



凱基證券

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

從分散邁向高效配置
From Diversified To Optimized

2025年8月

摘要

- 景氣數據較預期具韌性，美國陸續與各國關稅協商有果，減輕市場擔憂且資產波動明顯回落，然主要國家政府債務續創新高，地緣擾動恐再度來襲，景氣下行風險與政經不確定性難消，下半年仍需留意金融市場波動再度升溫可能性。
- 近年來股債平衡策略受通膨影響，難以發揮風險分散效果，面對景氣下行風險與地緣衝突事件頻發，建議採取兼具報酬優化與降波動的ACE投資策略，於投資組合中納入黃金與比特幣等另類資產(Alternatives)，透過該資產的低相關性，強化報酬同時分散投組風險。
- 全球債務持續創高，公債供給量續增，考量美國長天期公債價格波動顯重，而企業償債能力受財政影響程度較低，面對未來景氣可能放緩情境，固定收益(Credit Selection)以中短天期為首選，另以債信體質相對穩健的投資級債具較佳抵禦下行風險的能力。
- 美國關稅8月後恐將落實並加重需求下修程度，股市著重優質股權(Elite Stock)策略，考量關稅對企業獲利影響恐逐漸發酵，投資主軸著重高品質股與等加權配置。美元貶值風險仍在，可布局非美國家股市，如歐股、英股與日本內需股，分散美元曝險，長線持續聚焦軟體與資安股潛在機會。

1 投資策略

市場回顧/ 本月投資主軸/ 股債匯商品觀點

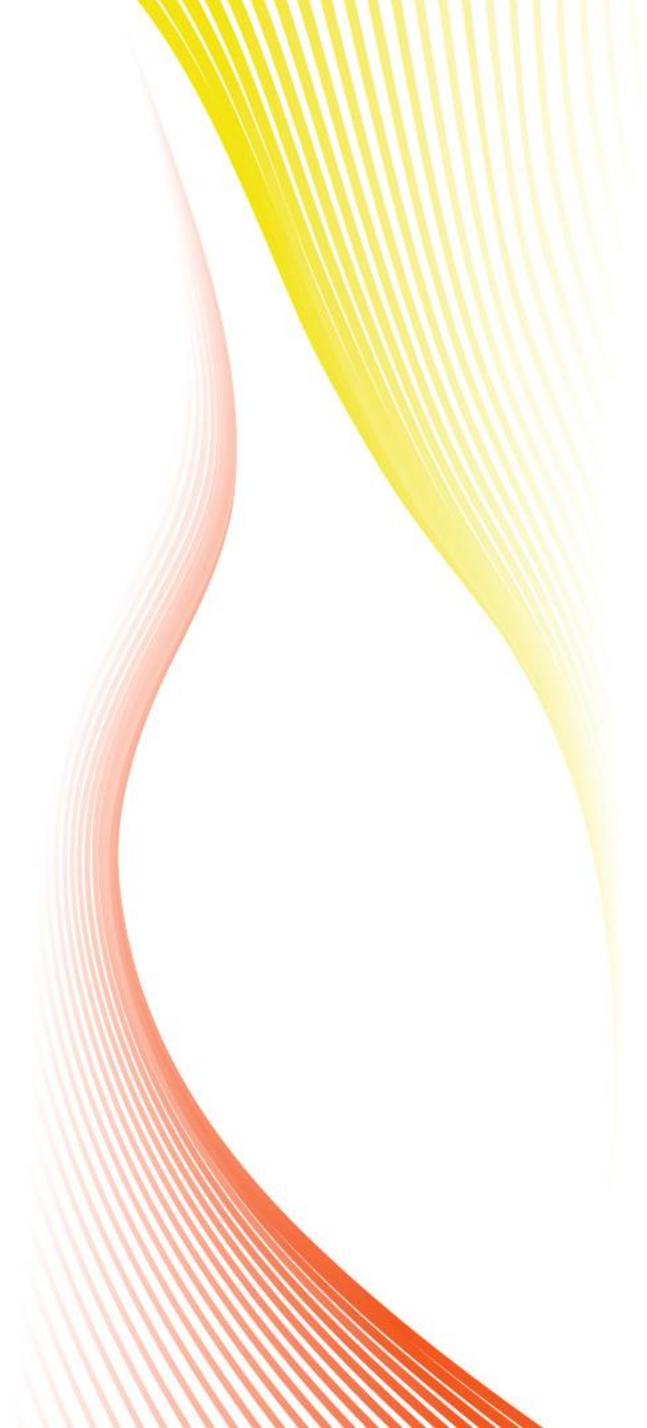
2 大趨勢及主題投資

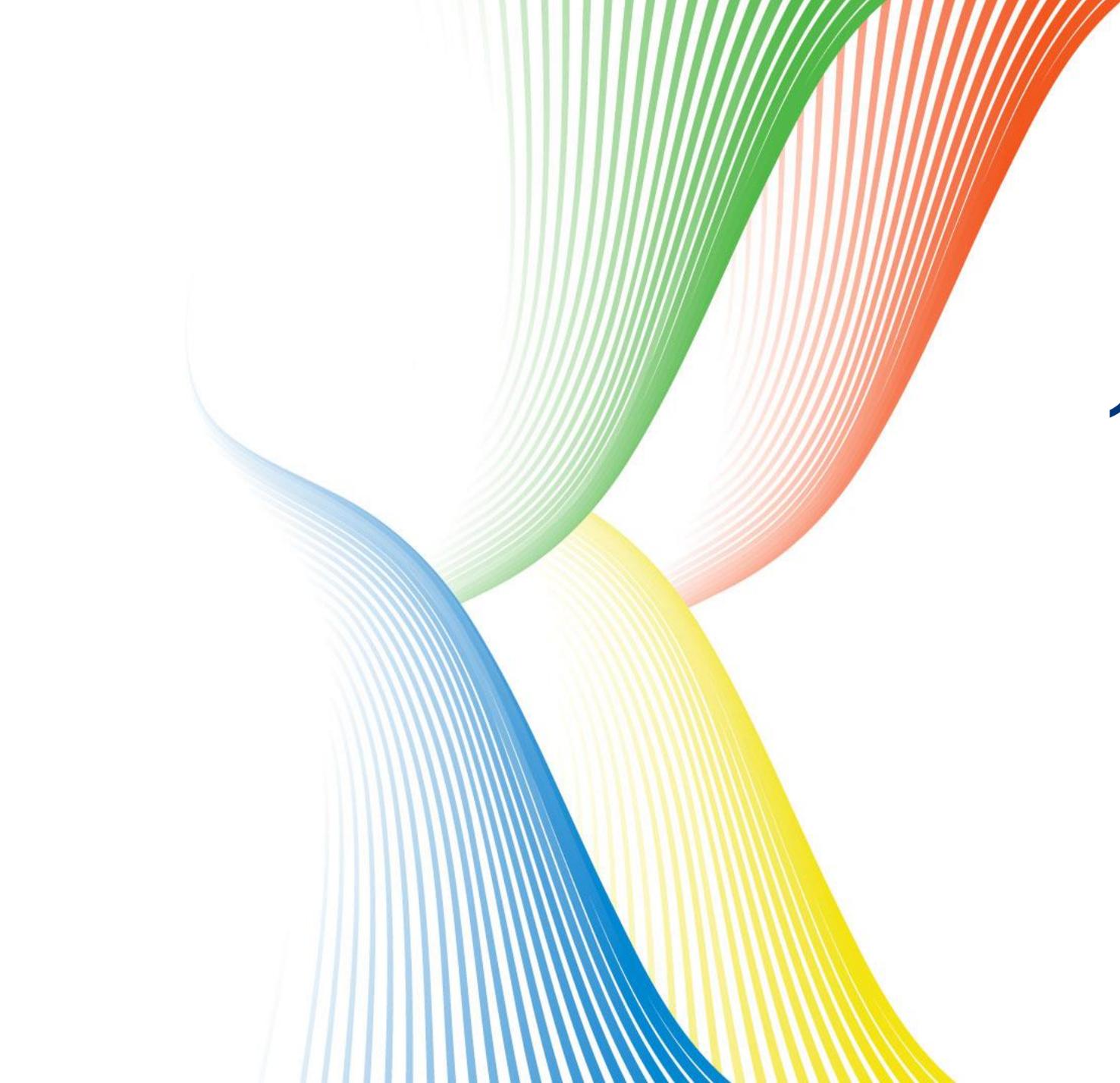
洞悉趨勢藍圖，捕捉長期機會

3 資產配置

資產調整/ 資產類別/ 投組配置/ 核衛配置

4 附件





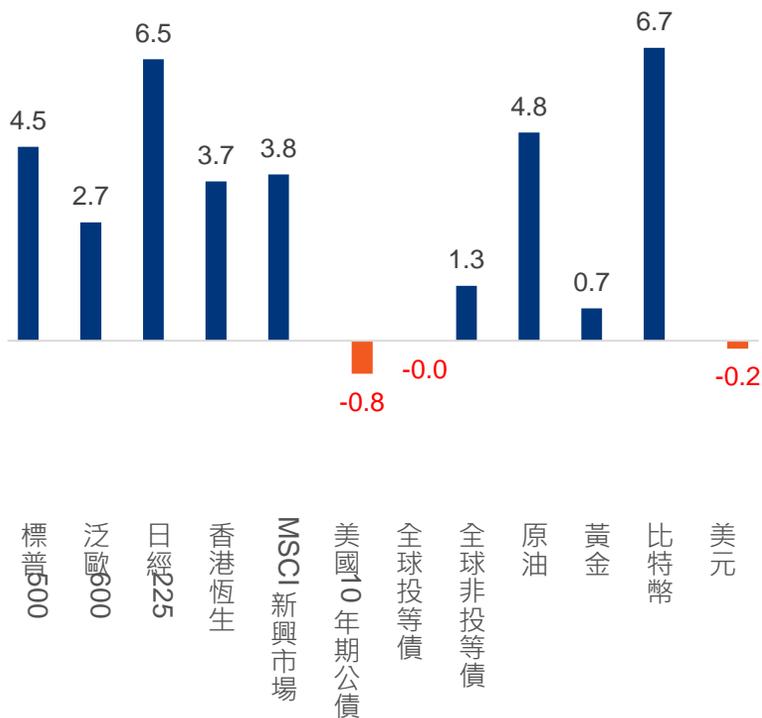
1 投資策略

- ▶ 市場回顧
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 股債匯商品觀點

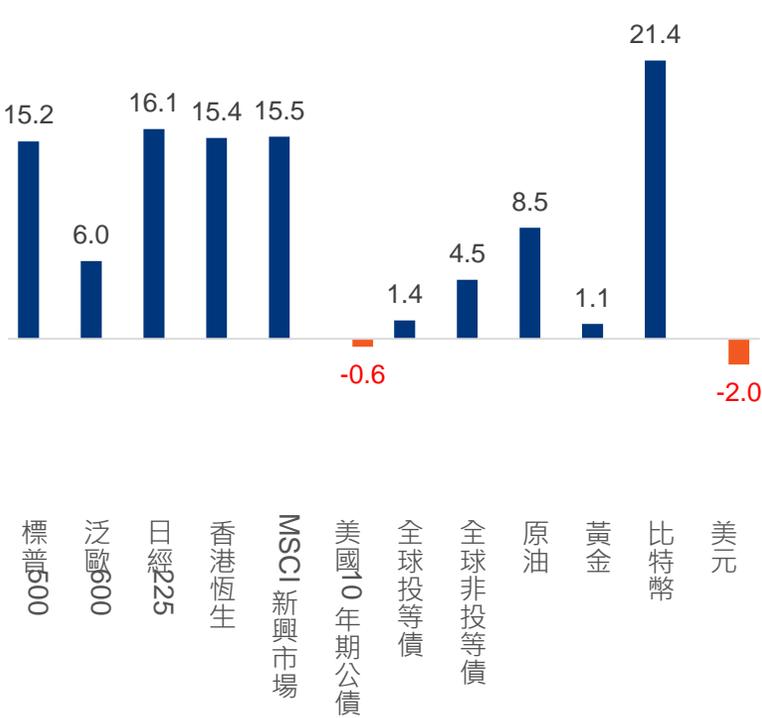
資產類別表現：全球股市續揚，法案鞏固加密貨幣資產地位

▶ 美國陸續與各國關稅協商有果，疊加景氣數據仍具韌性，強化市場風險偏好情緒，近月主要股市持續上漲。債務上限順利過關，加深債券投資人對大額發債擔憂，長天期美國公債表現相對弱勢。美國通過主要加密貨幣法案，鞏固其主流資產地位，比特幣近月漲勢亦顯凌厲。

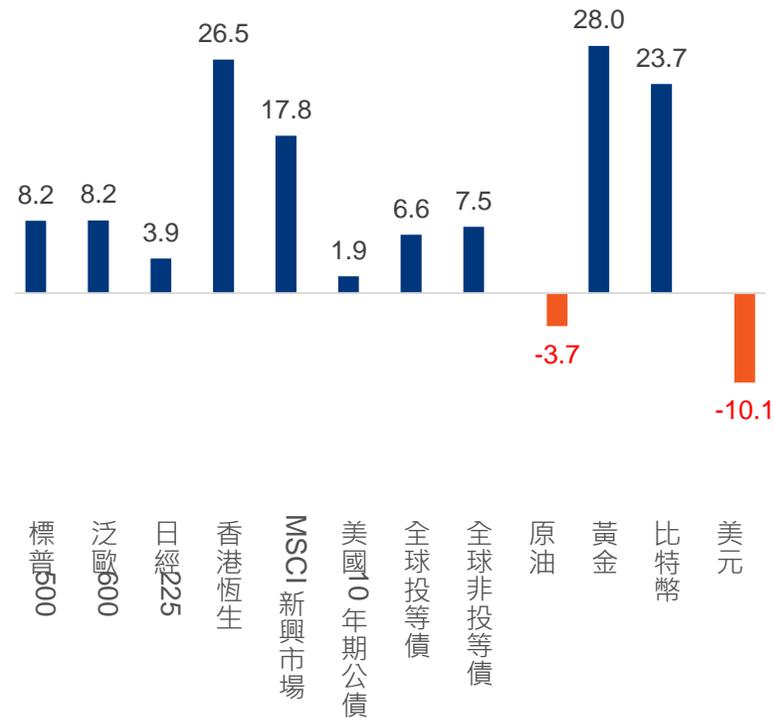
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



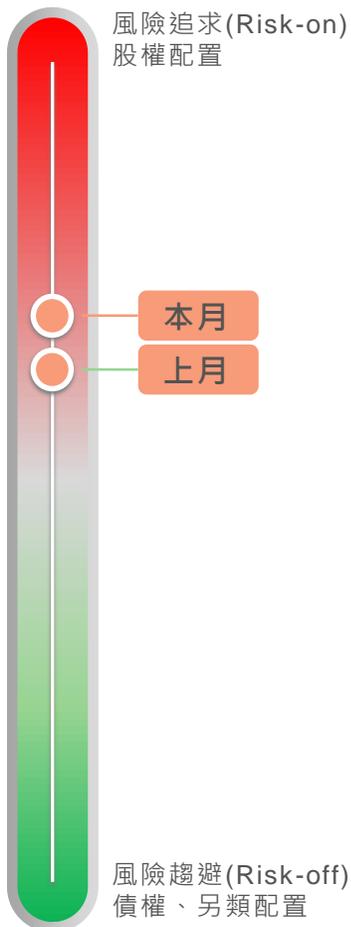
資料來源：Bloomberg · 2025年7月25日

景氣數據仍佳、川普延後關稅豁免期，風險偏好回揚



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

美國Q2財報穩，但未來獲利預估回落 ●

- 標普500第2季企業獲利年增率預估達5%且為連續8季度正成長，但處於2023年第4季以來低位。
- 市場預估Q3~Q4標普500企業獲利年增率分別為7.4%、6.8%，獲利成長動能回落至單位數水準。

企業評價

美股估值上升，略高於平均水平 ○

- 美股未來12個月的預估P/E為22.4，超過10年平均值18.4，評價走揚。
- 歐日股預估本益比皆已接近10年平均水準，其中又以日股更低廉。

市場因素

關稅協商有果，美國介入以伊停火 ●

- 川普對等關稅談判結果陸續出爐，多數國家稅率低於4月2日。
- 美國介入以伊衝突促成停火協議，然歐盟對俄羅斯金融管制與調整油價上限等限制，地緣不確定性恐再起。

總經因素

美國經濟數據回升，歐洲持續走揚 ●

- 通膨與消費相關數據顯示美國實體數據仍佳，並支持消費者信心等調查數據略見反彈。
- 歐美主要國家花旗經濟驚奇指數續升，其中歐洲7月Sentix和ZEW指標仍佳。

利率政策

聯準會按兵不動，潛在降息空間略減 ●

- 經濟數據優於預期，帶動市場預期聯準會9月降息機率下滑。
- 明年存在聯準會主席與1位理事任期屆滿情事，留意後續人事安排與官員態度。

信用利差

利差縮窄，低信評企業留意違約風險 ●

- 市場風險偏好情緒回升，帶動信用利差收窄，另隨降息預期遞延，高利率環境將使低評級企業風險升溫，宜避開CCC級以下信評企業，建議聚焦大型龍頭企業投資級債。

資料來源：Bloomberg

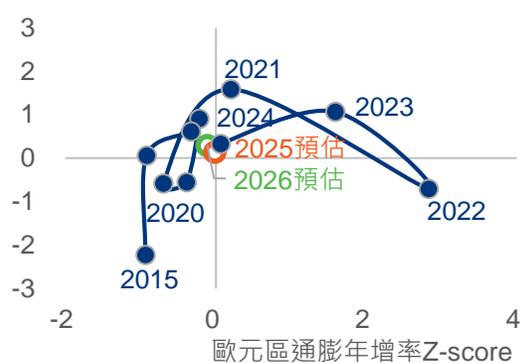
景氣位階朝向中低成長，多元配置避免風險集中

景氣處在軟著陸與停滯性通膨中間搖擺

美國經濟成長率Z-score



歐元區經濟成長率Z-score



日本經濟成長率Z-score



新興國家經濟成長率Z-score



關注景氣緩增長情境下各類資產表現

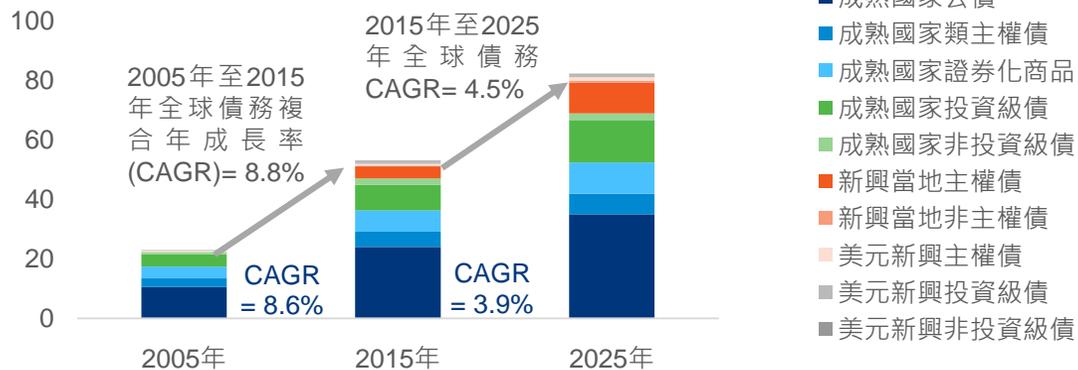
(1) 美國GDP與 通膨年增率 Z score > 0	(2) 美國GDP Z score > 0 但通膨年增率 Z score < 0	(3) 美國GDP與 通膨年增率 Z score < 0	(4) 美國GDP Z score < 0 但通膨年增率 Z score > 0
比特幣	美元指數	比特幣	黃金
標普500	全球主權債	日經225	全球主權債
日經225	全球債	標普500	全球債
黃金	全球投資級債	MSCI世界指數	全球投資級債
MSCI世界指數	黃金	全球非投資級債	全球非投資級債
泛歐600	全球非投資級債	MSCI新興市場股	美元指數
美元指數	標普500	泛歐600	比特幣
全球非投資級債	MSCI世界指數	黃金	標普500
MSCI新興市場股	日經225	全球債	MSCI世界指數
全球債	泛歐600	全球投資級債	泛歐600
全球投資級債	MSCI新興市場股	全球主權債	日經225
全球主權債	比特幣	美元指數	MSCI新興市場股

