

2025/02/21

# 寰宇金融週報

- 一 回顧與展望 p.2
- 二 投資評等 p.3
- 三 指數變化 p.7
- 四 個別市場 p.9
- 五 ESG洞察 p.22



綁定財富管理LINE官方帳號  
即時市場資訊不漏接!

<https://mma.tw/O04NM>



# 美消費景氣進入觀察期，輝達財報或再創科技股輝煌時刻

## 市場回顧

美國元月零售銷售表現遜色，主要受極端天氣、關稅政策前景不明和假期購物季後買氣降溫等因素影響，大型零售商Walmart稱因政策不確定性影響而發布保守財測，引發消費轉疲擔憂，消費景氣進入觀察期，多位Fed官員發言警惕通膨風險，表示未來數月將保持謹慎，強調通膨增速的降低未必會導致進一步降息，本週川普2.0滿月，美俄關係融冰但關稅威脅頻發，避險情緒推動金價創高，標普500也創史高6147.43點。

川普語氣軟化稱或與中國達成新貿易協議，習近平召開民企座談會，釋放支持民營部門的強勁訊號，而DeepSeek引領的AI熱潮，推動股票基金從印度回流中國，過去1個月中國境內外股票的總市值增加逾1.3兆美元，印度股市則縮水逾0.72兆美元；MSCI中國週線收高3.6%、滬深300漲0.6%，印度Nifty下跌0.5%。

## 市場展望

### ◆ 關注美國科技股財報

輝達、新思科技、Salesforce、Snowflake(2/26)，Dell(2/27)和SMCI、AMD(2/28)將在下週公布財報，關注輝達的業績指引能否反映科技巨頭的AI相關投資力度，以及科技股業績是否滿足市場嚴苛的期望。

### ◆ 關注美股零售股財報

家德寶(2/25)，勞氏公司、TJX百貨(2/26)將公布財報，關注平價零售業的業績與財測，市場預期消費者可能提前採購以避免未來關稅導致的價格上漲，預計大型商品銷售比重較高的零售商將從中受益。

### ◆ 關注美國1月CB消費者信心(2/25)、新屋銷售(2/26)、耐用品訂單(2/27)和PCE指數(2/28)等經濟數據

通膨方面，芝加哥Fed總裁Goolsbee表示儘管PCE數據可能不甚理想，但相信PCE通膨升幅料不及CPI。

# 中國AI時刻來臨，中國股市估值全面上行

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	相對正向	上調	市場已適應Fed態度和高昂殖利率，利空剩下川普VAT稅風險和債務上限議題；且考量3月即將迎來MWC和GTC，資金有望再度輪動回權值科技股，故上調美股至相對正向評等。
歐洲	相對正向	持平	歐股缺乏成長股，未來爆發力可能不如美股，但俄烏戰爭可能即將結束，同時法國預算案動盪即將告一段落，嚴重落後的估值有望適度回升。
日本	相對正向	持平	對日本經濟與股市前景維持樂觀態度，薪資調漲浪潮正在加速擴散，推動日本經濟正常化，建議可透過公司治理改革、半導體復甦或內需成長為主的成長型投資參與日股成長。
新興股市			
台灣	相對正向	上調	觀察國際股市面對變數反而節節走高，表示參與者態度偏多，而台股也突破盤局，區間盤整格局可能生變，多空平衡已經打破，建議逢低布局，上調台股至相對正向評等。
中國A股 中國H股	相對正向 正向	上調 上調	由DeepSeek引爆的FOMO熱潮以及港股互聯網優異的24Q4財報，使中概股估值與獲利預期正在面臨全面重新校準，預計中概股將繼續加速領跑A股。
印度	相對正向	持平	印度經濟成長邁入放緩週期，儘管未損及印度長期結構性成長主軸(基建與製造業投資、消費升級)，但預估在25Q2前基本面不會出現強勁成長。
東協	中性	持平	隨著美元指數走軟，亞幣普遍強勢反彈，2月起外資小幅流入部分估值已經大幅修正的東協股市；目前靜待川普的對等關稅政策細節，在貿易政策風險緩和之前，市場較難有表現空間。
越南	中性	持平	為因應川普可能對越課徵對等關稅以解決貿易逆差，預計雙方將談判增加對美商品購買量或進一步開放越市場，亦或循印度模式加大對美能源與國防採購來遏阻貿易戰，留意關稅風險。

# 科技展利多即將來襲，黃金續創新高

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	相對正向	持平	財報至今的AI龍頭股，多數因為預期過高財報缺乏驚喜，而導致股價修正；目前市場聚焦2/26輝達開獎，資金也有望於MWC和GTC大會前後布局科技股
能源	中性	持平	哈薩克管道停運和OPEC+考慮推遲增產，重燃供應擔憂並推升油價；S&P500能源指數已有77%公布上季業績，獲利年減30%優於預期。預期WTI區間\$70~\$82、能源指數上看720點。
生技	中性	持平	美債利率壓抑情緒，RFK的疫苗懷疑論發言仍壓抑到健護市場情緒，故給予中性評等。不過生技本身估值便宜，基本面也處在復甦期，仍可長期緩慢布局。
REITS	中性	持平	FNER指數和美國10年債利率高度負相關，當前美債高檔震盪和REITs一樣表現平淡，故維持中性評等。但長期而言，只要美債利率趨勢下行，REITs依舊還是有賺取資本利得的空間。
原物料			
黃金	相對正向	持平	關稅威脅和通膨擔憂，推動避險情緒升溫，現貨黃金本週兩度創新高，2/20觸及史高\$2954.84，預期多重利好有望推升金價升至\$3040；惟技術面有過熱跡象，可逢高部分調節。

# 關稅消息平淡，利率、利差保持平穩

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，預估2025年底目標價為4.3%。
投等債	正向	持平	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。就估值角度而言，我們看好銀行債券利差收斂，整體維持正向看法。
非投等債	正向	持平	鑑於軟著陸前景與風險偏好增加，預期未來12個月違約率維持在現行水準(1.7%)，現行合理的利差目標價為300bps，我們看好非投等債可以獲得穩健高息收表現。
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；我們同時看好新興企業信用，尤其看好亞洲(排除中國房地產)、中東產油國等地區。
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。

