

環球投資觀點

如何安心度過市場劇烈波動？

Navigating the Uncertainties

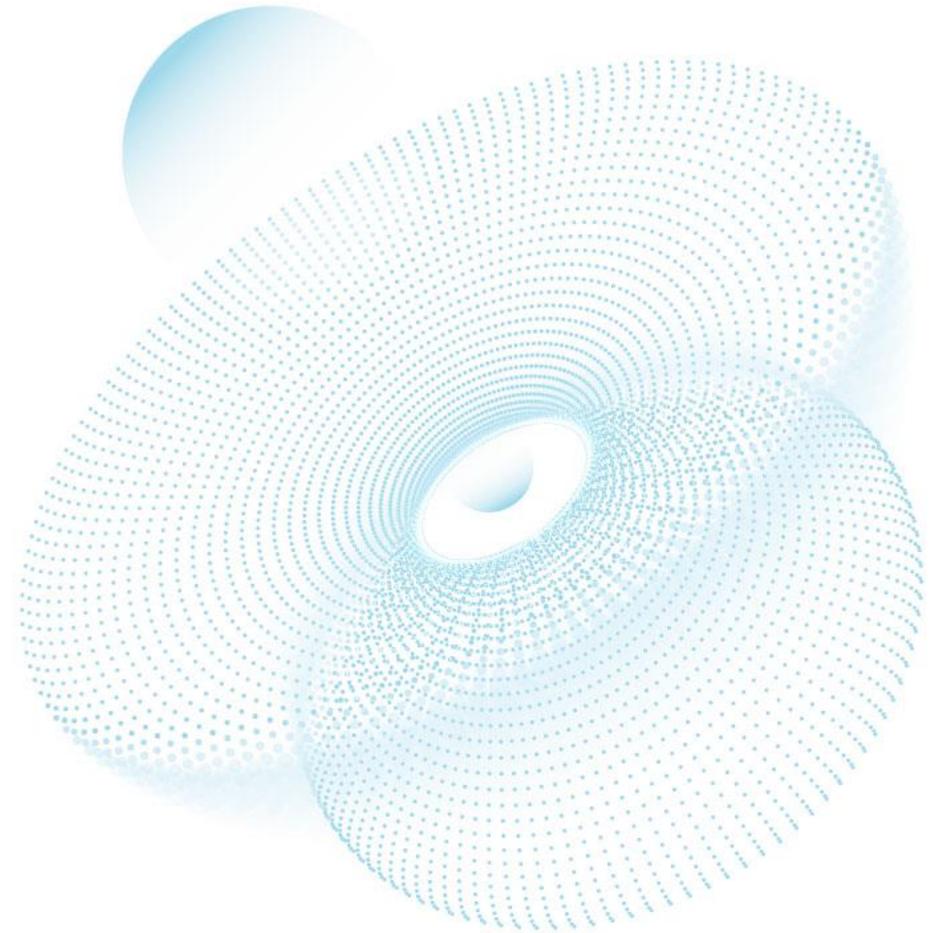


Key  
Investing  
Perspectives

2025年3月

## 摘要

- 中國AI公司DeepSeek發表大型語言模型，與習近平召開民營企業座談會，使港股投資氣氛改善。美國通膨有再起風險，不能排除聯準會停止降息，美股除了短期受到DeepSeek消息衝擊，川普對外關稅也增加市場不確定性，但綜觀川普移民政策、美國製造、法規鬆綁、政府效率等政策交互影響，高波動為本次任期主軸，投資策略應以控制風險為上策。
- 美股財報顯示基本面仍強勁，歐日數據出現改善跡象，日股基本面優於歐洲，陸港股反彈，然關稅風險仍令企業獲利承壓，留意類股輪動機會。債市期間溢酬升至高位，投資級企業獲利動能穩，聚焦中短天期債券鎖利機會。匯率與商品部分，美元強度減弱，全球貿易不確定性升使美元仍有撐，關稅議題短期推升商品價格。
- 為應對美國通膨升溫、景氣下行風險無法完全排除，與川普政策帶來的高波動度，凱基證券提出透過ACE投資策略，安穩度過最大交易回落。藉由另類資產(Alternatives)，並搭配短天期投資級債(Credit Selection)降擾動，且選擇受惠減稅與通膨轉嫁能力佳的美國大型股(Elite Stock)策略，回測可在風險來臨時，有效降低投資組合遭遇的最大交易回落。



# 1 投資策略

市場回顧/ 本月投資主軸/ 股債匯商品觀點

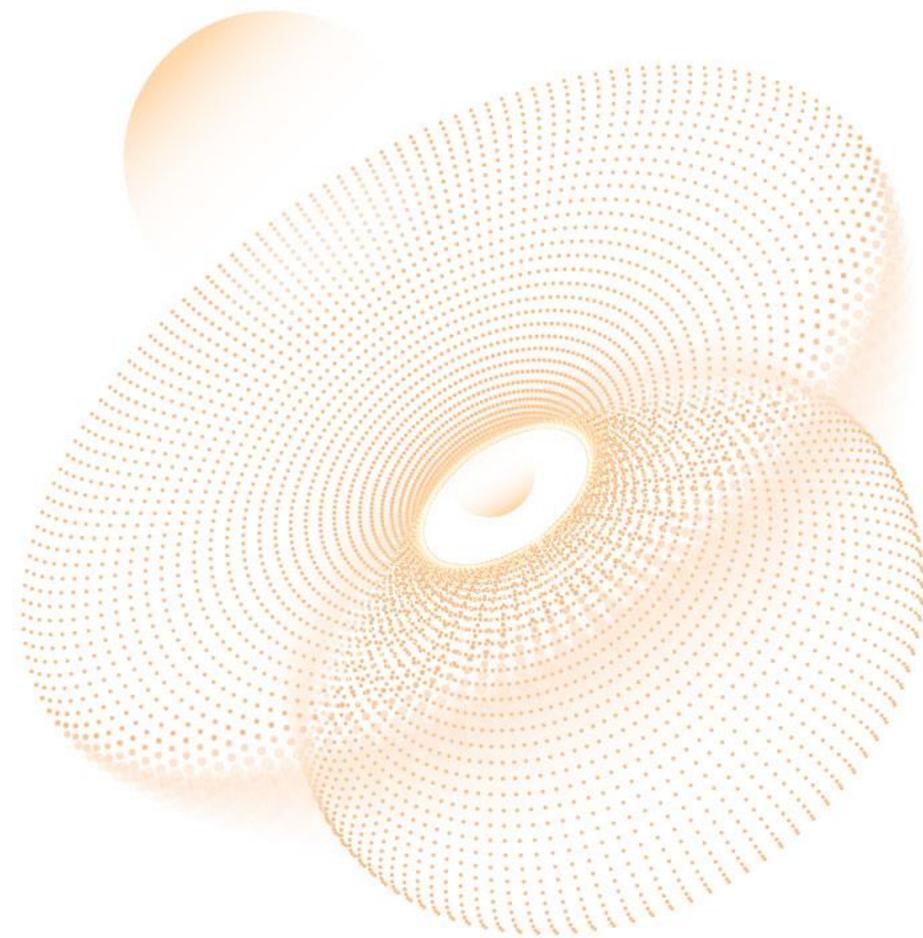
# 2 專題研究

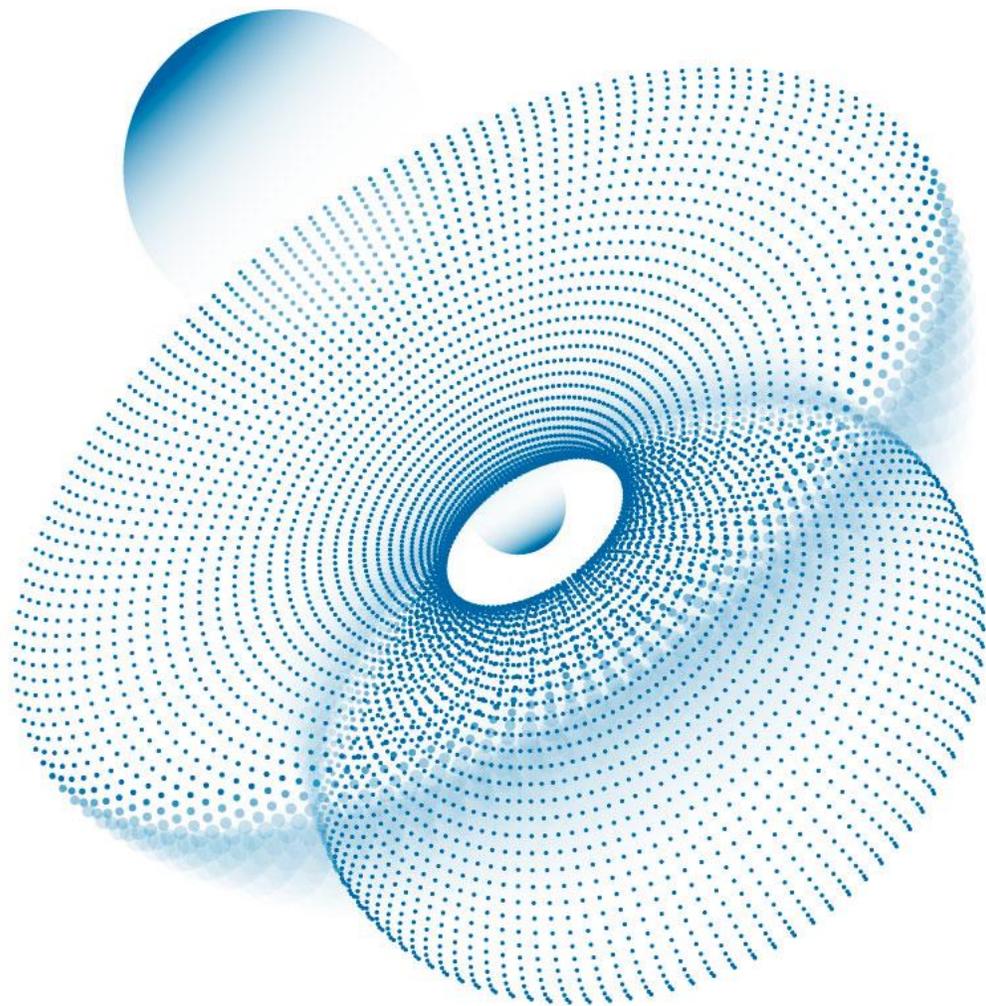
川普鬆綁監管，市場將巨變或蛻變？

# 3 資產配置

資產調整/ 資產類別/ 投組配置/ 核衛配置

# 4 附件





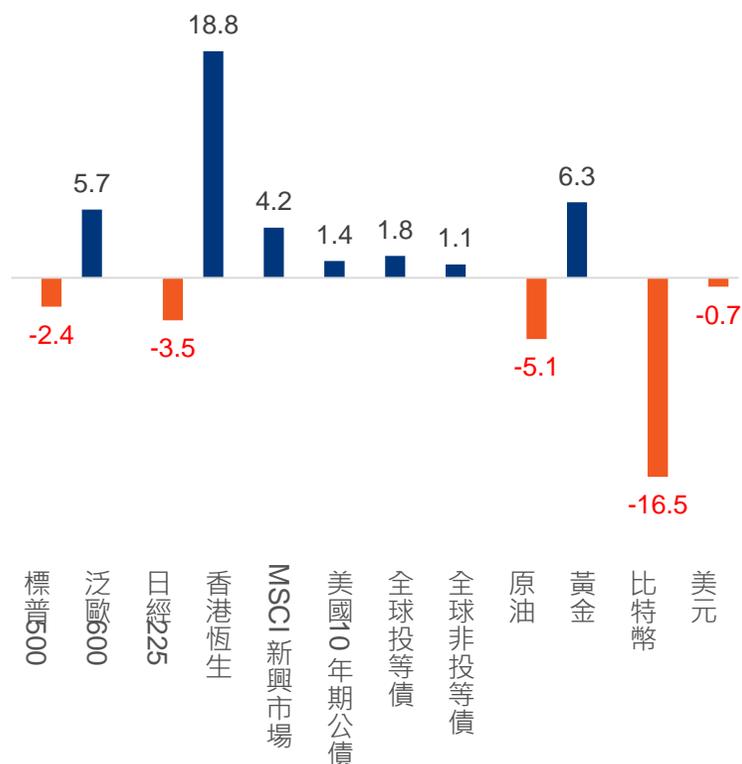
# 1 投資策略

- ▶ 市場回顧
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 股債匯商品觀點

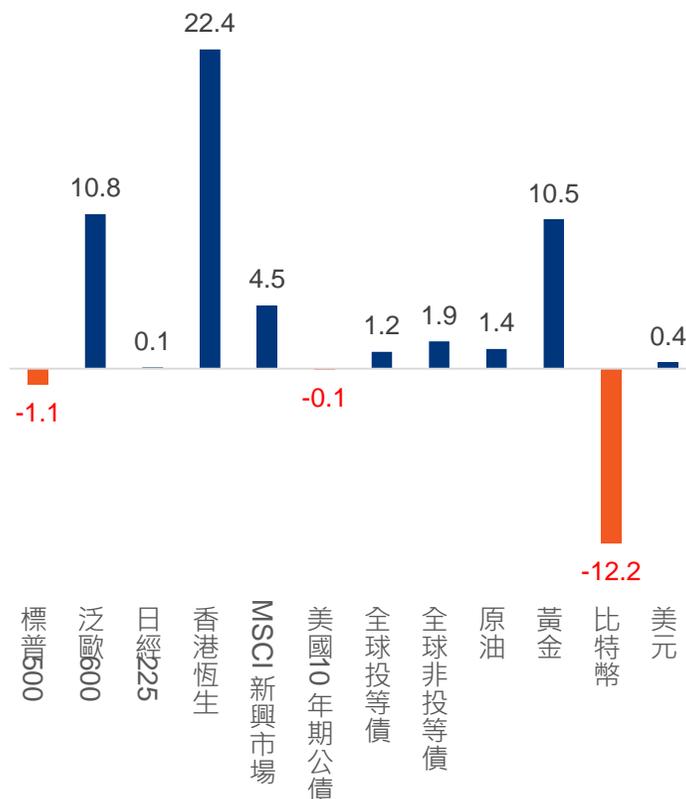
# 資產類別表現 – 美股震盪向上，債市穩升，港股投資氣氛改善

- 近一個月資產表現，中國受到其AI公司發表DeepSeek模型與習近平召開民營企業座談會影響，市場氣氛轉樂觀，港股漲幅最強。歐洲經濟狀況從極度低迷改善，俄烏戰爭有和談希望，權值股財報亮眼走利空出盡行情，但川普關稅仍可能造成衝擊。比特幣近一月回檔。

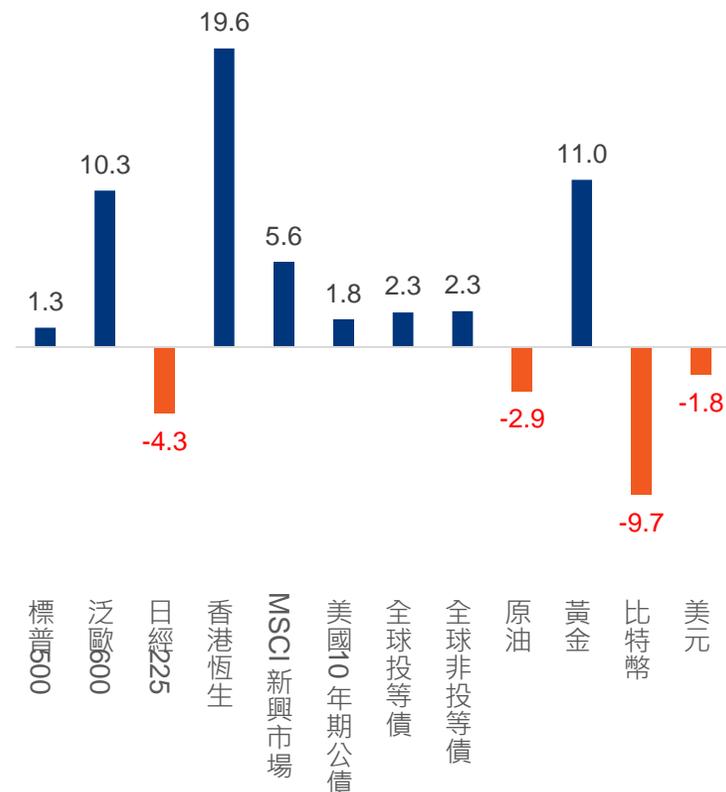
## 近一月(%)



