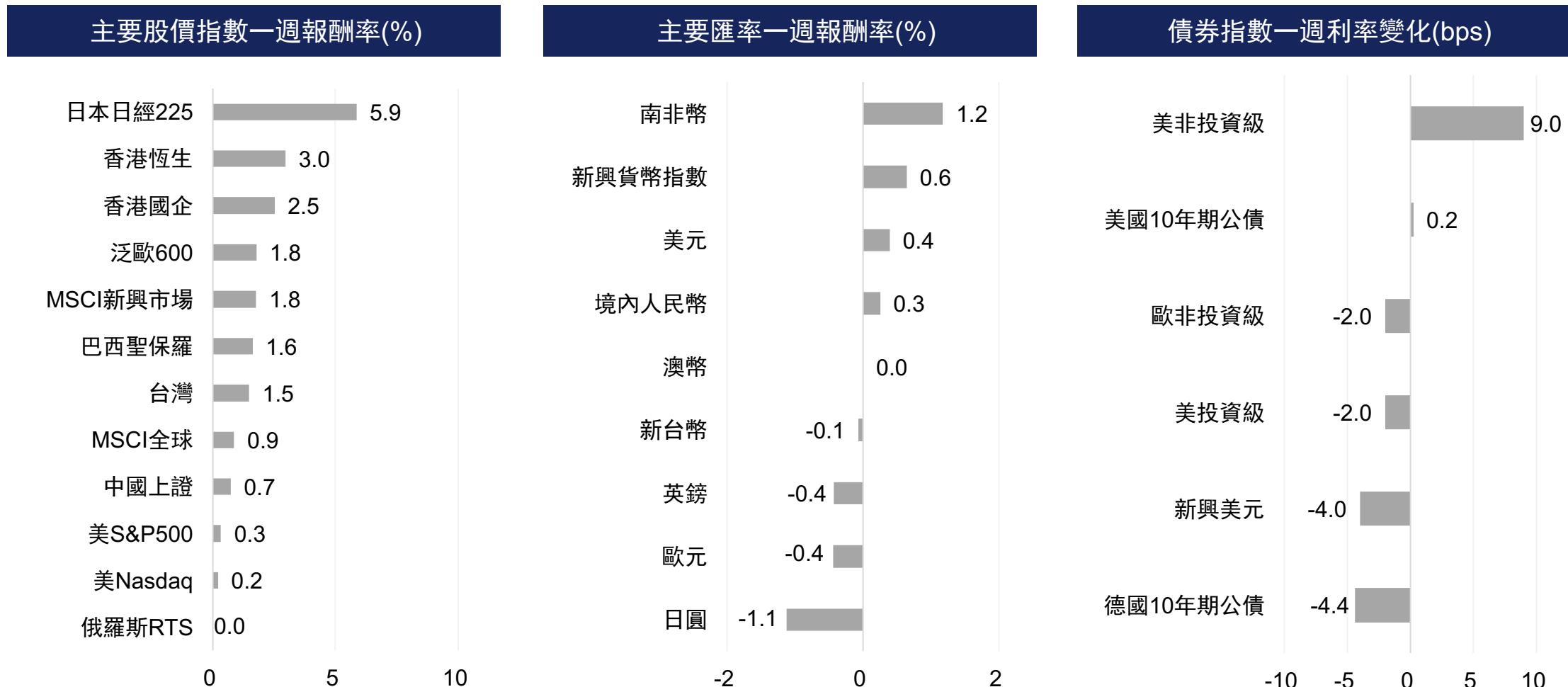




2026年1月16日

投資研究週報

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。



資料時間：2026/1/8 – 1/15。

資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. 市場焦點：

政經與雙率

- 日本政局牽動日圓、日股：高市早苗傳達於**1/23國會開議之初解散眾議院**的意向，由於高市首相民調支持度高達七成，這增強「高市內閣」財政與貨幣雙雙偏鬆的預期，日圓續弱、日股大漲。
- 「**增發公債**」vs「**降息預期**」：1)2026年美日歐恐需**增發公債**；2)美國非農穩定，Fed缺乏「大幅降息」的急迫動力。因此，近期降息題材還尚未能抵銷市場對籌碼面的疑慮，殖利率陷於震盪。

產業與股市

- 台美關稅談判總結：確認「對等關稅15%不疊加」及「半導體關稅最優惠待遇」、「對美投資金額」。
- 台積電法說會：**520-560億美元資本支出**超預期，有利概念股走勢，支撐台股多頭向上。
- 美股走勢分歧：大盤雖延續多頭格局，但**金融股**氣氛明顯受到川普干涉信用卡利率的政治影響。

2. 後續看點：日本國會改選

策略思維

1. **股市-留意短線震盪，長線多頭不變**：降息帶動資金環境寬鬆、企業獲利反應景氣良好，惟評價不低將影響指數震盪，然而未來多頭趨勢未扭轉，逢拉回視為買進契機。
2. **債市-降息趨勢明確，利率緩步滑落**：財政面帶給債市擾動，但長線來看，Fed延續降息步調，將牽引美債殖利率長線偏下。
3. **匯市-台灣股匯脫鉤**：出口商未結匯比例較往年高，讓台幣不若以往季節性強勢。

Contents

政經與雙率

市場慣性隨政經秩序轉變，過去近二十年主導匯市的「利差」因素，近期影響有所降低

政策不確定性指數
(指數越高表示不確定性越高)

300

高通膨年代：
 • 國家安全 = 100
 • 貨幣政策 = 100
 • 財政政策 = 100

200

100

0

大穩定年代：
 • 國家安全 = 66
 • 貨幣政策 = 72
 • 財政政策 = 79

保護主義年代：
 • 國家安全 = 104
 • 貨幣政策 = 105
 • 財政政策 = 126

1985

1990

1995

2000

2005

2010

2015

2020

2025



資料來源：Bloomberg。

市場慣性隨政經秩序轉變：

- 大通膨年代：越戰、石油禁運等影響，財政赤字、通膨屢屢失控，加上放棄金本位等，**匯價難用個別因素—利差解釋**。
- 大穩定年代：前Fed主席沃克爾終結大通膨後，全球通膨漸趨平穩；貨幣政策規則化、財政穩健，**匯率主要受利差主導**。
- 保護主義年代：美中貿易戰、供應鏈重組、地緣緊張、保護主義等浮現，**「貨幣政策」單一主導匯市的影響力再度下降**，各國財政健全與否、資金流狀況等影響力上升。

	高通膨年代 (1985-95)	大穩定年代 (1995-2017)	保護主義年代 (2019-25)
國際秩序	重建	穩定	再重建
貨幣政策	確立Fed 信用中	Fed主宰 市場	Fed受到 挑戰
財政政策	建立財政 紀律中	穩健、撙節	擴張
例 2年利差與 日圓相關性	-0.53	0.58	0.35
例 10年利差與 日圓相關性	-0.73	0.65	-0.60

長期而言，聯準會政策引導美元利率動向，同時牽動美國與各國之利差，造成國際資金流動與匯市波動。

然而，去年中以來日圓、新台幣在利差走低/持平的背景下表現卻明顯偏弱，顯示其他因子的影響加劇。細究其因，**日本新首相引發的「高市交易」、出口商結匯意願改變與壽險業新規的上路，分別是日圓、新台幣近來的驅動因子**。

