



凱基證券

2026年

3月

環球投資觀點

Key Investing Perspectives

審慎樂觀，分散配置

Optimistic with Care



## 摘要

近期市場波動加劇，川普提名新任聯準會主席，其貨幣政策態度趨向降息並縮表，恐推升長債殖利率，無風險利率提高恐帶來美股估值重估風險。同時，美法院判定關稅無效，川普再起關稅手段；啟動金庫計畫，建立戰略礦產儲備；美國與伊朗爭端，使市場不確定性與地緣風險上升。

美股第四季企業財報獲利再度雙位數成長，表現優異，但市場對於AI股大幅資本支出是否轉化為獲利遲疑，資金轉往評價合理的價值股，美股偏震盪。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，英國則有降息與估值便宜利

多，產業聚焦銀行與軍工股。日本國會改選，執政黨取得絕對多數，支持財政刺激計畫，有利日本經濟中長期發展，資金回流緩解日本公債殖利率大漲風險，看好日本內、外需發展。

市場波動度加大的時間點，投資人仍可將投資組合聚焦在「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，參與全球股市上漲動能和防禦領息收益，並根據川普政策加入戰略礦產、貴金屬行情，達到降波動迎來財富增長機會。



1

## 投資策略

---

- 市場回顧
- 投資主軸
- 市場觀點

2

## 資產配置

---

- 投組配置建議
- 資產調整建議
- 資產類別建議
- 大趨勢投資主題

3

## 專題研究

---

- AI發展五層蛋糕理論

4

## 附件

---

- 投資原則
- 資產評價與波動率
- 重要經濟數據/事件

# 1

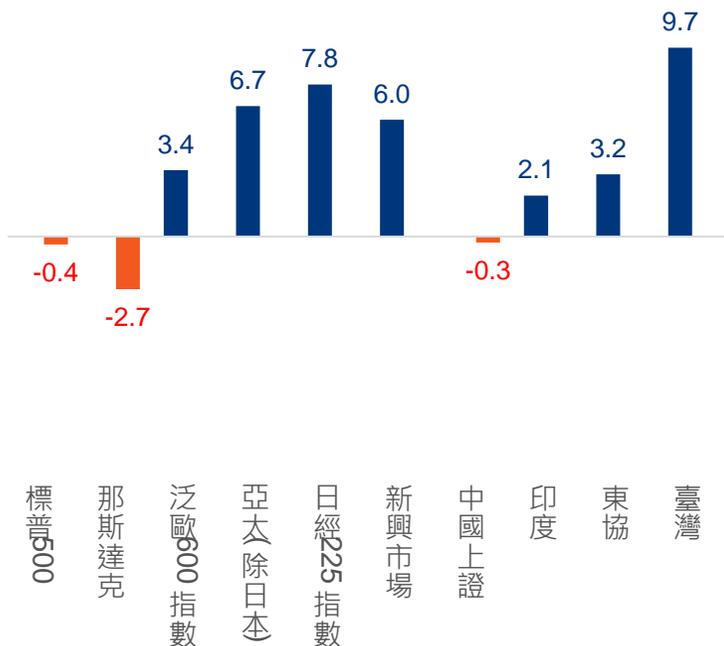
## 投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸
- 市場觀點

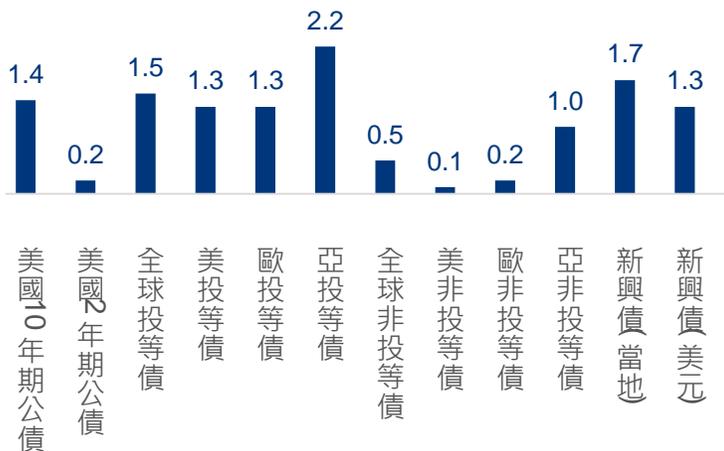
# 近月表現：川普關稅不確定與AI過度發展擔憂，美股相對偏弱

▶ 美國法院判川普違法，使川普改用貿易法122條對全球課徵15%關稅，增加市場不確定性。儘管美股財報多數優於預期，獲利再度上修為雙位數成長，但資本支出轉化獲利動能與全球智能危機長文，使AI發展再度引起擔憂，美國市場表現偏弱。市場不確定使近一月債券表現佳，風險資產比特幣與漲多之白銀有較大回調。國際市場上，日本執政黨大勝，改革持續推動，表現領跑成熟市場，新亞持續受惠AI供應鏈角色。

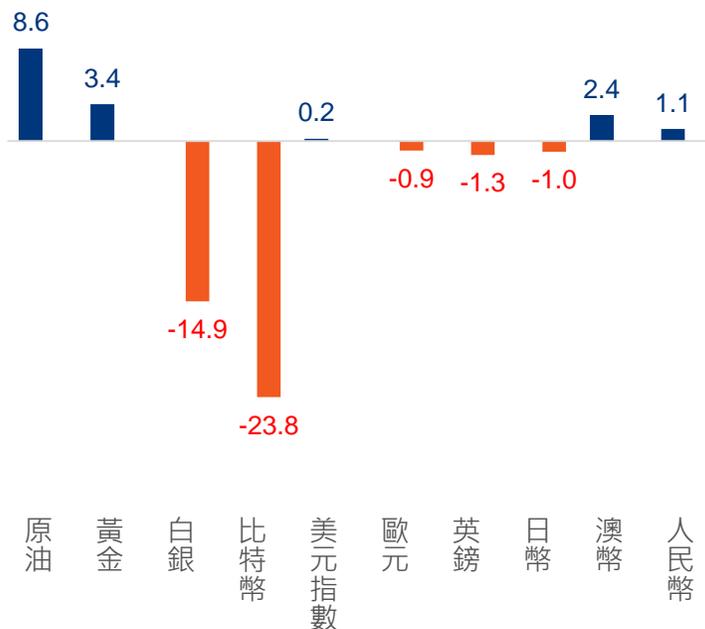
### 近一月股市表現(%)



### 近一月債市表現(%)



### 近一月商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2026年2月25日

# 川普政策不確定性牽動市場，短期企業獲利影響個股表現



## 市場觀察指標

風險追求 (Risk-on)  
股權配置

上月  
本月

風險趨避 (Risk-off)  
債權、另類配置

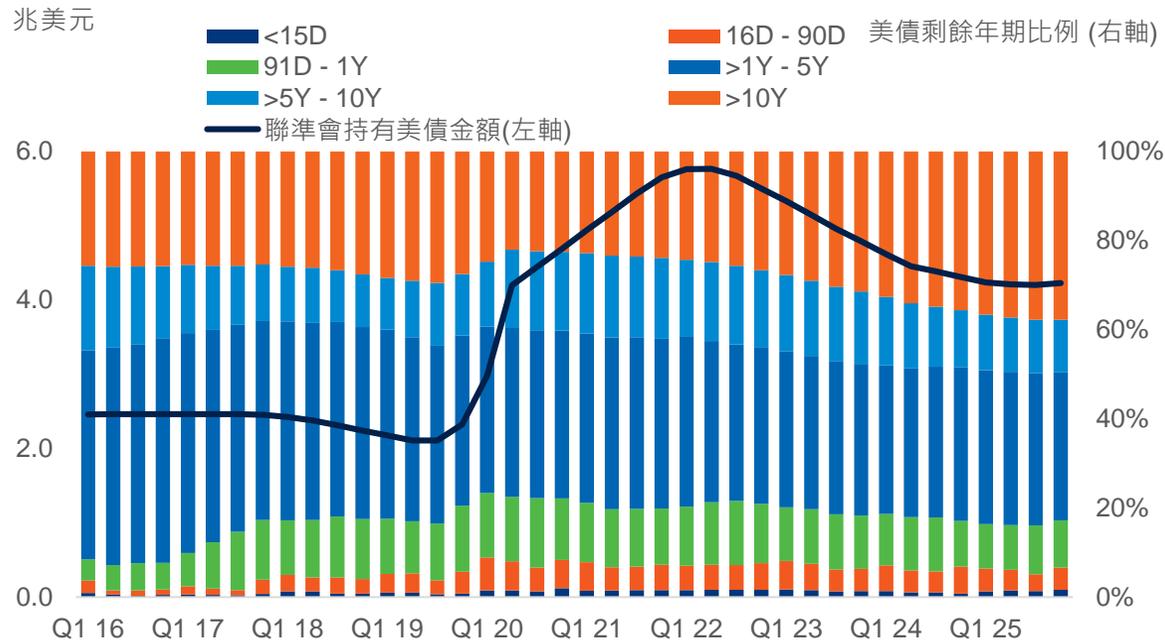
企業獲利	企業評價	市場因素
<p>美股第四季獲利上修有望雙位數成長 ●</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>根據Factset統計，目前約有75%標普500指數企業公布財報，美股第四季預估獲利年增率13.2%，隨著財報陸續公布，標普500指數獲利年增率再度上看雙位數成長(連續五季)，主要由資訊科技、工業與通訊服務帶動。</li> </ul>	<p>美股評價仍高於平均，大盤上檔有壓 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>標普500預期本益比21.5倍，獲利提升後本益比略降，但仍高於近10年平均18.8，AI股分化，獲利能力為市場主要檢視方向，料波動度高於去年。</li> <li>歐日股預估本益比高於近10年平均本益比，市場聚焦政策提升企業獲利。</li> </ul>	<p>市場政策不確定仍存，市場氣氛保守 ●</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國最高法院宣判對等關稅與芬太尼關稅違憲，川普為此簽署行政命令對全球課徵10%臨時關稅，並進一步調升至15%，關稅政策不確定性仍存。</li> <li>美伊外交談判陷入僵局，後續需觀察戰事開啟風險</li> </ul>
總經因素	利率政策	信用利差
<p>美國通膨溫穩、非農數據亮眼 ●</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國1月非農數據意外強勁，新增就業人數寫一年來最大增幅(5萬→13萬)，失業率下滑，就業市場於2026年初回穩。</li> <li>12月通膨指標穩固，核心個人消費支出物價指數(PCE)年增3%符合預期。然而，第四季GDP季增率僅1.4%低於預期2.5%，使得川普放心大喊降息。</li> </ul>	<p>新聯準會主席提名，日長債利率回穩 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國總統川普於1月30日提名華許擔任聯準會主席，其貨幣政策態度偏向降息與縮表並行，實務派官員符合市場期待，未來需觀察其上任後政策推行。</li> <li>日本首相高市早苗創紀錄取得眾議院絕對多數，財政寬鬆立場推升償債利率，但市場看好改革路徑，資金回流使長率回落。</li> </ul>	<p>信用利差窄幅震盪，新興債衛星配置 ○</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>

