



凱基證券

環球投資觀點 Key Investing Perspectives

ACE在手，財富長久

The ACE in the Hole for Wealth Growth

2025年1月





摘要

龍年凌厲漲勢作收，不確定性充斥蛇年

龍年在全球寬鬆貨幣政策推波助瀾下，金融市場漲勢凌厲，美國企業獲利及股市表現仍為主要國家佼佼者。新任的美國總統將重新形塑景氣與產業版圖，政經與地緣局勢不斷變革，唯一確定的是，蛇年將充斥更多不確定性。

金融市場擾動難消，逢低布局投資契機

2025年金融市場不確定性與風險續存，後續通膨及景氣復甦程度為市場關注焦點，然股市評價再調整與地緣政局擾動難消，伴隨美國財政與貨幣政策可能轉變，市場資金將隨之輪動，資產波動有再度放大可能，同時提供投資人逢低布局優質資產的契機。

新年投資嶄新氣象，ACE策略解構風險

新春佳節象徵新機遇，也是投資人重新審視投資組合的好時機，隨著蛇年到來，代表需以更多的智慧和彈性應對市場變化，投資人可透過另類資產(Alternatives)的靈活性，降低資產關聯度，以債券收益(Credit Selection)打造穩定金流，並把握優質股權(Elite Stock)的成長潛力，藉由ACE策略對抗再通膨問題及資產修正風險，以期在新的一年里，為長期財富增長奠定基礎。



1

投資策略

- 2024年市場回顧
- 本月投資主軸
- 股債匯市場觀點

2

大趨勢及主題投資

- 加密貨幣進入資產配置
- 量子運算創新產業發展
- 去全球化增加在地生產
- 核能用電需求大幅提升
- AI機器人應用高速成長

3

資產配置

- 資產調整
- 資產類別
- 投組配置
- 核衛配置

1

投資策略

2024年市場回顧

本月投資主軸

股債匯市展望

2024年市場回顧 – 美股持續創高，債市表現分歧，美元續強

2024年全球央行轉向寬鬆貨幣政策浪潮，景氣呈軟著陸樣態，同時金融市場表現亦十分亮眼，下半年因主要國家大選添市場擾動，但在企業獲利延續成長動能，帶動主要股市創高。債券市場則呈現兩樣情，經濟存在韌性與央行降息步伐趨緩，低信評的企業債漲勢居前，而利率敏感度高的公債則相對落後，另伴隨美國大選後政治版圖重塑，在美國優先的政策引導下，美元走勢仍偏強。

2024年

總經環境展望

金融市場展望

預期

- 全球製造業活動底部復甦
- 主要國家通膨明顯降溫
- 全球經濟將呈軟著陸
- 留意各國大選與地緣政治風險

- ◆ **Bond Picking**：利率來到高位，投資級新券較佳
- ◆ **Earning Revise**：美股企業獲利上修，股市波動放大
- ◆ **Software AI**：Chat GPT開啟AI應用爆發年
- ◆ **Terminal Rate**：終端利率轉折，股債兼備配置

預期以外

- 美國勞動市場具韌性
- 美國、歐洲與英國等主要國家降息步伐緩慢
- 日本央行謹慎微調貨幣政策，而中國貨幣政策明顯轉向寬鬆

- ◆ 股市集中度風險明顯升高
- ◆ 債市利率波動度仍高，低信評的非投資級債表現亮眼
- ◆ 美元相對其他主要貨幣仍偏強勢

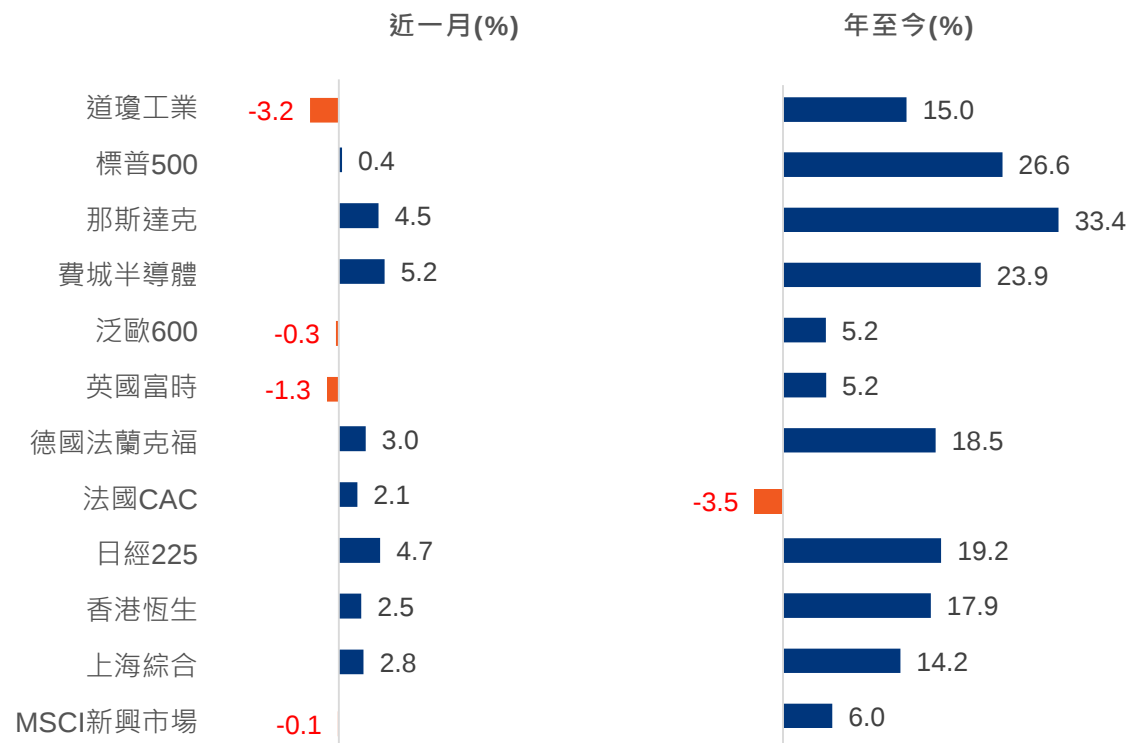
資料來源：Bloomberg · 2024年12月20日



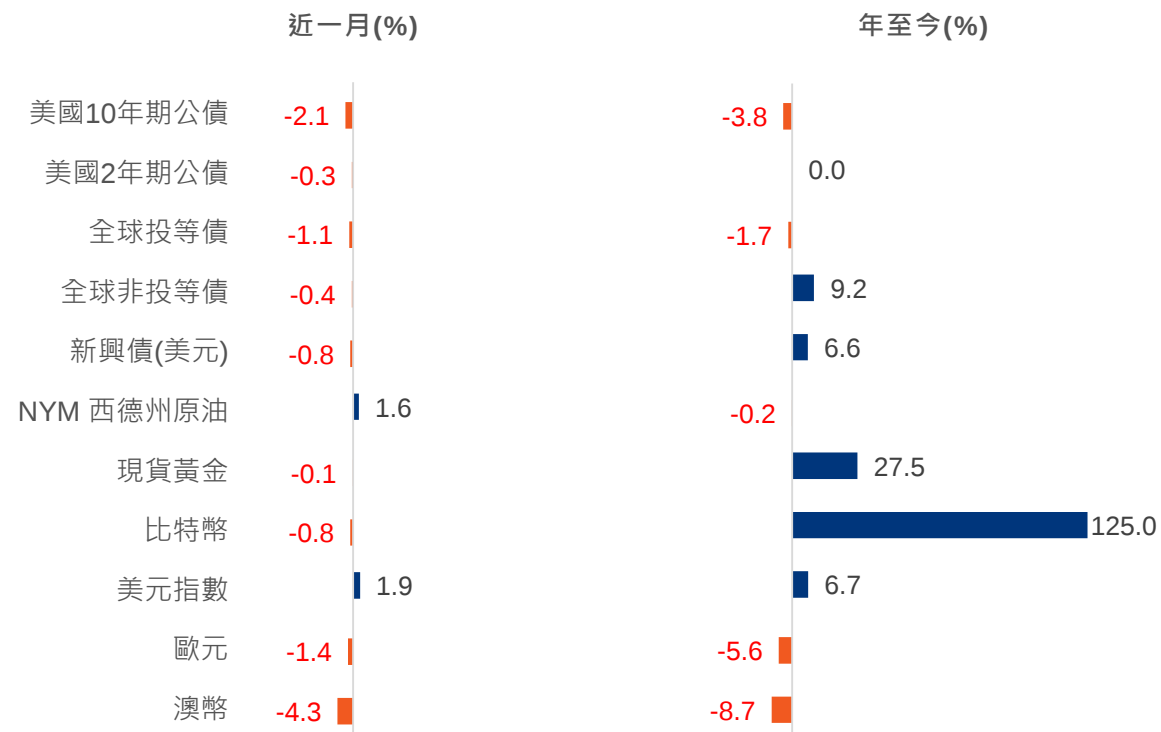
近月市場表現 – 美股向上攻堅，債市逢修正，美元續強

- ▶ 美國大選落幕後，暫時緩解政經不確定性，疊加景氣基本面持穩，美股在科技股領漲下震盪創高。歐洲景氣處舉步維艱，股市表現相對美國偏弱；中國儘管政策面仍偏寬鬆，在美國新政預期近期漲勢溫吞。債市因市場預期美國景氣可能從軟著陸轉向不著陸，限縮聯準會降息幅度，公債殖利率多走升，信用債表現溫穩。美國優先政策帶動美元續強，疊加美國公債利率揚升，黃金與比特幣漲勢暫歇。

各地區指數表現



各債券、商品指數與匯率表現



資料來源：Bloomberg · 2024年12月27日

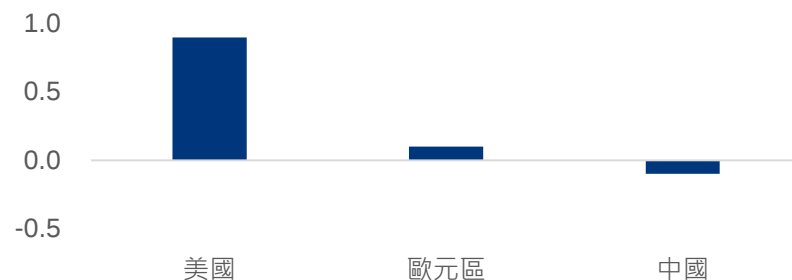


全球寬鬆貨幣政策護景氣，留意通膨再起風險

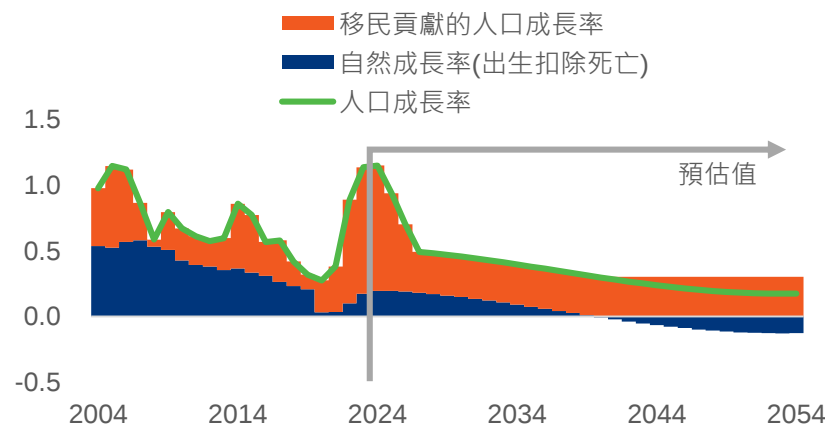
- 美國新任總統川普於1月20日將走馬上任，焦點落在輕監管、反移民、高關稅、減稅賦等政策落實度，因美國較其他國家企業稅率仍高，川普欲透過降企業稅率，將企業海外所得帶回美國，此舉對企業獲利帶來正面助益，另減稅產生額外現金回購股票皆有利股價表現。作為談判手段的貿易關稅及反移民造成勞動力下滑，則可能加劇通膨問題與景氣下行風險。
- 美國大選落幕，製造業採購經理人數據呈緩步回升態勢，主因生產與新訂單加速回溫，此外，亞洲地區如中國商業活動改善，歐元區仍為主要拖累者。統計2024年來全球央行降息次數達153次，為史上第三高，預期2025年多數央行仍存在降息空間，寬鬆貨幣政策將支持製造業活動並推動景氣朝軟著陸方向前進。

權衡川普新政潛在影響

關稅課徵後對主要國家物價預估影響，%



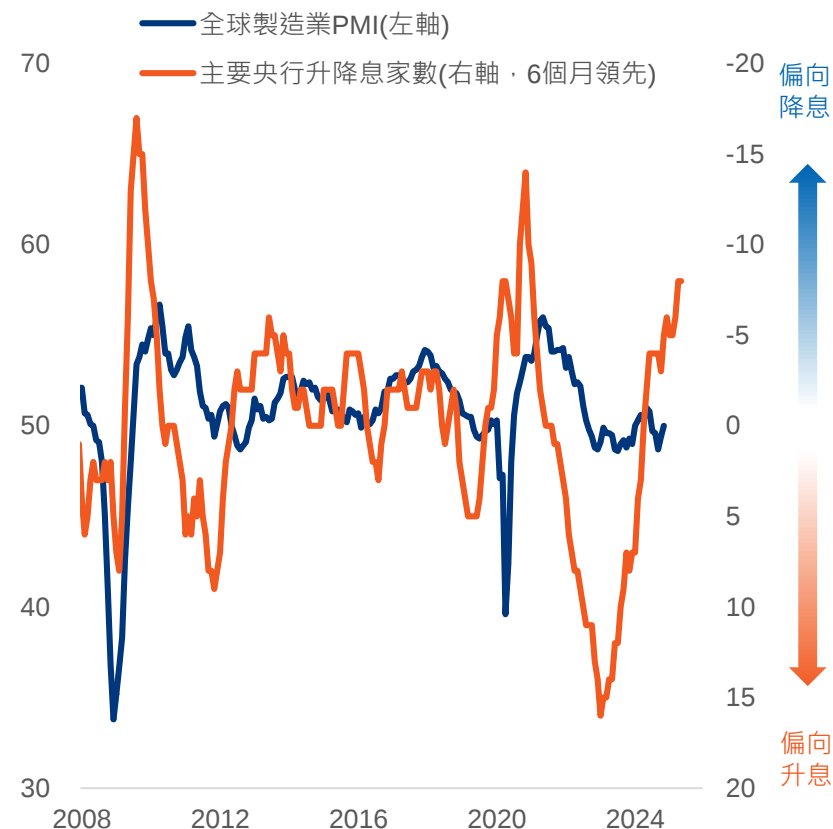
美國人口成長率，%



寬鬆貨幣政策呵護景氣溫和成長

PMI指數

3個月移動平均升降息家數(反軸)



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，主要央行包含美國、歐元區、日本、英國、澳洲、紐西蘭、加拿大、挪威、瑞典、南韓、印度、印尼、泰國、馬來西亞、波蘭、以色列、捷克、哈薩克、匈牙利、烏克蘭、土耳其、俄羅斯、巴西、墨西哥、智利、秘魯、多明尼加、哥倫比亞、奈及利亞、南非等30個國家

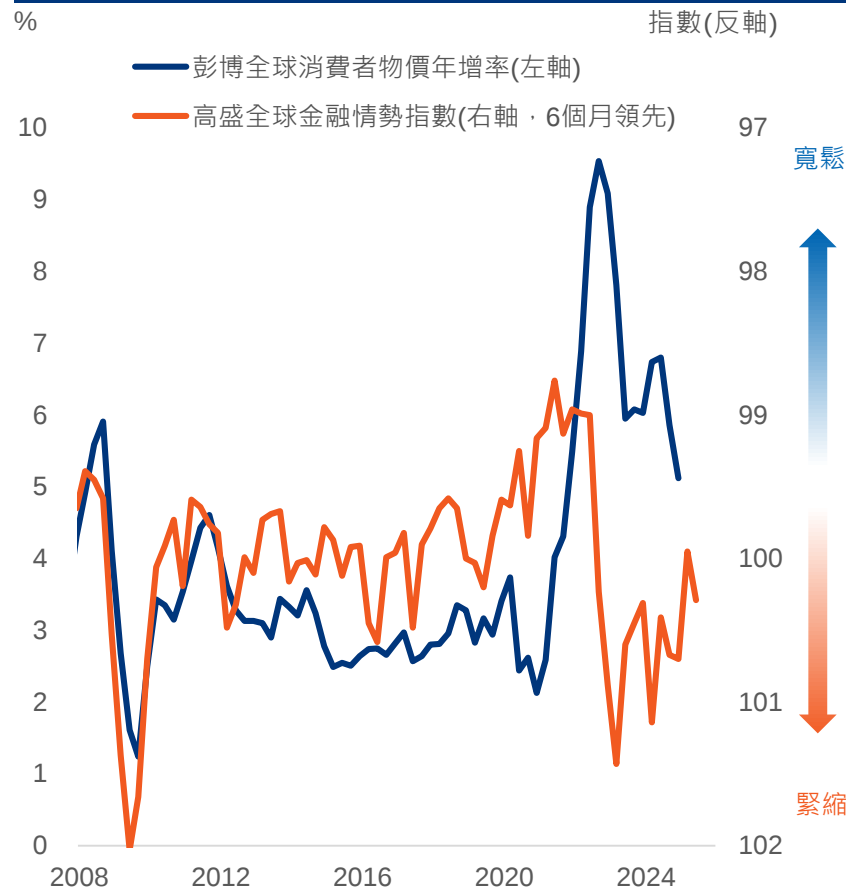


全球聚焦川普新政執行力，透過ACE策略化險為夷

- 過去一年全球通膨緩步降溫，金融市場喜迎貨幣政策寬鬆浪潮，並挹注金融資產漲勢，然進一步檢視製造業數據，因2025年美國對外與移民政策存不確定性，部分企業提前啟動拉貨，售價與生產成本相關物價壓力持續，若關稅落地，貿易保護主義大刀恐加劇通膨回升風險，並限縮聯準會降息空間，2025年下半年景氣復甦步調恐因此被打斷。
- 延續去年BEST策略(選好債、布局獲利較佳企業、參與軟體智能長期趨勢及利率步入降息循環)，有效因應市場波動。2025年逢川普新政鷹派立場，恐加劇通膨升溫與景氣下行風險，疊加地緣擾動等問題，宜透過黃金等另類資產(Alternatives)分散風險，優先選擇短天期公債與投資級債(Credit Selection)降擾動，並以受惠減稅與通膨轉嫁能力佳的美國大型股(Elite Stock)所組成的ACE策略逢凶化吉、順勢而為。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

留意寬鬆金融環境再推升通膨的潛在風險



透過ACE投資策略應對市場擾動

另類資產 (Alternatives)

- 美國巨額政府赤字與再通膨風險仍在，增加另類投資降低資產關聯性與分散風險
- 黃金為傳統抗通膨利器，世界各國央行強勁需求，為金價下方支撐
- 比特幣不受貨幣貶值或經濟政策影響，去中心化性質受機構投資人青睞

固定收益 (Credit Selection)

- 短天期公債與投資等級債為主
- 中間信評兼顧收益與風險，避開信評B級以下非投資等級債
- 若景氣漸往衰退發展，增加長天期債布局

優質股權 (Elite Stock)

