並且在美國無法解決稀土供應問題前，川普再掀貿易衝突的風險同樣降低，中國股市上漲行情仍在延續。
中國H股	中性	持平	香港新消費與科網股較不受疲軟經濟與中國競價環境影響，在政策挹注與AI行情推動下仍具成長空間。
印度	正向	持平	印度內部政策挹注疊加外部關稅利多，催化印度經濟復甦加速，中國+1主題與美國市場開放將推動印度製造業快速擴張，給予正向評等。
越南	相對正向	持平	越南證監會與富時羅素會晤後，9月被升級為新興市場的預期升溫，而在政府改革紅利、加大基建投資、基本面穩健和估值修復帶動下，越股續創新高，然因市場淺碟，仍須居高思危。

AI給力推動科技股走揚，降息預期升溫助力金價上行

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	中性	持平	AI需求仍強，只是相關企業估值多半過高且財報鮮少再釋放巨大驚喜。當前包含科技股在內，各類金融商品都對川普投顧和美國經濟相當敏感，依舊建議保守看待。
能源	中性	持平	隨著OPEC+生產策略從減產保價轉為增產搶市、季節性旺季需求接近尾聲，地緣政治風險溢價減弱和經濟信號不一等看跌基本面，導致油價下行風險擴大，預估油價區間\$58~\$68。
生技	相對正向	持平	生技迎來監管寬鬆與併購復甦，預計Fed降息循環重啟，將強化製藥業併購需求，全年併購額有望達到700億美元，給予相對正向評等。
原物料			
黃金	相對正向	持平	現貨黃金昨收3417.1美元(1w+2.3%、ytd+30.2%)，考量經濟不確定性、利率水平、通膨情勢、貿易戰、地緣政治風險和去美元化趨勢等多重利好因素猶存，預期金價將逐漸向上挑戰史高。

殖利率曲線持續陡峭化，利差低檔震盪

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。
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。

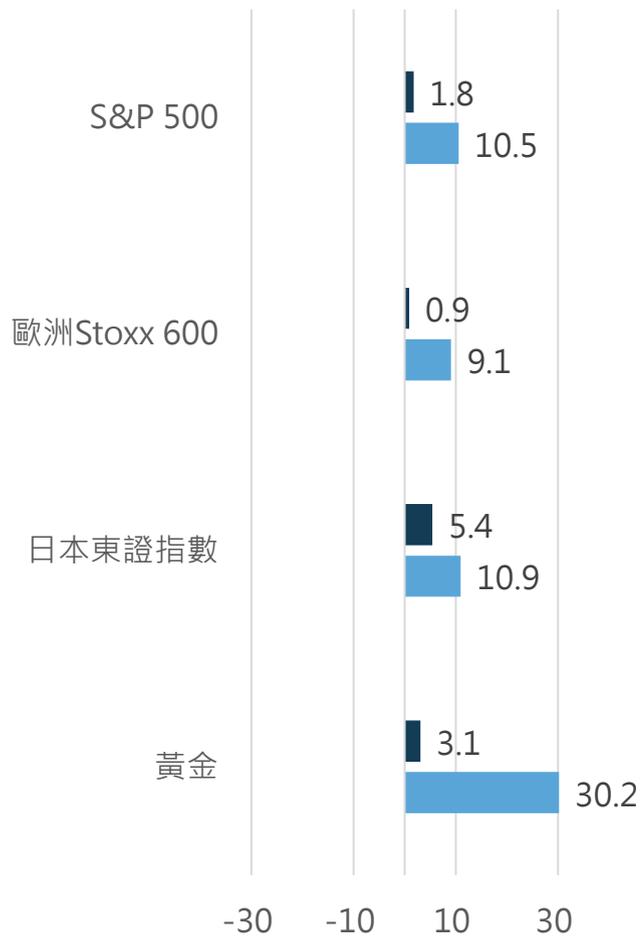
降息預期升溫，Fed獨立性擔憂猶存，DXY貶至97.73

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	市場聚焦8/29晚上公布7月PCE數據與下週就業數據，目前市場預期核心PCE月增率持平0.3%，另9/4將對米蘭任命舉行聽證，通過可能性大，Fed獨立性擔憂不易消退，DXY短線恐承壓，預估下週區間96.5~99.0，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	降息預期不易升溫，加上美元短線承壓支持，料歐元下週維持震盪偏升格局，預估下週歐元區間1.1550~1.1800，維持歐元相對正向評等。
日圓	相對正向	持平	日本8/22公布8月CPI年增率如預期由3.3%降至3.1%，核心CPI 3.1%略高於預期的3.0%，市場定價BOJ 10月升息機率突破5成，預估下週日圓區間145~149，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	市場對於Fed 9月重啟降息產生動搖，南非經濟數據雖略有改善，有利於南非經濟後續復甦，然短期南非幣主要受美元走強影響，維持中性評等。
澳幣	相對負向	持平	RBA會議紀要指出預計未來一年內將進一步降息以實現政策目標，RBA預計未來還有近3碼降息空間，澳幣預估區間在0.64~0.67，維持澳幣相對負向評等。
人民幣	相對負向	持平	中國下半年經濟下行壓力加大，恐令人民幣走勢相對偏弱，人民幣預估區間為7.05-7.25，維持人民幣相對負向評等。

