永豐銀行
Bank SinoPac

2026/10

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.10
投資評等 p.25



翻轉金融 共創美好生活 Together, a better life.

通膨持續過久、太高，FED升息1碼，時隔3年重啟升息

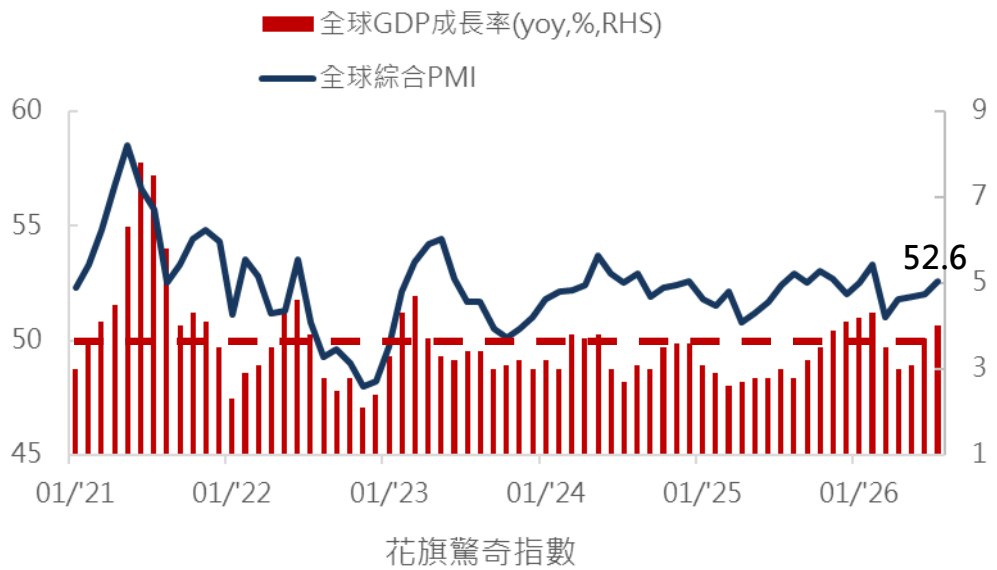
- 會議決策：FOMC以12票贊成0票反對調升政策利率1碼至3.75%~4.00%。
- 經濟展望：儘管部分源於中東衝突的不確定性升高，經濟活動仍以穩固步伐擴張，**生產力成長**與資本投資強勁；新增就業與勞動力規模大致同步，失業率變化有限；**通膨仍然偏高**。
- 鷹派立場：Fed主席Warsh在記者上會補充更多資訊，以回應市場訴求，但持續透過對鷹派的通膨立場鞏固市場的升息預期，**重申通膨高於政策目標過久、也太高，甚至未來要確保金融條件與貨幣政策相符**。
- 政策展望：**我們認為Fed在本次升息循環屬於漸進式升息的原因包括**：(a)通膨與逆通膨力量仍在拉鋸過程，9月核心CPI月增率仍有可能重新回到0.2%；(b)經濟數據中存在許多矛盾，也並未達到強勁程度，就業市場存在結構性疲軟；(c)10月FOMC臨近11月期中選舉，若非必要，歷史上Fed儘可能避免決策造成或帶來政治壓力。綜上所述，研究部預期Fed將在12月會議以及1Q/27各升息1碼，預期本輪升息至4.25%~4.50%；

Variable(Unit: %)	2026	2027	2028	2029	Longer run
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0
Jun. projection	2.2	2.3	2.2		2.0
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
Jun. projection	4.3	4.3	4.2		4.2
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0
Jun. projection	3.6	2.3	2.0		
Core PCE inflation	3.4	2.5	2.2	2.0	
Jun. projection	3.3	2.5	2.1		
Fed Fund Rate	4.125	4.125	3.875	3.625	3.2
Jun. projection	3.750	3.625	3.375		3.1

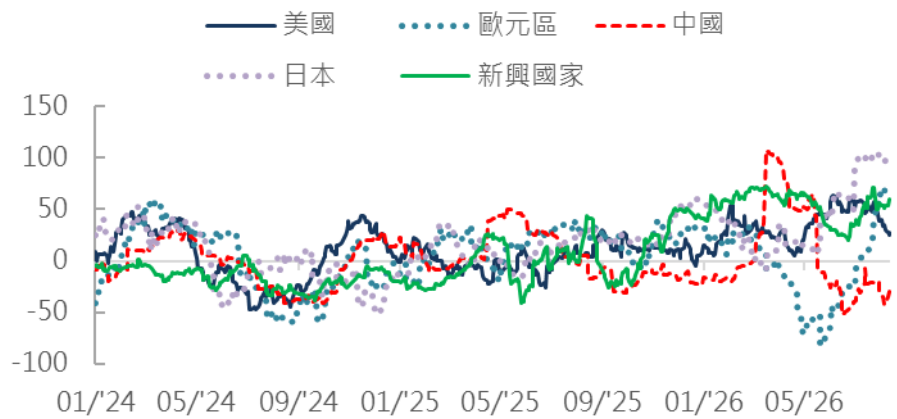
聯邦基金利率預測(碼數,利率上緣)	3Q26	4Q26	2026	2026 end	1Q27	2Q27
Citi	1	0	1	4.00	0	-1
Morgan Stanley	1	1	2	4.25	1	0
Goldman Sachs	1	1	2	4.25	0	0
UBS	1	1	2	4.25	0	0
JP Morgan	1	1	2	4.25	1	-1
Barclays	1	1	2	4.25	0	0
BofA	1	2	3	4.50	0	0
SinoPac	1	1	2	4.25	1	0

資料來源：Federal Reserve，Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

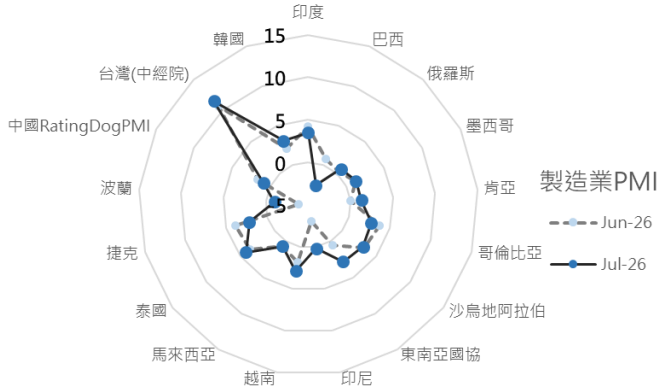
全球景氣保持韌性，AI設備、服務業加速



花旗驚奇指數



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

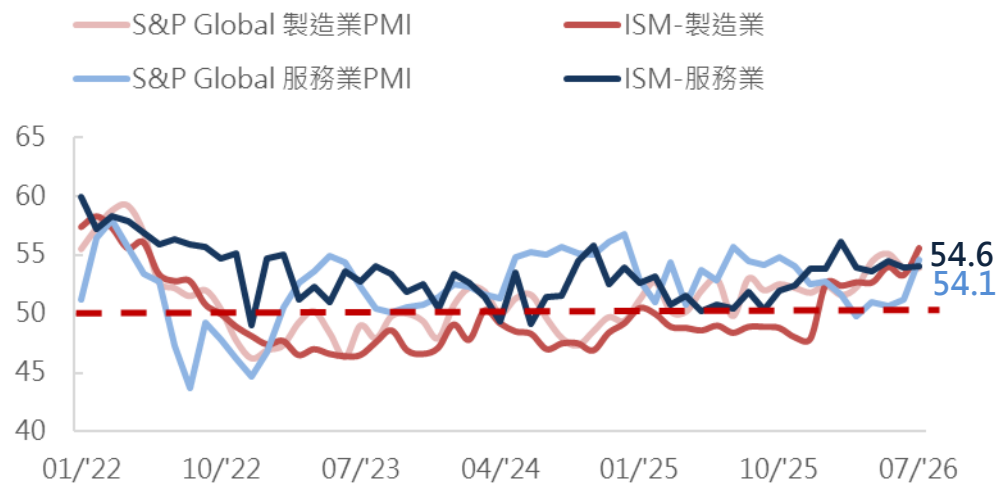


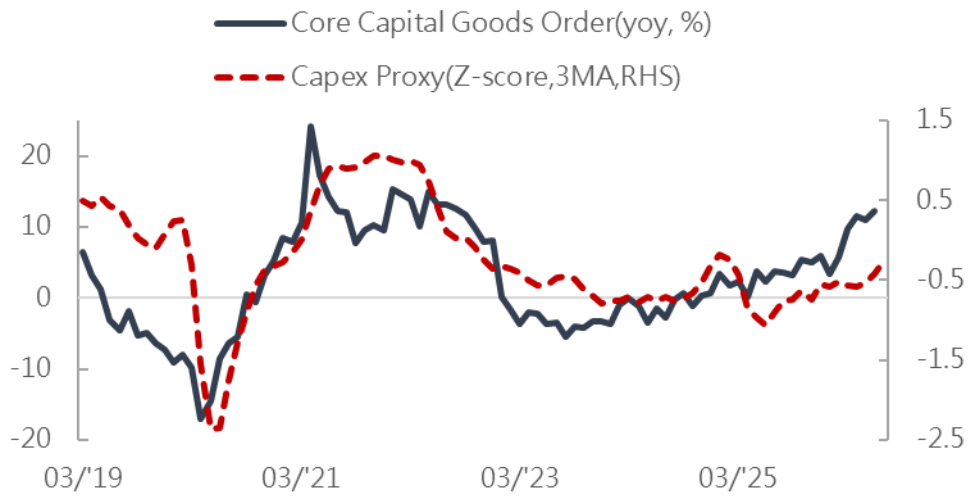
S&P Global PMI	美國	歐元區	德國	法國	英國	日本	澳洲	印度
製造業	53.9	51.9	52.2	49.8	51.9	54.5	52.0	53.5
服務業	54.6	51.7	49.8	49.6	52.1	51.2	53.6	53.3
綜合	54.5	52.0	51.3	49.4	52.2	52.7	53.2	54.3
整體景氣狀況	擴張	擴張	擴張	收縮	擴張	擴張	擴張	擴張
過去六個月變化								

