

關稅疑慮或引波動，但中期多頭不致有變

2026年3月

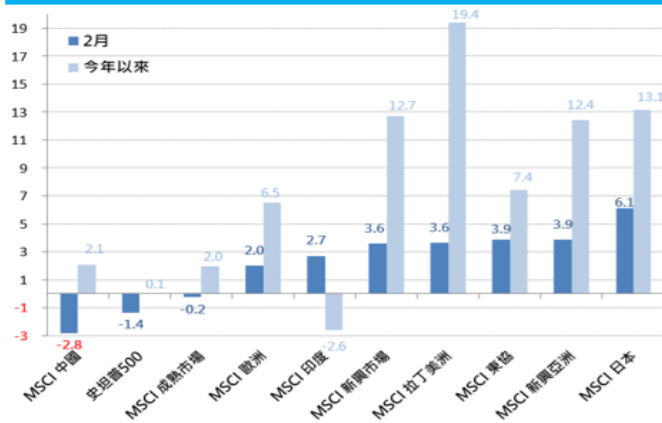
綜觀 2026 年 2 月截至 2/23 的全球股市表現，主要指數漲多跌少，其中以 MSCI 日本指數大漲 6.1% 表現最佳，該國股市主要受惠於自民黨及其盟友眾議院改選大獲全勝，投資人預期首相高市早苗的包括減稅的政策有利其經濟發展，吸引資金青睞。再者，隨著 AI 硬體需求由先進製程擴散至記憶體與零組件，台灣、韓國及東協相關供應鏈受益顯著，也帶動新興亞洲股市表現。然而，美中兩大國股市表現卻差強人意。儘管中國政府持續推出刺激方案，但房地產業積弱不振仍壓抑內需消費信心，加上美中貿易仍具高度不確定性，使得 MSCI 中國指數不論是 2 月或年初至今的表現均處末段水準。此外，美股在經歷去年強勁表現後，市場開始檢視大型科技股(尤其是鉅額支出的科技企業)在 AI 領域的海量資本支出是否能轉化為顯著的營收增長，從而使標普 500 指數 2 月以下跌作收。

2 月主要債市雖全數上漲，但強弱有別。以新興美元債指數上漲 1.19% 最佳，主要受惠於資金持續流入與具吸引力的殖利率所致，包括巴西在內的部分央行將朝大幅降息方向邁進也受投資人矚目。不過，由於 2 月美元指數反彈，使得先前表現亮眼的新興當地債受到壓抑。全球高收益債指數及亞洲高收益債指數雖也分別上漲了 0.33% 與 0.53%，但在所有債券指數中表現居末。高收益債主要受存續期風險增加及軟體類股近期拋售壓力所拖累。亞洲高收債雖新券發行量低迷，次級市場有買盤支撐，但因估值已高，限制債券價格上漲空間。

在股市展望方面，IEEPA 關稅雖遭美國最高法院裁定違法，但川普如預期改援引「122 條款」先對全球徵收 10% 的臨時關稅(後又增至 15%)，並宣布根據「301 條款」和「232 條款」啟動貿易調查，市場短期或因不確定性而出現震盪。然而，關稅若可退還將，將有利必需性消費、傳產等類股。中期而言，美國仍朝降息方向前進且 AI 發展方向明確，待關稅消息面大致底定後，美股仍料朝多頭前進。此外，日股雖在眾院選後出現獲利了結賣壓，但整體政策方向將可對其經濟與股市帶來利多。

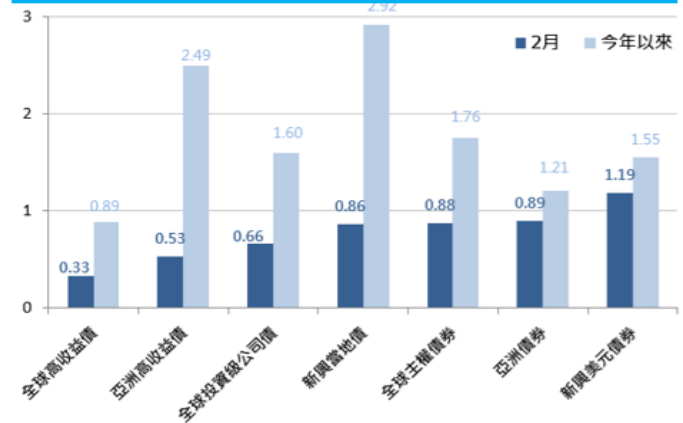
就債市而言，IEEPA 關稅失效，川普未來關稅政策仍有變數，且若先前所徵相關關稅必須退還，短線恐使市場對美財政紀律產生疑慮，不利長債發展。同時，川普或更傾向對聯準會降息進一步施壓，以降低政府利息支出，對短端殖利率相對有利。因此，在債市佈局上，建議以中短期天期債券為主。

全球主要股市表現 (以美元計價)



資料來源：Bloomberg, 截至2/23為止

全球主要債市表現 (以美元計價)



資料來源：Bloomberg, 截至2/23為止

美國股市：AI 龍頭評價分化，聯準會可望迎來變革

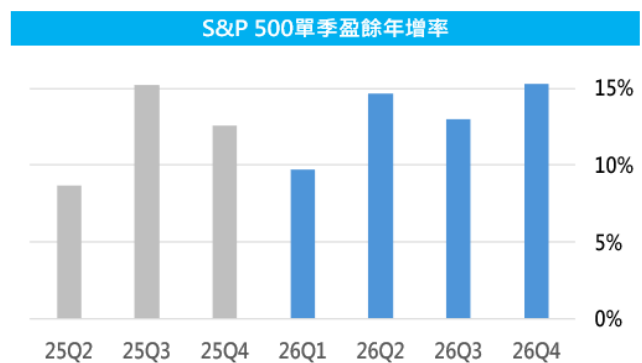
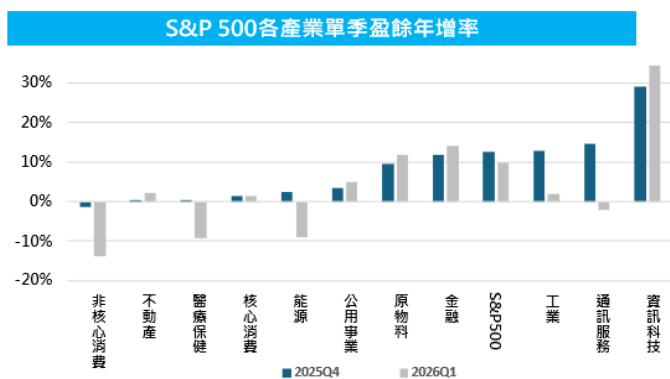
二月美股雖受 AI 權值股評價分化與關稅不確定性干擾，但標普 500 指數仍展現高度韌性，整體於歷史高位區間震盪。指數上揚主要由蘋果、埃克森美孚、嬌生、卡特彼勒、奇異、威瑞森電信、默克藥廠、沃爾瑪、寶僑、康寧等公司帶動，顯示市場焦點已經從 AI 題材轉向防禦型與傳統產業龍頭；反觀包括微軟、亞馬遜、Meta、Alphabet、超微半導體、IBM、AppLovin、帕蘭提爾、特斯拉等公司拖累指數表現，科技權值股走勢疲軟，在高估值下浮現獲利了結賣壓。