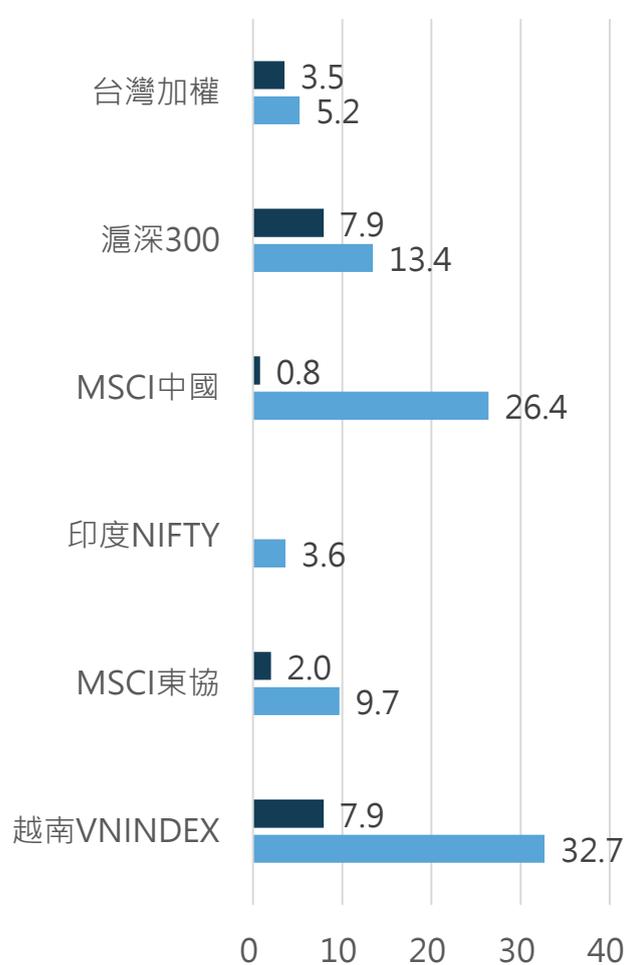
降息預期 + 經濟數據持穩，全球股市持續創高

1M% YTD%

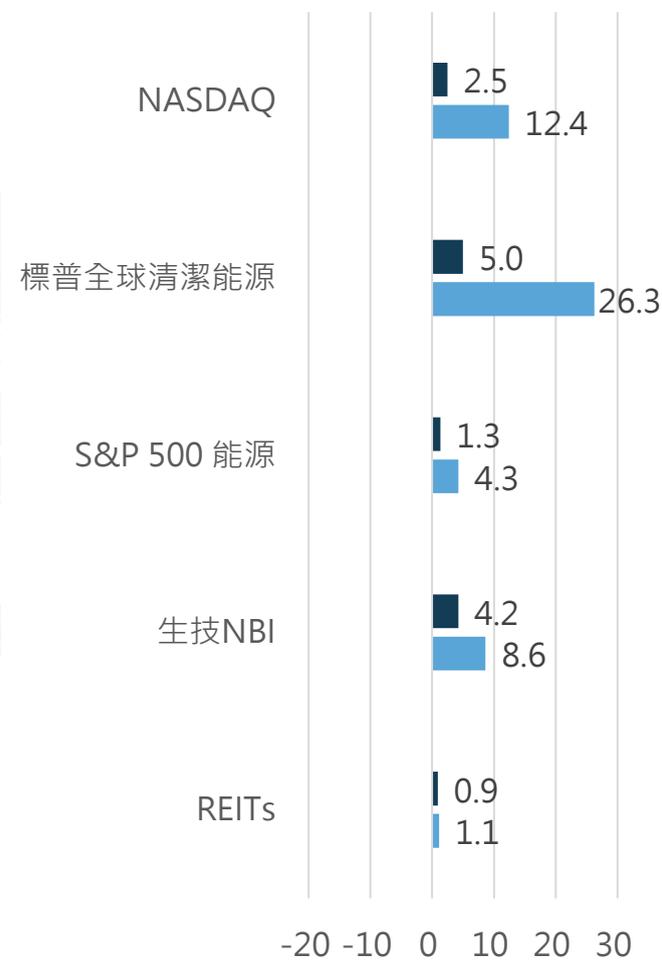
成熟市場股市&原物料



新興市場股市

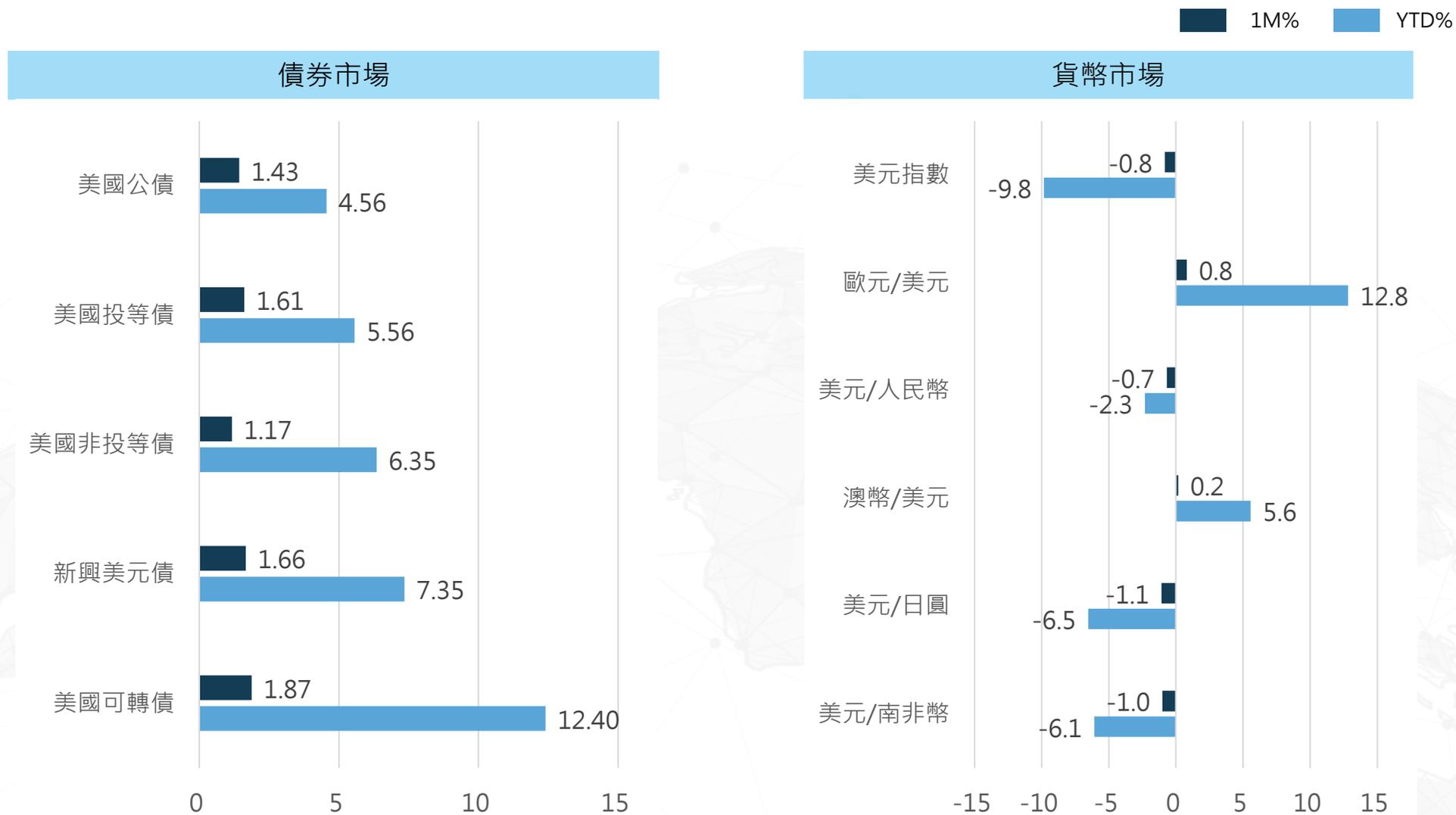


產業市場股市



降息預期帶動，美債殖利率、美元走低

指數變化

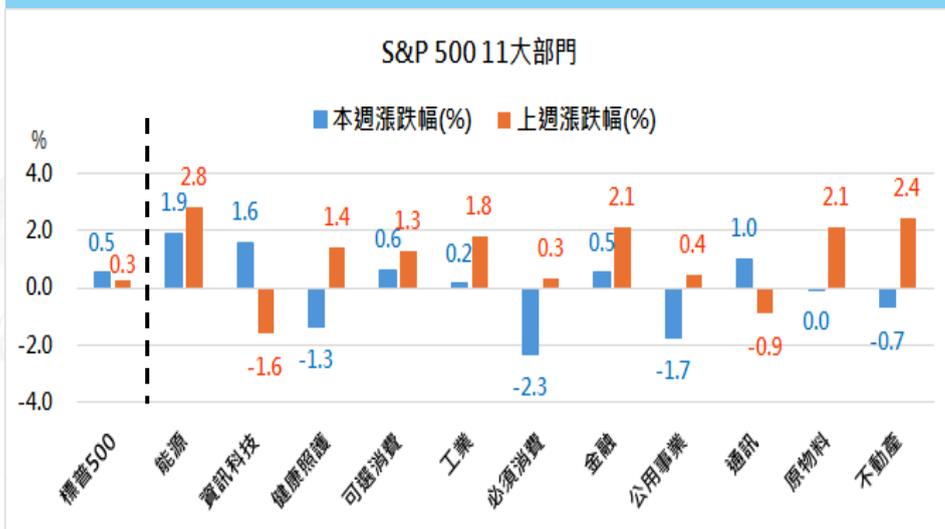


大盤創高下類股持續輪動，維持中性評等

8月諮商會消費者信心由98.7降至97.4，現況與預期指數皆較前月下滑，然因近期美股續創新高，消費者對股價展望轉趨保守，認為股市會上漲的比率由47.9%略降至47.4%。Fed主席Powell在央行年會演說中強調重視就業大於通膨，9月降息料如期而至，資金可能更偏好交易相對低估值、受益於降息的消費耐久財、重投資產業或景氣循環產業，甚至是中小型企業，儘管近期的AI質疑聲浪繼續促成美股交易風格切換，但降息主題仍是以短期交易為主，因為相關族群迎來降息紅利之際，未來不確定性仍高。

美國經濟趨緩但仍保有韌性，持續追蹤關稅與移民政策對基本面的影響，預期美股短線續創新高，投資人消化Nvidia財報，市場肯定AI前景，惟美股獲利上修動能隨著財報季進入尾聲而有所降溫，警惕產業分化與高估值，且S&P 500已達到投顧設定的年內目標價6400點，加以恐慌指數VIX正處於年內較低水平，參考1928年以來的歷史數據指出，9月通常是美股表現最差的月份，建議投資人適度佈局下跌保護，以防範宏觀事件風險，維持中性評等，逢回再布局，或是選擇基期低的醫療保健與防禦性類股。

