

2025/09/05

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.18



綁定財富管理LINE官方帳號
即時市場資訊不漏接!

<https://mma.tw/O04NM>



美股震盪回穩，全球市場情緒分化

市場回顧

美國市場本週因經濟數據與聯準會政策預期波動。7月核心PCE通膨創五個月新高，顯示通膨的僵固性存在，但JOLTS職缺數與ADP數據顯示就業放緩，加上聯準會理事Waller暗示降息，推動降息預期回升。大盤方面，在美國法院判決Google無須拆分Chrome，以及限制搭售與數據分享後，Google與Apple領漲帶動指數，並促使Mag 7之間的個股輪動。

歐洲股市受財政憂慮與高通膨拖累，英鎊兌美元下跌、英國30年債殖利率創1998年來新高。亞洲方面，日本Topix受美科技股與利率緩解提振，Topix於9/4反彈1.0%。中國股市三大指數9/4當日同步下挫1.2%~2.8%，主因是監管機關擔憂股市上漲過快，正考慮採取措施抑制投機交易，以防範市場急遽反轉的風險。

市場展望

◆ 關注英國財政動態

9/9英國財政大臣計劃率領其部長團隊在下議院就財政部問題進行口頭質疑。

◆ 關注國際貿易動態

9/8巴西總統路魯拉領導金磚國家線上峰會協調對美國川普總統的貿易措施的回應。

◆ 關注ECB利率決策動態

9/11ECB舉行利率決策，預計歐洲央行將維持利率穩定

降息預期節節攀升，弱勢美元助力新興市場行情

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	相對正向	上調	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。

科技股震盪平盤，降息預期下生技蓄力上漲

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	正向	上調	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。

美債殖利率呈震盪走勢，利差小幅走擴

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4.0-4.5%。
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。

美國景氣相對穩健，靜待非農報告，DXY升至98.64後震盪

投資評等

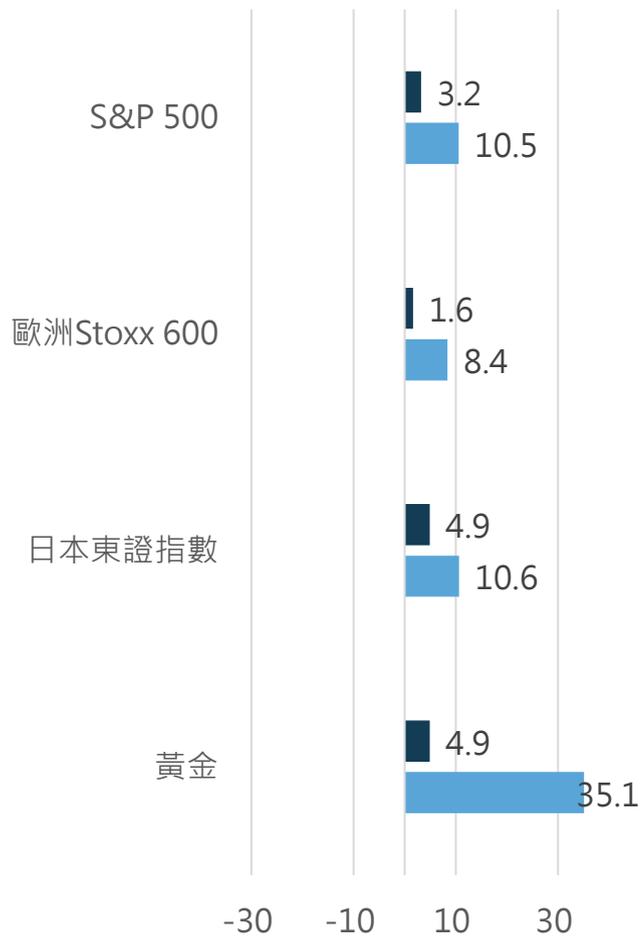
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	市場預期新增非農就業人數由7.2萬人微升至7.5萬人，失業率由4.2%升至4.3%，若整體數據符合預期，將為美國就業市場放緩提供更多證據，惟接下來將進入FOMC前緘默期，市場觀望氛圍可能逐漸濃厚，DXY料呈震盪，預估下週區間96.5~99.0，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	下週ECB將召開貨幣政策會議，目前OIS市場訂價年內降息機率已降至3成，再收斂空間可能有限，料歐元下週維持震盪格局，預估下週歐元區間1.1500~1.1800，維持歐元相對正向評等。
日圓	相對正向	持平	日本7月名目薪資年增率由3.1意外升至4.1%，實質所得轉呈正成長，然近期部份BOJ官員呼籲謹慎升息，升息預期暫時較難回升，預估下週日圓區間147~151，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	受美國對南非出口產品徵收高額關稅的影響，經濟數據顯示南非正逐漸受到關稅衝擊，儘管上週黃金期貨升至3,640元，創歷史新高，仍未激勵南非幣走強，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。

