

2026年2月23日

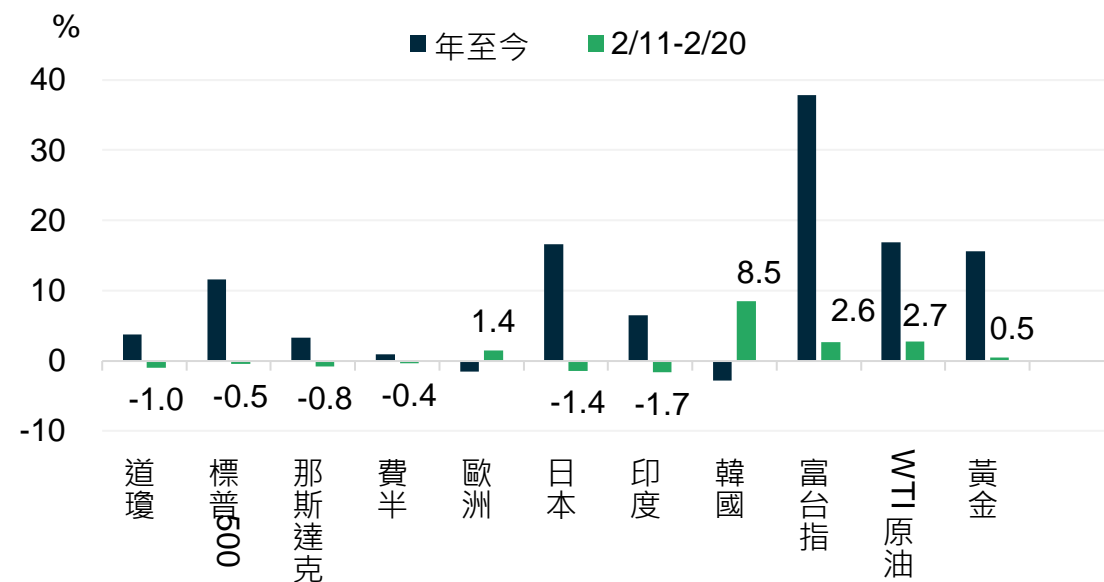
春節期間金融市場變化與觀察

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。

自 2/11 台股封關並迎接春節以來，主要股市變動不大，即使美伊關係緊張升溫、川普關稅措施遭裁定違法，市場反應仍相對有限，包括輝達小跌 0.9%，台積電ADR也微幅收低0.1%。就個別國家而言，韓國同樣迎來2/14–2/18為期5天的連假，但記憶體缺貨情況未解，帶動韓國股市持續強勢上漲，2/11–2/20期間仍大漲8.5%；台股雖休市，但富時台灣指數期貨仍上漲2.6%。川普放話指出，伊朗必須達成協議，否則「壞事就會發生」，並稱「大概在接下來 10-15天內」便會揭曉結果，推升西德州原油至每桶66美元，續創半年來新高。

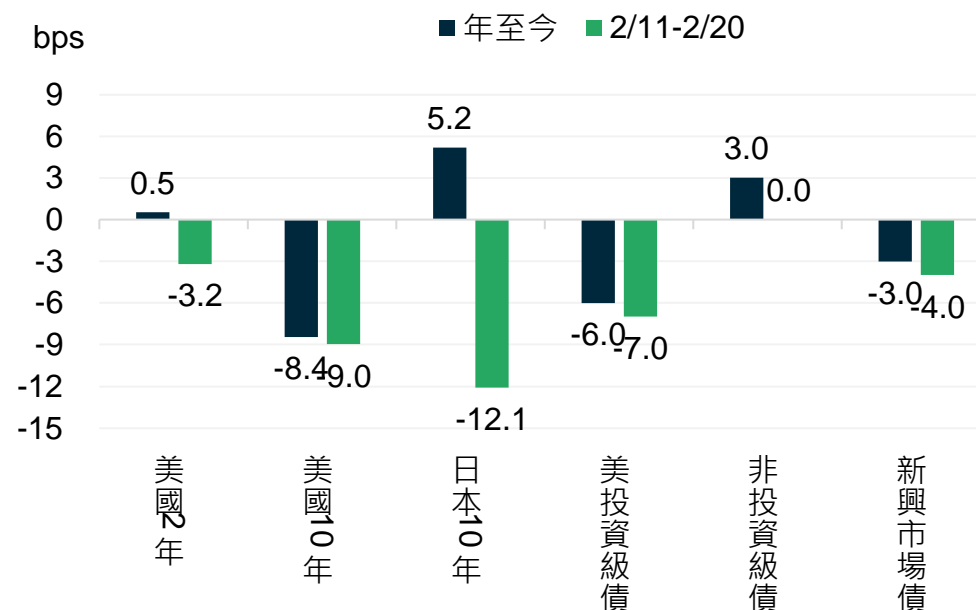
雙率方面，美國1月CPI降至2.4%，已連續3個月下滑，帶動美國10年期公債殖利率一度回落至4.04%，不過，FOMC會議紀要釋出鷹派言論，帶動美債利率反彈至4.08%，美元指數也先貶後升。日本方面，由於PPI與CPI同步降溫，日本10年期公債殖利率大幅下滑12個基點，日圓則是先升後貶。

