

2025/11/28

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.19



綁定財富管理LINE官方帳號
即時市場資訊不漏接!

<https://mma.tw/O04NM>



聯準會官員放鴿推動12月降息預期，市場迎來反彈

市場回顧

紐約聯準銀行總裁威廉斯(John Williams)於11/21時公開表態「近期仍有降息空間」，再度改變市場對12月降息預期，而降息期待更加濃厚也推動美股四大指數迎來反彈。標普500指數本週上漲約3.2%，Nasdaq則因科技股與AI相關企業(如Google)表現強勢，上漲幅度超過4%。市場期待降息，資金逐漸趨於寬鬆也帶動債市買盤，美國公債殖利率皆有下跌趨勢。

本週美股優異表現也帶動其他市場，歐洲Stoxx 600在上週下跌後，本週表現優異；亞洲市場方面，日本東證(TOPIX)指數反彈逾2%，主要由股市電子設備、銀行領軍；中國股市則是依賴消費電子、半導體、有機矽板塊帶動而上升。

市場展望

◆ 關注12/3美國ADP小非農就業數據

估算美國私營部門就業狀況，受美國政府關門影響，12月Fed利率決策會議時將缺乏11月非農就業報告(NFP)與失業率數據，屆時ADP將成為衡量勞動市場動向的關鍵替代數據。

◆ 關注12/3美國ISM非製造業指數

由美國供應管理協會 (ISM) 每月發布的經濟指標，用於衡量美國非製造業（包括服務業、營造業等）的活動水準，該指數以50為基準，高於50表示非製造業擴張，低於50則表示收縮。

◆ 關注中國相關經理人指數

中國製造業經理人指數(PMI)與官方非製造業指數(NMI)將於11/30發布。

美股表現佳，帶動全球市場上漲

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	相對正向	持平	人工智慧 (AI) 熱潮持續的主導市場，動能交易因與AI高度重疊，預期年內將持續主導盤勢走向，但也潛藏回檔風險。市場敘事同呈現分化，AI熱潮與勞動市場疲軟，但同時預期2026年經濟增長將重新加速，維持2026年底S&P500EPS309的估計，目標價7600點。
歐洲	相對正向	持平	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	高市早苗勝選，市場看好財政/貨幣雙寬鬆，推動日股創新高，推薦國防、核能、太空等概念股，預期Topix年底上看3400點。
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	中性	持平	儘管短期內受中美衝突、疲軟數據及高估值壓抑，評級下調至中性，但基於對AI等新經濟產業的長期看好，預期A股在2026年仍有上行空間。
中國H股	中性	持平	港股新消費與科網股較不受疲軟經濟與中國競價環境影響，但更易受美股動盪影響，故同樣給予中性評等。
印度	相對正向	持平	儘管預期關稅協議的推進將提振市場情緒，但經濟溫和的復甦速度與偏高的估值仍舊是重建市場信心的威脅，給予相對正向評等。
越南	相對正向	持平	越南在政府改革紅利、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。

降息預期與Google新模型受青睞，科技股本週表現亮眼

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	相對正向	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	正向	持平	在去美元化、高通膨及財政赤字多重推動下，黃金作為避險資產的需求極為強勁，2026年上看4400美元。

市場提升降息預期，流動性趨於寬鬆為債市利多

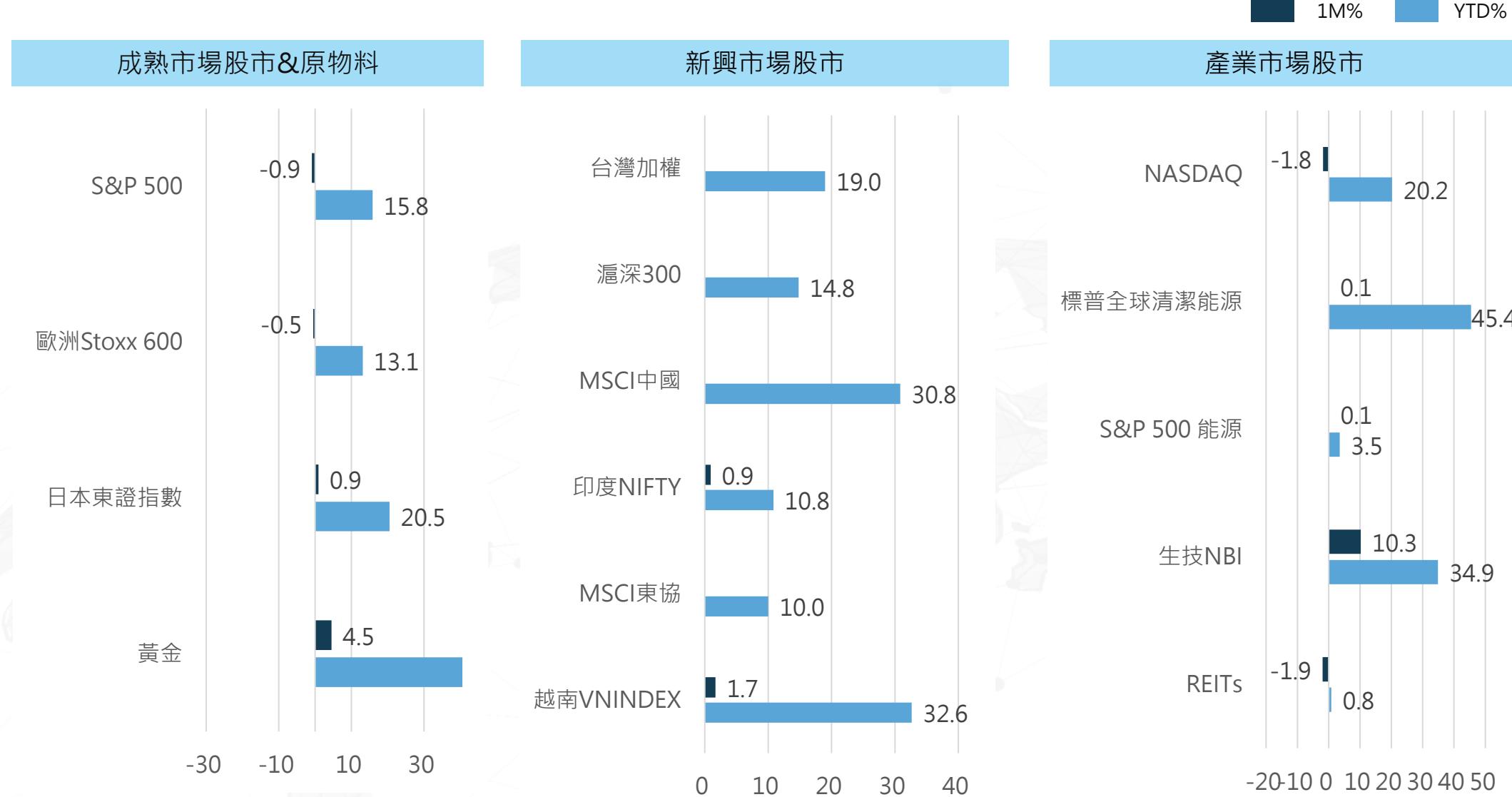
資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，預期交易區間為3.75-4.25%。
投等債	正向	持平	預計即使出現衰退情境，IG利差再走擴對報酬威脅已相對下降，鑑於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。
非投等債	相對正向	持平	建議須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，偏好中短天期、高品質債券。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等給予相對正向。
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。

