AI 資本支出牽動股市，債市關注 Fed 政策走向

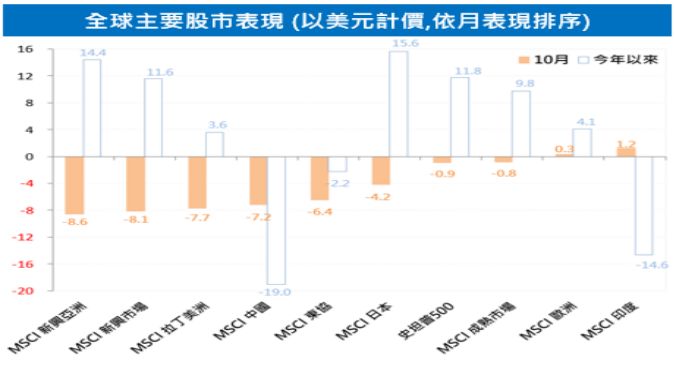
2026 年 11 月

10 月全球主要股市普遍回落，主要受累於 AI 資本支出攀升與融資壓力引發科技股評價修正。以美元計價的報酬來看，MSCI 新興亞洲下跌 8.6%最弱，新興市場跌 8.1%；其中韓國 KOSPI 單月重挫 16.2%、台股跌 5.7%，反映市場重新評估 AI 投資回收效益，半導體股首當其衝。MSCI 拉丁美洲則下跌 7.7%，因巴西總統魯拉連任後財政紀律疑慮升高。另一方面，MSCI 印度上漲 1.2%表現最佳，受企業獲利與資本利得稅調降預期支撐。歐股則受惠於資金轉向醫療保健等防禦性類股，加上能源股受油價上漲帶動，抵銷了銀行類股的跌勢，惟歐元貶值也壓縮了其以美元計價的表現。

聯準會 10 月雖維持利率不變，但全球債市轉由避險需求主導，AI 投資融資及信用疑慮促使資金流向公債，美國 10 年期公債殖利率由 9 月底 5.29%降至 10 月底的 4.94%。全球主權債上漲 1.34%居冠，新興美元債與全球投資級公司債分別上漲 1.26%、1.18%。惟信用利差擴大抵銷部分利率紅利，聖路易 Fed 資料顯示，美國高收益債利差(ICE BofA US High Yield Index OAS)由 9 月底的 312 bps 升至 10/29 的 326bps，導致全球高收益債僅漲 0.50%，亞洲高收益債更下跌 0.95%。新興當地債 10 月下跌 0.64%，主要受到巴西選後財政疑慮及匯率波動拖累。

在股市方面，儘管 10 月科技股因 AI 資本支出與投資回收疑慮出現明顯修正，但全球企業獲利表現仍具韌性。隨著 AI 基礎建設持續擴張，HBM、伺服器及先進製程等相關供應鏈仍具中長期成長動能；然而，市場關注焦點已由資本支出規模轉向投資效益與自由現金流，企業獲利能否符合高度預期，將成為影響股價表現的關鍵。整體而言，美國、台灣及日本等具備 AI 供應鏈與科技產業優勢的市場仍值得關注，惟 11 月美國期中選舉結果、聯準會政策預期及能源價格變化，仍可能牽動市場風險偏好，預期後續股市將呈現獲利基本面主導、產業與個股表現分化的格局。

就債市而言，10 月下旬避險買盤帶動美國 10 年期公債殖利率回落至約 4.94%，但聯準會政策方向仍偏緊。10 月 FOMC 以 10 比 2 維持利率於 3.75%～4.00%，兩名反對者均主張升息 1 碼，市場對 12 月升息的預期機率已逾七成，加上多位官員釋出鷹派訊號，短期殖利率仍有反彈風險。另一方面，美國經濟成長具韌性，財政赤字及公債供給壓力亦可能限制長天期殖利率下行。投資級債方面，雖具票息收益優勢，但 AI 企業融資與新債供給增加，仍可能使信用利差承壓。整體而言，中天期美國公債及信用品質良好的投資級公司債，仍具中期收益吸引力，惟升息預期尚未消退，應審慎控管存續期間風險，並留意通膨、聯準會政策及信用利差變化等因素。



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。

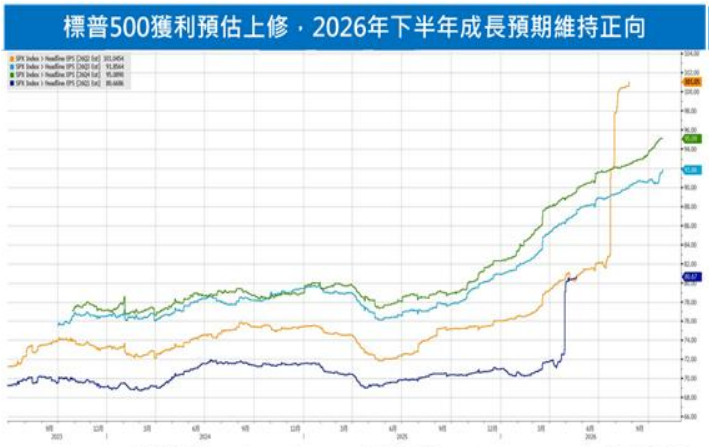
美國股市：獲利成長支撐基本面，AI 投資回收與高利率牽動評價

10 月美股走勢受到大型科技股評價、通膨預期及企業財報交互影響，標普 500 指數在月內呈現震盪，指數領漲產業亦輪動。月初 AI 需求支撐大型科技股；中旬隨能源價格上揚及美債殖利率波動，部分高本益比股票面臨獲利了結。月底大型科技公司公布財報後，市場對高資本支出的疑慮升溫，科技股賣壓擴大。10 月 26 日至 30 日標普 500 下跌 0.57%，其中通訊服務與資訊科技分別下跌 5.32%及 2.03%，醫療保健、原物料及公用事業則分別上漲 3.12%、2.79%及 2.04%。資金由科技權值股轉向防禦性及傳統產業，指數內部表現分化。

