



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2026年第2季

全球經濟及市場展望

IRAN

中東地緣風險, 是危機? 還是契機?

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
- 27 金融市場動向

摘要

步入2026年，隨著關稅爭議逐步落定，全球主要股市於年初迎來一片欣欣向榮的格局，紛紛創下歷史新高。然而，2月底美國對伊朗發動軍事行動，地緣政治風險迅速升溫，荷姆茲海峽遭到封鎖，推升國際油價飆升至百美元關卡，風險性資產亦隨之回落。川普此舉，究竟將為股市埋下不可預測的風險？亦或創造投資人逢低買進的契機呢？

從總體經濟來看，油價大幅上漲且時間拉長，勢必侵蝕消費動能，並推升企業成本，對經濟成長有著下修壓力。不過，隨著AI時代來臨，企業擴大資本支出已成不可逆趨勢，成為支撐景氣的重要動能。此外，在期中選舉壓力下，美國政府可能推出政策牛肉，使經濟具一定韌性。

在股市方面，AI需求爆發帶動Token使用量呈指數型成長，四大CSP今年資本支出超過6000億美元，呼應輝達執行長黃仁勳所擘劃的AI藍圖，進一步打開市場想像空間。雖然短期仍可能受地緣風險與估值偏高影響，面臨獲利了結賣壓，但主要經濟體企業獲利仍處擴張循環，尤其台股與費半獲利年增率預估逾30%。因此，市場拉回可視為長線布局AI趨勢的契機。

反映至債市，油價上行推升通膨預期，使央行態度轉趨審慎，帶動美國10年期公債殖利率升破4.3%，並創近8個月新高。從收益角度來看，當前優質企業債的利率水準提供穩定現金流機會，具有一定的吸引力，但在地緣風險未降溫前，債券資本利得空間相對有限。匯率方面，地緣風險高漲之際，美元備受市場青睞，不過，若中東局勢降溫，美元有望轉弱。

最後，仍需隨時留意「中東地緣風險長期化」，這將導致能源短缺與通膨僵固，進而抑制降息空間。此外，私募信貸雖不致構成系統性風險，但品質分化嚴重，壞帳率上升與贖回潮值得警惕。

結論



總經

- ◆ 油價高漲令央行轉趨觀望, 不過, 一旦地緣風險降溫, 聯準會仍重啟降息路徑
- ◆ 油價若延續高位, 可能衝擊消費, 但整體經濟仍具有韌性



股市

- ◆ AI大舉投資, 支撐全球主要股市的獲利成長, 拉回後仍應站在買方思考
- ◆ AI產值仍將持續擴大, 但軟體業將面臨AI的考驗

BOND

債市

- ◆ 聯準會降息方向不變, 但空間受到油價走高而抑制, 公債殖利率維持高檔震盪格局
- ◆ 地緣風險、私募信貸使利差有擴大壓力, 目前仍以投資等級債為主



匯市

- ◆ 地緣風險使美元短期維持高位震盪格局, 視中東局勢降溫與否而逐步轉弱
- ◆ 美元走強之際, 亞幣短期也難有走強空間



風險

- ◆ 中東地緣風險拉長至下半年
- ◆ 私募信貸違約風險上升

金融市場回顧

- 自2月26日美國對伊朗發動軍事行動以來，地緣政治風險迅速升溫，對全球金融市場造成明顯衝擊。首先，國際油價自60-70美元區間大幅攀升，目前持續在每桶90-100美元間高位震盪，顯示原油供應中斷的擔憂延續，主要股市也紛紛回落，美歐股市已回吐今年的漲幅。
- 受到油價高漲影響，通膨隱憂上升，主要央行態度也有所轉變，使得美國10年期公債殖利率也攀至8個月來新高4.37%，同時，避險需求推升美元，非美貨幣明顯走弱。黃金因為雙率同步走揚，回檔幅度超過雙位數。

主要股市與商品走勢

	價位	1月, %	今年, %
標普500	6591.9	-4.6	-3.7
Nasdaq	21929.8	-4.1	-5.6
歐洲	587.5	-7.2	-0.8
日本	53751.2	-8.5	6.8
韓國	5513.6	-12.6	30.8
台股	33571.6	-5.2	15.9
台積電ADR	347.8	-7.7	14.4
WTI原油	91.7	40.5	59.6
黃金	4513.3	-13.0	4.5

主要債市表現 (變化 : bps)

	價位	1月	今年
美國2年公債	3.91	0.5	0.4
美國10年公債	4.35	0.3	0.2
美國投資級債OAS	0.85	6.0	7.0
美國非投資級債OAS	3.04	27.0	38.0

主要匯市表現 (變化 : %)

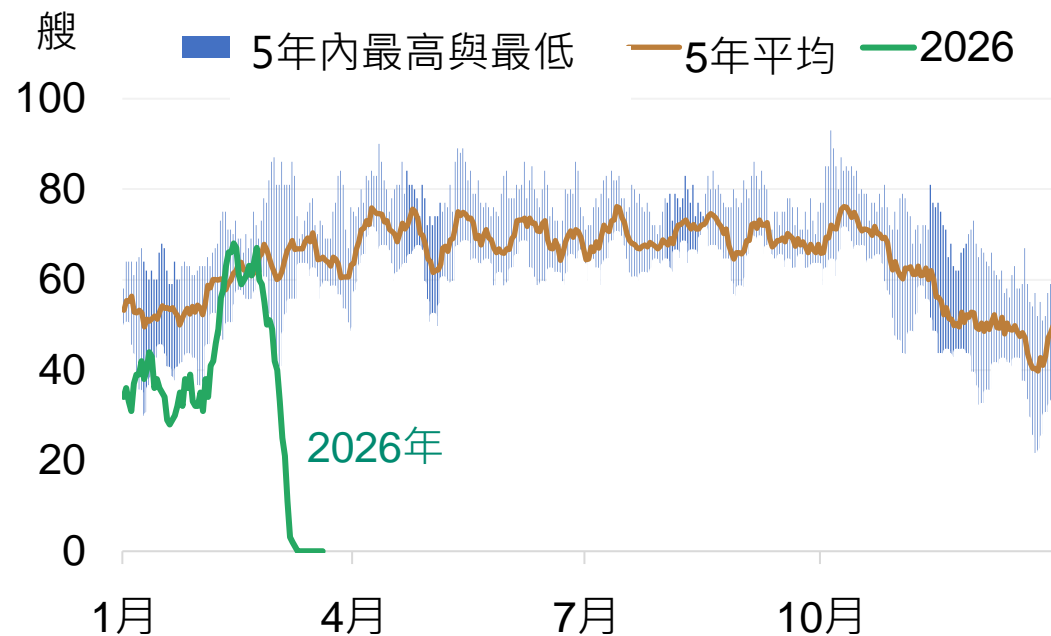
	價位	1月	今年
美元指數DXY	99.59	1.8	1.3
歐元	1.16	-1.9	-1.5
日圓	159.43	-2.1	-1.7
新台幣	31.88	-2.0	-1.4

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。歐, 美股, OAS價位為3/23收盤價, 其餘價位以3/24 09:30報價為準。
資料來源：Bloomberg。

總體經濟與市場綜覽

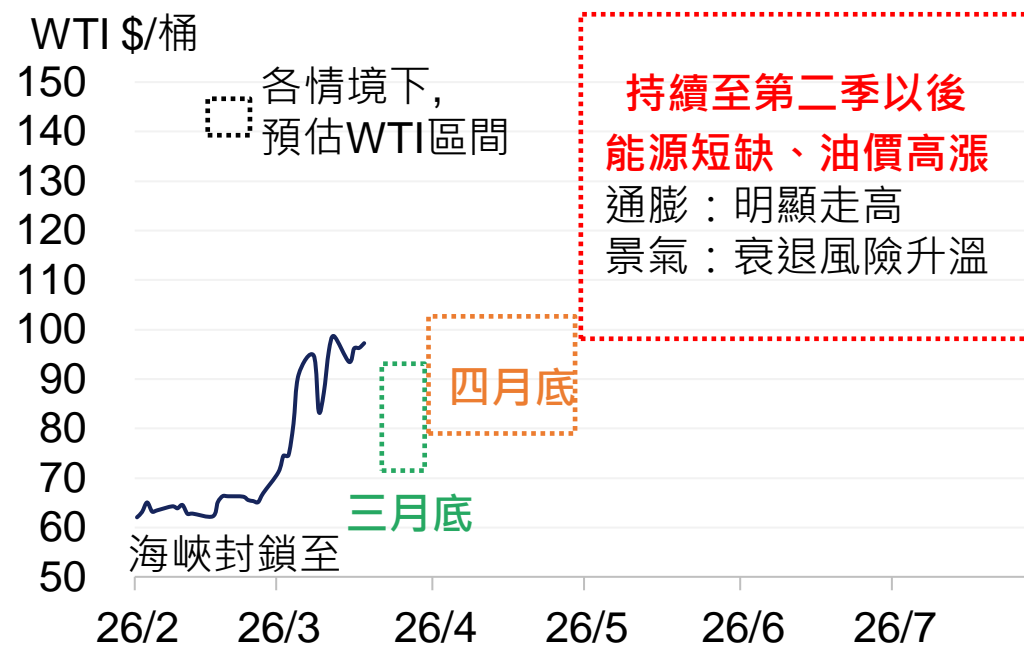
- 美以伊戰事升溫，致使占全球油輪貨運量近2成的荷姆茲海峽遭受波及，國際能源署雖釋出4億桶戰備石油，但也僅是緩兵之計，**仍要持續關注荷姆茲海峽的運量是否恢復正常**。截至3/26數據，每日油輪從阿曼灣經荷姆茲海峽至波斯灣的油輪數維持在個位數，顯示油價壓力仍在。
- 油價首度突破百元大關後，川普雖仍發表強硬言論，但亦頻頻表示戰爭進展超前、戰事很快就會結束。此外，內閣高層如財長、能源部長、NEC主任皆釋放戰爭前景的正向訊號，並強調油價將於日後回落。上述跡象凸顯川普政府**無意見到戰事演變為長期事件**。整體而言，**封鎖時間越長, 油價上升的壓力越大**。

後續關注荷姆茲海峽是否恢復正常運量



資料來源：Bloomberg。

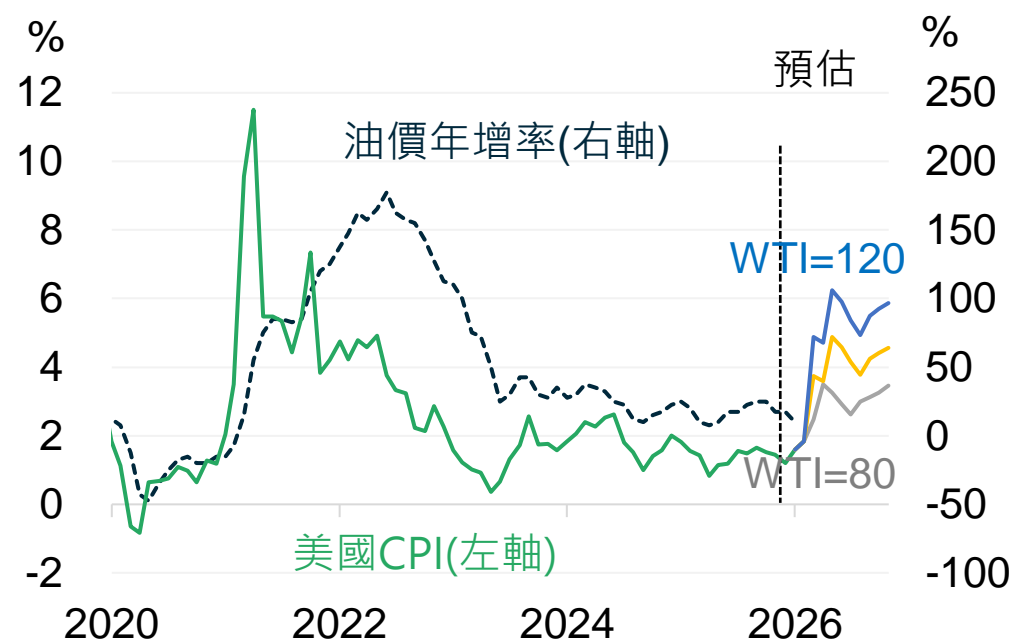
海峽封鎖越久, 油價上漲壓力越大



資料來源：Bloomberg, GS預估。

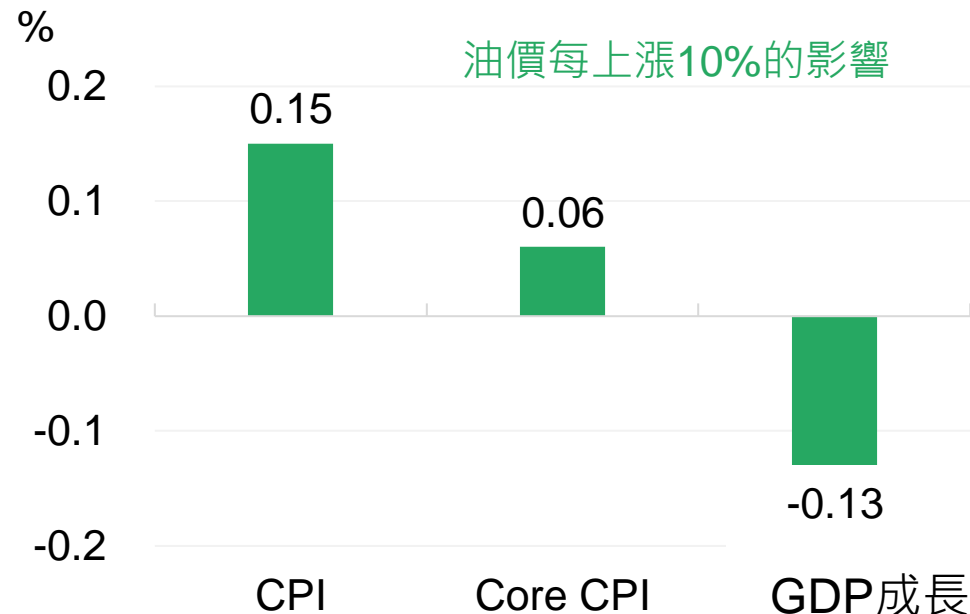
- 2025年, OPEC+逐步放鬆減產協議, 美國原油產量創高, 使得國際油價持續走低, 西德州原油全年均價為每桶64美元。不過, 邁入2026年, 美伊衝突升溫, 油價暴漲至每桶90-100美元, 油價年增率40%起跳, 將構成通膨的潛在壓力。尤其, 若油價進一步走高, 加上時間拉長, 通膨壓力可能進一步攀升。
- 油價飆升威脅經濟增長與通膨, 根據Fed模型估算, 油價每上漲10%對整體名目與核心CPI, 將產生0.15%、0.06%的推升效果, 且經濟成長將下滑0.13%; 若依照目前油價漲幅達4成下, 對通膨與經濟的衝擊的確不容小覷。

油價走高, 加上基期偏低, 通膨壓力逐步浮現



資料來源：Bloomberg預估。

油價上漲對美國經濟與通膨的影響



資料來源：Bloomberg預估。

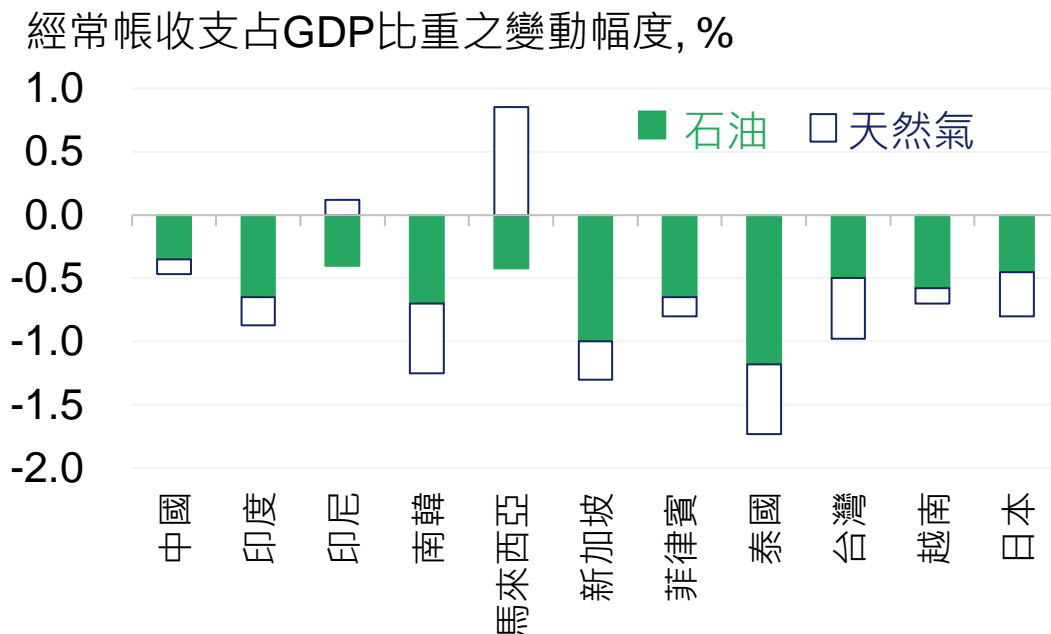
- 荷姆茲海峽之油輪約9成輸往亞洲，且占亞洲各國需求的4-9成。若海峽長期封鎖，能源短缺的問題將令亞洲首當其衝。假設全年原油均價上漲20%，各國GDP下修幅度約在0.3-0.5%，CPI則上修0.3-0.6%。
- 然而，各國政府陸續採取補貼政策，如台灣汽油補貼；韓國啟動油價上限等，短期內油價上漲對於經濟、通膨的衝擊仍有限，但財政與國營企業壓力將增加。
- 另外，即便政府啟動補貼，「進口成本」仍將反應價格上漲影響，並衝擊各國貿易收支與經常帳金流。泰國、韓國、印度、日本等國，預估衝擊較大，需留意對於該國貨幣的影響。