# 美國經濟數據不如預期，DXY貶至106.33

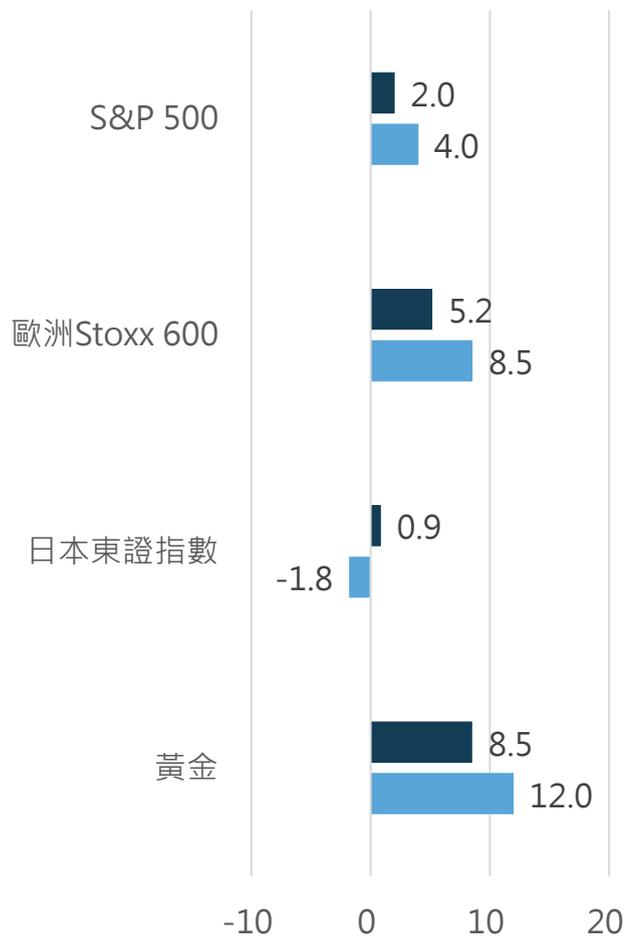
資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	市場預期下週核心PCE年增率由2.8%降至2.6%，加上市場對川普關稅反映轉弱，預期短期內將逐漸鈍化，美元下週或延續震盪偏空格局，預估區間106~108，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	2/23德國將進行國會大選，若執政黨得票數不如民調或影響市場情緒，然俄烏停火期待仍大，支撐歐元短期走勢，料歐元下週維持震盪偏升格局，預估區間1.03~1.06，維持歐元中性評等。
日圓	相對正向	持平	BOJ鷹派言論漸多，1月CPI年增率亦由3.6%升至4.0%，且核心由3.0%升高於預期的3.2%，支持近期BOJ偏鷹言論，料日圓下週震盪偏升，區間148~153，維持日圓相對正向評等。
南非幣	中性	持平	川普簽署行政令宣稱美國將停止對南非提供任何援助或支持，加以市場對Fed降息預期進一步降低，支撐國際美元維持高檔，短期南非幣仍承壓，維持中性評等。
澳幣	中性	持平	RBA降息一碼，正式啟動降息循環，惟預期RBA將謹慎降息，澳幣預估區間在0.60~0.65，維持澳幣中性評等。
人民幣	相對負向	持平	美中角力可能持續令人民幣匯率承壓，短期人民幣預估區間為7.05-7.40，中國房市尚未走出陰霾，內需仍然疲軟，維持人民幣相對負向評等。

