

2025/12 市場展望

# 降息利多vs.AI泡沫，股市拉回 就是買點

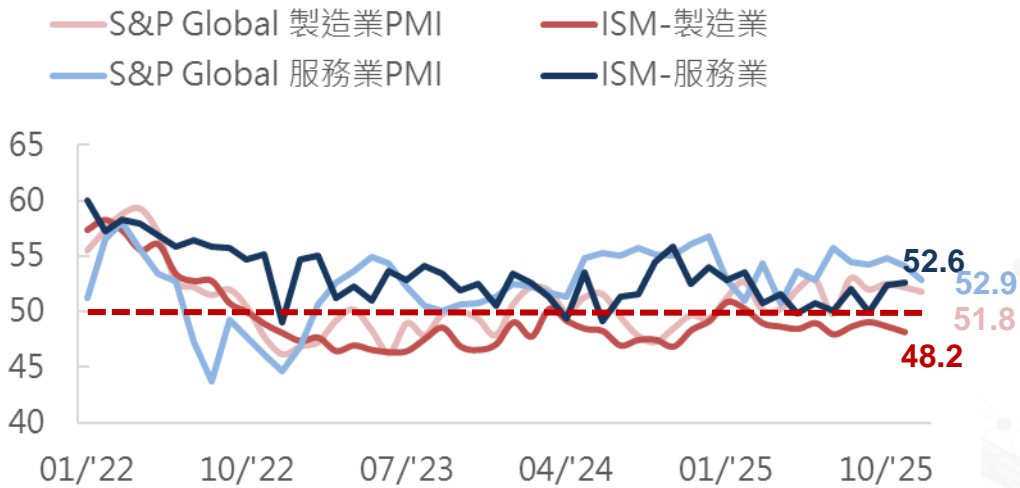
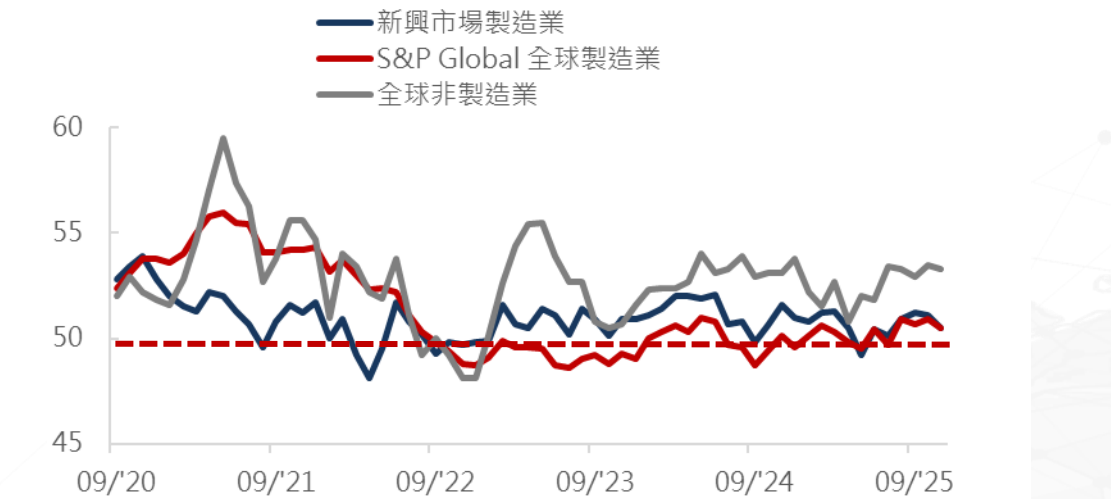
全球景氣解析  
重要市場展望  
投資評等

p.2

p.10

p.23

# 全球景氣擴張趨緩，但服務業需求支持景氣擴張



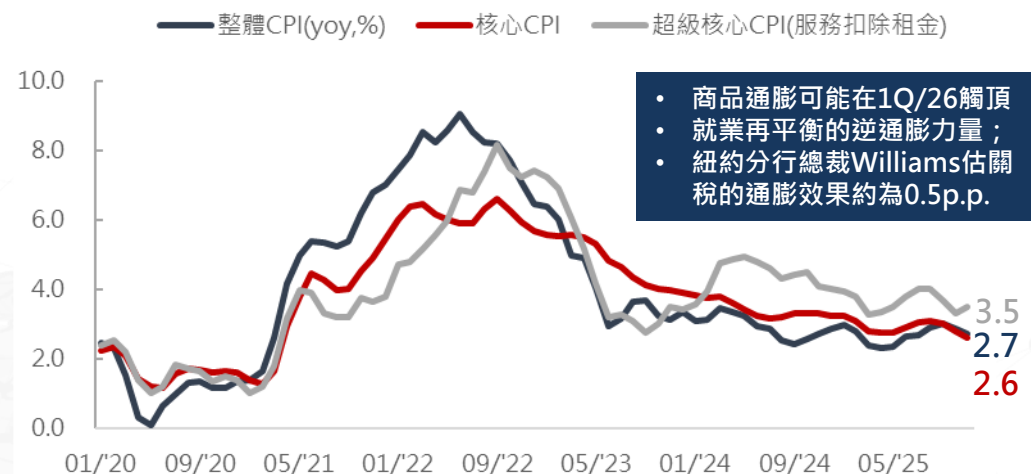
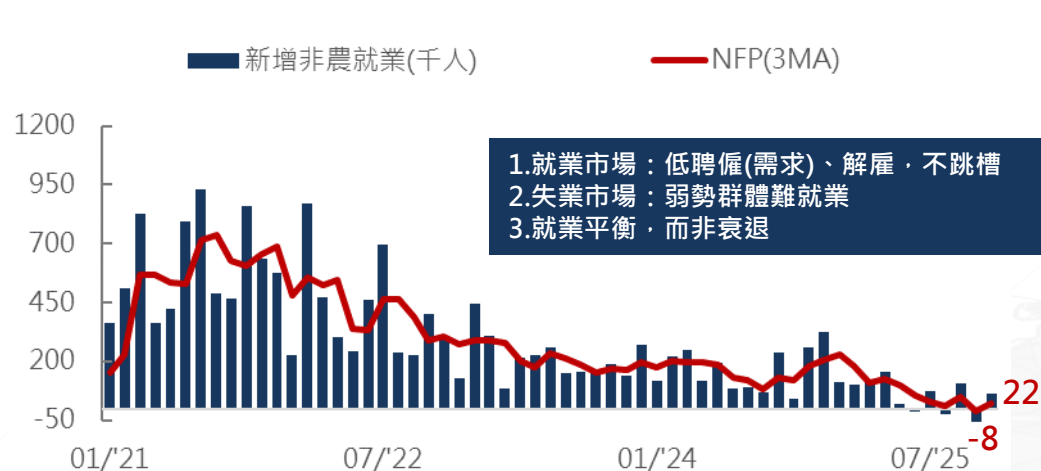
S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	51.8	49.2	47.7	50.6	51.2	49.7	52.2	55.7
服務業	52.9	52.6	52.6	50.2	52.1	52.5	51.0	59.1
綜合	53.0	51.9	51.5	50.1	52.1	51.5	51.1	58.9
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	擴張	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

機構(單位,SAAR,%)	4Q/25	1Q26
Fed Atlanta-GDP Now	3.6	-
Fed NY- Staff Nowcast	1.7	2.22
Fed Dallas-WEI	2.2	-

資料來源：Adobe・Bloomberg・永豐投顧整理

# 就業下行風險猶存，Fed需要時間觀察政策成效

全球景氣解析



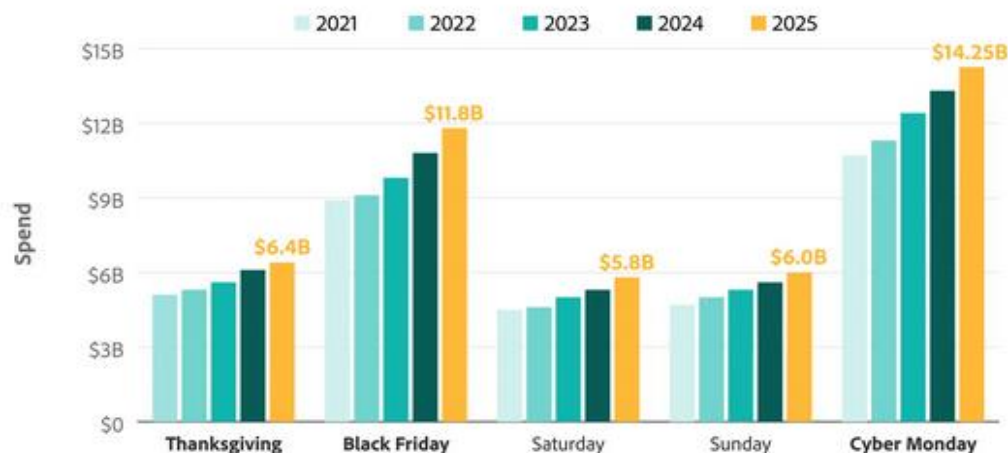
- **就業**：美國11月新增非農就業人數由-10.5萬人→+6.4萬人，新增非農就業3個月平均由-8000(2020/6以來首次負成長)→+2.2萬，公部門由-15.7萬人→-5000人，**初步反映DOGE裁員後的就業市場狀態**；私部門新增就業6.9萬人，過去6個月新增平均持平於10月的4.4萬人，是疫情後最低水準，**反映雇主持續以削減職缺為主，留意目前新增非農就業高估約6萬左右**；因勞動需求下降，但供給增加且勞參率上升，**11月失業率由9月的4.4%→4.6%，(2021/9以來高)**，弱勢就業更困難；
- **通膨**：美國整體、核心CPI相比9月(10月~11月)的平均月增率上漲分別為0.20%、0.16%，整體CPI年增率由3.0%→2.7%，核心CPI年增率由3.0%→2.6%，分別低於預期的3.1%、3.0%(創2021/3以來低)。
- **政府關門或導致經濟數據失真以及後續大幅修正**：12/16 NFP報告新聞稿中表示11月調查結果的誤差高於平常水準，包括多項技術因素，**如11月家庭調查的回覆率(64%)低於往常與沒有10月的調查數據**。BLS在2026/1/9發布12月就業報告，**可能下修11月新增就業人數**；12/18 CPI報告也指出未收集10月的調查數據並將缺失值其假設為0%，**使得CPI將在12月份的報告大幅上揚**。Fed主席Powell曾表示由於聯邦政府人員在11月的大部分時間都受到政府停擺的影響，因此需要對11月的CPI數據持謹慎態度。

資料來源：ADP, Linkup, Truflation, 各大投行研究報告，Bloomberg，永豐投顧整理

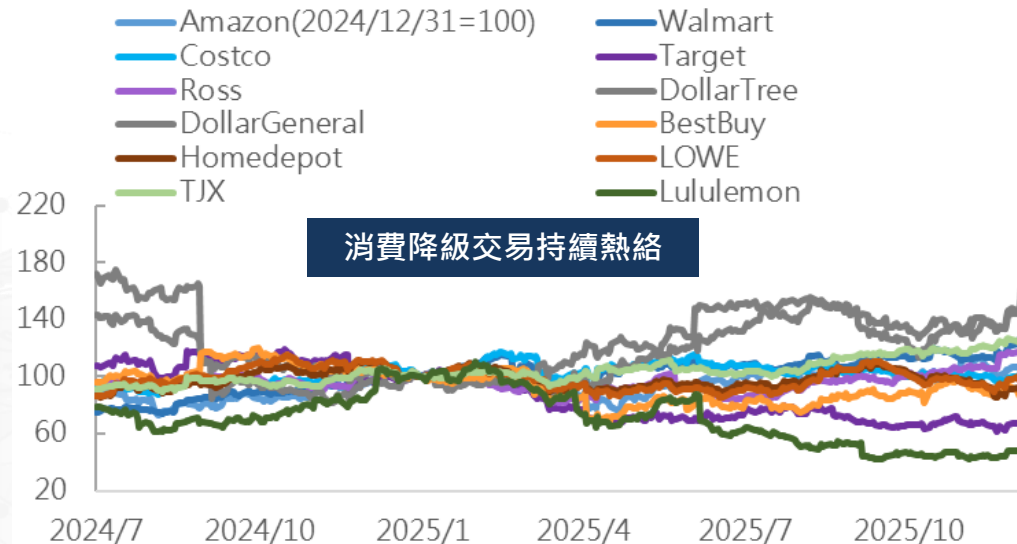


# 假期消費健康成長，2026年退稅與關稅紅利減輕降級現象

全球景氣解析



- Adobe統計感恩節五天連假期間(從感恩節到網購星期一)的總網購金額達到442億美元，年增率為7.7%；
- 根據芝加哥分行的CARTS追蹤的結果顯示11月剔除汽車銷售後的零售與餐飲服務經過通膨調整後MoM由0.3%下降至0.0%；