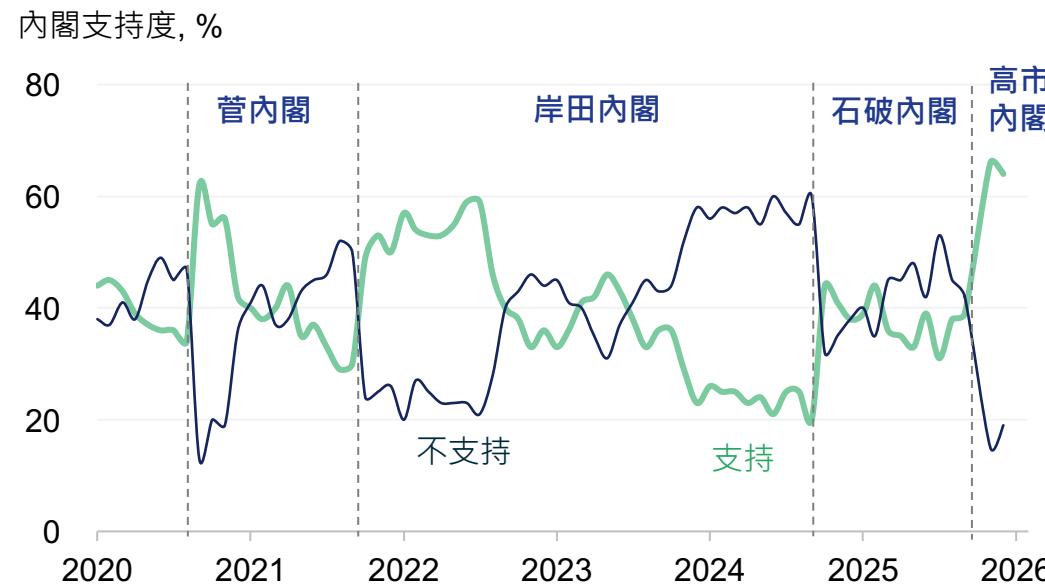
近期各因素對匯率影響程度							
貨幣	影響因子	與美利差	經常帳	金融帳	財政與債務前景	避險屬性	官方指引/管制
歐元		★ ★ ★	★	★	★		
英鎊		★ ★ ★	★	★	★ ★		
日圓		★ ★	★	★ ★	★ ★ ★	★ ★	★
新台幣		★ ★	★	★ ★ ★	★		★ ★
人民幣		★ ★	★ ★	★ ★	★		★ ★ ★
澳幣		★ ★	★	★	★	★	

高市首相上路近三個月，內閣支持度維持於六成之上，是2013年安倍第二次出任首相以來首見，反映高市執政方向深得民心。有鑑於此，日本媒體稱高市首相或於1/23眾議院開議日宣布解散國會、重新大選，選舉時間可能落於2月中上旬。

高市民調居高，有利選情：自民黨執政聯盟於2024/10、2025/7之眾、參議院選舉中分別丟失過半席次，形成少數黨執政局面。若高市宣布解散眾議院、提前大選，考量其民調支持度居高不下，可望助自民黨重新取得過半席次。

政策穩固有利擴張財政政策推進，但日圓恐持續承壓：若選後自民黨重新取得國會絕對多數席次，意味著高市首相主打「負責任的積極財政」之各項政見，包含擴大財政支出、提高政府投資等，推行阻力將降低，政策落實之可能性提高，對於可望受惠於政策方向的產業、企業，乃至於整體景氣而言，當屬正向因子。然而，財政擴張、債務加速堆積更加確立的背景下，**近幾個月投資人對於日本財政前景惡化的疑慮恐將持續，由此導致的日債價格下跌與資金外流布局的趨勢，短期內將難以反轉，恐持續為日圓帶來偏弱的壓力。**

高市內閣支持度顯著高於近年各任政府



日本各政黨之國會席次

政黨	眾議院	參議院
自民黨	191 (247)	101 (114)
日本維新會	38 (44)	19 (18)
立憲民主黨	148(98)	38 (38)
公民黨	24 (32)	21 (27)
國民民主黨	28 (7)	22 (9)
參政黨	3 (1)	15 (2)
令和新選組	9 (3)	6 (5)
日本共產黨	8 (10)	7 (11)
其他	12 (23)	19 (24)
合計	465	248
過半席次	233	124

資料來源：Bloomberg。

註：括號內數字表前次大選前之席次。
資料來源：NHK。

近期美日利差持續收斂，10年期創下22年初以來新低，然而其過往對於日圓匯價的引導效果卻不復見，反映在兩者相關係數大幅下滑的情勢上。

值得注意的是，高市早苗於去年10月勝選自民黨總裁至今，**日債利率與日圓的正相關性進一步提高**，顯示日債利率、日圓之走勢呈現同向變化，亦即**日債價格跌(利率升)，日圓則趨貶**，隱含**布局於日債的資金減碼，並向外匯出的情勢**。觀察近月日本國內對外證券投資情勢，去年12月日債利率向上突破創高之時，國內機構法人等大舉加碼海外債券，呼應前述想法。

展望後市，本輪資金流向何時反轉，關鍵在於1)**BOJ升息終點何時明朗**：BOJ預期中性利率位於1.0-2.5%，且總裁稱利率距中性水平仍有距離，隱含未來恐有1-7碼的升息空間，造成債市巨大不確定性。2)**財政政策動向**：高市大舉擴大政府投資，並採取能源補貼，且有意改採「多年度」為單位衡量財政收支，意味著未來財政支出仍有擴大可能。在稅收情勢改善前，政府勢必增發公債籌措資金，亦為債市的負面因子。

在前述兩項債市負面因子明朗/淡化前，**投資人減碼日債、布局海外的趨勢恐將延續，將為日圓匯價帶來壓力，表現恐持續落後主要貨幣**。

財政與債務前景疑慮升溫，對日圓的影響轉強

相關 係數	美元兌日圓	
	2022/1- 2025/09	2025/10- 2026/1
10年期 美日利差	0.70	-0.79 
10年期 日債利率	0.66	0.79 

註：相關係數以週資料計算，2025/10高市早苗勝選自民黨總裁，後成為新任日本首相。
資料來源：Bloomberg。

去年12月日本大舉布局海外證券，對日圓形成壓力



註：證券投資包含股票、中長期債券、貨幣市場基金。
資料來源：Bloomberg。

傳日本首相高市早苗有意解散眾議院，改變目前與維新會合作、勉強過半的席次結構，以強化政權基礎，由於高市目前支持率高達78.1%，自民黨若能順利勝選，有望實現「早苗經濟學」，亦即強化經濟與負責任的積極財政。以過去15年日本曾5次發生解散國會的股市表現來看，短期表現上漲居多，自2025年以來推升股市上漲的「高市交易」有望延續。

由於日本政府擴大財政，將大幅舉債支應，日債殖利率走揚而日圓呈現弱勢，有利出口，對於出口大宗的汽車業股價具有激勵效果，近期豐田股價創高，對日經指數創新高也有相當貢獻。**日本國會改選預計在2月中以前，短期對於日股仍不看淡，可分批布局。**

近15年來日本首相解散國會後，日經指數表現						
解散日期	時任首相	執政黨 改選勝/敗	前一個月	後一個月	後三個月	後六個月
2012/11/16	野田佳彥	敗	2.5	8.9	25.3	67.3
2014/11/21	安倍晉三	勝	14.2	1.6	5.2	16.4
2017/9/28	安倍晉三	勝	5.2	8.1	12.5	4.7
2021/10/14	岸田文雄	勝	-6.9	3.7	0.8	-7.8
2024/10/9	石破茂	敗	8.5	0.6	2.1	-20.7
平均		-	4.7	4.6	9.2	12.0

