

美股擺脫通膨疑慮，利率仍偏震盪格局

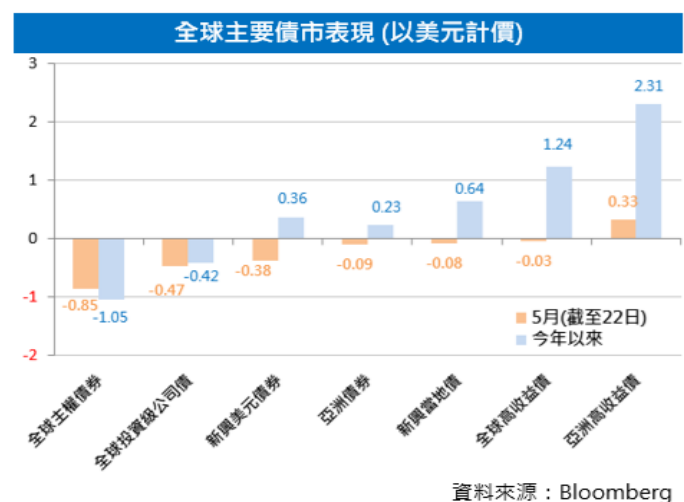
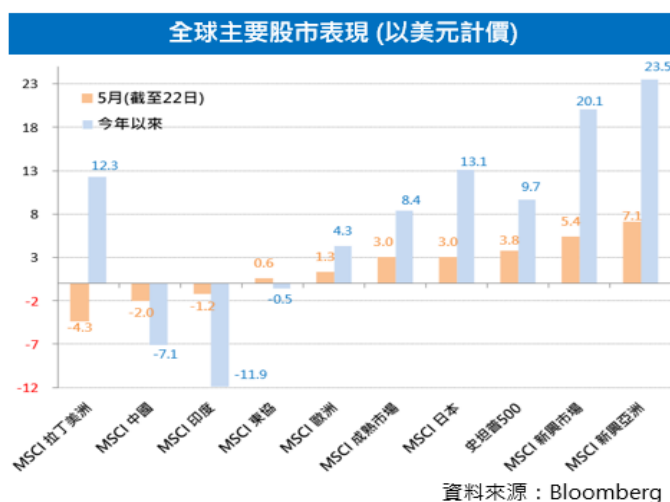
2026 年 6 月

5 月截至 22 日為止，全球股市表現(以美元計價)呈現高度分化，「AI 半導體」與「油價地緣政治」兩股力道拉鋸，使各區域報酬差距明顯擴大。MSCI 新興亞洲與新興市場期間分別勁揚 7.1%與 5.4%，雙雙領先，主要受惠台灣與南韓在 AI 半導體供應鏈的強勁買盤，南韓今年漲幅已逾八成、台灣約四成，為全球最熱的股市。成熟市場方面，標普 500 期間上漲 3.8%，MSCI 日本、歐洲分別上漲 3%與 1.8%，均有不錯表現。相對地，MSCI 拉丁美洲單月下跌 4.3%，為主要市場中表現最弱，主因年初大漲後，通膨上揚壓縮巴西後續降息空間及該國的大選選情變化導致投資人獲利了結。中國與印度表現不佳，大致是受美伊衝突帶動國際油價走高的拖累。

相較於 4 月在美元走弱帶動下的全面反彈，5 月截至 22 日為止，全球債市明顯承壓，七大類債券中六類收黑，主要仍是因美伊衝突推升國際油價，再度點燃通膨疑慮，全球債券殖利率走升所致。以券種觀察，存續期間較長、利率敏感度較高的全球主權債券單月下跌 0.85%、全球投資級公司債也下跌 0.47%；新興當地債亦由 4 月的領漲轉為小幅回檔，反映美元自 5 月中旬開始轉強，導致匯率貢獻由正轉負。亞洲高收益債則逆勢上漲 0.33%，為唯一收紅券種，主要受惠較高的票息收益 (carry) 與相對較短的存續期間，於殖利率走升環境中提供緩衝。整體而言，在地緣與通膨變數明朗化之前，債市配置宜留意存續期間風險以強化防禦性。

儘管中東戰事推升通膨疑慮，但自 4 月起以來，原油、美股走向明顯分歧。美股在 AI 資本支出題材與強勁財報帶動下改寫歷史新高，與過去地緣衝突常見的「油漲股跌」模式背道而馳。美伊談判進展反覆或使股市短期波動，但美國 11 月期中選舉將迫使川普在中東議題作出妥協，市場的通膨疑慮可望下降，且 AI 題材對科技股的盈餘帶動也料持續，科技類股與台股股市都仍有向上潛力。

債市方面，美伊和談雖正向發展，但因雙方歧見仍存，短期內殖利率料維持高檔震盪。然而，目前債券殖利率水準明顯高於歷史均值，我們認為站在息收角度，債券仍具長線投資價值。此外，投資人對美債殖利率曲線陡峭化疑慮短期不會消退，加上長債存續期間偏高。因此，我們仍維持債券投資聚焦中短天期公債/投資級債的建議。



