

2026 年 4 月

持續衝突推升通膨預期

中東的戰火進入到第二個月，高漲的能源價格在全球金融市場引發了連鎖反應。由於市場重新評估了通膨預期與央行降息的可能性，美國以及歐洲的平衡通膨率曲線大幅拉升。包括英國在內，許多國家的名目殖利率（尤其是短天期端）也大幅走揚。單就現階段而言，我們認為這樣的反應有些過了頭。在我們看來，能源價格維持高點的期間長短，將會決定第二輪的通膨影響有多大。

在經濟成長方面，市場目前似乎並未過度憂慮。我們認為，能源價格若是持續攀升，就會拖累消費以及經濟成長。整體而言，這場危機正在為全球經濟積累停滯性的通膨壓力。我們的主要信念概述如下：

- **對通膨的影響，因地區而有所不同**，其中歐元區所受衝擊可能高於美國。通膨是否只是暫時現象，取決於石油、天然氣、食品與肥料價格維持在高點的期間長短。2026 年的歐元區 CPI，有可能會大幅超越歐洲央行目標，並在隔年回落 — 然而還是高於目標水位。只要通膨壓力滲透至整個經濟環境，例如中間產品、運費、保險成本當中，這樣的情況恐怕就難以避免。在美國，我們預期能源價格高漲將使得較低收入的家庭處境更嚴峻。
- **美元升值的氣勢再度成為焦點** — 美元固然憑藉其避險特性，可望在短期內穩健抗跌，但我們判斷長期疲軟趨勢將會持續。美元匯價持續面臨各種結構性阻力，包括了美國公共財政壓力、地緣政治促使全球資本流動改變，以及美國以外地區殖利率相對誘人



VINCENT MORTIER
集團投資長

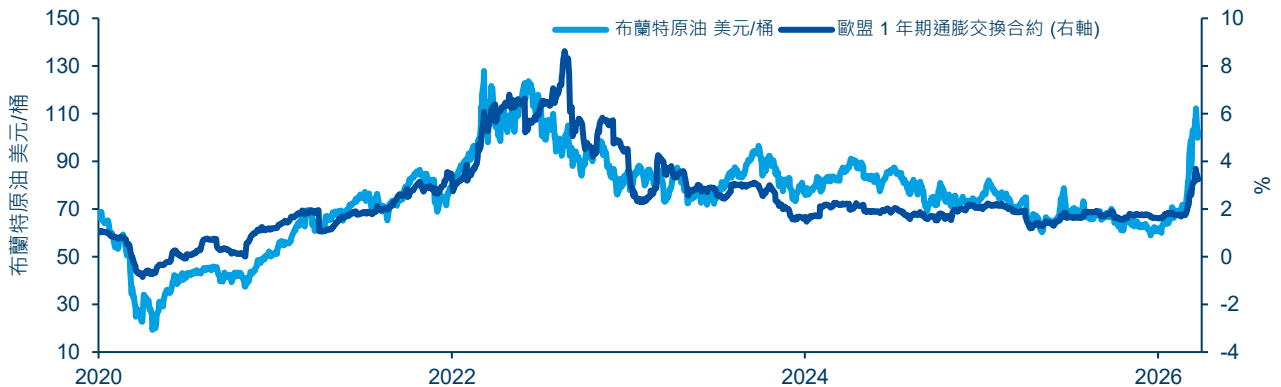


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
集團副投資長

通膨的影響力取決於偏高的能源價格將維持多久



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 3 月 24 日。

市場高估了危機的通膨影響，也低估了經濟成長受到的衝擊；目前的訂價並未反映出消費疲軟壓縮企業利潤率的風險。

- 美元持續升值的前提，在於整體通膨率必須帶動核心通膨率，且通膨預期必須升高至足以迫使聯準會重啟升息週期的程度 — 這樣情況才會逆轉，但我們預期的基本情境並非如此。
- 仰賴海灣地區能源進口的歐洲與新興市場國家，也極力避免被捲進這波軍事衝突當中 — 歐盟各國與英國的領導人，先後拒絕了美國總統川普的參戰要求。在亞洲，印度以及中國的能源都仰賴境外進口，目前兩國也都與伊朗交涉成功，確保了船舶的安全通行。印度是石油的淨進口國，容易蒙受高油價影響；其中一項風險，是政府可能被迫將生產性資本支出所享有的資源轉往他處，投入能源補貼措施。
- 整體而言，我們認為新興市場成長依舊穩健，暫時也沒有證據顯示這樣的情況會改變。新興市場的財政及總體經濟指標都有改善 — 許多的新興經濟體已經再度擁抱正統的總體經濟思維。在拉丁美洲各國，這種情況尤其顯著，象徵著長期的評價下修階段已經落幕。其中，巴西具備傲人的稀土礦儲量，墨西哥則受惠於近岸外包的大勢所趨。

