

科技股漲多修正，資金輪動主導盤勢

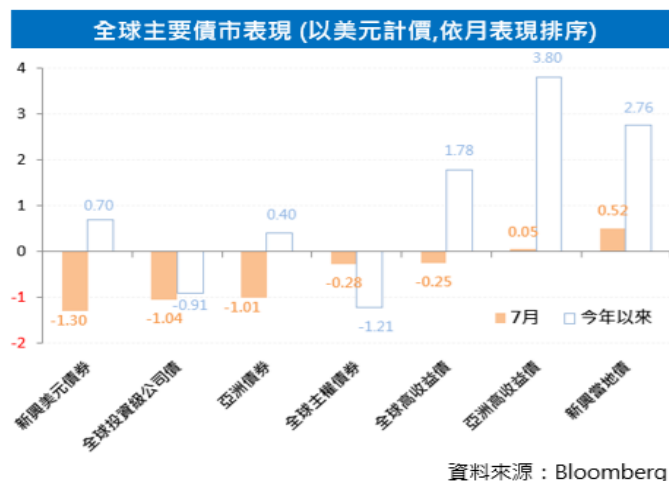
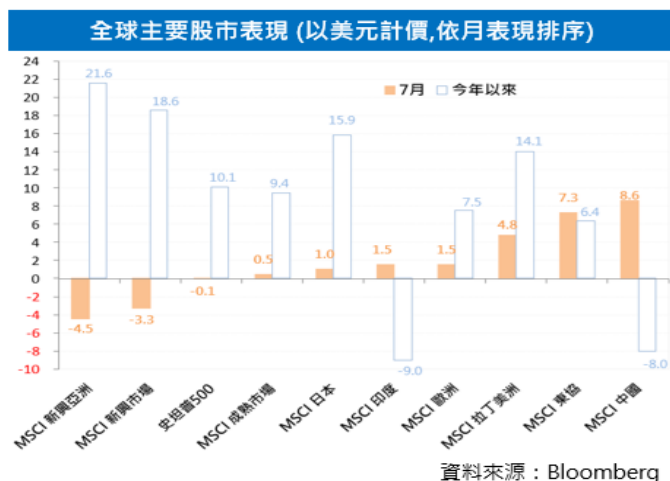
2026 年 8 月

7 月全球股市呈現鮮明的區域輪動，資金由先前漲幅集中的亞洲 AI 供應鏈，轉向估值與今年以來表現相對落後的市場。以美元計價觀察，MSCI 中國、東協及拉丁美洲為當月前三強。相較之下，MSCI 新興亞洲與新興市場跌幅較大，MSCI 新興亞洲中南韓與台灣合計權重接近六成，7 月南韓半導體及 AI 硬體股因估值偏高、資本支出回收疑慮與槓桿部位平倉而急跌，成為指數的主要壓力來源。即便 7 月新興亞洲與新興市場出現回檔，但年初迄今表現仍佳，反觀中國與印度仍分別下跌 8.0% 及 9.0%。因此，我們認為 7 月盤勢較接近強勢 AI 題材暫時性獲利了結，而先前落後市場低基期補漲的資金輪動行情，尚不足以判定全球股市原有多頭結構已全面反轉。

七月全球債市整體偏弱，僅新興當地債及亞洲高收益債維持正報酬。以美元計價觀察，新興美元債下跌 1.30% 為最弱券種。當月債市壓力主要來自能源價格波動、通膨黏著性及聯準會政策不確定性。Fed 於 7/29 決議將利率維持在 3.50% 至 3.75%，但三位地區聯準銀行總裁主張立即升息一碼，官方聲明亦明確指出通膨仍高於 2% 目標，能源供給衝擊持續推升部分價格。當日會後 30 年期美債殖利率創 2007 年以來高位，但 2 年期殖利率卻下降，反映市場並非單純押注短期升息，而是提高對長期通膨、政策可信度與期限溢酬的要求，殖利率曲線因而明顯陡峭化。

我們認為，七月股市修正主要來自折現率、評價與籌碼調整，目前尚未出現 AI 需求下降的證據。半導體類股近期修正後，評價壓力已部分釋放，但技術面仍未形成明確底部。既有核心持股不宜因短線波動而全面減碼，但建議降低高評價、高擁擠度及高度依賴遠期獲利族群的集中度。此外，投資人可以定時定額或在拉回時分批布局具獲利潛力的台、日股市。韓國股市則受三星電子、SK 海力士雙巨頭合計占指數權重逾半，個股風險易被結構性放大，建議投資人於短線反彈適度調節相關曝險。

在聯準會減少前瞻指引、利率路徑更依賴數據環境下，市場對聯準會政策預期的調整頻率將提高，預期債券市場波動性亦將隨之升溫。投資人對 Fed 升息疑慮或導致短天期債券殖利率出現較大波動，且存續期間過短亦面臨再投資風險；長天期債券又有期限溢酬偏高、政府財政惡化及公債供給增加等負面因素。因此，建議債券布局可聚焦 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，亦能降低短端政策波動及長端期限溢酬風險。



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。

美國股市：AI 成長主線未變，短線估值風險升溫

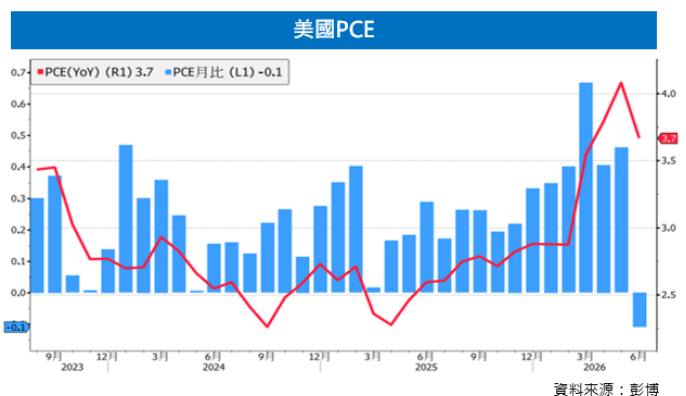
七月美股受伊朗戰爭不確定性、聯準會態度轉鷹干擾，股市出現巨幅震盪。雖財報盈餘表現強勁，但市場開始觀察資本支出擴張壓迫科技龍頭企業的現金流。指數上揚主要由微軟、蘋果、亞馬遜、輝達、埃克森美孚、博通、摩根大通銀行、雪佛龍、萬事達卡、威士卡等企業帶動，表現相對弱勢的族群包括美光、特斯拉、英特爾、應用材料、科林研發、科磊、晟碟、超微半導體、卡特彼勒、康寧等。

