



凱基證券

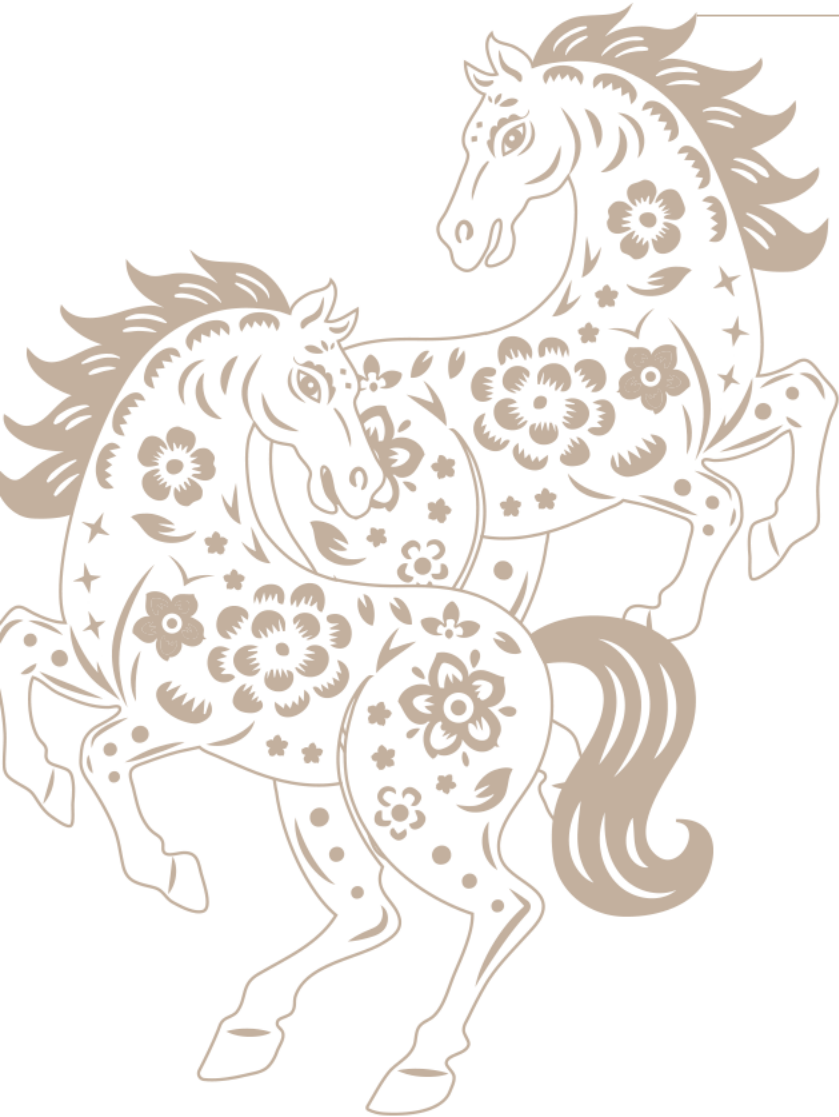
環球投資觀點 Key Investing Perspectives

震盪不減下的優勢策略

Strategies for
Persistent Volatility

2026年2月





摘要

美國總統川普面對第二年任期，國內將舉行期中選舉，持續大動作內外兼施壓力。對外除逮捕委內瑞拉總統、對伊朗內政干預，更一度欲佔領格陵蘭島，不惜對歐洲八國提高關稅。對內聯準會主席鮑威爾收到司法部調查，鮑威爾指控川普藉由司法，強化對聯準會的政策引導；川普更主張為降低民眾負擔，將限制美國信用卡循環利率於10%。日本則有高市早苗舉行國會改選，全球政策不確定性加上地緣政治風險升溫，推升黃金等貴金屬再創歷史新高。

美股第四季企業財報普遍仍佳，但AI股評價已高，資金轉往評價合理的價值股、循環股等，美股呈現類股輪動現象。歐元區和日本

皆有財政刺激題材，德國2026年財政預算聚焦於國防和基建，有利相關類股，西班牙和義大利受惠歐盟復甦基金加持，激勵歐股創高。日相高市早苗大規模財政刺激計畫，有利日本經濟中長期發展，近期日股雖因日圓波動震盪，逢回仍是投資買點。

新春馬年將至，投資人重新檢視投資組合，聚焦在「L資金挪移」(Liquidity Shift)、「E聚焦獲利」(Earnings Focused)、「A加碼信用」(Adding Credit)及「D資產分散」(Diversified Asset)。採LEAD策略，以多元資產配置方式，兼具股市上漲動能和防禦領息收益，不錯過原物料、貴金屬的亮麗行情，達到降波動並迎來財富增長的好兆頭。

1

投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸
- 市場觀點

2

投資策略

- 穩定幣來了！
美元/ 新臺幣穩定幣，適合那些投資人？

3

資產配置

- 投組配置建議
- 資產調整建議
- 資產類別建議

4

附件

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

1

投資策略

市場回顧

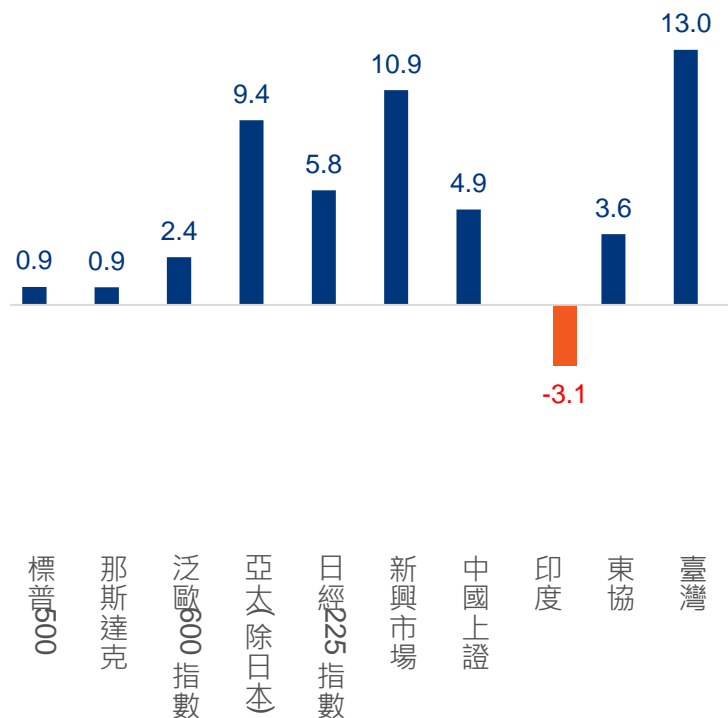
投資主軸

市場觀點

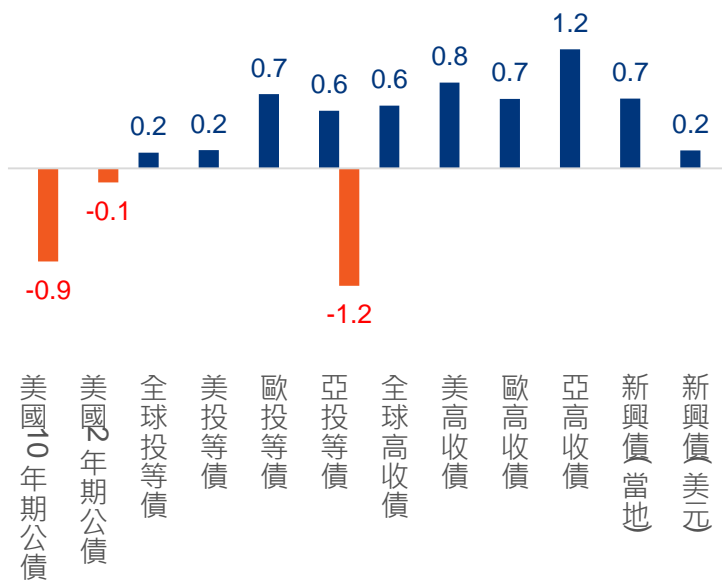
近月表現：川普政策多變、地緣政治風險升溫，股市高檔震盪

- ▶ 美股第四季企業財報，AI股評價仍處高位，但半導體的獲利與財測亮眼，帶動半導體股上揚，美股則呈現類股輪動現象。川普干涉聯準會主席人選牽動其政策獨立性，日本首相高市早苗宣布解散國會，舉行改選使日本公債殖利率彈升，美、日長天期公債走疲，日圓貶值後，傳美日聯手干預止貶，匯市震盪。川普欲取格陵蘭島，美歐衝突先升後降，政策不確定性與地緣政治風險升溫，激勵避險商品黃金再創新高。

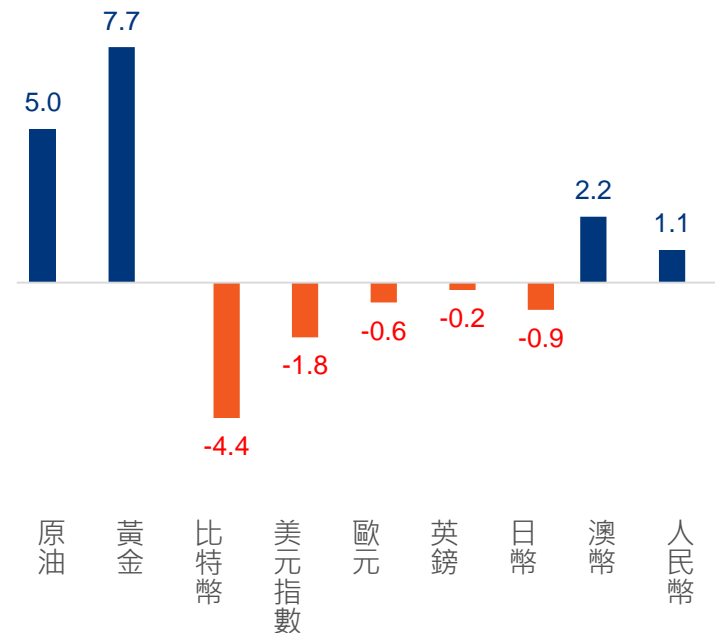
近一月股市表現(%)



近一月債市表現(%)



近一月商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2026年1月30日

企業財報及聯準會立場，牽動股市敏感神經



市場觀察指標

風險追求(Risk-on)
股權配置

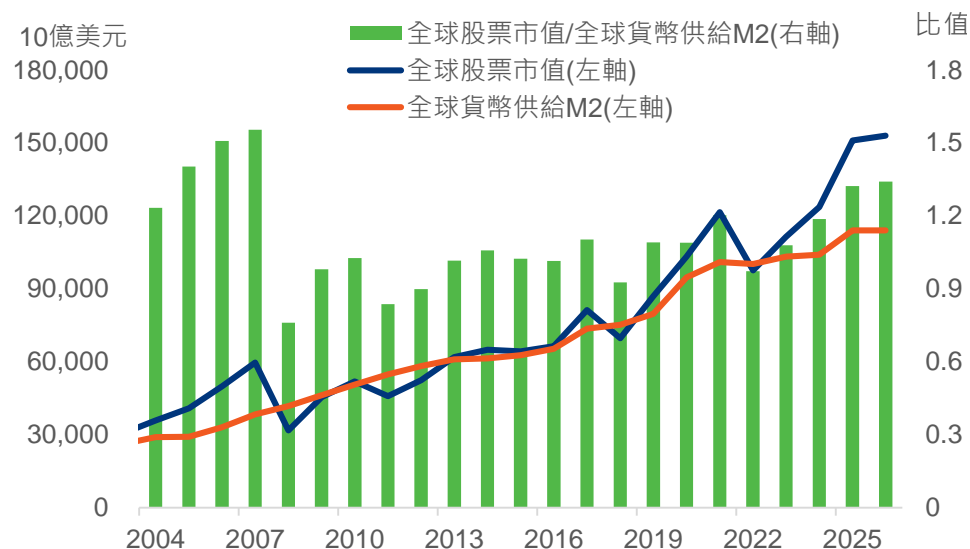


風險趨避(Risk-off)
債權、另類配置

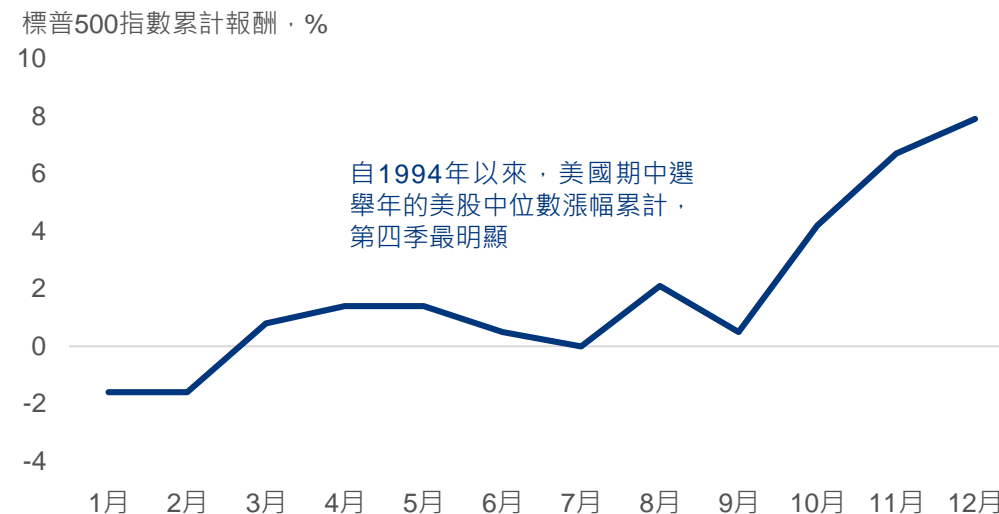
企業獲利	企業評價	市場因素
<p>預估美股今年第一季獲利呈類股輪動 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> 摩根士丹利預估，近幾年M7主導美股漲幅，現在市場動能不再侷限於少數科技股，開始向更多產業擴散。如生物科技、銀行、中小型股等，反應未來監管放鬆，對中小型企業獲利更有利。預期今年中型股獲利年增率可達17%，小型股獲利年增約19%更高。 	<p>美股評價壓力仍高於平均，侷限漲幅 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> 標普500預期本益比22.1倍，高於近10年平均值18.7，大型AI股市值集中度高、評價偏貴，漲幅料低於去年。 歐日股預估本益比高於近10年平均本益比上，但德國地方選舉、日本財政刺激，有機會帶動獲利使評價收斂。 	<p>川普對外地緣政治風險升，黃金大漲 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國與北約盟國近期因格陵蘭議題陷入緊張，並逮捕委內瑞拉總統，加上示警美軍艦隊駛往伊朗，並重新提高南韓對美出口關稅從15%增至25%，地緣政治動盪，使黃金、白銀等避險資產暴漲，黃金衝破每盎司5,000美元。
總經因素	利率政策	信用利差
<p>美國通膨降溫、消費者信心溫和反彈 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月CPI年增率降至2.7%，低於市場預期的3.1%，住房通膨年增率由3.6%降至3.0%為主因，通膨風險趨緩，減輕市場對聯準會降息路徑的擔憂。 美國密西根大學消費者信心指數1月終值較前月的52.9上升至56.4，優於預期。 	<p>聯準會維持利率不變，日長債利率升 ●</p> <ul style="list-style-type: none"> 聯準會於1月的FOMC會議，保持按兵不動，利率期貨預測聯準會最快須等到6、7月才會重啟降息，市場關注川普提名的聯準會新任主席人選。 日銀也維持利率不變，但高市早苗解散國會改選，財政惡化疑慮放大日圓波動。 	<p>信用利差窄幅震盪，新興債衛星配置 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國企業債信仍佳，信用利差窄幅震盪整理，以帳上現金流較穩健的企業債為主，來降低風險。 新興國家與企業體質改善，美元強度減弱，有利於新興主權和企業債，可以高信評債為主進行鎖利，分散配置。

資料來源：Bloomberg

資金行情不減

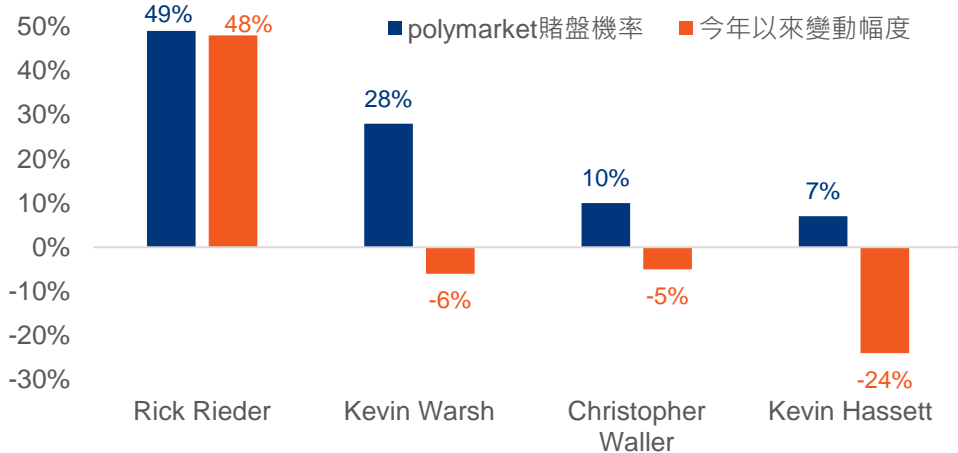


美國期中選舉政策



聯準會易主

川普會提名誰擔任聯準會主席？



股市多頭延續
資產震盪加劇

AI應用再升級

AI硬體再進化

未來交通與電動車

空間計算和機增實境(XR)

機器人與自動化

永續能源與綠色科技

運算核心從雲端轉向邊緣
直接帶動AI PC、手機與穿戴裝置需求

汽車進階移動的AI伺服器
核心概念為「軟體定義汽車(SDV)」

裝置走向更輕、更強
極輕量化AR眼鏡與Micro LED技術

進入「人形機器人」元年
應用場景擴及居家照護與工業自動化合作

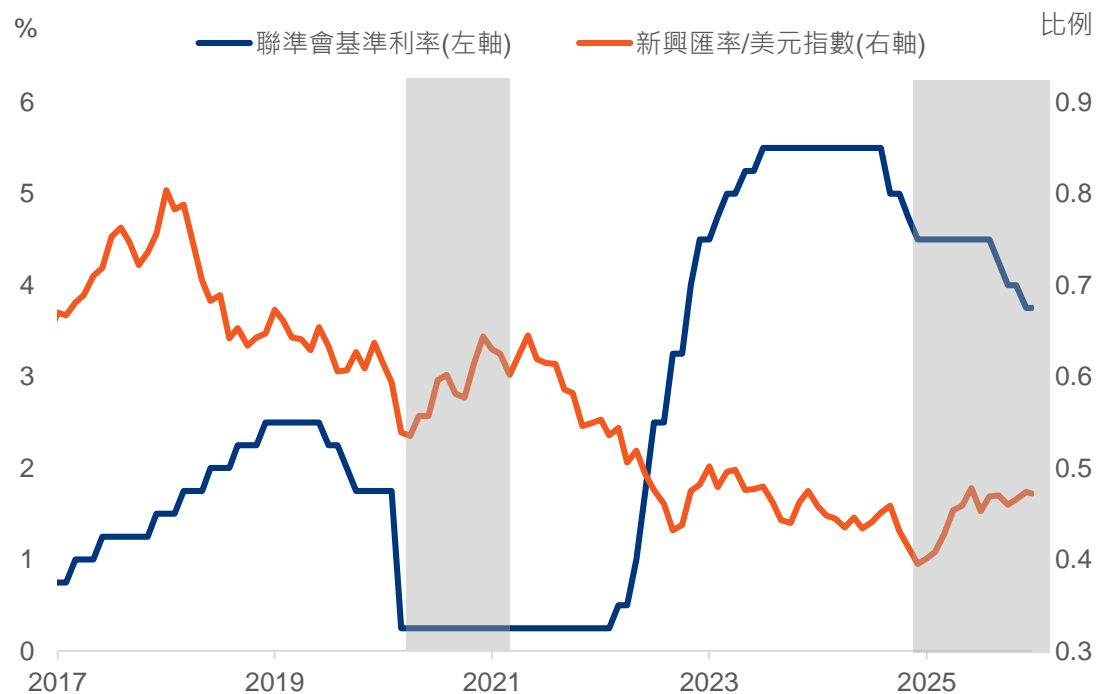
聚焦智慧電力管理
智慧電網、供電系統與低碳材料是關鍵

資料來源：Bloomberg、左下圖Polymarket，截至2026年1月26日，凱基證券整理

資金挪移：美國降息、資金流往新興，原物料亦受惠

美國降息後，資金流往新興國家使匯率升值

- ▶ 過去聯準會降息循環之後，資金回流非美市場與新興國家，激勵新興股、債皆漲，新興國家貨幣升值，預期2026年可望延續。
- ▶ 美元走弱主因通膨放緩、聯準會保持降息路徑。關稅引起的通膨為短期商品通膨，但服務性通膨主要受薪資和就業影響，在AI取代人力的趨勢環境下，服務性通膨下滑，帶動整體CPI偏下，侷限美元強度。