Global PMI output of technology equipment

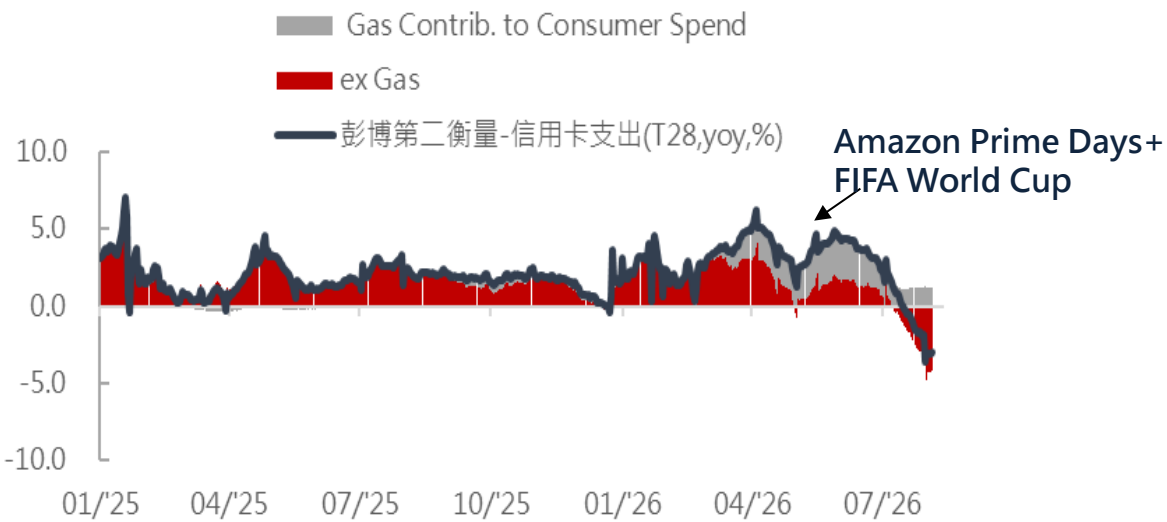


美服務業加速、CAPEX續強，消費隨著賽事結束回落



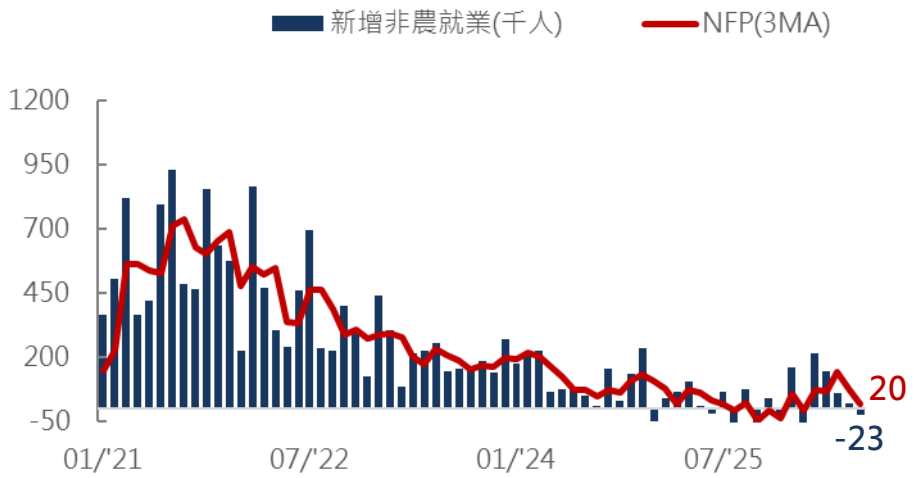


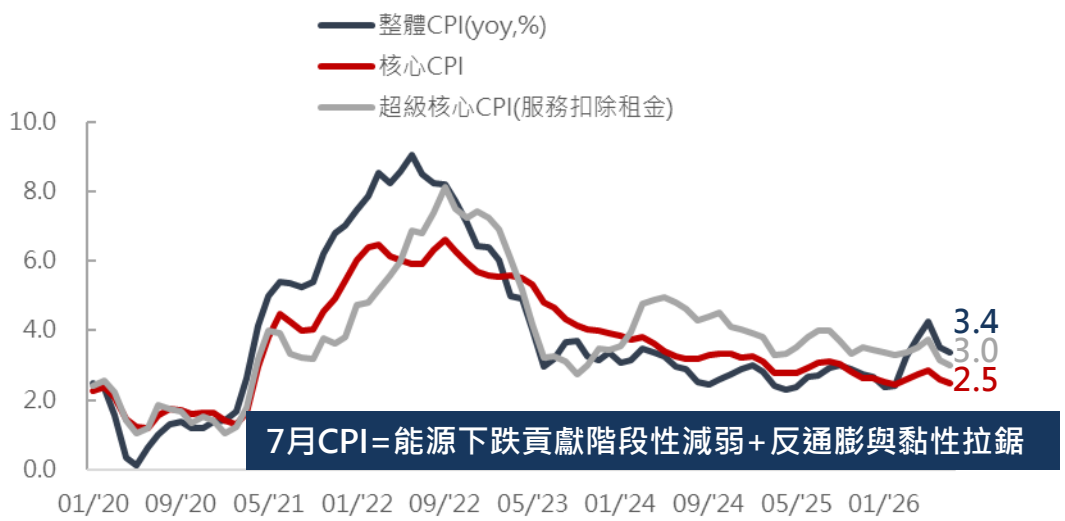
美國GDP成長預估	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	1Q27	2Q27
JP Morgan	2.1	1.5	1.8	1.8	2.0	2.3	2.3
Citi			1.8	1.8	2.0	1.8	1.8
UBS			2.5	2.1	2.1	1.9	2.0
Wells Fargo*			2.6	1.6	2.1	2.2	2.5
BofA			2.5	2.4	2.1	2.2	2.2
Goldman Sachs			2.7	2.2	2.1	2.3	2.3
Barclays			2.5	2.0	2.1	1.5	1.5
Morgan Stanley			2.7	2.5	2.2	2.4	2.6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

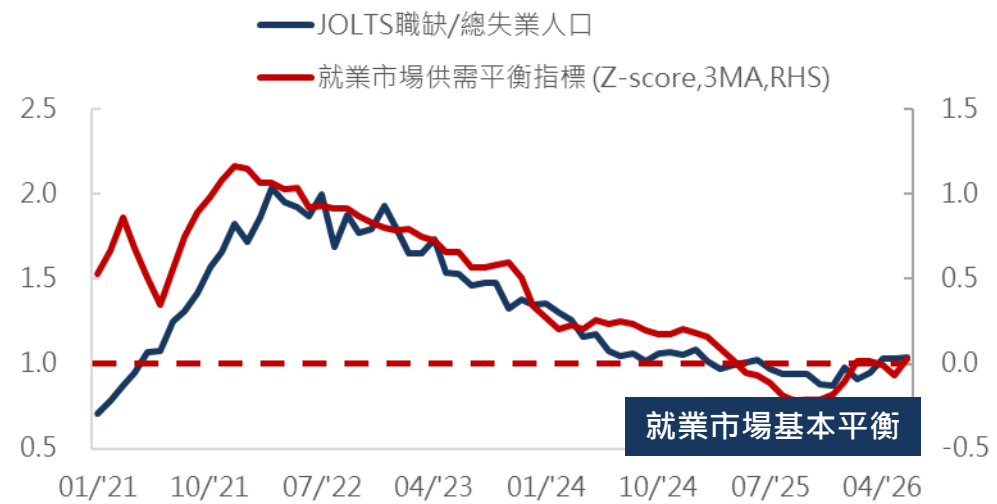


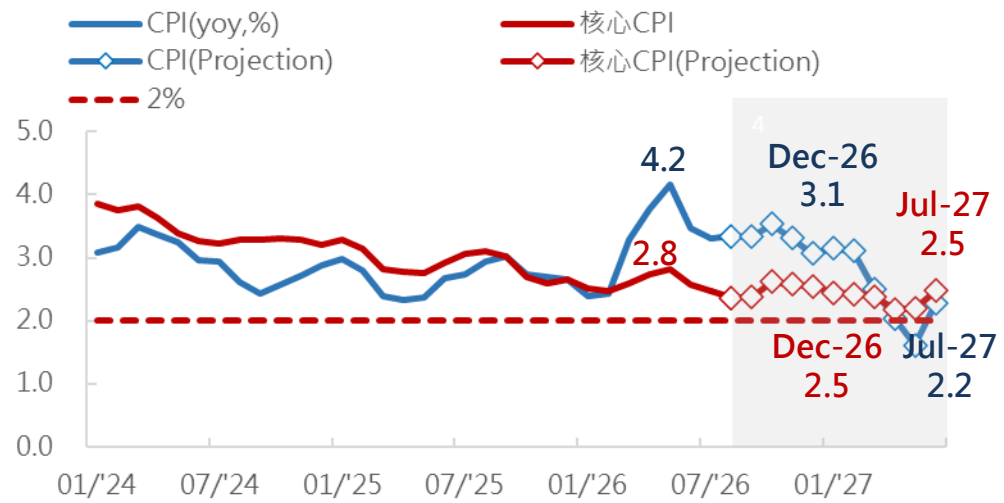
資料來源：FRB System, ISM, S&P Global，Bloomberg，各大投行報告，永豐投顧總經研究部整理

NFP雖負，但就業市場穩固。CPI降溫，風險仍高









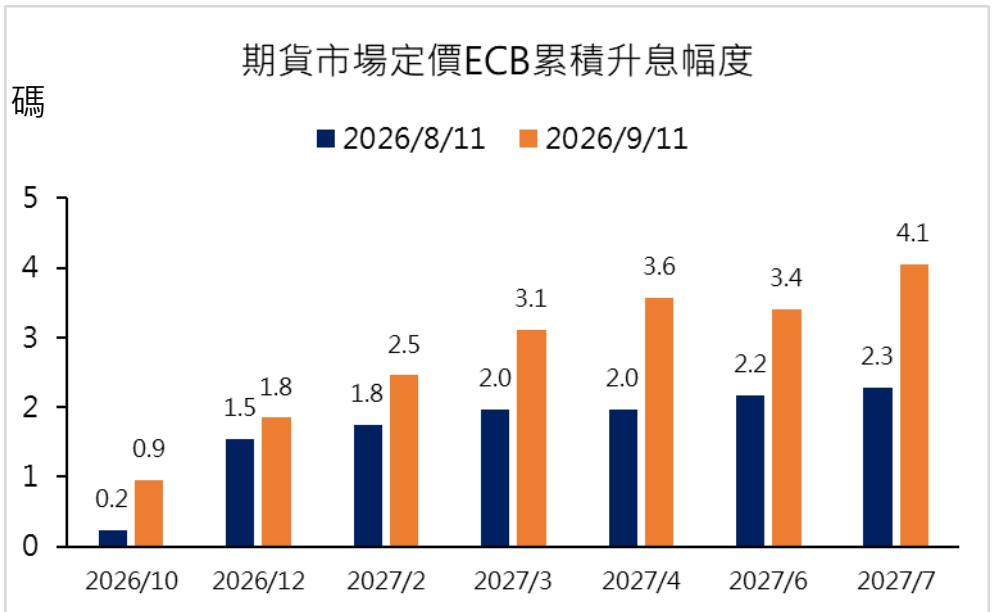
資料來源： BLS, FRB System，Bloomberg。 永豐投顧總經研究部整理

ECB 9月升息1碼，預期12月續升息1碼

•會議決策：ECB如預期升息1碼，將隔夜存款利率(DFR)上調至2.5%，聲明指出工資尚未對能源衝擊做出實質反應，但預計能源價格上漲將逐步傳導至核心通膨和食品價格通膨，將逐次會議決定決策。

•經濟預測：因地緣戰爭推升能源成本，2026年整體與核心通膨預測維持3.0%、2.5%，2027年則由2.3%、2.5%上調至2.5%、2.6%。雖受美伊戰爭影響，但歐元區第二季經濟展現出韌性。預期趨勢很可能延續到第三季。2026、2027年GDP預估由0.8%、1.2%上修至0.9%、1.4%。。

•政策展望：會後ECB總裁Lagarde表示通膨預計將在較長一段時間內遠高於目標水平，淡化中性利率重要性，指出因為經濟情勢變化迅速，下一步行動難以預測，表明國際油價維持高檔可能為進一步升息理由。因布蘭特原油保持85美元以上，通膨將持續超過3%，研究預估ECB將於12月再升息1碼，。



歐元區	GDP成長率(%)			HICP年增率(%)			核心HICP年增率(%)		
ECB預測	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
2026 Mar	0.9	1.3	1.4	2.6	2.0	2.1	2.3	2.2	2.1
2026 Jun	0.8	1.2	1.5	3.0	2.3	2.0	2.5	2.5	2.2
2026 Sep	0.9	1.4	1.5	3.0	2.5	2.1	2.5	2.6	2.3

資料來源：ECB、Bloomberg，永豐金控整理；

BOJ 9月升息1碼，預估12月再升息1碼

➢植田和男

•潛在通膨率已接近2%，日本央行必須確保通膨率穩定在該水準附近。

•日本央行迄今已五次調高政策利率，需要仔細檢視對經濟的累積影響。

•不會僅憑外匯波動就做出更強烈的反應

➢高田創:

•環境已發生變化，一次升息1碼並非一成不變，並且認為連續升息也是一種可能

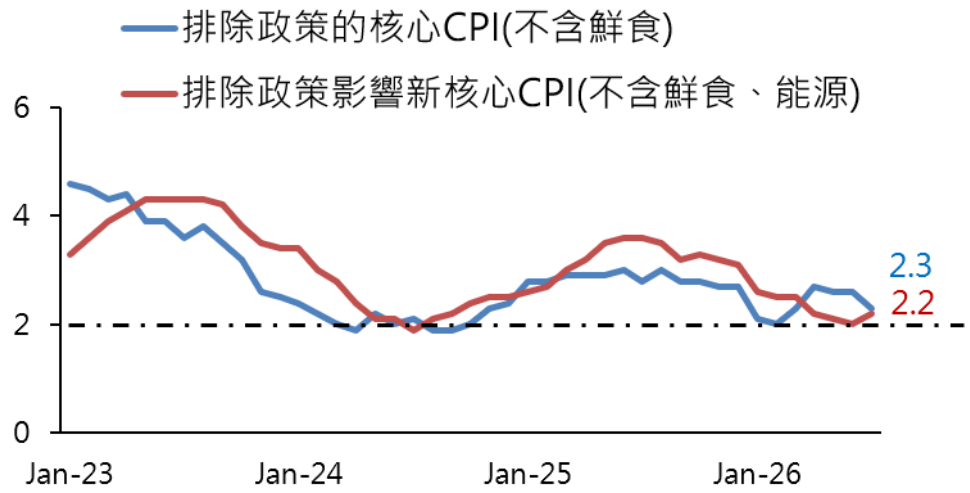
➢中村浩二:

