永豐銀行
Bank SinoPac

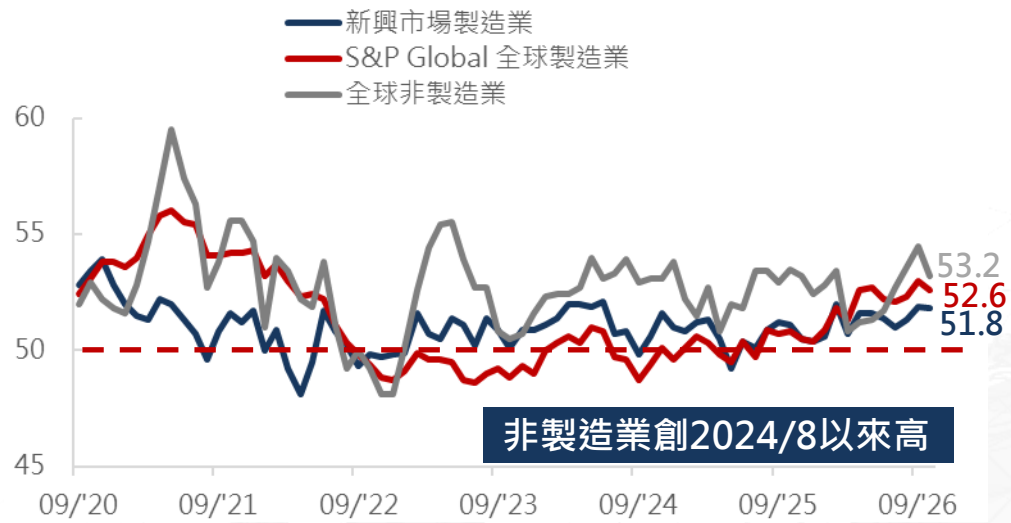
2026/12

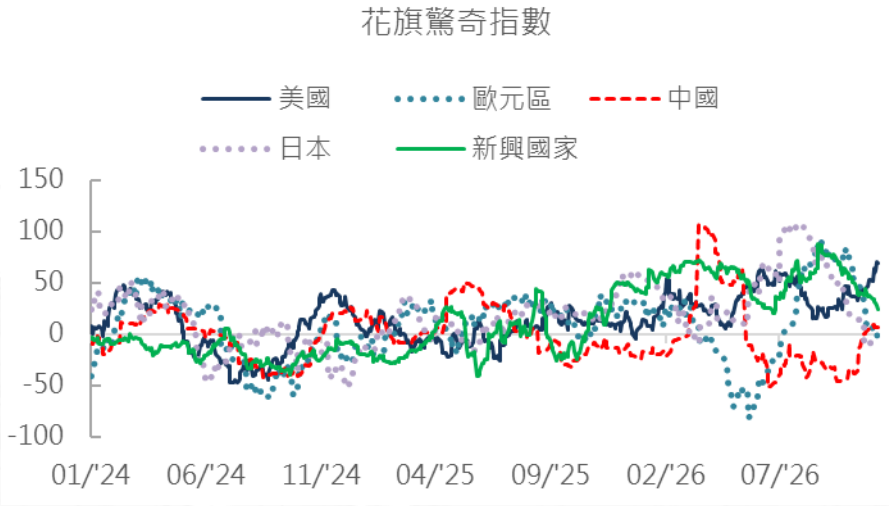
AI多重疑慮，資金轉向防禦板塊

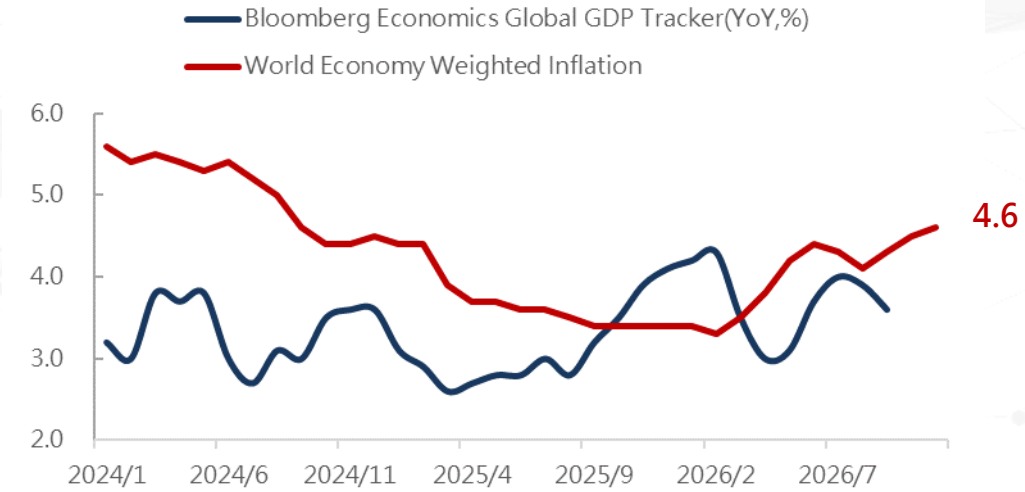


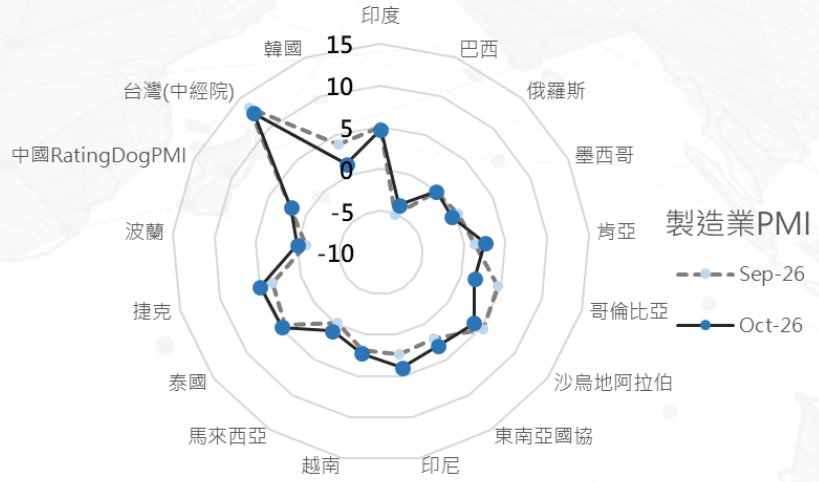
全球景氣解析 p.2
重要市場展望 p.7
投資評等 p.26

全球景氣擴張處高位，通膨壓力仍高，美國經濟一枝獨秀



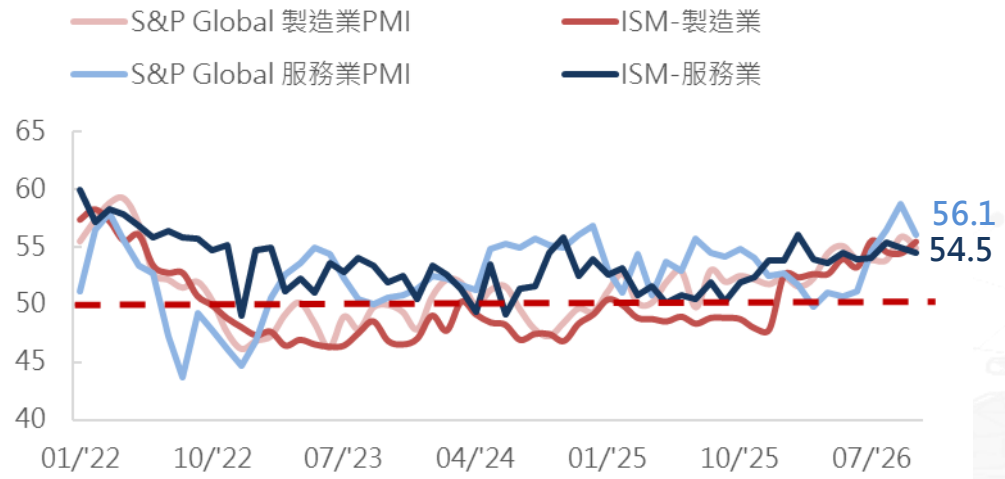


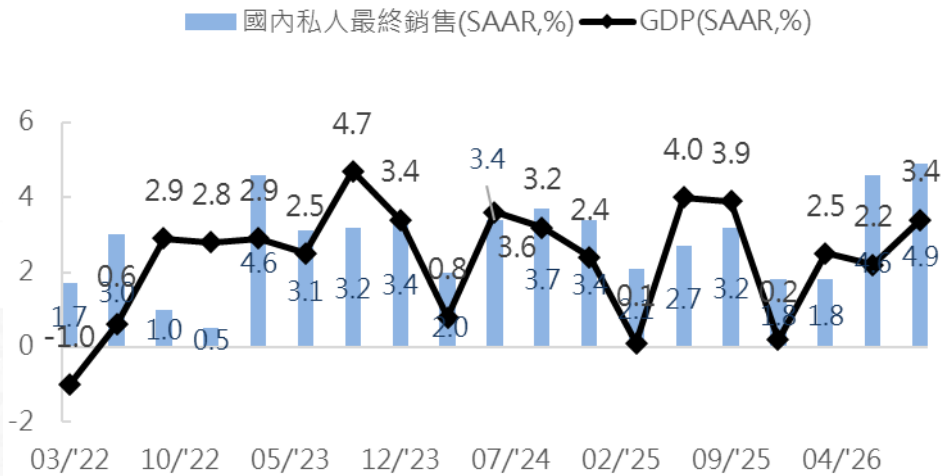




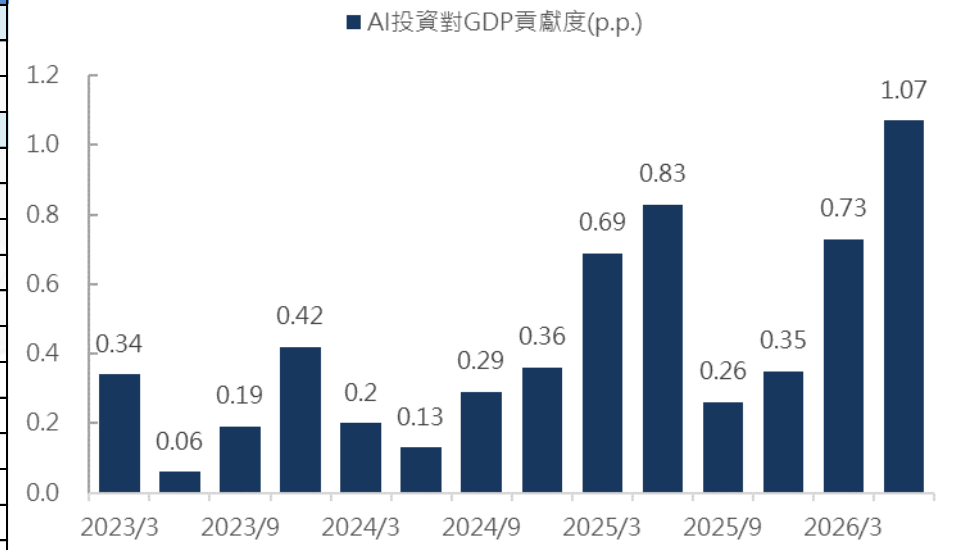
資料來源：Citi, S&P Global，Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

