

2026/11

經濟多雲時晴，市場偶有陣雨

全球景氣解析

p.2

重要市場展望

p.11

投資評等

p.21

AI、美國與財政抵銷美伊戰火，IMF估2027年成長3.4%

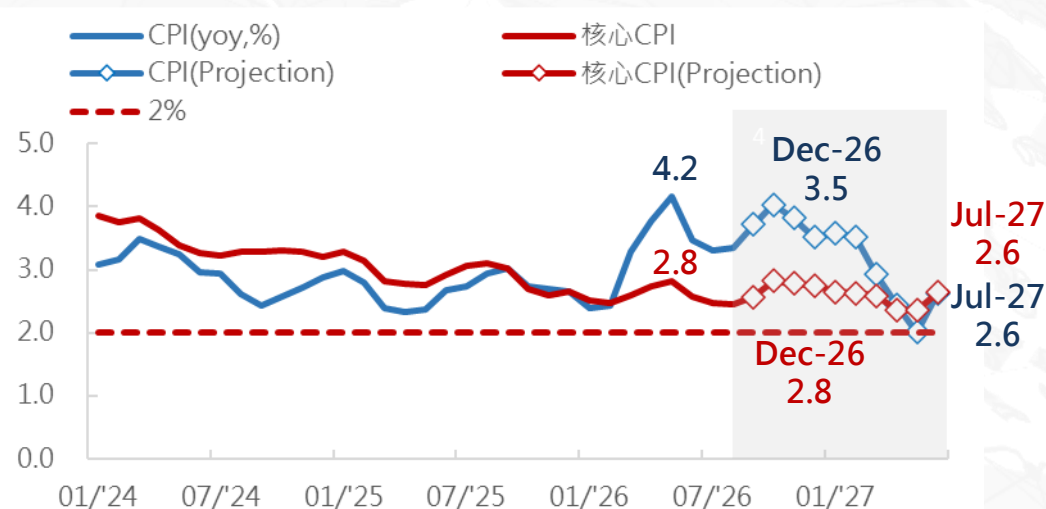
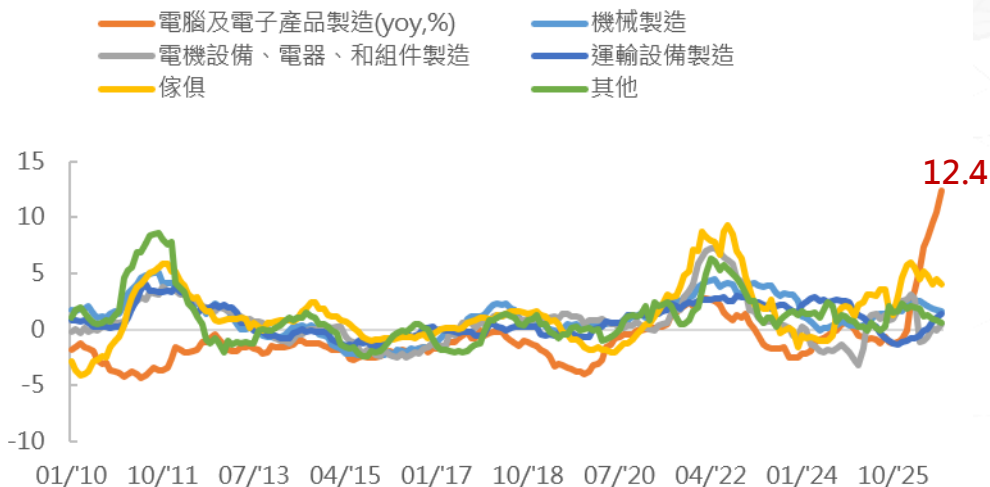
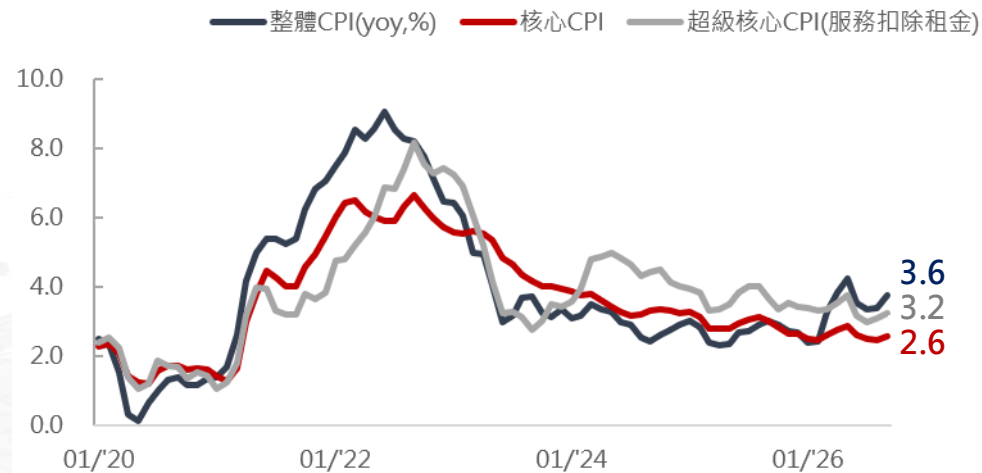
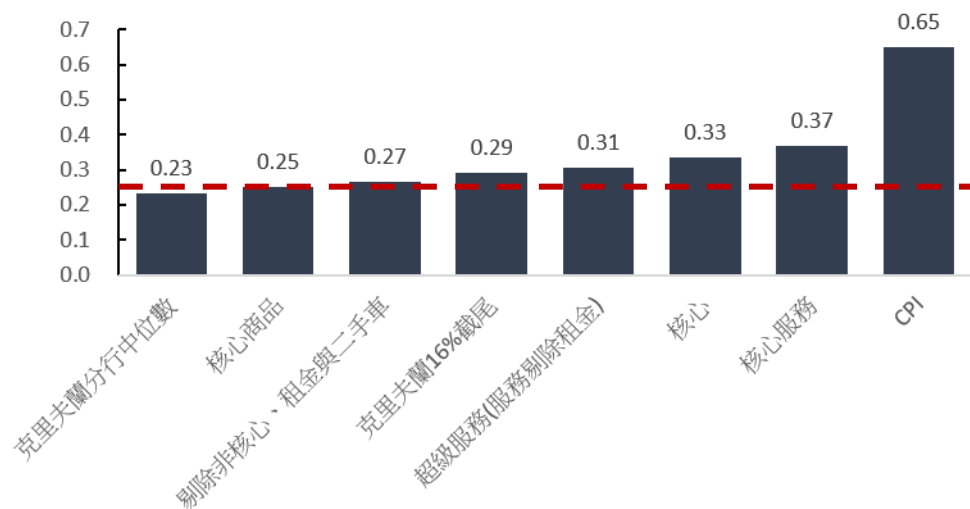
全球景氣解析

IMF	2022	2023	2024	2025	2026	2026(O)	2027	2027(O)
全球	3.5	3.3	3.3	3.5	3.1	3.0	3.4	3.4
先進國家	2.6	1.7	1.8	2.0	2.1	1.7	1.8	1.8
美國	1.9	2.5	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
歐元區	3.4	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9	1.2	1.2
德國	1.8	-0.2	-0.5	0.2	1.3	0.7	1.1	1.0
日本	1.0	1.9	-0.2	1.2	0.7	0.6	0.7	0.7
英國	4.3	0.1	1.1	1.2	1.3	1.0	1.2	1.3
新興國家	4.1	4.4	4.3	4.5	3.7	3.8	4.4	4.5
中國	3.0	5.2	5.0	5.0	4.5	4.6	4.0	4.1
印度	7.0	8.2	6.5	7.8	7.0	6.4	7.0	6.7
俄羅斯	-1.2	3.6	4.3	1.0	0.9	1.1	0.9	1.1
巴西	3.0	2.9	3.4	2.3	2.2	2.4	1.9	2.2
台灣	2.5	1.3	4.3	8.8	10.7	5.2	4.3	3.0

資料來源：IMF，永豐投顧總經研究部整理

能源、服務通膨，企業投資需求，美國9月通膨數據全面超出預期

全球景氣解析



資料來源：BLS · 永豐投顧總經研究部整理

Fed官員談話重點：重估供給衝擊、AI通膨與漸進升息

全球景氣解析

- Fed主席Warsh在FOMC會議增加與市場溝通清晰度與提供更多可參考資訊之外，Fed官員們的公開演說頻率比6月、7月期間顯著增加，這樣的趨勢還在持續，Fed似乎決策背景有了一致的共識。

- 1. 由於疫情後頻繁的供給側衝擊，使得通膨歷經五年半仍未回到2%目標：
- 2. Fed將AI基礎建設需求視為通膨因子。
- 3. 主張循序漸進的升息：

- Fed主席Warsh在記者會上時表示與各國央行總裁交換意見時發現，儘管各國的成因與經濟後果不同，但面臨的核心挑戰都是「持續存在的物價壓力」，形成「貨幣政策的同步緊縮」，因此沒有人能免費搭便車(No Free Riders)。故藉此可判斷持續地升息仍是未來全球貨幣政策的大趨勢。