美國股市：市場樂觀預期美伊協議達成，美股再創新高

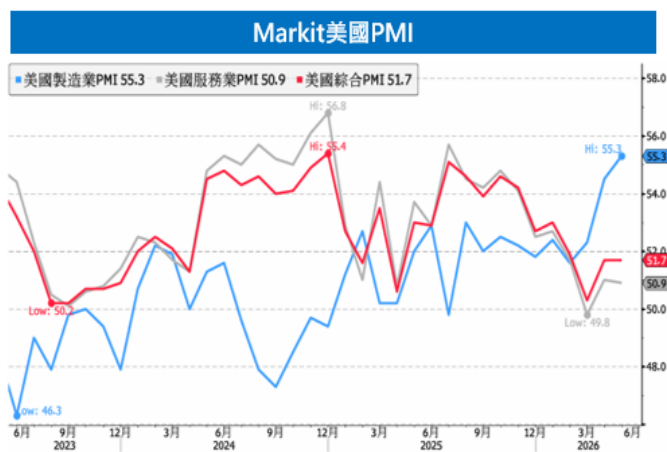
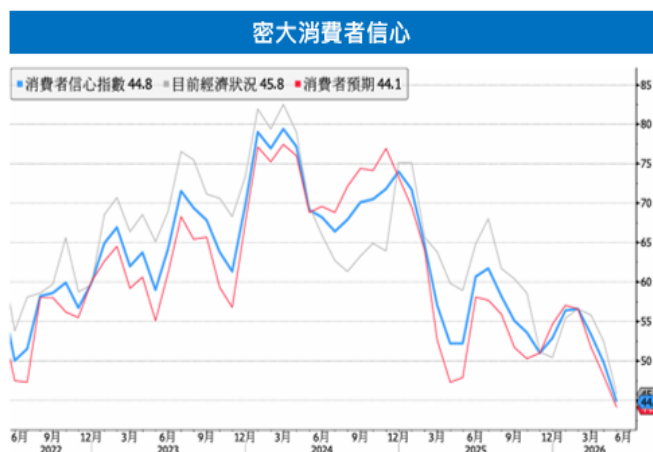
五月美股聚焦於 AI 產業進展與供應鏈訊息，且投資人樂觀預期美伊有望達成協議，並使荷姆茲海峽恢復正常通行，推動標普與納指再創歷史新高。指數上揚主要由蘋果、美光、超微半導體、Alphabet、特斯拉、禮來、輝達、英特爾、思科等科技股帶動，表現相對弱勢的族群包括 Meta、微軟、沃爾瑪、萬事達卡、直覺、網飛、埃克森美孚、碩騰、新紀元能源、康菲石油等，市場焦點回歸 AI 贏家與受惠的供應鏈。

美國 5 月製造業 PMI 自上月的 54.5 上升至 55.3，服務業 PMI 自上月的 51.0 下降至 50.9，低於市場預期的 51.2。企業活動維持溫和擴張，但產業表現分化，其中製造業受到企業補庫存帶動，而服務業略微放緩，高物價與不確定性持續壓抑消費與企業支出意願。此外，就業市場同樣出現分化，製造業就業小幅增加，但整體民間企業聘僱增速下降，企業招聘態度趨於保守。價格方面，供應鏈延誤與能源價格上漲推升企業成本。綜合來看，雖然美國經濟的確具有韌性，但通膨壓力仍持續累積。

美國 5 月密大消費者信心指數顯示，由於高油價與通膨疑慮升溫，消費者信心再創新低。密大消費者信心指數終值由初值的 48.2 下修至 44.8，現況指標由初值的 47.8 下修至 45.8，預期指標則由 48.5 下滑至 44.1。消費者 1 年期通膨預期上升至 4.8%，且 5-10 年中長期通膨預期則大幅升至 3.9%，全面高於預期。油價與生活成本壓力持續惡化下，消費者不僅對當前經濟與財務狀況評價惡化，對未來景氣與通膨前景亦轉趨悲觀。近期 FOMC 會議紀錄顯示部分官員已開始討論移除政策聲明中的寬鬆傾向指引，反映聯準會內部同樣對通膨風險的警戒升溫，政策立場轉趨偏鷹。

AI 投資熱潮推動標普 500 企業現金配置從庫藏股轉向資本支出。市場共識預估 AI 雲端業者(亞馬遜、Alphabet、META、微軟、甲骨文)2026 年資本支出可望超過 7,000 億美元，為強化現金流量，這些公司只好削減庫藏股。近期財報季已突顯由庫藏股轉向資本支出與研發的趨勢，大型科技巨擘除非選擇大規模舉債，否則未來一年企業庫藏股動能恐難明顯回升，讓未來一年的股市波動性擴大。

目前標普 500 本益比已升至約 26 倍，前瞻本益比也在 22 倍位置，評價面已偏高，加上新任聯準會主席就任後政策不確定性、美伊談判反覆、AI 主題擁擠度偏高等多重變數，市場拉回風險仍需留意。然而基本面仍具支撐，故雖然短期需考量估值、通膨與地緣政治風險，但中長期則維持對美股及 AI 產業正面看法，操作上建議以分批、長期角度布局。



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。

日本股市：AI 題材提振日股表現；日本央行 6 月升息機率上升

五月日股受惠於 AI 產業表現強勁，日經 225 指數站上 6 萬 5 千點歷史新高。市場主要由軟銀、村田製作所、瑞可利控股、瑞薩電子、鎧俠、東京威力科創、三菱 UFJ 金融、索尼、住友商事等公司帶動，表現相對弱勢的族群包括三菱重工、愛德萬測試、藤倉、三井物產、豪雅、丸紅、任天堂、豐田、Disco、富士通等。市場焦點回歸 AI 主題，以及升息可能帶動的金融股。

