

## Fed 言論推升降息期待，市場中期表現依舊可期

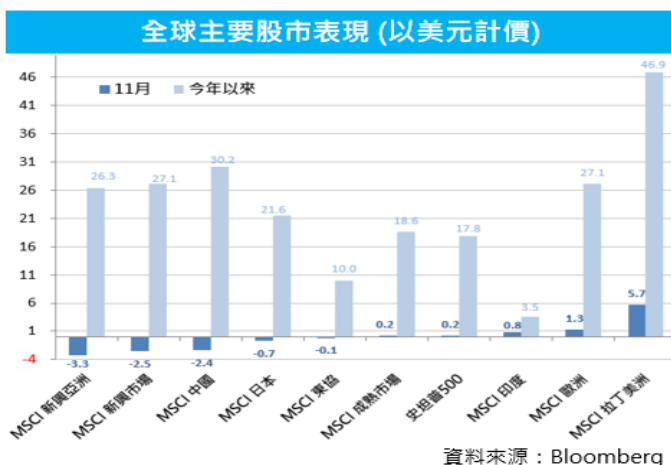
2025 年 12 月

10 月底 FOMC 會後鮑爾談話立場偏向鷹派，隨後的 Fed 官員談話亦對 12 月降息傾向觀望，直至 11/21 紐約 Fed 行長威廉斯的鴿派發言之前，美國利率期貨隱含 FOMC 12 月降息機率一度降至不到 3 成，引發金融市場波動，導致以美元計價的 MSCI 全球主要股市指數 11 月表現漲跌互現。先前漲勢極強的 AI 及科技類股首當其衝，市場甚至出現 AI 題材是否泡沫化的疑慮，從而使得 MSCI 南韓及 MSCI 台灣股市在 11 月以美元計價分別下挫約 7.5% 與 5%，拖累了 MSCI 新興亞洲及新興股市指數表現。另一方面，MSCI 拉丁美洲的股票指數則上漲了 5.7%，表現鶴立雞群，主要受惠於川普撤銷了巴西包含牛肉、咖啡、水果等食物 40% 的額外關稅，加上巴西 10 月通膨年率創下 1 月以來最低水準等因素均激勵股價表現。

在債市方面，雖然市場對於 FOMC 降息預期一度降溫，但美元指數在 11 月仍呈現微幅貶值，為新興當地債取得了表現機會，11 月上漲了 1.38%，在債市主要債種中表現最佳。全球高收益債與全球投資級債分別上揚 0.61% 與 0.52%，表現並無太大差別。然而，中國經濟數仍顯疲弱，加上 11 月下旬傳出中國具國資背景的大型開發商萬科，尋求債券持有人推遲 12/15 即將到期的 20 億人民幣境內債券的批准，不但拖累其債券價格，也導致亞洲高收益債券當月下跌了 0.79%。

自紐約 Fed 總裁威廉斯 11/21 表示短期內仍有進一步調整聯邦基金利率目標區間的空間之後，市場對於 12 月降息一碼的預期回揚，目前處於聯準會官員緘默期，有利在 FOMC 會前維持對 12 月降息偏高的預期，整體發展有利股市氛圍。惟美國 11 月 CPI 將在 FOMC 開會期間公布，最新的美國 11 月官方就業數據也將在 12/16 發表，我們預期美國新增非農與失業率將是主導 Fed 後續降息步調的關鍵，故宜留意數據變化。不過，川普也可望在聖誕節前宣布下任 Fed 主席人選，其立場勢將傾向鴿派，故 Fed 明年貨幣政策仍將寬鬆，股市中期動能可期，拉回仍可佈局科技類股及日股。

此外，川普可望在年底前提名立場鴿派的 Fed 主席，加上降息循環持續，因此仍建議適度配置受惠於降息且具避險特性的黃金及債券，以降低整體投資組合波動。在債券部分，留意美國最高法院對關稅的判決可能使市場對美國的長期債信產生疑慮，故建議以 10 年期上下的美國公債或投資級債作為選擇，再者，美元中長期弱勢預期不變，非美中期投資級債券亦可作為資產配置的選項。



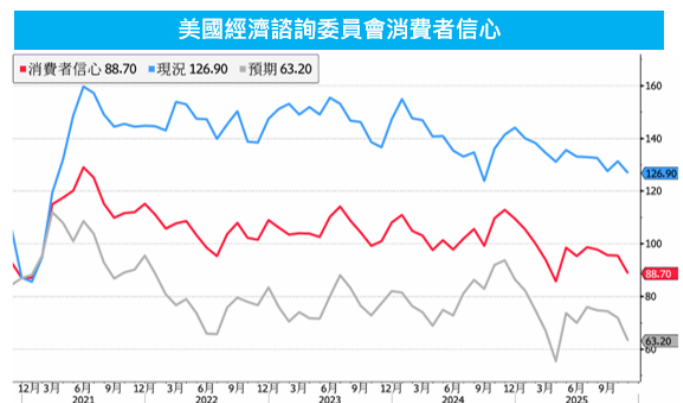
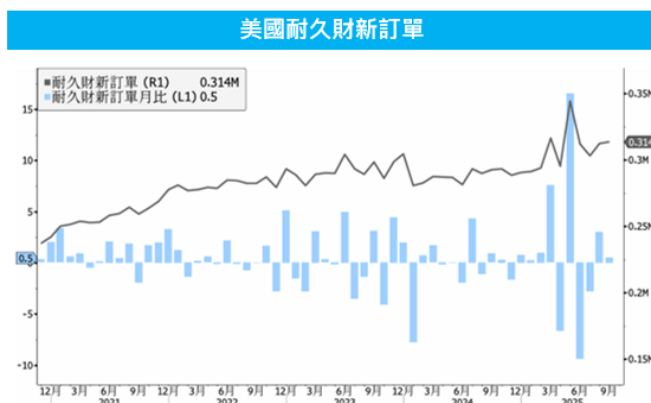
## 美國股市：川普啟動「創世任務」，鞏固美國 AI 科技領先地位