主要股市與商品走勢



資料來源：Bloomberg, 截至2026/2/21。

主要債市表現



資料來源：Bloomberg, 截至2026/2/21。

市場焦點

- **川普關稅遭判定違法，但不影響川普貿易政策**：美國最高法院判決，川普不得引用IEEPA課徵關稅，不過，貝森特表示，華府仍可透過替代法條來徵稅，同時，全球供應鏈的調整仍將持續，台灣可望受惠。
- **美伊關係緊張，油價短期偏強**：美國與伊朗關係緊張，未來10-15天為關鍵，可能讓油價短期偏強，不過，供給過剩問題仍在，油價上方空間有壓。
- **輝達財報在即，後市不看淡**：輝達即將在2/25公布財報，此前，兩大設備供應商，包括艾斯摩爾與美應材，財報均優預期，因此，不看淡輝達財報。

策略思維

1. **股市-拉回後再布建**：評價居高不下，加劇消息面影響後的震盪幅度。然後續減稅利多、AI發展趨勢等支持企業獲利表現，股市維持正向看待，逢拉回可分批布局。
2. **債市-公債利率將高檔震盪**：短期內聯準會暫停降息，引導利率呈現區間波動，逢高鎖利仍為布局考量。待下半年降息循環重啟，利率可望緩步走降。
3. **匯市-美元延續區間震盪**：聯準會新任主席改選在即，加上經濟數據好壞參半，貨幣政策短期陷入觀望，也讓美元指數維持震盪格局。

美國最高法院大法官2/20以6比3的票數，對美國總統川普依據1977年《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)，對全球課徵高關稅判決違法，判決指稱，該法律「並未授權總統徵收關稅」。與此同時，美國政府已向進口商徵收超過1750億美元的稅款，未來面臨退稅壓力。

不過，2/20川普隨即透過《貿易法》第122條，向全球課徵10%的關稅，2/21又進一步調高至15%，並不影響其關稅政策。此外，財政部長貝森特也表示，其他包括232、301條款等使用，2026年的關稅收入基本可維持不變。

整體而言，美國最高法院的結果，只是針對總統對IEEPA的權力定義，不是「否定總統無權對其他國家徵收關稅」，因此，川普關稅政策仍將持續，無需過度解讀此次結果。此外，在150天過後，共和黨主導的國會，仍可能再度通過。川普政府未來將運用232條款，301條款，甚至201條款(防衛貿易)，338條款(不公平貿易)，支持關稅政策。

川普關稅的法源比較

	IEEPA	232條款	301條款	122條款
法源	1977年「國際緊急經濟權力法」	1962年《貿易擴張法》第232條。	1974年《貿易法》第301條。	1974年《貿易法》第122條
啟動條件	總統必須宣布「國家緊急狀態」	商務部調查、認定「進口產品威脅國家安全」	美國貿易代表調查、他國存在「不公平貿易行為」	美國出現嚴重國際收支失衡、總統可單方面行動
措施	金融制裁、凍結資產、進口 / 出口限制	加徵關稅、設定進口配額	加徵報復性關稅、限制進口	最高15%關稅或進口配額
優點	總統權力最大、啟動速度最快	法律依據明確可課關稅	法律程序完整、較站得住腳	可「全球適用」、法律文字明確允許「全面性關稅」
缺點	司法挑戰風險較高，2/20裁定違法	必須與「國家安全」掛鉤，不能隨意全面性商品都用	不能無差別對全球課稅	期限最長150天(除非國會延長)

資料來源：國泰世華銀行整理。

在川普任內推動的關稅與供應鏈重組政策下，美中貿易結構出現明顯轉變。透過301調查加徵關稅、強化科技管制與鼓勵企業「去中化」布局，美國企業為降低關稅與地緣政治風險，逐步將部分生產線自中國移出，導致中國對美出口占比持續下滑。