資料來源：Bloomberg。

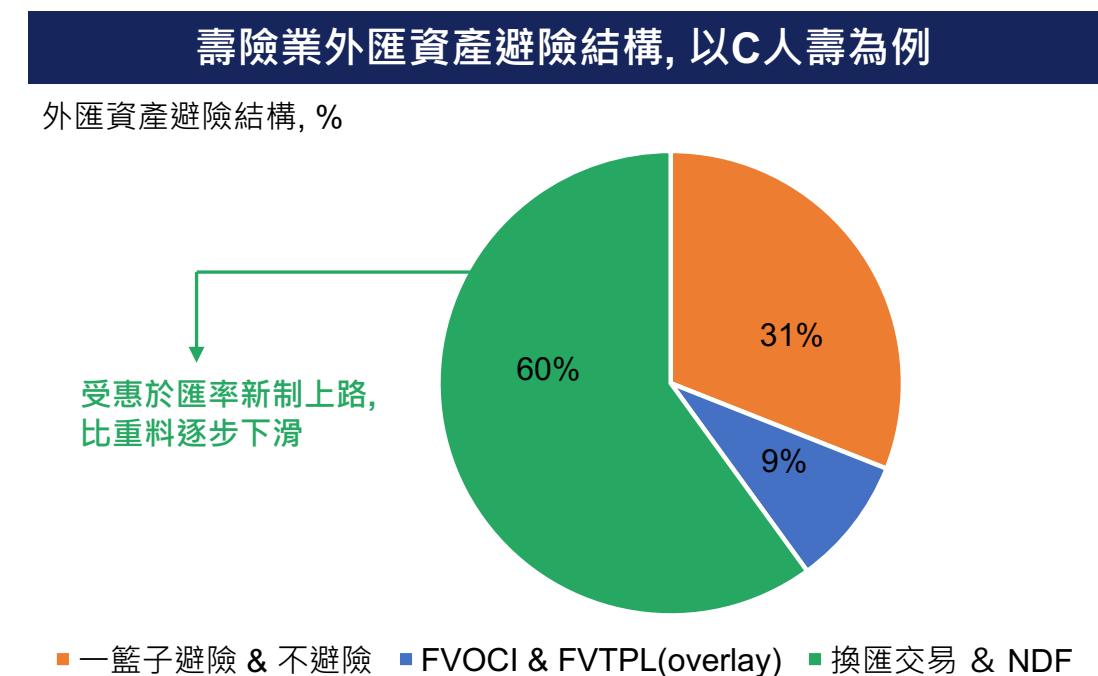
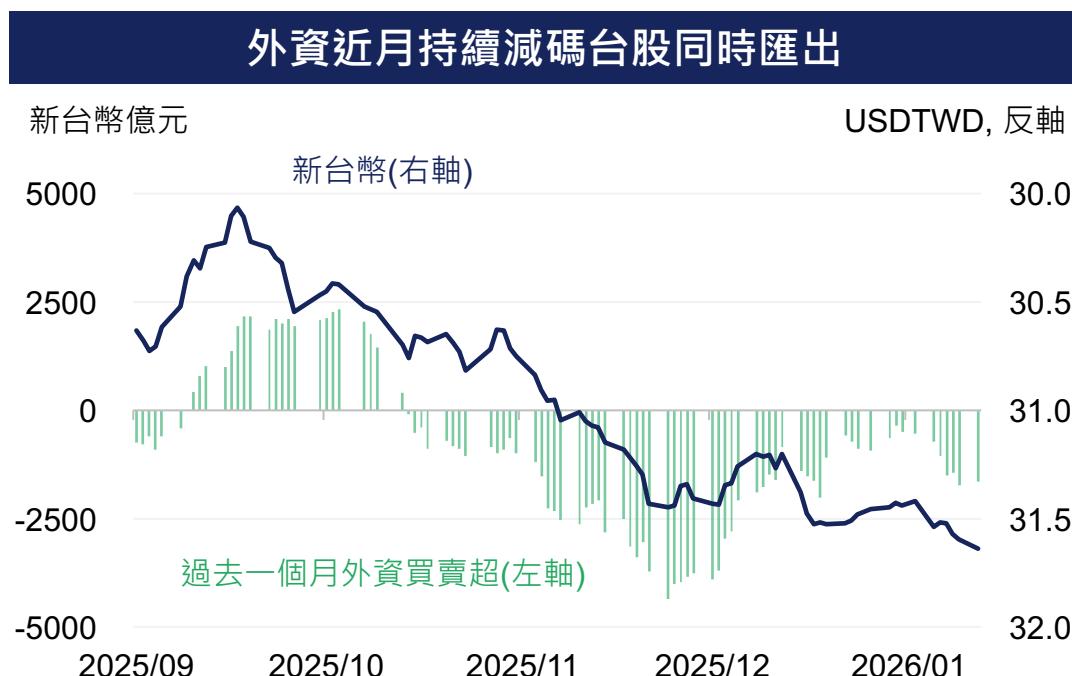


開年以來台股再創新高，新台幣卻不升反貶，形成股匯分化走勢，推測主因：

1) **外資調節**：外資於台股創高之際趁勢調節，加以台積電發放股利，資金匯出需求形成新台幣走弱的壓力因子。

2) **壽險業調整避險部位**：元月起壽險業會計匯率新制上路，將有助降低匯率波動對損益的影響，令**壽險業者匯率避險的需求降低**，反應在a)近期新台幣NDF折價大幅收斂，甚至轉為溢價，顯示壽險對於使用NDF避險的需求下滑。b)央行證實部分業者降低換匯交易(FX swap)部位，從而導致即期市場的美元需求提高，對新台幣形成壓力。

展望後市，壽險業避險部位之調整，央行已介入關切，料藉由專案申請、分散美元買盤之方式緩和影響，且待壽險業避險比例如期調降後，相關影響料隨之淡化，預料對於新台幣的影響應屬短期。未來重點仍在於美元利率的變化之上，在市場對於聯準會降息預期重新升溫前，美元利率恐難出現大幅度下移，將令新台幣延續震盪偏弱情勢。

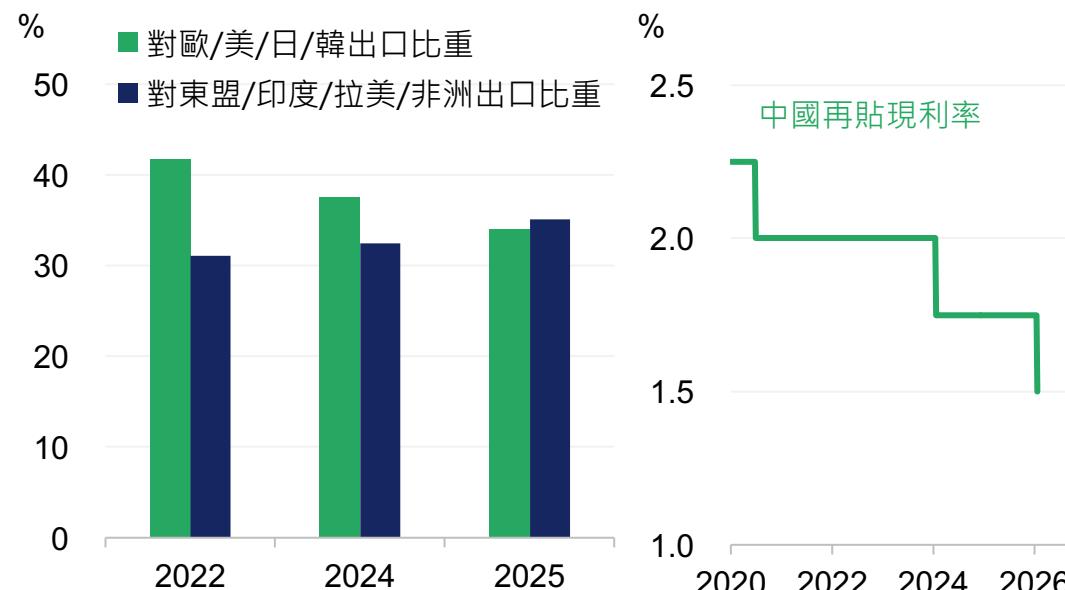


中國去年全年出口年增5.5%，進口年增0%，**貿易順差1.2兆美元，創下歷史新高**。其中，高新科技、機電產品出口扮演主要成長動能。此外，中國去年出口區域比重出現微妙變化，受到美中關稅戰及地緣政治情勢影響，中國出口歐洲、美國、日本、南韓比重，自2022年的逾四成，逐漸下降至34%，同期間出口東盟、印度、拉美、非洲比重，則自三成左右，進一步增加至35%，躍居中國主要出口區域。

高額貿易順差也抵消貨幣政策寬鬆的影響。即便**1/15人行再次下調再貸款、再貼現利率1碼**(調降後支農支小一年期再貸款利率1.25%，再貼現利率、抵押補充貸款利率(PSL)、專項結構性貨幣政策工具利率分別為1.5%、1.75%、1.25%)，金融監理總局同時將商業用房購屋貸款最低首付比例下調至30%，人民幣仍維持近期偏強的態勢。