2025 年美股受惠於 AI 題材大漲，標普 500 指數續創歷史新高位置。指數領漲族群涵蓋輝達、Alphabet、博通、微軟、蘋果、禮來、摩根大通、帕蘭提爾科技等龍頭企業，預料 AI 將帶來科技業新產品的改朝換代，禮來則受惠於減肥藥的熱賣，摩根大通受惠於美國政府放鬆金融監管而上漲；領跌標的包括聯合健康、Salesforce、Fiserv、Accenture(埃森哲)、Adobe(奧多比)、ServiceNow、寶僑、康卡斯特、奇波雷墨西哥燒烤等，顯示關稅造成的影響持續發酵，消費產業持續反映關稅成本使部分企業裁員因應關稅造成的成本上漲，試圖削減企業營運支出來維持獲利。影響 2025 年美股市場重要事件包括標普 500 財報優於預期、川普與各國陸續達成關稅協議、AI 進展依舊讓市場驚豔，及聯準會啟動降息等。

展望 2026 年，美國政府試圖以國家力量推動 AI 產業進展。川普於 11/24 簽署行政命令，啟動「創世任務」，認為 AI 需要一場如同美國在二次大戰期間 (1942-1946) 推動的「曼哈頓專案」般的全國動員，以國家級、跨機構的科技力量突破重大難題。該計畫將由政府主導，建立一個封閉式 AI 實驗平臺，能源部將於 60 天內提出至少 20 項國家級科學與技術挑戰，由美國政府整合 AI 資源，建構出國家級 AI 來攻克難題，預料美國科技龍頭都將被邀請加入，以支援政府計畫提供算力，並共享研究成果。川普將藉此方案證明美國 AI 實力大幅超越其他國家，在國家投入資源後預料將配合監管法規鬆綁，預料市場將觀察能源部選定項目，使這項計畫成為受選公司未來利多。

政府關門前美國經濟表現溫和。美國 9 月份耐久財訂單較前月成長 0.5%(8 月份數據為成長 3%)，9 月份不含運輸品的新訂單成長 0.6%，8 月份為成長 0.5%；不含國防用品的新訂單 9 月份成長 0.1%，8 月份為成長 1.9%，整體表現溫和擴張。但近期部分數據顯示經濟出現疲態，諮商會發布美國消費者信心指數初值，在 11 月下降 6.8 點，從 10 月的 95.5 下降至 88.7，為 4 月以來最低；現況指數下降 4.3 點至 126.9；預期指數下降 8.6 點至 63.2。該指數已連續十個月低於 80，11 月表現不佳預估是受到政府關門影響。

決定 2026 年美國股市重大議題分別是 AI 產業進展、美國消費是否惡化、聯準會未來動作以及地緣政治衝突變化。目前標普 500 本益比約在 25.1 倍、股價淨值比 5.3 倍，短期評價偏高，但目前 AI 產業仍能繳出亮麗盈餘增長，所投入資本支出也持續轉化成獲利，故 AI 泡沫說應僅限於部分公司，若因相關利空造成市場拉回，美股仍可視為長線佈局標的。



資料來源：Bloomberg

## 歐洲股市：經濟成長溫和，觀察俄烏戰爭能否落幕

2025 年歐股受惠於降息後的經濟復甦、AI、期待地緣政治衝突落幕等因素，泛歐 600 指數續創歷史新高位置。指數領漲族群涵蓋艾司摩爾、西班牙國際銀行、匯豐控股、畢爾巴鄂比斯開銀行、阿斯特捷利康、羅氏控股、裕信銀行、勞斯萊斯控股、西門子能源、諾華等龍頭企業，題材除 AI 之外，軍工概念也受惠於各國承諾增加國防預算比重；領跌標的包括諾和諾德、思愛普、帝亞吉歐、倫敦證券交易所、勵訊、威科、愛迪達、西卡、法拉利，主要是消費類股疲弱，且提供商業服務的軟體廠商也受到 AI 資本支出排擠而出現下跌。

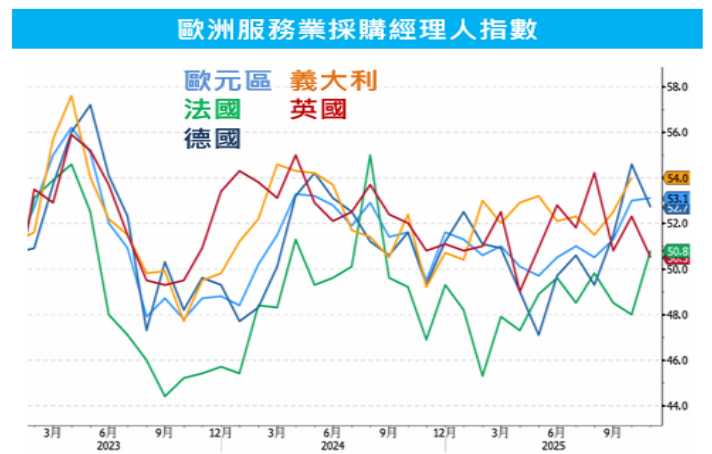
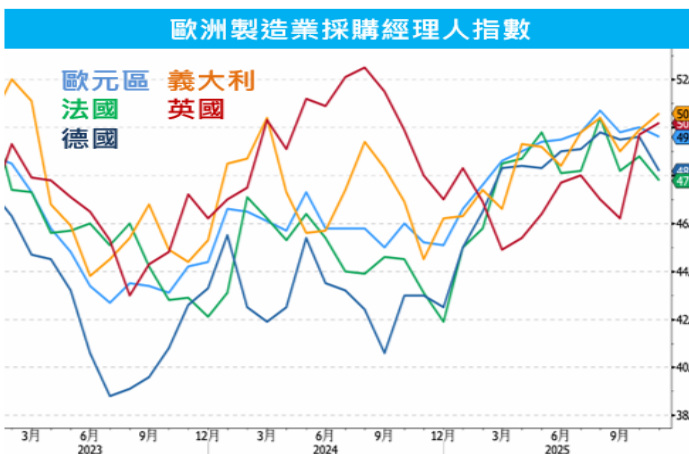
德國總理打破財政禁忌，推出總額達 5000 億歐元的特別基金，但市場仍擔憂過多資金被挪作民眾生活補貼，實際對產業的投資有限。梅爾茨能贏得德國大選成為新總理，主要是承諾刺激經濟並削減政府支出，在野黨也配合讓政策順利上路，但政策內容卻無法說服市場能夠帶領德國走出經濟困境，同時德國極右翼政黨另類選擇黨 (AfD) 支持率穩步上升，使目前執政黨處境堪憂。

在美國推動俄烏終戰方案後，俄烏戰爭進入關鍵時刻之際，烏克蘭總統澤倫斯基 12 月在巴黎會晤法國總統馬克宏，希望強化歐洲對基輔的支持。若俄烏戰爭能夠在美國協調下落幕，並取消對俄羅斯的經濟及禁運制裁，可望降低歐洲能源成本，為歐洲央行降息創造更多空間。馬克宏計畫於 12 月訪問中國並與中國領導人習近平會晤，市場將觀察馬克宏是否支持在對中國關稅上採取讓步。