- 美股為首選，投資風格大型股優於小型股，若景氣下行風險升溫，轉向布局防禦類股
- 首選獲利改善與潛在財政受惠者，如金融、工業，並可留意川普概念股與通膨受益族群
- 勞動薪資成長帶動消費與企業投資，內需改善趨勢將推動日股表現



2025年1月

環球投資觀點



ACE投資策略：政經不確定存，美股為首選，短天期債券為主，另類投資降風險

全球寬鬆貨幣政策浪潮，支撐股市表現續航，企業獲利仍佳與川普潛在新政支持美股攻高。日本內需股有望隨基本面改善與政府政策而有表現機會。美國景氣仍具韌性，降息預期降溫推升公債殖利率，然而利率上行提供鎖利契機，以短天期公債與投資級債為主。通膨預期有所升溫，透過黃金等另類資產分散配置，降低投組風險持盈保泰。

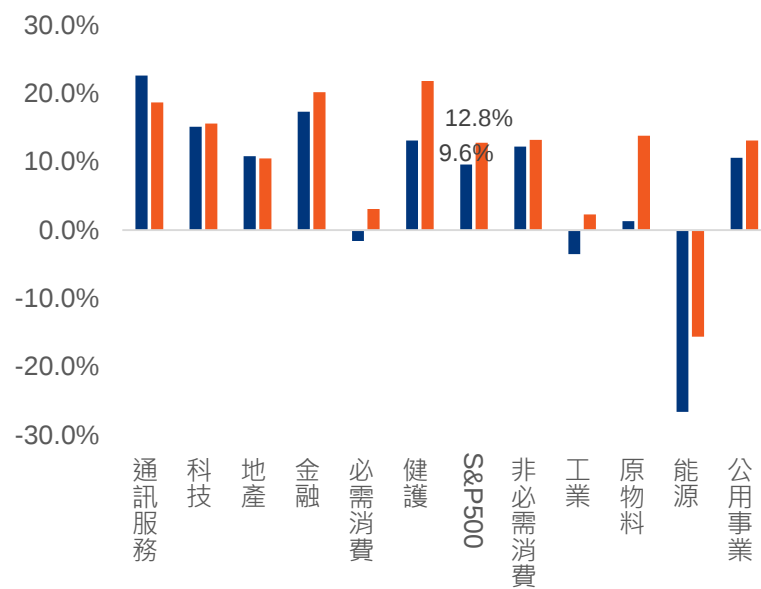
	資產類別	減少	增加	展望說明
	美國政府債券			美國通膨改善缺乏進展與就業數據持穩，川普新政推升通膨預期，公債殖利率走揚，宜以短天期公債進行鎖利
	投資等級債券			企業債於經濟軟著陸表現穩健，然信用利差仍處低位，可配置金融、通訊、公用等調整後利差較高的投資級債
	非投資等級債券			美國企業基本面持穩，然經濟存在下行風險，非投資級債利差有擴大可能，宜避開B級以下企業債，降信用風險
	新興市場債券			中國刺激政策與部分國家持續降息，關注新興債投資機會，然美國降息預期漸減，留意強勢美元對新興債影響
	美國股市			美國企業獲利狀況佳，復以川普上台後相關政策若能落實將有助支撐企業基本面，維持偏多看待
	歐洲股市			歐洲製造業與服務業未見顯著改善，所幸歐洲央行降息支撐，但須留意政治波瀾對市場信心影響，維持中性看法
	日本股市			隨勞動需求大於供給有望推升薪資成長，加上政府政策作多，內需股有望受惠，中性偏多看待
	新興亞洲			中國財政支出規模仍待觀察，陸股震盪加劇；印度長期成長動能吸引資金持續流入股市，整體新亞維持中性看待
	美元			聯準會鷹式降息，2025降息幅度減至2碼，歐洲央行展望偏鴿，美德利差擴大推升美元上漲，預估近期維持強勢
	日圓			日銀12月維持利率不變，因川普新政存高度不確定性，保留政策彈性，總裁植田記者會語調偏鴿，料短期續貶。
	黃金			美元強升、美債利率上揚，使黃金短期承壓，然地緣政治風險未歇，加上美國財政赤字隱憂有利長期金價表現
	另類資產			川普新政策存高度不確定性，放大資產波動，可將另類資產納入投組來分散風險、降波動，讓整體報酬趨於穩健

股市展望 – 科技、通訊受惠AI趨勢，金融、消費反應內需穩健

- ▶ 第三季財報幾近結束，市場逐步把焦點轉向第四季與2024全年企業獲利預估表現。即便整體第三季財報數據優於市場預期，分析師與過去幾季的步伐相同，仍先行下修第四季的獲利成長預估，以相對保守的觀點迎接未來一季的財報公布，預料後續財報數據優於預期的可能性也相對提升。
- ▶ 就2024全年獲利預期的變化來看，美股獲利成長率有望來到雙位數的10.2%。其中能源、原物料獲利狀況持續低迷，反映全球能源與原物料市場的供過於求狀況對於產業的影響尚未平息。所幸包含受惠AI浪潮的科技與通訊產業獲利成長攀高，復以反映內需的金融與非必需消費獲利動能亦可望提升，美國景氣動能仍屬穩健，料將有助支撐美股後續表現。

4Q24市場預估獲利成長較季初下滑

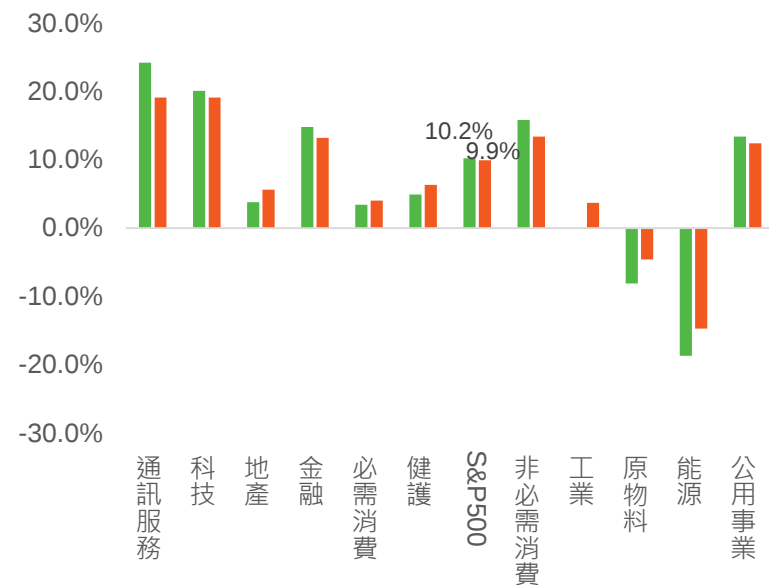
4Q24美股獲利年增率預估



■ 12月13日 ■ 10月1日

2024全年獲利成長預估較季初上升

2024美股獲利年增率預估



■ 12月13日 ■ 10月1日

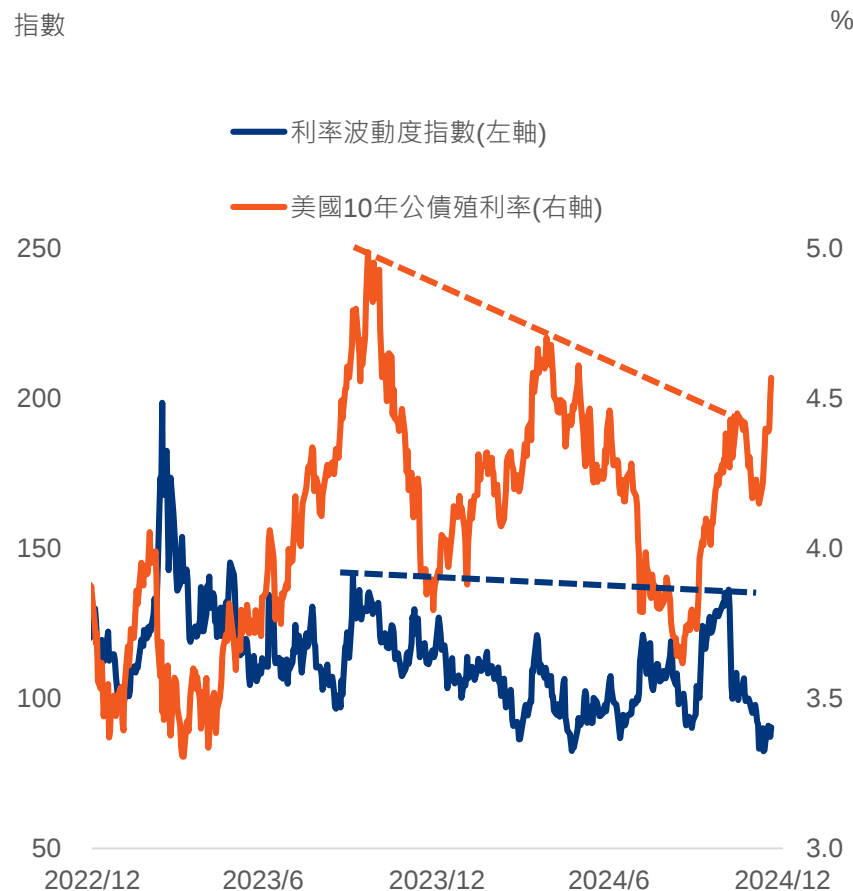
資料來源：LSEG I/B/E/S · 2024年12月18日



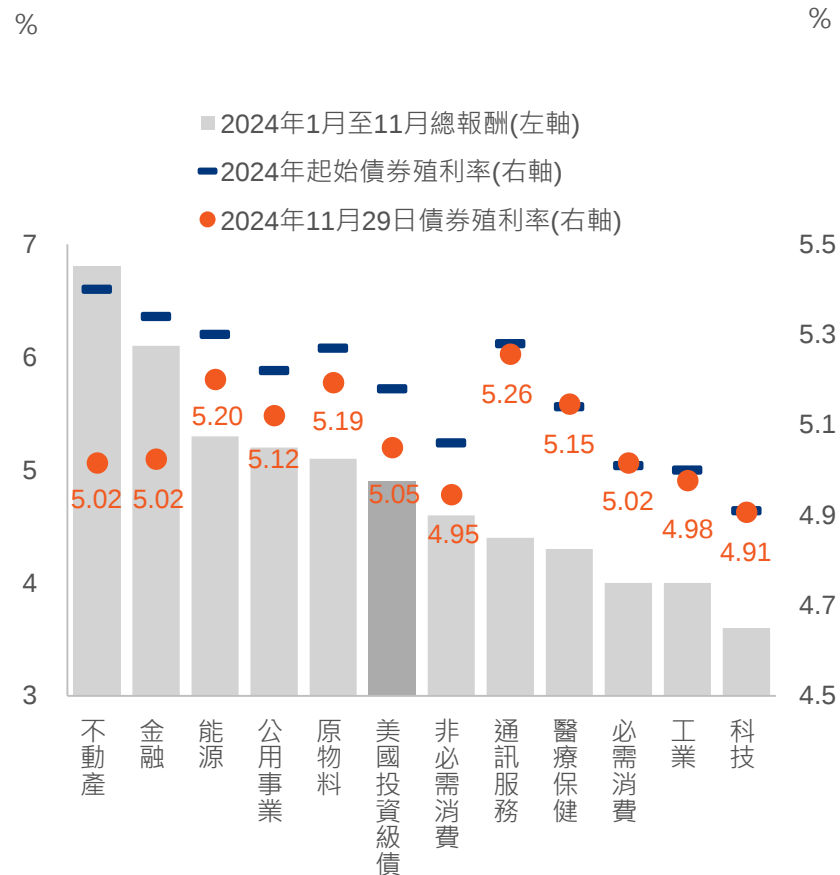
債市展望 – 公債利率擾動仍在，宜以企業債為首選

- 美國大選落幕，利率波動度隨政經不確定性而有所降溫，市場重新聚焦景氣發展。公債利率反映經濟軟著陸情境，但潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，建議布局短天期債券鎖利。因中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如就業數據明顯惡化，再配置中長天期債券。展望2025年，1月川普將正式走馬上任美國總統，後續若利率波動走升為鎖利好機會。
- 2024年以來信用債表現穩健，報酬多以孳息為主要來源，隨景氣軟著陸反映利差水準上，公司債較高的殖利率相對公債具抵禦通膨能力，聚焦企業債的鎖利機會，考量2025年景氣可能放緩，建議聚焦大型龍頭企業投資級債，可留意通訊服務、公用事業、金融等風險調整後債券利差較佳者。

大選後利率波動率降回2024年9月相對低位



2024年高債券殖利率者，報酬相對較佳



資料來源：Bloomberg



凱基證券

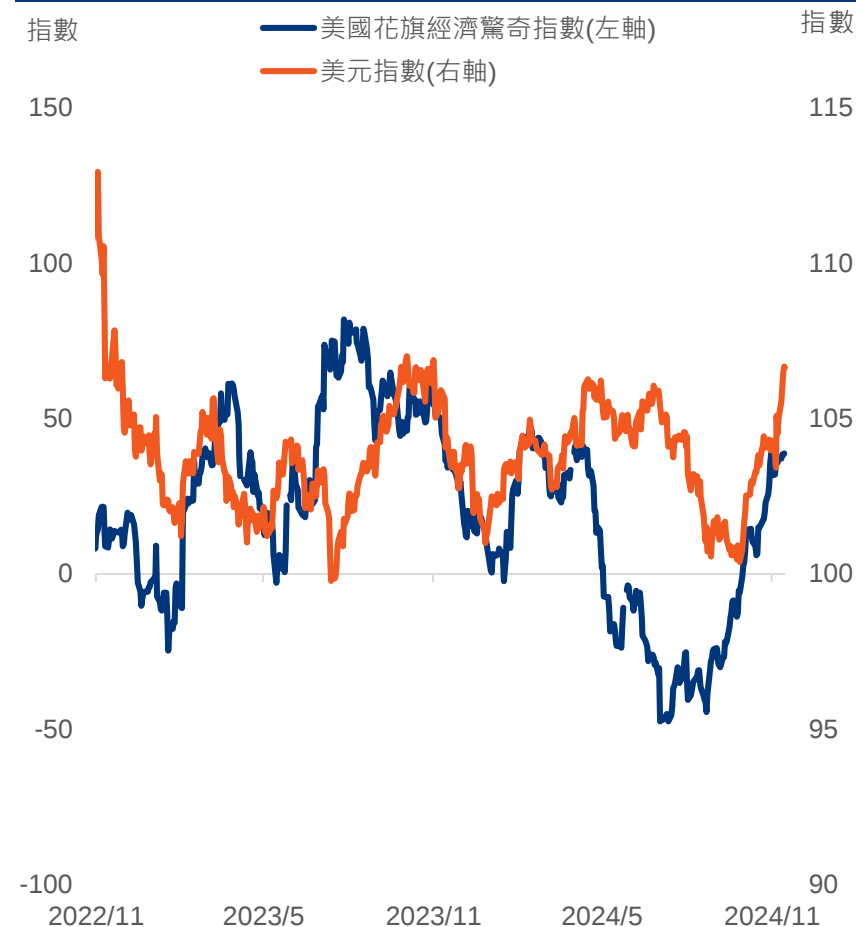
匯市展望 – 通膨預期升溫，上半年美元一枝獨秀

- ▶ 川普當選，共和黨掌握參眾兩院，紅潮襲來、川普交易延續，市場預期提高關稅將造成輸入性通膨，反移民可能導致服務性通膨上升，近期公布的CPI、PPI呈現僵固性，加上計畫增加財政支出、或使財政赤字擴大，通膨預期難減。美國10年期公債殖利率維持在4.4%盤整，使美國與他國利差擴大，資金回流美國，推升美元指數升值，非美貨幣驟貶，近期降息的歐元、韓元皆弱，臺幣在亞幣中相對較有支撐。
- ▶ 預期2025上半年美元反應利差、政策等因素偏強，長期美元強弱與美國相對主要國家經濟表現，呈現高度相關。觀察美國景氣較其他國家更穩健，反應在花旗經濟驚奇指數持續向上，預期未來即使川普交易降溫，但聯準會降息空間縮窄下，美元呈現高檔有撐。

川普上任通膨預期升溫，美國雙率走強



美國經濟較其他地區穩定，支持美元



資料來源：Bloomberg



凱基證券

2

大趨勢及主題投資

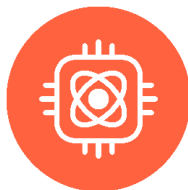
大趨勢係指影響全球發展的強大長期力量，能改變世界經濟走向、社會優先次序、推動創新與商業模式演進等，不僅對我們的生活、工作及互動方式產生重大影響，更將影響政府政策及企業策略的方向。