## 近三月(%)



## 年至今(%)



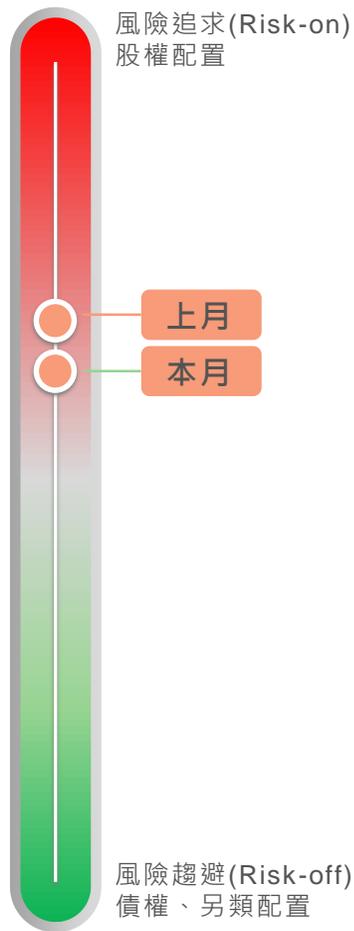
資料來源：Bloomberg · 2025年2月27日

# 美國企業獲利與總經指標仍穩健，整體市場氣氛較上月略保守



## 市場觀察指標

風險追求 (Risk-on)  
股權配置



風險趨避 (Risk-off)  
債權、另類配置

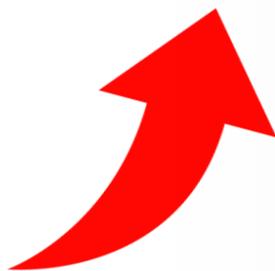
企業獲利	企業評價	市場因素
<p><b>美股獲利強，但部分權值股財報不佳</b> ●</p> <p>整體EPS年增率為2021年第四季以來最佳表現，截至2月14日，EPS優於預期的企業比例為77%。金融、通訊服務與科技等產業獲利優於預期的比例皆超過8成</p>	<p><b>標普500指數本益比估值偏高</b> ●</p> <p>展望2025全年，預估本益比為22.5，高於過去5年平均值19.8，也高於2024年底預期本益比 22.1，評價處於略為偏高水平</p>	<p><b>美國動能指標下降</b> ●</p> <p>DeepSeek為半導體科技帶來衝擊；川普擬對許多國家宣布徵收對等關稅，將於四月前進行談判，市場動能短線稍弱</p>
總經因素	利率政策	信用利差
<p><b>美國通膨小幅攀升，就業穩健</b> ●</p> <p>1月CPI年增率升至3.0%，核心CPI年增率更來到3.3%，皆高於預期，但失業率下降、薪資成長</p>	<p><b>下月預期維持聯準會利率不變</b> ●</p> <p>美國宣布徵收對等關稅，四月前進行談判，通膨有向上壓力，聯準會官員對於降息決策將更為審慎，2025年美國10年期公債殖利率上升至4.8%後緩降，但降息放緩使殖利率降幅有限</p>	<p><b>利差低檔震盪，留意違約風險</b> ●</p> <p>聯準會暫緩降息，高利率環境將使低評級企業風險升溫，宜避開B級以下信評企業</p>

資料來源：Bloomberg · 2025年2月21日

# 川普政策引起波動，通膨前景不明朗，投資嚴控風險



- 美股看好中大型股，產業為工業、能源、醫療，科技類看好軟體；非美市場，日本受惠薪資成長帶動消費，看好內需類股
- 債券有通膨再起風險，不能排除停止降息，以中短天期鎖利。以大型企業投資級債為首選，產業聚焦具潛在利多的金融債、軍工航太及通訊、公用事業等



- ◆ 標普500指數截至2025年2月14日獲利成長率15.3%較2024年12月31日的11.8%成長。(短期效果)
- ◆ 川普推動美國製造逼迫外國企業至美國設廠，海外資金流入美國的資本支出，支持美股。(短期效果)
- ◆ 降低管制有利企業商業環境。(長期效果)
- ◆ 提高政府效率，節省政府開支，改善美國債務比例，有利債券估值。(長期效果)



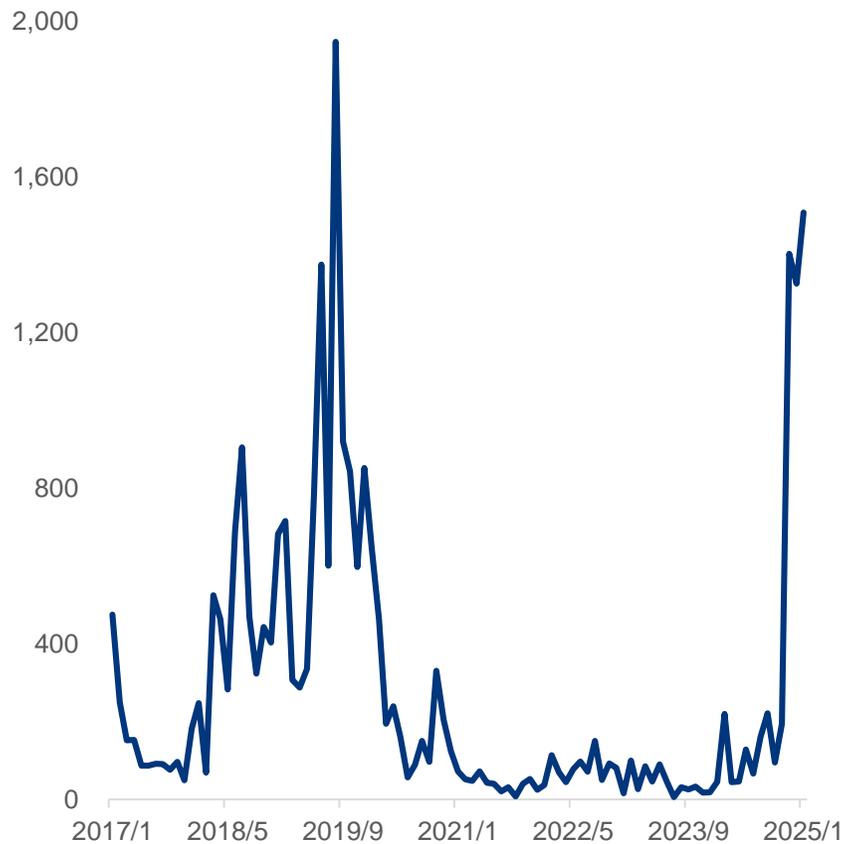
- ◆ 標普500指數估值22.5x高於過去五年長期平均19.8x。(短期效果)
- ◆ 美國財政紀律不佳，風險貼水提高使估值下調。(長期效果)
- ◆ 1月份CPI年增率由2.9%上升至3.0%，高於市場預期2.9%，多個通膨細項上揚，上半年降息機率大幅降低。凱基投顧預期聯準會會在看到失業率上揚與通膨下降到一定程度，才可能繼續有降息空間。(短期效果)

# 波動製造機川普頻出招，政策交互未必負面，但策略控風險為上

- ▶ 美國總統川普甫一上任，立即大刀闊斧簽署行政命令，從加、墨關稅開始，中國進口商品額外課徵10%關稅，再到所有輸入美國的鋼鐵和鋁加徵25%關稅，一系列操作造成市場波動加大。貿易不確定性指數從2024年11月川普當選後快速上升，該指數最新數據已來到第一任期時的高檔區，從川普上任到加徵鋼鐵和鋁關稅的15個交易日，有4日標普500指數跌幅超過0.5%(近27%)，投資人需更謹慎應對風險。
- ▶ 關稅貿易對標普500指數產業多數有負面衝擊，摩根大通認為美國消費產業較難轉嫁關稅成本，而科技壁壘為川普重視，資通訊產業較容易受到關稅衝擊。然而，川普其他政策包括國內製造減稅、法規鬆綁、政府效率提升都可能有利股市，在政策交互影響下，可以確定高波動為川普任期主軸。

## 川普任期貿易不確定性再度飆升

貿易不確定指數值



## 關稅為近期焦點但也不能忽視其他政策

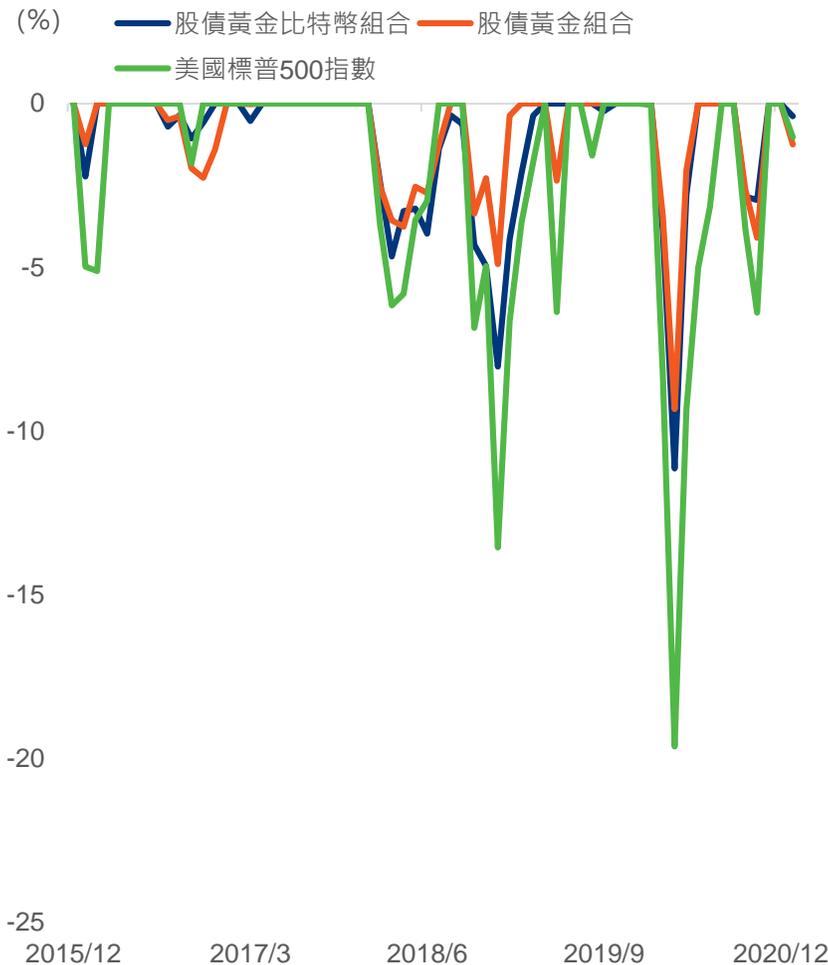
標普500	關稅貿易	移民政策	美國製造	法規鬆綁	政府效率	對外政策決議
能源	-	-	↑	↑↑↑	-	↓↓
原物料	-	-	↑	↑↑	-	↓
工業	↓↓	↓↓	↑↑↑	↑↑	↓↓	↓
非必需消費	↓↓↓	↓↓↓	↑	-	↑	-
金融	-	-	-	↑↑↑	-	-
科技	↓↓↓	-	↑	↑	↑↑	-
通訊	↓↓	-	-	-	↑	-
醫療保健	↓	↓	-	-	↓	-
必需消費	↓↓↓	↓↓↓	-	↓	-	-
公用	↑	-	-	↑	↑	-
房地產	↓	↓	↑	↑↑	↑↑	-
中小型	↓↓	↓	↑↑	↑↑↑	↑↑	-

資料來源：Trade Policy Uncertainty (Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino and Raffo)(左圖) · J.P.Morgan(右圖) · 凱基證券整理

# 善用ACE策略降風險，安穩度過最大交易回落期

- 美國通膨升溫與景氣下行風險無法完全排除，聯準會對於續降息保守使市場估值重定價；疊加川普美國第一的對外外交政策，市場存在高度不確定性為今年主軸。凱基證券ACE投資策略能有效降低風險，透過另類資產(Alternatives)，並搭配短天期投資級債(Credit Selection)降擾動，且選擇受惠減稅與通膨轉嫁能力佳的美國大型股(Elite Stock)策略，可降低風險來臨時，投資組合遭遇的最大交易回落(MDD<sup>註</sup>)。
- 以川普第一任期時為例，投資組合納入15%另類資產，一般投資人可搭配黃金，專業投資人另可再多搭配比特幣資產，以月報酬進行觀察，顯示投資組合皆可有效在美國大盤大跌時抵抗跌幅，尤其在貿易戰最激烈時期，2018年12月標普500指數MDD約13.5%，股債黃金組合跌幅-4.9%，加入比特幣投資組合跌幅為-8%。

## 加入另類資產能有效降低最大交易回落



## ACE投資策略應對市場擾動

### 另類資產 (Alternatives)

- 另類資產降低投資組合內部相關性分散風險
- 市場不確定性高，黃金受市場避險需求支撐
- 比特幣受川普政策支持，且有抗通膨特性

### 固定收益 (Credit Selection)

- 短天期投資等級債為主
- 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，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
- 非美市場看好內需支持日本發展

資料來源：Bloomberg(左圖)，川普第一任期時期市場變化，投資組合股票(標普500指數)、債券(彭博美國整合債券指數)、黃金(現貨)、比特幣(現貨)；凱基證券整理。註：最大交易回落MDD(Maximum Drawdown)

2025年3月  
環球投資觀點



### ACE投資策略抗風險：通膨與川普政策增加市場波動，股債搭配另類資產保護力高

美國經濟仍穩健但川普政策使市場波動度增加，金融情勢趨緊對股市評價帶來壓力。日本內需股有望隨基本面改善與政府政策有表現機會。美國景氣仍具韌性，但通膨有上升壓力，全年降息預期放緩推升公債殖利率，然利率上行提供鎖利契機，以短天期投資級債為主。黃金等另類資產加入投資組合，能有效在風險來臨時對抗最大交易回落。

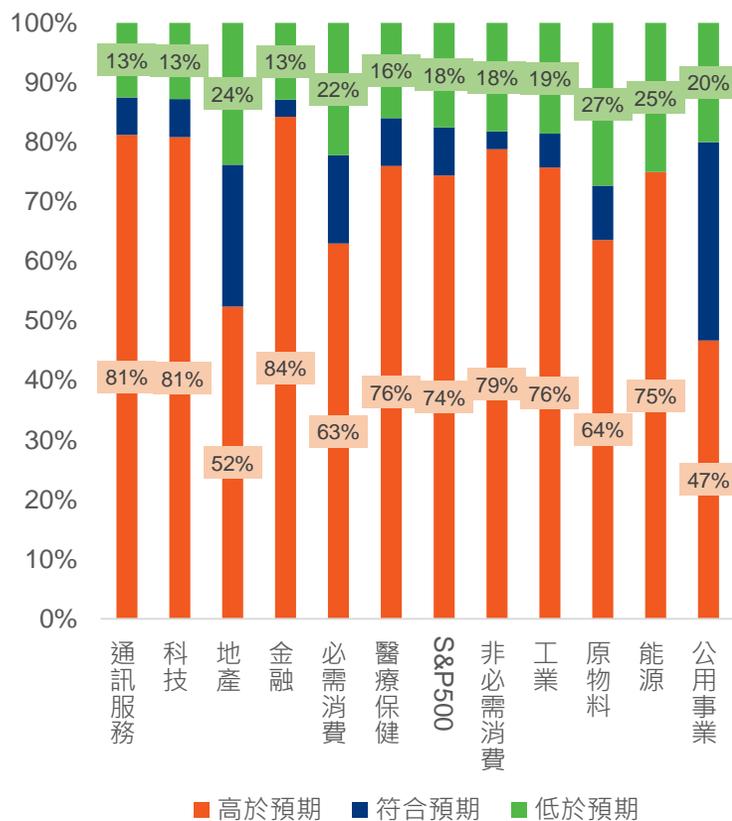
資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 中性偏多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	財政紀律問題未解，長端美債偏保守看待，以賺取殖利率收益為目標，並建議以中短天期為配置首選
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	投資級企業升評數亦持續高於遭降評數，可配置政策利多的金融、軍工航太及通訊、公用事業調整後利差較高者
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	非投資級企業債信體質相對疲弱，近期企業遭降評數增幅比獲升評數多，宜避開信評CCC或以下企業債
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	關稅政策造成貨幣貶值，同時不利美元計價新興市場債表現，建議避開外債比重較高且外匯存底較低者
<p>股票 中性偏多</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國企業財報狀況仍佳，可留意產業獲利與股價可能出現輪動的空間，維持偏多看待
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	儘管歐洲央行寬鬆支撐經濟，然貿易政策不確定性仍為變數，維持歐股中性觀點
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	數據顯示薪資持續成長推動消費的正向循環逐步發酵，內需股相對較佳的表現有望延續，轉趨偏多看待
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	關稅不確定性對為新興亞洲帶來威脅，所幸DeepSeek熱潮對中國科技股提供支撐，整體新亞維持中性看待
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	聯準會放緩降息節奏、川普續打關稅戰，美元在經濟表現、利差、避險因素有利情況下，上半年偏多但強度稍減
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本GDP優於預期、添市場對日銀近期將升息預估，加上日銀委員高田肇相關升息言論，料日圓維持升值態勢
<p>黃金/另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	川普關稅戰加劇，市場不確定性升高，美國雙率強度減弱，新興市場央行持續購金，黃金創新高後仍有向上空間
	另類資產	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	川普關稅政策添金融市場波動，將另類資產納入投組，可分散整體投組風險，穩定整體投資組合總報酬

