

中東緊張暫緩，風險資產全面反攻

2026 年 5 月

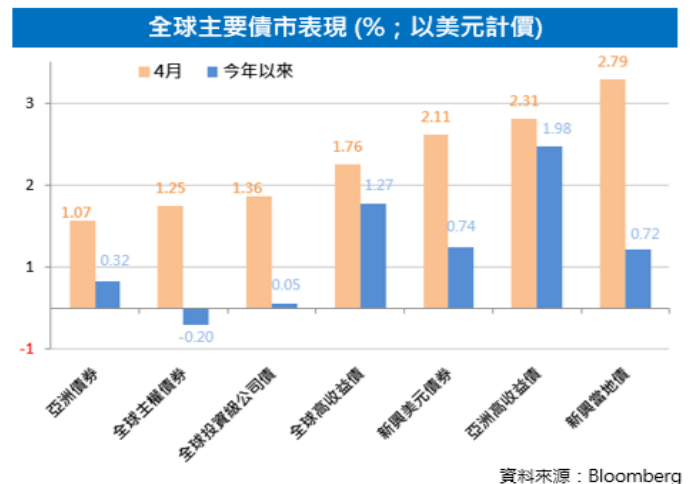
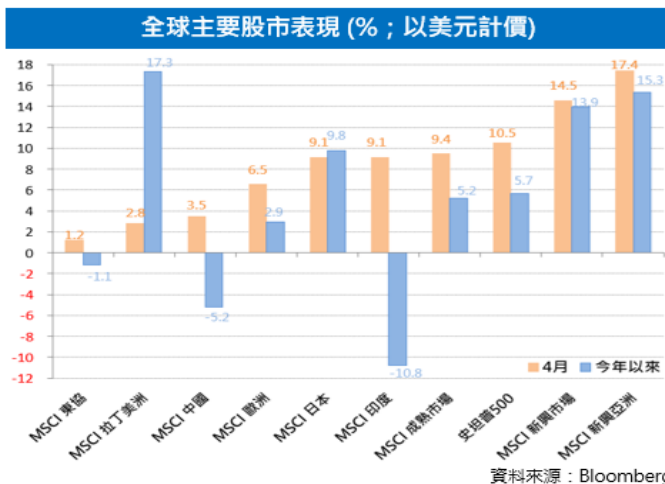
4 月全球主要股市報酬全面轉正，與 3 月跌勢形成鮮明對比，AI 題材再度成為主軸，重燃市場熱度，風險資產動能強勁回溫。以美元計價 4 月表現觀察，新興亞洲與新興市場上漲分別上漲 17.4% 與 14.5%，表現最為亮麗，主要受台灣與南韓在 AI 半導體供應鏈帶動下的強勁買盤支撐；標普 500 的 4 月漲幅也創 2020 年 11 月以來最佳月表現。然而，拉丁美洲與東協市因與科技題材連結度較低，使其期間漲幅相對緩和。不過，MSCI 拉丁美洲指數今年前 4 個月的漲幅仍高達 17.3%，為所有主要股市之冠。

隨著市場風險接受度提高，全球主要債市 4 月也同步反彈。新興當地債券單月上漲 2.79% 表現最佳，主要因美元指數當月由約 100 降至近 98，使新興當地債換算回美元後的價格水漲船高。波動較大的亞洲高收益債、新興美元債券、全球高收益債表現也有所表現。全球投資級公司債、全球主權債券等債券雖亦分別上漲 1.36%、1.25%，但幅度上相對落後。

4 月市場大幅反彈的核心驅動力來自三方面：其一，投資人對中東戰事可能導致通膨上揚的疑慮明顯鈍化；其二，AI 主軸再度成為主導行情的關鍵主題，包括 Alphabet 雲端與 AI 業務需求暢旺帶動半導體類股大漲；其三，總經基本面韌性意外優於預期，整體勞動市場仍穩定。然而，霍爾木茲海峽運輸尚未完全恢復，中東戰事變數仍存，地緣風險仍是市場最大不確定性來源。

根據彭博 5/4 的統計，今年 Q1 與 Q2 EPS 年增率均可望突破兩成，我們預期 2026 年標普 500 企業獲利增長動能持續，AI 仍是核心驅動主軸。儘管短期股市可能因中東戰事帶來通膨隱憂而波動，但我們認為企業基本面強度足以抵銷中東衝突與政策不確定性，而企業強勁的獲利成長將可望為全球股市中期走勢帶來支撐。

債市方面，受到美伊戰爭影響，4 月的 FOMC 會議會後聲明偏鷹，壓抑市場降息預期，考量後續美伊和談時程仍有不確定性，預期長天期公債殖利率波動風險將加劇。由於目前美國中短天期公債殖利率顯著高於過去 10 年均值，且中短期債券到期期間較短，具備資金靈活運用彈性，因此建議在債券天期選擇上，以中短天期美國公債及高評級投資級債為主，並以平衡投資組合波動角度做適當配置。



美國股市：美股盈餘增長強勁，AI 主題重獲市場青睞

4 月美股雖受伊朗戰爭不確定性干擾，在財報優異及 AI 產業高速成長帶動下，標普 500 指數續創歷史新高。指數上揚主要由輝達、Alphabet、亞馬遜、博通、蘋果、微軟、超微、英特爾、美光等科技股帶動，表現相對弱勢的族群包括埃克森美孚、雪佛龍、嬌生、默克藥廠、亞培、ServiceNow、AT&T、洛克希德馬丁、雷神等，市場焦點已經從能源、國防回歸 AI 主題。