了解大趨勢有助於投資人前瞻未來，捕捉長期投資機會的同時，降低政策或經濟轉變帶來的投資風險。



加密貨幣

加密貨幣現貨ETF
全球資產配置要角



量子運算

突破傳統算力極限
使產業發展更創新



去全球化

貿易關稅去全球化
在地生產基地洗牌



核能重啟

用電需求大幅提升
核能發展受到矚目



AI機器人

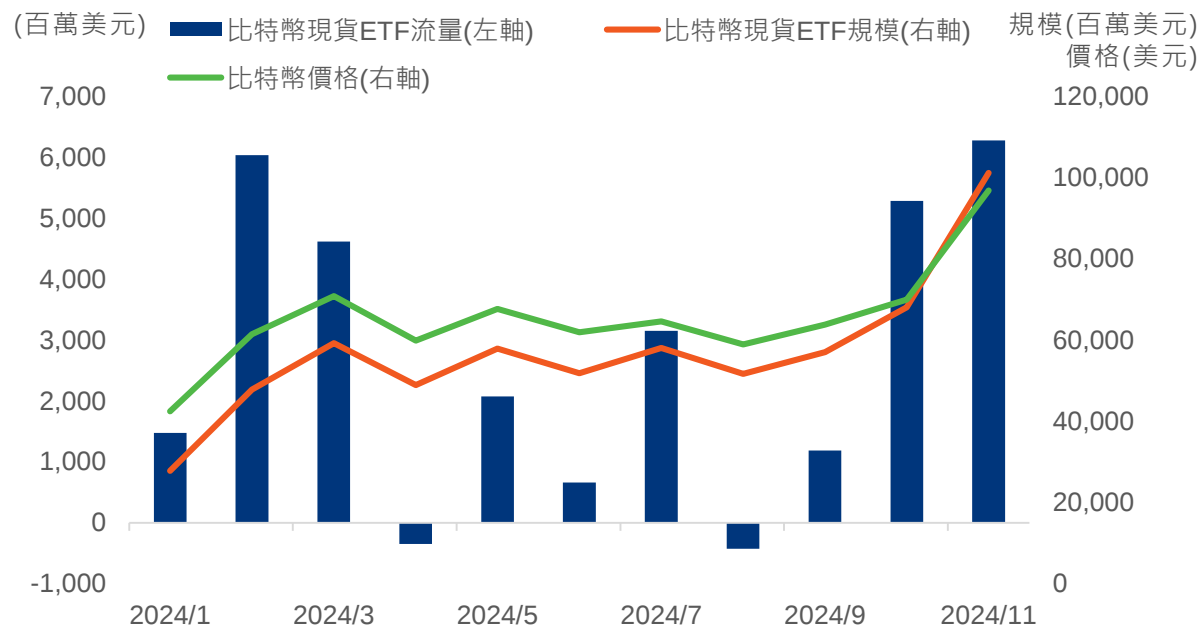
擁抱AI發展新浪潮
設備應用全面布局



加密貨幣透過ETF進入傳統金融體系

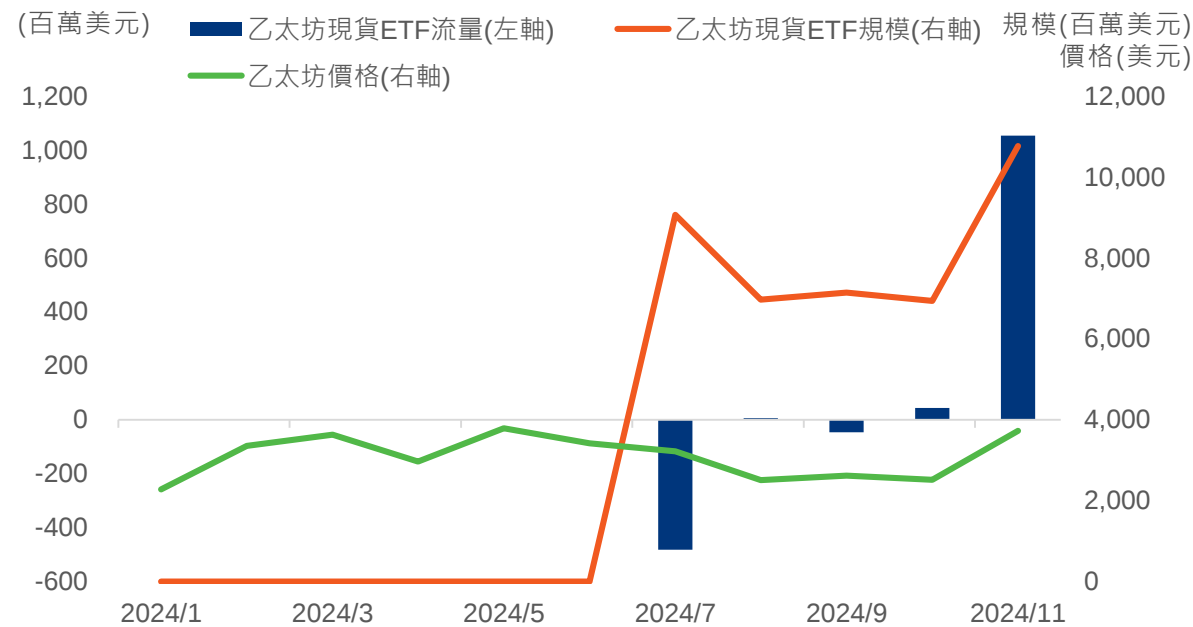
- 過去由於去中心化，使得加密貨幣的交易對於投資人來說，難度比透過交易所高；若透過私人交易所則在安全性上仍具有相當風險，尤其在全球第二大交易所FTX發生倒閉後，投資人對資產的保障更加重視。隨著美國證券交易委員會(SEC)敗訴，SEC於2024年1月批准比特幣現貨ETF上市，除了過去主流的期貨連結加密貨幣型ETF、加密貨幣持有/挖礦等相關供應鏈公司組成的ETF外，現貨加密貨幣ETF的上市，使得投資人有接受政府規管的管道，透過傳統金融體系參與加密貨幣資產。截至11月底美國上市比特幣現貨ETF持續淨流入，規模突破1,015億美元。
- 隨後2024年7月以太坊實體ETF批准於美國上市，以太坊現貨ETF也呈現淨流入，截至11月底規模破107億美元。全球前兩大加密貨幣ETF規模快速成長，顯示市場漸接受加密貨幣成為資產配置一環。

比特幣現貨ETF近期流入加大，價格與規模同步上升



資料來源：Bloomberg

以太坊價格未突破區間，但現貨ETF已湧現進場資金

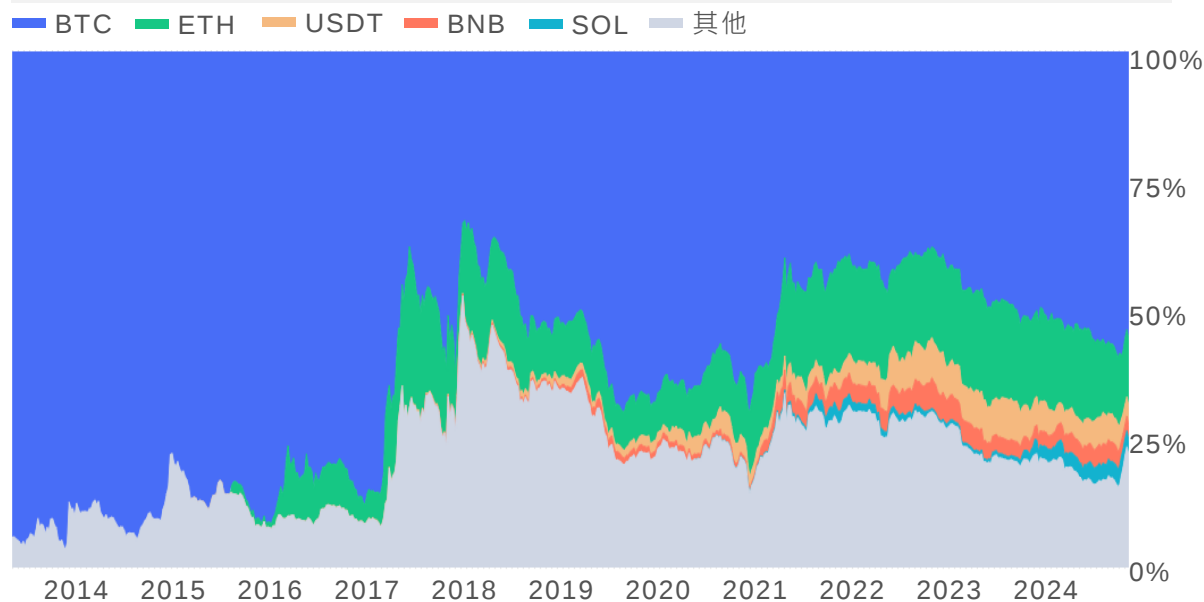




全球投資人認可加密貨幣內涵價值並納入資產配置一環

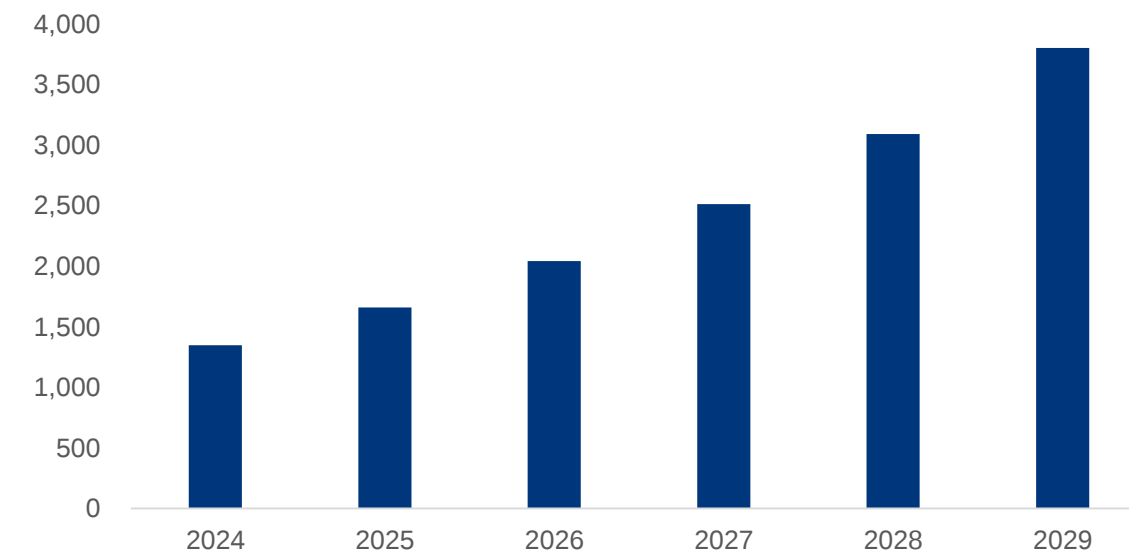
- ▶ 比特幣市值不斷上升，但佔整個加密貨幣佔比漸下降，從高點近60%下降至2024年12月16日的56%，顯示除了比特幣快速成長外，其他加密貨幣成長更為迅速，顯示加密貨幣於市場的接受度越來越高。
- ▶ EY全球調查顯示，個人投資者將持續加碼加密貨幣資產，且法人機構對加密貨幣的投資需求更強。由於過去無明確法規規範，投資人對私人的交易所平台的信心存疑、機構法人內部稽核規範嚴格，為限制一大部份資金流入的原因。隨著加密貨幣透過ETF進入傳統金融體系，提供投資人以更安全的方法介入比特幣投資。截至2024年12月15日比特幣全球市值規模破2兆美元，現貨比特幣ETF市值突破1兆美元，估計2024年加密資產配置管理規模約13.5億美元，佔比特幣現貨資產約0.14%。市場預期未來5年，加密資產配置規模複合年增率達23%，規模超過38億美元。

比特幣自現貨ETF題材出現，佔比一路上升最高近60%



2024年規模估13.5億美元，5年預計近3倍成長

加密資產配置管理規模(百萬美元)



資料來源：Coinmarketcap (左圖)、Mordor Intelligence(右圖)



量子運算算力強大 解決傳統運算無法解決的複雜難題

- ▶ 量子運算屬於多學科領域(包括電腦科學、物理學和數學)，它將量子力學與高等數學和電腦工程相結合。量子運算的概念最早誕生於1982年，由諾貝爾物理學獎得主Richard Feynman提出基於量子力學製造計算工具的構想，經各領域科學家多年研究後證實可行。近年各國政府、各大科技巨擘也大量投資資源在相關研究及應用上，致力於將這項革命性技術從實驗室拓展至實際應用。
- ▶ 量子電腦並非取代傳統電腦，而是藉由量子運算來解決傳統運算無法解決的複雜難題。以將數字進行因式分解為例，當整數越大時，由於傳統運算方式採逐步計算，所需花費的時間可能難以估計；但藉由量子運算的優越算力，便可以將原本需要花費的時間大幅縮短。

量子運算與傳統運算的差異

	量子運算	傳統運算
處理資料方式	量子位元(qubit)，由於量子疊加的特性，它可以為0、1的線性組合的疊加態，表達球體上的任一點	位元(bit)，只能以0或1兩種方式呈現
運算模式	由於量子糾纏特性，可同時對2的n次方個數進行數學運算(平行計算)	逐步計算，一次運算只能處理一次計算任務
計算能力	與量子位元數多寡呈現指數關係，1台n量子位元的量子電腦算力在理論上等同於2 ⁿ 台n位元的傳統電腦算力	與位元數多寡呈1比1的線性關係

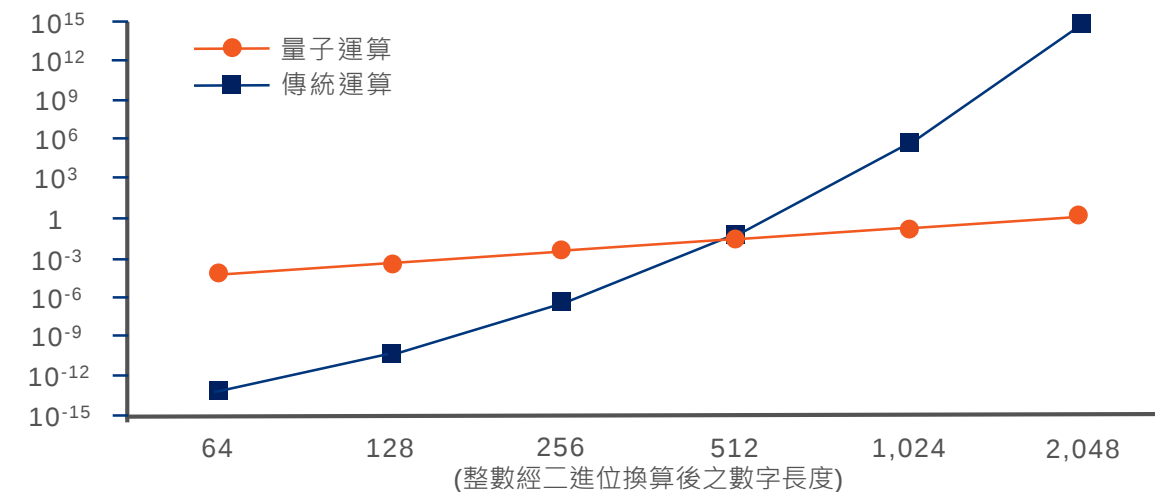
註：量子位元能夠被運用，量子必需達到「量子疊加」和「量子糾纏」

- **量子疊加(Quantum superposition)**：1個量子系統，可以同時存在多個不同的狀態。以硬幣為例，古典力學中，硬幣只會處於正面或反面兩種狀態(如同二進位的0、1)，但在量子力學中，硬幣就好比在旋轉一樣，同時表達正面與反面的各種可能性。
- **量子糾纏(Quantum entanglement)**：處於糾纏態的A、B兩顆粒子彼此分開後，無論距離多遠，當我們改變A的狀態時，B的狀態也會立即改變。

量子運算在解決複雜問題時具有優勢

處理巨大整數的因式分解問題時，量子電腦與傳統電腦所需花費的時間比較

(花費時間：小時)



資料來源：CCID CONSULTING《2021量子計算技術創新與趨勢展望》(左圖)，《Quantum Computing With Superconductors》(右圖)，凱基證券整理





量子運算可望對部分領域帶來突破 但也伴隨潛在風險

- ▶ 量子運算一旦成熟，可能對人工智慧、藥物化學等領域帶來革命性的突破。部分企業開始合作來探索未來可能性。像是2024年1月，微軟與美國太平洋西北國家研究所宣布，利用微軟Azure量子電腦平台和人工智能，從3,260萬種材料中發現一種充電電池材料，可生產出比現時鋰電池更安全耐用的電池，同時減少鋰使用量約70%。如果以傳統方法篩選，需要花上20年時間，但藉由上述方式科學家只花了一星期便完成。
- ▶ 另一方面，近期隨著谷歌發表新一代量子晶片Willow，在算力及錯誤率取得突破下，比特幣的安全性也成為熱門討論議題。不過，Ben Sigman認為，破解比特幣的兩種演算法估計需要一台擁有百萬量子位元的量子電腦(Willow僅擁有105個量子位元)，短時間內要威脅到比特幣演算法的可能性並不高。

量子運算可望對部分領域帶來突破			
領域	說明	領域	說明
人工智慧	處理高複雜或非結構化的大型資料時，量子運算的效率和能力可以開啟人工智慧的新視野	藥物和化學研究	量子電腦可以創建增強的模型來揭示原子如何相互作用，可能徹底改變新藥和新產品的開發
增強機器學習	量子運算可實現更複雜的機器學習模型和演算法，從而實現更好的預測、更快又有效的學習	電池技術	量子運算的有助於了解鋰化合物和電池化學之研究，帶領電動車電池及其整體性能的重大進步
金融	有望降低風險、優化大型投資組合並更了解全球金融趨勢和動向	天氣預報	透過量子運算快速處理大量資料來徹底改變天氣預報，從而在氣候變遷中實現快速而準確的預測
資訊安全	量子運算將改變隱私和加密，為傳輸中和靜態的資料提供強大的保護	最大化資源利用	透過優化複雜的系統和流程，它可以幫助產業更好地利用資源、減少浪費並提高整體生產力
運輸管理	量子運算擅長即時處理大量數據，同時優化整個車隊的路線，減少延誤並提高效率	環境建模	量子運算應用提供了對複雜環境系統進行建模的機會，可能更好地了解環境動態未來變化

量子電腦未來對加密貨幣可能構成威脅		
比特幣主要演算法	橢圓曲線數位簽名演算法256位元 (ECDSA 256-bit)	安全雜湊演算法256位元 (SHA-256)
功用	為比特幣交易提供數位簽章	確保比特幣帳本的完整性，並在比特幣的工作量證明機制中發揮重要作用
攻擊演算法方式	肖爾演算法(Shor's algorithm)：用來攻破橢圓曲線加密(ECC)，使比特幣交易暴露於潛在的安全漏洞中	格羅弗演算法(Grover's algorithm)：用來加速破解比特幣的安全雜湊演算法
所需邏輯量子位元	約莫2,500~3,000邏輯量子位元	約莫1,000~1,500邏輯量子位元
所需物理量子位元	至少250萬物理量子位元	至少100萬物理量子位元
註1：邏輯量子位元為一種抽象概念，透過組合多個物理量子位元來增強穩定性，為長時間運行的量子計算提供可靠性及糾錯能力，上述1個邏輯量子位元以1,000個物理量子位元進行估算		

資料來源：Veritis (左圖) · Ben Sigman (右圖) · 凱基證券整理

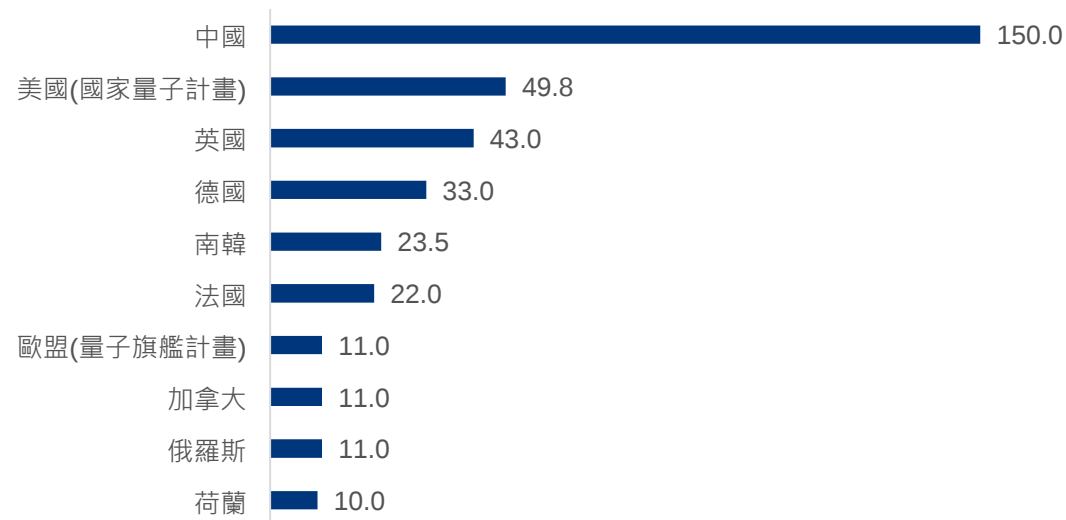


算力即是國力 美國採取更嚴格禁令應對中國崛起

- ▶ 根據QURECA統計各國投資在量子運算領域中的規模，可以發現中國投資金額遠超過其他國家，也造就中國於該領域上的技術突飛猛進，根據日本VALUENEX於2024年10月發布各企業和機構擁有的量子電腦公開專利數量，中國本源量子首次成為榜首。對照前次(2020年)統計，該公司排名第10大。在過去3年期間，本源量子新增了363項專利，超過同一時期美國IBM的212件，使其引發市場關注。
- ▶ 面對中國在量子領域上日益壯大，影響到美國領導地位及國防安全，也使得美國不得不採取更加嚴謹的禁令防堵。2024年10月28日，美國政府頒布對美國個人和公司投資中國大陸先進技術的限制，針對量子運算部分，禁止所有「與量子電腦開發或量子電腦生產所需的任何關鍵零件有關的交易，以及其他量子系統的開發」，相對於半導體與AI相關禁令，量子運算禁令更加嚴格，可見美國政府對其之重視。