總而言之，我們認為惡性通膨或全球景氣衰退不至於發生。我們預期，通膨與經濟成長將會受到影響；影響程度取決於戰事延燒的長短，以及石油與天然氣價格維持在高點的時間有多久。對於投資人來說，增持多層次的多元佈局 — 例如通膨連結投資工具、公債、大宗商品 — 至關重要，在債券與股票間相關性正在改變的環境當中尤其如此。同時，避險與戰術性縮減風險的需求，也隨之增多。

東方匯理投資研究所：部分主要央行可能在今年內暫停升息

根據預期，歐洲央行、英國央行與美國聯準會在 2026 年都將維持利率不變。對歐洲央行而言，評估能源價格對於整體通膨率、核心通膨率以及薪資的影響，仍是一大關鍵。市場價格已經反映了升息的預期。我們也撤回了歐洲央行將在今年內降息的預測。此外，我們認為，如果通膨持續偏離目標且通膨預期值脫鉤，歐洲央行也有可能會升息（但這並不是我們目前預判的基本情境）。由於通膨預期上升、美國 2 月非農就業數據疲軟，以及近期 PPI 數據優於預期，聯準會暫時觀望，也是合理的做法。聯準會 3 月份維持利率不變的作法，呼應了我們的觀點，目前我們也判斷，今年內應該不會降息。至於英國央行，我們也預測他們將在 2026 年間維持利率不變。

第二輪的通膨影響 — 取決於供應中斷的持續時間以及物價偏高的持久程度 — 是歐洲央行與英國央行眼中的重要考量因素。能源價格不僅取決於近期天然氣與石油供應的實質中斷，也取決於海灣國家產能的長遠受損程度，縱使荷莫茲海峽航道重新開通，已經發生的損害也可能持續影響。伊朗攻擊卡達的天然氣廠，就是一個例子，因此造成的中斷，勢必深遠影響到今年內乃至於往後的天然氣正常供應。

歐洲央行不會因為能源價格上漲就自動緊縮政策；而是靜觀其變，評估衝擊規模、持續時間以及對於整體價格壓力的外溢效應後，再調整原本的政策立場。

在謹慎留意危機、通膨與貨幣政策的同時，我們認為有必要戰術性調降風險，同時透過多元佈局，改善投資組合的抗跌韌性。我們的具體信念概述如下：

- **我們提高了對固定收益存續期的看好程度**，同時正在探索如何透過積極主動策略，增強其抗跌韌性。同時，由於基本面強勁，我們依舊樂觀看待公司信用債。我們略為調降了新興市場當地貨幣債券的評等，但考量到經濟成長表現持續強勁，我們維持了正向的看法，尤其關注殖利率較高的國家。
- **短期的波動固然導致我們略為審慎看待某些類股**，但我們對於歐洲、日本和新興市場的長期信念並沒有改變。目前的危機顯示，資金從美國流向這些地區的輪動過程未必呈現線性變化，但長遠來看，輪動的趨勢將會持續下去。
- **從多元資產的角度觀察**，這場危機也提供了機會，我們得以藉此調整策略，戰術性減持了股票等易受波動影響的領域。縱使如此，我們強化了公債的投資觀點，並對於公司信用債以及新興市場債券維持了原有的投資信念。

我們避免任何大膽的方向性配置，同時也避開過度集中的領域。相反的，我們更傾向於保持多元分散，並在公債(尤其是較短天期券種)領域尋求價值。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



我們承認目前的財務狀況與流動性尚屬合理，不過中東的軍事衝突還在持續發展，因此決定降低風險。

相較於前月份的變動

- **固定收益**：上調存續期部位，相對較不看好新興市場外匯與當地貨幣債券。我們保持曲線轉趨陡峭的觀點，尤其是歐洲牛市陡峭化。
- **股票**：戰術性中立看待歐洲、日本、新興市場，但繼續保持正向的長期看法。
- **多元資產**：更加看好已開發市場存續期、公司信用債以及精選新興市場債券，但對於股市則抱持中立態度。戰術性下修對黃金的樂觀看法。

