

2026 年 2 月

經濟溫和放緩，已獲市場接納

今年開始即有重磅消息頻傳，美國不惜動用軍隊力量與經濟手段，實現總統川普的外交政策目標。劍指聯準會高層的傳票，以及兵臨委內瑞拉首府的行動，均未影響石油價格與風險資產。然而，川普揚言將出手獲取北約盟友的領地，引發了暫時的市場波動，最終波動還是歸於平靜，美股的走勢則因此落後於其他地區。日本擴大財政支出與通膨展望的隱憂，推升了日本公債的殖利率。

我們認為，經濟成長既未過熱也不過冷，衰退不至於發生，再加上市場參與人士普遍安於現狀，或許解釋了近期的風險資產何以持續升值。如此情境下，適度的 GDP 成長與通膨降溫，也為各國央行預留了謹慎裁量的空間，市場流動性得以顧全。

未來的道路不免風險四伏，舉凡聯準會的獨立地位、川普的內政方針，以及他重新調整美國與傳統盟友關係的主張，無不面臨挑戰。其中，聯準會所承受的任何挑戰，都有可能連帶導致通膨預期脫離錨定（這不是我們預想當中的基本情境，但風險正在上升）。前述種種局勢，都有利於我們降低美國資產佔比的多元分散觀點，也有利於歐洲各國邁向戰略自主。目前我們觀察發現，美國經濟的成長動能強勁，同時也一併提高了歐元區 (EZ) 的預估經濟成長率：

- 歐元區景氣略強於我們的先前評估，只是沒有像歐洲央行所預測的那麼強勁 (1.2% vs 1.0%，實質 GDP 增幅)。我們現在預期的增幅為 1.0%，主要受惠於法國與西班牙的強勁表現。相關預測的依據，包括了實質可支配收入數字、已實施的降息與其投資提振效應，以及 NGEU 方案在歐盟外圍國家的資金部署影響。另一方面我們也密切關注這個地區的消費動態與就業市場情勢。



VINCENT MORTIER
集團投資長

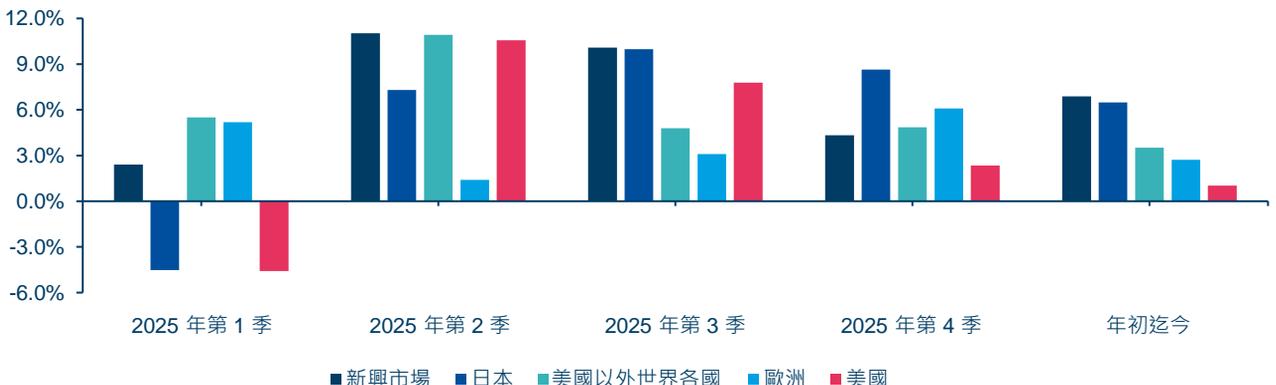


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL
集團副投資長

股市延續動能：日股與新興股市領漲，美股迄今仍在追趕



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 1 月 23 日。新興市場與美股以外各國以 MSCI 諸指數為準，美股以 S&P 500 指數為準，歐股以 Stoxx 600 指數為準，日股以 Topic 指數為準。所有指數均以當地幣別計價。