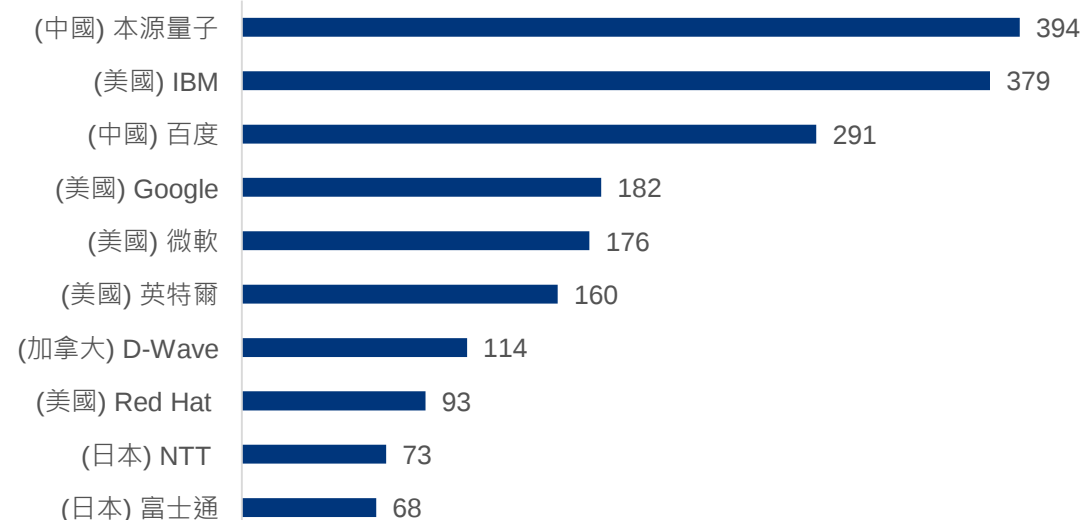
中國於量子運算領域投資金額遠超其他國家

量子運算領域中投資規模排名前10大國家(億美元)



本源量子為目前量子運算專利數最多的企業

量子運算專利數前10大企業(統計1990年以來)



資料來源：Qureca (左圖) · c114通信網、工商時報(右圖) · 凱基證券整理



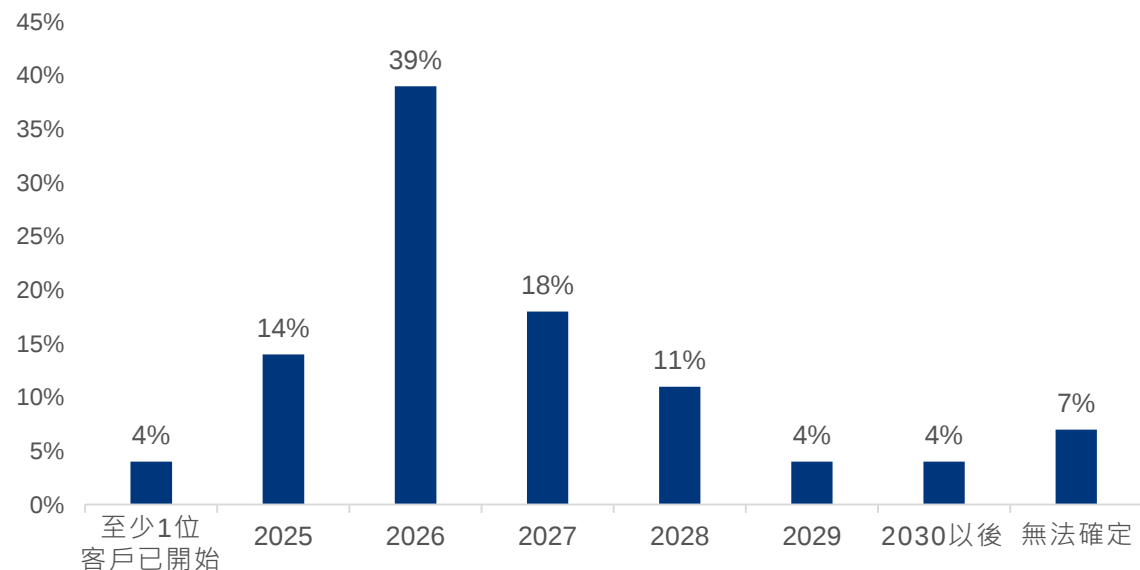


預計量子運算市場未來10年將高速增長

- ▶ 根據Omdia針對全球各地28個量子運算供應商的調查，受訪者表示目前客戶購買量子運算的目的尚處於學習及試驗技術的階段，以了解其潛力及應用，預計隨著時間推進，多數人預測2026至2027年將是產業成長的關鍵拐點，屆時量子運算料將出現經濟優勢，例如與傳統運算相比，在速度、效率、質量或成本等方面出現優勢，並開始作為生產或營運上的使用。
- ▶ 而根據Vision Research Report發布的最新報告，大型科技公司目前正大量投資量子研究領域，旨在利用其潛力來解決傳統電腦無法有效解決的複雜問題，預估到2033年，全球量子運算市場規模將從2023年的12.4億美元成長至77.5億美元，年複合成長率將達20.12%，呈現高速擴張態勢。

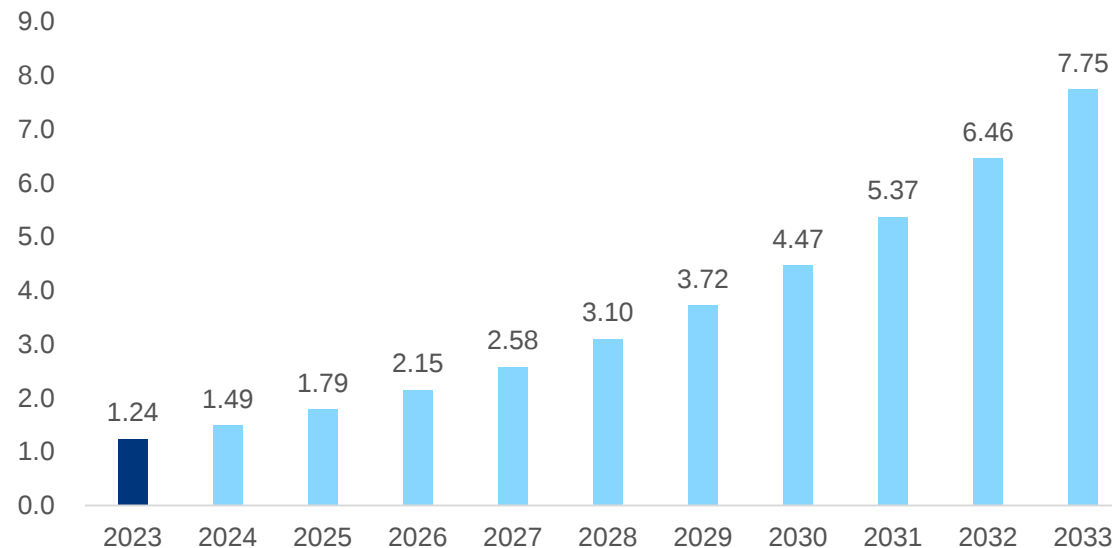
供應商普遍預估量子運算將於2026至2027年商轉使用

受訪者認為什麼時間點客戶會將量子運算作為生產或營運上的使用



預估2033年，全球量子運算市場規模將達77.5億美元

量子運算市場規模預估，十億美元



資料來源：Omdia (左圖) · 2024年10月3日發布；Vision Research Report (右圖) · 2024年9月發布，凱基證券整理



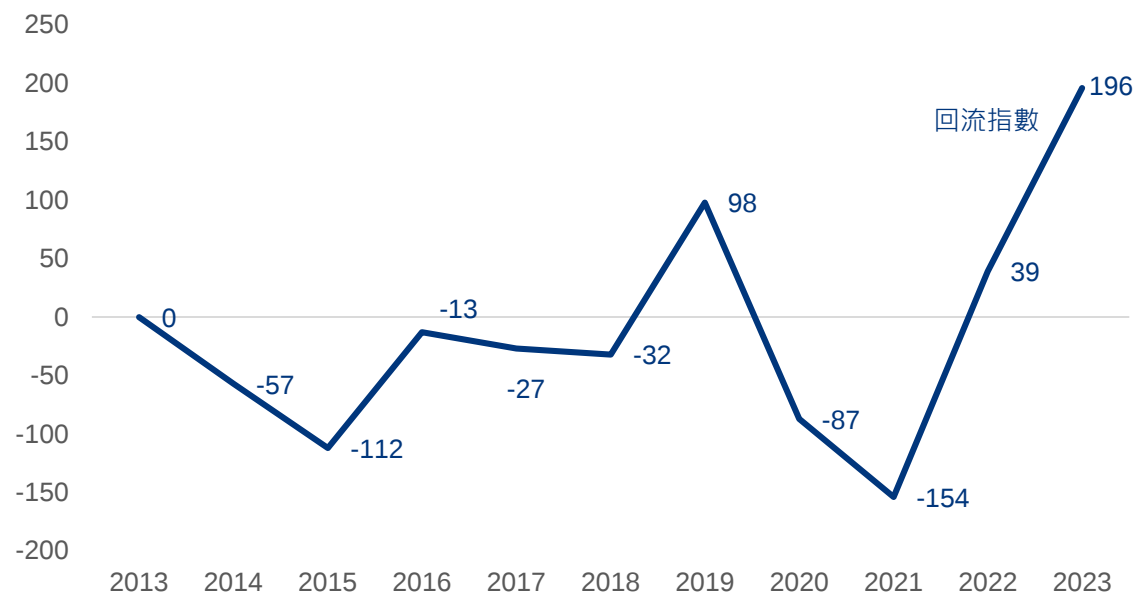


供應鏈本土化與製造業回流美國不可逆

- ▶ 隨Covid-19爆發、俄烏戰爭以及中美角力升溫，過去全球化供應鏈的脆弱性被重新檢視，越來越多企業考慮縮短生產流程，將生產基地移回國內或鄰近的地方，回流、近岸外包等詞彙在企業財報中，被討論的次數增加。2025年因川普的MAGA主張，藉加徵進口關稅逼迫各國企業增加在美國投資設廠，將加速全球供應鏈重組，預期更多公司將透過生產回流或近岸外包方式，把生產移往勞動力更低廉、縮短運送成本的新基地。
- ▶ 觀察美國2023年製造業回流指數，已續創歷史新高，為2019年高點的2倍，連續兩年大幅度的往美國本土移動，預期今明兩年將持續成長。此外，隨著企業和工廠回流，製造業相關的建設支出也從疫情後大幅躍增，2023年美國製造業建設支出金額成長了40%，來到歷史高點，今明兩年推估亦將呈高速成長。

2013-2023年美國製造業回流指數大增

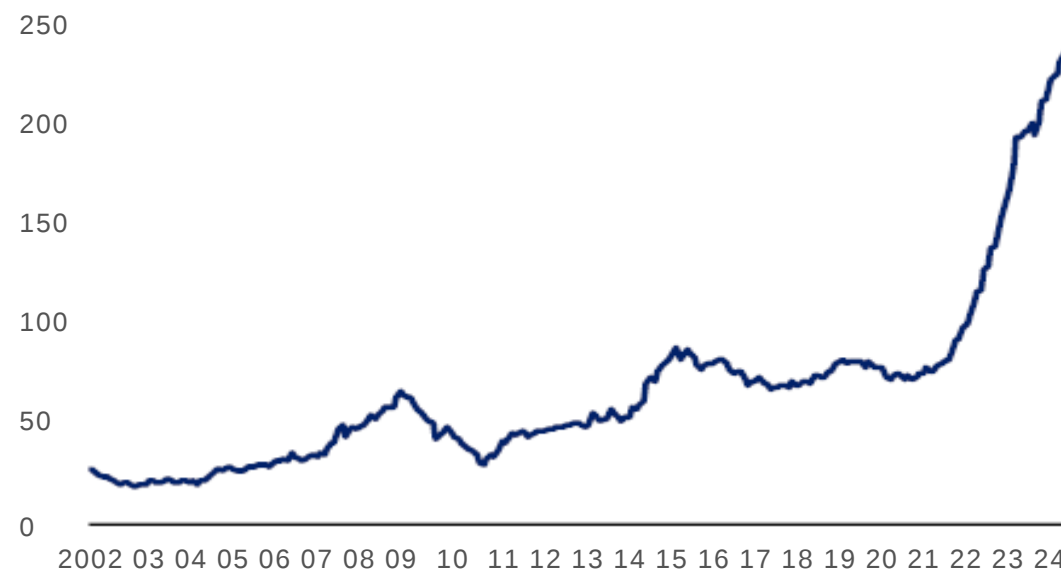
採美國製造業進口比率年增率，%



資料來源：Kearney · "Make in America here to stay?" The 2024 Reshoring index report. J.P.Morgan

2023年以來美國製造業建設支出成長40%

製造業建設支出(十億美元，截至2024年7月)



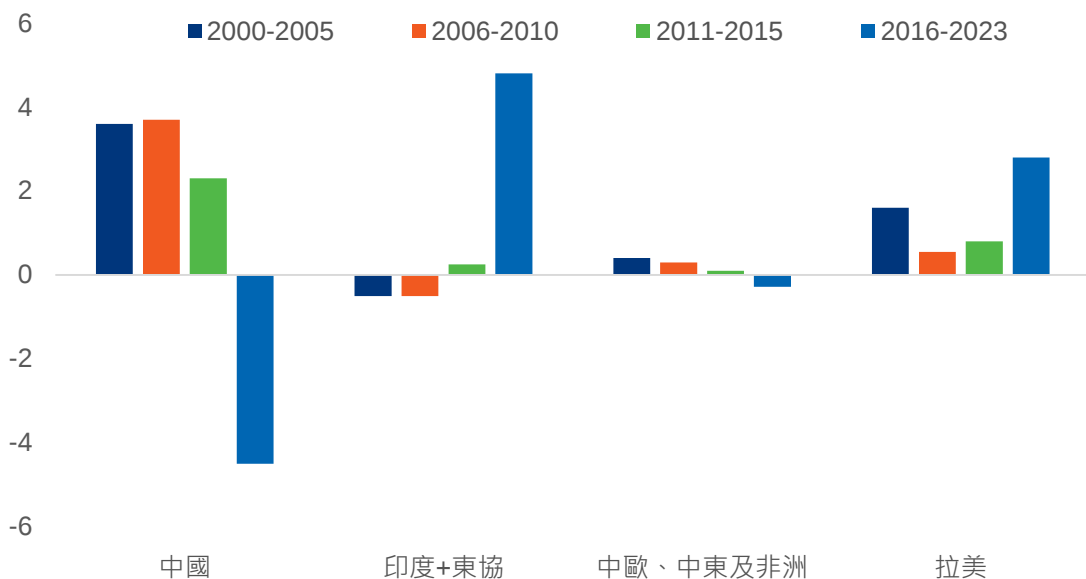


去全球化增加在地生產，新興產地重新洗牌

- ▶ 預期2025年，地緣政治緊張和貿易壁壘將推動供應鏈持續轉移，俄烏與中東戰爭對地緣政治風險擾動依舊，歐盟、美國與中國間貿易壁壘升級，將重塑全球供應鏈格局。統計至2023年底，美國對許多中國進口商品徵收關稅，加上俄烏衝突對俄羅斯嚴厲制裁，對全球貿易活動造成衝擊，但去全球化並未使全球經濟與企業利潤受到太大減損，主因供應鏈具有靈活的調整和韌性，多數企業將生產地向其他低成本地區轉移。
- ▶ 美國對中國進口商品徵收關稅，使中國佔美國進口份額比重在2016年到2023年期間下滑，減幅被東協、印度和拉丁美洲國家的出口彌補。大部分的供應鏈正邁向多元化，不再過度集中於中國，有利其他新興國家經濟成長，墨西哥和越南是過去兩大主要受惠國，印度和泰國出口也有著顯著上升。預期未來即使川普持續對其他國家加徵關稅，供應鏈彈性調整，將使其他運輸或勞工成本較低的區域受惠，對全球經濟衝擊應可控。

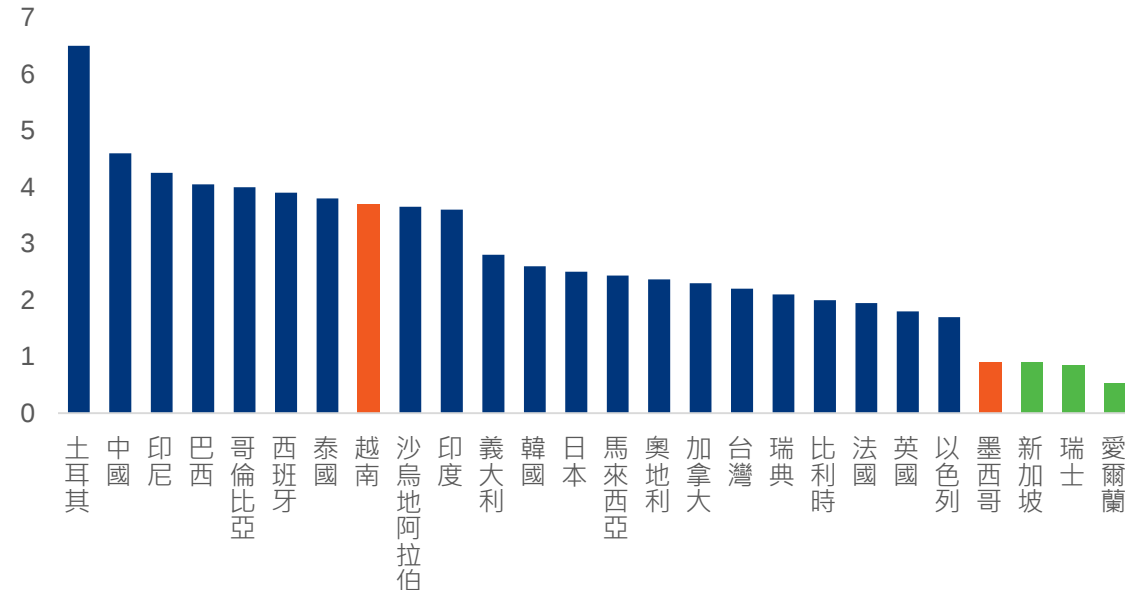
中美貿易角力造成的產地移轉，使新興國家此消彼長

美國從各地進口佔美國全部進口比例變動，%



過去墨西哥因運輸成本低廉受惠，若調整或有利他國

2023年按區域劃分美國進口運輸成本佔運輸價值，%



資料來源：J.P. Morgan、Bloomberg，2023年12月20日，右圖橘色柱體為過去貿易戰受惠國，綠色柱狀體為符合運輸成本較低的區域，未來可能有機會受惠