亞洲各國對中東原油依存度與油價上漲影響評估

國家	影響幅度(%)		自中東進口(%)	
	GDP	CPI	石油	天然氣
日本	-0.3	0.4	93	11
中國	-0.2	0.5	43	6
印度	-0.5	0.3	42	31
韓國	-0.3	0.4	67	30
台灣	-0.3	0.4	78	33
新加坡	-0.3	0.5	58	16
馬來西亞	-0.3	0.2	-	淨出口
泰國	-0.4	0.5	55	8
印尼	-0.2	0.4	-	淨出口
菲律賓	-0.9	0.6	34	40

註：假設今年油價均價上漲20%。“-”為數據未公布。
資料來源：Bloomberg, Goldman Sachs, JPMorgan, DBS預估。

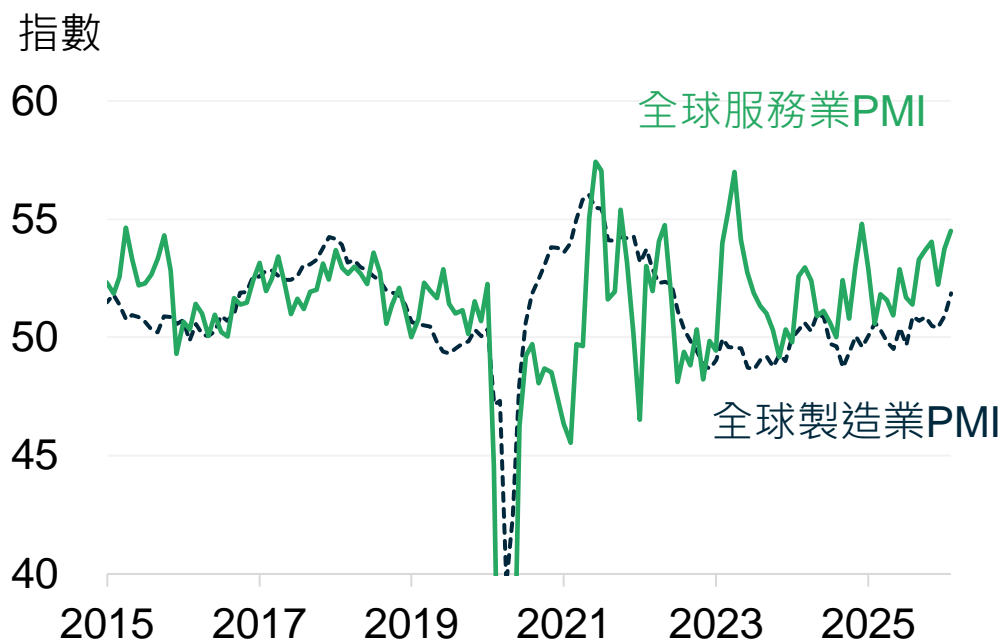
能源價格上漲將影響經常帳，淨出口國則相對受惠



註：情境假設今年天然氣均價上漲30%、油價均價上漲20%。
資料來源：Bloomberg預估。

- 儘管中東地緣政治風險升溫, 讓全球金融市場籠罩在不確定氛圍之中, 不過, 隨著主要經濟體之間的關稅爭議逐步落定, 貿易政策的不確定性明顯下降, 企業投資與訂單能見度同步提升。近期多項製造業指標顯示景氣正在回溫, 包括全球製造業PMI逐步回升。
- 在景氣回溫的背景下, 市場對主要經濟體的GDP成長預期也同步上修, 多數國家仍維持穩健擴張的軌道。其中, 台灣受惠於AI、高效能運算與半導體需求強勁, 出口與投資動能持續增強, 成為全球成長表現最突出的經濟體之一。隨著科技產業資本支出擴大與供應鏈持續升級, 台灣不僅在全球科技產業中扮演關鍵角色, 也讓整體經濟成長動能顯得格外強勁, 成為全球景氣復甦中的亮點。

全球景氣緩步復甦



資料來源：Bloomberg。

主要國家GDP預測

	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4
美國	2.0	3.1	2.7	2.2	2.1
歐洲	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3
中國	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7
日本	1.3	0.6	0.4	1.2	1.1
台灣*	12.7	11.5	9.3	7.7	3.1
韓國	-0.2	2.4	2.3	1.6	2.0

註：*台灣GDP預測採主計總處預估, 其餘為Bloomberg統計數值。
資料來源：Bloomberg。

聯準會(FED)：目前(3月)按兵不動

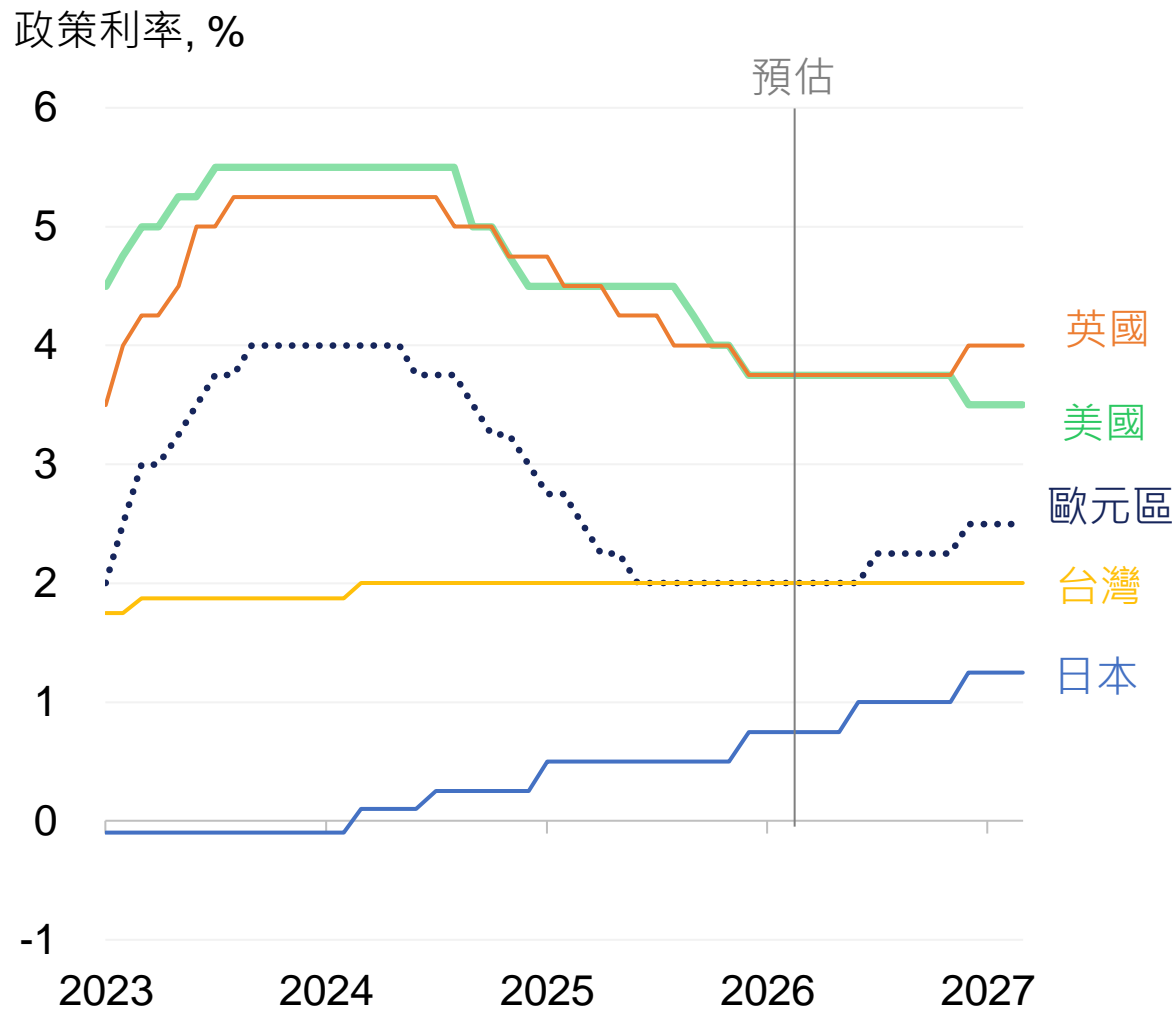
經濟：景氣仍屬平穩, 但**勞動市場降溫**
通膨：通膨反彈, 油價令風險升溫
政策：持續觀望, 下次會議料仍維持不變

歐洲與英國央行：目前(3月)按兵不動

經濟：溫和擴張, 關注財政落實程度
通膨：服務令**通膨僵固**, 能源成潛在風險
政策：暫且觀望, **若通膨增溫將升息**

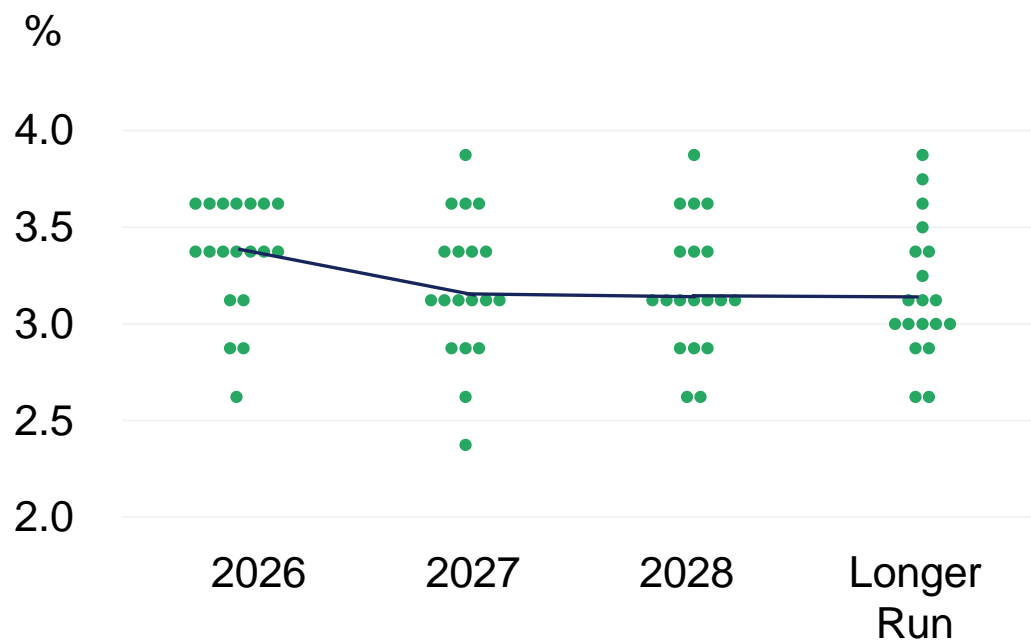
日本央行(BOJ)：目前(3月)按兵不動

經濟：溫和復甦, 製造業情勢改善
通膨：年內走降, 但**油價與匯率為風險**
政策：暫且觀望, 但未來升息看法不變



- 3月FOMC會議維持政策利率不變，而在美伊戰爭影響下，市場將首次降息時點往後移。**3月點陣圖**：今年降息前景不變，維持對今、明、後年降息1、1、0碼的預估。**若油價長期維持高檔，將非川普樂見，並將影響其期中選舉聲勢。在評估長期大規模戰事延續的機率偏低之下，預期Q3~Q4仍保留降息空間。**
- 隨著新主席Kevin Warsh即將上任，預期政策組合為「降息+有限擴表+金融監管放鬆」的組合。**若中東局勢拉長，Warsh 5月上任後也難以立即降息，不過，一旦中東局勢降溫，降息仍是主要選項。**此外，聯準會副主席Bowman甚至表態，支持今年降息三次，以應對就業市場的放緩。

3月點陣圖預估今、明年各降息1碼



資料來源：Fed預估。

Kevin Warsh簡介



學歷：

- 1992年畢業於史丹佛大學公共政策學士，主修經濟、政治。
- 1995年取得哈佛法學院JD。

職涯：

個人背景

- 1995-2002年任職摩根士丹利(M&A)，後升任至執行董事。
- 2002年於白宮擔任NEC執秘：負責銀行、保險、資金流相關政策制定。
- 2006-2011(聯準會理事)：參與2008年金融危機的重要決策。

聯準會時期立場偏鷹：

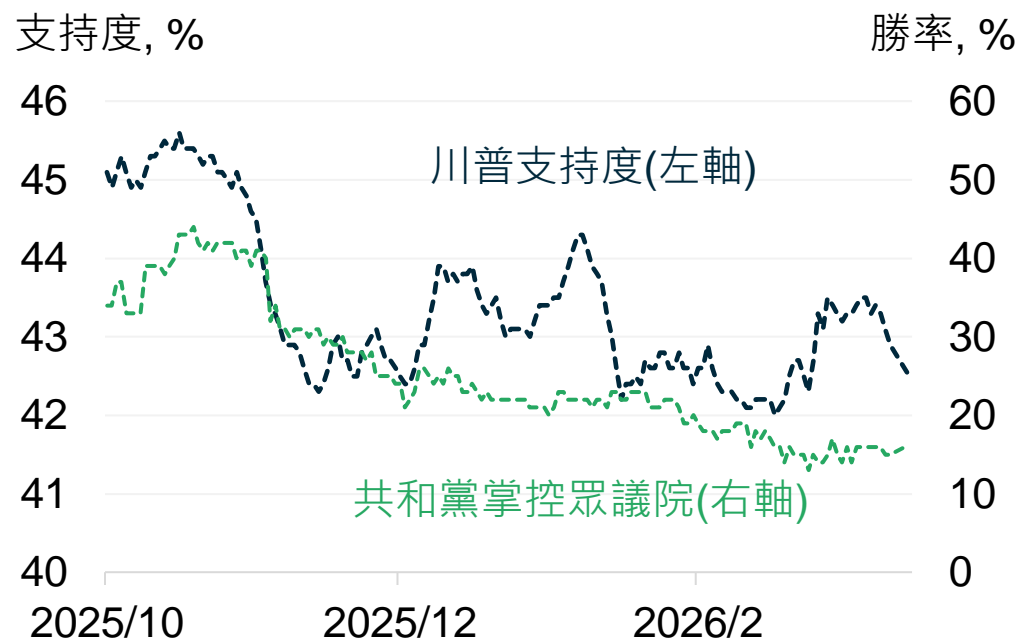
政策立場

- 反對QE、認為央行角色不應過度擴張
 - 強調財政紀律、政府改革。
- 市場預期即便迎合川普，應屬鴿中帶鷹。

資料來源：維基，國泰世華銀行整理。

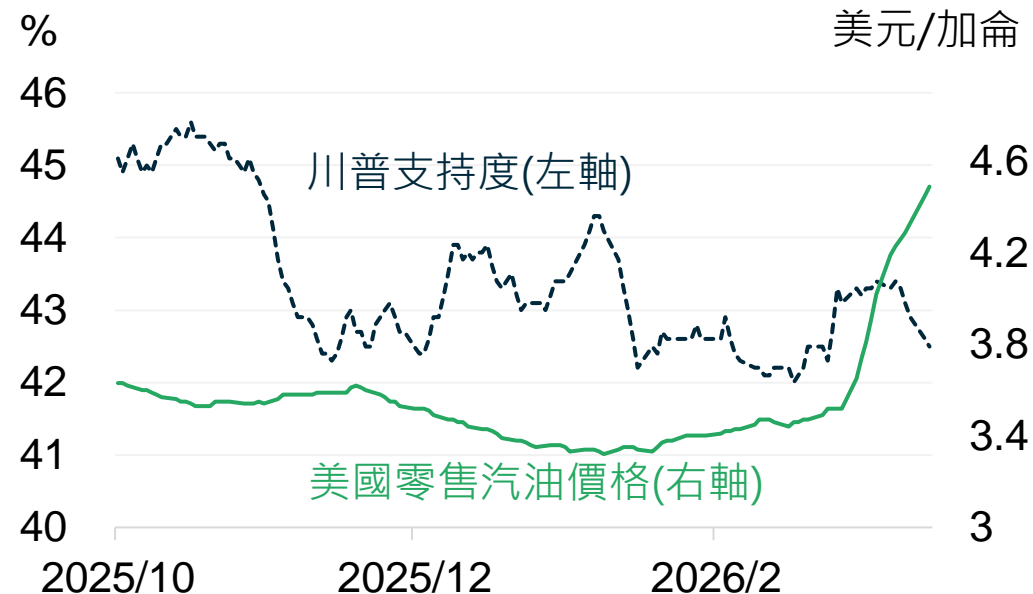
- 受到中東緊張情勢影響, 油價首當其衝, 美國國內零售汽油價格已上漲至每加侖4.5美元, 使得川普的支持度也有所下降。根據目前民調來看, 美國期中選舉結果可能使共和黨無法持續掌握國會過半優勢, 最終形成分裂狀態。
- 因此, 川普勢必要推出政策牛肉, 包括1)減稅政策: 延長或擴大減稅、投資抵減提高; 2)製造業補貼; 3)能源政策: 放寬能源管制; 4)關稅政策: 對中國提高關稅; 5)擴大軍事支出。