歐元區 11 月份製造業採購經理指數跌至 49.6，低於 10 月份的 50；服務業仍是歐元區經濟活動支柱，11 月歐元區服務業 PMI 自 10 月的 53 微揚至 53.1，觸及 2024 年 5 月來的最高水位。就各國表現來看，義大利出現明顯改善，製造業與服務業 PMI 都站穩 50，而法國、德國的製造業 PMI 持續收縮，顯示美國關稅對於德法製造業的出口仍造成較大的影響。

歐洲央行官員馬丁科赫表示，儘管通脹預測顯示 2026 年水平略低於 2% 的目標，但央行應暫緩進行利率調整，高於或低於 2% 目標的輕微偏差不應立即觸發任何行動需求，應該保留足夠的彈藥，以便在必要時能夠迅速反應。由於歐洲通膨溫和且經濟表現平平，預料歐洲央行仍將維持按兵不動一段時間。

泛歐 600 指數本益比來到 16.11 倍，評價相對合理，然而考量歐洲在 AI 產業不僅缺乏成績、也沒有看到政府或企業採取激烈行動，故在俄烏戰爭確定落幕前對歐股需維持謹慎態度。



資料來源：Bloomberg

## 日本股市：高市推出財政刺激，日中摩擦仍無緩和跡象

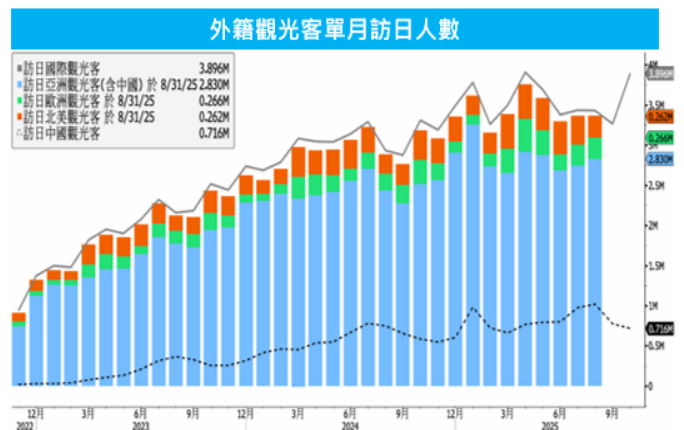
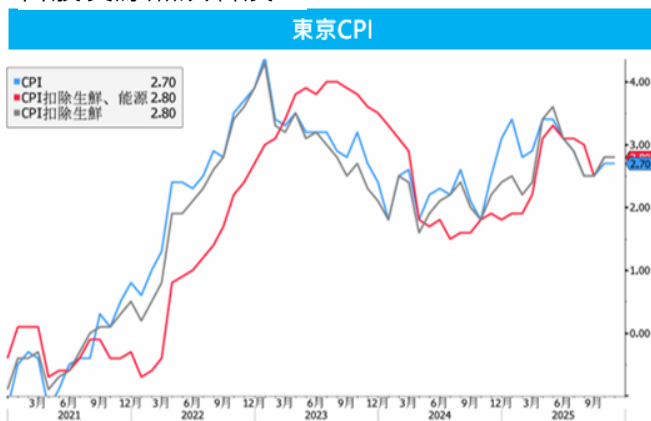
2025 年日股頻創歷史高點，領漲標的包含三菱 UFJ 金融、索尼、軟銀、愛德萬測試、三菱重工業、日立製作所、任天堂、三井住友金融、瑞穗金融、三菱商事股份有限公司等，上漲題材主要是遊戲、AI 相關與受益升息的金股；領跌股涵蓋索尼金融、瑞可利、Keyence、信越化學、第一三共、泰爾茂、日本電產、希森美康、7&I 控股、佳能等。高市早苗當選首相、推動大規模刺激方案，並主張日圓貶值與維持低利率，帶動日股強勢表現。

日本內閣推出高達 17.7 兆日圓的補充預算，對比去年的 13.9 兆日圓補充預算支出，增幅達 27%，若加上減稅措施，總金額將達到 21.3 兆日圓，為疫情來最大規模。此次的經濟措施分三大面向，分別是應對高物價、實現強化經濟、強化防衛力及外交力。以物價補貼為支出占比最高項目，涵蓋 2026 年 1 月至 3 月家庭電費及瓦斯費的補貼，以及對每名兒童提供 20,000 日圓的津貼、支援地方補助等。補充預算亦包含將國防支出占 GDP 2% 目標提前兩年實施。整體而言，大規模的補充預算有助緩和民眾薪資尚低於物價增幅的負面衝擊，對零售產業帶來支撐，同時政府規劃稅收抵減有助國內投資持續，可望推升企業獲利。

日本 11 月東京 CPI 年增率為 2.7%，扣除新鮮食品後 CPI 年增 2.8%，連續第 12 個月高於日本央行通膨目標。若將通膨拆分成商品及服務兩大項目來看，商品價格年增 3.9% 較前值的 4.1% 小幅回落，服務價格亦由前月的 1.6% 微幅降至 1.5%；就十大產品分項來看，燃料及公用事業價格增幅較高，反映政府能源補貼暫時退場後的影響。

考量通膨穩定，日本央行行長植田和男於 12/1 致詞時表示，央行將「在檢視國內外經濟、通膨及金融市場的情況後，權衡升息的利弊並作出適當決策」。市場解讀植田言論認為日本央行將保持獨立性，不受日本首相希望維持寬鬆的言論影響，可能在 12 月或 1 月啟動升息，推升日圓匯率，使美元兌日圓匯率近期在 155~160 區間震盪。

高市的「台灣言論」造成中國抵制，目前看來局勢並無緩和跡象。中國觀光客今年佔訪日外籍觀光比重約兩成，即使在 2026 年大幅衰退，考量近期單月訪日外籍觀光客總數已達 389 萬人，預期未來外籍旅客仍將站上單月 3 百萬人，依舊在歷史高檔位置。TOPIX 指數在 2025 年頻創新高，但近期本益比僅在 17.5 倍，隨高市財政刺激政策將提振日本內需與企業投資，可望成為日股長線支撐，故日股長線無須看淡。