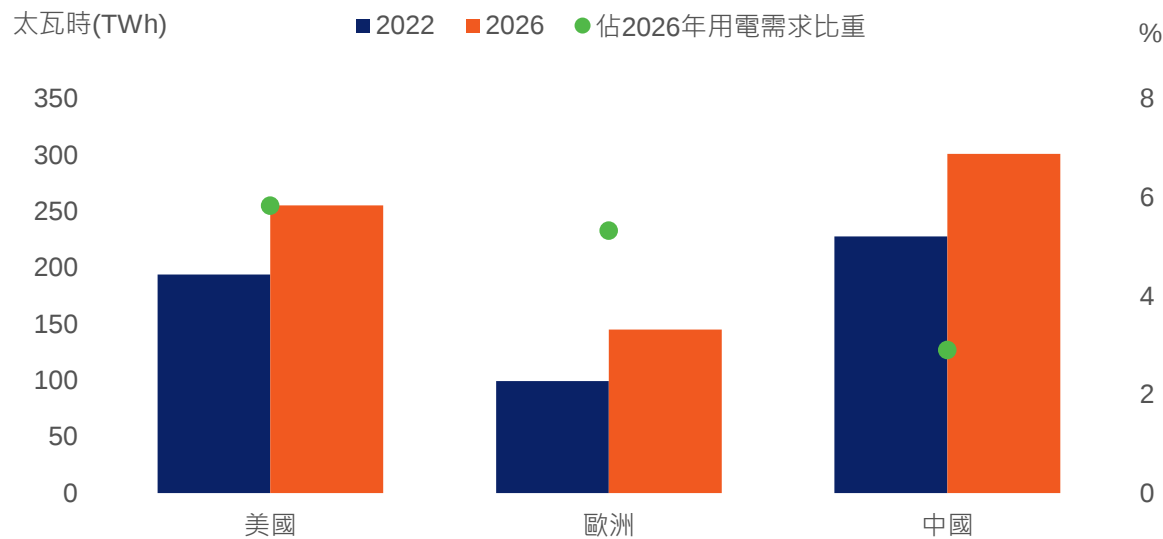


核能重啟

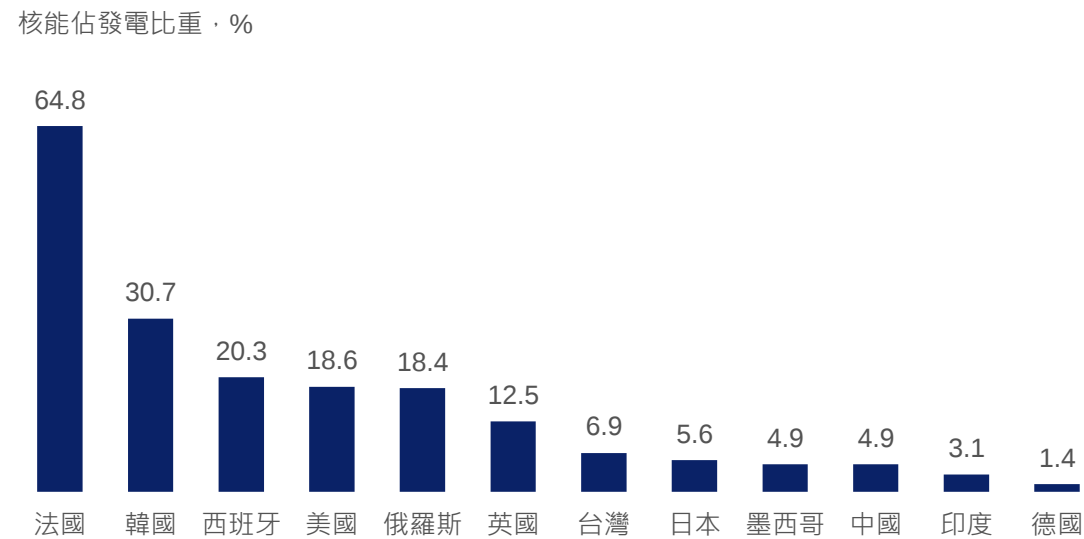
電力需求大增，地緣衝突使燃料取得困難，核能難被取代

- ▶ 受惠AI趨勢發展，主要國家用電量因而大幅增加，IEA預估於2026年AI用電佔美國國內用電比重將達6%。而受到地緣衝突影響，能源取得比以往更不易，能源價格波動亦容易帶動通膨上升。因此為滿足用電需求，又要符合潔淨能源原則，各國持續討論是否將核能納入潔淨能源的範疇。
- ▶ 核能具備幾大優勢，包含發電效率高、低汙染、燃料費用低、成本不易大幅波動，且供電穩定。而目前核能在歐洲(包括法國、西班牙及英國)、美國及韓國等國發電比重皆逾10%，且俄烏戰爭後，天然氣等用於發電的燃料取得受阻，因此核能發電地位短期難以被取代。

AI用電需求佔比將提高，可望帶動核能發展



歐美核能佔比高，短期核能仍難被取代



資料來源：International Atomic Energy Agency (IAEA)、Bloomberg New Energy Finance (BNEF)、凱基證券整理



凱基證券



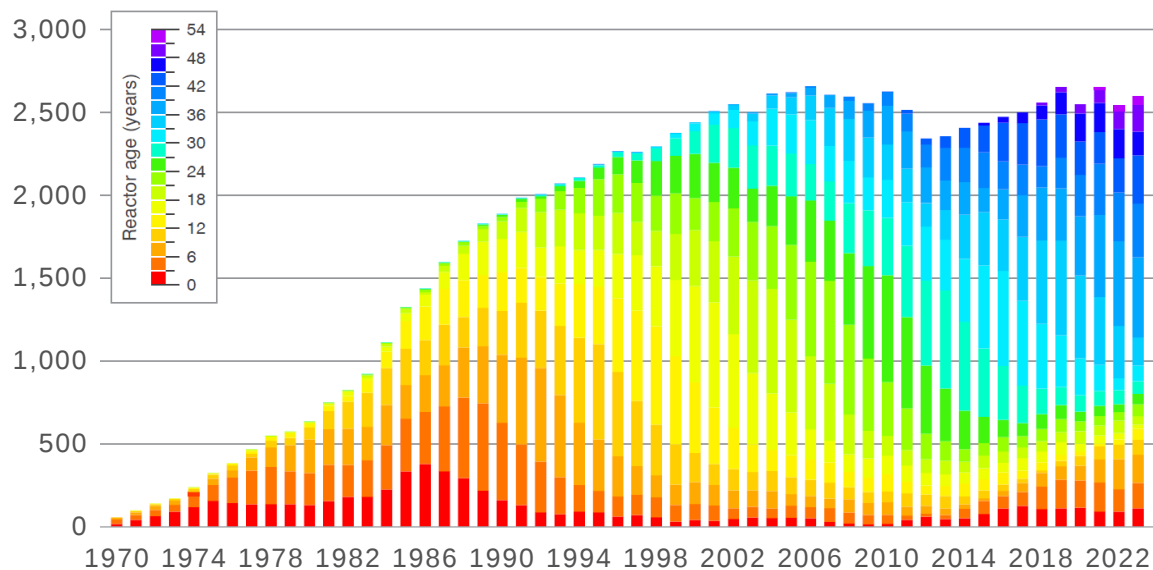
核能重啟

高齡核電廠可能陸續退役，新建或重啟核能受矚目

- ▶ 全球2023年核能發電量達到2602太瓦時(TWh)，與歷史高峰值相當，然而已自2012年以來增加不少。但隨著越來越多高齡核電廠屆齡退役，全球多個國家正在推動核電廠的長期運行計劃，以延長現有核電廠的使用年限。其中，美國、韓國和捷克等國家已經或正在推進核電廠的延壽計劃，目標是延長運行至60年甚至更長。而2024年新建的大型反應爐主要位於亞洲(尤其是中國)，歐美則多將退役的核電廠重新投入營運。
- ▶ 雖然重啟退役的核電廠或延長既有核電廠可彌補短期供電需求，然而觀察近幾年，退役廠數逐漸升高，且後續沒有更多核電廠新建，導致永久關閉與新營運廠數大致打平，短少的供電勢必要有替代方案。在地緣衝突、產業發展及通膨等不同壓力下，核能解決方案將再度受到全球矚目。

目前全球既有核電廠已陸續老化

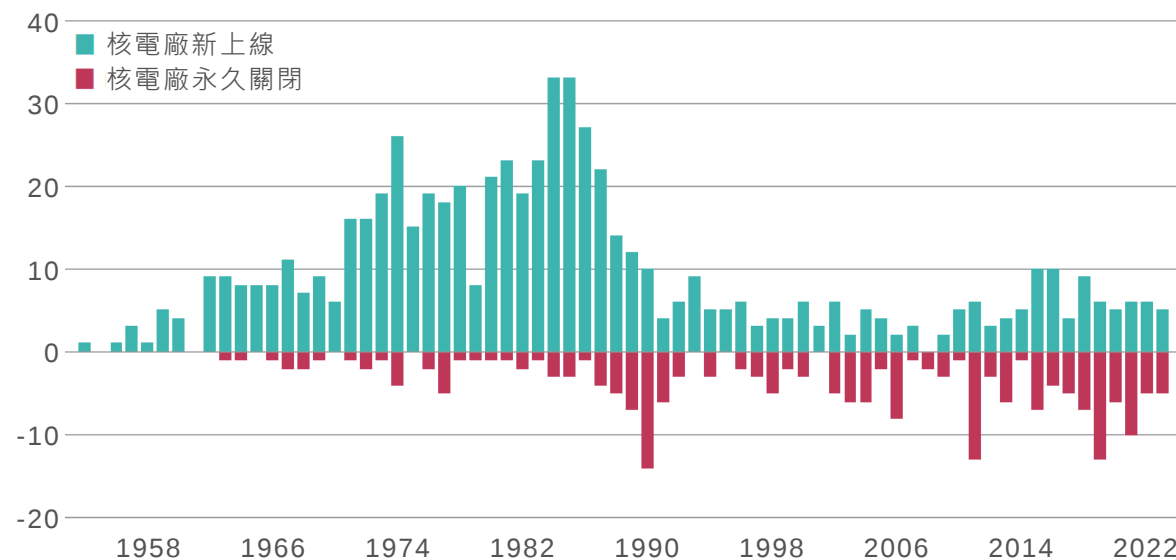
全球核反應爐年紀與核能發電量，太瓦時(TWh)



資料來源：World Nuclear Association

高齡核電廠陸續退役，有賴新建或重啟彌補缺口

核能發電廠新上線與永久關閉數

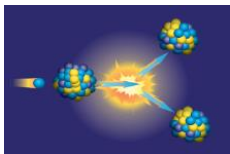
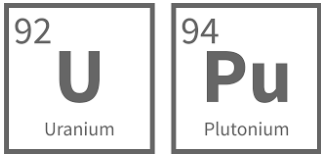
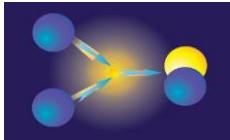
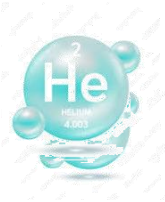




核融合具無限、清潔、安全特性，技術往工業等級開發中

- ▶ 核融合是兩個輕原子核結合形成一個較重原子核，同時釋放大量能量的過程。除了產生的能量比核電廠的核分裂技術多出4倍、比石油或煤炭多將近4百萬倍，且元素可自海水中提取，供應可持續數百萬年。目前在實驗室已可實現非常接近核融合反應器所需的條件，若該技術逐步以工業規模的方式實現，有機會提供幾乎無限且兼顧清潔、安全和便宜的能源。
- ▶ 核融合技術相較核分裂(核電廠)安全，除了不會產生高活性或長壽命核廢料外，由於反應維持難度高，因此失控和熔毀的風險較低，且若發生事故或系統故障，能量降低即會使反應終止。而核融合與核分裂反應本身皆不會有二氧化碳或其他溫室氣體產生，為低碳電力的長期理想來源。

核分裂與核融合比較

	機制	燃料種類	反應主要副產物	危險度	能量	技術成熟度
核分裂	一個較重原子核分裂成兩個輕原子核 	鈾與鈾 (需濃縮達一定程度) 	較強放射性核廢料 	高，放射性廢物可能延續數千年	石化燃料的400萬倍	自第一座核電廠運轉至今已超過60年的歷史
核融合	兩個輕原子核結合形成一個較重原子核 	氫 (主要為同位素氘和氚) 	氦氣 (為常見的惰性氣體) 	相對低，核融合反應產生氦氣(惰性氣體)及放射性低的氘	約為核分裂的4倍	目前仍在實驗室階段，技術上可行但維持反應的高溫、高壓難度較高

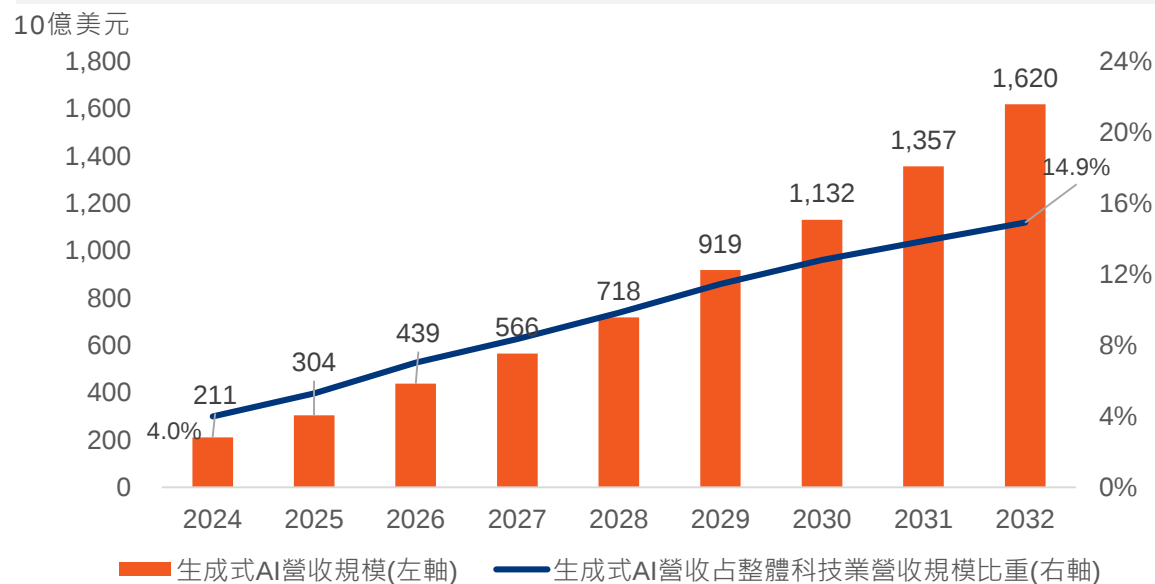
資料來源：美國能源部，凱基證券整理



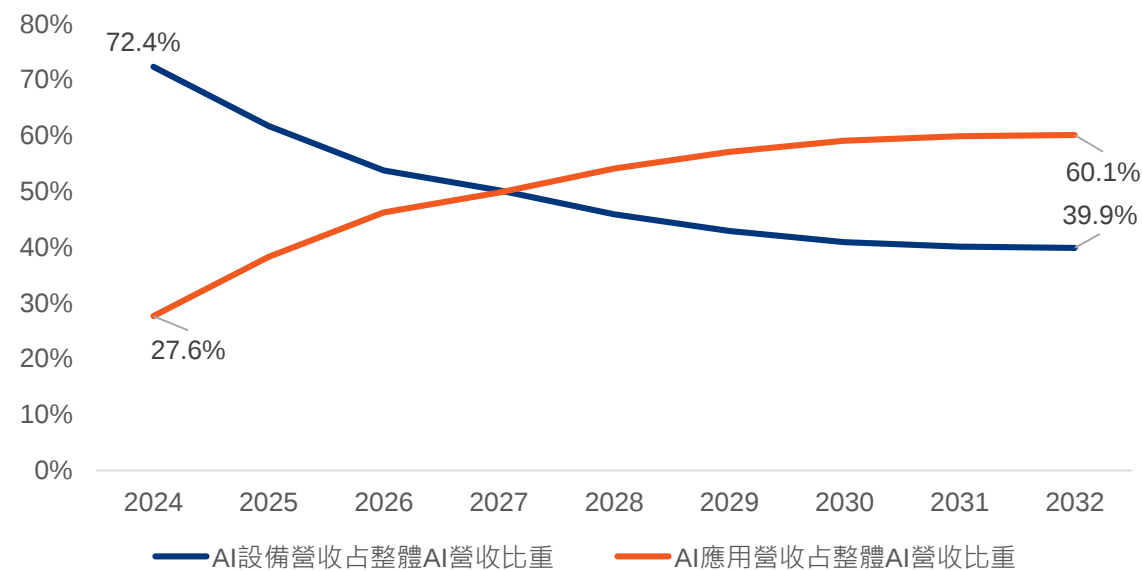
AI設備建置仍為當前發展重點，後續AI應用將逐步提升

- ▶ AI(人工智慧)可以協助整合與分析大量資料，並可完成重複性高的工作事項。隨AI將逐步進入人類生活，企業也將擴大對AI的需求。根據彭博估計，到 2032 年，生成式AI有望在硬體、軟體和服務等方面產生1.6兆美元的收入，佔所有科技產業營收比重將從2024年的4.0%提升至14.9%。
- ▶ 由於當前AI訓練模型對於收集大量資訊、快速傳輸與處理分析的需求持續發展，從而推動對數據中心伺服器 and 儲存單元、甚至是網路雲端等設備需求暢旺。然而AI訓練的目的最終皆需走向應用，透過AI與人類互動並處理複雜問題的需求也將逐步增加。根據估計，2024年AI設備營收佔整體AI營收約為72.4%，應用僅佔27.6%，但到了2032年，AI設備營收將僅佔39.9%，應用則將來到60.1%。