Fed放鴿，12月降息預期升溫，DXY再度跌破100關卡

投資評等

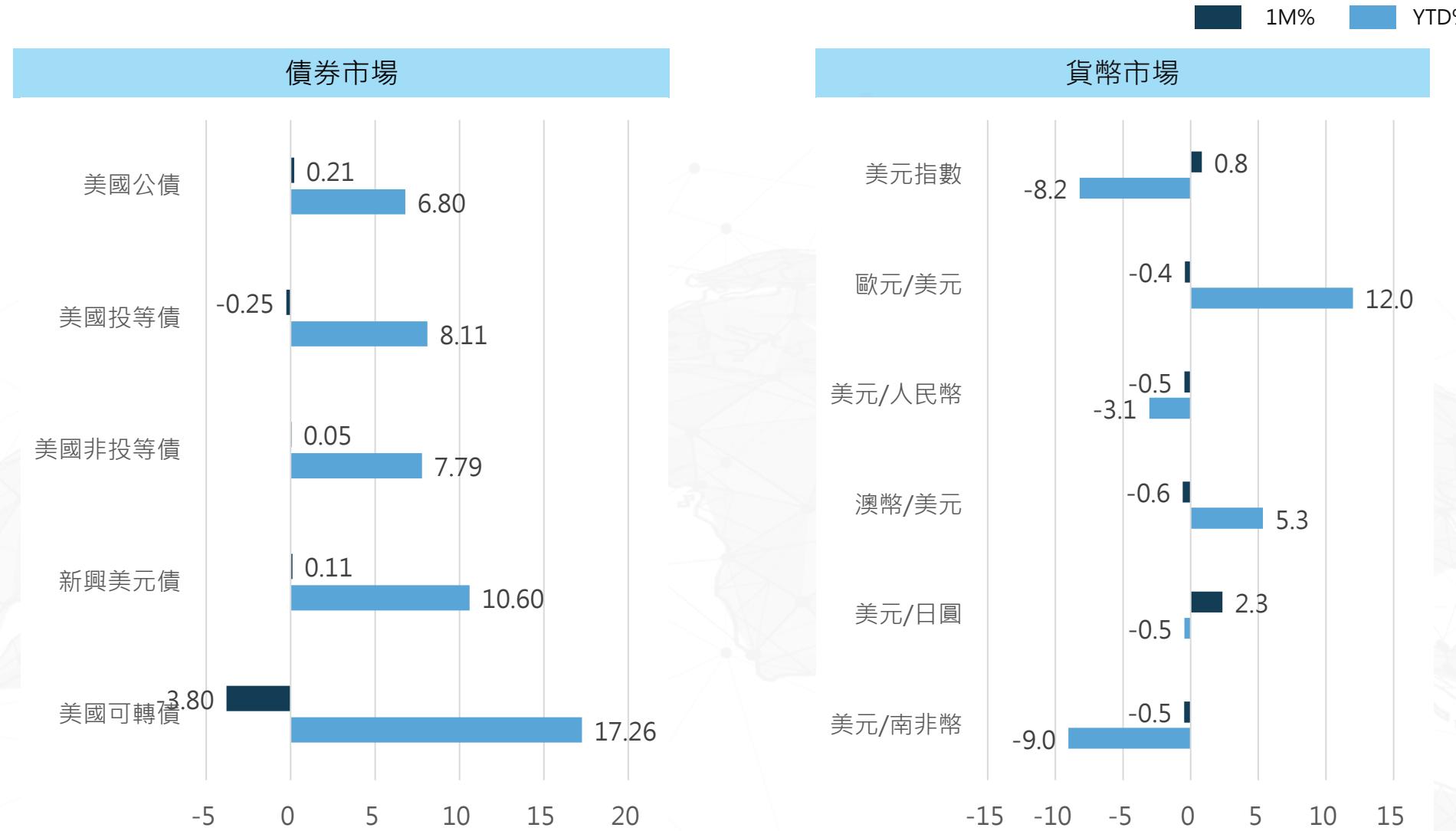
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	因Fed近期基調更加平衡，美元轉趨疲軟，市場預期下週將公布ADP小非農將由4.2萬人降至2.0萬人， 預期美元續弱 ， 預估下週美元區間98.5~100.5 ，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	市場預估歐元區11月通膨年增率由2.1%回升至2.2%，支持ECB謹慎基調，加上俄烏停戰期待亦有利歐元短線走勢， 預估下週歐元續揚 ， 區間1.1500~1.1700 ，維持歐元相對正向評等。
日圓	中性	持平	雖日本政府傾向維持寬鬆環境，但BOJ近期對升息言論漸多，日圓貶值推升通膨的擔憂可能為日圓帶來支持， 預期日圓下週維持震盪偏升格局 ， 區間154~157 ，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	南非政府在經濟增長乏力的情況下解決債務上升問題，並且將通膨目標下調至3.0%，顯示南非利率可能在更長時間內維持在高位，南非政府將持續推動改革，維持相對正向評等。
澳幣	中性	持平	RBA央行總裁Bullock表示，利率相當接近中性水準，後續可能不會再降息，OIS隱含12月RBA降息機率僅10%， 維持澳幣中性評等 ， 澳幣預估區間在0.63~0.67 。
人民幣	中性	持平	中國前三季GDP成長5.2%，今年有望達成兩會的5.0%左右目標，第四季貨幣政策寬鬆的可能性大幅降低， 維持人民幣中性評等 ， 人民幣預估區間為7.00-7.20 。