# 股市展望 – 美股財報顯示基本面仍強勁，留意類股輪動機會

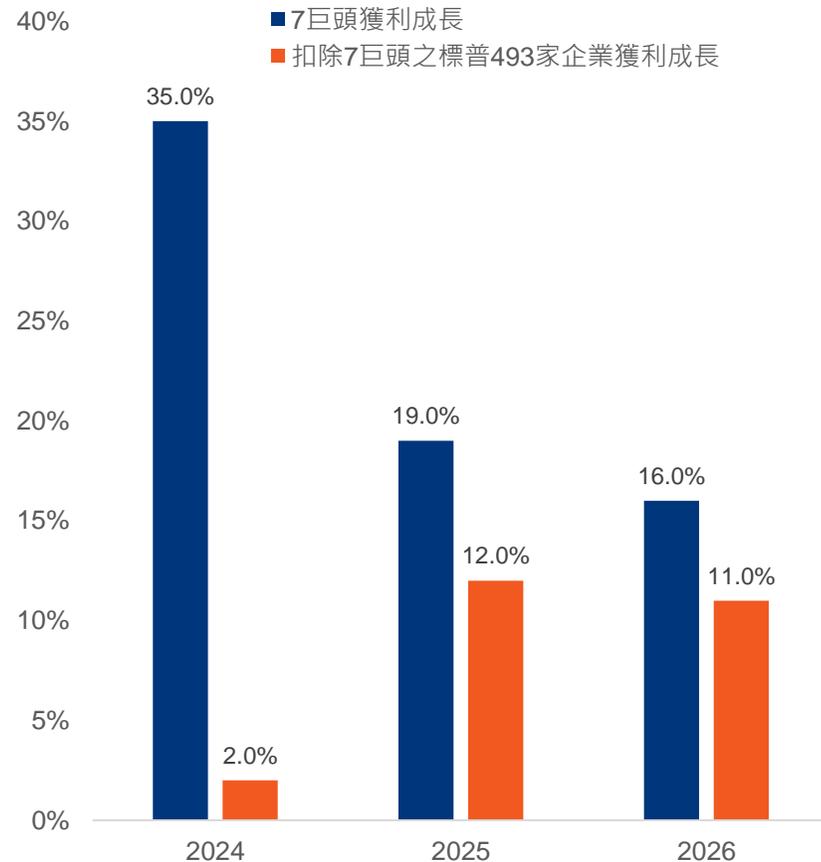
- ▶ 美股2024年第4季財報數據顯示，指數獲利成長已達到2021年第4季以來的最佳表現，並取得15.3%的雙位數成長。其中金融、通訊服務與科技等產業獲利優於預期的比例皆超過8成，通訊服務與金融的獲利成長率甚至站上30%以上，代表美股的基本面依然保持強勁動能。
- ▶ 然而，隨著DeepSeek出現，加上過去2年基期墊高，科技7巨頭的獲利成長性與標普500指數其餘493家公司的差距將逐步縮減，代表未來產業獲利與股價的表現皆可能具備輪動的空間。AI相關科技股依舊擁有長線發展題材，但市場關注焦點可能會從硬體逐步擴散到軟體。此外，亦可留意獲利動向轉趨改善的產業，像是工業、醫療保健等類股輪動機會。

## 美股4Q24財報表現優於市場預期

第4季美股實際財報獲利高於、符合、低於預期比例



## 7巨頭與標普493家公司獲利成長差距收斂

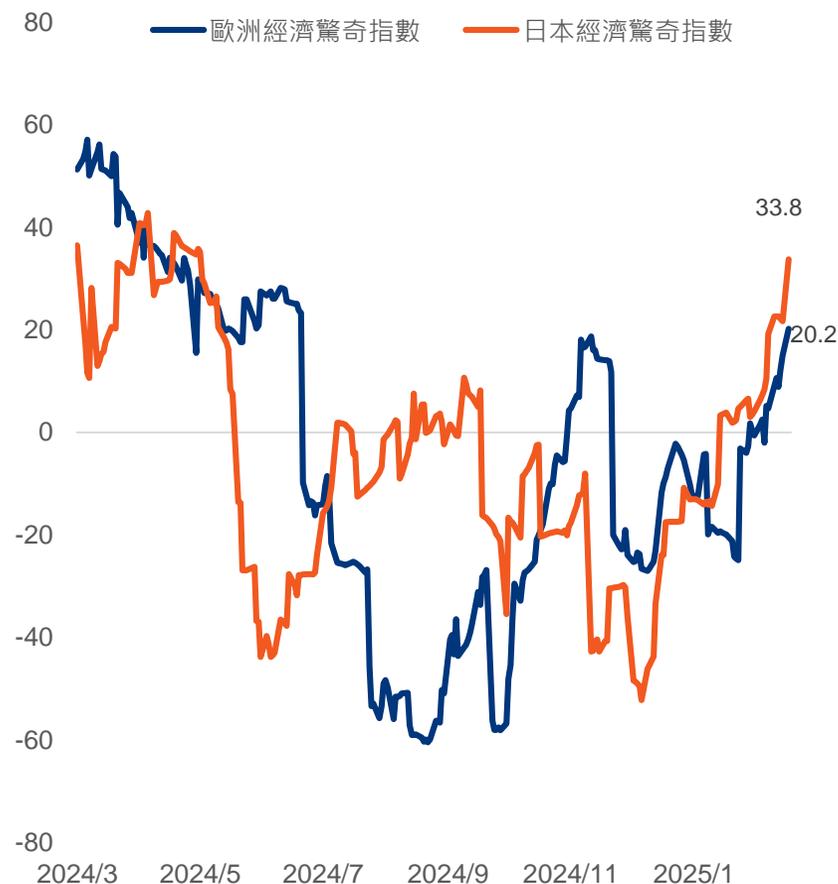


資料來源：LSEG I/B/E/S、Morgan Stanley，資料截至2025年2月14日

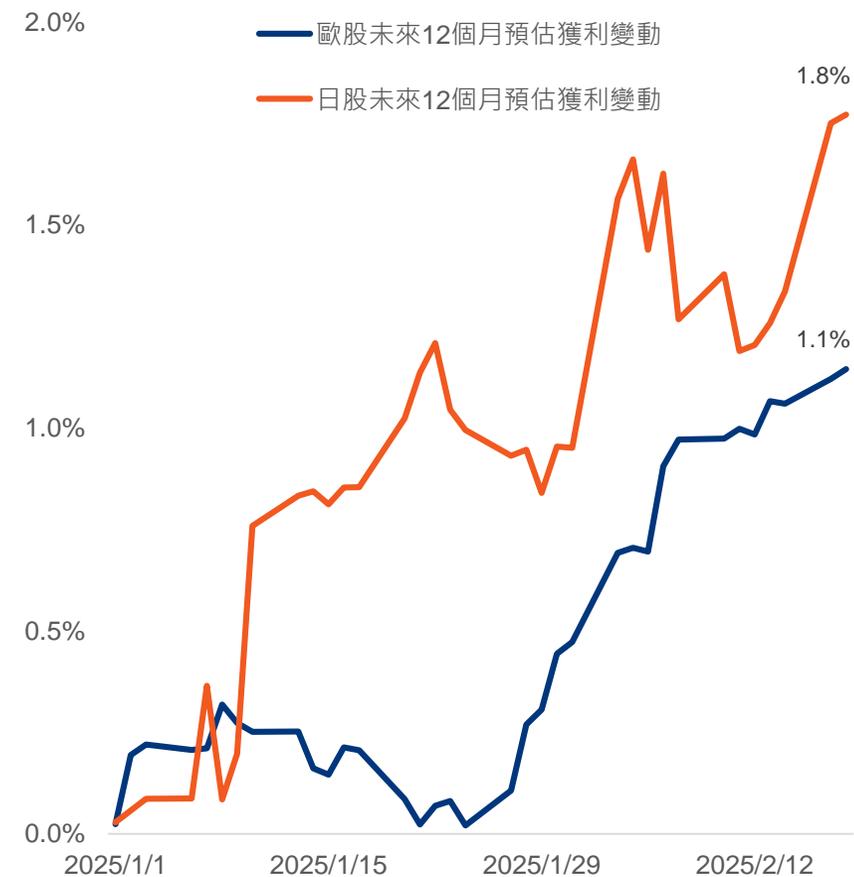
# 股市展望 – 歐日數據出現改善跡象，日股基本面優於歐洲

- ▶ 觀察近期歐洲與日本經濟驚奇指數皆出現改善，代表數據優於預期狀況開始增加，歐洲從極度低迷的狀態開始改善，主要反應歐洲央行寬鬆的支持。日本的數據回升程度則更為顯著，像是最新公佈的2024年第4季GDP年化季增率站上2.8%，已連3季呈現成長，其中民間消費亦連3季出現正成長，顯示薪資提升推動消費的正向循環正在逐步發酵。
- ▶ 歐日第4季財報表現不差亦支持了投資人對於未來的預期，數據顯示今年以來市場對於歐洲與日本股市未來12個月的獲利預估皆有所上修，日股上修幅度更是優於歐股，顯示隨著日本經濟持續改善與貨幣政策逐步正常化的支持下，包括消費與金融產業的內需類股今年以來相對較佳的表現可望延續。

## 歐日經濟驚奇指數回升，日本表現更強



## 日股未來12個月獲利預估上修幅度高於歐股



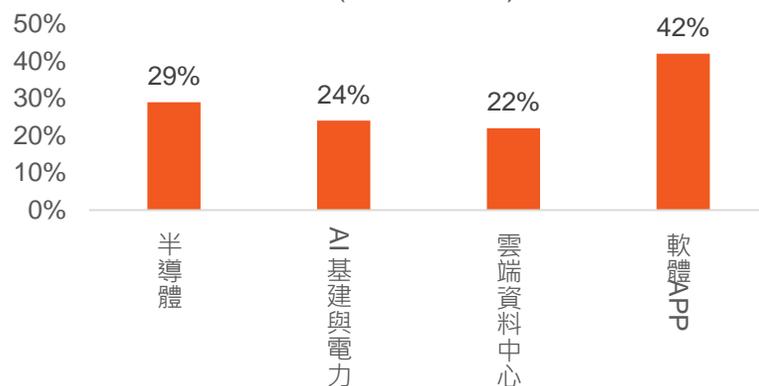
資料來源：Bloomberg，資料截至2025年2月18日

# 股市展望 – AI題材帶動陸港股反彈，然關稅風險仍令獲利承壓

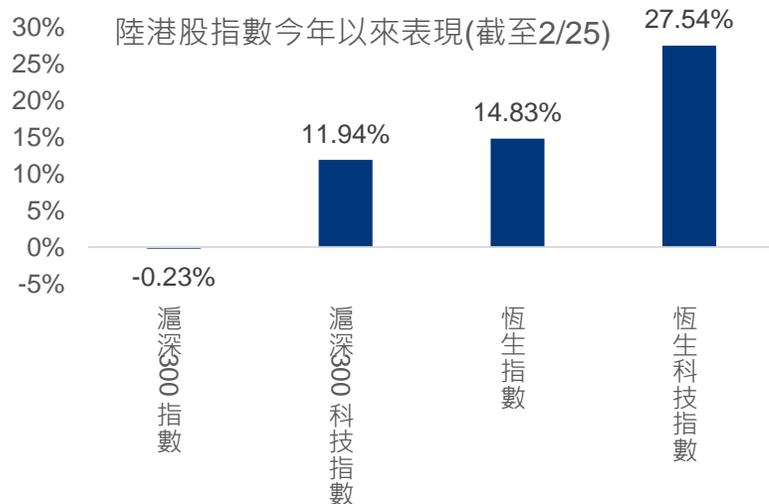
- ▶ DeepSeek 以低成本開發出不輸 ChatGPT 的 AI 模型，推動了中國 AI 應用的加速發展前景。根據高盛估計，中國 AI 相關產業每年將能有 20% 以上的成長，其中軟體 App 更可望取得高達 42% 的成長率。加上習近平接見包含華為創辦人任正非、阿里巴巴創辦人馬雲、小米董事長雷軍、騰訊董事長馬化騰及 DeepSeek 創辦人梁文鋒等民營企業家，市場解讀此舉顯示中國政府對科技領域企業的支持，加大了資金追捧相關科技指數的信心。
- ▶ 然而，川普已宣布對中國加徵 10% 關稅，未來仍有再度提高關稅的可能性，對中國外需的下拉力量仍在持續。復以當前內需消費數據未見顯著改善，寄望其補位以支撐整體經濟尚需關注政策刺激力度。觀察今年以來陸股企業獲利預估持續遭到下修，反應基本面並未跟上市場樂觀情緒，股市後續恐仍有波動。

## 市場預期中國 AI 產業成長推動陸港股表現

中國 AI 相關產業預估獲利年複合成長率 (2023~2027)

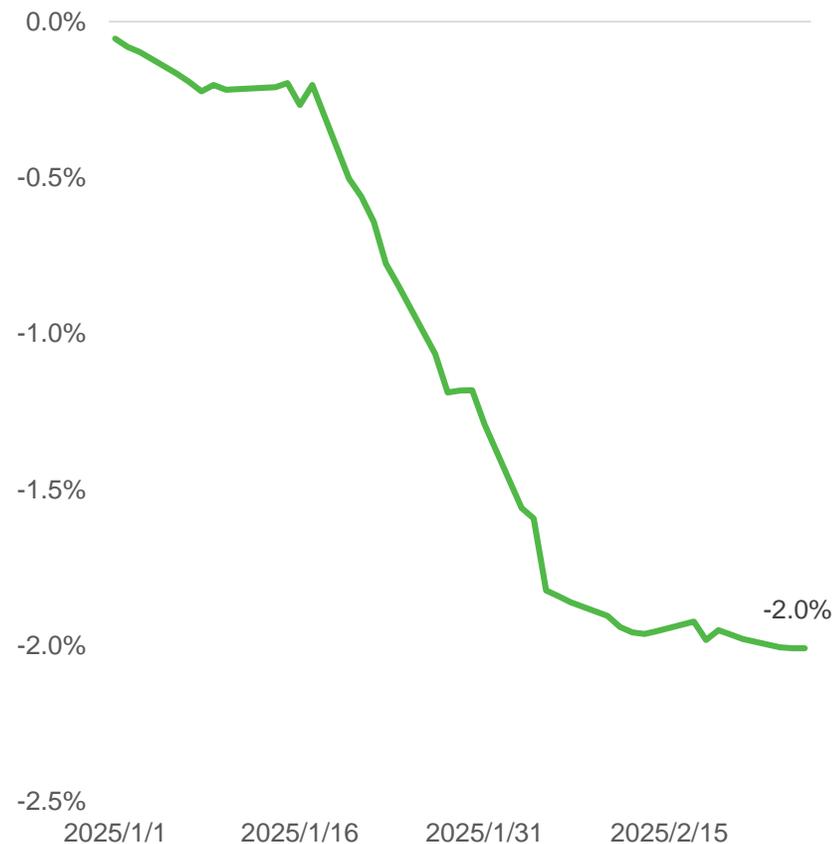


陸港股指數今年以來表現(截至2/25)



## 川普關稅風險仍令整體陸股獲利預期承壓

中國股市今年以來獲利預估變動百分比



資料來源：Bloomberg、Goldman，資料截至2025年2月25日

# 債市展望 – 期間溢酬升至高位，聚焦中短天期債券鎖利機會

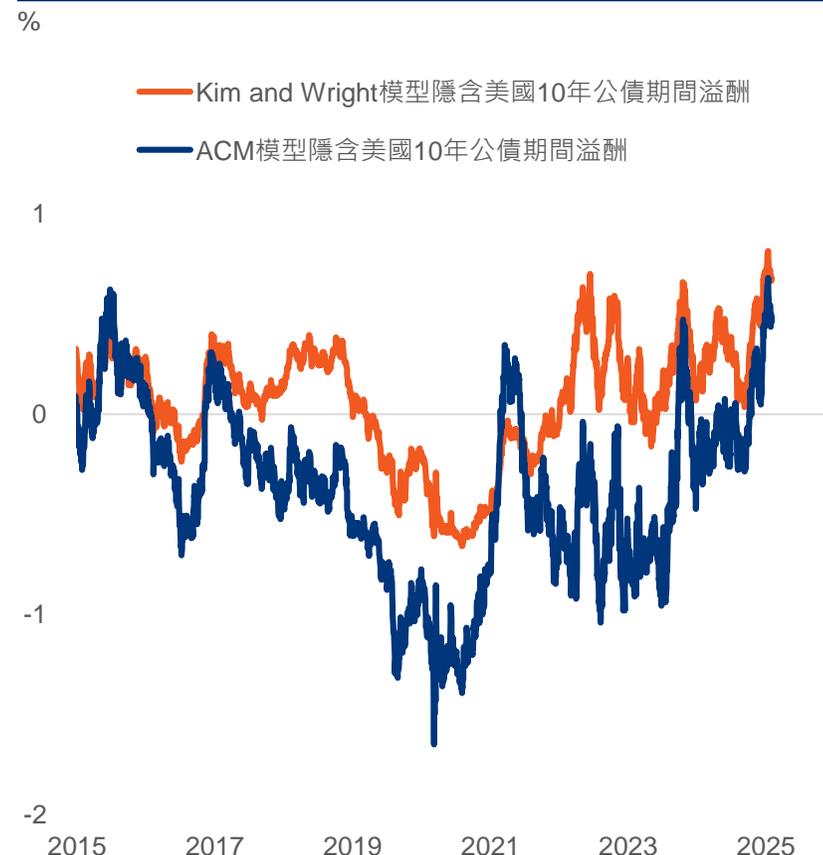
- ▶ 美國通膨降速仍緩，失業率不降反升，在經濟指標多優於預期之下，聯準會主席鮑威爾表示並不急於降息。此外，市場關注關稅政策與財政議題發展，2025開年以來美國公債利率區間整理。考量美國景氣穩定走向經濟軟著陸路徑，但潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，建議布局中短天期債券鎖利。長天期債券除非失業率明顯跳升，或景氣快速降溫後再行配置。
- ▶ 景氣與政策預期帶動下，今年來公債期間溢酬升至10年相對高位，聯準會2024年9月啟動降息後，市場資金相對青睞中短天期債券，以因應貨幣政策路徑不確定性，穩健保守型投資人可採取股債平衡配置，隨殖利率上行，布局中短天期公債、投資級債為鎖利首選。