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：左圖經濟成長率與通膨年增率Z-score為統計統計2010年至2024年期間數值，右表統計2010年至2024年各情境下平均年報酬，並由高至低排序

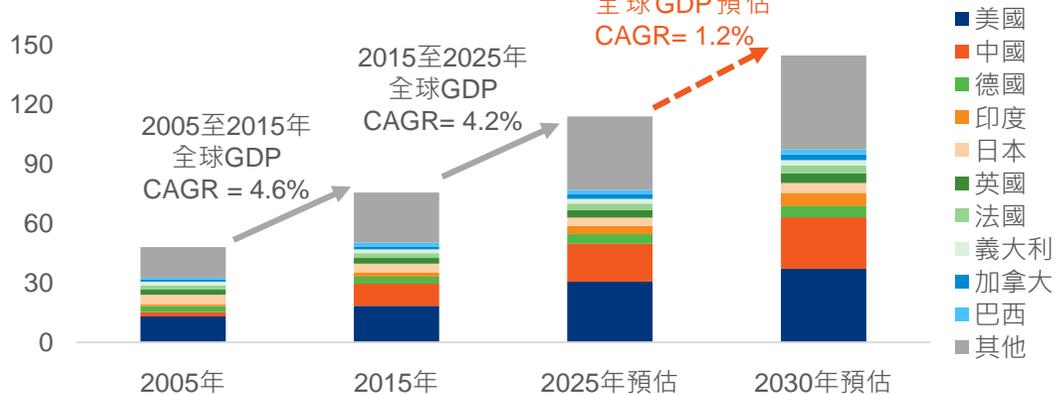
全球債務持續創高，大債時代的未來走向何方？

債務為經濟成長基石，然償(長)債問題加劇

ICE全球債券指數市值規模，兆美元



全球GDP規模，兆美元



聚焦利率動向、擲節支出與成長機會

央行政策利率，%



財政收支佔GDP，%



實質GDP年增率，%



資料來源：Bloomberg · ICE · 凱基證券整理

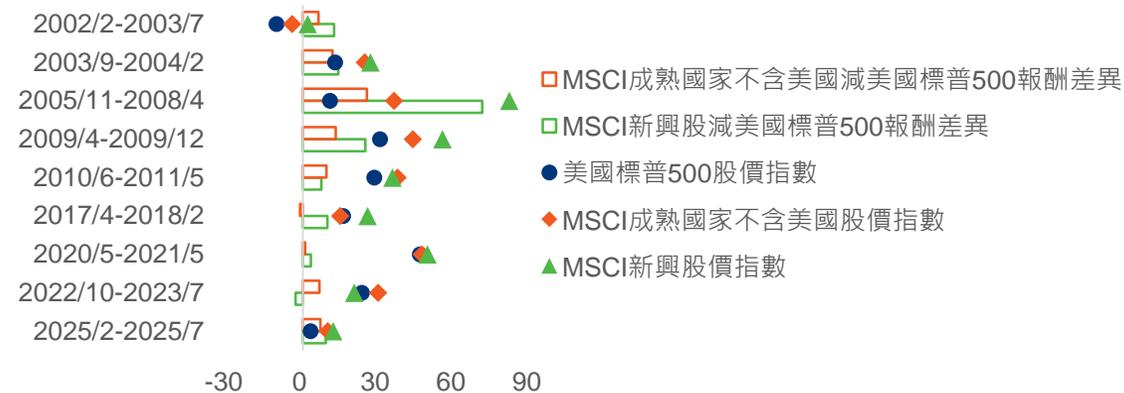
美元貶值風險仍在，留意非美市場與地緣擾動

政策利率下行時期，多伴隨美元指數走弱



美元走貶，非美股市存在投資機會，並留意地緣風險

美元指數下行超過3個月以上，各股價指數期間報酬，%

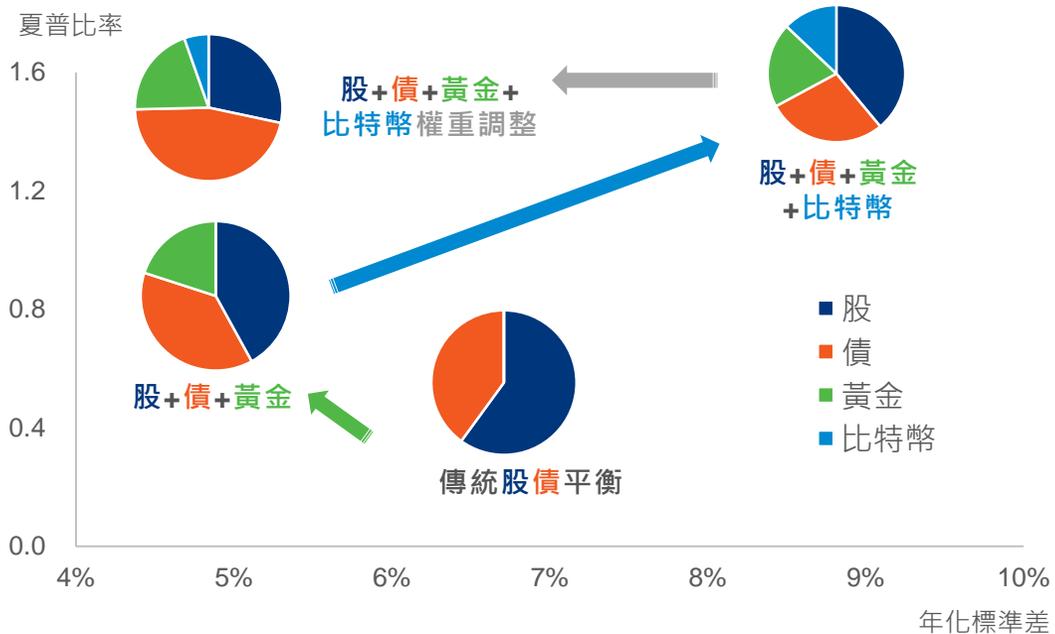


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

多元配置強化投組風報比，掌握ACE策略趨吉避凶

加入另類資產並調整配置，可強化投組抗震能力

- 透過數據回測顯示，投資人增添加密貨幣資產配置，遠比單純投資股市、債市與黃金等傳統資產，更能有效提高風險報酬比，但也因此放大整體投資組合風險，因此透過調整資產最適比例配置，例如微幅調降加密貨幣配置權重，可在維持投組波動水準下，有效強化投資組合報酬。



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，左圖統計期間為2015年7月至2025年7月的近10年期間

調整權重後的ACE策略，兼具降波動與報酬優化優勢

- 川普關稅陸續揭露，市場不確定性降溫並提振風險偏好，然關稅衝擊已逐漸顯現，地緣擾動恐再度來襲，宜加入低相關性的另類資產，如黃金、比特幣，債市持續聚焦中短天期與高信評投資級債，股市主軸為高品質與等加權配置兼備，另軟體與資安類股存在相對機會，透過以上ACE策略並優化配置權重，有望達到降波動與提升投資效率目標。

另類資產 (Alternatives)	<ul style="list-style-type: none"> 全球央行購金潮持續並推動其他貴金屬跟漲，地緣衝突難消，避險需求為金價主要支撐 美國通過加密貨幣法案，鞏固比特幣主流資產地位 透過另類資產的低相關性，分散投組風險
固定收益 (Credit Selection)	<ul style="list-style-type: none"> 透過中短天期投資級債配置，降低利率擾動因子 經濟因關稅擾動面臨下行風險，考量低信評企業債信體質持續惡化，宜避開CCC級以下非投資級債
優質股權 (Elite Stock)	<ul style="list-style-type: none"> 美股可留意高品質產業與等加權配置，另聚焦軟體與資安類股潛在投資機會，降低政經不確定性影響 非美市場持續聚焦歐股、英股與日本內需股

2025年8月
環球投資觀點



ACE投資策略：透過高效優化投組配置，因應景氣與政經不確定性

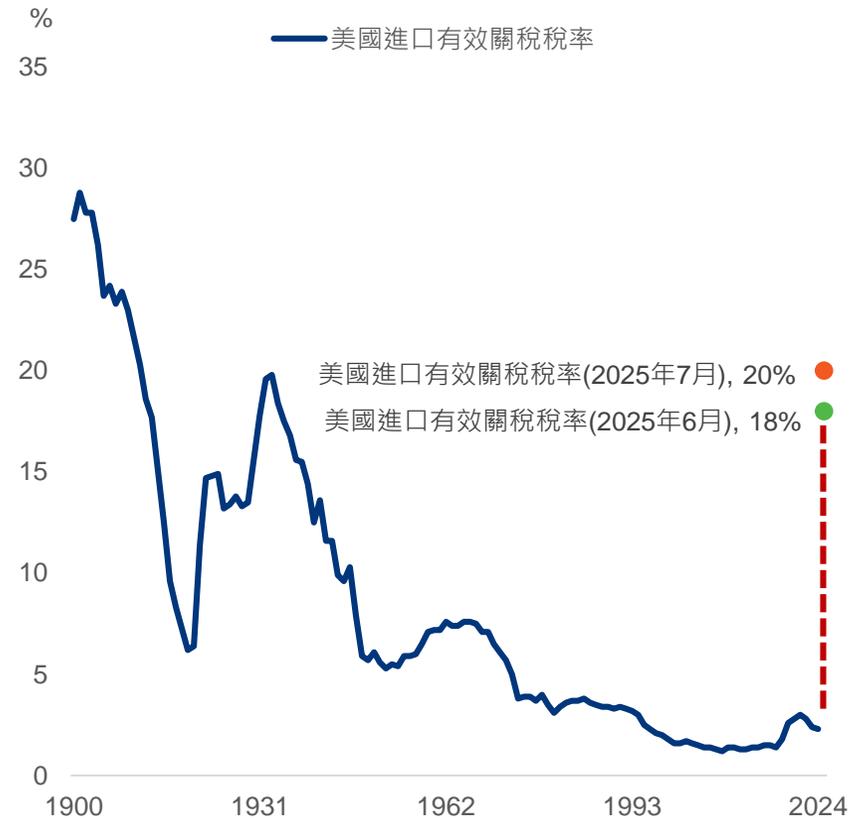
景氣數據佳，美國關稅陸續揭露，多數國家稅率較4月低，然政府債務創新高、地緣擾動等風險仍在，市場波動有再度升溫可能。投資人宜加入黃金與另類資產，可有效強化投組抗震能力。債市以中短天期債降低利率風險，搭配企業體質穩健投資級債，應對未來景氣下行風險。股市著重高品質股與等加權配置，並留意歐股、英股與日本內需股機會。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
			-	下半年景氣降溫將帶動美債利率下行，債務上限過關加劇債券供給風險，把握利率高位下的債券鎖利機會
投資等級債券			-	未來美國景氣仍存放緩可能，投資級企業體質相對穩健，配置金融、公用事業、工業等風險調整後利差較高產業
非投資等級債券			-	事件擾動稍降，推動風險偏好與非投資級債表現，然景氣動能有趨緩可能，宜避開低信評的非投資級公司債
新興市場債券			-	美元走弱支持資金流入新興債，然關稅政策影響持續發酵，宜避開仰賴美國出口的新興國家所發行債券
美國股市			-	歐日與美陸續達成協議雖支撐市場情緒，但隨著有效關稅稅率攀升，仍須留意需求受影響程度，中立看待
歐洲股市			-	歐盟與美國雖已達協議，但雙方對適用產業仍有差異，不確定性仍在，短期可增加英股配置，中性偏多看待
日本股市			-	日本景氣有望改善令長短利差漸趨陡峭化，料對銀行業為首的內需股獲利動能帶來支持，中性看待
新興亞洲			▲	東協陸續有國家與美達成協議，不確定性的緩和短期將有助支撐新興亞股，轉趨中立看法
美元			▲	美國近期經濟展現韌性，和日本、菲律賓、印尼等新關稅也陸續公布，聯準會觀望但堅定態度提供美元下方支撐
日圓			-	美日關稅協議15%，緩解市場擔憂且優於亞洲他國，對出口影響不若預期悲觀，不確定性降激勵日圓反彈緩升
黃金			-	聯準會降息週期持續，新興國家央行對黃金儲備偏好，及全球不確定性環境依舊，美元中長期回落，有利金價
另類資產			-	通膨偏高環境將使股債連動度變高，另類資產可降低投組間關聯性，現逢股市高位，可布局降低整體報酬波動度

股市展望 – 關稅成本打壓美股獲利，歐股仍面臨不確定性

- ▶ 川普7月7日起陸續向各國發出新關稅通知，多數國家稅率低於4月2日之對等關稅水準，令市場對TACO交易仍具信心，帶動短線美股表現強勁，循環型類股強於防禦性類股。觀察7月最新美國進口有效關稅稅率已較6月攀升，儘管陸續有國家與美達成協議，但達成協議之關稅多較10%的豁免期間水準更高，成本提升對後續需求的影響恐逐步加大，短期仍需強化配置高品質股與等加權布局為重。
- ▶ 歐盟與美國雖已達成15%的關稅協議，但因雙方對適用的產業仍有差異，顯示不確定性仍在。儘管數據優於預期帶動了近期歐股表現，然隨著協議內容的不確定性，令市場對歐股走勢仍存在疑慮，短期可選擇已達成貿易談判且本身具防禦特性的英國股市。

美國進口有效關稅持續攀升



歐股與驚奇指數分歧反映美歐協議不確定性



資料來源：Bloomberg，資料截至2025年7月29日

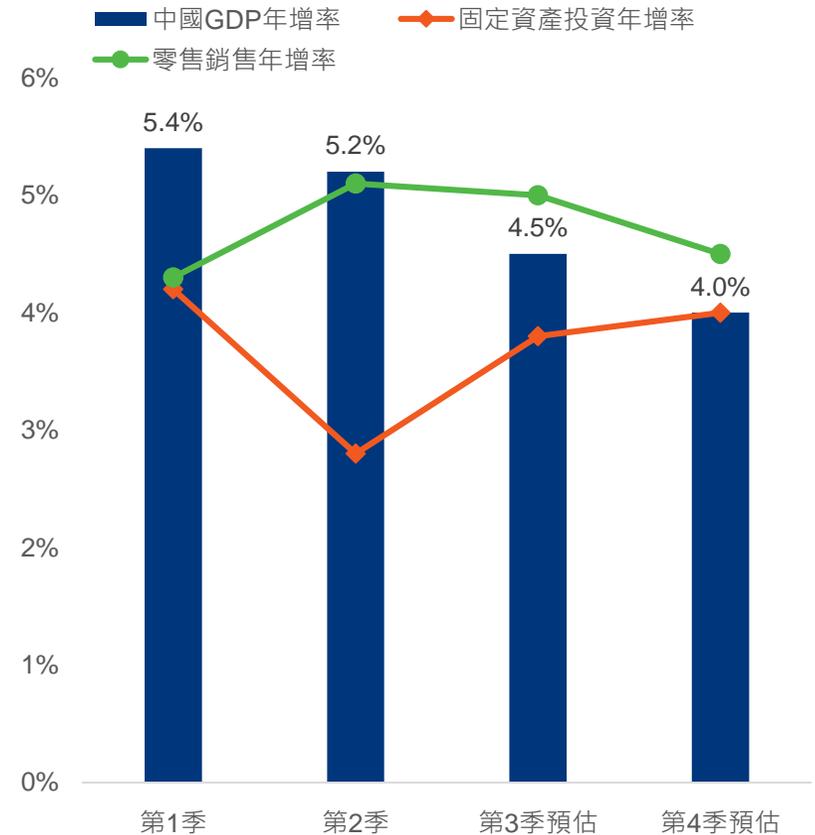
股市展望 – 利差陡峭化支撐銀行股，景氣雖弱但資金支撐陸股

- ▶ 觀察日本最新通膨趨勢已持續在日本銀行的2%目標上方，甚至剔除生鮮食品與能源的核心核心通膨年增率亦已站上3%水準，代表日本確實有升息空間。儘管日本與美國已達成貿易協議，但國內政治不確定性仍可能令日本央行暫時保持觀望。隨著景氣有望改善支撐長端利率回升，日本債券長短利差逐漸轉趨陡峭化，料對以短支長的銀行業獲利動能將帶來明顯支持。
- ▶ 最新公布之中國第2季GDP年增率為5.2%，雖較市場預期的5.1%略高，但仍不及第1季的5.4%。關稅成本的提高，包括針對中國藉由東南亞轉口貿易關稅的提升，恐打壓中國外需成長。且隨消費提振政策影響逐步到期，零售數據成長率恐將回落，令中國景氣動能面臨下滑壓力。儘管如此，中美關係改善與流動性寬鬆仍將支撐陸股表現。

長短利差回升，有助日本銀行股表現



資金寬鬆有望抵禦中國GDP動能回落影響



資料來源：Bloomberg，資料截至2025年7月29日

債市展望 – 長期利息支出壓力沉重，宜逢利率上升期布局鎖利

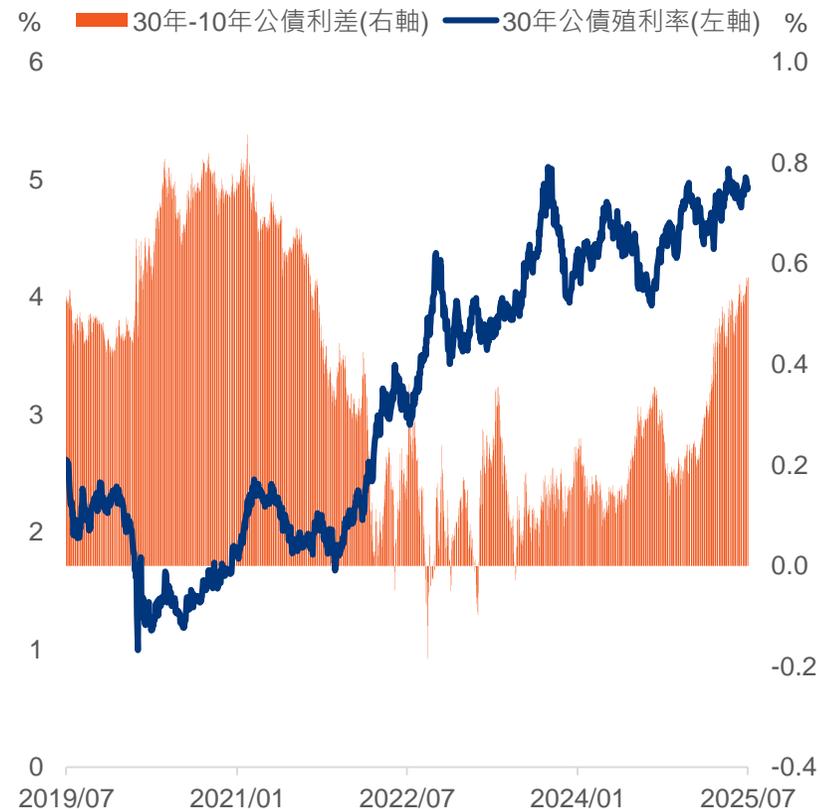
- ▶ 最新公布的6月消費者物價指數稍微偏離聯準會的2%通膨目標，各界推測關稅對通膨上揚、經濟成長下行的全面性影響可能持續影響至2026年。上半年提前拉貨的存貨逐漸消化，隨通膨轉嫁，下半年消費已出現趨緩態勢。
- ▶ 根據美國國會預算辦公室的估計，大而美法案恐令赤字增加3.4兆美元，加上遲遲未降息的利率，使借貸成本及利息支出持續堆疊，未來十年的淨利息支付總額將達到13.8兆美元，從2026年的年成本1.0兆持續增加到2035年的1.8兆美元。
- ▶ 30年期殖利率仍高達約5%，然而10年-30年期利差陡峭化，為過去3年以來長天期殖利率高漲，長短天期利差卻未平坦化的少見現象，反映市場普遍對於長期經濟成長、通膨預期及財政風險的擔憂，投資人可逢利率上升期布局鎖利，不耐波動者宜避開長天期公債。