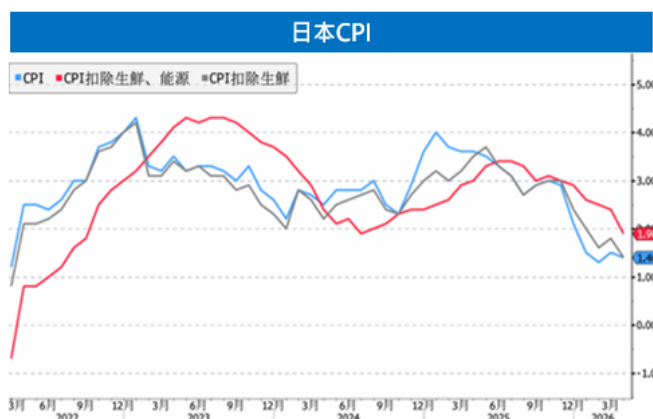
日本 4 月出口年增 14.8%。弱勢日圓對出口帶來挹注，而實質出口年增 3.4%、連續兩個月維持正成長，顯示出口量的成長亦是推動出口上行因素之一。引導出口成長的重要品項包含半導體電子零組件及非鐵金屬，其中半導體等電子零組件連續八個月的雙位數成長，就是受惠於 AI 產業需求。

日本 4 月 CPI 年增幅由前月的 1.5% 下降至 1.4%，扣除新鮮食品的 CPI 年增率則由 1.8% 上升至 1.4%，本月通膨的走弱為政策性補貼所影響。其中商品價格年增率上升至 1.7%，服務價格年增率則降至 0.9%。展望後市，日本政府很可能繼續以財政手段平滑 CPI 波動。首相高市早苗於 5/25 宣布，為因應長期化的能源成本飆漲，日本政府將編列規模約為 3 兆日圓的追加預算案，實際內容包括汽油補貼、電力及瓦斯費補貼。高市同時承諾不會增加整體政府借貸，試圖緩解財政壓力憂慮。

貨幣政策方面，市場預期日銀將在 6 月啟動升息。近期日銀委員小枝淳子談話，提及應以適當地速度調升政策利率以因應物價上漲，認為中東局勢惡化導致物價上漲的風險正在增加，然而小枝淳子於上月會議認為應維持政策利率不變。先前美國財長貝森特表示，日本經濟基本面強勁，日圓過度波動並不可取，相信日本央行將會採取必要行動。市場預期日本央行於 6 月啟動升息(下次會議時間為 6/10~6/11)，全年至少有 2 碼升息空間。近期可觀察日本十年期公債殖利率飆升來到 2.7%，對照美國十年期公債殖利率仍在 4.5%，雙方利差持續縮減，有利日圓守穩 160 關卡。

日本 4 月外國人入境人數年減 5.5% 至 369.2 萬人次，中國訪日旅客年減 56.8% 至 33.1 萬人，連續五個月出現雙位數的衰退，反映自去年日中關係惡化，中國遊客數維持於 30 萬人次左右區間，但整體外籍觀光客仍在單月 350~380 萬人次的高檔位置，顯示對日本觀光產業造成的負面影響有限。

日本經濟受惠於 AI 產業擴張，加上日本政府對 17 項戰略產業政策支撐明確，然而股市短期面對中東衝突不確定性及漲多拉回風險，建議投資人可留意中東情勢、補充預算審議進度及日銀 6 月會議釋放的政策訊號，把握利空拉回機會、以長線角度、分批佈局日股。



資料來源：彭博

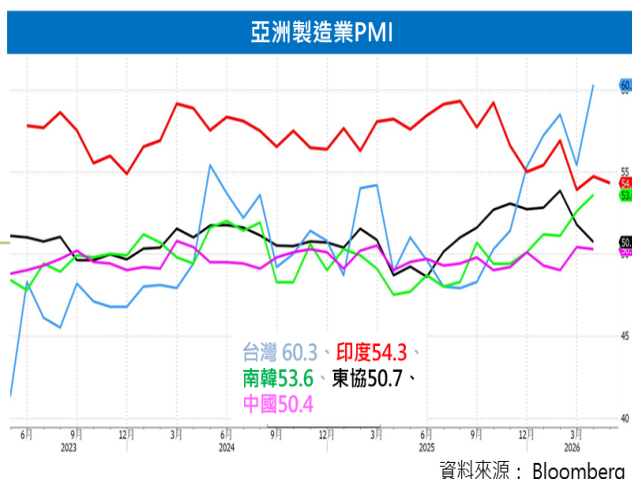
新興亞洲股市：半導體與油價角力，亞洲市場分化表現

亞洲股市 5 月因中東情勢的和緩在科技類股的帶領下反彈，截至 5/26，亞洲不含日本指數 (MXAPJ) 過去一個月上漲 5.59%。南韓股市漲幅居前，KOSPI 指數單月上漲 21.19%。台灣加權指數表現居次，上漲 12.10%。中國股市表現平平，上證指數上漲 1.78%，國企指數不漲反跌，下跌 2.56%。MSCI 東協指數受惠於美伊情勢和緩，5 月上漲 2.15%，但各國表現不盡相同。原本受惠於油價上漲的馬來西亞及印尼由漲轉跌，其中印尼股市遭到外資短時間內在股市大舉提款，股匯雙殺，單月下跌 12.95%，亞股中最差。新加坡、泰國、菲律賓則有 3-6% 的漲幅。印度 SENSEX 指數下跌 0.55%，印度作為能源淨進口國，5 月上旬高企的國際油價加劇了市場對其國內通膨的擔憂，使得印度央行在貨幣政策操作上的降息空間受到壓制，也壓抑了股市。

5 月亞洲製造業呈現以科技出口為核心的兩極分化格局。台灣在 AI 算力與全球半導體供應鏈強勁拉動下，PMI 飆升至 60.3 領跑全亞洲；南韓則在外需復甦與記憶體晶片需求帶動下展開 V 型反彈，一路回升至 53.6。印度雖自高檔拉回至 54.3，經濟在高油價的干擾下雖能維持擴張，但卻連續放緩。東協因歐美消費降溫、通膨壓制，動能連月放緩至 50.7 的榮枯線邊緣；中國大陸則持續在 50.3 微幅擴張處橫盤拉鋸，反映整體內需復甦依舊沉悶。

