

2025/09/19

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>



經濟數據穩健與科技股表現亮眼，美股再創歷史高點

市場回顧

美股本週在經濟數據穩健與科技股亮眼帶動下再創歷史高點。零售銷售連續成長顯示消費力道不減，Fed雖宣布預防性降息25基點，但主席Powell強調非啟動激進寬鬆。科技股方面，Alphabet受AI應用熱潮推動市值突破三兆美元，Intel因輝達入股飆升逾二成，推動整體科技族群氣勢。

歐洲股市受奢侈品與防禦股領漲，反映市場對歐洲防務與高端消費的樂觀。亞洲市場則因Fed降息帶來外資動能而普遍回暖，中國股市受惠於政策支撐與出口企穩；日本股市則延續AI概念與外資資金流入的利多。商品方面，黃金在Fed決策前衝上歷史高點後隨美元與美債利率反彈而回落。

市場展望

- ◆ **關注美國PCE通膨數據公布(9/26) — 聯準會降息後的首個關鍵測試**
由於聯準會已經啟動降息，此次數據將直接影響市場對今年是否還有進一步降息的判斷
- ◆ **關注瑞士與瑞典央行利率決議 — 歐洲貨幣政策路徑觀察**
瑞典央行（9/23）與瑞士央行（9/25）將先後公布利率決議。市場普遍預期瑞士央行將維持政策利率不變，但將釋出對通膨與瑞郎匯率的展望
- ◆ **關注聯合國大會高級別會議 — 美中角力與中東局勢成焦點**
9/23紐約第80屆聯合國大會高級別一般性辯論登場，美國總統川普將發表演說預計焦點包括以色列—加薩戰爭、中東安全、美中地緣競爭與氣候議題。

美股歡慶降息行情，四大指數同創歷史新高

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，預期美股短線續創史高，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	相對正向	上調	美歐關稅風險正逐步淡化，而在德國的財政支持下，預計歐洲經濟將在2026加速復甦，市場目前對德股成長性有低估嫌疑，並且法股估值也因政治動盪而被低估，故給予相對正向評等。
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	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。

降息激勵XBI強漲3.1%，生技牛市行情暢旺

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需求強勁，惟資本支出基期墊高，成長率放緩疑慮仍在，須注意市場敘事快速轉變的可能性，然以指數成分結構而言，巨頭占比高，盈利能力強勁估值尚且合理，隨著降息支撐，預計即使出現回檔也相對有限。
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	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。

如預期啟動降息，信用利差創下新低

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	建議須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，偏好中短天期、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。

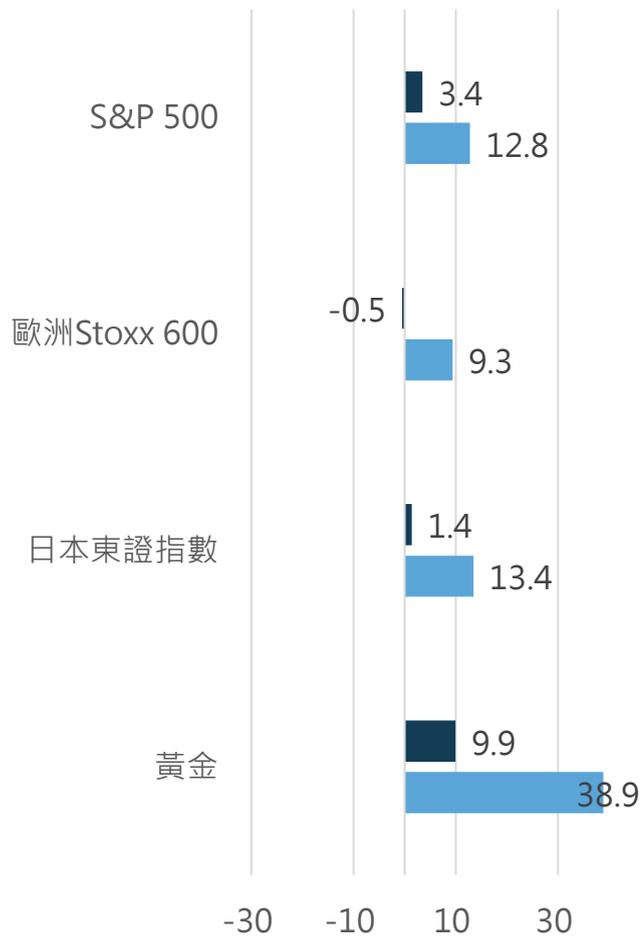
FOMC後降息預期略有收斂，DXY貶至96.21後回揚

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	FOMC顯示官員認為就業風險增加，但經濟預測仍下修失業率預估，點陣圖亦未如市場定價鴿派，料DXY短線震盪偏升，預估下週區間96.5~99.5，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	市場短期對Fed預期已偏樂觀，ECB定價年內降息機率也已降至2成以下，料歐元短期漲勢趨緩，預估下週歐元區間1.1550~1.1850，維持歐元相對正向評等。
日圓	相對正向	持平	BOJ於9/19召開貨幣政策會議，市場已定價將按兵不動，10月升息機率33.1%，聚焦BOJ總裁植田和男會後談話，但預期短線因日本政治動盪，10月升息可能性降低，預估下週日圓區間147~151，維持日圓相對正向評等
南非幣	相對正向	上調	南非聯合政府積極推動經濟改革、財政前景改善，加上南非央行有效控制通膨，加以貴金屬預期將隨Fed重啟降息持續走強，有望改善南非貿易條件，上調至相對正向評等。
澳幣	中性	上調	儘管RBA預計未來還有近3碼降息空間，然Fed即將啟動降息，加上中國反內卷政策有助於提振原物料價格走升，將澳幣評等由相對負向上調至中性，澳幣預估區間在0.65~0.68。
人民幣	中性	上調	儘管經濟下行壓力加大，然人行偏強調整中間價，且Fed即將啟動降息，有助於美中利差收斂，將人民幣評等由相對負向上調至中性，人民幣預估區間為7.00-7.20。

