

2026/01市場展望

台積電再次點燃AI，股市拉回 就是買點

| | |
|--------|------|
| 全球景氣解析 | p.2 |
| 重要市場展望 | p.10 |
| 投資評等 | p.22 |



2026開年—唐羅主義、挑戰Fed獨立性與佈局2026期中選舉



「唐羅主義」一詞最早出現在 2025/1/8 New York Post

考慮2027財年國防支出上調 5000億美元至 1.5兆美元



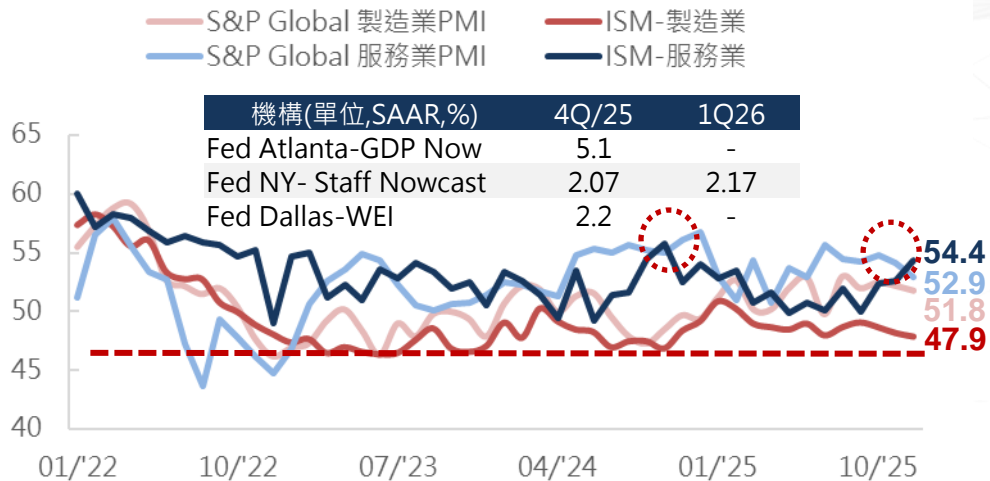
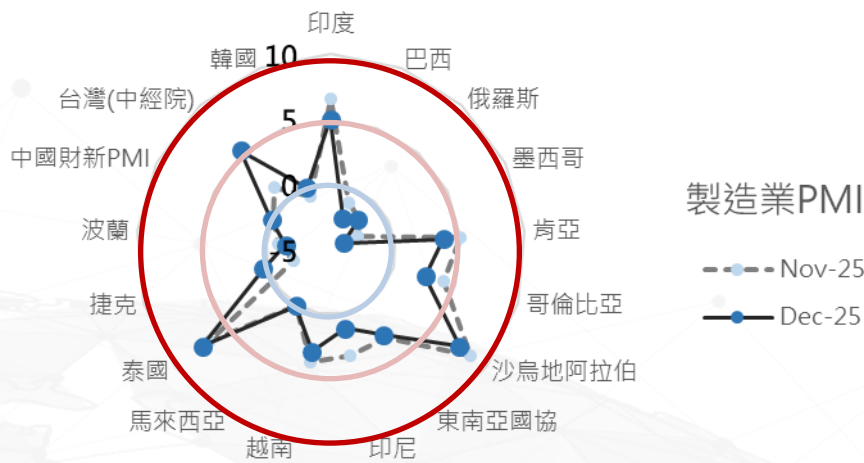
| 戰略階段 | 核心原則 | 戰略姿態 | 行動邏輯 |
|--------------|-------|-----------------------|------------------------|
| 門羅主義 (1823) | 互不干涉 | 防禦性 (Defensive) | 建立政治防火牆，防止歐洲殖民。 |
| 羅斯福推論 (1904) | 干預性維穩 | 干預性 (Interventionist) | 行使國際警察權，防止債務危機引發干涉。 |
| 唐羅主義 (2026) | 主導性掠奪 | 進攻性/交易性 (Offensive) | 視主權為可交易資產，以軍事力量確保資源獨佔。 |

資料來源：New York Post · Polymarket · 遠見雜誌 · 永豐投顧整理

2026 選舉經濟數據儀表板

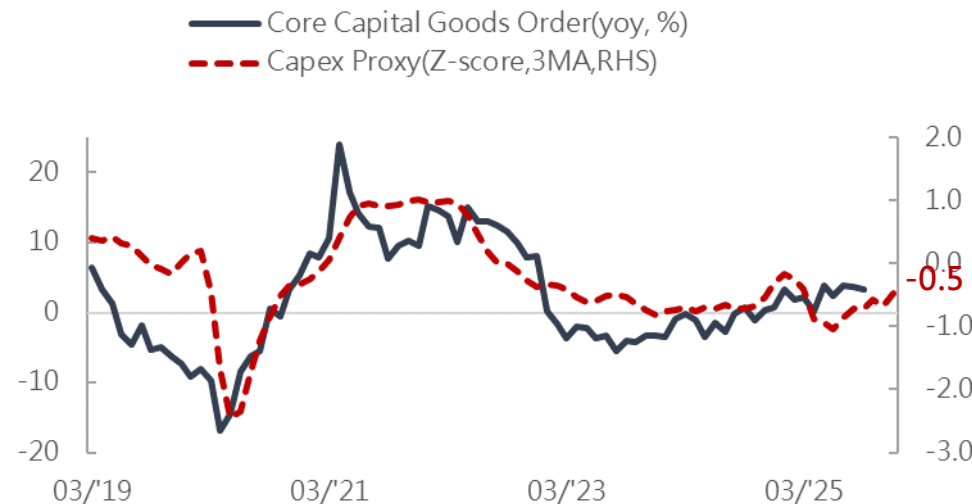
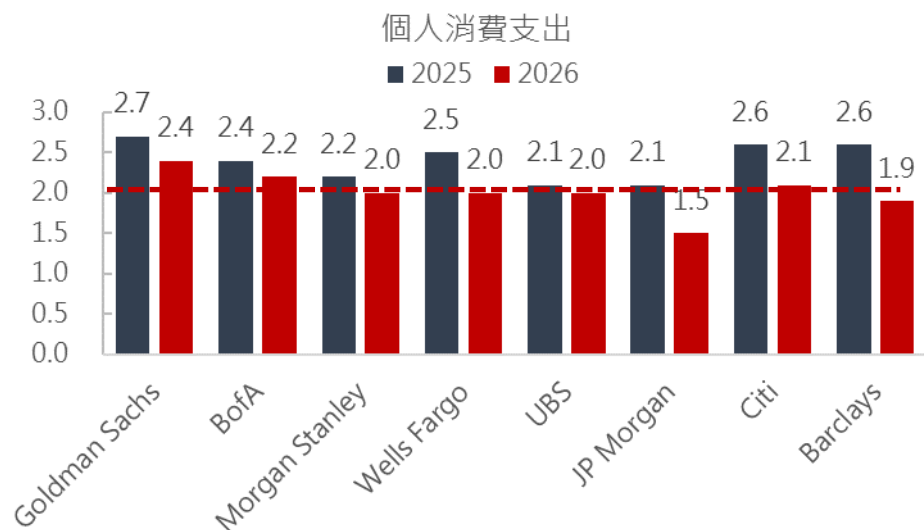


全球景氣趨緩，服務需求、AI持續扮演景氣擴張要角



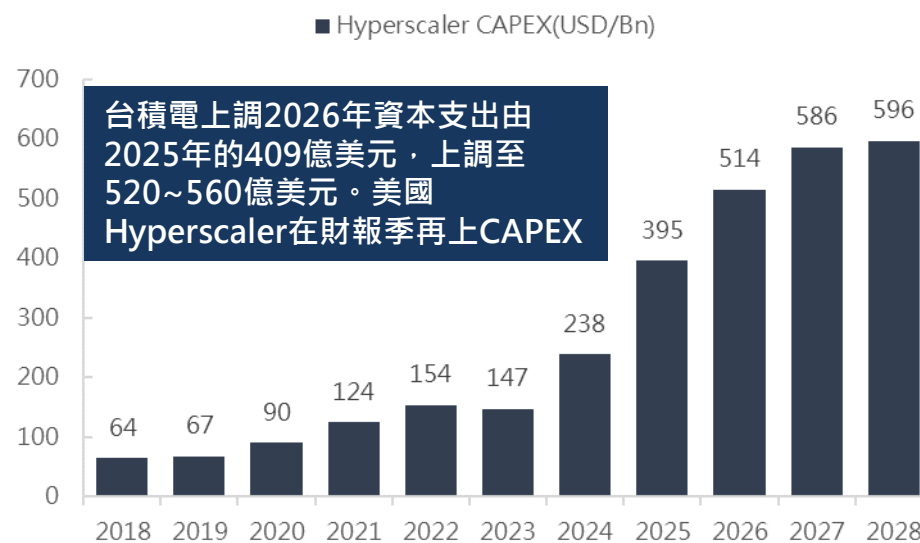
| 單位: % | | | | | | 產業別 | | | | | | |
|---------------|----------|----------|--------|----------------|---------------------|------------------|------------|---------|---------|--------|-------|------------|
| | 2025 12月 | 2025 11月 | 百分點 變化 | 方向 (Direction) | 速度 (Rate of Change) | 趨勢 (Trend) 連續 月份 | 化學 暨 生技 醫療 | 電子 暨 光學 | 食品 暨 紡織 | 基礎 原物料 | 交通 工具 | 電力 暨 機械 設備 |
| 台灣製造業PMI | 55.3 | 51.4 | +3.9 | 擴張 | 加快 | 3 | 48.4 | 59.5 | 56.3 | 48.1 | 53.5 | 49.4 |
| 新增訂單數量 | 57.6 | 50.9 | +6.7 | 擴張 | 加快 | 3 | 43.4 | 64.2 | 62.5 | 46.4 | 52.9 | 48.6 |
| 生產數量 | 58.6 | 50.9 | +7.7 | 擴張 | 加快 | 3 | 46.1 | 64.7 | 66.7 | 46.4 | 58.8 | 48.6 |
| 人力僱用數量 | 50.5 | 52.2 | -1.7 | 擴張 | 趨緩 | 2 | 52.6 | 51.5 | 50.0 | 47.6 | 44.1 | 44.3 |
| 供應商交貨時間 | 57.6 | 54.4 | +3.2 | 上升 | 加快 | 13 | 53.9 | 61.8 | 52.1 | 50.0 | 58.8 | 58.6 |
| 存貨 | 52.2 | 48.6 | +3.6 | 擴張 | 前月為緊縮 | 1 | 46.1 | 55.4 | 50.0 | 50.0 | 52.9 | 47.1 |
| 客戶存貨 | 44.0 | 45.5 | -1.5 | 過低 | 加快 | 38 | 46.1 | 41.7 | 52.1 | 45.2 | 44.1 | 45.7 |
| 原物料價格 | 63.8 | 63.2 | +0.6 | 上升 | 加快 | 15 | 51.3 | 72.1 | 45.8 | 58.3 | 58.8 | 61.4 |
| 未完成訂單 | 50.5 | 43.6 | +6.9 | 擴張 | 前月為緊縮 | 1 | 39.5 | 57.8 | 56.3 | 42.9 | 38.2 | 40.0 |
| 新增出口訂單 | 55.0 | 47.5 | +7.5 | 擴張 | 前月為緊縮 | 1 | 40.8 | 62.7 | 56.3 | 46.4 | 44.1 | 51.4 |
| 進口原物料數量 | 52.5 | 49.2 | +3.3 | 擴張 | 前月為緊縮 | 1 | 44.7 | 57.4 | 54.2 | 46.4 | 50.0 | 47.1 |
| 未來六個月展望 | 51.0 | 45.4 | +5.6 | 擴張 | 前月為緊縮 | 1 | 44.7 | 58.8 | 45.8 | 40.5 | 38.2 | 47.1 |
| 生產用物資(平均天數) | 41 | 39 | | | | | 32 | 49 | 49 | 41 | 27 | 27 |
| 維修與作業耗材(平均天數) | 34 | 33 | | | | | 31 | 34 | 39 | 43 | 29 | 26 |
| 資本支出(平均天數) | 64 | 67 | | | | | 69 | 67 | 63 | 51 | 97 | 48 |