美國經濟整體仍維持穩健，但第二季 GDP 年化季增率由 2.1% 放緩至 1.5%，主要反映進口增加、企業庫存調整及政府支出下降。民間消費仍是第二季經濟成長的主要支撐，年化季增率由第一季的 0.5% 大幅回升至 3.2%，其中耐久財消費成長 6.8%、非耐久財成長 4.4%，服務消費亦由 0.5% 回升至 2.2%。此外，第二季民間投資成長 3.0%，其中非住宅投資成長 8.4%，顯示 AI 資料中心、軟體與研發支出仍持續擴張。另一方面，第二季進口大幅成長 11.5%，增幅主要集中於電信設備、半導體及工業設備等資本財，反映企業資本支出需求仍相當強勁。

能源價格回落有助通膨降溫，但整體物價壓力仍不容忽視。6 月 PCE 與核心 PCE 月增率同步放緩，其中整體 PCE 轉為月減 0.1%，反映能源價格明顯回落，足以抵銷其他商品與服務價格上漲壓力，年增率為 3.7%，仍高於 Fed 目標。核心 PCE 月增率亦降至 0.1%，創近數月低點；其中，聯準會高度關注的超級核心服務通膨出現降溫，主要受投資組合管理費漲幅由 4.5% 大幅降至 0.6%，以及旅館住宿與機票價格回落帶動。不過，醫療保健價格仍維持穩健增長，且部分商品價格持續受到關稅影響而上揚，加上美伊戰事仍未落幕，通膨風險依舊存在。

本輪由 AI 投資帶動的「AI 通膨」，對整體 CPI 的直接推升有限，卻有助於川普推動「美國製造」政策目標。2024 年以來，全球雲端服務業者大幅擴張 AI 資本支出，帶動高階晶片、記憶體需求急升，不過，電視、電腦周邊及手機合計占美國 CPI 權重偏低，即使相關產品價格上漲，對整體通膨的直接影響仍相對有限。相較之下，AI 通膨對產業結構與供應鏈在地化的影響更值得關注。台積電毛利率上升同時也擴大在美國資本支出、美光也在記憶體價格回升後重新啟動紐約廠建設、輝達則進一步投資光通訊與先進封裝業者，協助相關產能在美國落地。唯有當價格與需求長期維持在足以支撐獲利的水準，企業才有能力承擔高額資本支出，並推動製造業供應鏈回美擴張。

目前標普 500 指數續創新高，本益比已升至 25.8 倍、股價淨值比達 5.8 倍，短期評價偏高。雖然美國科技業者目前仍居 AI 產業領先地位，但 AI 技術與競爭格局變化快速，領先廠商尚未與後續追趕者明顯拉開差距。短期仍需留意市場過熱與估值偏高風險，建議以長線角度分批布局。



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。

歐洲股市：經濟溫和復甦，評價仍具吸引力

七月歐股受伊朗戰爭不確定性干擾而震盪。泛歐 600 指數中，能源與金融股表現相對強勢，包括殼牌、匯豐、道達爾能源、BP、畢爾巴鄂比斯開銀行、聯合聖保羅銀行及法國巴黎銀行等；相較之下，半導體、科技硬體與部分防禦型消費股表現偏弱，包括艾司摩爾、英飛凌、意法半導體、諾基亞、雀巢等。整體市場焦點由科技股回歸能源與金融族群。

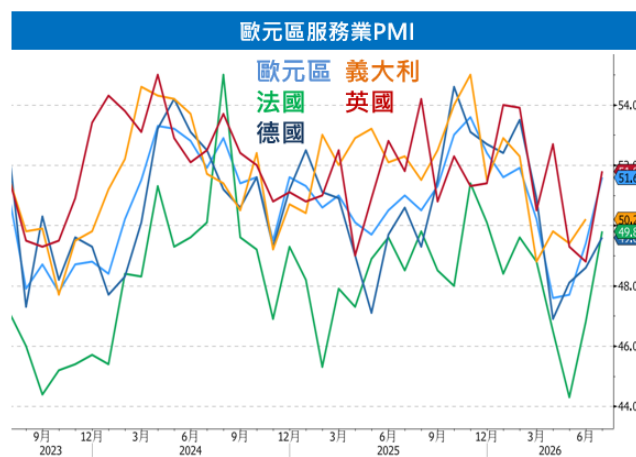
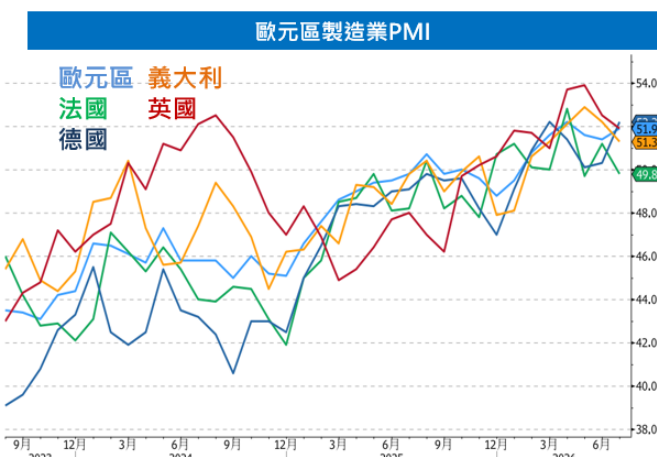
歐元區第 2 季 GDP 初值季增率回升至 0.4%，顯示經濟動能在第 1 季停滯後逐步修復。不過，成員國表現仍明顯分化：西班牙季增 0.7%，持續領先主要經濟體，主要受惠於服務業復甦與觀光需求回升；德國 GDP 季增率則放緩至 0.2%，反映製造業疲弱與出口需求不足仍限制復甦力道；法國則由前季萎縮轉為成長 0.2%，顯示內需逐步改善。整體而言，第 2 季 GDP 回升主要受消費改善、投資回穩及政府支出支撐，但復甦力道仍屬溫和。

