

AI 估值疑慮引發波動，惟股市仍有多頭可期

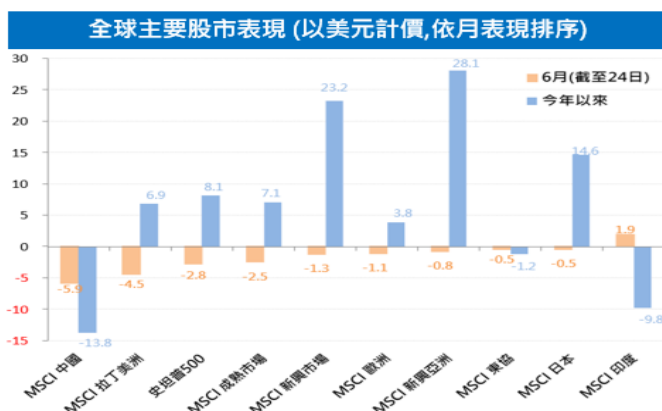
2026 年 7 月

全球主要股市 6 月 (截至 24 日) 報酬跌多漲少，與 5 月新興亞洲及 AI 半導體題材主導下的多頭格局形成鮮明對比，主要因為市場同時承受美伊衝突升溫、Fed 新主席華許上任後鷹派轉向，以及 AI 類股估值偏高引發的修正壓力，風險資產動能熄火。以美元計價 6 月表現觀察，MSCI 中國與拉丁美洲指數分別下跌 5.9% 及 4.5%，表現最差。中國主因房市持續疲弱與內需復甦不均，並受其對中東原油進口的高度依賴拖累，拉丁美洲則受前波累積漲幅較大後的獲利了結與美元期間走強雙重壓抑。美股因 AI 估值疑慮再起而拉回，拖累 MSCI 新興市場與新興亞洲分別下跌 1.3%。惟有 MSCI 印度逆勢上漲 1.9%，主要受惠 6 月下旬國際油價回落帶動。整體而言，6 月股市回檔較像是高基期後的短線修正，並未改變今年資金偏好新興亞洲、日本與科技成長市場的方向。

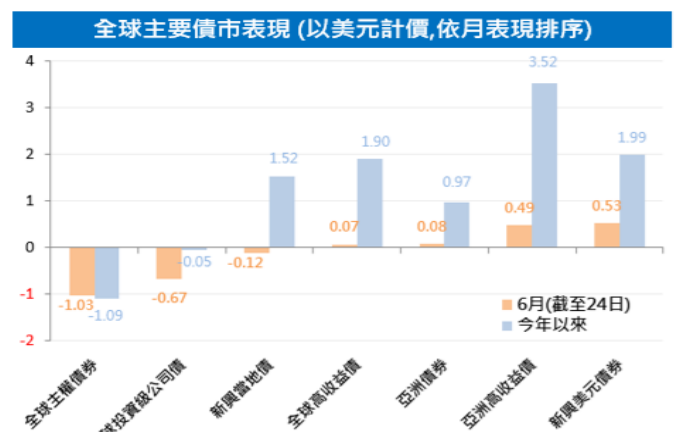
6 月 (截至 24 日) 全球債市呈現「利率類承壓、信用類抗跌」的結構性分歧。全球主權債券單月下跌 1.03%，跌幅居首，主因華許於 6 月會議釋出鷹派訊號，18 位官員中有 9 位於點陣圖計入今年內至少一次升息，使美國 10 年期公債殖利率一度升至 4.5%，存續期間較長之利率類債券遭逢重估。全球投資級公司債下跌 0.67%，跌幅次之，亦受存續期間拖累。新興當地債小跌 0.12%，反映因美元指數回升使來自匯率的貢獻由正轉負。信用類債券則表現相對較佳，新興美元債券單月上漲 0.53%、亞洲高收益債上漲 0.49% 領先，主要受惠信用利差續處歷史低檔、企業基本面強健且違約率仍偏低、到期牆延後且供給以再融資為主。

近期股市雖因 Fed 升息疑慮及 AI 類股估值過高而修正，但美光財報及蘋果商品漲價均印證 AI 產品供需緊俏且企業資本支出依然強勁。市場近期以類股輪動方式進行修正，顯示投資人對於整體股市信心仍在。在投資策略上，短期不宜追逐高估值個股，但可於震盪時分批布局 AI 基礎建設、半導體供應鏈及台股股市。

債市方面，當前美債提供高於過往均值的高殖利率，將可相當程度抵銷殖利率續揚的風險。然因投資人對 Fed 後續貨幣政策存有疑慮，或導致殖利率曲線短端受升息預期而有較大波動；長端又有期限溢酬偏高、政府財政惡化及公債供給增加等風險。因此，建議債券佈局可聚焦 3 至 10 年期美國公債及投等債，不僅能提供相對具吸引力的息收，若未來通膨預期放緩，在資本利得亦有表現機會。



資料來源：Bloomberg



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。

美國股市：企業盈餘亮點集中 AI，股市評價尚屬合理，經濟成長趨緩但韌性猶存

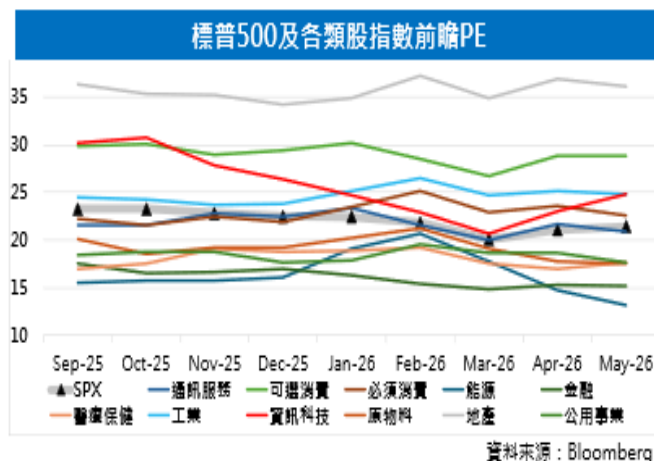
美股第一季財報顯示，標普 500 成分股獲利有八成企業超越市場預期，整體每股盈餘同比增長 26.2%，創下 2021 年以來新高，企業盈餘上修動能強勁。隨運算需求從大模型訓練轉向推論，市場資金快速轉向記憶體、光通訊、ASIC、CPU 與通用型伺服器供應鏈，引領板塊快速輪動。接下來第二季 AI 產業仍將帶動資訊業獲利高增長，而能源、原物料產業第二季財報仍有不錯表現，但消費、金融、醫療等，甚至通訊服務產業都有成長放緩跡象。

