



〔投資研究報告〕

2026/6/29

鷹派轉向撞上和平反轉

目錄

- 一、 政策與週期錯位
- 二、 和平反轉
- 三、 曲線：分歧而非單一路徑
- 四、 美元：條件式偏多
- 五、 黃金：戰爭溢價退場
- 六、 日本：油價與 BOJ 的雙重日圓利多
- 七、 中國通縮背離
- 八、 事件窗口
- 九、 交易儀表板

曲線分歧、美元條件式偏多，低配黃金、 保護日圓急升

2026/6/29 新光投顧

成熟市場央行在能源通膨高點同步轉鷹，商品週期隨美伊和平框架快速反轉。政策利率路徑與商品價格週期出現錯位。

6月11日，歐洲央行升息25個基點，存款利率升至2.25%。6月16日，日本央行升息至1%，為1995年以來最高。6月17日，聯準會按兵不動，利率維持3.50%–3.75%，點陣圖將2026年底利率中位數上修至3.8%。三大央行的共同訊號，是能源、匯率與輸入性通膨重新主導政策反應函數。

商品端已經走到另一側。6月14日美伊和平架構後，Brent原油於6月15日跌破84美元；6月25日已回落至約72–75美元區間，接近戰前水位。5月PCE年增4.1%、核心PCE年增3.4%，通膨仍黏；但6月下旬油價回落將改變7月headline通膨分布。

跨資產主軸落在四個價格：殖利率曲線、美元、日圓、黃金。股市方向同時受AI財報、關稅、央行與地緣事件影響，單邊賠率不佳。較乾淨的表達在美國曲線分歧、條件式美元多頭、黃金低配與日圓急升保護。

目錄

- 一、 政策與週期錯位
- 二、 和平反轉
- 三、 曲線：分歧而非單一路徑
- 四、 美元：條件式偏多
- 五、 黃金：戰爭溢價退場
- 六、 日本：油價與BOJ的雙重日圓利多
- 七、 中國通縮背離
- 八、 事件窗口
- 九、 交易儀表板

一、政策與週期錯位

成熟市場央行鷹派轉向，建立在能源衝擊與核心通膨黏性的交會點。

美國 5 月 CPI 年增 4.2%，能源項目貢獻超過六成月增幅；5 月 PCE 年增 4.1%，核心 PCE 年增 3.4%。表面通膨仍在高位，核心未出現足以讓 Fed 轉鴿的降溫。NFIB 漲價意願升至高位，使二輪效應成為 7 月數據的主要驗證項。歐洲央行在 6 月升息後，將 2026 年通膨預估上修至 3.0%，核心通膨預估 2.5%，服務通膨仍偏黏。成長預估下修至 0.8%。歐洲面臨停滯性通膨組合：能源衝擊壓抑成長，服務通膨限制利率下行。

日本央行升至 1% 後，日本利率正常化進入第二階段。田村直樹主張以每數月 25 個基點的節奏朝約 2% 中性利率推進。弱日圓、輸入成本與擴張財政共同推動日本久期去錨。JGB 已成為全球久期、套利交易與風險資產流動性的系統性變數。

中國站在相反方向。IMF 預估中國 2026 年 GDP 成長降至約 4.5%，通縮壓力延續，GDP 平減指數仍為負。中國對全球商品通膨具有壓制效果，對成熟市場的服務、薪資與能源通膨抵銷有限。中國輸出的是商品通縮，成熟市場面臨的是能源衝擊後的服務與薪資黏性。

二、和平反轉

油價破線改變 7 月通膨讀數的分布。

美伊和平架構落地後，Hormuz 通行逐步恢復，Brent 從 6 月中旬 84 美元附近下滑至 72–75 美元。能源項目在 5 月 CPI 中貢獻超過六成月增幅，6 月下旬油價回落將直接壓低後續 headline 通膨。

政策風險來自時點。ECB、BOJ 與 Fed 的鷹派訊號集中於能源風險尚未退潮的窗口；7 月數據若快速反映油價回落，市場將重新估算短端利率路徑。歐日升息預期的彈性最大，美國短端受核心 PCE 與 Fed 反應函數約束，彈性較小。

Over-tightening 交易需要核心數據配合。油價回落足以壓 headline，無法單獨推翻央行鷹派。核心 CPI、核心 PCE、服務價格、薪資與企業漲價意願若同步降溫，短端利率將重估。核心維持黏性，油價回落僅構成 headline 修正。7 月 CPI、PPI、PCE 是第一組壓力測試。數據若顯示能源拖累 headline、核心未再擴散，歐日短端與部分美國前端利率有下修空間。數據若顯示核心擴散，6 月轉鷹將被市場確認為合理定價。

三、曲線：分歧而非單一路徑

美國 2 年期殖利率相對 30 年期殖利率下跌，使兩者利差擴大。2s30s 做陡仍是主表達，但驅動來源需拆成兩段。

短端的下行條件在通膨降溫。油價回落、Section 122 (《1974 年貿易法》第 122 條，此法條授權美國總統在國際收支嚴重失衡時，短期對進口商品加徵最高 15% 的附加關稅或設下數量限制，期限原則上為 150 天)到期或被法律推翻、進口價格回落，都會壓低 headline 與部分通膨預期。若核心數據同步轉弱，2 年期利率將下修升息機率。短端交易的核心觸發是 7 月 CPI、PCE 與 Fed 溝通。

