

戰火影響料屬短期，無礙市場中期走勢

2026 年 4 月

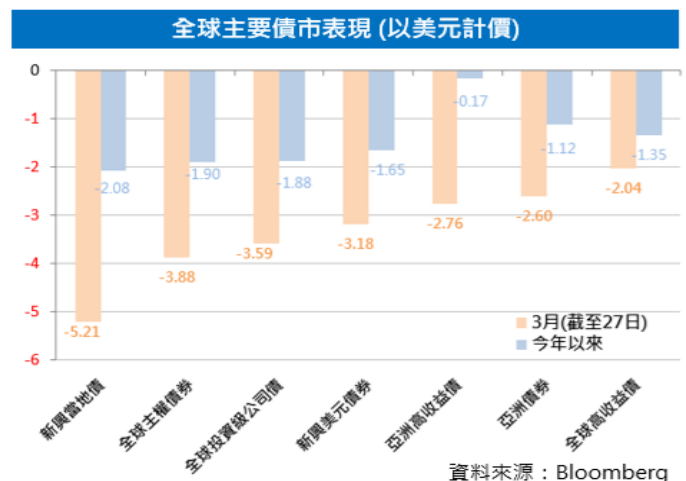
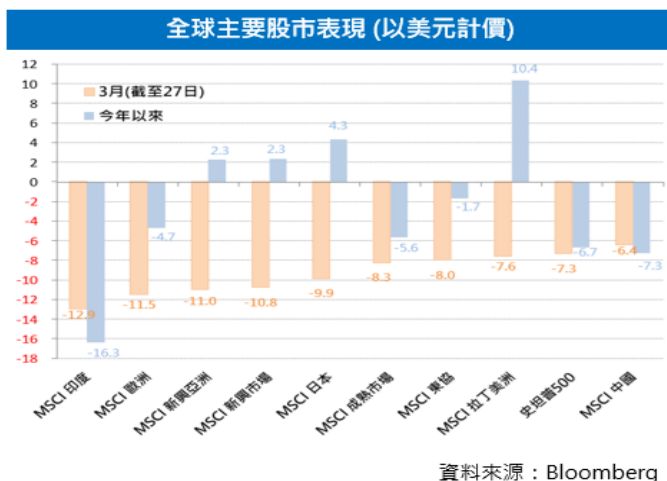
美國對伊朗展開襲擊所引發的中東戰火延續至今，拖累 3 月截至 27 日的全球金融股市表現，市場在多重變數交織下動能顯著受壓，主要股市指數單月報酬全盤皆墨。不過，在能源類股大漲的支撐下，S&P 500 指數表現相對其他股市穩定。日本股市雖亦出現獲利了結壓力，但受惠於高市政府「負責且積極的財政政策」及日圓匯率弱勢有利出口，今年以來 MSCI 日本指數的表現僅次於拉丁美洲股市。另一方面，受油價高漲帶動通膨預期、外資持續撤出且經濟放緩所累，印度股市出現賣壓，MSCI 印度指數不論在 3 月或是今年至今表現都是敬陪末座。

全球主要債市 3 月報酬亦全數下跌。在所有券種之中，以新興當地債下跌 5.21% 表現最為疲弱，除了油價引發市場對於進口原油的新興國家前景的擔憂外，高漲的美元指數也使得當地貨幣計價新興債表現呈壓。全球主權債同樣因為油價高漲推升通膨疑慮，投資人對於各國央行貨幣政策或因而轉為更為鷹派高度警戒，使其表現差強人意。

自去年川普關稅「解放日」後美股跌至低點後開始走揚，各國股市與主要指數持續上揚，其中又以金礦指數、南韓股市、費半指數、日本股市表現最佳。然而，自中東戰事 2/28 爆發後，以指數修正幅度來看，跌幅最大的市場分別為金礦指數、南韓股市、日本股市。唯有費半指數則在 AI 需求暢旺的加持下成為例外。由此可見，本波市場的回跌，基本上為「漲多跌多」的修正效應。

就基本面來看，2026 年美股企業獲利增長主軸仍在 AI，由於 2026 年仍在 AI 基礎建設期擴張間，AI 終端需求仍是科技龍頭企業，故所帶動的獲利增長料不致受油價影響，今年單季盈餘增長可望維持 2 位數水準。自中東戰事以來，彭博對於 MSCI 美國指數 Q1 及 Q2 的 EPS 預期不跌反漲，顯示市場對於美國企業的獲利前景仍極具信心。同時，目前的資訊科技類股的預期 P/E 比與過去 10 年的均值相較仍過有遭到低估之嫌，也預示科技類股相較於其他類股仍有進一步向上的動能。

再者，儘管近期美國公債殖利率因市場的通膨疑慮而上揚，但目前殖利率遠高於 Fed 長期通膨目標，投資人仍可以資產配置角度對於債券作適當之配置。考量短期殖利率受市場對 Fed 的利率政策預期變動影響較大，故在年期與券種的選擇上可以 7~15 年的中長期美國公債或投資級債為主。