美國關稅談判正轉向以「301 法案」推進，目前針對「強迫勞動貨品進口禁令」，美國貿易代表署(USTR)已建議對全球 60 個經濟體加徵 10%與 12.5%的額外關稅。預料下半年陸續將有更多 301 調查結果公布，這將為川普關稅談判提供法源依據，迫使各國供應鏈加速赴美設廠，為美國製造業注入投資動能，故對美國整體經濟表現無須看淡。

伴隨企業獲利預期上修，標普 500 指數前瞻本益比目前仍在 21.45 倍水準，且通訊服務僅在 20.9 倍、資訊科技僅在 24.8 倍，估值水平依舊合理。當前市場質疑重點在於 AI 產業吸引大量資金投入資本支出，故縮減企業發放現金股利與股票回購的能力，然而考量下半年仍有期中選舉行情可期，且 AI 產業變革快速，新題材層出不窮，操作上維持分批布局的建議。

美國經濟在 2026 年表現顯示成長趨緩但韌性猶存，2026 年第一季 GDP 成長率為 2.6%，表現仍優於歐元區、日本等其他市場。失業率維持在低檔，5 月非農新增就業仍有 17.2 萬人，失業率持平於 4.3%。5 月 CPI 年增率升至 4.3%，核心 CPI 年增率加速到 2.9%，能源價格仍為推升通膨主因；同月份 PPI 與核心 PPI 分別來到 6.5%與 4.9%，顯示上游成本壓力正持續向下游轉嫁。勞動市場結構性分歧，金融就業人數下滑，然而資料中心、半導體與電力等基礎建設投資，拉動非住宅營建業與製造業僱傭需求，支撐整體就業數據，消費端方面，5 月美國零售銷售月增率回升至 0.9%，其中加油站銷售與無店鋪零售商銷售(電商)表現強勁，前月走弱的汽車及零部件銷售逆勢反彈，顯示在 K 型經濟支撐下，高收入群體與特定消費仍表現穩健。

預料新任主席華許在確立聯準會改革方案前不急於升息，但目前利率仍處歷史高位，對房市、汽車和消費造成壓抑。觀察密西根大學消費者信心指數在第二季來到有紀錄以來最低，且美國新屋開工下降，房市持續低迷，美國經濟仍需消化高利率與通膨帶來的負面效應。



歐洲股市：歐洲央行態度轉鷹，靜待美伊停火與關稅明朗化

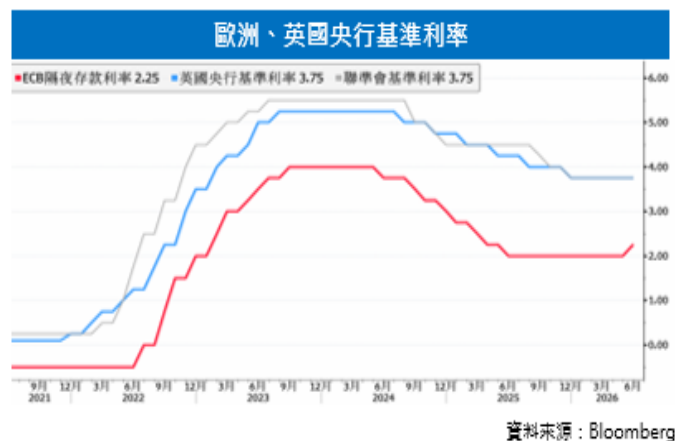
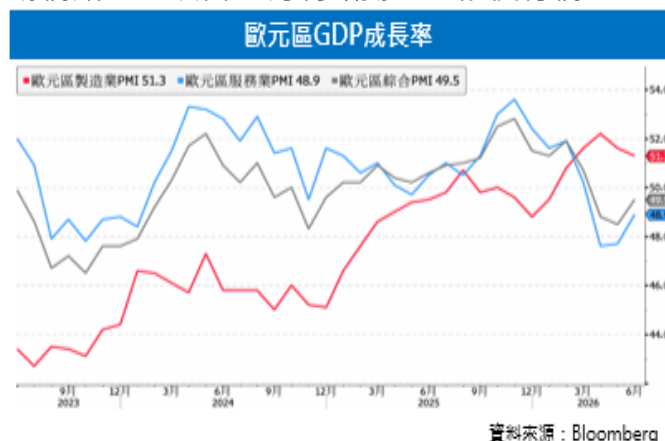
歐洲央行在 6 月會議升息 1 碼，並持續警告中東地緣政治風險可能為通膨前景增添不確定性，因此將今年通膨預期上調至 3.0% (前值 2.6%)，預計要到明年下半年才有機會回到 2% 的政策目標。不過，與 2022 年通膨高峰時期不同，目前歐洲就業市場並未出現明顯過熱，薪資壓力也未持續升溫，因此我們認為本次升息後，歐洲央行更可能轉向觀望，利率期貨則顯示，市場仍預期年底前有再升息 1 碼的可能性。

歐洲央行本次會議將邊際貸款利率、主要再融資利率及存款機制利率上調 1 碼至 2.65%、2.4% 與 2.25%，會議中所有委員均同意升息。勞動力需求進一步降溫，薪資成長預計將在一年內放緩，目前沒有看到與工資相關的二次效應，本次會議未討論中性利率和中性區間，如果不升息，通膨因此失控，重新控制將更加困難。GDP 成長預估來看，2026 年為 0.8%，2027 年為 1.2%，2028 年為 1.5%。通膨方面，2026 年為 3%，2027 年為 2.3%，2028 年為 2.0%。核心通膨來看，2026 年為 2.5%，2027 年為 2.5%，2028 年為 2.2%。

歐洲經濟成長動能放緩，但製造業維持擴張態勢，雖然歐洲央行將 2026、2027 年經濟成長率預估值下調，自 0.9%、1.3% 調整至 0.8%、1.2%。然 6 月歐元區綜合 PMI 自 48.5 回升至 49.5，顯示景氣萎縮幅度正逐步收窄，製造業活動仍維持在擴張區間，同月服務業 PMI 雖僅 48.9，但也已釋出跌勢趨緩訊號。

ECB 升息 1 碼對抗通膨風險，後續升息路徑分歧，受美伊衝突引發的油價影響，歐洲通膨壓力再度上升，5 月歐元區 CPI 年增率已達 3.2%，為防範通膨失控，歐洲央行在 6 月利率決策會議將存款利率從 2.0% 上調至 2.25%。目前市場對歐洲央行後續的升息路徑看法顯著分歧，鷹派陣營認為 6 月升息 1 碼後、第三季會再升 1 碼，並維持利率水平至 2027 年底；鴿派觀點認為隨油價回跌，短期內再升息必要性降低，故後續仍將觀察各國通膨轉嫁能力。