資料來源：Bloomberg、美國國會預算辦公室

消費放緩，未來十年利息支出壓力沉重



長短天期利差陡峭化反應對長期經濟的擔憂

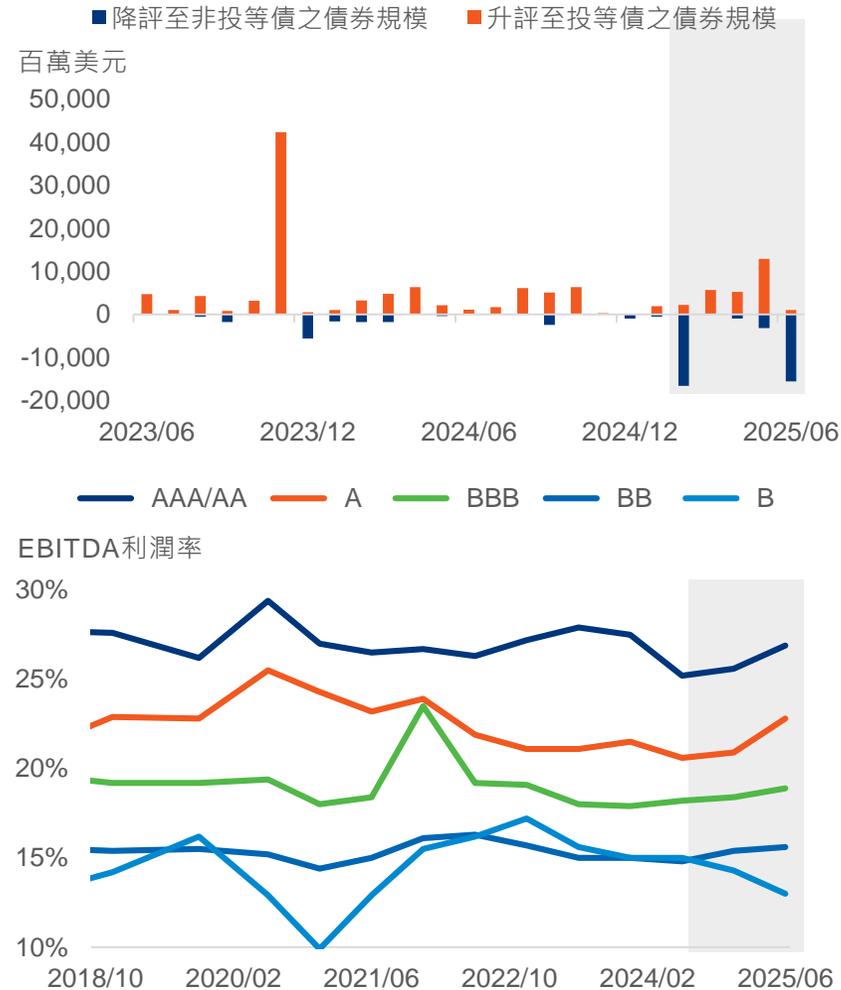


債市展望 – 投資等級公用事業、金融、工業為內需，獲利穩健

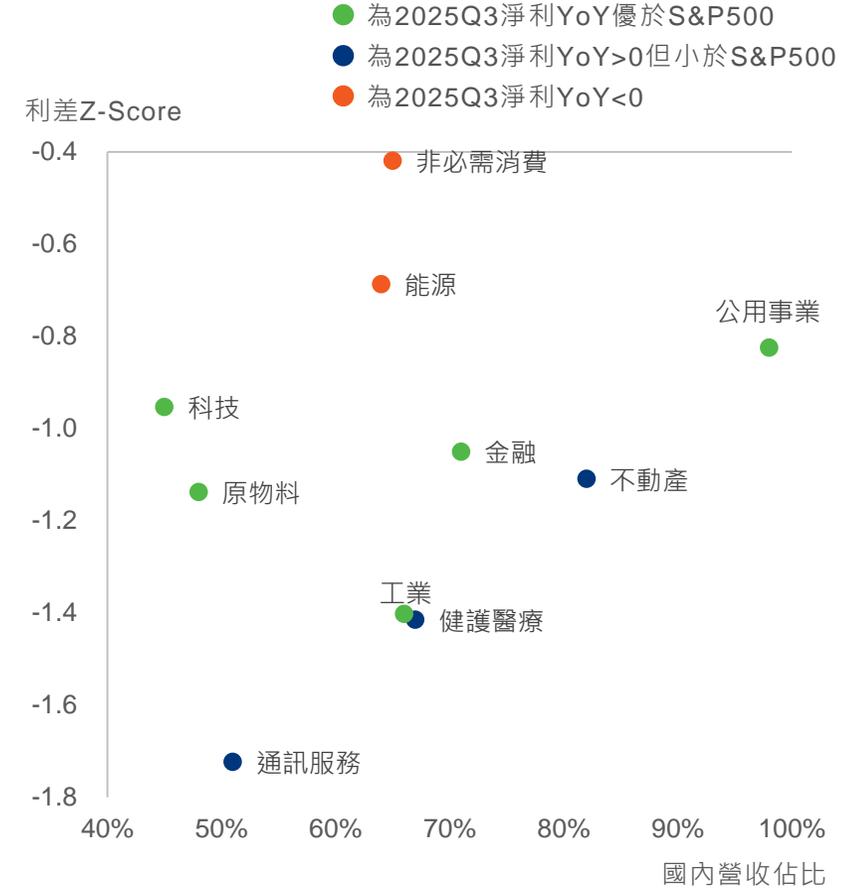
- ▶ 今年以來，美國企業債遭到降評的規模為近三年來新高，反映美國經濟環境受到壓力及緩降息影響企業的營運表現，並且出現如日產汽車、華納兄弟探索公司等大型公司被降評的狀況。企業EBITDA利潤率以投資等級作為分水嶺，高信評企業利潤率持續具成長趨勢，獲利效率較高，抵禦第三季經濟放緩的能力佳。
- ▶ 目前各產業之投資等級債券信用利差皆低於近一年平均，反映投資人對整體投資等級債券的風險預期降低；若利差Z-Score負值越大，代表利差偏離平均的程度越高，債券溢價有限，且未來若經濟惡化恐導致利差及價格波動較大。投資等級債以國內營收佔比較高、淨利成長優於S&P500的產業，如公用事業、金融、工業為下半年較建議的布局產業。

資料來源：Bloomberg、FactSet、Bank of America

投資等級企業抵禦經濟下行能力較佳



產業利差相對低，留意獲利及價格波動風險



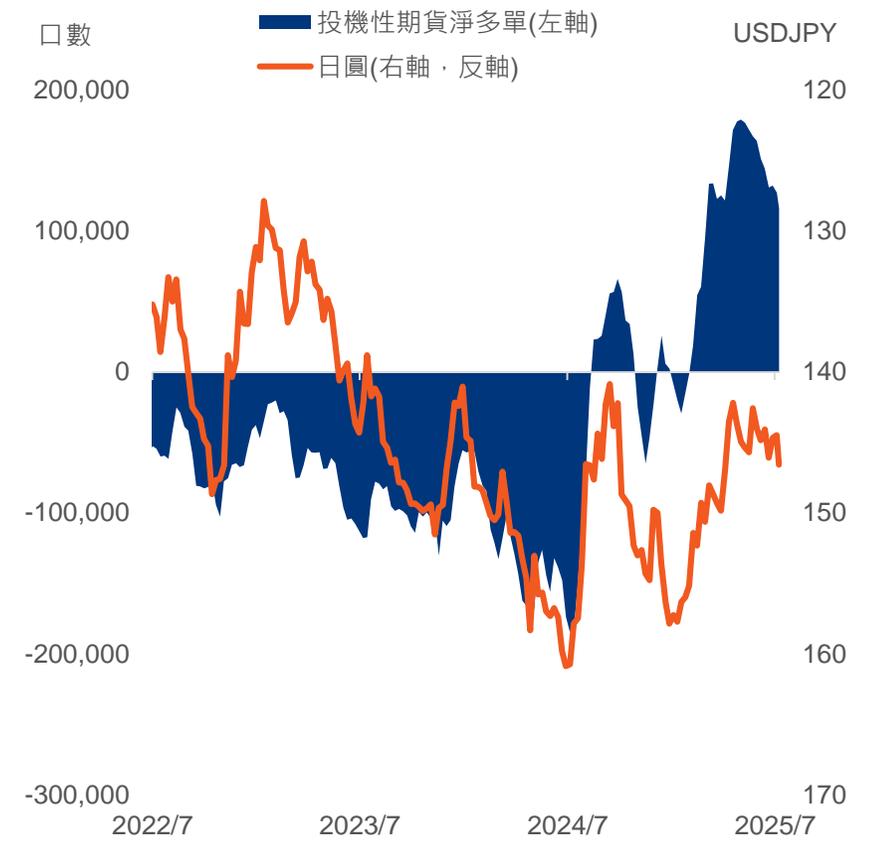
匯市展望 – 聯準會降息預期下降，美元震盪有撐、日圓反彈

- ▶ 美國6月CPI年增2.7%創2月以來新高，核心CPI年增率為2.9%，皆符合預期，但離聯準會預設的2%通膨目標甚遠，顯示關稅或對經濟產生影響，讓聯準會保持觀望。市場預期今年降息延後，今年底前或僅降息1至2碼。美國10年期公債殖利率盤整，對美元指數形成支撐，預期短期美元將於高位附近整理，中長期因降息循環且歐洲擴張性財政政策提振歐元，往年底將偏弱表現。
- ▶ 日本參議院大選，石破茂領導的自民黨慘敗，對美貿易談判態度放軟，同意高達5,500億美元的對美投資，且開放汽車、稻米等商品進口，換取對美出口關稅降至15%。關稅稅率低於亞洲多數國家，且不確定性降低，激勵日圓谷底反彈。預期央行將觀察關稅抵定後對經濟的影響，升息時點可能延至明年，近期日圓投機性期貨淨部位仍偏高位，日圓由貶轉升。

降息時點延後，使短期美元震盪有撐



日圓投機性期貨部位仍高，日圓選後反彈

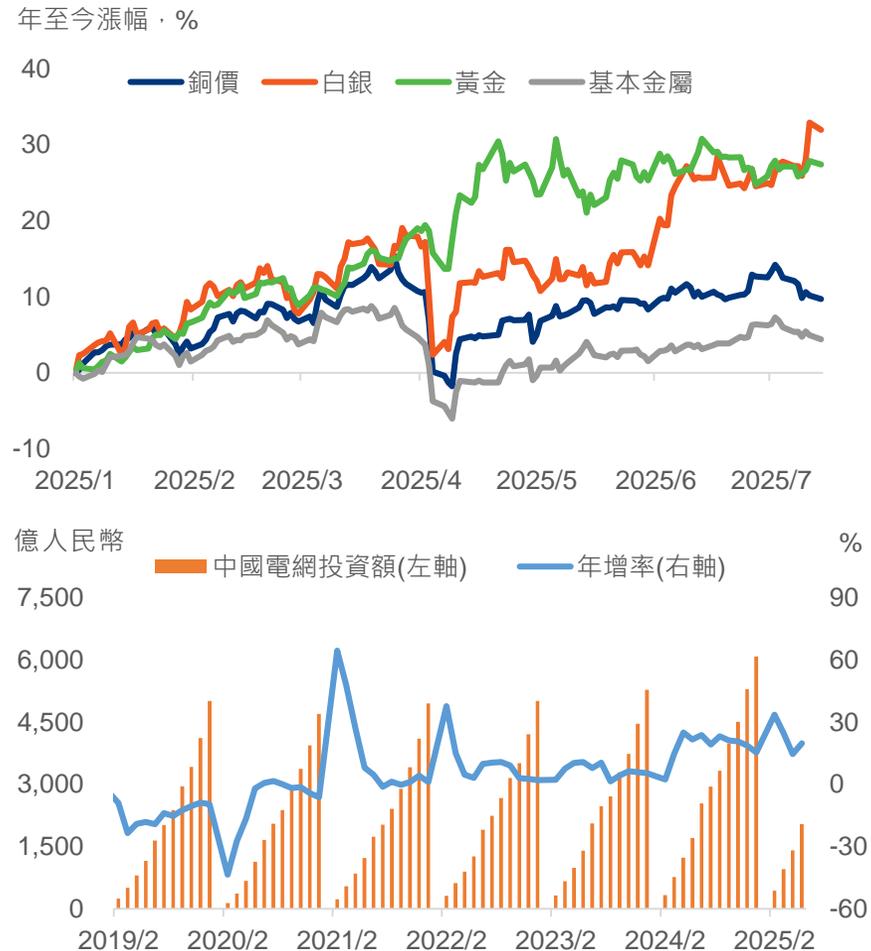


資料來源：Bloomberg

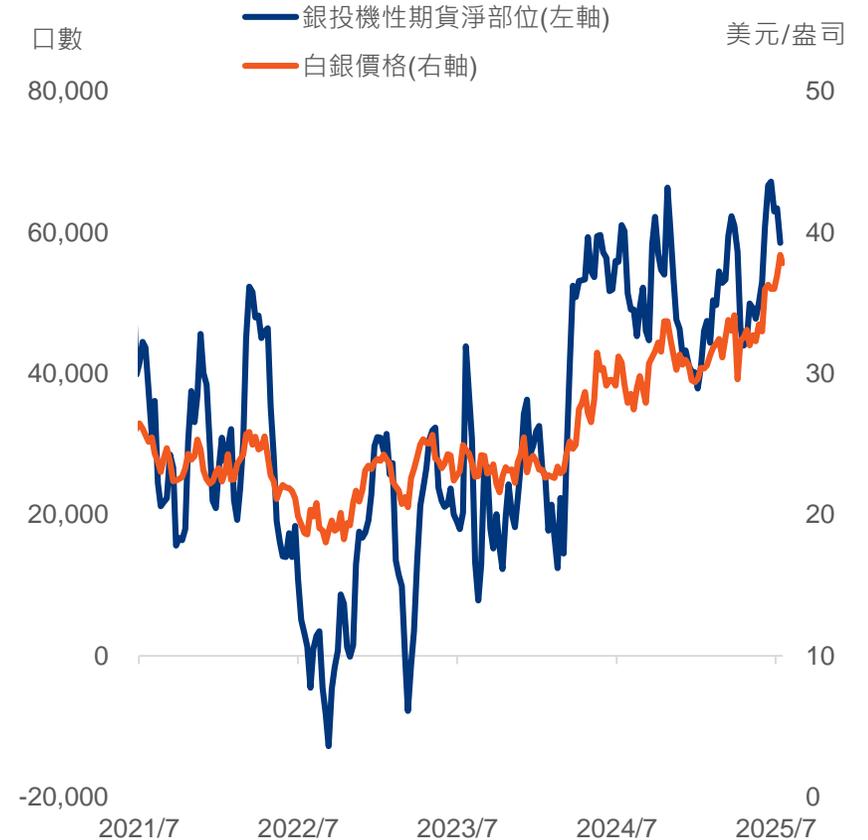
商品展望 – 銅價受關稅波動劇烈，白銀可獲利了結

- ▶ 川普7月10日宣布對進口銅徵收50%高額關稅，自8月1日起實施，藉此提振美國境內銅礦產能，但同月30日宣布排除精煉銅等原材料，課稅範疇低於市場預期，造成銅價波動劇烈。然，中國為全球最大銅礦需求國，主要用於電網基建、房地產、汽車和新能源等領域；其中電網用量佔總需求一半最高。截至今年5月中國電網累積投資達2,040億人民幣，保持年增19.8%高成長，但房地產疲弱，預期短期銅礦將回歸實體需求，操作區間為宜。
- ▶ 白銀受黃金與銅價上漲帶動，加上綠色能源轉型等工業需求強勁，因具備貨幣與工業商品的特性，且短期供需缺口難以滿足，2025年上半年全球實體白銀ETF持倉量增至11.3億盎司，為上漲主因。然，觀察目前白銀投機性期貨部位存高位回落現象，投資建議逢高獲利了結，未來價格大幅修正再布建。

關稅影響銅價波動劇烈，長線囤於中國需求



白銀投機期貨淨部位從高位回落

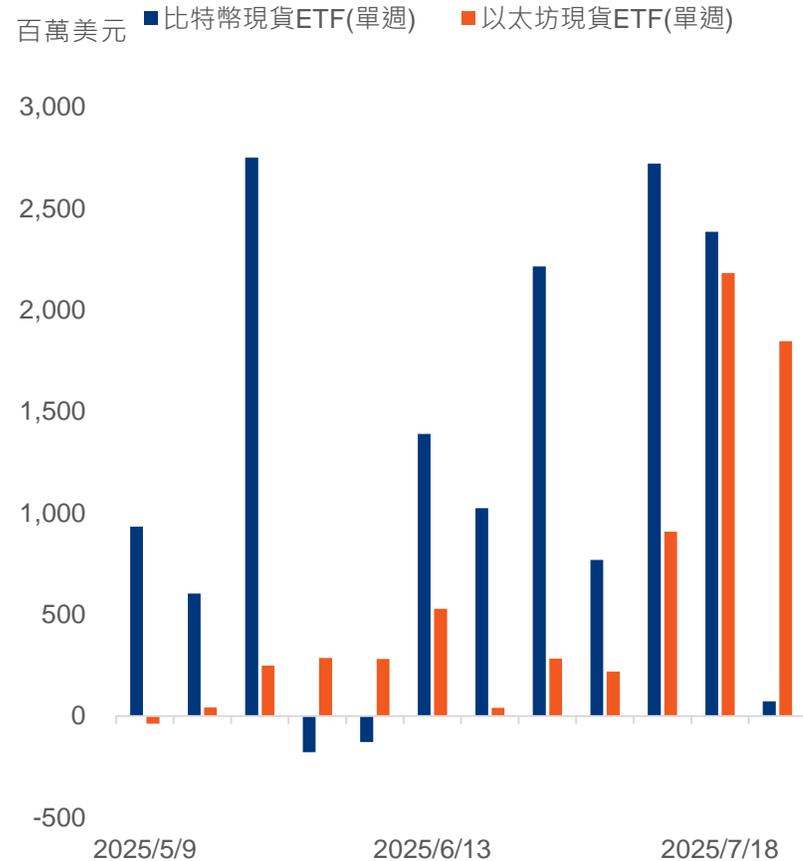


資料來源：Bloomberg

虛擬資產展望 – 美國加密貨幣法案陸續推進利虛擬資產與產業鏈

- ▶ 川普為實現其全球加密貨幣中心政見，積極推動金融監管具體化，7月參眾議院通過，川普正式簽署穩定幣法案(GENIUS)，確立支付型穩定幣需提供100%準備擔保，且要求為現金或是美國短期公債，將美元本位擴展至虛擬資產。同時，市場結構法案(CLARITY)也在休會前通過眾議院，明定虛擬資產權責主管機關，避免濫權，更有利虛擬資產應用發展，帶動以太坊價格7月份大漲超過60%，比特幣創歷史新高，一度突破12萬美元，顯示市場正面看待川普將虛擬資產納入規管政策。
- ▶ 以太坊作為虛擬資產主要應用平台與最大支付型穩定幣發行平台，受惠規管確立吸引大量資金，機構法人與傳統投資者透過以太坊現貨ETF大幅進入市場，7月單週曾創下淨流入20億美元新高，市場活絡程度直逼比特幣現貨ETF。