S&P 500突破6500點創新高，11大部門類股持續輪動



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

以史為鑑，美股歷來會在9月面臨季節性修正風險

報酬率	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2025	2.7%	-1.4%	-6.3%	-0.9%	6.2%	4.4%	2.5%	2.0%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
2024	1.6%	4.6%	3.1%	-2.6%	4.0%	3.5%	-0.4%	1.7%	1.6%	0.9%	5.7%	-2.1%
2023	6.2%	-2.6%	2.5%	1.5%	0.9%	5.2%	3.0%	-4.0%	-4.9%	-2.8%	8.5%	4.4%
2022	-5.3%	-3.1%	6.9%	-8.8%	0.6%	-7.6%	9.1%	-1.8%	-8.0%	8.8%	2.2%	-5.9%
2021	-1.1%	2.6%	1.5%	6.0%	0.5%	2.1%	2.3%	1.7%	-3.6%	6.9%	1.1%	4.6%
2020	-0.2%	-8.4%	-11.1%	13.7%	4.5%	0.3%	4.7%	6.3%	-4.7%	-2.8%	11.3%	3.0%
2019	7.9%	3.0%	1.1%	3.8%	-5.3%	6.9%	2.4%	-3.4%	1.2%	2.4%	3.4%	2.6%
2018	5.6%	-3.9%	-1.4%	1.1%	2.9%	0.5%	3.1%	2.1%	0.4%	-7.9%	1.0%	-9.9%
2017	1.8%	3.7%	-1.2%	0.9%	1.2%	0.3%	2.0%	-1.1%	1.9%	2.1%	2.0%	1.0%
2016	-5.1%	0.4%	6.8%	0.3%	1.6%	-1.2%	3.6%	-0.2%	-0.9%	-1.9%	3.7%	1.8%
2015	-3.1%	5.5%	-0.9%	1.9%	1.0%	-2.4%	2.2%	-7.8%	-4.5%	8.3%	0.5%	-0.8%

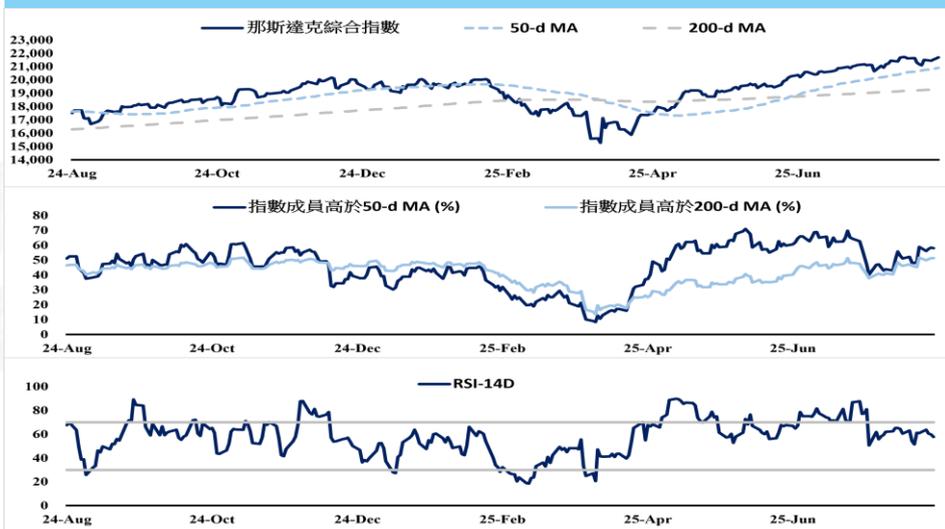
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

AI 推動基礎設施需求，雲端持續滲透，科技中性

NVIDIA再次超越市場預期，Hopper晶片與網路產品供不應求，顯示生成式AI應用正驅動資料中心投資加速。即使中國市場受限，公司仍預告Blackwell與Rubin晶片將推動下一波成長。Snowflake 指出半數新客戶因AI功能而採用平台，MongoDB雖表示AI尚未帶來實質營收，但數千名AI客戶正快速累積，突顯企業正在優先強化數據與運算基礎建設。另一趨勢則是平台整合與安全需求的提升，CrowdStrike的ARR增速與多模組採用率均高於市場預期，Okta也因公共部門與大型客戶需求帶動營收與利潤率改善，兩者皆透過收購補強安全平台功能。

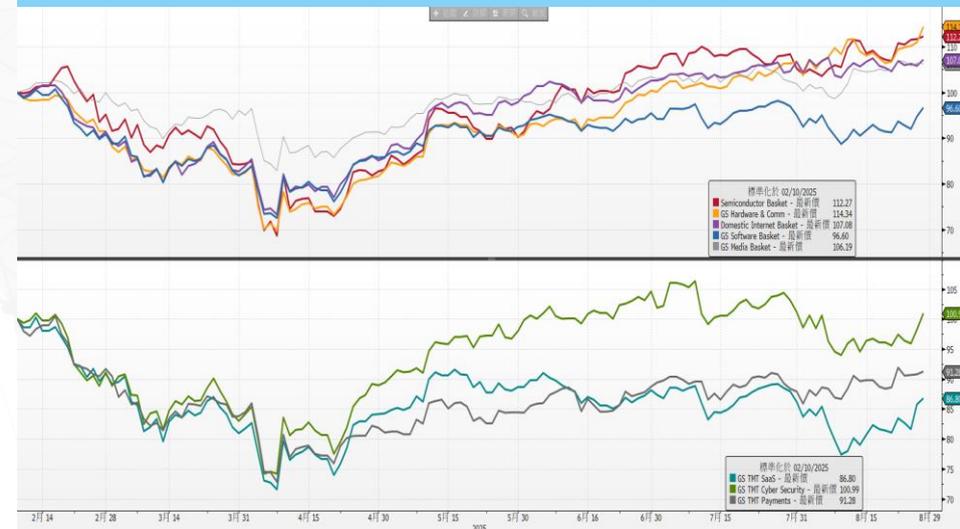
與此同時，Snowflake強調數據協作與AI場景擴張，MongoDB亦上修全年收入指引，均反映企業偏好集中於具備整合能力的供應商。值得注意的是，部分軟體公司在指引與現金流上仍保守，例如CrowdStrike的自由現金流增速低於營收，使市場對ARR持續性抱持審慎。

指數持續創下新高



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

隨著財報激勵，本週SaaS表現有所復甦



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

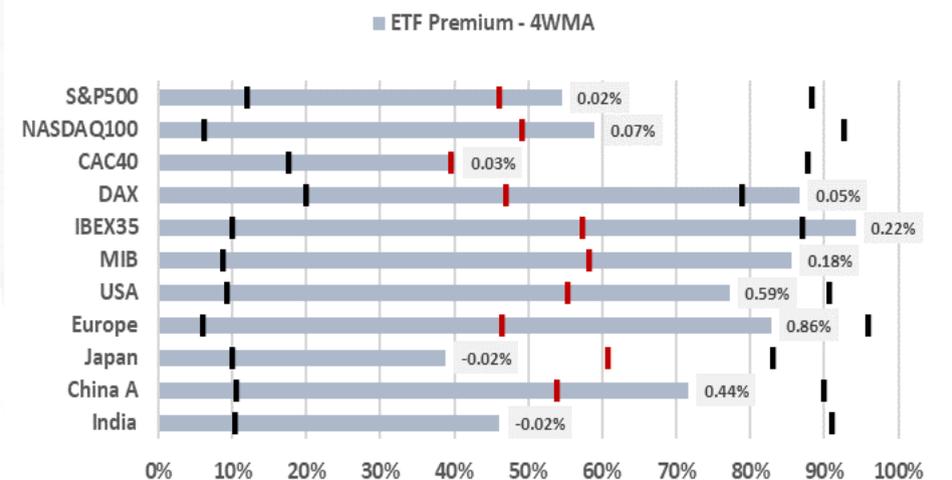
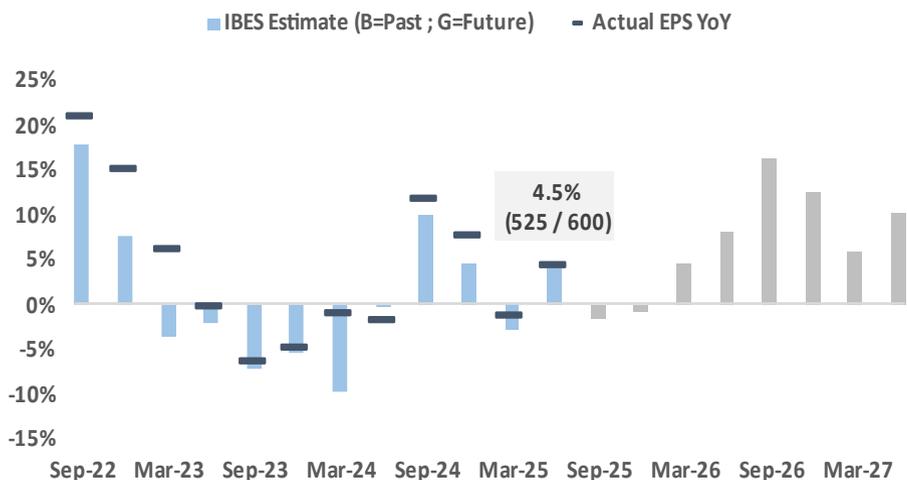
歐股財報表現平淡，法國政治動盪增添不確定性，維持中性

