

2026年第3季

全球經濟及市場展望

通膨第二輪效應與AI浪潮的碰撞

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

- 3 摘要與結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 29 金融市場展望
- 45 個別國家動向

摘要

持續步入2026年下半年，全球政經局勢迎來關鍵轉折。美伊地緣衝突顯著降溫，國際油價自高檔走降，先前壓抑市場的通膨陰霾與避險情緒隨之緩解，為全球景氣溫和復甦提供了實質利多，並為風險性資產帶來機會。

從總體經濟來看，油價下跌將減輕企業的營運成本與物流壓力，並釋放終端消費者購買力，對經濟成長形成有力支撐。此外，AI時代的基礎建設投資欲罷不能，全球科技巨頭持續上修資本支出，帶動整體投資動能，則為景氣的加分因子。

股市方面，AI需求浪潮持續推進，各大雲端服務供應商進一步上修全年資本支出，反映需求前景樂觀的情勢，將為企業獲利成長增添柴火，並為股市多頭格局的延續奠定基礎。在此背景下，若股市再度因為短期的雜音而出現修正，仍可視為長線布局的契機。

債市方面，國際油價雖脫離第二季的高位，但各國央行審慎看待油價所引發的第二輪通膨風險，整體政策立場預料偏向鷹派，將導致債市利率呈現高檔區間波動的情勢。

匯率方面，美伊衝突降溫可望緩和投資人避險需求。與此同時，歐、日、英等央行可能再度升息以防範通膨風險，而聯準會則選擇按兵不動，導致美國與海外主要國家的利差收斂。兩項因素的影響下，支撐美元偏強的動能正逐漸消退，有利非美貨幣迎來止跌反彈空間。

最後，仍需隨時留意AI產業投資動向，以及高利率環境對信用市場的滯後衝擊。若投資動能大幅下修，或企業融資成本居高不下引發流動性壓力，將是全球景氣與風險性資產的風險來源。

結論



總經

- ◆ 美伊衝突降溫, AI投資強勁, 景氣維持溫和擴張, 全球GDP估成長3.1%, 與過去十年相當
- ◆ 主要央行維持利率不變, 謹慎觀察通膨第二輪效應



股市

- ◆ AI投資持續拉抬企業獲利, 主要股市今年盈餘料皆呈雙位數成長, 有利多頭格局延續
- ◆ 各國科技產業占比有別, 導致股市表現強弱分化; 留意短線過熱、乖離拉大之風險

BOND

債市

- ◆ 殖利率延續高檔震盪, 10Y落在4.0-4.5%區間上緣; 後續隨升息預期降溫, 有望逐漸下滑
- ◆ 債市布局以息收為主, 首選中天期券種兼顧高利與存續期間風險



匯市

- ◆ 避險需求降溫、美國與各國利差收斂, 美元指數偏強格局有望漸退, Q3預估落在97-101
- ◆ 非美貨幣可望止貶回穩, 惟需留意此前油價偏高的影響, 仍將對體質弱之國家帶來壓力



風險

- ◆ 美伊60日談判期間遲無進展, 地緣風險再度升溫、油價回升
- ◆ 企業AI投資貢獻盈餘的時點、幅度不及預期, AI投資動能下修

金融市場回顧

- 隨4月初美伊達成暫時性停火，再到6月中兩國簽署MOU，**地緣風險持續降溫**。影響所及，全球股市自低位反彈，標普500單季上漲近15%。其中，AI投資帶動相關供應鏈獲利大增，費半指數大漲近九成，台、日、韓股亦表現亮眼。
- 相較之下，油價高漲所帶來的通膨風險，令主要央行立場趨於謹慎，歐、日央行先後重啟升息，聯準會點陣圖則透露年內一碼升息空間，帶動公債殖利率走揚。
- 匯市方面，美元延續高位震盪情勢，歐、日圓等主要貨幣則表現各異。

主要股市與商品走勢

	價位	Q2, %	今年, %
標普500	7500.6	14.9	9.6
費半	14341.8	89.0	102.5
歐洲	635.6	9.0	7.3
日本	71250.1	39.5	41.5
韓國	9052.4	79.2	114.8
台股	46465.2	46.5	60.4
台積電ADR	462.1	37.1	52.8
原油	76.6	-24.4	33.4
黃金	4224.1	-9.1	-2.7

主要債市表現 (變化: bps)

	價位, %	Q2	今年
美國2年公債	4.2	10.1	20.3
美國10年公債	4.5	3.2	6.9
美國投資級債OAS	0.7	-18.0	-6.4
美國非投資級債OAS	2.7	-16.4	-0.4

主要匯市表現 (減號代表貶值)

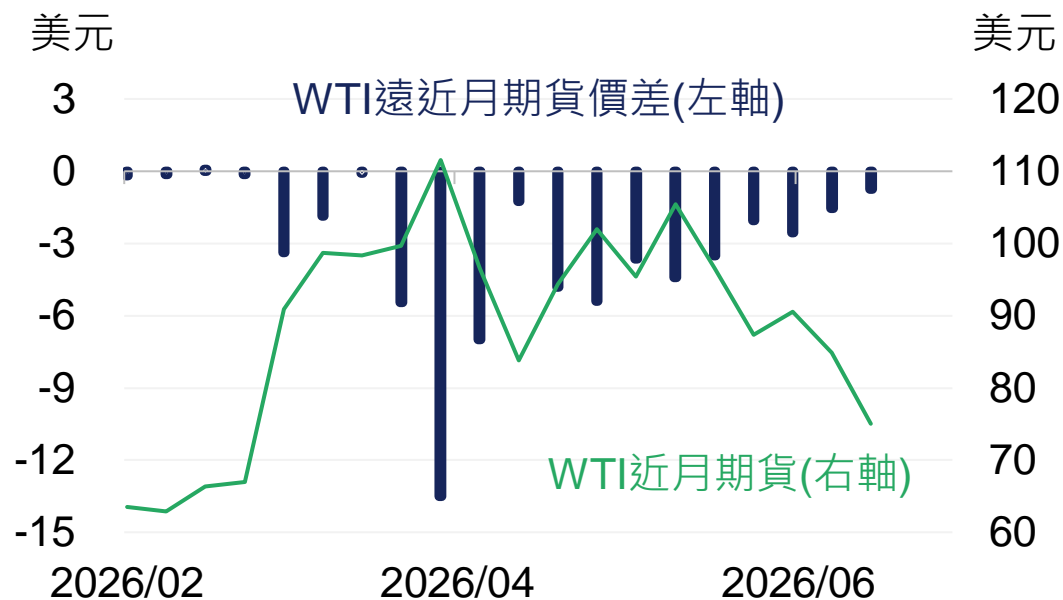
	價位	Q2, %	今年, %
美元指數DXY	100.8	0.9	2.6
歐元	1.1	-0.7	-2.3
日圓	161.3	1.6	2.9
新台幣	31.6	-1.2	0.5

註：歐洲為 Europe道瓊600，日本為Nikkei 225，韓國為 KOSPI，台灣為台股加權指數。資料時間截至6/19。
資料來源：Bloomberg。

總體經濟與市場綜覽

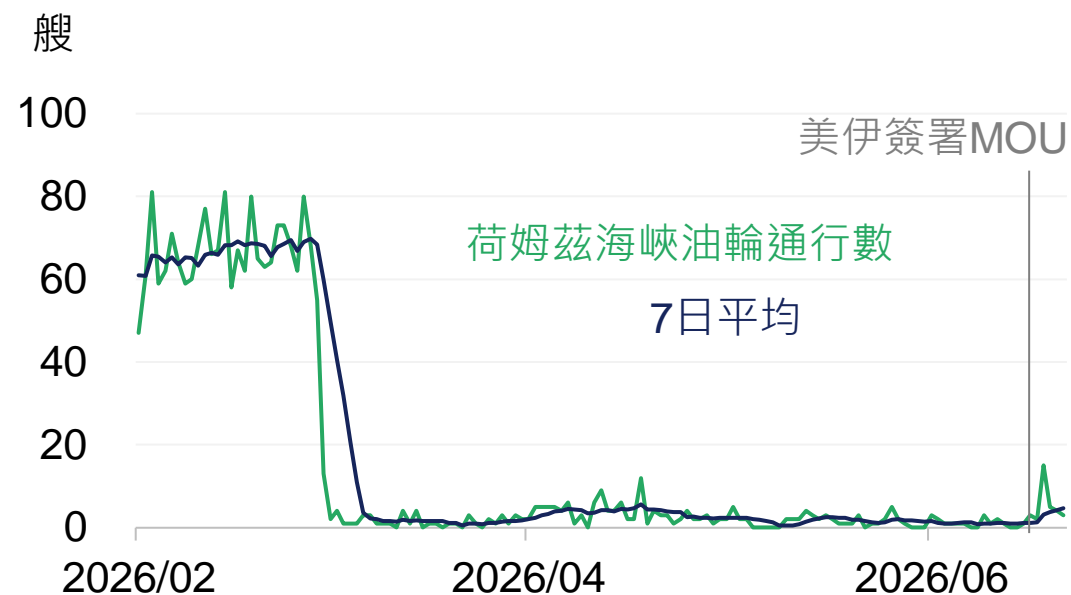
- 美伊兩國簽署諒解備忘錄, 內容包含停止所有戰線軍事行動、荷姆茲海峽恢復通行在內等**14項條款**, 意味著過去一季**地緣風險升溫、原油供應受阻的情勢, 將迎來改善**。影響所及, 國際油價明顯下跌, 回到7字頭水位。
- 雙方將接續展開為期**60日**的談判, 商討最終協議, 預料將聚焦**1)荷姆茲海峽通行安全機制、2)伊朗核計畫與高濃縮鈾處理、3)3000億美元伊朗重建計畫、4)美軍撤離部署與區域永久停火**。待**60日**屆滿後, 雙方可協議延長談判期。
- 談判期間料有助市場風險偏好修復, 惟需留意**雙方針對上述議題仍有歧見**, 將為談判進程帶來挑戰, 金融市場亦可能因**談判進展不如預期而再度出現震盪加劇的風險**。

油價走低、期貨價差收斂, 反映市場預期供給缺口改善



註: WTI價差計算為期貨遠月價格減近月價格。
資料來源: Bloomberg。

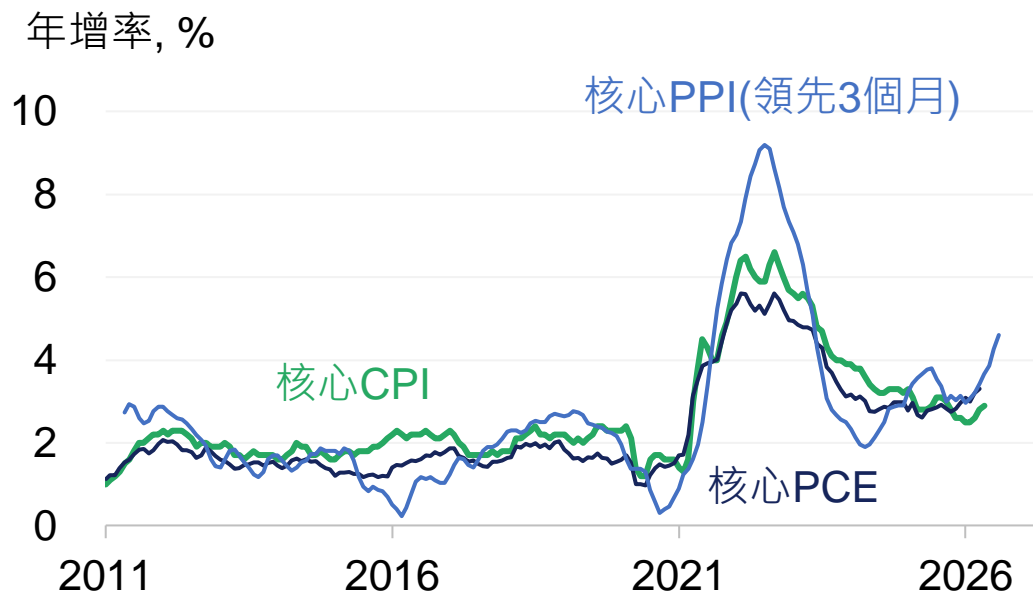
美伊簽署MOU後, 海峽將逐步重啟



資料來源: Bloomberg。

- 美國4、5月生產者物價指數大幅上揚，年增幅創下40個月新高。其中，初級原料、加工品漲勢顯著，反映**原油等大宗商品價格大漲的影響，已向產業中上游傳導**。
- **生產者成本轉價效應將陸續傳導至終端消費，1-2季度內影響CPI的效果將達頂峰**，隨後逐漸減弱，意味著即便美伊衝突平息、荷姆茲海峽恢復通行，但此前企業成本上升的遞延影響仍將持續，推升**未來幾個月通膨走揚**。

原物料漲價影響浮現，生產者物價大幅走揚



資料來源: Bloomberg。

PPI對終端物價的影響力度將於未來兩季達頂峰

相關係數		核心CPI	核心PCE
核心PPI	同期	0.94	0.93
	領先3個月	0.90	0.90
	領先6個月	0.84	0.81
	領先9個月	0.64	0.66
	領先12個月	0.45	0.48

註: 資料統計期間為2012/1-2026/5。
資料來源: 國泰世華銀行整理。

- 各機構調查顯示短天期通膨預期有所上升，反映油價上漲影響民眾預期心理。然而，與2021-2022年疫後經濟復甦及烏俄戰爭爆發時期相比，多數指標水平仍屬溫和，並未出現央行慎防的通膨預期脫錨的狀況。
- 另一方面，美國勞動市場僅溫和擴張(前5月新增非農就業平均11.4萬人，低於過去十年平均的12.8萬人)，以至薪資成長動能持續降溫，5月僅增3.45%，創下5年新低，意味發生薪資與物價螺旋(Wage-Price Spiral)的風險亦屬有限。

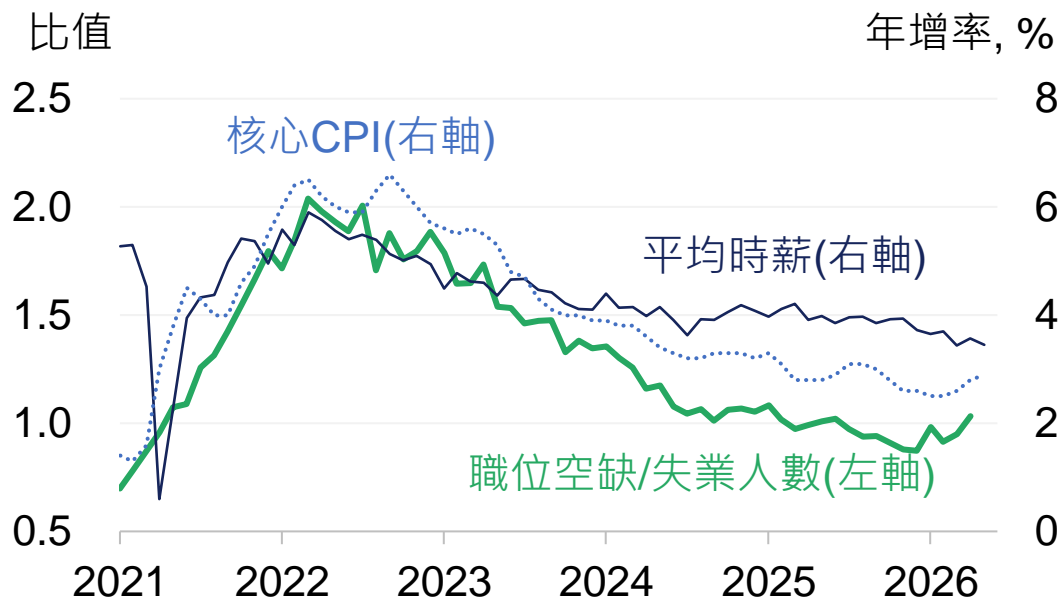
近期通膨預期有所上升，但未明顯脫錨

1年期通膨預期調查, %



資料來源: Bloomberg。

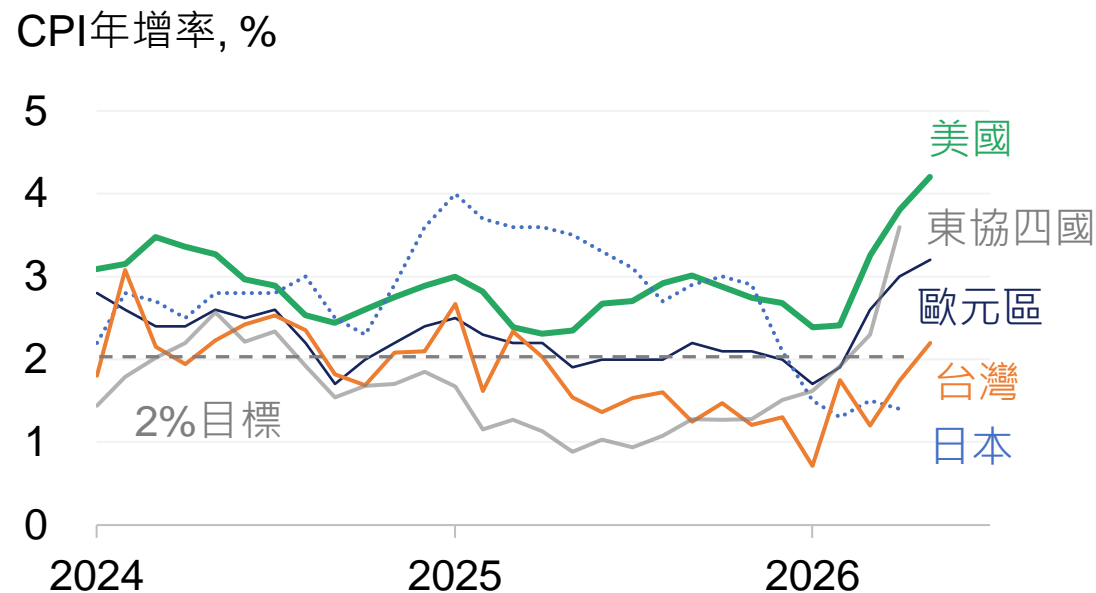
就業溫和、薪資增幅緩降，降低通膨螺旋上升風險



資料來源: Bloomberg。

- 各國雖皆針對國際油價大漲啟動緊急應對措施，但其影響差異甚巨。美國尊重自由市場機制，未採取價格管制與行政補貼，僅透過戰備儲油擴大原油供給，以至於近兩月通膨明顯走揚。
- 相較之下，台、日兩國採取價格管制/上限，藉由政府、國營企業吸收多數原油價格漲幅，以控制終端售價。影響所及，近期通膨仍保持溫和、未見明顯升勢。然而，無論政府補貼抑或相關稅收減徵，皆將加劇財政支出壓力。
- 其中，若該國財政體質原已不佳，或外貿部門創匯能力有限，如菲律賓、印尼等東南亞國家，財政補貼以及進口成本上升所造成的雙赤字風險，恐加劇資金流出壓力，進而影響該國貨幣表現。

各國CPI走勢出現分歧，反映政策差異



註：東協四國指印尼、泰國、馬來西亞、菲律賓。
資料來源：Bloomberg。

各國因應措施各異，對通膨與財政壓力影響有別

國家	因應油價大漲措施	影響評估	
		抑制通膨	財政壓力
美國	無價格管制、政策補貼，釋放戰備儲油	弱	小
東協四國	菲：限額補貼、減徵貨物稅、行政部門減班 印：價格上限管制但實施購油上限	中等	中等
歐元區	德：燃油稅暫時減免，能源企業超額利潤加稅 法：特定族群燃料與電費補貼、提高企業燃油補貼扣抵額	中等	中等
台灣	中油雙緩漲措施凍漲、減徵貨物稅、電價凍漲	強	大
日本	廢除汽油暫定稅率、補貼煉油廠、電費補貼	強	大

資料來源：國泰世華銀行整理。

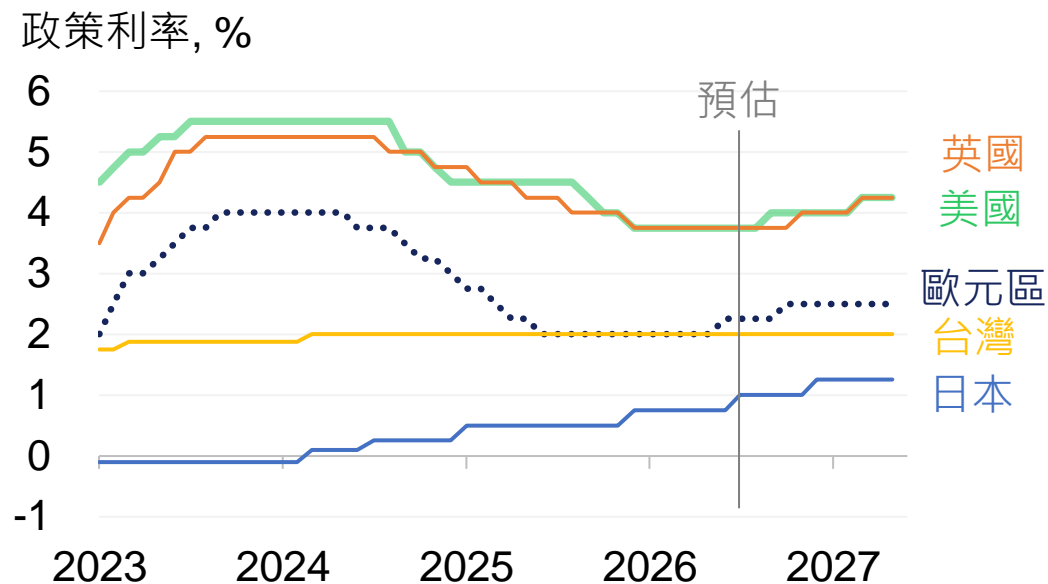
- 美伊衝突降溫, 假設油價逐季走降但仍處相對高位(西德州原油Q3、Q4均價80、75美元)情境下, 相較於戰前基準(無戰爭、未考慮AI產業增速上修), 主要經濟體仍面臨景氣降溫、通膨上行的壓力。
- 美國經濟衝擊相對較低, 反映原油淨出口、供給無虞的因素; 台、日等能源高度仰賴進口之國家則衝擊較大。物價方面, 各國財政補貼力道則影響通膨上修幅度。
- 貨幣政策影響而言, **為防範通膨上行風險, 主要央行料採取偏緊的政策立場**。其中, **市場預期美、歐、英、日等**主要央行於年中起陸續升息。

油價緩降但維持相對高位下, 各國經濟影響評估

國家	衝擊幅度評估(%)	
	GDP	CPI
美國	-0.5	+1.1
歐元區	-0.7	+0.9
英國	-0.7	+0.9
日本	-0.8	+1.0
中國	-0.7	+0.9
台灣	-0.9	+0.5