降息預期催化美股漲勢不斷，強化全球股市信心

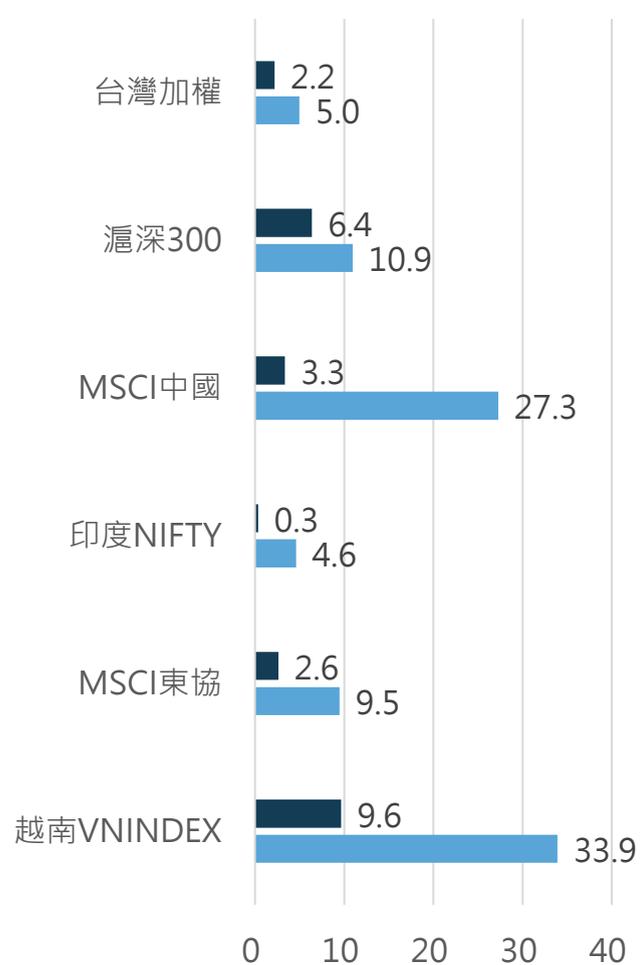
指數變化

1M% YTD%

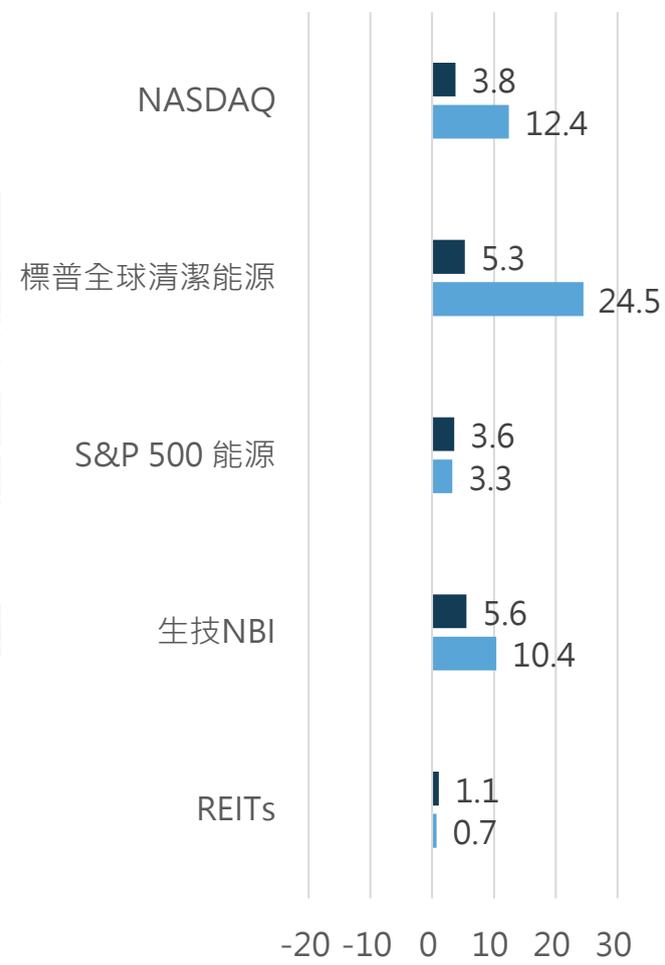
成熟市場股市&原物料



新興市場股市



產業市場股市

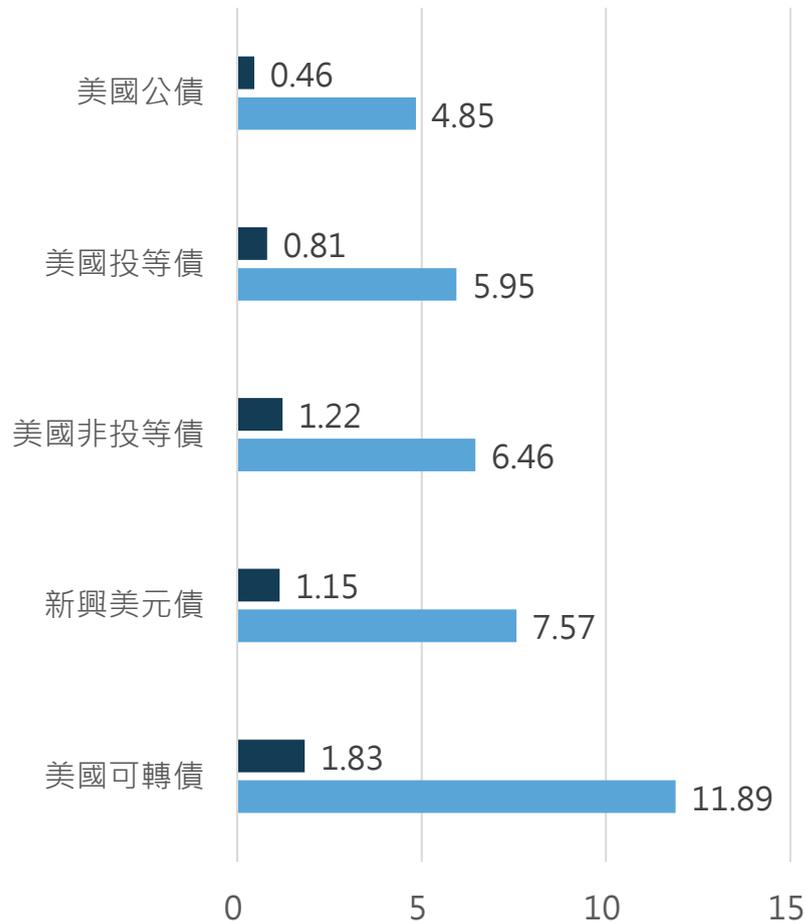


美債殖利率呈震盪走勢，DXY升至98.64後呈震盪

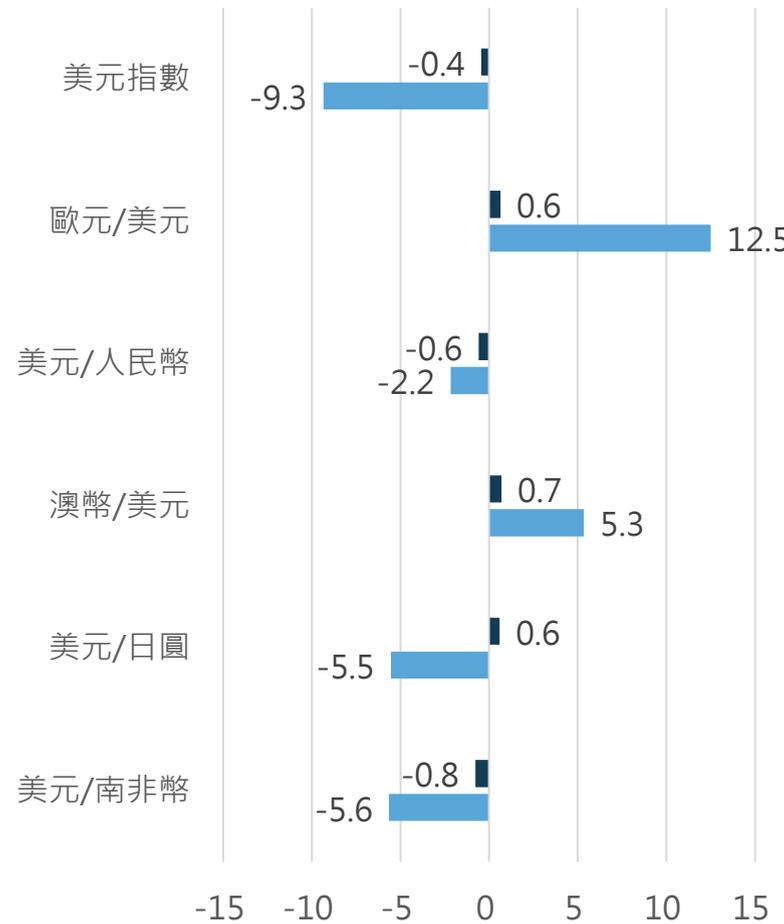
指數變化

1M% YTD%

債券市場



貨幣市場



第二季度財報季表現優異，美股中性

隨著2025年第二季度財報季接近尾聲，S&P500的EPS年增率達到11%，超出了2.8%的市場共識預期。這一優異表現主要得益於分析師在今年第一二季時大幅下調預估時設定的低門檻。2025年第二季度財報季的特點是企業指引和分析師對2026年EPS的廣泛上調，58%的公司提高了2025年全年的指引，是第一季度這樣做的公司比例的兩倍。美元走弱推動了2025年第二季度S&P500營收成長的加速，分析師預估顯示，大型和中小型企業在今年下半年的營收成長將大致穩定。

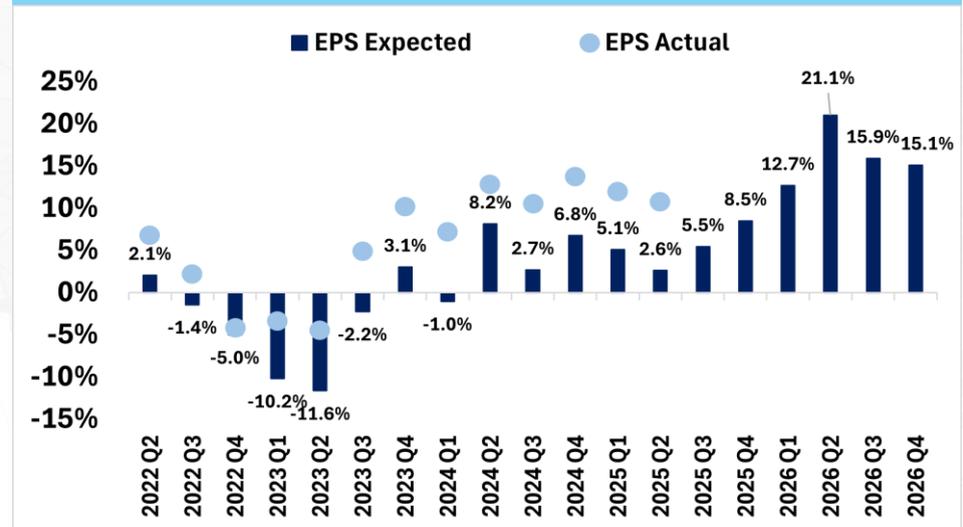
儘管美股估值高企，S&P 500遠期P/E 22倍，接近歷史高點，但市場隱含長期盈餘成長預期10%，較科技泡沫與2021年低。五大巨頭估值合理，部分個股如特斯拉過高，市場局部樂觀情緒升溫，但並未達過往高峰。

盈利動能指標V轉帶動美股上漲