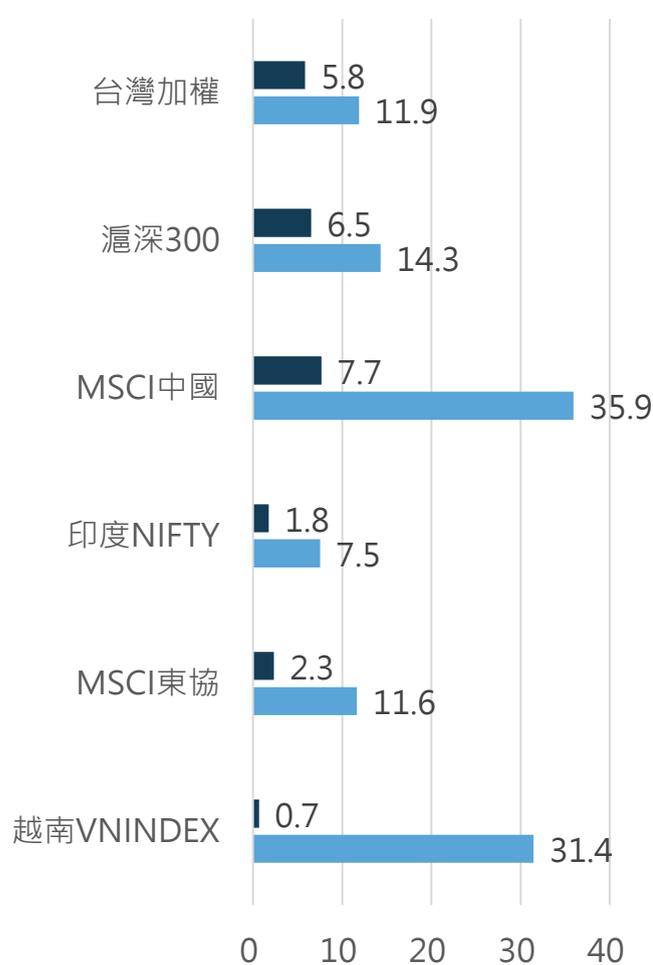
AI主題經久不衰，費半單週4.61%領漲全球

1M% YTD%

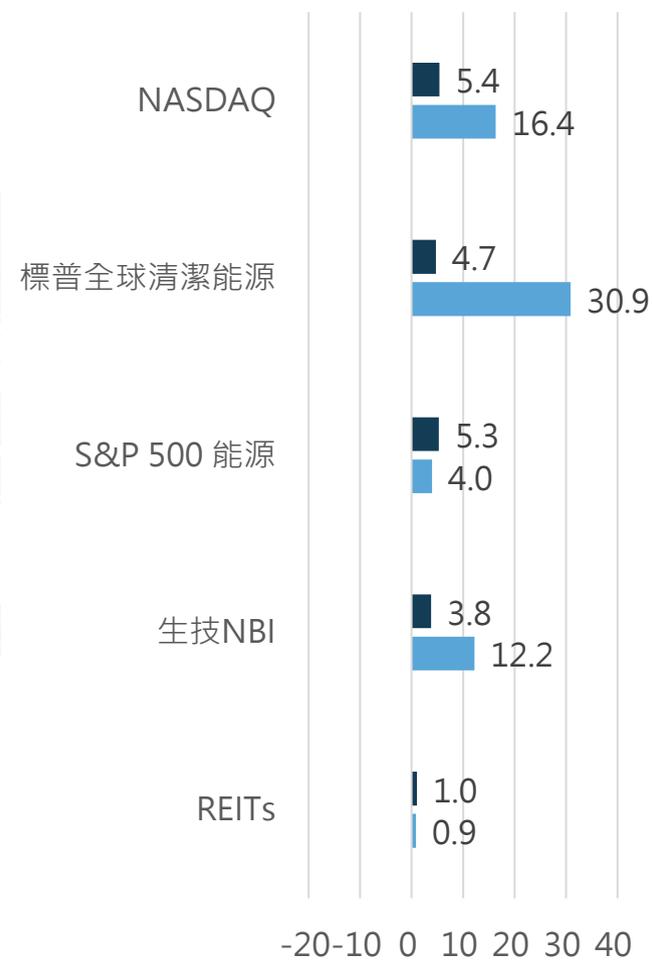
成熟市場股市&原物料



新興市場股市

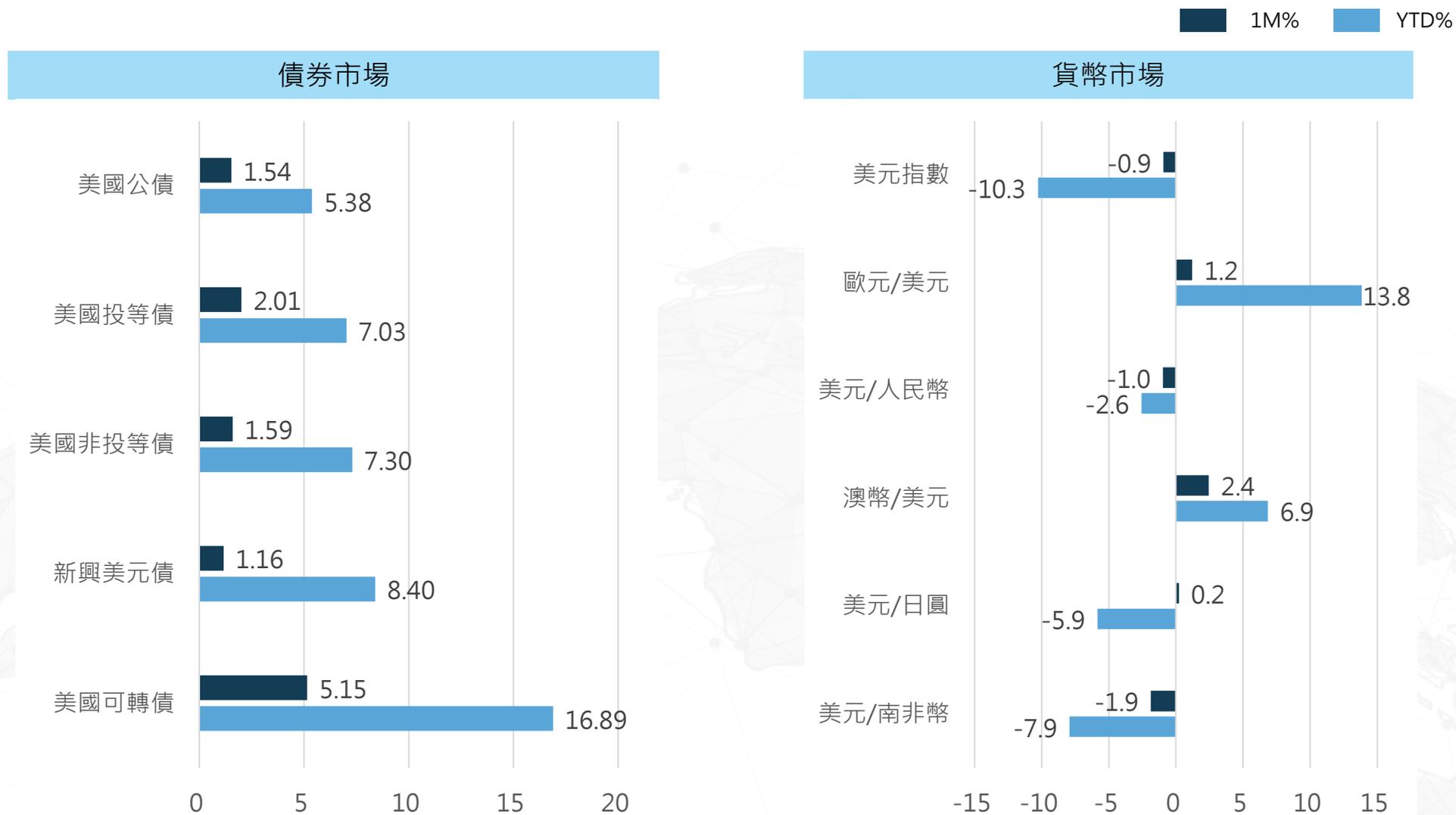


產業市場股市



降息循環再啟，弱勢美元押注升溫

指數變化

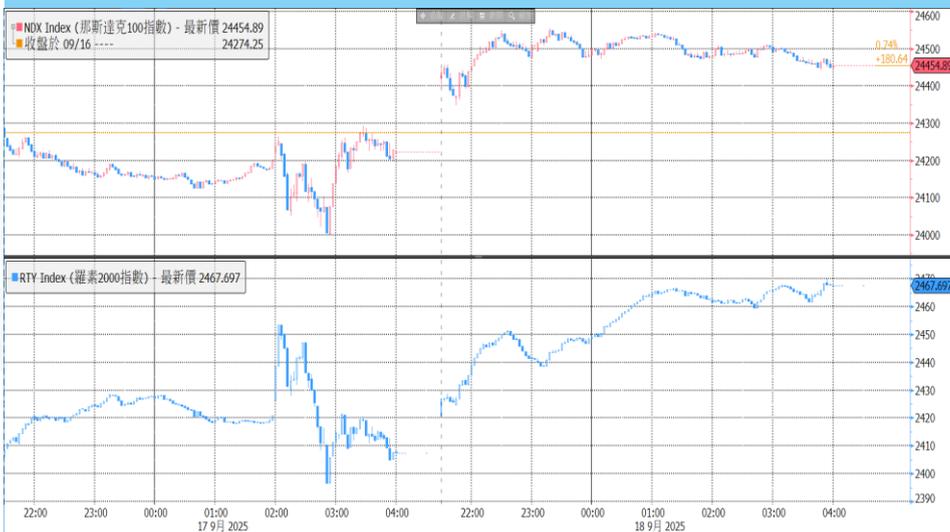


痛苦交易持續，美股中性

S&P 500指數在FOMC會議後收跌10個基點，盤中波動劇烈，幅度超過1%，反映市場對多重因素的糾結，包括中國與NVIDIA相關新聞及FOMC決策的影響。科技巨頭與AI主題股持續維持在年內高點附近，顯示市場目前缺乏可輪動的投資標的。從現在起，交易情況可能變得更不明朗，因為市場定位（CTA/系統化交易已滿倉）、企業即將進入回購限制窗口，季節性疲軟的窗口來臨，然而從9/18的走勢來看，市場可能並不在意，因為投資者可能會被逼入場，年底前的痛苦交易持續盛行。