- **大而美法案退稅，年初：**大而美法案在2025/7通過後，並未即時更動預扣稅安排，**大筆退稅將在1Q/26入帳**。NEC主席Hassett表示法案中的免除小費與加班所得稅措施，**將使一般勞工明年的減稅金額達 1,600 至 2,000 美元**，一部分將以**退稅形式於年初發放**；
- **關稅紅利，年中：**12/12 美國財長Bessent表示將把關稅收入部分直接退還給民眾，正研議於**2026 年年中選舉前發放每人 2000 美元紅利**，**整體退稅規模預估1000 億~1500 億美元之間**，**平均每戶家庭可獲得約 1,000 至 2,000 美元**，**退稅將集中在明年年中報稅季期間發放**；
- Wells Fargo預估2026年退稅金額年增幅接近 44%，總額可能高達 5,170 億，若不計2020~2021年疫情特殊時期，將創2017 年以來新高紀錄。

資料來源：Adobe · Bloomberg · 永豐投顧整理

# Fed降息1碼+購買短債，政策立場將觀望並保持耐心

全球景氣解析

- 會議決策：FOMC以9票贊成3票反對調降政策利率1碼至3.50%~3.75%，其中理事Miran支持降2碼，反對降息的官員有Schmid、Goolsbee，為2019年以來最大的意見分歧程度，委員會判斷銀行準備已經下降至充足(ample)水準，將啟動基於維持充足準備金供應為基礎的短期債券(國庫券)購買計劃，初始金額為每月400億美元。
- 經濟展望：經濟與通膨前景改善，就業市場展望穩定
  - 經濟：消費有韌性+投資持續擴張，預估2025年~2028年GDP(4Q/4Q) 為1.7、2.3%、2.0%、1.9%；
  - 就業：預估2025年~2028年失業率為4.5%、4.4%、4.2%、4.2%；
  - 通膨：關稅對商品傳導高峰1Q/26，就業市場平衡帶來服務逆通膨，預估2025年~2028年PCE為2.9%、2.4%、2.1%、2.0%；預估2025年~2028年核心PCE為3.0%、2.5%、2.1%、2.0%；
  - 利率：2026年至2028年利率點陣圖的中位數各為3.375%(降1碼)、3.125%(降1碼)與3.125%，2026年一位官員支持2.00%~2.25%，長期利率維持在3.000%。
- 政策展望：Fed大致完成基於(就業下行)風險管理而降息的階段，基於1H/26是觀察就業市場軟著陸的窗口期，仍支持Fed回到中性利率水準，預期1Q/26、2Q/26降息1碼，FFR將落在3.00%~3.25%。

Variable(Unit: %)	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
Sep. projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
Sep. projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
Sep. projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation	3.0	2.5	2.1	2.0	-
Sep. projection	3.1	2.6	2.1	2.0	-
Fed Fund Rate	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0
Sep. projection	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0

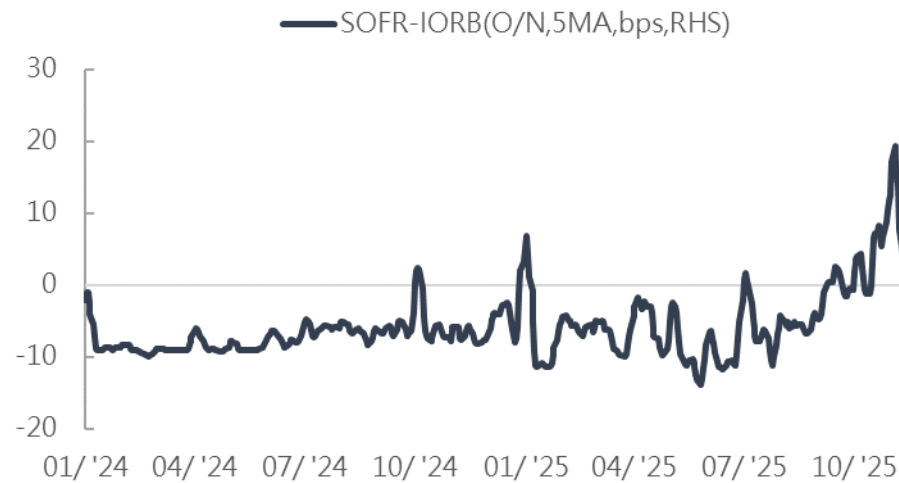
Fed降息碼數預估 (上緣)	2025 end	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	2026 end
UBS	3.75	1	0	1	0	2	3.25
Citi	3.75	1	1	0	0	2	3.25
Wells Fargo*	3.75	1	1	0	0	2	3.25
Goldman Sachs	3.75	1	1	0	0	2	3.25
Morgan Stanley	3.75	1	1	0	0	2	3.25
Barclays	3.75	1	1	0	0	2	3.25
BofA	3.75	0	1	1	0	2	3.25
JP Morgan	3.75	1	0	0	0	1	3.50
SinoPac	3.75	1	1	0	0	2	3.25

資料來源：CME Fed Watch, Federal Reserve, 永豐投顧總經研究處整理

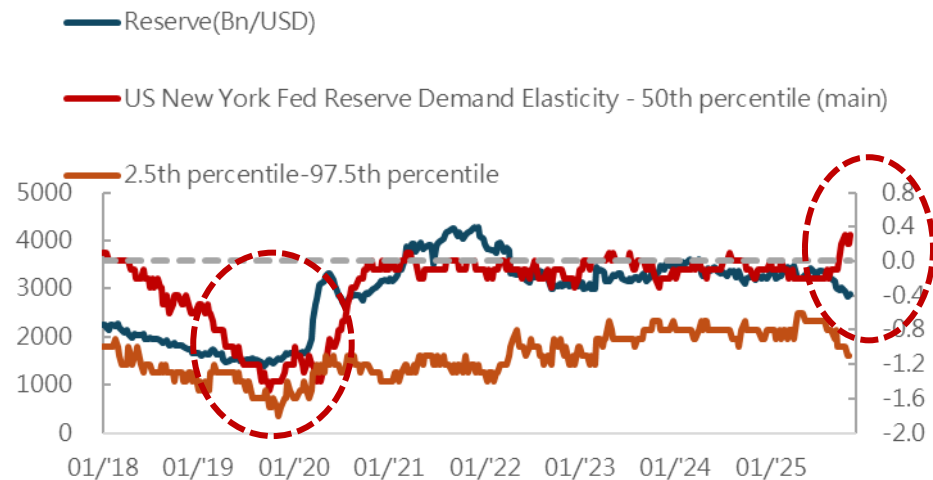
# RMP操作時機與金額超預期，短時間內將改善MMF流動性

全球景氣解析

Fed啟動RMPs後，貨幣市場流動性改善



貨幣儲備需求彈性並非是全面性下降



## RMP( Reserve Management Purchases)操作細節

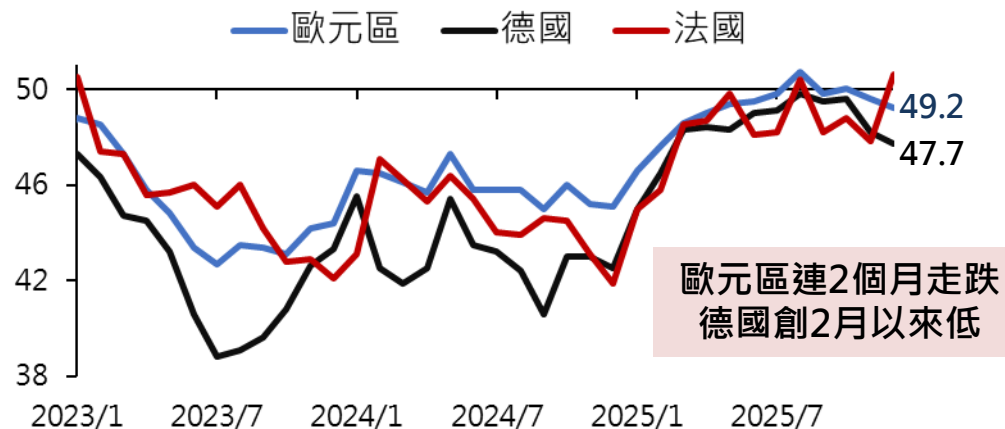
執行時間	2025/12/12
購買金額	首月初估400億美元
執行方式	次級市場購買短債，必要時購買剩餘年限<3年的國債
備註1	為抵消2026/4繳稅季的非準備金負債預計大幅增加的影響，RMP的購買將在未來幾個月內保持較高水準。此後，總購買速度可能會根據Fed資產負債表季節性變化而大幅放緩
備註2	BofA預估2025年RMPS購買佔GDP比重為0.15%，小於2019年回購危機的0.2%~0.3%
備註3	政策效果將率先反映在回購市場(SOFR)後，再傳導至銀行間(FFR)

