

2025/12/12

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>



聯準會降息引領美股創高，全球市場情緒分歧

市場回顧

本週美國股市在聯準會降息預期下起伏不定，周初受勞動市場疲軟影響而小幅回落，但周三聯準會如期調降利率0.25個百分點至3.5%-3.75%，並釋出2026年謹慎寬鬆訊號，刺激美股三大指數強勢反彈。美債殖利率小幅震盪，10年期公債殖利率回落至4.14%後微升至4.15%，反映市場對經濟成長樂觀但通膨隱憂猶存。

歐洲股市本週多呈平盤或小跌走勢，周一受聯準會會議影響而微幅下滑，但整體仍謹慎，汽車與工業股拖累表現。亞洲方面，日本股市受日銀升息預期壓力而連續下跌，中國股市則呈現分歧，前半週受出口數據優於預期而上漲，後半週因消費通膨上升減弱政策刺激預期而回落，滬深300周跌約1.3%。

市場展望

◆ 關注美國重要經濟數據 (12/16)

美國將公佈11月非農業就業數據，其中也包含了10月的部分數據，這是自政府停擺以來首次公佈重要的就業情況

◆ 關注聯準會貨幣政策動態 (12/17)

紐約聯邦儲備銀行主席約翰威廉斯在外匯市場結構會議上致開幕詞。

◆ 關注歐央、日央貨幣政策動態

歐洲央行預計今年最後一次會議後維持存款利率將在2%不變，投資者將關注最新的經濟預測(12/18)；日本央行預計將從0.5%調高利率至0.75%(12/19)

弱美元推動資金重返新興市場，中東、拉美、東南亞強漲

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。

科技股延續反彈走勢，然Mega Cap走勢較為平緩

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。

聯準會降息與購債支持流動性，債市吃下定心丸

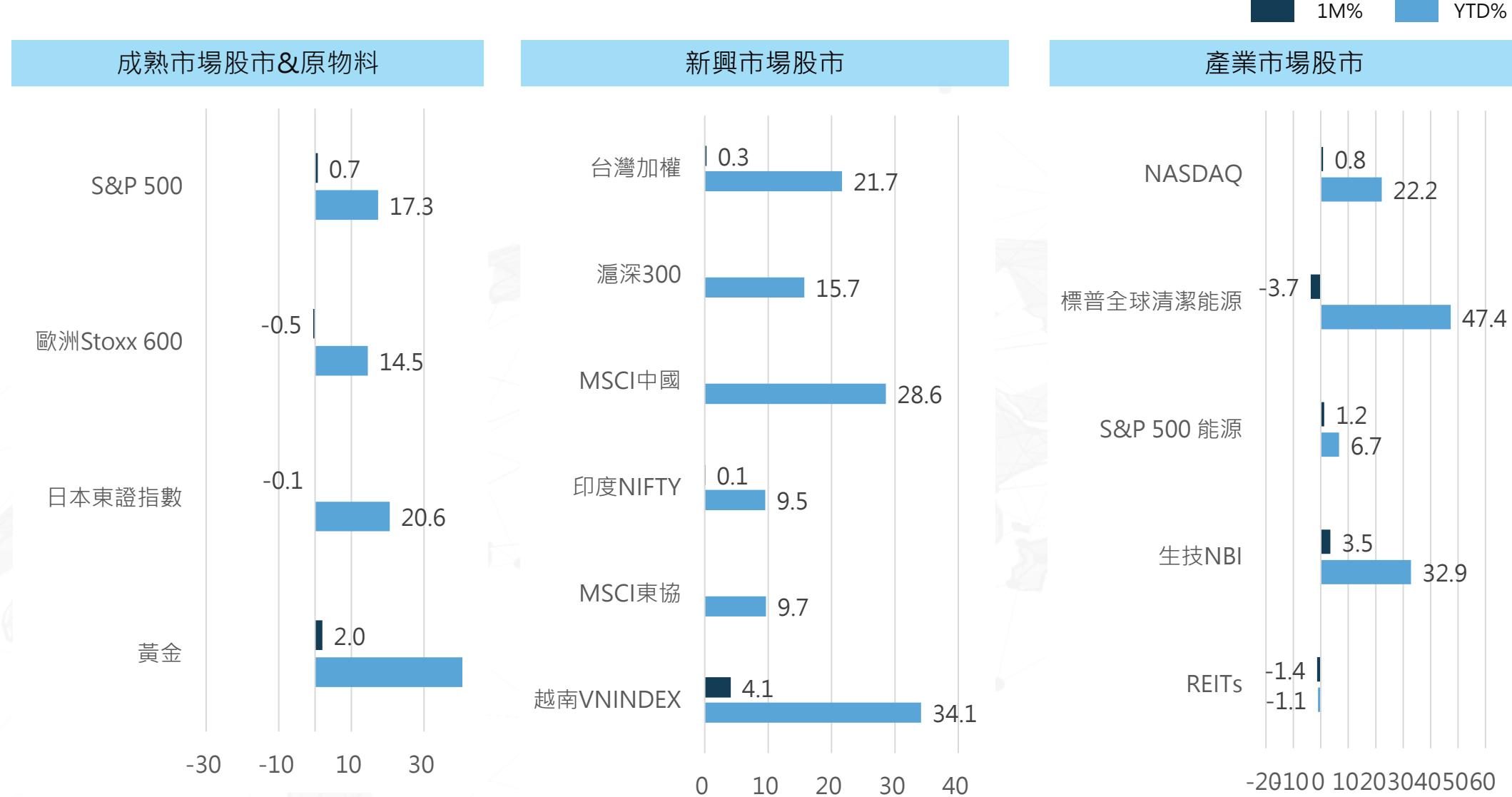
資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，預期交易區間為3.75-4.25%。
投等債	正向	持平	預計即使出現衰退情境，IG利差再走擴大對報酬威脅已相對下降，鑑於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。
非投等債	相對正向	持平	建議須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，偏好中短天期、高品質債券。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將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

