

2025/09 市場展望

# 降息前景主導走勢 通膨訊號模糊預期

全球景氣解析  
重要市場展望  
投資評等

p.2

p.11

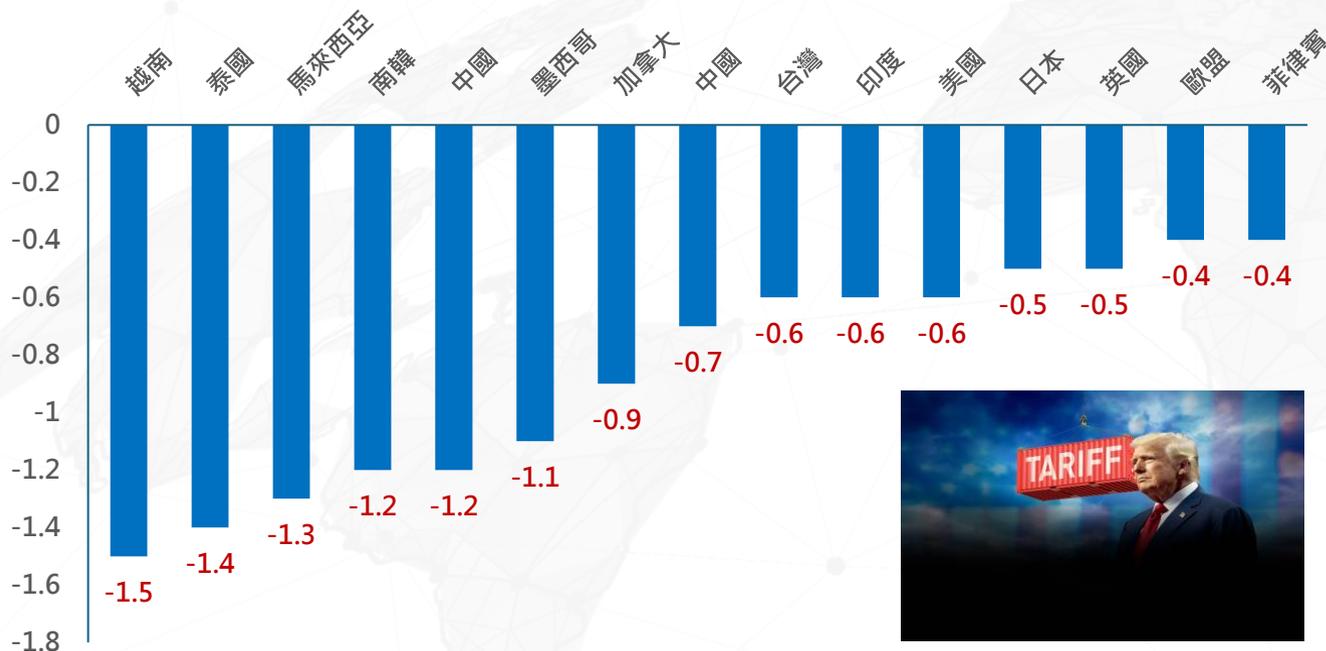
p.19



# 對等關稅不確定逐步過渡至確定，全球經濟進入消化陣痛期

- 8/7 美國財長Bessent接受《日經亞洲》採訪時表示一旦貿易失衡狀況改善，美國對各國進口商品課徵的「對等」關稅有可能降，「隨著時間過去，關稅應該要像一顆融化的冰塊。」；8/11 美國總統川普正式簽署行政命令，將美國對中國關稅寬限期再延90天至11/9。
- 接續是關鍵貨物**：計劃對藥品、半導體和金屬在內的特定行業或產品徵收關稅；
- 日本、韓國與歐盟的貿易協議顯示可以用投資協議換取匯率升值**；
- 政策不確定性觸頂轉降，但仍有起伏：談判結果不如預期或衝突升高可能性仍在(例如加拿大鋼鋁、中國國家體制、歐洲數位稅與增值稅以及印度農產品)，可預期信心衝擊程度將小於4/2解放日。

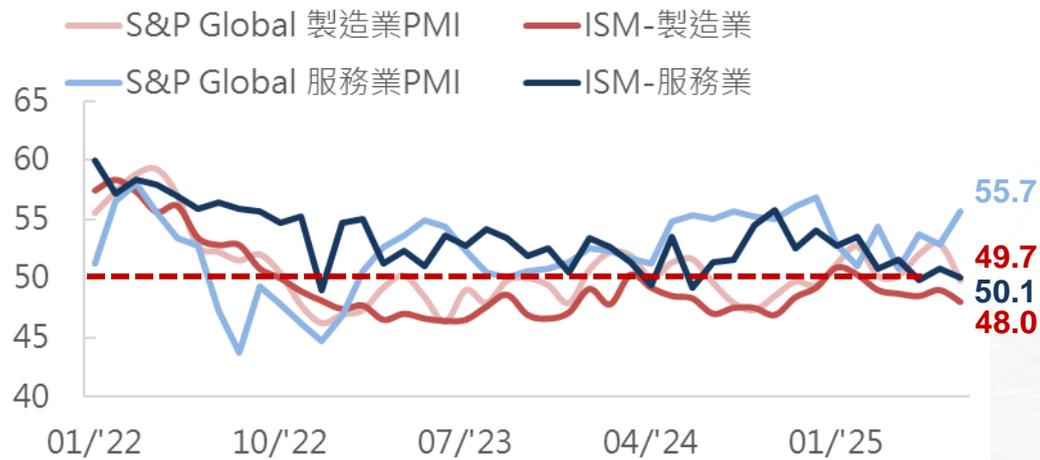
對各經濟體GDP的衝擊(P.P.)



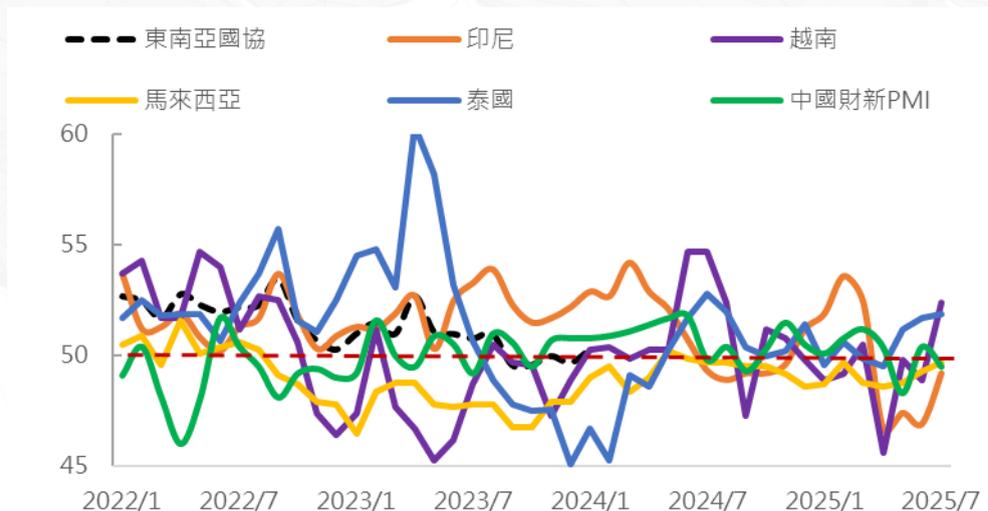
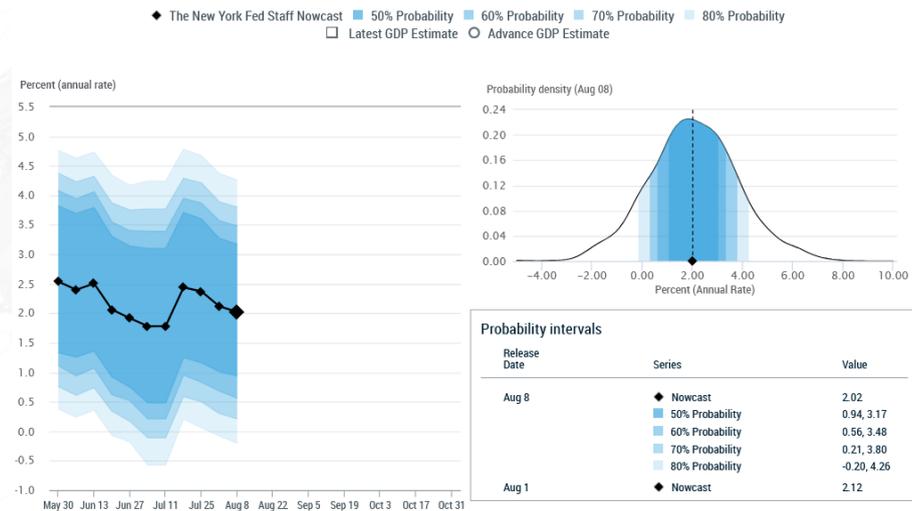
資料來源：White House、Moody's、美台中歐為SinoPac預估、永豐金控整理

國家/地區	4/2對等關稅 (%)	7月信函稅率 (%)	7/31新稅率 (%)	關稅變動 (P.P.)
英國	10	-	10	0
巴西	10	50	10	-40
日本	24	25	15	-10
歐盟	20	30	15	-15
南韓	25	25	15	-10
印尼	32	32	19	-13
菲律賓	17	20	19	-1
東埔寨	49	36	19	-30
泰國	36	36	19	-17
馬來西亞	24	25	19	-6
越南	46	-	20	-26
台灣	32	-	20	-12
墨西哥	25	30	25	-5
南非	30	30	30	0
加拿大	25	35	35	0