歐洲的財報季正接近尾聲，截止至8/28，Stoxx 600中已有87.5%企業公布25Q2財報，整體表現缺乏亮點，但也低空過關，營收年增由-1.1%回暖至4.5%，優於預期4.1%，SurpriseRatio由3.4%→1.4%(低於5Y avg. 7.8%)、BeatRatio由59%→48%(低於5Y avg. 60%)，獲利修正預期略有改善，但仍徘徊在1.0%水平，遠遜於美股狀況，其中汽車、化工與基礎資源類股因關稅、中國供應過剩與本地需求疲軟等因素而表現不佳，五大化工廠均發布盈利預警並下調全年業績；製藥業獲利則成長14.1%，優於預期12.6%，但在藥品關稅及MFN藥價威脅之下，藥企展望普遍保守；旅遊消費、金融則表現最佳，這與疲軟經濟及避險買盤表現一致，市場普遍預期歐股復甦須待到26Q2。

法國的政治動盪也是拖累歐股的因素之一，總理貝魯突然宣布9/8信任投票引發股債雙殺，政府垮台概率節節攀升也加劇政策不確定性風險，從市場近一月ETF溢價狀況來看，市場對法股的相對厭惡程度明顯偏高。整體而言，歐股的估值已回到中位數水準(14.6倍)，在沉重的政經環境壓力下，預計歐股將以產業輪動為主，建議選股不選市，維持中性評等。

政經壓力下企業獲利略優市場預期，但超預期幅度甚微

歐洲市場高度對德、西、義股市曝險，並低配法國



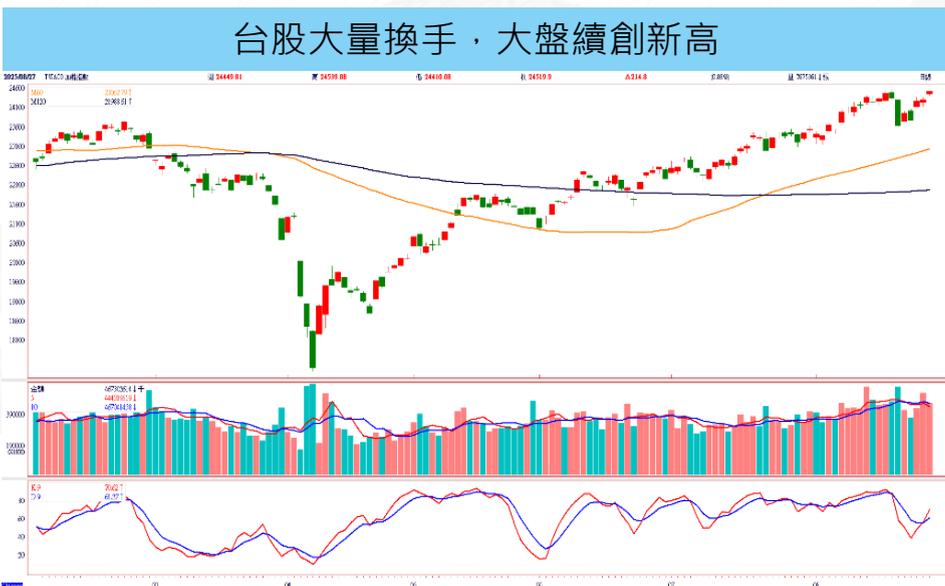
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

台股大量換手，指數續創新高，維持相對正向

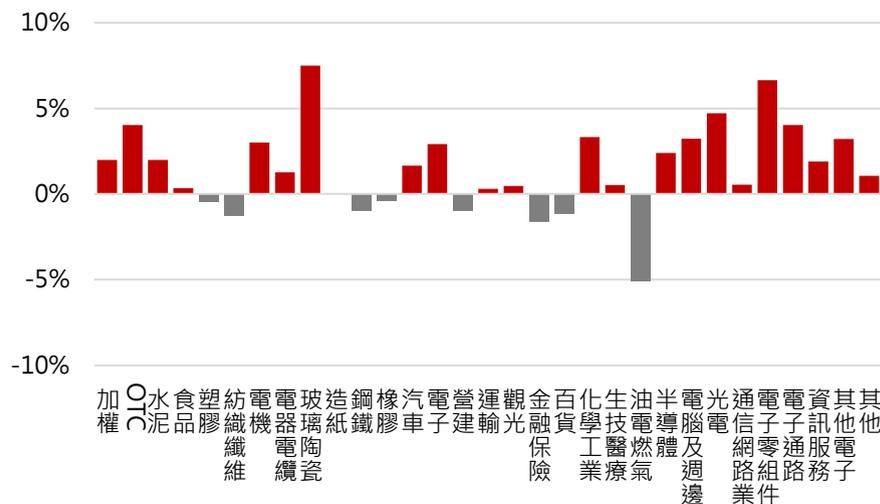
本週台北股市在美國輝達財報前夕震盪向上，市場氣氛樂觀，資金提前卡位，指數連續上揚，不多時就完全吞嚥8/20的長黑K，並且創下指數收盤新高價24520點。不過輝達財報公布再度出現盤後下跌，但這是過去常見的現象，由於市場對於AI的期待高且信心堅定，故在輝達財報前往往往有過高的期待，甚至有超量的投資人押寶短線行情，因而造成財報行情失靈。一週類股表現轉向中小型股、投機股，顯示就算指數震盪，市場氣氛仍然樂觀，其中玻璃股、光電股表現最優，這些都是借助題材與量滾量上揚，足見短線投機氣氛。

總結而言，台股歷經大量震盪後，仍能迅速站回24000點以上，顯示籌碼換手，市場資金對於下半年行情仍有期待。建議投資人回歸基本面選股，選擇量能穩定個股。



資料來源：Bloomberg · CMoney · 永豐投顧整理

週表現以中小型股、投機股較佳，由玻璃、光電股領漲



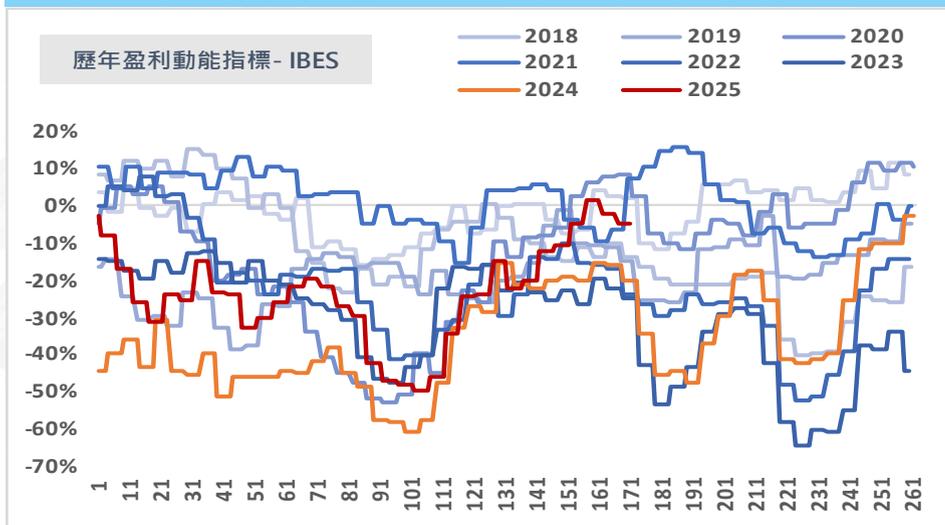
資料來源：Bloomberg · CMoney · 永豐投顧整理

堅信中國成長潛力，黯淡財報難以撼動內資，維持相對正向

截止至8/28，CSI300中有47%企業已公布25Q2財報，整體營收年增率由上季度0.9%回暖至1.8%，但仍遜於預期5.2%，且低於5年均值5.8%，SurpriseRatio由-3.7%→-6.7%，創下5年新低，而BeatRatio則由33.3%→27.4%，低於5年均值，不過市場普遍預期最糟情境已過，企業獲利將逐季復甦，CSI300盈利動能指標已由5月底點-46%攀升至-3.8%，若轉正將實現2022年以來首次為正。

從本季財報狀況來看，內捲化正蔓延至電商、食品外送平台與電動車產業，預估影響將持續至年底；值得關注的是AI發展，寒武紀公布上半年營收28.8億人民幣，年增4348%，並且首次扭虧為盈，這顯示中國的AI需求正在加速擴張，而Nvidia財報的中國市場缺席更為本土晶片商打開缺口，故預計A股的AI行情將繼續在下半年擴張。另產業輪動狀況也須留意，7月以來原停泊在避險產品的機構資金正在洶湧衝向AI與政策利好族群，這加劇不同行業間的表現分歧，因此建議避開過度競爭產業，維持A股相對正向評等，CSI300未來3個月區間上調至3900~4700點。