法案通過吸引加密貨幣現貨ETF大額流入



比特幣價格創歷史新高一度突破12萬美元



資料來源：Bloomberg

2 大趨勢及主題投資

- ▶ 洞悉趨勢藍圖，迎向不確定性變局
捕捉長期機會，降低政經擾動風險



大債時代



加密貨幣



量子運算



去全球化



核能重啟



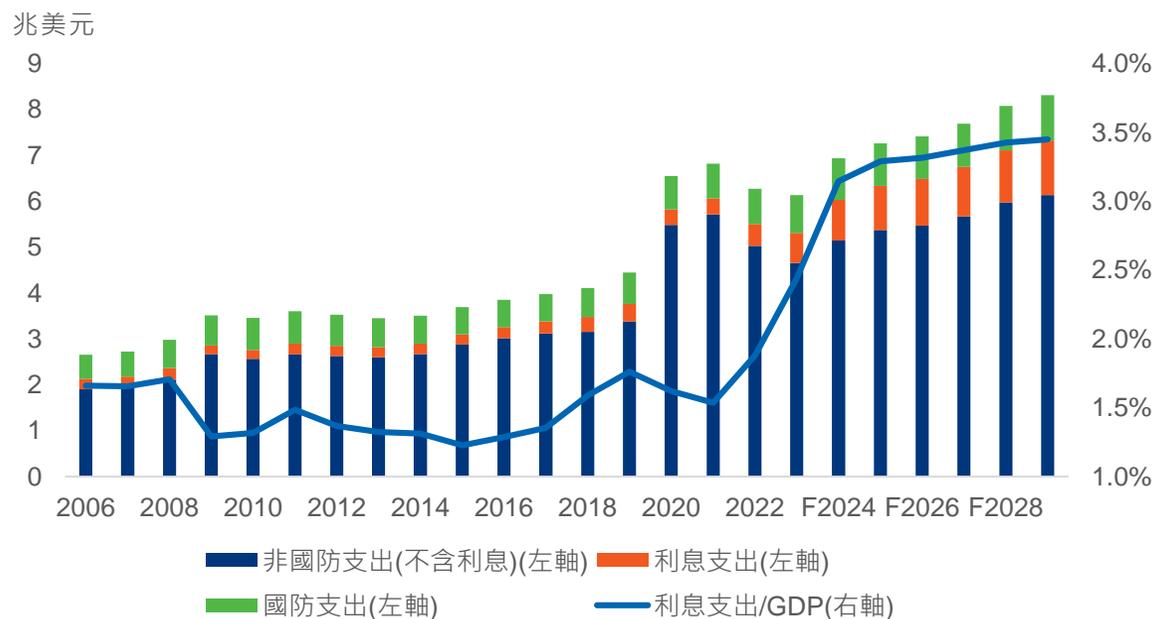
AI機器人



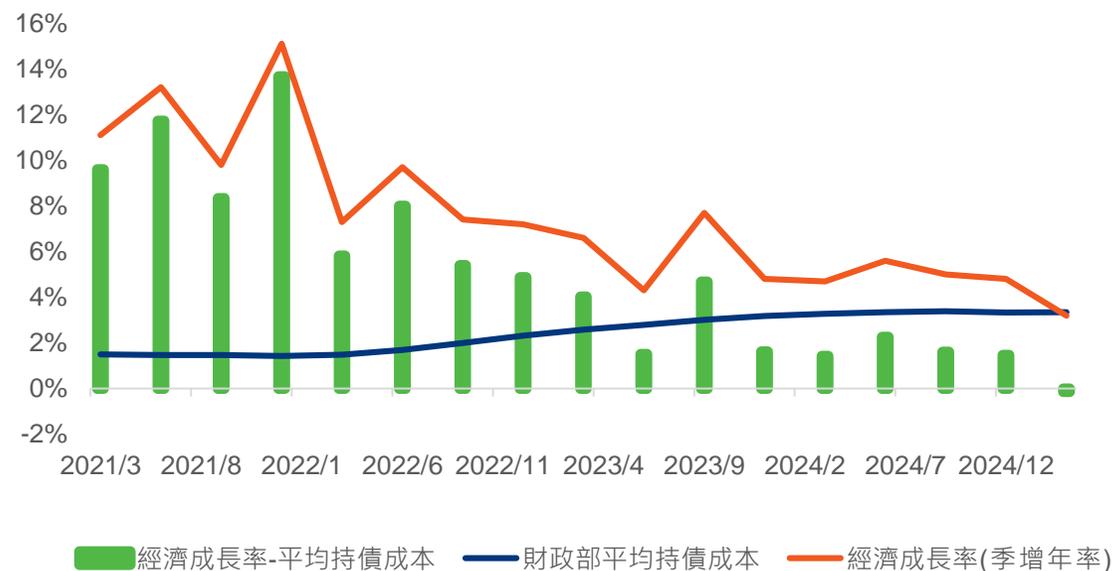
大債時代來臨，財政赤字擴張與高利率環境夾擊

- ▶ 美國自2024年12月以來聯邦債務已突破36兆美元，主要源於結構性財政赤字擴張的影響，加上川普力推減稅的大而美法案，根據美國國會預算辦公室(CBO)的預估，加計利息後的未來十年財政支出將因減稅額外增加3~4兆美元。
- ▶ 自2022年聯準會啟動暴力升息以來，高利率環境使美國財政利息支出持續增加，2024年利息支出佔GDP比例已經超過3%，儘管過去美國的經濟成長率高於財政部平均持債成本，但未來隨著川普關稅政策的影響，可能使美國經濟呈現放緩，且目前聯準會利率水平仍高於財政部平均持債成本，未來融資壓力恐進一步推升債務規模。

美國財政支出持續增加，利息支出同步上升



過去經濟成長率高於平均持債成本，但近期呈現反轉



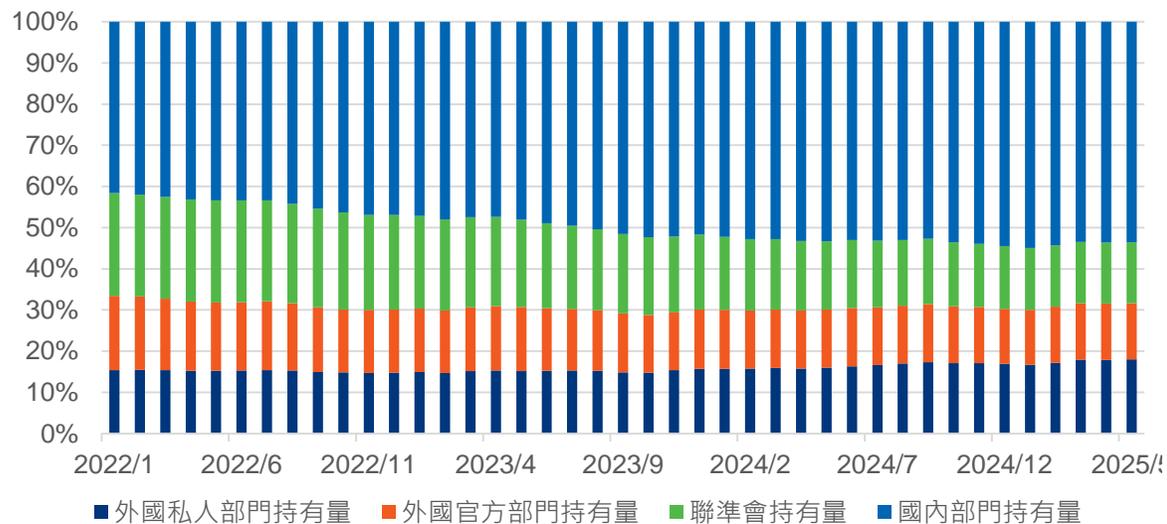
資料來源：U.S. Government Publishing Office (GPO)、U.S. Treasury、FRED、BEA



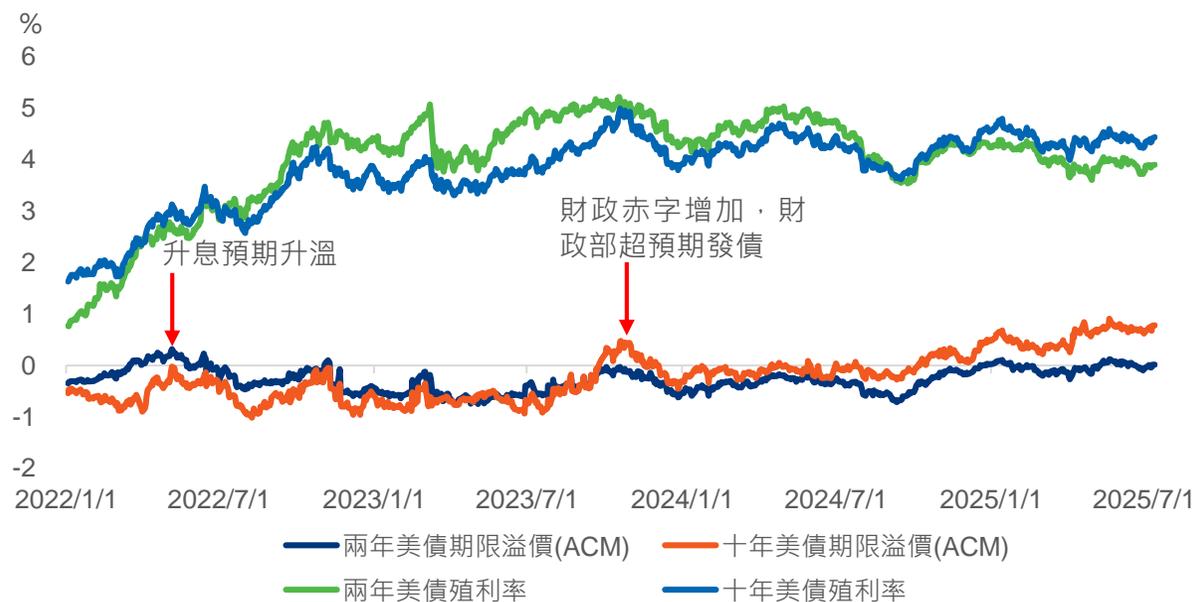
投資人主導買盤，殖利率推升恐加重財政負擔

- ▶ 隨著財政支出持續膨脹，財政部需要發行更多美國公債進行融資，使供給量持續增加；在美債持有比重上，聯準會因量化緊縮政策，持債比重逐步縮減，美國國內個人與機構及外國私人部門持債比重呈現上升趨勢，顯示美債買盤重心受投資人影響程度漸增。
- ▶ 若川普持續干預聯準會獨立性，恐削弱投資人對於貨幣決策的信心，使買盤力道縮減，投資人將要求更高的風險溢酬推升美債殖利率，進一步提高財政融資成本，使財政赤字惡化，加深投資人對美債的疑慮，形成惡性循環，目前十年美債的期限溢價逐漸上升，顯示投資人對於持有長天期美債要求的風險溢酬增加，短天期美債則受到聯準會利率政策主導，期限溢價多數低於零值以下。

美債持有者主要以美國國內投資人及外國私人部門為主



長天期美債期限溢價逐漸上升，恐推升財政融資成本



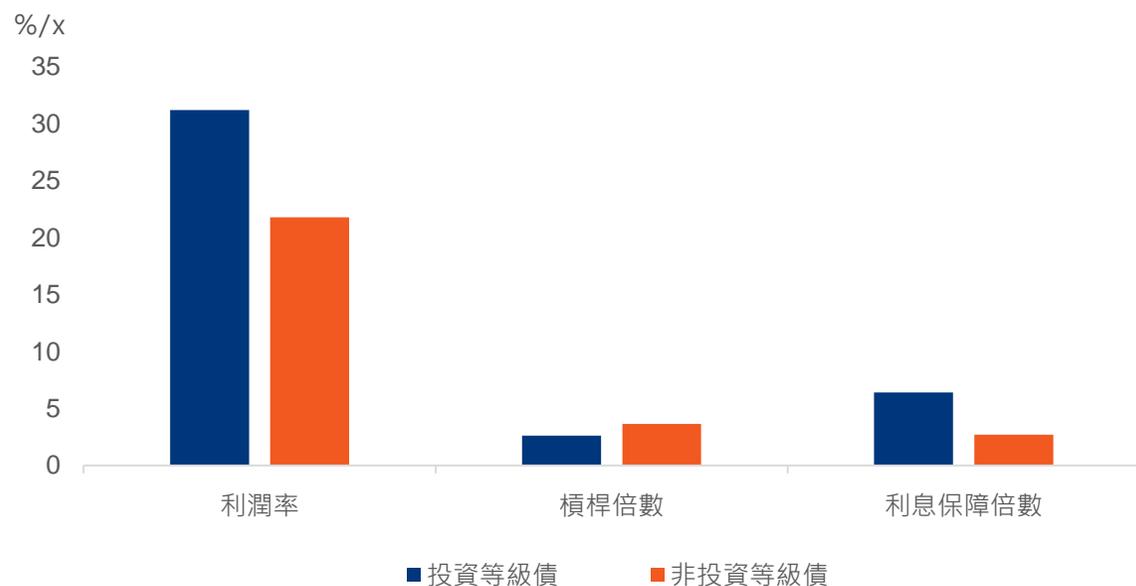
資料來源：Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York, U.S. Department of the Treasury



債務膨脹下，透過優質投等債減少波動，利用黃金保值

- ▶ 在美國結構性財政赤字持續惡化、公債供給量逐步上升，以及川普試圖干預聯準會獨立性的背景下，使公債面臨殖利率上行的壓力，長天期債券因存續期間較長，整體價格波動率大，雖然美國財政壓力加劇，但對於企業償債能力的影響程度有限，相對於非投資等級債，投資等級債具有較高的利潤率、利息保障倍數，且槓桿倍數也相對較低，在未來景氣可能轉弱的情況下，具有較佳抵禦下行風險的能力。
- ▶ 在美國債務持續膨脹的背景下，政府可能透過降息與量化寬鬆的方式令美元貶值並推升通膨，進而壓低債券實質利率、削減購買力以減少實質債務負擔；儘管實質利率走升應不利金價，但全球央行購金需求強，使近期金價不跌反漲，加上黃金與美元呈現高度負相關，當美元走弱時金價往往會走高，且黃金供給有限，相對於美國公債，黃金的保值效果較佳。

投資等級債利潤率與利息保障倍數較高，槓桿較低



黃金與美元呈現負相關，實質利率走升但金價續揚



資料來源：Bloomberg



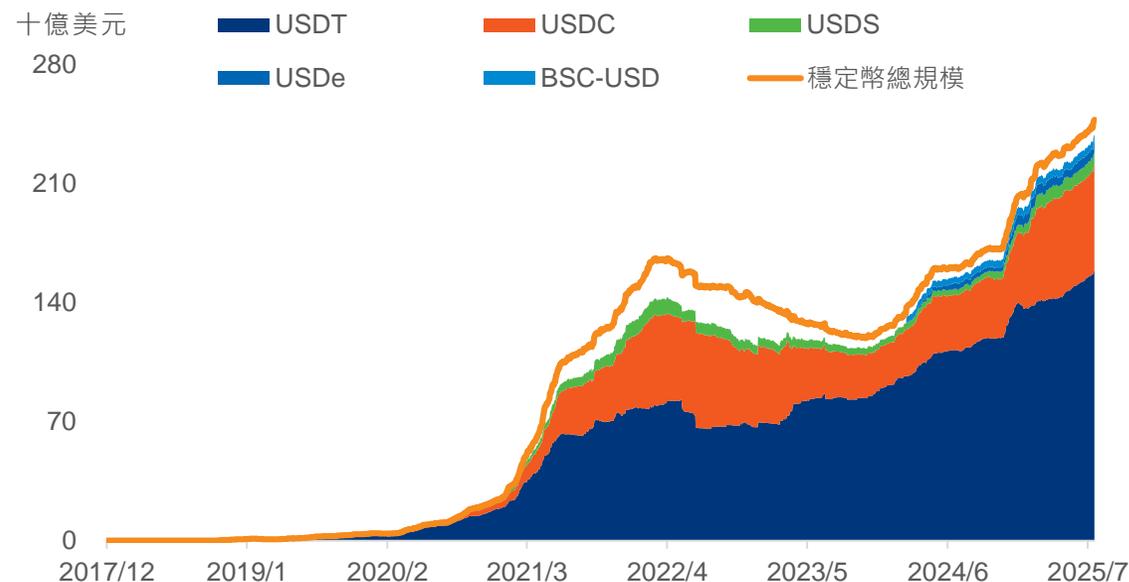
川普上任後加速加密貨幣規管化，有利市場發展

- ▶ 美國國會推進三大加密貨幣相關法案(GENIUS、CLARITY、Anti-CBDC)表決，過去，加密貨幣在監管灰色地帶，川普上任後一系列具體立法排程，顯示政策態度為納管而非打壓。其中，GENIUS法案對穩定幣設定明確規範，長期有助於機構投資人資金與支付場景應用，參眾議院皆通過，有助於美元穩定幣快速發展，截至7月20日，穩定幣市場規模近2,500億美元，自7月初法案通過，穩定幣快速成長近100億美元。
- ▶ CLARITY法案定義數位資產主管機關，明確其監管權責，將進入參議院審議；反央行數位貨幣(Anti-CBDC)法案則是維持去中心化貨幣核心概念且保護金融自由。監管框架明確下，加密貨幣現貨與衍生性商品應用對應的主管機關更明確，有利市場健全，進而吸引更多傳統金融資金進場，相關概念股包括上市交易所、開採商，與持有加密資產的企業也相應受惠。

川普推動金融監管架構，實現全球加密貨幣中心政見

法案名稱	GENIUS 穩定幣法案	CLARITY 市場結構法案	Anti-CBDC 反央行數位貨幣法案
主軸	規範穩定幣	明確監理權責	反對聯準會發行數位貨幣
重點條文	<ul style="list-style-type: none"> * 發行者資格須審查，州與聯邦雙軌監管 * 支付型穩定幣發行需準備金與儲備要求：100%以現金或短期美公債儲備(<93天) * 信託、破產保護，發行者符合金融規範(AML、KYC) 	<ul style="list-style-type: none"> * 定義數位資產商品與證券的監管權責單位，商品類型代幣向商品期貨交易委員會註冊(CFTC)，證券型代幣向證券交易委員會註冊(SEC) * 規範防止濫權、公開透明與保護創新 	<ul style="list-style-type: none"> * 阻止政府推行有監控性質的數位貨幣 * 禁止聯準會向個人發放CBDC * 禁止CBDC作為貨幣政策工具 * 禁止開發監控性質CBDC架構
市場利多	穩定幣合法化	降低市場不確定性	鞏固加密貨幣自由市場
受益族群	支付機構	交易所/開發商	去中心化支持者

穩定幣市場規模近2,500億美元



資料來源：凱基證券整理(左圖)、RWA.xyz(右圖)、凱基證券整理，註：CBDC為央行發行數位貨幣(Central Bank Digital Currency)的簡稱