# 美國經濟正消化關稅衝擊，新興亞洲景氣出現回春

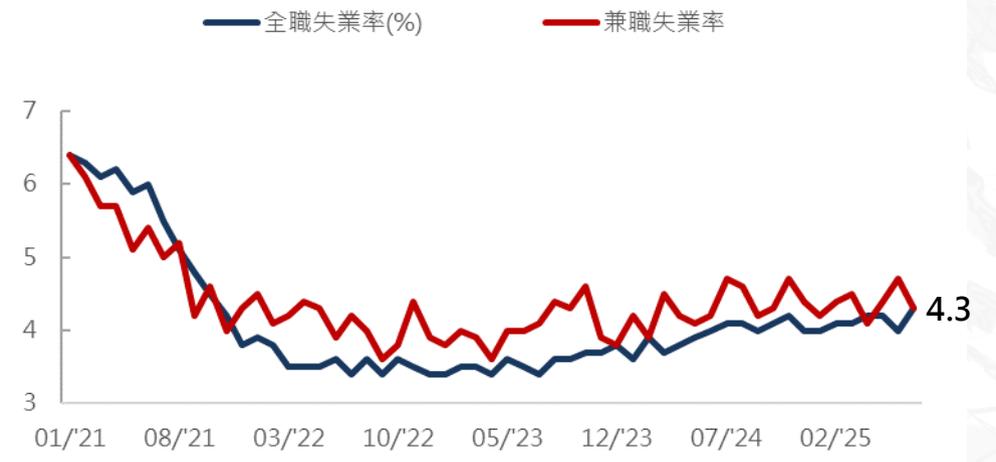
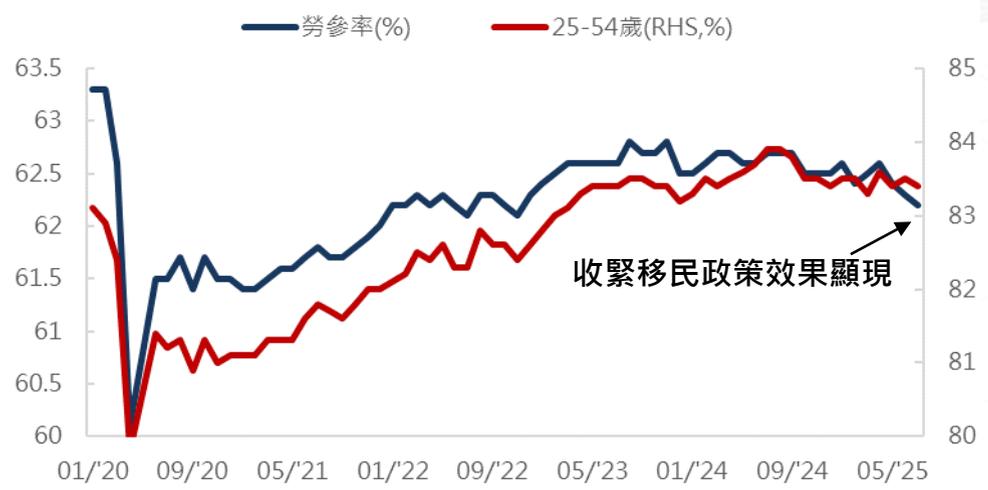
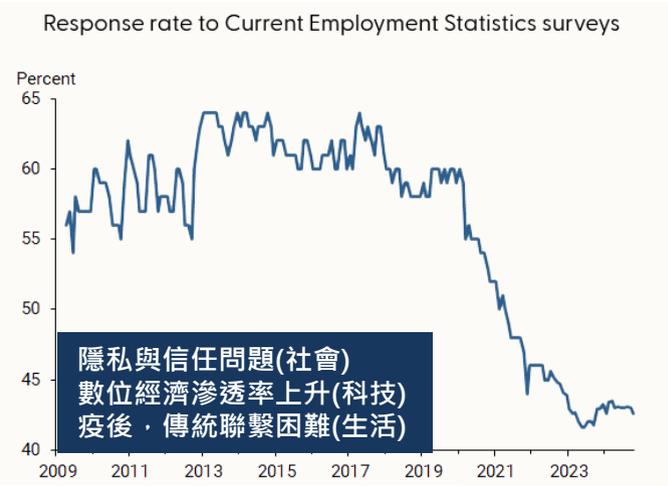
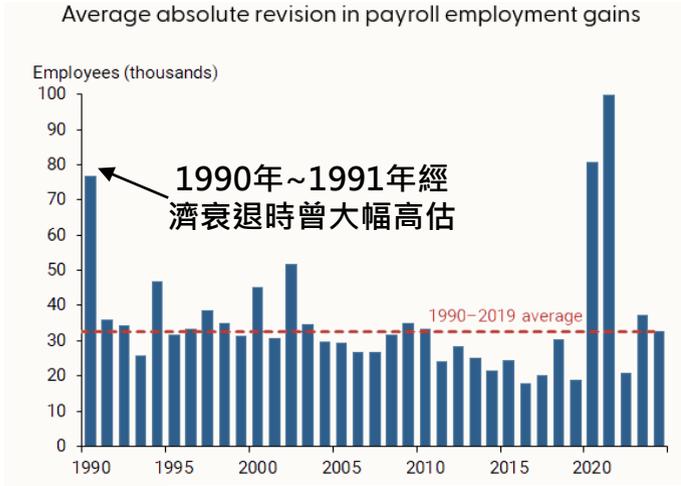
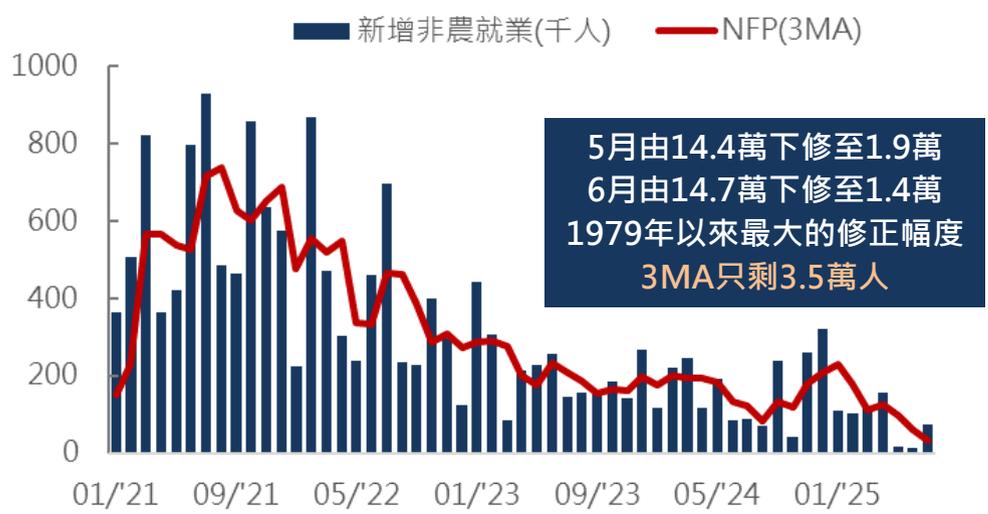


New York Fed Staff Nowcast



資料來源：Citi, FRB Atlanta, FRBNY, S&P Global · Bloomberg · 永豐投顧整理

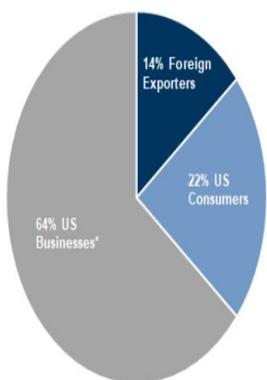
# 5、6月NFP遭下修25.8萬人，就業市場加速放緩的前奏



# 關稅效果推升核心CPI，效果將逐步增強

- 美國7月CPI月增率由0.29%→0.20%，年增率持平於2.7%，**核心CPI月增率由0.23%→0.32%，年增率由2.9%→3.1%，月、年增率皆是5個月新高**；剔除房租的超級核心CPI月增率由0.38%→0.31%，年增率由3.8%→4.0%，創6個月高；**PPI月增率由0.0%→0.9%，創2022/3以來最大單月增幅**。
- 多數服務項目呈現上漲，**部份原因與疫情後的季節因子常在下半年呈現上升有關**。房租下半年還將進一步降溫，**但關稅從核心商品傳導至服務，抵銷就業市場進一步降溫的逆服務通膨效果**，加上基期逐步走低，**服務或超期核心CPI的下降趨勢可能會由近期的停滯重新轉為上升趨勢**；
- 近期市場與Fed的部份官員對關稅的共識仍是以一次性或暫時推升通膨為主不變**，但初期的推升效果並沒有預期劇烈，**以緩慢、溫和且具有黏性的上漲過程為主**，預期下半年的核心月增率保持在0.30%左右的漲幅，但原油與天然氣等能源產品供應充裕，**核心CPI年增率進一步上升至3.3%左右，整體CPI與核心年增率走在年內出現分化**。

Division of Tariff Costs as of June



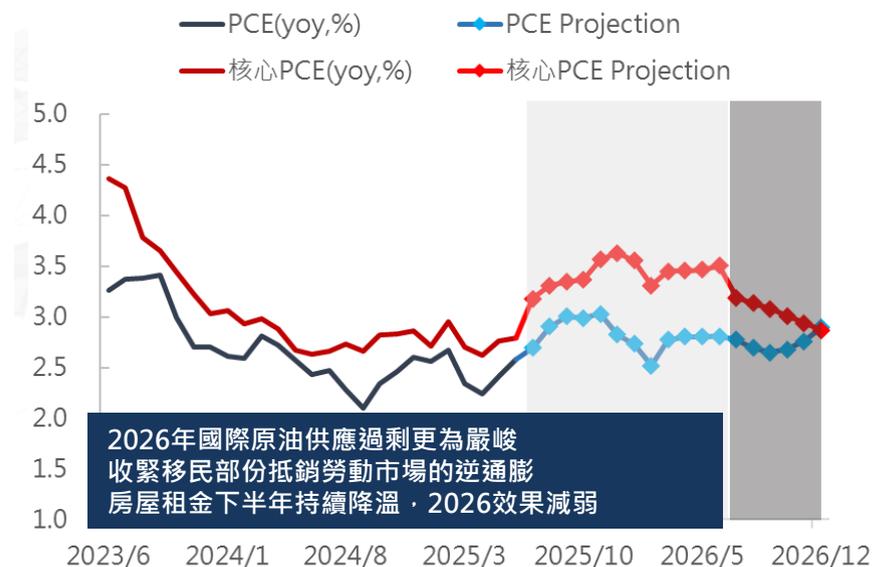
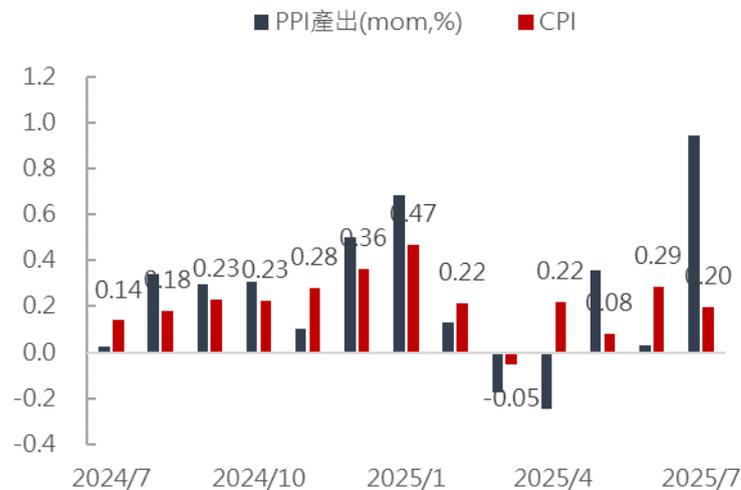
Eventual Division of Tariff Costs by October After All Announced Tariffs Through June Are in Place For More Than Four Months



