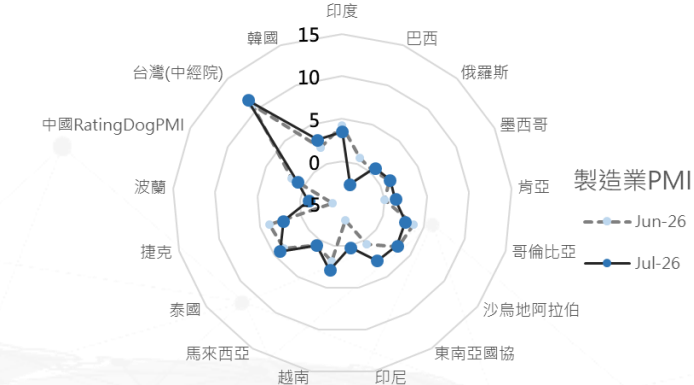
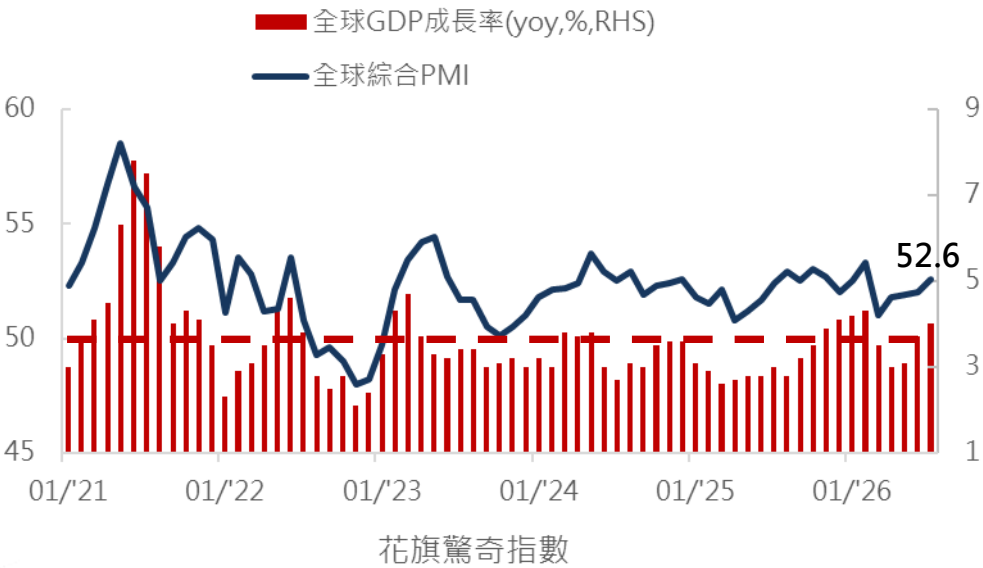


2026/09

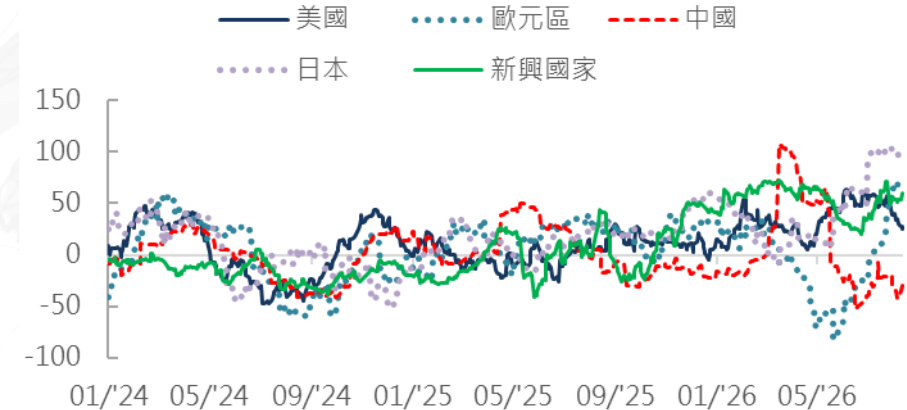
科技去槓桿後，回歸基本面與政策

全球景氣解析	p.2
重要市場展望	p.9
投資評等	p.25

全球景氣保持韌性，AI設備、服務業加速



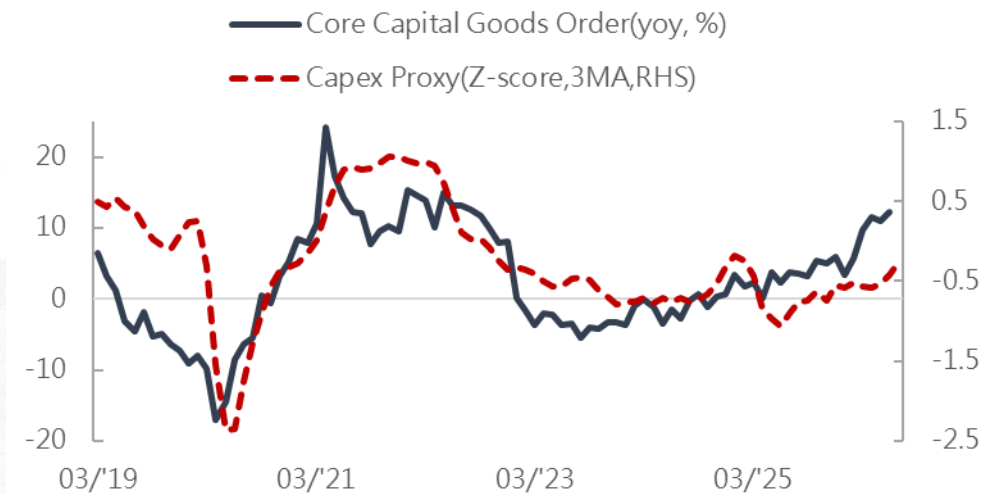
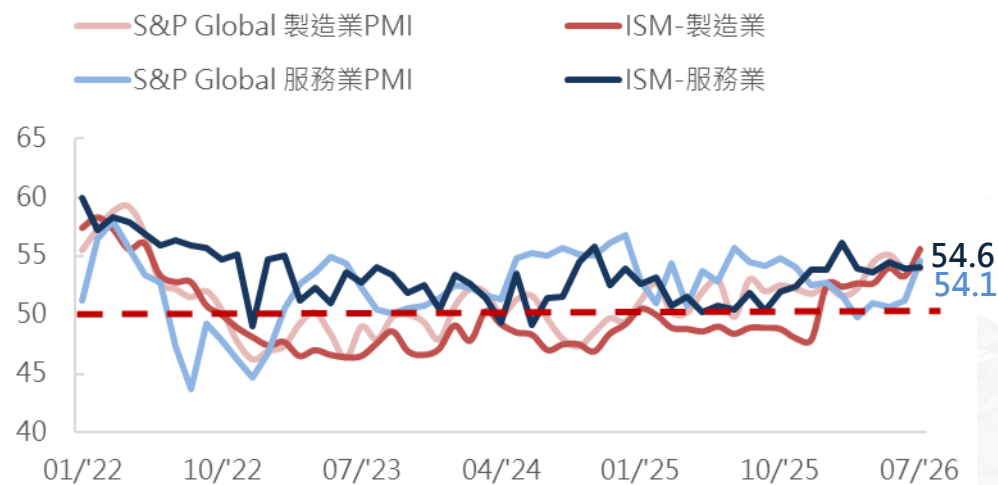
S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	53.9	51.9	52.2	49.8	51.9	54.5	52.0	53.5
服務業	54.6	51.7	49.8	49.6	52.1	51.2	53.6	53.3
綜合	54.5	52.0	51.3	49.4	52.2	52.7	53.2	54.3
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								



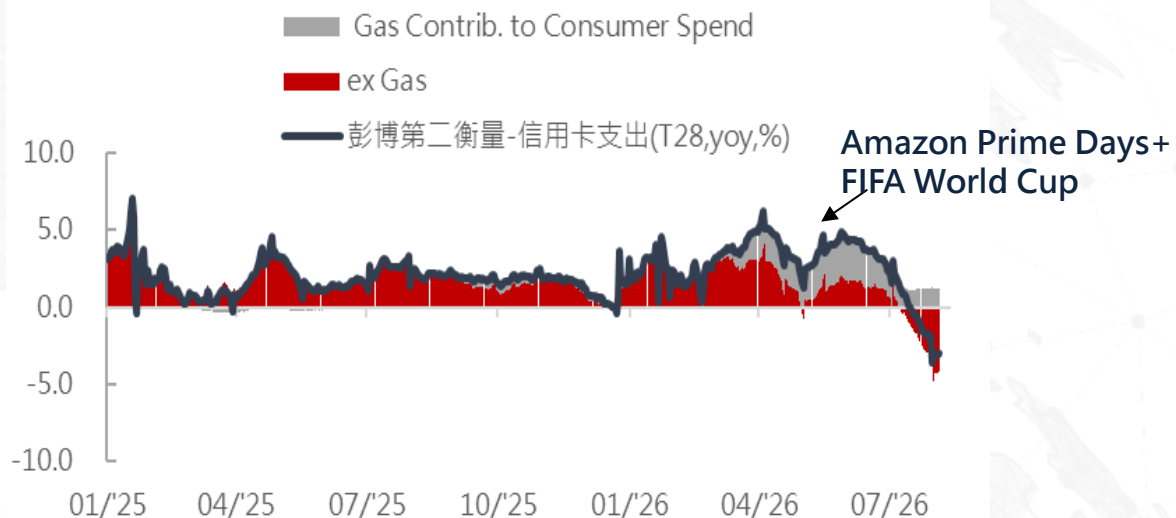
資料來源：Citi, S&P Global · Bloomberg · 永豐投顧總經研究部整理

美服務業加速、CAPEX續強，消費隨著賽事結束回落

全球景氣解析



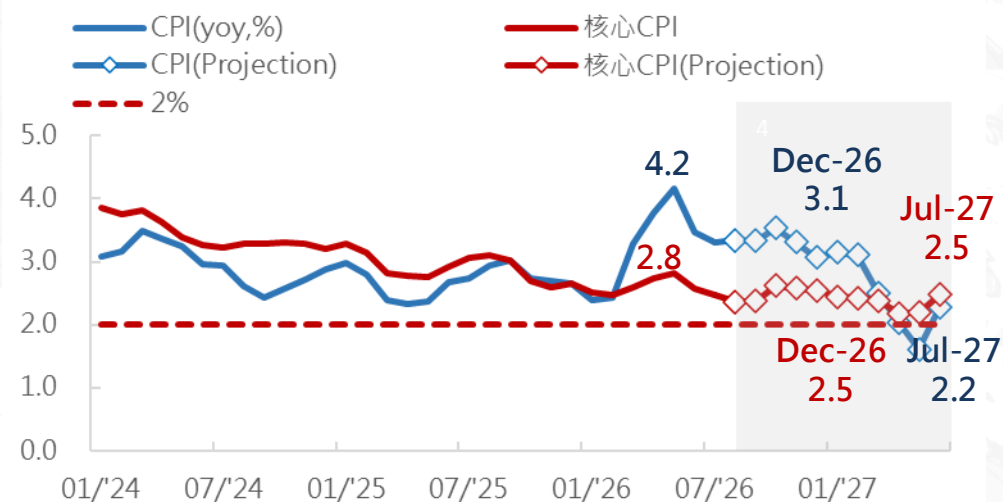
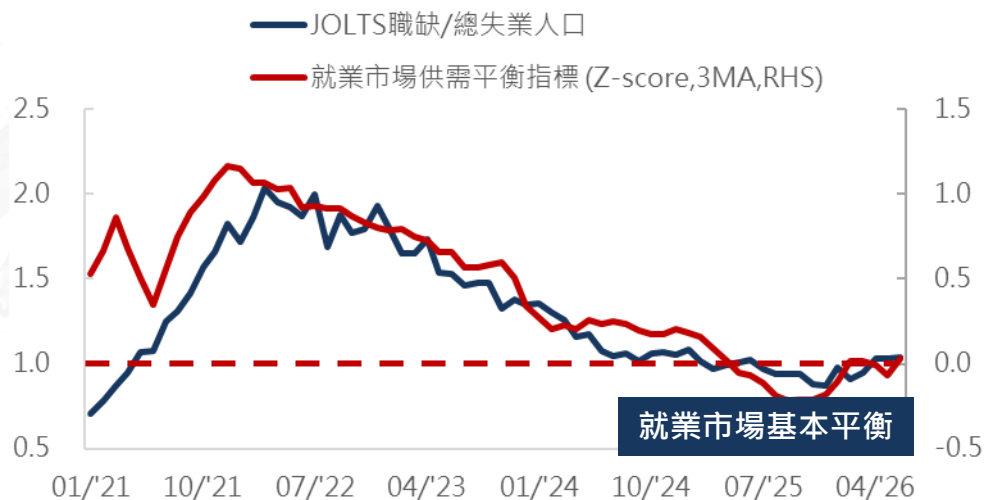
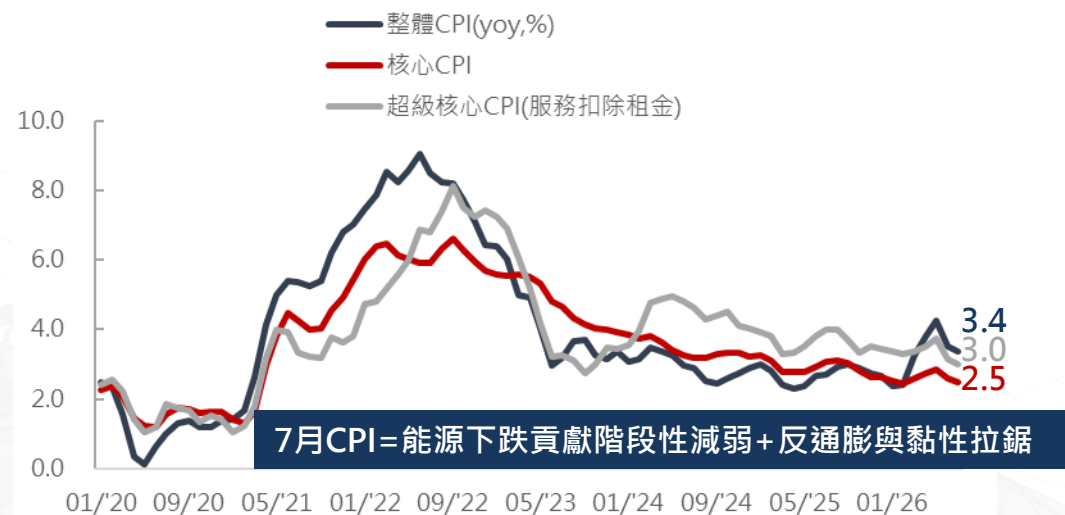
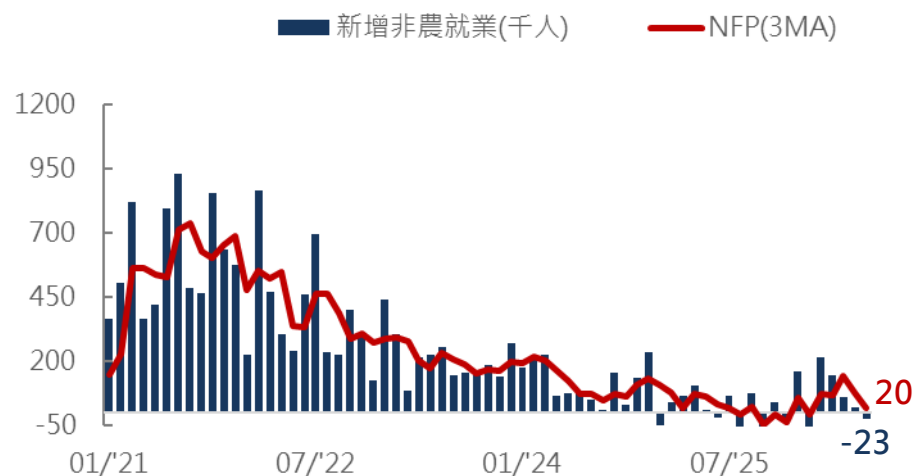
美國GDP成長預估	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	1Q27	2Q27
JP Morgan			1.8	1.8	<u>2.0</u>	2.3	2.3
Citi			1.8	1.8	<u>2.0</u>	1.8	1.8
UBS			2.5	2.1	<u>2.1</u>	1.9	2.0
Wells Fargo*			2.6	1.6	<u>2.1</u>	2.2	2.5
BofA	2.1	1.5	2.5	2.4	<u>2.1</u>	2.2	2.2
Goldman Sachs			2.7	2.2	<u>2.1</u>	2.3	2.3
Barclays			2.5	2.0	<u>2.1</u>	1.5	1.5
Morgan Stanley			2.7	2.5	<u>2.2</u>	2.4	2.6
SinoPac			2.2	1.6	<u>2.0</u>	2.7	3.1



