

2026 年 5 月

市場短期敘事變動

過去幾個星期，市場受到了通膨預期上調、央行展望轉變、各種消息眾說紛紜所帶動，所有的影響因素也都發生於短短幾天之內。結果導致了利率在戰端的初期面臨上行壓力，風險資產面臨下行壓力。至於股市，包括美國、歐洲、新興市場在內，大多數已回歸至開戰之前的水位。

結束戰爭的相關努力與脆弱的停火協議，一度撐起風險資產，但對峙遲未消解，利率也可能「水準偏高為時更久」，致使漲勢屢屢拉回。市場走勢可以概括視為下列情勢的搖擺：停火或繼續衝突、承擔風險或規避風險，以及通膨與經濟成長的相關疑慮。展望未來，我們認為：

- 主要風險在於**整體通膨轉嫁至核心物價水準之上**。通膨已經偏高的經濟體，可能在逐漸趨近目標的過程裡被打斷，至於已經實現目標的經濟體，則面臨預期值脫鉤的顯著風險。
- **經濟成長展望疲軟 (但未陷入蕭條)**，主要取決於此次經濟衝擊的持久程度與傳導範圍，以及能源價格偏高的期間長短。由於實質收入遭到擠壓、企業信心下降，原先預期會在 2026 年初展現的正向動能，已因更趨疲弱的經濟成長力道而相形失色。
- 由於危機爆發前的**已開發市場財政展望**即已緊繃，我們預期，美國、歐元區、英國在內的大部分地區不會獲得廣泛的財政支援，而是依據目標，聚焦於家庭與戰略產業，實施選擇性的扶助支援。縱使是在新興市場 (EM)，對應措施也將因地制宜、因國而異。



VINCENT MORTIER
集團投資長

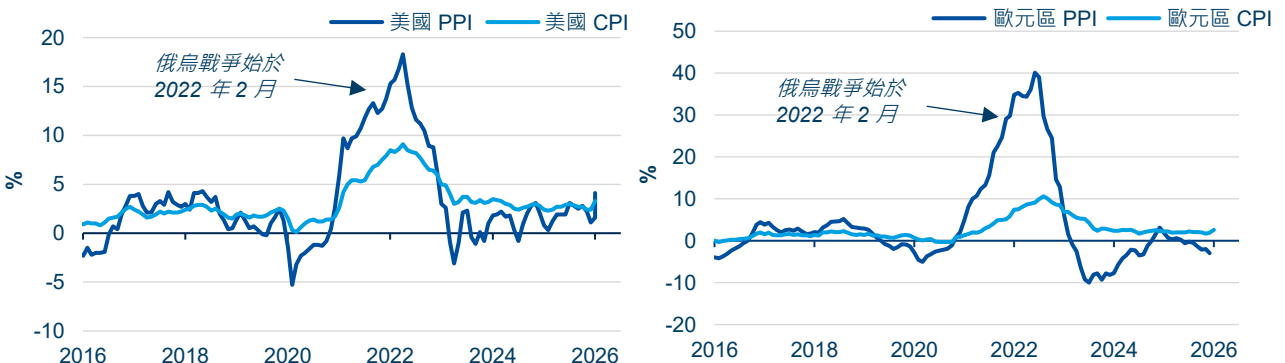


MONICA DEFEND
東方匯理
投資研究所主管



PHILIPPE
D'ORGEVAL
集團副投資長

2026 年不會重演 2022 情況，但更長期偏高的能源價格仍可能推升 CPI 與 PPI



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 4 月 20 日，2026 年 3 月最新數據，以及 2026 年 2 月歐元區生產者物價指數 (PPI)；美國 CPI 暫無 2025 年 10 月數據。EZ = 歐元區。

針對經濟成長、能源、運輸、航運、保險、投資人/消費者信心等層面，本公司所預設的發展順序，已經得到確認。

由於實質所得疲弱、利潤率承壓、需求走軟、政策彈性下降，經濟成長遭受的衝擊通常會延遲浮現。其次，歐洲、美國、新興市場的區域不對稱趨勢，將會更加明顯。第三，目前為止各國央行的表現均符合預期，未來應該會保持謹慎、被動，而非提前佈局的策略。