待美伊戰事落幕、美歐關稅底定，歐股可望啟動估值修復，展望後市，若美伊停火協議落實、引領國際油價回吐先前漲幅，將成為扭轉歐股當前弱勢、並吸引國際資金回流的催化劑。此外，美國改採以 301 條款課徵關稅，對歐洲出口實質影響仍須觀察，惟預料美歐盟友關係穩固，終將透過談判達成雙邊協議。目前泛歐 600 本益比以 2026 年獲利僅 15.6 倍。待短期不確定性因素陸續消退，市場情緒可望改善，有利啟動估值修復行情。



日本市場：成長動能仰賴出口，政府補貼支撐景氣表現，股市屢創新高

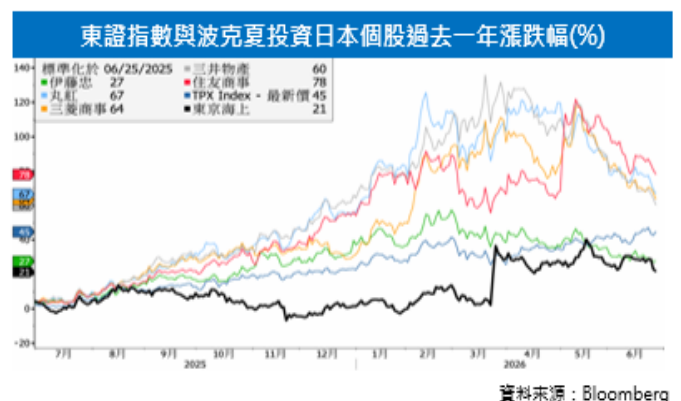
GDP 動能放緩，受惠族群集中於 AI，日本 2026 年第一季 GDP 年增率僅 0.4%，創下 2024 年走出經濟衰退以來最疲弱表現，市場已將全年度 GDP 成長預估下調至 0.6%。然而 5 月出口年增來到 17%，創 2022 年 11 月以來最快增速，其中半導體相關出口年增逾六成、反映全球資料中心需求全面爆發，推升記憶體晶片與電子零組件價格走揚，故受惠族群集中，下半年成長動能仍高度仰賴 AI 產業。

財政補貼壓低通膨，油價回跌降低財政負擔，近期，首相高市早苗推行「責任的積極財政」政策，透過實施電費、瓦斯補貼，並將全國汽油價格維持在每公升約 170 日圓水平。未來隨補貼措施退場，預期物價將出現階段性反彈。日本央行已於利率決策會議把本年度核心通膨預估上調至 2.8%。然而在利率走高背景下，日本政府財政結構惡化，根據 2026 財年政府預算規劃，國債利息支出將達總預算的 10.65%，明顯高於前一財年的 9.13%。所幸美伊戰事有降溫跡象，預期日本政府將持續縮減刺激方案規模。

日銀升息 1 碼，美日利差未收斂壓抑日圓表現，且日本央行於 6 月會議決定升息 1 碼至 1.0%，主要考量國內物價上行風險加劇、薪資維持強勁成長動能，且經濟下行風險受控。市場普遍預期下次升息落在 2026 年第四季。然而高市若為緩解財政壓力，可能干預日銀升息路徑。鑑於美日利差未出現明顯收斂，即使日本官方進場干預，對日圓匯率的支撐效果恐怕相對有限，日圓匯率預估於 155-163 區間震盪。

日經指數近期屢創新高，6 月 22 日史上首度突破 72,000 點、連七個交易日刷新紀錄。上漲動能來自日圓貶至 161 附近，顯著優化出口企業的盈餘表現，同時「實體 AI」投資計畫引爆半導體與 AI 類股行情。就 2026 年以來，領漲標的涵蓋東京威力科創、村田製作所、鎧俠、軟銀、三菱 UFJ 金融、愛德萬測試、松下控股、三井住友金融、瑞穗金融、藤倉等。上漲族群主要為 AI 供應鏈以及受惠於升息的金族群，但即使過去一年日股飆升，目前以 2026 年獲利，本益比仍在 24 倍合理位置。

波克夏深化日本投資佈局，外資買盤同步加碼，波克夏對日本資產配置持續增加。自 2020 年對伊藤忠、丸紅、三菱商事、三井物產、住友商事等五家各以略高於 5% 持股起步，至 2026 年 5 月對各家持股均已突破 10%，顯示加碼日本仍是其核心策略。與此同時，外資對日股買盤持續湧入，2026 年迄今(截至 6 月 20 日為止)外資買超日股的累計金額擴大至 10.2 兆日圓，反映國際資本對日股後勢依舊樂觀。



台灣股市：AI 需求支撐製造業 PMI 高檔擴張，暑假旺季與股市推升服務動能

當前臺灣經濟正處於生產擴張的黃金期。最新公布的總體經濟數據與半導體龍頭營收呈現全面共振，印證全球 AI 資本支出 (CapEx) 並非流於故事題材，而是實質轉化為台廠的訂單與獲利。儘管全球金融市場短期受到地緣政治干擾與美債殖利率波動影響，引發台股在高檔震盪，但主計總處大幅上修 2026 年 GDP 預測至 9.64%，配合製造業 PMI 續擴張至 60.7%，顯示基本面強勁。我們認為，台股高檔的回檔屬於健康的獲利了結與籌碼沉澱，長線多頭架構未變。建議採取拉回布局策略，聚焦 AI 實體基礎設施與邊緣運算 (Edge AI) 雙主線。

國發會公布之 6 月製造業 PMI 報 60.7，連續第 6 個月維持在 60.0% 以上的擴張速度，六大產業中，僅食品暨紡織產業與交通工具回報緊縮。細項中，新增訂單與生產分別上揚至 60.4 (前 59.6) 與 58.7 (前 57.9)，同時原物料存貨和客戶存貨分別回跌至 61.9 (前 65.7) 和 49.4 (前 50.5)，顯示在 AI 伺服器、半導體與高階製造的強勁拉貨下，庫存水位仍屬可控。

5 月海關出口達 784.8 億美元 (年增 51.7%)，寫下連 31 紅紀錄。其中，資通訊產品出口年增 75.2%，電子零組件出口創歷史新高。同時，5 月進口額創下 605.7 億美元歷史新高 (年增 54.9%)，核心物資多為半導體資本設備，依進口領先出口 1 至 2 季之歷史慣例，預示下半年出貨動能將再創高峰。台積電 5 月合併營收達 4,169 億 7,500 萬元 (年增 30.1%)。先進製程與高階封裝產能持續滿載，且透過定價調整順利維持毛利率在高檔，讓獲利能見度直接延伸至後續數年。