AI持續增加貢獻美3Q GDP，但整體強勁力道難以延續



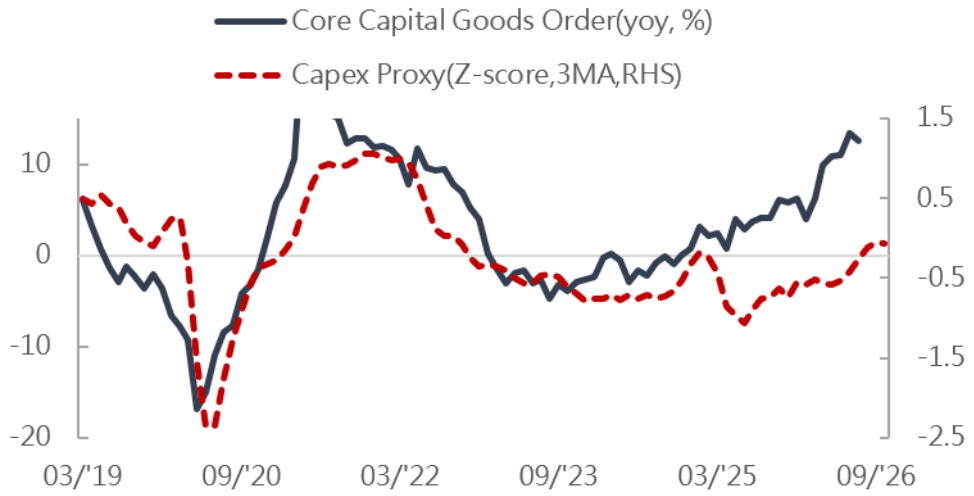


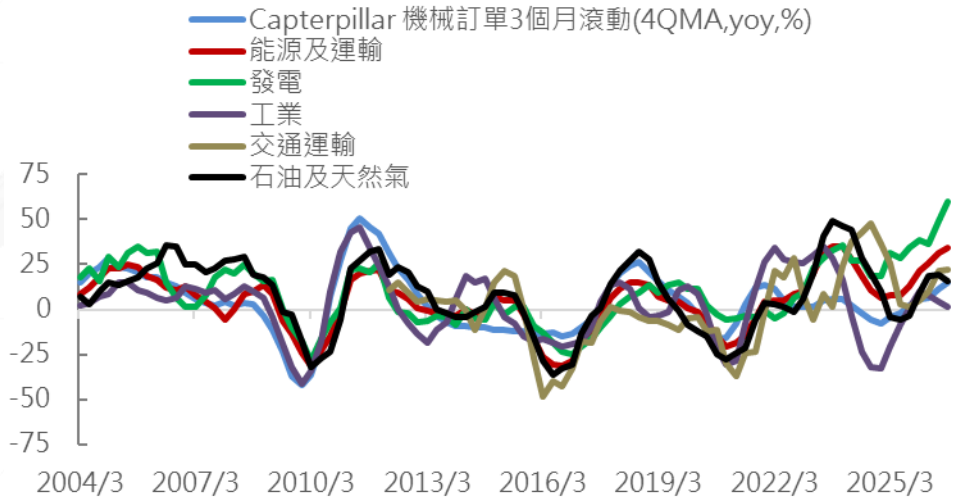
單位(Saar,yoy,%,Bn/USD)	2025/12	2026/3	2026/6	2026/9	近四季趨勢	長期平均
YoY						
GDP	2.0	2.6	2.2	2.1		2.2
平減指數	3.0	3.0	4.0	3.7		2.3
Saar						
GDP(SAAR,%)	0.2	2.5	2.2	3.4		2.3
個人消費	1.9	0.7	3.8	3.8		2.6
商品支出	1.0	0.8	4.5	3.0		3.3
服務支出	2.3	0.7	3.4	4.1		2.3
固定投資	1.3	6.1	7.7	9.4		3.0
住宅投資	-1.8	-7.6	2.8	-3.3		0.8
非住宅投資	2.1	9.9	9.0	12.7		4.0
存貨變動值	-45.9	-34.7	-63.4	20.3		38.4
政府支出	-5.7	4.7	-0.1	5.3		1.3
出口成長	-4.2	13.9	5.0	-5.7		3.9
進口成長	-1.5	11.5	12.6	19.7		4.3
國內私人最終銷售(SAAR,%)	1.8	1.8	4.6	4.9		2.6



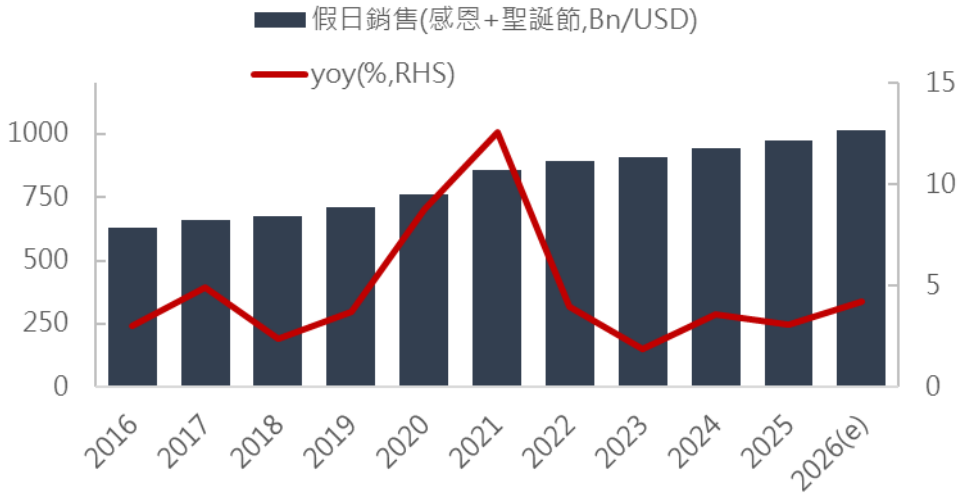
資料來源：FRB System，ISM, S&P Global, 各大投資銀行報告，Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

Capex表現強勁，冬季銷售可圈可點，料重回健康擴張水準



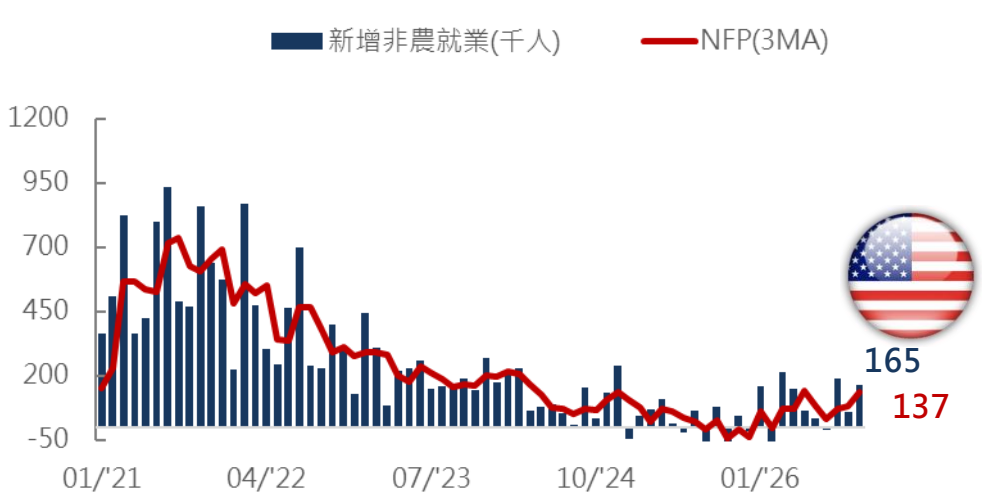


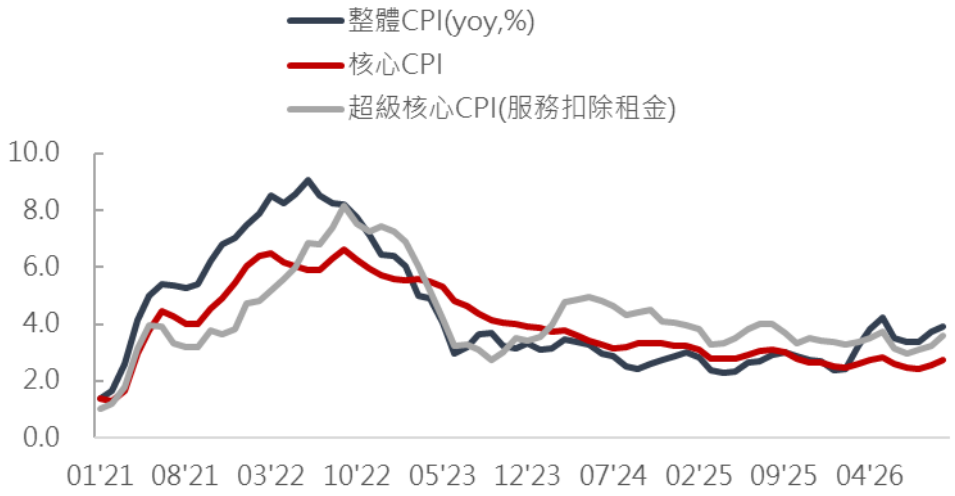
資料來源：BLS，永豐投顧總經研究部整理

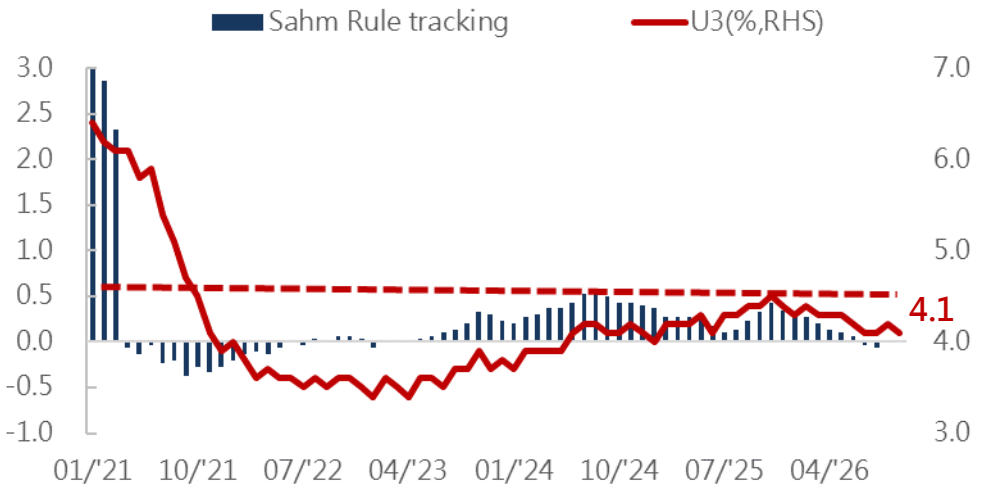


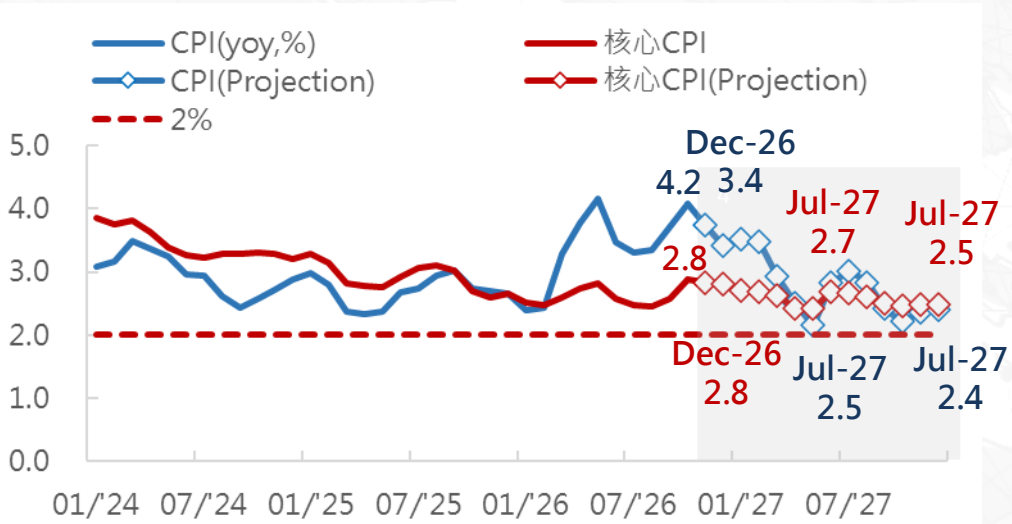
- 富國銀行研究發現今年美國民眾準備感恩節大餐的成本實際上會比去年略低，供10人享用的感恩節食品花費將為78.93美元，較前一年同期下降0.4%；
- 11/11 根據NRF發佈的由Affinity Solutions支持的CNBC/NRF零售監測報告，10月份零售額連續第13個月成長。剔除汽車經銷商和加油站後的零售總額爲5617億美元，月增0.15%，年增3.57%；核心零售銷售額4542億美元，月增0.26%，年增5.63%
- 11月和12月的零售額將比2025年增長4.2%，總消費額將達到1.013萬億美元。NRF指出儘管通膨高漲，但仍有一半是消費數量的成長。

就業：穩固→穩健ing ，核心CPI連3個月脫離2%路徑









資料來源：BLS, CME，各大投資銀行研究，Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

目前市場正在訂價第4~5碼，更快更多的升息可能性較高

聯邦基金利率預測(碼數,利率上緣)	2025 end	3Q26	4Q26	2026	2026 end	1Q27	2Q27
Citi	3.75	1	1	2	4.25	0	-1
Morgan Stanley	3.75			2	4.25	1	0
Goldman Sachs	3.75			2	4.25	0	0
UBS	3.75			2	4.25	1	0
JP Morgan	3.75			2	4.25	0	0
Barclays	3.75			2	4.25	1	0
BofA	3.75			2	4.25	1	0
SinoPac	3.75			2	4.25	1 →2	0

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.0%	0.0%	90.9%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.0%	0.0%	35.6%	58.9%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	13.1%	44.1%	39.3%	3.5%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	9.6%	35.8%	40.6%	13.1%	0.9%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	6.9%	28.5%	39.2%	20.7%	4.3%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.0%	6.8%	28.0%	39.0%	21.1%	4.7%	0.4%
2027/9/15	0.0%	0.0%	6.0%	25.8%	37.8%	23.0%	6.4%	0.8%
2027/10/27	0.0%	0.8%	8.5%	27.3%	36.0%	20.9%	5.7%	0.7%
2027/12/8	0.1%	2.0%	11.6%	28.7%	33.5%	18.5%	4.9%	0.6%