\*The share of tariff costs borne by US businesses is a net amount. Some businesses probably absorbed a larger share of tariff costs, while other businesses that competed with imported goods likely raised their prices.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research

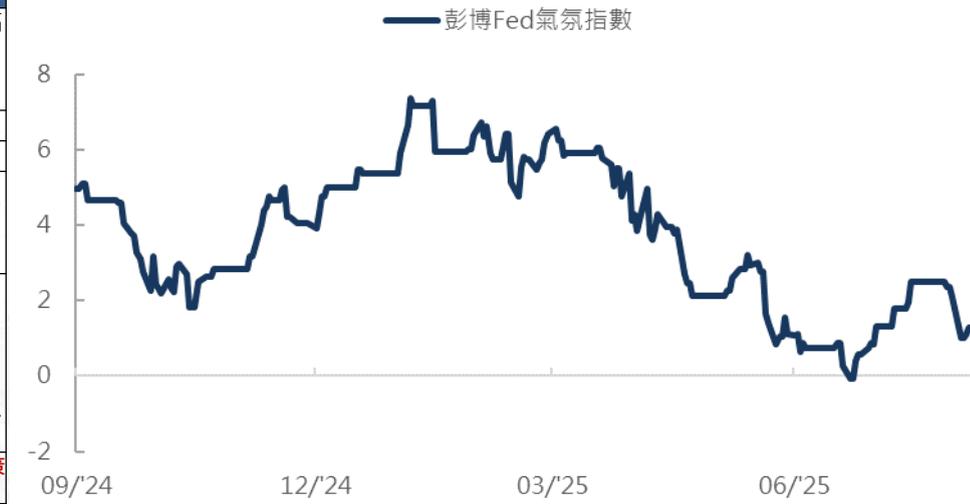
資料來源：BEA, Goldman Sachs, Morgan Stanley, 永豐投顧整理



2026年國際原油供應過剩更為嚴峻  
收緊移民部份抵銷勞動市場的逆通膨  
房屋租金下半年持續降溫，2026效果減弱

# Fed官員支持9月降息增，但恐不同意財長指點的2碼

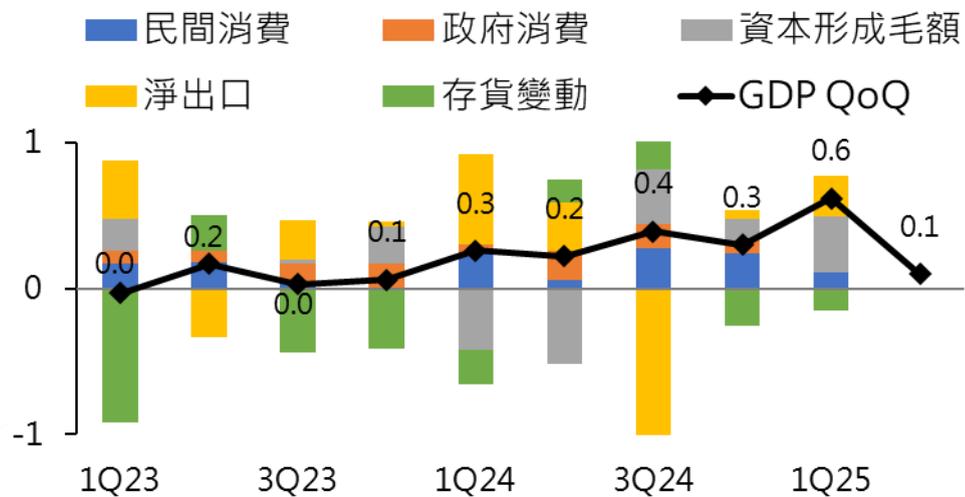
職位/地區	官員	2025投票權	時間	貨幣政策前景	
理事會	副主席	Michelle Bowman	V	8/08	支持今年降息3次，以防止勞動力市場進一步惡化，並降低未來被迫採取更大政策修正的風險。近期疲弱的就業數據強化了降息必要性，並重申關稅驅動的物價上漲不太可能長期推高通膨；鑑於經濟成長放緩，勞動力市場活力減弱，逐步移除限制性政策至中立為合適之舉(8/1)
	理事	Lisa Cook	V	8/06	7月就業報告「令人擔憂」，大幅的修訂可能預示美國經濟的轉折點
	理事	Christopher Waller	V	8/01	潛在通膨接近目標，通膨上行風險有限，不應等到就業市場惡化再降息
芝加哥	Austan Goolsbee	V	8/11	儘管最近數據顯示過去三個月招聘大幅減少，但認為就業市場依然「強勁」且「穩固」，放緩可能與移民減少有關，對最新CPI中的服務業通膨的上升表示擔憂，若這種情況持續，通膨將很難回到2%，將在秋季會議作出判斷，將是實時決策的會議	
聖路易斯	Alberto Musalem	V	8/14	預期關稅對通膨的影響將在6~9個月的時間內消退，不排除有更久的風險，美國經濟圍繞在充分就業，有一些跡象表明就業市場正在走弱，對勞動力擔憂略有上升，通膨風險則略有下降。隨更多數據出現，將進一步修改觀點，現在判斷9月的正確決定還為時過早，當前經濟狀況和前景不支持降息2碼；(8/8)就業增速放緩，新一輪關稅可能推升物價，令決策陷入兩難局面，認為關稅對物價影響可能短暫但存在持久風險。同時指出美國上半年經濟成長低於潛在水準，下半年恐延續此步調，將對就業構成壓力，未表態是否支持9月降息	
堪薩斯	Jeffrey Schmid	V	8/12	就業市場降溫，關稅傳導作用減弱，支持Fed在政策保持耐心的態度，表示政策離中性利率不遠，目前通膨仍然太高	
分行行長	里奇蒙	Thomas Barkin	8/12	7月消費出現改善跡象，認為基本面仍非常健康，因民眾仍有就業、實質工資走高(8/12)尚不清楚Fed應該關注控制通膨還是支持就業市場，指出中低收入消費者比幾年前財力吃緊，這可能抑制消費支出，減輕關稅對通膨的推升作用，通膨幅度可能比預期溫和，在決定是否調整利率之前保留選擇權	
	亞特蘭大	Raphael Bostic	8/13	亞特蘭大分行總裁Bostic表示基於勞動力市場保持穩健，仍預期今年降息降息一次是合適的，若就業市場大幅走弱，雙重使命的風險平衡就會開始發生變化，合適的政策路徑也會有所不同；(8/1)就業市場從強勁水準放緩，仍須確定招聘趨勢，尚未聽到企業表示將裁員，目前通膨風險仍大於就業風險，不提高2025年降息預期，預計今年降息一次	
	舊金山	Mary Daly	8/14	政策可能過於限制經濟，需要重新調整，但反對50bps的降息幅度，擔心這會發出一種緊迫信號，表明對勞動力市場的強勁程度缺乏信心，還看不到這一點，不認為有必要迎頭趕上(8/8)就業市場並非岌岌可危，但越來越多數據顯示正在走軟，沒有證據表明關稅驅動的通膨廣泛的滲透到通膨中，如果需要等到足夠長的時間來確定它不會發生，可能需要半年至一年時間，肯定為時已晚。如果看到就業市場出現進入疲軟週期的跡象，而通膨也還未擴散，則Fed應該要提前做出準備，認為更有可能是Fed可能需要降息2次以上。	
	克里夫蘭	Beth M. Hammack	8/01	7月就業數據弱於預期，不應關注一份數據，預期關稅將轉嫁到價格上，將看到通膨升溫，離中性利率仍有很長的路要走	
	明尼阿波里斯	Neel Kashkari	8/06	經濟正在放緩，預計年底前將降息兩次，若關稅的通膨影響顯示出持續性，Fed官員們的降息次數可能更少	



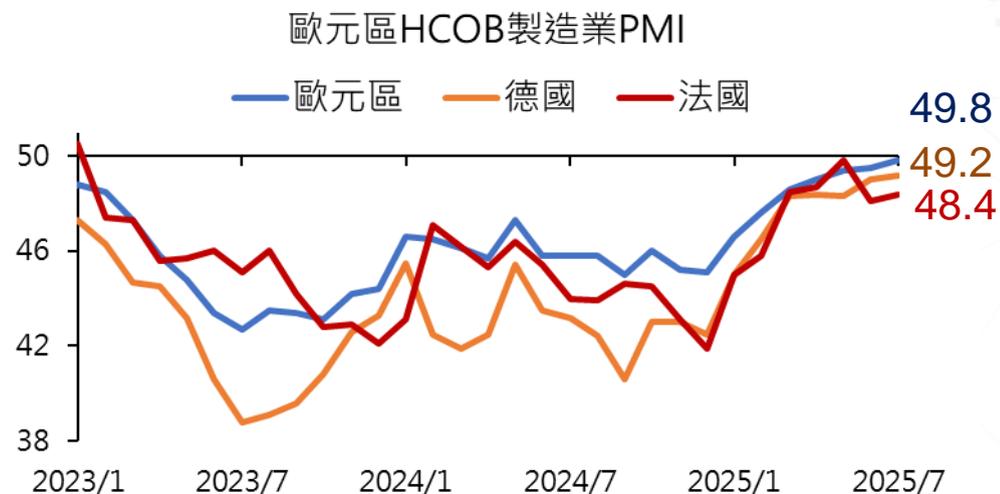
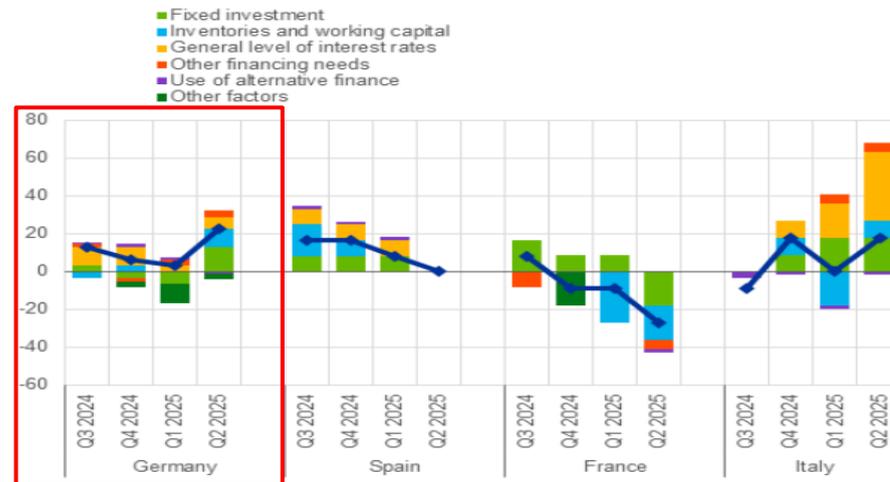
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.6%	7.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.5%	41.6%	3.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.1%	44.4%	10.8%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	44.3%	29.2%	6.2%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	32.9%	36.3%	17.0%	3.1%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	16.9%	33.8%	30.9%	13.1%	2.3%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	11.0%	26.7%	32.1%	20.5%	6.8%	1.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	15.7%	28.3%	28.7%	16.4%	5.1%	0.7%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.0%	8.7%	20.4%	28.5%	24.1%	12.2%	3.5%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	3.2%	10.8%	21.8%	27.7%	22.0%	10.6%	2.9%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.3%	5.5%	14.2%	23.7%	25.9%	18.5%	8.3%	2.1%	0.3%	0.0%