FOMC降息1碼，宣布購債，DXY跌至98.13

投資評等

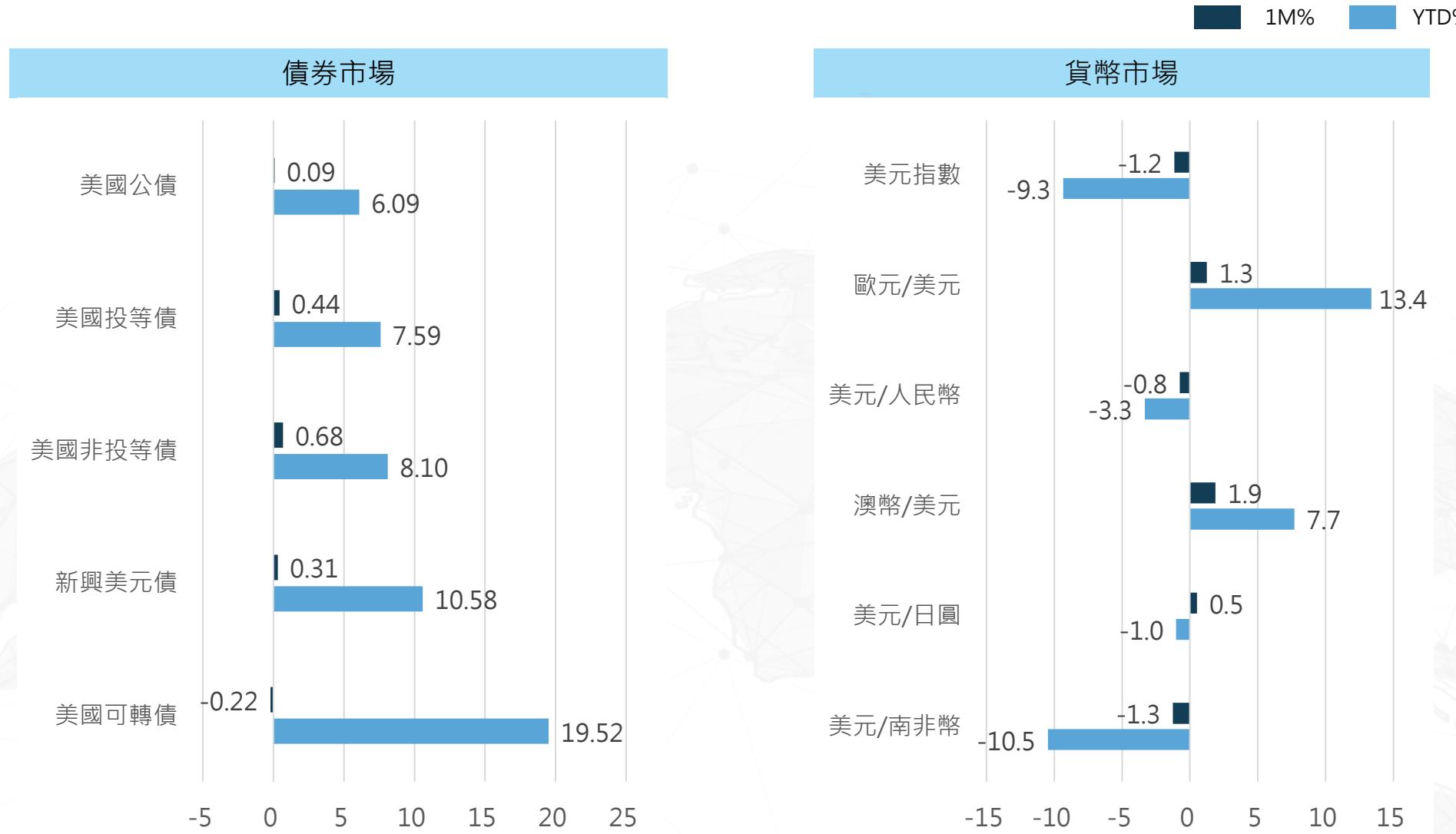
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	下週公布11月非農以及CPI數據，市場預期11月非農就業翻正，整體CPI年增率由3.0%回升至3.1%，美元貶勢可能暫歇，預估下週美元區間97.5~99.5，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	預期ECB下週將按兵不動，雖本週Schnabel言論鷹派，然預期Lagarde於記者會中仍不會排除再降息可能，預估歐元升勢暫緩，區間1.1600~1.1800，維持歐元相對正向評等。
日圓	中性	持平	市場已大致定價BOJ下週將升息1碼，然因日本同時經歷財政擴張與升息，殖利率上行壓力大成為隱憂，未來可能牽制BOJ升息步伐，預期日圓下週區間154~157，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	消費者正在從相對較低的通膨中受益，加以海外遊客數量增加，南非10月零售銷售、11月商業信心指數皆好轉，有利於南非經濟持續復甦，維持相對正向評等。
澳幣	中性	持平	12/9 RBA將召開利率決策會議，市場預期按兵不動，關注RBA對後續利率走勢指引，維持澳幣中性評等，澳幣預估區間在0.64~0.68。
人民幣	中性	持平	中央經濟工作會議即將召開，將定調2026年政策走向，預期維持匯率在合理均衡水準上的基本穩定，維持人民幣中性評等，人民幣預估區間為7.00-7.20。