幅度	FFR利率水準	幅度	判斷
3碼	4.25%~4.50%	溫和收緊	多位官員提及當前利率不具有或些許限制性
4~5碼	最上緣在5.00%，接近上輪升息高峰的5.50%	適度收緊	經濟放緩，但通膨在2028年回到2%可能性上升
6~8碼	上緣在5.75%，重返或超越上輪升息高峰的5.50%	強力收緊	Fed理事Waller判斷重挫經濟的水準

資料來源：CME, Federal Reserve，各大投行研究報告，永豐投顧總經研究部整理

股市-資本支出見頂恐慌，AI股低檔震盪

		2025封關	2026/10/13	2026/11/13	期間漲跌(10/13~11/13)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	48,367	51,670	52,348	1.3	8.2
	S&P500	6,896	7,805	7,562	-3.1	9.6
	NASDAQ	23,419	27,204	25,136	-7.6	7.3
	德國DAX	24,490	25,260	26,750	5.9	9.2
	法國CAC	8,168	7,828	8,369	6.9	2.5
	英國FTSE	9,941	10,650	10,903	2.4	9.7
亞洲股市	日本	3409	4,111	3,942	-4.1	15.6
	中國	4,651	4,276	4,016	-6.1	-13.7
	香港	25,855	24,345	23,638	-2.9	-8.6
	南韓	4,214	6,035	5,291	-12.3	25.5
	台灣	28,707	48,341	43,675	-9.7	52.1
	新加坡	4,655	5,431	5,232	-3.7	12.4
	泰國	1,260	1,572	1,505	-4.3	19.5
	馬來西亞	1,685	1,623	1,583	-2.5	-6.1
	印尼	8,647	5,926	5,344	-9.8	-38.2
	菲律賓	6,053	5,702	5,593	-1.9	-7.6
	越南	1,767	1,719	1,735	0.9	-1.8
金磚	巴西	161,125	206,888	172,458	-16.6	7.0
	印度	84,675	73,034	81,592	11.7	-3.6
其他	新興亞洲	774	934	870	-6.8	12.4
	新興歐洲	259	260	264	1.7	1.8
	拉丁美洲	2,712	3,355	2,820	-16.0	4.0

資料截止至 2026/11/13

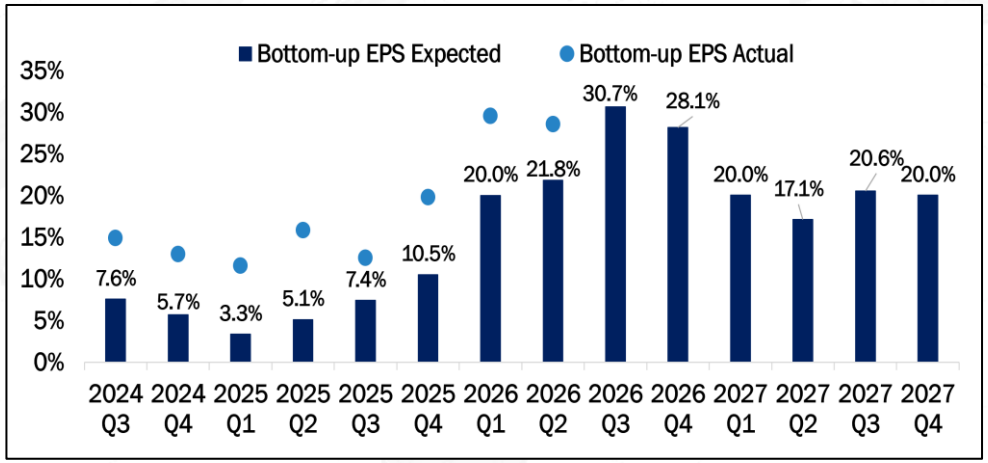
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

美股-近期利空頻傳，長線修復仍需耐心

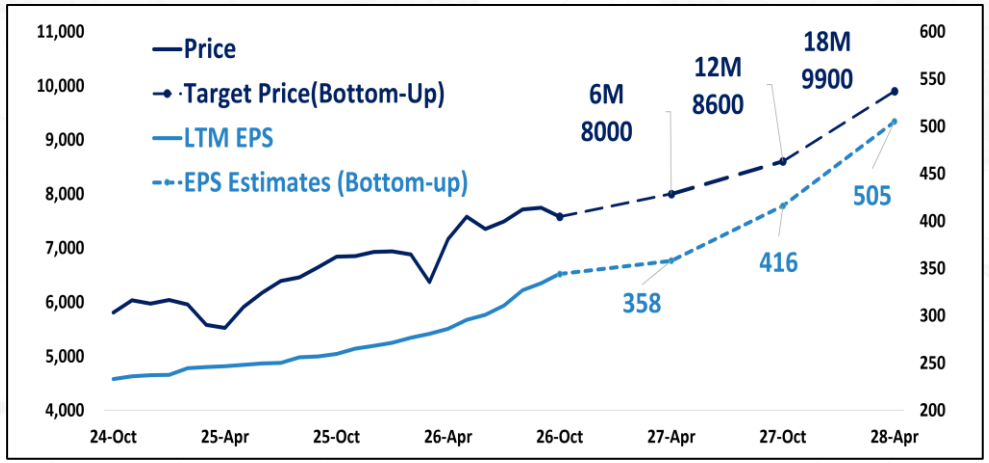
- 美國期中選舉落幕消弭政治懸念，儘管先前市場快速下挫多由量化平倉的流動性去槓桿所致，但選後監管版圖重組實質推動了 AI 產業鏈走向「算力分化」。地方政局更迭收緊電網審批與能源補貼門檻，確立資料中心在選址與電力供應上的硬約束；此舉並非需求終結，而是促使擴建節奏遞延並引導資本外溢至更具彈性的區域。在結構轉變下，上游設備廠面臨交期錯配與估值倍數修正的挑戰，而既有已通電算力的稀缺溢價大幅攀升；超大型雲端巨頭亦因延後資本支出而顯著改善自由現金流，展現高度的資產防禦價值。

- 總體環境則在政治不確定性消除與地緣風險降溫下逐步回穩。國際油價回跌有效緩解長天期通膨預期與公債殖利率壓力，市場波動度指標大幅下滑，顯示資金正由被動拋售轉向健康輪動。微觀面上，晶片與設備龍頭強勁的營收年增率及穩健展望，持續印證底層運算負載的實質動能。利空因素多已反映於估值壓縮中，歷史經驗亦顯示選後美股具備高勝率的修復契機。

EPS增長強勁，指數具備支撐



S&P 500 2027目標價9100點



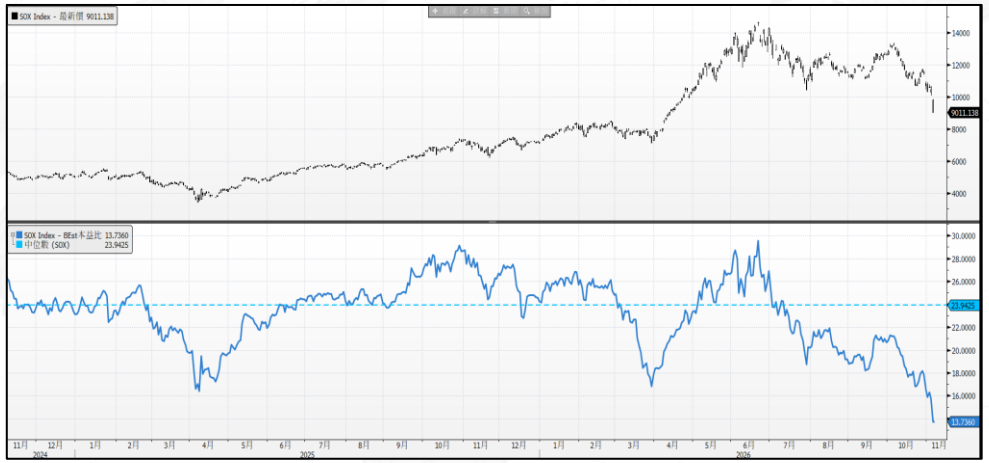
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

科技-資本支出放緩有利於CSP廠商FCF修復

- 雲端巨頭支出與交付排程重組： 超大規模雲端業者核心雲端業務增速依舊亮眼（Azure 年增 48%、AWS 年增 39%、Google Cloud 年增 103%），但表面資本支出短暫放緩，主要反映第三方實體機房與電力交付順序受阻，並非資本開支意願退縮。

- 估值倍數出現極端壓縮： 市場擔憂前期「過度下單」將轉化為硬體庫存週期，疊加美國年底《國防授權法案》（NDAA）擬強化出口管制與境外存取限制（如 RASA、晶片定位查證法案），壓抑了先進半導體供應鏈評價。費城半導體指數（SOX）未來24個月預估本益比壓縮至約13倍，輝達（Nvidia）前瞻本益比更落至 10 倍左右，雙雙觸及近年極值區間。

費半本益比頂峰29倍大幅壓縮至13倍



費半隱含波動率，觸及高峰後回落



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

科技-市場訂價CAPEX 27年見頂，28年下修遞延

- 1. 實體監管阻力迫使全美資料中心版圖與融資結構轉向:

  德州等地方政府對資料中心建置採取審查收緊與成本分攤政策，促使全美基礎設施走向「開放建置」與「限制門檻」的地域分化。專案延宕拉長了機房機殼與變壓配電等土建週期，使建置前期的融資阻力上升。供應鏈融資重心順勢由前端的「電力與機房融資」向後端的「晶片採購融資」推移，確保專案唯有在實質取得通電許可後才進場裝機，避免資本沉沒。

- 2.「已供電算力」稀缺性溢價走高，緩解 CSP 資本支出壓力:

  監管與物理電網瓶頸限制了全市場新算力的擴充速度，使「既有已通電（Energized）算力」更具經濟定價權。超大規模雲端巨頭受限於外部機房交期，被迫延後非必要支出，其短期資本開支的遞延直接回沖為更強勁的自由現金流（FCF），強化了大型平台的防禦韌性。算力總量供給受限非但未摧毀需求，反而延長了算力市場的高單價維持週期。

- 3. 庫存預期修正促使半導體估值觸底，長期運算需求趨勢未變:

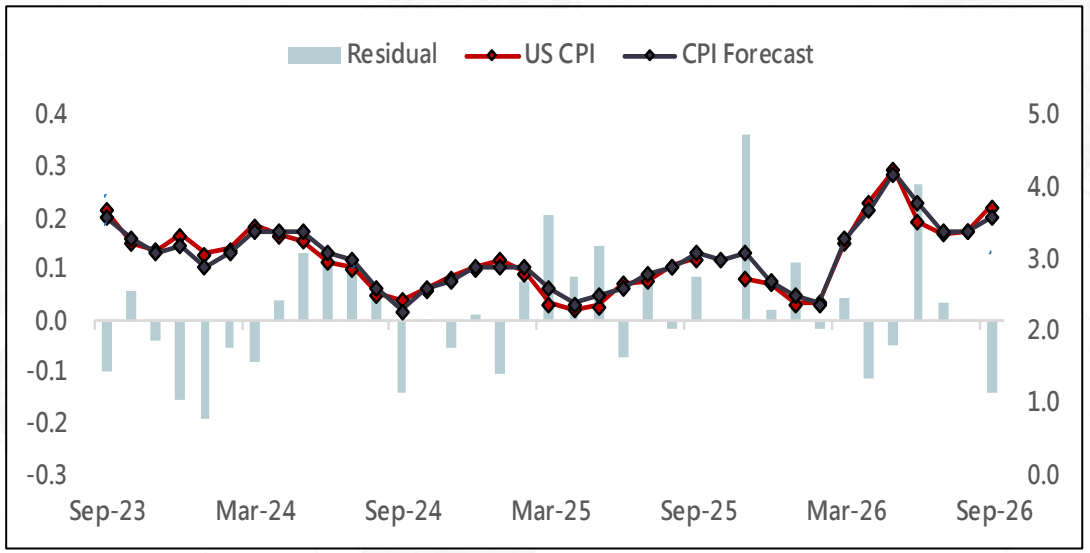
  市場對 2027 年資本支出見頂的恐慌，已將費城半導體前瞻本益比推低至逼近 2022 年的衰退定價水準。然而，企業 IT 工作流程自動化與推論運算的實際滲透率仍處早期階段；微觀數據中 AMD 與各雲端平台的未履行訂單（Backlog）持續擴大，表明底層算力擴張動力扎實。當前估值已大幅折現硬體交付延遲與庫存消化的不利情境，提供不對稱的上行空間。