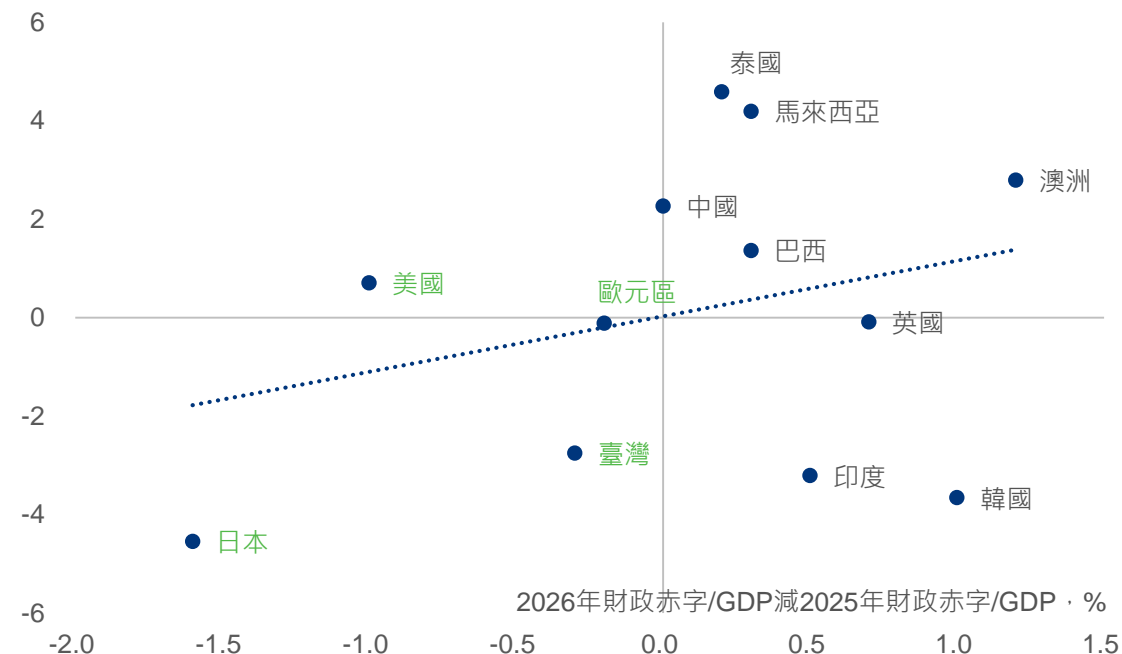


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

部分國家財政赤字惡化擔憂，近期取代利差影響匯率

- ▶ 過去長期聯準會政策利率，牽動美元強弱與各國間利差，造成國際資金流動與各國匯率強弱。但去年至今年，主要國家多以擴張財政支出，取代貨幣政策刺激經濟，財政赤字惡化擔憂，使投資人拋售長天期債券並讓資金外流。今年財政赤字佔GDP比率較去年擴大的國家，匯率明顯走弱。

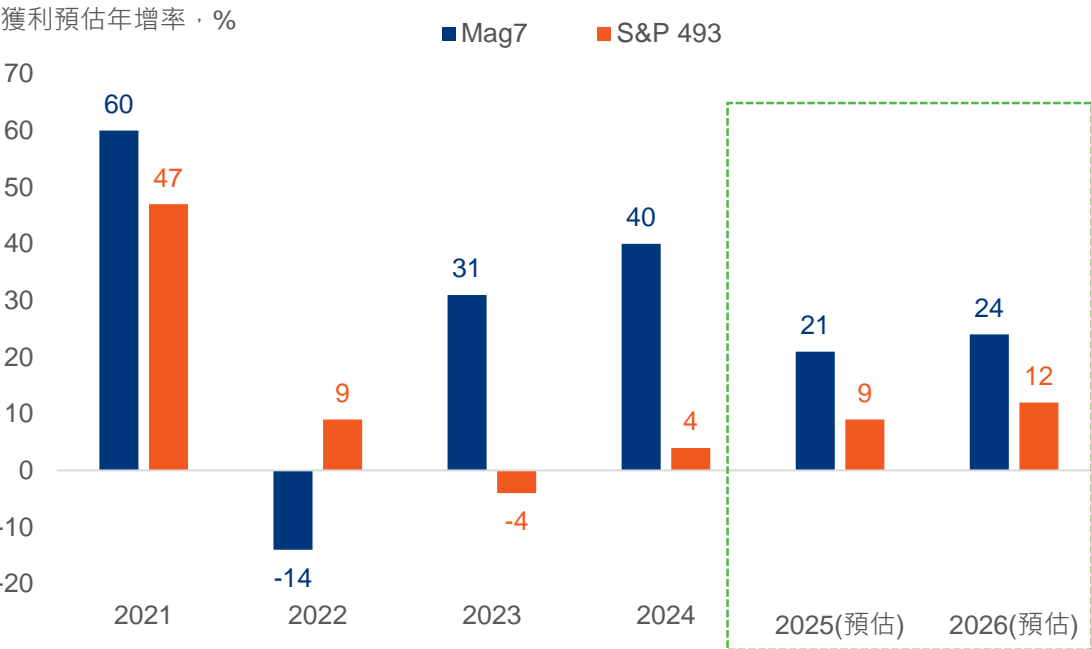
近3個月匯率升貶，%



聚焦獲利：AI產業熱度漫延，非AI或景氣循環有補漲空間

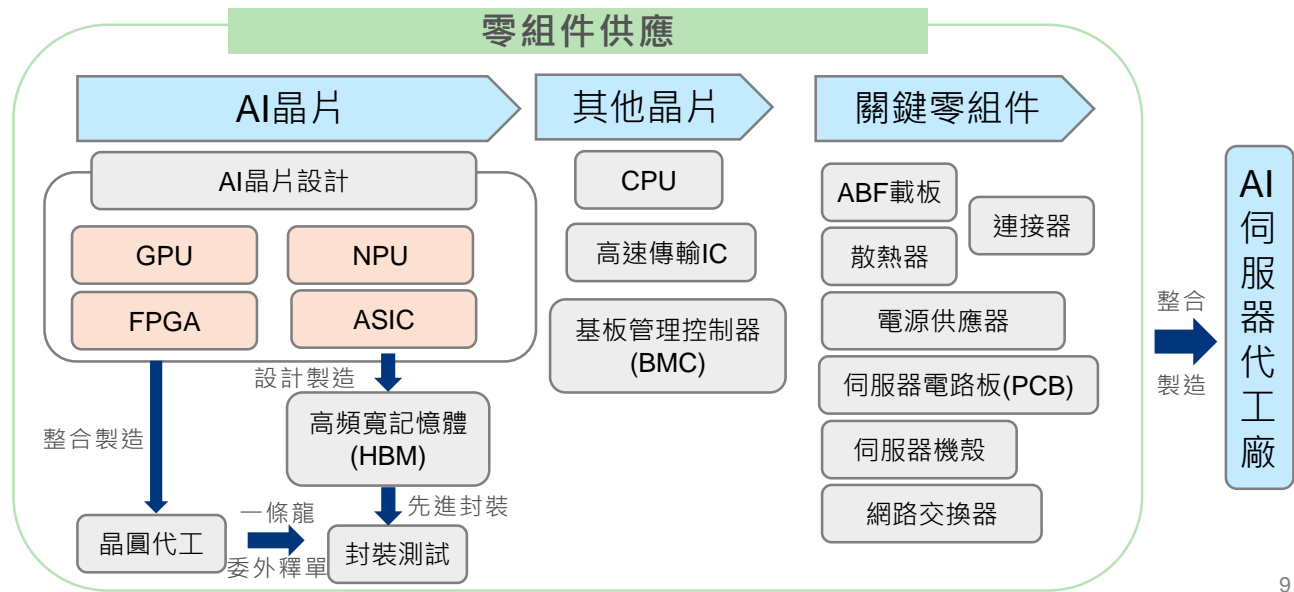
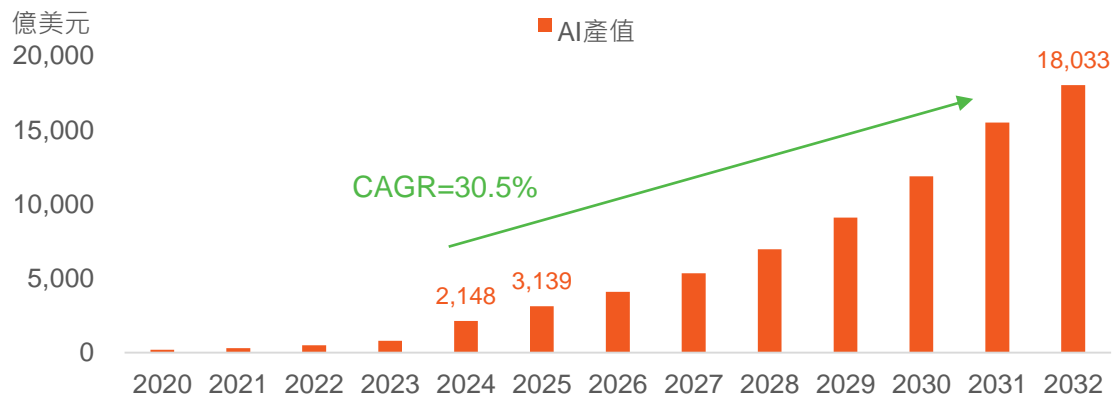
美股類股輪動，AI科技股續強，其他類股補漲

- ▶ AI半導體股財報與財測亮眼，顯示需求暢旺，預估美股企業獲利2026年持續成長，標普500指數每股盈餘預估亦被上調，預期Magnificent 7等大型科技股續強，帶動整體AI產值高速成長，需求擴散到相關零組件和非AI類股。
- ▶ 觀察美國經濟展現韌性，有利於S&P 500指數中，非M7的其他493家企業有機會落後補漲，尤其景氣循環股如工業、原物料等。



資料來源：左圖FactSet、J.P.Morgan，右圖Bloomberg、工研院產科國際所，凱基證券整理

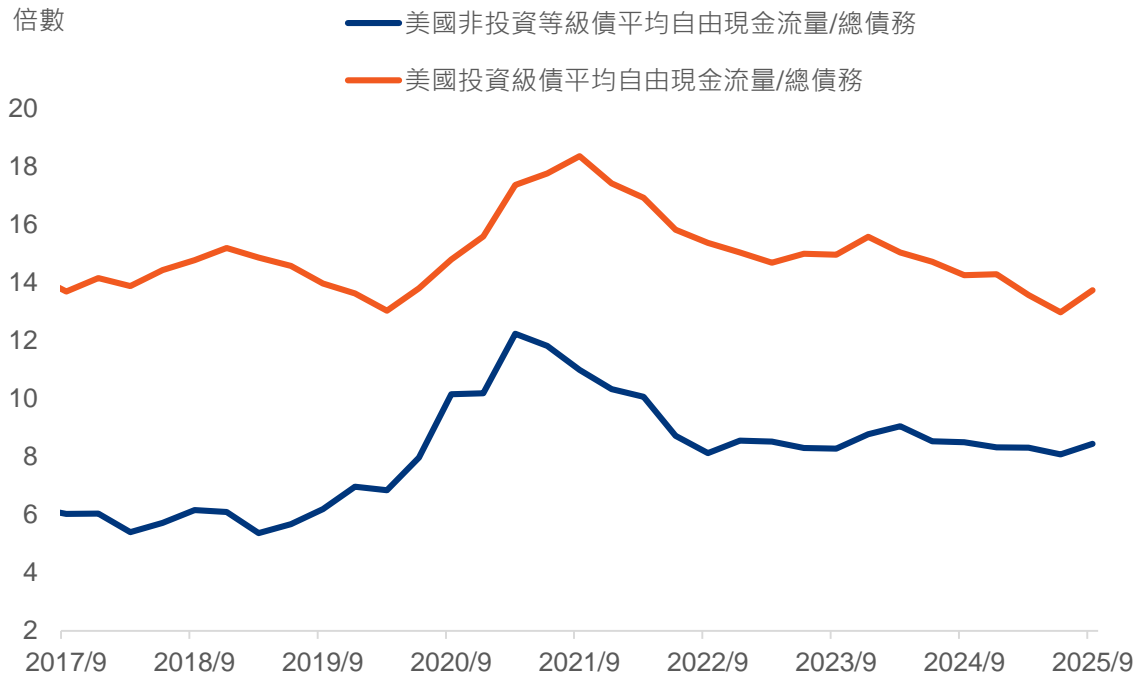
AI產業持續發光，漲價缺貨從AI漫延到非AI



加碼信用：企業財務穩健、新興債體質改善，配置鎖利好時機

美國高信評企業債務基本面穩健、現金流偏高

- 美國景氣溫和放緩且具韌性，經濟軟著陸預期下，勞動市場降溫使聯準會今年持續降息，有助於整體美國企業債表現。
- 觀察企業債務基本面良好，帳上現金流充沛，且遠優於非投資等級債，高信評的投資級債仍為固定收益首選，投資人應把握目前中天期債券利率仍高鎖利，可兼顧收益與利率風險管控。

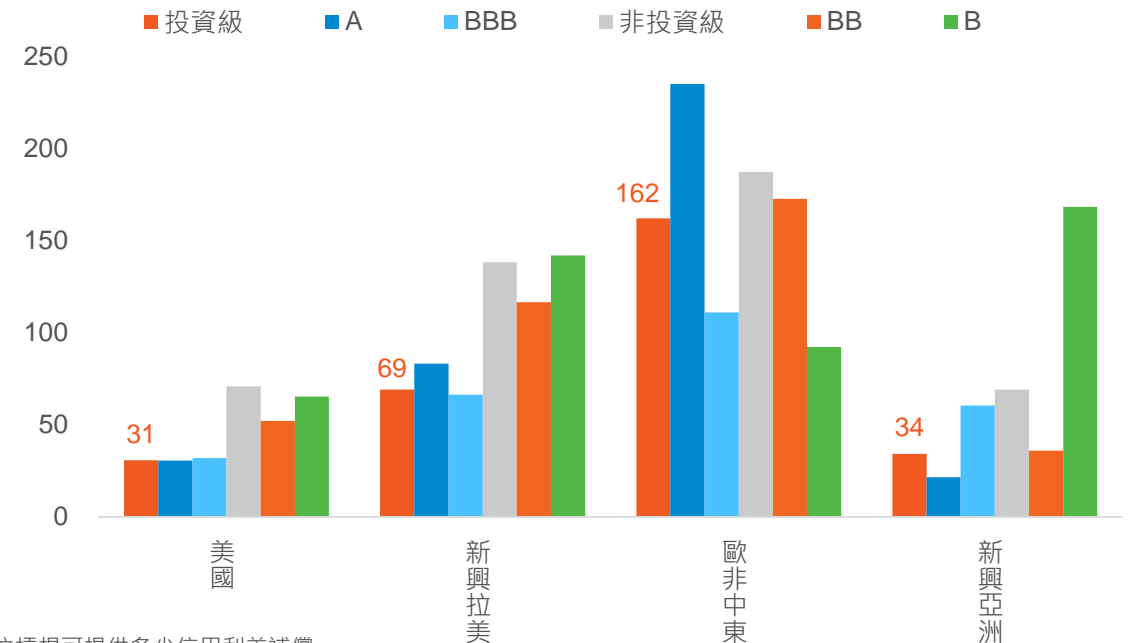


資料來源：Bloomberg，美國銀行，凱基證券整理，註：每單位財務槓桿利差指信用利差除以淨財務槓桿之比率，即每一單位槓桿可提供多少信用利差補償

新興債具投資吸引力，衛星配置可降低風險集中度

- 多數新興主權與企業信用利差仍收斂至歷史低點，主因新興國家與企業體質改善，企業獲利持續增長且更加注重去槓桿化。從每單位淨財務槓桿利差比率來看，不論是投資級或非投資級債，新興國家企業均高於美國企業且具相對投資吸引力。建議新興企業債首選投資等級，並透過分散配置，降低財政紀律擾動，避免過度集中單一國家風險。

每單位財務槓桿利差，bps/倍數

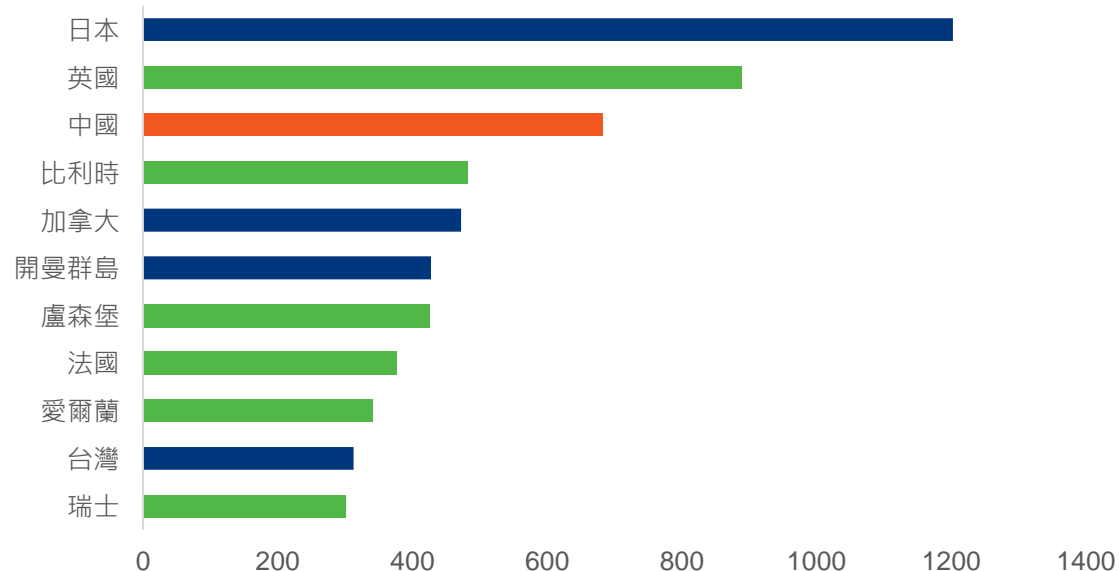


加碼信用：美日利率驟升，主權債震盪預估短期影響有限

歐洲持有美國公債部位佔比在可控範圍

- 歐洲各國擁有共計8兆美元的美國債券及股票，其中以英國規模最大，可留意後續動向。雖然丹麥退休基金宣布，考量財政疑慮將撤出美國公債，該基金持有美債部位約1億美元，資本武器化(weaponization of capital)將造成金融市場震盪。統計美國公債流通在外總量約38-39兆美元，若排除聯準會持有部位約至少30兆美元以上流通在外，短期影響仍屬有限，若已持有美公債投資人，無須過度恐慌。

主要國家持有美債規模(10億美元)

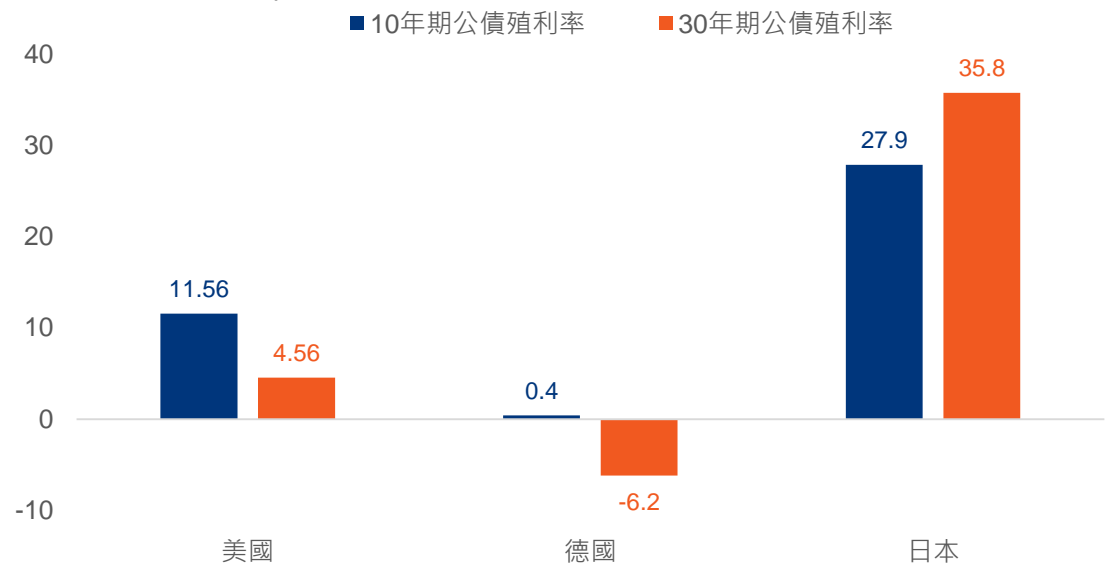


資料來源：Bloomberg，右圖截至2026/1/23，凱基證券整理

日本公債殖利率雖彈升，但財政紀律問題不大

- 日相高市早苗宣布解散眾議院、2月8日進行國會改選，選後執政聯盟席次將增加的預期，有助於高市推動財政擴張，引發日債賣壓。日本公債殖利率快速彈升，30年期公債利率升至3.69%，對日股評價產生負面影響，短期震盪加劇。
- 日本2026財年預算公債融資比重僅約24%，為歷年最低，近2年債務/GDP比重下滑，且日本公債超過五成由央行持有，政策利率僅0.75%使利息支出/GDP負擔較他國輕。日債殖利率上彈增強日本保險公司回歸購買日債誘因，預期公債利率狂飆屬短期現象。財政刺激中期為日股利多，日股逢回可分批漸布。

