



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 2026年全球經濟 及市場展望

美中重塑「新秩序」，馬年投資「三重彩」  
— AI、軍工、關鍵物料



揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



# Contents

## Part I. 全球經濟及市場展望

- 03 摘要與結論
  - 06 總經環境
  - 11 市場綜覽
  - 20 潛在風險
- 

## Part II. 《股票》專題與投資機會

- 22 馬年投資「三重彩」— AI<sub>(核心)</sub>、軍工<sub>(核心)</sub>、關鍵物料<sub>(核心)</sub>
  - 49 中國的科技自主 vs. 供應鏈移轉的紅利<sub>(印度)</sub>
- 

## Part III. 《外匯市場》專題與投資機會

- 55 Fed 2.0革命, 催生美元新生態、黃金新動力
  - 63 各國總經與匯率
- 

## Part IV. 《固定收益》專題與投資機會

- 83 債務上癮, 能否脫癮?
- 88 <sup>(類)</sup>固定投資的多元機會

# 摘要與結論

回顧2025年以來，川普的關稅大棒一度讓金融市場大亂，不過，各國陸續與美國達成貿易協議，加上AI熱潮擴散，股市又相繼創下歷史新高，也成為川普引以為傲的政績。進入2026年期中大選年，一切還會如此順利嗎？川普的下一步又是什麼？

從目前的總經環境看來，受到關稅影響下，經濟增速溫和但非衰退，多數國家通膨放緩，關稅影響有限，使得Fed在內的多數央行趨向寬鬆。但對川普而言，這樣變革的節奏仍嫌緩慢，勢必會藉由**FOMC成員調整**，來支持自己更鴿派的立場。從國際環境來看，**地緣緊張常態化**，但川普為突顯外交成就，必然會積極介入調停。

反應在股市，寬鬆的政策環境，將形成股市的一大利多，尤其是資金面無虞，加上企業獲利穩健，讓股市可望延續多頭格局。此外，**AI「新星戰」競爭**，美中皆有不可輸壓力，除了科技股仍將引領大盤下，萬馬奔騰的馬年，投資則可聚焦「**三重彩**」—**AI、軍工、關鍵物料**。

至於債市，**隨著Fed重啟降息循環，公債殖利率區間也將逐步下移**，有望讓債市再度受到市場關注。至於選擇長債或短債，可能取決於投資人風險偏好，各有所長。

在匯市方面，**依2026上下半年來看，美元先盤後弱**，但長期來說並不失其準備貨幣的地位；**新興貨幣則可依「三原則」**—**有無受惠AI、有無受惠供應鏈移轉、有無豐沛的外匯存底**來做挑選。

最後，在市場風險方面，股市氛圍並不差，但也代表**股價並不便宜**，一旦市場出現風吹草動，易帶來快速修正風險。此外，**美中情勢緩而未解**，這也是投資人2026年必須面對的不確定性。



## 總經

- ◆ Fed期中大選年降息動機大增, FOMC成員調整, 政策利率恐更偏「鴿」派
- ◆ 美國景氣軟著陸、中國加大政策刺激, 雙方都有輸不得的壓力



## 股市

- ◆ 企業獲利穩健, 全球資金面充沛, 支持股市維持多頭格局
- ◆ 馬年投資「三重彩」— AI (新星戰)、軍工 (地緣紛爭常態化)、關鍵物料 (如稀土)

## BOND

## 債市

- ◆ Fed重啟降息循環, 有利公債殖利率偏下
- ◆ Fed降息之下, 有利房市, REITs等類固收商品將受惠



## 匯市

- ◆ 依2026上下半年來看, 美元「先盤後弱」; 長期來說並不失其準備貨幣的地位
- ◆ 新興貨幣分化, 留意挑選「三原則」: 1)受惠AI產業 2)受惠供應鏈移轉 3)充足外匯準備



## 風險

- ◆ 留意美國是否出現就業失速, 連帶使產業營收及Capex放緩
- ◆ 留意美中是否出現意外摩擦

# 總經環境

## 總經：美國「軟著陸」模式

- **GDP**：關稅影響下，經濟增速溫和但非衰退
- **CPI**：多數國家通膨放緩，關稅影響有限
- **央行**：多數國家政策「趨向寬鬆」

## 匯市：美元「先盤後弱」

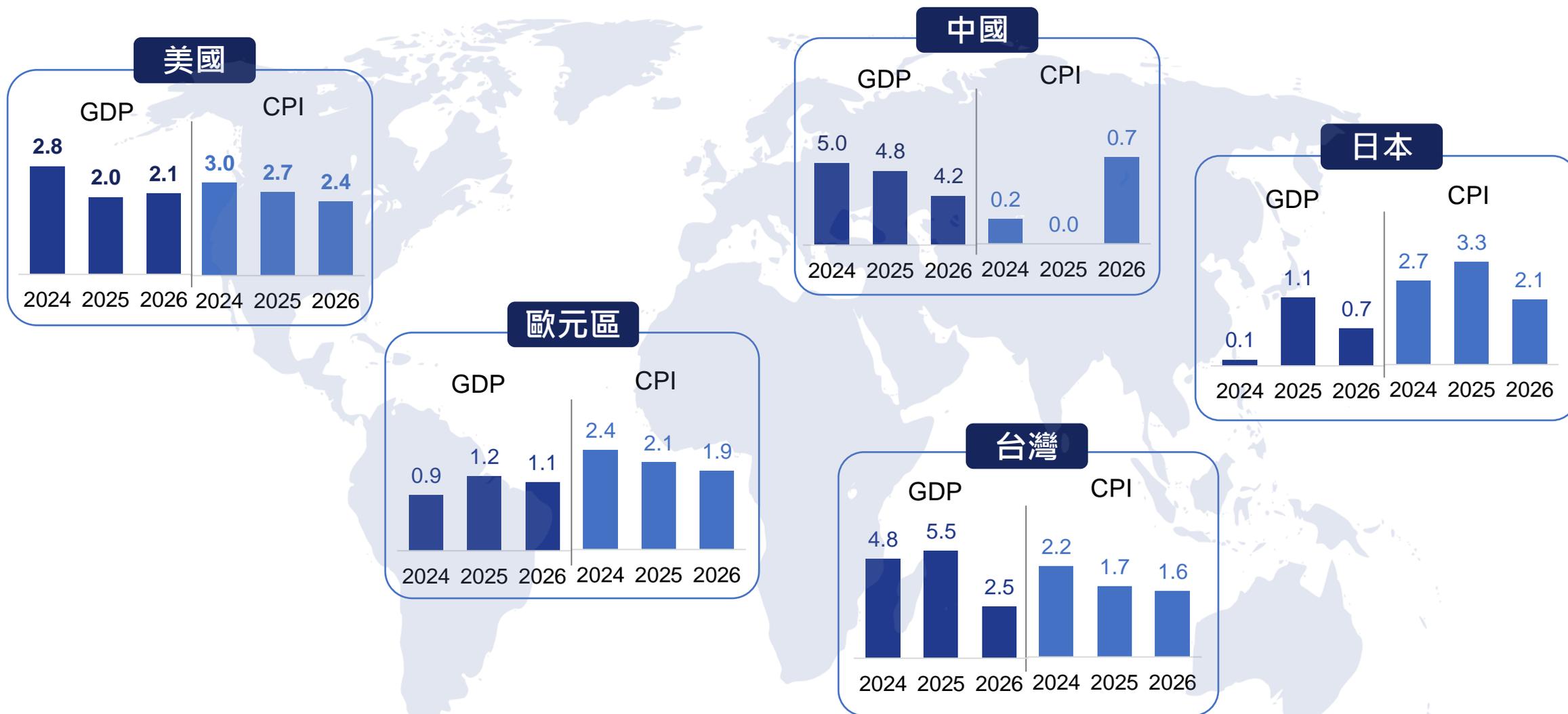
- **美元**：美元「先盤後弱」，但霸權地位延續
- **新興貨幣**：留意分化、挑選「三原則」
  - 1) 有無受惠AI產業
  - 2) 有無受惠供應鏈移轉
  - 3) 有無足夠的外匯準備

## 債市：偏多，殖利率曲線趨陡

- **Fed**：期中大選、成員調整，更偏「鴿」派
- **信用債**：投等債有「鎖利」優勢
- 「類」**固收**：降息有利房市，REITs等受惠

## 股市：馬年投資「三重彩」

- **AI**：「新星戰」競爭，亞股科技製造成主角
- **軍工**：地緣緊張常態化，「軍工」備受關注
- **關鍵物料**：稀土<sub>等</sub>加速供應鏈安全、脫鈎



資料來源：IMF預估, Bloomberg預估, 主計總處預估, 國泰世華銀行整理。

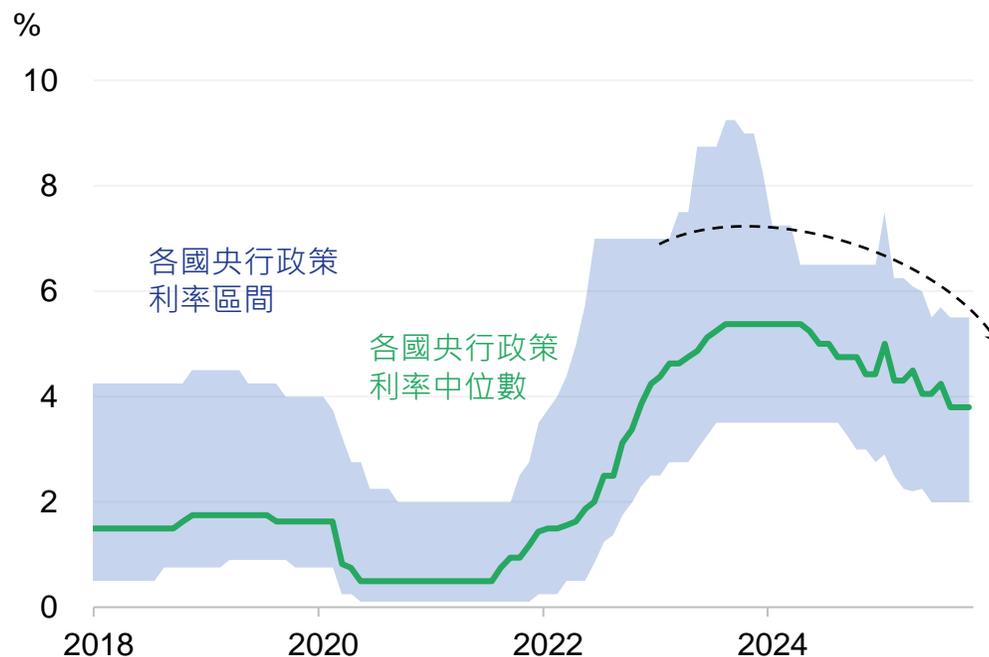
## 政策利率走向

區域	國家	2024年 12月	2025年 3月	6月	9月	10月	12月	2026年 3月	6月	9月	12月
北美	美國	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.83	3.62	3.42	3.30
	加拿大	3.25	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50				
西歐	歐元區	3.25	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	1.95	1.93	1.93	1.93
	英國	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75				
	丹麥	2.75	2.25	1.75	1.75	1.75	1.75				
	挪威	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00				
	瑞典	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75				
	冰島	8.50	7.75	7.50	7.50	7.50	7.50				
亞太	日本	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.68	0.74	0.80	0.89
	澳洲	4.35	4.10	3.85	3.60	3.60	3.60				
	紐西蘭	4.25	3.75	3.25	3.00	3.00	3.00				
	中國	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.60	1.56	1.50	1.47
	南韓	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50				
	臺灣	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.94	1.92	1.87	1.84
	印度	6.50	6.25	5.50	5.50	5.50	5.50				
	印尼	6.00	5.75	5.50	4.75	4.75	4.75				
	馬來西亞	3.00	3.00	3.00	2.75	2.75	2.75				
	菲律賓	5.75	5.75	5.25	5.00	4.75	4.75				
拉美	泰國	2.25	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50				
	墨西哥	10.00	9.00	8.00	7.50	7.50	7.50				
	巴西	12.25	14.25	15.00	15.00	15.00	15.00				
	智利	5.00	5.00	5.00	4.75	4.75	4.75				

資料來源：Bloomberg預估。

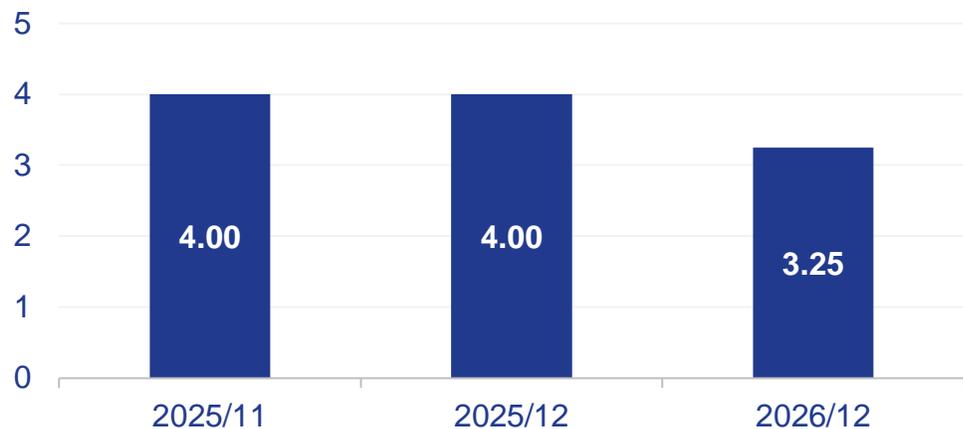
美國在內的央行大多趨向寬鬆，但立場略有分化，包括：

1. **Fed**持續在降息循環，以支撐經濟
2. **歐、英、澳**央行則由降息轉向暫停
3. **日本央行**維持漸進緊縮
4. **中國人行**則為了支撐經濟而維持寬鬆
5. **台灣央行**政策利率尚未改變，**信用管制**會否調整則更加受到矚目；鑒於2026年下半起，新成屋交屋將進入高峰期，因此**2026年上半**可能見到調整的可能



### Fed 利率預期

期貨對Fed利率預期, %



期中大選, 輔以FOMC成員調整, Fed料將高唱「鴿」聲

1. 總統川普、財長貝森特不斷要求Fed大幅降息, 並表示鮑爾的政策嚴重傷害住房市場。
2. 2026年適逢期中大選, 加上FOMC成員改變、鮑爾屆退, 使得**成員將更偏「鴿」派**, 政策利率降幅或將高於市場預估。
3. 10月FOMC宣布再降息、結束縮表, **打開2026年降息循環大門**。

### FOMC 組成

2026輪值表		政策立場
理事	<b>Powell (5月到期)</b>	<b>應提名鴿派</b>
	Jefferson	中立
	Barr	中立
	Bowman	極鴿
	Waller	極鴿
	<b>Miran (1月到期, 有續任可能)</b>	<b>極鴿</b>
地區輪值	Cook	鴿派
	Williams (紐約)	中立
	Paulson (費城)	中立
	Kashkari (明尼蘇達)	鴿派
	Hammack (克利夫蘭)	略鷹
	Logan (達拉斯)	鷹派
中立 : 鴿派 : 鷹派 = 4 : 6 : 2		整體偏「鴿派」

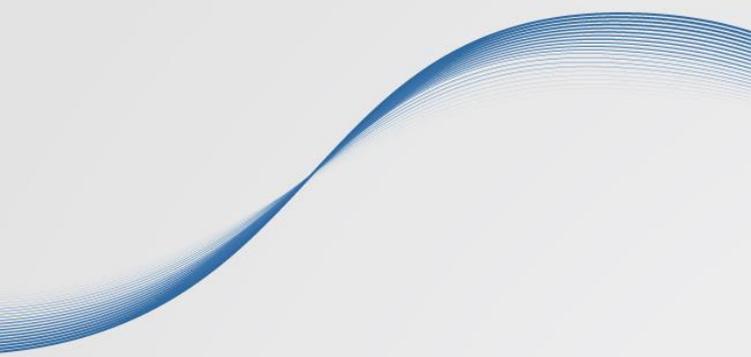
Rate	2025年利率預估		2026年利率預估	
	6月點陣圖	9月點陣圖	6月點陣圖	9月點陣圖
4.500				
4.250	7	1		
4.000	2	6	1	
3.750	8	2	5	2
3.500	2	9	4	6
3.250			5	2
3.000			2	4
2.750		1	1	3
2.500			1	2

中位數

米蘭投票

註：利率期貨日期2025/11/19。

資料來源：Bloomberg預估, 國泰世華銀行整理。



# 市場綜覽



據CBO估算, 政府債務可能持續上升, 尤其大而美法案並無財政摺節的效果, 讓財政面為美國公債市場增添些許噪音, 尤其利息成本更引人擔憂; 所幸, 2025年9月以來, Fed眾位官員降息態度逐漸明朗, 有利2026年重新開啟新一輪的降息循環, 有助牽引長率同步偏下。

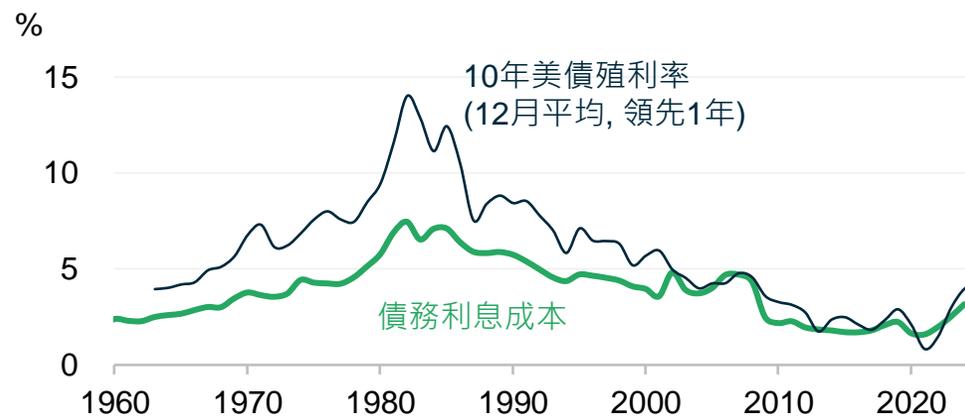
## Fed政策利率與美債殖利率走勢



## 大眾持有公債占GDP比重仍將持續上升



## 俄烏戰爭以來, 利息成本隨殖利率迅速攀升

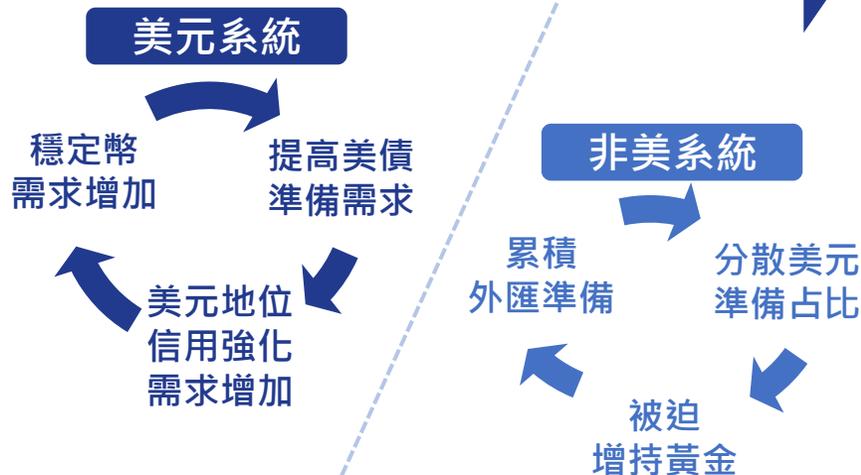


資料來源：Bloomberg, CBO預估。

### Fed降息循環，主導美元偏弱



### 「穩定幣-美元-美債」新生態與黃金多頭



### 貨幣焦點：美元偏貶、黃金續多

主要貨幣與貴金屬	美元指數	上盤下弱：就業降溫強化對Fed降息預期；但穩定幣產生新生態及歐洲動盪都支持美元
	日幣	長線美日貨幣政策分化、利差收斂，是後續日圓止貶回升的有利因子
	貴金屬	主權貨幣受財政、地緣影響下，各央行尋求「無政治風險」的準備，造就「黃金結構性多頭」
EM貨幣	受惠於AI紅利	台、韓、中等：雖多處降息循環，但AI紅利支持出口力道
	供應鏈移轉	東協+1、墨等：廠商為求供應鏈安全，FDI及出口有利匯價
	外匯準備充足	中東油國等：雖未有上述兩項紅利，但有豐厚存底支撐匯價
台幣匯價	美台利差	關注Fed降息幅度
	AI產業利多	受惠AI紅利，出口商拋匯仍舊是台幣支撐

### 美元「上盤下弱」，但地位不衰，因

- 循環面：就業放緩、通膨降溫，FOMC成員將更趨鴿派，5月後主席將有更迭
- 結構面：天才法案催生「穩定幣—美元—美債」新生態，鞏固美元地位不衰

### 美元走勢

- 降息循環讓美元偏弱，本次也不例外
- 但留意本輪不至出現QE情境，也限縮美元下行空間

### 結構性的「黃金多頭」持續，因

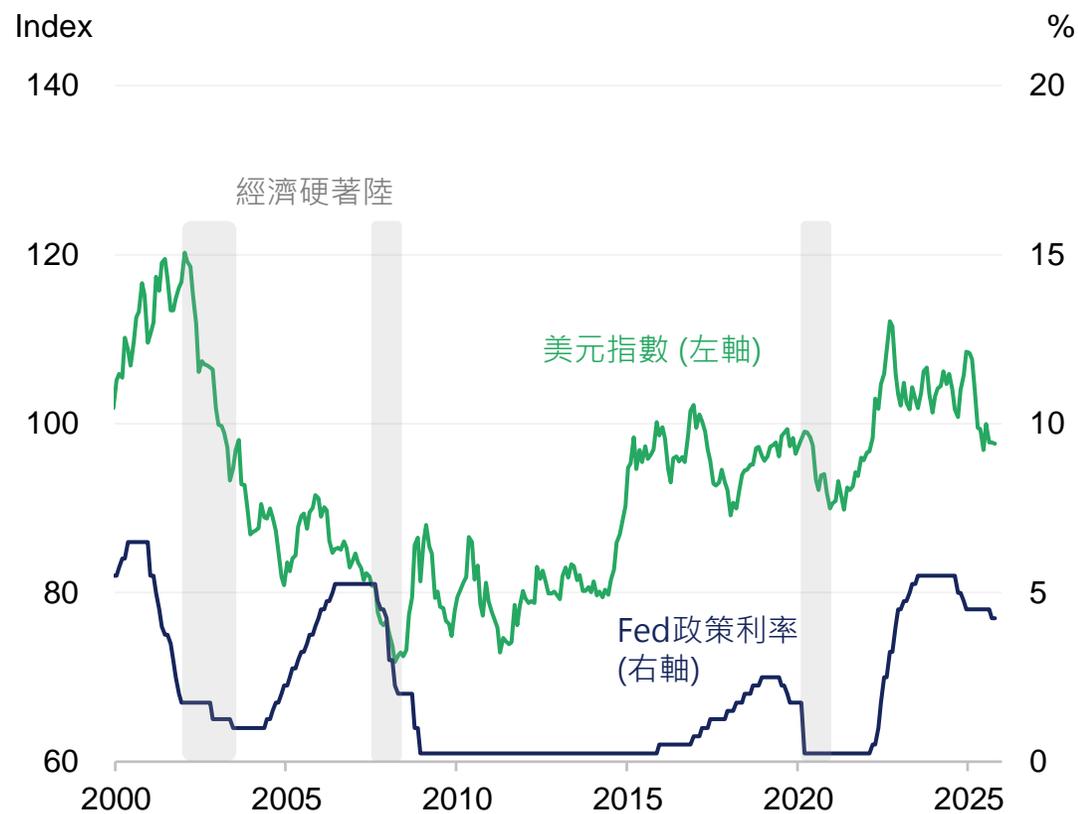
- Fed降息循環有利黃金
- 各央行尋求「無政治風險」準備

### 新台幣匯價：

- Fed降息、AI出口暢旺，關注Fed降息幅度

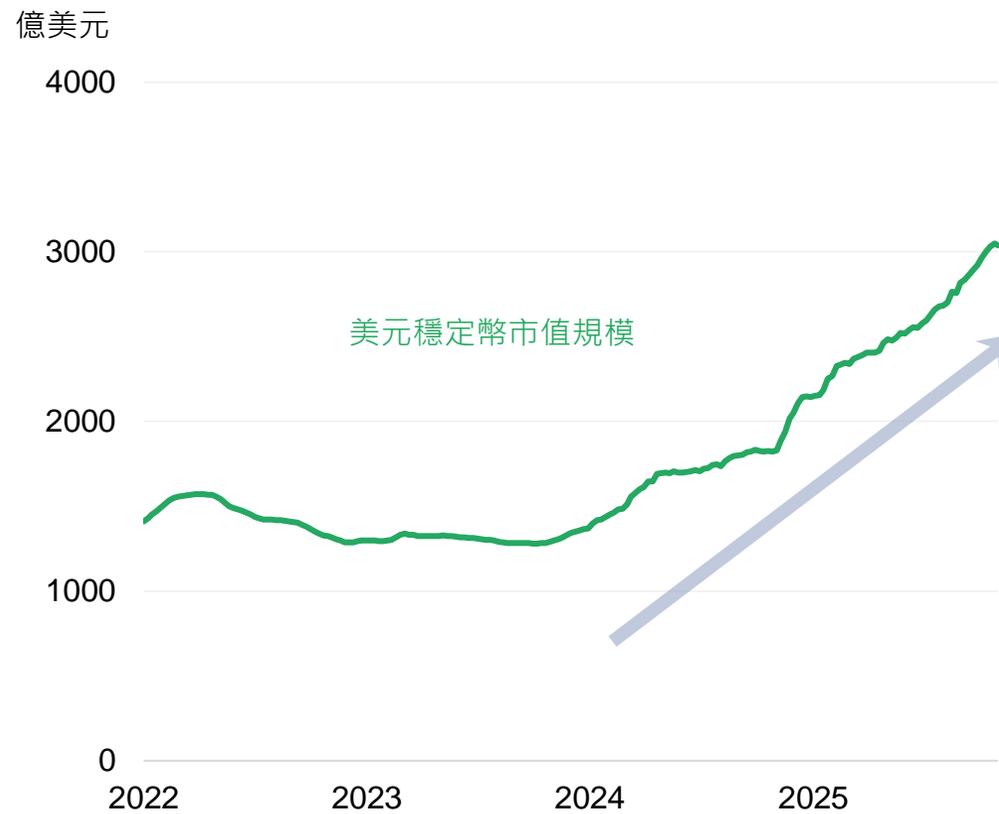
降息循環下, 美元「上盤下弱」, 但霸權地位不衰, 因: 1)美財長Bessent表明美元互換線(Swap)的戰略定位且反對QE政策, 亦即對廉價美元流動性的終結; 2)天才法案打造美元穩定幣生態系, Bessent指出將擴大美元經濟對全球數十億用戶的滲透。加上美國本次循環趨向「軟著陸」, 而其他主要經濟體景氣也僅溫和增長, 因此, 美元貶幅應該不若以往(2000年、2008年、2020年)。

## 降息循環可能讓美元延續偏弱格局



資料來源: Bloomberg。

## 美元穩定幣市值規模持續增長



資料來源: Bloomberg。

鑒於本輪降息循環下, 美元指數的貶值幅度應不若過往, 因此對於新興市場國家的匯率恐不能使用無腦買進的策略, 不妨可以採用「三原則」來挑選新興市場貨幣, 包括: 1) 有無受惠AI產業、2) 有無受惠供應鏈轉移、3) 雖未受惠前二者但自身有充足的外匯存底。

## 新興市場匯率指數長期走勢



資料來源: Bloomberg。

## 挑選新興國家貨幣「三原則」

挑選原則	涵蓋範圍
有無受惠AI產業	台、韓、中等
有無受惠供應鏈轉移	東協+1、墨等
未受惠AI或供應鏈轉移, 但有充足外匯存底	中東油國等
以上皆非	土耳其、阿根廷等

由優至劣

資料來源: 國泰世華銀行整理。

川普2.0目標：重塑「產業秩序」

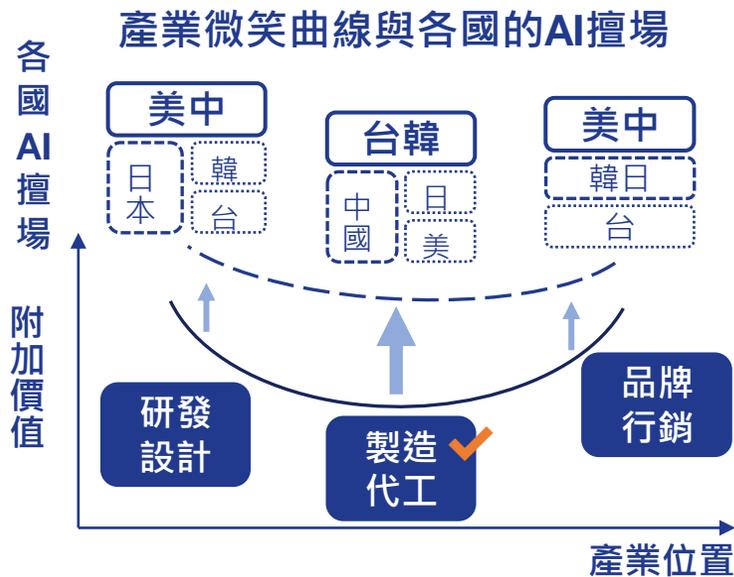


川普為什麼要重塑「產業秩序」？

- 背景：冷戰結束、中國加入WTO
  - 形成「中美國」，以「經濟效率」為尚
- 原因：
  - 就業：美國鐵鏽帶的相對剝奪感，促成《川普1.0》及《貿易戰1.0》
  - 國安：疫情凸顯中國的供應鏈主宰地位，使拜登任內，就不局限於貿易失衡議題

資料來源：國泰世華銀行整理。

「產業樣貌」有所轉變



「產業樣貌」轉變：

- AI需求、製造業大補課、抵抗傾銷
  - 「量變、質變」同步發生，揮別毛三到四
  - 美中科技競賽，「科技製造」能力躍升關鍵
- 扭轉全球化年代產業特色
  - 「分工外包」→「垂直整合」
- 出口商品轉變為「產業互補」，包括
  - 台灣：出口「上下游整合的生態系」
  - 日韓：「互補聚落」+「研發聯盟」

焦點：馬年關注「三重彩」

產業題材	涉足廠商	國家
AI 產業	人機協作 微軟、Meta等 商湯、優必選等 軟銀、發那科、鴻海等	美中
	軟體技術 微軟等巨頭、Palantir等 阿里、騰訊、百度等 富士通、NEC等	美中日
	AI 基建 輝達、AMD、寒武紀等 台積電、海力士等 廣達、緯創、台達電等	台韓日 ✓
軍工產業	航空導彈 洛克希德·馬丁、波音、空巴、諾斯洛普·格魯曼、雷神、李奧納多等	美歐
	無人系統 大疆、億航等 宇航環境、Ondas等	中美
	傳統陸海 萊茵金屬、通用動力、杭亭頓·英格爾斯工業、三菱重工、韓華海洋等	歐美日韓
關鍵物料	稀土 中國稀土、北方稀土等 MP Materials、萊納斯、澳祿卡資源等	中澳美
	銅礦 傳統礦商、五大商社等 ETF：PICK、XME等	澳歐日