生技:宏觀利率逆風再起，二級市場融資窗口收緊

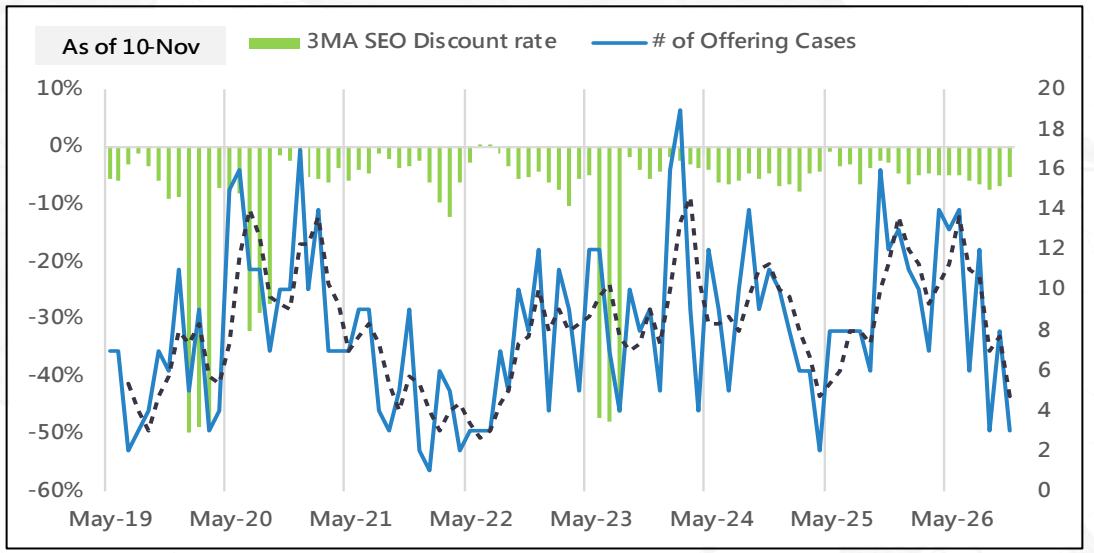
- 第四季美國通膨黏性重燃，使Fed原本趨緩的貨幣政策預期再度轉向鷹派，聯準會官員 Waller 公開警告 12 月會議不排除一次升息兩碼，市場雖預期 12 月維持在 400–425 bps 的機率達 89.3%，但終端利率的升息碼數定價也從1碼升至3碼。

- 利率預期走升不僅壓抑中小型生技的股價彈性，更直接傳導至資本市場的籌資條件，截至 11 月 10 日，生技企業進行二次增發的 3 個月移動平均折價率略有擴大，同時增發案件數顯著萎縮並回落至 2026 年 4 月以來的低點，反映二級市場投資人對缺乏短期催化劑的股權再融資態度轉趨嚴苛。若宏觀逆風延續至27Q2，體質較弱的標的恐被迫接受高折價稀釋或縮減研發管線。

10月通膨超預期上行，Waller警告12月可能一次升兩碼



二次增發折價率略有提高，同時增發案件數也降至4月低點水準



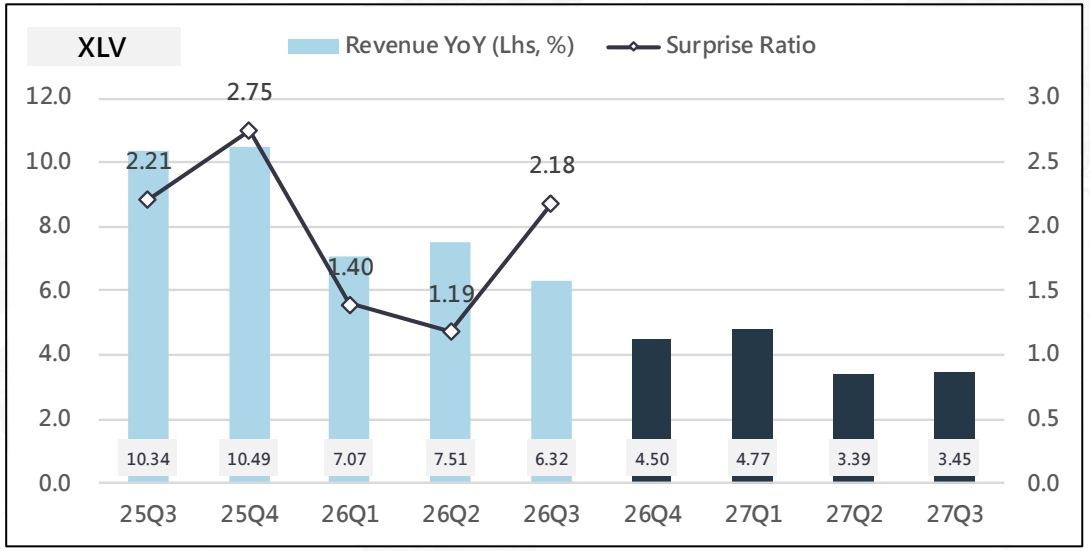
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

生技:財報韌性與千億併購潮護航，NBI安全邊際優於XBI

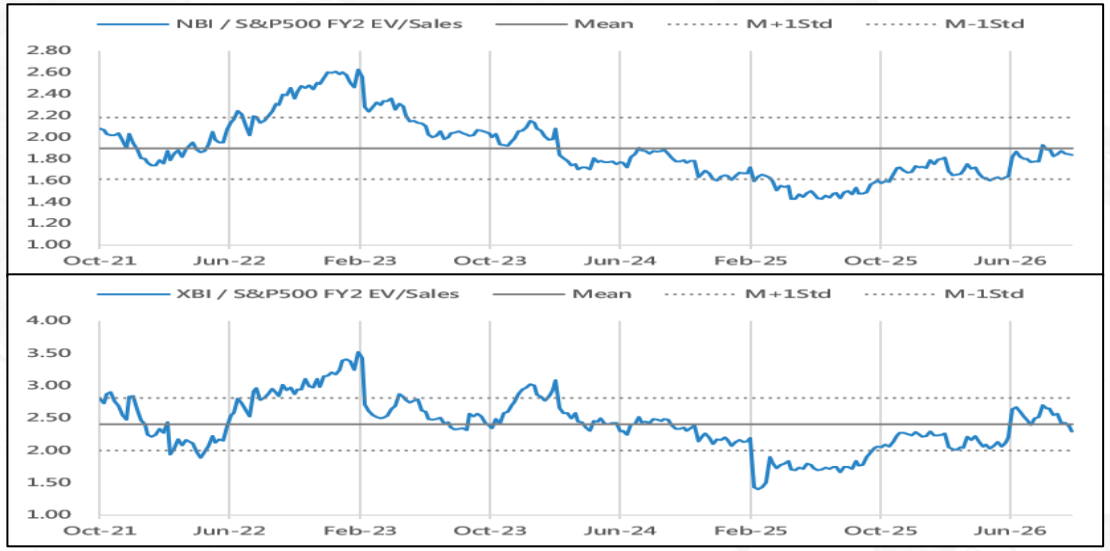
- 美國期中選舉落幕後的潛在國會僵局大幅淡化短期藥價改革疑慮，科技股回檔亦加速資金輪動至生技族群。
- 大型製藥Q3財報普遍超預期，輝瑞、安進與拜耳等營收獲利齊揚並調升指引，銷量動能有效抵銷定價逆風，莫德納亦重返單季獲利。
- 健康資產負債表進一步點燃併購動能，2026年美國併購累計已突破1,200億美元，大型藥廠透過外部整合填補專利懸崖腳步顯著加速。

- 展望第四季，隨著各大國際醫學年會的後期臨床數據釋出，具備同類最佳（Best-in-Class）臨床驗證與明確安全性優勢的標的，將持續獲得資本市場與跨國大廠溢價爭奪，維持相對正向評等，NBI 指數全年 7800 點目標價、2027 年上看 9,000 點。

大型藥企26Q3獲利優於預期，但整體增速趨勢仍按預期放緩



宏觀壓力下，NBI較XBI更具潛力



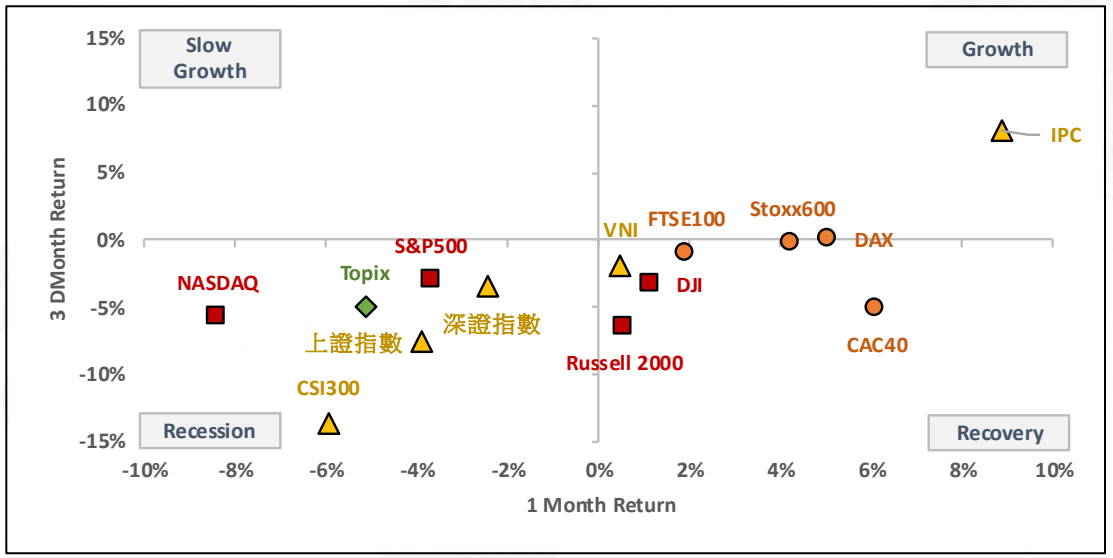
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

歐股:避險資金自美亞回流歐洲，防禦型板塊領漲大盤

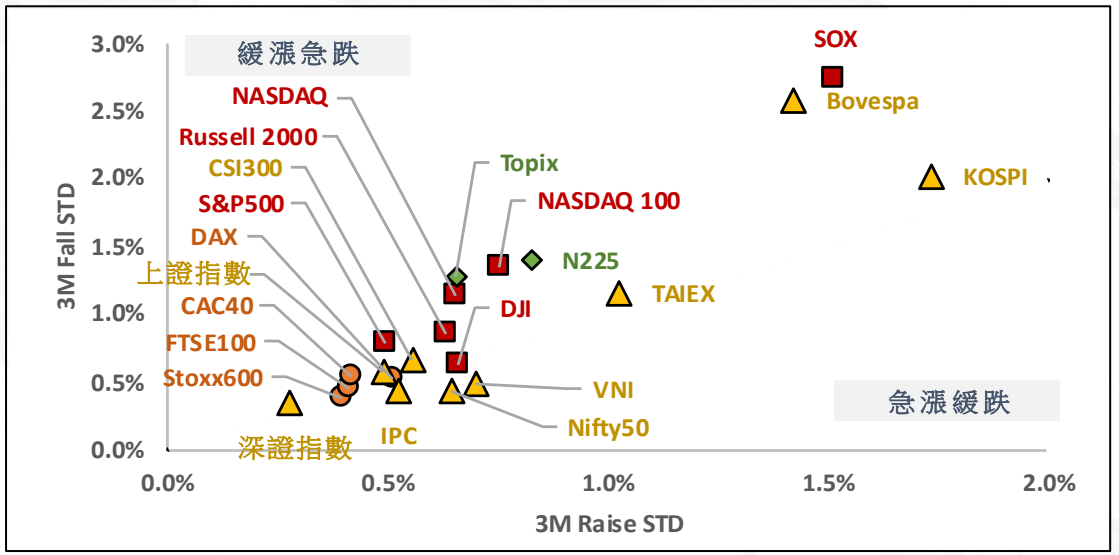
- 在全球資金撤離美股高估值科技板塊、避險基金啟動去槓桿的波動環境下，歐洲股市憑藉長期被市場低估的「低科技曝險」結構，成功轉化為機構資金的避風港，泛歐 STOXX 600 指數於 11 月在低波動格局中持續測試歷史高點。

- 在近 3 個月上漲與下跌波動率（3M Raise STD vs. 3M Fall STD）的衡量框架下，STOXX 600 的下跌標準差僅約 0.53%，不僅遠低於費城半導體指數與 NASDAQ，亦顯著低於亞股與美股主要基準，呈現極為穩健的抗跌韌性。