資料來源：Bloomberg

# 資金挪移：美國新任主席未來降息縮表態度，美股估值重評風險

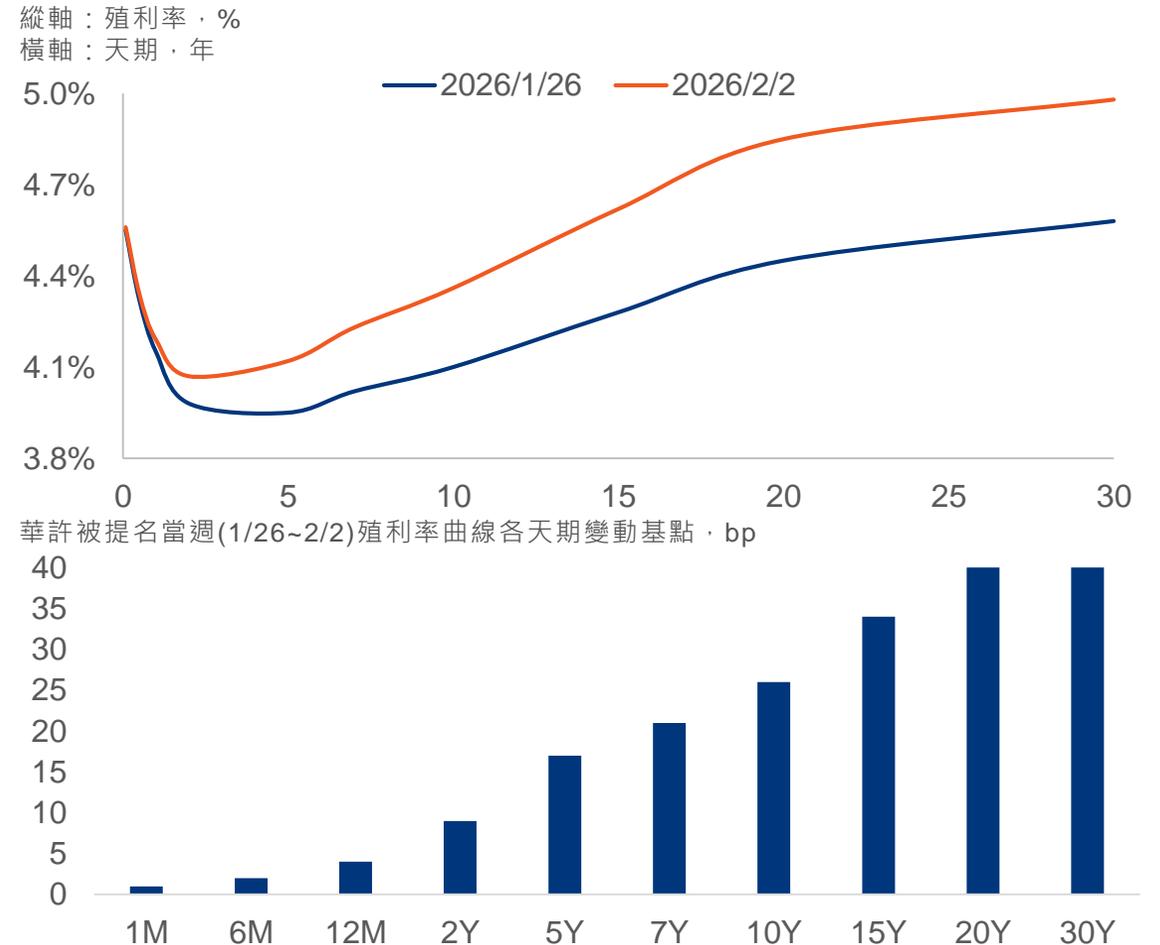
## 批評Fed資產負債表比實際規模大了數兆美元

- ▶ 川普於1月30日提名華許(Warsh)接替於5月結束任期的鮑威爾。華許認為政策利率有下降空間；美國政府更應依賴短債，目前超長期債持倉已超過35%，若華許上任縮表規畫類似2018年，傾向不增持超長債，其需求預期回落，超長債殖利率或有更大上升壓力，我們維持偏好十年以內的優質債券的看法。股市也會因長債殖利率上修帶動無風險利率上調，尤其成長股等高估值個股，容易因估值重評而有下行風險。



資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

## 降息又縮表態度，殖利率曲線陡峭不利長債



# 資金挪移：日本執政黨大勝，有利刺激政策推進

## 減稅刺激經濟，結構改革有助日本整體股市上漲

- ▶ 執政聯盟主張兩年內調降食品消費稅至0%，一度引發日本長債殖利率狂飆，但此次選舉各政黨政見猶如一場減稅競賽，凱基投顧認為執政聯盟減稅目標僅針對食品消費稅，並設定兩年期限，已是最少減少財源方案。目前日本正處於經濟正常化的結構轉變階段，擺脫通縮走向薪資與物價的良性循環，持續看多日本。產業部分，日本內閣2026財年預算案將資金主要聚焦於科技成長、國防安全和民生補助三大主軸，對應將受惠的類股為半導體、軍工和內需。

政黨/聯盟		高物價因應措施 消費稅觀點	財源規劃
執政聯盟	自由民主黨	食品消費稅降至0% 為期兩年	強調不依賴赤字國債，傾向全面檢視預算，透過政府補助金調整
	日本維新會		徹底進行行政改革縮減開支
在野黨	中道改革聯盟	食品消費稅永久歸零	成立官方基金，利用政府投資收益作為財源，不發行赤字國債
	國民民主黨	在實質薪資成長轉正前，臨時性調降消費稅至5%	用政府資產與投資收益作為替代財源，每年發行特定用途公債補缺口
	令和新選組	堅定主張勇就廢除消費稅	發新公債，進行法人稅改革(單一稅率改累進稅率)
	日本共產黨	立即調降消費稅至5%，未來以廢除為目標	恢復高法人稅率，課徵富人稅，針對股利等金融所得加重課稅

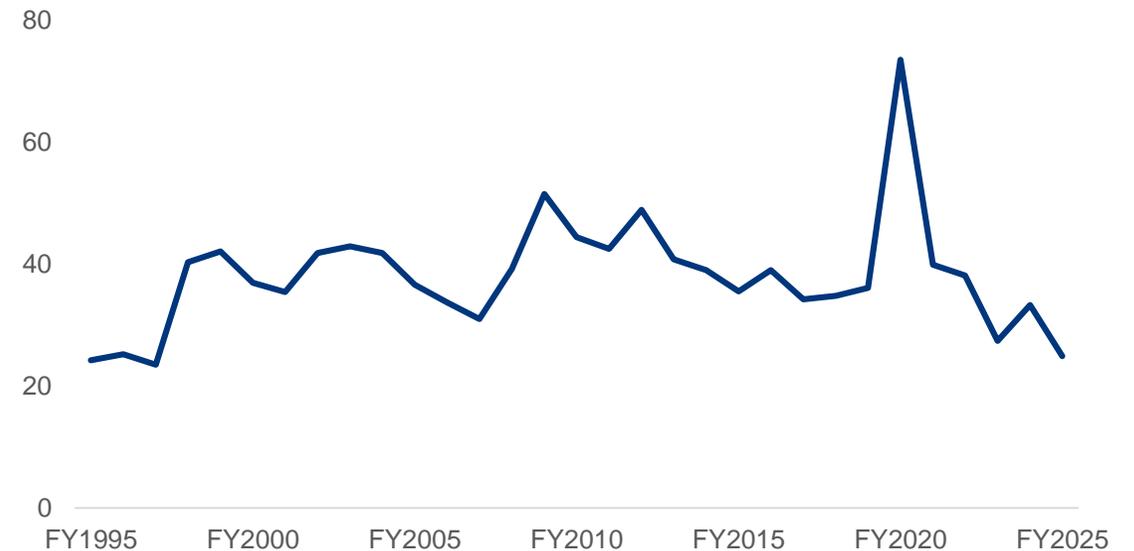
註：日本消費稅標準稅率為10%(涵蓋幾乎日本所有交易)，食品消費稅為消費稅子項目，現行大部分食品稅率為8%

資料來源：凱基投顧(左圖)、Bloomberg(右圖)、凱基證券整理

## 總預算支出創高但國債依存度新低，債務風險可控

- ▶ 高市早苗貨幣政策立場偏鴿並致力推動財政刺激，殖利率曲線陡峭化(短端利率因升息緩慢而上升有限，同時財政擴張及經濟正常化推升長端利率)利多銀行類股，企業貸款量受政府補貼關鍵產業而增加亦是銀行股利多。
- ▶ 儘管總預算支出規模高達122.3兆日圓為歷史新高，但國債依存度降至24.2%為歷史低位(負責任財政政策)，且日本國債約50%日央持有較不易出現恐慌拋售，凱基投顧認為長債利率反映經濟正常化而穩步上升不能算是重大利空。

國債依存度，%

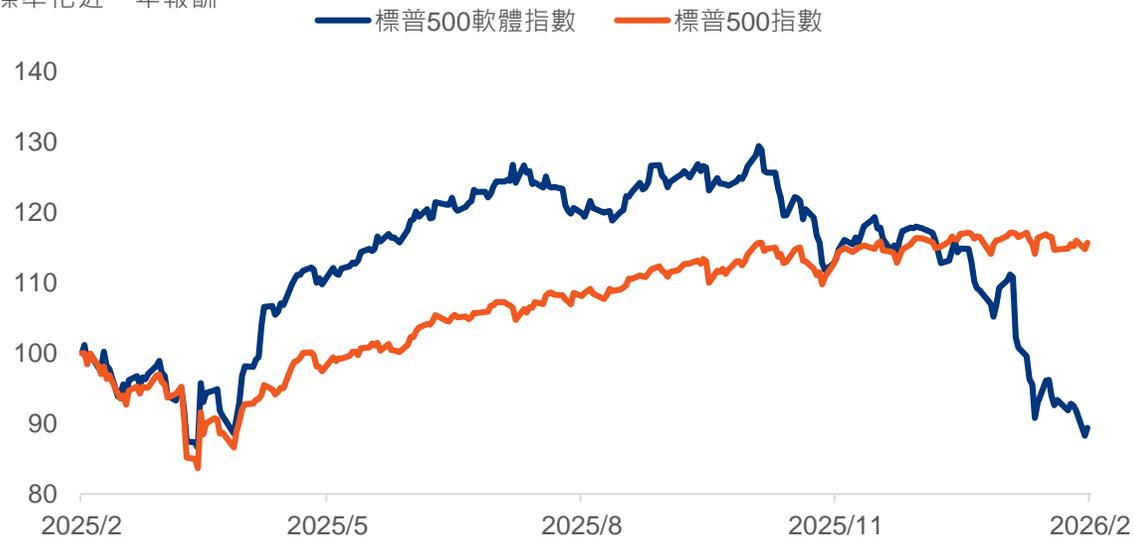


# 聚焦獲利：營收展望低於市場預期顯端倪，AI取代論衝擊軟體股

## 標普500軟體指數高點回調約30%

- ▶ 標普500軟體指數在2025年第4季出現明顯下跌，並於2025年底至2026年初加速下跌，主要為市場擔憂AI技術發展顛覆軟體產業商業模式。AI領先開發商Anthropic發布Claude相關各種AI工具，直接打擊包括法律行政、稅務等軟體。
- ▶ 另外，在市場上熱度火爆的OpenClaw(前Moltbot改名)提供大量代理AI彼此聊天、協同作業，也讓市場再度擔憂目前SaaS服務為主的軟體企業進一步被取代。軟體股提高重複性工作的效率目的仍重要，但市場上軟體股預期會迎來一波重新洗牌的狀況。

標準化近一年報酬



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

## 企業提到AI競爭壓縮利潤率，營收也低於市場預期

- ▶ 標普500軟體指數主要權值股2025年第4季財報，儘管實際獲利(EPS)皆超過市場預期，但不論在財報會議或數據皆顯示，AI工具侵蝕軟體企業市佔率，或是未來訂單在續約或是訂閱模式上成長大幅放緩。為解決此問題，部分軟體企業被迫降價競，如PANW為了不讓客戶流失，採取平台化策略，免費先送6~12個月服務鎖定客戶於自己生態系，但此舉進一步壓抑短期營收與稀釋毛利率，導致市場對軟體產業估值進行重定價。