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	0.0%	85.1%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	0.0%	11.3%	75.7%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	6.7%	49.1%	38.9%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.4%	22.0%	45.4%	26.7%	3.4%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.6%	15.5%	37.6%	32.9%	11.2%	1.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.0%	10.5%	29.6%	34.6%	19.0%	4.8%	0.4%
2027/7/28	0.0%	0.9%	9.6%	27.9%	34.2%	20.4%	6.0%	0.8%
2027/9/15	0.0%	0.9%	8.9%	26.4%	33.7%	21.6%	7.2%	1.2%
2027/10/27	0.0%	1.0%	9.3%	26.6%	33.4%	21.2%	7.1%	1.2%
2027/12/8	0.1%	1.7%	10.7%	27.1%	32.4%	20.1%	6.6%	1.1%



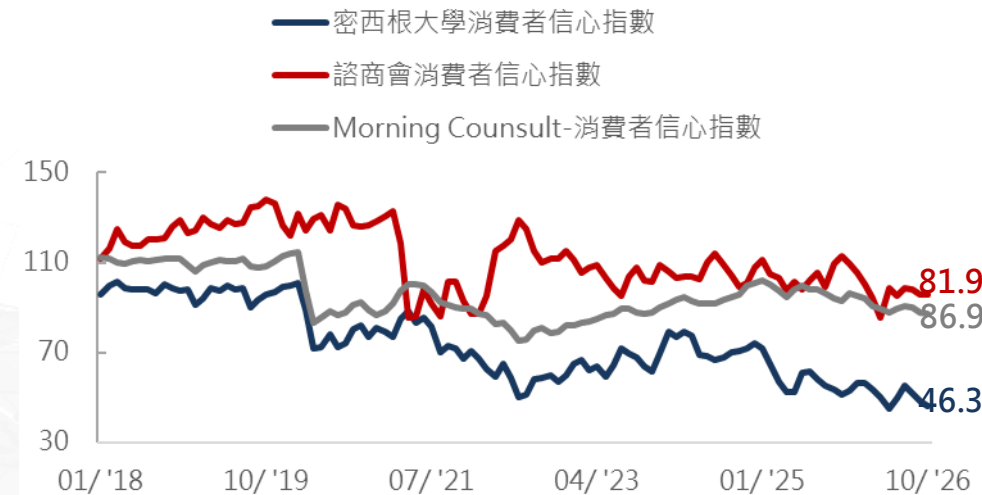
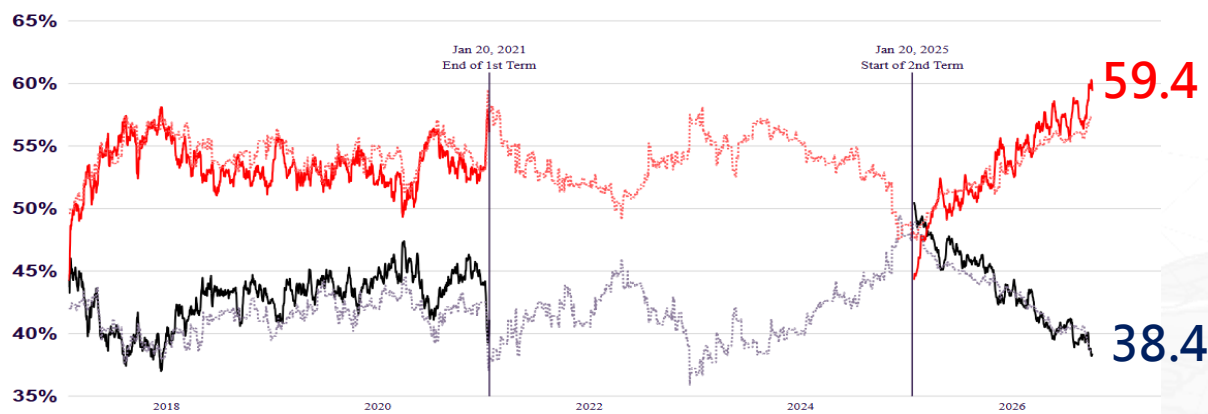
Fed官員談話偏鷹，但未達2022年暴力升息時水準

聯邦基金利率預測 (碼數,利率上緣)	2025 end	1H26	3Q26	4Q26	2026	2026 end	1Q27	2Q27
Citi	3.75	0	1	1	2	4.25	0	-1
Morgan Stanley				1	2	4.25	1	0
Goldman Sachs				1	2	4.25	0	0
UBS				1	2	4.25	1	0
JP Morgan				1	2	4.25	0	0
Barclays				1	2	4.25	1	0
BofA				2	3	4.50	0	0
SinoPac				1	2	4.25	1	0

資料來源：BLS, CME, 各大投資銀行研究, Bloomberg, 永豐投顧總經研究部整理

川普施政不滿意度持續上升，市場預期國會將變天

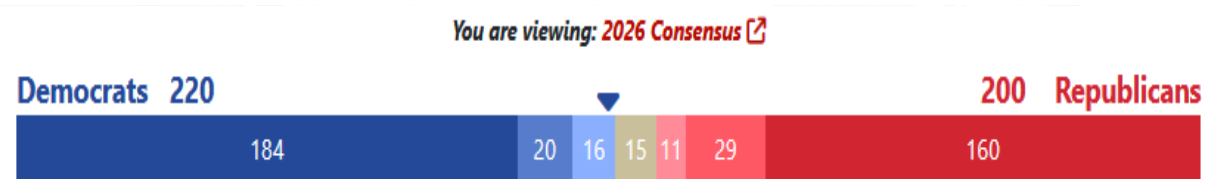
President Trump Job Approval



期中大選	總統	參議院	眾議院	國會主導權
1970/11/3	Richard Nixon	Democratic	Democratic	Democratic
1974/11/5	Gerald Ford	Democratic	Democratic	Democratic
1978/11/7	Jimmy Carter	Democratic	Democratic	Democratic
1982/11/2	Ronald Reagan	Republican	Democratic	Split
1986/11/4	Ronald Reagan	Democratic	Democratic	Democratic
1990/11/6	George H.W. Bush	Democratic	Democratic	Democratic
1994/11/8	Bill Clinton	Republican	Republican	Republican
1998/11/3	Bill Clinton	Republican	Republican	Republican
2002/11/5	George W. Bush	Republican	Republican	Republican
2006/11/7	George W. Bush	Democratic	Democratic	Democratic
2010/11/2	Barak Obama	Democratic	Republican	Split
2014/11/4	Barak Obama	Republican	Republican	Republican
2018/11/6	Donald Trump	Republican	Democratic	Split
2022/11/8	Joe Biden	Democratic	Republican	Split
2026/11/3	Donald Trump	?	?	?



*no 2026 election

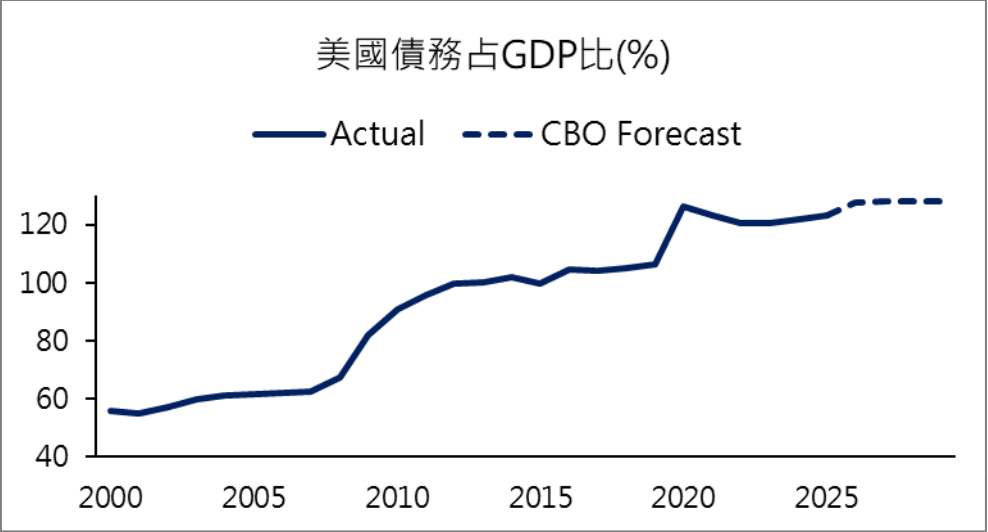


白宮	共和黨	眾議院	
		眾院/共和黨	眾院/民主黨
參議院	/共和黨	現狀 · 贏者全拿(Red Sweep,8%)	分裂政府(Divided Government,29%)
	參院/民主黨	打破傳統(1%)	藍色浪潮(Blue Wave, 62%)