AI/OBBBA/良好金融環境，投行陸續上調美國GDP預估

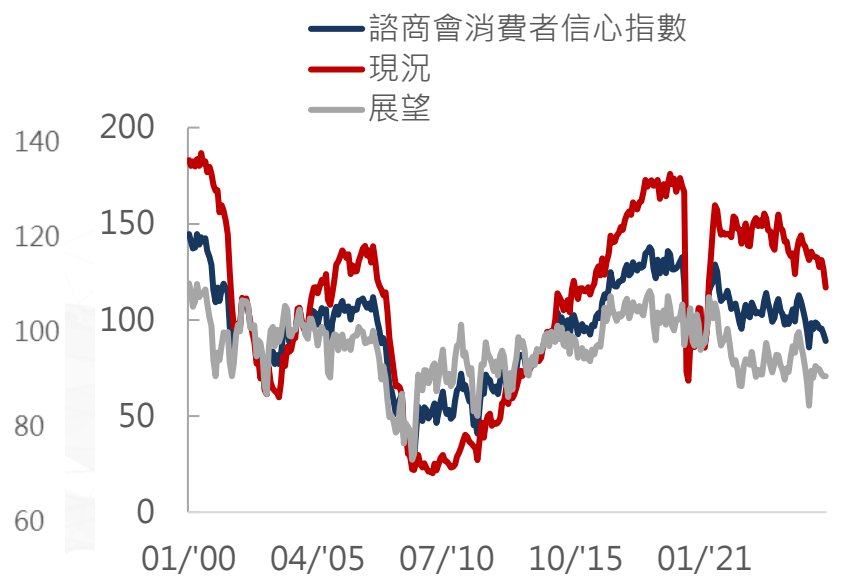
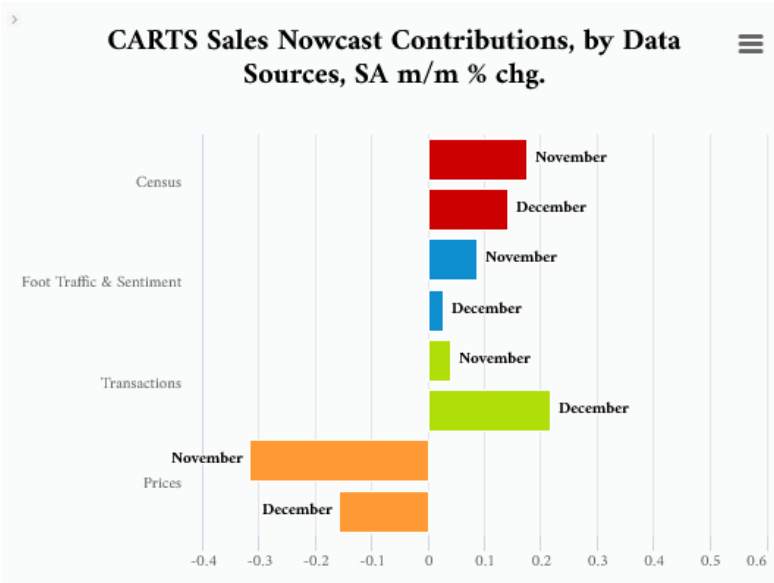


| 美國GDP成長預估 | 2025 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 2026 |
|----------------|------------|------|------|------|------|------------|
| JP Morgan | <u>2.5</u> | 2.0 | 2.0 | 1.5 | 1.8 | <u>1.8</u> |
| Citi | <u>2.2</u> | 2.2 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | <u>2.3</u> |
| Wells Fargo* | <u>2.0</u> | 3.4 | 2.2 | 2.5 | 2.0 | <u>2.3</u> |
| UBS | <u>2.2</u> | 1.9 | 2.5 | 1.9 | 2.1 | <u>2.4</u> |
| Morgan Stanley | <u>2.4</u> | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 2.4 | <u>2.4</u> |
| Barclays | <u>2.1</u> | 3.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | <u>2.5</u> |
| BofA | <u>2.2</u> | 2.5 | 2.8 | 2.3 | 2.0 | <u>2.6</u> |
| Goldman Sachs | <u>2.1</u> | 3.1 | 2.6 | 2.1 | 2.1 | <u>2.9</u> |
| SinoPac | <u>2.1</u> | 2.8 | 0.9 | 1.5 | 2.9 | <u>2.2</u> |

資料來源：BEA, FRB Atlanta 各大投行報告 · Bloomberg · 永豐投顧整理

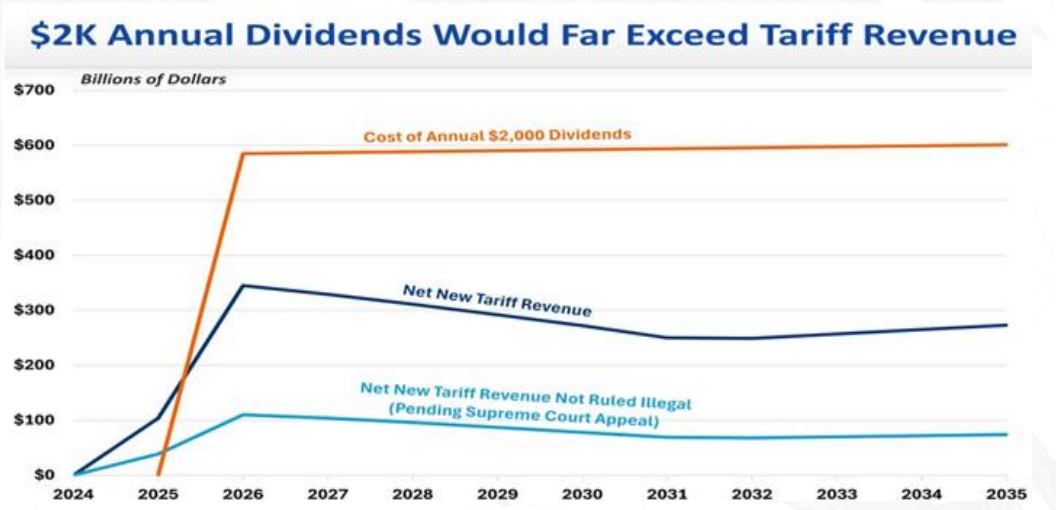


房市隨Fed降息進入復甦，川普討好選民，刺激消費

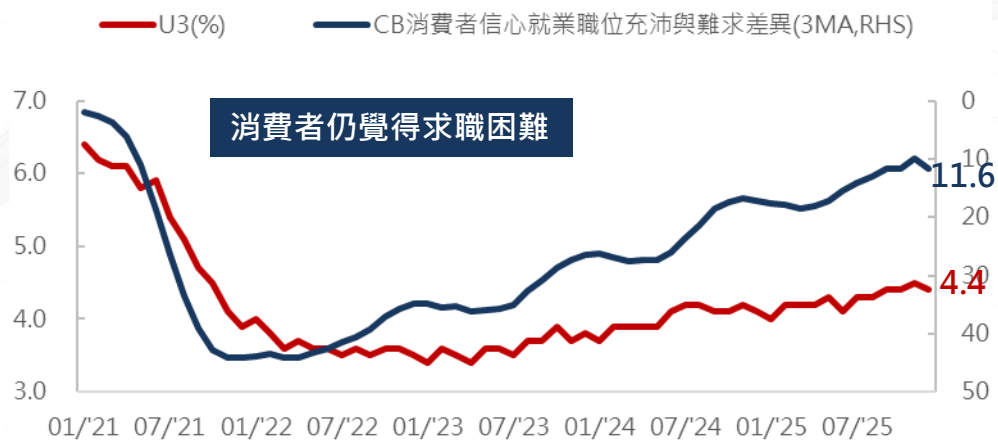
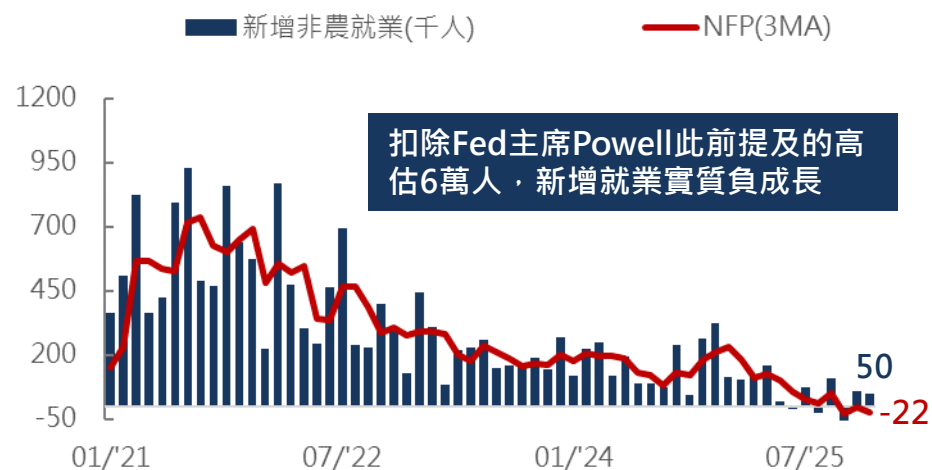


| 時間點 | 事項 | 資料來源 | 假設 | 金額 |
|-------|-----------------|-------------------|---|-------------------------------------|
| 1Q/26 | 大而美法案退稅 | 財長貝森特預估 | 每個家庭大約可拿回\$1000到\$2000 | 總金額1000~1500億美元 |
| 2Q/26 | 每人或家庭\$2000關稅紅利 | The Budget Lab預估 | 限制收入10萬美元以下 | 4500億美元(GDP+0.30 p.p.、就業+0.15 p.p.) |
| | | CRFB預估 | 比照COVID時的救助方案 | 6000億美元 |
| | | Tax Policy Center | 僅限成人(約1.5億人) | 3000億美元，成本將是關稅收入的3倍 |
| | | PWBM | ①家庭收入 400k「硬門檻」 ②沿用 2020 CARES 門檻與退場機制 | ①5900億美元②4100億美元，成本將是關稅收入的2倍 |

