

美伊僵局疊加通膨壓力下的股債投資策略

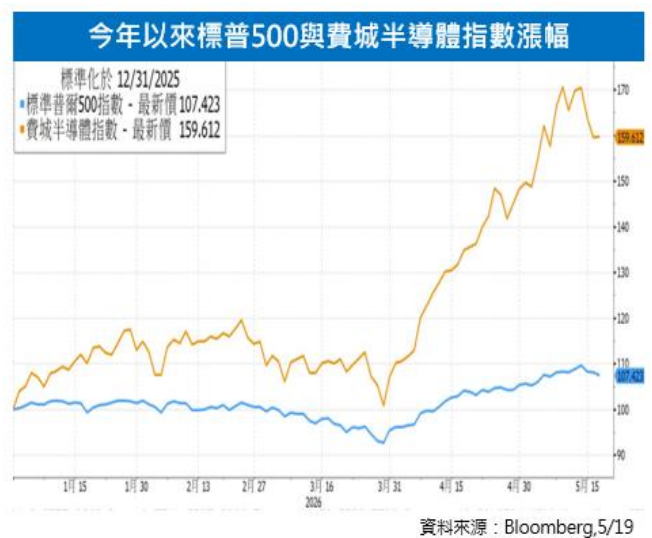
2026 年 5 月 20 日

一、美國近日股債市場齊跌：

1. **長中短期公債殖利率全面走高**：美國各年期公債殖利率自 5/14 以來同步拉升。美國 10 年期公債利率由 5/14 的 4.48% 上揚至 5/19 的 4.65%，上揚約 17bps。30 年期美國公債殖利率 5/19 盤中也一度上漲 7 個基點至 5.20%，創下 2007 年全球金融危機爆發前夕以來的最高水平，歐洲和日本的債券殖利率同步攀升(價格下跌)。
2. **全球股市同步下跌，科技類股跌幅較深**：以美股為主的全球股票指數美債殖利率大幅上揚而出現修正，5/14~5/19 期間，S&P 500 下跌 1.97% 收 7,353.77 點；科技股回吐前波漲幅，那斯達克綜合指數下跌 1.54% 收 25,870.71 點；費城半導體指數下跌 6.36%，收在 11,305 點。

二、下跌原因：

1. **美國通膨數據高於預期**：上週二、三美國所公布的 CPI 與 PPI 等通膨數據雙雙高於預期。美國 4 月 CPI 年增 3.8%，為 2023 年 5 月以來最大增幅；核心 CPI 月增 0.4%、年增 2.8%，均高於預估；PPI 也創 2022 年 3 月以來最大單月增幅，年增率也來到 6.0%。儘管數據公布當下，市場並未反應，但川習會與中東戰事等後續的事件發展引發投資人對於 Fed 貨幣政策的疑慮。
2. **中東戰事歹戲拖棚，通膨疑慮持續升溫**：市場原對上週的川習會寄予期待，希望在美伊衝突上能否取得進展，化解地緣風險。然而，川習會後美中僅就部分非敏感商品(約 300 億美元規模)達成貿易擴大的共識，但雙方並未就伊朗問題提出實質方案。投資人在川普離開北京後隨即將注意力轉回美伊戰場，對「油價回穩、通膨降溫」之



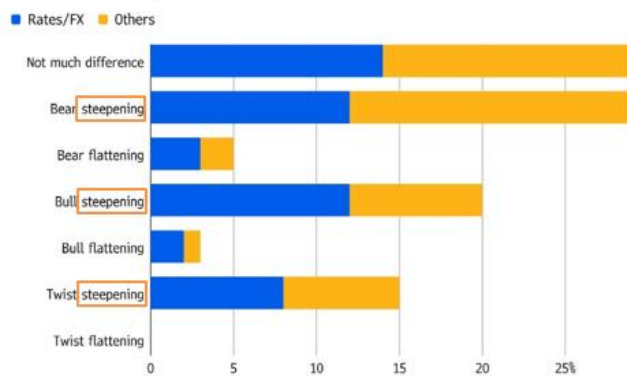
期待頓時落空，隨後更一度傳出美國與以色列計劃再度襲擊伊朗，雖然該計劃宣布暫緩，但川普 5/19 又放話最快將於週五展開軍事行動。中東戰事的消息反覆，使投資人對於未來通膨的預期升溫，也導致市場開始出現年底前聯準會可能升息的預期，推升了包含美國在內的全球主要國家公債殖利率上揚。

三、股債市分析

1. **股市短線面臨修正，惟中期基本面仍佳：**我們認為本波修正為「估值消化」而非「成長動能轉折」。理由有二：一、債券殖利率上行使股價折現模型中的折現率提高，導致以預期股利或企業金流推算出的折現值下降，對於未來獲利依賴越深的資產（如：科技股、尚未獲利成長股）價格壓力越大，但這純粹為估值層面的反應，與企業基本面无涉。同時，我們認為以目前全球對於 AI 需求的方興未艾，加上企業運用 AI 將逐步反應在獲利增長的層面，將可望抵消大部分殖利率上揚所帶來的衝擊。同時，不論是 S&P500、那斯達克或是費城半導體指數今年以來(特別是 4 月)以來已累積極為可觀之漲幅，一旦市場出現利空因素本就易引發投資人賣壓，期間漲幅最大的半導體與 AI 概念股跌幅相對較大亦不令人意外。因此，我們傾向認為近期股市的修正為「利率重新訂價 + 漲多回吐」之健康修正。
2. **債券殖利率曲線料持續陡峭化，不利長天期公債價格表現：**我們 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。彭博週一公布 4/30~5/13 期間的調查顯示(見下圖)，118 名參與者中有 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%)。前述調查結果也印證了我們先前的想法。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)，短中天期的債券的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，因此當債市出現逆風時，短天期債券價格表現將優於長天期債券。此外，就今年以來的彭博公債指數表現來看，也可看出較中短天期的公債總報酬優於長天期公債表現。

華許擔任主席後，美國公債殖利率曲線預期變化

How do you expect the US Treasury yield curve to react to Kevin Warsh becoming chair?



Source: Bloomberg Intelligence

年初以來彭博美國長中短天期公債指數總報酬



資料來源：Bloomberg, 5/19

四、投資建議

1. **美股短空長多，拉回仍可布局：**美股(尤其科技類股)在歷經 4 月大幅上漲後，投資人因市場利空因素而獲利了結，導致股價修正並不令人意外，基於市場對於 AI 的需求並未消失，且成長增速亦未見減緩，我們認為美國企業營運及獲利動能可望抵消美國貨幣政策的變動。因此，投資人仍可在市場拉回時分批布局美國科技、半導體、AI 基礎建設等相關受惠類股，建立中長線投資部位。
2. **債券投資聚焦中短天期公債/投資級債：**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，仍具有長線投資價值。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。