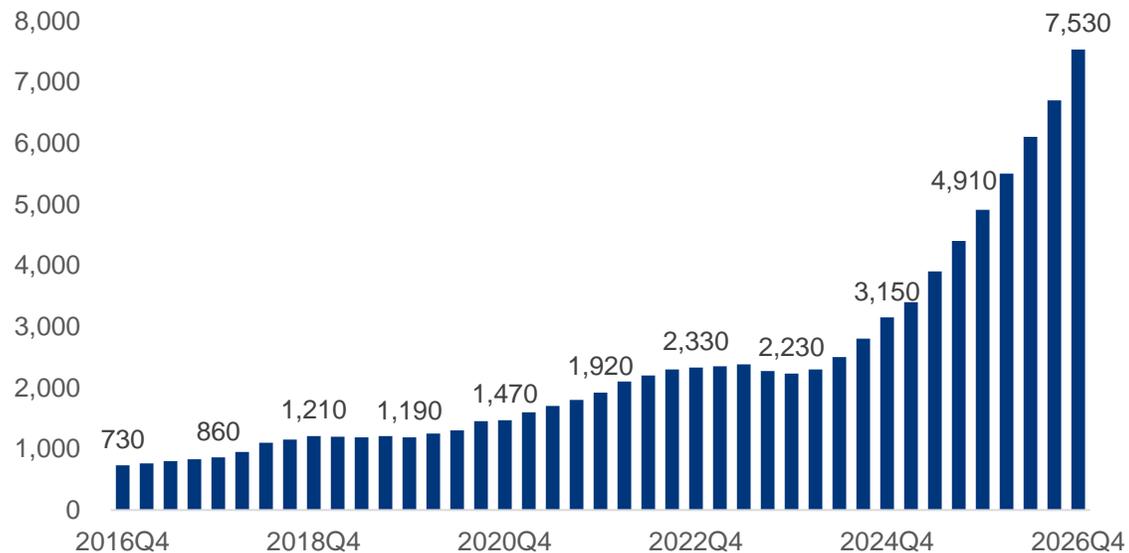
公司名(代號)	財報日	首日跌幅	實際/預期EPS	財報會議提及AI侵蝕或其他負面因素	2026年營收指引	與市場預期之差異
Adobe (ADBE)	25/12/11	-13.7%	5.43/5.40	AI工具導致Creative Cloud 用戶流失壓力	10.2%	低於預期 2.4%
Oracle (ORCL)	25/12/11	-12.4%	1.47/1.38	軟體授權轉向AI雲服務，OPM利潤放緩	14.5%	低於預期 1.5%
ServiceNow (NOW)	26/1/28	-11.2%	0.92/0.89	企業評估訂閱模式，大型合約續約率大減	20.0%	低於預期 2.0%
Palo Alto (PANW)	26/2/17	-8.2%	1.03/0.94	企業IT資安預算轉向AI硬體或AI安全工具	19.3%	低於預期 2.7%
Intuit (INTU)	26/2/24	-6.8%	2.75/2.65	Anthropic法律/財務AI威脅其稅務顧問軟體	11.2%	低於預期 0.8%
Microsoft (MSFT)	26/1/27	-3.7%	3.65/3.37	Azure AI的邊際利潤隨競爭上升而下降	13.5%	低於預期 1.0%

# 聚焦獲利：AI獲利預期續升，支持企業擁抱AI資本支出

## AI資本支出不斷上調，2026年預計突破7,500億美元

- 標普500指數中，營收與AI最相關的30家企業，在2月財報季中陸續公布未來資本支出計畫展望，整體對於未來整年的資本支出預期再度上修，從上一季估計的38%上升至53%。2026年資本支出預計將從原本估計的6千多億美元，達到7,530億美元，大幅超過剩餘標普470家企業的2026年資本支出，估計約6,300億美元

AI 30企業資本支出，億美元

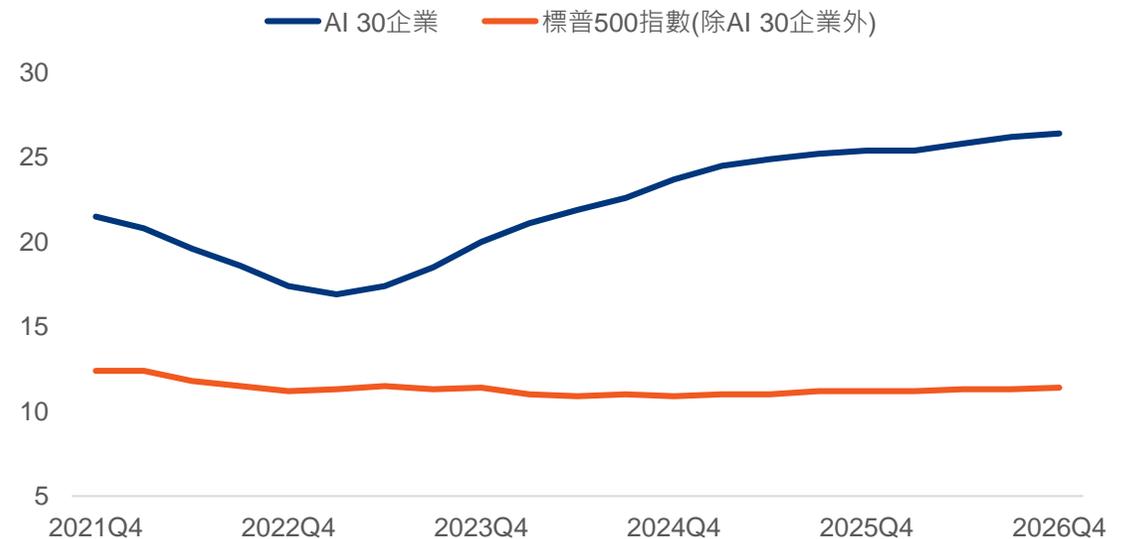


資料來源：J.P.Morgan · 凱基證券整理

## AI股獲利率遠超非AI股，且2026年獲利預估突破26%

- AI企業大力投資資本支出，將使市場擔憂部分企業的自由現金流量與財務體質。然而，從企業獲利的角度觀察，AI 30企業的獲利率，於財報季過後看到向上調整，2025年第四季估計可達25.4%，到2026年底更可提升到26.4%，相比之下，剩餘標普470企業的獲利率，2025年第四季為11.2%至2026年底僅略提升為11.4%，強勁獲利率成長使企業有底氣追求資本支出。

企業獲利率，%

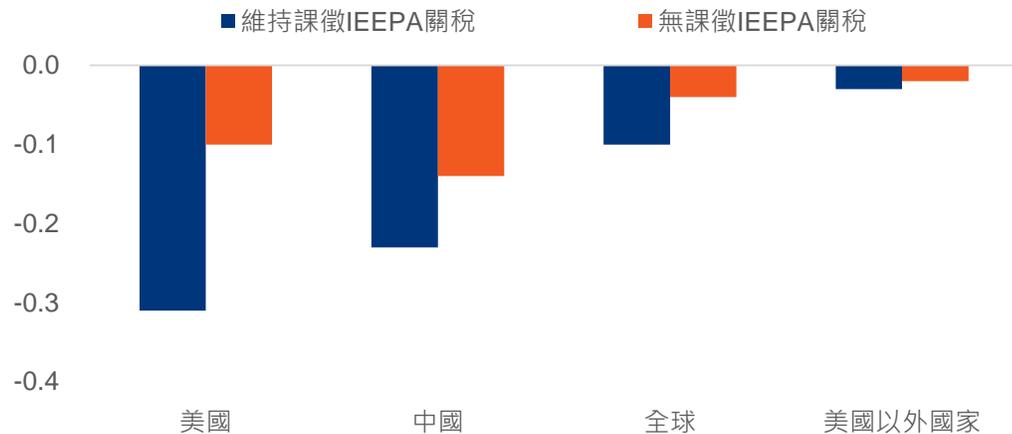


# 資產分散：地緣政治風險難平，金庫計畫打造關鍵礦產儲備

## 美法院判定關稅無效，川普再起關稅手段

- ▶ 美國最高法院以6比3票數，裁定國際緊急經濟權力法《IEEPA》並未授權總統徵收關稅，推翻對等關稅和芬太尼相關關稅政策。川普總統宣布以《1974年貿易法》第122條，對全球商品加徵10%關稅，隨後再調升為15%。後續需關注川普恐引用232條款擴大適用範圍，對關鍵產業課稅；或對主要貿易夥伴啟動301條款調查。
- ▶ 整體平均關稅稅率下滑，不論對美國或是全球國家經濟成長都有助益，潛在資金挹注高利差國家匯率如澳幣或部分新興國家。然而，川普重新拿出關稅手段將持續拉升地緣政治不確定性，增加美元資產波動。

關稅對實質GDP長期影響，%

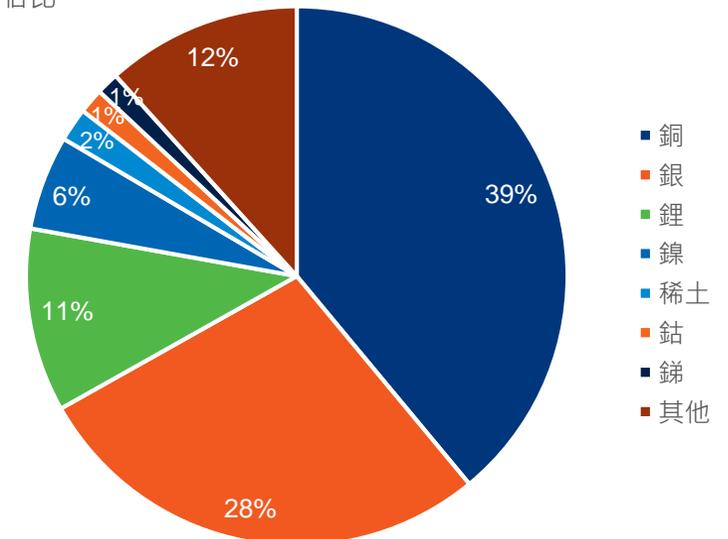


## 川普建立戰略儲備，直指關鍵原物料

- ▶ 美國總統川普宣布打造金庫計畫(Project Vault)，預計投入高達120億美元，建立關鍵礦產國家級儲備(60天美國本土用量)。金庫計畫透過公私聯合投入，建立類似保險機制，參與該計畫的企業會員需要支付會員費，換取在市場供應中斷或價格劇烈波動的緊急時刻，從金庫中提領關鍵礦物的權利。
- ▶ 根據各關鍵礦產的消費量與價格估計，儘管稀土戰略資源相當重要且平均公斤單價最高，但綜合產量來看，工業金屬銅、鋰與貴金屬銀，佔未來預算近9成。美國精煉銅年消費量約220萬公噸，遠超過其他稀有金屬，銀則為5G、AI晶片的高科技產品不可或缺材料，兩者基本面高需求有助於支持價格表現。

主要金屬佔120億美元預算中佔比

類別	代表金屬
重工業 電力	銅、鋁、鎳
電池 技術	鋰、鈷、錳、 石墨
軍工	稀土、銻、 鎢、鈦
電子 半導體	銀、鎳、 鎳、鈷、鋼



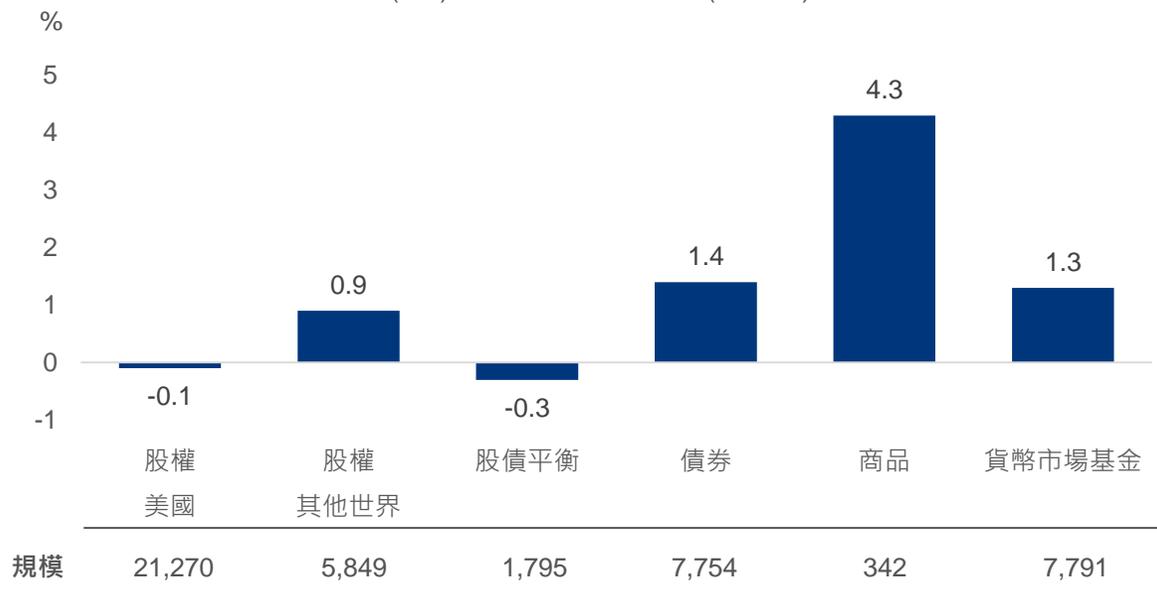
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，右圖礦產預估花費採用2026年2月20日礦產價格，以及2025年平均60日消費量相乘估計