資料來源：The Budget Lab · Bloomberg · 永豐投顧整理



非農就業仍實質負成長，通膨持續降溫，支持Fed再降息

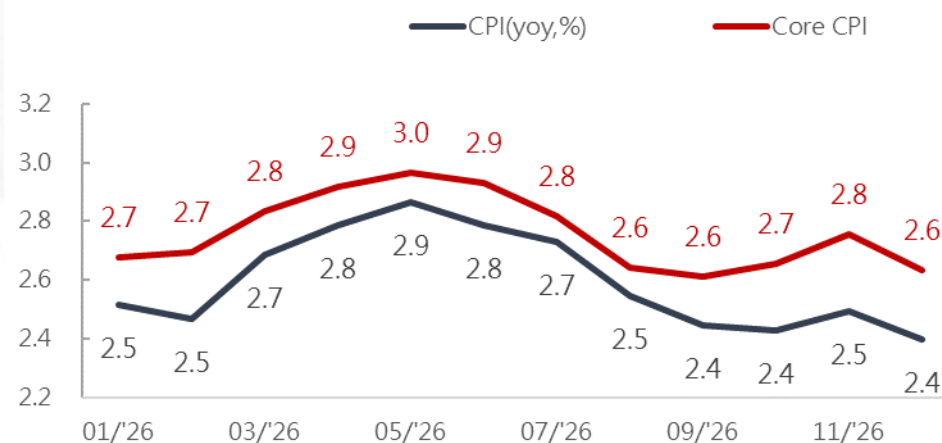


資料來源：BLS, ISM, Linkup · 永豐投顧整理

2026年通膨前景

- 政治：美國最高法院可能宣判IEEPA關稅無效
- 政策：The Budget Lab研究指出關稅紅利對通膨影響有限
- 統計：(1)元月效應減弱；(2)疫情時劇烈/異常的季節因素或調整減弱；(3)疫情打亂物價本應有的規律週期波動效果減弱
- 基本面：(1)薪資成長放緩；(2)房租降溫；(3)醫療保險利潤和汽車保險價格下降；(4)關稅屬於長效傳導；(5)川普政府為討好選民，扭曲市場價格，或介入委內瑞拉、伊朗(可能)政治，增加能源供過於求壓力

投行預估平均值



通膨降溫+川普政府干預，市場維持降息2碼共識

| | | 官員 | 2026投票權 | 時間 | 貨幣政策前景 |
|------|--------|--------------------|---------|------------|--|
| 理事會 | 理事 | Stephen Ira Miran | ✓ | 2026/1/6 | 貨幣政策較為緊縮，潛在通膨率可能為2.3%，這意味著Fed還有進一步降息的空間，預計降幅度約為150bps，重申政策立場仍然遠高於他估計的中性水準；很難說當前政策處於中性狀態，政策顯然具有限制性，且正在拖累經濟成長，認為2026年Fed降息幅度超過100bps完全合理；(12/26)應著眼2027年的經濟環境，而非對過去高通膨的反應，過度緊縮恐傷就業，重申一次降息2碼，以更快將政策利率推向中性水準 |
| | 理事 | Christopher Waller | ✓ | 2025/12/17 | 目前通膨高於目標，但並未特別擔心，相信將在未來三到四個月內開始回落，擔心的是就業市場的短期前景，目前就業接近零成長，預期明年就業成長將走強，目前利率水準仍在對經濟成長構成下行壓力，預期官方可再降息50~100bps(2~4碼)至中性利率水準，可以穩步降息，無須操之過急 |
| 分行行長 | 紐約 | John Williams | ✓ | 2026/1/13 | 目前沒有出現裁員激增或者是其他快速惡化的跡象，預計失業率將趨於穩定，並在未來幾年穩步下降，通膨方面，預計通膨率將在上半年達到2.75%~3.00%的峰值，隨後回落至2.5%附近水準，經濟成長將繼續高於趨勢水準；(12/19)我們處於非常有利的位置，目前沒有必要在貨幣政策方面採取進一步行動；(12/16)貨幣政策已調整至接近中性、並處於「良好位置」，足以因應未來一年通膨與經濟走勢的不確定性，指出就業市場正以漸進方式降溫，使就業下行風險上升，而通膨上行風險則相對緩解，Fed正在抑制物價與避免對就業造成過度衝擊之間取得平衡。 |
| | 芝加哥 | Austan Goolsbee | | 2025/12/12 | 通膨降溫的進展停滯數個月，認為等待更多數據更謹慎做法；認為利率可以大幅下調，表示他預期2026年降息幅度大於中位數，不抱持鷹派態度，另指出購買債券是為了控制利率而非貨幣政策 |
| | 波士頓 | Susan Collins | | 2025/12/16 | 支持降息但快擇艱難，通膨仍是最大隱憂，過去五年通膨持續高，不排除通膨黏著性的風險，對後續政策路徑仍保持審慎立場 |
| | 聖路易 | Alberto Musalem | | 2025/1/13 | CPI數據令人鼓舞，預計通膨將向2%目標靠攏，目前利率處於中性水準附近，認為近期沒有理由進一步降息的理由 |
| | 堪薩斯 | Jeffrey Schmid | | 2025/12/12 | 經濟維持強勁成長，勞動市場降溫但趨於平衡，在通膨壓力持續存在下，傾向保持適度緊縮政策 |
| | 里奇蒙 | Thomas Barkin | | 2026/1/13 | 目前通膨仍高於目標，但沒有加速上行的趨勢，利潤被壓縮的企業仍把成本轉嫁當作一項任務，企業正在逐步實施轉嫁成本，成本壓力依然存在，通膨壓力隨之而來；(1/6)預計減稅和放鬆監管將提振今年美國經濟成長，且政府重啟官方數據復讓政策制定者將在未來幾個月能更好掌握經濟狀況 |
| | 亞特蘭大 | Raphael Bostic | | 2025/12/17 | 預期2026年將繼續保持這樣的趨勢，目前通膨相比就業更令人擔憂，希望經濟走強將緩解就業市場的壓力，貨幣政策對結構性變化並無任何幫助 |
| | 舊金山 | Mary Daly | | 2025/12/12 | 實質工資成長來自於長期經濟擴張，目前為擴張期的早期階段，但認為政策過度緊縮將對美國家庭造成不必要的傷害，支持本次Fed降息決定 |
| | 克里夫蘭 | Beth M. Hammack | ✓ | 2025/12/21 | 更擔心通膨升高，而非勞動市場潛在脆弱性，過去三次會議降息後，認為未來數月無需調整；(12/12)政策在中性利率附近，認為通膨目前過高，傾向略具限制性的利率降低通膨壓力，認為下一任Fed主席將實現2%的通膨目標 |
| | 費城 | Anna Paulson | ✓ | 2025/12/12 | 明年通膨回落的可能性很大，關稅對商品價格影響將於明年年中消退，相比於通膨上行風險，他對勞動市場疲軟更加擔憂，勞動市場現況尚可，下行風險正在上升 |
| | 明尼阿波里斯 | Neel Kashkari | ✓ | 2026/1/5 | 政策利率已相當接近中性水準，對經濟的抑制效果可能不如先前預期，經濟成長依然強勁，關稅等因素可能推升通膨黏著性，使政策前景存在高度不確定性，強調Fed需要更多數據判斷通膨與就業何者主導經濟走勢，表態支持Powell在卸任主席後繼續留任理事，以維持政策穩定性 |
| 備註 | | | | | 紅色字體：鷹派；藍色字體：鴿派 |

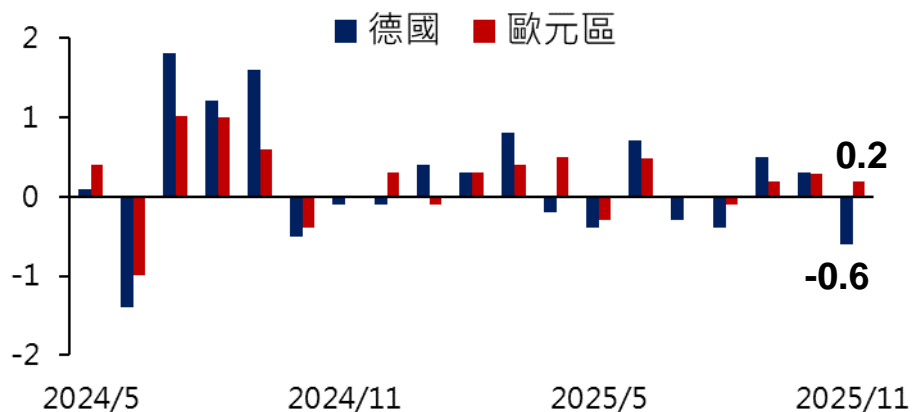
| MEETING DATE | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2026/1/28 | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.3% | 96.7% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/3/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 27.1% | 72.1% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/4/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 5.2% | 34.5% | 60.1% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/6/17 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 2.7% | 20.2% | 47.6% | 29.4% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/7/29 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 7.8% | 28.1% | 42.4% | 20.9% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/9/16 | 0.0% | 0.4% | 3.7% | 16.1% | 33.9% | 33.6% | 12.4% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/10/28 | 0.1% | 1.1% | 6.4% | 20.0% | 33.9% | 28.9% | 9.6% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/12/9 | 0.3% | 2.3% | 9.5% | 23.2% | 32.7% | 24.5% | 7.4% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/1/27 | 0.3% | 2.4% | 9.7% | 23.3% | 32.6% | 24.3% | 7.3% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/3/17 | 0.5% | 2.9% | 10.5% | 23.9% | 32.1% | 23.2% | 6.9% | 0.0% | 0.0% |

| Fed降息碼數預估 (上緣) | 2025 end | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 2026 | 2026 end |
|----------------|----------|------|------|------|------|------|----------|
| JP Morgan | 3.75 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3.75 |
| UBS | 3.75 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 | 3.25 |
| Wells Fargo* | 3.75 | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 3.25 |
| Goldman Sachs | 3.75 | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 3.25 |
| Morgan Stanley | 3.75 | 0 | 1 | 1 | 0 | 2 | 3.25 |
| Barclays | 3.75 | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 3.25 |
| BofA | 3.75 | 0 | 1 | 1 | 0 | 2 | 3.25 |
| Citi | 3.75 | 1 | 0 | 2 | 0 | 3 | 3.00 |
| SinoPac | 3.75 | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 3.25 |

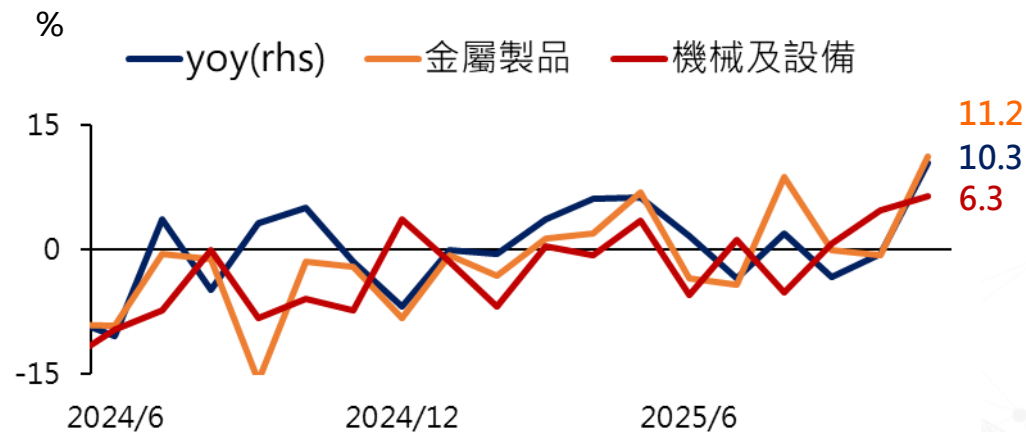
資料來源：CME, Federal Reserve, 各大投行報告, 永豐投顧總經理研究處整理