合併考量財政支援的效果之後，我們預期中的美國 GDP，今年料將以略低於 2% 潛勢的幅度成長。

- **美國 CPI 的年度升幅**，則是從 3.0% 下調至 2.8%。不過我們也預期，通膨率將在更長期間內超乎聯準會的 2% 目標；在財政激勵效應發酵、期中大選即將揭幕的情況下，物價偏高尤難避免。此外我們研判，住房通膨（約佔 CPI 成分的三分之一）將會放緩，稍微降低整體的通膨熱度。其次，調高後的關稅也只是一小部分真正轉嫁予消費民眾，更多的相關成本已由部分企業自行吸收。接下來我們也將對此持續關注。關於經濟成長，上半年的消費主要受惠於退稅，我們維持原有預測，即實質 GDP 成長 2%。
- 由於國內經濟活動疲軟（住宅與消費領域均有修正）加上外部需求疲軟，中國的 GDP 增幅料將從 2025 年的水準放緩至今年的 4.4%。我們認為，政府會推出溫和、目標明確的振興措施，防範經濟硬著陸，但不太可能推行大規模的政策激勵。官方在 12 月底發布的公告，印證了我們的觀察。
- **黃金的價格**，則是獲得結構性的提振。地緣政治對峙（包括川普標新立異的政策）、結構性趨勢（赤字/債務增加）以及各國央行的買進，都推動著黃金價格上漲。近期，委內瑞拉境內的美軍行動並未影響油價，反倒是西方與伊朗的潛在衝突升溫則更有可能促使油價飆漲，畢竟（荷姆茲海峽通航受阻所導致的）供應中斷才是風險，供應擴增則否。縱使如此，現階段的石油市場供應過剩，我們預計第一季的油價面臨下檔壓力。隨著下半年的冗餘減少，布蘭特原油價格可能會穩定持平在每桶 60-70 美元的價位範圍。

東方匯理投資研究所：歐元區與美國的貨幣政策變數升高

歐洲央行的降息預期延後，但今年內仍有降息兩次的可能性。* 本公司認為，根據歐洲央行的歐元區經濟成長評估結果，目前的政策利率暫無變動必要。我們固然將經濟成長預估數字向上調升，但也認為歐元區的通膨降溫歷程並未受到景氣所影響。因此，如今本公司預期，今年的第一波降息將在第二季（而不是第一季）實施，也就是在 3 月份歐洲央行發布歐元區經濟預測數字過後。預期中的第二次降息，可能發生在第三季，存款利率則可能會從目前的 2.0% 降至 1.5%，至於歐洲央行根據相關數據審慎決斷的原則並未動搖。

聯準會面臨前所未有的壓力。* 我們判斷聯準會今年裡將會降息兩次（每次 25 個基點），同時也關注著聯準會超然獨立地位所承受的政治風險。聯準會主席鮑爾對於行政機關的政治逼宮予以反擊，顯示他打算徹底行使央行的經濟評估自主權，獨立制定貨幣政策。無論結果如何，今後的市場，波動程度料將增加。關於存續期部位，我們認為暫時無法明確判斷，並且偏好 5 年至 30 年期區段的殖利率曲線陡峭化策，同時積極看待損益平衡通膨率。

我們預期，假如消費保持溫和、通膨放緩，薪資成長減慢，今年內的歐洲央行政策利率調降次數可能會是兩次。我們正在密切關注歐洲央行如何調整自身的通膨評估結果，從而更加精準掌握央行的後續行動傾向。

MONICA DEFEND
東方匯理投資研究所主管

由於歐洲通膨降溫、美國財政支援出爐且「政壇雜訊」仍待觀察，而中國偏低的景氣增速也有趨穩跡象，我們延續風險偏好立場，資產觀點概如下述：

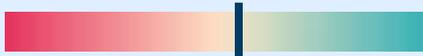
- **對於固定收益市場**，我們中立看待整體存續期部位，但對美國券種略為謹慎，對歐洲（包括外圍各國）與英國券種較為樂觀。公司債提供了良好的利差展望，尤其是歐盟的投資級 BBB 與 BB 級信用券種。至於通膨黏滯延續的風險，根據我們的基本情境，發生機率並不高。我們透過慎選角度，在新興市場債券領域尋求套利良機——畢竟全球經濟情勢令人鼓舞。
- **而對於股市**，我們偏好結構性題材，例如日本公司治理改革、德國政府的財政振興，同時也在人工智慧飆漲的熱潮以外探索其他潛力企業。由於經濟活動活絡、聯準會政策寬鬆化，新興市場成為我們所看好的另一領域。
- **在多元資產投資方面**，我們上調了黃金的觀點，充分善用其穩定特質，同時下調了石油的佈局觀點。而在新興市場，我們謹慎提高了拉丁美洲股票的投資比例。整體而言，我們傾向於保持均衡、風險偏好的投資策略。