受惠於美股逃難資金，歐股自10月起率先反彈



歐股整體波動更低，較不受 AI 動盪影響



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

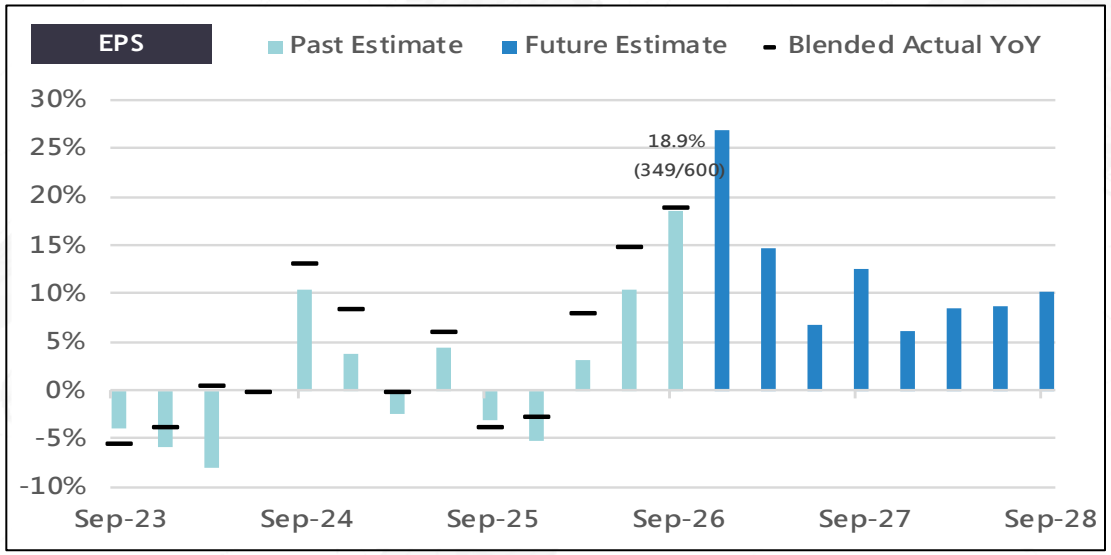
歐股:法國債務危機尚無進一步深化與擴散風險

- 面對美股高估值科技板塊修正與避險基金去槓桿潮，歐股長期被低估的「低科技曝險」反倒轉化為資金避風港優勢，11月泛歐股市展現強勁的防禦韌性，STOXX600指數在低波動格局下持續測試歷史高點。

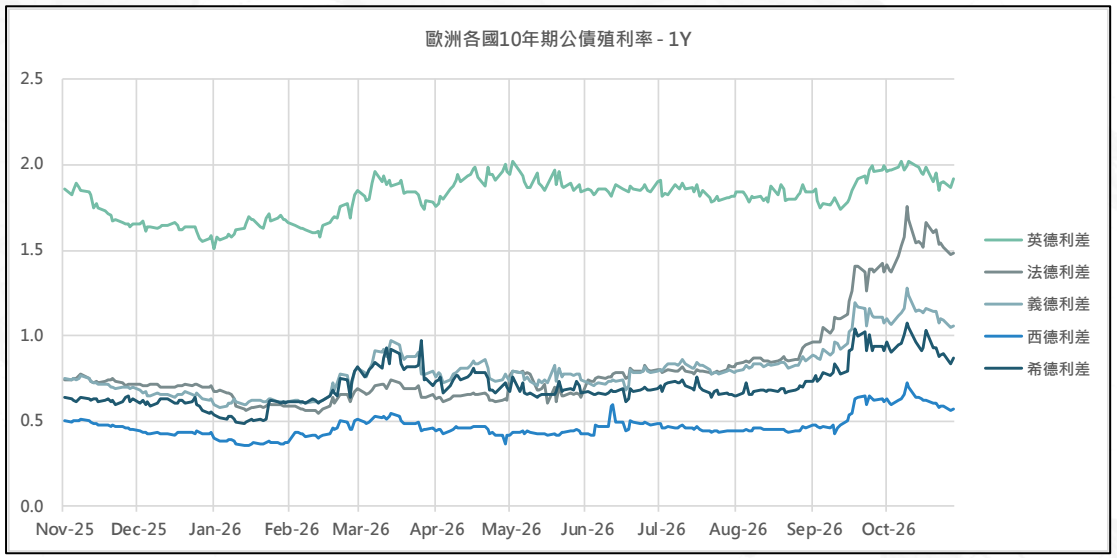
- 因總統大選在即，法國財政危機短期內無失控風險，若12月非法股市因預算僵局而下挫，將會是進場窗口。不過仍需謹慎追蹤民調，若勒龐失勢將大幅增加明年的失控風險。

- 儘管油價回調令能源類股承壓，且法國財政預算審議仍受關注，但多數跨國龍頭資產負債表穩健，憑藉顯著的估值折價、穩定的股息收益與嚴謹的定價紀律，歐股在當前資本成本偏高的全球市場中正迎來價值重估契機，維持歐股相對正向評等，2027年目標價760點。

獲利增長強勁，連續第二季 EPS 同比增長創下雙位數成長



法國預算風險遞延至明年總統大選，市場短期過度恐慌



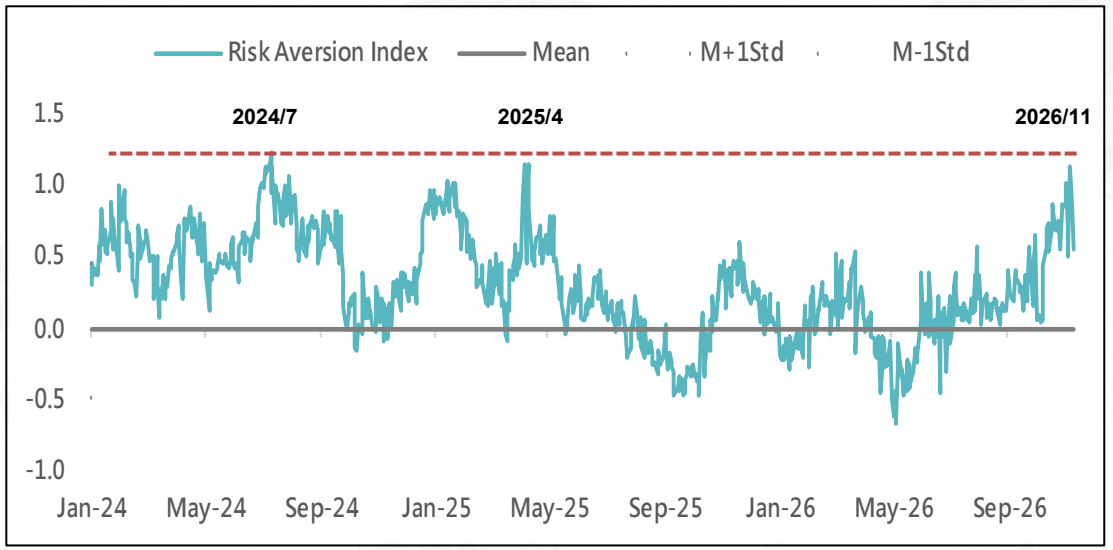
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

陸股:市場情緒探底觸發國家隊寬基 ETF 護盤，政策底與估值底同步浮現

- 從資金流向、市場情緒與估值分位數的交叉驗證來看，A 股短線已具備明確的止跌築底訊號，雖然外部面臨聯準會利率路徑不確定性與國際油價波動的干擾，但國內流動性維穩工具常態化落地已為指數鎖定下檔空間。

- 追蹤 2024 年初至 2026 年 11 月的市場避險情緒指標顯示，近期投資人避險情緒急遽攀升，悲觀程度一度逼近 2024/7 市場低迷期與 2025/4 解放日關稅衝擊時的歷史崩盤糕點。在極端情緒釋放過程中，CSI300 NTM P/E 順勢跌破過去五年均值負一倍標準差下緣，下探至 11.3 倍的歷史低估水位，估值安全邊際已充分顯現。

市場避險情緒達極端區間，一度逼近解放日與24年崩盤最高點



CSI300 NTM P/E 跌破1倍標準差下緣至 11.3 倍



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

陸股:非稅收入萎縮掣肘刺激空間，內需疲弱限縮反彈力度

- 國家隊進場雖能有效阻斷流動性負回饋，但歷史經驗反覆印證，維穩資金本身並不足以單獨催生多頭牛市市場演化路徑高度取決於後續是否伴隨實質性的總體政策接力：
  1. 情境一「國家隊入市 + 寬信用 / 財政刺激 / 制度工具共振」：在資金護盤後緊接著推出大規模財政擴張、貨幣寬鬆或資本市場制度改革的環境下，市場風險偏好得以從底部實質反轉，CSI300 指數後續 6 個月平均漲幅高達 +24.4%。
  2. 情境二「單純資金托底 + 基本面缺乏接力」：當國家隊介入僅止於二級市場買盤維穩，而財政刺激未能同步跟進時，指數往往在短線反彈後陷入反覆磨底，CSI300 後續 6 個月漲跌幅僅介於 -2.3%~7.8% 之間，平均報酬率僅有 +1.9%。

- 審視當前中國宏觀經濟與財政收支結構，本輪護盤行情更傾向於重演「情境二」的溫和托底格局，難以複製 2024/9 的暴力拉升。

歷年國家隊救市成效取決於後續配套政策

國家隊歷年入市追蹤				
入市時間	核心干預工具與背景	3個月漲跌幅	6個月漲跌幅	6個月內市場軌跡與核心特徵
2008/9/18	匯金首次增持三大行、印花稅單邊徵收	16.30%	30.40%	10月底二次探底後，11月「四萬億」刺激啟動大牛市
2009/10/9	匯金第二輪增持三大行（信貸微調期）	7.60%	6.00%	跨年反彈後動能衰減，次年4月後隨地產調控轉跌
2011/10/10	匯金第三輪增持四大行（抗通膨緊縮期）	2.30%	-2.30%	次年1月探底後溫和反彈，受制於盈利下行而回歸震盪
2012/10/10	匯金第四輪增持四大行（經濟增速換檔）	14.80%	7.80%	12月初見底後引爆銀行藍籌跨年行情，次年春季回吐部分漲幅
2013/6/17	匯金第五輪增持金融股與上證50 ETF	-6.40%	-2.30%	遭遇6月銀行間「錢荒」砸出黃金坑，下半年呈存量博弈
2015/7/9	證金與券商萬億級資金入市承接個股與ETF	-14.20%	-13.80%	阻斷千股跌停但槓桿未出清，次年1月遭遇熔斷二次探底
2018/10/19	一行兩會發聲、國資與險資股權質押紓困	1.10%	31.50%	2019年1月初確認市場底，隨社融放量開啟三年結構牛
2023/10/23	匯金繼增持四大行後，官宣買入寬基ETF	-5.60%	1.40%	2024年1月遭雪球與DMA強平衝擊探底，靠2月二次加碼修復
2024/2/6	匯金擴大ETF增持範圍（涵蓋中證500/1000）	15.30%	4.50%	3個月內強彈逾15%，但5至8月因內需疲弱回吐多數漲幅
2024/9/24	央行創設SFISF互換便利、回購再貸款與ETF增持	17.90%	17.40%	「924行情」6個交易日暴漲逾25%，隨後進入高位橫盤消化
2025/4/7	海外關稅衝擊下匯金千億增持ETF（類平準基金）	11.20%	18.40%	盤中迅速阻斷恐慌踩踏，未現深度二次探底並開啟慢牛修復
2026/7/21	國新500億再貸款與誠通百億增持央企及科技ETF	-1.80%	觀察中	8至9月一度逼近4000點，但在內需疲軟背景下僅止跌約1個月
2026/11/3	ETF單日成交再度放量、央行於開展第三次SFISF	觀察中	觀察中	11月初以來中國股市短線反彈

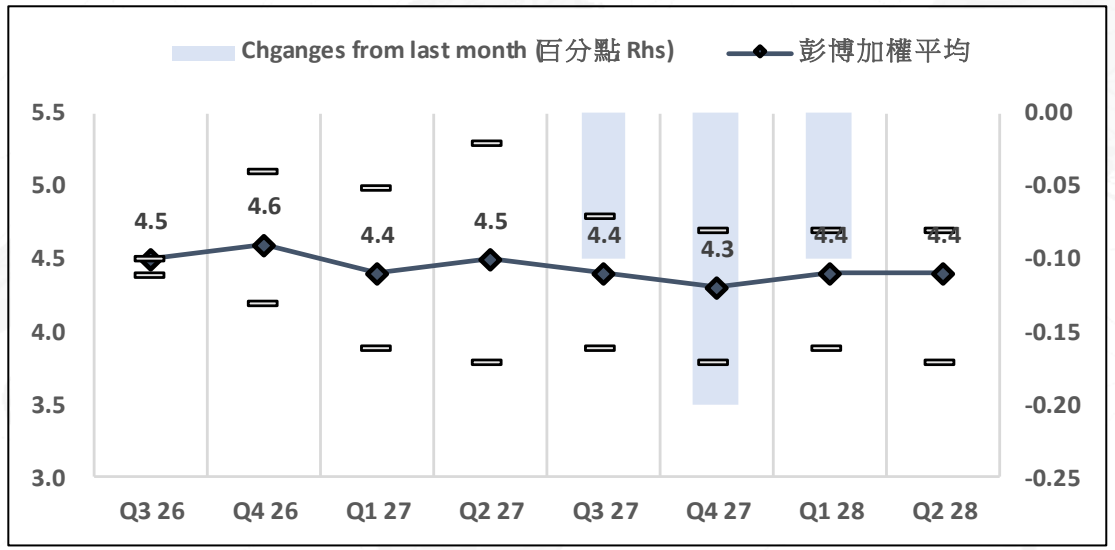
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

