

全球經濟溫和增長，貨幣寬鬆有利動能

2026 年 1 月

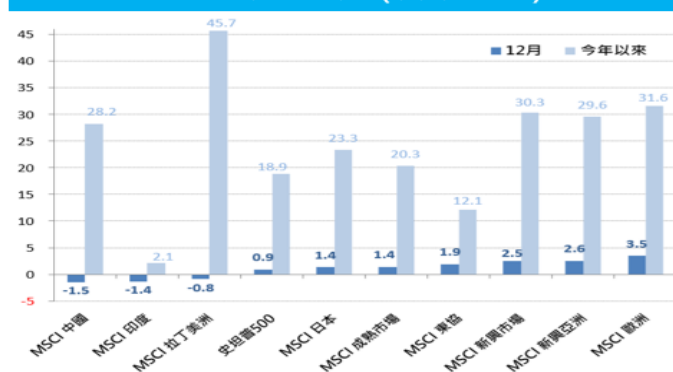
2025 年最後一個月的股市表現，除了中國、印度與拉美股市下跌外，其他股市大致呈現溫和上漲，其中又以 MSCI 歐洲指數上漲 3.5% 最為強勁，主要因投資人對美國科技類股高估值仍有疑慮，使得部分資金轉向相對便宜，科技股比重較低的歐股。此一觀點也可從 12 月美國股市同期間的反彈中，科技股佔比越低的指數表現愈好的現象相互印證。在新興股市方面，儘管 MSCI 中國股市因房市與內需持續不佳，但韓國 KOSPI 指數及台灣加權指數同期間分別大漲了 9.9% 與 4.24%，推升了 MSCI 新興亞洲指數與 MSCI 新興市場指數分別上揚 2.6% 與 2.5%。

在債市方面，受惠於美元指數從 12 月初的 99.5 左右下跌至約 98，新興當地債 12 月表現優於其他券種。高收益債券在股市表現回溫的情況下，投資人信心恢復，亦有不錯表現。然而，儘管中國人民銀行仍持續貨幣寬鬆政策，主因中國政治局會議未提出具體重大利多，且政府缺乏大規模刺激方案，加上房市表現始終積弱不振，使得亞洲債券表現在當月敬陪末座。

展望 2026 年，全球經濟整體成長率料可溫和增長，增速雖略有放緩卻無衰退風險。主要國家通膨可望下降，但部分新興亞洲國家可能略增。同時，多數國家仍傾向寬鬆貨幣政策，惟日本央行料將升息。整體環境有利金融市場發展。美國勞動市場降溫，但內需與 AI 題材足以推動經濟發展，且大而美法案對民間的補助也將使美國經濟更具韌性，Fed 貨幣政策保持寬鬆也將為美股帶來動能。彭博統計顯示，多數券商對於 2026 年 S&P 500 指數亦抱正向看法。儘管甲骨文以高度槓桿擴建資料中心與 Nvidia 不再獨佔 AI 晶片的擔憂使 12 月市場波動加劇，但我們認為這些事件只是產業秩序調整，而非整體 AI 產業需求產生變化。雖然產業競爭加劇可能使個別業者的基本面與股價表現分化，但預期整體 AI 產業仍將健康發展。

美國利率政策朝寬鬆方向進行加上 2026 年鴿派聯準會主席的就任料可帶動市場情緒，美國債市中期多頭走勢仍值得期待。然而，市場對於甲骨文的疑慮或不時影響債市，且美國法院對關稅判決或使投資人對美國債信產生疑慮，故美國債市投資以中短天期債券為主，投資級債則以中短天期信評較佳(至少 A 以上)之標的為首選。美元中長期弱勢預期不變，非美投資級債券亦可作為資產配置的選項。

全球主要股市表現 (以美元計價)



資料來源：Bloomberg,截至12/29為止

全球主要債市表現 (以美元計價)



資料來源：Bloomberg,截至12/29為止

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。

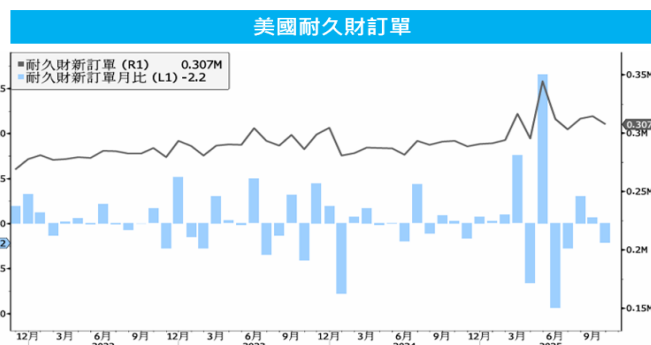
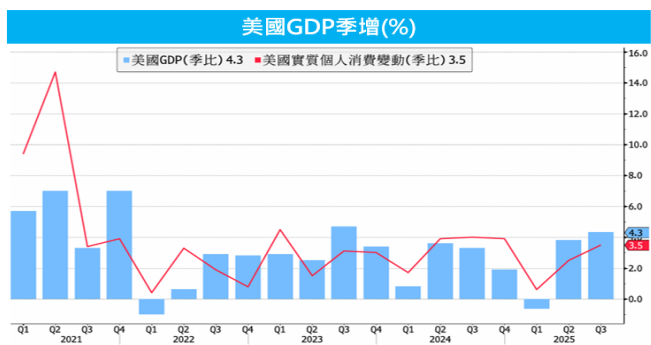
美國股市：GDP 表現強勁，AI 產業進展仍是焦點

2025 年 12 月，美股 AI 題材走勢出現明顯分化，標普 500 指數維持於歷史高檔區間。指數上漲主要由輝達、特斯拉、美光、帕蘭提爾、Salesforce、VISA、摩根大通、富國銀行、AppLovin 等龍頭企業帶動，除了 AI 族群外，金融與軟體應用類股亦有不俗表現；相對而言，包括博通、蘋果、網飛、Alphabet、微軟、波克夏海瑟威、好市多、英特爾、優步科技等龍頭股走勢疲軟，顯示 AI 概念不再雨露均霑，投資人開始細分產業位置以及公司競爭力。影響 12 月美股市場重要事件包括聯準會利率決策，將聯邦基金利率目標區間下調 1 碼至 3.5% 至 3.75%，惟決策委員意見出現分歧，使 2026 年利率走勢不確定性明顯升高。