資料來源：270 to Win, CBO, Kalshi, Morning Consult, RealClear Politics, University of Michigan · 永豐投顧總經理研究部整理

民主黨主導眾院，供應鏈政策不變，政治與財政風險上升

項目	民主黨掌握眾院	民主黨完全掌握國會	備註
財政政策			
OBBBA 已生效部分 共和黨預算協調	不會改變		轉為跨黨派協調
	必然改變	必然改變	
貿易政策			
川普關稅	可能改變	必然改變	
移民政策			
「管控邊境」	不會改變		已匡列多年資金不能立即消除
嚴格執法與潛返政策	可能改變	必然改變	
產業與供應鏈政策			
對中戰略競爭	不會改變		MATCH Act 等具跨黨派支持
半導體出口管制	不會改變		
製造業回流	可能改變	可能改變	民主黨偏好補貼+退稅+產業政策+提高勞動條件組合
AI主導	不會改變		民主黨可能強化安全、環境與資源監管
民生與社福			
Medicaid	可能改變	必然改變	民主黨已列優先事項，將嘗試逆轉談判籌碼
ACA 補貼	可能改變	必然改變	
SNAP 食品補助/托育政策	可能改變	必然改變	
住宅政策	不會改變		民主黨可能強調可負擔住宅，但大方向不變，增加住房供給成兩黨共識，兩黨通過ROAD Housing Act
國內政治			
眾院特別調查小組	必然改變	必然改變	
針對川普個人調查	可能改變	必然改變	
聯邦法官任命	必然改變	必然改變	
地緣政治			
伊朗戰爭	可能改變	必然改變	國會限制總統戰爭權力與預算撥款



8月

資本利得稅改革

未來財政赤字增加1兆美元，有貧富議題

9月

向成年人發放\$5000

總金額約1.2兆美元，約名目GDP的5%

秋季推出預算整頓措施

Bessent將與OMB和聯邦部門主管討論財政整頓

資料來源：BLS, CME，各大投資銀行研究，Bloomberg，永豐投顧總經研究部整理

法國債務危機？目前尚無進一步深化與擴散風險

市場對法國債務失控的恐慌並非突發，而是赤字預期惡化與買盤結構崩潰共振的結果：

- **赤字擴大定價（基本面失能）**：地緣衝突與 AI 熱潮粉碎了市場對利率下行的預期；2027 年大選領跑的左右兩派皆主張擴大支出，坐實了政治失能，使市場篤定法國未來 3 至 5 年赤字「只增不減」。
- **官方買盤退場（流動性抽離）**：隨 ECB 全面執行 QT 並停止到期再投資，法債失去了 QE 時代每月的最大非價格敏感護盤資金。
- **海外主力撤資（資金踩踏）**：法債外資佔比達 57% (德國45%、西班牙40%、美國30%、義大利28%)，其中最大海外買家日本（持倉約 1,450 億美元）因本國殖利率走升、高昂的匯率避險成本及財政疑慮，正大舉清倉法債。

法國債務危機爆發原因並非債務本身，而是一系列結構性因素

國家	債務/GDP	與法國的本質差異
日本	260% 全球最高	◆ 90%+ 債務由本國國民/央行持有（內債為主） ◆ 擁有絕對貨幣主權（日圓可無限印鈔，無違約風險） ◆ 全球最大海外淨債權國，外匯儲備與海外資產極龐大
美國	120%+	◆ 美元擁有全球終極儲備貨幣霸權（全球剛需買盤） ◆ 科技創新與人口結構帶來高經濟潛在增速 ◆ 擁有聯準會作為最後貸款人
義大利	140%	◆ 經歷歐債危機痛定思痛，政治目前穩定（梅洛尼政府） ◆ 積極控制赤字目標往 3% 靠攏，內資零售散戶買盤強
法國	120%	✗ 無獨立貨幣主權（受歐央行規矩約束，無法印鈔） ✗ 海外投資者持有過半（外資佔比高，說撤就撤） ✗ 赤字增速全歐最差，且國會癱瘓、無法糾偏

其他歐洲各國目前債務控制與國內政治均十分穩定性

國家	債務 / GDP	赤字控制能力	政治局勢與執行力	是否有類似法國的危機風險？
法國	~118% （持續攀升）	失控（>5%）， 難達 3%	極端分裂（少數政府、隨時倒閣、大選兩極化）	危機核心（赤字失控 + 政治糾偏癱瘓）
意大利	~139% （基數最高）	改善中，致力壓 至 3% 內	穩定（多數右翼聯合政府， 政策執行順暢）	低至中等（存量高，但財政謹慎且 內資托底）
西班牙	~101% （逐年下降）	良好，經濟增長 強勁擴大稅基	尚可（少數派政府，但基 本面與歐盟關係良好）	極低（受害於外溢效應，非本國問 題）
希臘	~143% （快速下降）	優良，長期保持 基礎盈餘	穩定（單一政黨多數，推 行親商改革）	無（已脫胎換骨，殖利率甚至低於 法債）
德國	~64%（全 歐最健康）	極嚴，受憲法 「債務煞車」約 束	政見摩擦多，但憲法約束 硬	無（歐洲終極安全資產）
英國	~100% （持平微升）	偏緊，維持嚴格 財政緩衝規則	極穩（工黨掌握絕對多數， 政策無倒閣阻礙）	低（有償債壓力，但具備完全政治 掌控力與貨幣主權）

資料來源：永豐投顧整理

市場訂價政治與信用風險，但尚未達到危機程度

全球景氣解析



比較面向	2011 年歐債危機	2026 年法國
震央	希臘、愛爾蘭、葡萄牙 → 義大利、西班牙(周邊)	法國(核心，歐元區第二大經濟體)
問題性質	流動性 + 償付能力；市場拒絕融資，需紓困	信譽與可持續性；融資暢通但成本上升
利差高點	BTP-Bund ~550bp；OAT-Bund ~190bp (2011/11)	OAT-Bund ~147bp 收盤、~160bp 盤中 (2026/10/2)；BTP-Bund ~111bp
絕對殖利率	義大利 10Y >7%；法國 ~3.5%~3.7%	法國 10Y 4.85%、高於義大利；美國 10Y 5.34%
ECB 政策方向	降息、SMP、LTRO；2012 年 OMT	升息週期(存款利率 2.50%)，通膨 3.8%；討論暫停 QT、TPI 門檻高
制度工具	EFSF(臨時)、SMP；無 ESM/OMT/TPI/銀行業聯盟	ESM、OMT、TPI、銀行業聯盟齊備
主權—銀行連動	周邊銀行重倉本國公債，惡性循環	法國銀行持有國債 10.5%、保險 9.6%；外資 57.5%
傳染程度	全面傳染，歐元存續受質疑	有限；10/1 BTP 利差單日跳升至 2020 年來最大，但隨後回落

資料來源：永豐投顧整理

民調顯示法國右派或取得執政權，然議會分裂令摺節政策添疑慮

全球景氣解析

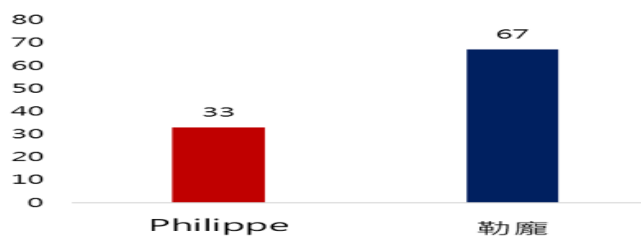


民調機構	梅朗雄 (極左)	格魯克斯曼 (中左)	艾塔爾 (中間)	Philippe (中間)	Retailleau (中右)	勒龐 (極右)
Harris Interactive	18	10	5	13	7	35
Ifop	15	11	8	16	7	32
YouGov	17	8	9	12	8	34
Cluster17	19	12	-	19	7.5	31
OpinionWay	17	9	7	15	7	34

第二輪民調：中間 vs 極右



第二輪民調：左翼 vs 極右



增稅項目	極右翼勒龐提出透過全民公投批准的黃金法則憲法，預計到2030年，公共赤字佔GDP比要低於3%；到2032年（下一任總統任期的最後一年），公共赤字佔GDP的比例低於2.5%
政府精簡、國家改革	大幅簡化地方政府結構和法國重疊的行政層級，同時廢除120多種稅收。
能源	2050年前實現碳中和，並發布新的國家低碳策略 - 對風能和太陽能的虧損補貼將終止，將零利率貸款擴展到更清潔的車輛
移民制度	更嚴格的移民管制和國家優先政策將在第一年節省150億歐元，年節省290億歐元。
退休金	一項基於個人和集體退休儲蓄的新型私人退休金計劃正在籌劃中，創造150億歐元至200億歐元的長期儲蓄，改革細節將在未來幾週內公佈。
企業稅	- 被認為少繳法國稅款的跨國公司，使用其平均利潤率來估算應稅利潤徵稅。 - 加強杜特里伊稅(Dutheil tax)，讓企業在繼承或轉讓中可免除75%的贈與稅，為家族企業帶來稅收減免，同時為小型企業和農民在自動化、數位化和提高生產力方面的投資引入150%的稅收超級扣除 - 預計將為企業帶來200億歐元稅收減免
財產稅與資本稅	將以金融財富稅取代對房地產稅，並將稅率設定為30%，以恢復投資者信心。
能源稅	大幅降低能源和必需品的增值稅