標普 500 盈餘年增率第四季最新預估上修至 12.6%，再度優於預期且維持雙位數增長，主要來自資訊科技(YoY+29%)、通訊服務(YoY+14.7%)和工業(YoY+12.8%)。已公佈 Q4 財報中 74.2%財報優於市場預期，20.6%財報低於市場預期，但對於 2026Q1 成長預期維持在 9.7%。考量 2026 年第一季盈餘增速放緩，但隨後盈餘增長都高於 10%，顯示企業對盈餘展望仍深具信心。

近期市場波動主因仍是出於對 AI 產業的擔憂，只是焦點從 AI 能否成功，轉變為 AI 商業化對目前產業生態的破壞力。首先 Anthropic 推出一系列 Claude Cowork、AI 輔助工具和 Claude Code Security(資安軟體)，引發對於軟體產業未來是否被 AI 工具取代疑慮；另外近期私募信貸基金暫緩贖回，資產管理業者 Blue Owl Capital 宣布旗下基金「永久暫停贖回」，並打包出售資產，由於該公司也是甲骨文合作夥伴，是否產生連鎖效應仍須觀察。

美國就業市場表現健康，支持聯準會按兵不動決策。1 月非農新增就業自 4.8 萬人上升至 13 萬人，遠超市場預期的 6.5 萬人，失業率由 4.4% 下滑到 4.3%；截至 2 月 14 日當週，初領失業金人數降至 20.6 萬人，截至 2 月 7 日當週，連續申請失業金人數增加至 187 萬人。目前市場對聯準會 3/18 利率決策會議認為按兵不動機會較高，到 6/17 的利率決策會議降息，大致也反映新任聯準會主席(Kevin Warsh)上台後應該會採取行動貼近川普政府立場，然而更重要的是 Warsh 過去曾指出聯準會過度依賴過時的經濟模型，應進行「體制轉變」，而川普及其幕僚也希望加強白宮對聯準會的監督，故可預見新任主席將帶來制度上的變革，但是否因此加快降息仍須觀察。

針對美國最高法院裁定部分關稅案逾越授權，行政部門改採 122 條款繞過限制，預料之後將採用 232 與 301 條款恢復美國對各國關稅以落實貿易保護政策，故美國與各國簽訂關稅協議預料不致出現大幅更動。目前標普 500 本益比估計在 25.0 倍、股價淨值比 5.4 倍，短期評價偏高，而 2026 年第一季的盈餘增長放緩，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。



資料來源：彭博

歐洲股市：英國央行政策可望重啟降息，歐洲政經局勢轉趨務實

二月歐股受成分股獲利優異以及國防戰略題材帶動，泛歐 600 指數再創歷史新高。指數領漲族群涵蓋阿斯特捷利康、諾華、雀巢、艾司摩爾、德意志電信、羅氏控股、賽鋒、西門子能源、葛蘭素史克、聯合利華等，領漲板塊涵蓋半導體、醫療、國防題材；弱勢標的包括諾和諾德、瑞銀、Adyen、勵訊、西門子、Prosus、EQT、空中巴士、依視路羅薩奧蒂卡、畢爾巴鄂比斯開銀行，主要是金融股跌幅較大，可能原因包含美歐關稅再次出現變數，壓抑依賴出口導向的歐洲工業巨頭評價，同時 AI 工具可能侵蝕現有軟體獲利，並對就業市場造成衝擊。

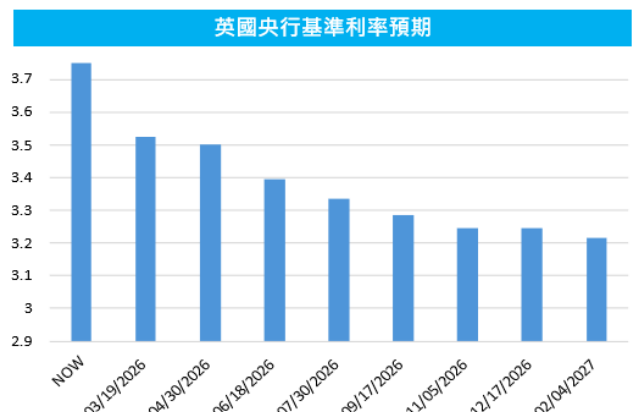
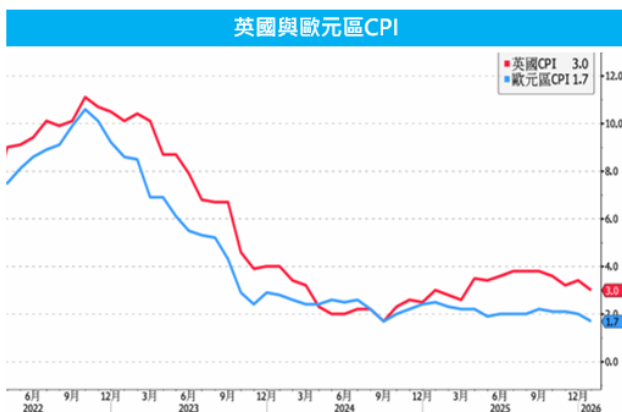
英國通膨壓力持續降溫，英國 1 月 CPI 年增 3%，低於去年 12 月的 3.4%，為去年 3 月以來最低水平，下降主因是交通、食品和非酒類飲品價格漲幅放緩；英國 2026 年 1 月核心 CPI 年增率為 3.1%，較前值的 3.2% 下降，創下自 2021 年 9 月以來的新低，1 月核心 CPI 較上月下降 0.6%；而歐元區 CPI 也來到 1.7%，支持歐洲央行維持寬鬆貨幣環境。