美國經濟表現強勁，第三季 GDP 年化季增率自上季的 3.8% 加速至 4.3%，民間消費季增率由上季的 2.5% 上升至 3.5%，為帶動 GDP 上漲關鍵，且企業資本支出、淨出口亦維持正成長，顯示在美國就業市場降溫的背景下，民間支出仍具韌性，且關稅政策對貿易的負面影響開始鈍化，為經濟帶來支撐。展望未來，美國政府關門恐將對第四季經濟造成拖累，然具支撐性的財政政策、AI 基礎建設的投入、以及家庭消費增長，有望帶動經濟在 2026 年第一季再度反彈。耐久財訂單受政府關門事件衝擊，10 月份耐久財訂單由前月修正值月增 0.7% 放緩至月減 2.2%，低於市場預期的月減 1.5%。耐久財訂單於本月由正轉負且低於市場預期，顯示政府停擺加劇企業對前景不確定性預期，拖累企業投資意願。

美國 10 月、11 月非農新增就業分別為 -10.5 萬人、6.4 萬人，低於 9 月的 10.8 萬人，失業率由 9 月的 4.4% 上升至 4.6%，就業不足率由 9 月的 8.0% 升至 8.7%。12 月份諮商會消費者信心指數為 89.1，由前月修正值 92.9 下降；現況指標由修正值 126.3 下降至 116.8；預期指標持平於修正值的 70.7。12 月消費者信心指數再度下滑，預期指數雖大致與上月持平，然現況指數下探至 2021 年初以來新低水平。由於大型企業陸續公布裁員計畫，料將持續壓抑消費者對就業乃至收入前景的信心，凸顯出目前美國就業市場持續降溫的格局，可能影響民眾對汽車、房市、耐久財、旅遊等消費支出。

我們認為，決定 2026 年美國股市重大議題分別是 AI 產業進展、美國消費是否惡化以及新任聯準會主席的政策立場。1 月市場焦點仍將集中於美國消費性電子展，CES 展覽將於 1 月 6 日至 9 日在拉斯維加斯登場，預料將為人工智慧(AI)趨勢指引最新方向，新產品與應用將可獲得市場關注。目前標普 500 本益比估計在 25.6 倍、股價淨值比 5.5 倍，短期評價偏高，第四季財報即將揭曉，市場將檢驗 AI 產業所投入資本支出能否持續轉化成獲利，預料短期震盪加劇，但若市場拉回，美國因在 AI 產業具備絕對優勢，仍可以長線角度布局。



資料來源：彭博，2025/12/30

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。

歐洲股市：景氣表現溫和，各國政府擴張國防預算

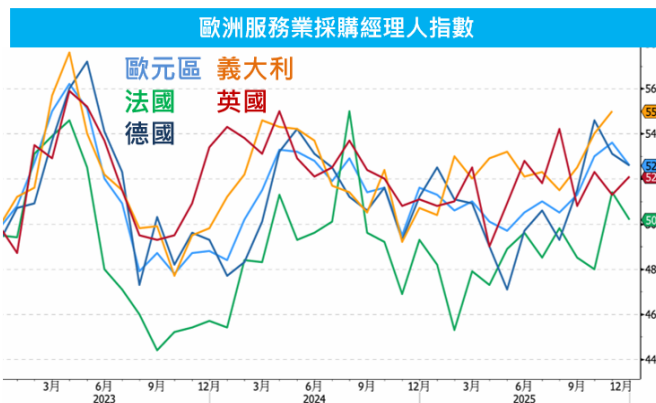
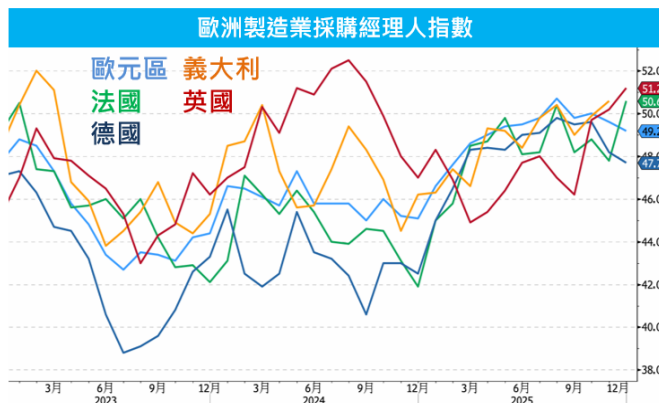
12 月歐股受惠於降息後的經濟復甦、原物料價格走高、期待地緣政治衝突落幕等因素，泛歐 600 指數位於歷史高檔位置。指數領漲族群涵蓋匯豐控股、瑞銀、羅氏、諾華、西班牙國際銀行、印地紡集團、裕信銀行、勞斯萊斯、BBVA、法國巴黎銀行等醫療、金融族群，反映歐洲受惠於降息後的經濟復甦，以及政府擴大財政支出對經濟形成支撐；領跌標的包括 EssilorLuxottica、空中巴士、BP、殼牌、英美菸草、Argenx、賽諾菲、帝亞吉歐、瑞士再保險、液空集團，主要是石油價疲弱拖累能源龍頭，且歐股缺乏 AI 或其他成長型產業。

歐元區製造業採購經理人指數來到 49.2，但僅德國還在 50 以下位置，英國更來到 51.2，顯示製造業景氣未再惡化；歐洲服務業採購經理人指數維持在 52.6，仍處於溫和擴張位置。歐元區在 2026 年景氣並不看淡，主要是各國拉升國防支出、尤其德國推出特別預算以擴大公共投資，然而市場也擔憂資金效果將侷限在外來三年，缺乏長期的產業投資發展方向。

川普政府主張歐洲盟國應為北約貢獻更多，並希望歐洲在 2027 年前接手主導北約防務，包括從情報蒐集至飛彈系統等大部分常規防務能力，但時程太過緊迫，部分歐洲官員認為難以達成。此舉顯示，美歐之間的軍事責任分配正面臨重大重新調整。根據 2023 年 12 月通過的一項法律，美國總統無法在未經國會批准的情況下單方面退出北約。這項法律要求，任何退出北約的決定必須獲得參議院 2/3 的贊成票或由國會單獨立法批准。然而即使沒有合法退出，在美國財政壓力下，川普勢必逐步縮減在歐洲的軍事布局。