今年以來利率變動，bps



資產分散：格陵蘭之亂添地緣風險，貴金屬再度衝高

美國關稅不敵歐洲資本武器，TACO再起

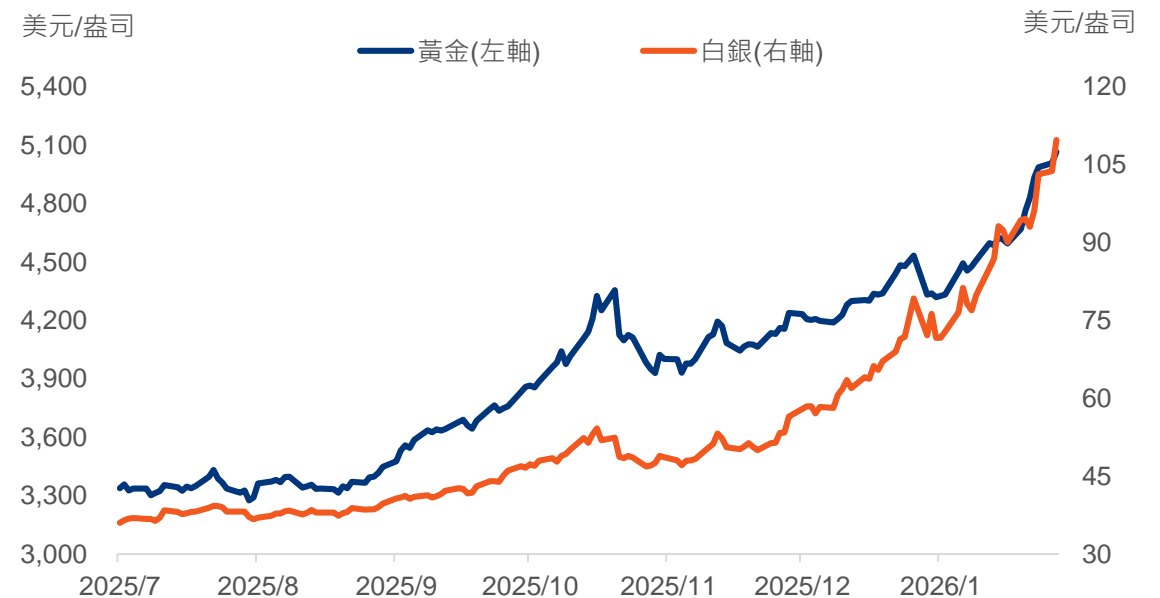
- ▶ 美國總統川普一度欲併吞稀土資源豐富的丹麥自治領土格陵蘭島，原宣布自2月起對丹麥、挪威、瑞典、法國、德國、英國、荷蘭和芬蘭加徵10%關稅，直到達成格陵蘭島收購協議為止；威脅若一直未能達成共識，自6月1日起歐元區關稅將提高至25%，造成金融市場震盪。
- ▶ 然，TACO情形再次出現，川普不久在論壇上表示，已與北約就格陵蘭問題達成框架協議，內容涉及當地的礦產開採權和金穹(Golden Dome)導彈防禦系統部署，排除動武可能。預期未來只要川普在任，不符常規的作風將持續對金融市場造成擾動。



資料來源：左圖天下雜誌、右圖Bloomberg，凱基證券整理

川普交易下，黃金創高、白銀齊揚

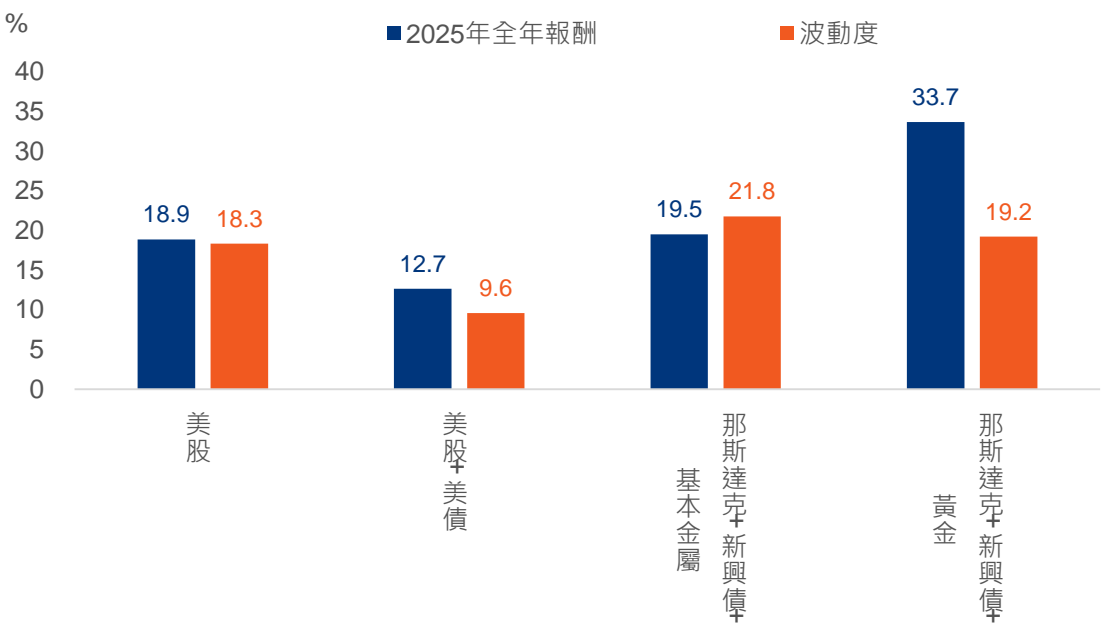
- ▶ 美國總統川普一度威脅將動用軍事力量接管格陵蘭，此外對伊朗、委內瑞拉等口頭干預或實際出兵，又以南韓未履行關稅協議，提高南韓對美出口關稅從15%增至25%，地緣政治風險升高，提振黃金避險需求。
- ▶ 美歐因格陵蘭爭端升溫、美方威脅對多國加徵關稅，日本公債動盪及美元走弱等多重事件疊加，推升黃金與白銀的避險需求，貴金屬同步再創歷史新高，黃金突破每盎司5,000美元。



資產分散：多元資產攻守兼備，具上漲動能與防禦效果

投資組合加入商品(不含油)和新興股、債，報酬更佳

- ▶ 聯準會進入降息循環，加上川普提高關稅，市場對成熟國家法幣價值存疑、資產去美元化，使黃金等貴金屬大漲，黃金替代貨幣功能取代過去公債的避險功能，成為投資組合上新增的防禦部位。
- ▶ 2025年金融市場全數資產表現亮眼，改變過去傳統的資產配置，投資組合包含股、債、黃金甚或其他另類資產如基本金屬，可提高投資組合總報酬率，若加入黃金，整體波動度甚至可以降低。



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

透過LEAD策略，分散風險並提升投組表現

- ▶ 金融市場風險偏好回溫、新興國家經濟體質改善，資金回流新興國家股、債市，使新興債在債市中表現突出；若在投資組合中納入新興股和債，利用多重資產配置方式，達到分散集中度風險的效果，可於資產輪動下提高總報酬。

資金挪移	美元短期有撐、今年偏貶，但幅度有限
Liquidity Shift	歐元震盪偏升、日圓短期震盪加劇
聚焦獲利	美股AI股、半導體股、價值股
Earnings Focused	歐股(銀行、國防軍工)、日股(銀行、半導體)
	新興亞洲(韓國、臺灣)
加碼信用	公債、投等債鎖利，產業以風險調整後利差較高的金融、公用事業、工業等為主
Adding Credit	增加非美貨幣債券分散風險，如歐元、澳幣計價的主權或投資級債券
	新興國家體質改善，可以高息新興債作衛星配置
資產分散	黃金
Diversified Asset	比特幣或以太幣
	私募資產(私募股權)

2026年2月
環球投資觀點



LEAD投資策略：多元資產配置並分散投資區域，波動來襲時報酬更穩健

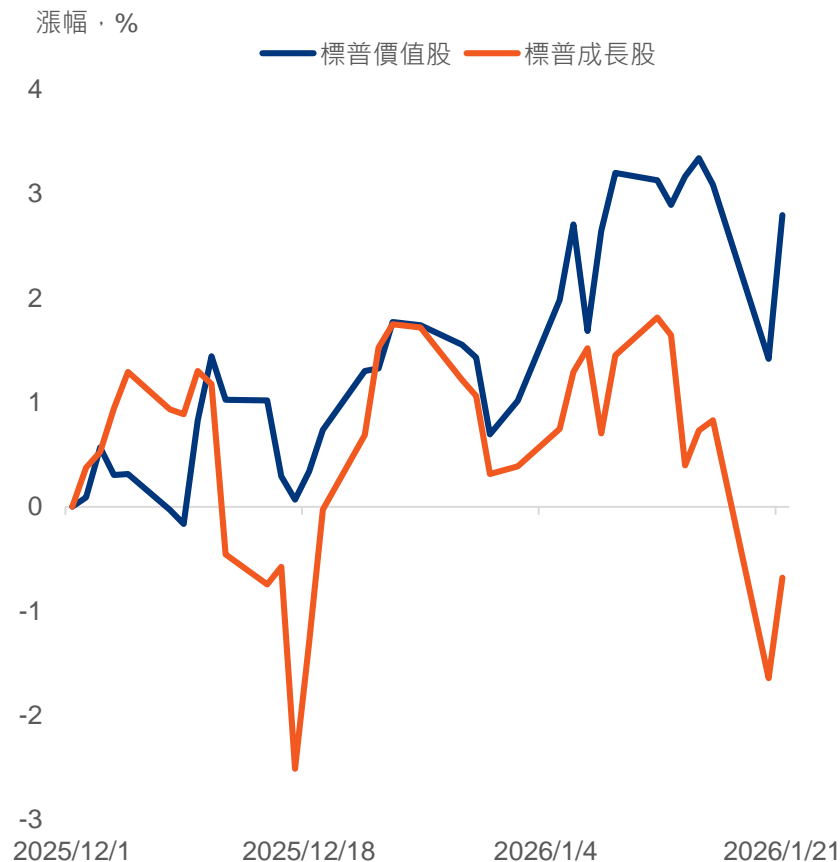
川普對委內瑞拉、伊朗，甚至歐洲的動作頻繁，金融市場震盪不減，避險需求激勵黃金再創新高。企業獲利仍佳，AI需求暢旺，但資金出現從高評價科技轉往價值股、小型股的輪動現象，使美股呈現高檔震盪。投資區域相對看好歐洲、日本與新興亞洲，採多元資產配置並分散區域，波動來襲時可降低整體投組集中度風險，讓報酬更穩健。

資產類別		減少	增加	展望說明
<div>債券</div> <div>中性偏多</div>	美國政府債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	美國就業存下行風險與地緣擾動升，預期公債殖利率短期存在下降機會，後續留意財政紀律對長期利率走升影響
	投資等級債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	投資級企業債信持穩，近月信用利差多收窄，以金融、公用事業、工業、能源與通訊等風險調整後利差較佳者
	非投資等級債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	非投資級企業降評數持續高於升評數，信評CCC級信用利差持續擴大，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
	新興市場債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	聯準會降息循環與美元貶值預期，帶動尋息資金流入新興市場，可布局新興市場債作為衛星資產配置
<div>股票</div> <div>中性偏多</div>	美國股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	當前AI題材股評價多位於相對高檔水準，令資金出現由成長股輪動到價值股的現象，大盤轉趨震盪，中性看待
	歐洲股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	德國擴大財政支出，加上今年多數國家亦有完成歐洲復甦基金支出的壓力，可望帶動歐洲經濟與歐股，展望偏多
	日本股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	日本提前大選有利為執政聯盟推動財政擴張政策掃清障礙，並提振日股獲利成長預估，偏多看待
	新興亞洲	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	記憶體供不應求趨勢短期未見緩解跡象，有助韓國股市大幅上修獲利，並帶動整體新亞表現，展望轉向偏多
<div>美元</div> <div>中性</div>	美元	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	歐元區降息有限但美國第一季降息同樣受限，加上日圓偏弱整理，料美元短期雖獲支撐，仍於百元關卡附近震盪
	日圓	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	高市早苗解散國會提前大選，政局穩固有利推動擴張財政政策，日圓偏弱但美日政府外匯干預，再貶值空間有限
<div>黃金/另類資產</div> <div>偏多</div>	黃金	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	川普對他國諸多干預，地緣政治風險升溫，避險需求使金價長線有上漲空間，惟短期急漲波動加大逢回分批布局
	另類資產	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	川普政策多變使金融市場波動度上升，適時於投組中加入另類資產，降低整體投資組合關聯性，總報酬可較平穩

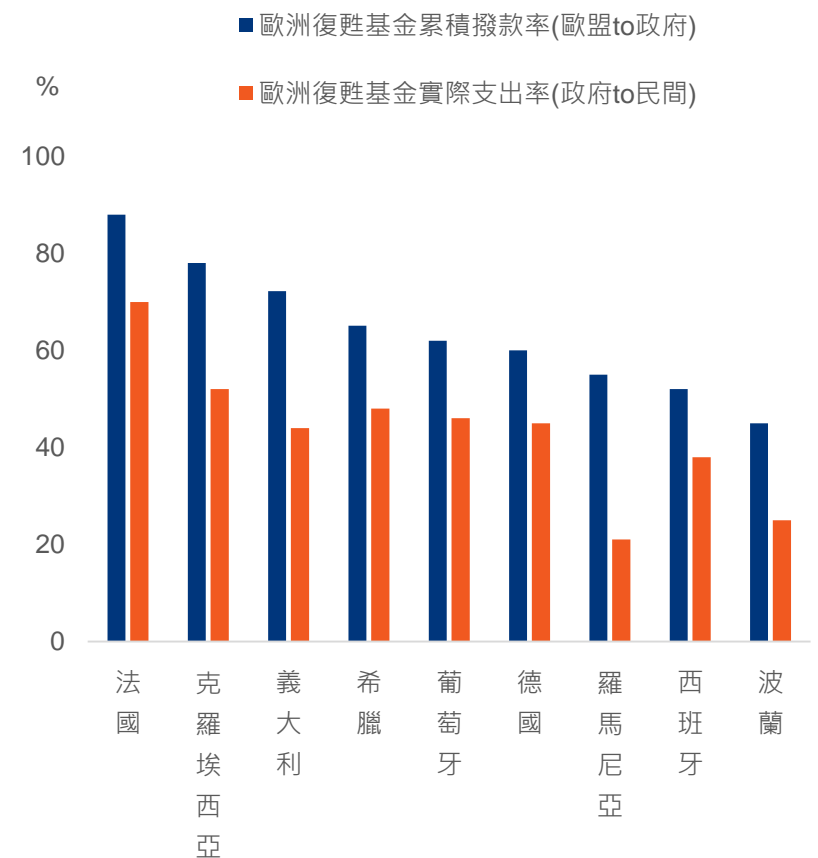
股市展望 – 美股走勢轉趨輪動，留意歐洲復甦基金刺激效果

- 觀察美股近期走勢，因市場集中度提升，加上AI題材股評價亦多位於相對高檔水準，同步推高市場對獲利優於預期的正向反應門檻，造成短線美股缺乏再明顯上攻動能，而轉趨類股輪動。所幸，隨著資金由成長股輪動到價值股的現象逐步發酵，在當前AI題材類股稍作休息階段，撐住了美股大盤維持高檔震盪的表現。
- 歐洲進入財政刺激高峰年，除了擁有財政擴張題材的德國之外，2026年亦為歐洲復甦基金的最終執行年。德國2026年預算案已正式通過，財政預算金額較過去顯著增加，重點聚焦於國防和基建，基建投資則主要包含醫療建設和AI相關投資。另於歐洲復甦基金方面，歐盟今年將完成所有撥款，但多數國家實際支出比率偏低，在今年須完成支出的前提下，料將帶給歐洲經濟與歐股，一定程度的刺激效果。

近期美股出現從成長股向價值股輪動現象



歐洲復甦基金已撥款和實際落地仍有差距

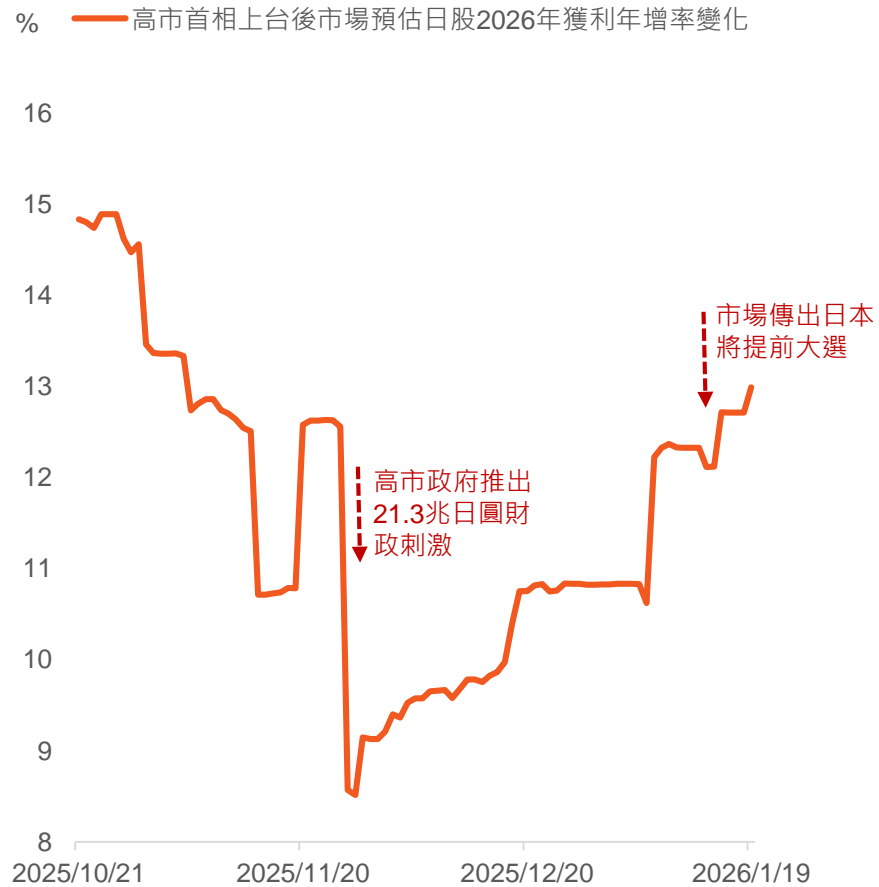


資料來源：Bloomberg，資料截至2026年1月21日

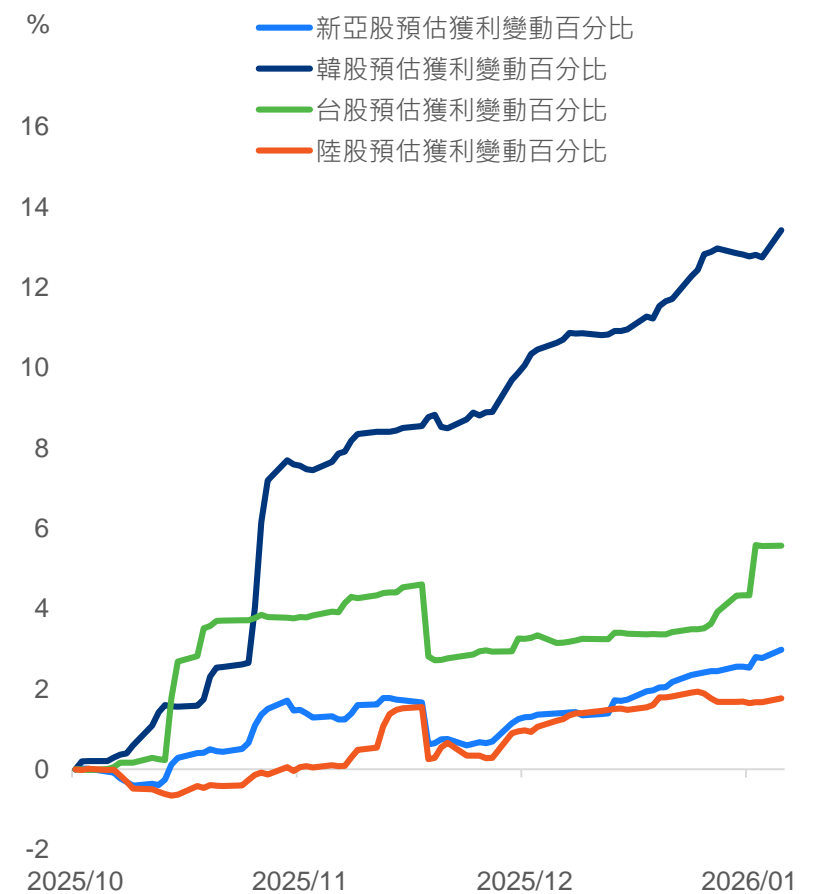
股市展望 – 提前大選穩固日本財政刺激前景，韓股獲利推升新亞

- 日本首相高市早苗於1月19日宣布將在1月23日解散國會，並將於2月8日舉辦眾議員選舉投票，期望能透過內閣高支持率，擺脫目前執政聯盟僅微幅過半的狀態，擴大自民黨與維新會席次，以利其推動財政擴張政策。儘管高市上台初期與中國的爭端，引發中國先後推出對日經濟相關禁令，一度顯著打壓市場對2026年日股獲利成長預期。然，隨財政刺激政策的推出，加上提前大選有望擴大自民黨席次，日股獲利成長預估已自先前低點反轉回升。
- 新興亞洲股市近期由韓、臺股市領軍上漲，主要反映資金對於AI產業需求，從伺服器晶片擴散至記憶體。在產能移轉速度追不上需求爆發的幅度下，供不應求的局面暫時未有緩解跡象，進而帶動韓股獲利持續大幅上修，本益比因此不增反減，料新亞股市受韓股帶動的走勢，短期有望延續。