日期	事件	觀察重點
10/13~10/19	國民議會院會審議 PLF 2027 收入部分	財委會版本已刪除 5% 目標；院會以政府原文審議
10/23	Moody's 評級審查 (Aa3 / 負向)	降至 A1 的機率高；三大機構是否同落 A 級
10/24~10/25	RN 黨大會 (UBS 所載)	€140bn 節支細節、退休金資本化支柱
10/27	國民議會審議社會安全預算 (PLFSS 2027)	退休金凍結與 ONDAM +2.0% 能否過關
10/29	ECB 貨幣政策會議	是否暫停 QT；市場隱含升息機率已降至約 20%
11 月中	歐盟執委會對各國預算草案意見	法國是否仍符合 EDP 要求 (TPI 資格前提)
11/17~11/18	PLF 2027 全案表決，送參議院	是否動用 49.3 條；不信任案票數
11/27	S&P 評級審查 (A+ / 穩定)	展望是否轉負
12/10	70 天憲法期限	未通過則以 47(3) 條預算條例或特別法延用 2026 預算
12 月	AFT 公布 2027 年細部發債計畫 (€340bn)；ECB 12 月會議	發債結構與市場胃納
2027/3 月底	INSEE 公布 2026 年赤字與債務決算	5.4% 是否守住
2027/4/18、5/2	總統大選第一、二輪	Le Pen vs. 中間派；黃金法則公投承諾
2027/5~6 月	新總統就職、可能解散國會與國會選舉	能否產生多數政府

資料來源：永豐投顧整理

股市-資料中心債券恐慌拋售，費半連八跌

市場回顧與展望

		2025封關	2026/9/16	2026/10/16	期間漲跌(9/16~10/16)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	48,367	51,462	52,002	1.1	7.5
	S&P500	6,896	7,552	7,659	1.4	11.1
	NASDAQ	23,419	25,978	26,140	0.6	11.6
	德國DAX	24,490	25,538	25,623	0.3	4.6
	法國CAC	8,168	8,141	7,957	-2.3	-2.6
	英國FTSE	9,941	10,688	10,882	1.8	9.5
亞洲股市	日本	3409	4,062	4,066	0.1	19.3
	中國	4,651	4,480	4,171	-6.9	-10.3
	香港	25,855	24,714	24,187	-2.1	-6.5
	南韓	4,214	6,718	5,668	-15.6	34.5
	台灣	28,707	45,849	47,111	2.8	64.1
	新加坡	4,655	5,635	5,416	-3.9	16.3
	泰國	1,260	1,563	1,573	0.7	24.9
	馬來西亞	1,685	1,679	1,608	-4.3	-4.6
	印尼	8,647	6,437	5,185	-19.4	-40.0
	菲律賓	6,053	5,917	5,783	-2.3	-4.5
	越南	1,767	1,810	1,706	-5.8	-3.5
金磚	巴西	161,125	185,548	205,430	10.7	27.5
	印度	84,675	74,336	74,729	0.5	-11.7
其他	新興亞洲	774	952	907	-4.7	17.2
	新興歐洲	259	273	261	-4.6	0.5
	拉丁美洲	2,712	3,096	3,321	7.3	22.4

資料來源：LSEG · 永豐投顧整理

資料截止至 2026/10/16

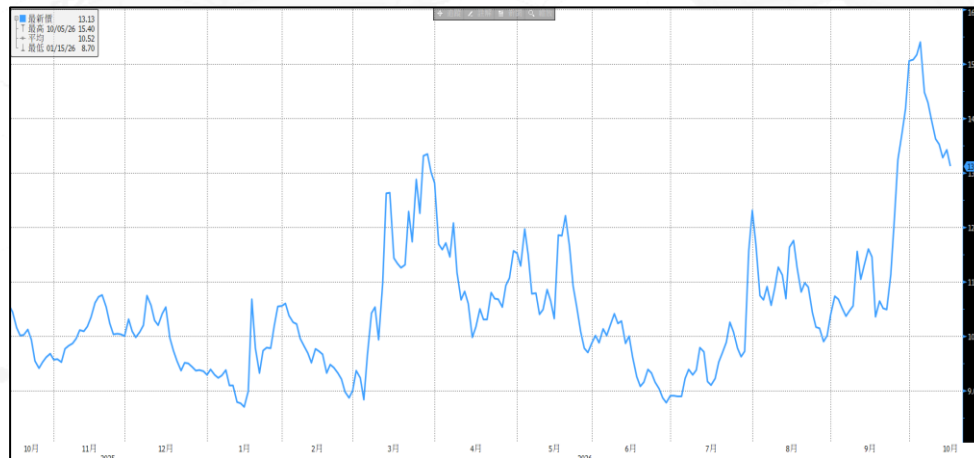
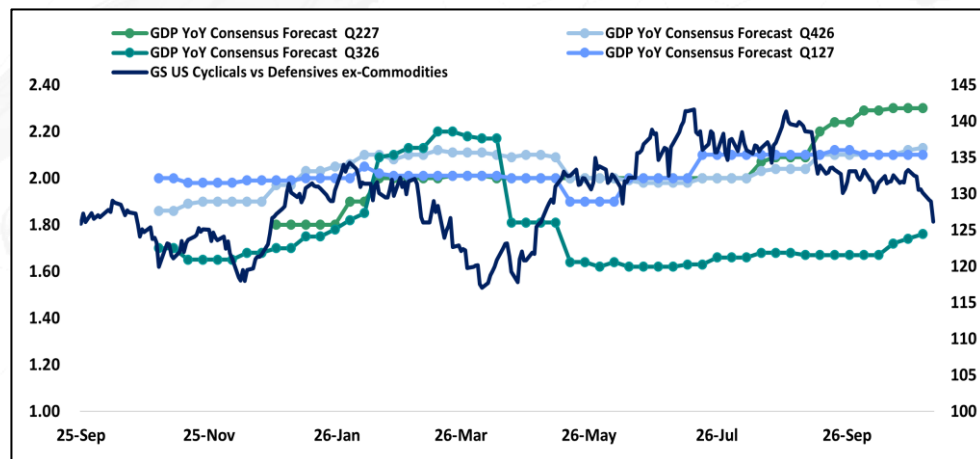
美股-宏觀風險紛擾、微觀表現分化

市場回顧與展望

- 美股總經與微觀分化：強韌指數下的結構撕裂
 - 總體經濟層面的多重約束：美國10年期公債殖利率徘徊在5.3%高檔，布蘭特原油重回100至103美元區間，餾分油（取暖油）與歐洲天然氣價格同步攀升。高通膨黏性與能源供應風險削弱了降息預期，對總體需求形成持續壓制。
 - 微觀基本面的極端分化：半導體核心供應鏈需求異常強勁；然而，傳統景氣循環股、非AI硬體（如LG電子受物流與投入成本擠壓）以及美國等權重標普指數（RSP）相對走弱。
- 資本供給爭奪與排擠（Crowding Out Effect）：
 - 各國政府因龐大財政赤字而維持龐大的主權融資規模。
 - 與此同時，前沿科技呈現前所未見的資本密集度。例如SpaceX尋求400億美元融資、博通評估超過500億美元融資。若市場認定前沿運算能創造20%至30%的複利IRR，科技巨頭將樂於以高個位數利率大舉融資。
 - 這種對優質資本的虹吸，推升了高公債實質殖利率，並對依賴低廉資本環境的消費者、中小企業及主權政府資產負債表施加嚴重壓力。