政策賣權持續發酵，市場獲利預期修復突破季節性



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

資金由避險型資產中流出，大量湧入順週期族群

Type	Name	5D	1M	YTD	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Avg-25
CSI300	CSI300 順週期指數	5.00%	12.58%	20.11%	-2.57%	-4.85%	0.78%	5.13%	7.06%	15.01%
	CSI300 High Beta	4.26%	10.21%	18.46%	-3.13%	-4.89%	0.13%	7.09%	7.86%	12.30%
	CSI300 Low Beta	2.51%	5.46%	3.48%	1.99%	-0.76%	2.88%	0.10%	-5.20%	7.26%
	CSI300 Momentum	3.01%	6.32%	14.05%	1.32%	-1.69%	3.34%	3.95%	2.41%	8.97%
CSI500	CSI500 順週期指數	2.88%	11.60%	28.57%	-1.65%	-4.08%	-0.18%	6.81%	6.15%	13.51%
	CSI500 High Beta	2.91%	10.80%	31.23%	-1.97%	-5.24%	-0.86%	8.29%	6.13%	12.58%
	CSI500 Low Beta	0.00%	2.15%	10.26%	4.52%	-2.39%	2.71%	0.46%	1.98%	3.91%
Quality v.s. Growth	Quality & Growth	-0.52%	4.19%	10.20%	-0.03%	-4.83%	2.19%	2.44%	2.27%	4.76%
	Quality & Growth LV	-0.47%	2.22%	-1.00%	0.50%	-5.01%	3.19%	-0.88%	1.12%	3.11%
	Growth LV	0.49%	4.62%	12.32%	3.72%	-3.69%	2.99%	0.27%	2.04%	5.99%
	Earnings Quality	-0.28%	4.16%	14.76%	1.07%	-4.50%	3.03%	3.48%	4.04%	5.83%
Dividend	Financial Health	-1.91%	7.30%	23.10%	0.67%	-4.42%	2.37%	4.32%	2.85%	8.25%
	Central SOES Dividend	0.15%	1.41%	4.85%	1.22%	-2.30%	3.29%	0.83%	2.46%	3.47%
	POES Dividend	-1.25%	1.83%	4.08%	1.56%	-2.84%	0.72%	-0.88%	2.03%	2.53%
	SOES Dividend	-0.94%	-0.66%	0.26%	2.29%	-2.53%	3.24%	-0.50%	0.75%	1.30%
	Dividend Growth LV	-1.36%	-1.59%	4.09%	3.42%	0.74%	5.42%	0.98%	-2.72%	-0.46%
	Dividend LV	-0.98%	-0.18%	3.20%	2.70%	-0.86%	4.09%	1.09%	-2.26%	1.32%
	Dividend Quality	1.97%	8.56%	16.54%	1.46%	-3.61%	3.39%	1.73%	4.70%	9.18%
	Dividend Return	1.46%	3.30%	0.97%	3.16%	-2.60%	-0.51%	-3.08%	3.70%	5.14%
	BDY Strategy	0.82%	2.87%	12.92%	3.27%	-4.43%	2.63%	3.50%	4.61%	5.40%

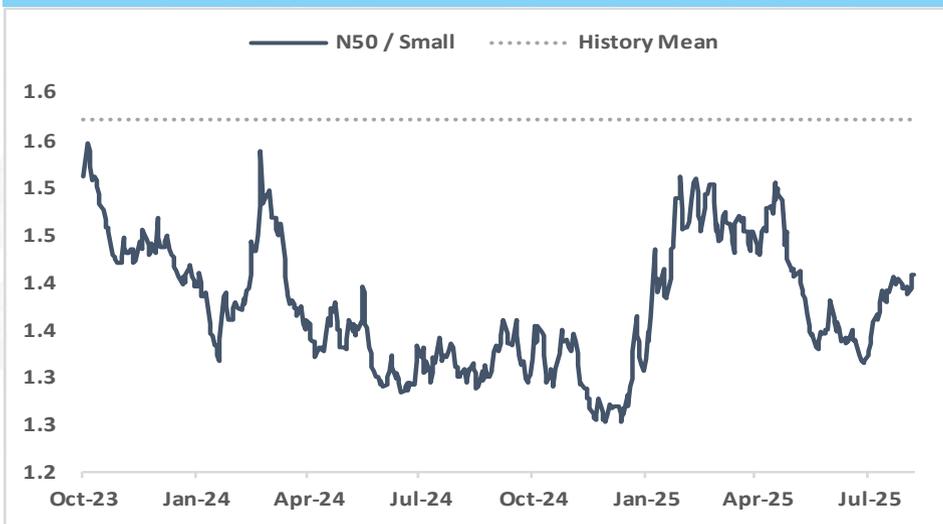
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

關稅恐慌持續發酵，短線壓抑市場情緒，維持正向評等

儘管對實體經濟影響有限，但50%美印關稅的正式落地仍對印股交投情緒造成衝擊，小型股對大型股的領跑優勢在7月反轉後繼續承壓，疊加中國股市上漲態勢強勁，中印蹺蹺板再次傾向中國，FII的拋售速度在8月進一步加速，MTD達到-2550億盧比，創下歷史同期新低，這種非常理賣壓將有機會延續至中印關稅談攏為止(預計10月)，相對應的DII的買盤不減反增，8月MTD達5900億盧比，淨流入量連續第4個月創下歷史同期新高。

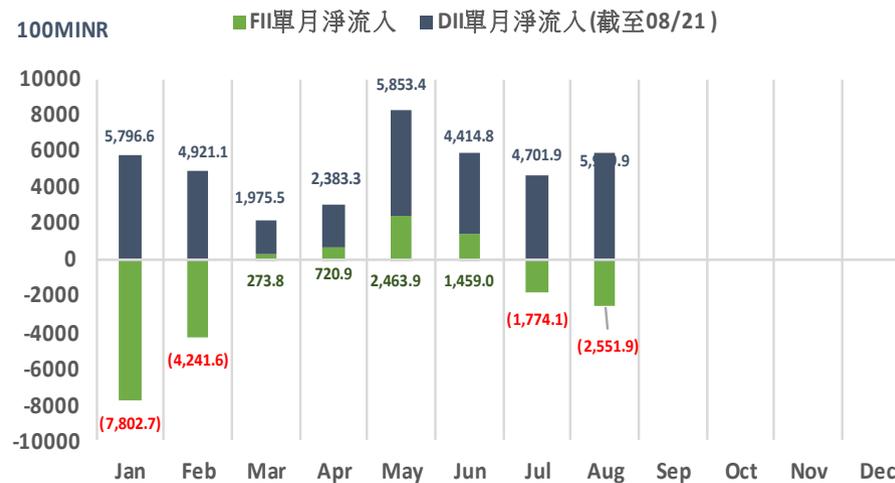
考量到印股9月存在季節性弱勢，並且Nifty50指數NTM P/E(17.71倍，10年百分位64%)並不便宜，預計股市修正壓力將覆蓋整個9月，不過投顧的季度觀點依然保持樂觀，農村復甦、降息循環、GST減稅與多元化出口措施將持續為印度經濟注入活血，維持印股正向評等，建議近期可逢高獲利了結部分倉位，待9月股市回測後重新低位布局。

關稅衝擊與情緒受挫使小型股喪失動能



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

內外資對作幅度加大，加劇市場波動



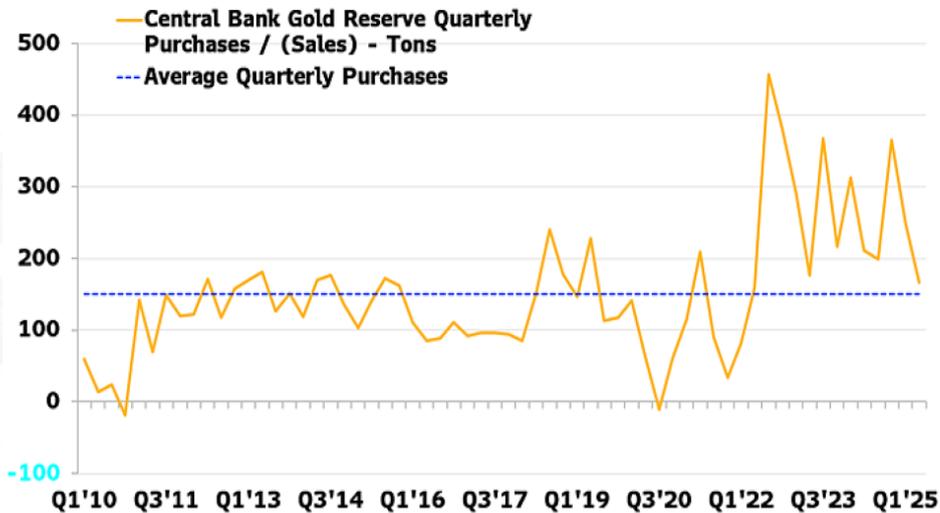
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