提前大選有助推動財政刺激提振日股獲利



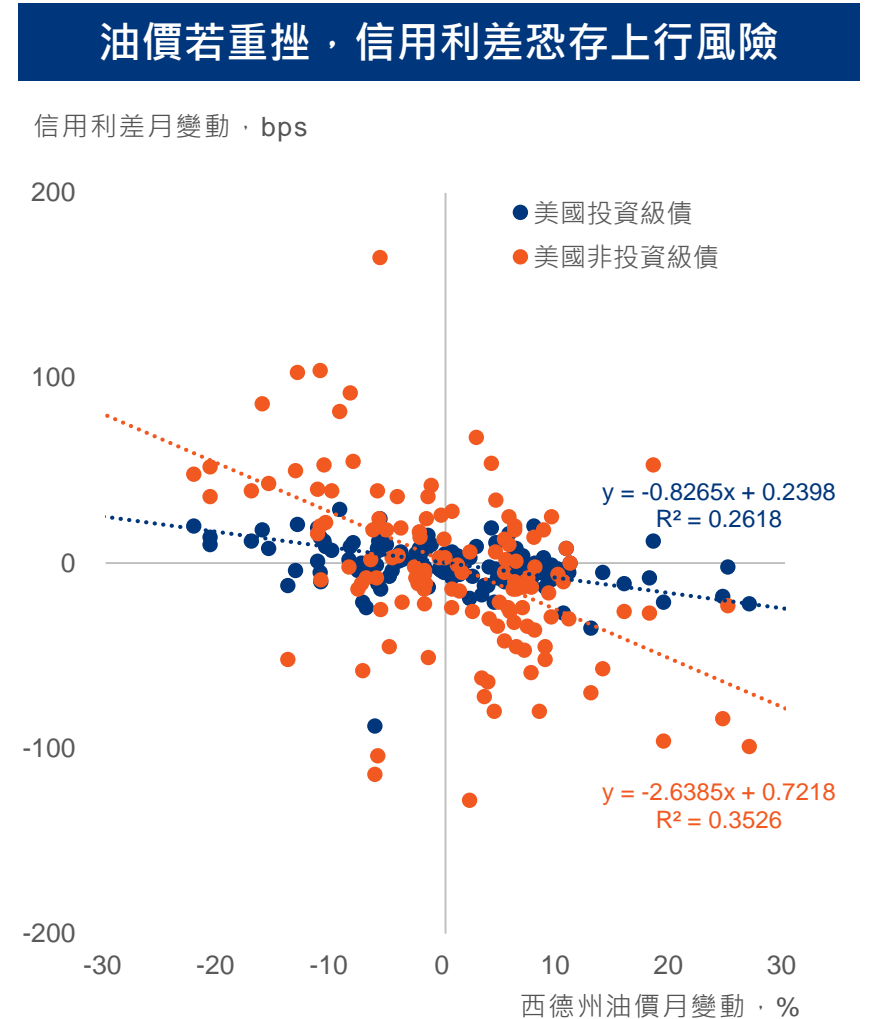
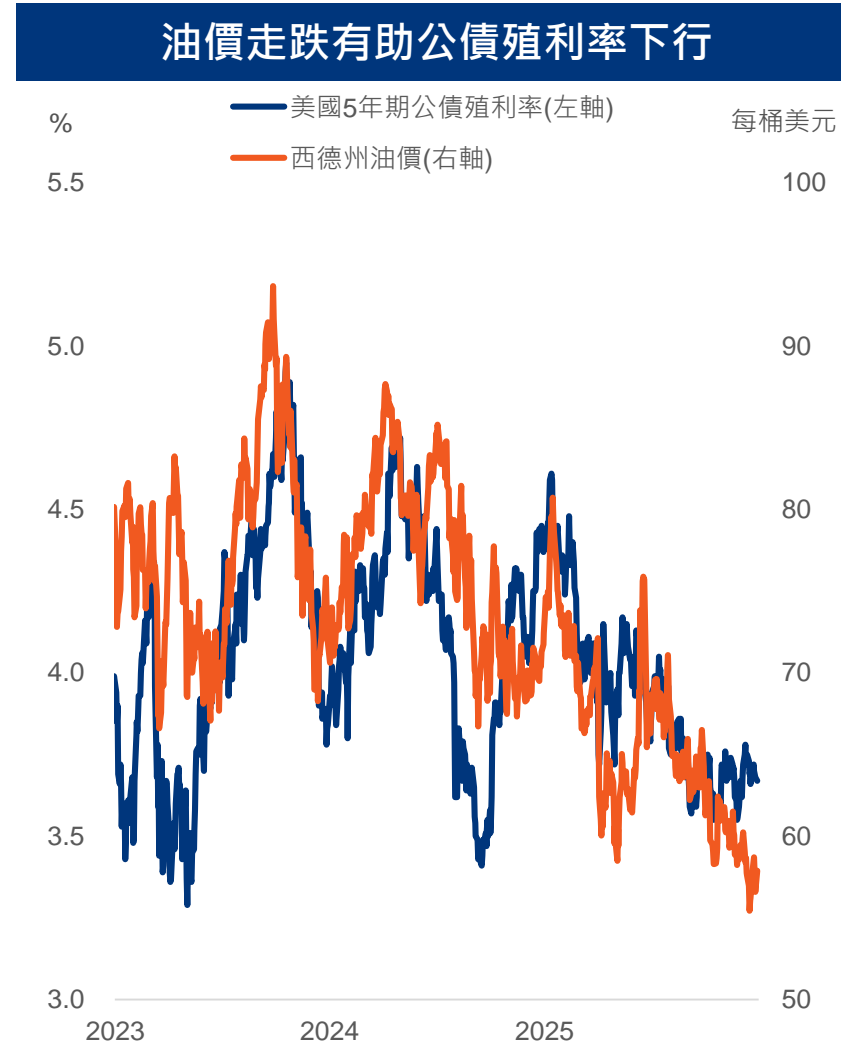
韓國股市獲利強勁動能帶動新亞



資料來源：Bloomberg，資料截至2026年1月21日

債市展望 – 油價若朝下發展，有助公債殖利率走低

- ▶ 2026開年地緣政局擾動再起，美國突襲委內瑞拉，川普對格陵蘭島與伊朗進行口頭干預，區域緊張局勢升溫，推升短線油價上漲，考量過往地緣衝突增加時期，美國公債殖利率多反應油價上行帶來的通膨預期，造成油價與利率走勢多同向，預估長線油價終將回歸供過於求基本面，預期公債殖利率短期存在下降機會，後續留意財政紀律對長期利率走升影響。
- ▶ 過往油價重挫時，多反映全球經濟衰退風險，並造成信用利差不降反升，考量當前油價有下行可能性，預期信用利差存在進一步擴大風險，投資人宜以高信評債種，如公債與投資級債為首選，降低信用利差擴大對債券價格的負面影響。
- ▶ 市場傳出聯準會主席人選由貝萊德固定收益投資長里德(Rick Rieder)出線，後續關注新任主席人事及關稅判決對財政潛在影響。

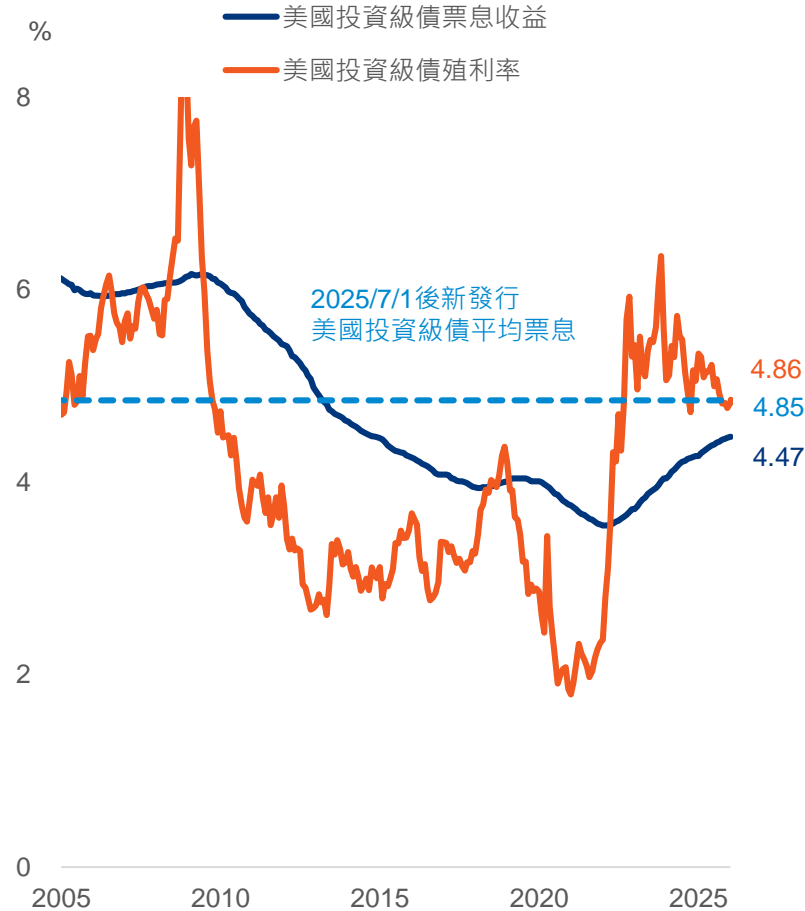


資料來源：Bloomberg

債市展望 – 好債鎖利要趁早，避低信評降風險

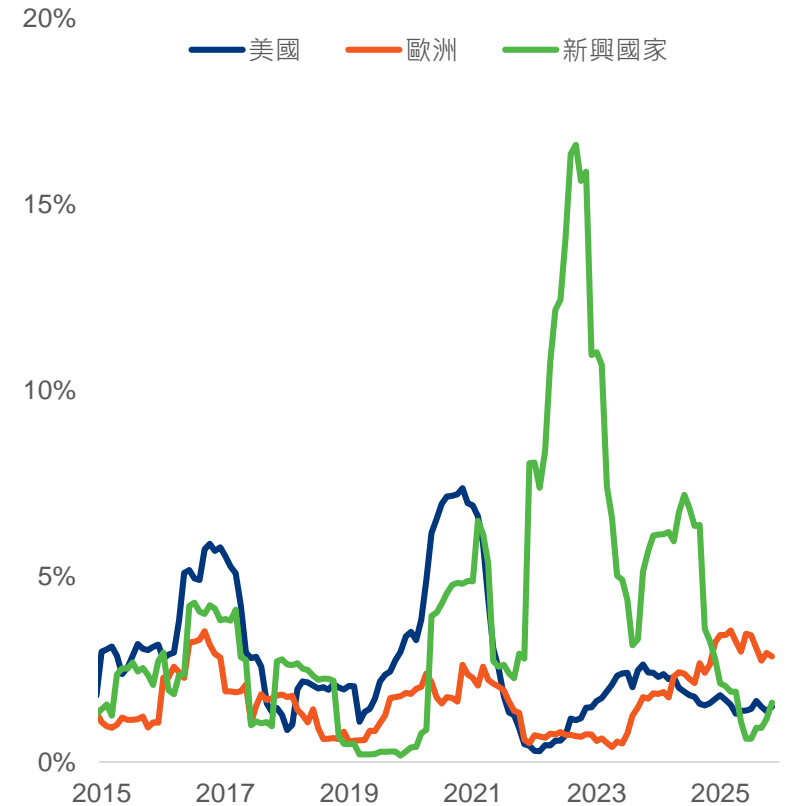
- ▶ 儘管2025年下半年至今，多數企業持續發債，然市場充裕的流動性與美國總統川普表示，將動用二房(房利美與房地美)的2,000億美元資金購買房貸抵押債券，除了為壓低房貸利率外，類QE的預期效果影響，造成近期企業大額發債皆能被市場尋息需求資金有效吸收，檢視近半年美國投資級企業發債票面利率仍為近10年高位，投資人可把握難得債券高票息收益，創造穩定現金流。
- ▶ 檢視2025年至今企業違約，多屬個別事件影響，其中去年下半年新興國家違約率緩步走升，僅新興亞洲企業下行，機構法人預估2026年發行人違約率將升至2.7%。考量中國、泰國、匈牙利、墨西哥、哥倫比亞和巴拿馬主權信評均存在負面展望，新興債宜採衛星資產配置並避開前述國家與低信評的非投資等級債，降低信評調降之風險。

美國投資級債平均新發行票息仍處相對高位



成熟國家企業違約率持穩，新興國家則緩升

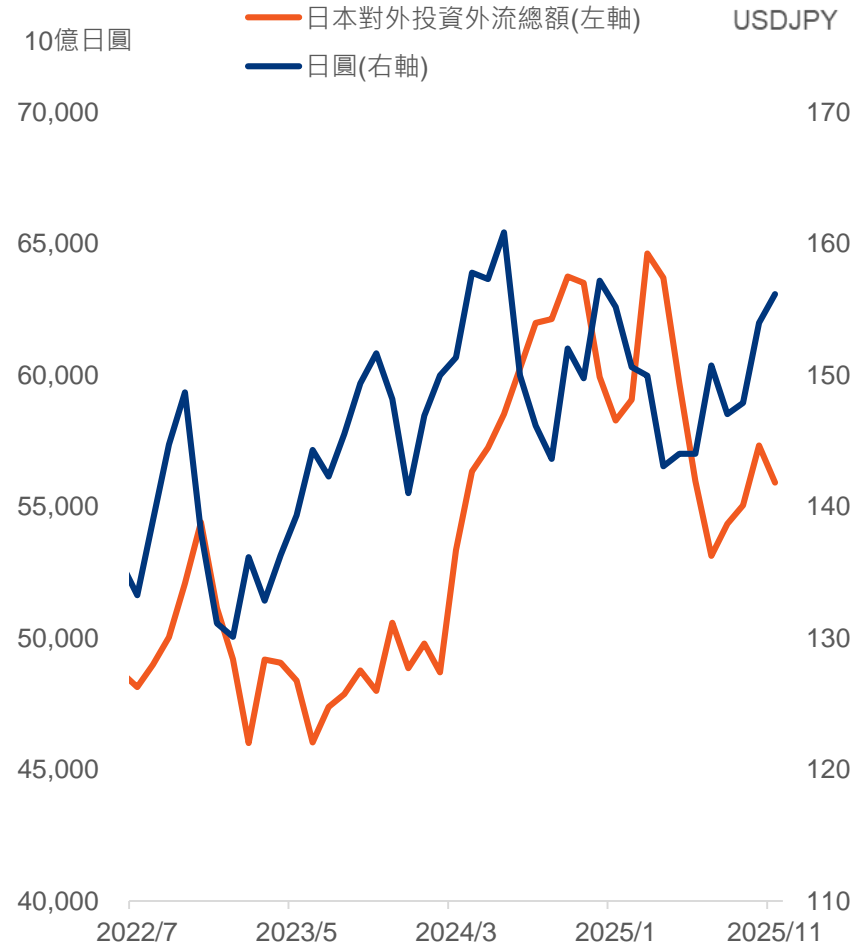
非投資級債企業違約率



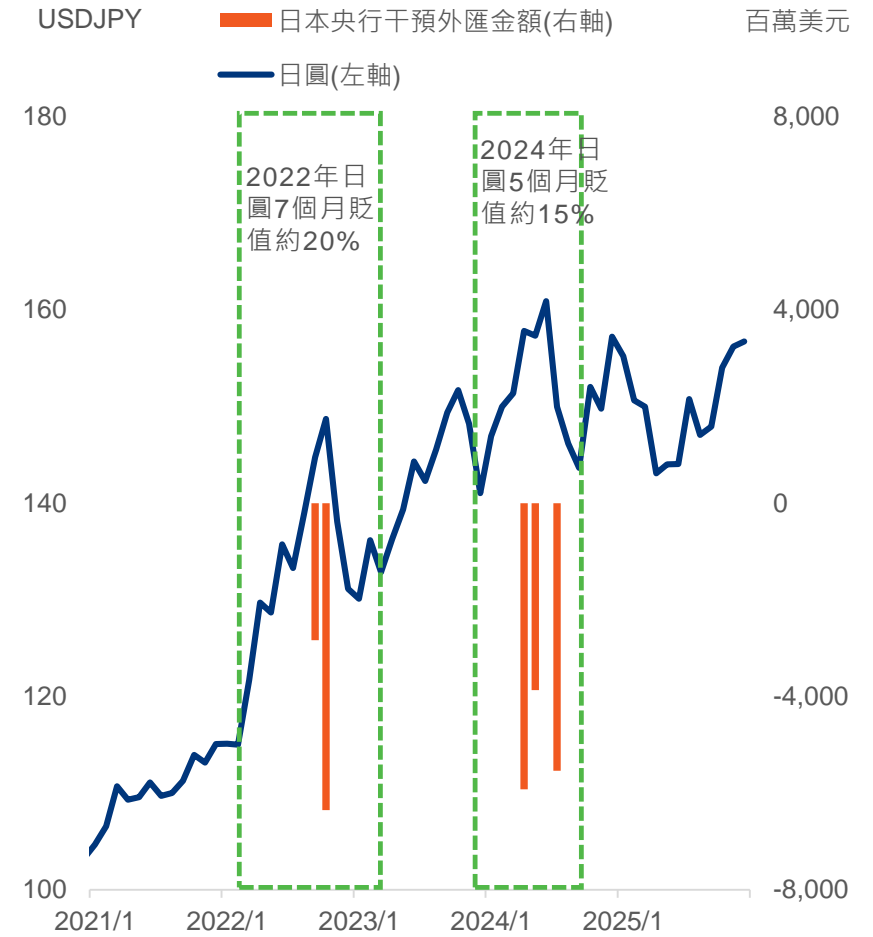
匯市展望 – 日本財政與債務擔憂，讓日圓短期偏弱

- 去年日銀開始升息，美日利差收窄，但日圓不升反貶，顯示利率與匯率的相關程度降低。主因高市早苗去年10月勝選自民黨總裁至今，日債殖利率攀升、日圓貶值，日本持有日債資金減少並對外匯出增加，反應在日本國內對外投資總額上升，日本國內機構法人大舉加碼海外債券所致。高市早苗解散國會改選，或有利未來推行擴張性財政政策與寬鬆貨幣路線，市場對日本財政與債務擔憂，加重日圓貶勢。
- 高市早苗過往曾批評日銀升息政策，立場可能偏好寬鬆貨幣，然而偏弱日圓將使日本通膨惡化，添加來自美方的政治壓力，不為政府所樂見。過去2022與2024年日圓大幅度貶值，都迫得政府出手干預阻貶。美國與日本近期聯合干預，顯示日圓匯價160附近為央行底線，預期日圓再度大貶空間有限，近日已見止貶回升。