SPX延續漲勢，亞股略見分歧



美債長天期殖利率略為走升，然美元走弱

指數變化



FOMC比預期鴿派，美股相對正向

市場持續出現小型股跑贏大型股、以及循環股跑贏防禦股的動態，同時人工智慧類股的內部出現彼此拉鋸現象，市場似乎對不依賴巨型股領漲的行情更有信心，微軟 (MSFT) 、輝達 (NVDA) 、Meta (META) 回落，對比等權重標普指數、X7指數及羅素2000指數紛紛創下歷史新高。先前提過的流入醫療、金融，流出科技的資金流向動態似乎仍在持續。

可以觀察的面向是，年底的走勢是來自於對26年主題的提示(不少投行提到對醫療的看好以及對26年企業獲利持續成長的預期)，抑或是對市場相對定位的調整(AI股先前顯然太過擁擠，並反應全年落後表現的價值股反彈)

本週在降息背景下延續上週漲勢



小型股這波反彈中持續跑贏大型股



資料來源：Bloomberg、LSEG，永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg、LSEG，永豐投顧整理

ORCL下跌反映投資者對資本支出疑慮，科技相對正向

產業類股-科技

Oracle RPO總額飆升至5230億美元，新訂單達838億美元，雲端基礎設施與資料庫業務分別成長66%及30%。儘管總營收僅160.58億美元，位於指引低端，毛利率下滑至41.9%，資本支出激增導致自由現金流負值，但公司樂觀展望FY27營收上調至890億美元，Q3雲端營收預期加速37%-41%。管理層強調AI基礎設施部署加速，已交付近400兆瓦容量，並透過多雲擴張與替代融資維持動能；多雲區域增至45個，消費暴增817%，結合AI資料平台解鎖私有資料，驅動健康照護AI代理等應用快速上線。產業趨勢上，夥伴生態擴大，應用業務重組銷售團隊促進跨售綜效，TIM Brasil案例展現AI提升客戶體驗，滿意度升16%，預示雲端應用將乘AI整合浪潮持續加速。

Broadcom業績亮眼，AI半導體業務領軍，營收達18億美元，超出預期，毛利率77.9%，營運每股盈餘1.95美元。AI半導體年增74%，涵蓋XPU與聯網產品，半導體解決方案達11億美元，基礎軟體6.9億美元，非AI部分穩健回升。全年營收64億美元，年增24%，自由現金流269億美元。展望AI營收加速，2026年1季翻倍達8.2億美元，總AI訂單積壓73億美元。管理層指出客戶擴大XPU採用，新增第五客戶訂單，聯網需求如Tomahawk 6創紀錄；行業趨勢顯示AI資料中心建置提前，供應鏈強化安全，雖然矽光子技術未來可期，但客戶仍依賴傳統互聯。

相比於其他指數，NDX走勢較緩



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

半導體、硬體等AI概念股仍較為強勢



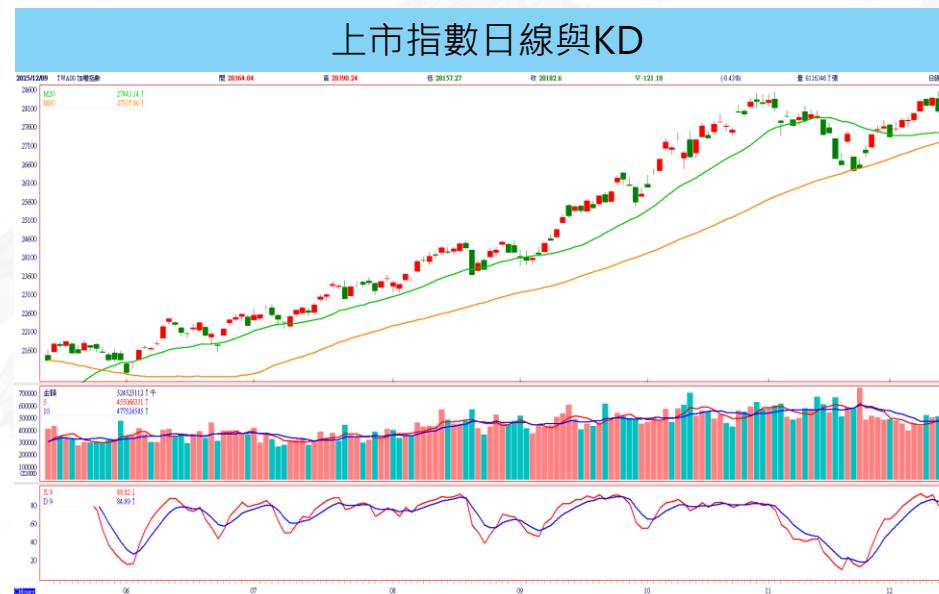
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