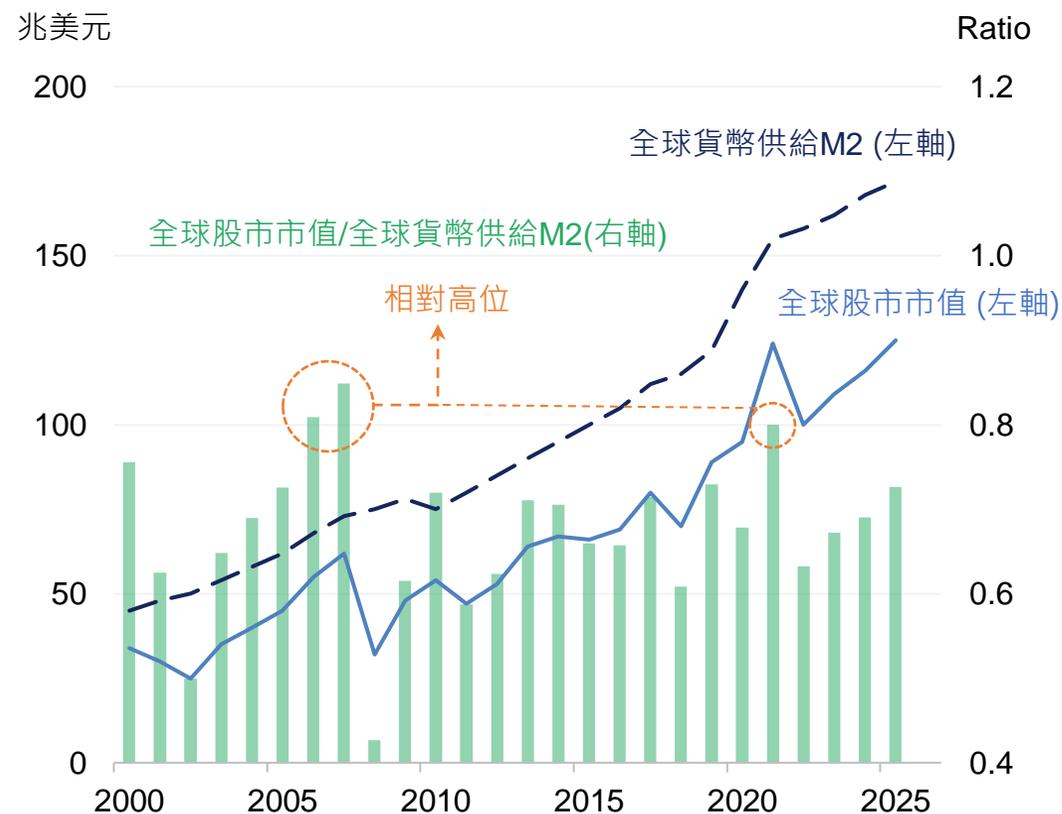
在企業獲利穩健及全球資金面充沛的支撐下, 2026年股市有望延續「牛聲鼎沸」的盛況。**企業財報**顯示, 許多產業在技術創新與需求復甦推動下, **獲利能力持續增強, 特別是AI相關的科技業仍舊亮眼**。另外, 長年以來各主要央行持續釋放大量資金, 比對主要股市市值並未完全跟上資金量, 也顯解釋了目前**高本益比其實具有資金面的支撐**。

## 展望2026年, 整體企業獲利依舊穩健

各國股價指數	目前EPS	2026年	2027年
標普500	261.8	285.1	321.6
yoy, %		8.9	12.8
那斯達克	747.3	866.5	997.1
yoy, %		15.9	15.1
費半指數	191.1	234.5	295.1
yoy, %		22.7	25.8
滬深300	257.4	297.9	329.1
yoy, %		15.7	10.5
泛歐600	35.4	37.0	41.9
yoy, %		4.6	13.3
日經225	2027.0	2050.9	2296.1
yoy, %		1.2	12.0
台灣加權	1211.4	1469.3	1746.8
yoy, %		21.3	18.9

資料來源：Bloomberg預估。

## 全球股市榮景仍受到眾央行資金面的支撐



資料來源：World Bank, BGeometrics。

歷史數據顯示，美國期中選舉年，白宮傾向拉抬股市，加上川普政府積極催促Fed降息，自身傾向監管鬆綁，種種利多政策旨在鞏固選民信心。統計標普500期中選舉年(自1982年起)，僅2002、2022年因科技泡沫及產業重覆下單導致高庫存，而出現較大幅的下跌，其餘年份大多漲多跌少。2026年若延續此邏輯，川普政府的政策走向仍將有利延續美股多頭格局。

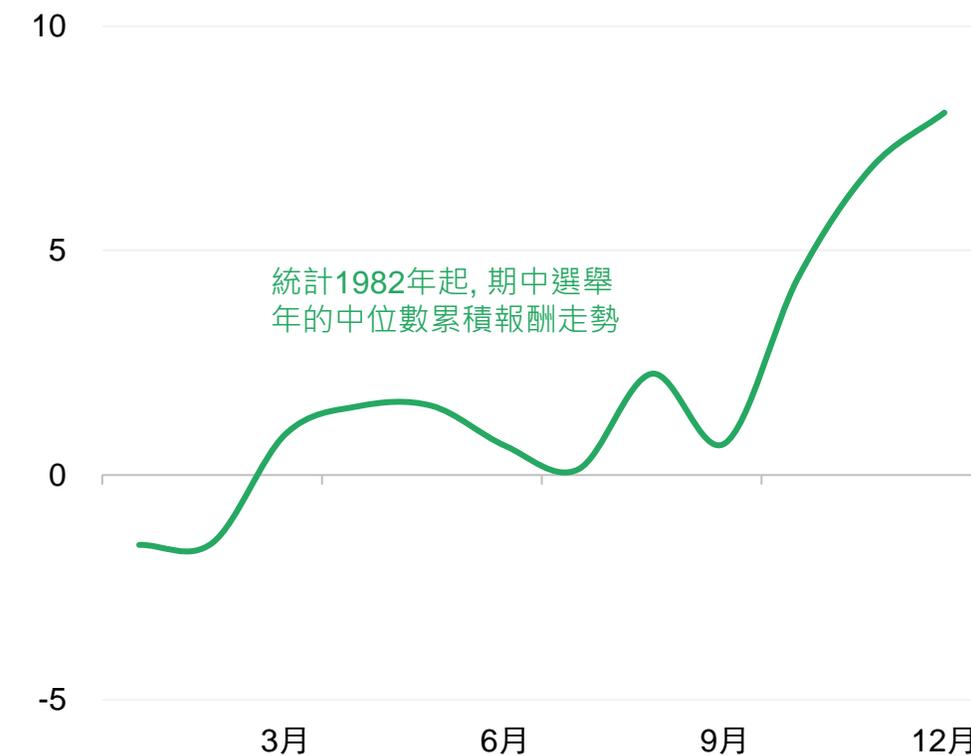
## 美國期中大選年，標普500表現狀況

期中選舉年	1982	1986	1990	1994	1998	2002	2006	2010	2014	2018	2022	中位數
1月	-1.8	0.2	-6.9	3.3	1.0	-1.6	2.5	-3.7	-3.6	5.6	-5.2	-1.6
2月	-6.1	7.1	0.9	-3.0	7.0	-2.1	0.0	2.9	4.3	-3.9	-3.1	0.0
3月	-1.0	5.3	2.4	-4.6	5.0	3.7	1.1	5.9	0.7	-2.7	3.5	2.4
4月	4.0	-1.4	-2.7	1.2	0.9	-6.1	1.2	1.5	0.6	0.3	-8.8	0.6
5月	-3.9	5.0	9.2	1.2	-1.9	-0.9	-3.1	-8.2	2.1	2.2	0.0	0.0
6月	-2.0	1.4	-0.9	-2.7	3.9	-7.2	0.0	-5.4	1.9	0.5	-8.3	-0.9
7月	-2.3	-5.9	-0.5	3.1	-1.2	-7.9	0.5	6.9	-1.5	3.6	9.1	-0.5
8月	11.6	7.1	-9.4	3.8	-14.6	0.5	2.1	-4.7	3.8	3.0	-4.2	2.1
9月	0.8	-8.5	-5.1	-2.7	6.2	-11.0	2.5	8.8	-1.6	0.4	-9.3	-1.6
10月	11.0	5.5	-0.7	2.1	8.0	8.6	3.2	3.7	2.3	-6.9	8.0	3.7
11月	3.6	2.1	6.0	-4.0	5.9	5.7	1.6	-0.2	2.5	1.8	5.4	2.5
12月	1.5	-2.8	2.5	1.2	5.6	-6.0	1.3	6.5	-0.4	-9.2	-5.9	1.2
累積報酬	15.5	15.2	-5.2	-1.0	26.1	-24.4	13.0	13.8	11.1	-5.3	-19.0	8.1

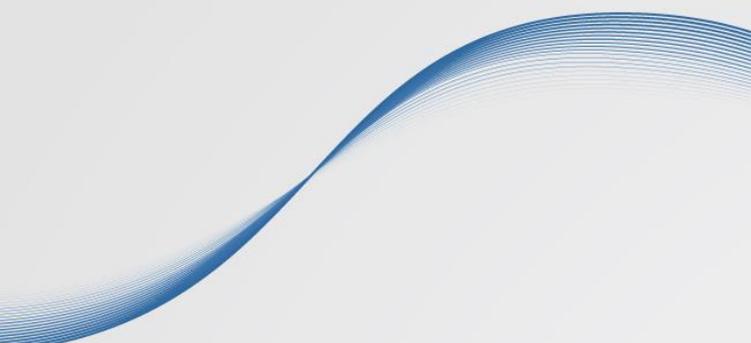
資料來源：Bloomberg。

## 期中大選年，美股多能維持全年正增長狀態

標普500累積報酬，%



資料來源：Bloomberg。



# 潛在風險

— 貿易戰陰影下的全球警鐘

## 風險1：美國就業失速



### 風險1：美國就業失速

#### 1. 經濟面的影響

- 失業率若跳升，明顯將不利民間消費
- 民間消費一旦轉弱，AI Capex恐難維持高速成長的狀態

#### 2. 金融市場的影響

- 企業營收、Capex難擺脫影響，AI概念股高評價恐面臨挑戰
- 若失業進一步惡化，需慎防戴維斯雙殺

## 風險2：美中地緣意外碰撞



### 風險2：美中地緣風險意外升級

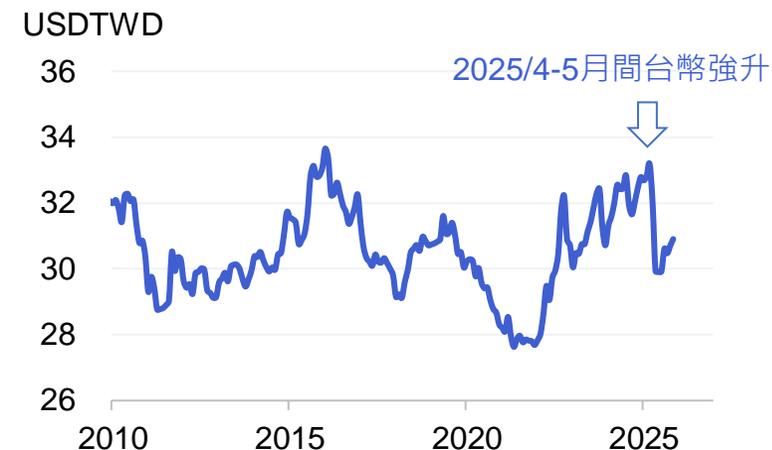
#### 1. 現況：

- 2025/10達成貿易協定框架，各對關稅、土豆尼(稀土、大豆與芬太尼)有所妥協
- 雙方進入雖有摩擦但避免升級的模式

#### 2. 後續：

- 即便雙方達成，雙方政策不確定性仍舊高踞，一旦有突發性摩擦，恐對金融市場產生衝擊

## 風險3：台幣重演失序強升



### 風險3：台幣重演失序強升

#### 1. 現況：

- 2025年4、5月間，台幣狂飆、攻破30大關
- 貿易順差擴大、熱錢湧入外，台美談判敏感期間，央行縮手以避免被認定「匯率操縱國」

#### 2. 後續：

- 每年4、10月美國財政部公布匯率報告，需留意公布前，央行伸手調節的壓力較大，可能增添台幣匯價與台股的波動

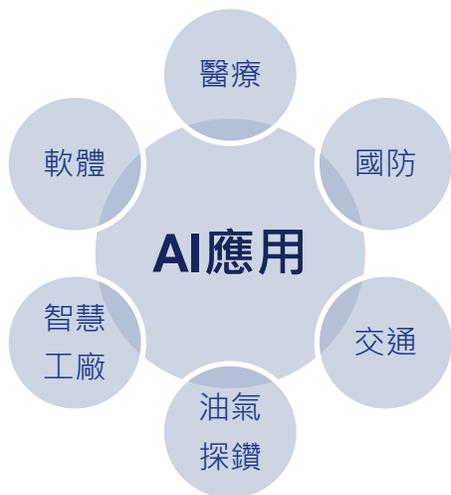
# 馬年投資「三重彩」(1)

— AI新星戰, 「科技製造」成為關鍵

## AI產值大幅增長



## 應用領域將持續擴散

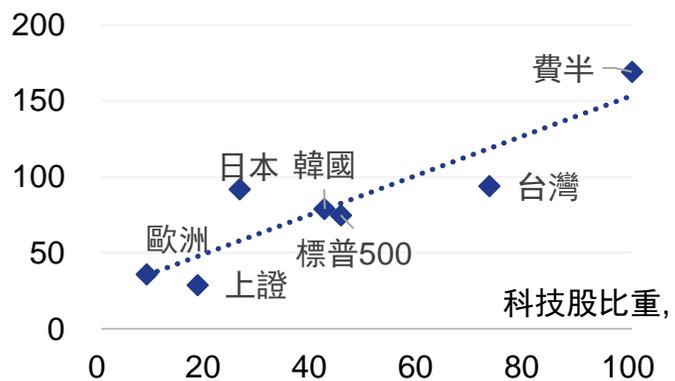


## CSP廠商加大「軍備競賽」



## 科技股比重越高, 指數動能越強

2023/1-2025/11 股市漲跌幅, %



## AI領域焦點：CSP巨頭、科技製造

### 美股：CSP巨頭的軍備競賽

1. CSP巨頭與OpenAI組隊, 無疑是美國AI領域的焦點
2. 資本支出的持續擴張, 支撐企業獲利的正向循環
3. 標普500指數上看7400點

### 日韓台：科技製造的樞紐

1. 高速運算、HBM與半導體設備材料的上下串聯
2. AI競賽的兵工廠, 「互補聚落」+ 「研發聯盟」+ 「出口生態系」

### 中國：美中科技對標的競逐

1. 上中下游都具備一定掌握度
2. 高階製程被卡, 一雲多芯作因應

### 聚焦國家排序：

美股 > 台韓日 > 中國 > 歐洲

人工智慧(AI)的快速發展，不僅推動2025年全球股市多頭行情，更早已成為主宰國家經濟、軍事與地緣政治優勢的戰略領域。因此，**美國視中國的AI崛起為軍事威脅(軍民兩用科技)**，**中國則視美國管制為遏制發展**，雙方競爭已從貿易戰演變為「科技冷戰」。

觀察AI產業的發展，可分為三大類：**基礎硬體、軟體技術及人機協作**，如：1)硬體需求(如輝達GPU及台積電代工)因AI訓練需求激增；2)軟體技術(如微軟Azure及Google Vertex AI)加速企業數位轉型；3)人機協作(如Meta AR/VR及Anthropic對話模型)深化應用，帶動消費與醫療等創新。

以各國發展領域來看，除美國發展的分布較均勻外，相對的，中國涉足軟體技術比重較高；但細究AI發展的大腦，則「**台韓日**」**半導體及科技製造**無疑已成為美中博弈的大關鍵。

## AI宇宙發展的不同類別及題材

三大類別的題材輪動

類別	關鍵題材	代表性概念股
人機協作	語言處理與聊天機器人 協作機器人與自動化 AR/VR介面 (如Meta的Oculus)	微軟、Meta、Anthropic等 商湯科技、優必選、雲從科技等 軟銀、發那科、鴻海、研華等
軟體技術	機器學習 (如TensorFlow) 大數據處理與儲存 MLOps平台 (機器學習)	微軟等巨頭、甲骨文、Palantir等 阿里、百度、DeepSeek等 富士通、NEC等
基礎硬體	GPU等高效能晶片 伺服器與資料中心建置 雲端與網路基礎設備	輝達、AMD、寒武紀等 台積電、海力士、中芯、華虹等 廣達、緯創、美超微等

資料來源：國泰世華銀行整理。

## 各國在AI領域的表現，互有擅場

國家	主要指數	說明
美國	道瓊 標普500 納斯達克	硬體聚焦GPU及邊緣運算，軟體整合大模型如Llama， <b>產業發展較為均勻，三大類別的題材都有涉及</b>
中國	MSCI中國 滬深300	境內外指數受AI題材覆蓋的差異較大，尤其境外指數中， <b>如阿里、百度等涉足軟體技術的比重較高</b> ，在軟體技術及人機協作方面越受重視
日本	TOPIX	AI應用聚焦於 <b>機器人及半導體材料</b> ，偏向硬體
德國	DAX	硬體依賴 <b>工業電子</b> ，SAP等AI軟體服務成長性高
台灣	加權指數	全球 <b>AI硬體樞紐</b> ，半導體及伺服器主導
韓國	KOSPI	硬體為主，半導體及 <b>HBM記憶體</b> 需求為主

資料來源：國泰世華銀行整理。

隨AI伺服器的技術與規格朝下一個世代演進，半導體上下游需要更密切的合作才能持續突破技術、維持規模經濟，台灣電子產業鏈布局完善，涵蓋上游IC設計、中游重要零組件、下游組裝商，台灣供應鏈在系統技術整合、產能配合的優勢是其他國家難以比肩的。

擴展AI應用的硬體需求不只是AI晶片，網路通訊、資料儲存將是下一個關鍵產業鏈，網路通訊主要由美國、日本掌握市佔率與技術，資料儲存雖由韓國為主要供應商，台廠在傳統記憶體DRAM也佔有一席之地。美中科技角力加劇，台灣的非中供應鏈的重要性將提升。

## 從上游AI晶片設計, 到下游的機櫃組裝須同時規劃, 供應鏈之間的合作更加密切

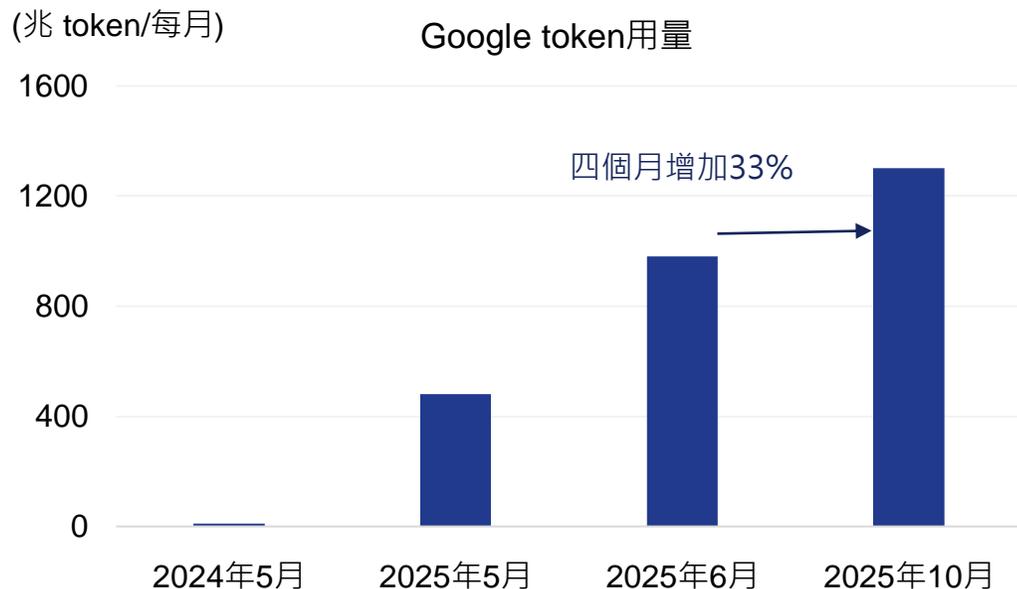


資料來源：台灣外匯市場發展基金會、產業鏈價值資訊平台、國泰世華銀行整理。綠色粗體為台灣廠商。

自ChatGPT問世以來，已成為不少民眾不可或缺的工具，同時也帶動其他業者推出相關大語言模型。根據Google的資料顯示，今年每月token的使用量較去年同期成長近50倍，10月的最新數據更攀升至1300兆。此外，OpenAI的每月token消耗量也達到1040兆個，驗證算力需求仍在高速成長，CSP業者與其客戶對token的需求持續增強，將進一步推動CSP加速部署AI基礎設施。

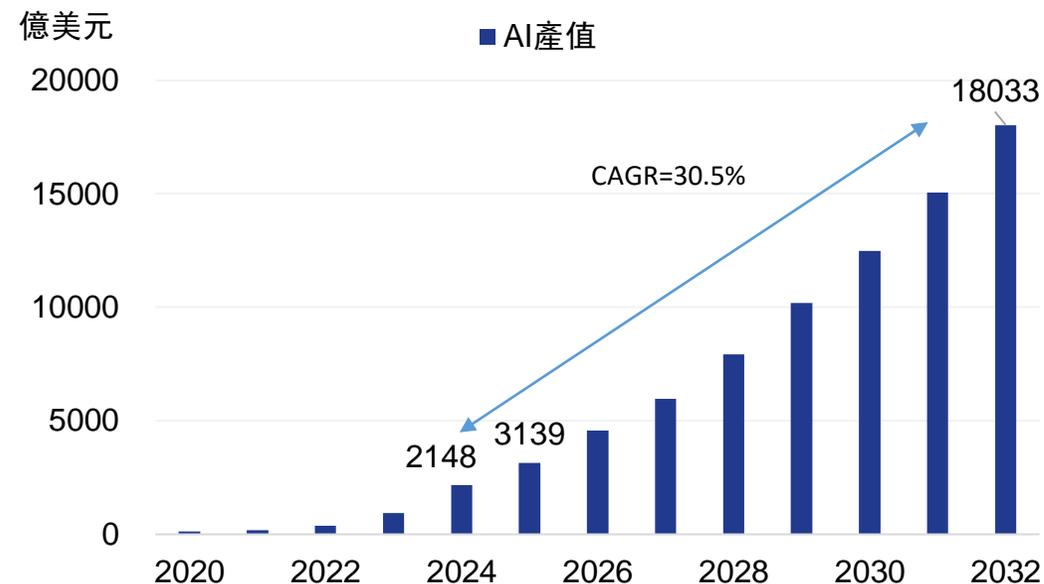
從產值角度來看，根據統計，2024年的AI產值已達2148億美元，涵蓋大語言模型的訓練與推論，2025年則有望攀升至3139億美元。展望未來，複合成長率高達30%，因此，研判AI熱潮可望持續延續。

### token用量呈現指數級成長



資料來源：Google官方部落格、The Decoder(引用Google高層報告)。

### AI產值複合成長率高達30%



資料來源：Bloomberg預估。

受到AI熱潮延續影響，雲端服務業者持續大幅擴大資本支出，包括谷歌、微軟、亞馬遜皆積極加碼。根據統計，11大CSP業者2025年的資本支出已達4689億美元，2026年更將突破6000億美元，持續刷新歷史新高。不過，就年增率來看，增速可能從今年的68%放緩至32%。

此外，各家CSP的財務體質不一，也可能影響資料中心是否能順利如期運營。以甲骨文為例，該公司2025年營收約570億美元，淨利約124億美元，但資本支出卻高達200億美元，使自由現金流開始轉為負值；尤其明年資本支出進一步擴大至358億美元後，財務壓力將更加明顯。

相較之下，谷歌的收入與獲利基礎更為雄厚。谷歌2025年營收約3400億美元，淨利逼近1300億美元，即便今年資本支出高達900億美元，自由現金流依然強勁。更重要的是，隨著資料中心建置逐步完成，未來可望進一步帶動營收與獲利成長，有助於形成更穩固的競爭護城河。

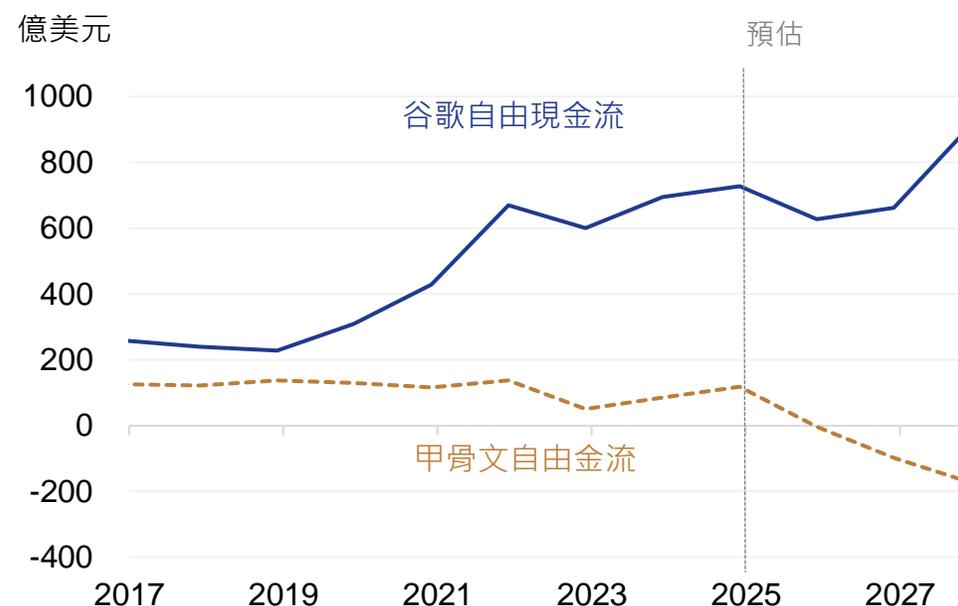
### CSP業者持續擴大資本支出，但未來增速明顯放緩



註：11大CSP為谷歌、微軟、亞馬遜、Meta、騰訊、阿里、百度、蘋果、甲骨文、IBM、CoreWave。

資料來源：MS預估。

### CSP的體質不一，部分廠商資本支出擴張幅度受挑戰

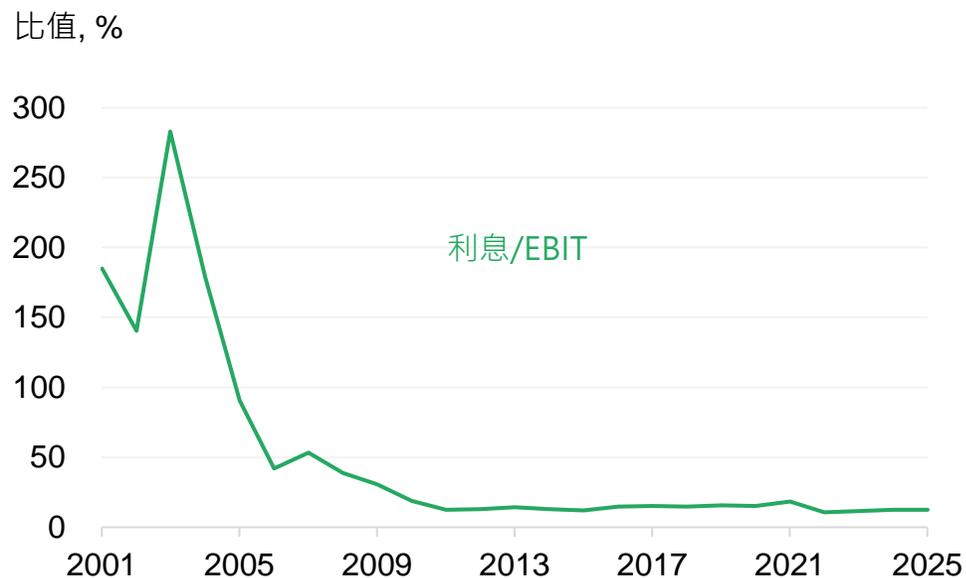


資料來源：Bloomberg預估。

AI熱潮延續, 使美股屢創新高, 也讓標普500的本益比升至22-23倍, 處於歷史高位, 引發市場對估值偏高的擔憂, 甚至擔心重演2000年的網路泡沫。因此, 在市場情緒敏感之下, 只要稍有風吹草動, 股市波動就容易被放大。

不過, 目前的貨幣政策與企業體質, 均為股市提供了一定的下檔支撐。首先, 在貨幣政策方面, 就業市場已出現放緩跡象, 有助於Fed維持降息節奏, 與1999年6月的情況截然不同。當時因就業市場過熱, Fed被迫再度啟動升息循環, 將利率從4.75%一路調升至6.5%。其次, 就企業體質而言, 雖然2000年的網路浪潮帶來科技進步, 但企業獲利明顯偏弱。以標普500為例, 當時企業的利息支出占EBIT比重高達150%, 遠高於目前的12%, 顯示現階段企業的財務體質已大幅改善。

## 2000年以來, 企業體質大幅改善



資料來源：Bloomberg。

## Fed維持寬鬆論調, 有別於2000年

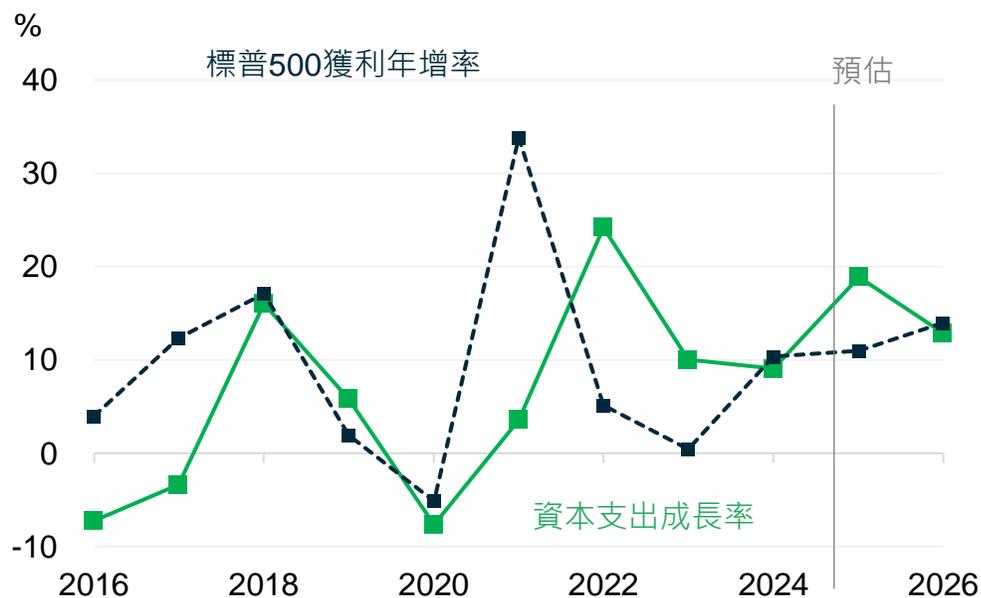


資料來源：Bloomberg。

隨著貿易戰問題緩解, 市場重新聚焦基本面, 尤其是AI的投資, 除了四大CSP今年超過3000億美元的投資外, 其他包括公用事業也大舉提高核能的研發投資並更新電網, 以因應AI的需求; 特斯拉及傳統的工業巨頭也加速機器人與自動化的投資, 因應物理AI的落實; 醫藥產業也導入AI做數據分析, 加快藥品的開發與運用。