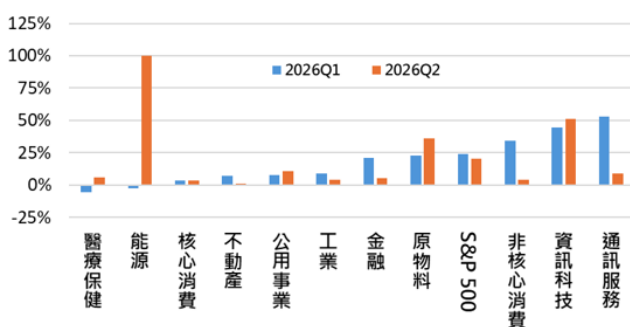
美國通膨墊高，但經濟表現仍具韌性，支持聯準會更長時間維持利率。4 月 ISM 製造業 PMI 持平於 52.7，連續第四個月維持擴張區間。其中供應商交貨指數從 58.9 升至 60.6，反映伊朗戰爭與航運通道風險升高，導致供應鏈壓力再度升溫；客戶庫存指數降至 39.1，持續偏低；新訂單指數小幅上升至 54.1，訂單動能尚具支撐，積壓訂單由 54.4 大幅降至 51.4，新出口訂單進一步下滑至 47.9，顯示外需偏弱；價格指數從 78.3 攀升至 84.6；就業指數降至 46.4，顯示企業尚未恢復積極擴編意願。故製造業雖維持擴張，但由於庫存已經偏低，若戰事持續恐將加速推升通膨。4 月份 ISM 服務業 PMI 指數由前月的 54.0 下降至 53.6，低於市場預期的 53.7，新訂單指數由前月的 60.6 下降至 53.5，低於市場預期的 57.3，支付價格指數持平於 70.7，物價雖仍在高檔但並未惡化。同時預期新任聯準會主席 Warsh 上台後，要等到現任主席鮑威爾完全辭去 Fed 理事職務，才会有較大的空間與明確度去推進「相信 AI 將帶來生產力提振、進而支持降息」的政策論述，故降息時間或許延後，未來利率將更長時間維持不變。

AI 帶動科技股財報表現優異。預估第一季標普 500 企業盈餘年增可達到 23.9%，且第二季盈餘增長仍維持近兩成水準，科技板塊受惠於 AI，仍是帶動美股企業獲利增長主軸，但到了第二季，能源價格維持高檔下將推升能源產業獲利，且若伊朗戰事無法落幕，預料各種原物料價格都將受影響走高，標普 500 企業獲利成長性並不看淡。

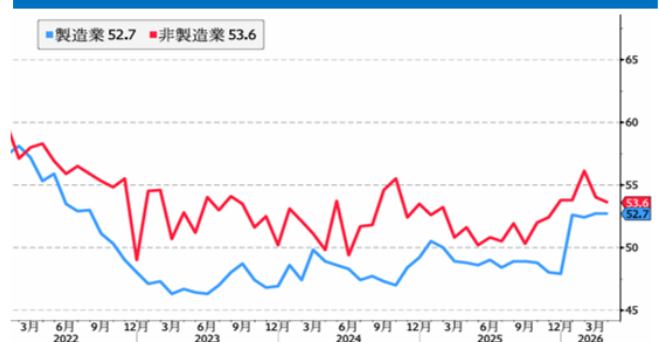
美國金融股第一季財報普遍優於預期，對消費惡化與私募基金流動性的擔憂已經淡化。由於股票與商品市場交投熱絡，帶動承銷與交易收入顯著成長，各大銀行放款規模持續擴張，淨利息收入成長優於預期。消費信用方面，信用卡支出與消費貸款餘額仍具韌性，整體資產品質良好。

目前標普 500 在指數續創新高下本益比來到 26 倍、股價淨值比 5.36 倍，短期評價偏高，且通膨風險逐漸增加、伊朗戰爭的不確定性仍在，雖美國科技龍頭在 AI 產業具備領先優勢，但短期需留意市場過熱及估值偏高風險，建議以長線角度分批布局。

標普500各產業盈餘增長率(%)



ISM採購經理人指數



資料來源：彭博

歐洲股市：歐洲央行態度謹慎，川普加徵歐洲汽車關稅

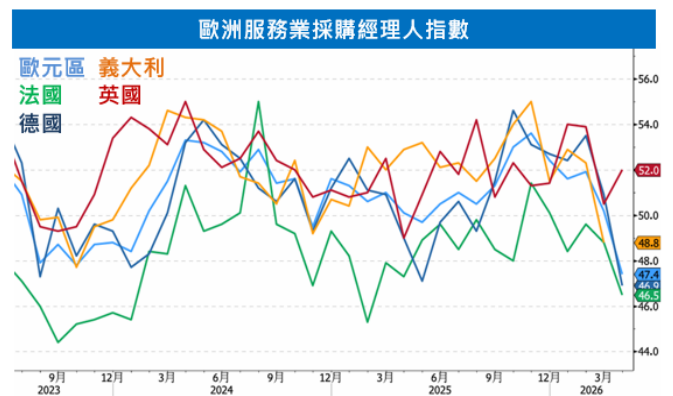
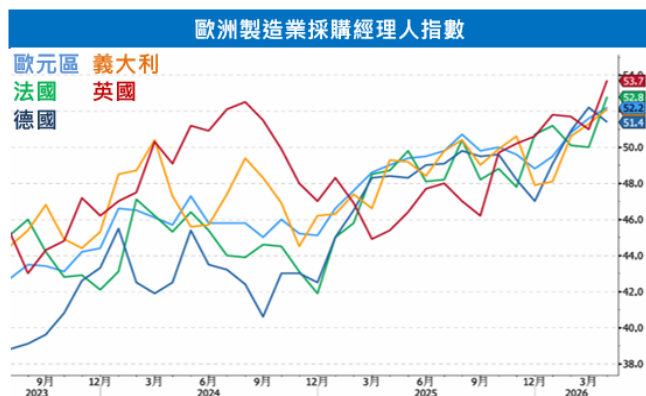
4 月歐股受能源價格大漲衝擊，雖財報優異但科技股比重相對美股較低，泛歐 600 指數緩步墊高。指數上揚主要由艾司摩爾、西門子、西門子能源、匯豐、艾波比、英飛凌、施耐德電機、諾基亞、瑞銀集團、諾和諾德等企業帶動，表現相對弱勢的族群包括殼牌、德意志電信、阿斯特捷利康、諾華、葛蘭素史克、聯合利華、依視路羅薩奧蒂卡、赫力昂、挪威國家石油、BP 等，市場焦點已經從能源、國防題材回歸科技與金融股。