## 美國經濟雖優於預期，可能進入緩增長格局

花旗經濟驚奇指數



## 公債期間溢酬再次升至近10年高點



資料來源：Bloomberg · FRED

# 債市展望 – 投資級企業獲利動能穩，透過高品質降低不確定性

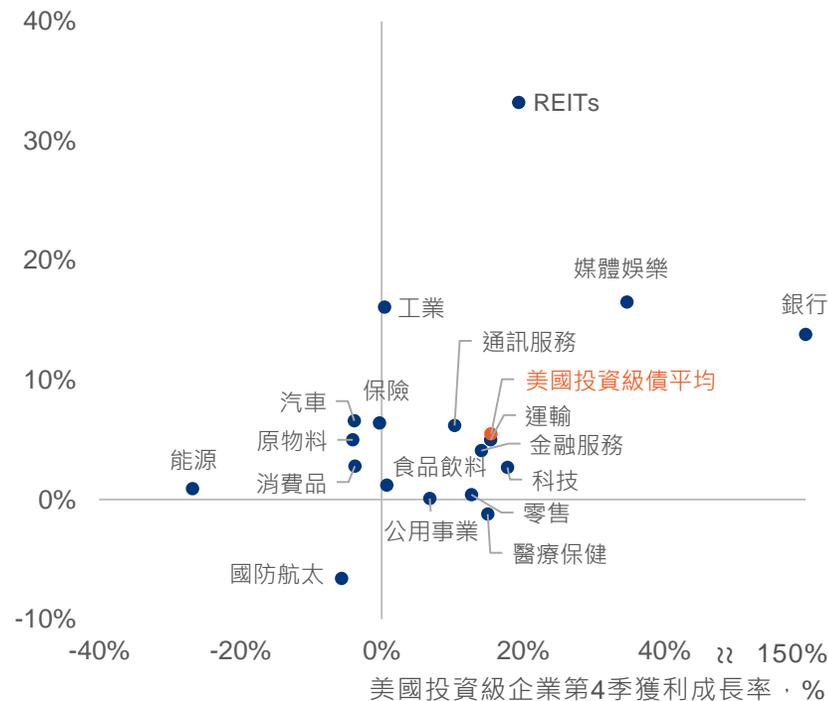
- ▶ 聯準會公布銀行對中大型企業貸款標準偏緊，因經濟前景存在不確定性、行業風險惡化，風險容忍度降低等因素為收緊主因，同時向企業收取更高的融資利率，然客戶對廠房或設備投資、併購等需求仍在，中大型企業貸款增加，而小型企業貸款需求維持不變。展望2025年，銀行普遍預期企業貸款品質有所改善，預估貸款標準將放寬或維持不變，有助於信用債利差保持低位。
- ▶ 檢視美國標普500企業仍有逾7成企業獲利優於預期，FactSet預估2025全年企業獲利成長達13%。展望後市，當前美國景氣未見明顯降溫跡象，川普新政欲將製造業帶回美國，然中美貿易與科技戰將加劇市場擾動，聚焦具通膨轉嫁能力與存在營運護城河的優質龍頭企業債券，產業聚焦具潛在利多的金融、軍工及航太債與通訊、公用事業調整後利差較高者。

## 美國銀行銀根並未續緊，信用利差低位整理



## 7成以上的大型企業獲利優於預期

美國投資級企業第4季實際減預期獲利成長率，%



資料來源：Bloomberg · FactSet

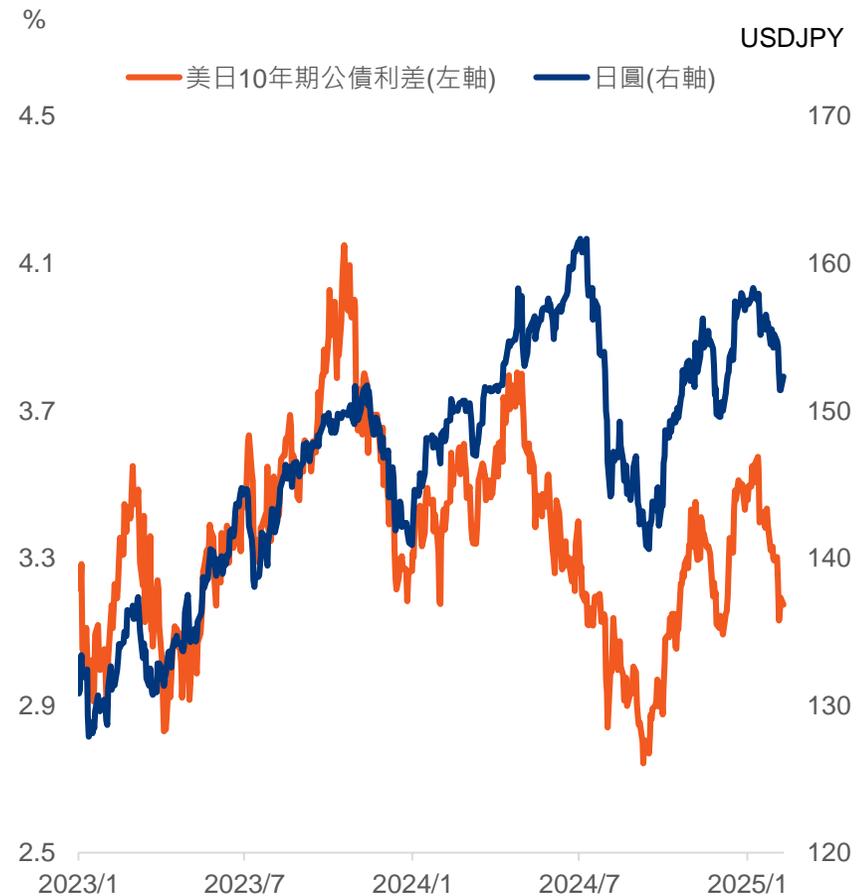
# 匯市展望 – 美元強度減弱，升息預期使日圓升值

- ▶ 川普關稅立場不若之前強硬，加上財政部長表示短期不增加發債計畫，美元、美債殖利率小幅回落。儘管降息循環有助引導美元偏弱，但美國對各國關稅談判不確定性高，美國經濟充滿韌性與降息空間有限，降低美元大幅貶值的可能性。預計接下來美國以對等關稅備忘錄所推動的關稅戰，避險需求將維持美元指數於高位盤整、底部有撐。
- ▶ 1月日本春鬥談判，中小企業提出調薪6%、公會提出5%加薪幅度，薪資成長使收入增加，帶動消費成長，推高通膨的正向循環正逐步實現。目前日本核心通膨約為3%、實質政策利率仍為-1.9%，即使日銀再升息2碼，也僅讓實質利率回到中性利率下緣。央行總裁與日銀審議委員近期紛紛表示計畫持續升息，升息預期使日圓短期維持升值格局。

## 全球貿易不確定性升高，美元高檔有撐



## 日本升息預期提高，美日利差收窄日圓升值



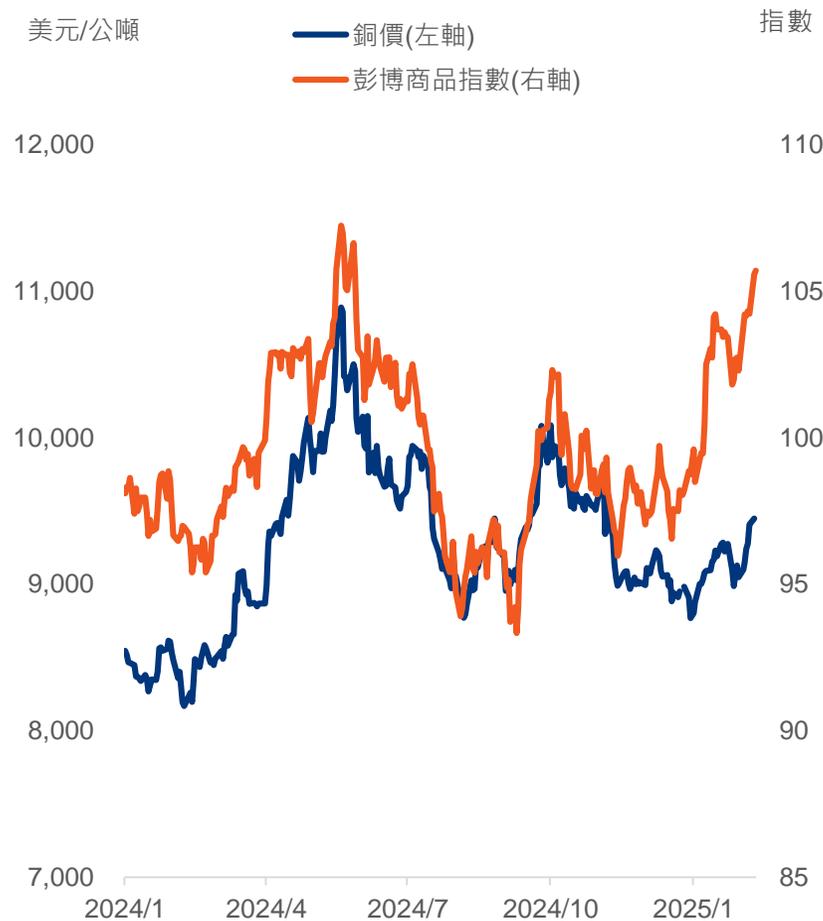
資料來源：Bloomberg

# 商品展望 – 川普對鋼鋁加徵關稅，推升短期商品上漲

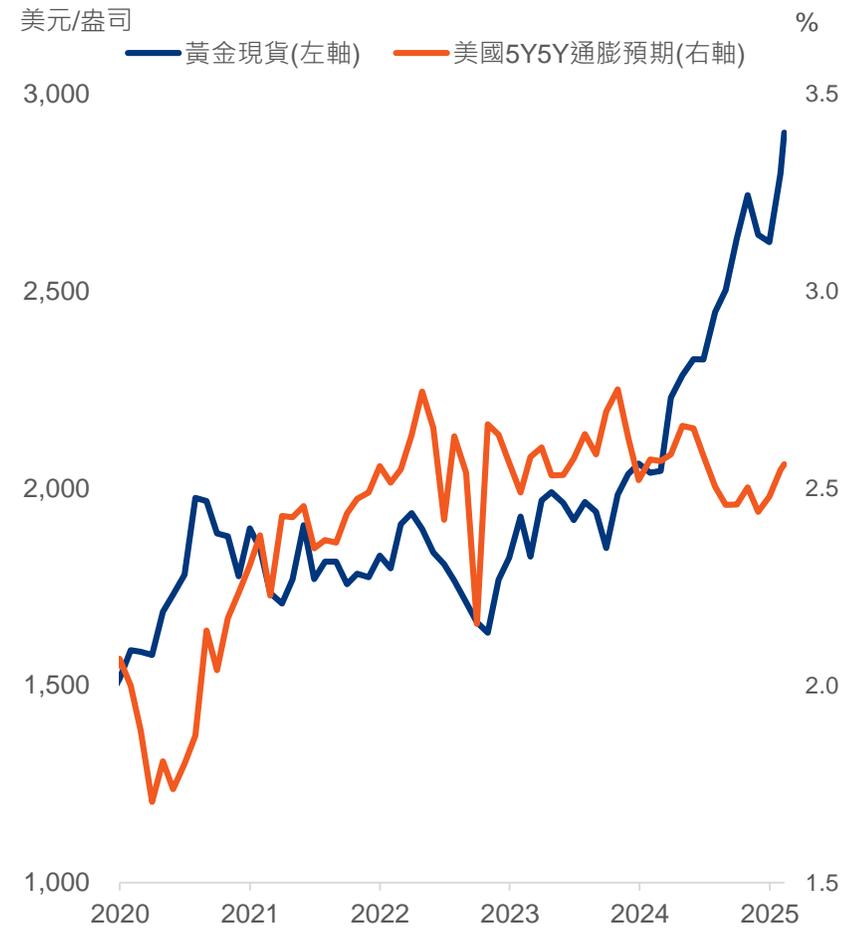
- ▶ 美國總統川普1月10日簽署行政命令，宣布對所有出口到美國的鋼鐵和鋁徵收25%關稅，並取消了对部分貿易夥伴的鋼鋁免稅配額和豁免政策，預計將於3月4日生效，以保護美國鋼鐵和鋁製造商，並鞏固美國的經濟和國家安全。銅、鋁等基本金屬加徵關稅出現提前拉貨現象，加上俄烏可能停戰的災後重建需求預期，彭博商品現貨指數今年來上漲逾7%，來到2022年12月以來高位，研判或為短期利多，中長期仍需視全球景氣、中國需求支撐。
- ▶ 川普的關稅政策推升大宗商品價格上漲，墊高的成本通常會轉嫁給消費者，帶來通膨上行壓力。密西根消費者信心指數的12月通膨預期上升，顯示市場擔憂通膨復燃風險，通膨與避險需求帶動黃金上漲，金價創歷史新高。建議投資人宜採逢回漸布較佳，全球通膨、地緣政治與央行購金等需求為主要動能。

資料來源：Bloomberg

## 銅價與商品指數近期上漲



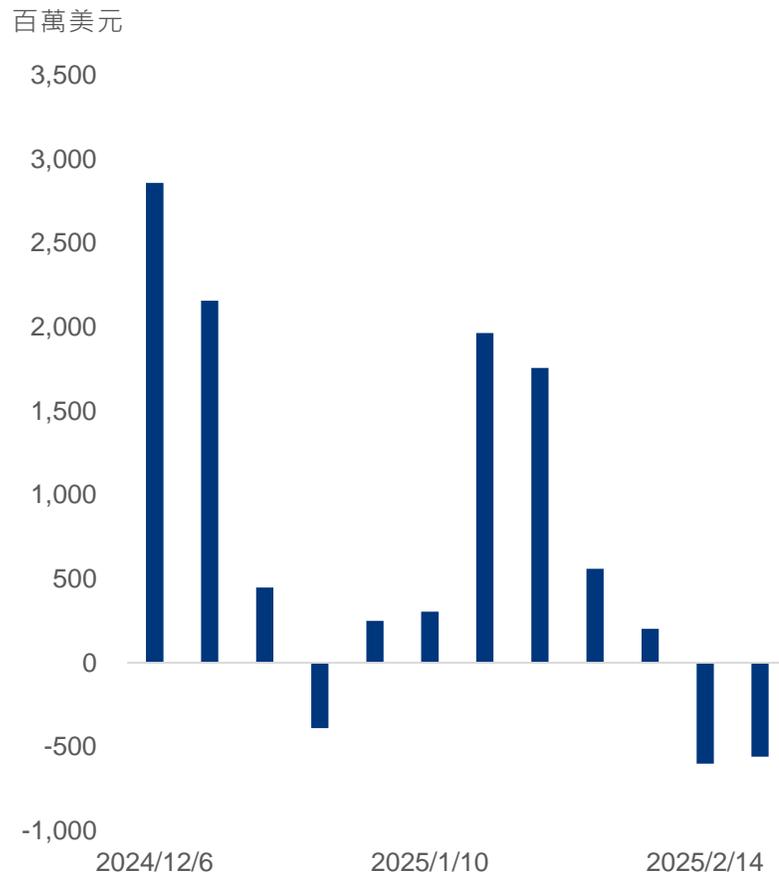
## 關稅不確定性與通膨預期上升，促金價創高



# 商品展望 – 市場氣氛轉保守，現貨ETF流出，比特幣漲多回調

- ▶ 近期美國市場氣氛轉保守，消費者信心指數創下2021年8月來最大跌幅，通膨數據重新升高，使聯準會續降息遲疑，比特幣作為波動性較大的風險資產，也有獲利了結賣壓。比特幣現貨ETF出現今年以來首度連續兩週較大的資金流出，截至2月21日兩週淨流出近12億美元。比特幣價格截至2025年2月26日跌破9萬美元關卡，收盤約89,000美元，距離今年1月21日收盤高點約107,000美元，震幅超過15%。
- ▶ 儘管近期比特幣價格偏弱，但政策面支持為本次比特幣價格從7萬突破至10萬美元的最主要因素。在川普誓言打造美國為加密貨幣之都，且希望將比特幣納入國家戰略儲備的藍圖下，比特幣仍具長期利多。透過資產配置適度納入相關資產進入投資組合，可降低持有單一資產風險。