俄烏停戰談判核心分歧未見突破，領土爭議、停火條件與核電廠控制權三大難度仍陷僵局。川普宣布未來幾週將就「敏感事項」密集磋商，打算 1 月在華府或第三地與澤倫斯基及歐洲領導人再度協商，歐洲領導人則宣稱歐盟須加入談判，讓停戰的難度增加，但外界普遍預期，俄烏戰事有機會於 2026 年劃下句點，其所帶動的重建商機，有機會提振歐洲經濟。

歐洲央行在 12 月利率決策會議決議維持利率不變，上修 2025、2026 年經濟成長預估，同時提高 2026 年的通膨預測，以目前情勢估計 2026 年降息空間有限。目前泛歐 600 指數本益比來到 16.5 倍，股價淨值比約 2.4 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，目前強勢個股多是個別表現，而地緣政治風險導致政府資金投注國防而非其他具發展前景的產業，在俄烏戰爭確定落幕前，對歐股需維持謹慎態度。



資料來源：彭博，2025/12/30

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。

日本股市：經濟表現穩健、政策推動 AI 產業投資

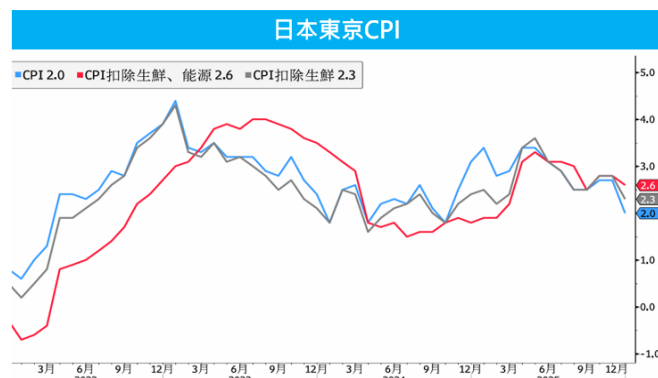
2025 年日股頻創歷史高點，領漲標的包含豐田汽車、三井住友金融、三井物產、瑞可利控股、東京威力科創、發那科、軟銀、三菱 UFJ 金融、三菱電機、伊藤忠商事等，指數上漲主要是外銷、AI 相關與受益升息的金股帶動；領跌股涵蓋索尼、任天堂、第一三共、永旺、日本電氣、TDK、三菱商事、愛德萬測試、三菱重工、味之素等。近期日元相對弱勢，且日銀如計畫升息 1 碼，有利外銷與金股走勢。

東京 12 月 CPI 年增幅驟降至 2.0%，扣除新鮮食品 CPI 則年增 2.3%，低於前值的 2.8%。引導物價回落主要為商品價格增速放緩，年增率自前月的 3.9% 降至 2.6%。CPI 降溫主要來食品漲勢的放緩，年增幅自前月的 5.5% 回落至 4.3%，其中蔬菜及水果價格分別自前月的年增 0.7%、年減 4.5% 回落至年減 9.0% 及年減 7.0%，同時米價增速自前月的 37.9% 緩降至 34.7%，食品價格的降溫連帶壓抑整體食品價格增速。能源價格年增幅自前月的年增 2.6% 降至年減 3.4%。短期內通膨不排除持續放緩，根據早前日本央行總裁植田和男指出，因薪資成長趨勢延續，國內通膨有望逐步達成日本央行設定物價目標，料通膨放緩不致改變央行貨幣政策正常化立場。

日本央行在 12 月利率決策會議把政策利率調高到 0.75%，原以為能扭轉長年的通縮陰影，沒想到市場解讀下次升息仍需等到 2026 年下半年，日圓匯價反而加速走弱。財務大臣片山皋月於 12/22 日警告市場，強調日方握有隨時進場的「自由裁量權」，並引用與川普政府 9 月簽署的協議作為後盾，顯示官方對匯率穩定的高度重視。在官方干預下，日圓匯率在 1 月小幅升值的可能性提高。

根據日本媒體報導，日本政府將推動國產 AI，以軟銀為首，聯合十多家日本企業建立新公司，同時 2026 年度預算案內對尖端半導體及人工智慧發展預算年增近三倍。政策方向可能參考當初扶植日本晶圓代工廠(Rapidus)的經驗，由政府與民間合作成立 AI 新創企業。由於日本國內業者在「實體 AI」領域(機器人)有一定成績，政府將協力補足不可或缺的基礎模型。

日本 11 月外國旅客訪日人數年增 10.4% 至 351.8 萬人次，中國遊客方面，11 月小幅年增 3.0% 至 56.3 萬人次，人數亦自前月的 71.6 萬人次驟降，估計主要受到日本首相高市早苗針對台灣的談話影響，故短期不易回升。TOPIX 指數在 2025 年頻創新高，但近期本益比僅在 17.8 倍、股價淨值比約 1.7 倍，高市財政刺激政策仍將提振日本內需與企業投資，可望推動企業盈餘增長，成為日股長期支撐。



資料來源：Bloomberg，2025/12/26

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：再平衡下的新動能與機遇

展望 2026 年，亞洲地區在全球經濟面臨貿易保護主義抬頭、地緣政治摩擦持續的背景下，正處於尋求重新平衡的關鍵時刻。多家國際金融機構的預測與分析，亞洲有望憑藉其內需韌性與獨特增長動力，繼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，結構性挑戰與市場分化將是投資者必須面對的核心議題。

各大機構普遍認為 2026 年亞洲（不含日本）的整體 GDP 增速將較 2025 年溫和放緩，預計維持在約 4.0% 至 4.3% 的水準。IMF 預估，全球約 60% 的增長預計將來自亞太地區。主要的驅動力正從傳統的出口導向型增長，轉向由科技創新與強勁內需共同驅動的新模式。