日本對外直接投資增加，也促使日圓貶值



日銀或於160-165日圓時進行干預阻貶

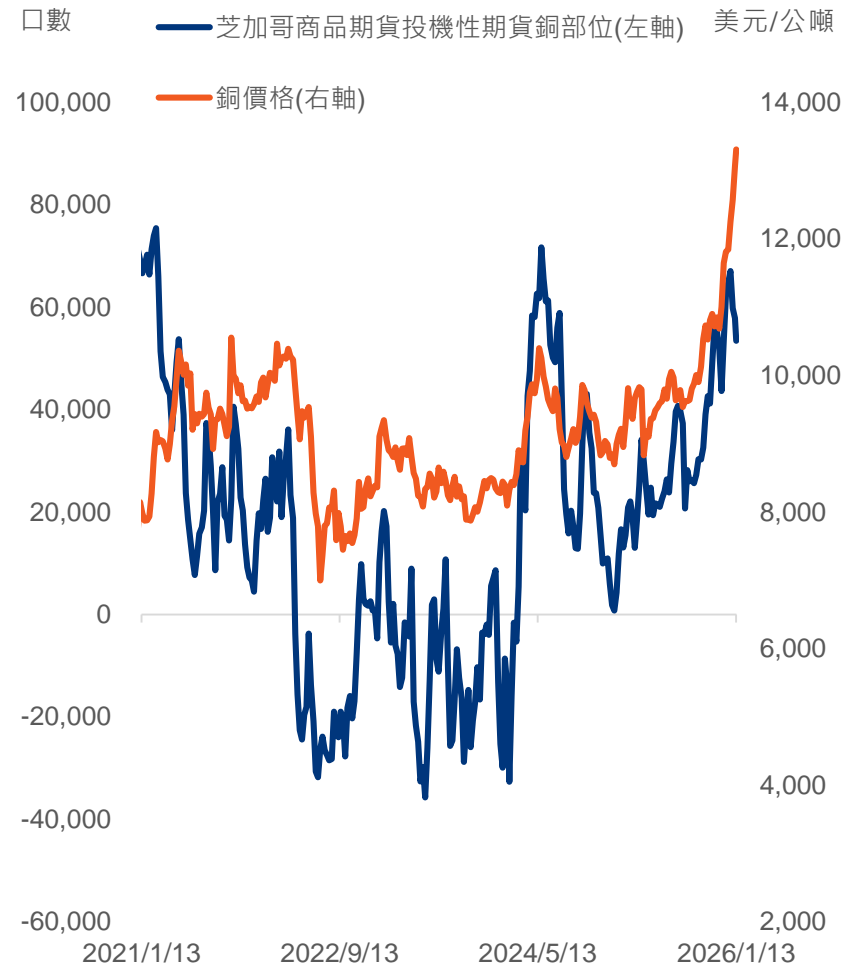


資料來源：Bloomberg

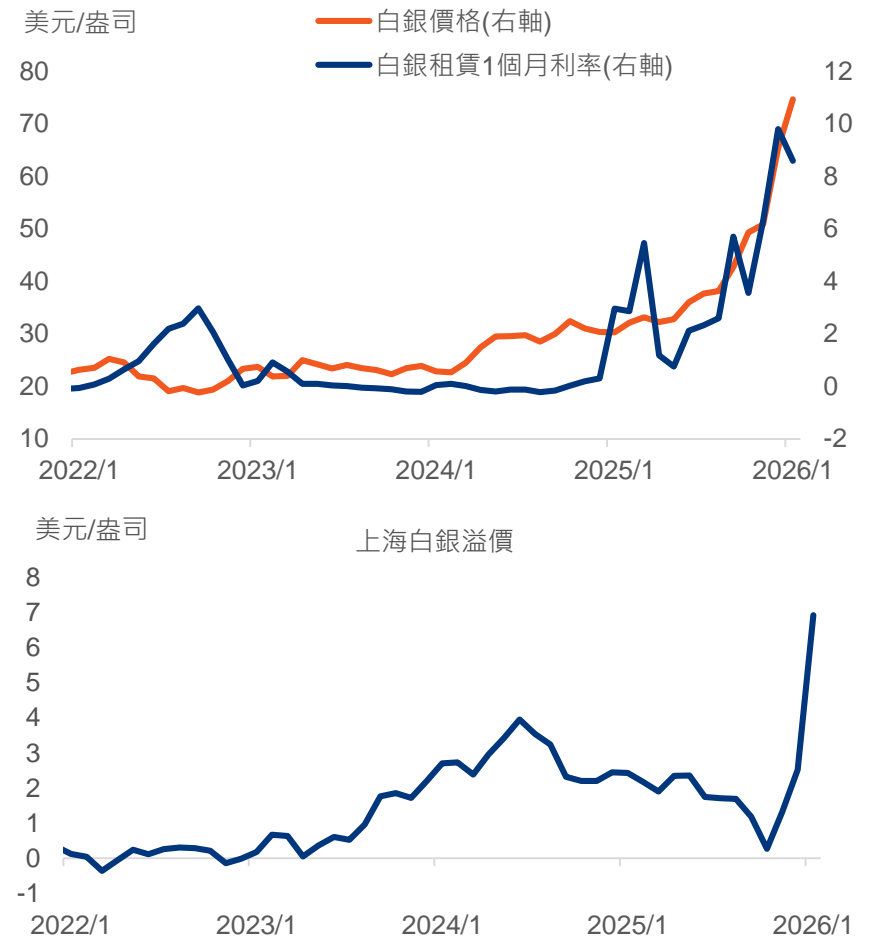
商品展望 – 銅價高檔震盪，白銀供需失衡短期續漲

- ▶ 受電動車和電力基礎設備等需求增加，標普預估全球銅礦需求至2040年成長50%，但供給受限於礦產品質下滑，精煉產能高度集中於中國，供需失衡狀況日益嚴峻。川普去年推出關鍵礦產行政命令後，銅礦從工業金屬轉變為科技與國安重要戰略物資，供需失衡狀況加劇。考量目前銅價漲多，投機性期貨淨多單部位減少，留意短線獲利了結賣壓出現，預期呈高檔震盪。
- ▶ 白銀供給具高度僵固性，全球產能無法迅速擴增，結構性短缺與庫存見底已久。中國實施出口許可制，將白銀武器化，地緣政治、工業甚至投資需求，推動白銀價上漲創高。白銀1個月租賃利率上揚，上海的白銀溢價情形嚴重，短期漲勢延續。惟留意銀價波動較大，投資人應評估風險承受度、審慎操作。

銅價高檔震盪，短線漲多波動加大



白銀供需失衡狀況短期延續

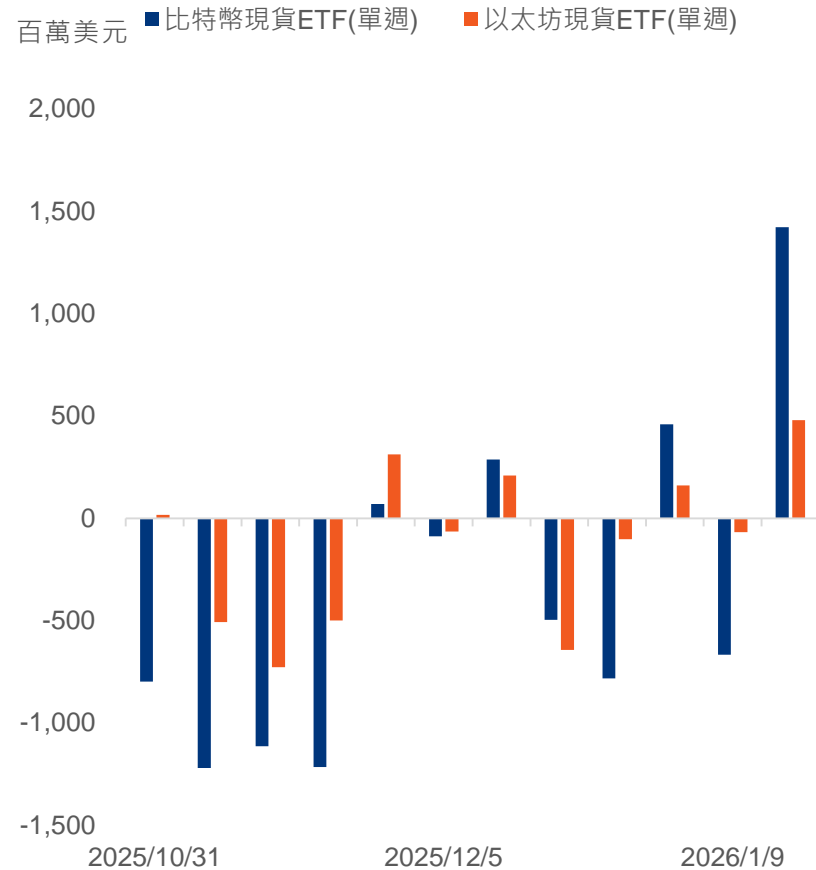


資料來源：Bloomberg

虛擬資產展望 – 參議院提出Clarity草案，現貨ETF湧入資金

- ▶ 2025年底市場交投清淡，虛擬資產現貨ETF第四季偏流出的狀況改善，1月初虛擬資產市場現貨ETF重新錄得較明顯淨流入。主要為美國參議院銀行委員會原定2026年1月15日對數位資產市場法案(Clarity Act)進行逐條審議，市場原看好美國可建立起清晰的監管架構，明確管理主體與整合穩定幣框架，比特幣與以太坊現貨ETF單週出現近三個月以來最大淨流入。虛擬資產價格也一度反映其利多，比特幣突破9.7萬美元關卡、以太幣也突破3,300美元。
- ▶ 然而，參議院修訂版新增代幣化禁令與穩定幣獎勵等方案，導致加密貨幣交易所Coinbase退出，法案延宕使得加密貨幣快速回跌。後續需觀察白宮、銀行團體與加密貨幣產業討論進度，機構法人對合規為第一訴求，當管轄權明確，預期虛擬資產市場將吸引新一波資金流入。

虛擬資產現貨ETF重新出現大額淨流入



川普政策續影響風險氣氛，虛擬資產承壓



資料來源：Bloomberg

2

專題

美元穩定幣

臺灣央行數位貨幣

新臺幣穩定幣

美元穩定幣結合虛擬貨幣特性，提供新的支付系統

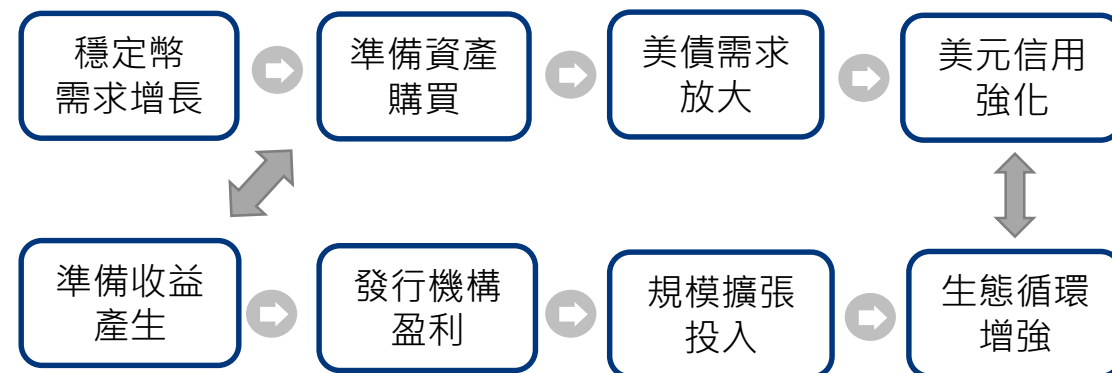
- 穩定幣是一種加密貨幣，需有穩定資產(如法定貨幣美元或實體資產美債、商品等)作為擔保，以提供相較於傳統虛擬貨幣(如比特幣)，更穩定與低成本的交易媒介。同時保有虛擬幣可實現即時結算、迅速到帳與更低廉手續費的特性。
- 目前穩定幣的準備資產多為美元和美債，美元以穩定幣形式流入市場，市場增加對穩定幣的持有，會以增加美國公債作為準備配置，形成需求循環，可有效抵消部分全球去美元化的趨勢，因此川普在2025年7月通過天才法案(GENIUS Act，指導並建立美國穩定幣國家創新法案)，讓美元透過穩定幣再次實現貨幣霸權延伸，也增添短期美國國庫券的需求，緩解美國財政部融資壓力。

美元穩定幣(Stablecoin)架構



發行商每發行1單位穩定幣，就需要有相對的準備資產(通常為美元或美債)作因應，以確保用戶可隨時兌回

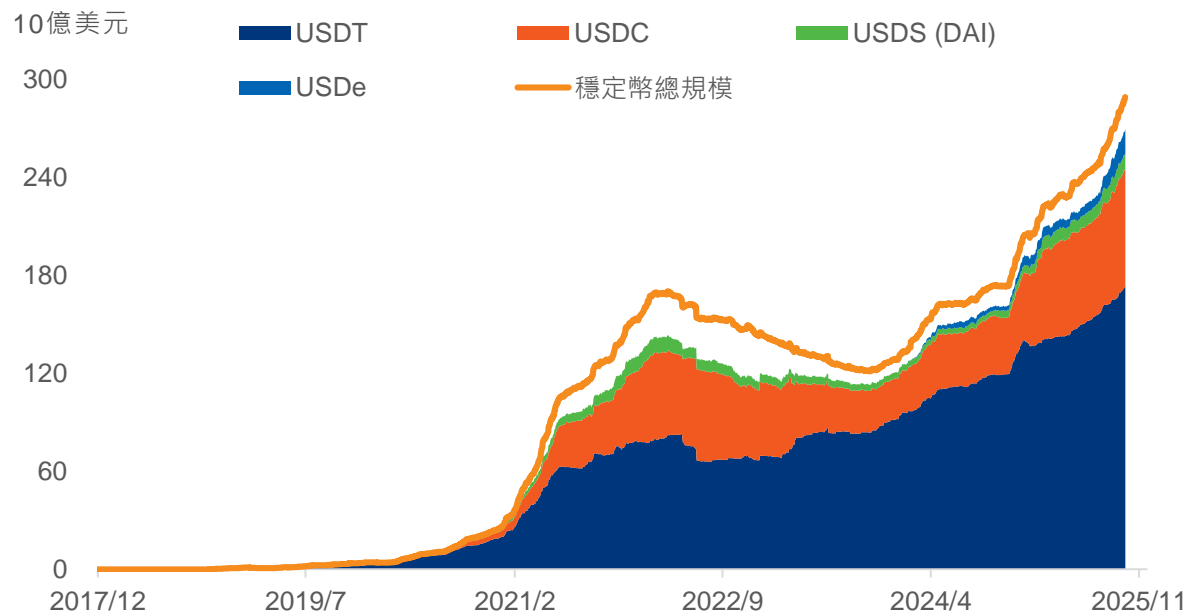
美元穩定幣循環機制



美元穩定幣提供美債需求與美元流通力

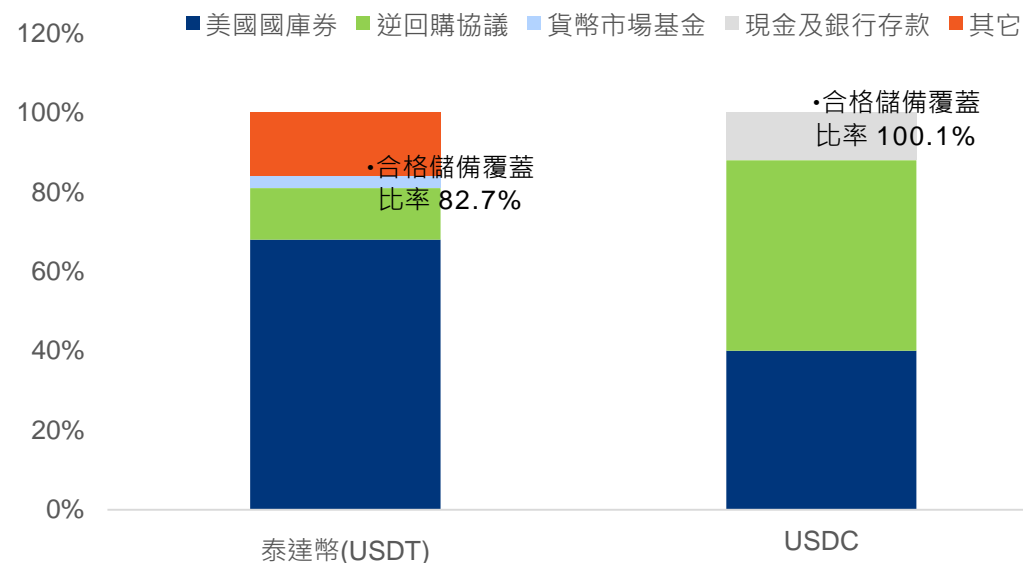
- 現階段國際主流穩定幣以美元穩定幣為大宗，多以國家貨幣作為主要儲備擔保，包括：USDT、USDC形成穩定幣市場的兩大壟斷局面。截至2025年10月，USDT(泰達幣)市值逾1,840億美元，市佔約60%屬於市場龍頭，USDC目前流通市值約760億美元，市佔率約25%，為全球第二大美元穩定幣，兩者合計佔全球美元穩定幣市場約90%。美元穩定幣應用與市值正快速成長，美國財政部評估2028年將有2兆美元資金。
- 2026年全球大型銀行正積極布局穩定幣，由銀行主導的法幣掛鉤穩定幣成為主流，美國以美銀、摩根大通、花旗、富國銀行等為首，聯合推出數位穩定幣用於跨境結算；歐洲則有ING、荷蘭銀行等多家銀行聯手，預計於2026下半年發行歐元穩定幣，臺灣也再著手規劃。

穩定幣規模自美國天才法案通過後快速上漲



主要穩定幣皆符合法規達成高儲備覆蓋比例

Tether、Circle儲備結構與合格儲備覆蓋比例



資料來源：左圖RWA.xyz，截至2025年11月18日，右圖Tether、Circle，截至2025年6月凱基證券整理

穩定幣正蓬勃發展，優點和風險皆存

- ▶ 穩定幣作為虛擬資產交易媒介，是連接實體與虛擬世界的橋梁，主要功能為滿足加密貨幣與數位經濟中的轉帳、支付需求等功能，持有者與應用場景多元且全面。多數持有者更注重穩定幣的快速轉移與日益擴大的市場接受度，而非從穩定幣中獲取報酬，其性質更接近銀行的活期存款，美國天才法案中明定禁止穩定幣發行商發放利息，因此目前僅適合作為交易媒介和支付工具，不適合作為投資工具。
- ▶ 穩定幣是美元流通性擴張與計價使用，而非美國財政收支失衡的解決辦法，民眾是否願意發行或是持有美元穩定幣，仍取決於對於美元的信任。近年來美國聯邦債務迅速攀升，過去3年美國財政赤字平均以1.63兆美元速度增長，2025年美國公共債務餘額已超過37兆美元，且預計將持續攀高，因此即使美國財政部評估2028年將有2兆美元資金，透過穩定幣體系購買美債，美元穩定幣的民眾接受度仍取決於對於美元美債的信任。

美國天才法案主要內容

1	穩定幣發行公司須有政府認證
2	穩定幣發行公司須有1:1符合規定的儲備擔保
3	穩定幣發行公司須每月公開帳目
4	穩定幣持有者，具有發行公司優先求償權力
5	市值超過500億的大型美元穩定幣發行商，須接受政府監管
6	發行之穩定幣，僅做交易使用不能支付持有者利息

穩定幣有哪些優點和風險

	穩定幣發行商和持有者優點	穩定幣可能風險
發行商	發行人可運用持有的美元準備資產，獲取穩定收益，卻無需支付穩定幣持有人利息	主權風險
持有人	1. 使用者無須透過傳統法幣結算管道，監管約束力降低， 2. 同時能享有區塊鏈技術帶來的便利與高效率，進一步提升支付與交易的速度和低廉成本	監管風險 洗錢工具 技術風險