# 歐美股市創新高，外資唱多中國之際，陸港股領漲亞股

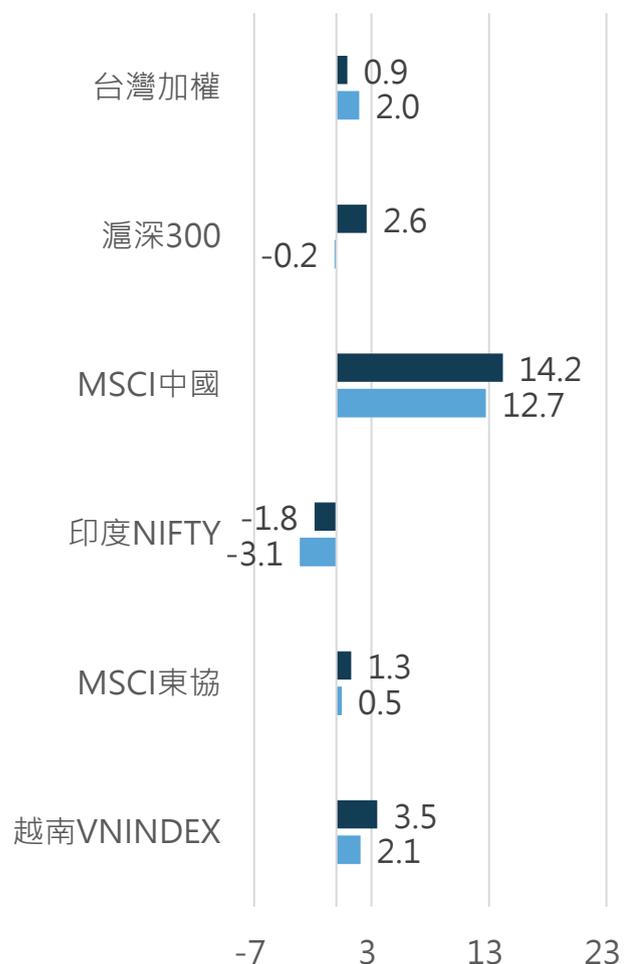
指數變化

1M% YTD%

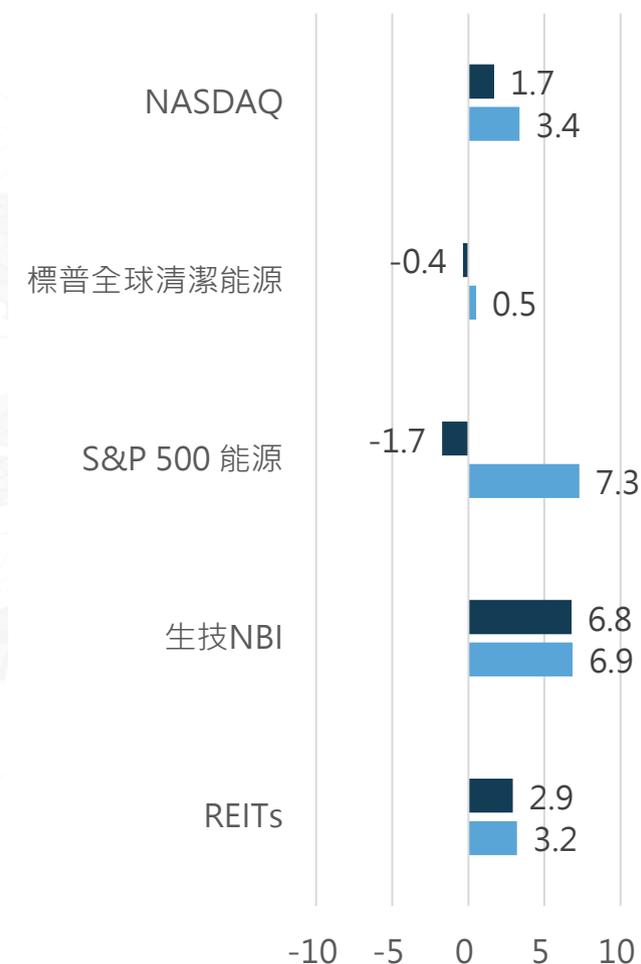
## 成熟市場股市&原物料



## 新興市場股市

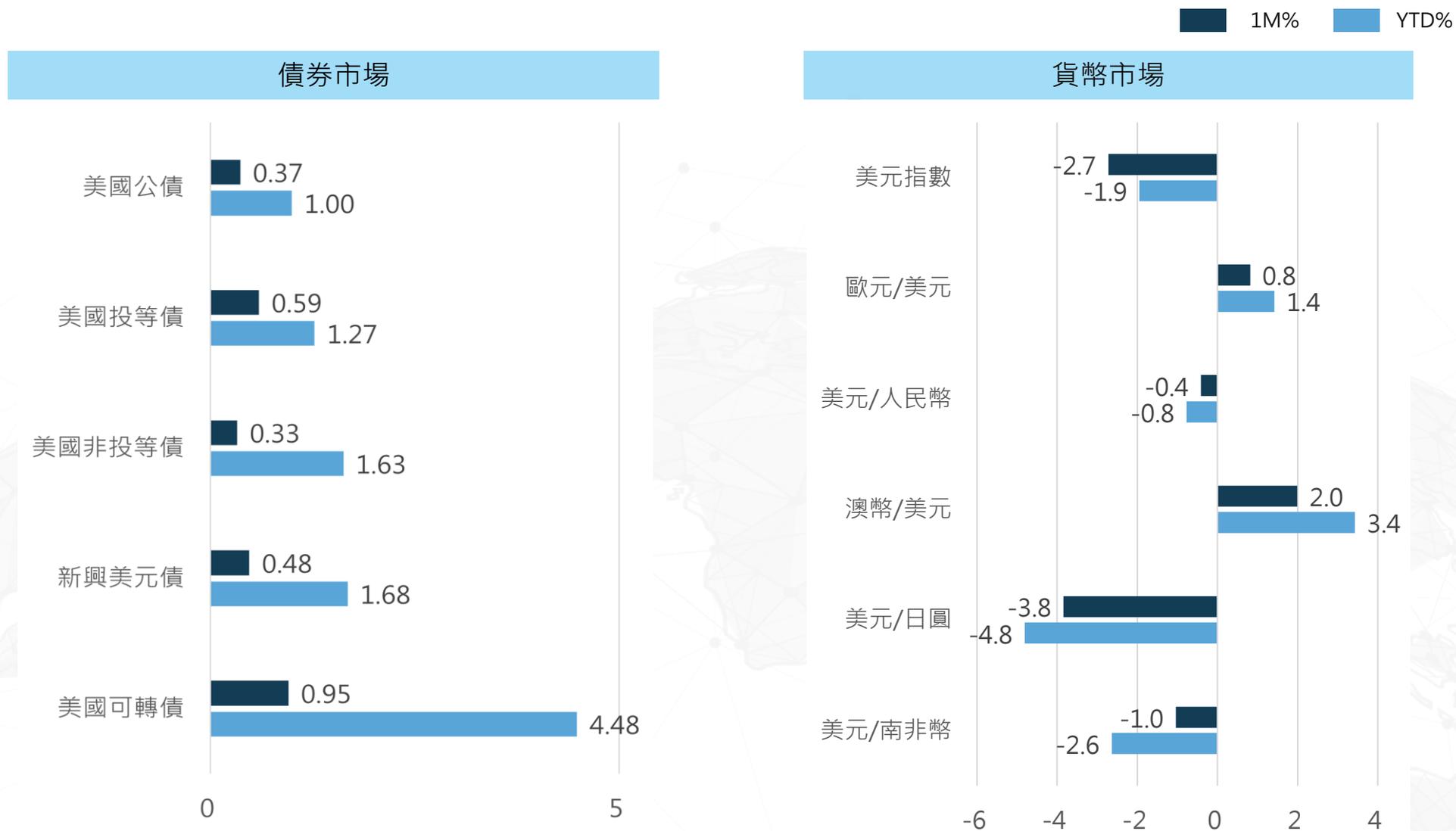


## 產業市場股市



# 美國可轉債表現強勢，非美貨幣普遍反彈

指數變化



# 擁抱科技利多題材，預計股優於債

近1個月(1/21~2/20)，全球股、債市分別上漲2.98%、1.34%，股70/債30的股債平衡配置策略以上漲2.78%的績效優於其他組合，儘管川普關稅政策和Fed利率路徑仍存在不確定性，但市場受到企業財報亮眼和資金行情推動，加以美俄關係融冰，本週歐美股市創下歷史新高，十年期美債殖利率累跌12個基點至4.5%，短線預估將在4.3~4.6%區間運行，美元指數跟跌2.8%來到106.4。亞洲方面，日本與印度領袖相繼訪美，並提議擴大對美投資或增加商品採購，緩和關稅疑慮，而日本近期公布的經濟數據強勁，強化BOJ在7月進一步升息的可能性，國內復甦態勢明朗，也帶動內外產業開始輪動；中國得益於DeepSeek引爆的FOMO熱潮、港股互聯網4Q業績優異，引領港股估值與獲利展望向上修正，而隨著3月兩會時間鄰近，樂觀政策預期將推動陸港股繼續上行。展望下月，MWC展(3/3-3/6)與GTC大會(3/17-3/21)陸續登場，隨著AI技術創新的速度日益加速，擴大AI主題使得更多領域受益，AI代理、機器人、AR/VR和自動駕駛等熱門AI應用趨勢成為盤勢焦點，建議把握三月利多行情，預計股優於債，看好股70/債30。

平衡型策略



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

註：本文採用股票指數(MSCI AC世界指數)及債券指數(彭博全球整合信用總報酬指數價值型未避險美元)來演示平衡型基金的資產配置並比較不同操作策略的績效

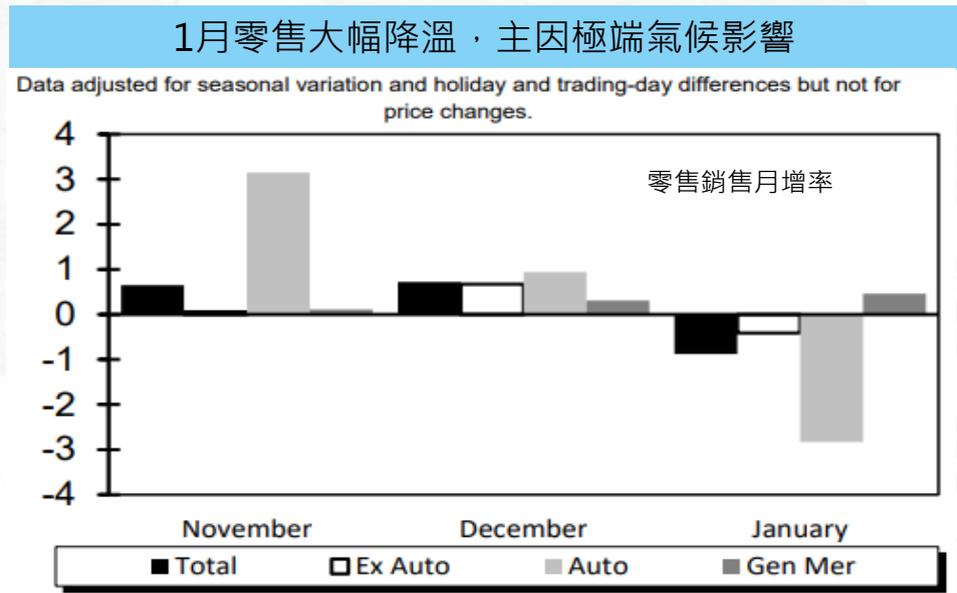
# 美債波動收斂，標普再創新高，給予相對正向評等

Fed公布1月FOMC會議記錄，與會者普遍表示，在看到通膨的進一步進展之前，將利率保持目前區間；不過，因擔心準備金可能會快速下降並低於委員會認為的合適目標，認為在債務上限事件結束之前，暫停QT可能是合適的。Fed副主席Jefferson表示貨幣政策仍具有限制性，但強勁的消費者支出是抗通膨與支撐經濟的關鍵因素，官方對進一步放鬆貨幣政策會保持謹慎；亞特蘭總裁Bostic審視新政府推出貿易、監管和移民的政策後，也認為官方應該暫停一下，靜觀經濟走勢。

美國1月零售銷售月增率由0.7%放緩至-0.9%，低於市場預期的-0.2%。13個主要類別中有9個出現負成長，其中汽車由0.9%降至-2.8%、運動休閒書店由3.2%跌至-4.6%，電商由0.6%降至-1.9%，是跌幅較大類別；不過零售大幅下滑主要可能受到加州野火和暴風雪氣候影響，股市反應不劇烈。整體而言，市場已逐漸適應Fed態度和高企殖利率，利空僅剩川普VAT對等關稅風險和債務上限議題。考量3月即將迎來MWC和GTC，資金有望再度輪動回權值科技股，上調美股至相對正向。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