資料來源：FRB System, ISM, S&P Global · Bloomberg · 各大投行報告 · 永豐投顧總經研究部整理

NFP雖負，但就業市場穩固。CPI降溫，風險仍高

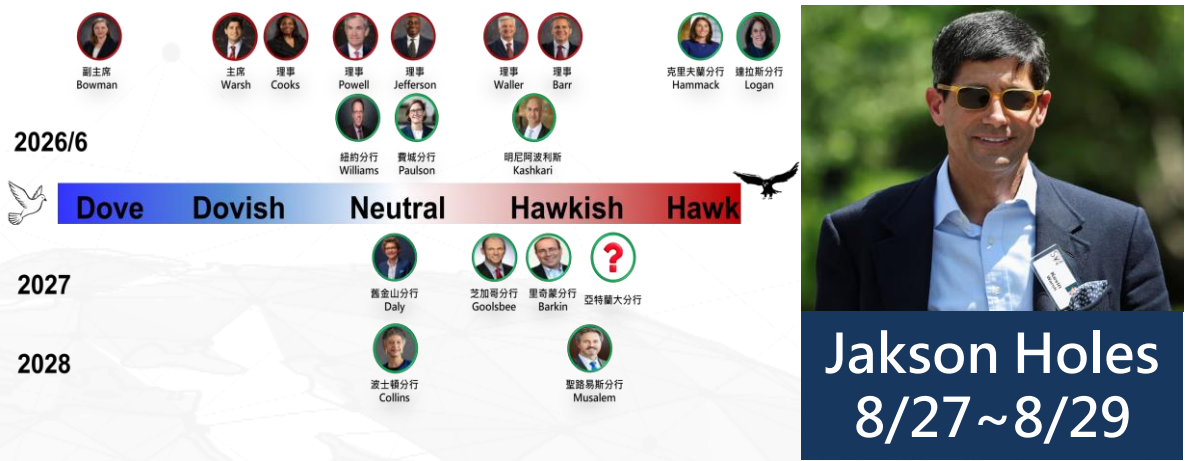
全球景氣解析



資料來源：BLS, FRB System · Bloomberg · 永豐投顧總經研究部整理

預期9月FOMC按兵不動，基調更鷹派。關注央行年會

- **會議決策**：FOMC以9票贊成3票反對維持政策利率3.50%~3.75%不變；Logan、Hammack、Kashkari投票反對，主張升息1碼；
- **通膨展望**：通膨立場極為鷹派，表示通膨持續高於目標以及過去五年過高的物價，是美國與企業的負擔，Fed通膨目標就是2%，沒有軟或隱性的通膨目標，若有必要將毫不猶豫採取行動；
- **AI相關的通膨壓力**讓決策者們左右為難，以及表示「這些變化是否預示著更廣泛的通膨趨勢，還是僅僅因為它們最引人注目，我們才如此關注它們？」，意即AI通膨與整體價格趨勢或相互獨立；
- **利率展望**：3位官員主張升息代表委員會通膨反應函數的正式轉變，但決策依舊取決經濟數據，並逐次會議決定。基於(1)長率走揚，市場自我緊縮；(2)核心PCE將在H2/27下降至2.5%左右、(3)美伊戰爭干擾能源供應減弱；研究部仍預期9月FOMC維持政策利率不變。

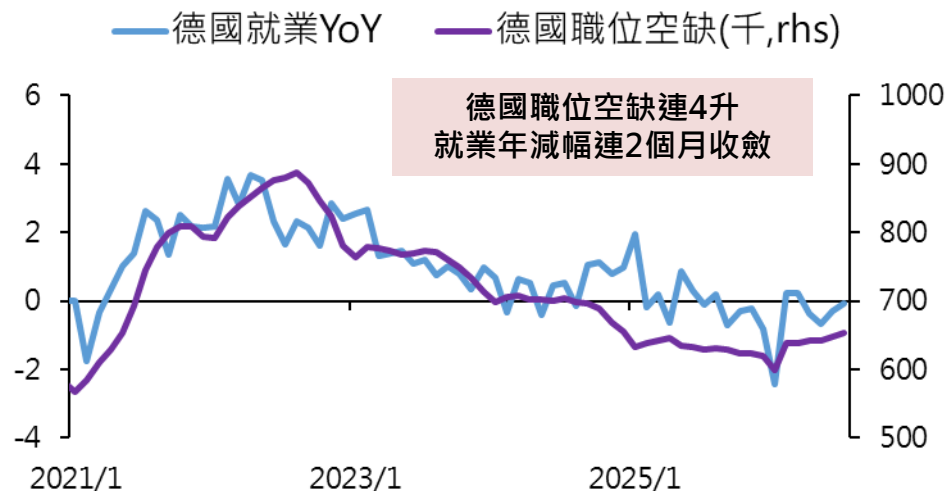
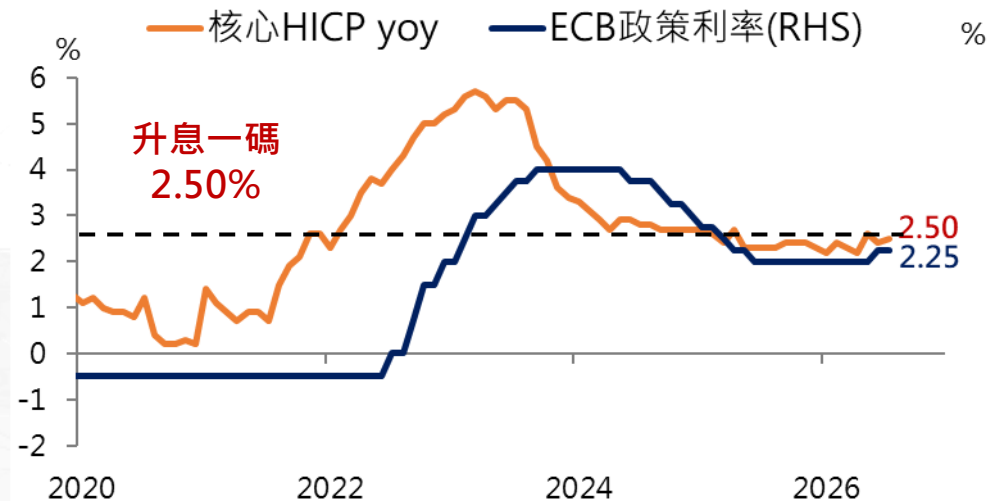
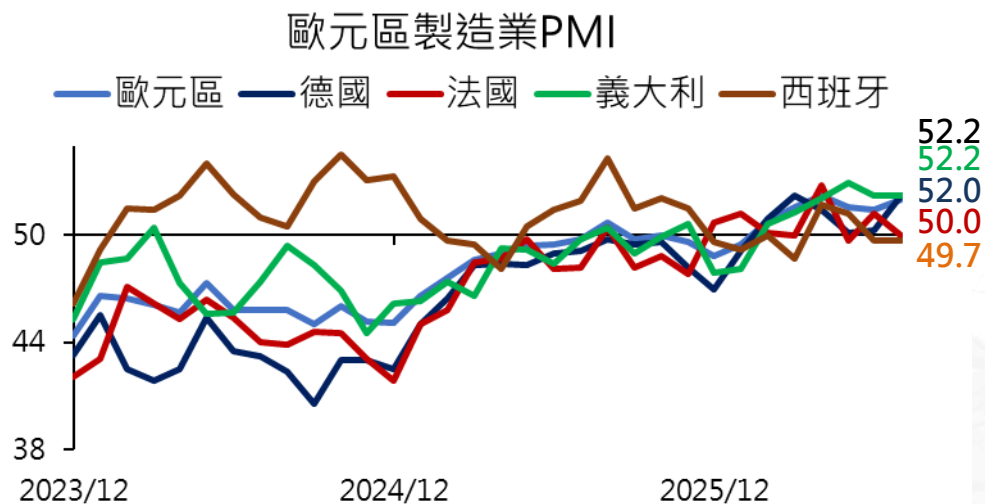


		官員	2026投票權	2027投票權	時間	貨幣政策前景
理事會	理事	Lisa Cook	V	V	08/05	支持7月FOMC維持利率不變理由是需要觀察關稅、中東戰爭與AI投資造成的價格壓力是否自行減弱，明確表示通膨風險高於就業，若通膨沒有開始降溫，已準備支持提高政策利率
分行行長	紐約	John Williams	V	V	08/03	若核心通膨未能持續朝目標回落，Fed將毫不猶豫採取包括升息在內的必要行動。認為目前政策利率水準仍屬適當，並支持維持利率不變的決定，強調貨幣政策將完全依據經濟與通膨數據，而非市場預期制定
	芝加哥	Austan Goolsbee		V	08/11	就業市場穩定，但並不完美，然而通膨是大問題，更擔憂高通膨
	波士頓	Susan Collins			08/12	認為當前利率水平「略有限制性」，因此預計通膨會逐步回落。若通膨過高，可能最快在9月份支持升息。不應過度解讀非農就業數據，指出失業率「相對穩定」，且認為通膨風險更值得關注
	聖路易士	Alberto Musalem			08/06	已在7月FOMC表達升息意向，因為在未來一年若貨幣政策保持現狀，通膨將持續高於高於2%的目標，短期升息將是合理的，並且支持現在就升息，比起未來大幅度調整，漸進式升息更可取
	堪薩斯	Jeffrey Schmid			08/04	不能理所當然地認為供應衝擊引發的通膨壓力只是短暫的，當需求同樣強勁時，可能導致通膨大幅上升。當前的貨幣政策立場並不具有限制性，要將通膨率降至聯儲會2%的目標，需要收緊貨幣政策
	舊金山	Mary Daly		V	08/05	支持7月FOMC利率不變的決定，但在9月會議前謹慎與數據決策的立場。有早期跡象表明關稅對美國通膨的影響正在減弱，以及中東地緣政治局勢正在緩解。
	克裡夫蘭	Beth M. Hammack	V		08/10	目前利率水準尚未對經濟形成實質性限制，且尚未看到勞動市場明顯惡化，同時通膨也沒有自行降溫的跡象，因此需要採取行動，未來可能需要多次升息以抑制持續性的通膨壓力
	達拉斯	Lorie Logan	V		07/31	若沒有政策約束，通膨可能會繼續高於2%目標，直到出現意料之外的衝擊，而短期內採取溫和的行動將降低日後需要採取更嚴厲措施的可能性
	費城	Anna Paulson	V		08/04	剔除能源供應衝擊、關稅及其他因素後，核心通膨約為2.4%-2.8%，認為目前利率水平足以令通脹朝聯儲局目標邁進，若該水準未有進一步回落，她將對調整利率持開放態度
	明尼阿波里斯	Neel Kashkari	V		08/05	隨著獲得更多數據，現在是時候開始緩慢升息，升息的目的是不是減緩經濟成長而是實現2%目標，當被問到年底前是否升息3碼，並表示這不是沒有可能，但個人並非呼籲大幅升息



歐元區經濟超預期，然核心通膨偏高，估9月升息1碼

全球景氣解析



Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2025	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026
UniCredit	1.4	0.0	0.4	0.2	0.2	0.5
GS				0.2	0.2	0.8
Barclays				0.2	0.2	0.8
JPM				0.2	0.4	0.8
BNP				0.4	0.4	0.9
SinoPac				0.2	0.3	0.8