4 月歐元區服務業受到物價飆漲與能源支出暴增的雙重打擊，服務業採購經理人指數急挫至 47.4，創疫情後最差表現；然而製造業採購經理人指數則在新訂單改善(尤其法國)及避險備貨需求的支撐下，逆勢攀升至 52.2，然而就業人數持續萎縮，反映企業在高通膨與需求不確定性下普遍採取縮編策略，經濟放緩格局明顯。法國製造業 PMI 攀升至 52.8，主要得益於新訂單走高，反映需求復甦；德國製造業 PMI 雖達 51.4，增長動能依賴企業拉升庫存，能否延續仍須觀察。

儘管歐洲央行在 4 月利率決策會議按兵不動，但此舉是反映需要更多時間凝聚升息共識，並蒐集能源衝擊對通膨的實際影響數據。歐洲央行總裁透露委員會內部曾認真討論升息的可能性，維持不動的理由包括：近期數據仍接近 3 月預測、貨幣政策在能源價格上漲前已處於適當位置、金融與信貸條件已開始收緊，目前局勢「偏離」原先基準情境，通膨上行風險與經濟成長下行風險均在加劇，但歐洲經濟尚未進入停滯。市場預期 ECB 將於 2026 年升息 2 碼，甚至不排除於年底或於明年升息第 3 碼，但考量歐洲通膨仍與伊朗戰事息息相關，若能源價格回落、需求走弱，則升息時點可能延後；若能源價格繼續在高檔盤旋、通膨持續性跡象提早浮現，不排除 6 月即會啟動第一次升息。英格蘭銀行(英國央行)在最新利率決策會議中維持利率不變，但整體立場偏向謹慎，市場同樣預期未來半年可能有 2 碼升息幅度。近期 ECB 與 BOE 的升息預期已帶動歐元、英鎊轉強。

川普於 5/1 宣布，由於歐盟不遵守貿易協議，將對歐盟進口汽車與卡車加徵 25% 關稅(不包含英國)。由於歐洲議會在 3/26 已有條件通過歐美貿易協議的相關立法，故川普調整汽車業關稅從 15% 到 25%，可能引發美歐貿易戰再次啟動，接下來預料歐盟祭出關稅反制措施且展開新一輪談判。

泛歐 600 指數目前本益比為 16.87，股價淨值比為 2.39，目前面臨能源價格仍在高檔、川普對歐盟汽車業加徵關稅，短期風險增加。然而考量評價合理、伊朗戰爭持續降溫且預料美歐經過談判，終將能達成貿易協議，歐股仍可以長線角度、作為分批佈局標的。



資料來源：彭博，2026/5/6

日本股市：日本利率按兵不動，AI 題材帶動指數創高

4 月上旬日股受地緣政治風險衝擊，所幸在 AI 題材帶動下科技股走高，日經指數更於 4 月一度收盤站上 60,537 點，以收盤價站上 6 萬點歷史新高。市場主要由軟銀、愛德萬測試、Keyence、村田製作所、三菱電機、三菱 UFJ 金融、東京威力科創、藤倉、鎧俠、三井住友金融等公司帶動，表現相對弱勢的族群包括三菱商事、豐田汽車、任天堂、三井物產、永旺、武田藥品、國際石油開發帝石、7&I、山之內製藥、東方樂園等，市場焦點回歸 AI、國防，以及升息可能帶動的金融股。

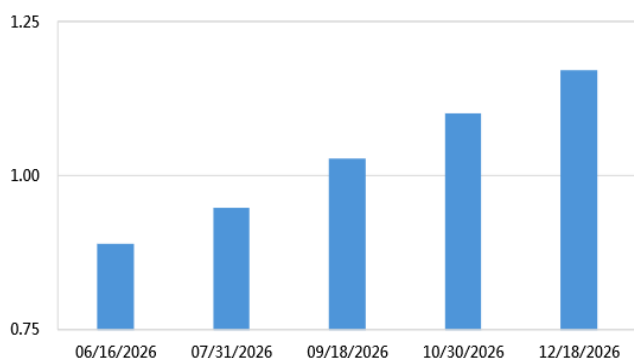
相較於歐洲汽車出口至美國關稅再度被川普調高，目前並未傳出美國可能調高日本進口汽車關稅的訊息，顯示高市早苗先前與川普會晤帶來實質外交成效。日本進入黃金週，但高市首相選擇飛往越南與澳洲「拼外交」，尤其將澳洲定位為「準同盟」，推動以「最上級」護衛艦為基礎的共同開發與輸出，顯然高市對於國防自主有堅定決心。

日本央行 4 月利率決策會議以 6 比 3 同意將利率維持於 0.75%，三位委員認為應將政策利率調高至 1.0%，市場對後續升息的預期明顯升溫。日本央行同時將 FY2026 核心 CPI 預測大幅上調 0.9 個百分點至+2.8%，FY2027 上調 0.3 個百分點至+2.3%，這些預測建立在油價將從每桶約 105 美元回落至 70~80 美元的假設之上，故若油價長期維持高位，通膨前景可能在 7 月展望報告中再度上修，而對 GDP 增長預期也小幅下修。對比會後聲明透露出來的鷹派立場，總裁植田和男會後記者會發言立場則略顯保守，持續淡化央行升息時點，強調需要時間觀察經濟及通膨發展，且提及達成央行經濟預估的前景下降，尚無法確定需要多久來評估下次升息時點。鑒於過於弱勢的日圓匯率可能更進一步推高國內通膨，日本央行仍有高機率於第三季上調政策利率，若油價再度上行，甚至不排除在 6 月就採取行動。

