

多頭中期可望續行，惟短線或偏震盪

2026 年 2 月

2026 年開年的第一個月，以美元計價的 MSCI 各主要股市指數普遍迎來出色表現，S&P 500 年初以來雖上漲，但表現明顯不及多數新興股市。主要原因在於美元指數先後因格陵蘭問題、華府檢察官對鮑爾展開調查及美日可能聯合干預日元等因素而走跌，國際資金外溢至新興市場，致使新興股市表現普遍優於成熟股市，MSCI 拉丁美洲指數一枝獨秀，其中又以權重高達約 6 成的巴西股市因本益比較低、降息議題及原物料多重題材貢獻最大，其漲幅高出居次的 MSCI 新興市場一倍之多。新興亞洲則受惠於科技類股比重較高的台灣、韓國股市受 AI 及記憶體題材帶動而強勢上揚。然而，印度股市由於該國進口俄油比重遲未下降，使得美印關稅談判無法突破僵局，加上其受惠 AI 題材程度較低，使其開年至今表現最為弱勢。

在債市方面，同樣由於美元大幅走弱的因素，新興當地債 1 月的表現遠優於其他券種，較之於新興美元債券績效亦大幅超前。亞洲高收益債則受惠股市表現不錯，投資人偏好風險性資產，加上貨幣相對於美元呈現升值，故在主要債種中表現居次。全球投資級債與全球主權債在同期間亦有著不錯的漲幅，主要的漲幅也來自於貨幣相對於美元的升值。

雖然 Fed 1/28 維持利率不變，但該決議已被事先消化，故市場影響有限。然而，川普出人意表地提名 Warsh 為下任主席人選引發 2 月初金融市場震盪。美股財報進行至今，多數公司財報指引優於預期，2/5 與 2/6 分別還有 Alphabet、亞馬遜等重要企業財報發布，我們預期市場波動將隨著財報進入密集期而加大。此外，美國最高法院對川普 IEEPA 關稅的裁決最快需待 2/20 才「有可能」宣判，且 2/26 亦有輝達財報發表，我們認為美國股市屆時才有較明顯的方向性表現。目前來看，美最高法院宣判川普關稅違法之機率較高，但若美國政府需要退還至今已課徵之 IEEPA 關稅，將有利必需性消費、傳產等類股，故即便股市修正也可望以類股輪動進行。整體來看，聯準會降息方向不變，股市在震盪後的中期多頭仍可期待。

此外，在川普提名 Warsh 為下任 Fed 主席後，金融市場 2 月初迎來大幅的波動，同時因川普 IEEPA 關稅最快需待美最高法院 2/20 開議才「有可能」宣判，且 2 月沒有 FOMC 利率會議，在市場觀望氣氛濃厚下，美債近期走勢預料將偏震盪。不過，Warsh 去年貨幣政策立場已轉鴿派，Fed 降息方向料不致改變，預期美國債券殖利率中期走勢仍將緩降，故對美債基本保持正向立場。



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、即時性和正確性不作任何擔保，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：AI 題材走勢分化，第四季財報正面解讀

1月美股在AI題材分化與川普政策的干擾下展現韌性，標普500指數於歷史高點震盪。指數上漲主要由美光、Alphabet、超微、亞馬遜、埃克森美孚、科林研發、好市多、應用材料、家得寶等龍頭企業帶動，AI已經從單純的題材轉向帶動供應鏈業績加速；相對而言，包括蘋果、微軟、博通、摩根大通、威士卡、AppLovin、波克夏海瑟威、萬事達卡、Salesforce等拖累指數表現。

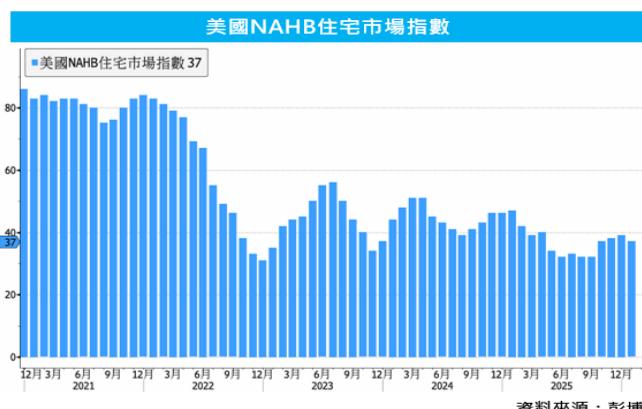
川普選擇過去以鷹派、反QE與強調財政紀律著稱的華許(Kevin Warsh)接任主席。華許去年呼籲降低聯邦基金利率，他預期川普放鬆管制政策及人工智能帶來的生產力提升將抑制通膨，故AI對經濟影響將成為聯準會觀察重心之一。華許出線的可能解釋，或是其政策立場已調整，不再堅持過去的鷹派立場；又或者反映川普在市場壓力下的習慣性退讓，需要一位能維護聯準會獨立性的主席。

在經濟數據層面，美國通膨近期已經穩定，觀察核心個人消費支出物價指數在2025年11月年增2.8%，高於10月的2.7%；與前一個月相比，10月與11月的PCE指數月增率皆為0.2%。對照近期其他通膨數據，都能支持聯準會維持目前立場。

政策面部分，川普於1月20日簽署行政命令，禁止大型機構投資者收購獨棟住宅，政府將制定政策優先推動將房屋銷售給「屋主自住者」。觀察1月份美國建商信心指數自上月的39下降至37。現況指標自上月42下降至41，但1月數據多數是在川普宣布重大住房改革之前收集，政策的實質提振效應預計將在2、3月的數據中開始發酵，估計政策壓制房價走勢，有利美國房市交易量回升。

美國1月S&P Global PMI調查顯示製造業採購經理人指數為51.9、服務業52.5，維持在擴張區間，景氣並未惡化。服務業穩健成長，但指數在8個月來的低點，製造業指數小幅上升，主因產出成長回升，且細項指標中製成品新訂單小幅反彈，商品需求依舊疲軟。綜合來看需求前景改善有限，且廠商招聘意願低迷，整體數據仍無法支持支持聯準會大幅降息。