川普支持度若無法拉高, 衝擊期中選舉



資料來源: Bloomberg。

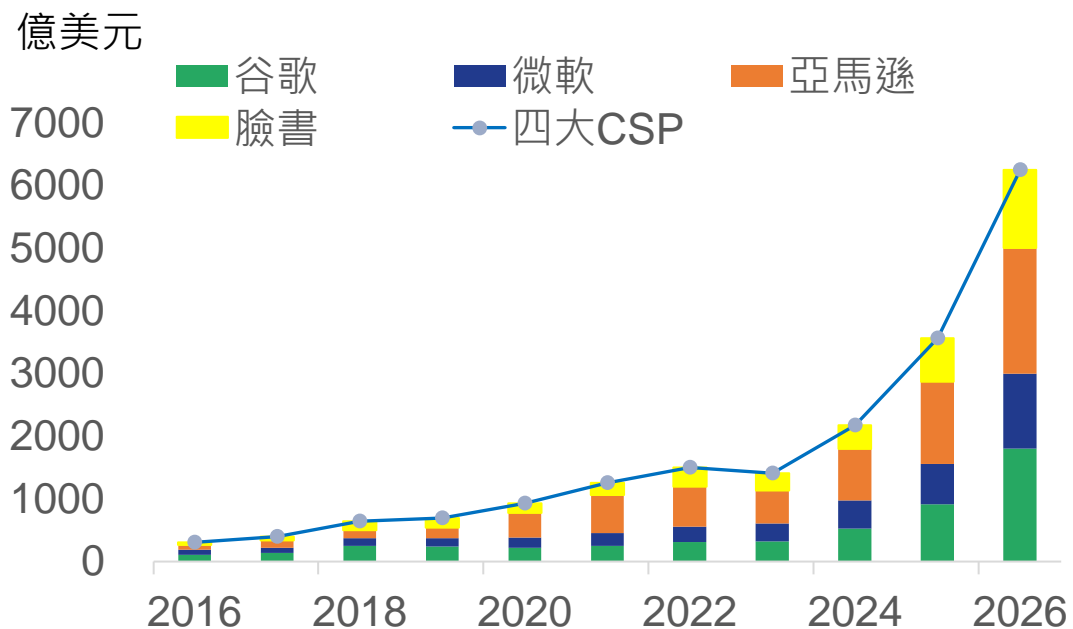
國內汽油價格上漲, 成為川普民調的壓力



資料來源: Bloomberg。

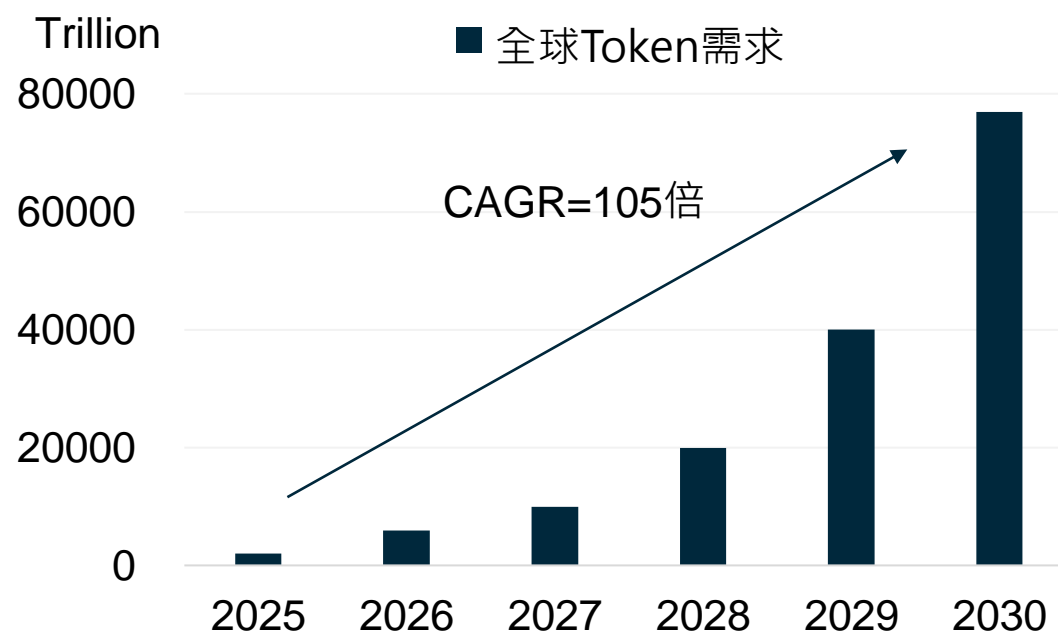
- AI需求進入爆發期, Token使用量呈現指數型成長, 市場預估未來五年複合成長高達105倍, 顯示生成式AI、推理運算與資料處理需求同步擴張, 不僅帶動算力需求大幅提升, 也讓雲端基礎設施成為關鍵競爭核心。企業為了提升模型效能與降低延遲, 對高效能運算與資料中心的依賴進一步加深。
- 在此趨勢下, 四大CSP積極擴大資本支出, 今年總額上看6000億美元, 連續2年增速逾60%, 主要用於建置資料中心、採購AI晶片與強化網路架構, 反映出產業對未來需求的高度信心, 同時也意味著AI供應鏈將持續受惠。不過, 高資本支出亦可能壓縮短期自由現金流, 投資人需關注報酬率與需求成長是否匹配。

四大CSP業者大舉投資AI



資料來源：Bloomberg, 4大CSP業者預估。

AI導致Token需求量大爆發



資料來源：TIRIAS Research預估。

- 黃仁勳在GTC大會中, 再次深入闡述AI未來的框架, 搭配其提出的**五層蛋糕理論, 從能源、晶片、基礎設施到模型與應用逐層堆疊**, 可以看出AI產業正進入全面擴張階段。
- 因應AI的商機, 輝達發表多款產品, 包括1)發布新一代GPU架構Feynman, 預告Vera Rubin即將量產; 2)推論將是未來的重點, 因此, 發布LPU晶片; 3)AI代理來關鍵轉折點, 因此發布NemoClaw平台。**黃仁勳已預告, 到2027年底, Blackwell與Vera Rubin的訂單將創造1兆美元的商機, 若考慮機器人、自動駕駛或AI代理, 未來的商機仍將持續擴大。**

AI的五層蛋糕理論VS. 2026 GTC大會

5
層
蛋
糕
理
論

應用：蛋糕上的櫻桃

AI模型：核心靈魂

基礎建設：算力底座, 建立資料中心

晶片：運算基礎, 需要先進半導體技術

能源：支持運作的基石, 需要大量電力、土地

G
T
C
亮
點

AI代理平台NeMoClaw、機器人、自動駕駛

整合Groq、強化推理能力(+35倍)、開源模型

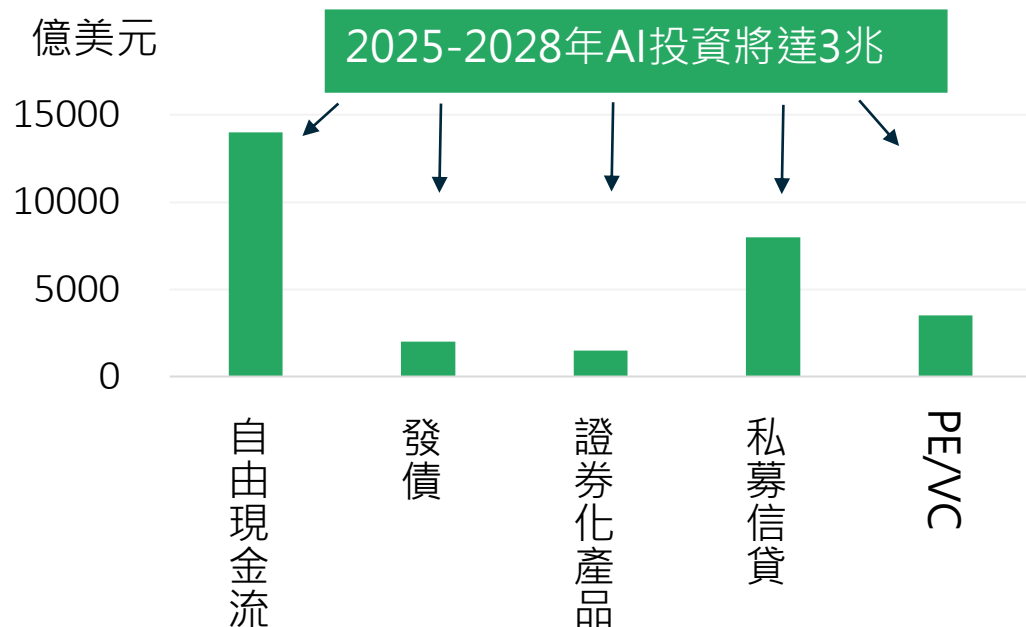
「光銅並行」, 長期鋪路CPO傳輸

發布一代Feynman架構; Vera Rubin下半年量產

次世代800V能源架構、token能耗降低9成

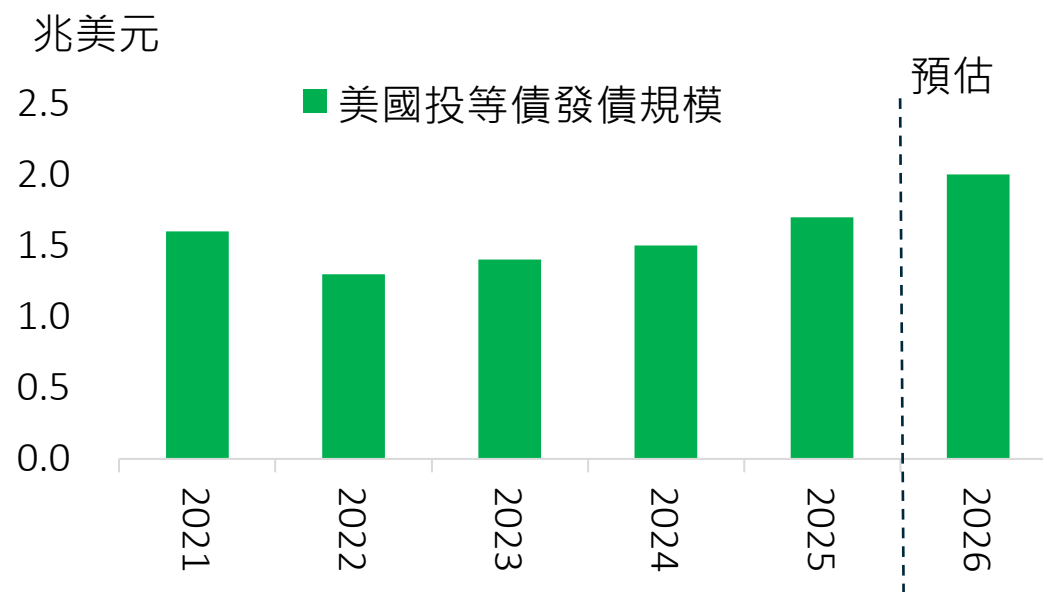
- 根據投行預估，2025–2028年全球AI投資規模將達3兆美元，除了企業自有現金流1.4兆外，尚需仰賴外部融資，其中舉債約2000億美元，私募信貸更高達8000億美元，顯示AI已從單純的科技投資，轉為企業融資的議題與挑戰。
- 對照美國投等債市場，2025年發債規模已達1.7兆美元，市場預估2026年將進一步攀升至2兆美元並創歷史新高，包括亞馬遜單筆發債540億美元，5大CSP業者預計發債1750億美元，其中，科技債佔整體投資級債比重已達20%。

因應AI投資，各種管道都成籌資來源



註：自由現金流指公司的現金流，PE/VC指私募股權或創投。
資料來源：Morgan Stanley預估。

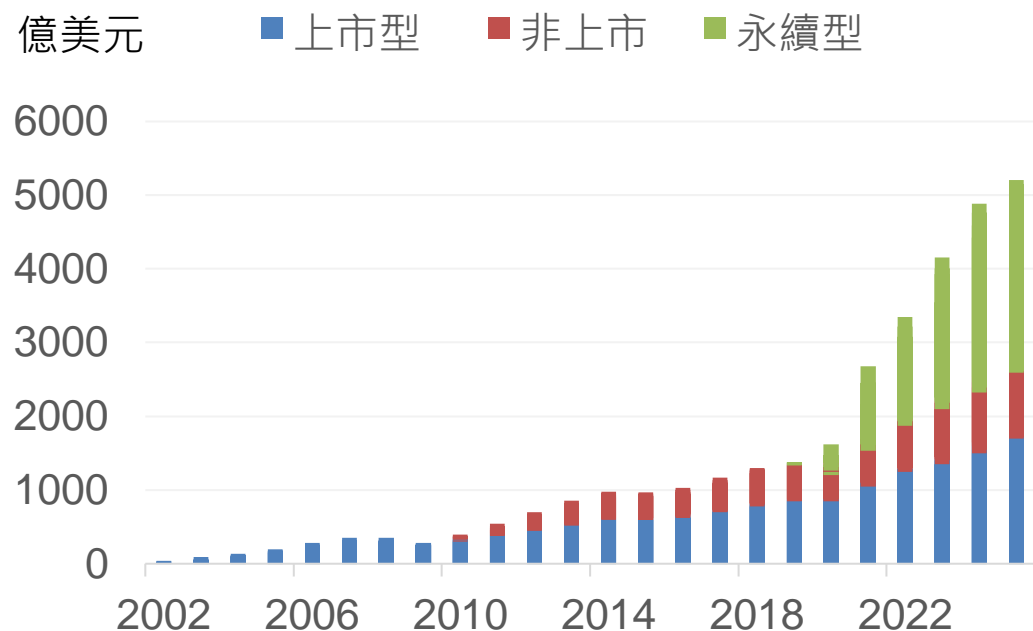
因應AI投資，美國投等債發債規模將創新



資料來源：Financial Times, Sifma預估。

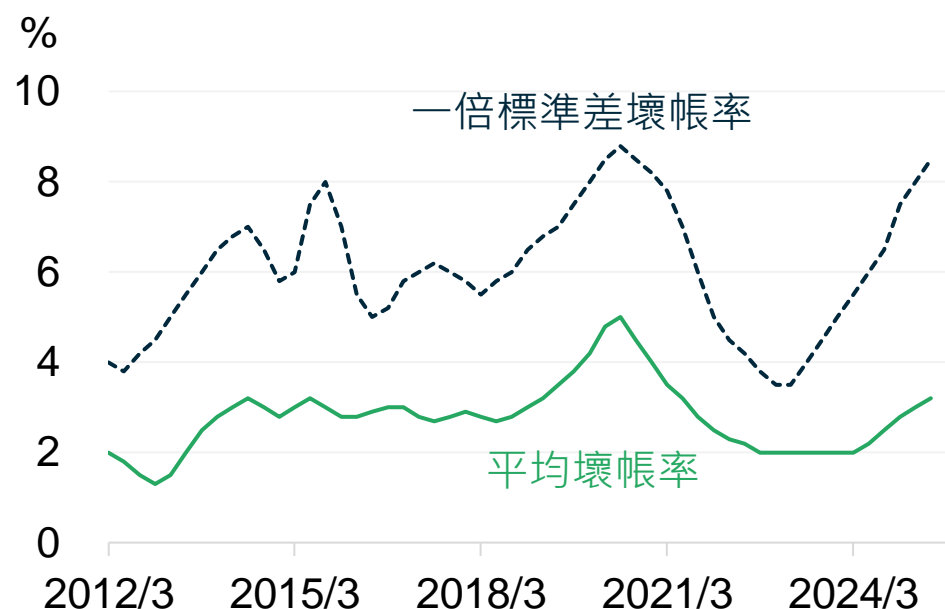
- 自2008年金融海嘯後, 因為Basel III與壓力測試提高資本要求, 使得中小企業的融資管道從銀行轉向私募信貸, 而機構投資人為追求高收益, 也將目光投向私募信貸。根據統計, 目前規模也已突破2兆美元。私募信貸包括直接融資、次順位債、困境企業融資等, 其中, 比重最高且最透明的方式就是以BDC(商業發展公司)的形式介入, 並包裝成類似基金的模式(分成上市、非上市與永續型), 讓更多投資人參與, 目前規模已突破5300億美元。
- 隨著聯準會啟動降息, 及AI衝擊軟體業影響, 私募信貸開始掀起贖回潮, 其中永續型首當其衝。整體而言, **BDC的平均壞帳率從 2.7%上升至3.1%**, 更重要的是, **品質較差的BDC壞帳率來到8.5%**, 顯示品質分化嚴重。不過, **BDC槓桿比率上限(2倍)遠低於金融海嘯時期, 銀行對直接貸款曝險有限, 研判不致構成系統性風險。**