美股表現佳，帶動全球市場上漲



降息機率上升，債市迎利多；DXY再度跌破100關卡

指數變化

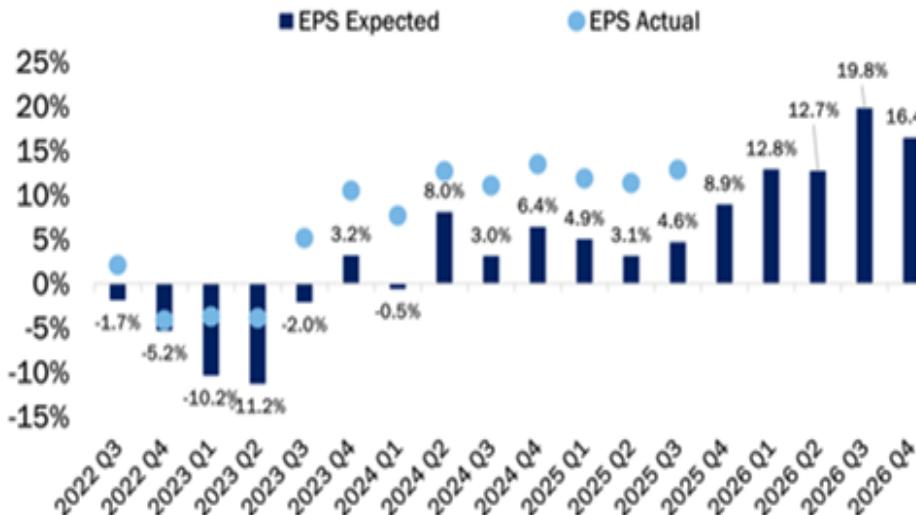


對2026樂觀展望不變，美股相對正向

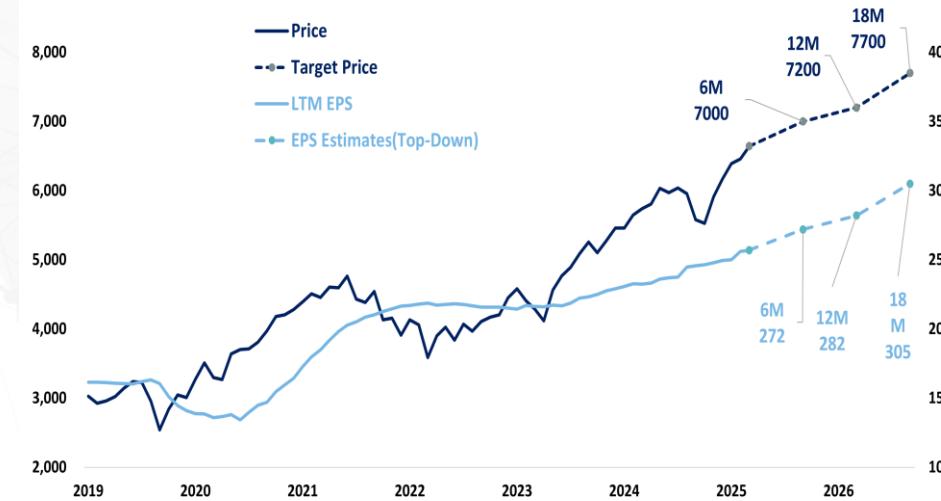
除了 8 月 5 日前後以及解放日之外，目前波動率處於近兩年來的最高水準，這反應了宏觀經濟情勢依然不明朗，我們先前也提過隨著波動率的重新走高，這會增加去槓桿的壓力。流動性從這裡開始可能改善：美國財政部回購利率在過去一個月左右更高且更波動，儲備降至本週期最低水平。這促使聯準會在十月會議中宣布，量化緊縮將在本月之後結束。12 月隨著財政部的現金餘額下降和儲備重建，情況可能會有一些緩解，同時利率市場暗示，流動性的緩解與支持將在明年初顯現。

AI需求強勁，惟資本支出基期墊高，市場對於能否收回足夠的回報抱持懷疑態度，預計牛熊的爭論不會太快得到驗證，短期波動更多受制於資金定位、流動性緊縮等影響。中長期來看，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，預計本輪回檔深度相對有限。FED 處於漸進式降息循環週期，AI 仍處於資本支出加速週期，與市場對抗並不明智，同時定調基本面並未出現太大變化，2026 年企業盈利成長的遠景不變。維持美股相對正向觀點，對於 2026 年底達成目標價 7600 點仍樂觀看待。

共識預期2026年企業盈利成長強勁



維持2026年底目標價7600點的預測不變

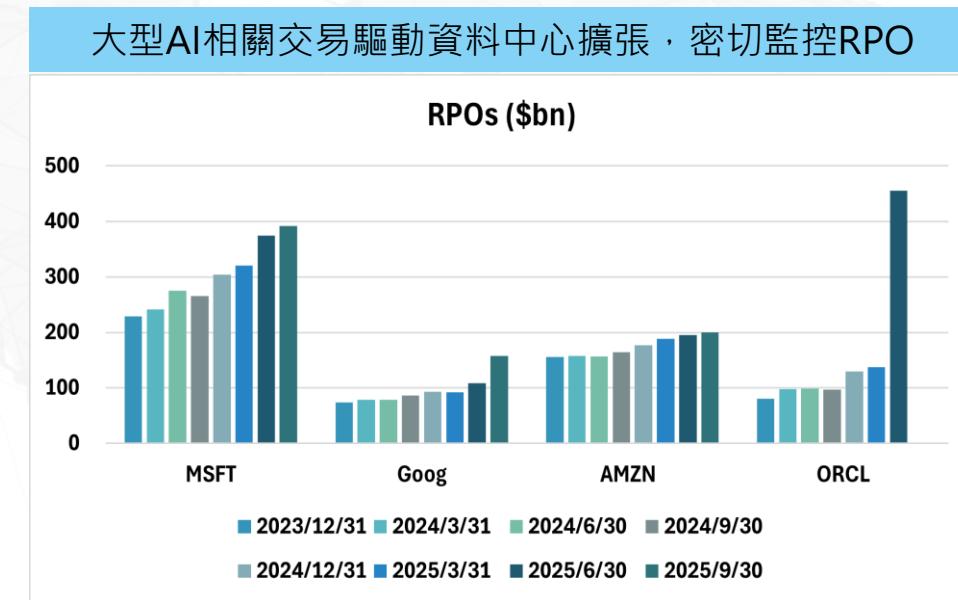
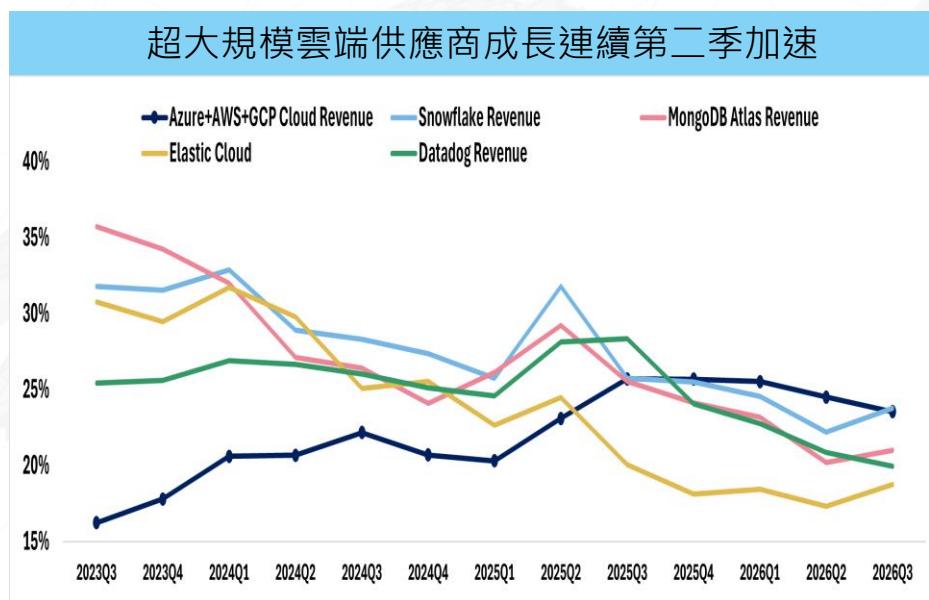


資料來源：Bloomberg、LSEG，永豐投顧整理

科技巨頭財報季回顧，科技相對正向

在2025年第三季度，科技巨頭如微軟、Alphabet、亞馬遜與Meta的財報，揭示生成式AI正全面滲透雲端基礎設施與產品創新，驅動產業轉型。這些公司雖定位各異—微軟強調企業生產力、Alphabet聚焦搜尋計算、亞馬遜主導電商雲端、Meta專注社交空間—卻共同展現AI工具採用加速與貨幣化趨勢，例如微軟的Copilot用戶翻倍、Alphabet的Gemini處理量暴增、亞馬遜的Rufus帶來巨額銷售、Meta的AI月活躍用戶破億。這不僅提升用戶互動與生產效率，還透過全棧AI方法強化競爭優勢，預計推動全球IT支出擴張。雲端業務亦高速成長，年增率逾20%，得益於AI工作負載遷移與自製晶片優化，帶來邊際改善與長期機會，儘管容量限制可能成瓶頸。