# 資產分散投資全球市場，LEAD策略安穩持有享財富增值

## 市場資金重分配至商品，戰略稀缺資源納入投資組合

- 美國投資公司協會(ICI)包含共同基金、ETF、封閉式基金與單位投資信託資料顯示，在近一月資金流量中，出現明顯資金重分配特徵，過去市場偏愛的美股，在近一月呈現流出，傳統股債平衡也呈現流出，轉而商品型淨流入比例最高。在川普推出戰略礦產儲備計畫後，市場已明顯認知到稀缺礦產為未來各國爭相追求之目標。另外，除了美國外的其他海外市場與債券市場增幅明顯，顯示資產分散投資全球為應對川普不確定性之較佳策略。

資金流向佔美國投資公司協會(ICI)統計之資產規模比重(近一月)



資料來源：ICI(規模為十億美元)·凱基證券整理

## 透過LEAD策略，分散風險並提升投組表現

- 川普帶來政經不確定性美國風險偏好趨保守、歐日新亞經濟體質改善，資金更多流向國際市場股、債市；商品受惠戰略儲備政策，投資組合納入股、債、戰略金屬，利用多資產配置方式，可降低波動提高總報酬。

<b>資金挪移</b> Liquidity Shift	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元短期有撐、今年偏貶，但幅度有限</li> <li>歐元震盪偏升、日圓震盪有撐</li> </ul>
<b>聚焦獲利</b> Earnings Focused	<ul style="list-style-type: none"> <li>美股AI股與半導體股逢回買入、價值股</li> <li>歐股(銀行、國防軍工)、日股(銀行、半導體)</li> <li>新興亞洲(韓國、臺灣)</li> </ul>
<b>加碼信用</b> Adding Credit	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>新興國家體質改善，可以高息新興債作衛星配置</li> </ul>
<b>資產分散</b> Diversified Asset	<ul style="list-style-type: none"> <li>黃金</li> <li>比特幣或以太幣靜待新政策利多打破弱勢格局</li> <li>私募資產(私募股權)</li> </ul>

# 2026年3月 環球投資觀點



## LEAD投資策略：分散資產配置應對波動，參與全球市場避開估值過高企業

川普再起關稅，建立戰略礦產儲備，美股震盪持續，分散資產配置有利對抗波動。企業財報獲利仍佳，擁抱AI企業獲利增速更強，但市場仍擔憂資本支出過重，資金續從高評價轉往估值合理企業與價值股。投資區域相對看好歐洲、日本政策支持利多與新興亞洲受惠AI供應鏈訂單，透過LEAD策略分散布局參與全球市場成長。

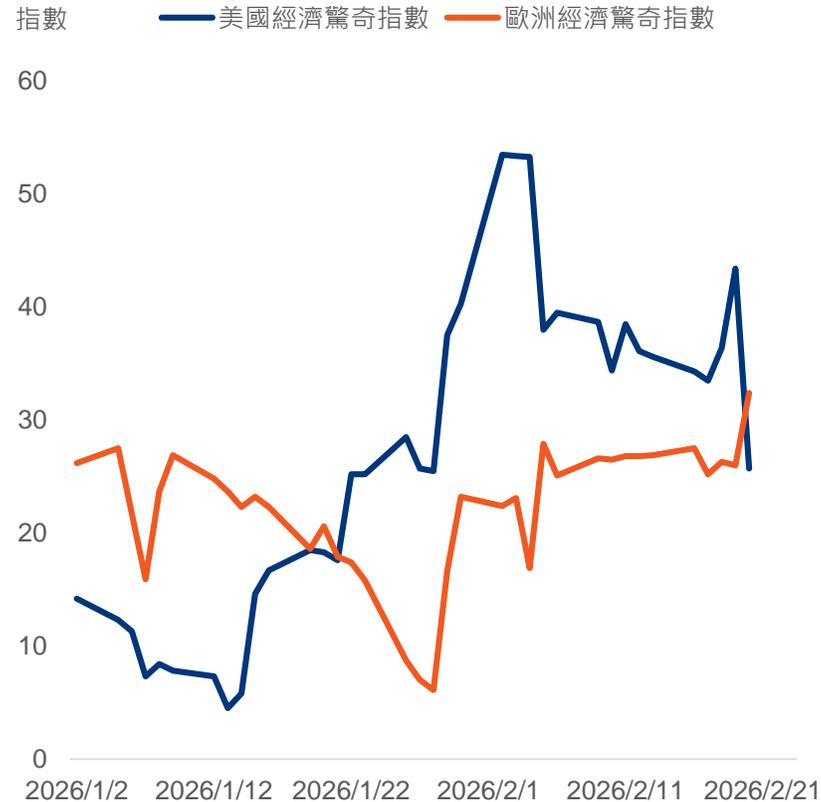
資產類別	減少	增加	展望說明
美國政府債券			美國法院判定對等關稅違憲，退稅致政府財政債務壓力升，美債宜先保持觀望，待公債殖利率進一步上升再布局
投資等級債券			投資級企業債信基本面仍穩且具良好防禦特性，聚焦金融、公用事業、工業、能源與通訊等調整後利差較佳者
非投資等級債券			儘管非投資級企業信用利差持續擴大，利差評價相對吸引力並不高，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
新興市場債券			美元中長期貶值可能與新興國家降息預期，在資金持續挹注下，正向看待新興市場債表現，宜以衛星配置布局
美國股市			經濟數據放緩、美伊地緣政治變數與關稅政策不確定性恐令美股轉趨震盪，中性看待
歐洲股市			製造業與服務業PMI數據雙雙回升，加上結構性改善與財政政策等長期利多皆可望帶動歐股，展望偏多
日本股市			自民黨大勝強化政治穩定，有利高市政府政策推動，料將提振日股信心與企業基本面，偏多看待
新興亞洲			記憶體需求持續強勁令韓股兼具獲利成長與評價優勢，並帶動整體新亞表現，展望偏多
美元			美最高法院裁定對等關稅違憲，川普隨即透過貿易法加徵全球15%關稅，政策不確定及美股修正，美元震盪偏弱
日圓			高市言論顯示其對弱勢日圓仍較偏好，但政府不欲日圓過度疲弱，導致輸入性通膨惡化，預期短期維持區間震盪
黃金			美國關稅動盪提振避險需求，加上美伊地緣政治風險升溫，金價仍具上漲空間，可逢回分批漸布做資產配置
另類資產			投組中加入另類資產，可降低整體投資組合關聯性，尤其川普政策多變與股市高位之際，能分散投資產品集中度



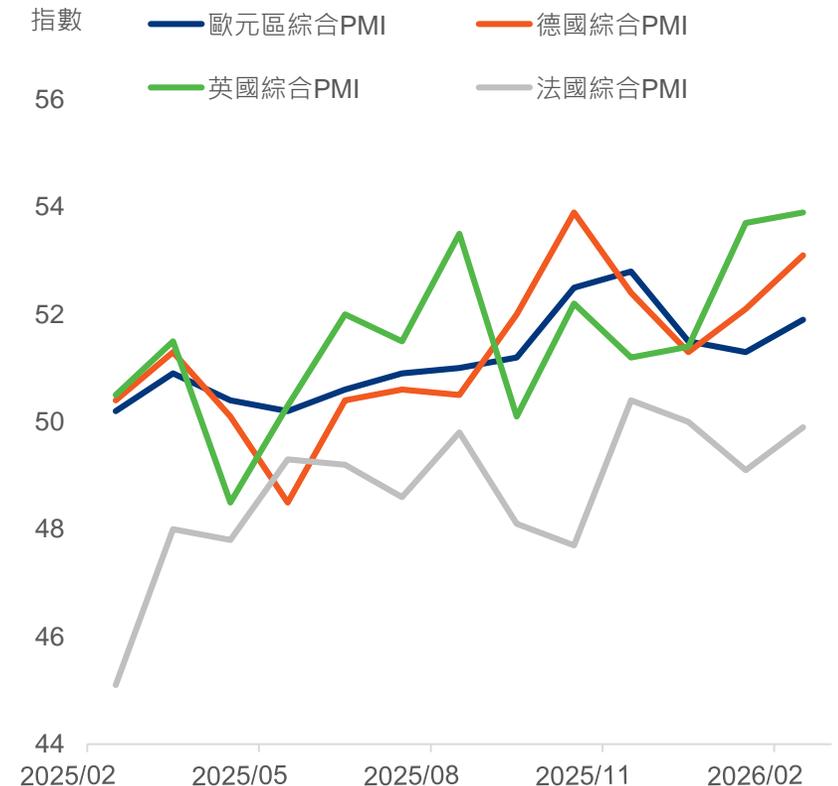
# 股市展望 – 美股恐趨震盪，留意歐洲股市相對表現

- ▶ 儘管1月非農就業數據亮眼，CPI數據亦較前月放緩，但第4季美國GDP成長率由上季之4.4%放緩至1.4%，12月核心PCE物價年增率升至3%，加上2月製造業與服務業PMI初值雙雙下滑，皆帶動美國經濟驚奇指數呈現回落，顯示景氣與物價仍面臨壓力。此外，對等關稅遭判違憲，美伊緊張情勢未解，地緣政治與政策不確定性亦將對市場帶來波動，短期審慎看待美股表現。
- ▶ 歐洲經濟數據則有所改善，儘管法國相對低迷，但在德國與英國帶動下2月製造業與服務業PMI初值陸續呈現回溫跡象，加上已公布之第4季歐股企業獲利優於預期，推動市場上修獲利展望，並支撐歐股上漲動能。料具財政擴張利多的德股、評價便宜且有降息利多的英股將持續助力後續歐股表現，產業則可留意結構性改善題材的銀行類股與具政策支持之軍工類股。