亞洲經濟呈現典型的「科技強、傳統弱」格局，台、韓、兩國受惠於結構性轉型紅利而氣勢如虹，雖也共同面臨中東衝突引發的原物料與運費飆升等成本通膨隱憂，但影響有限；相反地，缺乏科技大潮加持的東協、印度與中國，在全球高利率與需求放緩的環境下，正提早面臨景氣停滯的嚴峻挑戰。

台、韓兩國經濟擴張具韌性，顯示全球算力基礎建設正處於實質出貨期。由於地緣政治與中東情勢陰霾未散，資金將更傾向流入具有「實質獲利高成長」與「定價能力」的東北亞半導體巨頭。台股加權指數與南韓 KOSPI 的強勢格局具備基本面支撐，高昂的運費與原物料成本雖是隱憂，但先進製程與高階記憶體具備將成本轉嫁給歐美科技巨擘的能力。印度 PMI 持續放緩，股市將受高油價壓制，印度的核心邏輯在於「長線結構性轉型」。未來只要中東地緣情勢未進一步惡化，國際油價能逐步回穩，印度央行的貨幣政策擔憂將減輕。預期印度股市在震盪調整之後，長線仍有投資機會。中國製造業 PMI 與股市的橫盤疲軟顯示內需消費信心的提振需要更多時間。未來可能的發展仍維持「以時間換取空間」的築底格局，指數上漲空間有限。



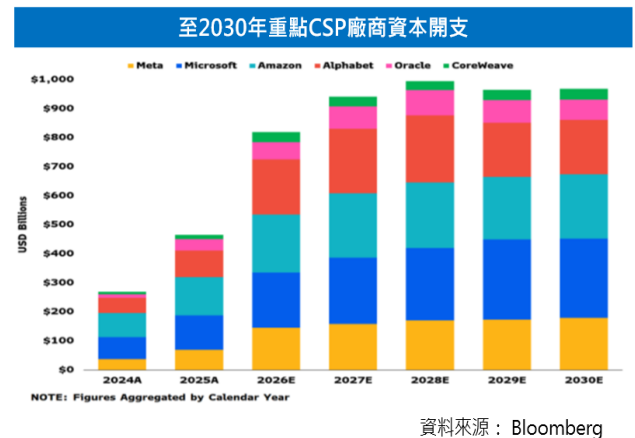
科技類股：AI 資本支出全線擴散，企業獲利上行週期確立多頭韌性

全球科技板塊在 AI 基礎設施資本支出持續投入的背景下，正經歷結構性的架構轉型與產業鏈整體獲利及估值上調。從大型雲端 CSP 業者的長期資本支出規劃，到硬體、網通與半導體設備大廠的板塊效應外溢，均顯示 AI 需求具有實質支撐。儘管總體經濟環境面臨美債殖利率上行與高利率環境的挑戰，但科技類股目前正處於明確的獲利上行週期，企業獲利的增長預期將有效緩解估值修正壓力。

根據彭博智庫與 S&P Global 的最新預測，全球大型雲端業者在 2026 年的總資本支出預計將達到 8,200 億美元，較先前預估的 7,500 億美元出現顯著上修。在 2026 至 2030 年的長線格局下，全球六大領先 CSP 業者的累計 AI 資本支出將接近 5 兆美元。其中，亞馬遜在 2026 年的資本支出預計以 2,000 億美元位居首位，微軟與 Alphabet 緊隨其後。雖然高額支出在短期內可能對自由現金流造成暫時性壓抑，但隨著基礎建設規模擴大，預期將帶動獲利自 2028 年起加速成長；亞馬遜亦設定於 2029 年達成 1 兆美元的營收目標。

而 5 月以來的財報數據也都顯示，AI 資本支出除了算力晶片之外，也進一步擴散至連接端與製造設備端。其中輝達單季營收將挑戰 780 億至 800 億美元。毛利預計將穩定維持在 75% 左右的高檔。思科單季營收年增 12% 至 158.4 億美元，淨利年增 35% 至 33.7 億美元。受惠於大型雲端業者對基礎建設的投入，思科將全年 AI 相關訂單預估由原本的 50 億美元大幅上調至 90 億美元。應用材料第 2 季營收達 79.1 億美元，獲利超市場預期，且第 3 季財測達 89.5 億美元。執行長預期 2026 年設備業務將成長三成以上，這些公司的財報都顯示 AI 投資由算力端向連接端及設備端外溢的趨勢明確，良好的基本面已經成為科技類股的成長基石。

市場正擔憂債券殖利率走高與高利率環境對科技股估值造成的壓力，但我們認為，應從估值面與企業獲利週期進行評估。當前的總體經濟與市場結構與 2021 年的緊縮週期有些類似，但存在本質上的差異。在 2021 年前後，聯準會為快速飆升的通膨而啟動升息，科技股因而下跌，但當時那斯達克 100 指數的預估本益比高達 35 倍，且企業獲利正處於下行週期。而目前那斯達克 100 指數預估本益比約僅為 25.6 倍低於當時，且企業獲利更明確處於上升週期。短線上，殖利率維持高檔確實會讓科技股產生技術性的獲利了結與波動，但在長期 AI 資本支出結構性成長與整體企業獲利步入上升週期的雙重支撐下，高利率環境對科技股長線評價的威脅將逐漸緩解。建議投資人關注整體產業獲利全面提升的帶來的結構性機會。