7 月歐元區通膨率受能源價格反彈影響，小幅回升至 2.9%，已連續 5 個月高於 ECB 的 2.0% 目標，但仍低於 5 月 3.2% 的高點。核心通膨則升至 2.5%，主要受服務業與非能源工業品價格同步走揚帶動，其中服務業通膨由 3.2% 升至 3.3%，非能源工業品由 0.7% 升至 0.9%；食品與菸酒年增率則續降至 1.2%，反映食品價格降溫趨勢延續。整體而言，物價壓力僅溫和回升，尚未出現全面加速跡象。

ECB 在七月利率決策會議維持政策利率 2.25% 不變，重申將採取逐次會議、數據依賴的決策模式，不預先承諾未來利率路徑，官方仍維持經濟成長風險偏下行的評估。雖然歐元區整體通膨較前期高點放緩，但中東衝突再度升溫，推升原油與天然氣價格，加上目前全球能源與天然氣庫存水位偏低，未來能源價格變化及其對通膨的傳導效果，仍將是市場關注重點。ECB 刻意未恢復前瞻指引，並持續強調後續數據的重要性，反映其希望在高度不確定環境下保留政策彈性，因此不排除 9 月升息的可能。

7 月歐元區綜合 PMI 回升至 51.9，重返榮枯線之上並創 5 個月新高，整體景氣動能有所改善。其中，服務業 PMI 升至 51.6，受惠於需求回升而重返擴張區間；製造業 PMI 亦由 51.4 升至 51.9，加上新訂單 5 個月來首度恢復成長，進一步支撐景氣修復。

歐洲經濟整體呈現溫和復甦，泛歐 600 指數成分股多為具備全球布局優勢的產業龍頭。目前指數本益比約 17.5 倍、股價淨值比約 2.5 倍，評價仍屬合理。雖然能源價格高檔與通膨再升溫風險仍需留意，但在評價合理、伊朗戰爭有望於第三季落幕的背景下，歐股仍適合作為長線分批布局標的。



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：日圓匯率短線急升，股市評價合理

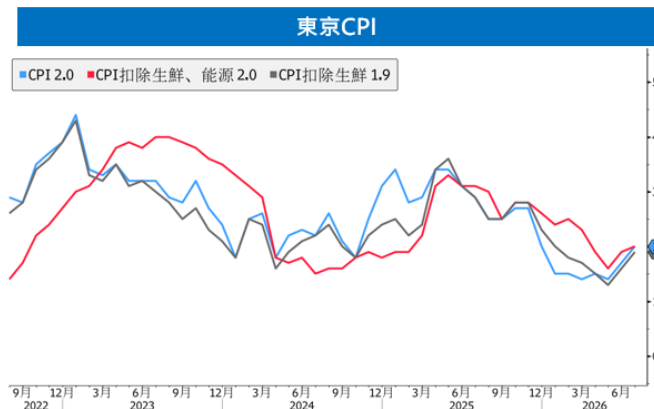
七月日股受地緣政治風險與全球科技股回檔影響，日經 225 指數劇烈震盪。盤面上，金融、外銷與大型權值股表現相對強勢，包括三菱 UFJ 金融集團、日立製作所、索尼、豐田、三井住友金融、東京海上控股、瑞穗金融、三菱商事等；半導體與電子零組件族群則相對承壓，包括東京威力科創、村田製作所、鎧俠、瑞薩、Disco、信越化學等。整體市場焦點由科技股轉向外銷股與升息預期受惠的金融股。

7 月東京 CPI 年增率自前月的 1.7% 攀升至 2.0%、東京核心 CPI(扣除生鮮食品) 年增率為 1.9%、扣除食品與能源後的 CPI 年增率則為 1.3%。商品價格年增率由前月的 2.3% 升至 2.9%，是通膨回升的主要原因；服務價格年增率則小幅升至 1.2%，顯示薪資成長仍推升服務價格。分項來看，本月通膨上行主要來自能源與公用事業費用，反映電費與瓦斯費價格上漲；同時，食品價格年增率也由前月的 3.8% 回升至 4.0%。展望後市，日本政府 7~9 月重啟電費補貼，將抑制能源價格。不過，近期國際油價再度攀高，可能抵消部分政策效果。

日本央行七月利率決策會議維持政策利率不變，委員以 8 比 1 同意將政策利率維持於 1.0%。僅高田創委員主張將政策利率調高至 1.25%。就景氣現況來看，日本經濟仍呈現溫和復甦態勢，儘管部分經濟活動受到中東局勢影響而略顯疲弱，但出口與工業生產大致保持平穩。受惠於全球 AI 相關需求強勁成長，企業固定投資仍溫和增加；同時，私人消費在就業與所得環境改善支撐下仍具韌性。日銀也將 2026 財年 GDP 年增率預估由前次的 0.5% 小幅上調至 0.6%，2027 財年由 0.7% 上調至 0.8%。

近期美日聯手干預日圓匯率，日本財務大臣片山皋月表示，已協同美國財政部實施買進日圓的干預措施，以因應近來日圓匯率過度波動及失序走勢，且不排除進一步採取協同干預。美國財長貝森特也表示，將毫不猶豫參與進一步的聯合日圓干預行動，並強烈支持日本採取果斷措施，修正日圓嚴重低估的問題。美國總統川普則稱，日本需要一些幫助。此次為日本與美國 15 年來首次就日圓採取聯合行動，兩國共同干預匯市確實對日圓形成支撐，突襲式干預也有助引發投資人空單回補，暫時延續日圓升值趨勢。不過，目前日美政策利率差距仍高達 2.5%，若日本央行無法加快升息步伐，中長期匯價重新回歸利差基本面，日圓仍可能重拾偏弱格局。

2026 年來日股 TOPIX 指數受惠於 AI 題材、高市擴大財政刺激與強化軍事安全等政策利多支撐，儘管指數已明顯上漲，目前本益比約 19.5 倍、股價淨值比約 1.8 倍，評價仍屬合理，可利用市場震盪機會逢低分批布局。