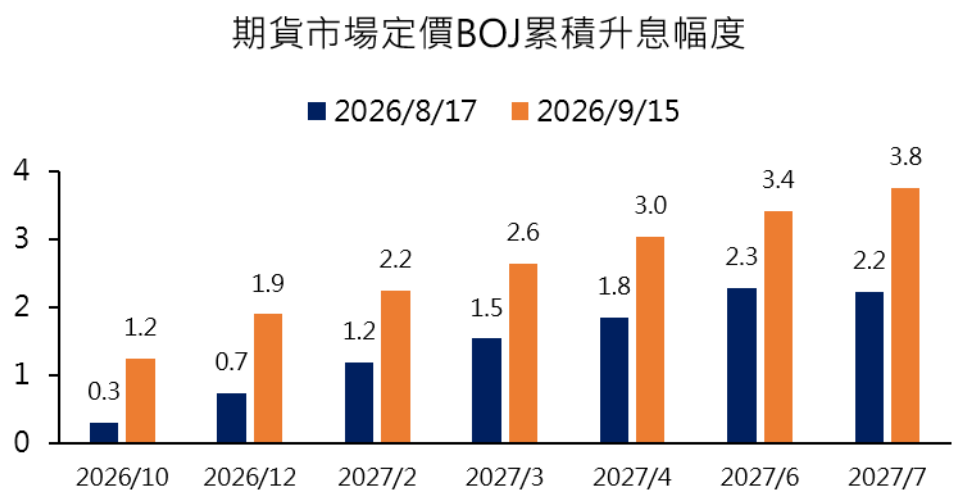
•頻繁的衝擊不應被視為暫時性的，因為它們會推高潛在通膨和通膨預期

•進口價格和匯率衝擊都會導致消費價格急劇上漲，必須考慮到這種非線性因素。

➢增一行:

•基礎通脹即將達到2%，但沒有看到它大幅超過該水平，需評估金融環境是否寬鬆

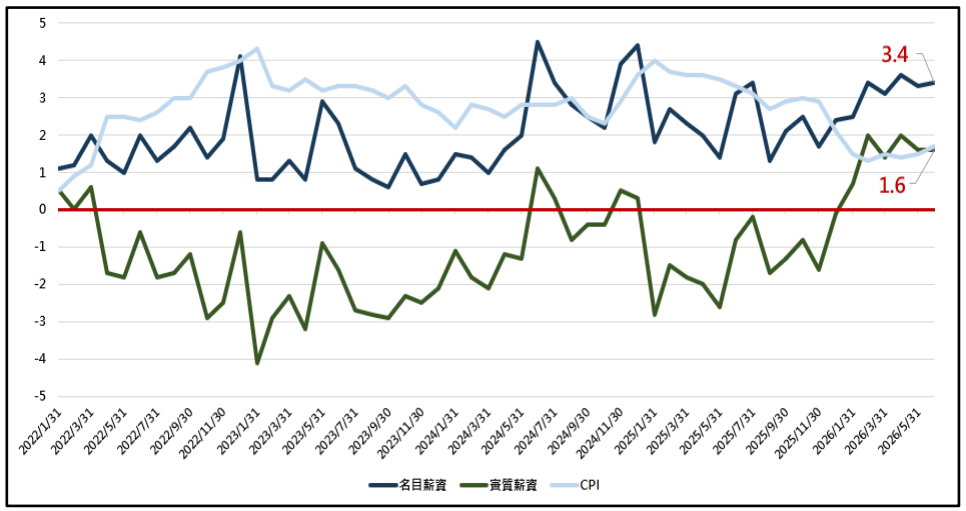




日圓貶值加劇通膨波動風險，BOJ 提前至10月升息

- 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

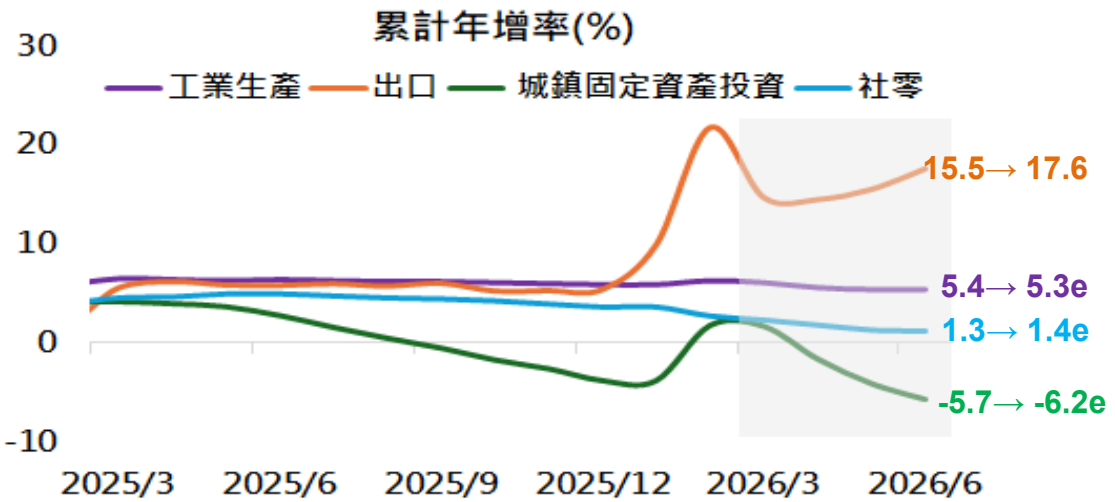
實質薪資持平，名目薪資與通膨等值上升

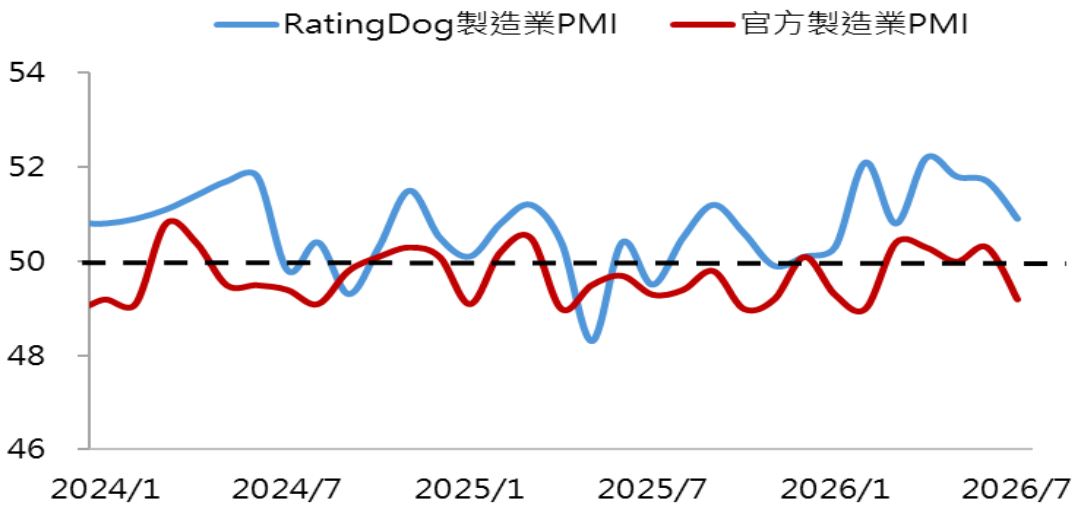




資料來源： Bloomberg，永豐投顧整理

7月中國經濟K型分化料加深，預計H2人行降息10BPS





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-升息擔憂利空出盡，AI領軍強勢反彈

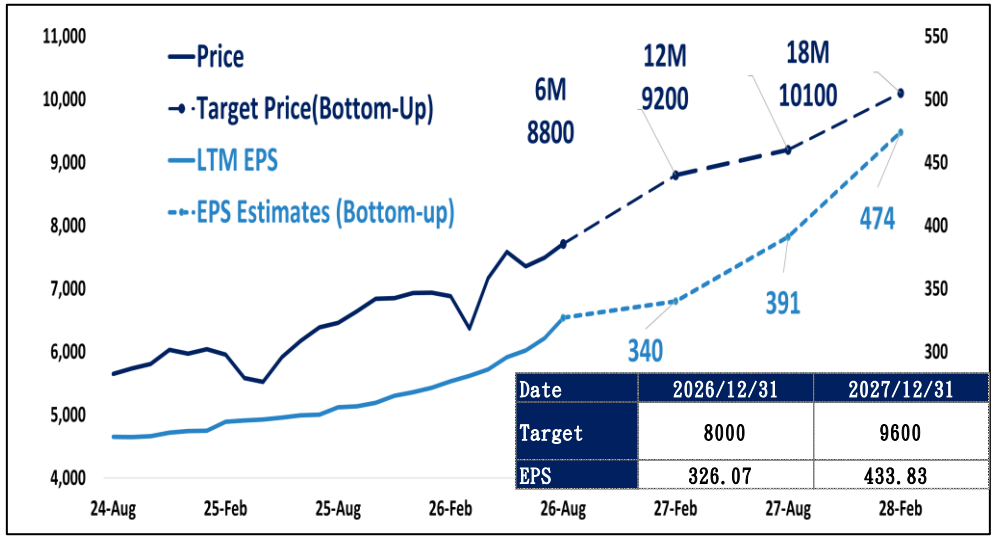
		2025封關	2026/8/18	2026/9/18	期間漲跌(8/18~9/18)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	48,367	53,343	51,683	-3.1	6.9
	S&P500	6,896	7,692	7,651	-0.5	10.9
	NASDAQ	23,419	26,290	26,523	0.9	13.3
	德國DAX	24,490	26,128	25,304	-3.2	3.3
	法國CAC	8,168	8,509	8,065	-5.2	-1.3
	英國FTSE	9,941	10,728	10,659	-0.6	7.2
亞洲股市	日本	3409	4,140	4,091	-1.2	20.0
	中國	4,651	4,726	4,507	-4.6	-3.1
	香港	25,855	25,471	24,751	-2.8	-4.3
	南韓	4,214	6,870	6,894	0.4	63.6
	台灣	28,707	45,309	47,181	4.1	64.4
	新加坡	4,655	5,701	5,656	-0.8	21.5
	泰國	1,260	1,622	1,584	-2.3	25.8
	馬來西亞	1,685	1,733	1,666	-3.9	-1.1
	印尼	8,647	6,450	6,441	-0.1	-25.5
	菲律賓	6,053	6,265	5,856	-6.5	-3.3
	越南	1,767	1,732	1,816	4.8	2.8
金磚	巴西	161,125	166,335	185,229	11.4	15.0
	印度	84,675	77,235	74,295	-3.8	-12.3
其他	新興亞洲	774	962	970	0.8	25.3
	新興歐洲	259	272	272	-0.2	4.8
	拉丁美洲	2,712	2,928	3,081	5.2	13.6

資料截止至 2026/09/18

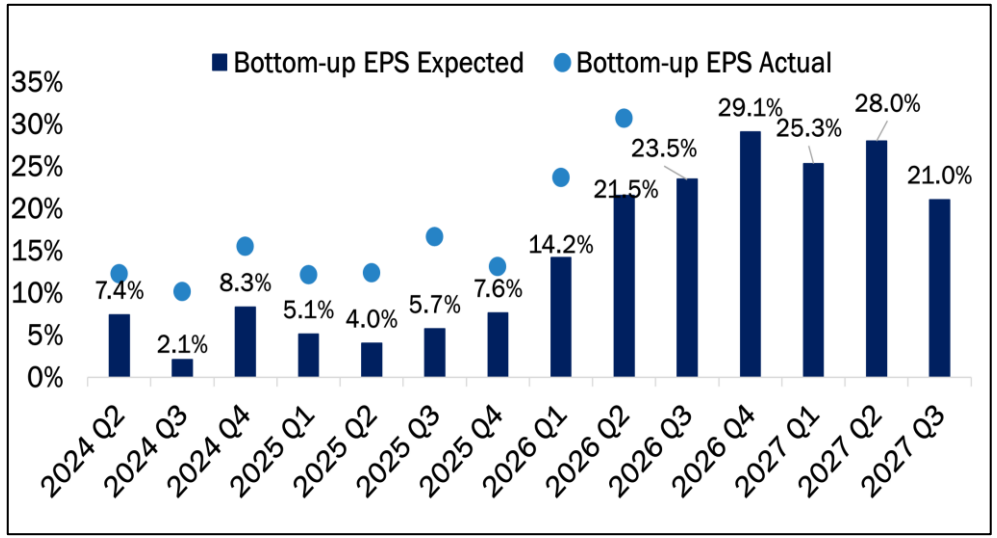
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