美國總經方面，10 月 S&P Global 綜合 PMI 初值維持擴張，企業活動具韌性，但房市等利率敏感產業承壓。能源價格走高使通膨回落存在不確定性。聯準會於 10 月 28 日 FOMC 會議決議維持聯邦資金利率於 3.75%至 4.00%，符合市場預期，並將經濟活動評估上修為強勁；兩名官員則支持升息一碼，突顯決策層對物價壓力的看法仍有差異。主席於記者會指出，先前政策緊縮已逐步影響家庭及企業的信用條件，資本配置也趨向審慎。會後升息預期與美債殖利率波動，牽動科技股評價。就業、薪資及通膨走勢仍是政策關鍵。

2026 年第三季美股企業財報整體維持成長，資訊科技與能源為獲利預估上修的主要來源。10 月初研究顯示，資訊科技產業第三季每股盈餘預估上修 3.5%，能源產業上修 18%，但原物料與部分消費類股遭下調，產業間獲利趨勢並不一致。不過，市場對企業獲利的檢視逐步由營收及訂單成長，延伸至設備折舊、資本支出、融資負擔及自由現金流。部分公司即使業績優於預期，仍因財測保守或現金流偏弱而承壓。大型科技股價反應取決於資本支出與獲利轉換效率。相較過去單純以營收成長衡量科技需求，市場開始檢視折舊負擔對淨利率的影響。

展望 11 月，美股企業獲利仍可提供中期支撐，但利率維持高檔、AI 相關評價偏高，以及政策不確定性，可能使主要指數短期波動加劇。產業配置維持大型科技核心部位，優先考量具技術壁壘、穩定客戶需求及自由現金流的企業；對資本支出增幅明顯高於營收成長、融資需求較高或估值已充分反映成長預期的個股，則宜採取較保守的部位管理。半導體與雲端供應鏈仍須區分訂單能見度與投資回收期。醫療保健及公用事業需求較穩，可能吸引防禦性資金。後續變數包括科技企業財測、通膨、就業與期中選舉後政策方向。



資料來源： Bloomberg，資料日期： 2026/10/28 台北時間下午



資料來源： Bloomberg，資料日期：2026/10/28

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：法國財政與能源風險升溫，留意殖利率對經濟與股市之影響

10 月泛歐指數震盪收高，較 9 月底 634.89 點上漲約 1.87%，為 6 月以來最佳單月表現。月初受到油價攀升、歐洲公債殖利率走高及法國財政疑慮干擾，指數承壓，銀行與利率敏感類股表現偏弱；隨後企業財報陸續公布，能源與國防相關企業獲利支撐市場反彈，醫療保健等防禦性產業亦受到青睞，部分藥廠上調營運展望後股價走強。下旬指數一度升抵逾一個月高點，惟月底美國科技企業財報引發 AI 投資回收疑慮，歐洲半導體設備與科技股跟隨下挫。10 月漲勢呈現產業輪動與個股財報分化。

歐元區經濟維持擴張但動能趨緩。第三季 GDP 初值季增 0.4%，低於第二季的 0.6%，年增 1.3%；10 月綜合 PMI 初值由 9 月 53.1 降至 51.9，反映企業新訂單成長放慢，法國罷工、政治動盪及融資成本上升亦壓抑商業活動。能源價格推升投入成本，企業轉嫁能力卻未同步增強，形成成長放緩與物價壓力並存的局面，企業招聘步調也趨於保守。ECB 於 10 月 29 日維持政策利率不變，指出能源衝擊可能同時提高通膨並抑制成長，且融資環境已較前次會議緊縮。總裁拉加德表示曾討論立即升息，將等待更多數據，而法國公債風險溢酬升高亦可能限制政策操作空間。

企業獲利則是 10 月歐股表現的重要支撐。依 LSEG 截至 10 月 29 日彙整的 144 家已公布財報企業及其餘公司預估，STOXX 600 第三季獲利年增率上修至 23.6%，接近第二季 23.9%的成長幅度，營收預估年增 13.6%。能源類股受油價上揚與煉油利差改善帶動，獲利預估年增 139%，為整體成長主要來源，且明顯高於其他產業；扣除能源後，其餘企業獲利成長約 9.8%，仍高於過去 16 季平均 7.1%。產業分化持續明顯，國防與部分科技設備商受惠訂單需求，ASML 與 Ericsson 公布的業績亦反映設備支出韌性；反觀汽車、零售等非必需消費產業面臨需求疲弱，房地產業受高利率與融資成本壓抑，市場對財測指引及現金流品質的要求提高。

展望 11 月，歐洲能源股短期受惠高油價及煉油利差，但獲利基期與地緣政治變動可能擴大股價波動，宜避免將當季高成長率直接推算為全年可望維持相同成長動能；國防、電力設備及具全球競爭力的工業企業，若訂單與定價能力維持，仍具相對優勢。金融股須區分銀行個別資本體質與法國主權財政風險，並觀察公債利差變化對融資成本的傳導；房地產及高度依賴歐洲內需的循環性消費產業則偏審慎。後續關注 ECB 十二月利率決策、能源通膨走勢、法國預算協商及企業財測修正，若殖利率再度上升而獲利改善未能擴散，歐股評價上行空間將受限制，個股分化可能延續。



資料來源：Bloomberg，資料日期：2026/10/30

資料來源：LESG，資料日期：2026/10/29

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：日銀暫緩升息但確認物價達標，半導體回檔後聚焦財報與 12 月政策

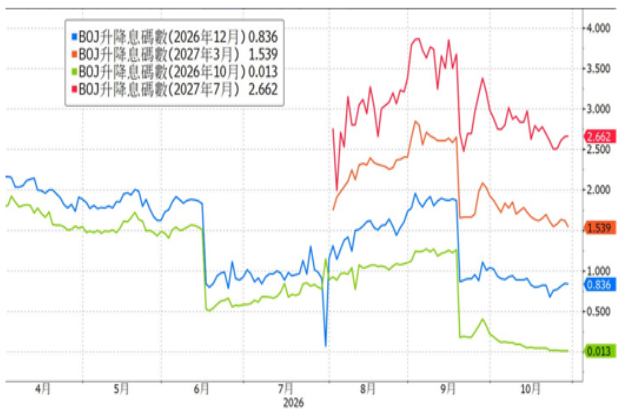
10 月日本股市的觀察主軸，集中於日本銀行政策動向、通膨變化與 AI 投資帶動的出口成長。日銀於 10 月 30 日維持政策利率 1.25%不變，惟投票比由 1 票支持升息、其餘委員主張維持利率，轉為 5 比 4，顯示內部對進一步緊縮的支持增加。會後市場對升息時點的預期並未明顯改變，焦點仍集中於 12 月。日銀展望報告指出，通膨大致符合 2%目標，並將 2027 財年核心 CPI 預估由 2.4%上修至 2.6%。此外，ETF 年出售規模由 3,300 億日圓調降至 2,860 億日圓，反映政策正常化過程仍兼顧市場承受能力，整體呈現利率暫停調整、緊縮基調延續的格局。