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。

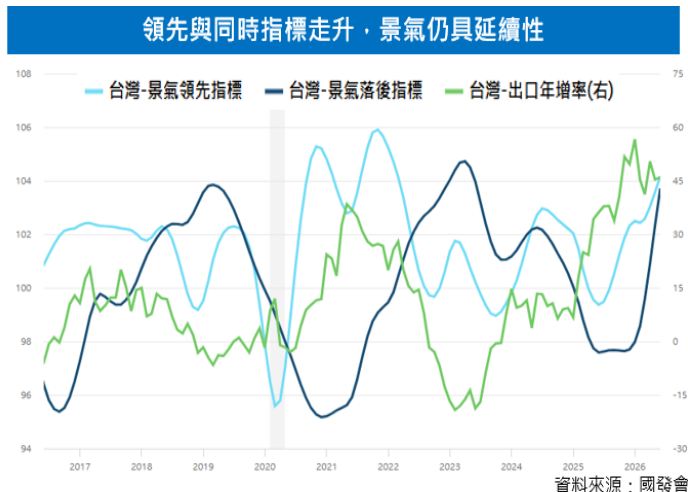
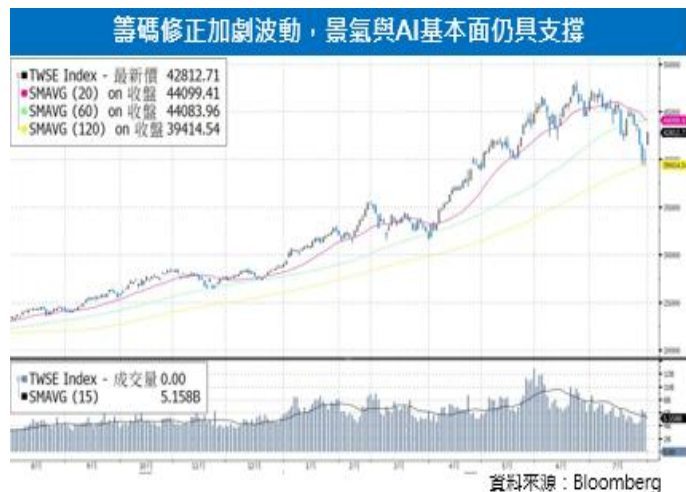
台灣股市：AI 出口與接單動能續強，8 月聚焦財報兌現與供應鏈擴散

7 月台股因前期漲幅較大、科技股評價偏高，加上市場重新檢視 AI 投資回收期、企業獲利能否符合高預期，外資調節、融資去化與槓桿資金停損進一步放大波動，資金也由高評價電子股轉向較具防禦性的族群。不過，這波修正有助消化過高評價與浮動籌碼，降低市場過熱風險；後續隨雲端業者財報持續驗證 AI 資本支出，半導體、伺服器及先進封裝需求延續，市場焦點可望逐步回歸企業獲利與產業基本面。6 月景氣對策信號升至 41 分、連續第 7 個月亮紅燈，製造業銷售與加班工時同步轉強，顯示 AI 動能已由出口延伸至生產、設備投資與勞動投入。雖然產業間景氣感受仍有落差，但下半年電子產品備貨需求、半導體資本支出及 AI 基礎建設持續推進，仍可望支撐出口與企業獲利，為後續盤勢提供正向動能。

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%。國發會公布 6 月景氣對策信號綜合判斷分數為 41 分，較 5 月增加 2 分，連續第 7 個月呈現代表景氣熱絡的紅燈，為史上第二長的連續紅燈紀錄，顯示台灣景氣並非單月跳升，而是已形成一段相對持續的高檔擴張週期。

展望 8 月，台灣景氣仍有望維持高檔，但景氣分數的邊際變化將比燈號本身更值得關注。全球 AI 基礎建設持續擴張，加上下半年進入消費性電子備貨旺季，預期有利半導體、AI 伺服器、先進封裝、散熱、電源及高速傳輸供應鏈；國內主要半導體業者提高資本支出，也將持續帶動設備、材料及廠務工程需求。另一方面，景氣分數已接近紅燈區間上緣 45 分，未來即使出口與生產維持強勁，受到比較基期墊高影響，分數未必持續上升，因此不宜將分數持平或小幅回落直接解讀為景氣反轉。

投資策略上可維持對 AI 供應鏈的正向看法，但選股宜從題材轉向獲利品質。除先進製程外，8 月可提高對先進封裝、測試介面、AI 伺服器組裝、散熱、及記憶體的关注。IDC 預估 2026 年全球半導體市場規模將達 1.29 兆美元、年增 52.8%，資料中心半導體營收達 4,771 億美元，意味著 AI 投資正由 GPU 延伸至記憶體、網路與系統級零組件。不過，若股價已提前反映高成長，8 月仍應留意財測不及預期、匯率、成本上升及資金集中度過高所引發的波動。



中國股市：復甦力道偏緩，科技自主為結構性題材但仍待驗證

7 月中國經濟延續「總量放緩、科技製造相對抗跌」的分化格局。2026 年上半年 GDP 年增 4.7%，第二季成長率由第一季的 5.0% 放緩至 4.3%；6 月規模以上工業增加值年增 5.3%，其中製造業成長 6.0%，電腦、通信及其他電子設備製造業成長 15.7%。數據顯示 AI 與電子設備提供局部支撐，但內需疲弱與房地產調整仍未見明顯改善，整體復甦動能偏緩，成長結構對少數產業的依賴度偏高。

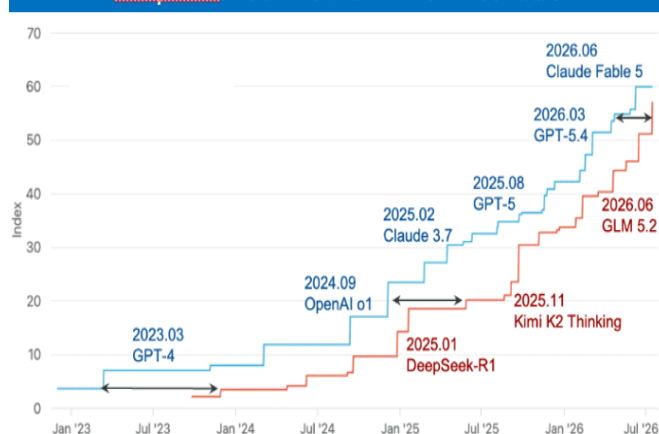
科技產業方面，7 月市場焦點轉向半導體設備、AI 模型與記憶體自主化，惟題材面成分仍高於基本面。據媒體報導，中國已開始製造國產浸沒式 DUV 微影設備，首批系統預計供應中芯國際、華虹半導體及長鑫科技，但 2026 年產量可能僅約 5 台，且效能、可靠度與量產驗證仍明顯落後 ASML，短期象徵意義大於實際產能貢獻。後續能否降低成熟製程與部分多重曝光製程對進口設備的依賴，仍取決於良率與客戶端驗證結果，對國產蝕刻、薄膜沉積、檢測及零組件的實質拉動亦需時間觀察。