生成式AI營收佔整體科技業營收持續攀升



AI設備營收佔比仍大於應用，之後將逐步拉近



資料來源：Bloomberg

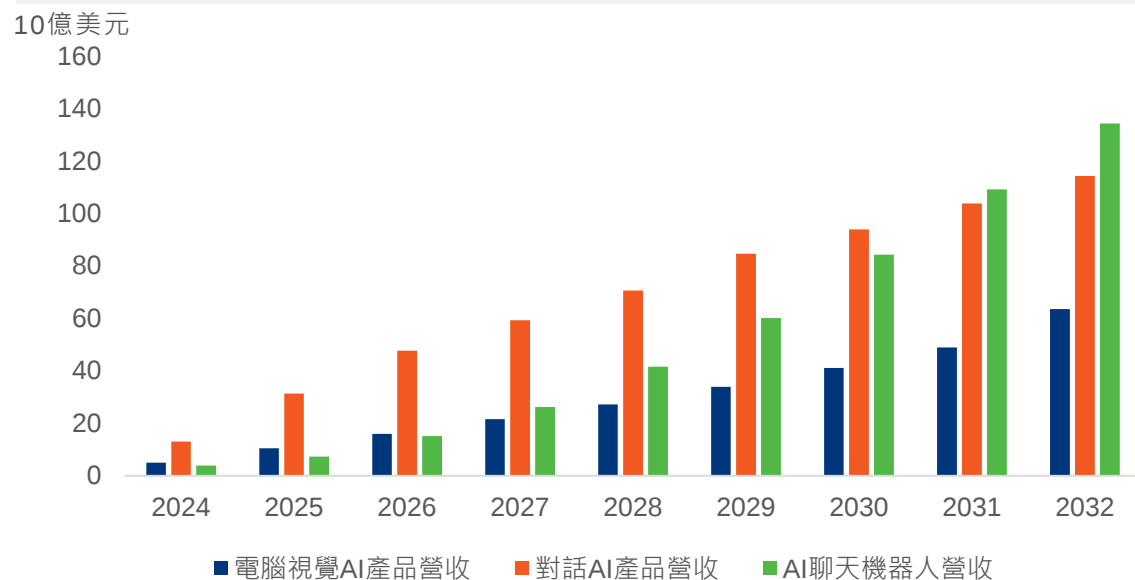




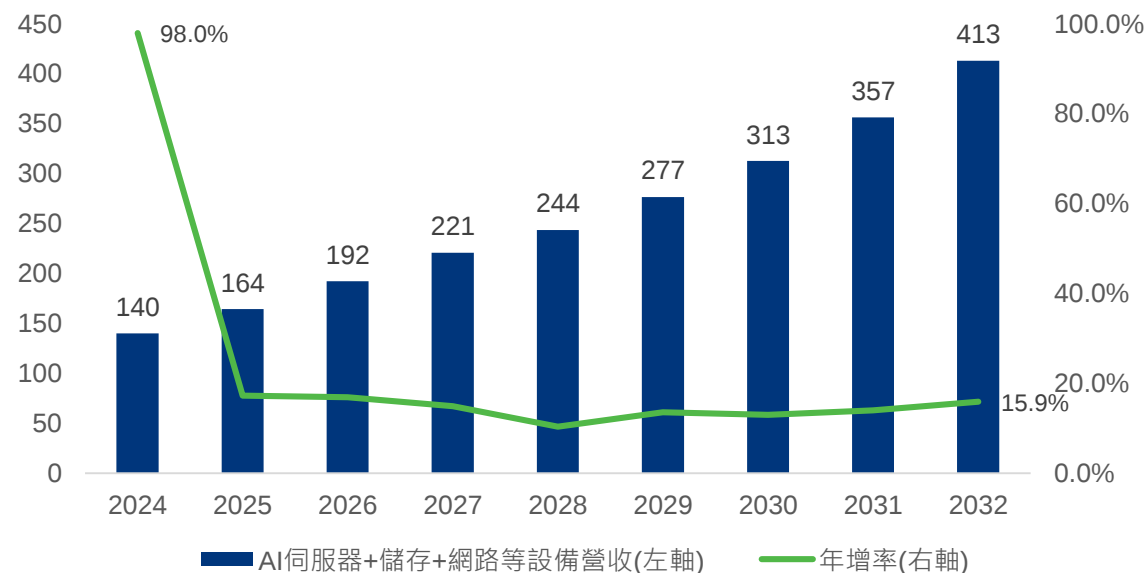
AI應用技術持續成長，伺服器等設備成長則轉趨穩定

- ▶ AI機器人相關應用技術主要包括電腦視覺AI、對話AI、AI聊天機器人等，電腦視覺AI較為人熟知的應用為自駕車、臉部辨識、車牌辨識等，對話式AI則是主要運用在AI客服、語音助理、智慧家庭等，聊天機器人則像是ChatGPT、Gemini等，能透過與人類互動進行資料整理分析與回應。儘管當前仍以電腦視覺AI與對話式AI為市場主要營收來源，但隨著AI學習與推論能力提升，聊天機器人的運用所帶來的營收也將逐步攀高。
- ▶ 根據彭博估計，隨著AI持續發展，企業端對伺服器處理能力、大量儲存空間與高速且低延遲的網路等需求仍將持續上升，並可望由一開始因為低基期所產生的爆發性擴張轉向穩定的雙位數成長，即便如此AI設備需求仍為整體市場不可或缺的收入來源。

AI機器人重點應用產品年複合成長率為41%~66%



伺服器、儲存與網路等設備需求市場將轉趨穩定成長



資料來源：Bloomberg

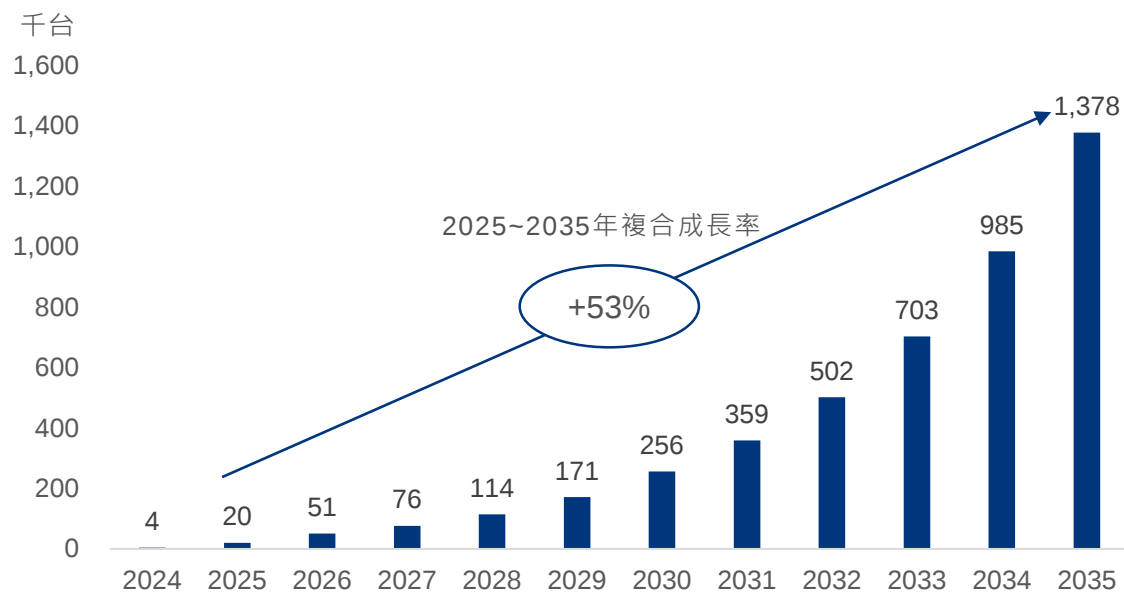




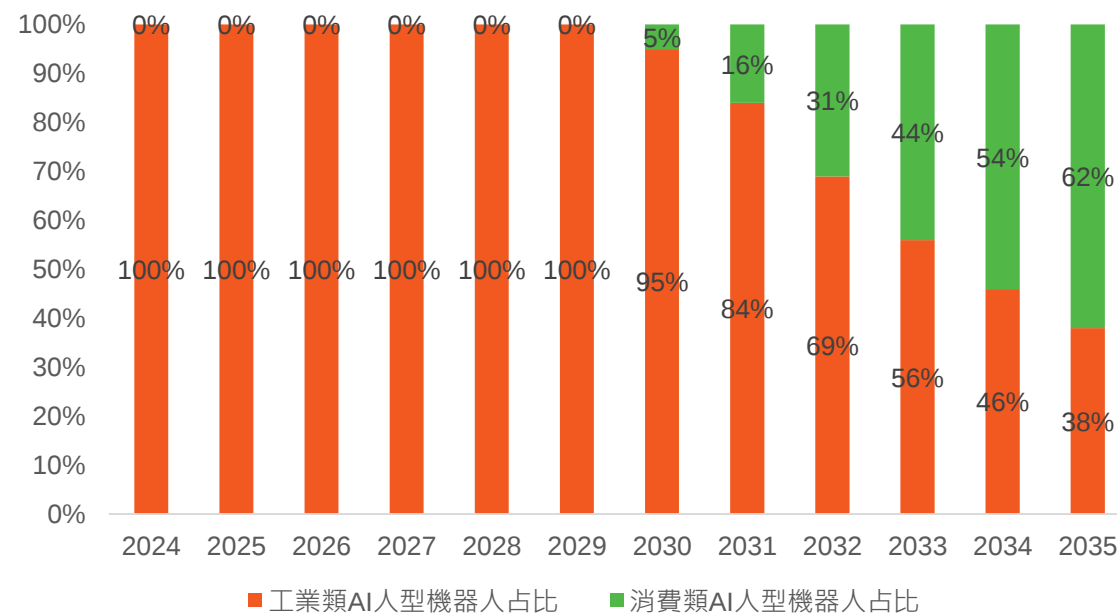
AI人型機器人市場快速擴張，消費類AI機器人占比將提升

- ▶ AI人形機器人是一種可模仿人類行為的智能機器人，人形機器人能夠藉助於視覺感知學習新技能、理解語言與人類互動，更可善用流暢的肢體協作能力，無縫接軌地完成人類的部分工作，例如高危險、高重複性、較困難等工作類型。隨著AI與零組件等軟硬體技術的突破性發展，以及生產成本不斷下降等利多，根據高盛估計，未來10年AI人形機器人市場有望高速成長，年複合成長率高達53%。
- ▶ 當前AI人型機器人主要應用在工廠、倉庫等場域以實現自動化，並且處理對於人類來說相對危險之工作。然隨技術持續進步，未來人形機器人有望走入人類生活，預計最快將在2030年便可進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。

2035年AI人型機器人預估出貨量將突破1,300萬台



當前以工業類AI人型機器人為主，消費類將逐步攀升



大趨勢一覽

趨勢主題	說明
 加密貨幣	加密貨幣市值規模持續增加，除了比特幣外，其他加密貨幣規模成長更快，顯示加密貨幣逐漸為市場接受。隨著現貨ETF市場規模快速增加，降低一般與機構投資人進入門檻，加密貨幣長期將受惠於ETF規模自然成長與資產配置比重放大。
 量子電腦	算力即國力，量子運算技術目前不僅是科技巨頭的必爭之地，也是美中科技角力的一環。隨著技術逐步成熟，應用導入商轉的機會指日可待，預期未來10年全球量子運算市場規模年複合成長率將以雙位數的增速擴張。
 去全球化	因川普藉加徵關稅逼迫各國企業增加在美投資設廠，將加速全球供應鏈重組，生產移往勞動力更低廉、縮短運送成本的地方，有利於產地製造業相關的建設支出。供應鏈彈性調整，亦使其他運輸或勞工成本較低的新興市場受惠，對全球經濟衝擊可控。
 核能重啟	- 核融合反應需要比太陽更高的溫度，在實驗室已可實現非常接近核融合反應器所需的條件，科學家和工程師持續優化技術中。 - 若該技術以工業規模在地球上複製，有機會提供幾乎無限的清潔、安全和便宜的能源，滿足全球能源需求。
 AI機器人	- 隨AI逐步進入人類生活，企業也將擴大對AI的需求，AI相關營收較整體科技業營收佔比可望持續攀高。 - 當前AI人型機器人主要應用在工廠以實現自動化，並且處理相對危險之工作。然隨技術持續進步，可望進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。

資料來源：凱基證券整理

3

資產配置

資產類別建議

資產調整建議

投組配置建議

核衛配置建議

資產類別建議 – 區域

▶ 關注美股企業獲利預估變化，逢回布局優質中大型股；薪資強勁成長有望帶動日本內需股；持續看好印度長期成長空間。

看空

中立

看多

• 前月看法

綜合評論

區域	美國股市		美國企業獲利狀況佳，復以川普上台後相關政策若能落實將有助支撐企業基本面，維持偏多看待
	歐洲股市		歐洲製造業與服務業未見顯著改善，所幸歐洲央行降息支撐，但須留意政治波瀾對市場信心影響，維持中性看法
	日本股市		隨勞動需求大於供給有望推升薪資成長，加上政府政策作多，內需股有望受惠，中性偏多看待
	中國股市		中央經濟工作會議結果符合預期，但仍未有明確財政規模數據，陸股震盪盤整，維持中性看法
	臺灣股市		1Q25獲利動能仍強有望對臺股帶來支撐，但指數本益比偏高恐推升波動，維持中立偏多看待
	新興亞洲		中國財政支出規模仍待觀察，陸股震盪加劇；印度長期成長動能吸引資金持續流入股市，整體新亞維持中性看待

資產類別建議 – 產業

► 聚焦政策受惠之金融與工業類股，留意具備AI長多趨勢的科技類股，逢拉回可擇優布局

看空 中立 看多 • 前月看法					綜合評論
產業	非必需消費		美國經濟軟著陸為基本預期，且消費者支出仍穩健，惟評價面不算便宜，整體維持中立看法		
	必需消費		儘管類股具備抗波動特性，但獲利成長相對落後，維持中立看法		
	能源		能源類股獲利預期未脫離負成長，且OPEC預期2025年市場需求恐將下滑，維持偏空看法		
	金融		銀行併購業務顯著復甦，加上將受益川普政府放寬金融監管利多，維持偏多看法		
	醫療保健		政策變動對醫療價格帶來壓力，但長期看好人口高齡化及醫藥需求有望支撐類股表現，維持中立看法		
	工業		長期受惠廠商回流、自動化及政府財政支出推動需求，維持偏多看法		
	資訊科技		長期看好美國科技業、AI主題成長動能，惟評價面仍昂貴，須留意短期波動風險，維持中立看法		
	通訊服務		獲利預估成長幅度領先多數產業，然須留意估值偏高可能帶來的壓力，維持中性看法		
	原物料		中國中央經濟工作會議雖確立貨幣適度寬鬆方向，但未有宣佈明確財政規模，復以當前中國需求續疲，維持中立看法		
	房地產		雖房市數據未見顯著改善，但利率走降有望對銷售帶來支撐，整體維持中立看法		
	公用事業		看好長期能源轉型，但高殖利率對評價面恐帶來壓力，維持中性看法		

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

利率擾動仍存，以短天期債美國公債、投資級債逢利率上揚鎖利；聯準會縮減降息展望，美元、美債殖利率上彈，黃金等商品短期承壓。

看空

中立

看多

• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券		美國通膨改善缺乏進展與就業數據持穩，川普新政推升通膨預期，公債殖利率走揚，宜以短天期公債進行鎖利
	投資級債券		企業債於經濟軟著陸表現穩健，然信用利差仍處低位，可配置金融、通訊、公用等調整後利差較高的投資級債
	非投資級債券		美國企業基本面持穩，然經濟存在下行風險，非投資級債利差有擴大可能，宜避開B級以下企業債，降信用風險
	新興市場債券		中國刺激政策與部分國家持續降息，關注新興債投資機會，然美國降息預期漸減，留意強勢美元對新興債影響
商品	原油		中國經濟疲軟但美國經濟穩健，美元偏強對原油有壓，但美國即將進入假期生產淡季，原油庫存偏低，使其維持震盪
	黃金		美元強勢走升、美債殖利率上揚，黃金短期承壓，然地緣政治風險未歇，加上美國財政赤字隱憂，有利長期金價表現
貨幣	美元		聯準會鷹式降息，2025全年降息幅度縮減至2碼，歐洲央行展望偏鴿，美德利差擴大推升美元上漲，預估近期維持強勢
	歐元		歐元區如預期降息，9月通膨年增率僅1.7%，回到央行目標區間，加上經濟明顯放緩，預期未來持續降息，歐元偏弱盤
	日圓		日銀12月維持利率不變，因川普新政存高度不確定性，保留政策彈性，總裁植田語調偏鴿，料2025年春門前續貶
	人民幣		民間內需疲軟景氣弱，政府推出刺激計畫，但多為目標無實施細節，美元強使人民幣續弱以緩和對其出口加徵關稅

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批建立部位

- ◆ 逢利率彈升增持中天期債券
- ◆ 分批投入優質股，或產業中大型股，如金融、工業及電信股，掌握類股輪動機會
- ◆ 定期定額成長股、科技

4 既有部位檢視

- ◆ 檢視資產股債比例、單一國家/產業/公司集中度、債券評等分布是否符合投資人現況
- ◆ 比重較高者，可調整至平衡型基金、投等債基金，降低波動並享息收。



1 資產配置再平衡

- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中天期投等債，或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持基本面不佳中小型股、低信評(CCC級以下)比重高之固定收益商品，並檢視單一發行機構持股比重，降低整體風險性資產
- ◆ 轉進平衡型基金，或投等債調整股債比

投組配置 – 美股及投等債為核心，多元配置降波動

- ▶ 美國經濟溫穩，軟著陸為基本情境，惟2025年下半年川普政策風險可能逐漸浮現，須留意通膨發展趨勢，資產配置以多元為宜。
- ▶ 股權部位以成熟國家中大型優質股為核心，美國優於日本優於歐洲；新興市場以印度做中長期配置。
- ▶ 固定收益以中短天期投資級債為主，中長天期債需視風險承受度適度配置，產業面優先考慮金融、通訊、公用事業等調整後利差較高者。

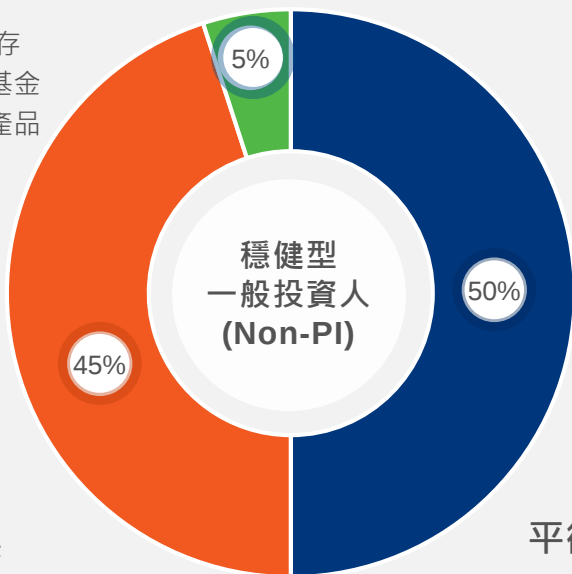
一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

全球股
印度衛星配置



債券

中短天期投等債
投等債基金/ETF

平衡型基金

[一般投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金10%；積極型配置：股票55%、債券45%、現金0%