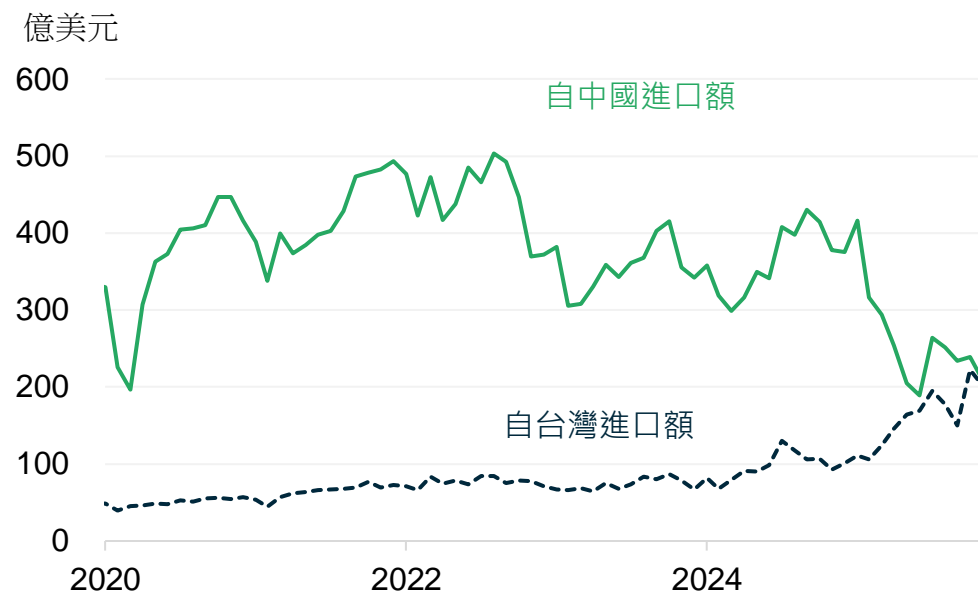
同時，美方強調關鍵技術與半導體自主，在此背景下，台灣受惠於科技供應鏈重組與轉單效應，特別是在半導體、伺服器與AI相關硬體領域具備關鍵地位，成為重要的戰略夥伴。以台積電為首的晶圓代工與電子零組件廠商，成為美系企業分散風險的重要合作對象，再加上部分台商自中國回流或轉赴台灣生產，使「台灣製造」對美出口金額大幅攀升。整體而言，川普政策加速全球供應鏈重組，中國出口受壓抑，台灣則因產業優勢與戰略位置而受益，研判台灣2026年出口有望逼近8000億美元 (2025年: 6400億美元, 年成長逾兩成), 全年經濟成長率將突破7%。

美國主要進口國家變化

	2020年	佔比(%)	2025年	佔比(%)
進口總額 (億美元)	23505	--	34392	--
墨西哥	3235	13.8	5349	15.6
加拿大	2700	11.5	3830	11.1
中國	4325	18.4	3084	9.0
台灣	604	2.6	2014	5.9
德國	1149	4.9	1561	4.5
日本	1195	5.1	1459	4.2
南韓	760	3.2	1252	3.6
印度	513	2.2	1038	3.0

資料來源：Bloomberg。

台灣對美單月出口額，超越中國

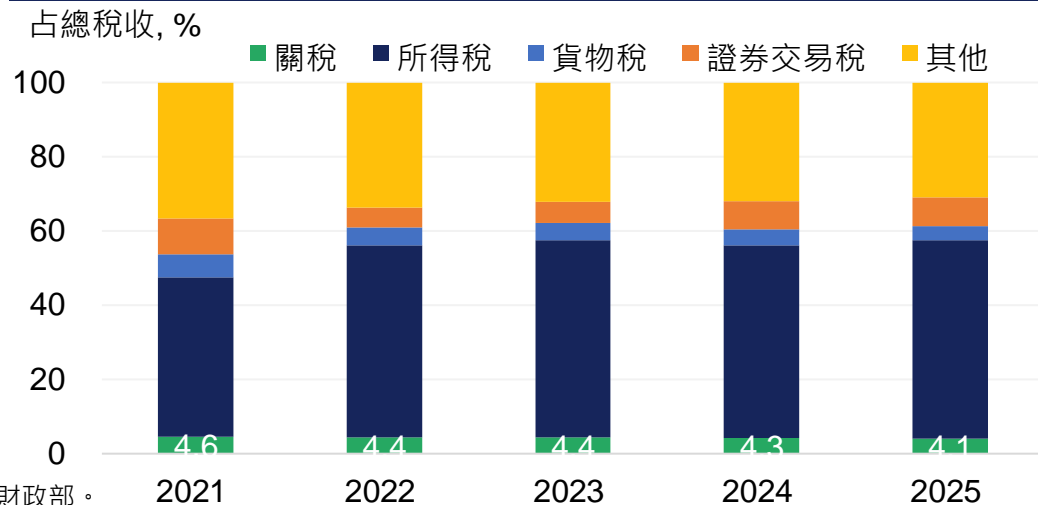


資料來源：Bloomberg。

Key points

- 台灣對美進口關稅將調降、部分歸零, 並放鬆非關稅貿易壁壘、加大採購。
- 財政影響評估: 2025年台灣關稅收入占總稅收僅**4.1%**。以美國占台灣進口**10%**、新增對美免稅產品**22%**推算, 關稅收入預估減少**34億**, 占政府稅收的**0.13%**, **財政影響幅度十分有限**。
- 後續重點:
 - 協定文本與投資MOU將函請立法院審查, 留意國會攻防
 - 美國完成國內行政程序後將公布於聯邦公報
 - 台灣對美汽車、醫藥與器材等進口制度須於期限內建立