基本面方面，日本 9 月出口年增 16.7%，雖低於 8 月的 19.3%，仍連續第 13 個月成長，顯示外需維持韌性。半導體等電子零組件、汽車及半導體製造設備出口，分別成長 49.4%、15.1%及 43.9%，其中 AI 相關需求成為重要支柱。依出口地區觀察，對美出口年增 22.9%，半導體製造設備更大增 93.1%；對亞洲出口成長 17.5%，亦提供主要支撐。相較之下，對中國出口增幅放緩至 8.6%，主因汽車出口年減 59.8%，顯示不同市場與產業的表現仍有落差。整體而言，出口成長並非全面同步擴張，而是由 AI 投資與半導體設備需求帶動，後續仍須觀察成長動能能否延伸至更多產業。

展望 11 月，日本股市可聚焦通膨走勢、日銀政策訊號，以及 AI 資本支出的延續性。9 月 CPI 年增率由 1.9%升至 2.1%，若加回能源政策約 0.82 個百分點的壓抑效果，實質漲幅達 2.9%，加上食品與外食價格仍有上漲壓力，支持日銀維持偏緊縮立場。若後續數據持續反映物價壓力，12 月升息預期可能成為影響市場評價的重要因素。產業方面，全球 AI 基礎建設與半導體資本支出若持續擴張，日本半導體設備及電子零組件出口可望獲得支撐；韓國 10 月上旬半導體出口大幅成長，也提供區域需求的觀察線索。不過，對中出口放緩及汽車需求變化，仍是評估外需時不可忽略的風險。

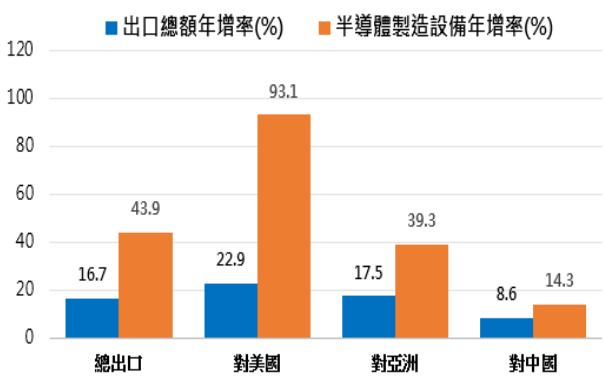
整體而言，AI 投資熱潮與出口成長韌性，為日本股市後續表現帶來正向契機。儘管日銀政策正常化仍是市場關注焦點，但全球 AI 基礎建設持續推進，有望支撐日本半導體設備及電子零組件需求，並為相關企業帶來營運成長機會。可持續聚焦出口擴張與科技投資所帶動的基本面改善。若需求動能延續並轉化為獲利成長，日本股市可望在政策調整過程中，持續展現結構性成長題材的吸引力。

日銀會議後，預期升息幅度未出現顯著變化



資料來源：Bloomberg

AI資本支出撐盤，日本9月出口連13個月成長



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。

台灣股市：外銷訂單連四月創高，台積電上修展望，市場料更重視獲利驗證

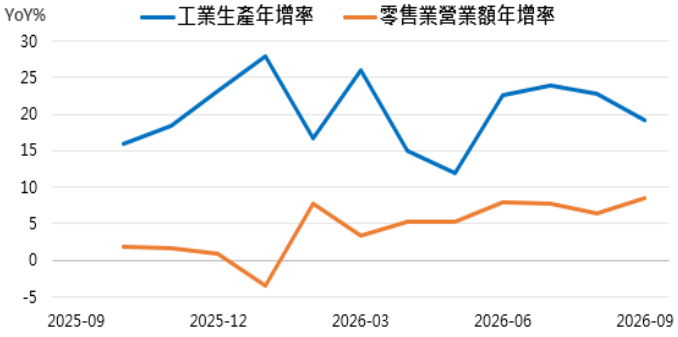
10 月台股基本面持續交出亮眼成績。經濟部公布，9 月外銷訂單達 1,142.1 億美元，月增 10.9%、年增 62.4%，連續第四個月創單月新高，且已連續兩個月突破千億美元；第三季外銷訂單 3,151.0 億美元，年增 65.0%，累計前三季 8,192 億美元，已超越去年全年的 7,437 億美元。貨品別方面，資訊通信與電子產品分別達 438.8 億及 474.2 億美元，年增 87.3%及 71.0%，皆創單月新高；地區別方面，美國訂單 453.8 億美元、年增 79.4%，主要來自伺服器、手機及筆電。企業端，台積電第三季營收 467.2 億美元，季增 16.2%並優於財測高標，第四季營收預估 523 億至 543 億美元，全年美元營收成長上修至約 44%，顯示 AI 需求仍未降溫。

對照廠商對 9 月接單的預期與實際結果，可發現 AI 需求向供應鏈擴散的判斷大致獲得驗證。當時資訊通信與電子產品的訂單金額動向指數分別為 52.4 及 51.5，實際接單即雙雙創下單月新高；基本金屬與化學品的動向指數高達 59.0 及 61.0，9 月接單亦分別年增 29.7%及 22.8%，其中基本金屬受惠 AI 供應鏈帶動銅箔、銅箔基板需求增加。機械指數雖僅 46.3，但在半導體業者擴大資本支出帶動下，9 月接單仍年增 21.5%並創同月新高。與 AI 供應鏈相關的傳統貨品表現較佳，但部分傳產仍面臨供給過剩壓力，產業並非全面同步復甦。