專業投資人(PI)投資組合配置建議

另類投資

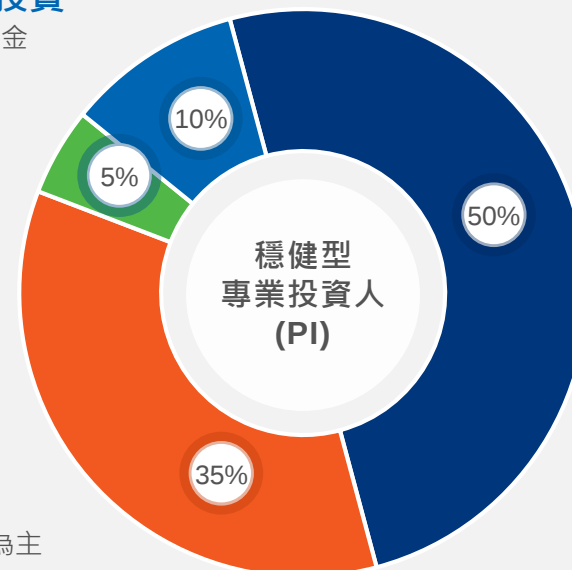
私募基金
黃金
比特幣

股票

美國
日本內需
印度

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



債券

中短天期投等債為主
中長天期投等債適度配置

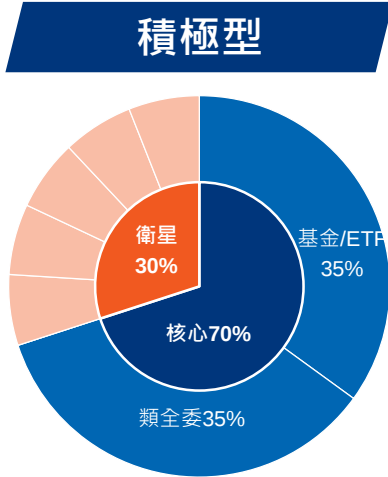
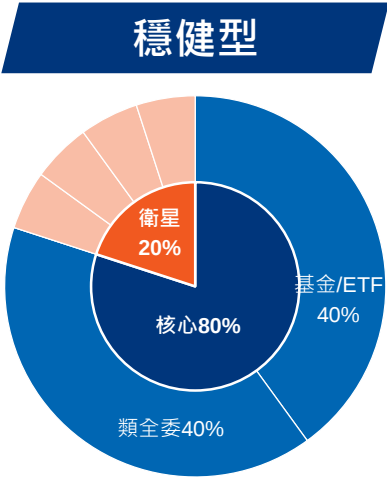
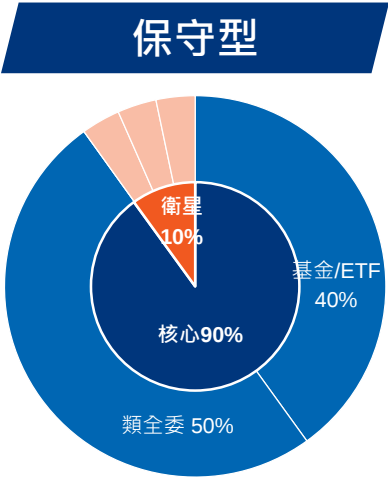
平衡型基金

[專業投資人] 保守型配置：股票50%、債券40%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票55%、債券35%、現金0%、另類10%



核衛配置建議

- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 80%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	40%
衛星 20%	主題投資基金/ETF	20%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 70%	基金/ETF	35%
	類全委帳戶	35%
衛星 30%	主題投資基金/ETF	30%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	
	其他	

附件

2025年主要投行展望與預估

各資產評價、市場波動率與過去報酬分布

重要經濟數據/事件

2025年主要投資銀行展望

	經濟	股市/債市	商品	匯率
美國銀行 Bank of America	預測2025年全球GDP成長為3.3%，其中美國2.4%、中國4.5%，歐元區1.1%，日本將小幅回升至1.3%。全球通膨預計下降至2.6%，但美國核心CPI將維持在3.0%的較高水平。	- 標普500指數2025年目標價6,666，美國股市預期在年初表現亮眼。 - 美國公債殖利率預計維持在4%-4.5%之間，當殖利率升至5%時將是良好的買入機會，企業債利差預期將維持緊縮，但新興市場債利差可能擴大。	- 布蘭特原油均價預計下降至65美元/桶，主因供應改善及需求減弱。 - 黃金預期將漲至3,000美元/盎司，受益於通膨持續和地緣政治風險。	- 美元：預計在第一季見頂，全年對亞洲貨幣保持強勢 - 歐元兌美元：匯價預估升至1.15 - 美元兌日圓：匯價預估升至160 - 美元兌人民幣：匯價預估升至7.4
巴克萊銀行 Barclays	預測全球經濟成長將從2024年的3.2%放緩至2025年的3%。因移民減少和關稅帶來的通膨壓力影響，美國成長預計放緩至2.1%，但去監管和財政政策的支持，經濟仍具韌性。中國預期成長4%，低於市場共識，依賴以穩定為目標的刺激措施，而非加速增長。歐元區預期成長0.7%，受地緣政治風險及全球貿易放緩的限制。	標普500指數2025年底目標價為6,500，美國市場受選後樂觀情緒和去監管預期推動，年底前動能上漲。受降息和低估值的支撐，歐洲股市有望溫和地成長，但仍因關稅和地緣政治不確定性的干擾影響。美國十年期公債殖利率預計將保持在4.25%~4.50%區間水準，反映其經濟韌性和財政壓力。歐洲債券價格可能因關稅風險出現反彈，德國公債殖利率在2025年底預計約為2%。	預計2025年布蘭特原油均價為85美元/桶，但需求減緩和供應過剩可能帶來下行風險。主要風險來自OPEC+產量決策的不確定性，以及全球貿易緊張對需求造成的影響。	- 歐元兌美元：歐元持看空態度，預期表現將落後英鎊 - 美元兌日圓：預期美元兌日圓匯率在短期內維持在較高水平 - 美元兌人民幣：預測人民幣將走弱，在2018年美國關稅實施後曾貶值超過10%，類似情況可能再次發生
法國巴黎銀行 BNP Paribas	預期2025年全球經濟將實現軟著陸，整體呈溫和成長，通膨回到目標，經濟穩步成長，失業率保持低且穩定。美國經濟成長預計將保持韌性，但可能因新政府的財政和貿易政策不確定性而出現放緩。	因美國經濟成長強勁及AI驅動的創新帶來利多，偏好股票而非政府債券。歐洲股市則因地緣政治及結構性問題，預計表現落後。 隨央行降息，固定收益市場有投資機會，其中新興市場的本地貨幣債券殖利率吸引力高。歐洲的投資級信貸因風險調整後的收益優勢備受青睞。	- 全球電力需求增加以及太陽能、風能等技術成本下降，可再生能源投資預計將持續成長。 - 在央行縮減量化寬鬆政策和地緣政治緊張的情況下，黃金預計仍是首選的避險資產。	- 由於聯準會寬鬆政策及美國經濟預期相對韌性，美元預期將繼續保持強勢。 - 因較高的實質殖利率和支持性經濟政策，新興市場貨幣如拉丁美洲地區，預計表現優異。

資料來源：Bank of America · Barclays · BNP Paribas · 凱基證券整理

2025年主要投資銀行展望(續)

	經濟	股市/債市	商品	匯率
花旗銀行 Citi	預測2025年全球GDP成長將放緩至2.2%，低於2024年的2.7%。主因包括美國實質利率偏高、美國有效關稅增加約5個百分點，及中國需求疲軟。	- 標普500指數2025年底目標價為5,700，美國仍是加碼地區，因預期製造業復甦，看好小型股表現。然而，2025年第一季小型股可能面臨關稅挑戰。 - 對政府債券持中性態度，更青睞歐洲債券而非美國國債，反映美國通膨和財政不確定性風險。	- 由於供應過剩及關稅引發的全球需求疲軟持續看跌原油，預計西德州原油價格在2025年中將降至60美元/桶。 - 黃金價格預計在2025年底將升至3,000美元/盎司，受投資需求強勁及央行持續買入支撐。	- 美元指數預計在2025年將保持強勢，全年維持在106以上，受關稅推動的貿易動態支撐。 - 預計在美國對中國60%的關稅下，人民幣兌美元匯率可能從7.1貶值至7.7至8.0。
高盛 Goldman Sachs	預期2025年全球GDP成長2.7%，主要受穩定的經濟環境和通膨正常化推動。美國預計成長率為2.5%，中國與歐洲成長則可能因內需疲弱和潛在的貿易風險而放緩。 預期通膨壓力將保持溫和，全球央行將持續降息以支持經濟活動。	- 標普500指數2025年底目標價為6,500，受惠AI樂觀情緒和穩定宏觀經濟條件。建議採分散配置策略，主要配置美國與亞洲股市，少量布局歐洲股票。 - 預計隨著央行降息，債券殖利率將趨於穩定。美國十年期公債殖利率預計維持在4.25%。	- 布蘭特原油均價預計維持在70-85美元/桶區間，但面臨伊朗供應近期可能中斷的風險。 - 黃金預計到2025年底將達3,000美元/盎司，受地緣政治風險、央行購買及其作為分散投資部位推動。	預計美元將保持更長時間的強勢，受益於經濟成長和利率差異的支撐。歐元兌美元則因歐洲經濟成長疲軟和貨幣政策靈活性有限，可能面臨壓力。
匯豐銀行 HSBC	美國經濟成長的韌性緩解了投資人對經濟衰退的擔憂，較低的通膨預期使得大多數央行能夠繼續降息。 預計2025年全球GDP由2.7%降至2.6%，通膨將由5.5%降至3.3%；美國GDP由2.7%降至1.9%，通膨將由2.9%降至2.7%。	成熟市場央行採取的降息路徑和創新力將仍是2025年支撐全球股市的關鍵因素，仍然最看好美國股市，同時，基本面改善的英國，以及以印度、新加坡和日本為首的亞洲國家股票也具投資機會。 偏好中等期限(5-7年)的優質債券，其收益率保持不變相對來說更具吸引力。	增持黃金，除了讓配置多元化外，黃金也可以作為對沖尾端風險的工具 對油價持中性看法，雖然中東局勢存在不確定性，但美國產出大幅增加及非美國家需求疲軟則可能為油價帶來下行風險。	預計2025年，受到相對較高的利率環境，加上「資金避風港」的特性，美元走強的理由十分充分。或許川普發表美元負面評論可能會造成美元下跌，不過就歷史經驗來說，影響十分短暫。

資料來源：Citi、Goldman Sachs、HSBC，凱基證券整理

2025年主要投資銀行展望(續)

	經濟	股市/債市	商品	匯率
摩根大通 J.P. Morgan	基準情境下，2025年經濟成長將延續2024年表現(除中國例外)，全球經濟成長率將由2.7%降至2.2%，預計歐元區與加拿大寬鬆政策力道將優於聯準會及多數新興國家央行，共和黨大獲全勝將改變美國和全球政策並增加前景風險。	目前兩極化的地區股市表現可能持續到2025年，預期美國股市優於歐元區和新興市場。隨著實質薪資成長的改善、加速回購和持續的企業改革，日本股市將受益於國內通貨再膨脹，持續增持日股。歐元區及中國則建議減持，新興市場保持謹慎。 在聯準會降息幅度有限下，預計美國10年期公債殖利率將在2025年第三季跌至4.10%的低點，並在2025年底反彈至4.25%。	看好貴金屬：黃金連續3年看多，並預估白銀及白金可望追改其表現，預計2025年金價將觸及3,000美元/盎司。其次則為基本金屬：銅和鋁等金屬供應有限，預計2025年初觸底，隨時間慢慢走強。 原油展望轉弱：預計2025年布蘭特原油均價為73美元/桶。	美國優先主義、高利率及創新差距不斷增強，預計美元將持續走高。整體來看，看多美元、瑞朗、日圓；看空歐元、人民幣及英鎊。 歐元兌美元預估2025年第一季將貶值0.99，至第四季將回升至1.08。 美元兌日圓預估2025年將由第一季的152緩步升值至第四季148。
摩根士丹利 Morgan Stanley	預期2025年進入Goldilocks的經濟環境，溫和的經濟成長、通膨放緩、監管放鬆對風險資產有利。然而，川普政府採取哪些政策、何時實施以及力度如何將成為關鍵。不確定性持續存在，導致市場看多與看空的分歧加大。	全球股市看好美國與日本，美國估值偏高，然而企業獲利成長、監管放寬有利於美國企業，即便其他政策變動存在不確定性。日本通膨復甦有利長期發展。債市部分，預期聯準會降息幅度超過市場預期，貿易戰和移民政策對經濟有下行風險，整體公債殖利率呈現牛市陡峭(Bull steepening)，上半年溫和經濟環境支撐表現信用債，下半年股市優於信用債。	OPEC將使布蘭特原油價格有逆風，非OPEC成員國的供給預計大幅超過需求。在金屬部分，銅受到需求復甦且價格位於低檔，為相對看好金屬。黃金上行空間有限，強勢美元將壓抑黃金表現。	貿易戰關稅問題與地緣政治緊張帶來的風險溢酬，有利美元2024年底走強。但實際利率下降，可能限制美元在2025年進一步升值。
瑞士銀行 UBS	2025年與2017年川普剛上任經濟情境不同，較類似於2018年情況，全球經濟成長預期放緩，通膨接近美國聯準會目標，但對通膨的敏感性更高，關稅壓力(對中國60%關稅)將削弱企業利潤率壓抑估值。	2025年股市看好英國、上調美國、勿放棄歐洲，英國有估值優勢和經濟穩健為首選，美國儘管估值昂貴，但在美國政策支持和全球低經濟成長環境下仍具吸引力，歐洲短期動能偏弱但長期有機會反應財政穩健狀況。債市信用利差明顯收窄，偏好高收益信用債券相對歐洲投資級信用債，預期殖利率曲線正常化提供良好風險調整收益，短天期美國投資級債利差有投資機會。	持續看好黃金2025年創新高，但全年漲幅低於2024年。全球策略性配置需求仍有推升金價空間，各國央行持續購買與實物需求復甦，目標價格2700。油價部分，預期OPEC在未來3個月仍會擴張其供給，未來OPEC+將更著重在各國內部財政而不是市場均衡，油價2025年上行空間有限。	短期市場已經布局大量多頭部位可能有回調風險，但川普經濟議程隱含美元長期看多，主要風險為美國經濟成長速度放緩過快。歐元隨著歐洲區央行下調利率，歐元可能走弱，且在其他主要市場貨幣強勢的情況。看好日圓，日本央行續升息將支持日圓走強。

資料來源：J.P. Morgan、Morgan Stanley、UBS，凱基證券整理

2025年主要投資銀行預估

	2025年GDP成長率(%)				2025年CPI年增率(%)			2025年底目標	
	全球	美國	歐元區	中國	美國	歐元區	中國	標普500指數	美國10年期公債殖利率
美國銀行	3.3	2.4	1.1	4.5	2.4	1.6	0.9	6,666	4.25%
巴克萊銀行	3.0	2.1	0.7	4.0	2.3	1.9	0.8	6,600	4.25%
法國巴黎銀行	-	2.1	1.0	4.5	2.9	1.9	1.3	-	4.50%
花旗銀行	2.2	1.0	1.1	4.2	2.7	2.1	0.6	6,500	4.20%
高盛	2.7	2.5	0.8	4.5	2.2	2.1	0.9	6,500	4.25%
匯豐銀行	2.6	1.9	1.0	4.5	2.7	2.0	1.1	6,700	3.50%
摩根大通	2.2	2.0	0.7	3.2	2.4	1.8	0.8	6,500	4.25%
摩根士丹利	3.0	2.2	1.0	4.2	2.1	2.1	0.4	6,500	3.55%
瑞士銀行	2.9	1.9	0.9	4.0	2.6	2.1	0.1	6,400	3.80%

資料來源：各家投行、券商，凱基證券整理

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至12月27日，美股、陸股、大宗商品及基礎建設表現相對強勁。