歐元區 2 月綜合 PMI 從 1 月的 51.3 升至 51.9，製造業 PMI 從 49.5 躍升至 50.8，創 44 個月新高，服務業 PMI 小幅上升至 51.8，前值 51.6。製造業創 2022 年來最佳表現，受惠於德國擴張性財政支出(擴大國防與基建)提振，惟出口訂單連 8 個月萎縮，但就整體而言，歐洲經濟仍在溫和擴張軌道。

市場預期英國央行可能在 3 月重啟降息循環，2026 年有 2 碼降息空間，由於歐洲央行早已將基準利率壓低至 2% 水準，但過去英國央行礙於通膨偏高、態度保守，預料目前通膨降溫、經濟數據支持下可望加快降息步伐，預期 3 月 19 日利率決策會議降息 1 碼，到下半年還有 1 碼的空間。

俄烏戰爭已持續長達四年，烏克蘭總統澤倫斯基表示，堅決反對俄羅斯要求，不會為了停火而自烏克蘭堅守的戰略要地撤軍。由於美國減少對烏克蘭的軍援，歐洲國家成為主要負擔軍費角色，雖部分資金來自歐盟貸款，但若停戰將可降低歐洲國家軍費壓力。

在愛爾蘭、芬蘭、英國、法國等多國領導人相繼訪問中國後，德國總理梅爾茨也在二月對中國進行正式訪問，這是梅爾茨上任以來首次訪華，同時率領逾 30 名國際龍頭企業高管，包括拜耳、大眾汽車、西門子、愛迪達、梅賽德斯奔馳、漢高、DHL、德國商業銀行及寶馬等企業，顯然歐洲政壇將焦點轉移至刺激經濟，慎重考慮重建與中國的貿易關係。考量歐洲政經局勢轉趨務實，配合擴張性國防與內需政策，有利歐洲景氣復甦，同時俄烏戰爭也沒有惡化跡象，歐股仍是穩健性較高的配置標的。



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：高市加速落實政策，關注國會選舉影響

二月日股在國會改選後維持強勢格局並續創歷史高點，領漲標的包含三菱商事、住友電氣、三菱電機、豐田汽車、信越化學、三井住友金融、村田製作所、小松製作所、伊藤忠商事、三菱重工，指數上漲是受惠日圓匯率走貶、AI 相關與金融板塊估值修復；領跌股涵蓋瑞可利控股、日本電氣、任天堂、富士通、日立、索尼、野村、軟銀、Nexon、雷瑟科等。下跌原因包含遊戲版塊擔心記憶體價格飆漲將侵蝕獲利，部分 AI 概念面臨市場估值修正以及市場漲多拉回壓力。

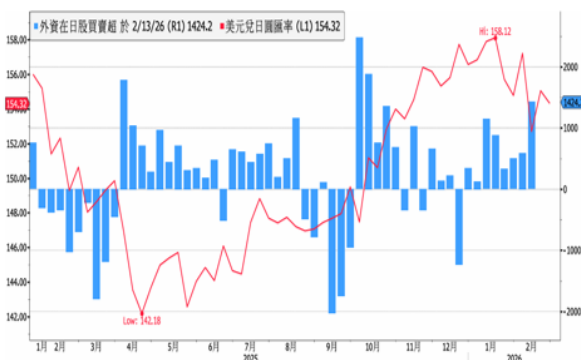
日本第 51 回眾議院選舉落幕，高市早苗帶領自民黨於國會選舉獲得歷史性的大勝，單獨拿下超過眾議院 3 分之 2 席次的 316 席，聯盟的日本維新之會也獲得比預期多一點的 36 席，執政聯盟合計拿下 352 席，占眾議院席次的 7 成 5。高市最大的訴求在於「她的政權」才能解決國家當前危機，特別著重在積極財政、「外國人政策」、強化安保及憲政改革等訴求。由於安保問題涉及修憲，自民黨在眾議院單獨擁有超過三分之二席次優勢，但根據日本憲法，修憲必須眾、參兩院各有三分之二的議員通過才能成案，想要快速實現政見仍需爭取在野黨支持。

另一政策焦點在日本匯率，高市內閣主張擴張性財政政策，並認可弱勢日圓對出口競爭力的提振、藉此增加稅收，再用稅收來推動產業政策、並進行民生補貼，近期傳出高市早苗表達對持續升息的疑慮，緊接著又提名兩名鴿派學者出任日銀理事，反映堅持貨幣寬鬆的立場。但日元貶值導致進口成本增加，也造成物價上漲課題；近期也傳出美國當局在 1 月實施匯率檢查，是由財長貝森特所主導，推測美國不願看到日圓過於弱勢，讓日元貶值政策的難度增加。觀察日本 1 月 CPI 僅 1.5%，不影響日本央行貨幣正常化步伐，2026 年預期日綁央行升息 1~2 碼，升息預期也讓日圓匯率貶值空間受限。

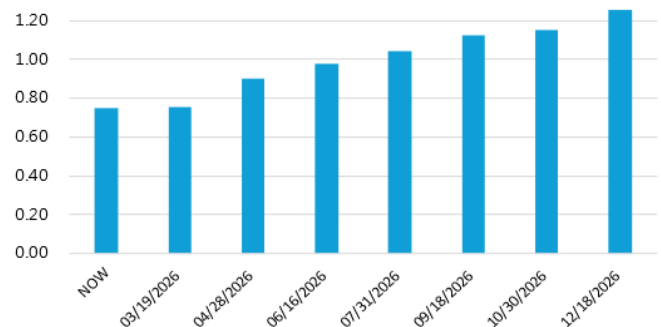
日本政府觀光局(JNTO)發布 2026 年首月旅遊數據，1 月造訪日本的外籍觀光客達 359 萬人次，相較於 2025 年同期微幅下滑 4.9%，但仍創下日本觀光史 1 月次高紀錄。儘管中日關係不利中國旅客訪日，考量日圓匯率持穩在 150-160 區間，靠著台、韓及歐美觀光客的強勁支撐，日本旅遊產業仍展現高度韌性。

2026 年以來 TOPIX 指數續創歷史高點，但本益比僅來到 19.9 倍，股價淨值比在 1.8 倍，外資持續敲進日股，並未因指數墊高縮手，顯示外資對日股後市正面看法依舊。預料高市政府將落實「負責任的積極財政」，並引導企業資金布局重點產業，有利企業獲利表現，此外近期日企優異財報表現，也有利日本龍頭企業庫藏股加碼，故對於日股後市多頭行情仍可正向看待。