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

S&P500 Q2的EPS實際年增率達到11%

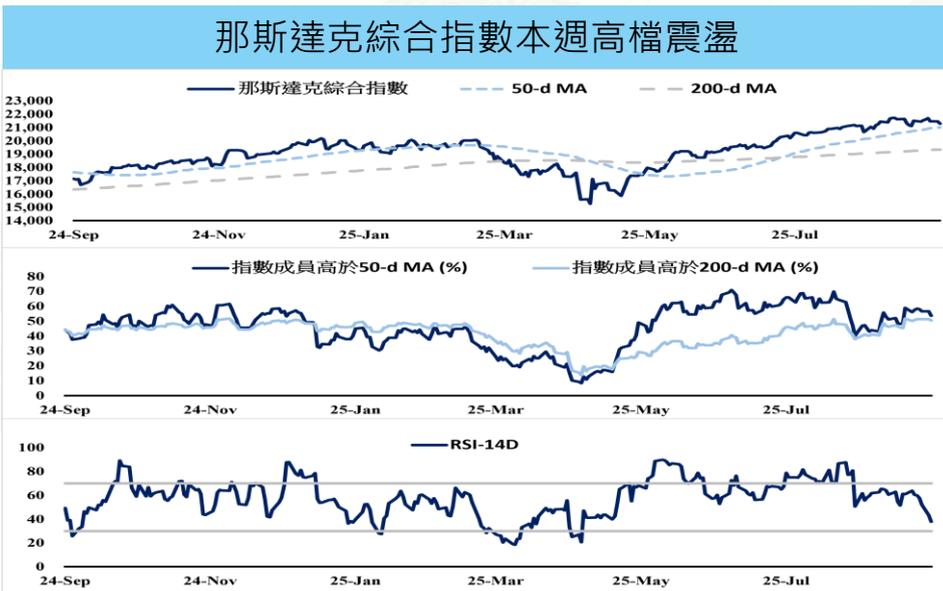


資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

軟體股表現疲軟，科技中性

近期市場對軟體產業的情緒偏向悲觀，但這並不代表軟體已進入長期衰退。AI的出現雖帶來挑戰，例如AI原生公司可能以成果導向(outcomes-based,依「實際達成的業務成果」來定價)的模式衝擊現有廠商的席位制(seat-based,一個帳號/一個授權)，定價、產品功能差異化被削弱，以及企業自建門檻下降，但同時也為既有龍頭與新創公司開啟新一輪競爭與成長機會。

觀察目前SaaS領導者的策略，已出現透過混合定價模式（席位+成果）、併購與內部研究加速AI能力整合，以及採取專有模型與外部LLMs並行的混合AI策略來強化數據護城河。相較於消費級應用，企業級軟體的門檻更高，涉及安全、合規與流程整合，這使得新創雖能切入，但難以完全取代現有玩家。同時，垂直型SaaS更可能藉由AI增強功能而非被取代，而專業供應商在效率曲線上仍優於企業自建。未來1-2年，SaaS成長仍將受合同續約壓力影響，但AI投資正逐步落地；中期來看，龍頭廠商與AI原生新創有望共存並推動產業擴張；長期而言，AI將驅動軟體市場總體規模持續擴大，產業有望進入新一輪多年成長週期。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