為捕捉AI浪潮，四家公司激增資本支出，聚焦資料中心與晶片擴張，預計累計達數千億美元。這反映產業進入高資本密集期，前置投資以滿足需求加速，如微軟容量年增80%、Alphabet上調指引至千億規模、亞馬遜與Meta亦大舉布局。管理層樂觀強調，此舉將支持多代理系統與生成內容，強化領導地位並捕捉超級智能潛力。整體而言，此季度凸顯AI導向循環，帶來耐久成長與股東回報，投資者宜關注具強大生態整合的公司，監測容量利用與貨幣化進展。



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

台股季線關前反彈，給予台股相對正向建議

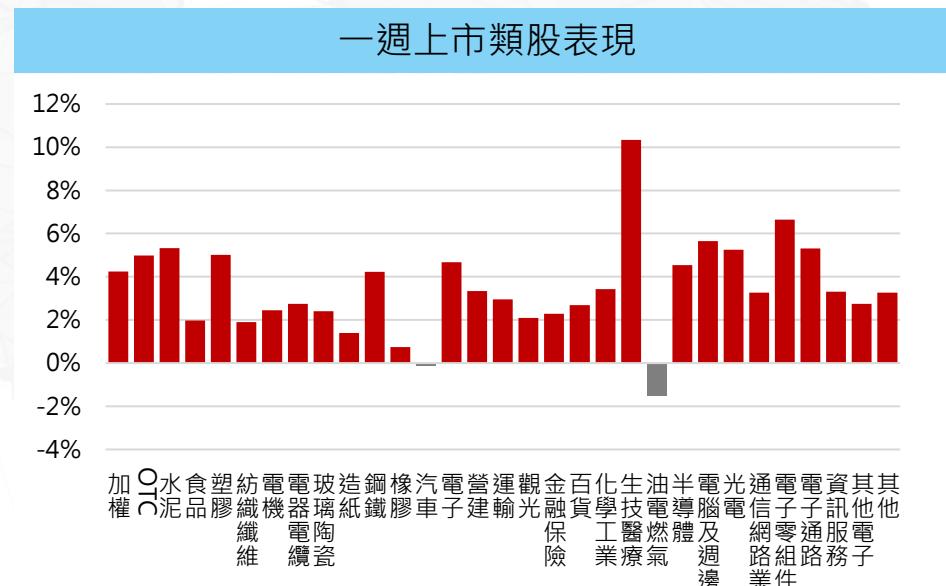
新興市場-台灣

上週台北股市在經歷前一週劇烈震盪後，出現反彈整理格局。11月21日加權指數曾重挫 991點，收在 26,434.94點，創下史上第四大單日跌點，市場情緒一度陷入恐慌。然而，隨著美股反彈、聯準會12月降息預期升溫，以及AI產業需求仍具支撐，台股在24日止跌回穩，並於後續交易日逐步修復跌勢。從技術面與成交量推估，指數將在季線與月線間震盪，短線反彈空間有限，畢竟市場剛經歷大幅震盪，市場信心有待恢復。此外外資賣壓暫歇，美股也有拉回可能，都是潛在變因。

總結而言，台股似乎站穩了季線，短線迅速反彈也拉開了空間，解除繼續下挫的危險。從中長線角度看，市場拉回整理有一半原因是短線因素，無礙於AI長線的發展。甚至看到Google新模型得到市場青睞，股價有強力表現，證明市場對AI的期待與需求，繼續看好長線發展。



資料來源：財經M平方，CMoney，永豐投顧整理



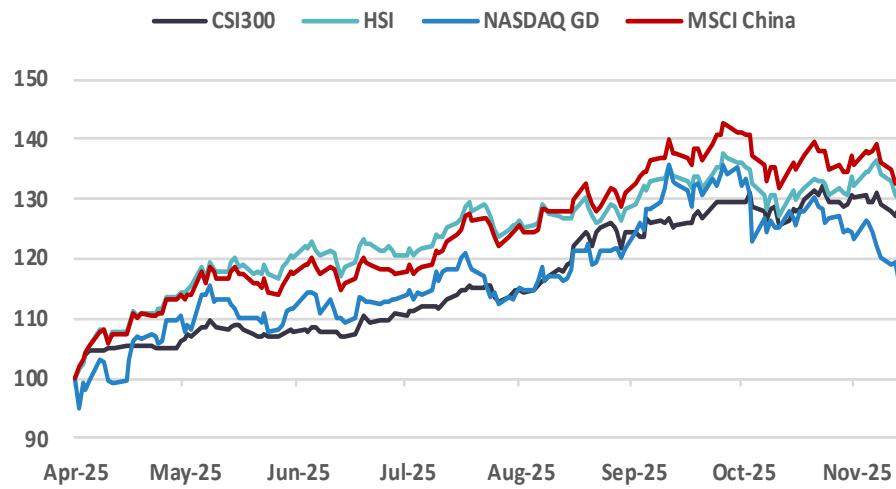
經濟疲軟使股市動能失溫，維持中性評等

新興市場-中國

中國傳統支柱如房地產和消費板塊正受到地方隱性債務壓力持續拖累，雖然最新的高頻指標顯示房市的衰退幅度已有所控制，成交量也趨於穩定，但其崩潰所導致的化債需求依舊龐大，估計地方政府的財政緊縮狀況將會延續至2027年上半年。同時，消費動能的提振主要依賴政策性的「舊換新」托底，一旦階段性資金耗盡，成長速度便會迅速放緩，而政府財政空間又受化債需求擠壓，導致中國經濟數據在下半年以來陸續轉弱。

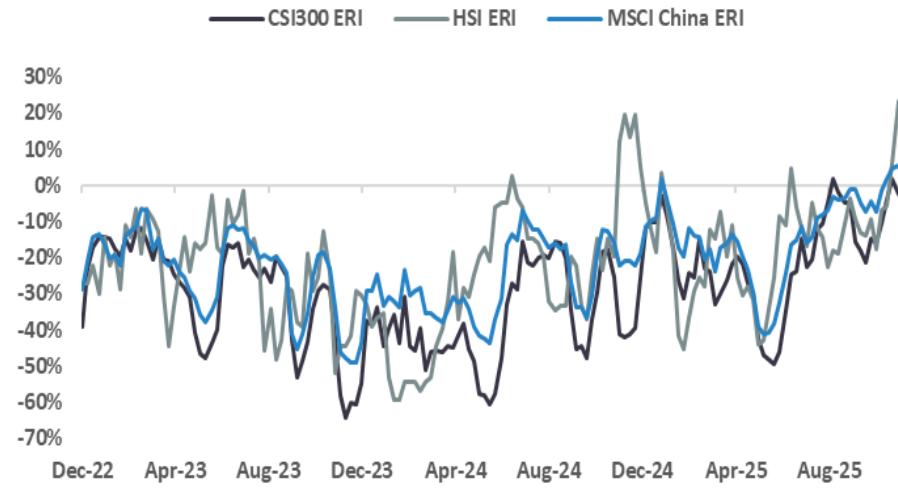
面對基本面缺乏亮點、復甦結構不平衡的宏觀環境，股市的樂觀情緒正在逐步退潮，隨著CSI300和MSCI China等主要指數的NTM P/E估值達十年高位，加上疲軟的第三季度財報和宏觀數據，市場對於評價面重定價的行情已接近尾聲，預計在兩會前中國股市將呈現弱勢震盪行情，後續關鍵在於中國能否在明年兩會保持5%增長目標，並出台消費提振政策。建議應以防守為優先，配置重點應放在金融、高股息，以及貴金屬/基本金屬/稀土礦業等防禦或政策板塊，成長型資產則推薦在市場回落后再考慮低位進場，維持中性評等。