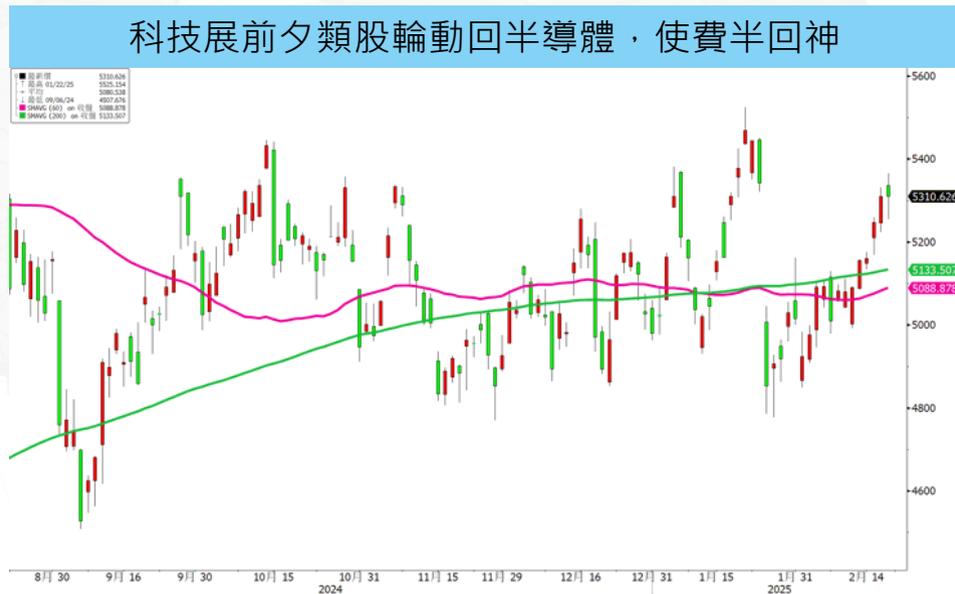


資料來源：人口普查局 · 永豐投顧整理

# 財報好壞參半，等待輝達開獎，維持相對正向

Arista網路公布24Q4營收年增25.3%至19.3億，優於預期的18.9億，EPS為\$0.65，高於預期的\$0.58，毛利率為64.2%，高於預期。展望未來，公司25Q1營收預計19.3至19.7億美元，優於市場預期的19.1億，毛利率63%符合預期，高層雖上調全年年營收由80億至82億，但維持毛利率和60%至62%的展望不變，也不改AI後端和前端分別7.5億美元的指引，令市場失望，導致財報公布後跌6.4%。亞德諾半導體FY25Q1營收年減4%至24.2億，EPS \$1.63，分別高於預期的23.6億和\$1.54；其中消費類營收年增19%至3.2億，是推升業績強勁主因，工業、車用和通訊分別下滑10%、2%和4%；展望未來，執行長稱當前已進入復甦階段，預估本季營收中值25億，高於預期的24.6億。

財報至今的AI龍頭股，多數因為預期過高財報缺乏驚喜，而導致股價修正；目前市場聚焦2/26輝達開獎，資金也有望於MWC和GTC大會前後布局科技股，維持相對正向評等。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

# RFK上任壓抑情緒，關注年中減肥藥數據，維持中性

RFK正式上任美國衛福部長，而RFK在2月初聽證會堅稱自己不是疫苗懷疑論者，但拒絕接受兒童疫苗不會導致自閉症，以及新冠疫苗拯救數百萬人的科學論點，導致疫苗相關類股受到壓抑，同時2/7衛生研究院宣布削減NIH資金間接補助(實驗室維護、人員和管理等)40億，使投資人擔憂政治會持續對醫藥產業不利。

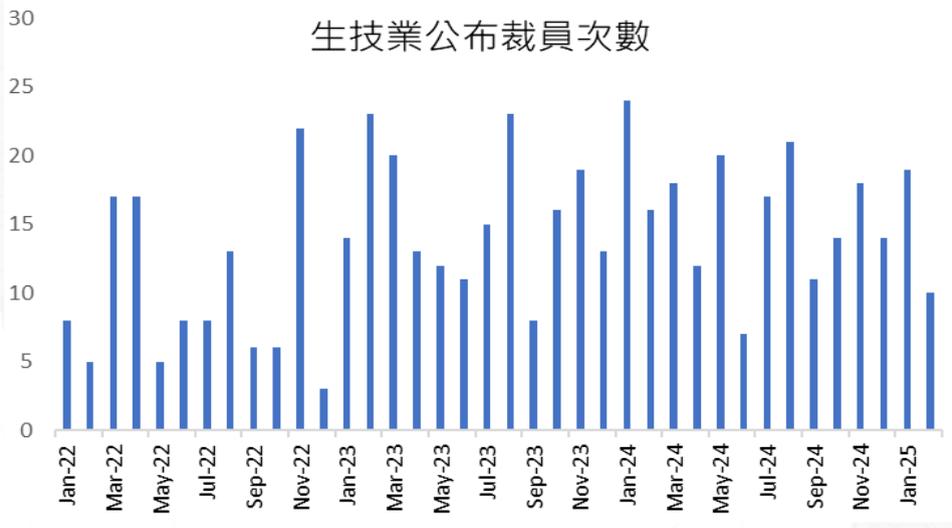
丹納赫營收優於預期但EPS低於預期，財測指引也不佳，主因中國需求保持疲軟且小型客戶資本支出依舊謹慎，不過公司稱整體生物加工領域持續復甦、訂單正面。賽默飛世營收EPS皆高於預期，公司強調生技業正在持續復甦，所有終端市場收入都正成長。Sartorius的生物加工部門訂單大增23.1%，遠超預期，公司看好今年生技產業溫和成長。整體而言，生技基本面仍在緩步好轉，且估值相當便宜(美國約140家生技股市值低於現金，疫情前約25家)，但政治和利率風險對市場情緒造成嚴重壓抑，故維持中性評等。留意年中糖尿病年會，包含諾華諾德、禮來和安進都將公布開發中的減肥數據。

### 政治風險壓抑NBI表現



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

### 生技業仍在低谷緩慢復甦



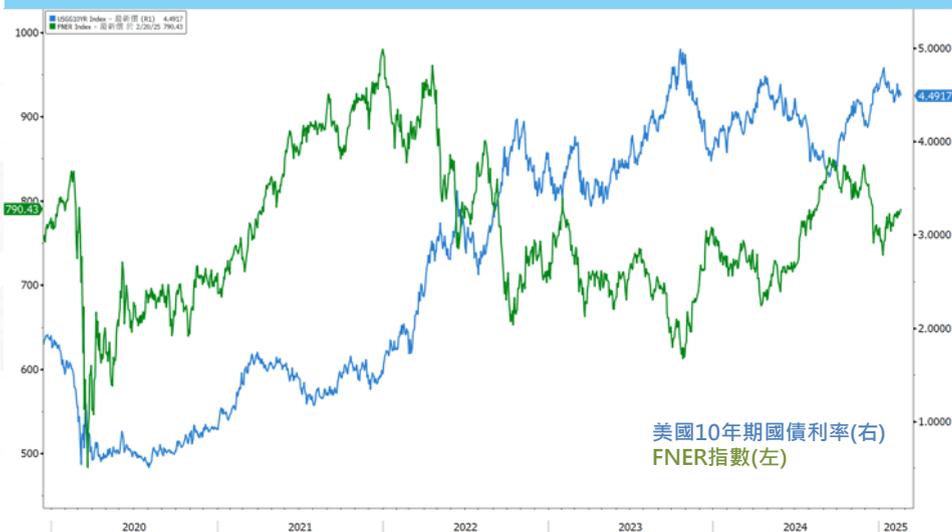
資料來源：Fierce Biotech · 永豐投顧整理

# 基本面磨底，但美債利率仍壓抑表現，維持中性

1月新屋開工數由151.5萬套降至136.6萬，低於預期的139萬，營建許可由上修值的148.2萬套升至148.3萬，高於預期的146萬套。美國房市處於復甦早期，但近期利率升高、關稅威脅可能對來自加拿大的木材和消費者信心構成干擾，從而影響到建商信心或短期買氣。租屋方面，1月典型房租金月增0.2%(年增3.5%)至\$1968，其中單戶型增0.3%(年增4.4%)，多戶型0.2%(年增2.7%)。1月租金較去年冬季有所回溫，不過春夏的傳統購屋季節性高峰仍可能壓抑到上漲空間，還有待觀察。