外資在日股買賣超對照美元兌日圓匯率



日本央行基準利率預期



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。

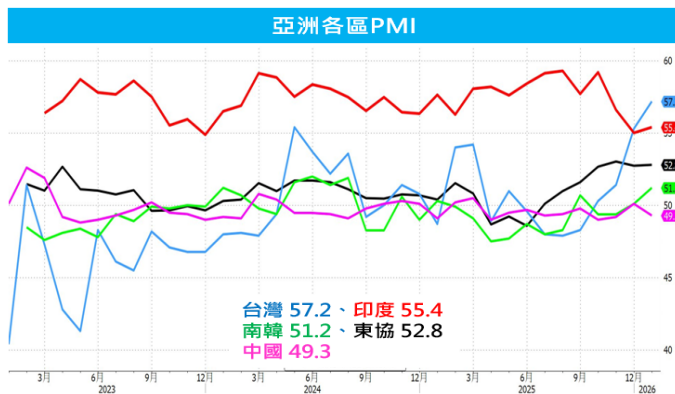
新興亞洲股市：關稅壓力釋放，鎖定亞洲 AI 投資紅利

亞洲股市 2 月延續年初以來漲勢，截至 2/25，亞洲不含日本指數 (MXAPJ) 單月上漲 6.9%。台灣與韓國持續受益於人工智慧 (AI) 基礎設施的爆發性成長，加上亞洲科技股受惠於投資人分散風險至美國以外的市場。南韓股市 2 月上漲 16.45%。台灣股市因春節休假漲幅較少，但也上漲了 10.45%，在亞股居前。中國股市表現弱勢，上證指數 2 月上漲 1.08%，國企指數下跌 2.34%。中國官方對融資融券規則的收緊，將融資保證金比例從 80% 提高至 100%，導致科技與藍籌股出現較大震盪。MSCI 東協指數 2 月上漲 6.06%，也表現不俗。泰國選舉結果消除政治不確定性，且因其估值低於歷史平均，帶動資金進場參與補漲，泰國股市上漲 14.36%，引領東協股市。印度股市在 2026 年 2 月展現韌性，上漲 1.25%，外資於 2 月份轉為淨買家，伴隨新興市場的上漲，後市仍可以期待。

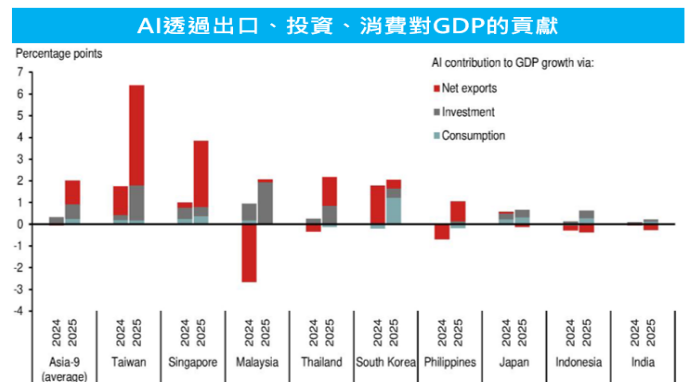
2026 年 1 月份亞洲製造業 PMI 數據揭示了區域景氣的穩健復甦。台灣 (57.2) 表現最為驚艷，創下近四年來新高，反映出 AI 伺服器與半導體供應鏈訂單的爆發性成長。印度 (55.0) 持續受惠於強勁內需與「中國+1」的供應鏈轉移紅利，穩居擴張區間。南韓 (51.2) 則走出低迷，創下 17 個月新高，顯示高階記憶體與電子產品換機潮已進入實質收割期。東協 (52.7) 則維持穩健，特別是馬來西亞與越南在去中心化佈局下，產出與新訂單同步上揚。相較之下，中國(生產指數 50.6) 雖維持微幅擴張，但受到房地產疲軟與內需不足的拖累，景氣呈現「外強內弱」的分歧格局。

2026 年初的一個重大轉折點是關於美國對亞洲進口產品加徵關稅的法律爭議。隨著美國司法體系對先前部分關稅政策提出違憲質疑，或是在談判中趨向和解，地緣政治的陰霾開始消散。對於台灣與印度而言，不確定性消除後，企業更願意進行資本支出。這不僅穩定了亞洲出口國的利潤率預期，更吸引外資回流亞洲新興市場。關稅問題的緩解，為亞股的估值成長提供了契機。

AI 仍在是對亞洲成長的重點，對 GDP 成長的貢獻在過去兩年出現了結構性躍升，從 2024 年的 0.26 個百分點爆發式增長至 2%。其中台灣 AI 相關產品淨出口更佔其 GDP 的 21.2%，證明台灣已成為全球 AI 算力的心臟。而新加坡與馬來西亞正崛起為區域 AI 數據中心樞紐。大量進口的 AI 賦能設備已轉化為實質投資，為未來的生產力增長奠定基礎。整體而言，我們對亞洲股市持「中性偏多」看法。儘管中國內需仍具挑戰，但 AI 帶來的結構性增長足以支撐亞股表現。東北亞擁有全球最完整的 AI 供應鏈。台灣在伺服器組裝具壟斷優勢；南韓則受惠於記憶體價格上漲。其次則是部分東南亞國家，數據中心建設進入收穫期，透過設備進口帶動固定資產投資，具備確定的長期增長軌道。印度在美印關稅問題緩解後，外資轉為淨買家，其強大的內需與 PMI 高位運行，仍可長期布局。



資料來源：Bloomberg，資料日期：2026/2



資料來源：野村，資料日期：2026/2

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。

台灣股市：AI 紅利與台美協議下的黃金擴張期

2026 年開局，台灣經濟展現出令人驚艷的韌性與爆發力。從製造業 PMI、進出口數據到主計總處的經濟預測，各項指標均指向台灣正處於一場由 AI 帶動的技術變革與台美貿易協議帶來地緣政治重組共同驅動的「結構性紅利期」。

中經院公布的 2026 年 1 月 製造業採購經理人指數(PMI)，數據呈現出極為強勁的擴張趨勢。來到 57.2%，連續四個月處於擴張軌跡，其中電子光學產業的分向更來到 61.2。最值得關注的是「未來六個月展望指數」，該數值從上個月大幅躍升至 61.0，代表的是企業主對於「新訂單」與「生產動能」的極度樂觀。受惠於支撐全球 AI 基礎設施而展開的備貨潮，未來兩個季度的獲利成長具備高度確定性，為台股下檔提供了堅實的基本面支撐。