美國股市：標普 500 企業盈餘增長加速，私募信貸贖回潮不致衝擊美國經濟

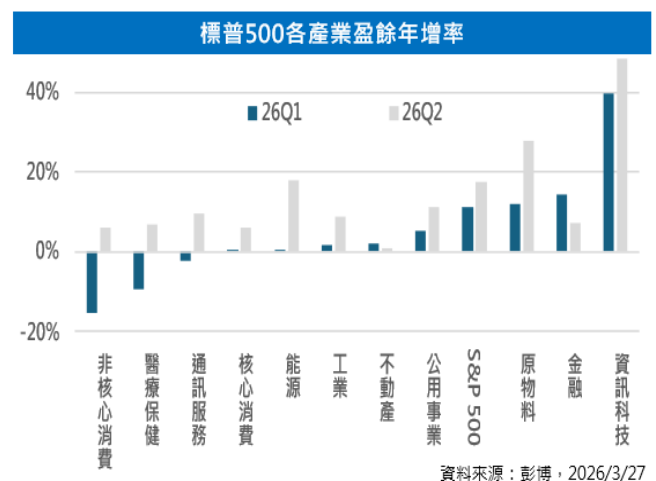
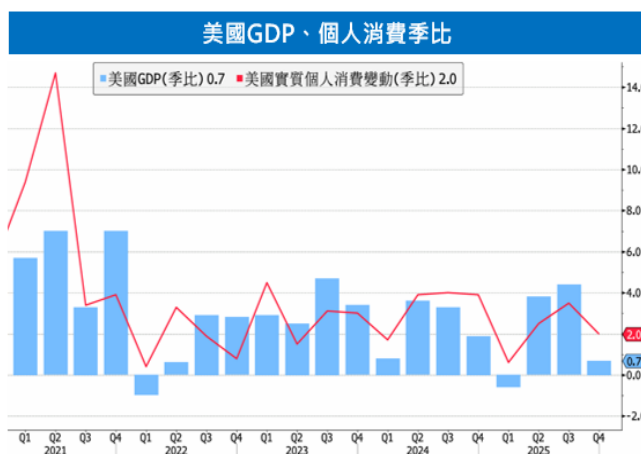
美國第四季 GDP 季增年率修正值 0.7%，較初值 1.4% 有所調降，主要反映實質個人消費季比降至 0.7%。第四季 GDP 數據整體仍支持美國經濟穩健。但第一季受通膨(關稅與伊朗危機)與高利率影響，消費行為呈現「降級消費」特徵，非必需性支出收縮，經濟呈現倚賴「高收入族群支撐消費」的 K 型分化格局。由於中東戰火推高能源價格，美國民眾擔心生活成本壓力惡化，美國密西根大學 3 月消費者信心指數降至 55.5，較 2 月終值 56.6 下降 1.1，觸及今年以來最低紀錄，反映中東危機與生活成本壓力削弱民眾樂觀情緒。

2 月非農就業人數淨減少 9.2 萬個，低於彭博預期的增加 1.3 萬，失業率躍升至 4.4%，失業率雖短期上揚、但就長期角度仍在低檔。追究原因數據主要是受到罷工和天氣等短期因素干擾，導致醫療健保、建築業、零售業和休閒酒店等產業表現不佳，但整體勞動市場狀態溫和，從請領就業金人數等數據看來就業市場尚未出現顯著惡化跡象。市場先前擔憂 AI 取代人力，目前數據看來企業僅是招募保守，後續可觀察勞動市場降溫是否反映在薪資成長，若薪資壓力下降有助於抑制服務業通膨，除直接改善企業成本結構外，也將使聯準會擔憂的服務業通膨出現放緩。

預估第一季標普 500 企業餘年增仍可達到 11.3%，且在第二季顯著拉升至近兩成水準，科技板塊受惠於 AI 仍是帶動美股企業獲利增長主軸。大型科技巨擘透過 AI 優化流程，開始對利潤率產生正面影響。然而，此一效益目前高度集中於資本與技術優勢明顯的科技龍頭企業，中小企業與非科技產業尚未顯著受益。因此，企業獲利將呈現明顯分化格局，而尚未受惠於 AI 的非科技業者，將會在未來幾年逐步提高使用 AI 程度，傳統企業大規模導入 AI 模型與使用算力，將可成為 AI 龍頭下一波業績成長動能。

近期美國私募信貸市場爆發贖回潮，包含貝萊德、阿波羅、藍鷹(Blue Owl)等巨頭均遭投資人要求提款，甚至限制贖回以防止流動性枯竭。此波動盪主因投資人擔憂 AI 技術衝擊軟體業導致違約風險上升，以及對高收益資產的獲利了結。研判此類事件雖造成金融股拉回，但引發總體系統性危機的可能性極低。

目前標普 500 本益比估計在 22.84 倍、股價淨值比 4.95 倍，短期評價偏高，面對伊朗戰事的干擾，預料股市震盪加劇，但若市場拉回，基於美國在 AI 產業具備絕對優勢，仍建議以長線角度布局。



歐洲股市：歐元區經濟表現穩健，央行面對能源危機採取警戒態度

歐元區第四季 GDP 季增率自初值的 0.3% 下修至 0.2%，年增則下修至 1.2%，二者皆低於市場預期。歐元區第四季經濟動能略微放緩，成長主要由內需帶動。家庭消費在穩健的勞動力市場與薪資增長支撐下，季增率上升至 0.2%，固定資本形成雖由高點回落，但仍維持正成長，外部需求疲軟導致出口季減，加上企業去庫存，顯示內需支撐正與貿易逆風強烈拉鋸。

三月份歐元區經濟活動連續 15 個月處於擴張區間，其中製造業表現強勁，歐元區製造業 PMI 由 50.8 上升至 51.4，創 45 個月高點，受新訂單增長支撐，惟出口訂單連續第 49 個月低於榮枯線，外需疲軟仍未改善。服務業受中東戰爭引發的不確定性與能源成本飆升衝擊，驟降至 50.1，放緩至 10 個月低點。預料南歐以觀光業為主國家將面對能源成本衝擊，而外銷為主的如德國、法國將迎來能源與運輸成本飆升的雙重打擊。歐盟決定延後提交原定 4/15 提出將俄羅斯石油進口永久禁令入法的提案，自 2022 年俄羅斯全面入侵烏克蘭以來，歐盟已大幅降低對俄能源依賴，是否因為伊朗戰爭調整制裁內容將是未來關注重點。

歐洲央行在 3 月利率決策會議決定利率不變、但態度轉鷹。歐洲央行總裁拉加德表示，若通膨出現「顯著但不過於持久」的超標情況，可能進行「適度的政策調整」，以確保通膨預期維持穩定。她強調，若對通膨偏離目標完全不作反應，恐影響政策溝通與市場信心，使外界難以理解央行反應機制。從利率期貨觀察，市場預期歐洲央行與英國央行都有機會在第二季升息 1 碼，不排除未來一年升息到 2 碼，顯示歐洲央行與英國央行面對能源危機採取警戒態度。

在地緣風險常態化背景下，歐洲各國持續提高國防支出，德國政府規劃在 2026 年投入 380 億歐元於基礎建設、氣候保護專項基金、國防及數位化，加上 AI 浪潮帶動企業投資，投資者原本對歐洲經濟抱持樂觀態度，然而油價大漲大幅扭轉市場樂觀預期。考量市場目前悲觀原因仍是地緣政治風險，假設美伊衝突能在第二季落幕，對歐股企業獲利影響有限，歐洲經濟將在下半年重回成長軌道。