主計總處正式將 2026 全年經濟成長率 (GDP) 預測大幅上修 1.93 個百分點至 9.64%，創下 16 年來新高紀錄。第一季 GDP 初估更達 14.55%，創 48 年來單季新高。總經結構分析顯示，這波榮景是由「出口拉動投資、投資進而促進消費」的良性循環。全球主要雲端服務供應商 (CSP) 調高資本支出，其新一代伺服器建置「必須向台灣採購」。商品出口實質成長預估將帶動全年商品出口總值達 8,945 億美元，其年增率創 50 年來最高水準，構成台灣 GDP 增長的關鍵引擎。

儘管台股指數在高檔震盪加劇，但在 9.64% 的 GDP 強勁基本面保護下，下檔支撐極度紮實。隨著 COMPUTEX 後終端裝置陸續開出，消費性電子將迎來升級週期，可望讓下半年經濟加速升溫。我們持續看多台灣股市。



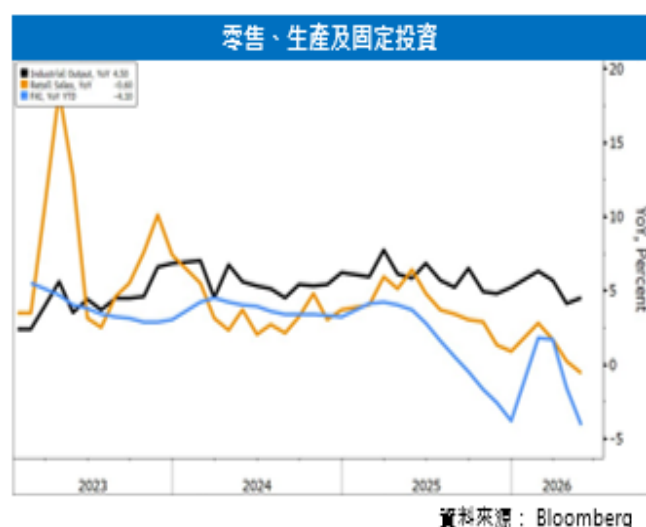
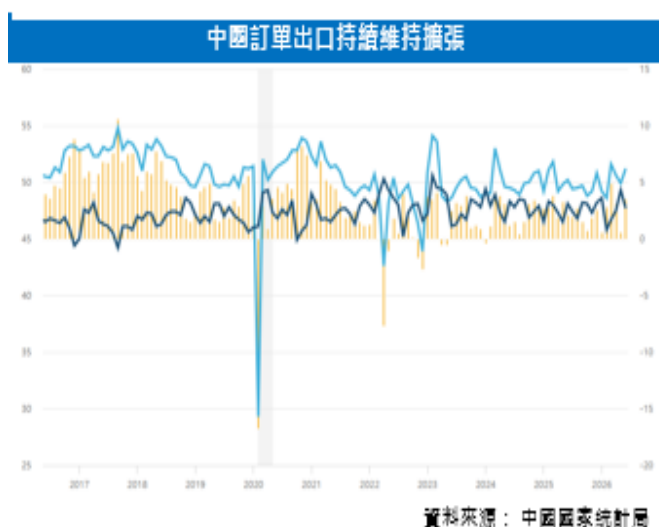
中國股市：製造業需求回溫，然動能僅集中於高新技術產業與出口端

中國 6 月製造業需求回溫，動能集中新產業與出口端，製造業 PMI 為 50.3 (前 50.0)，較前月回升，並連續四個月維持在擴張區間。主要動能來自新出口訂單回升至 50.1 (前 48.6)，以及新訂單升至 51.2 (前 49.9)，皆較前月回升至擴張區間，顯示需求端及出口端表現亦有所回溫。生產經營活動預期上升至 54.3 (前 53.9)，製造業前景保有一定韌性，細項觀察，6 月生產指數 51.4 (前 51.2)，持續維持在擴張區間，本月在新訂單回升、庫存指數回落至 47.7 (前 49.3) 之下，新訂單減庫存擴大至 3.5 (前 0.6)。另外受到美伊衝突緩解影響，主要原材料價格大幅回落至 54.2 (前 60.5)，外部壓力緩解。

產業方面，新舊動能延續上月分化格局。高技術製造業 PMI 升至 53.5 (前 52.9)，裝備製造業升至 52.5 (前 52.1)，上升趨勢持續，相較之下，傳統高耗能產業 47.1 (前 47.1)，建築業商業活動 49.0 (前 48.8)，仍維持在較弱格局。整體來看，美伊衝突緩解有效帶動中國製造廠商轉趨樂觀，但多數仍集中在新產業及出口端，後續仍待觀察新產業能否有效帶動內需動能回升。

然而，內需數據尚未見回溫：中國第二季以來的消費、固定投資數據下滑，房地產未見起色。工業生產年增長 4.5%，表現最為堅挺，主要受到政策性資本開支與科技硬需求的支撐。零售銷售 5 月單月年增率轉負，即便有五一黃金周的短暫拉動，但節後服務消費迅速墜落顯示出居民消費依然保守。固定資產投資年比下降 4.1%。這是過往作為壓艙石的投資首次跌破 4% 防線。民間固定資產投資年比更劇烈下滑 7.1%。

整體來說，中國政府大規模刺激的可能性偏低，主要政策料是調降 LPR 或結構性定向降準。其政策核心在於為中下游民營中小企業減輕債務壓力。現行溫和的企業設備更新與家電「以舊換新」政策邊際效益遞減。為遏制消費滑入通縮螺旋，中央財政下半年將擴大赤字，直接補貼居民端，如發放消費券、加大育兒養老津貼等等。中國總體經濟正處於重組期，缺乏向上突破的動能，但向下有國家政策工具與新興硬科技的實質托底。房地產全面反轉或大眾消費復甦的機率偏低。雖政府政策扶植的新科技產業仍有機會，但整體看法仍偏向保守。



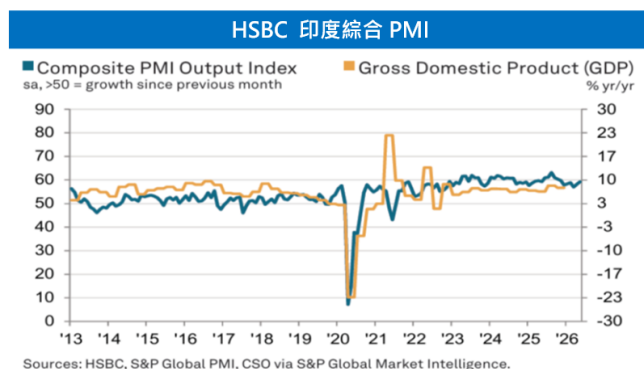
印度股市：外部供給衝擊與內部基本面的對抗，看法中性

全球供應鏈受到中東戰事的實質干擾，印度的前瞻景氣指標卻給市場帶來了巨大的驚喜。最新公布的 2026 年 5 月 HSBC 印度綜合採購經理人指數由 4 月的 58.2 逆勢回升至 59.3，創下近 6 個月來的最高擴張紀錄。其中，服務業 PMI 由 58.8 顯著彈升至 59.8，主因是國內消費模式在中東局勢干擾下成功「外轉內」，內需服務動能十分強勁；製造業 PMI 5 月最終值亦來到 55.0，高於 4 月的 54.7。雖然新出口訂單因中東衝突擴大而減速，但國內基礎建設與製造業的「預防性囤貨」需求，成功支撐製造業維持在歷史平均水準之上。