景氣循環股相對防禦股大幅走弱，反映市場風險偏好Risk off

長天期債券期貨的隱含波動率已下滑，反映短線上殖利率見頂

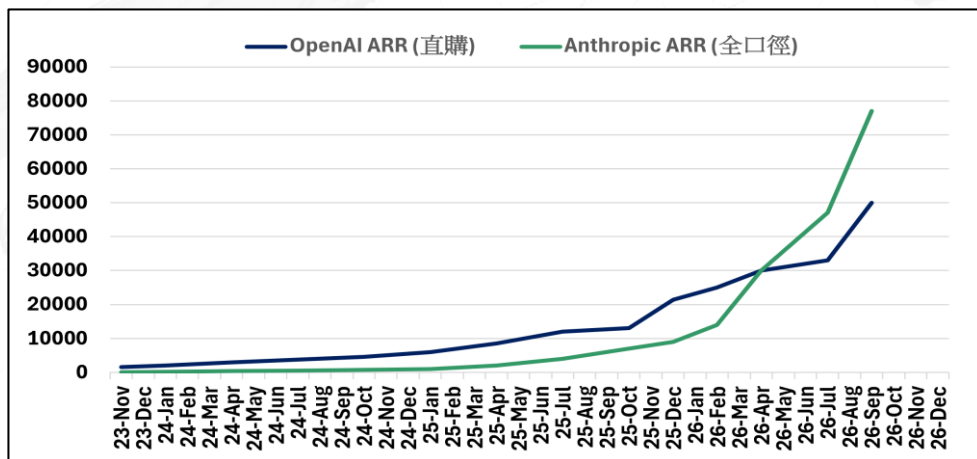


資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

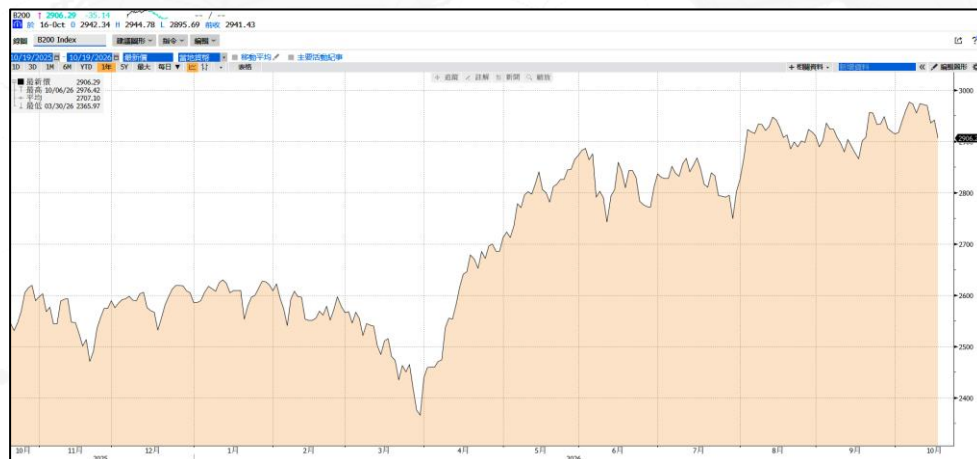
科技-利空頻傳，然基本面並未出現轉折

- 市場擔憂一：OpenAI 營收落差引發生成式 AI 變現動能熄火疑慮
 - 數據未納入微軟 Azure 雲端渠道分銷金額，企業實務上多採既有合約額度採購 API。
 - 第三方 Token 消耗量單季倍數成長，高階代碼生成高度集中於旗艦模型，終端需求仍在加速擴張。
- 市場擔憂二：硬體供應鏈雜音頻傳與估值修正，反映實質算力需求見頂
 - 資料中心電力併網受限與融資交付等供給端瓶頸，非需求基本面萎縮。
 - 記憶體新架構與客製化晶片崛起競爭屬於產業結構重組，整體算力市場規模持續擴大。
- 市場擔憂三：高收益債利差走擴與總經資金緊縮
 - 資本排擠主要衝擊邊際借款人與高槓桿中間商，擁擠的「做多 AI、做空公債」去槓桿已告一段落。
 - 掌握已供電算力與充沛自由現金流的超大型雲端巨頭，長期競爭優勢與資產負債表韌性更為確立。

兩家領先廠商的ARR統計口徑並不一致



B200算力租賃指數仍在高檔



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

生技:宏觀逆風與內部AI扭曲加劇生技動盪，維持相對正向

市場回顧與展望

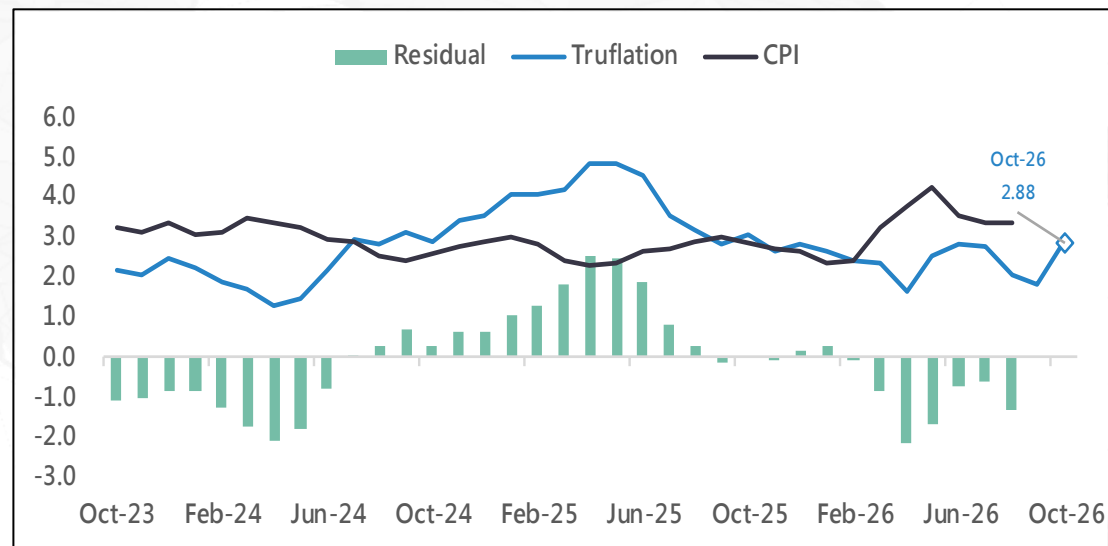
- 隨著全球公債利率全面上行，藥企更加偏好成熟現金流與即期商業化資產(如非鴉片類止痛龍頭 Pacira、罕見神經疾病藥廠 IntraBio)以夯實基本面利潤，但對於次世代平台仍願支付極高首付款，不惜開出 5 億至 10 億美元的首付款重金綁定體內 mRNA 雙抗與次世代免疫研發平台(如 Abogen、Regeneron)。
- 展望10月下旬及第四季末，隨著各大國際醫學年會的後期臨床數據釋出，具備同類最佳 (Best-in-Class) 臨床驗證與明確安全性優勢的標的，將持續獲得資本市場與跨國大廠溢價爭奪，維持相對正向評等，NBI 指數全年 7800 點目標價。

高殖利率環境使大型併購態度轉趨謹慎

交易類別	截至9月	截至10月13日	10月上半月 邊際變化	交易趨勢與策略意涵剖析
控制權併購 (M&A)	69 件 / ~\$198.6B	72 件 / ~\$203.1B	+3 件 / +\$4.5B	併購案鎖定具備明確商業化營收或已獲批第二標籤的成熟管線，有效縮短投資回收期。
技術授權與合作 (BD&L)	152 件 / 最大 \$18.5B	164 件 / 最大 \$18.5B	+12 件	大藥廠頻繁開出 5 億至 10 億美元級別的保證首付款，爭奪次世代核酸與免疫平台主導權。
首次公開募股 (IPO)	23 件 / ~\$7.3B	25 件 / ~\$7.6B	+2 件 / +\$0.3B	TRexBio、Retension 等具備差異化免疫與心血管機制的公司順利掛牌，另有 3 家生技標的排隊遞表。
創投融资 (VC/Financing)	180 件 / 最大 輪 \$2.1B	194 件 / 最大 輪 \$2.1B	+14 件	歐洲生命科學基金 Forbion 募集 23 億歐元旗艦基金，一級市場頂部流動性儲備依然充沛。