關稅非政府主要收入來源, 對美降關稅影響有限



台美對等貿易協定(ART)重點摘要

關稅	<ul style="list-style-type: none"> 確立台灣輸美產品對等關稅降至15%, 且不疊加MFN關稅; 美國對台平均關稅自去年4月的35.78%降至12.33% 台灣消除/減少美國進口品99%關稅壁壘; 工業、農產品降低關稅或零關稅, 但稻米、雞肉等27項攸關糧食安全之項目關稅維持不變; 小客車關稅降至零 僅針對美國進口品調降關稅, 其他國家不適用
非關稅貿易壁壘	<ul style="list-style-type: none"> 汽車: 取消美規車每車型每年75輛的進口限制, 符合FMVSS之車輛無須額外檢測即可進口 醫藥: 採認FDA上市許可作為台灣審查證據, 加快美藥品於台上市流程 農產品: 台灣審查將採取國際標準與規範, 開放牛絞肉與部分內臟進口, 但維持原產地標示制度
投資	<ul style="list-style-type: none"> 根據1/15簽署之台美投資MOU, 台灣企業對美自主投資2500億美元, 政府則提供2500億美元信用擔保額度, 協助美國建立產業聚落。 針對232半導體關稅, 美方給予台灣最優惠待遇; 美國對台關鍵產業進行投資與融資。
對美採購	<ul style="list-style-type: none"> 台灣規劃2025-2029年對美採購848億美元, 包含能源444億、飛機與發動機152億、電力及其他工業設備252億

資料來源: 行政院, 國泰世華銀行整理。

美伊情勢升溫，美國是否將攻擊伊朗引發關注。美國總統川普2/19表示，也許華府會進一步採取行動，也許雙方會達成協議，「大概在接下來10天內，最多為15天」就會揭曉(2月底為關鍵)；他並重申，伊朗必須達成協議，否則「壞事就會發生」。對此，伊朗也警告，假設美國發動攻擊，其軍事基地、設施和資產將成為「合法目標」。受此影響，西德州原油突破每桶66美元，續創半年新高。

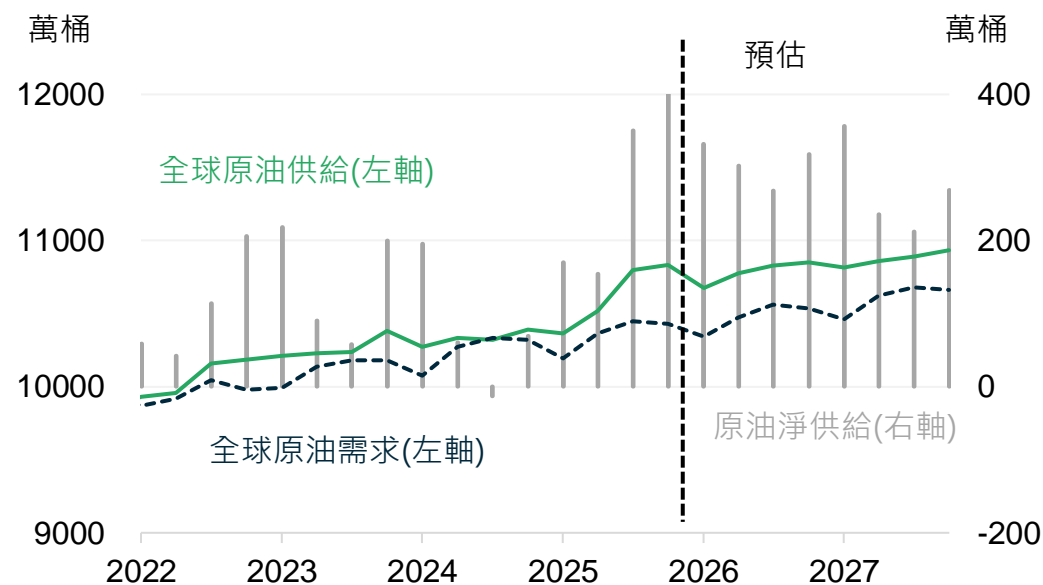
短期而言，油價因為地緣風險而上升，但預期後續轉為震盪，因川普仍偏好達成協議，且美伊於2/17也展開協商。就基本面而言，川普持續引導原油生產持續擴大，使得供給過剩問題仍將延續在今年，油價上方空間仍將受到壓抑。

美伊緊張局勢再次升溫的可能情境

可能機率	表現樣態	短線對油價影響
高	有限對峙 + 談判拖延	油價高檔震盪
中	美國有限打擊 (核設施)	油價短線上行
低	區域全面衝突 (封鎖荷姆茲海峽)	油價急漲， 挑戰年中高位

