

2026年05月11日

主題趨勢報

歐洲

歐洲經濟走向K型分化 「兩大板塊」料將崛起



報告摘要

- 美伊戰爭遲緩歐洲復甦進度，並擴大經濟結構分化
- 歐洲半導體晉升AI供應鏈，科技板塊獨攬獲利成長大樑
- 消費、工業等循環性產業表現不佳，維持歐股中性評等

2026年05月11日

主題趨勢報

投顧觀點

儘管歐洲透過多元能源供應管道成功規避二次能源危機，但美伊戰爭的僵持仍推高了原油等能源價格，並加劇通膨壓力。在物價衝擊與經濟成長不如預期的雙重考驗下，**歐洲央行 (ECB) 下修GDP預期，並預計將維持高利率政策至年底。**在此「高息且持久」的環境下，歐洲經濟呈現顯著的K型分化：德國傳統製造業深陷泥沼，而南歐銀行業受惠於高利率下的利差擴大、東歐因國防與近岸外包趨勢崛起，英國則憑藉原物料優勢成為地緣動盪下的資金避風港。

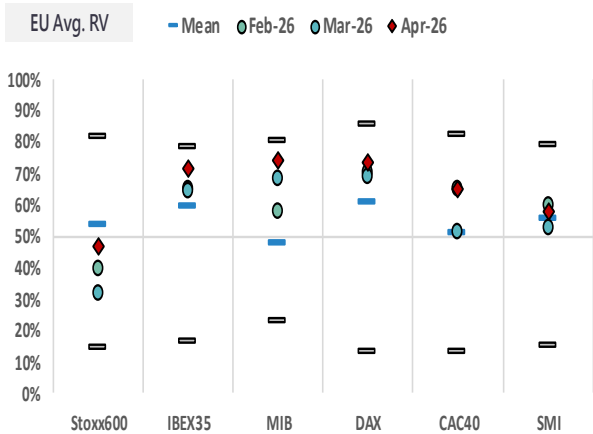
從企業獲利層面觀察，**居高不下的能源成本嚴重侵蝕多數產業利潤，總體獲利高度集中於特定板塊。**若剔除直接受惠於戰爭溢價的能源業，歐洲整體企業面臨營收與獲利雙邊萎縮的窘境。然而，得益於AI的技術持續推進，供應鏈的擴大使歐洲科技板塊在逆風中展現強大爆發力，半導體企業憑藉先進設備/材料與光通訊等技術打入全球AI供應鏈，享受AI資本支出擴張的高成長紅利。整體而言，雖然總體經濟面臨挑戰，但特定區域的金融業與轉型成功的AI科技板塊仍展現出強勁的獲利突圍能力，成為支撐歐洲股市的關鍵樑柱，維持歐股中性評等，STOXX 600指數3個月目標區間為560~620點。

操作建議

在歐洲經濟分化且高利率延續的背景，建議應採取「重板塊、輕大盤」的策略，逢低布局全球AI供應鏈中的歐洲半導體與科技類股，其具備實質且強勁的獲利成長動能，能有效對抗總體經濟逆風。

其次，在防禦性與價值型配置上，可增持受惠於淨利差擴大的南歐銀行體系，或政策支持下的歐洲國防與基建族群(德、法、東歐)，以及具備原物料避險色彩的英國股市，以應對地緣政治與通膨風險。**綜上所述，策略上應以「AI科技成長」與「金融能源價值」雙主軸並進，穩健度過市場波動。**

以相對估值而言，歐股以普遍偏高，短線存在修正風險



投行下修歐元區成長，德國財政支持下半年復甦

Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
預測機構	2025	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026
HSBC	1.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7
GS		0.2	0.1	0.1	0.2	0.7
Barclays		0.3	0.3	0.4	0.3	0.8
UniCredit		0.2	0.1	0.2	0.2	0.8
JPM		0.3	0.4	0.4	0.4	1.0
SinoPac		0.2	0.2	0.3	0.4	0.9

資料來源：WSG · LSEG · 永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2026年05月11日