德國財政支出緩步實現，歐元區逐季溫和擴張

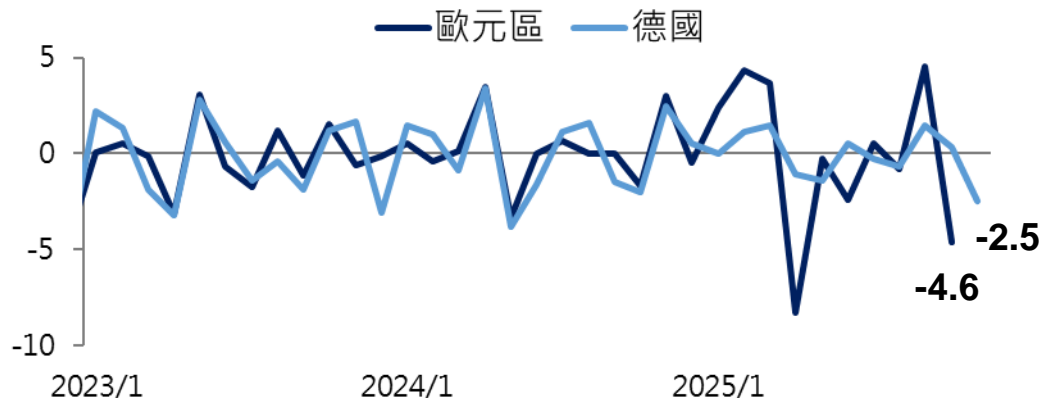
零售銷售月增率



德國工廠訂單YoY



季調後貿易收支MoM

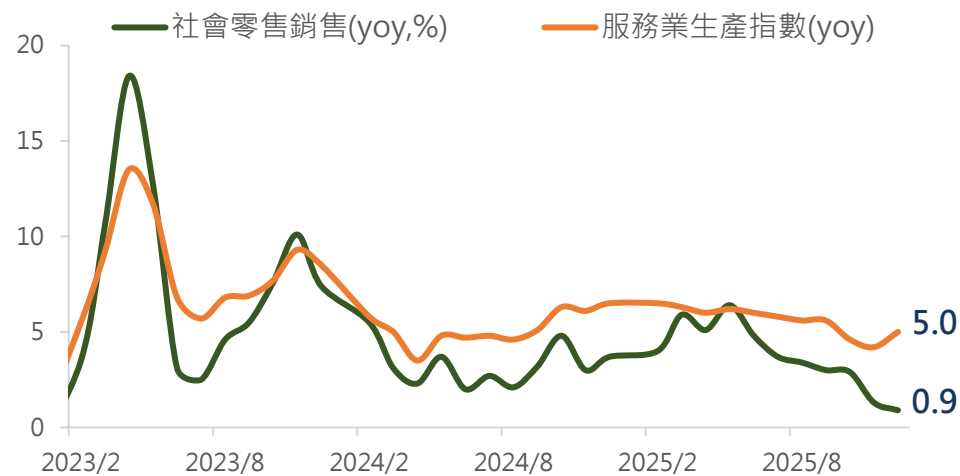


Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)

| 預測機構 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 2025 | 2026 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|
| HSBC | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 1.4 | 1.0 |
| UniCredit | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 1.4 | 1.0 |
| Barclays | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 1.4 | 1.0 |
| GS | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 1.5 | 1.3 |
| JPM | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 1.5 | 1.3 |
| SinoPac | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 1.4 | 1.0 |

中國2025年GDP成長5%，內需弱，成長料持續放緩

| 項目單位： (yoy,%) | 2023 | 2024 | 2025/10 | 2025/11 | 2025/12 | 2025 |
|------------------|------|------|---------|---------|---------|------|
| 中國GDP | 5.2 | 5.0 | 4.5 | | | 5.0 |
| 零售銷售 | 7.2 | 3.5 | 2.9 | 1.3 | 0.9 | 3.7 |
| 城鎮固定投資(YTD) | 3.0 | 3.2 | -1.7 | -2.6 | -3.8 | -3.8 |
| 工業生產 | 4.6 | 5.8 | 4.9 | 4.8 | 5.2 | 5.9 |
| 出口成長 | -4.6 | 5.9 | -1.2 | 5.9 | 6.6 | 5.5 |
| 進口成長 | -5.5 | 1.1 | 0.9 | 1.9 | 5.7 | 0.0 |
| CPI | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.7 | 0.8 | 0.0 |
| PPI | -3.0 | -2.1 | -2.1 | -2.2 | -1.9 | -2.6 |



| 機構 | 2026降息 | 財政赤字新增 |
|---------|--------|--------|
| GS | 20bps | 0.8兆 |
| Citi | 20bps | 1.0兆 |
| MS | 10bps | 1.5兆 |
| JPM | 20bps | 1.1兆 |
| UBS | 20bps | 1.0兆 |
| SinoPac | 20bps | 0.8兆 |

| China GDP Forecast (%) | | | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 預測機構 | 4Q25 | 2025 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 2026 |
| JP Morgan | 4.2 | 4.9 | 5.1 | 4.9 | 4.6 | 3.1 | 4.4 |
| UBS | 4.2 | 4.9 | 4.4 | 4.3 | 4.4 | 4.7 | 4.5 |
| Citi | 4.5 | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| MS | 4.5 | 4.8 | 4.8 | 4.7 | 4.8 | 5.0 | 4.8 |
| GS | 4.5 | 5.0 | 4.6 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 4.8 |
| SinoPac | 4.3 | 4.9 | 4.4 | 4.0 | 4.5 | 4.6 | 4.4 |

資料來源：Bloomberg、Wind、投行報告、永豐投顧總經研究處整理

股市-就業通膨雙利多，美股帶領多國股市齊揚

| | | 2025封關 | 2025/12/16 | 2026/1/16 | 期間漲跌(12/16~1/16) | YTD(%) |
|------|--------|---------|------------|-----------|------------------|--------|
| 美歐股市 | 道瓊 | 48,367 | 48,114 | 49,359 | 2.6 | 2.1 |
| | S&P500 | 6,896 | 6,800 | 6,940 | 2.1 | 0.6 |
| | NASDAQ | 25,463 | 25,133 | 25,529 | 1.6 | 0.3 |
| | 德國DAX | 24,490 | 24,077 | 25,297 | 5.1 | 3.3 |
| | 法國CAC | 8,168 | 8,106 | 8,259 | 1.9 | 1.1 |
| | 英國FTSE | 9,941 | 9,685 | 10,235 | 5.7 | 3.0 |
| 亞洲股市 | 日本 | 3409 | 3,371 | 3,659 | 8.6 | 7.3 |
| | 中國 | 4,651 | 4,498 | 4,732 | 5.2 | 1.7 |
| | 香港 | 25,855 | 25,235 | 26,845 | 6.4 | 3.8 |
| | 南韓 | 4,214 | 3,999 | 4,841 | 21.0 | 14.9 |
| | 台灣 | 28,707 | 27,537 | 31,409 | 14.1 | 9.4 |
| | 新加坡 | 4,655 | 4,580 | 4,849 | 5.9 | 4.2 |
| | 泰國 | 1,260 | 1,261 | 1,276 | 1.2 | 1.3 |
| | 馬來西亞 | 1,685 | 1,648 | 1,713 | 3.9 | 1.7 |
| | 印尼 | 8,647 | 8,686 | 9,075 | 4.5 | 5.0 |
| | 菲律賓 | 6,053 | 6,056 | 6,465 | 6.8 | 6.8 |
| | 越南 | 1,767 | 1,679 | 1,879 | 11.9 | 6.4 |
| 金磚 | 巴西 | 161,125 | 158,578 | 164,800 | 3.9 | 2.3 |
| | 印度 | 84,675 | 84,680 | 83,570 | -1.3 | -1.3 |
| 其他 | 新興亞洲 | 774 | 742 | 820 | 10.5 | 6.0 |
| | 新興歐洲 | 259 | 255 | 272 | 6.6 | 5.0 |
| | 拉丁美洲 | 2,712 | 2,673 | 2,869 | 7.3 | 5.8 |

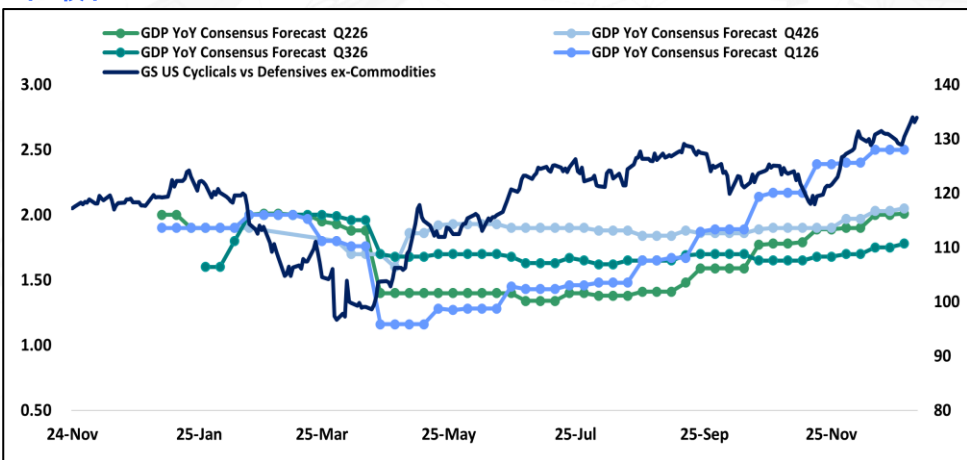
資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

2026年初始，基本延續去年主題，維持美股相對正向

2026年開局，美股科技板塊展現了歷史罕見的極致分化，「硬強軟弱」成為主旋律。本週半導體指數表現延續去年趨勢優於軟體類股。資金高度集中於AI基礎設施、記憶體與半導體設備（由CES以及外資上調台積電資本支出預期所帶動）；反觀軟體與互聯網板塊，因投資人對2026年估值支撐存疑，整體表現疲軟。此外，過去「科技七巨頭」齊漲的格局已瓦解，轉變為鮮明的「零和博弈」。這顯示在缺乏全面增量資金的情況下，市場正在巨頭之間進行激烈的存量輪動與倉位調整。