AI 軟體端，月之暗面於 7 月推出 Kimi K3，模型具 2.8 兆參數、100 萬 Token 上下文及原生視覺理解能力，並採開放權重策略，反映中國大模型競爭已由低價推論延伸至模型能力與開發者生態。惟開放權重的商業模式尚未證明可持續獲利，應用落地速度亦存在不確定性。若相關應用推展順利，或有利國產雲端服務、資料中心、伺服器與推論晶片需求；但模型效率提升同時可能壓抑算力採購規模，市場對 AI 投資的檢視標準將轉向使用效率與變現能力。

記憶體方面，長鑫科技正由一般 DRAM 逐步向 DDR5、LPDDR5X 及 HBM3 延伸，市場研究「估計」其 2026 年底 DRAM 月產能可能接近 35 萬片晶圓，惟該預估未經證實，實際良率與產品組合仍待確認。國產 DUV 若逐步導入其產線，或可提高設備取得的自主性，但導入時程與穩定度均具變數。整體而言，8 月中國市場可留意半導體設備、國產記憶體、AI 模型、資料中心與工業自動化，惟評價已部分反映預期，投資判斷宜以技術驗證、訂單落地與實際營收貢獻為依據，避免過度追逐自主替代題材。

展望 8 月，政策環境預計仍以穩增長及培育新動能為主，但政策效果傳導有限，市場表現料將持續分化。中國上半年新動能，包括高端製造、數位經濟與現代服務業，對經濟成長的貢獻超過四成；第三季製造業雖有 AI 相關產品、綠色科技出口及政策支持，惟房地產、基礎建設投資及中小企業需求疲弱仍是主要壓抑因素。

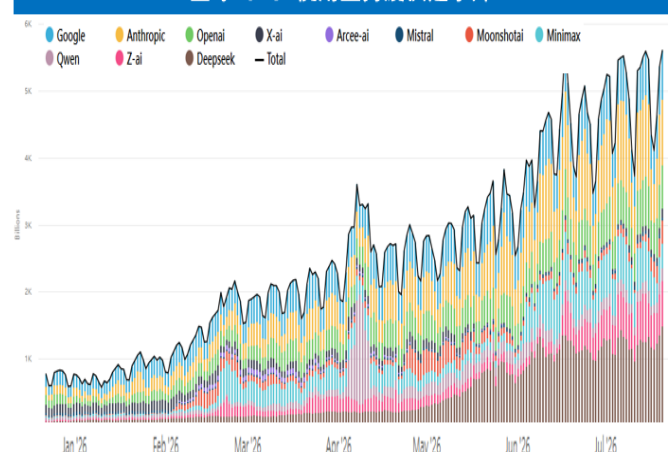
Deepseek發布後，中美模型技術差距持續縮小



資料來源：Bloomberg, Goldman Sachs

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。

全球Token使用量持續快速攀升



資料來源：OpenRouter

拉美市場：巴西通膨改善支撐市場表現，惟總統大選不確定性仍存

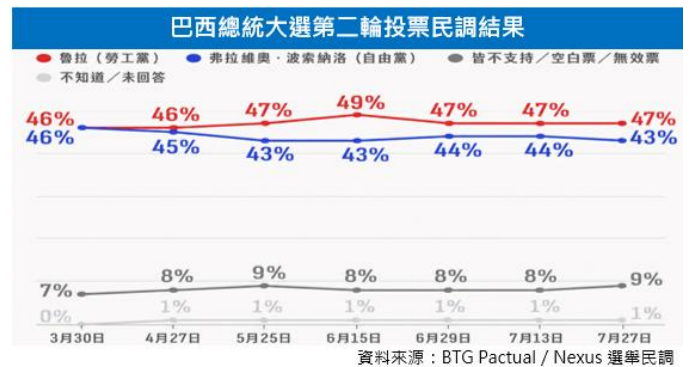
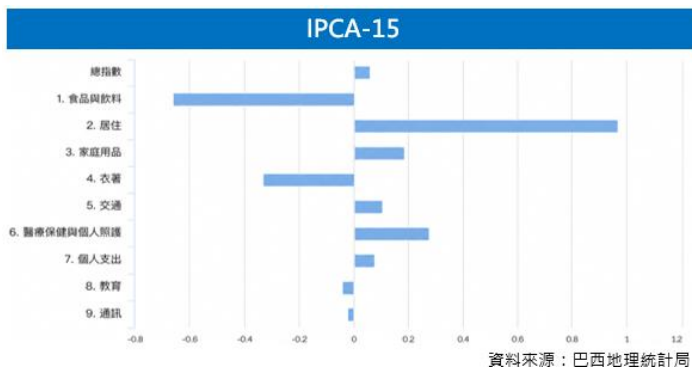
7 月全球股市普遍面臨回檔，然而拉美股市表現卻相對抗跌，主因巴西市場先前已因降息預期收斂而出現修正，而近期巴西通膨數據及通膨預期出現改善，使市場對於巴西通膨問題的擔憂有所緩解，也帶動巴西指數表現相對硬挺，並為整體拉美市場指數提供支撐。

7 月巴西通膨數據出現改善，主要來自食品與燃料價格回落。7 月巴西 IPCA-15 消費者物價指數月增 0.06%，明顯低於市場預期的 0.22%，年增率亦由 6 月的 4.80% 降至 4.52%。其中，家庭食品價格由 6 月月增 0.87% 轉為月減 1.14%；燃料價格整體月減 0.90%，汽油價格月減 0.68%，帶動整體通膨放緩，並降低市場對近期巴西物價再度急升的疑慮。

此外，本次巴西通膨數據改善亦反映在核心通膨與服務通膨上，使優於預期的數據更接近結構性通膨改善。五種核心通膨指標平均月增 0.21%，年增率由 4.45% 降至 4.35%。同時，服務通膨月增 0.41%，低於市場預期的 0.59%，年增率也由 6.25% 降至 5.95%；然而，勞力密集型服務年增率仍由 7.06% 升至 7.30%，顯示通膨壓力尚未全面消退，後續仍需持續觀察。