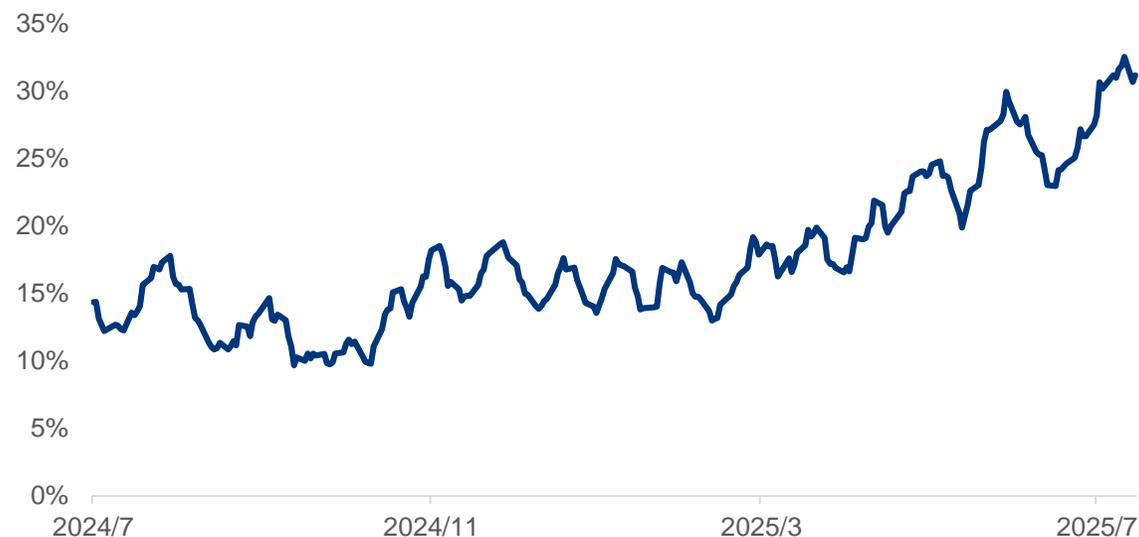


企業直接參與及ETF持有，加密貨幣成為市場主流投資

- ▶ 比特幣現貨ETF交易量佔全球比特幣現貨市場交易量比重，自2025年2月川普上任以來持續走高，自7月中加密貨幣法案通過後，最高達32.54%，近期交易量穩定站穩30%，顯示越來越多投資者，願意透過受監管工具來參與比特幣市場投資。
- ▶ 因比特幣具有稀缺性，2024年底已有近2,000萬枚比特幣被開採，根據Bitcoin Treasuries統計，截至7月20日政府與機構法人已持有超過357萬枚比特幣，今年以來增持最快速的兩大主體為「ETFs與基金」與「上市櫃公司」，前者從年初的128萬枚成長至141萬枚，增持10%；後者則從60萬枚成長至85萬枚，大幅增加42%。顯示其價值儲藏功能已被市場接受，企業與個人接受將加密貨幣資產作為主流投資工具的趨勢已成型。

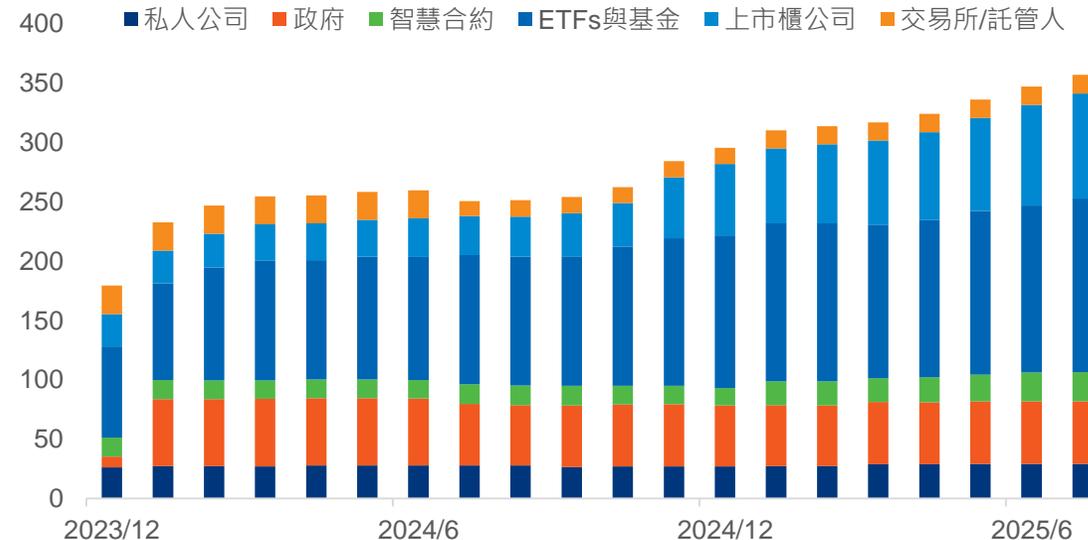
比特幣現貨ETF交易量佔比已突破30%

比特幣現貨ETF 7日平均交易量佔全球比特幣現貨市場交易量



上市櫃企業與傳統金融積極參與比特幣投資

各機構比特幣持有量，萬枚



資料來源：The Block(左圖)、Bitcoin Treasuries(右圖)，截至2025年7月20日，凱基證券整理



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

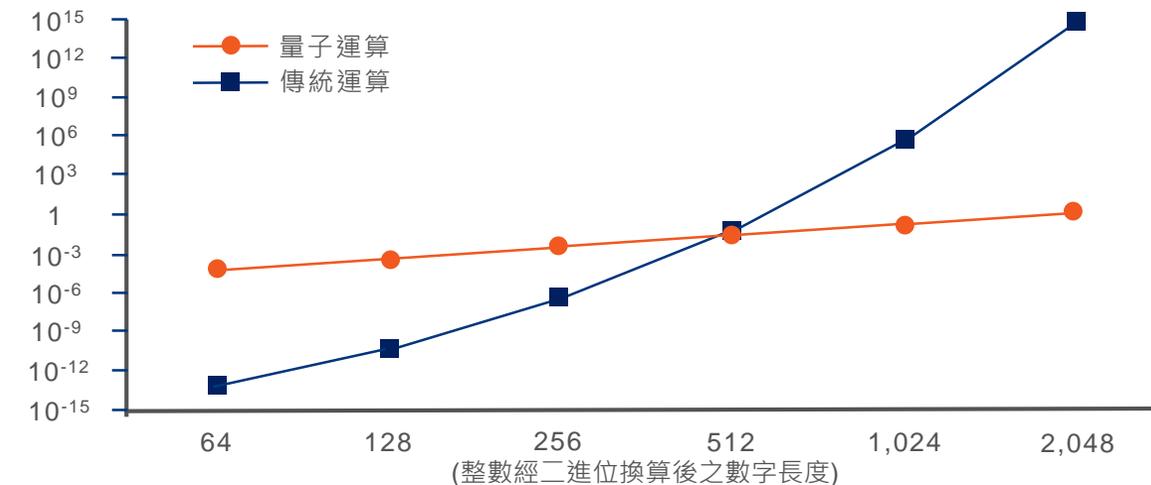
註：量子位元能夠被運用，量子必需達到「量子疊加」和「量子糾纏」

- **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，比特幣企業家與擁護者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

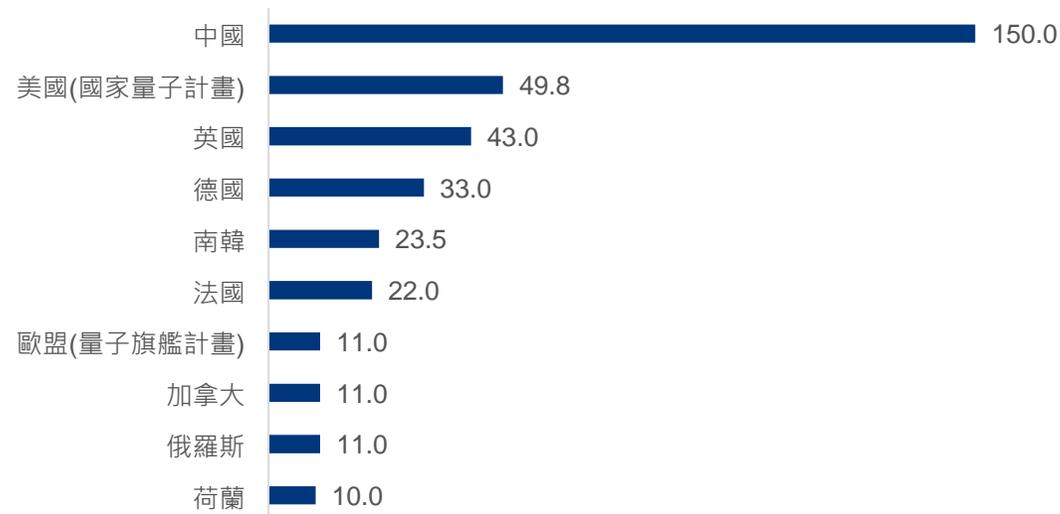


算力即是國力，美國採取更嚴格禁令應對中國崛起

- ▶ 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。

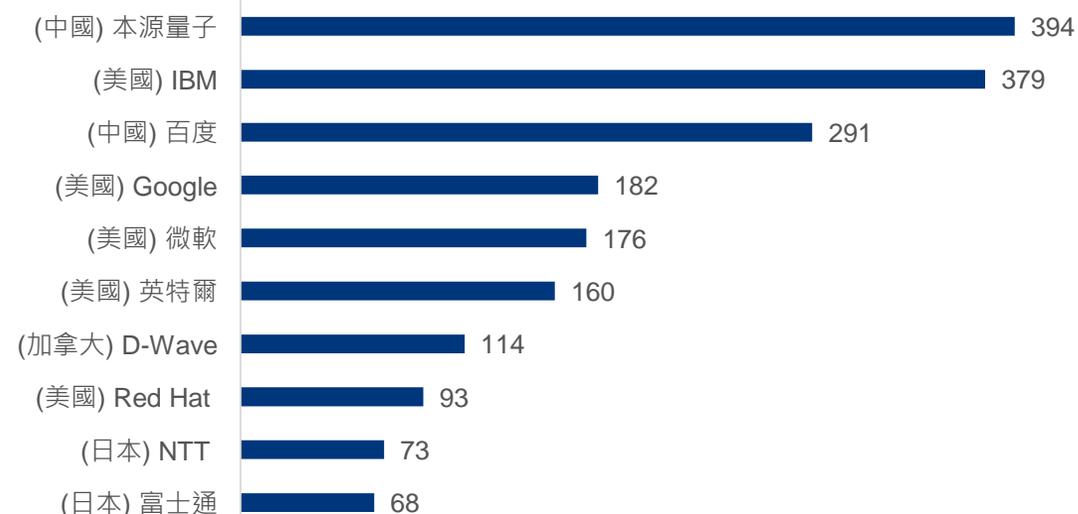
中國於量子運算領域投資金額遠超其他國家

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

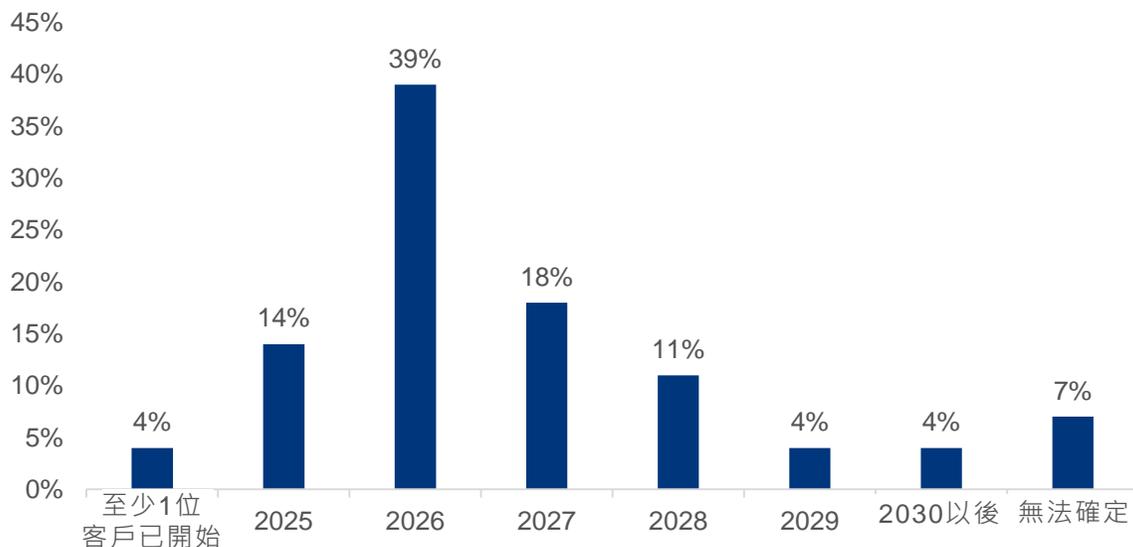


預計量子運算市場未來10年將高速增長

- ▶ 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market.us發布的最新報告，目前量子運算市場呈現顯著成長趨勢，主要由新創公司及學術機構推動，預估到2034年，全球量子運算市場規模將從2024年的21億美元成長至205億美元，年複合成長率將達25.6%，呈現高速擴張態勢。

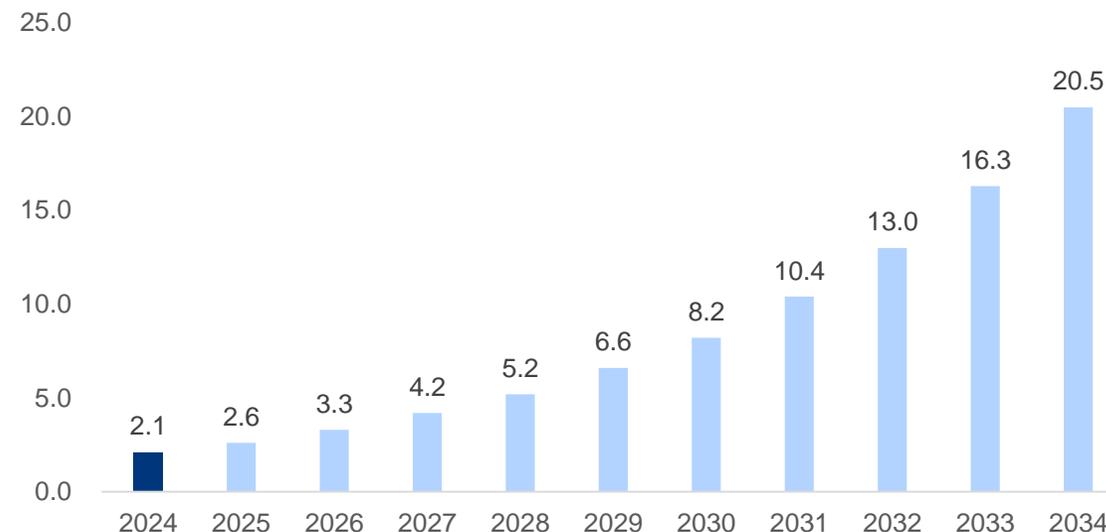
供應商普遍預估量子運算將於2026至2027年商轉使用

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2034年，全球量子運算市場規模將達205億美元

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；market.us (右圖) · 2025年5月發布 · 凱基證券整理

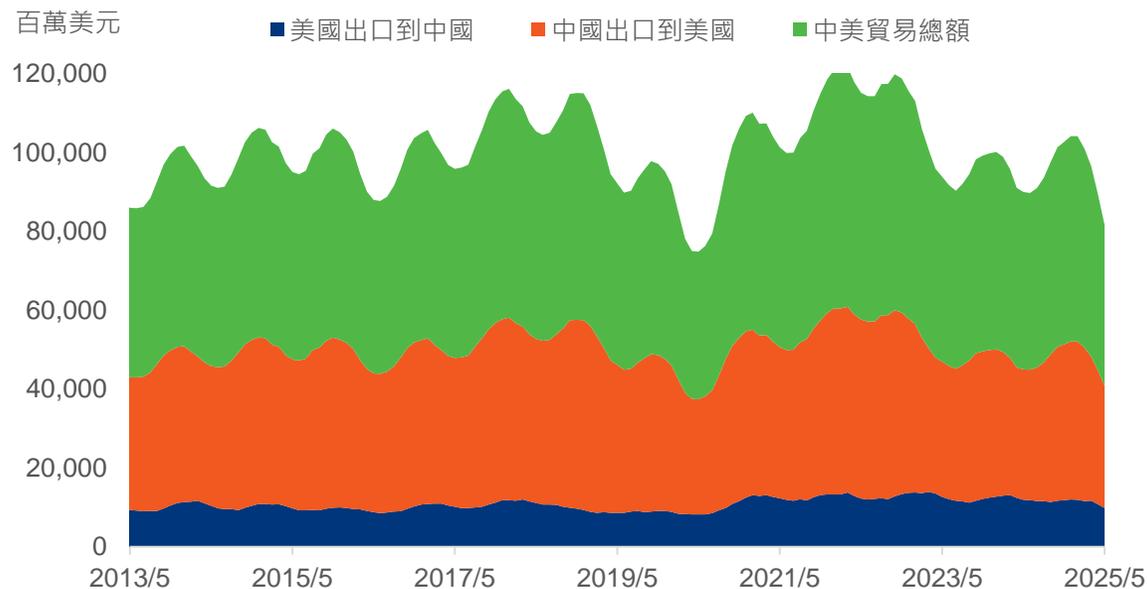


去全球化

美國高關稅使廠商提前拉貨，第一季貿易量增

- ▶ 今年第一季以來，川普貿易主義強化、全球地緣政治失衡，加上能源與科技安全逐漸成為政策核心，全球貿易面臨再度調整。其中，美國與中國的貿易總額明顯下滑，僅高於2020年疫情爆發時的水準，主要經濟體貿易失衡狀況依舊，美國進口需求強勁、歐盟出口成長，已開發國家貿易量增幅超過發展中國家。多數國家為規避美國高關稅的提前拉貨效應下，貿易量明顯成長，此外商品價格的上漲也是推升貿易額的主因。
- ▶ 新興國家中印度和韓國出口現萎縮。中國進口季度或年度均呈負成長，顯示內外需動能不足，經濟仍偏疲弱，俄羅斯受限於貿易制裁，貿易量今年急劇萎縮。預期下半年全球貿易不確定性仍高的因素包括：1)多國雖已和美國達成貿易協議，須留意後續貿易變化；2)各國補貼和內部發展產業政策，以國內市場為重點的產業策略將進一步強化，尤其在策略性和高科技領域。3)全球價值鏈連鎖反應，影響國家和產業發展。

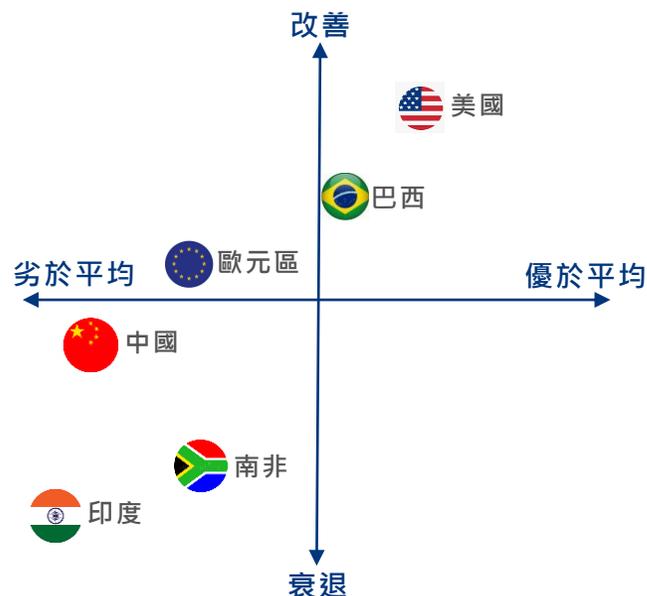
美中貿易往來直到今年才出現明顯回落



資料來源：左圖United States Census · 右圖UN Trade and Development(UNCTAD) "Global trade endures policy changes and geoeconomic risks"

今年第一季美國貿易居全球之冠，發展中國家多數下滑

2025年第一季各國年度和季度貿易成長相對於全球平均



	進口		出口	
	季度	年度	季度	年度
巴西	7%	13%	1%	-2%
中國	-4%	-1%	1%	6%
印度	-8%	6%	-4%	0%
日本	2%	-1%	1%	0%
南韓	-4%	1%	-5%	6%
俄羅斯	-11%	1%	-9%	1%
南非	0%	-1%	-5%	1%
美國	14%	12%	3%	3%
歐元區	3%	1%	6%	3%