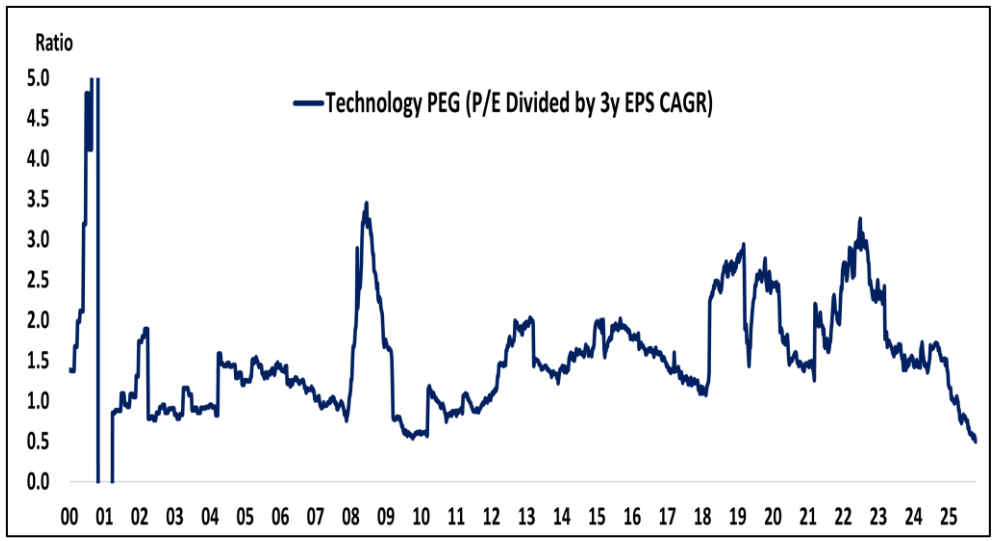
「僅限本行內部人員使用，嚴禁對外轉發」

美股:宏觀環境紛亂，然中長期看好觀點不變



Date	2026/12/31	2027/12/31
Target	8000	9600
EPS	326.07	433.83





- 市場正處於初期停滯性通膨的定價階段，能源價格成為牽動通膨預期與股債表現的最關鍵變數。同時，美國財政部展現出高度干預主義的傾向，影響了長天期利率與美元的長期走勢。
- 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，為長線資金創造出佈局機會，隨著去槓桿情緒逐步平復，布局高競爭力的AI供應鏈，為當前的首選策略。
- 美國財報季持續展現盈餘上修動能，基本面支持標普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8000點不變。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

美股:升息不影響美股盈餘成長前景

一、 總體經濟與央行政策：緊縮定價帶來短期壓制

- 升息預期急升：受核心通膨走高影響，市場定價 FOMC 9 月升息 25 bp 機率近 90%，預期至 2027 年中累計升息逾 3 次。
- 歷史週期指引：過去 7 次緊縮初期標普 500 前 3 個月平均下跌 2%，但後續 12 個月平均上漲 9%；中期走勢核心仍取決於企業盈餘表現。
- 長端殖利率承壓：10 年期美債殖利率突破 5%，能源通膨推升期限溢價，使殖利率曲線呈現前端重定價、長端難以顯著回落的態勢。

二、 能源與地緣政治：供應鏈雙重受阻推升風險

- 中東咽喉點受創：沙烏地 East-West 油管停運疊加胡塞武裝威脅曼德海峽，全球約 4% 供給面臨中斷風險，庫存僅餘數日支撐。
- 通膨擴散與股債同跌：成品油價格上漲擴散至運費與 PPI；多數資產與利率呈負相關，股債正相關使公債失去傳統避險緩衝作用。

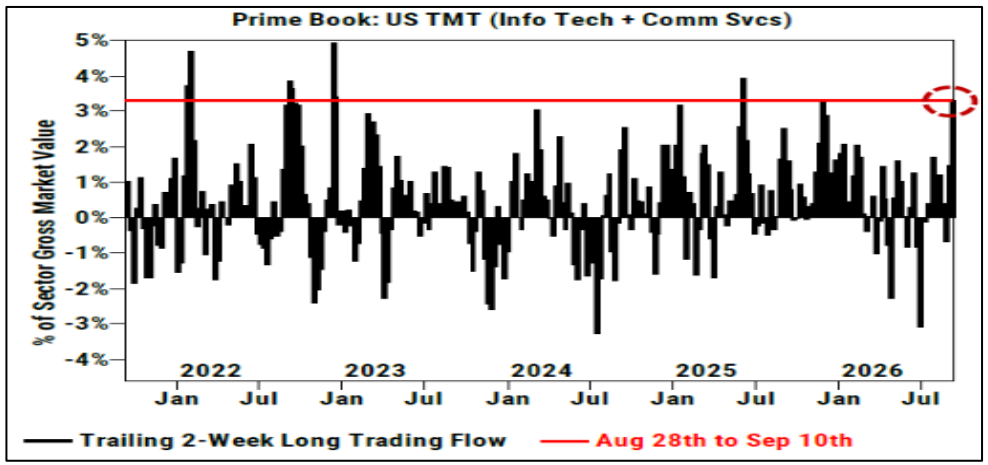
三、 市場結構:

- 硬體板塊De-Grossing：市場近期將「前沿模型因安全與對齊考量而減速（Pacing the Frontier）」錯誤解讀為「資本支出收縮」，引發硬體與基礎設施板塊的去總曝險（de-grossing），SOX 遠期 PE大幅下修。
- 軟體與關鍵硬體抗跌：軟體相對半導體單日走揚 12.5%，亞洲關鍵權值股（台積電）持穩，顯示底層算力需求未變，實為右尾樂觀預期的重新校準。
- 季節性與策略搭配：9 月與 10 月為傳統季節性偏弱的整理階段，技術面上測試並守穩 50 日均線，有助於為年末兩個月鋪墊籌碼乾淨的基礎。

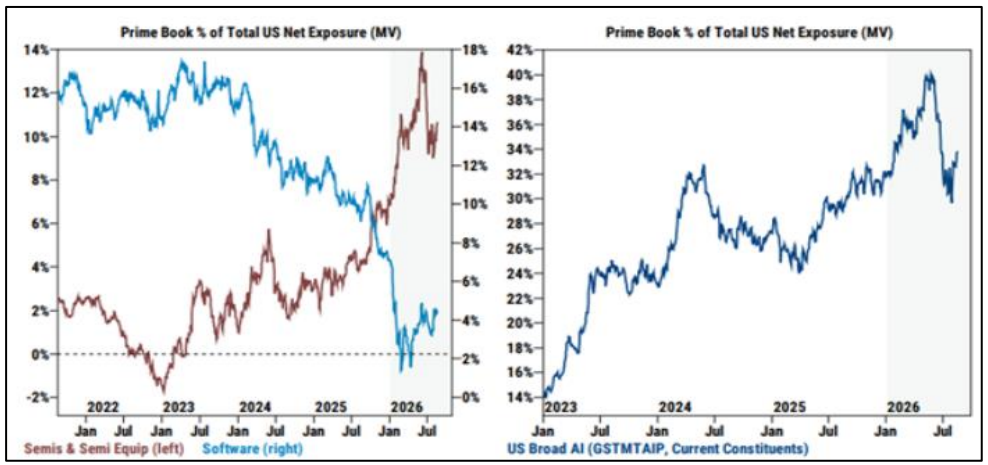
科技:de-grossing….

- 主流資金在事件前的曝險狀況: 在週末「放慢前沿模型步伐（Pace the Frontier）」言論發酵前，機構投資人剛剛全面重新進場追價
  - 對沖基金多頭急遽加倉： GS Prime Brokerage數據顯示，對沖基金在9/11過去 11 個交易日中有 10 日淨買入美國 TMT 板塊，買盤主要集中於半導體與半導體設備。
  - 加倉速度達極端分位數： 過去兩週的多頭買進步調已飆升至近 5 年分布的第 97 百分位數，顯示大型資金在事件爆發前的槓桿與多頭持倉極為擁擠。
- 週末安全審查與放緩模型的言論一出，市場擔憂資本支出排程遞延，引發了資金自硬體逃逸、湧入防禦與軟體板塊的流動性衝擊：
  - 配對交易「Software > Semis」單日收漲 +12.56%，變動幅度高達 2.5 個標準差，屬於罕見的單日歷史級板塊輪動。
  - 3 個月動能上漲 6.07%，相較於 12 個月動能下跌 6.71%，動能因子間的離散程度創下 2020 年美國總統大選以來的最寬紀錄。

正值投資人才剛開始重新投入整體交易之際...



近期機構投資人對半導體曝顯開始回升



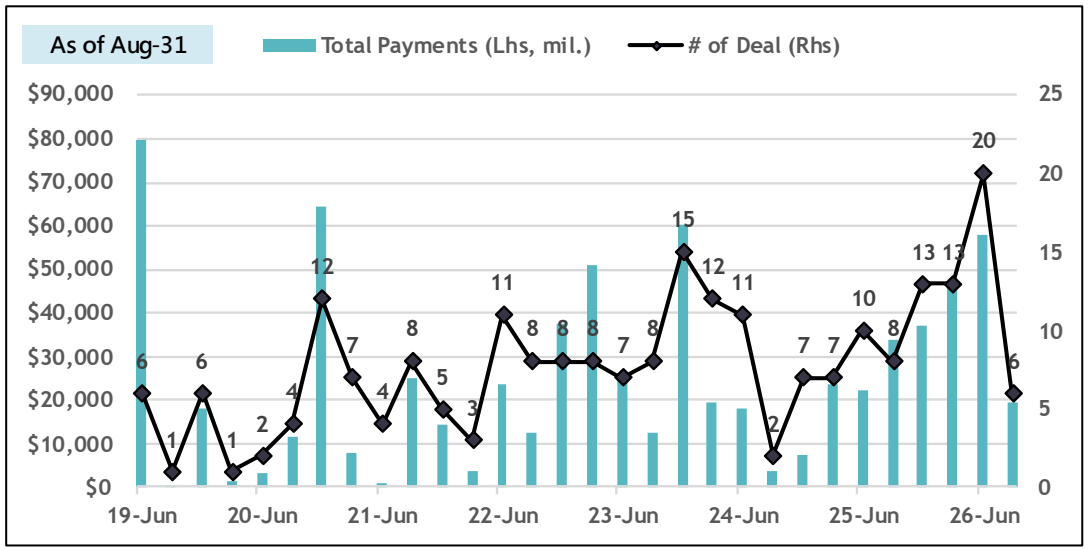
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

生技:26Q4將迎來大量催化劑事件，併購活動也將同步增加

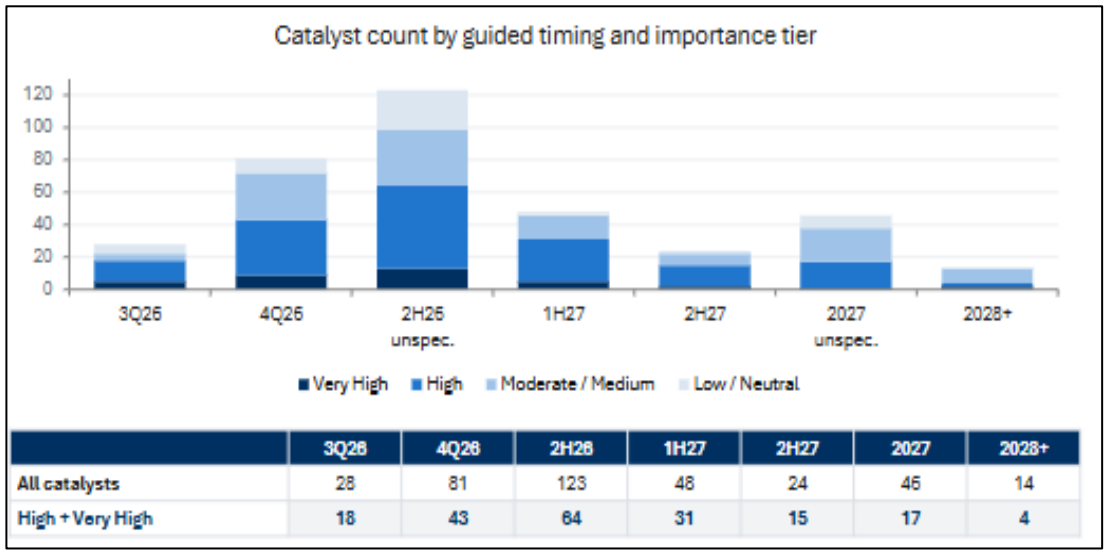
- Q3以來生技產業的併購活動有所減緩，6~9月僅發生5起併購，案件數創下2025年以來最低，但這並非宏觀逆風(通膨+升息)影響，而是藥企在連續6個季度大規模併購後，需要時間重新籌措資金，截止至26Q2，多數藥企雖仍具備發動百億規模併購實力，但多半需要舉債籌資，顯示今年上半年的高強度M&A活動確實已耗盡藥企資金儲備(截止至9月，全年併購額已超過2025年)

