

美伊戰火延續，油價走勢將左右美國及印度行情

市場特報

重點摘要

- 衝突不確定性持續，但長期對美股盈利前景影響有限
- 若26Q2油價保持在100美元以上，將影響Fed降息決策
- 印度通膨與外匯兩頭賭，市場情緒在經濟壓力下趨於悲觀

美以進攻進展

美以聯軍在此期間對伊朗的軍事打擊取得了顯著進展，並已實質掌握伊朗大片領空的制空權。美國中央司令部證實，聯軍對伊朗境內目標的打擊次數已超過五千五百次，主要目的在於摧毀伊朗的彈道飛彈與無人機製造設施，從而削弱其遠程打擊能力。

在海上作戰方面，美軍於3月11日發動了大規模打擊，一舉擊沉超過六十艘伊朗艦艇，其中更包含徹底摧毀了伊斯蘭革命衛隊海軍的四艘蘇萊曼尼級軍艦。除軍事設施，聯軍的空襲範圍也正持續擴大，目標涵蓋伊朗的內部安全網絡與能源基礎設施，這些針對能源產業的攻擊預期將進一步加劇伊朗國內的能源危機，並削弱德黑蘭當局的內部維穩能力。

伊朗反擊狀況

儘管自身防空與飛彈能力遭到聯軍嚴重削弱，伊朗仍透過區域代理人及不對稱作戰進行反擊，海灣國家及以色列仍持續遭導彈與無人機襲擾，受襲目標包含石油基礎設施、飯店與機場；與此同時，伊朗利用簡易無人水面載具 (USV) 在伊拉克巴斯拉外海襲擊了多艘商船，包含美國所屬的馬紹爾群島籍貨輪以及馬爾他籍商船。

整體而言，經過美以空軍連續數日的高強度空襲，伊朗的反擊能力已被削弱，不過美軍仍難以阻止伊朗使用無人機和無人艦艇襲擊荷姆茲海峽船隻及港口。

荷姆茲海峽通行狀況

荷姆茲海峽的航運安全依然處於高度緊張狀態，3/11又有3艘貨船遭到襲擊，使自2/28以來，累計遭遇攻擊商船數量增加至16艘，推動布蘭特油價再度漲破100美元。

不過荷姆茲海峽並非處於完全封鎖狀態，由於美以聯軍在伊朗南部的持續打擊，以及美國支持的200億海事再保險機制開始運作，根據Marine Traffic統計，海峽通行商船(包含貨輪與油輪)數量在3/7~3/11期間有緩慢回暖跡象，日均通行量重新回到5艘以上。

美股展望：衝突不確定性持續，但長期對美股盈利前景影響有限

在伊朗衝突引發地緣政治風險的背景下，美國股市展現出優於其他國際已開發地區的韌性，主因在於**美國具備能源自主與淨出口國地位，能有效抵禦油價衝擊**。目前市場正處於罕見的高分歧狀態，贏家與輸家間的差距擴至歷史高度，且美股短期內顯著受制於能源供需力量帶動的日內波動。儘管市場正面臨有紀錄以來極為重大的單月石油衝擊，但標普500指數僅較高點微幅回落，反映出股市「展望未來」的特性與「現貨價格」現實壓力間的激烈拉鋸。在經濟週期復甦強勁、持續資本支出與財政支援下，美股在本地及美元計價下均顯現避險吸引力，即便美元買盤可能對短期流動性與盈餘修正造成阻力，其相對抗震的地位依然穩固。

短期內，地緣政治主導的劇烈跳空波動預計將持續，風險資產在能源板塊波動率平息前恐難擺脫低迷。雖然全球法人的持倉削減過程至今尚稱有序，尚未出現恐慌性投降，但系統性資金的高額總風險敞口與即將到來的季度選擇權到期，仍是操作上需警惕的潛在不確定性。**預期這波滾動修正已接近尾聲，並維持對未來6至12個月企業獲利加速擴散的看多立場**。若局勢降溫，金融、工業與非必需消費等週期性類股將率先反彈；若局勢僵持，高品質標的與醫療保健則是首選避險工具。**維持美股S&P 500年底目標價7600點的預估不變**。

美債展望：衝突持續推升油價，若傳導至通膨可能影響Fed決策

目前油價受美伊戰爭持續影響所致，油價本週甚至一度突破每桶100美元，雖2月通膨相關數據符合預期，但市場目前更擔憂在能源價格上漲為通膨前景所增添的不確定性，降息預期進一步收斂，市場聚焦戰爭後續是否影響Fed利率決策。預估原油價格Q2均價可能有以下三點情境：

- **衝突放緩，油價在每桶80-100美元區間(機率高)**：若油價在80-100美元區間震盪，對通膨影響有限，今年Fed仍有降息一碼的空間，預計於9月降息。
- **衝突持續，油價Q2均價維持在每桶100-120美元**：若衝突持續導致油價維持在100-120美元區間，將可能推升CPI至3%以上，Fed今年將維持利率不變。
- **衝突升溫，油價突破每桶120美元之上(機率低)**：若美伊衝突升溫，荷莫茲海峽持續封鎖，推升油價至每桶120美元之上，或將導致核心CPI突破3%之上，在此情境下，不排除Fed升息可能。

