

2026 年下半年金融市場重大風險

在 AI 投資熱潮、主要經濟體政策支撐及風險情緒改善下，2026 年上半年全球經濟保持一定韌性，惟進入下半年後，外部環境不確定性仍未完全消退。6 月中旬美國與伊朗宣佈終止軍事行動，並計畫就核計畫等關鍵議題展開後續談判，一度帶動市場風險偏好回穩，然海灣國家部分能源生產及基礎設施已遭破壞，6 月底荷姆茲海峽商船再度受攻擊，顯示中東情勢仍存在反復升溫風險。若能源供給恢復不如預期，恐使大宗商品回落幅度受限，進而削弱民眾實質購買力，拖累全球經濟動能。

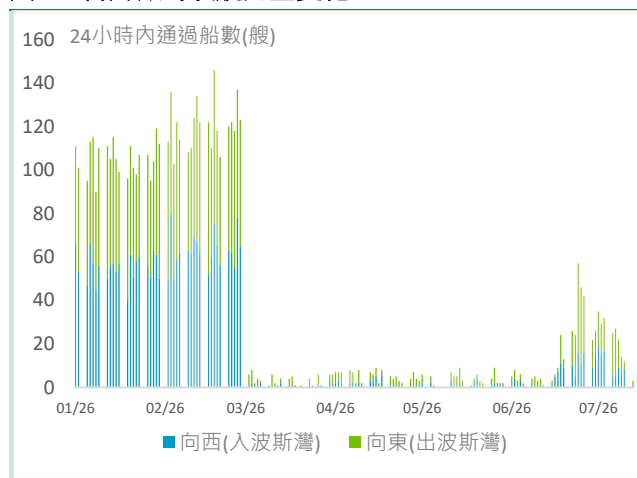
與此同時，全球經濟與金融市場高度依賴 AI 敘事，主要股市頻創新高，但市場廣度惡化、權值股集中與大型 IPO 帶來的資金排擠效應，使風險資產對單一產業發展前景更為敏感。貨幣政策方面，Fed 政策溝通模式轉向，可能降低市場對利率路徑的可預測性；地緣衝突導致能源補貼、國防支出及利息負擔加重，也將推升主要國家債務壓力。此外，美國 301 調查、USMCA 檢視及期中選舉前政策施壓，恐使經貿政策前景不確定性上升。分析今年下半年金融市場面臨的兩大主要風險，分別為：(1) 全球經濟下行風險；(2) 金融市場震盪風險。除此之外，亦應關注大型新興市場國家政經情勢變化，以及美國期中選舉可能造成的府會僵局及市場擾動。

全球經濟下行風險升溫

航運復蘇有限，供應鏈瓶頸恐將持續

2/28 美以聯合空襲伊朗，伊朗以攻擊海灣國家、關閉荷姆茲海峽作為報復，中東多處重要能源設施受損，荷姆茲海峽運量銳減，全球能源供給受衝擊。歷經多次停火談判嘗試與互相報復性打擊後，美伊雙方於 6/17 正式簽署框架性 MOU，建立結束戰爭初步共識，並展開最終協定談判。然而，受限於美伊對多項議題立場嚴重分歧，海峽情勢仍不穩定，6/25 雙方再度爆發衝突，談判前景尚不明朗。美伊衝突所帶來的經濟衝擊，料將持續影響下半年全球經濟狀況。