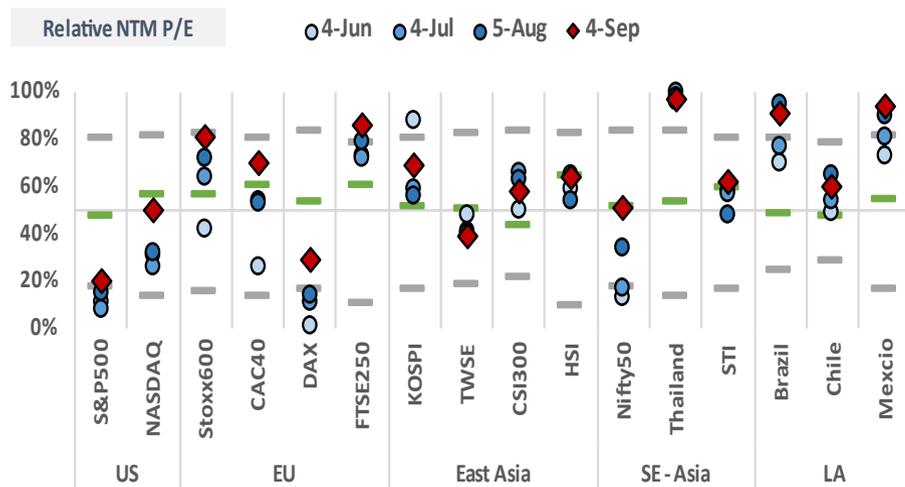
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美日關稅協議終於落地，維持相對正向

美日關稅風波終於迎來結局，隨著貿易代表赤澤亮的第10次訪美啟程，川普於9/4簽署行政命令宣布關稅協議正式落地，將退回8/7以來課徵的額外關稅，其中美方將日本幾乎所有產品關稅統一調整至15%(原關稅已高於15%的產品則維持不變)，同時汽車及汽車零件則課徵12.5%(加上現有2.5%稅率達到15%)、仿製藥及藥品原材料關稅將降至0%、飛機及零部件將豁免鋼鐵/鋁/銅關稅，但同時也將要求日本在最低准入框架內的美國大米進口量提高75%、每年進口80億美元的大豆/玉米等農產品、免除美國汽車的本土安全測試、加大購買美國民用飛機與國防裝備，最後美國將持續監督日本對於包含5000億美元投資基金在內的協議落實情況。

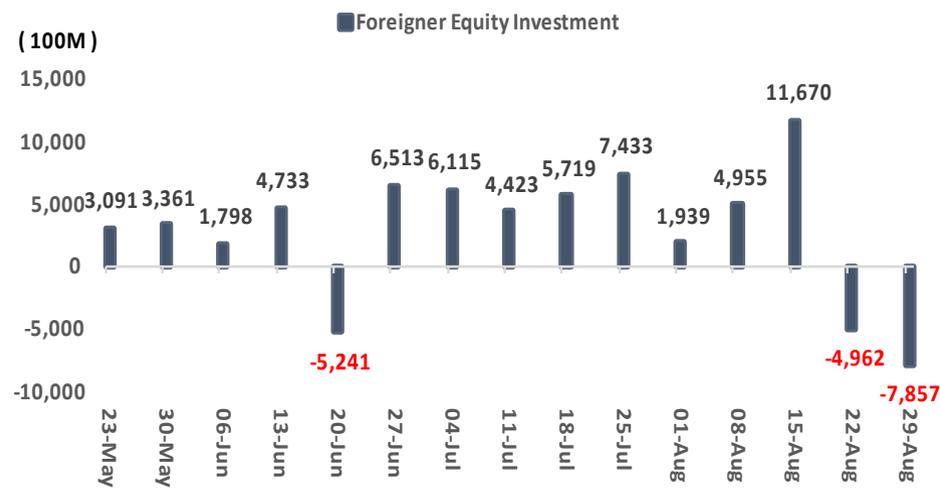
這是一項能夠延續、強化日本經濟擴張的關鍵協議，但農產品的擴大進口也將刺激自民黨內部派系的敏感神經，國內政治動盪使政策風向混亂，壓抑主題行情的啟動，建議以價值型投資為主，維持日股相對正向評等。