陸股已回撤5%~15%，但市場避險情緒仍舊濃厚



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

三大指數ERI持續修復，仍樂觀展望2026



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

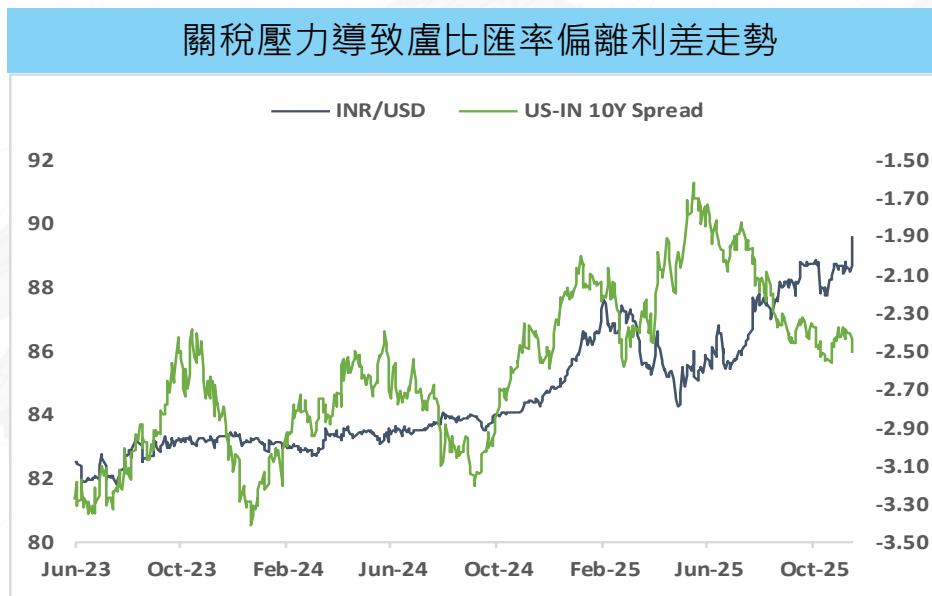
GST稅改激勵達峰值，市場觀望關稅談判進展

新興市場-印度

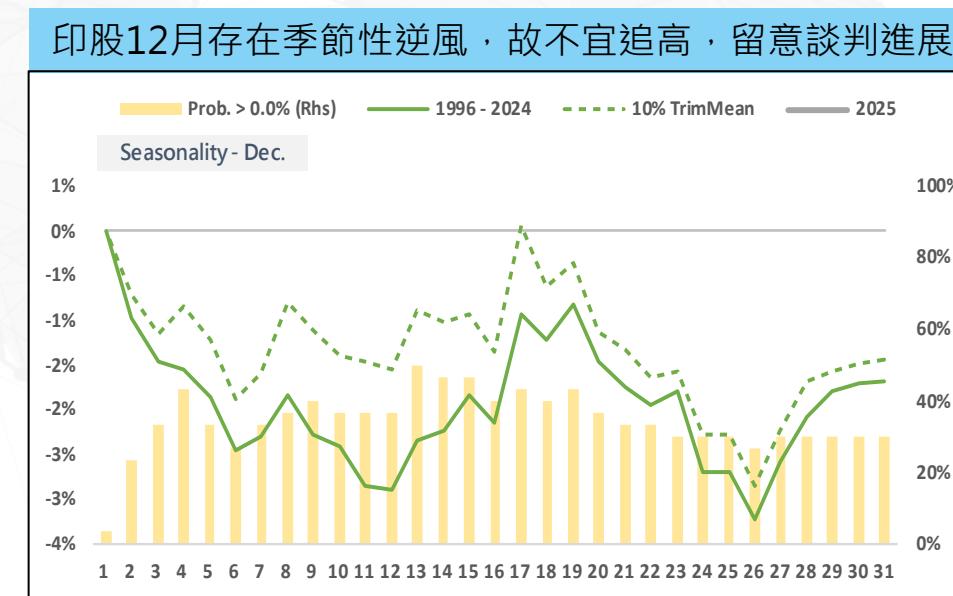
多數農村經濟指標在10月出現顯著回升，如兩輪車註冊輛10月同比暴增50%，較去年增加逾20個百分點，連帶城市消費也開始復甦，不過GST稅改預估影響已達到頂峰，雖稅改推動10月服務業PMI由558.9回升至59.5，但有兩個行業的新出口訂單增速降至3月以來新低，並且製造業也受到各地暴雨以及全球價格競爭激烈等因素影響，初值由59.2放緩至57.4。另值得一提的是印度10月商品貿易逆差創新高是因為黃金進口同筆激增199%至147億美元拖累，電子產品出口依然強勁，服務出口順差也創下199億美元新高。

印度的經濟復甦已出現放緩跡象，若印股估值要再突破區間需要結構性改變，而根據比哈爾邦選舉結果，NDA聯盟透過低種性階層動員及婦女福利攏絡人心，以202：34壓倒性優勢橫掃議會，這為莫迪掃清關稅談判障礙，已觀察到外資自年中以來的拋售潮已進入停滯階段，預計美印第一階段關稅協議已經鄰近，但也須留意關稅壓力下盧比的貶值壓力，維持印股相對正向評等。

關稅壓力導致盧比匯率偏離利差走勢



印股12月存在季節性逆風，故不宜追高，留意談判進展



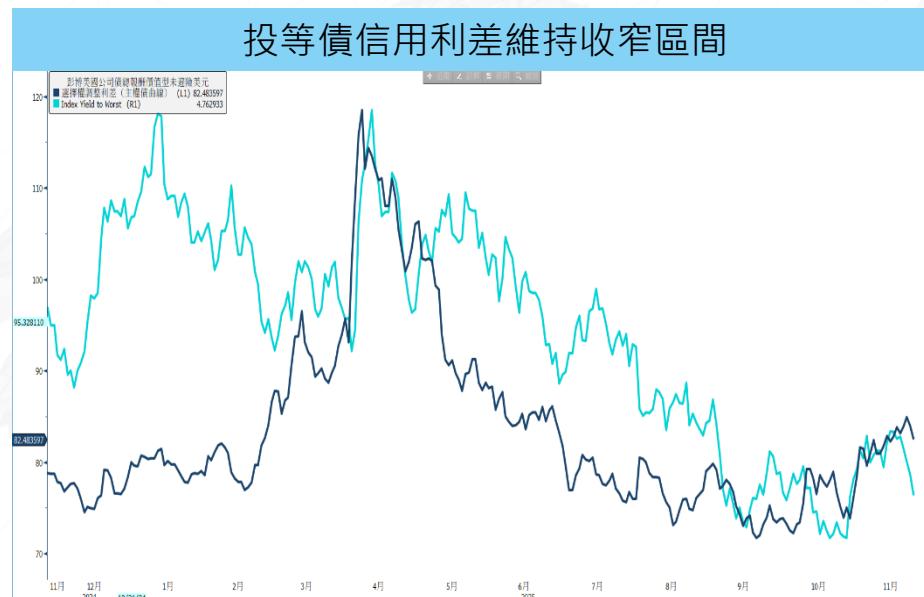
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