另一方面，儘管巴西通膨數據改善，仍未逆轉市場對巴西央行降息幅度受限的預期。截至 7 月 27 日的巴西央行每週市場調查顯示，2026 年市場通膨預期較前期下降 3 個基點至 5.12%，但 2027 年仍上升 2 個基點至 4.22%，2028 年亦連續第二週上升 2 個基點至 3.80%，2029 年則維持 3.50%；四個年度皆持續高於巴西央行 3.0% 的通膨目標。此外，市場對 2026、2027、2028 及 2029 年底巴西基準利率的預期，亦分別維持在 14.00%、12.00%、10.50% 及 10.00%，顯示市場對通膨的疑慮仍限制巴西利率正常化的速度與幅度。

除了通膨之外，巴西總統大選是影響拉美市場的另一項關鍵因素。巴西民調機構 Nexus 於 7 月全國民調顯示，在總統大選第一輪中，魯拉以 42% 領先波索納洛的 33%，與 7 月中旬前次調查的 42% 對 34% 大致相同；第二輪則為 47% 對 43%，魯拉仍領先 4 個百分點。兩輪調查均由魯拉領先，顯示其整體勝率仍較高。此外，包含 Datafolha、Genial / Quaest 等民調皆顯示目前魯拉贏面較高。由於魯拉並非市場偏好的候選人，其較高的連任機率可能壓抑巴西股市表現。因此，儘管近期巴西通膨降溫有助支撐整體拉美市場行情，巴西選舉風險仍可能抵銷部分利多；同時，在美伊衝突仍具不確定性的情況下，巴西降息行情亦料將受到壓抑，後市表現預期將落後於全球市場。



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。

科技類股：CSP 廠商資本支出持續加碼，市場更加關注獲利轉化能力

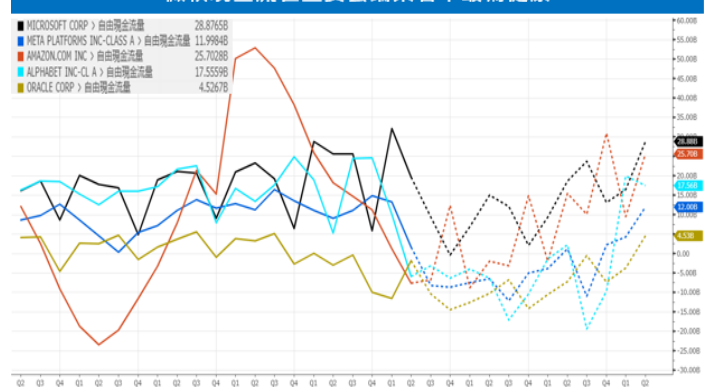
全球科技產業的主要成長動能仍集中於 AI 基礎建設，四大雲端服務供應商資本支出均維持高檔或進一步上修，顯示資料中心、AI 伺服器、網路設備及雲端容量的擴建週期尚未降溫。Microsoft、Amazon 與 Google 的雲端業務均維持強勁成長，且訂單、產能需求與客戶使用量持續增加，反映企業導入生成式 AI、主權 AI 及 AI 工廠的趨勢仍在深化。市場焦點也逐漸由單一 AI 晶片出貨，延伸至高速網路、記憶體、CPU、電力與散熱等整體資料中心架構。只要 CSP 廠商未明顯下修資本支出，AI 硬體供應鏈的訂單能見度便可望維持，NVIDIA、AMD 及相關半導體與設備廠商仍是本輪科技投資循環的主要受惠者。

不過，市場對科技公司的評價標準正由投入多少資本支出轉向能否將投資轉化為營收、獲利與現金流。Microsoft 在大幅增加資本支出的同時，營運現金流與自由現金流仍維持成長，Google 雲端業務的獲利也明顯提升，說明部分 AI 投資已逐步進入商業化階段；Amazon 則受惠 AWS 成長加速，雲端業務持續扮演主要獲利來源。相較之下，Meta 與特斯拉因 AI 研發、基礎建設及新事業投入快速增加，面臨費用上升、利潤率下降與自由現金流承壓的問題。未來科技股表現可能進一步分化，市場將更重視 AI 收入成長、產能利用率、投資回收期及折舊費用，而非單純將高資本支出視為利多。

從供應鏈角度來看，AI 需求正由 GPU 逐步擴散至 CPU、記憶體、晶圓代工、類比晶片與工業半導體。Intel 資料中心與 AI 業務明顯加速，顯示 CPU 在 AI 伺服器的資料處理、系統控制與通用運算架構中仍具重要地位。記憶體價格上升雖有利於相關製造商，但也推高 CSP 建置成本，促使雲端業者重新檢視採購效率與系統配置。整體而言，科技產業有機會由少數 AI 核心企業領漲，逐步轉為伺服器、網通、儲存、電源、散熱及工業半導體共同受惠的擴散型成長。

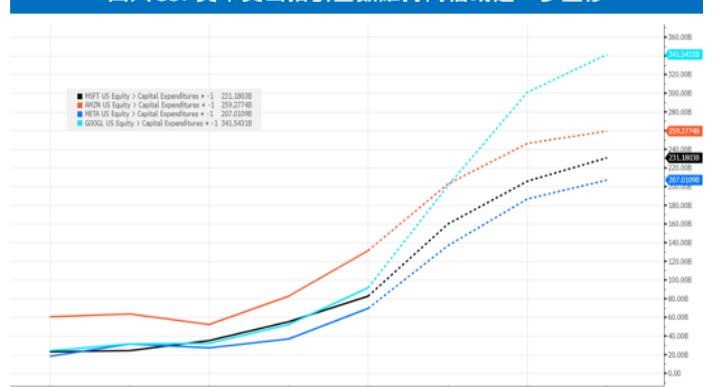
展望後續，AI 仍是科技產業最具確定性的投資主軸，但高成長也伴隨高估值與高資本密集度風險。NVIDIA 的 Blackwell 出貨、Rubin 平台時程、高階記憶體供應與中國市場需求，將是觀察 AI 硬體循環的重要指標；Apple、Meta 與特斯拉則需證明 AI 功能、新裝置及自動化應用能夠轉化為實際收入。目前 CSP 訂單與雲端需求仍未出現明顯降溫，科技產業基本面維持正向，但隨著折舊、能源、記憶體及研發成本陸續上升，企業獲利差異可能擴大。未來較具優勢的企業，將不只是擁有先進技術或積極投入 AI，而是能建立穩定商業模式，並將 AI 投資有效轉化為營收、利潤與現金流的公司。