川普對於格陵蘭/北約國家的措施、美國國會期中選舉選情、關稅態勢以及歐洲的反應，將會左右近期的市場走勢。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



強勁的成長動能遭到過高估值略為抵銷，因此我們維持風險偏好。

相較於前個月份的變動

- **多元資產**：較樂觀看待黃金、審慎看待石油；積極評估新興股市，但對美國與歐洲市場略為保守看待。
- **外匯**：將美元評等上調為中立，並對短期內的歐元匯價改採微幅謹慎態度。

整體的風險氛圍，乃是透過不同的投資平台，針對各種風險資產（信用債、股票、大宗商品）表達質化觀點，並於全球投資委員會裡交流分享。我們的立場仍將視情況調整，俾以反映市場與經濟環境的任何變動。

ECB = 歐洲中央銀行、DM = 已開發市場、EM = 新興市場、CB = 中央銀行、IG = 投資級、HY = 非投資級、HC = 強勢貨幣、LC = 當地貨幣。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

固定收益

作者群

AMAURY
D'ORSAY
固定收益
主管

通膨：歐洲央行政策難題的關鍵

對於歐洲央行的降息措施，市場價位反映的情況並不對稱，亦即多數市場人士並不預期會降息。同時我們也判斷，通膨降溫的軌跡將在歐元區 (EZ) 境內延續發展，物價走揚的壓力不會超逾歐洲央行設定的 2% 目標。因此，對我們而言，降息的可能性遠高於升息機率。我們也持續關注歐洲央行內部較為傾向寬鬆政策的主張如何獲得主導地位，以及有無機會進一步促成降息成真。

在美國，聯準會的獨立地位、領導層更迭以及就業市場 (出現疲軟跡象) 將繼續成為市場人士的關注焦點。我們持續專注於殖利率曲線的整體態勢，並且選擇性尋找可供實現利差優勢的公司債以及新興市場債券。

存續期與殖利率曲線

- 我們繼續積極看待英國與歐元區存續期，對於歐洲外圍國家亦持正向態度。我們預期，中期之內的曲線將更趨陡峭化，同時體認到這種共識觀點已經取得了相當顯著的進展。有鑑於此，我們固然整體維持了曲線陡峭化佈局，但也在戰術層面調降了 10 年至 30 年期區段的原有看法。
- 對於日本，我們態度中立，對於美國存續期部位 (2 年與 30 年) 稍微謹慎，對於通膨連動券種則採正向觀感。

公司信用債

- 從全球的角度來看，我們偏好歐盟資產，更甚於英國或美國券種。
- 對於公司債，我們偏好利差佈局更甚於 beta 係數券種。同時我們更加肯定金融產業券種，而非金融業以外券種，畢竟前者具備強大的資本緩衝；同時我們也看好短期信用債，更甚於長年期券種。
- 此外，我們力求在殖利率與券種品質之間均衡兼顧。目前我們認為，資本結構低端的信用債 (例如 BBB 級) 當可提供值得關注的利差誘因。

新興市場債券與外匯

- 全球總體經濟背景撐起新興市場態勢，但地緣政治可能導致波動。我們依然樂觀積極，同時認為 2026 年將是新興市場債券豐收的一年。綜觀當地幣別券種、強勢貨幣券種與公司債，我們更傾向於佈局非投資級債券。就地理位置而言，我們偏好撒哈拉以南非洲、中南美洲 (例如阿根廷) 券種。
- 在外匯市場，我們戰術性下調歐元評等，並將美元評等上調至中立。聯準會兩次降息的預期，已經反映在目前市場價位之上。對於新興市場外匯，我們延續了積極肯定的態度。

歐洲：通膨 (包括服務業物價) 與內需消費活動，是歐洲央行是否降息的關鍵考量



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博、歐盟統計局。截至 2025 年 1 月 22 日的最新月底數據。

股票

作者群

與其歡欣追高，結構性優勢更值得佈局

經濟與地緣政治消息固然喜憂參半，美國與歐洲股市仍在 1 月份創下歷史新高。時至今日，不同地區的估值水位高低各異，企業盈餘實力亦有高下之分，共同決定了哪些市場終將超前。正值財報季，EPS 成長表現即將驗收，企業的資本支出同樣備受關注。在美國，我們關注的是 AI 領域的集中度風險、政治變數與不確定，以及資本錯配問題。若是綜合評估這些風險，市場目前要求的估值水位甚難自圓其說。

