

2026/02市場展望

春節期間 (2/10~2/20) 重要總經及市場訊息彙整

全球景氣解析	p.2
重要市場展望	p.14
投資評等	p.22



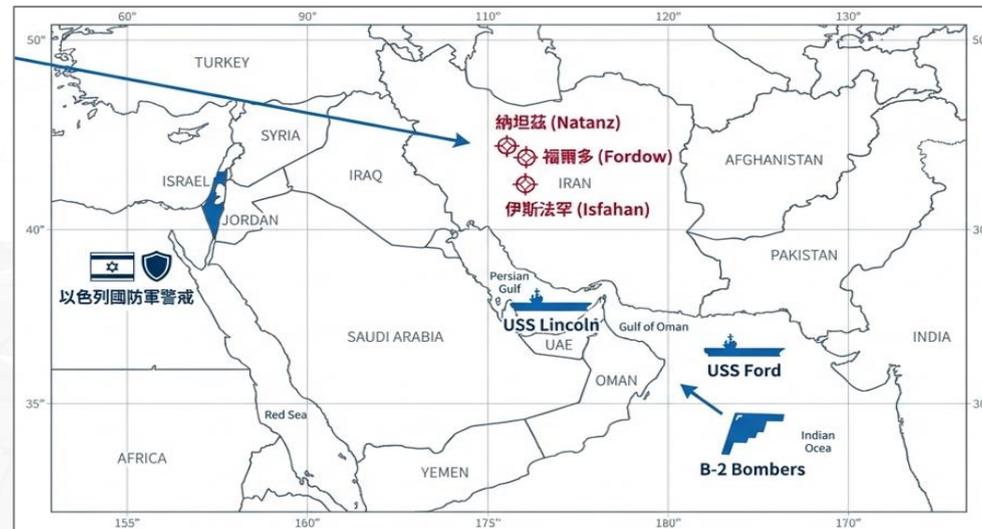
經濟結論

- **全球**：美國在慕尼黑會議訴諸西方傳統價值為結盟標竿並以美國為中心重新建立國際秩序，歐國防自主助烏禦俄，邁向軍備擴張元年，會議焦點仍在解決俄烏戰爭、以(美)伊衝突。廢核成美伊談判陷入僵局關鍵，2/19川普表示伊朗必須在10~15天內達成協議；IEEPA對等關稅被判違憲，川普立即宣布援引122條款課徵15%關稅，加上後續關稅配套，對全球經濟幫助恐有限。
- **美國**：政府關門，美國4Q/25 GDP放緩至1.4%，但最終銷售私部門採購僅降至2.4%，民間需求放緩有限。財政擴張、Fed持續降息、AI支出強勁，預估1Q/26、2Q/26 GDP成長2.4%、2.5%，2026年成長由2025年2.2%上升至2.5%左右；美1月NFP增加13.0萬人，報告佐證就業初步穩定跡象，1月核心CPI下降至2.5%，2Q/26 上升至高點3%左右，年底邁向2%。Fed官員觀望降息成效、就業回穩，重新聚焦通膨，預期今年首次降息時機在6月；
- **歐元區**：歐元區12月零售銷售月減0.5%，內需消費仍偏疲軟，德國財政擴張步伐溫和，預期下半年才會出現較明顯加速，預估1Q/26 GDP成長0.2%，全年成長1.0%。貨幣政策部分，歐元區1月整體通膨已降至1.7%，服務通膨亦恢復下行，使ECB近期再度出現降息聲音，預期上半年歐元區整體通膨多保持2%目標內，核心通膨於下半年降至2%以下，預期ECB將於6月再降息1碼；
- **中國**：中國1月信貸開門紅，新增社會融資7.22兆，其中人民幣貸款增加4.7兆，1月二手房房價跌幅由-0.7%收窄至-0.5%；中國春節前四天全國零售和餐飲銷售成長8.6%，高於2025年的4.1%，截止至初四，跨區人員流動成長5.1%來到47兆，預計續創新高；在春節前地方兩會陸續召開，地方成長目標平均成長5.1%，關注3月兩會是否調降2026年成長目標；
- **台灣**：台美貿易達成消除不確定性，儘管美國最高法院宣布川普IEEPA法案關稅失效，且川普改用122條款加徵15%關稅，台美貿易協議仍確保占輸美總額76%的半導體產品不受高關稅衝擊，對景氣衝擊相對有限，預估2026年GDP成長7.53%。物價方面，由服務通膨等項目具有僵固性，且油價小幅回升，全年CPI續降不易，預期將由1.66%略降至1.62%，料央行2026年維持利率不變。

美伊談判陷入僵局，戰爭一觸即發

戰略議題	美國核心要求 (Compellence Goals)	伊朗戰略訴求 (Defensive Posture)
核濃縮純度	要求實現「零濃縮」，移除所有高度濃縮鈾。	主張和平利用，僅考慮暫停三至五年高純度濃縮。
核設施處置	要求徹底除役並物理拆除受損設施，永久喪失能力。	僅接受封存或部分降級，拒絕永久毀滅核工業基石。
彈道飛彈	必須包含對研發、轉移及火箭試射的嚴格限制。	飛彈為主權國防範圍，不可列入外交談判。
制裁解除	需在「不可逆」核轉型後，逐步減免次級關稅。	要求即時解除石油出口限制，並解凍海外60億資產。
區域代理人	終止對胡塞武裝等殘餘代理人的資金與技術輸出。	視為區域穩定保障，不承認存在「代理人」干預。

美國已完成伊朗周邊的軍事部署



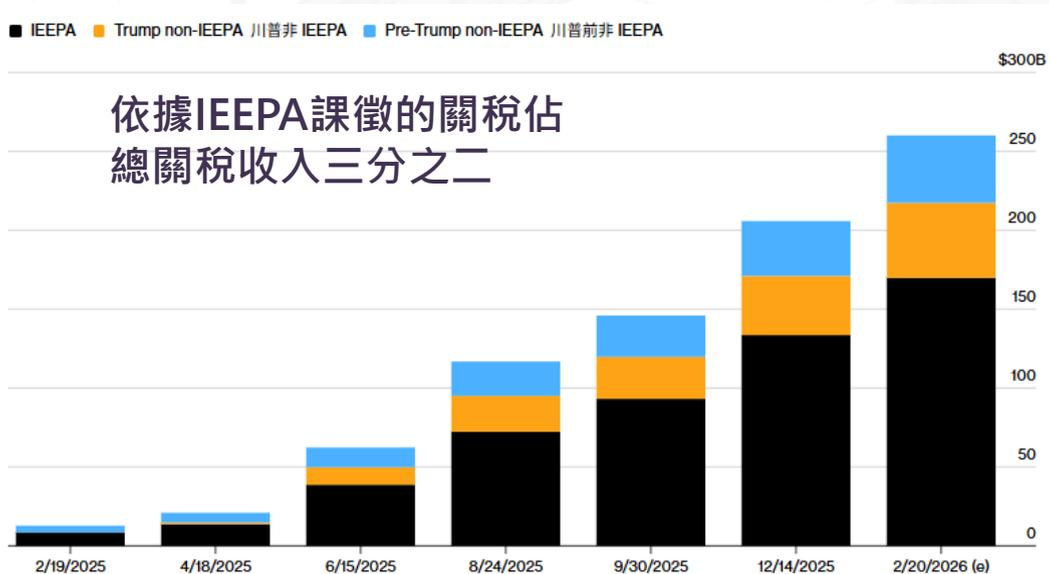
川普總統2/19表示，伊朗必須在10~15天內達成協議，否則「壞事就會發生」，官員內部評估，發生大規模軍事衝突的可能性已飆升至90%；伊朗則揚言將封鎖荷姆茲海峽進行報復



資料來源：Truth Social · Bloomberg · GS · MS · 永豐金控整理

對等關稅被判違憲，川普立即宣布援引122條款課徵15%關稅

- 2/20美國最高法院針對Learning Resources, Inc. v. Trump 案以 6 : 3 裁定川普總統無權依IEEPA單方面徵收關稅，依憲法第一條第八款將「徵稅權」回歸國會，亦即對等關稅及芬太尼關稅被判無效。根據Budget Lab的估算，美國平均有效關稅將由16.9%降至9.1%，由峰值下降1/3；
- 川普隨即簽署行政命令，援引「1974年貿易法」第122條，對全球加徵10%關稅，2/21調升至15%(加墨除外，為期150天)，此外將維持現有的第301條和第232條進口稅，並表示將展開更多貿易調查，符合川普先前說的「Plan B」，先以較易實施的122條爭取150天的緩衝期，再利用301與232調查課徵其他關稅；
- 據估計，政府須退還約1750億美元已徵收關稅，然最高法院並未言明退稅機制，預期廠商爭取退稅程序將極度混亂與曠日廢時。



法律條款	依據法源	主要目的	限制條件	目前狀態
IEEPA	國家緊急經濟權力法	國家緊急狀態	需宣告緊急狀態	被禁(違憲)
Section 122	1974年貿易法	國際收支平衡	上限15%，期限150天	已啟動，稅率訂為10%
Section 301	1974年貿易法	應對不公平貿易行為	須由USTR調查與聽證，需時135~470天	強化中
Section 232	1962年貿易擴展法	應對涉及國家安全的進口	商務部在270天內報告調查結果，最長可達375天	保留(鋼鋁汽車等)
Section 338	關稅法	對歧視性國家徵收50%關稅	無時間限制	未啟動

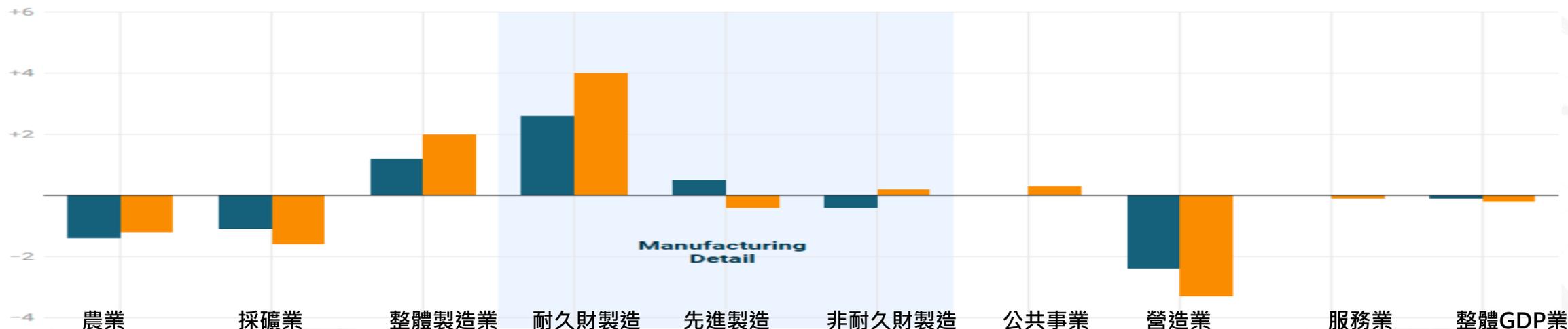
資料來源：Budget Lab · CBP · Bloomberg · 永豐金控整理

對美國的通膨、產業、經濟有何影響？各國貿易協議生變？

經濟指標	IEEPA 持續 (預估)	IEEPA 廢除 (當前政策)	說明
平均有效關稅率	16.9%	9.1%	雖然下調，但仍維持在 1946 年以來高點。
10年關稅收入(兆美元)	\$2.34	\$1.03	IEEPA關稅免除，僅計入10%
中期物價漲幅	1.2%	0.6%	通膨壓力減緩，但採購成本仍具剛性。
消費者實質所得損失	\$1681	\$781	因物價上漲幅度縮小，消費者福利損失亦減少
長期GDP影響	-0.3%	-0.1%	經濟風險從「衰退」轉向「長期停滯」。
失業率影響	0.6%	0.3%	經濟受衝擊影響較低，對就業影響較小