就上述情況而言，過去一個月發生了哪些變動？

- 經濟成長緩慢的基本情境並沒有改變，其相關的機率卻有所下降，同時我們發現下行風險有所提高。3月間，我們的展望架構依舊認定經濟將進入明確聚焦的總體調整期，包括能源帶來衝擊、經濟成長變化有限、政策因應趨於謹慎。同時本公司也重申，能源衝擊的持久程度，比最初的衝擊強度本身，影響更為深遠。
- 目前，我們認為這次的事件並非一次性衝擊或黑天鵝事件，而是持續性、更長期的現實，最終有可能化為某種**總體金融衝擊**。3月間，各界的主要焦點落在荷姆茲海峽通航、石油運輸，以及供應中斷的立即後果。如今，相關的解讀範圍擴大，相關影響維持的時間也可能更久。
- 各方的政策不對稱現象，則是更趨明顯。上個月裡，我們對於央行政策的研判，認定各國將在升息之前保持謹慎，且有機會忽略暫時性的通膨率飆升。如今我們認為，**各國央行可能維持「有紀律的選擇自主」**：保護公信力、確保通膨預期持穩、密切關注第二輪效應（非常重要！），並且預留充分的靈活彈性因應衝擊，而非僵化地緊縮政策、導致風險。這點同時說明了，現階段的聯準會與歐洲央行為什麼選擇按兵不動，並延後至2027年降息。

為了確認原有觀點是否需要調整，目前的我們需要密切監控哪些因素？

- 波斯灣區的石油、天然氣與其他原物料供應中斷一旦再延長，全球經濟恐將蒙受第二輪的效應。
- 這意味著危機將轉嫁至能源、運輸，以及其他經濟領域，繼而影響整體的物價發展。相關成本要是無法轉嫁於消費者物價之上，企業利潤率就會承壓，本公司的觀點也會需要隨之變更。尤有甚者，歐洲特別容易受到這一波衝擊的影響。
- 假如有某些央行的因應措施轉趨鷹派，將成為至關重大的關鍵。一旦聯準會或歐洲央行再次展現出較為強硬的貨幣政策傾向，我們就有必要調整原先對於存續期（尤其是短天期）的預期。
- 考量危機延續更長時間的潛在後果，每股盈餘（EPS）預期也會有所修正。
- 現階段的流動性以及信用傳導機制，對於風險資產有所支撐。股票波動率偏低，固定收益信用債領域的資金也沒有外流；技術面亦屬合理。這些情況一旦生變，本公司的現有觀點也難免受到連帶影響。

各國央行保持警覺、維持公信力及靈活彈性；錨定管控通膨，謹慎對待衝擊，既不反應過度，也不遲緩處置。

MONICA DEFEND
東方匯理投資研究所主管

我們認為，在這樣的環境下，投資組合建構更勝於方向性佈局，也彰顯出慎選標的確實非常重要。

這樣的時機，尤其應該堅持長期投資信念，只要風險資產的投資契機浮現，則可探索盈餘與基本面穩健的特定領域，同時延續保障措施。

- **而對於固定收益**，我們並不推薦方向性存續期配置，寧可關注不同的殖利率曲線與相對價值。曲線的短天期端，對於鷹派政策的重新訂價依舊較為敏感，同時隨著時間流逝，經濟成長的降溫料將限制較長年期券種的發展。有鑑於此，有必要採取更細緻的投資方法。在存續期方面，我們上調了看待英國的評等，對於美國目前則是中立態度。我們也審慎物色公司信用債，以及值得繼續看好的新興市場債，同時戰術性調降了印度債券的評等。
- **面對股市**，4 月間的股價回暖，反映了市場認定中東危機理當能夠迅速化解。就結構層面言，美國確實是股市最強勁的地區，但同時也是集中度最高的地區，部分領域的評價水位業已超漲。因此，我們在歐洲、日本等地區以及拉丁美洲等新興市場，尋求值得佈局的價值。作為純粹的 beta 標的，歐洲的投資魅力或許並不亮眼，但就產業分布以及工業政策、基礎建設、國防等精選主題而言，仍有更值得關注的地方。
- **而在多元資產方面**，這次的危機促使我們對於不同資產類別以及投資地區，維持更加細膩的立場。本公司的目標，在於面對短期契機以及長期投資信念，盡可能妥善取捨兼顧，並且稍微正向看待風險，同時延續分散多元的立場。同時我們認為，黃金不僅能分散地緣政治風險，還可用以針對各國央行的政策模糊態度備妥避險。

整體風險氛圍

風險規避

風險承擔



流動性狀況依然合理，風險氛圍仍屬良性，目前尚未出現任何投降式賣壓。有鑑於此，我們繼續略為正面看待風險資產。

相較於上個月的變動

- **固定收益**：上調美國存續期中立、轉而更加正向看待英國，但對日本存續期的看法則轉趨審慎。
- **多元資產**：看好美國與拉丁美洲股市；更加積極看待義大利公債；調整外匯策略，納入積極程度略為調降的挪威克朗兌歐元。
- **新興市場**：看好特定的新興市場股票，對於印度債券態度較為保留。