資料來源：Federal Reserve, 永豐投顧整理

# 歐元區2Q避免負成長，德國企業貸款回溫



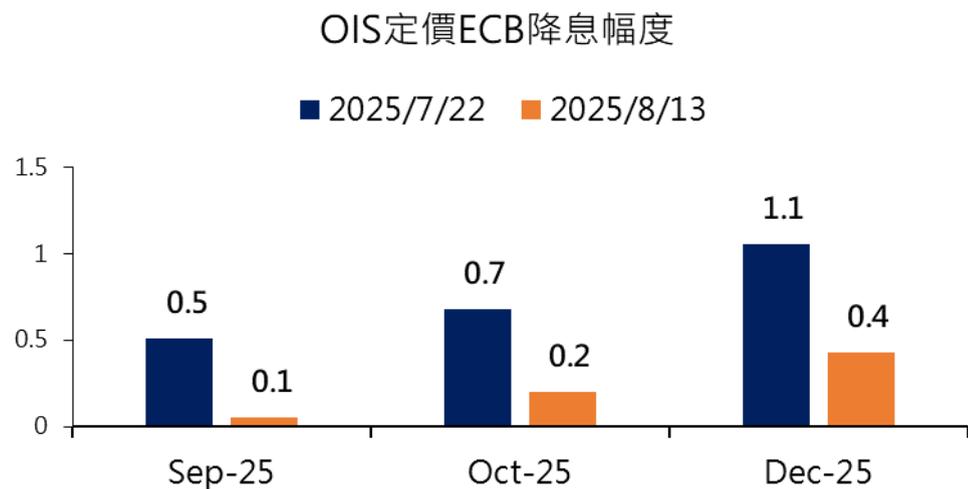
ECB企業貸款需求調查



Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
JPM	0.9	0.6	0.1	0.2	0.2	1.3
GS				0.1	0.3	1.1
MS				0.0	0.2	1.1
UniCredit				0.1	0.1	1.0
HSBC				0.0	0.3	0.9
SinoPac				0.1	0.2	1.0

# ECB 7月鷹式暫停，預期12月降最後1碼

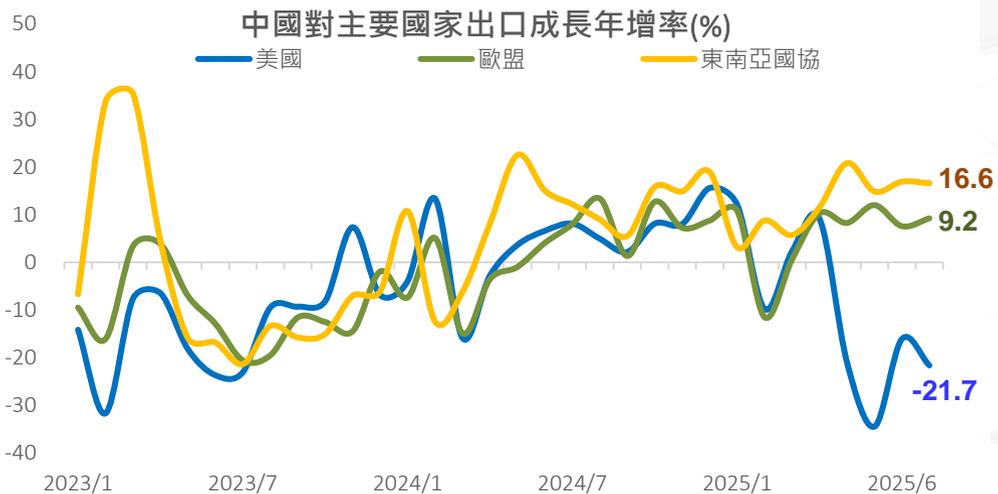
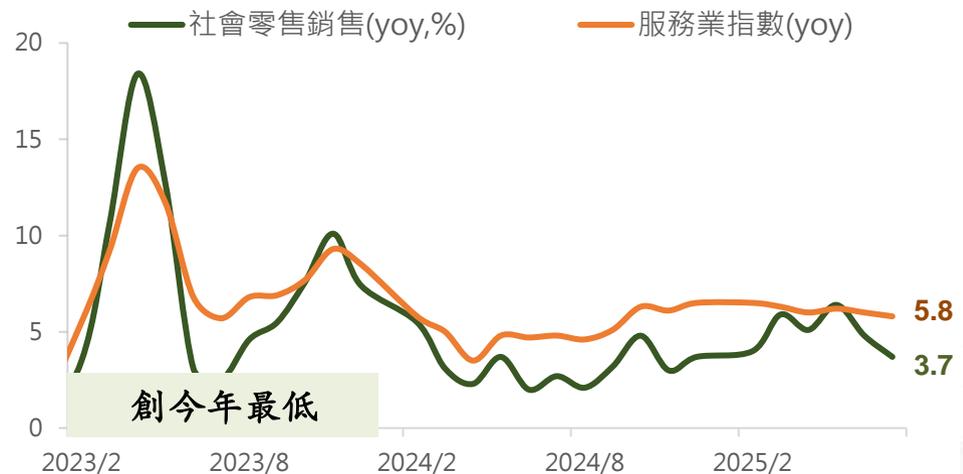
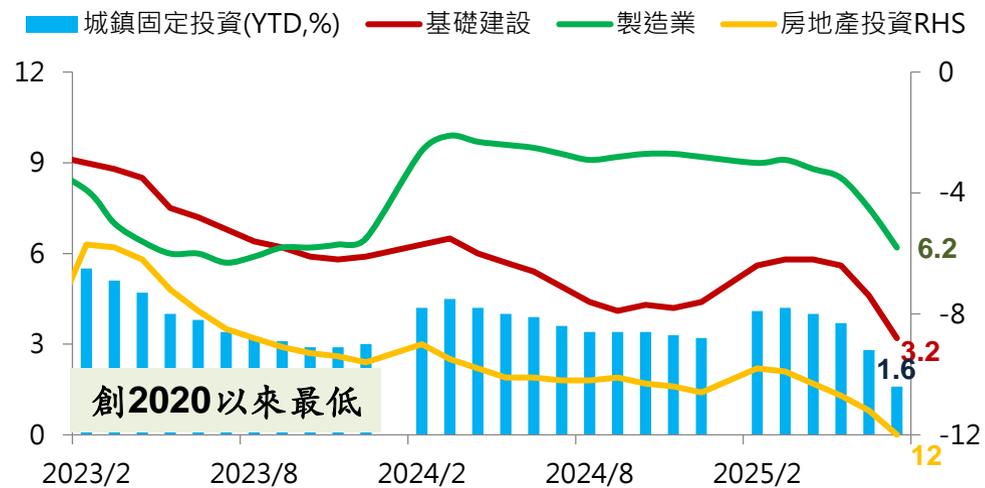
- 會議決策：**ECB 7/24如按兵不動，將存款利率維持2.00%，聲明指出指出大多數長期通膨預期指標持續維持在2%左右，支持通膨穩定在目標水準附近，成長則保持韌性，國防和基礎設施的公共投資增加也應能支持經濟成長。環境仍極度不確定，尤其是貿易爭端的影響。
- 會後談話：**Lagarde重申現在處於有利地位，可以維持利率不變，並觀察未來幾個月這些風險的發展。少數官員非常擔心經濟成長低於目標，但認為更重要的是ECB的2%中期通膨目標，也提到目前短期通膨預期牢牢錨定在 2% 左右，長期來看也是如此；
- 政策展望：**考量目前政策利率為2%，距離官員預估的中性利率下緣1.75%還有25bps，研判ECB尚有1碼降息空間，惟因通膨於9月可能再度回升至2.1%，美國已調降對歐盟關稅至15%，減緩歐元區景氣放緩的擔憂，預期ECB將維持按兵不動，於12月降息最後一碼。



資料來源：ECB、Bloomberg、永豐金控整理；

ECB政策利率	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
德意志銀行	2.00	2.00	2.00	2.00
Goldman			2.00	2.00
法巴銀行			2.00	2.00
ING			1.75	1.75
UBS			1.75	1.75
SinoPac			2.00	1.75