圖 1：荷姆茲海峽航運量變化

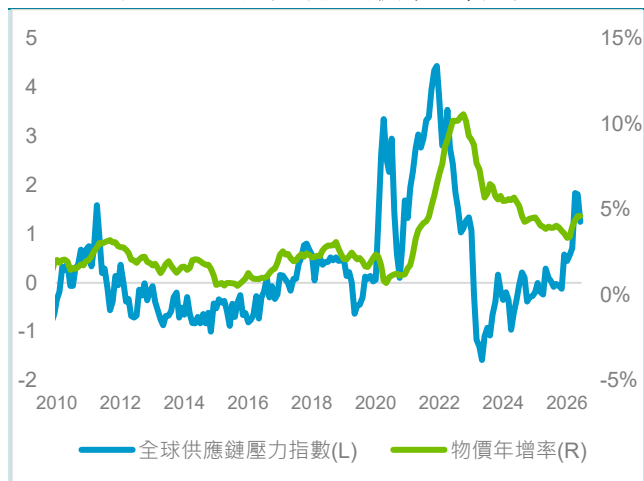


資料來源：Bloomberg

受戰火波及，荷姆茲海峽航運量大幅下降，日運量由 1 至 2 月的平均每日 113 艘，自 3 月起降至每日 5 艘以下。6/17 MOU 簽署後，因海峽封鎖暫時解除，使運量稍有回升，6 月份沙烏地阿拉伯、UAE、伊拉克等產油國日均原油出口量較 5 月增加 194 萬桶，約恢復至戰前 6 成規模。由於美伊對海峽航運分歧未解，後續仍有水雷清除、航運路線規劃、徵收通行費等議題尚待厘清，7/7 美國重啟對伊朗空襲後航運量再次明顯回落。中長期而言，航運路線管制或額外費用常態化徵收等不確定性，皆將使得船隊調度安排趨於保守，運量何時可恢復至衝突爆發前水準仍存在極大不確定性。

此外，據國際能源署 (IEA) 表示，美伊爆發衝突迄今共有超過 80 座能源設施遭到攻擊，其中超過三分之一的設備嚴重受損。能源設施修復耗時且成本高昂，其中全球最大天然氣出口國、第二大氬氣供應國卡達，因相關生產設施受損嚴重，產能完全恢復時點恐延至 2030 年。隨著各國與廠商回補庫存提高原油需求，加上 7 月上旬美伊衝突升溫，供應鏈壓力再起，不排除於下半年再次影響生產活動。

圖 2：全球供應鏈壓力指數及物價年增率變化



資料來源：Bloomberg

成本端價格壓力增添通膨上行風險

美伊簽署 MOU 後，在沙烏地阿拉伯大幅調降輸往亞洲原油、以及 OPEC+ 宣佈增產等因素下，布蘭特原油價格一度自高點回落至每桶 70 美元。然而，由於海峽航運量快速滑落，加上夏季用油高峰推高需求，使 EIA 下修 OECD 國家商業原油庫存低點並延後觸底時點。7/13 布蘭特原油期貨報價隱含下半年油價將維持於每桶 80 美元以上。

圖 3：美國商用原油及 OECD 商業原油庫存量變化

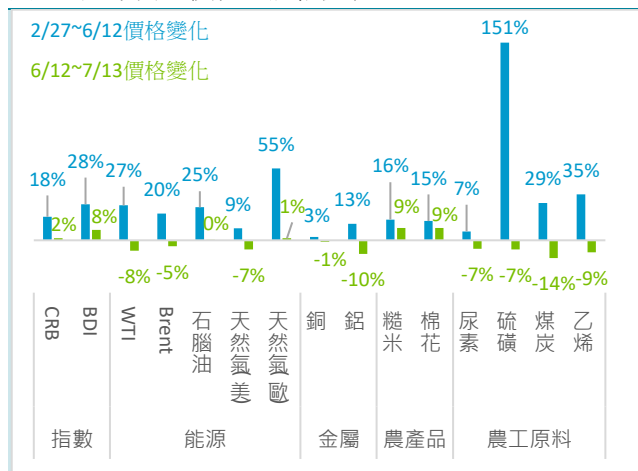


資料來源：EIA

隨著 7/8 起海峽情勢再度趨於緊張影響，大宗商品價格再度上漲，多數至今仍高於戰前水準。石腦油、乙烯、硫磺等原油相關產品價格受海峽情勢影響再度攀升，銅、鋁價受 AI 建設需求支撐於高檔震盪。尿素、氮肥等肥料價格則由於運輸成本高企、供給不確定性等因素維持高檔。肥料成本高漲、供給短缺，加上今

