永豐銀行
Bank SinoPac

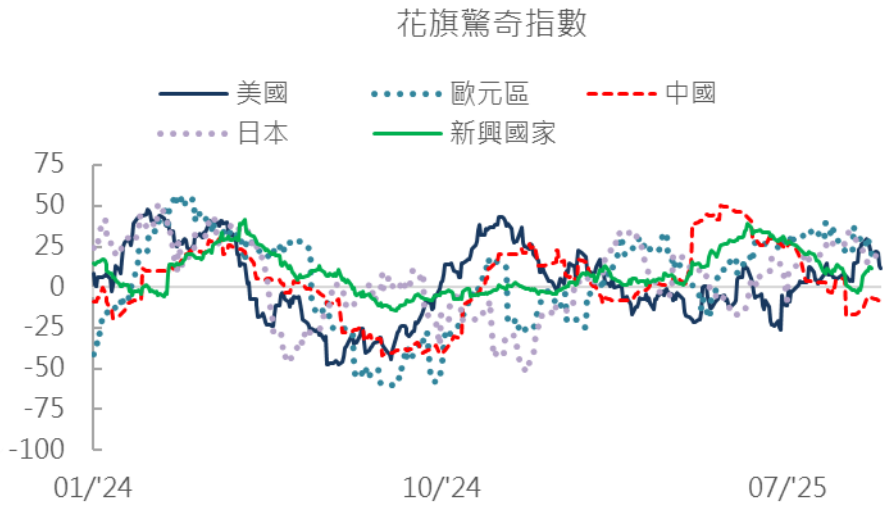
2025/10 市場展望

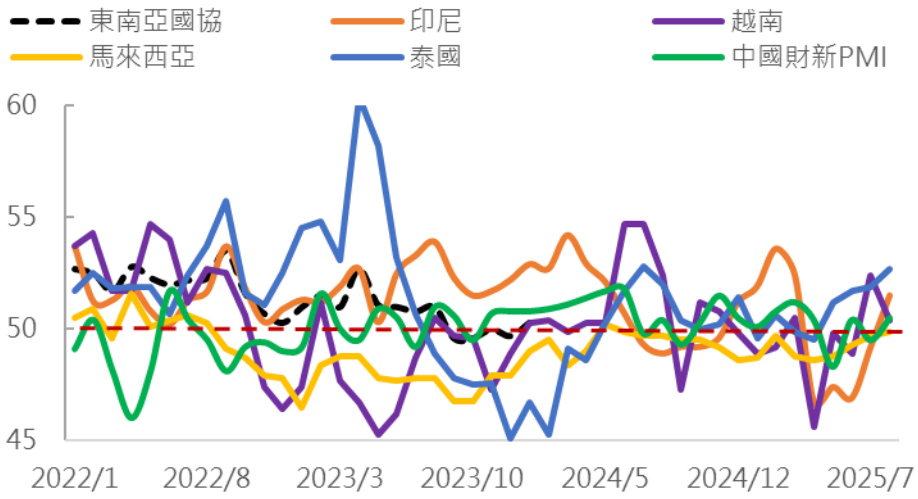
Fed重啟降息
美股續創歷史新高

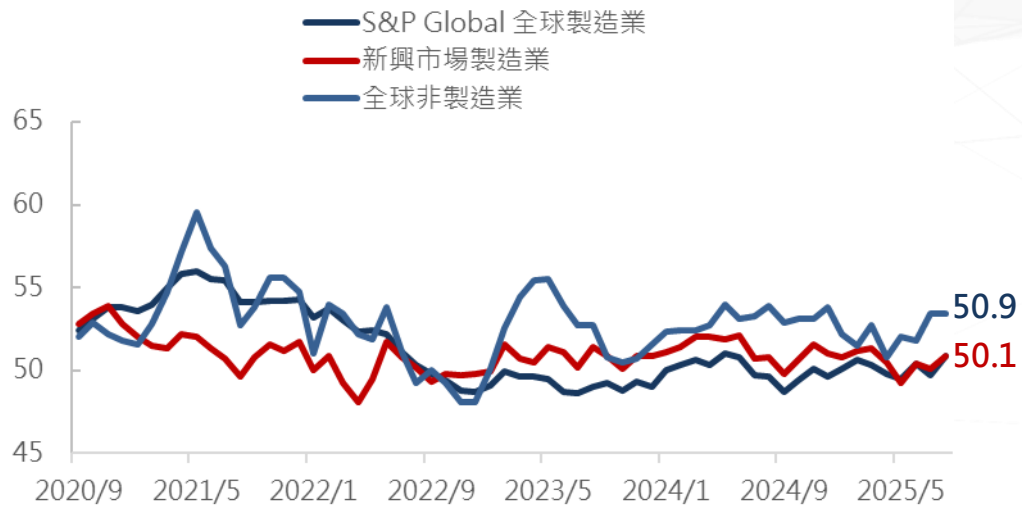
全球景氣解析 p.2
重要市場展望 p.9
投資評等 p.19

翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life.

貿易不確定性下降，全球景氣韌性超預期



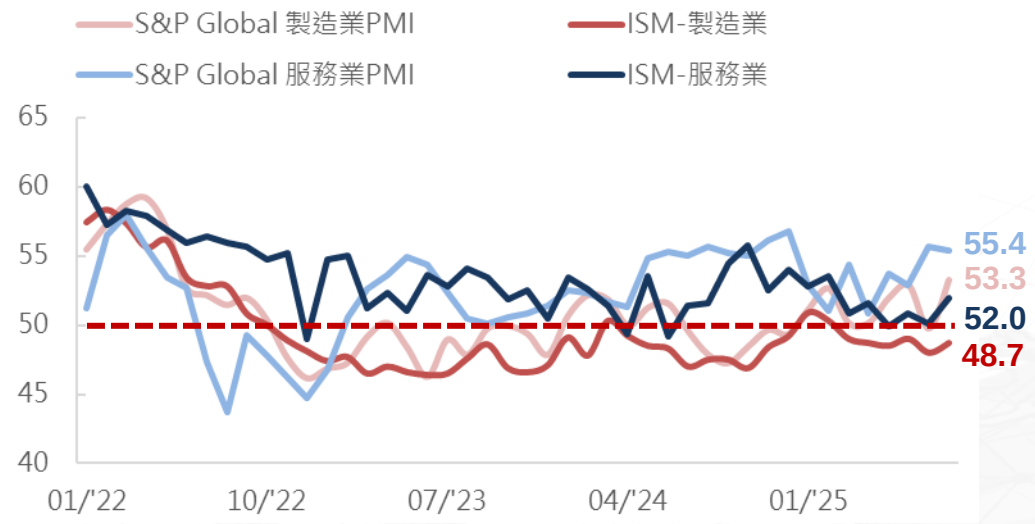


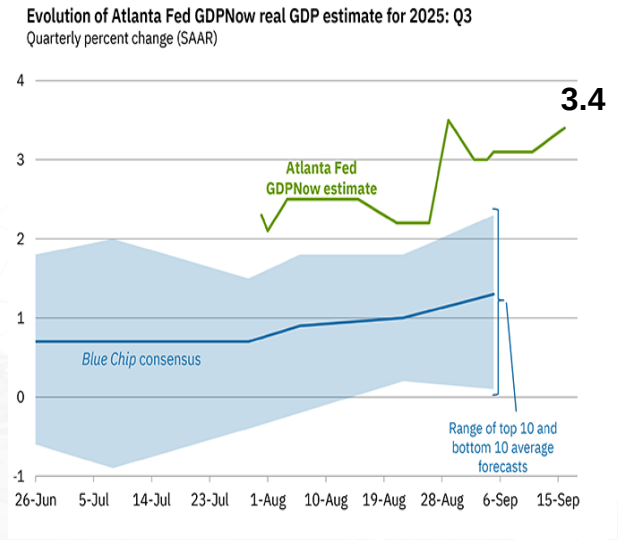


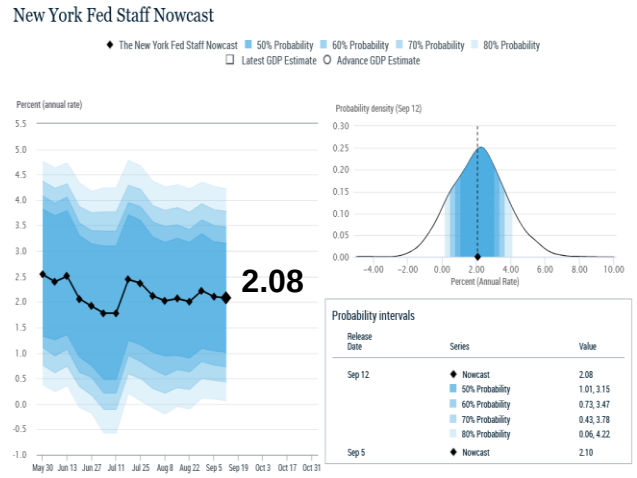
S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	53.0	50.7	49.8	50.4	47.0	49.7	53.0	59.3
服務業	55.4	50.7	50.1	49.7	53.6	53.1	55.8	65.6
綜合	55.4	51.1	50.9	49.8	53.0	52.0	55.5	65.2
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