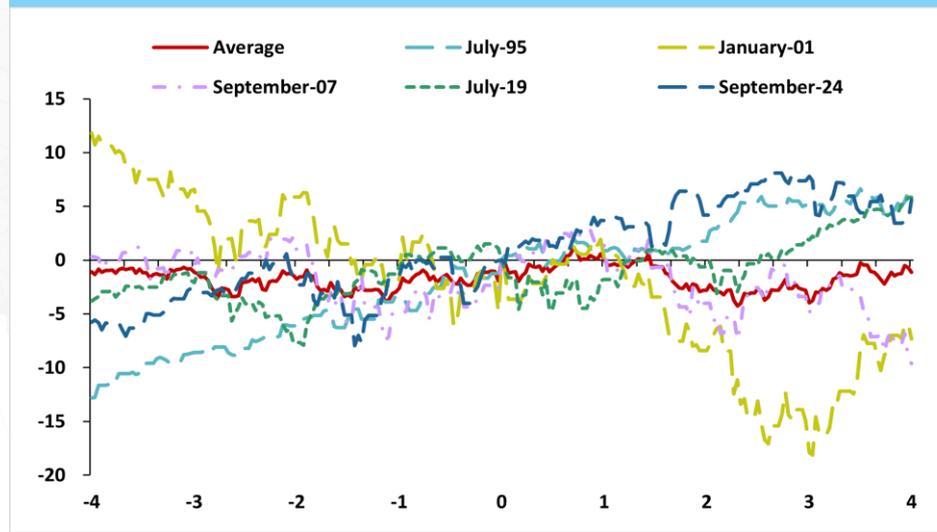
對於降息後的市場走勢，我們認為關鍵不在於降息本身（市場已大多消化此預期），而是市場對後續經濟前景的解讀。儘管就業市場有所放緩，消費數據依然穩健，信心調查等軟性數據也出現回升，市場對2026年的展望仍偏樂觀。唯一的隱憂是，S&P 500指數已觸及我們的目標價，預計年內上行空間不足，短期內將呈現箱型震盪走勢。

NDX、RTY，9/17-9/18日內走勢



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

降息前後股市表現



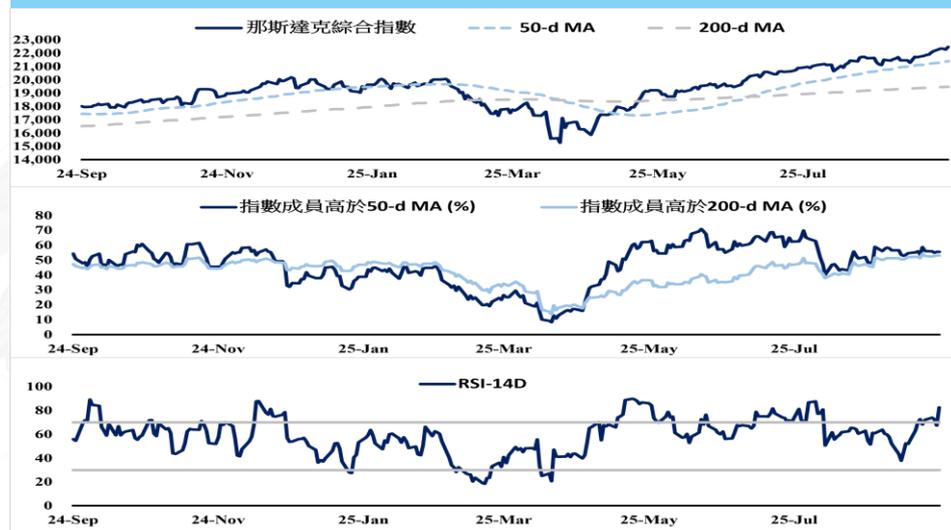
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

Nvidia與Intel宣布合作，科技中性

Nvidia與Intel宣布了一項聯合合作，共同開發多款定制數據中心和個人電腦產品。英偉達還同意以每股23.28美元的價格投資50億美元購買英特爾普通股（約5%股權）。對於數據中心，英特爾將打造定制的x86 CPU，英偉達將把這些CPU整合到其AI基礎設施平台中並推向市場。對於個人電腦，英特爾將開發並向市場提供整合英偉達RTX GPU芯片的x86系統級芯片（SOCs）。該合作聚焦於產品設計，目前沒有涉及英特爾代工業務的承諾。

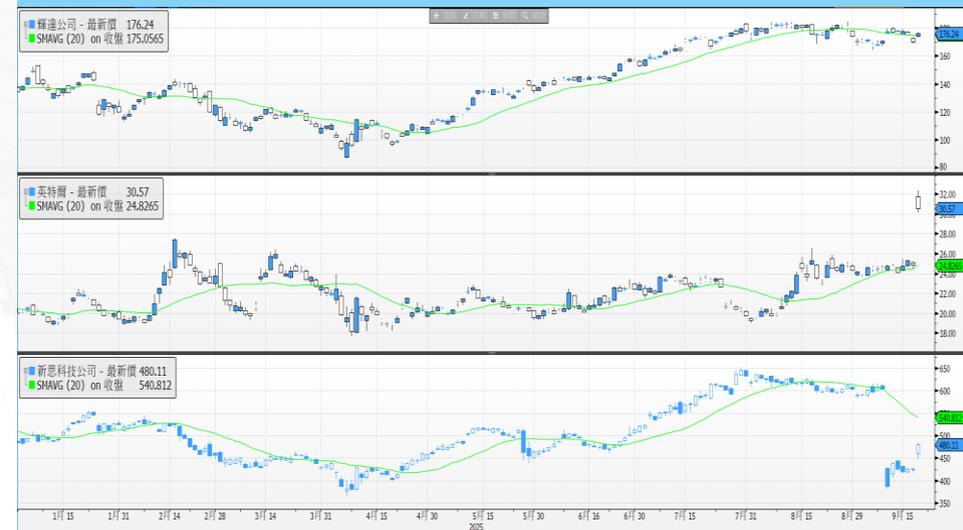
對Nvidia而言，此合作略為正面，有助於通過定制x86和ARM解決方案，鞏固其在企業客戶中的市場地位。對於上週才暴跌的Synopsys，這一消息有利，因市場恢復了對其關鍵客戶英特爾的信心，特別是在英特爾2026財年指引偏保守後。相反，該合作對AMD構成負面影響，可能在邊際上削弱其在企業服務器CPU市場的地位，並減緩其桌面市場份額的成長速度。同樣，ARM也受到負面影響，因投資者對其在數據中心市場份額成長速度的信心可能減弱。