年適逢強烈聖嬰現象、極端氣候使糧食價格上漲壓力持續攀升。

圖 4：大宗商品價格漲跌幅變化



資料來源：Bloomberg

中東局勢牽動全球經濟前景

6/22 美伊雙方完成首輪談判，據斡旋國聯合聲明，雙方已就 60 天內達成最終協定之路線圖達成共識，將立即啟動進一步的技術層級會談。另一方面，美國與伊朗同意成立黎巴嫩衝突降級小組、荷姆茲海峽溝通熱線等措施，一度使得市場情緒趨向樂觀。然而，美伊雙方在荷姆茲海峽是否免費重新開放、伊朗高濃縮鈾如何處置、伊朗資金解凍方式及停火狀態等議題存在重大分歧，使談判進展波折反復。7/8 美國總統 D. Trump 單方面宣告 MOU「終結」，其後美方恢復對伊朗的封鎖行動。若戰事無法於短時間內降溫，除危及後續談判進展，亦將導致市場情緒急遽惡化。

因應持續擴大的輸入性通膨壓力，部分國家為減緩衝擊，透過補貼或限價措施穩定民生成本，然相關措施亦加重政府財政負擔。同時，避險需求推動美元指數走強，通膨風險帶動殖利率曲線上升，後續須關注各國對匯率及債券風險的因應措施，以及補貼政策可能的退場時機。鑒於美伊衝突頻發恐使談判前景轉趨悲觀，通膨壓力緩解時點有待觀察，經濟下行風險仍不容忽視。



表 1：美伊談判分歧議題

議題	美國	伊朗
荷姆茲海峽通航	永久免費開放海峽 7/14 恢復對伊朗海上封鎖	要求船隻遵從指定航道通行，主張未來將與阿曼共同管理海峽、徵收費用
資產解凍	或將限制解凍資金用途，優先用於購買美國農產品	重申對解凍資金用途擁有完全自主權，用途由伊朗自行決定
賠償資金	承諾推動 3,000 億美元重建及經濟發展投資計畫，但資金來源及細節仍不明朗	要求戰爭損失賠償
核能核查	主張伊朗須接受最高級別核能核查	稱目前沒有計劃讓核能核查人員入境
以黎衝突	停火協議涵蓋黎巴嫩戰線，然以色列宣佈將于黎巴嫩設置安全區並長期駐軍	以色列須停止攻擊並從黎巴嫩撤軍

資料來源：工商時報、中央社，富邦整理

金融市場震盪風險加劇

AI 行情推高股市集中度及估值風險

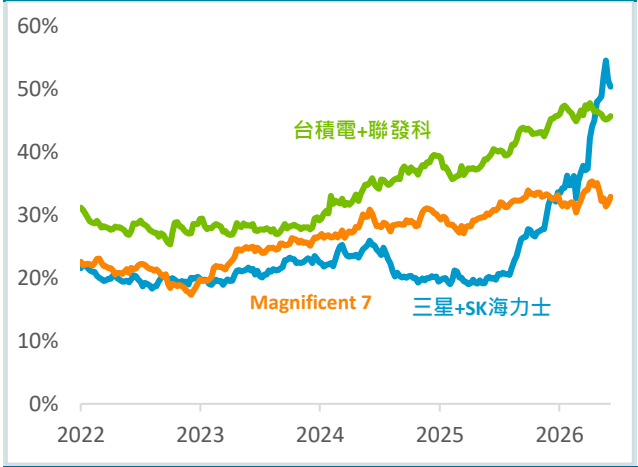
自 2022 年底 ChatGPT 問世以來，AI 產業快速發展推升全球科技投資與股市估值，並使主要市場市值版圖出現明顯變化。美股為此波 AI 投資迴圈下的最大受惠市場，股市市值全球占比由 2022/11 底 42.9% 升至 2026/6 月底 48.8%，不僅維持主導地位、亦貢獻全球市值增量主要部分。除美國外，臺灣與南韓在半導體供應鏈與高頻寬記憶體 (HBM) 需求帶動下，股市表現亦明顯優於多數市場。台股全球市值排名由第 13 名升至第 5 名，期間市值成長逾 2 倍；南韓則由第 12 名升至第 7 名，市值成長近 1.9 倍，顯示 AI 資本支出與先進制程需求已成為帶動亞洲科技股重估的重要因素。