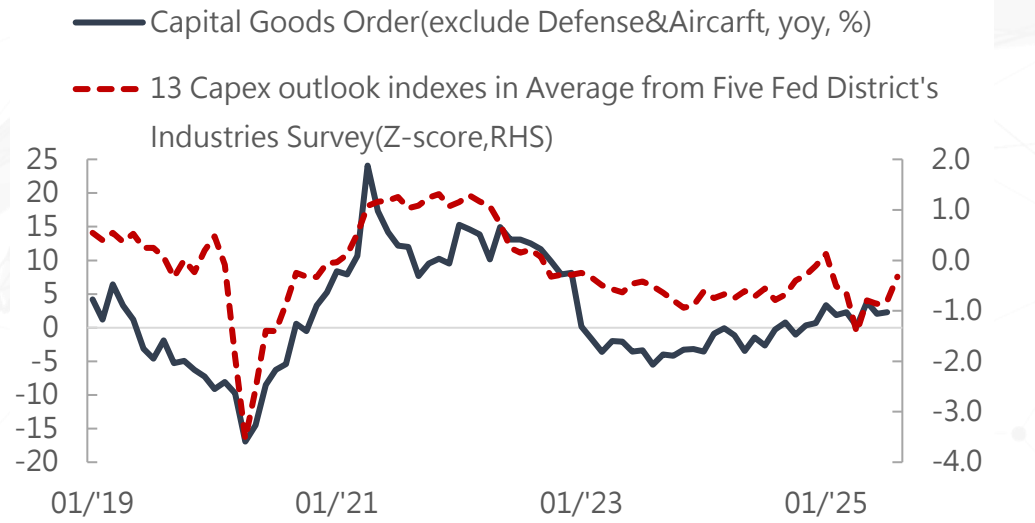
資料來源：Citi, S&P Global，Bloomberg，永豐投顧整理

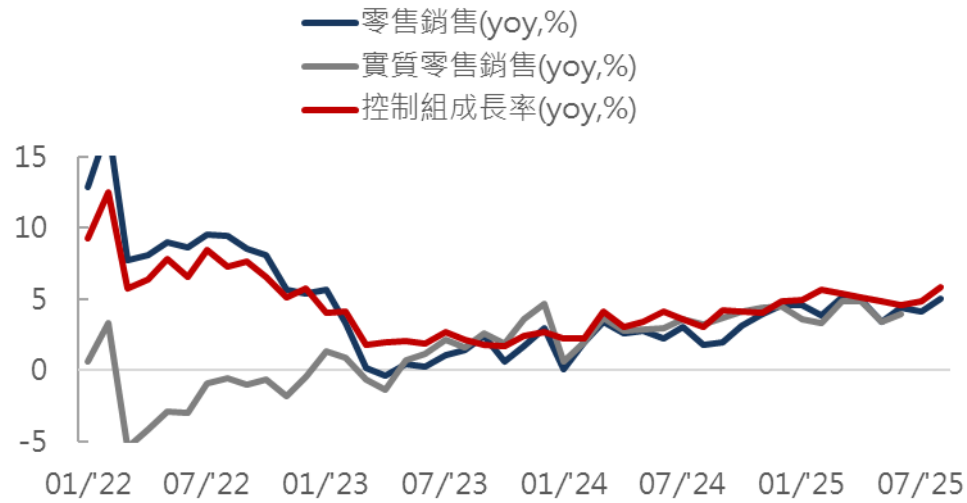
美國服務業意外加速擴張，CAPEX改善，消費韌性超預期





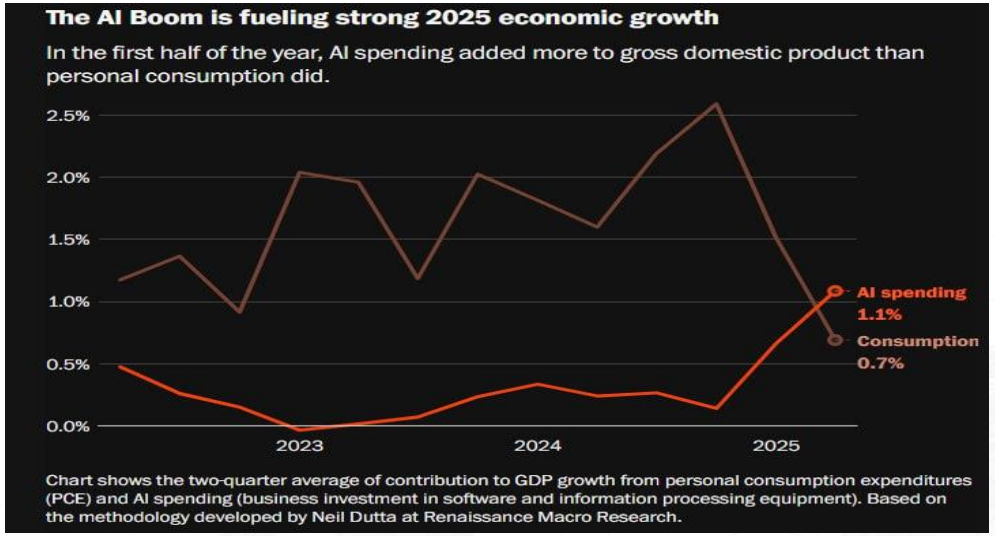


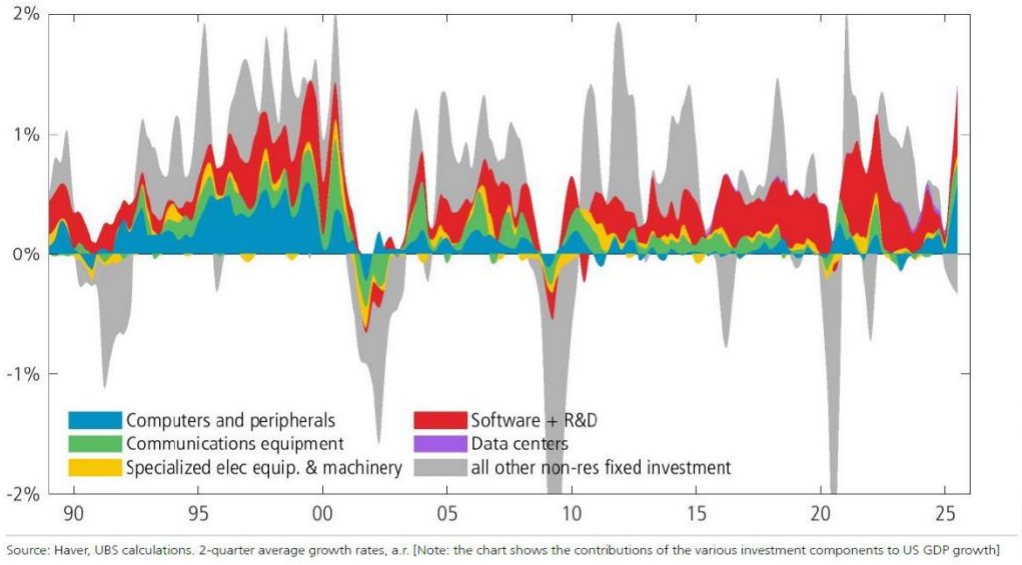


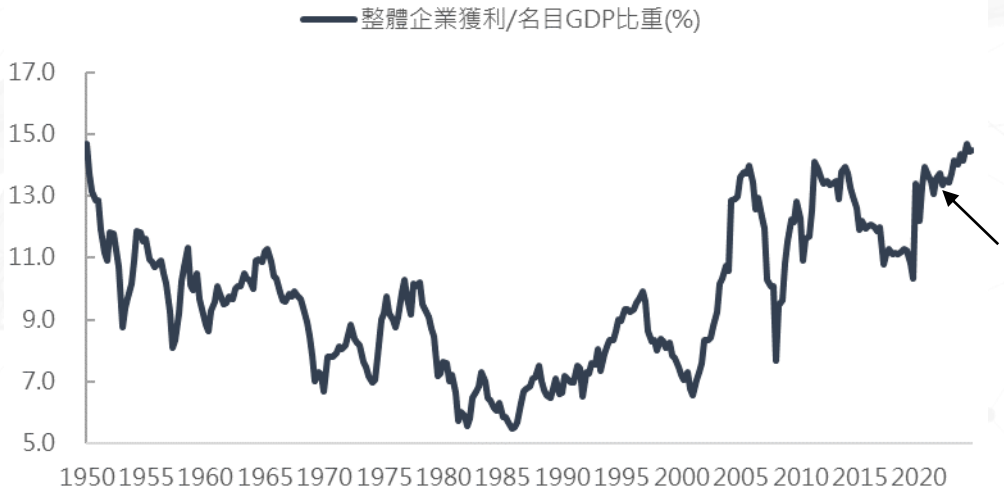


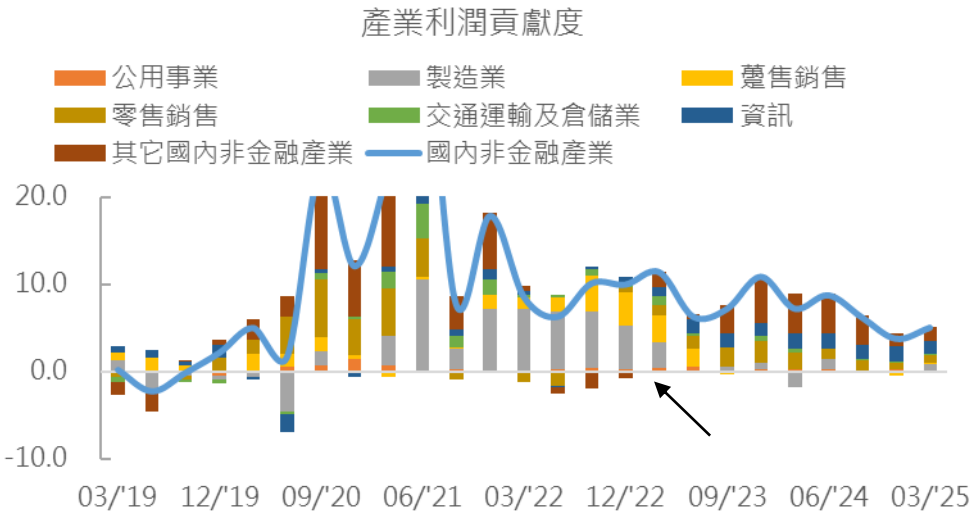
資料來源：Census, FRB Atlanta, FRB NY, FRB Chicago, ISM, S&P Global，永豐投顧整理