對企業獲利而言, 企業的資本支出, 隱含對未來獲利的成長性, 過去3年, 因為去庫存因素, 使得獲利連續走跌, 不過, 隨著AI的興起, 企業加大投資, 也帶動企業獲利成長, 即使2025年受到川普貿易戰的影響, 預期今年約有9%的成長, 明年甚至上看雙位數的成長。因此, 對應於標普500指數, 預期今年的高點上看7400點。

### 企業擴大資本支出, 支撐獲利持續成長



資料來源: Bloomberg、Factset預估。

### 標普500指數的可能區間

EPS Growth (%) \ P/E (倍)	20	21	22	23	24
15	6900	7250	7600	7950	8300
12	6700	7050	7400	7750	8050
9	6550	6850	7200	7500	7850
6	6350	6700	7000	7300	7650
3	6200	6500	6800	7100	7400

註: 指數目標價預估=EPS\*成長率\*P/E。  
資料來源: Bloomberg。

AI需求與川普對等關稅, 重塑全球供應鏈布局, 牽動台灣的出口結構變化。在川普的關稅大棒下, 製造業回流美國是經濟與國安的雙重考量, 因此台灣電子與資通訊出口, 不只是出口額與佔比雙雙飛速成長, 對美國, 以及兼具低加工製造成本、符合<美墨加協定>的商品可豁免關稅的兩大優勢的墨西哥的出口份額今年大幅增加, 墨西哥作為貿易轉口地的重要性大增。另一方面, 2005年傳產出口中國的比例佔43.4%, 是傳產最大出口國, 但隨中國製造業崛起、內捲競爭下, 台灣傳產出口中國的佔比持續下滑, 出口到東協的佔比雖穩定, 但未能取代中國需求。

由於東協國家對等關稅普遍介於19~20%, 未來將供應鏈移往東協的優勢不大, 反而在墨西哥製造可獲免關稅, 吸引台廠今年大舉投資墨西哥。在川普2.0政策之下, 製造業赴美已成定局, 預料台廠將持續東進, 尋求低關稅、低地緣政治風險的製造業機會。

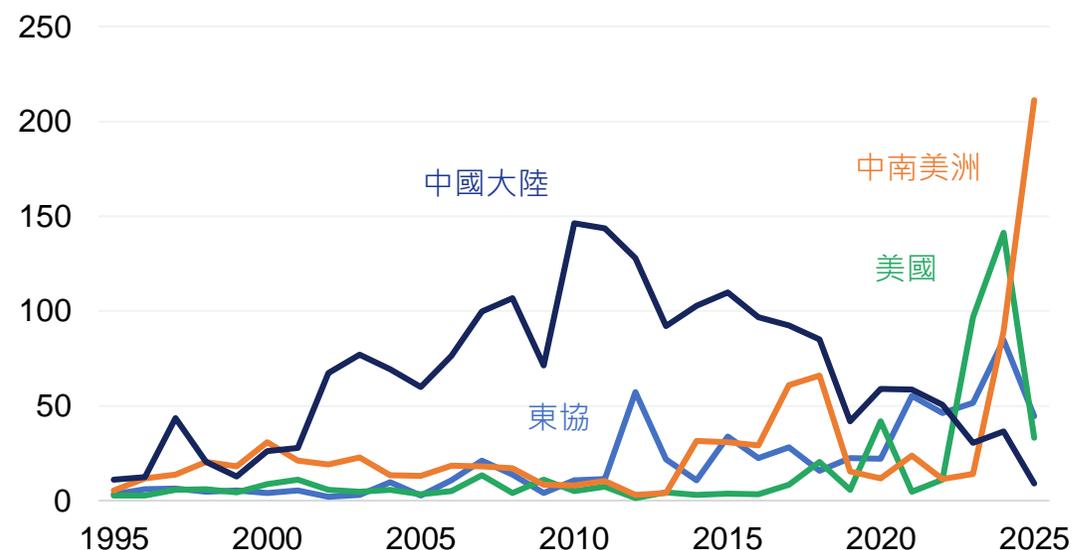
### 台灣出口結構變化

月均金額(億美元)	2021	2022	2023	2024	2025
商品出口金額	372.0	399.5	360.3	395.8	502.9
資通訊+電子出口佔比-美國(%)	10.9	11.9	16.0	24.7	<b>31.3</b>
資通訊+電子出口佔比-墨西哥(%)	0.7	0.9	1.0	2.0	<b>4.6</b>
傳產*出口佔比(%)	2021	2022	2023	2024	2025
中國	31.5	26.9	25.3	24.9	24.6
東協	15.5	16.0	15.4	16.1	16.0

資料來源：財政部。\*傳產取化學、塑膠、基本金屬和機械出口額加總。

### 台廠東進, 擴大赴美、墨投資, 以規避關稅壁壘

台灣對外投資核備金額, 億美元

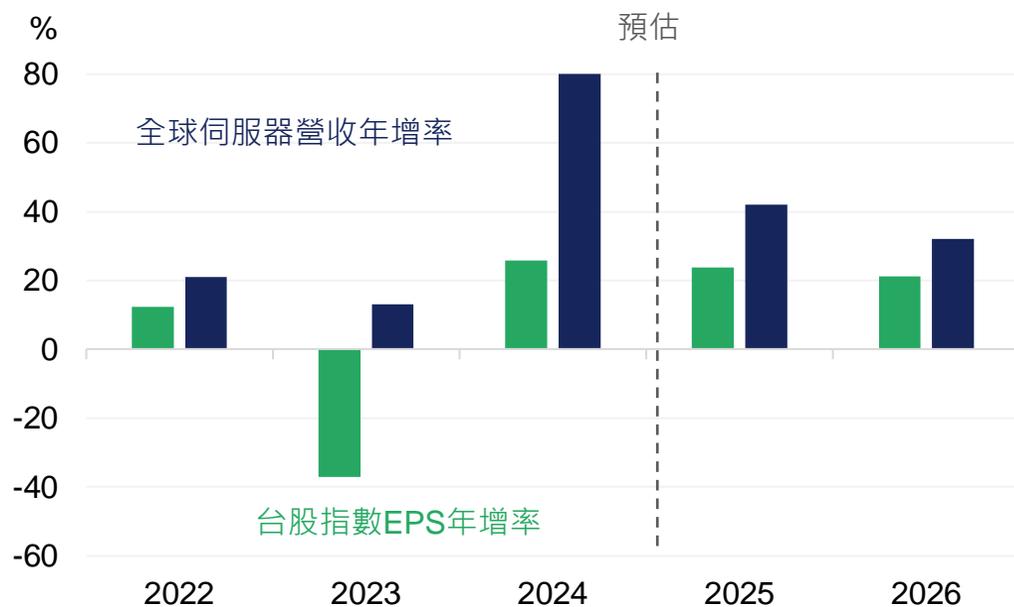


資料來源：經濟部。

隨AI模型與技術爆發式進步, AI應用逐步擴散到軟體與終端服務, 企業加速採用AI, 使CSP業者提供的算力服務仍供不應求, 進一步激勵CSP業者擴大資本支出, 明年11大CSP業者的資本支出預估上看6000億美元, 帶動全球伺服器預估營收年成長32%。台灣作為全球電子代工核心, 對AI硬體的熱切需求, 將支持台股獲利保持成長。

呼應製造業回流美國, 台灣電子大廠今年積極宣布赴美投資, 引發市場對製造業出走、掏空台灣的擔憂。但觀察台灣電子龍頭廠今年公布的投資計畫, 普遍是為滿足客戶對AI伺服器的強勁需求, 擴大當地組裝產能, 以勞力密集產業鏈為主。台積電擴大美國設廠的同時, 也持續推進台灣先進製程技術與製程, 鴻海亦擴大投資高雄電池研發。赴美設廠的優勢在於降低貿易不確定性, 台灣擁人才與技術優勢, 持續朝半導體研發中心轉型。

### 伺服器訂單保持成長, 帶動台股獲利



資料來源：Bloomberg預估、高盛。

### 台廠積極擴廠與赴美投資

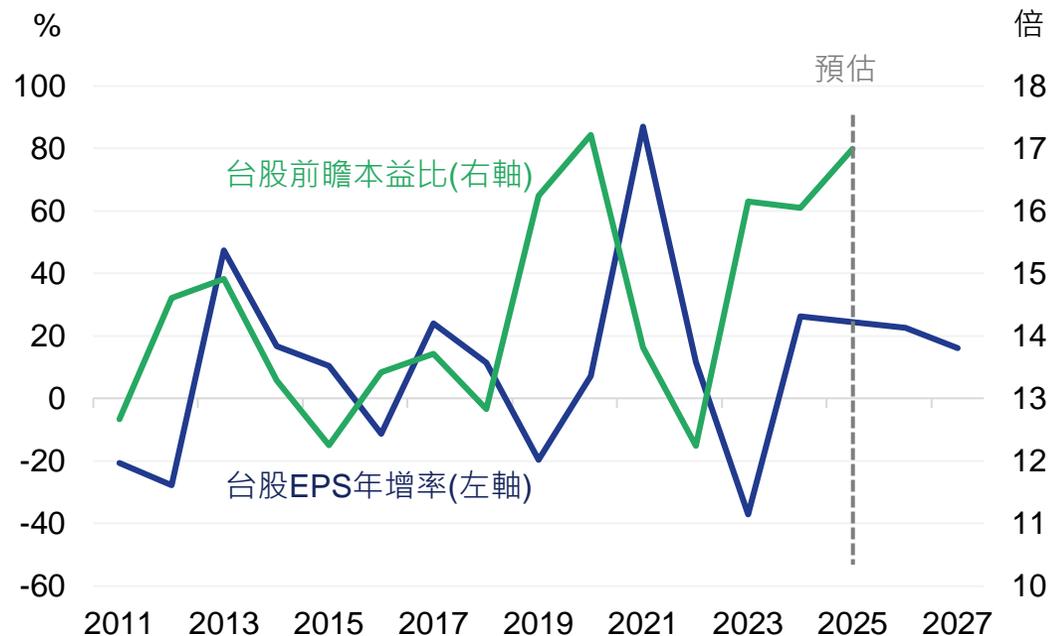
企業	擴廠計畫 / 建廠進度
台積電	美國：投資1650億美元, 預計2027年量產2奈米及A16製程, 先進製程佔全球的30%。 台灣：台中、台南先進製程廠持續推進, 朝1奈米製程布局
鴻海	美國：9月宣布投資約3500萬美元擴大美國廠設備規模 台灣：10月公布投資約13億美元高雄電池中心
廣達	10月宣布增資美國子公司2億美元, 今年宣布的投資金額逾2.8億美元
緯創	美國：7月增資美國子公司4500萬美元, 並擴大加州廠產能 台灣：擴大竹北廠區
仁寶	10月公布擴大德州產能, 投資逾9400萬美元, 含增資在內, 今年累計投資3.9億美元
和碩	10/7宣布投資德州約3100萬美元, 今年宣布赴美投資約1.1億美元

資料來源：各家公司。

AI熱潮從2023年開始迄今, AI伺服器與算力需求始終是供不應求, 明年相關硬體需求保持暢旺, 且隨AI應用擴散, 傳統記憶體、電源與散熱、網路通訊、到高階終端裝置, 都有望搭上AI新升級浪潮, 將有助更多公司受惠, 預估台股明年獲利保持兩成以上成長, 2027年預估獲利增速亦可維持雙位數成長。考量到明年年底, 市場會提前反應來年獲利, 因此明年目標價納入明年及後年的獲利增速, 支持台股明年上看3萬點。

由於市場對台股未來獲利保持樂觀, 台股評價面易升難降, 預估台股明年前瞻本益比將維持在17-18倍的高檔區間, 高於過去五年平均的15倍本益比, 台股明年高點預估介於30,000~33,000之間。不過, 中美科技角力暗潮洶湧, 地緣政治風險升溫、AI泡沫擔憂再現等利空事件, 都會放大估值偏高的台股震盪。台股有強勁獲利成長支撐股市下檔, 預估全年上下區間落在26,000~33,000之間, 因此有拉回可視為布建的機會。

## 台股獲利動能穩健, 墊高評價面位階



資料來源：Bloomberg預估。

## 台股高低區間預估

		PE(倍)				
		15 (過去五年平均)	16	17	18	19
2026	EPS成長					
	10%	5%	24,000	26,000	27,000	29,000
15%	5%	25,000	27,000	29,000	30,000	32,000
20%	10%	26,000	28,000	30,000	31,000	33,000
25%	10%	27,000	29,000	31,000	33,000	34,000
25%	15%	28,000	30,000	32,000	34,000	36,000
30%	15%	29,000	31,000	33,000	35,000	37,000

註:指數目標價預估=EPS\*成長率\*P/E。

資料來源：Bloomberg。

日本首相高市早苗表示, 若台海發生中國行使武力情況, 可能對日本構成「存亡危機事態」, 日本將動用「集體自衛權」。此一發言較已故首相安倍晉三「台灣有事就是日本有事」更加明確, 除了引發中國抗議並呼籲公民避免赴日旅遊外, 也在黃海發動實彈演習, 隱含了未來日中關係轉趨緊張。可說在川普訪日後, 美日同盟關係進一步強化, 日本將配合美國更積極主動的「制衡中國」。

中國對日可能的經濟報復將會影響日本消費、旅遊類股。然而高市早苗計劃為本財年追加14兆日圓預算以振興經濟, 日本政府推動的17項戰略投資, 其實便呼應其政策方向, 其中不論是國防、航太、造船, 甚至是AI對電力基礎建設的需求, 都與工業類股有關, 將是主要受惠者, 巴菲特看好的五大商社亦是工業股代表。工業股由於具備結構性成長動能, 本益比亦有望提升, 將是日股持續上漲支柱。

## 日本將針對17個戰略領域進行重點投資

AI、半導體	災害預防與國家韌性
造船	藥物發現、先進醫療
量子	核融合
生物科技	重要礦物及材料
航空、航太	港口物流
數位網路安全	國防工業
內容	資訊與交流
食品科技	海洋
資源、能源安全、綠色轉型	

資料來源：日經新聞, 國泰世華銀行整理。

## 日本近年來國防支出已顯著攀升



資料來源：Bloomberg。

## 馬年投資「三重彩」(2)

一 軍工產業, 地緣紛爭常態化下的必需品

全球軍費競賽

1. 傳統國防

美國軍售

歐洲國防補課

日本加強國防

全球國防

2. 新興國防

無人機再起

市場潛力

美國優勢

整機商+系統

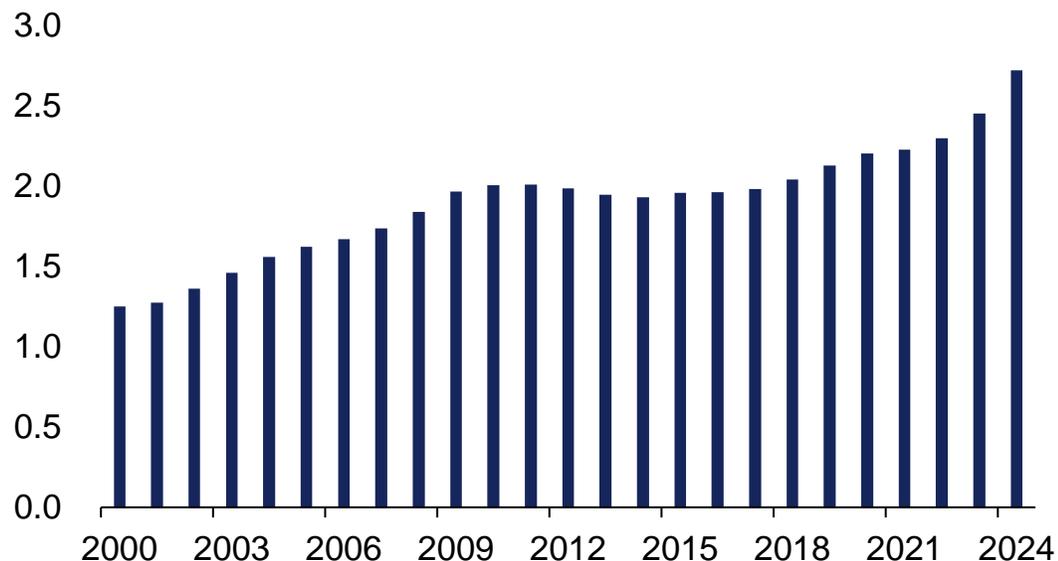
項目	說明	受惠標的
反擊能力	部署Type-12 升級版飛彈 引進美製戰斧巡航飛彈	三菱重工、川崎重工、IHI 美國：雷神、洛克希德馬丁
無人化與高超音速武器	加速無人機群與高超音速飛彈研發, 應對區域威脅	日本：三菱重工、川崎重工； 美國：諾斯羅普格魯曼
網路與太空防衛	建立「主動網路防禦」機制, 擴充衛星監視與指揮系統	日本：NEC、富士通； 美國：L3Harris、洛克希德馬丁

地緣風險升溫，俄烏戰爭與中東緊張推動軍費創新高。SIPRI 指出，2024 年全球軍事支出達 2.72 兆美元，北約更將國防支出占 GDP 比重提升至 5%，全球軍費有望突破 3 兆美元。這波軍備升級不僅因戰爭驅動，更反映戰略自主與科技主權需求，AI、太空通訊、無人化系統及數位指揮網絡成為核心投資方向，軍工產業由周期性波動轉向長期確定性成長。

在軍備競賽中，美國憑技術與供應鏈優勢，國防市場穩健擴張。Research And Markets 預估，美國國防支出將自 2024 年 3140 億美元增至 2033 年 4473 億美元，CAGR 達 4.01%。成長動能來自多領域現代化採購，涵蓋 AI、網路安全、太空防禦與無人化系統。盟國軍備需求攀升，軍售與技術輸出將使美國成為本輪軍備升級的最大受益者。

## 地緣風險新常態，全球軍費維持擴張

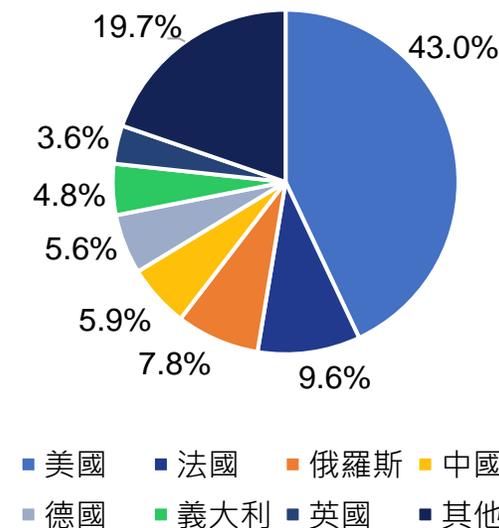
全球軍費支出, 兆美元



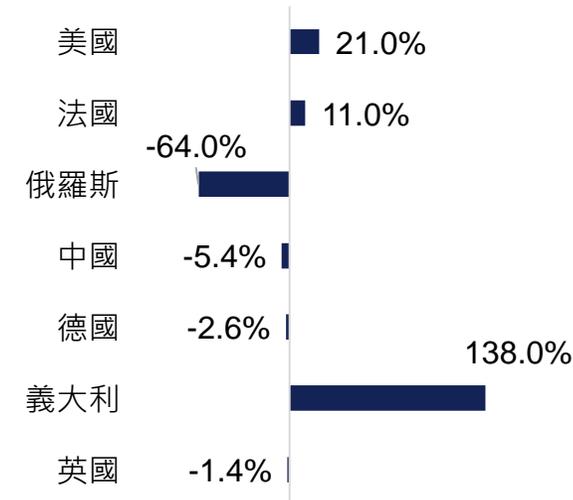
資料來源：Stockholm International Peace Research Institute。

## 美國積極推動軍售成長

2024年全球軍費支出占比



2020-2024 複合年增率



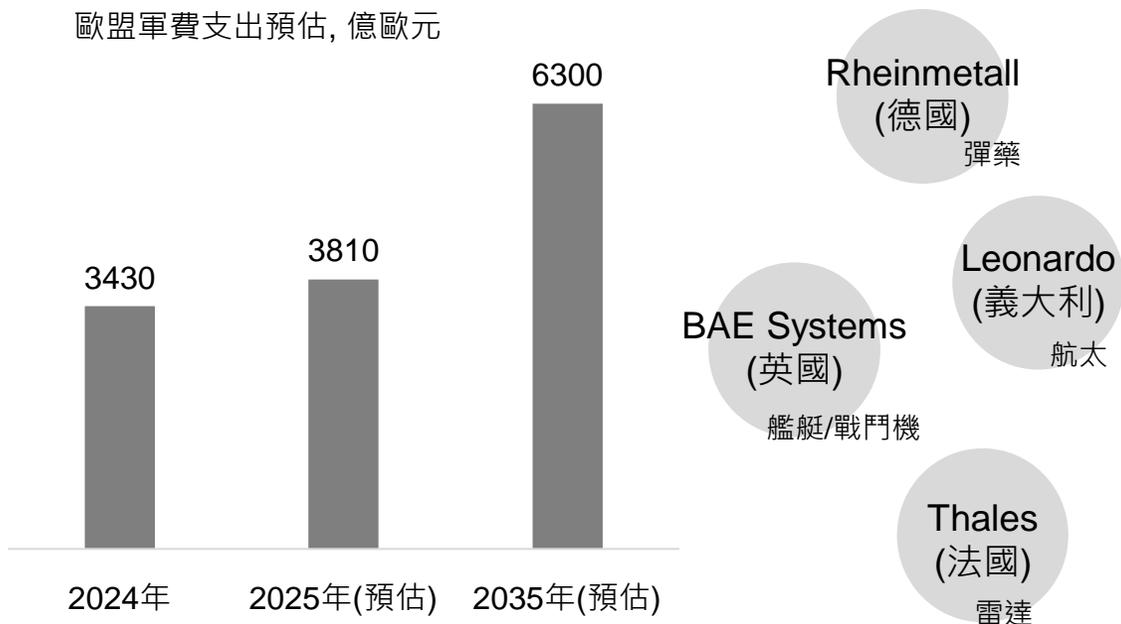
資料來源：Stockholm International Peace Research Institute。

歐洲國防市場在地緣政治緊張與北約擴大軍費背景下強勁成長，訂單爆發、產能擴張與技術升級，並加速資安與電子防衛整合，重塑全球戰略地位。Redburn預測，未來十年歐洲防務收入年均成長率 10.5-11.5%，至 2035 年規模至少 成長三倍。歐盟國防支出預計2035 年占 GDP 3.5%，其中 35%-40% 用於裝備採購。防空系統、地面裝備、深打擊及無人機技術將成為投資焦點，具備本土優勢與技術創新的企業將成為最大受益者。

BlueWeave Consulting 預測，日本國防市場 2024 年約 549.5 億美元，並將以3.23%的年複合增率成長，2031年達686.3億美元。日本政府 2024 財年防衛預算約7.95兆日圓(560 億美元)，若加上補充預算與研發支出，總額已超過GDP1.5%(約 710 億美元)。高市早苗新團隊計劃 2025 年防衛費達 GDP 2%(約 812 億美元)，顯示軍費進入結構性成長。此趨勢將推動技術升級，三菱重工、川崎重工、IHI 等企業受惠，美國軍工巨頭 Lockheed Martin、Raytheon 也因採購計畫獲利。

## 歐洲軍工企業成長性獲提振

歐盟軍費支出預估，億歐元



資料來源：Rothschild & Co. Redburn預估。

## 日本積極推動軍備升級

項目	說明	受惠企業
反擊能力	部署Type-12 升級版飛彈 引進美製 戰斧巡航飛彈	三菱重工、川崎重工、IHI 美國：雷神、洛克希德馬丁
無人化與高超音速武器	加速無人機群與 高超音速飛彈研發， 應對區域威脅	日本：三菱重工、川崎重工； 美國：諾斯羅普格魯曼
網路與太空防衛	建立「主動網路防禦」機制， 擴充衛星監視與指揮系統	日本：NEC、富士通； 美國：L3Harris、洛克希德馬丁

資料來源：BlueWeave Consulting。

過去幾年,無人機硬體技術已趨成熟,中國大疆長期引領全球市場。Air Mobility領域投資在2021年達到高峰後逐年降溫,今年無人機概念公司卻再度受到關注。除了全球強化國防自主外, AI浪潮與地緣政治衝突成為主要推力。AI賦能無人機,使其具備自主導航、目標識別與智能決策能力,顯著提升商業與軍事價值。同時,俄烏戰爭及中東衝突加速軍用無人機的實戰應用,展現高效作戰成果,進一步推動技術與需求成長。

無人機(UAV)可遠端遙控或自主控制,並具備載荷能力,能搭載攝影設備、感測器、貨物甚至武器。俄烏戰爭及中東衝突中,無人機展現低成本、高效能的戰術優勢,能執行偵察、精準打擊與電子干擾,改變傳統作戰模式。相比載人戰機,無人機製造與維護成本更低、部署靈活,適合大規模使用。結合AI技術,無人機可自主執行任務並透過數據分析優化決策,進一步提升戰場效能,引領新一輪技術與投資浪潮。

## AI 賦能無人機的三大場景

### 1. 自主導航與障礙迴避

AI 結合電腦視覺、機器學習及深度學習技術,使無人機能實時感知環境、避開障礙,在GPS弱化場域內自主飛行。

### 2. 目標偵測與識別

採用 AI 進行物件辨識,能自動識別人物、車輛、裝備等,並在偵照、監控、物流等應用中即時回傳精準資訊。

### 3. 群機協同與智慧決策

利用群體智能與強化學習,無人機可進行編隊/蜂群作戰,協同攻防和搜尋任務,這種多機協作提升搜索效率與作戰覆蓋能力。

## 實戰成效與成本讓無人機受關注

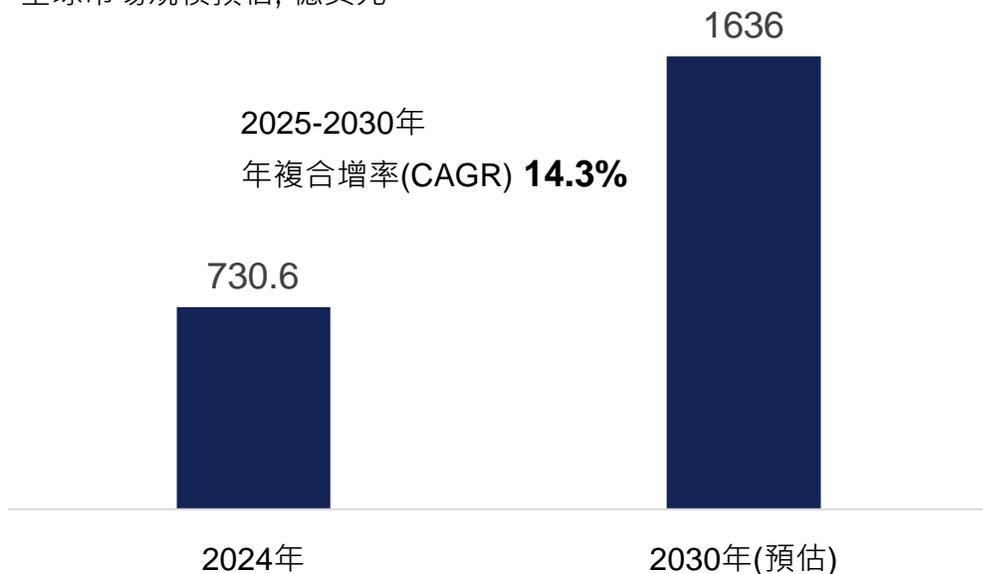
裝備	類型	成本(萬美元)	生產企業
Shahed-136	自殺式無人機	5	伊朗
Bayraktar TB2	戰術無人機	50	土耳其 Baykar
MQ-9 Reaper	軍用無人機	320	美國 General Atomics
F-35 戰鬥機	載人戰鬥機	800	美國 Lockheed Martin
SM-2 攔截飛彈	防空飛彈	210	美國 Raytheon

全球無人機市場正快速擴張，預估由 2024 年的 730.6 億美元成長至 2030 年的 1,636 億美元，年複合增率保持雙位數。AI 自主系統、電池效率提升及高精度感測器，推動無人機在農業、物流、建築與基礎設施檢測等領域廣泛應用。美國國防部持續加碼軍用無人機研發，強化自主飛行與遠程監控能力，並推動與商業技術整合，提升戰場與情報優勢。同時，「無人機即服務」(DaaS)模式加速普及，企業租賃成為另一股推力。

美國今年法規改革(如《Unleashing American Drone Dominance》與 NDAA 修正)，明確推動無人機國產化，透過規範鬆綁、採購優先與補助政策，強化本土供應鏈自主。雖全球市場至 2030 年達 1636 億美元，美國占比近 40%，但目前零組件仍有 70-90%依賴中國，顯示國產化空間巨大。政策鼓勵零組件自強與策略外包，形成更穩健的供應鏈結構。結合法規推動、供應鏈重塑與市場擴張，美國國產無人機產業正進入高速成長期，中游整機商如 AeroVironment(AVAV)與 Ondas(ONDS)具備顯著競爭優勢。

### 商業與軍事需求推動無人機市場

全球市場規模預估，億美元



資料來源：globenewswire, 2025/11/13。

### 美國主要參與供應鏈中游

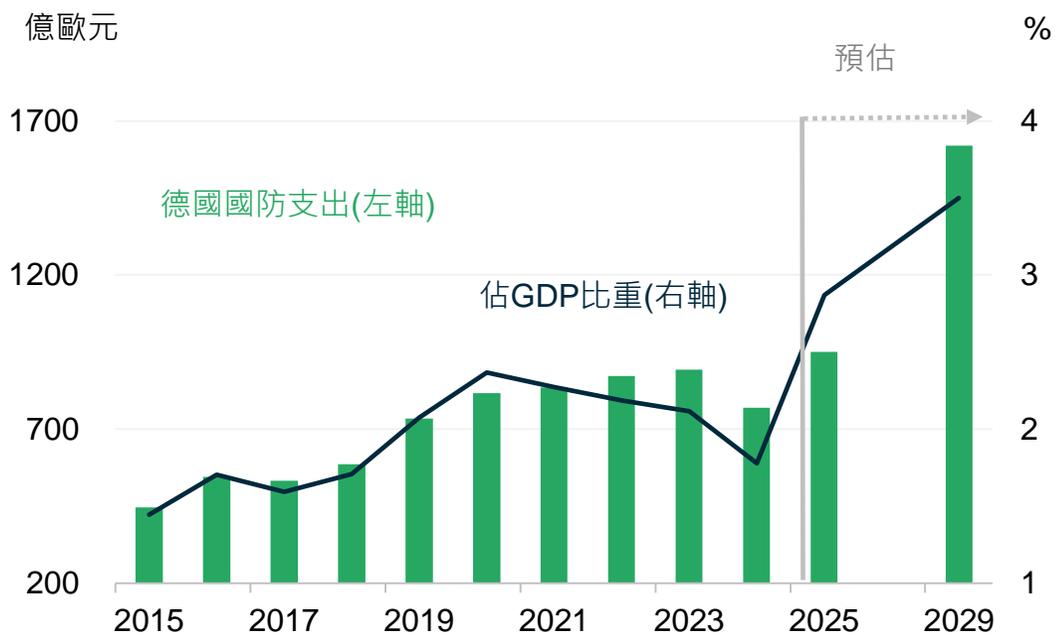


資料來源：Wiki, 整理至網路資源, 2025/11/13。

在美國要求下, 北約要求各成員國未來每年國防支出須達GDP5%的目標, 而歐盟27個成員國中, 有23個國家是北約成員, 其中**德國率先將2025年國防支出調高至950億歐元**, 並預計2029年大幅提高至1620億歐元, 佔GDP的3.5%, 預料歐洲其他各國也將跟進。歐洲景氣可望受惠財政支出擴張政策, **國防、軍工產業為主要受惠族群**。