資料來源：Federal Reserve · Bloomberg · 永豐投顧總經研究處整理

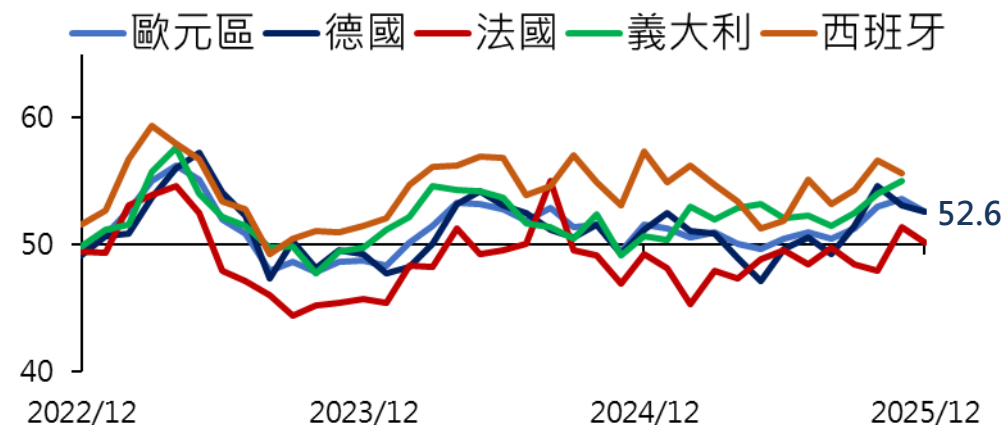
# 歐元區內外需放緩，預期4Q GDP放緩至0.2%

全球景氣解析

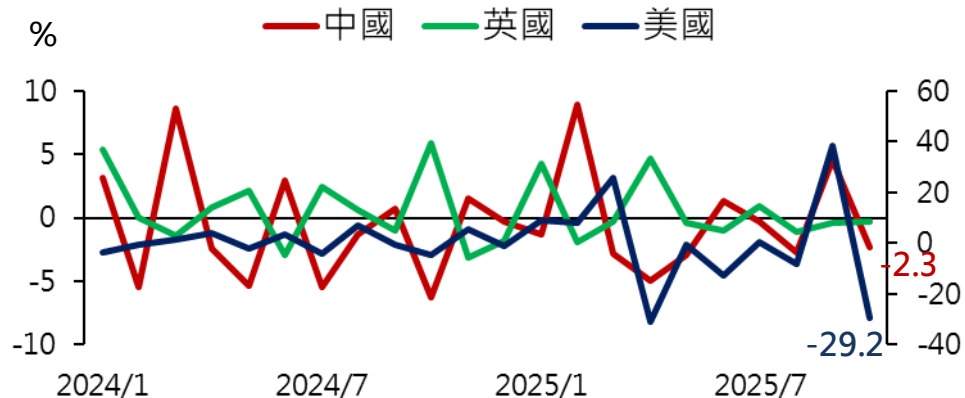
歐元區HCOB製造業PMI



歐元區服務業PMI



歐元區出口MoM



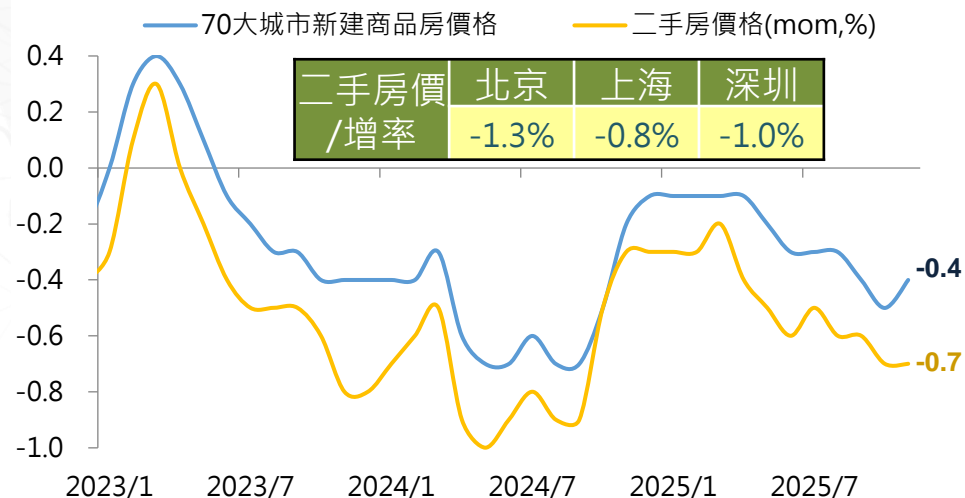
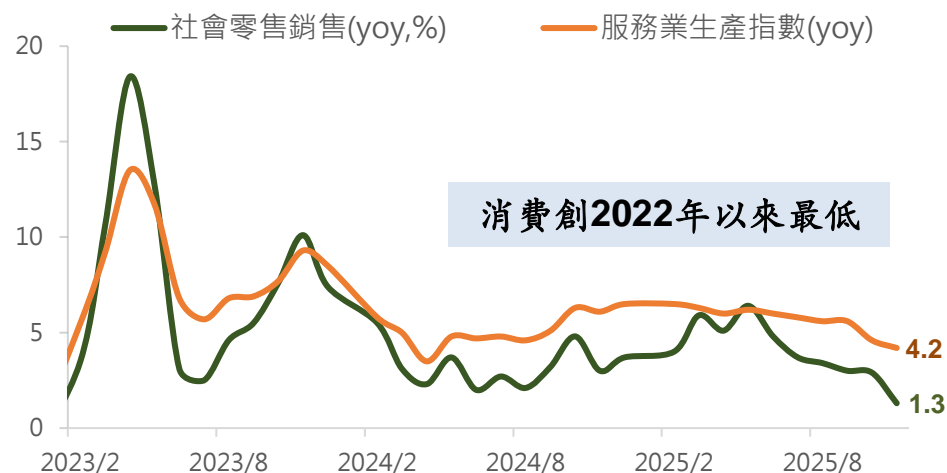
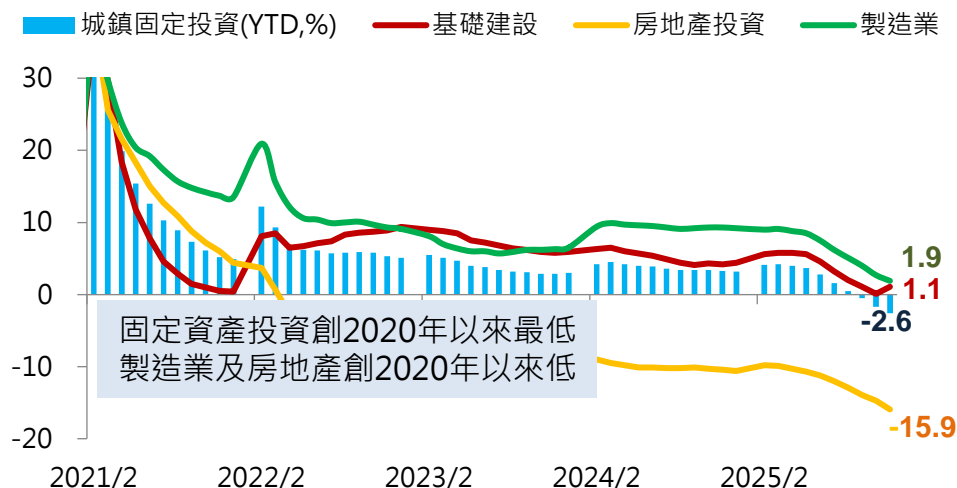
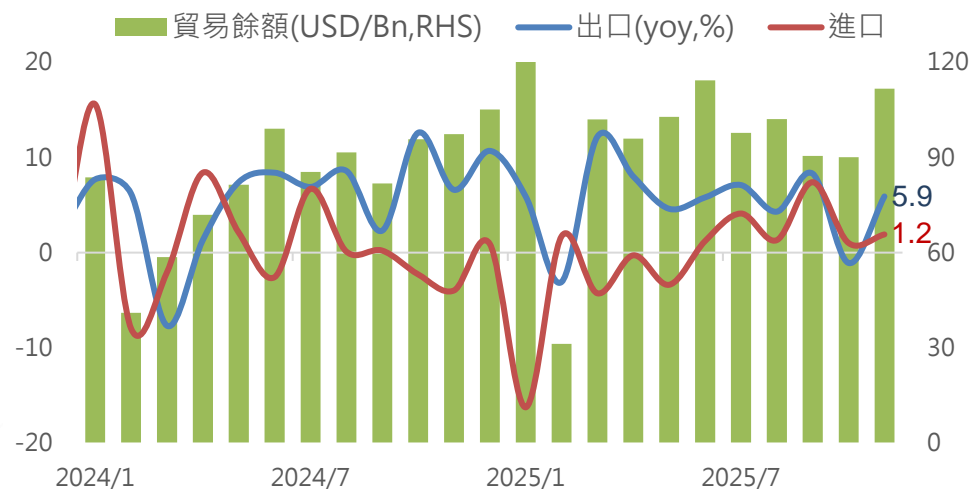
Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)

預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2026
JPM	0.9	0.6	0.1	0.3	0.1	1.2	1.0
GS					0.2	1.4	1.0
BNP					0.2	1.4	1.0
UniCredit					0.3	1.5	1.3
HSBC					0.3	1.5	1.3
SinoPac					0.2	1.4	1.0



# 中國出口年增率重回成長，投資、消費成長再度放緩

全球景氣解析



資料來源：Wind · 永豐投顧總經研究處整理



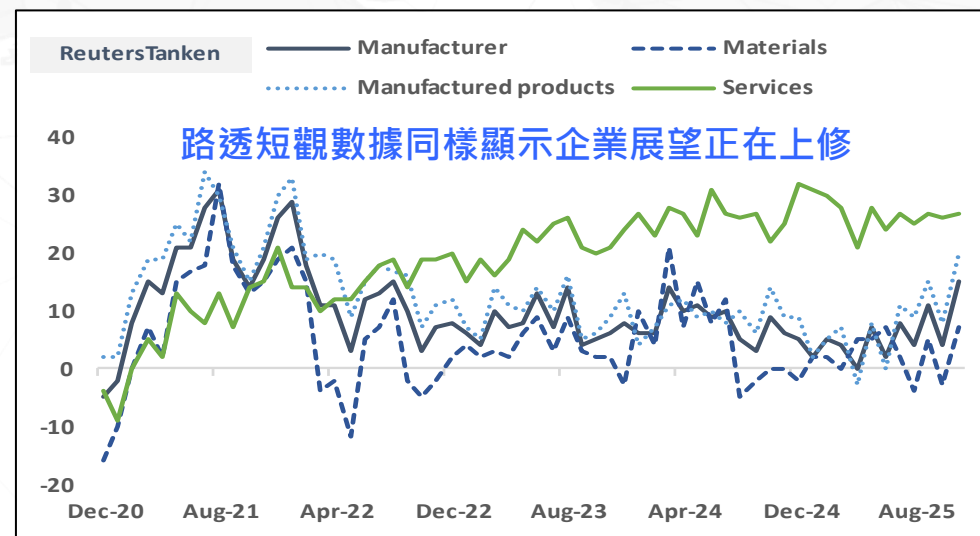
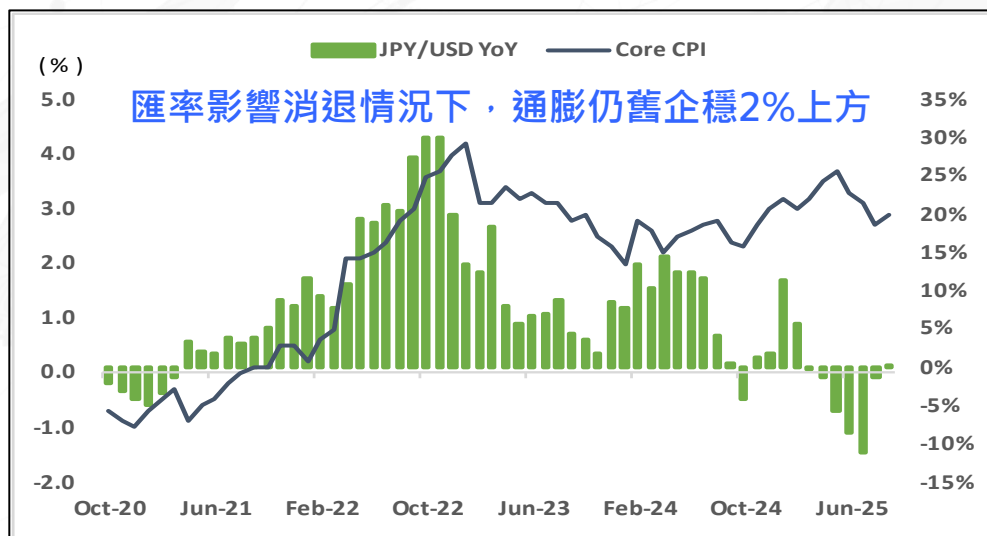
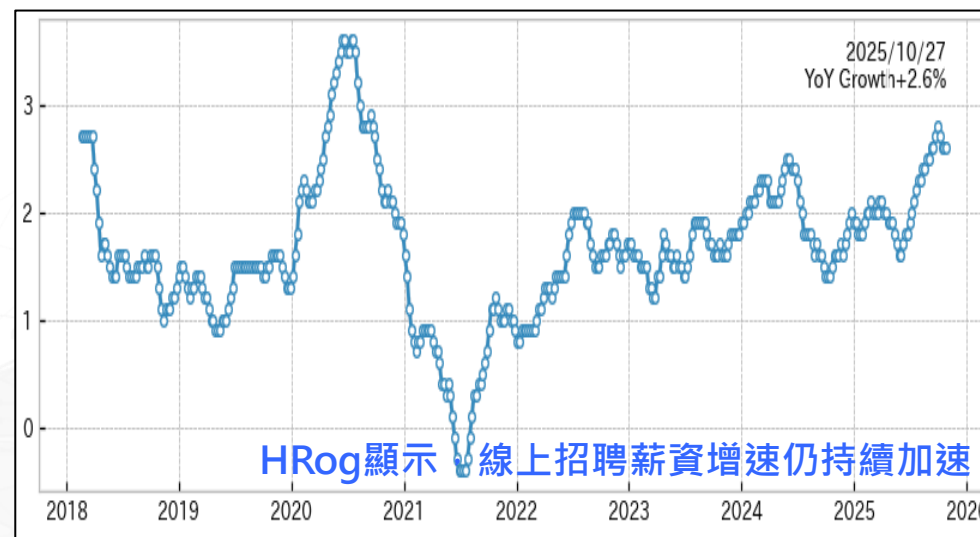
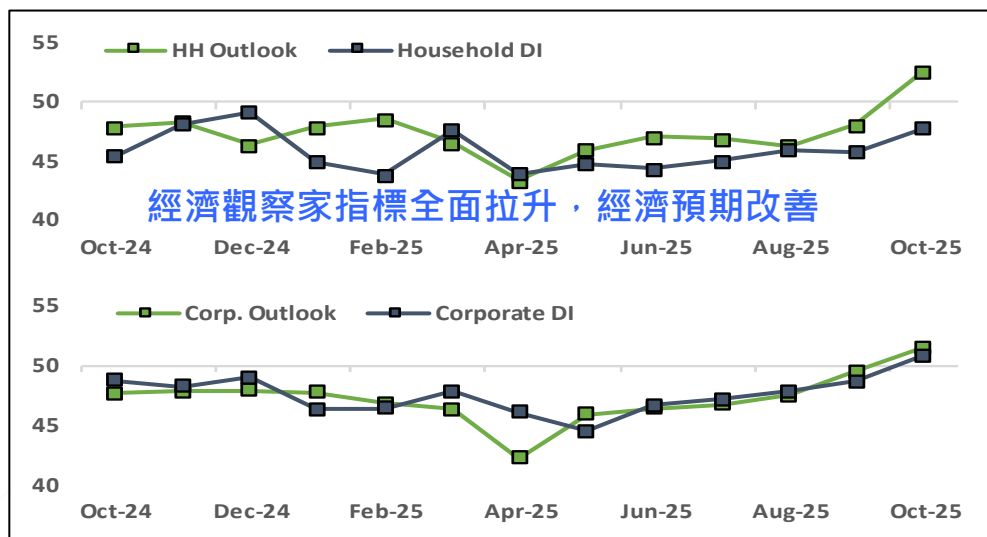
# 中央經濟工作會議，堅持內需主導，更積極財政維持支出