## 美國相對歐洲近期呈現放緩跡象



## 近期歐洲受德、英帶動，法國則相對落後

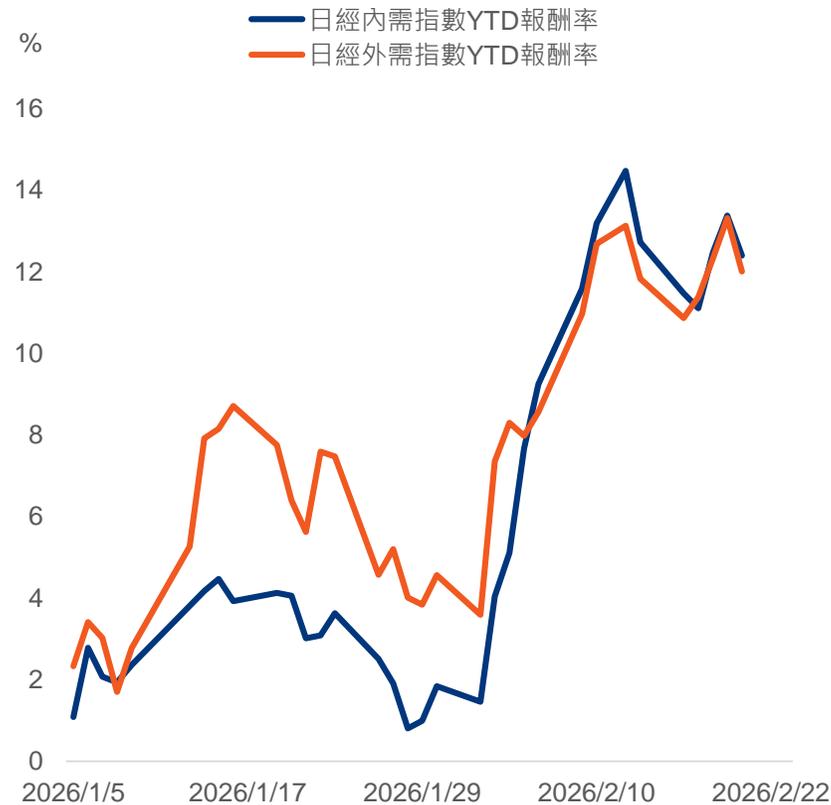


資料來源：Bloomberg，資料截至2026年2月23日

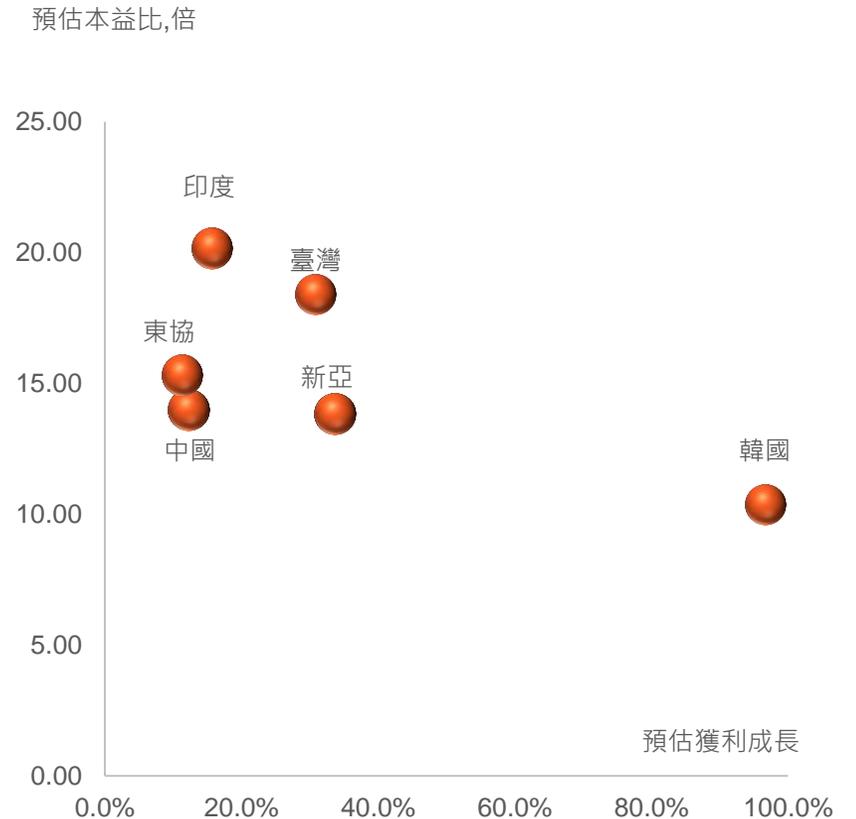
# 股市展望 – 大選結果強化日股正向前景，韓股具備強勁優勢

- ▶ 高市早苗於2月眾議院大選帶領自民黨席次豪取316席，成為二戰後首次完全掌控2/3席次的政黨，政治穩定將有利後續政策推動。高市再次上台後的首次施政報告亦強調將暫停食品消費稅2年，並推動對AI、半導體等領域之長期投資。此外，亦將確保債務增長速度控在經濟成長率之內，維持財政可持續性。若持續推動，包含外需產業的半導體、內需產業的消費皆有望延續漲勢，加上日債與日圓趨穩有利吸引外資持續流入，日股正向前景不變。
- ▶ 韓股受惠人工智慧帶動高頻寬記憶體(HBM)需求爆發，產能調整速度尚難以快速增加，令記憶體價格上漲，帶動權值的三星電子與SK海力士股價表現。韓國股市獲利預期因而持續大幅上修，並維持評價面優勢，料韓股有望持續帶動整體新亞股市後續表現。

## 日股不分內外需皆明顯上漲



## 韓股兼具獲利成長與評價優勢

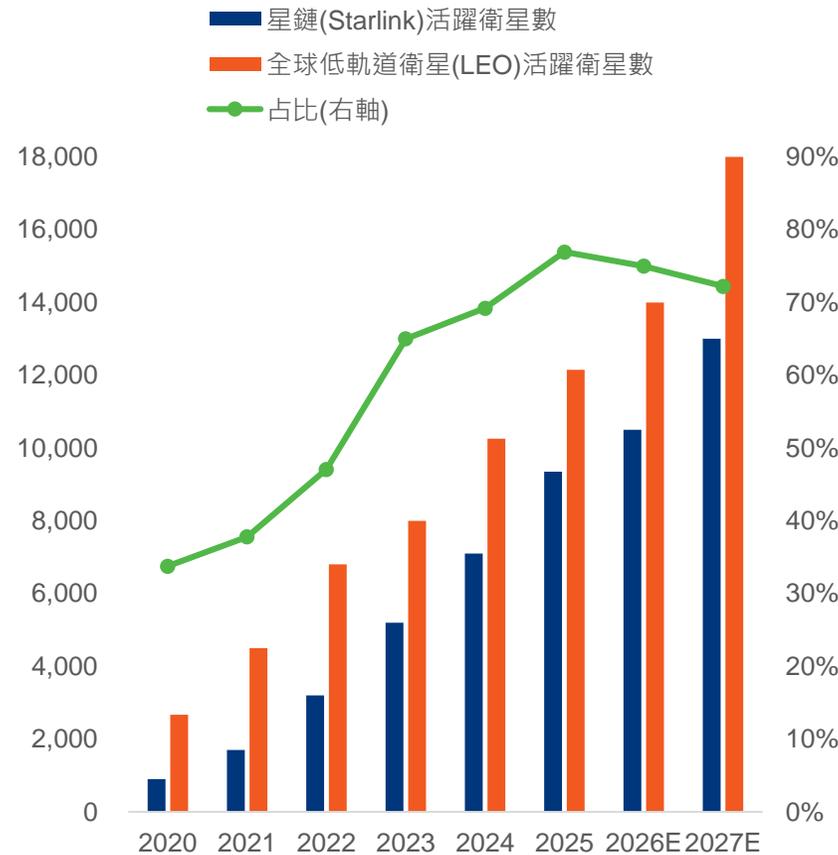


# 產業焦點 – 川普確保美太空優勢；AI太空資料中心推動產業需求

- ▶ 川普於2025年底簽署確保美國太空優勢行政命令，目標於2028年前讓人類重返月球並防衛太空，並於2030年建立長期月球基地。為了推動此政策，宣布簡化商業衛星發射許可程序，現行的SpaceX已經領先達成商轉，透過Starship發送衛星，目前已有超過9,000顆衛星在軌運行(全球市佔率近8成)，用戶數約達900萬人。同時，馬斯克也支持川普計劃改口延後其火星計畫，優先在月球建立一座自我成長城市(Self-growing city)。
- ▶ 隨著AI發展，電力需求重要性大，資料中心的興建受到土地環評限制建設期長，太空資料中心概念興起完美解決現行問題，無需冗長環評，且可以有24小時不被中斷之太陽能發電，另外太空低溫環境更能有效解決運算散熱問題，將推動太空產值快速發展。

## SpaceX領先商轉，低軌衛星占全球近8成

活躍衛星數量，個數



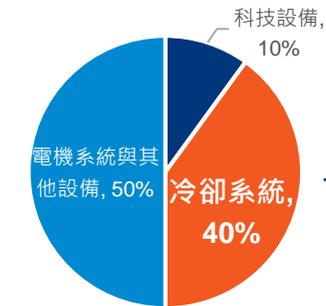
## 無需環評、太陽能、低溫環境有利資料中心

無土地環評

現行需興建資料中心土地環評參與機關

環境保護署(EPA)、能源部(DOE)、內政部(DOI)、州政府機關

24/7太陽能發電、太空低溫進行散熱



現行資料中心散熱耗電量  
約佔整體4成



24小時太陽能面板直面太陽進行發電，遮蓋背面資料中心透過宇宙背景溫度近絕對0度特性輻射散熱

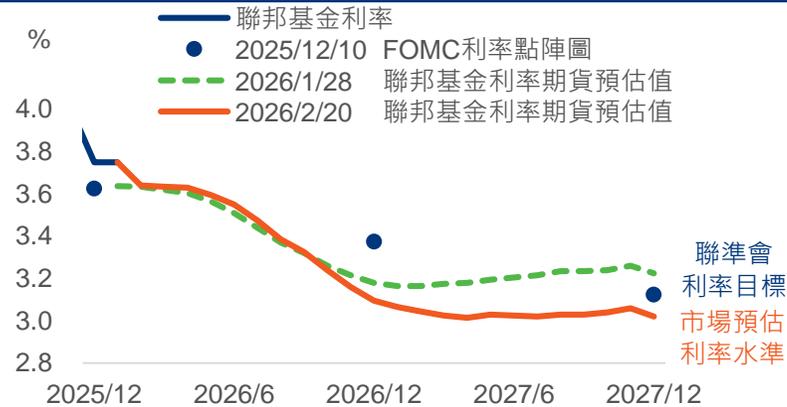
資料來源：SpaceX(左圖)、凱基證券整理

# 債市展望 – 美國暫停降息，留意新主席、關稅與日債利率影響

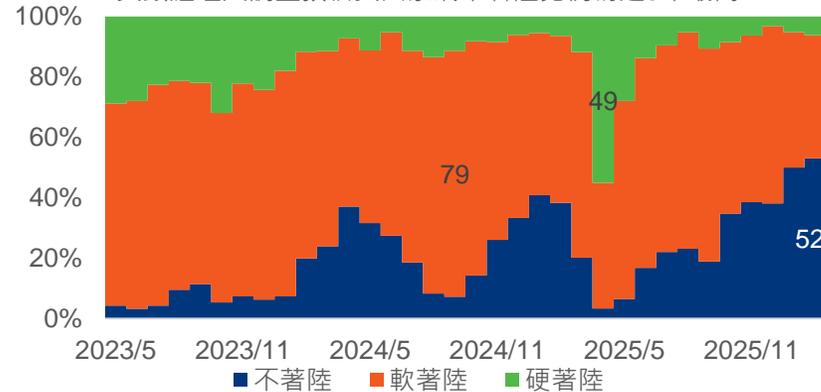
- ▶ 1月FOMC利率決議按兵不動符合市場預期，主席鮑威爾重申未來政策利率路徑仍依數據隨時調整，也體現在美國失業率不升反降，就業市場未現明顯惡化，通膨仍高於政策目標水準上，另基金經理人對美國景氣看法從軟著陸朝向不著陸，同時該比例創有數據來新高，考量Fed處於觀察數據的耐心階段，預期主席鮑威爾卸任後，美國才會重启降息並存在2碼以上降息空間。

- ▶ 美國總統川普宣布新任主席由前聯準會理事華許(Kevin Warsh)出線，其主張低利率與Fed應減少購買長債的縮表傾向，恐致期間溢酬上升與殖利率曲線陡峭化，另法院裁定關稅違憲後，美國政經不確定再起，日本擴大財政與日債利率續升，可能加劇對美債利率未來上行風險，債市投資人宜待利率上行後，再布局鎖利持盈保泰。

## 寬鬆貨幣政策環境支持景氣續行



美銀經理人調查預估美國景氣不著陸比例為近3年最高



## 新任主席人選出爐，留意利率波動

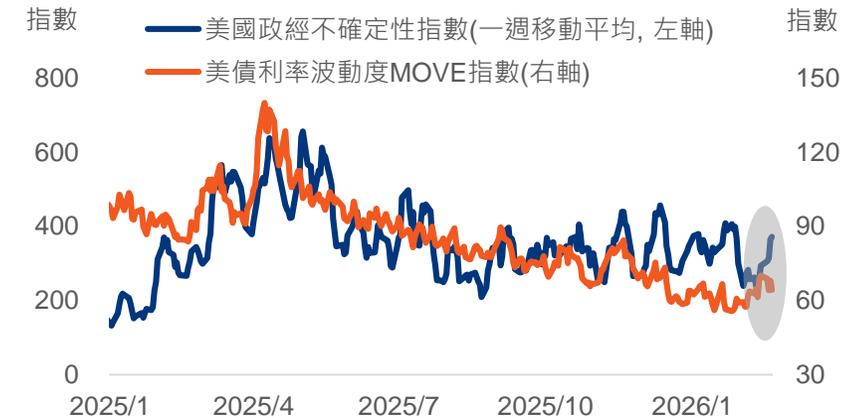


前聯準會理事 華許 (Kevin Warsh)