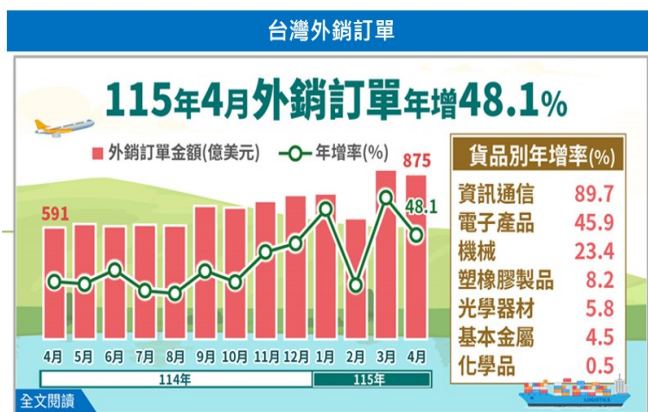
台灣股市：先進製程帶動結構性擴張，類股良性輪動構築中長線多頭

台灣 4 月外銷訂單金額達 874.5 億美元，創歷年同月新高，年增率高達 48.1%。受到 AI、高效能運算及雲端資料服務需求的強勁拉動，其中電子產品與資訊通信產品訂單表現尤為顯著，預期未來數月外銷訂單可望穩定維持在每月 800 億美元的水準。在供應鏈「去中化」趨勢下，全球高端製造需求正高度向台灣集中。半導體持續擴產亦帶動本土精密機械與檢測設備訂單增長，動能已逐步外溢至傳統產業，使整體經濟走向更全面的復甦。

在外銷訂單高度成長的背後，正是因為台積電在先進製程與封裝技術上確立了絕對領先地位帶動了整個台灣上下游產業鏈。台積電技術論壇揭示，在 AI 驅動下，2030 年全球半導體市場規模將達 1.5 兆美元，其中 AI 將貢獻 55% 以上的營收。目前全球雲端服務供應商 (CSP) 對輝達 Blackwell 架構的強烈需求，高度仰賴台積電先進封裝產能的釋放。台積電的 2 奈米 (N2) 製成即將量產，更先進的製程預計於 2026 年下半年投產，並著手規劃埃米世代製程。反觀英特爾與三星目前仍在先進製程節點與良率之間掙扎，台積電不僅在技術進程上領先一至兩個世代，更透過良率高達 98% 的 CoWoS 先進封裝建立技術壁壘，短期內對手在技術成熟度、量產規模與客戶信任度上皆難以競爭。

基本面的強勁表現反映在台股的籌碼與盤勢結構上。隨著 5 月 21 日輝達財報化解市場觀望心理，三大法人全面翻多，單日合計買超達 850.51 億元，其中外資單日買超即佔了 603.41 億元，成交值顯著放大。此波修正成功洗淨市場的短線浮額。資金從漲多的記憶體板塊撤出，流入基期較低的面板、載板、被動元件等產業，盤面呈現健康且偏多的類股輪動特徵。資金不再僅僅獨攬於少數 AI 權值股，而是向各受惠供應鏈上下游擴散，構築了多頭的廣度。

在地緣政治上，5 月川習會整體會談並無重大協議，中美脫鉤的大趨勢持續。中美雙方在台灣問題上維持各自表述，中方警告「台獨」與台海和平水火不容；美方則重申對台政策維持不變，雙方沒有重大改變。在全球 CSP 廠商對算力需求尚未觸頂的基本面下，台灣高端製造與半導體供應鏈的核心地位，並未受到政治會談結果的實質干擾。輝達財報行情與訂單表現依然反映出算力稀缺的市場共識，地緣政治風險僅止於情緒面擾動，未動搖產業趨勢。台灣在全球 AI 與高效能運算資本支出浪潮中，憑藉半導體先進製程與封裝技術，展現出極強的定價權與不可替代性。這使得總體經濟指標表現亮眼，且擴張動能正由科技業外溢至傳統產業。台股呈現健康的類股輪動格局，地緣政治政治雜音並未動搖高端製造向台灣集中的趨勢，中長線維持看多格局。



拉美市場：巴西總統大選前料將震盪，後市中性看待

5月以來拉美股市表現相對疲弱，主因隨著10月巴西總統大選逐步逼近，選情不確定性升溫，導致最大經濟體巴西股市出現震盪，同時美伊和談狀況膠著，油價持續維持高檔，帶動整體拉美國家通膨預期升溫，降息預期縮窄，股市上漲動能便受到壓抑。

回顧歷史，巴西股市於大選前半年走勢普遍不佳，過去五次選舉前六個月 MSCI 巴西指數報酬中位數為負 4%，其中 2014 年與 2022 年兩次大選年更以全年下跌作收，顯示選情雜音升高之際，投資人多於投票前轉趨觀望。在大選過後，巴西股市報酬率則取決於是否由資本市場偏好的候選人當選，若是，則股市大多上漲，若否，則股市大多下跌，巴西股市 5 月來的跌幅就與此相關。

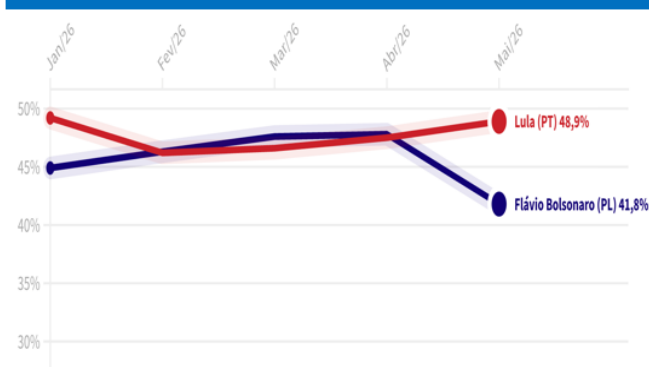
本次巴西總統大選中，相對受到資本市場偏好的候選人波索納洛，近期捲入醜聞，導致其支持度大幅滑落，其被指控與涉案巴西史上最大銀行詐欺案 Banco Master 的前執行長關係密切，並涉及收受其資金用於拍攝家族紀錄片。受此影響，民調機構 AtlasIntel 5 月 19 日最新民調顯示，在第二輪對決調查中，魯拉以 48.9% 支持度領先波索納洛的 41.8%，波索納洛由原先小幅領先轉為落後約 7 個百分點。由於市場對偏左派的魯拉財政與政策路線疑慮較深，民調再度倒向魯拉，連帶導致巴西股市表現承壓。