註: 情境假設Q3、Q4西德州原油均價80、75美元。
資料來源: Bloomberg預估。

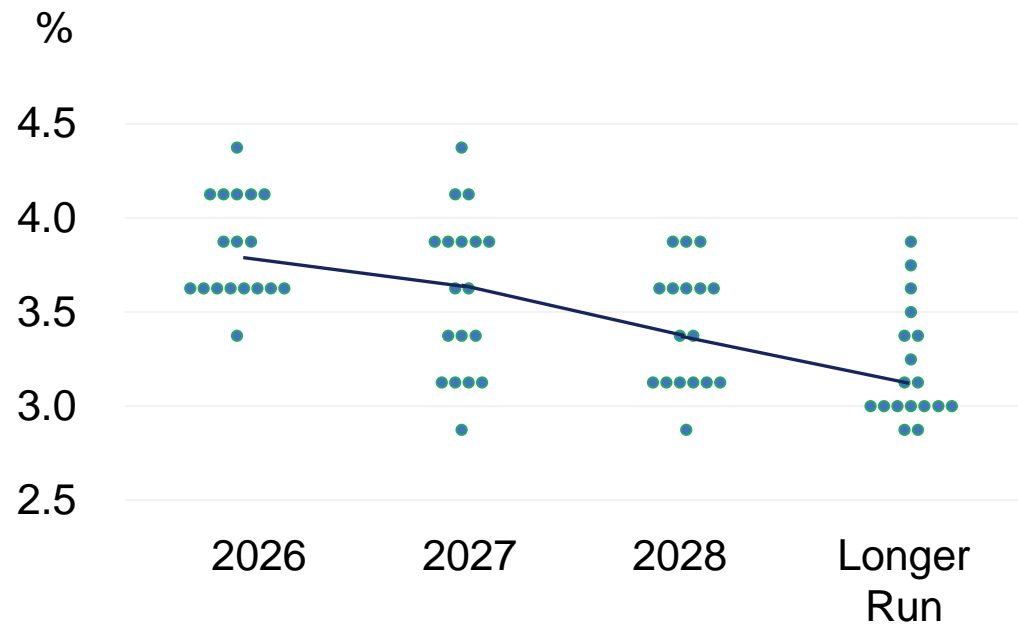
市場預期主要央行短中期內採取偏緊政策立場



資料來源: Bloomberg預估。

- Kevin Warsh首次FOMC會議即拒絕投票點陣圖，因此在本次18位官員的態度中，分布為(升息:維持:降息=9:8:1)，**第9、10位的平均數為3.75%**，伴隨經濟預測中上修通膨，引發市場鷹派解讀。
- 惟需留意，委員遞交點陣圖時，反映的是早前資訊(當時西德州原油為90美元)，與美伊簽訂和平協議(油價75美元)的環境存在落差，市場有過度解讀升息風險的疑慮。**短線Fed降息空間有限，但隨中東衝突降溫，亦無急轉升息的必要性，預期Q3按兵不動可能性仍高。**
- 此外，**6月點陣圖隱含明後年降息方向不變，若今年Q4至明年Q1通膨回降，中期仍保有政策轉向寬鬆的空間。**

點陣圖中位數偏鷹，維持中長期降息方向



資料來源: Fed預估。

經濟預測: GDP、失業率下修，通膨預測大幅上調

指標	2026年		2027年		2028年	
	3月	6月	3月	6月	3月	6月
GDP	2.4%	2.2%(↓)	2.3%	2.3%(-)	2.1%	2.2%(↑)
失業率	4.4%	4.3%(↓)	4.3%	4.3%(-)	4.2%	4.2%(-)
PCE	2.7%	3.6%(↑)	2.2%	2.3%(↑)	2.0%	2.0%(-)
核心PCE	2.7%	3.3%(↑)	2.2%	2.5%(↑)	2.0%	2.1%(↑)

資料來源: Fed預估。

1 貨幣政策態度

短期政策

「不均勻」與「實效」

- 貨幣政策效果「不均勻」：現行利率對房地產市場有限制性。但對金融市場的影響有限。
- **生產力與就業任務小組**：審視AI技術對經濟、產出與就業的影響，可如何與政策搭配。

2 通膨觀測指標

通膨邏輯

歷史回聲→即時數據

- 2%通膨目標為「北極星」
- 批評傳統數據調查是歷史回聲(調查方法過時、回應率不足)。
- **數據任務小組**：Warsh希望引進私部門的real time 資訊與新分析工具。
- **通膨框架任務小組**：重新審視通膨驅動因素，如何達成目標穩定。

3 點陣圖 / 前瞻指引

溝通框架

對預測制度不信任

- 刪除會議聲明對勞動市場與未來評估的措辭；簡化會議聲明。
- 點陣圖隨時會變(帶著大橡皮擦的鉛筆所寫)；**Warsh 並無參與點陣圖投票**。
- **溝通任務小組**：全面審視SEP、Dot plot、Press、Transcript的溝通效率。

4 QT / 資產負債表

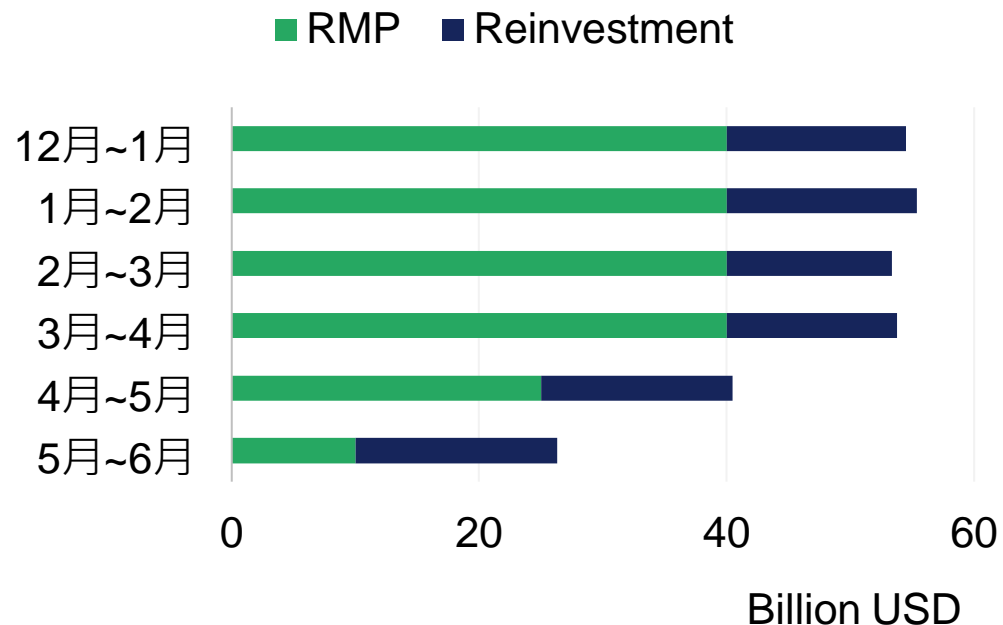
角色弱化

回歸基本原則審視

- 本次未提出明確縮表時程。
- 現階段透過購買國庫券，以維持「充足準備金」。
- **資產負債表政策任務小組**：審視目前「準備金制度」的利弊，研討是否有替代性的政策執行框架。

- 聯準會2025年12月啟動RMP(Reserve management purchases), 提供短期流動性支撐以應對去年流動性風險、今年的報稅季壓力。隨報稅季結束, 紐約Fed將每月400億金額下調至**5-6月100億**。
- 整體的流動性水平已由2021-2022年的過剩(excess liquidity)回落, Fed資產負債表規模縮至約6.7兆美元, 銀行準備金亦至3兆的**充足水位(ample reserves)**。
- 若流動性維持充足, 聯準會具備持續縮表的條件; 但考量金融市場敏感性, QT節奏將以漸進式的步調, 配合**適度降息、金融監管鬆綁**。留意在財政赤字、公債供給的壓力下, term premium存在上行空間, 將使長天期利率維持高檔。

RMP購債規模下降



資料來源: Federal Reserve Bank of New York。

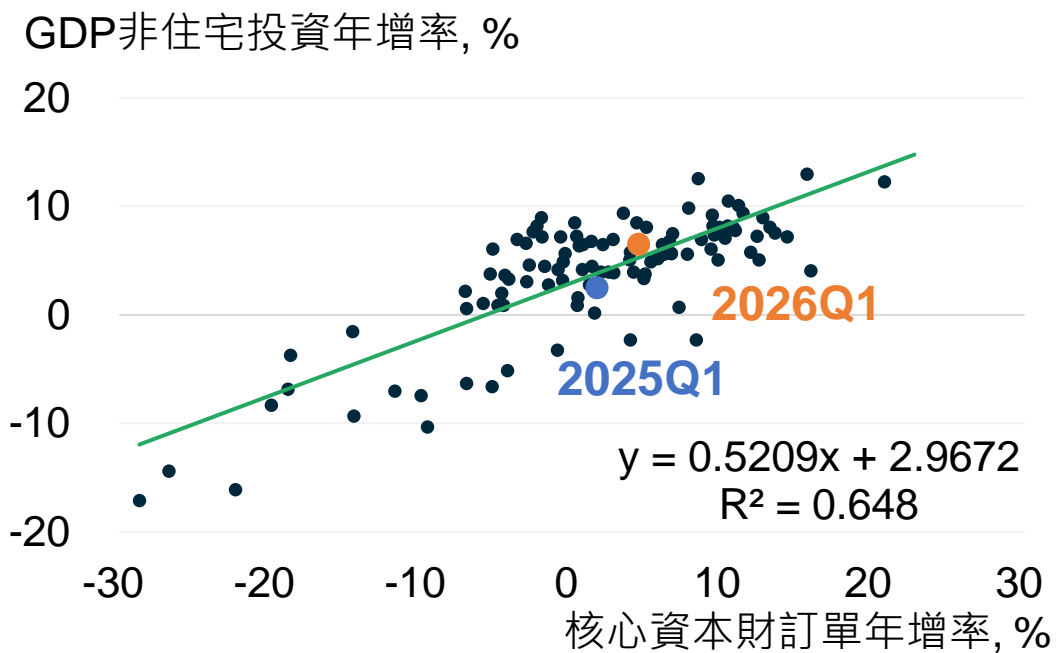
現行準備金水位, 反映流動性充足



資料來源: Bloomberg。

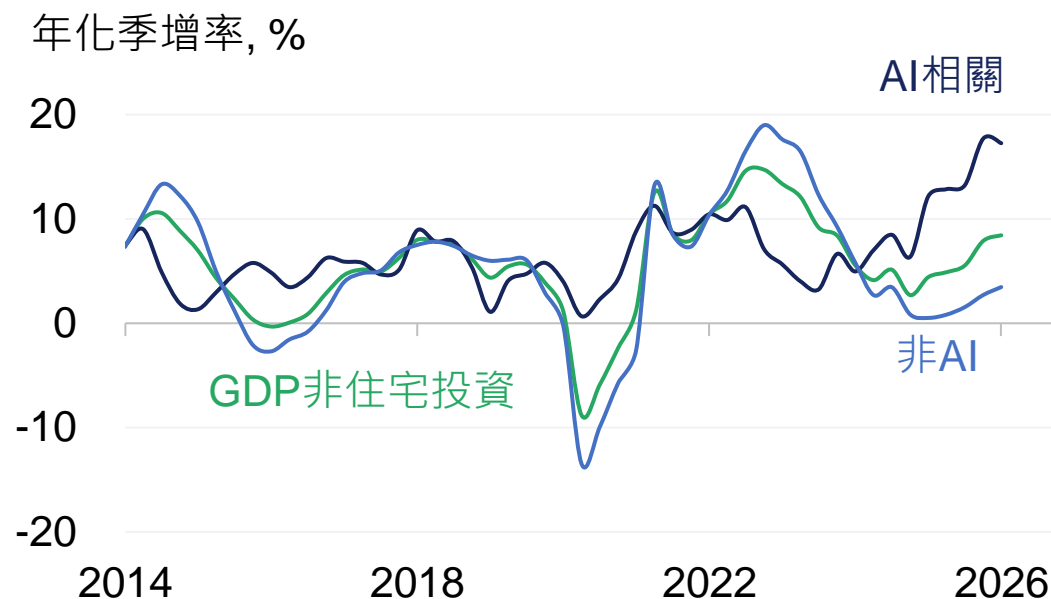
- 今年以來美國核心資本財訂單加速成長, 增速創下四年之最, 其中, 與AI相關的資訊處理設備、資料中心等, 增速逼近兩成, 則是十餘年新高, 反映企業加大AI投資的情勢, 是拉抬整體投資動能的關鍵。而5大CSP業者全年資本支出由原6000億美元進一步上修至7600億美元, 維持高雙位數成長, **可望支撐美國下半年投資與景氣動能**。
- 值得注意的是, AI相關投資占整體非住宅投資的比重由長期平均的33.5%, 快速上升至37.2%。大科技公司投資趨勢的延續對於景氣固然為加分因子, 惟需留意若明後年起增速放緩, 抑或科技巨頭下修投資展望, **經濟受影響之幅度亦將加劇**。

科技龍頭上修資本支出, 將有助支撐美國投資動能



資料來源: Bloomberg。

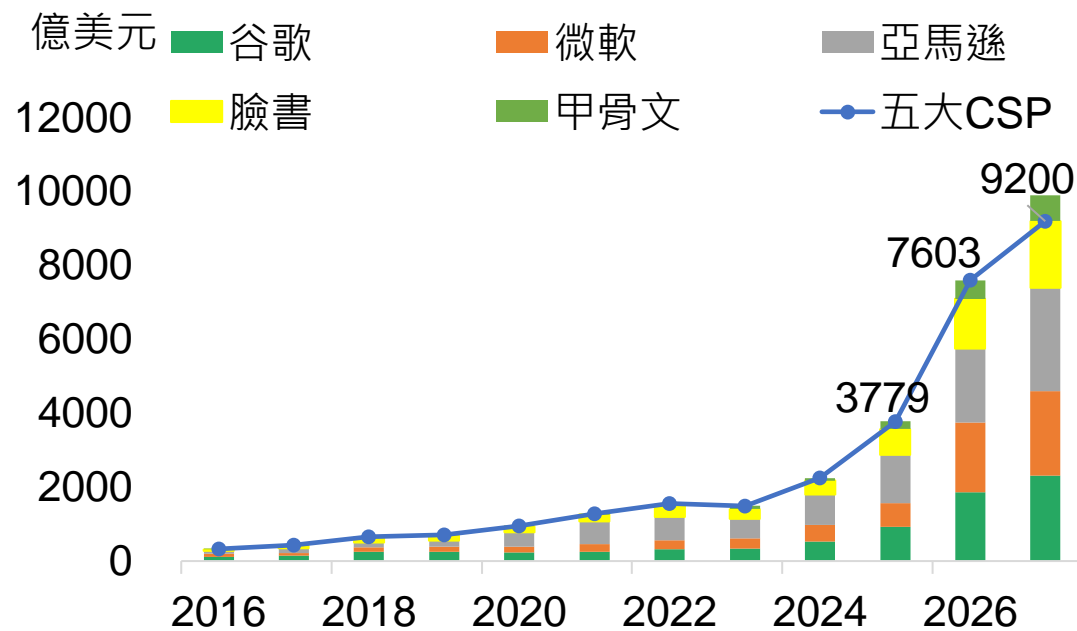
近兩年美國投資動能仰賴AI相關支出



註: AI相關為資訊處理設備、軟體、能源與通訊; 非AI則為非住宅投資扣除前三者。
資料來源: Bloomberg。

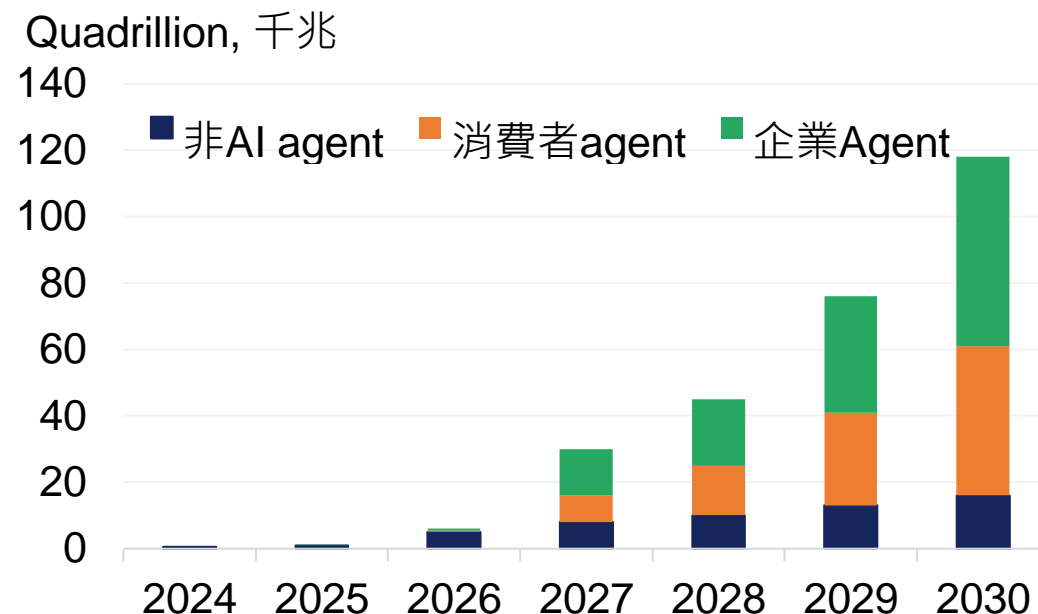
- 黃仁勳在GTC Taipei演說表示, 除了持續強調AI Agent時代來臨之外, 輝達也同步展示新一代AI筆電平台, 顯示AI運算正從雲端逐步延伸至個人終端設備。未來每一台筆電, 手機, 機器人甚至智慧眼鏡, 都可能具備本地AI推理能力, 並執行專屬AI Agent任務。
- 因應AI需求大增, 5大CSP業者持續加大資本支出規模, 2026年預估達7600億美元, 2027年又將進一步擴大至9000億美元, 甚至未來還有上修的空間。

因應AI agent來臨, CSP業者加大資本支出



資料來源: 高盛預估。

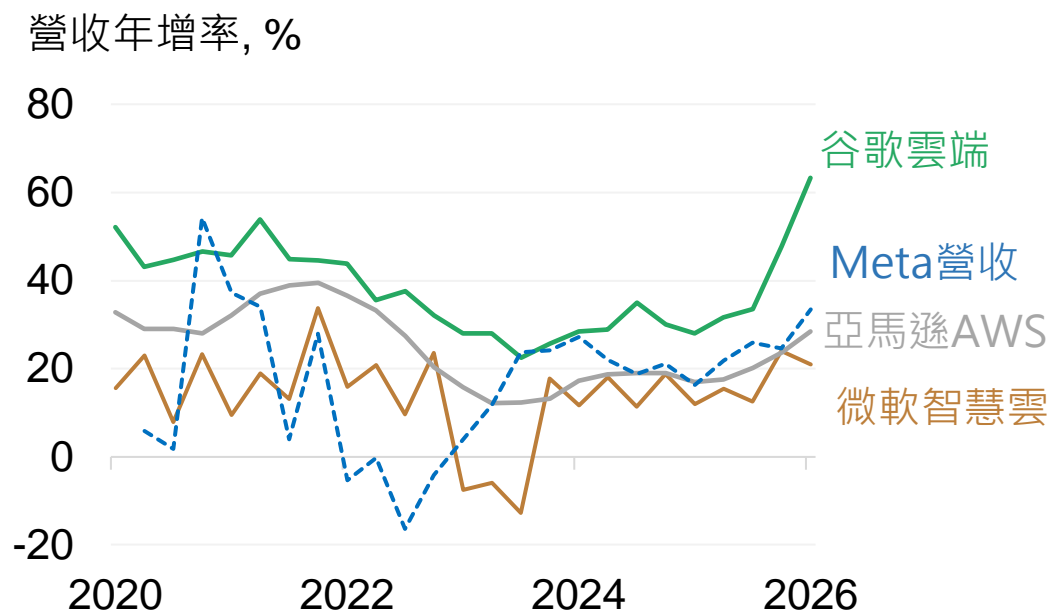
AI Agent時代來臨, Token使用量將持續大幅攀升



資料來源: 高盛預估。

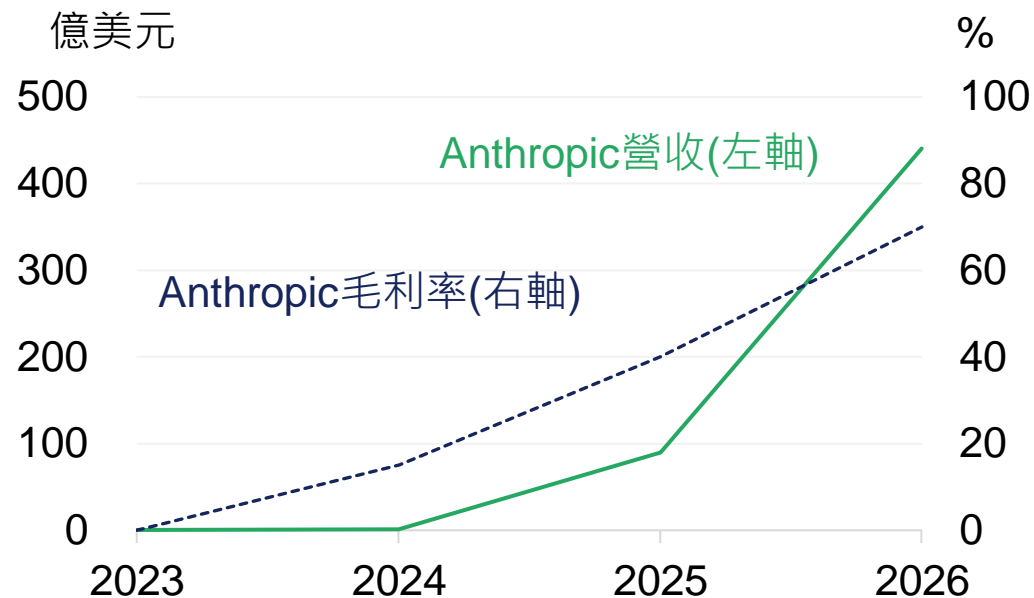
- 美國五大雲端服務業者過去數年的資本支出大幅增加, 如今已逐步展現實質成效。Google Cloud於2026年第一季營收年增率達63%, AWS與Microsoft Azure亦維持雙位數以上成長, 顯示AI相關基礎建設投資正從成本轉化為收入動能, 此一趨勢證明大型CSP的資本支出並非單純擴張, 而是已進入商業化收割階段。
- 另一方面, 新創AI公司Anthropic的成長更具代表性, 其營收規模在短時間內快速攀升, 市場預估2026年營收可望達440億美元, 同時毛利率由40%持續提升至70%, 顯示AI模型服務不僅具備強勁需求, 也逐步展現規模經濟效應, 此一發展意味AI產業已從單純的技術投資階段, 進入具備商業價值與獲利能力的成熟循環。