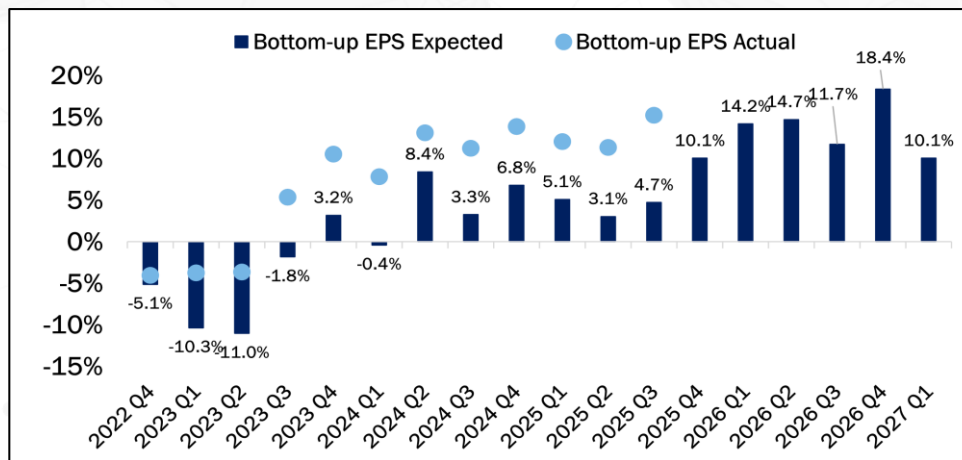
在風險偏好上，市場呈現強烈的「順週期」特徵。儘管部分總體經濟數據（如ISM）偏弱，但「循環股對防禦股」的相對表現卻創下自2025年5月以來最佳，這呼應了市場對美國上半年「減稅、寬鬆與關稅衝擊減輕」的正面經濟展望。這種樂觀情緒引發了顯著的「Beta追逐」效應，資金溢出至太空、量子運算及無人機等高波動風險資產。隨著市場焦點從CES的題材迅速轉向即將到來的Q4財報季，市場資金可能重新作出布局。

循環股對防禦股的相對表現卻創下自2025年5月以來最佳



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

這個季度開始市場預期拉高進入驗證期

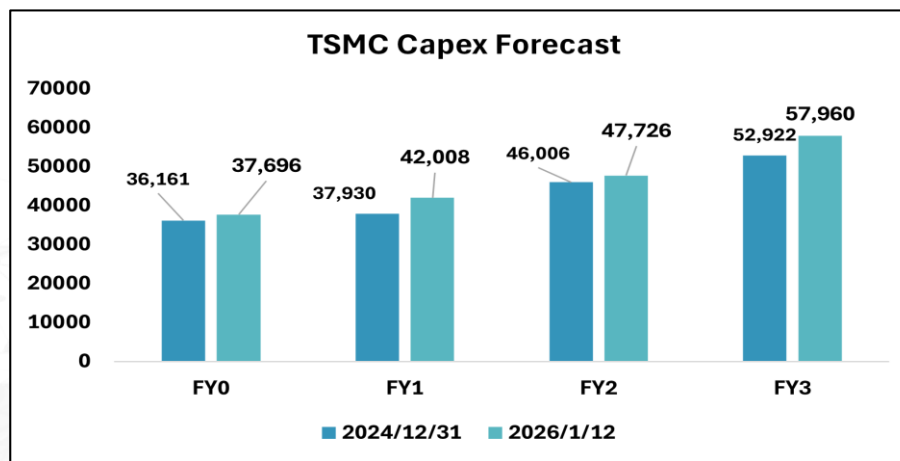


台積電全年展望帶動設備相關類股前景，維持科技相對正向

記憶體、設備股領漲，運算類股具落後補漲空間



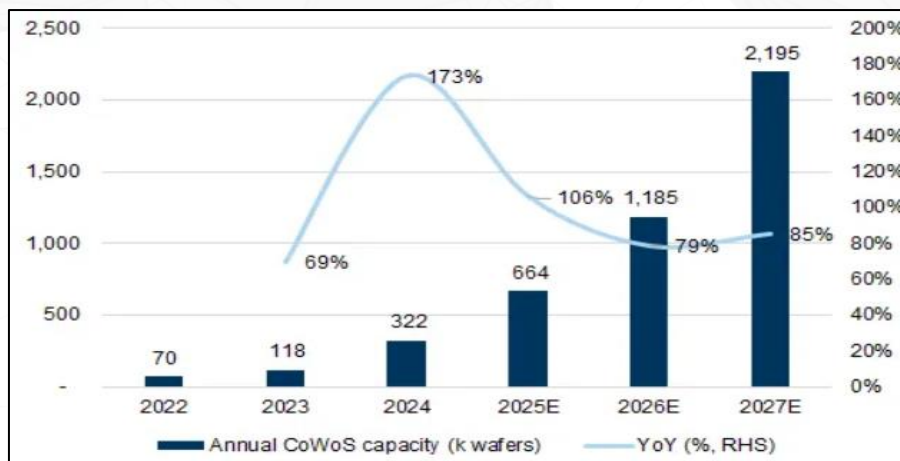
台積電資本支出開獎520-560億遠超市場預期



七巨頭齊漲的格局已瓦解，轉變為鮮明的「零和博弈」



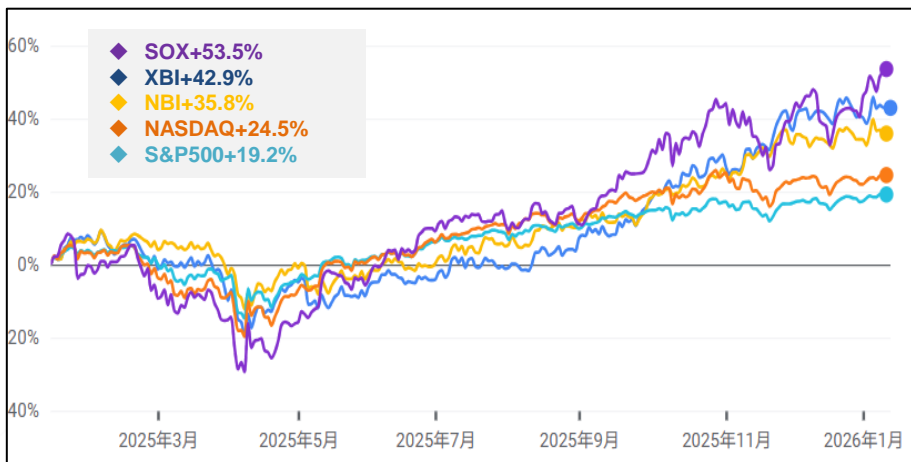
台積電年度CoWoS出貨增長趨勢



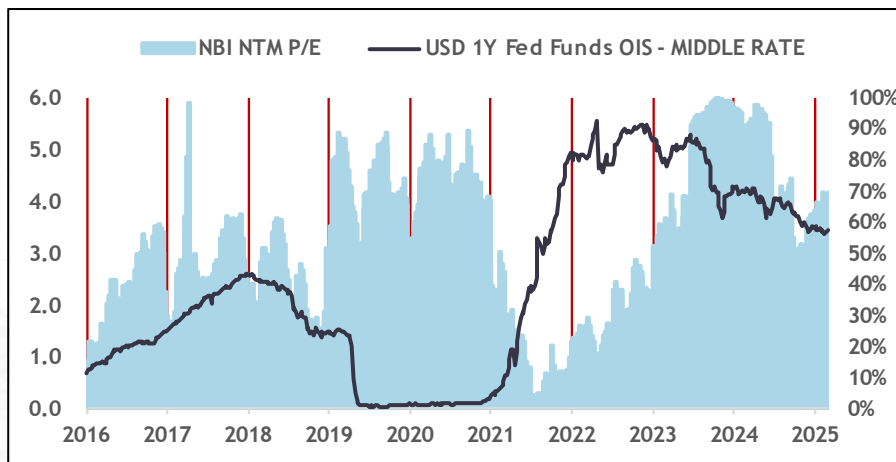
資料來源：Bloomberg、GS、永豐投顧整理

生技-併購狂潮繼續蔓延，溢價併購將越來越常見，維持正向

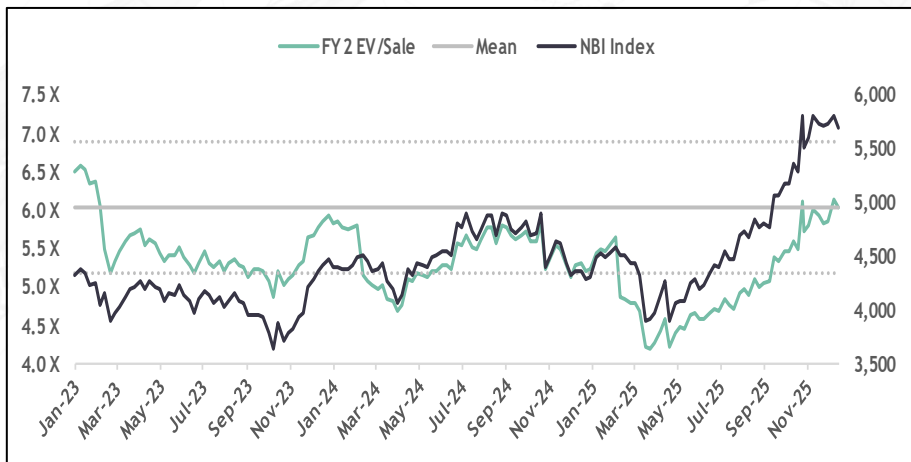
降息、併購與技術百花齊放，推動生技股跑贏NASDAQ



低通膨強化全年降息預期，宏觀環境依舊有利於生技估值



NBI估值交易於6.12倍，近5年百分位54%



專利懸崖已悄然來臨，藥企競逐優質藥物或平台

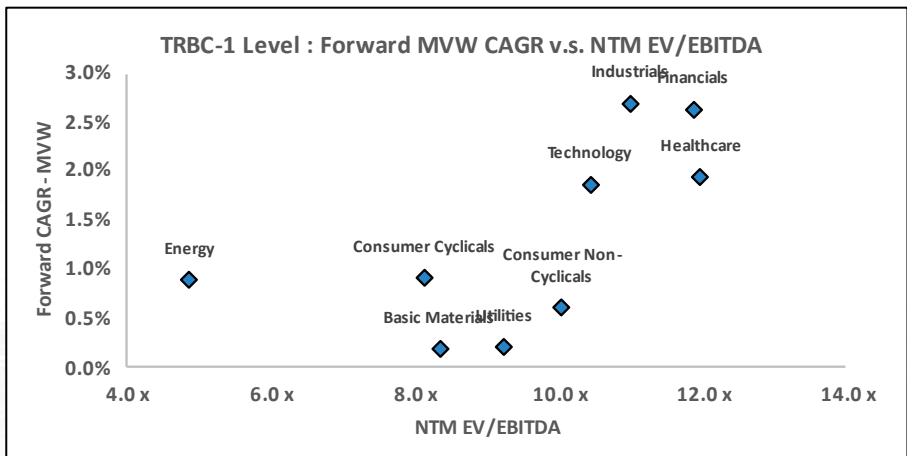
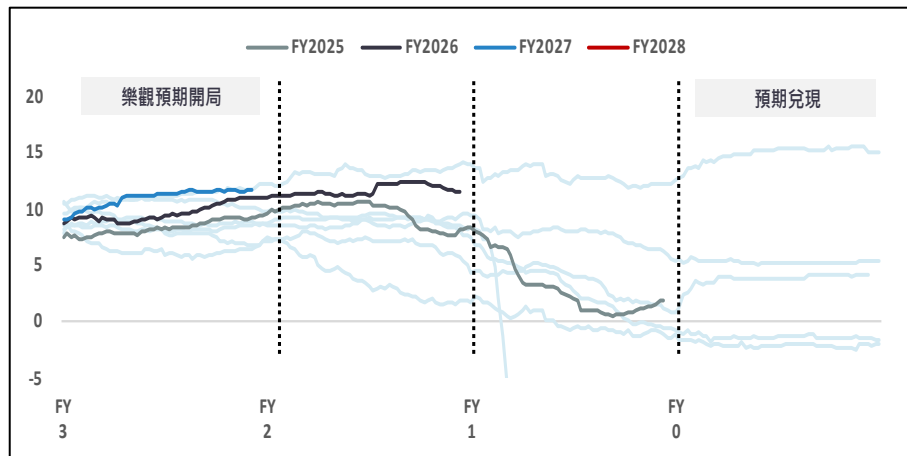