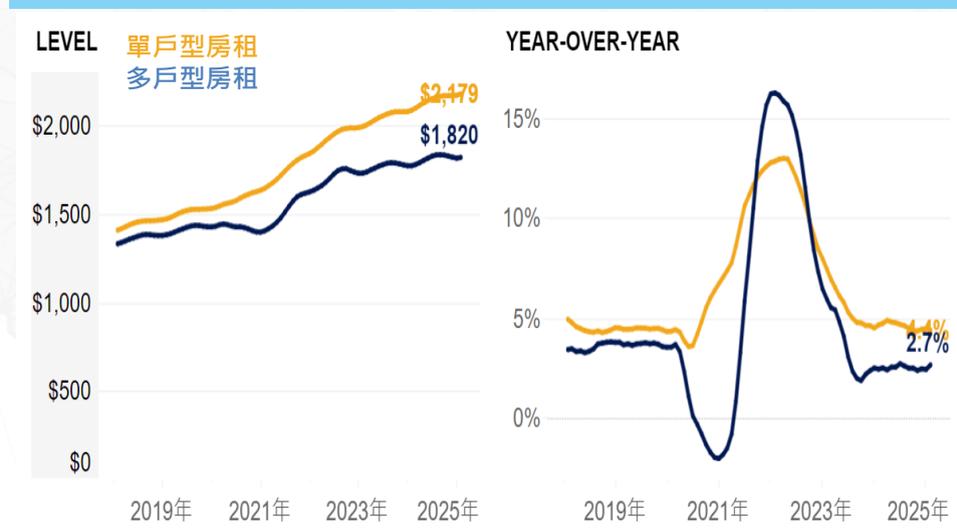
普洛斯核心FFO達\$1.5超過預期的\$1.4，主因關稅導致的囤貨風險拉動倉儲需求，執行長也樂觀稱需求正在接近拐點。威爾塔的老年人房屋SSNOI大漲23.9%，公司樂觀預期今年仍有高達15%~21%的高成長。Equinix的預訂量再創歷史紀錄，但考量都會地區供應受限和強勢美元的影響，給出不如預期的財測。整體而言，美國居民房緩慢復甦、工業和電信基礎也在磨底復甦期，醫療和資料中心則保持強勁，然而美債利率高位震盪持續打擊REITs投資吸引力，挑選特定產業主體可能較有報酬空間。

### FNER指數和美債利率反向關係相當明顯



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

### 單戶房租金增數回溫至疫情前水準



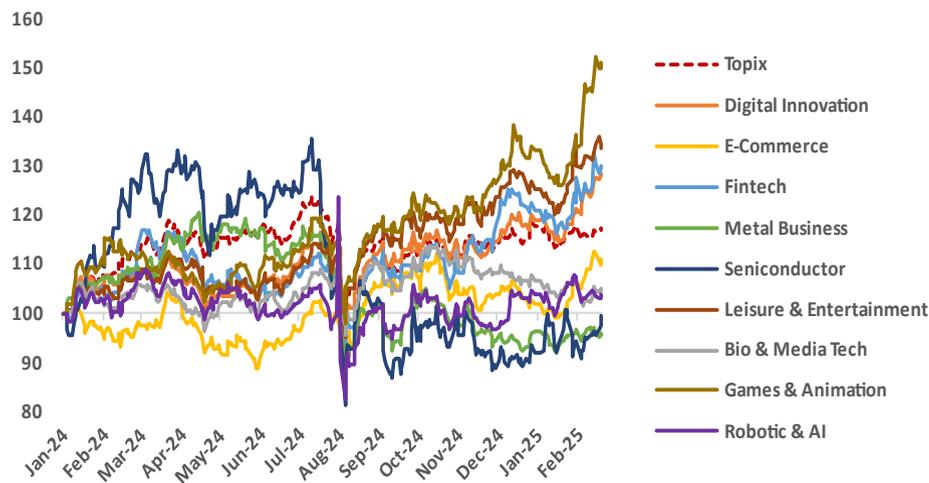
資料來源：Zillow · 永豐投顧整理

# 日本復甦態勢明朗，內外產業開始輪動，維持相對正向評等

日本升息前景已不再遙遠，強勁的24Q4 GDP以及1月通膨數據顯示日本經濟已逐漸從「溫和復甦」階段進一步走強，政策利率理應逐步調整至中性區間(1.0%-2.5%)以避免通膨上行風險失控，BOJ鷹派委員田村直樹表示BOJ須在FY26H2前將利率升至1.0%、前首席貨幣外交官渡邊宏司表示日本在FY26將再升息兩次，同樣Reuters調查顯示市場高度預期7月將續升1碼，並於26Q1再升1碼。在此背景下，市場正持續加碼銀行與保險類股，交叉持股減持、股利增加、獲利續創新高等一系列因素吸引海量資金湧入。

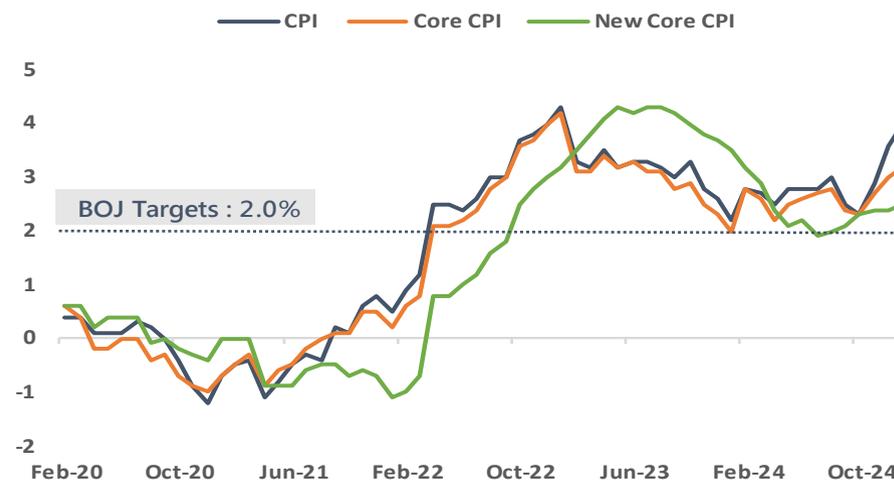
然而，須留意當前復甦仍不穩定，24Q4 GDP基本由淨出口(出口+4.3%、進口-8.0%)推升，而外部風險如川普關稅、美國經濟放緩、中國經濟不確定性均對日本經濟前景構成威脅，這導致日股權值中除金融外汽車、機械與半導體普遍承壓，但投顧預計在內需復甦勢頭下，產業輪動將率先起跑，此時是提前布局內需消費類股的好時機，另IT、遊戲、AI、金融股也可持續加碼投資，維持日股相對正向評等。

## 日本遊戲股索尼、萬代南夢宮、卡普空業績強勁



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

## 日本通膨持續上行，升息必要性增加



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

# 台股突破區間，上調至相對正向評等

本週台股突破23,500點壓力，顯示台股多方逐漸蓄積力量。一週市場變化頗多，首先是美俄在沙烏地阿拉伯舉行會談，雖然把歐洲、烏克蘭撇在一邊，但和談反而單純，實際上有助迅速達成俄烏停戰協議。此外，原本市場認為貿易戰焦點的美中，則始終在溫和醞釀，降低了市場緊張。第三是美國聯準會態度，聯準會面對通膨降低有限的局面，市場擔心可能扭轉降息寬鬆的態度，沒想到聯準會居然表示考慮放慢、甚至暫停縮表，這表示聯準會鴿派態度堅定，大為鼓舞市場信心。