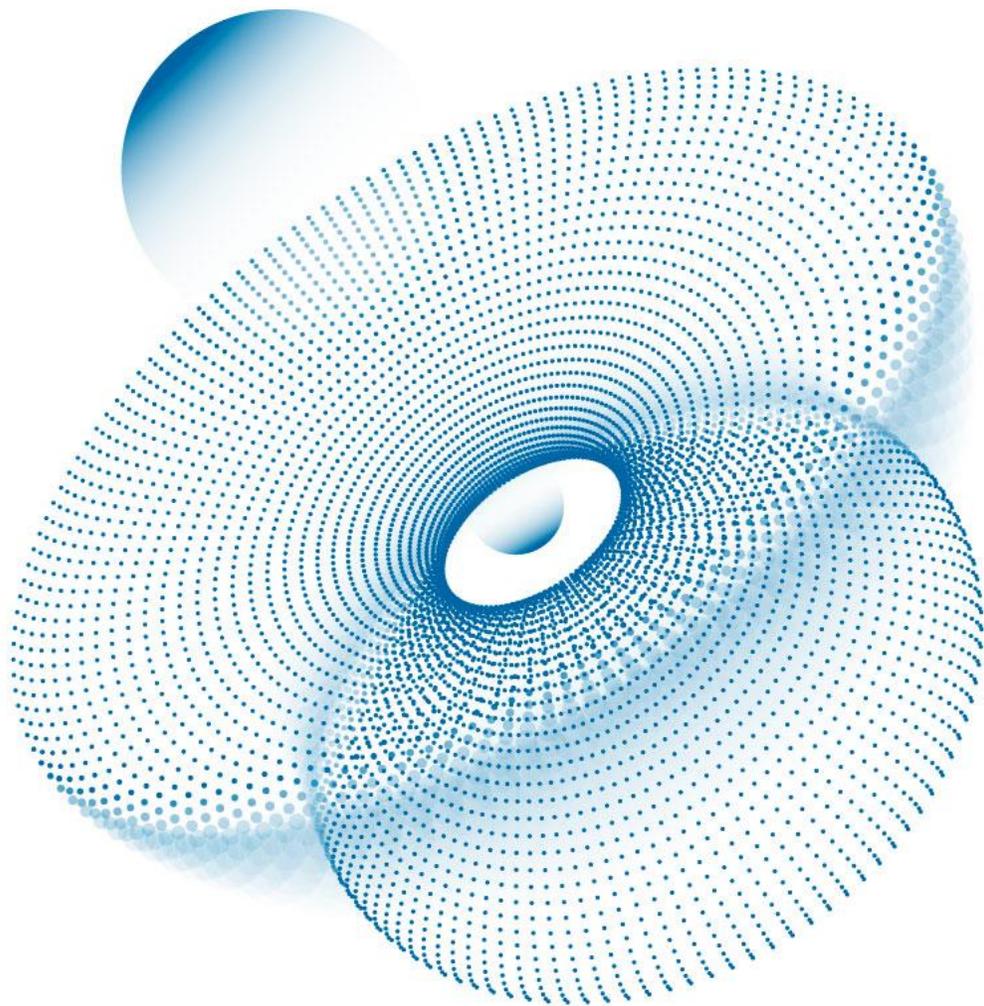
## 美國上市比特幣現貨ETF連續兩週淨流出



## 比特幣價格高檔回落，跌破9萬美元關卡



資料來源：Bloomberg



## 2 專題研究

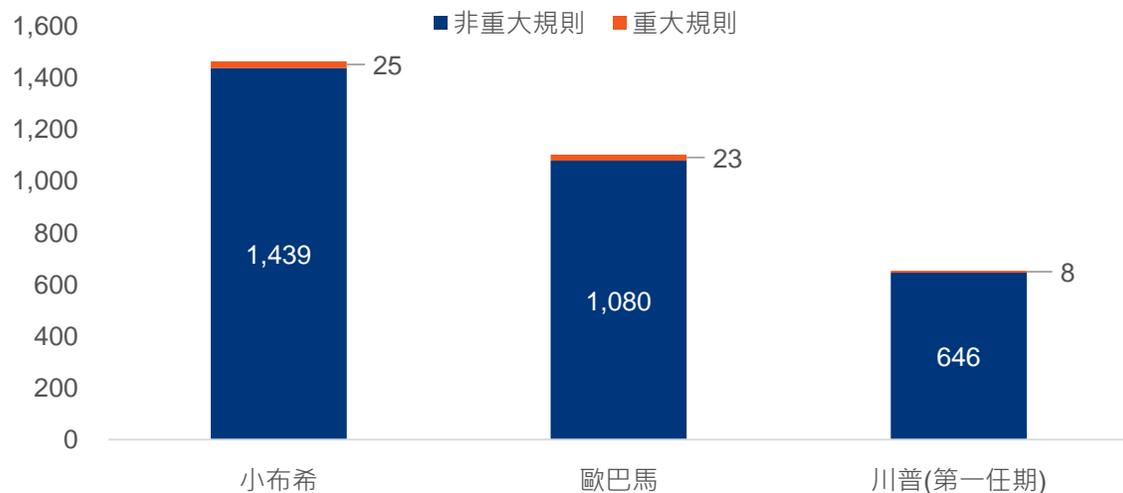
- ▶ 川普鬆綁監管，市場將巨變或蛻變？

# 輕監管影響廣泛，川普前任期大幅減少規則審查及制定

- ▶ 由於川普部分新政需走立法程序才能執行，因此上任至今已透過不少行政程序進行各個議題的立場表態。而除了關稅外，市場也將開始關注輕監管的發展及影響，因為監管影響不但涵蓋廣泛，且可能涉及減少政府支出、促進產業發展甚至吸引投資等作用。
- ▶ 川普前次任期上任當天，政府繼承了1,985項處於規則制定階段的法規(966項為提議階段，1,019項為最終階段)，川普迅速指示幕僚長向各部門負責人發出備忘錄，凍結規則制定直到指定的高級官員審查並批准法規。而至2017年6月30日，最終確定了654項新規定，僅有2項增加了私部門的監管負擔，相較歐巴馬上任同期共制定了1,103項規則，其中23項對私部門造成了重大成本，小布希上任同期則為1,464項法規，其中25項對私營部門造成了重大成本。此外，相較歐巴馬或小布希上任同期間，川普除了新規則的審查次數明顯較少，撤銷的規則數也高很多。

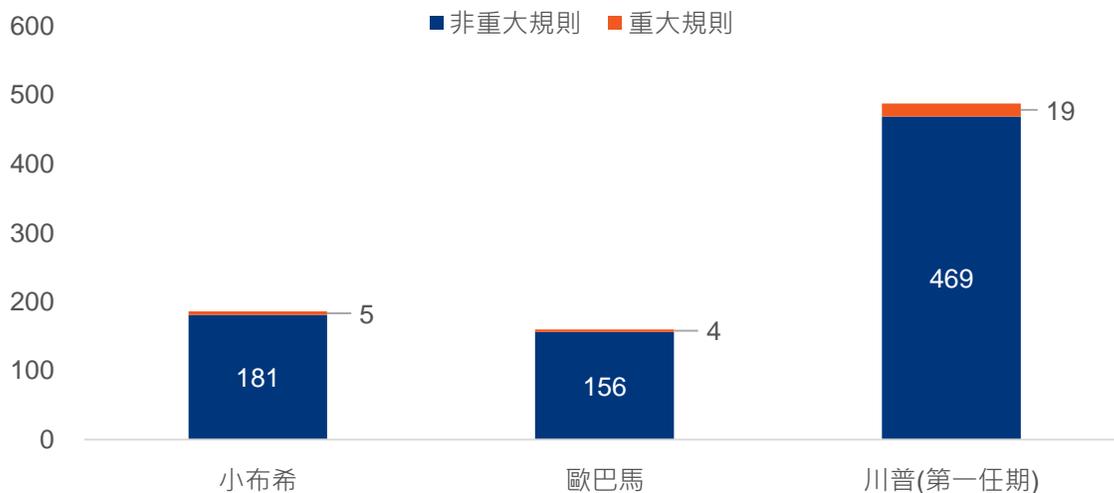
## 川普第一任期剛上任的最終規則制定僅為前政府的6成

美國總統任期前6個月通過的最終規則數



## 川普前次任期初期即撤銷不少規則

美國總統任期前6個月撤回的規則數



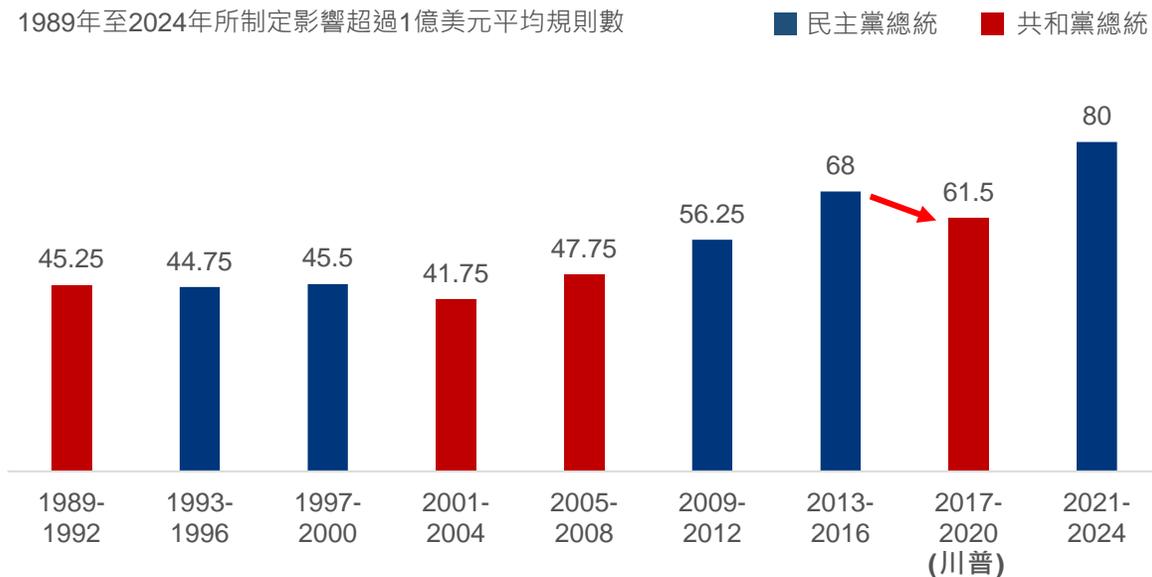
資料來源：The Heritage Foundation，美國資訊和監管事務辦公室(OIRA)，凱基證券整理

# 監管凍結 + 放鬆管制，川普朝輕監管以促進投資與經濟

- ▶ 川普分別於2025年1月20日與1月31日施行「監管凍結」以及「10比1」放鬆管制計劃：前者要求所有行政部門和機構審查未決和現有的法規，凍結要求撤銷的規則，並推遲實施尚未頒布的規則；後者延續川普的監管削減措施(前次任期要求機構每發布1項新法規就廢除2項法規)，本屆則要求每發布1項新法規就廢除10項法規。從前次任期實際執行來看，川普上任後經濟影響超過1億美元的新規則也大幅下降。
- ▶ 而從過往研究資料發現，在大幅放鬆監管(如1990年代美國監管改革)時會刺激企業投資。傳統的放鬆管制(減少監管政策)因為不需要國會的批准而可以快速實施，將有助於鼓勵企業擴大投資規模。相較之下，撤銷監管或正式成立政府效率部(DOGE)的建議需要國會批准，相對耗時且具不確定性。

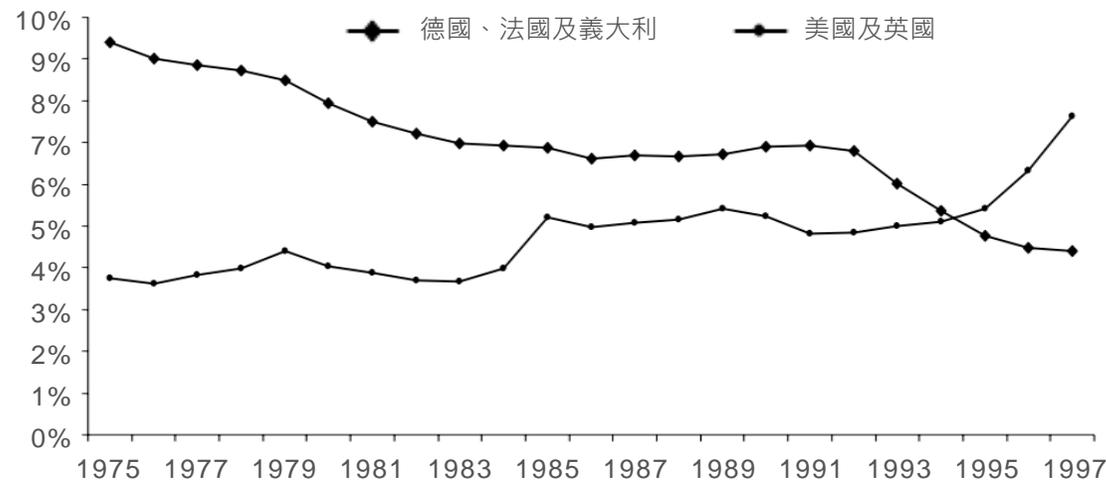
## 川普前次任期，經濟規模較大影響新規數明顯降低

1989年至2024年所制定影響超過1億美元平均規則數



## 政治環境有利於放鬆管制時，企業更有可能進行投資

1975年至1998年美歐各國的投資佔資本存量百分比



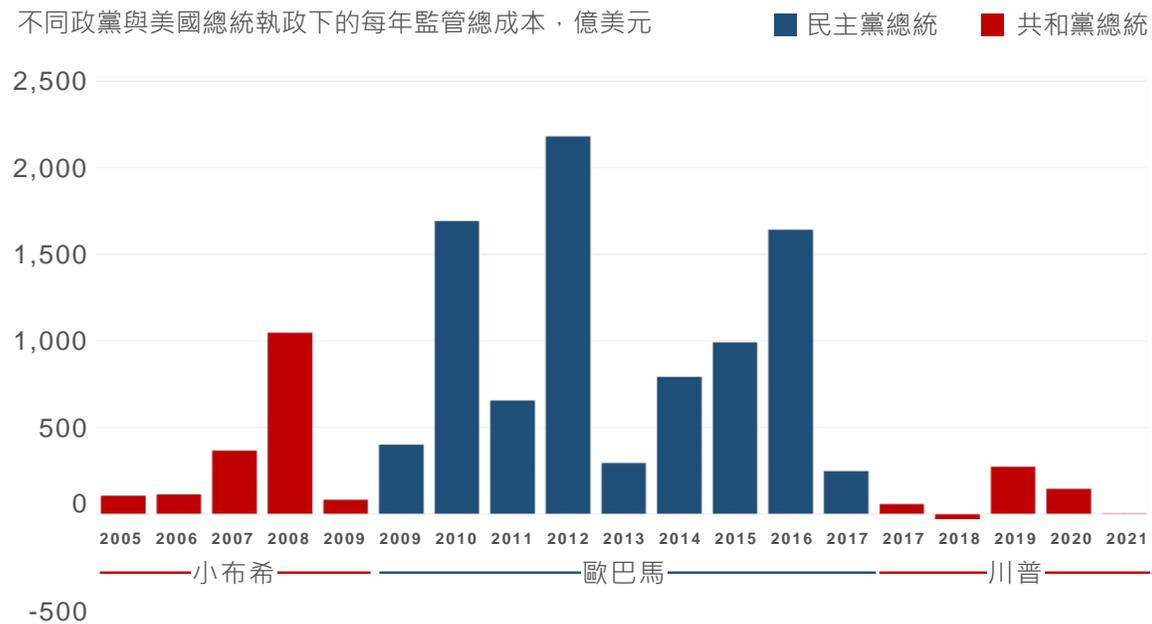
資料來源：Office of the Federal Register (左圖) · NBER (右圖) · 凱基證券整理

# 川普前次任內，監管支出明顯下降，節約了近90%金額

- ▶ 川普政府前次任期結束時，總監管成本僅淨增加404億美元，年均101億美元，僅為歐巴馬政府任期年均1,110億美元的9%，與共和黨布希政府最後4年的年均429億美元相比也少很多。
- ▶ 觀察川普前次任期，淨監管成本增加最多的是防禦國防相關(最高為國防部)、衛生與公眾服務部以及證券交易委員會。主要受國防部2020年頒布了2項聯邦承包安全新規則，推動了總成本增加。而健康與公共服務部的成本增加主要來自其要求醫療保險公司定價透明度的規定。節省最多的是交通部及環保署，主因2機構聯合發布更安全、更實惠的節油汽車規定，帶來近2,000億美元的節省。此外，川普前次任期取消部分獨立機構，也實現了部分監管節約。

## 川普前次任期監管成本支出明顯較先前總統都少

不同政黨與美國總統執政下的每年監管總成本，億美元



資料來源：American Action Forum · 凱基證券整理

## 川普前次任期國防監管支出居冠，交通監管節省最多

川普第一任期各部門新規則影響，十億美元(僅呈現影響超過十億美元的組織)



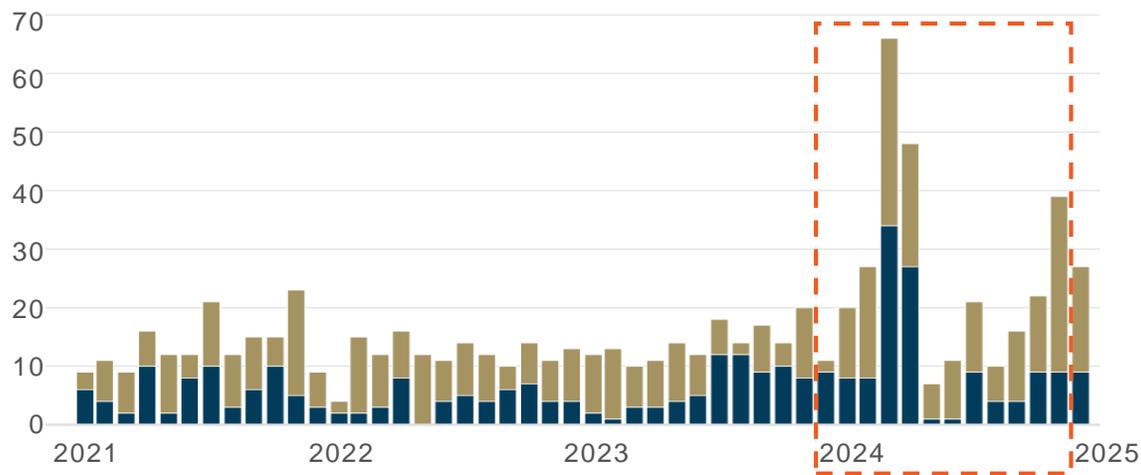
# 川普本屆欲透過行政命令，減弱獨立監管機構的權力

- ▶ 拜登政府在任期最後一年頒布了大量重要規則，特別是在4月、5月和12月，主要與氣候、環境、節能、移民與勞動相關，影響交通、通膨及就業等層面。而川普本屆上任後，除了監管凍結現有或將發布的規則外，最新2025年2月18日所發的行政命令賦予總統更多權力，該命令超越了現有規定(僅經濟影響超過1億美元的法規必須經過白宮預算辦公室審查)，可能縮減歐巴馬任期內的監管規定和削弱監管機構的法定權力。
- ▶ 該行政命令影響所及包括證券交易委員會、聯邦貿易委員會和聯邦通訊委員會在內的獨立聯邦監管機構。此外，該行政命令涵蓋了聯準會的監管職責，但特別保持聯準會在製定影響通膨率和就業水準的短期利率獨立性。綜合目前川普政府整體做法，主要為朝向減少規則制定，同時加強對獨立監管機構的控制，以使政策具整體性，並確保所有行政部門的行動與川普的優先事項保持一致。