展望 11 月，台股將在強勁基本面與外部評價調整之間拉鋸。10 月南韓股市因記憶體競爭與 AI 投資疑慮重挫，台股相對抗跌，加權指數月中一度再創歷史新高，但 10/15 及 10/30 仍分別出現 3.41%與 2.49%的單日跌幅，顯示外資對 AI 題材的獲利了結賣壓仍在。經濟部預估 10 月外銷訂單將介於 1,125 億至 1,159 億美元，年增 62%至 67%，按金額計算的動向指數為 50.5，若高於 9 月的 1,142.1 億美元，將連續第五個月創單月新高。台積電亦重申 2026 年資本支出 600 億至 640 億美元，並表示 2026 至 2028 年支出將顯著高於前三年，設備、廠務及先進封裝供應鏈的訂單能見度仍高。不過，台積電也提醒消費性與價格敏感市場正面臨零組件漲價與總經不確定性，對 2027 年規劃採審慎態度。

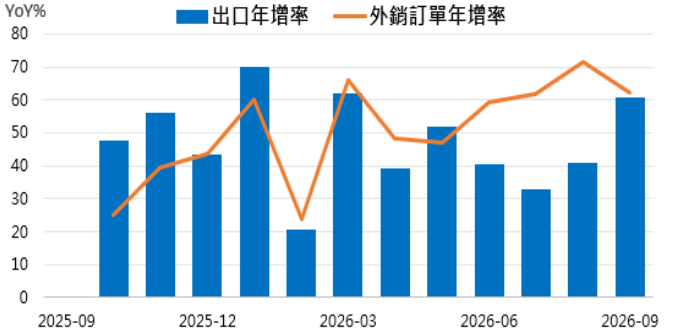
整體而言，11 月維持偏正面的台股觀點，以重視獲利驗證作為配置方向。核心部位可聚焦晶圓代工、先進封裝、伺服器代工及 ASIC 等需求明確且具定價能力的企業；擴散機會則可從銅箔基板、高階材料、設備與廠務工程中，篩選已取得實際訂單、營收與毛利率同步成長的公司。對於評價已高、主要依賴題材想像的個股，宜適度觀察，避免在市場重新檢視 AI 投入回收時承受較大波動。留意 11 月中下旬公布的 10 月外銷訂單、美國大型科技業者資本支出指引及輝達財報對市場情緒的影響。

9月工業生產維持雙位數增長、零售年增加速，經濟形成雙引擎



資料來源：經濟部統計處

出口與外銷訂單年增均超60%，AI需求動能強勁



資料來源：經濟部統計處、財政部

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。

中國股市：外需撐起生產，內需與房市仍疲弱，政策加碼成為關鍵

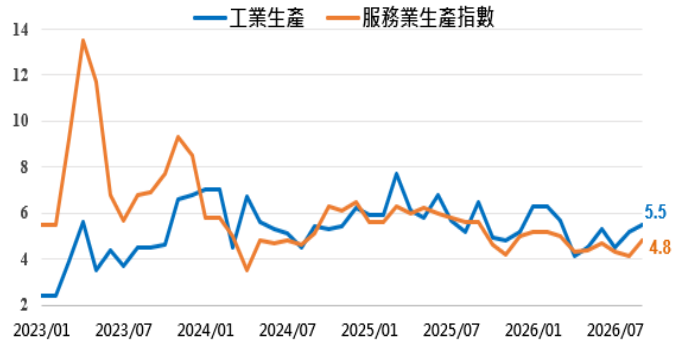
中國第三季經濟表現略優於預期。國家統計局公布，第三季 GDP 年增 4.5%，高於第二季的 4.3%，前三季累計成長 4.6%，仍落在政府全年 4.5%至 5.0%的目標區間內。成長動能主要來自供給端與外需：第三季製造業增加值年增 5.9%，資訊傳輸、軟體與資訊技術服務業年增 9.8%；前三季貨物進出口年增 18.8%，受惠全球 AI 開發加速與電動車需求擴大，高科技產品出口表現強勁。另一方面，受中東情勢推升原油與原物料價格影響，9 月 PPI 年增 5.0%，為今年以來最大漲幅，上游資源類企業的獲利有望改善，但中下游製造業則面臨成本轉嫁壓力。

然而，從圖中可見，生產面與需求面的落差仍大。9 月工業生產年增 5.5%，服務業生產指數年增 4.8%，兩者維持溫和成長；但房地產仍是經濟最大拖累，9 月房地產投資年減 26.2%，跌幅較 8 月的 25.4%進一步擴大。銷售端同步轉弱，銷售面積與銷售額分別年減 20.5%及 20.0%，較 8 月的 14.7%及 12.1%明顯惡化；竣工面積跌幅更由 28.4%擴大至 36.4%。新開工跌幅雖由 31.0%收斂至 25.6%，在建面積則持平於年減 12.8%，顯示開發商仍以去化庫存、控制投資為主，房市尚未出現止穩訊號，並持續壓抑家庭財富效果與地方政府的土地財政收入。

內需疲弱是當前中國經濟的核心課題。9 月社會消費品零售總額僅年增 1.1%，汽車與家電等耐用品銷售停滯，以舊換新補貼效果逐漸遞減；前三季固定資產投資年減 7.2%，基建與工業投資同步下滑，第三季建築業增加值亦年減 4.4%。統計局也坦言國內需求不足的問題仍然突出。政策方面，7 月中央政治局會議定調下半年實施更積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策，並適時推出增量政策；10 月下旬召開的二十屆五中全會則以黨建議題為主。市場表現上，10/30 上證綜合指數受半導體股拖累下跌 1.44%，香港恒生指數則在必需消費與能源股帶動下上漲 1.46%，資金明顯偏好防禦型內需與高股息族群。