資料來源：Bloomberg

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 新興亞洲：展望 2026 年，在挑戰中韌性增長，科技與內需動能成關鍵

2025 年全球經濟因關稅以及地緣政治影響，面臨貿易壁壘以及去全球化的狀況，亞洲地區依賴出口的比例大，也因此受到相當的影響。展望 2026 年，各機構普遍認為亞洲地區預計將持續扮演全球經濟增長的主要引擎。然而亞洲經濟並非一帆風順，地緣政治的陰霾、貿易保護主義的抬頭、以及中國大陸經濟的結構性轉型，都為區域前景增添了不確定性。IMF、世界銀行及各大金融機構的最新預測普遍認為，2026 年亞洲整體增速將較 2025 年放緩，但仍將維持在約 4%至 4.2%的健康水平。亞洲經濟的保持韌性，尤其是受惠於科技需求的東北亞以及內需暢旺的印度，加上全球利率環境寬鬆，資金預計將不只獨惠美國，亞洲市場，特別是科技相關板塊，亦極具吸引力。

2026 年，亞洲經濟將呈現「穩中求進」的態勢。IMF 預估全球約 60%的增長預計將來自亞太地區，主要的驅動力來自於科技產品的出口復甦。隨著 AI 技術在全球範圍內落地應用，對於高性能半導體、數據中心基礎設施及相關電子元件的需求激增，台灣、韓國等科技供應鏈核心國家將直接受益。

然而，區域經濟面臨的結構性挑戰不容忽視，首先是外部需求的不確定性。美國的潛在關稅政策變動，以及全球主要經濟體的經濟放緩，都可能抑制亞洲的出口動能。其次，中國大陸經濟的持續結構性放緩，特別是房地產市場的長期調整，將對整個區域的供應鏈和貿易夥伴產生連鎖反應。最後，許多亞洲經濟體面臨著債務水平上升的問題，這限制了政府在面臨經濟衝擊時採取大規模刺激措施的財政空間，然而穩健的勞動力市場和偏寬鬆的貨幣政策預計仍為大多數亞洲國家提供必要的緩衝。

亞洲中，台灣與韓國憑藉其在全球半導體產業的龍頭地位，成為 AI 浪潮下的主要受益者。高效能運算晶片 (HPC) 的龐大需求，將確保其科技製造業在 2026 年保持高速運行。但科技龍頭的盈利能力以及 AI 概念股的估值是否合理也是決定因素。此外，印度仍是 2026 年亞洲乃至全球經濟版圖中的亮點。多家國際機構預測，印度 GDP 增速將超越 6.0%，主要得益於龐大且不斷增長的中產階級所驅動的強勁國內消費需求。此外，政府在基礎設施建設上的投入以及人口紅利，與「印度製造」政策，都為其經濟提供了堅實的支撐，這兩個區域是我們較看好的。

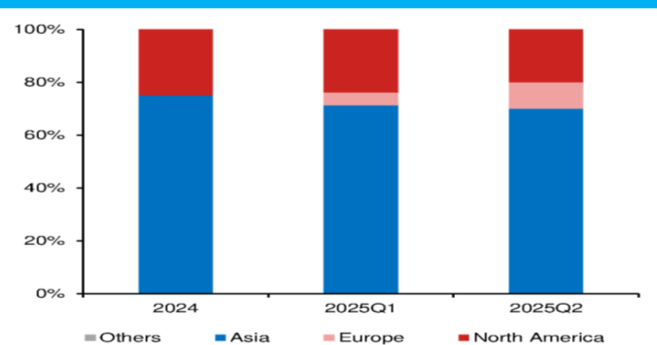
總結 2026 年亞洲經濟與股市發展，雖然全球宏觀環境充滿挑戰，但亞洲憑藉其獨特的增長動力，依然是全球經濟增長最具活力的地區。AI 技術的廣泛應用為科技產業帶來了結構性機遇，而印度的強勁內需則提供了國內穩健的增長基礎，我們建議投資人在 AI、出口以及內需等不同題材下，配置相對較有優勢的國家及區域股市。

IMF 預估亞洲經濟成長率

	2023	2024	2025	2026
南韓	1.4	2.0	0.9	1.8
台灣	1.3	4.8	3.7	2.1
新加坡	1.1	4.4	2.2	1.8
新興發展中亞洲	5.7	5.3	5.2	4.7
中國	5.2	5.0	4.8	4.2
印度	8.2	6.5	6.6	6.2
東協五國	4.0	4.6	4.2	4.1
印尼	5.0	5.0	4.9	4.9
馬來西亞	3.6	5.1	4.5	4.0
菲律賓	5.5	5.7	5.4	5.7
泰國	1.9	2.5	1.0	1.6

資料來源：IMF

亞洲貿易是 AI 發展的主要受益者



資料來源：野村

## 台灣股市：AI、出口領航，台股仍有上漲空間

台灣經濟近期在強勁的科技需求帶動下展現出顯著的復甦動力，但全球經濟逆風仍帶來部分挑戰。從最新的經濟數據來看，核心動能主要集中在製造業，尤其是人工智慧（AI）相關產業。

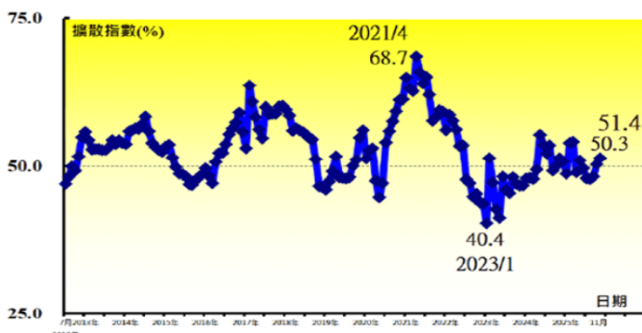
近期的中經院的台灣 PMI 描繪了一幅震盪但保持增長的路線圖。製造業 PMI 受惠於 AI 相關硬體與設備需求暢旺、電子業缺貨漲價潮，以及部分品牌廠商提高了 2026 年需求，PMI 自 10 月開始回到擴張，11 月 PMI 指數續揚 1.1 個百分點至 51.4%。然而，中經院也指出，雖然整體景氣回溫，整體製造業中長期訂單偏少，未來半年展望仍較為保守，景氣走向仍需審慎觀察。出口仍是推升台灣經濟的主要引擎，關鍵指標「外銷訂單」表現亮眼。受惠於 AI 伺服器、高效能運算（HPC）應用的龐大需求，10 月外銷訂單金額為 693.7 億美元，較去年同期增加 139.2 億美元，年增 25.1%。今年 1 至 10 月累計，外銷訂單金額已達 5,937.4 億美元，年增率 22.6%，持續強勁成長趨勢。科技需求預期將持續至 2026 年，為台灣經濟前景提供穩健支撐。