漲漲跌跌，AI主流不變，給予台股相對正向建議

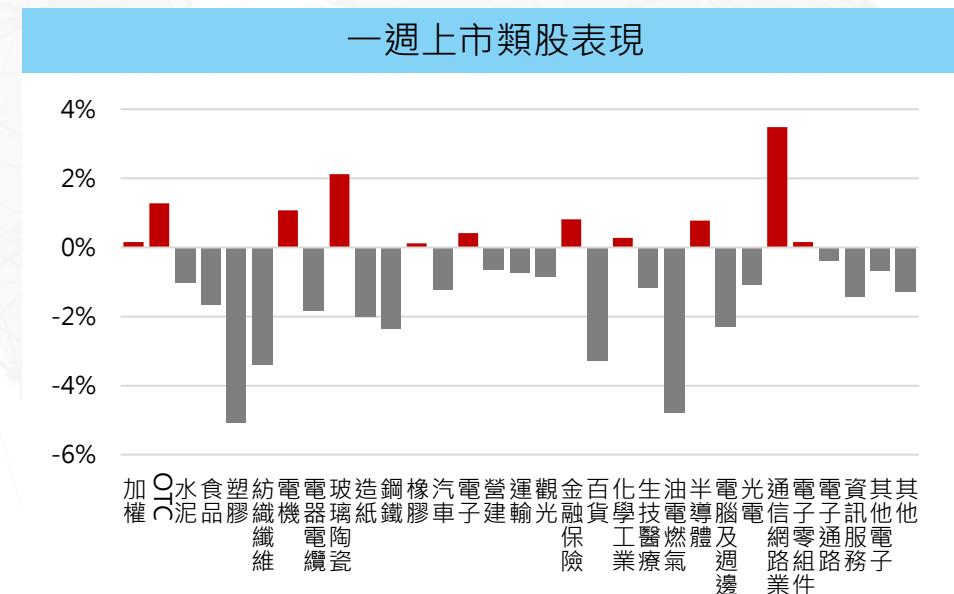
新興市場-台灣

上週台北股市延續反彈，一路挺進28000點，最多攻到28500點，但多方逢高賣短，28500點稍縱即逝。台股偏多，FOMC降息只是插曲。FOMC在聲明中暗示，後續降息決策將有所轉變，委員會判斷銀行準備已經下降至充足水準，將啟動基於維持充足準備金供應為基礎的短期債券購買計劃。

總結而言，台股因為短期因素而開高走低，無礙AI主流趨勢，短期間攻上28500點引發市場賣壓，技術面需要整理，整理後還是看多。



資料來源：財經M平方，CMoney，永豐投顧整理



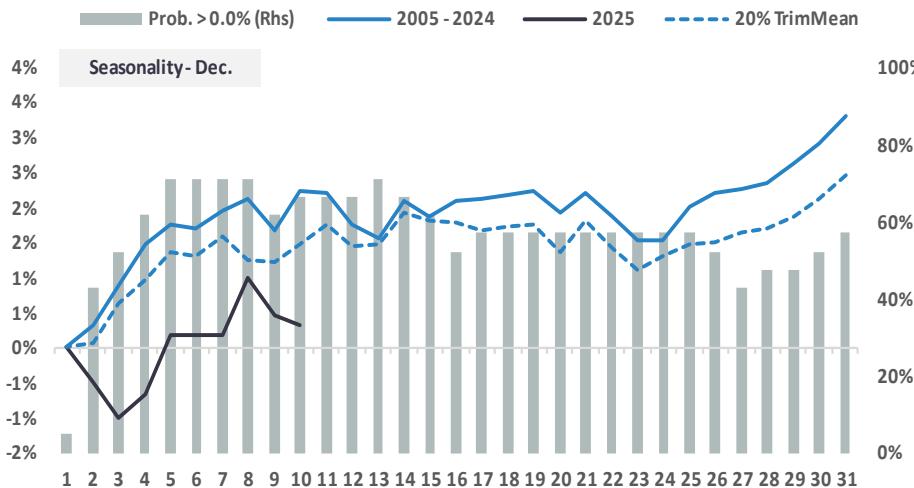
政治局平淡落幕，AI獨樹一幟領跑市場，維持中性評等

新興市場-中國

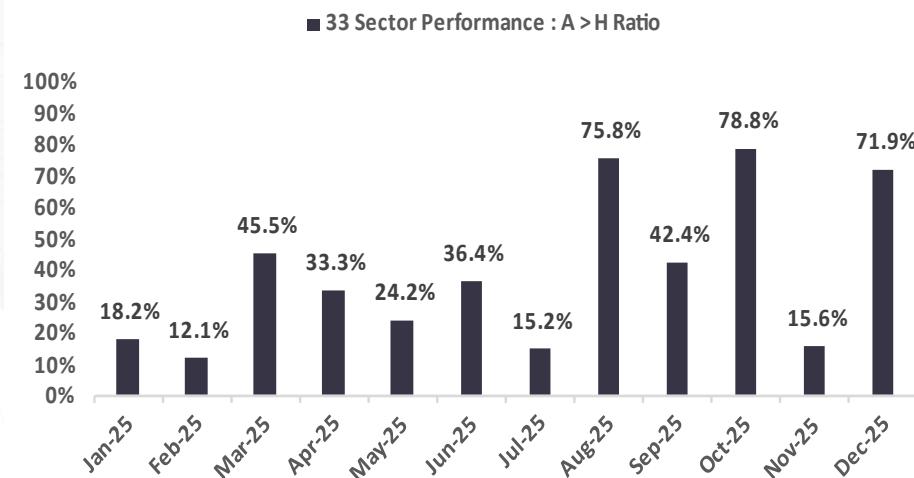
中國12月政治局會議並未有出奇之處，官方在肯定十四五期間新質生產力成果與2025年經濟目標(GDP的5%)即將實現的基礎上，希望確保十五五規劃開局良好，而政策重心則與四中全會結論一致，聚焦在科技、安全和民生方面，這表明中國政府將繼續在2026年維持適度寬鬆的政策力度，政治局會議重申要實施「更積極有效」的宏觀政策，包含「更積極主動」的財政政策和「適度寬鬆」的貨幣政策，但未直接提及消費與房地產，論述基調相較過去三場政治局會議(2412、2504、2507)相比更加溫和，不利於政策預期凝聚。