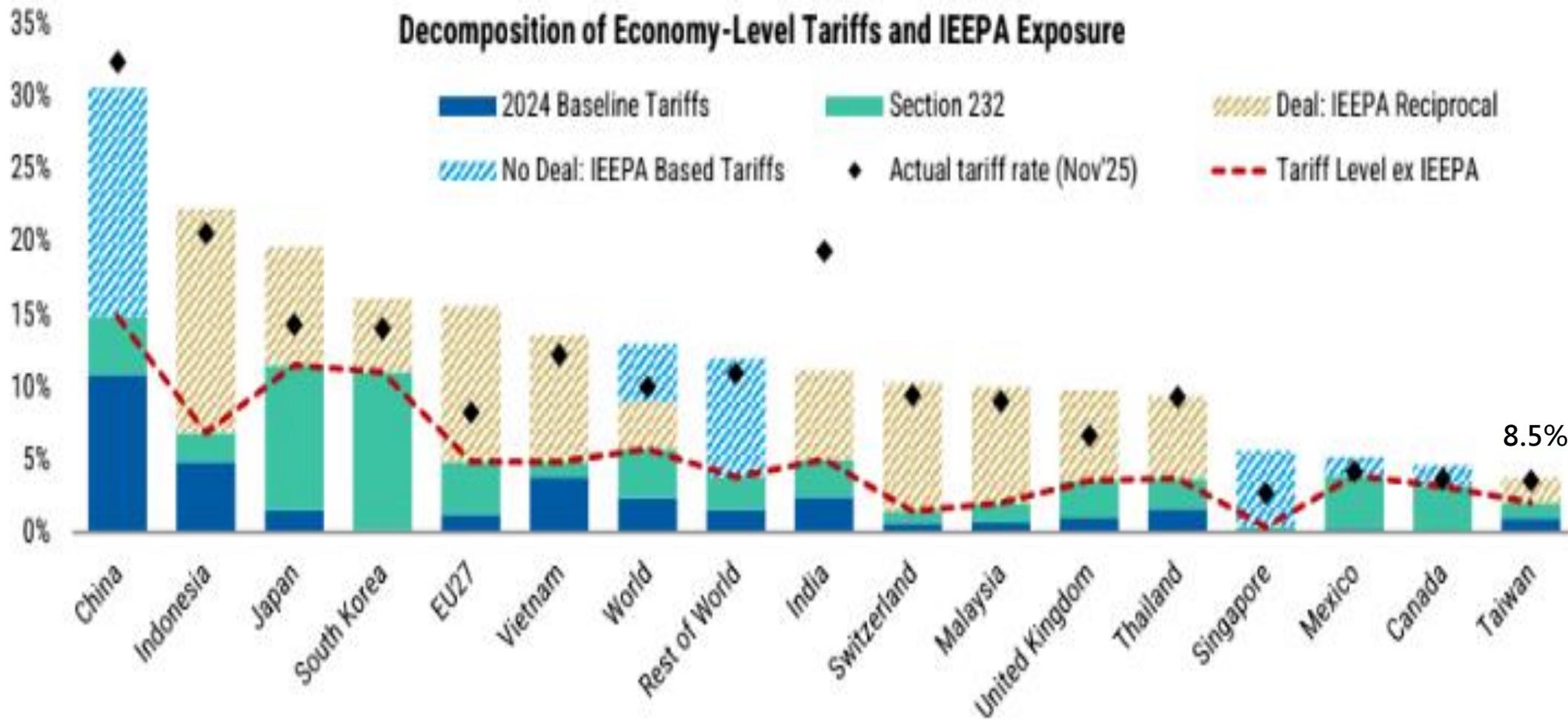
Percentage points

■ Section 122 Expires ■ Section 122 Extended



資料來源：The Budget Lab · CBP · Bloomberg · 永豐金控整理

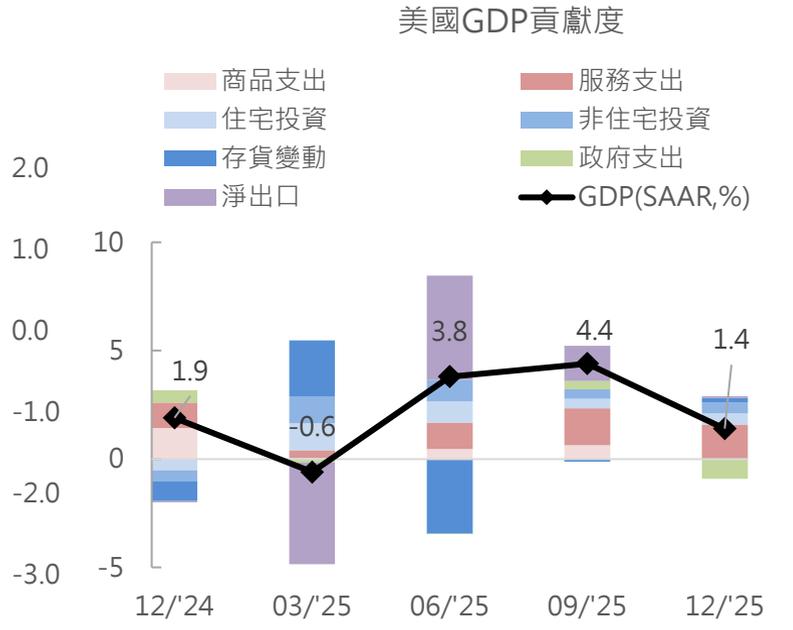
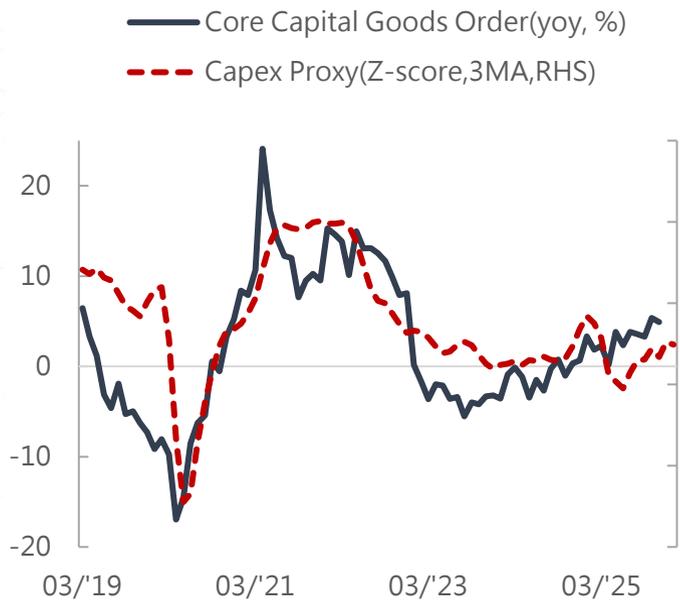
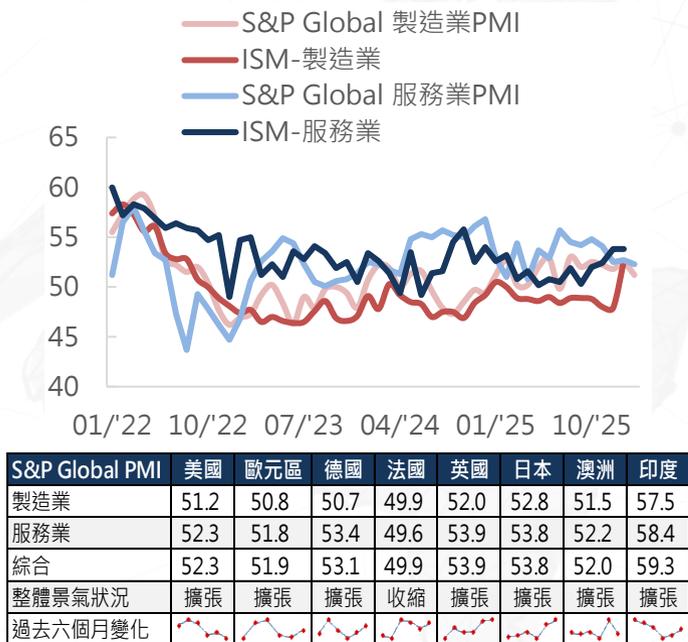
台灣受新關稅衝擊相對較小



資料來源：USITC · MS · 永豐金控整理

美政府關門令上季GDP明顯放緩，無礙核心動能

- **全球景氣加速擴張**：2月S&P Global 製造業、服務業PMI由52.4→52.1、52.7→52.3，低於預期的52.4、53.0，冬季天候干擾被視為原因之一，企業對一年展望升到“逾一年高”，綜觀其主要經濟體PMI加速擴張，報告暗示美國放緩可能暫時因素。需要留意報告內的美國企業仍頻繁提及關稅的影響，歐元區/日本/印度等國家的物價壓力隨著需求而回升，令各國央行在降息決策將更加謹慎；
- **政府關門，美4Q/25 GDP 減速**：美國4Q/25 GDP(季增年率)由4.4%→1.4%，低於市場預期的2.8%，主要原因為政府關門影響個人消費(3.5%→2.4%)政府支出(+2.2%→-5.1%)，以及出口成長減弱。因服務消費穩健，私人消費仍貢獻+1.56 p.p.，最終銷售私部門採購由2.9%→2.4%，過去四季平均為2.6%，民間需求放緩有限；AI帶動投資熱潮，固定投資+3.8%，貢獻+0.45 p.p.；
- **美國2025年GDP成長2.2%**，憑藉強韌的消費(貢獻1.80 p.p.，財富效果、電商促銷與提前採購)、AI帶動的投資與建設需求與Fed降息抵銷公共政策(關稅、移民與DOGE)的負面衝擊；展望2026年，大而美法案與川普政府加碼選舉政策、Fed持續降息創造寬鬆金融環境與鬆綁監管將提振經濟，結構上，AI(四大CSP投資金額已上升至6500億美元)、房市有望隨著Fed降息復甦，預估1Q/26、2Q/26 GDP成長2.4%、2.5%，2026年成長2.5%左右。



資料來源：BEA, S&P Global。永豐投顧整理

Fed官員觀望降息成效、就業回穩，重新聚焦通膨

- **經濟**：官員們認為經濟活動仍以「穩健(solid)」步伐擴張，消費具韌性(被家庭財富增加支撐)、企業固定投資仍強，尤其是科技部門，若干(several) 進一步指出 AI 相關投資與近年較高的生產力增長可望支撐 2026 年成長。
- **就業**：多數(most)官員評估多項指標(失業率、裁員、職缺)顯示勞動市場可能在穩定。
- **通膨**：官員認為整體通膨仍「偏高」，警告「通膨長期高於目標」的風險仍具意義，關稅推升核心商品通膨，但推升效應今年可能開始減弱，核心服務則有黏性，租金通膨可能持續降溫，技術或監管變化帶來的生產力提升，可能壓低通膨。
- **政策前景**：1月FOMC會議紀錄顯示幾乎所有官員支持按兵不動者的理由是2025年已累計降息 75bps後，利率已落在「中性(neutral)估計範圍內」，就業、通膨與利率前景存在分歧，變化在於關注通膨上行風險，以及若干官員希望利率出現雙向情境 (two-sides)。