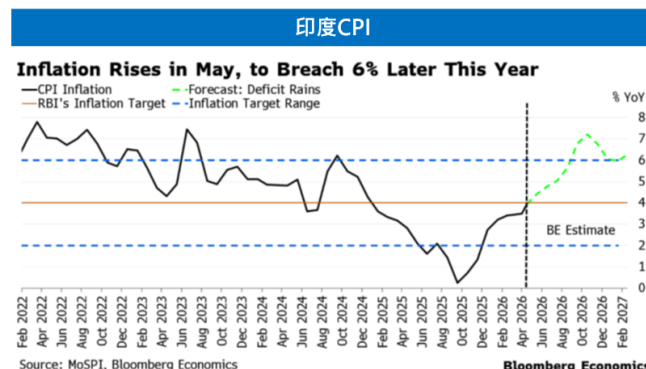
然而，內需並無法完全沖刷外部供給側帶來的窒息感。印度高達 85% 的原油依賴進口，中東戰事導致國際油價攀升至每桶近 120 美元，對印度財政與物價造成極大考驗。最新數據顯示，5 月份消費者物價指數 (CPI) 年增率由 4 月的 3.5% 抬頭至 3.9%。這主要是受到汽車燃油價格凍結政策結束的影響。此外，比原油更長遠的隱憂來自於氣候。氣象機構預警有高機率出現乾旱。歷史上，降雨不足與聖嬰現象會嚴重抑制糧食與作物產量，豆類、油籽等作物的受災風險顯著高於有灌溉保護的水稻和小麥。彭博與野村等機構一致預警，這項氣候乾旱威脅將在 10 月農作物收成期引爆新一輪食品通膨，預估將食品與飲料通膨推向 6.0%，並使下半年整體 CPI 衝破央行的容忍上限。

面對經常帳赤字擴大、國際收支 (BOP) 惡化與盧比貶值壓力，印度當局並未坐以待斃。首先在貨幣政策方面，印度央行 (RBI) 於 6 月 5 日一致決議維持政策回購利率在 5.25% 不變，立場維持「中性」。央行認為盲目升息防禦匯率不僅無效，反而可能將能源衝擊轉化為內需重傷，因此決策者選擇保留政策空間以依賴數據靈活決策。不過，經濟學家多數預期，隨著年底通膨風險逐漸壓過成長擔憂，央行這項「按兵不動」的政策不會持續太久。其次在財政工具方面，為保障佔人口半數的農業人口並穩定農村經濟，政府宣布 2026/27 財年肥料補貼預算大增 20%，並階段性減免汽柴油，支撐內需經濟。

印度市場目前正呈現明顯的「基本面強韌」與「評價面修正」的矛盾訊號。不可否認，5 月高企的 PMI 與 1Q GDP 的暴衝證實其內部需求並未崩潰，而政府靈活的黃金關稅政策亦成功控制了經常帳的惡化。然而，中東戰事帶來的原油窒息感與下半年季風降雨不足，是極難迴避的供給側利空。這兩項毒素預計將在第四季將通膨推向 6% 以上，進而逼迫央行轉為年底升息，更高的借貸成本屆時將進一步抑制工業與內需需求，也讓股市有評價修正的壓力。因此，我們建議現階段應採取較為防守的中長線投資策略，以在估值向下修正的震盪期中，鎖定長期結構性獲利。



資料來源：S&P Global



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。

拉美市場：巴西選舉風險與通膨預期升溫，後市應保守看待

6月以來拉美市場主軸已由單純降息利多，轉為政治風險、通膨預期與央行動態三方拉扯。巴西總統大選民調顯示魯拉領先幅度擴大，疊加巴西通膨預期與 Selic 利率路徑連續上修，使市場開始重新評估 2026 年政策與財政不確定性，也使整體拉美股市表現持續承壓。

選舉方面，最新公布的 Genial/Quaest 民調指出，魯拉對波索納洛的領先幅度再度擴大，第一輪由前次 39%對 33%，轉為本次 39%對 29%，魯拉領先差距升至 10 個百分點；第二輪亦由前次魯拉 42%對波索納洛 41%，轉為本次 44%對 38%，領先 6 個百分點。由於魯拉為較不受資本市場所青睞的候選人，其當選可能性上升，預期將不利於巴西股市表現。

另一方面，通膨預期惡化也使巴西降息交易持續降溫。截至 6 月 15 日的巴西央行市場調查指出，2026 年巴西通膨預期由 5.11%上修 19 個基點至 5.30%，持續高於 4.50%通膨目標區間上緣。2027 至 2029 年通膨預期亦全數高於 3.0%目標，顯示市場對通膨回到央行目標區間信心不足。

受此影響，市場對巴西政策利率路徑也持續轉鷹，2026、2027、2028 年底 Selic 利率預期分別升至 13.75%、12.00%、10.25%，較前次的 13.50%、11.50%、10.00%再度上修。財政面同樣削弱政策可信度，2026 至 2028 年基本財政餘額預期仍為 GDP 的 -0.50%、-0.40%、-0.24%，名目財政赤字 2026 至 2029 年亦維持超過 GDP 的 7%，顯示巴西財政赤字問題持續惡化。

貨幣政策方面，巴西央行 6 月 17 日全票決議降息 25 個基點，將 Selic 利率降至 14.25%，表面上延續降息循環，但其聲明與前瞻指引缺乏清晰度，使市場更難判斷央行是否會對通膨預期重新升溫採取足夠強硬態度。巴西央行通膨預測亦同步上修，2026 年底整體通膨預測由 4.6%升至 5.2%，自由價格通膨預測在 2026 年第四季由 4.5%升至 5.3%，在通膨壓力持續升高的狀況下，巴西短期內進一步降息空間已相當有限。

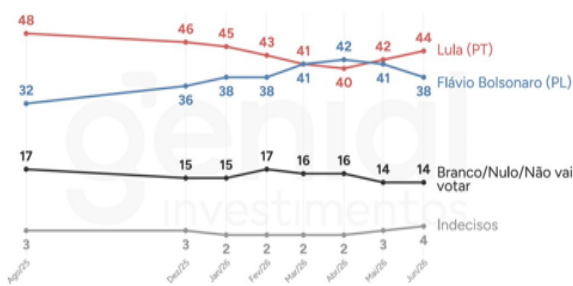
巴西以外拉美央行亦呈現類似政策兩難，智利央行 6 月 16 日宣布維持政策利率 4.5%不變，即使其 2026 年 GDP 成長預測降至 1%至 1.75%，但仍因油價與地緣風險推升短期通膨而選擇觀望。