展望2026年美國股市重大議題，將圍繞在AI產業進展、美國消費力變化以及新任聯準會主席的政策立場。2月市場焦點將集中於科技股財報，目前看到已公布數據多數仍優於預期。AI泡沫論淡化，關鍵在於AI滲透至各產業正逐步發生，而資本支出是擴大對電力、晶片的供給，近期半導體產業釋出訊息仍是漲價，另外也傳出川普正推動科技巨頭簽署至少15年的長期供電合約，現實的供應不足支持AI族群股價走勢。目前標普500本益比估計在25.9倍、股價淨值比5.6倍，短期評價偏高，預料股市震盪加劇，但若市場拉回，基於美國在AI產業具備絕對優勢，仍建議以長線角度布局。



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，格陵蘭爭議不利美歐關係

1月歐股受惠AI族群表現、個股財報優異以及格陵蘭帶動國防議題因素，泛歐600指數位於歷史高檔。指數領漲族群涵蓋艾司摩爾、諾和諾德、西門子能源、羅氏、諾華、匯豐、萊茵金屬、西門子、英國航太、嘉能可等，涵蓋半導體、醫療、國防題材；領跌標的包括雀巢、酩悅·軒尼詩-路易·威登、思愛普、安聯、歷峰、蘇黎世保險、慕尼黑再保險、安盛、達能、愛迪達，主要是消費、金融股跌幅較大，市場焦點在受污染嬰兒配方奶粉事件的延燒，雀巢、達能被捲入其中，而中國經濟疲弱仍舊不利精品類股業績。

2026年1月歐元區景氣維持擴張，但結構性分歧擴大。歐元區製造業PMI由48.8回升至49.4，略優於市場預期，在內需支撐與庫存去化加快下，產出與新訂單出現改善，但出口訂單連續第7個月低於榮枯線，美國關稅仍持續壓抑歐洲的出口表現，導致製造業復甦力道溫和；相較之下，服務業動能放緩，歐元區1月服務業PMI自52.4下滑至51.9，但主要是受法國政局不穩拖累。德國與法國的景氣表現分歧。德國1月綜合PMI自51.3上升至52.5，服務業持續成為成長主軸，製造業亦受惠於產出與新訂單增加而回溫，然而就業面出現警訊，德國企業出現大規模裁員，顯示對人力配置仍舊保守；法國綜合PMI由50.0下滑至48.6跌入收縮區間，儘管製造業PMI回升至51.0，但服務業PMI大幅下滑至47.9，政治不確定性壓抑企業活動與信心，但預料法國預算僵局即將落幕，法國國民議會在1月27日就財政預算問題提交的兩項針對政府的不信任動議進行投票表決，兩項動議均被否決，法國總理勒科爾尼領導的政府繼續履職，預算僵局終於落幕，有利法國經濟表現回溫。

考量歐洲央行(ECB)已將基準利率調降至2.0%，在通膨仍處高檔背景下，即便就業與成長動能略顯疲弱，仍缺乏進一步降息理由。加上美國關稅政策的不確定性尚未完全反映，ECB在上半年傾向維持利率不變，以觀察外部政策衝擊對物價與就業的後續影響。

2026年達沃斯世界經濟論壇於1月落幕，受格陵蘭主權爭議影響，歐洲領導人的發言呈現出顯著的「策略自主」基調，但格陵蘭問題目前並未找到明確的解決方式，美歐之間的關係不如以往鞏固。為尋找出路，歐盟宣布與印度完成的自由貿易協議，雖歐印貿易就規模角度遠低於歐美貿易規模，但這也顯示歐洲國家面對川普關稅已開始尋找其他出路。考量歐洲在AI產業不僅缺乏成績、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，建議在俄烏戰爭確定落幕前，對歐股需維持謹慎。

歐洲製造業採購經理人指數



資料來源：彭博

歐洲服務業採購經理人指數



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。

日本股市：日圓匯率震盪落幕，關注國會選舉影響

2026 年 1 月日股續創歷史高點，領漲標的包含三菱 UFJ 金融、東京威力科創、三菱重工、愛德萬測試、瑞穗金融、Disco、三井住友金融、三菱商事、豐田汽車、日立製作所，指數上漲是受惠日圓貶值(外銷)、AI 相關與受益升息的金融股帶動；領跌股涵蓋索尼、軟銀、瑞可利、永旺、富士通、TDK、第一三共、東京海上控股、鈴木汽車、任天堂有限公司等。下跌原因除漲多拉回外，中日摩擦導致稀土供應鍊受到威脅，造成部分工業類股股價下跌。

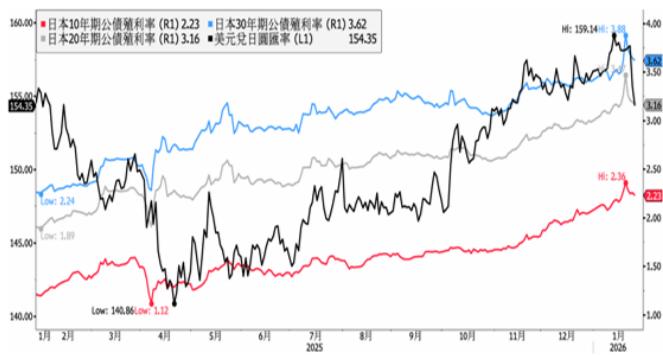
日圓匯率 1 月表現疲弱，日本央行會議結束後美元兌日元匯率一度重挫，挑戰 160 關卡，隨後日本首相高市早苗於 1 月 25 日發出嚴厲警告，承諾採取「一切必要措施」應對市場的投機性和極度異常波動，同時傳出紐約聯儲詢問美元兌日元匯率報價，市場解讀為美日當局準備聯手遏制日元跌勢，引發日圓急升至 154.35 位置。考量近期日圓急升已打破貶值趨勢，且在美國財長表態不干預日圓匯市後日圓仍維持穩健，有利日圓扭轉過去一季弱勢。

日本央行於 1 月 23 日召開利率決策會議，維持政策不變，重申貨幣政策正常化立場。日本央行委員以 8 比 1 同意將政策利率維持於 0.75%，部分委員認為價格穩定的目標大致實現，日本物價面臨上行風險，應將政策利率上調一碼。日本央行同時將 2025 財年 GDP 預估值自前次預估的 0.7% 小幅上修至 0.9%，並將 2026 財年 GDP 預估值自 0.7% 上調至 1.0%，並且通膨預期保持溫和上升。市場普遍預期日本央行將於 2026 年升息 1 至 2 碼，有利於日圓匯率止穩，而近期未釋出後續升息指引，主因是不希望干擾 2 月 8 日的國會改選所致。