長端的方向取決於通膨預期與期限溢價誰占上風。Section 122 到期具有去通膨效果，進口價格回落可能壓低 10 年期 breakeven，長端名目殖利率初期可能跟隨下行。這會削弱熊市陡化，甚至造成曲線平坦下移。財政收入缺口、長債供給與期限溢價重估，才是長端上行的後段驅動。

Section 122 需要雙軌處理。到期本身是去通膨順風，支持 over-tightening 與短端利率下修。財政端則因關稅收入減少而提高發債壓力，支撐期限溢價。7 月市場初期更可能先交易 breakeven 下修，後續才交易財政供給。交易上不宜把關稅到期簡化為長端殖利率立即上行。

法律風險加深財政不確定性。CIT 5 月判 Section 122 逾權違法，Federal Circuit 後續暫緩執行，關稅暫可續收，訴訟仍未結束。關稅收入的法律基礎不穩，財政端對長債供給的依賴會被市場重新定價。

曲線策略應採分段執行。第一段看短端下修與 breakeven 回落；第二段看財政供給與期限溢價是否推升長端。若核心通膨再加速，2 年期重新定價升息，陡

化交易失效。若關稅到期引發 breakeven 斷崖式下修，長端初期下行幅度可能大於預期，部位應保留調整空間。

四、美元：條件式偏多

美元多頭不能與美國短端快速下修硬綁。

DXY (美元指數 · U.S. Dollar Index) 站上 100，來自 Fed 點陣圖轉鷹、5 月 PCE 高於目標、核心通膨黏性與美國經濟韌性。若 7 月通膨降溫主要出現在歐日，非美短端利率下修幅度大於美國，美元可維持利差優勢。此情境下，2s30s 做陡與美元偏多可以共存。

若美國通膨快速降溫、2 年期美債大幅下行，美元多頭將受到挑戰。美國短端利差收斂，DXY 上行動能會轉弱。此時曲線交易保留價值，美元部位需降權。美元強弱的關鍵，是美國短端下修幅度相對歐日短端下修幅度。

美元的中期上限由財政與政治風險決定。Fed 若在核心降溫後轉向較低中性利率，美元將失去單邊上行動能。財政惡化若演化為主權信用折價，美元會從高利差資產轉為信用折價資產。現階段美元仍偏多，倉位需服從短端利差相對變化。

交易定義應更窄。美元多頭適合放在「美國核心黏性高於非美、歐日被油價回落迫使短端下修」的情境。美國進入 bull steepener、2 年期大跌，美元應減碼或轉為相對價值交易。

五、黃金：戰爭溢價退場

黃金戰術上仍應低配，主因是戰爭溢價退場與金融條件轉緊。

金價 1 月高點約 5,600 美元，6 月 25 日已跌破 4,000 美元，較高位回落約 29%，接近三成。這波下跌的第一個驅動來自地緣溢價擠出。美伊和平框架落地後，避險買盤退場，油價回落削弱通膨避險需求，黃金失去 1 月衝高以來的戰爭溢價。

第二個驅動是強美元與高實質利率。5 月 PCE 維持高位，Fed 點陣圖轉鷹，市場仍定價今年內存在升息風險。美元站上 100，實質利率維持高壓。央行買盤、去美元與法幣貶值構成長期支撐，但無法在短期抵抗地緣溢價退場與美元利率壓力。

黃金的結構多頭尚未消失，交易時點尚未回來。實質利率見頂回落、美元轉弱、Fed 重新定價寬鬆，或美國信用風險升高，才是重新提高黃金權重的條件。7 月前半，黃金仍應視為高實質利率與和平紅利環境下的低配資產。

六、日本：油價與 BOJ 的雙重日圓利多

日本去錨的催化不只來自 BOJ。

油價下跌改善日本貿易條件。日本是能源淨進口國，Brent 從 84 美元附近跌向 72-75 美元，直接降低進口帳單，改善貿易逆差與經常帳壓力。即使 BOJ 按兵不動，油價下跌本身也能帶來日圓內生性買盤。

BOJ 升息提供第二層支撐。政策利率升至 1%，田村直樹指向約 2% 中性利率，日本短端利率仍有上行路徑。油價下跌改善貿易條件，BOJ 升息提高資金成本，兩者共同推動日圓升值風險。

日圓急升會觸發套利平倉。日圓套利穩定的條件是日圓弱勢與 BOJ 按兵不動；油價下跌與 BOJ 鷹派會改變這個平衡。槓桿資金若被迫賣出海外資產、買回日圓償還融資，美股、美債與高 beta 資產可能同步承壓。

JPY call、VIX call 或股指下檔保護應進入組合。BOJ 轉鴿、日圓續弱，保護成本視為保險支出。BOJ 強化 2% 路徑，或油價續跌帶動日圓升值，保護價值會快速上升。