整體的風險氛圍，則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。

固定收益

作者群

**AMAURY
D'ORSAY**
固定收益
主管

主動式、高度自律的存續期管理

有鑑於能源價格高漲與供應中斷，通膨問題備受關注。因此市場預期，歐洲央行與英國央行最後將會升息。雖然我們也修正了原本對貨幣政策的評估，但目前不認為各國央行將會提高利率。我們判斷各國央行會先觀望，待危機與供應中斷情況更為明朗後，再做出決定。

因此，鑑於通膨預期增溫，以及避險需求帶來（對殖利率）的反向壓力，目前正是保持靈活彈性的大好時機。曲線轉趨陡峭，是我們對於中期走勢的主要假設情境，同時我們也承認，這樣的觀點不僅獲得了業界普遍認同，也已經相當程度反映在市場價格上。整體而言，我們傾向於慎選投資策略，而非廣泛配置。

存續期與殖利率曲線

- 我們對於整體存續期的看法略趨正向。我們對於美國市場（尤其是短期以及長年期）的謹慎程度略減，並保持積極主動。
- 我們的正向立場，主要反映在歐盟市場的配置上，目前正逐步尋求更進一步的契機。我們也看好歐洲外圍國家的債券，其基本面與利差收益相當富有吸引力。至於英國，我們還是樂觀看待，同時認為曲線的 2 年期區段頗具投資潛力。
- 美國通膨連結債券，依舊是理想的避險工具。

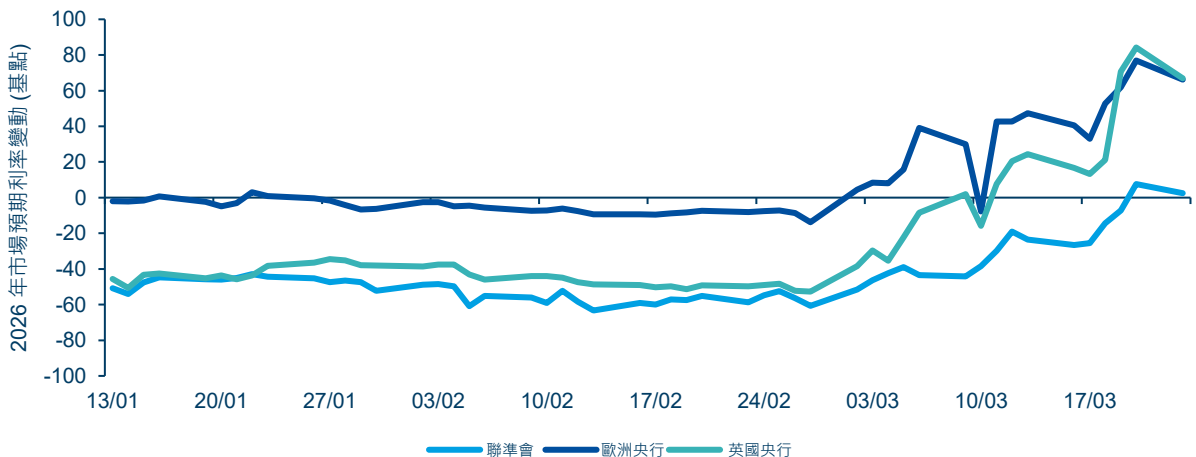
信用債

- 我們樂觀看待投資級信用債，尤其是歐洲券種，不僅利差收益誘人，資產負債體質也相當健全。相較之下，我們加倍審慎看待非投資級信用債，畢竟這個券種的評價吸引力降低、離散程度偏高，突顯出慎選投資的必要性。
- 從產業角度來看，我們偏好金融債更甚於非金融券種，優先選擇歐洲債券利差而非美國債券利差。歐洲的相對價值頗具吸引力。

新興市場債券與外匯

- 對新興市場債券採取了正向積極與精挑細選的態度。由於地緣政治風險偏高，我們對當地幣別債券的看法略顯悲觀，但仍然看好實質殖利率比較高的幾個國家，尤其是巴西、南非。
- 至於新興市場外匯，近期的表現與過去的地緣政治事件遙相呼應，引發市場密切關注拉丁美洲各國的選舉結果。
- 從戰術角度來看，美元匯價有機會展現抗跌韌性，只是美國的結構性問題依舊存在。一旦危機結束，我們預期美元將會走貶。

市場價格已經反映了歐洲央行與英國央行可能升息的預期



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，基於 WIRP 對目前利率變化的預估 (OIS 模型)。截至 2025 年 3 月 23 日的資料。