泛歐 600 指數目前本益比為 16.14，故價淨值比為 2.27。就評價角度相對合理，雖然年初以來歐股的樂觀情緒因為伊朗戰爭快速扭轉，但未來若油價回落，或是歐洲重新考慮向俄羅斯購買能源，都能夠化解歐洲面臨的能源困境，故仍可視為長線佈局標的。

歐元區製造業採購經理人指數



歐元區服務業採購經理人指數



資料來源：彭博

日本股市：高市政府加大戰略產業投資，政府補貼壓抑油價衝擊

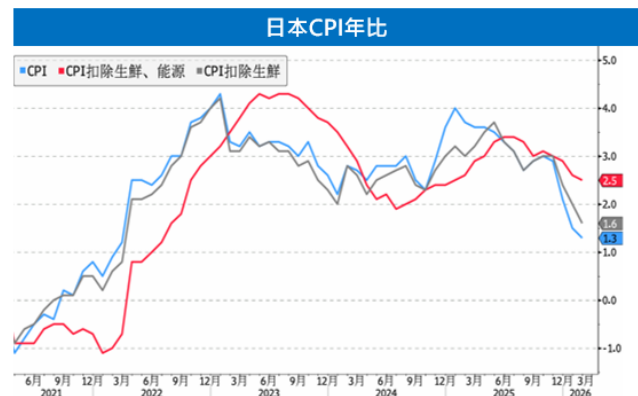
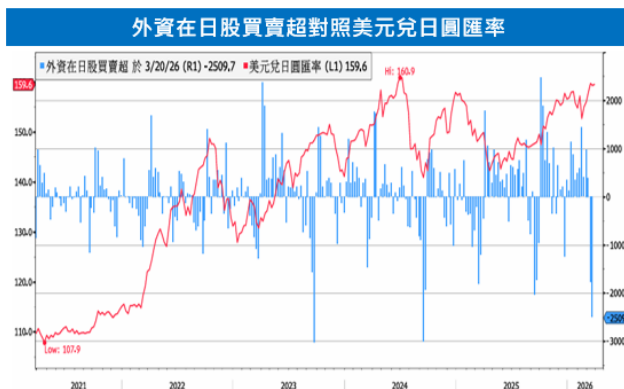
日本受惠於企業強勁支出，2025 年第四季 GDP 年化季增率為 1.3%，優於原先預估的 0.2%。2026 年不僅企業資本支出動能持續，在高市早苗出任首相後，政府選定支持包含實體人工智慧、再生醫學、量子運算與海洋無人機等 61 個項目，目標在 2040 年前取得全球 AI 機器人逾 30% 的市占率，國產晶片銷售額也要在同年衝上 40 兆日圓。高市希望藉由政府與民間的合作推動投資，強化發展包含人工智慧、半導體、宇宙及航太等 17 大重點產業。由於自民黨已在國會選舉取得空前壓倒性勝利，產業補貼計畫將可落實，讓政府投資不僅貢獻短期 GDP，亦可提升日本長期經濟競爭力。

日本 2 月剔除生鮮食品的消費者價格年比上漲 1.6%，創 2022 年 3 月以來最小升幅，主要因為公用事業補貼壓低能源成本。日本勞動組合總連合會(連合)近期公布 2026 年春鬥第 1 次彙整結果，加薪幅度雖低於去年同期、不過已連 3 年高於 5%，且 2026 年中小企業加薪幅度可望高於過去幾年，支撐日本薪資物價形成正向循環，並達成實質薪資增長。近期伊朗戰事導致油價飆升，首相高市早苗積極應對，除釋出戰備儲油外，將控制汽油價格上限，故預料短期通膨不致大幅躍昇。

日本央行三月利率決策會議維持政策不變，主要考量來自中東局勢不確定性，難以衡量伊朗戰爭及國際油價飆漲對日本經濟及通膨帶來影響，呼應日本央行總裁植田和男論點，希望有更多時間可以觀察對物價的引導。後市央行升息時點須留意 4 月初將公布的短觀報告，若企業信心尚維持正面，搭配伊朗戰爭如白宮所預期的在 5、6 周之內結束，則日本央行或有望在第二季升息一碼。預料升息進度放緩將使十年期日本公債殖利率在 2.0~2.5% 區間震盪，且由於全球央行方向轉鷹、美元受惠於避險需求，日本央行緩步升息有助日圓匯率穩定。

波克夏將對東京海上進行出資，在 4 月藉由收購東京海上持有的自家庫藏股，取得東京海上 2.49% 股權，出資額為 2,874 億日圓。在巴菲特掌舵時期，波克夏對日本企業的投資以大型商社為主，此次將是波克夏首度和日本金融機構進行合作，性質與過去投資商社股不同，若波克夏未來對日投資可擴及其他非商社股，對於日股長期表現將帶來更大力度的加持。

2026 年以來日股受惠於高市擴大財政刺激、強化軍事安全、鞏固美日同盟上，但本益比仍在 18.38 倍，股價淨值比在 1.68 倍。3 月下旬外資賣超日股，估計是受到伊朗戰事干擾且避免股利發放的課稅而調整持股部位所致。近期日圓震盪走貶，有利於於日本外銷股財報表現，預料企業獲利可望為日股在全球金融市場震盪下帶來支撐。



資料來源：彭博

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

新興亞洲股市：中東戰事對經濟影響負面，但成長仍具韌性

亞洲股市 3 月因中東情勢緊張而大跌，截至 3/27，亞洲不含日本指數 (MXAPJ) 單月下跌 10.39%。南韓股市跌幅居前，單月下跌 12.90%，多次於盤中啟動熔斷機制，除了中東地緣政治風險之外，漲幅過大後的技術性修正也是主因。台股在內資支撐下，跌幅相對較輕，單月下跌 6.50%。中國股市也表現弱勢，上證指數下跌 5.99%，國企指數下跌 4.58%。3 月份正值全國兩會結束，股市出現了「利多出盡」的調節。MSCI 東協指數 3 月下跌 3.53%，是跌幅較輕的亞洲區域。馬來西亞與印尼身為原油、液化天然氣 (LNG) 及棕櫚油的重要出口國，油價上漲直接帶動其相關權值股走強，抵銷了跌幅，但越南、菲律賓等原油進口國，跌幅超過 10%。印度 SENSEX 指數下跌 9.48%，印度是全球第三大石油進口國，約 85% 的原油依賴進口，油價高漲對經濟造衝擊，另外外資於三月大量賣出，也是印度股市重挫的原因。