那斯達克持續創下新高



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

Nvidia、Intel、Synopsys股價走勢



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

消費提振政策即將到來，財政寬鬆預期抬頭，維持相對正向

日本自民黨總裁競選將於9/22開始，目前已有5位候選人宣布參選(茂木敏充、林芳正、小林鷹之、高市早苗、小泉進次郎)，開票日則為10/4，此期間須留意各候選人的政見，這將極大程度影響秋季預算與BOJ升息壓力，而開票則採全規制，即第一輪中有人取得簡單多數則當選，若無則前兩名再選第二輪，隨後10月上旬自民黨總裁將以首相候選人身分再次於眾、參議院以同樣流程競選兩次(結果以眾議院為準)，最後日本國會在10月底前完成秋季預算編列。

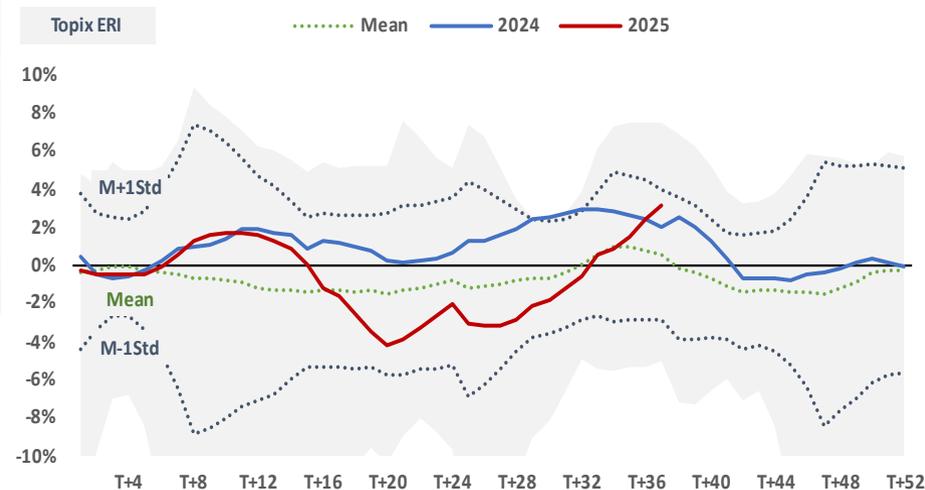
自9/3石破茂突宣辭職起，由於下一任前在自民黨潛在候選人皆具寬鬆傾向，日股的寬鬆財政預期如雜草般開始快速蔓延，根據日經與共同社民調，安倍派的高市早苗與改革派的小泉進次郎正以23%~28%的支持度遙遙領先，兩人皆支持減稅及發放現金等激勵措施，並且因自公聯盟接連丟失參眾議院過半席位，不僅使本次大選變得漫長，更導致新任自民黨總裁將被迫與更支持削減消費稅、汽油稅的在野黨合作，預估秋季補充預算的擴張已是定局，維持相對正向。

民調來看，高市與小泉已經鎖定下一任自民黨總裁

潛在/參選候選人	已宣布參選	2024自民黨首相選舉		8月日經民調			9月共同社民調		
		第一輪	第二輪	全體	自民黨	無黨派	全體	自民黨	無黨派
石破茂	N	20.9%	52.5%	8%	14%	5%	-	-	-
高市早苗	Y	24.6%	47.5%	23%	17%	23%	28.0%	15.7%	25.5%
小泉進次郎	Y	18.5%	-	22%	32%	21%	22.5%	36.0%	16.5%
玉木隆一郎	N	-	-	7%	0%	2%	-	-	-
河野太郎	N	0.4%	-	4%	5%	4%	6.1%	7.3%	-
野田佳泰	N	-	-	4%	0%	3%	-	-	-
林芳正	Y	0.9%	-	4%	5%	4%	11.4%	14.9%	-
小林鷹之	Y	0.8%	-	3%	5%	2%	3.6%	2.8%	11.5%
岸田文雄	N	-	-	2%	3%	1%	-	-	-
茂木敏充	Y	0.6%	-	1%	2%	0%	6.1%	8.6%	-

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

關稅底定與政策預期催化信心改善，ERI突破季節性



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

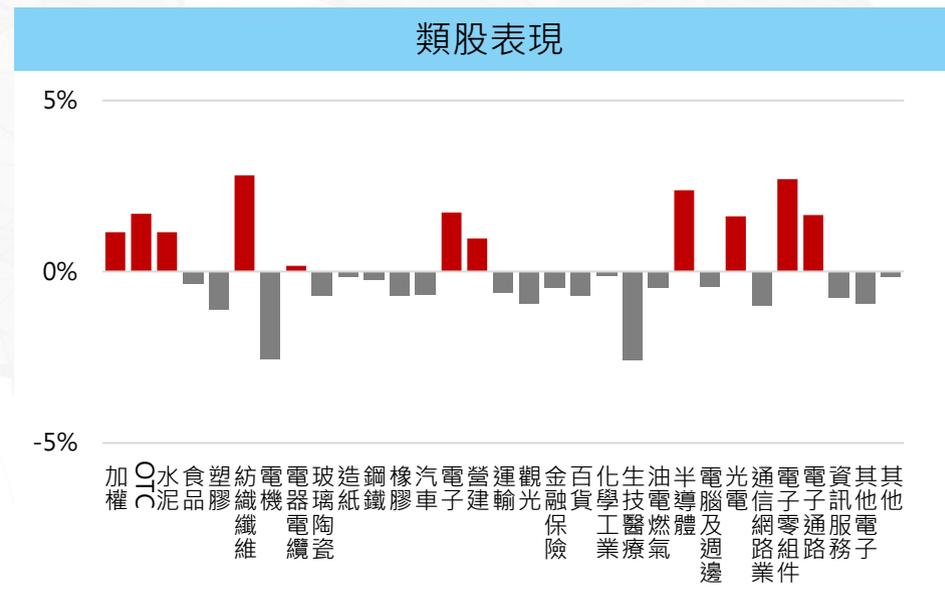
FOMC降息，美股充電，給予台股相對正向建議

上週台北股市在高檔震盪前進，指數進二退一，繼續穩站高岡。市場關注焦點在9/17的FOMC會議，市場普遍期待FED降息，而議論方向集中在美國就業市場出現的疲態，因此會前就有高達九成以上的人猜測FOMC將做成降息一碼的決議。結果一如市場預期，FED重啟降息循環，市場預期今年還有兩次的降息，為資金環境鬆綁。美股在此之前就持續偏多，台股一方面受到資金環境的推動，二方面延續甲骨文(ORCL US)的利多，谷歌(GOOG US)的Gemini移動應用的普及率持續飆升，推升谷歌股價揚升，市值衝破3兆美元。