多重利好支持金價上行，維持相對正向評等

世界黃金協會2025年第二季黃金需求趨勢報告指出，在高價環境下，4月至6月的全球黃金需求年增3%達到1,249噸，黃金ETF投資仍是總需求的主要驅動力，當季流入量為170噸，依區域來看，亞洲買盤流入70噸是主要貢獻者，並與美國持平，加上第一季創紀錄的流入量，全球黃金ETF需求高達397噸，創下2020年以來上半年最高水平；各國央行繼續購買黃金，規模達166噸，儘管央行是黃金的策略性買家，數據顯示部分央行因金價高企而暫緩購金，不過波蘭、中國、亞塞拜然和土耳其等堅定的常規買家仍保持季度購金量高於150噸的長期趨勢水平，隨著地緣衝突正逐漸轉向貿易和經濟對抗，各國央行有望延續淨購金行動，世界黃金協會最新的央行黃金調查顯示「去美元化」趨勢增強，73%的受訪對象預計5年內黃金在儲備中所占的比例將會上升。

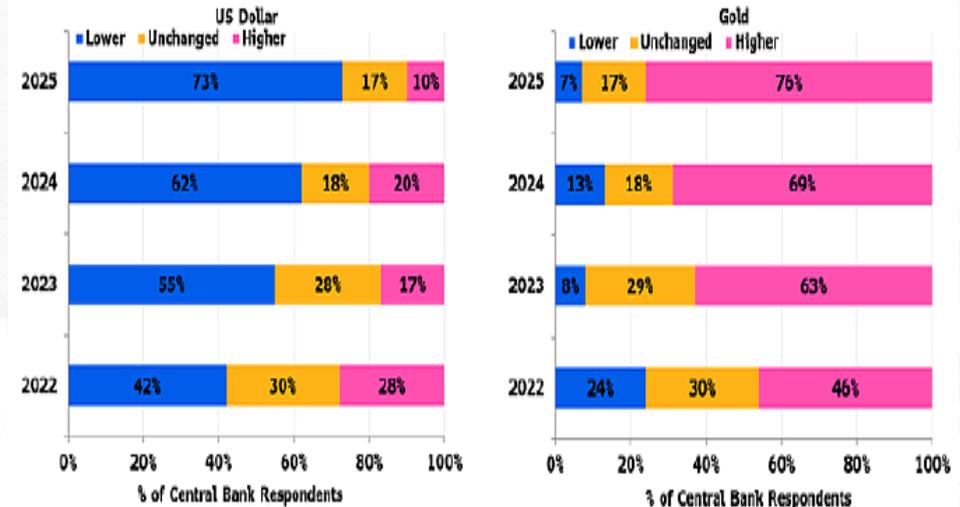
現貨黃金昨日收報3417.1美元(1w+2.3%、ytd+30.2%)，考量經濟不確定性、利率水平、通膨情勢、貿易戰、地緣政治風險和去美元化趨勢等多重利好因素猶存，即使金價處於歷史高位，仍預期將逐漸朝向歷史高點3500美元的水平靠攏，維持相對正評等。

全球央行的購金量保持高於150噸的長期趨勢水平



資料來源：Bloomberg · WGC · 永豐投顧整理

WGC調查五年後央行的總儲備情況：美元 vs. 黃金



資料來源：Bloomberg · WGC · 永豐投顧整理

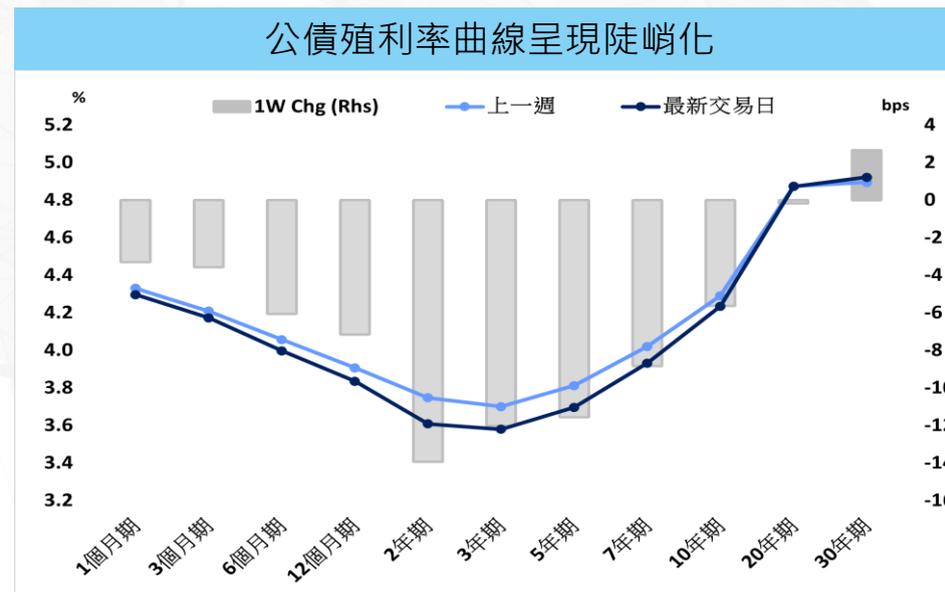
曲線持續陡峭，投資等級債維持正向評等

聯準會主席Powell在傑克森霍爾會議的演講語氣審慎，承認風險平衡改變可能需要調整政策立場，暗示9月降息可能性，但未明確後續調整幅度與速度，交由數據決定。演講前，市場對降息預期因缺乏進一步負面經濟消息、地區聯準會主席的鷹派訊號及過時的FOMC會議紀要而減弱，設定了較低的鴿派門檻，Powell演講輕鬆跨越門檻。

7月就業報告後，經濟活動與勞動市場數據溫和，但勞動市場較疫情前寬鬆，失業率尚且穩定。長天期債券方面，缺乏顯著基本面惡化，殖利率難以大幅走低，預期中短天期表現將更突出。雖然市場「短線上」焦點集中於數據與聯準會言論，但川普政府重塑聯準會的「意圖」與財政前景相關議題，將繼續擾亂市場，製造長天期殖利率更多波動。



資料來源：Bloomberg、LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理



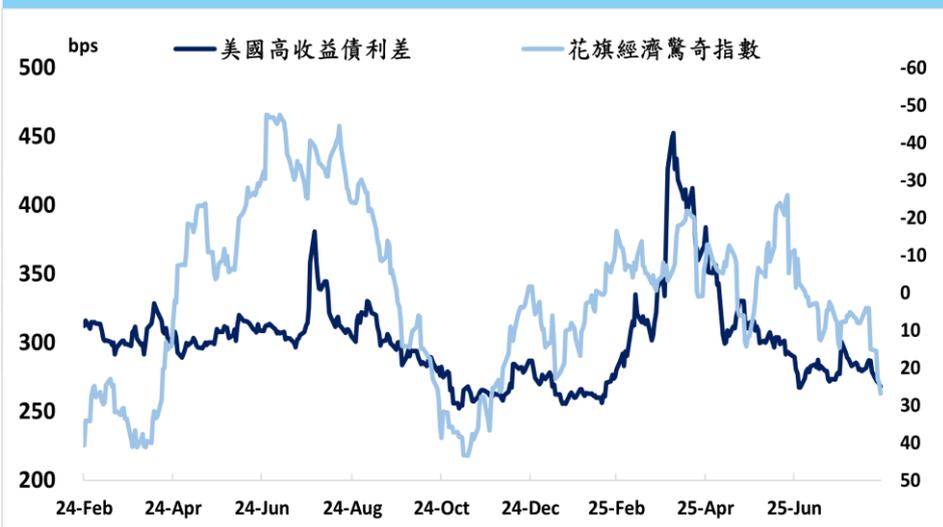
資料來源：Bloomberg、LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