資料來源：國泰世華銀行整理。

油價供給過剩問題，將壓抑油價上方空間



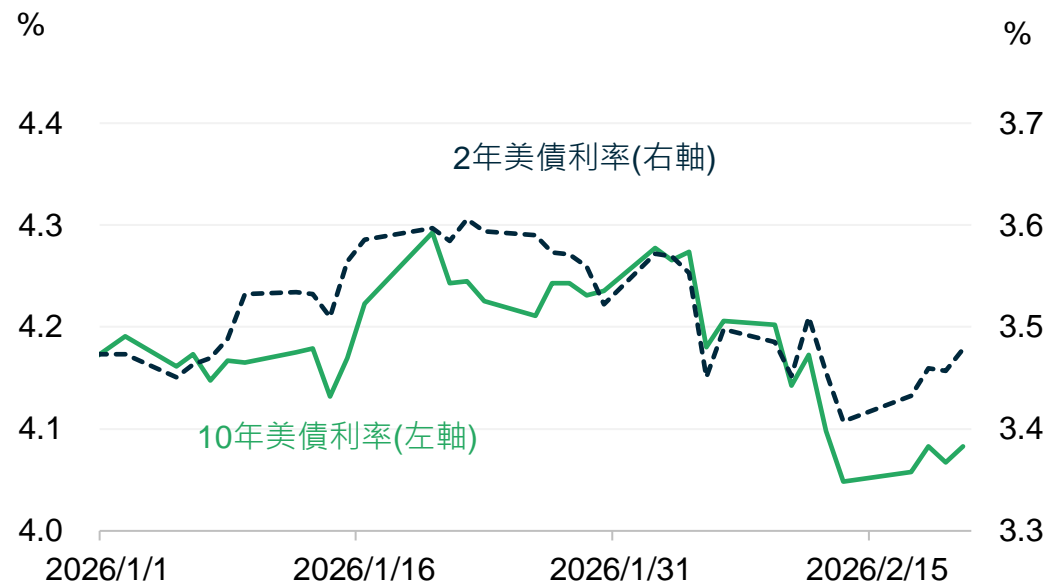
資料來源：EIA預估。

2/13：美國CPI數據降幅優於預期，**1月CPI年增率降至2.4%，創下近四年來新低，核心CPI則降至2.5%**。細項顯示：能源價格回落，主要受油價下行所推動。核心商品降溫，二手車年減-1.96%降幅居前，因此抵銷了服務業(交通運輸、教育、醫療)等增速偏高情形。

2/19：1月FOMC會議紀要顯示，官員們對未來利率路徑仍存在一定分歧。部分成員認為通膨雖已顯著降溫，但**仍需觀察後續數據，以避免過早行動**；另一些官員則指出，若通膨持續回落並維持在目標附近，適度調整政策將有助於支持經濟。

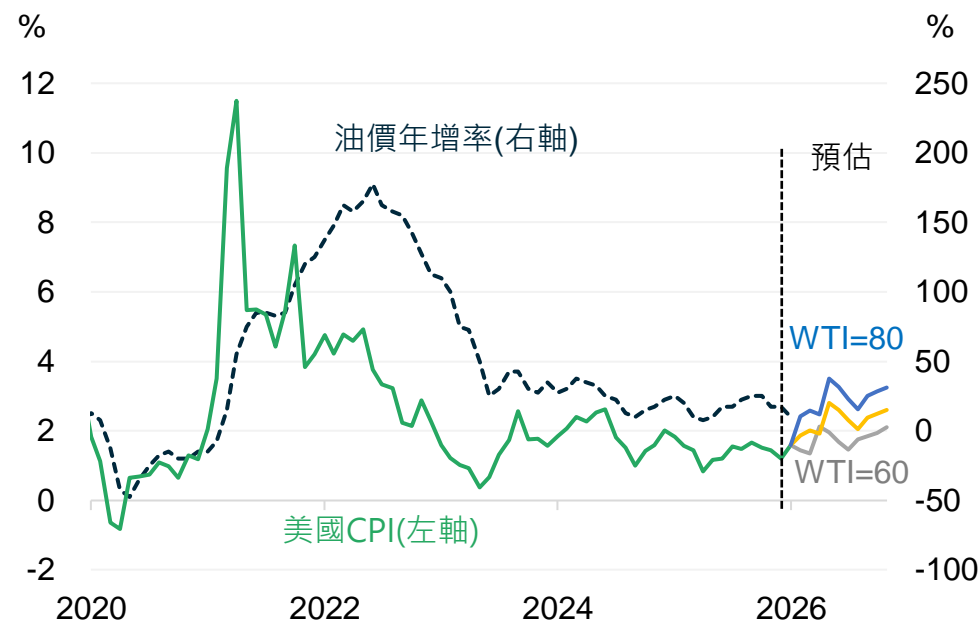
在CPI與FOMC會議紀錄分別公布後，美債殖利率先降後升，但仍將維持區間震盪格局。10年美債利率一度降至4.04%，而後則升至4.08%；2年債利率則受降息時點不確定性，反彈幅度較大，帶動長短利差(10Y-2Y)收斂至60bps，後續仍視關稅對通膨影響性，以及聯準會態度轉向時機。