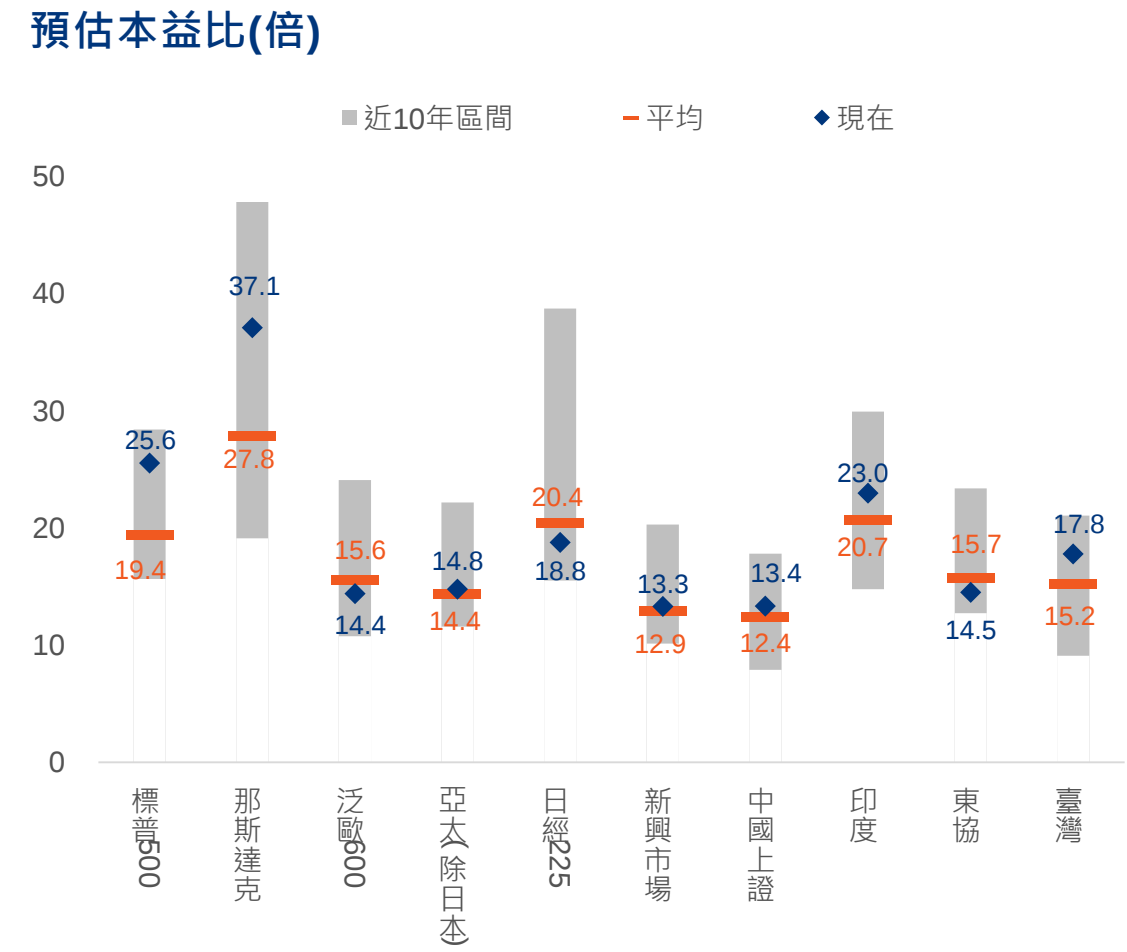
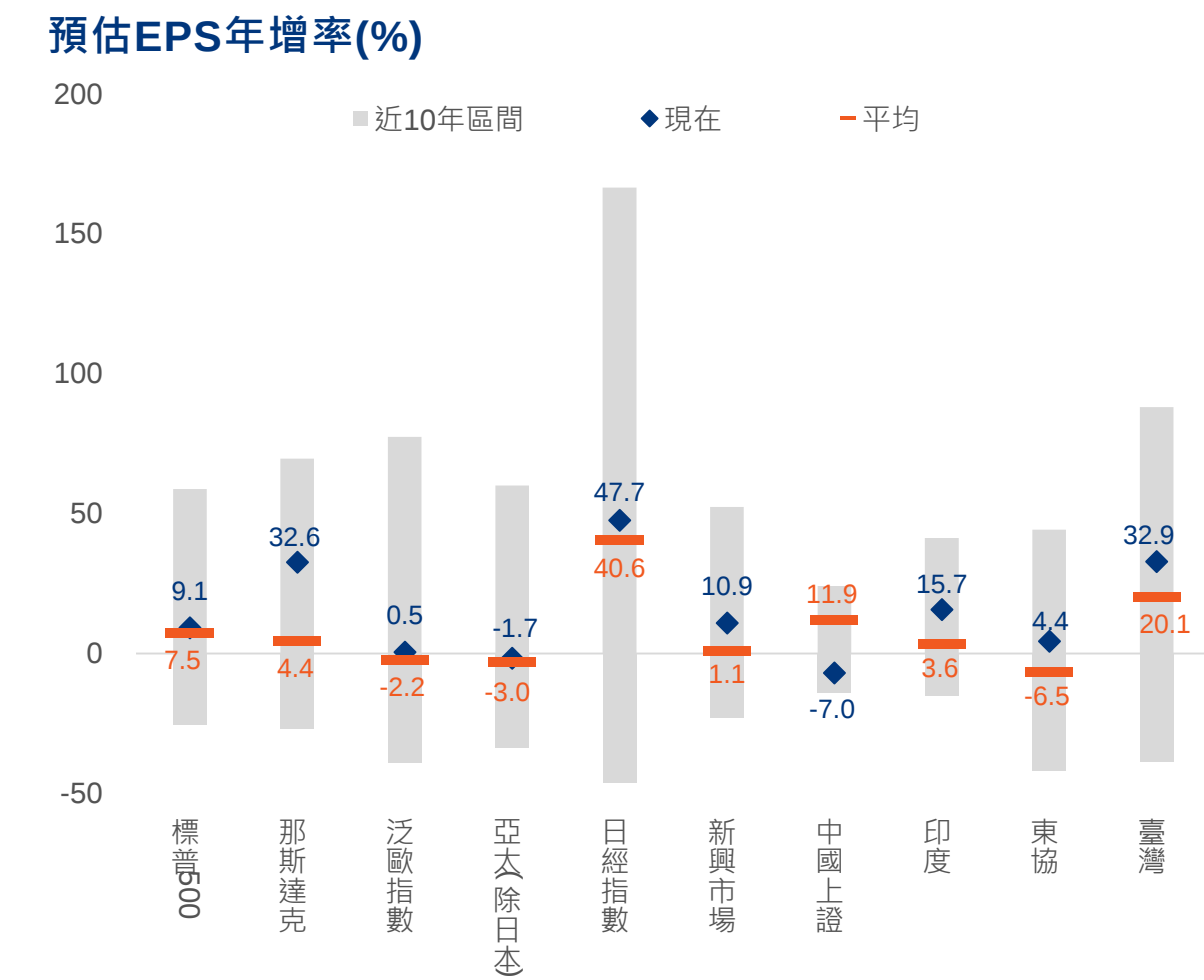
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今	年化*
日本股市 9.9%	非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 28.4%	美國股市 13.4%
美國股市 1.3%	基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 20.7%	日本股市 6.4%
新興市場債券 1.2%	美國股市 11.6%	歐洲股市 26.2%	投資級債券 -3.5%	歐洲股市 24.6%	新興市場股市 18.7%	美國股市 27.0%	基礎建設 -0.2%	日本股市 20.3%	大宗商品 16.2%	基礎建設 5.9%
REITs 0.6%	新興市場股市 11.6%	日本股市 24.4%	非投資級債券 -4.1%	REITs 24.5%	日本股市 14.9%	歐洲股市 17.0%	非投資級債券 -12.7%	非投資級債券 14.0%	基礎建設 15.0%	歐洲股市 5.6%
現金 0.1%	新興市場債券 10.2%	美國股市 21.9%	美國股市 -4.5%	中國股市 23.7%	投資級債券 10.1%	基礎建設 11.9%	歐洲股市 -14.5%	REITs 11.5%	非投資級債券 9.2%	非投資級債券 4.5%
歐洲股市 -2.3%	大宗商品 9.7%	基礎建設 20.1%	新興市場債券 -4.6%	日本股市 20.1%	已開發國家公債 9.5%	日本股市 2.0%	投資級債券 -16.1%	新興市場債券 10.5%	新興市場股市 8.9%	大宗商品 4.3%
非投資級債券 -2.7%	REITs 6.9%	非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.2%	日本股市 6.9%	REITs 4.2%
已開發國家公債 -3.3%	投資級債券 6.0%	新興市場債券 9.3%	基礎建設 -9.5%	新興市場債券 14.40%	歐洲股市 5.9%	現金 0.0%	日本股市 -16.6%	新興市場股市 10.1%	現金 5.2%	新興市場股市 4.1%
投資級債券 -3.8%	日本股市 2.7%	投資級債券 9.3%	大宗商品 -10.7%	非投資級債券 12.60%	新興市場債券 5.9%	新興市場債券 -1.5%	已開發國家公債 -17.5%	基礎建設 6.8%	REITs 4.5%	新興市場債券 2.5%
中國股市 -7.6%	已開發國家公債 1.7%	REITs 8.6%	日本股市 -12.6%	投資級債券 11.8%	現金 0.7%	投資級債券 -2.1%	美國股市 -19.5%	現金 5.1%	歐洲股市 2.1%	中國股市 2.2%
基礎建設 -11.5%	中國股市 1.1%	已開發國家公債 7.3%	新興市場股市 -14.2%	大宗商品 11.8%	基礎建設 -5.8%	新興市場股市 -2.2%	新興市場股市 -19.9%	已開發國家公債 4.2%	投資級債券 2.0%	投資級債券 2.0%
新興市場股市 -14.6%	現金 0.4%	大宗商品 1.7%	歐洲股市 -14.3%	已開發國家公債 5.6%	REITs -8.1%	已開發國家公債 -6.6%	中國股市 -21.8%	大宗商品 0.0%	新興市場債券 0.1%	現金 1.8%
大宗商品 -23.4%	歐洲股市 0.2%	現金 0.8%	中國股市 -18.7%	現金 2.3%	大宗商品 -9.3%	中國股市 -21.6%	REITs -23.6%	中國股市 -11.0%	已開發國家公債 -3.6%	已開發國家公債 -0.6%

*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年12月27日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年12月27日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

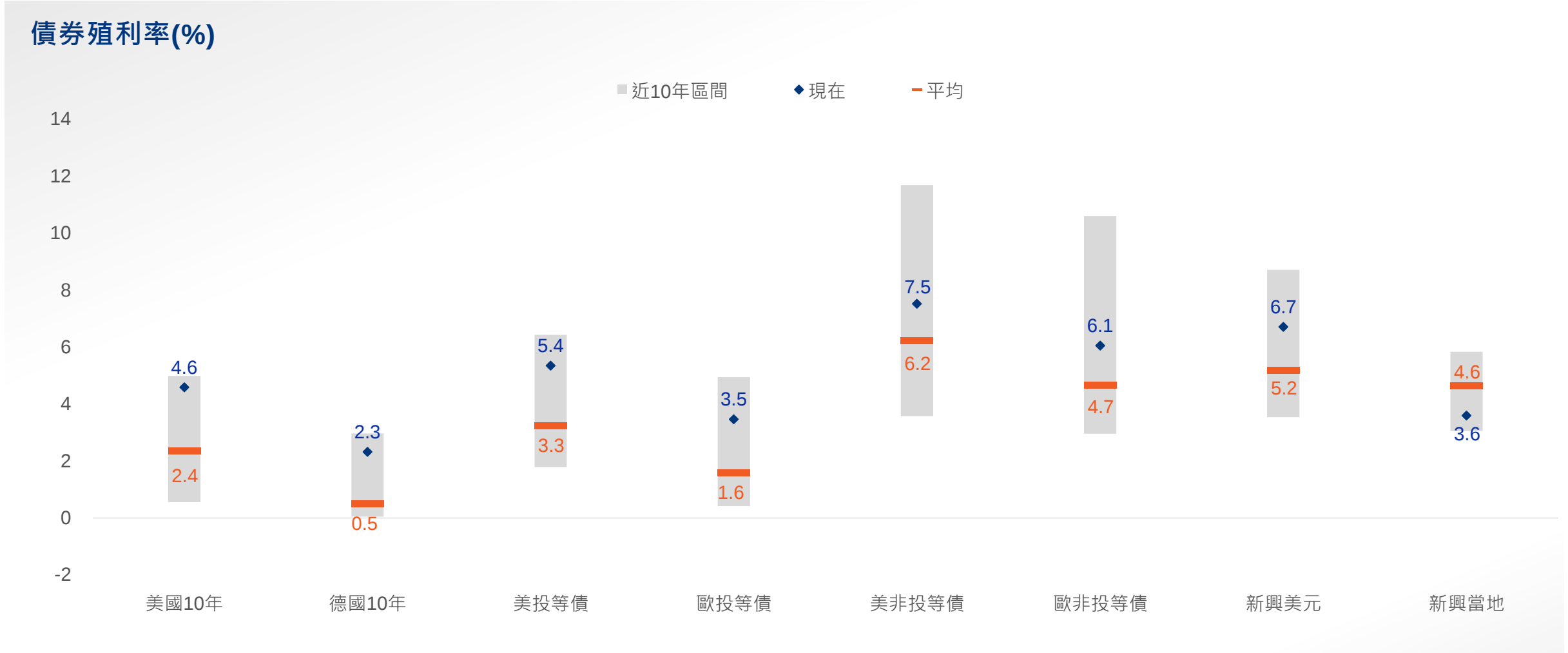
▶ 企業獲利預估以那斯達克指數、日股、印度、東協、臺灣最佳，評價面以歐股、日股、東協股在近10年平均值之下，較為低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年12月27日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 近1個月美國10年期公債殖利率反應川普新政、通膨預期，彈升約30個基點至4.6%，重回近10年歷史區間上緣，可把握高息鎖利時機。



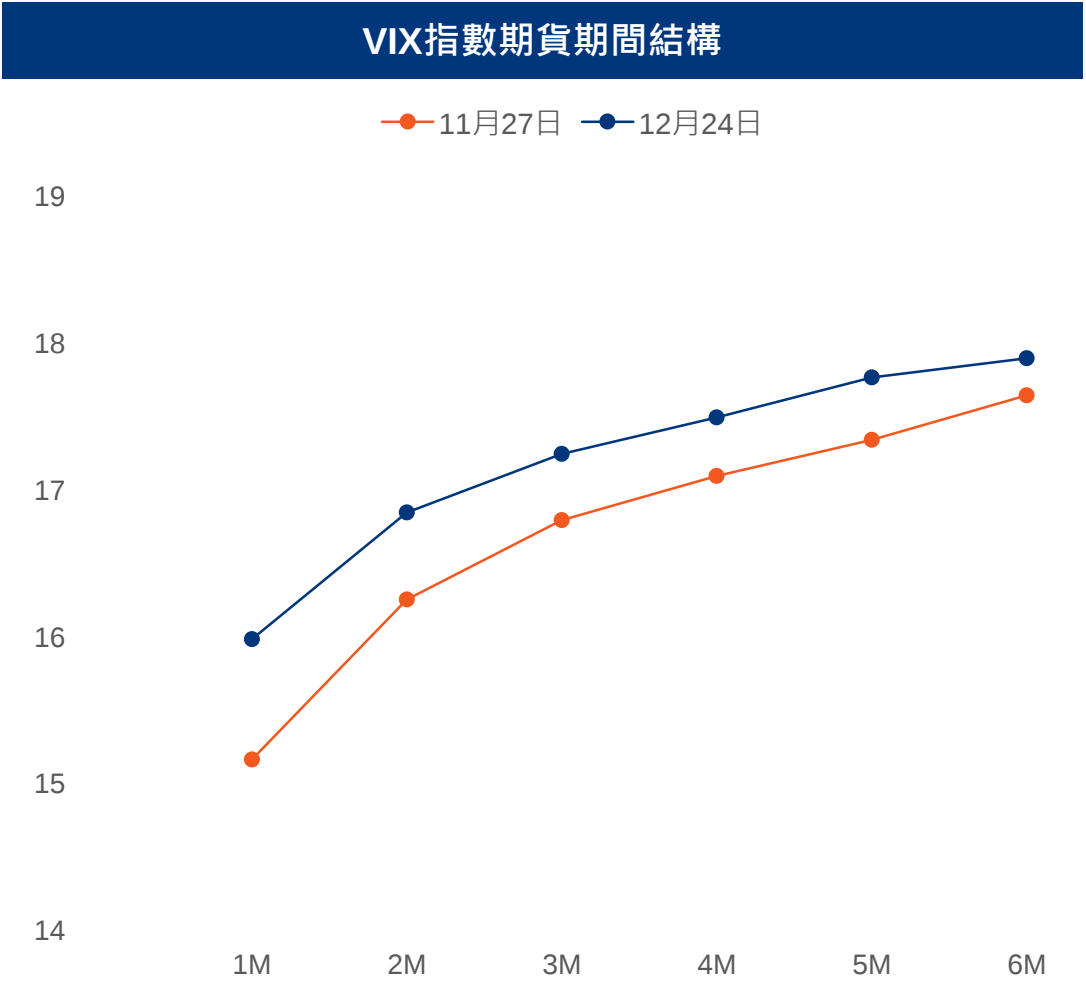
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年12月27日

跨資產市場波動率

▶ 聯準會利率點陣圖顯示放慢降息步調，12月美股波動率指數短線驟升，美國公債、黃金與原油商品波動略見回落，歐元波動明顯上行。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	27.62	10.46	15.93
道瓊波動率指數(VXD)	21.62	6.76	14.42
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	14.52	-5.53	16.49
香港恒生波動率指數(VHSI)	21.05	-1.72	23.51
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	19.79	-0.13	18.61
利率 / 大宗商品 / 貨幣	VIX	近1月增減	200日平均
20年期公債ETF波動率指數(VXTLT)	14.37	-2.25	15.82
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.54	-1.80	16.81
石油ETF波動率指數(OVX)	32.60	-4.14	33.04
歐元ETF波動率指數(EVZ)	9.97	4.18	7.64

資料來源：Bloomberg · 2024年12月26日



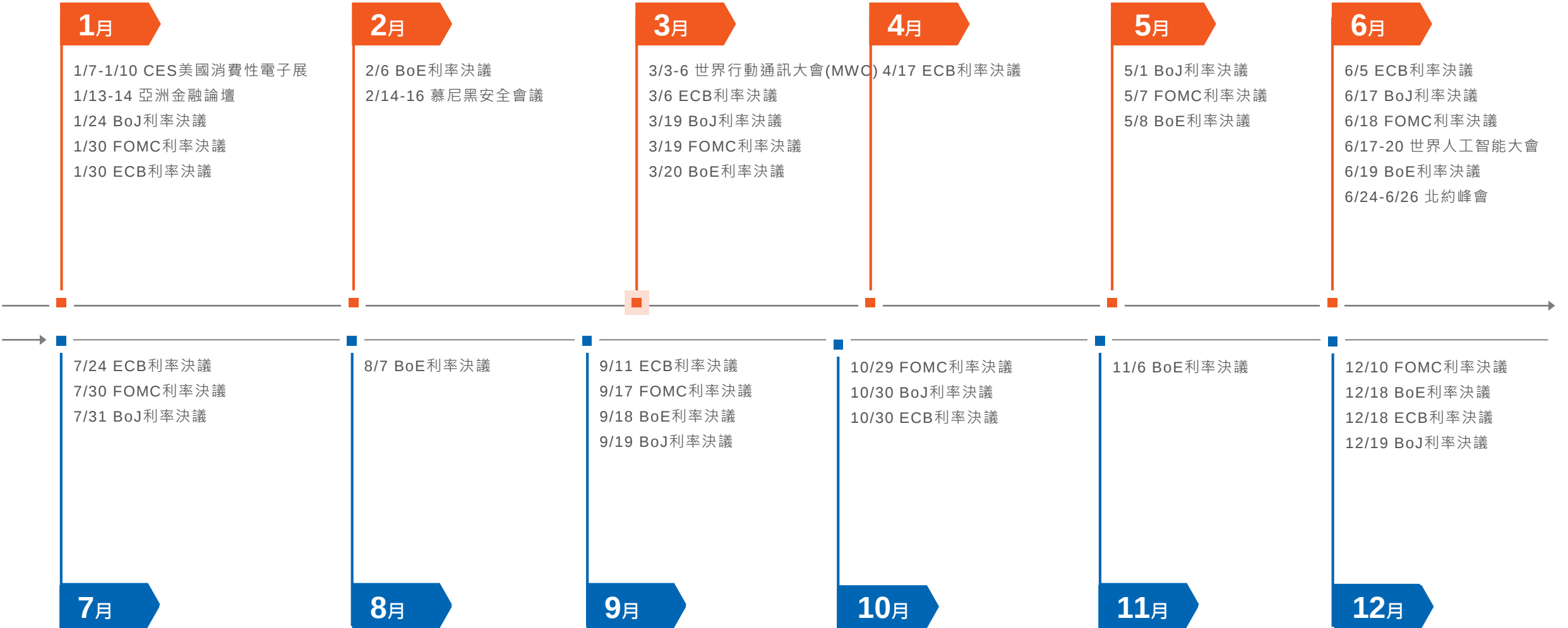
重要經濟數據 / 事件

JAN 2025

Monday	Tuesday	1Wednesday	2Thursday	3Friday
			• 美國12月標普全球製造業PMI終值 • 歐元區12月製造業PMI終值 • 中國12月財新製造業PMI • 臺灣12月標普全球臺灣製造業PMI	• 美國12月ISM製造業PMI
6Monday • 美國11月耐久財訂單終值 • 歐元區12月服務業PMI終值 • 歐元區1月Sentix投資者信心 • 中國12月財新服務業PMI	7Tuesday • 美國12月ISM服務業PMI • 美國11月JOLTS職缺 • 歐元區12月CPI初值 • 歐元區11月失業率	8Wednesday • 美國12月ADP就業變動 • 歐元區11月PPI • 歐元區12月消費者信心指數終值	9Thursday • 歐元區11月零售銷售 • 臺灣12月出口年增率 • 中國CPI、PPI(1/9~1/15之間公佈)	10Friday • 美國12月非農業就業人口變動 • 美國12月失業率 • 美國1月密西根大學市場氣氛初值
13Monday • 中國12月出口年增率	14Tuesday • 美國12月PPI	15Wednesday • 美國12月CPI、核心CPI • 歐元區11月工業生產 • 日本12月工具機訂單初值 • 中國第四季GDP(1/15~1/20之間公佈)	16Thursday • 美國12月零售銷售 • 日本12月PPI • 中國12月零售銷售、工業生產(1/15~1/20之間公佈)	17Friday • 美國12月新屋開工 • 美國12月工業生產 • 歐元區12月CPI終值
20Monday • 日本11月核心機器訂單 • 日本11月工業生產終值	21Tuesday	22Wednesday	23Thursday • 日本12月出口年增率	24Friday • 美國1月標普全球製造業PMI初值 • 歐元區1月製造業PMI初值 • 日本1月自分銀行製造業PMI初值 • 日本1月BoJ利率決議
27Monday • 美國12月新屋銷售	28Tuesday • 美國12月耐久財訂單初值 • 美國1月經濟諮詢委員會消費者信心 • 日本12月工具機訂單	29Wednesday	30Thursday • 美國1月聯準會利率決議 • 美國第四季GDP初值 • 歐元區第四季GDP初值 • 歐元區1月ECB主要再融資利率	31Friday • 美國12月PCE、核心PCE • 日本1月東京CPI • 日本12月零售銷售、工業生產初值 • 中國1月財新製造業PMI

資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

2025年重要事件一覽



免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。