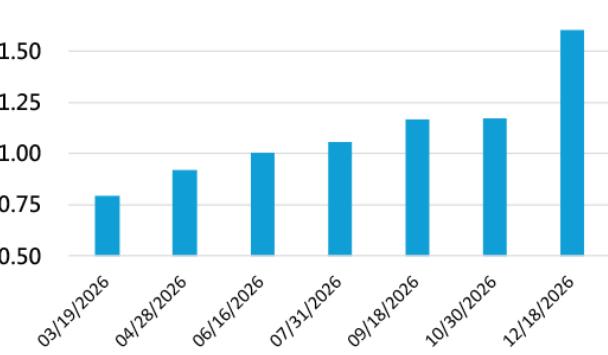
觀光數據顯示，2025 年 12 月外國遊客訪日人次達 361.8 萬人，年增 9.13%。引導 12 月份遊客持續成長主要來自南韓及台灣旅客增加。南韓遊客 12 月訪日人次達 97.4 萬人，為 2025 年 1 月以來最高，年增 12.3%，然而，受高市早苗對台灣言論，中國當局呼籲民眾暫時不要前往日本旅遊，造成 12 月中國遊客赴日人次年減 45.3% 至 33.0 萬人。儘管中日關係不利中國旅客訪日，考量日圓匯率將持穩在 150-160 區間，仍是過去一年相對偏貶值位置，有望吸引外國遊客到訪。

近期日本公債殖利率走高，主因高市早苗推動食品消費稅自 8% 降至 0%，且並無替代財源，引發外界擔憂財政體質惡化，然而日本國債主要持有人為日本央行(接近 50%)，其次壽險(約 19%)，外資持有低於 10%，故高市政策不致造成日債拋售。預料在政府進場干預下，日圓、日債的波動將逐漸放緩，而近期日股陸續發布財報，若財報優異有利庫藏股加碼，將吸引長線買盤回籠。

日本公債殖利率對照美元兌日圓匯率



日本央行利率預期



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、即時性和正確性不作任何擔保，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：AI 熱潮驅動亞洲股市，2026 年 1 月強勁上漲

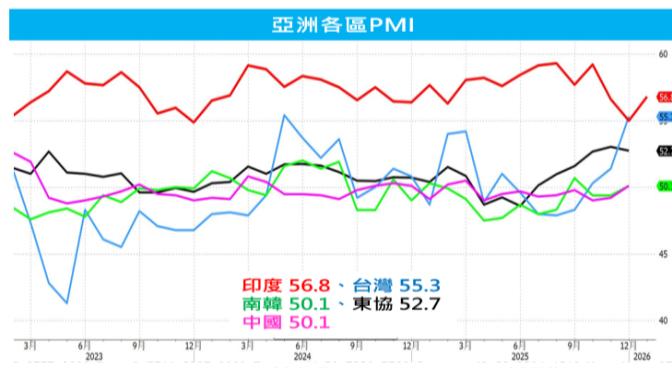
亞洲股市在 2026 年 1 月迎來開門紅，截至 1/27，亞洲不含日本指數(MXAPJ)單月大漲 6.23%。聯準會維持穩定的貨幣寬鬆環境，結合 AI 基礎建設及邊緣運算 (Edge AI) 相關零組件的爆發，對亞股上攻功不可沒。中國上證指數 1 月表現穩健，上漲 4.31%。香港國企股 1 月上漲 3.72%，2026 年作為中國「十五五」規劃的開局之年，市場普遍預期財政與貨幣政策將維持雙寬鬆態勢，推升中國股市走高。

台灣股市 1 月上漲 11.58%、南韓股市上漲 20.66%，在 AI 伺服器與終端應用的晶片需求爆發下，雙雙刷新歷史高點，南韓更因權值股三星高頻寬記憶體(HBM4)通過輝達認證，以及 NAND 價格大幅上調，股價一飛衝天，帶動指數井噴。MSCI 東協指數 1 月表現雖不如台、韓，但依然上漲 5.93%。印度 SENSEX 指數 1 月下跌 3.95%，因美國關稅問題遲遲未解，外資大幅賣出使得印度股市在亞洲區域中敬陪末座。

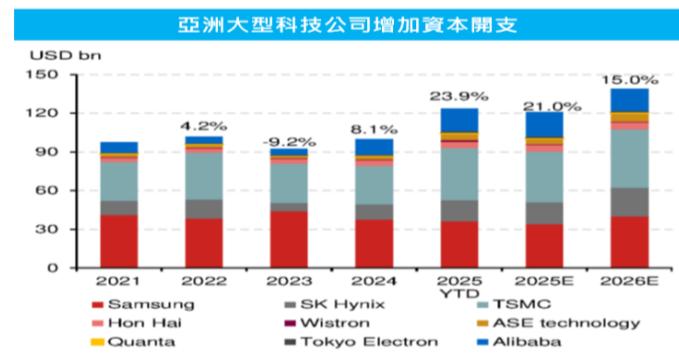
2025 年 12 月份亞洲各國 PMI 顯示，亞洲景氣普遍維持擴張態勢，但各經濟體動能存在差異，主要受惠於全球 AI 相關需求的帶動。印度(56.8)與台灣(55.3)表現最為亮眼，南韓(50.1)穩步復甦，中國(50.1)雖回到擴張，但綜合 PMI 降至兩年低點，內需壓力仍存，東協(52.7)區域整體維持穩健擴張，訂單和產出均有增長，亞洲整體製造業景氣正處於分歧但普遍擴張的格局。