泛歐600指數中, 科技佔比僅6.3%, 而工業和醫療類股位居前兩位, 各佔16.1%、14.5%, 因此在AI科技大幅爆發的熱潮中, 歐股受惠程度較低, 不過歐洲景氣隨著ECB降息, 已有緩步回溫現象, 寬鬆貨幣政策對於歐股評價面也有推升效果, 可逢低布局。

## 德國預計2029年將國防支出增加至GDP3.5%



資料來源：Bloomberg預估。

## 降息有助歐股本益比上升



資料來源：Bloomberg。

# 馬年投資「三重彩」(3)

一 稀土管制加速產業鏈重建, 關鍵物資大翻身

關鍵物資爭奪

1. 銅礦

2. 稀土

供不應求

新增需求

供給逆風

中國壟斷

關鍵需求

興建漫長

綜合礦商

項目	說明	受惠標的
銅礦	需求端結構性成長： 1) AI及再工業化 2) 能源轉型	傳統礦商及ETF, 如PICK、XME、日本五大商社
稀土	稀土議題刺激西方國家結盟、合資推動稀土建設	MP Materials、萊納斯、澳祿卡資源等

銅價上漲主要反應在需求持續攀升預期下, 全球供應持續緊張的現況:

英美資源集團(Anglo American)今年前九個月的銅產量較去年同期減少 9%, 降至 52.6 萬噸, 並預估 2025 年全年產量介於 69-75萬噸之間。

嘉能可(Glencore)今年前九個月的銅產量也下滑 17%, 因此調降 2025 年產量指引。

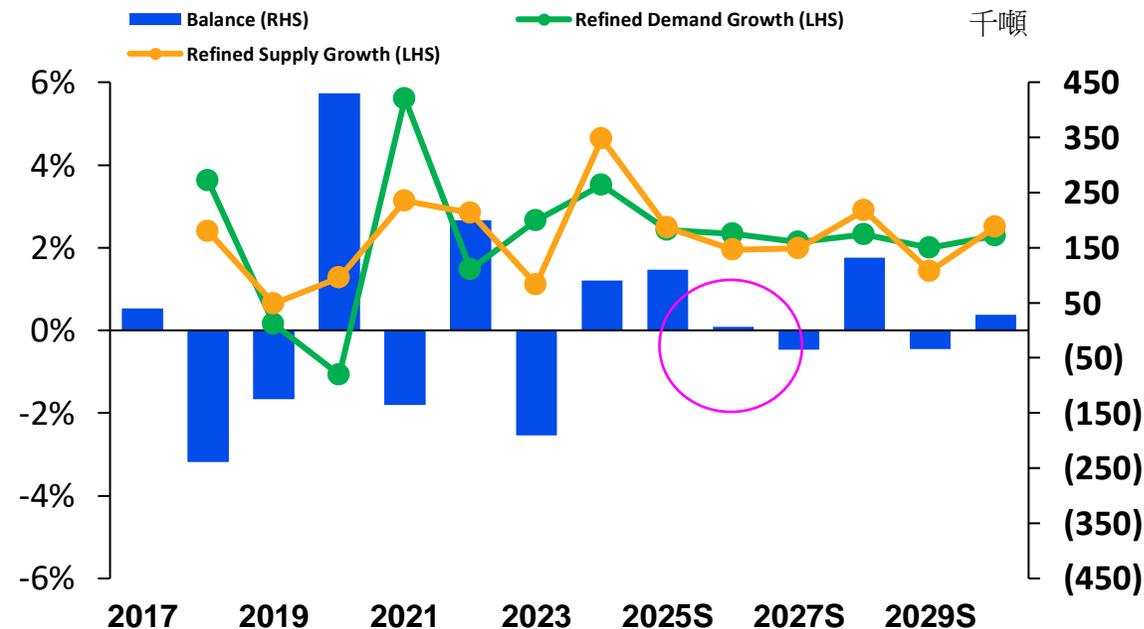
礦業公司 Scorpion Minerals 投資長 Michael Langford 表示, 若冶煉廠想購買銅精礦, 最近的可供應礦源是兩年後才會投產的新礦, 顯示實體銅供應極度短缺。

## 銅價震盪走高



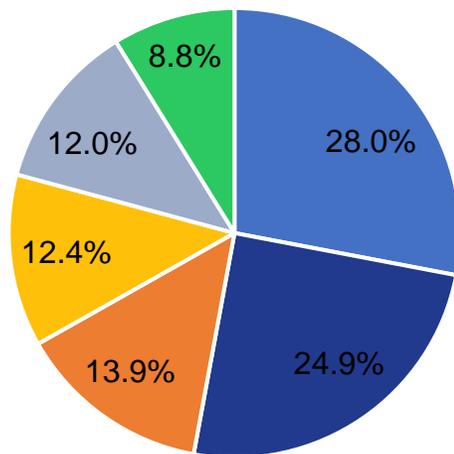
資料來源: Bloomberg, 2025/11/2。

## 供不應求在眼前



資料來源: GS預估, 2025/11/2。

## 全球精煉銅礦終端需求概況



- 電力與電網 (Power/Grid)
- 建築 (Construction)
- 交通運輸 (Transportation)
- 工業與機械 (Industrial)
- 新興領域 (Emerging/Other)
- 消費品與其他 (Consumer)

### 1 能源轉型的心臟

要實現全球淨零排放的目標，核心在於「電氣化」，而電氣化世界的血管和神經，正是銅。無論是發電端、輸配電端還是消費端，銅都扮演著無法替代的角色。為了連接分散的再生能源發電設施並滿足日益增長的電力需求，全球電網正面臨著一場數十兆美元規模的升級換代。老舊的電網基礎設施需要更換，新的高壓輸電線路需要建設，這一切都離不開海量的銅。

### 2 AI革命的隱形基石

AI的發展，特別是大型語言模型的訓練和推理，對算力提出了前所未有的要求，直接導致了全球數據中心建設的爆炸性增長。一個現代化的AI數據中心，本質上是一個巨大的能源消耗怪獸，其內部的電力分配、冷卻系統、伺服器連接，都需要耗費驚人數量的銅。高盛(Goldman Sachs)預測，到2030年，僅AI數據中心一項就可能為全球銅需求額外貢獻高達100萬噸的增量。這是一個在幾年前市場未曾預料到的全新需求來源，其增長潛力仍在被不斷重新評估。

### 3 全球供應鏈重組與再工業化浪潮

全球供應鏈正在從過去追求極致效率的「即時生產(Just-in-Time)」，轉向強調安全與韌性的「以防萬一(Just-in-Case)」。各國紛紛推動製造業回流(Reshoring)或近岸外包(Near-shoring)。新的工廠、新的基礎設施、新的電網將在北美、歐洲等地拔地而起，這些建設活動本身就是銅密集型的。此外，地緣政治緊張局勢也推升了全球國防開支，現代化的軍事裝備，從戰機到軍艦，同樣是銅的消耗大戶。

智利的銅產量在全球銅市場中占據主導地位。根據統計, 占全球總產量約27%。同時智利也是全球最大的銅出口國, 其銅產品主要出口至中國、美國、日本和歐洲等地。

**秘魯**今年暫無重大的「銅礦」礦災導致大量傷亡的事件, 不過, 秘魯採礦區嚴重的治安和暴力問題對供給帶來不確定性, 今年9月Constancia 銅礦場, 因抗議活動而停工, 同樣帶來供給端影響。

## 智利

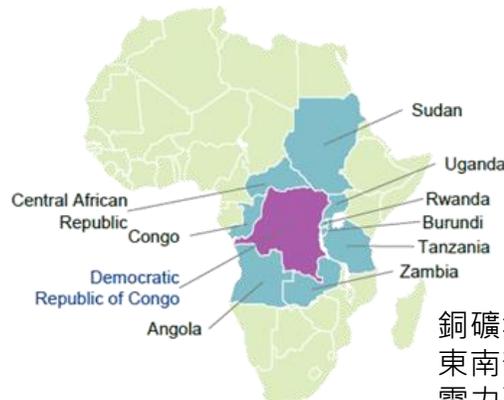


銅礦位北部和中北部:  
• 北部有全球最大露天礦場Escondida  
• 中部有全球最大地下礦場El Teniente

**2025/2月**：智利大停電, 全球最大銅礦場埃斯孔迪達(Escondida)一度停產電。

**2025/7月**：上尉礦場(El Teniente)\*坍塌, 預計該礦今年的銅產量為31.6萬噸, 較去年減少 4 萬噸, 產能恢復預計延到年底。

## 剛果



銅礦場分布在東南部, 全國電力覆蓋率低。

**2025/5月**：地震造成洪災, 造成全球第四大銅礦場卡莫阿-卡庫拉銅礦 (Kamoa-Kakula) 供應中斷, 尚未完全恢復。

母公司艾芬豪礦場原預估, 最新預估產量為37- 42萬噸, 較原預估下降 28%。

## 印尼



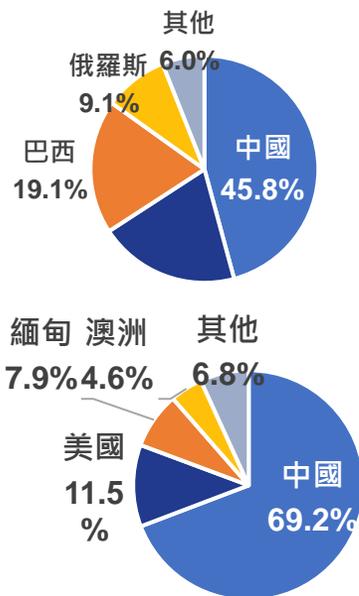
**2025/9月**：全球第二大銅礦印尼Grasberg 礦山因泥石流事故宣布停產, 預計停產至 2026 年上半年, 最快 2027 年才能恢復至事故前水準。

母公司自由港宣布下修第三季銅產量4%。

範疇: 稀土元素涵蓋元素週期表中17種化學性質相似的金屬元素，包含釷(Sc)、釷(Y)以及同族的15個鐳系元素。按照原子數量與地殼中的稀有程度，也可細分為輕、中、重稀土。

供應鏈的高度集中壟斷: 稀土並不稀有，不過，稀土金屬元素通常在礦石中以共生形式混合存在，這提高分離冶煉過程的複雜性，從而帶來技術門檻屏障，也對環保構成挑戰，因此具備商業開採可行性的地點有限，成為戰略資源的關鍵瓶頸，中國握有全球近五成儲量，掌握九成以上稀土分離與精煉產能。

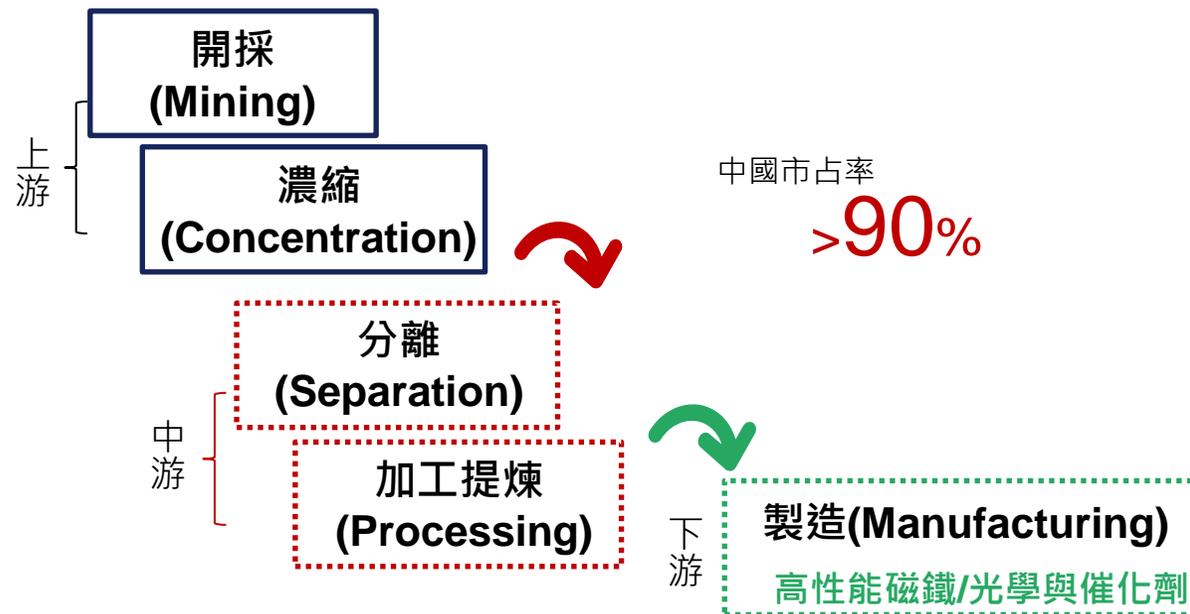
## 稀土元素與概況



<鐳系元素> 黑色: 輕稀土 綠色: 中稀土 紅色: 重稀土

資料來源: Earth Science Australia。美國地質調查局(USGS)《礦物商品摘要》(Mineral Commodity Summaries)

## 稀土生產供應鏈



資料來源: 國泰世華銀行整理。

**壟斷力**：相比美國自1990年代退出稀土供應鏈，中國過去40年，無論在設備、人才以及技術發展上，傾國家之力，完整建置稀土完整供應鏈，並具備產量與成本的絕對優勢，掌握中重稀土領域的壟斷性。

**殺傷力**：今年4月，中國宣布對包括釷(Sm)、釷(Gd)、鉕(Tb)、鐳(Dy)、鐳(Lu)、釷(Sc)、釷(Y)等七種稀土相關產品實施出口許可制度。2025年10月，商務部公布的57號公告，再增加五種稀土管制(11/8生效)，將使當前中國以外，生產力薄弱的12種中重稀土，全數納入管控。

	輕稀土 (LREE)	中稀土 (MREE)	重稀土 (HREE)
元素	鐳 (La) / 鈰(Ce) / 鐳(Pr) / <b>釷(Nd)</b> / 鉕(Pm)	<b>釷(Sm)</b> / 鈰 (Eu) / 釷 (Gd) / 鉕 (Tb)	<b>鐳(Dy)</b> / 釷/鉕(Er)/鈳/鐳(Yb) / 鐳(Lu) / 釷(Y) / 釷(Sc)
儲量	最豐富，多以輕稀土礦床存在	中等，常與輕/重稀土共生	最稀少且分散， <b>分離與提煉難度最高</b>
戰略價值	高，量大、稀缺性較低，用於電動車/電子產品	較高，具高溫、光電特性，適用航太/軍事/核能	最高，主作 <b>關鍵添加劑</b> ，提高耐熱性和抗退磁力
主要供應	中國(北方稀土)擁最大礦床，可製成磁鐵，美/澳可完成少量稀土精煉、未能製作磁鐵	中國 (中國稀土集團)具完整精煉與製作磁鐵力，澳洲(Lynas)可完成少量精煉	江西等南方七省為主產區，中國掌分離、精煉 <b>壟斷性</b>



資料來源：整理至網路資源, 國泰世華銀行整理。

美日澳已推動「礦物安全夥伴關係」(MSP)與「關鍵礦物協定」(CMA), 尤其專注於稀土分離、加工和磁鐵製造等高價值環節的公司, 試圖建立去中化供應網絡, 共同建立多元化的稀土供應網絡, 也讓保有政策扶持的企業具備長線成長潛力, 政策趨勢包含:

從「礦山」到「磁鐵」的全供應鏈支持: 但中游的分離與加工技術門檻高、投資回收期長, 預計至少需再3-5年的時間才能真正成形。

政府部門直接介入: 各國政策直接將稀土等關鍵物資供應, 提升至國家安全層級, 全球資源(產業)戰已成形。

## 各國積極推動各項合作

國家/地區	政策或合作內容細節
美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 修訂《關鍵礦產清單》(Critical Minerals List), 稀土元素(REEs)一直都是清單上的關鍵礦物。</li> <li>• 國防部成為MP Materials最大股東。美國政府積極透過投資、貸款、稅務優惠與長期採購承諾等方式, 支持美國礦業公司MP Materials提高加工產能及稀土磁鐵產量。</li> </ul>
澳洲	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 澳洲萊納斯稀土(Lynas Rare Earths)與美企Noveon Magnetics建立合作夥伴關係, 向美國國防及商業部門供應稀土永久磁鐵。</li> <li>• 「2023年至2030年關鍵礦產戰略」法案, 對加工及精煉31種關鍵礦產生產計畫, 給予10%稅務優惠。</li> <li>• 伊盧卡資源(Iluka Resources)設立西澳稀土精煉廠, 獲澳政府16.5億澳元貸款。</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 日本計劃修法成立國家安全基金, 將海外事業拓展納入《經濟安全保障推動法》, 支援日企在東南亞(ASEAN)及新興國家發展半導體、稀土等供應鏈。</li> </ul>
歐洲	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 落實《關鍵原料法案》(Critical Raw Material Act), 歐洲投資銀行(EIB) 通過一項關鍵原材料融資, 為符合歐盟目標的採礦、精煉和回收項目提供資金。</li> </ul>

## 技術與人才成為關鍵...



**中重稀土  
精煉稀少**

- 2011/3/30: 日本雙日株式會社、日本政府機構成立特殊目的公司 Japan Australia Rare Earth (JARE)與Lynas簽訂合作協議。
- 2022/9月: JARE 追加 900萬美元股權投資。
- 2023/3月: JARE 追加 2億澳元的資本投資。

# 科技自主之路

— 科技自主的追求(中國) vs. 供應鏈移轉的紅利(印度)

**框架協議**：美財長Bessent表示1)協議將避免美國對中國商品徵收100%額外關稅；2)促使中國推遲對稀土出口的限制；3)中國對美國農產品的大規模採購；4)針對芬太尼的合作。基於美中互有弱點，後續走向「低盪模式」(克制對抗，維持穩定關係，偶有衝突但皆避免升級)，避免零和對抗轉向務實合作。

**四中全會重點**：1)一個定位，係指未來五年是實現社會主義現代化進程中具「承前啟後」重要地位；2)六項原則(堅持)，即堅持黨的全面領導、堅持人民至上、堅持高質量發展、堅持全面深化改革、堅持有效市場和有為政府相結合、堅持統籌發展和安全；3)兩大目標，即五年目標—高質量發展、科技自立自強、國家安全鞏固等；中遠期目標—2035年綜合國力及國際影響力躍升，人均GDP達中等發達國家，基本實現社會主義現代化。

整體而言，「以新安全格局保障新發展格局」如9月政治局會議所擬定，但考量十五五具有承先啟後的意味，因此，與過往幾年操作基調仍有不同，鑒於Q3 GDP偏弱，而十五五建議稿明確點出「需求側不足」，故增量政策出台機率上升。此外，安全與經濟兩相交集的戰略性產業項目是「十五五」重點，各項新質生產力領域如人工智慧AI、國防工業、航天技術、半導體或量子科技等，都會是後續國家資源積極投注之所在。

## 四中全會重點

審視「四中全會」三大觀察重點：

1. 未單獨表列「習近平新時代中國特色社會主義思想」：未如二中全會單獨列出「習思想」為指導，而是延續三中全會從「馬克思到習近平」的演進序列，表現出典型「正統性敘事」，可視為理論升格過程中，在「當下唯一正統」與「正統性敘事」間取得平衡、安全感的表徵。
2. 黨內人事調整：補齊「一正二副」，回到作戰、政戰/紀委分立的狀態；拔擢張升民為中央軍委紀委書記兼監委主任，成為中央軍委排名第二的副主席，取代被原中央軍委副主席何衛東，傳遞軍隊中政治控制與紀律監察的優先地位。
3. 十五五規劃要點：1)「安全統率發展」未變；2)第三季GDP數據凸顯公報中“錯綜複雜的國際形勢和艱巨繁重的國內改革發展穩定任務”的描述，為滿足承先啟後的定位，需正視形勢比人強的現實狀況，也透露官方發力的動機，方能達到「增強國內大循環內生動力和可靠性」；3)堅持擴大內需的戰略基點、增強國內大循環內生動力等，象徵拉內需的重要性被往前挪。

資料來源：新華網，國泰世華銀行整理。

## 十五五規劃 vs. 十四五規劃的重點轉變

方面	十五五規劃重點轉變
結構總覽	新增內容主要集中於需求側與風險防控，整體更精煉聚焦
發展環境	從「供給側瓶頸」轉向「需求側總量不足」，預示「十五五」將擴內需置於更優先位置
發展目標	1)科技與安全單獨成條 2)「經濟發展」變為「高品質發展」 3)「治理效能」變為「國家安全」
產業發展	1)傳統產業從「附帶」升為首條 2)新增低空經濟，推動量子科技等 3)基建從「統籌推進」升級為「建構體系」
科技創新	1)從「打基礎」到「見拐點」 2)明確「研發費用加計扣除比例」、「政府採購自主創新」，兩項政策紅利
擴大內需	1)從「供給創造需求」到「新需求引領新供給」 2)雙循環合併為「統一大市場」

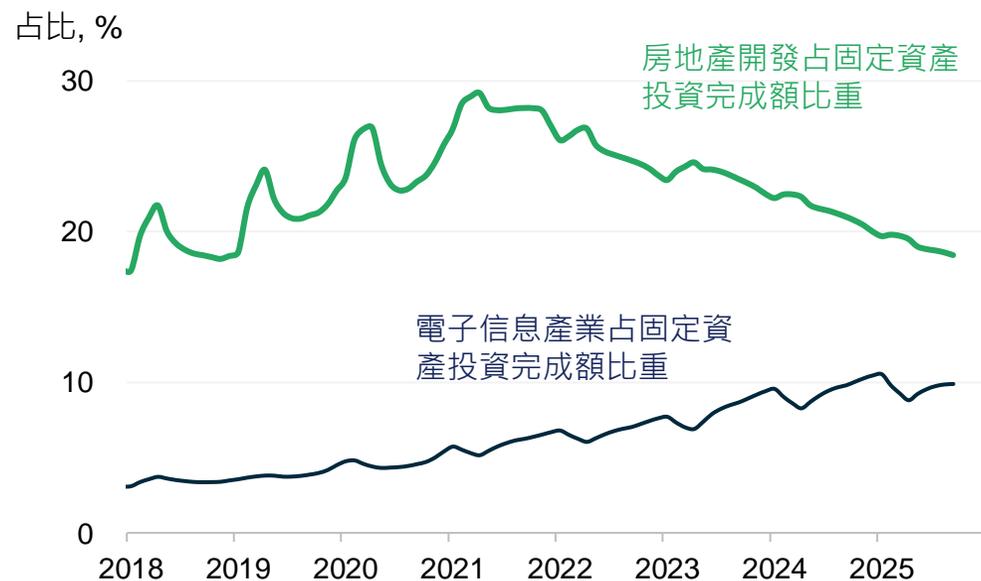
資料來源：新華網，國泰世華銀行整理。

疫情後中國資產投資結構呈現顯著轉型,電子類資產比重持續攀升:2020年起,半導體、新能源車及AI相關產業吸引龐大資金流入,電子信息產業占固定資產投資完成額比重。此轉變源於中國官方加速供應鏈本土化及全球數位需求的結果;相對而言,傳統房地產比重則相對萎縮。

官方財政政策有更趨寬鬆的傾向,財政赤字率連年擴大:2025年預算赤字目標已達GDP的4%,較2023年提升逾0.5個百分點,顯示擴張性財政意圖明顯。另一方面,刺激重點轉向民間消費,透過汽車、家電補貼、減徵購置稅及擴大養老醫療補貼等,試圖扭轉內需疲弱格局。

由於十五五規劃中除了持續強調科技自主外,並提及「供給側瓶頸」轉向「需求側總量不足」,因此2026年繼續提振消費的計畫,且規模高於2025年的機會應該不小。

## 疫情後,中國資產投資結構性轉變,電子類比重持續上升



資料來源: Wind。

## 官方發力, 財政赤字持續上升, 且民間消費越受關注



資料來源: Wind。

美中科技競爭激烈的背景下，中國官方積極追求科技自主自立，視其為國家強盛之基。多次場合都曾提到關鍵領域實現自主可控外，二十大報告中也明確提到，「加快實現高水平科技自立自強，...堅決打贏關鍵核心技術攻堅戰。」強調科技命脈須掌握在自己手中，**避免「卡脖子」的風險**。

為此**基於「十五五」規劃草稿，中國官方將持續扶植本土科技巨頭「對標」美國科技企業，旨在培養本土「巨頭」**。例如，阿里巴巴對照亞馬遜，專注電商與雲計算；騰訊對標Meta，深耕社交媒體；小米對標Apple，聚焦智能硬體等，而近期則由AI晶片設計企業寒武紀急起直追美國輝達。透過政策補貼、研發投資與市場保護，激勵企業加速創新，減少對美依賴，以達到「科技自主」的目標。

整體而言，中國嘗試重塑全球科技格局下，科技巨頭將能持續獲得政府資源挹注。於此，長線受到政策支持、企業獲利快速成長的支撐，雖然短線漲多走勢容易震盪，但可待股市拉回逐步布建。

### 中國在科技領域追求「對標」美國

領域	中國 Big Tech	2026年EPS 年增長	美國 Big Tech	2026年EPS 年增長
社交媒體、雲業務	騰訊	13.5	Meta	6.1
電子商務、雲業務	阿里巴巴	28.1	亞馬遜	13.8
搜索引擎、雲業務	百度	9.5	Google	7.1
智能手機、設備	小米	29.4	蘋果	8.0
AI晶片設計	寒武紀	94.2	輝達	40.8
電動車製造	比亞迪	27.4	特斯拉	43.9
	中位數	27.8	中位數	10.9

資料來源：Wind預估。

### 2026-27年企業獲利將持續成長，為基本面支撐

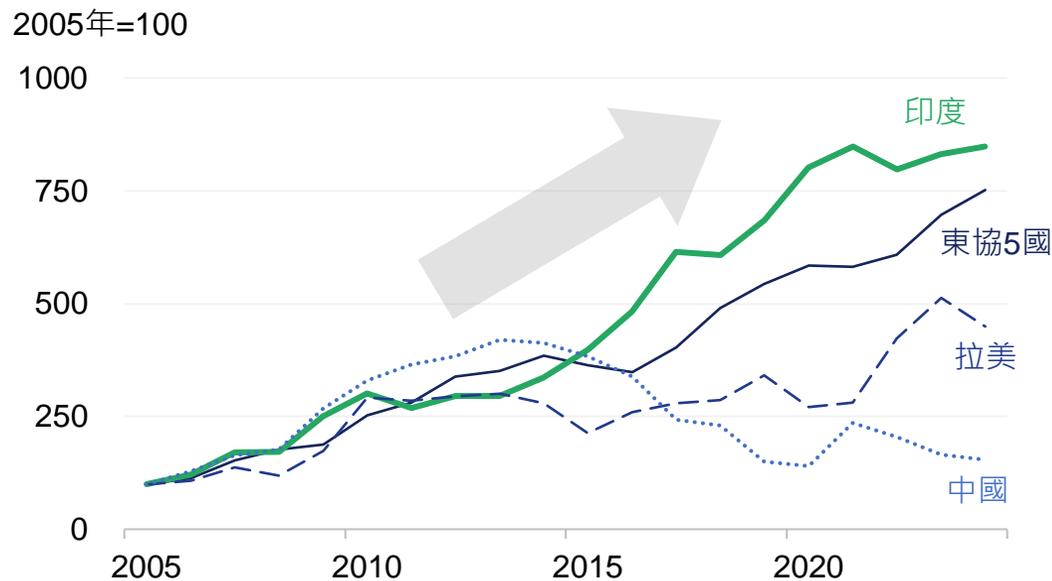


資料來源：Bloomberg預估。

上海封控以來, 跨國企業加速供應鏈「N+1」的策略, 全球供應鏈重組持續發酵, FDI流向印度與東協的趨勢持續。根據IMF年度數據, 2024年印度FDI淨流入已逾800億美元, 東協十國合計更突破1900億美元。

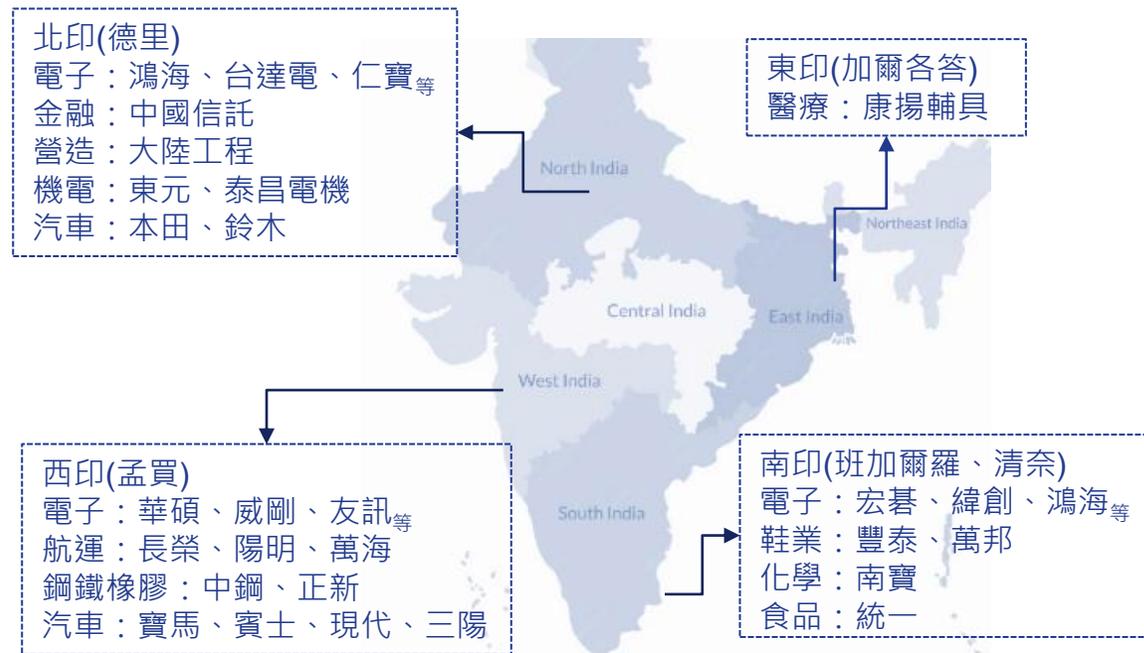
尤其, 印度官方延長「生產激勵計畫」(PLI)至2026年, 讓電子、汽車與半導體產業對其投資甚為積極, 包括台積電、鴻海等台廠在印度古吉拉特邦與泰米爾納德邦投資逾150億美元建廠; 此外, 越南也吸引三星、英特爾擴大晶圓與模組產能, 馬來西亞則承接AI伺服器與功率半導體轉單。在在顯示企業積極尋找中國之外供應鏈落腳的所在。