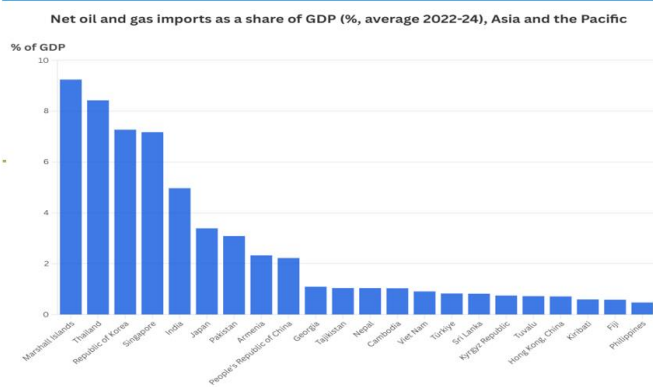
亞洲經濟在 2026 年 Q2 將面對能源價格的劇烈波動對經濟的衝擊。根據 ADB 資料，泰國、南韓與新加坡及印度等國，其能源進口依賴度顯著高於區域平均。在當前中東衝突陰影未散的背景下，油價的每一次跳動都觸發亞洲通膨的扳機，對於這些原油高依賴進口國家而言，能源成本的上升不僅僅是物價問題，更是對 GDP 增長動能的直接侵蝕。

根據野村的推估「油價每上漲 10%」對各國經濟的衝擊路徑各不相同，印度與菲律賓的 CPI 通膨壓力最為顯著，預計分別跳升 0.5 個百分點，這將迫使兩國央行在 Q2 維持較高利率環境，壓縮降息空間。反觀馬來西亞與印尼，受惠於其資源生產國的地位，GDP 增長甚至可能出現微幅的正向回饋或較小的負面衝擊。這種「能源非對稱性」將導致亞洲內部經濟與貨幣政策的進一步分化。

然而亞洲經濟在 2026 年 Q2 面臨增長放緩的挑戰。但根據博鰲亞洲論壇報告表示，受國際貿易不確定性及地緣政治風險上升影響，今年亞洲增長率預計從去年的 4.7% 降至 4.5%。儘管增速微降，但亞洲經濟體 GDP 占世界比重持續上升，依然是全球經濟的主要成長引擎。這與 ADB 資料相呼應，顯示亞洲在全球經濟增速放緩的大環境下，憑藉區域一體化進程展現出較佳的韌性。

對於印度與菲律賓等高通膨敏感區，應關注其內需韌性能否抵銷能源稅的負面影響；而對於新加坡、南韓與台灣等雖然進口佔比較高但產業鏈地位穩固的經濟體，仍看好在全球 AI 供應鏈帶來的快速增長。整體而言亞洲國家在 2026 年的經濟增長整體保持韌性，但將出現明確分化。

淨原油進口佔GDP百分比



資料來源：ADB，資料日期：2026/3

油價每上漲10%對經濟的影響

國家/地區	油價每上漲 10% 的影響			
	GDP 增長 (百分點)	CPI 通膨* (百分點)	經常帳 (% of GDP)	財政餘額 (% of GDP)
中國	0.00	0.10	-0.20	-0.01
香港	0.00	0.07	-0.07	-0.01
印度	-0.15	0.50	-0.40	-0.05
印尼	0.05	0.10	-0.20	-0.20
馬來西亞	0.04	0.22	0.02	0.00
菲律賓	-0.07	0.50	-0.37	0.00
新加坡	0.01	0.14	0.03	0.00
南韓	-0.05	0.30	-0.30	-0.10
台灣	-0.03	0.10	-0.20	-0.20
泰國	-0.08	0.30	-0.50	-0.20

資料來源：野村，資料日期：2026/3

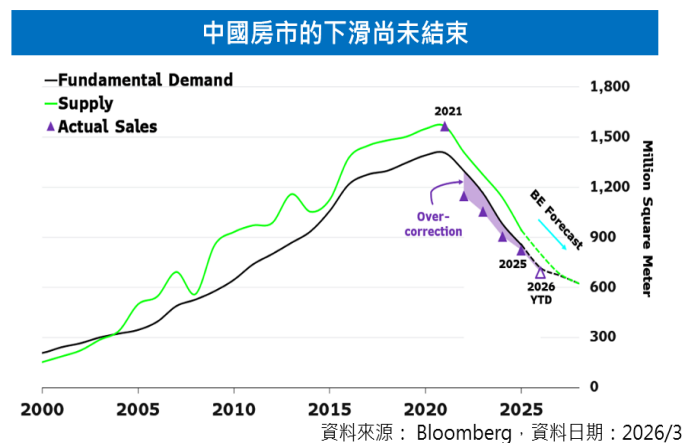
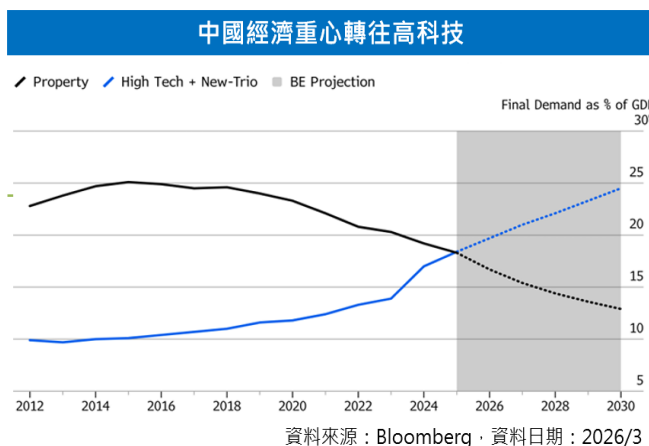
中國股市：轉型陣痛與外部地緣風險的夾擊