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

歐股—產業與AI浪潮共振，歐股突破政經陰霾再創歷史新高

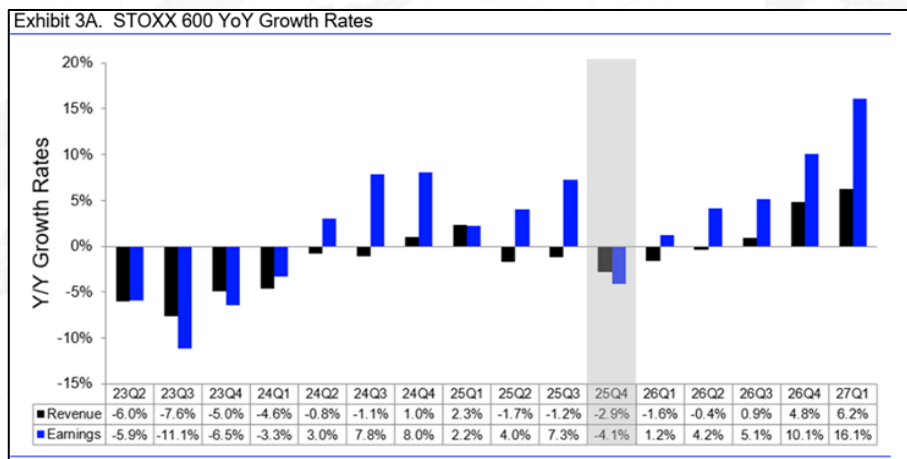
26年EPS成長預期站穩10%，與過去5年趨勢拉開差距

優先選擇高成長優勢產業，週期為王



市場普遍預期26Q1將是谷底，接續將持續復甦

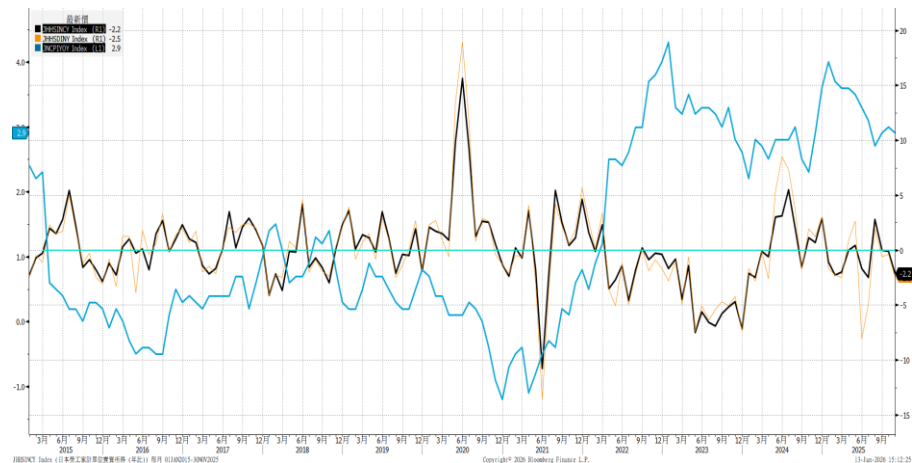
- ◆ 儘管歐洲經濟依舊載浮載沉，不過歐股仍在結構性利多催化下再創新高，其中國防(德國財政)、新能源(能源轉型)、醫藥(JPM26)、原物料(國際金屬價格瘋漲)成長快速，由CES展會催化的全球AI浪潮支撐歐洲科技股YTD強勢上漲9.4%，並且美國通膨再次低於預期以及台積電上調全年CAPEX為這場全球狂歡再添一把火。
- ◆ 市場關注焦點也正逐漸由疲軟的經濟轉向即將到來的財報季，根據LSEG統計，市場不僅預期歐股營收/獲利將分別衰退2.9%、4.1%，獲利預期亦持續向下繼續修正，為過去6個季度以來最低預期，不過這也意味歐企獲利達標概率更高，Stoxx 600指數的盈利動能指標自去年4月以來持續改善，因此我們預估本季度SR有望出現反彈，扭轉2023年以來的頹勢。維持歐股相對正向評等，3個月區間為590~630點，2026年有望上看700點。



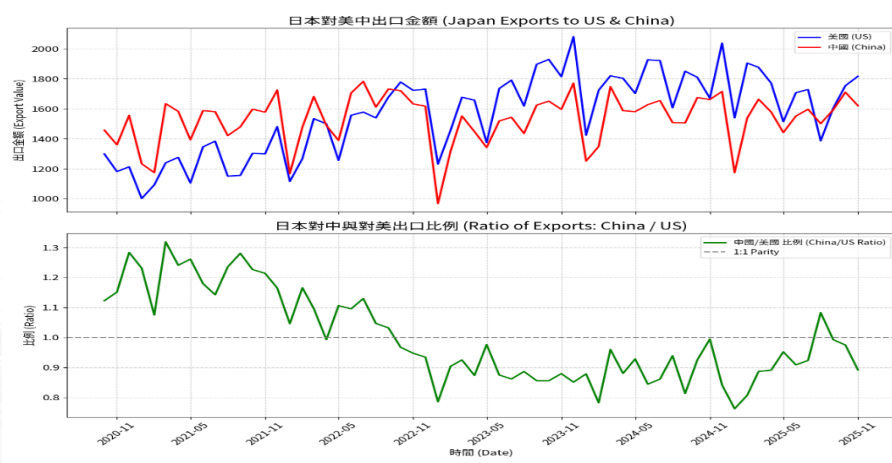
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

日股-財政紅利仍在，內需回溫驅動日股結構性行情新高

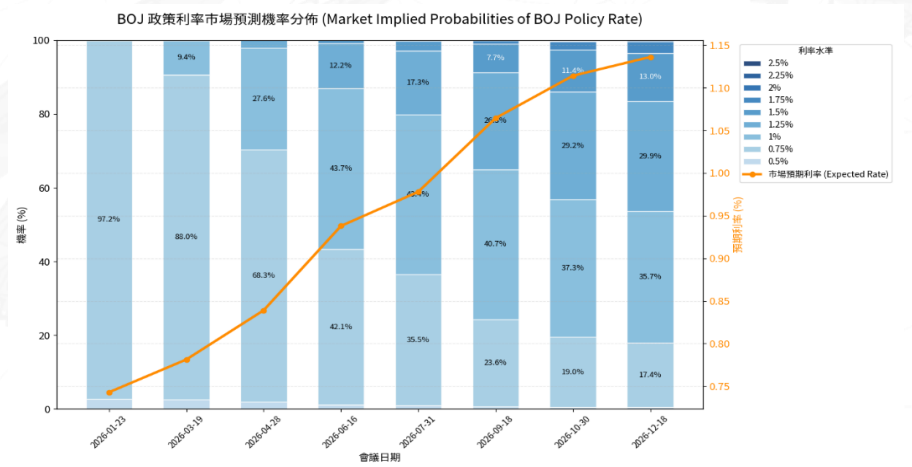
11月薪資受獎金發放時間影響下降，2026有望轉正



日本對美出口增加減緩中日衝突影響



市場目前仍預期今年升息一碼



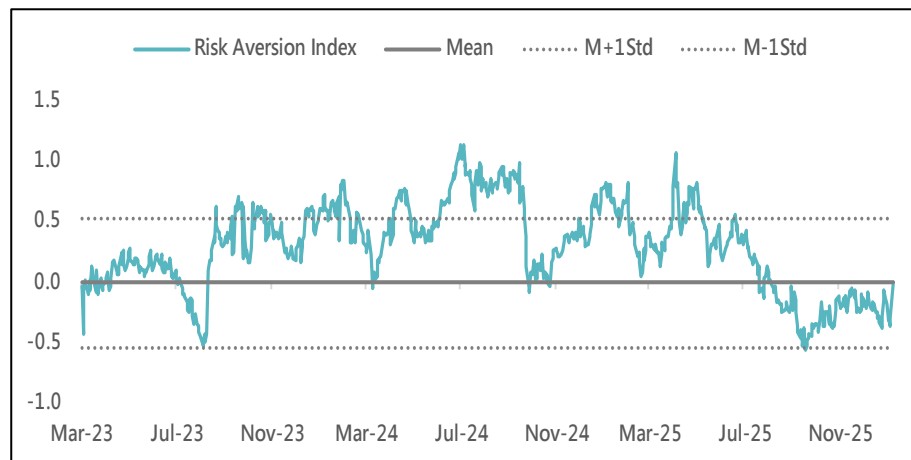
◆ 高市早苗預計於1月23日解散眾議院，為其標榜的負責的積極財政取得強大民意授權，在創下史高的補充預算後，市場對其財政暴走愈發擔憂，但受惠於高名目成長率，當前處在財政紅利期，這意味著短期內日本財政結構無虞，政府將具備充足底氣與財政空間，推行更為積極的刺激政策而不必過度擔憂立即性的財政惡化。

◆ 鑑於中日關係惡化，外需動能受限，政策重心已轉向內需修復，在補貼與減稅雙管齊下後，預期2026年實質薪資將轉正，支撐國內消費，為避免日圓過貶侵蝕此復甦動能，BOJ政策已從刺激通膨轉為防禦匯率，強調升息為利率正常化過程，實質利率負值顯示環境依然寬鬆，展望後市，在短期財政無虞下，政府資金將精準鎖定「強韌經濟」領域，看好具生產力的國防、AI與半導體類股成為推動經濟的第二引擎，延續成長動能。

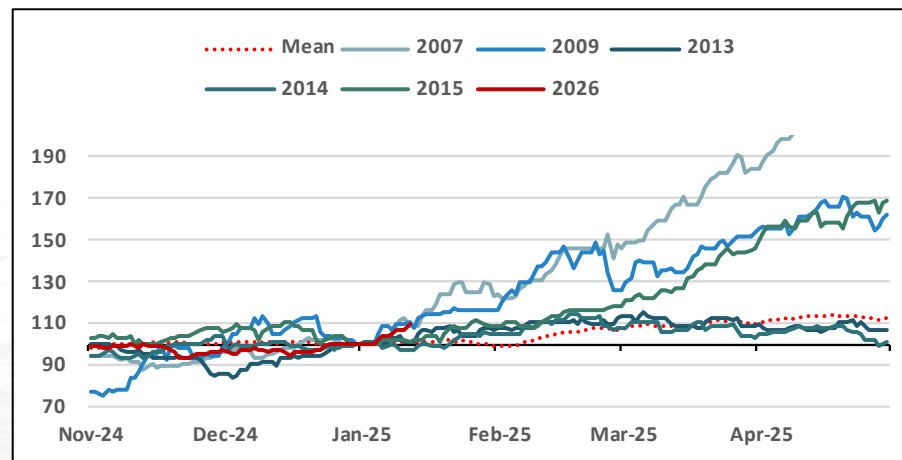
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