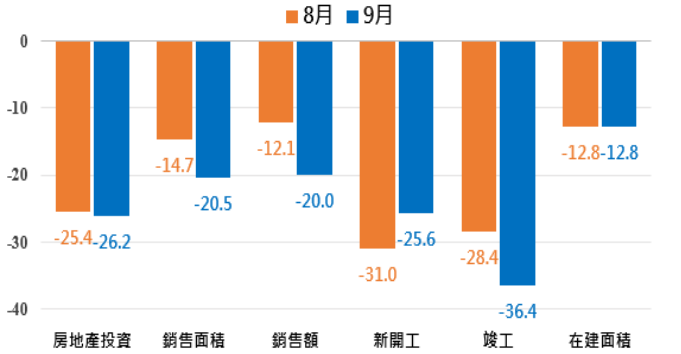
整體而言，對中國股市宜維持中性偏審慎的態度。經濟成長雖守住目標區間，但房地產投資與銷售跌幅擴大、零售成長放緩，內需尚未出現明確回升訊號，在增量刺激政策落地前，指數大幅走高的條件仍不充分。配置上可聚焦兩條主線：一是受惠出口與產業升級的高端製造、資訊科技服務與國產算力供應鏈，但須留意資本支出擴張對現金流的壓力；二是具穩定配息與現金流的高股息、公用事業及必需消費族群，在內需疲弱時提供防禦。後續可觀察年底中央經濟工作會議對財政擴張與房市支持的力度，作為調整布局的依據。

工業生產與服務業生產指數(年比%)



資料來源：中國國家統計局、Bloomberg

9月房地產投資年減26.2%，竣工跌幅擴大至36.4%



資料來源：中國國家統計局、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：魯拉意外連任引發財政紀律疑慮，巴西股市重挫

10 月拉美市場走勢主要受巴西總統大選左右。月初弗拉維奧．波索納洛意外在首輪總統選舉中領先，提高市場對政黨輪替與財政改革的期待，帶動巴西股市同步走強；但 10 月 25 日現任總統魯拉在決選中仍以 51.79%的得票率勝出，市場原先的期待落空，轉而擔憂巴西財政赤字可能進一步惡化，巴西資產因此遭到拋售。由於巴西約占 MSCI 拉丁美洲指數約六成權重，巴西股市下跌使拉美市場整體出現明顯回落，後續巴西股市能否回穩，仍要觀察魯拉新任期提出的具體財政政策。

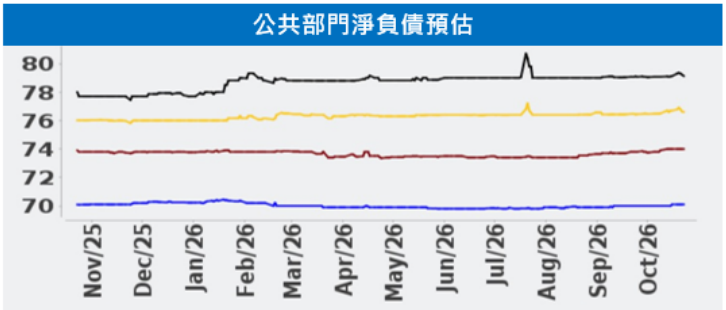
市場之所以對魯拉的財政政策如此敏感，主要是因為巴西的債務負擔仍在持續增加。高盛預估，巴西一般政府總債務占國內生產毛額的比率，將由 2025 年的 78.6%升至 2026 年底的 83.5%。然而，巴西部分支出不易削減，既有稅負又偏高，使政府調整收支的空間相當有限。在此情況下，高盛預期魯拉新任期可能僅能溫和抑制不含利息的政府支出成長，並將依賴增加稅收來改善收支，推動大幅結構性改革的可能性則相對較低。若巴西財政調整最終以增稅為主，而支出未能有效控制，市場不僅會擔心巴西財政赤字難以縮小，也會擔心新增稅額侵蝕企業獲利。

此外，即使魯拉政府提出新的財政改革方案，仍可能受制於政治立場相左的新任國會。在本次國會改選後，右派與中間偏右政黨合計將掌握眾議院約 59%、參議院約 64%的席次，弗拉維奧所屬的自由黨也成為參眾兩院的最大黨，因此魯拉推動預算與改革時，必須爭取政治立場不同的議員支持。高盛報告指出，儘管巴西國會中間政黨仍可能與魯拉政府合作，但可能以內閣職位、預算分配及國營企業人事作為交換條件。這樣的協商雖有助魯拉政府在國會取得多數支持，卻也可能使原有方案遭到修改，進而影響巴西財政整頓的幅度與速度。

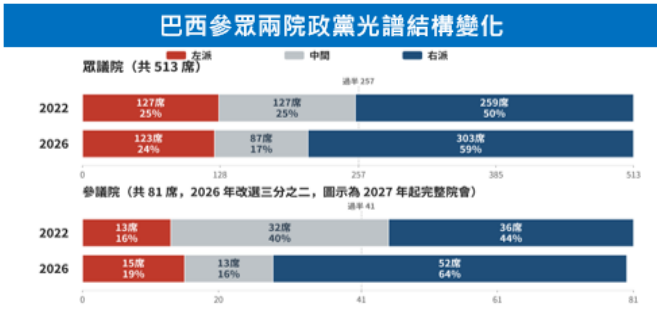
巴西財政政策的變化，最終會透過利率與匯率影響股市。巴西現行 Selic 政策利率為 13.75%，選前市場原本預期巴西央行將延續降息步調，但選後巴西里爾急貶，進口成本上升恐進一步推升通膨，限制巴西央行降息空間，在利率條件緊縮的狀況下，也將使仰賴國內需求的企業獲利受到壓抑。

不過，儘管巴西財政政策仍有變數，巴西經濟本身仍具備一定的支撐條件。高盛報告指出，巴西農業具國際競爭力，油氣產量持續成長，並在綠色能源與關鍵礦物領域具有發展潛力；此外，巴西的貿易順差、外國直接投資與充裕外匯存底，也能為外部資金波動提供緩衝，持續為巴西經濟提供支撐。

整體而言，巴西的產業優勢與外部收支條件，使巴西經濟基本面仍具支撐。然而，魯拉新任期的財政部長人選、2027 年預算安排，以及魯拉政府與國會的協商進展，將左右市場對巴西財政與降息的預期，在財政政策方向明朗之前，短線拉美市場波動恐將加劇。