全球景氣解析

	2025年中央經濟工作會議	2024年中央經濟工作會議
當前經濟	經濟發展新挑戰不少，外部環境變化影響加深，經濟長期向好的支撐條件和基本趨勢沒有改變， <b>經濟社會發展主要目標將順利完成</b> ，	面對外部壓力加大、內部困難增多的復雜嚴峻形勢，經濟社會發展主要目標任務即將順利完成
經濟目標	<b>實施更加積極有為的宏觀政策，持續擴大內需</b> 、優化供給，因地制宜發展新質生產力，著力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期，推動經濟實現質的 <b>有效提升和量的合理增長</b> ，保持社會和諧穩定， <b>實現“十五五”良好開局</b> 。要堅持穩中求進、 <b>提質增效，發揮存量政策和增量政策集成效應</b> ，加大逆週期和 <b>跨週期調節力度</b> ，提升宏觀經濟治理效能	實施更加積極有為的宏觀政策，擴大國內需求，推動科技創新和產業創新融合發展穩住樓市股市，推動經濟持續回升向好明年要保持經濟穩定增長，保持就業、物價總體穩定，保持國際收支基本平衡，促進居民收入增長和經濟增長同步。
財政政策	要繼續實施 <b>更加積極的財政政策</b> 。 <b>保持必要的財政赤字</b> 、債務總規模，優化財政支出結構， <b>規範稅收優惠、財政補貼</b> 政策。解決地方財政。	要實施更加積極的財政政策，提高財政赤字率，加大財政支出強度，增加發行超長期特別國債。
貨幣政策	要繼續實施 <b>適度寬鬆的貨幣政策</b> 。把促進 <b>經濟穩定增長、物價合理回升</b> 作為貨幣政策的重要考量，靈活高效運用 <b>降准降息等多種政策工具</b> 。 <b>保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定</b> 。將各類經濟政策和非經濟政策、 <b>存量政策和增量政策納入宏觀政策</b> 取向一致性評估。	要實施適度寬鬆的貨幣政策。發揮好貨幣政策工具總量和結構雙重功能， <b>適時降准降息</b> ，保持流動性充裕。保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。
內需	一是 <b>堅持內需主導</b> ，建設強大國內市場。深入實施提振 <b>消費專項行動</b> ，實施居民增收計劃。 <b>優化“兩新”政策</b> 實施，釋放服務消費潛力。 <b>推動投資止跌回穩</b> ，優化實施 <b>“兩重”項目</b> 。 <b>推動投資止跌回穩</b> 。	一是大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大國內需求。實施提振消費專項行動，推動中低收入群體增收減負，提升消費能力、意願和層級， <b>加力擴圍實施“兩新”政策</b>
創新	二是堅持創新驅動，加緊培育壯大新動能。推進 <b>教育科技人才發展方案</b> 。 <b>建設京津冀、長三角、粵港澳大灣區國際科技創新中心</b> 。強化企業創新主體地位，深化人工智慧+，完善人工智慧治理。	二是以科技創新引領新質生產力發展，建設現代化產業體系。加強基礎研究和關鍵核心技術攻關，超前佈局重大科技專案，開展人工智慧+行動，培育未來產業。
改革	深入整治“內卷式”競爭，完善民營經濟促進法配套法規政策	出臺民營經濟促進法。制定全國統一大市場建設指引。
房市股市	著力穩定房地產市場，因城施策控增量、去庫存、優供給，鼓勵收購存量商品房重點用於保障性住房等。 NA	穩住樓市， <b>持續用力推動房地產市場止跌回穩</b> 穩住股市

資料來源：新華社，永豐投顧總經研究處整理

# 日本薪資通膨螺旋逐漸穩定，日銀升息1碼至0.75%



資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

# 股市-就業通膨雙利多，美股帶領多國股市齊揚

市場回顧與展望

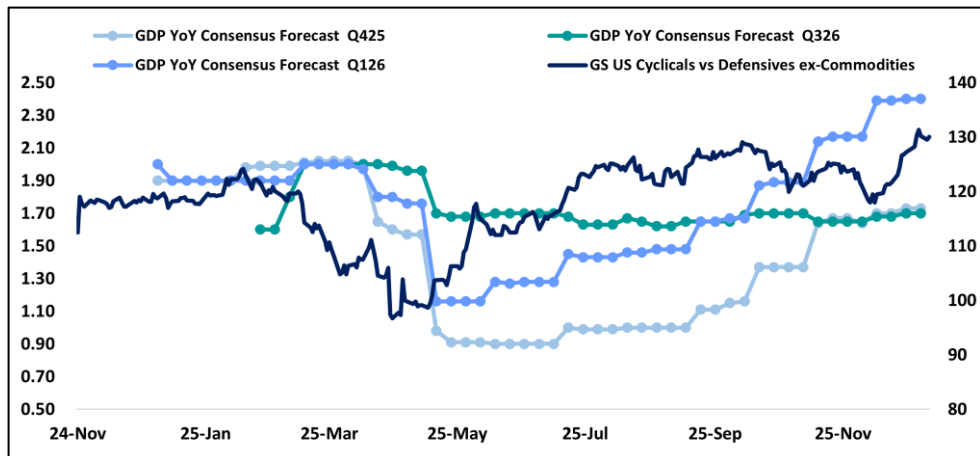
		2024封關	2025/11/19	2025/12/19	期間漲跌(11/19~12/19)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	42,574	46,139	48,135	4.3	13.1
	S&P500	5,907	6,642	6,835	2.9	15.7
	NASDAQ	21,197	24,641	25,346	2.9	19.6
	德國DAX	19,909	23,163	24,288	4.9	22.0
	法國CAC	7,314	7,954	8,151	2.5	11.5
	英國FTSE	8,121	9,507	9,897	4.1	21.9
亞洲股市	日本	2785	3,246	3,384	4.3	21.5
	中國	3,999	4,588	4,568	-0.4	14.2
	香港	20,041	25,831	25,691	-0.5	28.2
	南韓	2,399	3,930	4,021	2.3	67.6
	台灣	23,190	26,580	27,696	4.2	19.4
	新加坡	3,796	4,505	4,570	1.4	20.4
	泰國	1,400	1,272	1,252	-1.6	-10.6
	馬來西亞	1,638	1,624	1,666	2.6	1.7
	印尼	7,080	8,407	8,610	2.4	21.6
	菲律賓	6,529	5,814	5,921	1.8	-9.3
金磚	越南	1,272	1,649	1,704	3.4	34.0
	巴西	120,283	155,381	158,473	2.0	31.7
其他	印度	78,248	85,186	84,929	-0.3	8.5
	新興亞洲	599	751	753	0.3	25.6
	新興歐洲	204	250	257	2.7	25.8
	拉丁美洲	1,848	2,645	2,672	1.0	44.6

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

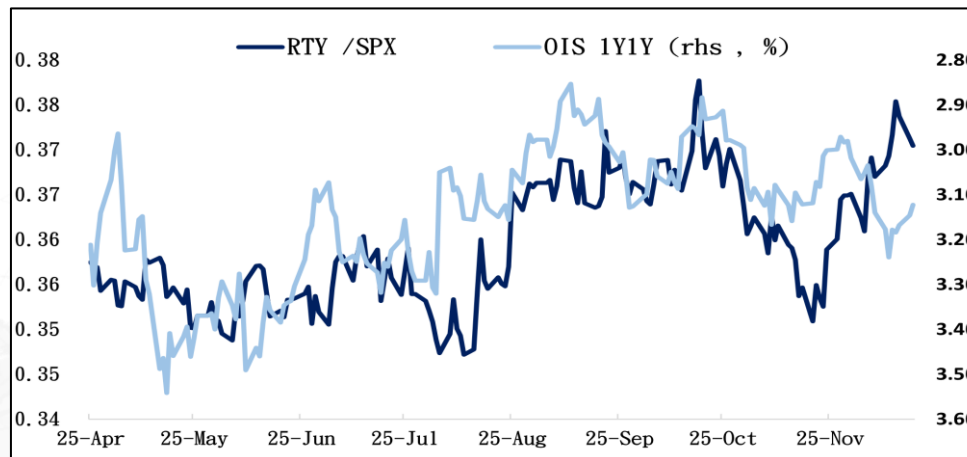
# 美股-板塊輪動持續，市場提前定價明年1Q的復甦

市場回顧與展望

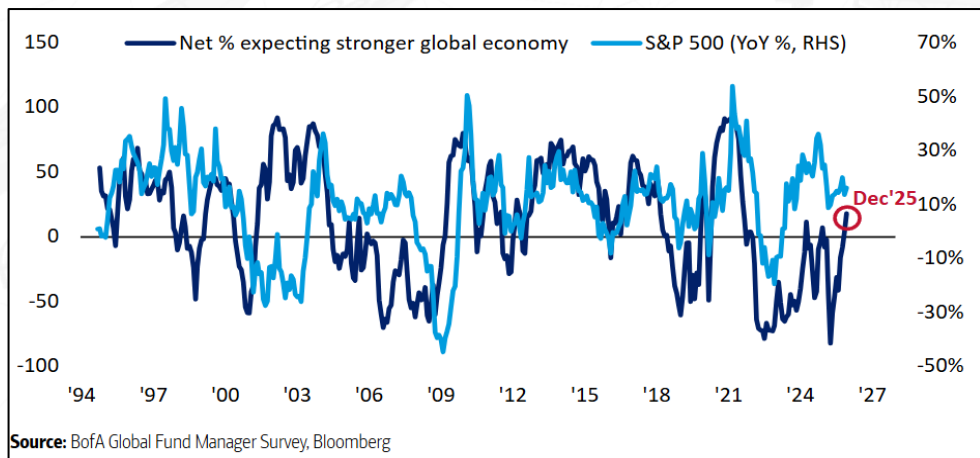
對明年經濟的展望推動了週期性股票的上漲



中小型股的強勢反應部分重定價(KRE推動)