日股估值交易於15.3倍，相較其他市場仍偏昂貴



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

外資開始跟上9月季節性拋售行情，留意流動性緊縮

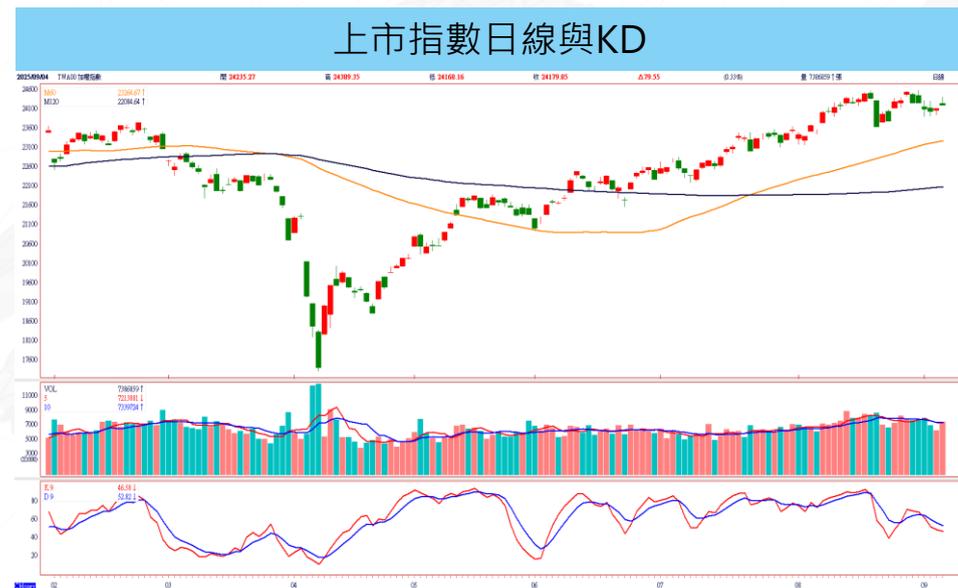


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

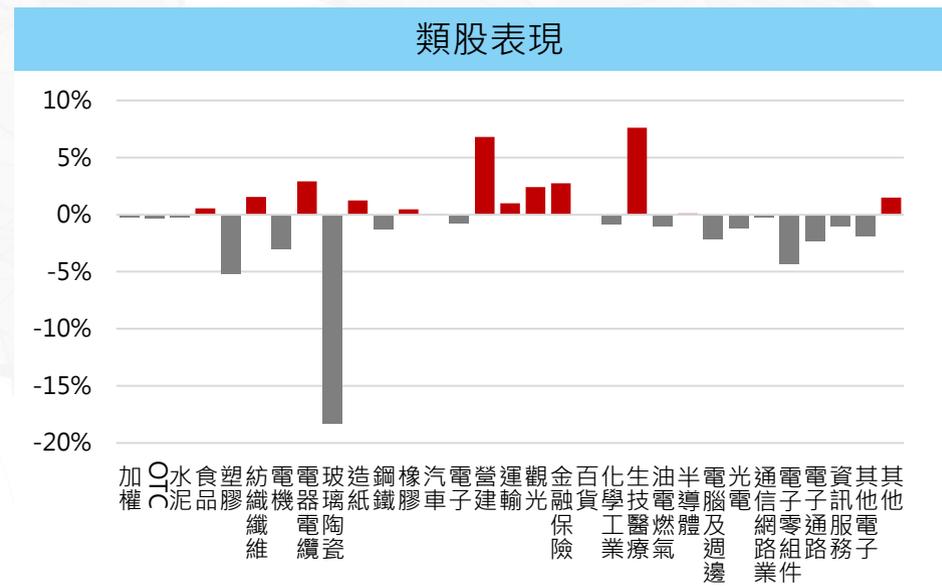
台股狹幅整理，內部調整，維持相對正向評等

上週台北股市在美國股市表現震盪的情況下反而相對平靜，一週股市起伏僅500點左右，同時守穩24000點整數關卡，就算美股在月初出現明顯震盪，台股還是能保持收盤在24000點以上水準，顯示市場多方對於未來仍有信心，把握短暫波動機會逢低買進。類股表現上則已經出現趨勢的調整，投機資金集中的玻璃纖維族群出現調整，導致玻璃類股出現重跌。另外央行對於房地產資金管制放鬆，促使營建股陡然躍起。生技醫療仍然有活躍資金，維持明顯漲幅，不過個別公司差異大，短期難以帶起族群。電子零組件等AI主流股仍在整理，跌幅已經縮小。

總結而言，台股整理維持榮景，指數守穩整數關卡，表示投資人對大勢抱持樂觀，類股輪動的投機氣氛則是維持熱度，趨勢不變，建議逢低買進，維持相對正向評等。



資料來源：Bloomberg · CMoney · 永豐投顧整理

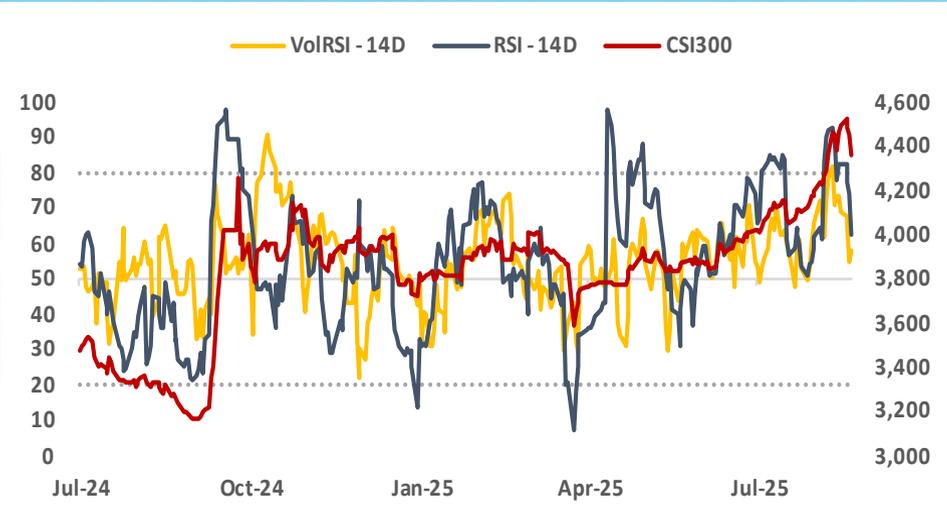


瘋漲行情引發官方關注，AH即將再次輪動，維持相對正向

中國股市在8月迎來瘋牛行情，三大指數單月上漲8.4%~15.5%，科創50更是暴漲29.4%，產業不乏整體上漲超20%的案例，A股10月的新開戶數量達到驚人的680餘戶，創下有史以來第三高，帶動兩市合併成交量突破3.1兆歷史次高成交量，然而同期的中國經濟表現僅稱得上溫和復甦，與基本面脫鉤的流動性瘋漲行情正在引起當局的關注。根據彭博引述知情人士，在有2015年崩盤的前車之鑑上，中國金融監管機構正在考慮採取限制措施來冷卻股市，包含取消2024/9以來的融券賣空限制、要求券商與社群媒體減少多頭行銷、要求銀行調查借款違規炒股情況等，這直接予以當前正熱的市場情緒當頭一棒。

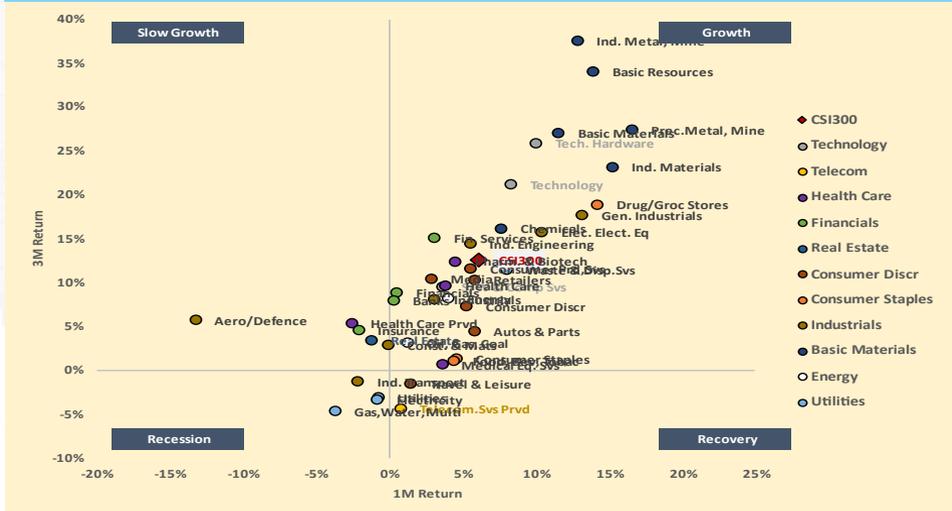
而在歷經1個月的瘋狂行情後，CSI300指數的NTM P/E已恢復至12.7倍(5年百分位43.7%)，在各項指標均已指向過熱的情況下，預計A股動能將在官方牽引下冷卻，不過我們對中國的經濟觸底復甦依然保持審慎樂觀，CSI300/HSI的獲利成長預期以及盈利動能指標的成長勢頭仍舊穩健，因此預計AH趨勢將再次出現反轉，故維持A股相對正向、上調中概股至相對正向評等。