資料來源：巴西央行《Focus市場報告》



資料來源：元大銀行

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 資本支出續增壓縮現金流，AI 受惠族群走向分化

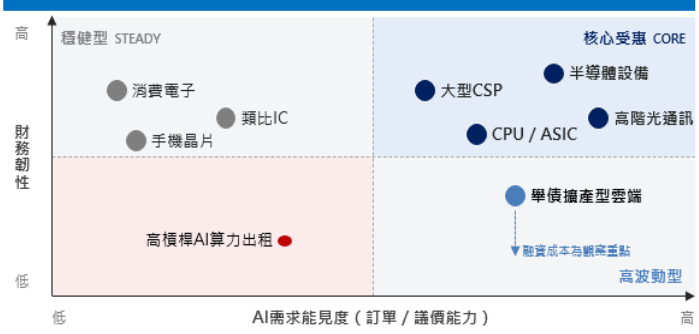
10 月下旬美國大型科技業者第三季財報，讓市場對 AI 的關注由投入多少轉向何時回收。營運面普遍不差：Meta 第三季營收 646 億美元、年增 26%，廣告單價年增 14%，顯示 AI 精準投放已轉化為實際收入；Alphabet 旗下 Google Cloud 營收年增 103%至 307.1 億美元。然而，Alphabet 搜尋營收成長放緩至 12%，加上自由現金流為負 90.7 億美元、遠差於市場預期，股價於 10/29 單日重挫 12.6%，創上市以來最大單日跌幅；Meta 自由現金流亦轉為負 21.2 億美元。相較之下，微軟資本支出低於預期、自由現金流維持正值。市場並非否定 AI 需求，而是開始以現金流紀律區分企業。

從四大雲端服務業者（CSP）最新一季的營業現金流與資本支出，可清楚看出壓力所在。Amazon 資本支出約 759 億美元，遠高於約 424 億美元的營業現金流，缺口最大；Alphabet 資本支出約 514 億美元，同樣超過約 423 億美元的營業現金流；Meta 資本支出約 349 億美元，亦略高於約 328 億美元的營業現金流。四家業者中，僅微軟營業現金流約 580 億美元，明顯高於約 394 億美元的資本支出。這意味多數 CSP 已需動用既有現金或對外融資支應 AI 建置，投資節奏將更受資金成本與股東回報要求牽制；但從另一面看，各業者全年資本支出指引並未下修，Meta 與 Alphabet 分別維持 1,350 億至 1,450 億美元及 1,950 億至 2,050 億美元的區間，對上游供應鏈而言，短期訂單能見度仍高。

依 AI 需求能見度與財務韌性兩個面向劃分科技子產業版圖來看。核心受惠區的大型 CSP、半導體設備、CPU / ASIC 及高階光通訊，兼具明確訂單與穩健財務，例如 Lumentum 最新一季營收年增 109%、非 GAAP 毛利率突破 50%，並指出部分雷射元件供給仍吃緊。穩健型的消費電子、手機晶片與類比 IC，AI 需求能見度較低，但財務結構穩定，可在科技股波動時發揮防禦作用；伺服器整機與組裝雖受惠出貨成長，卻面臨毛利偏薄、零組件成本與能源成本上升的風險，股價波動較大。至於高槓桿的 AI 算力出租業者，在利率居高與信用利差擴大下最為脆弱，10 月 CoreWeave 債券價格下跌即引發市場對 AI 信用風險的擔憂，成為本波修正的導火線之一。

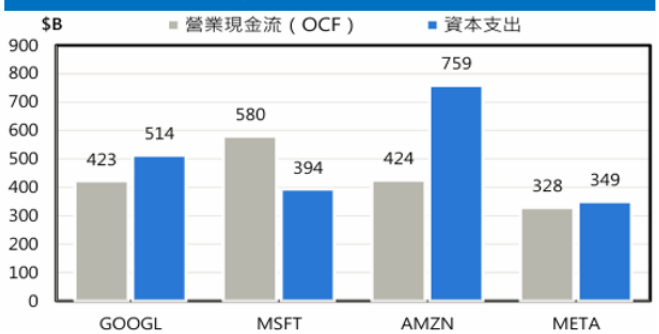
整體而言，科技股以「核心基本面受惠為主、穩健型為輔」來觀察。可聚焦半導體設備、CPU / ASIC 及高階光通訊等兼具訂單能見度與財務韌性的族群，並以 11 月指標性廠商 Lumentum、輝達等財報驗證需求延續性；大型 CSP 中，則可優先選擇營業現金流足以支應資本支出、投資節奏較具紀律的業者。穩健型的消費電子與手機晶片等，可作為降低整體波動的衛星配置。伺服器整機與組裝族群宜觀察具議價能力者，避免在零組件與能源成本上升時承受毛利壓力。AI 長期趨勢未變，但市場已進入用現金流與業績說話的階段，選股應更重視需求能否轉化為獲利，對科技股維持正向看法。

科技子產業版圖：AI需求能見度與財務韌性



資料來源：公司資料、Bloomberg

4大CSP業者資本支出續增，但現金流壓力增加



資料來源：公司資料、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。

能源類股：柴油短缺支撐油價，但若中東衝突緩解，明年原油有望轉為供過於求

10 月西德州原油價格隨荷莫茲海峽油輪與沙烏地阿拉伯能源設施持續遇襲，整體走勢仍呈現震盪走高。展望 11 月，偏低的能源庫存與冬季需求預期仍有利油價支撐；然而，國際能源署（IEA）、美國能源資訊署（EIA）與石油輸出國組織（OPEC）等 3 大能源機構於 10 月月報同步下修今年石油需求預估，且 IEA 與 EIA 均預期明年供給增幅將遠高於需求，故若後續中東局勢出現好轉，石油供應緊張情況也將有望逐步緩解。

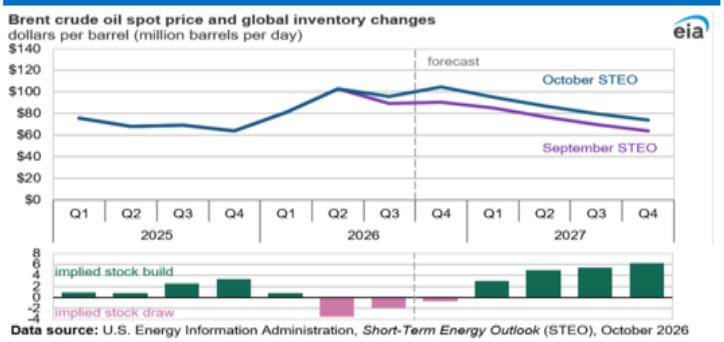
3 大能源機構在 10 月月報均下修今年需求預估，IEA 將 2026 年全球石油需求由年減每日 250 萬桶調整為年減 260 萬桶，EIA 由年減約 170 萬桶調整為年減約 200 萬桶，OPEC 則由年增每日 38 萬桶下修至 18 萬桶，預估分歧主要來自中國、中東等非 OECD 國家的需求預估。