BARRY GLAVIN

股票平台
主管

同時我們重申，對於美國與超大規模 AI 企業的持倉應當調降，分散轉向日本、新興市場、歐洲等具備結構性題材的其他市場。整體而言，我們的目標在於兼顧估值優勢以及獲利潛力，爭取從市場波動當中獲益。

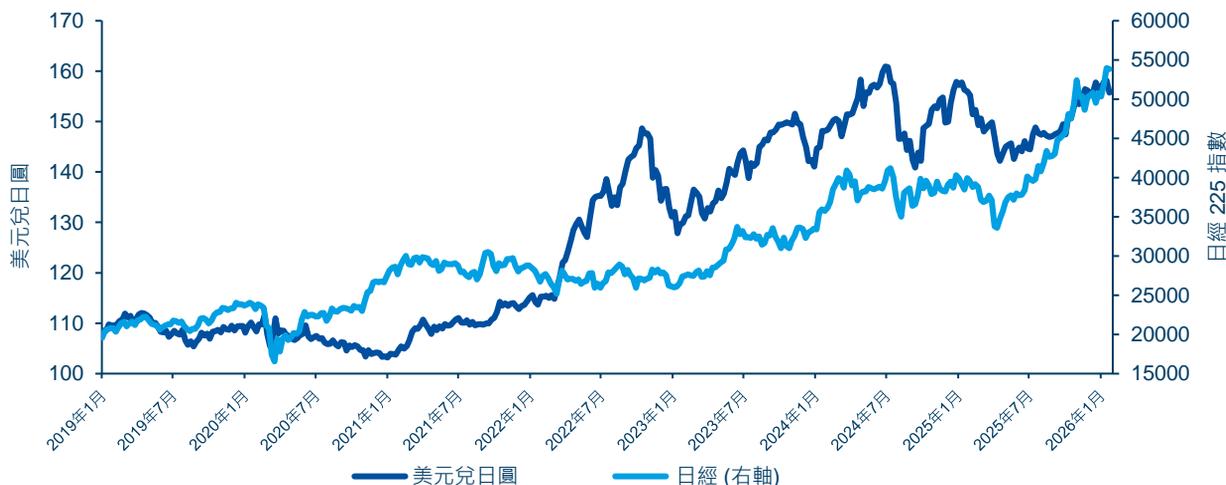
已開發市場

- 至於在歐洲，令人放心的是，當地企業去年的獲利成長速度不減反增。以目前的估值水位言，當地的企業獲利必須達到近兩位數百分比的成長佳績，今年的歐洲股市方有機會長紅。綜觀各個產業，我們看好金融、工業、醫療保健以及必需消費領域。在日本，利率正常化、日圓走升、政治因素，有可能帶來短線的波動，不過長期結構性因素依舊煥發吸引力。
- 歐洲以及日本的中小型股票具備穩健的投資價值，這是因為，相對於大型股，這類企業的股價折價幅度非常顯著。從資本報酬率與負債比率來看，資產品質同樣也在提高。
- 在 AI 領域，我們專注於電機工程、電力需求以及 AI 部署等次領域。

新興市場

- 美國聯準會與歐洲央行料將採取寬鬆貨幣政策，以及相關地區 (縱使存在分歧) 經濟成長強勁的預期，促使我們正向看待新興市場展望。
- 我們偏好拉丁美洲、新興歐洲與阿拉伯聯合大公國。拉丁美洲資產的估值饒富吸引力，同時其政治環境也需要密切關注。對於巴西，未來 12 個月的獲利料將實現正向成長。
- 在中國，我們正在評估政府的產業內卷抑制政策，以及產能過剩對策等，目前暫時保持中立態度。中國官方正將現有成長模式轉型成為內需導向經濟，不過我們判斷，這還需要好一段時間才能落實。對於台灣、沙烏地阿拉伯，我們抱持謹慎態度。
- 就產業角度言，我們更看好通訊服務產業。

日本：長期邏輯依然成立，但日圓走升可能導致短期波動



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 1 月 23 日的最新單週數據。左側縱軸向上移動表示日圓貶值，向下移動表示日圓升值。