降息定價已充分，非投資等級債維持相對正向

在7月疲軟的就業數據公布以及聯準會主席鮑威爾在傑克遜霍爾的演講後，市場參與者普遍預期9月的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議可能標志著降息週期的開啟，這或許會縮窄低品質債券的利差。對於CCC級債券來說，其當前殖利率較到期債券票面利率高出250個基點，緩解再融資壓力的挑戰依然存在。我們認為，聯準會降息要顯著降低長期殖利率的難度較高。市場已充分計價今年內超過兩次降息，並預計未來一年累計降息超過100個基點，而我們的預測為今年底前降息三次，來年再降至至少50個基點，顯示額外的降息空間相當有限。因此，聯準會降息的影響已被市場充分消化，未來利率反彈更可能源於經濟增長的下行壓力，這將對不良資產中利潤率較脆弱的部分構成挑戰。

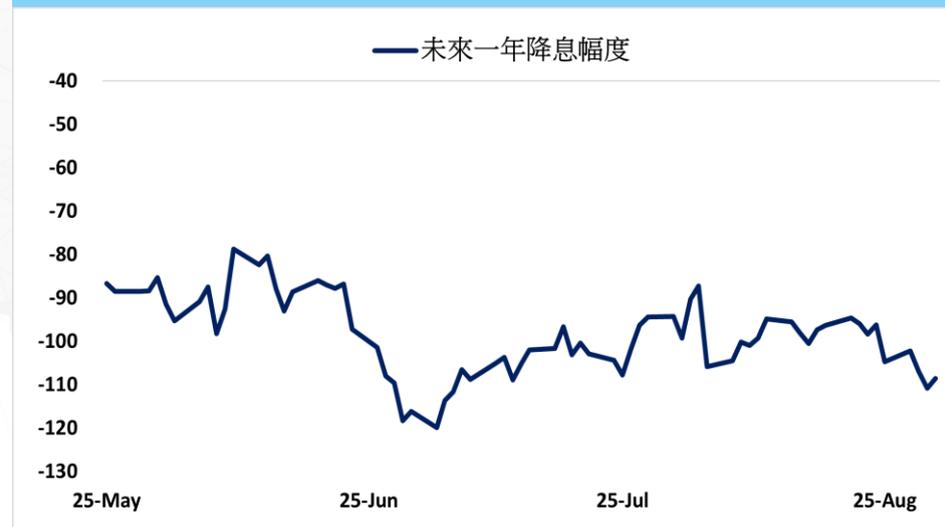
聯準會降息的前景也重新點燃了關於資金從貨幣市場基金大規模輪動的討論。自2022年3月至2024年8月，隨著聯準會升息並維持高利率，美元貨幣市場基金的管理資產規模從4.6兆美元增至6.3兆美元。然而，即便聯準會去年開始降息，貨幣市場基金的資產規模仍持續增長，截至7月底已達7.1兆美元。歷史數據顯示，降息正常化對資金流的影響並不一致。在與本輪降息最相似的1995年和2019年兩個時期，貨幣市場基金並未出現顯著的資金輪動。

持穩的經濟數據激勵非投等債利差緊縮



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

降息定價已充分

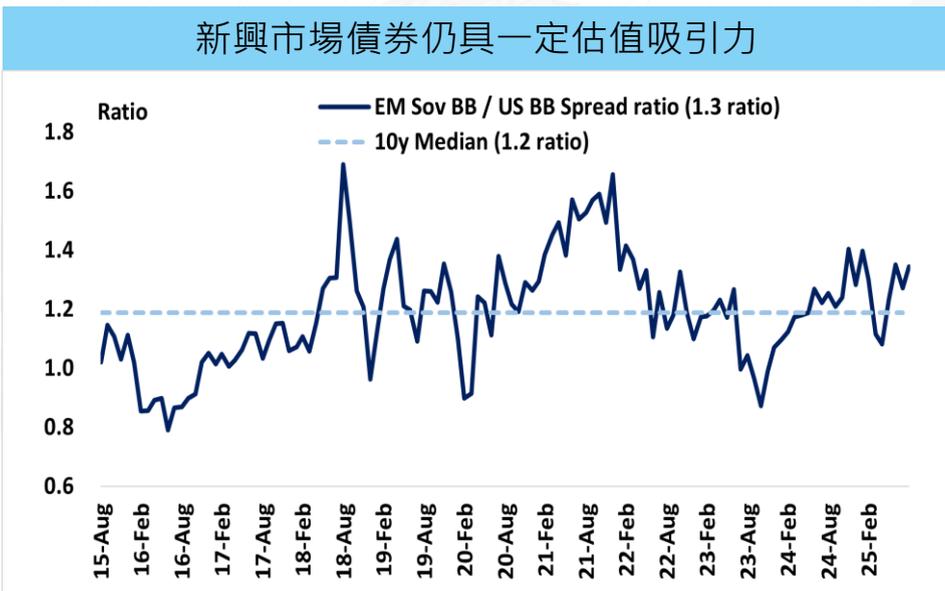


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

新興主權利差9月迎逆風，維持相對正向

進入9月後，我們對新興市場利差的表現持相對謹慎的看法。雖然與美國信用市場相比，新興市場債券仍具一定估值吸引力，但目前利差處於歷史相對緊縮區間，其中相當部分的表現更是受到特定主權事件的驅動，而非廣泛性的市場基本面支持。歷史經驗也顯示，9月往往是新興市場總報酬率表現最弱的月份，原因多半來自於利差的擴大壓力。同時，新興市場的主權債發行仍在加速。

年初至今的總發行量已創下同期新高，預期9月仍將維持活躍態勢。潛在的發行國涵蓋多個投資等級債券市場，包括印尼、科威特、巴拿馬、菲律賓、波蘭及羅馬尼亞；在高收益債部分，則可能見到巴西、哥倫比亞、南非和土耳其的加入。供給面的增加，也可能進一步加大市場對利差的壓力。另一方面，雖然近期關稅政策有所緩和，但美國進口關稅仍處於歷史高位。隨著關稅措施全面落實，早前出口商的搶單效應逐步消退，全球經濟成長仍將面臨一定阻力，對新興市場的外部環境形成潛在挑戰。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

降息預期升溫，DXY貶至97.73，維持相對負向評等

ECB認為景氣具韌性，歐元升至1.1697，維持相對正向評等

貨幣市場
美元&歐元

美8月諮商局消費者信心由98.7降至97.4，仍優於預期的96.5，本週川普宣布解除Fed理事Cook職位，一度引發市場對Fed獨立性擔憂，另市場對Fed 9月降息預期也由上週的75.0%升至88.7%，DXY於8/28貶至低點97.73，終場DXY收貶0.82%於97.81。展望後市，市場聚焦8/29晚上公布7月PCE數據與下週就業數據，目前市場預期核心PCE月增率持平0.3%，另9/4將對米蘭任命舉行聽證，通過可能性大，Fed獨立性擔憂不易消退，DXY短線恐承壓，預估下週區間96.5~99.0，維持美元相對負向評等。

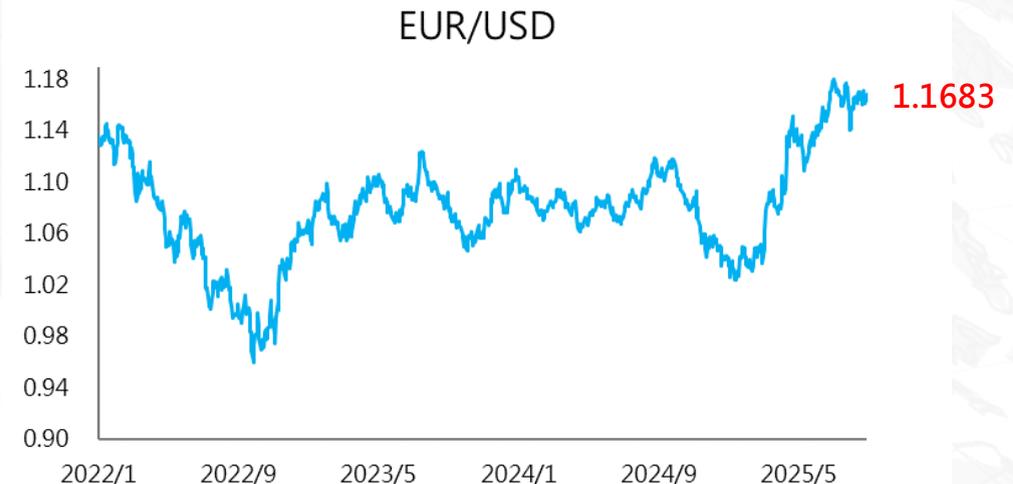
ECB 7月會議紀要顯示多數官員認為通膨前景風險平衡，6月基準預測中的經濟韌性也獲得廣泛驗證，ECB主席Lagarde表示關稅對歐洲GDP影響可能不大，經濟表現仍然穩健，市場對ECB降息預期保持40%以下，歐元於8/28反彈至1.1697，終場週線收升0.66%於1.1683。展望後市，目前OIS市場對ECB年內降息機率保持低檔，ECB維持謹慎基調下，降息預期不易升溫，加上美元短線承壓支持，料歐元下週維持震盪偏升格局，預估下週歐元區間1.1550~1.1800，維持歐元相對正向評等。