股票

作者群

聚焦於長期抗跌韌性的領域

股市波動固然也被伊朗戰事所影響，值得重點關注的是，出現回檔的幾個領域，正是年初迄今表現亮眼的領域。如今，最大的不確定因素，莫過於戰爭將會持續多久。假如未來幾週裡的緊張局勢趨緩，油價就有機會恢復正常，目前的波動局面可望成為各個產業的誘人進場點；然而，具體的時機，相當難以準確預測。

因此，我們恪守自身的長期投資信念，同時也承認短期內股市充滿變數。我們的目標，仍是尋找資產負債體質穩健、獲利最不受危機影響的優質企業。我們也正在探索結構性成長主題所影響的各個領域，例如德國的財政支出、日本的企業改革，以及新興市場的穩健成長。

BARRY GLAVIN

股票平台
主管

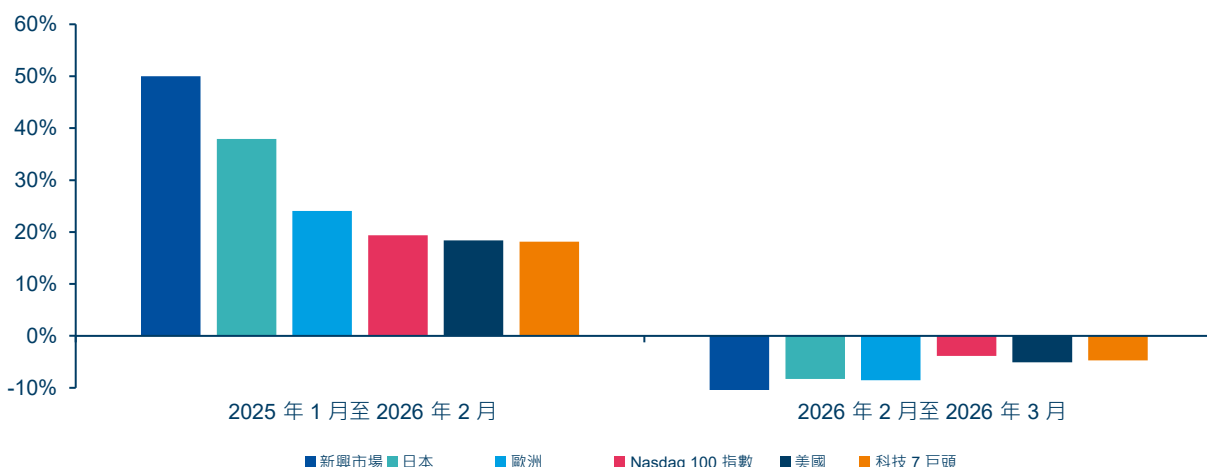
已開發市場

- 我們正將投資重心抽離美國，藉此抑制集中度風險。歐洲、日本以及新興市場，還是很有吸引力，但對油價也較為敏感，必須警覺看待。
- 至於歐洲，受益於德國財政支出擴增的個股格外值得期待，此外我們也選擇了評價接近歷史低點、獲利成長穩健、品質逐步提升的中型股。
- 產業方面，我們看好銀行以及工業，預期相關領域將受惠於下一波的 AI 相關資本支出 (例如電池)。我們也發現，受成長疑慮影響的優質營建股，同樣存在投資機會。
- 考量到通膨增溫與企業改革議程，我們依舊樂觀看待日本，同時也看好在英國上市的全球性銀行以及製藥公司。

新興市場

- 新興市場股票價格誘人且成長穩健具有韌性。我們正在評估戰火長期延燒 (但這並不是我們所預估的基本情境) 會不會延遲貨幣寬鬆政策的落實 (能源價格上漲)，以及會不會抑制消費活動。
- 其次，從已開發市場轉向新興市場多元佈局，仍是結構性趨勢，只是短期內的調整在所難免。考量到新興市場亞洲地區對於能源進口的依賴程度，我們微幅調降評等。在印度，我們看好精選的消費領域企業。持續發展的軍事衝突，有機會推升肥料與食糧的價格。
- 最後，只要 AI 領域的資本支出持續成長，韓國等國家的精選個股也能連帶受益。由於供需失衡，以及政府的「企業價值提升」措施，我們看好記憶體供應商。

這場危機突顯出目前留在美國境內的資金固然會輪動轉往其他地區，但這樣的變化並非線性發展



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 3 月 24 日。2025 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 26 日；2026 年 2 月 27 日至 2026 年 3 月 24 日。以上市場之指數參考：美國=S&P 500 指數、歐洲=SXXP 指數、日本=Topix 指數與新興市場=MSCI 新興市場指數。所有指數均以當地貨幣計價。