2026 年中國兩會不僅發佈經濟目標，更是「十五五規劃」首年的轉型宣言。官方將 GDP 成長目標設定在 4.5% 至 5.0% 的區間，這項數據釋放了一個明確信號，北京已不再盲目追求過往的高速增長，而是將重心置於「新質生產力」的質變與落地。在政策宣示中，我們觀察到由「總量擴張」向「結構優化」的顯著移轉。2026 年數位經濟核心產業佔 GDP 比重目標提升至 12.5%，重點布局人工智能 (AI Agent) 與具身智能 (Physical AI) 的工業化應用。同時，政府推動的大規模「設備更新與消費品以舊換新」政策，試圖在傳統房產動能消退之際，透過激發存量市場的替代需求來維持內需熱度。這種以新經濟與高品質消費為主的政策組合，旨在對沖房地產下行對內需產生的結構性缺口，並賦予國家經濟轉型的重任。

中國經濟正經歷一場歷史性的動能切換，長期作為增長引擎的房地產，其最終需求對 GDP 的佔比正持續回落。與此同時，以醫藥、先進設備、IT 通訊及研發為首的「高科技 + 新三樣」產業，其貢獻權重已經在 2025 年正式超越房地產。轉型過程雖然伴隨著陣痛，卻是中國邁向科技自主的必要路徑。儘管房地產的長尾效應仍在消化，但這些新興領域的快速擴張正為中國經濟建立更具韌性的基礎，成為觀察中國能否維持區域增速預期的核心支柱。對於投資者而言，這意味著舊有的投資邏輯已徹底改變，未來市場的超額收益將高度集中在具備全球競爭力的先進製造龍頭。

儘管新經濟轉型積極，但房地產市場的下滑壓力依然是中國最沉重的負擔。根據彭博模型，房地產尋底之路極為漫長。預測路徑顯示，未來幾年房地產佔 GDP 比重將持續收縮至 12% 左右。中國的政策博弈重點在於政府如何透過擴張性財政手段來進行「止血」，防止房市超跌引發系統性金融風險。但在目前市場信心修復極為緩慢的背景下，觀察銷售數據能否在超跌區間出現初步止穩。

然而中國面臨的外部環境更加嚴峻。中東危機的突然升溫，成為干擾復甦的關鍵變數。地緣震盪推升了能源溢價，加劇輸入型通膨壓力，美國聯準會 (Fed) 態度的轉向鷹派與美元持續走強，顯著壓縮了中國央行的降息空間。在強美元與高利差的雙重擠壓下，人民幣匯率面臨巨大的貶值壓力。這種「內需待援、外部受限」的政策困局，使得操作空間顯得倍加受限，雖然兩會釋放了擴張性財政的積極信號，但在地緣政治風險與強勢美元背景下，市場缺乏強勁的資金流入動能，也因此我們認為中國股市欠缺全面性上漲的機會。類股建議在配置上規避傳統房地產產業，鎖定受惠於新質生產力政策、具備技術護城河且能抵禦外部波動的科技領先標的。



印度股市：中東戰事與 Fed 轉鷹影響印度成長動能

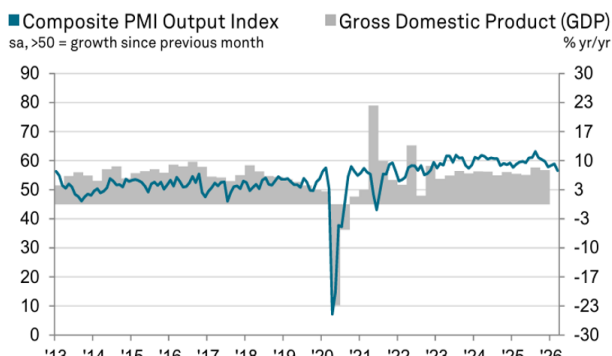
印度的實體經濟活動成長發出趨緩信號。3 月份最新發布的 HSBC Flash 印度綜合 PMI 指數由 2 月的 58.9 降至 56.5，創下 2022 年 10 月以來最弱的擴張速度，反映出國內需求在物價壓力下正逐步降溫。其中，製造業 PMI 降至 53.8，顯示國內訂單成長受阻；然而，值得關注的是國際訂單卻創下調查歷史新高，這證明在全球供應鏈重組的戰略大環境下，印度製造的外部需求依然堅挺。儘管基本面仍具韌性，但 PMI 所揭示的投入成本增速創多年新高，預示著企業利潤空間將面臨嚴峻的輸入型通膨擠壓，這將是觀察印度經濟能否維持高成長的首要指標。

儘管短期數據出現波動，但印度作為全球增長引擎的核心地位並未動搖。在 2026-27 財政預算案的架構下，政府持續推動以基礎設施投資為核心的擴張性政策，試圖透過提升公共支出效率來強化製造業基礎。印度正積極利用其人口紅利與政策激勵，吸引從電子組裝到半導體測試的全球業者進駐。然而，這種高度依賴資本流入與外部能源供給的增長模式，在地緣政治動盪與聯準會轉向鷹派的环境下，正迎來一場壓力測試。「內部政策利多」與「外部環境利空」的互相干擾，使得印度的成長前景短期面臨不確定性。

能源價格震盪是印度經濟短期最重要的潛在風險。根據彭博經濟的報導，印度央行估計，原油價格每上漲 10 美元，經濟成長將會下降 0.15%。若中東衝突導致霍爾木茲海峽關閉三個月，2027 財年成長率恐重挫至 6.1%。在極端情況下，燃料成本飆升將引發連鎖反應，不僅削弱消費者的實際收入，更會因國營石油公司虧損削減股利，進而擠壓預算案中的公共建設支出與政府投資能力。除了價格波動，供應端的物理性中斷亦是威脅。印度的能源約 85% 依賴進口，若航運中斷導致供應缺口，包含民生消費與石化產業等經濟活動都將受到供應鍊斷裂的風險。