陸股:成長機會集中特定產業，策略不宜廣撒網

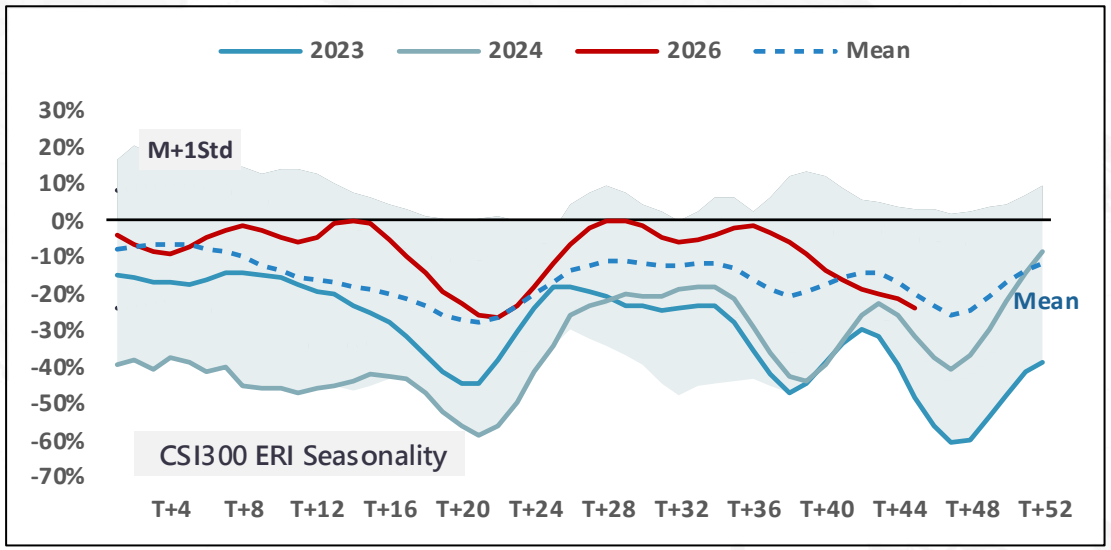
- 當前A股市場處於「政策底明確、估值底確立，等待基本面驗證」的過渡期。海外方面，美國聯準會利率路徑的不確定性及國際油價波動仍對外圍情緒造成擾動；但國內方面，回購再貸款等流動性維穩工具常態化落地，為市場鎖定估值下限。

- 從下半年以來中國所推出的政策軌跡來看，預估只要經濟維持現狀並未繼續惡化，中國政府仍將繼續押注高新技術產業，不應期待大規模政策出台，故同樣預期國家隊救市僅能起到托底效果，維持A股相對正向評等，操作上依舊推薦「科技成長為矛、紅利資產為盾」的平衡配置策略，2026年目標價下調至4500點、2027年目標價5000點。

儘管新經濟蓬勃發展，但短期內仍難以取代房地產及周邊產業



CSI300 盈利動能指標在Q4出現放緩跡象



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

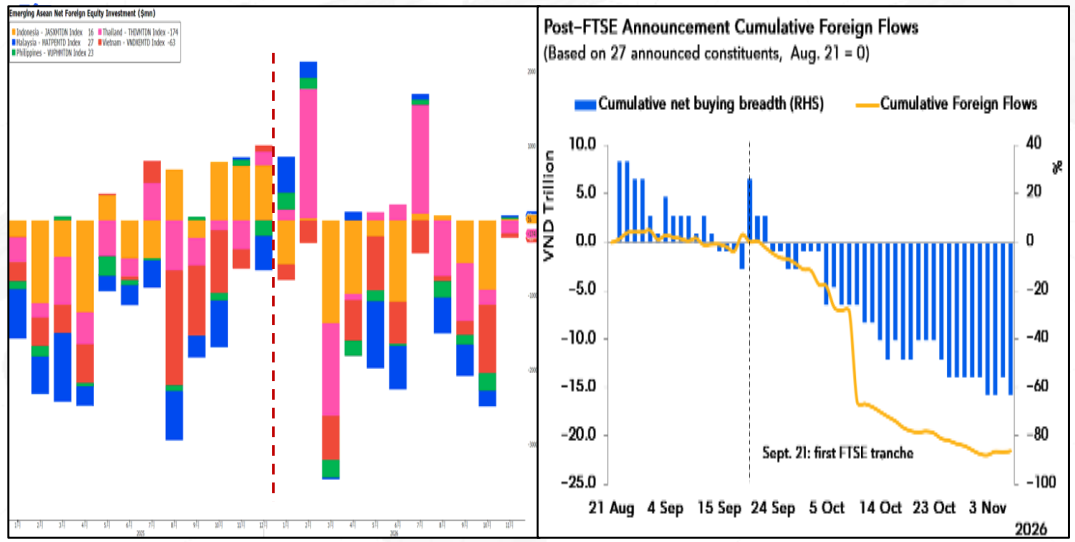
越南:權值板塊基本面分化導致本土資金觀望，下調至中性

- **經濟喜憂參半** ：10月進口(45.8%→43.1%)與出口(39.1%→51.4%)持強，貿易順差創新高73.07億美元，前10個月FDI實際到位資金年增13.1%至240.8億美元創近五年同期新高，外貿與投資動能強勁但面臨通膨壓力(5.09%→5.08%)與全年GDP雙位數成長目標挑戰。

- **資金態度觀望**：外資連續11個月賣超越股，年至今(~11/13)淨賣超越股46.11億美元，進而壓制大型權指股表現，期間大盤下跌2.8%；但越南在富時(FTSE)「次級新興市場」分類中的升級，尚未吸引持續的海外買盤，預期越股年底目標價1850點、2027年為2000點。

- **基本面與股市脫鉤**：龍頭股Vingroup因進入交屋高峰期使3Q財報遠優於預期，但整體地產業健康度猶存不確定性，加上銀行業面臨信貸風險撥備成本上升、利潤增速放緩，導致地產與金融兩大權值板塊未能形成拉動大盤的共識。總體上，越股震盪整理與經濟強韌表現脫鉤，因對大型股後市缺乏共識令本土資金傾向觀望，然中長線的增長導向政策趨勢、低估值與企業獲利復甦仍具配置吸引力。

今年外資每月淨賣超越南股市(紅色)，富時市場升級紅利未顯現



VNINDEX 11/13遠期本益比為10.5x，遠低於十年平均12.4x



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

債市-通膨升溫疑慮，升息壓力致殖利率走升

各國公債		2025封關	2026/10/13	2026/11/13	期間漲跌(10/13~11/13)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.47	4.36	4.26	0.76	-6.23	7.84
	葡債10年券	3.15	3.94	3.82	0.97	-5.28	7.93
	義債10年券	3.51	4.56	4.44	0.93	-7.26	7.83
	西債10年券	3.29	4.08	3.94	1.16	-5.39	8.24
	法債10年券	3.56	4.85	4.93	-0.58	-10.58	7.76
	德債10年券	2.85	3.46	3.38	0.69	-4.29	8.21
	英債10年券	4.50	5.45	5.34	0.83	-6.30	7.50
G3	日債10年券	2.07	3.01	2.86	1.21	-6.67	8.41
	美債10年券	4.13	5.22	5.15	0.50	-7.97	7.77
亞太	台債10年券	1.39	2.05	1.86	1.70	-4.21	8.95
	韓債10年券	3.39	4.25	3.99	2.04	-4.63	7.69
	澳債10年券	4.75	5.30	5.13	1.35	-2.99	7.90

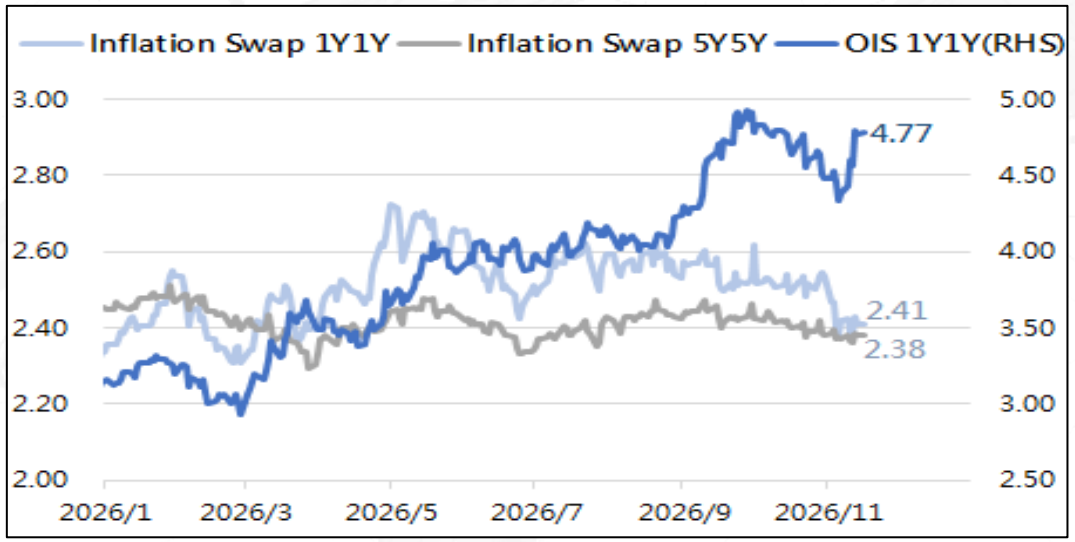
資料截止至 2026/11/13

資料來源：LSEG、 Bloomberg ，永豐投顧整理

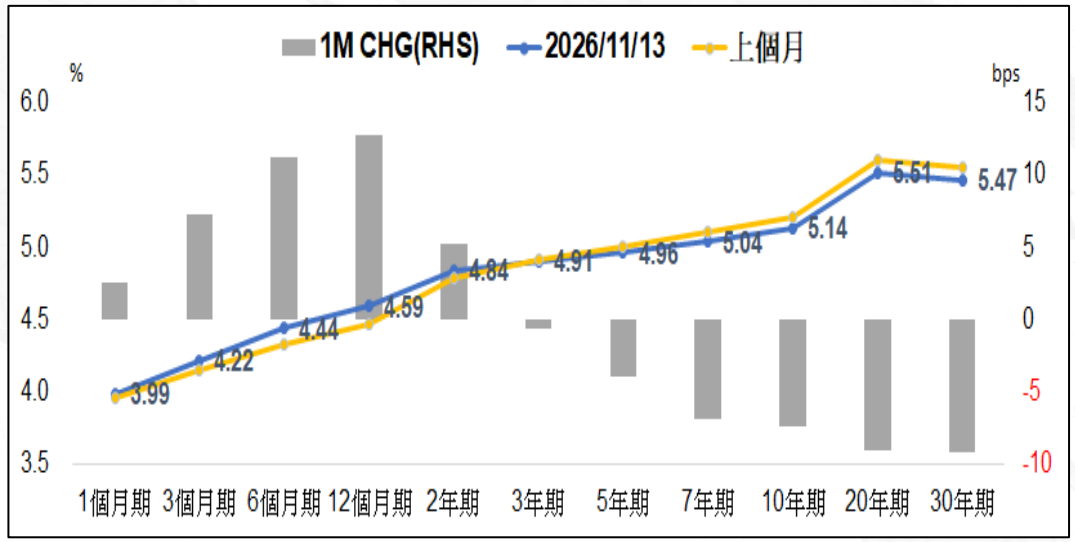
公債-市場消化Fed在明年3月會議前更激進的貨幣緊縮路徑

- **市場定價Fed 12月升息：**經濟指標強勁與通膨壓力猶存，鷹派情緒推動美債2年券、10年券殖利率週升33、28bps至4.8%、5.1%。
- **美債殖利率曲線呈熊平格局：**11/12美財政部進行的250億美元30年期公債標售需求疲軟，加上川普對伊朗態度強硬，推升國際油價並加劇能源通膨擔憂，導致美國公債殖利率上行，整體曲線呈現熊平格局，預計Fed暫停升息後將可能轉向熊陡，陡峭化仍是趨勢。
- **美債籌碼面正在多空博奕：**根據JPMorgan 11/9發布的美債客戶調查顯示，美債現券市場中的多、空倉位指標均大幅下降，反而是中性倉位指標升至12週來最高的63%，籌碼面陷入多空博奕，隨美債殖利率上行，使11月中上旬轉向美債避險的債券多頭倉位受創。