由於亞洲在全球 AI 硬體製造中扮演關鍵角色，推升亞洲的出口，也因為需求高速擴張，企業投資也因此大增。根據野村的報告，亞洲各國中，台灣在晶圓代工和先進封裝領域居主導地位、韓國在記憶體市場居於領先，是亞洲最大的受益者。中國擁有較完整的 AI 生態系統，在伺服器製造、網路設備和資料中心建設方面受益匪淺。此外，科技巨頭的資本支出激增以及資料中心的大規模建設，讓亞洲企業在 AI 相關領域的投資正顯著增加，也推升亞洲經濟。亞洲主要科技公司的總資本支出正經歷投資熱潮。2025 年迄今的資本支出已達到 1,238 億美元，超過 2024 年全年水平 23.9%。市場預計 2026 年資本支出將進一步增長 15% 至 1,390 億美元，年增率連三年超過兩位數。為了滿足 AI 工作負載和雲端使用需求，亞太地區正大規模建設資料中心。截至 2025 年上半年，有 3.2GW 的資料中心容量正在建設中，另有 13.3GW 處於規劃階段，馬來西亞是主要的受惠國。

整體而言，東北亞台、韓是主要的受惠國家，是亞洲股市中的首選。其次新加坡、馬來西亞是東南亞的 AI 區域中心，表現也可望不俗。中國雖然也是受益者，但由於內需消費的疲軟，整體指數表現有限，較建議以類股方式參與。印度則在美印關稅問題解決之後，或有表現的機會。



資料來源：Bloomberg，資料日期：2026/1



資料來源：野村，資料日期：2026/1

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。

南韓：AI 浪潮與記憶體超級週期驅動經濟與股市

南韓經濟在 2026 年初展現出明顯的受惠於科技需求增長的特徵。首先，製造業採購經理人指數 (PMI) 在 2025 年 12 月回升至 50.1，成功重返擴張區間，且企業信心創下自 2022 年 5 月來的新高。這顯示製造業在經歷去庫存化後，受新產品週期驅動已開始復甦。然而，根據韓國官方的 2026 年預期經濟成長率為 1.8%。若剔除資訊通信技術(ICT)產業，成長率僅為 1.4%。這種「K 型復甦」意味著經濟增長大部分都依賴出口導向的科技業。

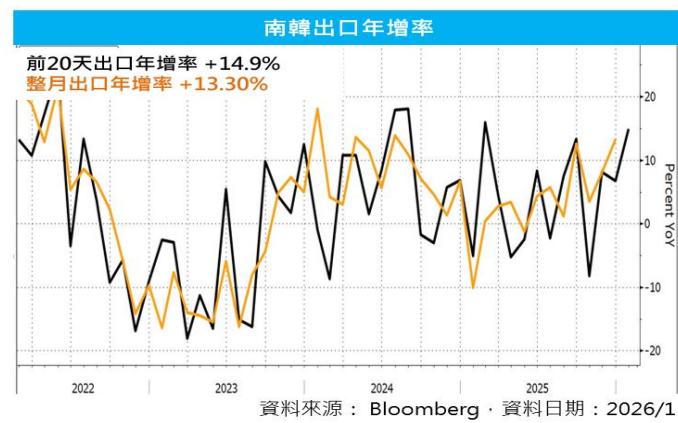
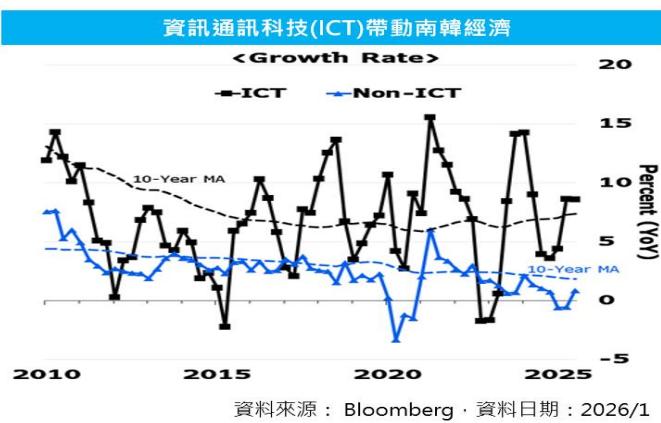
反映在出口數據上，南韓 2025 年全年出口額首度突破 7,000 億美元大關，創歷史新高。其中 ICT(資訊通訊科技)出口額達 2,642.9 億美元，年增 12.4%。其中半導體全年出口達 1,734.8 億美元，增長 22.1%，成為支撐南韓經常帳盈餘的核心支柱。進入 2026 年，出口動能不但沒有放緩，反而因 AI 需求爆發而加速。南韓 1 月前 20 天出口總額達 363.6 億美元，年增 14.9%，ICT 出口依然強勁。

面對不確定性極高的外圍政治經濟風險，李在明政府於 2026 年 1 月 9 日發布的經濟政策方向，核心在於透過結構性改革與精準扶持，來平衡並強化國家競爭力。其中政策亮點包括成立公司營運主權 AI 運算中心，確保核心算力自主，並支持國內 NPU 處理器研發。另外將透過《半導體促進法》及 30 兆韓元國家成長基金，為半導體、二次電池及生物技術等戰略產業提供資金支持。政府的產業政策為資本市場提供了強大的信心基礎。

另外在資本市場上，政府正積極推動韓元國際化並爭取將南韓股市納入已開發市場標準。透過「企業價值提升計畫」改善公司治理，有望系統性地修復長期存在的「韓國折價」(Korea Discount)，提升整體市場估值，這些都是韓股上漲的利多。

更關鍵的驅動力在於記憶體價格的狂飆。分析師指出，2026 年全球人工智慧資本支出可望年增 4 成，這直接導致高頻寬記憶體(HBM)、伺服器 DRAM 與企業級 SSD 出現嚴重的供需缺口。多家調研機構預測，這波最強勁的記憶體週期將持續至 2027 年，在持續的供不應求情況下，進一步推升合約價格，成為支撐南韓 2026 年外貿與企業獲利的核心力量。

繼 2025 年的出色表現之後，我們預計韓國股市將在 2026 年繼續保持強勁成長。在有利的宏觀環境和有吸引力的主題推動下，包含韓國科技產業的穩健基本面、地緣政治格局重組帶來的產業機會以及持續的公司治理改革，都將為韓股提供上漲的動能。