- 此外，催化劑的減少也是原因之一，根據MS統計，將近61%的臨床催化劑集中在26H2，而當中約70%都落在26Q4，這在一定程度上影響企業併購決策(藥企併購一般不願意背負臨床風險)，因此預估Q4起M&A活動將重新活躍。

26Q3以來M&A活動出現明顯放緩跡象



根據MS統計，61%的催化劑集中在26H2



	3Q26	4Q26	2H26	1H27	2H27	2027	2028+
All catalysts	28	81	123	48	24	46	14
High + Very High	18	43	64	31	15	17	4

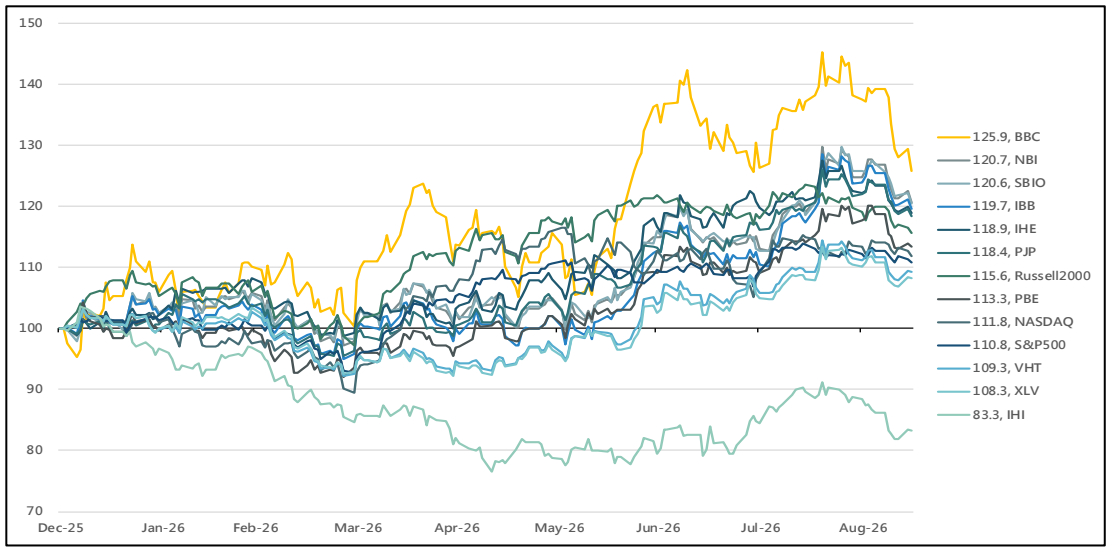
資料來源：LSEG，MS，永豐投顧整理

生技:26Q4將迎來大量催化劑事件，併購活動也將同步增加

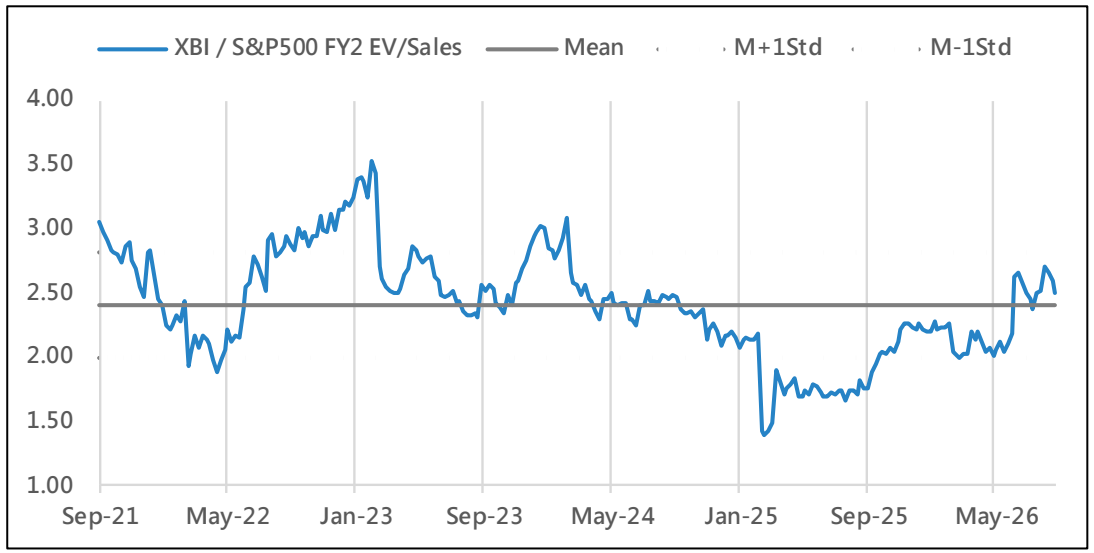
- 由於9月以來美伊摩擦升溫，伊朗與葉門攻擊目標由海峽轉向港口船隻與輸油設施，導致國際油價再次飆升，WTI與Brent雙雙突破100美元關口，通膨風險支撐長端利率急遽攀升，大幅壓抑生技產業估值集體回落。而隨著Fed宣布升息1碼，並預告年內將續升1碼，我們觀察到美債殖利率曲線已出現平坦化跡象，這與我們對升息影響的評估一致，這意味長端利率對於估值的壓力正在放緩。

- 經過半個月的回調，生技股指水準已經拉回至8月上旬水準，RSI也降至50以下，已充分擠出8月中上旬的避險行情水分(為規避AI波動，8月上旬資金大量湧入金融、能源、製藥/生技，導致IBB大幅跑贏XBI)，預計短線上XBI指數在145~155區間築底，維持相對正向評等，NBI指數全年目標價7400點。

8月下旬以來，受長端利率創高影響，BBC下挫逾13%



生技估值以達到中性水準，預計LOE壓力將繼續推動估值揚升



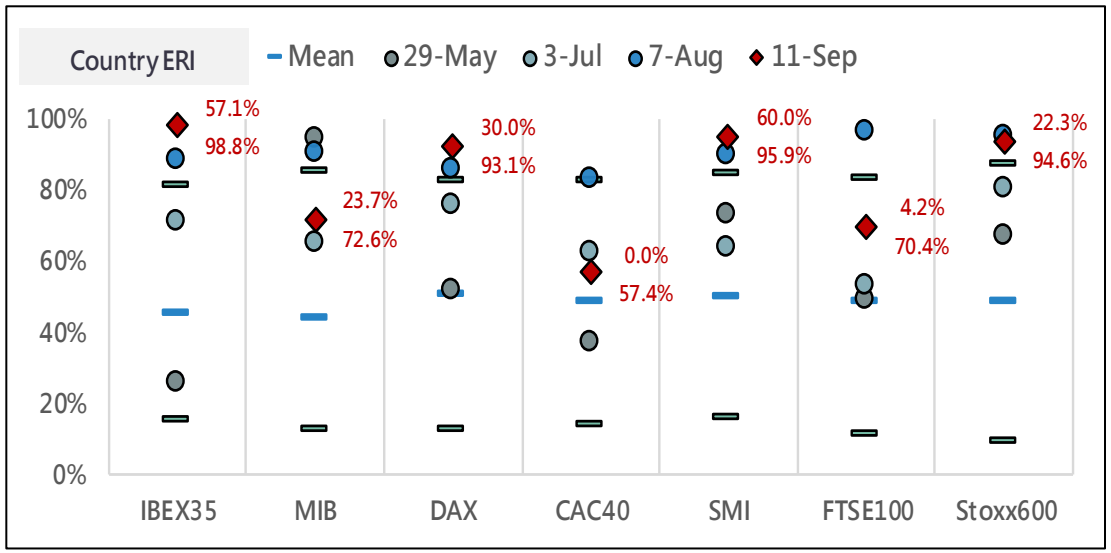
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

歐股:能源與利率擴大分化，預計Q4由德、西與東歐主導

- 儘管歐洲對AI曝險較低，免於受近期全球AI類股持續動盪波及，但因能源價格驟升，停滯性通膨交易仍舊主導市場趨勢，市場成交量明顯萎縮外，資金同步轉進原物料與能源避險。從基本面而言，得益於俄烏戰爭後歐洲推動的能源安全措施，預計本輪能源漲勢不會對歐洲造成全面衝擊，儘管仍會推動地區分化擴大(義法受衝擊較大)，但對於歐洲經濟復甦趨勢或企業獲利前景仍影響可控。

- 歐洲股市的主要增長支點仍來自於原物料牛市、德國財政激勵以及信貸擴張，可做為非AI曝險的主要配置，但須留意能源價格的進一步波動，尤其是原油及成品油市場，維持歐股相對正向評等，STOXX600指數全年目標價680點。

能源問題對義法英影響較大，德國在財政支撐下仍穩定



利率預期趨向升息循環，但我們僅預估12月再升1碼

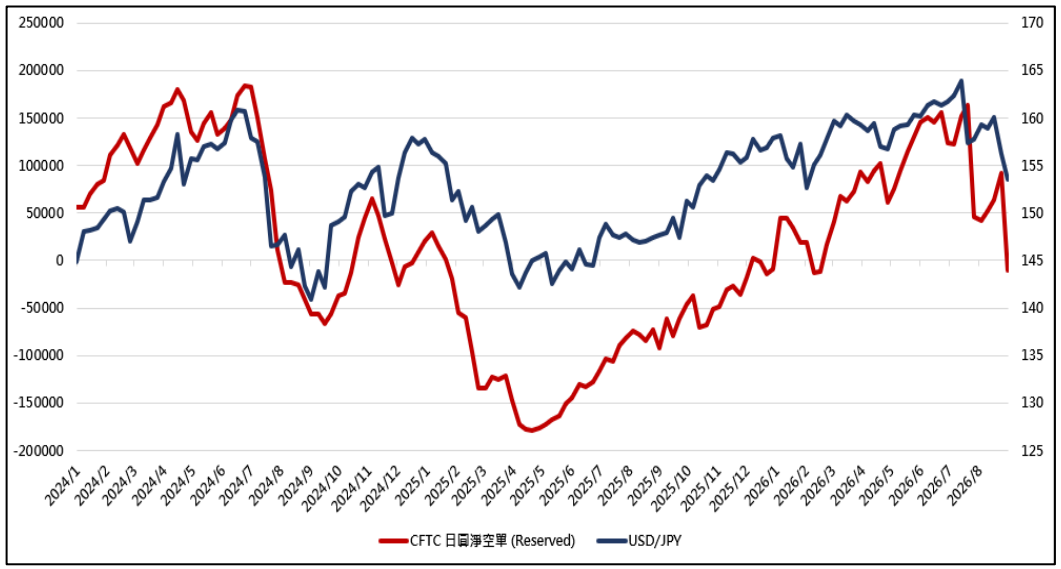
Meeting Date	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4
29-Oct-26	0.0	0.0	36.4	63.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
17-Dec-26	0.0	0.0	5.1	40.2	54.7	0.0	0.0	0.0	0.0
4-Feb-27	0.0	0.0	2.0	18.6	45.8	33.7	0.0	0.0	0.0
18-Mar-27	0.0	0.0	0.8	9.0	30.1	40.6	19.4	0.0	0.0
29-Apr-27	0.0	0.0	0.6	7.2	25.4	38.3	24.2	4.4	0.0
10-Jun-27	0.0	0.0	0.4	4.7	18.4	33.3	29.6	12.0	1.7
22-Jul-27	0.0	0.0	0.5	4.9	18.7	33.3	29.2	11.8	1.6
9-Sep-27	0.0	0.0	0.4	4.6	17.6	32.1	29.5	13.2	2.5
28-Oct-27	0.0	0.0	0.3	3.5	14.3	28.4	30.2	17.3	5.1
16-Dec-27	0.0	0.1	1.2	6.4	18.0	28.9	26.8	14.1	4.0
3-Feb-28	0.0	0.1	1.1	5.8	16.8	27.8	27.0	15.4	5.0
23-Mar-28	0.0	0.2	1.8	7.4	18.4	27.7	25.3	13.9	4.4