4大CSP的資本投入, 逐步轉化為雲端營收



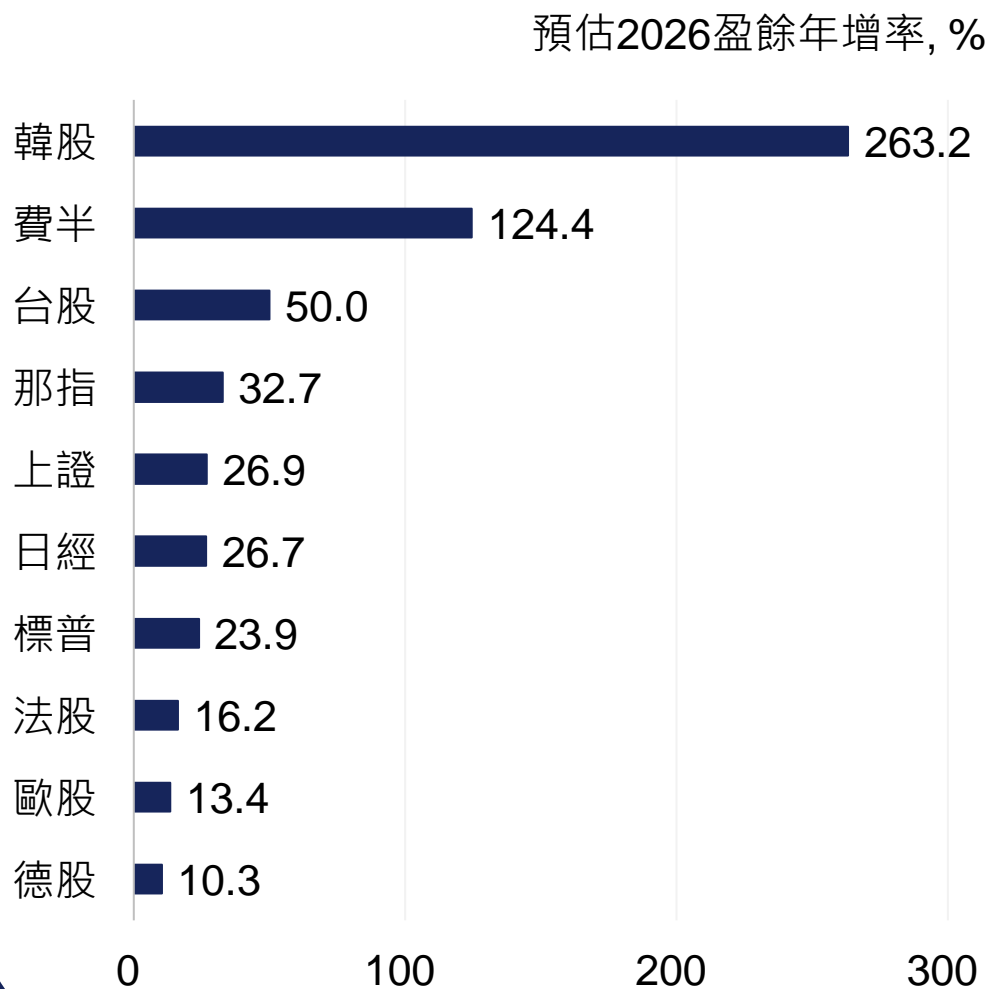
資料來源: Bloomberg。

AI Agent時代來臨, Token使用量將持續大幅攀升

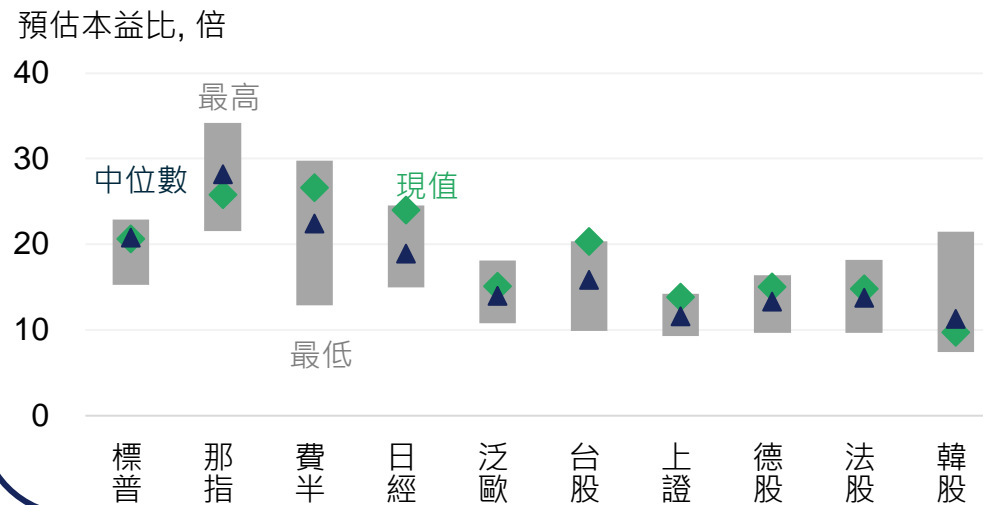


資料來源: Semi Analysis預估。

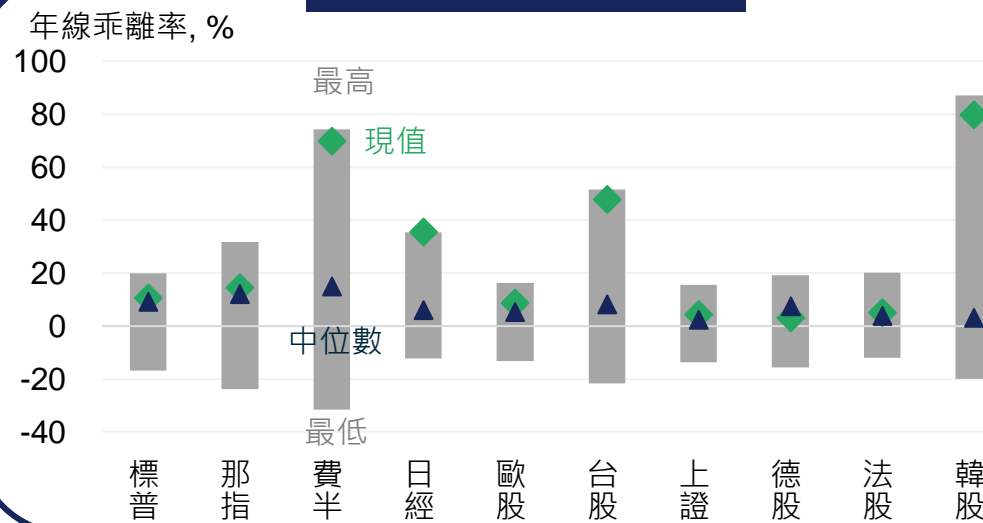
主要股市預估獲利



主要股市評價狀況



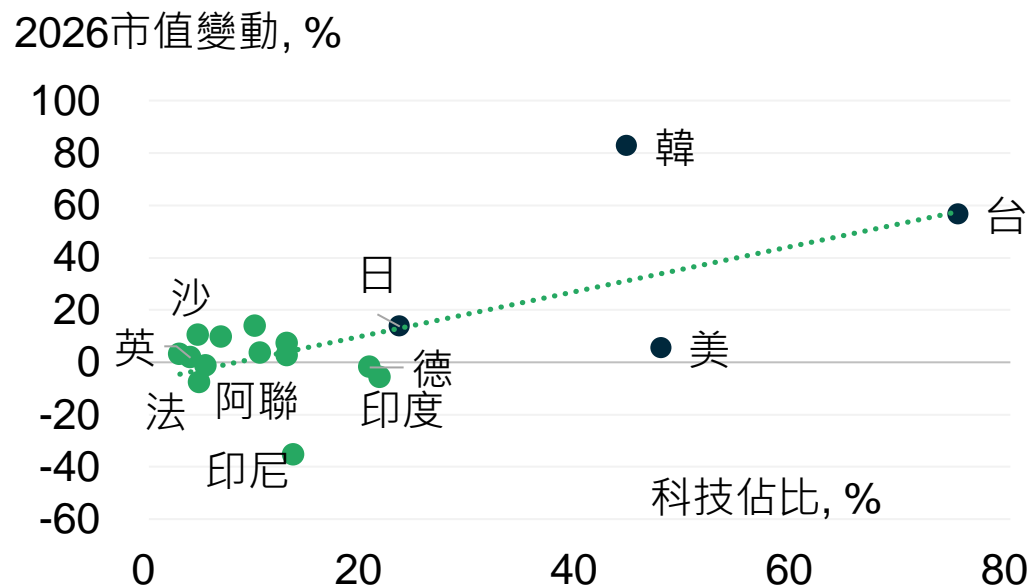
主要股市乖離狀況



註: 右二圖計算期間為2021/1/1-2026/6/17。
資料來源: Bloomberg預估。

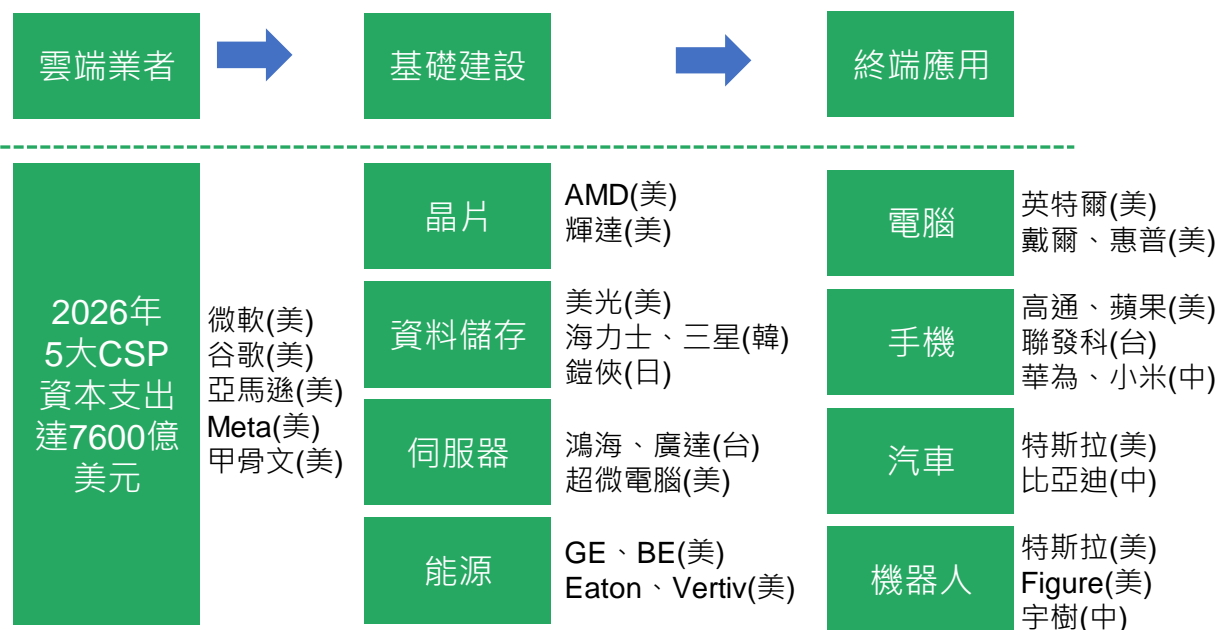
- AI浪潮下, 除了帶動企業獲利走揚外, 與此同時, 也讓全球資金明顯從傳統金融、能源、原物料、勞力密集製造, 轉向**半導體、AI基礎建設、算力、高速傳輸、電力設備**。
- 全球股市因為涉及AI程度不同, 讓資金青睞程度不同, 造成市值排名改變。1.台灣、韓國分別受惠於半導體製造、記憶體, 今年市值分別再度提升**56%**與**82%**, 成為全球第**5大**與第**6大**市場, 日本掌握半導體設備與材料優勢, 今年市值也成長**11%**, 保持第**3大**市場寶座。2.歐洲國家仍高度倚賴金融, 市場規模幾乎持平, 甚至小幅下滑。3.中東能源大國沙國或阿聯, 由於國內股市並沒有大型科技股, 加上中東地緣風險因素, 使得資金大舉撤離。

科技佔比越高, 股票市值成長越快



註: 科技佔比包括資訊科技與通訊服務, 基準日為2026/1/1。
資料來源: Bloomberg, 截至2026/6/15。

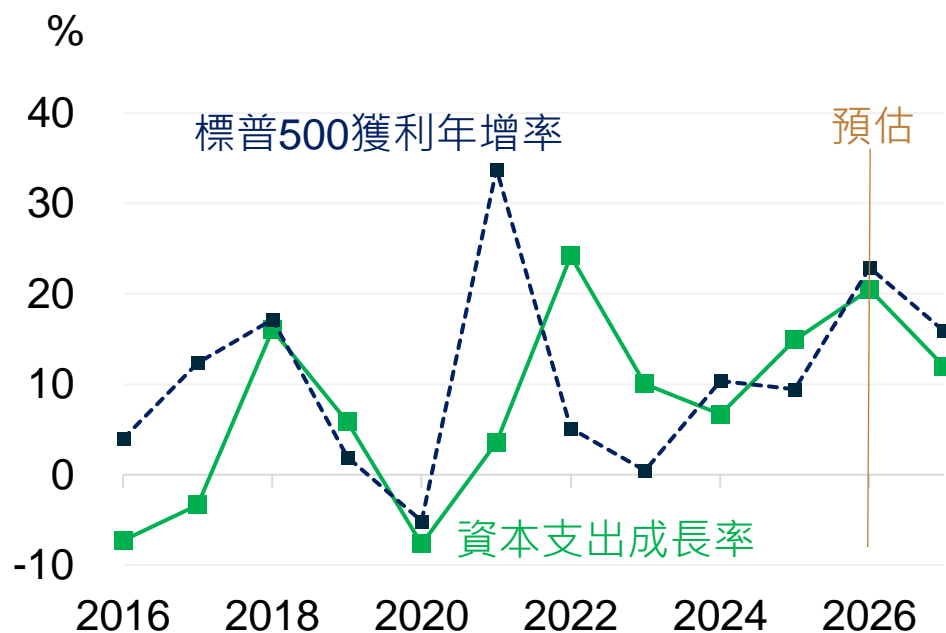
AI供應鏈, 主要坐落在亞洲國家



資料來源: 國泰世華銀行整理。

- 隨著美伊衝突緩解, 市場重新聚焦基本面, 尤其是AI的投資規模將進一步擴大, 預期將帶動獲利大幅成長。以2026年為例, 由於5大CSP業者的資本支出年增率超過100%, 也帶動科技股獲利45%, 其中半導體類股成長90%。整體而言, 2026年獲利增速預估超過兩成。展望明年, 資本支出亦有2成的成長, 預估獲利也保有1成的空間。
- 就評價面而言, 先前中東問題膠著, 通膨壓力上升, 影響降息節奏。隨著油價回落, 預估聯準會後續仍將重啟降息節奏, 有利估值面的提升, 預期可望落在21-22倍間震盪, 因此, 研判標普500指數今年的高點可能落在7900-8200點附近。

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指數的可能區間分析

EPS Growth (%) \ P/E (倍)	P/E (倍)				
	20	21	22	23	24
30	7800	8200	8600	8950	9350
25	7500	7900	8250	8650	9000
20	7200	7550	7900	8300	8650
15	6900	7250	7600	7950	8300
10	6600	6950	7250	7600	7900

註: 指數目標價預估=EPS*成長率*P/E。本益比採預估本益比(Forward PE)。
資料來源: Bloomberg。

- VR200的記憶體、傳輸速度、功耗效能皆較前一代的GB300大幅提升，運算效能提高至5倍以上，因此售價翻倍至一台800萬美金的天價。儘管輝達供應鏈積極擴產，但因VR200的硬體效能大增，意味產能須同步提升，才能滿足VR伺服器所需的出貨量，預期在VR伺服器需求仍強之下，半導體供應鏈供需瓶頸仍緊俏。
- VR伺服器將於今年下半年開始量產，產能逐步擴張，預計至2028下半年銜接新一代Feynman架構。因機櫃單價是GB300的近2倍，故將使VR產品預估營收大增。若產品強勁需求趨勢延續，預估2027年VR200營收上看4700億、2028年上看7000億，整體產品規模可望是GB200/300的3倍。台灣供應鏈受惠幅度高，超高規模的產品訂單，將支持台股後續高點可期。

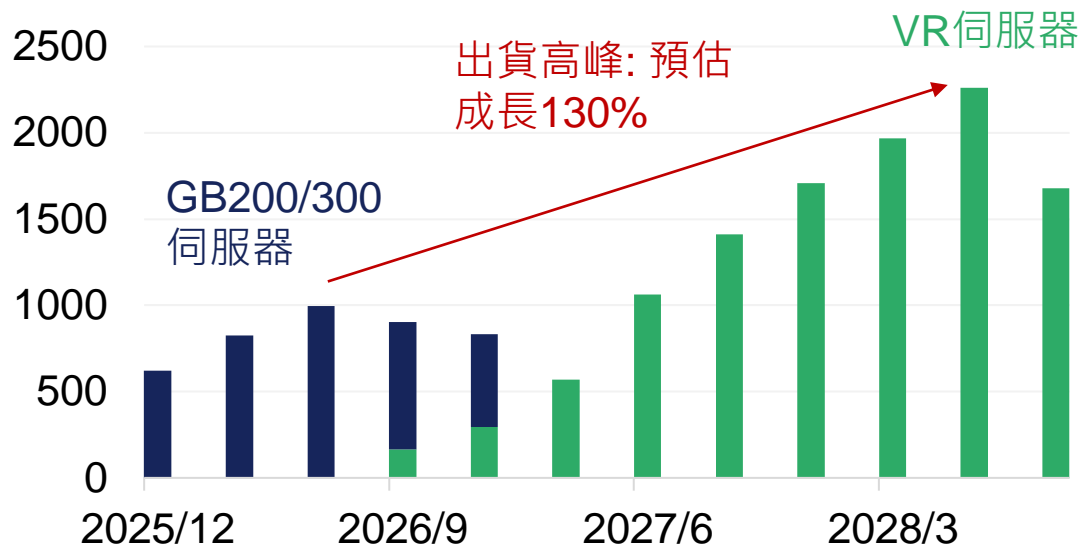
VR200 NVL72整櫃零組件清單表

美元	VR200	和GB300價差	主要供應商
GPU	3,960,000	57%	輝達、台積電
CPU	180,000	0%	輝達、台積電
網通	720,000	121%	邁威爾、聯發科、貿聯
記憶體	2,001,600	435%	三星、SK海力士、美光
供電	76,000	32%	台達電、光寶科
PCB	116,730	233%	欣興、臻鼎
MLCC	4,320	182%	國巨、村田製作所
機櫃組裝	28,800	29%	鴻海、廣達、緯穎、緯創
總價	7,803,148	182%	-

資料來源: Morgan Stanley 預估。

GB200/300伺服器與VR伺服器機櫃預估營收比較

整組機櫃預估營收, 億美元

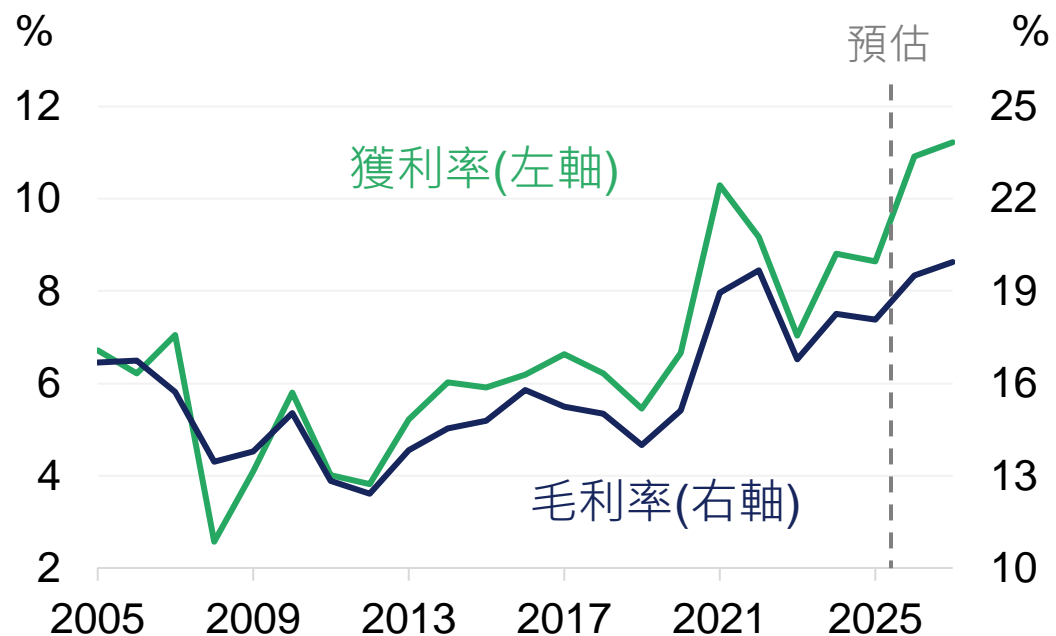


註: 預估VR產能保持與GB200/300同樣擴張速度, 以GB200/300整櫃出貨數為基礎, 計算VR伺服器出貨量, 再乘以單台機櫃價格, 得到VR伺服器預估營收。

資料來源: Morgan Stanley 預估、國泰世華銀行預估。

- 受惠於AI趨勢對半導體的需求強勁, 台灣AI供應鏈毛利率與獲利率雙升, 帶動台股企業盈餘大幅成長。台積電今年Q1毛利率達66.2%創歷史新高, 並且預估Q2毛利率將達65.5-67.5%, 明顯高於2022年疫情時換機潮的60%毛利率。而不同於換機潮的是, AI對硬體的需求程度正在持續擴張, AI Agent的應用將推動更多硬體設備需求, 延續台股獲利率上升趨勢。
- 台灣出口強勁成長與企業獲利的雙率雙升, 亦帶動台股評價面重估, 台股前瞻本益比平均逐年緩步上移, 近一年估值平均已來到17.4倍, 明年估值仍有上調空間。隨台股明年企業盈餘有望保持高成長, 預估今年台股企業盈餘超過50%, 明年獲利增速超過30%, 推升台股年底目標價上看五萬點。