另一方面，受美伊戰爭影響，西德州原油價格持續維持高檔，帶動巴西輸入性通膨壓力上升，市場對通膨回落的信心隨之轉弱。根據巴西央行截至 5 月 22 日的 Focus 市場調查，市場預期 2026 年消費者物價指數預期中位數已由四週前的 4.86% 升至 5.04%，進一步突破 4.50% 的通膨目標上緣；受此影響，市場對 2026 年底 Selic 基準利率的預期亦由四週前的 13.00% 上修至 13.25%，意味市場預期下半年降息幅度僅約 1 個百分點，降息預期幅度持續收窄，連帶限制股市評價向上修正的空間。

然而儘管受到選舉及通膨升溫兩股承壓力量，高盛最新報告仍對於巴西股市中長線維持加碼評等，看多理由在於，巴西股市對本地利率的負相關程度為新興市場中之最，在過去降息循環中，股市於首次降息後往往出現強勁漲勢，而目前巴西市場仍處於降息循環中；此外，今年以來外資對巴西股市淨流入居新興市場之冠，亦有利股市支撐。

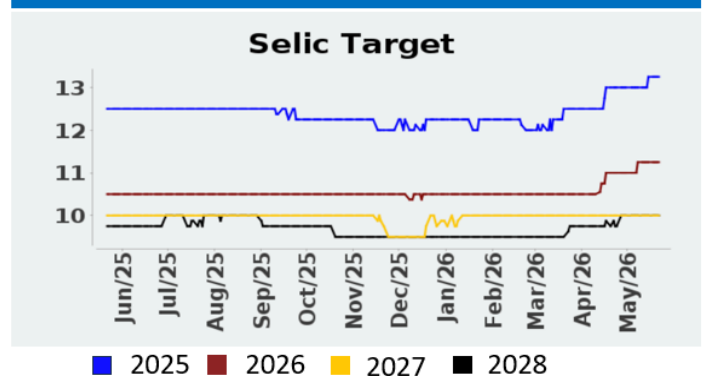
展望後市，降息循環有利巴西股市支撐，然而考量巴西股市於大選前表現普遍不佳，同時油價高檔推升通膨預期、降息幅度持續收窄的情況下，指數上檔空間恐受壓抑，故我們對於拉美市場後市目前抱持中性看法。

AtlasIntel 民調：總統大選第二輪對決



資料來源：CNN

巴西央行調查經濟學家對於通膨預估變化



資料來源：巴西央行

能源類股：雖仍供不應求，惟油價料將隨談判進度震盪走低

當前油價與能源類股表現仍取決於美伊和談進展，5月23日川普宣稱一份結束戰事並重啟荷莫茲海峽的備忘錄已大致談定，將採先確立大方向原則，後續再就細節分軌協商的模式來結束戰爭，伊朗官媒指出，荷莫茲海峽通行與核子相關議題，將分別在備忘錄簽署後30天及60天進行談判，談判期間美國將分階段豁免伊朗制裁。然而截至最新消息，美伊雙方在荷莫茲海峽主權與通行收費、鈾濃縮是否完全停止等核心議題上仍存在明顯分歧，故該份備忘錄能否順利簽署仍具不確定性。

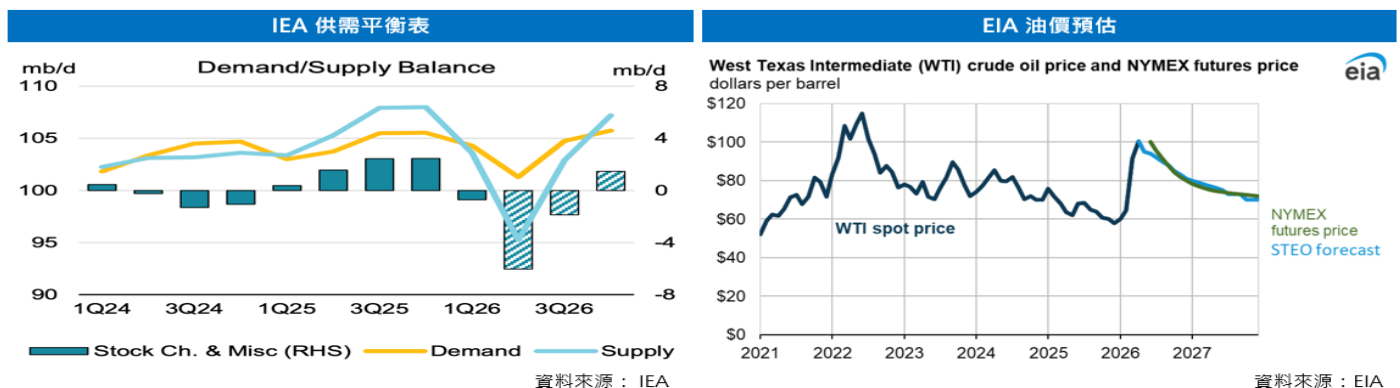
受到荷莫茲海峽持續封鎖影響，IEA（國際能源署）5月月報指出，4月全球石油供給量再度下降每日180萬桶至每日9,510萬桶，下降主因波斯灣國家停產量持續上升，不過美國、巴西、加拿大等國家持續增加出口，也為全球油市提供部分緩解，IEA將2026年美洲供給成長上修逾每日60萬桶至平均每日150萬桶，大西洋盆地原油出口也自2月以來增加每日350萬桶。