展望後市，拉美市場在巴西大選風險升溫、通膨預期持續攀升的背景下，後市股市上行空間料將受限，尤其全球股市近期受到 AI 題材帶動，拉美市場在缺乏成長敘事下，表現料將難以跟上全球指數表現，故我們認為目前對拉美市場應保守看待。

巴西總統大選第二輪支持率

Intenção de voto para Presidente - 2º turno | Cenário 1

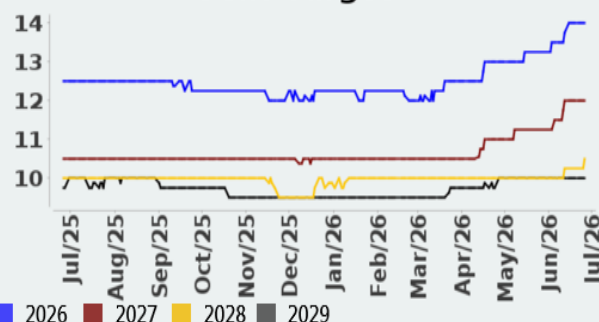
genial Quaest



資料來源：Twitter: Felipe Nunes @proffFelipeNunes

巴西市場利率預期

Selic Target



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。

科技類股：Token 經濟學與邊緣 AI 外溢效應，帶動科技股進一步走揚

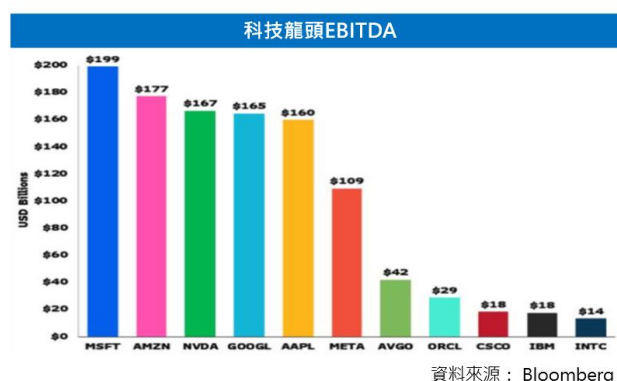
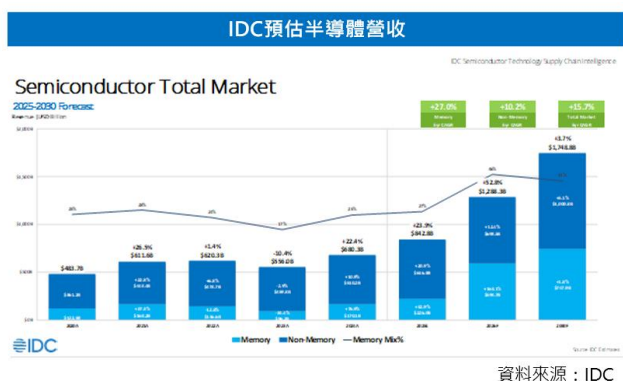
當前全球科技股正處於由 AI 算力基礎設施引導的「結構性重新定價」新起點。首先半導體產值將正式跨越破兆美元大關，市場對於「AI 泡沫破裂」的擔憂缺乏實質數據支持。超大型雲端服務商 (CSP) 具備強韌的資產負債表與 EBITDA 創造力，大舉發債並非盲目燒錢。「Token 經濟學」打通了算力消耗與商業變現的阻礙，這些都是科技股的中長線利多。雖然美國貨幣政策走向可能引發短線估值震盪，但基本面依然偏多。

根據 IDC 最新報告，全球半導體市場規模正迎來歷史性的結構性跨越，2026 年全球半導體總營收預估將達到 1.29 兆美元，較 2025 年增 52.8%。其中，單是資料中心半導體營收就將達到 4,771 億美元，預計到 2030 年將達 8,432 億美元，獨佔市場半壁江山。2026 年全球記憶體營收暴增至 5,947 億美元，其中 DRAM 營收跳升至 4,186 億美元，年增率高達 177%。主因是 CSP 業者為了搶奪 HBM 與高階 DDR 產能，願意支付極高溢價，推升整體板塊毛利率。

輝達執行長黃仁勳定調的「Token 經濟學」，將技術敘事轉化為可量化的財務獲利模型，其核心論點為「Compute is revenue(運算就是收入)」，AI 工廠生產的實體商品就是 Token。而產生 Token 的數量就可以與資本開支互相匹配，進而由算力推估出資本開支的回報率。在 1GW 功耗限制下，Blackwell 世代年營收約 300 億美元；進入次世代 Vera Rubin 晶片架構後，因運算密度拉升，相同功耗下的年營收預估將暴增 5 倍至 1,500 億美元，提供 CSP 業者持續加大資本支出的實質回報率支持。

此外，隨著集中式雲端算力的建置跨過臨界點，AI 算力紅利正加速向終端裝置外溢。智慧型手機與 PC 本地執行 AI 推論的需求已迎來全面爆發，Edge AI 正為半導體市場創造出全新的高價值需求類別。邊緣 AI 擺脫了過往智慧終端僅比較出貨量的殺價競爭，轉向「高附加價值」的規格升級溢價。長期而言，隨著 AI 代理 (Agentic AI) 在終端裝置的滲透率攀升，半導體將迎來新一波結構性定價與穩健的增長動能。

短期來看，由於通膨數據具備黏性，市場正重新評估聯準會 (Fed) 貨幣政策再度升息的可能性。此流動性緊縮預期直接推升了美債無風險利率，可能對高估值的科技權值股造成本益比階段性震盪修正。然而，科技巨頭極其強韌的實質獲利能力足以消化估值衝擊。2026 年半導體跨越 1.29 兆美元產值已成剛需，CSP 業者 EBITDA 預估增長 13%，配合黃仁勳 Token 經濟學的變現邏輯，獲利增長將有效消化高本益比，建議可持續加碼科技類股。