主題趨勢報

美伊戰爭遲緩歐洲復甦進度，並擴大經濟結構分化

儘管歐洲透過提前的多元能源供應管道成功規避第二次能源危機，在荷姆茲海峽持續封鎖的背景下，歐洲3月LNG天然氣進口再創新高，由美國與俄羅斯的替代供應填補阿曼的缺口，並且歐盟已指示成員國放寬天然氣儲存義務，雖規定11/1前應達90%庫存，但「遇到困難情況」時，核心目標下調至80%，並且部分成員國允許降至75%，特殊情況下最低可降至70%，達標期限可延長至12/1。

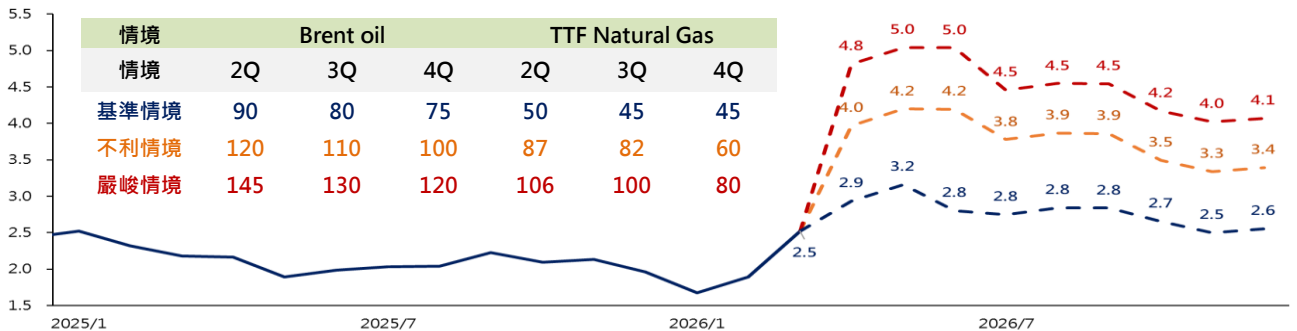
不過戰爭仍延遲歐洲的經濟復甦進程，美伊雙方在戰場上的僵持已逐漸轉化為談判桌上的互不相讓，隨著戰事朝持久化方向靠攏，能源價格也在越來越接近我們預期的「不利情境」，即布蘭特原油第2季季均價將上移至90~120美元/桶區間，不過研究處估算荷姆茲海峽原油缺口已填補約50%~70%(波動來自如俄羅斯原油、G7戰略儲油釋放等暫時性措施)，因此不預期油價會在美伊談判不破裂的情形下靠向「嚴峻情境」。目前歐元區3月HICP已從1.9%跳升至2.6%，ECB亦將歐元區2026、2027年整體通膨年增率由1.9%、1.8%上調至2.6%、2.0%，物價衝擊下3月德、法及歐元區服務業PMI呈現集體下滑，ECB也同步將GDP預估由1.2%、1.4%下修至0.9%、1.3%，預計ECB將在6月升息1碼至後，維持2.25%利率至年底。

在通膨與利率均踏上「Higher for Longer」的背景下，循環性產業與利率敏感產業獲利低谷將再次被延長，歐股K型結構行情持續擴大，其中傳統工業核心德國深陷製造業與外部競爭泥沼，表現相對疲軟；反觀南歐的義大利與西班牙，受惠於高利率下銀行業淨利差的擴張及歐盟復甦基金挹注，展現強勁爆發力；更引人注目的是東歐市場，在近岸外包趨勢、國防預算大增與風險溢價重新定價的推動下，成為吸金力道最強的板塊；英國股市則憑藉集中於原物料與能源板塊的特性，在地緣政治動盪與大宗商品價格高漲的背景下，成功扮演資金的價值避風港。

情境模擬：即使油價飆升，通膨大幅上行風險有限

歐元區HICP Forecast

— 嚴重情境(Q2 Brent 145,TTF 106) — 不利情境(Q2 Brent 119,TTF 87)
 - - Baseline(Q2 Brent 90,TTF 50)