AI投資正在提高對美國經濟的貢獻幅度



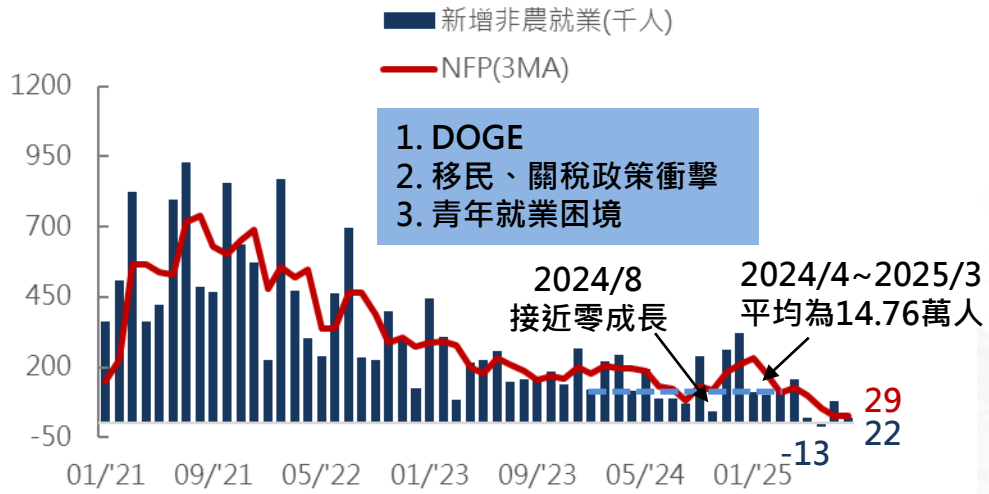


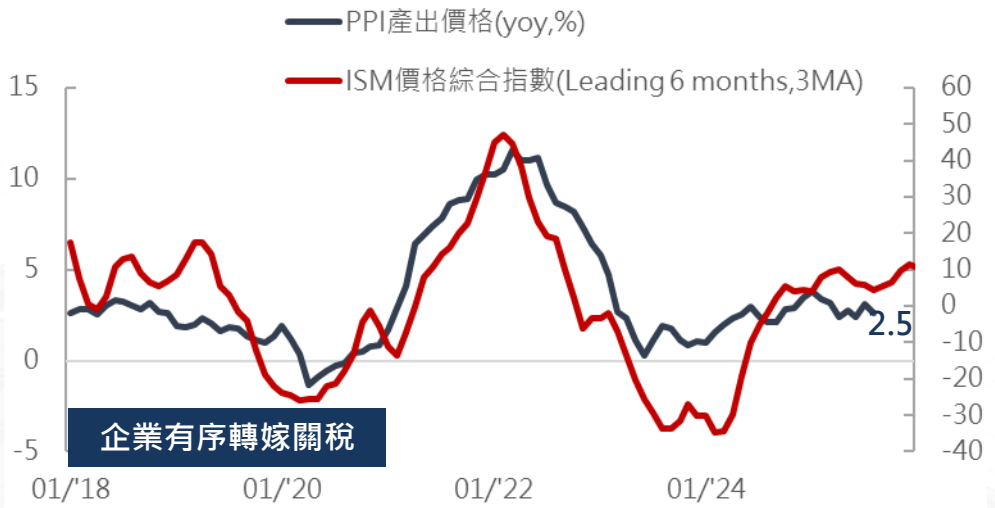


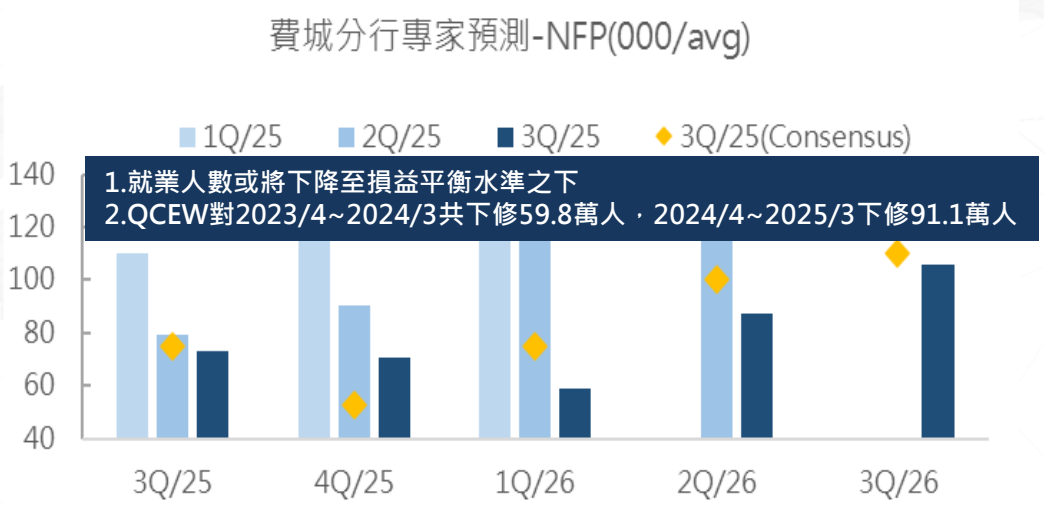


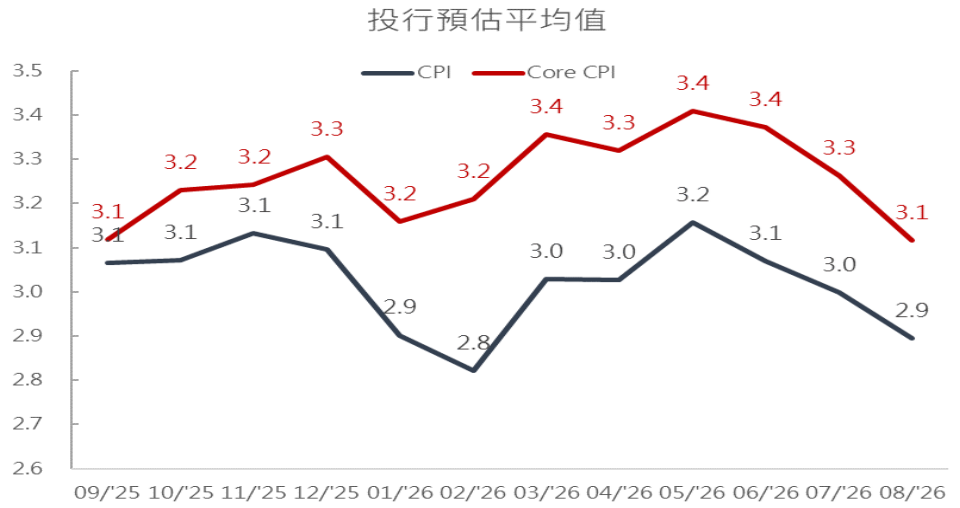
資料來源： BEA, LSEG, UBS，永豐投顧整理

就業市場未來兩季持續收縮，核心通膨在1H/26觸頂後回落









資料來源：BLS, Bloomberg，永豐投顧整理

就業不再穩固，Fed預防性降1碼，年內共3碼

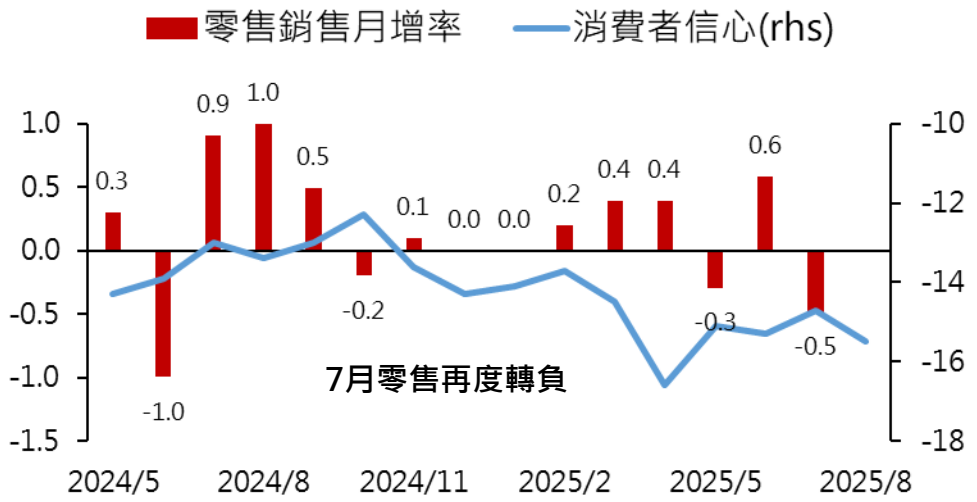
- 會議決策：FOMC以11票贊成1票反對調降政策利率1碼至4.00%~4.25%，理事Miran支持降2碼。維持每月削減公債50億美元、350億美元MBS，每月縮減購債金額為400億美元。
- 經濟展望：
  - 降關稅、AI投資熱絡：預估2025年~2027年GDP (4Q/4Q) 為1.6%(+0.2 p.p.)、1.8%(+0.2 p.p.)、1.9%(+0.1p.p.)；
  - 就業放緩風險應可控：預估2025年~2027年失業率為4.5%(+0.0 p.p.)、4.4%(-0.1 p.p.)、4.3%(-0.1 p.p.)；
  - 關稅通膨消退：2025年整體與核心PCE分別為3.0%、3.1%，2026年上調0.2 p.p.至2.6%，2027年至2028年回2%；
  - 利率點陣圖：2025年至2027年利率中位數相比6月預測各下降1碼至3.625%、3.375%以及3.125%，2024年至2027年的降息週期幅度為4311，共9碼。
- 政策展望：夏季時的通膨報告顯示企業正以有序方式的轉嫁，Fed評估不再穩固(Solid)，預示未來更為偏離充分就業狀態，支持Fed回到中性利率水準，預期10月、12月以及2026年1月會議逐次降息1碼，FFR利率將落在3.25%~3.50%。

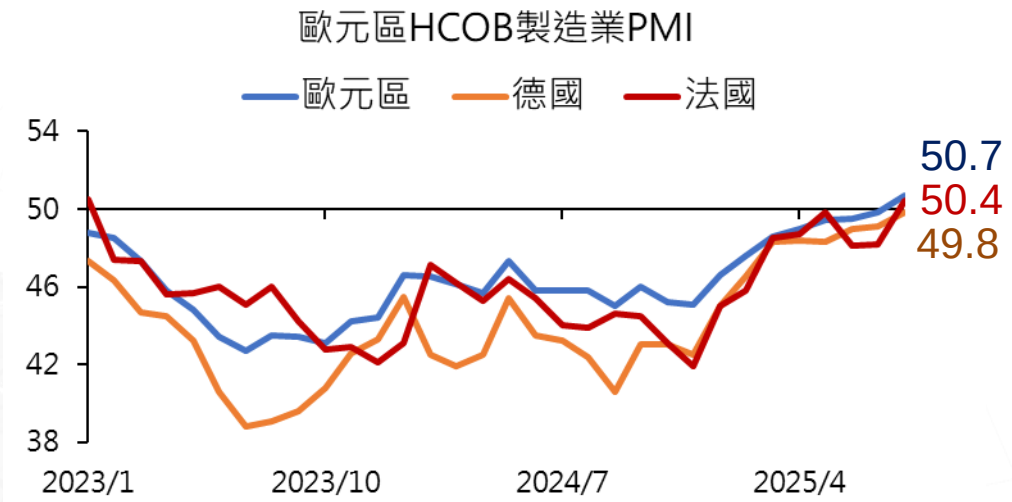
Variable(Unit: %).	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Jun. projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
Jun. projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Jun. projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation	3.1	2.6	2.1	2.0	-
Jun. projection	3.1	2.4	2.1		-
Fed Fund Rate	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0
Jun. projection	3.875	3.625	3.375		3.0

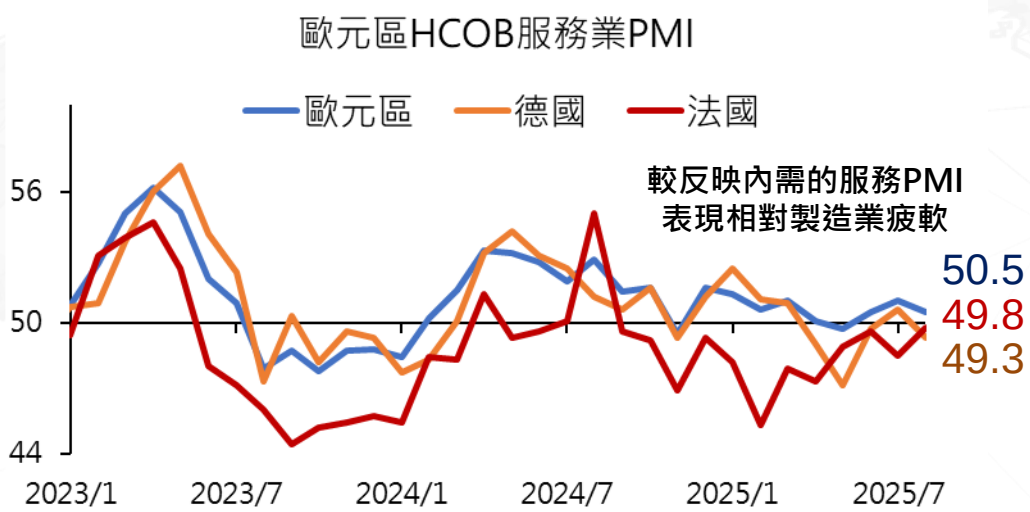
Fed降息碼數預估(上緣).	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2025 end	1Q26	2Q26
UBS	4.50	1	3	4	3.50	0	0
Citi	4.50		2	3	3.75	2	0
Wells Fargo*	4.50		2	3	3.75	0	0
GS	4.50		2	3	3.75	1	1
JP Morgan	4.50		2	3	3.75	1	0
Barclays	4.50		1	2	4.00	1	1
MS	4.50		1	2	4.00	1	1
SinoPac	4.50		2	3	3.75	1	0

資料來源：Federal Reserve，各大投行研究報告，永豐金控整理

德國財政擴張帶動，歐元區全年預估1.2%







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				0.2	0.2	1.2

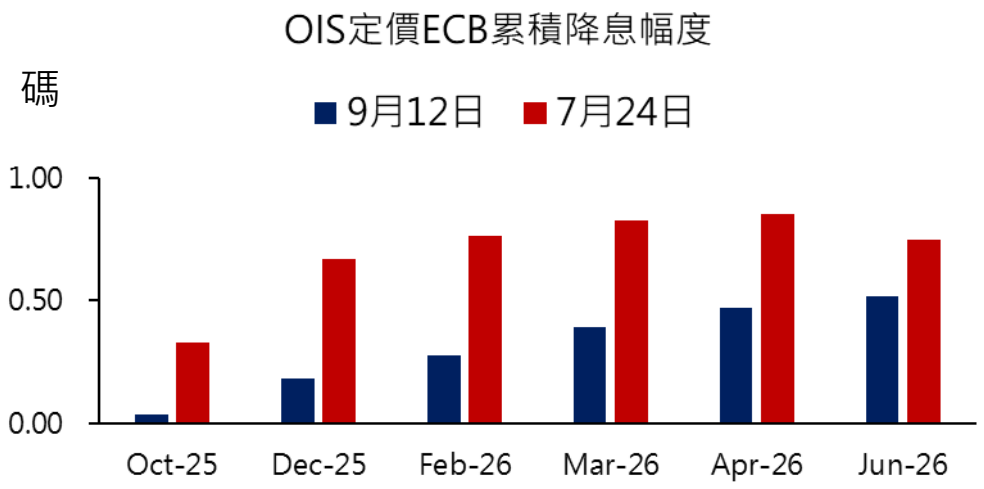
資料來源：Bloomberg，永豐金控整理；

ECB 7月、9月暫停降息，預期12月降最後1碼

•會議決策：ECB 9/11如預期按兵不動，將存款利率維持於2.00%，已連續2次會議暫停。聲明指出目前通膨位於2.0%中期目標附近，ECB對通膨前景的評估基本上保持不變。

•經濟預測：Lagarde會後表示目前貨幣政策處於良好狀態，因目前中期展望符合目標，潛在通膨指標與2%目標一致，同時經濟展現韌性，風險也較為均衡，ECB將依賴數據逐次會議決定。關稅方面，因達成貿易協議，歐洲對美國關稅報復風險、貿易不確定性均已較6月降低；

•政策展望：政策利率已達到上次ECB內部對中性利率預期區間(1.75%~2.25%)的區間中點，距離下緣尚有1碼降息空間，考量11月後歐元區通膨將有望再度降至2%以下，且ECB仍有降息空間，研究處維持ECB於10月暫停降息，12月降息最後一碼看法，終端利率估1.75%。

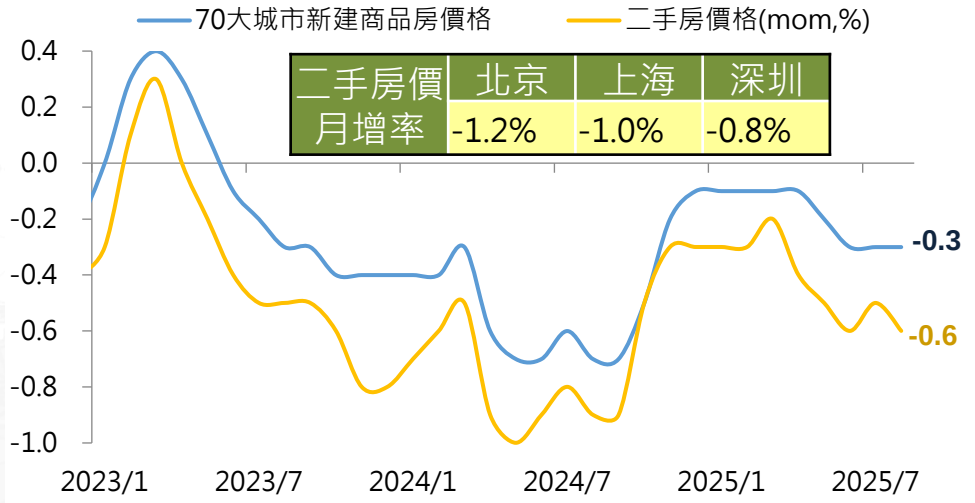


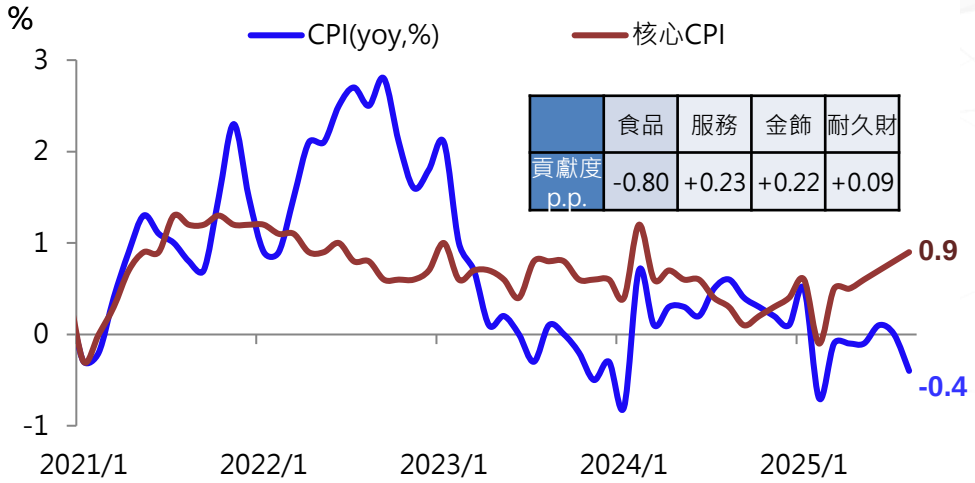
歐元區	GDP成長率(%)			HICP年增率(%)		
ECB 預測	2025	2026	2027	2025	2026	2027
6-Mar	0.9	1.2	1.3	2.3	1.9	2.0
5-Jun	0.9	1.1	1.3	2.0	1.6	2.0
12-Sep	1.2	1.0	1.3	2.1	1.7	1.9