展望明年，IEA 與 EIA 均預期石油市場將轉趨寬鬆。IEA 預估 2027 年全球供給將較今年增加每日 770 萬桶，需求僅增加 200 萬桶；EIA 則預估供給增加約每日 850 萬桶，需求僅增加約 220 萬桶，顯示若後續中東受阻產能能夠恢復，供應回升速度將快於消費。OPEC 的預估則相對看好油價，OPEC 將 2027 年需求由 9 月預估的每日增加 236 萬桶上調至增加 255 萬桶，並預估市場需要 OPEC+ 提供的原油將由今年的每日 4,210 萬桶至明年增至 4,390 萬桶，換言之，OPEC 認為明年需求成長將超過其他產油國的供給增幅，OPEC+須再增產量才能滿足市場需求。

然而，即使中東衝突後續轉趨緩解，明年原油供需可能轉趨寬鬆，成品油供應仍可能維持緊俏。IEA 指出，9 月全球柴油出口較去年同期減少約每日 70 萬桶，主因是中東成品油運輸受阻與俄羅斯煉油設施受損，加上秋季煉油廠進入歲修，使市場難以在入冬前補足柴油庫存。因此，IEA 認為即使 2027 年第一季全球石油市場恢復供過於求，較明顯的庫存回補仍可能要等到明年下半年。由於成品油供應偏緊，EIA 雖然下修石油需求預測，卻仍將 2026 年西德州原油均價預測由每桶 84.65 美元上調至 88.21 美元，2027 年則由 69.74 美元上調至 79.74 美元。

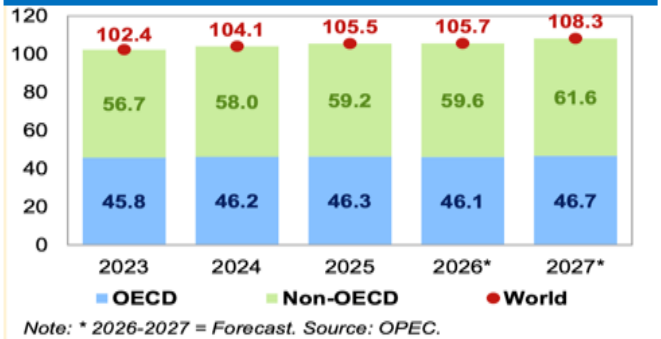
另一方面，各國政策措施可望在過渡期間持續提供供應緩衝。G7 於 10 月 2 日承諾在四個月內協調釋出 1 億桶原油與油品，並優先供應柴油；美國放寬俄羅斯柴油交易限制後，美聯社引述船運追蹤機構 Kpler 指出，首艘載運約 4 萬噸柴油的油輪已經啟航，預計 11 月 7 日抵達紐約，均有利於緩解短期成品油短缺問題。整體而言，偏低的成品油庫存與中東航運風險，短期仍有利支撐油價，然而在三大機構均下修今年石油需求預估，且 IEA 與 EIA 預期明年供給增幅將明顯高於需求的情況下，後續油價進一步大幅上漲空間也相對有限。

布蘭特原油現貨價格與全球原油庫存變化預測



資料來源：EIA

全球原油需求變化與區域結構



資料來源：OPEC

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：中國及全球央行買盤仍穩健，然短線市場資金轉向流出

近期金價走勢仍未擺脫偏弱格局，主因是中東能源供應風險推升油價，市場擔憂通膨難以迅速降溫，並持續評估聯準會於今明兩年再度升息，而利率維持高檔將提高持有黃金的機會成本。此外，10 月中下旬開始部分避險資金轉向美國公債，北美黃金 ETF 也出現資金撤出，使金價即使在美元與美債殖利率出現回落的情況下，仍缺乏買盤支撐。然而，中長線來看，全球央行購金的趨勢目前仍未出現明顯轉向，加上中國投資買盤持續流入，均有助支撐中長期黃金需求。

從黃金 ETF 資金來看，黃金投資需求在 10 月下旬由全面流入轉為地區分化。世界黃金協會資料顯示，9 月全球實物黃金 ETF 淨流入 100 億美元，持有量增加 67 噸至 4,256 噸，創下持有量歷史新高；第三季累計淨流入 310 億美元，也創下單季新高紀錄，然而，截至 10 月 23 日的一週，全球黃金 ETF 轉為淨流出約 12 億美元，持有量減少 7.7 噸，其中北美黃金 ETF 淨流出 16.9 億美元，顯示隨金價再度向下破底，ETF 資金也開始轉趨保守。

然而另一方面，中國投資需求仍持續為金價提供支撐。世界黃金協會指出，中國黃金 ETF 9 月淨流入人民幣 110 億元，持有量增加 11 噸至 304 噸，創下月底新高，且截至 10 月 23 日買盤仍在延續。世界黃金協會指出中國股市表現偏弱，提高了當地投資人分散資產的需求，而中國公債殖利率下降，也降低了持有黃金的機會成本，雙雙有利於中國資金流入黃金市場。

此外，央行購金仍是金價的結構性支撐。世界黃金協會統計，全球央行 8 月申報的淨購金量為 39 噸；另中國人民銀行 9 月增持 23 噸，為其連續第 23 個月增持黃金配置，波蘭央行年初至 8 月也累計購入 98 噸，使其總持有量達 648 噸，逐步接近波蘭央行設下的 700 噸目標。另一方面，由於許多央行購金並未公開申報，高盛以倫敦金庫黃金流出量與英國黃金淨出口之間的差額，推估未申報的央行買盤，估計全球央行 8 月實際購金量約 79 噸，經季節調整的三個月平均約每月 85 噸，遠高於 2022 年以前平均每月約 17 噸的水準。高盛報告指出，新興市場央行的黃金配置比重仍低於長期合理水準，加上各國仍有動機分散持有七大工業國（G7）貨幣資產，因此預估在未來央行買盤仍可望延續。