降息預期升溫、獨立性擔憂壓抑，DXY貶破98



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

ECB保持謹慎基調，歐元升至1.1697



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

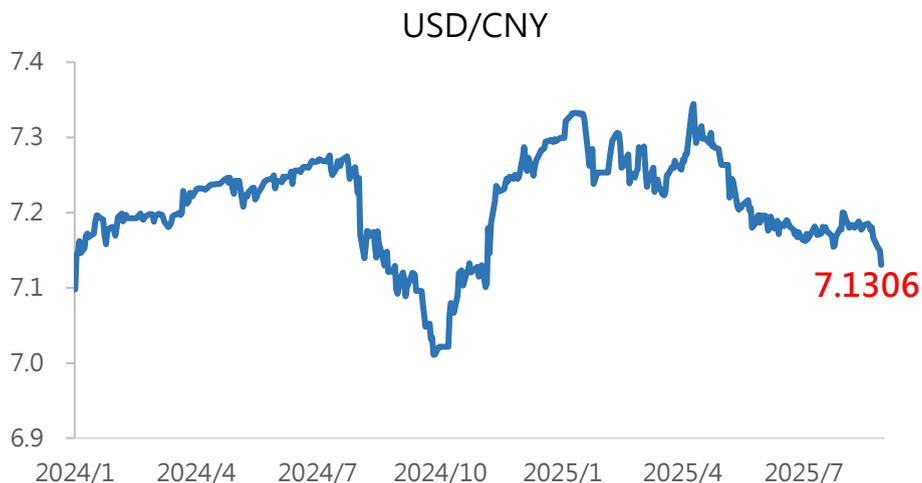
人行偏強調整中間價，CNY挑戰7.13，維持人民幣相對負向 澳洲CPI年增率升至2.8%，支持澳幣走升，維持澳幣相對負向

貨幣市場
人民幣&澳幣

中國7月工業企業利潤年增率由-4.3%升至-1.5%，其中7月製造業利潤成長6.8%，中國反內卷政策令企業獲利改善；近期陸股表現強勁，滬指從4月初以來一度上漲27.9%最高至3888點，創下10年新高，股市上漲改善市場對中國信心，加上人行持續偏強調整人民幣中間價，8/28中間價調升至7.1063，續創2024/11以來高，人民幣匯率亦創2024/11以來高，終場CNY週線收紅0.70%至7.1306、CNH收紅0.88%至7.1202。中國下半年經濟下行壓力加大，恐令人民幣走勢相對偏弱，人民幣預估區間為7.05-7.25，維持人民幣相對負向評等。

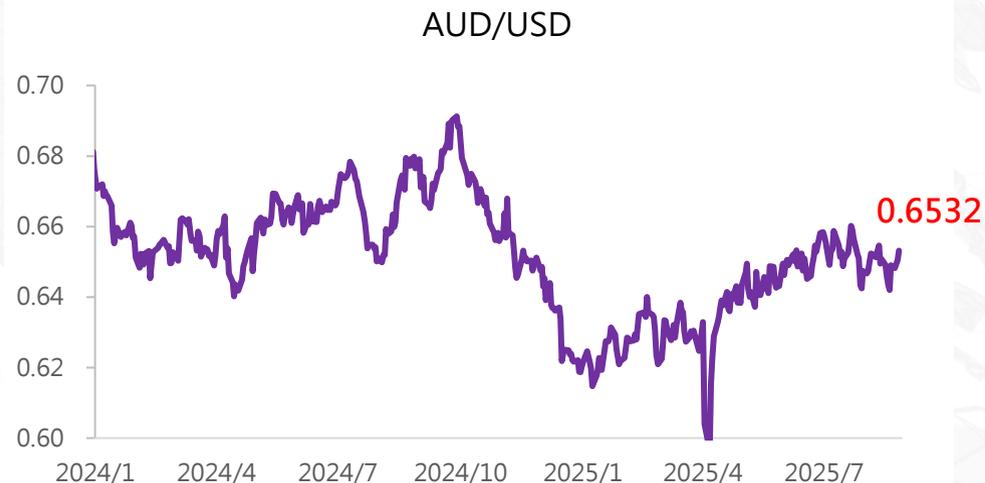
澳洲7月CPI年增率由1.9%大幅升至2.8%，高於預期的2.3%，主要因為住房CPI年增率由1.6%大幅攀升至3.6%，其中電價CPI年增率由負6.3%轉為正13.1%，7月截尾平均通膨年增率亦由2.1%回升至2.7%，通膨創一年以來最高，令RBA年內降息預期略有降溫，提振澳幣走勢，澳幣週線收紅1.74%至0.6532。澳洲央行(RBA)會議紀要指出預計未來一年內將進一步降息以實現政策目標，降息速度將取決於經濟數據，RBA預計未來還有近3碼降息空間，澳幣預估區間在0.64~0.67，維持澳幣相對負向評等。

中間價持續調升，人民幣續創2024/11以來高



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

澳洲通膨大幅攀升，澳幣轉強



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

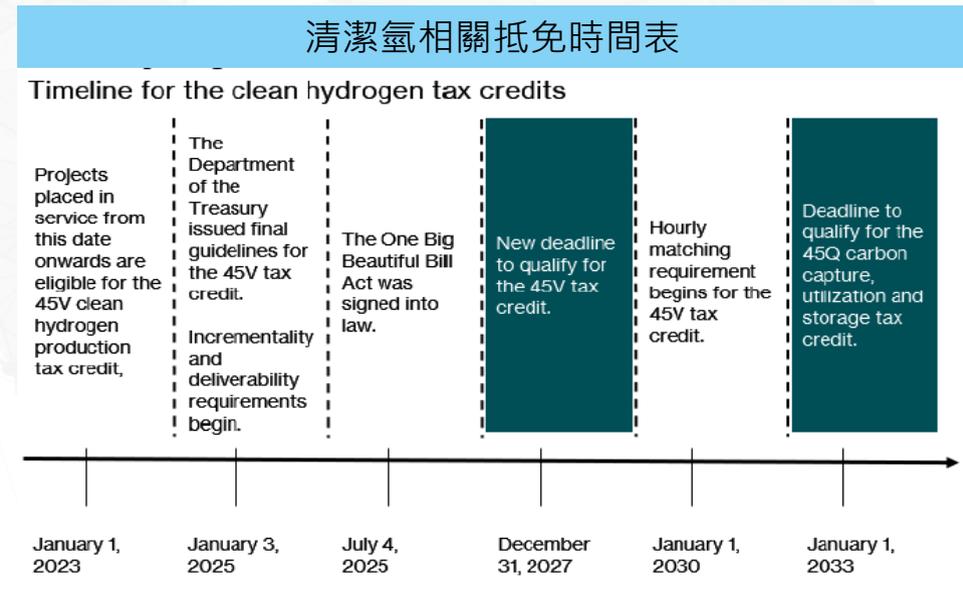
美國清潔氫能起飛需盡快釐清確定性

《大而美法案》為清潔氫能相關稅收抵免提供了開發者亟需的明確性。然而，仍有一個問題待解：開發者必須知道“開工建設”的定義，以確定是否符合慷慨的45V清潔氫能生產稅收抵免資格，且時間緊迫。OBBBA將符合45V稅收抵免資格的截止日期縮短了五年。項目現在必須在2028年1月1日前“開工建設”。美國國稅局（IRS）有兩種定義開工建設（BOC）的方式：要么需要開始“具有重要性質的實體工作”，要么必須已發生總預期資本支出的5%或以上以符合“安全港”條件。目前尚不清楚這如何適用於45V。

國稅局可能複製其用於另一項稅收抵免，45Q碳捕集、利用與封存稅收抵免——的定義，氫能項目也有資格申請。在45Q的指引中，國稅局具體列出了幾項視為“具有重要性質的實體工作”的活動，包括組件的製造、基礎設施的挖掘與安裝，以及碳捕集過程所需組件的安裝。它還允許安全港選項。最近，8月15日，國稅局發布了針對風能和太陽能稅收抵免的更嚴格BOC指引，取消了安全港。為了加快進度，業界可能希望45V的BOC指引能仿效45Q的指引。無論最終指引如何，越早發布，對尚未決定項目未來的氫能項目開發者越有利。



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg

投資聲明

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。