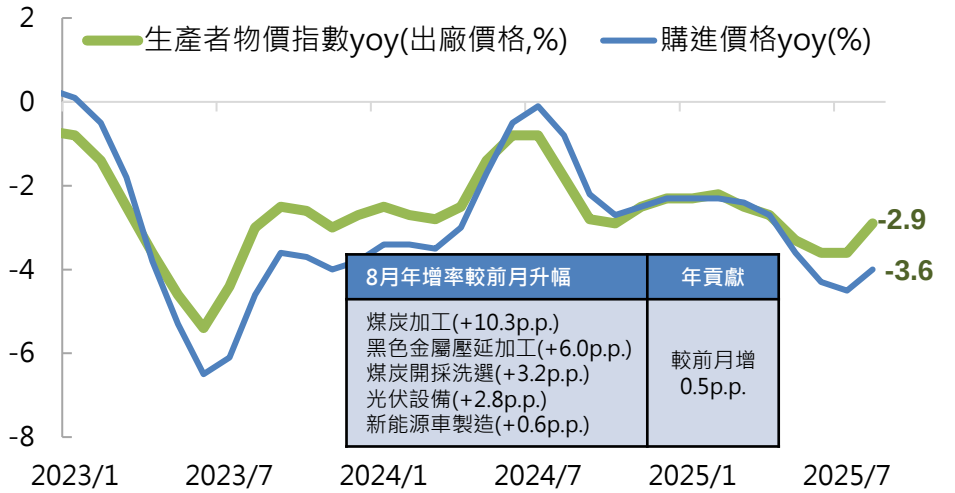
資料來源：ECB、Bloomberg，永豐金控整理；

北京上海放寬限購，然房價跌幅仍繼續擴大

	原限購區	目前限購區	資格	其他
北京 8/9	全區	五環內	京籍 社保或個所稅滿2年以上	房貸額度提高 首付比降至30%、 公積金支付頭期款
上海 8/26	全區	外環內	滬籍 個稅滿1年	降低房產稅 下調房貸利率 公積金支付頭期款
深圳 9/5	福田、南山、保安、羅湖、龍崗、龍華	福田、南山及寶安新安街道	深圳戶籍	熱區非戶籍能買兩房 郊區無設限
廣州	2024/9/29全面取消限購			

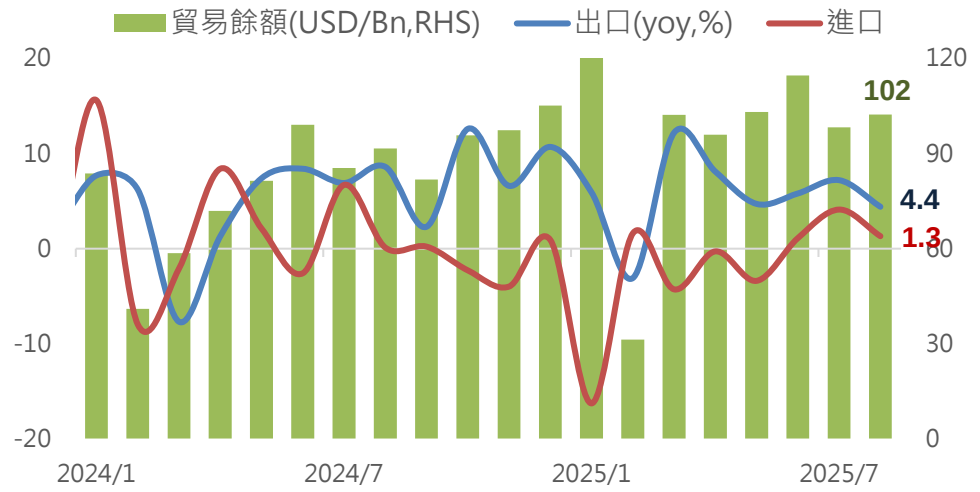


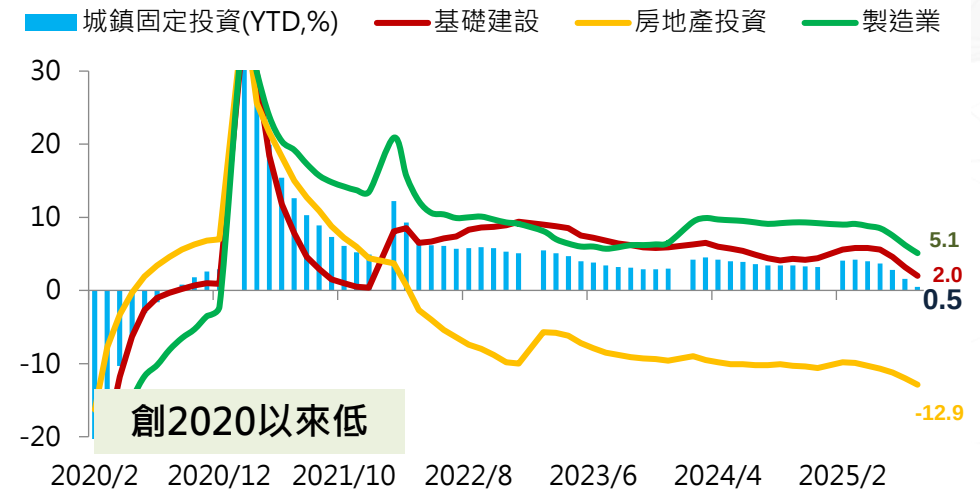




資料來源： Bloomberg, Wind，永豐投顧總經研究處整理

中國8月內外需不振，投資增速創2020以來最低



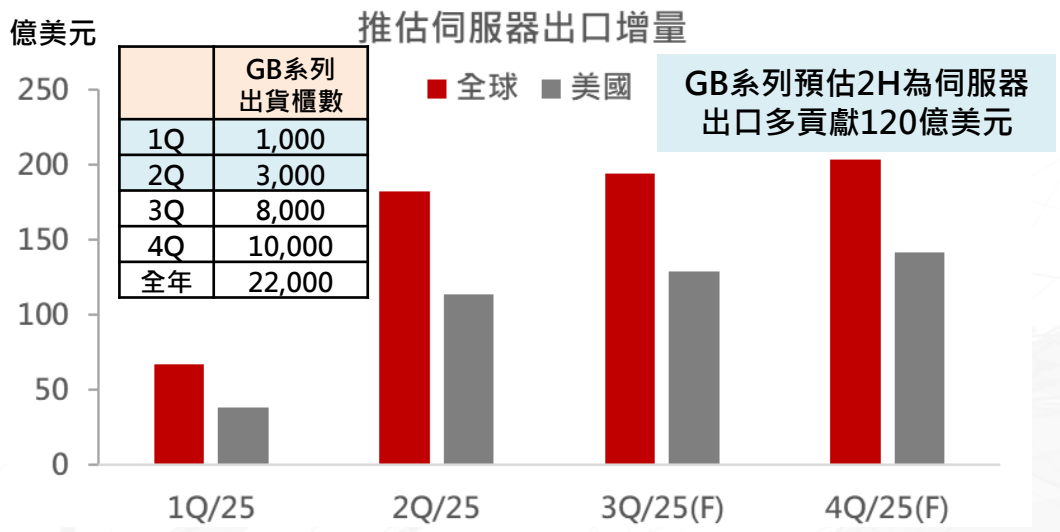


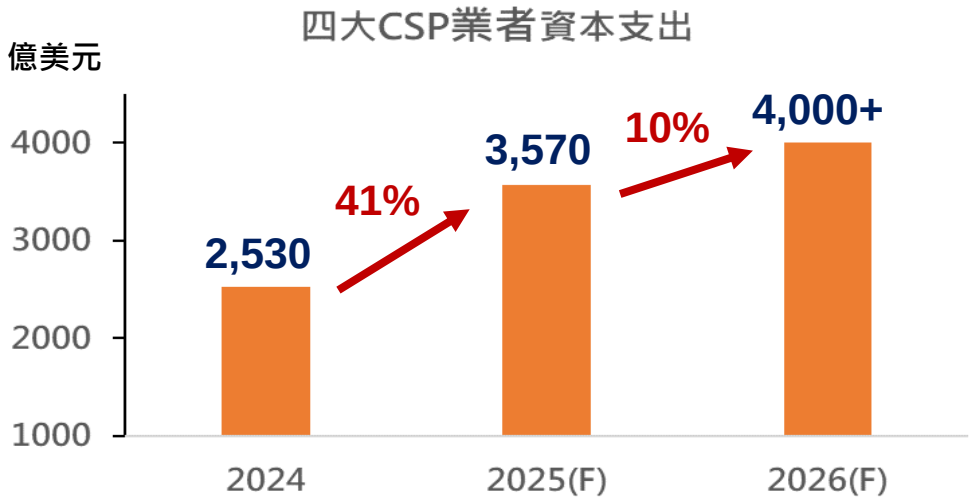
	美中貿易戰沙盤推演		
年度	美國進口彈性1.5	出口影響 (億美元)	GDP 影響 (p.p.)
2025	• 芬太尼關稅20% • 4/9 美對中125%對等關稅 • 5月對等關稅下調至10% • 假設1/4豁免	-2273 假設9-12月 對美出口衰退30% 全年出口影響 -1089	-1.2 -0.6
2026	• 芬太尼+對等關稅總計30% • 豁免取消	-1871	-0.9

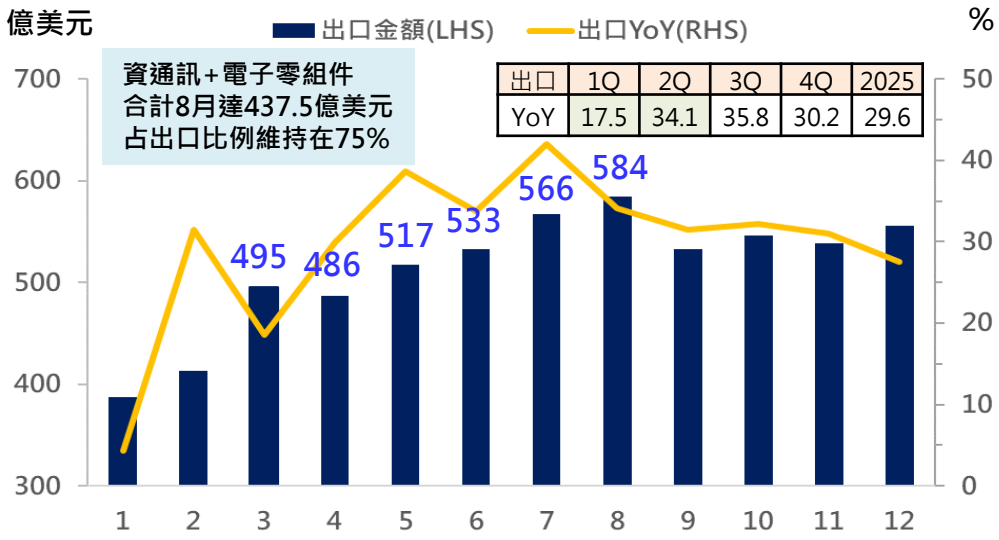
項目單位： (yoy,%)	2023	2024	2025/7	2025/8	2025/1-8	2025F
中國GDP	5.2	5.0				4.7
零售銷售	7.2	3.5	3.7	3.4	4.6	4.0
固定投資YTD	3.0	3.2	1.6	0.5	0.5	1.0
工業生產	4.6	5.8	5.7	5.2	6.2	5.0
出口成長	-4.6	5.9	7.2	4.4	5.9	4.5
進口成長	-5.5	1.1	4.1	1.3	-2.2	1.0
CPI	0.2	0.2	0.0	-0.4	-0.1	0.0
PPI	-3.0	-2.1	-3.6	-2.9	-2.9	-2.5