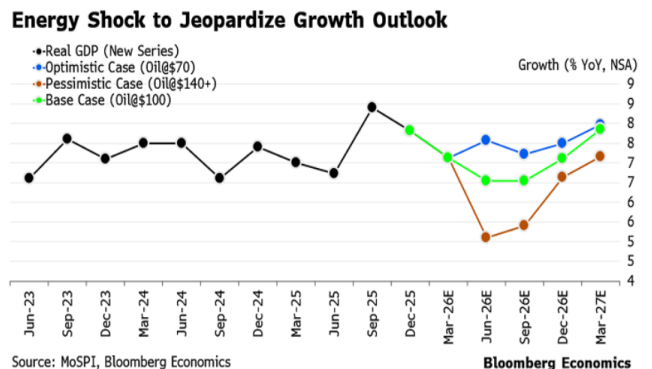
在貨幣政策上，印度央行面臨「內外夾擊」。若油價衝向 140 美元，CPI 預計將進一步升 5.0%，並可能在 9 月突破 RBI 的 6% 容忍區間，央行被迫在年底臨時升息 2 碼。外部方面，聯準會態度的轉向鷹派加劇了資金回流美元資產的壓力，也將干擾印度央行的寬鬆節奏。綜合上述分析，我們對印度市場看法轉向中性。雖然結構性紅利與財政擴張確保了其增長基本盤，但近期的重心已由「追求擴張」轉向「防禦通膨與能源衝擊」，這讓 PMI 顯示內需趨緩。加上潛在的油價的大漲與供應減少，正大幅抵銷供應鏈轉移的長期利多。我們建議在股市配置上採取守勢。在近期的估值修正期，利用市場震盪，重新評估基本面。

HSBC Flash 印度綜合 PMI



資料來源：S&P Global，資料日期：2026/3

油價對印度GDP的影響



資料來源：Bloomberg，資料日期：2026/3

拉美股市：巴西正式啟動降息循環，中東衝突有利拉美經濟

巴西央行貨幣政策委員會(Copom)於 3 月 18 日會議全票通過將基準利率調降 25 個基點至 14.75%，正式啟動新一輪降息循環。Copom 會議紀要強調該決定與當前高度不確定性的背景相符，在地緣政治衝突持續時間與範圍難以預判、經濟活動放緩步調及其對物價水準影響的訊號錯綜複雜之下，保持從容並收集額外資訊為適當之舉。Copom 也為下次會議將降息步調加速至 50 個基點保留空間，但也強調需美伊戰爭等外部環境改善且這些事件對通膨與通膨預期影響有限才能達成。

市場通膨預期方面，截至 3 月 30 日當周巴西央行市場調查顯示，2026 年通膨預期上升 14 個基點至 4.31%，高於巴西央行 3.0% 的長期通膨目標中點，2027、2028 及 2029 年則分別為 3.84%、3.57% 及 3.50%，惟有鑑於近期油價持續走升，預計未來數週通膨預期將可能進一步惡化。此外，市場對 2026 年底 Selic 利率中位預期維持在 12.50%，2027 及 2028 年底分別為 10.50% 及 10.00%，顯示雖中東戰爭帶動市場通膨升溫，然而巴西市場整體降息格局並未受到太大影響，仍是朝大幅降息的方向前進。

另一方面，雖美伊戰爭帶動短線油價上漲，帶動拉美市場通膨預期，然而油價上漲事實上也有利於拉美整體經濟，主因拉美市場中，包含阿根廷、巴西、哥倫比亞與厄瓜多等國為石油淨出口國，高盛研究指出若油價上漲 10%，能使整體拉美市場未來 12 個月 GDP 上升約 0.2%，顯示美伊戰爭對拉美市場來說並非全然只有負面影響。

最後一個值得關注的議題是巴西 2026 年的總統大選，市場主要關注現任總統盧拉，與前總統波索納洛之子弗拉維奧的對決。市調機構 Quaest 3 月民調結果顯示，在第二輪決選中，兩位候選人首度打成平手，各獲得 41% 支持度，扭轉過往皆由盧拉勝出的局勢，顯示中東衝突引發的能源價格上漲與通膨壓力持續影響盧拉政權的支持度。市場預期若最終總統大選由右派陣營的弗拉維奧勝出，其政策將會有利於巴西財政赤字問題改善，相較於盧拉政營財政擴張的策略，更可能吸引外資流入巴西市場。

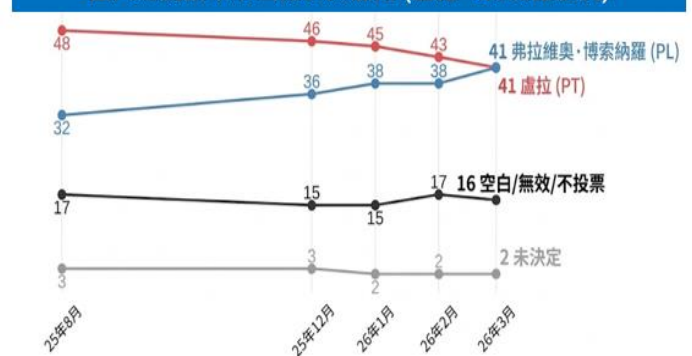
展望後市，儘管中東衝突帶動拉美市場通膨預期攀升，然而拉美市場最大經濟體巴西仍處於降息循環中，且目前市場並不預期巴西央行會因為能源價格問題，而扭轉寬鬆方向，此外，拉美市場整體亦會受惠於油價上漲帶動的石油出口助益，故整體而言，我們目前對拉美市場後市仍抱持正向看法。

巴西央行對市場調查 – 2026年底利率目標



資料來源：巴西央行,3/30

巴西總統選舉第二輪投票意向 (盧拉 VS. 弗拉維奧)



資料來源：Quaest

能源類股：美伊停戰協商短期難有結論，可以資產配置角度布局能源類股

美伊衝突仍是 3 月主導能源價格走勢的關鍵，雖然美國在 3 月 25 日透過巴基斯坦向伊朗提出停戰協議，然而內容與伊朗訴求相差甚遠，預料短期內美伊達成停戰協議的可能性並不高，戰事仍可能需要來回數次的武力攻擊與談判後，才能底定。