然而，全球股市頻創新高的背後，市場廣度惡化問題亦逐步浮現。從市值結構觀察，本輪多頭行情並非由企業獲利普遍改善或景氣全面回升所驅動，而是高度集中於少數 AI、半導體與大型科技股。儘管主要股價指數表現亮眼，但全球接近半數上市公司股價仍表現低迷，反映資金集中在少數成長敘事明確、獲利能見度高的產業。此結構意味指數表現對少數權值股依賴

程度升高，一旦 AI 需求、資本支出或半導體景氣展望出現雜音，市場修正幅度可能因集中度過高而放大。

臺灣與南韓股市集中度過高風險尤需關注。截至 7/14 臺灣台積電與聯發科合計占整體股市權重已達約 46%；南韓三星電子與 SK 海力士合計占比更高達約 50%，均明顯高於 Magnificent 7 占 S&P 500 比重。此結構雖使台韓股市在 AI 需求擴張階段明顯受惠，但也使市場對單一產業迴圈、少數企業財報與半導體供需變化更加敏感。若 2026 年下半年 AI 伺服器需求增速放緩、成本壓力升高破壞需求，或大型 CSP 業者資本支出指引不如預期，台韓權值股可能面臨較大修正壓力，並透過被動資金與杠杆交易放大大市場波動。

圖 5：焦點股指權值股集中度偏高



資料來源：Bloomberg

除既有權值股集中度外，超大型 IPO 亦將成為下半年市場波動來源。Nasdaq 於 2026/5/1 導入快速通道機制後，6/12 SpaceX 掛牌上市，並於 7/7 快速納入 Nasdaq 100，成為觀察新制影響的首樁大型案例。該機制使符合市值條件的新股得以在上市後短時間內納入指數，雖有助於提升指數對大型創新企業的代表性，但也使被動資金需在價格發現尚未充分完成、自由流通籌碼仍有限的情況下進場建倉，進一步推升追高、資金排擠與流動性錯配風險。考慮追蹤 Nasdaq 100 的全球 ETF 與共同基金規模龐大，若 OpenAI、Anthropic 等大型 AI 企業後續亦循類似路徑掛牌並快速納入指數，相關資金流動對科技股估值與市場波動的影響仍需關注。

從 SpaceX 案例觀察，快速納入指數未必保證股價延續上行，反而可能使市場提前反映被動買盤，並在正式

納入後面臨獲利了結與估值檢驗壓力。一般而言，IPO 初期通常受市場話題性與承銷安排支撐，股價容易出現蜜月行情，但基本面與估值尚未經歷完整財報驗證。上市滿 30 天后，承銷商穩定價格機制逐步退出，市場將開始反映閉鎖期屆滿後的潛在賣壓；至 180 天閉鎖期結束後，早期投資人與員工持股解鎖，若首份財報或營運展望不及市場期待，股價波動可能明顯擴大。換言之，超大型 IPO 雖有助於延續 AI 題材熱度，但也可能使市場面臨估值重估、被動資金追高及流動性錯配等風險。

表 2：Nasdaq 指數規則

主要股市 基準指數	Nasdaq100	Nasdaq 100 (加入Fast Entry)
規模/ 資格	Nasdaq上市； 市值前100大非金 融公司	12月年度調整前可 短暫超過100家
流動性	自由流通股比例 ≥10%	X
納入指數 所需時間 (IPO後)	通常需等到12月年 度調整才會納入	T+7進入市值排名前 40大最快T+15納入
篩選方式	依市值排名 日均成交量達500 萬美元(近3月)	豁免流動性審查
權重計算	修正市值加權 單一成分股權重上 限24%	修正市值加權 單一成分股權重上限 為自由流通股比例的 3倍