資料來源：Wind，永豐投顧總經研究處整理

AI需求暢旺，台灣全年出口挑戰6,000億美元



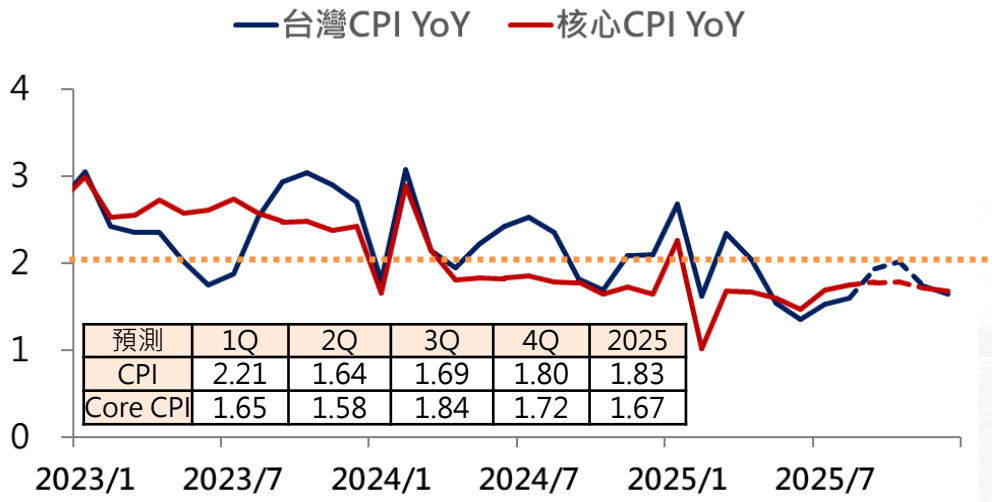




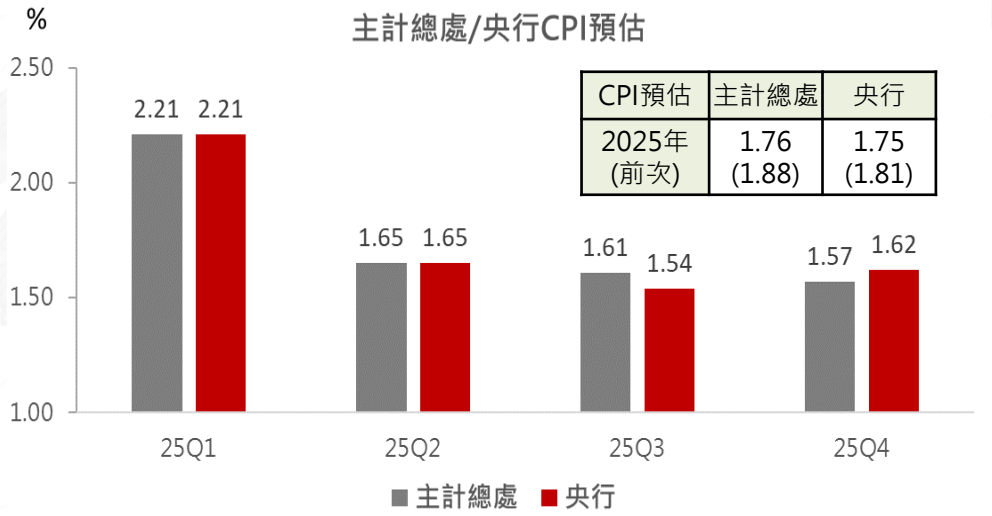
Taiwan GDP Forecast(%)						
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
中研院	4.84	5.45	8.01	0.53	1.06	2.93
台經院				0.83	0.81	3.02
中經院				1.52	0.66	3.05
主計總處				2.91	1.72	4.45
央行				3.07	1.97	4.55
SinoPac				2.43	1.33	4.22

資料來源：財政部、CEIC、DIGITIMES、永豐投顧整理

台灣食物通膨上，物價趨勢下，9月央行按兵不動



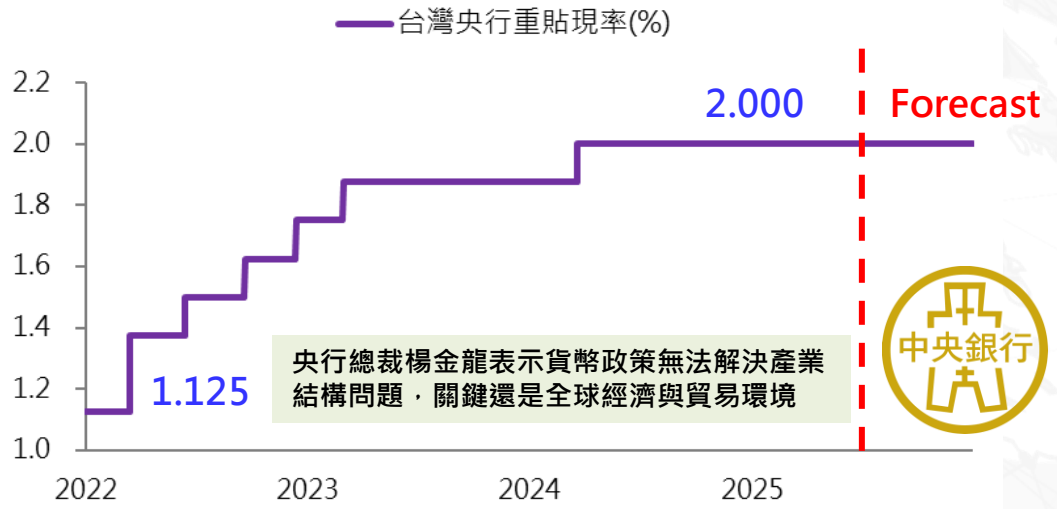
預測	1Q	2Q	3Q	4Q	2025
CPI	2.21	1.64	1.69	1.80	1.83
Core CPI	1.65	1.58	1.84	1.72	1.67



CPI預估	主計總處	央行
2025年 (前次)	1.76 (1.88)	1.75 (1.81)

資料來源：主計總處，央行，永豐投顧整理

- 台灣8月CPI年增率由1.54%升至1.60%，主要受颱風和豪雨造成農產損失，致蔬菜價格攀升，且肉類、外食費等食物類價格持續上漲；核心CPI年增率則由1.69%→1.74%；
- 颱風豪雨亦導致今年以來外食費平均月增幅0.31%，遠高於疫情前平均水準0.2%；
- 短期通膨上行壓力主要受天候影響，核心CPI仍持穩在2.0%以下，受新台幣升值效應、油價走跌等因素，有利通膨持續降溫。



2025迄今，哪些資產表現較好?

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
S&P 500 1.4%	Commodities 17.5%	MSCI EM 37.8%	Cash 1.8%	S&P 500 31.5%	Gold 24.8%	Commodities 46.3%	Commodities 31.1%	S&P 500 26.3%	Gold 26.7%	Gold 39.2%
US Treasuries 0.8%	Global HY 14.8%	MSCI EAFE 25.9%	US Treasuries 0.8%	REITS 27.4%	MSCI EM 18.8%	REITS 37.1%	Cash 1.5%	MSCI EAFE 18.9%	S&P 500 25.0%	MSCI EM 28.3%
Cash 0.1%	S&P 500 12.0%	S&P 500 22.0%	Gold -1.9%	MSCI EAFE 22.8%	S&P 500 18.4%	S&P 500 28.7%	Gold -0.8%	Global HY 13.4%	MSCI EM 8.0%	MSCI EAFE 25.4%
MSCI EAFE -0.8%	MSCI EM 11.2%	Gold 12.9%	Global HY -3.3%	Commodities 20.1%	Global IG 10.3%	MSCI EAFE 11.9%	US Treasuries -12.9%	Gold 12.7%	Global HY 7.5%	S&P 500 13.3%
REITS -3.4%	Gold 8.6%	REITS 11.5%	Global IG -3.4%	MSCI EM 18.6%	MSCI EAFE 8.4%	Global HY 1.4%	Global HY -13.2%	REITS 11.3%	Commodities 5.5%	Global IG 10.2%
Global IG -3.8%	Global IG 4.3%	Global HY 10.2%	REITS -3.9%	Gold 17.9%	US Treasuries 8.2%	Cash 0.0%	MSCI EAFE -13.9%	MSCI EM 10.1%	Cash 5.3%	Global HY 9.8%
Global HY -4.2%	REITS 1.3%	Global IG 9.3%	S&P 500 -4.3%	Global HY 13.7%	Global HY 8.0%	MSCI EM -2.3%	Global IG -16.7%	Global IG 9.5%	MSCI EAFE 4.4%	REITS 5.9%
Gold -10.4%	US Treasuries 1.1%	Commodities 7.6%	Commodities -13.1%	Global IG 11.4%	Cash 0.5%	US Treasuries -2.4%	S&P 500 -18.1%	Cash 5.1%	REITS 3.2%	US Treasuries 5.7%
MSCI EM -14.9%	MSCI EAFE 1.0%	US Treasuries 2.4%	MSCI EAFE -13.2%	US Treasuries 7.0%	REITS -4.4%	Global IG -3.0%	MSCI EM -19.8%	US Treasuries 3.9%	Global IG 1.2%	Commodities 5.4%
Commodities -29.4%	Cash 0.3%	Cash 0.8%	MSCI EM -14.3%	Cash 2.2%	Commodities -15.0%	Gold -4.1%	REITS -25.2%	Commodities -3.5%	US Treasuries 0.5%	Cash 3.1%

資料來源：BOfA，永豐投顧整理

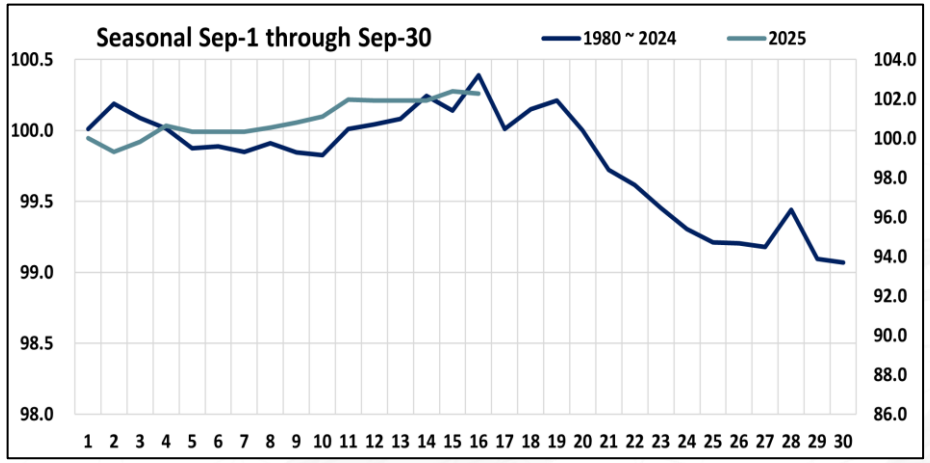
股市-市場樂觀期待FED降息，各國股市普漲

		2024封關	2025/8/18	2025/9/18	期間漲跌(8/18~9/18)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,574	44,912	46,142	2.7	8.4
	S&P500	5,907	6,449	6,632	2.8	12.3
	NASDAQ	21,197	23,714	24,455	3.1	15.4
	德國DAX	19,909	24,315	23,675	-2.6	18.9
	法國CAC	7,314	7,884	7,855	-0.4	7.4
	英國FTSE	8,121	9,158	9,228	0.8	13.6
亞洲股市	日本	2785	3,121	3,159	1.2	13.4
	中國	3,999	4,239	4,498	6.1	12.5
	香港	20,041	25,177	26,545	5.4	32.4
	南韓	2,399	3,177	3,461	8.9	44.3
	台灣	23,190	24,483	25,769	5.3	11.1
	新加坡	3,796	4,187	4,313	3.0	13.6
	泰國	1,400	1,242	1,297	4.4	-7.4
	馬來西亞	1,638	1,585	1,599	0.9	-2.4
	印尼	7,080	7,898	8,008	1.4	13.1
	菲律賓	6,529	6,289	6,234	-0.9	-4.5
	越南	1,272	1,636	1,665	1.8	30.9
金磚	巴西	120,283	137,322	145,499	6.0	21.0
	印度	78,248	81,274	83,014	2.1	6.1
其他	新興亞洲	599	702	747	6.3	24.7
	新興歐洲	204	242	244	0.7	19.4
	拉丁美洲	1,848	2,343	2,525	7.8	36.6