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

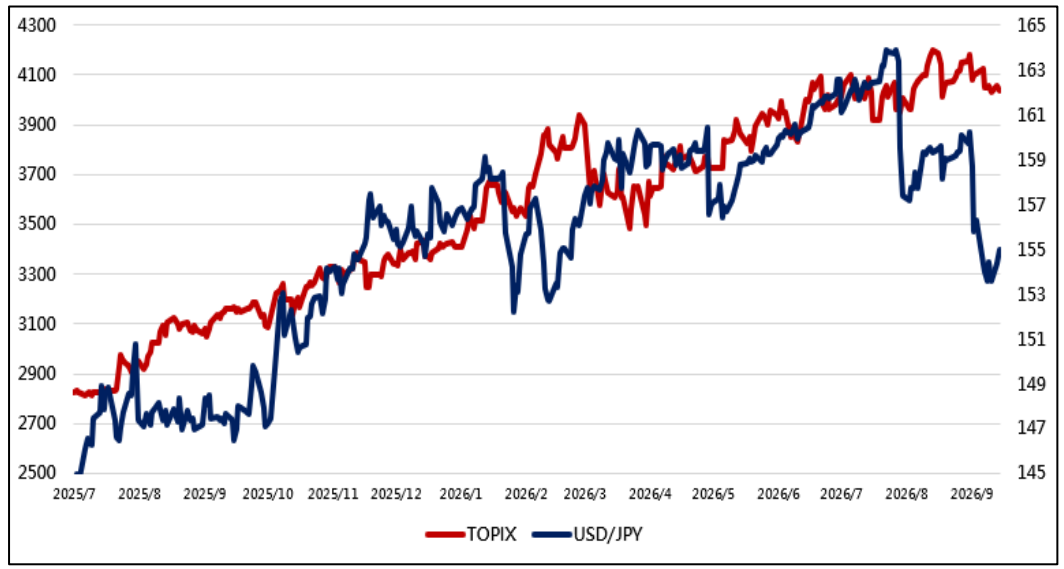
日股:日圓急升並未對股市造成壓力

- 貝森特論述對市場相當於一次干預效果，CFTC 淨空單一週內扭轉超過 10 萬口，目前為淨多單
- 即便匯率走升至 150 心理關卡，推估不致對基本面造成過大衝擊，對於企業財報影響需觀察 10 月短觀調查公布最新企業平均匯率
- TOPIX 受惠於宏觀交易驅動，內部板塊多樣並非全部曝險科技，使指數有一定支撐

貝森特論述對市場相當於一次干預效果



TOPIX 與 USD/JPY 呈正相關，但敏感度不高

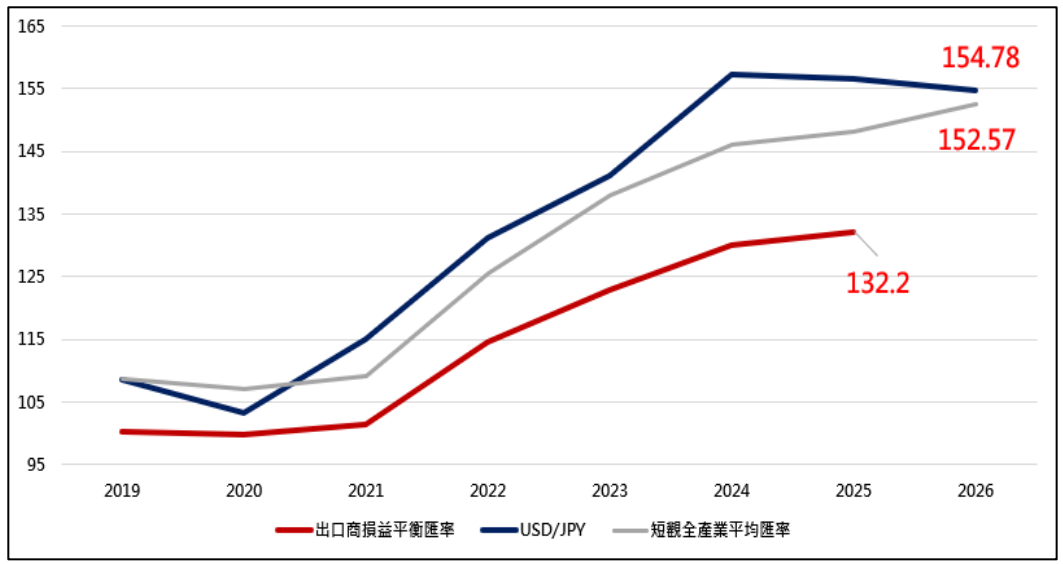


資料來源：Bloomberg ，永豐投顧整理

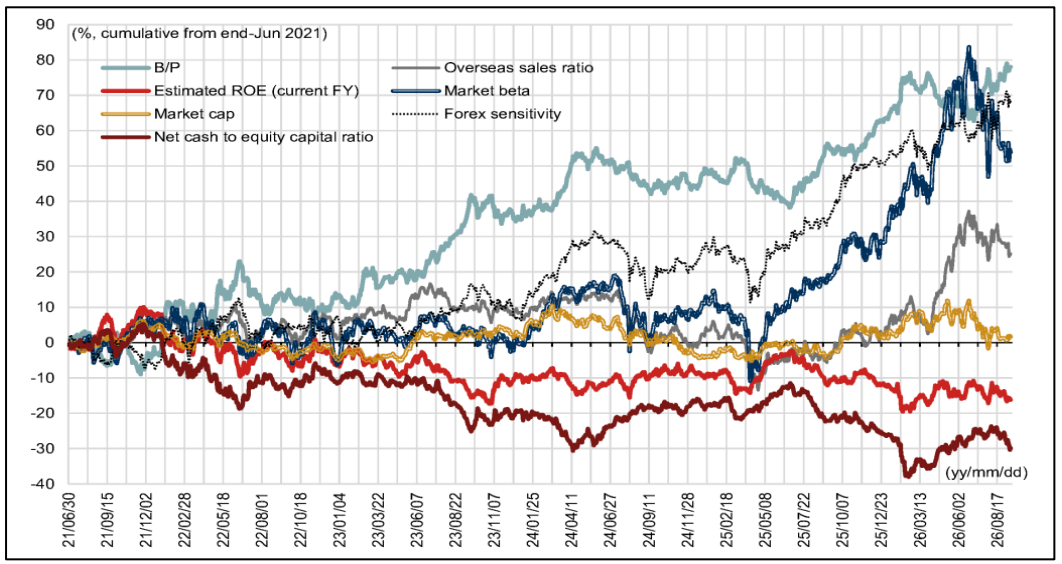
日股:防禦固然有價值，別忘了強勁獲利是由科技帶動

- 日本企業第一季營收繳出雙位數成長，經常利益年增約 50%，全板塊有 70% 以上企業業績超越市場預期，全體 ROE 達 12.1%、營業利益率達 9.0%，雙創歷史新高
- 宏觀交易轉向防守型價值股，雖市場短期因 AI 疑慮引導部位轉向價值防禦，但第一季創紀錄的獲利本質上正是由科技與半導體所支撐
- 配置仍看好持有科技股，防禦類股方面看好因確立加速升息而獲利之金融股，維持日股「相對正向」評等，TOPIX 年底目標價 4300

即便日圓升值至 150，不致對基本面造成過大衝擊



P/B 與 Beta 因子在 6 月後走勢明顯反轉



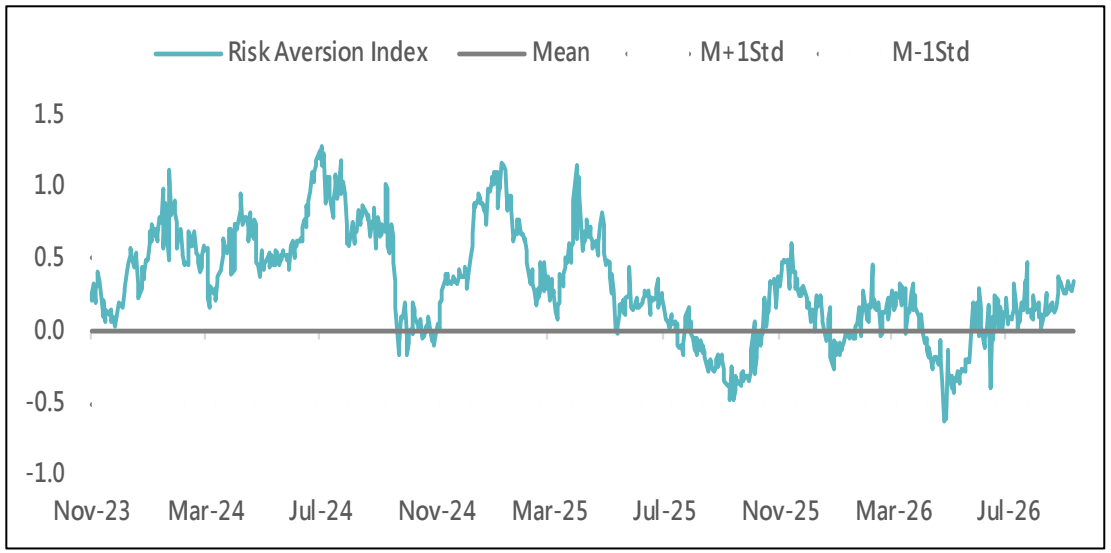
資料來源：Bloomberg ， Nomura，永豐投顧整理

陸股:流動性改善預期推升港股，然基本面仍待驗證

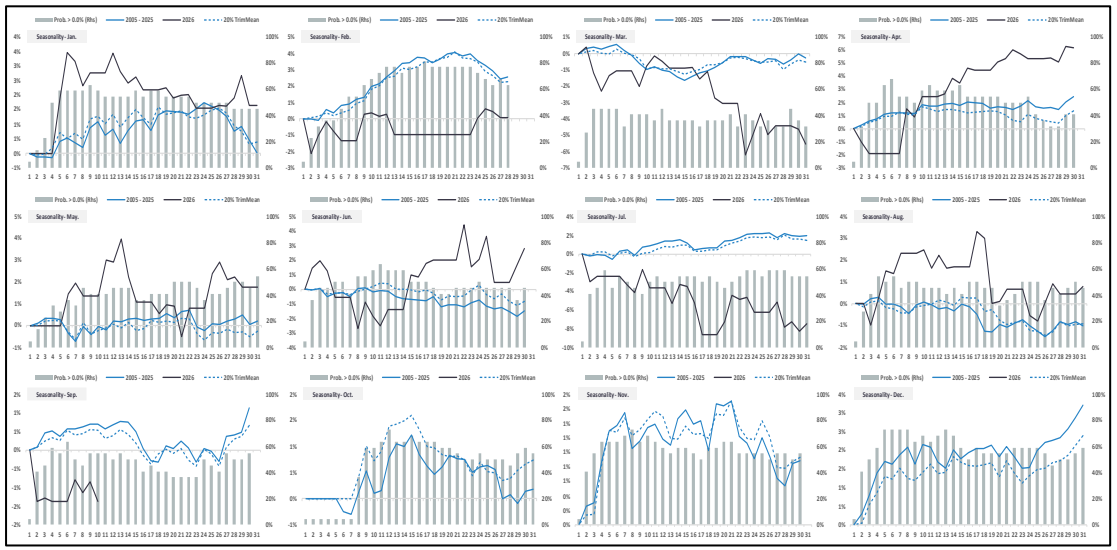
- 繼 7 月不佳數據後，中國 8 月經濟則表現喜憂參半，以內需為主的房地產、消費、信貸與投資延續萎靡現狀，26Q3 實質 GDP 繼續低於4.5%官方目標下緣的風險正在增加，不過這也意味 10 月政治局會議出台寬鬆政策的空間陸續浮現；出口則表現一貫強勁水準，支撐工業生產由同比4.8%加速至5.2%，主要貢獻來自電機、化工和製藥製造業產出增速加快。