## 拜登政府2024年通過了大量法案

拜登政府任期內通過的重要規則數

■ 經濟相關重大規則 ■ 其他層面重大規則



資料來源：Office of the Federal Register · 白宮 · 凱基證券整理

## 川普將加強對金融/消費/通訊及貿易等監管機構控制

美國重要監管機構

聯邦儲備系統理事會



證券交易委員會



消費品安全委員會



聯邦通信委員會



聯邦貿易委員會



聯邦能源監管委員會



# 金融管制延續放鬆立場，數位資產為重點支持項目

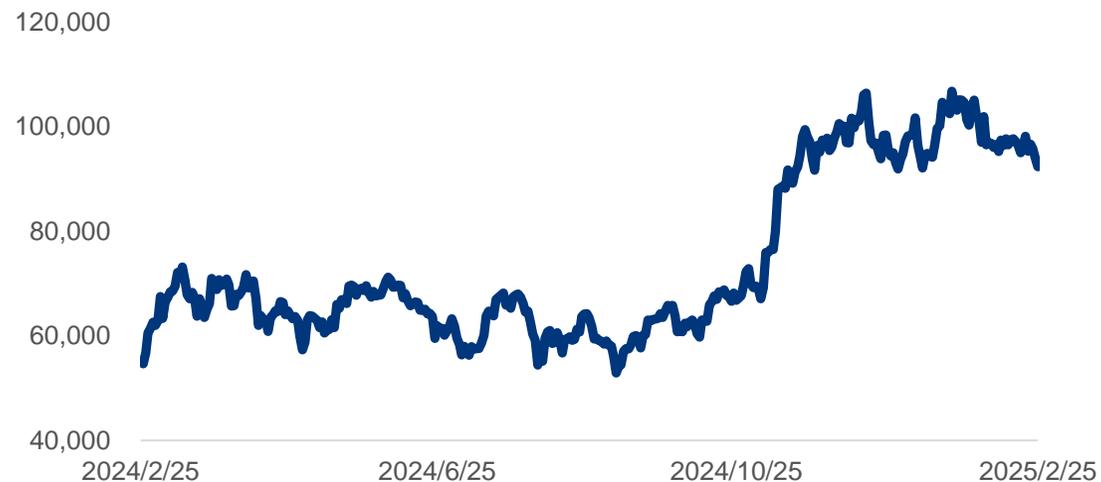
- ▶ 川普在前次任期內，金融監理法規頒布數量及監管行動數量同步下降，國會也推動了旨在減輕金融行業負擔的監管救濟方案。此外，川普在第一次任期內通過的金融相關行政命令主要包括以下項目：協助小型企業貸款及簡化資本規定、調整中低收入戶貸款規則、暫時放鬆金融機構槓桿率以及消費者保護等。
- ▶ 為了促進美國在數位資產和金融科技領域的領導地位，同時保護經濟自由，川普於2025年1月23日發布加強美國在數位資產領域領導地位的行政命令，支持數位資產、區塊鏈及相關技術的發展及應用。由於川普選前即對數位資產表態支持，選後比特幣有所表現。整體而言，川普在本次任期對金融服務業將放鬆管制，有利於企業合併、數位資產、提供小型企業資本等金融服務。

## 川普前次任期主要朝協助小型企業及低收入戶

重點項目	說明
社區再投資法改革	更新針對低收入和中等收入群體的貸款規則的規則
簡化小型企業貸款	向受到Covid-19影響的小型企業提供簡化貸款
信用合作社貸款和信用額度	向國家信用合作社管理局(NCUA)成員提供貸款和信用額度，減輕信用合作社的監管負擔
延續小型銀行監理資本規則	延長了2017年對小型銀行某些項目的監管資本處理，主要適用於規模較小的銀行，簡化監管資本規則
緊急合併特許和成員範圍規則	根據「聯邦信用合作社法」，面臨破產危機的信用合作社可以與其他信用合作社合併，不必考慮共同債券或其他法律限制
放寬補充槓桿率	聯準會暫時放鬆補充槓桿率，允許金融機構將美國公債和在聯準會銀行的存款排除在總槓桿曝險之外，提高銀行彈性
為預付帳戶建立消費者保護規則	為預付帳戶制定了全面的消費者保護措施，要求提供者保護消費者免受欺詐和盜竊，讓消費者免費且輕鬆地使用產品

## 川普政府支持數位資產，比特幣在大選後走高

比特幣價格走勢，美元



資料來源：Brookings Institution (左表)，白宮，Bloomberg (左圖)，凱基證券整理

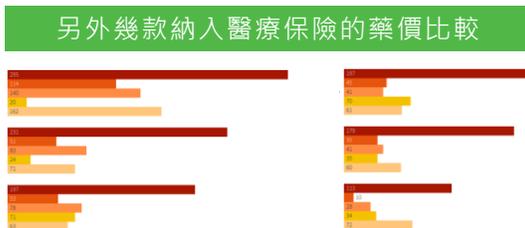
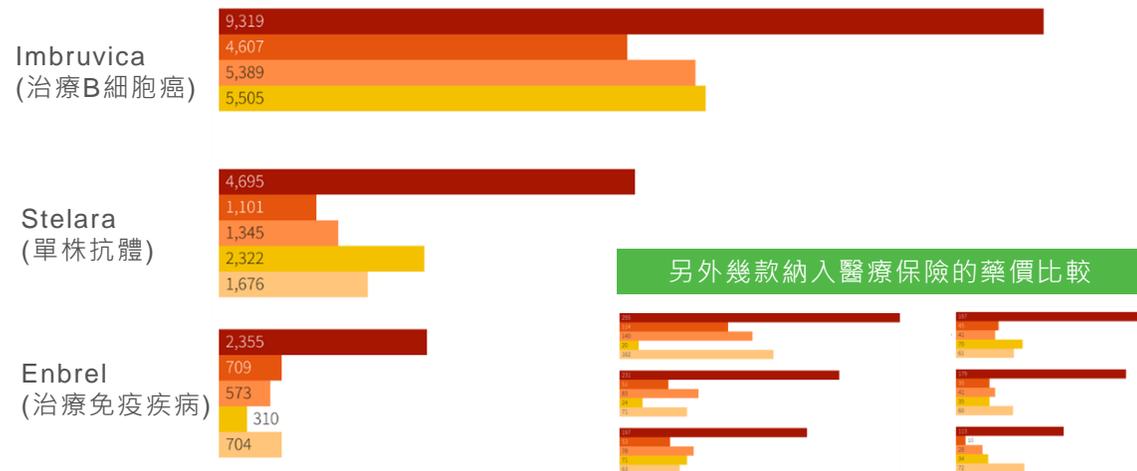
# 醫藥健護的監管持續朝藥價透明及醫療創新邁進

- ▶ 由於美國的平均購藥成本相較其他高收入國家仍然偏高，因此川普前次任期主要措施包括**藥品價格透明化**(要求藥商公開藥品價格，增加透明度)、**340B藥價法案改革**(調整部分藥品價格的折扣幅度，為低收入患者提供折扣)、**藥品回扣機制調整**(要求藥商提供給醫療機構或承銷商的回扣機制更加透明)以及**減少對藥品價格的管制**(強調市場競爭，促使更多藥品進入市場，間接降低高價藥品的價格)。
- ▶ 在本次任期中，對醫藥健護的態度可能會延續先前立場，監管方向主要包括**藥品價格改革** - 降低藥品價格及醫療負擔，推動價格透明化，促進市場競爭來降低藥品價格；**放寬FDA監管** - 加速創新藥品和醫療器械的上市；**支持本土創新與生產** - 鼓勵企業在美國境內設立生產基地，強化供應鏈自主性。

## 美國醫療保險藥價較其他高收入國家高約1倍至5倍

幾款納入醫療保險的藥價比較，美元

● 美國 ● 瑞典 ● 澳洲 ● 日本 ● 加拿大



## 現行主要與藥價有關的7項政策對藥價影響

針對藥價設定上限或限制藥價成長率	對藥價影響的預估
參考美國之外國家的藥價來設定最高藥價	降幅高於5%以上
擴大Medicare藥價協商	
增加協商的藥物數	降幅約0.1%至3%
使所有商業體制可按協商後的價格購買藥品	降幅約1%至3%
要求製造商負擔藥價的通膨	降幅約1%至3%
使藥價回歸市場競爭機制並提高資訊透明度	對藥價影響的預估
批准從美國之外的地方進行商業進口	降幅約0.1%至1%
禁止或限制直接對消費者做藥物廣告	降幅約0.1%至1%
協助基因或仿生製藥進入初期市場	降幅約0.1%至1%
提高學名藥的透明度	
要求學名藥的價格機制透明化	無變化或微幅增加
要求藥局向保險公司揭露藥物價格	降幅約0.1%至1%

資料來源：Reuters (左圖) · Congressional Budget Office (右表) · 凱基證券整理

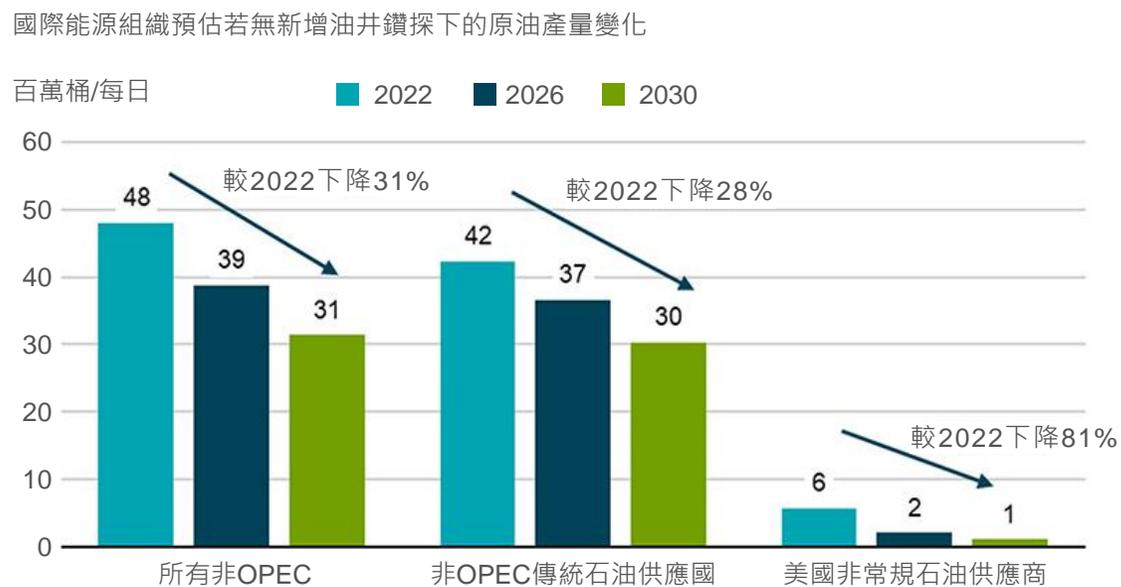
# 新成立國家能源主導委員會，重視美國能源自給自足

- ▶ 2025年2月14日的行政命令 - 成立國家能源主導委員會，符合先前共和黨「美國優先」政策，旨在改善所有美國能源的許可、生產、發電、分配、監管和運輸流程，實現能源主導地位。除將增加私營部門投資並推動創新，擴大能源生產並解決成本障礙，降低國際供給影響幅度。
- ▶ 2025年1月20日的行政命令 - 宣布國家能源緊急狀態，將加快能源和基礎設施項目發展，促進能源供應、提煉和運輸，除創造就業機會外並改善能源貿易平衡。而在該命令中，「能源資源」一詞主要包括傳統原油天然氣及相關衍生品、鈾、煤、生物燃料、地熱、水力和關鍵礦物，但不包括太陽能 and 風能資源。此外，川普政府正對風電計畫的聯邦租賃和許可進行全面審查，聯邦機構被要求暫停頒發新的風電項目或續約。因此，目前川普政府的立場可能使原先支持能源轉型的新技術投資受影響，甚至不排除減少相關的稅收補貼或縮短補貼期限。

## 產油國的閒置產能僅有全球每日總需求的2%至5%



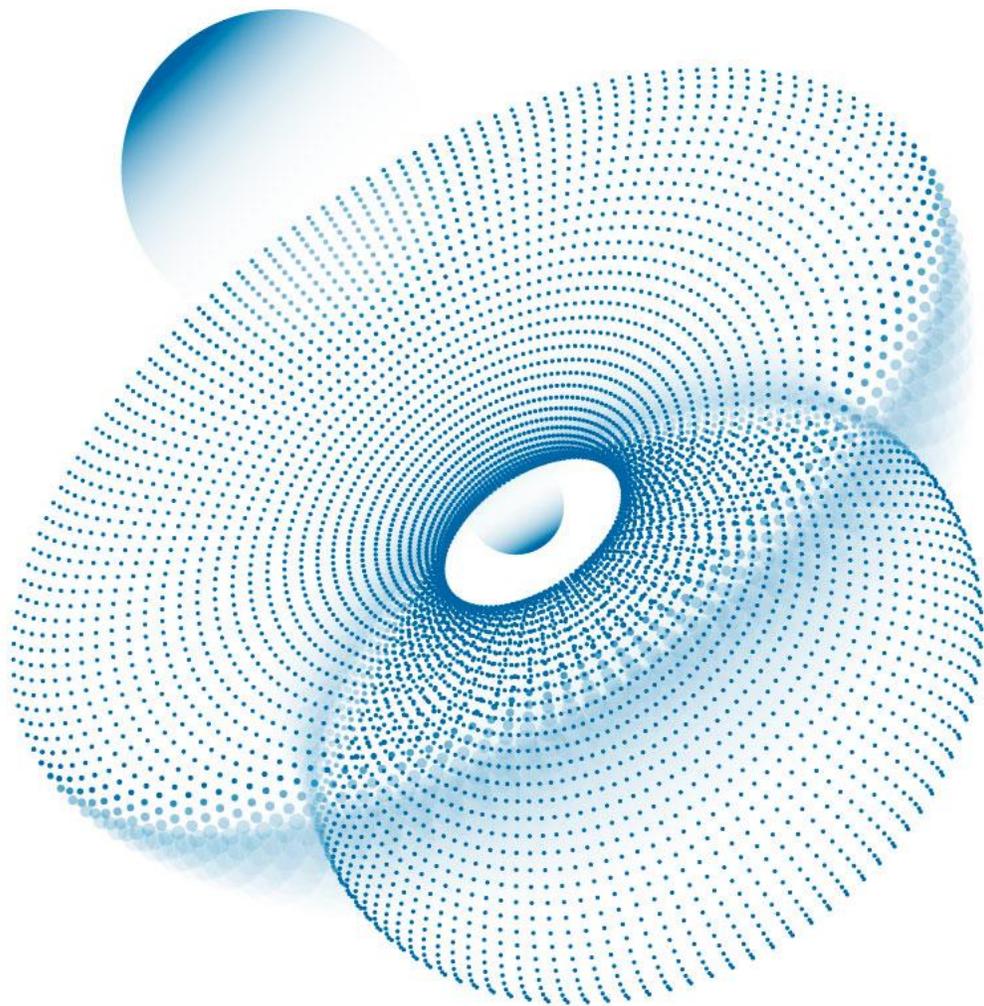
## 若無新增支出進行開採，產量將明顯下降



資料來源：IEF，白宮，凱基證券整理

# 川普新政朝向監管放鬆，有機會帶動產業發展

監管領域	監管政策		差異或調整方向
	前次任期	本次任期	
整體監管政策	實施1增2減政策，每新增1項新規定就要廢除2項舊規定	將實施1增10減政策，每新增1項新規定就要廢除10項舊規定	監管進一步鬆綁，通過減少規定和降低監管成本來促進投資和經濟增長
監管機構獨立性	保持獨立監管機構自主性，較少干預	最新行政命令加強白宮對獨立監管機構的控制	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 提高白宮對獨立監管機構影響力</li> <li>• 提高政策協調性</li> </ul>
金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 放鬆法案部分條款對銀行的監管</li> <li>• 對加密貨幣態度較謹慎</li> </ul>	除進一步減少金融相關監管外，發布加強美國在數位資產領域領導地位的行政命令，支持數位資產、區塊鏈及相關技術的發展及應用	態度轉向積極支持，為加密貨幣行業創造更寬鬆的發展環境
醫療健護	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 推動降低藥價，強調價格透明化</li> <li>• 簡化FDA藥品審查流程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 推動降低藥價，強調價格透明化</li> <li>• 促進產業競爭及發展</li> </ul>	除持續加強價格透明度，更強調透過市場競爭的機制，使更多產品進入市場，進而使藥價降低
環境與能源	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 放鬆部分環境保護規定，支持傳統石化燃料產業的發展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 成立國家能源主導委員會，重視美國能源自給自足</li> <li>• 宣布國家能源緊急狀態，加快能源和基礎設施項目發展</li> <li>• 停止新的風電項目核准</li> <li>• 撤銷部分拜登政府的能源相關行政命令</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 目標為實現能源主導地位，改善能源貿易平衡</li> <li>• 強化對傳統能源支持，減弱對新能源(尤其是風電)的推動</li> </ul>



### 3 資產配置

- ▶ 資產調整建議
- ▶ 資產類別建議
- ▶ 投組配置建議
- ▶ 核衛配置建議

# 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

- ◆ 增持中短天期債券
- ◆ 分批投入優質股，或產業中大型股，如金融、工業、醫療及電信股，掌握類股輪動機會
- ◆ 定期定額成長股、科技股

### 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
- ◆ 搭配中短天期投等債，或投等債ETF，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ETF調整股債比

