



凱基證券

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

居高思危

Be on the Lookout

2025年9月

摘要

- 美國主要貿易對手對等關稅不疊加，利多使歐、日股市走強。美股財報表現較預期上修，AI相關產業成長性仍強，強化市場風險情緒，然估值相對高，且川普政策不確定性仍存，需留意近月主要股市持續上漲後修正風險。通膨尚可控與就業數據疲軟強化9月降息重啟機率利債市。
- 川普簽署行政命令，將美國退休金計畫與退休金帳戶的投資範圍擴大到另類資產(Alternatives)，包括私募與虛擬資產，ACE投資策略成美國退休金帳戶投資新邏輯，透過於投資組合中納入另類資產，分散風險保護資產，並強化資產報酬表現。
- 關稅對整體物價的影響將上升，但有望比原預期輕微，然而全球央行年會聯準會主席表示對勞動市場放緩的擔憂，可能調整政策立場，9月聯準會降息機率大增。固定收益(Credit Selection)首選高信評投資級債，降低信用風險且能參與下半年降息行情。
- 美國第二季財報財報優於預期，科技、通訊等產業獲利無懼關稅而明顯上修，股市著重優質股權(Elite Stock)策略，美股可留意高品質公司，另聚焦AI題材帶來的長期成長機會，降低政經不確定性影響。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。

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

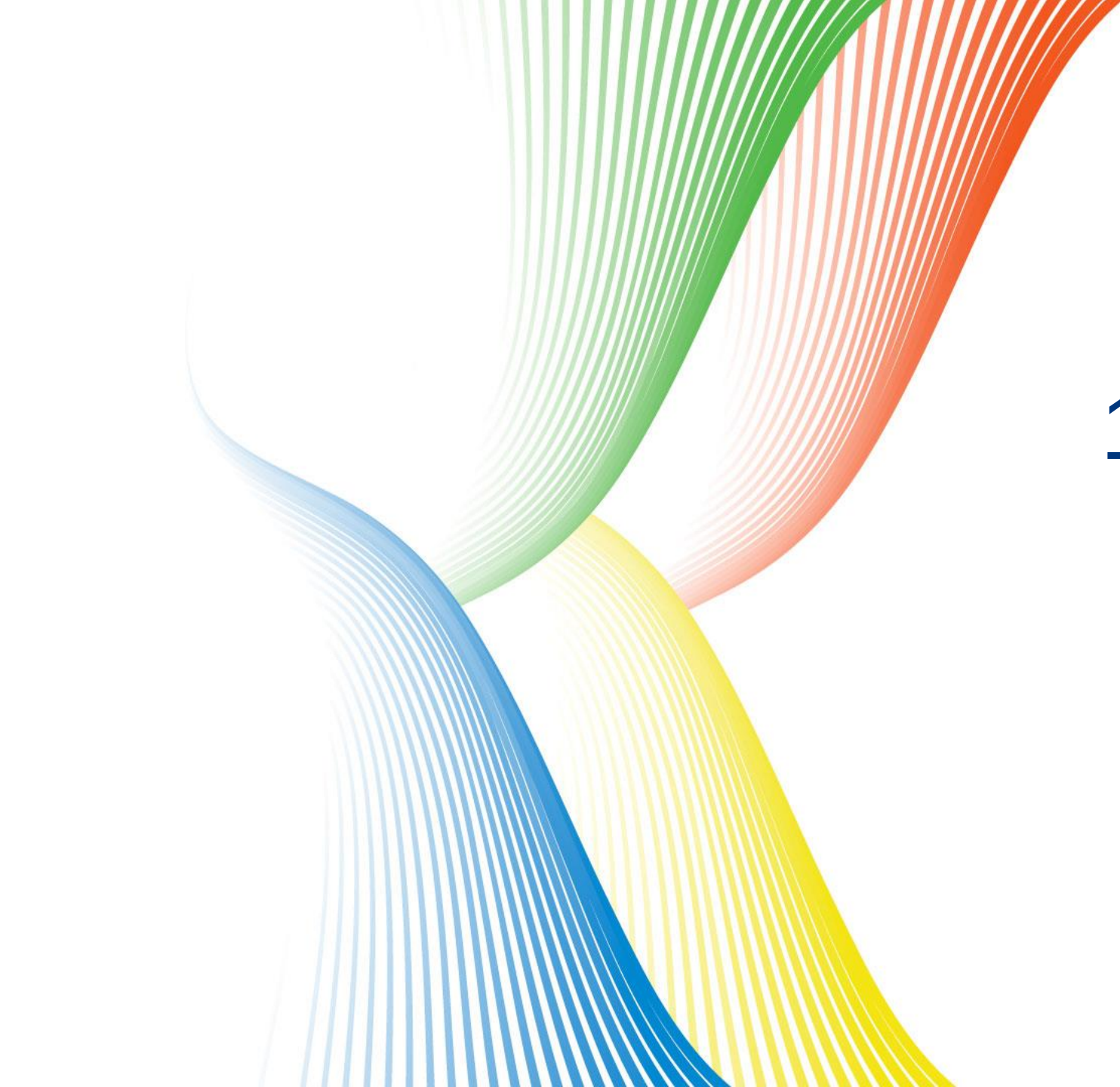
主動式債券ETF的優勢？

3 資產配置

資產調整/ 資產類別/ 投組配置/ 核衛配置

4 附件





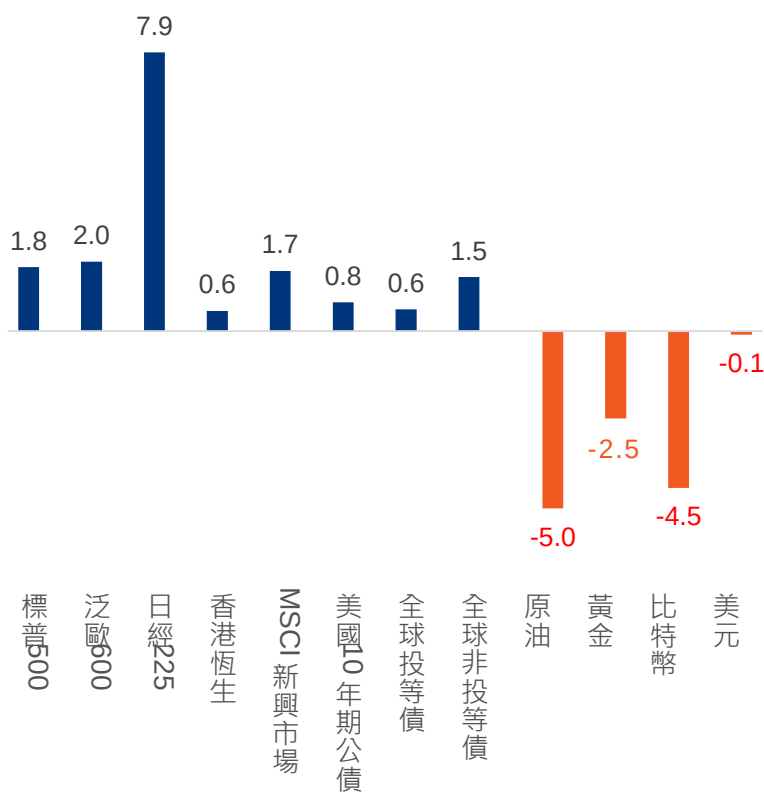
1 投資策略

- ▶ 市場回顧
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 股債匯商品觀點

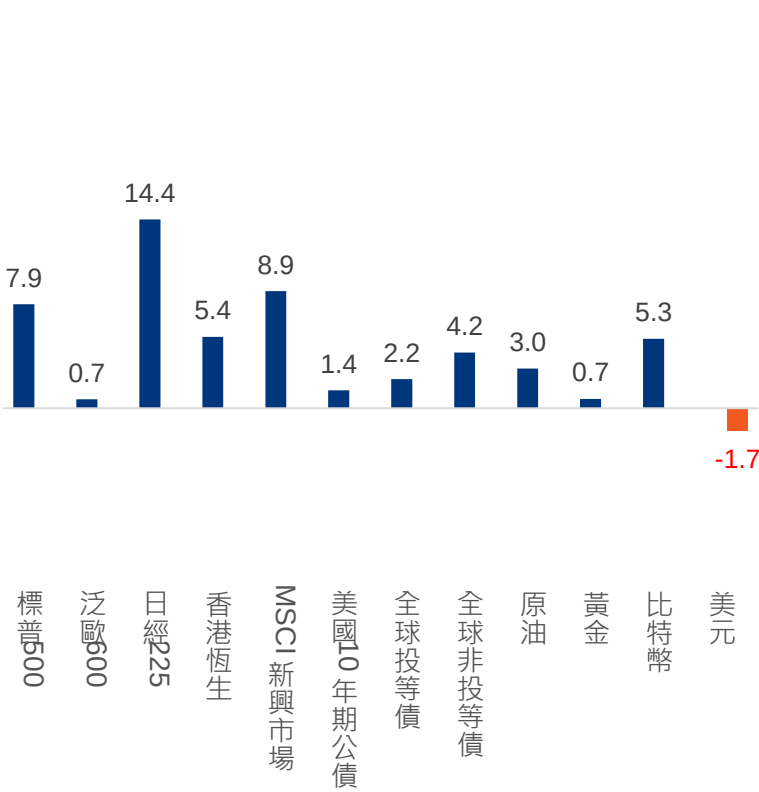
資產類別表現：歐、日受惠對等關稅不疊加，降息預期有利債市

▶ 美國主要貿易對手對等關稅不疊加，利多使歐、日股市走強。美股財報表現較預期上修，AI相關產業成長性仍強，強化市場風險情緒，然估值相對高，且川普政策不確定性仍存，需留意近月主要股市持續上漲後修正風險。通膨尚可控與就業數據疲軟強化9月降息重啟機率利債市。

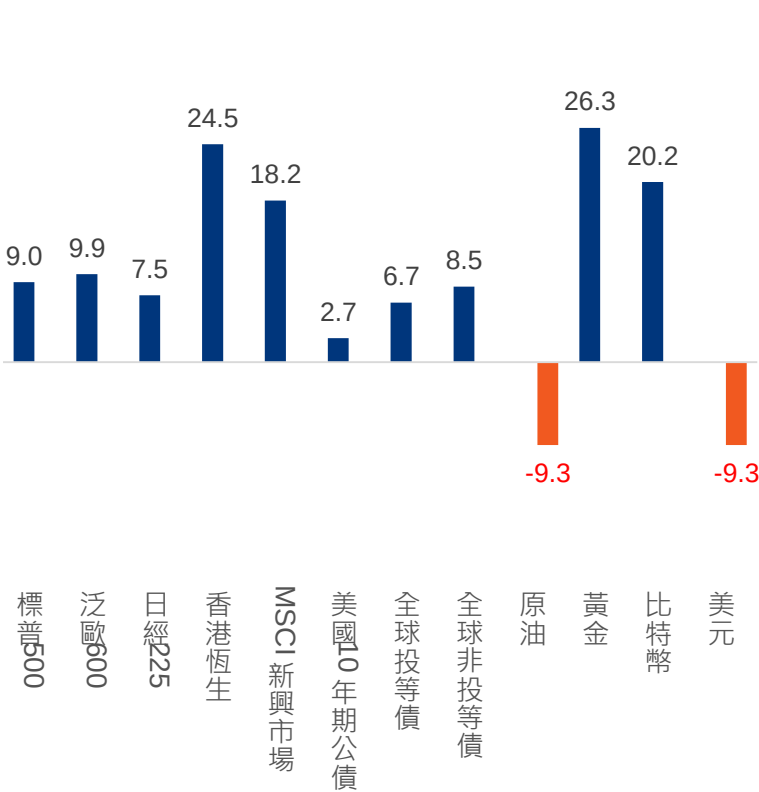
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年8月20日

總經數據拉高降息機率，近期市場樂觀但需留意不確定性



市場觀察指標

風險追求(Risk-on)
股權配置



本月
上月

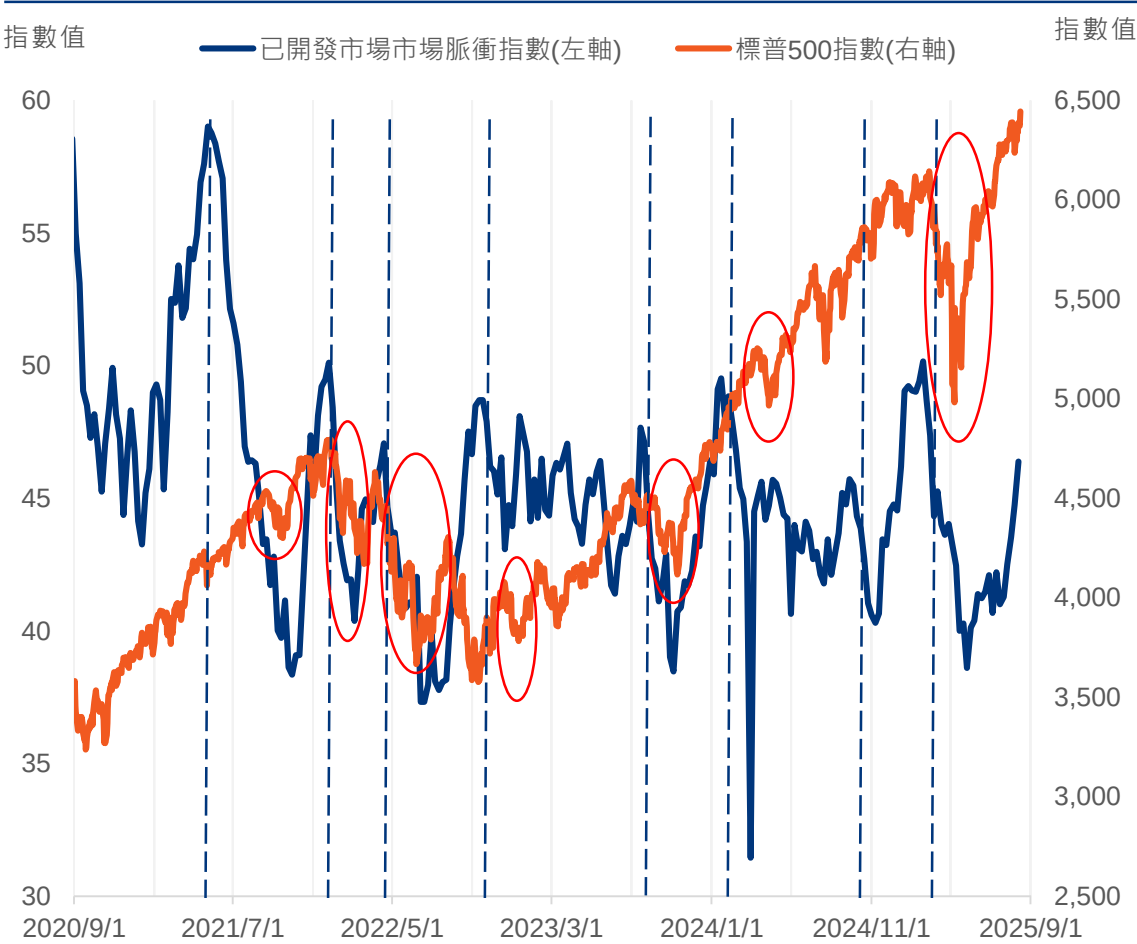
風險趨避(Risk-off)
債權、另類配置

企業獲利	企業評價	市場因素
美國財報表現分化，僅有AI獲利好 ○ - 標普500第2季企業獲利年增率在財報公布前4.9%，財報後上升至11.8%，第3季預期年增7.2%與原預估相同。 - M7第2季獲利年增率15%→26%，獲利展望22%→34%；反觀S&P493獲利年增率9%→10%，展望下修7%→6%。	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22.1，超過10年平均值18.5，在優於預期財報公布後，評價略降。 - 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。	AI動能仍強，降息在即，市場偏樂觀 ● - AI晶片與零組件財報亮眼，雲端服務需求強，AI資本支出與輝達指引為指標。 - 經濟數據放緩，傳產與製造業受到關稅影響，通膨可控情況下，市場對9月降息的預期共識高，市場相對樂觀，但川普不可預測性仍為主要風險。
總經因素	利率政策	信用利差
美國經濟數據顯示企業仍擔憂不確定 ○ - 製造業/服務業PMI自今年2月來呈下降趨勢，生產回升但雇用續降，顯示企業仍擔憂不確定性不敢擴大招募。 - 通膨受關稅一次性影響有上行風險，生產者物價高預期，但住房通膨續走低預期緩解價格壓力，通膨整體可控。	聯準會9月高機率降息，全年降2碼 ● - 經濟數據放緩、就業低迷、通膨可控，全球央行年會聯準會主席談話放鴿，帶動市場預期聯準會9月降息機率上升。 - 預計10或12月再次降息，全年降息2碼，2026年降息3-4碼。	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，但信用利差已回到年初低點，未來信用利差進一步收窄機率不高。景氣放緩情境下違約風險仍存，建議需避開低評級CCC級以下企業，聚焦大型龍頭企業投資級債。