私募信貸快速成長, BDC規模已達5000億美元



資料來源：Morgan Stanley。

私募信貸壞帳率雖升, 但幅度可控, 不過分化嚴重



資料來源：Morgan Stanley。

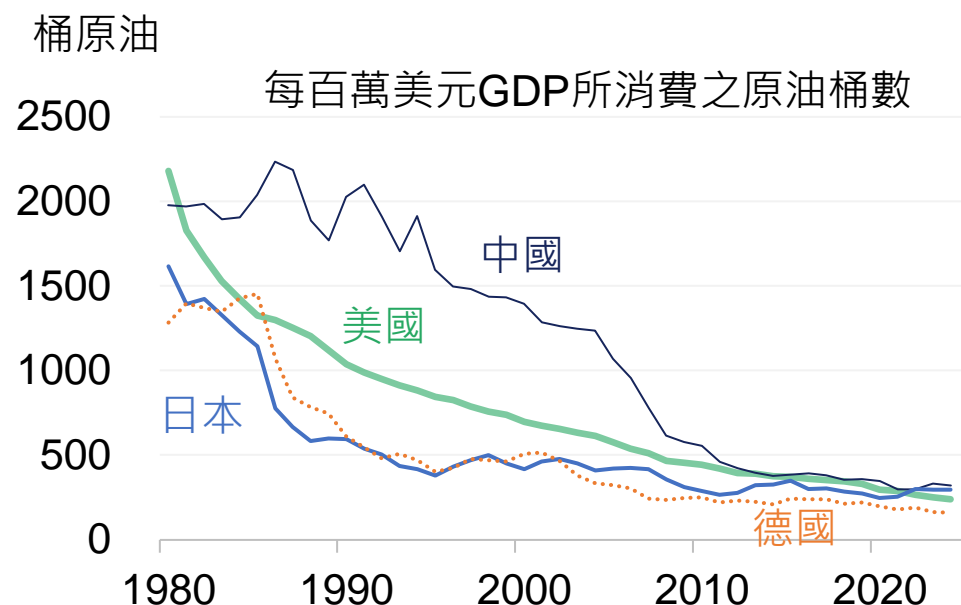
- 回顧歷史經驗,多數戰爭事件對股市的衝擊往往集中於初期情緒面,市場因不確定性升高而快速下跌,但隨著資訊逐步明朗,資金常重新回流,推動股市修復甚至創高,顯示戰爭對金融市場的影響多屬短期波動,而非長期趨勢反轉。以標普500而言,除了因為石油危機造成股價大跌,且經濟衰退,其餘的影響都是短期且有限的。
- 此外,隨著全球經濟結構轉型,科技與服務業占比提升,對能源的依賴程度已顯著下降,即便油價因地緣衝突上揚,對整體經濟與企業獲利的衝擊亦較過去有限。此外,能源類股的佔比,已從1980年代的20-30%,降至目前的3%。因此地緣風險雖會擾動市場情緒,但尚不足以扭轉整體多頭趨勢。

戰爭對股市多是短期影響

事件	日期	1年內 衰退	標普500指數報酬率(%)			
			1個月	3個月	6個月	12個月
古巴導彈危機	1962/10/16	無	5.4	13.3	21.1	27.8
六日戰爭	1967/6/5	無	3.3	6.5	7.7	13.0
1973石油危機	1973/10/19	是	-8.6	-13.3	-14.9	-34.4
伊朗伊斯蘭革命	1979/2/11	是	1.7	1.6	7.8	20.5
波斯灣戰爭	1991/1/17	是	12.5	19.1	16.2	27.7
911恐怖攻擊	2001/9/11	否	-1.1	4.3	6.6	-16.7
克里米亞事件	2014/2/20	否	1.8	1.8	8.0	14.7
俄烏衝突	2022/2/24	否	5.4	-8.1	-3.4	-7.4
以巴戰爭	2023/10/7	否	1.3	9.0	20.8	33.5
十二日戰爭	2025/6/13	-	4.7	10.2	14.2	-
平均	-	-	2.6	4.4	8.4	8.7

資料來源：Bloomberg, GS。

經濟對石油的依賴度降低

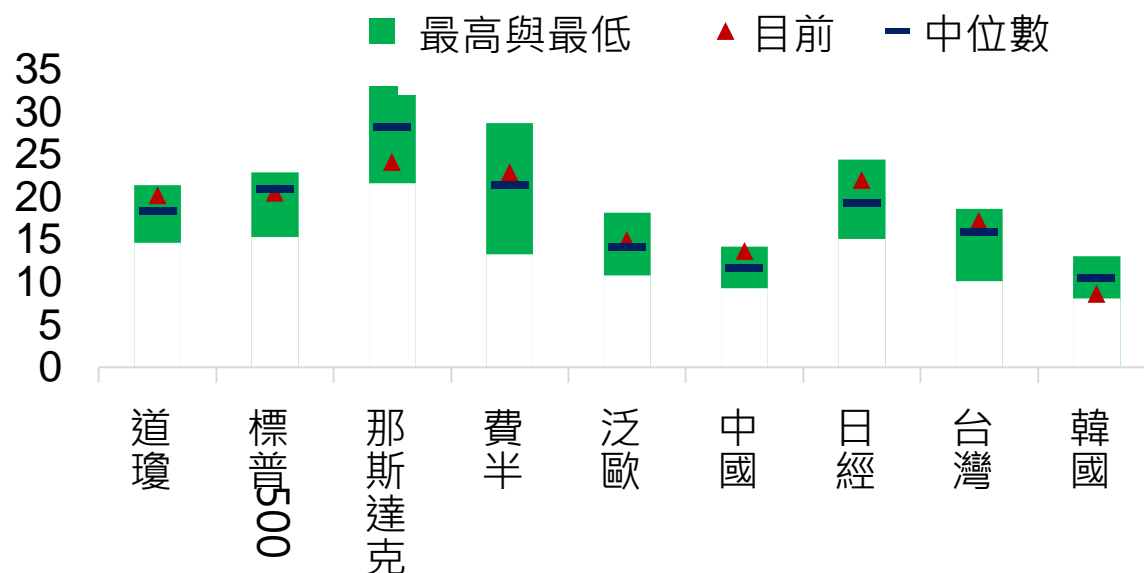


資料來源：Bloomberg。

- 近期市場震盪加劇, 表面上來自地緣風險升溫, 但更深層的原因在於年初以來股市漲幅已大, 估值水位明顯墊高, 同時聯準會降息時點與幅度仍具不確定性, 導致資金態度轉趨謹慎, 短線獲利了結賣壓湧現, 進一步放大市場波動幅度。
- 從基本面觀察, 主要國家企業獲利仍處於擴張循環, 並未出現明顯反轉跡象, 即使原料成本導致獲利下修, 但今明獲利維持成長態勢並未改變, **尤其以科技股為主的費半與台灣加權指數, 今年獲利成長動能強勁, 年增幅甚至超過三成, 顯示產業趨勢仍具支撐力。因此, 股市在大跌之後, 仍應站在買方思考。**

主要股市評價位階

前瞻本益比, 倍數



資料來源：Bloomberg。

主要股市今明獲利成長率

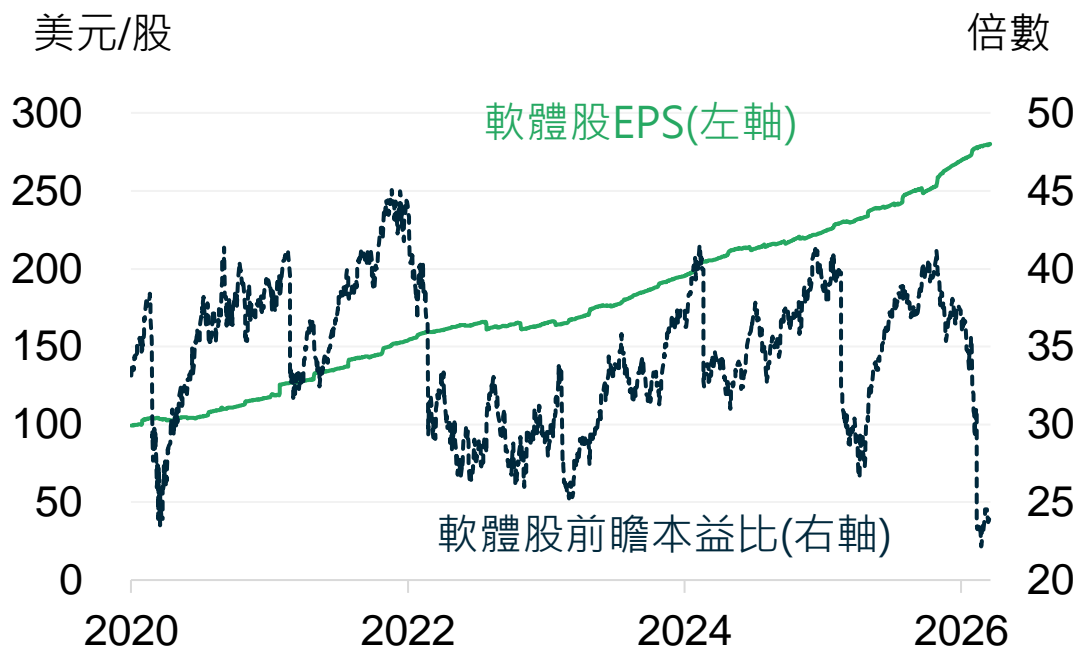
2027年EPS年增率, %



資料來源：Bloomberg預估。

- 過去軟體股因資產輕盈, 不需大量資本支出, 具備高毛利與高獲利特性, 因而享有較高估值溢價, 然而隨著AI技術快速發展, 生成式模型與自動化工具降低開發門檻, 原有產品差異化逐漸被侵蝕, 使部分軟體公司的護城河明顯鬆動。
- 但這並不代表軟體股全面轉弱, 關鍵在於能否有效整合AI能力, 將其轉化為產品競爭優勢, 若能提升效率與創造新需求, 反而有機會建立更深護城河, 相反地, 若無法跟上AI浪潮, 營收成長與獲利能力將受壓抑, 估值下修趨勢在短期內恐難逆轉。

軟體股獲利仍在上升, 但估值面臨調整壓力



資料來源：Bloomberg。

軟體與硬體的財務比較

	軟體股	硬體股
目前P/E	↓ 24.0	↑ 31.9
歷史平均P/E	34.9	25.9
毛利率(%)	優 72.5	40.9
營利率(%)	優 37.2	22.5
獲利率(%)	優 34.4	20.4
現金/總資產(%)	15.4	13.8
流動資產/總資產(%)	27.8	優 39.1
商譽/總資產(%)	優 28.4	19.1

註：平均P/E指2020-2025間每日前瞻本益比的平均。
資料來源：Bloomberg。

- 油價維持高位背景下, 市場對物價的擔憂逐步上升, 甚至擔心聯準會貨幣政策的轉向, 導致美國10年期公債殖利率突破4.3%關卡, 創8個月來新高。隨著WTI價格續站90美元/桶上方, 並隨近期公債標售結果偏弱, 債市買盤降溫下, 導致美債殖利率維持在相對的高檔震盪。
- 樂觀情境下, 若戰事影響偏短期, 待荷姆茲海峽解除封鎖、全球能源危機降溫後, 聯準會重啟降息, 有助美債利率回落。不過, 若發展為中長期爭端, 將拖累聯準會降息時程。**整體而言, 美債利率仍將維持高位震盪格局, 目前配置仍以中短期為主。**

油價高檔震盪, 通膨預期面臨上行壓力



註：10年平衡通膨率(Breakeven rate)反映對10年平均通膨隱含預期, 名目利率-TIPS利率。
資料來源：Bloomberg。

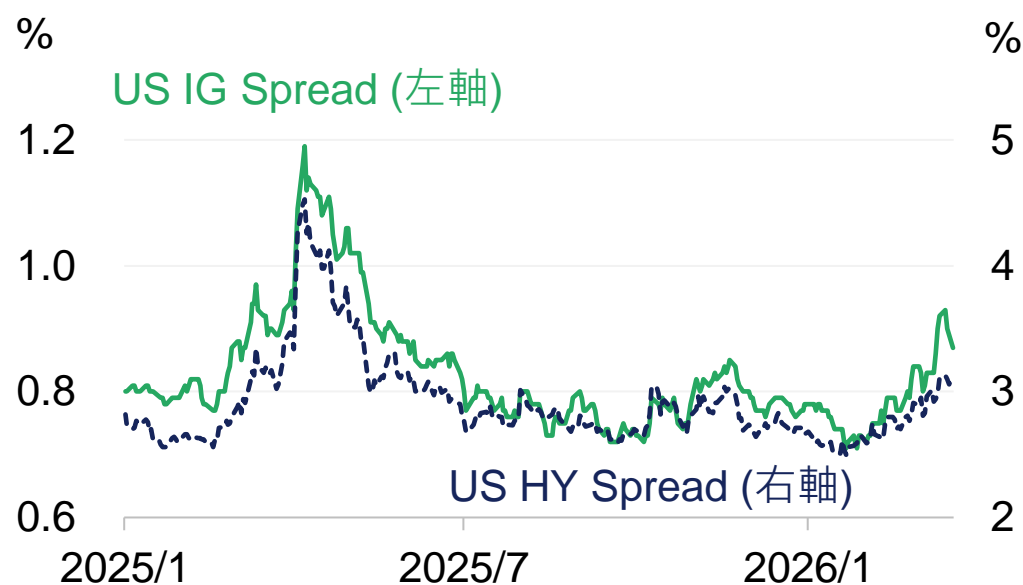
各天期美債殖利率持續走高



資料來源：Bloomberg。

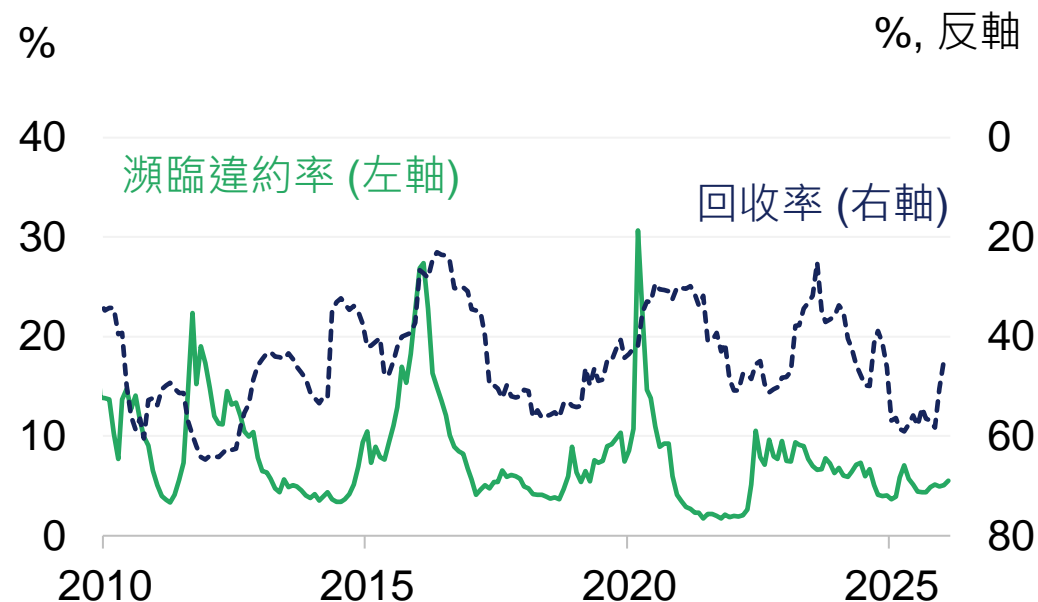
- 美伊戰爭影響下, 市場風險情緒明顯降溫, 投等債(IG)、非投等債(HY)信用利差同步擴張, 不過, 敏感度不同, 自3月以來, 非投等債的利差擴大了20個基點, 但投等債僅擴大10個基點。
- **近期, 信用指標顯示風險訊號升溫跡象**: 1)瀕臨違約率升至5.5%, 但仍在歷史相對低檔。2)回收率降至44%, 隱含若違約後發生實質損失, 所能獲得的資金補償比例較少, 隱含信用風險的升高。
- 美伊戰事升溫, 反而在信用利差仍處相對歷史低位之際, 為投資人創造穩定現金流的機會; 配置上宜以**高信評、體質穩健**之發行人為主。若後續地緣風險降溫, 債市利率有望止穩; 策略上**避免過度拉長天期**, 以降低利率風險。