外國直接投資(FDI)的流入持續增加, 有利印度企業發展



註：東協5國包括印尼、馬國、菲律賓、新加坡、泰國。  
資料來源：IMF。

廠商於印度投資概況



資料來源：經濟部投資審議委員會, FREEPiK。

在印度總理莫迪再度承諾將減少俄油之後，媒體10/22報導，印美兩國將達成一項長期停滯的貿易協議，將使美國對印度進口商品的關稅從 50% 降至 15% 到 16% 之間。雖然美國對印度課徵的關稅，對經濟及股市真實影響不大，包括：1)經濟方面，印度總商品出口約4374億美元(約GDP11%，服務出口約3835億)，對美商品出口(機、電、藥、珠寶為主)約873億美元，以2024-25財年對美出口金額計算，關稅稅率約在30~34%間，產生的關稅影響約GDP0.67~0.75%。2)股市方面，印股大部分營收仰賴內需，其中資訊及醫藥(市值權重約15%、5%)對美營收約50%、30%，但資訊產業近九成為軟體開發等服務出口，受關稅影響不大。

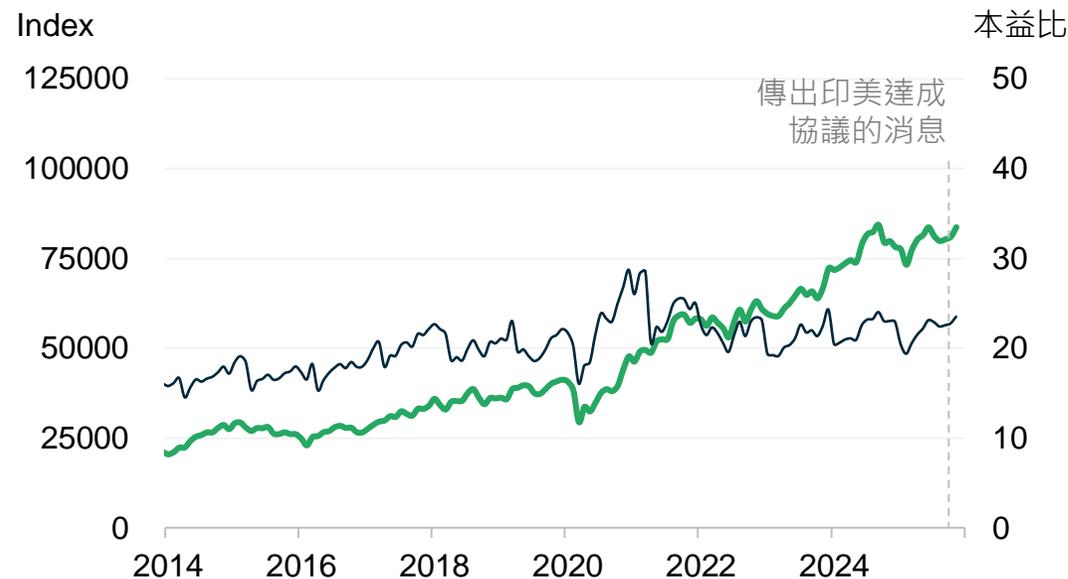
然而，印美雙方元首的齟齬卻大大影響印度股市的投資氣氛，所幸，1)印美雙方最終將**達成協議**，有助揮別印股評價面陰霾；此外，2)印度央行持續處於**降息循環**下，有助資金面放鬆，加上3)印度官方趁西方國家建立非中供應鏈下，積極**推動印度製造、生產補助計畫**，有利企業獲利維持成長，長線印股仍係偏多。

### 印股Sensex基本面維持成長態勢

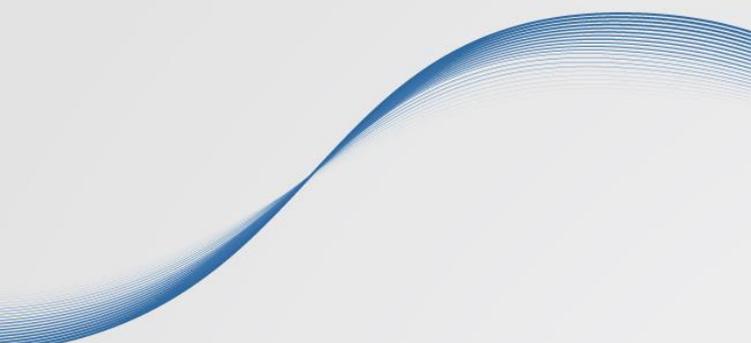


資料來源：Bloomberg預估。

### 印美達成協議後，有助印股揮別評價面陰霾



資料來源：Bloomberg。



# Fed 2.0 革命

— 重塑「金融秩序」

背景：雖面臨去美元化、央行數位貨幣(CBDC)、穩定幣等挑戰，但美元仍是全球主要準備貨幣

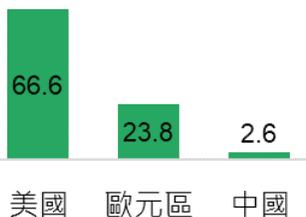
### 核心優勢「三C」

- Confidence**：全球信任度高，外匯準備最大
- Convenience**：交易、結算、計價體系，熟
- Convertibility**：流動性強，國際化程度領先

### 三大支撐機制

- 金融收租模式：美元輸出→美債回購→金融服務
- 結算體系優勢：SWIFT覆蓋
- 新生態循環：穩定幣需求，信用強化

■ 貨幣國際化指數

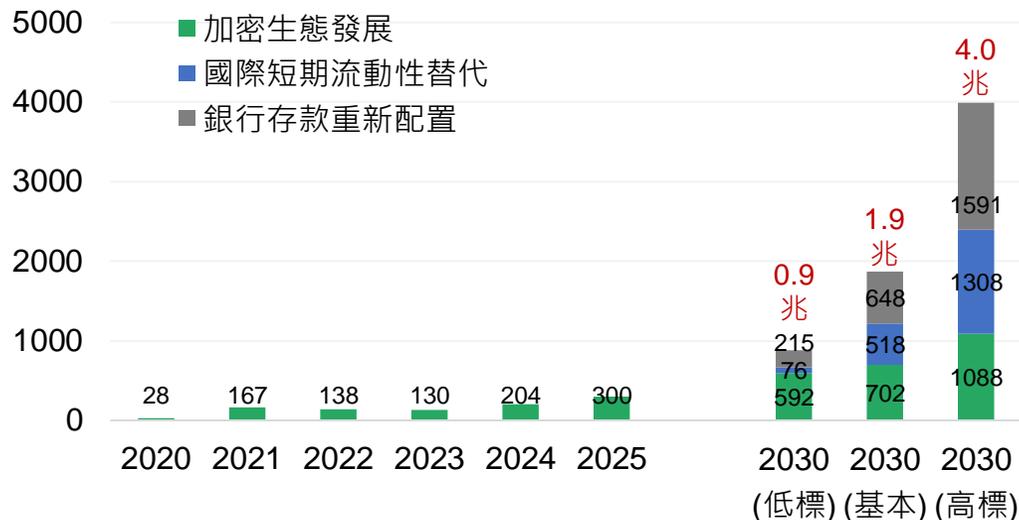


挑戰：CBDC、去美元化、加密幣區塊鏈支付

機會：美元資產、跨境支付平台、穩定幣生態

### 透過立法，穩定幣市值=未來(短天期)美債買盤

十億美元



支付網路	SWIFT	mBridge
技術架構	中央化訊息系統	CBDC 區塊鏈
交易速度	1-3 天	秒級(6-10 秒)
手續費	較高	近乎零成本
地緣政治	美元媒介, 西方主導 易受制裁影響	BRICS 支持 強調金融主權

資料來源：Bloomberg預估, 國泰世華銀行整理。

財政部長貝森特將Fed政策比喻為「非常規貨幣政策」《Gain-of-Function Monetary Policy》。

## 問題點：

- 1) 工具過度複雜化：QE、大規模資產購買等非常規手段, 理論基礎薄弱。
- 2) 資產負債表膨脹：從2008年的9千億→疫情後接近9兆。
- 3) 扭曲市場：QE壓低長期利率, 推升資產價格。
- 4) 分配不均：“Socialism for Investors, Capitalism for Everyone Else”
  - 社會主義給投資人：Fed Put為投資人/富人提供保護傘。
  - 資本主義給其他人：普通民眾承受高通脹/高房價。→財富效應失衡、市場紀律遭削減, 市場依賴「Fed Put」的央行救援。
- 5) 央行獨立性受損：
  - QE模糊了貨幣與財政的界線, Fed涉入公共債務管理。
  - 職能擴張(Mission Creep)：Fed監管銀行、同時制定貨幣政策。
    - 政策過緊將暴露監管失敗；政策過鬆將掩蓋問題, 但犧牲通脹控制→形成監管自保機制。
  - 政治偏向/問責弱化：
    - 2015年後, Fed政治捐款偏向單一黨派
    - 面對QE、監管失誤(SVB倒閉), 缺乏獨立檢討, 將批評視為挑戰央行獨立性。

## 改革願景：

- 1) 回歸核心使命：專注於穩定物價與就業, 避免「職能擴張」、過度干預市場。
- 2) 簡化工具組合：將貨幣政策重心回歸利率調整, QE與非常規手段僅限於真正緊急情況。
- 3) 強化透明度與問責：建立獨立、非黨派的全面審查機制, 涵蓋貨幣政策、監管、溝通與研究。
- 4) 重建市場紀律：降低對市場干預, 減少市場對央行出手救市的預期。
- 5) 維護獨立性：劃清貨幣、財政的界線, 縮減資產負債表, 降低政治化風險。
- 6) 監管職權移轉：將日常銀行監管職責回歸 FDIC/OCC, 讓 Fed 專注於宏觀審慎監測與貨幣政策, 避免利益衝突。

## 貝森特認為QE政策負面影響甚鉅：

QE與非常規政策對市場、經濟、社會的影響。

- 1) 市場層面：利率壓低、資產價格上漲、信用利差收窄。
- 2) 經濟層面：GDP增長未達預期、通脹失控。
- 3) 社會層面：財富分配失衡、代際差距擴大。

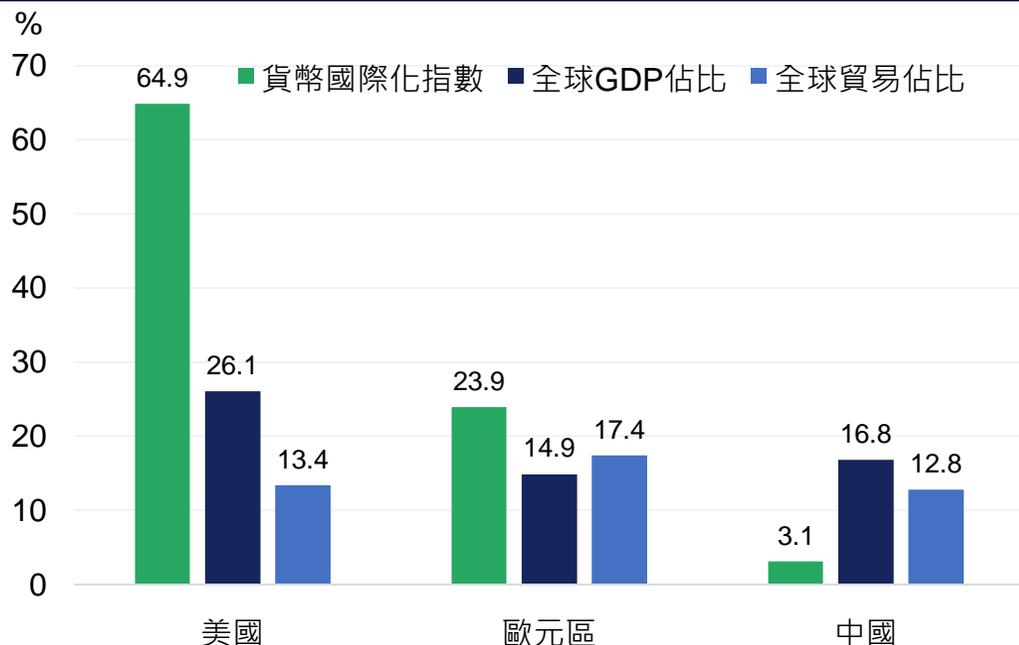
國際重大政治經濟事件常引發「去美元化」(de-dollarization)聲浪。近期的討論源於 2022 年俄烏戰爭爆發後，美國及其他西方國家對俄羅斯實施嚴厲經濟與金融制裁，導致部分國家對持有美元資產產生疑慮，並採取相關去美元化措施。同時，去美元化的論調也因「美國經濟實力與美元使用量不成正比」的觀點，透過傳統媒體與社群平台擴散而進一步升溫。

然而，自 1971 年尼克森宣布中止美元與黃金兌換以來，美元仍是全球最主要的國際準備貨幣，並以其獨特地位深刻影響全球金融循環。一國貨幣能否成為國際主要貨幣，取決於三項核心特質：

### 1. 可信任度(confidence) 2. 使用便利(convenience) 3. 可兌換性(convertibility)

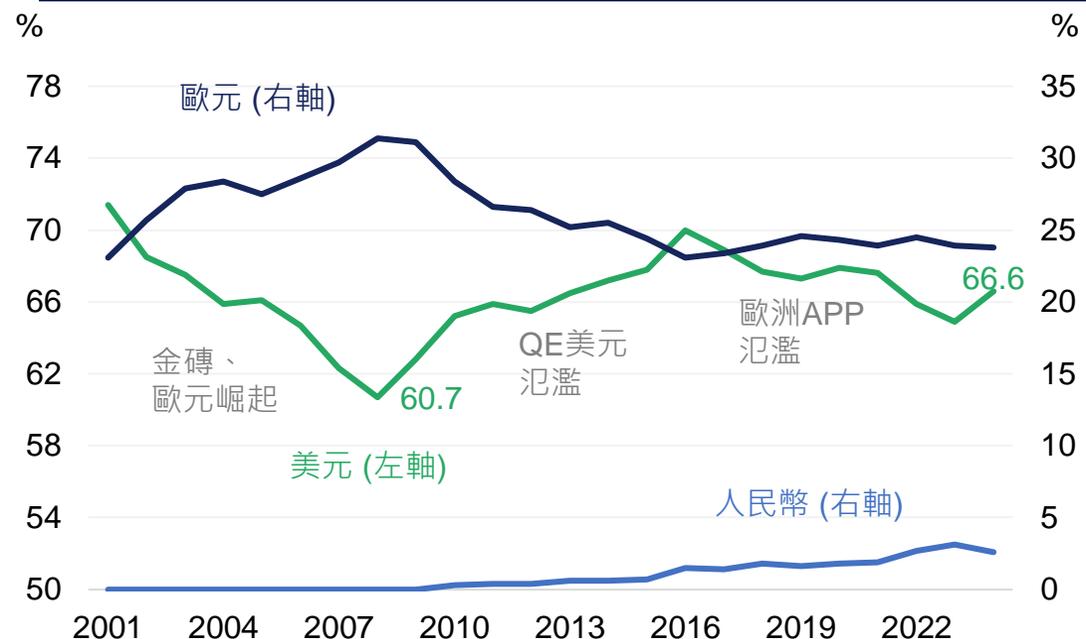
檢視與國際貨幣功能(交易媒介、計價單位、價值儲藏)相關的數據及近年趨勢，目前以美元為主的體系仍有多重因素支持其穩定運作。

## 貨幣職能和經濟規模比較



資料來源：IMF、BIS、FED。

## 國際化指數序列



註：外匯存底佔比 (1) 外匯交易佔比 (2) 外幣債務發行 (3) 銀行跨境債權 (4) 銀行跨境負債。  
資料來源：IMF、BIS、FED。

美元霸權的本質來看，在當代國際金融體系中，美元的主導地位並不只是來自於單一面向或交易貨幣，更重要的是，它背後建構了一整套以美國為核心的資本循環系統。

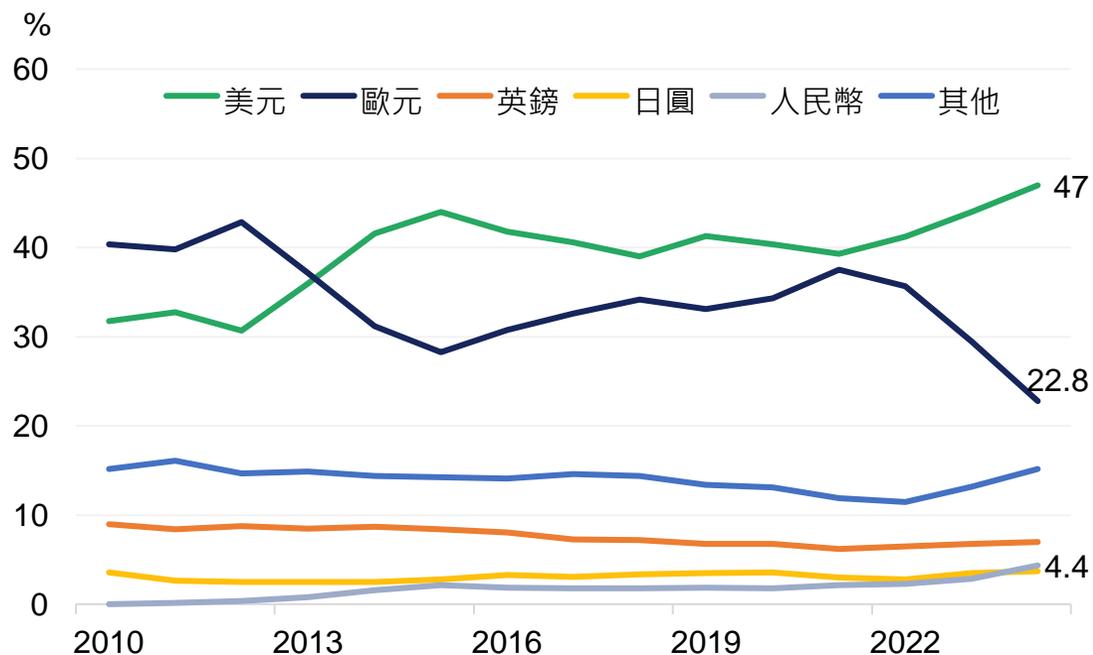
第一層，是由美債主導的全球貨幣供給機制。美國政府每年維持著巨額財政赤字，為此持續發行公債。

第二層，是美元(美元債務)主導的金融資產定價體系。全球主要的商品(Petrodollar System)和金融資產都以美元計價。

第三層，是美元控制下的跨境支付與清算系統。目前，全球絕大多數跨境資金流動都依賴SWIFT系統完成

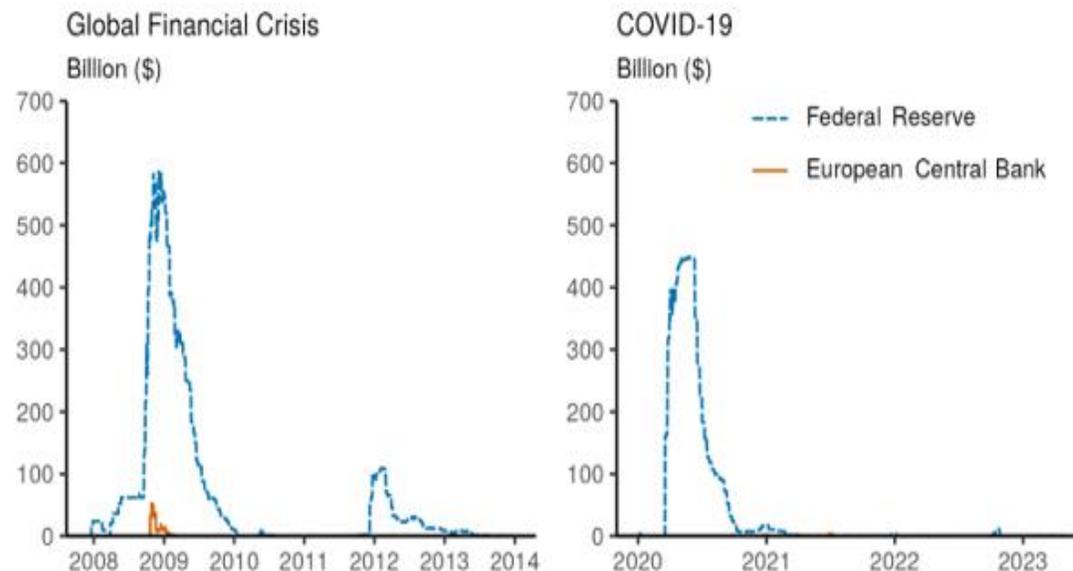
盟友層, SWAP LINE。魔法層, 抵押型穩定幣，即數位美元(Stable coin System)全球覆蓋率+強化美債信用。

### 貨幣用於支付



資料來源：SWIFT。(不含CIPS和歐元區內)

### 亂世佳人之美元Swap



資料來源：FED。

**鏈上發行**(穩定幣直接在鏈上鑄造)、**鏈下配置**(現金或公債等傳統金融資產1:1做為準備), 構成美元信用的再循環機制。

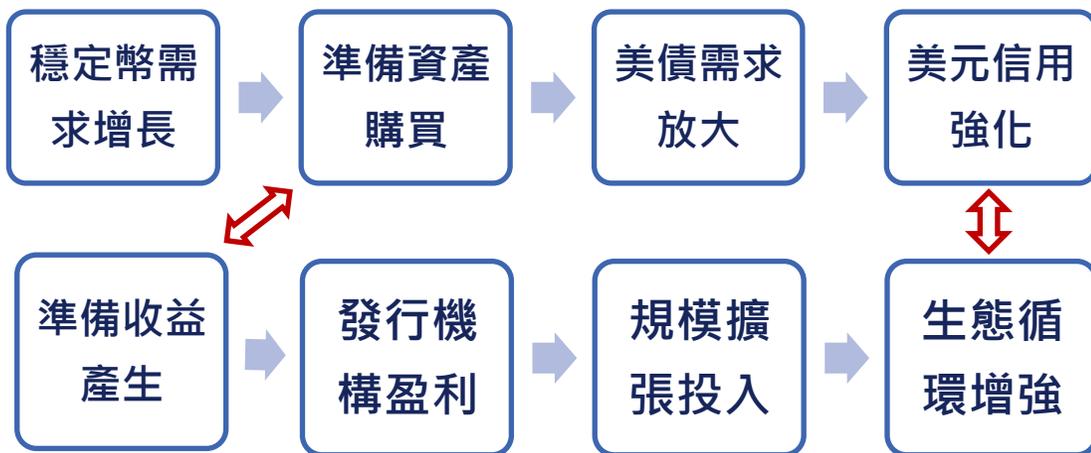
美元以穩定幣形式流入市場, 而市場對穩定幣的持有, 反過來要求其準備配置美國公債, 從而形成需求場景。有效抵消了部分「去美元化」的趨勢, 這意味著美國通過穩定幣實現了一次低成本的貨幣霸權再延伸。貝森特更在聽證會表示, 穩定幣規模在2028年底有望衝上2兆美元。

**穩定幣是美元流通能力的放大器。**

以 USDT 和 USDC 為代表的法幣準備型穩定幣, 廣泛流通於、DeFi 協議以及 OTC 支付管道, 使美元資產能夠進入傳統金融體系難以覆蓋的灰色區域, 例如資本管制嚴格或美元清算受限的國家和地區, 為美元構建了一個「離岸支付網路」, 提升美元交易媒介能力。

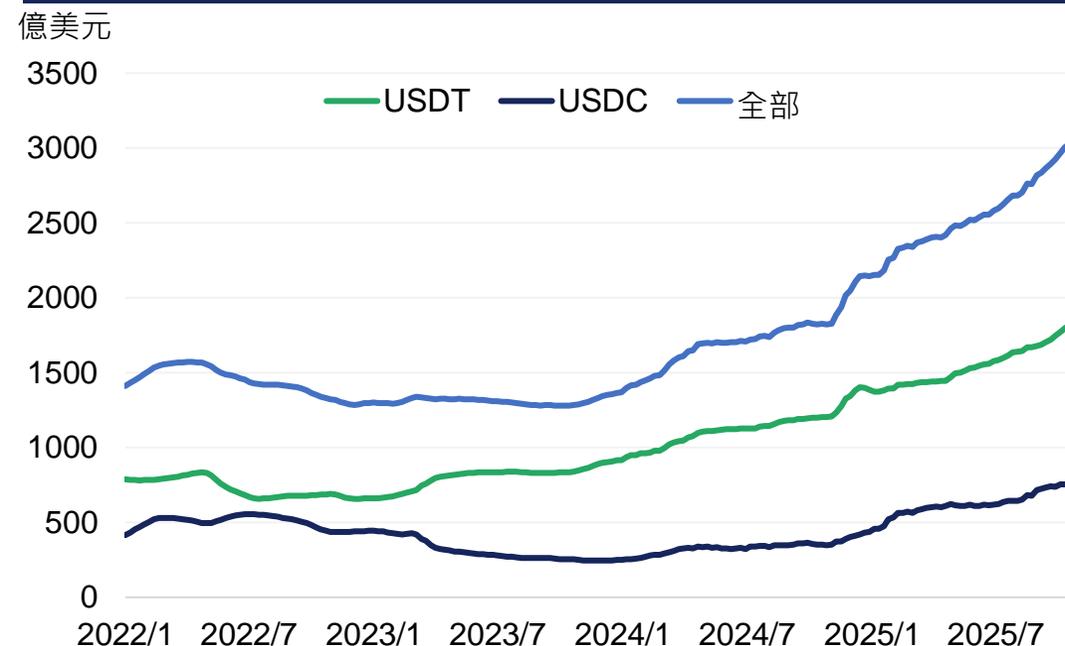
穩定幣具備三個突出優勢：**交易成本低**, 不依賴銀行體系或 SWIFT 網路；**執行效率高**, 可實現 7×24 小時即時到帳；**跨境轉移更自由**, 能在多個主鏈之間流通。

## 循環機制



資料來源：中泰證券, 國泰世華銀行整理。

## 穩定幣市值



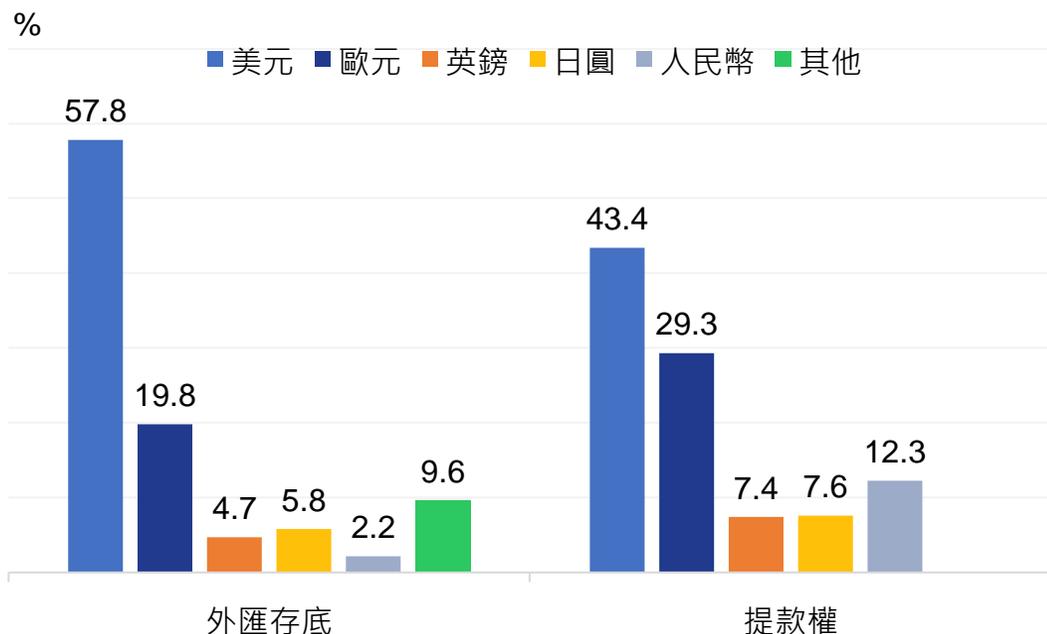
資料來源：Bloomberg。

既有的貨幣功能框架, 黃金最直接和最重要的國際功能是彌補**外匯準備量-價值儲藏 (Value Storage)**

**非信用屬性(No Credit/Political Risk)** : 主權貨幣都是**信用貨幣**, 其價值受發行國的財政狀況、貨幣政策和地緣政治穩定性影響。黃金則是一種無信用風險的實物資產。它不與任何政府的債務或承諾掛鉤, 無法被單一國家(特別是發行準備貨幣的國家)凍結或制裁。簡而言之, 黃金彌補了主權信用貨幣在極端風險下的安全性和獨立性不足。

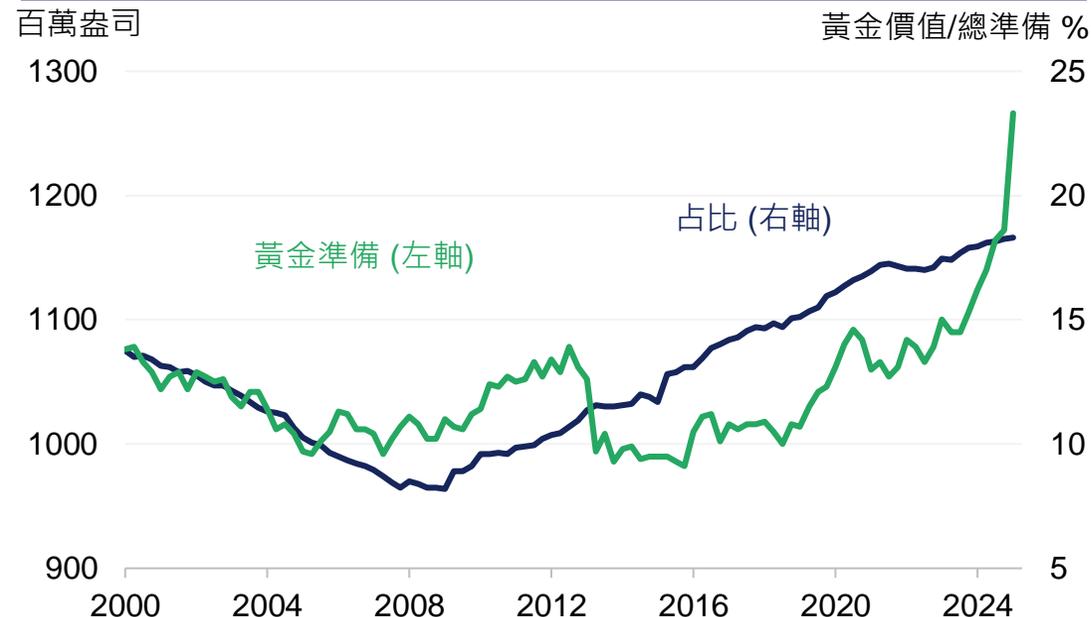
**制裁風險增加** : 俄羅斯入侵烏克蘭後, 西方國家凍結了俄羅斯龐大的外匯準備(主要是美元和歐元計價資產), 這給所有持有大量外匯準備的國家敲響警鐘。**尋求「無政治風險」準備** : 許多國家(特別是新興市場國家和與美國關係緊張的國家)意識到, 準備多元化不足以應對金融武器化的風險。黃金是唯一無法被單一國家制裁或凍結的全球性準備資產, 因此成為去美元化和戰略準備防禦的首選。