資料來源：LSEG、Biobucks、永豐投顧整理

高頻追蹤數據顯示10月起通膨壓力開始急遽升溫

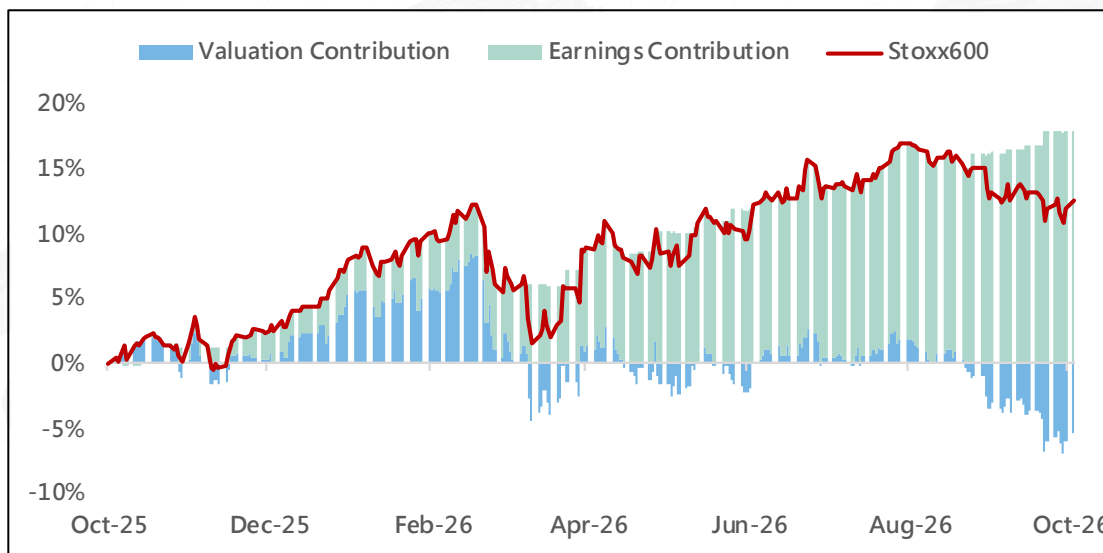


歐股:法國債務危機尚無進一步深化與擴散風險

市場回顧與展望

- 歐洲經濟仍維持溫和復甦態勢，歐元區 9 月製造業 PMI 由 52.7 升至 52.9，連續 3 個月改善且創下 2022/5 以來新高，8 大經濟體呈現全面擴張，這構成歐股企業利潤穩定成長的基石，歐洲科技、金融、能源與重電均受惠於強勁結構性利多。
- 法國財政危機造成 10 年期法德利差達到歐債危機水準，並且風險開始外溢至歐洲整體，體質較差的義大利與希臘公債首遭波及，進一步金融緊縮風險正在被市場納入定價。
- 從最新民調來看，國民聯盟不論在總統或黨派支持度均大幅領先，因此不論今年預算案審議結果，若明年右派獲選總統，高概率解散國會並重提預算案，屆時財政風險將緩解，故仍維持歐股相對正向評等。

估值與盈利背離，市場過度寬估法債與能源影響



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

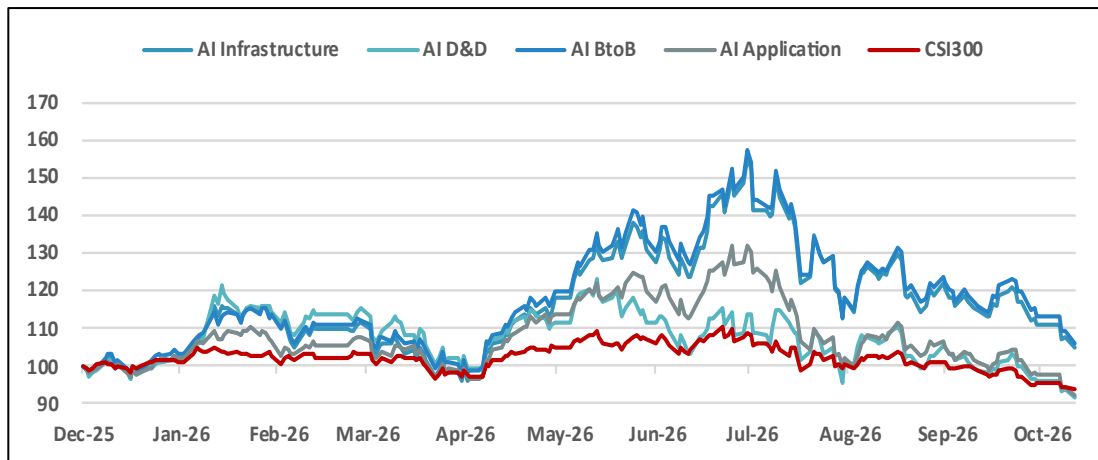
企業獲利基本面強勁，過去數週市場仍持續上調成長預期



陸股:FCC禁令恐慌重創光模組，但市場過度恐慌禁令影響

市場回顧與展望

海內外逆風夾擊下，中國AI類股持續下探，光通訊尤其慘淡



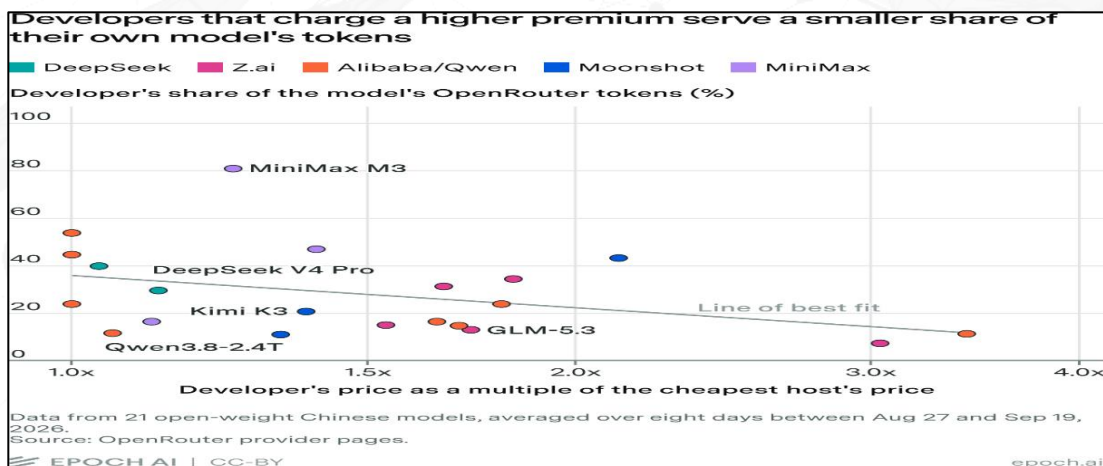
美國持續擴大對中國AI及其供應鏈的圍堵措施

2026年 美國對華AI及供應鏈限制與禁令時間線

2026年 關鍵政策與限制措施一覽

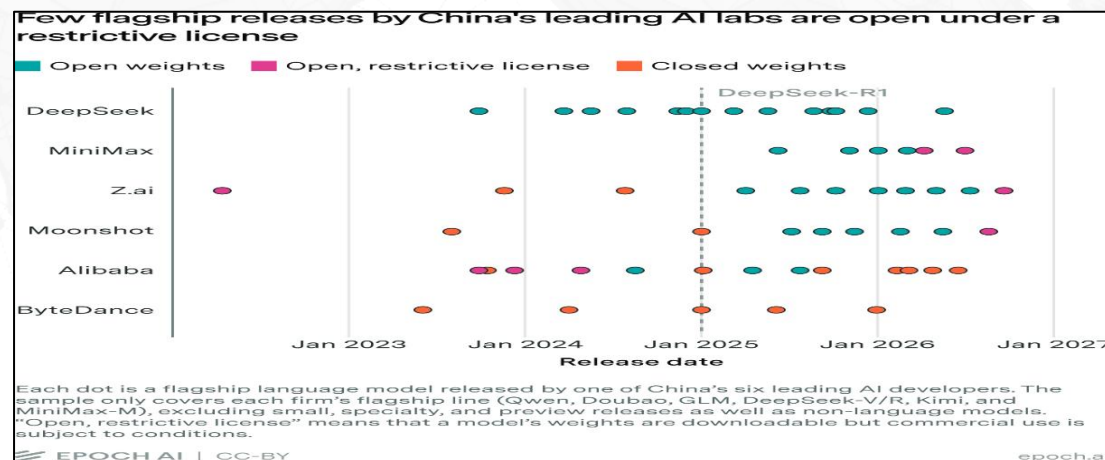
- 01月01日 | Section 301 關稅調升**
儲能電池、天然石墨關稅正式調升至 25%。
- 01月12日 | 《遠端訪問安全法》通過**
眾議院表決通過，管制透過雲端或網際網路遠端調用受控美系AI算力。
- 03月中旬 | 高階晶片許可重塑**
特定型號改採嚴苛的「逐案審查與配額制」。
- 07月24日 | Section 301 溯源關稅**
針對中國製電池與清潔能源加徵12.5%溯源關稅。
- 08月-09月 | 高速光通訊安全審查**
研擬禁用中國高階光模組（如800G/1.6T），防堵韌體安全隱患。
- 09月 | 海外子公司納管**
總部在華企業之海外子公司出口受控AI晶片一律須申請許可。
- 09月-10月 | 第三國算力KYC限制**
研擬禁止第三國資料中心向中企出租 H100/H200 等算力。
- 11月10日 | 50% 股權穿透規則生效**
實體清單企業持股達50%及以上之附屬實體，自動適用同等禁令。