總結而言，資金環境鬆綁，AI主流趨勢不變，且產業利多頻傳，資金又回流績優大型股，建議適當資金部位押注大型股，跟隨盤勢前進。



資料來源：Bloomberg · CMoney · 永豐投顧整理



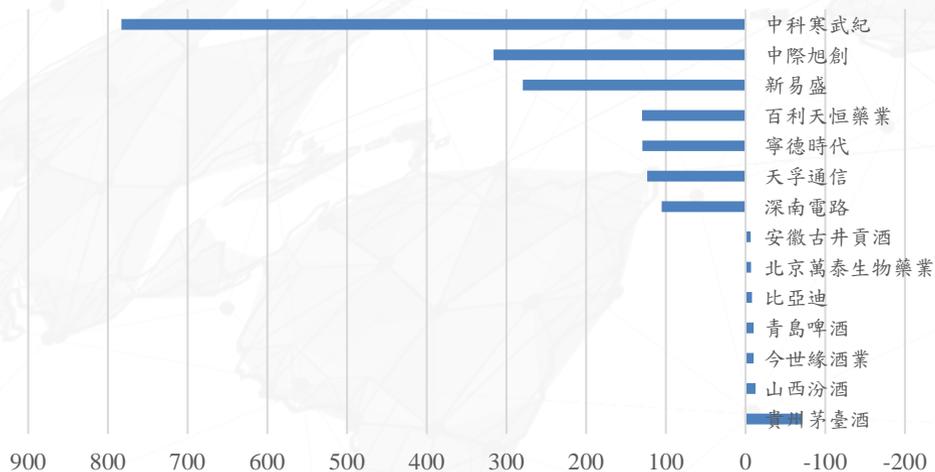
AI類股持續領漲中國，不畏實體經濟疲軟，維持相對正向

中國8月經濟指標延續疲弱走勢，零售銷售年增3.4%，較上月微幅減弱，政策面補貼(舊換新)刺激效果趨於鈍化，而9月新上路借貸補貼利息政策上路，可觀察後續效果；失業率較上月些微上升為5.3%；今年累積至8月之固定投資年增為0.5%，低於預期1.5%，投資意願未見好轉；房屋價格勢，二手屋仍有較大跌幅，整體房市持續疲軟，消費支出持續呈壓。受川普關稅和反內捲影響，工業生產年增率較上季下降為5.2%，出口占比高的資通訊、電機與紡織品等產業別持續放緩，惟採礦產業上升。

此波的牛市由估值重估與AI驅動，雖不同版塊仍有分化，但指數受到半導體與AI板塊類股激勵，不畏實體經濟數據低迷，續創新高。寒武紀受惠國產自研AI晶片，以及AI伺服器之傳輸規格的硬件升級，整體科技板塊具有穩健基本面與技術能力支持。滬深300與MSCI中國估值(NTM P/E)分別為14.7倍與13.5倍，仍低於歷史牛市的20倍，加上中美關稅的不確定性逐步降低，整體對A股與H股長期仍持續看好。

AI 科技股持續上揚，傳統消費板塊呈壓

自今年四月，貢獻滬深300大盤之點數



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

滬深300與MSCI中國 自四月累積報酬約30%



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

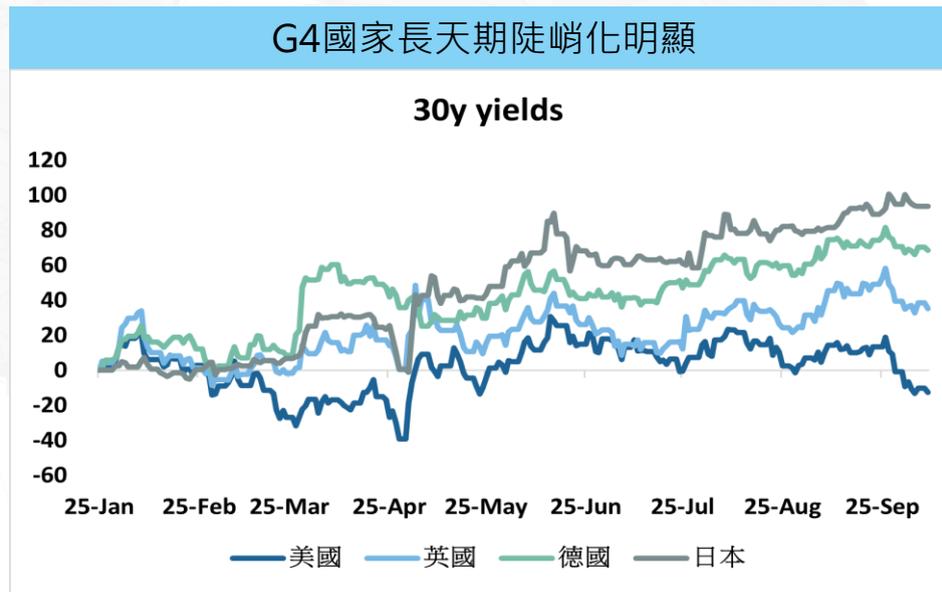
G4國家長天期陡峭化，投資等級債維持正向評等

2025年9月初以來，市場對長期殖利率上升的擔憂已轉為美國經濟數據疲軟與Fed政策路徑的重估。在龐大赤字環境下，近期通膨緩解與降息空間擴大，降低長期風險溢價。FOMC上，2025年利率點陣圖中位數顯示降息3碼，與我們的預期相同，市場定價的美國短天期也基本符合我們的預期，預期2026年經濟成長改善，短天期風險報酬平衡。儘管勞動市場疲軟，利率市場反映鴿派政策，從跨資產視角看，成長定價韌性強，衰退恐慌未增。