A股短線過熱，其14天RSI一度飆破90



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

中國產業漲幅驚人，須留意過熱情況

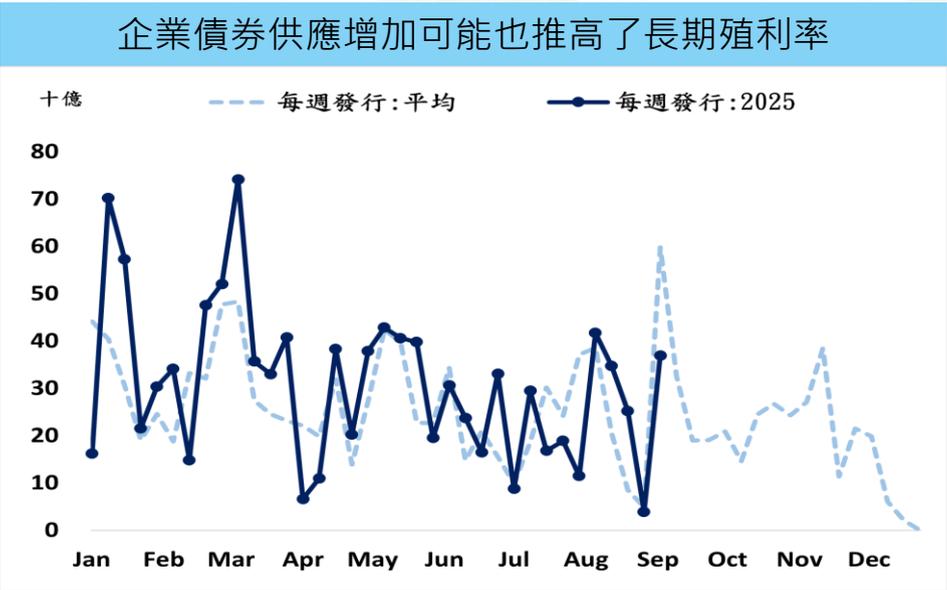


資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

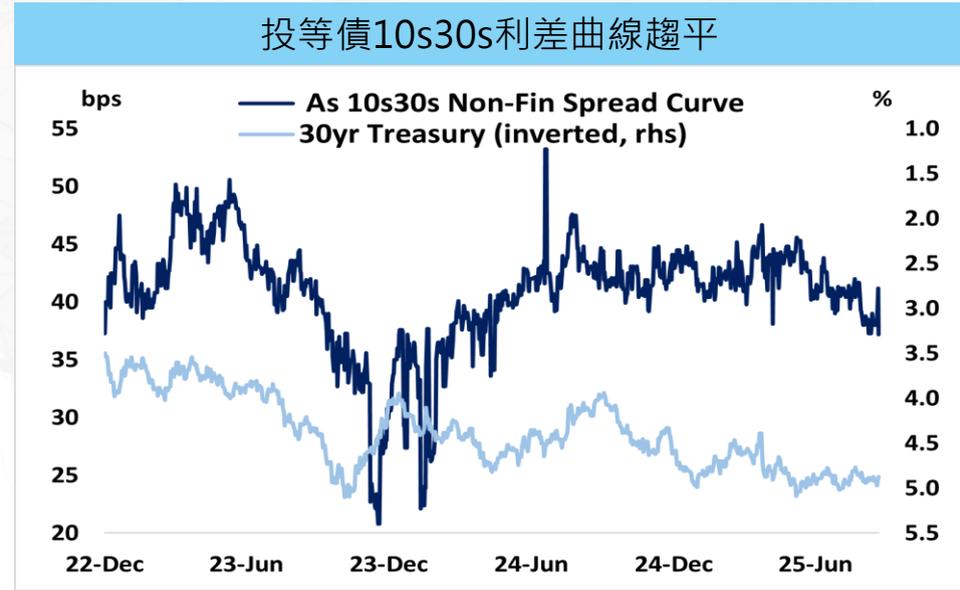
殖利率曲線持續陡峭，投資等級債維持正向評等

殖利率曲線變陡，原因是受法國及英國財政憂慮影響，發達市場主權債券殖利率曲線長天期承壓，其中30年期美國國債殖利率短暫觸及5%，隨後從高點回落。企業債券供應增加可能也推高了長期殖利率，市場上約有400億美元的投資級（IG）債券供應，與去年勞動節後一天的觀察結果一致。推動長天期殖利率上漲因素：財政擴張預期、動物精神、通膨僵固性可能，因此降息不見得是解方。目前陡峭化仍是市場共識與趨勢。

年初至今，投等債10s30s利差曲線趨平，而同期美公債10s30s曲線陡峭，凸顯兩者差異。利差曲線趨平的可能觀點源自於30年期債券因需求強（高利率吸引投資者、經濟成長憂慮增加避險需求）與供應少（發行成本高）而使殖利率相對穩定，導致10s30s利差曲線趨平。這種趨勢是由市場結構性因素（供需技術面）驅動，而非短期波動所致。展望未來，除非發生嚴重成長衝擊，惡化的財政軌跡將為長天期殖利率限制下行空間（投資者會因財政風險要求更高的回報），企業債市場供應增加可能是利差曲線陡峭的主要途徑。整體而言，高長天期利率持續激勵養老金與保險公司需求，同時壓抑企業供應，預計10s30s利差曲線將維持平坦趨勢。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

非投資等級債利差小幅走擴，維持相對正向

CCC級貸款僅占整體貸款市場約6.5%，但過去一年，儘管貸款利差收緊且價格上揚，該區段表現明顯落後。B級與CCC級貸款呈現顯著分化：CCC級相較BB級的美元價格比率處於過去10年第16百分位，而B級與BB級的比率則略高於歷史中位數。相較於高收益市場的CCC級仍相對其歷史交易較緊。

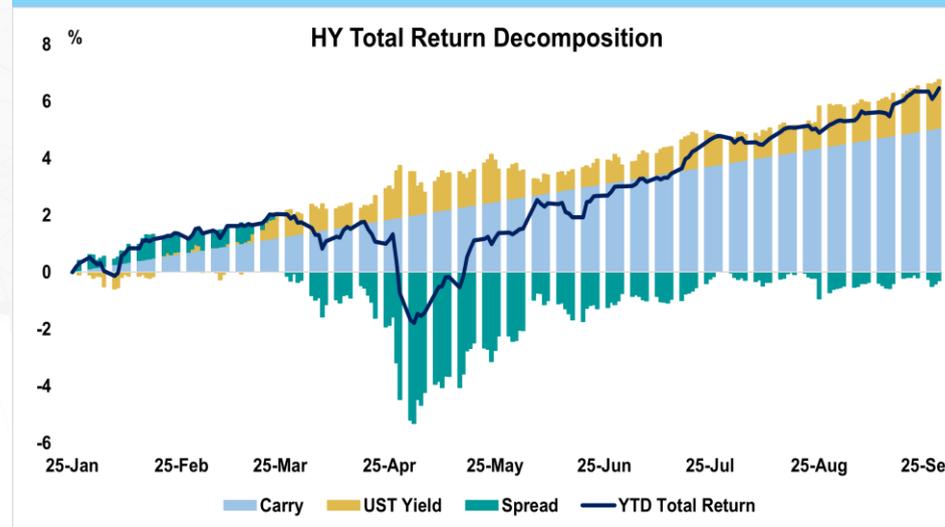
從構成來看，折扣最多的企業多集中於科技、媒體、電信（TMT）及消費敏感行業，這些行業正面臨長期結構性變革與週期性逆風的雙重挑戰。與高收益債券市場相比，貸款低質量區段的發行人集中度較低，但重新定價活動顯示投資者正明確區分優劣資產。重新定價交易，作為貸款質量或市場需求改善的信號，日益集中於已多次重新定價的貸款，儘管自2024年以來貸款市場總發行量表現強勁，但低質量區段的投資機會主要為個別化，需精準評估企業特定的風險與潛在回報，以有效捕捉價值。