陸股-60兆居民儲蓄進場，陸股春季漲勢有望延續至兩會

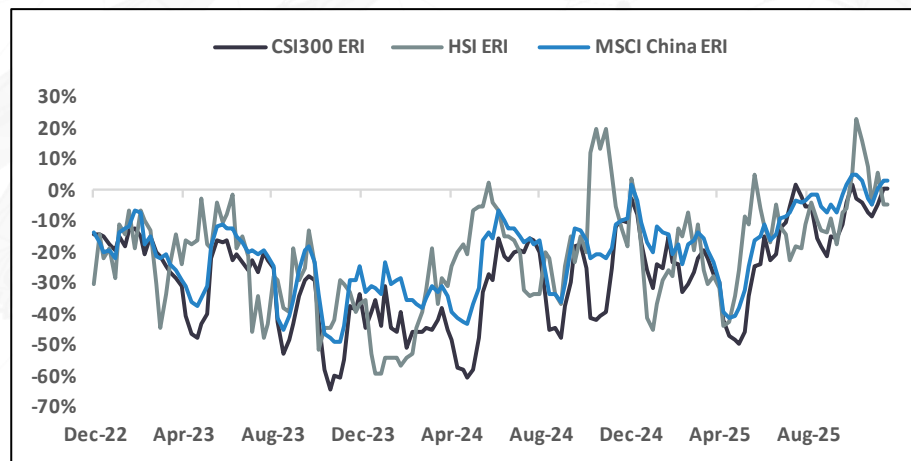
避險情緒處於舒適區間，有利於股市續揚



提前搶跑年份往往漲勢強勁，且牛市至少持續至兩會



ERI持續復甦，但集中在下調減少，上調仍少



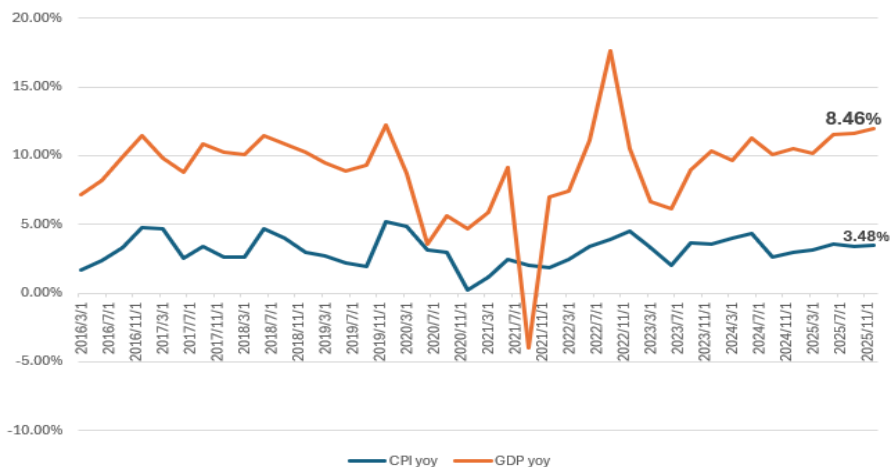
➤ 我們仍預期中國經濟溫和復甦，結構上出口強勁、消費疲軟、房市低迷，但股市交易主軸已逐漸由傳統經濟轉移至新興產業，並且約60兆人民幣的居民儲蓄正在政策及AI吸引下逐步流入股市，共同支撐本輪春季行情提前搶跑，CSI1000指數YTD已突破10%，從歷史經驗來說，「經濟轉型見效+政策明確支持+增量資金入場」是提前搶跑年份的共性，而這些年度往往出現從元旦到兩會的強勁漲勢，因此我們預估本輪行情推動下，CSI300有望上探5000點，維持相對正向評等。

➤ CSI300指數3個月預估區間為4600~5000點，全年目標5400點。

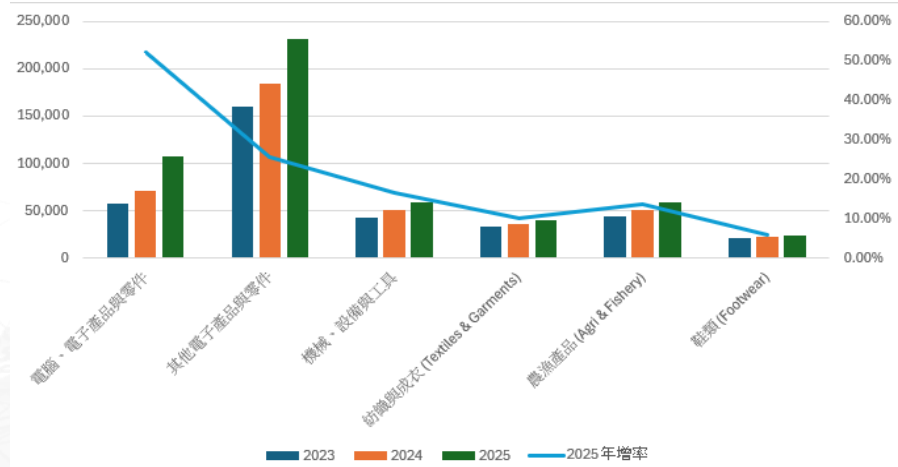
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

越股—擁抱地緣政治紅利，外銷質變與內需回溫雙軌並進

穩定的CPI提供較大政策空間，成為出口成長後盾



受惠於美中衝突，2025年越南電子相關設備成長強勁



越南進入旅遊旺季，零售銷售成長有望回到10%以上



資料來源：Bloomberg · VBMA · 永豐投顧整理

- ◆ 越南經濟在2025年第四季展現強勁韌性，實質GDP年增率加速至8.4%，推升全年成長率達8.0%，成長結構已出現顯著「質變」，12月出口年增率飆升23.8%，其中電腦與電子零組件的出口規模與增速已呈現壓倒性優勢，透過進口中國零組件、在地組裝後再出口美國，越南成功將地緣政治紅利轉化為經濟動能，隨著科技業庫存回補與產能擴張，製造業產出持續穩健，為2026年的經濟成長奠定強勢基礎。
- ◆ 內需市場方面，受惠於公務員調薪效應與年輕的人口紅利，零售銷售與服務業活動廣泛回溫，目前經濟處於極佳的「金髮女孩」狀態，12月CPI 3.5%，遠低於央行4.5%的目標上限，低通膨環境賦予越南央行充裕的政策靈活性，預期2026年將能維持寬鬆流動性持續為出口提供保護。

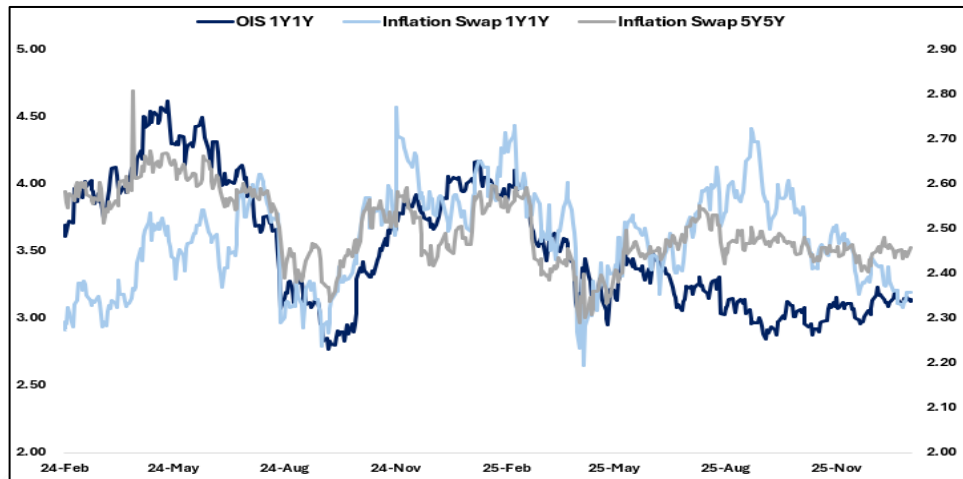
債市-利率與通膨定價趨向寬鬆，有助殖利率下行

| 各國公債 | | 2025封關 | 2025/12/16 | 2026/1/16 | 期間漲跌 (12/16~1/16 6) | YTD報酬率 | 存續期間 |
|------|--------|--------|------------|-----------|---------------------------|--------|------|
| 歐洲 | 希債10年券 | 3.47 | 3.46 | 3.36 | 0.83 | 0.88 | 7.73 |
| | 葡債10年券 | 3.15 | 3.15 | 3.22 | -0.57 | -0.59 | 8.70 |
| | 義債10年券 | 3.51 | 3.51 | 3.42 | 0.72 | 0.75 | 7.93 |
| | 西債10年券 | 3.29 | 3.28 | 3.22 | 0.51 | 0.57 | 8.23 |
| | 法債10年券 | 3.56 | 3.55 | 3.52 | 0.26 | 0.36 | 8.17 |
| | 德債10年券 | 2.85 | 2.85 | 2.84 | 0.07 | 0.13 | 8.63 |
| | 英債10年券 | 4.50 | 4.52 | 4.40 | 0.87 | 0.73 | 7.31 |
| G3 | 日債10年券 | 2.07 | 1.95 | 2.18 | -2.04 | -1.00 | 8.89 |
| | 美債10年券 | 4.13 | 4.15 | 4.23 | -0.65 | -0.82 | 7.97 |
| 亞太 | 台債10年券 | 1.39 | 1.36 | 1.41 | -0.46 | -0.19 | 9.28 |
| | 韓債10年券 | 3.39 | 3.31 | 3.49 | -1.47 | -0.84 | 8.35 |