微軟現金流在主要雲端業者中最高



資料來源：Bloomberg

四大CSP資本支出指引全數維持高檔或進一步上修



資料來源：Bloomberg

能源類股：美伊衝突帶動油價波動，實體供應仍未見改善

7 月油價波動劇烈，主因美伊衝突與停火談判反覆。美伊在 7 月中旬恢復互相攻擊、美國重啟對伊朗港口的海上封鎖，且荷莫茲海峽再度發生商船遇襲事件，帶動布蘭特原油一度重返每桶 100 美元以上；然而其後美方暫停攻擊並重啟外交談判後，油價又回落至約 80 美元，這顯示當前油價變動主要反映市場對於衝突升降溫的預期，而非實際供應已恢復正常。

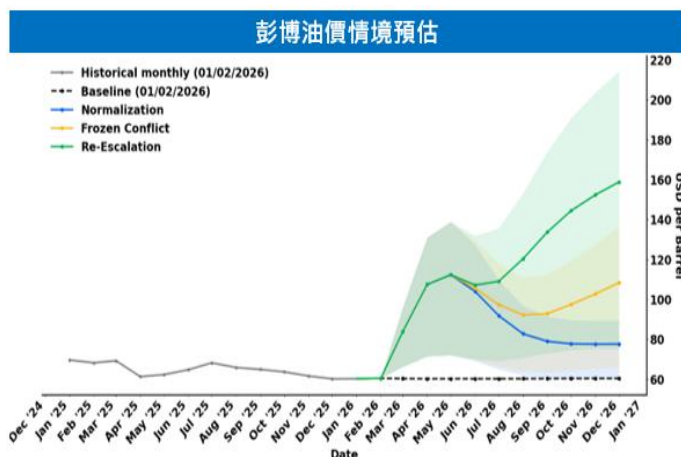
彭博分析指出，目前石油實物市場尚未出現明顯改善，荷莫茲海峽可觀察到的油輪數量仍遠低於戰前，許多船隻通行時仍持續關閉船舶自動識別系統，且保險公司、租船人及船東也維持審慎態度，顯示商業航運、海運保險、運費及出口流量均未恢復正常。航運資料公司 Windward 7 月 30 日的船舶追蹤也顯示，荷莫茲海峽當日僅有 7 艘船舶進入波斯灣、4 艘離開，整體運量相較於戰前仍有極大的落差，故一旦美伊談判受阻，地緣政治風險溢價仍有迅速回升的可能性。

另一方面，胡塞武裝宣布將封鎖沙烏地阿拉伯有關的船舶運輸，並對紅海曼德海峽通行發出威脅，也加劇油價上行風險。彭博指出，沙烏地阿拉伯雖可利用東西輸油管，將原先在荷莫茲海峽受阻的每日約 500 萬桶原油運往紅海沿岸的延布港，但經由紅海運往亞洲的船舶仍須通過曼德海峽，因此原油出口風險只是由波斯灣轉移至紅海。船舶追蹤公司 Windward 截至 8 月 3 日的統計顯示，7 月 20 日後曼德海峽船隻流量下降 22%，油輪更減少 40%，顯示經紅海的替代路線仍面臨威脅。

然而，高油價帶來的需求破壞也會限制油價上漲空間。OPEC 7 月月報將 2026 年全球石油需求量下修至每日 1.0594 億桶，需求年增量由每日 97 萬桶降至 78 萬桶；2027 年需求年增量雖上修至每日 194 萬桶，但上修主因 2026 年基期較低的緣故，並非終端需求出現改善。

在此背景下，彭博研究將油價分為三種情境：若外交協議落地、荷莫茲航運與保險恢復正常，布蘭特原油可能回到每桶 65 至 80 美元；若戰事僅暫停、實物供應持續受阻，則較符合每桶 90 至 110 美元的衝突僵局情境；若荷莫茲與曼德海峽同時受阻，油價可能升至每桶 140 美元以上。

展望 8 月，川普宣布將和伊朗展開新一輪談判，儘管隨即遭到伊朗否認，且荷莫茲海峽仍處於受阻狀態，然而我們認為隨著期中選舉時程逼近，川普將可能暫緩對伊朗的行動，藉此壓低油價挽救選情，在此情境下能源類股將會轉趨區間震盪整理，目前中性看待後市表現。



資料來源：彭博

黃金類股：央行配置需求仍強，惟 ETF 資金流出壓抑短線表現

7 月金價保持在區間內震盪整理，儘管美元走強及美債殖利率攀升持續為金價帶來壓力，然而來自全球央行的買盤也如我們先前所料的為金價帶來了有力的支撐。

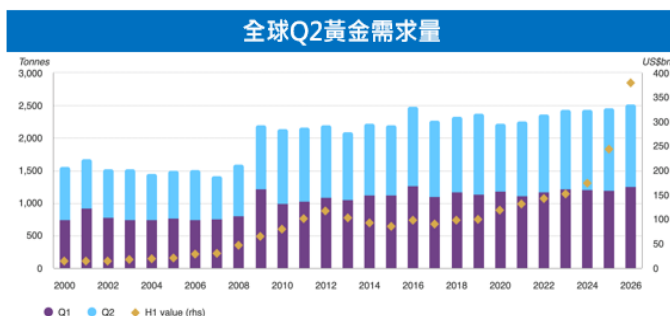
世界黃金協會報告指出，2026 年第二季，全球黃金總需求為 1,269 噸，與 2025 年同期持平；累計 2026 年上半年，全球黃金總需求年增 2% 至 2,522 噸，需求金額創下 3,800 億美元新高。與此同時，2026 年第二季倫敦金銀市場協會黃金午後定盤價平均為每盎司 4,506.29 美元，雖較第一季下跌 8%，但仍較 2025 年同期上漲 37%。這顯示第二季金價雖自高檔回落，但全球黃金需求並未同步轉弱，尤其央行買盤回升更成為支撐市場的主要力量。