AI趨勢帶動台股毛利率與獲利率雙升



資料來源: Bloomberg預估。

台股今年高點上看五萬點

EPS增速			P/E(倍)			
2026	2027	累計增速	16	17	18	19
30%	10%	43%	32,000	34,000	36,000	38,000
40%	20%	68%	37,000	40,000	42,000	44,000
50%	30%	95%	43,000	46,000	49,000	51,000
55%	35%	109%	46,000	49,000	52,000	55,000
55%	40%	117%	48,000	51,000	54,000	57,000

註：以2025年台股EPS 1386元為基礎, 目標價= P/E x 累計EPS增速。
資料來源: 國泰世華銀行預估。

- 各天期美債殖利率高位震盪, 其中2年債利率突破4.2%, 顯示市場對升息的定價持續升溫, 期貨市場亦反映至今年底將有1~2碼的升息空間。不過, 隨美伊情勢降溫、油價逐步回落, 不排除市場預期已偏極端。
- 預期Q3通膨仍處相對高位, 10年美債利率將於4.0~4.5%區間上緣; 若Q4通膨逐步降溫, 有望逐步朝下緣回落。
- 殖利率曲線: 升息預期帶動下, 短端利率(2年)上行幅度高於長端利率(10年), 帶動長短利差收斂(10Y-2Y≈30bps)。展望後市, 待未來通膨預期降溫, 有助整體殖利率曲線下移; 惟需留意, 美國財政赤字、債務供給壓力之下, 料長端利率下行空間有限。

市場定價今年升息1~2碼, 已有過度反應之虞



資料來源: Bloomberg預估。

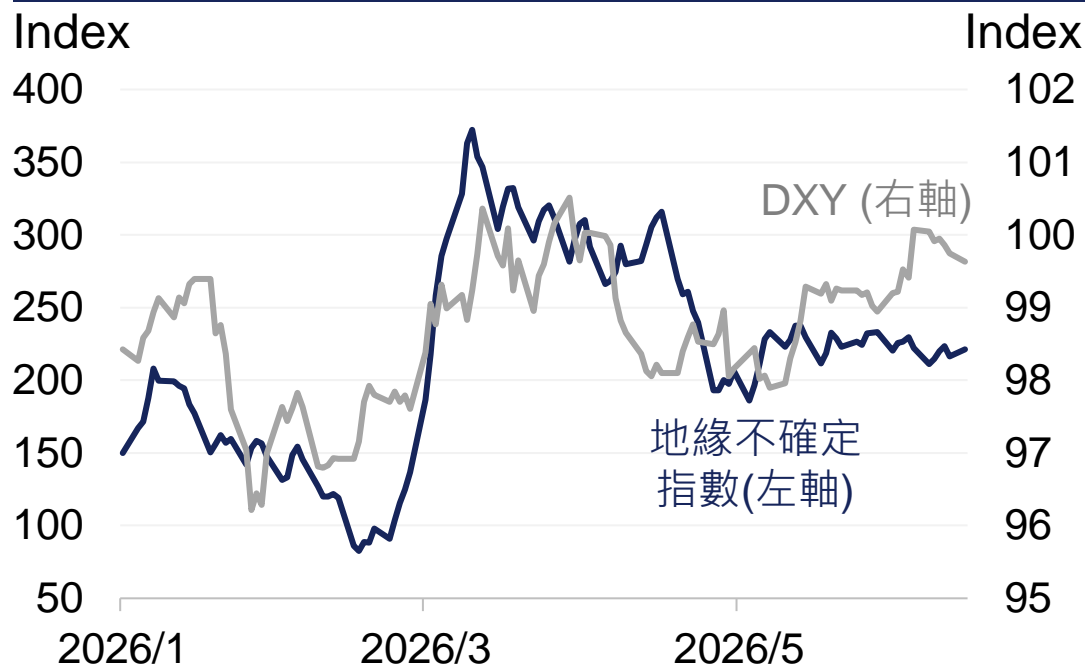
美債殖利率高位震盪, 短端上行幅度顯著



資料來源: Bloomberg。

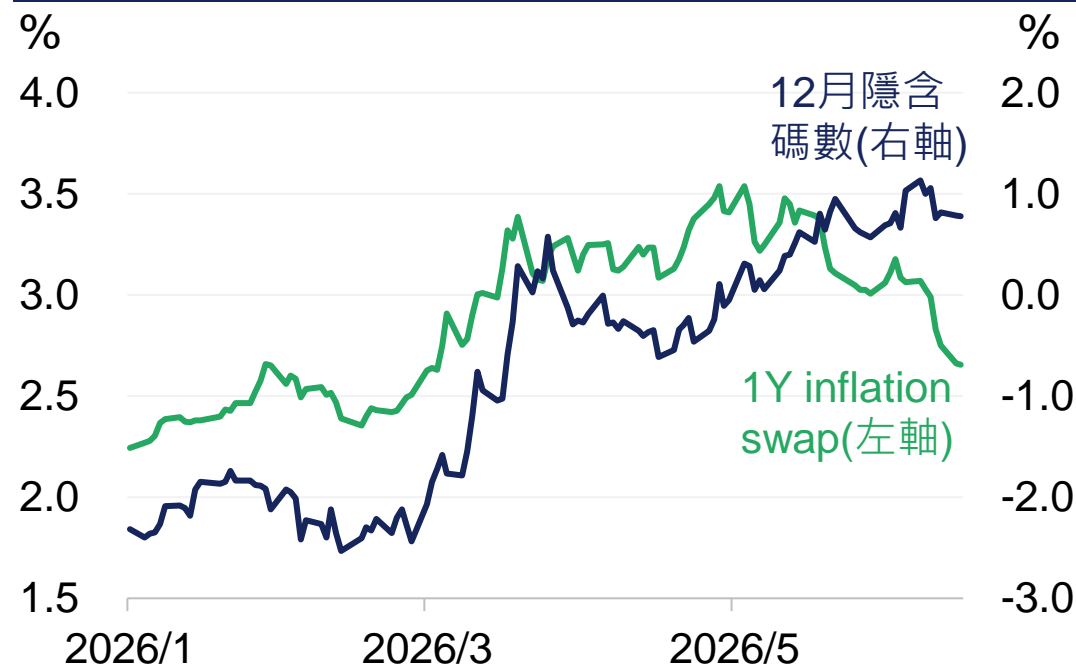
- **3月美元指數上行主要與地緣不確定性高度連動**。該階段美元升值，本質上是避險需求推動，資金為規避不確定性而流入美元避險資產，屬於典型的行情，而非利率或經濟基本面改善所主導。進入5月後，美元反彈主要由貨幣政策預期支撐，當時市場重新定價聯準會利率路徑，12月隱含利率上行，帶動美元指數回升。
- 展望後續，情境正在出現逆轉，隨著中東局勢有望簽署和談協議，**地緣風險降溫將削弱避險需求，同時油價回落預期將進一步壓低1年期通膨交換**。在通膨壓力減輕的情況下，聯準會持續偏鷹或進一步升息的必要性下降，12月升息機率理應逐步下滑。整體來看，當「通膨預期下行 + 升息預期降溫」形成共振，將使利差優勢收斂，進而對美元指數構成下行壓力，預估Q3區間在97-101。

美元波段上漲原因探究



資料來源: Bloomberg。

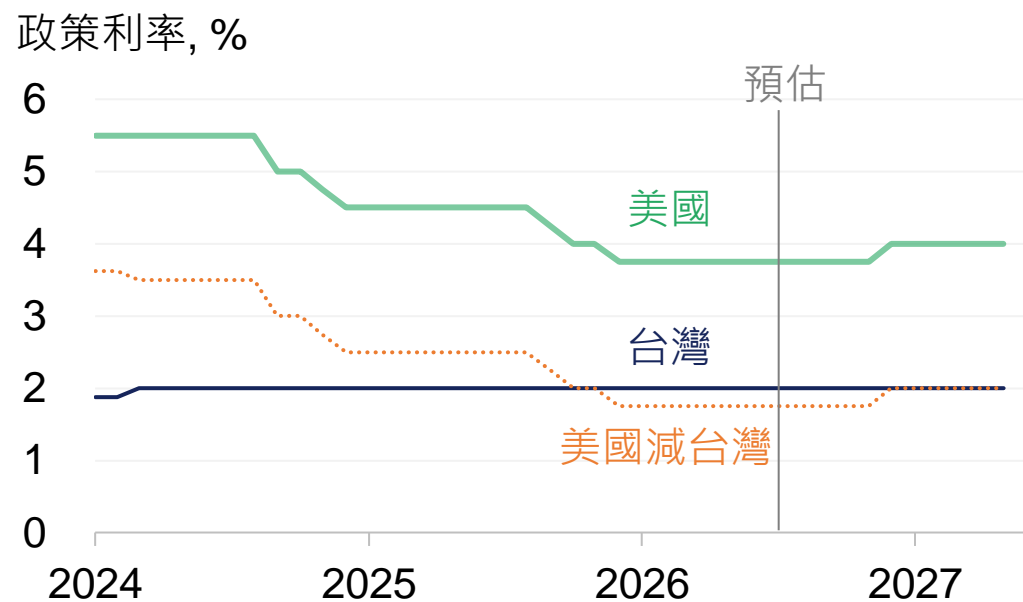
通膨預期下滑將壓制年底升息機率



資料來源: Bloomberg。

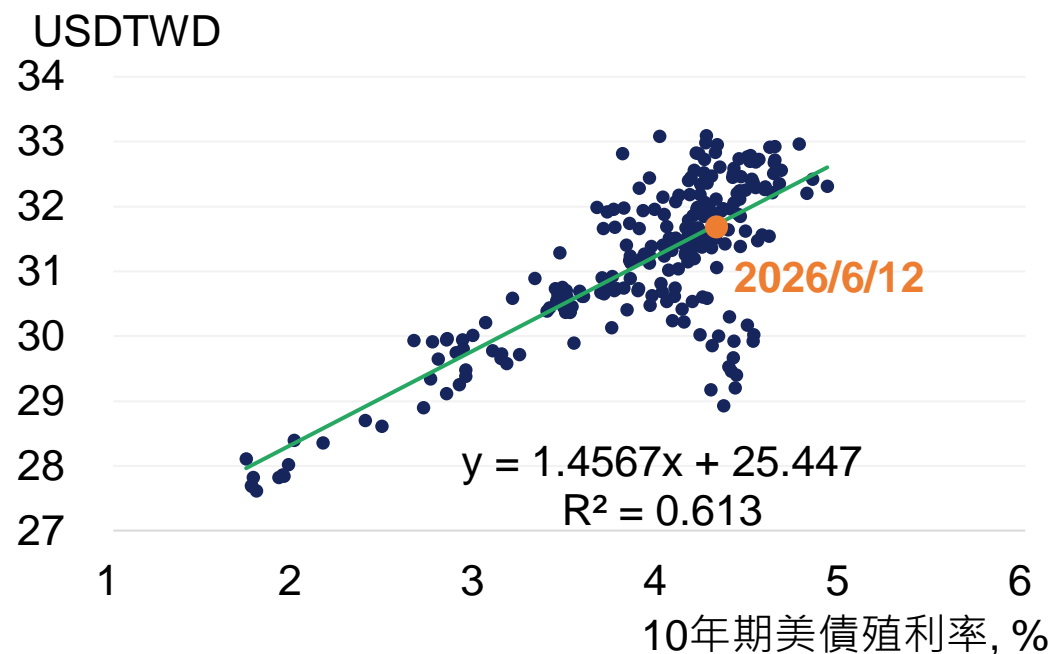
- 景氣動能強勁，但通膨上行風險可控，預料台灣央行未來一季仍是按兵不動。然而，油價居高的背景下，聯準會原先傾向寬鬆的政策立場轉趨謹慎，市場預期今年可能皆將維持利率不變，甚至可能重启升息。
- 如此情勢下，意味美台利差短期內難以大幅收斂。過往循環而言，美元利率、美台利差居高時，需要留意對於新台幣匯價的影響。

市場預估美台央行政策走向



資料來源: Bloomberg預估。

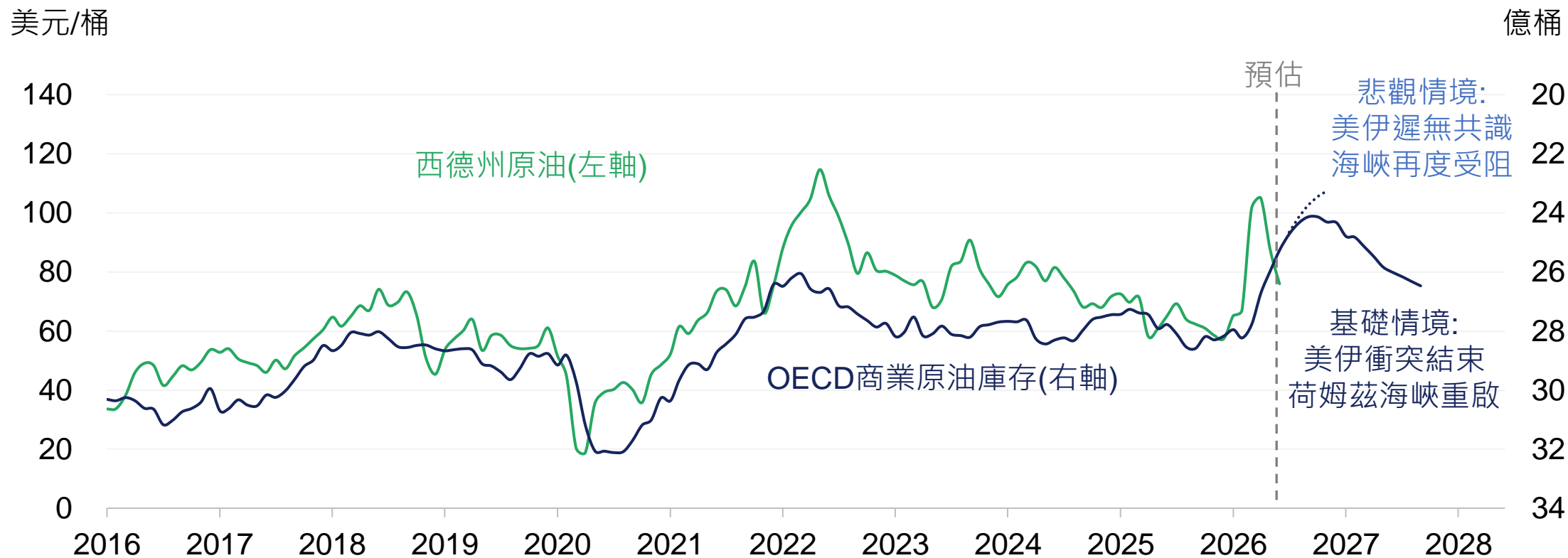
美元利率偏高，留意對新台幣的影響



資料來源: Bloomberg。

- 美國能源署此前預估若荷姆茲海峽於7月起陸續恢復通行, 全球原油庫存可望於Q3末、Q4初止跌回升, 屆時可望引導油價逐步緩降。
- 若美伊於60日談判期內, 持續無法取得共識, 導致衝突風險再起、海峽通行受影響, 恐加速全球原油庫存消耗, 並增添油價再度上行風險。如此情境下, 將加劇景氣惡化與風險性資產調整壓力。

長期以來油價與全球原油庫存水平呈現高度正相關



註: 2015/1至2026/4兩者相關係數為0.80。
資料來源: Bloomberg預估。

- 全球最大獨角獸SpaceX於6/12掛牌上市, 籌資規模750億美元, 一舉創下全球歷史上最大規模IPO記錄(此前為2019年沙烏地阿美的294億)。值得注意的是, 兩大AI大模型巨頭OpenAI、Anthropic亦預估於今年下半年上市, 預估分別籌資700億、600億, 亦遠高於過往美股IPO規模。
- 上述三家企業預估合計吸納市場資金逾2000億美元, 若美股企業未加大回購力道, 恐導致美股淨發行量於五年來首度由負轉正(意味供給增加)。在聯準會延後降息、利率水平居高的背景下, 需**留意資金流動性趨緊的風險, 恐因而加劇市場波動幅度**。

三大獨角獸料於年中起陸續上市			
項目/企業	SpaceX	OpenAI	Anthropic
IPO時程	已上市	已秘密遞交	籌備中
預估上市時間	已上市	9月	Q4
預估籌資(億美元)	750	700	600

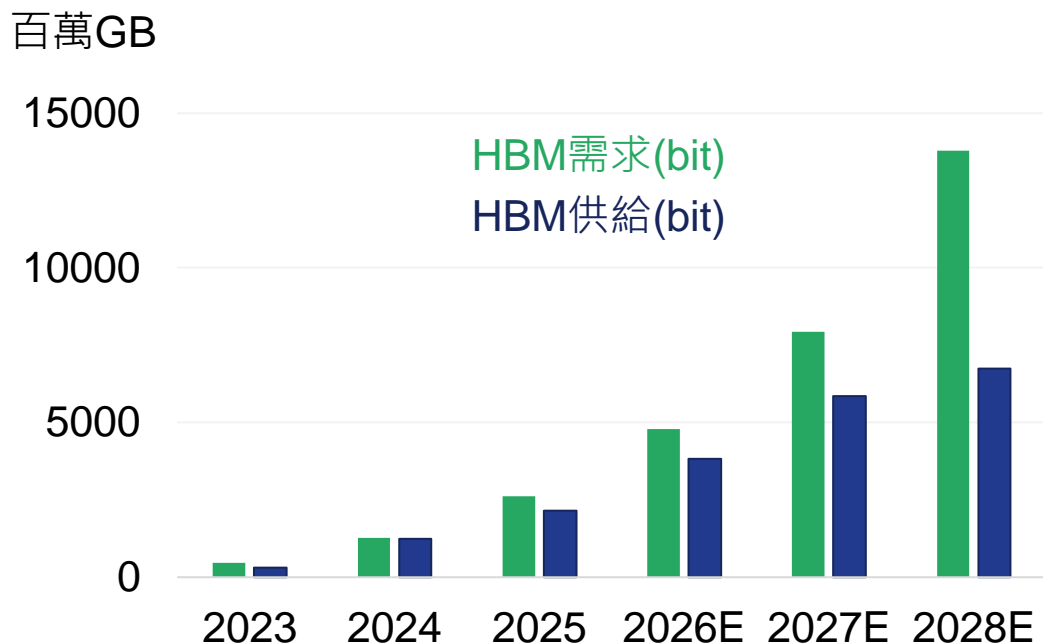


註: 淨發行量計算方式為當季新發行股權總額扣除股票回購、私有化、併購下市總額。
資料來源: Fed。

金融市場展望

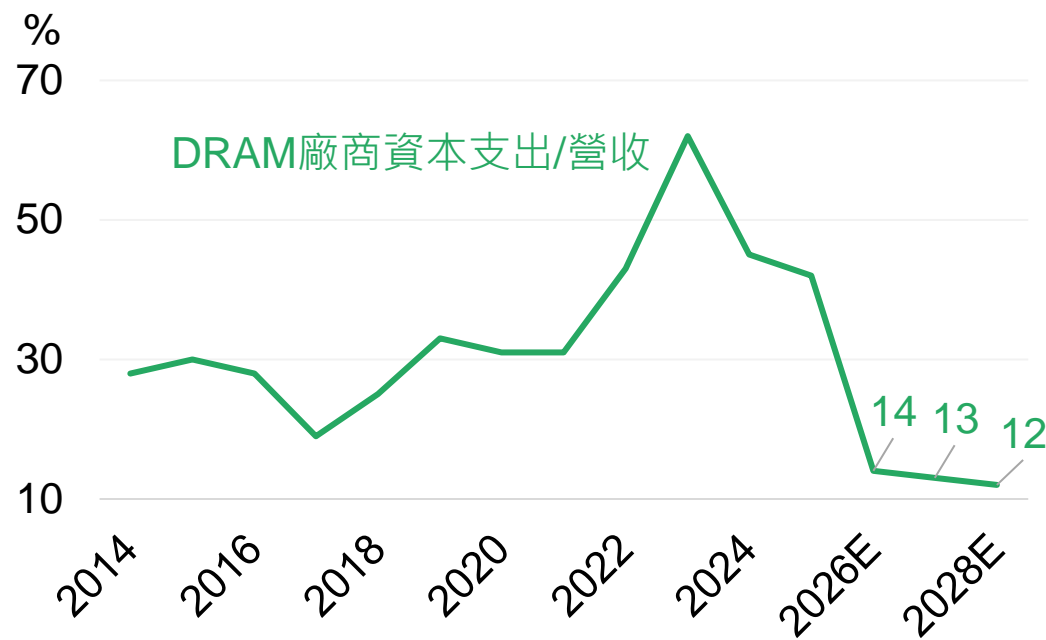
- AI需求不墜且HBM產能緊俏, 直到2028年供需缺口都將持續放大。此外, 未來伺服器的CPU用量提升將進一步刺激DRAM的需求。另一方面, 主要廠商未來三年的擴產節奏仍然維持一定紀律, 有助於記憶體價格「higher for longer」, 預期三大廠能繼續保持優異的獲利能力。
- 即便SK hynix、三星電子、美光去年迄今漲幅相當可觀, 但目前市場仍未完全接受以本益比法評價它們。若未來CSP廠商AI資本支出力道延續, 且三大廠持續保持資本紀律, 則未來仍有re-rating的空間。其中又以韓國雙雄的潛在重估值空間更大。

至2028以前, HBM供需缺口仍大



資料來源: J.P. Morgan預估。

即便營收暴增, 記憶體廠商資本支出仍相對節制



資料來源: J.P. Morgan預估。

- 近期隨韓國股市狂飆, 融資餘額亦一路上揚並引起政府官員示警, **不穩定的槓桿資金增加確實會加劇股市的波動幅度**。此外, 韓股相關槓桿與原型ETF的資產規模也快速攀升, 國外對沖基金亦透過衍生性工具大舉加碼, **顯示除了韓國股民融資行為熱絡外, 國外投資人也大舉透過各類工具加倍押注韓股**。
- 槓桿資金將顯著加劇波動幅度, 若遇上消息面擾動(如: 輝達擬降低伺服器內記憶體用量、記憶體報價走弱...), 即便是假利空亦有可能引起多殺多而短線暴跌, 未來仍將三不五時發生熔斷。**故即便韓股與記憶體的長期趨勢仍然看好, 仍不建議投資人在市場情緒過於激昂時追價買入。**