政黨傾向：共和黨(Republican)

過往經歷：曾任聯準會理事、小布希總統任內國家經濟委員會執秘，現為史丹佛大學講師，胡佛研究所擔任訪問學者

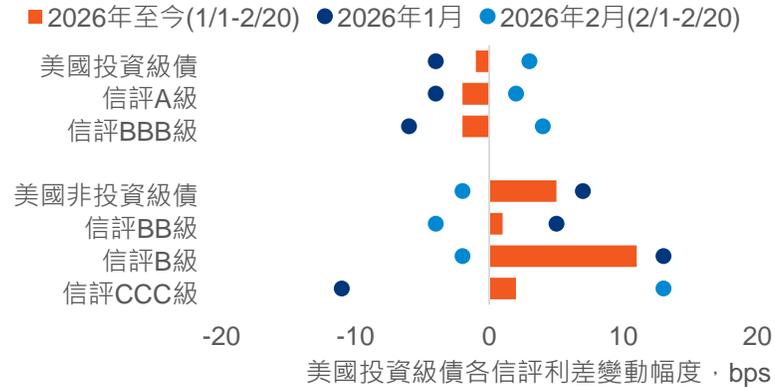
過往言論與觀點：貨幣政策立場具鷹派傾向，支持降息，然過往主張縮表，對量化寬鬆政策持保留態度，其認為應透過放緩經濟增長來對抗通膨，支持貿易協定



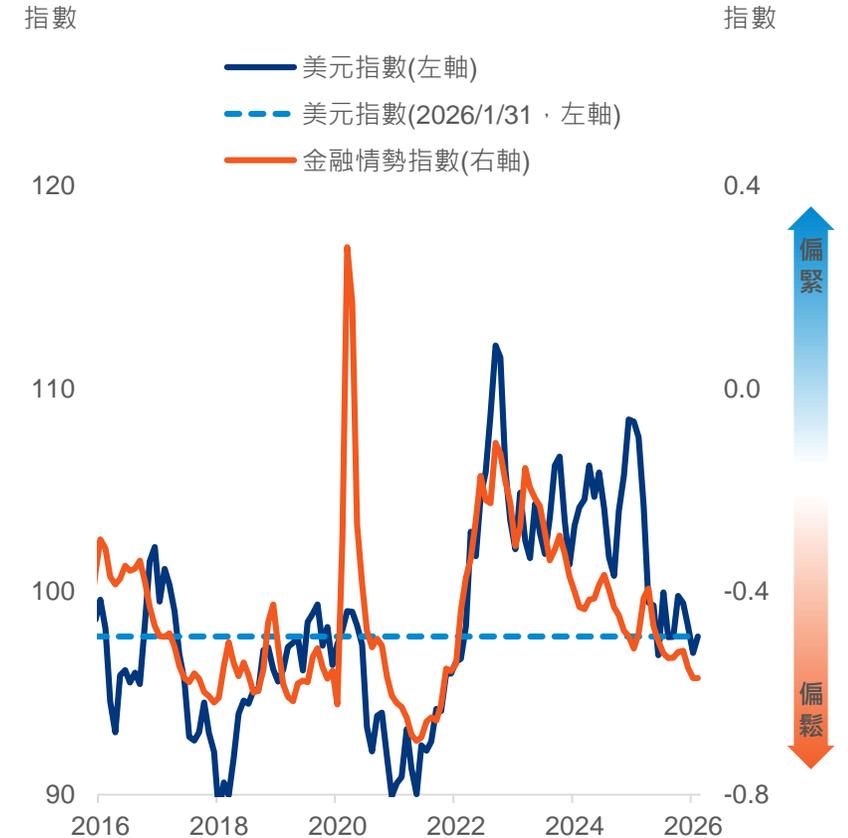
# 債市展望 – 投資級債開年穩，布局好債鎖好利

- ▶ 2026開年信用債整體表現相對優於公債，其中以投資級債持穩，各信評信用利差多收斂，非投資級債信用利差則有所擴大，其中以信評BB級利差走升幅度最顯，檢視非投資級債與投資級債利差比率持續走升且兩者利差差距降至近10年低位，考量公債殖利率仍處10年高位且低信評信用債利差吸引力不若以往，趁聯準會下半年重啟降息前，以具基本面與題材利多大型龍頭企業債為首選。
- ▶ 下半年若美國重啟降息，與非美主要國家公債殖利率差距可能收窄，進一步形塑美元走勢疲軟可能性，全球資金正重新尋找優質息收替代品，當前金流持續流向美國以外好債配置，檢視過往金融環境多偏寬鬆與美元走貶時期，有利企業信用利差收斂，若財政紀律問題與去美元化疑慮持續推動美元走弱，預期非美國投資級債為另一好選擇。

## 美國投資級債利差變動相對較非投資級債佳



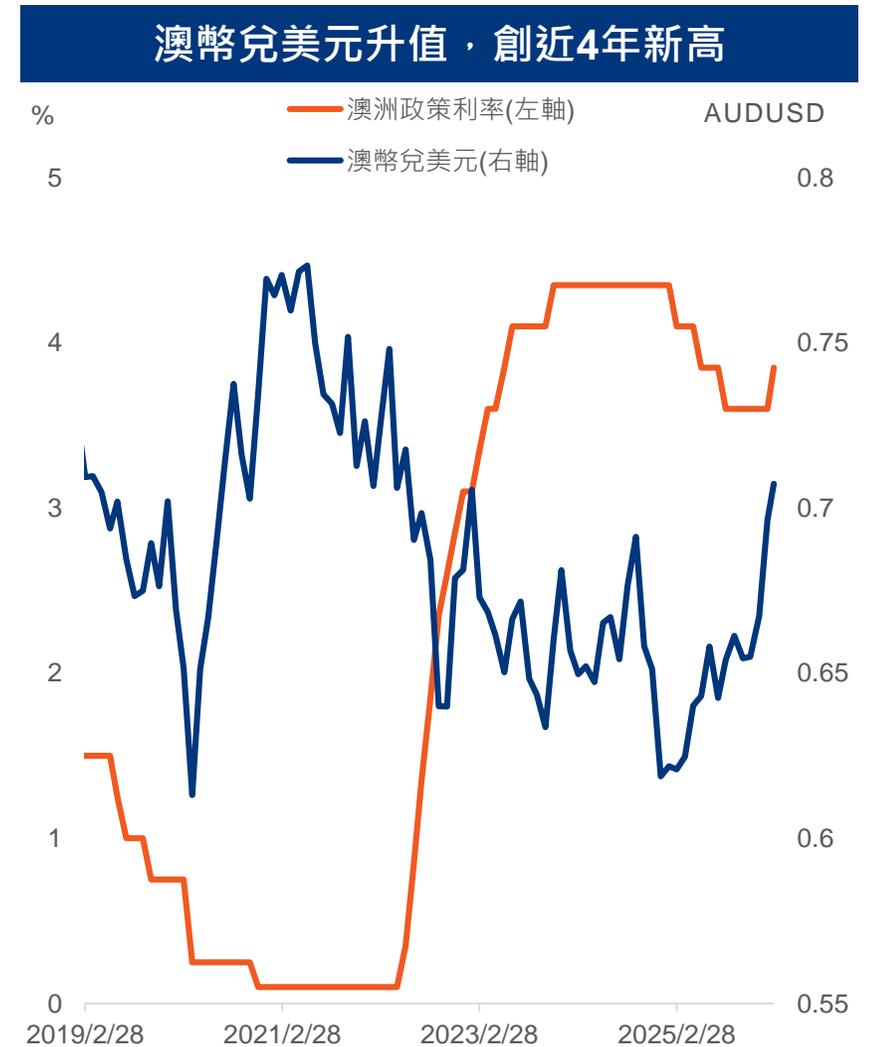
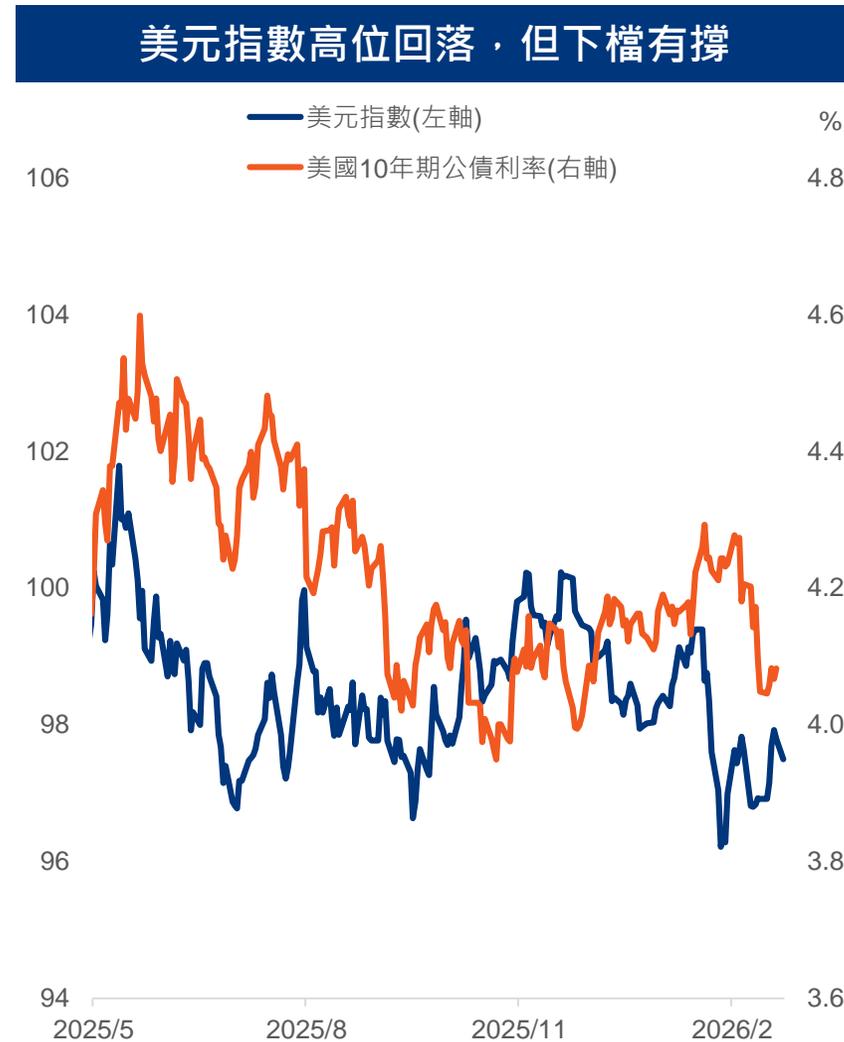
## 若美元續貶值，有利信用利差收斂



資料來源：Bloomberg

# 匯市展望 – 美元走弱但下檔有撐，澳幣強升至近年高位

- ▶ 美國最高法院以6：3票數裁定，川普援引國際緊急經濟權力法(IEEPA)，實施的全球關稅政策無效，認為該法案並未授權總統可以加徵關稅。川普宣布再以1974年貿易法第122條，徵收為期150天的10%全球關稅取代原關稅，隨後又透過社交平台表示，將全球關稅從原定的10%調高至15%，且立即生效。美國政策反覆、不確定性高造成美元資產走弱，然財政赤字可能惡化疑慮，又造成美債殖利率小幅上彈，美元指數走弱但下檔有撐。
- ▶ 澳洲央行上調政策利率1碼至3.85%，為2023年來首度升息，並表示若通膨持續高於2-3%目標區間，不排除持續升息以抑制物價上漲。近期隨金屬、原物料價格創高，帶動以出口礦產為主的澳幣大幅升值，兌美元創近4年新高。考量去年下半年以來通膨回升、私人需求強於預期及供給面壓力，未來數月利率再升機率高，匯率展望強。