Fed官員論調偏鷹且主要指標偏熱，市場定價12月FOMC再升息



市場消化Fed升息預期，使美債殖利率曲線暫呈熊平格局



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

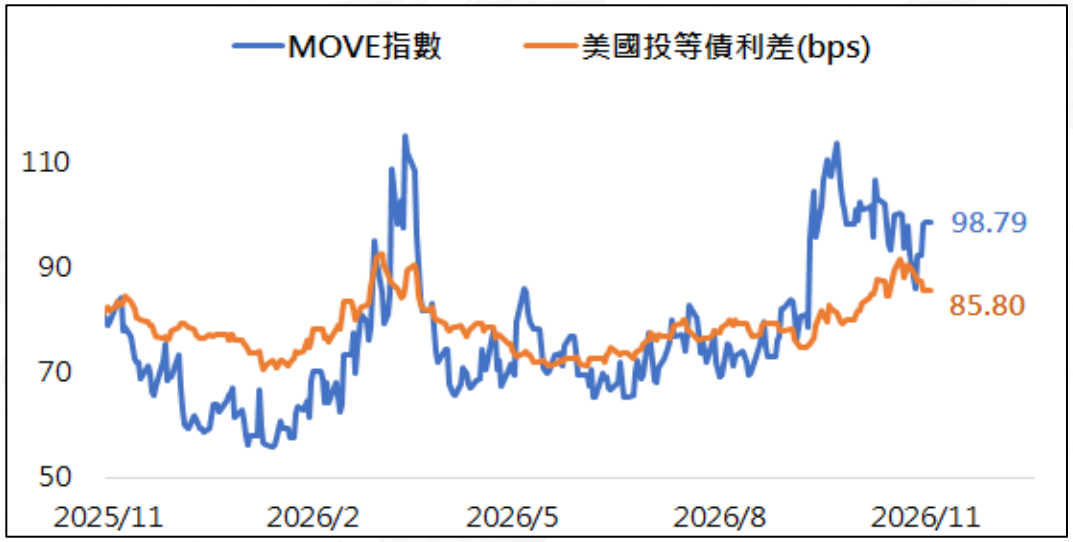
投等債:總體環境帶動投等債信用利差溫和走擴

- **MOVE指數急升：**近期MOVE指數(美銀美林美債選擇權波動率指數)顯著走高，受美國通膨數據超預期、Fed官員釋出激進升息訊號，以及美債市場結構性賣壓(長債供給壓力、海外買盤疑慮、債券期貨負凸性)共同推動，顯示市場正為更劇烈的利率震盪進行避險定價。

- **IG信用利差走擴：**美伊局勢持續反覆，隨著川普對伊朗態度轉趨強硬，油價與政治不確定性升溫，在殖利率高檔震盪及利率波動上升的環境下，預計投等債利差持續走擴。截至11/13，彭博美國投等債總報酬指數的殖利率(YTW)為6.01%，信用利差達到85.8bps。

- **期中選舉的影響為中性：**藍色浪潮對市場最深遠的影響在於加強AI監管，但不太可能對2027年IG市場中的AI融資需求造成重大阻礙。展望未來，儘管市場逐漸定價Fed升息預期，即使IG的利差走擴，幅度預計也僅在80-100bps區間震盪，維持息收(Carry)策略不變。

通膨超預期、升息前景與結構性賣壓，使近期MOVE指數急升



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

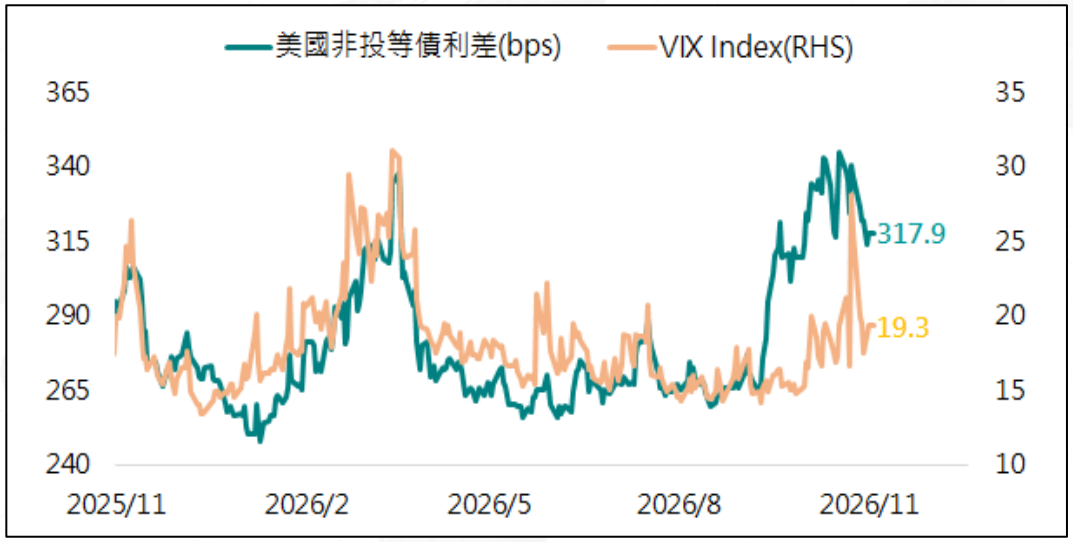
總體環境帶動美國投等債信用利差溫和走擴

	11/13 OAS (bps)	1WK (bps)	1M (bps)	戰爭以來 (bps)	YTD (bps)
美國投等債	85.8	-4.5	4.9	2.2	8.4
通訊	134.1	-7.7	14.6	33.5	38.0
科技	105.4	-6.3	14.6	19.8	29.5
醫療保健	73.6	-3.5	1.4	-8.1	-2.3
建材	79.9	-3.3	2.8	0.5	4.5
能源	79.5	-1.8	4.6	-10.0	-9.5
循環性消費	80.4	-4.3	4.8	6.4	9.7
非循環性消費	66.2	-3.4	1.3	-6.1	-0.9
工業	86.6	-4.5	6.9	5.7	10.3
公用事業	84.7	-4.3	2.3	-4.4	0.4
金融	84.8	-4.6	2.1	-2.0	7.5
醫療保險	75.9	-3.9	1.1	-25.3	-13.6
製藥	57.4	-3.1	1.1	-7.8	-1.1

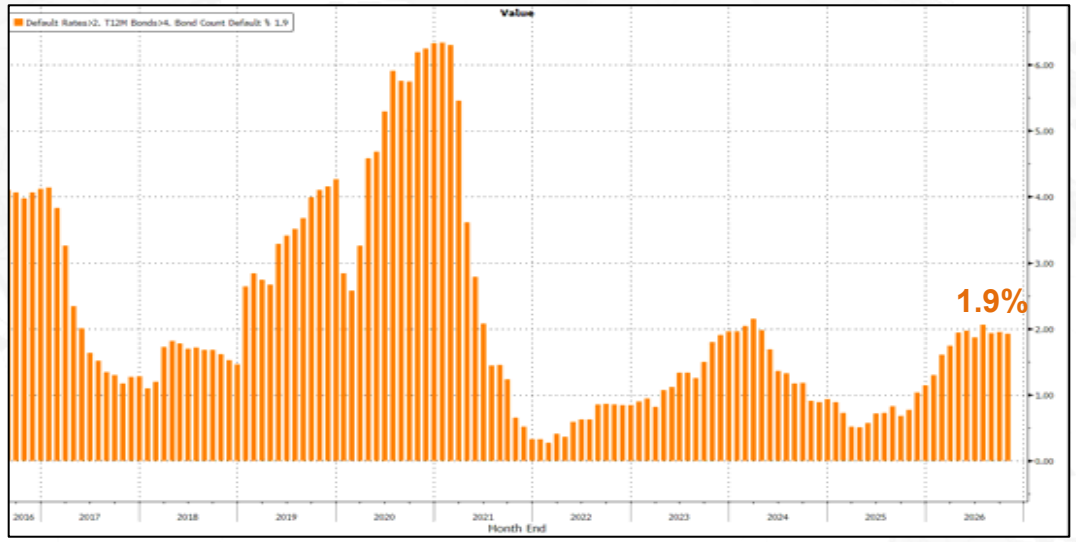
非投等債:違約率穩定，但AI融資不確定性將使信用利差走擴

- **AI融資不確定性：**Nvidia執行長黃仁勳辭職風波，衝擊AI債務融資生態系，使原本在重估AI基礎設施獲利回報能力的非投等債市場，重新定價科技板塊的信用風險，彭博美國非投等債總報酬指數信用利差從11月初高點340bps回落至11/13的318bps，然殖利率保持在較高水平8.33%，BB級與B級殖利率為7.02%、8.31%，上週信用利差收窄顯示仍有資金願意承接較高評級債券，但個券表現分化，債券評等為BB-的Galaxy Helios數據中心債券價格近期一度跌至89.5美分(殖利率飆升至13%)，AI雲端基建公司CoreWeave今年發行的票面利率9.75%非投等債在次級市場殖利率接近15%，CCC級債券利差仍高達1083bps，凸顯市場對體質脆弱、高度依賴再融資企業的償債能力擔憂，CCC級債券殖利率為15.74%，鑒於預期Fed年底仍有升息空間，非投等債利差可能走擴至270~340bps區間上緣。
- **基本面穩健：**面對高利率環境，目前非投等債市場違約率預估為1.9%，且淨降評仍然保持負數(評等提升較多)，基本面保持穩定。
- **維持高息收策略：**美國期中選舉後，非投等債市場表現高度分化，面對高利率環境可能維持更久與AI融資緊縮疑慮的挑戰，呈現整體票息具支撐，但AI數據中心與高槓桿企業面臨監管與再融資壓力的格局，短期內非投等債殖利率或進一步上行，仍採高息收策略。

市場消化AI融資不確定，恐慌情緒升溫，非投等債利差走擴



非投等債市場違約率在高利率環境保持穩定



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

原物料-升息壓力再起，金價持續受挫

		2025封關	2026/10/13	2026/11/13	期間漲跌(10/13~11/13)	YTD(%)
農產品	棉花	64.30	80.51	78.78	-2.1	22.5
	咖啡	350.70	292.70	278.65	-4.8	-20.5
	糖	14.86	21.11	18.41	-12.8	23.9
	小麥	510.25	669.25	593.25	-11.4	16.3
	黃豆	1044.00	1283.75	1231.50	-4.1	18.0
	玉米	440.50	482.75	445.50	-7.7	1.1
能源	原油	57.95	94.14	88.56	-5.9	52.8
	天然氣	3.98	3.28	3.23	-1.6	-18.8
貴金屬	黃金	4349.40	4152.90	3879.70	-6.6	-10.8
	白銀	75.38	59.16	49.03	-17.1	-35.0
	白金	2189.60	1657.40	1488.50	-10.2	-32.0
基本金屬	銅	12673.50	14578.00	13399.00	-8.1	5.7
	鉛	16780.00	15587.00	15985.00	2.6	-4.7
	鎳	3130.00	3731.50	3710.00	-0.6	18.5
	鋅	2024.50	1902.00	1894.00	-0.4	-6.4
CRB指數		301.82	418.14	386.51	-7.6	28.1

資料截止至 2026/11/13

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

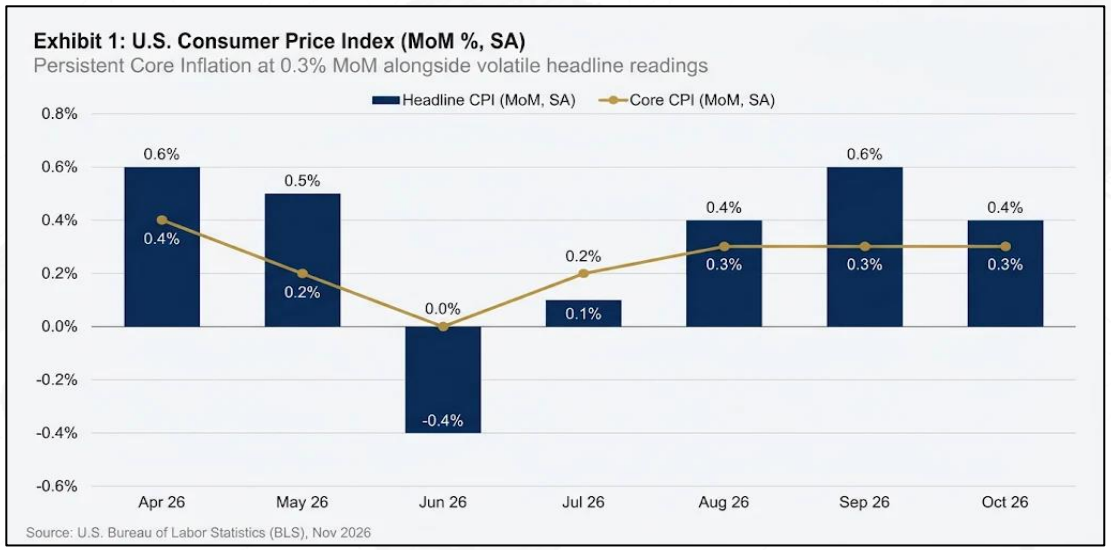
黃金:升息預期再起，壓抑金價反彈動能

- **通膨結構全面反彈**：10月整體 CPI 月增 0.4%（高於預期的 0.3%），核心 CPI 月增 0.3%（高於預期的 0.2%）。分項來看，能源價格月增 0.7%、食品上漲 0.5%、居住成本（Shelter）上漲 0.3%，顯示物價壓力自能源端向核心服務端擴散。