股市方面，得益於AI族群觸底回升以及年底季節性推動，CSI300自低點反彈逾3.3%，創業板指數漲幅更達10.5%，然港股受國際市場動盪拖累而表現不佳，在33個產業中，A股有近72%產業股價表現優於港股。綜合而言，陸股以AI為主軸的結構性分化正在變得愈發明顯，考量到中國政府對經濟態度趨於溫和鴿派，我們不認為偏差會在短期內收斂，建議增加AI類股持倉，減少對傳統經濟的曝險比例，維持中性評等。

12月~2月為傳統A股季節性多頭



受美股動盪拖累，12月A股大幅跑贏港股



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

漫長關稅談判強化盧比空頭，維持相對正向

RBI於12/5宣布將政策回購利率下調1碼至5.25%，並維持「中性」貨幣政策立場，行長達斯指出成長與通膨前景依舊保持平衡，通膨保持溫和為政策提供充足空間，同時一名外部委員將立場由中性轉寬鬆；經濟預期方面，RBI將FY26實質GDP上調50bp至7.3%，與印度政府保持一致，而通膨則受益於夏冬作物豐收與降水充足，降低60bp至2.0%。整體政策基調符合我們的預期，但穩定的寬鬆立場疊加貿易逆差擴大因素，對盧比前景形成威脅，路透調查顯示印度盧比的空頭押注已飆升至10個月以來新高，並且RBI表示未設定印度盧比的特定價格水平或區間，僅致力於降低異常或過度波動。

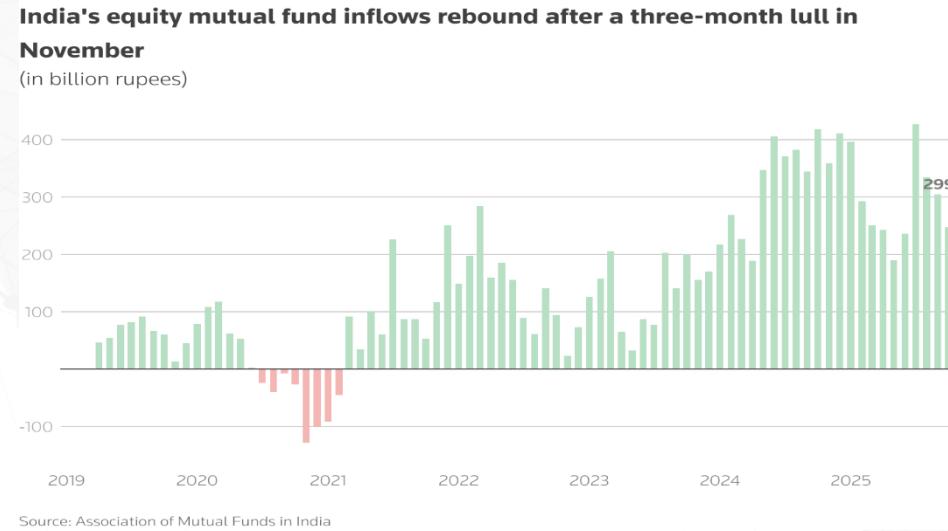
關稅方面，美國副貿易代表Switzer於12/10在新德里展開為期兩天的關稅談判，總理莫迪也在12/11與川普進行第3次電話談話，但目前仍未有相關進展，關稅協議拖延至2026年的風險正在升高，結合RBI對盧比態度，預計強勁經濟與寬鬆政策仍將支撐股市，但匯率貶值預期將遲緩外資重返印股步伐，短期內突破空間小，維持相對正向評等。