但仍需注意的是，也有個別央行開始調整黃金配置。哈薩克央行於 10 月中旬表示，由於 10 年期美債殖利率升至 24 年高點，提高了美元資產的吸引力，故計畫在 2026 年底前，將黃金占儲備資產的比重由約 78% 降至 75%。以哈薩克央行 386 噸的黃金持有量估算，此次調整規模約相當於 15 噸。雖然哈薩克央行的調整規模不大，但若其他黃金占比偏高的央行也跟進再平衡，全球央行需求對金價的支撐力道可能因此減弱。

整體而言，全球央行購金趨勢尚未出現明顯轉向，加上中國投資買盤，均有助支撐中長期黃金需求。然而，現階段高漲的通膨與升息預期，加上短線 ETF 資金撤出，仍可能使短期金價面臨震盪。





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：避險需求支撐美債，聚焦中期美債及投資級債

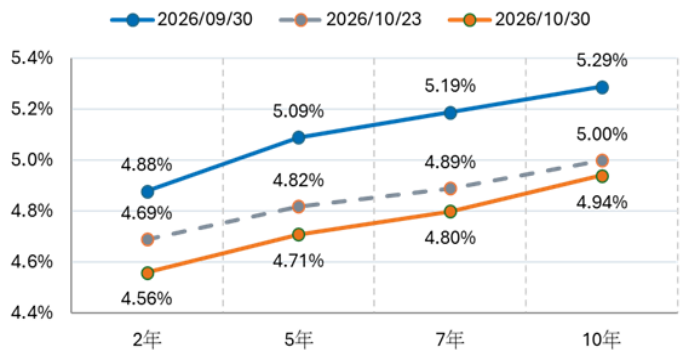
10 月美國公債殖利率呈現月初攀升、月中震盪回落、月底再度下行的走勢。月初受能源價格上漲、通膨預期升溫，以及 AI 投資帶動經濟成長與資金需求增加影響，10 年期美債殖利率於 10 月 5 日升至 5.31%，30 年期升至 5.66%。隨後市場對 AI 基礎建設融資與企業現金流的疑慮升高，科技股賣壓帶動資金轉向公債，10 年期殖利率於 10 月 15 日降至 5.10%；22 日大型科技股重挫再度推升避險需求，進一步降至 4.96%。月底雖然美國經濟維持韌性、聯準會於 28 日維持利率不變，通膨及財政赤字仍限制長天期利率下行空間，但科技企業資本支出疑慮持續支撐債市。

美國經濟呈現就業成長放緩、通膨壓力仍高的局面。9 月非農就業僅增加 2.9 萬人，失業率由 4.1% 升至 4.2%，反映企業聘僱動能趨緩；惟通膨尚未明顯改善，9 月 CPI 年增 3.7%，月增 0.6%，主要受能源價格上漲帶動，核心 CPI 年增 2.6%。聯準會偏好的核心 PCE 物價指數年增 3.1%，仍高於 2% 目標。Fed 於 10 月 28 日以 10 比 2 票維持政策利率於 3.75%至 4.00%不變，並將經濟活動評估由「穩健」上調至「強勁」，指出消費支出具韌性、企業資本投資維持強勁，兩位官員則因通膨疑慮主張升息一碼。Fed 強調將等待更多經濟數據再決定政策方向，未明確承諾後續升息時點，顯示就業放緩與通膨黏著仍是政策判斷的主要拉鋸因素。

信用市場方面，十月中旬 CoreWeave 公司債價格重挫，凸顯人工智慧基礎建設高度仰賴外部融資的脆弱環節。根據路透報導，公司債務規模約五百億美元，部分債券殖利率一度攀升至百分之十五至十六，五年期信用違約交換利差突破一千一百個基點，顯示投資人要求的違約風險補償大幅提高。疑慮集中於建置成本、設備折舊、客戶收款與債務支出的時間差，以及再融資成本。即使需求強勁，合約收入仍不等同即時現金流，建置延宕可能加重償債壓力。相關賣壓亦使投資人重新區分大型科技企業與高度槓桿資料中心營運商的信用體質。此事件尚不代表整體投資級信用惡化。

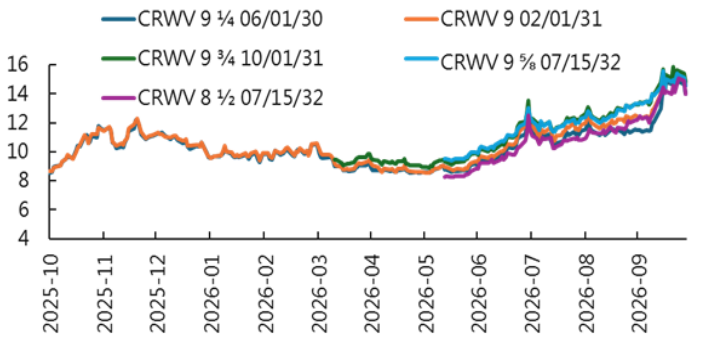
展望十一月，美債配置建議仍以中期公債與優質美元投資級公司債為核心，兼顧較高票息水準與政策預期反覆下的存續期間風險。十年期殖利率回落至百分之五附近後，中天期債券仍較超長天期不易受期限溢酬波動干擾。投資級公司債可優先篩選利息保障倍數充足、現金流穩健及再融資需求可控的發行人，避免僅憑信用評等忽略產業資本支出周期。高收益債須檢視利差補償，尤其資料中心借款人的抵押品與客戶集中度。後續關注十一月美國期中選舉、就業與通膨數據、財政部發債規畫及聯準會十二月會議預期，並追蹤信用利差是否由個別高槓桿企業擴散至整體市場。

美國公債殖利率曲線



資料來源：美國財政部，資料日期：2026/10/30

CoreWeave 發行的2030-2032債券殖利率大幅彈升



資料來源：Bloomberg, 資料日期：2026/10/28 台北時間上午

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。