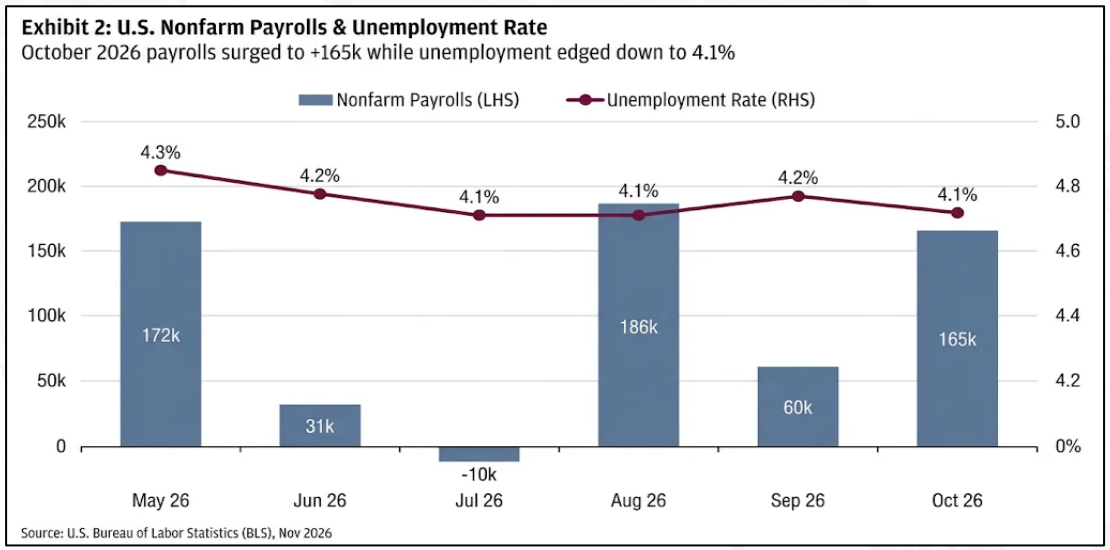
- **就業韌性強化緊縮底氣**：此前公布的10月非農新增就業達 16.5 萬人，失業率降至 4.1%，平均時薪月增 0.4%，加上截至10/31當週初領失業金人數四週均值降至 19.47 萬人，勞動市場並未因高利率而失速。

- **鷹派官員表態與市場定價**：聯準會官員 Waller 與 Logan 公開表態支持「更高、更快」的升息步伐，並將12月升息兩碼納入政策選項。FedWatch 數據顯示，市場定價12月升息 25 bps 的機率達 90.8%，且預期整個緊縮週期仍有近 75 bps 的終端上行空間。10年期美債殖利率於11/10盤中一度突破 5.0% 大關，使無息資產黃金面臨沉重的持有成本壓力。

如我們之前預期，Q4通膨數據轉向高黏性與上行風險



勞動市場在高壓下仍舊保持韌性



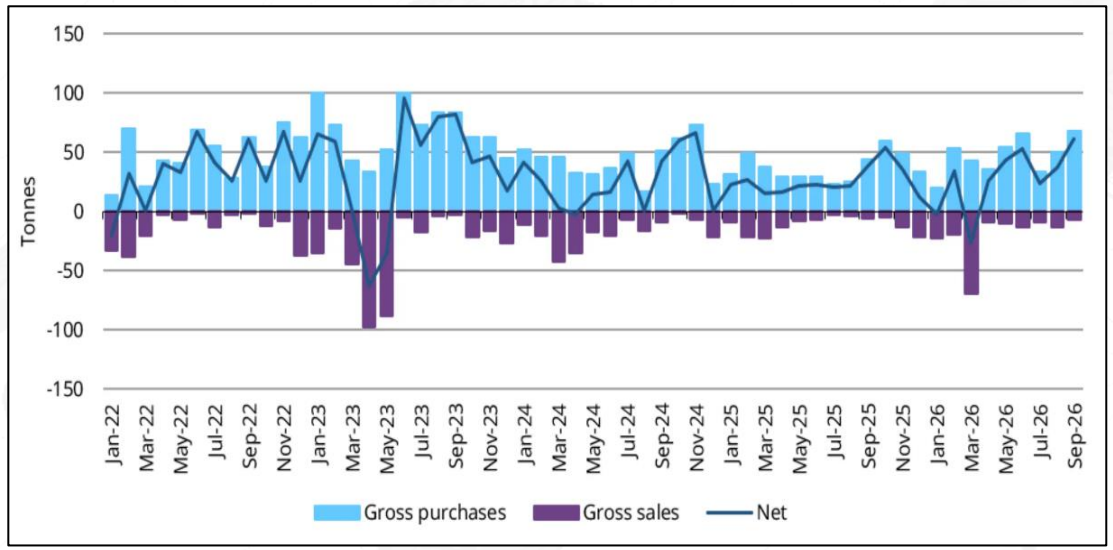
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

黃金:升息預期再起，壓抑金價反彈動能

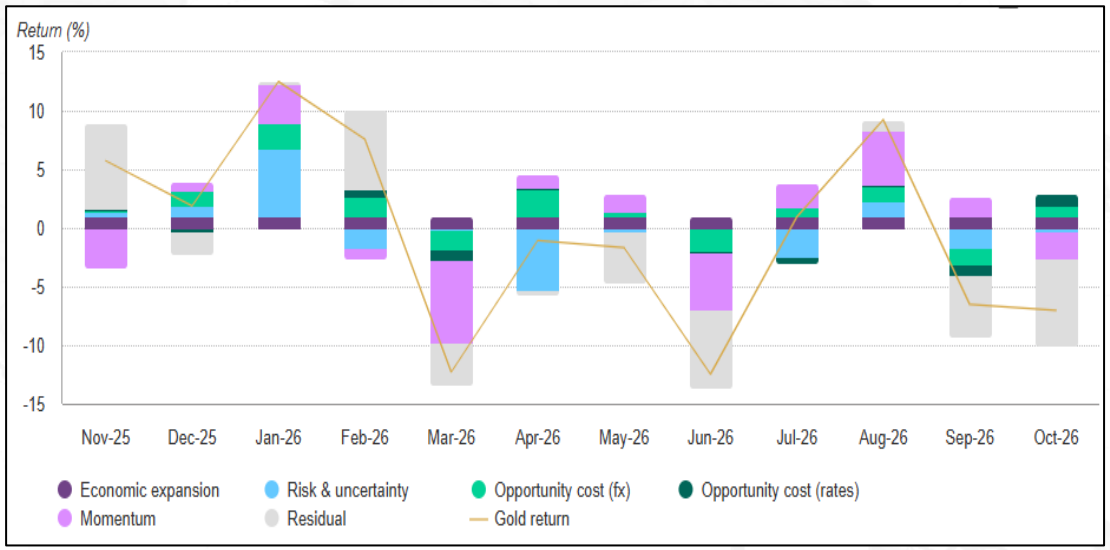
- **藍色浪潮**：美國分立政府往往會互相妥協導致財政支出計畫擴大聯邦赤字，預期進一步削弱美元長期購買；此外，民主黨對於美伊戰爭的反戰態度也將持續施壓川普降低戰爭列度或提早結束戰爭，減輕通膨黏性。
- **美伊戰爭**：11月初市場曾一度期待美伊展開外交降溫，但11/11德黑蘭當局正式否認與華府進行正式談判，且伊朗高層依舊強硬表態拒絕將濃縮核材料運出境外，並堅持美方須先滿足伊朗條件方可解除荷姆茲海峽的商業航運限制。

- 儘管央行構金持續加速，鞏固核心基本面，但在強勢美元與升息預期的雙重壓制下，金價反彈疲乏。與此同時，美伊外交談判陷入僵局，加深市場對通膨黏性的擔憂；加上AI雲端算力財報亮眼帶動歐美股市續創新高，風險偏好回溫進一步對防禦性資產產生資金排擠效應。下調評等至中性，黃金全年目標價下調至4,300美元、2027年目標價4,700美元。

隨金價下跌，9月各國央行淨購入61噸，創下年內單月最高紀錄



10月金價下跌主因在於避險資金輪動至債券，且ETF轉向流出



資料來源：LSEG，WGC，永豐投顧整理

全球股市震盪回升，美股領漲、亞歐表現分化

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，預期2027年經濟增長穩定增速，目標價9100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	從技術面觀察，若右腳形成過程能伴隨成交量逐步放大，則底部結構將更加扎實。在籌碼沉澱完成，以及國安基金授權帶來的信心支撐下，台股第四季行情仍有機會挑戰季線反壓。
中國A股	相對正向	持平	中國政府持續加大力度側重AI產業，27H1不預期大規模財政或貨幣刺激，因此內需疲軟疊加海外AI動盪將在短期內持續壓抑A股估值，預估2027年CSI300上看5000點。
中國H股	中性	持平	中國內需疲軟與海外流動性緊縮雙向夾擊下，港股難有振奮表現，權值股網路巨頭業績應在Q4修復並於Q1反映，短期內仍維持中性。
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，維持中性評等。
越南	中性	下調	越股震盪整理表現與經濟強韌脫鉤，因對大型股後市缺乏共識令本土資金傾向觀望且強勢美元令外資持續賣超，然中長線的增長導向政策趨勢、低估值與企業獲利復甦仍具配置吸引力。

輝達風暴難擋AI反彈，市場展現韌性

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	中性	下調	儘管央行構金持續加速，鞏固核心基本面，但在強勢美元與升息預期的雙重壓制下，金價反彈疲乏，2027年目標價4700美元。

信用利差收窄，債券殖利率仍有升高空間

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	中性	持平	美國經濟具備韌性、就業穩健，但通膨仍偏高，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%，現階段長端利率的上行本身已具備收緊金融條件的效果，預計年內10年期美債交易區間為4.9%~5.3%。
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，預期投等債市場的利差即使走擴也僅會維持窄幅震盪，但受到美債殖利率大幅上行的利率風險拖累，投等債或因平均存續期間較長而產生資本利損，在此情境下，高息收策略仍具優勢，維持相對正向評等。
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。

美10月CPI高於預期，Fed相對鷹派，DXY升至103.24

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	Fed於10月CPI公布後基調更趨鷹派，導致升息預期上升，川普本週稱不須與伊朗達成協議，油價下行趨勢暫緩，兩項因素將持續支撐近期美元走勢，預估美元指數下週保持強勢，區間101~104，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	受限於法國暴動持續、預算問題未解，能源價格亦對脆弱的經濟表現帶來壓力，市場預期ECB升息步伐將相對溫和，預期歐元短線持續承壓，區間1.0900~1.1200，維持歐元中性評等。
日圓	中性	持平	BOJ部分官員呼籲謹慎評估升息，惟日本政府已警告匯率波動過大，日圓貶破160後可能加劇市場對政府干預預期，料下週轉呈震盪格局，區間158~162，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	南非執政黨非洲民族議會(ANC)在地方政府選舉中遭遇沉重打擊，多數地區無單一政黨過半，ANC須與其他政黨展開聯合執政談判，政治因素不改央行年內升息可能，維持相對正向評等。
澳幣	相對正向	持平	RBA於11/3將現金利率調高1碼至4.85%，但會後聲明刪除「必要時進一步上調利率」表述，釋出略為鴿派信號，加上中國部分鋼廠進行環保減產，鐵礦石需求偏弱，壓抑整體澳幣走勢，預估下週區間0.68~0.70，維持澳幣相對正向評等。
人民幣	相對正向	持平	中國外需動能強勁，CNY與CNH於11/2雙雙升破6.65關口，均創近四年多新高，然中國人行上調金融機構外匯存準率至6%，緊縮力度有限，消息公布後CNY與CNH漲幅有所收斂，預估下週區間為6.66~6.76，維持人民幣相對正向評等。

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。