# 資產類別建議 – 區域

▶ 美股獲利基本面良好，留意類股輪動機會；數據優於預期有望延續日本內需股相對表現；新亞維持中性看法。

看空
中立
看多
• 前月看法

## 綜合評論

區域	美國股市	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #FF4500; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	美國企業財報狀況仍佳，可留意產業獲利與股價可能出現輪動的空間，維持偏多看待
	歐洲股市	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	儘管歐洲央行寬鬆支撐經濟，然貿易政策不確定性仍為變數，維持歐股中性觀點
	日本股市	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block; border: 1px solid black;"></span> <span style="background-color: #FF4500; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	數據顯示薪資持續成長推動消費的正向循環逐步發酵，內需股相對較佳的表現有望延續，轉趨偏多看待
	中國股市	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	DeepSeek熱潮對中國科技股提供支撐，然須關注兩會是否公布財政規模數據，維持中性看法
	臺灣股市	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	川普貿易政策與聯準會動向令台股短期維持區間震盪走勢，然AI趨勢未變，長期仍將支撐台股，維持中性看法
	新興亞洲	<span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #cccccc; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	關稅不確定性對為新興亞洲帶來威脅，所幸DeepSeek熱潮對中國科技股提供支撐，整體新亞維持中性看待

# 資產類別建議 – 產業

▶ 在股市評價面偏高與政策不確定性升溫的背景下，可留意金融、工業、醫療等類股輪動空間；AI長期需求趨勢未變，偏好軟體優於硬體。

看空
中立
看多
 • 前月看法

## 綜合評論

產業	看空	中立	看多	前月看法	綜合評論
非必需消費	■	■	■	■	當前經濟動能與消費支出數據仍屬穩健，惟關稅政策恐對產業需求帶來壓力，維持中立看法
必需消費	■	■	■	■	獲利成長動能仍落後多數產業，然防禦特性在市場波動下有助支撐其表現，維持中立觀點不變
能源	■	■	■	■	儘管能源類股獲利負成長幅度有望縮減，然OPEC與非OPEC國家供應增長或將導致市場供過於求，維持偏空看法
金融	■	■	■	■	利率維持高檔支撐銀行股獲利動能，復以川普政府放寬金融監管利多加持，維持偏多看法
醫療保健	■	■	■	■	獲利成長有望輪動向上，人口高齡化及醫藥需求有望支撐類股長期表現，轉趨偏多看法
工業	■	■	■	■	川普政策鼓勵製造業回流，加上自動化及政府財政支出助攻，維持偏多看法
資訊科技	■	■	■	■	AI長期成長動能未變，留意評價面偏高可能帶來的波動，偏好軟體優於硬體，維持中立看法
通訊服務	■	■	■	■	AI 題材有望支撐類股表現，然須留意估值偏高壓力，維持中立看法
原物料	■	■	■	■	原物料獲利負成長狀況將有改善，然類股表現受中國經濟刺激政策力度影響，維持中立看法
房地產	■	■	■	■	房市數據低檔徘徊，若利率再度走降有望對銷售帶來支撐，整體維持中立看法
公用事業	■	■	■	■	AI 能源需求及相關建設有助支撐類股表現，但市場殖利率偏高不利評價面，維持中立觀點

# 資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 利率擾動仍存，以短天期投資級債逢利率上揚鎖利；川普關稅戰不若市場預期失控，美元、美債殖利率強度減弱，日圓升值。

看空
中立
看多
 • 前月看法

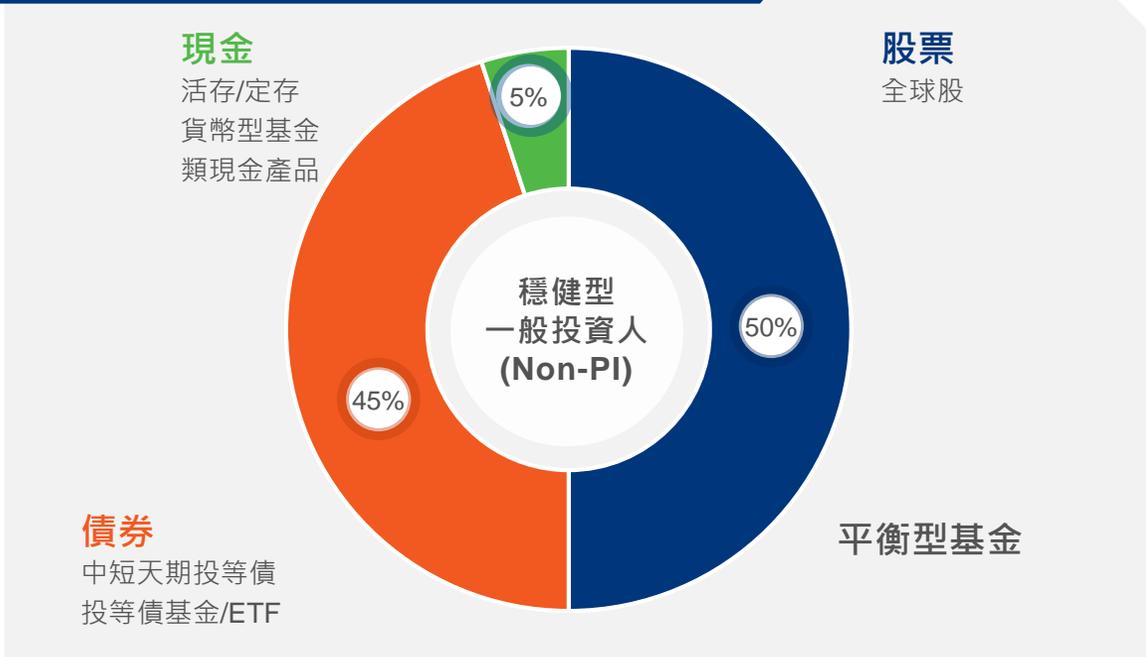
## 綜合評論

固定收益	美國政府債券	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	財政紀律問題未解，長端美債偏保守看待，以賺取殖利率收益為目標，並建議以中短天期為配置首選
	投資級債券	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #FF8C00; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	投資級企業升評數亦持續高於遭降評數，可配置政策利多的金融、軍工航太及通訊、公用事業調整後利差較高者
	非投資級債券	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #90EE90; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	非投資級企業債信體質相對疲弱，近期企業遭降評數增幅比獲升評數多，宜避開信評CCC或以下企業債
	新興市場債券	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	關稅政策造成貨幣貶值，同時不利美元計價新興市場債表現，建議避開外債比重較高且外匯存底較低者
商品	原油	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #90EE90; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	中國需求疲軟，美國經濟穩健、原油庫存偏低，短期油價區間拉鋸；然川普貿易戰加重全球經濟放緩擔憂，長期保守
	黃金	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #FF8C00; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	川普關稅戰加劇，通膨不確定性升高，美國雙率強度減弱，新興市場央行持續購金，黃金創新高後仍有向上空間
貨幣	美元	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #FF8C00; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	聯準會放緩降息節奏、川普續打關稅戰，美元在經濟表現、利差、避險因素有利情況下，上半年高檔有撐但強度減弱
	歐元	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #90EE90; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	歐元區與美國就汽車、鋼鋁等關稅談判，而川普與俄羅斯、烏克蘭展開和平對談，在今年將降息2-3碼下，歐元盤整
	日圓	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #808080; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	日本GDP優於預期、添市場對日銀第2季將升息預估，加上日銀委員高田肇偏鷹升息言論，使日圓近期維持升值態勢
	人民幣	<span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #90EE90; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span> <span style="background-color: #D3D3D3; width: 15px; height: 15px; display: inline-block;"></span>	中國政府表示將適時降準降息，維持寬鬆貨幣立場，且川普持續加徵關稅打壓出口，惟政府干預阻貶，使人民幣弱盤

# 投組配置 – 優質股及投等債為核心，多元配置降波動

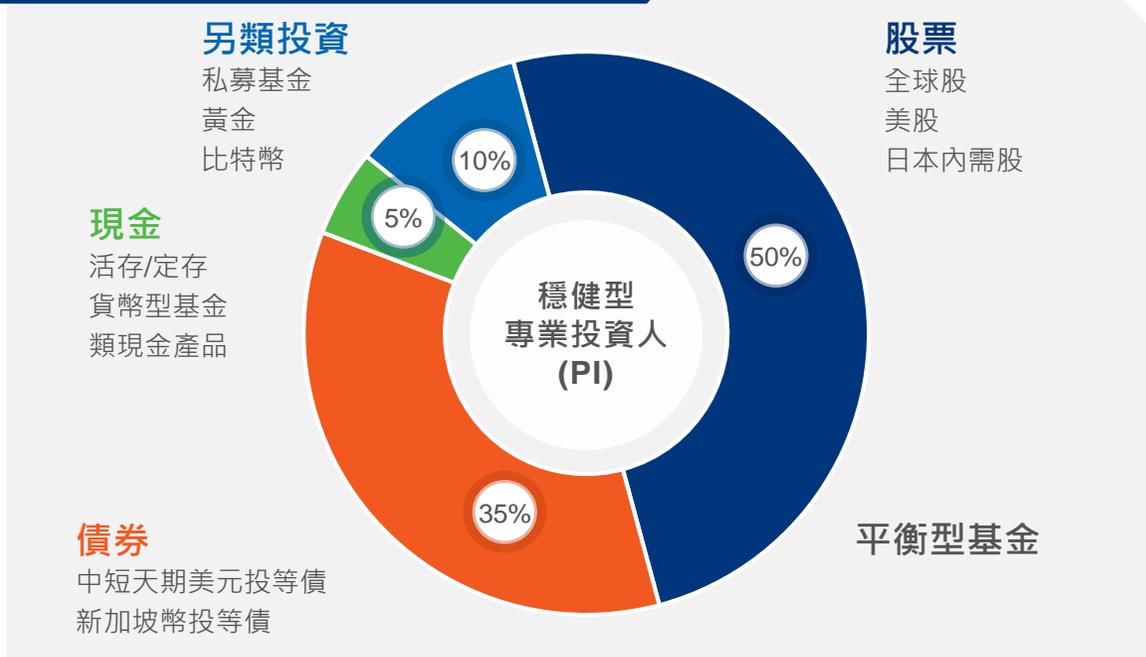
- ▶ 美國經濟具韌性，惟全球政經不確定性升溫，須留意通膨發展趨勢，資產配置以多元布局應對市場變化。
- ▶ 股權部位以成熟國家中大型優質股為核心，美國優於日本優於歐洲；美國關稅政策對新興市場影響不確定性高，中性看待新興市場股。
- ▶ 固定收益以中短天期投資級債為主，產業面優先考慮金融、通訊、公用事業等調整後利差較高者。

## 一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



[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%

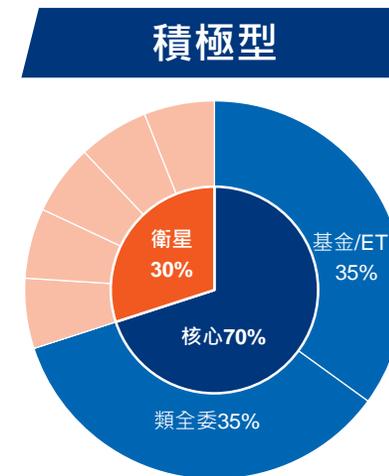
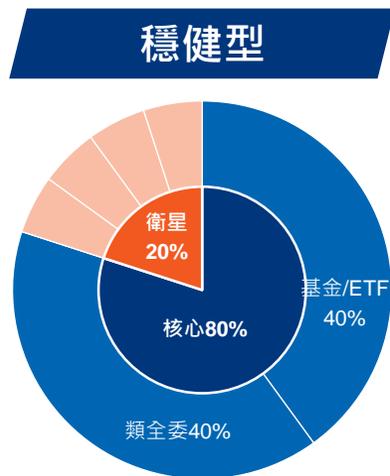
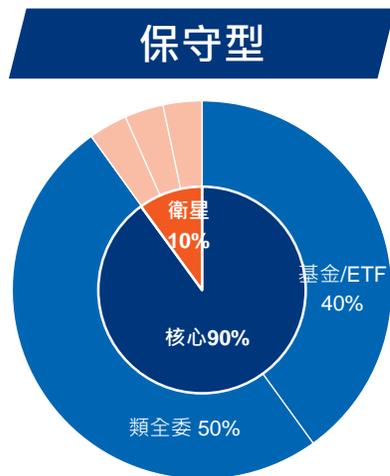
## 專業投資人(PI)投資組合配置建議



[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

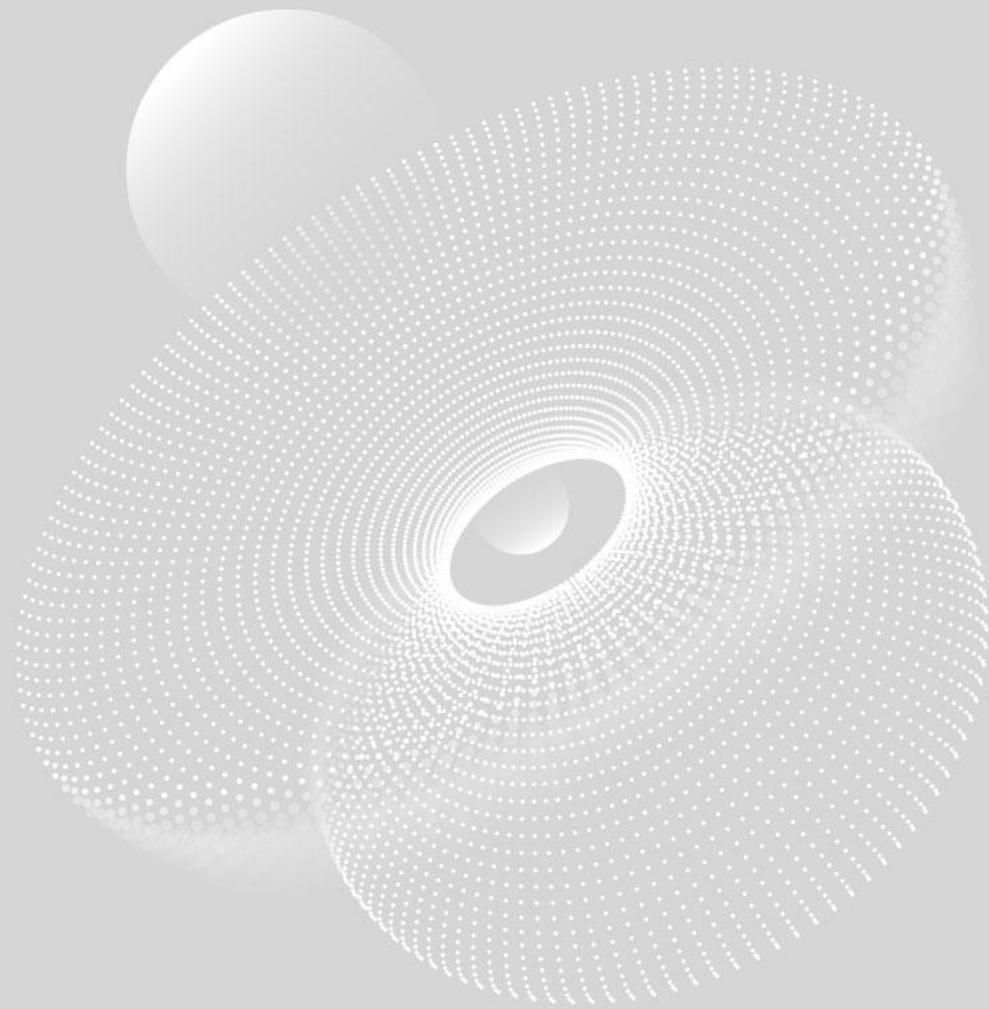
- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



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	

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	



## 附件

- ▶ 大趨勢投資主題
- ▶ 資產評價與波動率
- ▶ 重要經濟數據/事件

# 大趨勢投資主題

- ▶ 大趨勢係指影響全球發展的強大長期力量，了解大趨勢有助前瞻未來，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。

趨勢主題	說明
 <b>加密貨幣</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 市場氣氛轉保守，加密貨幣屬於風險性資產，價格有所回落，比特幣現貨ETF出現獲利了結流出，但受惠於川普誓言打造美國為加密貨幣之都，且希望將比特幣納入國家戰略儲備的藍圖下，比特幣具長期利多題材。</li> </ul>
 <b>量子電腦</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 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。2025年2月微軟發表量子晶片 – Majorana 1，並預估實用量子電腦實現只需數年、而非數十年。</li> </ul>
 <b>去全球化</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 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。</li> </ul>
 <b>核能重啟</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 近期為了滿足AI用電，科技大廠開始投資核能相關技術，有利於核能發展及未來表現。</li> <li>▪ 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，若工業規模技術實現，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。</li> </ul>
 <b>AI機器人</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DeepSeek出現有助加快人工智慧滲透與應用效率，並降低了終端應用裝置建置AI的成本，有效推動未來10年AI人形機器人市場加速成長。</li> <li>▪ 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。</li> </ul>