隨韓股一路上行, 總槓桿餘額創高



資料來源: Bloomberg, KOFIA。

韓國相關槓桿ETF產品AUM超過140億美元



資料來源: Bloomberg。

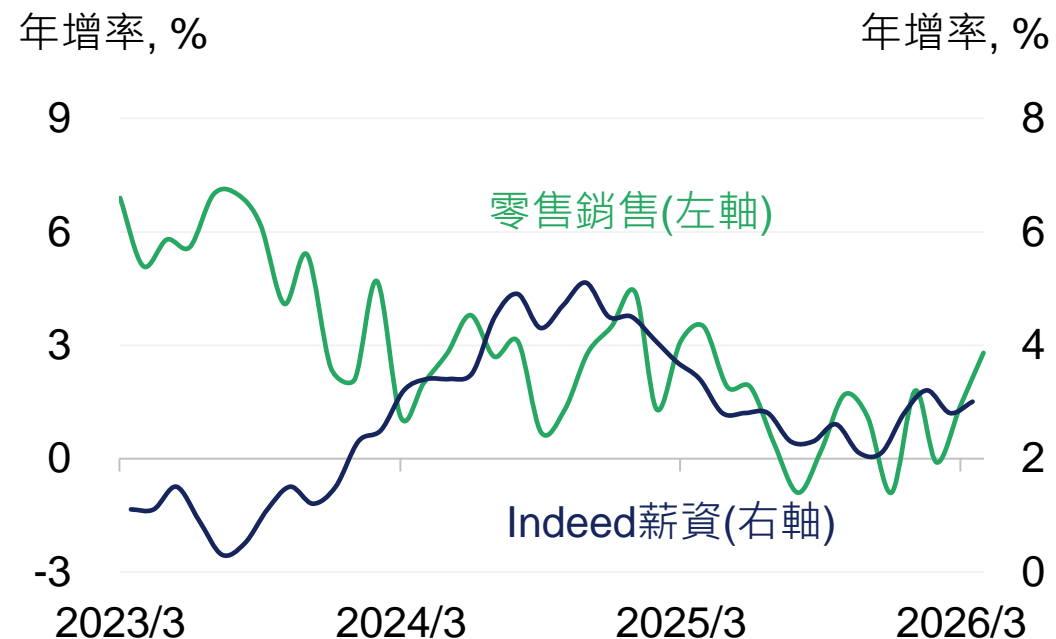
- 日本製造業景氣已連續6個月回到50以上的擴張區間, 加上出口年增率站上雙位數, 顯示外銷景氣不差, 雖然服務業受到美伊戰爭及高油價影響, 但經濟景氣仍受到出口及製造業拉動。
- 日本4月零售銷售年增率雖成長, 但若考慮油價上升推升物價的影響, 民眾實質購買力其實是下降的。不過由於今年春鬥維持連續3年加薪幅度達5%, Indeed網站統計的日本薪資年增率也回升至3%, 將有助於支撐民眾消費, 維持內需不墜。

日本製造業景氣復甦, 出口增速加快



資料來源：Bloomberg。

日本薪資恢復成長, 支撐消費走強

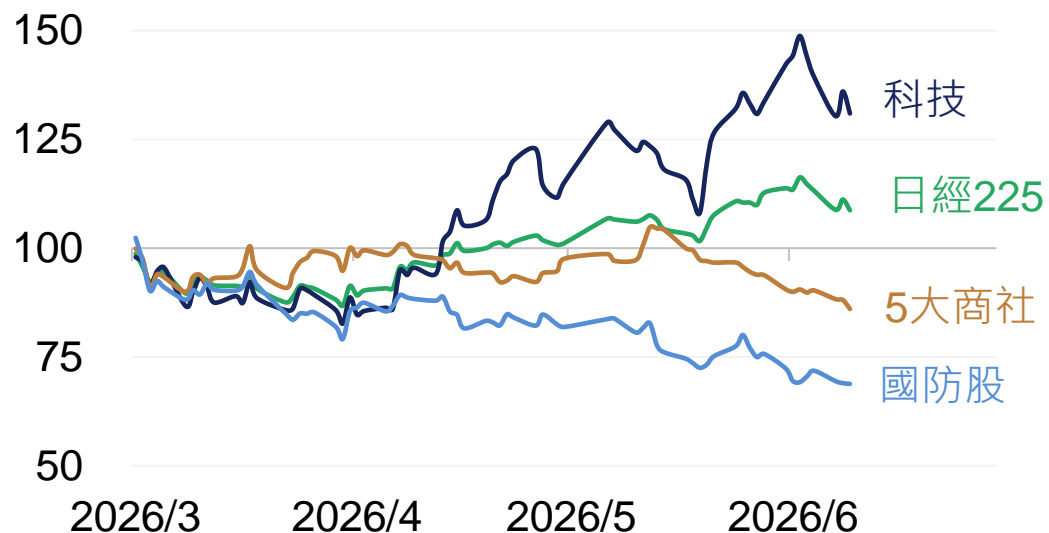


資料來源：Bloomberg。

- 日本Q2 GDP年增率估值自美伊戰爭以來逐步下修, 預料將較Q1的0.4%腰斬, 僅剩0.2%, 通膨的預估值也自3月起由1.7%上調至1.9%, 這主要受到高油價影響, 若中東情勢緩和後, 油價回落, 將有利於經濟動能轉強。
- 日經225指數雖然自4月起一路創新高, 但主要是由科技股領軍上漲, 過去表現強勁的5大商社及國防股皆呈現大幅拉回, 油價上漲帶動的成本上揚對工業類股的衝擊不小, 而科技股雖受油價影響不大, 但一旦出現漲多拉回, 將使得日經指數修正。由於日本景氣隨製造業PMI回到擴張區間, 加上政府帶動民間投資逐步展現成效, 長期展望仍佳, 可逢低分批布局。

4月以來日股表現明顯分化

標準化, 2026/3/1=100



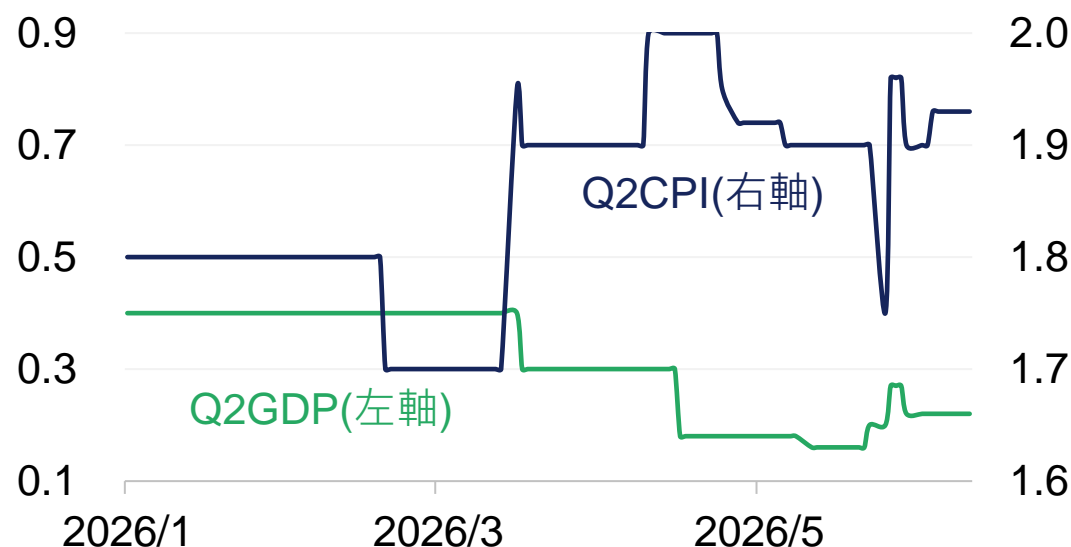
註: 科技股取軟銀、東京威力科創、愛德萬測試平均; 5大商社-三菱商事、三井物產、伊藤忠商事、丸紅、住友商事; 國防股取三菱重工、川崎重工、IHI3家公司平均。

資料來源: Bloomberg。

日本Q2 GDP及通膨預估皆受到中東情勢影響

年增率, %

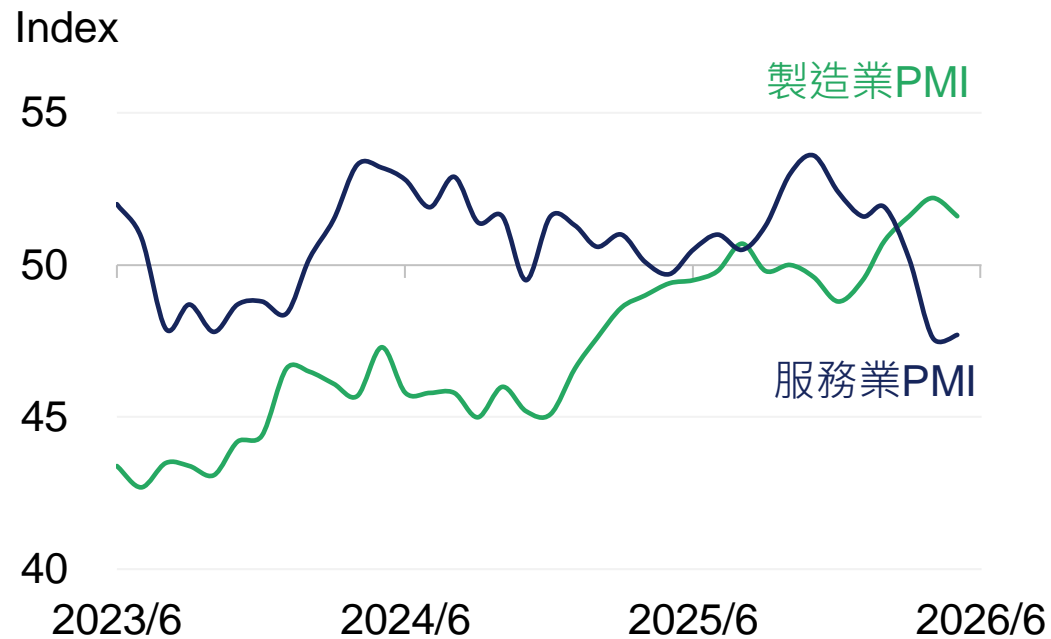
年增率, %



資料來源: Bloomberg預估。

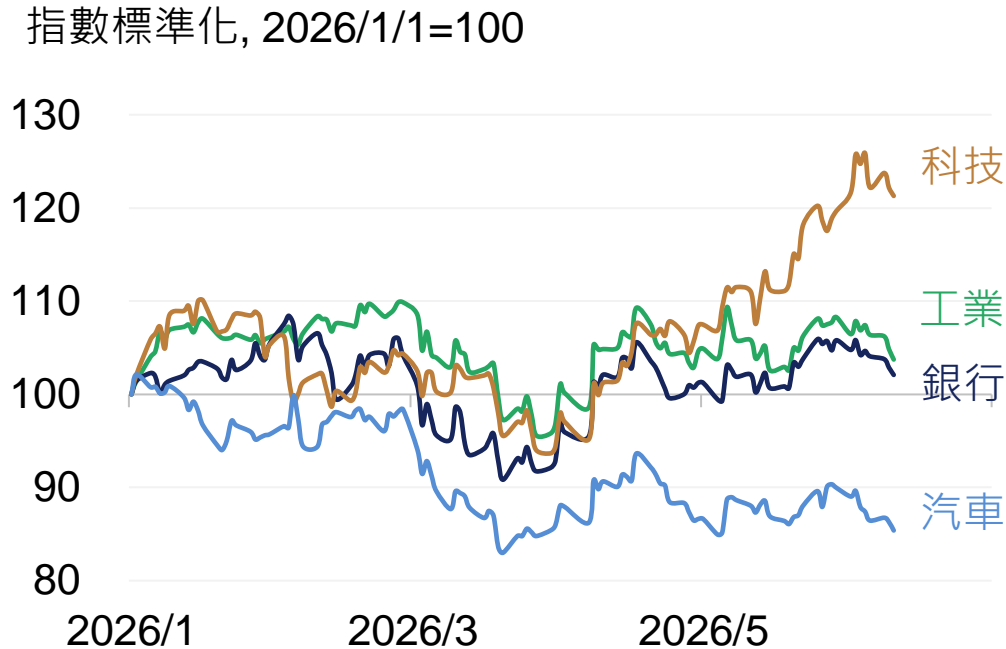
- 歐股近期波動不大, 主要原因是4月以來科技股漲勢凶猛, 但歐洲科技比重不高, 因此相關族群上漲對指數幫助有限, 權重較大的工業、銀行類股, 表現呈現橫盤整理, 也主導了歐股的走勢較為平緩。表現較差的是汽車類股, 受到財報不佳, 中國汽車外銷的衝擊, 呈現低迷格局。
- 中東局勢及高漲的油價對歐洲經濟衝擊不小, 服務業PMI自3月起急墜, 進入景氣收縮的區間, 雖然製造業仍小幅擴張, 但也受到壓抑, 打亂了經濟復甦的步調。整體而言, 歐股的優勢在評價較低, 且工業股受惠國防自主、製造業復甦而有望成長, 銀行業則受惠利差擴大而呈現獲利逐季成長, 可利用指數急跌時分批布局。

歐元區製造業小幅擴張, 服務業PMI低迷



資料來源: Bloomberg。

泛歐指數各類股表現不一



資料來源: Bloomberg。

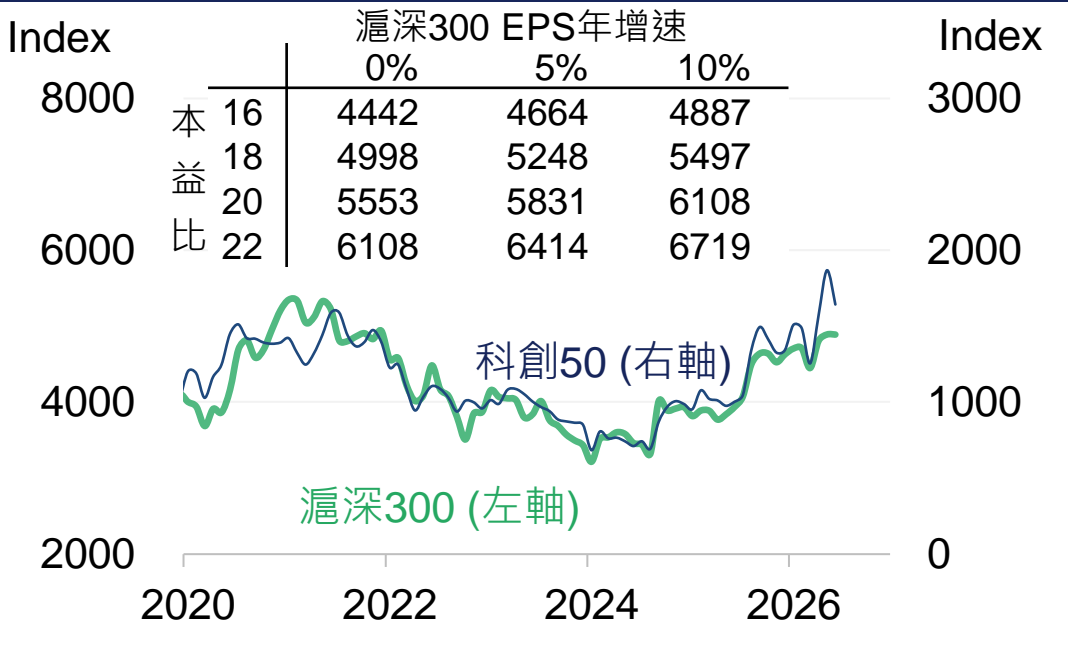
- 中國官方發布，將由發改委主導未來五年內，投入約2兆人民幣，建設數據中心；多由國有企業(如中國移動、中國電信)營運，更強調依賴本土供應商的技術，至少80%使用國產技術(如AI晶片)，減少對輝達等的依賴。
- **2兆計畫**影響有三：**1)基礎設施與AI產業升級**– 對提升生產力和GDP有所貢獻；**2)科技自主**– 至少80%技術本土化，強力支持華為等國產供應鏈；**3)區域平衡**– 全國分散資源，協助中西部數據中心建設，為**東數西算政策**的延續。
- 後市，基於：**1)「新質生產力」戰略持續推進**，AI自主化下的政策環境，有利硬體企業發展；**2)硬體訂單明確**，AI訓練與推理需求爆發，帶動國有化供應鏈發展。因此，AI趨勢不變下，科創50仍為領頭羊的角色，拉回仍視為布局機會。

國策形成基本面底氣，支持硬體七兄弟獲利，領漲大盤

公司	核心業務	2027 EPS	EPS年增速, %
寒武紀	AI晶片研發	26.0	92.8
中芯國際	晶圓代工	1.16	30.3
寧德時代	儲能系統	25.6	22.8
新易盛	光模塊封裝	26.9	42.0
中際旭創	高速光模塊	40.8	57.7
東山精密	軟板	8.6	116.2
工業富聯	AI伺服器	4.1	31.2

資料來源: Wind預估, 國泰世華銀行整理。

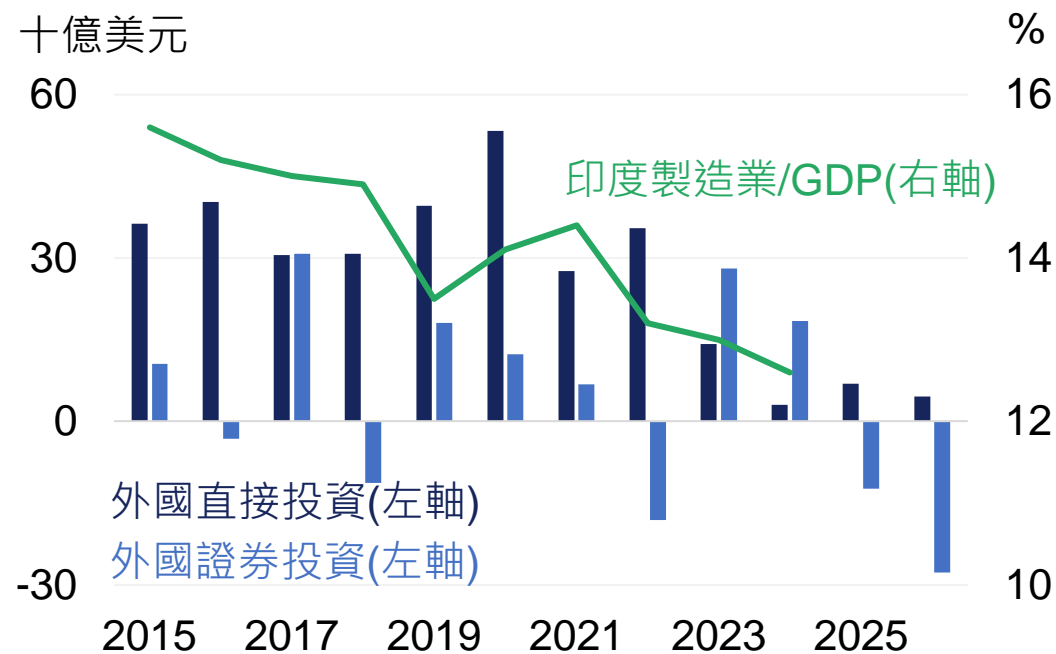
國際氣氛影響A股，但不改多頭格局



資料來源: Wind。

- 有鑑於人口紅利的故事與中國供應鏈轉移的題材, 過去印度股市一直都是外資追捧的對象, 因此相較其他MSCI新興市場強國如台灣、韓國, 印度都能享有不小的估值溢價, **過去前瞻本益比長期落在20倍至30倍, 甚至高於美股**。
- 然而, 近年外資對於印度的寵愛程度似乎有逐漸減弱的趨勢, 2025與2026均同步大幅賣超印度股市, 顯示在**AI時代下資金將優先追逐獲利確定性更高的標的**。此外, 外國直接投資(FDI)也持續縮減, 主要反應「印度製造」計畫的發展不如預期。加上印度盧比匯率持續走弱, 外國投資人可能同時面臨股市疲軟與匯率貶值的雙重逆風。

外資對於印度投資意願呈明顯下降趨勢



資料來源: Bloomberg, World Bank。

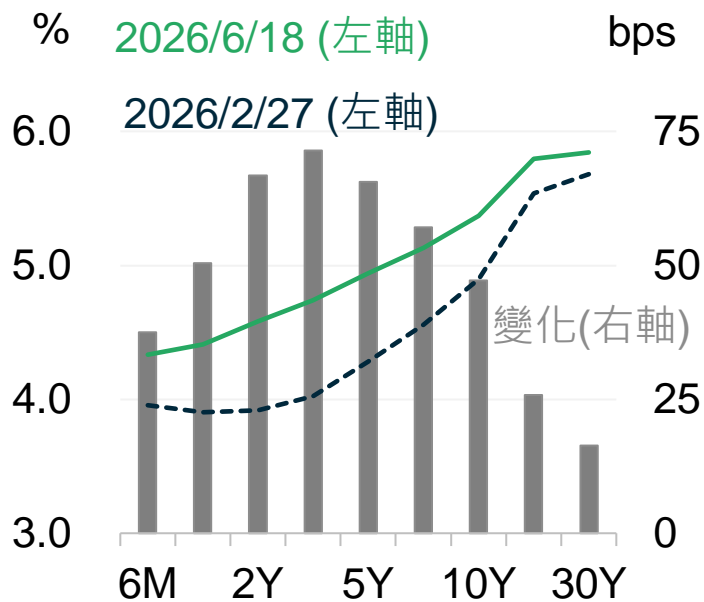
即便印度指數維持平盤, 外國投資人仍因匯率虧損



資料來源: Bloomberg。

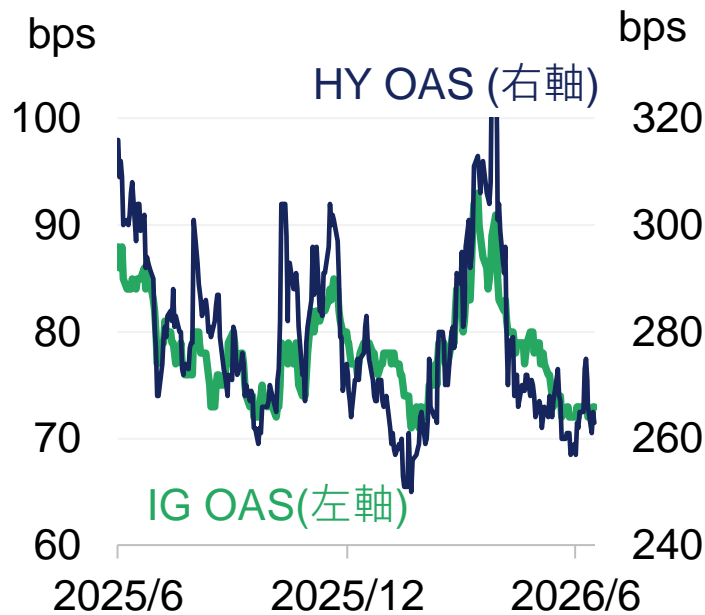
- 回顧自2025年9月降息以來，整體信用市場呈現正報酬，排序為EM>HY>IG。前段漲勢主要由**息收(carry)+利差(spread)收斂**所帶動；惟市場對Fed政策預期保守，限縮整體信用債報酬。
- 後續而言，有鑑於信用利差已回落至歷史低檔(IG: 73bps、HY: 263bps)，再度下行空間有限，報酬仍回歸以息收導向為主。**投資人宜把握高利契機，布局中天期債券，US IG 5~10年期殖利率約落在5%上下。**
- 非投等債、新興債具較高beta特性**，走勢與股市的連動性高，若欲參與風險情緒行情，可將相關複合債納入投資組合考量。對於**穩健型**的投資人而言，體質更穩的投等債仍適合做為核心配置。