在全球貿易環境不確定的背景下，美國的關稅政策是仍影響台灣 2026 年經濟前景的關鍵外部因素之一。目前，台灣與美國的貿易關係相對穩定，受惠於雙方在半導體供應鏈上的緊密合作。美國科技巨頭對 AI 相關技術的強勁需求，持續帶動台灣晶片出口，為台灣經濟提供了強大的緩衝。然而，如果美國對全球或特定產業採取更激進的保護主義措施例，如晶片關稅，將對以出口為導向的台灣經濟造成衝擊。另外，特別是兩岸關係的緊張局勢，也可能間接影響美台貿易關係的穩定性。儘管當前情況可控，但任何貿易政策的重大轉變都可能影響台灣在 2026 年的經濟表現，需要密切關注。

各大國際機構以及台灣主計總處對台灣 2026 年的經濟前景雖略有不同，但共識在於台灣經濟將持續成長，但因為高基期的關係，增速預計將較 2025 年有所放緩。台灣主計總處在 11 月底公布最新數據，預估 2026 年全年 GDP 增長率為 3.54%。主計總處認為，國內資本形成持續、民間消費穩健，加上 AI 需求帶動的出口動能，將支撐經濟穩健前行，使台灣在 2026 年的經濟前景仍是樂觀的。全球對 AI 相關技術的爆炸性需求為台灣科技產業注入了強大動能，成為經濟成長的核心支柱。

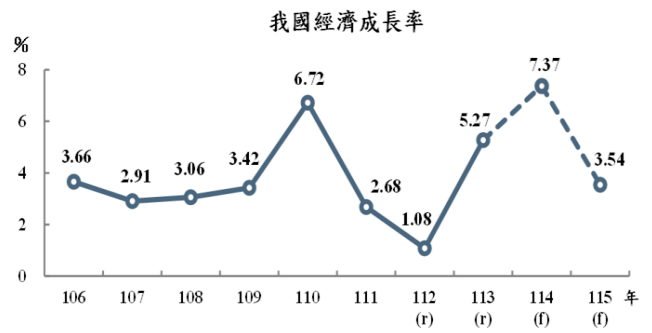
股市方面，受惠於科技股的拉抬，預期仍有成長空間。隨著全球半導體週期的強勁復甦和科技巨頭的資本支出，台股的企業獲利將隨著水漲船高。儘管台股目前本益比是在區間上緣，但這並非是泡沫化的絕對信號，更像是市場對 AI 所帶來的產業升級和企業獲利成長性給予的高度肯定。只要 AI 產業的成長趨勢持續，企業獲利能夠跟上市場的預期，加上全球經濟不出現重大黑天鵝事件，台股在 2026 年在科技領頭羊的帶動下，仍有上漲空間。

中經院台灣製造業PMI



資料來源：中華經濟研究院

台灣GDP年增率



資料來源：主計總處

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 印度股市：內需穩健支撐下，股市前景審慎樂觀

印度經濟近期展現出強勁的韌性，但擴張速度在 2025 年末季有所放緩，但從最新的經濟數據來看，印度國內需求依然穩健，全球性的逆風正帶來影響，但整體還在可控範圍。

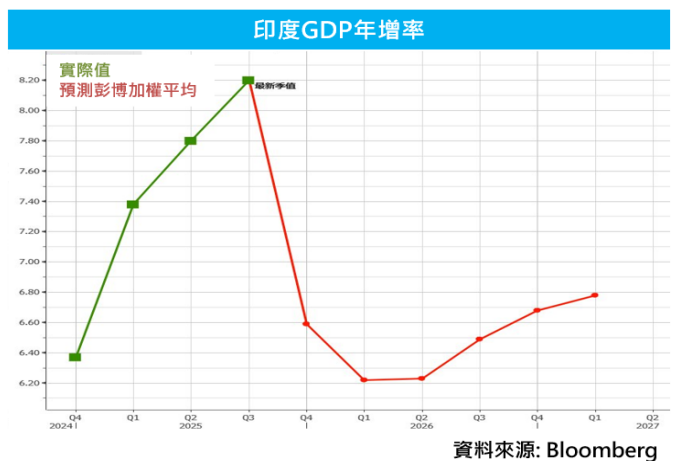
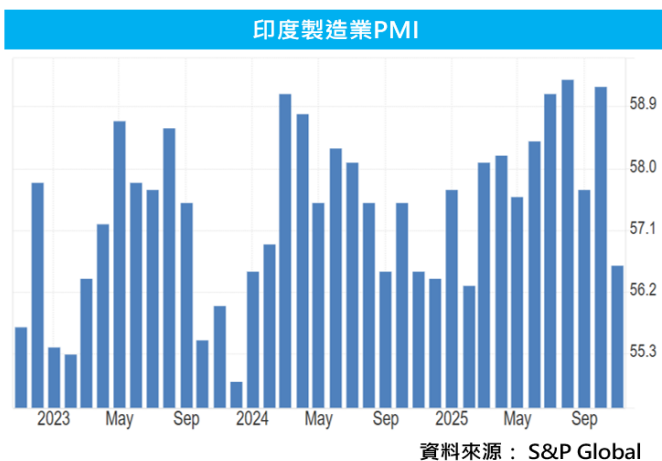
印度的十一月採購經理人指數 (PMI) 顯示印度製造業和服務業均維持在 50 點以上的擴張區間，但製造業 PMI 降至 56.6，來到今年以來的低點，下滑主要歸因於新訂單流入速度的放緩。與此同時，服務業 PMI 則相對堅挺，小幅上升至 59.5，顯示服務業依然是經濟增長的重要引擎。綜合 PMI 雖然略有下降，但仍處於高位，表明整體經濟活動依然活躍。PMI 數據顯示印度內需提供了堅實的基礎，但外部環境的逆風正在考驗其經濟韌性。

然而，近期美印兩國的貿易談判出現了積極進展，為美印關稅的改善帶來了機會。美國官員表示，華盛頓與新德里之間的貿易談判已取得「積極進展」，雙方可能在今年年底前達成貿易協議。市場消息傳出，美國對印度商品的現有部分高達 50% 的關稅，有望大幅調降至 10% 至 15% 左右。這將顯著緩解目前因關稅問題帶來的貿易壓力，成為印度經濟在 2026 年的上行機會。