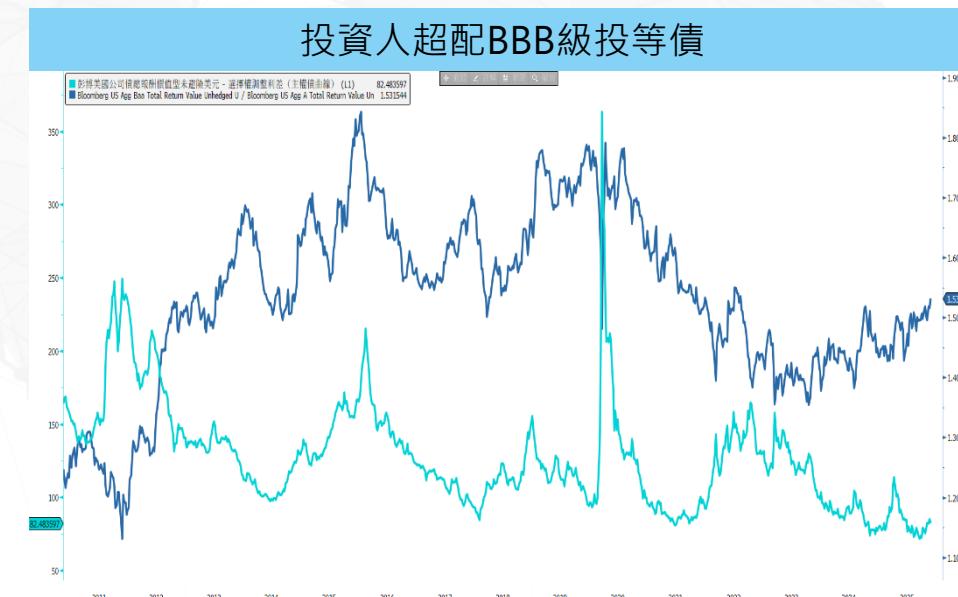
市場重新押注聯準會12月降息，投等債維持正向

今年以來投等債需求保持強勁，主要受到具吸引力的殖利率與最近受到偏鴿派的Fed支持所影響，根據BofA調查，信用投資人對於投等債持有來到自2022年Fed升息以來的最高比例，以評等來說則是BBB級持有最多，超越A級投等債比例，顯示出市場上對於投等債市場的樂觀態度。有鑑於正向的投資人情緒、穩健的經濟成長，加上近期聯準會官員再度放鴿，市場重新押注12月降息，依然看好未來投等債市場，維持正向評等。

過去幾年由於較高利率的環境，較高的融資成本使許多企業降低槓桿、減少負債，導致現今有許多企業的資產負債表槓桿偏低，財務空間充足使企業有大量負擔債務能力來進行併購(M&A)活動，目前M&A的發行影響，以醫療保健、能源與科技板塊的發行量最多。併購資金需求提升與AI資本支出引領科技再槓桿趨勢，將帶動大量2026發債供給。



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理



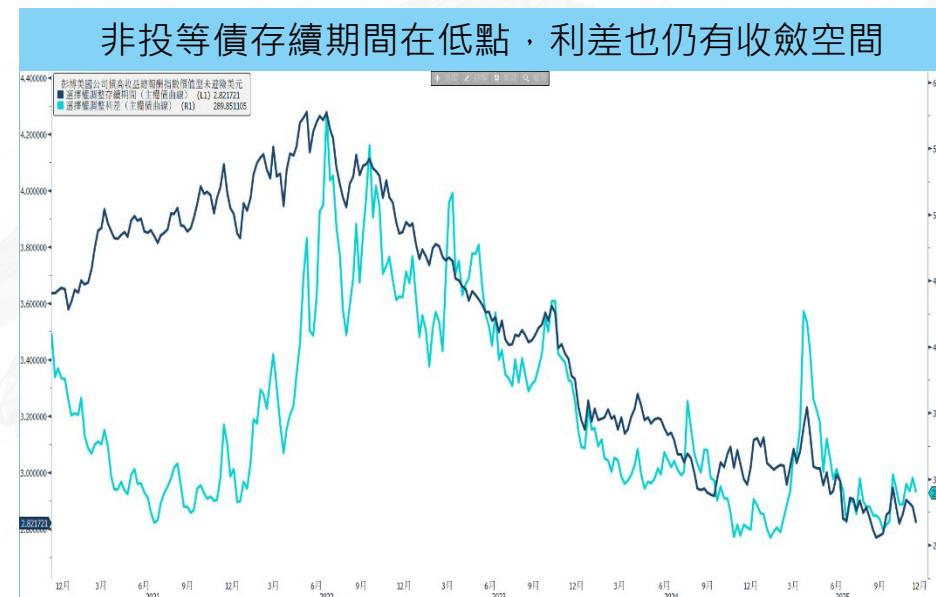
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

財政擴張與降息有助利差收斂，非投等債維持相對正向

債券市場-非投等債

在財政擴張與貨幣政策逐步轉向寬鬆、聯準會溫和降息的環境下，2026年的市場或將呈現「經濟韌性+低利率」組合，而過往非投等債在降息+穩健經濟成長的環境下，都出現利差收斂情形，因此也看好非投等債目前仍具有利差收斂空間。此外，由於目前非投等債的存續期間(Duration)處於歷史相對低點，將能更受惠於Fed傾向降息所帶來的殖利率陡峭化。

若以評級劃分，目前B級非投等債受到低估，相較於BB級利差過寬，在未來具備較佳的上漲潛力，而BB級非投等債近期表現出色，上漲空間或許有限。若以產業劃分，受近期政策與人工智慧衝擊，導致產業分化度上升，金屬、資本財、科技板塊表現優異，受惠於貴金屬價格上漲、AI產業驅動的需求，以及電網現代化與航太產業等結構順風，表現優異；相反，化工產業則面臨供應過剩以及價格問題，表現不佳。