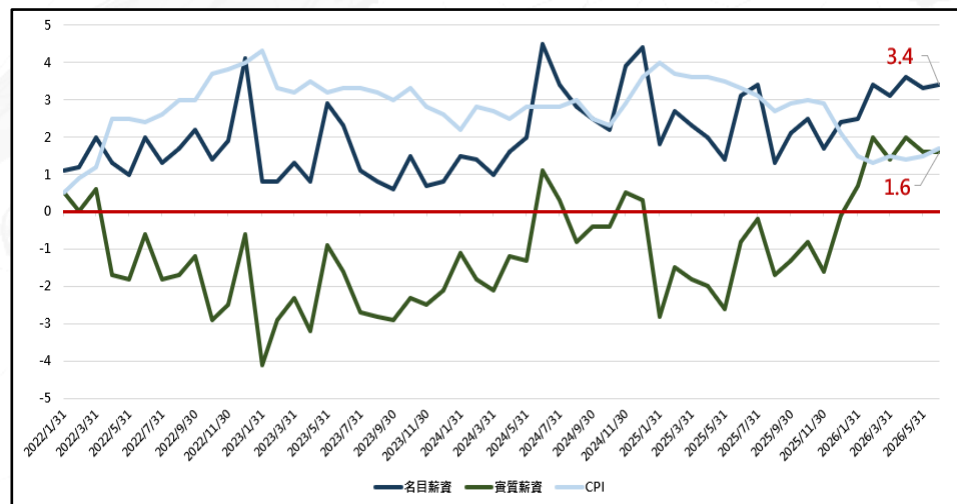
資料來源：S&P Global PMI, Eurostat · Bloomberg · 永豐投顧總經理研究部整理

日圓貶值加劇通膨波動風險，BOJ 提前至10月升息

全球景氣解析

- 會議決策：BOJ於7/31以8:1票數決議按兵不動，將政策利率維持1.00%不變，鷹派官員高田創於本次會議支持升息1碼。將2026、2027財年GDP成長預估由0.5%、0.7%上調至0.6%、0.8%，2026年財年核心CPI預估由2.8%下修至2.5%，2027年則由2.3%上修至2.4%；
- 會後談話：BOJ總裁植田和男表示因通膨過度波動的風險比以往更大，將於下次會議進行認真討論，並分析中東局勢、人工智慧需求、外匯走勢對通膨的風險，強調目前貨幣波動對通膨的影響可能比以往更大。並表示即使在上次BOJ升息之後，金融環境仍偏寬鬆，暗示仍有進一步升息的空間；
- 政策展望：7月會議意見摘顯示，一位官員指出鑒於核心CPI一直接近2%，必須比以往更關注通膨風險，升息可能比市場預期更快，一位官員呼籲位凸顯防止通膨上行決心，必要時可以更大幅度升息，不應拘泥於節奏，另有官員指出政策重點已由將通膨提高至2%轉為避免通膨偏離目標向上

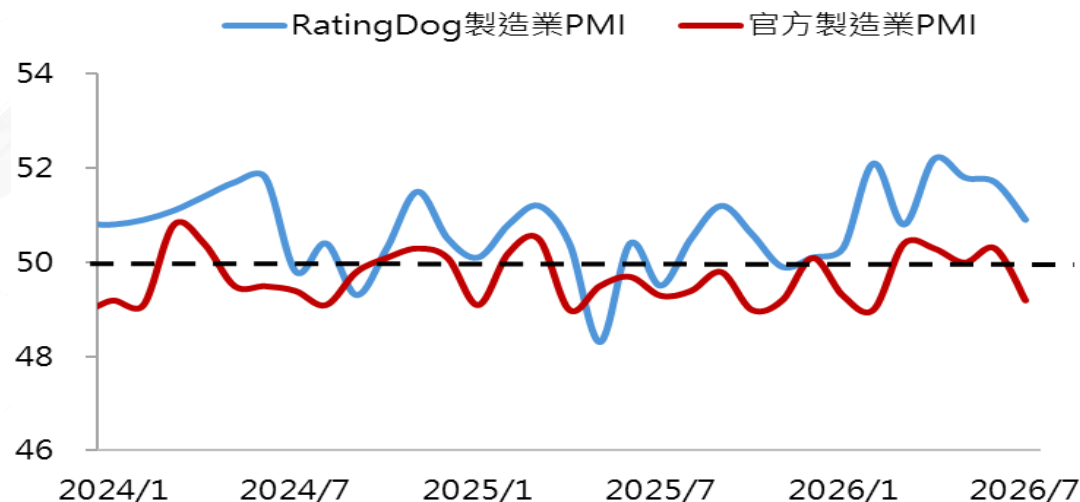
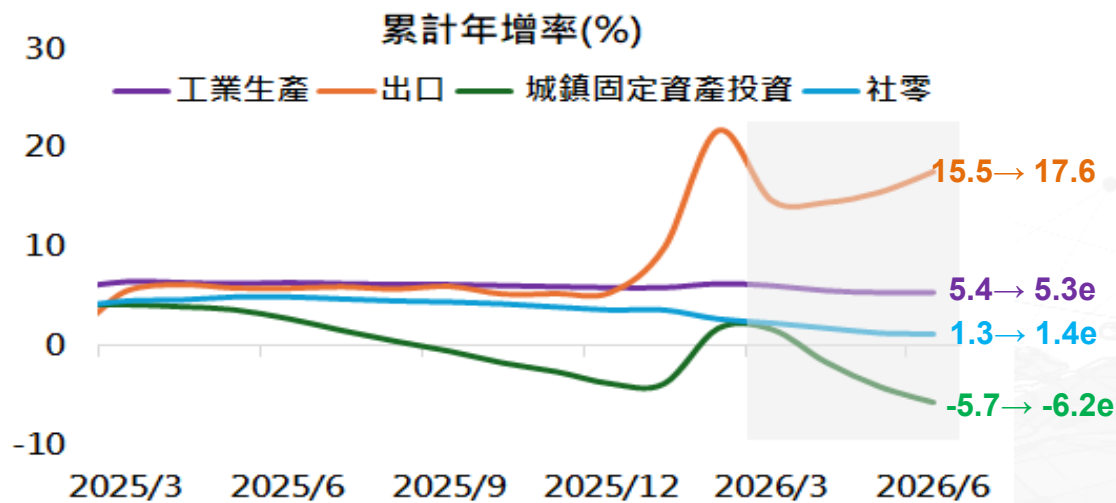
實質薪資持平，名目薪資與通膨等值上升



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

7月中國經濟K型分化料加深，預計H2人行降息10BPS

全球景氣解析



資料來源：中國統計局, Rating Dogs · Bloomberg · 永豐投顧總經研究部整理

一、中國經濟三大分化在7月可能進一步加深

1、供強：工業與製造業動能偏強

需弱：國內消費與有效投資乏力

2、外強：出口貿易與外需拉動

內弱：內需市場與個人消費疲軟

3、新強：科技創新與新質生產力

舊弱：房地產市場與傳統製造業持續低迷

二、7月政治局會議淡化強刺激前景，但釋放明確寬鬆信號

1、宏觀政策發力：實施更加積極財政政策+適度寬鬆貨幣政策，加大逆週期調節力度，政策重心傾向應對下行壓力；

2、增量政策：充分發揮存量政策效能，及時謀劃出臺務實管用的增量政策，預計第三季底前後可能出臺一批增量政策(財政增發政府債券促消費穩投資、人行降息降準等)；

3、財政：加快財政支出和債券資金使用進度，推進兩重、兩新、六張網的建設，8000億元新型政策性金融工具落地；

4、貨幣：綜合運用並適時調整貨幣政策工具，優化財政金融協同促內需政策；擴大內需：聚焦優質供給和服務消費，挖掘服務消費潛力。

股市-AI擴張勢不可擋，全球股市持續上漲

市場回顧與展望

		2025封關	2026/7/14	2026/8/14	期間漲跌(7/14~8/14)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	48,367	49,364	51,565	4.5	6.6
	S&P500	6,896	7,354	7,501	2.0	8.8
	NASDAQ	23,419	25,871	26,518	2.5	13.2
	德國DAX	24,490	24,401	24,986	2.4	2.0
	法國CAC	8,168	7,982	8,421	5.5	3.1
	英國FTSE	9,941	10,331	10,363	0.3	4.3
亞洲股市	日本	3409	3,851	4,045	5.0	18.7
	中國	4,651	4,853	4,942	1.8	6.2
	香港	25,855	25,798	23,925	-7.3	-7.5
	南韓	4,214	7,272	9,052	24.5	114.8
	台灣	28,707	40,176	46,465	15.7	61.9
	新加坡	4,655	5,072	5,193	2.4	11.5
	泰國	1,260	1,517	1,573	3.7	24.8
	馬來西亞	1,685	1,727	1,712	-0.9	1.6
	印尼	8,647	6,371	6,177	-3.0	-28.6
	菲律賓	6,053	5,897	6,135	4.0	1.4
	越南	1,767	1,913	1,825	-4.6	3.3
金磚	巴西	161,125	174,279	168,334	-3.4	4.5
	印度	84,675	75,201	76,803	2.1	-9.3
其他	新興亞洲	774	927	1,026	10.7	32.6
	新興歐洲	259	261	267	2.4	3.0
	拉丁美洲	2,712	2,997	2,968	-1.0	9.4

資料截止至 2026/08/14

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

美股-籌碼面乾淨、廣度擴散有利於行情延伸

市場回顧與展望

➤ 短期區間震盪，長期目標不變

- 美國財報季持續展現盈餘上修動能，基本面表現支持標普500持續創下新高，維持美股相對正向觀點，標普 500 2026年底目標價8200點不變。
- 考量 8 月季節性因素及先前不確定性，指數面預計未來一個半月大盤將維持狹幅區間震盪。
- 近期全球科技股與動能倉位的激進去槓桿，已推動部分高品質標的落入超賣區間，為具備長線耐力的資金創造出佈局機會，隨著去槓桿情緒逐步平復，選擇性逆向布局高競爭力的AI供應鏈，為當前的首選策略。

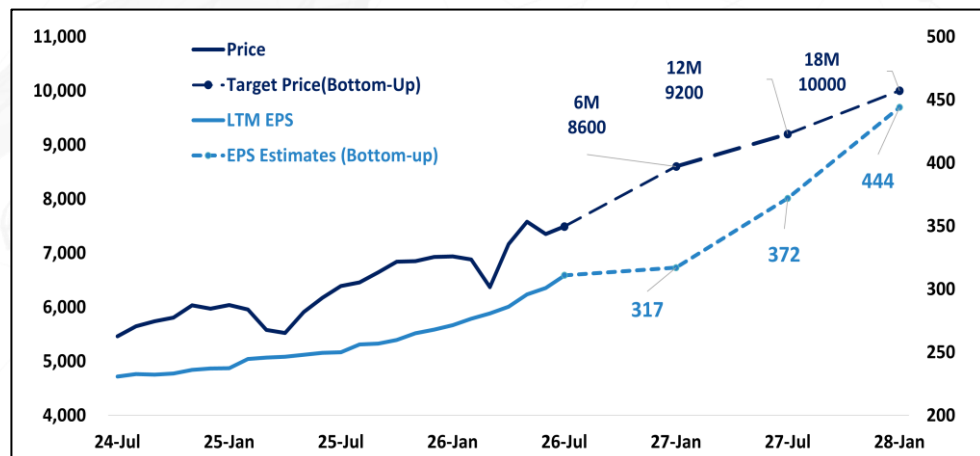
➤ 股市對 9 月 FOMC 會議抱持雙贏假設

- 情境 A (鴿派升息)：穩定殖利率曲線長端，降低債券市場波動。
- 情境 B (不升息)：穩健的企業獲利 (EPS) 背景持續支撐市場擴散交易 (Market Breadth)。

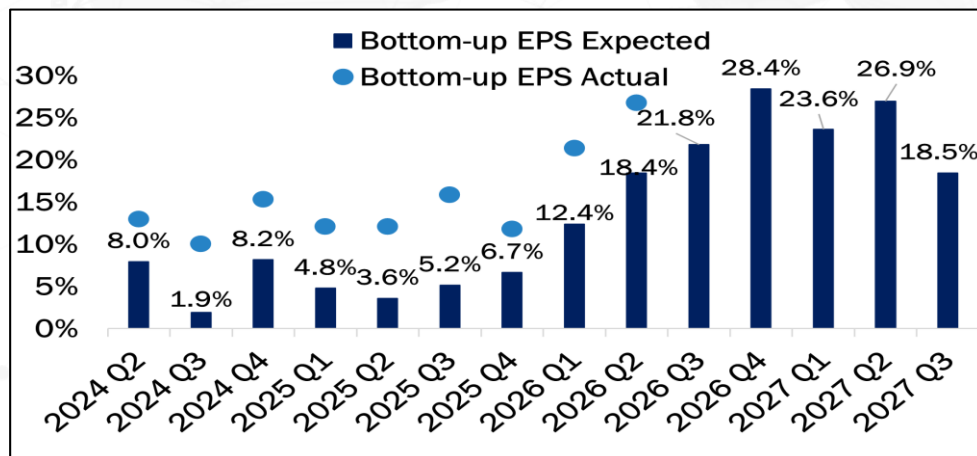
➤ 地緣政治與能源市場的「反身性」

- 美國與伊朗的衝突以及中東局勢在政策框架內呈現高度的「反身性」 (Reflexivity)。當油價逼近 \$100 或是金融資產遭遇拋售時，通常會引發政策上的去升級回應。只要未出現實質性的供應鏈中斷，能源價格預期將在中段 \$80 至高 \$90 之間尋找新均衡。