尤為重要的是，**官方傾鼓勵出口商儘量將出口收入換回人民幣，也讓近期結匯淨額來到近年高位**，對去年Q4以來匯價為一大助力。後市而言，中國人民幣兌美元雖呈升值走勢，但兌一籃子貨幣維持跌勢，對當地出口衝擊有限；加上人行針對結構性貨幣政策採「加量降價」行動，同時隱含農曆年前降息降準急迫性不高，另考量美國未來將維持寬鬆力道，也讓人民幣延續偏強震盪的格局。

出口地區比重轉向；人行調降再貸款、再貼現利率



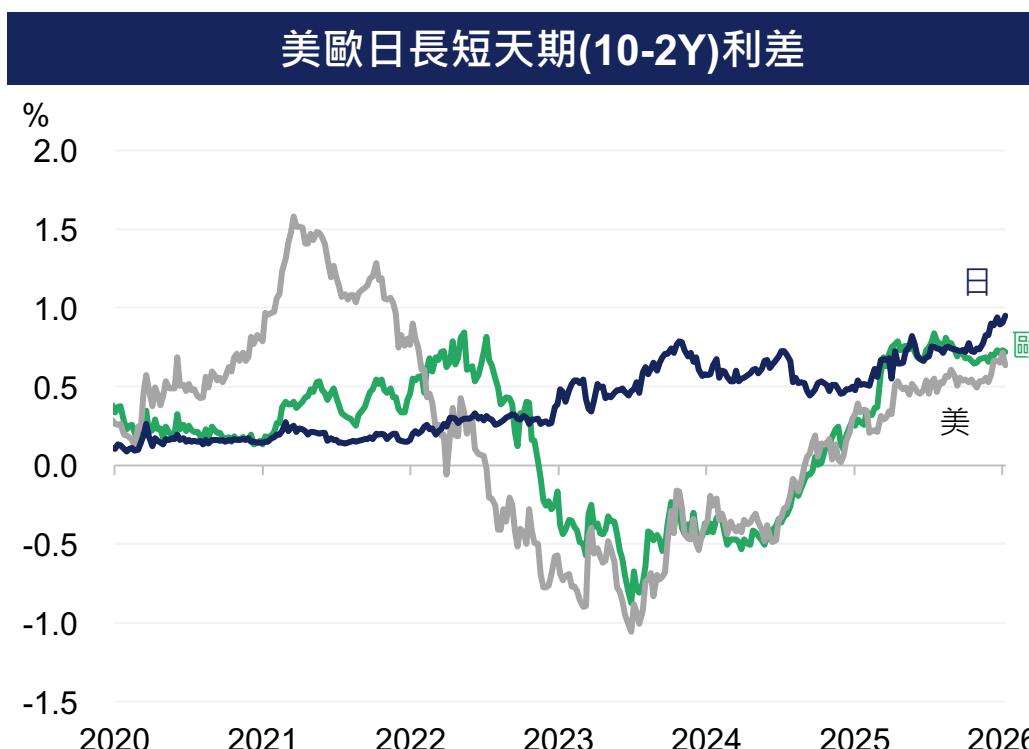
人民幣匯價走勢與結匯淨額狀況



全球**主要市場的殖利率曲線於2025年同步轉陡，但形成原因不盡相同**。美國呈現「牛式陡峭」，短端利率因降息預期顯著下滑，長端則受供給壓力與期限溢價支撐，維持高檔。歐洲則偏翹尾，長端利率上行反映財政紀律分歧與政策不確定性，前端僅持續糾結。日本曲線最為「熊式陡峭」，長端快速抬升，市場交易焦點集中在YCC退出後和升息下的政策正常化。

對信用市場而言，陡峭曲線帶來不同策略機會。**美國中段債券的roll-down與carry優勢明顯，歐洲需謹慎長端曝險，偏好10年以下區間；日本則建議採防守策略，選擇短中天期或浮動利率工具，以降低長端波動風險。**

整體而言，曲線雖同樣偏陡，但背後驅動力差異，意味著**投資布局必須因地制宜**。



資料來源：Bloomberg。

各天期殖利率水準

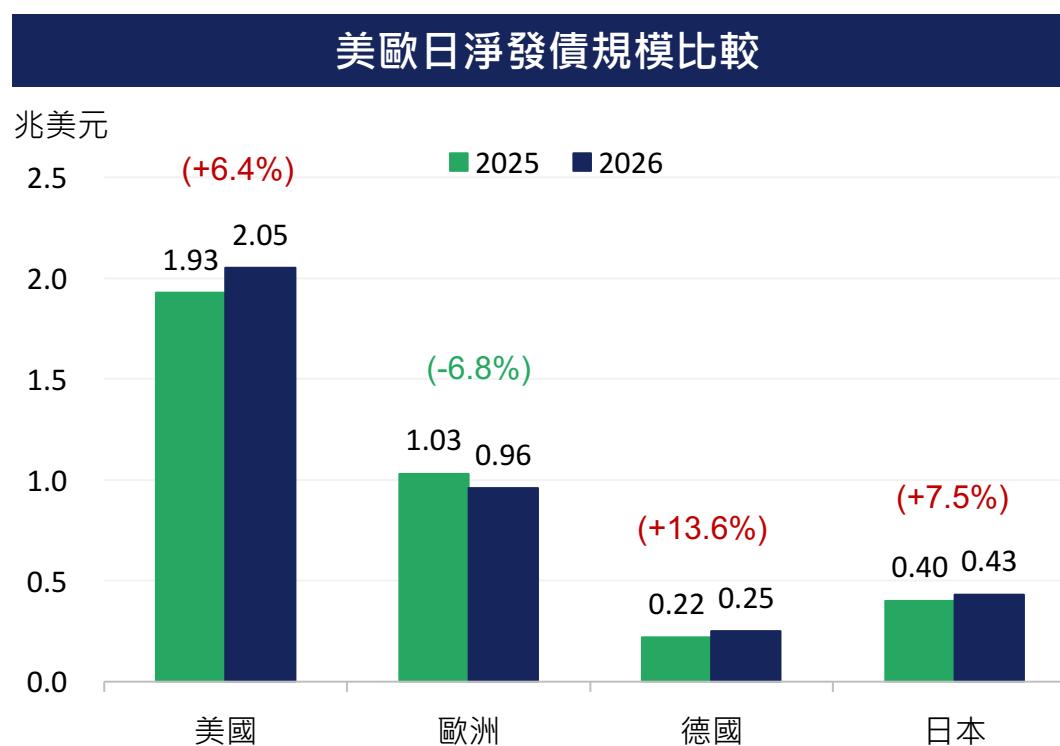
	12個月前	6個月前	now
2Y	4.39	3.89	3.53
美 10Y	4.79	4.42	4.17
30Y	4.96	4.95	4.83
2Y	2.29	1.89	2.10
歐 10Y	2.59	2.69	2.81
30Y	2.81	3.24	3.45
2Y	0.65	0.76	1.16
日 10Y	1.19	1.50	2.16
30Y	2.3	2.99	3.48

資料來源：Bloomberg, 2026/1/14。

各國淨發債規模與財政赤字差異，進一步強化曲線分化。美國 2026年淨發債規模預估逾2兆美元，赤字占GDP比例維持6% 以上，長端供給壓力持續，期限溢價黏著。歐洲總量雖低於美國，但國家間財政紀律分歧，德國赤字擴大至-3.5%，長端再定價壓力呈現「點狀」分布。日本淨發債規模相對溫和，但政策正常化與資金再配置，今年財政擴張壓力最大，使長端仍有再定價空間。

策略上，**美國適合採「barbell」配置**，結合短端現金與長端優質 IG，以平衡收益與風險；**歐洲則需精選國別與天期**，偏好中段和德法以外國，避開財政風險高的長端；**日本則建議側重短中期**，並確保長端曝險集中於高品質發行人。