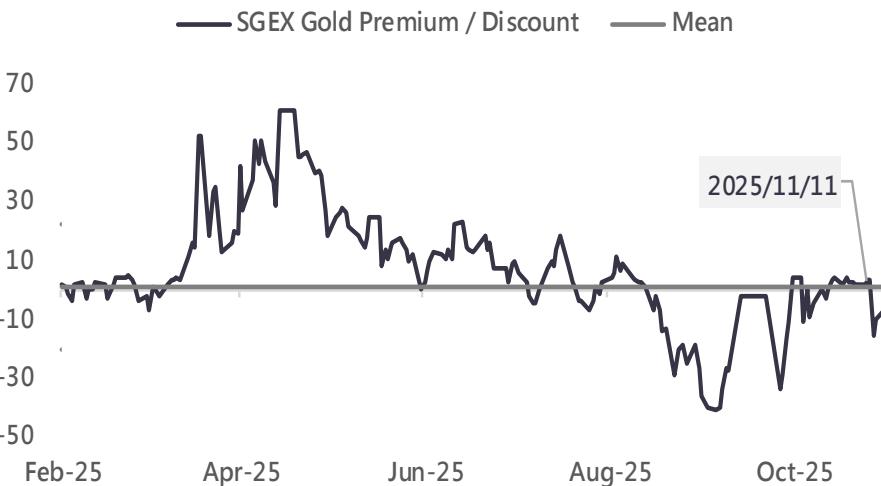


中國黃金市場「稅改震盪」影響有限，維持正向評等

中國財政部與稅務總局於11/11發布黃金增值稅重大稅改，有效期為2025/11/1~2027/12/31，上海黃金交易所(SGE)一級市場交易的增值稅依舊免徵(即徵即退)，但對SGE會員提現黃金的稅務處理則進行關鍵區分：(1)投資金(品牌金條)，SGE會員轉售投資金時仍按13%扣繳，但當非SGE會員從會員處購入後再轉售時，將面臨13%增值稅，將促使投資者傾向於向大型銀行或直營店購金；(2)消費金(珠寶首飾、水貝等批發市場)，用於非投資目的的SGE提現黃金，其進項增值稅抵扣權利大幅收緊，從全額抵扣改為僅抵扣購入價的6%，為稅改重災區，這對中國最大的黃金批發中心深圳水貝造成核彈級衝擊，大量中小型商家恐慌性出逃。

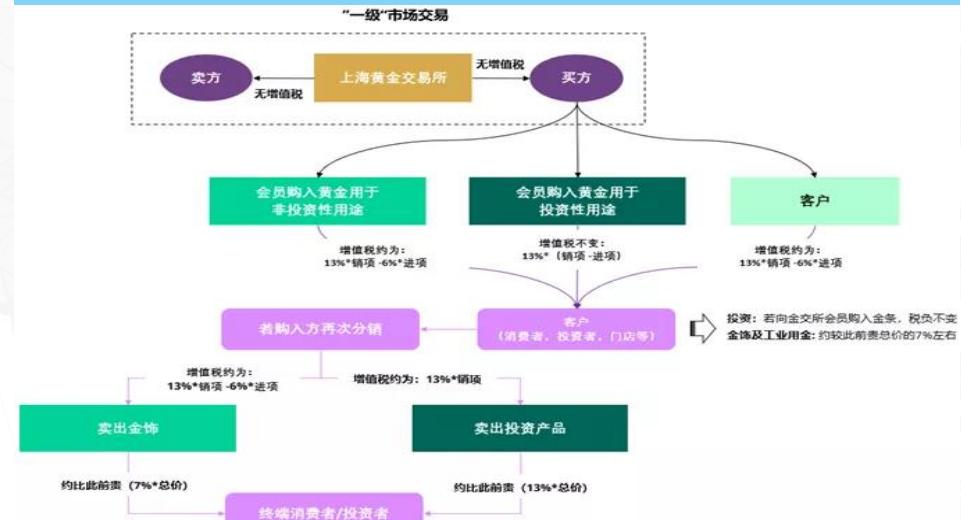
本次稅改的核心目的，在於推動黃金流通的票據化、合法化與集中化，有效將投資金與消費金兩大市場完全分離，新稅制下前者轉向SGE會員壟斷，對投資需求不會產生影響，而後者則迫使商家更聚焦工藝與設計創新，不利於傳統珠寶商，同時漲價也壓抑珠寶需求，根據歷史經驗，金價每上漲1%，需求量可能減少0.7%，不過中國消費金需求彈性近年來持續減弱。整體而言，稅改將導致中國黃金產業重新洗牌，但對國際金價影響甚微，故仍維持黃金正向評等。

稅改一度造成中國金價下挫，但影響有限



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

新黃金市場增值稅政影響示意圖



資料來源：WGC，永豐投顧整理

Fed官員基調轉鴿，DXY貶至99.54，維持相對負向評等

ECB會議紀要維持謹慎，歐元升至1.1613，維持相對正向評等

貨幣市場-
美元&歐元

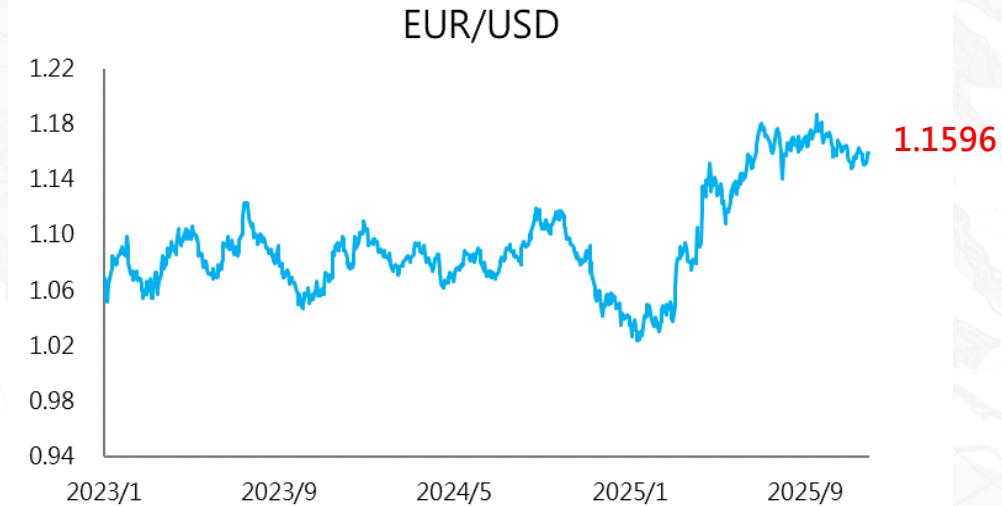
上週五Fed紐約分行總裁Williams表示近期仍有降息空間，本週Fed官員Daly、Waller也表態支持12月降息，因就業市場走弱，9月零售銷售月增率由0.3%放緩至0.2%，11月CB消費者信心由95.5降至88.7，市場對12月降息預期升溫，壓抑DXY於11/27貶至低點99.40，[終場DXY收貶0.62%於99.54](#)。展望後市，因Fed近期基調更加平衡，美元轉趨疲軟，市場預期下週將公布ADP小非農將由4.2萬人降至2.0萬人，預期美元續弱，預估下週美元區間98.0~100.5，維持美元相對負向評等。

ECB公布10月會議紀要顯示有官員認為經濟前景得以維持，降息週期已結束，但也有官員稱不能排除繼續降息的可能性，尤其在預估通膨會將低於通膨目標的情況，俄羅斯總統普丁肯定美國的部分和平協議條款原則上可能成為最終協議基礎，停戰期待持續升溫，[歐元於11/27升至高點1.1613，終場週線收升0.59%至1.1596](#)。展望後市，市場預估下週末公布11月年增率由2.1%回升至2.2%，支持ECB謹慎基調，加上俄烏停戰期待亦有利歐元短線走勢，預估下週歐元續揚，區間1.1500~1.1750，維持歐元相對正向評等。