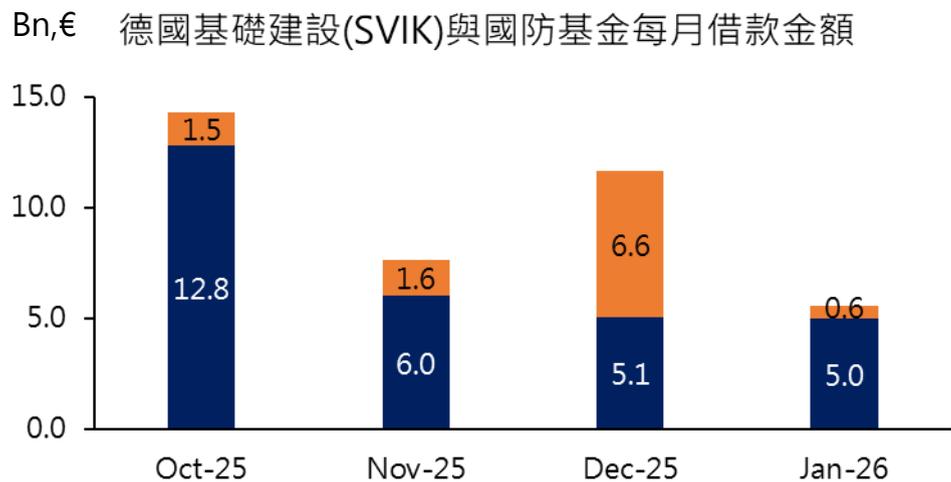
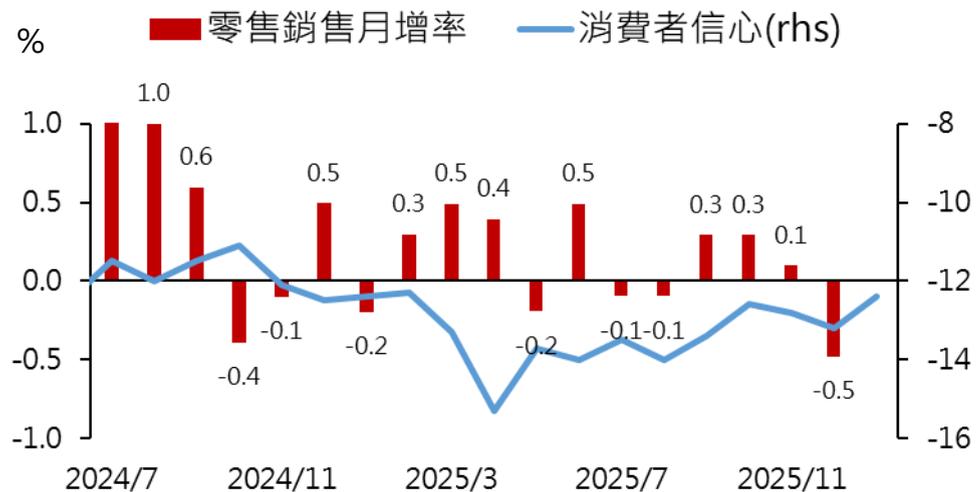


Fed理事Miran：過去數月的就業市場表現比我預期的還要好一些，商品通膨出現了更多堅挺的跡象，所以撤回12月的預測，對年底利率的預估為2.75%(原2.25%)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/3/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	94.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	20.5%	78.5%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	49.9%	38.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	25.1%	45.8%	24.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	15.5%	36.2%	34.4%	11.4%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.9%	6.7%	22.4%	35.6%	26.8%	7.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.3%	2.9%	12.1%	26.9%	32.6%	20.2%	5.0%	0.0%	0.0%

資料來源：CME, Federal Reserve。永豐投顧整理

歐元區內需仍偏疲軟，德國財政溫和擴張

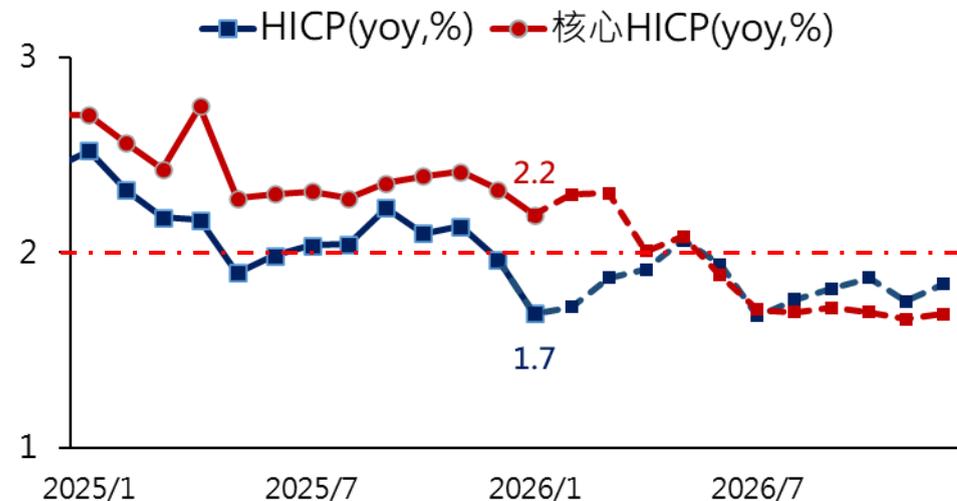


Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2025	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026
HSBC	1.5	0.3	0.4	0.4	0.4	1.0
UniCredit		0.2	0.3	0.3	0.4	1.0
Barclays		0.3	0.3	0.4	0.3	1.0
GS		0.3	0.4	0.4	0.4	1.3
JPM		0.3	0.3	0.3	0.3	1.3
SinoPac		0.2	0.3	0.3	0.4	1.0

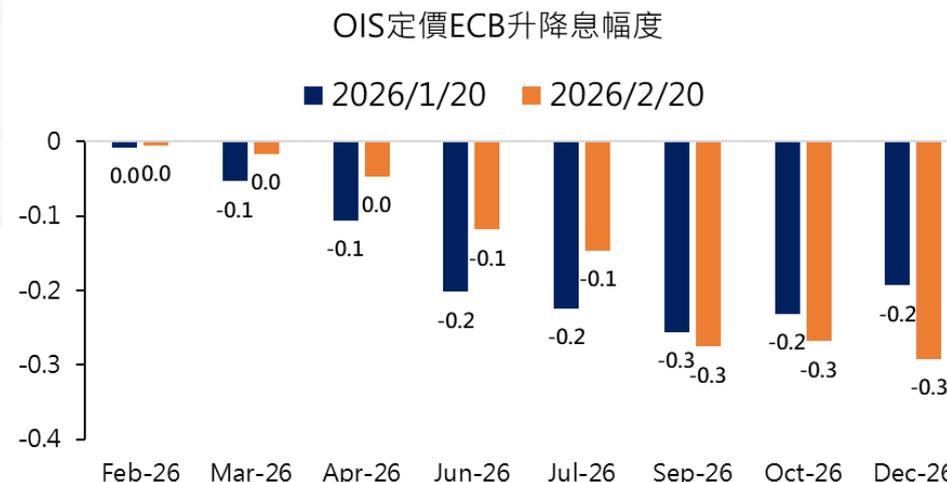
資料來源：德國財政部 · Bloomberg · 永豐投顧整理

ECB 2月按兵不動，預估6月降息1碼

- 會議決策：**ECB 2/5按兵不動，將存款利率維持於2.00%，會議聲明指出大多數潛在指標表明通膨將持續穩定在2%附近，歐洲經濟依然保持韌性。但在持續存在的全球貿易政策不確定性和地緣政治緊張局勢，經濟前景仍然不明朗；
- 會後談話：**Lagarde表示目前的處境良好取決於我們是否確信能夠實現2%的中期目標，但不能被單一的數據點所束縛，淡化1月較低的通膨數據。同時也提到自去年以來匯率升值的影響已納入ECB的基準，將持續關注影響是否如預期顯現。



ECB官員談話	
De Macro	如果通貨膨脹持續低於2%的目標， 可能需要降低利率 ，需要觀察1月的通膨是否為暫時現象
Stournaras	經濟成長和通膨面臨的風險似乎大致是雙向，ECB下一步行動 降息的可能性略高於升息
Penate	通膨可能存在雙向風險，貨幣政策須 保持靈活
Villeroy	歐元上漲可能會對歐洲物價構成壓力(緊縮) ，匯率顯然對歐元區的通膨和成長前景至關重要

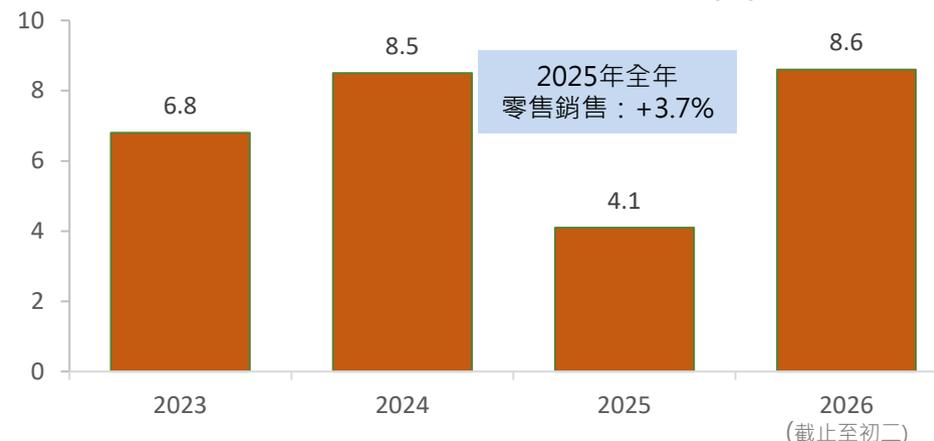


資料來源：ECB · Bloomberg · 永豐投顧整理

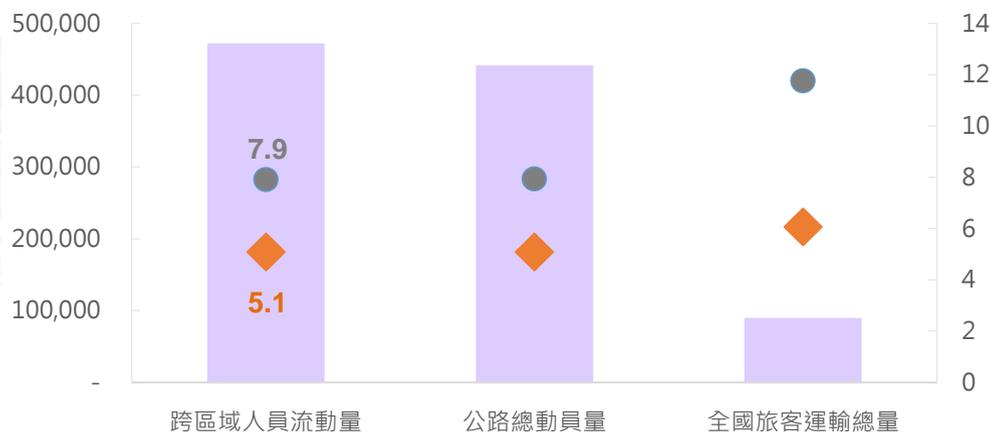
中國—最長春節，零售餐飲狀況改善，人員流動續創新高

- **春節消費**：春節假期前四天日全國重點零售和餐飲企業日均銷售額較2025年假期前四天成長8.6%；重點監測78個步行街/商圈假期前三天客流成長4.5%、營業額成長4.8%。
- **跨區域流動**：截止至初四春節期間跨區域人員流動47.2兆，成長5.1%，低於2025年同期的7.9%，以運輸方式來看，僅水路成長高於2025年。
- **電影票房**：截止至2/21 (初五)春節檔期票房破40億人民幣，相較於2025年初四，電影春節電影總票房已突破50億人民幣。
- **跨境旅遊**：中國移民管理局預計 2026 春節假期日均出入境旅客超過 205 萬人次，較 2025 年成長14.1%；