非投等債利差與小型股表現出現背離



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

非投等債總報酬率表現平穩



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

靜待非農就業，DXY升至98.64後呈震盪，維持相對負向評等 歐元區經濟數據顯疲態，歐元貶至1.1608，維持相對正向評等

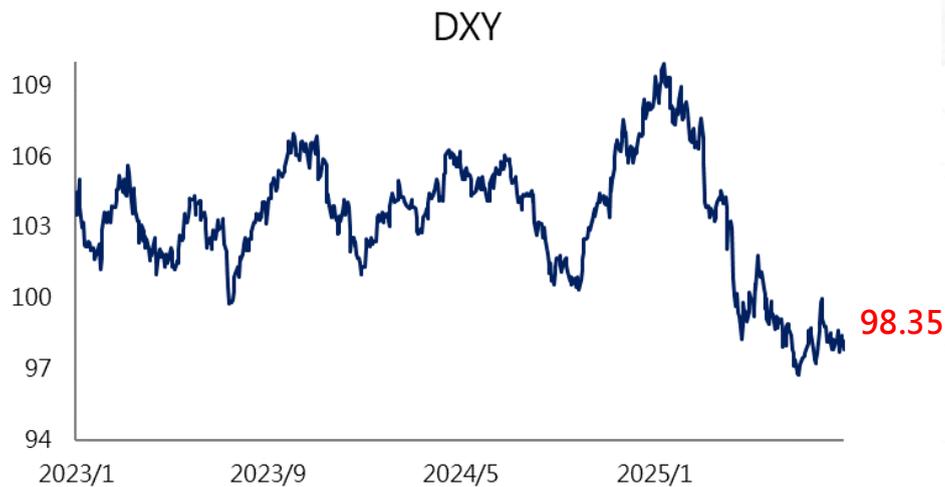
貨幣市場-
美元&歐元

美國8月ISM製造業指數由48.0升至48.7，服務業由50.1升至優於預期的52.0，反映美國景氣仍具韌性，然7月JOLTs職缺數由735.7萬人意外降至718.1萬人，8月ADP小非農由10.6萬人降至不如預期的5.4萬人，使DXY於9/3升至高點98.64後轉呈震盪格局，終場DXY收升0.55%於98.35。展望後市，市場聚焦9/5晚上公布8月非農報告，目前市場預期新增非農就業人數由7.2萬人微升至7.5萬人，失業率由4.2%升至4.3%，若整體數據符合預期，將為美國就業市場放緩提供更多證據，惟接下來將進入FOMC前緘默期，市場觀望氛圍可能逐漸濃厚，DXY短線料呈震盪，預估下週區間97.0~100.0，維持美元相對負向評等。

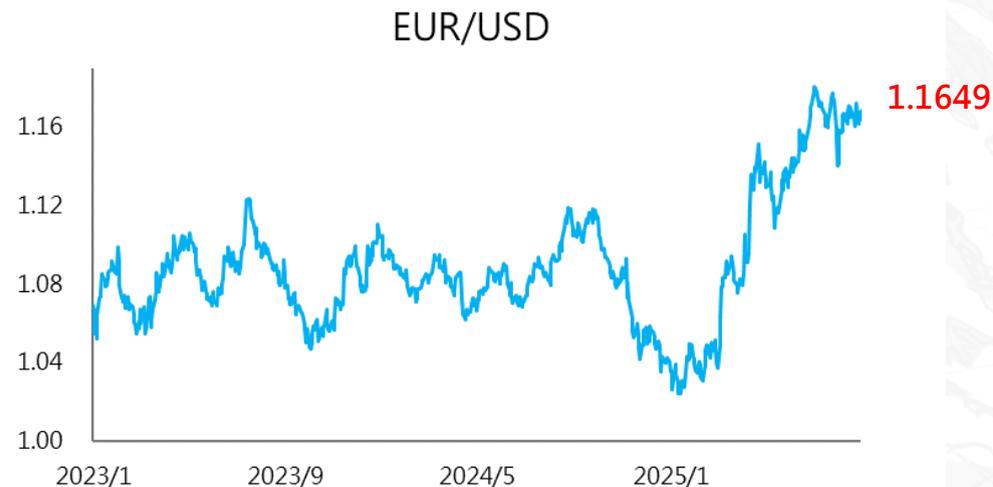
歐元區8月HICP年增率如預期由2.0%升至2.1%，核心持平於2.3%，高於預期的2.2%，然7月零售銷售月增率由0.6%降至不如預期的-0.5%，8月服務業PMI亦由50.7下修至50.5，歐元區景氣數據相對疲軟，歐元於9/3貶至1.1608，終場週線收貶0.29%於1.1649。展望後市，下週ECB將召開貨幣政策會議，本次會議公布經濟預測，預期GDP預估將出現上修，然因目前OIS市場訂價年內降息機率已降至3成，再收斂空間可能有限，料歐元下週維持震盪格局，預估下週歐元區間1.1500~1.1800，維持歐元相對正向評等。

美景氣仍相對穩健，靜待非農，DXY週升0.55%

歐元區經濟數據黯淡，歐元週貶0.29%



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

BOJ放鴿，JPY貶破149，維持相對正向評等

南非經濟反映關稅衝擊，南非幣貶至17.81，維持中性評等

貨幣市場-
日圓&南非幣

BOJ副總裁冰見野良三表示央行應避免過早或過慢升息，也指出全球經濟不確定性高，引發市場鴿派解讀，市場對BOJ升息預期出現降溫，日圓於9/3貶至低點149.14，隨後日本首相石破茂於9/3會見BOJ總裁植田和男，重申如果經濟成長和物價符合展望，BOJ將繼續升息，日圓由收復部分跌幅，惟週線來看，OIS市場定價BOJ年內升息機率已由前週的70%降至50%，終場週線貶值1.05%至148.49；展望後市，日本公布7月名目薪資年增率由3.1意外升至4.1%，實質所得由-0.8%升至0.5%意外轉呈正成長，然近期部份BOJ官員呼籲謹慎升息，市場升息預期可能暫時較難回升，預估下週日圓區間147~151，維持日圓相對正向評等。