結論：因貨幣政策與財政供給組合不同，選債邏輯呈現顯著差異。



資料來源：Bloomberg預估, MS, 媒體報導，歐日換算美元匯率取1.10&150。

財政赤字佔GDP比

	%	2025	2026	2027
美	6.0	6.4	6.5	
歐洲	3.2	3.4	3.4	
德國	2.9	3.5	3.8	
日本	1.4	3.0	2.8	

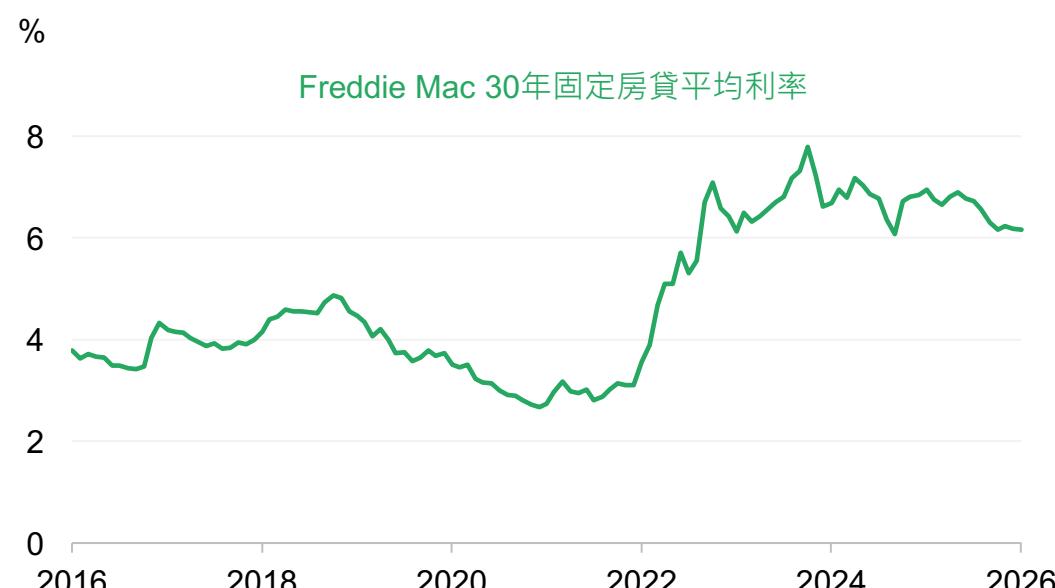
資料來源：Bloomberg預估。

川普政府指示兩房(Fannie Mae與Freddie Mac)等政府支持企業(GSE)向MBS市場提供約2000億美元的資金支持，此舉將有助房貸利率下行、提振整體房市買氣，亦有助緩解Fed每月150億美元的MBS到期後不再投入的縮減，提供流動性支撐。消息釋出後，Agency MBS名目利差收斂約15~20個基點，反應市場對官方資金注入的樂觀情緒，房地產相關類股價亦表現亮眼。

儘管MBS利差已大幅收斂，不過在政府擔保、穩定息收特質的前提下仍具配置意義，現階段的利差仍較投等債(IG)具吸引力。

惟需留意：1)隨著融資利率下滑，將使債務人提前還款(prepayment)的誘因升溫，可能壓低MBS的存續期(duration)，讓**MBS報酬更趨於息收導向**。2)為因應資金需求，若GSE透過增發Agency Debt以支應MBS買盤，將**提升高評級固定收益資產的整體供給**。在MBS具有相對收益率優勢的同時，新增供給的Agency Debt基於準主權屬性，並假設定價相較以往略有上調以增添吸引力的情境下，不排除對公司債信用利差造成邊際擴張的壓力。

官方加持下，有助房貸利率滑落



資料來源：Bloomberg。

消息引發MBS利差收緊，不過相對IG仍具優勢



註：MBS名目利率相對於5年、10年公債利率加權利差，涵蓋提前償還(Prepayment)風險。
資料來源：Bloomberg。

Contents

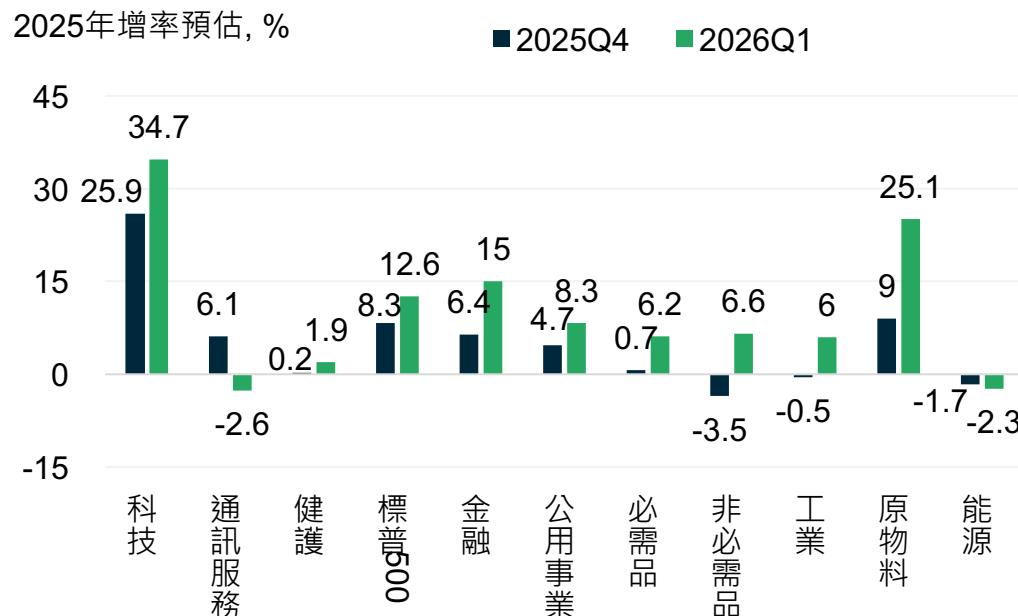
產業與股市

標普500去年Q4財報季陸續開跑, 目前市場預估企業獲利年增率為8.4%, 不過, 依據過去四季經驗, 最終公布值往往高於初值, 且平均上修幅度高達5%, 不排除最終獲利成長率仍上看雙位數。此外, 展望下一季, 隨著出貨動能進一步放大, 企業獲利增速可望再度走強, 年增率上升至12.6%。

從產業面來看, 科技股仍是驅動整體企業獲利增速的核心動能, Q4獲利年增率高達25.9%, 其中, 半導體設備年增46%, 軟體產業成長24%。展望2026Q1, 科技產業獲利增速將進一步上升至34.7%。另外, 受惠金屬價格創高, 原物料產業獲利表現亦明顯轉強。金融股方面, 受惠市場交易熱絡, 民眾消費動能回溫及企業貸款需求上升, 獲利表現持續改善。工業類股未來則可望受惠美國在地製造趨勢, 國防訂單增加以及電網轉型等長期題材, 獲利動能逐步升溫。

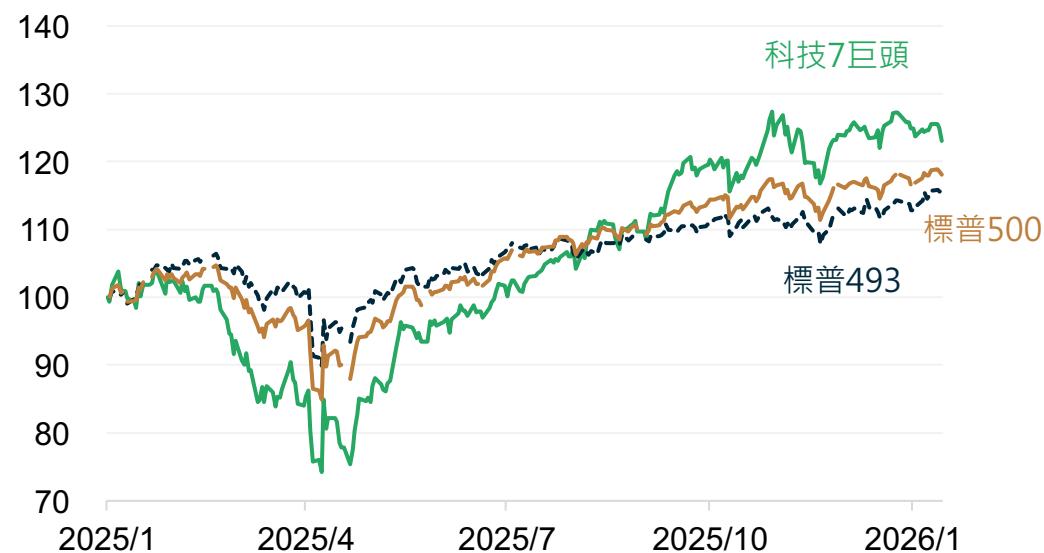
就股價表現而言, 儘管企業獲利持續上修, 科技七巨頭股價卻陸續回檔, 包括輝達, 微軟等, 主因在於市值基期已高, 加上聯準會1月降息機率偏低, 促使市場資金轉向基期相對偏低的族群, 使標普493指數續創新高。整體而言, 企業基本面仍然穩健, 但市場資金呈現明顯輪動格局。