美伊戰爭導致利差走擴, 提供布債契機



資料來源: Bloomberg。

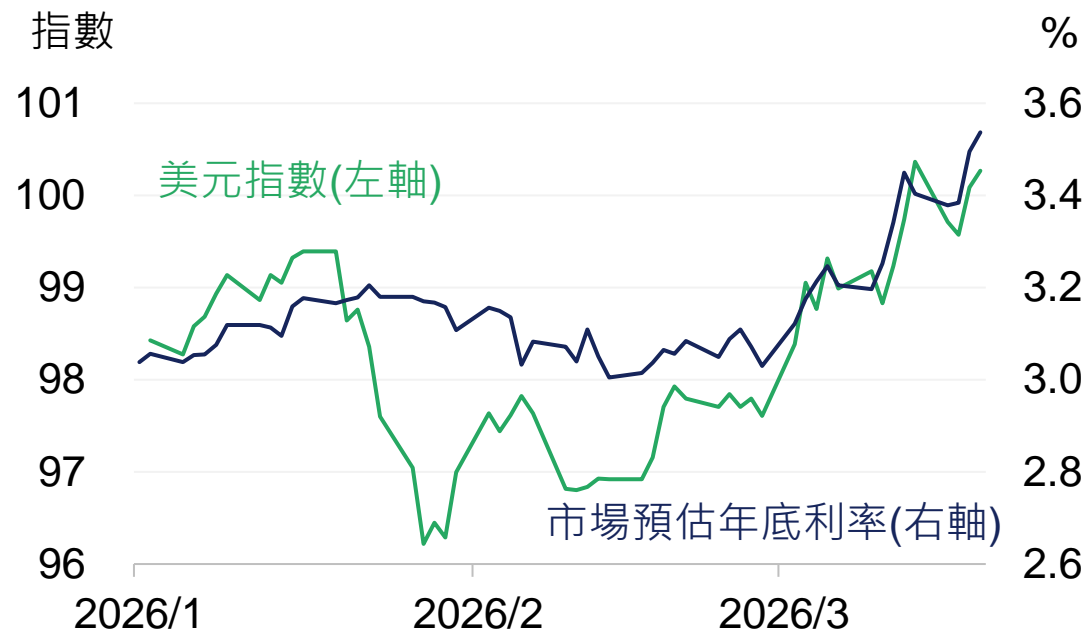
瀕臨違約率仍低, 回收率則開始下滑



註: 瀕臨違約率(Distressed Rate), 回收率(Recovery Rate)。
資料來源: Bloomberg。

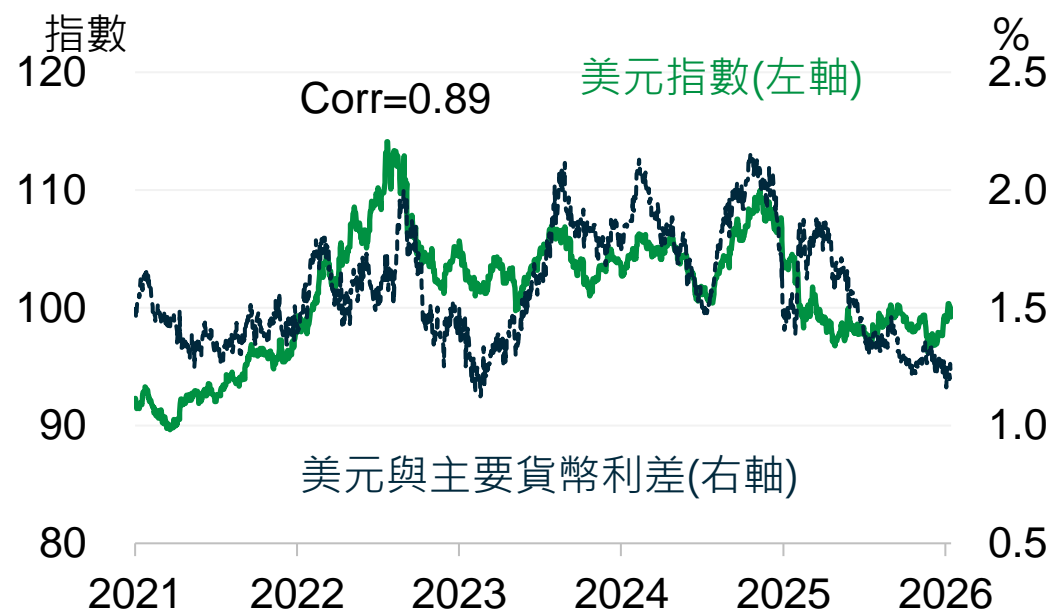
- 短期而言，受地緣政治風險升溫影響，市場避險需求上升，加上對降息時點與幅度仍存在不確定性，帶動美元指數持續往100關卡作測試。不過，若中東地緣風險降溫，市場逐步消化風險事件，對美元的推動力道可能邊際遞減。
- 展望下半年，隨著不確定性下降，以及聯準會新任主席上任後政策方向轉趨明確，降息節奏有望重啟，美元將面臨轉弱壓力。同時，歐洲受能源價格影響，通膨壓力升溫，使貨幣政策由寬鬆預期轉向偏緊，帶動美歐利差收斂，使美元指數後續呈現弱勢震盪格局。

降息預期降溫、避險需求支撐，美元偏強勢



資料來源：Bloomberg。

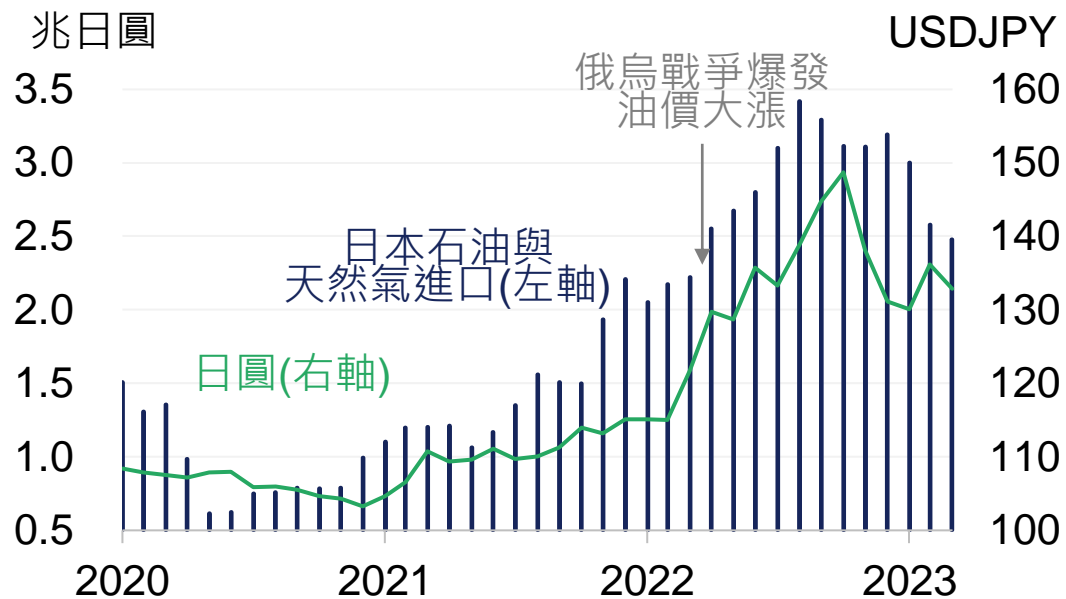
美歐利差收斂後，美元有望轉弱，形成弱勢震盪格局



資料來源：Bloomberg。

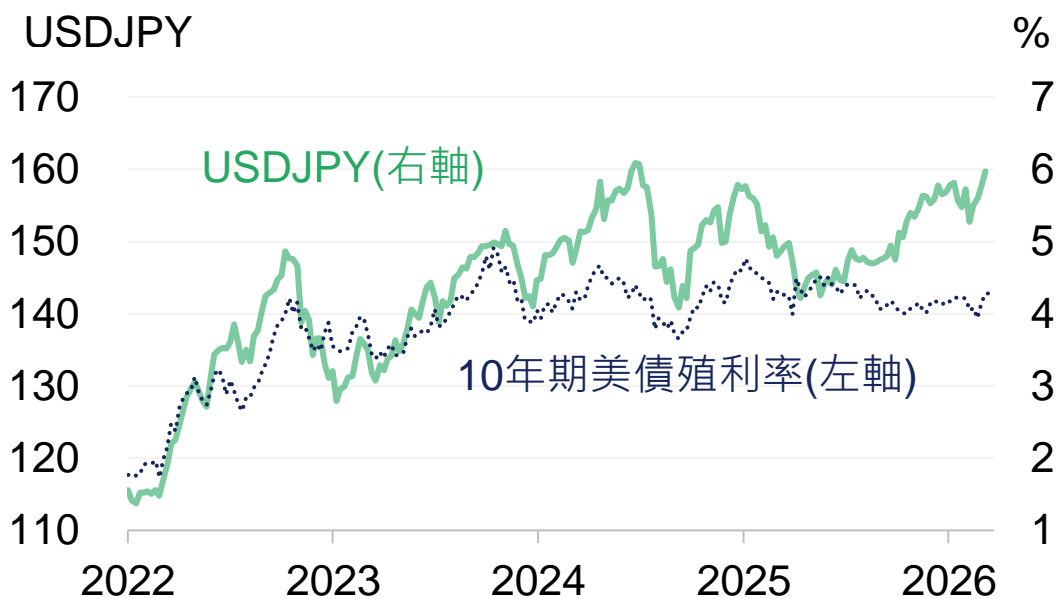
- 短期內貨幣政策持續按兵不動，預期對於利差與匯價的影響有限，短中期焦點擺在1)美伊戰爭與2)美元利率走向。
- 2022年俄烏戰爭爆發時，能源進口成本大增五成，日圓隨之走弱，凸顯**貿易收支惡化導致資金流出的情勢**。若油價持續居高不下，恐令前述情勢重演。另外，通膨疑慮升溫令聯準會保持觀望，市場對於今年的降息預期消退，同時推升美債殖利率走高。
- 兩項因素影響下，預料日圓將延續弱盤格局，並可能貶破160關卡。若欲見匯價轉強，仍有待戰事趨於明朗，或聯準會降息預期重新升溫、美元利率走降。

俄烏戰爭後能源進口成本大漲，日圓同步走弱



資料來源：Bloomberg。

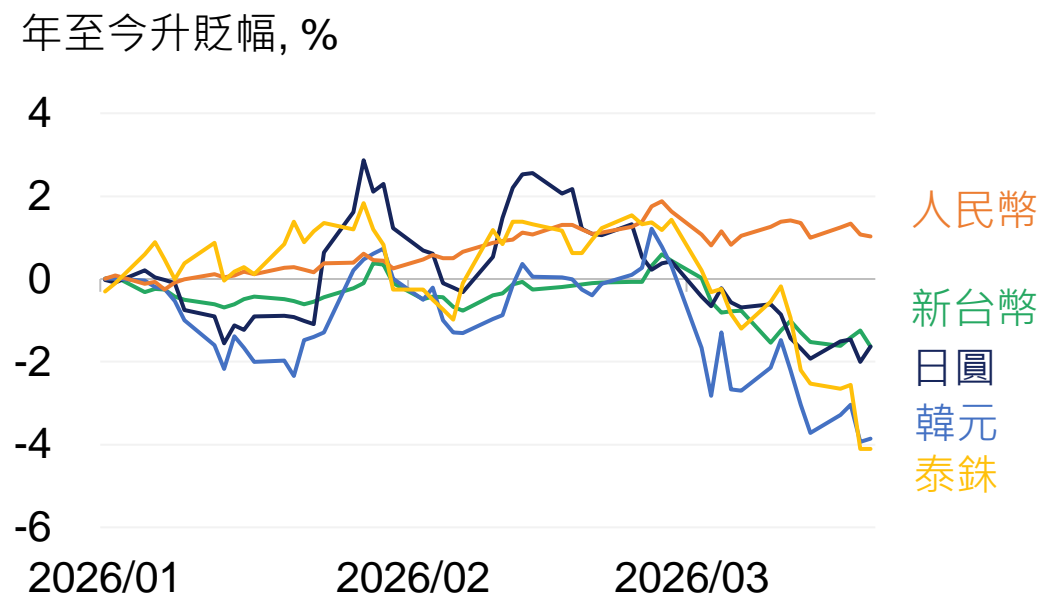
美元利率走高，將令日圓承壓



資料來源：Bloomberg。

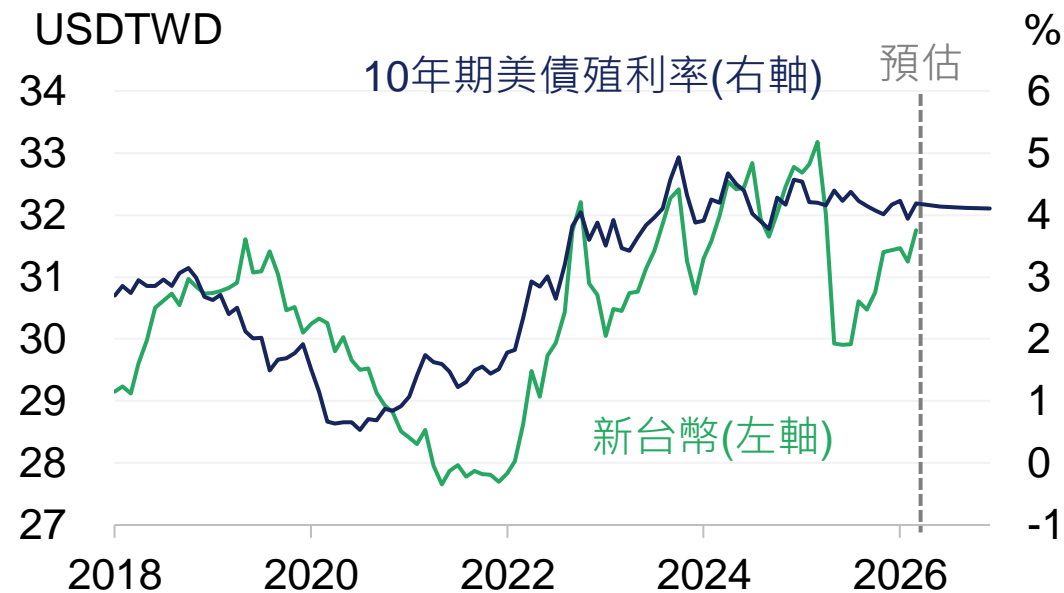
- 中東戰爭導致風險偏好降溫, 美元續強、亞幣齊弱, 日圓、韓元分別創下波段新低, 新台幣也同步走低, 此外, 外資持續減碼台股、匯出資金, 讓新台幣一度貶破32大關。
- 展望後市, **短期內市場轉折的關鍵仍在於美伊戰爭動向**, 若戰事轉變為長期事件的疑慮無法消除, 資金恐持續回流美元資產尋求避險, 則新台幣短線仍有續弱壓力。
- 中長期而言, **若戰事順利解除, 則關注重點將重回美元利率變化之上**。在聯準會降息預期重新回溫, 引導美元利率下滑前, 亞幣大幅轉強的空間有限。

亞幣齊貶, 新台幣同步承壓



資料來源：Bloomberg。

若戰事解除後美元利率仍高位波動, 新台幣偏震盪

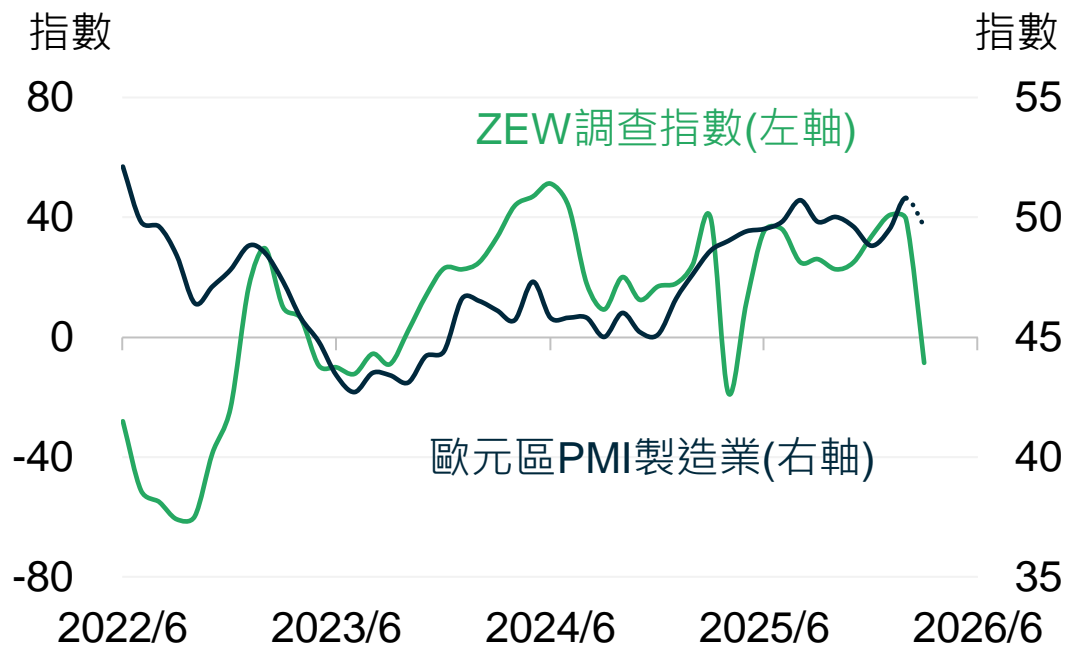


資料來源：Bloomberg預估。

金融市場動向

- 中東戰事衝擊歐洲原油供應, 對於經濟展望也蒙上一層陰影, 2026/3最新ZEW經濟景氣調查指數-8.5, 較2月39.4大幅下滑, 陡峭程度與2025年對等關稅相當, 而剛剛站上50景氣榮枯線的歐元區製造業PMI, 預料也將因此再度回落。
- 中東情勢除了影響原油供應及製造業景氣外, 對於金融業也有衝擊, 以2022年俄烏戰爭同樣大幅推升油價來觀察歐股走勢, 除了能源、醫療類股表現較強, 銀行類股明顯承壓, 科技、工業類股雖然短期抗跌, 但中期仍有回檔壓力。故中東戰事若延長至Q2, 對於歐洲經濟影響加大, 也拉長歐股修正整理的期間。