此外全球石油需求量下滑，也部分抵銷供給缺口。IEA將2026年全球石油需求下修至年減每日42萬桶，較開戰前的預測減少了每日130萬桶，產業面看以石化與航空產業需求下滑幅度最深，國家別中，中國4月海運原油進口量相較2月大幅減少每日360萬桶，日韓印亦分別縮減每日190萬、100萬與76萬桶。全球石油需求下降，主因中東石油供給受阻，導致部分石化公司被迫減產，此外部分也跟中國經濟表現疲弱，導致的需求下滑有關。

然而儘管全球石油需求量下滑，非中東地區國家也持續增產，全球石油市場仍面臨每日約750萬桶的供給缺口，受此影響，IEA統計全球可見庫存3月減少1.29億桶，4月再減1.17億桶，高盛則預估5月以來全球可見石油庫存以每日870萬桶的創紀錄速度被消耗。

但值得注意的是，儘管全球石油市場面臨嚴重供不應求，理應有利油價上漲，然而整個5月西德州原油價格卻仍維持在每桶80至110美元區間震盪，並未進一步上漲。高盛指出，油價上漲受阻，主因經濟合作暨發展組織(OECD)國家以每日130萬桶速度釋出戰略石油儲備，填補了部分缺口，同時中國原油進口量自2月27日以來大減每日430萬桶，使市場上對於可售原油的爭奪趨緩，連帶使油價漲幅受到受抑。

展望後市油價，EIA（美國能源資訊署）預估布蘭特原油價格5、6月均價將約為106美元，隨後續海峽通行恢復，第四季油價可望回落至每桶89美元，惟若海峽重開延後至六月底，則後續油價將可能較此預測在上升每桶20美元。整體而言，後市油價及能源類股表現，仍將視美伊談判進度而定，然而考量美伊戰事持續朝收斂方向前進，預料後續油價將隨談判進度震盪走低，相較不利能源類股表現，在缺乏進一步利多支撐的狀況下，我們對於能源類股後市目前保守看待。



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：黃金表現仍承壓，惟全球央行買盤漸強

5 月受到美伊戰爭帶動美債殖利率上行影響，黃金表現仍承壓，然而我們觀察到來自全球央行的買盤逐漸轉為強勁，顯示各國央行對於逢低增持黃金的興趣仍存，有利為金價帶來支撐，預料來自央行的買盤將可使金價保持在區間內震盪整理，等待美伊衝突緩解，殖利率上行的壓力消退。

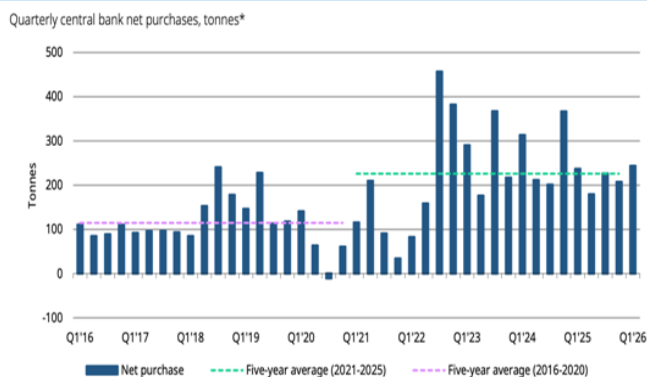
央行買盤方面，高盛於 5 月報告大幅上修其央行購金量預估，主因其推估模型自 2025 年 8 月起系統性低估各國央行購金量，經參數修正後，高盛預估各國央行購金量 12 個月移動平均值由原本估計的每月 29 公噸調升至每月 50 公噸，單月修正幅度更大，1 月由 12 公噸上修至 66 公噸、2 月由 2 公噸上修至 41 公噸，2026 全年央行購金量則預估為平均每月 60 公噸。

世界黃金協會數據亦呼應此預估，根據世界黃金協會統計，2026 年第 1 季全球央行淨購金達 244 公噸，季增 17%，超越前季與五年均值。在已申報買方中，波蘭央行 Q1 增持 31 公噸為最大買家，烏茲別克央行則增持 25 公噸、哈薩克央行 12 公噸緊隨其後。此外中國人行持續增持黃金動作也未停歇，在 4 月中國人行單月增持 8 公噸黃金，創下 2024 年 12 月以來單月新高，並且是連續第 18 個月增持黃金儲備，帶動其官方持有量上升至 2,322 公噸，占外匯儲備 9%。從以上數據可以看出，各國央行在近幾個月金價走疲的階段，仍持續加大力度增持黃金儲備。