七、中國通縮背離

中國通縮提供商品端緩衝，無法消除成熟市場服務通膨。

IMF 預估中國 2026 年 GDP 成長降至約 4.5%，通縮壓力延續，GDP 平減指數仍為負。中國內需偏弱、產能過剩與出口價格壓力，會壓低全球商品價格。這對工業品、耐久財與部分中間品有去通膨效果。

限制在通膨來源不同。成熟市場當前壓力來自能源、服務、薪資與輸入成本。中國能壓商品，無法直接壓歐洲服務業通膨、美國企業漲價意願與日本輸入能源成本。中國通縮是全球商品通膨的下行因子，尚不足以構成成熟市場完整反通膨答案。

中國政策若轉向強刺激，商品端配置將改變。北京若以財政與地產支持成功再通膨，工業金屬、能源與亞洲出口鏈將重獲支撐。現階段基準仍是通縮背離，對成熟市場通膨形成部分抵銷，對中國資產形成政策底與獲利壓力並存的局面。

八、事件窗口

7 月是政策錯位的攤牌窗口。

日期	事件	定價重點
7/1 前後	OPEC+、半導體 232 檢討	油價是否延續回落；晶片關稅是否重燃輸入通膨
7/2-7/3	6 月非農、ISM PMI	Fed 點陣圖後首份勞動與景氣壓力測試
7/14-7/15	6 月 CPI、PPI、零售銷售	over-tightening 交易試金石
7/16 前後	台積電 Q2 法說	AI 需求與強台幣對毛利率壓力
7/23	歐洲央行會議	ECB 是否承認能源回落，或延續鷹派
7/24	Section 122 到期	到期 = 去通膨順風；延長 / 升級 = 輸入通膨回歸
7/27-7/31	美股巨頭財報	AI CapEx 是否續增，或轉向現金流約束
7/29	聯準會決議	無點陣圖，重點在 Warsh 反應函數
7/30-7/31	日本央行會議、6 月 PCE	日本去錨與美國通膨確認

7月24日至7月31日風險最集中。關稅、Fed、BOJ、PCE、巨頭財報與AI CapEx 同週密集揭露，單一事件的價格反應容易被連鎖放大。總曝險宜下修，曲線與匯率優先於股市方向。

九、交易儀表板

交易表達	定價邏輯	失效條件
美國 2S30S 做陡	短端受油價回落與通膨降溫牽引；長端後續受財政供給與期限溢價支撐	核心通膨再加速；關稅到期造成長端 breakeven 下修幅度壓過期限溢價
歐日短端多頭	ECB / BOJ 在能源高點轉鷹，油價回落後短端有重定價空間	核心通膨與薪資續升，升息被證實合理
條件式做多美元	美國核心黏性高於非美，歐日短端下修幅度大於美國	美國 2 年期大跌、短端利差收斂
低配黃金	戰爭溢價退場，強美元與高實質利率壓制非孳息資產	實質利率見頂回落、美元轉弱、主權信用風險升高
JPY CALL / VIX CALL	油價下跌改善日本貿易條件，BOJ 升息推動日圓急升風險	BOJ 轉鴿、日圓續弱，套利交易維持穩定
台股保護	232 晶片關稅、台積電法說、強台幣與 AI CapEx 共同測試估值	232 無新增壓力、台積電毛利率與 AI 需求均優於預期

結論

成熟市場央行在能源通膨高點同步轉鷹，商品週期已因美伊和平框架快速回落。6月中旬的鷹派定價與6月下旬的油價下行，構成政策與週期錯位。7月CPI、PCE與央行會議將決定這組錯位是否轉化為 over-tightening 重定價。

美國曲線交易需分段處理。短端若受通膨降溫牽引下修，2s30s 有陡化空間；Section 122 到期初期可能壓低 breakeven，使長端同步下行。後段若關稅收入缺口推高長債供給，期限溢價再接手推動曲線陡化。這不是單一路徑交易，需依7月通膨與關稅結果調整節奏。

美元多頭為條件式表達。美國核心黏性若高於非美，歐日因油價回落而先行重估短端，美元可維持強勢。美國短端若快速下修，美元部位需降權。曲線與美元可以共存，前提是非美短端下修幅度大於美國。

黃金仍宜低配。1月約5,600美元高位至6月下旬跌破4,000美元，回落約29%。戰爭溢價退場、強美元與高實質利率共同壓制金價；央行買盤仍提供中期支撐，尚未構成短線加碼條件。

日圓是本輪尾部風險的核心。油價下跌改善日本貿易條件，BOJ升息提高日圓資金成本，兩者共同提高日圓急升與carry trade unwind機率。日圓保護與波動率保護應提前配置，不必等風險事件發生後才追買。

股市方向暫不宜作為主表達。AI巨頭財報、232晶片關稅、Section 122到期、Fed、BOJ與PCE同週密集揭露，價格容易被事件疊加放大。Alpha應集中在曲線、相對美元、黃金低配與日圓尾部保護；股市部位以事件風險管理為先。

點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告