多元資產

戰術面審慎，強化保障措施

中東最近的波折與動盪，促使我們退一步檢視，重新評估我們的長期觀點將如何化為現實。我們認為，能源價格高漲持續多久，決定了這場危機對於經濟的傳導效果。雖然我們的總體經濟訊號還是處於景氣循環的晚期階段，但這也並沒有充分反映出危機長期延續的可能影響。因此，從短期來看，我們縮減了原本對於風險資產的方向性觀點。其次，我們認為有必要加強避險，尤其是已開發市場的持股。整體而言，重點在於維持多元分散佈局，同時也需要體認到某些市場波動可能過於劇烈。

股票方面，我們對已開發市場與新興市場的態度轉趨中立，目標是在波動消退後尋找投資機會。在金融機構領域，利用近期歐盟信用債的波動，調升我們的原有立場。此外我們也微幅調高了對新興市場債的樂觀看法。我們認為，隨著能源價格飆升，部分新興市場利率所反映的通膨疑慮（亦即殖利率大幅上揚）已經過了頭。目前，精選的一籃子新興市場短期利率，評價更具吸引力，但應盡量避免其他外匯風險。整體而言，我們下調了原先對於新興市場外匯的觀點。我們也認為，亞洲能源進口國的貨幣匯率有可能維持低迷，因此更為青睞巴西等精選能源出口國家的貨幣。

存續期方面，在德國債券殖利率大幅上揚之後，我們調升了存續期部位的原有觀點。市場固然預期歐洲央行將會升息，但我們認為歐銀的政策因應將以溫和的態度為主（預期今年內不會升息）。在避險情緒升溫的同時，德國債券依舊維持著避險地位。整體而言，我們看好美國 5 年期公債、歐盟利率，以及義大利公債相對於德國公債的多頭配置，但也審慎看待日本公債。最後，在大宗商品方面，近期黃金的強勁走勢促使我們調降正向立場，同時我們也認為，債務永續、財政赤字、地緣政治相關的風險並沒有消失。對於已開發市場幣別，我們看待美元匯價的長期態度維持審慎。

作者群

FRANCESCO SANDRINI

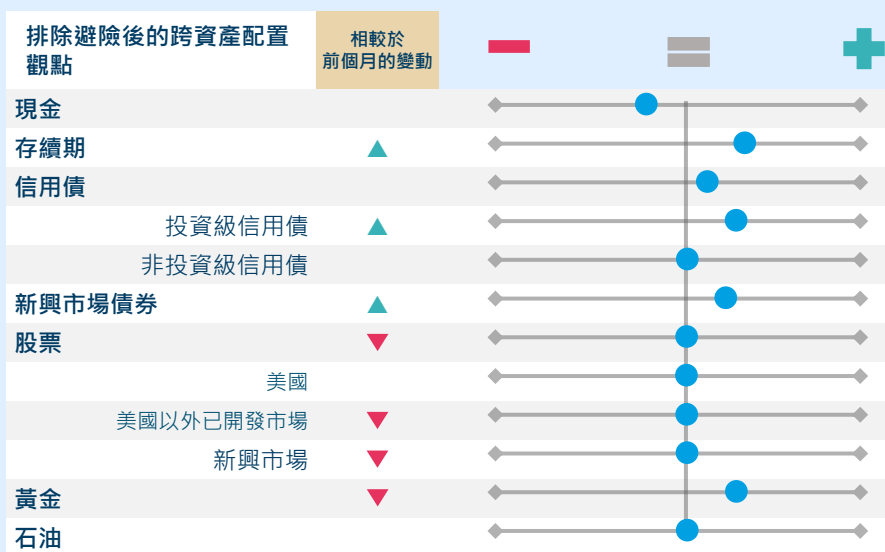
義大利首席投資長 & 全球多重資產主管

JOHN O'TOOLE

全球主管 - CIO 策略

「疲軟走勢若是持續，我們還是會積極探索投資機會——但不太可能進行大膽的方向性配置，畢竟伊朗戰事仍是主要風險。」

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，截至 2026 年 3 月 24 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（包括避險部位）。* 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。此係特定時機的評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其視為對特定基金或證券的研究結論、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	▼					◆				
拉丁美洲								◆		
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								◆		
新興市場強勢貨幣 主權債								◆		
新興市場當地貨幣	▼							◆		
新興市場 強勢貨幣公司債								◆		
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 3 月 18 日的觀點。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。本文件係反映特定時機的市場評估結果，無意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此處資訊，亦不宜將之視為對特定基金或證券的研究結論、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之實質資產配置或投資組合成分。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鷹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】