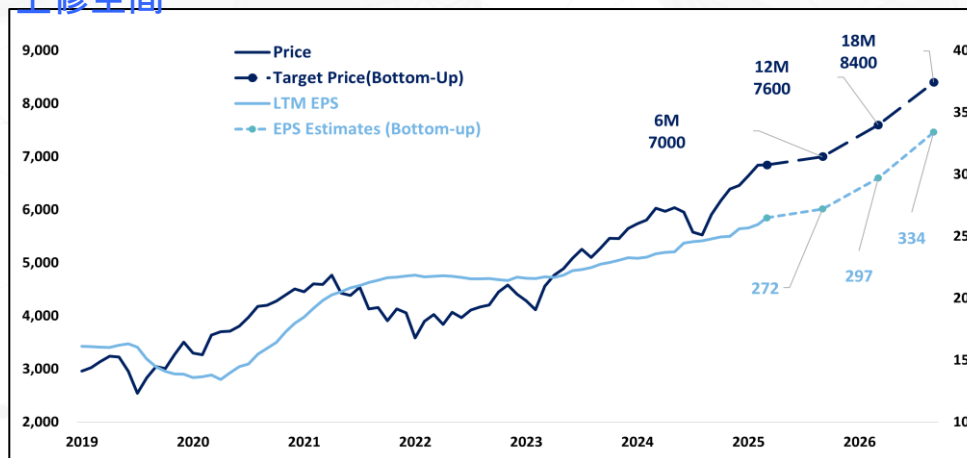


FMS問券中隊明年看好的比率來到近年新高



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg

Bottom-up估計法維持2026年7600點目標價，並保有上修空間



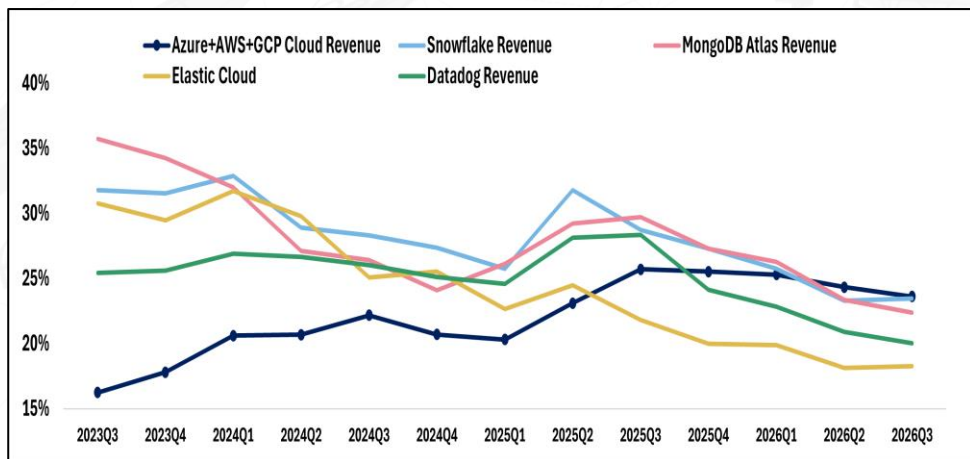
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



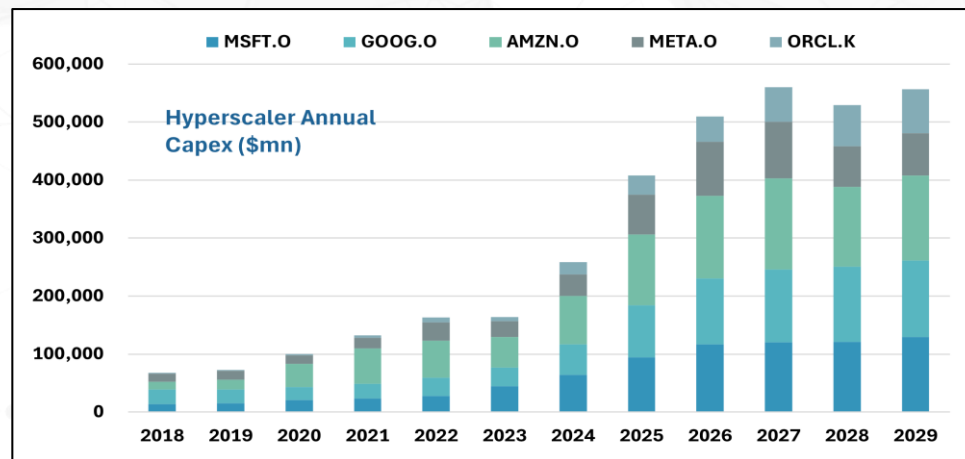
# 科技-近期回檔為布局良機

- 已在廣告與消費者網路領域看見 AI 應用的實際落地。雖然消費者對 AI 的採用仍需時間推進，但市場對 AI 應用及後續發展整體仍保持樂觀態度。相較之下，應用軟體產業2025年面臨更多逆風，多空爭論短期內市場難以定論，我們的觀點會傾向短空長多，惟因軟體業目前的相對估值處於近年低檔，後市值得投資人關注。
- 若直接聚焦在最熱門的AI受益股上，軟體產業方面，基礎設施軟體與資安類股將持續受惠於AI 推論需求的增加，考量企業在 IT 預算分配上仍偏向這兩個領域，若面臨經濟震盪風險，這兩大主題具備相對防禦性；硬體產業方面，持續看好 AI 基礎建設投資。因其目前仍處於早期階段，預期未來數年將有數兆美元的額外資金投入，且支出不僅限於運算供應商，還將滲透整個產業鏈，形成多元投資機會，包括記憶體與儲存、網路與連接領域、半導體設備與電子設計自動化(EDA)。

## 三大雲營收成長強勁將持續推動26年良好表現



## 預計資本支出將延續上行軌跡至2027年

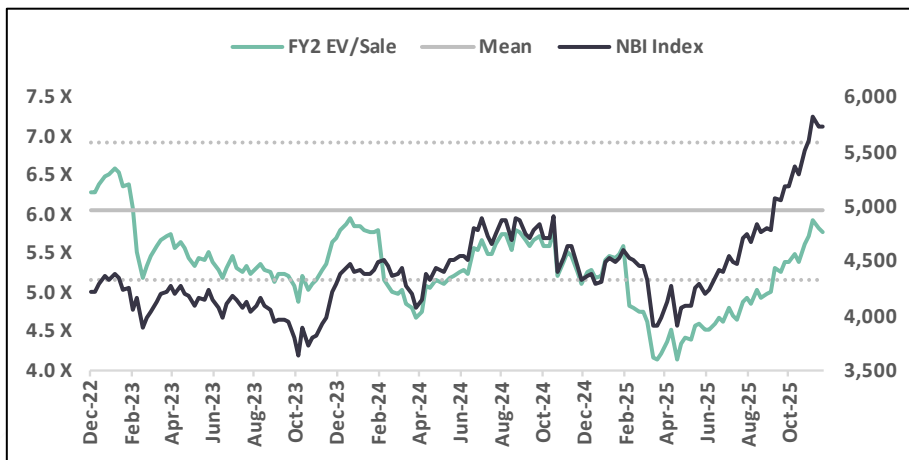


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

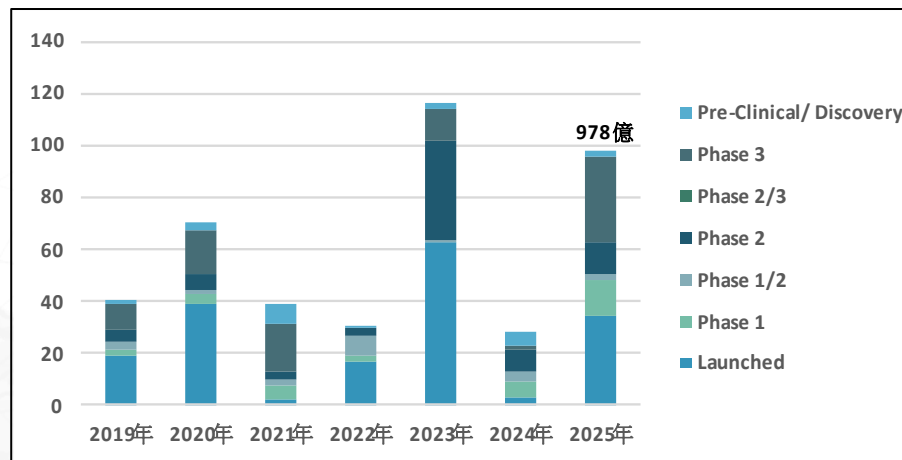
# 生技-專利懸崖逼近，藥企大手筆併購後期資產，維持正向評等

市場回顧與展望

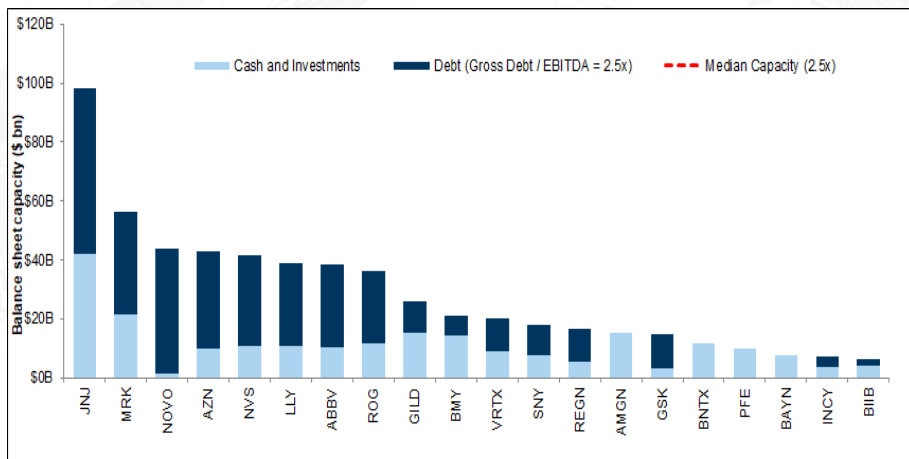
NBI估值依舊處於低位區間，上漲潛力巨大



併購目標由管道擴充轉向後期資產精準併購，YTD達978億



大型藥企仍有相當充足的火力在2026展開併購

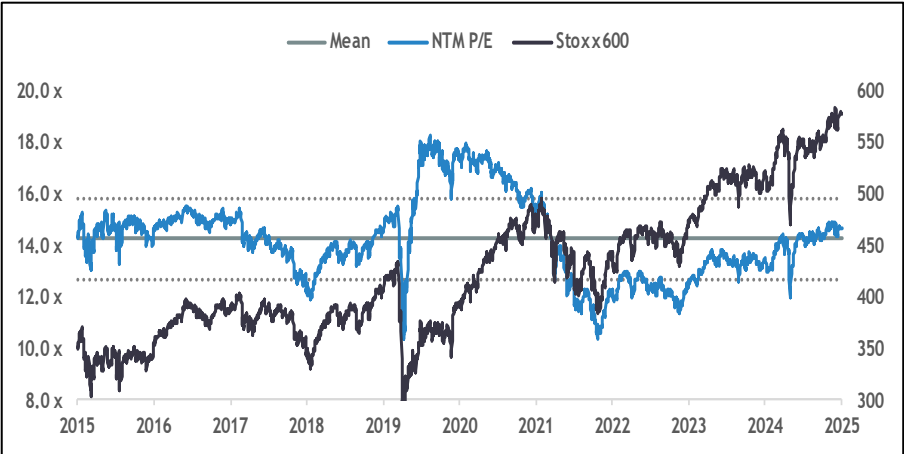


- ◆ 在美股整體市場持續震盪的背景下，隨著AI泡沫疑慮水漲船高，市場對於製藥/生技產業的關注度也正在提高，並且延遲發布的經濟數據普遍支持2026降息預期穩定在全年2碼，推動市場資金逐漸由科技股向製藥/生技板塊輪動。
- ◆ 川普12/20宣布與9家藥企(不含先前的輝瑞)與政府達成MFN藥價協議，有效緩解藥價改革對於利潤的威脅，其中禮來與諾和諾德在12月初達成的協議尤為重要，它為市場釐清GLP-1類藥物的定價；此外，FDA的監管與審查改革亦有條不紊地推進，除去疫苗仍受政治因素侵擾外，其餘疾病領域的監管風險均在逐步降低，不僅支撐併購需求蓬勃發展，也推動製藥/生技折價持續收斂，維持生技正向評等，預估2026年NBI目標上看6400點。