油價高漲已衝市場信心, 製造業PMI也面臨壓力



註：2026/3 PMI數據為預估值。
資料來源：Bloomberg預估。

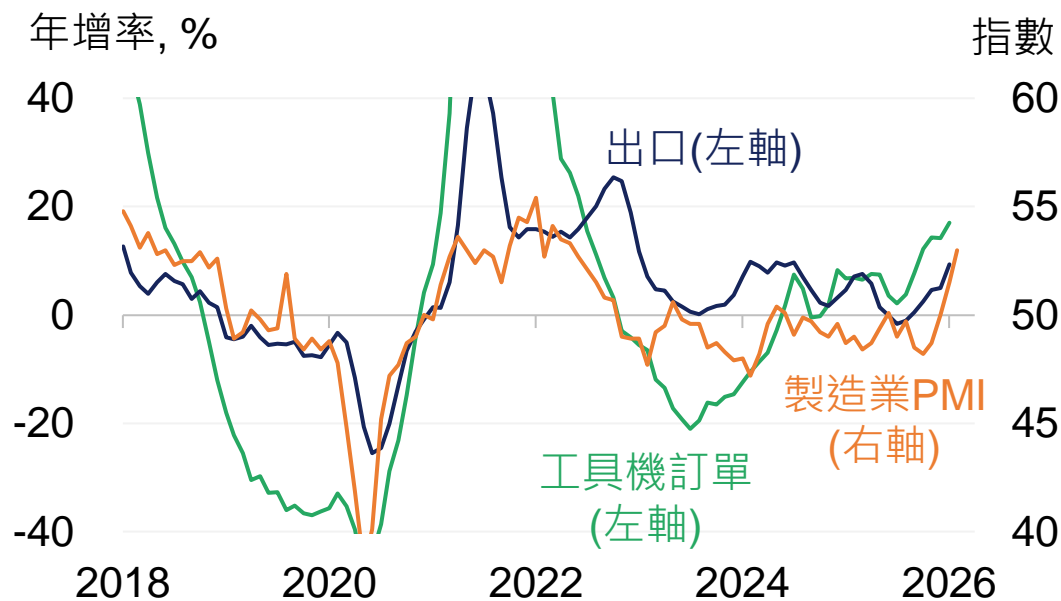
油價高漲不利汽車股, 關注趨勢帶動的重電、工業股

俄烏戰爭漲跌幅%	泛歐600	工業	銀行	醫療保健	能源	科技
1個月後	0.0	2.6	-10.3	5.9	5.7	4.2
3個月後	-3.8	-7.5	-13.1	4.7	14.7	-7.7
6個月後	-5.0	-8.0	-17.7	2.0	17.2	-7.7
12個月後	1.9	3.3	7.2	3.1	19.7	3.3
2026/2/27迄今	-9.6	-11.5	-12.8	-10.9	9.6	-8.5

資料來源：Bloomberg。

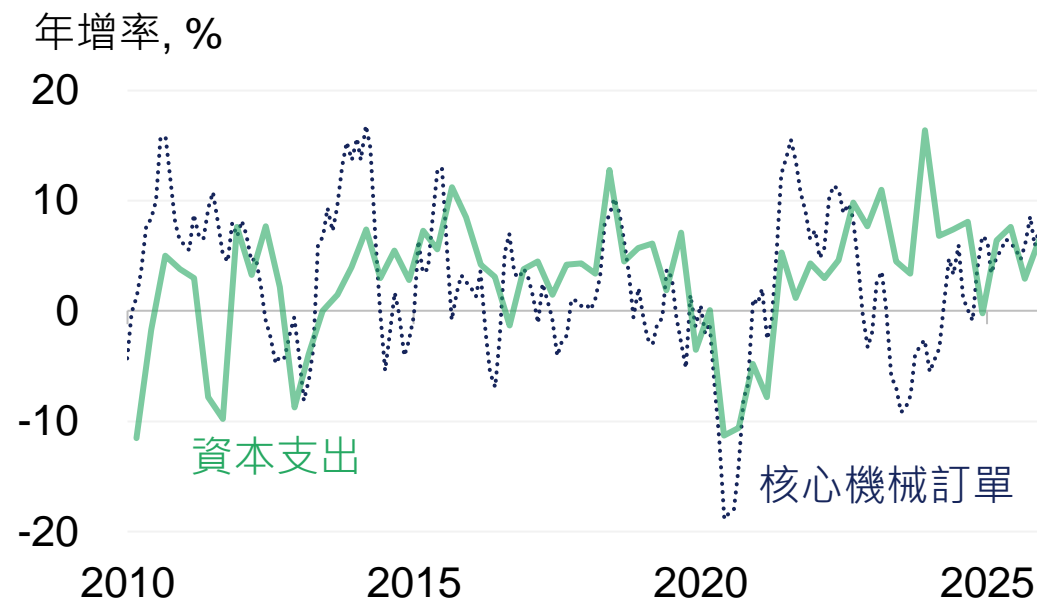
- 元月出口年增**16%**, 創下三年新高, 運輸設備、電機、機械等主力出口產品皆明顯成長, 反映關稅疑雲逐漸底定的幫助。影響所及, 製造業接單、企業信心等指標雙雙創下近年新高, 皆反映景氣改善情勢。
- 另一方面, 去年12月核心機械訂單大增**16%**, 為2022年4月以來首見, 顯示前景改善背景下, 企業資本支出意願隨之回暖, 是後續投資轉強的先行指標。
- 展望後市, 美國關稅雖出現插曲, 但鑑於美日已達成貿易協議, 後續影響與變動應屬有限。而自民黨於國會改選中大獲全勝, **高市首相「擴張性」財政政策將可望順利推進, 利多政策將有助景氣擴張動能延續。**

去年Q4起企業信心、接單、出口同步回升



資料來源：Bloomberg。

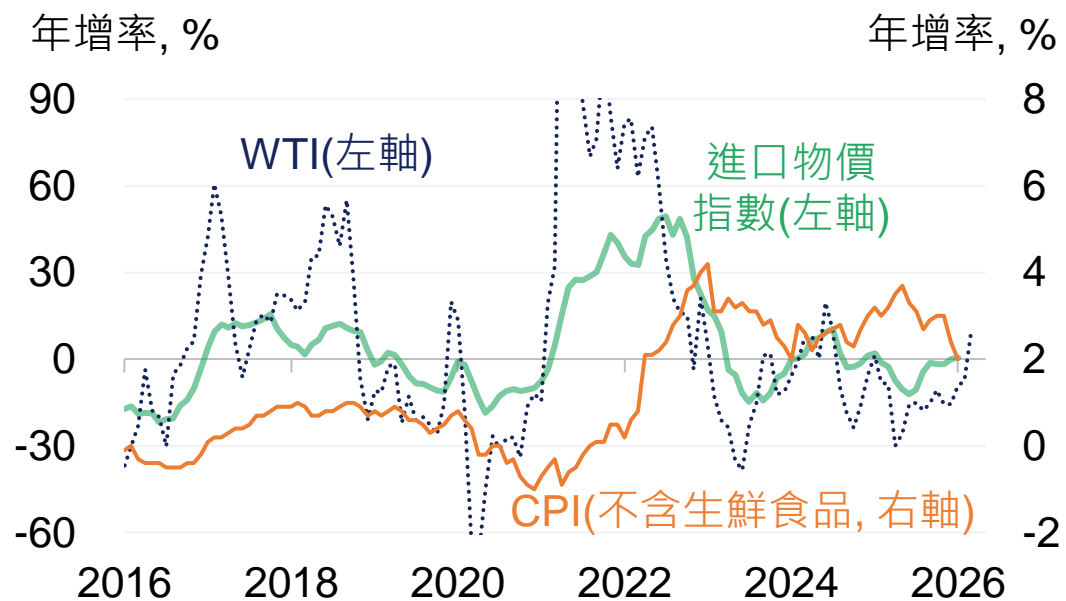
核心機械接單轉強, 可望帶動後續資本支出成長



資料來源：Bloomberg。

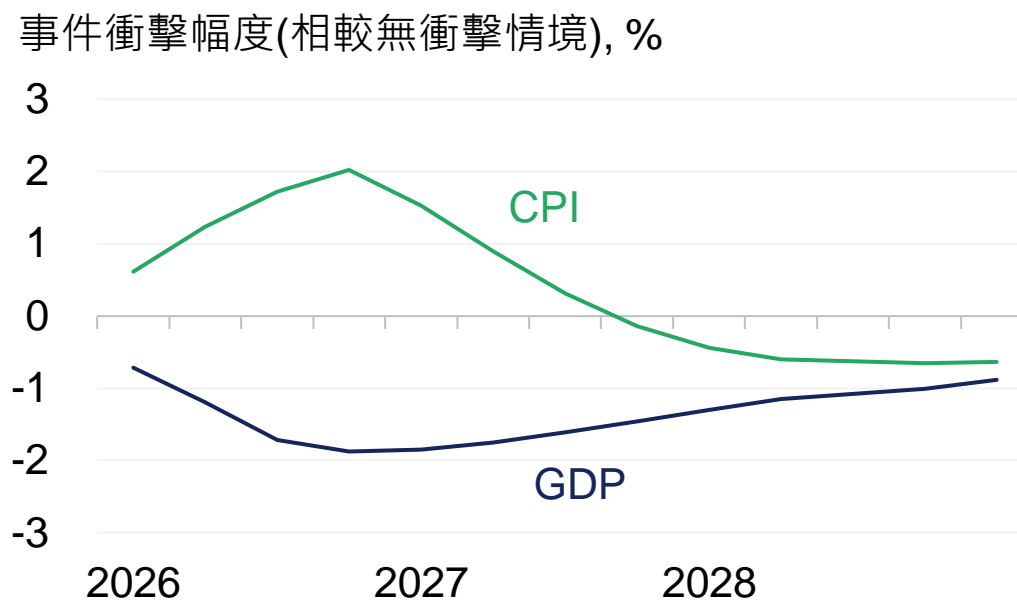
- 首季通膨下探近四年新低1.5%，主因能源政策補貼與食品高基期的影響發酵，相關因素將令今年日本通膨降至1.5-2.0%區間。然而，日本能源近全數仰賴進口，意味原油價格水平將直接影響國內進口物價與通膨走勢。
- 若荷姆茲海峽長時間封鎖，國際油價升至每桶110美元，並持續一年，將推高日本通膨至4%，GDP則下修近2%。在此情境下，**BOJ年內升息時點可能由市場預期的7月提前至6月，並於Q4再升息一碼**，以抑制民眾通膨預期，防範通膨大幅回升風險。

過往油價大漲皆引導進口物價走高，後續則傳導至通膨



資料來源：Bloomberg。

美伊衝突對日本產生巨大通膨風險



註：假設油價每桶108美元。BOJ預測2026、2027財年CPI為1.9%、2.0%；GDP為1.0%、0.8%。

資料來源：BOJ預估。

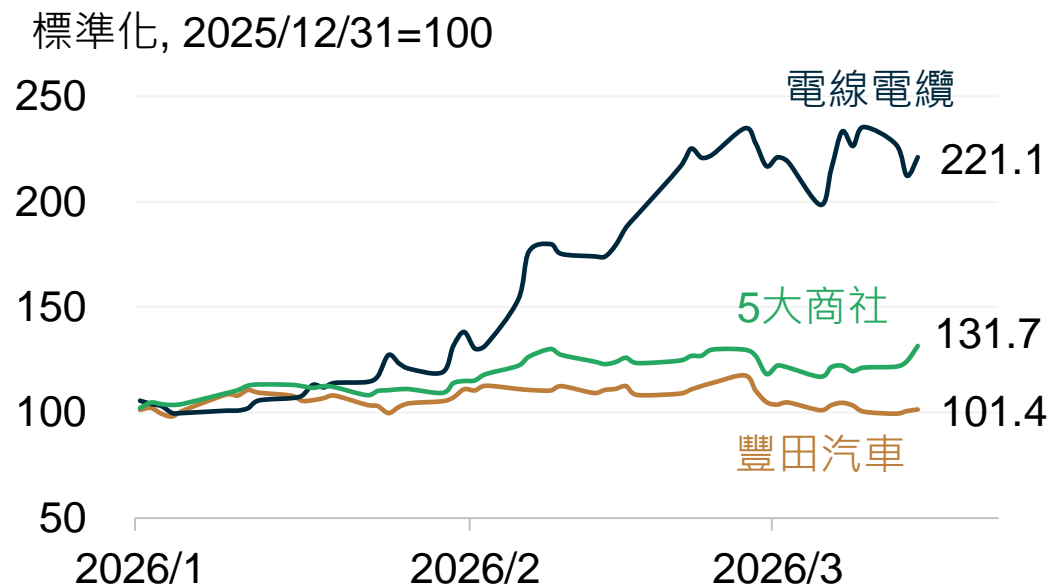
- 日股近期因美伊衝突而拉回, 順勢修正偏高的本益比, 若以目前本益比21.4倍來看, 離近3年平均本益比20.1倍已不遠, 雖然長期而言, 日經指數10年平均本益比約在18.6倍, 不過受惠日本擺脫通縮、公司治理改善, 以及高市新政的樂觀預期, **日股評價有明顯上升的趨勢, 搭配企業獲利成長, 大盤指數下方仍有支撐。**
- 挾輝達AI趨勢、用電需求大增, 電線電纜相關的古河電工、住友電工不僅年初以來漲幅驚人, 獲利成長率也超過50%, 且股價拉回後也率先展開反彈; 5大商社獲利穩健成長, 股價也收復3月以來下跌; 相對的, 受到油價高漲影響較大的汽車股, 股價表現弱勢。由於中東情勢仍有反覆, 可待情勢緩和, 布局趨勢向上的工業族群。

指數拉回, 本益比順勢修正



資料來源：Bloomberg。

油價高漲不利汽車股, 關注趨勢帶動的工業股



註：5大商社-取三菱商事、三井物產、伊藤忠、住友商事、丸紅平均；電線電纜-取古河電工、住友電工平均。
資料來源：Bloomberg。

2026年兩會看點

十五五規劃綱要

- 審查十五五規劃綱要草案, 新質生產力、科技自立自強是核心主線

經濟成長目標

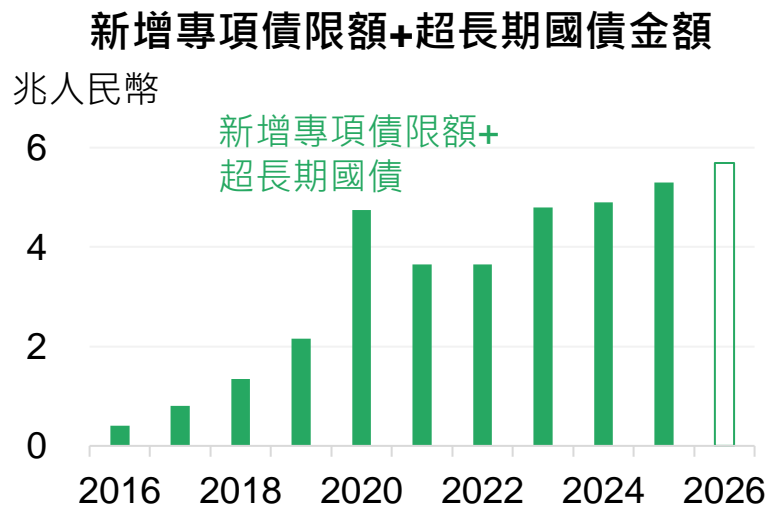
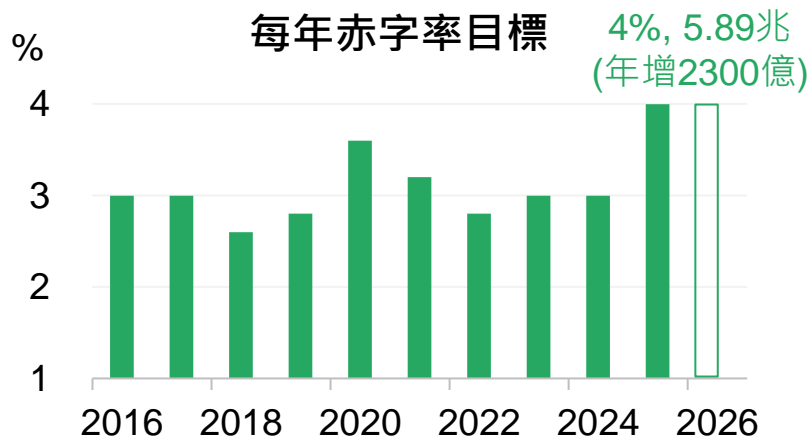
- GDP增長目標將設定在「4.5%至5%」之間
- 赤字率預計維持在約4%
- 擬發超長期特別國債1.3兆、新增地方專項債4.4兆