中國實驗室須面對完全競爭市場，API毛利率僅15%~30%



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

26H2起，中國AI模型開始從開源轉向限制性開源與閉源

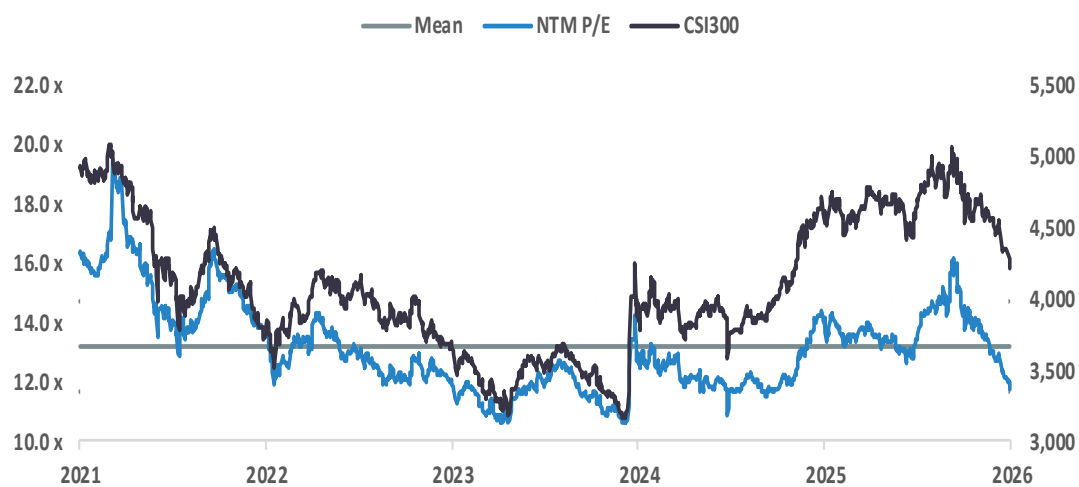


陸股:宏觀風險扭曲基本面，估值未能反映獲利成長

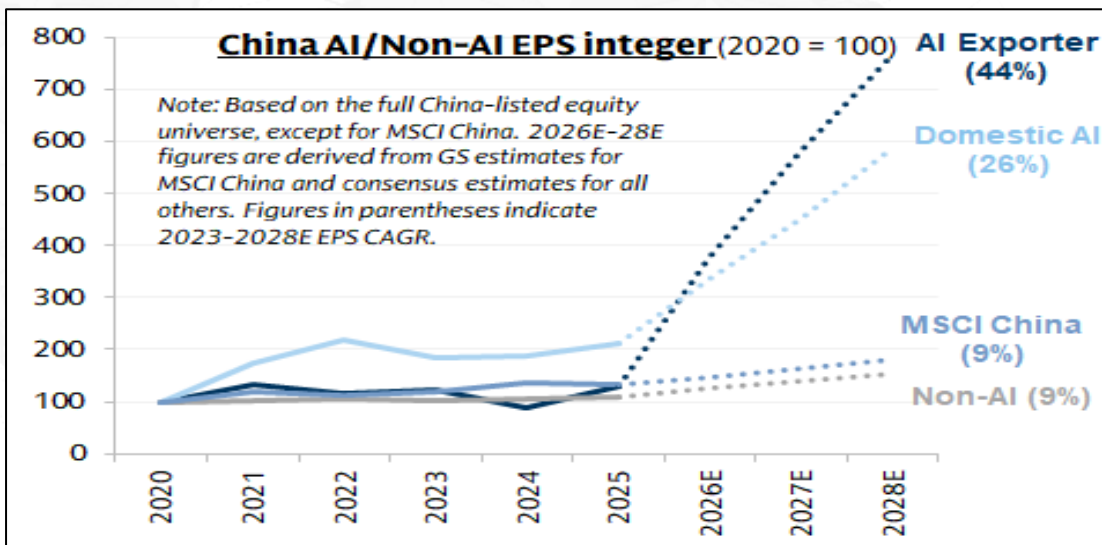
市場回顧與展望

- 中國十一長假消費趨勢平穩，商務部監測的全國78個重點商圈前3天客流量同比+3.4%、營業額同比+5.3%，平穩放緩的趨勢無法在市場激起浪花，並且受地方化債需求擠壓，中國9月以來能有效刺激內需的措施寥寥無幾，公告內容愈發傾向「六張網」項目，因此預估10月政治局會議也將維持相同步調，政策將以AI為中心，不應樂觀預期消費或房市激勵政策。
- 潛在 FCC 光模組禁令導致光通訊族群慘遭拋售，子族群中光晶片/雷射廠首當其衝，65%美系 BOM 門檻形同強制模組廠綁定「美系 DSP + 美系 Laser」，易中天等光模組封裝龍頭則中性偏空，雖800G/1.6T短期出貨無虞，但3.2T世代將面臨無法導入國產光晶片降本窘境。我們認為市場忽略3.2T禁令就算實行也要等到2028年，並且中國本地AI CAPEX已開始擴張的背景，過度定價恐慌。

估值修正過度，跌破3月低點後逼近2025年關稅解放日



預期本地AI公司和出口商的成長速度將超過整體市場



資料來源：LSEG · GS · 永豐投顧整理

債市-AI循環融資擔憂爆發，資金回湧公債避險

市場回顧與展望

各國公債		2025封關	2026/9/16	2026/10/16	期間漲跌 (9/16~10/16) 6)	YTD報酬率	存續期間
歐洲	希債10年券	3.47	4.28	4.33	-0.38	-6.76	7.90
	葡債10年券	3.15	3.88	3.87	0.06	-5.76	7.99
	義債10年券	3.51	4.37	4.48	-0.81	-7.47	7.72
	西債10年券	3.29	3.97	4.01	-0.33	-5.91	8.18
	法債10年券	3.56	4.47	4.78	-2.49	-9.61	7.85
	德債10年券	2.85	3.51	3.41	0.82	-4.61	8.27
	英債10年券	4.50	5.30	5.38	-0.55	-6.63	7.57
G3	日債10年券	2.07	3.00	2.94	0.53	-7.34	8.48
	美債10年券	4.13	5.00	5.10	-0.72	-7.47	7.70
亞太	台債10年券	1.39	1.94	2.03	-0.81	-5.75	8.98
	韓債10年券	3.39	4.55	4.16	3.02	-6.02	7.74
	澳債10年券	4.75	5.36	5.24	0.95	-3.91	7.96

資料截止至 2026/10/16

資料來源：LSEG、Bloomberg、永豐投顧整理

投等債:信用風險升溫推動避險資金流向高品質債券

市場回顧與展望

- 美國9月CPI、PPI均超預期使得通膨壓力居高不下，原本加劇了市場對Fed進一步升息的擔憂，然隨著AI相關企業融資風險升溫、科技股承壓，焦點階段性轉向高利率對經濟增長、企業償債能力及金融市場穩定的影響，資金暫時重返公債市場等相對安全資產避險。
- 除了受到宏觀因素影響之外，近期甲骨文、SpaceX和博通超過1500億美元的AI融資需求，帶來龐大新債供應，也引發信用風險集中與資金排擠的風險，並推升信用違約風險，而未來專案投產的速度及將訂單轉換為實質現金流的效率，將是消弭信貸泡沫憂慮的關鍵。
- 個券低迷情緒並未蔓延至整體投等債市場，截至10/15，彭博美國投等債總報酬指數週漲0.5%，其中AAA級漲幅居前，儘管整體指數利差由上週79.6bps小幅走擴至81.8bps，惟預計短期內避險資金仍有機會流入高品質債券市場等相對安全的資產，維持相對正向評等。

避險需求推動資金流向高品質債券等相對安全資產

美國投等債與非投等債指數	指數水準	報酬(%)					加權平均到期 (年數)
		1日	1週	1個月	月至今	年至今	
彭博美國投等債總報酬指數	3480.68	0.60	0.50	-0.86	1.34	-1.82	10.1
AAA	689.19	0.97	1.08	-1.04	2.22	-3.92	17.8
AA	725.63	0.68	0.64	-0.93	1.44	-3.16	13.1
A	827.98	0.62	0.55	-0.76	1.44	-1.84	9.8
Baa	1029.27	0.56	0.40	-0.95	1.19	-1.48	9.7
彭博美國非投等債總報酬指數	2922.31	0.33	-0.43	-1.83	0.17	0.27	4.7
BB	3522.25	0.29	-0.15	-1.40	0.54	0.53	4.9
B	2372.77	0.41	-0.70	-1.93	0.02	1.00	4.5
Caa	1475.33	0.29	-1.25	-3.96	-1.53	-3.31	3.9