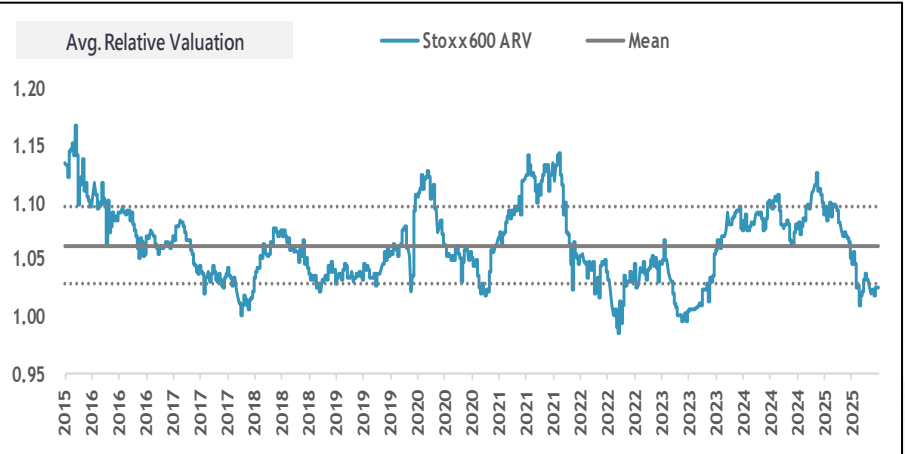
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

# 歐股—經濟前景穩定且定價偏低，維持相對正向

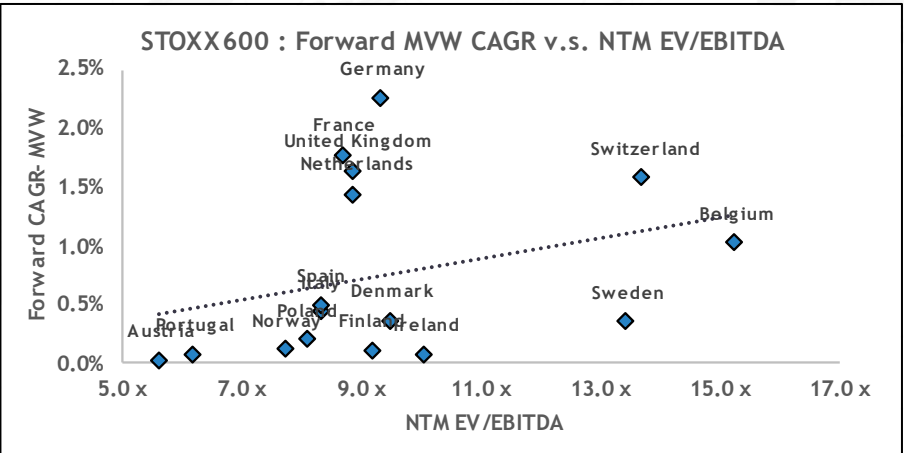
STOXX600交易於14.6X，10年百分位62%



然以相對角度而言，歐股依然相當便宜



德法英等主要市場評價均有進一步上升的空間



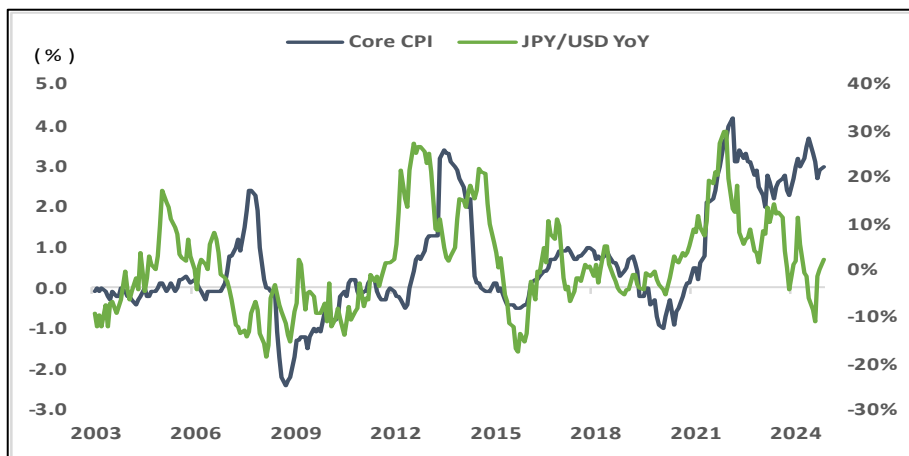
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- ◆ 由於美歐貨幣政策前景的不同調 (市場預期ECB將在2026年轉向升息3碼，而Fed則繼續降息2碼)，歐元今年以來大幅升值13.2%，疊加中國競爭日益激烈，汽車、化學、材料產業受擠壓嚴重，導致歐元區市場重心由產業轉向國家，其中德國在龐大財政推動下成長強勁(推薦內需、國防與基礎建設)、英國將有望受惠降息(預計26再降4碼，首選房地產、公用事業等利率敏感族群)、法國則繼續受政治動盪拖累(僅推薦本土曝險，如電信、金融)。
- ◆ 整體而言，泛歐指數NTM P/E仍交易於14.6X，10年百分位62%，若進一步拆分指數內部個國家估值-成長率分布，則可發現德法英等主要市場估值均被大幅低估，故仍維持相對正向評等，3個月區間為560~600點，2026年有望上看680點。

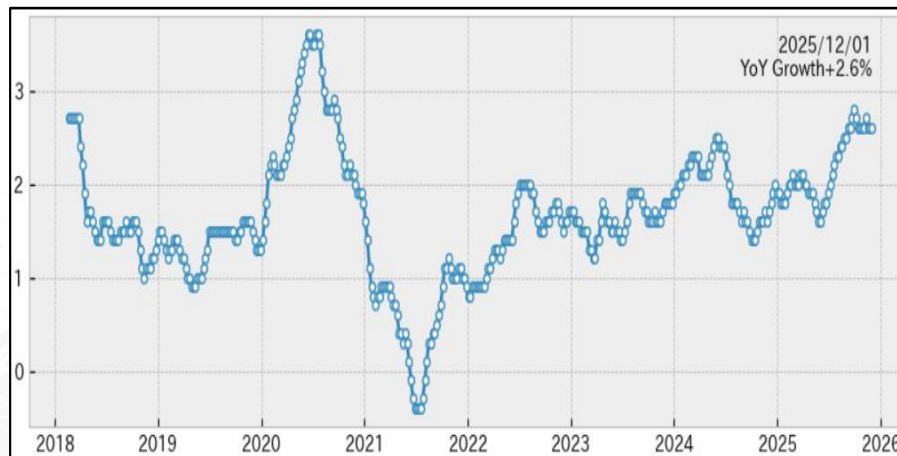
# 日股—經濟逐漸步入正軌，BOJ宣布升息1碼，維持相對正向

市場回顧與展望

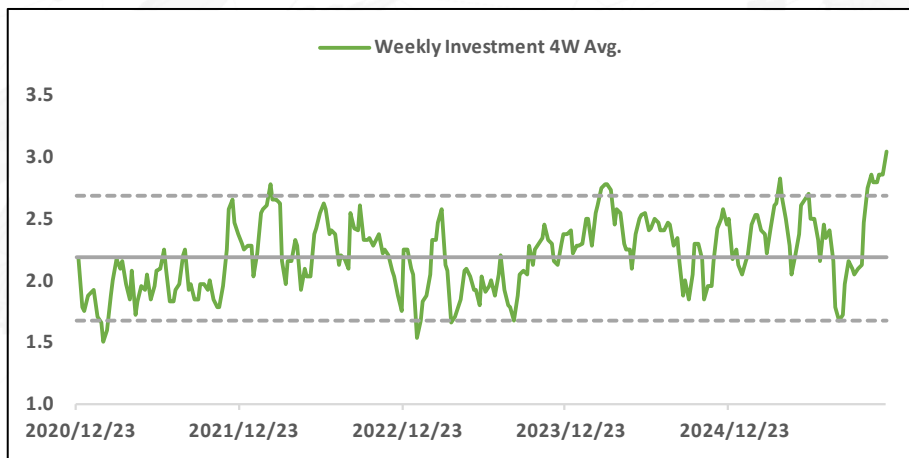
匯率與通膨脫鉤，顯示輸入性通膨較內生型影響降低



就業市場依舊緊繃，網路招聘薪資同比增長升至2.6%



股市屢創新高，開始吸引日本散戶湧入市場



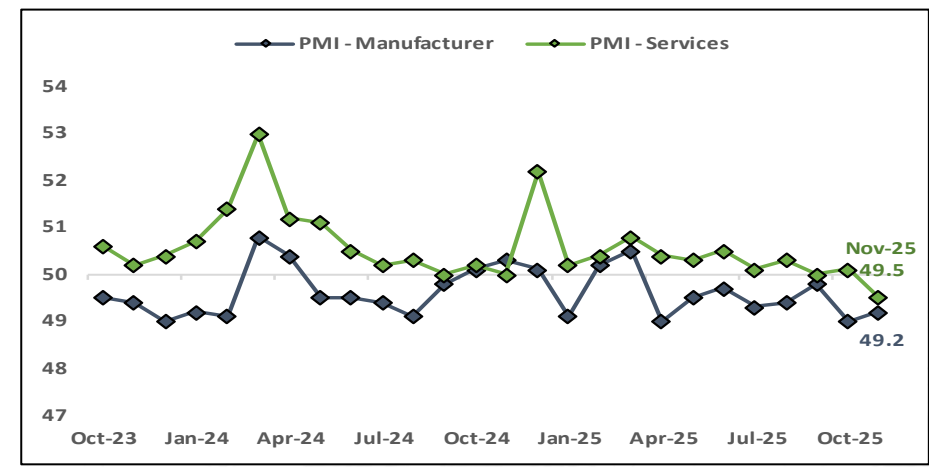
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 日本參議院正式通過18.3兆補充預算，較去年同比大增31%，為Covid-19以來最大規模補充預算，其中11.6兆資金需發債支應，剩餘6.7兆來自稅收，不過若算上初始預算，則全年新發債額度是由42.1兆降至40.3兆，預算重心是通膨措施，用於緩解因貶值引發的輸入性通膨；其次則是國防預算，若加上初始預算資金，則總規模將達到11兆日圓，佔GDP 2.0%目標提前兩年達成，並且有可能進一步提升至3%；至於17個核心產業投資僅占總預算約20%，每個產業投資規模僅有1000~2000億日圓，不足以提振市場信心。
- 貨幣政策方面，BOJ於12/19宣布將政策利率上調1碼至0.75%，聲明指出薪資與通膨螺旋已初步形成正向循環，並且10月展望所提出的經濟前景實現可能性正在上升，BOJ表示若展望兌現，則將繼續保持升息步調。升息時點早於我們的預期，但仍在合理範圍內，市場也早已消化升息影響，對股債匯影響有限，維持相對正向評等。