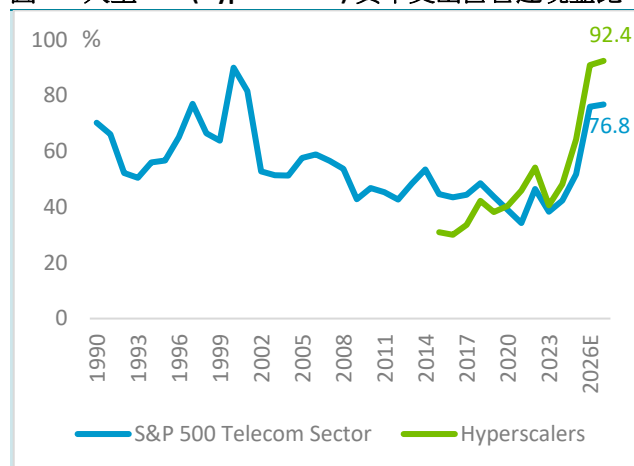
資料來源：Nasdaq, 富邦整理

另一方面，AI 基礎建設投資亦開始從企業現金流議題延伸至信用市場。大型 CSP 業者近年持續上修資料中心、GPU、電力與雲端基礎建設資本支出，資本支出占營運現金流比重明顯攀升，導致部分企業自由現金流承壓。為維持 AI 基礎建設擴張，科技巨頭已開始增加發債與股權融資安排，使市場重新評估其財務彈性與長期資本配置效率。近期 Meta、Amazon、Alphabet 等大型科技企業 5 年期 CDS 利差較年初上行，即反映信用市場已開始將 AI 巨額融資需求納入風險定價。

儘管目前 AI 需求尚未出現明確轉弱訊號，主要 CSP 業者財報展望仍相對強勁，雲端需求、合約負債及未完成訂單亦持續提供基本面支撐，加上企業與消費端 AI 滲透率仍處於相對早期階段，中長期應用潛力仍具說服力。然而，金融市場關注焦點已逐步由「AI 能否帶

來成長」轉向「成長能否支撐當前估值與融資規模」。若下半年企業財報無法延續高成長敘事，或市場對資本支出回收期與自由現金流壓力更加敏感，將可能成為引發金融市場震盪的重要風險因數。

圖 6：大型 CSP (Hyperscalers) 資本支出占營運現金比



資料來源：Bloomberg

注：Hyperscalers 包含 Amazon, Google, Meta, Microsoft

Fed 溝通模式改變或放大短線市場波動

下半年美國貨幣政策不確定性，除來自 FOMC 內部對經濟與通膨判斷的分歧外，亦反映 Fed 政策溝通方式可能出現的結構性轉變。自 1990 年代以來，Fed 逐步提高政策透明度，透過會後聲明、經濟預測、點陣圖、記者會與官員談話，引導市場理解政策立場，降低利率預期調整過程中的不確定性。然而，K. Warsh 接任 Fed 主席後，政策溝通可能轉向較低透明度模式。其改革方向可能包括弱化或廢除點陣圖、降低記者會與官員談話頻率、精簡會後聲明，以及減少前瞻性指引，顯示 Fed 或將由過去 20 年逐步提高透明度模式，轉向更強調決策彈性與政策模糊性的操作方式。

6 月 FOMC 溝通變化已展現初步跡象，決策會議後 Fed 官員公開談話次數相較過去明顯下降，即便發表談話，也多傾向避免給出明確政策路徑，轉而強調後續決策將取決於未來資料表現。同月會議紀錄亦延續相同風格，內容大致與會後聲明及記者會一致，未釋出具體政策立場訊號，反映 Warsh 在委員會內部對溝通節奏與政策表述方式已建立一定影響力，降低市場透過官員談話提前校準政策預期的空間。

對金融市場而言，Fed 降低前瞻指引將使經濟資料的重要性進一步上升。在 Fed 溝通較為充分時，單一就業或通膨資料雖會影響利率預期，但市場仍可透過官員談話、點陣圖與會後記者會判斷 FOMC 是否認定資料變化具有持續性。若後續 Fed 減少相關訊號，投資人將依賴關鍵資料自行推估政策路徑，使金融市場在資料發佈後的反應更加劇烈。尤其在股市估值偏高、AI 投資熱度延續及財政壓力支撐長債殖利率的背景下，政策訊號透明度若進一步下降，恐使股債匯波動上升。