我們認為亞洲經濟將由科技及內需雙軌驅動，全球 AI 技術的廣泛應用正創造對先進製程半導體、數據中心基礎設施及相關電子零組件的龐大需求。台灣和韓國憑藉其在全球半導體產業的龍頭地位，成為這波浪潮下的主要受益者，預計科技業在 2026 年將保持高速運行。另外，印度仍是 2026 年亞洲乃至全球經濟版圖中的亮點。多家機構預測，印度 GDP 增速有望超越 6.0%。這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、政府在基礎設施建設上的持續投入以及豐厚的人口紅利。最後，政策支持與流動性也是亞洲的經濟利多，全球央行包括亞洲多國預計在 2026 年進入降息週期，寬鬆的貨幣政策將有利於降低融資成本，刺激投資和消費。此外，亞洲政府相較歐美仍保有一定的財政空間，可以在必要時實施針對性的財政刺激措施。

然而，2026 亞洲經濟面臨的結構性挑戰仍不容忽視，美國的潛在關稅政策仍是外部環境的最大不確定性，對高度依賴出口的亞洲地區形成壓力。儘管目前中美貿易戰暫時休兵，但中美對抗所造成的不確定性持續存在。加上中國房地產市場的長期調整的外溢效應將對整個區域的供應鏈和貿易夥伴產生連鎖反應。此外，中國產能過剩和激烈的價格競爭也可能侵蝕企業獲利。另外，部分亞洲國家面臨著債務水準上升的問題，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，都是亞洲經濟面臨的挑戰。

在經濟重新平衡的態勢下，亞洲股市預期將展現溫和的增長潛力，但各國市場表現可能將高度分化。我們看好台韓作為 AI 浪潮的核心受益者，兩地的 IT 類股預期將貢獻巨大的盈利成長。我們也看好印度強勁的內需和政府政策支持，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。

2026 年亞洲各國大部分有降息空間



資料來源：JP Morgan，資料日期：2025/12

MSCI 亞太各區指數 EPS 年增率



資料來源：野村，資料日期：2025/12

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。

中國：在結構性重塑中尋求新平衡

展望 2026 年，中國經濟正處於從傳統「投資與出口」驅動，轉向「內需增長與高質量發展」的關鍵陣痛期。面對國內外錯綜複雜的環境，這一年將是中國經濟在結構性下行壓力中，竭力尋找「新平衡點」的一年。

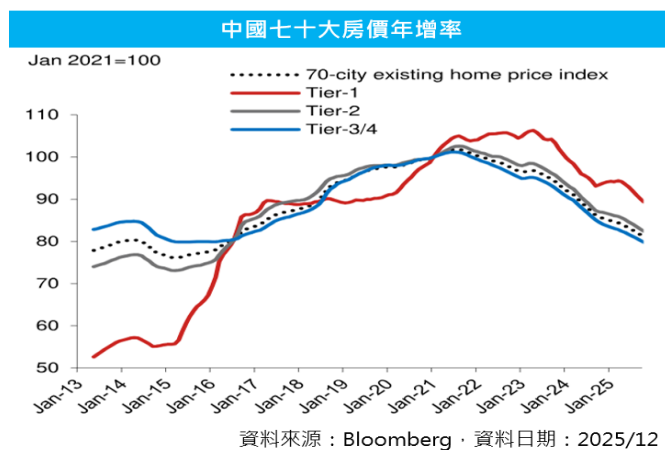
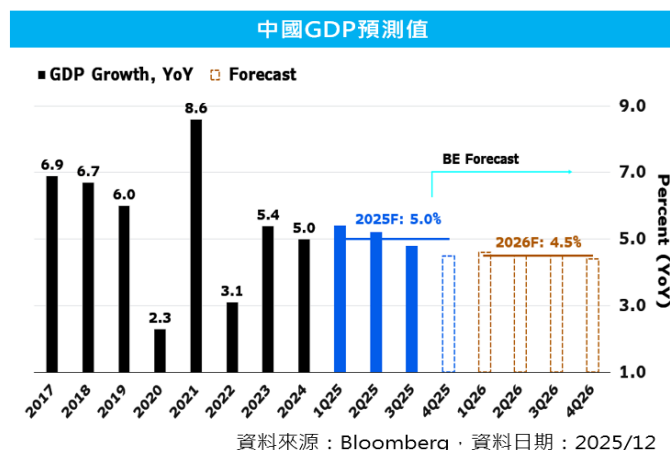
預期中國經濟增速進入「4% 時代」的新常態，根據多家國際金融機構與智庫的預期，2026 年中國 GDP 增速預計將落在 4.2% 至 4.7% 之間。這標誌著中國經濟已正式告別過去的高速擴張，進入以「穩」為前提的增長階段。這種放緩並非單純的經濟循環，而是人口老化、勞動力成本上升以及結構轉型的必然結果。

房地產市場在 2026 年仍將是拖累經濟增長的最大阻力。儘管政府在 2024-2025 年推出了多項托底政策，但房價下跌導致的財富縮水已深刻影響家庭預算。前七十個大城市的房價跌幅若持續擴大，將導致居民資產負債表持續萎縮。當家庭 70% 的財富與房地產掛鉤時，房價不振會直接轉化為消費信心的塌陷，使得「提振內需」的政策在實施層面時面臨巨大挑戰。

2026 年，中美戰略對抗為最大的外部不確定性。預計美國及其盟友將持續推動「去風險化」與供應鏈多元化。隨著全球需求放緩與潛在的關稅壁壘，中國出口企業將面臨更嚴峻的生存環境。製造業外移至東南亞或墨西哥的「China+1」趨勢難以逆轉，這不僅衝擊出口貿易額，更對國內製造業就業市場造成長遠壓力。

面對經濟下行壓力，預計 2026 年中國政府將維持積極的財政政策，重點在於化解地方政府債務風險以及支持「新質生產力」。然而，政策效果可能受限於傳導阻滯。當企業與民眾對未來預期轉弱，貨幣政策的寬鬆往往會陷入流動性陷阱，資金難以轉化為實質投資與消費。因此，2026 年的政策觀察重點在於政府是否敢於進行大規模的財政直接刺激，以應對消費萎縮。

在經濟增速放緩的背景下，2026 年的 A 股與港股市場將難以出現普漲的大牛市，取而代之的是分化的類股行情。投資主線將高度集中在國家戰略支持的領域。隨著半導體國產化進程加速與 AI 產業鏈的落地，具備核心競爭力的科技龍頭將成為資金的避風港。投資者應密切關注 AI、人形機器人等代表新質生產力的類股。2026 年的中國是一場關於「耐力」的賽跑。投資者應採取「輕大盤、重類股」的策略，在總體經濟逆風中尋找技術突破與政策支持的股市機會。