資料來源：Bloomberg

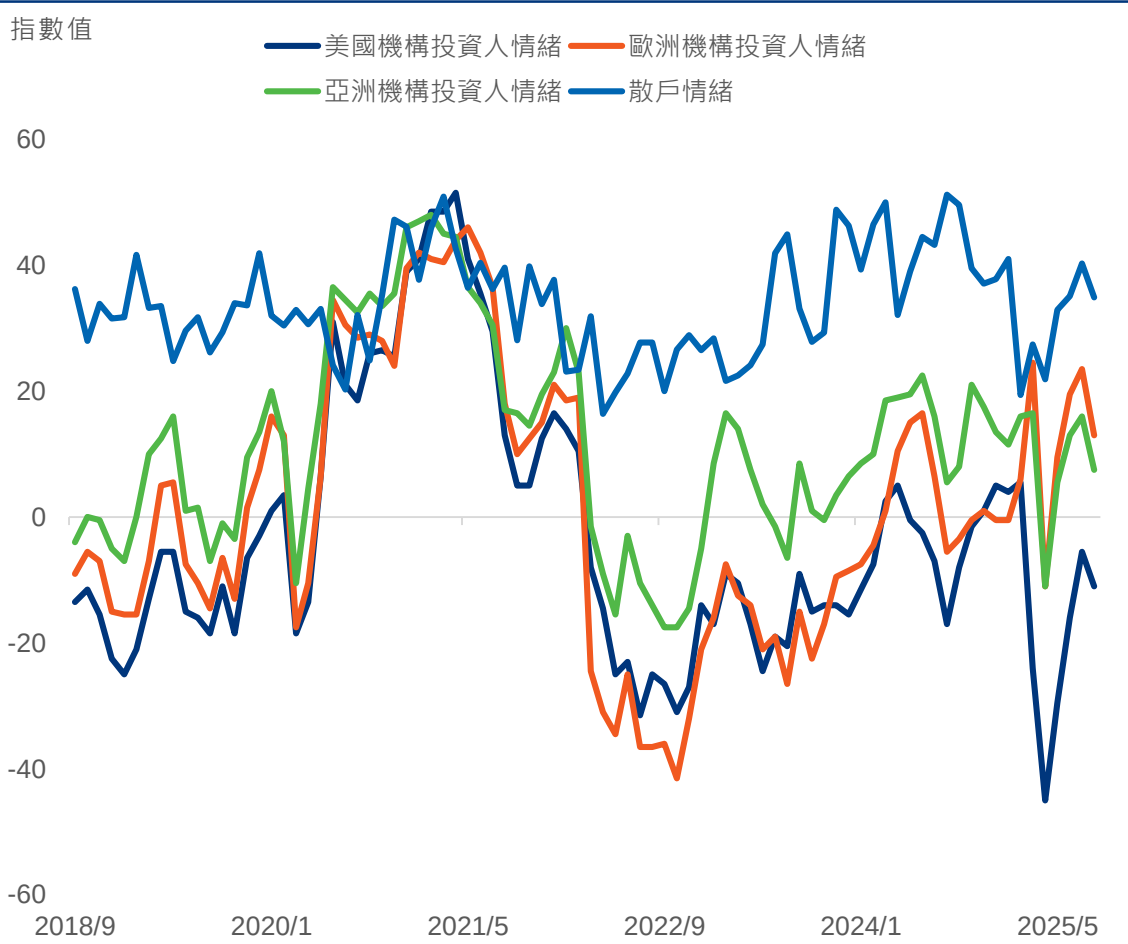
對等關稅陸續底定市場氣氛轉佳，但仍需密切注意川普動向

市場氣氛明顯好轉，但仍需留意轉折帶來的股市回調



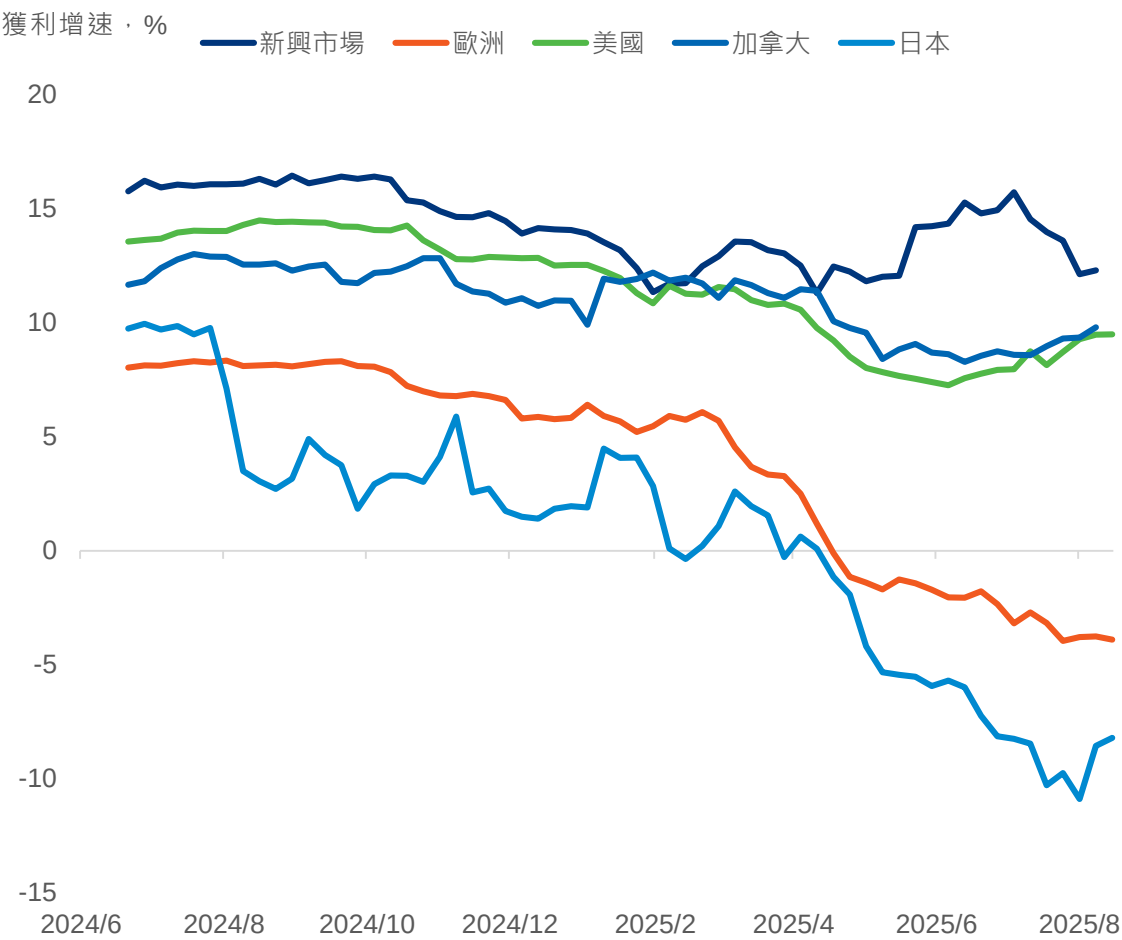
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

川普政策不確定性尚存，機構投資人相對散戶保守

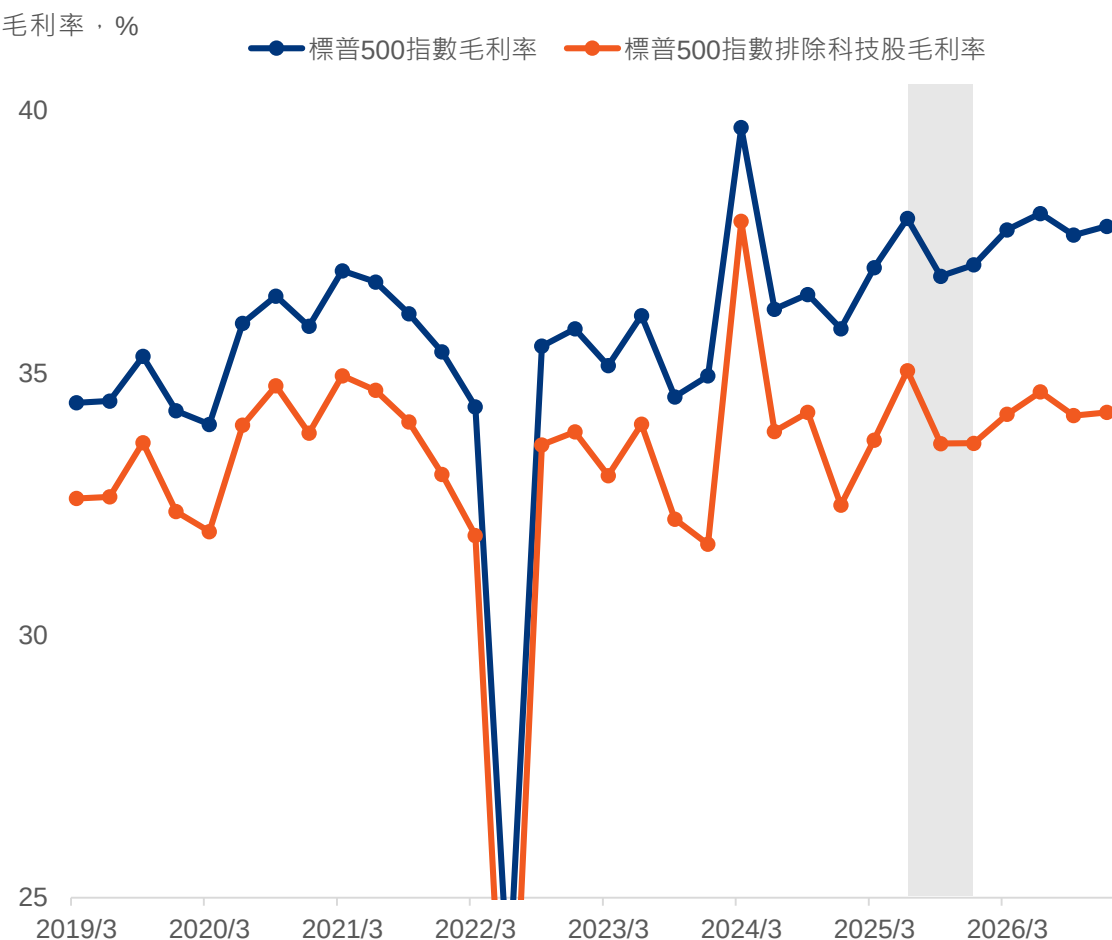


關稅不利非美企業獲利，對美國為短期逆風，長期則受惠AI驅動

2025年美獲利增速改善，非北美企業獲利受關稅侵蝕



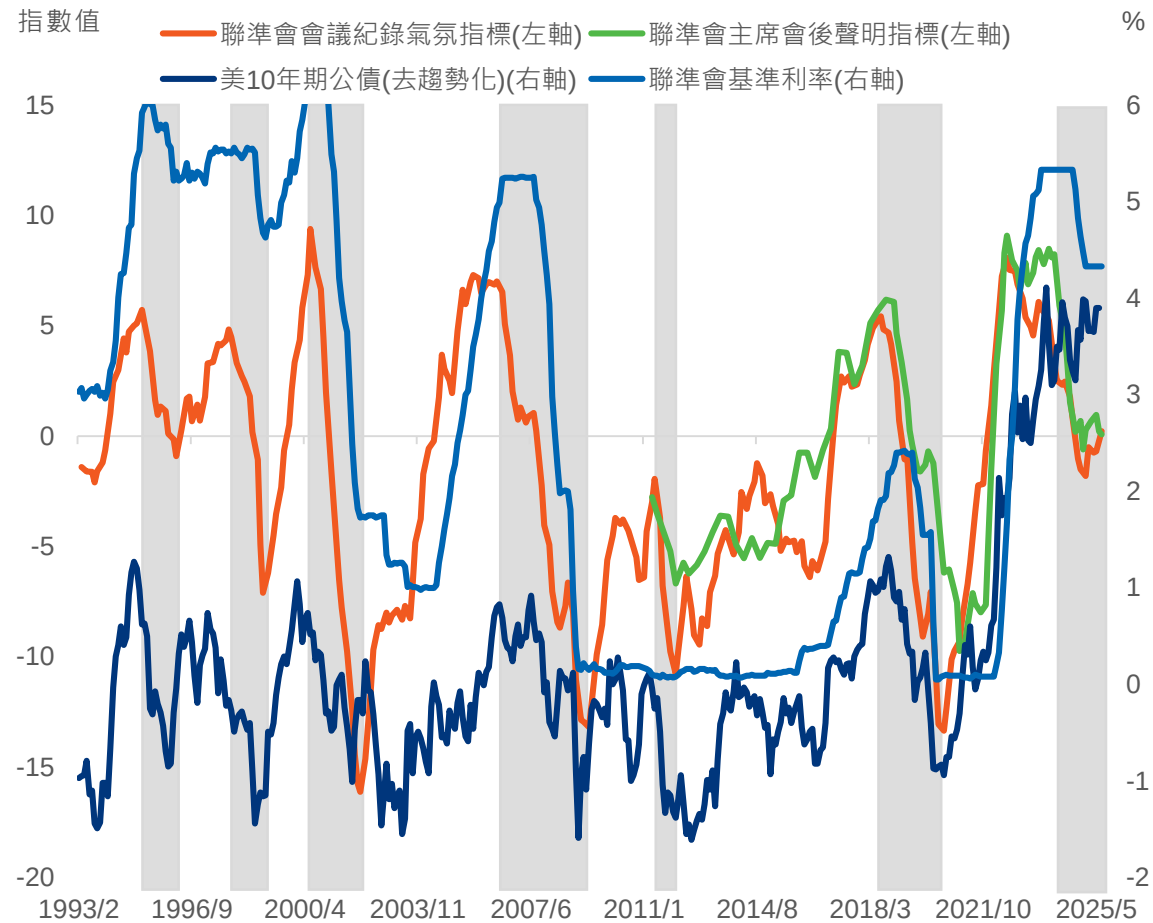
2025年下半年關稅成本預計損害毛利率1~2%後回升



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

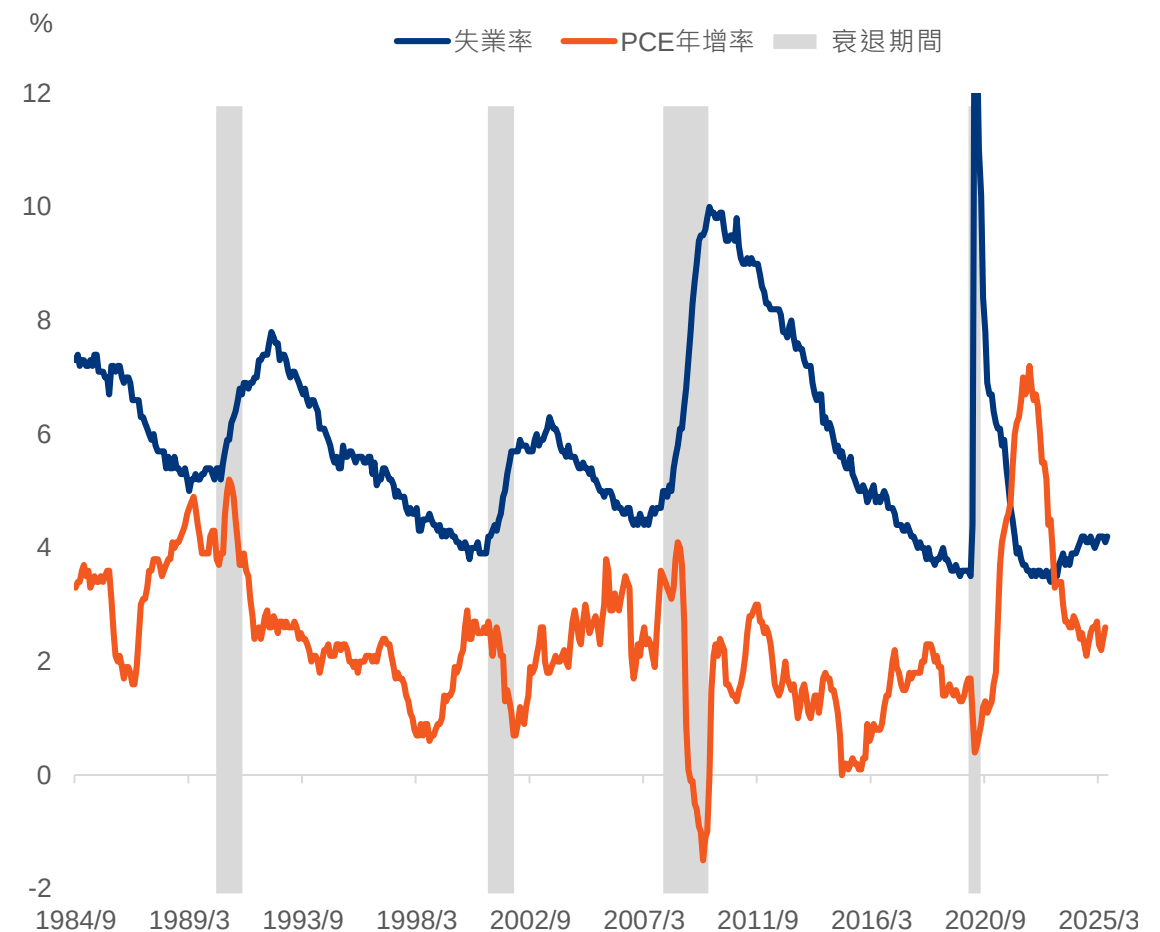
通膨與失業率使9月大概率降息，資產配置債券配置不能少

聯準會相關指標已轉鴿，美公債殖利率尚未反應



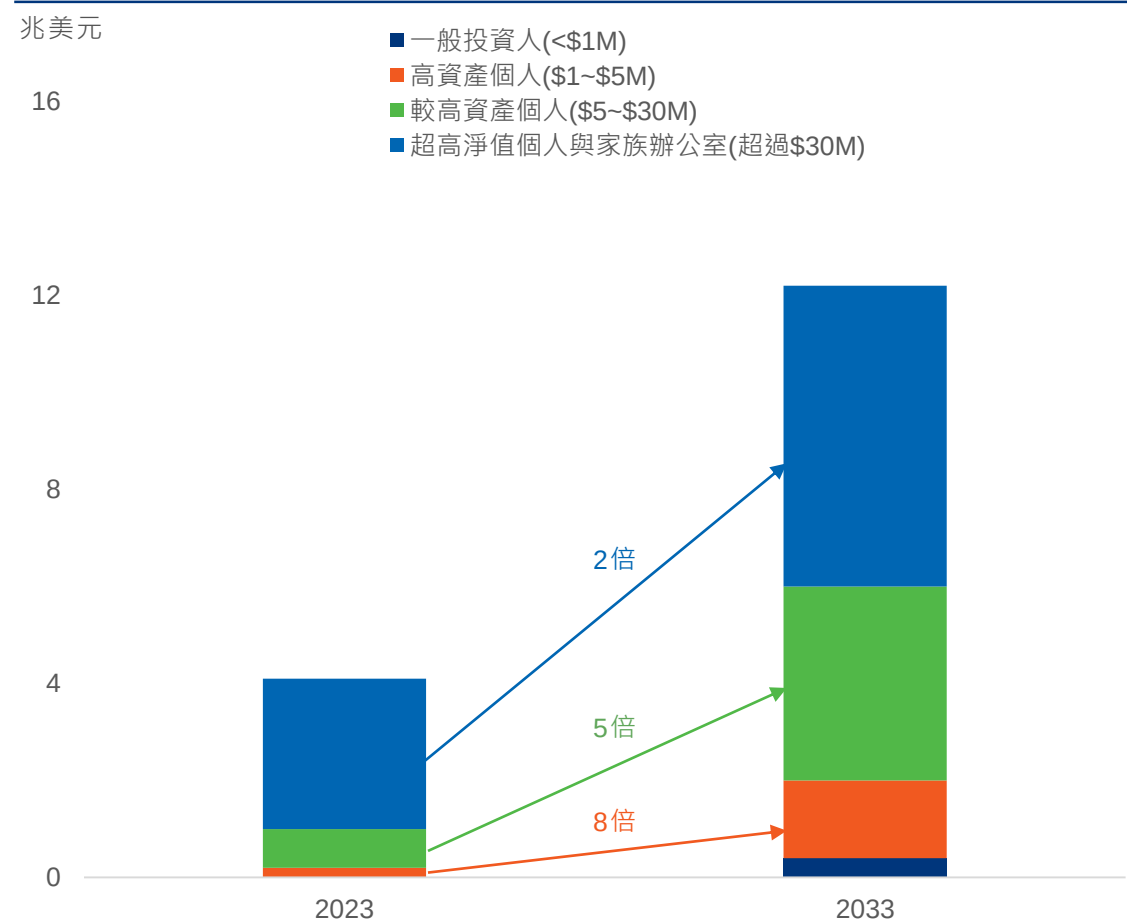
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