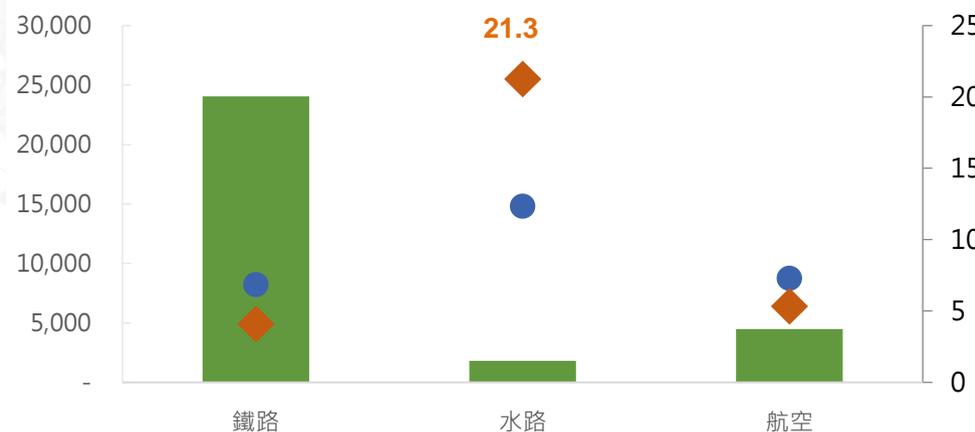
全國重點零售和餐飲銷售額成長率(%)



■ 2026(萬人次,春運起始至年初四) ● 2025年增率(% ,RHS) ◆ 2026年增率



■ 2026(萬人次,春運起始至年初四) ● 2025年增率(% ,RHS) ◆ 2026年增率



資料來源：交通運輸部、移民管理局、Wind、永豐投顧整理

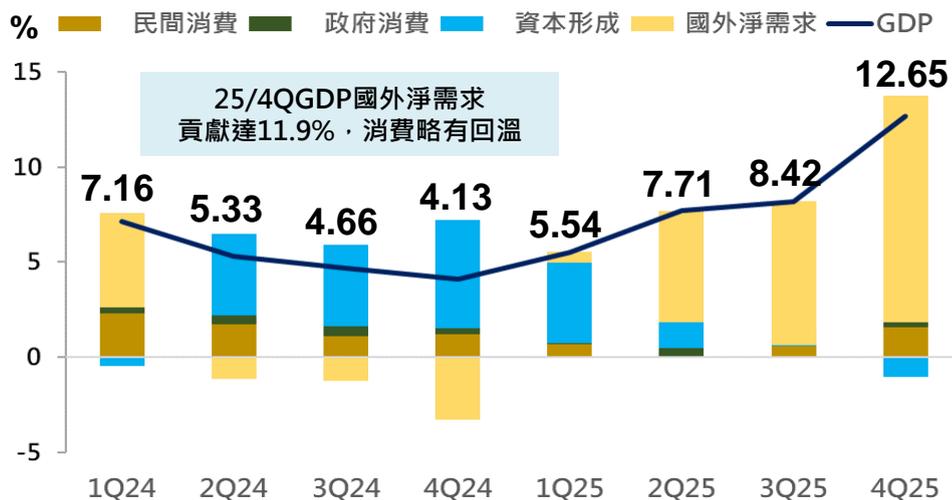
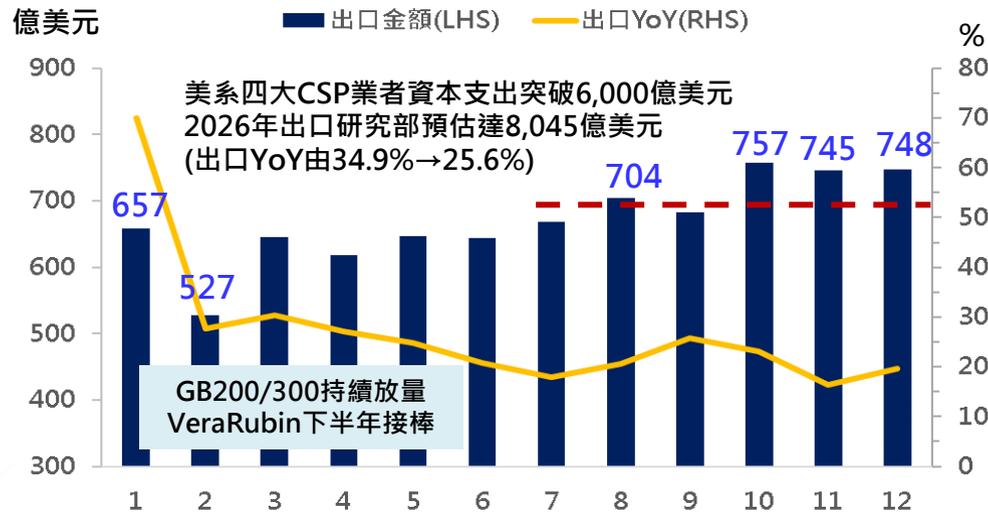
台灣對美農產品僅開放部分市場，擴大對美採購848億美元

台美貿易協議面向	關鍵內容與承諾	對台影響與產業效益
關稅調降	1.對等關稅調降：確立降為15%且不疊加最惠國待遇(MFN)稅率。	1.消除劣勢：與日、韓、歐盟處於同等關稅立足點。
	2.豁免清單：爭取到2,072項產品豁免對等關稅(僅課MFN)，佔輸美對等產品總額36%。	2.受惠產業：工具機、自行車、紡織、醫材、塑膠製品競爭力大增。
	3.平均稅率：輸美平均關稅從35.78%→23.78%→ 12.33% 。	3.經濟效益： 預估GDP與工業就業影響由負轉正 。
半導體與供應鏈	1.232條款優惠： 半導體及資通訊產品取得最優惠待遇 。	1.供應鏈安全： 確保占輸美總額76%的半導體產品不受高關稅衝擊 。
	2.赴美建廠豁免：台灣半導體廠赴美設廠所需之原料、設備、零組件豁免對等關稅及232關稅。	2.降低成本：台積電等廠商赴美擴廠成本降低，美方承諾提供水電土地協助。
農業與食品	1. 堅守防線： 稻米、雞肉、大蒜、紅豆等27項敏感產品不降稅，配額維持不變(不對美國全面開放農產品) 。	1.糧食安全：保護國內稻農與養雞業者。
	2.有限開放：美豬第3年關稅減半(至6.3%-10%)。	2.物價穩定：高依賴進口的農產降稅，有助平抑物價。
	3.零關稅紅利：1,482項農產品(如小麥、堅果、龍蝦)降至0%。	3.出口利多：毛豆、蝴蝶蘭、茶葉輸美免加徵對等關稅。
汽車與運輸	1. 小客車：由17.5%降至0%關稅 。	1.消費利多：進口車成本下降，選擇變多。
	2.美規車解禁：取消進口數量限制，但須符合安全審驗(FMVSS)。	2.軍工韌性： 保護中小貨車與關鍵機械零件產業，維持國內維修與製造產能 。
	3.商用車防守： 中小貨車維持一定關稅 。	
食安與檢疫	1.萊劑標準：對齊Codex標準，但標示規定不變。	1.健康優先：雖開放部分市場，但 透過嚴格標示與校園禁令守住底線 。
	2.基改食品：維持校園午餐禁用。	2.檢疫防線：禽流感與非洲豬瘟疫區產品維持不可輸台。
	3.美牛進口： 僅開放絞肉與部分內臟，頭骨/腦/脊髓仍禁止 。	
戰略採購 (2025-2029)	總採購承諾：	
	1.能源：444億美元(LNG、原油)。	1.平衡貿易：透過國營事業(中油/台電)採購縮減對美順差。
	2.電力：252億美元(電網、發電機)。	2.能源安全：確保液化天然氣與電力設備來源穩定。
勞工與ESG	1.移工費用：3年內解決製造業/漁業移工招募費(改由雇主負擔)。	1.成本上升：製造業需承擔更多移工引進成本。
	2.強迫勞動：禁止輸入強迫勞動產品。	2.國際接軌：避免台灣產品因勞權問題在歐美市場受阻。

*五分之一輸美對等項目豁免2072項(農產品：261項、工業品：1,811項)，金額佔比36%(豁免金額約99億美元-2024數據)。

*川普改引用122條款課徵15%關稅，MFN稅率若回復疊加狀態，工具機(日韓與美有類似協議或FTA)、紡織品(韓國部分免稅)、塑橡膠(日韓保有部分低關稅項目)、手五金/工具(韓國部分免稅)等產業將喪失與日韓競爭同等稅率。資料來源：主計總處，永豐投顧整理

AI資本支出擴大，主計總處GDP大幅上修，出口將挑戰8,000億美元



資料來源：主計總處·財政部·CEIC·永豐投顧整理

Taiwan GDP Forecast(%)						
預測機構	2025	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026
台綜院	8.68	6.30	3.72	2.44	1.68	3.46
央行		6.26	4.48	2.00	2.25	3.67
中研院		5.56	4.40	3.25	1.91	3.71
台經院		6.74	4.63	3.52	1.66	4.05
中經院		7.36	3.28	3.10	3.11	4.14
主計總處		11.46	9.30	7.76	3.09	7.71
SinoPac		11.99	7.47	8.08	3.32	7.53

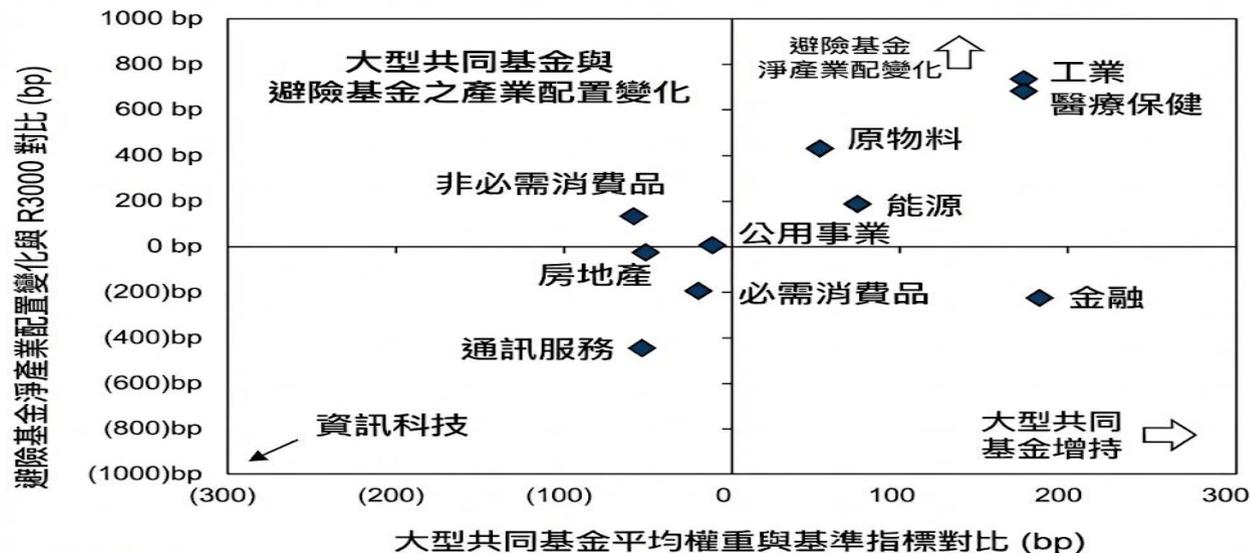
股市-就業通膨雙利多，美股帶領多國股市齊揚

		2025封關	2026/1/20	2026/2/20	期間漲跌(1/20~2/20)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	48,367	48,489	49,626	2.3	2.6
	S&P500	6,896	6,797	6,910	1.7	0.2
	NASDAQ	25,463	24,988	25,013	0.1	-1.8
	德國DAX	24,490	24,703	25,261	2.3	3.1
	法國CAC	8,168	8,063	8,515	5.6	4.3
	英國FTSE	9,941	10,127	10,687	5.5	7.5
亞洲股市	日本	3409	3,626	3,808	5.0	11.7
	中國	4,651	4,719	4,660	-1.2	0.2
	香港	25,855	26,488	26,413	-0.3	2.2
	南韓	4,214	4,886	5,809	18.9	37.8
	台灣	28,707	31,760	33,606	5.8	17.1
	新加坡	4,655	4,828	5,018	3.9	7.8
	泰國	1,260	1,296	1,480	14.1	17.5
	馬來西亞	1,685	1,699	1,753	3.2	4.1
	印尼	8,647	9,135	8,272	-9.4	-4.3
	菲律賓	6,053	6,353	6,465	1.8	6.8
	越南	1,767	1,894	1,824	-3.7	3.2
金磚	巴西	161,125	166,277	190,534	14.6	18.3
	印度	84,675	82,180	82,815	0.8	-2.2
其他	新興亞洲	774	815	862	5.7	11.4
	新興歐洲	259	274	282	2.9	9.0
	拉丁美洲	2,712	2,910	3,262	12.1	20.2