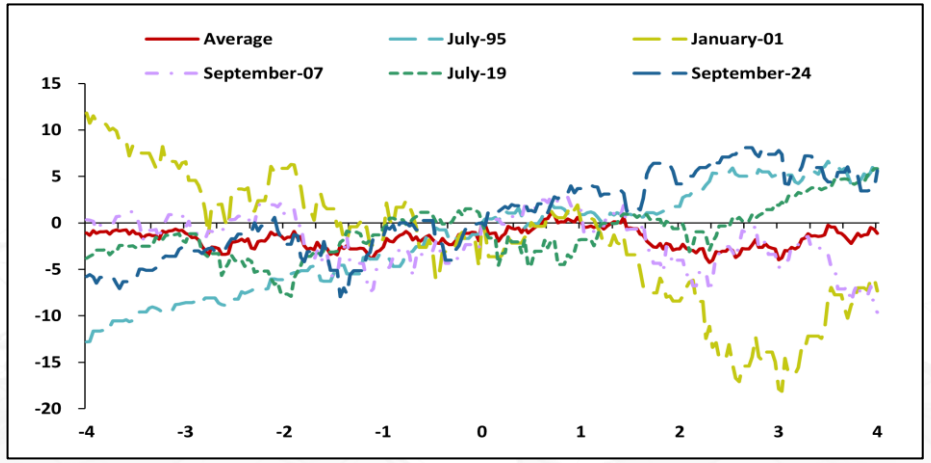
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

美股–9月下旬的兩週是全年最疲弱的時段

SPX日頻季節性表現



降息前後SPX表現



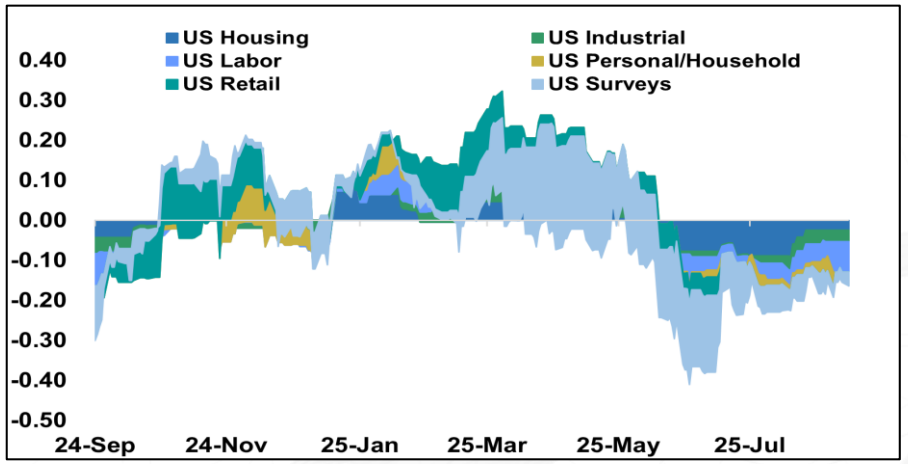
報酬率	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2025	2.7%	-1.4%	-6.3%	-0.9%	6.2%	4.4%	2.5%	1.9%	2.4%	#N/A	#N/A	#N/A
2024	1.6%	4.6%	3.1%	-2.6%	4.0%	3.5%	-0.4%	2.3%	1.6%	0.9%	5.7%	-2.1%
2023	6.2%	-2.6%	2.5%	1.5%	0.9%	5.2%	3.0%	-1.6%	-4.9%	-2.8%	8.5%	4.4%
2022	-5.3%	-3.1%	6.9%	-8.8%	0.6%	-7.6%	9.1%	-3.5%	-8.0%	8.8%	2.2%	-5.9%
2021	-1.1%	2.6%	1.5%	6.0%	0.5%	2.1%	2.3%	3.0%	-3.6%	6.9%	1.1%	4.6%
2020	-0.2%	-8.4%	-11.1%	13.7%	4.5%	0.3%	4.7%	7.2%	-4.7%	-2.8%	11.3%	3.0%
2019	7.9%	3.0%	1.1%	3.8%	-5.3%	6.9%	2.4%	-1.8%	1.2%	2.4%	3.4%	2.6%
2018	5.6%	-3.9%	-1.4%	1.1%	2.9%	0.5%	3.1%	3.0%	0.4%	-7.9%	1.0%	-9.9%
2017	1.8%	3.7%	-1.2%	0.9%	1.2%	0.3%	2.0%	-0.5%	1.9%	2.1%	2.0%	1.0%
2016	-5.1%	0.4%	6.8%	0.3%	1.6%	-1.2%	3.6%	0.1%	-0.9%	-1.9%	3.7%	1.8%
2015	-3.1%	5.5%	-0.9%	1.9%	1.0%	-2.4%	2.2%	-5.5%	-4.5%	8.3%	0.5%	-0.8%

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

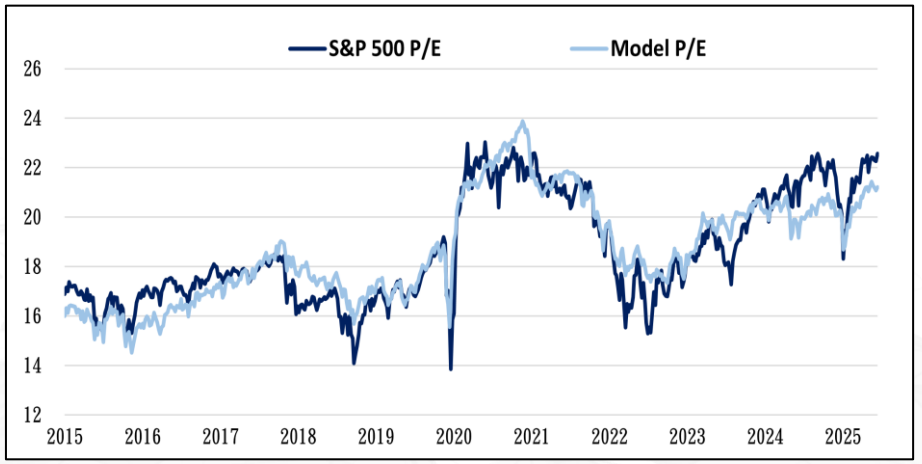
- 九月向來是股市表現最差的月份，其中下半月的兩週更是全年最疲弱的時段，尤其系統性買盤幾乎消失，市場少了一項重要支撐，但我們預計除非基本面出現衝擊，回檔幅度應有限。
- 美國 L/S 基金的淨槓桿相對於近一年內水準偏低，透露出風險偏好升高，立場趨於保守。
- CTA 對美股的持倉已達滿檔，未必構成壓力，但也減少了潛在支撐。
- 散戶方面資金則持續流向被動基金。

美股–P/E昂貴但未到泡沫；2026年底SPX目標價7000

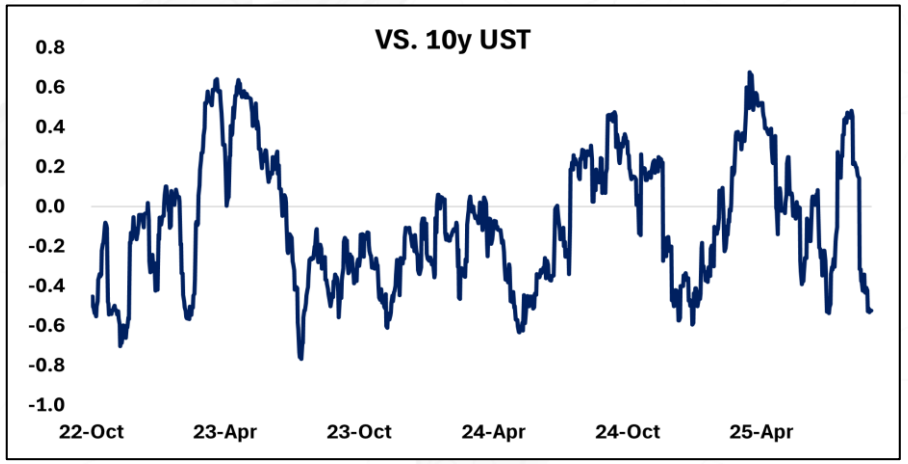
就業放緩(降息預期)、信心調查回暖分歧支撐市場樂觀氣氛



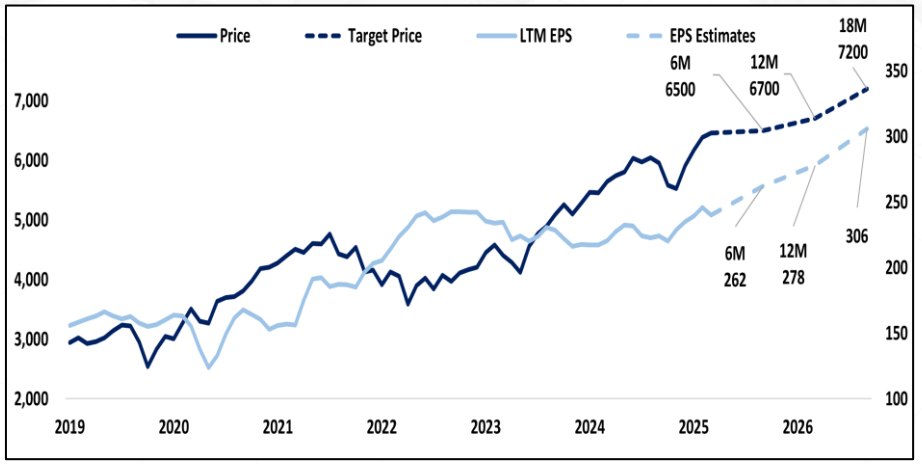
P/E昂貴但未到泡沫程度



股債雙漲同慶，然負相關性已達階段性低點



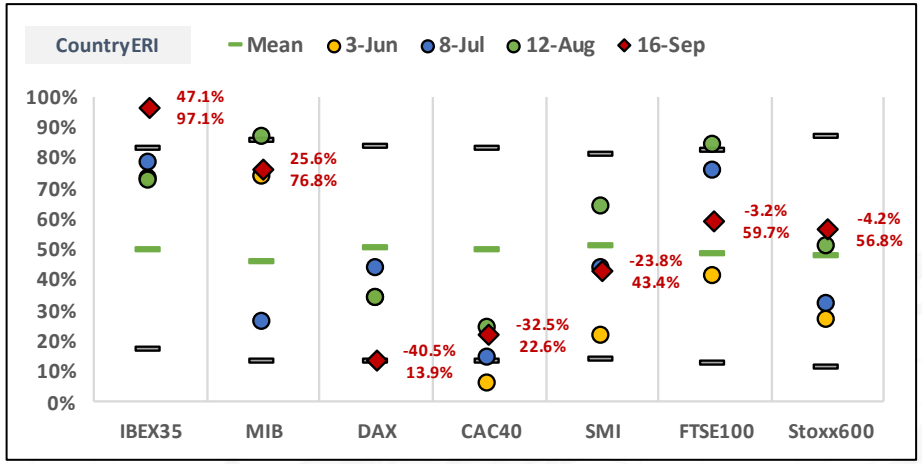
保守預估2026年底S&P 500目標價7000點



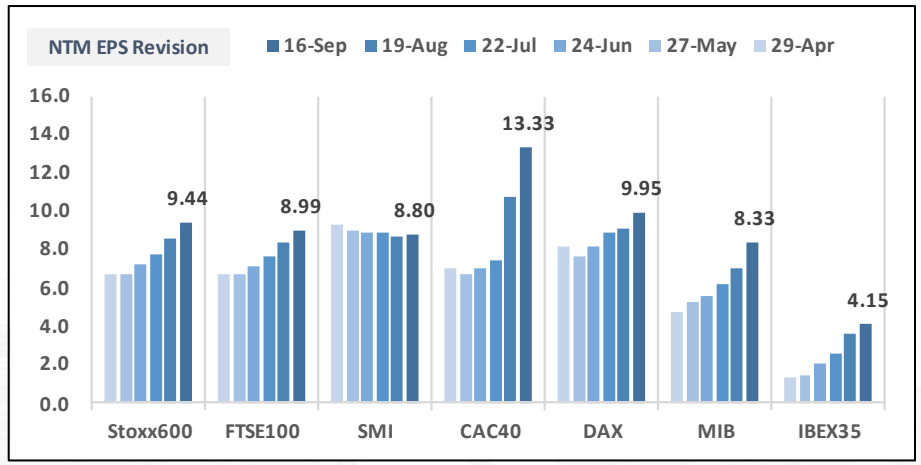
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