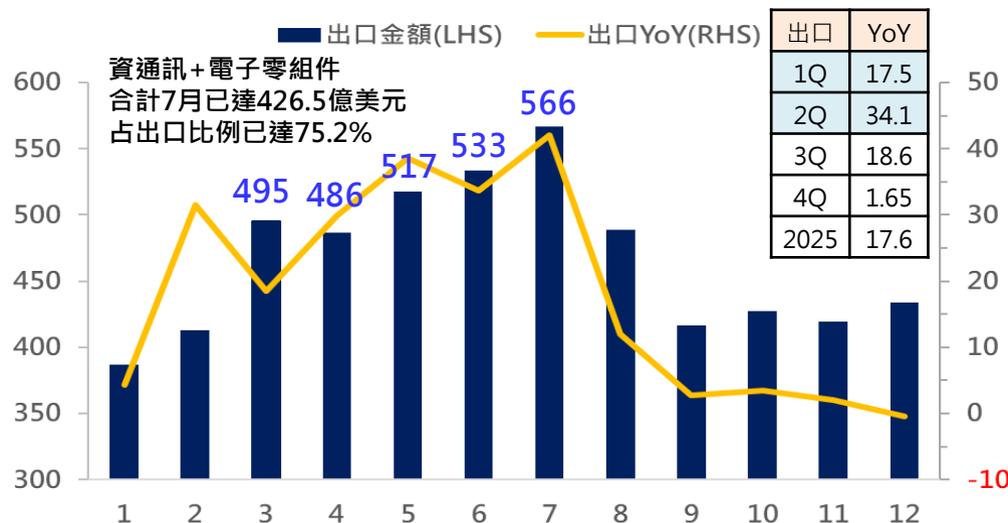
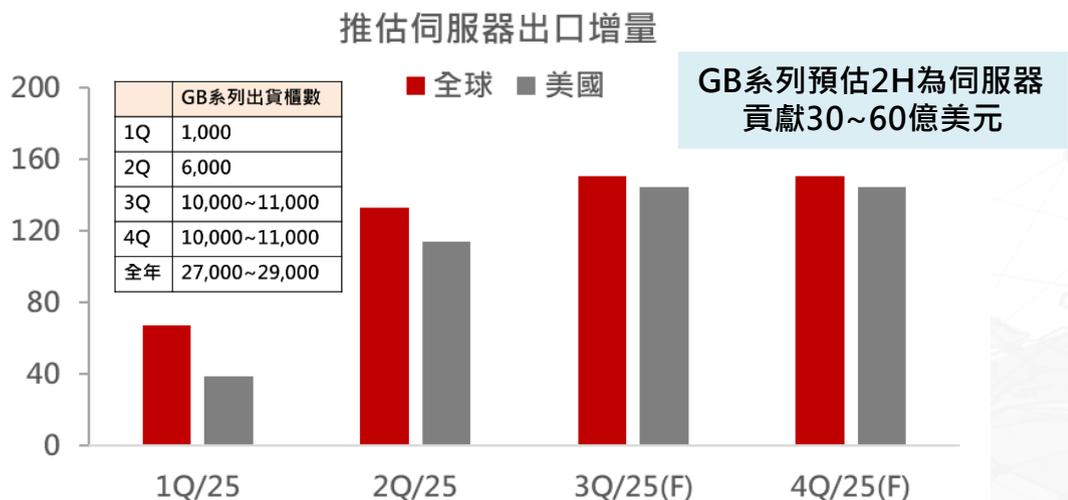
# 中國7月投資成長大幅放緩，2025年GDP估 4.7%



資料來源：Bloomberg, 永豐投顧總經研究處整理

China GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
GS	5.0	5.4	5.2	4.6	4.0	4.7
JP Morgan				5.1	3.8	4.8
MS				4.5	4.2	4.8
UBS				4.7	3.5	4.7
Citi				4.8	4.5	5.0
SinoPac				4.4	4.0	4.7

# AI需求未有空窗期，GB200/300將為出口提供動能



商品類別	豁免情況 (CBP公布)	2024年對美出口金額 (億美元)	主要HTSUS編碼範圍
電腦、筆電、伺服器	豁免	514.9	8471, 8473.30
半導體 (積體電路、IC)	豁免	74	8542, 8541.10
手機、智慧型裝置	豁免	150.0	8517.13.00
顯示器、電視	豁免	30.0	8528.52.00
記憶體、儲存裝置	豁免	20.0	8523.51.00
太陽能電池、光電元件	豁免	10.0	8541.40系列
其他 (未豁免商品)	未豁免	401.1	-
合計		1,113	
豁免金額小計		712	
豁免佔總出口比重		64%	

### Taiwan GDP Forecast(%)

預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
台經院	4.84	5.45	8.01	2.65	2.69	2.91
中研院				0.53	1.06	2.93
中經院				1.52	0.66	3.05
央行				0.84	0.73	3.05
主計總處				2.91	1.72	4.45
SinoPac				2.43	1.33	4.22

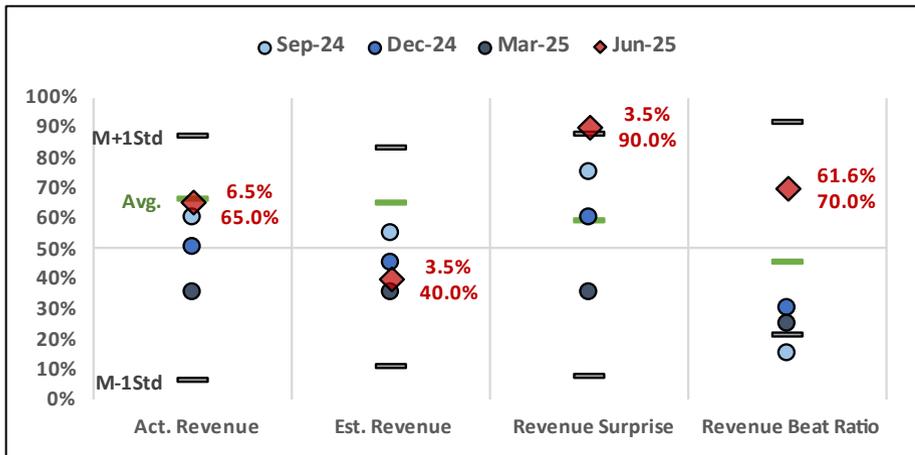
# 股市-降息財報雙利多，促全球股市強勁揚升

		2024封關	2025/7/15	2025/8/15	期間漲跌(7/15~8/15)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,574	44,023	44,946	2.1	5.6
	S&P500	5,907	6,244	6,450	3.3	9.2
	NASDAQ	21,197	22,885	23,712	3.6	11.9
	德國DAX	19,909	24,060	24,359	1.2	22.4
	法國CAC	7,314	7,766	7,923	2.0	8.3
	英國FTSE	8,121	8,938	9,139	2.2	12.5
亞洲股市	日本	2785	2,825	3,108	10.0	11.6
	中國	3,999	4,019	4,202	4.6	5.1
	香港	20,041	24,590	25,270	2.8	26.1
	南韓	2,399	3,215	3,226	0.3	34.4
	台灣	23,190	22,836	24,334	6.6	4.9
	新加坡	3,796	4,120	4,231	2.7	11.5
	泰國	1,400	1,161	1,259	8.5	-10.1
	馬來西亞	1,638	1,525	1,576	3.3	-3.7
	印尼	7,080	7,140	7,898	10.6	11.6
	菲律賓	6,529	6,459	6,316	-2.2	-3.3
金磚	越南	1,272	1,461	1,630	11.6	28.1
	巴西	120,283	135,250	136,341	0.8	13.3
	印度	78,248	82,571	80,598	-2.4	3.0
其他	新興亞洲	599	686	702	2.3	17.1
	新興歐洲	204	234	243	4.1	19.1

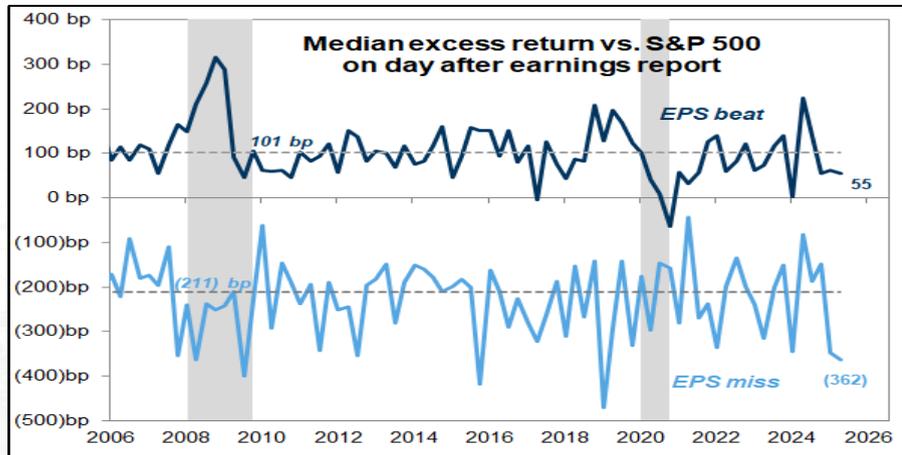
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