此外，「印度製造」預計將在 2026 年繼續發揮關鍵作用，並與強勁的內需形成協同效應。預計在 2026 財年，政府將繼續增加國防和電子等關鍵行業的資本支出，並進一步簡化勞動法規和行政程序，以改善經商環境。強勁的內需為這些政策提供了堅實的市場基礎，近期數據印度的農村工作收入與城市薪資都在持續增加，印度龐大的人口基數、不斷壯大的中產階級以及城市化進程，都將持續推動私人消費的增長。

貨幣政策方面，由於近期通膨水平顯著下降，10 月的 CPI 甚至來到 0.25%，遠低於央行 4% 的目標中值，野村證券預計印度央行將在 2026 財年進一步放鬆貨幣政策，也將進一步支持經濟擴張。

總結來說，我們對 2026 年的印度的經濟與股市看法為「審慎樂觀」。印度擁有穩健的基本盤、龐大的人口紅利和改革帶來的增長潛力，這些因素為股市的長期上漲提供了堅實基礎。2026 年的印度市場在經濟的帶動下，充滿機會，但並非沒有挑戰。全球貿易摩擦、地緣政治及民間資本支出的成長速度，都是需要密切關注的變數。近期美印貿易談判的積極進展，帶來了潛在的利多。政府的財政政策方向和央行支持性的貨幣政策可望讓印度有效管理風險並持續釋放內需潛力，預期股市在穩健的企業獲利增長推動下，將緩步走高。



## 拉美股市：多項利多帶動上漲，惟財政赤字問題仍有隱憂

巴西市場 11 月出現較強勁的上漲，原因除了巴西市場持續受惠與美國高利差帶動外資資金持續流入外，與巴西政府與美國關稅談判的好消息及通膨數據出現好轉，亦帶動巴西市場樂觀情緒上揚，形成股匯雙漲的局面。

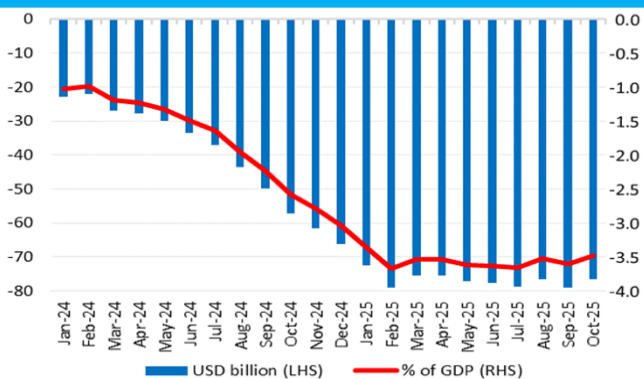
巴西央行持續將利率持續維持在 15% 高水準，使巴西成為世界上利差最高的市場之一，持續吸引外資資金流入，11/25 巴西中央銀行公佈數據顯示，截至今年 10 月，巴西的外國直接投資流入量達到 742.57 億美元，較去年同期增長 8.8%，已高於 2024 年全年記錄的 740.91 億美元。巴西政府更進一步預期今年外國直接投資額將創歷史新高，高於該國在 2011 年創下的歷史最高年度流入額 1,024.27 億美元。

另一方面，巴西政府與美國關稅談判亦持續帶來好消息，11/20 美國政府發布行政命令指出，鑑於與巴西政府的談判已取得初步進展，因此將巴西進口的部分農產品，如咖啡、肉類和水果等商品豁免於額外 40% 關稅。雖然在美國擴大豁免清單後，巴西對美國出口的商品中，仍有約 22% 的商品如機械、引擎和鞋類等，被課徵 40% 的額外關稅及有約 27% 鋼鐵、鋁等商品需根據 232 條款調查徵收產業關稅，但整體受關稅影響商品已較先前大幅下降，且巴西總統魯拉指出，與美國關稅談判仍在持續，後續稅率仍有望進一步下降，帶動市場樂觀情緒上揚。

巴西近期通膨數據亦出現好轉跡象，11 月通膨數據 IPCA-15 年增 4.50%，低於一個月前的年增 4.94%，為自今年 1 月中旬以來首次達到巴西央行設定的 3%，上下浮動 1.5% 膨脹目標。巴西央行對經濟學家調查數據也同步出現好轉跡象，2025 年的通貨膨脹預期下降 2 個基點至 4.43%，與政策更相關的 2026 年預期也下降 1 個基點至 4.17%。2025/26/27 年底的 Selic 利率預期中位數雖保持在 15.00%/12.00%/10.50%，但 2028 年底預期已由先前的 10% 下降至 9.50%。

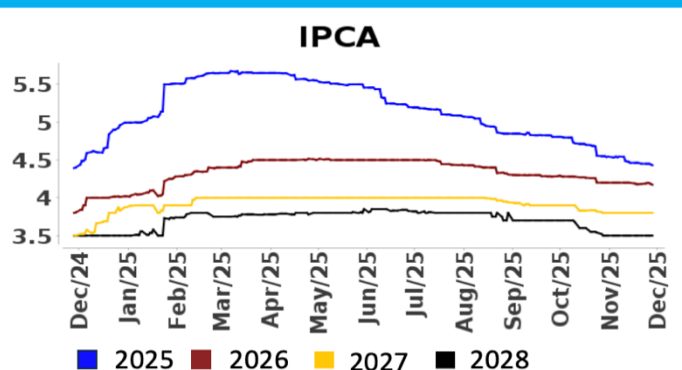
展望 2026 年，如市場情緒仍保持樂觀，預料上述利多都將持續，有利巴西股市保持多頭，但巴西市場隱憂仍存，財政數據部分仍在持續惡化，如截至 10 月的 12 個月內，巴西經常帳逆差總額已佔 GDP 的 3.48%，遠高於去年同期的佔 GDP 2.57%；整體公共部門的財政赤字佔 GDP 比重亦上升至 8.2%，在雙帳赤字問題仍持續擴大的狀況下，一旦未來市場風險情緒出現反轉，巴西市場仍將有較高的回落風險，故目前我們對於 2026 年拉美市場仍是抱持中性看法。

### 過去12個月累計經常帳



資料來源：巴西央行

### 巴西央行調查經濟學家對於通膨預估變化



資料來源：巴西央行

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 能源類股：供過於求缺口持續擴大，地緣風險是最大不確定性