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。

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

存續期：方向性佈局縮減，配置趨於細膩

央行決策反映在市場價位之上，也從原本（戰爭初期）的小幅降息轉變為現階段的升息，其中歐洲央行與英國央行尤其如此。我們也認為是通膨的隱憂帶動了這一波的重新訂價，但並不認同重新訂價的幅度，其中英國公債即是一例。我們也認為，公債的整體供應量可能相當充裕，從而導致殖利率承壓。

因此，相對於大膽的方向性配置，我們更偏好慎選殖利率曲線的不同區段，並透過公司信用債與新興市場，尋求額外收益。後者面對地緣政治壓力，展現了抗跌的韌性，並且持續提供堅實的利差，這當中也包括非投資級券種，但若中東局勢嚴重升級（並非我們所預期的基本情境），則有可能陷入風險。

存續期與殖利率曲線

- 我們繼續積極看好整體的存續期部位。在美國，由於財政風險導致利率承壓，主要是透過短期與中等年期的券種，將美國存續期佈局上調至中立。同時我們正向看待通膨連結券種。
- 對於歐元區，我們（相對於 30 年期曲線陡峭化策略）看好 2 年期至 5 年期券種，偏好殖利率曲線的較短中期部位，同時繼續肯定歐盟外圍國家券種的魅力，縱使目前的魅力略有消退。
- 對於英國，我們提高了存續期的投資補重，主要集中在短中期區段；同時調降日本的評等，繼續偏好曲線平坦化策略。

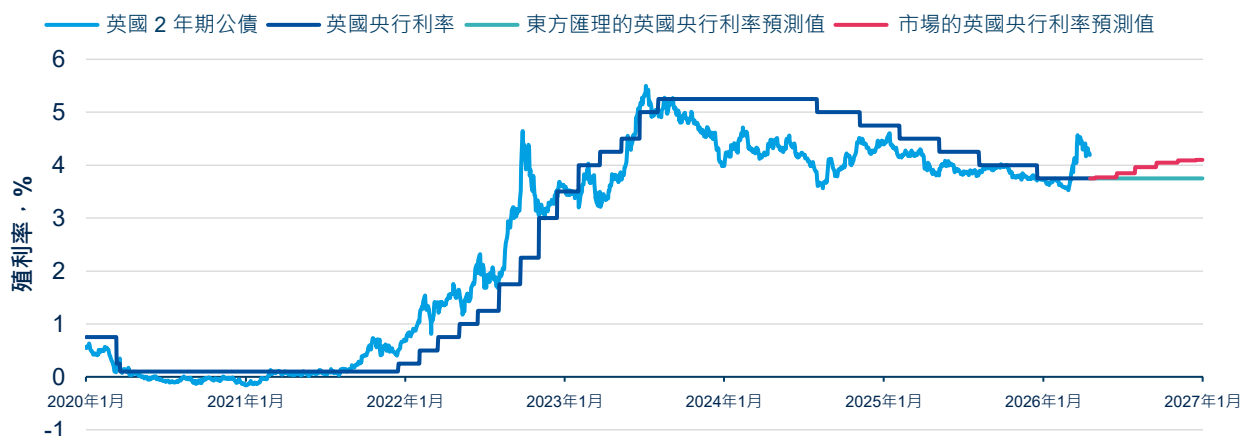
信用債

- 我們對於投資級信用債的整體表現，延續了正面看法。此外也審慎物色美國資產，偏好短期以及中間區段券種，並且（相對於非投資級債券）更優先關注次順位債。
- 歐洲投資級債券，我們偏好精選 BBB/BB 級信用債與金融債，並針對信用債與利率延續了既有的保障措施。此外也繼續偏好 2 年期券種。
- 我們對非投資級債券維持了略為戒慎的態度，相關券種的評價固然看似合理，技術面也有支撐因素，但其關鍵依舊是對於不同的產業與評等予以慎選。

新興市場債券與外匯

- 綜觀各個地區，我們偏好拉丁美洲。巴西、阿根廷、墨西哥等國的抗跌韌性更為顯著，反映了這些國家的石油與天然氣曝險，以及農產品的特質。
- 本地貨幣債券方面，我們的觀點正向，尤其是巴西、南非、匈牙利，現階段正在探索各種超跌所帶來的契機。
- 我們青睞利差較高的新興市場外匯，例如巴西、墨西哥、南非，以及精選的前緣國家。
- 已開發市場外匯方面，我們仍審慎樂觀看待美元，同時採取了戰術性中立的態度。