截至 4 月 24 日當周，外資買超日股 8,079 億日圓，2026 年以來外資對日股的累計買超金額來到 7.97 兆日圓，改寫今年以來累計加碼金額紀錄。近期日財長與外匯最高官員相繼釋出干預匯市警告，加上外資持續匯入且市場對 BOJ 升息的預期，日圓貶值趨勢已扭轉。近期日圓一度單日升值 3%，顯示 160 為日本政府當局匯價的干預底線，預料近期日圓仍將於 155 至 158 附近震盪。

2026 年以來日股 TOPIX 指數受惠於 AI 題材、高市擴大財政刺激、強化軍事安全，但本益比仍在 19.39 倍，股價淨值比在 1.77 倍。近期日圓守住 160 關卡，匯率穩定可降低投資者不確定性，預料日本企業股票回購仍持續推進，可望為日股在全球金融市場震盪下帶來支撐。

BOJ 基準利率預估



資料來源：彭博，2026/5/4

日本央行對CPI與GDP預估

YoY % change	Apr. 2026		Jan. 2026	
	Real GDP	CPI less Fresh Food	Real GDP	CPI less Fresh Food
FY2026	0.5 ↓	2.8 ↑	1.0	1.9
FY2027	0.7 ↓	2.3 ↑	0.8	2.0
FY2028	0.8	2.0	-	-

資料來源：元大投顧

台灣股市：強勁經濟與產業基本面支撐下的長多格局

4月台灣股市在AI超級週期與全球資金的簇擁下，正式跨越了四萬點，本次台股的突破並非單純的資金行情，而是具備了極為堅實的總體經濟、強健的產業鏈獲利基本面，以及法規鬆綁帶來的籌碼結構重塑。

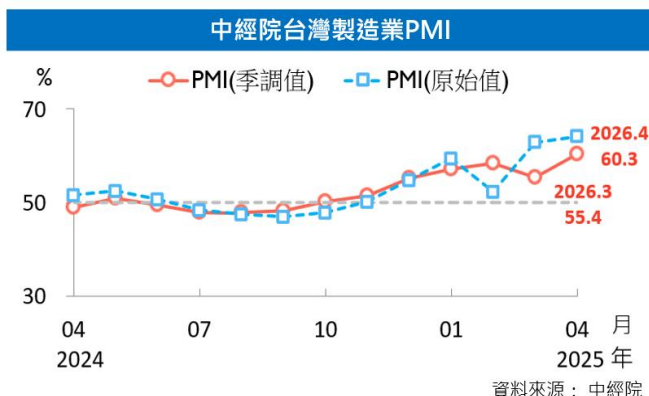
台灣今年初展現了令全球市場矚目的經濟爆發力。主計總處公布的第一季GDP成長率概估高達13.69%，創下近39年來的單季最高紀錄。這股強大動能的源頭，清晰地反映在經濟部的三月份外銷訂單數據上，三月單月接單金額飆升至911.2億美元，年增率高達65.9%，連續14個月維持正成長。資訊通信與電子產品年增率分別高達120.9%與73.7%，這顯示台灣在全球AI基礎設施、高效能運算(HPC)以及雲端資料中心建設中，扮演著不可替代的樞紐角色。亮眼的總經數據，為台股的高檔估值提供了最強而有力的下檔支撐。

中經院4月製造業PMI大幅跳升4.9個百分點至60.3%，連續7個月呈現擴張，更是近55個月以來最快的擴張速度。除了AI與半導體的實質需求外，中東地緣政治的緊張局勢促使製造業啟動了「防禦性提前拉貨」。短期內這將維持製造業的熱絡，但也必須持續監控輸入性通膨的潛在風險。

宏觀數據之外，台積電於4月中旬召開的法說會，無疑是穩住外資與台股軍心的定海神針。財報顯示，第一季EPS達22.08元，毛利率以66.2%飛越財測高標。其中高效能運算(HPC)相關營收佔比已正式突破六成(達61%)，並上修了2026全年美元營收成長目標至30%以上。這場法說會不僅確認了台積電高階製程的護城河，也確立了全球AI伺服器供應鏈的長線能見度。

在基本面一片大好之際，金管會放寬了主動型基金與主動式ETF對單一個股10%的持股上限，從10%放寬至25%。這項法規鬆綁產生了極為強大的「流動性溢價」效應。過去受限於10%緊箍咒的機構、基金資金，如今得以大舉回補台積電、聯發科等核心權值股。這讓大盤指數在衝破四萬點後，資金高度向權值龍頭集中，成為加權指數的進一步推收力量。

綜合亮眼的總經數據、良好的企業基本面，以及籌碼向大型股集中的法規紅利，我們對台股整體的長線投資建議維持加碼。然而，目前加權指數與季線的正乖離率已來到18%的歷史相對高位，意味著市場隨時可能出現技術性拉回與獲利了結的賣壓。必須強調的是，牛市中的急跌與拉回屬於「健康的籌碼換手」，並非長線趨勢的反轉。面對當前乖離頗大、但長線看多的盤勢，建議投資人不追高，待拉回後布局，預留部分現金，保留流動性以迎接拉回時的絕佳買點。