東協：供應鏈紅利下的分化與崛起

展望 2026 年，東協地區預計將在全球經濟逆風中溫和成長。隨著供應鏈重塑從「短期移動」轉向「長期紮根」，東協將由中美貿易摩擦的緩衝區，逐漸成為全球製造業的新重心。然而，東協並非單一國家，各國因產業結構與政治紅利的差異，將展現出明顯的經濟分化。

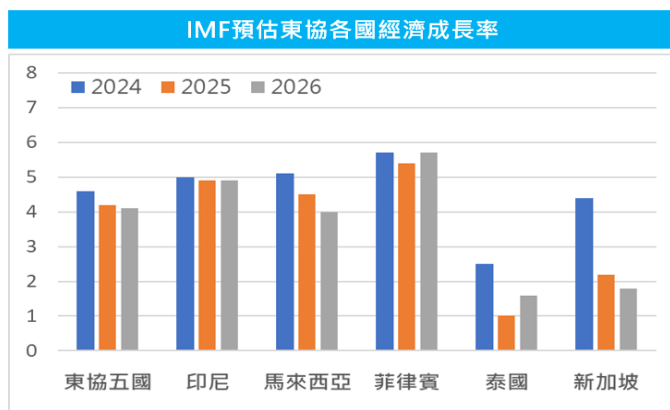
供應鏈向東協的轉移將進入第二階段。美國對東協的有效關稅稅率（約 18.6%）持續低於對中國的稅率（約 29.9%），這使得包含中國在內的外國直接投資（FDI）持續湧入。越南與馬來西亞可望成為製造業的贏家。越南在電子組裝與半導體封測領域已形成集群效應；馬來西亞則憑藉檳城的半導體基礎設施，成為全球晶片後端處理的核心。泰國與印尼則聚焦於汽車產業轉型。泰國正轉向電動車（EV）組裝中心，而印尼則利用其豐富的鎳礦資源，致力於打造完整的全球電池供應鏈。

供應鏈轉移不僅帶來出口，更穩定了當地勞動力市場。2026 年，東協地區預計將新增數千萬名中產階級人口，這為消費支出提供了堅實基礎。溫和的通膨環境加上東協多國央行預計在 2025 年底至 2026 年進入降息週期，將進一步釋放融資成本壓力，提振國內消費與房地產市場。

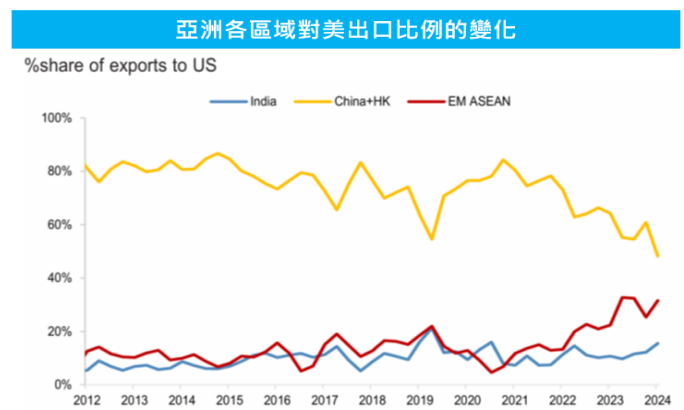
在財政政策方面，印尼的遷都計畫在 2026 年將進入財政投入與實體建設的爆發期，成為東南亞最大的經濟動能來源之一。新馬兩國合作的「柔新經濟特區（JS-SEZ）」是 2026 年該區域重要的財政與合作亮點。此計畫旨在打造東南亞版的「港深模式」，結合新加坡的資本、技術與人才優勢，以及馬來西亞柔佛州的土地與勞動力資源。

儘管對東協的經濟展望樂觀，但挑戰依然存在。全球需求若在 2026 年因歐美經濟疲軟而放緩，對出口依賴度高的星、越將首當其衝。此外，地緣政治的複雜性要求東協國家在「不選邊站」的戰略下維持平衡，這對各國政府的外交手腕是極大考驗。

在經濟基本面支撐下，2026 年東協股市將展現比中國市場更強的「增長預期」。投資策略應專注於「各國優勢類股」。隨著降息週期展開，印尼與菲律賓的銀行業將受益於信貸擴張與淨利差改善。同時，受惠於人口紅利的必需消費品與電商平台，將具備較強的抗波動能力。受惠於強勁的電子與半導體出口增長，馬來西亞科技股表現強勁。電動車產業鏈與基建相關類股是 2026 年的戰略重點。特別是印尼的資源類股，在能源轉型大趨勢下具備戰略價值。此外，馬來西亞與新加坡合作的柔新經濟特區的房地產、營建業和公用事業也將是潛在受益領域。投資者可以透過 MSCI 東協指數掌握趨勢。



資料來源：IMF，資料日期：2025/12



資料來源：JP Morgan，資料日期：2025/12

拉美股市：巴西 2026 年有望受惠降息行情，惟財政問題仍是隱憂

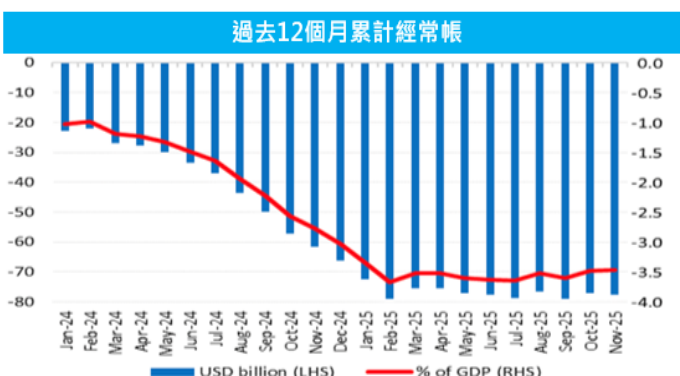
拉美市場 2025 全年表現優異，主因受惠於指數佔比最高的巴西聖保羅指數年度上漲約 28%，若以美元計算的報酬率最高達 49%，巴西上漲主要受惠於高利差持續吸引外資流入，帶動股匯雙漲。該國央行持續將利率維持在 15% 高利率水準，使巴西成為世界上與各國利差最高的國家之一，截至 2025 年 11 月，已吸引外國直接投資流入量達到 840.57 億美元，這股資金持續推動巴西股匯市上漲。