通膨可控下聯準會需注意失業率惡化風險



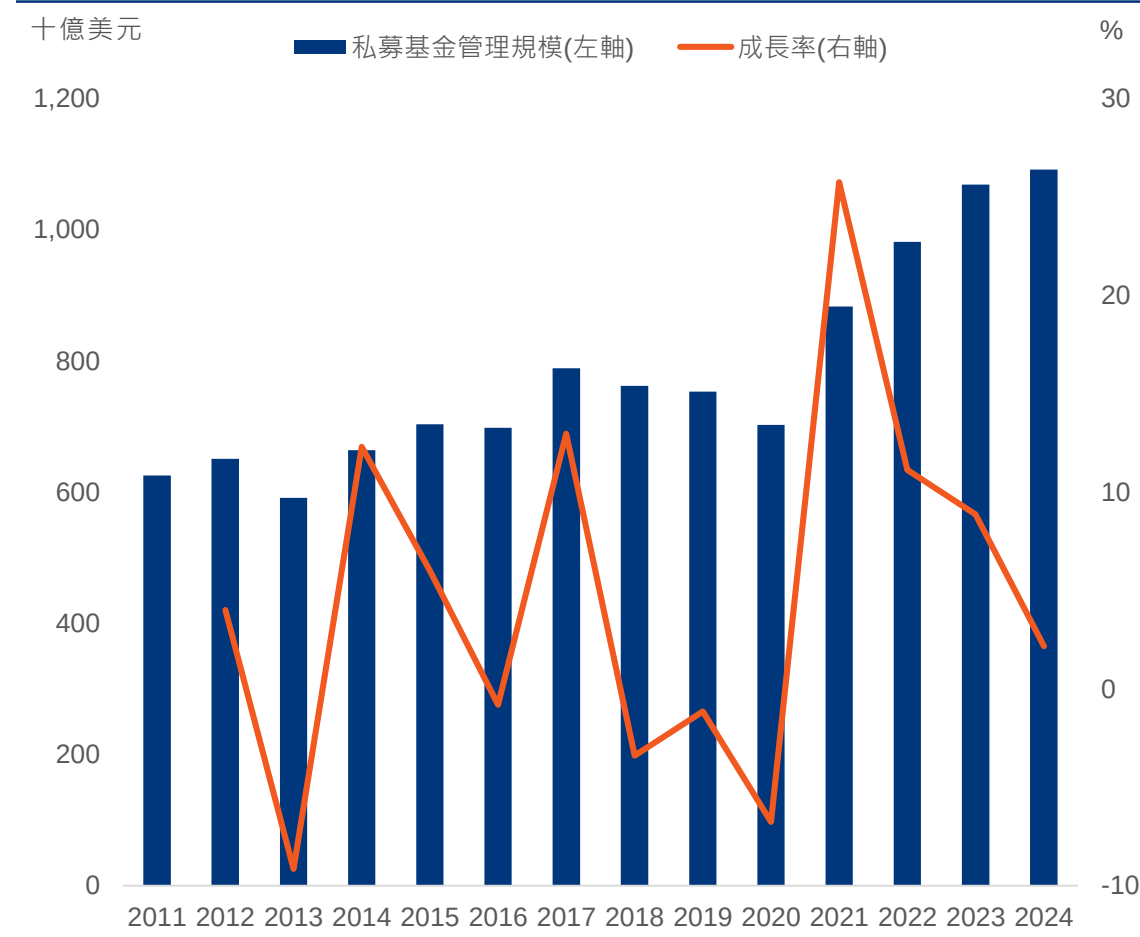
美國退休金帳戶開放另類資產，擁抱私募、虛擬資產長期潛力

高資產客戶另類資產預期從4兆美元成長至12兆美元



資料來源：Bloomberg BI · 凱基證券整理

全球資產管理公司私募基金規模突破1兆美元



加入另類資產，ACE策略為美國退休金帳戶投資新邏輯

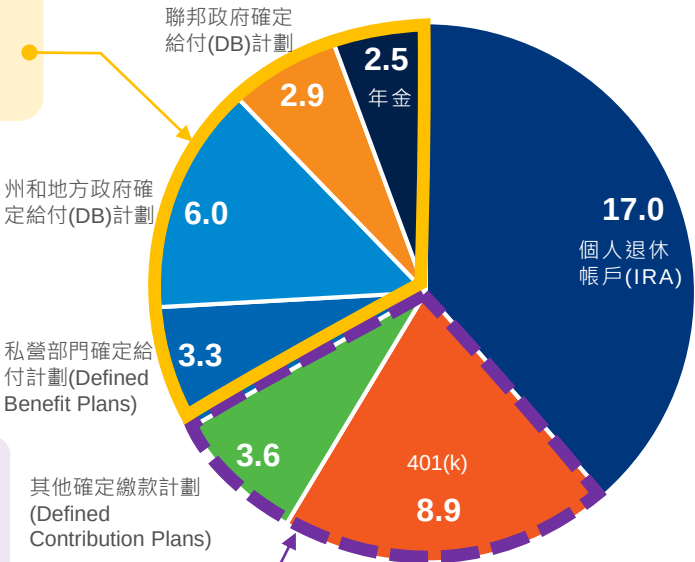
另類資產帶來潛在成長與分散(Diversification)機會

另類資產在公共養老金(Public Pension)和固定收益退休計畫(Defined-benefit Retirement Plans)的投資組合中佔比越來越大，且提供了有競爭力的投報率和分散投資的機會。



將401(k)與其他確定提撥計畫(Defined Contribution Plans)的資產，投資範圍擴大至私募股權、加密貨幣等另類資產。

美國退休金市場 (兆美元)



ACE策略大趨勢，保護資產提升表現

- 2025年第2季財報優於預期，經濟數據的放緩在勞動市場透露端倪，關稅對整體物價的影響將上升，但有望比原預期輕微。勞動市場不確定性為接下來觀察重點，加入另類資產的ACE策略，債市聚焦高信評投資級債，搭配高品質股與AI長期趨勢，將成為主流趨勢，有望達到降波動與提升投資效率目標。

另類資產 (Alternatives)	- 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)	- 透過高信評投資級債配置，降低信用風險且能參與下半年降息行情 - 經濟面臨放緩，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)	- 美股可留意高品質產業，另聚焦AI題材帶來的長期成長機會，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

資料來源：The White House，凱基證券整理

2025年9月
環球投資觀點



ACE投資策略順應市場潮流，另類資產分散風險應對市場不確定性

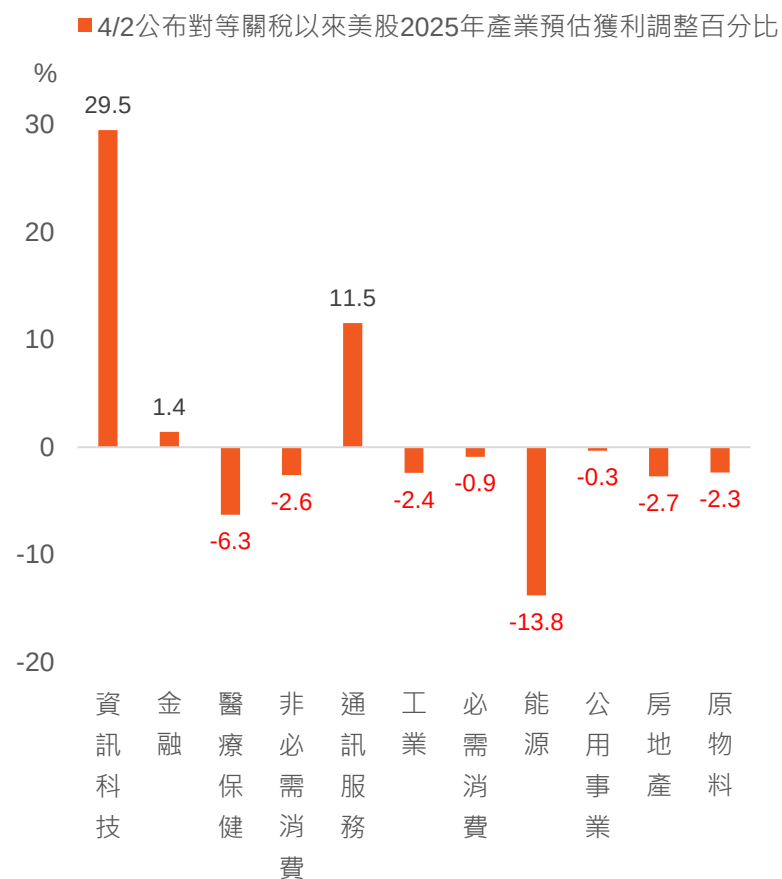
儘管美中關稅正向發展，美歐、美日關稅不疊佳，市場氣氛明顯好轉，然就業疲軟、通膨數據尚可控，使得9月重啟降息機率大，就業、川普政策等不確定性尚未排除，投資人宜加入黃金、私募股權等另類資產，分散投資組合風險。債市以企業體質穩健投資級債鎖利。股市著重高品質股與AI長趨勢受惠產業，並留意歐股、英股與日本內需股機會。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
債券 中性	美國政府債券		-	近月景氣數據疲弱，提振市場對美國降息預期，有助於帶動美債利率回落，把握降息前好債鎖利機會
	投資等級債券		-	市場信心支持信用利差收窄，景氣放緩下，宜配置金融、公用事業、工業等風險調整後利差較高投資級債
	非投資等級債券		-	信評CCC級利差難收窄，反映經濟放緩下，市場對信用體質疲弱企業抱持擔憂，宜避開信評過低的非投資級債
	新興市場債券		-	降美元資產趨勢與市場風險偏好，帶動新興市場債利差收窄，建議降低對美國貿易依存度的新興國家債券配置
股票 中性	美國股市		-	關稅影響未來仍將逐步發酵，聯準會降息預期支撐短期市場情緒，需觀察勞動市場與後續財報走勢，中立看待
	歐洲股市		▲	歐洲貿易政策不確定性有所降溫，歐股回檔時可留意受惠財政擴張之德股與擁有關稅優勢之英股，偏多看待
	日本股市		-	日本景氣數據顯示薪資改善推動消費的正向循環有望延續，有利銀行業為首的內需股獲利動能，中性看待
	新興亞洲		▼	近期東協國家與美達成協議帶動股市漲勢，多數市場已現短期買超跡象，預料漲勢恐將暫歇，轉趨偏空看法
美元 中性偏空	美元		▼	美國就業市場降溫，聯準會人事異動後將更顯鴿派，儘管PPI通膨超預期增變數，料9月降息機率高使美元漸偏弱
	日圓		-	日本企業仍明顯預期價格上升，部分央行官員建議應修正判斷通膨的標準，鷹派態度使市場對升息預期加溫
黃金/另類資產 偏多	黃金		-	美國景氣下滑風險、聯準會獨立性疑慮、美國財政可持續性擔憂，去美元化趨勢和央行購金，皆支持黃金偏多
	另類資產		-	另類資產包括私募股權、穩定幣等，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

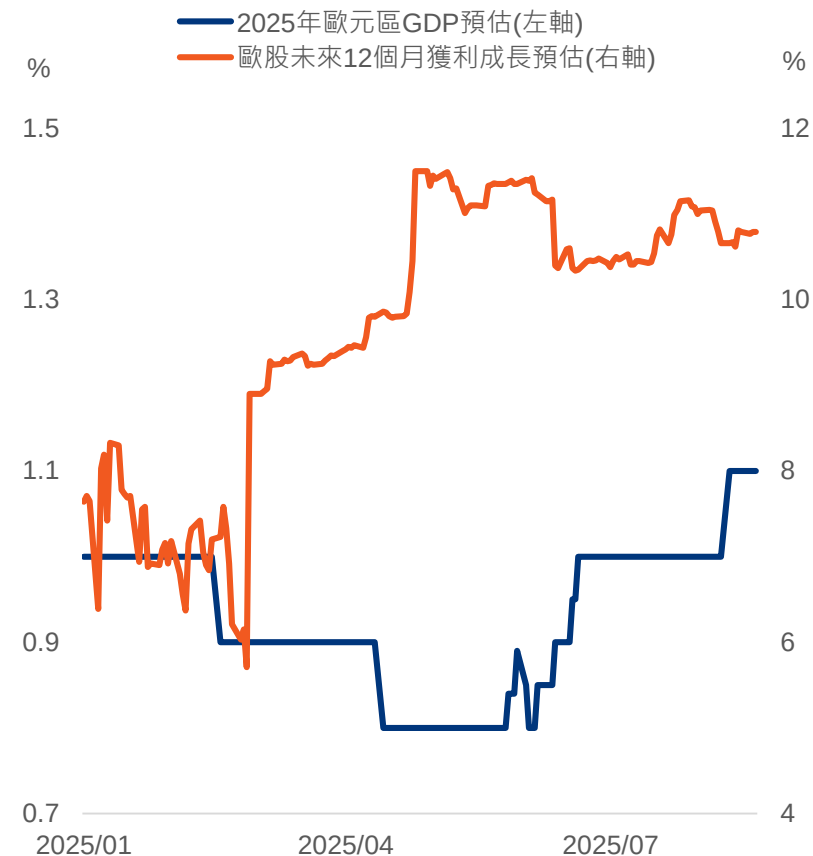
股市展望 – 科技通訊長線可期，關注基本面改善之歐股契機

- 觀察上半年的提前拉貨潮逐漸趨緩，該影響亦將慢慢地遞延至美國本土消費。另一方面，關稅的全面影響尚未顯現，反映目前企業運用多種應對措施而建立的緩衝。隨著8月7日起，平均關稅將從暫緩期的10%升至20%左右，負面影響恐趨於顯著。可留意對等關稅公布以來仍能取得獲利上修的科技與通訊產業之長期機會，並可搭配高品質股以抵禦市場波動風險。
- 隨著美歐達成初步貿易協議，關稅稅率降至15%，包括半導體、汽車和藥品也適用的資訊被明確列在美國官方文件當中，令歐元區貿易政策不確定性已明顯降溫。其中財政轉向擴張，貿易談判降低汽車稅率將對德股相對有利。此外，英國擁關稅相對低之優勢，加上英股具備防禦特性，隨歐股回檔時，可留意德、英股市之布局機會。

科技、通訊等產業獲利無懼關稅而明顯上修



歐洲經濟與2026年獲利成長預估回溫

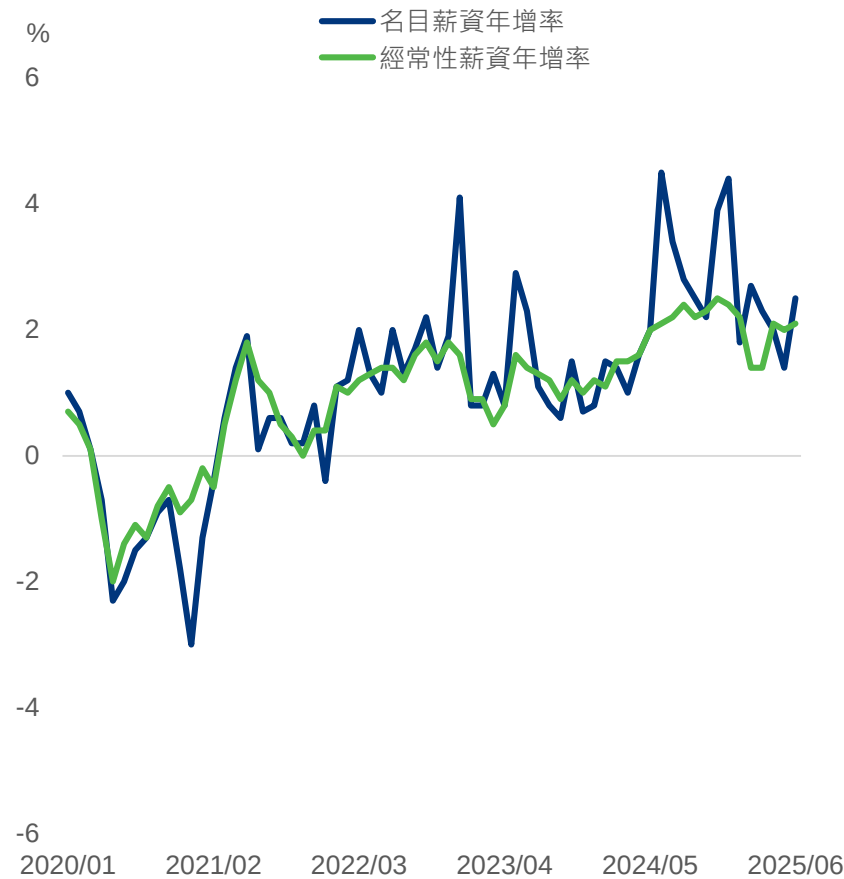


資料來源：Bloomberg，資料截至2025年8月20日

股市展望 – 薪資改善助力日本內需，資金緩和陸股基本面疲弱

- 日本薪資成長數據走勢邁向改善，加上最新公布之日本第二季GDP季增率為0.3%、年化季增率升至1.0%，皆優於前值和市場預期，其中消費、投資、淨出口皆為正貢獻，且表現均比預期更佳，顯示薪資推動消費的正向循環有望延續。此外，貿易不確定性降溫有利於日本央行重啟升息，將可望帶動以銀行類股為首的內需產業後續表現。
- 中國尚未擺脫通縮困境，導致獲利基本面尚屬低迷。然近期陸股逆勢攀升，融資餘額亦持續創高，主要反映中美同意關稅休戰期延長，也讓中美貿易談判朝向正向發展的預期升溫，令市場延續短期樂觀情緒。惟須留意此波指數上漲主要由評價面驅動，並沒有企業獲利成長的支撐，預期指數將延續高位震盪格局。