印度：一月股匯雙殺，但經濟基本面仍有韌性

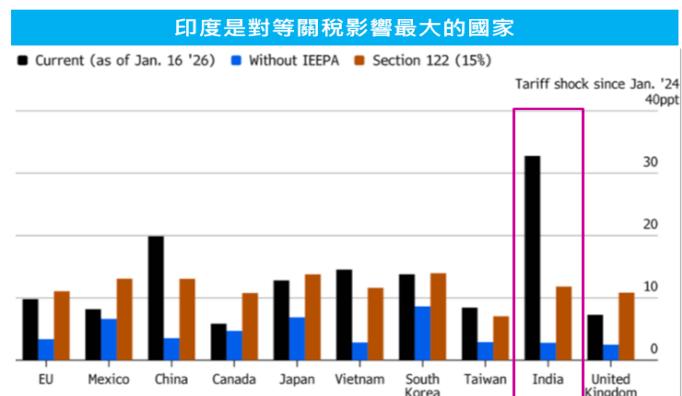
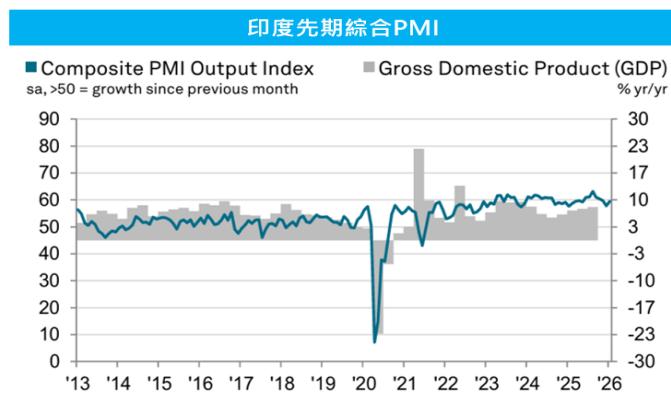
印度股市在 2026 年初上演劇烈的波動行情。印度 SENSEX 指數在 1 月創下歷史新高後，隨即因多重外部因素遭遇急劇回調。此波修正主要反映市場在美印關稅僵局、2 月 1 日財政預算案的不確定性，以及全球資金流向科技股導向的東北亞市場(台、韓)等多重壓力下的恐慌性情緒。外資在 1 月份轉為淨流出，規模甚至逼近 2025 年 8 月印美談判破局時的水平，導致盧比兌美元匯率再創歷史新低，形成短期的「股匯雙殺」格局。

儘管印度股市震盪，印度實體經濟表現依然強勁。1 月先期綜合 PMI 自 57.8 反彈至 59.5，顯示私營部門擴張速度顯著加快。新訂單與產出增幅均優於長期平均，國際訂單更創下四個月來最大增幅，證實全球供應鏈轉移紅利持續發酵。通膨受控，12 月 CPI 僅小幅升至 1.33%，遠低於印度央行設定的 4%目標，極低的通膨環境為央行後續的寬鬆貨幣政策提供了極大彈性。

莫迪政府即將於 2 月 1 日提交國會 2026-27 財年聯邦預算案，可能提振市場情緒。預算案重點之一是基礎建設，政府預計將持續撥款於鐵路、城市發展、綠色能源與物流建設，目標是進一步降低物流成本佔 GDP 的比重，提升製造業出口競爭力。另一個則是印度製造 2.0 的延續，預算案將深化生產連結獎勵計畫(PLI)，重點支持半導體封測、AI 伺服器與醫療設備等高價值產業，旨在減少對外部技術的依賴，實現真正的「技術主權」。

市場目前最大的擔憂在於印美貿易摩擦。自 2025 年 8 月起，美國對印度商品徵收高達 50% 的總稅率，重創紡織與汽車零件等對美出口。儘管美國財長貝森特暗示可能因印度減少進口俄油而取消 25% 的能源次級關稅，但實質進展有限。為此，印度採取「不單邊押注美國」的戰略，除了與中國靠攏之外，另於 2026 年 1 月 27 日正式簽署印歐自由貿易協定(FTA)。此舉雖暗示印美問題短期難解，但長期能有效對沖美國關稅風險，為印度外銷尋找穩定的替代市場。另外近期美國法院對《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)可能違憲的裁定，成為左右美印貿易戰局的關鍵。若該法被判定違憲，川普政府對印度加徵的 50% 關稅將失去法理支撐，印度出口商將迎來顯著的成本降幅。

當前的「股匯雙殺」更多屬於情緒面與政策觀望期的短期利空。雖然盧比貶值與外資流出加劇了市場波動，但本土內資對內需動能的持續買盤，已成為支撐印度股市長線向上的核心力量。短期印股波動可能維持高檔。建議投資人採取分批布局的方式，受惠於基建與內需的金融、與能源轉型板塊。仍有表現機會，在外部風暴平息後，印度股市有望憑藉其穩健的經濟表現與財政紅利，重回上升軌道。



資料來源：S&P Global

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。

資料來源：Bloomberg

礦業類股：實際需求持續與價格背離，中期銅價可能修正

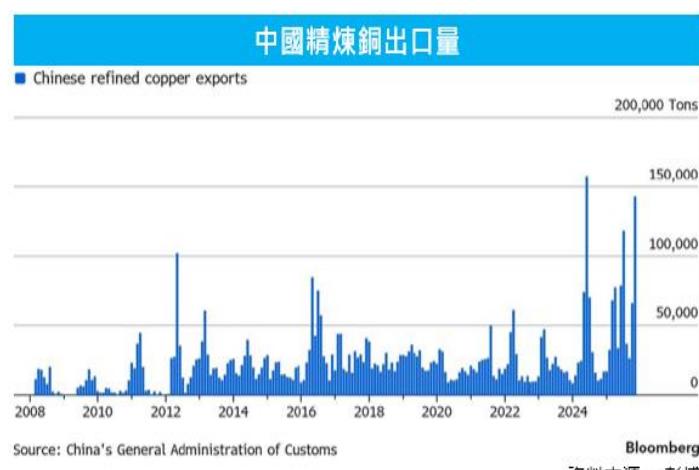
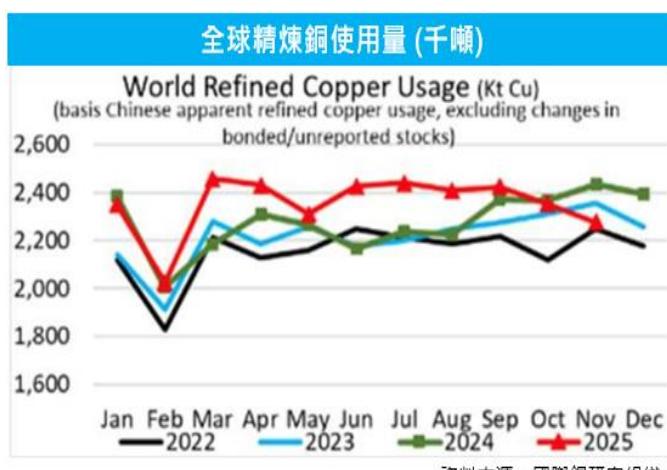
近幾個月來，銅價持續展現出價格與實際需求背離的走勢，尤其在近期美元貶值的狀況下，資金持續流入銅市以尋求美元貶值的避險。然而全球銅基本面仍持續發出過剩訊號，在高盛報告中指出，目前的銅價漲勢主要由政策不確定性推動，一旦先前因美國精煉銅關稅預期引發的囤貨潮結束，市場焦點將重回供需失衡的基本面。