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

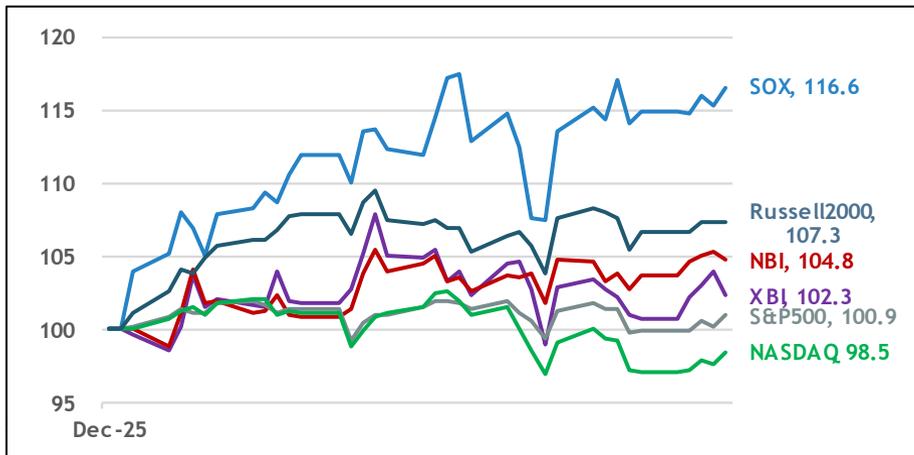
美股: 企業獲利上修 ; 儘管指數表現平穩板塊因子劇烈輪動

- 財報季獲利上修：標普 500 指數第四季財報已有逾 80% 企業公布，其中 75% 獲利優於預期，平均超出幅度為 7.2%。第四季盈餘年增率預估自季末的 7.2% 顯著上修至 12.4%，11 個板塊中有 10 個預計實現正成長，主要由科技與工業公司領跑。預期獲利成長將加速至 2026 年，預估增幅達 14%。
- 價值與成長板塊輪動：市場呈現明顯的資金輪動與擴散效應。價值導向板塊（必需消費、原物料、能源、工業）今年以來表現優異，漲幅均超過 10%。相對地，面臨高預期門檻的科技與通訊服務板塊在 2026 年表現落後，跌幅均超過 3%。
- 產業配置變化：共同基金和對沖基金均超配醫療保健和工業領域，在TMT領域有大幅低配（內部軟體輪動至半導體）。其他領域變化，可選消費（共同基金低配，對沖基金超配）和金融（共同基金超配，對沖基金低配）。
- 軟體板塊估值修正：軟體次產業面臨重大回檔，佔標普 500 權重由約 12% 驟降至略高於 8%。拋售壓力，此現象反映市場針對現有軟體商業模式面臨 AI 技術顛覆的風險進行重新定價，且部分公司估值已大幅反映此顛覆風險。
- 硬體與AI基礎設施：資金與市場焦點仍高度集中於硬體與半導體供應鏈。

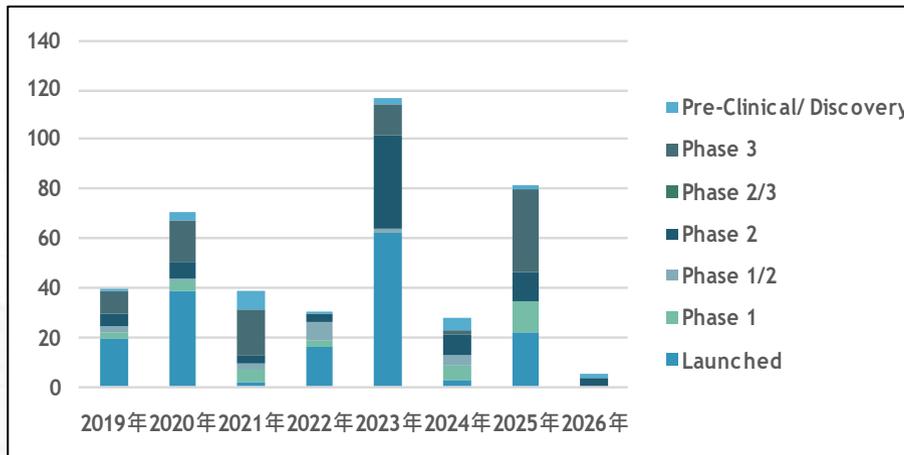


生技-併購狂歡接近尾聲，預計NBI表現將優於XBI

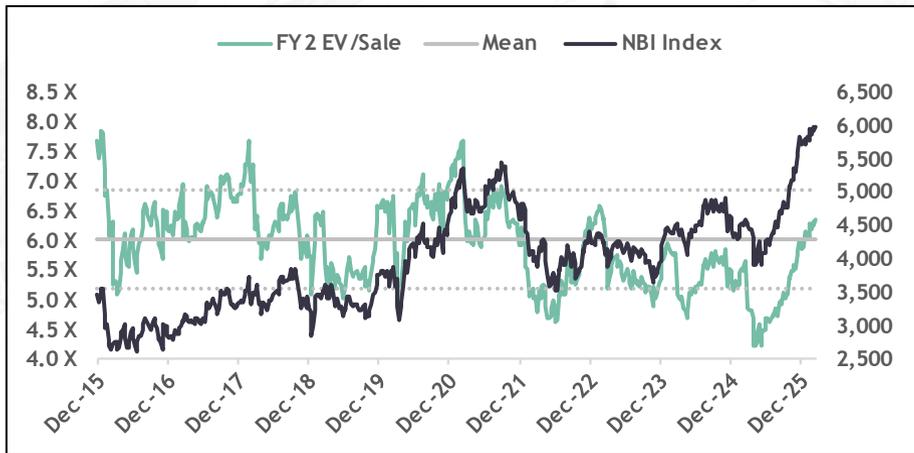
缺少併購題材使生技業表現平平



併購額已達58億，併購成本揚升使藥企轉向精準併購



NBI估值已達6.4倍(10年中性水準)，併購成本水漲船高

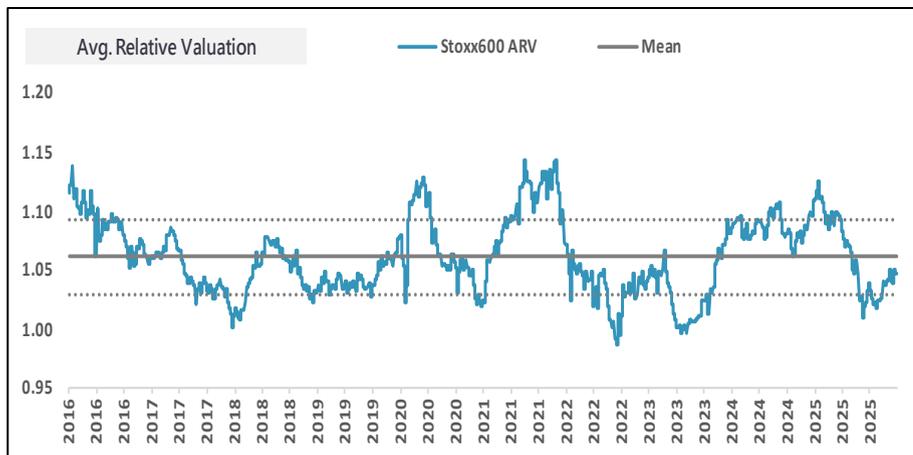


- 2025年第四季，生技製藥巨頭整體表現展現強韌底氣。包含嬌生、禮來、Regeneron、安進、默克與輝瑞等大廠，其營收與獲利皆擊敗市場預期。儘管產業面臨通膨壓力（Abbott營養品業務承壓）、醫療成本上升（UNH利潤率受挫），以及激烈的定價競爭（Novo Nordisk面臨GLP-1價格重置），企業仍藉由強勢的產品銷量與嚴格的成本控管穩住獲利基本盤。
- 2月期間，吉立亞、羅氏與禮來等巨頭均表現出積極併購意圖，但併購成本抬升事實使藥企決策趨於謹慎，截止至2/21，生技併購額僅58億(以優於去年43億)，預估今年M&A案件將轉向大型、單一優質後期資產併購，而非2023~25H1的廣撒網策略，因此NBI表現將有望跑贏XBI，維持正向評等，NBI指數全年上看7000點。

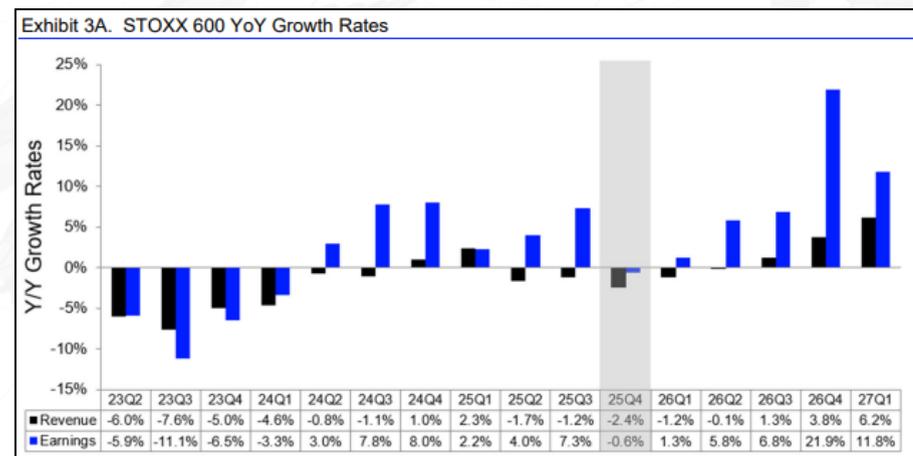
資料來源：LSEG，永豐投顧整理

歐股-歐盟下決心推廣單一市場，維持相對正向評等

儘管歐股已連8月成長，但整體相對估值依舊偏低



Stoxx600指數25Q4獲利穩健，57%EPS優於預期



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

- 美國新關稅對歐盟與英國影響有限，前者實際有效稅率提升0.9 p.p.至12.1%、後者提高2.9 p.p.至10.9%，對瑞士與挪威影響則居於中性。
- 為解決歐洲與中美日益擴大的競爭力差距，歐盟領袖會議於2/12決議將政策重心轉向推動單一市場建設(會前以法國為首的積極財政派主張聯合借貸並投資戰略產業，以德義為首的結構派主張完成單一市場並降低官僚成本)，預計將於3/19~3/20歐洲理事會前提交「一個歐洲，一個市場」路線圖。