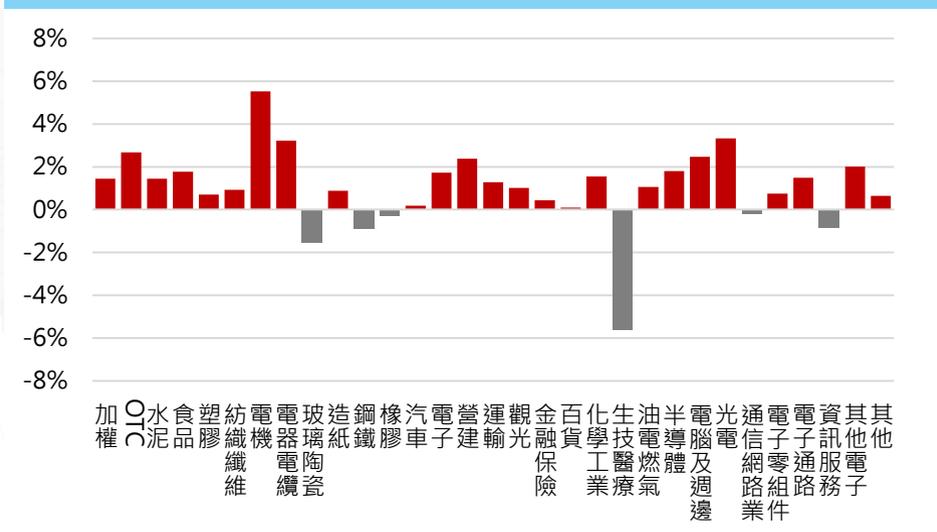
總結而言，觀察國際股市面對變數反而節節走高，表示參與者態度偏多，而台股也突破盤局，區間盤整格局可能生變，多空平衡已經打破，建議逢低布局，上調台股至相對正向評等。

台股突破23500點壓力，多方逐漸蓄積上攻力量



資料來源：CMoney · 永豐投顧整理

類股漲多跌少



資料來源：CMoney · 永豐投顧整理

# 中國十杰反超7巨頭，AI時刻來臨，上調至相對正向

由DeepSeek引爆的FOMO熱潮以及港股互聯網優異的24Q4財報使港股估值與獲利預期正在面臨全面的重新校準，截止至2/20，MSCI China以市值計已公布24%財報，以AI為首的一眾互聯網、電動車、半導體業績表現優於預期，整體營收/淨利YoY分別由前季1.7%→3.5%、2.1%→11.7%，其中營收與淨利均連續4季保持增長且持續擴張，同時營收SR連續7個季度以來首次翻正至0.2%。得益於股市結構，預計中概股將繼續領跑A股，將評等上調至正向，目標3個月區間為77~85點，仍有5%~15%增長空間。

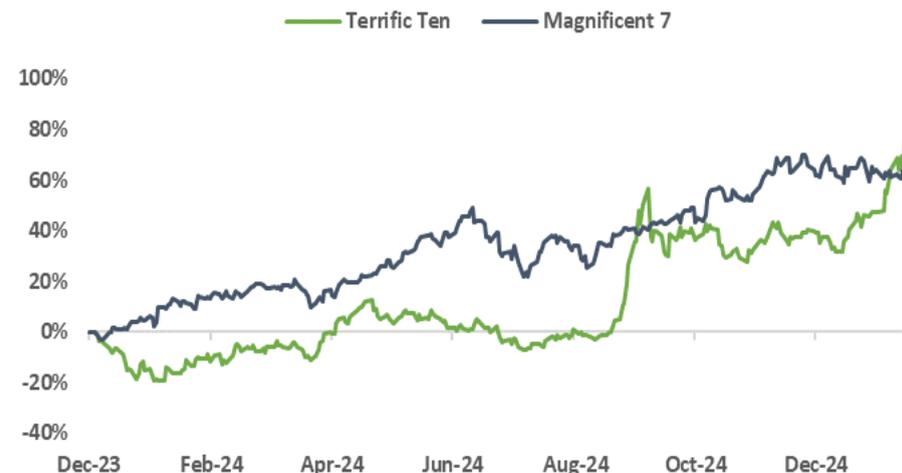
A股則受基本面影響更深，不過預估A股同樣會受到中概股樂觀情緒所帶動，並且兩會時間點鄰近，樂觀政策預期將推動A股繼續上行，但儘管投顧預估中國全年政策傾向擴大支出，由於川普對中關稅實施緩慢，預計兩會期間不會公布超預期政策，中國官方應保留銀彈應付美國貿易政策，因此預估A股將同步上行，但力道較弱且具修正風險，上調A股至相對正向評等，CSI300指數3個月區間為3800~4200點。

中國兩會目標預估

總體經濟目標					
項目	2022年	2023年	2024年	2024年實際狀況	2025年預估
GDP	5.5%左右	5.0%左右	5.0%左右	5.0%	5.0%左右
CPI	3.0%左右	3.0%左右	3.0%左右	0.2%	3.0%左右
赤字率	3%	3%	3%	3%	4%
地方政府專項債	3.65兆	3.8兆	3.9兆	4兆	6.3兆(含債務置換)
特別國債	--	--	1兆	1兆	3兆
新增城鎮就業	1100萬人以上	1200萬人以上	1200萬人以上	1256萬人	1200萬人以上
城鎮調查失業率	5.5%以內	5.5%左右	5.5%左右	5.1%	5.5%左右
居民收入	與經濟成長基本同步	與經濟成長基本同步	與經濟成長基本同步	5.1%	與經濟成長基本同步
進出口	保穩提質	促穩提質	質升量穩	3.8%	促穩提質
糧食產量	1.3萬億斤以上	1.3萬億斤以上	1.3萬億斤以上	1.41億斤	1.3萬億斤以上

資料來源：永豐投顧整理

中國Terrific Ten累積報酬率反超美股7巨頭



資料來源：LSEG·永豐投顧整理

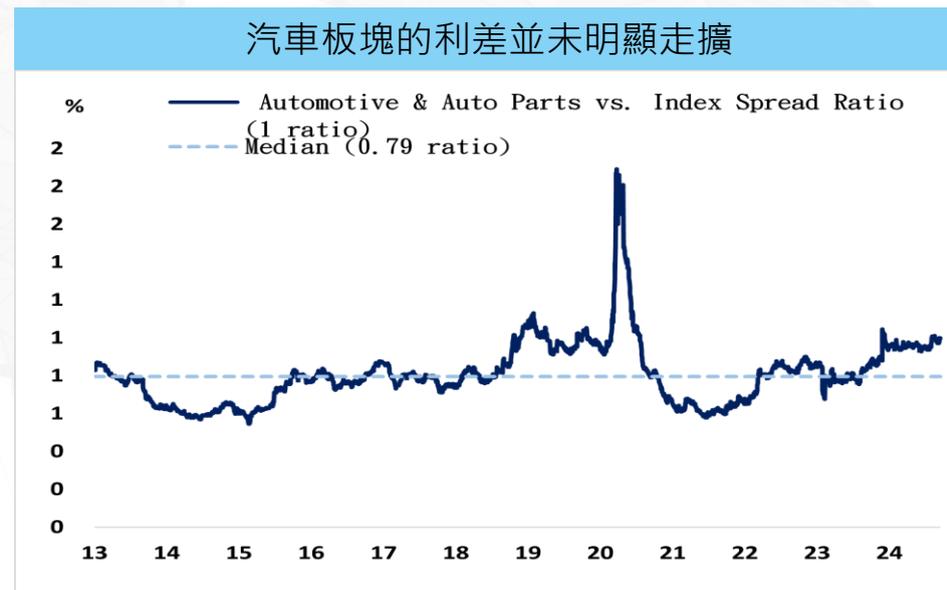
# 關稅衝擊有限，投資等級債維持正向評等

我們持續認為關稅問題對信用利差影響相對較小，今年相對風險仍然更多的在公債殖利率端，市場擔憂通膨重新升溫導致較高的利率成為風險。2年期通膨掉期來到了2023年3月以來最高水平，1月的FOMC會議的會議記錄證實了這件事，FED委員認為“當前的高度不確定性”是目前貨幣政策謹慎原因，他們希望在調整利率之前看到通貨膨脹的進一步進展，這也反映在我們對10年期美債殖利率全年預估上，降息預期漸趨保守，市場共識之間的差異化有限，再出現明確催化劑轉變之前我們預估10年期會在4.3~4.6%之間波動，10年期年底預估4.5%。