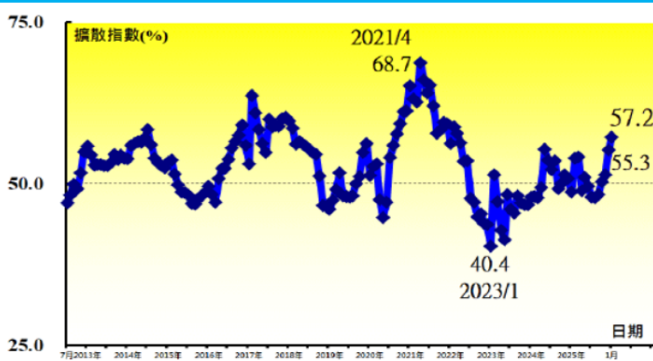
在出口數據方面，台灣 2026 年 1 月單月出口額衝上 657.7 億美元，年增率 69.9%，不僅刷新歷史紀錄，更寫下連續 27 個月成長的紀錄，台灣蛻變為「全球 AI 動能核心」。特別是美國正式超越中國成為台灣最大出口市場，這代表台灣產業已深度嵌入全球高毛利、高技術密集的終端應用市場。進口數據同樣亮眼，資本設備進口的高成長反映出國內半導體龍頭與供應鏈正持續進行資本支出，這種投資及出口帶動營收之良性循環，是驅動台股長期評價上修的核心動能。

主計總處 2 月大幅上修 2026 年經濟成長率至 7.71%，較去年底預測的 3.54% 增加逾 4%。此波上修的核心動能，除了 AI 基礎設施的剛性需求外，更受惠於台美關稅協商底定，確立了對等關稅及相關豁免待遇，顯著提升了台灣出口產品的國際競爭力。此外低通膨也是另一利多，CPI 預計維持在 1.68% 左右，在「高成長、低通膨」的格局下，市場無須擔憂激進升息衝擊流動性。

其中 2026 年台股最關鍵的政策定錨莫過於「台美對等貿易協定 (ART)」，儘管近期美國法院對部分加徵關稅的法律授權有不同見解，但行政院已確認，協定中針對台灣 1,735 項產品的豁免地位具備法律保障。除了電子產業之外，過去被市場忽視的傳產族群也因此獲得了與他國公平競爭的機會。透過投資 MOU 與對等關稅，台灣與美國經貿體系達成「法律級」的保障，大幅消弭了外資對台灣地緣政治風險的溢價扣除，有助於吸引長線價值型資金流入。

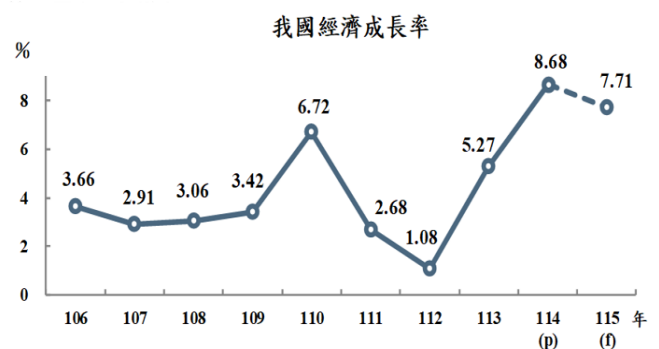
整體而言，由於 PMI 的信心爆發、出口數據的實質成長、官方對經濟的高評價以及台美協議帶來的政策利多，台股整體偏多。其中仍以 AI 硬體為核心，雖指數基期已高，但出口數據證明 AI 需求仍處於噴發期。唯需密切關注美國關稅細則的細微變動與地緣政治情勢，可採取分批佈局的策略。

台灣製造業PMI



資料來源：中經院，資料日期：2026/2

台灣經濟成長率



資料來源：主計總處，資料日期：2026/2

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。

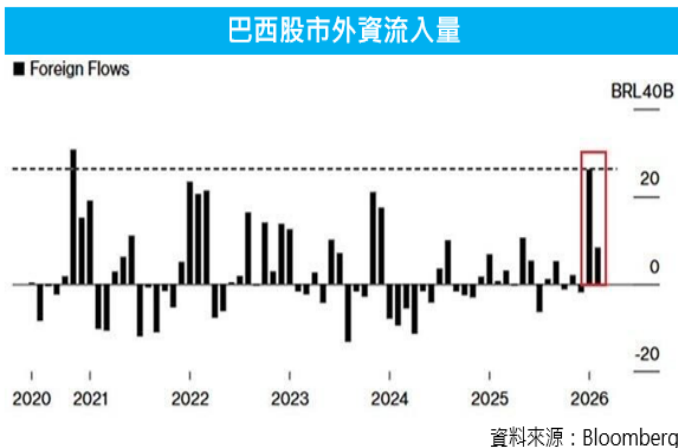
拉美股市：降息循環吸引外資流入，後市可正向看待

2月拉美市場表現延續1月好表現，主要仍是受惠於巴西股市上漲。巴西本波漲勢主要由外資強勁買盤驅動，2026年截至2月中旬，巴西股市已錄得高達66億美元的外資淨流入，短短不到2個月的時間便已超越2025年全年的49億美元外資流入額。同時，受惠於資金流入，巴西股票1月平均每日交易量躍升至61億美元，創下2022年11月以來的新高。外資會大舉移入巴西市場的主要原因，在於巴西央行在2月初時揭露的會議紀要顯示，巴西央行即將於3月利率決策會議啟動新一輪降息循環，為股票市場提供了估值擴張的空間，尤其統計顯示，巴西市場是所有新興市場中，股市對利率負相關性最高的市場，意即利率越低，股市表現越好。

巴西目前的基準利率高達15%，但隨著1月份核心通膨率穩定降至4.2%，貨幣政策正面臨轉折。巴西央行在2月3日公布的會議紀要顯示，儘管委員會以一致決議將政策利率維持在15%，但已明確指出準備好在3月啟動新一輪寬鬆利率循環。委員會指出目前的策略一直以來都是適當的，但在通貨膨脹下降且貨幣政策傳導效應更加明顯的背景，該策略「需要對利率水準進行校準」。因此，如果預期的宏觀基準情境實現，委員會預計將在下次會議開始放寬貨幣立場。市場目前普遍預估巴西央行將會在三月會議降息25或50個基點，且巴西利率將在2026年底，由目前的15%下降到12.13%。