然而市場訂價以考慮到明年降息幅度，終端利率若要低於3%，需要更疲軟的經濟數據。長天期殖利率上漲為2025年全球債市現象，G4國家長天期陡峭化明顯，德國與日本漲幅最大。赤字、通膨風險與需求轉變將維持高殖利率。美國長期端無獨特風險溢價，顯示市場平靜應對Fed獨立性疑慮，但潛在風險未定價。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

市場持續Risk-on，非投資等級債相對保守，維持相對正向

債券市場-非投等債

HY市場目前處於風險偏好模式，但對週期性行業的投資興趣尚未顯著回暖，第三季度尤為明顯，包裝、化工和消費品等行業持續低迷，而製藥和無線通信等防禦性行業表現較佳。相較之下，IG市場因分散度低，週期性行業表現未見顯著分化。儘管貨幣政策寬鬆前景和低衰退風險讓投資者對勞動市場疲軟持樂觀態度，但不願承擔週期性風險顯示市場仍保持謹慎。然而，隨著2026年關稅影響減弱，以及寬鬆貨幣政策、去監管化和擴張性財政政策的推動，經濟增長有望加速。

美國HY和槓桿貸款市場的違約情況顯示，不良債務交換持續主導違約組成。過去12個月，HY市場違約率為3.6%，槓桿貸款市場為5.6%，但排除不良債務交換後，違約率分別降至0.9%和2.3%。截至8月底，高收益市場22起違約中有15起為不良債務交換，槓桿貸款市場39起違約中有24起屬此類。相較於法庭內重組，負債管理操作的回收率顯著更高，過去18個月優先無擔保債權的平均回收率達60%，而硬性違約僅為28%。這表明負債管理操作在當前市場環境下為債權人提供了更高的價值保護，成為企業應對財務壓力的主要方式。

非投等債利差並未創下新低



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

IG、HY行業內週期性行業表現不一



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

FOMC未太過鴿派，DXY貶至96.21後回升，維持相對負向 ECB淡化降息必要性，歐元升至1.1919，維持相對正向

貨幣市場-
美元&歐元

9月FOMC宣布降息一碼，符合市場預期，聲明中刪除就業市場狀態保持穩固文字，點陣圖顯示官員預估2025~2027年分別降息3、1、1碼，另上週初請失業金人數意外下降3.3萬人至23.1萬人，本週稍早市場降息預期擴大，DXY於9/17貶至低點96.21，FOMC後降息預期收斂，DXY收復部分跌幅，終場DXY收貶0.19%於97.35。展望後市，FOMC顯示官員認為就業風險增加，但經濟預測仍下修失業率預估，點陣圖亦未如市場定價鴿派，料DXY短線震盪偏升，預估下週區間96.5~99.5，維持美元相對負向評等。

歐元區8月HICP由2.1%下修至2.0%，然ECB官員Kazimir表示不應在通膨略為偏離目標的情況下調整政策，使市場對ECB降息預期保持低檔，目前OIS定價年內降息機率16%。帶動歐元於9/17升至1.1919，隨後美元跌幅收斂，歐元回吐部分升幅，終場週線收升0.46%於1.1788。展望後市，近期市場對歐美央行基調差異為歐元短線走勢帶來支持，惟市場短期對Fed預期已偏樂觀，ECB定價年內降息機率也已降至2成以下，料歐元短期漲勢趨緩，預估下週歐元區間1.1550~1.1850，維持歐元相對正向評等。

FOMC未激勵降息預期，DXY貶至96.21後回揚



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

ECB維持謹慎基調，歐元一度升破1.19



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

日圓於BOJ前夕貶破148，維持相對正向評等

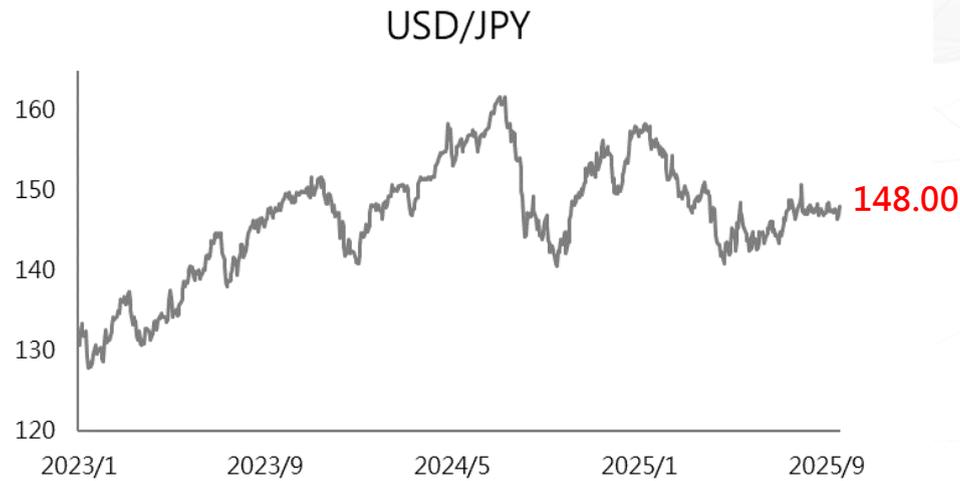
南非經濟改革助力，南非幣升至17.25，上調相對正向評等

貨幣市場-
日圓&南非幣

日本8月出口年增率由-2.6%回升至-0.1%，優於預期的-2.0%，7月核心機器訂單月增率由3.0%降至-4.6%，低於預期-1.5%，經濟數據好壞參半。本週稍早美元走弱帶動日圓上揚，然BOJ會議前夕市場轉趨謹慎，日圓再度走貶至148.27，終場日圓週線貶值0.53%至148.00；展望後市，BOJ於9/19召開貨幣政策會議，市場已定價將按兵不動，10月升息機率33.1%，聚焦BOJ總裁植田和男會後談話，但預期短線因日本政治動盪，10月升息可能性降低，預估下週日圓區間147~151，維持日圓相對正向評等。