而從基本面來看，高盛指出受到關稅囤貨潮的影響，全球銅市在 2025 年錄得 60 萬噸的供給過剩，為自 2009 年以來最大的供給盈餘，高盛也預期 2026 年全球銅市將會有 30 萬噸的供給過剩，預測值較先前的 16 萬噸更近一步上調，主因其看到目前的高銅價已開始抑制實體需求，並已引發鋁替代效應發生，包含看到了中國暖通空調製造商正積極採取措施以鋁代銅。

另一方面，中國作為全球最大的銅消費國，近期的銅需求也呈現斷崖式萎縮。根據我的鋼鐵網 (Mysteel) 調查，中國約 60% 的電力傳輸用銅桿企業已因成本過高而減產或停產，精煉銅加工費也已降至零，創下歷年同期最低紀錄，顯示中國實際銅需求已因銅價高漲的關係，而出現明顯下滑。從中國銅庫存也可見到端倪，截至 1 月 23 日當周的上海期貨交易所精煉銅庫存已上升至 225,937 公噸，幾乎較上個月翻倍，顯示由於國內買盤縮手的關係，中國冶煉廠被迫將賣不掉的銅轉向海外拋售，導致大量庫存囤積於交易所倉庫。

全球庫存數據進一步印證了供應過剩的現狀。截至 2026 年 1 月 23 日當週，全球三大交易所精煉銅庫存總計達 90.5 萬噸，較 2025 年底大增 21.9%。其中，COMEX 庫存較上週增加 3.8% 至 50.7 萬噸，SHFE 庫存增加 5.8% 至 22.5 萬噸，LME 庫存增加 16.5% 至 17.1 萬噸。值得注意的是，目前 COMEX 與 LME 的銅期貨價差已收斂至低於物流與操作成本所需的套利空間，顯示先前因美國關稅預期引發的套利囤貨潮將逐步結束。

展望後市，目前實際需求面持續與價格出現背離，且關稅預期引發的囤貨套利潮將逐漸結束，將可能導致短期銅價出現修正，近期 Kevin Warsh 獲川普提名擔任下一屆聯準會主席，也成為觸發銅價回檔的導火線，並使美元出現反彈的跡象，受此影響，預期投機性資金將會暫時消退，並壓抑銅價短期價格，故我們建議投資人留意潛在價格回調風險，並對於礦業類股後市中性看待。



能源類股：市場極度悲觀情緒搭配美伊衝突，為油價反彈埋下契機

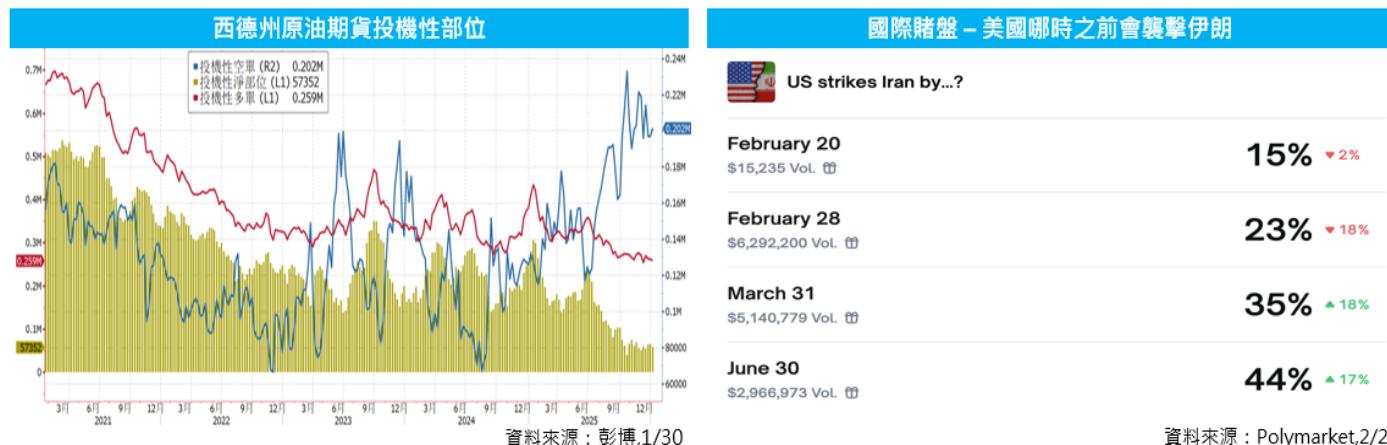
年初至今，原油市場呈現基本面疲軟與地緣政治溢價拉鋸的格局。基本面來看，全球原油供應過剩的結構性壓力依然沈重，且目前仍未見到明顯改善跡象。然而也正是這樣嚴重供過於求的產業現狀，導致全球投資人對於原油產業情緒及倉位處於極度看空的狀況，短期內伊朗與美國又存在軍事衝突爆發的可能性，為油價短線反彈埋下契機。

2025年12月28日，伊朗因國內貨幣貶值及通貨膨脹問題累積民怨，引發群眾上街抗議，隨抗爭行動越演越烈，示威潮逐漸擴展至伊朗全境，其後伊朗政府出面展開血腥鎮壓，並引發美國總統川普揚言對其採取軍事行動。1月28日川普表示美軍已經派遣包含林肯號航空母艦在內的龐大艦隊前往伊朗，要求伊朗迅速回到談判桌，放棄擁有核武器，否則可能對其採取如同對委內瑞拉一般的行動。伊朗則回應「如果被逼入絕境，伊朗將會捍衛自己」。儘管2/2美伊雙方證實將重啟核談判，導致短線油價回落，惟若伊朗最終仍不放棄持有核武器，則雙方仍有衝突產生的可能性。