標普 500 2026年底目標價8200點不變



SPX盈餘上修動能持續擴散支撐長期上行趨勢



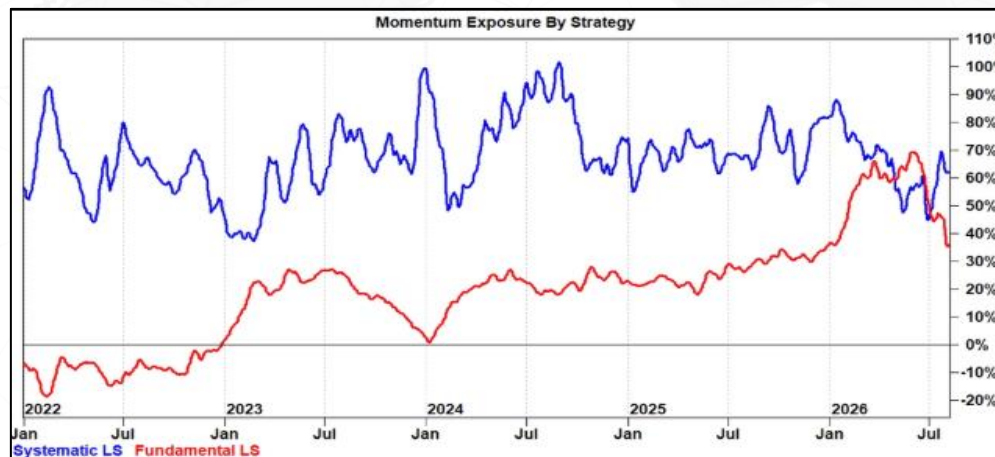
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

- 多頭部位整體下降: 美國半導體槓桿型 ETF 組合的多頭資產規模 (AUM) 已由高點的 1,570億美元下降至約 990億美元。
- 7 月拋售期的逆勢流入:
 - 在 7 月股價大幅拉回期間，散戶與機構投資人積極「逢低買進」 (Buy the Dip)，帶動約150 億美元的額外多頭資金逆勢流入。
- 8 月反彈期的贖回賣壓
 - 8 月的反彈完全來自現貨價格上揚帶來的市值成長 (Mark-to-Market Gains)。
 - 隨著現貨價格回升，市場並未繼續追高，反而出現份額贖回與獲利了結的賣壓。
- 近期市場經歷了五年來最大規模的全球科技股拋售與顯著的去總槓桿化 (De-grossing) 過程。
 - 此現象主要反映了資金過度集中與槓桿過高的風險重置，宏觀基本面依然穩固。
 - 動能因子 (Momentum Factor) 出現極端回撤，目前市場已削減大量風險曝險，進入較為健康的逐步再槓桿階段。然而，在已實現波動率相對於標普 500 指數收斂之前，動能交易預期將維持區間震盪。

多頭部位為99bIn，相較高點的157bIn 已有所下降



不同避險基金群體對動能因子的槓桿變化



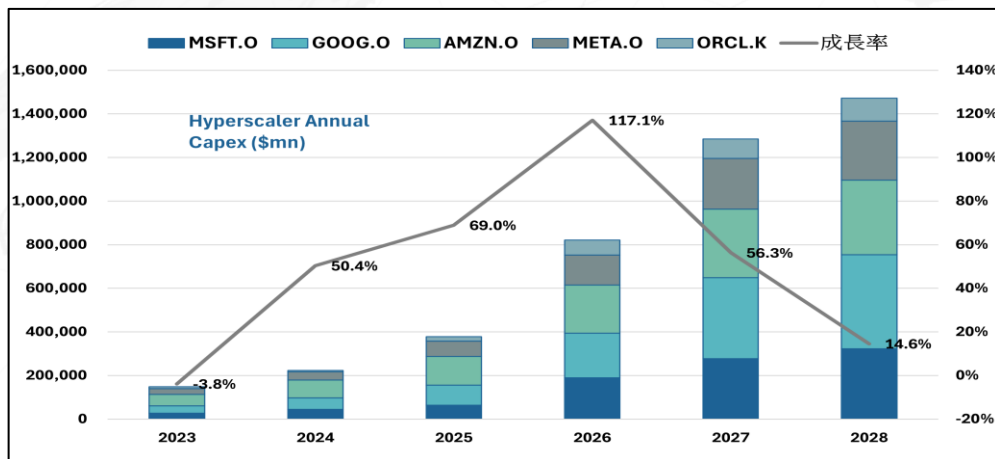
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

CSP-積壓訂單與變現路徑明確，支撐資本支出持續上修

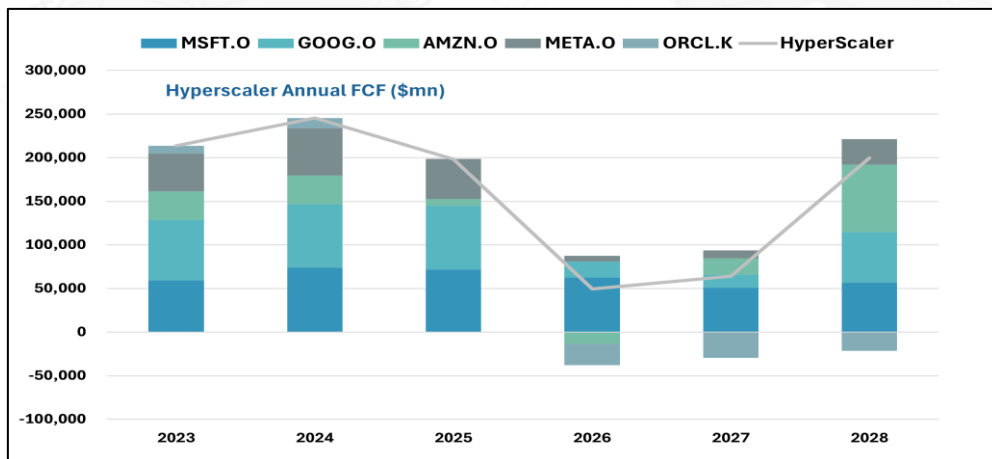
市場回顧與展望

- 總體支出趨勢：全球 AI 資本支出預計於 2027 年底突破 \$1.2T。相較之下，自 2022 年底 ChatGPT 發布以來至目前累積支出僅為 \$233B。
- 儘管因資本支出大幅上升致使多數超大規模業者（除 Microsoft 外）在 2026-2027 年間的自由現金流（FCF）預計維持負值，但需求與訂單涵蓋度正加速改善：
 - 積壓訂單與營收轉化：Google Cloud 積壓訂單季增 \$52B 至 \$514B；AWS 積壓訂單升至 \$496B（季增 +36%，年增近 2.5 倍），顯示商業化速度漸快於支出擴張。
 - 投資回收期可見度：Amazon 管理層指出，伺服器與網路設備投資（使用年限 5-6 年）的損益兩平期已縮短至 3 年以內；長壽命資料中心資產（使用年限 30 年以上）則可支援多代硬體迭代，大幅增強資本回報率（ROIC）的可信度。
- 8月市場變化：
 - 隨著開源模型出現以及 2027 會計年度（CY27）資本支出透明度提升，市場討論焦點開始由單純的「AI 硬體瓶頸」轉向應用端與基礎建設。
 - 8月份資金轉向關注能受惠於 AI 普及、且不受大語言模型（LLM）價格戰與硬體供應瓶頸限制的軟體公司

AI 資本支出預計於 2027 年底突破 \$1.2T



2026-2027 年間的自由現金流持續受壓

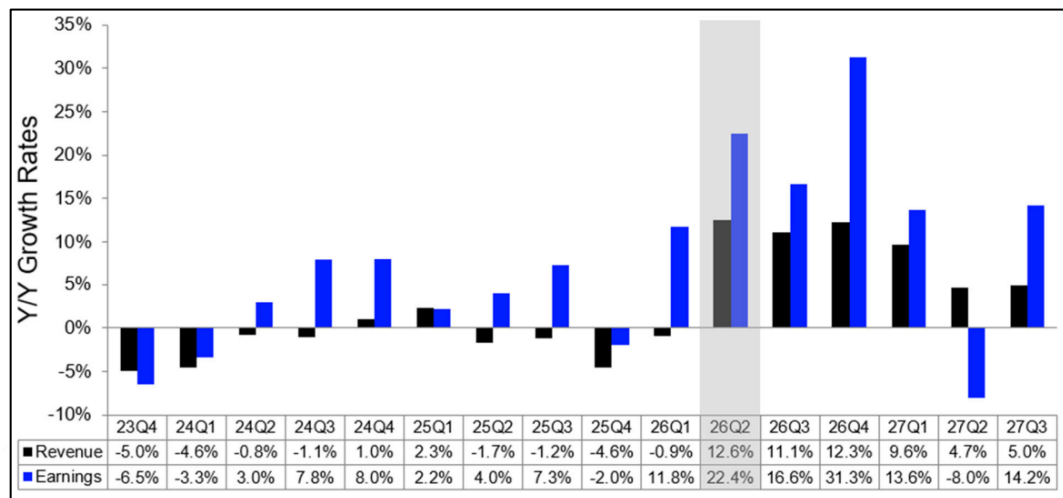


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

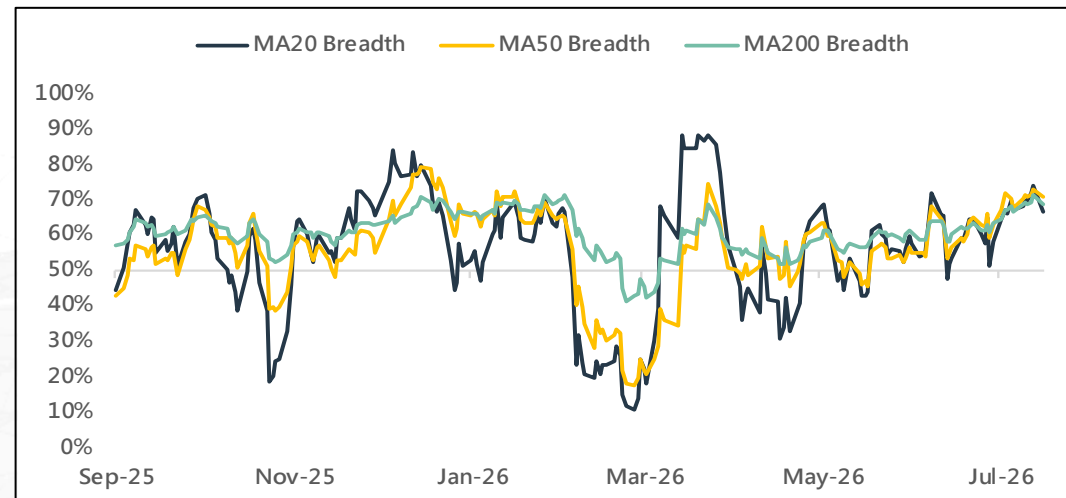
歐股-受益於AI與經濟成長，歐股迎來數年以來最強勁財報

市場回顧與展望

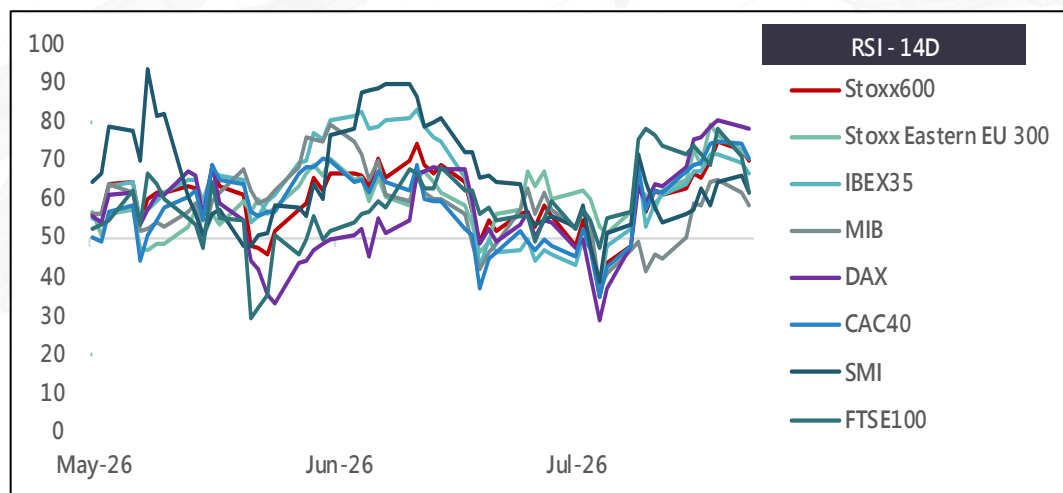
Stoxx 600 EPS暴增22.4%，扣除能源後為11.5%



廣泛復甦與強勁財報挹注信心，市場廣度擴張至70%



短線已有過熱跡象



共識交易必須消費、金融、原物料、工業

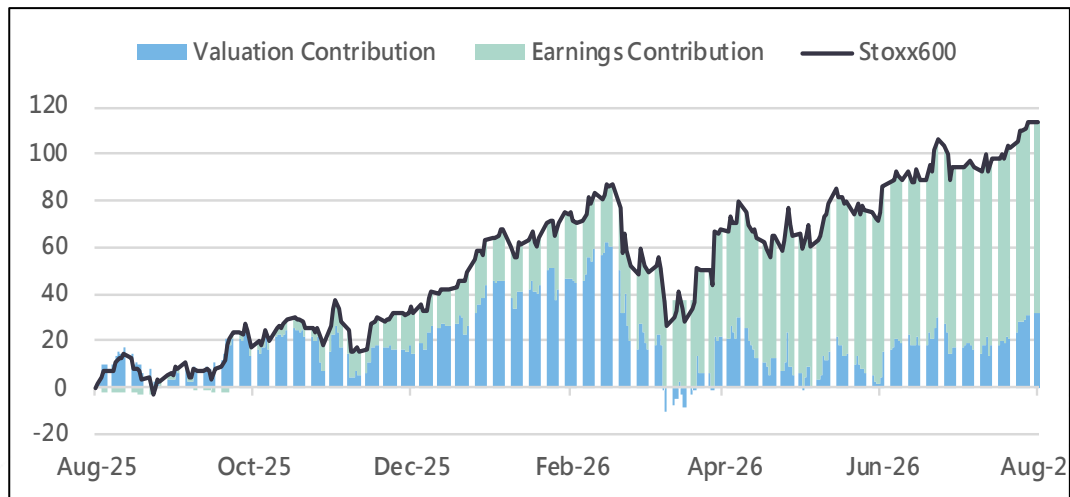
Index / Month	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
MA20 Breadth	51.1%	61.5%	44.7%	64.2%	63.3%	64.1%	23.7%	70.9%	49.1%	53.0%	61.5%	70.0%
MA50 Breadth	45.7%	57.7%	53.3%	57.1%	70.2%	67.0%	30.5%	54.9%	55.4%	52.7%	62.9%	71.1%
MA200 Breadth	57.9%	62.6%	58.6%	61.3%	67.2%	68.7%	51.6%	59.2%	56.1%	58.5%	62.8%	69.4%
Technology	50.6%	55.8%	27.2%	58.1%	56.6%	49.1%	42.1%	69.3%	61.3%	35.8%	49.4%	63.3%
Industrials	42.2%	59.5%	38.1%	70.6%	68.8%	66.9%	18.6%	70.2%	46.6%	53.0%	56.9%	73.9%
Financials	65.0%	57.6%	58.3%	80.5%	64.9%	55.4%	20.4%	83.5%	52.7%	65.1%	80.1%	84.7%
Consumer Cyclical	57.4%	57.3%	41.8%	65.4%	42.7%	60.4%	13.8%	70.8%	49.0%	60.1%	50.5%	72.3%
Consumer Non-Cyclical	24.6%	65.6%	44.7%	55.1%	46.6%	83.3%	16.2%	54.8%	51.8%	56.4%	64.7%	64.9%
Healthcare	21.1%	66.6%	40.6%	50.8%	59.2%	49.1%	15.1%	60.5%	51.1%	54.0%	65.0%	57.1%
Basic Materials	42.9%	55.7%	44.2%	74.3%	72.5%	68.8%	20.3%	74.7%	50.4%	48.3%	47.3%	84.0%
Energy	75.3%	61.7%	64.1%	36.1%	87.2%	85.9%	76.8%	57.3%	51.1%	33.6%	57.8%	60.5%
Utilities	91.0%	92.5%	51.7%	46.4%	83.9%	81.7%	43.0%	75.4%	24.9%	40.5%	63.4%	17.9%
Real Estate	63.3%	74.8%	43.2%	42.7%	75.1%	77.2%	11.5%	71.8%	30.3%	52.8%	70.8%	62.6%