除此之外，近期巴西通膨數據持續出現好轉，也使市場預期巴西央行將於 2026 年啟動降息，更進一步推動巴西股市表現。12 月巴西通膨數據 IPCA-15 年增 4.41%，低於一個月前的年增 4.46%，並持續達到巴西央行設定的 3%，上下浮動 1.5% 通膨目標。巴西央行對機構經濟學家的每週調查亦顯示，市場普遍預估至 2025 年底的通貨膨脹預期中位數為 4.32%，與政策關聯性較高的 2026 年則為 4.05%，顯示通膨數據預估將持續往央行 3% 目標靠攏，使市場對於降息預期提升。

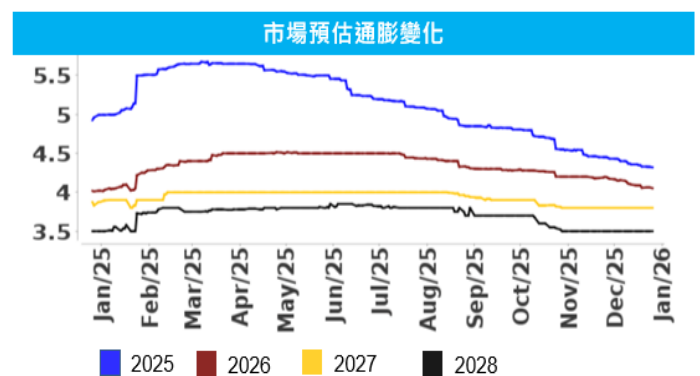
截至 2025 年 12 月 26 日的調查顯示，目前市場普遍預估巴西央行將在 2026 年降息 11 碼，利率將從目前的 15% 下降至 12.25%，2027 及 2028 年底利率預期會在更進一步下降至 10.50% 和 9.75%。研究指出，巴西股市是所有新興市場中，股市表現與利率負相關性最高的市場，意味著該市場的利率越低，股市表現就越好。這股對於降息的預期，持續帶動巴西股市走揚。然而實際上目前巴西央行態度仍為鷹派，近幾次利率決策會議都聲明為了打擊通膨，將會把利率維持在高水準很長一段時間，尚未透露任何鴿派暗示，故實際降息進程仍有不確定性。

另一方面，2026 年巴西總統大選進展，是造成巴西股市在 2025 年 12 月開始震盪的主因。巴西下一任總統大選將於 2026 年 10 月 4 日舉行，市場目前聚焦在現任左派總統魯拉與右翼陣營的對決，魯拉傾向擴張性財政政策，若成功連任恐將導致巴西結構性赤字問題延續，將迫使央行維持高利率政策；右翼陣營原本由具技術官僚背景的聖保羅州長塔爾西西奧聲量最高，然而前總統波索納洛推選其兒子競選，使右翼陣營出現分裂，提升市場對於魯拉連任及財政赤字問題將難解的擔憂，也導致部分外資選擇獲利了結，使巴西股匯市在 12 月出現波動。截至 2025 年 11 月的近 12 個月內，巴西經常帳赤字已達到 777 億美元，佔 GDP 的 3.47%，較去年同期的佔 GDP 2.78% 大幅上升。

展望 2026 年，預料降息預期及高利差的利多有望持續推升股匯市，然而在財政赤字難解的狀況下，如市場避險情緒升溫，將可能帶動外資大舉出逃，使巴西市場面臨較大的回落風險，故目前我們仍對拉美市場後市仍抱持中性看法。



資料來源：巴西央行



資料來源：巴西央行Focus報告

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。

礦業類股：美國銅關稅預期，有望帶動短線銅價上漲

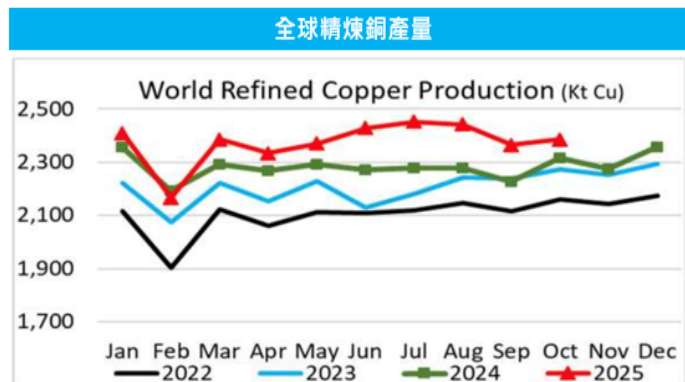
礦業類股在 2025 年同樣是表現強勁的類股之一，主要受惠於美中衝突加劇，市場擔憂衝突將導致供應中斷，故各類以中國為主要產區及精煉區的礦物資源，報價皆出現顯著上漲。此外天災不斷，也帶動各類礦物資源供應受阻，如銅礦受到先前印尼 Grasberg、剛果 Kamo-a-Kakula，以及智利 El Teniente 等礦場事故影響，智利銅業委員會預估全球銅市在 2026 年將面臨約 16.5 萬公噸的供應缺口。國際銅業研究組織也指出，因天災緣故，全球精煉銅市場預料將在 2026 年出現 15 萬噸供應短缺。2026 年供應不足預期，成為目前銅價及礦業類股上漲的重要利多。

此外，美國銅關稅預期，也是 2025 年銅價上漲主因，市場預估美國將於 2026 年下半年實施精煉銅關稅，受此預期影響，美國芝加哥商品交易所(COMEX)銅價相較非美的倫敦交易所(LME)銅價出現溢價，導致非美實體銅持續流入美國市場進行套利，在大量銅庫存流往美國的狀況下，非美市場銅庫存反而出現短缺的現象。為防止 LME 銅庫存過低，LME 銅價需上漲以弭平套利空間，然而 LME 銅價上漲又會進一步觸發 COMEX 銅價樂觀上漲情緒，導致溢價持續存在。另一方面，如 LME 銅價不上漲弭平套利空間，LME 庫存將會過低，會使放空者無法購買實體銅進行交割，為避免違約交割，放空者被迫在到期日前，集體做多期貨平倉，更進一步引發軋空潮發生，帶動銅價持續上漲。