能源類股：荷莫茲海峽運量逐步恢復，油價料將承壓

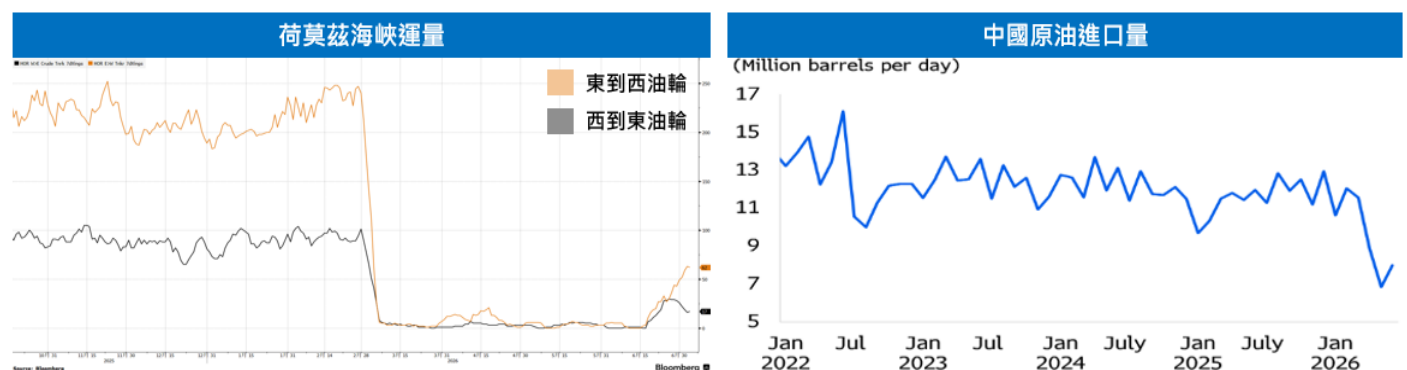
受到美伊戰爭持續朝收斂方向前進影響，市場重新評估波斯灣出口恢復後的供給回補壓力；同時，近期中國原油需求與進口動能明顯轉弱，使油市主軸由短線斷供風險，轉向中期供給過剩與需求破壞，受此影響，6月油價出現大幅回落，相關能源類股表現也出現承壓。

高盛報告指出，自美伊6月17日達成臨時協議後，荷莫茲海峽與波斯灣出口流量快速回升，中東局勢於6月27日油輪襲擊後再度升溫前，波斯灣石油流量七日均值已達每日1,800萬桶，約為戰前水準近80%。其中荷莫茲海峽流量在協議後前10日增加每日700萬桶，6月24日單日估算流量一度達每日1,300萬桶，約為正常水準60%；若依過去兩週平均每日增加100萬桶的恢復速度推估，波斯灣流量最快可在7月初回到戰前每日2,300萬桶水準。不過，6月27日油輪襲擊後，多艘超大型油輪傳出掉頭返航，6月27日至6月28日前後經荷莫茲海峽出口量一度降至每日500萬桶以下，不到正常水準20%，顯示中東石油出口恢復方向雖明確，但短期內仍取決於船東對海峽安全的信心。

另一方面，需求端壓力也有望加速全球石油供需平衡。IEA（國際能源署）6月月報估計，第二季全球石油供應缺口為每日310萬桶，低於高盛估計的每日500萬桶，主因IEA對石油需求破壞的估計更高，IEA預估第二季需求破壞量為每日550萬桶，高於高盛估計的每日490萬桶。需求端疲弱原因主要來自中國需求下滑。彭博分析指出，中國5月原油需求急劇下降，原油進口量降至每日680萬桶，較去年同期下滑40%，主因包含荷莫茲海峽關閉期間造成的採購干擾，以及經濟放緩帶來的需求破壞。進一步看至2027年，IEA預估在供給年增每日790萬桶，以及部分需求疲弱延續下，全球每日將出現500萬桶供給過剩，高於高盛預估的每日320萬桶，顯示中期油市風險已由短缺轉向過剩。

受到整體油市轉往供給過剩影響，高盛將2026年第四季布蘭特原油價格預測由每桶90美元下修至80美元，2027年平均價格由80美元下修至75美元；西德州原油方面，2026年第四季均價預估由85美元下修至75美元，2027年則由75美元下修至70美元。摩根大通、巴克萊、摩根士丹利、瑞銀與滙豐也紛紛下修今明兩年油價展望，預估2027年油價均價介於每桶63至85美元；其中巴克萊預期第四季可能出現每日300萬桶供應過剩，滙豐則預期短期將出現小型供應過剩。

展望後市，能源類股仍需觀察美伊臨時備忘錄落實狀況、荷莫茲海峽運輸恢復及中東增產狀況是否順暢，然而當前市場更為關注停戰帶來的風險溢價收斂，故中短期內油價表現料將較為疲軟，在此狀況下，能源類股表現料將難以勝過由AI題材帶動的全球指數表現，故對後市我們亦維持保守看法。



黃金類股：央行增持黃金趨勢未變，惟聯準會偏鷹不利金價表現

6月以來黃金類股表現持續落後整體指數表現，主因受到美國聯準會態度偏鷹派影響，市場升息預期上升，推升美元與美債殖利率走強，連帶提高黃金這類無孳息資產的機會成本，使金價與黃金類股短線表現持續承壓。

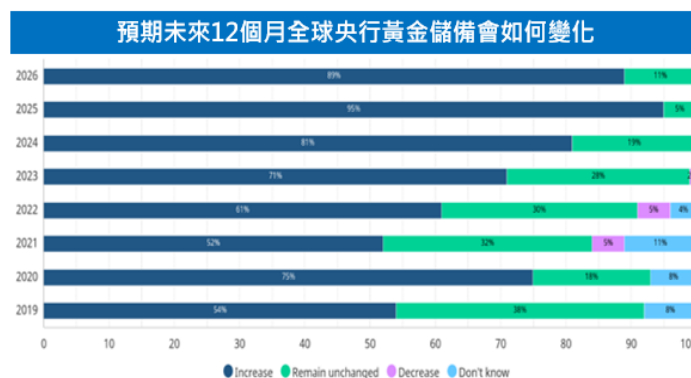
6月FOMC會議雖維持聯邦基準利率在3.5%至3.75%不變，但利率點陣圖中位數由3月時預估2026年底的3.375%上修至3.75%，同時18位提交預測委員中，有9位預期年內至少升息一次，8位預期維持不變，僅1位預期降息1碼，導致會後市場升息預期明顯攀升。對黃金而言，升息預期升溫將推升美元與美債殖利率，並提高持有無息資產的機會成本，尤其金價先前在美伊戰爭導致長天期公債殖利率攀升的影響下，表現已相對疲弱，近期利率預期轉鷹更容易使短線獲利了結壓力升高。

另一方面，新任聯準會主席Kevin Warsh在本次會議中並未屈從政治面的降息壓力，反而重申2%通膨目標並強調貨幣政策的獨立性，有助於強化市場對聯準會政策紀律的信心。此舉雖有助於提升美國政策可信度，卻也將對黃金帶來不利影響；由於黃金的部分避險買盤，源自於市場對美國財政負擔、政策獨立性及美元信用的疑慮，故一旦市場相信聯準會將維持堅定對抗通膨的立場，這類避險需求便可能逐步減弱，也讓黃金類股失去美國政策性避險這項題材。