資料來源：Bloomberg

# 商品展望 – 全球債務上升與美元弱化，有利金價、逢回漸布

- ▶ 全球債務失衡助長金價，考量當前全球債務接近350兆美元，高於實質經濟成長所支撐的規模。債務持續累積但經濟生產力無法同步提升下，政府只能透過寬鬆貨幣與壓低利率來避免債務惡化。央行透過量化寬鬆購買公債並擴張資產負債表，相當於增加法定貨幣供給。長期而言，黃金對貨幣增量高度敏感，若貨幣持續貶值，黃金的貨幣替代性與實質購買力上升，使金價續漲。
- ▶ 美元信用弱化也有利黃金，當市場對美元購買力信心漸失，黃金貨幣價值顯現，尤其當地緣政治風險升溫與金融制裁常態化，各國央行增加黃金儲備來替代美元。此外，川普不按牌理出牌，關稅反覆、美伊地緣政治衝突再起，資金從美債避險轉向黃金，預期在川普任期內，黃金逢回漸布，可做為資產配置之一。

## 全球主要國家債務上升，推升金價上漲



## 美元指數中長期走弱，為黃金有利環境

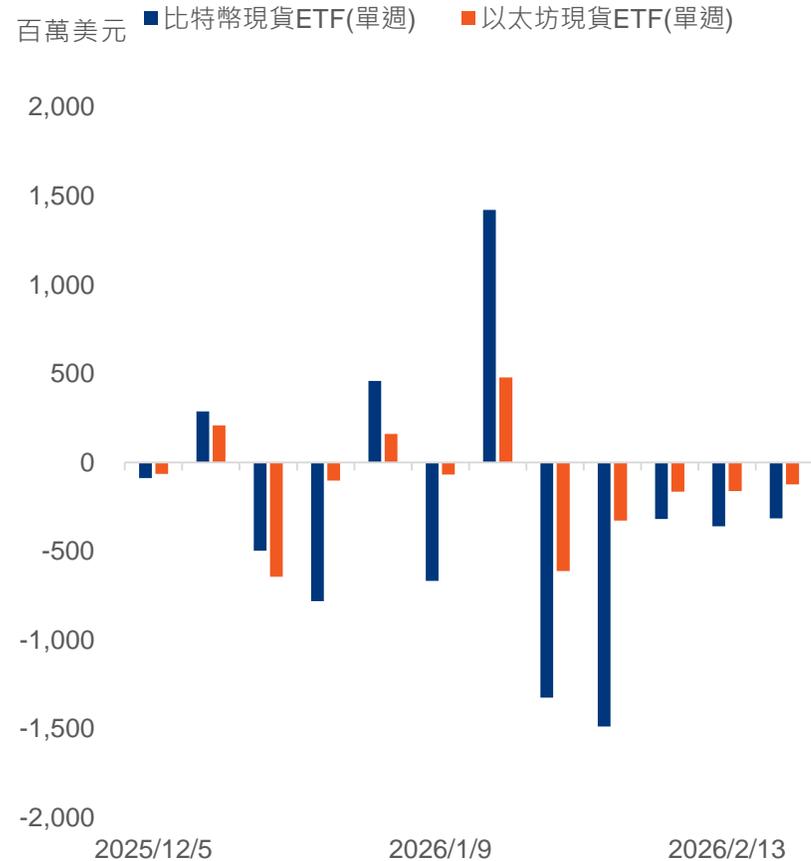


資料來源：Bloomberg

# 虛擬資產展望 – 新提名聯準會主席態度，引發虛擬資產重定價

- ▶ 2026年2月虛擬資產遭遇下殺，市場擔憂川普新提名之聯準會主席貨幣降息與縮表態度，縮表降低長債需求將使美國公債殖利率曲線趨陡，長天期公債通常作為無風險利率之折現因子，長天期公債利率預期上升，將使高估值資產面臨嚴重價格重估，市場風險情緒轉差使虛擬資產短時間大跌，且跌破關鍵價位(川普勝選與整數關卡)引發市場拋售，比特幣單日一度跌至6.1萬美元後拉回，在市場氣氛回穩後於7萬美元關卡拉鋸，以太幣也跌破2,000美元價位。
- ▶ 市場大跌後，虛擬資產現貨ETF也遭遇拋售，連續出現大額淨流出，比特幣與以太坊現貨ETF在市場信心不足的情況下，連續五週淨流出，由於跌破技術支撐，短期虛擬資產預期呈現弱勢震盪格局，等待市場氣氛因新利多好轉。

## 虛擬資產現貨ETF信心不足，有連續淨流出



## 聯準會新主席態度，引發虛擬資產價格重估



# 2

## 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 – 透過LEAD策略，配置優質股債，穩表現、降波動

## 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

### 另類投資 5%

黃金  
虛擬資產  
私募基金/私募股權

### 債券 35%

高評級投等債  
非美貨幣投等債  
新興市場債(衛星)

### 現金 5%

活存/定存  
貨幣型基金  
類現金產品

股債混和  
成長型

以成長型組合為例，提供對應資產配置建議如下：

- ▶ 市場風險意識提升，核心股權部位以高品質股應對震盪 (Earnings focused)，搭配區域分散與產業多元策略，持續參與市場；非美市場聚焦歐、日軍工及銀行類股。
- ▶ 固定收益以投資級公司債為主，新興市場債作為衛星配置 (Adding Credit)。適度布局歐元及澳幣等非美貨幣債券，以多樣化外幣組合，因應美元中長期走弱風險 (Liquidity Shift)。
- ▶ 近期個股表現強弱分化，更顯資產配置重要性，投資人應保持多元曝險，並透過另類資產強化投組韌性 (Diversified Asset)。黃金創高後回落，惟結構性利多仍存，可於築底之際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、日本
- ◆ 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
美國股市				經濟數據放緩、美伊地緣政治變數與關稅政策不確定性恐令美股轉趨震盪，中性看待
歐洲股市				製造業與服務業PMI數據雙雙回升，加上結構性改善與財政政策等長期利多皆可望帶動歐股，展望偏多
日本股市				自民黨大勝強化政治穩定，有利高市政府政策推動，料將提振日股信心與企業基本面，偏多看待
中國股市				1月宏觀數據未見明顯復甦跡象，PMI與CPI數據低迷反映內需疲弱。後續關注「兩會」政策細節，維持中性看待
香港股市				隨著3月「兩會」召開，十五五規劃陸續落地，高新技術與AI題材有望利多香港掛牌科技股，維持偏多加碼
臺灣股市				AI供應鏈展望普遍優於預期，推動企業獲利上修，指數有望持續向上挑戰，維持偏多看待
新興亞洲				記憶體需求持續強勁令韓股兼具獲利成長與評價優勢，並帶動整體新亞表現，展望偏多

區域

# 產業建議

- ▶ 持續看好工業、公用事業，受惠川普政策調升能源與原物料至偏多，資訊科技因科技股近期估值較高調整為中性，但仍看好AI帶動相關企業發展。

	看空	中性	看多	綜合評論
非必需消費				美國1Q26景氣優於預期，加之ISM服務業PMI仍展現其韌性，抵銷消費信心下跌的影響，維持中性看待
必需消費				受惠低所得族群消費支出成長比市場預期強韌，且勞動市場雖下滑卻未惡化，調整為中性
能源				雖油價維持低檔，惟美國接管委內瑞拉重質原油等「政策利多」，且在獲利成長也略有改善，將展望調升至偏多
金融				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				全球老齡化潮流致使照護需求上揚，但處方藥價格與支付模式仍未明朗，維持中立
工業				工業類股次產業分歧明顯，受惠地緣政治不確定性提高，軍工、航太等類股相對表現較好，維持偏多看待
資訊科技				AI主導股市的盛景仍未改變，但市場集中度、科技類股估值已高，調整為中性
通訊服務				美國民間消費表現韌性，主要以服務為主的通訊服務企業未來營運可望有撐，維持中立看待
原物料				受惠政策不確定性及川普建立戰略礦產儲備政策影響，使得貴金屬與工業金屬皆上漲，故將展望調升至偏多
房地產				房地產因住宅投資放緩、房貸利率未因降息而下滑，恐壓抑房屋銷售，偏空看待
公用事業				受惠相關收費成長、Fed降息有助降低營運成本，加上長期AI用電需求利多的挹注，展望維持偏多

產業

# 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，避險需求有利金價。

	看空	中性	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券			美國法院判定對等關稅違憲，退稅致政府財政債務壓力升，美債宜先保持觀望，待公債殖利率進一步上升再布局
	投資級債券			投資級企業債信基本面仍穩且具良好防禦特性，聚焦金融、公用事業、工業、能源與通訊等調整後利差較佳者
	非投資級債券			儘管非投資級企業信用利差持續擴大，利差評價相對吸引力並不高，宜避開CCC級以下公司債持盈保泰
	新興市場債券			美元中長期貶值可能與新興國家降息預期，在資金持續挹注下，正向看待新興市場債表現，宜以衛星配置布局
商品	原油			美伊戰爭醞釀，美國不排除以「有限打擊」來逼迫伊朗達成談判，在供應中斷擔憂未下，油價大漲後短期偏強整理
	黃金			美國關稅動盪提振避險需求，加上美伊地緣政治風險升溫，金價仍具上漲空間，可逢回分批漸布做資產配置一環
貨幣	美元			美最高法院裁定對等關稅違憲，川普隨即透過貿易法加徵全球15%關稅，政策不確定及美股修正，美元震盪偏弱
	歐元			歐元區通膨維持低檔，可能維持至下半年，加上零售和經濟下滑，央行表示近期將保持耐心，不急於調整貨幣政策
	日圓			高市言論顯示其對弱勢日圓仍較偏好，但政府不欲日圓過度疲弱，導致輸入性通膨惡化，預期短期維持區間震盪
	人民幣			中國經濟疲弱，但政府減少干預以期望成為國際儲備貨幣，在股市資金流入下，人民幣溫和走強近期區間偏多操作

# 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
 <h2>大債時代</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美國對等關稅遭法院宣判違憲，財政與發債供給增加疑慮，恐至美國公債利率走升，企業財報反映債信持穩與信用利差續處低位，考量美國財政赤字有擴大風險，逢利率上行，優先鎖利債信穩健投資級好債。</li> <li>全球政府債務持續擴大與地緣政治風險難消，考量避險價值與去美元化風險，維持中長期偏多看法。</li> </ul>
 <h2>加密貨幣</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場擔憂川普新提名之聯準會主席貨幣降息與縮表態度，縮表降低長債需求將使美國公債殖利率曲線趨陡，長天期公債利率上升拉升無風險利率，將使高估值資產面臨嚴重價格重估，市場風險情緒轉差使虛擬資產短時間大跌，且跌破關鍵價位(川普勝選與整數關卡)引發市場拋售，由於跌破技術支撐，短期虛擬資產預期呈現弱勢震盪格局，等待市場氣氛因新利多好轉。</li> </ul>
 <h2>量子運算</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>微軟副總裁Zulfi Alam於訪談中指出，今年微軟終於能肯定，2029年會有具商業價值的量子機器問世，並完成傳統電腦無法達成的計算。另外，中國首款自主研發量子電腦作業系統「本源司南」於2月下旬正式開放線上下載，將有助於加速中國量子計算生態自主化建設。上述消息突顯出量子運算發展將是各國關注重點。</li> </ul>
 <h2>去全球化</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>總統川普依據國際緊急經濟權力法(IEEPA)，對全球課徵高關稅，經美國最高法院判決為違法，然其結果只是針對總統對IEEPA的權力定義，非否定總統無權對其他國家徵收關稅。預期150天過後，共和黨主導的國會仍將再度通過川普主張的貿易法第122條，未來也可利用232條款、301條款甚至201條款(防衛貿易)、338條款(不公平貿易)等維護關稅稅收，加徵關稅引發的去全球化趨勢無可避免。</li> </ul>
 <h2>核能重啟</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2026年2月底美國軍方成功從加州後備基地透過運輸機C-17運送一台5兆瓦微型反應器(SMR)至猶他州的空軍基地，凸顯川普政府推動核能發展的決心，藉此滿足AI數據中心及軍方對電力需求的成長。</li> <li>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。</li> </ul>
 <h2>AI機器人</h2>	<ul style="list-style-type: none"> <li>南韓現代汽車宣布，2030年前將投資南韓125.2兆韓元(867億美元)，為該集團歷來規模最大國內投資計畫，目標是成為機器人和實體AI領域的全球領導者，目標在2028年前實現年產3萬台機器人的量產能力。</li> <li>當前AI人型機器人主要應用在工廠以實現自動化，並且處理相對危險之工作。然隨技術持續進步，可望進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。</li> </ul>