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。

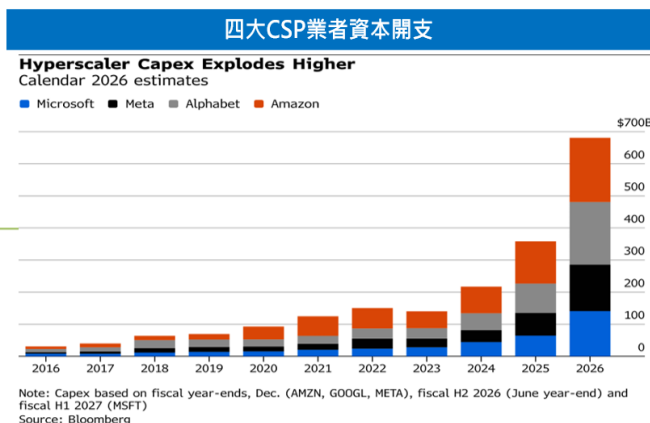
科技類股：半導體產業持續看好，分批佈局雲端巨頭

回顧 4 月份，在地緣政治影響逐漸淡化之後，華爾街對 AI 硬體的「錯失恐懼症 (FOMO)」全面爆發。費城半導體指數上演了史無前例的連續 18 個交易日上漲，單月狂飆近 40%。這波資金浪潮不僅將指數推向歷史新高。支撐這波半導體狂飆的是極其扎實的財報利多，不僅英特爾靠著晶圓代工與 CPU 獲利超預期迎來大復活，記憶體族群更步入了史無前例的「超級循環」。由於 AI 伺服器對 HBM 與高階 SSD 需求爆發，導致記憶體陷入結構性大缺貨。美光 (Micron) 與威騰 (WDC) 等大廠握有絕對的定價權，這再次確認了半導體作為「AI 算力基礎設施」的長線多頭地位。

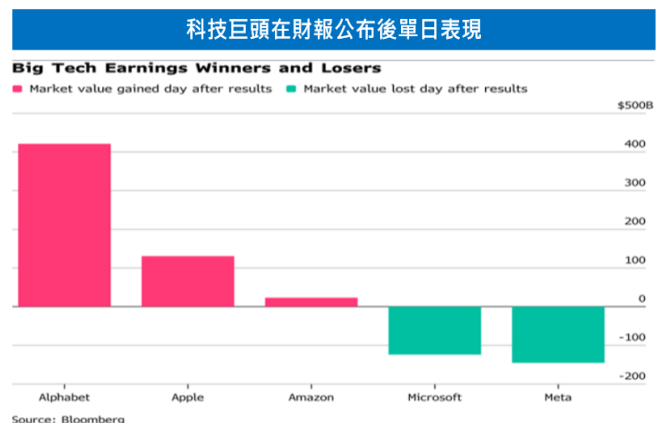
在剛公布的財報中，四大雲端巨頭交出了令人驚豔的成績單。微軟的 AI 相關年度經常性收入大增，Google Cloud 也寫下逾 60% 的驚人成長，Meta 則透過 AI 優化廣告投放，拉升利潤率，亞馬遜 (AWS) 的營收增速也創下近期新高。這些數據證明，掌握龐大生態系的巨頭，已經能將 AI 算力成功轉化為自身業務的現金流。此外，根據 2026 Q1 財報數據，四大雲端服務供應商並未因高基期而放慢腳步，反而持續加大投入，全年資本支出 (Capex) 預計由原先估計的 6,000 億美元進一步增加至近 7,000 億美元。在這波驚人的支出中除了晶片設計商外，代工的台積電、供應 HBM 的三星與海力士，以及伺服器組裝與散熱解決方案的廠商都因此受惠，這也是硬體續漲的主要原因。

然而儘管 CSP 業者的支出續增，但投資人顯然不再全面買單，市場進入「AI 變現檢驗期」。由於龐大的折舊壓力與變現的陣痛，四大 CSP 業者在財報後的股價表現各不相同。Google 與亞馬遜成功用現有核心業務的強勁現金流護航 AI 支出，成為資金的避風港；反觀微軟與 Meta，因資本支出預期大幅暴增，市場擔憂長期支出深不見底，變現遙遙無期，積極的佈局反而成為短期壓抑股價的包袱。然而四大 CSP 的 EPS 年增率依然維持在雙位數，但評價面卻因資本開支焦慮被壓低，下檔風險相對受控，這提供了一個逢低布局的機會。

AI 產業的長多格局不變，但在進入 5 月後，市場可能面臨傳統的「Sell in May」季節性逆風，且 2026 年適逢美國期中選舉，歷史經驗顯示第二、三季往往是波動最劇烈的時期。因此，我們建議半導體類股仍是不可或缺的持股，但也應該開始逢低布局美股七巨頭等大型科技類股。七巨頭的預估本益比已經回落至合理區間，且具備穩健的現金流。加上隨著 Google 的 TPU、亞馬遜的 Trainium 等自研晶片部署比例提升，CSP 業者將逐步降低對高價 GPU 的依賴，這將顯著降低長期推論成本。因此建議適時布局相關類股，來迎接下半年變現能力轉強後的估值修復行情。