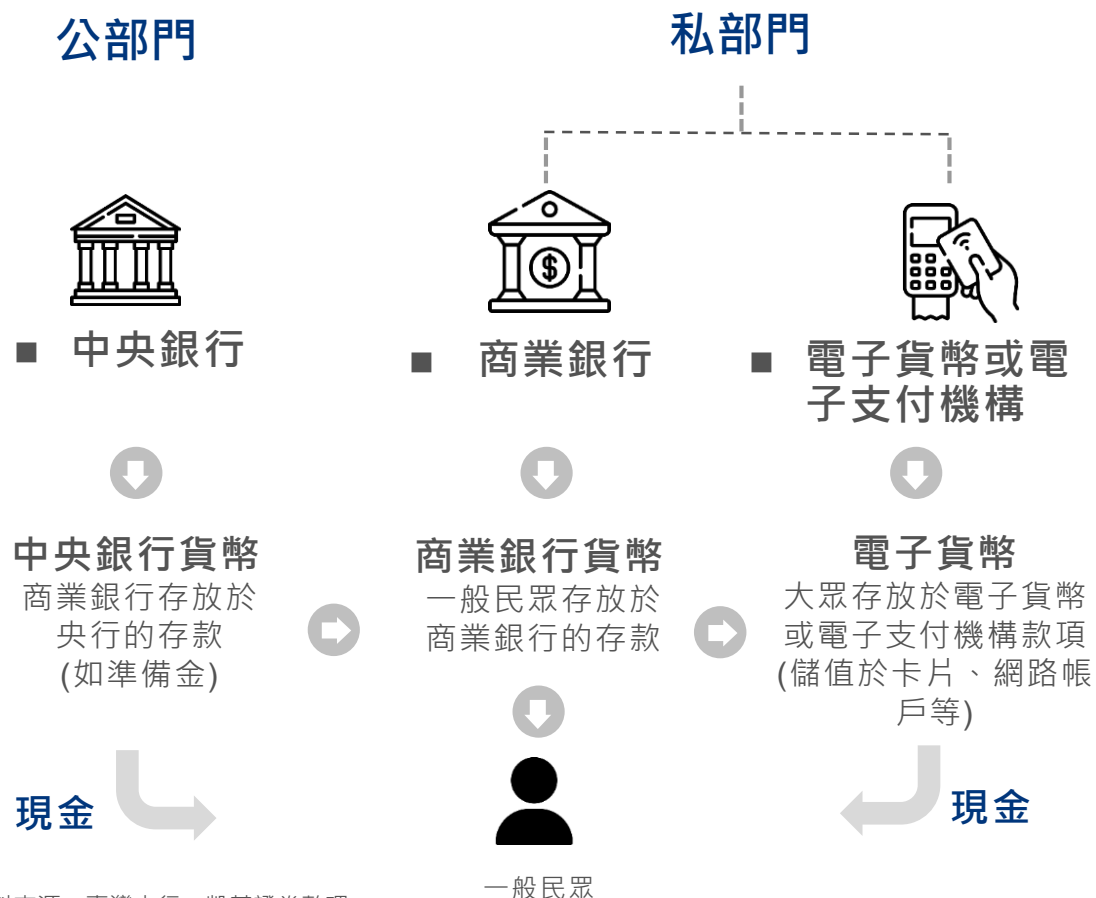
資料來源：天下、凱基證券整理

臺灣傳統貨幣與未來數位貨幣體系比較

建構雙層貨幣體系是臺灣數位貨幣未來發展趨勢

現行傳統貨幣體系

雙層運作架構



未來數位貨幣體系

央行貨幣(CBDC) (央行負債)

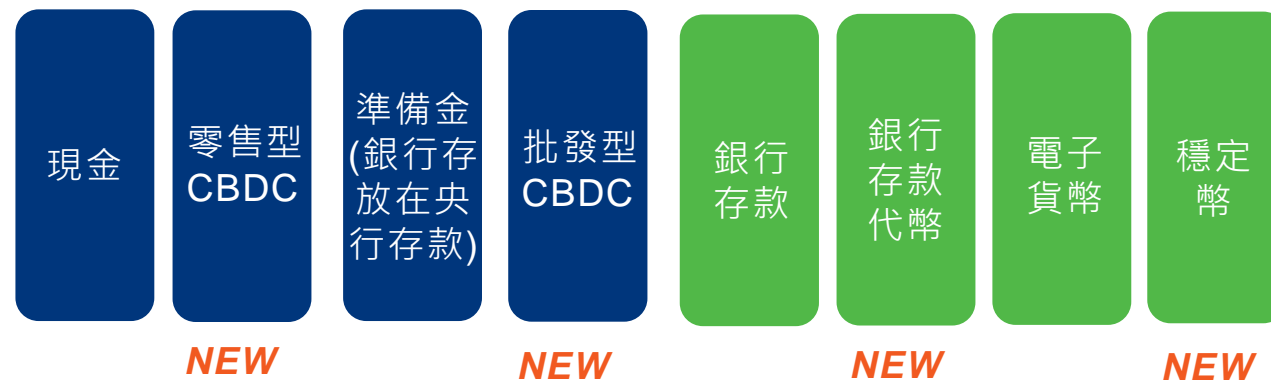
零售型
(一般民眾使用)

批發型
(銀行間使用)

私人機構貨幣 (私人機構負債)

商業銀行貨幣
(商業銀行發行)

電子貨幣
(私人機構發行)

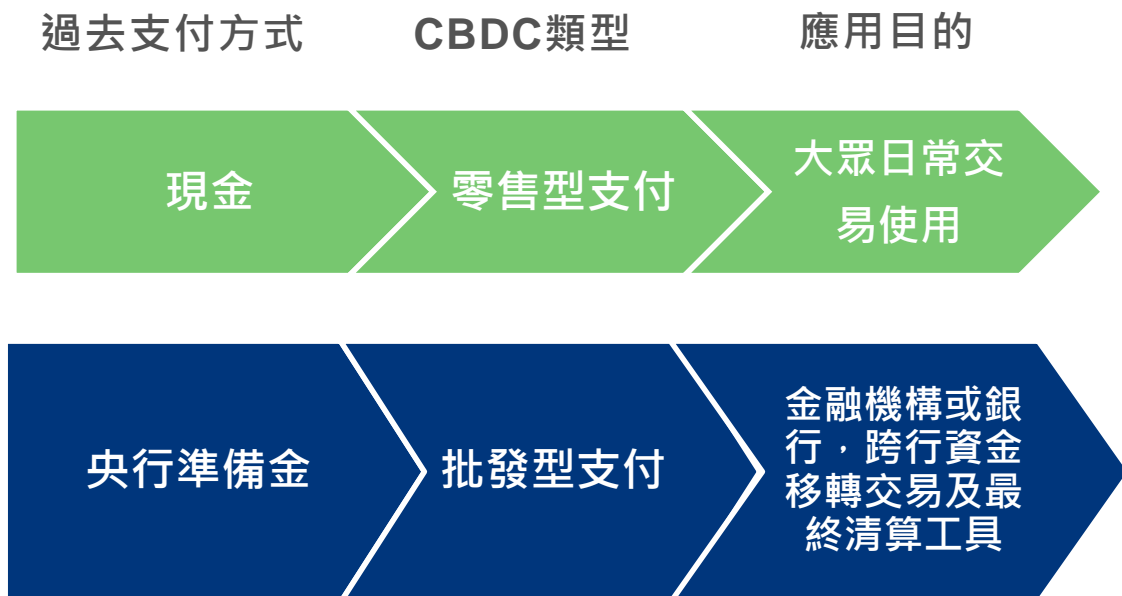


資料來源：臺灣央行、凱基證券整理

臺灣央行數位貨幣(CBDC)特點

臺灣央行數位貨幣包括零售型CBDC和批發型CBDC，皆屬於類電子支付

傳統央行貨幣轉型成CBDC類型



零售型數位貨幣(CBDC)著重項目

著重項目	內容
平台採雙層式運作架構	公、私部門共同業務分工，串聯央行、中介機構和用戶等，達成數位現金錢包使用
錢包設計	包括記名和不記名錢包，可設定餘額上限和交易限額等；甚至錢包基本功能如兌換/兌回、轉帳、消費和自動轉換/儲值等皆具備
錢包附加功能升級	提升錢包應用，如親子錢包控管、商家促銷活動回饋金、工程款依進度支付、支援政府急難救濟金發放、支援數位券支付等
用戶隱私及個人資料保護	<ul style="list-style-type: none"> 用戶個資都存在中介機構，央行僅持有去識別化後資料 只有在合法且必要情況下，檢調機構才可以向中介機構調閱資料
強化提升資安及交易安全	系統平台導入ISO標準，讓系統在相關技術(如防火牆等)和國際準則接軌，並以公私鑰技術機制，建立多層次安全防禦網

資料來源：臺灣央行，凱基證券整理

央行數位貨幣為符合民眾數位支付需求與央行發展政策

省略實體貨幣交易流程，資金流通更效率、省時並改善跨境支付可能



資料來源：臺灣央行，凱基證券整理

臺灣零售、批發型數位貨幣可能影響

零售型數位貨幣更強調民眾使用便利性、隱私性和功能全面性，批發型數位貨幣更著重交易與投資產品結合

零售型數位貨幣優點

優點

對消費者

- 減少實體現金使用、免找零；支援線上及線下支付
- 具國家信用保障
- 可免費使用類電子錢包的基本功能
- 互通性高，便於轉至他人銀行帳戶或電支帳戶
- 易於取得，無須有信用卡或銀行帳戶也可開立錢包
- 具隱私性保護，不記名錢包設計

對商家

- 商家支付手續費低，降低經營成本
- 商家收款後可直接入帳，更具效率

批發型數位貨幣優點

優點

資產代幣化技術

- 與財金公司和6家銀行試驗建置「代幣化金流試驗平台」

與臺灣集保結算所合作

- 因應世界資產代幣化，規劃發展集體代幣化試驗平台，未來股款、債券等金融資產，都在同一個程式化平台完成交割，提高交易效率
- 以央行代幣化金流試驗平台的批發型CBDC作擔保打造集保交割代幣

國際統一技術標準

- 與國際進行協調，統一技術標準，以克服目前代幣化平台跨鏈互通性問題(避免碎片化)

臺灣批發型數位貨幣(CBDC)應用

因應資產代幣化^註(Asset Tokenization)建置代幣化金流試驗平台

央行於113年和財金公司與6家銀行，以批發型數位貨幣(CBDC)支援存款代幣及代幣化資產，已完成下列三種情境

存款代幣 (Deposit Token)

銀行可利用代幣化金流試驗平台，依客戶需求將存款兌換為，存款代幣，進行跨行轉帳，並以批發型CBDC作為清算資產

已於113/1~113/6完成

券商同步交割 (DVP)

以金融機構發行的證券型代幣(STO)為標的，運用存款代幣與批發型CBDC進行跨平台的證券同步交割

已於113/7~113/9完成

特殊目的代幣 (Special Purpose Digital Money)

透過特殊目的智能代幣，提供企業自行設定代幣轉移及使用條件，支援更多元、創新的業務規劃(如押標金等)

已於113/10~113/12完成

資料來源：臺灣央行，凱基證券整理；註：代幣化是指利用分散式帳本(DLT)技術，將資產以數位代幣形式發行獲表示的過程。



凱基證券

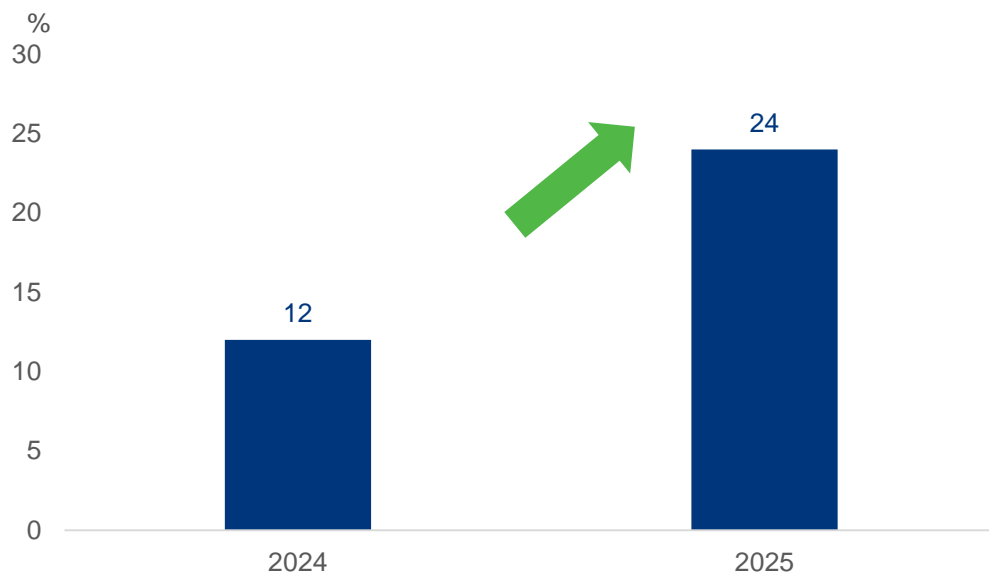
KGI SECURITIES

凱基金控成員

新臺幣穩定幣規劃起因，來自於虛擬資產快速成長

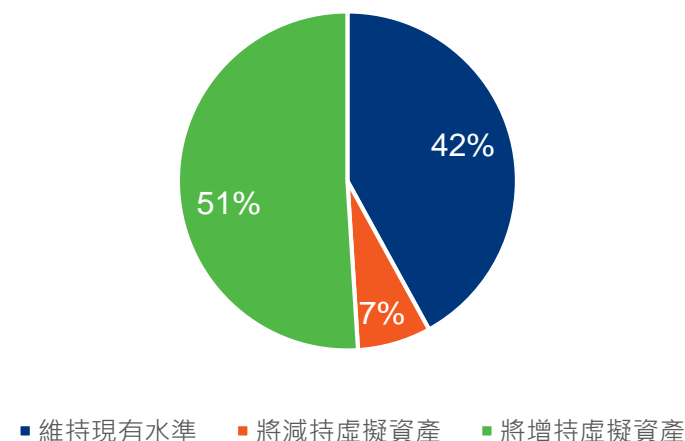
- 根據Chainalysis推估，自2023年6月到2024年6月，臺灣交易的虛擬資產價值約為550億美元，相對當時全球虛擬資產市值約2.6兆美元；觀察目前臺灣投資人持有虛擬資產金額雖然不大，但有快速成長的跡象，以穩定幣作為交易媒介，可提升虛擬資產的使用效率，並把消費留在臺灣，對經濟產生正面循環。
- 已持有虛擬資產的臺灣投資人，超過半數計畫增加虛擬資產部位，穩定幣作為虛擬市場連結現實購買、消費甚至投資的媒介，隨國人對虛擬資產投資需求而增加。此外，穩定幣可採點對點(P2P)直接支付，達到速度快、成本低且24小時交易，若國內發行新臺幣穩定幣，預期成為實體經濟的支付工具之一，進行各類消費支付及用戶間的資金轉移。

臺灣持有虛擬資產投資人比例快速上漲



已持有虛擬資產的臺灣投資人，超過半數計畫續增持

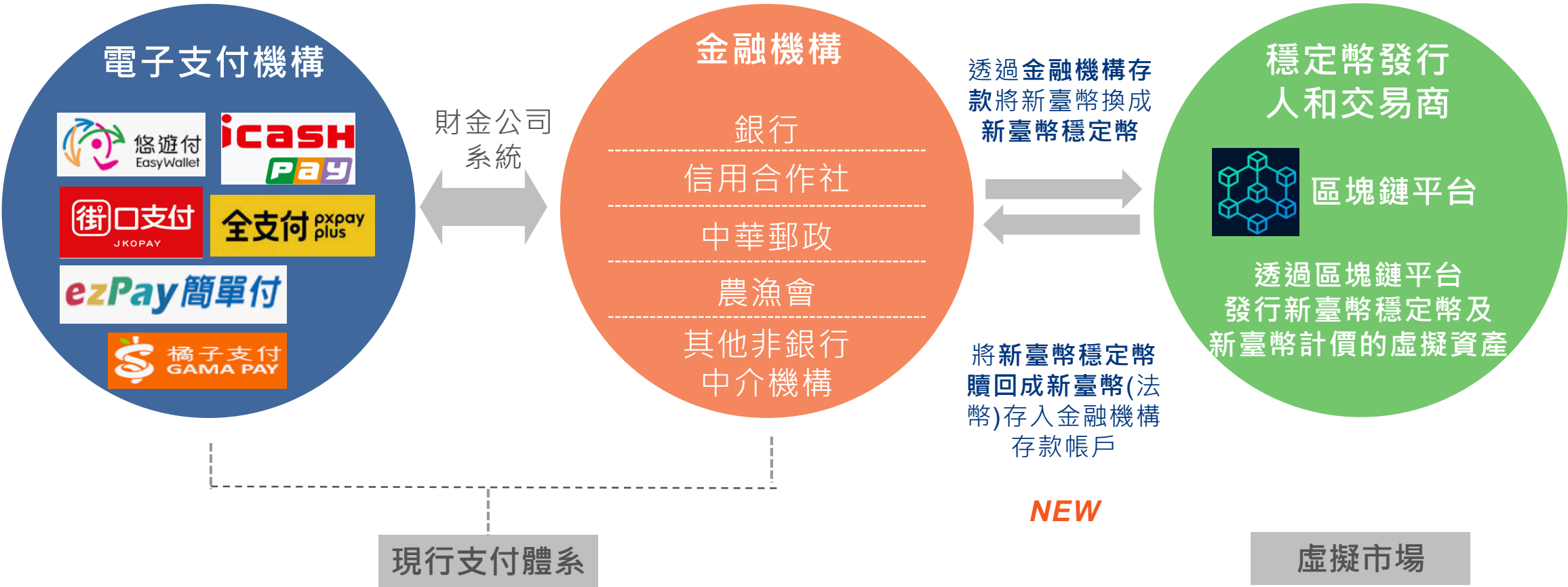
已持有虛擬資產的臺灣投資人未來12個月配置計畫



資料來源：臺灣央行及富達國際「2025年亞太區投資人調查」。富達國際委託YouGov於2025年5月15日至28日期間在澳洲、中國大陸、香港、日本、新加坡及台灣等6個亞太區市場進行調查，其中在台灣成功訪問1,005名年齡介於18至69歲，且個人收入達每月新台幣30,000元以上之投資人。

新臺幣穩定幣目標是將臺灣虛擬市場與實體交易結合

串連目前國內現行支付體系及虛擬市場運作



資料來源：臺灣央行・凱基證券整理

新臺幣穩定幣的特點

新臺幣穩定幣屬於現行金融和虛擬資產連結的類電子支付工具

特點	新台幣穩定幣
民間企業或機構發行性質類似電子支付代幣化	民間企業或機構發行穩定幣，涉及向不特定大眾吸收資金，與現行電子錢包/電子支付儲值款項，都是來自不特定大眾(用戶)，和民眾所繳存資金的作法類似，均可作為支付用途
和虛擬資產結合	利用區塊鏈等技術所發行，性質類似我國悠遊卡、一卡通等電子支付的代幣化，差異在穩定幣可在虛擬市場作為交易媒介，但悠遊卡、一卡通等電子支付尚無此項功能
資產準備和貨幣基金相似，但以支付交易為目的	穩定幣價值與法幣掛勾，並以高品質資產作為準備以維持價值穩定，持有人未能分配收益，並以支付交易為主要目的。但貨幣基金匯集投資人資金，由專業投資機構管理，將資金運用於貨幣市場的金融商品，投資人可分配收益，屬短期資金管理工具
100%準備資產作保障	我國現行電子支付收受儲值款項，需以100%信託作為保障，穩定幣亦需以100%準備資產作為保障，準備資產價值需大於或等於其發行的穩定幣金額
準備資產分為央行準備金和高品質、高流動金融資產	新臺幣穩定幣發行人應比照電子支付機構，發行達一定金額者，準備資產的一部分須提存於央行準備金，其餘部分可用於存款或購買高品質、高流動性金融資產(如短天期債券或票券)

資料來源：臺灣央行，凱基證券整理

新臺幣穩定幣可能影響

央行預期對現行支付系統、現有新臺幣與貨幣政策效力等，影響有限

新台幣穩定幣的影響

對現行支付系統影響有限

1. 現行支付環境已有電子支付與金融機構等兩大體系，透過現行金融系統串聯運作，已形成完整支付生態圈。

2. 新臺幣穩定幣與新臺幣連結，民眾須透過金融機構存款將新臺幣(法幣)兌換成新臺幣穩定幣，再以新臺幣穩定幣進入虛擬市場作為交易媒介，反之亦然。此種新臺幣穩定幣與新臺幣(法幣)間1:1兌換及贖回機制，以串聯金融體系與虛擬市場運作為主要目的。

對新臺幣影響有限

1. 臺灣目前虛擬市場以新臺幣計價的資產不多，預期以新臺幣穩定幣作為虛擬資產交易媒介的需求不大。

2. 臺灣目前支付體系完整，且支付工具多元，可提供即時、收費低的便捷支付服務，預期新臺幣穩定幣作為支付工具，對國內支付體系影響有限。
新臺幣穩定幣發行，研判應僅造成市場資金重新分配，對廣義貨幣總計數(M2)與銀行信用影響不大。

3. 新台幣穩定幣發行人須提撥高流動性的準備資產，且不得支付任何形式的利息或收益，加上新臺幣非國際化貨幣，國內外民眾持有新臺幣穩定幣的誘因較低，對國內銀行體系的影響有限。