資料來源：LSEG、MS、永豐投顧整理

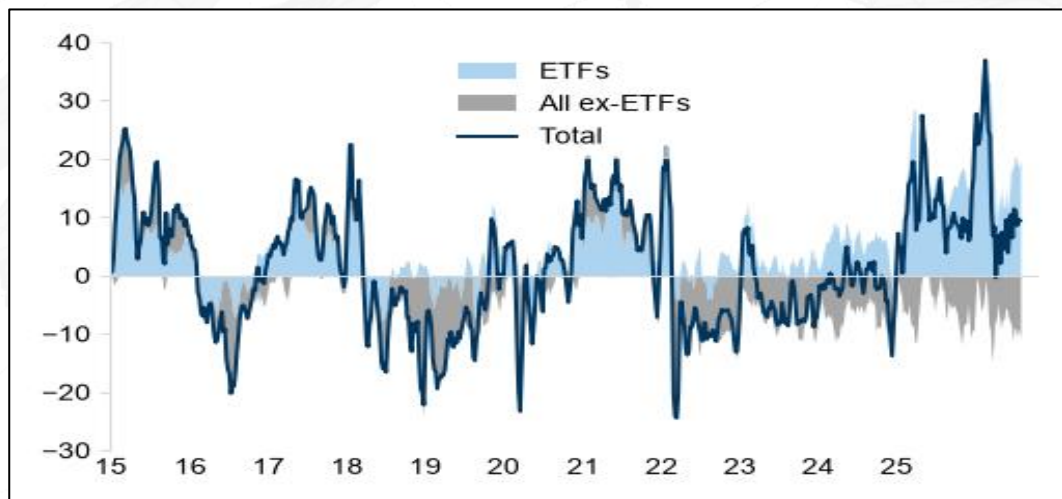
除S&P500指數另一指數選擇，維持相對正向評等

市場回顧與展望

美伊戰爭後，歐股報酬率80%貢獻來自EPS成長

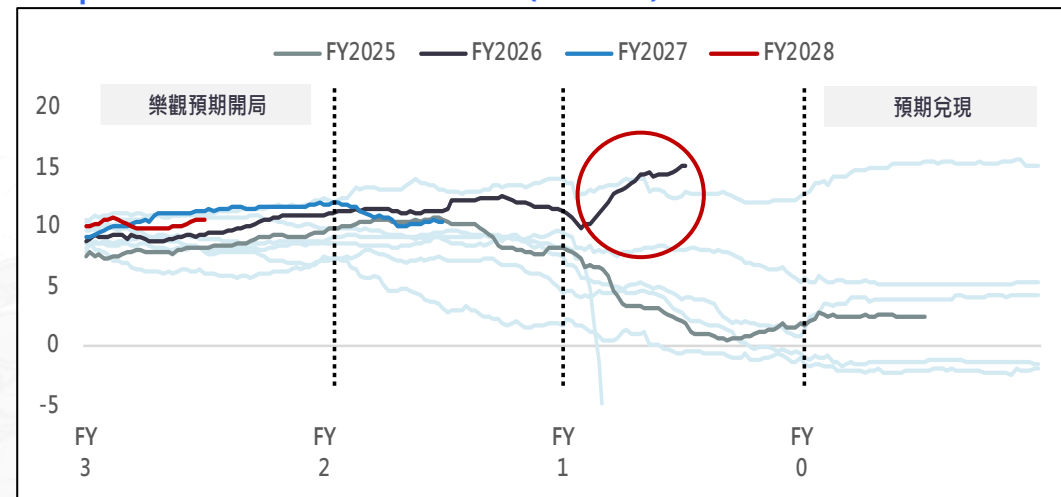


歐股提供非AI成長機會，吸引海外資金持續流入



資料來源：LSEG、MS、永豐投顧整理

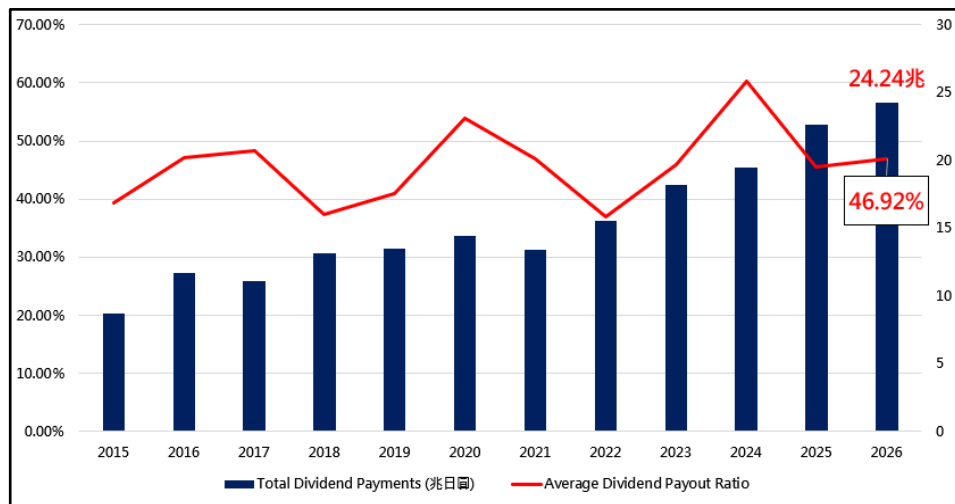
從Top-Down角度，科技與工業(AI為主)仍提供較強勁的成長前景



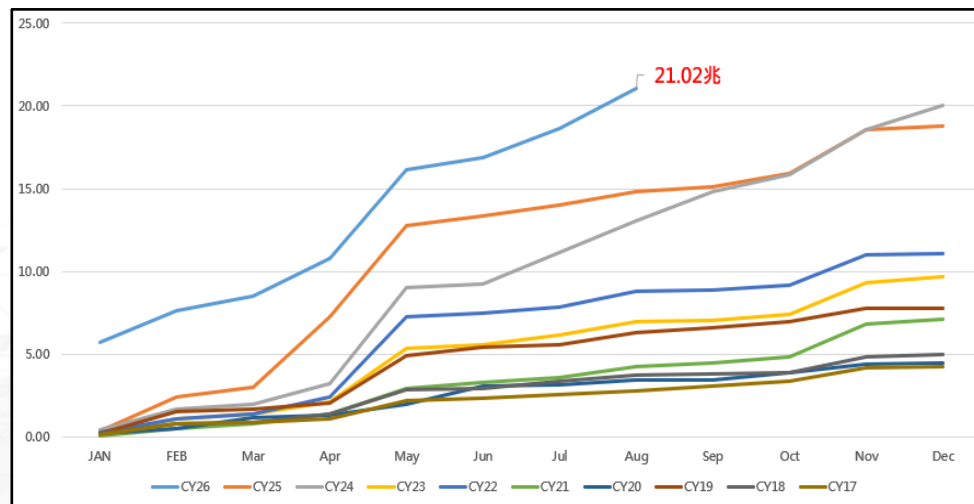
- 截止至 8/6，泛歐指數中已有 58.2% 企業已公布 26Q2 財報，得益於本土經濟持續溫和復甦 (奢侈品、消費、金融)、強勁成長的AI CAPEX (AI 基建、電力設備、半導體設備、功率元件) 與持續擴張的財政激勵 (半導體、國防、基建)，歐洲企業本季度獲利增長強勁，徹底擺脫疫情後的長期低迷，產業增長貢獻集中在能源、原物料、金融。
- 總體而言，預期能源衝擊對歐股影響持續降低，在金融、能源、原物料等產業獲利有撐的背景下，預估明年起功率、電力與光學需求進一步攀升，推動歐股EPS增速連續第二年保持在10%以上，不過鑒於宏觀風險仍存，故仍維持相對正向，全年目標價680點。

日股:治理改革成效佳，維持日本相對正向評等

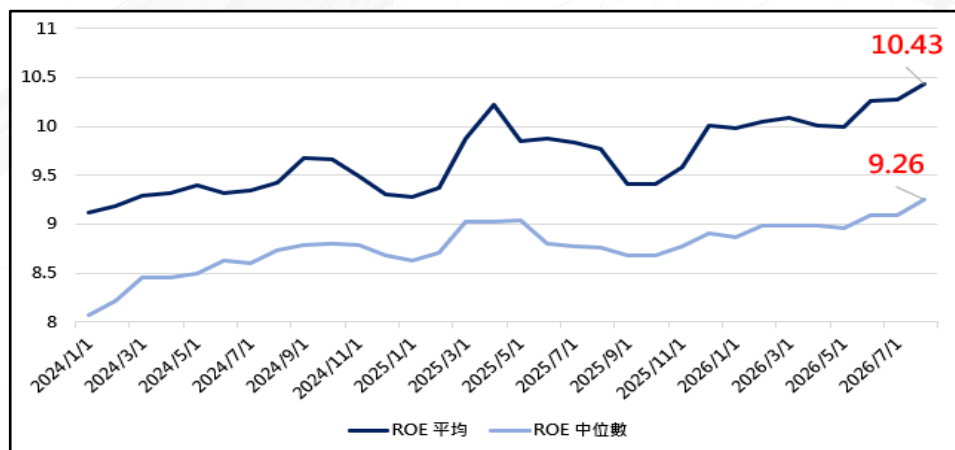
股利發放比率較去年成長，金額僅半年已創高



實施庫藏股金額隨財報季續創新高



ROE中位數及平均皆創下近年來新高



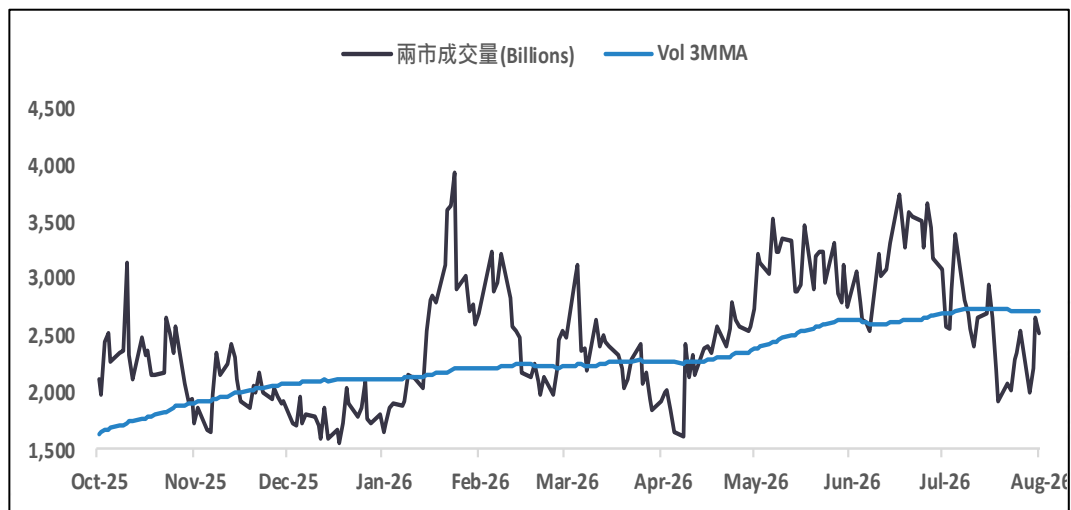
- 日本企業 Q1 財報數據整體優於預期，TOPIX 成分股 Q1 營業收入年增 14.3%、經常利益年增 52.1%、純益年增 68.1%，全產業經常利益對全年公司指導目標之進度率達 29.9%，其中製造業為 30.4%、非製造業為 28.4%、金融業為 30.4%，均顯著超越 25% 之季度常態基準，企業基本面獲利展現強勁彈性。
- 企業治理改革績效顯著，股利發放僅半年度創下 24.24 兆日圓續創新高，平均股利發放率升至 46.92%，年內實施庫藏股金額累計達 21.02 兆日圓，資本結構優化同步帶動資本效率提升，TOPIX ROE 平均值與中位數分別升至 10.43% 與 9.26% 的近年高點，綜合基本面獲利超越預期與資本效率持續改善，我們維持日本相對正向評等，TOPIX 年底目標價維持 4300 點。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