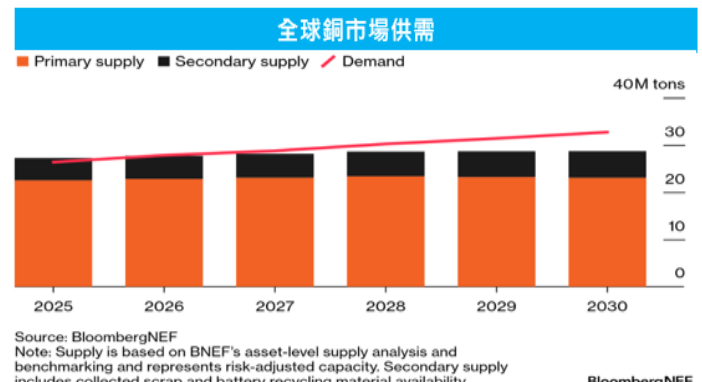
國際銅研究組織 2025 年 12 月月報顯示，截至 2025 年 12 月 19 日當周的三大金屬交易所的精煉銅庫存總計為 673,115 噸，較上週增加 1.4%，累計已年增 58%，其中倫敦金屬交易所庫存較上周下降 3.3%，至 160,400 噸；美國商品交易所庫存增加 2%，達到 416,910 噸；上海期貨交易所庫存增加 7.2%，至 95,805 噸。這項數據顯示美國關稅預期導致的套利狀況仍在持續，且這股套利囤貨潮，已導致全球銅庫存高漲，但有區域庫存不足的狀況產生。

另一方面，就實質供需來看，2025 年 1-10 月全球表觀精煉銅消費量約增加 5.5%，達到 2,361.2 萬噸；全球精煉銅產量約成長 4.4%，達到 2,373.4 萬噸，整體精煉銅市場表觀供給過剩約為 12.2 萬噸，顯示 2025 年全球銅市場實際是供過於求，也證明 2025 年以來，銅價上漲主要是因為美國關稅預期及美中衝突預期等經濟性影響，實際供需並不如價格漲勢這般樂觀。

整體而言，雖長期供需失衡有利銅價表現，短線上因關稅預期導致的庫存不均現象，也可能使銅價進一步上漲，然而考量目前全球銅庫存已高，如在 2026 年關稅確定實施，或市場投機情緒出現反轉，預料這股庫存將轉而成為銅價的壓力，故在各區域龐大庫存消耗至正常水準前，我們對於礦業類股中期走勢仍抱持中性看法。



資料來源：國際銅研究組織



資料來源：彭博

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：黃金資產配置佔比上升，有望成為 2026 年新多頭敘事

2025 年黃金表現亮眼，全年上漲超逾五成，使黃金成為當年度中表現最佳的資產之一，黃金能有如此亮眼的表現，主要原因仍是我們一再提到的各國央行買盤及黃金 ETF 需求所帶動。

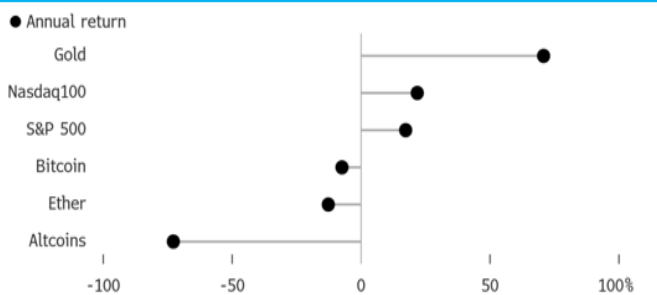
截至 2025 年 10 月，世界央行累積淨購買量達到 254 噸，購買量雖較過去 3 年略有下降，但世界各國央行在這段金價飆漲的期間仍持續增持黃金，可以看出世界央行仍把增持黃金儲備視為重要戰略目標。過去一段時間以來，新興市場國家央行為黃金市場的主要買家，尤其是具有潛在地緣政治衝突可能性的國家，如波蘭及哈薩克等國，更是名列黃金買家排行榜的前茅。

即便過去幾年新興市場國家已經增持大量黃金，但我們仍預期這些國家會在未來進一步增加黃金儲備，主因新興市場的央行在黃金配置佔比仍有上升空間。已開發國家如美國、德國、法國和義大利的黃金儲備佔其外匯儲備佔比約為 70%，全球平均水平則約為 20%，而新興國家如中國目前黃金儲備則約僅有 8%，其他新興國家佔比亦仍低，不少國家距離全球平均水平 20% 仍有上升空間。近期也已有部分國家央行公開宣示要進一步增持黃金，如波蘭央行宣布要將其黃金持有量提高到外匯儲備佔比的 30%，較其目前的 26% 更進一步上升；塞爾維亞也發表聲明表示，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。從以上聲明可以看出，新興國家央行在未來幾年仍會是黃金市場的重要買盤之一。

黃金 ETF 買盤的部分，隨聯準會在 2026 年降息方向不變，且美國總統川普將替換其擁護的聯準會主席上台，2026 年降息碼數有望進一步上升，有利於持續吸引資金流入不孳息的黃金資產。此外，隨著各國債務問題持續擴張及地緣政治緊張情勢加劇，預料將持續吸引避險性買盤資金流入黃金資產，使我們仍可期待 2026 年黃金價格表現。

另一方面，我們預期黃金在民間資產配置的吸引力上升，將會成為黃金在 2026 年，一個新的多頭敘事。世界黃金協會報告指出，股票與債券相關性自 2022 年後通膨上升後，即轉為正相關，使債券對於投資組合避險效果下降，亦降低傳統股債配置表現。反觀自 2022 年來，黃金與股票的相關性下降至幾乎為 0 相關，使黃金在投資組合中，能夠起到分散風險的作用。此外，高盛報告指出，黃金 ETF 在以股票和債券組成的私人金融投資組合中，資金量體僅佔約 0.17%，私人持有的黃金資產相較於私人持有的債券資產資金量體更僅約 1%，顯示私人持有黃金的佔比仍低，考量近年黃金資產表現亮眼，債券表現則相對溫吞，且黃金相對債券有更好的分散風險效果，預料將可能吸引大眾投資人在其投資組合中增加更多的黃金資產配置，這股資金將有利於黃金資產在 2026 年再創佳績。