歐股–優先押注落後者，並逐步加倉押注德國成長

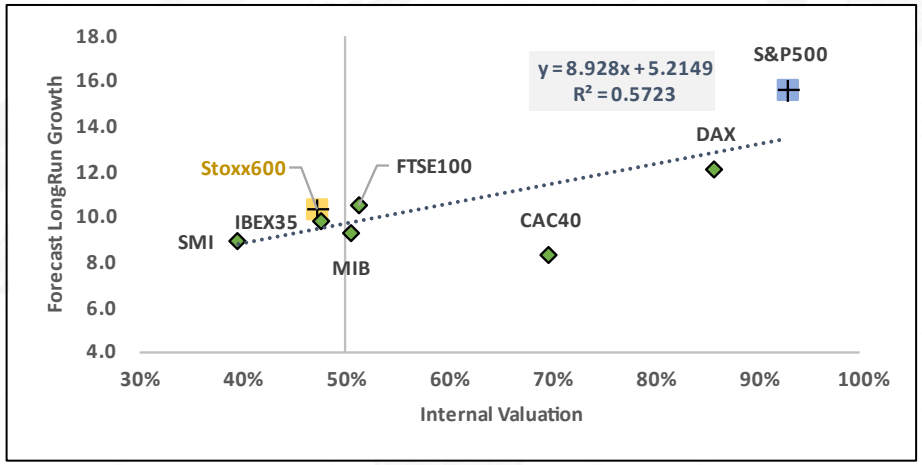
泛歐市場ERI動能上揚，但德股明顯被低估



歐洲獲利預期全面上修



受政治動盪影響，法股估值被低估



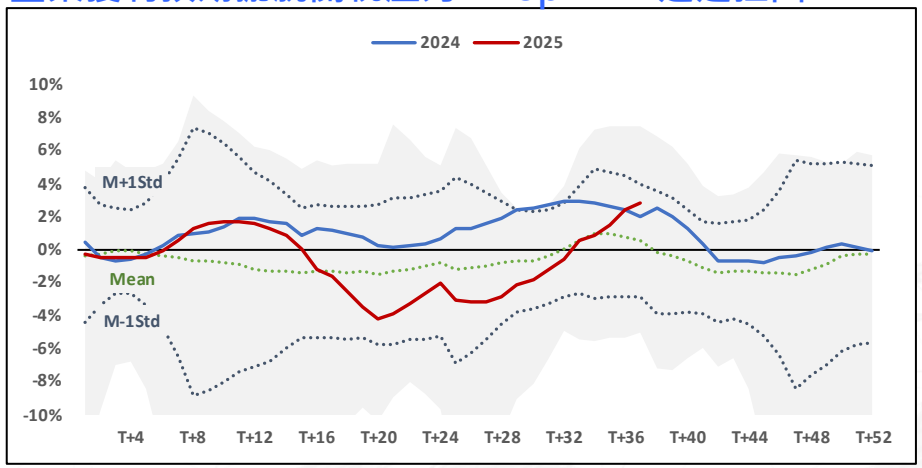
德國12年5000億歐元財政計畫，能源轉型、AI優先

5000億計畫主軸	
交通基礎設施	• 制定「基礎設施規劃」（Infraplan），以鐵路基礎設施基金推動鐵路網投資 ，路網的數位化和電氣化改造將由氣候與轉型基金 (KTF)提供資金。 • 加快電動車和卡車充電網路及快速充電網路的擴建 • 區域機場、水道、船閘、海港和內陸港的現代化升級改造 。
數位基礎設施	• **資料中心**：加強行政數位化所需的核心基礎設施 ，例如網路和資料中心 。推動電網營運商促進資料中心與電網的整合 ，從而提高電網連接容量的透明度 。德國東部地區專注於建置資料中心 • **光纖擴展**：推廣光纖網絡 ，執政聯盟推動通過《電信網路擴展加速法案》簡化並加速光纖和行動網路的擴張 ，該法案將光纖和行動通訊網路的定義為優先其他的公共事務 。
氣候政策	• 1000億歐元撥給氣候與經濟轉型基金 (KTF) • KTF主要用於節能建築改造 、電動車基礎設施 、氫能源產業擴張 、脫碳技術 • 推動風能和太陽能發電 ，至2030年增加20吉瓦燃氣發電 ，擴大生物能源 、水利 、地熱等再生能源升級電網 • 2026年1月起 ，所有天然氣用戶將 **不再繳納天然氣儲存稅 (34億)** • 自2026年1月將輸**電網絡費用減半 (65億)** ，將**電力稅降低到歐洲最低水平 (65億)**
地方政府	• 1000億歐元撥給地方政府 • 基礎設施投資 ，尤其包括民防和民防 、交通基礎設施 、醫院投資 、能源基礎設施投資 、教育 、醫療和科學基礎設施投資 、研發投資 、發展和數位投資 。

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

日股–消費提振政策即將到來，財政寬鬆預期抬頭

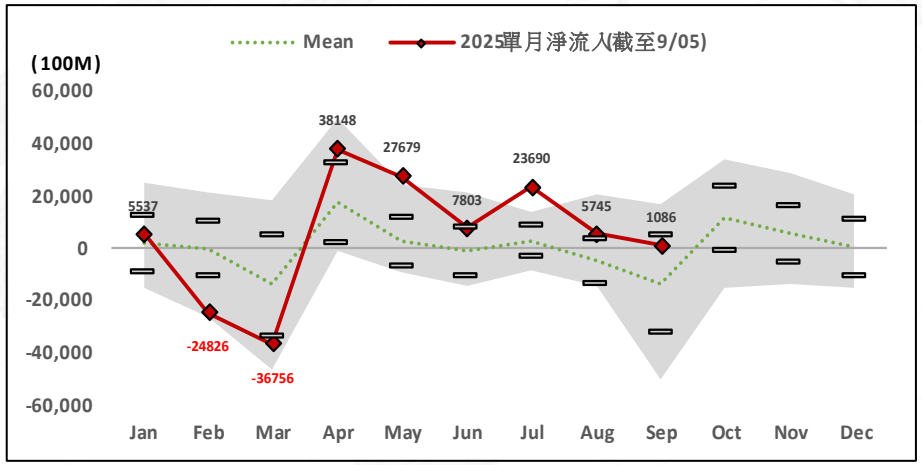
企業獲利預期擺脫關稅壓力，Topix ERI迅速拉回



民調來看，高市與小泉已經鎖定下一任自民黨總裁

		2024自民黨首相選舉		8月日經民調			9月共同社民調		
潛在/參選候選人	已宣布參選	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 雄一郎	N	-	-	7%	0%	2%	-	-	-
河野 太郎	N	0.4%	-	4%	5%	4%	6.1%	7.3%	-
野田 佳彥	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%	-

外資持續買進日股，9月未出現季節性賣壓

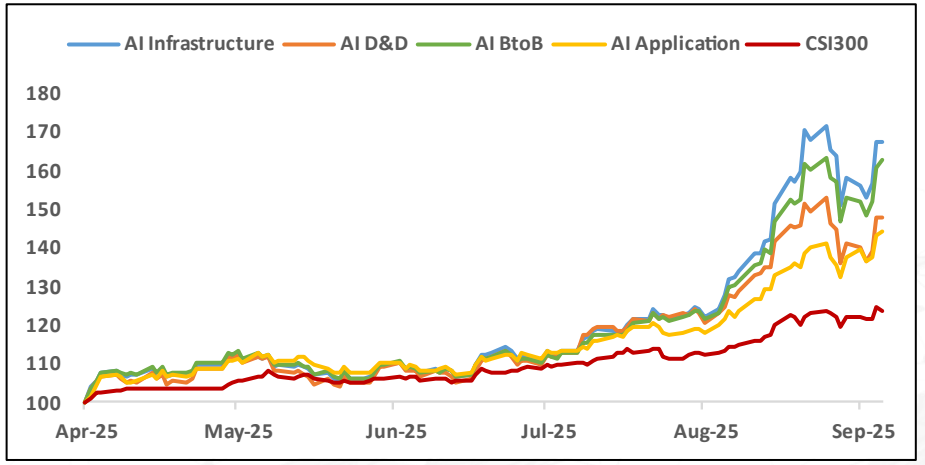


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

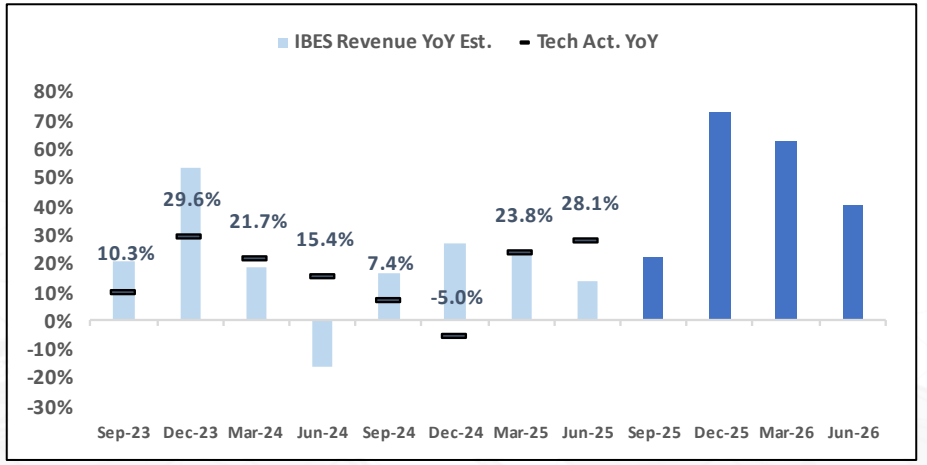
- 日本自民黨總裁競選將於9/22開始，目前已有5位候選人宣布參選(茂木敏充、林芳正、小林鷹之、高市早苗、小泉進次郎)，開票日則為10/4，此期間須留意各候選人的政見，這將極大程度影響秋季預算與BOJ升息壓力。
- 日股的寬鬆財政預期如雜草般開始快速蔓延，根據日經與共同社民調，高市早苗與小泉進次郎正以23%~28%的支持度遙遙領先，兩人皆支持減稅及發放現金等激勵措施，並且因自公聯盟接連丟失參眾議院過半席位，導致新任自民黨總裁將被迫與更支持削減消費稅、汽油稅的在野黨合作，預估秋季補充預算的擴張已是定局，維持相對正向。

陸股-交易邏輯無變化，金融/科技/生技/政策仍是主軸

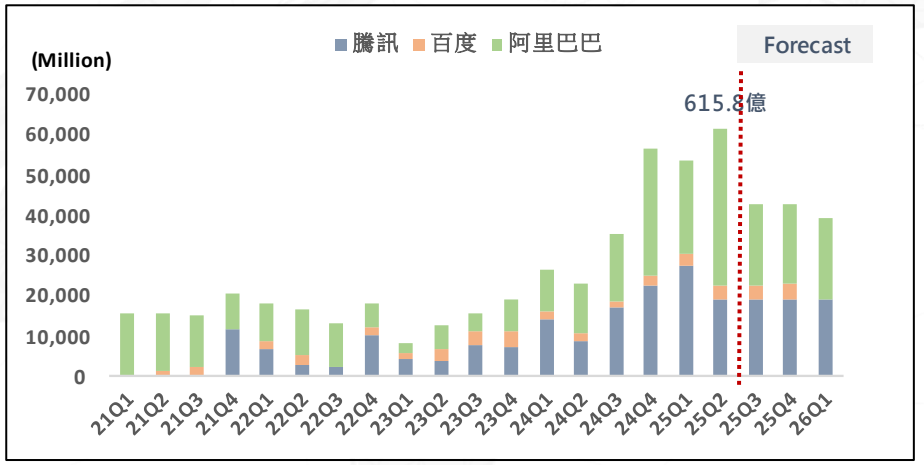
CSI AI指數在4-9月期間累計上漲194%



中國科技業連續2季度逾20%成長，2026更上看50%



中國AI崛起，三大CSP廠重金投資AI基建

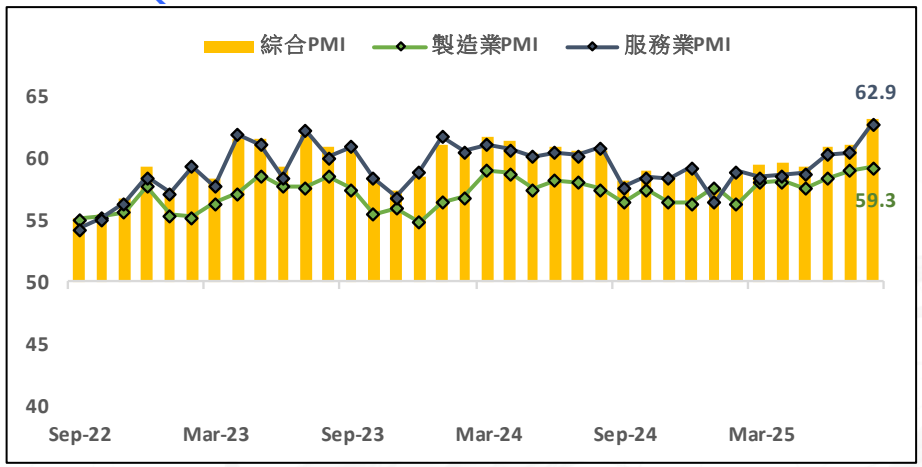


- 當前基本面的疲軟依舊在預期範圍內，並且今年以來，隨著市場焦點轉向新經濟產業(AI、半導體、太陽能、電車、電池、CXO)，經濟疲軟與潛在政策提振基本被投資人劃上等號，萎靡數據與股市表現明顯脫鉤，因此預估政策賣權將繼續發酵至10月政治局會議。
- 本輪中國股市的估值修復並非單獨由政策所推動，AI變革亦是推動A股擺脫萎靡經濟預期的重要推手，在當前穩定的政經環境下(外部中美休戰+內部政策預期)，預計本輪牛市將有望持續至年底，AH股將以輪動上漲方式繼續成長，維持相對正向評等。