此外，其他主要央行亦面臨經濟成長放緩與通膨僵固性並存的政策難題。中東衝突增添能源與食品價格上行壓力，使歐元區、英國、日本及部分亞洲央行在利率、匯率穩定與輸入性通膨間更難取得平衡。若 Fed 政策訊號減少，美元利率與匯率波動將進一步外溢至其他央行決策，並提高跨市場資金輪動風險。Warsh 主導下的 Fed 改革不必然削弱貨幣政策有效性，但可能影響市場對 Fed 決策模式的解讀。若 Fed 重新回到較少前瞻指引與較高決策模糊性的時代，金融市場對關鍵事件敏感度將明顯上升。

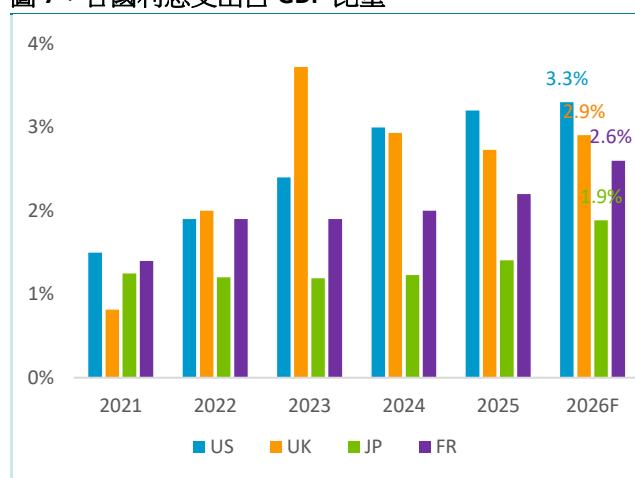
財政負擔推升主權債壓力

地緣衝突升溫使成本端通膨壓力再度成為下半年債市重要變數。中東能源設施受損、航運調度不穩及各國回補能源庫存，均可能限制油價與天然氣價格回落空間，並透過運輸、電力與食品價格推升企業及家庭成本。在通膨降溫進程受阻下，主要央行即便面臨經濟放緩壓力，仍難以快速轉向寬鬆，部分國家甚至可能維持偏緊縮立場，導致長天期利率與政府融資成本維持高檔。利率環境居高不下將直接加重各國財政負擔。過去數年主要經濟體已因疫情、戰爭等國安因素擴大補貼與支出，使政府債務水準明顯上升。若下半年能源價格再度走高，歐洲與部分能源進口國可能被迫延長電價、燃料或民生補貼，以降低家庭與企業成本衝擊。但也將推升赤字與發債需求，進一步壓抑財政調整空間。

此外，在地緣政治風險升高與大國競爭加劇下，美國、歐洲、日本及部分亞洲國家均面臨提高國防支出的壓力。相較於一般景氣迴圈支出，國防支出具有較高剛

性，且短期內難以透過削減其他項目完全抵銷。當利息支出、能源補貼與國防投入同步增加，市場對主權債務可持續性的敏感度將明顯上升，特別是財政赤字偏高、政治整合能力較弱或外部能源依賴程度較高的經濟體，市場可能會要求更高的期限溢酬。對金融市場而言，主權債壓力不僅反映於公債殖利率上行，也將影響股市估值水準。若市場開始質疑部分國家的財政紀律或債務穩定性，長天期公債殖利率上行可能引發跨市場連鎖反應，使避險需求、套利交易與資金配置同步調整。

圖 7：各國利息支出占 GDP 比重



資料來源：Bloomberg, CBO, OBR, 財務省

注：美國為日曆年，英國、日本為財年，2026(財)年為各國官方預估

市場重新聚焦美國經貿政策變化

美國建國 250 周年與 FIFA 世界盃結束後，金融市場須重新面對 Trump 經貿政策的後續影響。隨最高法院否決全球性關稅安排，Trump 政府正透過其他貿易法源延續對外施壓，其中 301 調查將成為下半年最重要的政策觀察點。強迫勞動 301 調查近期已召開公聽會，預計 7 月下旬公佈最終措施，並可能接替 7/24 到期的 122 條款 10% 臨時關稅；產能過剩 301 調查則鎖定 16 個主要製造業經濟體，作為美國要求交易夥伴改善產業補貼、出口傾銷與貿易失衡的額外施壓工具。