# 美股-繼續押注高品質，但需留意經濟敘事反轉風險

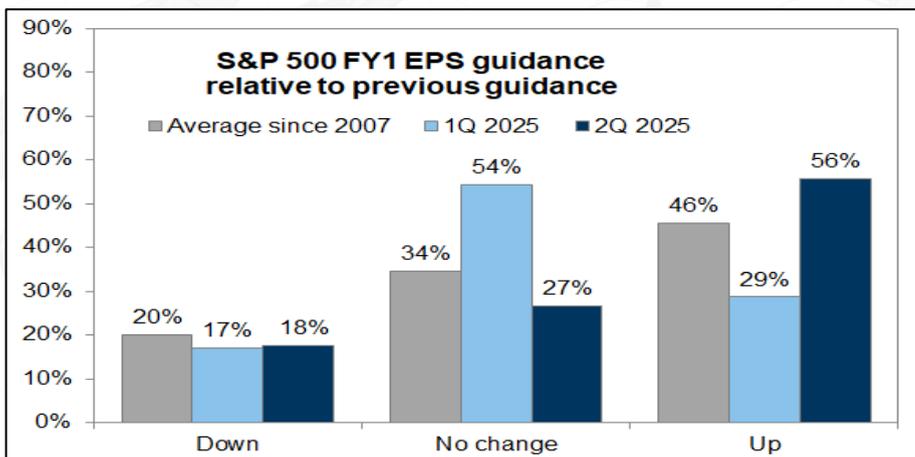
營收上漲且超預期，顯示需求依然穩健



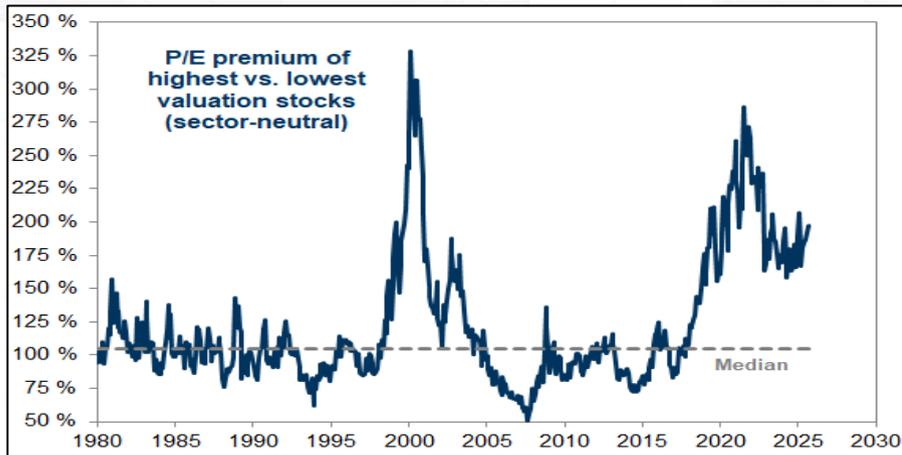
基本面低預期高風險使市場獎勵不足，但懲罰加大



56%企業在本季上調財測，顯示關稅擔憂衰減



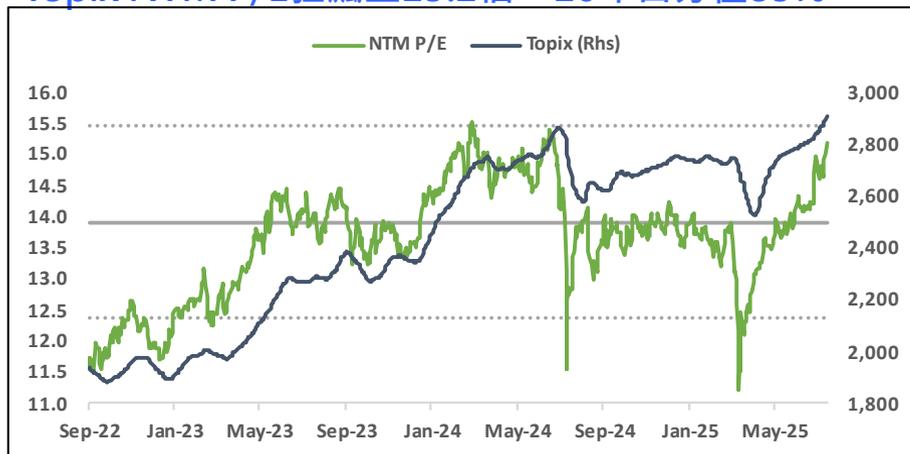
H/L達到197%，仍低於2000年(328%)、2021年(287%)



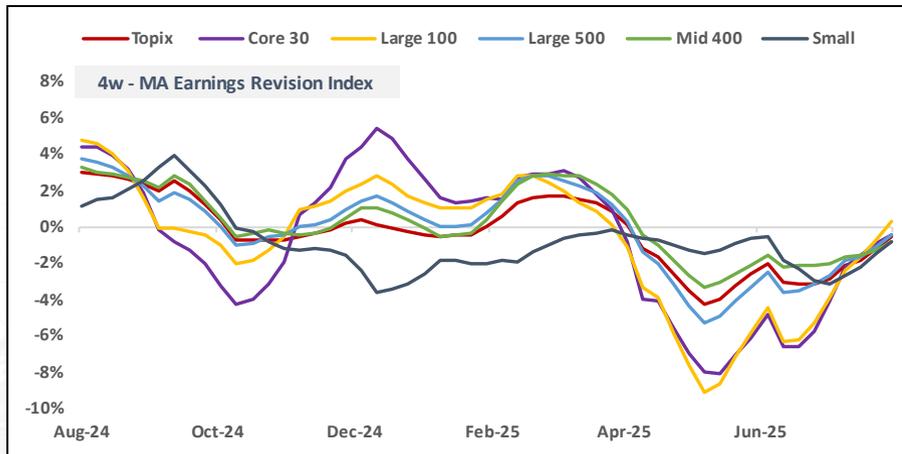
資料來源：Bloomberg、GS、永豐投顧整理

# 日股-信心改善+風險偏好揚升，推股市強勁上漲

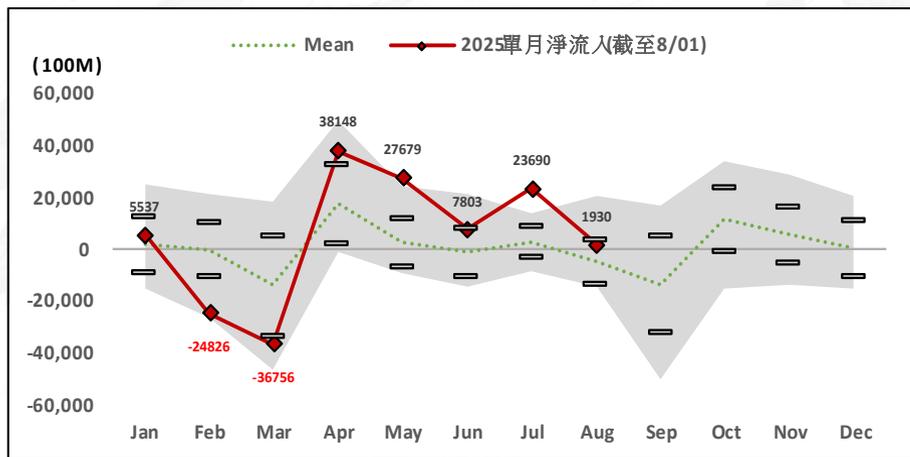
### Topix NTM P/E狂飆至15.2倍，10年百分位85%



### 獲利預期修復，按PEG定價僅7.7倍，10年百分位31%



### 外資連續4個月強勢買進日股，主要來自北美及歐洲

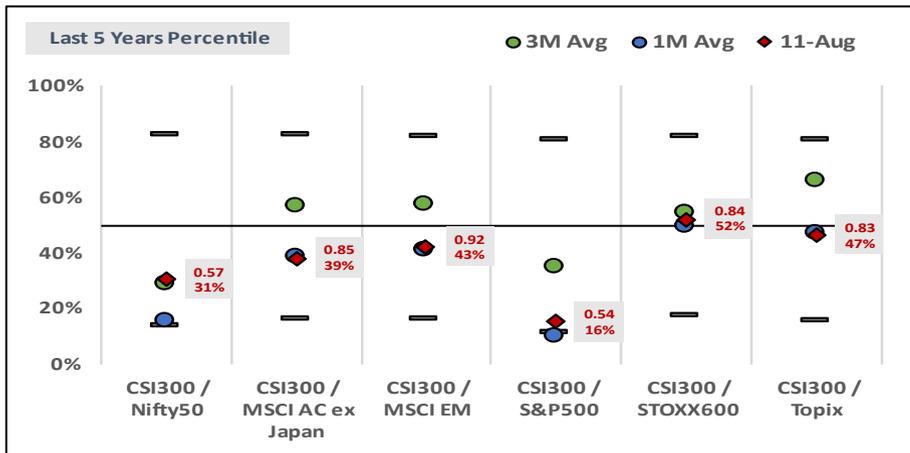


資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

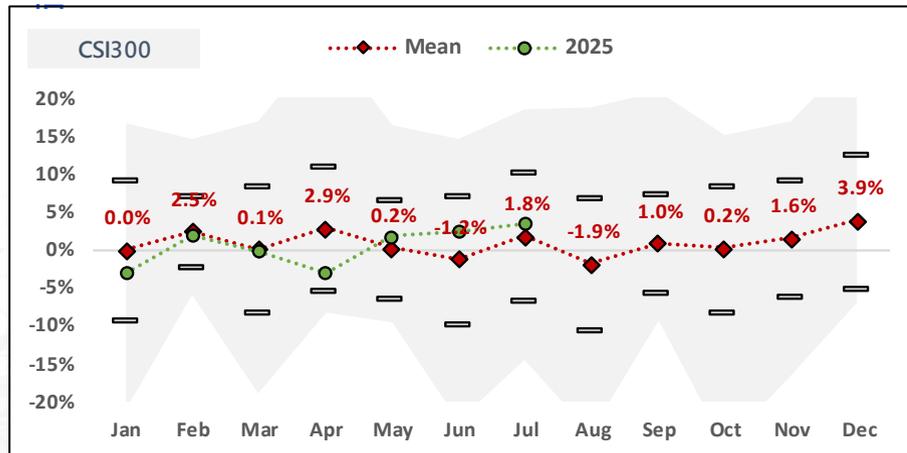
- 日本於8月上旬再次與美國進行第九輪貿易磋商，最終美國於8/8同意於「適當時刻」修改總統令，並退還自8/7川普發布關稅令以來徵收的超額關稅。最終為非特定產品關稅統一至15%，但若原關稅大於15%，則維持原水準。
- 美日關稅的底定直接推動市場信心大幅改善，同時企業上調獲利指引重塑獲利預期，這為估值突破創造良好環境，預計行情將在8月延續，但從8月下旬起須留意動能變化，首先9月是著名的日股空頭季節，歷年平均報酬率為全年最低的-0.7%；其次，日本國會一般在9月起開始討論補充預算，而今年因執政聯盟已丟失參眾兩院，執政與在野黨派衝突將擴大政策的不確定性；最後，美日協議中仍暗藏陷阱，美國並未就所謂「適當時刻」作出解釋，有概率是美方為檢視日本實際投資的工具。
- 目前仍維持日股正向評等，Topix指數3M目標價2800~3400，建議選擇政策、IT、AI、汽車與金融主題。