## 外匯存底與SDR提款權差異



註: SDR的價值並非由某種實物貨幣決定, 而是根據一籃子主要貨幣的加權平均值計算而來。  
資料來源: IMF。

## 央行黃金準備與價值占比

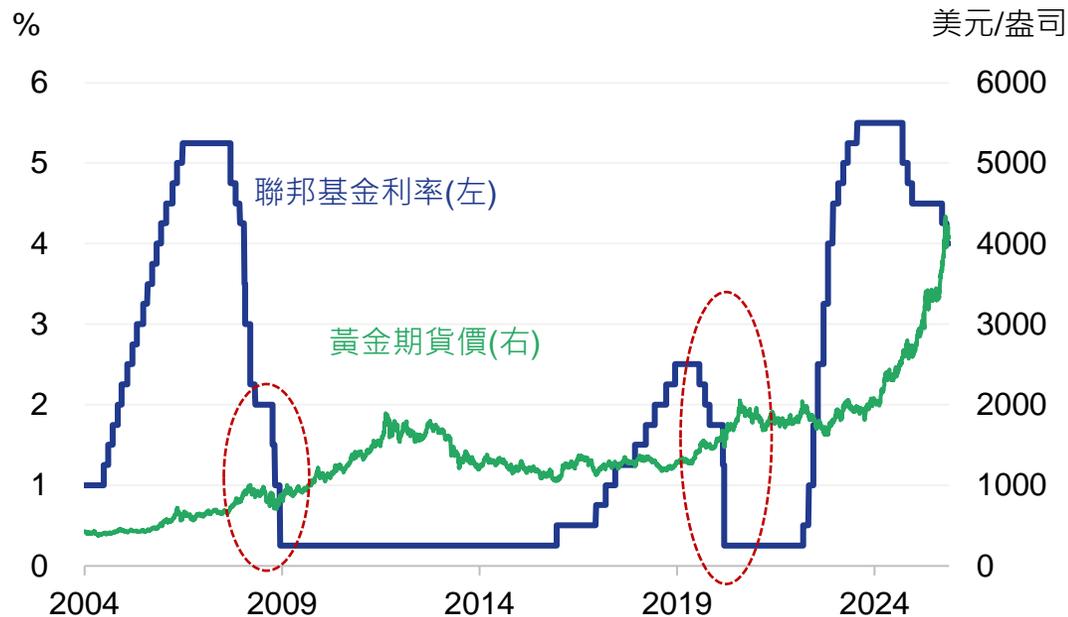


資料來源: Bloomberg。

今年來，黃金價格在Fed(Fed)降息與美元走弱的背景下屢創新高，顯示貨幣政策與匯率對金價的敏感度仍然顯著。Fed今年已降息50個基點，儘管年底降息機率暫出現搖擺，但美國貨幣政策並未轉向，明年預期仍有進一步寬鬆空間，利率下降降低持有黃金的機會成本，使其作為避險資產更具吸引力。同時，美元指數因降息預期走弱，進一步支撐金價上行。

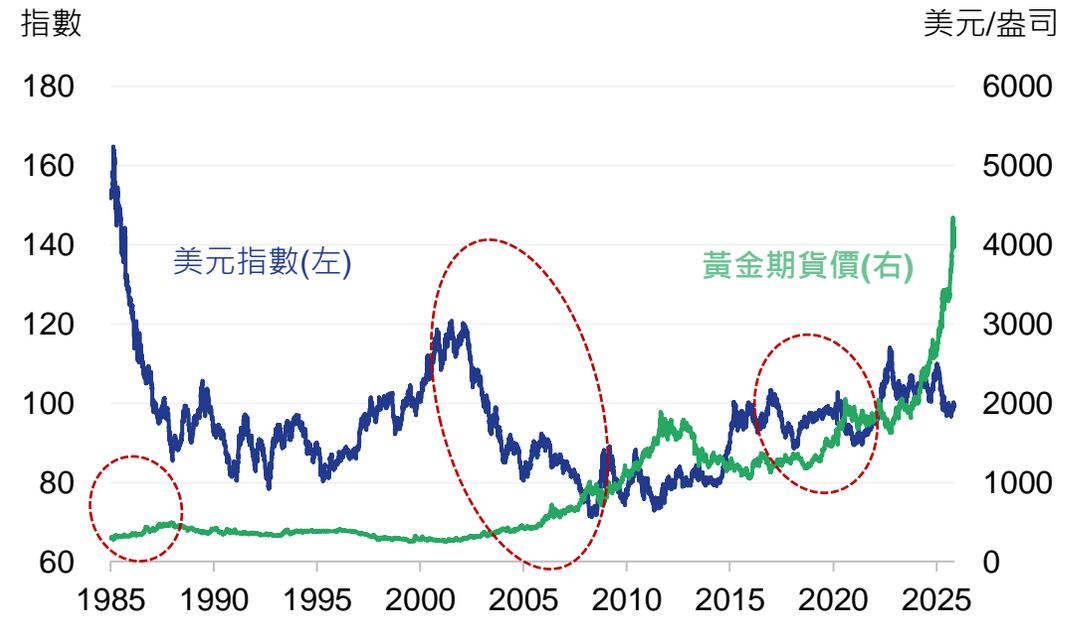
展望2026年，若Fed延續降息循環，實際利率可能進一步下滑，美元維持弱勢，將形成黃金的雙重利多。歷史經驗顯示，當貨幣政策寬鬆且美元疲軟時，黃金通常容易保持強勢表現。此外，央行(尤其新興市場)持續增持黃金，結構性需求將強化上行趨勢。儘管短期波動仍受經濟數據與市場情緒影響，但在全球地緣政治不確定性與通膨壓力未完全消退的情況下，黃金有望在2026年維持高位甚至再創新高，成為投資組合中重要的避險與增值工具。

### 資金成本下滑有利持增持黃金



資料來源：Bloomberg。

### 美元相對弱勢有助黃金表現



資料來源：Bloomberg。

# 各國總經與匯率(1)

— 台灣、日本

### 經濟基本面：溫和放緩

- AI需求延續、基期明顯墊高, 出口擴張但增速放緩
- 關稅壓力猶存, 傳產有志難伸, 轉圜端視美台談判
- 信用管制奏效, 房市量跌價穩, 過熱情勢不再
- 景氣與房市降溫, 貨幣政策料朝寬鬆調整

### 新台幣匯價展望：回升可期, 幅度取決Fed降息

- 美元利率下滑, 緩和資金流出壓力
- 貿易盈餘略降, 但仍高於長期水平
- 風險：Fed降息慢、日圓續貶

	2025	2026
實質GDP (Y/Y, %)	5.5%	2.5%
CPI (Y/Y, %)	1.7%	1.6%
重貼現率 (%)	2.0%	1.875%

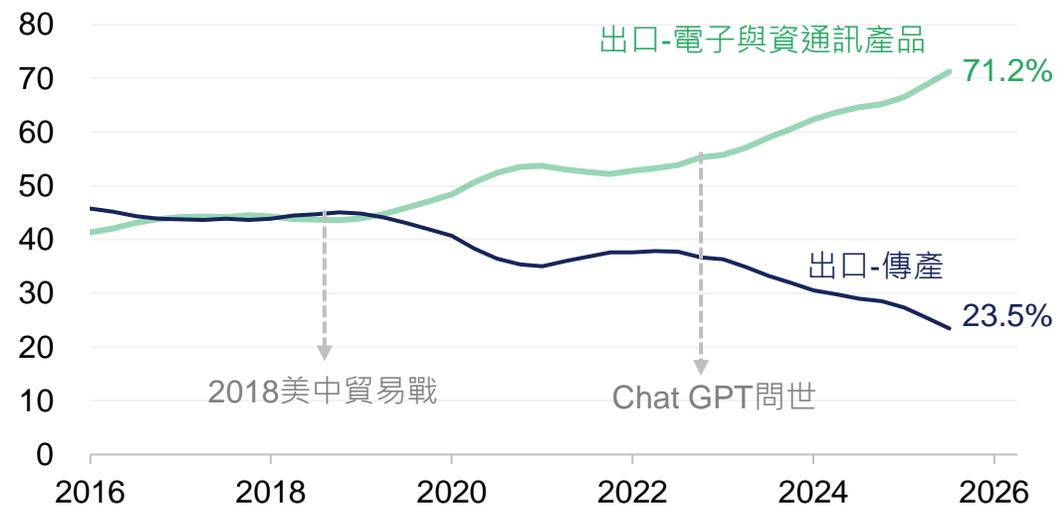
過去兩年台灣出口結構大幅轉變, 電子與資通訊產品占總出口比重突破7成, 成為增長的主要動能來源。

根據資訊科技顧問公司Gartner估算, 2026年全球IT支出將達6.08兆美元(年增9.8%, 2025年成長10%)。其中, 資料中心將維持高增速19%, 但已不及2024、2025年的39.4%、46.8%, 顯示AI相關基建仍是全球企業投資重點, 但在基期擴大的背景下, 增速將開始放緩。

對於台灣的影響而言, 若AI產業擴張動能放緩, 台灣相關產業出口雖可望維持成長, 但2025年的高增速(+45%)將難以為繼, 成為台灣景氣動能放緩的壓力來源。

## AI相關出口成為左右台灣經濟的決定性因子

占總出口比重, %



資料來源：Bloomberg。

## 科技巨頭資本支出續增但動能放緩, 台灣出口將受影響

台灣出口年增率, %



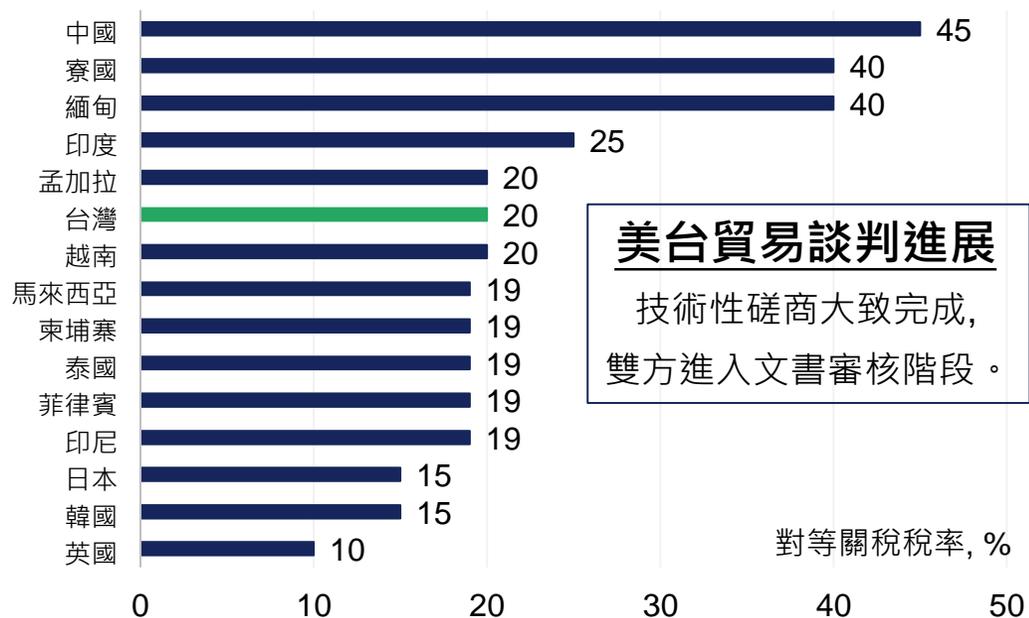
註：5大CSP巨頭為Meta、Google、Amazon、Microsoft、Oracle。  
資料來源：Bloomberg預估。

歷經兩年的衰退後，2025年在美國對等關稅的衝擊下，傳統產業景氣仍舊疲弱。現行台灣面臨對等關稅20%，並需加計最惠國待遇(MFN)關稅，稅率高於日、韓，以及印泰馬菲等東協國家，導致出口競爭力大減。未來轉圓的關鍵在於美台貿易談判，稅率能否降至日韓水平。

值得注意的是，中小企業不若大型企業具備產能調度與供應鏈議價能力，所受之關稅衝擊尤為嚴峻。此外，中小企業家數、就業人數占比龐大，產業景氣的榮枯將牽動台灣就業市場與民間消費，是2026年台灣內需景氣的關鍵變量。

以產業別而言，水五金、汽車零組件、手工具、扣件等產業出口銷美比重高達4-6成，且中小企業占比落於7成之上，在美台談判底定、關稅調降前，產業景氣恐持續疲弱，需仰賴政府持續提供政策支持。

## 台灣對等關稅高於多數亞洲國家，降低出口競爭力



**美台貿易談判進展**  
技術性磋商大致完成，  
雙方進入文書審核階段。

註：除日本外，其餘國家皆須疊加MFN關稅。  
資料來源：Bloomberg、經濟部。

## 部分傳產中小企業占比高，恐影響台灣就業市場

產業	出口比重	銷美比率	關稅稅率	中小企業占比	占製造業就業
水五金	70.5%	54.8%	20%	>90%	0.5%
汽機車零組件	77.6%	50.6%	25%	>80%	2.5%
手工具	87.0%	45.0%	20%	>90%	1.7%
扣件	94.5%	44.8%	50%	>90%	1.4%
飲料食品	11.8%	31.0%	20%	>80%	5.8%
塑膠製品	40.8%	29.0%	20%	99.3%	5.4%
模具	25.0%	20.0%	20%	97.0%	1.6%
鋼鐵	30.0%	16.0%	50%	60%	1.8%
工具機	71.1%	15.0%	20%	>90%	1.2%
紡織	65.0%	10.0%	20%	>95%	4.6%

資料來源：經濟部。

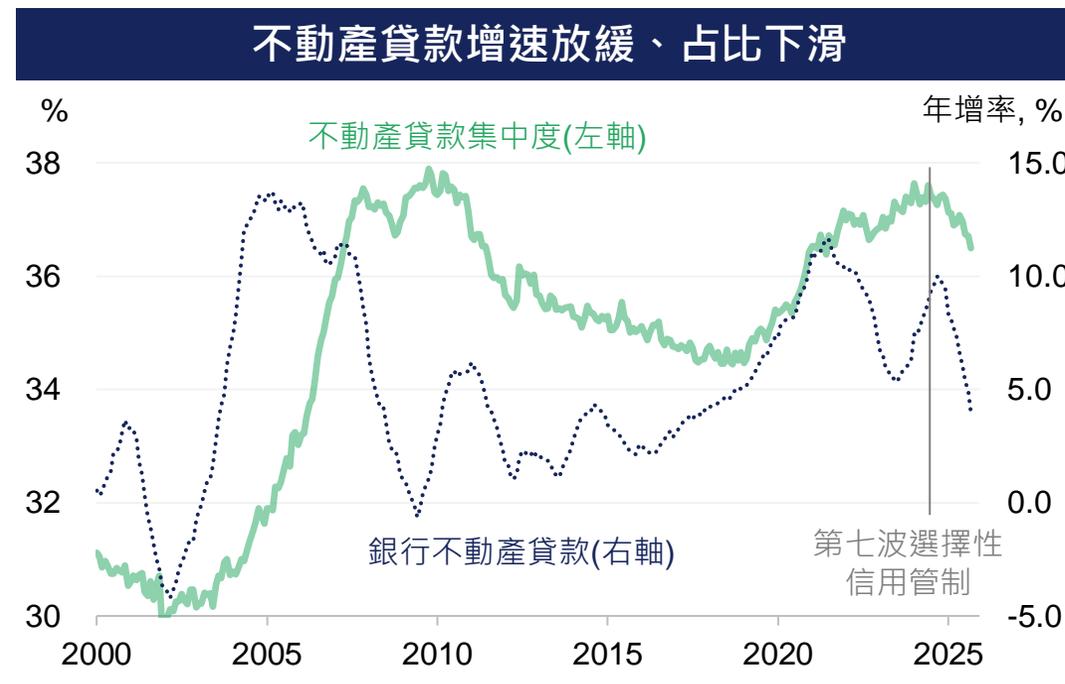
央行於2024年9月實施第七波信用管制, 除調降購屋貸款成數外, 適用範圍亦擴大至全國。規範上路至今逾一年, 房市過熱情勢已有所降溫: 6大直轄市預售屋交易、全台房屋買賣移轉皆較管制升級前明顯下滑, 房價亦連續數季走平, 顯示市場對於「房價持續上漲」的預期有所消退。

其中, 央行關注的不動產貸款集中度自本波循環高峰37.4%降至36.5%, 創下4年新低, 銀行不動產貸款增速則降至2017年底以來新低4.0%, 顯示銀行資源向不動產部門傾斜的情勢亦逐漸改善。

展望後市, 央行將於26Q1對銀行為期一年(24Q4至25Q4)之不動產貸款自主管理進行檢視, 考量房市熱度已明顯降溫、銀行不動產曝險亦有所改善, 預料央行信用管制政策有望於26Q2起朝放鬆方向調整。

第七波信用管制上路後, 台灣房市持續降溫				
指標	項目	2025/09	2024/09	變化, %
房價	信義房價指數 (多反映中古屋)	168.7	168.5	0.1
	國泰房價指數 (多反映新成/預售屋)	161.3	159.0	1.4
成交量	買賣移轉棟數 (12個月平均, 萬棟)	2.3	3.0	-23.3
	6都預售屋成交棟數 (12個月平均)	4541	9910	-54.2

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。



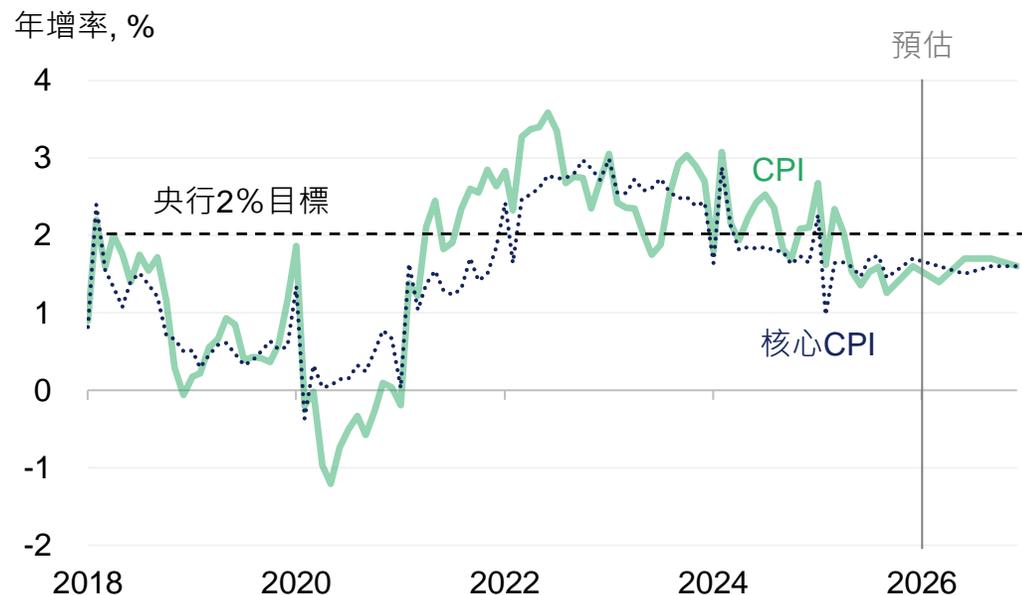
資料來源: Bloomberg。

2025年台灣經濟表現強勁, 全年GDP可望突破5%, 通膨則略低於2%, 台灣央行全年皆按兵不動, 未追隨主要國家、亞洲同儕展開降息。

2026年起, AI相關產業出口增速料將放緩, 傳統產業在對等關稅調降前則仍面臨壓力, 意味著台灣景氣動能料將減速。而在景氣降溫的背景下, 通膨料連續第二年下滑, 除低於2%央行目標外, 更逼近央行總裁所稱的1.5%的降息關卡。此外, 隨信用管制奏效, 房市已脫離過熱情勢。

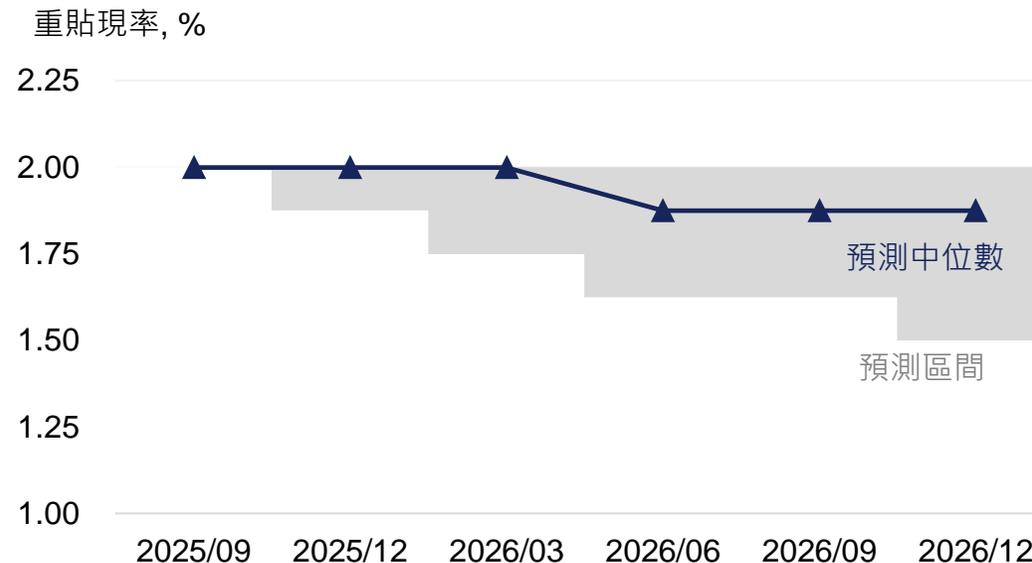
綜上所述, 在通膨壓力下降的背景下, 台灣央行政策焦點或更多聚焦於基本面情勢變化。**若AI相關出口大幅下降, 或傳產景氣持續惡化, 加劇台灣勞動市場與內需消費下行風險, 央行政策將有逐步轉向寬鬆的可能性。**

## 隨2026景氣動能降溫, 通膨預料將保持溫和水平



資料來源：Bloomberg預估。

## 產業表現分化且傳產壓力加劇, 市場預期明年降息半碼



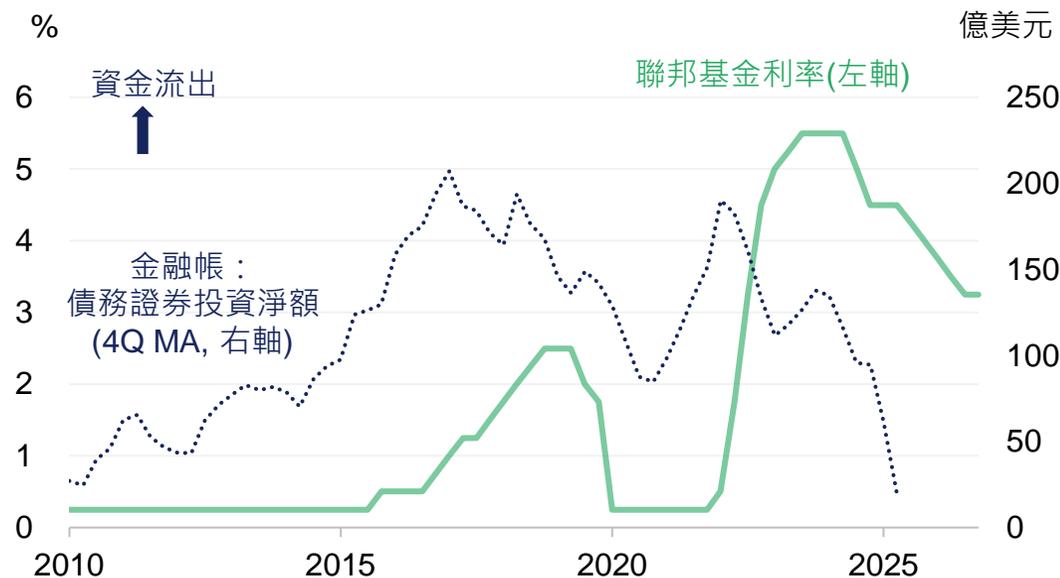
資料來源：Bloomberg預估。

2026年Fed料持續降息，市場預期終點利率落在3%左右，意味著將再降息3碼，有助引導美國公債殖利率下滑。過往而言，當美元利率走降，美元計息商品吸引力下降，台灣資金流出力道將隨之減弱。

另外，受惠於AI產業發產趨勢明確且需求強勁，即便出口增速將因基期墊高而放緩，但仍將維持成長格局，意味著貿易盈餘可望維持高檔不墜。根據主計總處預測值，2026年貿易盈餘將達1287億美元，雖較2025年有所下滑(市場預估約1400億)，但仍顯著高於2020-2024年平均的672億，意味著出口商拋匯的需求與力道不至於大幅減弱。

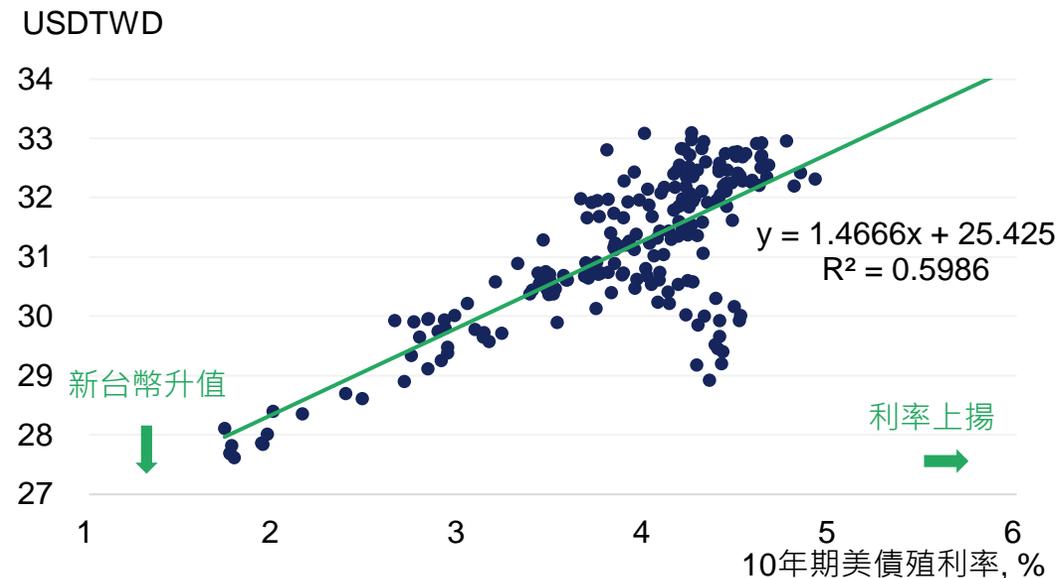
綜上所述，美元利率仍將下滑、貿易盈餘則可望維持高檔，兩大正向因子將有利亞幣緩步升值。關鍵在於Fed降息力道，若川普提名的新任主席貫徹鴿派立場，導致Fed加大降息力道，屆時亞幣將有機會轉強。

### Fed降息後，資金流出力道可望減弱



資料來源：Bloomberg。

### 美元利率可望續降，有利新台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

台灣央行與美國財政部發布關於匯率政策的聯合聲明，雙方將避免操縱匯率以獲取不公平競爭優勢，且未來**台灣央行將逐季公布外匯干預資料**。

預料聲明對於新台幣的影響有限，主因：2016/4/29美國公布半年度匯率報告，稱台灣央行在匯市持續且單向干預，並將台灣列入觀察名單。爾後新台幣拉尾盤幅度明顯收斂，反映央行干預匯價的力道減弱。而近期干預力道亦無明顯轉強，研判後續並無「干預將減弱」的狀況。

研判**美國目的在於提高台灣央行透明度，並引導匯市回歸市場供需決定**。此外，更透明的政策環境，亦應有助於降低市場對於新台幣走勢的臆測。

### 2016年4月底美國財政部稱台灣持續單向干預匯市，爾後新台幣拉尾盤幅度明顯收斂



註：拉尾盤幅度計算方式為(USD TWD收盤價-USD TWD日內最低價) / USD TWD收盤價。

資料來源：Bloomberg。

### 經濟基本面：景氣回歸溫和擴張

- 貿易談判底定, 企業信心止跌
- 關稅擾動漸消, 出口與投資可望回穩
- 高市經濟學上路, 財政刺激登場
- BOJ升息方向不變, 但速度可能更慢

### 日圓匯價展望：續貶空間有限, 升幅端視美日央行政策

- 日圓若貶通膨即升, 高市難以強推貨幣寬鬆
- 美方壓力猶存：日本升息、日圓升值
- 長線利差收斂, 給予日圓回升空間
- 風險：高市大力施壓央行、Fed降息慢

	2025	2026
實質GDP (Y/Y, %)	1.1%	0.7%
核心CPI (Y/Y, %)	3.0%	1.8%
政策利率 (%)	0.5%	1.0%
日圓 (USDJPY)	150	142

新任首相高市早苗成立「成長戰略本部」，未來在AI、半導體、核能在內等17個關鍵領域擴大投資，意圖拉動經濟成長與內需消費，相關政策細節將於夏季揭曉。對於投資人而言，**財政寬鬆力道進一步加大，將是未來數年日本經濟加速成長的關鍵變動。**

貨幣政策方面，高市明確偏好寬鬆政策的立場，導致日圓再度貶破150關卡。然而，財務大臣片山皋月稱日圓反映基本面的價位落於120-130，近期亦對日圓走勢數度採取口頭干預，凸顯**財務省警惕日圓異常弱勢的情勢，亦反映日本政府無意引導日圓再度大幅貶值。**

值得注意的是，即便自民黨順利與維新會共組聯合政府，但兩黨國會席次仍未過半，**高市政府仍面臨朝小野大的窘境，意味著未來政策推動仍須仰賴朝野協商**，大規模財政刺激是否可順利推出，以及政策執行力道，將是未來觀察重點。

執政聯盟

主要在野黨

高市仍面臨少數黨執政困境		
政黨	眾議院席次	參議院席次
自民黨	196	101
日本維新會	35	19
立憲民主黨	148	38
國民民主黨	27	22
公明黨	24	21
令和 新選組	9	6
日本共產黨	8	7

資料來源：wiki, NHK, 國泰世華銀行整理。

高市成立新部會, 主導政府擴大投資	
日本成長戰略本部簡介	
部長	首相高市早苗
成員	全體高市內閣大臣
目的	以「危機管理」為前提，將政府投資聚焦於具國家戰略意義的產業，兼顧經濟安全與成長動能
重點政策領域	AI與半導體、造船、量子、航空太空、國防、核融合等17個領域