在基本面數據方面，巴西1月份外商直接投資額出乎預料的上升，淨流入達82億美元，高於市場共識的68.5億美元。資本帳更錄得95億美元順差，顯示有大量投資組合資金流入固定收益與股票市場。以過去12個月累計計算，經常帳赤字約占GDP之2.9%，外商直接投資占GDP之3.4%。然而儘管外部收支表現穩健，國內財政赤字問題依然嚴重，根據巴西央行截至2月20日對市場分析師的每週調查，市場預期2026至2028年巴西財政收支中位數仍將保持赤字，無法達到巴西政府目標的盈餘，預估名目財政赤字在2026、2027與2028年預估將分別達GDP比重的8.58%、8.00%與7.56%，顯示赤字問題仍然是拉美市場中長期的隱憂。

然而在中短期內，除了降息利多外，巴西還有望受惠美國IEEPA關稅遭宣判違法這一利多，雖美國立刻實施122關稅因應，但巴西實質關稅仍有望從先前的30%，下降至9.6%或12.2%(取決於122關稅是10%或15%)，為所有市場中下降幅度最高的國家，短期內有望為出口產業帶來動能，並可望接續3月份開始的降息循環，為巴西股市及整體拉美市場帶來正向表現。



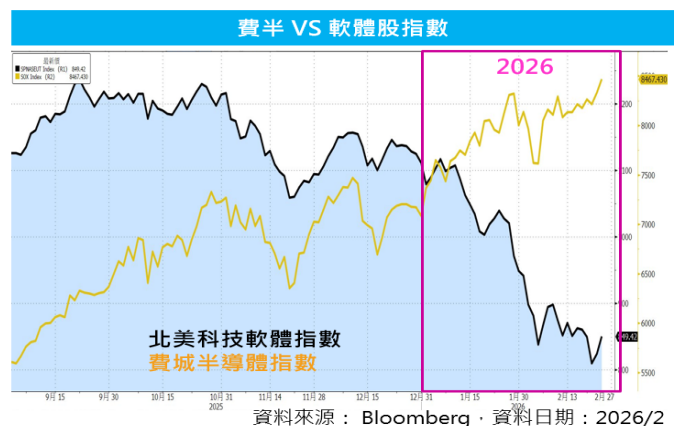
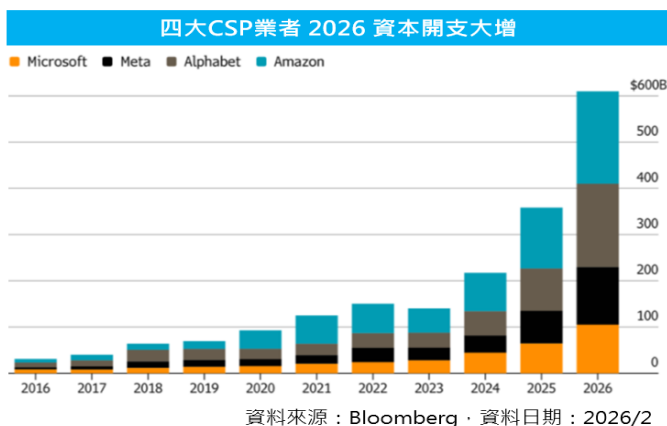
科技類股：在震盪中尋找「價值與成長」的平衡點

2026 年初的美國科技類股正經歷一場深刻的結構性變革。隨著 AI 浪潮進入第三個年頭，市場不再僅僅因為「人工智慧」的標籤而給予溢價。在川普政府新關稅政策、高基期壓力以及總體經濟軟著陸的背景下，科技股呈現出前所未有的分化態勢，類股輪動尤為明顯。

然而從 2026 年初公佈的財報來看，科技巨頭對 AI 基礎設施的投入非但沒有放緩，反而呈現指數級增長。包含輝達 2/26 最新財報大幅優於預期，以及微軟、Meta、Alphabet 與 Amazon 紛紛將 2026 年的資本支出上調至歷史新高，合計規模預計突破 6,000 億美元，可見 AI 軍備競賽仍未停止。然而，這也成為一把雙面刃，這確保了如 NVIDIA 與 AMD 等硬體商的訂單能見度；另一方面，市場開始以更嚴苛的標準審視這些龐大支出何時能轉化為淨利潤。微軟儘管營收亮眼，但財報後股價的劇烈震盪，正是投資人對「獲利稀釋」與「利潤率受壓」的直接反應。2026 年的「美股七雄（Magnificent 7）」已不再是集體上漲的保證。這顯示「實質獲利」與「清晰的變現路徑」逐漸成為支撐股價的核心。此外，記憶體發生了爆發性缺貨，由於 AI 伺服器與 AI PC 對高頻寬記憶體（HBM）的需求幾乎吞噬了所有產能，傳統消費型與企業型記憶體供應告急。除了美光、海力士、等記憶體大廠進入獲利爆發期，價格大幅提升，將推升硬體製造商的物料清單成本。如果終端消費者不願為 AI 功能支付額外溢價，這類成本增加將直接侵蝕硬體商與系統整合商的利潤率。

此外，科技股內部也出現「硬強軟弱」格局。半導體板塊受惠於實體建設需求，表現相對堅挺；而軟體與 SaaS 板塊則因 AI 可能顛覆傳統訂閱模式的疑慮，面臨顯著的估值修正。與此同時，市場出現了明顯的類股輪動。隨著美國經濟展現韌性，資金一度流向能源、金融與傳統工業等「舊經濟」板塊，尋求穩定的股息與低估值。然而，這種輪動並不代表科技股的終結。歷史經驗顯示，當非科技股的估值修復完成，且 AI 應用的獲利數據在 2026 年下半年進一步明朗化時，追求長期超額回報的資金勢必會再次流回具備高增長、高毛利特性的科技龍頭。

綜觀 2026 年的宏觀環境，儘管短期受關稅政策與資本支出疑慮干擾，科技股震盪難免，但我們對中長期仍持中性偏多看法。AI 算力仍是未來的核心，首選具備技術壁壘與定價權的半導體與記憶體龍頭。軟體板塊在經歷 2026 年初的重挫後，部分具備 AI 整合能力的龍頭（如微軟）在估值修正後，將展現極佳的長期買點。2026 年不是科技股的終局，而是從「本夢比」回歸「本益比」的轉折點。投資者應保持耐心，除了短期加碼受惠於 AI 基礎設施完成的硬體股之外，也可分批低接軟體股中與 AI 整合之後，能贏得市場份額並產生現金流的長期贏家。



能源類股：油價受惠地緣衝突上漲，美伊戰爭一觸即發

近期油市受到美國與伊朗地緣政治緊張情勢升溫影響，短線油價快速上漲。美國總統川普於 2 月 19 日對伊朗下達 10 至 15 天的最後通牒，並於中東部署數十年來規模最大的軍事部隊，包含預計於 2 月底抵達中東區域的福特號航空母艦打擊群，對伊朗包圍網已然成形。