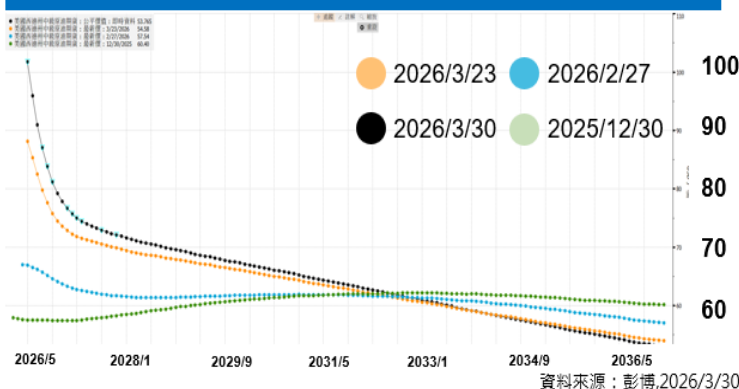
隨戰爭持續，荷莫茲海峽的中斷程度仍是油價最關鍵的變數，戰前荷莫茲海峽每天約有 130 艘船通過海峽，目前每天僅有不到 6 艘在伊朗許可下通行，海峽運輸仍幾乎處於癱瘓狀態。對伊朗而言，封鎖荷莫茲海峽越久，越能為其換得更好的談判籌碼，伊朗國會目前更是在推動立法對通過海峽的船舶收取過路費，以此將海峽視為經濟收入來源，故何時荷莫茲海峽能夠暢通，仍具高度不確定性。

受荷莫茲海峽運量持續受阻影響，高盛 3 月 23 日報告再度上修油價預測，預估 3 月布蘭特原油平均價格將達 105 美元，4 月將進一步上升至 115 美元，並在 2026 年第四季回落至 80 美元，該預測基於荷莫茲海峽石油流量將在 6 週內維持極低水準的假設。此外，在海峽流量中斷 10 週的不利情境下，高盛預估布蘭特油價將可能接近或超越 2008 年 147 美元的歷史紀錄，隨後在 2026 年第四季放緩至 100 美元；在中斷 10 週並同時伴隨基礎設施受損的嚴重不利情境下，油價可能飆至接近 160 美元，並在 2026 年第四季仍維持 115 美元高油價。在高盛各種情境分析中，若海峽流量中斷時間延長，或者有更多能源基礎設施受損，長期油價都存在上升的可能性，有利能源類股表現。

另一方面，觀察 Bloomberg 西德州原油期貨遠期曲線，可以看出目前市場仍定價荷莫茲海峽受阻為中短期事件，曲線在開戰後前端快速上揚，反映現貨端供給緊張狀況，然而遠端合約變動幅度不大，且近幾個月合約曲線陡峭，顯示市場認為荷莫茲海峽受阻仍將是短期事件，並不預期戰爭將會演變成長期戰事，預料隨衝突結束，原油供給將大幅恢復，帶動油價下跌。3 月 30 日 WTI 遠期曲線顯示，油價將會在 11 月回落至每桶 80 美元以下。此外，截至 3/30，國際賭盤 Polymarket 預估美伊在 4/15 前停戰機率約 17%，4/30 前為 32%，6/30 前為 59%，12/31 前則為 75%，機率在 4/30 至 6/30 區間增幅最大，隱含市場對停火的預期主要落在 4~6 月。

展望後市，雖然近期美伊皆提出談判條件，然而雙方在談判條件上仍存在顯著落差，再加上對於伊朗來說，將荷莫茲海峽封鎖的越久，讓能源價格維持高檔，越能為伊朗得到更好的談判籌碼，故預估伊朗更可能採取邊打邊談的策略，將整體談判時程拉長。對於能源類股來說，短線上若戰爭持續，能源類股有望走出獨立行情，並可作為投資組合中對衝戰爭風險的角色，而即使在停戰後，長期油價仍有望高於戰前水準，亦有利支撐能源類股表現，故建議可以資產配置角度，適度布局能源類股。

西德州原油期貨遠期曲線



Polymarket 賭盤：美國伊朗在.....之前停火？

4月15日 \$5,999,591 交易量	17%
4月30日 \$6,695,345 交易量	32% ▼44%
5月31日 \$2,269,022 交易量	47% ▼41%
6月30日 \$2,347,447 交易量	58% ▼18%
12月31日 \$513,078 交易量	75% ▼2%

資料來源：Polymarket, 3/30

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

黃金類股：美伊戰事壓抑短線金價表現，惟反轉條件已逐步成形

黃金傳統上被視為戰爭期間的避險資產，然而本波自 2 月 28 日美伊戰爭爆發以來，金價卻明顯表現不佳，從戰前約 5,100 美元一路下跌，一度回撤至約 4,100 美元位置。本波金價走疲，主因美伊戰爭導致荷莫茲海峽受阻，持續推升油價，帶動市場通膨預期上升，同步推高了美國公債殖利率，使不孳息的黃金資產吸引力下降。此外，市場避險情緒亦帶動美元走強，而黃金價格長期以來與美元走勢呈負相關，隨美元指數走升，黃金等以美元計價之商品價格亦出現承壓。

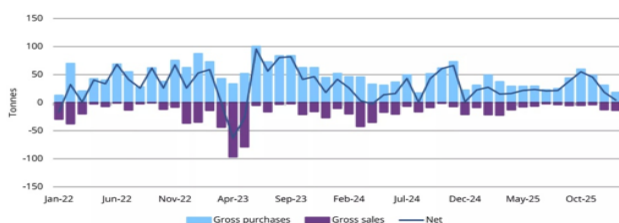
此外，黃金重要買盤全球央行，近期購金動能也出現明顯放緩。世界黃金協會報告指出，2026 年 1 月全球央行淨購金量驟降至 5 噸，較去年月均購金量 27 噸銳減近 80%，推測主因 1 月金價波動過大，導致各國央行態度轉為觀望。另一方面，土耳其央行近期大幅減持黃金，也對市場情緒造成壓抑。據彭博新聞引述知情人士報導，土耳其央行在 3 月 13 日至 3 月 20 日的兩週內，以出售及協議交換置換了約 60 噸黃金，用以穩定因美伊戰爭而受影響的土耳其里拉匯率，彭博指出，土耳其央行本次減持黃金，一部分是採市場直接拋售，一部分則是通過 SWAP 以黃金作為抵押品來獲取外匯或里拉，而歷史上各國央行透過 SWAP 以貴金屬獲得廉價美元融資的情況並不少見，且回顧 2023 年 3 月至 5 月期間，土耳其央行亦曾售出近 160 噸黃金，惟當時因來自黃金 ETF 的買家吸收賣壓，對短線金價並未造成太大影響，故若僅有來自土耳其央行的一次性賣壓，實際並不需要太過擔憂。