1. 減輕行政負擔：旨在到2029年委員會任期結束前，將行政成本降低25%，長遠有益但短期內影響微弱。
2. 第28種法律框架(即有別於27國法律之上的統一規範)：目前歐盟內部各國仍存巨大貿易壁壘，貨物壁壘約當44%~54%關稅、服務壁壘約當95%~110%關稅，導致約有70%小公司僅在本國經營。因此其指導原則是允許歐盟各地的公司能以快速、數位化的方式註冊為「歐盟公司」(EU Inc)，並獲得在各成員國間依據統一規則運作的權利，若無法範圍推行，則優先適用於新創公司。
3. 能源成本降低：歐盟已承諾大力發展電網互聯，透過改革優先供電制度來改進市場機制，並審查排放交易體系，推遲免費歐盟排放配額逐步取消計畫。

- 整體而言，歐洲單一市場改革仍在初期，對經濟影響有限，目前仍須關注歐盟國防支出與德國2026財政執行率，維持相對正向評等。

日股-日幣回貶，美日投資題材點燃政策紅利

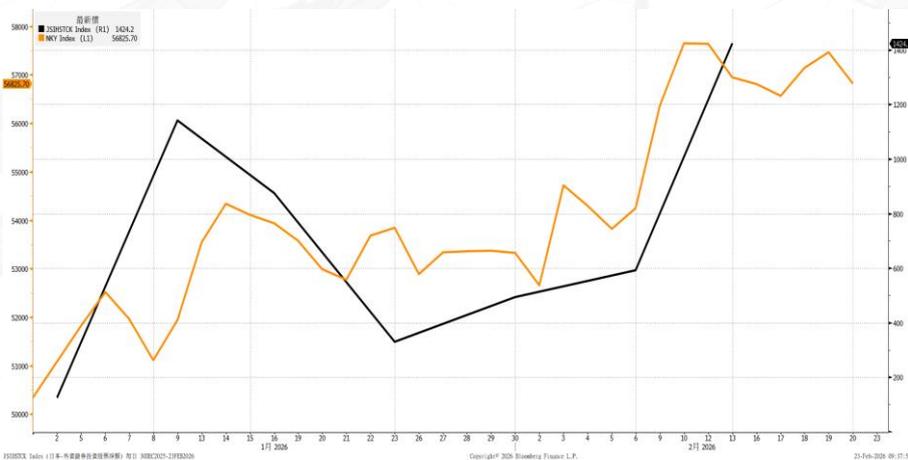
自民黨超出預期的大勝，獲得超過2/3席次



慶祝行情日幣日股短暫脫鉤，但已重回正相關



超預期大勝後外資買入1424.2B日圓，創下今年新高

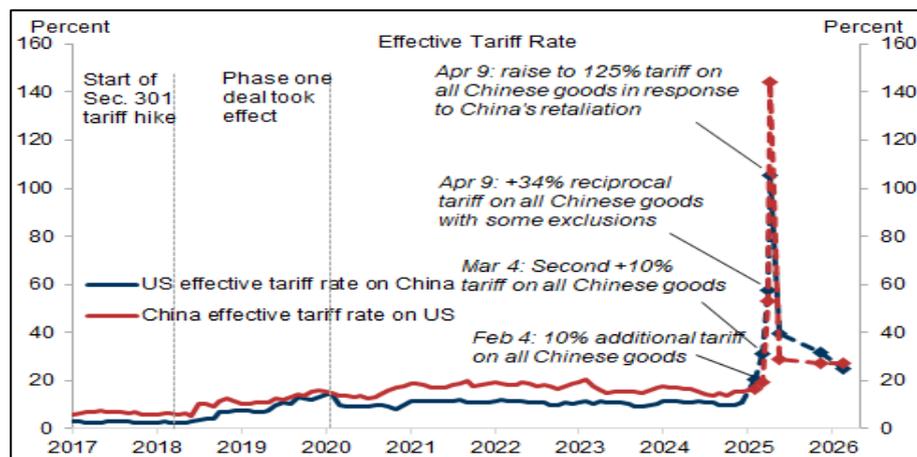


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

- ◆ 日股在經歷「高市慶祝行情」的強勁飆漲後，股匯走勢一度短暫脫鉤，大盤隨之進入高檔震盪，近期受美國通膨僵固疊加日本對美巨額投資引發的資本外流預期，日圓升值壓力暫緩；加上日本1月CPI受物價補貼政策發酵而顯著回落，大幅收斂市場對BOJ提前急遽升息的預期，日圓短期難以延續強升格局，為日股下檔提供強勁支撐，帶動市場風險偏好再度修復。
- ◆ 產業方面，資金聚焦高市與美國的5,500億美元的對美戰略投資計畫，首批360億美元的投資案正式敲定，專為滿足美國AI資料中心龐大的電力需求，市場正高度期待雙方研議中的第二輪投資，預期將進一步涵蓋新世代核能反應爐及稀土開發等美日經濟安保核心領域，展望後市，在總經環境趨穩與美日深化合作的驅動下，我們對日股的評價仍維持相對正向，配置上建議重點關注政策紅利加持的國防、AI相關概念股，以及緊扣對美投資題材的重電與核能相關類股。

陸股-關稅中期不確定性升溫，短線仍受春季行情驅動

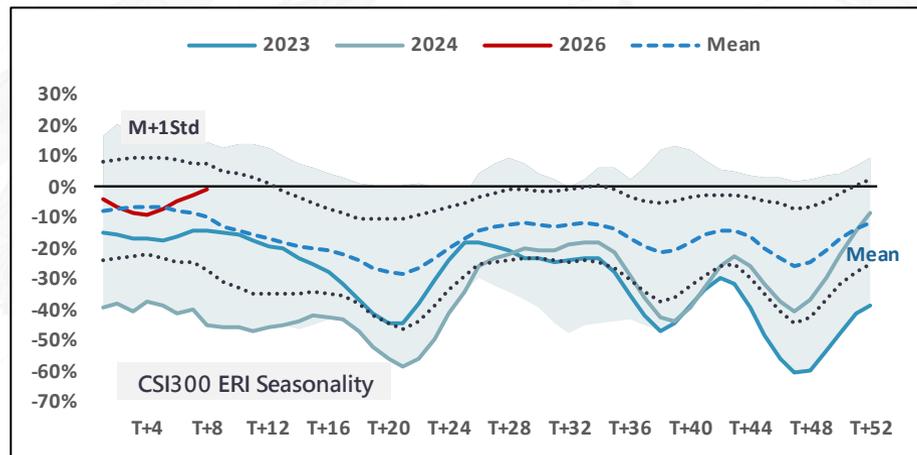
122條款取代IEEPA法案下的芬太尼和對等關稅



➤ 美國最高法院於2/20駁回川普依據IEEPA法案徵收的關稅(10%對等關稅+10%芬太尼關稅)，迫使川普隨即宣布根據122條款對全球課徵10%關稅，並於2/28進一步上調至15%，同時美國將重啟301(不公平貿易行為)與232條款(國家安全威脅)正式調查。

➤ IEEPA與122條款差異：
122條款的法律設計初衷，是為解決美國「嚴重國際收支逆差」，因此關稅必須以「非歧視性」為基礎，廣泛且一致地適用於所有貿易夥伴，這代表原本與美國談妥低於15%的優惠協議國家將面臨損失(如英國)，另外122條款是疊加型統一稅率，意味除232、301條款範圍內，其餘商品將變成基礎稅率+15%形式。

ERI持續復甦，復甦預期支撐春季行情續揚



➤ 對中國而言，原協議即為疊加型關稅，因此實際有效關稅減少5%，產品競爭力反而提升，短期利好出口，但川普將同時被迫在期限內(7/24)尋找新的方案維持對中關稅，早於原休戰截止日10月(去年11/4宣布)，不確定性上升，不過鑒於川普將於3/31~4/2訪華，預計Q1雙方仍將相安無事。

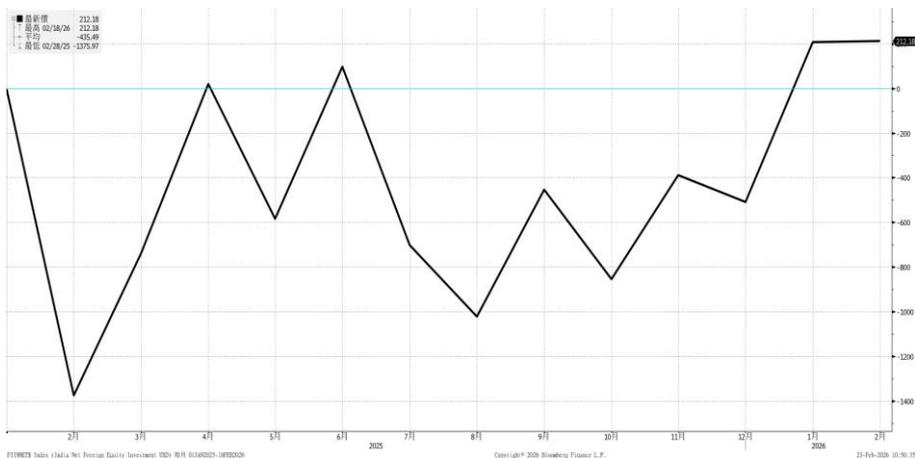
➤ 新關稅法源利好短期出口，但增添中期不確定性，若訪華商議結果不佳，Q2起關鍵礦物管制將有可能再度縮緊(301條款一般耗時135~470天、232則在270天內，上半年難出台)；對陸港股而言影響有限，預計趨勢仍將受春季躁動行情驅動。