日本薪資成長改善，有助內需持續回升



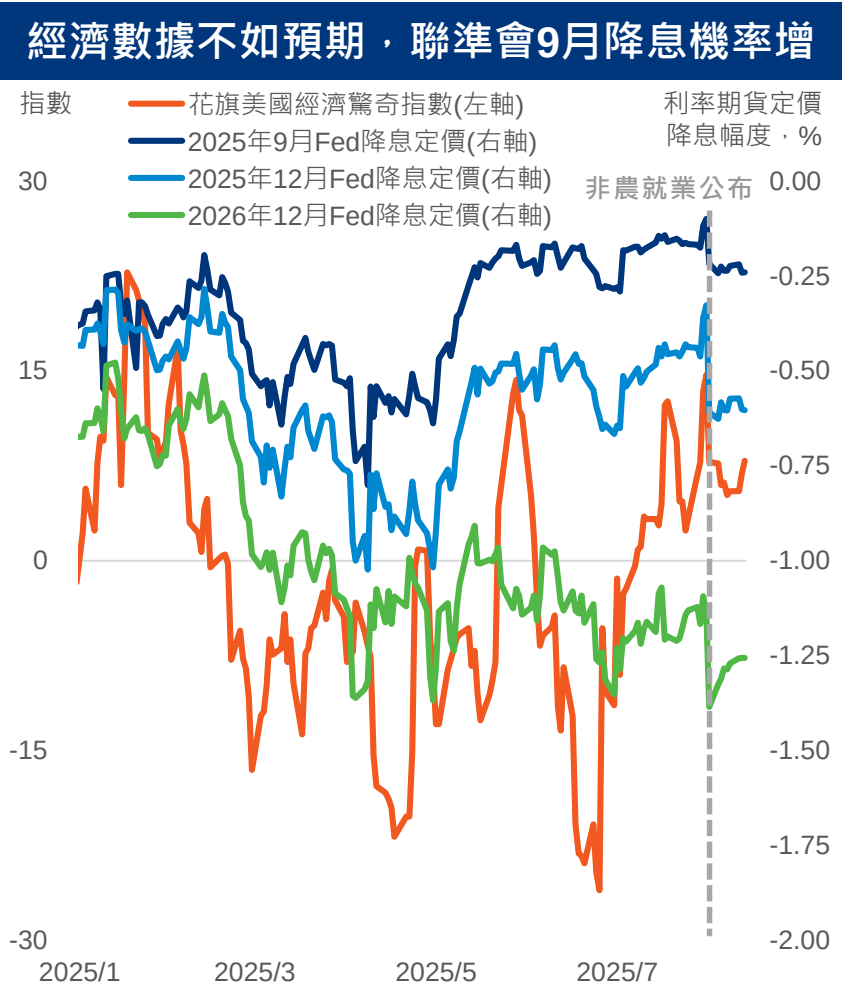
儘管獲利下滑，資金面仍為陸股帶來支撐



資料來源：Bloomberg，資料截至2025年8月20日

債市展望 – 把握美國降息前鎖利契機，聚焦非美主要國家好債

- 美國就業數據趨緩，景氣動能存在潛在下行風險，推動聯準會9月降息預期增加，今年底前美國存在2碼降息空間，2026年則具3至4碼降息幅度，另過往聯準會降息後，3個月國庫券利率減核心PCE通膨年增率的實質利率將持續收斂，意即可能淡化債券孳息抵禦通膨效果，後續若美國非農就業數據持續降溫，聯準會最快9月重啟降息，投資人可於美國降息前夕，把握高信評債券如公債與投資級債的鎖利機會。
- 當前美國景氣處於通膨高於長期平均且聯準會已進入降息循環，統計1973年來美元指數於通膨上升且Fed降息的期間報酬，於降息前6個月明顯偏貶，顯見通膨上升且聯準會降息情境，可能限縮實質政策利率，另美國大而美法案推升政府債務問題，導致美元存在貶值可能，建議趁降息前布局歐元、英鎊、新加坡幣等非美貨幣好債分散曝險。



過往通膨升且聯準會降息，不利美元表現

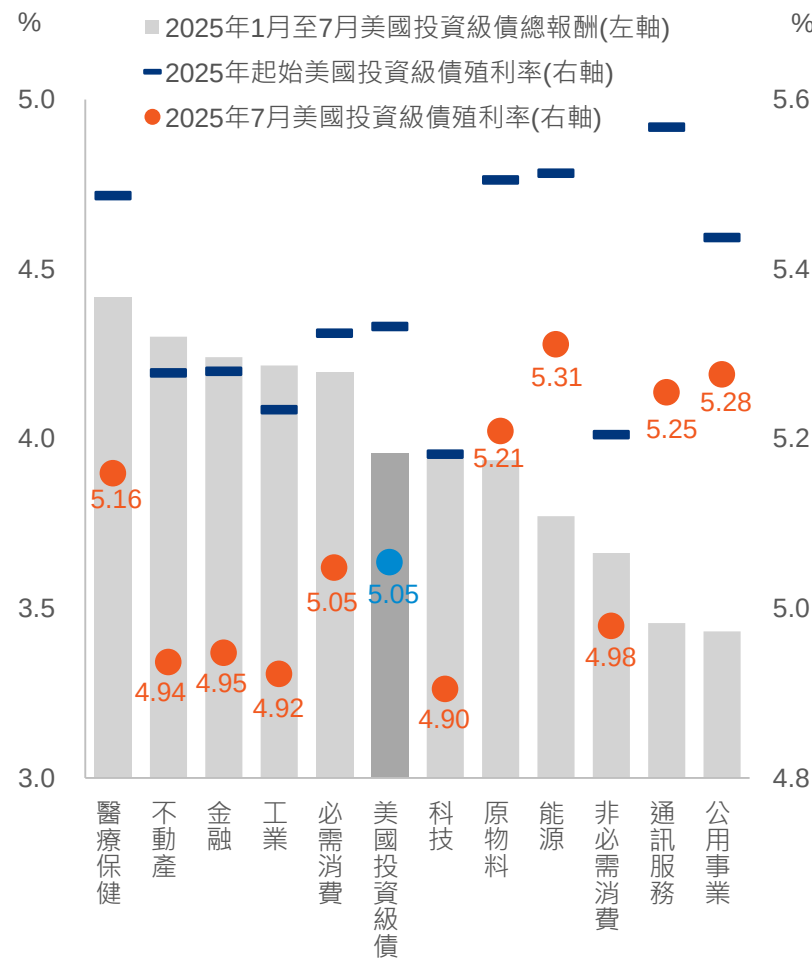
景氣情境	美元報酬(%)			
	6個月前	未來1個月	未來3個月	未來6個月
CPI上升 & Fed升息	-0.1	0.2	0.3	0.1
CPI上升 & Fed降息	-1.6	-0.3	-0.3	1.7
CPI下滑 & Fed升息	2.3	0.2	0.5	0.8
CPI下滑 & Fed降息	0.6	-0.2	-0.6	-1.7

資料來源：Bloomberg，BofA，註：右圖資料統計期間自1973年以來，採用6個月移動平均CPI年變化和聯邦基金利率變化

債市展望 – 好息挹注穩定報酬，聚焦正向債信展望投資機會

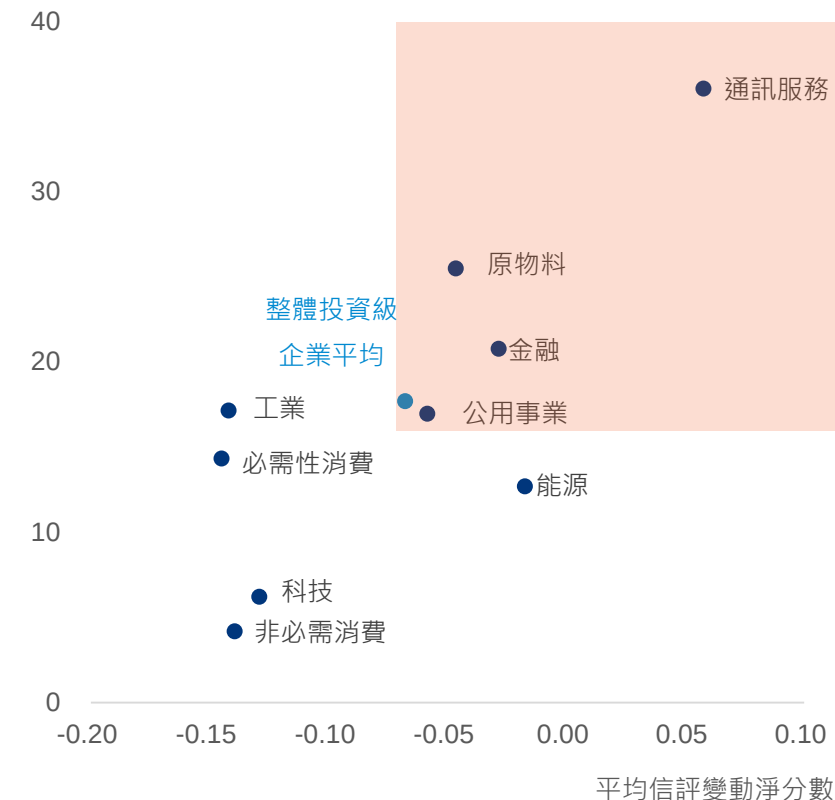
- ▶ 今年1月至7月美國投資級企業債主要影響報酬因素如下：(1)受今年聯準會暫停降息，存續期間落在中短天期者表現相對居前，(2)儘管四月受關稅影響債券利差走升，然多數期間利差貼近歷史低位，投資級債種以信評BBB級因孳息具相對優勢，(3)美國大而美法案與債務上限如期過關，擴大財政政策與殖利率曲線陡峭化，使金融、工業等政策利多相關產業利差收斂幅度顯著，考量接下來景氣處下行階段，留意殖利率與利差相對位階具吸引力，如金融、通訊、公用事業等債種。
- ▶ 根據彭博統計，當前投資級企業信評變動淨分數中性偏正向以上者，佔美國投資級債約18%，其中以通訊服務、原物料、金融與公用事業優於大盤平均。考量下半年景氣放緩、投資人除趁聯準會降息前布局投資級債鎖住好息，另可聚焦前述債信展望正向債種降市場擾動。

今年美國投等債具政策利多債種報酬相對佳



信評展望正向多為通訊、金融與公用等產業

信評展望偏正向比例，%

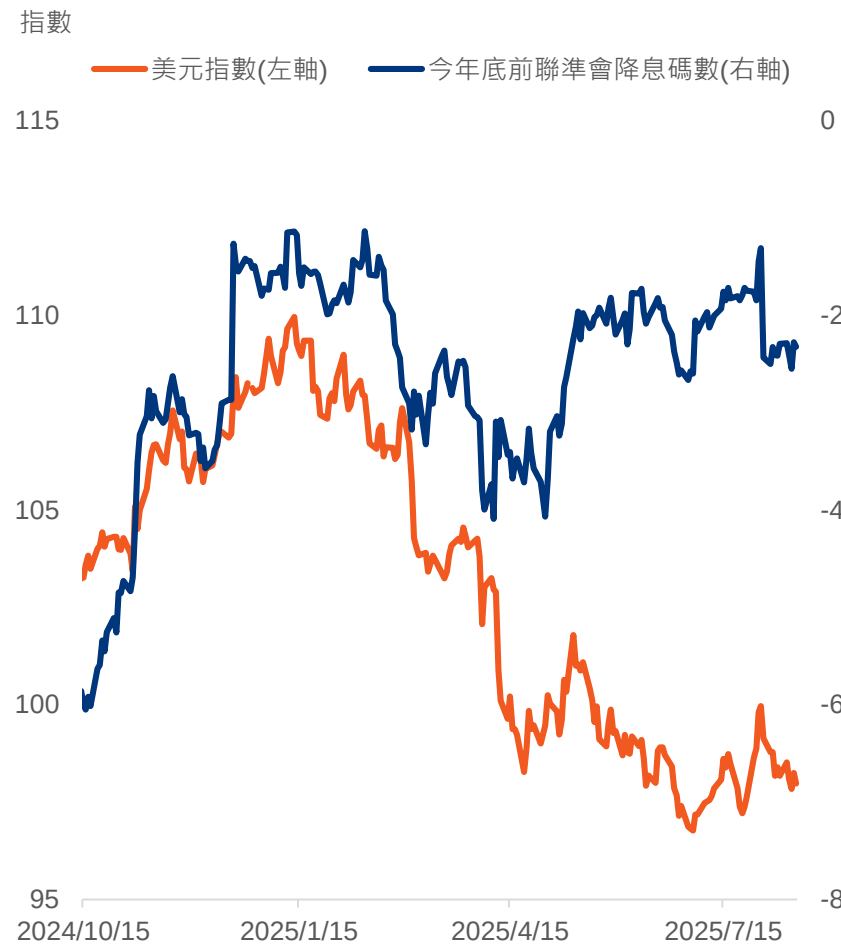


資料來源：Bloomberg

匯市展望 – 勞動市場轉弱使美元續貶，歐元區間整理

- 美國公布的7月新增非農就業人數大幅下滑至7.3萬人，並下修前兩個月的就業數據，勞動市場疲弱，使聯準會9月降息機率大幅提升，年底降息預期由1碼增加到2碼幅度，美元指數同步走貶。然，美國7月PPI年增3.3%，增幅超出預期，創逾三年新高，主要為航運成本、醫療保險等項目，降息預期受此拉鋸。考量就業持續走軟與未來聯準會因人事替換偏鴿派立場更濃，短期美元震盪偏弱整理。
- 歐元區第二季度GDP年增1.4%，略低於第一季的1.5%，但符合市場預期，8月ZEW經濟景氣指數由36.1下降至25.1，經濟出現下滑，因此預期歐洲央行可能維持低利率觀望一段時間，歐元短期可能轉為區間波動為主。中期歐洲央行降息循環即將結束，但聯準會則仍有降息空間，將令美歐公債利差收斂，使歐元維持相當強度。