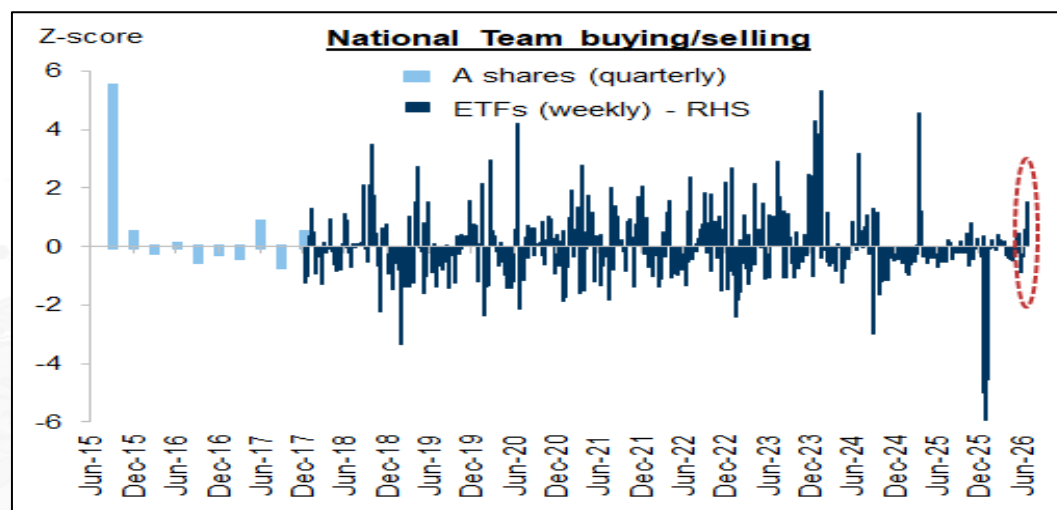
陸股: 7月去槓桿，但機構長線與國家隊資金駐留市場

市場回顧與展望

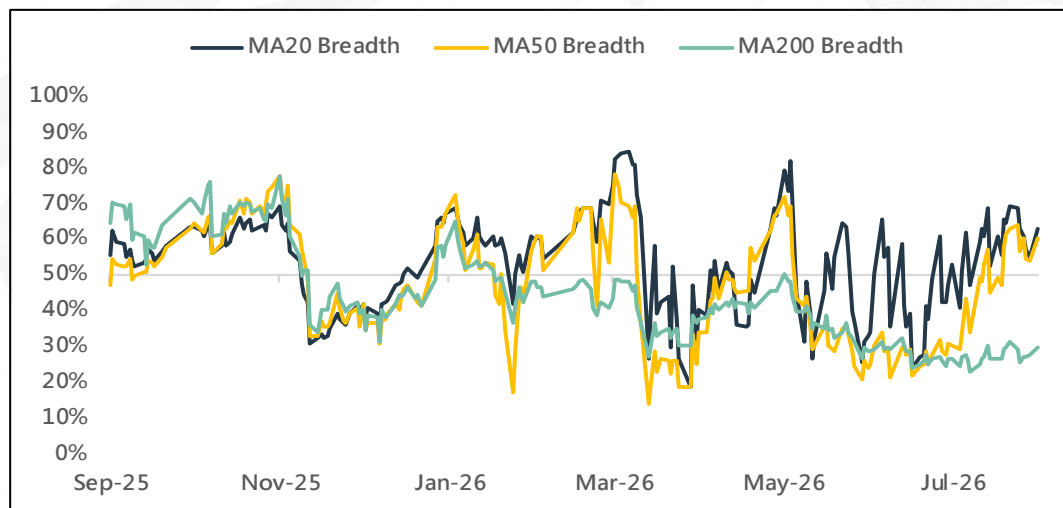
市場熱度急速冷卻，兩市成交量由3.5兆縮量至2.0兆水準



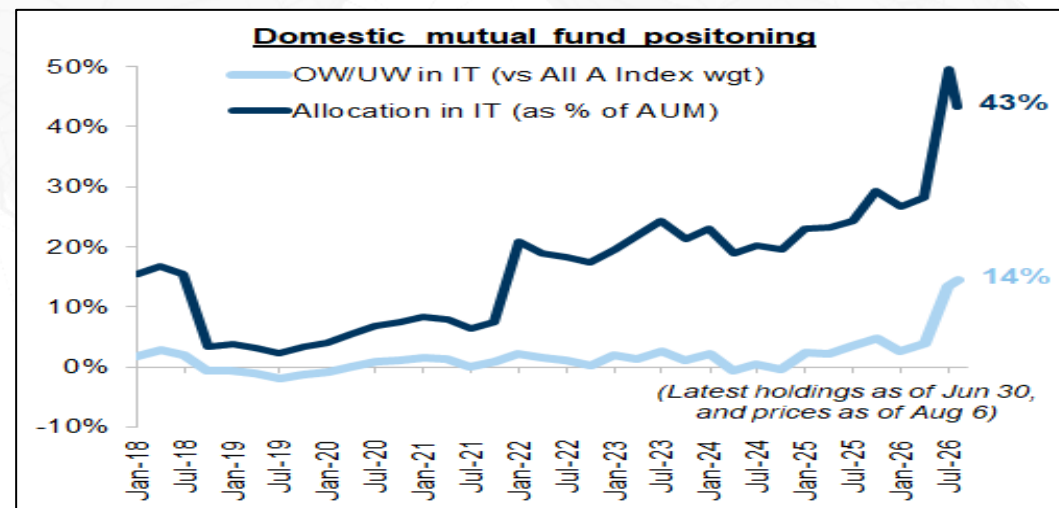
中國境內ETF淨申購量陡然放大，國家隊應該已經入場



7月中旬後，隨全球科技動盪趨緩，A股廣度改善



國內基金現金配置已降至13.6%(0.6 STD)，但仍大量持有科技股

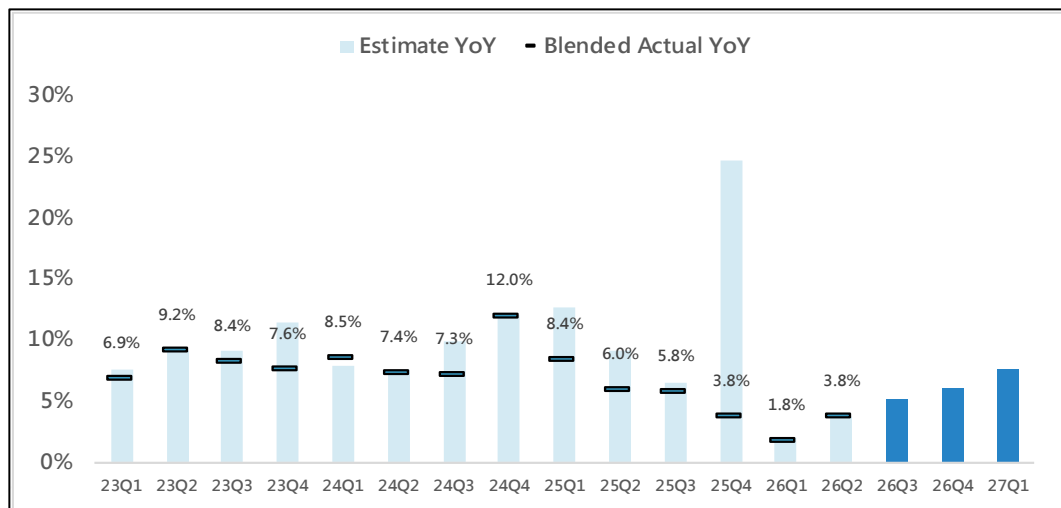


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

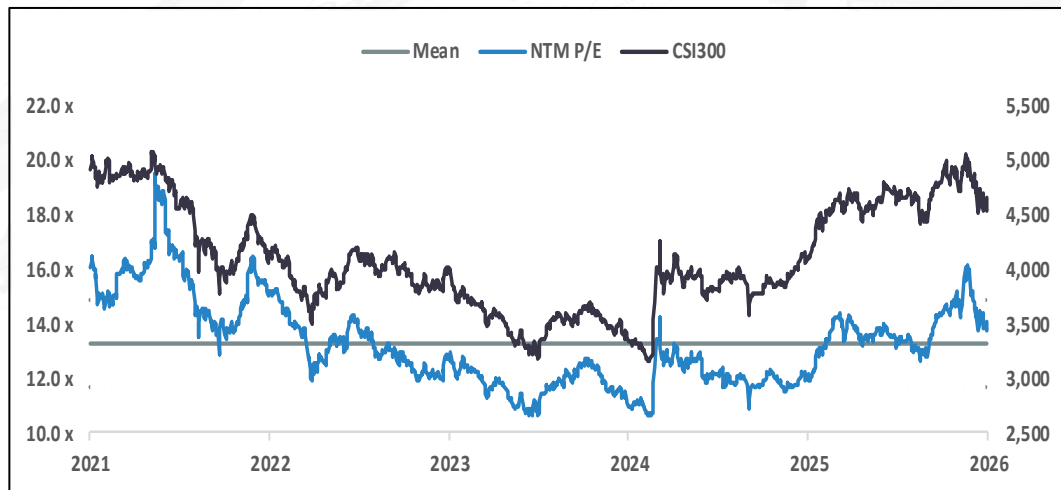
陸股:互聯網巨頭獲利改善，中國AI自成體系軟、硬實力

市場回顧與展望

隨互聯網巨頭暫緩補貼競價，港股科技股獲利預期觸底回升

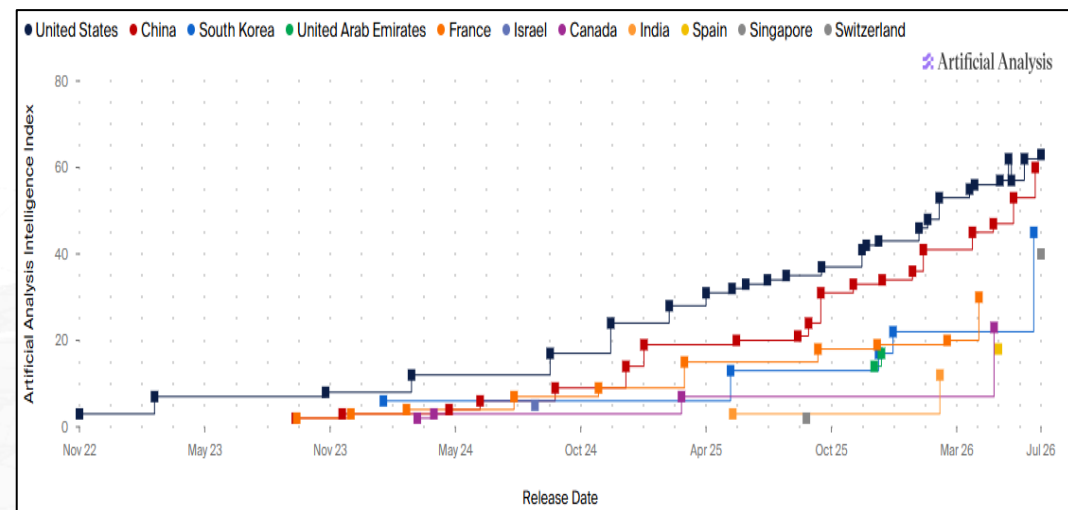


A股估值仍偏高，但高成長預期支撐下，預計全年趨勢震盪向上



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

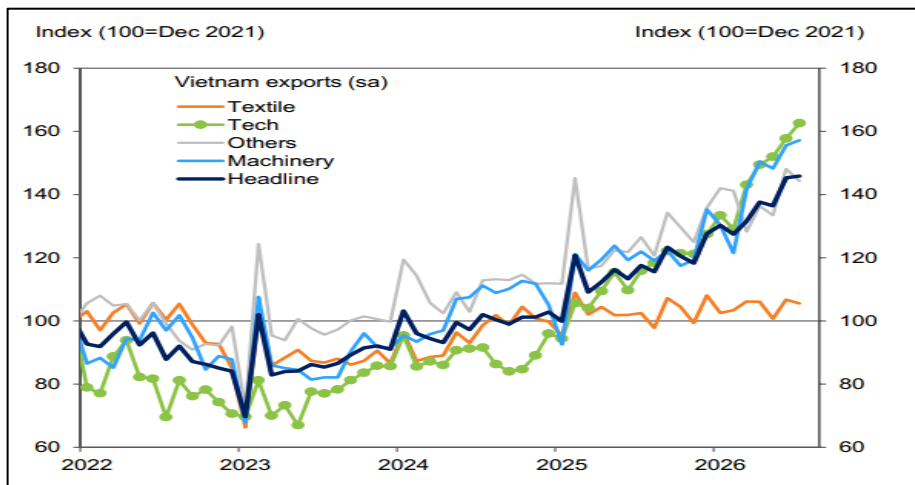
中國AI性能急起直追，美中AI模型價格戰愈發頻繁



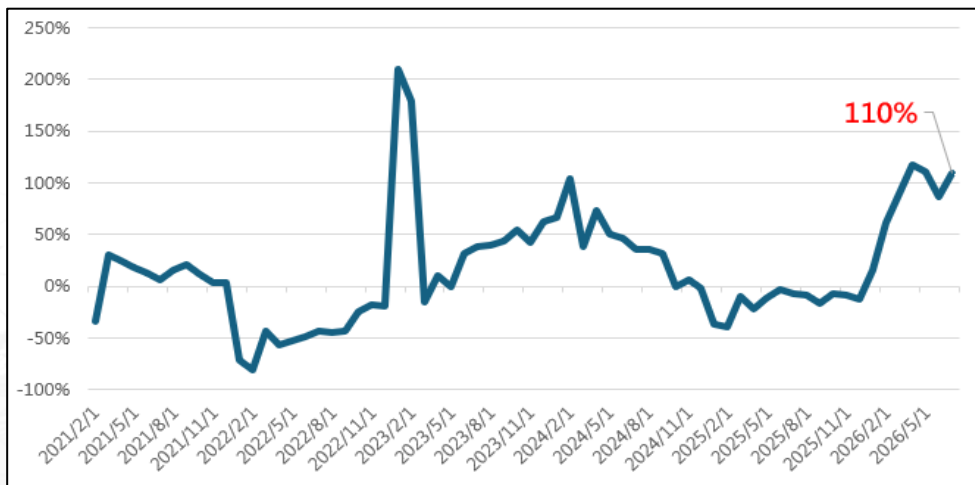
- 2026年中國總體經濟呈現「內冷外熱」的結構性分化，雖然以AI與高新技術產業為首的出口表現強勁，但受限於內需消費萎縮與房地產市場深度衰退，整體經濟放緩壓力顯著。官方政策重點轉向推動包含算力網與新型電網在內的「六張網」建設，預計於「十五五」期間投入數十兆人民幣，引導中國AI CAPEX邁向萬億規模。
- 在AI主線上，中國AI成功在全球推論需求爆發之際，憑藉高性價比獲得市場青睞，並逐步轉向權重開源與調漲定價的商業模式，進一步強化算力建置能力，預估將支撐本地AI CAPEX成長。
- 綜合而言，中國雖內需疲軟，但半導體、生技、航空航天等高新技術產業的蓬勃發展正持續擴大其市場影響力，仍樂觀展望中國股市全年表現，維持A股正向評等、中概股相對正向評等，CSI 300指數全年目標價為5400點。