➤ 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

印股-關稅談判塵埃落定，印股迎來春天

2月FII已創下自關稅宣布以來最高，結束大幅賣超態勢



盧比回升，實質利率回落，印度央行觀望



印度二輪機車註冊維持強勁，農村消費需求具韌性

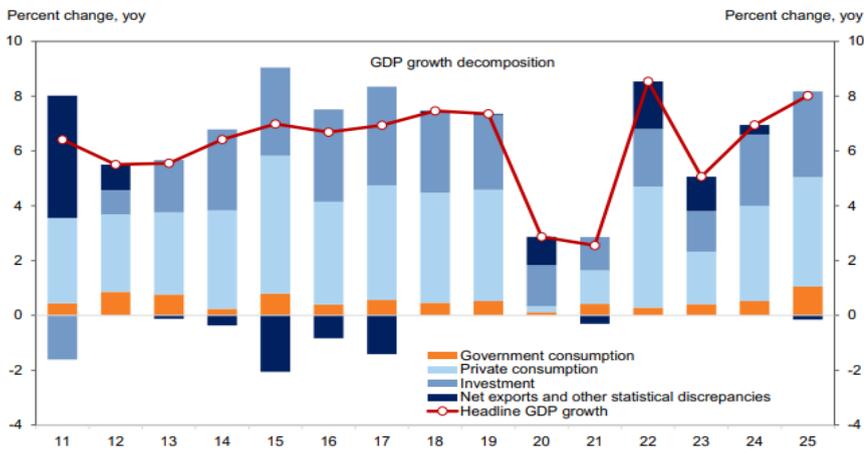


資料來源：Bloomberg · FADA · 永豐投顧整理

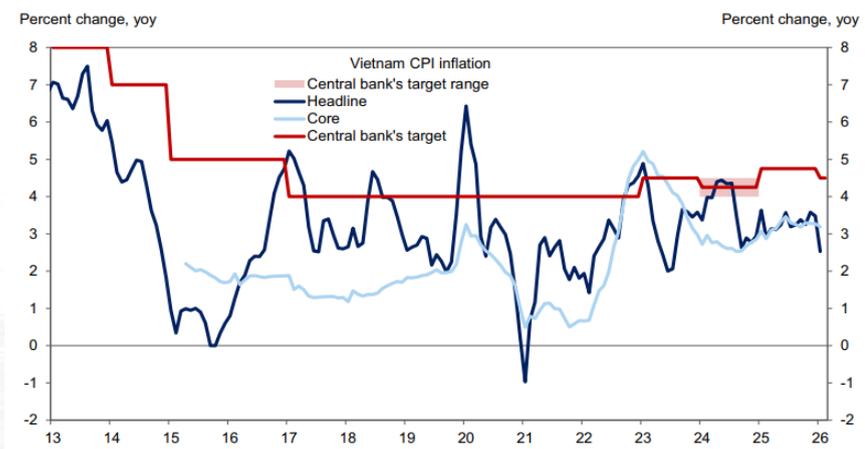
- ◆ 受2025年大幅拋售影響，截至2025年12月，外資在印股的持股比例已降至16.7%，創下近十年來新低，其中大型股的降幅尤為顯著，然而自美印貿易協定宣布以來，外資動向已出現明顯拐點，單月流入量居新興市場之冠，顯示資金正大舉逢低布局，後續回補空間值得期待。
- ◆ 在總經數據方面，印度經濟動能依然強勁，受惠於服務業活動熱絡，1月份服務業出口額達到439億美元，創下歷史新高，強勁的服務業擴張帶動第四季實質GDP成長率預測進一步上修0.3個百分點至7.6%，通膨方面，在2024年為基期的新版CPI數據中，核心通膨已進一步降至3.4%，「高成長、穩通膨」組合使RBI貨幣政策委員會決定維持基準利率於5.25%不變，持續為經濟擴張提供支撐，基本面維持強勁成長，加上外資回補動能，印股有望持續上攻，故我們對印股的評等上調至相對正向。

越股—強韌基本面交織長線政策紅利，多頭格局穩固

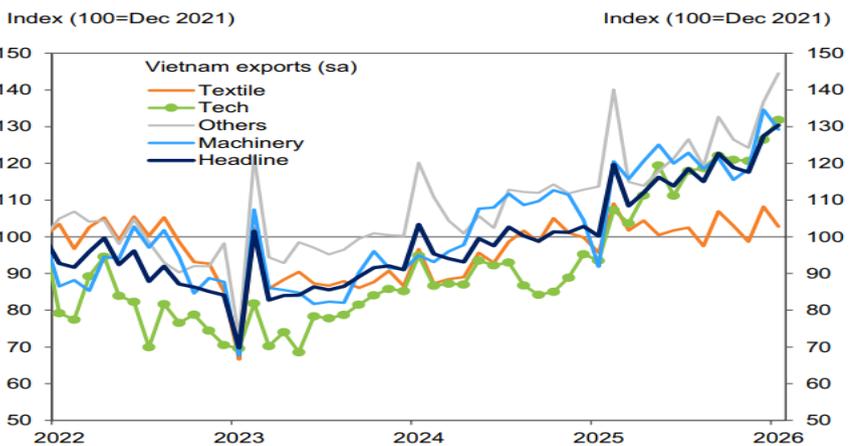
國內需求回復至疫情前水準



越南1月整體通膨率下滑



越南出口延續2025年走勢，愈發強勁



◆ 越南1月份標普全球製造業PMI 52.5，已連續七個月穩居50榮枯線之上，新訂單與產出增速加快，企業信心更創下近兩年高點，顯示在外需回溫與供應鏈移轉帶動下，越南實體經濟的擴張動能極為扎實，1月份CPI年增率大幅降至2.53%，創下逾兩年半來新低，遠低於國會設定的4.5%目標上限，通膨壓力消退、消費動能回溫的為股市底層資金動能提供強大支撐。

◆ 政府最新的五年計畫力拚年均GDP雙位數成長，2026年公共開發投資預計將大幅躍升42%，在短線實質經濟強勁與長線政策紅利加持下，近期大盤的回測純屬技術性修整，越股長線多頭格局依然穩固，故我們維持越南為相對正向的評等。

資料來源：Bloomberg · GS · 永豐投顧整理

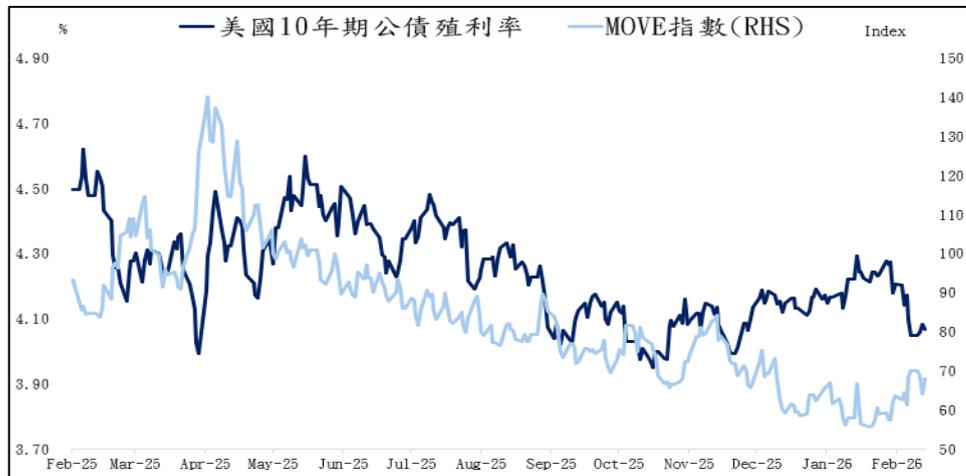
債市-封關期間，美長短債殖利率走勢分歧

各國公債		2025封關	2026/1/20	2026/2/20	期間漲跌 (1/20~2/20)	YTD報酬率 (%)	存續期間
歐洲	希債10年券	3.47	3.39	3.35	0.39	1.04	8.56
	葡債10年券	3.15	3.25	3.09	1.41	0.56	8.63
	義債10年券	3.51	3.46	3.35	0.92	1.31	8.21
	西債10年券	3.29	3.25	3.15	0.88	1.19	8.53
	法債10年券	3.56	3.53	3.30	1.82	2.10	8.11
	德債10年券	2.85	2.86	2.74	1.04	0.98	8.55
	英債10年券	4.50	4.46	4.36	0.73	1.05	7.22
G3	日債10年券	2.07	2.34	2.11	2.08	-0.31	8.80
	美債10年券	4.13	4.30	4.09	1.70	0.35	8.11
亞太	台債10年券	1.39	1.41	1.43	-0.19	-0.37	9.27
	韓債10年券	3.39	3.65	3.57	0.63	-1.56	8.24

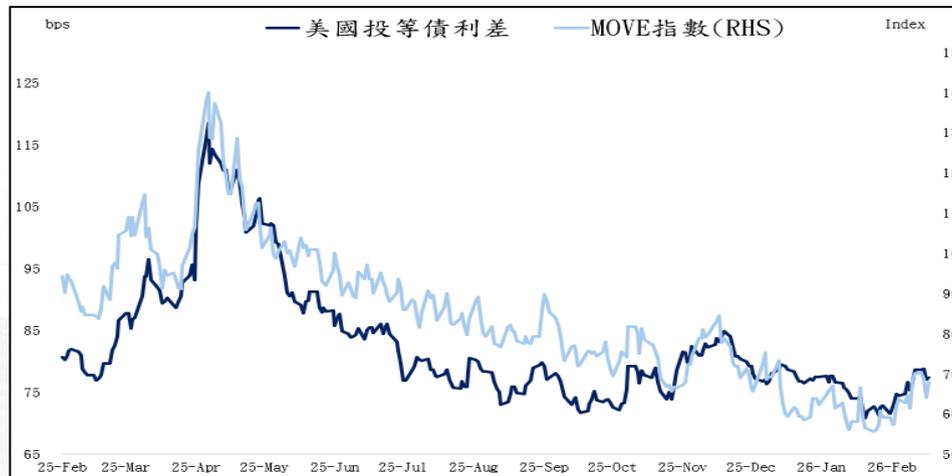
資料來源：LSEG、Bloomberg、永豐投顧整理

投等債-利率下降與波動度上升，推動利差小幅走擴

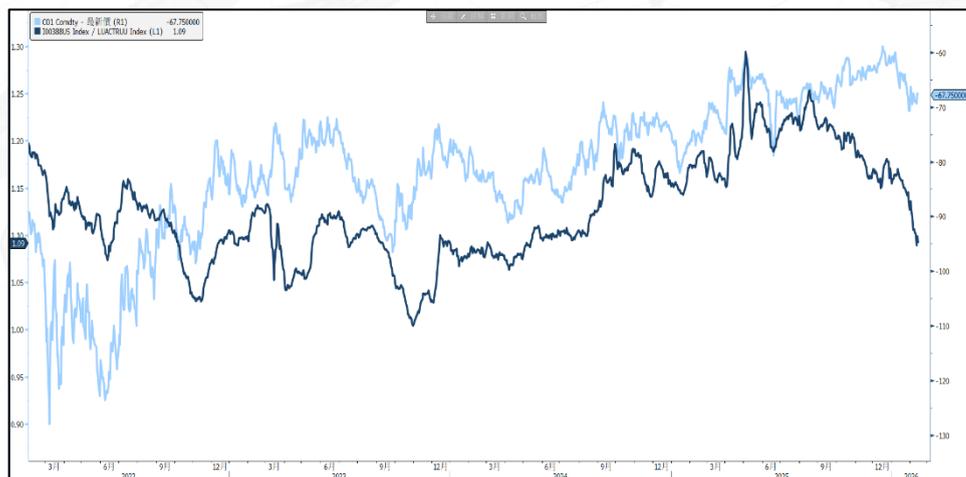
利率下降、波動度上升，較不利投等債需求



投等債利差在1月觸及低點後逐步走升



IG能源板塊相對利差在油價推升後大幅下跌

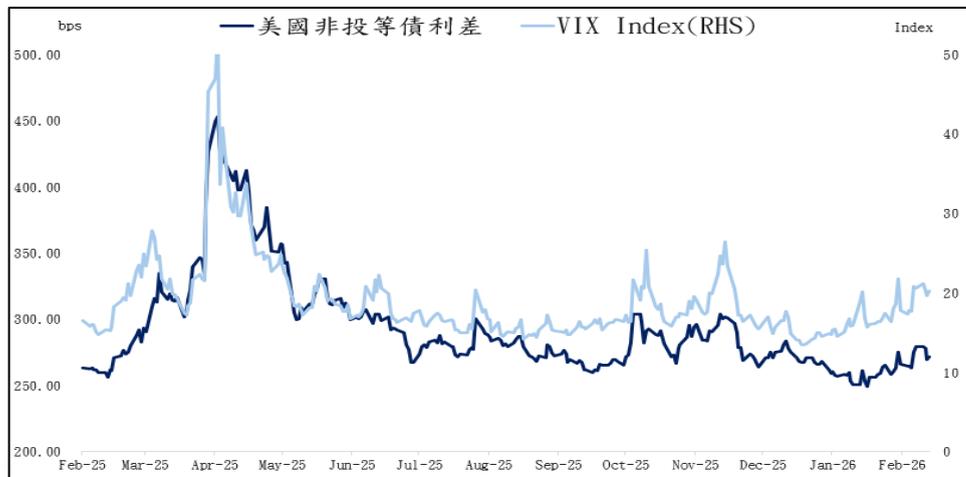


- 美1月非農就業優於預期，促使市場預期今年Fed將至少維持利率不變至夏季，並引發波動率上升；此外，避險情緒與日債殖利率下跌帶動美10年期公債走勢下行。在「利率下降」與「波動度上升」的情境，較不利投等債需求，利差稍微走擴。
- 由於AI風險、利率下降，以及優於預期的1月非農就業報告，IG利差有所擴大。短期內市場對於AI疑慮仍存在，加上發行量依舊強勁，可能導致利差進一步走寬。但對於投等債全年利差在80-100bp的窄幅區間震盪看法不變。
- 美伊衝突推升布蘭特原油價格，若後續油價持續走高，IG能源板塊可成為抵禦中東地緣政治風險、緩解利差走擴壓力的避險工具。