美國就業放緩使降息預期上升，美元續貶



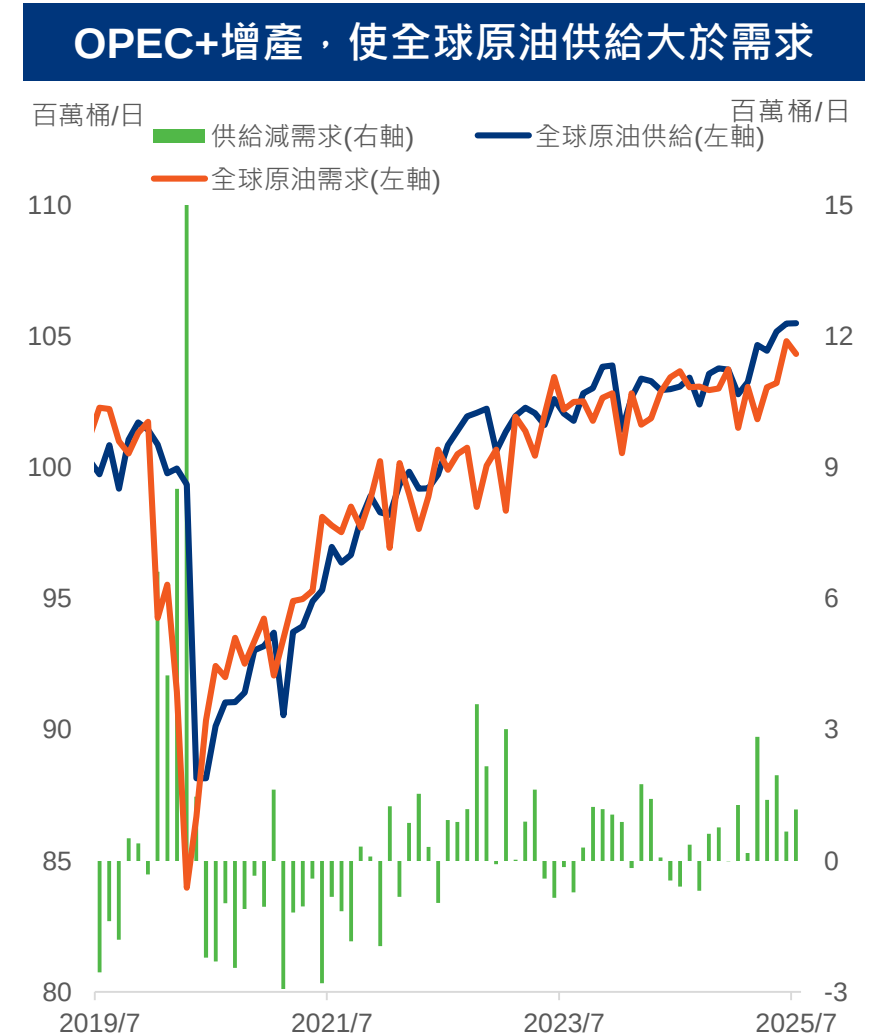
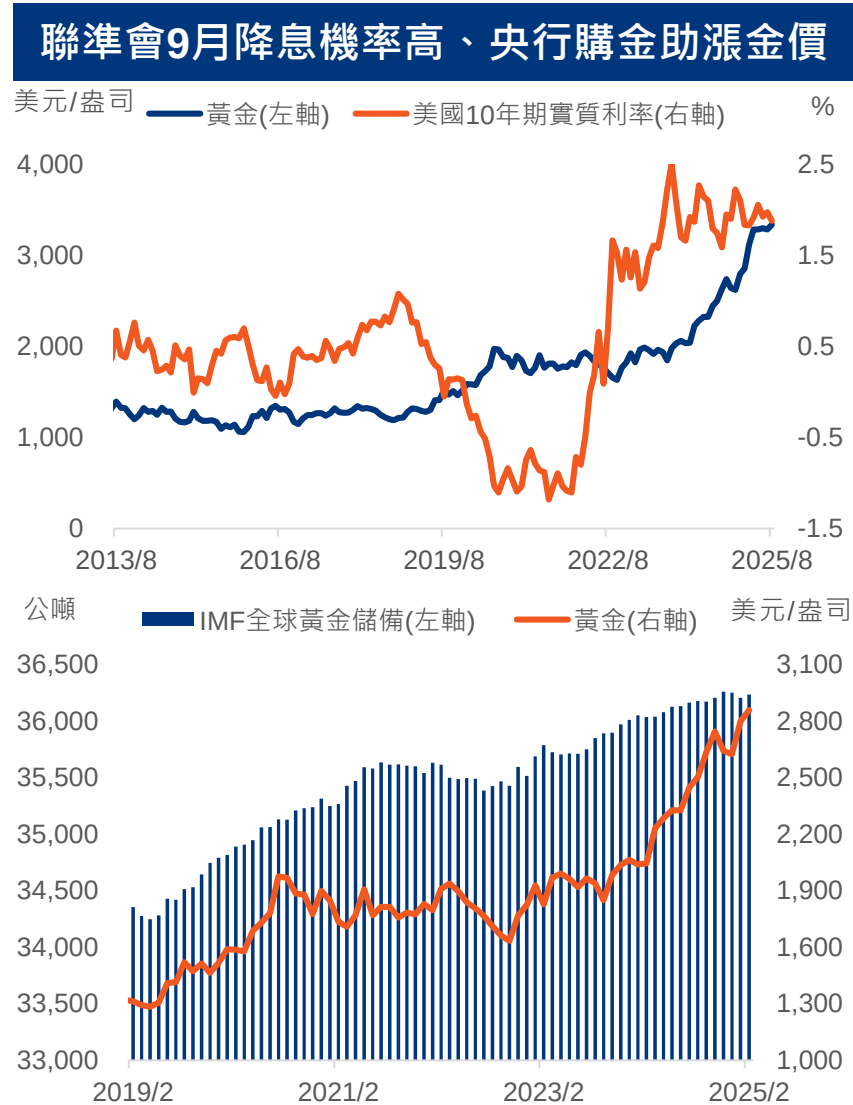
經濟略顯疲軟，歐元區間波動



資料來源：Bloomberg

商品展望 – 聯準會9月降息使黃金溫和上漲，原油走疲

- 美國公布7月CPI年增率為2.7%，低於市場預期的2.8%，月增率從前期的0.3%降至0.2%，通膨疑慮降低，加上勞動市場減弱，市場預期聯準會9月降息機率大增。美國實質利率下滑，佐以美元指數走貶，為黃金提供上漲有利環境。此外，全球央行持續購金以分散儲備資產、降低對美元的依賴，並對抗通膨與經濟不確定性，為金價提供穩定支撐。
- OPEC+自9月起每日增加原油產量54.7萬桶，原油供給預期增加。但IEA在8月月報中，下修明年全球石油需求增長，並且上修全球石油供應增長，評估未來油市依然處於供過於求的局面。EIA亦將2026年原油價格中樞下調至51美元/桶(上個月預估值為58.5美元/桶)。整體來看，未來原油市場仍然受到OPEC+持續的增產以及主要經濟體需求的放緩影響，中國、美國兩大經濟體需求轉弱，為中長期油價壓力。

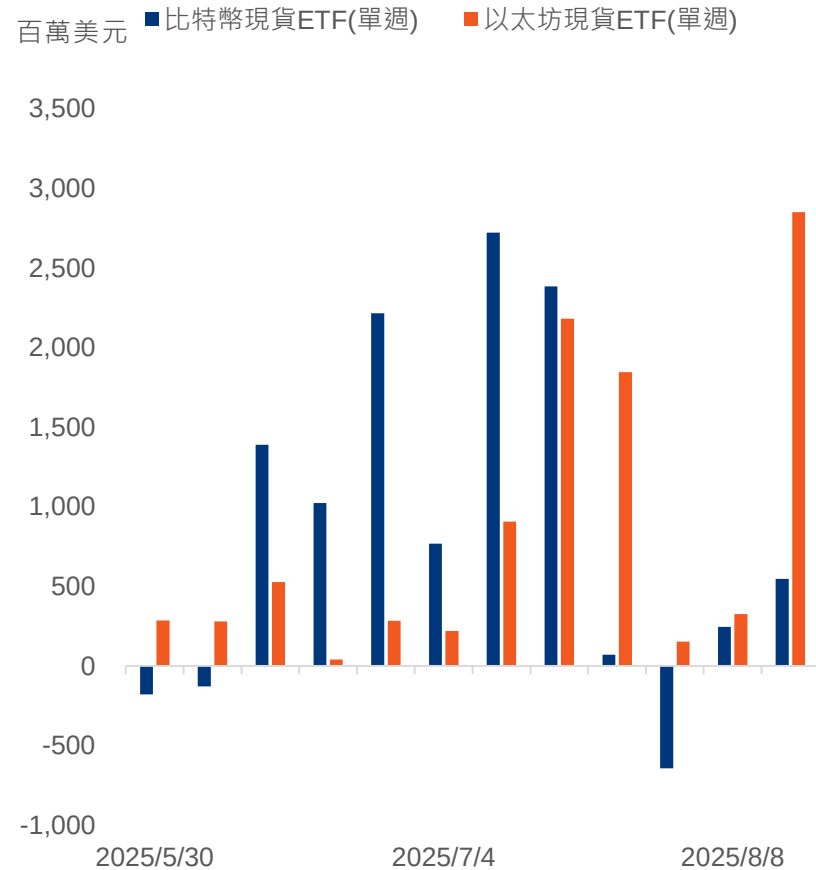


資料來源：Bloomberg

虛擬資產展望 – 放鬆監管持續，下一波美國退休金帳戶資金待命

- 自川普政府通過三大加密貨幣相關法案後，資金流入暫歇，但隨後川普簽署行政命令，要求勞工部審視美國退休金計畫，包括401(k)等退休帳戶，將投資範圍擴大至私募股權、加密貨幣等另類資產。監管放寬下，投資人有更多管道參與加密貨幣市場，對比加密貨幣總市值近4兆美元規模，命令中提及的401(k)與確定提撥計畫資產規模接近12兆美元，未來想像空間使資金重新擴大流入。行政命令簽署後穩定幣單週增幅65億美元，以太坊現貨ETF淨流入28.5億美元創近三月新高。
- 市場樂觀氣氛推升比特幣與以太幣價格，比特幣一度重回12萬美元關卡，以太幣漲幅更大，自八月以來最高漲幅超過40%，軋空行情使以太幣價格站穩4,500美元，突破近一年高點關卡的4,000美元。

以太幣強勢上漲吸引新一波資金進駐



比特幣8月高檔震盪，以太幣快速突破大漲



資料來源：Bloomberg



2 專題研究

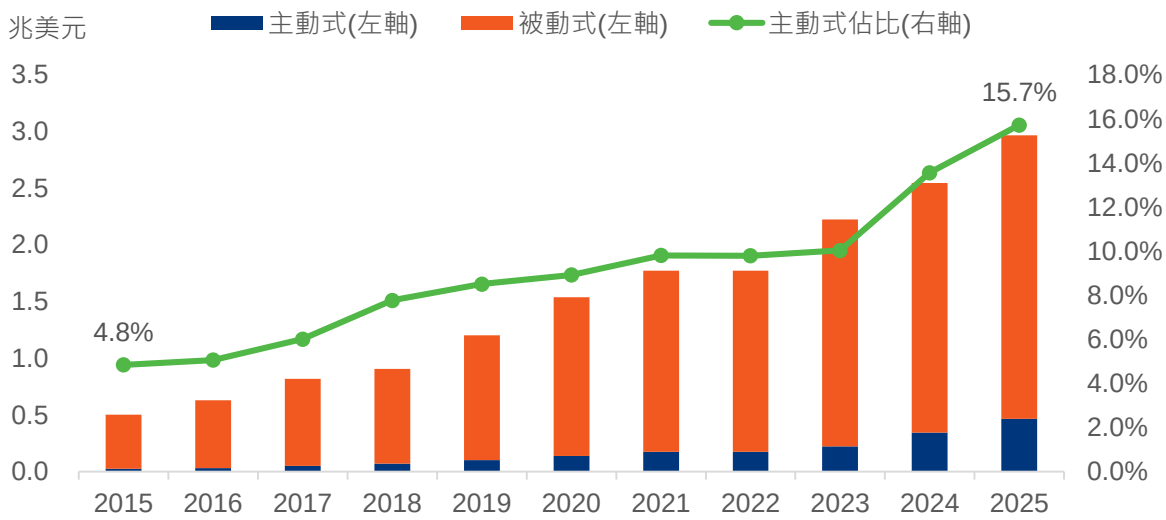
- ▶ 主動式債券ETF的優勢？

主動式固定收益ETF越來越受歡迎，流入規模佔比創新高

- ▶ 隨著美國於2019年通過ETF專法(Rule 6c-11)並放寬主動式ETF後，主動式ETF出現爆炸式的發展。在固定收益ETF方面，主動式ETF也越來越受歡迎，截至目前，全球主動式固定收益ETF資產管理規模為4,666億美元，佔固定收益ETF市場比重為15.7%，但若從資金流向的角度觀察，年初至今，全球主動式固定收益ETF累積資金流向已來到1,021億美元，佔比突破35%，比重攀升幅度快速，顯示其越來越受到資金青睞。
- ▶ 從上述數據結果顯示，主動式固定收益ETF越來越受歡迎，今年趨勢若未改變，預計年底資金淨流入規模可望突破去年創下的1,217億美元，來到1,400億美元，本篇專題將探討債券指數編制上所面臨的問題，以及主動式ETF的優勢及潛力。

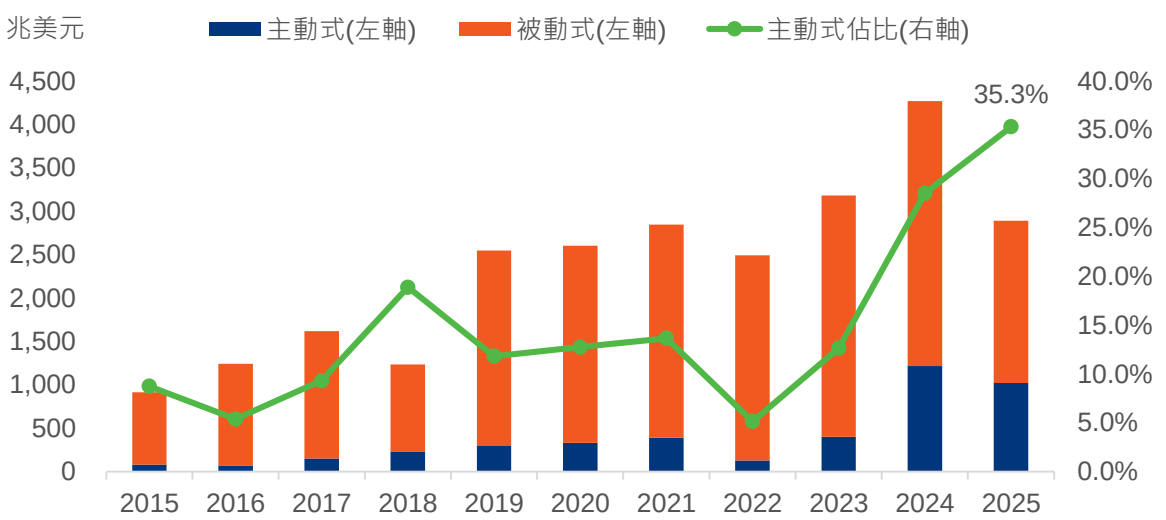
全球主動式固定收益ETF資產管理規模近4,700億美元

全球固定收益ETF資產管理規模及主動式占比



主動式固定收益ETF資金淨流入規模佔比創新高

全球固定收益ETF資金淨流入規模及主動式占比



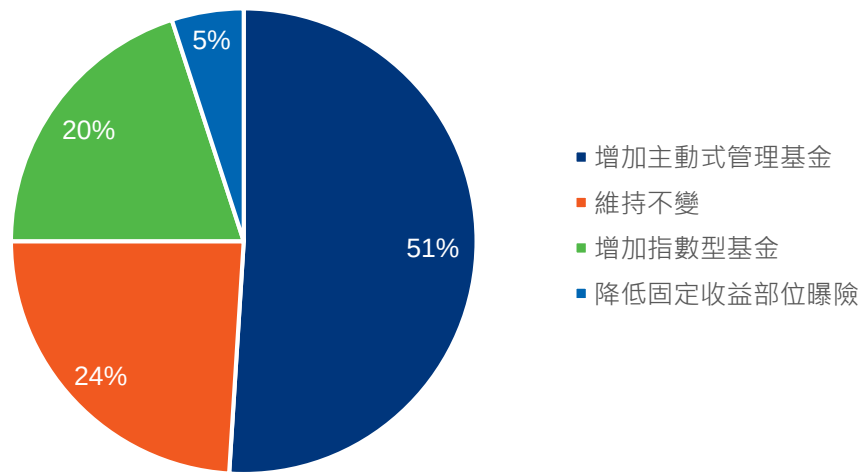
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，截至2025年8月12日

逾半數美國投資人傾向藉由主動式管理參與固定收益投資

- ▶ 美國資料分析機構VettaFi於2024年底舉辦市場展望研討會，針對固定收益投資，調查與會人士「2025年固定收益投資的策略」，調查結果顯示有超過半數的受訪者(51%)將增加主動式管理基金，其比例遠高於指數型基金(20%)，突顯出對於美國投資人來說，將主動式ETF (或是共同基金)作為固定收益投資的操作已是主要選擇。
- ▶ 從美國主動式與被動式ETF資產管理規模也能發現出投資人的偏好，在被動式ETF中，股票型ETF的平均管理規模為固定收益型ETF的1.40倍，但主動式ETF的趨勢卻出現逆轉，固定收益型ETF的平均管理規模為股票型ETF的1.39倍，突顯出投資人在主動式ETF中，對於固定收益型的偏好。

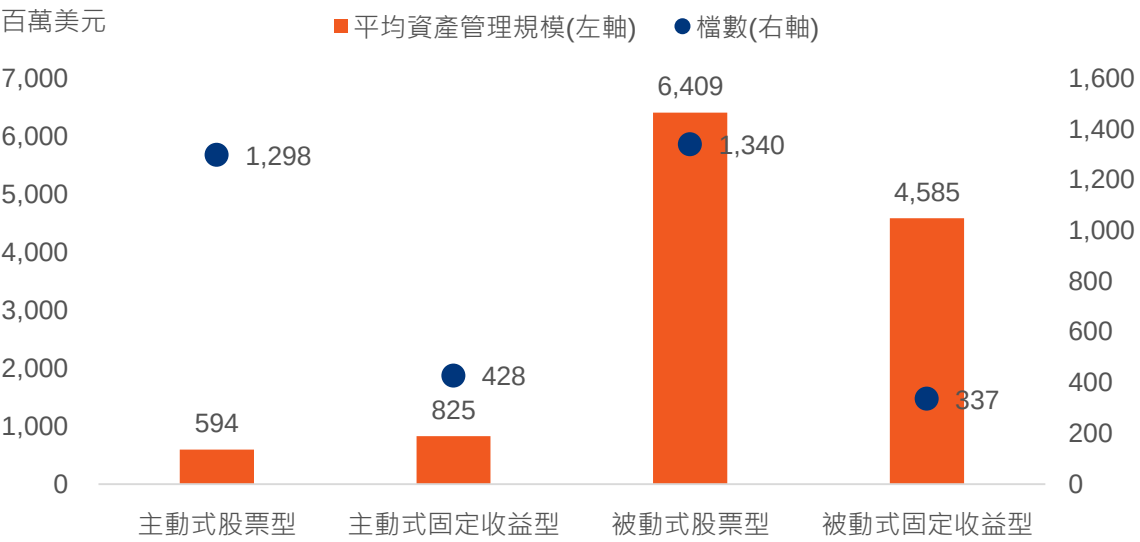
調查結果顯示逾半數受訪者採主動式管理投資策略

哪一項最能描述您2025年固定收益投資的策略？



主動式ETF中，固定收益ETF平均資產管理規模較高

美國市場上市股票型與債券型ETF之檔數及平均資產管理規模



資料來源：(左圖) VettaFi (ETFdb.com) · 為2024年12月10日市場展望研討會調查現場超過530位與會人士結果、(右圖) Bloomberg · 已扣除槓桿/反向型ETF · 數據截至2025年8月15日 · 凱基證券整理