去全球化

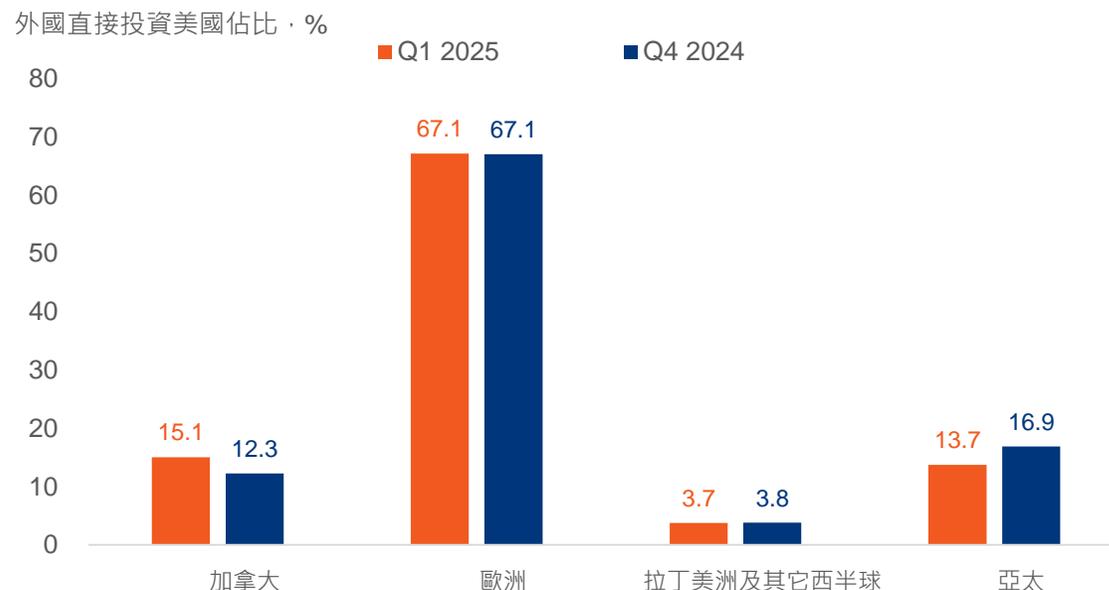
訴求在地生產，美國區域製造未來可期

- ▶ 美國總統川普要求製造業回流美國，以關稅要脅他國增加在美投資，是促使此波全球化貿易重組的重要關鍵。目前包括如阿聯酋、沙烏地阿拉伯、卡達和日本等國，皆承諾將增加投資美國。若這些國家宣布的投資項目能實現(平均每年1,350億美元，約占美國GDP的0.4%)，假設完成率為80%，則投資成長將達約1,100億美元，日本、阿聯酋和沙烏地阿拉伯等國增加資本供應，可能會為產出、製造與人力需求帶來成長空間。
- ▶ 綜合來看，估計未來幾年，外國直接投資美國將以每年300-1,350億美元溫和成長(占美國GDP的0.1%-0.4%)，若外國宣布進一步加購美國商品，則可能再為美國年度GDP貢獻500億美元(約佔0.1-0.2%)。以今年第一季來看，同屬北美的加拿大直接投資美國佔比，由前季的12.3%成長至15.1%，反觀中美關係緊張下，亞太地區直接投資美國的佔比，則由去年第四季的16.9%下滑至13.7%。

目前外國擬定計畫投資美國金額，遠高於過去10年平均



今年第一季外國直接投資美國，以加拿大成長最多



資料來源：左圖Goldman Sachs Global Investment Research、右圖Bloomberg



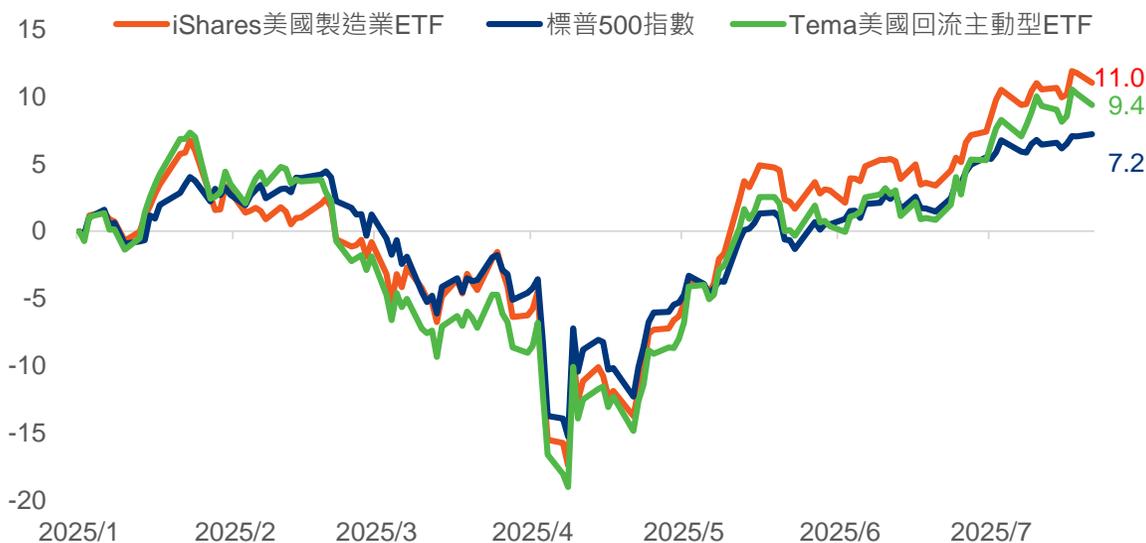
去全球化

美國製造類股今年表現佳，歐洲、印度製造自成一格

- ▶ 川普上任以來，大力推行製造業回美，從4月宣布汽車與相關零組件加徵關稅事宜，推升汽車產品產出指數明顯上升，預期下一步將逐步構建美國AI霸主的領導地位，此趨勢從美國晶片製造商獲准重啟對中國晶片出口可見端倪。美國放寬對中國晶片出口限制，加上5月宣布的核能復興計劃、確保美國供電維持穩定，顯示從戰略產業到電力基建等方面，都欲重塑美國製造業王國願景，反應在相關製造業ETF，今年漲幅更勝大盤。
- ▶ 其他區域包括印度、歐洲，也都強調當地製造為優先。歐盟執委會7月提出，歐洲學校採購的牛奶蔬果，應在歐洲生產，推動學校增加購買本地酪農產品，並提供每年約2.2億歐元的學校採購經費；此外，針對國防採購規則、國家清潔能源補助訂定「歐洲製造」條款，關鍵原物料等大宗商品的產製，訂立本土生產目標。區域自製化取代過去的全球化儼然成型，不但激勵民族主義情節，多元合作機制也能有效帶動區域經濟。

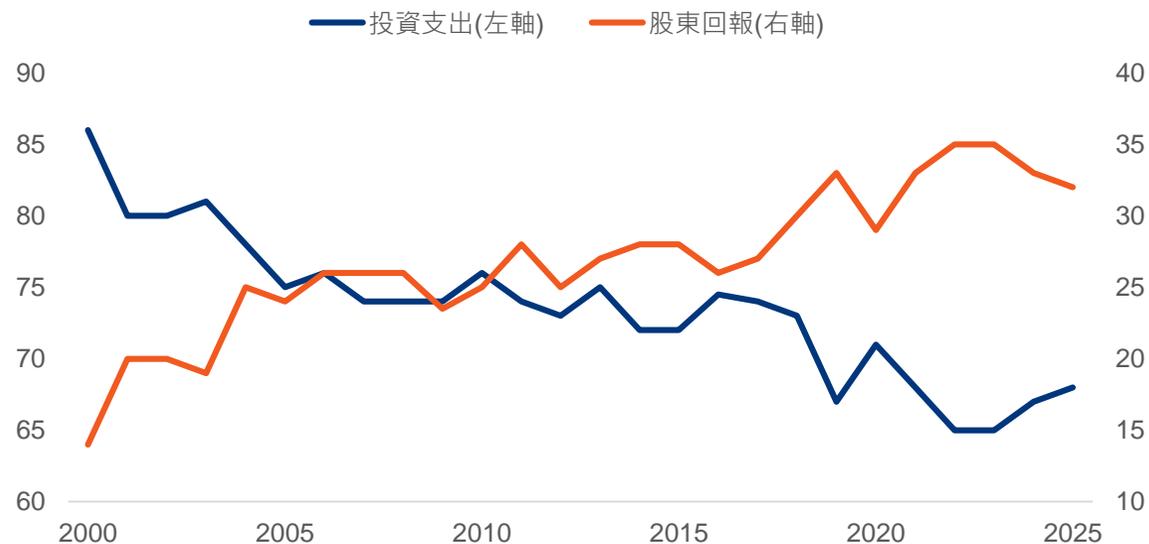
美國製造業相關類股，今年表現勝過大盤

年至今漲幅，%



歐洲企業投資意願上升，有利區域經濟發展

道瓊歐洲600企業現金運用比重，%



資料來源：左圖Bloomberg、右圖Goldman Sachs



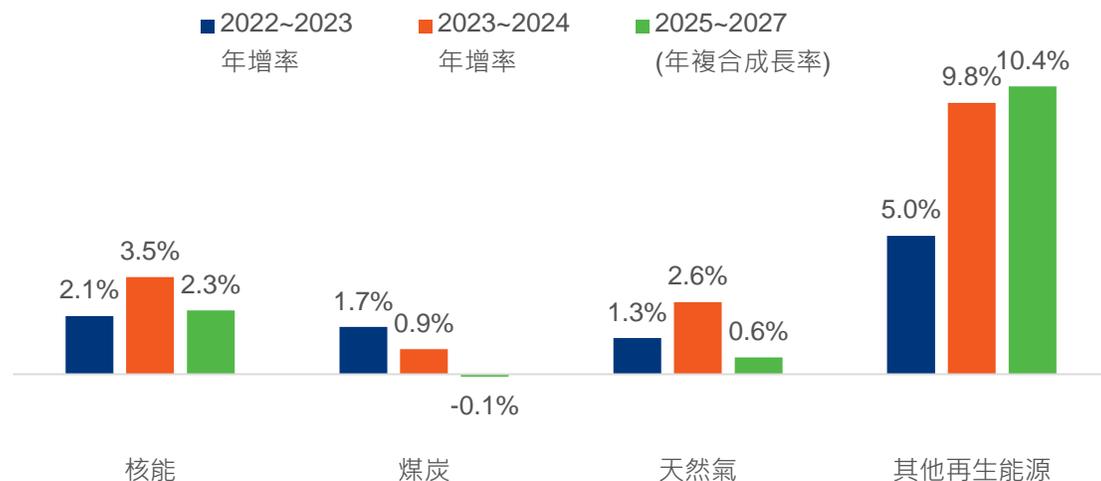
核能重啟

電力需求增且部分燃料取得不易，核能再度成為焦點

- ▶ 受惠AI趨勢發展，IEA預估於2026年AI用電佔美國國內用電比重將達6%，主要國家用電量因而大幅增加。其中除了再生能源成長較快之外，因地緣衝突使部分能源取得較不易(如天然氣)，能源價格波動亦容易帶動通膨上升，因此核能近年再度躍上市場焦點，美、歐及亞洲皆有相關政策鼓勵核能的發展。
- ▶ 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%，因此核能發電地位短期難以被取代。

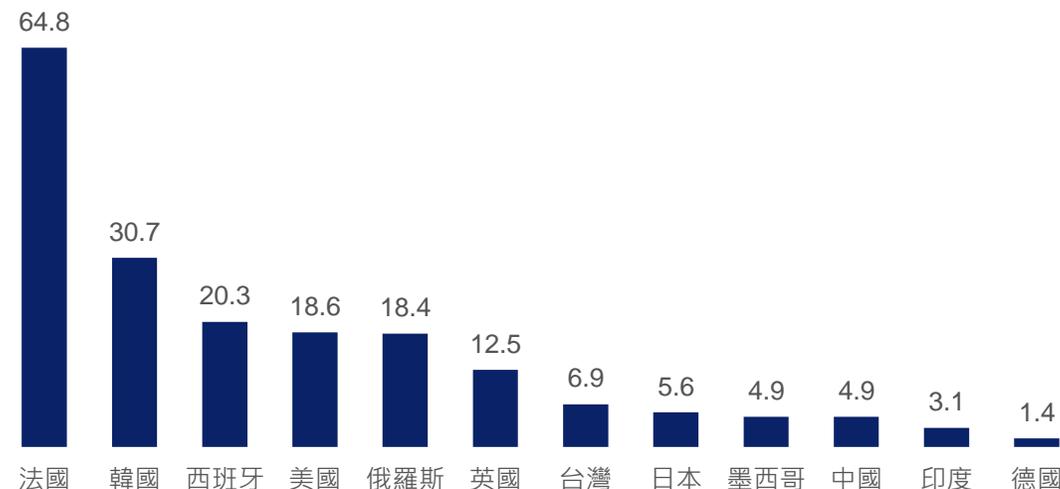
除再生能源外，核能成為發電新寵兒

全球能源發電成長率趨勢



歐美核能佔比高，短期核能仍難被取代

核能佔發電比重，%



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



核電廠開啟新建及重啟步調，補足退役造成的供電缺口

- ▶ 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。近一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。
- ▶ 各國重啟核電廠或延長既有的核電廠普遍已有一定年齡，逐步退役的廠數升高時，若無其他能源替代方案或是新廠補上，供電可能因此短少。近期在美國及歐洲也有不少進展，包括2025年7月英國政府核准新核電廠興建、2025年6月美國紐約州計畫新建核電廠以及川普於5月簽署行政命令，讓能源部等相關部門增加核能的開發和相關部署。

目前新建及重啟的核電廠多集中於亞洲

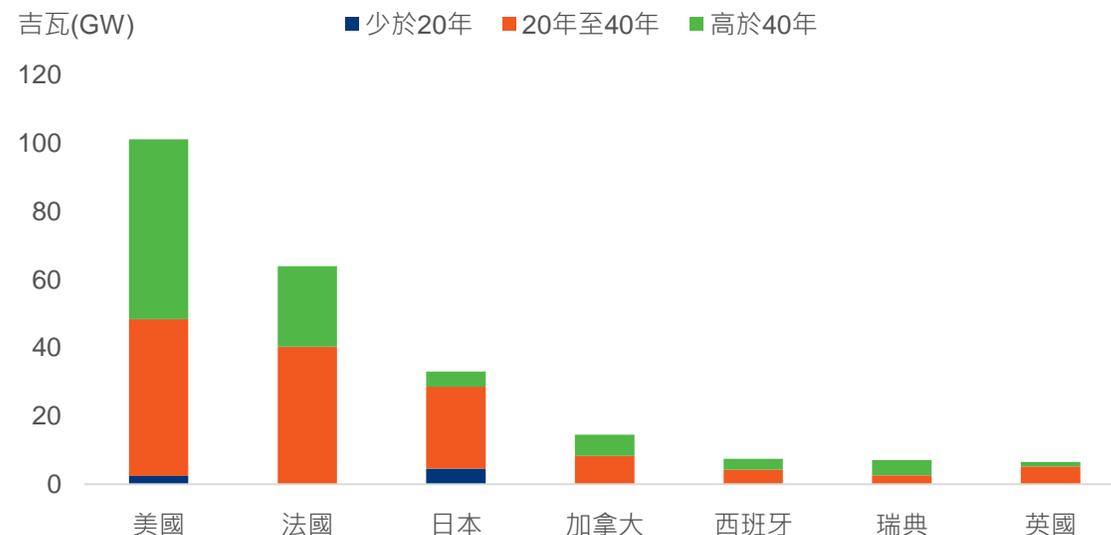
近一年新上線的核電廠(左)與新開工的核電廠(右)

核電廠名稱	年度	國家	核電廠名稱	年度	國家
Rajasthan 7	2025年Q1	印度	Taipingling 3	2025年Q2	中國
Flamanville 3	2024年Q4	法國	Shin Hanul 3	2025年Q2	南韓
Zhangzhou 1	2024年Q4	中國	Shidaowan 2	2025年Q2	中國
Shidaowan Guohe One 1	2024年Q4	中國	Leningrad 2-4	2025年Q1	俄羅斯
Fangchenggang 4	2024年Q3	中國	Lufeng 1	2025年Q1	中國
Barakah 4	2024年Q1	阿拉伯聯合大公國	Chashma Nuclear Power Plant 5	2024年Q4	巴基斯坦
Vogtle 4	2024年Q1	美國	Zhangzhou 4	2024年Q3	中國
Kakrapar 4	2024年Q1	印度	Ningde 5	2024年Q3	中國
Shin Hanul 2	2023年Q4	南韓	Shidaowan 1	2024年Q3	中國
Ostrovets 2	2023年Q2	白俄羅斯	Xudabao 2	2024年Q3	中國

資料來源：World Nuclear Association (左圖) · IEA (右圖) · 凱基證券整理

先進國家重啟或沿用之核電廠皆有一定年齡

2023年底先進經濟體新核電裝機容量(GW)及其年齡

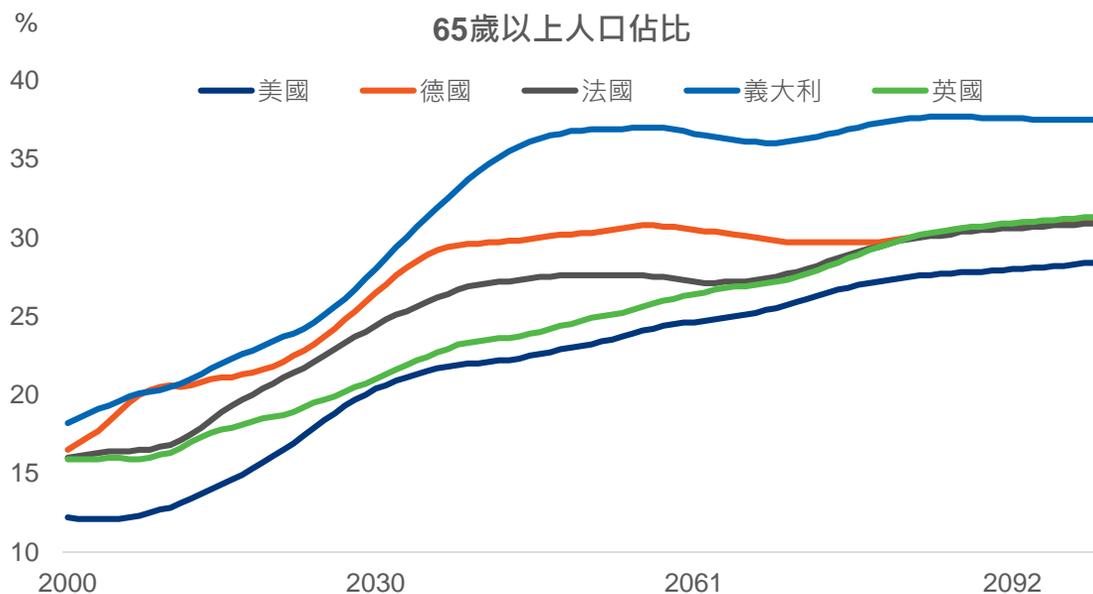




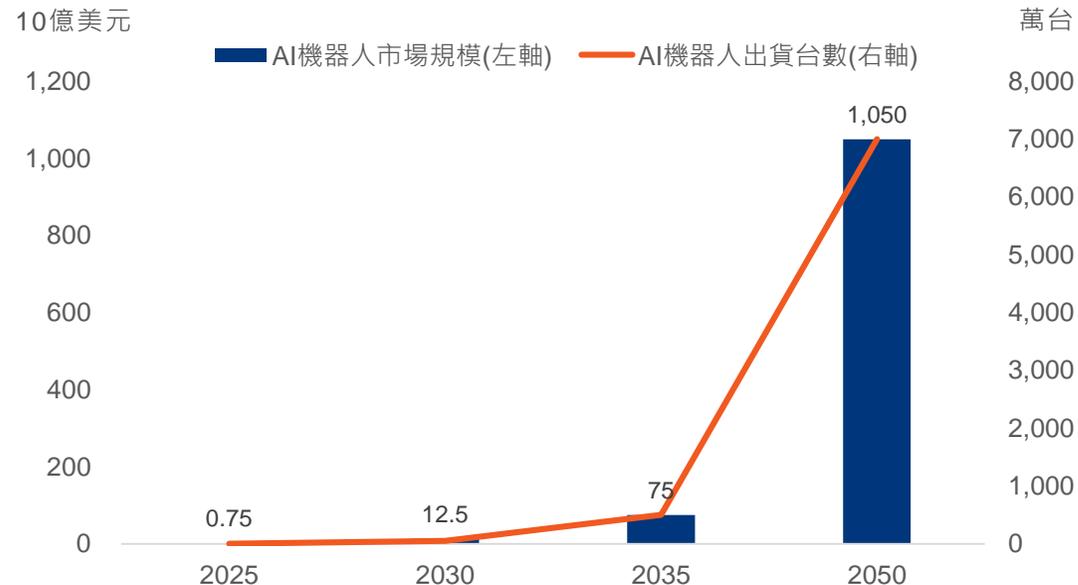
人口結構老化令勞動力短缺，AI 機器人成為重要解決方案

- ▶ 觀察聯合國數據顯示，許多國家已面臨勞動力人口萎縮和人口老化的問題。AI 機器人可以有效彌補勞動力缺口，尤其在製造業、醫療照護和服務業等領域，預計將有效緩解企業對人力的依賴。
- ▶ 德意志銀行研究指出，AI 人形機器人將在未來十年內迎來大規模生產和廣泛應用。德銀預期，到2035年，AI 人形機器人的市場規模預計將達到750億美元；到2050年，市場規模有望超越1兆美元，全球銷量可能突破7000萬台。預計隨著AI 人形機器人的逐步普及，它們將在家庭與工業等多個應用領域，扭轉傳統產業結構。