美國投等債殖利率曲線



資料來源: Bloomberg。

信用利差維持低檔



資料來源: Bloomberg。

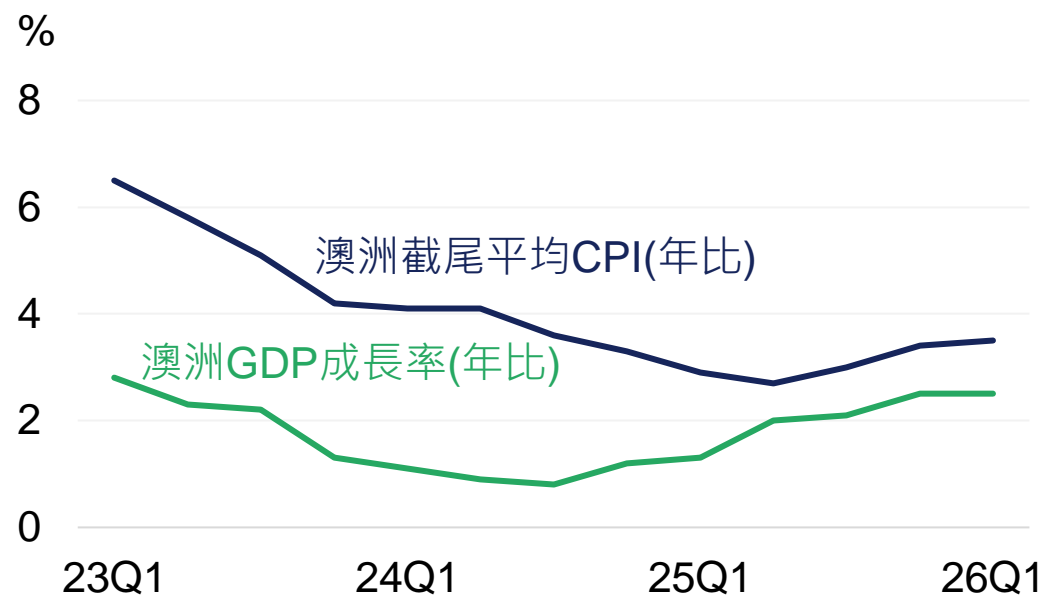
去年9月降息後，信用債報酬表現



資料來源: Bloomberg。

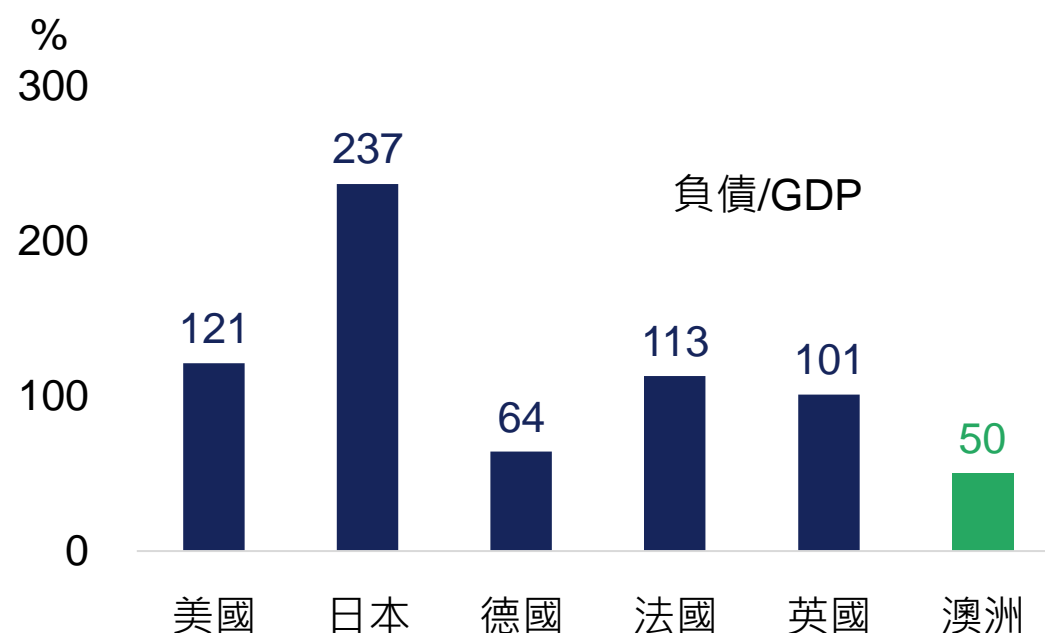
- 澳洲央行5月升息一碼至4.35%，6月則維持利率不變，目前基準利率為主要經濟體中最高。然而，雖央行官員仍表示控制通膨的決心，但同時承認目前利率對經濟產生壓抑，且疫情後澳洲經濟成長持續疲軟，央行再升息空間受阻，故我們認為**目前澳洲利率水準與終端利率距離有限**。
- 考量美澳利差仍大並將維持一段時間，預期澳幣將為震盪偏強走勢。此外，澳洲目前信評為最高等級AAA，**其負債/GDP僅50%**，遠低於美、日、歐等國，財政狀況相對健康。且目前**澳洲十年期公債殖利率逼近5%**具備投資吸引力，澳債可適時進場布局鎖利。

疫情後澳洲央行面臨低成長與高通膨的兩難處境



資料來源: Bloomberg。

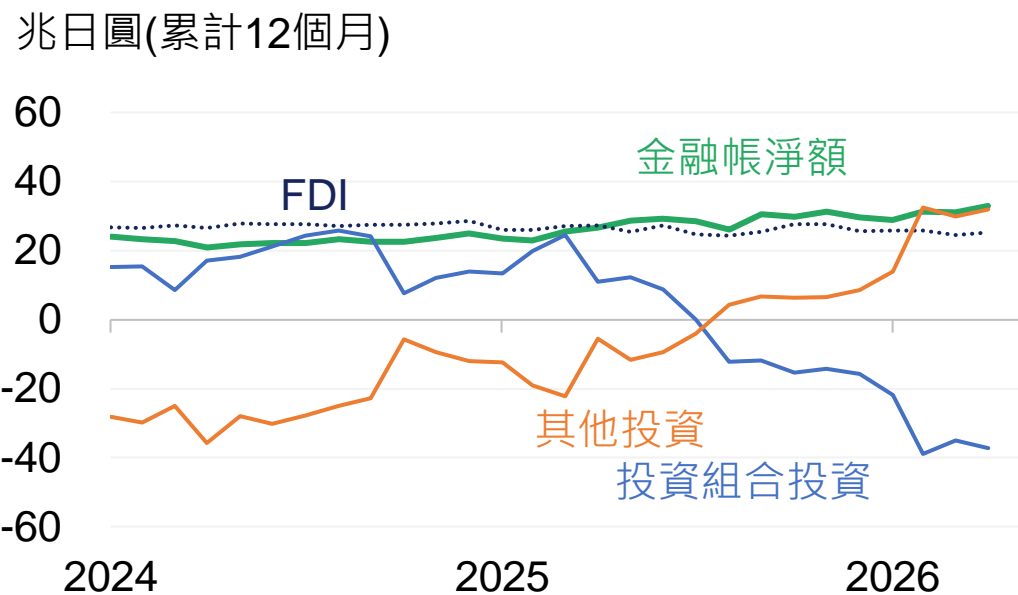
澳洲財政狀況相較其他已開發國家健康



資料來源: IMF。

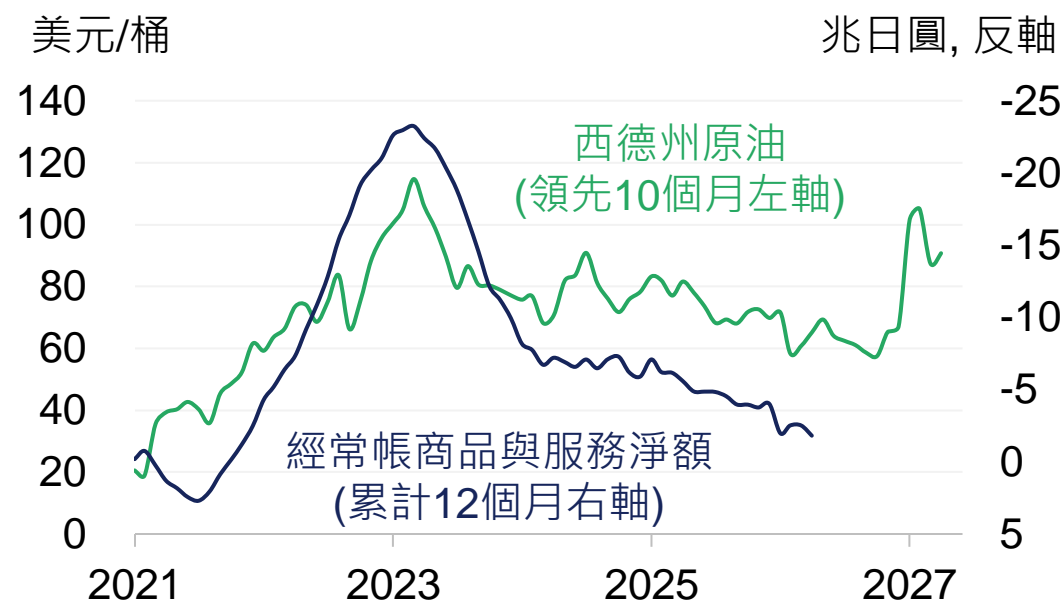
- 即便四月底財務省進行外匯干預, 以及後續BOJ升息預期升溫, 日圓仍於短暫走強後再度轉弱, 回到160關卡。
- 觀察近月資金動向, 外資雖大幅加碼日本股債市, 然日本企業穩定的對外直接投資, 以及日本銀行加大海外放款力道(列入其他投資), 仍導致**整體資金外流的趨勢加大**。
- 另一方面, 國際油價居高不下, 將推升進口成本, 並令貿易收支惡化, 如2022年烏俄戰爭爆發期間。
- 綜上所述, **金融、貿易帳皆存在資金流出壓力, 將是匯市的不利因子**。

金融帳資金流出力道加大, 匯市連帶受影響



註: 金融帳淨額與其餘項目數字為正表海外淨資產增加、國內資金淨流出。
資料來源: Bloomberg。

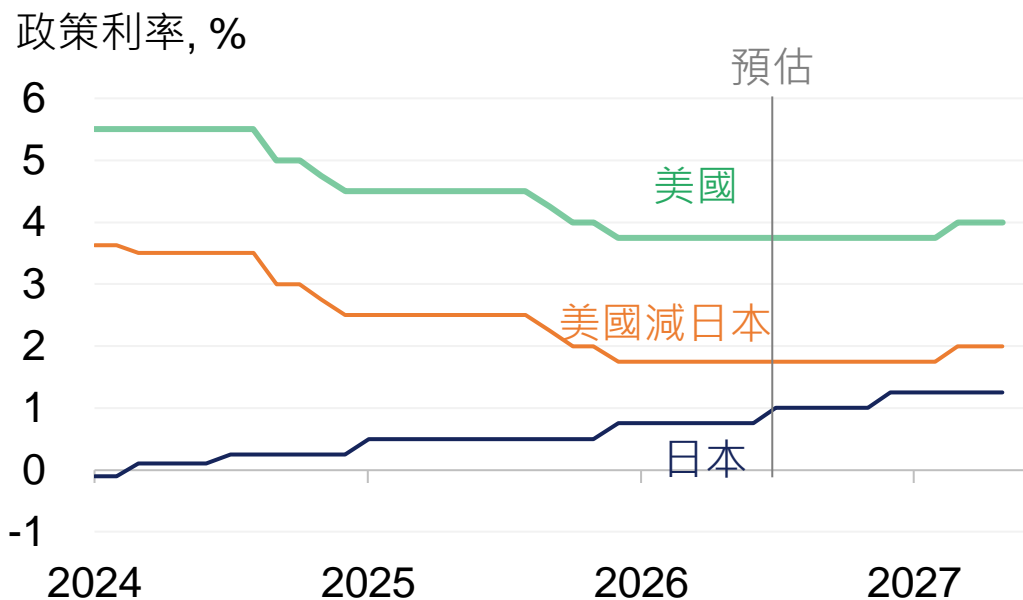
油價居高令貿易帳惡化, 則為匯價的另一壓力來源



資料來源: Bloomberg。

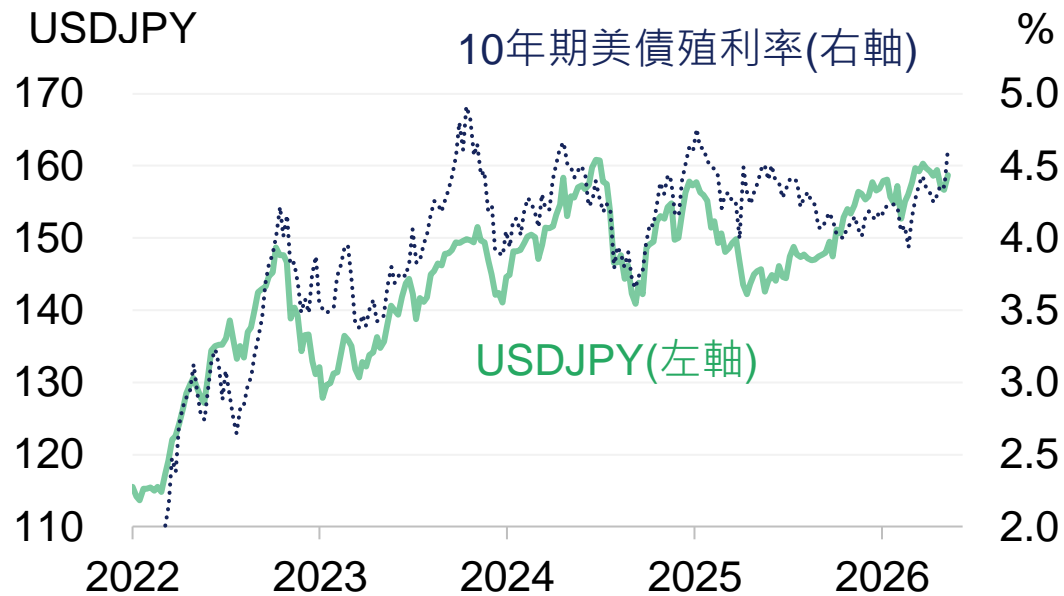
- **BOJ**持續退出寬鬆政策的方向不變, 市場預期年底將再升息一碼。然而, 通膨風險升溫背景下, 聯準會原先傾向寬鬆的政策立場同樣轉趨謹慎, 對此, 市場降息預期已完全消退。如此情勢下, 意味**美日利差短期內難有大幅收斂空間**。過往循環而言, 美元利率、美日利差居高, 將**助長套利交易**。
- 綜上所述, 國際收支帳資金淨流出之趨勢, 加以美日利差難以收斂, 是匯市的兩大不利因子。所幸財務省有意避免市場形成貶值預期, 料持續採取口頭干預, 甚至再度進場干預, 有助限縮匯價重貶風險。多空因素交錯下, 預料日圓仍將延續高位區間震盪偏弱走勢。

市場預期美日央行年內皆將升息, 意味利差難以收斂



資料來源: Bloomberg 預估。

美元利率居高助長套利交易, 匯市連帶承壓



資料來源: Bloomberg。

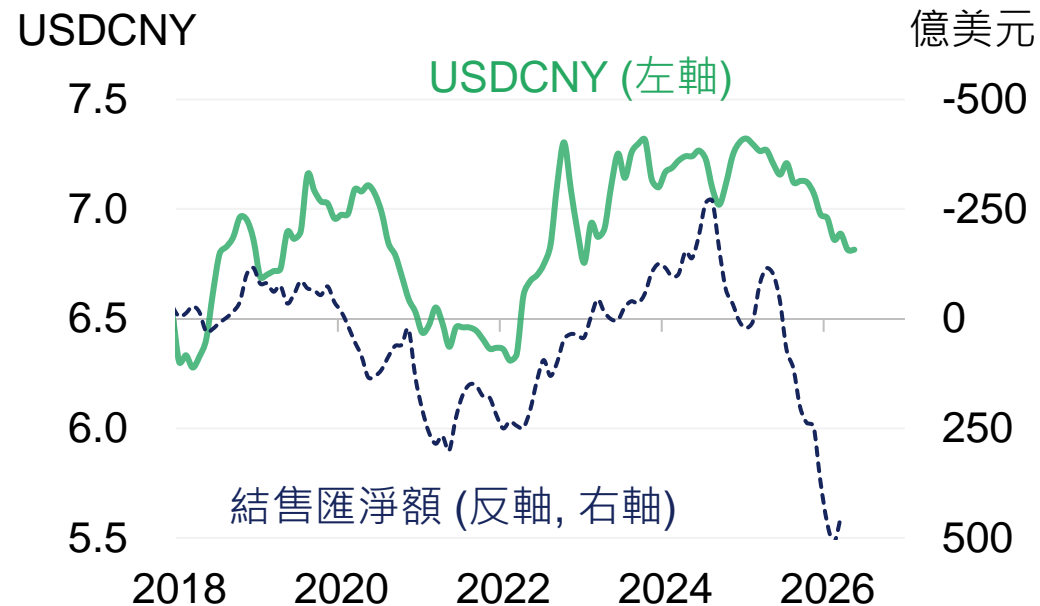
- 今年以來，美中公債利差持續放大，雖為人民幣帶來利差的壓力，但境內出口商結匯金額顯著增加，豐沛的本幣買盤築起堅實防線，成為助漲人民幣匯價的關鍵內生動能。
- 展望後市，人民幣將延續偏強震盪態勢，核心結論如下：
 - 1)政策深化: 根據《2025年人民幣國際化報告》，人行持續推進人民幣國際化，推動外匯儲備多元化配置。
 - 2)抗輸入性通膨: 面臨美伊戰後油價大漲，讓人民幣維持偏強走勢，將有效降低進口油價與能源成本壓力。
- 總結：在出口商剛性結匯、央行政策推進與油價變局的拉扯下，**人民幣將維持偏強震盪格局**。

美中公債利差持續放大



資料來源: Wind。

出口商結匯金額增加，助漲人民幣匯價



資料來源: Wind。

- 中東衝突使能源價格攀升，對於亞洲多數國家產生壓力，東南亞&南亞新興國家中僅馬來西亞獨自升值，馬來西亞除了是能源淨出口國外(原油淨進口，但LNG與棕櫚油淨出口)，亦為AI趨勢的參與者之一，近年AI資料中心建置與半導體封測廠擴廠均帶來外資流入，使馬幣表現一枝獨秀。
- 此外，貶勢較嚴重的貨幣除了能源對外依存度高、財政/經常帳雙赤字外均有各自的國家風險，印度近期出現外資持續性撤資的狀況；菲律賓通膨最為嚴重且外匯儲備最薄弱；印尼雖在財政健康度優於其他兩國，但政治風險提高且央行獨立性受到質疑。若未來油價繼續維持高位，體質較薄弱的新興亞幣仍有進一步下行空間。

新興亞幣走勢偏弱，僅馬來西亞令吉獨強

反向標準化, 上升表示貨幣升值



資料來源: Bloomberg。

雙赤字國家面臨個別風險導致貶值

國家	貶幅 (%)	財政赤字 /GDP(%)	經常帳赤字 /GDP(%)	個別風險
印度	-11.1	-4.5	-0.4	「印度崛起」敘事遭質疑, 外國直接投資與外國證券投資均創紀錄流出。
菲律賓	-10.5	-5.2	-3.4	CPI暴增至7%, 且菲律賓外匯存底消耗速度遠快於其他國家。
印尼	-9.4	-2.6	-0.1	央行新副行長為總統姪子, 影響獨立性。且新成立的主權基金被質疑是印尼版「1MDB」。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

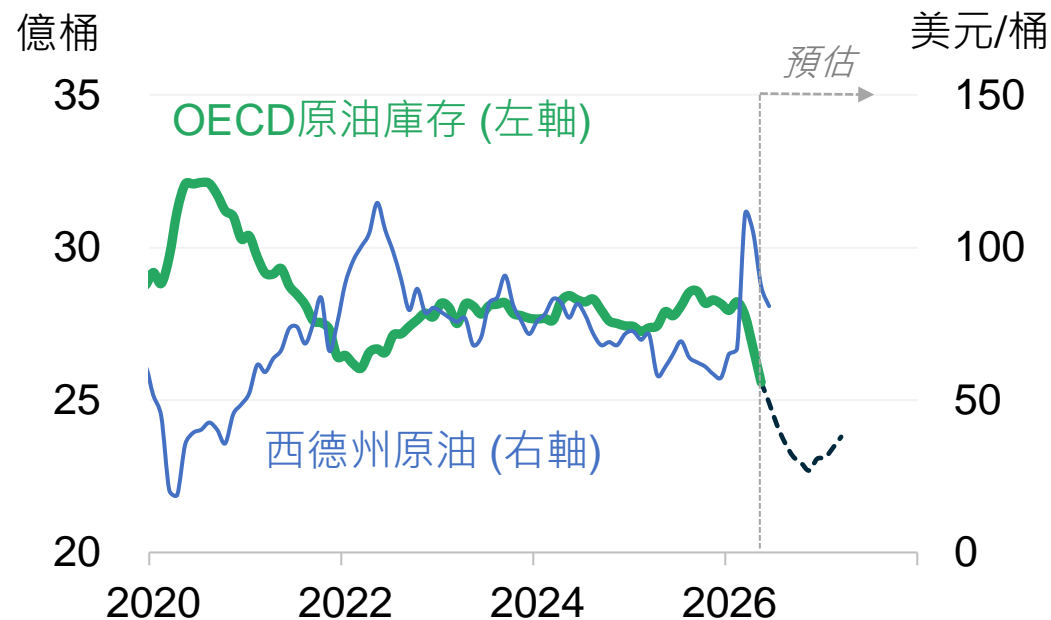
- 中東局勢：美伊就停戰備忘錄達成初步共識，協議核心為立即永久停火、重開荷姆茲海峽，並展開**60天**正式談判。核問題以《不擴散核武器條約，**NPT**》為框架，伊朗重申不發展核武，但雙方對濃縮權利、驗證機制及制裁時序仍存重大分歧。**NPT**為目前對話基礎，但存在細節留待談判，且執行面還存在互信的挑戰。
- 基本面：依據**EIA 6月**報告顯示，**OECD**原油庫存持續下降趨勢，在夏季用油高峰階段，預料庫存將持續下降。後續，雖然中東戰爭結束，但庫存夏季用油需求、供給因航運、復產需要時間，**庫存可能要至Q3末才逐步回升**。
- 油價：**1)短期**油價受停戰共識重挫，有機會往半年線**\$75**價位測試；**2)中期**需因夏季庫存偏低影響，對油價仍有一定支撐；**3)長期**而言，由於阿聯脫離**OPEC**，對長期供給面挹注有所幫助，將壓抑油價長線走勢。