市場價位過度反映了英國央行緊縮政策的可能性，而英國的較短期公債也因此展現吸引力



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博；預測值由東方匯理投資研究所提供，為截至 2026 年 4 月 16 日資料。市場預測依據 WIRP 的當前利率變動估算採用 OIS 模型。截至 2025 年 4 月 17 日的資料。

股票

作者群

市場呼籲迅速解決戰端

股市走勢的大舉變動，顯示投資人樂觀看待危機快速解決，但就算是各方暫時停火，實際的發展路徑恐怕比表面上更棘手。危機並沒有改變我們對於歐洲、日本、新興市場 (即拉丁美洲、亞洲新興國家) 的結構性肯定態度，同時我們也理解，短期內還是有可能出現波動。此外，這一波危機也促使我們保持警覺，探索長期投資信念當中 (縱使市場波動顯著依然) 韌性抗跌的領域。

其次，現階段我們更傾向於市場分散配置，而非押注於單一的、整體的市場走向。在歐洲，我們發現，當地的資本支出增加，以及策略自主程度的提升，造就出第二波的受害者。最後，AI 複合領域方面，現階段市場理所當然聚焦於各項投資的獲利能力、過時汰舊風險，以及每股盈餘的實現能力。

BARRY GLAVIN

股票平台
主管

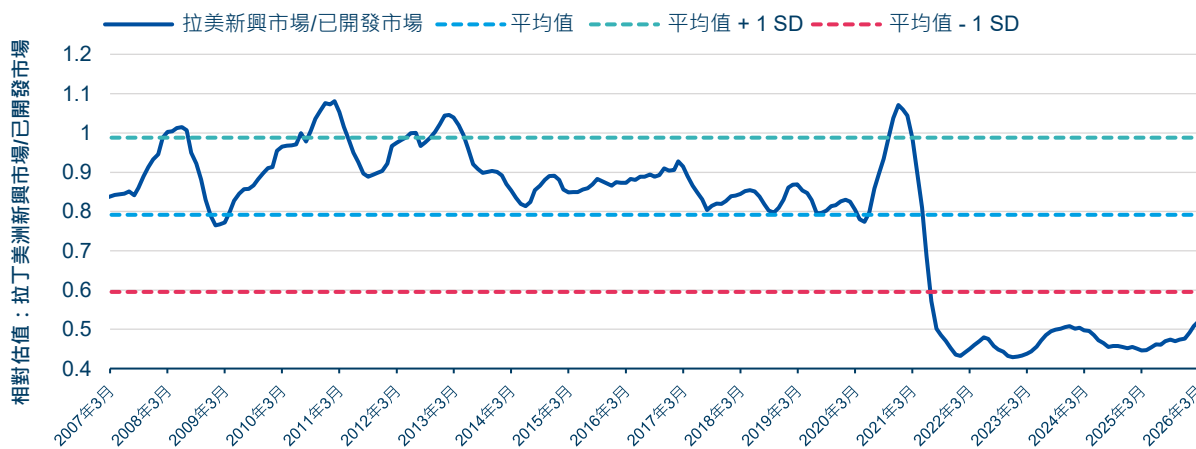
已開發市場

- 我們持續聚焦於長期投資機會，尤其是歐洲、日本、新興市場，縱使這些地區對於油價較為敏感，但仍具備吸引力。我們偏好股東報酬持續提高的幾家銀行、受惠於能源效率/自動化/AI 資本支出 (例如資料中心) 的工業類資產，以及必需消費領域的精選企業。
- 歐洲方面，實施改革、提高效率、加速電氣化的推動力道日益顯著。受惠於前述趨勢的個股，以及評價水位接近歷史低點的精選中型股，是我們所青睞的資產。
- 日本方面，適逢當前環境，投資題材的特殊驅動因素 (例如，企業改革議程) 更加值得矚目

新興市場

- 新興市場更加需要慎選標的，我們則是看好相關的特殊性風險。新興市場的急遽反彈行情，顯示出市場觀點的轉變相當迅速。我們持續專注於基本面、評價水位、消費趨勢以及外部融資，包括拉丁美洲在內的多數地區皆具投資魅力。另一方面，這次的危機促使我們調降了原本對於阿拉伯聯合大公國等國家的評估，同時持續正向看待南非。
- 亞洲可望受惠於科技的蓬勃走勢與半導體景氣週期。綜觀不同國家，精選南韓企業將受惠於市場對於記憶體晶片的強勁需求，尤其是美國與中國企業的需求。中國方面，近期 GDP 成長數據展現了景氣的抗跌韌性，此外該國也有豐富的能源儲備作為後盾。雖然目前予以中立看待，今後有必要戒慎以對。