不影響貨幣政策調整經濟

中央銀行可透過調整政策利率及公開市場操作，調節整體新臺幣流動性，央行預期應不會對貨幣政策傳遞機制造成干擾。

潛在好處

因應數位時代發展，獲得安全數位現金

滿足虛擬資產變現性和未來數位支付需求，避免國人虛擬資產資金外流

改善跨境支付可能性，建立新臺幣穩定幣監理框架與生態。讓臺灣在數位金融領域可與美元穩定幣接軌、維持競爭力，避免被邊緣化

透過新臺幣穩定幣在數位經濟中搶佔先機，取得國家數位貨幣主導發行。以新台幣穩定幣設計金融產品，可以使其在全球流通

臺灣央行數位貨幣、穩定幣和美元穩定幣、比特幣比較

政府監管力道：央行數位貨幣(CBDC)> 新臺幣穩定幣> 美元穩定幣> 比特幣

	央行數位貨幣(CBDC)	新臺幣穩定幣	美元穩定幣	比特幣
發行主體	中央銀行	私人機構發行	私人機構發行	去中心化， 無單一發行機構
貨幣性質	法定貨幣，受國家支持 為國家信用擔保	錨定新臺幣，可能採(1:1)兌換 以高流動性、高穩定性的資產儲 備做抵押	價值與法定貨幣 (或類法幣，如美元、國庫券)掛勾 1. 以高品質、高流動性金融資產為擔保的穩 定幣，如USDT、USDC 2. 以虛擬資產為擔保的穩定幣，如USDs 3. 演算法穩定幣，如USDe	非法定貨幣，價值取決於市 場供需
監 管	完全受政府與央行監控	受政府與央行監控	介於去中心化和政府完全監管之間註	去中心化，難以受到單一國 家的全面監管
特 性	價值穩定與法定貨幣掛勾， 通常在公有鏈(如Ethereum、 Solana)上運行	類貨幣基金的擔保標的， 多採用中心化系統或許可制帳本 (如mBridge)	也是虛擬資產， 兼具支付功能及區塊鏈技術的優勢	價值波動較大， 受市場情緒與供需影響
應用範圍	日常支付、跨境交易及政府資金分 配	虛擬市場交易、實體支付和消費、 轉帳及政府資金分配	虛擬市場交易、日常支付、跨境交易等	投資、價值儲存和部分支付 場景
交易速度	具備快速且低成本的特性， 特別是國內交易	快速、低成本的特性， 特別是國內交易與跨境支付，和 美元穩定幣接軌	以區塊鏈技術可實現高效、低成本的點對點 跨境支付與結算，用途可延伸至去中心化金 融(DeFi)，並滲透至傳統金融場景，推動其 在跨境及電商交易中的應用	交易速度可能較慢，成本因 網絡擁堵和手續費而變動

資料來源：臺灣央行、凱基證券整理。註：臺灣將研擬《虛擬資產服務法》納管穩定幣，主要國家對穩定幣的監管作法主要分為兩種，一種為直接訂定穩定幣專法(如美國、香港)，另一種則是訂定虛擬資產專法，其中包括穩定幣相關規範(如歐盟、臺灣)。

3

資產配置

投組配置建議

資產調整建議

資產類別建議

投組建議 – 運用LEAD策略，配置優質股債與另類資產

股債混和成長型

投資組合配置建議

股票 55%

高品質股
美股
歐股
日股

平衡型基金

債券 35%

高評級投等債
非美貨幣投等債
新興市場債(衛星)

股債混和 成長型

另類投資 5%

黃金
虛擬資產
私募基金/私募股權

現金 5%

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

以成長型組合為例，提供對應資產配置建議如下：

- ▶ 資金行情不減，類股轉趨輪動，核心股權部位以高品質股為主軸，搭配區域分散與產業多元策略，持續參與市場(Earnings focused)，並把握趨勢題材衛星操作機會。
- ▶ 固定收益以高評級投資等級債為主，新興市場債作為衛星配置(Adding Credit)。幣別部分，適度布局歐元及澳幣等非美貨幣債券，以多樣化外幣組合降低單一貨幣集中風險 (Liquidity Shift)。
- ▶ 另類資產績效驅動因素與傳統資產不同，適度配置有機會分散投組風險、提升投資效益(Diversified Asset)。黃金受益貶值交易、央行購金及避險需求等多重利多，回檔時可採分批承接或以定期定額累積部位。

保守型配置：股票25%、債券70%、現金5%、另類0%；穩健型配置：股票47.5%、債券47.5%、現金5%、另類0%；積極型配置：股票65%、債券25%、現金5%、另類5%

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

- ◆ 增持中天期債券
- ◆ 分批投入優質股，或大型產業類股，如科技、AI用電、半導體、基建
- ◆ 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；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

區域股市建議

股市短期需留意市場風格與區域間之資金輪動，有助對歐日股與新亞帶來布局機會。

		看空	中性	看多	綜合評論
區域	美國股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	當前AI題材股評價多位於相對高檔水準，令資金出現由成長股輪動到價值股的現象，大盤轉趨震盪，中性看待
	歐洲股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	德國擴大財政支出，加上今年多數國家亦有完成歐洲復甦基金支出的壓力，可望帶動歐洲經濟與歐股，展望偏多
	日本股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	日本提前大選有利為執政聯盟推動財政擴張政策掃清障礙，並提振日股獲利成長預估，偏多看待
	中國股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	2025年宏觀經濟成長雖達成5%目標，但動能仍呈放緩格局，年前人行維持貨幣市場穩定令寬鬆預期略減，中性看待
	香港股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	港股在南向資金加持下表現強勁，可留意十五五規劃相關之高新技術與AI產業題材，轉向偏多看待
	臺灣股市	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	AI 基本面強勁與資金輪動健康的背景下，多頭行情仍具延續性，維持偏多看待
	新興亞洲	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	記憶體供不應求趨勢短期未見緩解跡象，有助韓國股市大幅上修獲利，並帶動整體新亞表現，展望轉向偏多

產業建議

▶ 持續看好工業、公用事業，科技相關類股長期仍偏多看待。

	看空	中性	看多	綜合評論
非必需消費	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	數據顯示家庭對未來支出仍偏謹慎，復以營收成長雖有上升但獲利成長惡化，基本面分化明顯，故維持中立看待
必需消費	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	基本面數據顯示企業營運與獲利表現相對穩定，但成長動能不足，亦非資金輪動首選，維持偏空看待
能源	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	儘管擁有美國接管委內瑞拉重質原油之政策利多，但供過於求的大環境仍將影響能源類股，展望中立
金融	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	雖受惠利率結構與信貸需求回升帶動獲利彈性，然需觀察10%信用卡利率上限政策之影響，維持中立觀點
醫療保健	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	儘管創新藥物與AI醫療應用仍具想像空間，然Medicare Advantage支付費率接近凍結恐壓縮獲利，調降至中立
工業	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	製造業景氣呈現落底趨穩跡象，儘管獲利並非全面上修，仍可關注具題材性之國防類股，維持偏多看待
資訊科技	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	儘管短期因市場集中度與評價高檔令資金轉趨輪動，然科技產業基本面仍具上修空間，長期偏多看待
通訊服務	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	企業基本面略有改善，但評價面處歷史區間上緣令恐限縮股價動能，維持中立看待
原物料	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	銅價反彈雖有利支撐礦企獲利，然因漲多後短期價格恐轉趨震盪，展望中立
房地產	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	房貸利率上揚不易明顯回落，加上房市並不樂觀，且獲利成長與利潤率預估也惡化，偏空看待
公用事業	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>	受惠相關收費成長，復以Fed降息有助降低營運成本，並具備長期AI用電需求利多的挹注，展望維持偏多

固定收益/商品/貨幣建議

利率擾動仍存，以較高評級企業債逢利率上揚鎖利；川普政治不確定性與地緣政治風險升溫，避險與投資需求激勵黃金等貴金屬屢創新高

		看空	中性	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			美國就業存下行風險與地緣擾動升，預期公債殖利率短期存在下降機會，後續留意財政紀律對長期利率走升影響
	投資級債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			投資級企業債信持穩，近月信用利差多收窄，以金融、公用事業、工業、能源與通訊等風險調整後利差較佳者
	非投資級債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			非投資級企業降評數持續高於升評數，信評CCC級信用利差持續擴大，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
	新興市場債券	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			聯準會降息循環與美元貶值預期，帶動尋息資金流入新興市場，可布局新興市場債作為衛星資產配置
商品	原油	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			地緣政治的不確定性與全球景氣的韌性，使短線反彈，然供過於求長線基本面猶存，能源中長期下行趨勢明確
	黃金	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			川普對其他國諸多干預，地緣政治風險升溫，避險需求使金價長線有上漲空間，惟短期急漲波動加大逢回分批布局
貨幣	美元	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			歐元區降息有限但美國第一季降息同樣受限，加上日圓偏弱整理，料美元短期雖獲支撐，仍於百元關卡附近震盪
	歐元	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			服務價格壓力仍強，使ECB強調：不預先承諾特定的利率路徑。市場預期降息循環近尾聲，提供歐元穩定支撐
	日圓	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			高市早苗解散國會提前大選，政局穩固有利推動擴張財政政策，日圓偏弱但美日政府外匯干預，再貶值空間有限
	人民幣	<div><div></div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>			政府消費和國家投資將增加，以抵消製造業支出和消費疲軟，中國出口商結匯需求仍在與美元走弱，使其溫和走強

附件

投資原則

大趨勢投資主題

資產評價與波動率

重要經濟數據/事件

市場表現難預測且常輪替，可同時搭配各資產類型累積財富

透過分散配置於不同資產類型，可達到彼此互補的效果

■ 股票市場

■ 固定收益市場

■ 私募市場、大宗商品

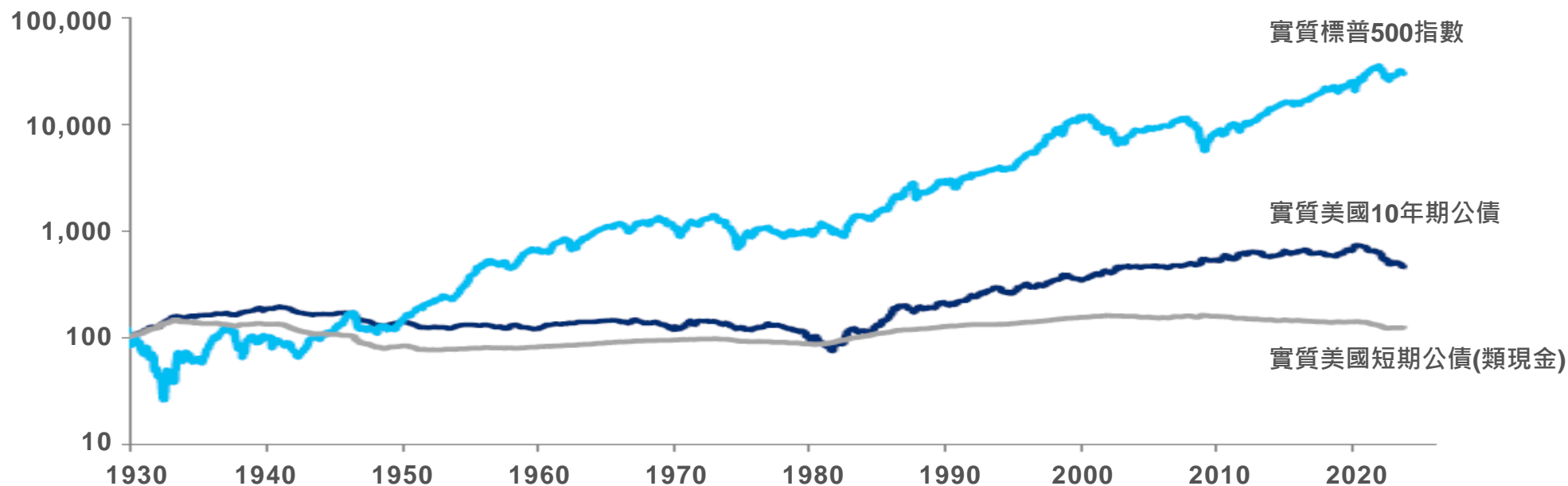
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026年至今	年化*
中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	歐洲股市 36.3%	新興市場股市 10.9%	美國股市 15.3%
新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	新興市場股市 34.3%	大宗商品 7.0%	歐洲股市 10.7%
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%	中國股市 31.4%	中國股市 6.9%	新興市場股市 9.7%
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%	日本股市 24.6%	日本股市 6.1%	基礎建設 9.5%
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%	基礎建設 22.5%	基礎建設 4.6%	日本股市 9.1%
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 17.7%	歐洲股市 4.4%	大宗商品 8.3%
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 13.5%	美國股市 2.0%	中國股市 7.0%
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%	非投資級債券 12.1%	REITs 1.7%	非投資級債券 5.2%
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 10.3%	非投資級債券 1.1%	REITs 4.8%
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 8.9%	已開發國家公債 1.1%	新興市場債券 3.7%
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 1.0%	投資級債券 3.2%
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 5.0%	新興市場債券 0.5%	現金 2.4%
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 4.3%	現金 0.3%	已開發國家公債 0.4%

*年化資料統計期間：2017年1月1日至2026年1月28日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理、2026年1月28日

長期持有過多現金資產會侵蝕成長，適當的資產配置效率更好

現金長期報酬遠低於股票、債券或另類等資產，持有過多時將拖累整體投資組合配置的長期表現

投資於股票、長期公債與短期公債的資產累積規模

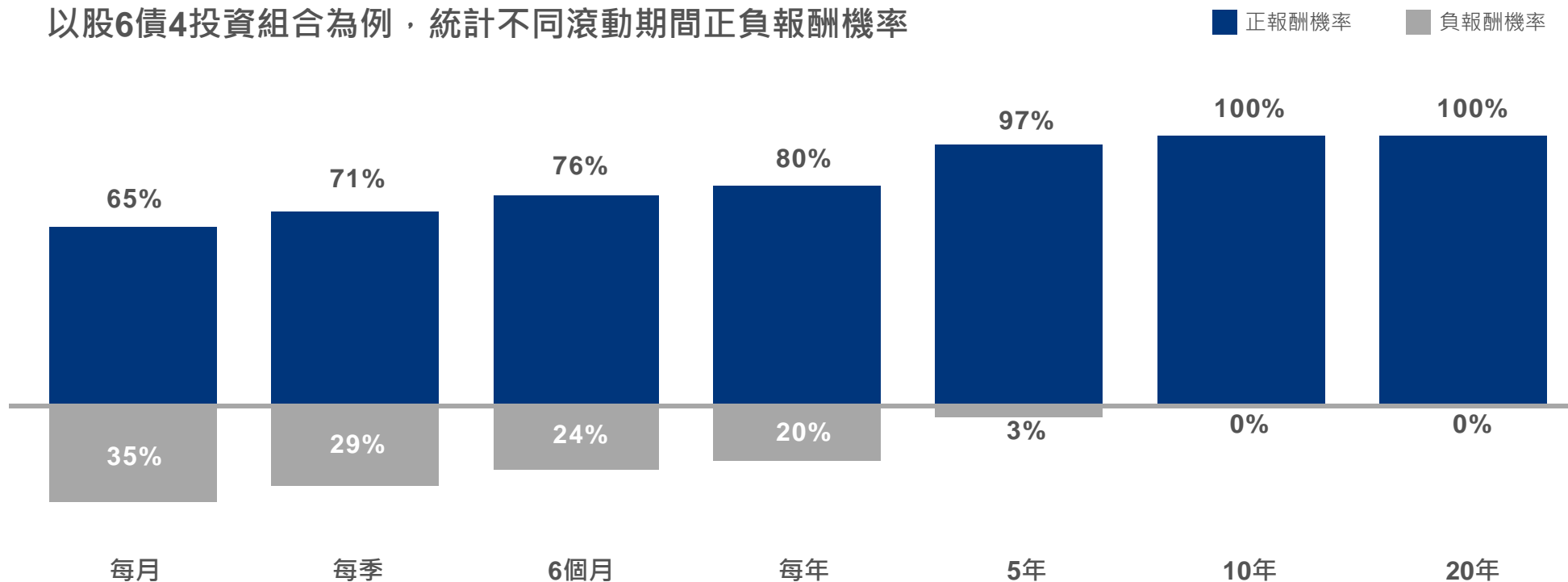


資料來源：Citi bank (左圖)，資產規模，以1929年1月=100為基準，資料截至2023年11月30日

透過投資組合配置長期投資，正報酬機率高

過往200年，同年股債資產皆收跌的機率僅有8%，且發生股債皆跌的後2年連續出現正回報的機率高達8成

以股6債4投資組合為例，統計不同滾動期間正負報酬機率

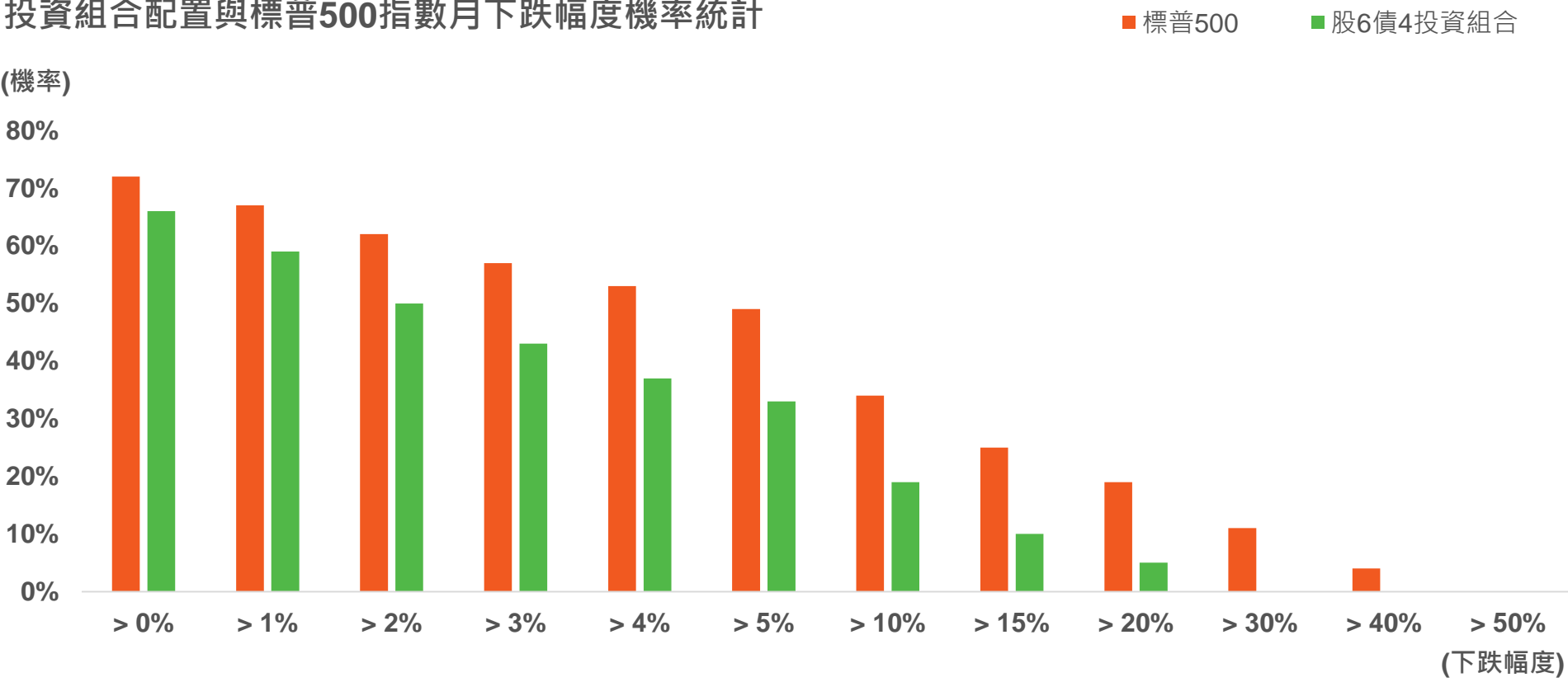


資料來源：UBS，股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中天期公債為代表，統計自1926年至2024年8月

投資組合配置可有效限制下檔風險及控制損失幅度

透過投資組合配置可有效保護資產，讓資產減少虧損並可穩健成長，為長期財富累積的關鍵

投資組合配置與標普500指數月下跌幅度機率統計



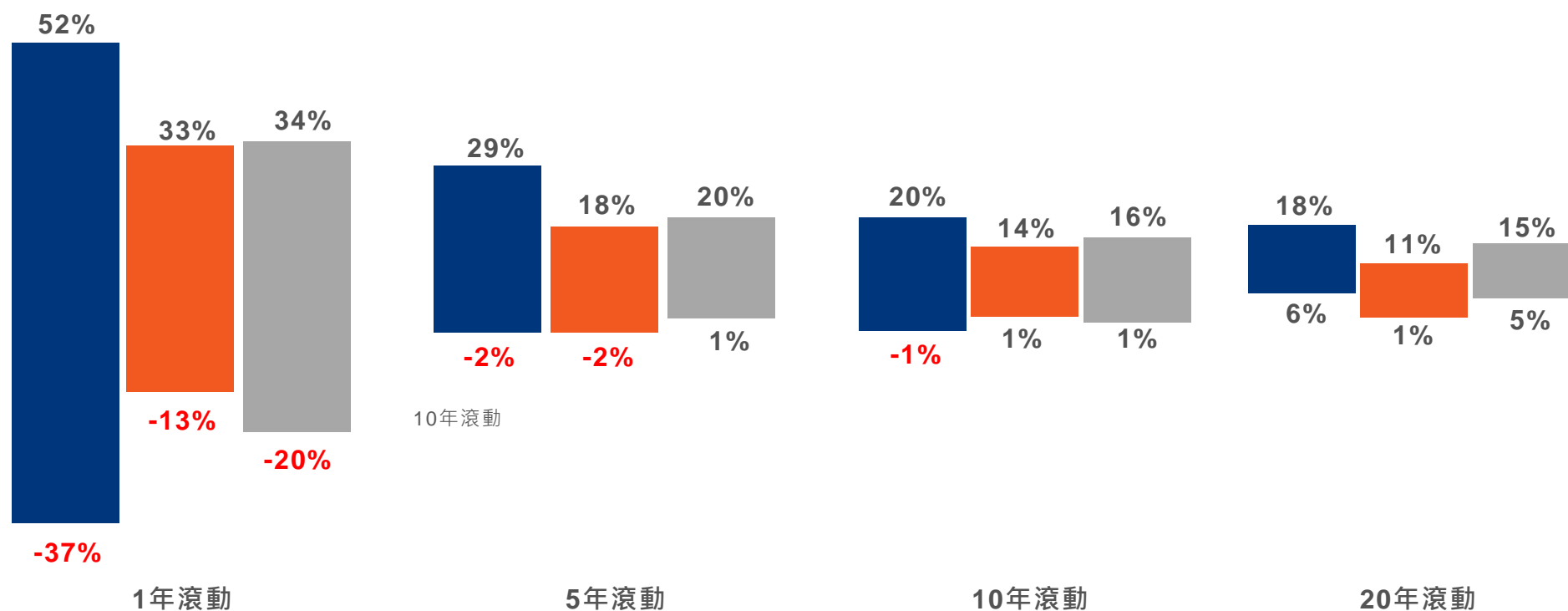
資料來源：UBS，股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中天期公債為代表，統計自1945年至2024年7月，> 0%代表月跌幅介於0~1%，> 1%代表月跌幅介於1~2%，依此類推