美國與伊朗預計將於 2 月 26 日展開第三輪核談判，在先前的兩輪談判中，美國對於伊朗停止核子活動、限制遠程彈道飛彈等要求，皆遭到伊朗拒絕，伊朗僅願意在如減少濃縮鈾純度或允許部分監測核子計畫方面，做出有限的讓步。華爾街日報指出，知情人士透露，川普正權衡對伊朗進行有限的軍事打擊，以迫使伊朗同意達成核協議。若雙方衝突升級至戰爭，將可能影響到伊朗每日近 500 萬桶的原油供給，更可能使荷莫茲海峽，這個每日流通近 20% 全球原油的重要通路受阻。

回顧過去幾次伊朗衝突事件，包含 2020 年蘇萊曼尼事件及去年六月核設施轟炸等，在短線上雖皆能帶動油價快速上漲，但受到衝突迅速消弭以及整體產業仍供過於求影響，油價的上漲皆不具可持續性。然而值得注意的是，過去數週以來，伊朗官員持續透過軍事演習等方式釋放訊號，明確表明石油以及潛在的荷姆茲海峽封鎖將是他們應對任何攻擊的核心手段，甚至實際做出短暫封鎖荷莫茲海峽的行為，與過去僅僅只有口頭威脅，但沒有實際行動的狀態有明顯差異。故若本次美伊衝突爆發，油價上漲將可能不再只是短線反彈，上漲的幅度與持續時間都可能出乎意料。

另一方面，從產業基本面數據觀察，全球原油市場的供需失衡狀況也已見到初步改善的曙光。國際能源署 (IEA) 月報指出，由於 1 月份受天氣相關的停產與制裁壓力影響，IEA 下修其對 2026 年全球石油供應過剩規模的預測。受極端冬季天氣影響，1 月北美每日減產逾 100 萬桶，加計哈薩克 CPC 出口中斷，1 月份全球原油供應量下降 120 萬桶/日至 1.066 億桶/日，也使 IEA 將 2026 年全球原油供應成長預期從前一個月的每日 250 萬桶下調至每日 240 萬桶。

此外，印度與美國達成貿易協議將停止購買俄羅斯石油，儘管因部分合約尚未到期影響，歐洲調查公司 Kpler 預計，短期內印度進口俄油量仍將穩定維持在每天 110 萬至 130 萬桶之間，但長期而言，印度原本龐大的原油需求將逐步轉向他國，俄羅斯原油將會只剩下中國這一主要買家，預料將有利整體原油產業的供需平衡進一步改善。

展望後市，美伊談判結果，將是後市油價最重要影響因子，若在第三次談判仍無法有實質進展，則衝突爆發的可能性將顯著上升，有利後市能源類股及油價表現，故儘管整體油市仍處於供過於求態勢，我們目前對於中長期能源類股抱持中性看法。

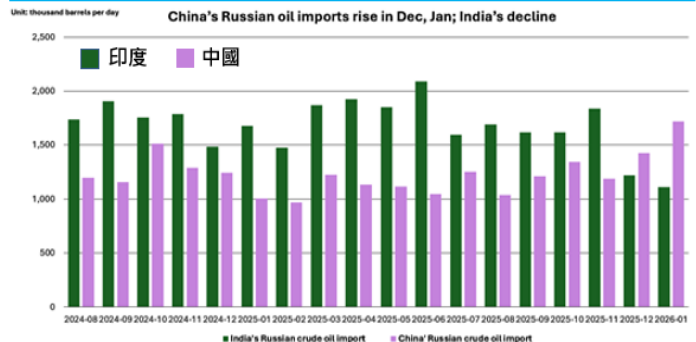
近幾次伊朗地區衝突之油價表現



Sources: ICE Europe Ltd. and Bloomberg
來源：ICE Europe Ltd. 與 Bloomberg

資料來源：Bloomberg

印度及中國俄油進口量



資料來源：Kpler

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。

We Create Fortune

黃金類股：受惠地緣政治與關稅不確定性避險需求上漲

金價歷經 1 月底時回檔，截至目前已經回升到 5,100 美元位置，抹去了先前大半跌幅，並在 2 月持續表現亮眼。推升此波行情的最大動力，主要來自於全球資金因應地緣政治與貿易戰風險而湧入的避險買盤所致，此外，中長線的 ETF 及央行買盤，也持續為金價帶來支撐。

美國於 2 月 24 日啟動 122 條款徵收臨時性的 10% 全球進口關稅，並可能在之後使用 301 等條款進一步實施關稅，關稅戰的死灰復燃，大幅推升了全球貿易與通膨的不確定性。與此同時，美國與伊朗將於 2 月 26 日在日內瓦就核協議舉行第三輪會談，雙方究竟是會達成協議，或是引爆衝突仍具有不確定性，地緣衝突搭配關稅不確定性雙雙為黃金帶來強勁避險需求。

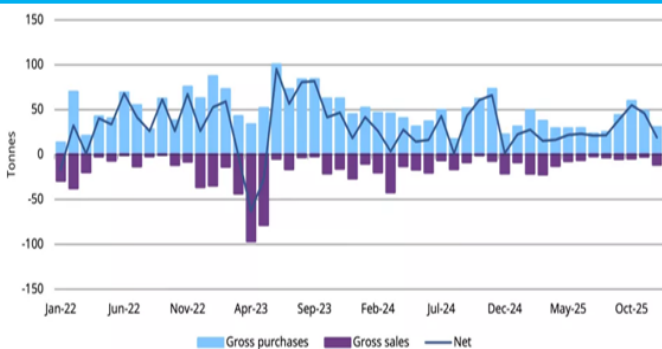
中長線買盤部分，1 月份全球黃金 ETF 吸引了 190 億美元的資金流入，創下史上最強勁的單月紀錄，推動全球黃金 ETF 管理資產規模單月增長 20% 至 6,690 億美元的歷史新高，總持倉量亦增加 120 公噸至 4,145 公噸。各區域中，北美與亞洲為帶動全球需求的主力，北美地區 1 月份增加 70 億美元，連續八個月呈現資金流入。亞洲市場表現尤為亮眼，1 月份錄得 100 億美元的資金流入，創下有紀錄以來最強勁的單月表現，其中，中國受強勁金價及機構需求帶動，單月資金流入達 60 億美元，在該月位居全球第二大市場。