全球主要國家人口轉趨高齡化



AI 機器人預估市場規模持續攀升



資料來源：聯合國(左圖)、Deutsche Bank(右圖)、開機證券整理



AI 機器人持續發展，逐步融入更多應用場景

- ▶ AI 機器人為整合了人工智慧技術的機器人，使其能夠透過感測器數據進行學習、優化操作，並具備理解、決策與自主執行複雜任務的能力。輝達執行長黃仁勳所提出的AI發展階段也適用於AI機器人，這包括了代理式AI、實體AI和生成式AI的應用，讓機器人不僅能執行重複性工作，還能應對不確定環境、進行自我訓練，並更靈活地與實體世界互動。
- ▶ AI 機器人的發展是一個持續演進的過程，從早期的理論探索和簡單應用，逐步走向具備更強感知、理解、推理和自主學習能力的智慧系統，最終目標是實現「實體 AI」，讓機器人能更自然、更深入地融入人類社會和各種應用場景。

AI 機器人發展階段

AI與AI機器人發展階段	發展重點
感知 AI (PERCEPTION AI)	讓機器人具備感知能力，即理解和處理來自外界的資訊，這可能包括但不限於「圖像識別」、「語音辨識」和「自然語言處理」等技術，使 AI 能夠「看見」和「聽見」周圍的環境。
生成式 AI (GENERATIVE AI)	生成式 AI 能夠創建新的內容，如文字、圖像、音樂等。它利用深度學習模型，從大量資料中學習，然後生成類似但獨特的內容。
代理式 AI (AGENTIC AI)	「代理式 AI」是一種能夠自主完成任務的人工智慧系統。它可以是個聰明的助手、具備一部分「決策能力」的 ChatGPT。它不僅能理解你的需求，還能自己決定如何完成這些需求，並且使用各種工具來幫助達成目標。
實體 AI (PHYSICAL AI)	具備實體行動能力的AI機器人，能夠與現實世界進行互動。這類 AI 不僅能感知和理解環境、進行決策，還能直接執行物理性操作，如機器人搬運物品或協助人類完成複雜任務。實體AI的發展標誌著人工智慧從純粹的數位領域進入現實世界，開啟了新的應用可能性。

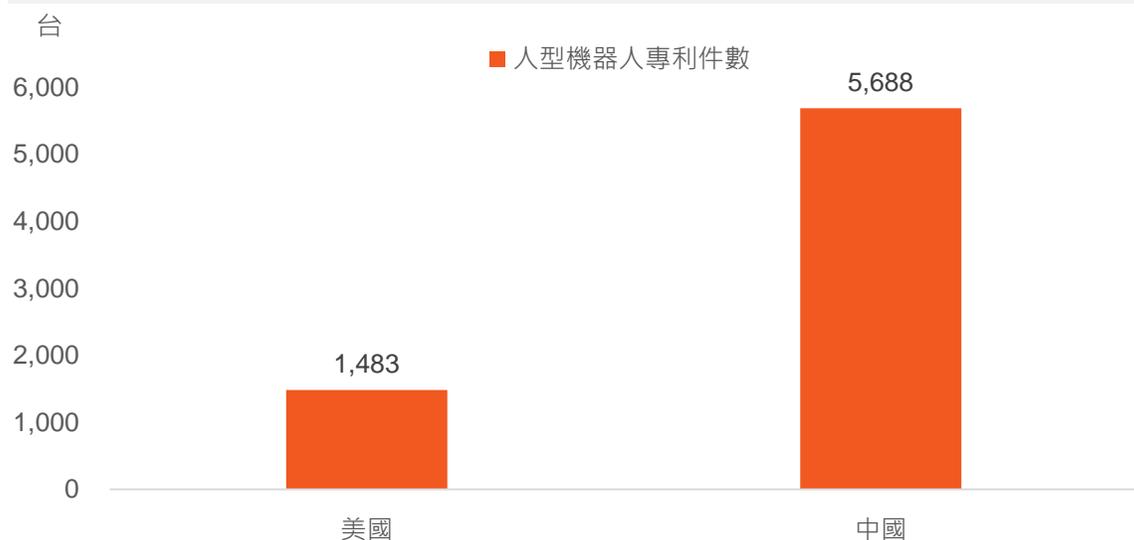
AI 可取代人類工作階段

AI 取代工作	
取代機械任務	AI 接管標準化和重複性任務，提高成本效益和品質一致性。
取代分析任務	分析型 AI 具備分析優勢，處理後端服務。
取代直覺任務	直覺型 AI 擁有思考能力，基於分析提供價值洞察。
取代共鳴任務	共鳴型 AI 具備與顧客互動交談、感知對方情感的能力。
完全替代	取代或與人類工作完全整合。

AI機器人 美中為發展AI機器人的主要重點國家

- ▶ 根據統計，過去5年中國相關專利的申請數量累計達5,688件，美國則為1,483件，雖排名第二，但數量僅為中國的1/4。中國優勢來自於政府獎勵支持、在地市場內需龐大，供應鏈完善以及本土創業公司的快速發展。儘管專利數有差距，但美國在技術方面具有領先優勢，特別是在AI人工智能與自主系統的發展。
- ▶ 目前全球的AI人形機器人技術發展都還在「導入」跟「測試」等早期階段，美國企業普遍專注於高階技術，例如AI控制、語音互動與自動規劃能力。中國則相對更注重機械結構與硬體生產，以提供價格低廉但機構穩定的產品為主，透過價格策略企圖壓倒美國對手。

中國人型機器人專利遠高於美國



美國發展重感知運算，中國則重機械結構

美中發展構面	美國	中國
發展重點	重視機器人安全性與辨識力	關注機器人肢體靈活度
專利	側重感知運算，包括AI視覺、AI學習	側重人形結構與核心零件
資金來源	公司各自募資，政府補助研發經費	公司營收超過一定額度，政府加碼補貼
代表廠商	特斯拉、Agility、波士頓動力	宇樹科技、優必選、傅利葉

資料來源：經濟日報·凱基證券整理

大趨勢及主題投資

趨勢主題	說明
 <h2>大債時代</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 大債時代下，美國結構性財政赤字持續擴張、公債供給量上升，長天期美國公債價格波動大，而企業償債能力受財政影響程度較低，在未來景氣可能放緩情況下，美國投等債具較佳抵禦下行風險的能力。 債務膨脹下，政府可透過量化寬鬆壓低實質利率以緩解債務，美元走弱及央行購金需求強，黃金保值效果佳。
 <h2>加密貨幣</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 美國眾議院壓倒性通過加密貨幣三大法案(Genius、Clarity、Anti-CBDC)，市場看好加密貨幣進入有序監管時代。機構投資與各國政府持續加碼持有加密貨幣，比特幣、以太坊現貨ETF也出現大額流入，虛擬資產進入傳統金融趨勢已成型，市場擁抱加密貨幣成為主流投資工具一環。
 <h2>量子運算</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 歐盟於2025年7月公布計畫，將整合量子運算資金與專業，致力打造具競爭力的關鍵技術生態系統，具體措施包括設立Scale-Up Europe Fund，專門支持AI、量子運算及半導體等新創企業迅速擴張，提升產業競爭力與技術自主，除了增加國與國的競爭力外，也有機會讓其他國家加速推進量子電腦的研究進程。
 <h2>去全球化</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 因川普加徵關稅，今年第一季廠商提前拉貨，使美國貿易量激增。現階段多國已和美國達成貿易協議，包括日本和歐盟皆同意增加在美投資，增加美國製造業改善利基。此外，全球供應鏈重組，除有利美國製造業及相關基礎建設外，印度製造、歐洲製造也紛紛崛起，區域自製化取代過去的全球化儼然成型，有助區域發展。
 <h2>核能重啟</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 2025年7月英國政府核准新核電廠興建，將由國家財富基金協助籌資，估計總電量可供約600萬戶家庭使用，刺激當地就業並推動核能復興。2025年6月美國紐約州計畫新建核電廠，且5月時川普也已簽署新的行政命令，讓能源部等相關部門增加核能的開發和相關部署，希望振興和加速美國核能發展。
 <h2>AI機器人</h2>	<ul style="list-style-type: none"> AI發展從生成式AI進展至代理型AI之後，實體AI將成為未來趨勢。AI機器人將進入實體世界，與人類互動。 實體AI中的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
- ◆ 分批投入全球型優質股，或產業大型股，如金融、科技及電信
- ◆ 定期定額美股、黃金

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/ETF，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，或投等債基金，健全股債比
- ◆ 增布全球型優質股，平衡既有美國成長股部位；配置黃金降股債波動

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，並檢視單一資產、產業及發行機構持股比重，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

資產類別建議 – 區域

▶ 關稅協議陸續揭曉，可持續分散區域布局，短期亦可留意表現相對較佳之港股。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
區域	美國股市				- 歐日與美陸續達成協議雖支撐市場情緒，但隨著有效關稅稅率攀升，仍須留意需求受影響程度，中立看待
	歐洲股市				- 歐盟與美國雖已達協議，但雙方對適用產業仍有差異，不確定性仍在，短期可增加英股配置，中性偏多看待
	日本股市				- 日本景氣有望改善令長短利差漸趨陡峭化，料對銀行業為首的內需股獲利動能帶來支持，中性看待
	中國股市				- 雖受中美關係改善與流動性寬鬆帶動近期陸股表現，但景氣動能與獲利皆仍在下行，維持中性觀點
	香港股市				- 美元弱勢將延續，對港股形成進一步支撐，後續關注港股科技類股、原物料類股、必需消費類股表現，偏多看待
	臺灣股市				- FOMO與TACO交易推動近期台股，加上評價偏高，若市場出現風吹草動須留意拉回風險，維持偏空看法
	新興亞洲				▲ 東協陸續有國家與美達成協議，不確定性的緩和短期將有助支撐新興亞股，轉趨中立看法

資產類別建議 – 產業

▶ 景氣在關稅陸續底定後仍將呈現下行，投資風格著重高品質，AI長線題材仍可留意。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
非必需消費				▲	儘管關稅與勞動市場惡化恐將影響需求，但高所得族群之減稅利多仍具支撐，故轉向偏多觀點
必需消費				▼	景氣降溫趨勢持續，防禦特性令股價相對穩定，加上剛性需求有助支撐基本面，微降至中性看法
能源				▲	OPEC+增產帶來的供過於求仍不利油市，但旺季需求短期將支撐油價，轉趨中立看待
金融				▲	2Q25財報數據發布多優於預期，加上淨利差穩定回升及政策放寬資本要求，轉趨偏多看法
醫療保健				▼	醫藥產業關稅未有定論，加上補助削減與藥價管制政策壓抑產業利潤與能見度，轉趨偏空看法
工業				▲	受益於大而美法案的大規模國防與基礎建設支出，加上關稅談判令多國加碼投資美國，轉趨偏多看法
資訊科技				▼	AI持續驅動投資與獲利成長，但估值仍偏高限制短期上行空間，故調降至中立觀點
通訊服務				▲	通訊服務企業相關訂閱、廣告等服務消費需求將有撐，轉向偏多看法
原物料				-	全球景氣放緩將不利原物料相關訂單，不過中國能源轉型則有利提升金屬相關需求，保持中立看法
房地產				-	儘管降息預期提供支撐，但仍受高利率與需求疲弱限制，且房市有降溫趨勢，維持偏空看法
公用事業				▼	公用事業基本面相對具有韌性且具防禦特性，但綠能產業補貼遭刪減恐帶來壓力，轉趨中立觀點

產業

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

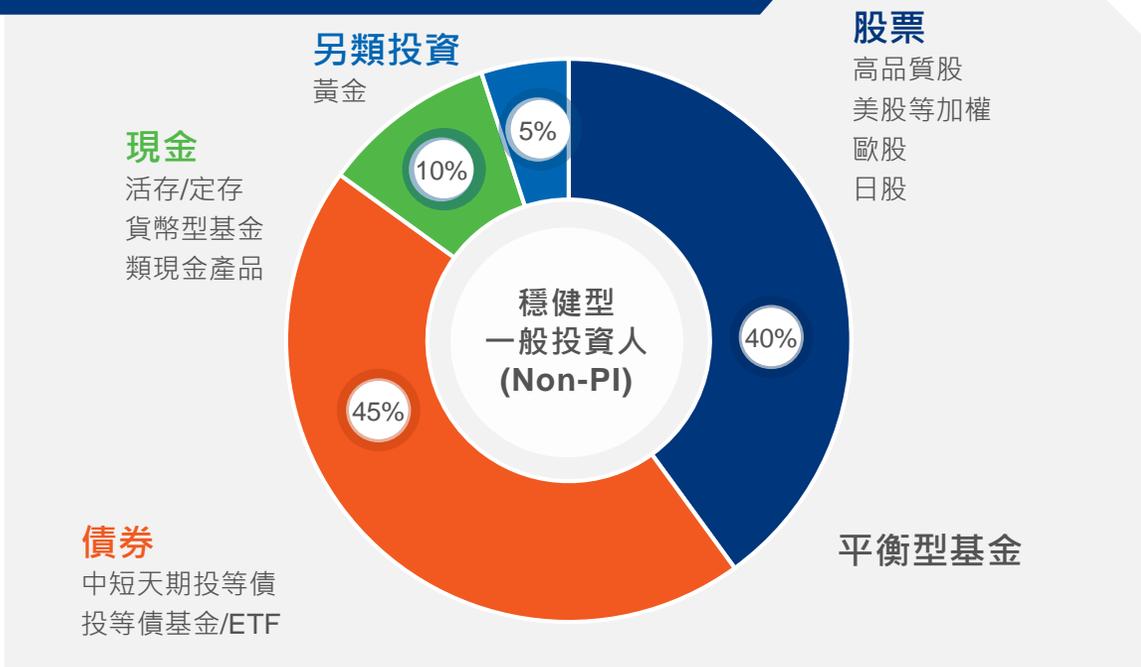
▶ 利率擾動仍存，以短天期投資級債逢利率上揚鎖利；美國經濟展現韌性，聯準會保持觀望但態度堅定，提供美元下方支撐。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
固定收益	美國政府債券			-	下半年景氣降溫將帶動美債利率下行，債務上限過關加劇債券供給風險，把握利率高位下的債券鎖利機會
	投資級債券			-	未來美國景氣仍存放緩可能，投資級企業體質相對穩健，配置金融、公用事業、工業等風險調整後利差較高產業
	非投資級債券			-	事件擾動稍降，推動風險偏好與非投資級債表現，然景氣動能有趨緩可能，宜避開低信評的非投資級公司債
	新興市場債券			-	美元走弱支持資金流入新興債，然關稅政策影響持續發酵，宜避開仰賴美國出口的新興國家所發行債券
商品	原油			-	以伊衝突降溫油價回落，關稅不確定性下降及暑期用油旺季，對短期油價有撐，長期OPEC+產能釋放使其供過於求
	黃金			-	聯準會降息週期延續，新興國家央行續增持黃金儲備，及全球不確定性環境依舊，美元中長期回落，有利金價
貨幣	美元			▲	美國近期經濟展現韌性，和日本、菲律賓、印尼等新關稅也陸續公布，聯準會雖觀望但堅定態度提供美元下方支撐
	歐元			-	市場對經濟信心回溫，歐央行副總裁雖樂觀看待近期強勢的歐元，但暗示1.2元關卡為央行關注水準，料呈區間震盪
	日圓			-	美日達關稅協議15%，緩解市場擔憂且優於亞洲他國，對出口影響不若預期悲觀，不確定性下降激勵日圓反彈緩升
	人民幣			-	提前拉貨使中國出口亮眼，但消費、投資仍疲軟，美中貿易關稅遞延，貨幣與財政政策刺激仍可期待使人民幣盤整

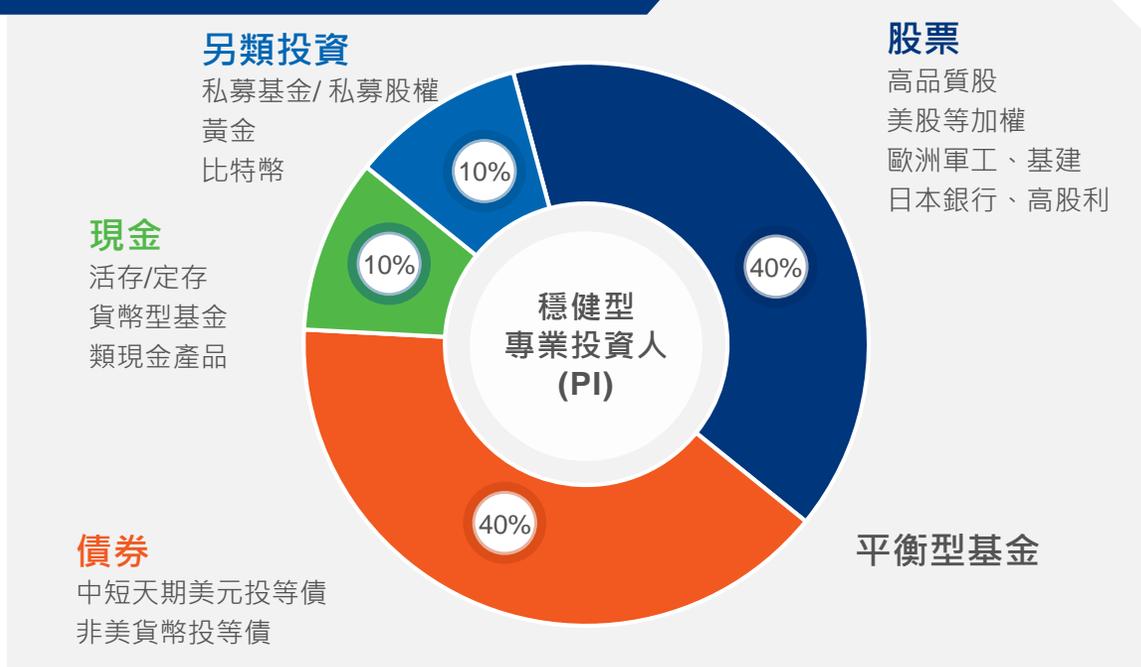
投組配置 – 股債搭配另類資產，強化投組風報比及穩定度

- ▶ 關稅衝擊將逐漸顯現、地緣政治擾動仍存，應於市場情緒改善之際，把握時機調節投資組合，強化抗震力。
- ▶ 股權部位以成熟國家大型優質股為主，採區域分散布局，歐日股可逢回加碼，美股則以具高品質為優先考量。
- ▶ 固定收益以中短天期投資級債為主，可適度布局新加坡幣、歐元、英鎊等非美貨幣債券，進行外幣資產分散。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