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg

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。

AI 電力類股：資料中心用電需求倍增，有利電力基礎建設發展

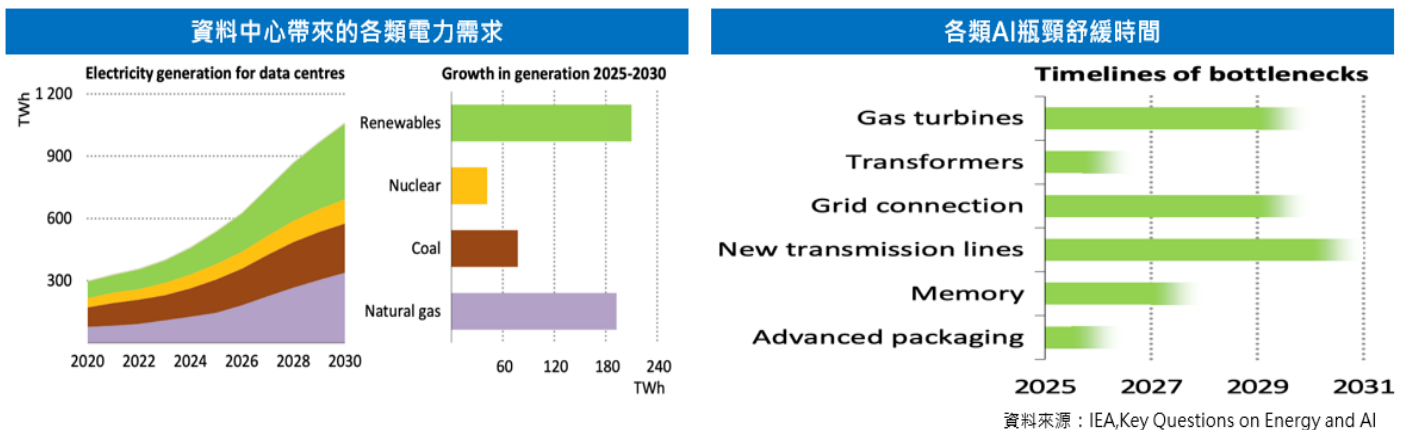
IEA(國際能源署)發布 2026 年 Key Questions on Energy and AI 報告，指出受到 AI 快速發展影響，全球用電需求將急遽成長，有利於相關電力基礎建設發展。IEA 指出，全球資料中心用電量在 2024 至 2025 年間成長逾 15%，年增約 70 太瓦時至 485 太瓦時，占全球電力需求略超過 1.5%，未來幾年用電需求更將進一步加速，IEA 預估全球資料中心用電將從 2024 年的 415 太瓦時倍增至 2030 年的 950 太瓦時，屆時將占全球電力需求的 3%，AI 專用資料中心用電量更將成長三倍至 465 太瓦時。

驅動電力需求暴增的核心因素是 AI 伺服器功耗密度的指數級攀升。以 Nvidia 為例，2020 年 Ampere 架構機架功耗密度約 13 千瓦時，當前 Blackwell 架構已達 130 千瓦時，下一代 Rubin 架構將躍升至 600 千瓦時，屆時單一機架尖峰用電量將等同約 65 戶家庭。在 AI 伺服器功耗上升的同時，大型科技巨頭資本支出也持續攀升，為 AI 伺服器帶來更多需求，2025 年科技巨頭資本支出合計已超過 4,000 億美元，2026 年預計再增 75%至 7,150 億美元，IEA 更進一步預估 2026 至 2030 年間資料中心累計投資將達 3.9 兆美元，隨資料中心大量建置，AI 用電需求將隨之攀升。

此外，IEA 指出儘管單一 AI 任務的能耗效率正以前所未見的速度改善，單一任務功耗每年約可降至十分之一，然而新興高耗能應用如影片生成、推理及代理式 AI 也持續推陳出新，這些新功能的能耗可達到簡單文字生成的數百至數千倍，導致即便 AI 效率持續提升，整體能耗需求仍然有增無減。

在 AI 用電需求大增的同時，目前電力基礎建設供給端各環節均出現嚴重瓶頸，相關關鍵零組件因產能不足，導致交期持續延長，包含變壓器交期平均需二至三年，燃氣輪機交期長達五年，電網併聯在美國多數地區也須排隊長達五至十年。以德州 ERCOT 獨立電網為例，資料中心併網排隊量從 2024 年 12 月的 63 吉瓦時暴增至 2026 年 1 月逾 230 吉瓦時，但該州歷史尖峰負載僅 85 吉瓦時，顯示電力需求遠超既有電網承載量。可預見隨電力需求持續攀升，相關電力基礎建設上中下游未來訂單積壓量都可望保持高水位，並隨公司產能陸續開出，逐步轉換為公司營收貢獻。

展望後市，IEA 預估全球資料中心發電量至 2030 年將倍增至超過 1,000 太瓦時，其中再生能源與天然氣各占約三分之一，分別達 360 及 340 太瓦時，核能預料將從 75 太瓦時成長至 120 太瓦時，故各類相關零組件包含燃氣輪機、變壓器、核能及儲能等子產業都可望受惠這一 AI 用電趨勢，隨 AI 電力需求持續上升，對於各類電力上中下游供應鏈都可正向看待。



能源類股：海峽受阻導致油價居高不下；阿聯酋退出 OPEC 有利戰後供給恢復

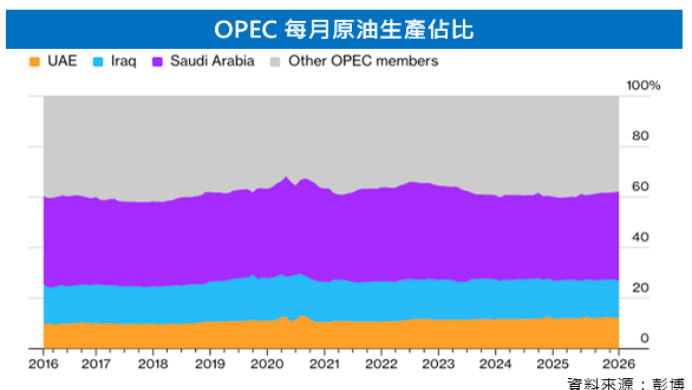
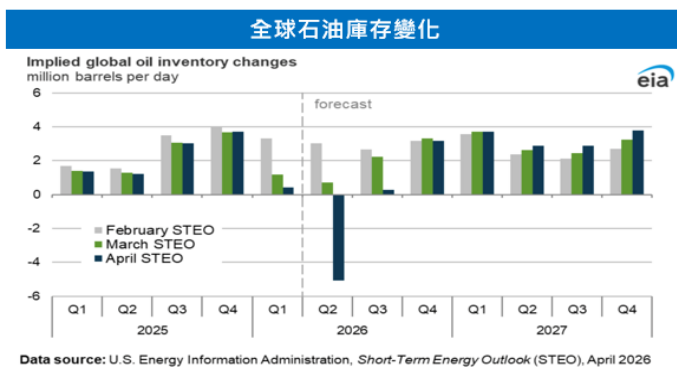
西德州原油期貨價格 4 月再度攀升至每桶 100 美元之上，主因經荷莫茲海峽的石油出口持續受阻，加上美伊談判持續未見明顯進展，同時期間內美國總統川普已數次拒絕伊朗所提出之協議，美國對伊朗的封鎖行動也持續進行，故在全球石油供需缺口維持的狀況下，全球石油庫存水位不斷下降，為石油價格帶來上行壓力。