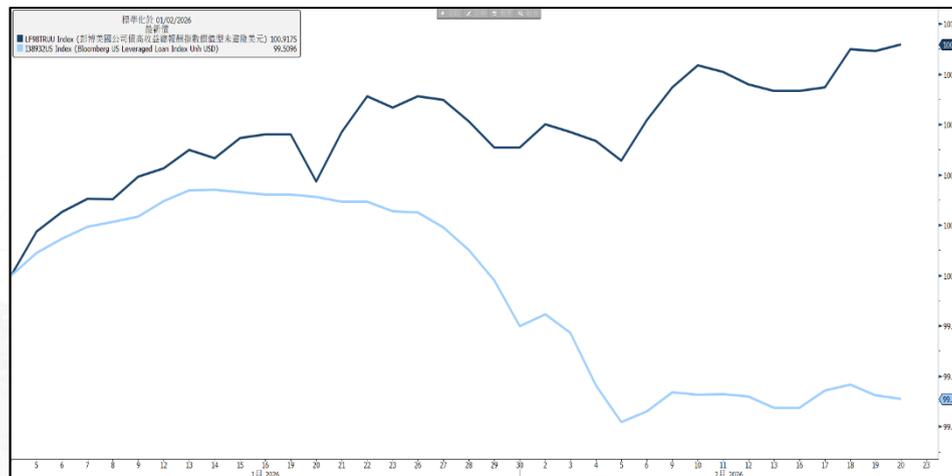
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

非投等債-利差保持區間震盪，存續期間或將迎來延長

非投等債利差2月保持窄區間震盪格局



受軟體股拋售拖累，槓桿貸款市場表現落後非投等債



利率上升所帶來的發行阻力已逐漸消退



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

- 美非投等債市場利差在2月保持區間震盪格局，而目前利差仍保持在歷史相對低位，顯示市場對於風險胃納量仍高。相較之下，年初至今貸款價格報酬顯著落後HY，主要反映科技軟體在貸款指數中占比較高，且標的品質相對偏弱，須持續關注AI衝擊所引發的信用壓力是否進一步升溫。
- 2026年非投等債存續期間 (Duration) 預計將結束多年跌勢迎來觸底回升。隨高利率壓力消退與殖利率利差轉負，誘發強勁再融資需求，加上陡峭「到期牆」迫使發行人將短債置換成長債，存續期間或將迎來拉長。操作建議維持對中短期BB/B級標的配置。

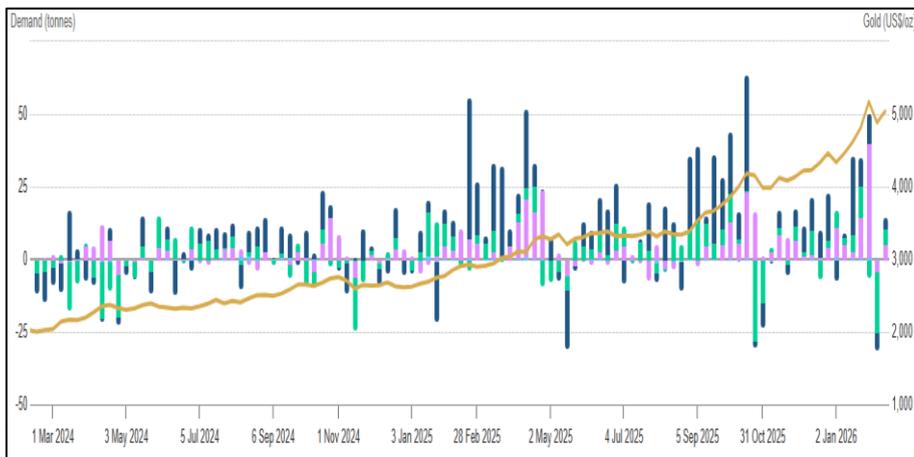
原物料-降息預期重新確立，貴金閃耀、黑金失色

		2025封關	2026/1/20	2026/2/20	期間漲跌(1/20~2/20)	YTD(%)	
農產品	棉花	CTc1	64.30	64.34	61.93	-3.7	-3.7
	咖啡	KCc1	350.70	346.50	287.40	-17.1	-18.0
	糖	SBC1	14.86	14.72	14.07	-4.4	-5.3
	小麥	Wc1	510.25	510.25	559.50	9.7	9.7
	黃豆	Sc1	1044.00	1053.00	1141.00	8.4	9.3
	玉米	Cc1	440.50	423.75	425.75	0.5	-3.3
能源	原油	CLc1	57.95	60.34	66.40	10.0	14.6
	天然氣	NGc1	3.98	3.91	3.00	-23.3	-24.7
貴金屬	黃金	GCc1	4349.40	4759.60	4975.90	4.5	14.4
	白銀	Slc1	75.38	94.21	77.57	-17.7	2.9
	白金	PLc1	2189.60	2431.50	2062.30	-15.2	-5.8
基本金屬	銅	CMCU3PD	12673.50	12753.50	12809.00	0.4	1.1
	鉛	CMNI3PD	16780.00	17614.00	17287.00	-1.9	3.0
	鎳	CMZN3PD	3130.00	3173.00	3339.50	5.2	6.7
	鋅	CMPB3PD	2024.50	2028.50	1954.50	-3.6	-3.5
CRB指數	.TRCCRB	301.82	306.35	309.10	0.9	2.4	

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

黃金-白銀動盪暫歇，焦點回歸地緣風險，維持正向

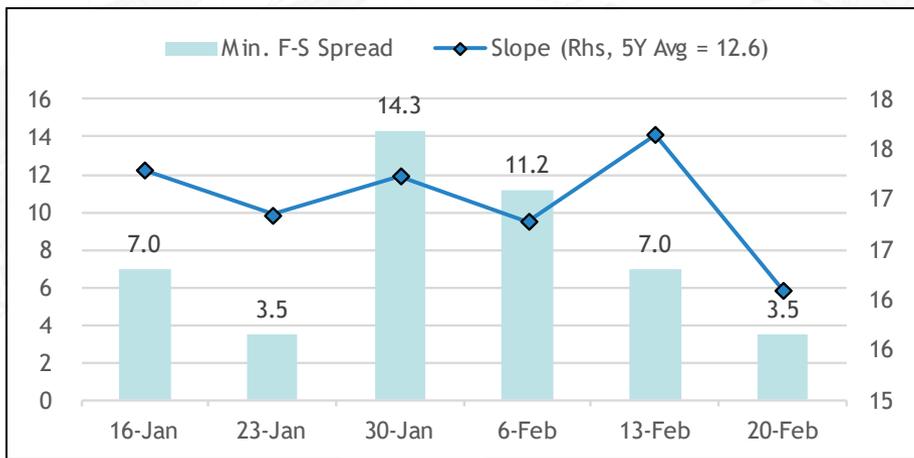
去槓桿行情導致黃金ETF2月初轉向大幅拋售



3月白銀未平倉口數從1月峰值對半砍勝4.4萬口，交割風險降低

MONTH	成交總量							DELIVERIES	未平倉合約	
	GLOBEX	公債市場	PHIT CLEARPOST	總成交量	大宗交易	EFP	EFR		TAS	收盤時
FEB 2026	38	0	0	38	0	0	0	0	148	-42
MAR 2026	56,175	0	1,275	57,450	73	1,282	0	778	44,542	-3,385
APR 2026	1,587	0	0	1,587	0	0	0	0	962	+181
MAY 2026	26,217	0	112	26,329	112	0	0	1,466	56,147	+5,866
JUN 2026	122	0	0	122	0	0	0	0	188	+34
JUL 2026	1,820	0	104	1,924	104	0	0	21	18,898	+9
AUG 2026	4	0	0	4	0	0	0	0	71	+3
SEP 2026	746	0	0	746	0	0	0	4	4,978	+138
OCT 2026	12	0	0	12	0	0	0	0	23	-1

黃金期貨價差趨於平坦，顯示實體黃金需求仍舊強勁



- 隨著白銀3月合約的未平倉口數由1月巔峰9.8萬口對半砍至如今4.4萬口，白銀的交割風險已經大幅下降，預計CME再度採取擠壓投機者出場的措​​施將較1月大幅減少，同時上海期交所也已採取強制措施減少市場投機成分，因此我們預估白銀的波動幅度將會逐漸縮小，連帶黃金的波動也會降低，波動性降低將有利於吸引央行買進。
- 從黃金個月份的價差來看，在歷經1月末動盪後，近月黃金需求依然強勁，2月初黃金ETF拋售潮更多是交易所推動的去槓桿造成，故仍維持對於黃金的正向評等，美國26H2的潛在降息、美伊衝突、美歐日的財政擴張都將有效支撐金價漲勢，預估金價2026上看6000美元。

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

AI支出、軟體崩跌與貴金屬去槓桿動盪衝擊全球

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5400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	相對正向	上調	美國將印度關稅由50%大幅調降至18%，外望扭轉2025年外資賣超格局，外資若回補配合原來就強勁的內資買氣，NIFTY50有望再創新高，上調評等至相對正向。
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。

科技股賣壓籠罩，能源表現良好

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	生技產業的基本面正經歷結構性的好轉，宏觀環境上降息釋放資金蜂擁，產業面技術與併購百花齊放，維持正向評等。
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6000美元。

勞動市場釋出更多降溫訊號，帶動美債走揚

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	川普宣布Kevin Warsh成新任Fed主席，其主張透過縮表換取降息空間，預計未來殖利率曲線將持續陡峭化，維持10年期美債未來一年的交易區間為3.9%-4.5%。
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。

Warsh獲提名減輕獨立性擔憂，DXY升至97.82

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對負向	持平	本週公布的就業數據好壞參半，但預期1月失業率將持平4.4%，支持Fed觀察通膨動向再進行降息，料美元指數短線震盪回升，預估下週區間96.5~98.5，但長線因Fed年內降息空間仍相對其餘主要央行更大，維持美元相對負向評等。
歐元	相對正向	持平	隨1月HICP低於2%，部分官員態度可能出現軟化，預期歐元下週區間1.1800~1.1250，但長線來看，預期ECB全年降息幅度仍小於Fed，有利歐元走升，維持歐元相對正向評等。
日圓	中性	持平	日本眾議院改選後自民黨席次將可單獨過半，市場對未來進一步財政擴張的預期可能導致赤字擔憂，估日圓短線走勢震盪偏貶，區間156~159，維持日圓中性評等。
南非幣	正向	持平	南非央行提及包括電價在內的潛在價格壓力，短期並不急於降息，且南非經濟持續復甦，加以黃金在去美元化、美國高通膨及財政赤字多重推動下預期仍有支撐，維持正向評等。
澳幣	相對正向	持平	澳洲通膨再度攀升，RBA 2月會升息1碼，由於RBA年內升息預期加上原物料價格上漲，上調澳幣評等至相對正向，澳幣預估區間在0.66~0.72。
人民幣	相對正向	持平	人行持續強調人民幣匯率於合理均衡水準上的基本穩定，人行目前將人民幣中間價升破7關鍵價位，上調人民幣評等至相對正向，人民幣預估區間為6.90-7.00。

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。