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

甲骨文、SpaceX和博通的AI融資令信用違約風險飆升



非投等債:科技利差升幅遠超HY指數，關注信用風險

市場回顧與展望

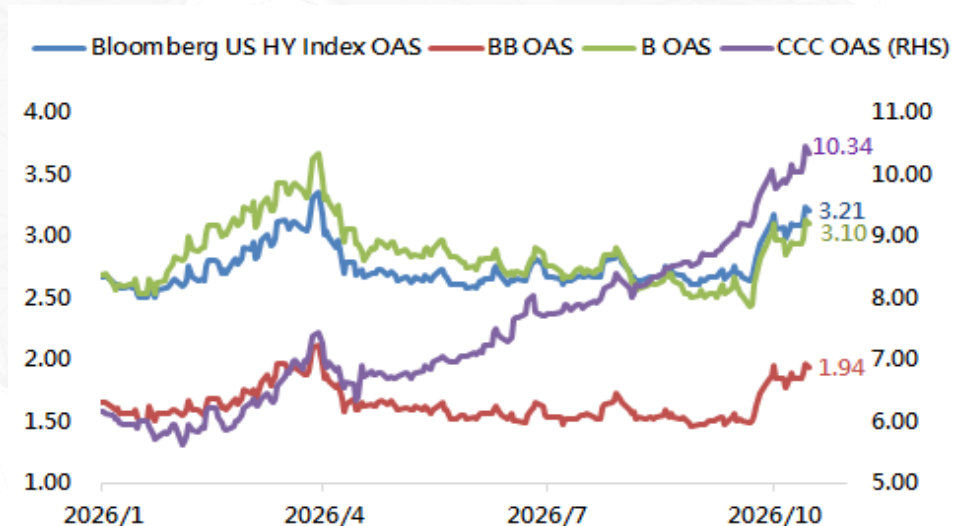
- AI算力熱潮正面臨融資考驗，新興AI雲端算力商CoreWeave因加速借貸擴張，引發市場擔憂也反映在信用保險價格飆升、市場波動加劇及資產表現走弱上，該公司一直依賴非投等債市場來擴張融資，背負近500億美元債務且尚未轉盈，市場對其償債能力的憂慮引發5Y CDS利差一度飆升至1194.5bps，隱含未來五年內違約機率达60%。
- 截至10/15，彭博美國非投等債總報酬指數中的科技板塊利差近一週快速走擴40bps，升幅超過整體指數的9.2bps，我們認為利差重置反映AI基礎設施的巨額支出、新債發行帶來的壓力漸增及發行人特定信用風險等因素，而非板塊基本面全面出現惡化，因為在當前高利率環境下，信貸的速度與規模、潛在收益與技術風險等因素都可能影響債券發行人的估值，當中的低信用品質借款人在資金競爭環境下將展現脆弱性，目前信用壓力仍大多集中在傳統媒體、建材等脆弱產業，但若資金成本居高不下的情況延續，壓力可能蔓延至B級以上債券，預計非投等債利差可能升至270~340bps區間上緣，維持高息收策略，維持正向評等。

近一週非投等債指數中的科技與通訊板塊利差顯著走擴

	10/15 OAS (bps)	1WK (bps)	1M (bps)	戰爭以來 (bps)	YTD (bps)
美國非投等債	322	9.20	45.30	29.22	53.97
通訊	597	30.32	129.41	220.20	245.19
科技	412	40.04	57.98	-36.15	90.17
醫療保健	261	-2.61	13.61	17.25	60.57
建材	451	6.77	78.05	105.19	158.18
能源	153	-5.79	12.62	-75.20	-119.60
循環性消費	292	7.81	50.61	36.67	39.32
非循環性消費	255	-4.87	0.33	-12.12	11.26
工業	330	11.02	45.10	32.12	50.22
公用事業	180	-3.82	1.00	4.41	33.96
金融	303	0.47	57.44	12.95	81.97
運輸	460	20.34	4.27	47.55	93.34

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

信用壓力升溫，低品質CCC級利差承壓走擴



原物料-黃金高位震盪整固，多空角力4,200美元關卡

市場回顧與展望

		2025封關	2026/9/16	2026/10/16	期間漲跌(9/16~10/16)	YTD(%)
農產品	棉花	64.30	80.44	80.00	-0.5	24.4
	咖啡	350.70	295.85	305.60	3.3	-12.9
	糖	14.86	17.97	20.85	16.0	40.3
	小麥	510.25	730.75	660.50	-9.6	29.4
	黃豆	1044.00	1320.50	1261.25	-4.5	20.8
	玉米	440.50	534.25	474.25	-11.2	7.7
能源	原油	57.95	102.43	101.41	-1.0	75.0
	天然氣	3.98	2.89	3.12	7.8	-21.7
貴金屬	黃金	4349.40	4346.30	4159.50	-4.3	-4.4
	白銀	75.38	64.29	57.00	-11.3	-24.4
	白金	2189.60	1783.20	1623.30	-9.0	-25.9
基本金屬	銅	12673.50	14232.50	14407.50	1.2	13.7
	鉛	16780.00	16167.00	15363.00	-5.0	-8.4
	鎳	3130.00	3812.50	3692.00	-3.2	18.0
	鋅	2024.50	1885.50	1889.00	0.2	-6.7
CRB指數		301.82	426.14	417.49	-2.0	38.3

資料截止至 2026/10/16

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

AI再度引爆修正行情，全球股債匯動盪加劇

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年經濟增長穩定增速，維持2026年底S&P 500 EPS 326的估計，目標價8000點。
歐洲	相對正向	持平	隨中東地緣風險趨緩，歐洲經濟逐步回歸復甦正軌，受惠於本土經濟持續溫和復甦、強勁成長的AI CAPEX 擴張與持續擴張的財政激勵，推動歐股企業獲利預期節節攀升。
日本	相對正向	持平	日銀預計加速升息，財政疑慮緩和有望帶動估值修復，AI 基本面仍強勁，推薦金融、AI 供應鏈之相關類股，Topix 指數年底目標價為 4300 點。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	台積電營收、獲利都有不錯成績，但是市場期待往往超前，一般台積電法說後有一段調整，但趨勢不變，建議繼續正向看待。
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5000點。
中國H股	相對正向	持平	港股隨著7月以來AI去槓桿化加劇，在宏觀環境與流動性改善預期推動下，互聯網巨頭與AI應用類股的低估值吸引資金重新回流，但預期互聯網巨頭仍需1~2個季度修復利潤率。
印度	中性	持平	外部資金小幅流入，但仍不是趨勢，盧比不見止貶態勢，加上潛在聖嬰現象預期將大幅影響雨量，通膨上行風險激增外估值溢價偏高，維持評等為中性。
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，越股高檔震盪，然因市場淺碟，仍須居高思危。

科技股遭遇恐慌拋售，非科技獲喘息空間

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，資本支出持續擴大，然市場敘事轉向擔憂資本排擠與回收效率。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，預計即使出現回檔也相對有限。
能源	中性	持平	地緣政治衝突、供給端的調整短線上未見轉折，布蘭特原油預計75~100之間區間震盪，裂解價差亦維持高檔，有利於能源板塊表現。
生技	相對正向	持平	美伊戰爭僵持時間已超出最初的基準情境，通膨升溫使市場高度定價升息風險，融資環境逆風壓抑生技估值，故給予相對正向評等。
原物料			
黃金	相對正向	持平	美國財政部上調長債回購規模，透過挹注流動性壓抑長端殖利率，隱性殖利率曲線控制政策錨定市場預期，實質利率提前觸頂，給予相對正向評等，全年目標價給予5200美元。

信用風險令公債與公司債走勢分化，避險資金重返安全資產

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	中性	持平	美國經濟樂觀、就業穩固，但通膨仍偏高，投顧預期Fed將在今年12月和1Q27各升1碼，預期本輪升息至4.25%~4.50%，現階段長端利率的上行本身已具備收緊金融條件的效果，預計年內10年期美債交易區間為4.9%~5.4%。
投等債	相對正向	持平	在低衰退風險、經濟穩健成長，以及需求仍然穩健的情況下，預期投等債市場的利差即使走擴也僅會維持窄幅震盪，但受到美債殖利率大幅上行的利率風險拖累，投等債或因平均存續期間較長而產生資本利損，在此情境下，高息收策略仍具優勢，維持相對正向評等。
非投等債	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。

Fed重申不急於行動，DXY回落至101.87

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	中性	持平	下週進入10月FOMC前緘默期，投顧維持Fed 10月將按兵不動的看法，料期貨市場對Fed 10月升息定價將進一步消退，預期下週美元指數維持偏弱格局，預估下週DXY區間101~103，維持美元中性評等。
歐元	中性	持平	法國預算表決情況仍是決定近期歐元走勢關鍵，但預期極右翼將以明年總統大選為重，有誘因配合政府預算提案，另隨近期全球公債市場回穩，法德利差對歐元的壓抑暫時趨緩，預期歐元下週續升，預估歐元區間1.1150~1.1350，維持歐元中性評等。
日圓	中性	持平	市場定價10月升息機率已降至10%以下，日圓短線修正暫告一段落，料短線轉呈震盪格局，預估下週區間156~160，維持日圓中性評等。
南非幣	相對正向	持平	南非宣布受美伊戰爭衝擊影響，將大幅調高國內受管制的燃料價格，加以美債殖利率維持高檔，短期南非幣承壓，但南非年內保有升息可能，有利支撐南非幣走勢，維持相對正向評等。
澳幣	相對正向	持平	澳洲9月就業數據偏弱，削弱年內升息預期，加上美國9月CPI漲幅大超市場預期，推升Fed於11月繼續升息預期，終場澳幣弱勢震盪，預估下週區間0.69~0.71，維持澳幣相對正向評等。
人民幣	相對正向	持平	中國9月出口動能強勁、中國財政部下撥5,500億人民幣地方債「結存限額」，有助於提振景氣預期；另外，人行於10/8強調人民幣匯率不搞競爭性貶值，釋出維穩人民幣意圖，終場人民幣收紅，預估下週區間為6.68~6.78，維持人民幣相對正向評等。

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。