資料來源：Prime Minister's Office of Japan, 國泰世華銀行整理。



資料來源：Bloomberg。

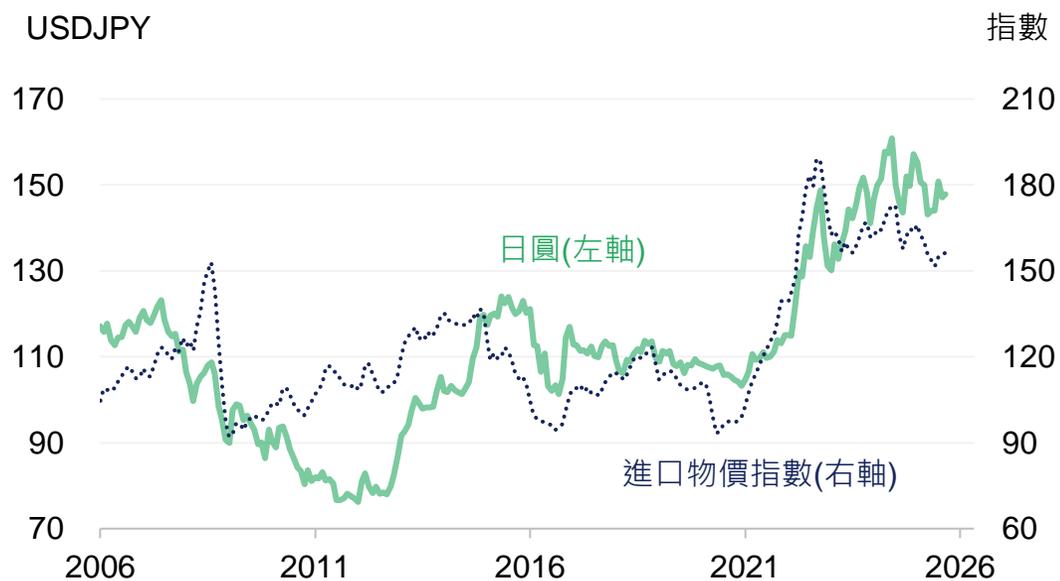
高市過往曾批評BOJ升息之舉，凸顯其偏好寬鬆貨幣政策的立場。然而，BOJ若順應高市，恐導致日圓匯價偏弱，並帶來兩大潛在難題：

1)**通膨壓力**：近年日本之所以得擺脫通縮泥沼，主因2022年後日圓大幅貶值所衍生的輸入型通膨。去年起隨Fed進入降息，以及BOJ時隔17年再次升息，始得以緩和前述壓力。若BOJ升息時點大幅延後或不再升息，而Fed亦無超预期大幅降息，則日圓可能再度走貶，使通膨壓力將難以消退。屆時「物價高漲」的民生與政治難題，恐以支持度下滑的方式，反噬高市內閣的穩定。

2)**美國壓力**：近年日圓的大幅度貶值，顯著增加日本出口競爭力，反映在日本對美國的貿易順差明顯擴大的情勢之上。影響所及，川普多次指控日本操縱匯率，美財長貝森特近期亦稱「BOJ在通膨問題上落後形勢」，皆顯示美國期望日本升息、日圓走升的立場。若高市執意引導BOJ採取寬鬆政策，日圓偏弱的局面恐重演，屆時匯率議題可能成為美國再度對日本發難的導火索。

綜上所述，即便高市偏好寬鬆立場，但考量上述因子，預料將不至推動如安倍首相時期的大規模寬鬆政策，BOJ升息方向亦不會因此改變。

## 日圓大幅走貶顯著推升進口物價，帶來通膨壓力



資料來源：Bloomberg。

## 日圓走貶提升出口競爭力，應有利後續對美貿易帳



資料來源：Bloomberg。

預期2026年日本央行(BOJ)貨幣政策正常化方向不變, 市場預期全年升息1至2碼, 主要考量:

**經濟回歸穩步擴張**: 美國關稅政策不確定性降溫、美日貿易談判底定, 企業信心已隨之改善, 配合全球利率水平下降, 有利終端需求復甦、刺激日本製造業景氣, 預期日本經濟可望回歸溫和擴張步伐。

**通膨仍有上行風險**: 企業獲利創高、薪資增長步伐可望延續, 加以國內通膨預期上升, 皆增添未來通膨回升風險。此外, 25Q4日圓再度走弱, 助長進口物價上漲壓力, 亦為通膨上行的潛在風險因子。

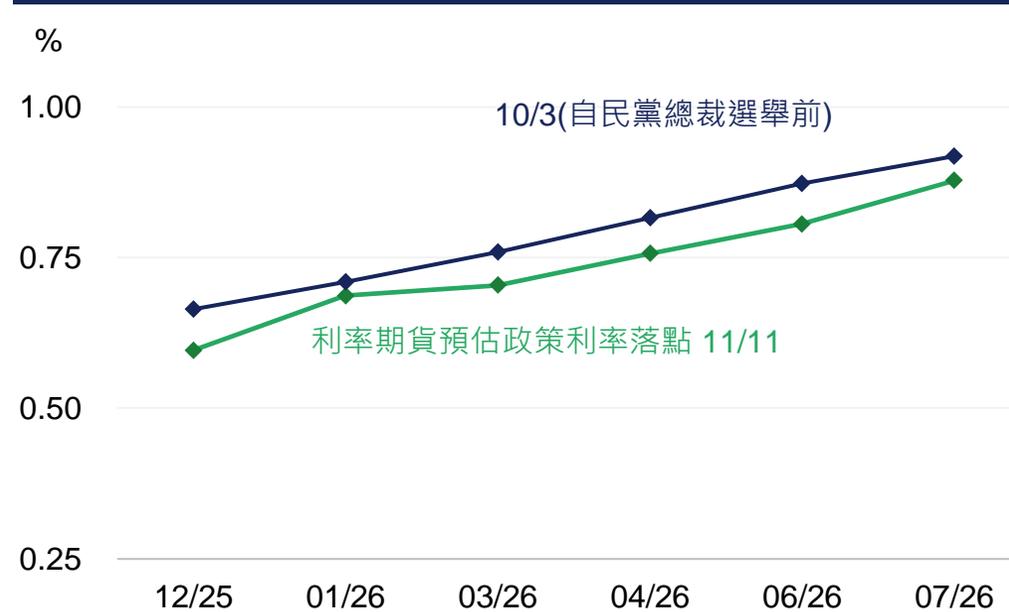
考量上述兩項因子, 預料BOJ貨幣政策持續正常化的方向不變。惟高市政府偏好寬鬆政策, 並帶來部分政治壓力, 預料將導致BOJ政策調整時間拉長、升息步伐緩慢, 市場預期BOJ全年僅將升息一碼。

## 明年日本GDP可望高於潛在水平, 通膨則有上修風險

項目	2024	2025(F)	2026(F)
實質GDP (Y/Y, %)	0.1%	1.1%	0.7%
CPI (Y/Y, %)	2.7%	3.0%	1.8%
核心CPI (Y/Y, %)	2.5%	3.0%	1.8%
政策利率 (%)	0.3%	0.5%	1.0%

資料來源: Bloomberg預估。

## 市場預期BOJ升息將延後, 但方向並未改變



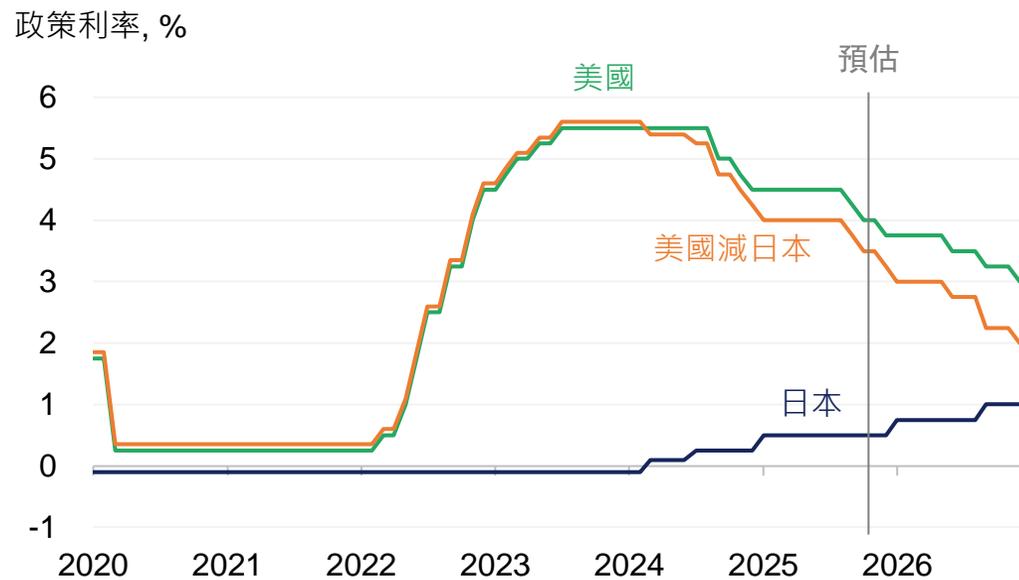
資料來源: Bloomberg預估。

BOJ貨幣政策正常化方向不變, 預估年內升息一碼, Fed則預料於26年再降息三碼, 可望引導**美元利率、美日利差回落, 有利日圓扭轉25Q4的偏弱格局**。至於升值幅度, 則需考量兩大央行政策力道:

情境一: BOJ全年升息一碼、Fed降息三碼(利率降至3.0-3.25%), 預估日圓將有機會重回150關口位置。

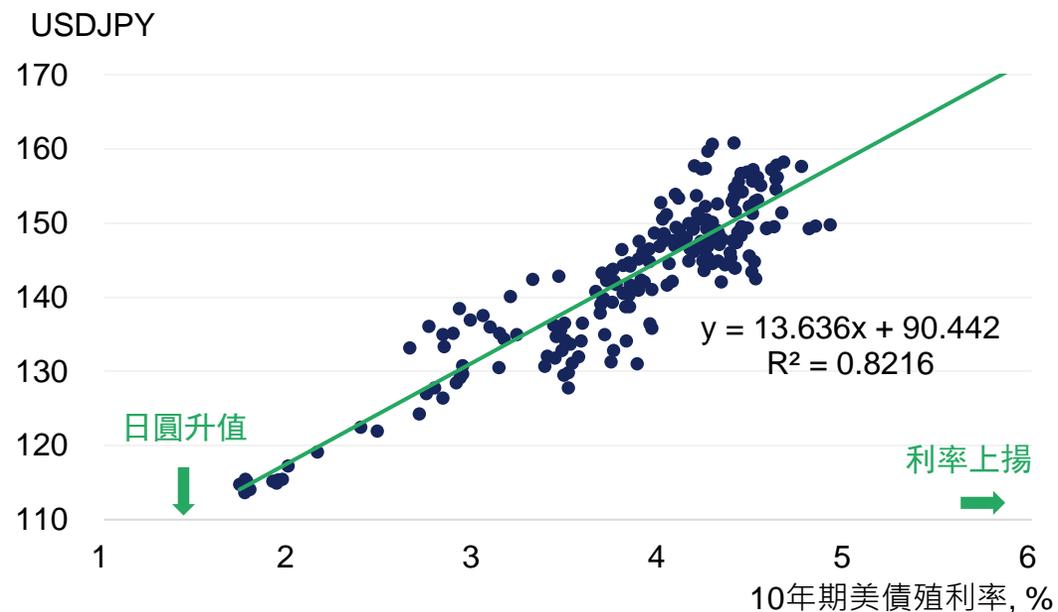
情境二: BOJ升息超過一碼, 抑或Fed降息幅度大於三碼(終點利率低於3%), 預估日圓將可望挑戰140價位支撐。

### 美日貨幣政策分化程度料於2026年加劇



資料來源: Bloomberg預估。

### 美元利率走低將有利於日圓回升



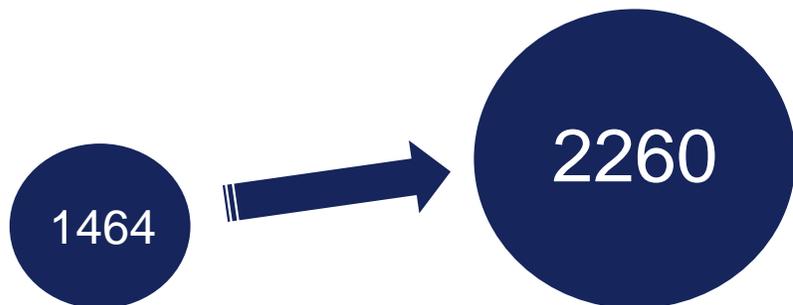
資料來源: Bloomberg。

# 各國總經與匯率(2)

## 一 新興亞幣(中國、東協、印度)

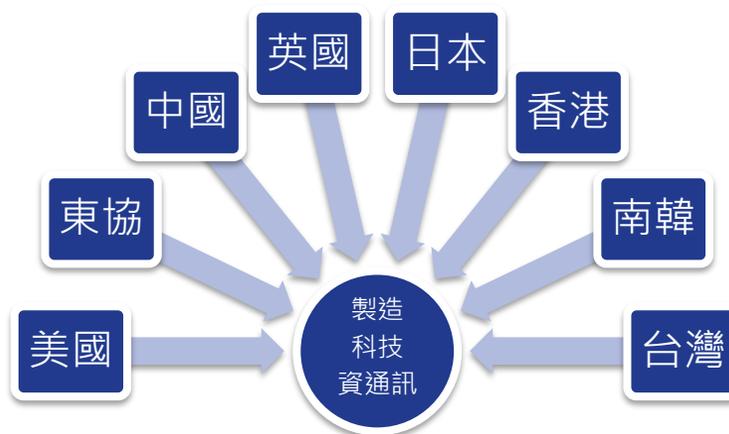
供應鏈轉移紅利

東協FDI金額變化 (單位：億美元)



1. 美中貿易衝突, 帶動供應鏈轉移浪潮
2. 「中國+1」發酵, 東協FDI金額大幅增加
3. 新加坡、越南FDI金額創歷史新高, 印尼、泰國、馬來西亞同步受惠

製造業、科技業受惠



1. FDI聚焦金融/保險、製造業、批發/零售、專業/科技、資通訊領域
2. 製造業、專業/科技、資通訊領域明顯受惠, 抵銷金融/保險降幅
3. 美國投資比重下降, 亞洲國家重要性增加, 中國持續流入, 南韓、台幣增幅逾倍

資金動向、政策變化, 牽動匯率變化

人民幣

- 累積貿易順差
- 外資流入股市
- 美中利差收斂

星幣

- 經濟增速放緩
- 通膨略微回升
- 維持斜率不變

越南盾

- 資金外流疑慮
- 降低關稅衝擊
- 美國寬鬆阻貶

美中貿易衝突方興未艾, 許多企業為避免遭受地緣政治不確定性波及, 選擇採取「中國+1」策略, 將部分生產線轉移至東協國家, 降低過度依賴單一地區風險。觀察近年東協外商直接投資 (FDI) 變化, 受惠於前述「供應鏈轉移」趨勢, 2021年起正式超過2000億美元整數關卡 (2011-2019年平均不到1300億美元), 占全球比重自10%, 逐漸上升至15%。若以東協各自國家進行區分, 新加坡為主要貢獻者 (增加6%, 至1434億美元), 主要受惠於製造業明顯成長 (+220億美元), 越南FDI金額則增加9%, 至202億美元, 首次突破200億美元, 雙雙創下歷史新高。

近年流入東協的FDI資金, 主要聚焦於金融/保險、製造業、批發/零售、專業/科技、資通訊等五大產業 (占FDI總流入金額87%), 製造業、專業/科技、資通訊領域增幅尤其明顯, 分別較前年增加260億美元 (144%)、270億美元 (175%), 抵銷同期間金融/保險業的降幅 (-32%)。

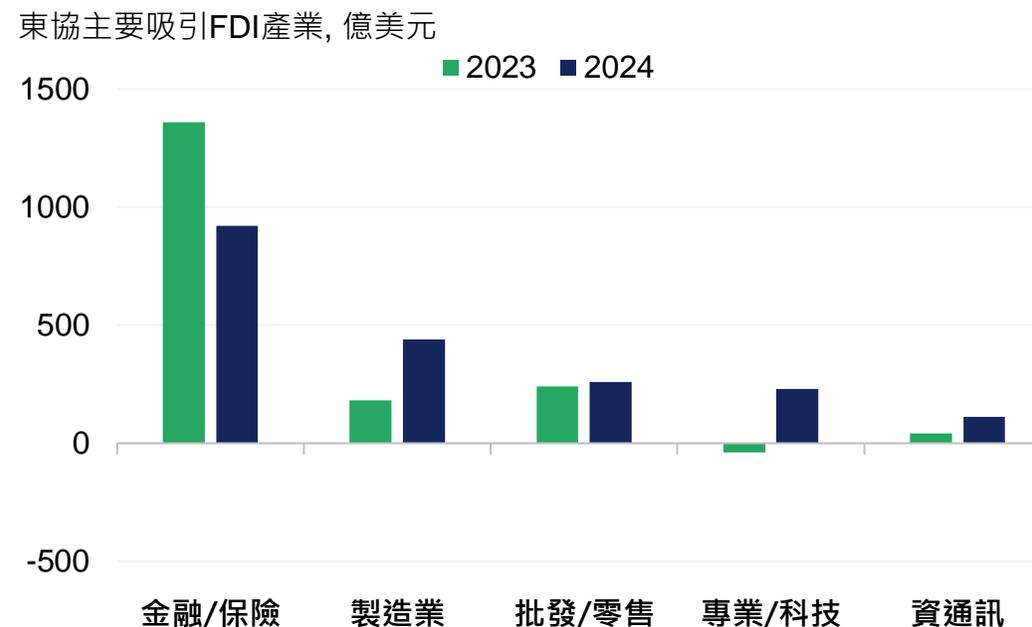
美中角力恐難降溫, 供應鏈轉移趨勢不易扭轉, 有利資金持續湧入東協, 亞洲國家基於地理位置考量, 將在過程中扮演關鍵要角。隨外資持續在當地擴廠、增產, 有助於增加當地經濟成長動能。

### 主要東協國家FDI金額變化 (單位：億美元)

國家	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新加坡	744	981	716	1309	1421	1351	1434
印尼	206	239	186	211	254	215	242
越南	155	161	158	157	179	185	202
馬來西亞	76	79	32	121	173	84	114
泰國	117	38	-56	146	117	81	106
菲律賓	99	87	68	120	95	89	89

資料來源：ASEANstats。

### 主要東協國家FDI金額變化 (單位：億美元)



資料來源：ASEANstats。

中國出口維持成長動能，貿易順差持續累積，儘管美中關稅雜音尚未完全消除，但考量美國占中國出口比重，近年已經呈現逐漸下滑走勢，後續衝擊有限。另外，隨人民幣朝國際化方向發展，增加本國貨幣結算規模及比重，降低過度依賴美元疑慮，有利維持人民幣匯率穩定。

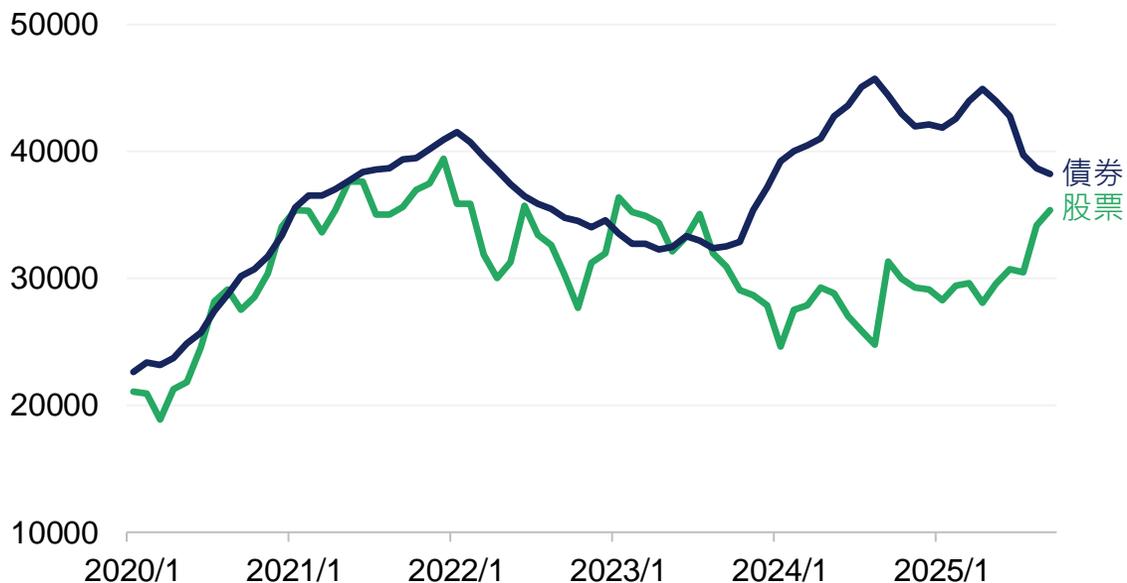
受惠於中國股市重新恢復上漲走勢，外資近年逐漸扭轉先前「加債減股」策略，朝「加股減債」方向進行調整，但總投資規模仍維持緩步增加趨勢。若陸股明年能夠延續漲升動能，資金有望持續回流人民幣資產，提供當地匯率升值力道。

美中兩國利差同樣扮演人民幣匯率，未來走勢關鍵因子，考量兩國貨幣政策雖仍然傾向寬鬆方向，但在預期Fed降息幅度，將大於中國人行的前提下，有利人民幣兌美元呈現偏升走勢。

考量中國出口增速仍然維持較高韌性，外資有望持續回流人民幣資產，及美元指數將呈現偏弱格局，人民幣將呈現偏升走勢。若見出口廠商「待結匯」金額下降 (截至九月底，約4650億美元)，或海外投資熱錢進一步回流，後續有望升破7.0整數價位。

## 外資持續增加中國股市投資部位

境外機構/個人持有境內金融資產金額，億元人民幣



資料來源：WIND。

## 美中利差變化將牽動人民幣匯率

年增率，%

十年債殖利率，%



資料來源：Bloomberg。

新加坡今年第三季GDP成長率雖自第二季的4.5%，下降至2.9%，但高於市場預期的2%，國內經濟產出缺口維持正值 (+0.5%)。其中，資通訊產業年增4.4%，高於前季的4.3%，為其中亮點。然而，考量關稅影響恐將浮現，地緣衝突暫難降溫，及人工智慧需求增速放緩，對未來經濟前景構成風險，新加坡金融管理局 (MAS) 預估明年GDP增速將放緩，產出缺口轉為負值 (-0.2%)。

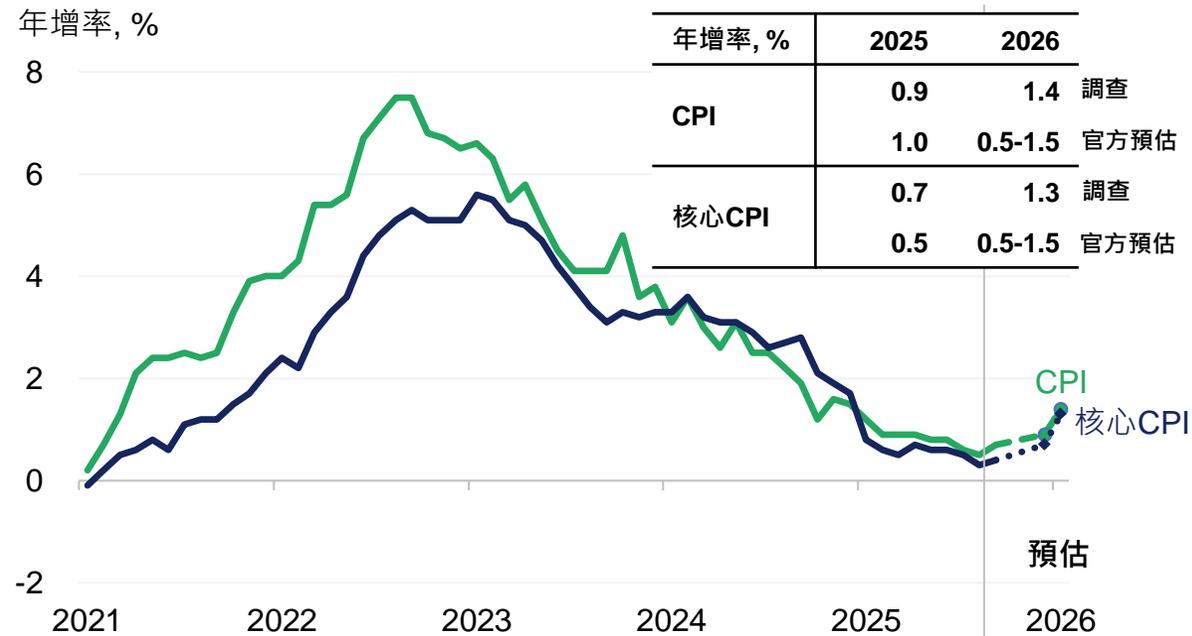
新加坡9月CPI、核心CPI年增率分別為0.7%、0.4%，雖略高於前月的0.5%、0.3%，但仍維持相對低檔區。新加坡金融管理局 (MAS) 預估，今年全年通膨、核心通膨分別為0.5%、0.5-1.0%，明年將回升至0.5-1.5% (市場調查為1.4%、1.3%)。但是，考量汽油價格進一步下降，當地擁車證供應量增加，及租金漲幅放緩效應將逐漸發酵，通膨風險仍可控。

新加坡金融管理局 (MAS) 上半年為因應當地景氣放緩雜音，二度調降星幣匯率區間斜率，下半年選擇按兵不動。考量經濟增速放緩幅度低於先前預期，及明年通膨將逐漸回升，預期將維持目前匯率政策方向不變。

## 新加坡明年經濟增速將放緩



## 新加坡通膨將緩步回升



資料來源：MAS預估。

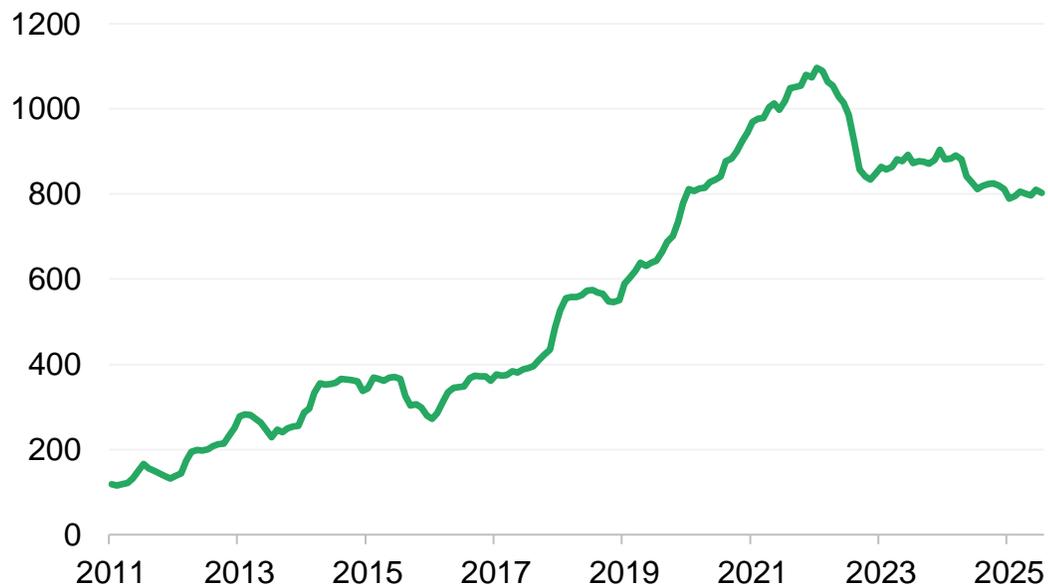
資料來源：Bloomberg, MAS預估。

越南出口雖然維持成長動能, 貿易順差持續增加 (前十月累計185億美元), 然而當地外匯存底卻自2022年逾千億美元, 減少至約800億美元, 除反應近年為避免大型銀行倒閉, 引發後續金融危機, 迫使越南國家銀行動用外匯存底提供援助, 及穩定越南盾匯率水準, 同時隱含資金呈現外流跡象, 恐不利當地匯率升值。

美國政府針對越南課徵「對等關稅」, 儘管稅率自原先的46%, 調降至20%, 但對出口衝擊仍難避免。由於美國為越南主要出口國, 為降低關稅負面影響過大, 波及當地經濟成長動能, 偏貶匯率有助於抵銷可能衝擊。然而, 考量越南當地通膨呈現緩步上升, 限縮央行未來貨幣政策寬鬆空間, 若Fed如預期維持降息步調, 導致美元走勢偏弱, 將有助於越南盾止貶。

## 越南外匯存底呈現減少趨勢

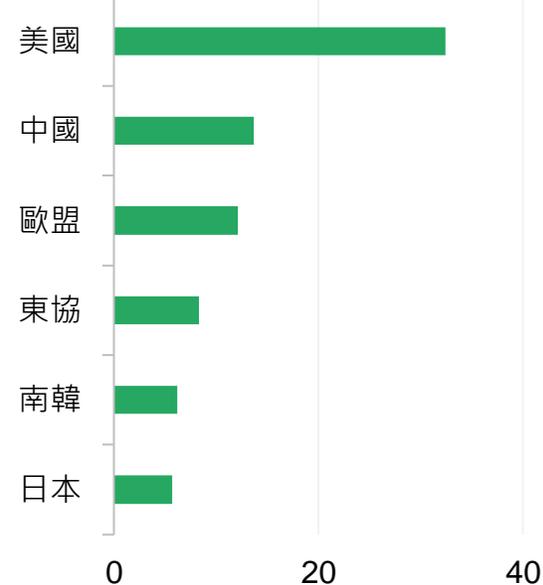
越南外匯存底, 億美元



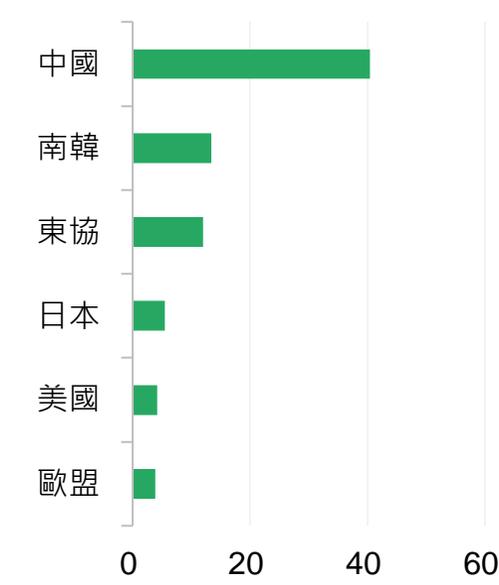
資料來源：IMF。

## 美中兩國牽動越南進出口數據變化

越南主要出口國比重, %



越南主要進口國比重, %



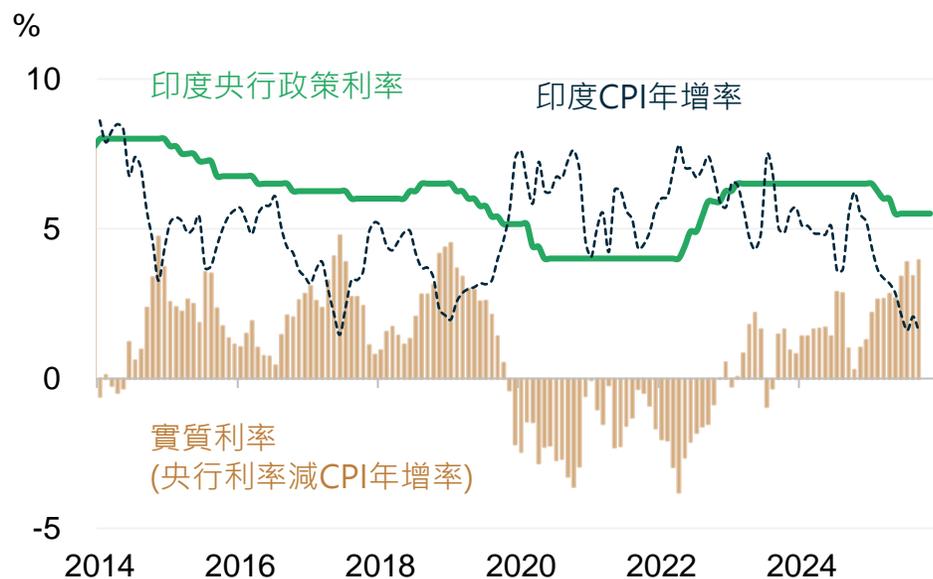
資料來源：Vietnam Customs, 2025/8。

貨幣政策：2025年以來, 印度央行已經三次調降政策利率(合計100bps), 主要受到食品價格連續下降之故, CPI年增率已經降至近六年低位。然而, 即便央行已調降利率100bps, 但實質利率(政策利率減CPI年增率)仍近2.7%, 遠高於央行偏好的1.0~1.5%(據前總裁Shaktikanta Das提到的moderately positive水準), 因此後續印度政策利率仍有持續調降的可能。