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

印股–RBI超預期大降息，印度通膨無憂且經濟復甦

經濟自Q2重拾復甦動能，PMI再次上看60

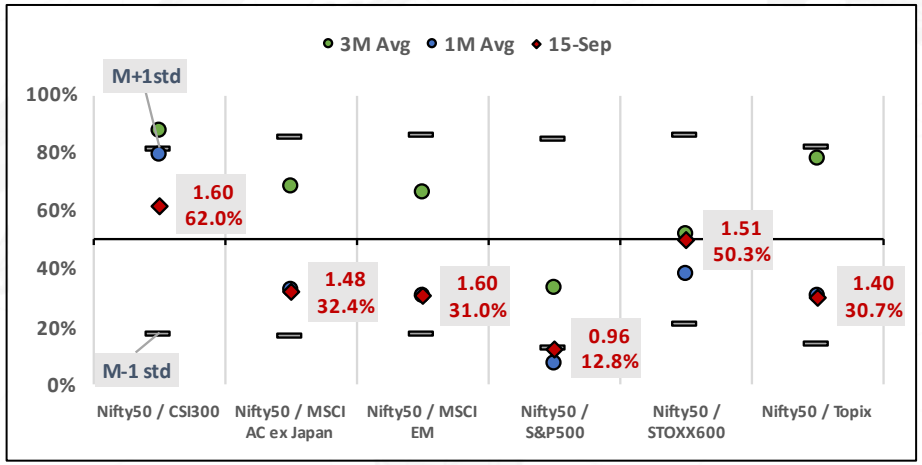


GST減稅將於9/22落地，以必須消費品及汽車為主

類別	物品	舊稅率	新稅率
家庭必需品	洗髮、肥皂、牙膏	18%	5%
	包裝食品、namkeens、醬汁	12–18%	5%
衛生保健	救命藥物、診斷試劑盒	5–12%	0%
	阿育吠陀、尤那尼、順勢療法藥物	12%	5%
電子產品及耐久財	空調、電視（>32吋）、洗碗機	28%	18%
車輛	小型汽車、自行車（≤350cc）、公車	28%	18%
	豪華轎車、高級摩托車（>350cc）、遊艇	28% + 附加稅	40%
教育	筆記本、鉛筆、橡皮擦、地圖	5–12%	0%
建造	水泥、磚塊、大理石	12–28%	5–18%

印度重大稅改將於9/22落地，GST稅率將由四軌制精簡為5%與18%的雙軌制，並為少數奢侈品或罪惡商品(菸草、檳榔等)實行40%特殊稅率。

Nifty50估值修正接近尾聲，市場交投情緒正在回暖

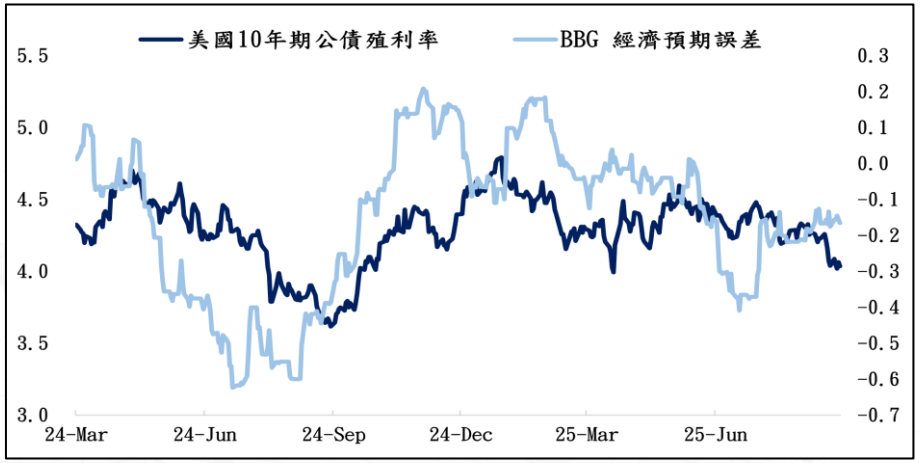


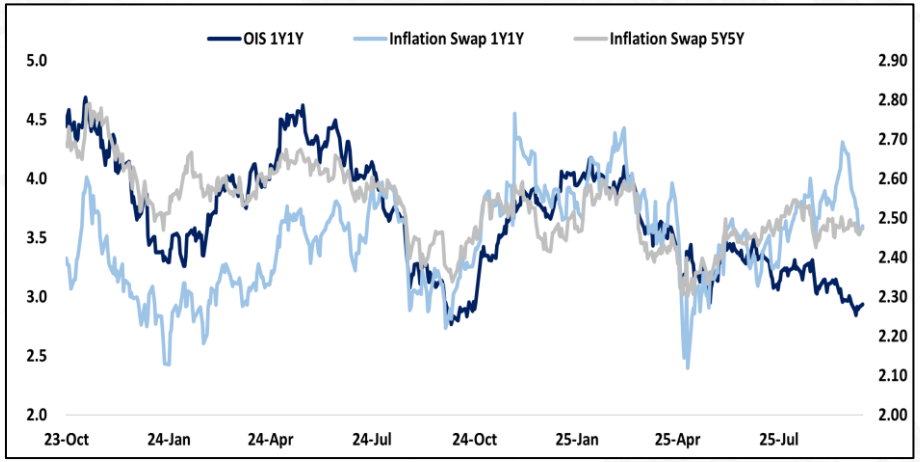
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 印度重大稅改將於9/22落地，GST稅率將由四軌制精簡為5%與18%的雙軌制，並為少數奢侈品或罪惡商品(菸草、檳榔等)實行40%特殊稅率，主要惠及必須消費與部分耐久消費品，可押注汽車、服裝/鞋類與快速消費品族群來參與政策行情。
- 印歐FTA談判也挺進至關鍵節點，但印度同樣拒絕在農業和乳製品方面做出讓步，而歐盟則要求擴大印度汽車和酒精飲料市場的准入，不過印度官員表示目前談判進展仍舊順利，預計將在年底前達成協議；美印部分，印度宣布將於9/16重啟對美談判，催化市場樂觀預期升溫，維持正向評等。

債市-美債已消化降息預期，利率與通膨預期脫鉤

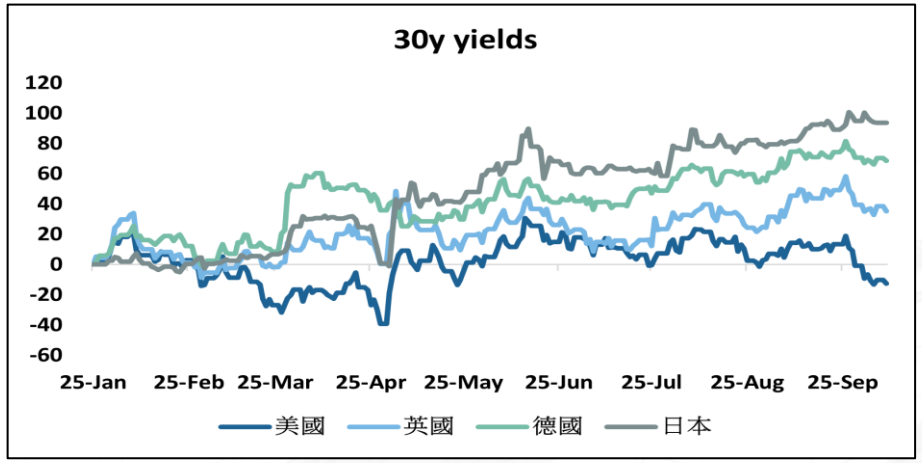
各國公債		2024封關	2025/8/18	2025/9/18	期間漲跌 (8/18~9/18)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.23	3.45	3.40	0.35	-1.37	8.04
	葡債10年券	2.85	3.17	3.13	0.36	-2.31	8.25
	義債10年券	3.53	3.59	3.55	0.32	-0.15	8.11
	西債10年券	3.07	3.33	3.29	0.39	-1.85	8.43
	法債10年券	3.20	3.45	3.54	-0.72	-2.83	8.20
	德債10年券	2.36	2.78	2.72	0.51	-3.04	8.57
	英債10年券	4.62	4.74	4.68	0.47	-0.49	7.61
G3	日債10年券	1.09	1.57	1.60	-0.26	-4.58	9.00
	美債10年券	4.55	4.34	4.10	1.88	3.53	8.00
亞太	台債10年券	1.67	1.39	1.39	-0.04	2.51	8.97
	韓債10年券	2.86	2.83	2.73	0.84	1.07	8.46

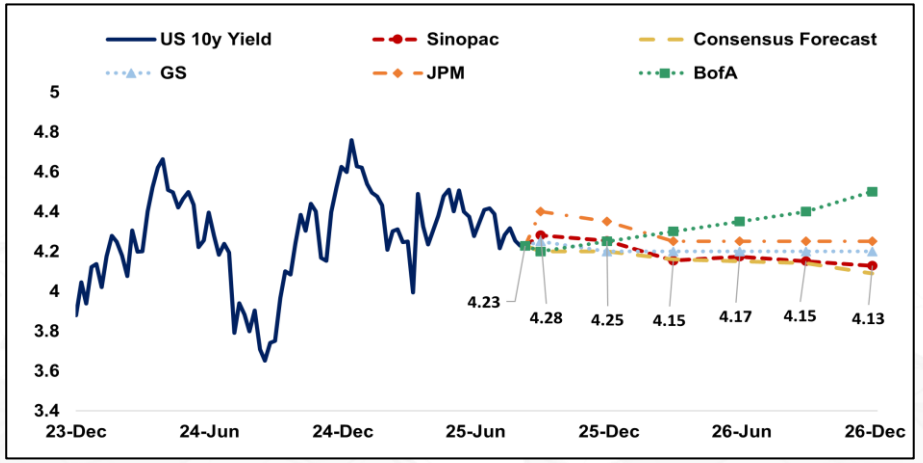


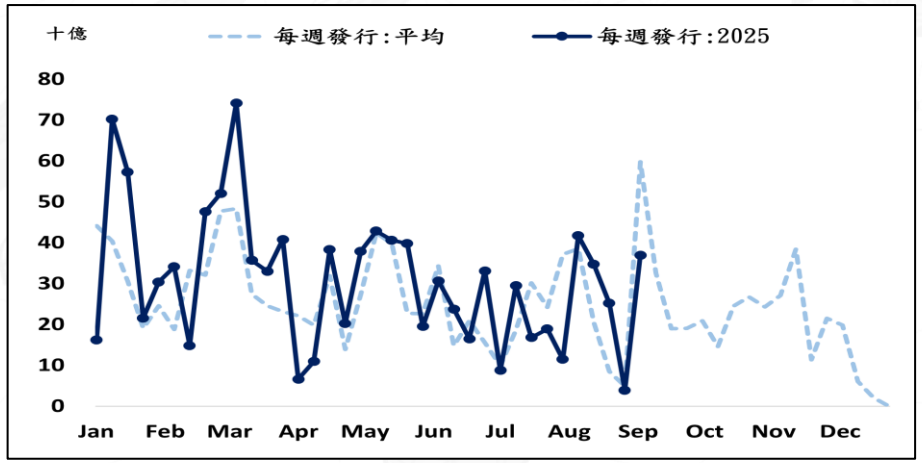


資料來源：LSEG、 Bloomberg ，永豐投顧整理

公債殖利率曲線陡峭化: 財政外溢效果、動物精神







資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

<u>各國公債殖利率曲線皆呈現陡峭化現象</u>：

- 殖利率曲線變陡，原因是先進市場（DM）長期政府債券出現賣壓，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。

原物料-地緣風險降溫，原油跌落至合理區間

		2024封關	2025/8/18	2025/9/18	期間漲跌(8/18~9/18)	YTD(%)
農產品	棉花	68.48	66.62	65.19	-2.1	-4.8
	咖啡	318.75	345.35	380.85	10.3	19.5
	糖	19.12	16.24	15.38	-5.3	-19.6
	小麥	548.75	502.25	524.25	4.4	-4.5
	黃豆	982.50	1019.75	1037.50	1.7	5.6
	玉米	452.75	383.00	423.75	10.6	-6.4
能源	原油	71.13	63.28	63.57	0.5	-10.6
	天然氣	3.92	2.91	2.94	1.1	-24.9
貴金屬	黃金	2610.70	3336.00	3643.70	9.2	39.6
	白銀	29.08	37.88	41.71	10.1	43.4
	白金	899.70	1336.50	1397.40	4.6	55.3
基本金屬	銅	8933.50	9752.00	9940.00	1.9	11.3
	鉛	15490.00	15170.00	15272.00	0.7	-1.4
	鎳	3017.00	2784.00	2916.50	4.8	-3.3
	鋅	1946.00	1980.50	2006.00	1.3	3.1
CRB指數		296.73	296.02	301.23	1.8	1.5

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

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

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

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	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。

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。