企業獲利持續復甦，盈利動能指標翻正



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

受SIP強勁流入推動，11月基金淨流入達2991億盧比



資料來源：Reuters，永豐投顧整理

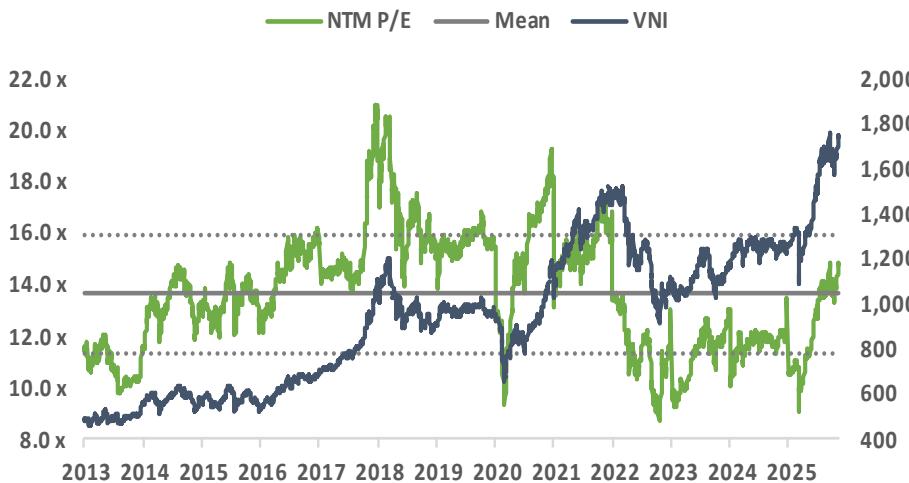
外資湧入消費股，支撐VNI重返1700點，維持相對正向評等

新興市場-越南

越南經濟在11月呈現穩健復甦跡象，工業生產季增2.3%，年比增速維持在10.8%，主要受化學產品與汽車產業貢獻所帶動；消費得益于旅遊相關銷售反彈7.6%，商品及服務銷售額降幅收窄至1.0%，並且CPI由3.3%升至3.6%，顯著高於市場預期3.4%，仍低於央行4.5%目標，並且預估越南通膨將在2026年保持在目標下緣區間，這意味越南央行將在明年全年維持寬鬆；出口則持續下滑，其中出口季減1.7%、年增放緩至15.1%，進口季減1.8%，導致貿易順差縮小至19億美元。整體而言，11月數據顯示越南增長動能依舊強勁，但出口的放緩將壓抑短期成長，預期第四季GDP年增8.2%，全年接近8%，2026年將續揚至8.5%。

隨著弱勢美元預期的持續發酵，海外資金正乘著政策順風湧入越南消費板塊，消費稅遞延、增值稅減免、家庭收入成長、低估值等因素為越股消費族群構築良好投資潛力。展望2026年，我們預估VNI EPS將保持18%~20%高速增長，並且26Q1底將通過富時羅素的新興市場審查，2026/9起將被重新歸類為新興市場，屆時將吸引更多國際熱錢湧入市場，故仍維持相對正向評等，2026年VNI將有機會上看2000點。

越股估值已脫離便宜範疇，須留意回調風險



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

12/1~12/5期間外資淨買賣量最大的股票



資料來源: CSI

Fed降息與技術性擴表，投等債維持正向評等

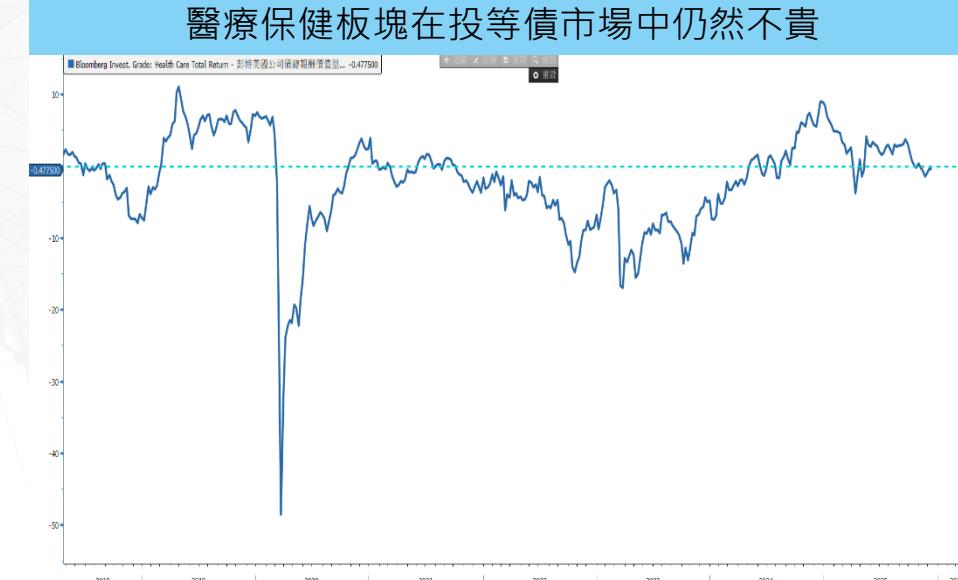
本週美國時間週三(12/10)FOMC會議後，聯準會如市場預期降息一碼，並宣布在未來30天購入400億美元短期國債的計畫，維持充足的準備金供應，以維持流動性，會後美國長短國債殖利率皆有下滑。回到投等債市場，未來除了供給面的風險傾向上行外，低衰退風險、穩健經濟成長、強勁投資人需求以及仍在改善的信用品質，都將繼續提供投等債利差支撐，**即便IG利差走擴也不會有過大的上行風險**，依舊維持投等債市場正向評等。

自9月下旬首次達成最惠國待遇(MFN)以來，**投等債醫療保健/製藥業板塊表現優異**，優於整體IG市場。醫療保健版塊的基本面正在改善，尤其在醫療服務供應商中，利潤率維持向上趨勢，目前可能的風險為併購(M&A)相關的供給可能增加，但歷史資料顯示，即便在併購大年，對於醫療版塊的利差衝擊也有限。在基本面穩健、政策風險緩解以及具有吸引力的估值情景下，**看好醫療保健/製藥業板塊在投等債市場中的未來表現**。