春節期間, 美債利率先降後升



資料來源：Bloomberg。

油價若沒有大幅走揚, 對通膨推升效果有限

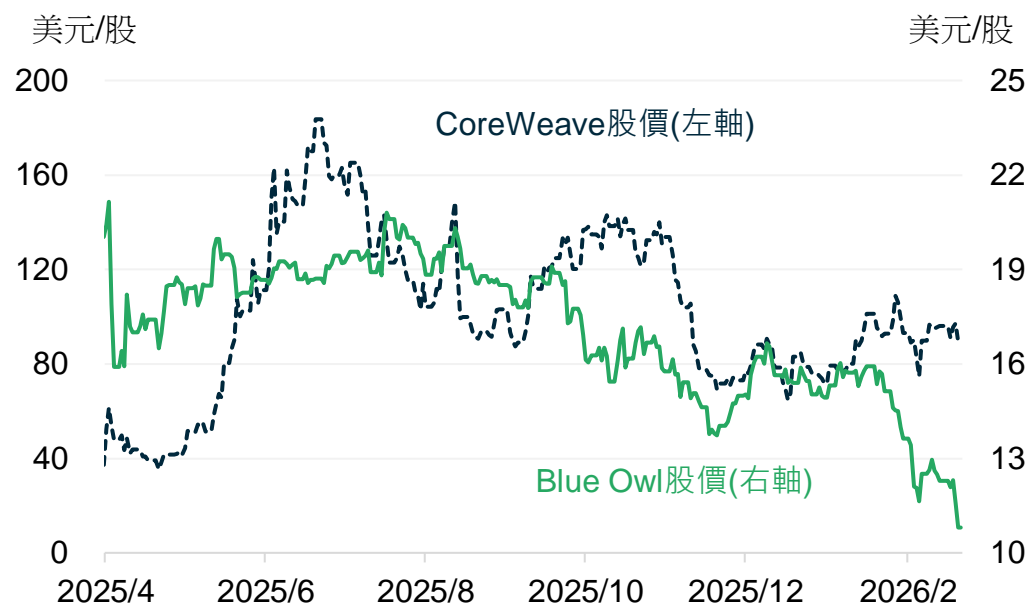


資料來源：Bloomberg預估。

全球科技巨頭（像是 Meta、亞馬遜、谷歌、微軟等）為了支撐 AI 基礎設施如資料中心、雲端算力等，近年來大量籌資發債，如Google已發百年債，其中，私募信貸也是籌資管道之一。例如Meta與資產管理公司Blue Owl合作，籌資270億美元用於資料中心建置。然而，Blue Owl想幫CoreWeave籌資40億美元，卻面臨失敗，因CoreWeave的信評僅獲得B+，使得Blue Owl股價重挫。

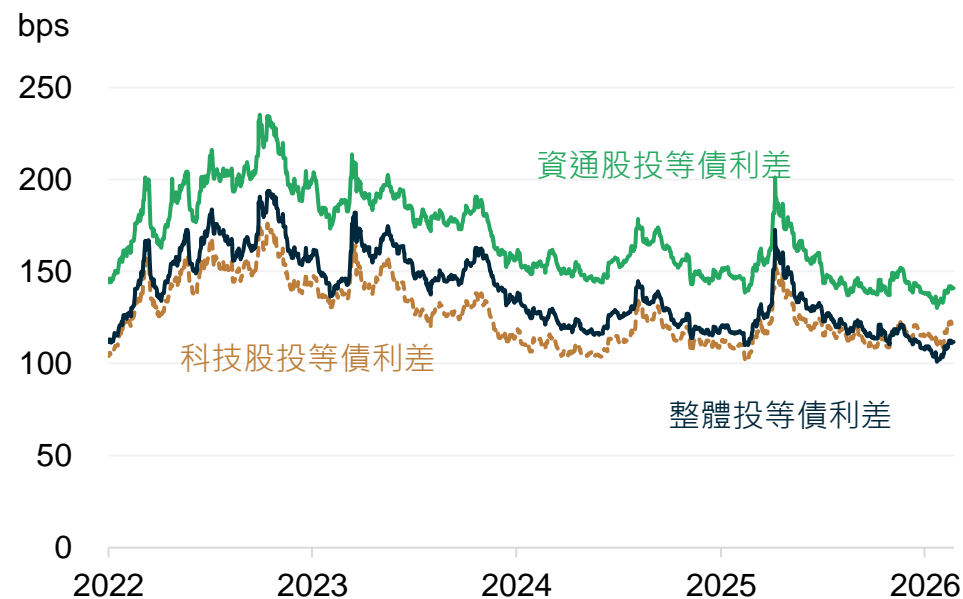
雖然籌資需求上升，但目前整體債市狀況仍良好，信用利差仍處在相對低位，無需過度擔憂，原因包括1)目前籌資主角仍是大型CSP業者，較無債信問題，2)目前市場資金仍偏充裕，3)標普500獲利連10季成長，大幅改善企業體質。不過，Blue Owl股價的重挫，隱含未來企業籌資問題仍將持續，是否排擠到其他公司，仍需密切留意。