美伊共識與歧見

項目	共識	歧見 (美方 vs 伊方)
停火	立即永久停火、重開霍爾木茲海峽、解除封鎖	美：完全開放無費無控制 伊：伊朗管理、可收費
核原則	NPT 框架、不發展核武	美：立即移除高濃縮鈾、強驗證 伊：稀釋濃縮鈾、保民用權
資金制裁	部分制裁暫停、釋放部分凍結資金	美：先核讓步，後放鬆制裁 伊：先解除封鎖、釋放資金為前提
談判監督	60天 正式談判、提交安理會落實與驗證機制	美：績效導向、嚴格核檢查 伊：飛彈/代理人議題，限制 NPT 框架

資料來源：中央社，國泰世華銀行整理。

油價與目前原油庫存狀態



資料來源：Bloomberg, EIA預估。

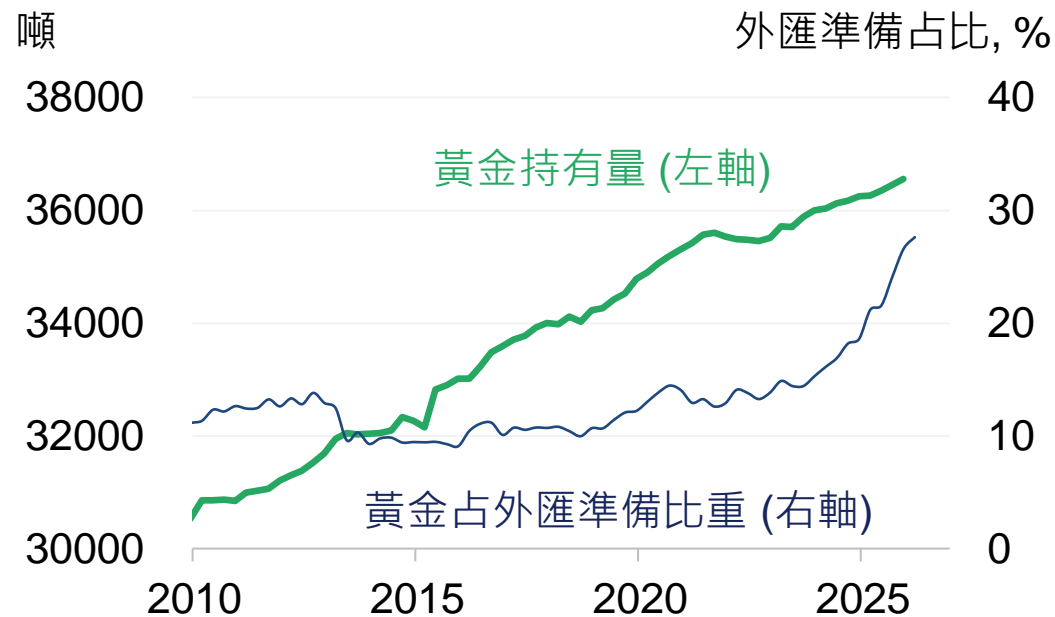
- 今年以來，金價逆勢走低，主因在於央行逆風與多頭獲利了結的力量，超越了央行的托底買盤：
 - 1)重啟升息預期: 地緣摩擦引發能源與供應鏈漲價，通膨預期死灰復燃。市場擔憂Fed恐被迫重啟升息。
 - 2)多頭獲利落袋: 金價經歷前兩年史詩級大漲，累積龐大浮額。中東戰爭導致引發投機資金集體結清、落袋為安。
- 綜上，雖然中東戰爭導致油價上漲→通膨預期惡化→黃金短期承壓；但隨戰爭落幕，預期油價緩步回落，在「央行分散外匯準備」下，**長線而言，仍支持黃金多頭格局，可隨回落分批布建。**

央行逆風與多頭獲利了結，導致上半年金價回檔



資料來源: Bloomberg。

全球央行持有黃金的狀況

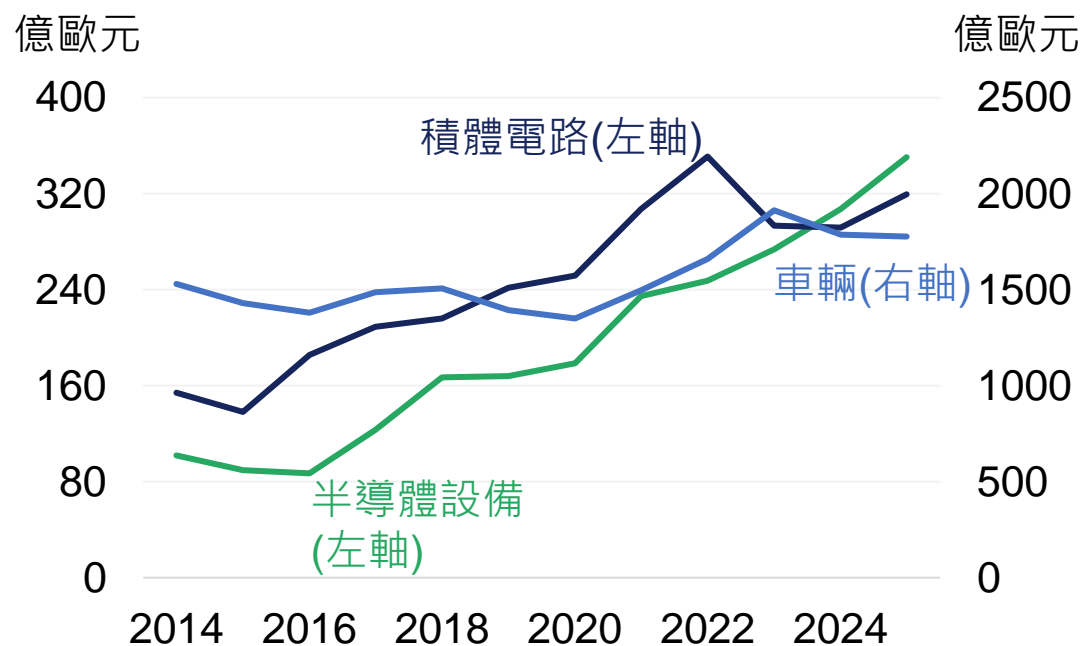


資料來源: Bloomberg。

個別國家動向

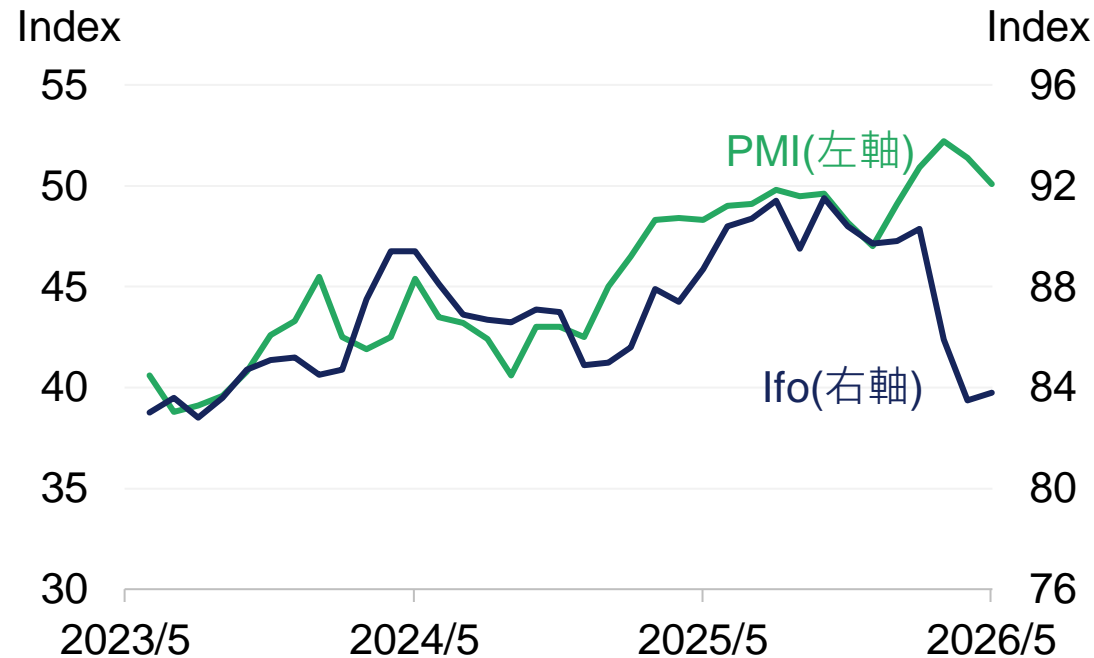
- 歐洲製造動能正出現明顯分化。一方面, 半導體與相關設備出貨回升, 帶動高附加價值產業訂單轉強; 另一方面, 長期支撐出口的汽車產業面臨結構性下滑, 受中國需求轉弱、電動車轉型壓力與庫存調整影響, 整體表現持續承壓, 形成青黃不接的格局。此種再平衡短期難以完全對沖, 使整體出口動能呈現不均衡回升。
- 結構落差反映於領先指標: 德國製造業PMI長期在50榮枯線下方震盪, 顯示產出與新訂單仍缺乏穩定擴張動能; IFO企業景氣指數亦低於長期平均, 反映企業對需求與投資仍偏保守。在出口結構尚未完成轉換、傳統產業持續拖累, 加之外需波動加劇下, 歐元區經濟呈現「局部復甦、整體偏弱」。整體而言, 經濟仍呈反覆修正態勢。在此背景下, 景氣脆弱性上升, 將使歐洲央行對經濟下行風險維持高度警惕, 政策立場難以轉向明顯緊縮。

歐盟出口結構的改變



資料來源: Bloomberg, UN Comtrade。

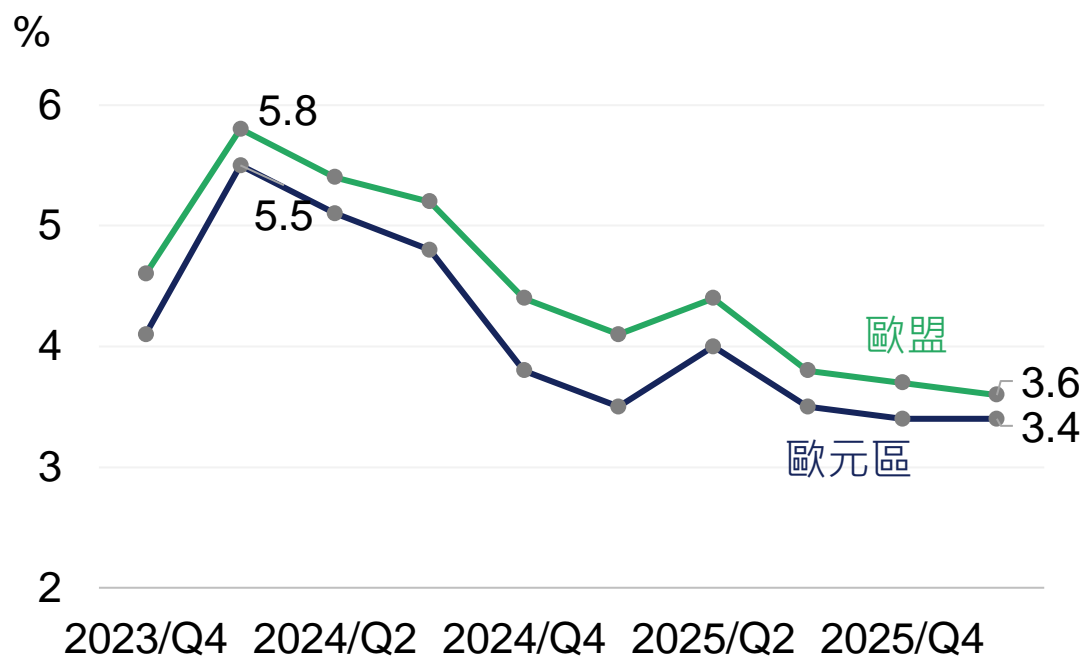
德國製造業與IFO景氣預期



資料來源: Bloomberg。

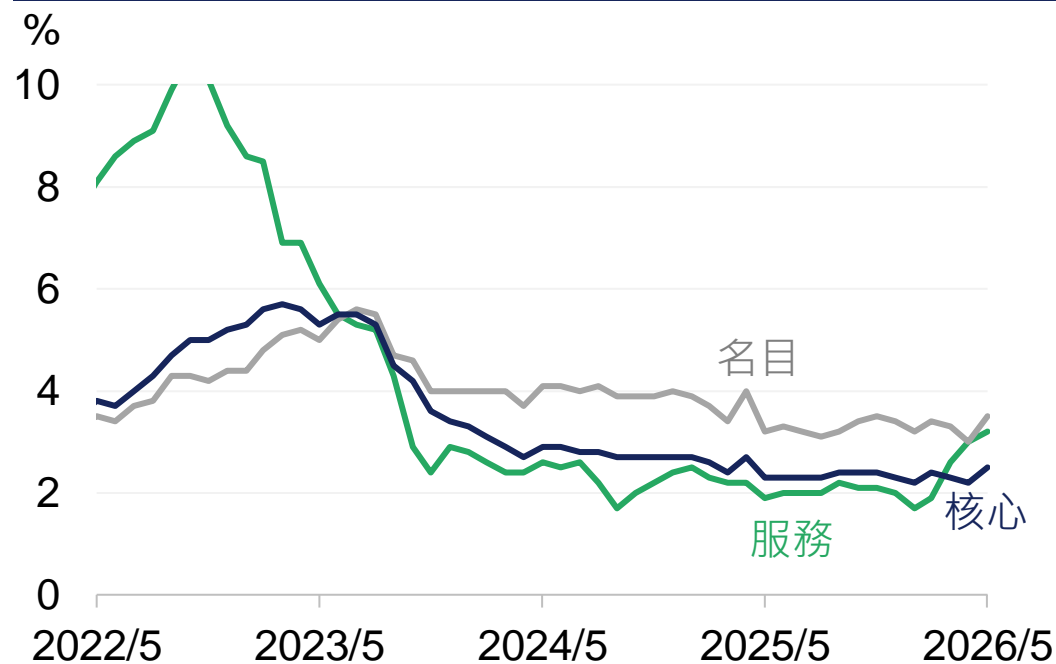
- 觀察勞動成本與價格，歐洲通膨正處於「來源切換」階段。勞動成本指數已由2024年約5%高點回落，顯示工資與非薪資成本壓力逐步降溫；反觀價格端的HICP為即時月度資料，2026年5月通膨回升至3.2%，其中能源與服務為主要推力，形成「成本回落、價格再升」的短期背離。在此架構下，能源價格上行透過運輸與服務鏈條傳導，推升短期服務通膨；但由落後的勞動成本觀察，其成長動能已趨緩，意味薪資驅動的內生壓力將逐步走弱。
- 換言之，當前通膨同時反映兩個時間層次：一是2024年高工資的延遲傳導，二是近期能源衝擊的即時影響。因此，即使短期通膨回升，其內生動能並未同步強化，較可能屬於過渡性波動，而非新一輪全面性上升循環。在此情境下，通膨訊號混雜且可持續性存疑，將使歐洲央行對政策判斷更趨審慎，並同步顧慮經濟承壓風險。

勞務成本指數



資料來源: Bloomberg。

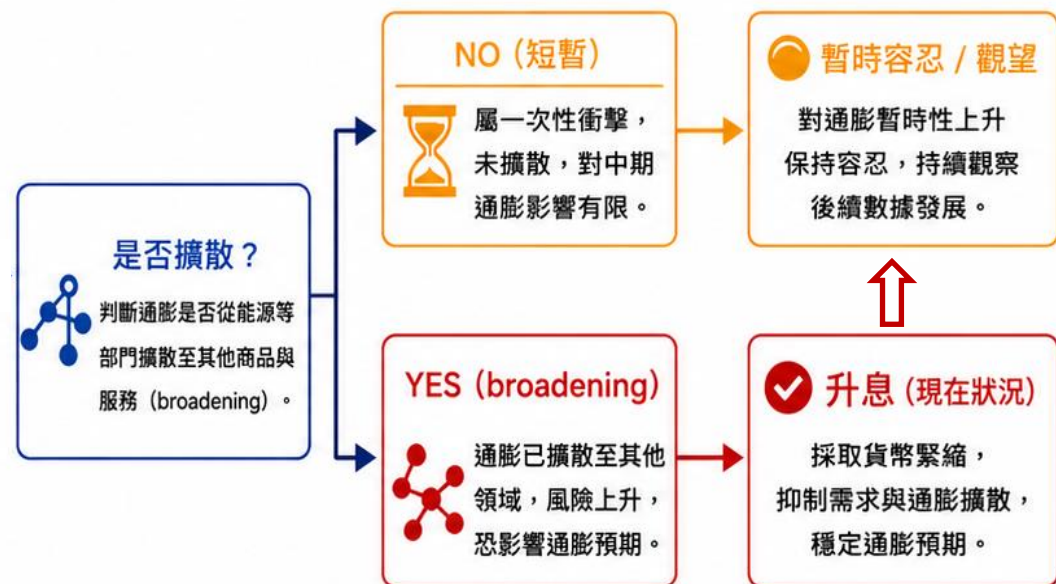
歐元區HICP(含能源、服務)



資料來源: Bloomberg。

- 從6月記者會內容判讀, ECB此次升息更接近一次「戰術性出手」。Lagarde指出, 決策主因在於能源衝擊已逐步向整體經濟擴散, 若不及時行動, 中期通膨恐高於目標; 但同時強調, 目前尚未出現工資主導的第二輪效應, 且工資與內部成本壓力已有降溫跡象。更關鍵的是, 該行亦承認經濟動能轉弱, 2026年成長預測下修至0.8%。整體而言, 當前仍屬「通膨外溢、尚未內生化」的過渡階段, 而非需持續收緊的典型環境。
- ECB已為後續政策設定條件, 當通膨轉為工資驅動, 才具備進一步升息的必要; 而目前尚未出現此一情境。Lagarde亦刻意淡化「保險性升息」與「新一輪緊縮週期」的說法, 並重申政策將維持逐次依數據決定。換言之, 若後續數據如預期顯示工資續降、需求轉弱, 政策重心亦將落在評估經濟下行風險。

ECB決策示意圖(略)



歐元區利率變動機率

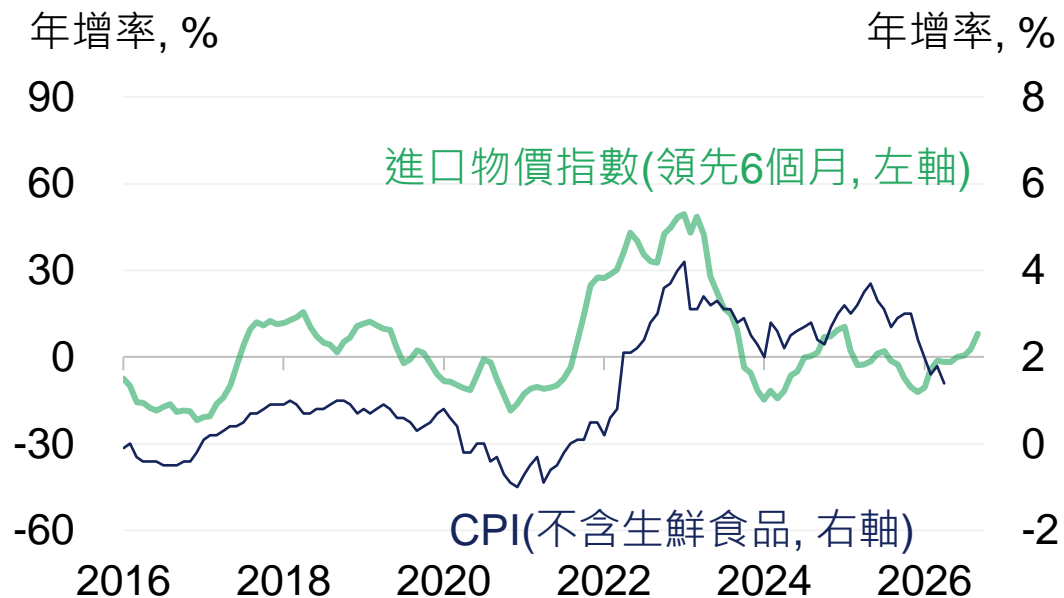
Date / %	2.25	2.5	2.75	3	3.25
23-Jul	77.7	22.3			
10-Sep	31.3	55.4	13.3		
29-Oct	23.6	49.4	23.7	3.3	
17-Dec	14.6	39.6	33.5	11	1.2