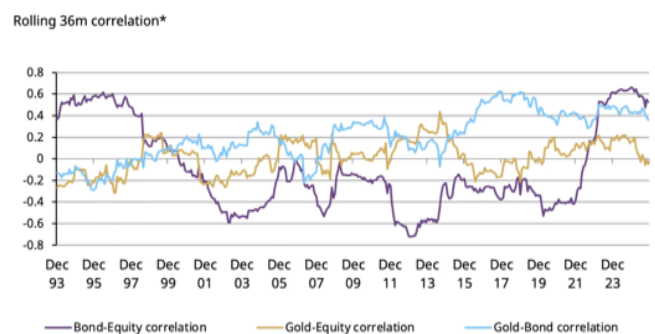
各類資產2025年報酬率



Source: Bloomberg
Note: MarketVector Digital Assets 100 Small-Cap Index

Bloomberg
資料來源：彭博

股、債、黃金相關性



資料來源：世界黃金協會

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：個別企業疑慮或引發波動，中短天期高品質債為首選

在聯準會重啟降息循環的利多驅動之下，美國公債與投資級債在 2025 年雙雙創下近 5 年最佳表現。由於美國 2026 年降息循環仍將持續，加上川普即將提名的新任 Fed 主席立場勢將更為鴿派，將可帶動市場樂觀預期，美國債市在 2026 年的多頭走勢仍值得期待。

儘管 2018 年川普第一任期時的貿易戰導致企業利潤率下滑，拖累企業債利差相應走寬，但 2025 年的川普關稅對企業利潤影響至今尚屬有限，並可望在 2026 年企業營業利潤率再創高。企業經營體質的好轉將可進一步反應在債券的利差之上，有利企業債的價格走勢。

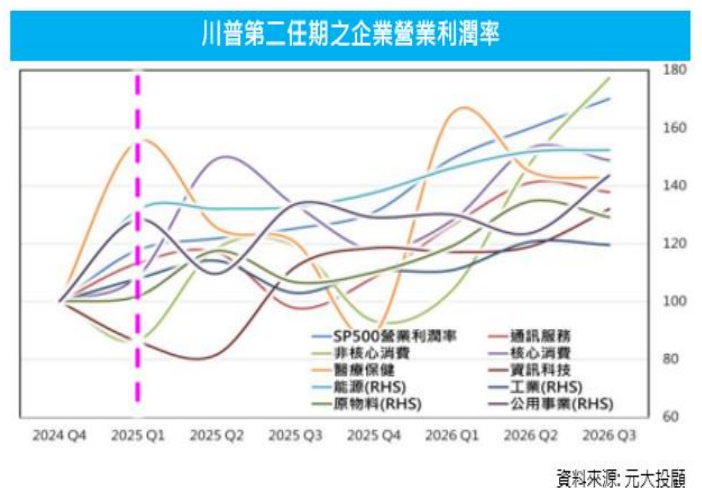
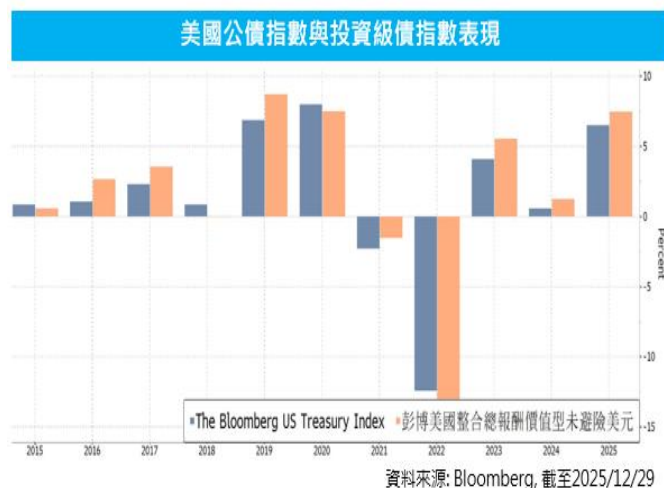
然而，甲骨文受巨額資本支出所累，加上其負債比偏高，導致其 CDS 及債券殖利率上揚，或為 2026 年債市不穩定因素。萬一甲骨文遭到降評，整體債市短期雖不免受到影響，但料對 BBB 以下債券傷害程度相對較大。若此情境不幸發生，投資人反可能因此將資金轉向公債及信評更佳之投資級債。

簡而言之，美國利率政策朝寬鬆方向進行加上 2026 年鴿派主席的就任料可帶動市場情緒，美國債市偏多的格局料可持續。然而，市場對於甲骨文的疑慮或不時影響債市，且美國法院對關稅判決或使投資人對美國債信產生疑慮，故美國債市投資以中短天期債券為主，投資級債則以信評較佳(至少 A 以上)之標的為首選。同時，美元中長期弱勢預期不變，非美投資級債券亦可作為資產配置的選項。

在新興市場債券方面，雖然新興市場主權信用 2025 年 4 月初因川普宣布關稅導致利差迅速擴大，所幸市場隨後回穩，利差也因而收斂，為新興市場債帶來極佳的報酬。同時，美國的寬鬆貨幣政策也為 2025 年的新興市場債券整體報酬率帶來不小貢獻。

市場普遍預期 Fed 2026 年仍將傾向降息，故對於整體新興市場匯率與債券價格走勢可望帶來一定支撐。然而，新興市場債券與美股走勢關聯度偏高，美國法院未來若宣布川普關稅違法，市場對美國債信疑慮及川普後續動作均可能對金融市場帶來不確定性，宜留意後續進展。

2026 年各國之貨幣政策整體亦傾向寬鬆，但不同新興國家經濟體質各異，故方向與幅度上仍有分歧，因此在投資上宜慎選標的。值得注意的是，儘管市場普遍預期巴西 2026 年可望降息 10~12 碼，有利其債券價格。然而，巴西雷亞爾存在貶值空間，可能侵蝕以美元計價之報酬率。同時，該國 2026 年 10 月即將迎來總統選舉，前總統波索納洛的兒子若加入戰局，可能導致右派分裂，增加現任總統魯拉連任的可能，不利巴西長期債信，並可能使相關投資帶來一定風險。



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。