Blue Owl為CoreWeave籌資失利，股價重挫



資料來源：Bloomberg。

個別公司籌資問題，不影響整體債信利差狀況



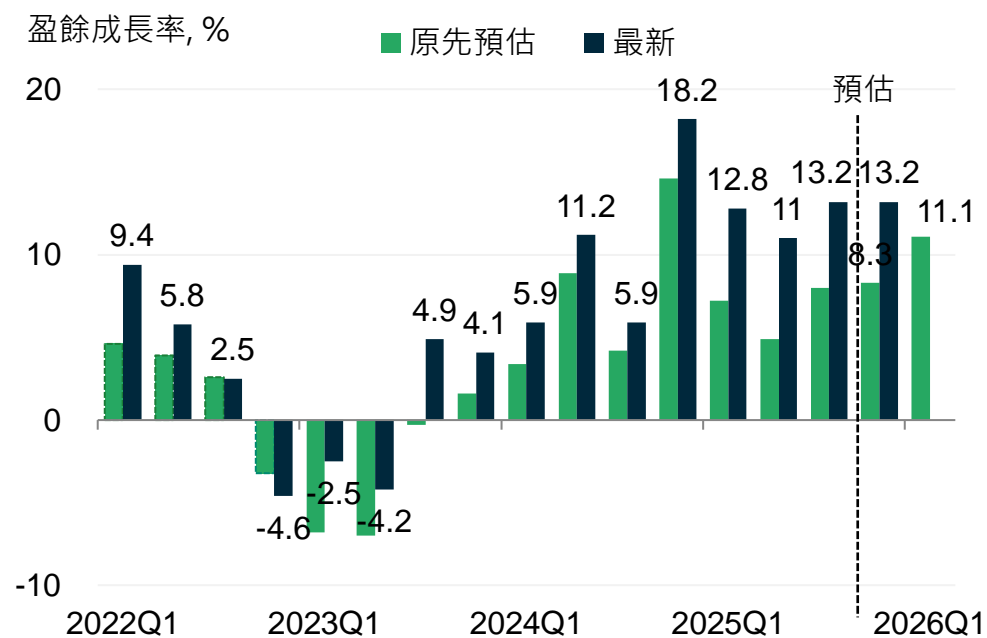
資料來源：Bloomberg。

美國Q4財報季持續開跑，根據統計，目前已公布8成，整體獲利持續上修，目前獲利增速已從8.3%，上修至13.2%，預估最終仍可望保持雙位數成長，若是如此，可望連5季保持雙位數成長，且連10季正增長。

另外，輝達即將在2/25公布財報，預期獲利與營收也可望雙雙超過預期，因為此前兩大設備商包括艾司摩爾與美國應材，其營收與獲利動能均上修且優於預期。

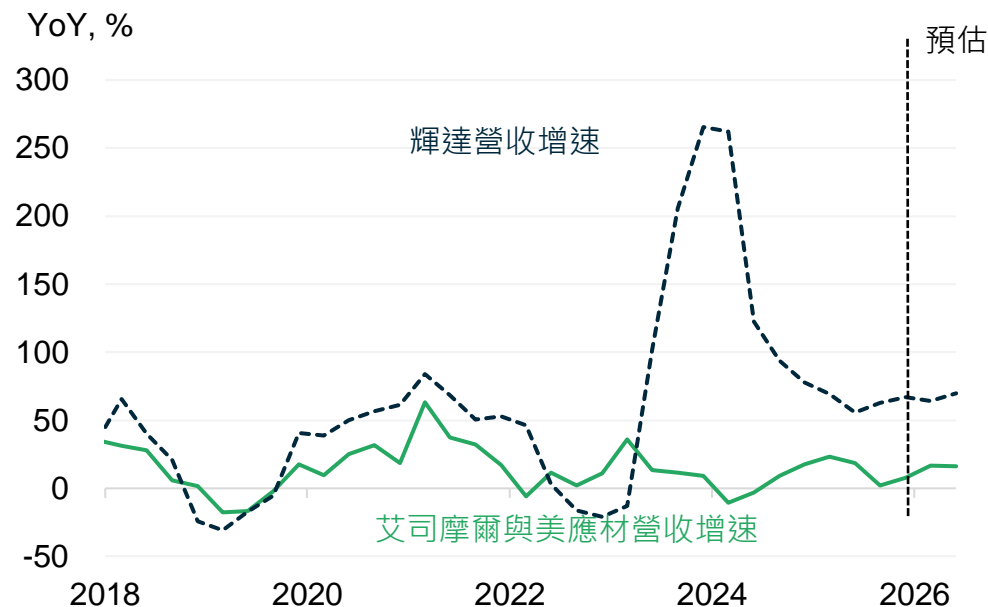
然而，即使整體獲利上修，但近期金融偏震盪，即使財報數字優於預期，股價仍可能大跌，主因仍是目前評價面偏高，導致任何風吹草動，市場都將劇烈反應。不過，考量基本面仍穩健，標普500波段若出現5%的回檔，都視為中長線布局的契機。