宏觀政策組合

- 財政政策：維持赤字與支出, 優化結構
- 貨幣政策：適度寬鬆, 靈活運用工具

政策基調

- “穩中求進、提質增效”→務求穩定、調整結構
- 內需引領、擴大國內市場(反內捲)
- 創新驅動、新動能(AI擴張)



2026年中共重大會議排程

3月4-5日

全國兩會開幕

政協4日、人大5日開幕, 審查十五五規劃草案

10月

二十屆五中全會

重要黨內會議, 關注地方完成換屆、新生代入局(?), 為21大人事布局預熱

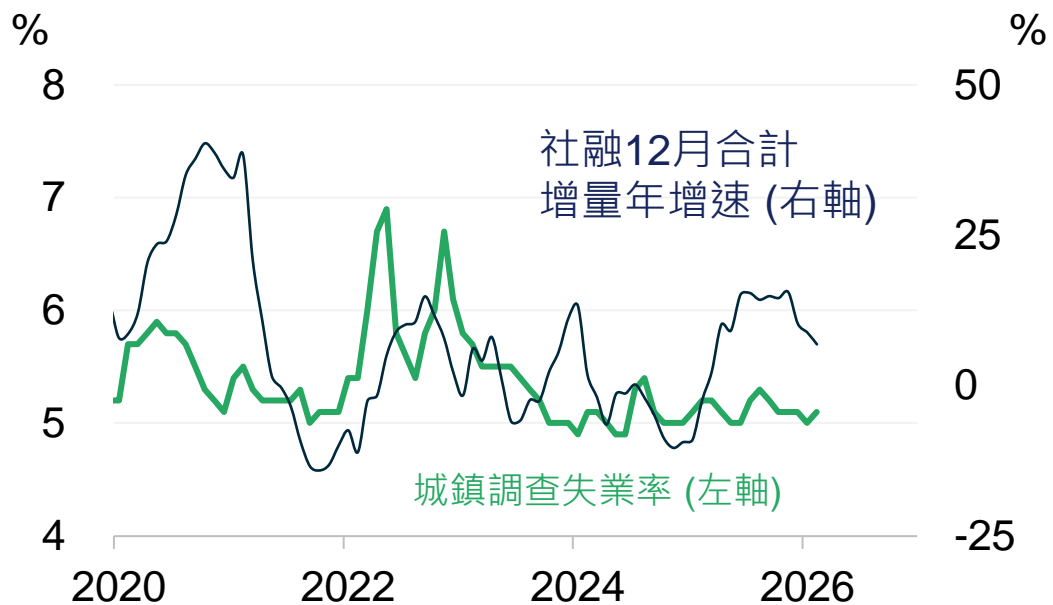
2027年秋

中共二十一大

習近平續任, 常委換屆, 政治局人士底定

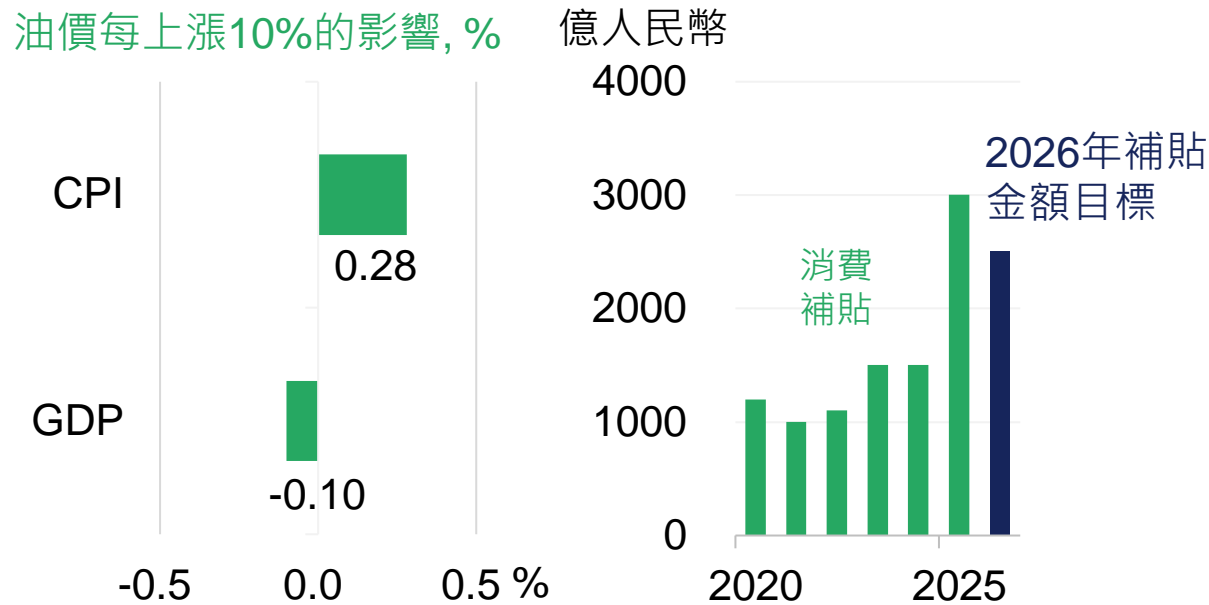
- 1-2月數據整體明顯優於市場預期，尤其固定資產投資由負轉正是最大亮點，加上出口強勁與工業生產加速，「開局良好」格局基本成立。但需留意，**一是春節錯月帶來基數效應干擾；二是房地產銷售仍在下行，民間投資疲弱，搭配社融數據增長偏弱，即反映這個狀況**，因此即便目前失業率還算穩定，但整體總經還是較偏向保守看待。
- 中東戰爭持續，油價飆升至近四年高點，這對高度依賴進口中東原油的中國經濟構成明顯壓力，輸入性通膨風險上升，製造業成本、運輸費用與居民生活支出皆受推升，加劇經濟下行的隱憂。**今年兩會安排的消費補貼規模相對溫和，以舊換新政策透過2500億元超長期特別國債支持**，較去年有所收斂。在外部衝擊加大的背景下，後續若地緣風險持續，政府或需擴大財政支出、增加消費券等，進一步提振居民消費意願，以避免成長動能過快失速。

社融增長持續偏弱，凸顯整體內需不振狀況延續



資料來源：Bloomberg。

油價不利中國經濟，後續消費補貼恐有必要提高



資料來源：Bloomberg預估。

- 房市低迷、內需不振，讓整體總經格局仍較保守看待。尤其中東戰爭持續，油價飆升，這對高度依賴進口中東原油的中國經濟構成明顯壓力。加以今年兩會安排的消費補貼規模相對溫和，以舊換新政策透過2500億元超長期特別國債支持，較去年有所收斂，也讓內需消費為主的美團、京東與阿里巴巴等個股面臨挑戰。雖然國家政策支持晶片自主化，但這也將加重阿里巴巴、騰訊等集團Capex的現金流壓力。
- 操作而言，兩會GDP目標下調，政策刺激不及預期、消費基調偏謹慎，加上整體總經格局仍較保守，中港股大盤在評價已不便宜下，**後續偏向大區間震盪走勢機率較高。**

滬深300 EPS Matrix

EPS年增 \\PER	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
8	2041	2154	2268	2381	2494	2608
10	2551	2693	2835	2976	3118	3260
12	3061	3231	3402	3572	3742	3912
14	3572	3770	3968	4167	4365	4564
16	4082	4309	4535	4762	4989	5216
18	4592	4847	5102	5357	5612	5868
20	5102	5386	5669	5953	6236	6520

註：滬深300指數預估=2025年EPS*(1+年增率)*PER本益比。
資料來源：Bloomberg。

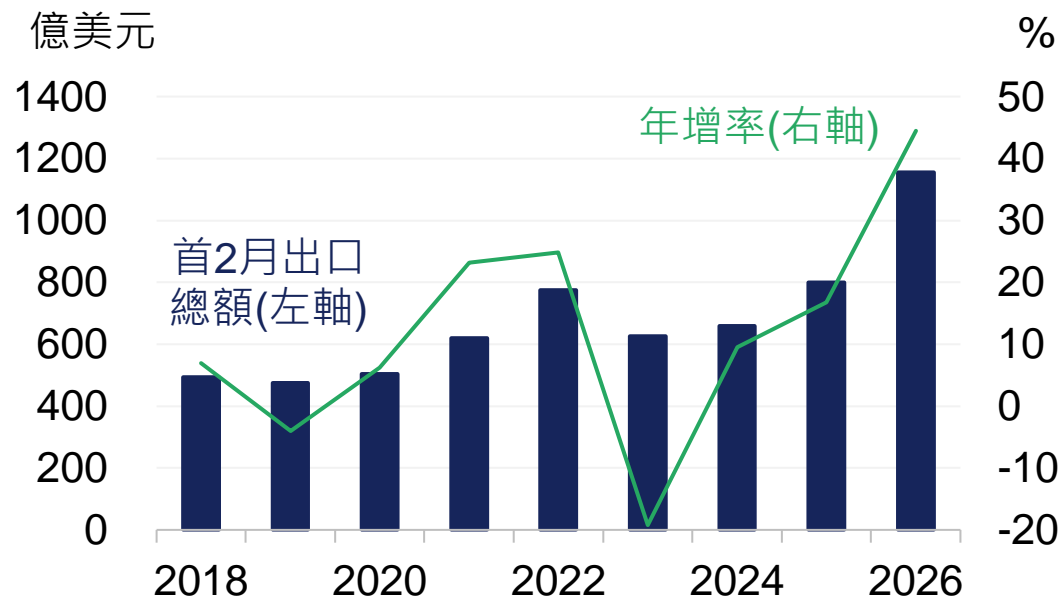
中港股大盤隨國際股市氣氛轉向震盪



資料來源：Wind。

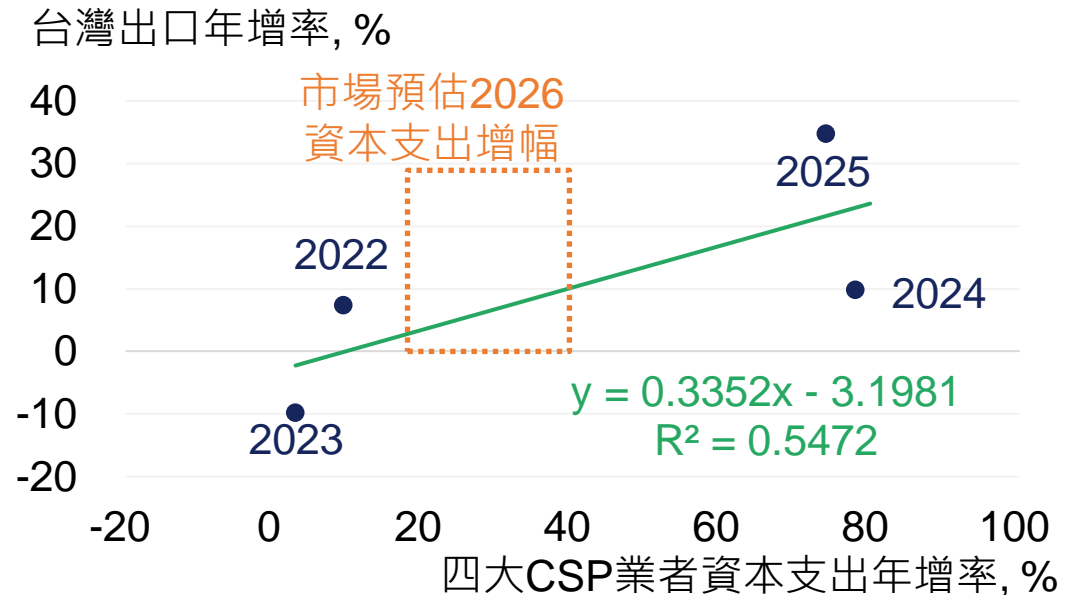
- 前兩月出口達1156億美元，較去年同期大增45%，延續去年Q2以來的強勁成長態勢。最大出口國美國的AI需求火熱，拉動資通訊、電子產品持續大幅成長，是主要原因。
- 展望後市，美國CSP巨頭上修今年資本支出規模，凸顯行業需求依然強勁。與此同時，隨過去兩年降息的效果浮現，美國製造業、服務業景氣出現同步改善跡象，企業信心同創2022年中以來新高。兩項因素可望帶動台灣出口維持雙位數成長動能，同時支撐景氣擴張步伐。

首季出口淡季不淡，延續去年強勁表現



資料來源：Bloomberg預估。

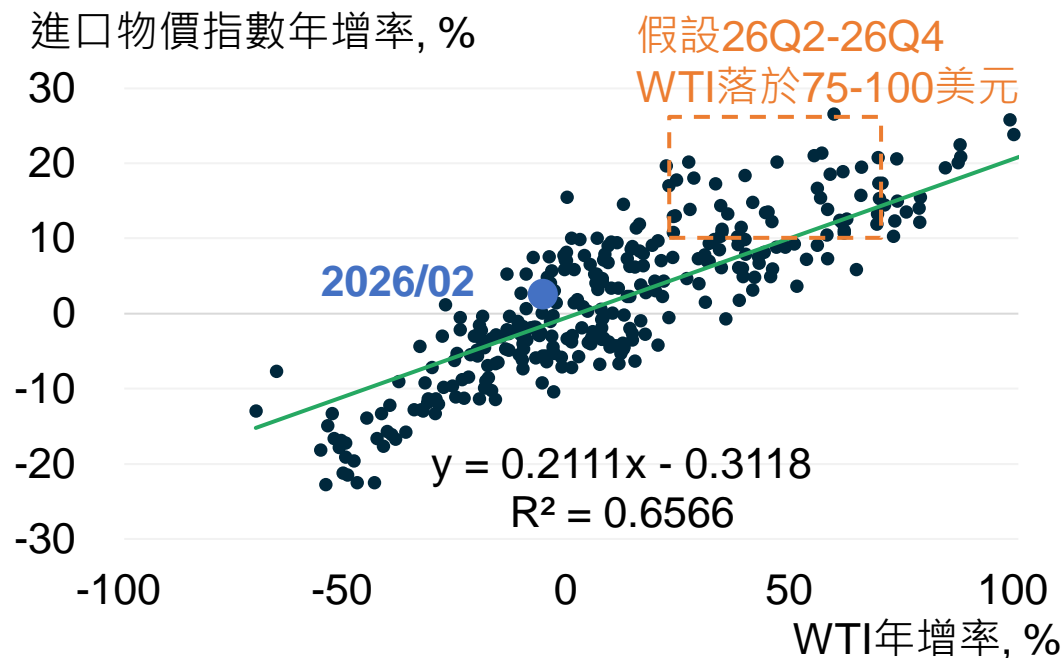
資本支出維持雙位數成長，將支撐台灣出口動能



註：四大CSP業者為微軟、亞馬遜、谷歌、Meta。
 資料來源：Bloomberg預估。

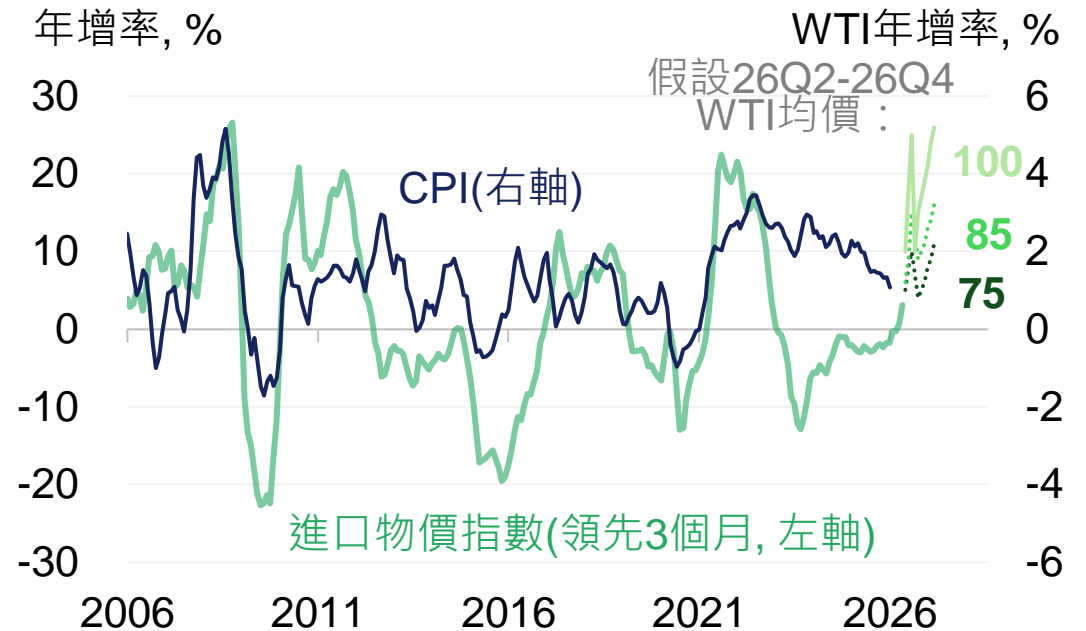
- 2025年台灣石油、天然氣進口依存度高達99.0%、99.8%，其中七成、三成之進口源自中東，且途經荷姆茲海峽。**若海峽長期封鎖, 將導致台灣能源需求缺口。**其中, 天然氣發電占比接近五成, 若前述問題持續, 恐引發後續電價調漲, 衝擊工業用電與企業營運。
- **能源價格走高、近期新台幣貶值, 增添後續進口物價與國內通膨上行的風險。**假設未來三季油價持穩於85美元, 推算進口物價指數年增幅將達6-15%, 並推升通膨走高。所幸, **政府將啟動補貼措施**(貨物稅減徵、中油油價平穩措施等), **將有助緩和前述負面影響**, 但中油、台電等國營企業虧損壓力恐加劇。