國際能源署 4 月月報指出，受荷莫茲海峽供應中斷影響，3 月全球石油供應暴跌 1,010 萬桶/日至每日 9,700 萬桶，其中 OPEC+ 產量月減 940 萬桶/日至每日 4,240 萬桶，非 OPEC+ 供應月減 77 萬桶/日至每日 5,470 萬桶，儘管沙烏地西岸、阿聯酋富查伊拉港及伊拉克經土耳其傑伊漢的 ITP 管線替代路線出口量，已從戰前每日不到 400 萬桶提升至每日 720 萬桶，然而仍無法彌補荷莫茲海峽的供給中斷，使得中東海灣國家石油出口損失合計仍高達每日 1,300 萬桶，自開戰以來，3 月石油供給損失已超過 3.6 億桶，國際能源署更進一步預估 4 月石油供給損失將擴大至 4.4 億桶。

在供給大幅下降的同時，國際能源署也同步下修全球石油需求預估，預計 2026 年全年需求將年減 8 萬桶/日，較上月報告下修 73 萬桶/日，其中 3 月全球需求預計將年減 80 萬桶/日，4 月進一步擴大至年減 230 萬桶/日，合計第二季需求預估年減 150 萬桶/日，為新冠疫情以來最大單季跌幅，下調需求預估主因荷莫茲海峽供給中斷，導致眾多仰賴中東石油進口的亞洲塑化廠面臨斷供，在缺乏原料的狀況下被迫降低需求。

然而儘管目前荷莫茲海峽持續受阻，導致油價居高不下，然而戰後有利油價快速下行的因子也持續在萌芽。阿聯酋 4/28 宣布退出 OPEC 及 OPEC+，為該組織近年來最重要的成員流失。阿聯酋目前石油產能為 485 萬桶/日，然而其受限於 OPEC 配額，實際產量僅約 360 萬桶/日，兩者差距達 125 萬桶/日，過去幾年來阿聯酋持續因產量受限問題，而與其他成員國出現爭執，隨阿聯酋退出 OPEC，將有利於其提升產量上限。雖然目前因荷莫茲海峽仍處封鎖狀態，阿聯酋石油出口同樣受阻，然而一旦戰後海峽重開，阿聯酋將可不再受 OPEC 配額約束，立即釋放約 125 桶/日的增量供給，阿聯酋國有石油公司 ADNOC 更規劃將在 2027 年將石油產量上升至 500 萬桶/日、2029 年再進一步上升至 600 萬桶/日。此外阿聯酋退出 OPEC 亦可能引發其他成員跟進，使得戰後油價下行風險將顯著增加。

展望後市，當前油價雖受到海峽封鎖影響，中短線上有望持續維持在 100 美元左右震盪，然而美伊戰事未見進一步擴大，後續油價也難以再創新高，此外若未來美伊談判出現進展，海峽運量出現緩解，阿聯酋增產也有利戰後原油供需恢復，故我們目前對於能源類股後市中性看待。



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：全球央行續買黃金，惟短線金價仍受美伊戰爭不利影響

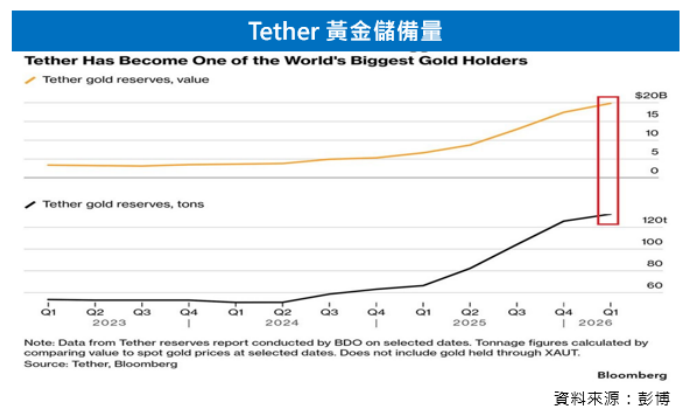
黃金價格 4 月持續在區間內震盪，黃金類股表現也相對弱勢，主因受到美伊戰爭影響，油價上漲帶動通膨預期攀升，使得市場對於聯準會降息預期下滑，帶動配置黃金的機會成本上升，同時避險情緒導致美元走強，也不利於黃金等以美元計價的商品資產表現。此外，受到戰爭影響，土耳其動用黃金儲備以支應外匯與流動性需求，短線拋售黃金也導致金價承壓。

世界黃金協會數據顯示，2026 年 3 月各國央行申報合計淨賣出 30 公噸黃金，主要就是受到土耳其拋售 60 公噸所拖累，受此影響，合計第一季全球央行申報黃金淨購買量僅有 2 噸。然而若看加計未申報買盤量，則是完全不同的狀況，根據世界黃金協會調查顯示，2026 年第一季全球央行黃金購買量加計未通報買盤後，合計淨購買 244 噸，為自 2024 年第四季以來的新高，同時顯著高於過去五年平均購買水準的 228 噸，顯示檯面下的世界央行購金趨勢仍未改變。

另一方面，在高盛 4 月 29 日發布的最新報告中，維持了對於 2026 年底黃金目標價 5,400 美元/盎司的預測。高盛指出，目前金價主要驅動因素包括全球央行持續推進外匯儲備多元化、目前相對偏低的投機性部位回歸常態化，以及聯準會預計在年內降息 50 個基點等三大支撐。在央行需求方面，高盛指出，在其央行會議調查中，約 70% 的受訪央行預期全球黃金儲備將繼續上升。在風險評估方面，高盛認為短線風險偏向下行，主要因荷莫茲海峽封鎖若持續，可能觸發債市或股市修正，進而引發黃金部位遭到清算，然而中長期風險則偏向上行，因伊朗事件與更廣泛的地緣政治發展，如格陵蘭及委內瑞拉議題，可能加速資金轉向黃金配置。