相較於已開發市場，拉美評價水位頗具吸引力 (低於長期平均值)



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 4 月 16 日。MSCI 新興市場拉丁美洲指數與 MSCI 已開發市場世界 (MXWO) 指數。上圖為前瞻本益比 6 個月移動平均值的調整後圖表。SD = 標準差 (Standard deviation)

多元資產

主動式投資立場：善用市場錯置

隨著危機持續發展，我們著眼於未來，關注原物料成本高漲的轉嫁效應、供應中斷的企業利潤衝擊，或消費通膨等風險。長期通膨預期，並沒有像 2022 年時候那樣反映於市場價格之上，顯示此次的衝擊牽動著經濟成長與成本，而非通膨機制的結構層面變動。而在市場層面，這樣的局勢促使我們保持積極主動與戰術性，尤其是評價尚未改善，但基本面仍然穩健的領域。有鑑於此，我們戰術性提高了對於股票的態度。由於地緣政治與經濟風險持續存在，我們認為現在正是強化保障措施、維持充分多元分散的絕佳時機。

對於股市，由於最近幾星期的市場波動劇烈，我們戰術性調升了 S&P 500 指數以及拉丁美洲的佈局立場。這幾個市場的風險報酬概況較具吸引力，盈餘修正的抗跌韌性也具備支撐力，以拉丁美洲為例，更呈現了外資持續流入的態勢。其次，前述這幾個國家的能源需求並不依賴進口。

存續期持續提供價值，美國 5 年期債券與德國債券尤其值得關注。另一項重要是，我們對於義大利公債-德國公債的利差看好程度已有提升，自伊朗戰事升級以來，相關利差已顯著擴大，利差操作的吸引力亦隨之揚升。隨著義大利公投結束、義大利政局趨穩，市場波動應該會緩解，利差可望趨穩。此外，相較於歐洲其他國家，我們認為義大利的財政赤字疑慮沒有那麼嚴重。

外匯仍是多元資產投資觀點的關鍵支柱，從長期角度來看，我們依然審慎看待美元。歷經先前走勢，我們下修了挪威克朗兌歐元的樂觀看法。考量到地緣政治環境的不確定變數，挪威的能源曝險繼續為匯價提供了支撐。此外，我們原本的正向觀點，已從歐元兌美元輪動至澳幣兌美元。最後，我們戰術略性調降新興市場外匯的立場至中立。

作者群

FRANCESCO SANDRINI

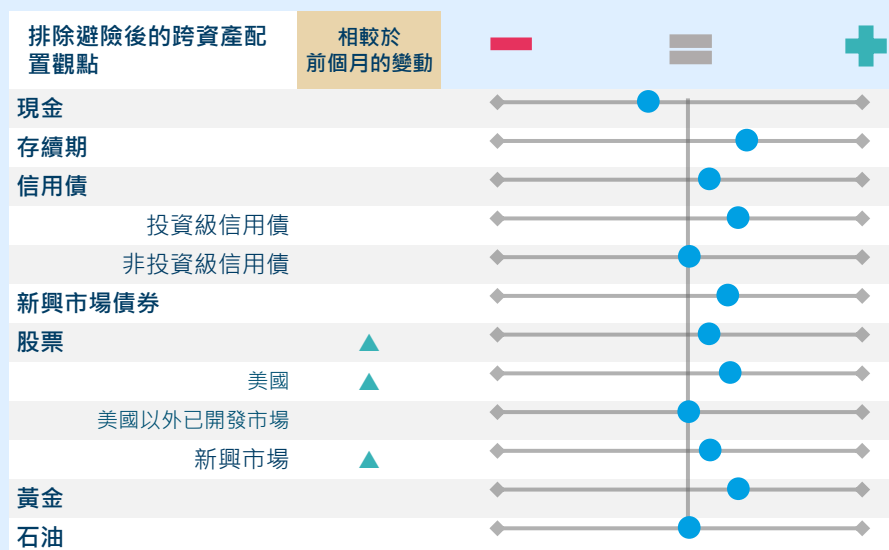
義大利首席投資長 & 全球多重資產主管

JOHN O'TOOLE

全球主管 - CIO 策略

「策略性的投資信念，有別於短期走勢，故此，即使對於風險抱持了微幅正向的態度，我們依然認為，為了因應地緣政治變數，短期內有必要備妥充分的保障。」

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 4 月 16 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 4 月 16 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】