Fed放鴿，DXY跌落100關卡



ECB會議紀要謹慎，歐元升至1.1613



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

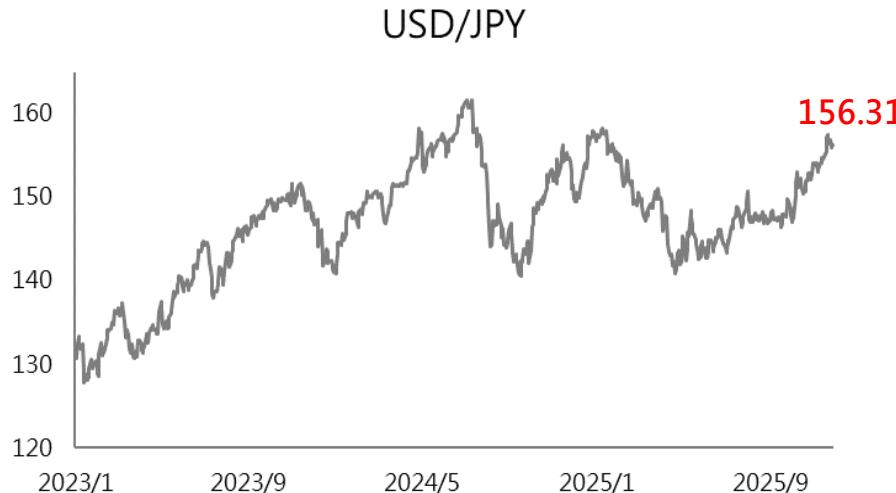
升息預期升溫，日圓升至155.65，維持日圓至中性評等 南非央行暫緩降息，南非幣升至17.08，維持相對正向評等

貨幣市場-
日圓&南非幣

BOJ理事增田一夫於11/22表示升息的經濟環境已經具備，路透社11/26引述消息人士稱BOJ最早可能於12月升息，並稱BOJ內部越來越普遍地認為日圓疲軟將比過去更能推升通膨，期貨市場定價BOJ 12月升息機率已由上週的16.4%升至55.6%，帶動日圓於11/26升至高點155.65，終場週線升值0.74%至156.31；展望後市，雖日本政府傾向維持寬鬆環境，但BOJ近期對升息言論漸多，可望為日圓帶來支持，預期日圓下週維持震盪偏升格局，區間154~157，下調日圓至中性評等。

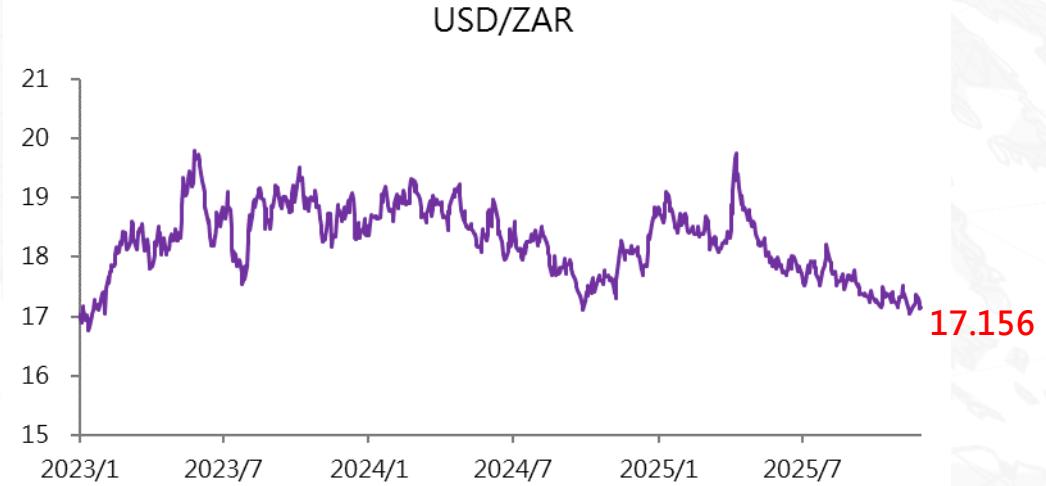
紐約Fed總裁Williams釋出鴿派訊號，且後續Fed官員Daly亦表態支撐12月會議降息，市場重燃對Fed 12月降息預期，帶動國際美元走弱。南非央行11/20如市場預期將利率下調1碼至6.75%，然南非10月PPI年增率由2.3%升至2.9%，未來幾個月上升趨勢可能會持續，市場預期南非央行要到2Q/26才會重啟降息，加以Fed 12月降息預期升溫導致全球風險偏好增強，激勵南非幣走揚，帶動南非幣走升至17.08，終場週線升值0.50%至17.156。展望後市，南非經濟持續復甦，且政府將推動改革，維持相對正向評等。

12月升息預期再度升溫，日圓回升至155關卡



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

市場對Fed 12月樂觀降息預期，激勵南非幣走揚



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

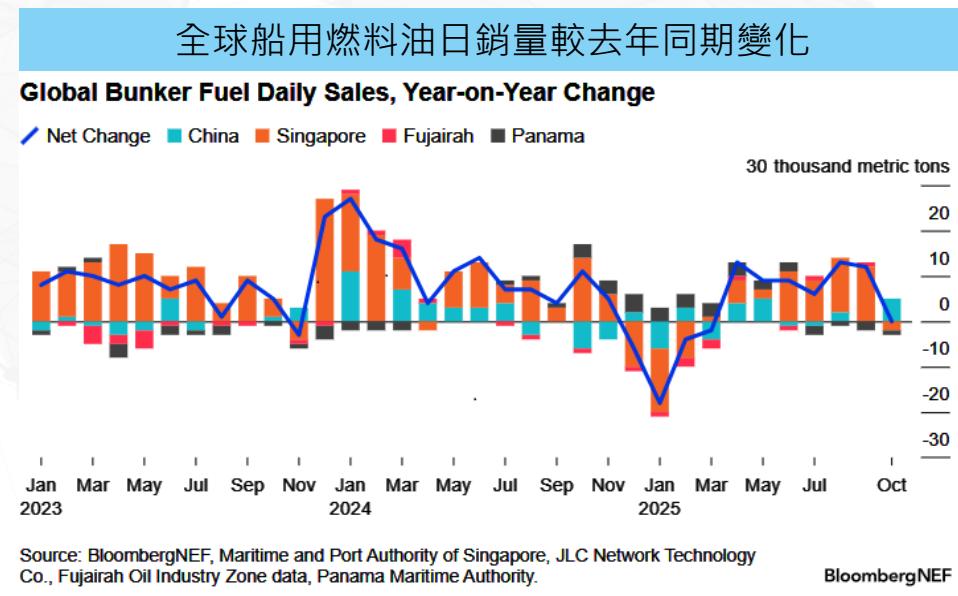
10月全球主要樞紐船燃料用油表現分化

全球船用燃料油在10月保持韌性，主要樞紐因區域貿易流汗航運需求趨勢而表現分化，新加坡海事及航運管理局數據顯示，2025年10月新加坡港船用燃料油總銷量達到476萬，季增0.9%，但年減1.4%，季增率小幅上漲源自於船舶到港量與船對船轉運量上升，此得益於具競爭力的船用燃料油溢價吸引更多船舶前來補給。新加坡港共接收了11,552艘噸位75噸級以上的船舶，創下自2020年1月以來的最高紀錄。

此外，中國金聯創數據顯示，2025年10月中國船用燃料油銷量降至159萬噸，較9月的167萬噸下降4.8%，但較上年同期增長9.7%。金聯創表示，主要原因包括沿海航運需求減弱、供應商信貸收緊，以及黃金週假期後出口放緩；巴拿海事局數據顯示，該國10月銷量大幅反彈至46萬噸，較9月份的低點增加了22.3%，但仍比去年同期下降了12.4%，顯示出不同國家燃料油銷量表現分化。



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg

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。