越南-若能源能維持回落趨勢，維持利率本身即是利多

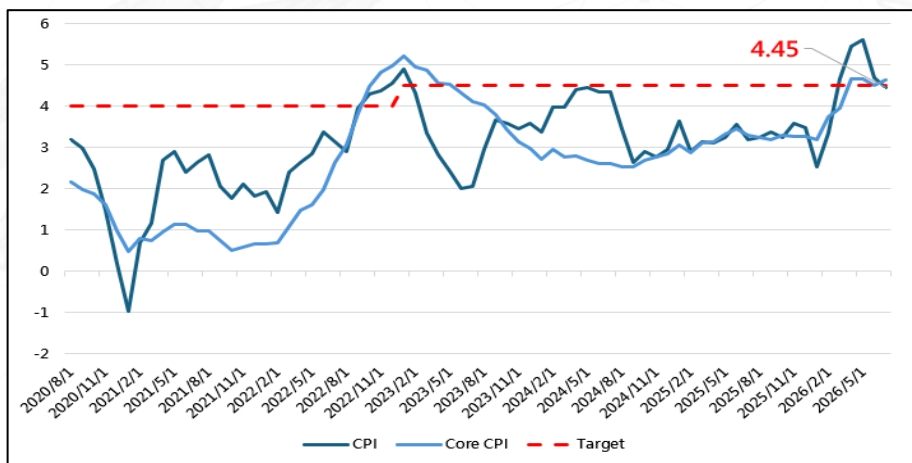
科技與機械出口持續增加，抵銷紡織品及其他下滑



7 月合計 FDI 增速達 110%，持續強勁增長



7 月 CPI 4.45%，終回到央行 4.5% 目標內



資料來源：Bloomberg，GS，永豐投顧整理

- 七月越南經濟活動持續擴張，工業生產指數年增率加速至 14.5%，製造業年增 15% 為主要動能，其中電腦與電子產品年增 21.9%，外貿方面七月出口年增 25.0%，進口受電子零組件與能源推升而年增 41.4%，貿易赤字擴大至 36 億美元，能源受戰爭擔憂仍未完全消退影響，電子零組件的增幅是由於轉出口旺盛故並非負面訊號，七月名目零售銷售年增 14.5% 內需同樣回溫。
- Q2 VNI 獲利年增 46% 主要由銀行 (+24%)、券商 (+31%)、能源 (+123%) 與零售 (+102%) 帶動，房地產受高利率抑制，考量其權重指標地位，欲突破前高甚仍需仰賴其結構性回溫，通膨放緩解放央行升息壓力本身即是最大利多，物價方面受食品與運輸成本下降影響，七月名目 CPI 年增率自六月 4.7% 降至 4.45% 低於央行 4.5% 目標，經濟受轉單出口效應持續繳出漂亮成績單，內需同步回溫不至成為經濟成長負向因子，故維持越南相對正向的評等，VNI 年底目標價 2000 點。

債市-美伊和談難解升息擔憂，美歐殖利率居高不下

市場回顧與展望

各國公債		2025封關	2026/7/14	2026/8/14	期間漲跌 (7/14~8/14)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.47	3.85	3.64	1.76	-1.42	8.31
	葡債10年券	3.15	3.58	3.36	1.88	-1.74	8.38
	義債10年券	3.51	3.98	3.71	2.07	-1.58	7.84
	西債10年券	3.29	3.63	3.46	1.45	-1.43	8.58
	法債10年券	3.56	3.98	3.74	1.99	-1.49	8.34
	德債10年券	2.85	3.19	2.98	1.67	-1.07	8.20
	英債10年券	4.50	5.13	4.84	2.15	-2.52	7.40
G3	日債10年券	2.07	2.80	2.65	1.28	-4.98	8.57
	美債10年券	4.13	4.67	4.45	1.73	-2.56	7.92
亞太	台債10年券	1.39	1.64	1.71	-0.64	-2.91	9.08
	韓債10年券	3.39	4.22	4.17	0.37	-6.32	8.06
	澳債10年券	4.75	5.06	4.81	1.95	-0.45	7.76

資料截止至 2026/08/14

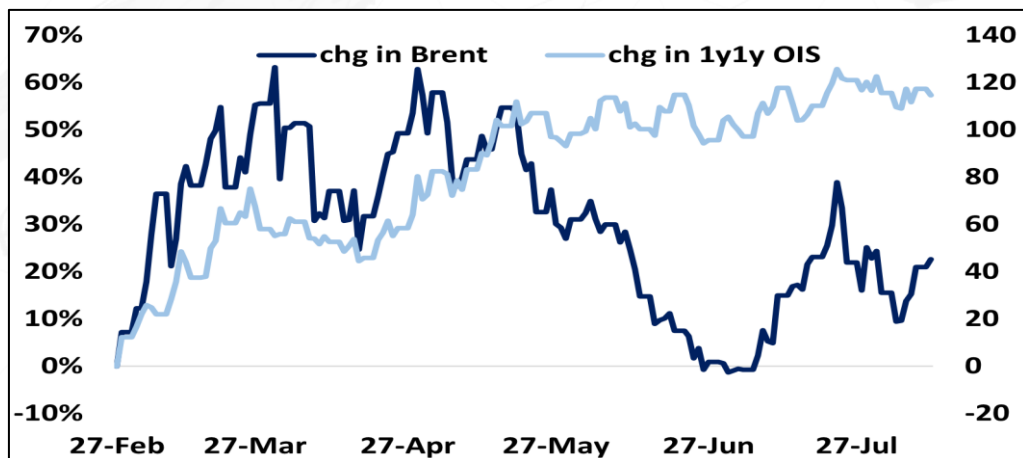
資料來源：LSEG、Bloomberg、永豐投顧整理

美國公債-升息預期降溫，未減輕長債利率上行壓力

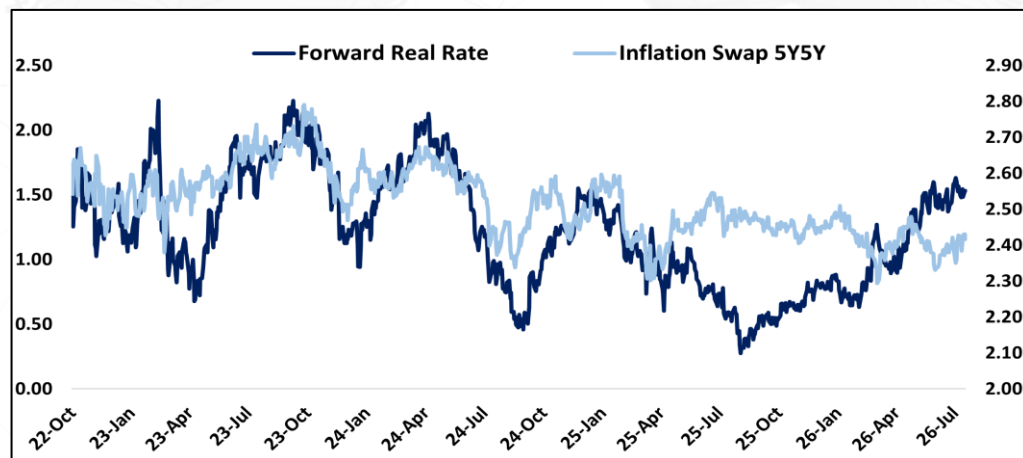
市場回顧與展望

- 貨幣政策限制性未有共識：目前市場面臨的最大挑戰，在於當前貨幣政策的緊縮程度是否足以完全壓制通膨。回顧 1999 至 2000 年的歷史經驗，聯準會 (Fed) 曾於週期中進行 100bp 的調整性升息；在類似的歷史框架下，**中期風險明顯傾向於市場將定價更多 Fed 的緊縮政策**。
- 長期殖利率與通膨預期的上行壓力：針對聯準會資產負債表與通膨目標的持續性討論，實質上墊高了中長期的通膨預期。長期殖利率面臨顯著的上行風險，主要驅動力來自於期限溢價的擴張與通膨餘波的支撐。
- 短期數據發展與市場定價
- 勞動市場降溫提供短期緩衝：**7 月就業報告顯示勞動市場動能放緩**，同時平均時薪增速持續趨緩並逼近疫情前水準。這些數據並未顯示出助長通膨的跡象，**有效緩解了市場對經濟過熱的擔憂**。
- 短期升息壓力消退：受到總體數據偏弱，以及美國財政部針對債券拍賣規模的指引微調（將「增加」改為「變動」）等綜合因素影響，聯準會在極短期的升息壓力已大幅降低。貨幣市場目前預期，完整的 25bp 升息定價已推遲至 12 月會議。
- 前端利率維持區間震盪：**短期內缺乏迫切的升息催化劑，有助於殖利率維持區間震盪格局**。作為 Fed 終端政策預期代表的 1y1y OIS，過去三個月穩定於 3.90% 至 4.20% 的區間內交易。

能源價格下跌並未帶動利率預期下滑



儘管市場關注通膨，遠期通膨定價影響甚少

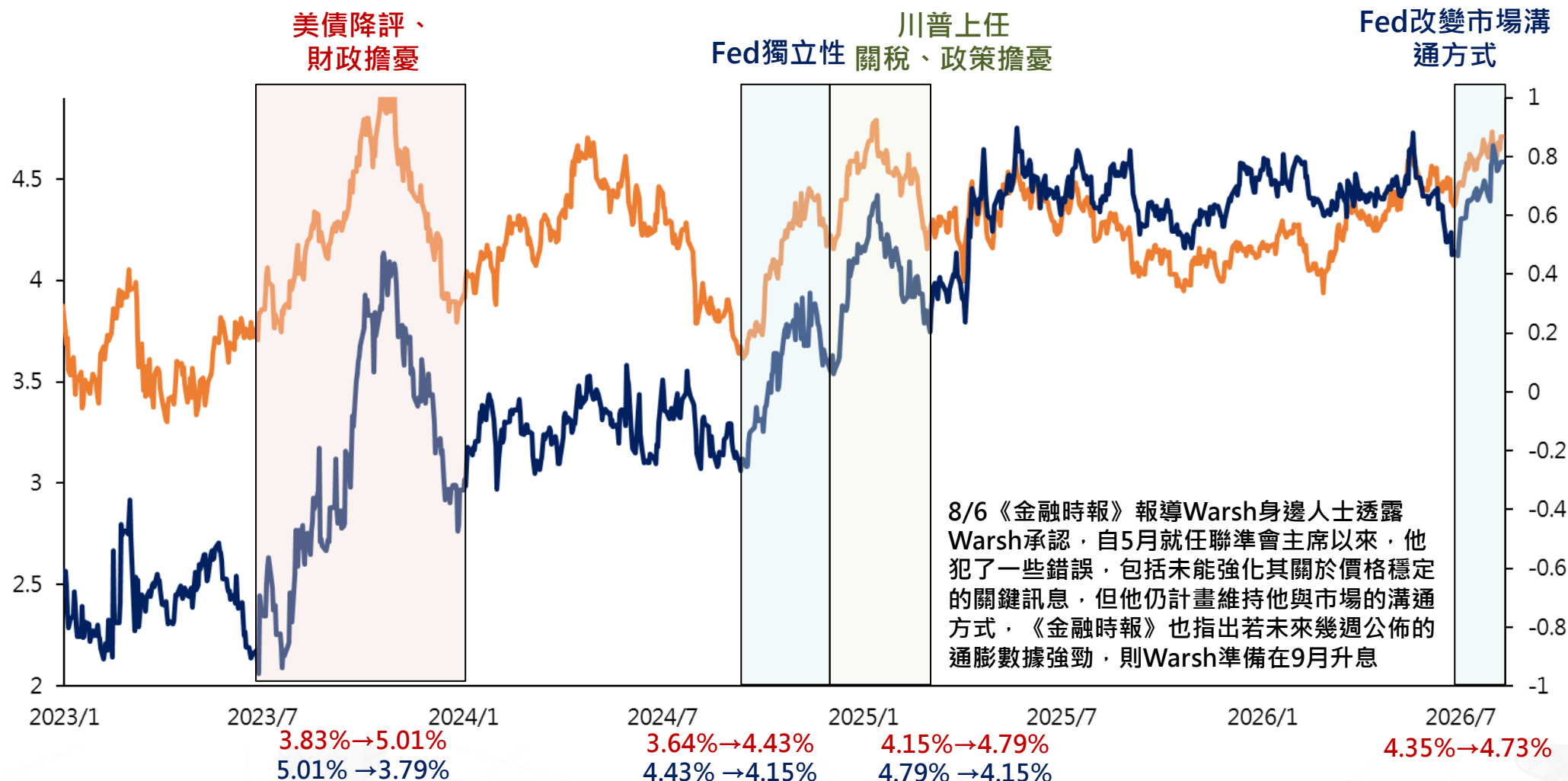


資料來源：Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

美國公債-等待Warsh傳遞更清晰的政策反映函數

市場回顧與展望

— 10 year treasury yield — 美債10年期ACM期限溢價(RHS)