債券指數面臨困境(一)：指數編製覆蓋範圍相對受限

- ▶ 以彭博美國綜合指數為例，其雖被視為觀察美國債券市場的基準指數(Benchmark)，不過，由於指數編製規則較早(於1976年開始)，加上債券相對於股票流動性較差，因此債券指數針對債券的種類、信評、流動性、票息、到期日...等方面均有篩選機制，也導致了債券指數覆蓋程度受限。
- ▶ 根據J.P.Morgan的統計，彭博美國綜合指數於美國債券市場覆蓋比例僅53%，除了投資級公司債及不動產抵押證券(MBS)外，其餘類型的覆蓋比率均不到5成，而非投資等級債及市政債更是被指數排除在外，相對於標普500指數覆蓋了美國約80%的上市公司總市值，債券指數的編制導致其難以反應整體市場的發展及表現。

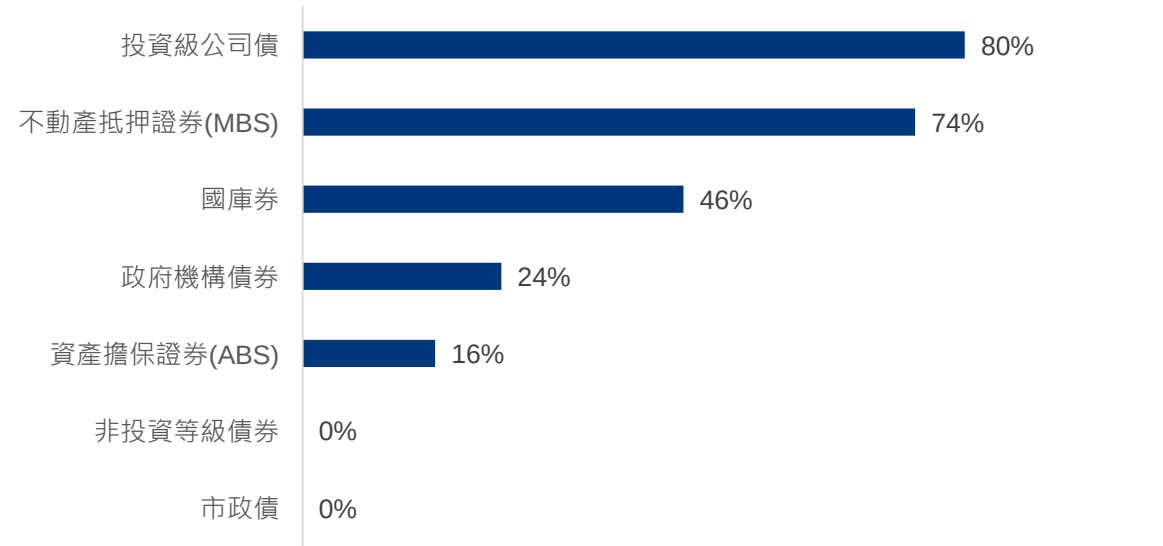
彭博美國綜合指數篩選條件	
篩選類別	條件
債券種類	國庫券、政府相關債券、企業債及證券化債券(如MBS、ABS、CMBS等)
債券信評	使用三大信評機構(穆迪、標普和惠譽)之平均信評，需在BBB- 以上
流動性門檻	- 國庫券、政府相關債券及企業債：流通票面金額3億美元 - MBS：以批發方式發行，流通票面金額10億美元 - ABS：發行時最低交易規模5億美元，最低分批規模2,500萬美元 - CMBS：發行時最低交易規模5億美元，最低分批規模2,500萬美元，在外流通金額3億美元
票息限制	- 固定票息債券，以預定時間表變動的遞增利率債券符合資格 - 可贖回的固定轉浮動利率債券僅在其固定利率期間內符合資格
到期日限制	- 債券距到期日至少1年以上 - MBS 的加權平均到期日必須至少為1年，CMBS和ABS的剩餘平均期限必需至少為1年
排除之債券類型	CoCos或有資本減記之債券、具有股權特徵的債券(如認股權證、可轉債等)、免稅市政債、通膨連結債券、浮動利率債券、私募債券等

註：彭博美國綜合指數代碼為LBUSTRUU Index

資料來源：(左圖) Bloomberg、(右圖) J.P.Morgan Asset Management – The Power of Active Fixed Income ETFs，凱基證券整理

指數僅覆蓋整體美國債券市場5成左右的規模

彭博美國綜合指數於美國各類型債券的覆蓋比例

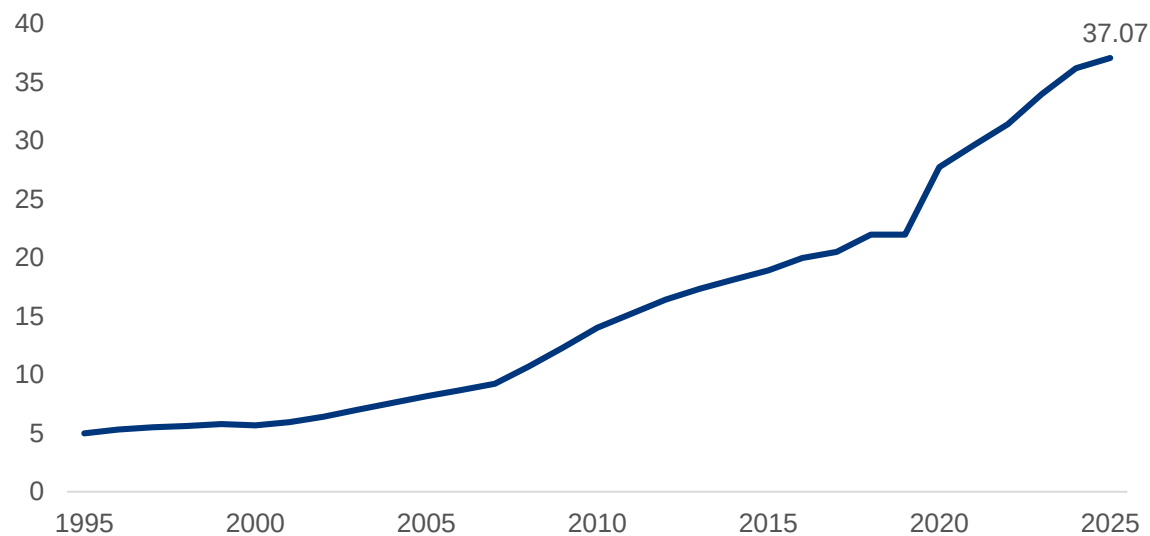


債券指數面臨困境(二)：多數採市值加權，發債量越大佔比越高

- ▶ 多數債券指數仿照股票指數，以市值加權為主。針對股票指數編制，流通市值加權可反映成分股強弱勢，成分股若持續表現強勢，其權重將隨市值提升，但債券指數成分股的影響力則取決於其發行商負債水平和潛在的困境承受能力。
- ▶ 以彭博美國綜合指數為例，近20年隨著美國政府債務規模快速上升，也同步導致美國國庫券於彭博美國綜合指數的佔比從25%增加至45%，隨著美債佔比提升，除了反映美國政府的政策動向對於指數表現日趨重要外，也反映著投資連結彭博美國綜合指數相關ETF之投資人，其能取得公債以外之收益機會越來越少，獲得潛在上漲空間的機會受限。

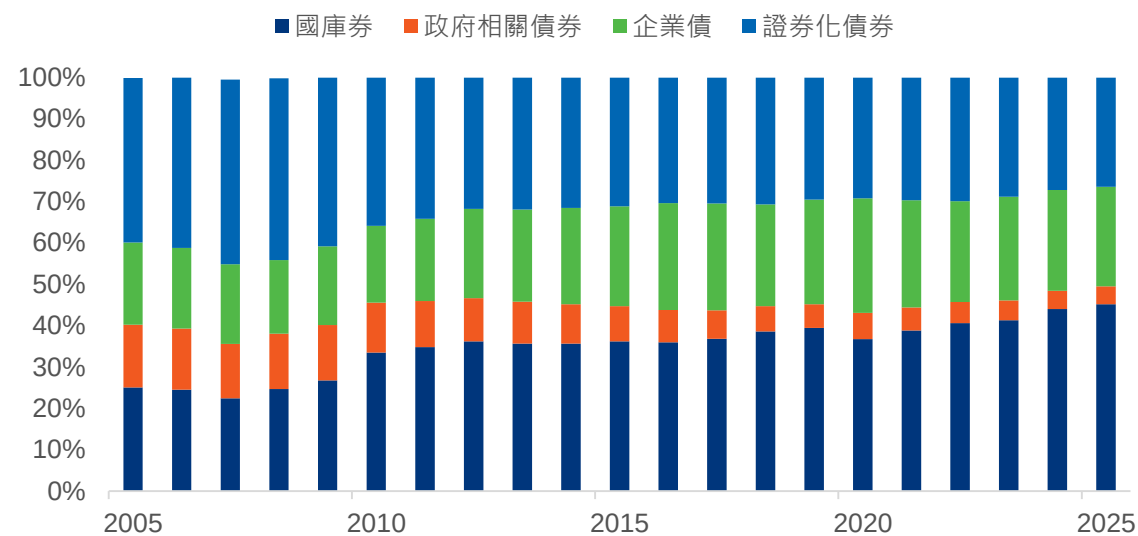
美國政府債務規模突破37兆美元

美國政府債務規模，兆美元



近20年，國庫券於彭博美國綜合指數佔比增加2成

彭博美國綜合指數中，各類型債券佔比變化



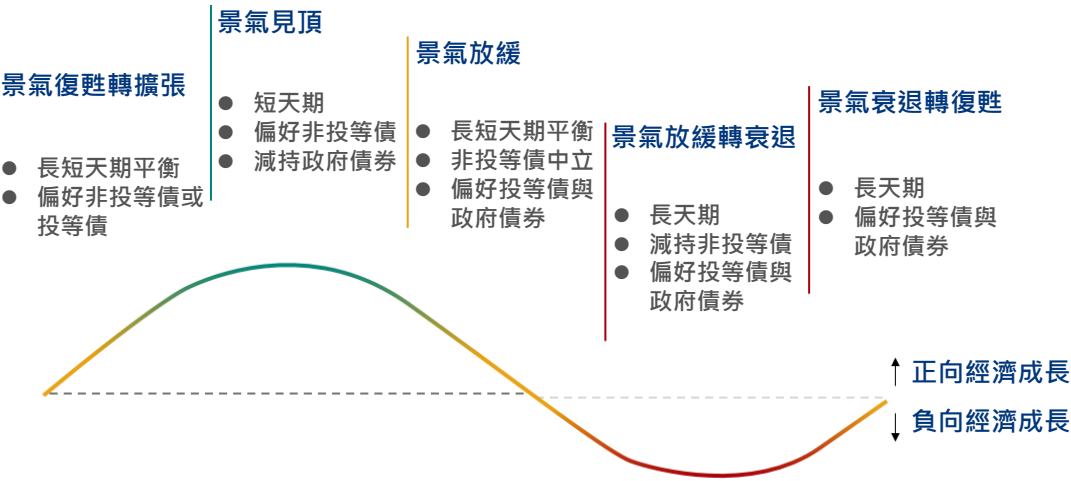
資料來源：(左圖) 美國財政部，數據截至2025年8月12日、(右圖) Bloomberg，數據截至2025年7月31日，凱基證券整理

債券指數面臨困境(三)：難以順應經濟變化進行適時調整

- ▶ 大盤型股票指數通常隨著外在經濟變化，汰弱留強，因此產業分布、個股權重通常會隨時間而有所差異，而債券指數則較難因應外在環境變化而做調整，因此，固定收益ETF投資人必需較為了解當時的經濟環境，來給予資產分配上較為合適的選擇，例如，在景氣擴張期間，央行可能會採取升息來抑制通膨，此時若投資人若維持投資長天期公債ETF，因其存續期間較長，受利率風險的衝擊也會較為明顯。
- ▶ 另外，則是指數篩選成分債機制面臨的問題，以彭博美國綜合指數為例，使用三大信評機構給予之平均信評需在BBB-以上，而以右圖福特債券的案例，指數剔除的時機幾乎在該檔債券價格最低的水準。而主動式ETF則可靈活操作，藉由財報了解公司財務狀況及債券價格是否存在錯估之情形，及早確立企業的風險或是潛在投資機會。

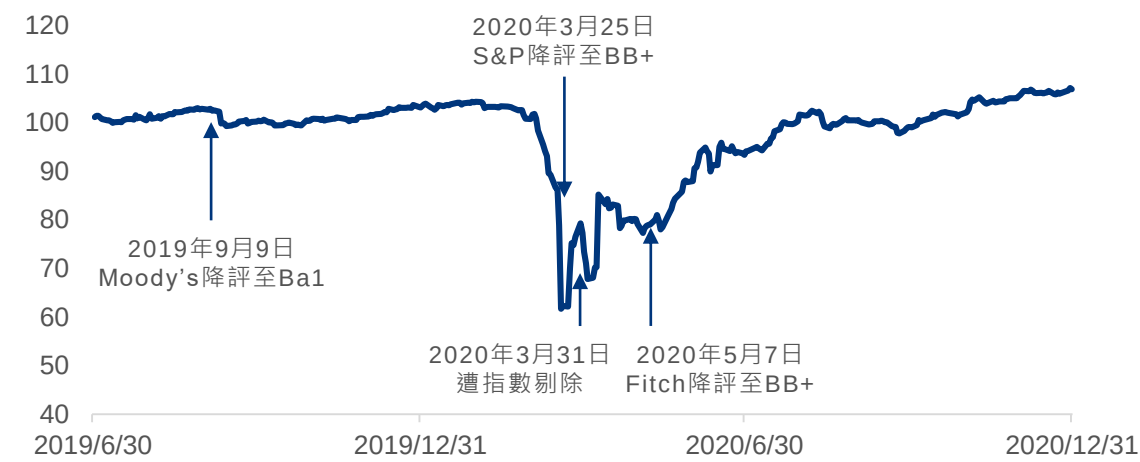
不同經濟環境下的固定收益操作策略有所差異

不同經濟環境下的固定收益操作策略



指數剔除債券機制可能造成賣在低點的情形

以福特發行債券(US345370CR99)遭三大信評機構降評至非投資等級之時間點為例



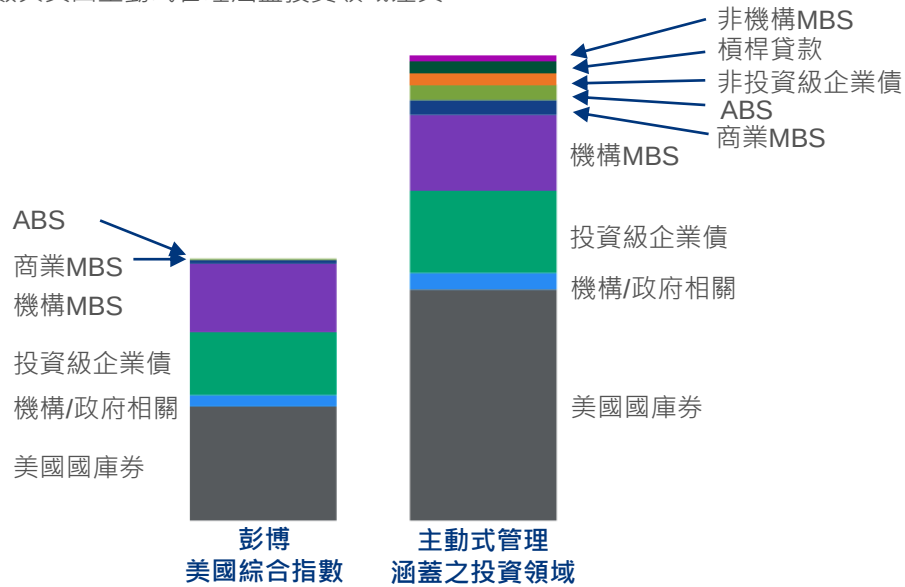
資料來源：(左圖) HSBC、(右圖) Bloomberg，凱基證券整理

主動式ETF覆蓋債券範圍更廣，操作靈活能發掘更多機會

- ▶ 根據J.P.Morgan揭露的資料，與彭博美國綜合指數相比，主動式管理覆蓋債券種類與資產更加廣泛與多元，即使是美國國庫券，主動式管理覆蓋的比例也較彭博美國綜合指數多出1倍以上，使其操作空間更為靈活。
- ▶ 近20年彭博美國指數風險報酬比為0.72%，從各類型債券指數之風險報酬比來看，主要原因來自於配置過高的美國國庫券，拖累了整體指數風險報酬比的表現，而主動式ETF操作能在更多元的債種配置，如配置部分槓桿貸款或非投資等級企業債來提高資產效率，並在風險與報酬間取得平衡，藉此提升ETF操作績效的表現。

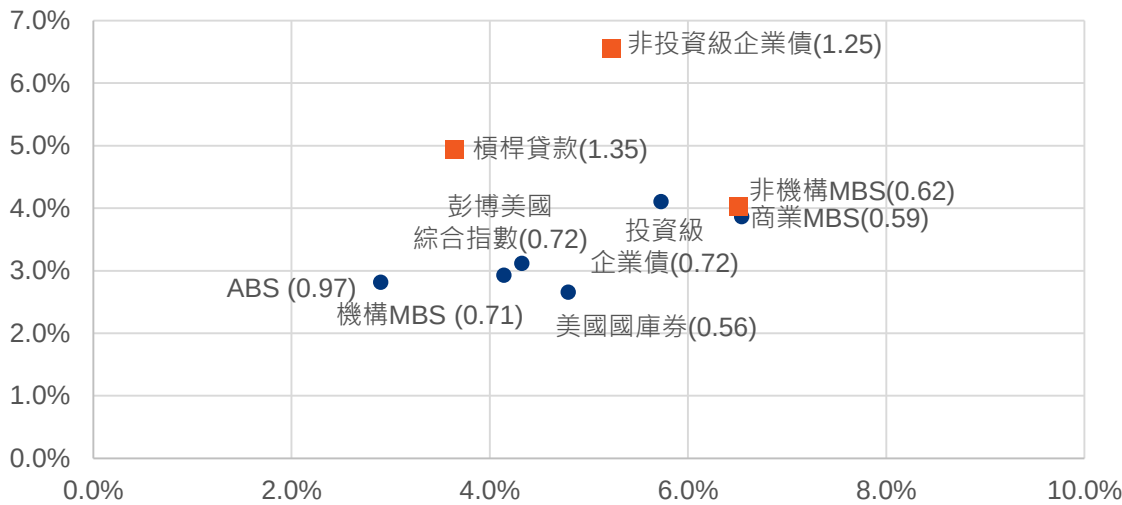
主動式操作覆蓋債券範圍更廣泛

彭博美國綜合指數與美國主動式管理涵蓋投資領域差異



更多元的債種投資選擇，可望提升資產操作上的效率

不同類型的債券指數之近20年年化報酬率與年化標準差(括號數字為風險報酬比)