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2026年05月11日

主題趨勢報

歐洲半導體晉升AI供應鏈，科技板塊獨攬獲利成長大樑

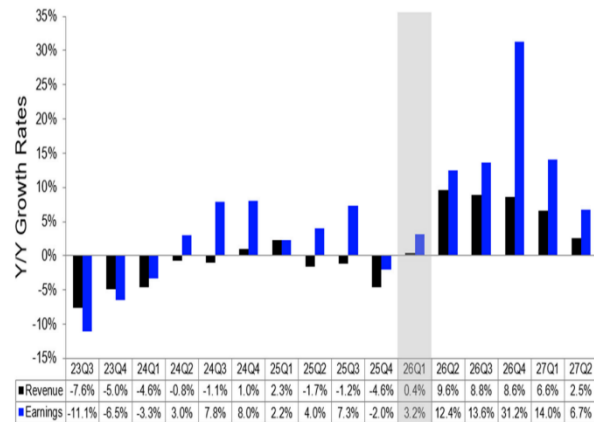
根據LSEG數據，歐股2026Q1財報正處於初步揭曉階段，截止至4/23，STOXX 600指數中已有43家企業公布業績，整體混和營收增速由前季-4.6%扭轉至0.4%，獲利則由-2.0%跳增至3.2%，其中53.5%企業獲利優於市場預期，仍略低於歷史長期平均54%，而**整體獲利總計高於預期約5.0%，同樣低於歷史長期平均5.8%**。

從目前已知資訊，本季度歐洲企業獲利雖然恢復成長，且市場預期後續將進一步加速復甦，但實際上獲利高度依賴特定板塊，若排除能源板塊貢獻，則STOXX 600營收增速將面臨0.9%衰退，獲利增速則萎縮至0.4%，顯示雖歐洲在俄烏戰爭後已充分增加其能源供應管道，使美以伊戰爭對歐洲經濟衝擊降至及低水準，但居高不下的能源價格仍嚴重侵蝕企業獲利能力，10大產業中，合計獲利實現正成長的產業僅有能源(27%)、科技(12.8%)、金融(4.1%)，而獲利驚喜為正產業僅有金融(+4%)、保健醫療(+6%)與科技(+10%)。

分產業來看，醫療保健產業保持最強勁的營收增速，但在專利懸崖壓力下普遍面臨研發支出與併購支出擴張，導致獲利逆向衰退2.4%，不過由於藥企積極布局重磅藥物，其短期財務數據已非市場關注焦點，潛在臨床管道或併購動能才是維繫展望的關鍵；在科技板塊，得益於AI CAPEX對於產業鏈的擴大滲透，從光學LPO與CPO、800V HVDC再到Hybrid bonding，AI的相關技術創新持續帶來半導體增量需求，歐洲半導體企業如NOK、ASM、BESI、SOI已經擺脫過往汽車及家電半導體的傳統框架，成功擠入AI供應鏈，享受AI帶來的高增速紅利；能源板塊雖是本季STOXX 600獲利增長的最大功臣，其Q1獲利成長率高達驚人的27%，總營收亦成長6.9%，但獲利增長純粹受益於戰爭衝擊，因此成長多已在市場預期範圍內，企業亦謹守資本紀律。

獲利增速負轉正，然若扣除能源仍舊疲軟

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

主要增長集中能源，但獲利驚喜來自科技

Exhibit 4A. STOXX 600: Q1 2026 Earnings vs. Expectations

Sector	Above %	Match %	Below %	Surprise Factor %	Reported	Cos. w/ Ests.
					Total #	Total #
Basic Materials	50%	0%	50%	0%	2	30
Consumer Cyclical	67%	0%	33%	0%	3	33
Consumer Non-Cyclical	33%	0%	67%	0%	3	19
Energy	67%	0%	33%	-1%	3	23
Financials	67%	17%	17%	4%	6	61
Healthcare	60%	0%	40%	6%	5	27
Industrials	38%	13%	50%	-3%	8	62
Technology	60%	10%	30%	10%	10	38
Real Estate	33%	0%	67%	-25%	3	11
Utilities	-	-	-	-	0	16
STOXX 600	53.5%	7.0%	39.5%	5.0%	43	320

投資聲明: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。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。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。