更需要留意的是，中東戰爭將可能迫使其他國家同樣採取出售黃金儲備的動作，以支撐外匯存底或籌措資金，若此趨勢擴大，將可能進一步增加黃金短線賣壓，同時，因目前市場資金較不偏好黃金，短線上黃金 ETF 吸納來自各國央行賣壓的力道也會較弱，故只要美伊戰爭持續，黃金類股短線表現將可能受到較大壓力。

即便如此，我們仍可看出世界央行對中長期增持黃金儲備抱持正向態度，例如在 1 月份的世界央行黃金買家中，就意外的出現了馬來西亞央行，為該國自 2018 年以來首度增持黃金儲備，另外在 3 月初，韓國央行也宣布計畫從 2026 年第一季起，將黃金 ETF 納入其外匯準備投資組合，顯示各國央行對於增持黃金儲備的長期方向仍未改變。世界黃金協會也預估，預期全球央行在 2026 年將會增持約 850 噸黃金，增持水準將會與去年相近，顯示未來世界央行購金買盤仍可望為金價帶來支撐。

此外，展望後市，金價反轉的條件實際上也已在逐步成形，當前市場直覺認為高油價將導致通膨，預期聯準會動作會偏鷹，導致金價表現受到壓抑。然而若戰事在短期內結束，預料市場將忽略短期油價上漲的影響，使降息預期大致回升到戰前水準，有利金價表現；而若美伊戰爭進一步擴大，將可能使油價被推升至壓抑經濟表現的價格，屆時經濟更可能面臨的問題反而不是通膨而是衰退，聯準會更可能降息以救經濟，隨利率走低亦有利金價反彈。故目前來看，隨金價回檔已深，重回多頭條件也已在逐步成形，建議短線可持續觀望戰事變化，中性看待黃金類股後市表現。

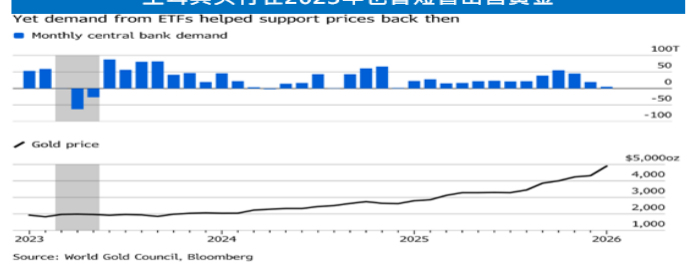
世界央行黃金購買量



*Data to 30 January 2026, where available

資料來源：世界黃金協會

土耳其央行在 2023 年也曾短暫出售黃金



Source: World Gold Council, Bloomberg

Bloomberg

資料來源：彭博

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

固定收益：通膨疑慮雖推升利率，未來仍有降息可能

FOMC 3/18 會議釋出訊號略偏鷹派。投票結果 11 比 1，僅 Miran 主張降息一碼，而原先偏鴿的 Waller 轉為支持按兵不動，內部對降息的共識正在弱化。會後聲明雖新增中東局勢不確定性的描述，釋出政策需保持耐心的訊號，但整體對經濟評估仍維持「穩健」，未因 2 月就業數據轉弱而顯著調整措辭。點陣圖中位數雖未變動，但分布結構出現轉變。首先，預期降息的官員人數減少，支持多次降息的比率下滑；其次，已出現個別官員預期未來升息的情境；此外，長期利率中位數上修，顯示中性利率評估提高。

雖然因中東能源問題導致 Fed Funds 隔夜利率交換市場所估算今年底前的利率變動預期已從戰事爆發前的降息 2 碼大幅縮減，近期更出現不排除升息的臆測。然而，自美以伊衝突以來至 3/26(台北時間)，包括高盛在內的投資銀行所發布對 Fed 利率(區間上緣)預期均認為 FOMC 未來兩年仍將傾向降息。若此預期得以實現，代表市場目前已過度反映 Fed 的「鷹派情境」，之後殖利率可望有回穩的空間。

再者，3 月油價上揚，投資人對於未來美國貨幣政策轉向的疑慮升溫，確實也導致了美國甚至是全球的主要債券市場殖利率上揚。然而，就在市場聚焦於通膨的同時，包括 Pimco、摩根大通和 Columbia Threadneedle Investments 等投資機構 3/30 不約而同表達，投資人低估了美國對伊朗戰爭導致經濟急劇放緩的風險的看法，並認為這場衝擊最終將引發債券殖利率再度回落。高盛 3 月下旬的報告提醒，比起升息，中東戰事更大的風險在於(接近)經濟衰退，這可能觸發 Fed 更大幅度的降息。Pimco 首席投資官 Daniel Ivascyn 也表示「通常始於通膨衝擊的局面，會迅速演變為成長衝擊...而我們正處於經濟大幅走軟的邊緣。」因此，未來債券殖利率不排除有向下的可能性存在。

隨著美國 11 月期中選舉逼近，川普在政治上將面臨更大的壓力，以美國財政體質及川普向來的政策來看，之後美國政府勢必將盡力壓低美國公債的殖利率，有利使美債利率處於相對可控的範圍。

近期美國公債殖利率雖因市場的通膨疑慮而上揚，但目前殖利率遠高於 Fed 長期通膨目標(2%)，美債的高息收對長線投資人具強大誘因，因此投資人仍可以資產配置角度對於債券作適當之配置。此外，包括 Pimco、摩根大通等投資機構也認為未來債券殖利率有向下的可能性存在。以目前的殖利率看，美債仍有投資空間。考量短期殖利率受市場對 Fed 的利率政策預期變動影響較大，故在年期與券種的選擇上可以 7~15 年的中長期美國公債或投資級債為主。