# 陸股—尚未看到轉折風險，留意25Q2財報表現

雖A股估值僅12倍，但其相對價值逐漸接近中性水準



8~9月市場容易出現季節性的動盪與回撤，可以趁勢入



避險情緒加速回落，支撐估值回歸中性

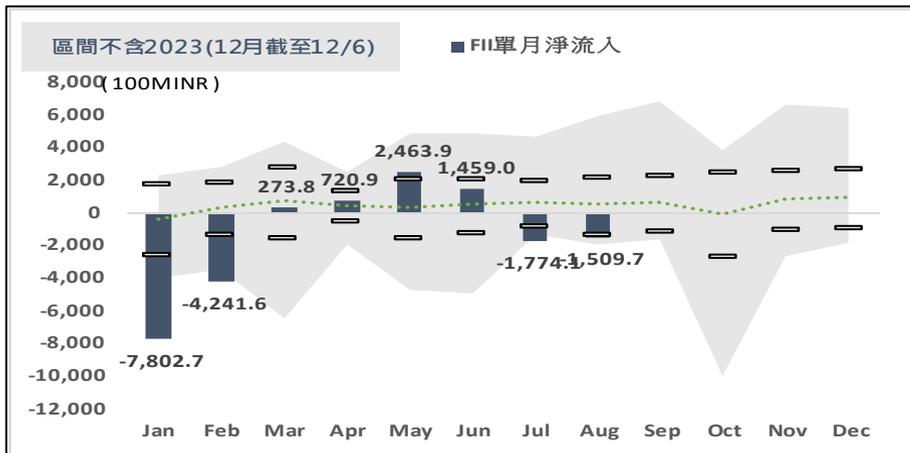


資料來源：LSEG · Wind · 永豐投顧整理

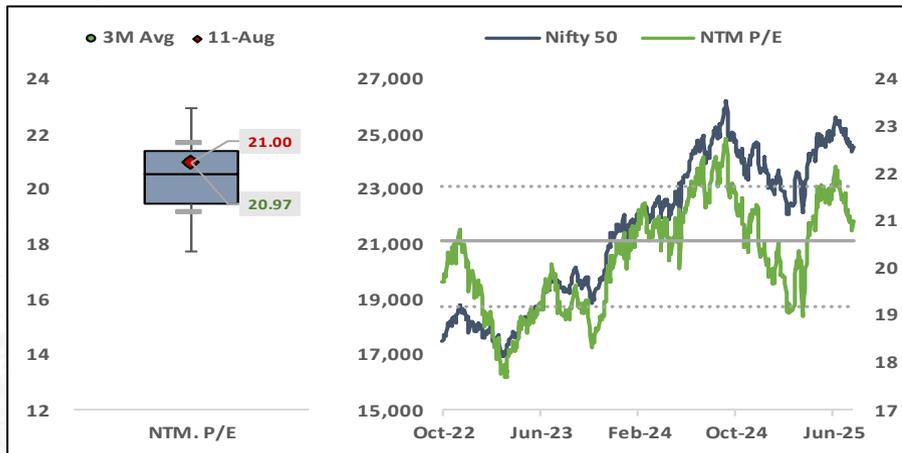
- 中國股市在海內外同時迎來順風，中國政府宣布9/1一年內實施「個人消費貸款貼息、服務業貸款貼息」，前者貼息範圍包含5萬元以下消費，或特定領域單筆5萬以上貸款，每人在單一機構可享的累計貼息上限為1000、3000元；服務業則是由財政部門放貸，貼息期限不超過1年，年貼息比例為1個百分點，並且單戶享受貼息的貸款規模最高可達100萬元。
- 該政策將提振銀行、汽車、家電/家居需求，但考量到中國沒有貸款消費習慣，且7月新增貸款20年來首次出現負增長，這項政策更多為托底，實際經濟效益不大，對股市而言更多是提振情緒，其他順風則來自美中休戰其再延至11/9、美國降息預期大增、財報開門紅，其中騰訊25Q2業績強勁，在大幅增加AI CAPEX同時，旗下遊戲與行銷服務收入增速保持20%以上，使毛利率創下歷史新高，營收增速亦達到4年以來新高。持續看好A股估值均值回歸，Q3表現將跑贏港股，維持相對正向評等

# 印股-基本面穩固，關稅僅是短線動盪

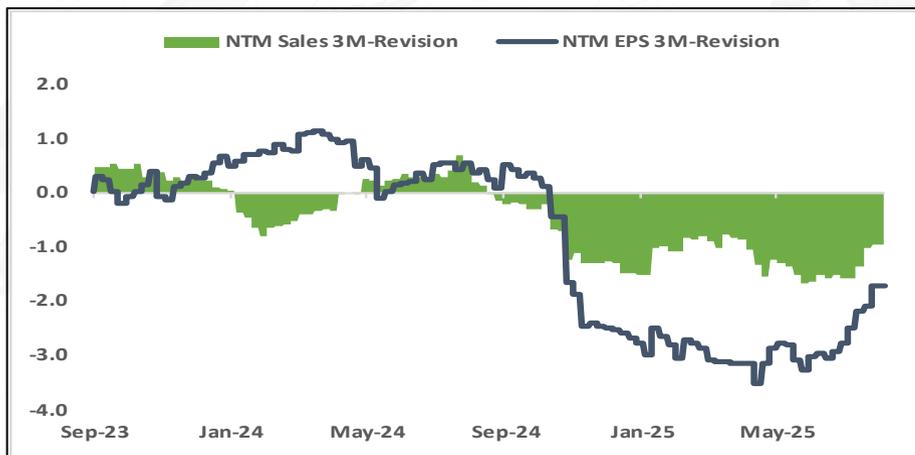
外資隨匯率拋售使近期印股的主要逆風



Nifty50 估值向下修正5%至21倍，仍存beta風險



印度企業獲利復甦趨勢肉眼可見



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 印美關稅談判在最後一哩路卡關，川普於8/1起，對印度進口產品課徵25%，並且以「進口俄羅斯石油」為由，再對印度加徵25%從價關稅。莫迪則強硬回覆絕不在農民利益上妥協，並隨後與盧拉共同商討如何聯合應對美國關稅，同時印度政府暗示莫迪正在籌備七年多來的首次訪華。這顯示美印關稅談判將進入拖沓的對抗期，尤其是50%關稅僅使印度實質GDP僅受到約0.3%衝擊(海鮮、紡織、珠寶和汽車零部件)，這給予印度充分拖延與議價空間。
- 儘管印度市場風險偏好受關稅打擊嚴重，但印度僅有約18%產品銷往美國，並且MSCI India中同樣僅有2%對美直接曝顯(Nifty50為9%)，因此關稅主要衝擊是出口衰退預期促使貨幣貶值，影響外資收手轉投中國，FII自7月中旬以來累計拋售42.2億美元。預計美印談判將延至10月才會達成協議，近期FII的缺席將導致估值繼續承壓，繼而跑輸中國市場，仍維持正向評等，若情緒惡化導致跌破24000點將是較佳進場點位。

# 債市-7月PPI超預期冷卻激進降息預期

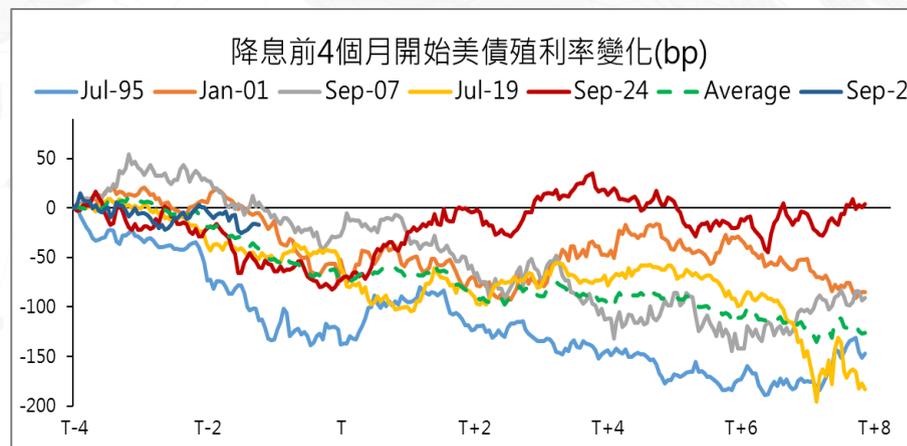
各國公債	期間漲跌				YTD報酬率	存續期間
	2024封關	2025/7/15	2025/8/15	(7/15~8/15)		
希債10年券	3.23	3.39	3.36	0.28	-1.02	8.14
葡債10年券	2.85	3.16	3.17	-0.13	-2.70	8.33
義債10年券	3.53	3.60	3.52	0.68	0.10	8.20
歐洲						
西債10年券	3.07	3.32	3.35	-0.24	-2.41	8.51
法債10年券	3.20	3.41	3.47	-0.49	-2.23	8.18
德債10年券	2.36	2.72	2.78	-0.55	-3.61	8.65
英債10年券	4.62	4.62	4.70	-0.56	-0.59	7.50
G3						
日債10年券	1.09	1.59	1.56	0.22	-4.30	9.09
美債10年券	4.55	4.49	4.33	1.30	1.75	8.06
亞太						
台債10年券	1.67	1.43	1.38	0.41	2.63	9.06
韓債10年券	2.86	2.88	2.79	0.76	0.59	8.54

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

市場訂價降息預期再度往2碼靠攏

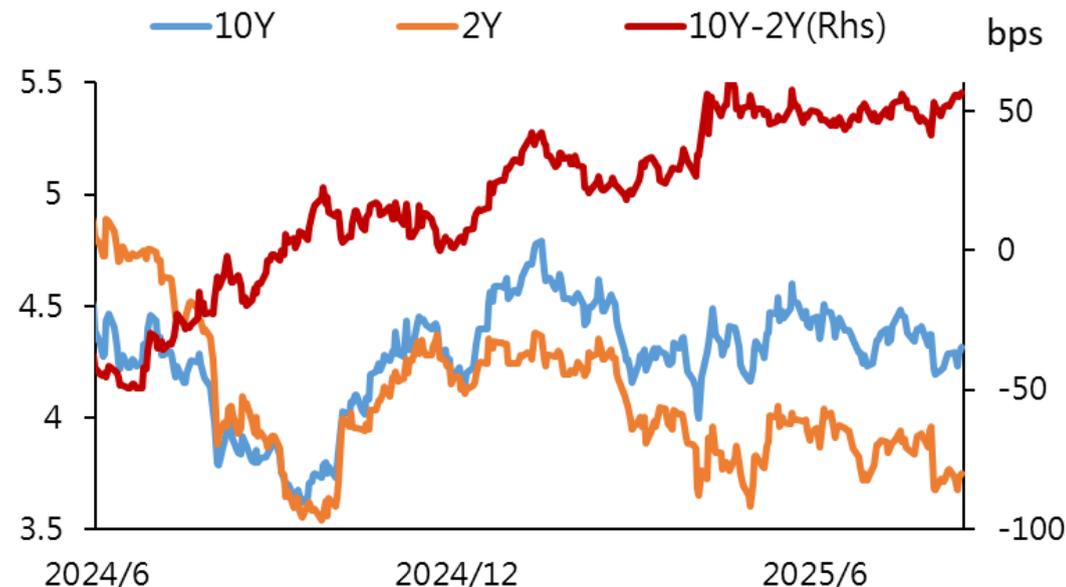
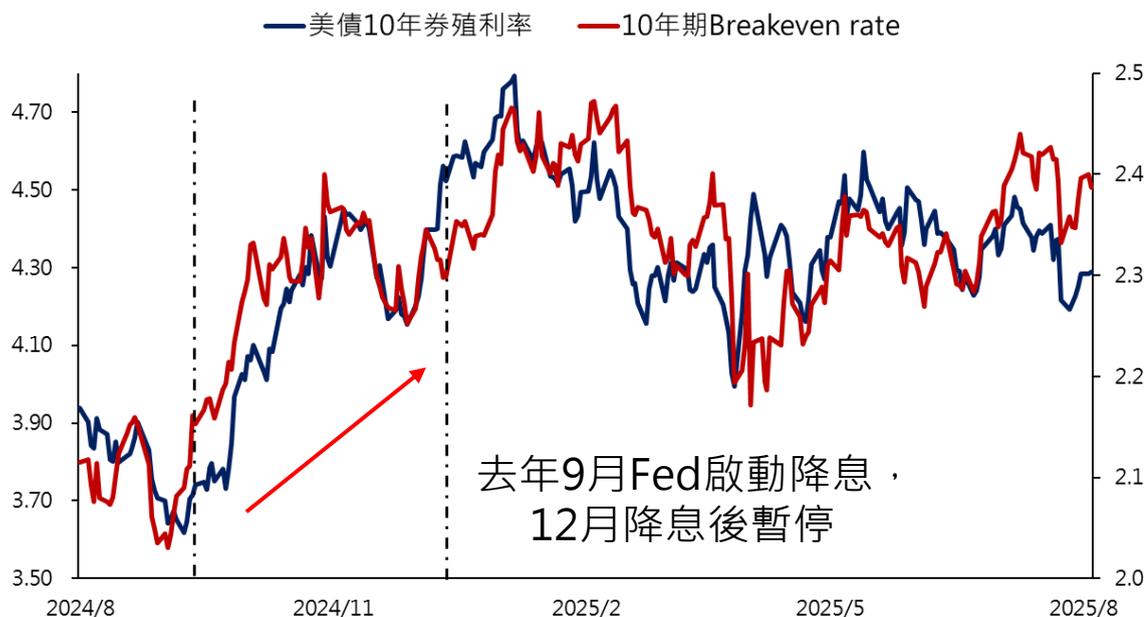