標普500各產業獲利預估



資金輪動, 往科技7巨頭以外的股票作挪移

報酬標準化, 2025/1/1=100



資料來源 : Factset。

資料來源 : Bloomberg。

美國財報季正式開跑，銀行股率先公布財報。就獲利表現而言，六�行獲利皆優於市場預期，主要受惠於資本市場交投熱絡，帶動股票交易收入大幅成長，增幅約落在20%至40%之間，此外，財富管理業務亦有約10%至20%的穩健成長。就景氣看法而言，摩根大通指出，美國經濟仍具韌性，勞動市場雖略有降溫，但尚未出現明顯惡化跡象，消費支出與企業基本面依然穩健，這樣的環境「可能還會持續一段時間」。

另外，針對川普限制信用卡利率上限的影響，摩根大通認為，這並非單純「利潤被壓縮」的問題，而是「銀行是否能承擔風險」的問題。若利率上限正式實施，銀行可能被迫大幅縮減信用卡放款規模，首當其衝的將是中低風險客群被「制度性排除」，對EPS可能僅有小幅影響，但ROE與整體資本品質反而有機會進一步改善。

就銀行股價表現而言，近期股價確實受到信用卡利率上限議題影響而承壓，但從獲利與基本面角度來看，表現並不差，且多數優於市場預期。因此研判，銀行股股價短期可能呈現區間震盪，後續仍有望緩步墊高。

經濟活動穩健，銀行股營收緩步成長



資料來源：Bloomberg預估。

信用卡利率上限疑慮，銀行股短期偏震盪



資料來源：Bloomberg。

確認「對等關稅15%不疊加」及「半導體關稅最優惠待遇」

對等關稅調降至15%

獲得美國主要逆差國中「最優惠盟國待遇」，且不疊加MFN_(最惠國)稅率。與日、韓、歐盟立足點齊平，提升工具機等傳統產業競爭力。

半導體及汽車零組件等最優惠待遇

全球首例為本國赴美投資業者取得「232條款最優惠待遇」，包含汽車零組件等，並豁免赴美設廠所需之原物料與設備關稅；預計「4月中旬」宣布第二階段課稅。

「台灣模式」：兩個2500億美元

引領業者進軍美國供應鏈。包含企業自主投資2500億美元，以及政府信用保證支持之2500億美元融資額度，打造半導體與ICT聚落。

全球AI戰略夥伴關係

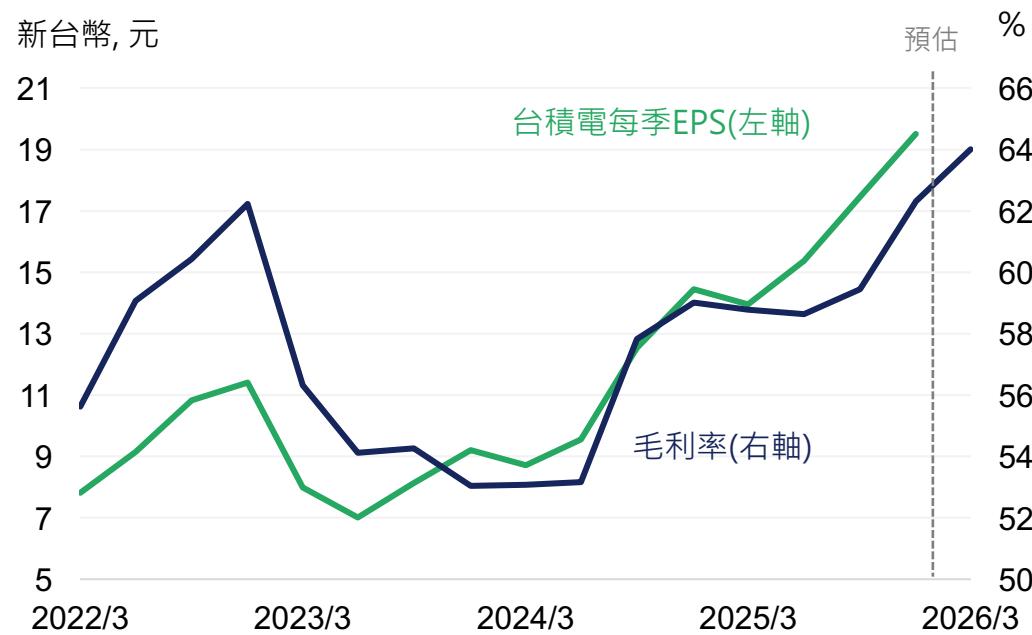
確立AI供應鏈合作。建立「雙向投資機制」，美方將擴大投資臺灣「五大信賴產業」，共同鞏固雙方高科技全球領導地位。

與美貿易協議	台灣	韓國	日本
投資規模/方式	<ul style="list-style-type: none"> • 2500億美元直接投資 • 2500億美元信用擔保支持銀行貸款 	<ul style="list-style-type: none"> • 3500億美元 	<ul style="list-style-type: none"> • 5500億美元
投資細節	<ul style="list-style-type: none"> • 台灣企業自主對美直接投資2500億美元，用於先進半導體、能源、AI等領域之生產與創新 • 政府提供至多2500億美元信用擔保，用以支持銀行對前述企業之放款 • 美台合作於美國建立世界級產業聚落，美方將提供土地、水電、基礎設施、稅務等優惠 	<ul style="list-style-type: none"> • 總投資額中，2000億美元為現金直接投資(每年上限200億)，1500億投資於造船項目，由政府提供貸款與擔保 • 投資領域包含造船、能源、半導體、製藥、關鍵礦產、AI、量子計算 • 投資收益於項目回本前由雙方平分 	<ul style="list-style-type: none"> • 政府透過政策性金融機構(JBIC、NEXI)提供貸款、保險、擔保 • 投資領域包含半導體、核能、能源、電池、關鍵礦產、製藥 • 投資收益依資本貢獻比例分配
關稅細節	<ul style="list-style-type: none"> • 對等關稅降至15%，不疊加MFN稅率 • 汽車零組件、木製品關稅不超過15% • 藥品、飛機零組件、部分天然資源等免關稅 • 於美新建產能之企業，得免232關稅進口2.5倍預估產能之產品，超額部分適用232條款優惠稅率15%；完工後免稅上限降至1.5倍 	<ul style="list-style-type: none"> • 對等關稅降至15%，不疊加MFN稅率 • 汽車關稅降至15% • 木製品、藥品關稅將不超過15% • 飛機零組件、非專利藥等免關稅 • 半導體關稅將不遜於未來可能達成的與韓國半導體貿易規模相當之協議的優惠條件 	<ul style="list-style-type: none"> • 對等關稅降至15%，不疊加MFN稅率 • 汽車關稅降至15% • 晶片與藥品方面，將適用最惠國待遇 • 部分天然資源、藥品關稅降至0%
市場準入/加大採購	<ul style="list-style-type: none"> • 暫未公布 • 涉及「關稅、非關稅貿易障礙、貿易便捷化、經濟安全、保障勞動權益及環境保護、擴大採購」等重要內容之協議，將另期與美方簽署後再行公布 	<ul style="list-style-type: none"> • 取消美國汽車5萬量之進口配額限制 • 韓國將簡化食品、農產品之非關稅貿易壁壘 • 保證美企於數位服務領域不受歧視性待遇 	<ul style="list-style-type: none"> • 開放卡車、汽車市場，並取消補貼等貿易壁壘 • 每年採購80億美元農產品、提升美國稻米進口配額 • 加大採購美國國防、飛機