原油仰賴進口, 油價走勢牽動台灣進口物價



資料來源：Bloomberg。

若進口物價大漲, 將連帶推升國內通膨



資料來源：Bloomberg。

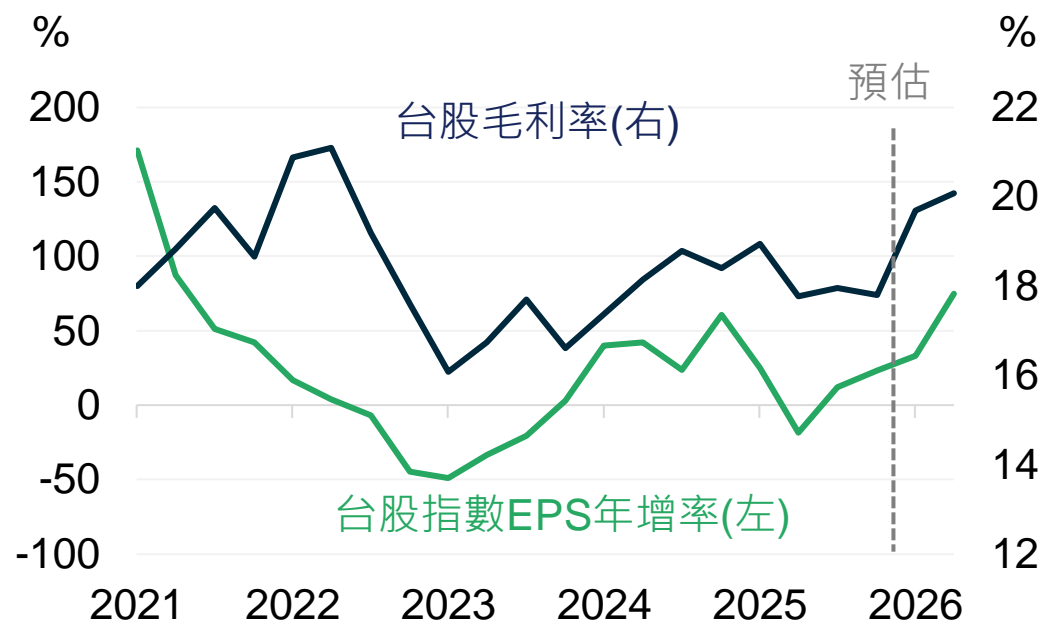
- AI伺服器需求超乎預期，記憶體需求缺口擴大，從HBM到受景氣循環明顯影響的NAND都顯著供不應求，價格翻倍上漲，並預估缺貨將延續到至少明年，且隨代理式AI的需求未來遞增，記憶體需求將進一步擴大，延續長期需求向上。此外，CSP業者仍將大規模部署AI硬體，半導體相關零組件供不應求帶動漲價潮，多項零件預估漲幅持續上修，帶動企業毛利率上升。
- 受惠AI硬體供不應求，台灣股市的毛利率與EPS增速預估可創下四年新高，成為台股下檔有利支撐。儘管近期地緣風險雜音頻仍，但企業獲利仍持續上修，反映AI產業趨勢受中東戰事影響輕微，待局勢穩定後，中長期仍將回歸基本面，因此台股若相較前波高點修正5%以上，都可視為買進機會，可分批布局。

AI需求強勁，醞釀周邊硬體漲價潮擴散

AI伺服器 周邊需求	細項	2026年價格變動	
		2026/3 新預估	2026/1 舊預估
記憶體	DRAM	約180%	約150%
	NAND	100~120%	60~70%
重要 零組件	PCB載板	至少10%	-
	CCL銅箔基板	至少 15~30%	5~10%
晶圓製造	先進製程	2027年續漲	3-10%

資料來源：高盛、Trendforce。

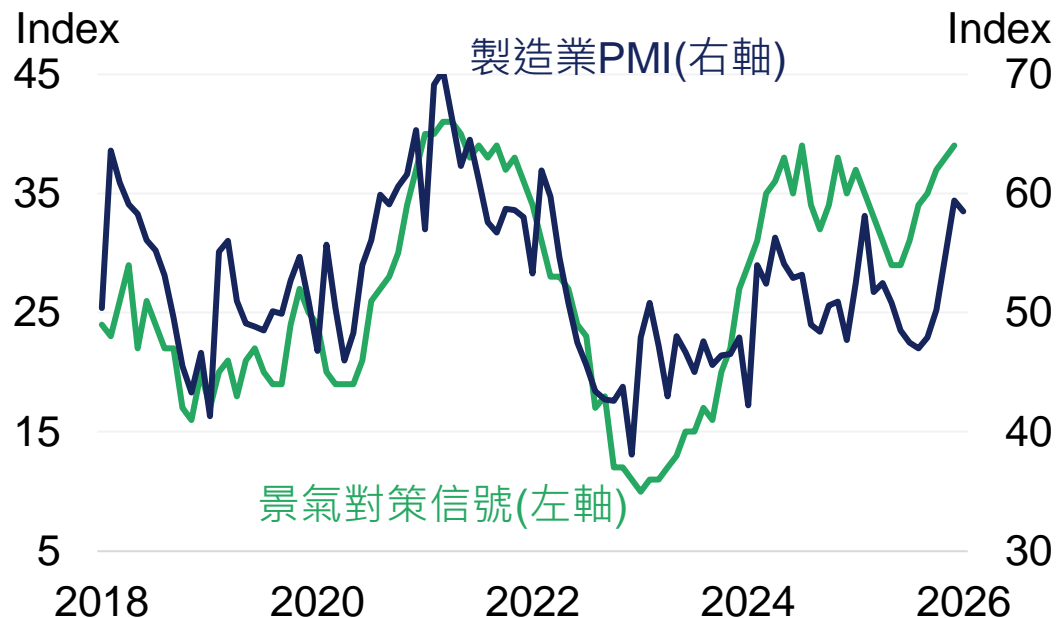
台股預估毛利率走揚、企業獲利加速成長



資料來源：Bloomberg預估。

- 受惠四大CSP業者大增資本支出, 台灣今年出口可望在去年的高基期之上, 保持雙位數成長, 預期將延續台灣景氣維持熱絡至年底。另一方面, 儘管新台幣近期走貶、美台貿易協議簽訂, 但傳產出口仍疲, 出口佔比持續下滑, 反映中國傾銷壓力猶在, 短期復甦力道較弱。
- 台股融資餘額持續攀升, 但因台股市值大增, 相對來說融資比例不高、槓桿率低, 股市結構仍屬健康。**台股今年前二月大漲逾二成, 故短線受到地緣風險影響, 出現漲多跌多現象, 但若地緣政治風險淡化, 市場風險偏好回溫, 指數可能快速反彈。**

出口強勁, 支持台灣景氣維持高檔



資料來源：Bloomberg。

台股交易熱絡, 融資餘額攀高但未過熱



資料來源：Bloomberg。

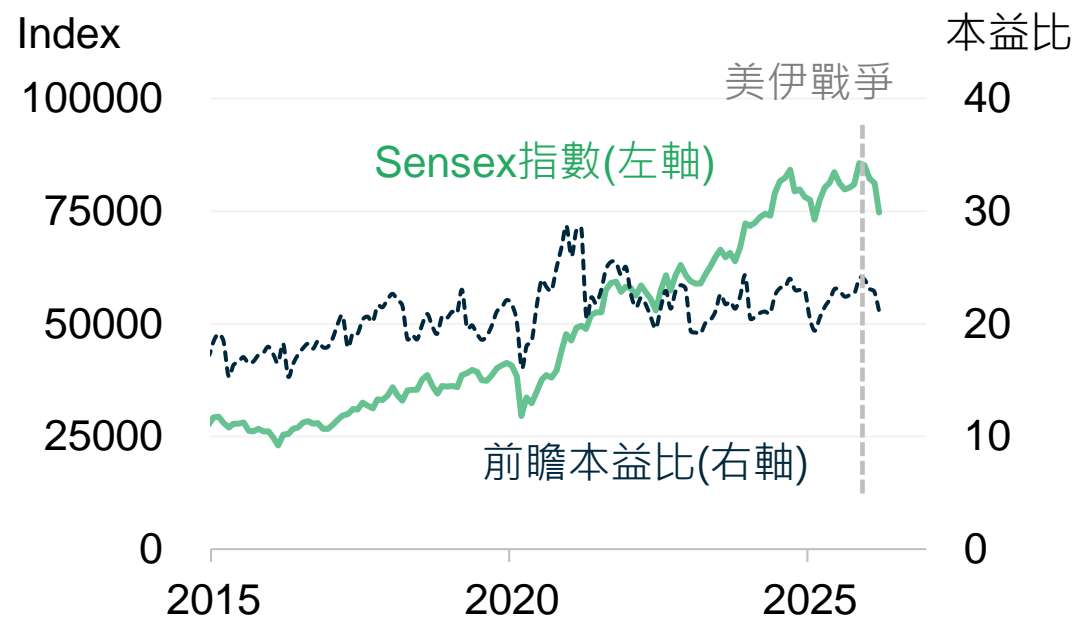
- 印度高度仰賴中東原油進口, 這一結構性弱點在美伊戰爭爆發後暴露無遺, 導致全球油價暴漲, 對印度經濟與股市造成嚴重衝擊。尤其, 油價大漲直接推升印度進口成本, 每漲1美元即增加年度進口支出約15億美元上下, 放大當前帳面赤字、通膨壓力, 若中東戰事持續, 勢必將不利印度股匯市。
- 不過, 即便印度央行的**降息循環**, 受到油價影響往後遞延, 但方向依舊; 且美印關係舒緩, **長線建立非中供應鏈, 推動印度製造、生產補助計畫等的利多未變**, 有利企業獲利維持成長, 長線印股仍係偏多。

印度高度仰賴中東原油進口, 合計逾五成

國家	進口量 (千桶/日)	約比重 (%)	備註
俄羅斯	1600-1700	34-36	最大供應國, 但受制裁下降
伊拉克	900-1000	19-23	中東最大傳統來源
沙烏地	600-700	14-18	OPEC核心
阿聯	400-500	8-10	中東重要夥伴
美國	200-300	6-10	份額受政策影響
科威特	100-200	3-5	中東供應穩定
奈及利亞	150-250	5-6	非洲來源
巴西	100-150	3-4	新興來源

資料來源: Bloomberg。

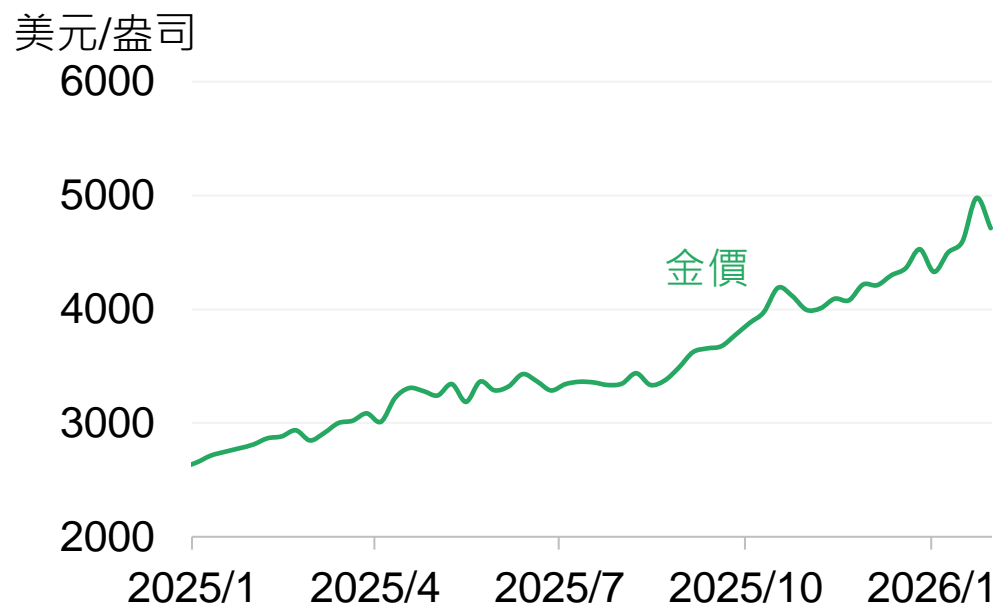
美伊戰爭、油價大漲, 衝擊印度股市



資料來源: Bloomberg。

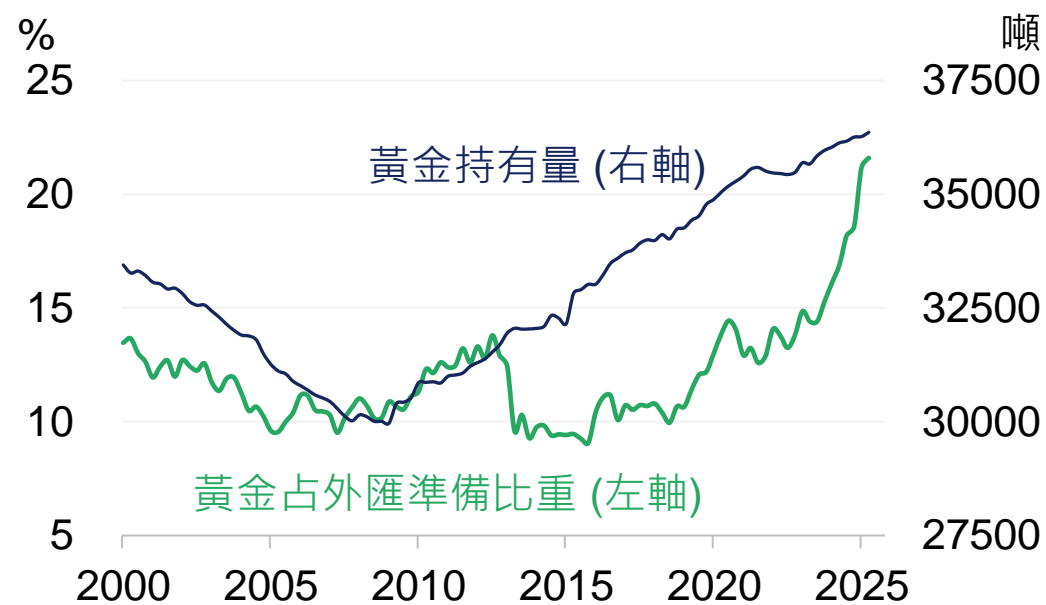
- 貴金屬延續多頭格局，因**長線**結構性利多：各央行持續增持黃金，這是外匯存底多元化的實質需求，不受價格高低影響，為金價長期底部抬升核心動力。此外，中東地緣事件頻傳，本應屬於貴金屬的利多。
- 不過，荷姆茲海峽受阻，致使能源價格持續居高，市場擔心通膨長期化，並恐影響各央行決策。例如，Fed雖然按兵不動但點陣圖偏鷹，而英國央行與歐洲央行也轉向鷹派，都讓近期金價受到衝擊。
- 綜上，市場擔心出現2022年俄烏戰爭後的模式：油價上漲→通膨→利率預期惡化→黃金短期承壓；但「央行買、地緣亂」，**長線而言，仍支持黃金多頭格局，可隨回落分批布建。**

近期黃金走勢



資料來源：Bloomberg。

央行黃金準備狀況



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