FOMC會議後利率&利差皆走跌



醫療保健板塊在投等債市場中仍然不貴



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

對非投等債市場保持謹慎樂觀，維持相對正向評等

債券市場-非投等債

非投等債市場近期表現優異，自11月下旬以來利差呈現下跌趨勢，短期內風險偏好有所回升。另外，零售資金也出現正向轉變，上週一共有近14億美元的淨流入以及近74億美元的淨發行，其中發行結構以較高品質的BB級與B級非投等債為主，大部分為再融資用途。這些強勁的資金流入和高品質的再融資活動，為非投等債市場提供強力的技術性支撐，目前維持相對正向評等。

目前非投等債投資人對市場維持謹慎樂觀態度，除了前述的技術面支持(流動性充足)外，在穩健的基本面以及利率順風下，預期未來將迎來良好表現。不過，短期內可能面臨到的問題如：包含勞動市場疲軟、聯準會的意見分歧與AI估值擔憂等，都對市場增添不確定性的風險。在不確定的環境下，非投等債市場將呈現整體利差緊縮，但內部利差擴大的高分散性，並以優質息差收入(Carry-driven)為主的回報結構，投資人側重於挑選基本面穩健(在K型經濟中保持韌性)，持續提供現金流以及具吸引力息差的資產，以對抗市場不確定性。

波動度與非投等債利差本週走跌



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

CCC/BB利差仍高於歷史中位數，風險溢價仍高



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

FOMC未如預期鷹派，DXY貶至98.13，維持相對負向評等 ECB升息預期升溫，歐元升至1.1763，維持相對正向評等

貨幣市場-
美元&歐元

FOMC如預期降息1碼，Powell於會後記者會中仍強調就業下行風險，且本次降息投下反對票的官員數量少於預期，基調未如預期鷹派，另本次會議預告將開始每個月進行400億購債，規模高於普遍投行預期的50~200億之間，DXY於12/11貶至低點98.13，**終場DXY收貶0.65%於98.35**。展望後市，下週將公布10、11月非農以及11月CPI數據，市場預期11月非農就業翻正，整體CPI年增率由3.0%回升至3.1%，美元貶勢可能暫歇，**預估下週美元區間97.5~99.5**，維持美元相對負向評等。

ECB總裁Lagarde表示可能於12月會議中再度上調經濟成長預測，官員Schnabel表示將當前利率是合適的，肯定近期調查顯示受訪者認為下一步決策將是升息，市場上週定價ECB明年有24%機率降息，本週轉為定價明年有21%機率升息，**歐元於12/11升至高點1.1763，終場週線收升0.81%至1.1738**。展望後市，預期ECB下週將按兵不動，雖本週Schnabel言論鷹派，然下一步升息並非內部共識，預期Lagarde於記者會中仍不會排除再降息可能，**預估歐元升勢暫緩，區間1.1600~1.1800**，維持歐元相對正向評等。

FOMC降息+購債，DXY跌至98.13



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

ECB放鷹，歐元升至1.1763



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

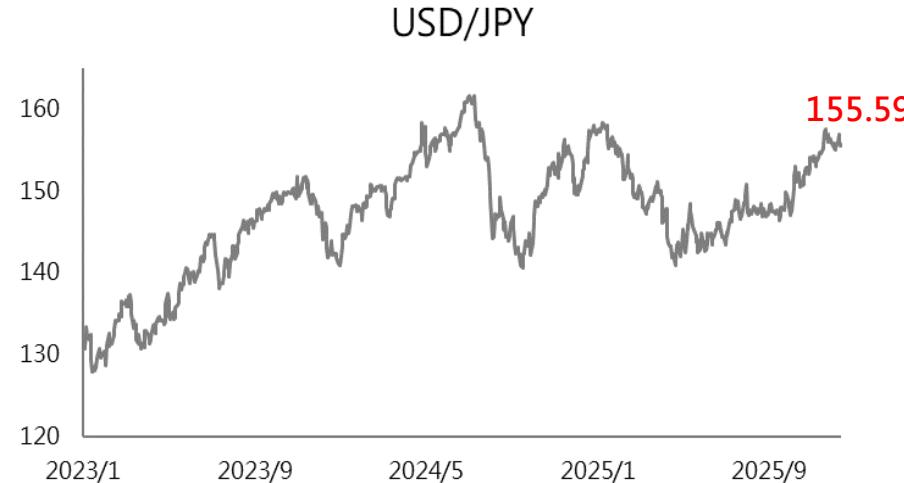
日債成BOJ隱憂，日圓貶至156.95，維持日圓中性評等 通膨降溫令內需好轉，南非幣升至16.82，維持相對正向評等

貨幣市場-
日圓&南非幣

日本10月名目薪資年增率由上修值2.1%升至2.6%，高於預期的2.2%，市場定價下週升息機率升至90%，並維持明年再升1碼定價，然升息與財政問題導致日債殖利率走揚，並引發當局關切，BOJ總裁植田和男本週承諾若長期利率異常攀升，將增加購債規模，日圓於12/10貶至低點156.95，終場週線貶值0.31%至155.59；展望後市，市場已大致定價BOJ下週將升息1碼，然因日本同時經歷財政擴張與升息，殖利率上行壓力大成為隱憂，未來可能牽制BOJ升息與原先逐季減少購債的決策，也可能加劇日本政府債務問題，預期日圓下週維持低檔震盪格局，區間154~157，維持日圓中性評等。