央行買盤增持黃金趨勢也未見停止。世界黃金協會報告顯示，2025 年全年全球央行淨購買量達 328 噸，雖略低於 2024 年的 345 噸，但整體買盤依然穩健。2025 年 12 月份單月央行購買量為 19 噸，主要買家包含烏茲別克 10 噸、哈薩克 8 噸與波蘭 7 噸。此外在今年 1 月，中國人民銀行面對創紀錄的金價，仍宣佈連續第 15 個月增加黃金儲備，單月增持 1.2 噸，使其官方黃金持有量達到 2,308 噸，佔總儲備資產比例攀升至 9.6%。

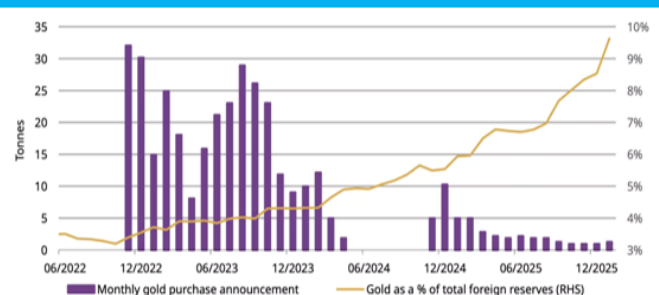
然而值得注意的是，高盛報告指出，近期市場黃金買權部位明顯上升，將導致金價的波動性提高。由於賣出買權的造市商會同時買入黃金避險，造市商的買盤會帶動金價上漲；相反地，當回檔發生，買權部位退散時，造市商也會從「追漲」轉向「殺跌」，進一步導致價格波動性上升。受此影響，輕微的利空消息，如美伊衝突冷卻，都可能導致金價出現顯著回檔。

展望後市，黃金中長線買盤仍然存在，且短線亦有地緣政治衝突以及關稅戰帶來的不確定性避險買盤支撐，對於中長線趨勢仍能正向看待，然而短線市場尚未從 1 月底時的修正完全恢復，且選擇權買權部位處於歷史高檔，預料短線金價波動將明顯上升，故建議投資人留意短期內因波動性攀升所引發的潛在價格回調風險。

全球央行黃金買賣量



中國央行黃金購買量及佔外匯儲備總額的比例



*Data to January 2026. *數據截至 2026 年 1 月。
Source: State Administration of Foreign Exchanges, World Gold Council

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：IEEPA 關稅遭判無效，債市變數雖增但影響有限

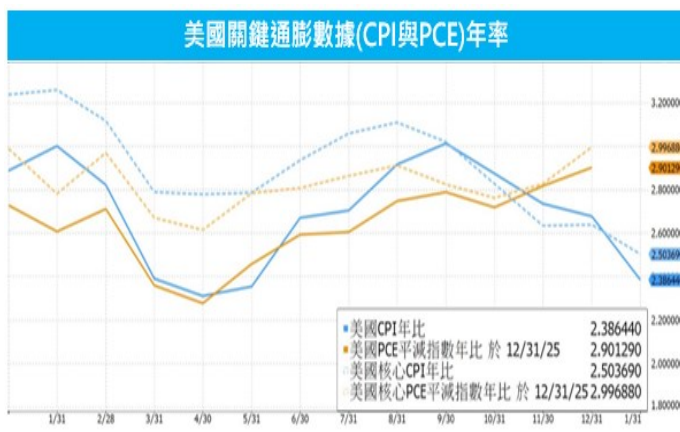
美國最高法院 2/20 裁定川普去年對全球實施的 IEEPA 關稅無效，川普如預期立即援引貿易法第 122 條款對全球各國徵收 10% 進口關稅，自美東時間 2/24 起生效，為期 150 天後，隔日又宣布將此稅率提高至 15%。川普也表示將依「301 條款」和「232 條款」啟動貿易調查，之後將發布新關稅政策，市場短期或因不確定性而出現震盪，且先前所徵高達約 1,500 億美元的相關關稅若必須退還，可能使投資人對於美國財政體質產生疑慮，但元大投顧報告顯示，美國政府一般帳戶(TGA)餘額高達 9,127 億美元，因此即便美國政府需要歸還已徵得之 IEEPA 關稅款項並加計利息，以其帳上資金來看，對美國而言並無立即性的壓力。然而，在 IEEPA 關稅退場，關稅新政底定之前，債券市場走勢仍將隨著川普政策搖擺而出現波動。

在通膨前景的部分，美國近期公布的物價數據表現不一，2/13 所公布的 1 月 CPI 年增率低於預期，但 2/20 的去年 12 月個人消費支出物價指數(PCE)年比卻又高於市場預估，前述兩數據分歧原因主要來自於租金及住房成本的權重差異。然而，在通膨的判斷上，Fed 向來青睞核心 PCE 數據，雖然因該數值偏高而使整體降息步調有所放緩，但今年以來，美國利率期貨隱含的年底累計降息碼數穩定維持在 2 碼之上，整體並未有太大變動。

台灣農曆新春連假期間，雖美法院推翻川普 IEEPA 關稅與核心 PCE 年比高於預期使年假期間美債殖利率上揚。然而，2/13 美國 1 月核心 CPI 年率創 2021 年 3 月來新低，10 年期公債殖利率當日大跌 5bps 至 4.05%，在年假過後，美國 10 年期的公債殖利率與 CPI 公佈前水準相比，仍微幅下跌。

關於美債中期走勢，另一個值得留意的議題為日債的外溢效應。高市早苗暫時降低食品消費稅的主張雖一度引發市場對於日本財政可持續性的擔憂，所幸選後日本長債殖利率先升後降。就基本面來看，高市政策的確不利日債走勢，未來應留意其「負責任且積極主動」財政擴張主張能否落實在日本政府預算與負債佔 GDP 比率上。此外，高市早苗一月提前解散日本眾議院並進行改選，日債殖利率雖因而上揚，但當時對美國長天期公債整體影響並不大。因此，雖然高市政策恐使日債殖利率有上行之虞，但預期外溢效應有限，故美債投資人只需留意日債殖利率後續動態，但不必過於擔憂。

川普 IEEPA 關稅失效，其新關稅政策使美債變數增加，若先前所徵相關關稅必須退還，短線恐使市場對美國財政紀律產生疑慮，不利長債發展。同時，川普或更傾向對聯準會降息進一步施壓，以降低政府利息支出，對短端殖利率相對有利。因此，在債市佈局上，建議以中短期天期債券為主。



資料來源：彭博，2026/2/23 台北時間



資料來源：彭博，2026/2/23 台北時間