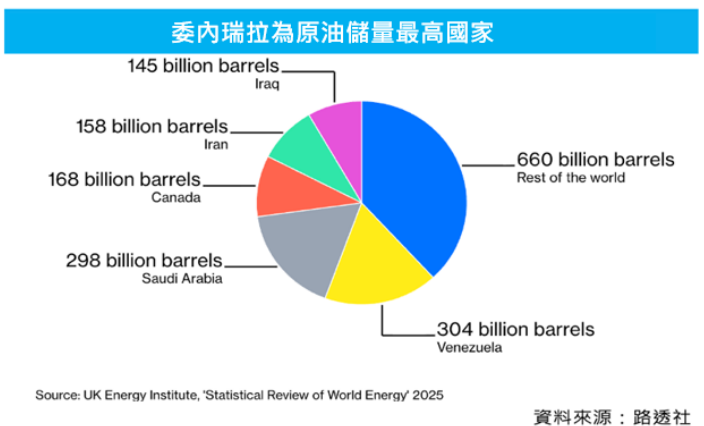
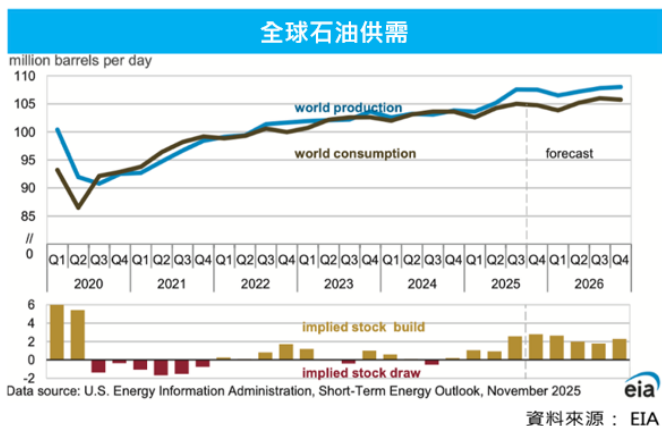
過去一個月，西德州原油期貨價格大致維持在區間內震盪，整體產業仍受到原油供過於求持續影響，然而烏俄戰爭及美國與委內瑞拉的地緣政治風險，亦持續在短期內帶動油價出現反彈。

供需方面，全球石油市場供過於求缺口持續看到擴大。IEA 在 11 月月報中連續第六個月上修全球供給預測，預計 2026 年供給將比需求高出 409 萬桶/日，高於 10 月報告中預測的每日 397 萬桶過剩量。對原油市場較為樂觀的 OPEC 亦罕見的在 11 月的月報中，指出在 2025 第 3 季度全球石油供需出現約 50 萬桶/日的供過於求，扭轉其 1 個月以前預估的會供應短缺約 40 萬桶/日。

供需缺口持續放大，主因供給上升速度持續高於需求增長，這股供給增長動能主要來自非 OPEC 國家。EIA 預估，全球液體燃料產量在 2025 年將增加 280 萬桶/日，2026 年將再增加 140 萬桶/日，增長主要由巴西、美國、蓋亞那和加拿大等國貢獻。需求部分 EIA 預估全球液態燃料消費量將在 2025 年增加 100 萬桶/日，2026 年增加 110 萬桶/日，增長主要由非經合組織國家驅動。

預料 2026 年產業仍將保持供過於求，然而地緣衝突風險仍是目前能源市場最大不確定性，尤其是近期市場關注的烏俄戰爭及委內瑞拉衝突。烏俄方面，美國向烏克蘭提出 28 點和平協議，隨後經歐洲各國協議修正，該協議被縮減為 19 點框架，包括提高烏克蘭軍隊規模、ZNPP 核電廠控制權、全部戰俘交換等內容。消息指出該協議已獲得烏克蘭認同，俄羅斯官方亦表示「整體上同意」該和平協議框架可作為未來協議的基礎。然而目前最為關鍵的核心議題仍被擱置，包括烏克蘭領土問題、北約資格問題等，本就是烏俄歧見最大的地方，目前仍沒有取得共識的跡象，故整體烏俄停戰進程仍有很大不確定性，惟若烏俄停戰，可預見俄羅斯石油制裁將解除，俄油供給上升將使油價進一步承壓。

另一方面，美國為打擊毒品，宣示展開「南方之矛」行動，施壓委內瑞拉總統清掃其國內販毒集團，並將航空母艦打擊群駛入拉丁美洲海域。委內瑞拉是世界石油之王，為全世界擁有最大石油儲量的國家，過去也曾是世界上重要的產油國，然而因國內政權動盪及受到歐美國家制裁的影響，委國原油產量在過去 25 年下滑近 70%，現其產量約為每日 100 萬桶，目前僅占全球石油供應的 0.9%。如果軍事打擊真的發生，每日 100 萬桶的供應面臨風險，仍有可能造成短線油價波動，但預料影響將有限，反而是中長期來看，如川普有意推翻現任委內瑞拉馬杜羅政權，並扶植親美派系掌權，委國將可能會重新對外資開放，並使該國原油產量大幅上升，重回世界重要產油國，屆時將使全球原油供過於求狀況進一步加劇。整體而言，展望 2026 年，預料油市仍將在供過於求狀況下保持疲弱，然而地緣政治變化仍有可能使整體產業結構出現變化，故仍應持續關注這些事件變化。



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 黃金類股：主要買盤增持趨勢不變，2026 年多頭仍可期待

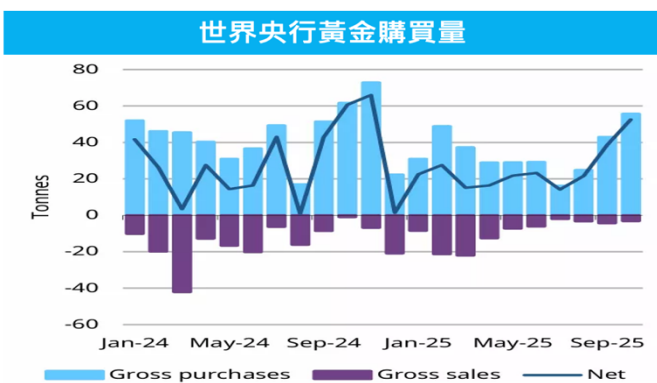
11 月黃金價格仍在區間內震盪，但底部持續墊高，整體格局仍然保持強勢。主要買盤中，ETF 及世界央行仍持續增持，且央行買盤轉趨強勁，為黃金價格帶來支撐，尤其是新興市場央行對於增持黃金意願顯著提升，有望為 2026 年金價上漲增添助益。