- 市場方面，冷淡的經濟數據持續侵蝕市場信心，海外宏觀環境的逆風同樣愈演愈烈，宏觀壓力使股市避險情緒高漲，壓縮潛在反彈空間，預計大盤將維持低位震盪直至9月底，924 川習會與 10 月政治局會議是值得留意的潛在轉折點，其中川習會應在貿易及 AI 議題上能達成部分合作，但預估地緣問題(伊朗、台灣)難有進展。維持 A 股正向評等，CSI300 全年目標價 5000 點。

7月以來AI熄火，港股則因流動性改善預期而反彈



以季節性而言，9、10月政治局會議通常是市場反轉點



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

債市-美債與矽谷搶資本，逆向擠出效應逼高殖利率

各國公債		2025封關	2026/8/18	2026/9/18	期間漲跌(8/18~9/18)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.47	3.93	4.29	-2.86	-6.53	7.98
	葡債10年券	3.15	3.61	3.90	-2.30	-6.02	8.06
	義債10年券	3.51	4.08	4.44	-2.79	-7.23	7.80
	西債10年券	3.29	3.71	4.00	-2.32	-5.82	8.26
	法債10年券	3.56	4.11	4.56	-3.60	-7.99	7.96
	德債10年券	2.85	3.26	3.52	-2.17	-5.57	8.33
	英債10年券	4.50	5.09	5.30	-1.62	-6.10	7.65
G3	日債10年券	2.07	2.94	2.98	-0.33	-7.64	8.43
	美債10年券	4.13	4.71	5.00	-2.26	-6.76	7.79
亞太	台債10年券	1.39	1.90	1.92	-0.18	-4.67	8.81
	韓債10年券	3.39	4.38	4.46	-0.66	-8.36	7.78
	澳債10年券	4.75	5.07	5.27	-1.57	-4.10	7.85

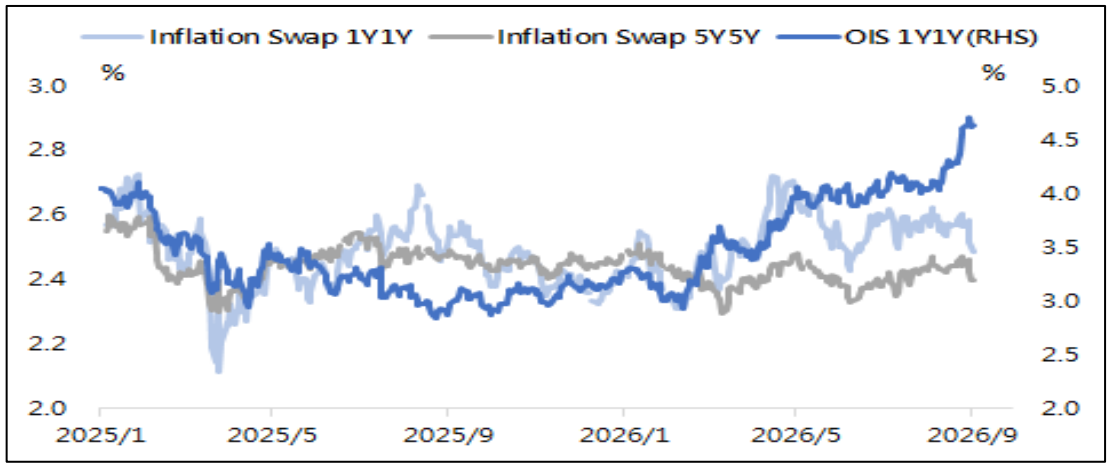
資料截止至 2026/09/18

資料來源：LSEG、Bloomberg，永豐投顧整理

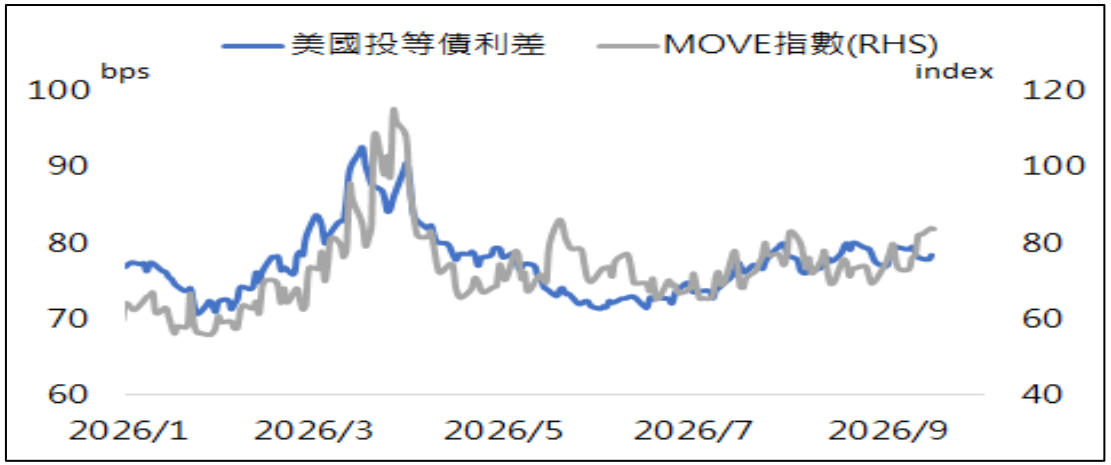
「僅限本行內部人員使用，嚴禁對外轉發」

投資債-Fed啟動升息循環，降低存續期間以控制價格波動

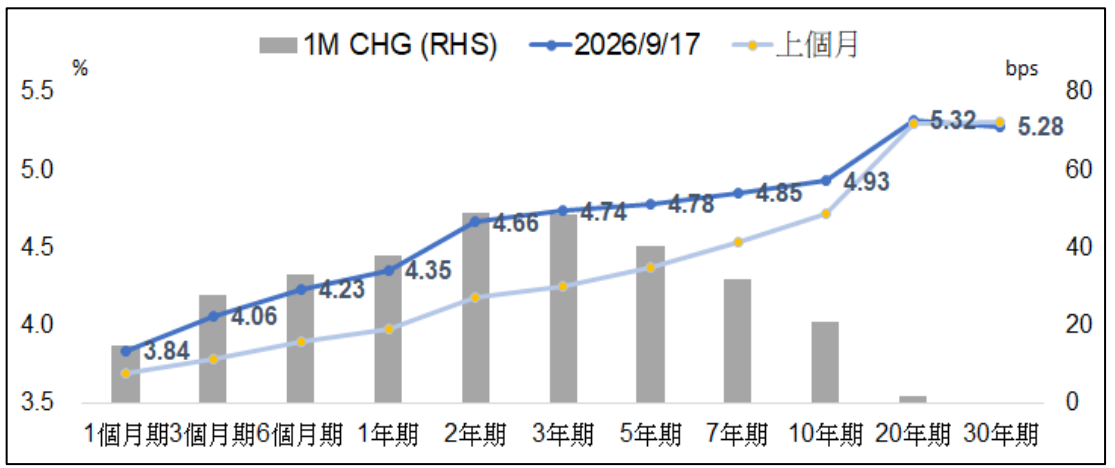
市場為Fed抗通膨公信力定價，通膨預期回落，但升息預期仍高



美國投等債利差近1個月保持在75~80bps區間狹幅波動



美債殖利率曲線整體抬升，短端重新定價，長端難以回落

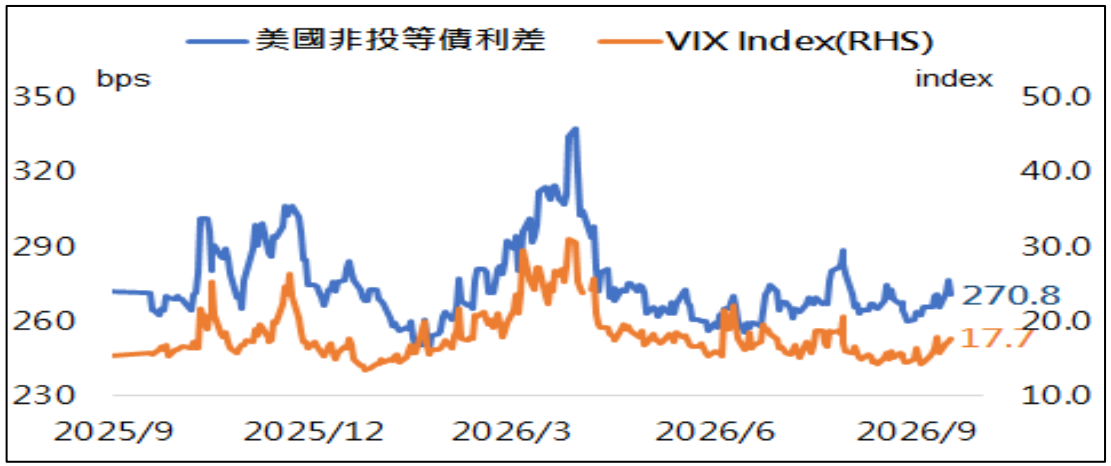


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

- **美投等債**：隨著市場逐漸消化Fed升息決議，美投等債利差處於75.8bps的歷史相對低位，對今年投等債市場的看法仍維持不變：**IG的利差即便走擴，幅度預計僅在75~100bps的窄幅區間震盪，傾向配置中短天期資產，降低存續期間以控制價格波動，維持息收(Carry)策略不變。**
- **美公債**：Fed主席Warsh指出數月來長期美債殖利率上升的三大原因，涵蓋美國經濟走強、資本競爭及地緣政治議題；投顧預期上述因子將繼續支撐利率在較長時間內保持高位，短期內看不到逆轉的跡象，加上能源通膨推升期限溢價，使得殖利率曲線整體抬升，而在9月FOMC重啟漸進式升息循環後，短端重新定價升息前景，長端隨著AI債務洪流蔓延和高利率維持更久而具備走高潛力，預估年內10年期美國公債殖利率區間4.75~5.15%。

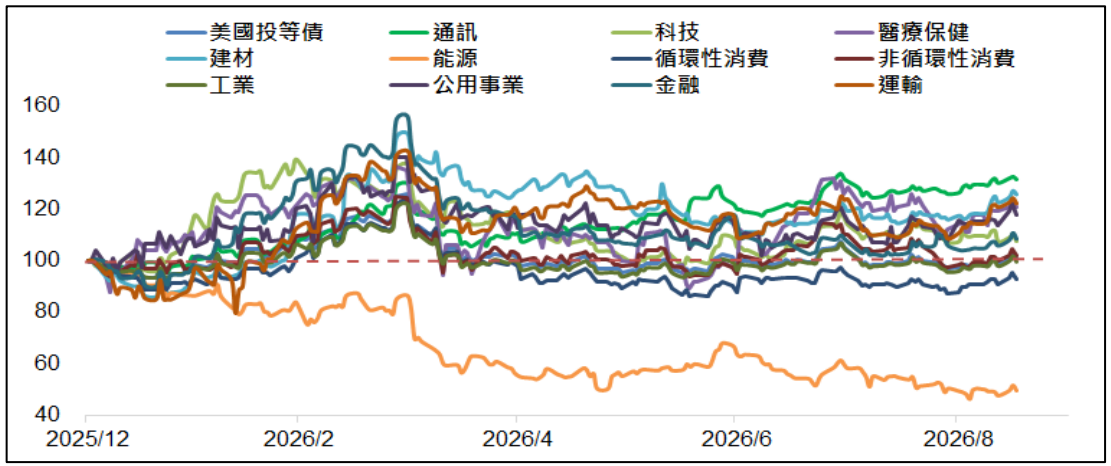
非投等債-波動回穩，聚焦高品質息收與低淨槓桿產業

非投等債利差近1個月小幅走擴5.4bps至271bps



	OAS (bps)	1WK (bps)	1M (bps)	戰爭以來 (bps)	YTD (bps)
美國非投等債	271	0.81	5.43	-22.00	2.75
通訊	464	1.97	18.71	87.17	112.16
科技	346	-12.17	-6.13	-102.29	24.02
醫療保健	243	2.41	0.52	-1.10	42.21
建材	369	7.99	33.16	23.01	75.99
能源	135	0.91	-13.90	-93.26	-137.66
循環性消費	235	0.35	7.60	-20.32	-17.67
非循環性消費	249	1.83	-6.16	-18.13	5.25
工業	279	0.43	3.70	-18.98	-0.87
公用事業	171	1.98	15.38	-3.86	25.69
金融	241	2.88	13.37	-49.65	19.37
運輸	448	4.32	48.42	35.43	81.22