第二季全球央行合計購買 289 噸黃金，歷經第一季的放緩後，購金規模再次重新回到過去四年的高檔水準。高盛分析則預估，全球央行 5 月購金量達到 81 噸，其中中國購買 48 噸，是當月最大的可識別買家；經季節調整後，全球央行近三個月月均購金量達到 67 噸，約為 2022 年前每月 17 噸平均值的四倍。上述數據顯示，即使在金價走勢低迷的狀況下，全球央行對於黃金的承接力道仍強。

進一步觀察央行持續購金的原因，官方貨幣與金融機構論壇 (OMFIF) 2026 年針對 74 家央行及 16 家公共退休與主權基金進行的調查顯示，儲備多元化仍是央行持有黃金最主要的原因。此外，有 51% 的受訪者將防範地緣政治風險列為考量，比例較 2024 年增加 11 個百分點；同時，79% 的受訪央行認為全球貨幣體系正朝向多極化發展。調查結果顯示，各國央行正逐步降低對單一儲備貨幣的依賴，並增持黃金以因應制裁、資產凍結及貨幣體系分裂風險，由此也可見，本波全球央行買盤更接近長期儲備調整，而非短線對於金價的追逐。

然而對於利率較為敏感的私人投資資金，降低黃金配置趨勢仍持續為金價帶來明顯壓力。世界黃金協會數據顯示，2026 年第二季全球黃金 ETF 淨流出 45 噸，6 月單月再流出 89 億美元；其中，北美黃金 ETF 上半年累計流出 77 億美元。造成北美資金流出的主因，在於聯準會態度偏向鷹派，加上美伊衝突推升通膨疑慮，帶動實質利率與美元走高，進而提高持有黃金的機會成本。

展望後市，儘管短線上金價表現持續承壓，然而中長線看，當前市場已定價到明年底前 Fed 將升息 2 碼的鷹派走勢，若後續美伊衝突有所緩和，使市場升息預期降溫，黃金 ETF 資金賣壓有望出現改善，屆時搭配央行長期買盤，黃金仍有望重啟新一波漲勢，故我們對黃金類股後市維持中性看法。



資料來源：世界黃金協會



資料來源：彭博,2026/7/30

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。

固定收益：Fed 鷹派暫停推升長率，投資仍以 3~10 年期美債/投級債為主

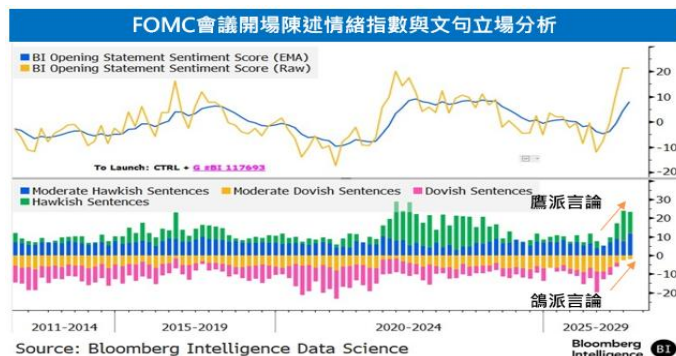
FOMC 7/29 以 9 比 3 票將聯邦基金利率目標區間維持於 3.50%~3.75%。Hammack、Kashkari 及 Logan 三名委員反對維持利率不變，主張本次即升息 1 碼。會後聲明指出美國經濟活動仍以穩健速度擴張，資本投資及生產力成長強勁，但通膨仍高於 2%目標，部分反映能源等供給衝擊。

Fed 主席 Warsh 強調，本次按兵不動並非聯準會行動遲緩或政策慣性，並重申不存在高於 2% 的「軟性通膨目標」。超過五年的高通膨不可能因單月物價小幅下降便獲得解決，聯準會將持續履行物價穩定責任，必要時不會猶豫採取行動。華許同時指出，距離上次會議的 42 天內，美債殖利率曲線各期限的名目與實質殖利率均明顯上升，部分升幅已位居近 20 年的前十分位數。他認為，聯準會減少前瞻指引後，市場開始依據經濟數據自行調整價格。此番談話並非表示聯準會受制於市場，而是暗示金融市場利率上升已產生部分緊縮效果，使本次不必立即升息。華許指出，AI 相關高科技設備及軟體投資近四季增長率接近 20%，有助於製造業產出及未來生產力，但記憶體、邏輯晶片及相關 AI 基礎建設價格亦同步上升。FOMC 已開始討論，相關漲價究竟只是特定產業的供給衝擊，或可能演變為更廣泛的通膨壓力。

債市對此次 FOMC 決議的反應呈現長端領跌、殖利率曲線明顯陡峭化。此一走勢顯示，市場雖因 Fed 未立即升息而降低短端利率壓力，卻同步提高對能源通膨、財政供給、期限溢酬及政策可信度的風險定價。利率期貨對 9 月升息的定價在決議後一度升至約 75%，稍後回落至約 6 成，代表市場並未排除升息，而是等待後續通膨與就業數據確認。8 月沒有例行 FOMC 利率會議，債市定價將更加依賴經濟數據。由於 Warsh 減少前瞻指引，單一數據對升息機率及短端殖利率的影響可能較過去放大，預期 8 月殖利率仍將維持高檔震盪。

8月債市的核心矛盾在於「殖利率已具吸引力，但長端風險尚未完全穩定」。我們認為偏高的殖利率可提供較佳息收及價格緩衝；若油價維持高檔、核心通膨降溫停滯或美國公債供給增加，20~30年期債券仍可能承受期限溢酬上升壓力。貝萊德亦指出，目前美債實質殖利率已具吸引力，但收益機會仍應透過存續期間控制與券種選擇取得，而非全面延長年期。

在未來聯準會減少前瞻指引、利率路徑更依賴數據環境下，市場對聯準會政策預期的調整頻率將提高，預期債券市場波動性亦將隨之升溫。投資人對 Fed 升息疑慮或導致短天期債券殖利率出現較大波動，且存續期間過短亦面臨再投資風險；長天期債券又有期限溢酬偏高、政府財政惡化及公債供給增加等風險。因此，建議債券布局可聚焦 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，亦能降低短端政策波動及長端期限溢酬風險。



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。