降息開始後一季，殖利率常呈現震盪或回升



# 再通膨預期可能伴隨降息而來，預期長短利差走擴

1. **降息後通膨預期升溫，推升債券殖利率**：去年9月Fed啟動降息後，Breakeven隨之走揚，成為降息後10年券殖利率回升的因素之一，因**市場擔憂通膨未完全結束，Fed降息反導致長期通膨預期回升**。
2. **降息伴隨通膨預期，長短利差料將走擴**：川普已任命Miran為Kuglar接班人，主席可能人選包括Waller、Warsh、Hasset近期對貨幣政策談話也均偏向鴿派，若未來Fed如川普所願更加鴿派，市場降息預期或將升溫，但通膨預期也將隨之走揚，**恐使短券殖利率下滑，但中長券殖利率不降反升**

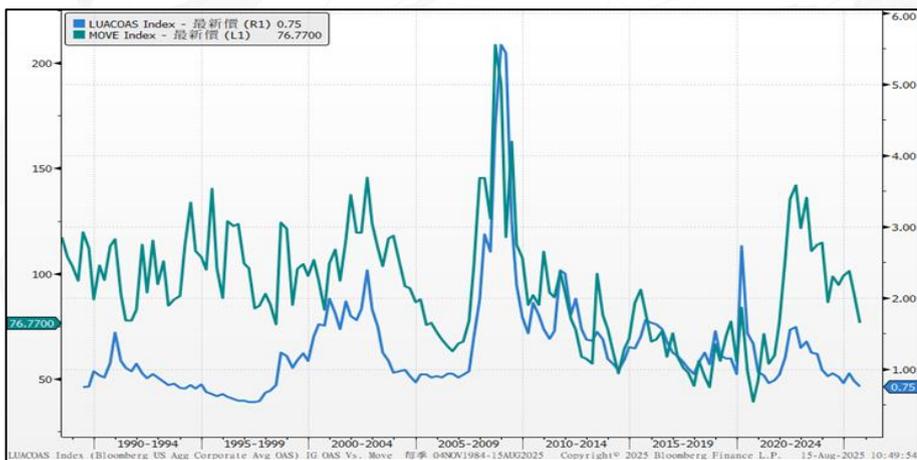


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

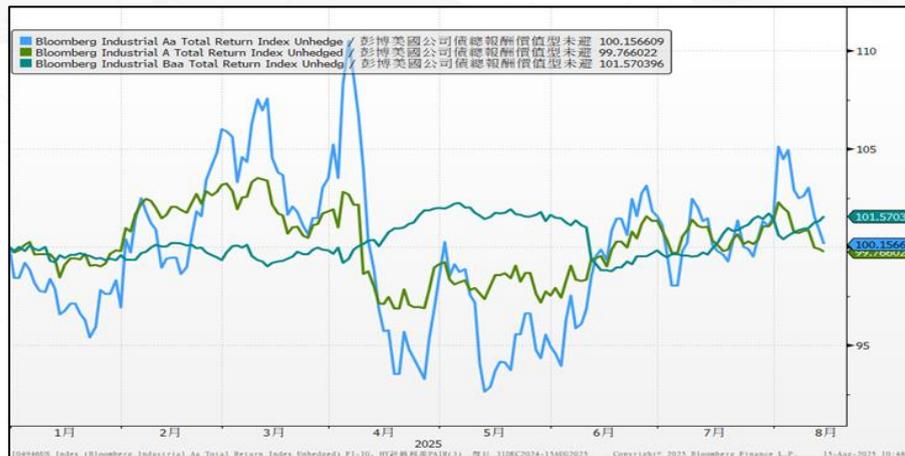
# 投等債-利差縮窄空間逐漸有限，維持正向評等

- 美國CPI雖符合市場預期，一度激勵降息預期擴大，然PPI由0.0%回升至0.9%，大幅高於預期的0.2%，顯示廠商正在轉嫁關稅成本，另Fed官員Daly、市場降息預期收斂，FedWatch顯示年內降息3碼以上機率已由降至，10年券殖利率於8/7~8/14期間走揚3bps至4.28%，投資級（IG）債券利差進一步縮窄，已接近去年11月底點。
- 7月非農數據公布後市場對就業市場擔憂漸大，使殖利率恢復下行，然近期殖利率下行趨勢已出現停滯跡象，反映市場氛圍轉趨觀望，但即使未來利率仍有進一步回升可能，利差縮窄空間可能不大，主因為淨供給正在由從6月和7月的平穩轉為8月和9月的正成長，供給增加限制利差收斂空間，另市場對於降息能夠使殖利率走跌的樂觀預期仍然存在，因此利率回升的幅度可能相對溫和，整體而言，投顧維持投等債利差收斂空間可能已有限的觀點。

### 投等債利差縮窄，MOVE指數下滑



### Baa級投等債總報酬相對穩健



資料來源：Bloomberg、GS、永豐投顧整理

# 原物料-經濟疲軟預期持續發酵，油金表現兩樣情

		2024封關	2025/7/15	2025/8/15	期間漲跌(7/15~8/15)	YTD(%)
農產品	棉花	68.48	67.11	66.10	-1.5	-3.5
	咖啡	318.75	285.70	341.65	19.6	7.2
	糖	19.12	16.56	16.44	-0.7	-14.0
	小麥	548.75	538.50	506.50	-5.9	-7.7
	黃豆	982.50	995.00	1022.25	2.7	4.0
	玉米	452.75	400.75	383.75	-4.2	-15.2
能源	原油	71.13	66.75	62.80	-5.9	-11.7
	天然氣	3.92	3.51	2.92	-16.8	-25.5
貴金屬	黃金	2610.70	3330.10	3336.00	0.2	27.8
	白銀	29.08	37.87	37.89	0.1	30.3
	白金	899.70	1398.50	1334.30	-4.6	48.3
基本金屬	銅	8933.50	9657.50	9773.50	1.2	9.4
	鉛	15490.00	15215.00	15161.00	-0.4	-2.1
	鎳	3017.00	2701.50	2795.00	3.5	-7.4
	鋅	1946.00	2001.00	1981.50	-1.0	1.8
CRB指數		296.73	302.70	295.09	-2.5	-0.6

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

# 亞洲新興市場漲勢強勁，外資爭相湧入中日韓

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	中性	持平	AI、雲端等產業財報亮眼，但部分高基期企業表現黯淡，科技股雖獲AI與美國製造題材提振，仍須警惕產業分化與高估值修正壓力，大盤仍受政策和宏觀數據主導，美股短線料高檔震盪。
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	正向	持平	參院選舉結果推動美日關稅協議，汽車與對等關稅降低，增強日企成本優勢，配合消費稅削減、重啟核電與新能源政策，幫助日股完成估值突破。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	台股在關稅問題逐漸澄清，以及美股持續多頭氣氛下，多方進展穩定，樂觀情緒擴散，指數持續偏多，但在24000點之上已經屬於高檔，操作上不建議擴張，持盈保泰、逢低承接為主。
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	7月生產、出口和投資等經濟數據強勁，政府同步把今年GDP增長目標由8%上調至8.3~8.5%；儘管外資8月由買轉賣逾7億美元，然受惠基本面穩健和估值重估，延續有基之彈的多頭格局。

# 生技、科技週線強彈逾4%，現貨黃金徘徊\$3300~\$3400

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	就業與服務數據疲軟使Fed官員鴿派言論漸多，但通膨數據矛盾，雖無礙9月降1碼前景然已令今年內降息預期減至2碼；7月黃金ETF持倉攀升及人行連九個月增持，支撐金價站穩\$3300。

## 殖利率下行趨勢暫歇，利差收斂空間趨窄

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。

# 美國7月CPI、PPI不同調，DXY貶至97.62後回揚

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	PPI顯示關稅影響未來可能傳導至終端需求，Fed對降息看法出現分歧，聚焦8/15公布零售數據，預期短期美元走勢回穩，預估美元下週區間97.0~100.0，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	目前OIS市場對ECB年內降息1碼機率定價約50%，然近期歐元區經濟數據仍偏疲軟，ECB降息預期有升溫可能，預估下週歐元區間1.1450~1.1750，維持歐元相對正向評等。
日圓	相對正向	持平	雖美日達成貿易協議，市場對日本成長前景仍保守看待，使升息預期出現動搖，然近期美元走弱支持日圓回穩，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	市場觀望南非能否與美國達成貿易協定，目前南非出口到美國的商品面臨30%關稅，為撒哈拉以南非洲國家中最高，但與美國政府談判似乎難以進一步達成協議，維持中性評等。
澳幣	相對負向	持平	RBA預計2026年年底現金利率將降至2.9%，預計未來還有近3碼降息空間，澳幣預估區間在0.63~0.66，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7.05-7.30，維持人民幣相對負向評等。

# 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。