美國8月ISM製造業、非製造業PMI雙雙回升，支撐國際美元持穩在98附近，市場轉為聚焦今晚即將公布的非農報告。受美國對南非出口產品徵收高額關稅的影響，南非3Q商業信心由40降至39，為2024年3Q以來低，且南非8月綜合PMI由50.3降至50.1，反映南非經濟正逐漸受到關稅衝擊。儘管上週黃金期貨突破3,600元關卡至3,640元，創歷史新高，仍未激勵南非幣走強，終場週線貶值0.46%至17.77。展望後市，關稅衝擊仍為南非經濟成長帶來壓抑，維持中性評等。

升息預期降溫，日圓一度貶破149

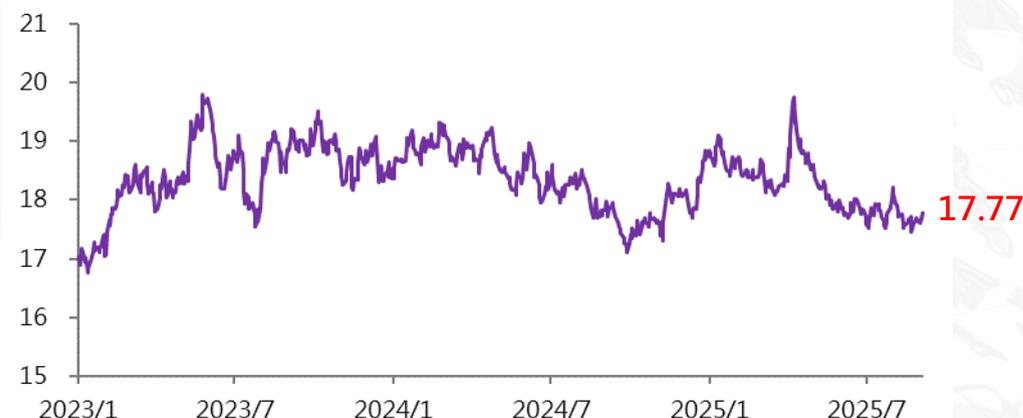
DXY持穩在98附近，南非幣未能轉強

USD/JPY



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

USD/ZAR



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美國碳價格上漲11%，延長計劃進展提振市場情緒

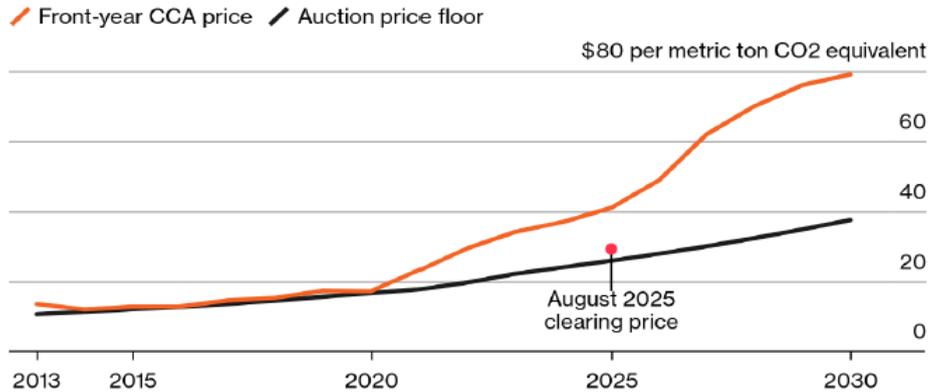
加州與魁北克的碳價格在最新季度拍賣中上漲11%，達每公噸28.76美元，受到碳市場計劃延長進展及供應收緊措施的提振。然而，這一反彈脆弱，依賴計劃重新授權及延遲的改革。自2024年起，涵蓋特斯拉、菲利普66等公司的碳市場受監管不確定性及政治壓力影響，改革因川普的法律挑戰及洛杉磯火災受阻。3月《1207號法案》提出將計劃延至2030年後，激發樂觀情緒，預期與華盛頓州聯繫及供應改革將支撐價格，但法案移除延長條款導致動能消退。8月19日，監管機構恢復延長計劃並推出排放遏制儲備，重燃信心，卻因加州參議院阻撓而動搖，市場在9月12日立法截止前仍焦慮不安。

8月拍賣需求強勁，2025年份5188萬份及2028年份685萬份配額全數售出，收益17億美元，顯示市場興趣回升。清算價略低於2024年8月的30.24美元，較2025年12月期貨低1%，預售價格為28.50美元，較前輪上漲9%。投機者因不確定性謹慎，非合規實體購入近20%預售配額，顯示對未來市場偏好。次級市場中，投資者減持2025年合約約10萬份。未來價格或受基本面支撐，但供應收緊改革延遲加劇不確定性。改革旨在2030年前減排48%，計畫2026至2030年移除1.806億份配額，年均下降10%。若改革未及時完成，市場信心可能再度受挫。

加州-魁北克碳價到2030年可能達到79美元

California-Quebec Carbon Price Could Reach \$79 by 2030

Historical and forecast price of California carbon allowances and price floor

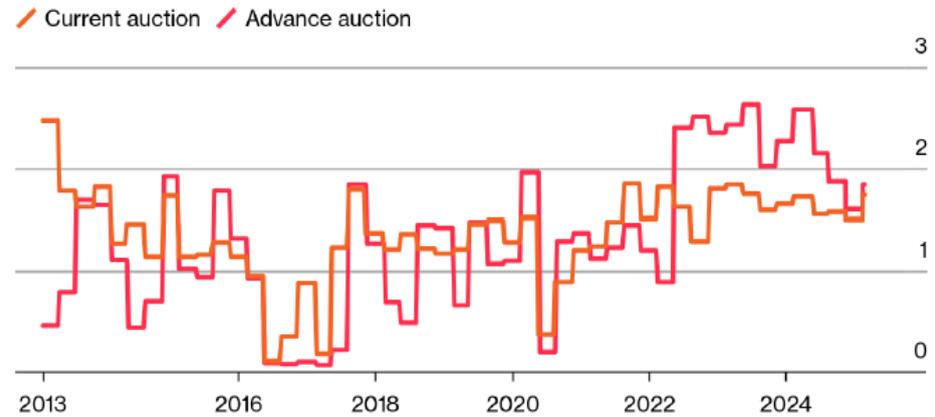


資料來源：Bloomberg

加州-魁北克碳拍賣需求回升

Demand Recovers in the California-Quebec Auctions

Cover ratio in California-Quebec carbon market auctions



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。