資料來源: 國泰世華整理, 企業版ChatGPT生成。

資料來源: Bloomberg, 2026/06/22。

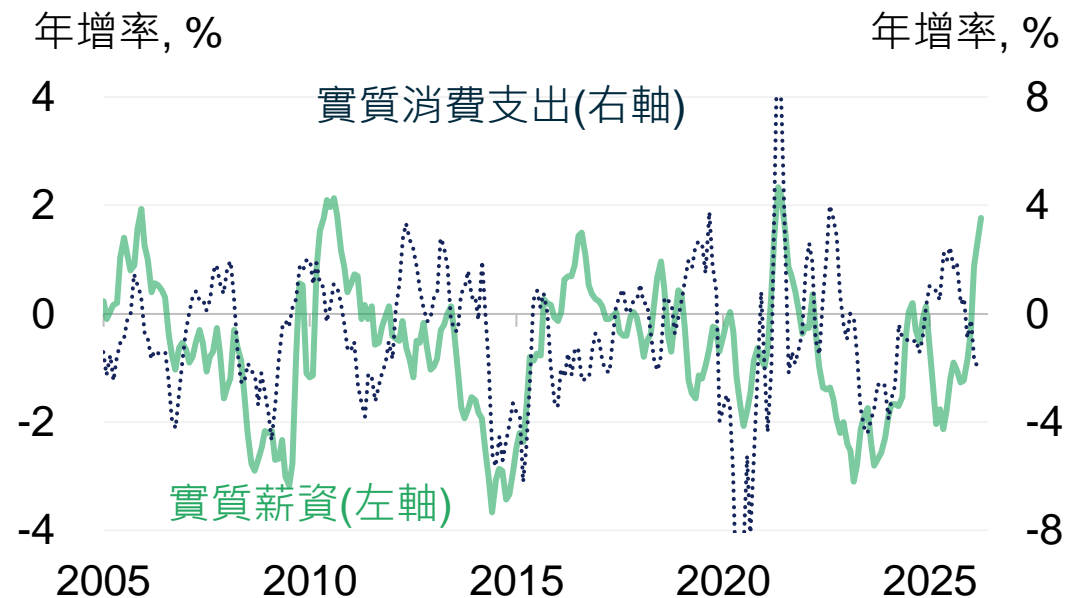
- 今年以來通膨走降, 已低於**2%**目標水平, 主因能源補貼政策, 以及食品去年的高基期發酵。然而, 油價大漲、日圓偏弱已帶動進口物價揚升, 並傳導至產業中上游, 反映在**PPI**走高情勢上。過往循環顯示, 後續**可能向終端擴散**。
- 另一方面, 由於勞動力持續緊俏, **Q2**薪資增速再創**24年**新高, 並帶動**實質薪資由負轉正**。與此同時, 春鬥 (勞資協商) 決議連續三年大幅調薪逾**5%**, 意味薪資高速成長的趨勢可望延續。
- 能源價格上漲後因企業轉嫁成本而產生的**第二輪效應**, 以及實質薪資成長對於**內需消費**的提振, 皆將**助長下半年通膨回升壓力**。市場預估年底**CPI**將回升至**2.6%**, 顯著高於**Q1**的**1.4%**。
- 有鑑於此, **BOJ**六月升息後暫且轉趨觀望, 但預期年底仍有再次升息空間。

進口物價明顯上漲, 影響將於下半年陸續浮現



資料來源: Bloomberg。

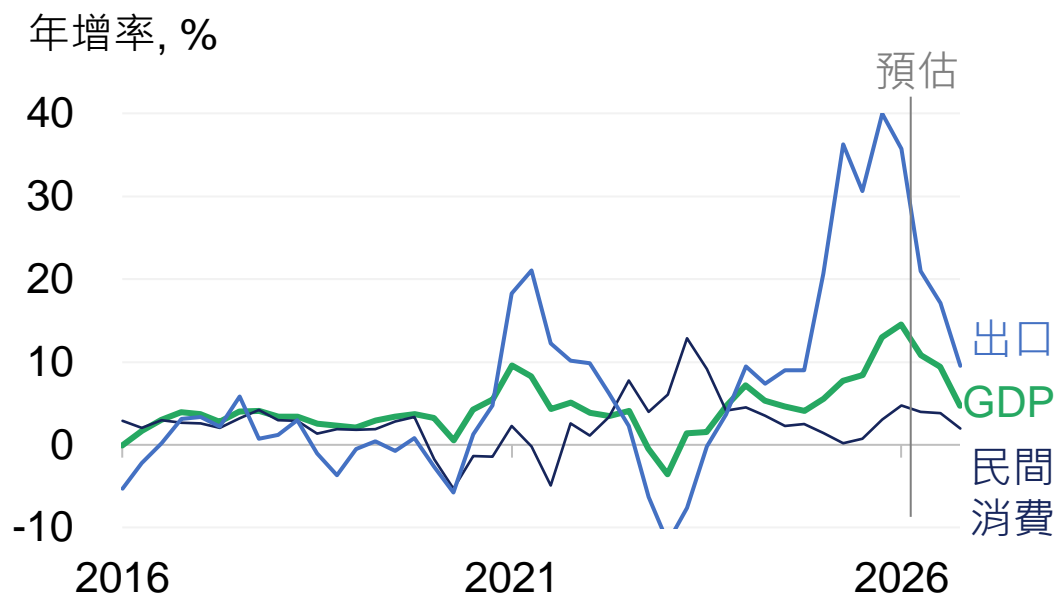
實質薪資轉為正成長, 有助提振內需消費



資料來源: Bloomberg。

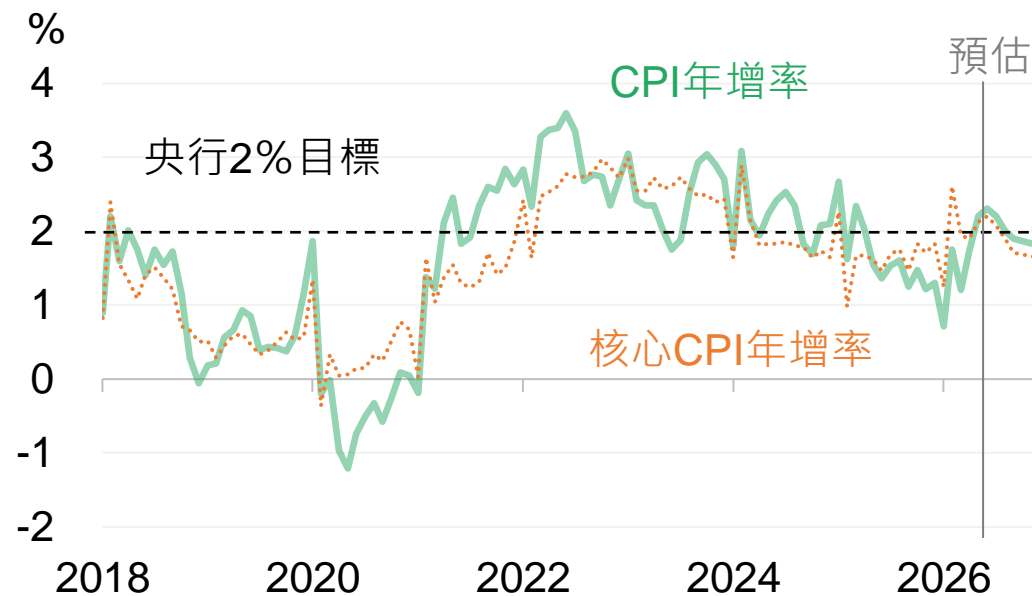
- 前五月出口年增49%，表現更優於去年全年的34.8%，反映AI需求火熱。然下半年起增速料將趨緩，主因基期極高；民間消費在政策利多消退後，預估亦將降溫。影響所及，全年景氣呈現前高後低情勢。
- 通膨方面，Q2 CPI年增2%，明顯高於Q1的1.2%，反映油價高漲影響；核心部分成長2.0%，與前季1.9%相當，未見能源漲勢大幅向外擴散情勢。能源補貼政策持續、消費料將降溫，皆有助緩和通膨壓力，預估全年通膨落在2.0%左右，暫無顯著高於央行目標水平的風險，預料台灣央行9月會議將持續按兵不動。

主計總處預估經濟動能逐漸放緩



資料來源: 主計總處預估。

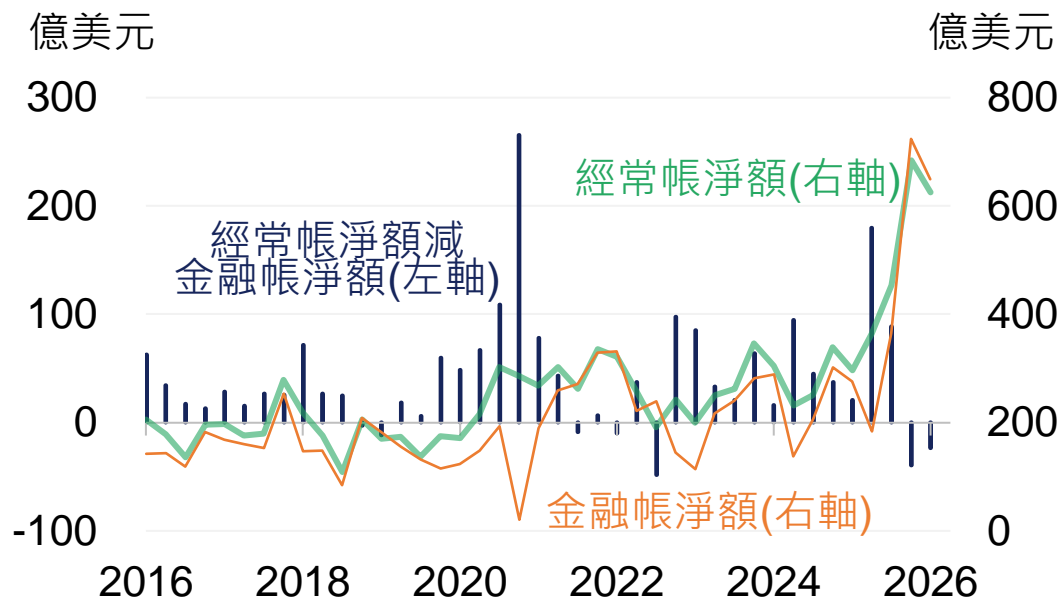
政策補貼奏效, 台灣通膨壓力可控



資料來源: Bloomberg預估。

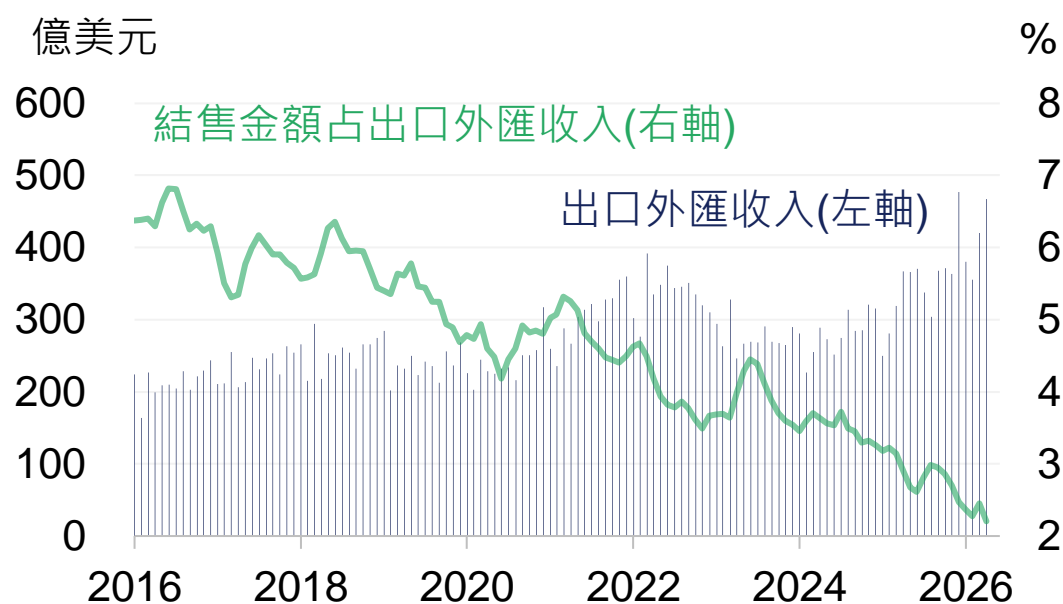
- 台灣今年出口動能續強，帶動Q1經常帳淨額創下歷年同季新高625億美元(下同)，僅次於前季的684億。然而，大量的盈餘卻未帶動新台幣匯價走升，主因資金流出力道亦強。
- Q1金融帳淨資產(下同)增加649億，亦創歷史次高，明顯高於去年同季的276億。其中，股權投資創下歷史新高350億，反映**國人對外投資以及外資減碼**；其他投資162億，連四季大幅成長，主因出口商海外存款大增，與結售新台幣比重創低的情勢一致，顯見**企業為滿足海外投資計畫，對於美元的需求強勁**。
- 國人對外股票投資與企業加大海外投資，形成**資金外流壓力來源，是未來匯市的一大影響因子**。

金融帳資產大增，導致資金淨流出



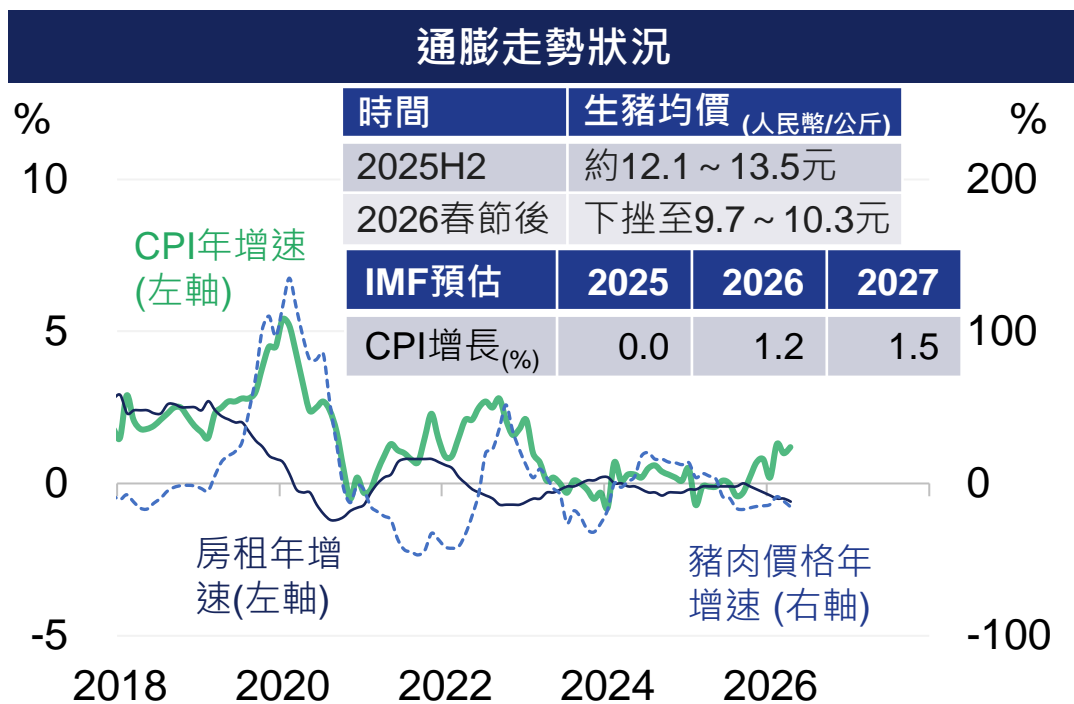
資料來源: Bloomberg。

出口商外匯收入創高，換匯意願不增反降

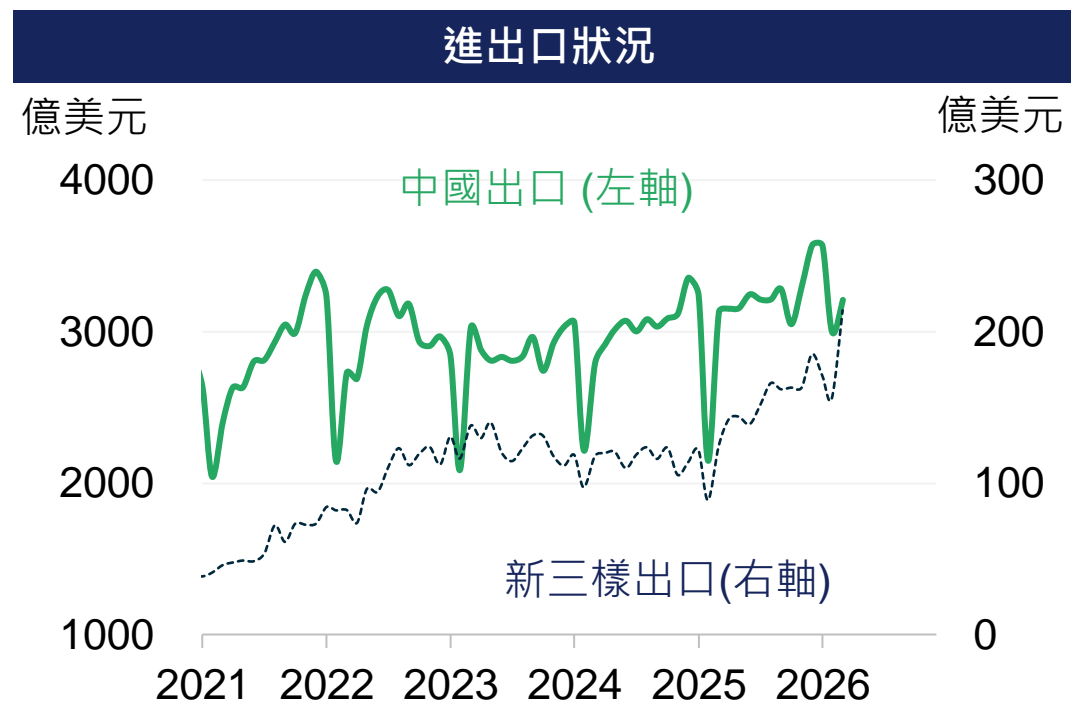


資料來源: Bloomberg。

- 內需仍弱, 拖累通膨: **數據回暖係因油價與出行價格推升服務類價格**, 食品受豬肉價格拖累(發改委點名減產、去產能, 近期跌勢止穩), 房租方面也相對萎靡。呈現消費信心不足, 上游成本傳導不易。
- 外需強勁, 順差仍高: **電子產品、汽車等品項強勁**; 對東南亞、非洲、歐盟等市場成長顯著, 對美出口有波動但整體有支撐。
- 政策意涵: 人行報告強調, 國內經濟長期向好基礎不變, 繼續實施適度寬鬆貨幣政策; 但變數在於, 外部環境複雜(地緣風險、輸入型通膨)下, “用好結構性工具, 支持重點領域”, **意味著政策方向仍是“定向發力, 而非全面撒網”**。



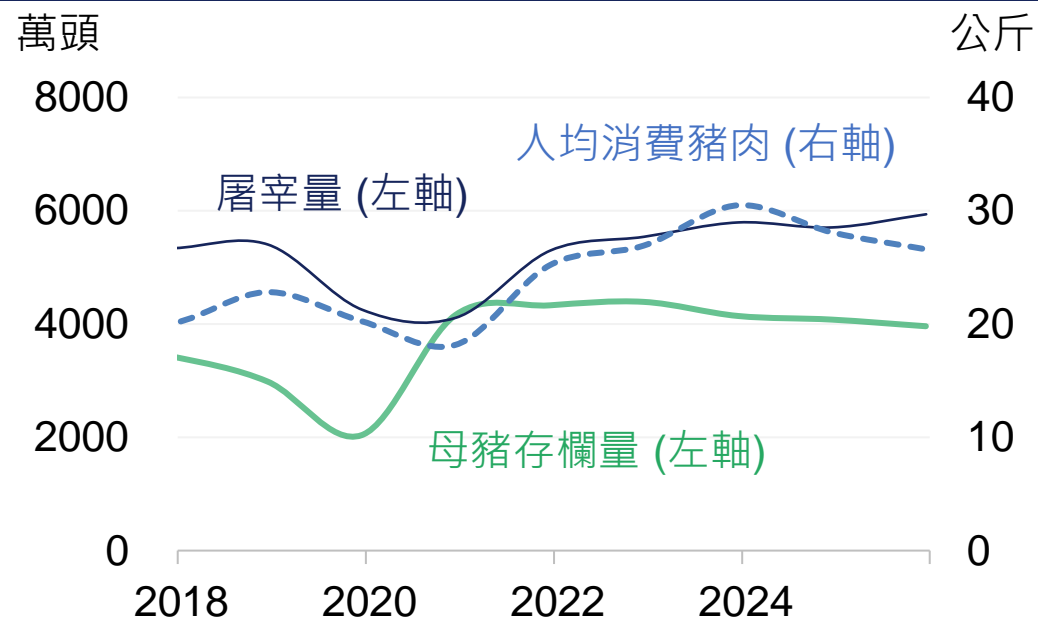
資料來源: Wind。



資料來源: Wind。

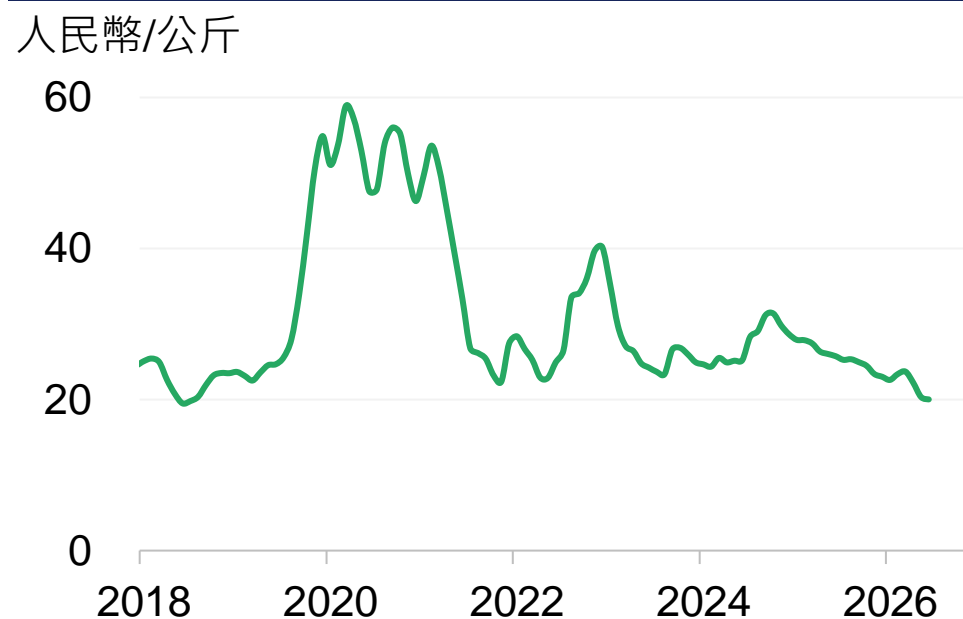
- 這一輪下跌突破傳統「豬週期」規律, 是供需結構性失衡 + 宏觀經濟因素共同作用:
 - 1) 供給端, **2021年為非洲豬瘟後的恢復年**, 目前母豬量從高位連降3年(2025年底約3961萬頭), 但生產效率提升、出欄體重上升、二次育肥等因素導致實際豬肉供應能力不降反升。2025年出欄量超過7億頭, 豬肉產量充足。
 - 2) 需求端, 居民人均豬肉消費量連續下降, 主要因為飲食多元化, 房地產低迷導致工地開工減少, 建築工消費下降。
- 產業面來看, 豬企規模化讓抗虧損能力強、去產能緩慢, 導致豬底部延長。官方雖啟動凍豬肉收儲、鼓勵去產能等干預措施, 價格在4-5月僅稍稍止穩。但豬肉消費作為消費的晴雨表來看, 也**凸顯中國消費低迷的狀況持續**。

母豬存雖然下降, 但生產效率提升, 讓屠宰量仍舊上升



資料來源: Wind。

豬肉價格變化



資料來源: Wind。

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