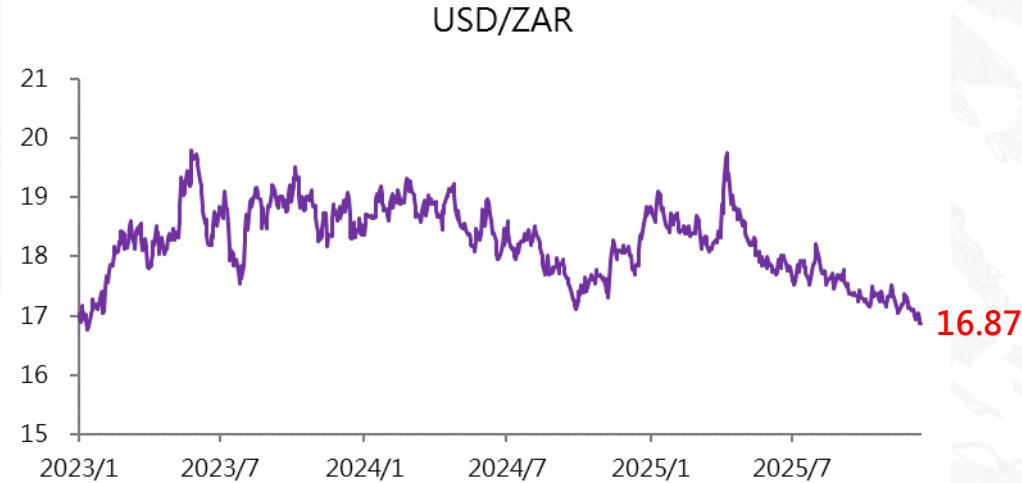
Fed如市場預期降息1碼，並開始購買400億美元短債，且降息週期尚未結束，帶動國際美元走弱。南非10月零售銷售年增率由3.0%略降至2.9%，高於市場預期的2.3%，11月商業信心指數由123.8升至132.3，主因消費者正在從相對較低的通膨中受益，加以海外遊客數量增加，有利於南非經濟持續復甦，帶動南非幣走升至16.82，終場週線升值0.75%至16.87。展望後市，南非經濟持續復甦，且政策利率可能在更長時間內維持在高位，維持相對正向評等。

BOJ稱有必要將加大購債，日圓貶至156.95



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

通膨降溫令內需好轉，激勵南非幣走揚

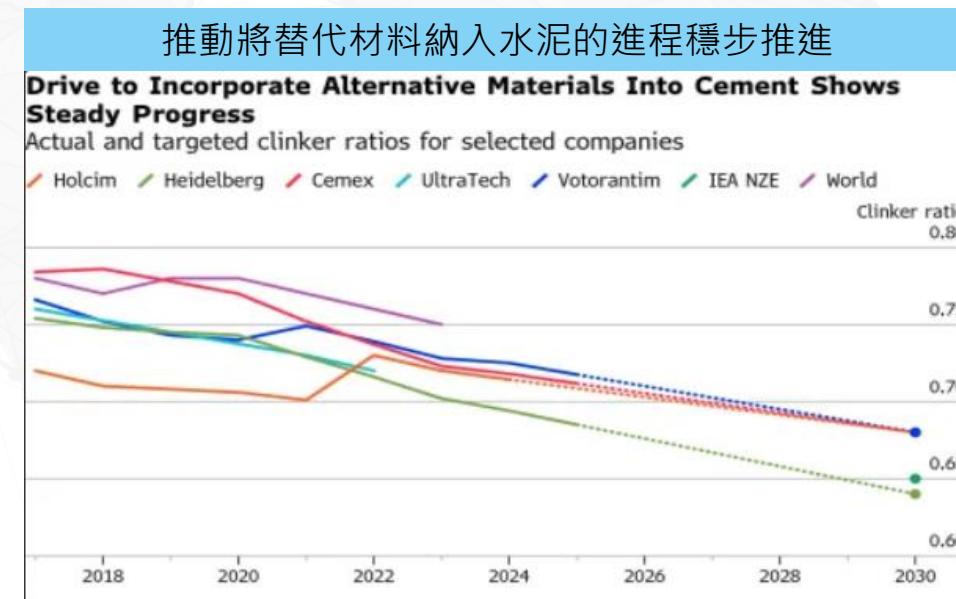


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

新型替代材料助力水泥實現降本減碳

水泥生產商正積極採用輔助膠凝材料（SCM）如粉煤灰和高爐礦渣，取代傳統熟料以降低生產成本並減少碳排放。這不僅能維持水泥品質，還能透過混合水泥配方實現短期內的大幅減排。隨著SCM使用比例提升，企業可減少新建窯爐需求，並關停低效設備，從而在低資本投入下優化運營效率。面對全球碳價上漲趨勢，這種策略成為業界因應環保壓力的首要途徑，同時強化供應鏈韌性。

然而，歐美地區因燃煤電廠和高爐產量下滑，導致傳統SCM供應短缺，促使企業轉向投資替代材料，如煅燒粘土和天然火山灰。新設施的興建聚焦於加工與運輸這些物料，以確保穩定供應。未來供應鏈將更趨複雜，受區域生產成本與可用性影響，運輸高昂的低價值物料也將推升策略調整，助力產業邁向永續發展。



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。