除 301 調查外，USMCA 進入中期檢視階段，亦將增添北美供應鏈不確定性。7/1 Trump 已宣佈不續簽 USMCA，將使北美製造業整合與跨境投資規劃受到干擾。此外，隨 11 月期中選舉逐步逼近，Trump 政府可能加強要求先前已與美國達成初步協議的國家履行投資、採購與

產業合作承諾。若相關承諾執行進度不符美方期待，不排除美國再次以關稅、非關稅措施或個別產業調查作為談判籌碼，使市場重新評估各國對美投資承諾對本國資本支出與產業競爭力的排擠效果。此一壓力對貿易順差較大、製造業出口占比較高的經濟體影響尤其明顯。

表 3：301 條款歷史案例

對象	時間點	行動
日本 1985~1987	1985/9	簽署《廣場協定》，推動美元貶值與日圓升值
	1986/9	簽署《美日半導體協議》，要求市場開放與限制低價出口
	1987/4	美國依 301 對部分日本產品課征 100%關稅
臺灣與韓國 1988~1989	1988	美國建立「Special 301」與財政部匯率評估機制
	1989	首份 Special 301 報告，將台韓列入優先觀察名單
中國 2018~2019	2017/8	啟動大規模 301 調查
	2018/7	第一批 301 關稅落地
	2019/8	美國財政部將中國正式列入「匯率操縱國」

資料來源：富邦整理

值得注意的是，301 調查過去並非單獨使用，常與匯率、產業補貼及市場開放等議題共同推進。回顧日本、臺灣、韓國及中國案例，美國在啟動貿易調查後，往往同步強化匯率政策壓力，要求交易夥伴調整匯率、開放市場或限制特定產品出口。雖然此次 301 調查主要是為補足全球關稅遭司法否決後的法源缺口，但若後續搭配匯率政策報告或財政部匯率評估，大幅對美順差經濟體仍可能面臨額外政策風險。

其他值得關注議題

大型新興國家政經風險

大國競爭與經貿環境變革下，部分基本面較弱的新興市場面臨較高金融風險，中東衝突更凸顯能源進口國脆弱性。美元避險需求升溫、能源進口成本上升及財政補貼擴大，增添印度、印尼經常帳與財政壓力，導致今年以來匯率明顯貶值。儘管雙印央行已透過外匯干預、制度改革吸引外資及升息等方式穩定匯率，近月油價壓力趨緩以及 MSCI 暫緩調降印尼評級等動作，都暫時緩和資金外流壓力，僅當前能源供給完全恢復時程仍具不確定性，短線匯率回升幅度仍待觀察。另一方面，南非與土耳其政經情勢持續動盪。南非反移民浪潮逐漸激化，演變為具政治色彩的全國性示威活動；土耳其司法政治化事件頻發，與輸入性通膨共同加劇匯率貶值。若下半年政治風險進一步升高，恐加速兩國資本外流，並擴大金融市場波動。

美國期中選舉增添政策變數

11/3 美國將舉行期中選舉，改選參議院 35 席、眾議院全部 435 席及 36 州州長，選舉結果將牽動 Trump 後半任期政策推進。依目前選情，民主黨仍有機會爭取眾議院過半，共和黨則在參議院防守上相對穩固。不過，伴隨共和黨於部分州透過選區重劃取得結構優勢，加上投票身分查核、SAVE 法案及選務規則爭議延續，後續選舉結果仍具變數。近期最高法院裁決允許政黨擴大協調支持候選人，並保留各州郵寄投票規則彈性，可能進一步影響競選資金配置與關鍵州開票爭議。若國會分屬不同政黨，下年度撥款、稅制與經貿政策協商恐再度陷入僵局。

免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編制，其中所載內容、資料及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、資料及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。