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧總經研究部整理

原物料-原油重挫黃金受阻，原物料市場表現萎靡

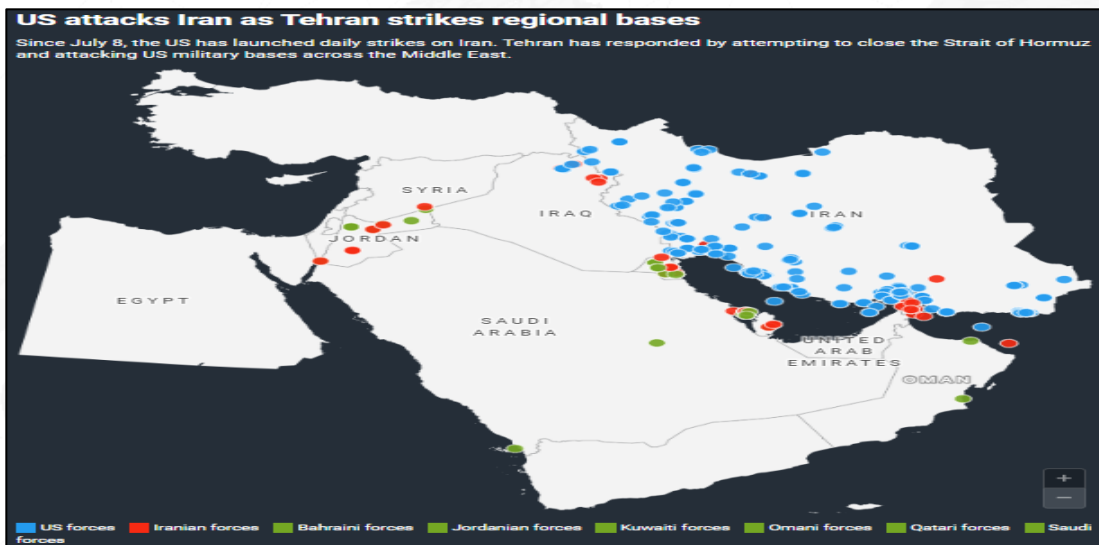
		2025封關	2026/7/14	2026/8/14	期間漲跌(7/14~8/14)	YTD(%)
農產品	棉花	64.30	82.33	77.07	-6.4	19.9
	咖啡	350.70	270.15	328.45	21.6	-6.3
	糖	14.86	15.01	14.83	-1.2	-0.2
	小麥	510.25	667.25	682.75	2.3	33.8
	黃豆	1044.00	1209.50	1204.50	-0.4	15.4
	玉米	440.50	475.25	444.75	-6.4	1.0
能源	原油	57.95	107.77	82.49	-23.5	42.3
	天然氣	3.98	3.11	2.91	-6.5	-26.8
貴金屬	黃金	4349.40	4506.30	4012.70	-11.0	-7.7
	白銀	75.38	74.83	56.04	-25.1	-25.7
	白金	2189.60	1933.80	1605.80	-17.0	-26.7
基本金屬	銅	12673.50	13411.00	13525.50	0.9	6.7
	鉛	16780.00	18806.00	16961.00	-9.8	1.1
	鎳	3130.00	3513.00	3525.50	0.4	12.6
	鋅	2024.50	1963.50	1883.00	-4.1	-7.0
CRB指數		301.82	377.46	375.97	-0.4	24.6

資料截止至 2026/08/14

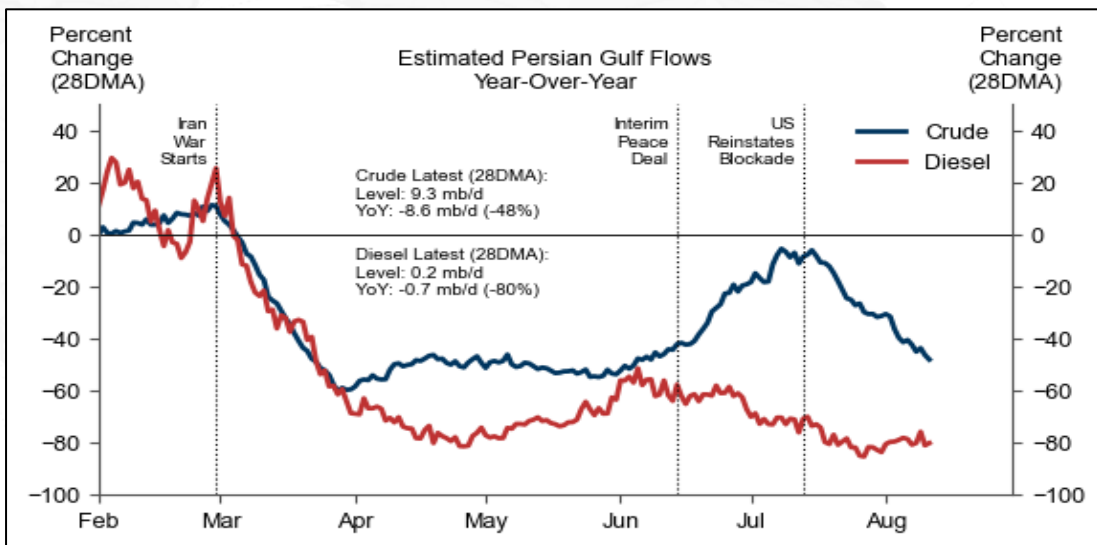
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- **持續衝突成為常態**：在川普於 7/7 選擇連續13天轟炸伊朗，導致局勢再次升級後，達成簡化版伊核協議的可能性幾乎為零，現實選項只剩下「撤軍」或「訴諸武力」，但伊朗已證明在當前背景下能夠承受美軍空襲，且有能力對周邊國家反擊。在軍事陷入僵持的情況下，我們認為伊朗沒有讓步的意願，因此假設衝突將持續下去，既包括低強度交戰，也包括週期性的局勢升級。
- **能源供應受阻**：儘管沙特的延布港與阿聯酋的富查伊拉港有效分散部分受阻的中東原油，目前能透過輸油管道將約900~1000萬桶/日轉運出海。然而，真正的困境在成品油市場，中東、俄羅斯與中國的煉油廠開工率結構性大幅下滑，導致成品油裂解價差飆升至歷史新高水準，這將使26H2通膨進一步放緩的顯著阻力。

缺乏機場與集結地的情況下，美軍無法深入伊朗且打擊波次有限



Kpler數據顯示，海灣原油/柴油流量同比下滑48%、80%



資料來源：Armed Conflict Location and Event Data · Kpler · GS · 永豐投顧整理

黃金:通膨黏性仍高，央行必須維持鷹派，維持中性評等

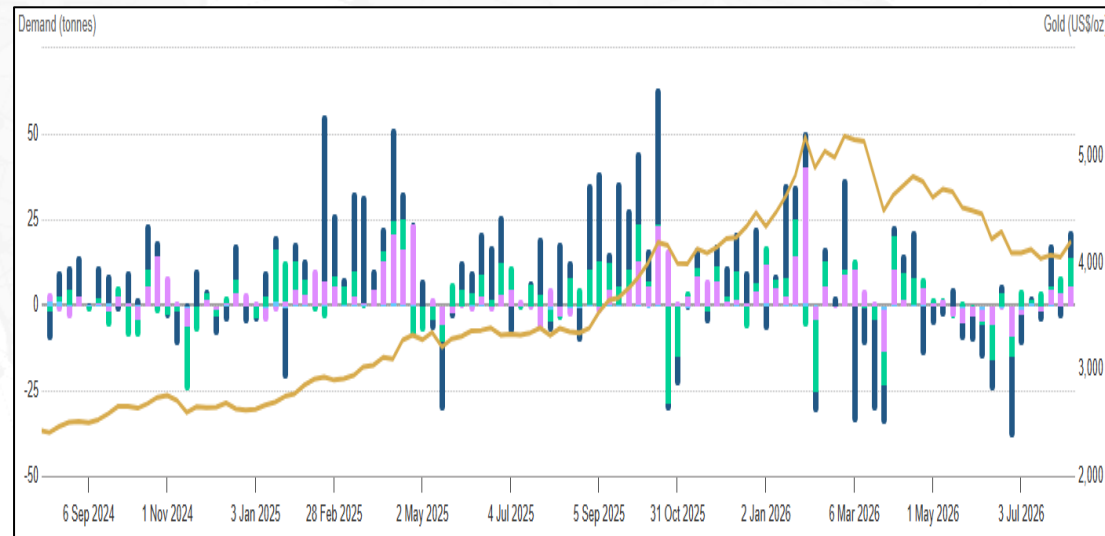
市場回顧與展望

- WGC 指出全球黃金需求在戰爭衝擊下依舊保持韌性，26Q2 全球黃金需求達到 1,269 噸，與去年同期持平，但上半年仍創下歷史新高，主要支撐來自央行購金需求，26Q2 央行淨購金 289 噸，其中 PBOC 創下連續 20 個月最長增購紀錄，並且中國民間金條與金幣需求也達到歷史新高 314 噸；負貢獻來自 ETF 流量退潮，26Q2 累計淨拋售 47.3 噸黃金，為 24Q3 以來首次轉負，不過隨著美伊戰爭態勢趨穩，通膨與升息預期降溫推動 ETF 近期出現回流跡象，7 月下旬以來連續實現 3 週正流入，扭轉 5 月以來的頹勢。
- 儘管近期油價回落，但由於全球煉油廠開工率結構性受限，成品油裂解價差持續攀升將支撐通膨黏性，並且我們預期 Fed 26H2 將保持鷹派以抑制潛在風險 (AI 需求、戰爭再起)，黃金較佳回購時點應在 Jackson Hole 會議後，維持中性評等，全年目標價 5,200 美元。

央行購金強勢回歸，中國人民銀行連續創紀錄增購黃金



ETF 資金首次出現回流跡象，支撐金價反彈



資料來源：WGC，永豐投顧整理

美伊戰爭告一段落，市場情緒好轉，日台股市同步創高

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年經濟增長穩定增速，維持2026年底S&P 500 EPS 309的估計，目標價7800點。
歐洲	相對正向	上調	隨著美伊達成初步和平協議，市場對於二次通膨的隱憂迅速消退，促使資金回流評價具折價優勢的歐洲權值股，大盤已實質擺脫區間壓抑，經濟與信心雙重復甦，給予相對正向評等。
日本	相對正向	持平	財政寬鬆下仍維持財政紀律，推動日股創新高，推薦國防、核能、太空等概念股，Topix 指數 12M 目標價為 4500 點。
新興股市			
台灣	相對正向	上調	台股多頭趨勢並未改變，但指數已進入高檔整理與類股輪動階段，建議聚焦AI需求外溢所帶動的受惠族群，長線布局AI產業趨勢。
中國A股	相對正向	持平	新興產業IPO頻傳，利多頻傳激勵市場信心，給予相對正向評等，樂觀展望AI、機器人、生技、航太等新興產業，預估2026年CSI300上看5400點。
中國H股	相對正向	持平	受強勁出口影響，人民幣近期升值勢頭強勁，預計港股表現將遜於A股。
印度	中性	持平	外部資金持續大幅流出，盧比不見止貶態勢，再加上已飆漲之氮肥價格與接下來淺在聖嬰現象，通膨上行風險激增外估值溢價偏高，維持評等為中性。
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，越股高檔震盪，然因市場淺碟，仍須居高思危。

地緣政治風險釋放，半導體與記憶體板塊屢創新高

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，預計即使出現回檔也相對有限。
能源	中性	持平	能源股在第一季展現的強勢反彈，主因有三點：地緣政治衝突、供給端的調整、籌碼軋空。隨著地緣政治衝突趨緩預計油價將回歸中長期供需。
生技	相對正向	持平	美伊戰爭僵持時間已超出最初的基準情境，通膨升溫使市場高度定價升息風險，融資環境逆風壓抑生技估值，故給予相對正向評等。
原物料			
黃金	相對正向	持平	儘管全球通脹導致升息憂慮愈發濃厚，實質利率下行拐點後移，短線壓抑金價動能，但在去美元化、高通膨及財政赤字多重推動下，仍樂觀展望黃金結構性趨勢，給予相對正向評等。

Warsh上任首次FOMC，點陣圖顯示利率維持更長時間不變

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	在就業市場仍具韌性、通膨偏高的背景下，債殖利率仍維持高檔徘徊，市場為其設定更高的底部。利率市場亦反映短期通膨壓力仍緊，Fed預計今年可能維持按兵不動的政策路徑，未來一年的10年期美債交易區間為4.2%-4.7%。
投等債	正向	持平	有鑑於近期中東戰事趨緩，市場已消化該風險事件，信用利差自高位回落。在低衰退風險、經濟穩健成長，以及需求仍然穩健的情況下，對於投等債市場看法保持不變：利差即便走寬但僅會維持窄幅震盪。
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點陣圖放鷹，升息預期擴大，DXY升至100.57

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	FOMC點陣圖較市場預期鷹派，支持升息官員增加，顯示近期Fed基調可能較為鷹派，預估下週美元區間99.0~101.0。長線來看，考量能源價格回落將逐漸反映通膨數據，4、5月較高的非農就業人數也難維持高檔，市場升息預期將逐漸消退，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	短期因市場對歐美央行政策利率預期修正，壓抑歐元短期走勢，預估下週歐元區間1.1400~1.1650。長線因能源風險降溫歐洲基本面有望改善，待市場對Fed升息擔憂消退後，歐元走勢有望回穩，維持歐元相對正向評等。
日圓	中性	持平	BOJ如預期升息1碼，市場持續測試日本政府干預底線，日圓空單持續上升，預期4/30干預關卡160.72難守，政府於突破161後才會進場干預，預估下週區間158~162，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	南非1QGDP年增率由0.8%升至1.9%，優於預期的1.8%，且南非央行因應中東戰事，近三年來首次升息，明年經濟成長亦有望優於今年，維持相對正向評等。
澳幣	相對正向	持平	經濟成長出現放緩跡象，導致6月RBA按兵不動，隨著升息預期降溫，國際美元因美國數據良好而小幅反彈，澳幣料於0.70上方弱勢波動，維持相對正向，預估下週區間在0.70~0.72。
人民幣	相對正向	持平	5月經濟呈現供強需求、k型分化格局，人行人民幣中間價偏強調整釋放有序升值信號，出口強勁的利多與分紅購匯季的利空拉鋸，預期人民幣震盪偏升，預估下週區間為6.75~6.85。

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。