另一方面，來自穩定幣發行商 Tether 的黃金買盤也值得關注。截至 2026 年 3 月底，Tether 為支撐 USDT 儲備而持有的黃金市值上升至 198 億美元，約為 132 公噸，較 2025 年 12 月底的 126 公噸再增加約 6 公噸，此外 Tether 另持有 22 公噸黃金以支撐其黃金代幣 XAUT，兩項產品合計持倉達約 154 公噸，此規模已足以排進全球前 20 名黃金持有者。JPMorgan 貴金屬研究主管 Greg Shearer 指出，Tether 的購金行為已對金價產生實質性影響，其 2025 年全年購買量僅次於波蘭央行，並超越所有其他央行，顯示加密貨幣機構儲備已成為黃金新一個重要買盤來源。

展望後市，中長線而言央行增持黃金的結構性趨勢未變，美伊衝突加上格陵蘭、委內瑞拉等地緣政治風險，也都有望加速各國對黃金的分散配置需求，使得黃金有望獲得更多來自央行買盤的支撐。然而短線上，在美伊戰爭尚未底定前，黃金機會成本上升及部分央行拋售壓力仍將壓抑短線走勢，故預估黃金將在區間內震盪，目前對於黃金類股後市抱持中性看法。



固定收益：華許入主 Fed 機率高，美債波動料加大

FOMC 在 4/29 的會議再度將聯邦基金利率目標區間維持在 3.50-3.75%。然而，理事 Miran 主張降息一碼，而會後聲明中「傾於寬鬆」(easing bias)的措辭也遭三位地區主席(Cleveland 的 Hammack、Minneapolis 的 Kashkari 與 Dallas 的 Logan)反對，會議表決出現 4 票異議，創 FOMC 逾 30 年來委員立場最分歧的局面。前述三位地區聯儲主席反對寬鬆的措辭，導致市場對 Fed 後續降息預期顯著弱化。

此外，川普提名的下任 Fed 主席 Kevin Warsh(華許)於 4/29 參議院銀行委員會審查通過，預計於 5/11 當週進行全院表決。目前參議院共和黨、民主黨的議員比例為 53：47(含兩名傾向民主黨的無黨籍議員)，由於除了 Tillis 以外的共和黨參議員均未公開就華許的資格表達反對，未來在參院全院的表決中，華許也可望取得過半票數通過該任命案。若時程安排得宜，料可於 5/15 鮑爾主席任滿後接掌 Fed。值得注意的是，鮑爾在 4 月的記者會表示將繼續留任理事會，這將導致未來的 FOMC 將出現新舊主席並存的罕見現象。

綜觀華許的主要貨幣政策主張為「降息」+「縮表」，兩者在貨幣政策方向呈現相反的效果，且對不同天期的債券影響亦有差異：「降息」對於雖使債券殖利率下修，但對短端影響較大；而「縮表」量化緊縮(QT)雖屬貨幣緊縮政策，但堪薩斯聯儲研究(Smith & Valcarcel 2021)顯示，「縮表」推升期限溢酬的幅度大於短期利率。兩者同時施行可能造成導致未來美債殖利率曲線淨陡峭化。話雖如此，美國貨幣政策需要 FOMC 票委以多數決通過，前主席 Yellen 認為華許即便就任 Fed 主席，在表決中仍難以取得足以支持其貨幣政策路線的票數。因此，即便 Warsh 上任，其政策主張(尤其在縮表的議題上)短期將無法付諸實現，故預期在可見的未來對美國的貨幣政策走向改變有限。

然而，Fed 主席的權力在於議程設定與對外溝通，華許在聽證會上所表達的部分想法-包括降低 FOMC 會議與記者會舉辦的頻率等，將使 FOMC 決策透明度降低，或導致美國債市波動加大。其表達改變目前聯準會青睞的通膨指標-核心 PCE 的意圖，也可能使金融市場的不確定性增加。

預期短線債市在通膨疑慮與政策不確定性的交錯下，將持續面臨殖利率高檔震盪的壓力，但考量美伊全面開戰可能性極低，油價的通膨疑慮料隨時間鈍化，而 Warsh 立場傾向支持降息，因此就中期來看，美債殖利率應有走降空間。同時，我們認為中短天期債相較於長天期債券殖利率相去不遠，投資人無需承擔較高的存續期間更可享有的債息收益，且中短天期到期期間較短亦有資金靈活運用的優勢，因此建議可以中短天期美國公債/投資級債為主。

利率期貨隱含 Fed Fund Rate 利率走勢

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.9%	88.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.0%	74.6%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	17.7%	66.8%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	12.1%	50.0%	32.1%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.7%	41.7%	36.0%	10.8%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.3%	40.3%	36.3%	11.9%	1.5%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.7%	38.3%	36.5%	13.5%	2.2%	0.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	10.5%	38.2%	35.1%	12.8%	2.0%	0.1%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	13.3%	37.9%	32.9%	11.7%	1.9%	0.1%	0.0%
2027/9/15	0.1%	1.7%	11.2%	33.2%	33.8%	15.7%	3.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/10/27	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	6.5%	22.4%	33.5%	24.6%	9.6%	2.1%	0.2%
2027/12/8	0.0%	0.1%	0.8%	5.9%	20.6%	32.3%	25.6%	11.3%	2.9%	0.4%	0.0%

資料來源: Bloomberg, 5/6(台北時間)

Fed Fund Rate 與美國 2 年、10 年期公債殖利率



資料來源: Bloomberg, 5/6(台北時間)

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。