川普宣布對鋼鐵和鋁的關稅25%，建築行業的鋼鐵消耗約佔美國總和的46%、其次為汽車行業佔據26%以及機械和設備佔據7%。對於鋁的消耗，運輸（包括汽車，航空和船用船）佔總消費的36%，其次是包裝的17%以及建築的12%。如果以美國較大的汽車和工業發行人做為樣本觀察，該籃子的目前的表現相對大盤表現不佳，但也僅小幅落後，這說明信用市場對關稅相關的訂價仍然不多。



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

# 非投資等級債波動平穩，維持正向

10年期美債殖利率依舊保持波動性，近兩週低點為4.4%、高點為4.65%，美股也在區間內震盪，相形之下美國信用市場IG、HY利差皆保持在平穩狀態，波動相當低。我們認為下列技術面因素持續在近幾年促成這樣的現象: 1. 發行人盡可能延長再融資的期限；2. 發行人選擇發行較短天期的債券，以避免較長期的高額融資成本；3. 投資者現在也偏愛較短天期債券，需求強烈；4. 疫情時期造成大量的墮落天使，這一兩年這一現象重新逆轉升級，縮減了指數規模。投顧認為在當前高利率環境下，順應市場趨勢維持高息收策略並沒有太多問題，維持買進評等。

自2021年以來，美元市場的評級風向為單向升級居多(HY→IG)，因為2020年墮落的天使的大部分都返回到IG。本週Celanese共計81.5億美元的債券從IG降級到HY，這使其成為自Nissan於2023年第1季度以來最大的墮落天使，但僅是過去五年中第七大墮落的天使。

### 非投等債利差與利率波動趨向穩定



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

### 非投等債利差與股市波動不大



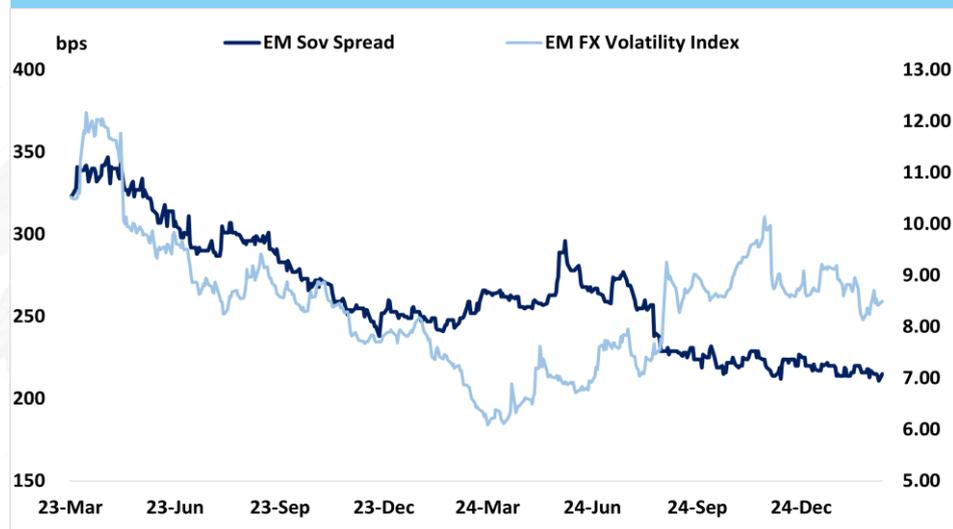
資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

# 烏克蘭和平主題仍待觀察，新興債維持相對正向

烏克蘭和平紅利是2025年EM的新主題，可能會有一些和平協議發生但沒有定價，這可能是因為其他宏觀主題(關稅)已經佔據主導地位。除了烏克蘭美元債券是和平協議的直接受益者，和平協議交易的一部份體現會是在能源這塊，雖然具體上仍取決於談判的細節。天然氣方面自12月以來，由於供應中斷和寒冷的冬天，天然氣價格仍然上漲了30%，停戰有利於天然氣價格的緩解。

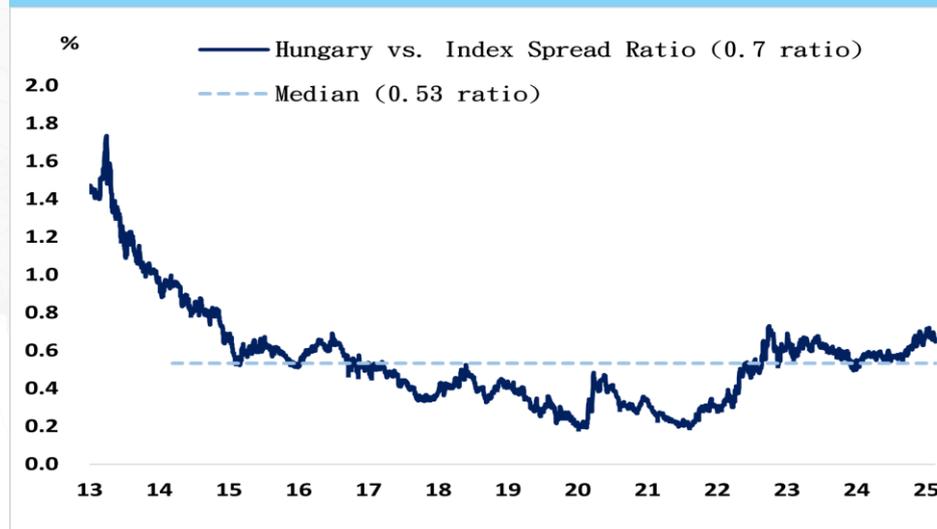
對於廣泛的新興美元債而言，如果能源價格至少年增率放緩這有助於通膨緩解，並降低聯準會加息的風險，尤其這發生在1月份CPI較高的擔憂情境下。匈牙利是較低汽油價格的另一個主要受益者，該國在市場對其財政和貨幣政策的擔憂中不受歡迎，能源價格的進一步下降的利多顯然有助於緩解該國壓力，而訂價上尚未反映。

新興債利差走低、外匯波動有收斂趨勢



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

匈牙利主權信用利差未有明顯利多反應



資料來源：LSEG、ICE BofA、永豐投顧整理

# 美經濟數據不如預期，DXY貶至106.33，維持中性評等

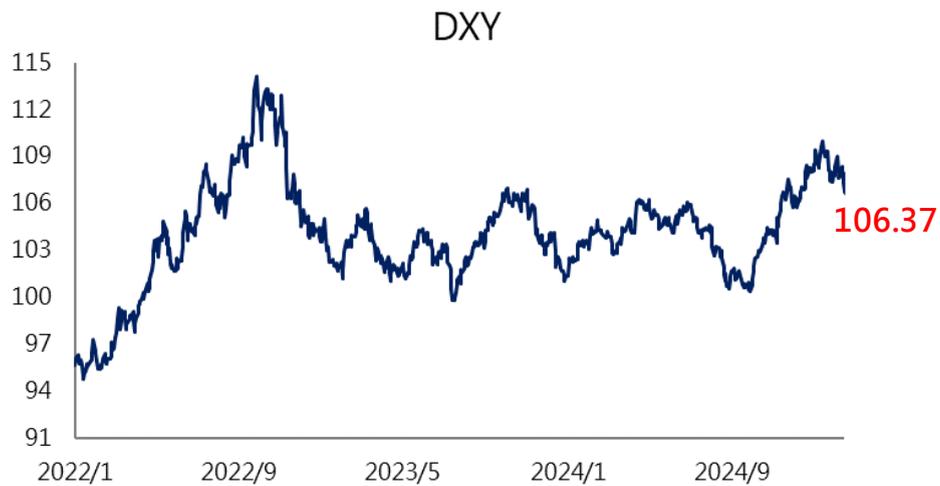
## 歐信心指標改善，歐元升至1.0504，維持中性評等

貨幣市場  
美元&歐元

本週川普表示將在未來一個月或更快時間內宣布新一輪關稅，FOMC會議紀要顯示官員傾向維持利率保持於目前區間，帶動DXY於2/19升至107.38，隨後因初請失業金人數升至高於預期的21.9萬人，1月領先指數由0.1%降至不如預期的-0.3%，DXY於2/20貶至106.33，終場DXY週線收貶0.88%於106.37。展望後市，市場預期下週核心PCE年增率由2.8%降至2.6%，加上市場對川普關稅反映轉弱，預期短期內將逐漸鈍化，美元下週或延續震盪偏空格局，預估區間106~108，維持美元中性評等。