專業投資人(PI)投資組合配置建議

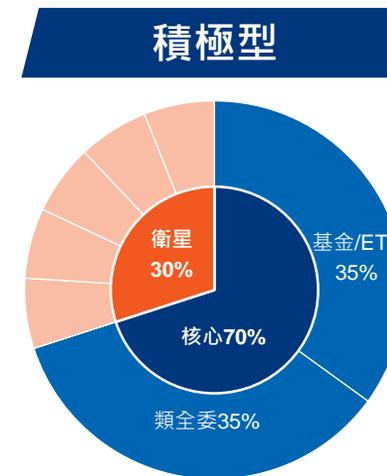
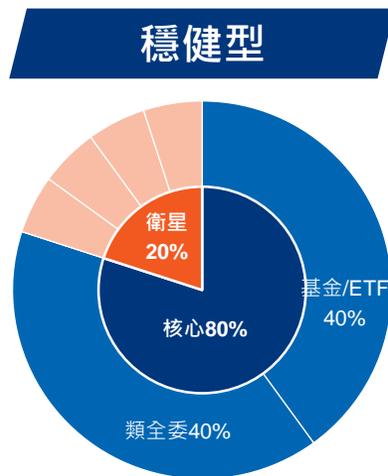
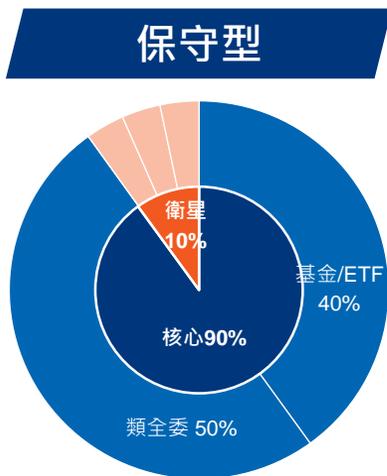


[一般投資人] 保守型配置：股票35%、債券50%、現金15%、另類0%；積極型配置：股票45%、債券45%、現金5%、另類5%

[專業投資人] 保守型配置：股票45%、債券40%、現金10%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券35%、現金5%、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

- ▶ 跨資產市場評價
- ▶ 跨資產市場波動率
- ▶ 重要經濟數據/事件

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至7月30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

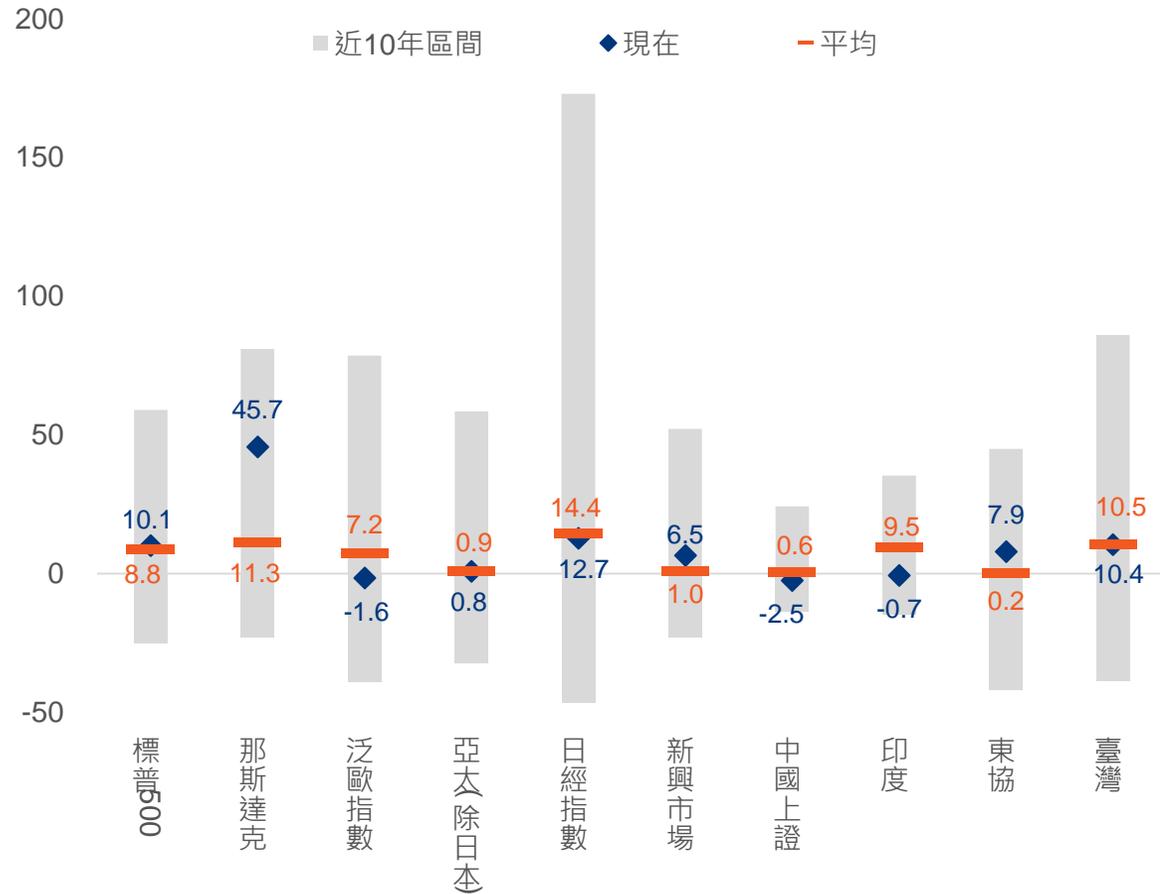
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025至今	年化*
非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	中國股市 25.1%	美國股市 14.6%
基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	歐洲股市 22.9%	基礎建設 9.2%
美國股市 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 18.4%	新興市場股市 18.7%	歐洲股市 8.4%
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%	基礎建設 15.9%	大宗商品 8.2%
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%	日本股市 10.4%	新興市場股市 7.8%
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%	美國股市 9.1%	日本股市 6.8%
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%	非投資級債券 7.2%	非投資級債券 5.8%
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%	投資級債券 6.8%	中國股市 5.4%
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%	新興市場債券 6.6%	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%	已開發國家公債 5.6%	新興市場債券 3.8%
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%	大宗商品 5.5%	投資級債券 3.2%
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%	REITs 5.4%	現金 2.1%
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 2.4%	已開發國家公債 0.3%

*年化資料統計期間：2016年1月1日至2025年7月30日；資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 2025年7月30日

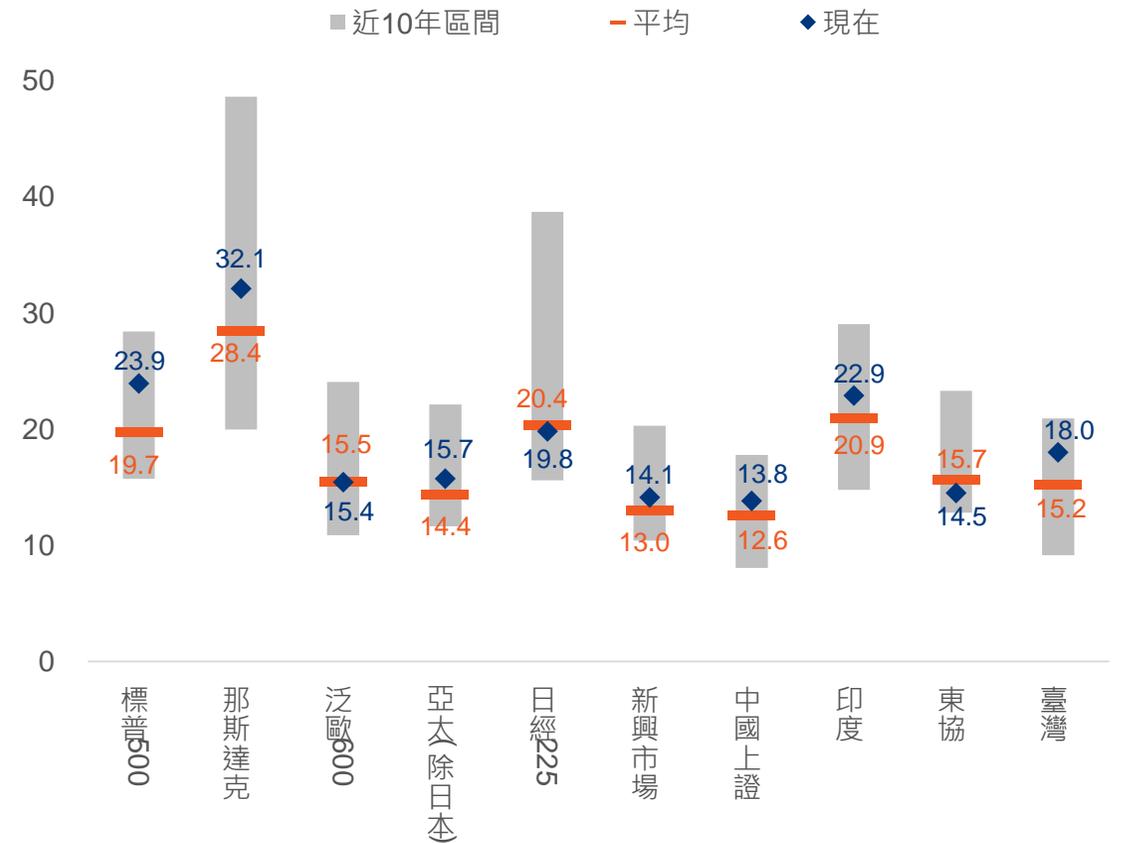
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 多國股市獲利預估接近10年平均，那斯達克代表的科技股展望最佳，多數評價高於近10年平均、不顯便宜，僅歐股、日股、東協股較低。

預估EPS年增率(%)



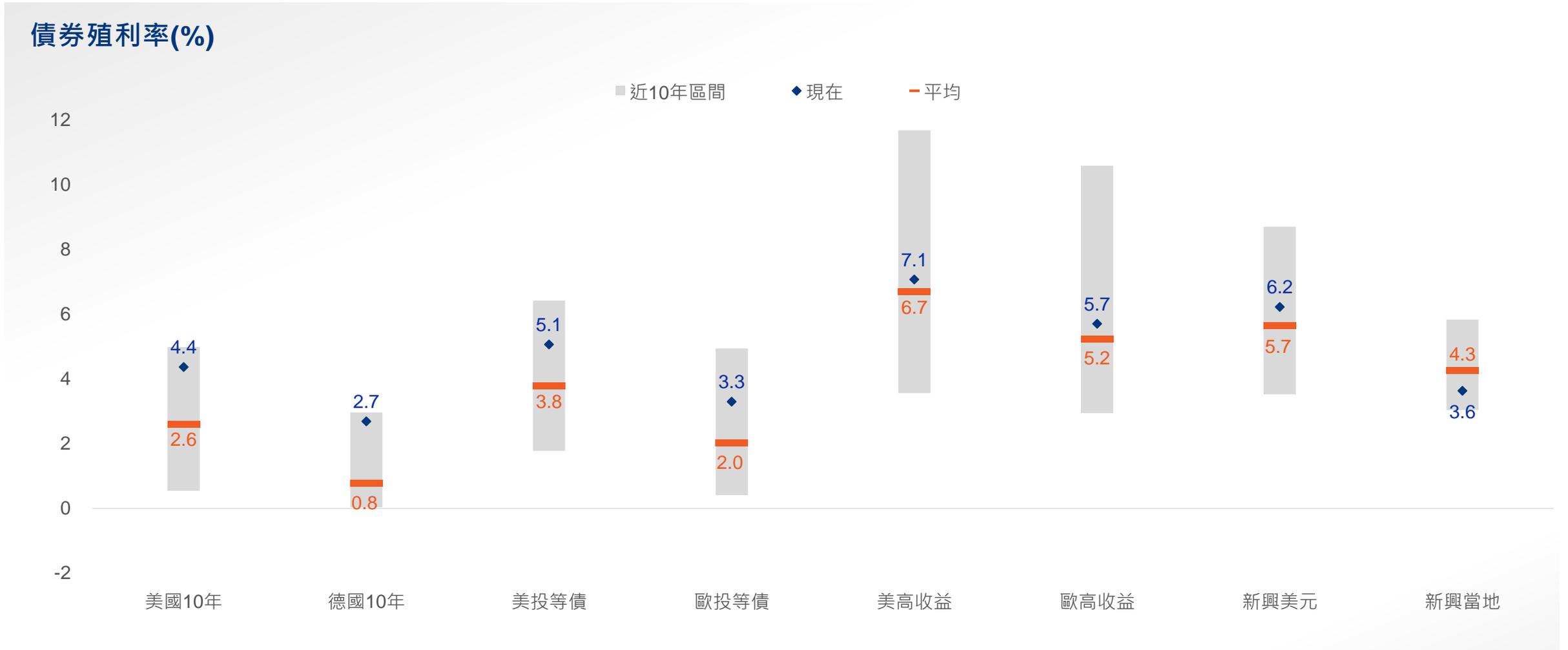
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2025年8月1日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 聯準會降息預期延後，美國10年期公債殖利率仍偏高位，可進行鎖利；並分散配置於美國、歐洲投等債、體質較佳的非美債券。

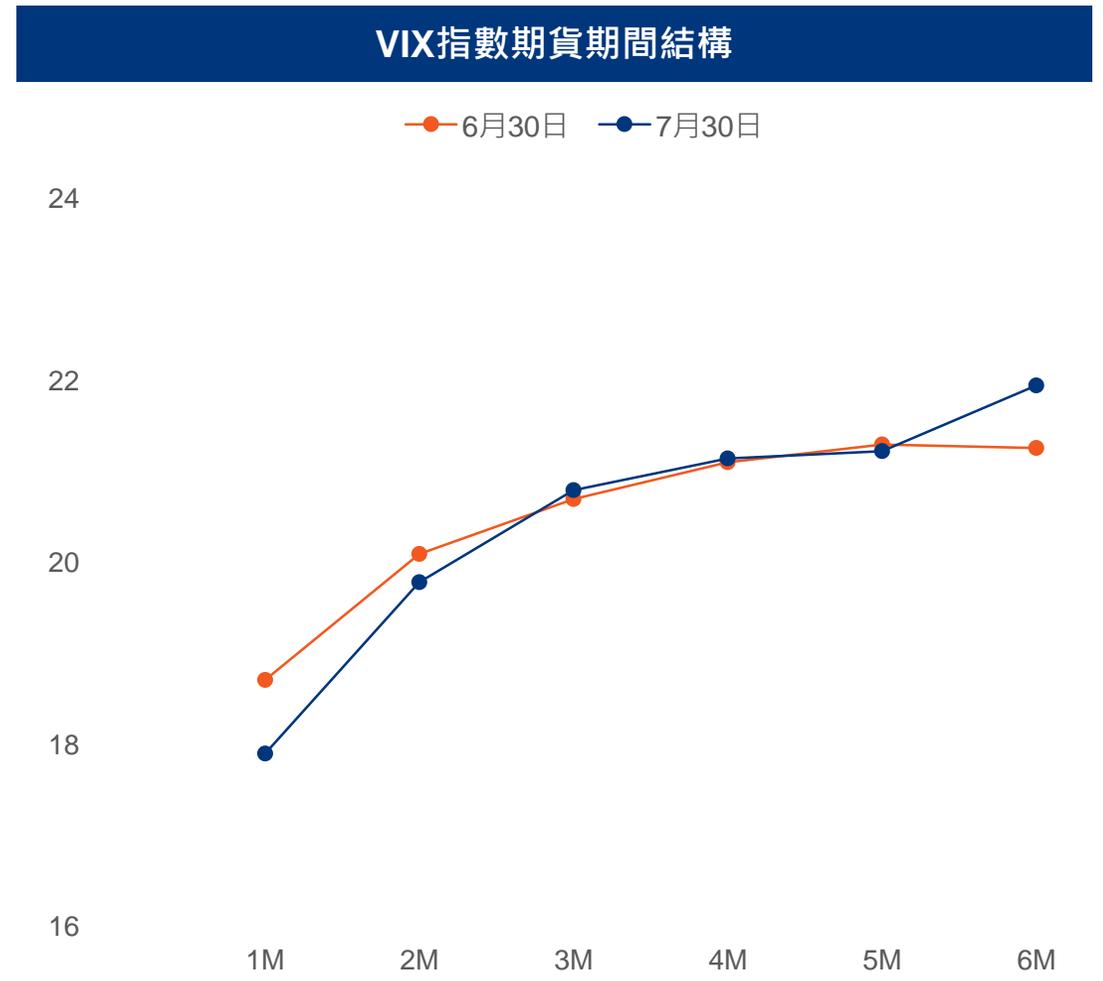


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年8月1日

跨資產市場波動率

▶ 主要股市反彈，主要受惠歐洲及亞洲陸續與美國談定關稅協議，波動下降；黃金高檔震盪，油價反彈，相關波動率指數稍有下降

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	15.48	-1.25	19.41
道瓊波動率指數(VXD)	14.51	-0.98	17.44
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.49	-1.18	19.14
香港恒生波動率指數(VHSI)	21.15	0.99	25.89
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	18.26	3.49	19.78
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)	15.54	0.09	17.10
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.48	-0.83	18.12
石油ETF波動率指數(OVX)	37.75	-1.14	37.81
歐元兌美元1年到期選擇權波動率 ^(註)	6.94	-0.92	7.61



資料來源：Bloomberg · 2025年7月30日 註：該波動率為衡量1年後到期之歐元兌美元價平選擇權預期波動率

重要經濟數據 / 事件

AUG 2025

<p>Monday</p>	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>1 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月非農數據、失業率 • 美國7月ISM製造業PMI • 歐元區7月CPI
<p>4 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月ISM服務業PMI • 美國7月標普全球服務業PMI • 歐元區8月Sentix投資者信心 • 企業財報: PLTR 	<p>5 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區6月PPI • 企業財報: AMD、SMCI 	<p>6 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區6月零售銷售 • 臺灣7月CPI、核心CPI 	<p>7 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國7月出口年增率 • 英國8月BoE利率決議 	<p>8 Friday</p>
<p>11 Monday</p>	<p>12 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月CPI、核心CPI • 企業財報: CRCL 	<p>13 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本7月PPI 	<p>14 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月PPI • 歐元區第2季GDP 	<p>15 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月零售銷售 • 美國8月密大消費者信心指數 • 日本第2季GDP
<p>18 Monday</p>	<p>19 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月新屋開工 	<p>20 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區7月CPI • 日本7月出口年增率 • 中國8月1年期貸款市場利率 	<p>21 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • Jackson Hole全球央行年會(-8/23) • 美國8月標普全球製造業PMI 	<p>22 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本7月全國CPI • 臺灣7月失業率
<p>25 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月新屋銷售、營建許可 	<p>26 Tuesday</p>	<p>27 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區8月消費者信心指數 • 企業財報: NVDA 	<p>28 Thursday</p>	<p>29 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月核心PCE • 日本7月工業生產、零售銷售 • 日本7月失業率 • 臺灣第2季GDP

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。