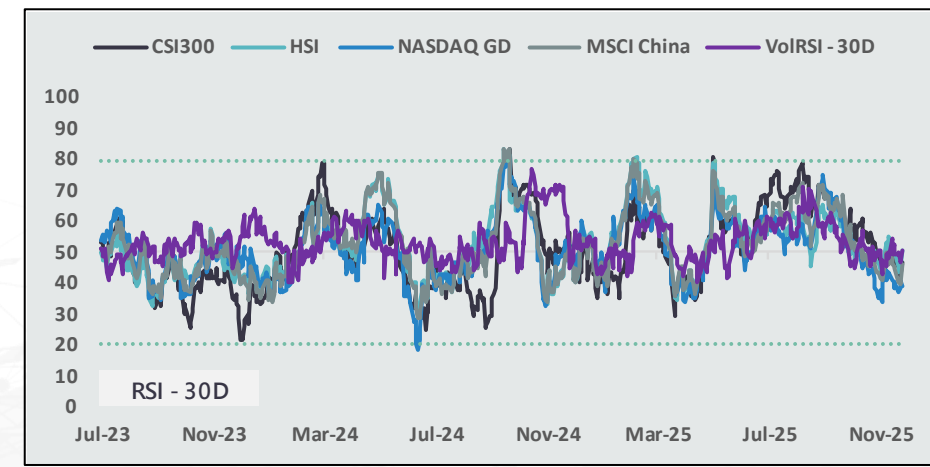


# 陸股-25Q3財報表現不佳，復甦結構失衡，維持中性評等

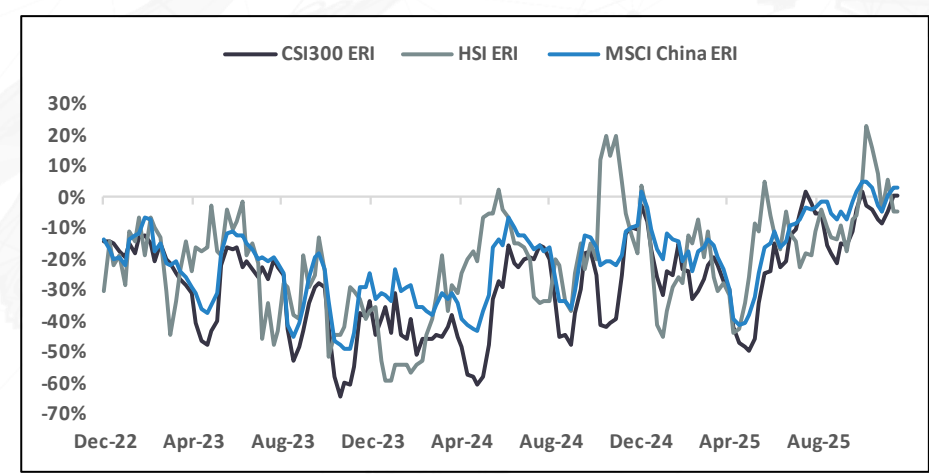
內需脫離政策後缺乏動能，但官方態度傾向溫和寬鬆



RSI30修正至40~50水位，尚未觸及反轉信號



ERI持續復甦，但集中在下調減少，上調仍少



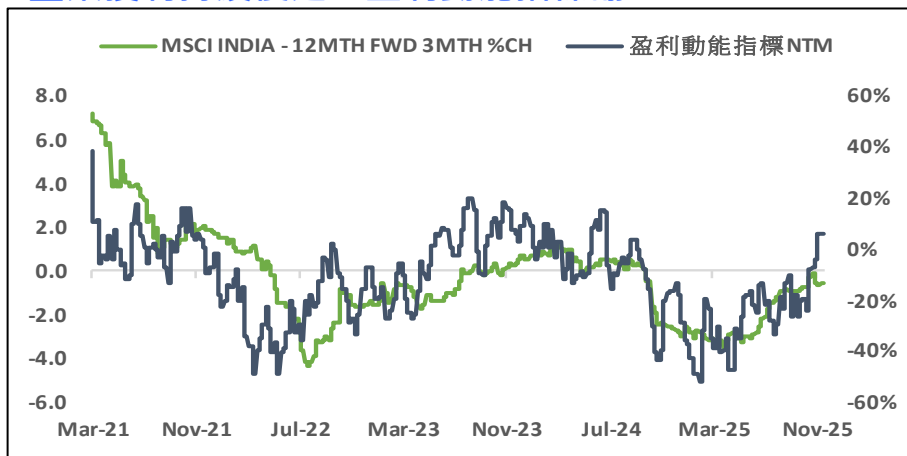
- 12月政治局與中央經濟工作會議基調並不積極，整體呈現溫和寬鬆，論述基調相較過去三場政治局會議(2412、2504、2507)相比更加溫和，尤其是未直接提及消費及房地產政策，因此短線上預估修正尚未結束，回調將持續至明年2月。
- 不過就歷史經驗來說，每年的12月會議通常是隔年市場主線的指引，以今年會議內容來看，AI、反內捲、新能源及服務消費將可能是2026年的市場主軸，包含四大產業：AI(算力、應用、互聯網、半導體)、反內捲(鋼鐵、光伏、電動車、建材)、新能源(光伏、電力、儲能)、服務消費(媒體、教育、零售、電商、旅遊餐飲)，維持A股中性評等，CSI300指數2026年目標價為5200點。

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

# 印股—漫長關稅談判強化盧比空頭，維持相對正向

市場回顧與展望

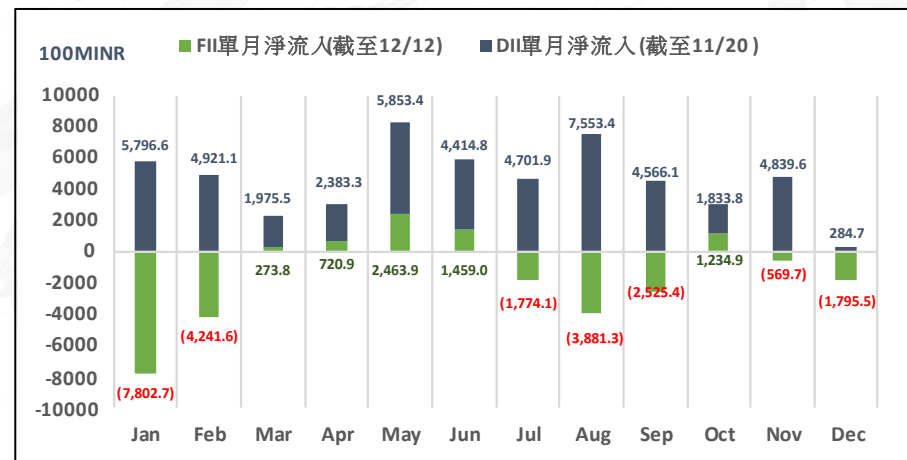
企業獲利持續復甦，盈利動能指標翻正



關稅談判進展緩慢，貿易逆差拖垮匯率，盧比YTD貶值5.3%



匯率貶值預期阻礙外資重返印度市場



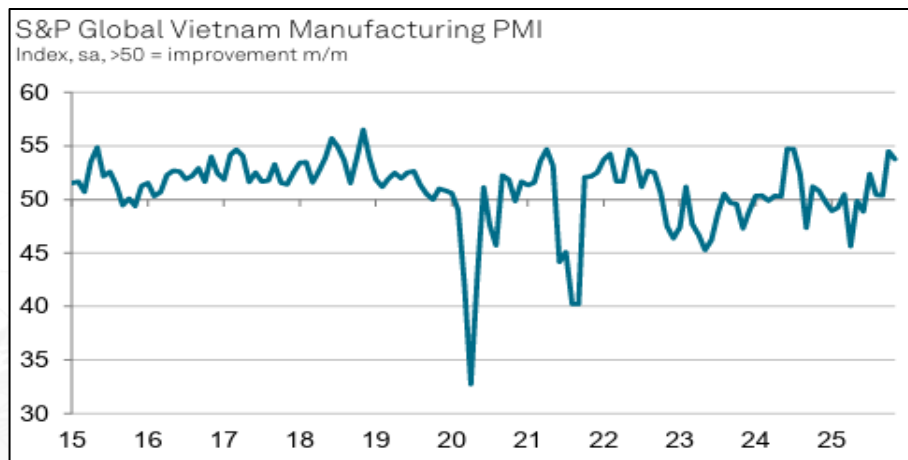
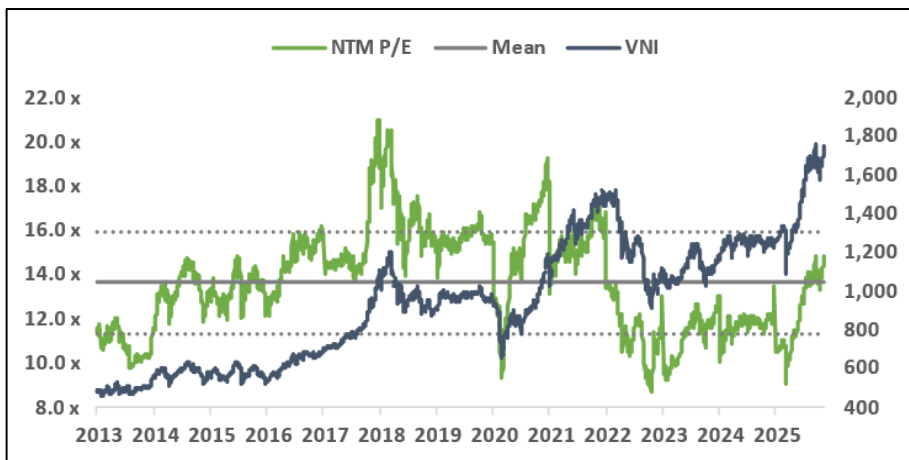
資料來源：LSEG，Bloomberg，永豐投顧整理

- RBI於12/5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，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，但穩定寬鬆立場疊加貿易逆差擴大，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。
- 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。

# 越股—外資湧入消費股，支撐VNI重返1700，維持相對正向

越股估值已脫離便宜範疇，須留意回調風險

越南經濟穩健復甦，11月製造業PMI站穩榮枯線之上



- 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；消費得益於旅遊相關銷售反彈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，2026年GDP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。

資料來源：Bloomberg，S&P Global，永豐投顧整理

# 債市-長債殖利率居高不下，曲線持續呈現陡峭化

市場回顧與展望

各國公債		2024封關	2025/11/19	2025/12/19	期間漲跌 (11/19~12/19)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.23	3.33	3.48	-1.17	-1.95	7.78
	葡債10年券	2.85	3.05	3.19	-1.10	-2.72	8.00
	義債10年券	3.53	3.45	3.55	-0.78	-0.12	7.98
	西債10年券	3.07	3.21	3.33	-1.01	-2.16	8.29
	法債10年券	3.20	3.46	3.61	-1.28	-3.44	8.23
	德債10年券	2.36	2.71	2.89	-1.51	-4.41	8.30
	英債10年券	4.62	4.60	4.53	0.53	0.65	7.37
G3	日債10年券	1.09	1.76	2.02	-2.31	-8.28	8.88
	美債10年券	4.55	4.13	4.15	-0.16	3.17	8.06
亞太	台債10年券	1.67	1.32	1.38	-0.50	2.70	9.15
	韓債10年券	2.86	3.29	3.33	-0.37	-4.00	8.44