歐元區2月ZEW指數由18.0升至24.2，2月消費者信心由-14.2升至-13.6，主要受德國大選、俄烏可能停火改善，然本週稍早澤連斯基與川普互相公開批評，一度加劇避險情緒，壓抑歐元於2/19貶至低點1.0401，後因美元走弱回升至1.0504，週線收升0.34%至1.0501。展望後市，近期歐元區信心指標回穩帶動歐元走勢，2/23德國將進行國會大選，若執政黨得票數不如民調或影響市場情緒，然俄烏停火期待仍大，支撐歐元短期走勢，預期歐元下週維持震盪偏升格局，預估區間1.03~1.06，維持歐元中性評等。

### 經濟數據不如預期，DXY貶至106.33



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

### 市場情緒改善，DXY回落，歐元升至1.0504



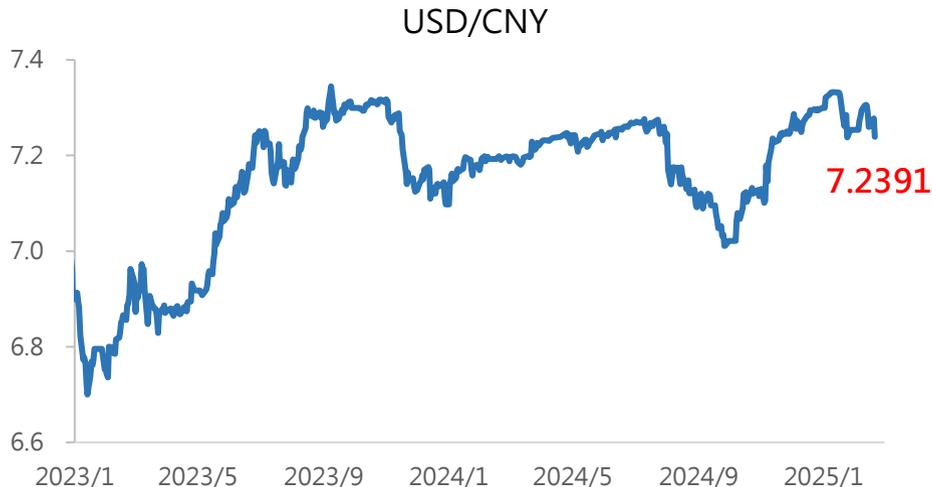
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

# 穩匯意圖強烈，人民幣收復春節以來失土，維持相對負向評等 RBA謹慎降息，澳幣創2個月高，維持澳幣中性評等

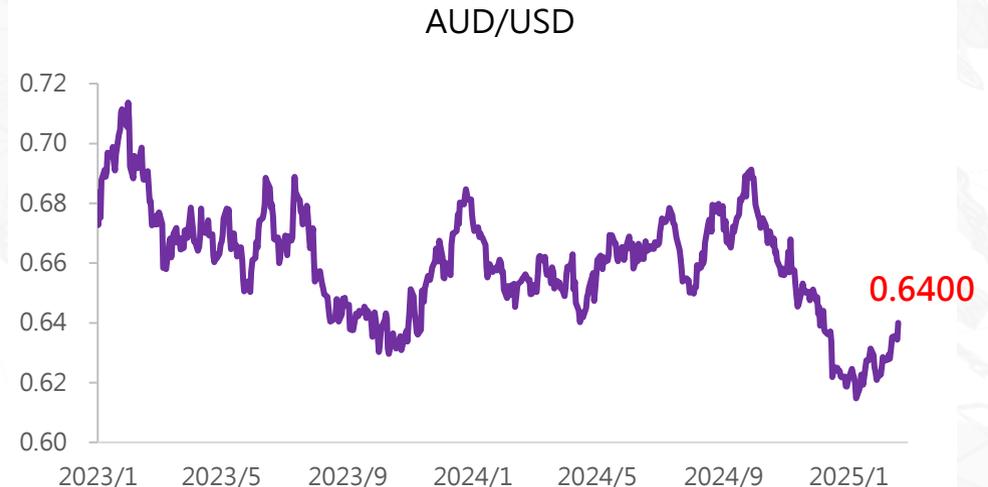
2/16人行行長潘功勝於出席IMF會議指出，中國將實施更加積極的財政政策以及支持性的貨幣政策，中國經濟的基本面強勁，人民幣匯率基本保持穩定，且人行2024第四季貨幣政策執行報告，對於保持匯率基本穩定更加著墨，市場預期人行可能不會有大水漫灌的寬鬆政策，且債券市場方面，因陸股上漲加上市場利率走升，帶動中債10年券重回至1.7%，創今年以來最高，在國際美元走弱的情況下，終場CNY週線收紅0.70%至7.2391、CNH收紅0.48%至7.2352。美中角力可能持續令人民幣匯率承壓，短期人民幣預估區間為7.05-7.40，中國房市尚未走出陰霾，內需仍然疲軟，維持人民幣相對負向評等。

澳洲央行(RBA)將現金利率目標下調一碼至4.1%，為2020年11月以來首度降息，RBA聲明表示，通膨壓力減輕的速度比預期略快，在私人需求成長低迷以及薪資成長放緩的背景下，RBA認為通膨正在繼續朝2%-3%目標區間的中點移動，RBA將2025年中現金利率由前次的4.1%下調至4.0%，2026年中將降至3.4%，隱含RBA一年半將降息2-3碼。RBA總裁Bullock表示目前仍無法宣布對抗通膨取得勝利，再一次降息還需要令人信服的證據。RBA謹慎降息，加上貿易戰擔憂暫時緩解，澳幣站上0.64關卡，創2個月高，週線收紅1.31%至0.6400。預期RBA將謹慎降息，澳幣預估區間在0.60~0.65，維持澳幣中性評等。

人行穩匯意圖強烈，CNY續揚



RBA謹慎降息，澳幣不貶反升



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

# 淨零目標對主要煤炭出口國帶來壓力

過去十年，新興經濟體的需求不斷成長，推動煤炭貿易發展，使得煤炭成為能源系統的重要支柱之一，然而煤炭貿易中隱含的碳排放量也隨著貿易量的增加而攀升。印尼和澳洲等主要出口國的碳足跡最大，將成為採取有力措施控制排放的首批目標國家，與此同時，倘若各國政府朝著設定的控制氣候變化目標前進，或是制定更加嚴格的氣候法規，將導致造成大部分排放的煤炭出口國面臨商品需求驟降的可能性，加以英國告別煤電時代，中國與德國等國家計畫關閉燃煤電廠，亦對煤炭出口大國構成壓力。

依BNEF對貿易數據的分析，2023年印尼、澳洲、俄羅斯和美國主導全球煤炭出口市場，占煤炭貿易量的89%，主要買家集中在亞太地區，中國、印度與日本是最大的買主。2023年印尼名列全球最大煤炭出口國，出口約5.22億噸，其中88%銷往亞太國家，中國進口了印尼46%的煤炭；澳洲居次，向日本、中國和印度出口近3.45億噸。煤炭貿易的長期展望存在不確定性，政策轉變、可再生能源加速採用與亞洲國內產量增加，皆可能降低對目前主導出口市場國家的煤炭需求，使其煤炭行業更易受衝擊。

MSCI世界ESG領導指數仍在季線之上高位整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

四大出口國主導全球煤炭貿易

Coal trade flow in 2023



Source: Sinoimex – Global Trade Flow.  
 Note: Trade data is based on respective customs reports. The graph only shows trade volume for the top four coal exporters. Southeast Asia includes Vietnam, Malaysia, Thailand, Philippines and Indonesia. China refers to mainland China.

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

# 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。