2025年Q4 EPS 19.5元，再創歷史新高，年增35%，營收年增25.5%，毛利率62.3%，均高於市場預期。受惠AI需求強勁、下半年台幣貶值，2025年全年EPS達66.25元，年增46.4%，連續兩年EPS達四成以上成長。**台積電預估Q1營收季增4.4%，毛利率上升至63~65%，毛利率可望再創下歷史新高。**此外，台積電董事長魏哲家預估，未來2年先進製程缺口仍大，因此將2024~2029年的AI加速器的預估年複合成長率(CAGR)，從44~46%上調到54~56%，突顯市場對AI硬體需求的迫切。

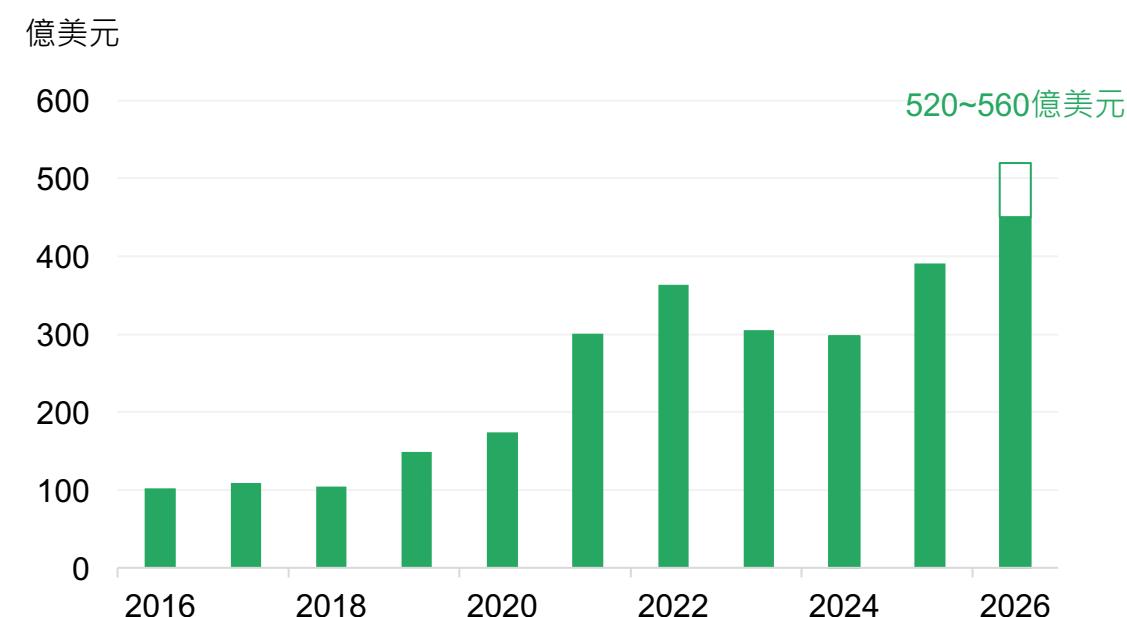
台積電大幅上調全年資本支出至520~560億美元，遠高於市場預估的450~500億美元，並強調資本支出是基於客戶需求而定，反映對AI晶片的需求強勁，現階段並無AI產能過剩的擔憂。**預期台積電獲利能力更上一層樓，將支持EPS保持高成長，長期獲利動能延續，股價正面看待。**

毛利率創新高，帶動EPS保持雙位數成長



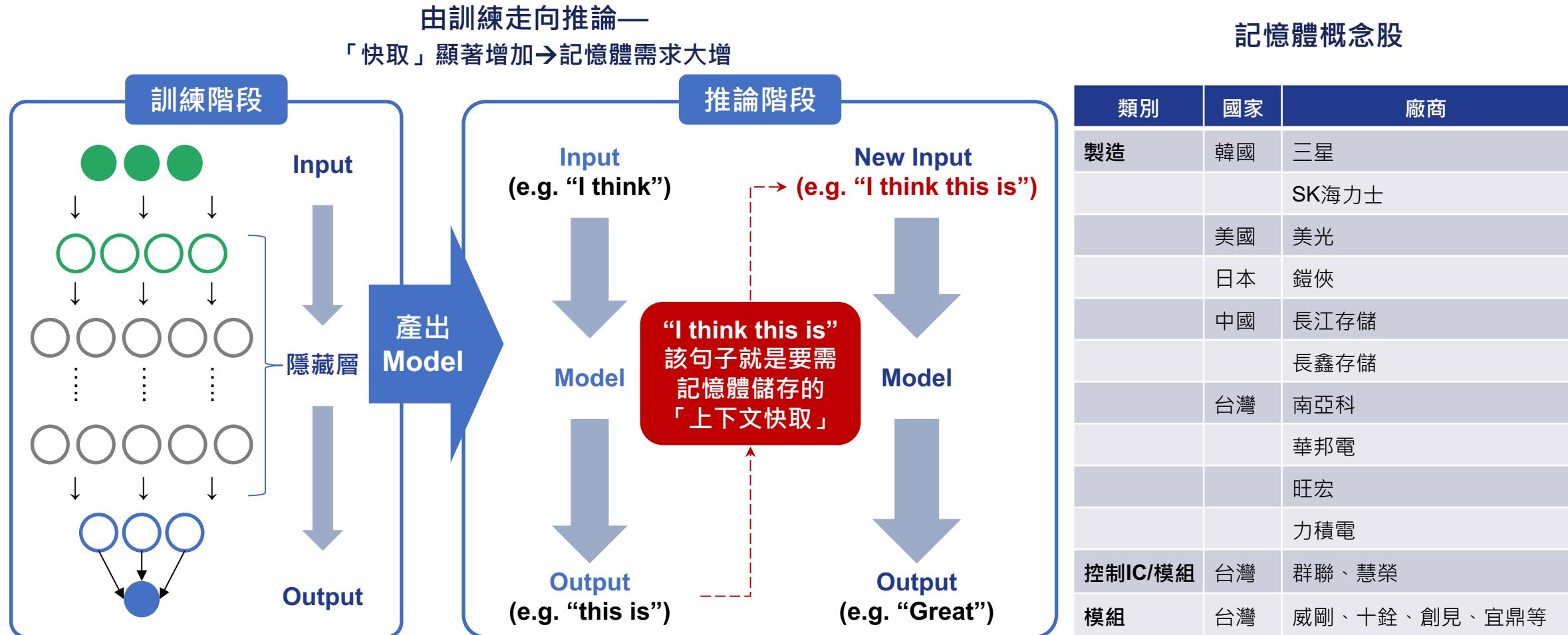
資料來源：Bloomberg、台積電預估。

因應美國擴廠，台積電資本支出大增至520~560億美元



資料來源：Bloomberg、台積電預估。

2026年1月拉斯維加斯消費電子展(CES)期間，黃仁勳談到目前記憶體市場的嚴重供不應求狀況，並明確指出：這波記憶體缺貨不是傳統的「循環性」缺貨，而是因為AI快速發展帶來「結構性」的調整與長期需求改變。其中，明確談到「進入推論(inference)階段」後，**KV Cache(上下文快取)**爆炸性成長，導致記憶體需求大幅增加，這也是他強調記憶體從「循環性」轉向「結構性缺貨」的重要原因之一。