資料來源：凱基證券整理

# 過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至2月26日，陸股、歐股及新興市場股表現相對強勁

■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

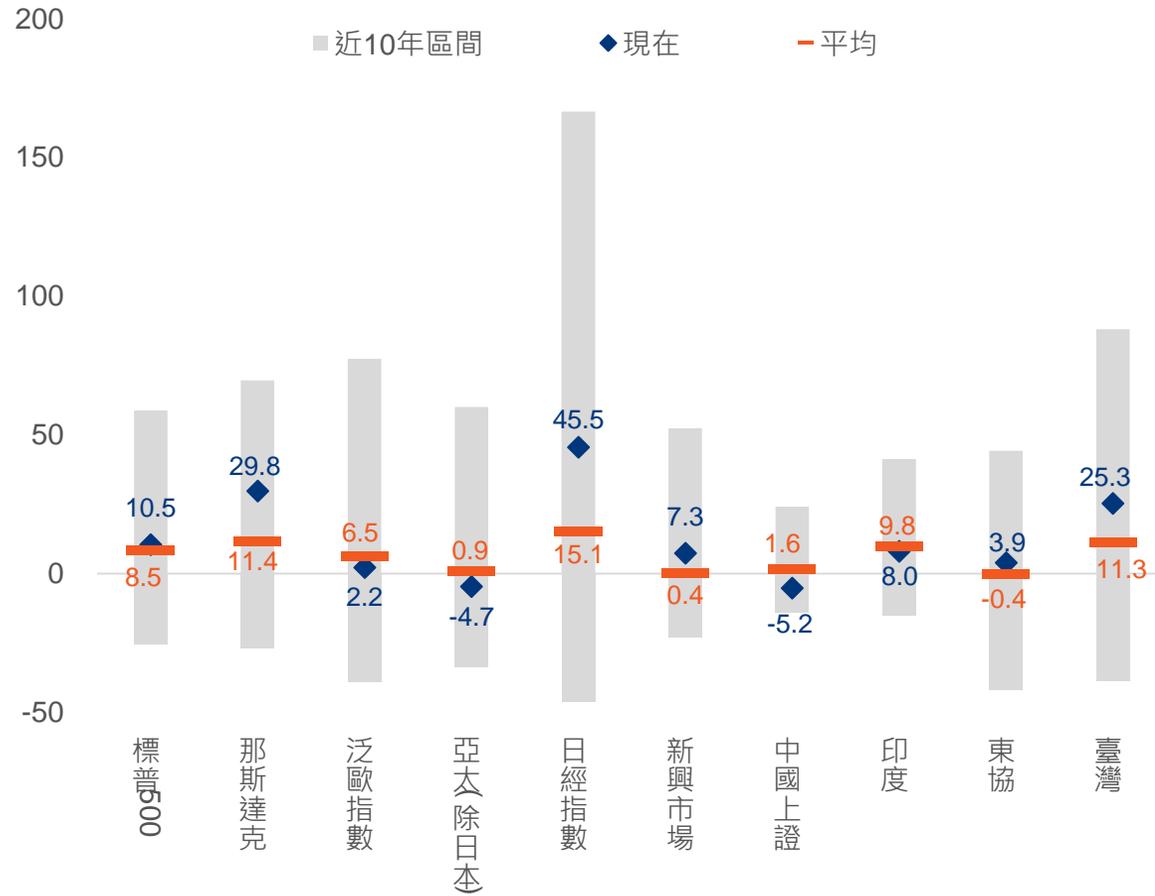
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025至今	年化*
非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	中國股市 17.9%	美國股市 14.4%
基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	歐洲股市 12.4%	大宗商品 8.4%
美國股市 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 18.4%	新興市場股市 5.8%	基礎建設 8.2%
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 14.9%	REITs 3.7%	歐洲股市 7.8%
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%	大宗商品 3.5%	新興市場股市 6.9%
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%	日本股市 8.3%	基礎建設 2.7%	日本股市 6.3%
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%	新興市場股市 8.0%	新興市場債券 2.7%	非投資級債券 5.5%
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%	新興市場債券 6.4%	日本股市 2.5%	中國股市 5.0%
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%	現金 5.3%	投資級債券 2.5%	REITs 4.8%
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%	REITs 3.9%	非投資級債券 2.3%	新興市場債券 3.6%
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%	歐洲股市 2.4%	已開發國家公債 2.3%	投資級債券 2.9%
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%	投資級債券 1.9%	美國股市 1.4%	現金 2.0%
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%	現金 0.6%	已開發國家公債 0.0%

\*年化資料統計期間：2016年1月1日至2025年2月26日；資料來源：Bloomberg·凱基證券整理·2025年2月26日

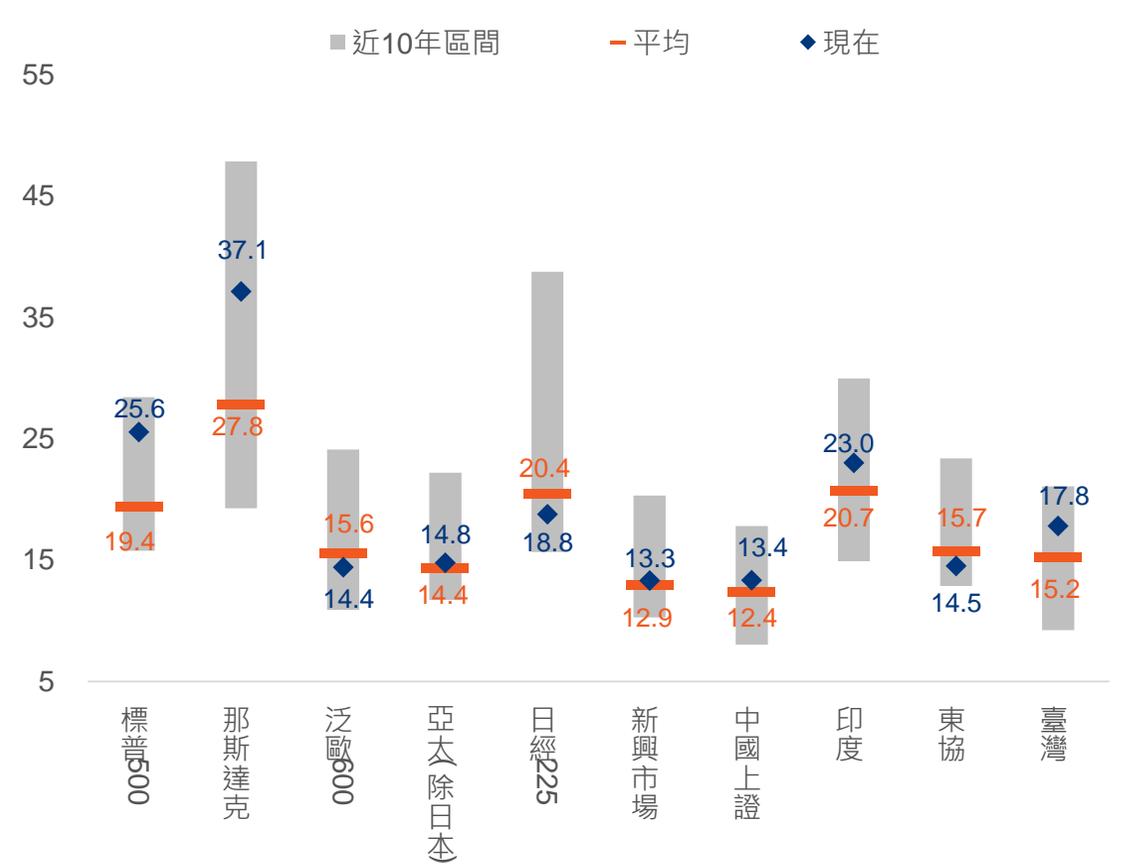
# 股票市場評價 – 盈餘變化與估值

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

### 預估EPS年增率(%)



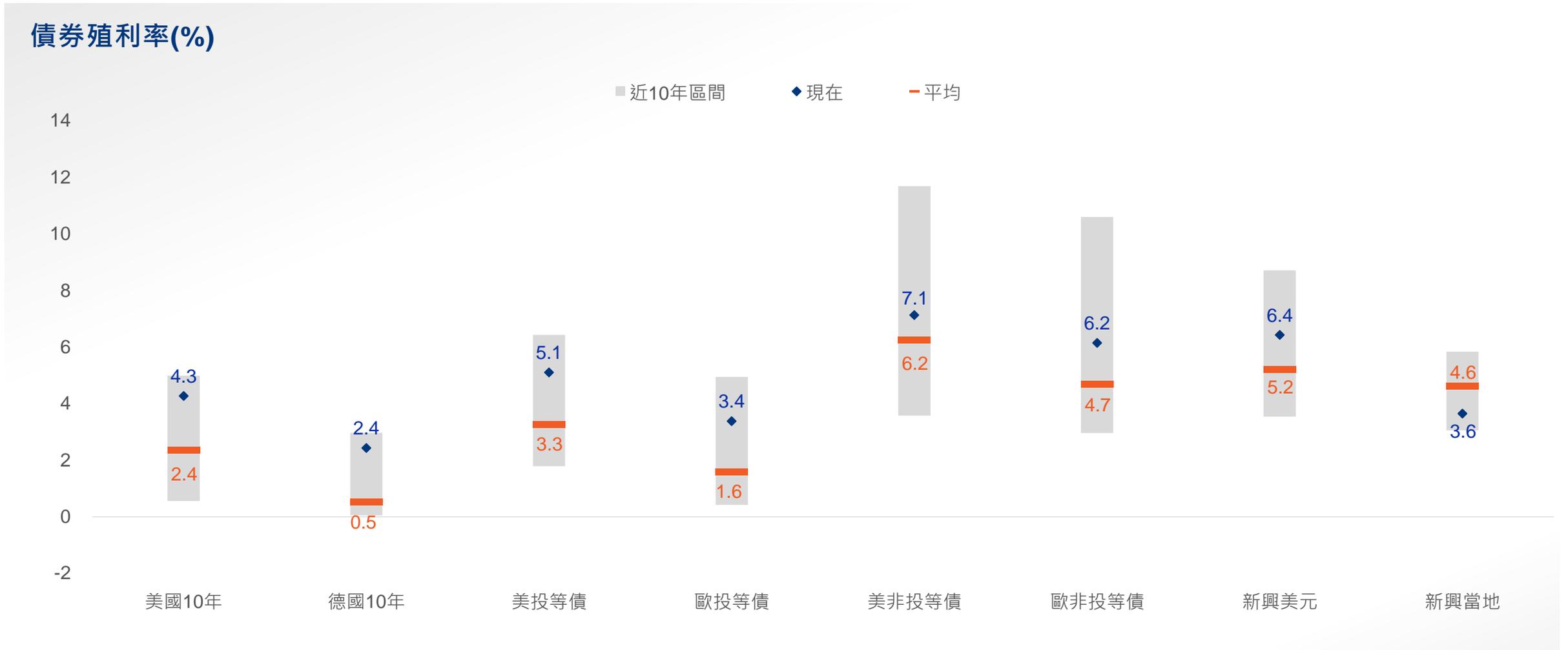
### 預估本益比(倍)



\*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年2月27日

# 債券市場評價 – 殖利率

▶ 因川普加徵關稅，美國10年期公債殖利率反應經濟可能放緩下滑至4.3%，仍處於近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，2025年2月27日

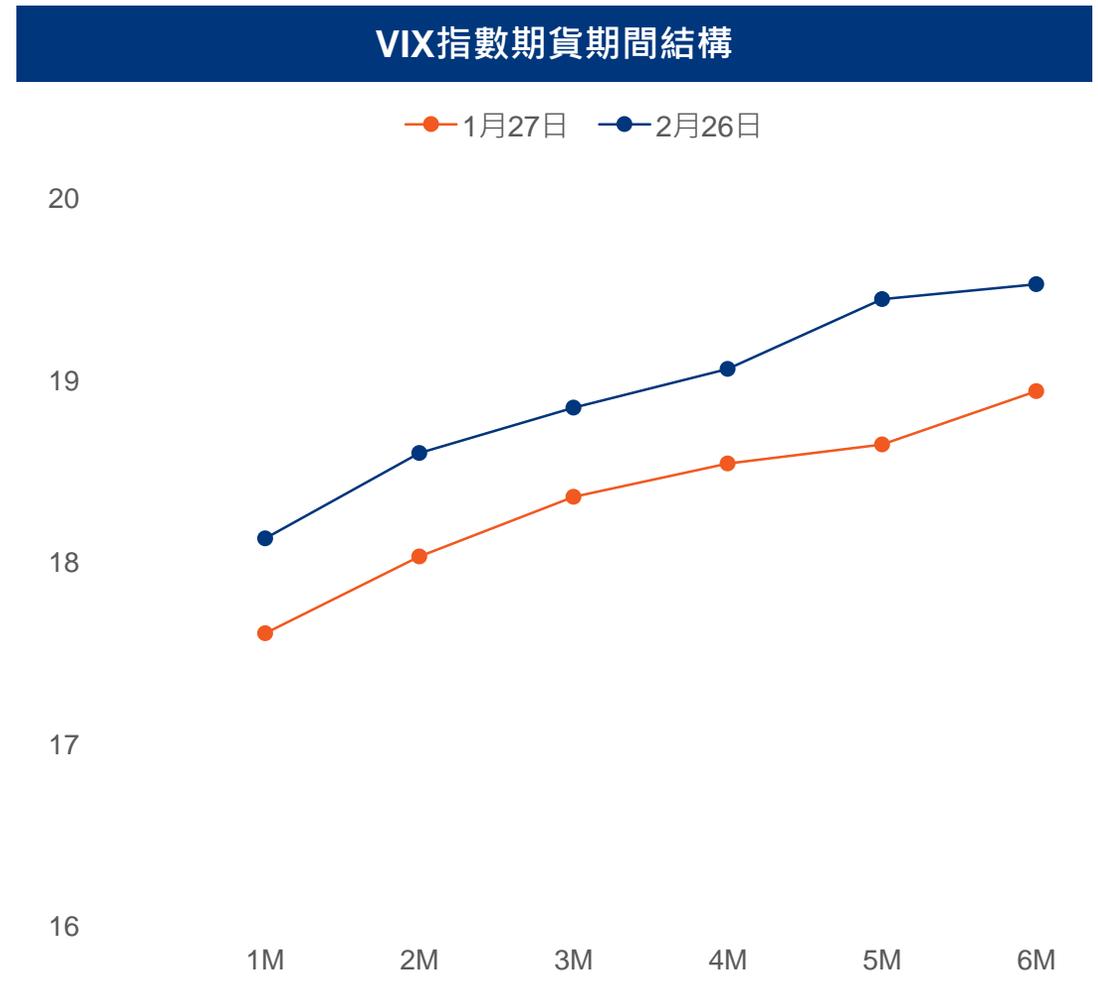
# 跨資產市場波動率

▶ 川普各層面新政策陸續出爐，市場不確性升高，股債匯市波動全面升高，短期波動將加劇。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	19.10	4.25	16.42
道瓊波動率指數(VXD)	16.57	3.60	14.73
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.99	0.22	16.87
香港恒生波動率指數(VHSI)	29.10	4.86	23.86
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	18.48	3.02	18.99

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)	16.45	1.89	15.93
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.36	1.51	16.71
石油ETF波動率指數(OVX)	33.36	3.38	33.54
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.51	0.00	7.87



資料來源：Bloomberg · 2025年2月26日

# 重要經濟數據 / 事件

## MAR 2025

<p><b>3</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月ISM製造業PMI</li> <li>• 日本2月自分行製造業PMI終值</li> <li>• 歐元區2月製造業PMI終值</li> <li>• 中國2月財新製造業PMI</li> </ul>	<p><b>4</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 日本1月失業率</li> <li>• 日本1月求才求職比</li> <li>• 歐元區1月失業率</li> </ul>	<p><b>5</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月ISM服務業PMI</li> <li>• 日本2月自分行服務業PMI終值</li> <li>• 歐元區2月服務業PMI終值</li> <li>• 中國2月財新服務業PMI</li> </ul>	<p><b>6</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 歐元區3月ECB利率決議</li> <li>• 歐元區1月零售銷售</li> </ul>	<p><b>7</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月非農業就業人口變動</li> <li>• 美國2月失業率</li> <li>• 歐元區第4季GDP終值</li> <li>• 臺灣2月出口年增率</li> </ul>
<p><b>10</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 歐元區3月Sentix投資者信心</li> </ul>	<p><b>11</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國1月JOLTS職缺</li> <li>• 日本第4季GDP終值</li> <li>• 日本2月工具機訂單初值</li> </ul>	<p><b>12</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月CPI、核心CPI</li> <li>• 日本2月PPI</li> </ul>	<p><b>13</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月PPI</li> <li>• 歐元區3月工業生產</li> </ul>	<p><b>14</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國3月密西根大學市場氣氛初值</li> </ul>
<p><b>17</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月零售銷售</li> <li>• 中國2月工業生產、零售銷售</li> </ul>	<p><b>18</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月新屋開工</li> <li>• 美國2月工業生產</li> <li>• 歐元區2月CPI終值</li> </ul>	<p><b>19</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國3月FOMC利率決議</li> <li>• 日本3月BoJ利率決議</li> <li>• 日本2月工具機訂單終值</li> <li>• 日本1月核心機器訂單</li> <li>• 日本1月工業生產終值</li> </ul>	<p><b>20</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月成屋銷售</li> <li>• 英國3月BoE利率決議</li> <li>• 臺灣3月央行重貼現率</li> </ul>	<p><b>21</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 日本3月東京CPI</li> <li>• 歐元區3月消費者信心指數初值</li> </ul>
<p><b>24</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國3月標普全球製造業PMI初值</li> <li>• 美國3月標普全球服務業PMI初值</li> <li>• 歐元區3月製造業PMI初值</li> <li>• 歐元區3月服務業PMI初值</li> </ul>	<p><b>25</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月新屋銷售</li> <li>• 美國3月經濟諮詢委員會消費者信心指數</li> </ul>	<p><b>26</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月耐久財訂單初值</li> </ul>	<p><b>27</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國第4季GDP終值</li> </ul>	<p><b>28</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國2月PCE、核心PCE</li> <li>• 美國3月密西根大學市場氣氛終值</li> <li>• 日本2月工業生產初值</li> <li>• 日本2月零售銷售</li> </ul>
<p><b>31</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 中國3月製造業PMI</li> <li>• 中國3月服務業PMI</li> </ul>				

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

## 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。