然而，儘管短線黃金逆風重重，但是在央行買盤方面，仍未見到全球央行對於增持黃金的想法有所轉變。世界黃金協會所出版的《2026年央行黃金儲備調查》顯示，89%受訪央行預期未來12個月全球央行黃金儲備將增加，雖低於2025年的95%，但仍高於2024年的81%與2023年的71%，顯示多數國家央行對於持續增持黃金儲備仍具高度共識。就自身配置而言，45%受訪央行預期未來12個月自身黃金儲備將增加，高於2025年的43%與2024年的29%，並創下2019年以來最高比例，另有54%預期維持不變，僅1%預期下降，顯示各國央行黃金配置意願尚未出現明確轉向態勢。

該項調查也指出，各國央行增持黃金的原因，主要仍集中在儲備多元化與風險分散。90%受訪央行認為黃金在危機時期具有避險性，84%認為黃金具長期保值與通膨避險功能，83%認為黃金是有效的投資組合分散工具，80%認為黃金屬於儲備多元化政策的一部分。由此可見，央行買金並非單純追逐短線價格，而是與官方儲備安全性、幣別分散及危機應對需求有關。

展望後市，全球央行增持黃金的趨勢仍未改變，然而短線上，在降息利多消失、美元及美債殖利率偏向上行，且聯準會獨立性疑慮降溫的背景下，金價表現料將受到壓抑，預期後市黃金類股表現將於區間內震盪整理，目前對黃金類股後市中性看待。



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。

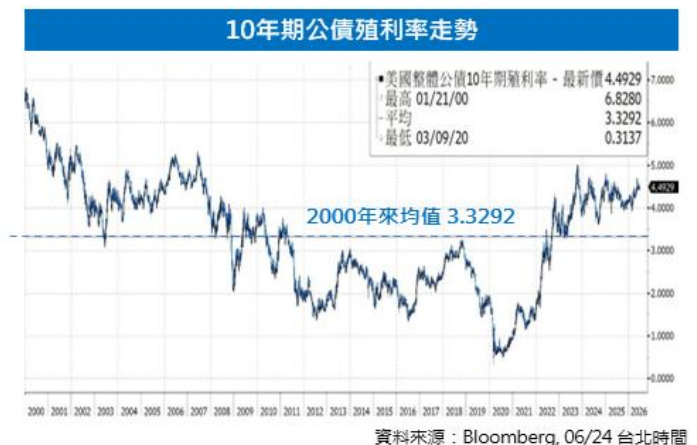
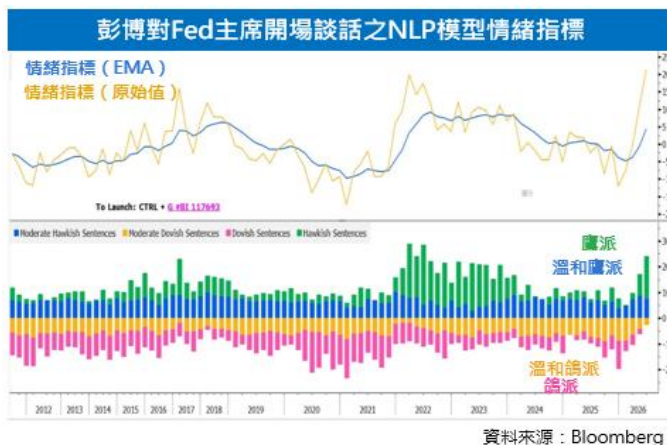
固定收益：市場觀望華許首秀，美債利率料陷整理走勢

6 月中的 FOMC 會議以 12-0 一致決議維持聯邦資金利率目標區間於 3.50%-3.75%，並重申維持充足準備金政策。然而，投資人所真正關注的內容在於會後所公布的經濟預測摘要(SEP)。在 6 月點陣圖中，九位官員預計今年至少會升息 1 碼，其中六位預計至少升息 2 次。另有九位官員預計利率維持不變或會降息。2026 年底聯邦基金利率中位數由 3 月的 3.4% 上修到 3.8%，2027 年由 3.1% 上修到 3.6%；同時，2026 年 PCE 通膨預估由 2.7% 大幅上修至 3.6%，核心 PCE 由 2.7% 上修至 3.3%。這代表 Fed 不只承認通膨反彈，也認為利率路徑需要重新往上定價。彭博對於 Fed 主席開場談話的 NLP 情緒模型亦反映了鷹派傾向的變化。

華許在此次的會後記者會中雖重申聯準會對物價穩定與最大化就業雙重使命的承諾，但針對已持續五年多高於 2% 目標的通膨問題，他強調委員會將毫不含糊地致力於恢復物價穩定。同時 Fed 也將維持銀行系統的充足準備金政策。他也指出，儘管面臨不確定性，目前經濟活動穩步擴張，生產力和資本投資強勁，且就業市場保持穩定；本次會議發布了更簡短直接的政策聲明，取消了華許認為不合時宜的「前瞻性指引」，使得此次會後聲明用字大幅精簡（由 4/29 會議時的 341 字減至 130 字），Warsh 本人也選擇不參與提交經濟預測摘要（SEP）。作為領導層上任後的重要革新，他也宣布在未來兩週內正式成立五個獨立小組以分別對「溝通」、「資產負債表」、「數據來源」、「生產力 / 就業」與「通膨框架」等議題進行改革，旨在打造一個適應時代需求且專注於未來的聯準會。

美國總體經濟環境現處於「經濟具韌性但通膨僵固」的微妙平衡。即便 FOMC 6 月會議立場偏向鷹派，但仍約有半數委員認為年底前利率將維持現行水準。彭博指出，倘美伊停火協議得以維持，通膨或於未來數月回落，部分 6 月預期升息的委員 9 月可望轉為按兵不動。元大投顧認為「年底前維持利率不變仍是大概率事件」，因近期震盪部分是因市場「尚未適應 Warsh 新溝通風格」所產生的過度反應。此外，高盛在 FOMC 會後發表的最新報告也指出即便 Fed「升息的可能性雖增加，但仍非其基本預期」。

我們認為，當前美債已充分反映通膨上行風險，並提供高於過往均值的高殖利率，將可相當程度抵銷殖利率進一步走高之風險。然因投資人對 Fed 的後續貨幣政策存有疑慮，或導致殖利率曲線短端受升息預期變化而有較大波動；長端又有期限溢酬偏高、政府財政惡化及公債供給增加等風險，故存續期過長亦非明智之舉。因此，建議債券佈局可聚焦 3 至 10 年期美國公債及投等債，不僅能提供相對具吸引力的息收，若未來通膨預期隨中東緊張情勢放緩，在資本利得方面亦可望有所表現。



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。