供應鏈移轉：隨著美中貿易摩擦延燒, 跨國企業加速建構「非紅供應鏈」, 印度憑藉龐大內需市場、年輕勞動人口與政府「印度製造」政策, 吸引蘋果、特斯拉等巨頭擴大設廠。外資直接投資持續湧入電子、汽車等產業, 企業實體投資加上股市資金回流將有助支持印度盧比匯價。

匯率走勢：結構性而言, 印度盧比受惠供應鏈移轉與外資實體投資, 加上Fed重啟降息循環, 因此即便印度央行也走向降息, 但不至於使得美印政策利差持續向上而打壓印度匯價。後續, 在供應鏈移轉、Fed繼續降息循環下, 有助印度盧比由貶值趨勢轉為橫向盤整。

## 今年以來印度通膨放緩, 支持印度央行繼續降息循環



資料來源：Wind。

## Fed重啟降息循環, 有助支撐印度匯價



資料來源：Bloomberg。

# 債務上癮，能否脫癮？

—各國政府債務問題並非孤例

## 2026年預估

- **政策利率**：朝向3%靠攏。
- **10年美債利率**：上半年區間震盪，下半年越趨下行。
- **信用利差**(軟著陸)：科技業發債導致利差微幅擴張，不過幅度應有限。

## Q：美國債務規模的隱憂？

- 全球債務比例上升已成趨勢，美國並非獨例。
- 即使政治角力激烈，但歷史上美國政府從未真正違約。
- 川普的應對策略：1)開源：提高關稅收入、推動MAGA。2)節流：削減福利支出、降低利息負擔。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

## 美債核心地位不變

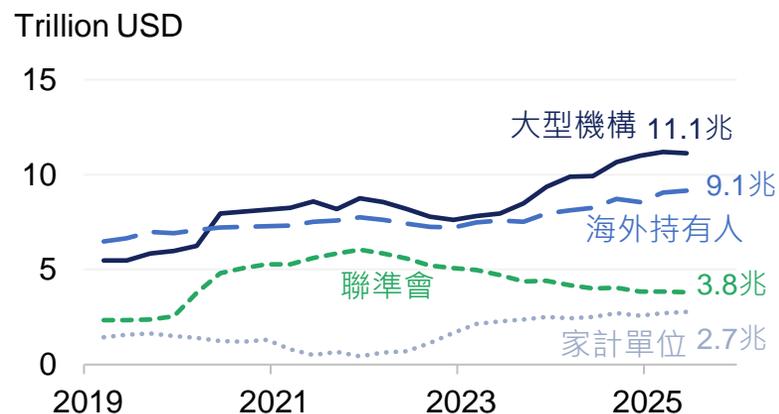
### 美債滿足資金胃納量

- 全球債市規模145兆美元，美國佔**40%(約58兆)**最高。歐、日不具利率優勢，中國受限資本管制，英澳債具利率優勢，但規模小於美國。

### 美國公債的持有結構：

- 大型機構41.5%、海外持有人34%(增持國家仍較多)、聯準會14.2%、家計單位(10.3%)。

## 公眾持有美國公債增至26.7兆



## 固定產品的看法

### 政策寬鬆創造固收報酬

- 降息持續進行，固收仍有成長空間。
- 信用債基本面穩健，整體違約率低。
- 類固定收益：
  - 1.MBS提供穩定息收，但留意提前還款的風險。
  - 2.REITs受惠於利率環境降低，帶動融資成本下滑，且股利率不差。

## 不同情境下的選擇

### 情境1：軟著陸

- 降息改善總經環境，目前違約風險可控下，宜提升利率敏感度、風險偏好。
- 若信用利差於極低水準時呈現技術性擴張，反倒提供加碼的機會。

### 情境2：若經濟惡化

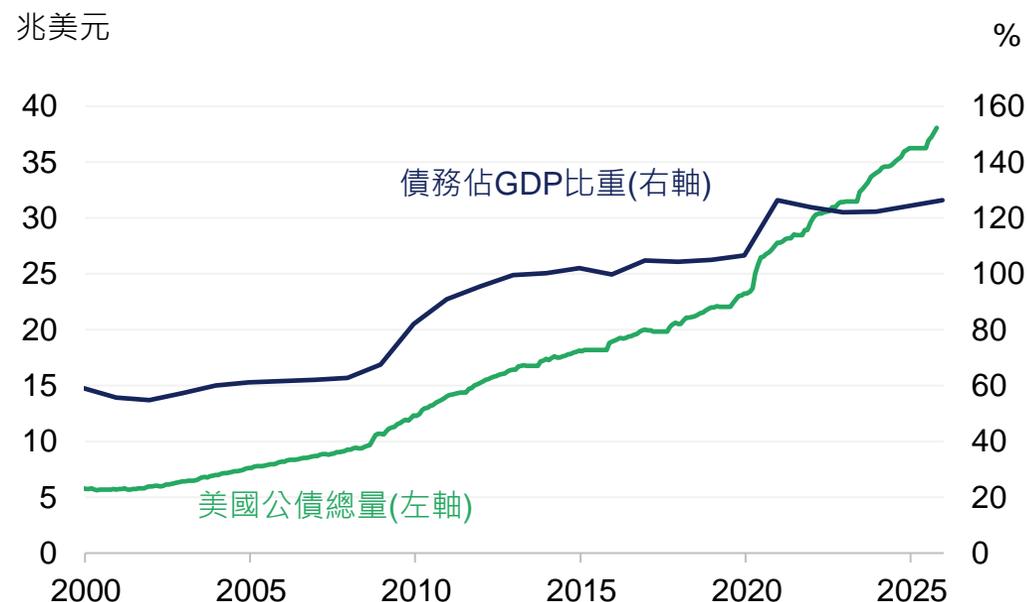
- 品質優先，美國公債、投等債為主。

美國公債上限已提高至41兆美元，目前總債務突破38兆美元，影響市場對美國財政紀律的疑慮升溫。然而，這並非美國獨有的問題；IMF預估，全球先進國家的債務佔GDP比重均將持續升高，顯示高槓桿已慢慢成為全球趨勢。

在美國政策層面上，川普政府正採取的緩解財政壓力措施：1)關稅增加財源：預期單年創造超過3500億美元年收入(9月關稅收入313億美元)，提供稅收。2)降低利息支出：透過施壓Fed降息，減輕因債務供給上升帶來的利息負擔。3)縮減福利補助：削減醫療補助(ACA)與食品券(SNAP)，預計未來十年削減超過一兆美元的Medicaid支出。4)推動製造回流(MAGA)：要求大型企業赴美設廠，創造就業並擴大稅基，支撐中長期收入。

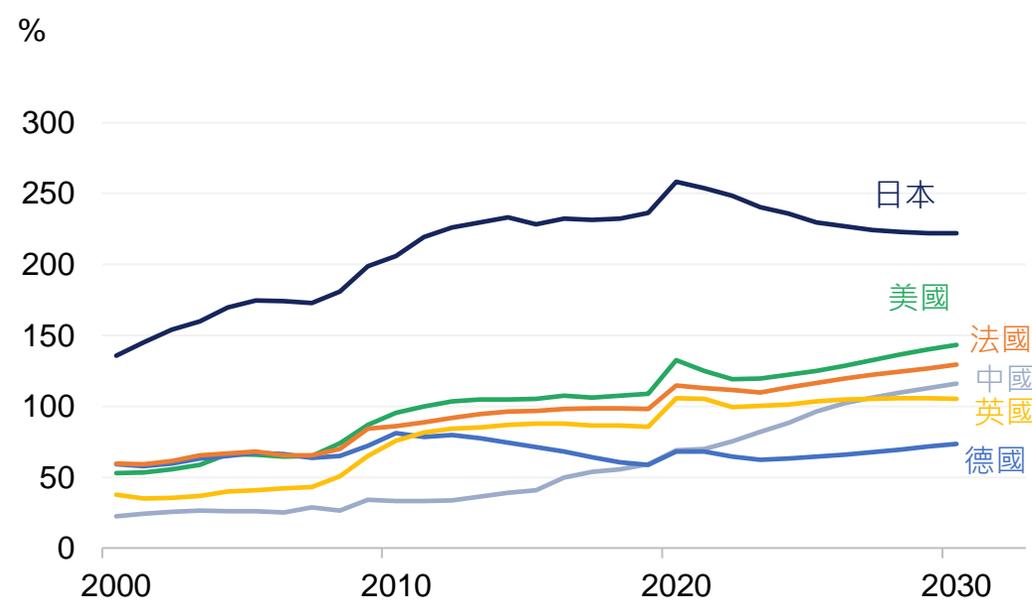
儘管美國公債規模龐大，但其擁有全球最深厚的資本市場、以及美元準備貨幣的地位，持續鞏固美債在全球資產配置中的核心角色。並且，在避險的剛性需求持續存在的背景下，美債仍應在固定收益配置中佔據前列。

## 美國公債情勢嚴峻，債務總量突破38兆



資料來源：Bloomberg。

## 各公債務佔GDP比重



資料來源：Bloomberg, IMF預估。

美國公債流通結構顯示, 在扣除政府部位後, 截至2025年第二季**公眾持有總量已達26.8兆美元**, 結構與趨勢如下:

- 大型機構(41.5%)：**銀行、退休基金、共同基金**等機構的避險需求強勁, 佔比自2020年的35%升至逾40%。
- 海外持有人(34.0%)：中國持續減持, 而英國增持並躍升至第二大持有國。今年前十大持有國當中, **增持者仍多於減持者**, 凸顯全球資金偏好。
- Fed(14.2%)：自2022年6月啟動QT以來, Fed持債佔比由25%降至14%。隨**今年12月將終結縮表**, 市場預期Fed將逐步回到擴表模式。
- 家計單位(10.3%)：**偏高利率環境**吸引投資人增持美國公債, 部位同步增加。

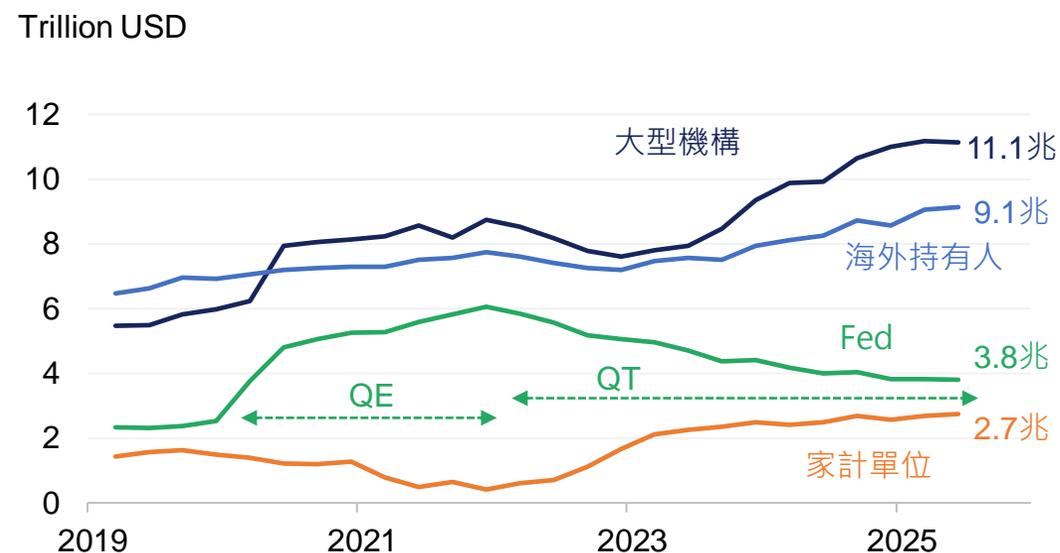
公眾持有美債規模持續創高, 機構與海外需求穩健。隨Fed政策寬鬆並提供流動性的支撐下, 將對未來債市前景形成支撐。

## 海外資金持續增持美債, 需求動能穩健

	2025/1 : (十億美元)	2025/7 : (十億美元)
日本	1,079	1,151(↑)
英國	740	899(↑)
中國	760	731(↓)
開曼群島	409	439(↑)
比利時	377	428(↑)
盧森堡	410	405(↓)
加拿大	351	381(↑)
愛爾蘭	330	324(↓)
瑞士	301	303(↑)
台灣	291	299(↑)

資料來源：Bloomberg。

## 公眾持有量持續創高, Fed終止QT為利多



註：公眾持有總金額達26.8兆。持有佔比：家計單位(10.3%)、Fed(14.2%)、大型機構(41.5%)、海外持有人(34.0%)。

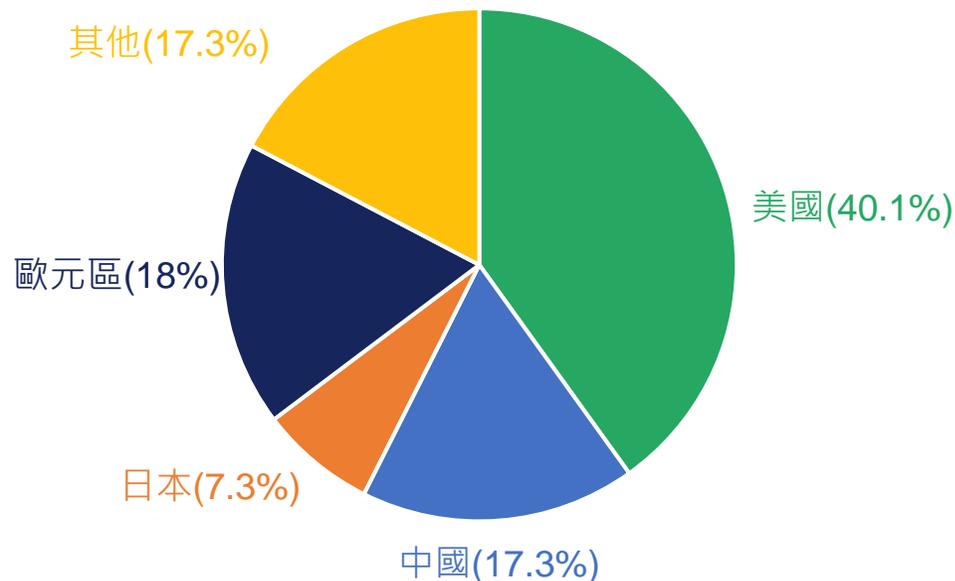
資料來源：財經M平方。

全球債市總量 (公債與公司債) 已達近145兆美元的規模，但各市場在**規模與收益率上的差異性**，仍使**美債持續成為核心配置的關鍵原因**。

**其他市場限制**：1)排名第二的歐元區債券規模將近26兆美元，但利率吸引力不如美債。2)中國佔比達17%，但資本管制與流動性不足為其短板。3)日本方面，10年期日債殖利率約 1.7%，相對偏低，收益率優勢不明顯。4)英國與澳洲的公債殖利率均逾5%，但市場規模(英國5.5兆美元、澳洲1.7兆美元)，仍**難以滿足全球龐大的資金需求**。

在全球債市中，美國不僅擁有**最大規模(50兆美元)**，更結合**深厚流動性、美元儲備貨幣地位與相對高收益率**，以形成獨特的優勢。相比其他市場，美債能同時滿足安全性、流動性與息收需求，在資金尋求**避險與穩健回報**的背景下，仍是固定收益配置的核心選擇。

全球債市市值佔比：美國仍佔大宗



資料來源：SIFMA。

各國10年期公債、投等債殖利率比較

	美國	歐元區	英國	澳洲	日本
公債殖利率	4.09%	2.67%	4.40%	4.39%	1.68%
(IG) 投等債殖利率	5.05%	3.67%	5.16%	5.37%	2.09%

註：歐元區採德債利率，英國投等債採A級金融債。  
資料來源：Bloomberg。

## (類)固定投資的多元機會

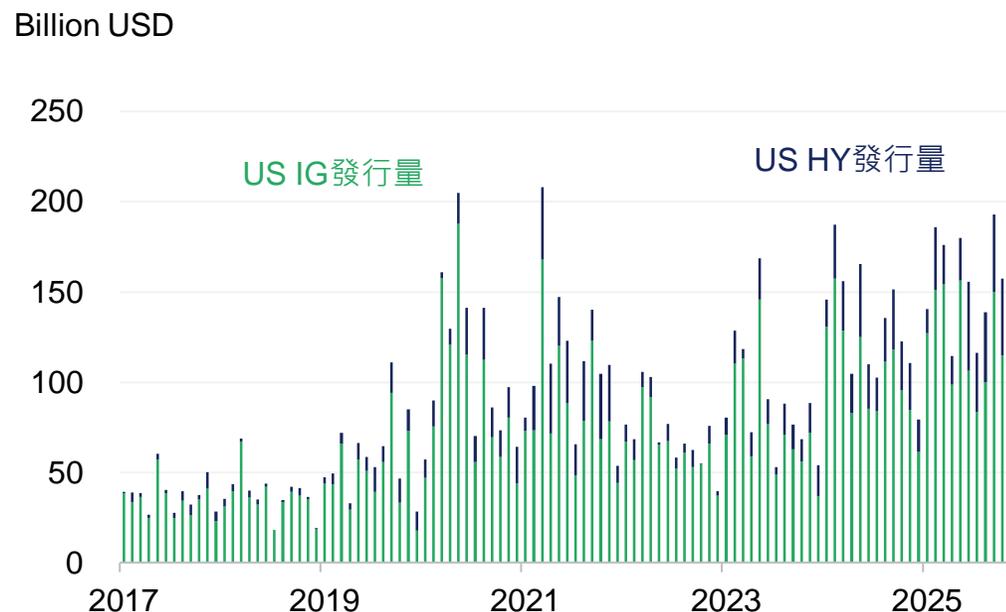
- 穩健的信用債
- 房市復甦的新機會：REITs

隨著Fed持續降息，將政策利率由5.25~5.5%下調至3.75~4.0%區間(累計至2025/10 FOMC會議共降6碼)，帶動固定收益市場的成長。從2024下半年至今，美國投等債(IG)、非投等債(HY)、新興美元(EM US)債含息報酬近10%，凸顯**降息循環對債市的支撐**。

**短期市場動盪**：11月初信用利差擴張情勢，主因，1)Fed態度分歧，市場降息預期降溫導致債券拋售；2)供給面壓力持續墊高，近期**科技業持續發債**，帶動整體發行規模持續走高，根據彭博統計，**2025年(1~10月)已發行1.68兆美元公司債(IG+HY)**，已超越2024全年的1.57兆美元。

儘管近期市場情緒波動，使信用利差自歷史低點略有反彈，但目前總體經濟基本面仍維持穩健，**在衰退風險有限的情境下**，系統性信用危機的可能性不高，宜逢利率反彈之際，選擇利差相對合理的標的。

## 信用債發行逐年升溫



註：2023年發行1.08兆美元，2024年發行1.57兆美元，2025年(至10月)發行1.68兆美元。  
資料來源：Bloomberg。

## 短期IG、HY利差反彈，但仍處歷史低點



資料來源：Bloomberg。

美國經濟「溫和放緩但仍具韌性」的背景下, 非投等債的**違約率持續維持在低點**, 而**回收率亦在近10年的高點徘徊**, 均反映信用風險相對可控。  
**非投等債財務結構**: 1) EBITDA利潤率維持在相對高檔, 企業營收仍具獲利動能。2) 自由現金流雖有波動, 但未顯著惡化, 顯示在現行利率環境下仍具清償能力。

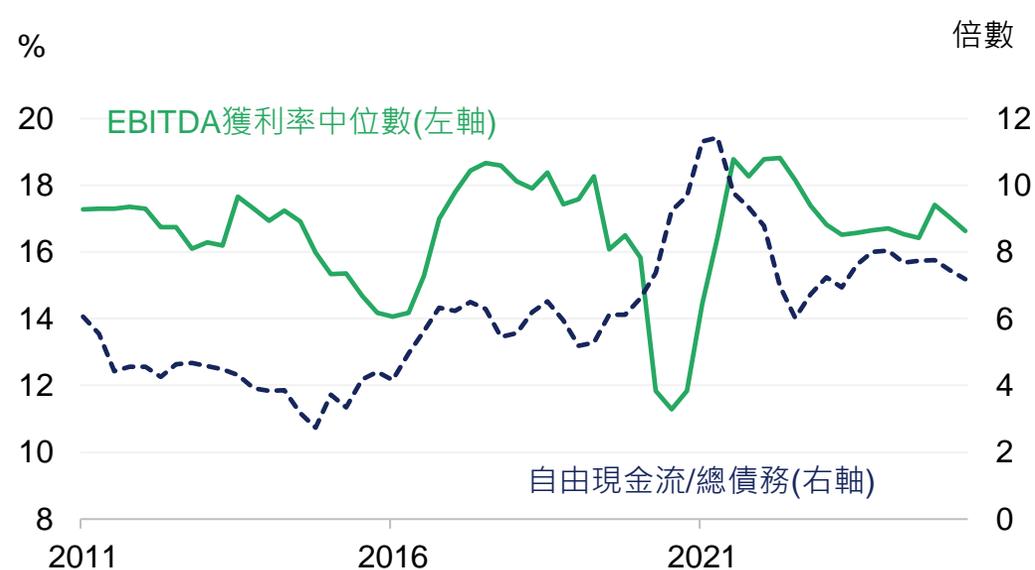
在軟著陸的預期下, 勞動市場降溫使Fed緩步降息, 有助整體信用市場表現。儘管短期受利差偏緊因素, 而有波動的可能, 但在高票息優勢下, 信用債仍為固定收益資產的首選。預期景氣維持穩健, 投資人**可適度承擔信用風險, 尋找信用敏感度的機會**; 然而, 對於偏好**防禦型布局**的投資人而言, 仍建議以信評高、現金流穩健的發行人為主, 以兼顧**收益率與風險管控**。

### 信用風險處在低檔



註: 回收率指債券或抵押貸款違約後, 債權人能收回的金額占本金(面額)比例。  
 資料來源: Merrill Lynch。

### 債務基本面: 現金流穩健、獲利率高於長期均值



註1: EBITDA(稅息折舊攤銷前盈餘)占營收的比例, 衡量企業核心營運獲利能力。  
 註2: 企業自由現金流量能覆蓋總債務的倍數, 反映償債能力與財務安全性。  
 資料來源: Bloomberg。

Fed降息緩解高利率環境，30年期固定房貸利率已由2023年10月的8%峰值，回落至約6.3%水準。一方面，利率滑落有助提振整體房市與市場信心，但另一方面也帶來的潛在風險為**提前還款率(Conditional Prepayment Rate, CPR)**上升，將導致：1) 借款人提早回收本金，投資人面臨再投資風險，2) 市場對提前還款率的預期，將導致MBS價格成壓；在考慮CPR風險後，MBS的信用利差相對投等債吸引力並無太大優勢。

所幸，目前MBS平均殖利率(4.7%)與房貸利率的差距已縮小至不到200bps，降低了借款人大幅再融資的誘因，有助緩和CPR壓力。整體而言，Fed持續降息對MBS市場仍屬利多，MBS亦具防禦性與穩定現金流的特性，應留意，房貸利率的走勢仍主要取決於10年美債利率的下滑幅度。

### 10年公債利率下滑，帶動房貸利率同步走降



註：統計2000年至今，30年房貸利率與10年債利率相關係數(0.91)高於30年房貸利率與政策利率的相關性(0.81)。

資料來源：Bloomberg。

### 考量提前還款風險後，MBS利差相對緊縮



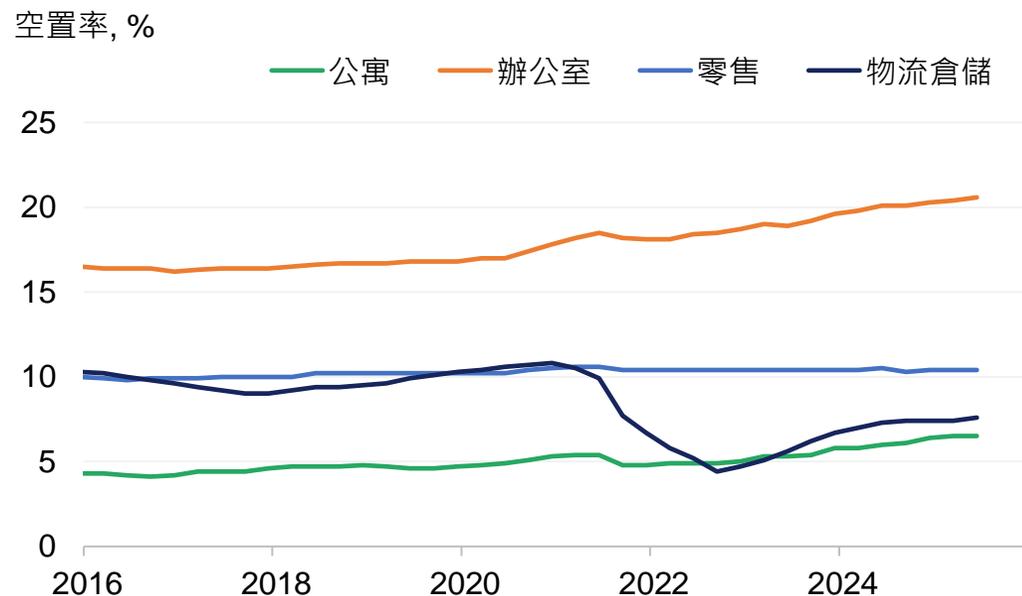
資料來源：Bloomberg。

高利環境緩解、企業融資成本下降 對房地產業提供基本面支撐。自**Fed於2024下半年啟動降息後，北美REITS報酬指數震盪走升**。雖然房市復甦仍顯緩慢，整體景氣動能偏和緩，但預期Fed仍將於2026年持續降息，提振景氣與房地產市場的利多。

**空置率(Vacancy Rate)**：居家辦公、電商取代實體店面/商用不動產(Commercial Real Estate)的運營模式興起，導致辦公室、零售業的空置率較高，應選擇公寓、物流倉儲等需求更高的產業為先。

**資本化率(Cap Rate)**：根據淨營運收入(NOI) / 市場價值的比例，**越高反映市場對該資產要求更高回報率、也意味著更高風險**。根據Bloomberg資料，目前辦公室(8.9%) > 零售(7.7%) > 公寓(5.6%) > 物流倉儲(4.0%)，作為投資人風險參考依據。

## 公寓、物流倉儲空置率較低



資料來源：Bloomberg。

## 領先指標反應景氣溫和成長，有助房市前景



註：指數採自由流通市值加權編制的股票基準指數，涵蓋北美地區房地產與REITs市場中大型與中型市值公司，並覆蓋該市場總市值的前85%。  
資料來源：Bloomberg。

日本**總體經濟保持穩健**, 核心通膨、薪資成長同步反映內需強勁, 為日本房市奠定良好基礎, 有助於推動住宅與商用不動產需求回暖。以房市數據觀察, 日本**公寓平均價格**持續墊高, **新屋開工數**亦自低點回升, 反映營建需求改善, 進一步強化不動產投資前景。

另一方面, 受惠於**日銀(BOJ)貨幣政策逐步正常化**, 已逐漸擺脫長期的通縮壓力, **J-REITs指數**自2024年底開始築底回升, 吸引資金回流、市場信心恢復。

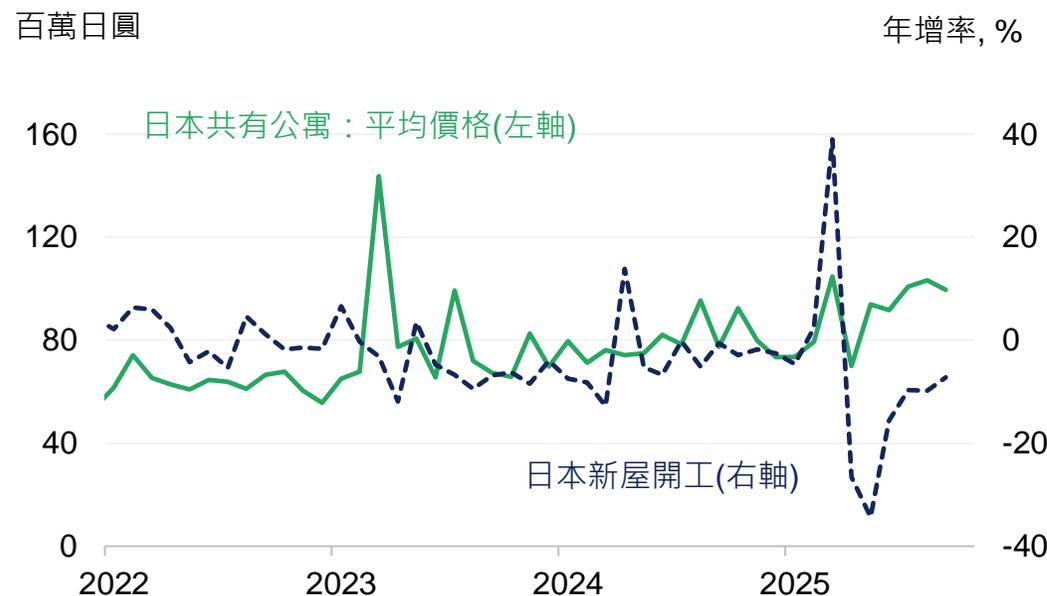
展望後市, 總經環境持穩、房市回暖跡象延續, 並且相較其餘主要國家, 日本較低的利率環境仍有利企業融資需求, **J-REITs**有望延續上升趨勢, 成為亞洲不動產投資的重要亮點。

### 日本脫離負利率泥沼, 景氣復甦同步帶動房市前景



資料來源：Bloomberg。

### 房價緩步上升, 新屋開工增速觸底回升



資料來源：Bloomberg。

# 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666