伊朗是全球第四大原油儲量國，佔全球儲量約9.1%，同時也是OPEC+重要成員國之一，目前伊朗每日原油產量約為300萬桶。更重要的是，伊朗控制的荷姆茲海峽屬於全球最重要的海上石油要道，處理全球逾兩成的海運石油、液化天然氣貿易量(每日近2,000萬桶)，以及八成中東海灣產油國的出口量。若美國或以色列襲擊伊朗，使伊朗石油供給受阻，或者引發伊朗採取行動阻礙荷姆茲海峽石油流通，將會使短線油價具備顯著上漲的可能性。

在這樣具備潛在價格上漲因子的狀況下，市場對於原油價格的情緒及倉位，仍因為產業嚴重供過於求的關係，而呈現極度悲觀的態勢。觀察西德州原油期貨投機性部位，目前投機性空單處於歷史高檔，投機性多單處於歷史低檔，顯示市場倉位極度看空。鑑於當前市場對原油情緒已過度悲觀，短線下檔風險有限。反之，考量中東地緣政治風險可能引發市場情緒及倉位反轉，當前多頭部位之風險報酬比具有吸引力，故在短線看多油價及能源類股較為合理。

然而，雖美國可能襲擊伊朗，惟川普政府過往行徑顯示，川普偏好低油價以壓抑通膨，並鼓勵降息，統計顯示川普喜好的油價區間約為每桶40~50美元，尤其在今年期中選舉前，川普應會極力避免因油價高漲而無法順利降息的局面，故我們認為即便美國及以色列襲擊伊朗，戰事也會在短期內結束，而油價將會回歸供過於求的基本面，並在短期內迅速回落，故對於能源類股後市，短期內我們抱持正向看法，惟中長期仍應保守看待。



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：金價短線波動加大，中期暫偏多視之

黃金現貨價格在 1 月 29 日衝上每盎司 5,594.82 美元的歷史新高後，隨即遭遇斷崖式獲利了結賣壓，1 月 30 日重挫 9.5% 至 4,883.62 美元，寫下 1983 年以來最大單日跌幅紀錄，相關貴金屬如白銀、銅、鉑金等也出現明顯回檔。

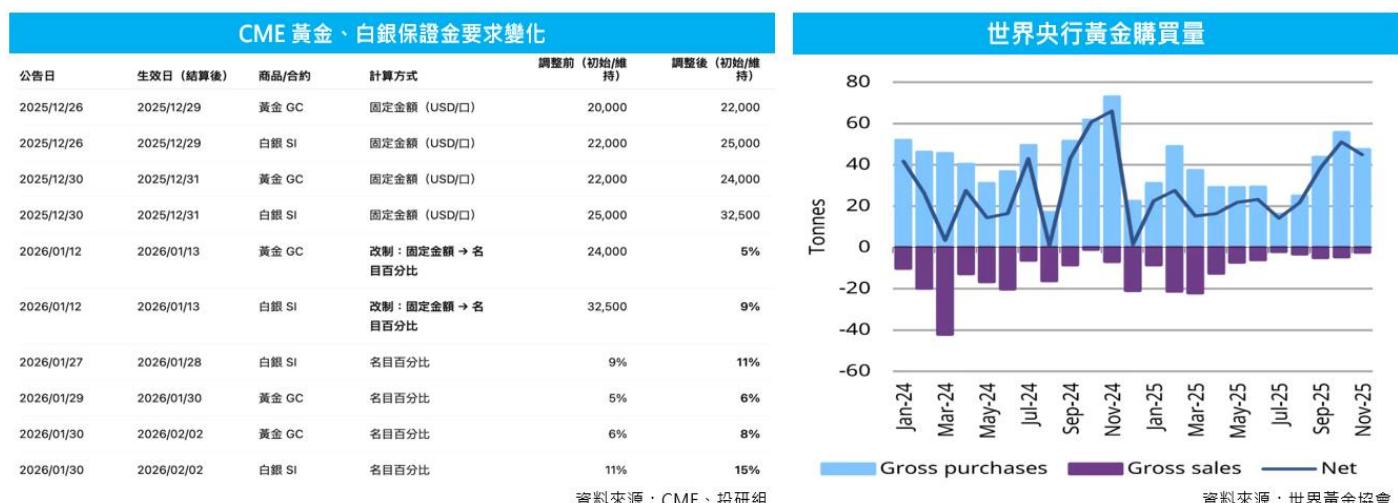
本次行情反轉的導火線，主要可歸因於 Kevin Warsh 獲川普提名接任聯準會主席，市場預期在他的主導下，聯準會將可能加速縮減資產負債表，雖有利修復聯準會信譽、降低通膨失控擔憂，及美國債務問題，但這也導致黃金多頭理由遭到削弱，同時黃金等金屬交易已因過去一段時間的飆漲而過度擁擠，短線下跌引發多殺多連鎖性賣壓發生。

此外，加劇本次金價修正的另一個關鍵，在於芝加哥商品交易所(CME)接連調高期貨保證金，導致白銀市場多方遭到斷頭引發的連鎖效應。本次 CME 從去年 12 月開始兩度上調期貨保證金要求，並於 1 月 28 日收盤後將白銀保證金比率由 9% 進一步上調至 11%，使保證金成本增加 20~25%，再加上新任聯準會主席人選 1/30 出爐從而引發賣壓，導致上週五白銀期貨出現大規模的保證金追繳斷頭潮，也拖累了黃金及其他金屬價格走勢。

然而，儘管短線市場較為關注 Kevin Warsh 獲提名，而導致的長期債券殖利率上升，惟 Warsh 若擔任聯準會主席，對黃金來說也不全是利空，因市場也預期 Warsh 會應川普要求提升降息幅度。觀察利率期貨市場，在 Warsh 獲提名後，市場預期 2026 年的降息碼數，已由先前的 1.9 碼上升至 2.1 碼，聯準會寬鬆方向不變，料仍有利資金持續流入不孳息的黃金資產。