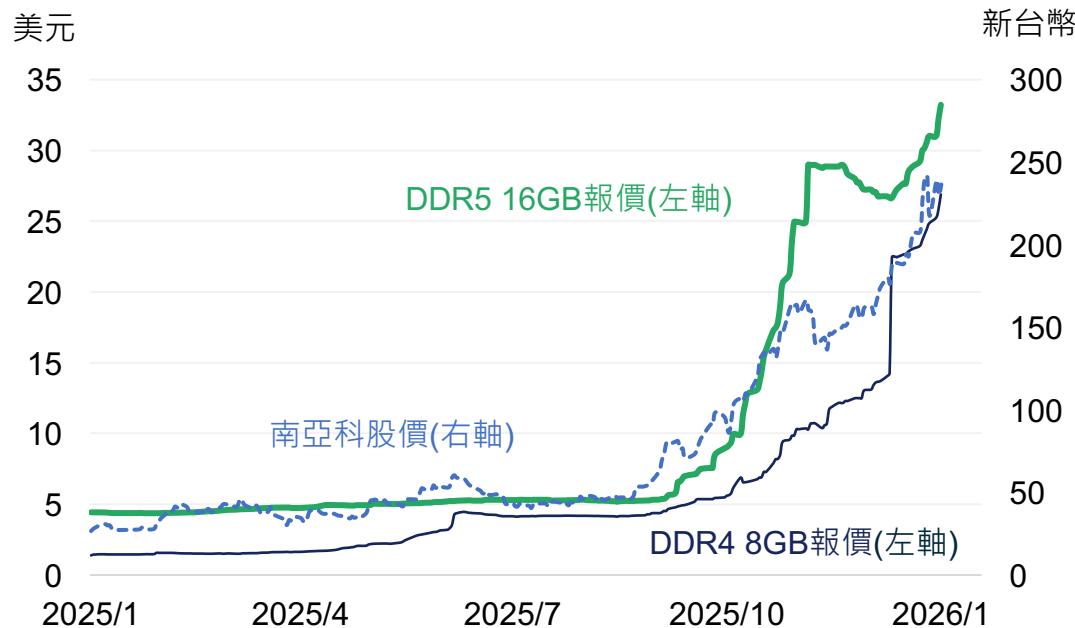


資料中心帶動相關半導體技術與產量的爆發，包含DRAM記憶體、被動元件、晶片載板、晶圓封測，近期陸續傳出漲價消息，帶動相關個股漲幅。

過往記憶體屬於景氣循環型產品，需求下滑後，供給隨之調整減產，但隨AI伺服器對HBM的需求暴增，壓縮到其餘高階記憶體DD5產能，再進一步壓縮到較低階的DDR4產能，使供不應求的趨勢擴散至全產業鏈，帶動整體記憶體報價暴漲。

輝達GB200、GB300陸續於2025下半年出貨，隨產能緩步擴張，今年半導體零組件需求將進入爆發成長階段。與此同時，因AI伺服器對零組件規格要求高，供應商產能有限下，推升產品漲價潮，**高盛預估相關零組件今年漲價5~150%，高於去年表現。預期產品報價大漲，將反映在相關類股的獲利上，支持半導體族群股價走高。**

記憶體報價飆漲，帶動記憶體族群股價大漲



資料來源：Bloomberg。

高階半導體零組件、原物料供不應求，使產品漲價

半導體零組件/原物料	價格變動	
	2025年	2026年
DRAM	10~20%	約150%
NAND	-20~ -10%	約100%
MLCC(積層陶瓷電容)	-10~ -5%	0%
玻纖布	0%	20~30%
ABF載板	0~5%	20~30%
CCL銅箔基板	5~10%	5~10%

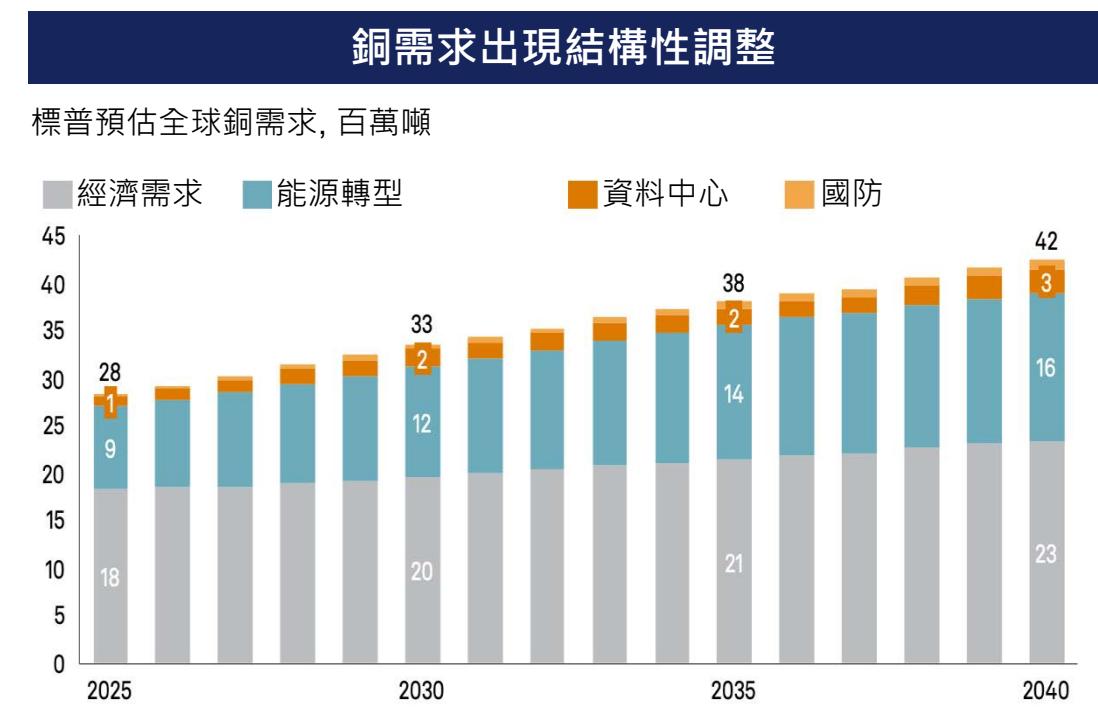
資料來源：高盛。

地緣政治與工業結構失衡協力，推動白銀價格突破90美元/盎司。白銀供給具高度「僵固性」，全球約70%產量來自鉛鋅銅礦開採的附屬品，產能無法因銀價上揚而迅速擴產。在連續五年結構性短缺與庫存見底之際，中國實施出口許可制，正式將白銀「武器化」，加上AI與太陽能業對白銀導電性能的剛性需求激增，白銀從黃金的影子轉向具備稀缺價值的「戰略金屬」，供需缺口支撐價格長線向上空間。白銀漲幅已鉅、技術指標進入超買區，**波動極大，宜嚴格控管風險**。

銅已從周期性工業金屬轉變為「科技與國安戰略物資」，受**AI資料中心、能源轉型、國防現代化及潛在機器人**需求驅動，標普預估全球銅需求至2040年將成長50%。然而，供給端受限於礦權品位下滑，長達17年的開發週期及精煉產能高度集中(中國佔比約50%)，結構性失衡日益嚴重。銅價長期有機會觸及每噸15000美元，成為AI時代升級的關鍵瓶頸。短期因囤貨潮消退與關稅變數，**可逢回分批布局，長期看好具高品位礦權及精煉能力的龍頭企業，並關注回收技術相關標的**。



資料來源：Silver Institution, 2025/12。



資料來源：S&P Global, 2026/1。

19	Monday	20	Tuesday	21	Wednesday	22	Thursday	23	Friday
中國GDP 日本核心機械訂單 加拿大12月CPI 美國馬丁路德金紀念日		中國貸款市場報價利率(LPR) 英國失業率 德國ZEW經濟景氣指數		美國營建許可 美國新屋開工 美國成屋簽約銷售指數 英國CPI 韓國前20天出口		美國PCE物價指數 日本出口 韓國GDP 澳洲失業率		日本CPI年比 日本製造業PMI初值 歐元區製造業PMI 英國製造業PMI 美國製造業PMI 紐西蘭CPI	

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，隨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之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。