綜上所述，在目前衝突前景依然雲霧籠罩的情況下，目前通膨上行的風險超過對經濟成長的擔憂，雖目前市場結構無重大壓力，流動性穩定，但美債殖利率與利率波動率有持續上升趨勢，上行風險較大，操作上仍需謹慎，**維持美10年期公債殖利率在3.9-4.5%交易區間**。

印度股市展望：通膨耐受程度小，盧比續貶不見資金回流，股市壓力較大

一、能源安全與經常帳赤字(CAD)的惡化

印度作為全球第三大原油消費國，且能源供應鏈高度集中於西亞地區。在納入原本24%的俄羅斯原油被美國破例解封情境下，仍有45%的原油依賴西亞供應，且印度全國的原油儲備目前僅能支撐約74天的國內需求，原油價格變動對印度外部收支具高度敏感性；歷史數據顯示，油價每上漲10美元/桶，CAD佔GDP的比重預估將擴大0.4%。若油價持續維持在80美元以上，將加速消耗外匯存底，並對整體貿易條件造成實質壓力。

二、西亞高曝險，面臨出口萎縮與鉅額匯款流失的雙重打擊

除了直接的能源輸入性衝擊外，印度對西亞的曝險高，根據印度外交部統計數據，目前約有高達970萬印度公民在西亞工作與生活，RBI數據顯示，印度每年高達約1,320億美元海外匯款中，至少有35%直接來自西亞，區域動盪若導致出口萎縮與匯款減少，將雙重削弱印度的經常帳收入。

三、脆弱的通膨結構與被限縮的央行政策彈性

印度對通膨衝擊的耐受度較低，在本次原油衝擊全面發酵前，印度2月份的CPI數據已顯示出上行趨勢，終止了先前的回落態勢，**在印度的CPI權重中「食品與飲料」及「燃料與照明」佔比為52.7%，這種結構導致國際油價與大宗商品價格的波動，易引發輸入性通膨，進而迅速產生「排擠效應」，嚴重侵蝕中低收入戶的實質購買力，進而重挫佔印度GDP比重極高的內需消費動能**，2月通膨上行已使RBI對降息的態度出現顯著收斂，貨幣政策轉趨保守，隨著高油價帶來額外的輸入性通膨壓力，央行未來應對經濟下行的降息空間已遭嚴重限縮。

四、匯市失守與內外資動能的全面退潮

原油價格走高持續對INR形成貶值壓力，實質有效匯率 (REER) 在面臨衝擊前已深貶至10年來最低的90.65，但基本面預期放緩使印度資產的風險溢酬上升，抵銷了匯率低估的評價吸引力，外國直接投資FII在面對地緣不確定性與匯率貶值風險下，承接風險的意願極低，自今年1月底美印貿易協定利多釋放以來，市場所累積的33億美元股票資金流入已全數回吐，且3月份至今外資再度呈現約30億美元的大幅淨流出，最後作為過去兩年來穩定印股最重要防線DII，其強韌的資金流入動能近期已出現顯著放緩跡象。

五、估值溢價偏高，調整評等至中立

綜合上述基本面與資金面的逆風，我們必須重新審視印股的評價合理性，目前Nifty 50估值相較於MSCI新興市場指數仍維持高達約60%的溢價區間，在過去「高成長、穩通膨」的總經情境下，市場尚能容忍此溢價，但在當前避險情緒高漲、通膨失控風險擴大、企業獲利面臨下修，以及國內外資金動能雙雙枯竭的背景下，如此高昂的估值已失去支撐，故將印度股市的投資評等下調為「中立」。

私人信貸壓力測試：BDC拋售潮暫無系統性危機

近期業務發展公司 (BDC) 板塊面臨許多逆風，除了頻頻列資產跌價損失、資金大量流出外，甚至有基金被迫啟動贖回限制。目前公開交易的 BDC 股價疲軟，引發市場對私募信貸風險外溢的疑慮。然而根據高盛報告指出，這波主要是透過投資人的「風險情緒」傳導，目前真正演變成系統性金融危機的機率不高。核心支撐在於：**BDC 佔整體私募市場規模較小，其資產負債表具備內部流動性緩衝，且市場生態圈仍有充沛資金，隨時準備承接被拋售的資產。**

若將視角轉向信用市場，目前 BDC 發行的債券總額約 740 億美元，雖然平均評級落在投資級邊緣的 BBB-，且交易利差比非投資等級的 BB 級指數還要寬，但三大信評機構至今皆未將任何一檔列入降評觀察名單。意即，這些債券大量淪為「墮落天使(Fallen Angels)」的風險依然受控，整體信用基本面目前仍具備韌性。