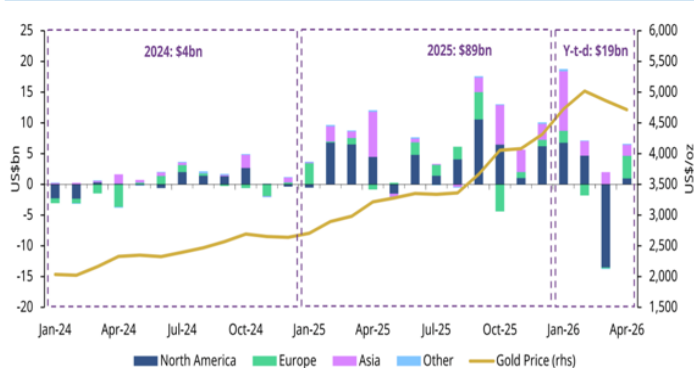
在黃金 ETF 資金面亦可見到轉折出現的跡象，繼 3 月黃金 ETF 出現顯著資金流出後，4 月全球實物黃金 ETF 轉為出現 66 億美元的資金流入，所有地區在均呈正向流入，推動全球黃金 ETF 黃金持有量從 3 月底約 4,092 公噸反彈 45 公噸至 4,137 公噸，達到歷史第三高，僅略低於 2/27 創下的 4,176 公噸紀錄，其中歐洲基金表現最強，4 月流入 37 億美元使年初至今累計由負轉正，主要受地緣政治風險升溫、英國央行立場不如預期鷹派及本地股市回跌驅動。亞洲則延續第 8 個月淨流入趨勢，4 月增加 18 億美元，其中香港受惠於新 ETF 產品掛牌上市錄得 7.32 億美元單月歷史新高，中國在地緣緊張、殖利率下行及官方持續宣布增持黃金的背景下亦流入 4.98 億美元。由黃金 ETF 數據亦可看出，市場資金對於逢低增持黃金配置的興趣正在上升。

展望後市，在國際地緣政治紛擾不斷的狀況下，仍可預期央行買盤與個人投資組合中分散風險的需求可望延續，有利為金價帶來支撐，然而在高油價將可能使利率維持在高檔較久的環境下，黃金 ETF 資金流入恐難以重現 2025 年的強度，故預期中短線上金價將可能持續維持在區間內震盪，惟若後續美伊談判推展順利，隨荷莫茲海峽開放，油價回落將有利市場降息預期回升，屆時搭配來自央行的買盤，將有望再度重啟黃金新一輪多頭走勢。

全球央行 Q1 購金量



黃金 ETF 資金流量變化



資料來源：世界黃金協會

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：市場觀望華許首秀，美債利率料陷整理走勢

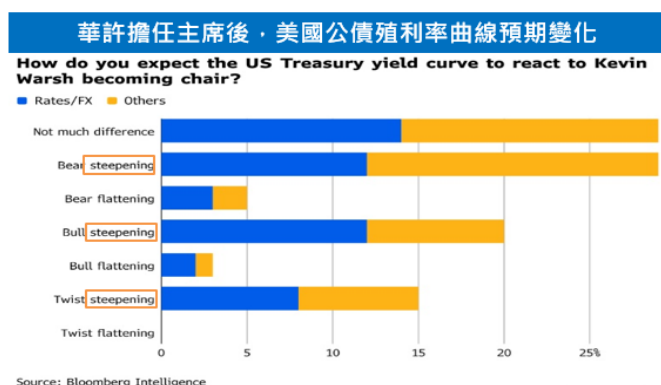
自 2/28 美伊戰事爆發並導致荷莫茲海峽封鎖以來，全球金融市場經歷自 1970 年代以來最嚴重的供給端通膨衝擊。西德州原油與布蘭特原油價格的大幅飆升，引發市場對於通膨，乃至於 Fed 利率政策方向轉變的疑慮，成為推升美債殖利率的核心驅動引擎。

這場由地緣政治引發的能源危機，並非僅侷限於美國單一國家，而是全球公債市場的普遍現象。由於全球能源報價以美元計價，且原油實體供給短缺屬於全球性危機，主要已開發國家的公債殖利率呈現極高相關性的同步上揚，其中又以日本與英國的公債殖利率升幅最大。日本 75% 能源依賴中東供給，不論在物價上或是財政體質上面臨不小壓力。

我們預期 6 月市場的總經焦點將在華許首次主持的 6/17 FOMC 利率會議。4 月下旬在分析華許在參議院聽證會的發言時，便已提出其主張可能導致「美債殖利率陡峭化」與「債市波動性恐將加大」的想法。彭博 4/30~5/13 調查顯示，118 名受訪者中有 64% 預期華許上任後，美債利率將出現某種形式的陡峭化，其中熊市陡峭化（長率升速>短率升速）是主流觀點（佔比近 30%）。未來若債券殖利率曲線呈現陡峭化（不論是熊市、牛市或是扭轉陡峭化），短中天期的債券殖利率表現都將相對優於長天期債券，加上短天期債券的存續期間本就低於長天期公債，因此當債市震盪時，短天期債券價格表現將優於長天期債券。

巴克萊近期研究也顯示，當聯邦基金利率在 2-5% 的區間內波動，平均約為 3.6% 時，30 年期公債殖利率與聯邦基金利率之間的利差為 170 個基點。假設長期中性利率在 3-4% 的區間內（如聯準會點陣圖所示），30 年期公債殖利率應在 4.7-5.7% 區間。而目前約 5% 水準約在區間相對偏低的水準。巴克萊認為，在美國經濟韌性的背景下，目前 30 年期公債殖利率還不算高，考慮到當前的財政狀況和異常的不確定性，投資人可能需要更高的期限溢酬。若此說法成真，相較於短期債券，長天期債券殖利率上升幅度更高（價格下跌幅度更大）。

雖然 5 月至今股市有所表現，但在中東地緣政治談判反覆，能源通膨預期以及聯準會偏鷹派立場的交互牽引下，債券市場表現卻相對震盪，30 年期美債殖利率甚至一度觸及 2007 年以來的高位。近來市場定價邏輯高度聚焦於「通膨風險與聯準會政策路徑」，債券殖利率 6 月仍將持續面臨高檔震盪的壓力。目前債券殖利率水準明顯高於其歷史均值，我們認為站在息收(Carry)的角度，債券仍具長線投資價值。此外，由於預期美債殖利率曲線趨向陡峭化，再加上長天期公債本就有較高的存續期間，故就債券價格來看，短天期公債/投資級債券的表現料將優於長天期公債/投資級債券，因此我們仍維持債券投資聚焦中短天期公債/投資級債的建議。



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。