註：藍色圓點為彭博美國綜合指數覆蓋之債券種類，橘色方框則為未覆蓋到之債券種類

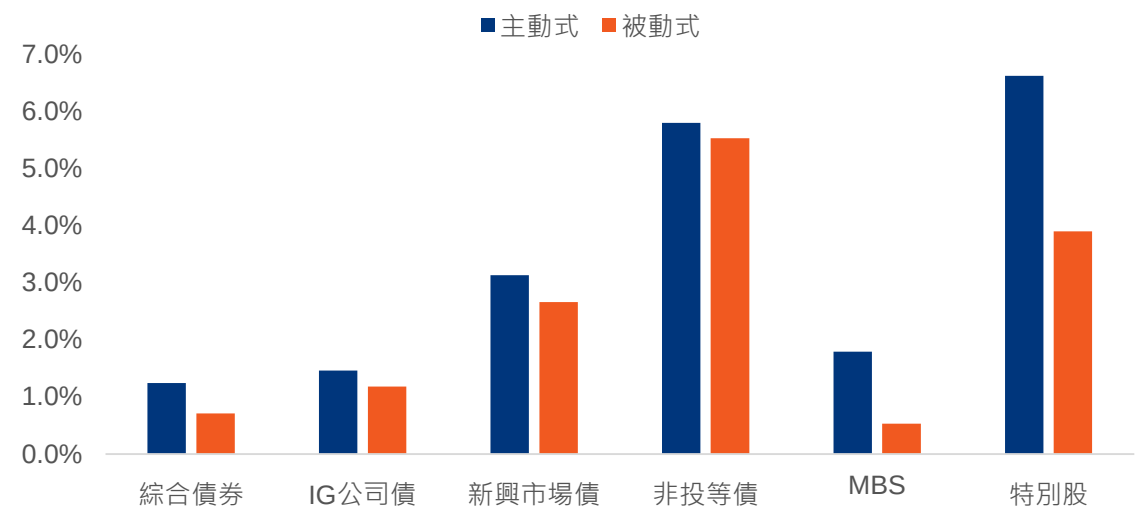
資料來源：(左圖) J.P.Morgan Asset Management – 2025 2Q Guide to ETFs、(右圖) Bloomberg，數據截至2025年7月31日，凱基證券整理

常見固定收益種類中，主動式ETF平均表現均優於被動式

- ▶ 根據Bloomberg分類，以彭博美國綜合指數作為基準指標，比較常見美國市場上市固定收益商品近5年年化超額報酬，主動式ETF表現均優於被動式，在左圖列舉的固定收益類型產品中，其平均年化超額差距落在0.27%至2.72%之間；而若以ETF的操作天期作為區分，其統計結果仍舊顯示主動式ETF年化超額報酬優於被動式，其差距則在0.25%至0.63%之間。
- ▶ 根據上述統計結果，顯示在流動性相對不佳、資訊相對不透明的固定收益市場中，藉由專業經理團隊主動操作，的確是存在提高投資報酬的機會，呼應為何逾半數受訪者為何會傾向將主動式管理基金作為固定收益投資策略。

主動式ETF年化超額報酬表現相對優異

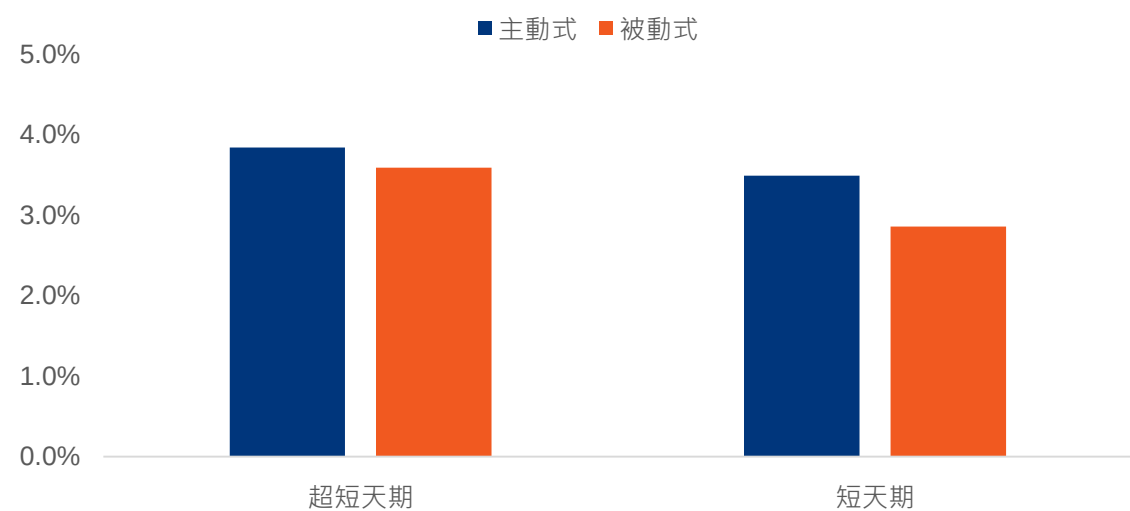
不同種類之主、被動式ETF，近5年平均年化超額報酬(以彭博美國綜合指數作為基準指標)



註：多數中、長天期主動式債券ETF成立未滿5年，且檔數有限，因此未將其納入右圖中進行比較
 資料來源：Bloomberg，數據截至2025年8月15日，上述資料已排除槓桿、反向型ETF，凱基證券整理

以天期作為操作策略下，主動式ETF表現仍優於被動式

不同天期之主、被動式ETF，近5年平均年化超額報酬 (以彭博美國綜合指數作為基準指標)





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

分散區域布局，關注具關稅相對優勢之歐股，短期亦可留意表現較佳之陸港股變化。

	看空	中性	看多	調整 方向	綜合評論
區域				-	美國股市 關稅影響未來仍將逐步發酵，聯準會降息預期支撐短期市場情緒，需觀察勞動市場與後續財報走勢，中立看待
				▲	歐洲股市 歐洲貿易政策不確定性有所降溫，歐股回檔時可留意受惠財政擴張之德股與擁有關稅優勢之英股，偏多看待
				-	日本股市 日本景氣數據顯示薪資改善推動消費的正向循環有望延續，有利銀行業為首的內需股獲利動能，中性看待
				-	中國股市 雖美中貿易戰放緩及寬鬆環境推動散戶資金支撐近期陸股表現，但經濟與企業基本面未見明顯改善，維持中性觀點
				-	香港股市 美元保持偏弱帶動國際資金回流，加上南向資金對港股帶來支撐，後市維持偏多看待
				▲	臺灣股市 雖FOMO效應推升短期估值風險，但AI趨勢有望支撐台股中長期多頭，轉向中立看法
				▼	新興亞洲 近期東協國家與美達成協議帶動股市漲勢，多數市場已現短期買超跡象，預料漲勢恐將暫歇，轉趨偏空看法

資產類別建議 – 產業

▶ 關稅對景氣的影響將逐步發酵，可留意AI題材之長線布局空間。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
產業				▼	勞動市場出現降溫跡象，關稅影響將逐步發酵並打壓獲利，轉向中性觀點
				-	產業需求彈性較低，加上區域化與在地化生產鏈令其獲利受關稅影響的程度有限，維持中性看法
				-	OPEC+增產帶來的供過於求仍不利油市，但美元回落加上美國庫存降幅高於預期短期將支撐油價，維持中立看待
				▼	3Q25獲利成長預估略有下滑，但仍維持雙位數水準，然產業易受降息與景氣降溫影響，轉向中立看法
				-	產業面臨川普要求藥價下降與調高進口關稅的壓力，帶動獲利回落壓力，維持偏空看法
				▼	提前拉貨結束恐成壓抑成長因素，加上獲利驚奇幅度為11大產業後段班，顯示基本面樂觀程度放緩，轉趨中立看法
				-	AI驅動長期投資與獲利成長趨勢不變，但估值偏高限制股價表現空間，維持中立觀點
				-	通訊服務企業相關訂閱、廣告等服務消費受關稅影響相對較低，獲利驚奇幅度亦屬前段班，維持偏多看法
				-	製造業下行與金屬關稅為產業利空，所幸長期銅礦供應目前仍然處於不足的狀況，維持中立看法
				-	儘管9月降息預期帶來支撐，但仍受需求疲弱限制，且房市未見顯著改善，維持偏空看法
				-	公用事業因 AI 發展對發電量的需求推升收費成長，惟需注意製造業下行的用電下降風險，維持中立觀點

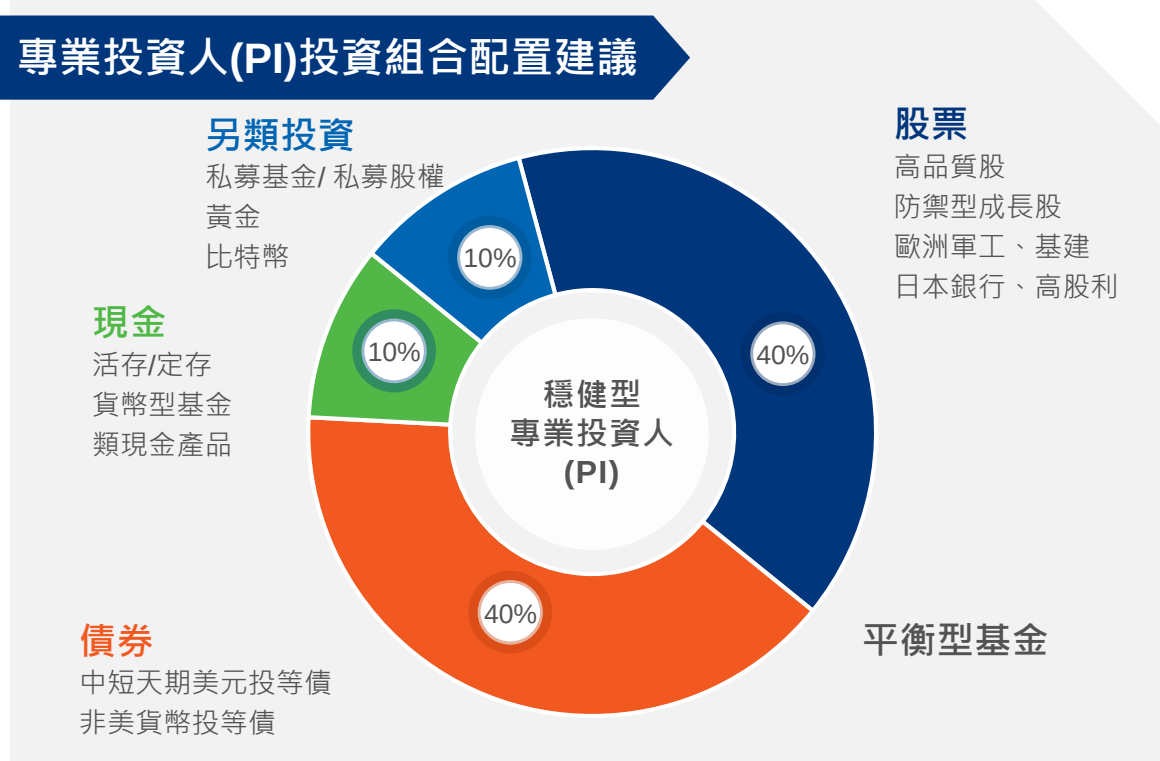
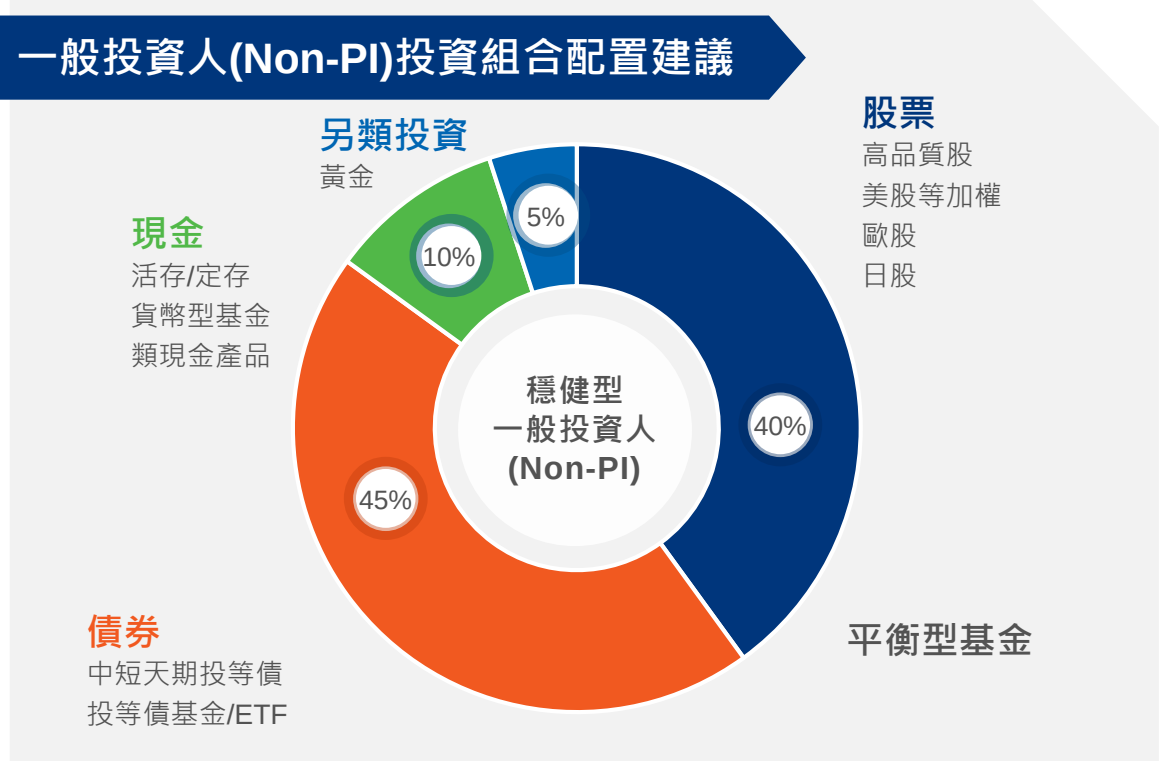
資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

利率擾動仍存，以短天期投資級債逢利率上揚鎖利；美國聯準會成員由鷹轉鴿，未來降息幅度增使美元偏貶、黃金續漲。

	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			-	OPEC+持續增產，但美國與中國兩大經濟體需求放緩，油市供過於求環境使夏季用油需求旺季過後，油價或偏弱行
	黃金			-	美國景氣下滑風險、聯準會獨立性疑慮、美國財政可持續性擔憂，去美元化趨勢和央行購金，皆支持黃金中期偏多
貨幣	美元			▼	美國就業市場降溫，聯準會人事異動後將更顯鴿派，儘管PPI通膨超預期增變數，料9月降息機率高，使美元漸偏弱
	歐元			-	歐央維持利率不變，但通膨偏低且經濟存下行風險，預期降息循環雖近尾聲，但央行或保持低利率以觀察關稅影響
	日圓			-	美日關稅不確定性下降，日本企業仍預期價格上升，部分央行官員建議應修正判斷通膨標準，鷹派態度添升息預期
	人民幣			-	美中談判延長至11月，美國黑五和聖誕節前旺季拉貨有利中國出口，然經濟未改善且金融情況寬鬆，匯率區間偏弱

投組配置 – 透過ACE策略，強化投組風報比及穩定度

- ▶ 目前市場氣氛樂觀，然預期下半年景氣走緩，須慎防波動再起，投資人應於高檔時期，把握時機調節部位，保持投資組合彈性。
- ▶ 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。
- ▶ 聯準會將重啟降息，把握債券鎖利機會，聚焦中短天期投資級債，另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。

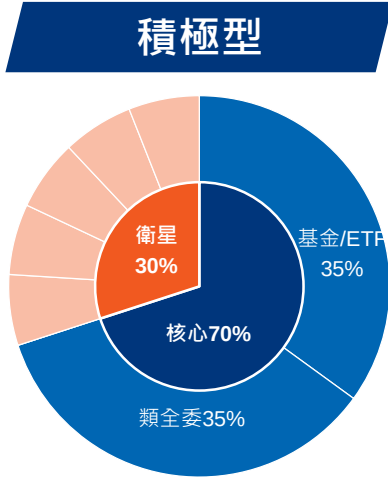
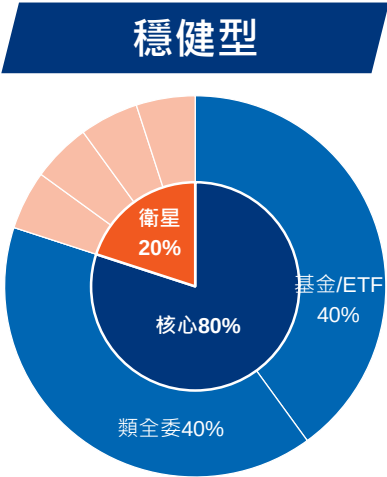
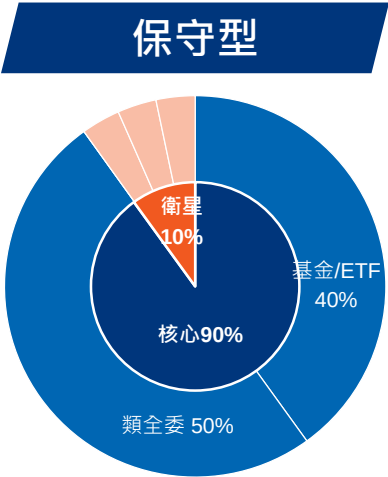