多元資產

強化保障，優化風控

美國以及歐洲的經濟大環境尚屬合理，但有跡象顯示，在許多資產類別估值偏高的同時，美國就業市場正在降溫。此外，近期的地緣政治新聞，也彰顯了謹慎的必要性，整體而言，理當保持溫和的風險偏好。我們對於股市與信用債的正面看法，獲得了穩健的獲利週期、強勁成長動能、充裕流動性予以支撐。具體而言，我們現正探索新興市場的價值領域，同時認為有必要運用黃金強化既有保障，並建議一併加強美國與歐洲境內風險資產的避險佈局。

在看好歐洲、英國、美國股市的同時，我們審慎調升了對於新興市場的觀感，轉而看好拉丁美洲資產。整體而言，相較於其他地方的新興經濟體，中南美洲的估值相對更具吸引力。巴西是該區域最大的經濟體，目前正處於貨幣寬鬆週期；這一點，再加上預期中的今年度獲利強勁展望，理當拱起巴西股市買氣。

我們正向看待美國 (5 年期) 與歐盟 (10 年) 的存續期部位。在美國就業市場偏軟的同時，關稅調高對於通膨的助長幅度相當有限。我們持續看好美國國庫券，是因為經濟成長或企業獲利都有可能疲軟，未來的金融環境萬一趨於緊縮，我們也已透過衍生性商品佈局，備妥相關避險。我們仍然偏好義大利公債更甚於德國公債，同時考量日本政府的財政壓力持續存在，謹慎看待日本公債。歐盟的投資級公司債，需求可望趨於強勁。

而在原物料市場，我們對於黃金的看法變得更加樂觀。在中期動能持續作用的前提下，目前市場上對於黃金實物交割 (而非衍生性商品) 的偏好增加，意味著市場預期壓力將會湧現。反觀原油，由於 OPEC 對於油價的支持有限，我們改採謹慎態度看待油市。對於外匯，我們看好挪威克朗以及日圓的兌歐元匯價，日本央行的利率正常化進程，有機會帶動日圓升值，至於挪威的通膨偏高狀態則有可能阻止該國央行調降利率。

作者群

FRANCESCO SANDRINI

義大利首席投資長 & 全球多重資產主管

JOHN O'TOOLE

全球主管 - CIO 策略

「我們微幅提高了新興市場股票的評等，同時考量地緣政治對峙增溫、資產穩定特質可期，上調了黃金的評等。」

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：東方匯理資產管理，截至 2026 年 1 月 21 日。M-1 變動包括與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資信念 (包括避險倉位)。* 此處觀點均為相對於參考資產配置 (基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金) 的數值，其中「=」係指中立。實際執行可能運用衍生性商品，因此 + 與 - 未必完全相抵。此係特定時機之評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其認為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊內容僅供參考，概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品之實際資產配置或投資組合成分。

不同資產類別的東方匯理觀點

股市觀點

已開發市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
美國成長股				◆						
美國價值股							◆			
歐洲							◆			
歐洲中小型股								◆		
日本							◆			
新興市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場							◆			
中南美洲								◆		
新興歐非中東地區								◆		
中國以外其他新興市場							◆			
中國						◆				
印度							◆			

固定收益觀點

存續期	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國					◆					
歐盟							◆			
英國							◆			
日本						◆				
整體						◆				
信用債	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級						◆				
美國非投資級				◆						
歐洲投資級								◆		
歐洲非投資級						◆				
整體							◆			
新興市場債券	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中國公債						◆				
印度公債								◆		
新興市場主權債								◆		
新興市場當地貨幣									◆	
新興市場公司債主權債								◆		
整體								◆		

全球外匯觀點

外匯	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
歐元	▼				◆					
英鎊					◆					
日圓							◆			
新興市場外匯*								◆		

資料來源：最近一次全球投資委員會 (GIC) 例會與後續討論的觀點摘要，截至 2026 年 1 月 21 日。表格反映了各個資產類別的絕對觀點，並以 9 個不同等級予以評估，其中 = 表示中立立場。文件反映特定時機的市場評估結果，無意精確預測未來事件或擔保未來投資成果。建議讀者避免完全仰賴相關資訊，亦不宜視為任何基金或任何特定證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊僅供說明與教育用途，後續仍可能發生變化。資訊內容概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品實質資產配置或投資組成成分。外匯圖表顯示 GIC 的絕對外匯觀點。* 圖表呈現多種新興市場貨幣的綜合看法。

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

東方匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

東方匯理證券投資信託股份有限公司為東方匯理基金及東方匯理長騰系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。東方匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【東方匯理投信獨立經營管理】