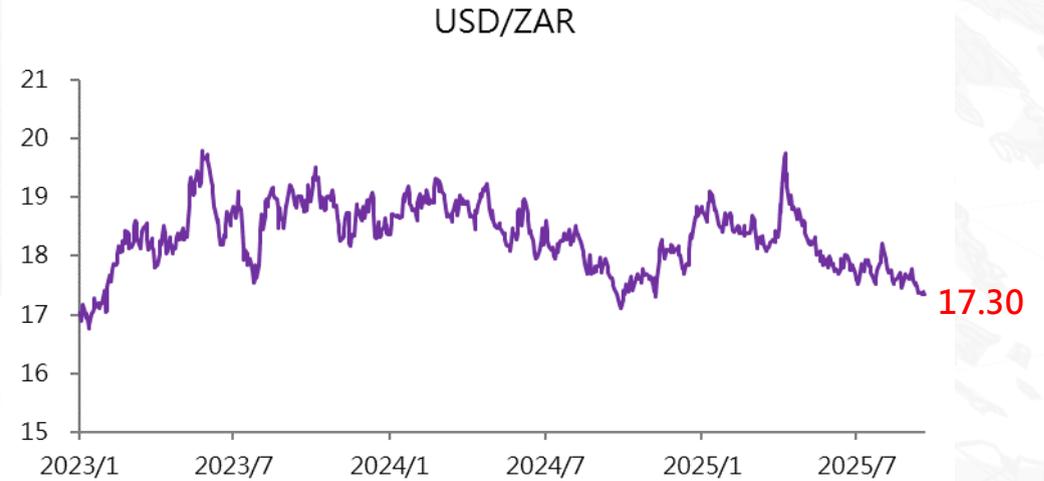
美國就業市場明顯放緩，加以通膨數據大致符合預期，且9月FOMC會議如預期降息1碼，市場對Fed降息維持樂觀預期。南非聯合政府積極推動經濟改革、財政前景改善，加上南非央行有效控制通膨，儘管南非面臨美國對其出口商品徵收30%關稅壓力，主要影響農業和汽車業，但由於在股市占比不到指數的2.0%，仍吸引外資資金流入，激勵南非幣走升至17.25，終場週線升值0.07%至17.30。展望後市，貴金屬預期將隨Fed重啟降息持續走強，有望改善南非貿易條件，上調至相對正向評等。

市場聚焦BOJ會議，日圓再度貶破148



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

經濟改革+貴金屬前景看俏，激勵南非幣走揚



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

AI翻轉核能前景

隨著人工智慧與數據中心帶動電力需求急遽上升，核能再次受到重視，成為滿足基載電力與高可靠性需求的重要選項。到 2035 年，美國數據中心將消耗全國 8.6% 的電力，高於當前的 3.5%。核能產業已與數據中心業者宣布超過 32GW 的合作容量，顯示市場興趣漸增。各國政府態度也趨於友善，美國設定到 2050 年核能裝置容量達 400GW 的目標，英國則放寬核電廠選址並支持小型模組化反應爐，兩國皆加入 COP28 對全球核能容量翻三倍的承諾。

不過，核能復甦仍面臨挑戰。當前新增與退役反應爐速度幾乎持平，產業整體停滯，但 2025 至 2028 年間預期將有一波新容量上線，特別是在中國，受惠於國家支持與成本優勢。未來發展關鍵在於小型先進反應爐，可望以較低成本與快速部署推動規模化；另一方面，雖然核融合尚未達到淨能量輸出，但資金大量湧入，自 2022 年以來相關新創已募資 67 億美元，其中三分之二流向核融合領域。整體而言，人工智慧需求與政策支持正使核能走向「謹慎但穩定」的成長之路。

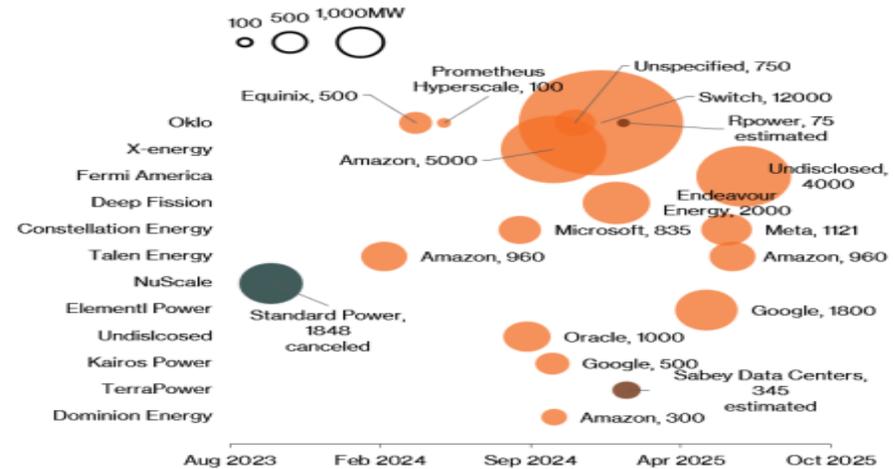
清潔能源領導者指數表現強勁



資料來源：Bloomberg

美國與資料中心和人工智慧相關的核能電力投資公告

US nuclear fission power announcements tied to data centers and AI



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。