[一般投資人] 保守型配置：股票35%、債券50%、現金15%、另類0%；積極型配置：股票45%、債券45%、現金5%、另類5%

[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	
	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	



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8月28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

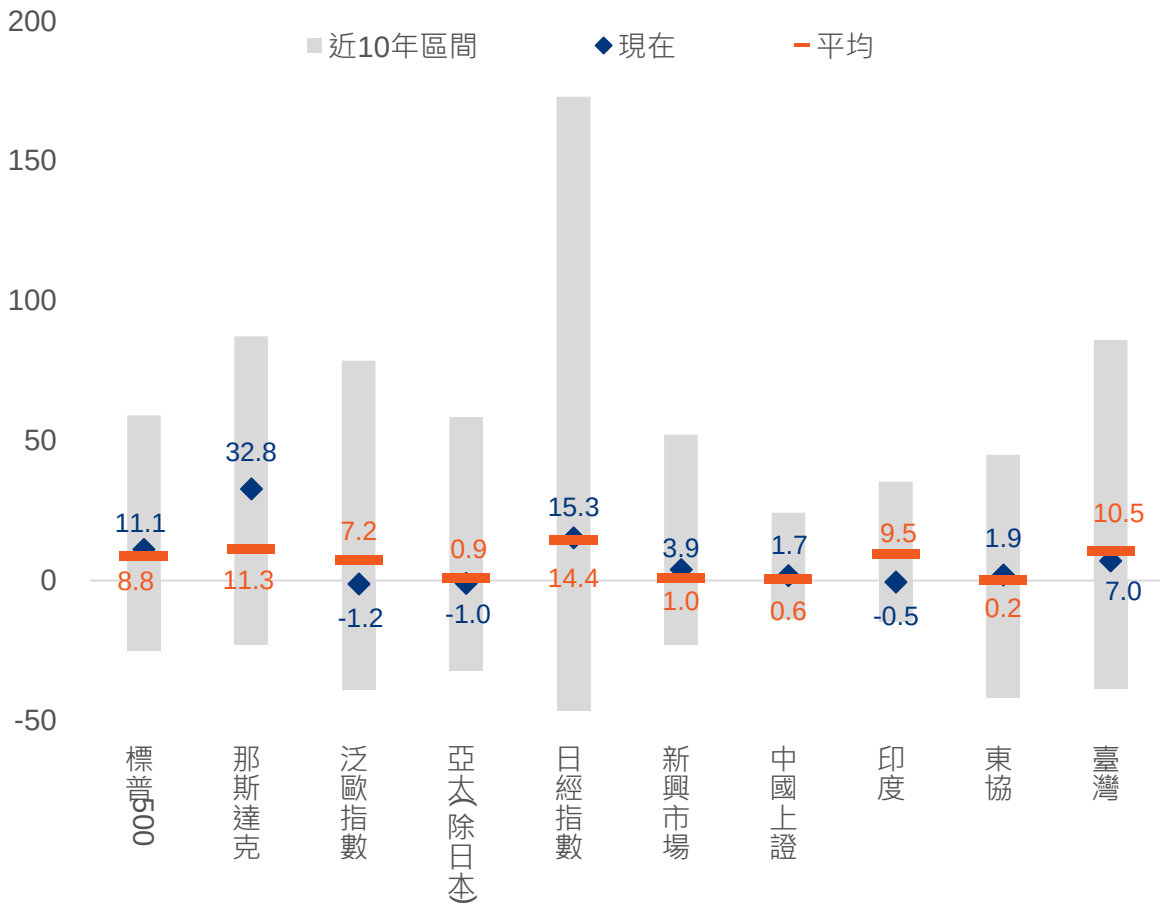
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025至今	年化*
非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	中國股市 28.5%	美國股市 14.7%
基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	歐洲股市 26.1%	基礎建設 9.4%
美國股市 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 19.9%	歐洲股市 8.7%
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 18.5%	大宗商品 8.1%
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%	日本股市 18.3%	新興市場股市 7.9%
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%	美國股市 11.6%	日本股市 7.6%
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 8.8%	非投資級債券 5.9%
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 8.3%	中國股市 5.7%
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 8.3%	REITs 5.0%
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%	REITs 8.1%	新興市場債券 4.0%
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 6.8%	投資級債券 3.3%
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%	大宗商品 4.6%	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 2.8%	已開發國家公債 0.4%

*年化資料統計期間：2016年1月1日至2025年8月28日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理、2025年8月28日

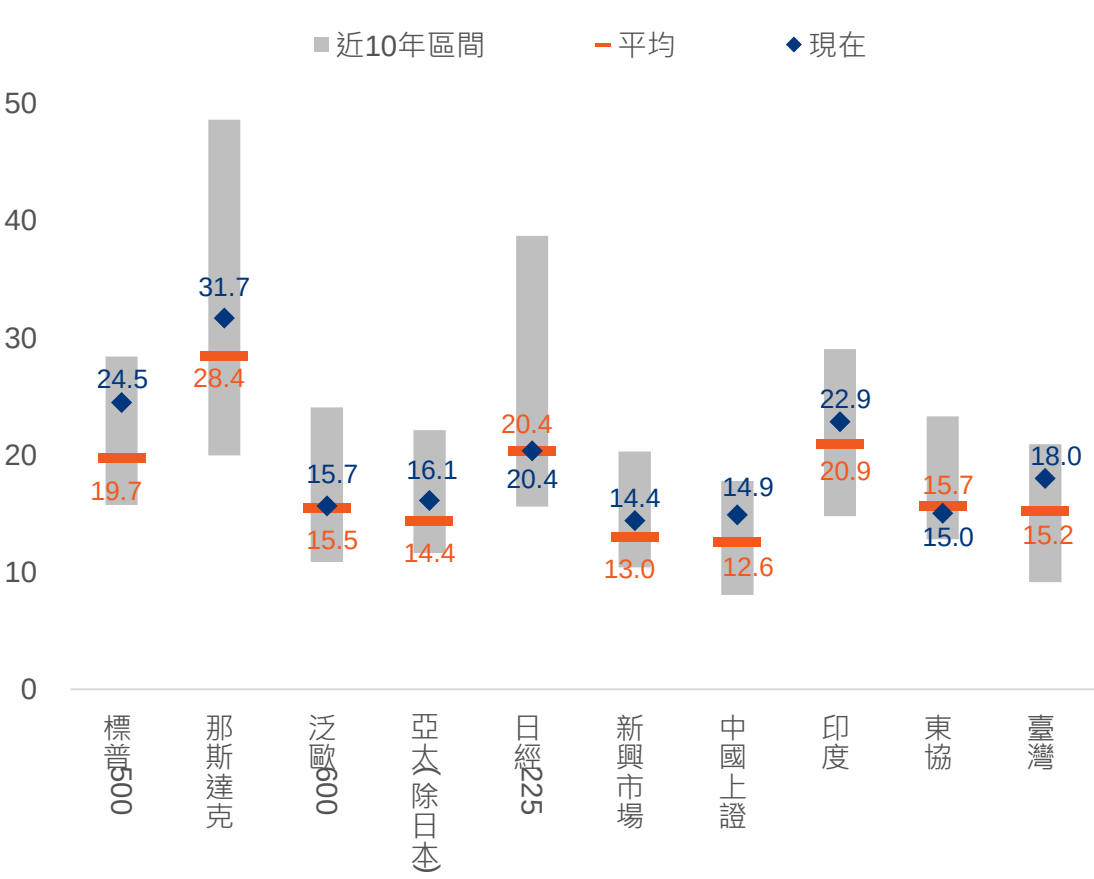
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

股市獲利預估接近10年平均，科技股展望尤佳，評價面也高於近10年平均，漸趨昂貴，僅歐股、日股、東協股稍低。

預估EPS年增率(%)



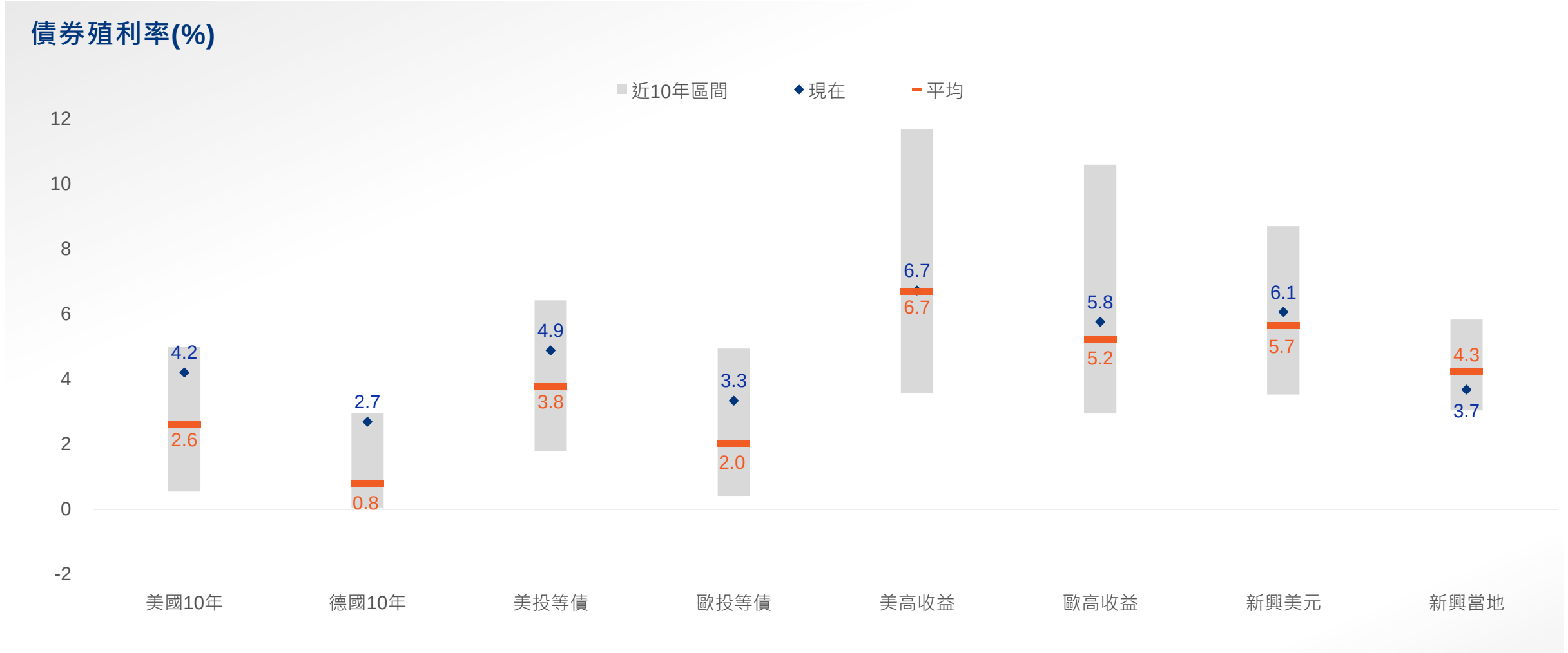
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年8月29日

債券市場評價 – 殖利率

► Jackson Hole年會後，市場對聯準會預期升高，10年期公債殖利率高位下滑，宜進行鎖利，並分散配置於非美地區投資等級債。

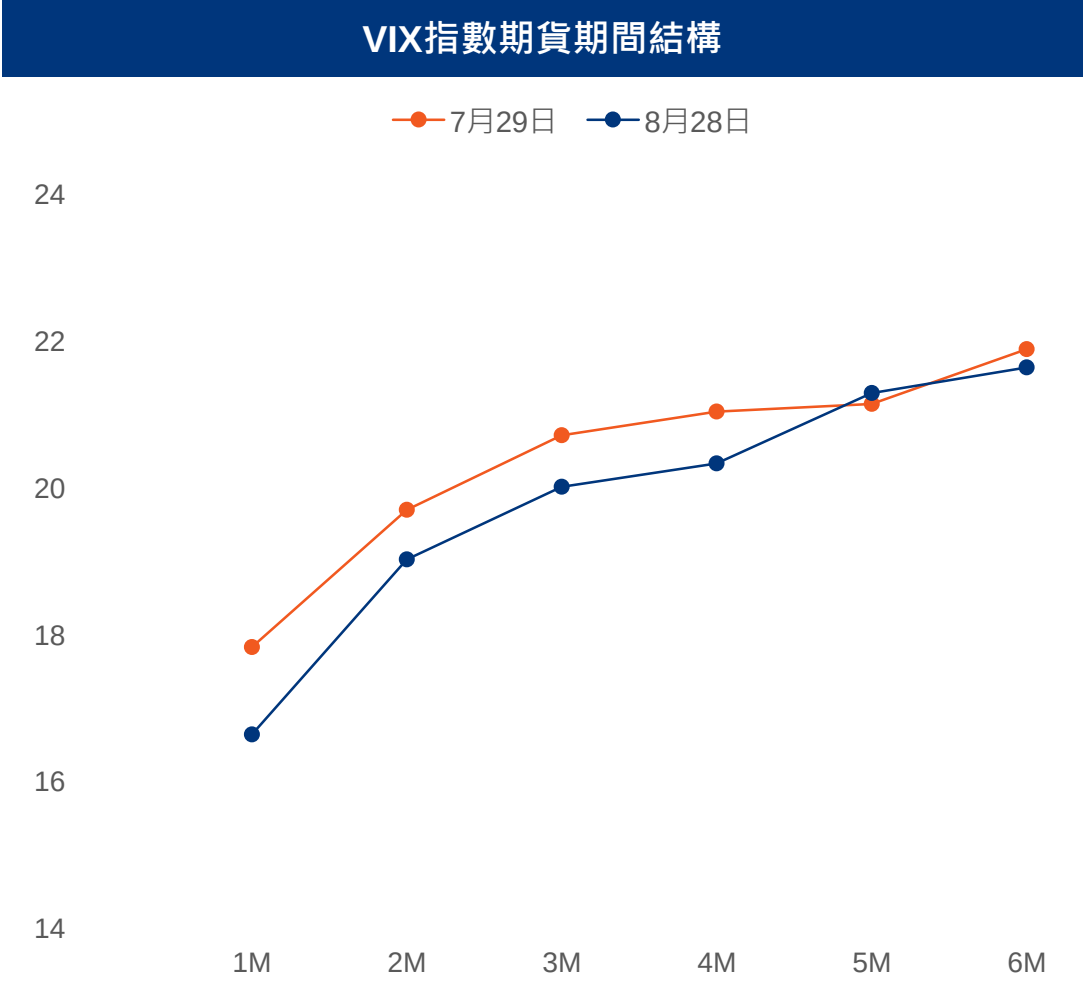


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年8月29日

跨資產市場波動率

▶ 主要股債指數普遍走高，波動率大多下滑，市場氣氛佳；黃金持續高檔震盪，油價下跌但波動率同步下降。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	14.43	-1.55	19.18
道瓊波動率指數(VXD)	13.68	-1.63	17.09
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	17.10	0.44	18.98
香港恒生波動率指數(VHSI)	20.04	-2.03	24.47
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	15.62	-1.70	18.98
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)	13.84	-1.73	16.45
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.34	-0.27	17.88
石油ETF波動率指數(OVX)	33.98	-4.06	36.47
歐元兌美元1年到期選擇權波動率(註)	7.42	0.23	7.66



資料來源：Bloomberg · 2025年8月28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

SEP 2025

— 央行利率決議

1 Monday - 歐元區8月HCOB製造業PMI終值 - 歐元區8月失業率 - 日本8月標普全球製造業PMI終值 - 中國8月財新製造業PMI	2 Tuesday - 美國8月標普全球製造業PMI終值 - 美國8月ISM製造業PMI - 歐元區CPI年增率初值	3 Wednesday - 美國7月JOLTS職缺 - 美國7月耐久財訂單月增率終值 - 歐元區8月HCOB服務業PMI終值 - 歐元區PPI年增率	4 Thursday - 美國8月ADP就業變動 - 美國8月ISM服務業PMI - 歐元區7月零售銷售月增率	5 Friday - 美國8月失業率 - 美國非農就業人數變動 - 歐元區第2季GDP - 臺灣8月CPI、核心CPI
8 Monday - 歐元區9月Sentix投資者信心 - 日本GDP季增率終值	9 Tuesday - 日本工具機訂單年增率初值 - 臺灣出口年增率	10 Wednesday - 美國PPI年增率 - 中國出口年增率 - 中國CPI年增率	11 Thursday - 美國8月CPI、核心CPI - 歐元區9月ECB利率決議 - 日本PPI年增率	12 Friday - 美國9月密大消費者信心指數初值 - 日本工具機訂單年增率終值 - 日本7月工業生產月增率終值
15 Monday - 中國工業生產年增率 - 中國零售銷售年增率	16 Tuesday - 美國8月工業生產月增率 - 歐元區工業生產年增率 - 香港8月失業率	17 Wednesday - 美國8月新屋開工、營建許可 - 日本出口年增率 - 歐元區CPI年增率終值	18 Thursday - 美國9月聯準會利率決議 - 日本7月核心機器訂單 - 臺灣9月臺灣央行重貼現率 - 英國9月BoE利率決議	19 Friday - 日本9月BoJ利率決議 - 日本全國CPI
22 Monday - 歐元區9月消費者信心指數初值 - 臺灣8月失業率 - 香港CPI年增率	23 Tuesday - 美國9月標普全球製造業PMI初值 - 美國8月成屋銷售 - 歐元區9月HCOB製造業PMI初值 - 臺灣外銷訂單年增率	24 Wednesday - 美國8月新屋銷售、營建許可 - 日本9月標普全球製造業PMI初值	25 Thursday - 美國8月耐久財訂單月增率初值 - 美國第二季GDP年增率 - 香港出口年增率	26 Friday - 美國8月PCE、核心PCE - 美國9月密大消費者信心指數終值 - 日本東京CPI年增率
29 Monday 歐元區9月消費者信心指數終值	30 Tuesday - 日本8月工業生產月增率初值 - 中國9月製造業PMI - 美國9月經濟諮詢委員會消費者信心指數			

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。