世界黃金協會報告指出，10 月全球實物黃金 ETF 出現連續第五個月資金流入，10 月份流入金額為 82 億美元，儘管金額較上月有所放緩，但仍遠高於年初至今平均 71 億美元的水平。截至 10 月底，全球黃金 ETF 的總管理資產月增 6%，達到 5,030 億美元，持倉量月增 1%，達到 3,893 噸。

央行買盤方面則出現愈趨強勁的跡象，10 月世界央行增持黃金共 53 噸，較上月月增 36%。截至今年 10 月，世界央行累計淨購買量已達 254 噸，其中新興市場央行仍為主要買家，波蘭國家銀行在暫停購買黃金 5 個月後，10 月份重新進入市場，10 月波蘭央行增持黃金 16 噸，使其黃金儲備達到 531 噸，佔其央行總儲備的 26%。在今年 9 月時，波蘭央行曾宣布要將其黃金持有量目標提高到外匯儲備資產的 30%，預料波蘭央行在 2026 年也將持續增持黃金，直到達到其目標水準。巴西、烏茲別克、印尼等新興國家央行，亦是本月主要黃金買家之一，此外，塞爾維亞總統近期發表聲明表示，計畫在 2030 年前將其黃金儲備提高至至少 100 噸，較其目前持有量的 52 噸幾乎翻倍，預料該國也將成為未來黃金重要買家之一。

黃金市場中，除了 ETF 及世界央行兩大重要買盤外，市場上另一股重要買盤亦悄然出現。全球最大穩定幣發行商 Tether 在其九月份儲備證明報告中揭露持有 116 噸黃金，使其成為除了世界央行外最大的黃金持有者。Tether 一直以來都將黃金作為其 USDT 穩定幣儲備的一部分。然而近期 Tether 對於黃金儲備的需求快速上升。2024 年 Tether 對黃金的淨需求約為每季 3 至 7 噸。2025 年第二季則突然飆升至 23.5 噸，並在第三季再增加 25.9 噸，使其在 2025 第三季購買量甚至超越了世界各國央行。Tether 目前持有 116 噸黃金，佔其 USDT 總儲備的約 7%，其中約有 12 噸用於支持其所發行的代幣化黃金商品 XAUT。分析指出如果 Tether 將每年利潤的 50% 投入黃金，理論上可按現貨價格每季度購買約 15 噸黃金，且隨 USDT 規模持續繼續擴大，Tether 可投入黃金市場的利息收入與資本也將同步增長，在未來有望成為推升黃金的一股新力量。

展望 2026 年，預料黃金主要買盤 ETF 及世界央行增持黃金趨勢將持續，且穩定幣發行商買盤亦有望成為一股新力量，為黃金價格帶來支撐。此外雖聯準會 12 月降息仍有變數，但觀察利率期貨市場，至 2026 年底前降息趨勢不變，預料隨美國利率持續調降，有利於資金在 2026 年持續流入黃金資產，故整體而言，我們對於 2026 年的黃金及黃金類股後市仍抱持樂觀看法。



資料來源：世界黃金協會



資料來源：Financial Times

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

## 固定收益：Fed 言論推升降息期待，寬鬆政策有利中期債券走勢

10 月底 FOMC 會後鮑爾談話立場偏向鷹派，隨後 Fed 官員的談話亦對 12 月降息傾向觀望，美國利率期貨隱含 FOMC 12 月降息機率一度由 10 月時的超過 100% 降至 11 月中時的不到 3 成。所幸在紐約 Fed 總裁威廉斯 11/21 表示短期內仍有進一步調整聯邦基金利率目標區間的空間後，除了立場向來偏鴿的沃勒發言支持降息外，立場較為中性且與鮑爾較為一致的戴利近期也直接表明贊成 12 月降息一碼，對 Fed 年底前貨幣政策再度寬鬆的預期帶來不小助力，截至 12/2 早上(台北時間)12 月 FOMC 的降息機率又回升 95%。

此外，美國財長貝森特先前公開表示，川普「很有可能」在美國感恩節(11/27)到聖誕節(12/25)之間決定下任 Fed 主席人選。彭博社 11/25 引述消息指出，白宮國家經濟委員會主任哈塞特最有可能出線。據 Bloomberg 資料顯示，以賭盤機率來看，哈塞特擔任下屆 Fed 主席的機率自 9 月中旬以來不斷上揚。哈塞特曾擔任小布希、麥凱恩和羅姆尼總統競選的經濟顧問，也曾從事學術研究，在保守派智庫工作，並在川普女婿庫許納創立的私募股權公司工作過。更重要的是，哈塞特一直支持川普所希望的更大幅度、更快的降息，並表示若被川普提名為 Fed 主席，他將欣然接受。事實上，不論川普最終提名的 Fed 主席人選是誰，其貨幣政策立場必然傾向鴿派，這將有利債市多頭行情。

11 月底所公布的 Fed 褐皮書顯示，近幾周美國經濟活動變化不大，但除了高端消費者外的整體消費者支出進一步下滑。就業方面，儘管裁員公告有所增加，但更多轄區表示企業採取凍結招聘和自然減員等節省人力的策略，而非直接裁員。在價格方面，關稅仍是企業關注的焦點，尤其是製造業和零售業企業普遍反映投入成本壓力。

由於近期褐皮書對於勞動市場的敘述與上週聯準會官員的發言內容方向一致，且接下來至聯準會 12/11 開會前將進入聯準會官員緘默期，有利市場在 FOMC 會前維持對於 12 月降息的預期。儘管市場 11 月以來先前對 12 月降息預期變動幅度頗大，但在 10 月的 FOMC 會議之後，市場對於明年底預期 Fed 降息碼數仍大致維持在 3 碼以上，這顯示雖然 Fed 的降息步調短線或因經濟數據能見度不足而有所放緩，但美國降息循環並未因而停止。再者，股市波動度的增加也有利市場資金轉向相對安穩的公債或信評較佳的投資級債，因此我們預期相關債種仍具表現機會。然而，考量美國最高法院若宣判川普關稅不合法，市場對美國的長期債信產生疑慮，因此在天期的選擇上，我們建議以 10 年上下的美國公債或投資級債作為主要選擇。同時，美元中長期弱勢預期不變，非美中期投資級債券亦可作為資產配置的選項。