基本面穩健，標普500企業獲利持續上修



資料來源：Bloomberg, Factset預估。

兩大半導體設備商財報報喜，輝達財報也不看淡



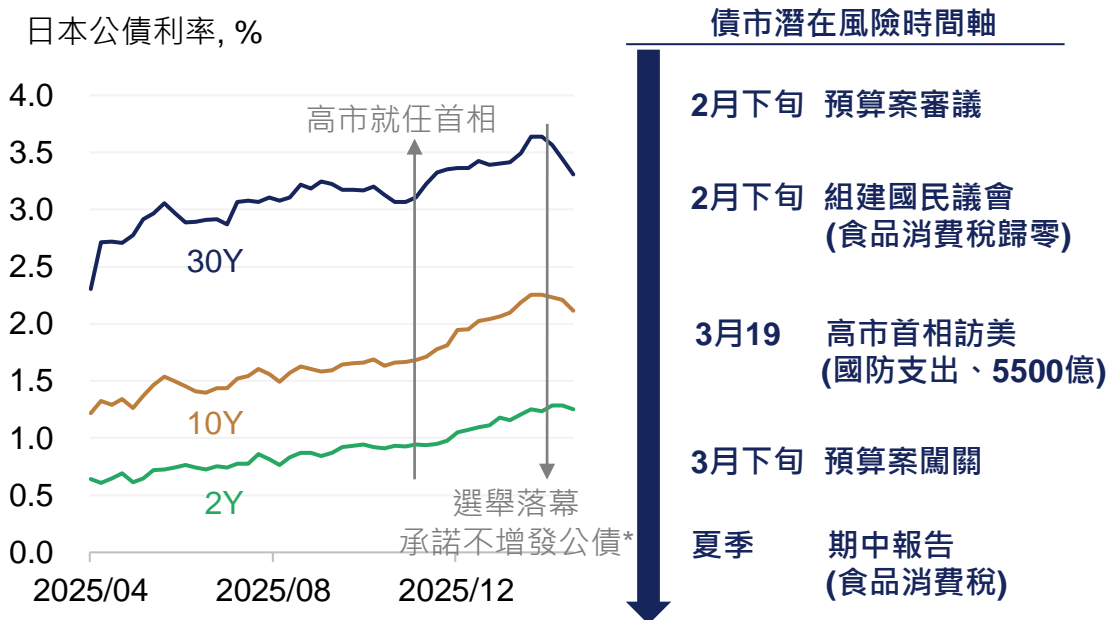
資料來源：Bloomberg預估。

過去一週日本公布去年Q4 GDP、元月CPI，數據雙雙低於預測值，令市場對於年內升息的預期有所降溫。各天期日債利率聞訊走降，10年期下跌約10個基點；日圓除受前述因子影響外，美元反彈亦帶來壓力，導致日圓週線下跌1.6%。

日債：近期債市趨穩，或反映食品消費稅減免導致公債發行增加的疑慮解除。然而，高市首相稱「將打破財政過度緊縮與投資不足的趨勢」，計畫多年度提高支出，亦即未來政府預算仍有再創高的可能。財政前景惡化、公債籌碼續增的疑慮仍可能於未來再起，仍需留意利率回升風險。

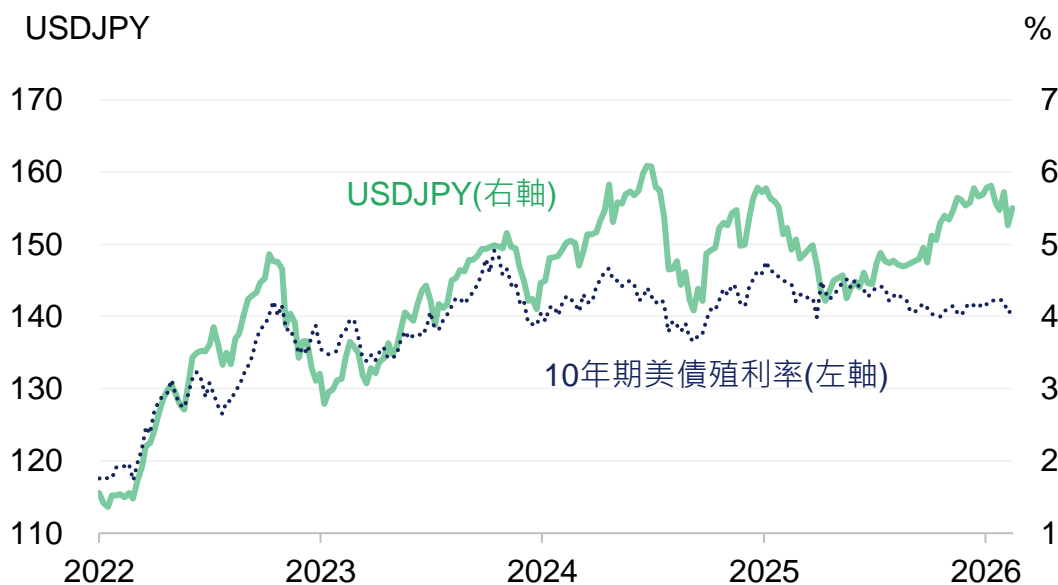
日圓：財政疑慮猶存，意味著此前壽險業拋售日債並匯出資金、壓制匯價的風險並未解除。此外，即便首相事後辯解，然此前其稱「日圓疲弱可能為日本出口帶來重大機遇」，表明其對於弱勢日圓的偏好，皆為日圓偏弱的不利因子。若欲見日圓明顯轉強、突破150價位支撐，仍有待聯準會降息預期升溫、美元利率波動區間大幅下移。在此之前，日圓料不改區間震盪格局。

日債暫且趨穩，但財政支出擴大的風險仍未解除



資料來源：Bloomberg。

美元利率若無顯著下行，日圓亦難明顯轉強



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”）提供理財客戶及記者媒體之參考資料，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：8722-6666