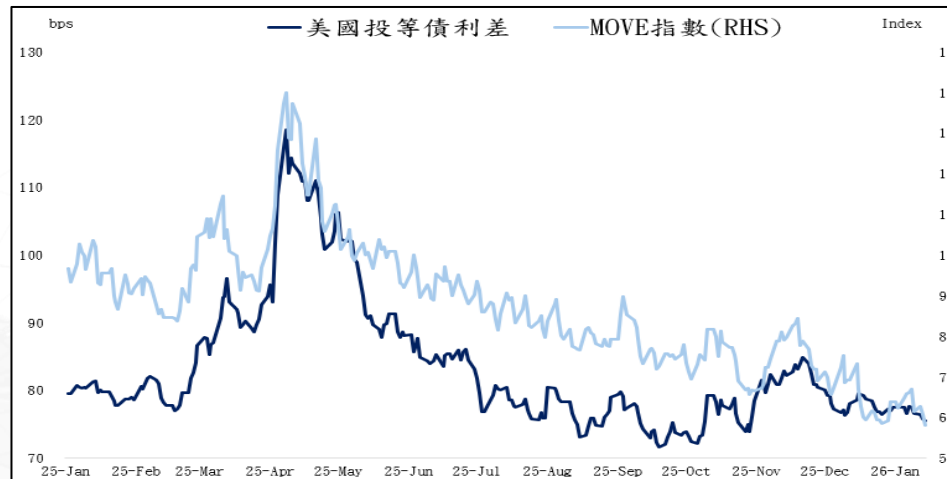
資料來源：LSEG、Bloomberg、永豐投顧整理

投等債:利率與通膨定價寬鬆，波動度下降帶動利差強勢表現

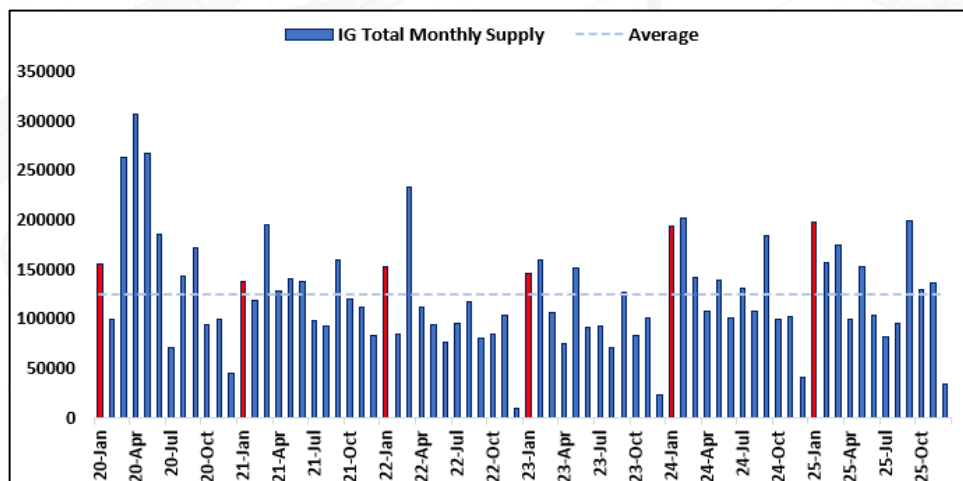
利率與通膨定價逐漸寬鬆



較低的利率波動背景，帶動投等債利差進一步下行



IG過往1月發行量皆高於平均



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

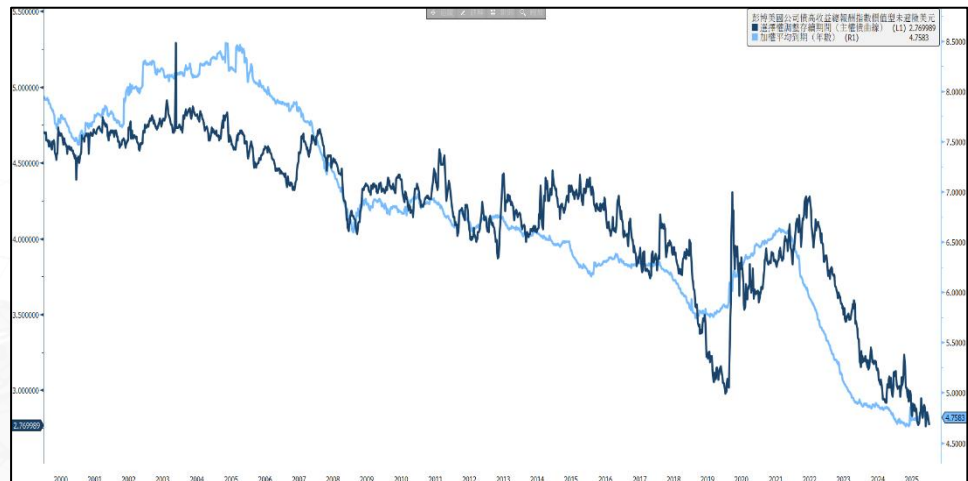
- 美12月勞動數據好壞參半，CPI則符合市場預期，另外核心CPI月增0.2%、年增2.6%，低於預期，市場解讀通膨已有鬆動跡象，目前市場對於利率與中期通膨定價皆有逐漸寬鬆的趨勢，後續降息環境依然看好殖利曲線陡峭化。
- 2026開局利率依舊維持低波動現象，帶動投等債強勢表現，利差進一步下行。數據公布顯示美國衰退風險低，加上未來仍有降息空間，看好投等債利差窄幅震盪，無大幅走擴風險。
- 過往1月IG發行量皆高於平均，但本月至今利差並無上揚現象，顯示出市場投資人對於投等債強勁需求不變。

非投等債：市場保持謹慎樂觀，利差穩步收窄

市場保持樂觀謹慎，非投等債利差穩步收窄



HY調整存續期間下探歷史低點，投資人追求息收



產業部分：能源相對表現與WTI原油價格呈高度相關



- 目前市場對於非投等債市場保持樂觀謹慎，利差持續收窄至近10個月低點，且殖利率已完全回吐了2022年因聯準會升息政策所引發的飆升。
- 非投等債調整存續期間(Duration)持續下探歷史低點，維持追求高息收的策略，並以高評級資產(BB級)為主要選擇標的。
- HY能源板塊與WTI原油價格走勢呈高度相關，自去年6月以來，WTI原油價格的持續下跌，導致利差自去年以來一直呈現走擴趨勢；隨著川普對委內瑞拉實施軍事行動後，若未來原油供給量持續提升，繼續壓低WTI價格走勢，可能推動HY能源利差再度走寬。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

原物料-降息預期重新確立，貴金閃耀、黑金失色

| | | 2025封關 | 2025/12/16 | 2026/1/16 | 期間漲跌(12/16~1/16) | YTD(%) | |
|-------|---------|---------|------------|-----------|------------------|--------|-------|
| 農產品 | 棉花 | CTc1 | 64.30 | 63.10 | 64.71 | 2.6 | 0.6 |
| | 咖啡 | KCc1 | 350.70 | 379.30 | 358.10 | -5.6 | 2.1 |
| | 糖 | SBC1 | 14.86 | 14.82 | 14.57 | -1.7 | -2.0 |
| | 小麥 | Wc1 | 510.25 | 509.50 | 518.00 | 1.7 | 1.5 |
| | 黃豆 | Sc1 | 1044.00 | 1062.75 | 1057.75 | -0.5 | 1.3 |
| | 玉米 | Cc1 | 440.50 | 436.50 | 424.75 | -2.7 | -3.6 |
| 能源 | 原油 | CLc1 | 57.95 | 55.27 | 59.44 | 7.5 | 2.6 |
| | 天然氣 | NGc1 | 3.98 | 3.89 | 3.10 | -20.1 | -22.0 |
| 貴金屬 | 黃金 | GCc1 | 4349.40 | 4304.50 | 4588.40 | 6.6 | 5.5 |
| | 白銀 | Slc1 | 75.38 | 62.70 | 88.09 | 40.5 | 16.9 |
| | 白金 | PLc1 | 2189.60 | 1870.10 | 2303.80 | 23.2 | 5.2 |
| 基本金屬 | 銅 | CMCU3PD | 12673.50 | 11592.00 | 12803.00 | 10.4 | 1.0 |
| | 鉛 | CMNI3PD | 16780.00 | 14263.00 | 17578.00 | 23.2 | 4.8 |
| | 鎳 | CMZN3PD | 3130.00 | 3041.50 | 3209.00 | 5.5 | 2.5 |
| | 鋅 | CMPB3PD | 2024.50 | 1942.00 | 2044.00 | 5.3 | 1.0 |
| CRB指數 | .TRCCRB | 301.82 | 291.69 | 301.75 | 3.4 | -0.0 | |

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

美歐日中台題材不斷，全球AI漲勢不停

投資評等

| 資產 | 投資評等 | 變化 | 評論 |
|------|------|----|---|
| 成熟股市 | | | |
| 美國 | 相對正向 | 持平 | 人工智慧 (AI) 熱潮持續的主導市場，動能交易因與AI高度重疊，預期年內將持續主導盤勢走向，但也潛藏回檔風險。市場敘事同呈現分化，AI熱潮與勞動市場疲軟，但同時預期2026年經濟增長將重新加速，維持2026年底S&P500EPS309的估計，目標價7600點。 |
| 歐洲 | 相對正向 | 持平 | 在德國的財政支持下，預計歐洲經濟將在2026加速復甦，市場目前對德股成長性有低估嫌疑，並且法股估值也因政治動盪而被低估，故給予相對正向評等。 |
| 日本 | 相對正向 | 持平 | 財政寬鬆下仍維持財政紀律，BOJ維持鴿派基調，推動日股創新高，推薦國防、核能、太空等概念股，Topix指數2026年目標價為3700點。 |
| 新興股市 | | | |
| 台灣 | 相對正向 | 持平 | 台股持續突破新高，目前指數站穩30000點後呈區間震盪，顯示市場資金對於未來行情仍有期待。建議投資人回歸基本面選股，選擇量能穩定個股。 |
| 中國A股 | 相對正向 | 持平 | 新興產業IPO頻傳，利多頻傳激勵市場信心，給予相對正向評等，樂觀展望AI、機器人、生技、航太等新興產業，預估2026年CSI300上看5200點。 |
| 中國H股 | 相對正向 | 持平 | 受強勁出口影響，人民幣近期升值勢頭強勁，預計港股表現將遜於A股。 |
| 印度 | 中性 | 持平 | 印度受關稅衝擊導致貿易逆差擴大，RBI採盧比貶值政策雖提振出口，卻引發外資持續拋售。考量美印談判僵局、降息帶來的匯率風險及印股估值偏高，給予中性評等。 |
| 越南 | 相對正向 | 持平 | 越南在政府改革紅利、加大基建投資、基本面穩健和估值修復帶動下，越股續創新高，然因市場淺碟，仍須居高思危。 |

台積電法說遠超預期的好，帶動費半持續上攻

投資評等

| 資產 | 投資評等 | 變化 | 評論 |
|------|------|----|--|
| 產業類股 | | | |
| 科技 | 相對正向 | 持平 | AI需求強勁，惟資本支出基期墊高，成長率放緩疑慮仍在，須注意市場敘事快速轉變的可能性，然以指數成分結構而言，巨頭占比高，盈利能力強勁估值尚且合理，隨著降息支撐，預計即使出現回檔也相對有限。 |
| 能源 | 中性 | 持平 | 隨著OPEC+生產策略從減產保價轉為增產搶市、季節性旺季需求接近尾聲，地緣政治風險溢價減弱和經濟信號不一等看跌基本面，導致油價下行風險擴大，預估油價區間\$58~\$68。 |
| 生技 | 正向 | 持平 | 生技迎來監管寬鬆與併購復甦，預計Fed降息循環重啟，將強化製藥業併購需求，全年併購額有望達到1000億美元，給予正向評等。 |
| 原物料 | | | |
| 黃金 | 正向 | 持平 | 在去美元化、高通膨及財政赤字多重推動下，黃金作為避險資產的需求極為強勁，2026年上看4900美元。 |

市場解讀通膨已有鬆動現象，市場仍預期降息格局

| 資產 | 投資評等 | 變化 | 評論 |
|------|------|----|--|
| 債券市場 | | | |
| 美國公債 | 相對正向 | 持平 | 10年期美債殖利率預計短期內維持高檔震盪格局，預期交易區間為3.75-4.25%。 |
| 投等債 | 正向 | 持平 | 預計即使出現衰退情境，IG利差再走擴對報酬威脅已相對下降，鑒於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。 |
| 非投等債 | 相對正向 | 持平 | 建議須保持紀律性，在市場低迷時追求收益，強勢時獲利了結，偏好中短天期、高品質債券。 |
| 新興債 | 相對正向 | 持平 | 新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等給予相對正向。 |
| 可轉債 | 相對正向 | 持平 | 可轉債為投資者提供了一個機會，可以通過更多的下行保護來持有多頭部位。同時小型股相對於大型股的估值來看也非常便宜，美國可轉債短期將受益於小型股的反彈表現。 |

投資聲明

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。