投資組合配置長期報酬表現穩定，短期波動風險也較低

以股債配置的投資組合為例，資產互補讓股票的短期震盪影響被降低，長期亦提升了報酬表現

各資產類別的滾動年化報酬率區間

■ 股票 ■ 債券 ■ 股6債4投組



資料來源：Morgan Stanley Investment Management。股權指數以U.S. Market Total Return index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

大趨勢投資主題 – 洞悉趨勢藍圖，捕捉長期機會

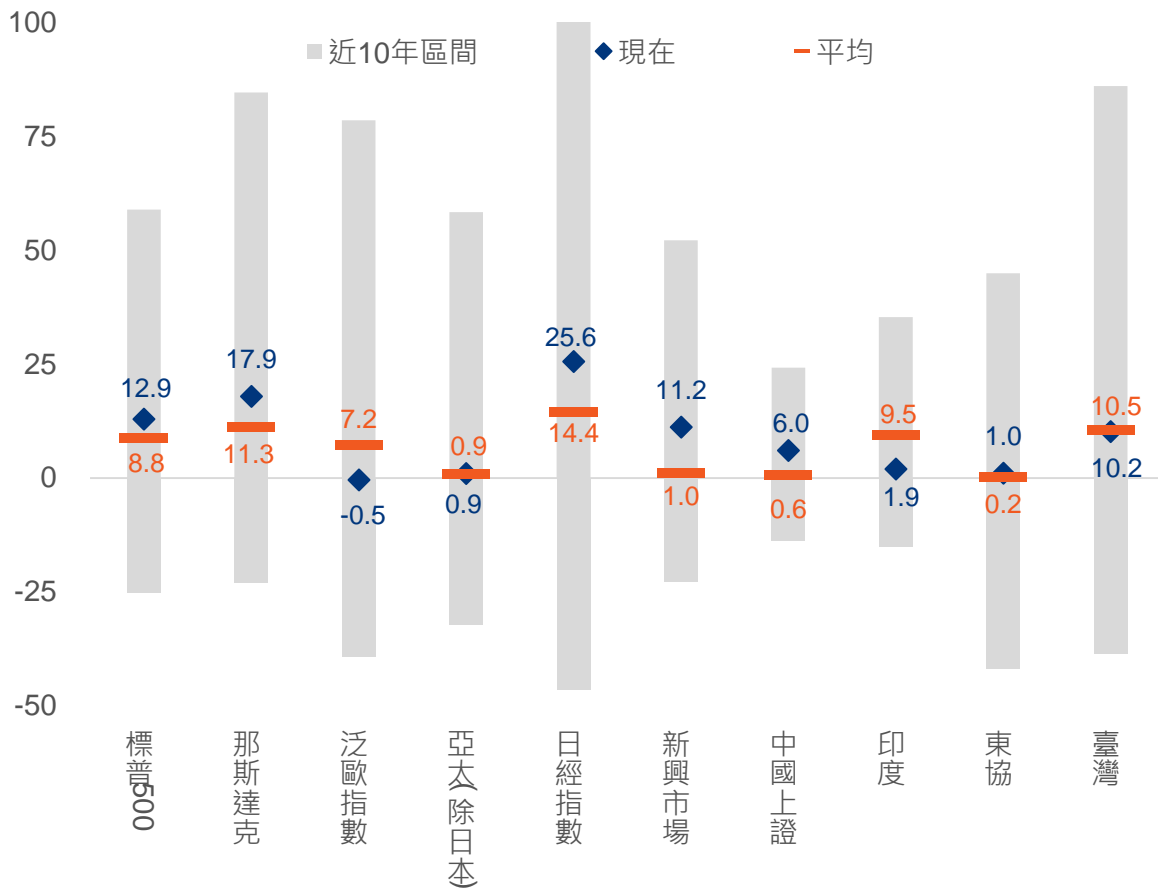
趨勢主題		說明
	大債時代	<ul style="list-style-type: none"> 美國政府再度面臨關門危機，財政紀律問題與去美元化發展，持續推升美國公債利率仍高，企業財報反映債信持穩與信用利差續處低位，考量美國2026年政府赤字造成發債需求仍在，逢利率走升布局投資級債鎖利。 全球政府債務問題擾動難消，資金持續流入黃金市場，考量避險與降低美元貶值風險，中長期偏多看法不變。
	加密貨幣	<ul style="list-style-type: none"> 美國參議院開始對數位資產市場法案(Clarity Act)進行逐條審議，儘管修訂版遭到加密貨幣交易所抵制使法案延宕，但政府開始落實建立清晰監管、明確管理主體與整合穩定幣框架為正向利多，由於機構法人對合規為第一訴求，後續需觀察白宮、銀行團體與加密貨幣產業討論進度。
	量子運算	<ul style="list-style-type: none"> 瑞銀(UBS)在最新發布的報告中指出，量子運算領域正展現出「非凡的潛力」。分析師認為，雖然過去進展緩慢且充滿挑戰，但該領域正開始出現具意義的技術突破，這將為投資市場帶來全新的破壞式創新機會。報告中提到「量子優勢」時代，即量子電腦在效能上顯著超越傳統系統的時刻，最快可能在2030年代到來。
	去全球化	<ul style="list-style-type: none"> 川普上任後主張去全球化政策的核心主張，包括關稅壁壘(保護主義)、重塑全球供應鏈、退出多邊協議、捍衛美元地位(如美元穩定幣等)。隨著去全球化趨勢明朗，富國銀行(Wells Fargo)研究認為，世界可能會被劃出「三個板塊」，分別由美國、中國和歐盟主導；近期印度與歐盟談成自由貿易協定(FTA)，大幅降低關稅、開放服務與汽車市場，提升歐印產業競爭力，並分散對美國市場依賴，為全球貿易版圖帶來重大影響。
	核能重啟	<ul style="list-style-type: none"> 2026年1月底美國聯邦政府與西屋電氣及核燃料供應商卡梅科達成協議，將合作將核電裝置電容大幅提高，並要求在2030年前新建10座大型反應器。 2025年12月有多個國家與企業針對小型核電SMR技術簽署備忘錄與合作，主要包括匈牙利及波蘭等歐洲國家。此外，美國杜克能源亦向美國核管會申請SMR的廠址許可，顯示美國能源企業將核能納入長期營運布局。
	AI機器人	<ul style="list-style-type: none"> 馬斯克宣布，特斯拉將於2026年第2季停產Model S與Model X，原產線將被全面改造為Optimus人型機器人的生產基地，目標是未來將生產應用範圍涵蓋工廠作業，甚至家庭照護等情境之人型機器人。 當前AI人型機器人主要應用在工廠以實現自動化，並且處理相對危險之工作。然隨技術持續進步，可望進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。

資料來源：凱基證券整理

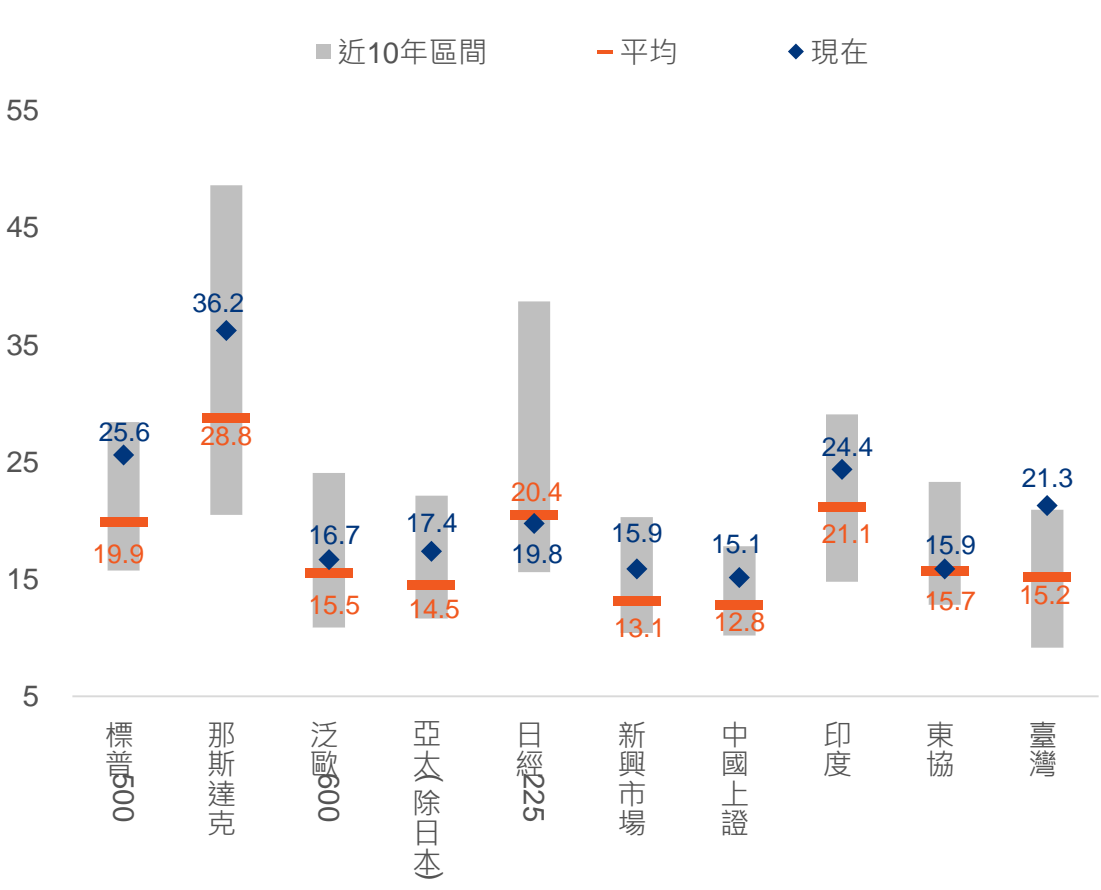
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 企業預估獲利年增率以日股最高、美股那斯達克次之，新興市場大幅成長；評價面以那斯達克最高，僅日股在近10年平均值之下。

預估EPS年增率(%)



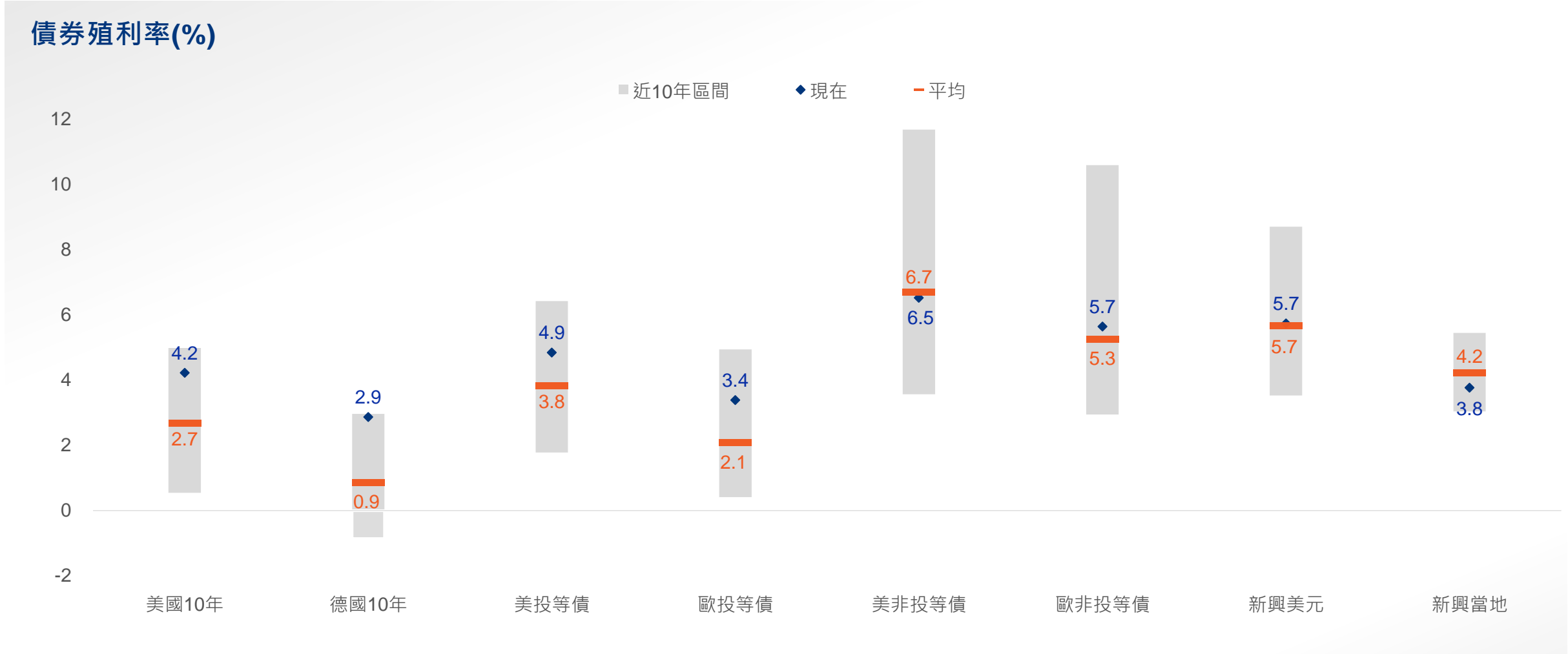
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年1月29日

債券市場評價 – 殖利率

美國投等債平均殖利率仍高達4.9%，新興市場美元債也有高達5.7%的高息收益，可做為分散投資組合的配置。



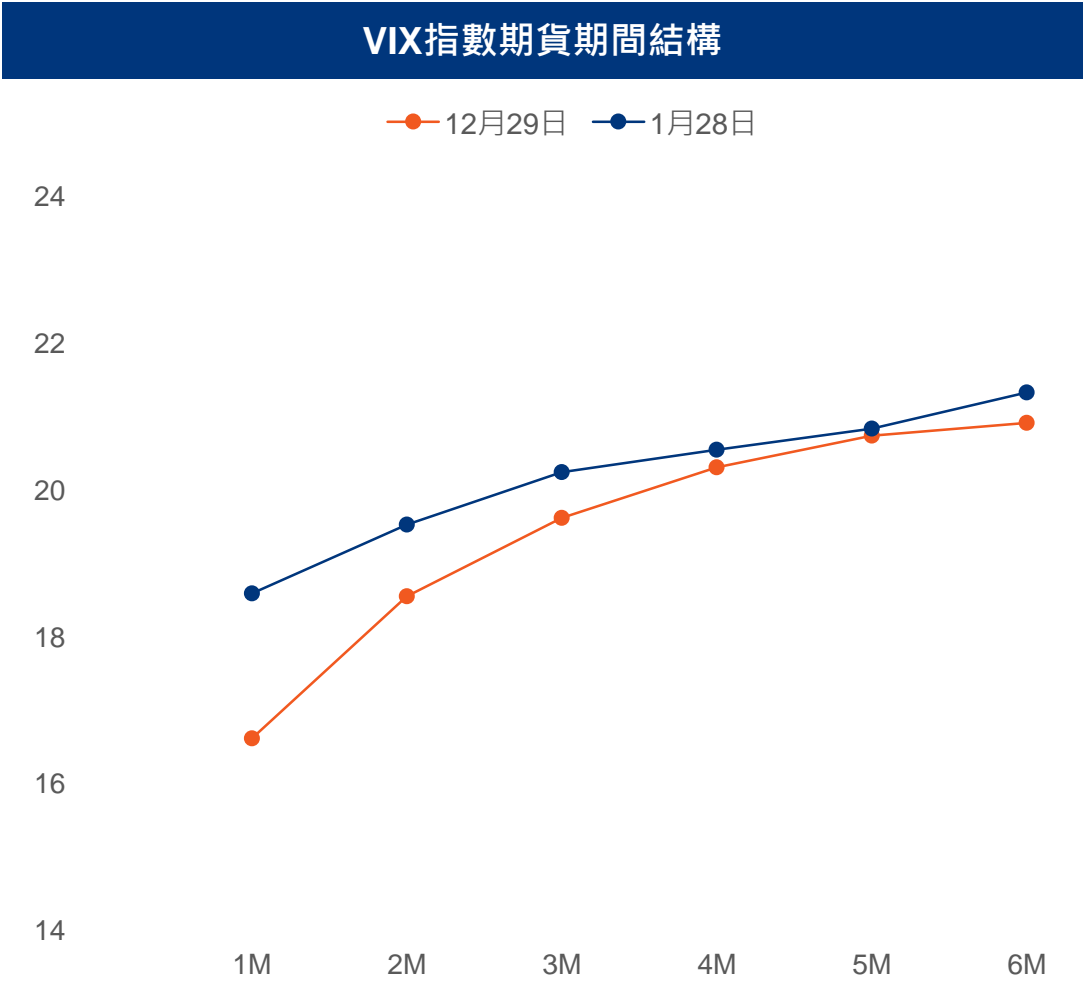
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年1月29日

跨資產市場波動率

▶ 全球主要股市高檔震盪，波動率上升；美國10年期公債殖利率上揚，債市波動增，黃金走勢續強，波動率大幅走高，油價反彈帶動波動率。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	16.35	2.15	17.67
道瓊波動率指數(VXD)	15.56	1.92	16.66
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	18.39	2.98	18.19
香港恒生波動率指數(VHSI)	21.31	3.23	22.21
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	21.66	5.09	18.73

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)	12.44	0.81	14.91
黃金ETF波動率指數(GVZ)	39.67	13.96	21.03
石油ETF波動率指數(OVX)	50.39	18.23	37.50
歐元兌美元1年到期選擇權波動率(註)	7.43	1.21	7.15



資料來源：Bloomberg · 2026年1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

FEB 2026

— 央行利率決議

<p>2Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月標普全球製造業PMI終值 美國1月ISM製造業指數 歐元區12月HCOB製造業PMI終值 日本1月標普全球製造業PMI終值 	<p>3Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月JOLTS職缺 	<p>4Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月ADP就業變動 美國1月ISM服務業PMI 美國12月標普全球服務業PMI終值 日本1月標普全球服務業PMI終值 	<p>5Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區12月零售銷售 歐元區2月ECB主要再融資利率 英國2月BoE銀行利率 	<p>6Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月非農業就業人口變動 美國1月失業率 美國2月密大消費者信心指數初值
<p>9Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區2月Sentix投資者信心指數 臺灣1月出口年增率 	<p>10Tuesday</p>	<p>11Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月CPI、核心CPI 中國1月CPI、PPI 台股農曆封關日 	<p>12Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月成屋銷售 日本1月PPI 	<p>13Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區第4季GDP修正值
<p>16Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本第4季GDP初值 日本12月工業生產終值 歐元區12月工業生產 	<p>17Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月零售銷售 	<p>18Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月工業生產 	<p>19Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月FOMC會議紀錄 日本12月核心機器訂單 歐元區2月消費者信心指數初值 	<p>20Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第4季GDP初值 美國12月PCE、核心PCE 美國2月密大消費者信心指數終值 日本1月全國CPI
<p>23Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 台股結束農曆封關正式交易 	<p>24Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國2月經濟諮詢委員會消費者信心指數 	<p>25Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區1月CPI、核心CPI終值 	<p>26Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月耐久財訂單初值 歐元區2月消費者信心指數終值 輝達財報 	<p>27Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月PPI 日本2月東京CPI 日本1月零售銷售、工業生產初值
<p>Monday</p>	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

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。