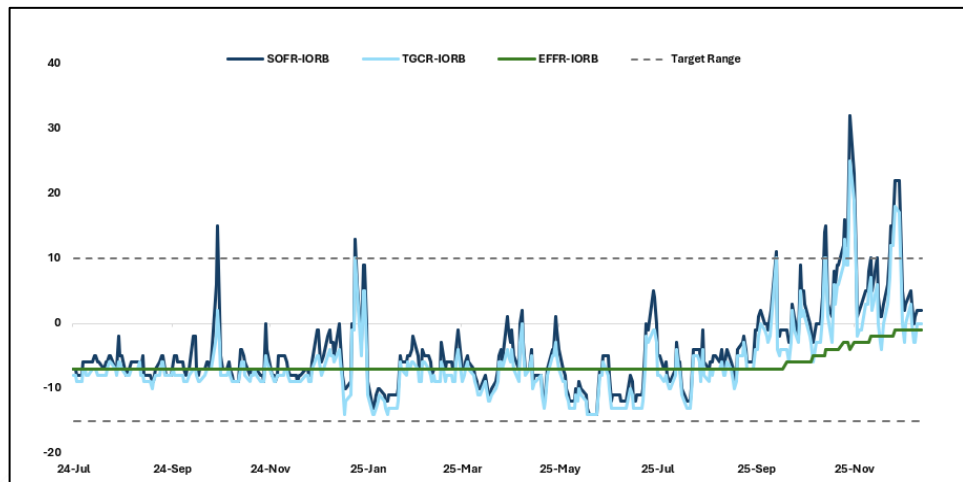
資料來源：LSEG、Bloomberg、永豐投顧整理



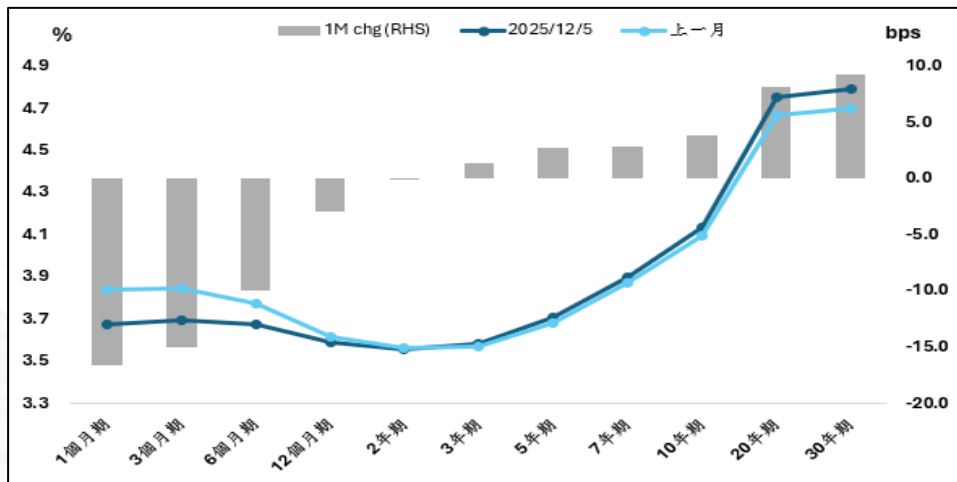
# 投等債:基本面穩健與Fed支持流動性，看好高息差資產

市場回顧與展望

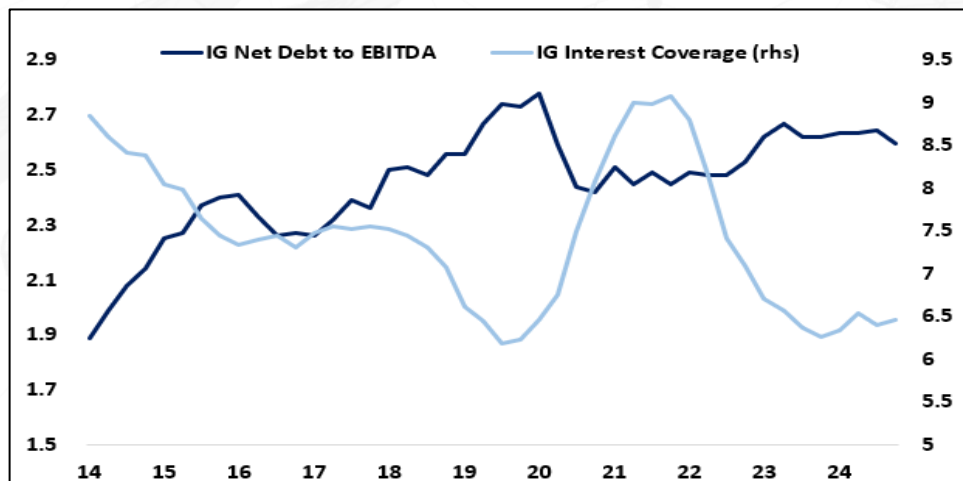
## 流動性近期波動加劇並稍有改善趨勢



## 殖利率曲線持續呈現陡峭化型態



## IG市場財務面穩健：淨槓桿下降、利息覆蓋率改善

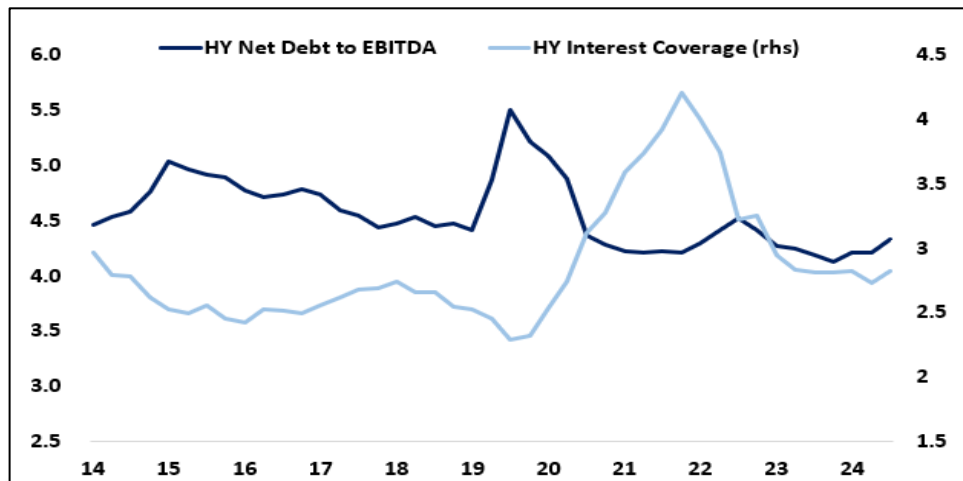


- 近期市場資金條件對於系統流動性波動的敏感度大幅提升，Fed在12月FOMC會議後宣布技術性擴表後，流動性有改善趨勢。
- 勞動數據與通膨數據雖優於預期，市場目前對於降息仍持謹慎態度，聯準會議暗示將結束連續降息動作，殖利率曲線持續呈現陡峭化。
- 投等債市場基本面穩健，淨槓桿下降、利息覆蓋率改善。上述趨勢加上經濟低率退風險與改善的流動性，依舊維持投等債利差未來窄幅區間震盪的看法。在此宏觀環境下，市場看好高息差債券，超配BBB評級投等債。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

# 非投等債: 不確定性或導致內部利差擴大，追求高品質票息

## 非投等債基本面改善



## 利差與波動率已從11月高點回落



## CCC/BB利差比率高於中位數，顯示風險溢酬仍高



- 非投等債市場基本面亦有改善趨勢，但仍須留意兩面向：淨利率反彈後仍低於2022年高點以及發行人的EBITDA成長表現仍明顯落後於投資級企業。
- 近期非投等債市場中投資人對於債務違約的擔憂提升，並沒有因為追求高息差而買入平及較低資產，目前CCC/BB利差比率仍高於歷史中位數，顯示風險溢價仍高。
- AI相關債發行人的超額報酬表現在11月後逐漸與同業表現脫鉤，顯示出反映市場對於「再融資風險」與「債務負擔」的隱憂，在不確定的環境，非投等債市場整體利差緊縮，但內部利差擴大，需挑選能持續提供現金流以及具吸引力息差的資產。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

# 原物料-降息預期重新確立，貴金閃耀、黑金失色

市場回顧與展望

		2024封關		2025/11/19	2025/12/19	期間漲跌(11/19~12/19)	YTD(%)
農產品	棉花	CTc1	68.48	62.30	63.75	2.3	-6.9
	咖啡	KCc1	318.75	404.50	340.65	-15.8	6.9
	糖	SBc1	19.12	14.66	14.82	1.1	-22.5
	小麥	Wc1	548.75	536.75	509.75	-5.0	-7.1
	黃豆	Sc1	982.50	1136.25	1049.25	-7.7	6.8
	玉米	Cc1	452.75	429.75	443.75	3.3	-2.0
能源	原油	CLc1	71.13	59.44	56.52	-4.9	-20.5
	天然氣	NGc1	3.92	4.55	3.98	-12.4	1.7
貴金屬	黃金	GCc1	2610.70	4077.70	4361.40	7.0	67.1
	白銀	Slc1	29.08	50.79	66.85	31.6	129.9
	白金	PLc1	899.70	1546.90	2013.20	30.1	123.8
基本金屬	銅	CMCU3PD	8933.50	10752.50	11881.50	10.5	33.0
	鉛	CMNI3PD	15490.00	14650.00	14803.00	1.0	-4.4
	鎳	CMZN3PD	3017.00	2981.00	3072.50	3.1	1.8
	鋅	CMPB3PD	1946.00	2015.00	1984.50	-1.5	2.0
CRB指數		.TRCCRB	296.73	299.24	293.21	-2.0	-1.2

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

# 黃金-需求結構已根本性改變，2026年上看\$4900

市場回顧與展望

經濟情境	基準情境	溫和衰退	惡性循環	再通膨回歸	House View
預期聯準會聯邦基金利率	目前3.50%-3.75%； 下降50個基點	目前3.50%-3.75%； 下降100個基點	目前3.50%-3.75%； 下降150個基點	目前3.50%-3.75%； 上升25-50個基點	目前3.50%-3.75%； 下降50個基點
機會成本	10年期報酬率：穩定	10年期殖利率：下降30-40個基點	10年期殖利率：下降超100個基點	10年期殖利率：上升至少20個基點	10年期殖利率：在3.8%~4.5%區間波動
	美元：小幅走強	美元：持平或走弱	美元：面臨下行壓力	美元：顯著走強	美元：弱勢震盪
經濟擴張	全球趨勢成長穩定	全球成長小幅放緩	全球成長顯著放緩	強勁再通膨；全球成長達3%	美國全年保持1.2%~2.5%溫和增長
風險與不確定性	通膨持平	通膨下降約30個基點	通膨降至2%以下	通膨上升超1%	核心通膨保持在2.8%~3.2%高檔震盪
	風險配置中立	風險規避配置	普遍風險規避配置	風險偏好配置	風險偏好配置
	地緣政治風險高漲但穩定	地緣政治風險上升	地緣政治風險顯著增加	地緣政治風險大幅下降	地緣政治風險高漲
趨勢動能	大宗商品持平	大宗商品下跌	大宗商品被廣泛拋售	大宗商品反彈	大宗商品上漲
	黃金淨持倉小幅下降	黃金淨持倉上升	黃金淨持倉顯著增加	黃金淨持股大幅下降	黃金淨持倉上升
隱含黃金表現	3900~4300區間震盪	4300~4700溫和上行	4700~5300大幅上行	3200~3900大幅回調	4200~4900

資料來源：LSEG，WGC，永豐投顧整理



# 非美市場表現強勁，歐洲及新興市場領銜

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。

# 指數下跌相對有限，然產業輪動劇烈

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。

# Fed降息與技術性擴表支持流動性，債市吃定心丸

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。

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。