今年HY能源板塊表現最佳，但利差收窄空間已有限



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

- 美非投等債：近期美國公債殖利率因通膨擔憂與利率預期反覆而再度飆升，但非投等債利差並未出現恐慌性擴張，顯示信用市場基本面依舊強韌，9/16美國非投等債OAS月升0.81bps至271bps，近一個月非投等債利差在260~275bps窄幅波動，一方面受穩健息收支撐，另一方面持續反映美國經濟軟著陸預期，隨短期內債市波動加劇，預期非投等債利差可能小幅走擴。
- 鑒於預期Fed年底仍有升息空間，非投等債利差可能由目前約270bps走擴至260~300bps區間上緣。配置上，聚焦較高評級的BB級債券，並以中短天期為主，有效控制存續期間風險，產業部分則偏好淨槓桿比例相對較低的板塊，如科技、能源等；即便系統性風險推升利率與利差，高息收仍能提供下檔保護、帶來正向報酬，展現抗跌韌性，維持非投等債正向評等。

原物料-FED升息催進殖利率曲線平坦化，有利黃金

		2025封關	2026/8/18	2026/9/18	期間漲跌(8/18~9/18)	YTD(%)
農產品	棉花	64.30	84.12	77.07	-8.4	19.9
	咖啡	350.70	363.40	328.45	-9.6	-6.3
	糖	14.86	17.47	14.83	-15.1	-0.2
	小麥	510.25	664.50	682.75	2.7	33.8
	黃豆	1044.00	1200.75	1204.50	0.3	15.4
	玉米	440.50	463.25	444.75	-4.0	1.0
能源	原油	57.95	84.94	82.49	-2.9	42.3
	天然氣	3.98	2.78	2.91	4.9	-26.8
貴金屬	黃金	4349.40	4366.00	4012.70	-8.1	-7.7
	白銀	75.38	63.94	56.04	-12.4	-25.7
	白金	2189.60	1726.40	1605.80	-7.0	-26.7
基本金屬	銅	12673.50	13986.50	13525.50	-3.3	6.7
	鉛	16780.00	16751.00	16961.00	1.3	1.1
	鎳	3130.00	3693.00	3525.50	-4.5	12.6
	鋅	2024.50	1887.00	1883.00	-0.2	-7.0
CRB指數		301.82	377.46	375.97	-0.4	24.6

資料截止至 2026/09/18

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

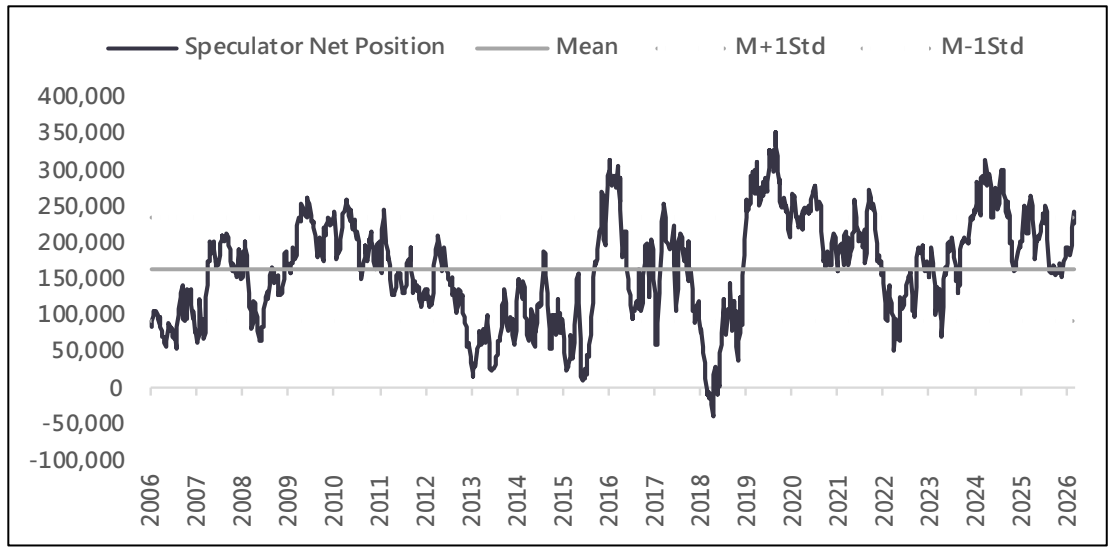
「僅限本行內部人員使用，嚴禁對外轉發」

黃金:Fed非清晰式溝通催化極端定價，維持相對正向評等

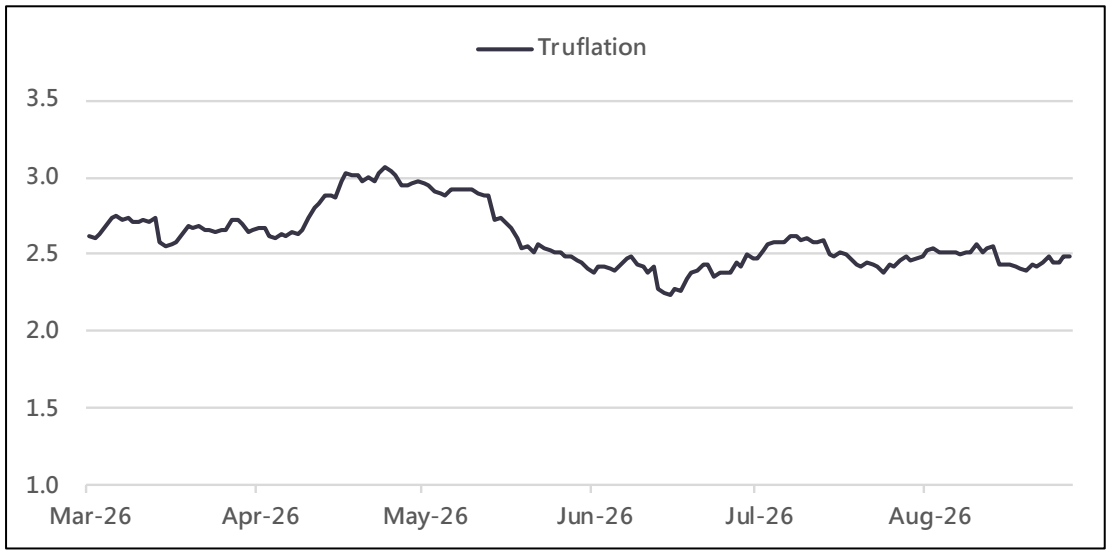
- 市場對宏觀經濟的預期在過去數月中發生劇烈變化，8月時市場對美國債務膨脹的擔憂、財政部支持干預日圓舉措、上調長債回購金額，以及荷姆茲海峽暗航的持續運行，共同支撐弱勢美元與不升息預期，資金因此大幅回流，8月淨回流180億美元，創下歷史次高。
- 然而，Jackson Hole會議後市場焦點重新聚焦通膨，9月恰逢美伊衝突再次加劇，國際油價全面突破100美元，非汽油成品油的裂解價差也反彈至3月戰爭水平，導致市場對利率定價由零散的不確定預期轉向升息循環，強勢美元回歸顯著打擊金價動能。

- 不過我們評估能源成本對通膨的衝擊更多在於黏性而非上行風險，利率曲線在9月升息後將傾向於平坦化而非陡峭化(具體仍須取決於沃許溝通方式)，因此市場目前定價的長端利率有過高嫌疑，這將提供兩好進場窗口，維持相對正向評等，黃金全年目標價5200美元。

截止至9/4，黃金多頭仍佔據上風，CTA資金持續買進黃金



高頻數據顯示通膨下行速度確實減緩，但沒有跡象指出上行風險



資料來源：WGC，MarrineTraffic，永豐投顧整理

利空出盡，股市壓力普遍緩解迎來回升

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 326的估計，目標價8000點。
歐洲	相對正向	持平	隨中東地緣風險趨緩，歐洲經濟逐步回歸復甦正軌，受惠於本土經濟持續溫和復甦、強勁成長的AI CAPEX 擴張與持續擴張的財政激勵，推動歐股企業獲利預期節節攀升。
日本	相對正向	持平	日銀預計加速升息，財政疑慮緩和有望帶動估值修復，AI 基本面仍強勁，推薦金融、AI 供應鏈之相關類股，Topix 指數年底目標價為 4300 點。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	台股呈現「多頭趨勢未變、短線震盪加劇」的特徵。AI長期成長趨勢、企業獲利動能及資金行情仍有利於中長期表現，但在指數位處歷史高檔之際，市場波動將進一步放大。
中國A股	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5000點。
中國H股	相對正向	持平	港股隨著7月以來AI去槓桿化加劇，在宏觀環境與流動性改善預期推動下，互聯網巨頭與AI應用類股的低估值吸引資金重新回流，但預期互聯網巨頭仍需1~2個季度修復利潤率。
印度	中性	持平	外部資金小幅流入，但仍不是趨勢，盧比不見止貶態勢，加上潛在聖嬰現象預期將大幅影響雨量，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。

黃金受殖利率及美元影響，持續承壓

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，資本支出持續擴大，然市場敘事轉向擔憂資本排擠與回收效率。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	地緣政治衝突、供給端的調整短線上未見轉折，布蘭特原油預計75~100之間區間震盪，裂解價差亦維持高檔，有利於能源板塊表現。
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	美國財政部上調長債回購規模，透過挹注流動性壓抑長端殖利率，隱性殖利率曲線控制政策錨定市場預期，實質利率提前觸頂，給予相對正向評等，全年目標價給予5200美元。

公債殖利率受升息影響，曲線趨於平緩

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	中性	持平	美國經濟樂觀、就業穩固，但通膨仍偏高，Fed及時回防高通膨，9月如市場預期升息1碼至3.75%~4.00%，時隔三年重啟漸進式升息循環，投顧預期Fed將在今年12月和1Q27各升1碼，預期本輪升息至4.25%~4.50%，預計年內10年期美債交易區間為4.75%~5.15%。
投等債	相對正向	持平	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，即使利差走擴也僅會維持窄幅震盪。
非投等債	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 9月升息1碼，且後續仍有升息空間，DXY站上100.36

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	9月16日Fed果然如預期升息1碼至3.75%～4.00%，且點陣圖暗示年內可能再升息，擴大利差優勢，帶動DXY最高漲至100.36。展望後市，Fed偏鷹立場與避險需求仍支撐美元，短線DXY可望維持99.5～101震盪偏強，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	中東衝突推升油價與天然氣價格，市場擔心歐元區成長將承受更大衝擊。另一方面，Fed於9月16日升息1碼，點陣圖並暗示年內可能再次升息，美歐利差預期擴大，歐元承壓。展望後市，能源風險與經濟疲弱隱憂尚未消除，預估歐元區間1.1400~1.1600，維持歐元中性評等
日圓	中性	持平	BOJ在9月18日雖如市場預期升息1碼至1.25%，創31年最高，然因決議出現淺田統一郎和佐藤綾野兩票反對、後續升息指引不夠積極，觸發「利多出盡」，日圓反而下挫。後市仍取決於美日利差與BOJ態度，預期下週維持震盪偏空走勢，預估區間155~159，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	南非2Q GDP成長由0.4%降至-0.2%，終止連續6季成長，受鉑族金屬、錳、黃金及鐵礦石產量下降影響，考量南非年內仍保有升息可能，預估區間16.20~16.50，維持相對正向評等。
澳幣	相對正向	持平	澳洲7月CPI YOY由3.8%降至3.5%仍高於市場預期，推升RBA升息預期，且8月RBA會議紀要釋出偏鷹信號，疊加國際美元走勢偏弱，帶動澳幣於8/27一度站上0.7198，創近六個月新高，預估下週區間0.70~0.72，維持相對正向評等。
人民幣	相對正向	持平	中國7月內需動能維持弱勢，然人行不斷釋出穩匯率態度，加上中國財政部喊話下半年將加快執行既有存量財政措施，有效提振中國景氣預期，使人民幣續呈穩中略升態勢，預估下週區間6.70~6.80，維持相對正向評等。

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。