此外，黃金其他的結構性利多也並未消失。包含川普近期針對格陵蘭購地事件將「關稅武器化」，以關稅威脅對歐洲盟國，以及烏俄戰爭、美國及伊朗潛在衝突等地緣政治事件，預料都將促使各國央行持續增持黃金儲備，不會因為 Kevin Warsh 上任聯準會主席而出現逆轉，並且世界央行買盤仍將成為黃金後市重要的價格支撐。

展望後市，目前金價回檔至月線，技術面看多頭格局尚未遭到破壞，惟必要時應評估自身風險承受能力及持股多寡進行相對應之調整。且考量新任聯準會主席人選帶來的政策不確定性且期貨保證金規定趨嚴等訊息仍待市場消化，預料金價短線波動將加大，並可能需要時間築底。



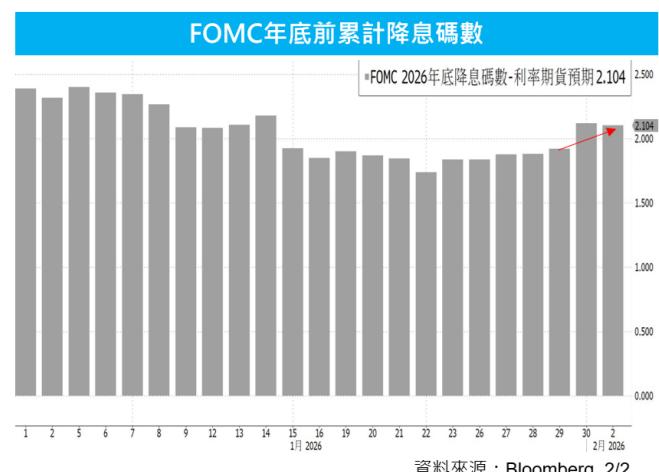
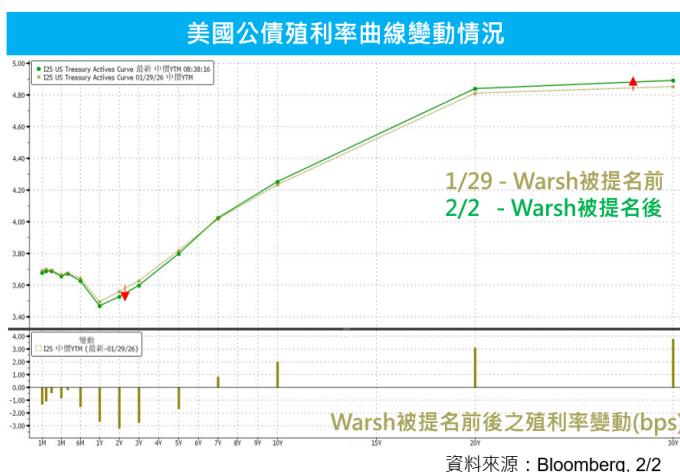
固定收益：川普提名新 Fed 主席引發波動，2 月債市料偏震盪

FOMC 於台灣時間 1/29 凌晨決議維持聯邦資金利率不變，此次會議結果與市場預期差異不大，會後債市波動相對有限。市場普遍預期在鮑爾卸任 5 月聯準會主席之前，聯準會利率水準都將按兵不動，但與 FOMC 會前的情況相比，市場預期略微朝向寬鬆方向前進。元大投顧認為，鮑爾明確表示下次政策調整時升息並非任何官員的基準情境，再加上鮑爾談話表明聯準會對通膨擔憂已下降，意味著 Fed 可靈活降息，故央行賣權仍在，有助於穩定市場對不確定性的預期。

1 月底的另一重大消息為川普 1/30 宣布提名 Kevin Warsh 為下任 Fed 主席，截至台北時間 2/2 早上，美國 10 年期與 2 年期的公債利由 1/29 時的 67 bps 上升至 72 bps，顯示整體殖利率曲線走勢呈現陡峭化 (Steepening) 現象。Warsh 雖然先前政策立場偏向鷹派，但去年以來已轉為鴿派，且在川普強力主張低利率下被提名為 Fed 主席，讓市場相信在其就任後 Fed 仍會朝降息方向前進，利率期貨市場隱含 Fed 年底累計降息的幅度由原來的 1.9 碼增至 2.1 碼，因此壓制了短端利率。不過，因其一直以來對於量化寬鬆 (QE) 的批評，市場普遍認為其上任後可能加速縮減聯準會的資產負債表，對於長期貨幣政策影響相對較大，故導致長債殖利率上行。

此外，美國最高法院對川普引用《國際緊急經濟權力法》(IEEPA) 關稅的裁決「最快」需待 2/20 才會宣判，Polymarket 截至 1/30 資料顯示，賭盤認為法院裁決川普關稅違法的機率近 7 成。彭博估計川普關稅中來自 IEEPA 法案的貿易救濟措施約佔整體收入的 78%，該機構也推估，截至 1/9 為止，IEEPA 關稅金額約為 1,500 億美元。萬一最高法院的判決對川普政府不利，白宮仍可引用第 122 條款(或 338 條款)暫時恢復 10-15% 的關稅稅率作為過渡性的措施，此舉大致可彌補 IEEPA 遭裁定無效之稅收。川普政府並可引用 232、201 或 301 條款，要求美國政府進行調查，並在調查過後宣告實施新關稅。然而，在最差的情況下，川普政府去年至今已課徵並被迫退還的 IEEPA 關稅款項恐無從彌補，這將造成美國財政上的資金缺口，美國財政部恐需增發債券以補足相關的財政缺口，對美國的長期財政體質產生疑慮。因此，最高法院的最終如何判決仍應密切觀察。

在川普提名 Warsh 為下任 Fed 主席後，金融市場 2 月初迎來大幅的波動，同時因川普 IEEPA 關稅最快需待美最高法院 2/20 開議才「有可能」宣判，且 2 月沒有 FOMC 利率會議，在市場觀望氣氛濃厚下，美債近期走勢預料將偏震盪。不過，Warsh 去年貨幣政策立場已轉鴿派，Fed 降息方向料不致改變，預期美國債券殖利率中期走勢仍將緩降，故對美債基本保持正向立場。



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。