資料來源：凱基證券整理

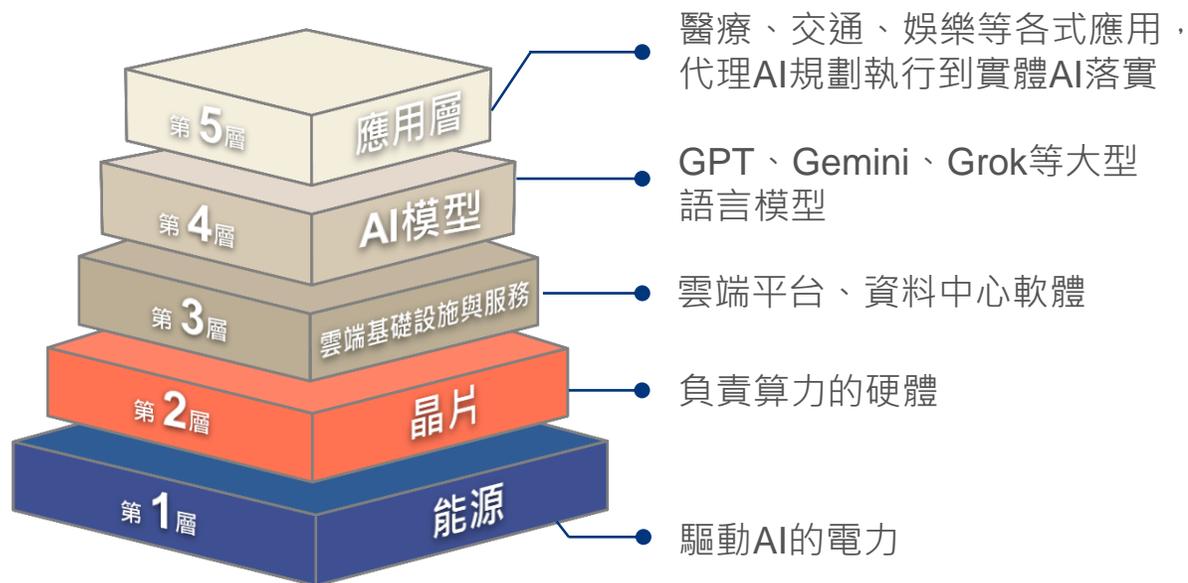
# 3

## 專題研究

- AI發展五層蛋糕理論

# 五層蛋糕理論重塑AI發展，從思考進入到物理應用

2026年世界經濟論壇會黃仁勳重新定調AI，看好歷史最大基建投入，且看好應用端發展推動



## ■ AI進化：從預測統計結果到推論思考



## ■ 新世代應用框架：AI助理從規劃設計到落實行動

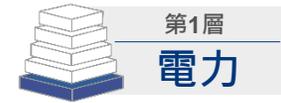


大腦 推理計畫 模擬能力

手腳 工具調用

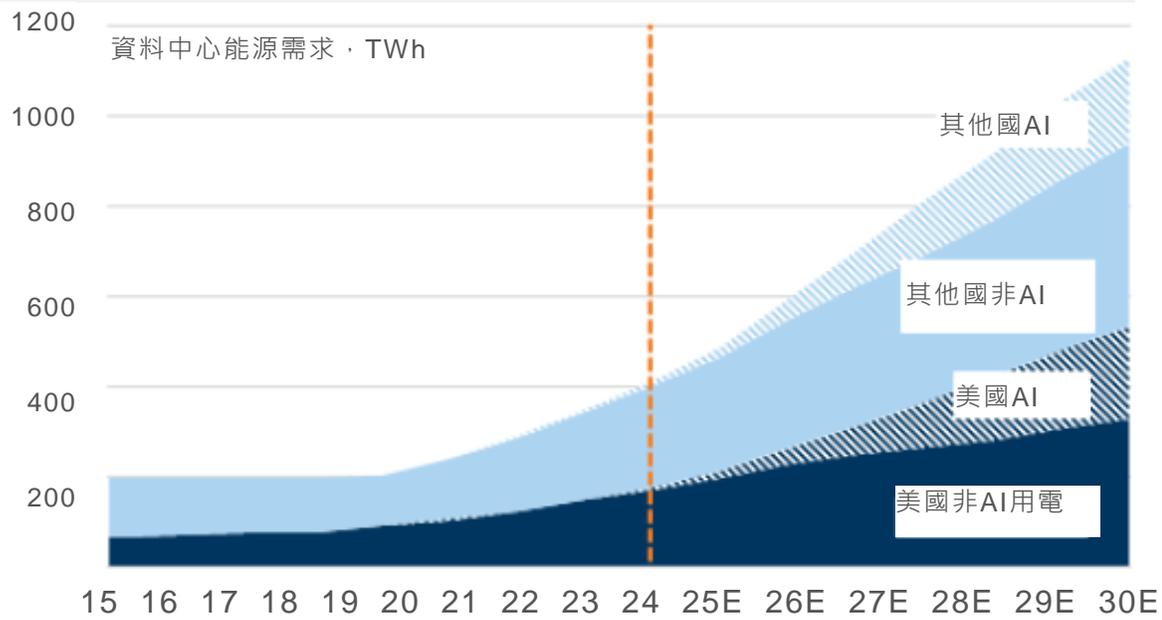
架構 多模擬混合雲

# 全球未來10年能源需求激增，美國佔約50%



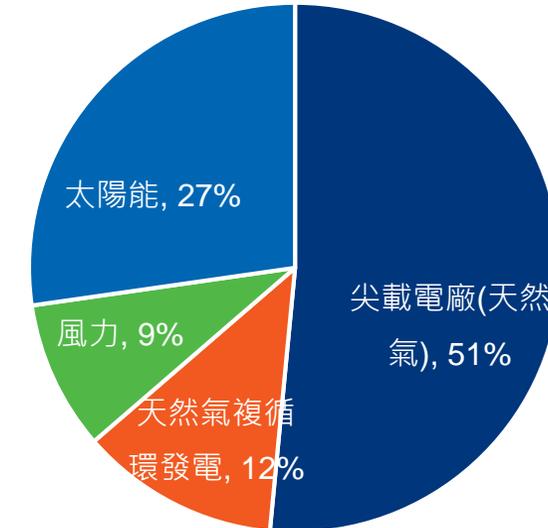
- 自AI爆發以來，全球AI相關用電需求快速增加，以全球資料中心(AI與傳統伺服器)能源需求來看，美國與其他國家的資料中心能源需求至2030年大約50:50，美國擁有最先進AI大型語言模型，在持續追求Scaling low的算力下，AI資料中心用電至2030年大概可達全球17.5%，若涵蓋其他國家快速發展的AI，其耗電需求將超過3成，帶動整體能源需求自2024年起成長175%，總需求項量超過1,100太瓦時(TWh)。
- 從美國資料中心供給量分析，自2026年到2030年前總新增電容結構，僅約27%為太陽能、風能約9%，其餘來自於傳統火力發電(天然氣)約12%，還有約51%的電量供給為尖載電廠(起停快速，應對突發性高用電需求，避免因負載停電，發電成本高於核能、煤)，顯示能源供給緊張。

## 至2030年能源需求預期成長175%

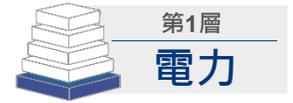


## 短期新增資料中心電容主要仍需透過天然氣與太陽能

2030年前支援美國數據中心之預期新增發電容量結構組合



# 電廠建設速度慢，電力基礎建設優於電廠經營



- ▶ 觀察2025年美國科技產業新增額外電容分布可以發現，太陽能與儲能電池還是佔大宗，煤礦、石油相關在減少，主要由於美國科技巨頭皆在電話會議上強調會使用再生能源或是達成100%碳中和，同時，在上一任拜登政府任內對於太陽能等新能源大力支持，在2026年政策到期前，相對有較多太陽能電容可提供，然未來新土地審批趨嚴與補助結束，新增電容增速將放緩。而新增天然氣發電預估至少需3~5年，核能電廠建置至少需8~10年，整體電廠新增電力供給少，近期電廠利潤來源主要來自電價上漲，若要投資AI電力概念，基礎建設獲利擴張的幅度優先於電廠。
- ▶ 由於電力供給之限制，各國多極力發展快速安裝之電力供給，包括儲能電池、小型核能模組，力圖盡早新增額外電力提供。

## 太陽能大量新增電容估計啟用年限最快



### 太陽能2026年大量啟用期：

拜登IRA將到期，之前土地供給與新建持續有利太陽能



### 天然氣新產能預計2029年完工：

新型天然氣渦輪發電機組建置期3~5年

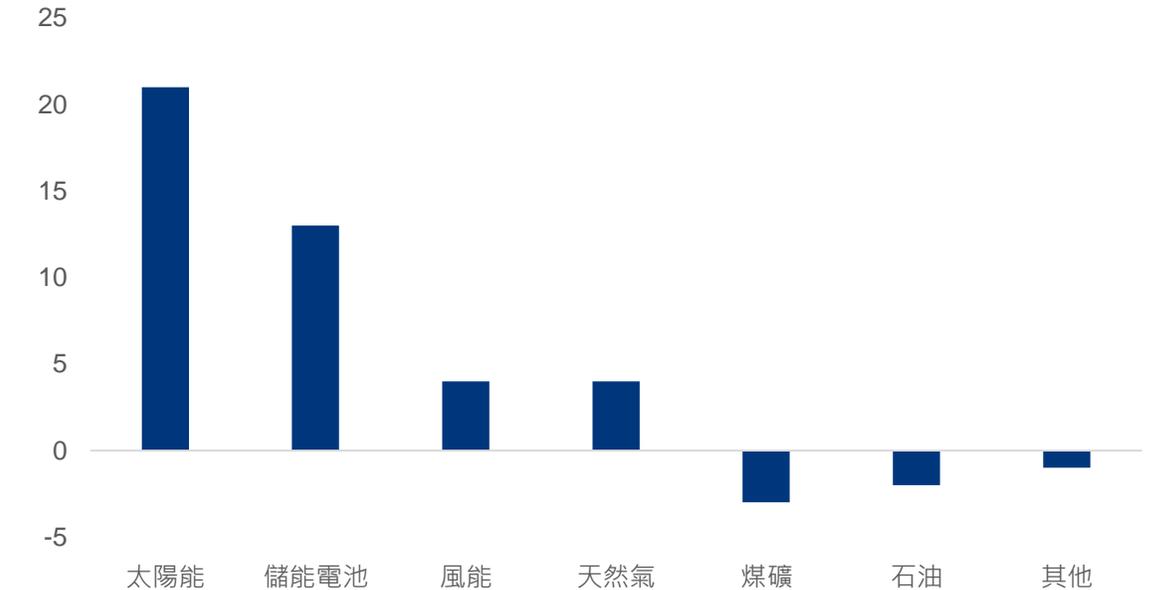


### 核能2030年至2035年新電容開出：

電廠建置期8~10年，前置土地許可嚴格，推類建設進度

## 美國科技新增電容主要來自太陽能與儲能設備提供

2025年美國科技產業新增額外電容，吉瓦(GW)

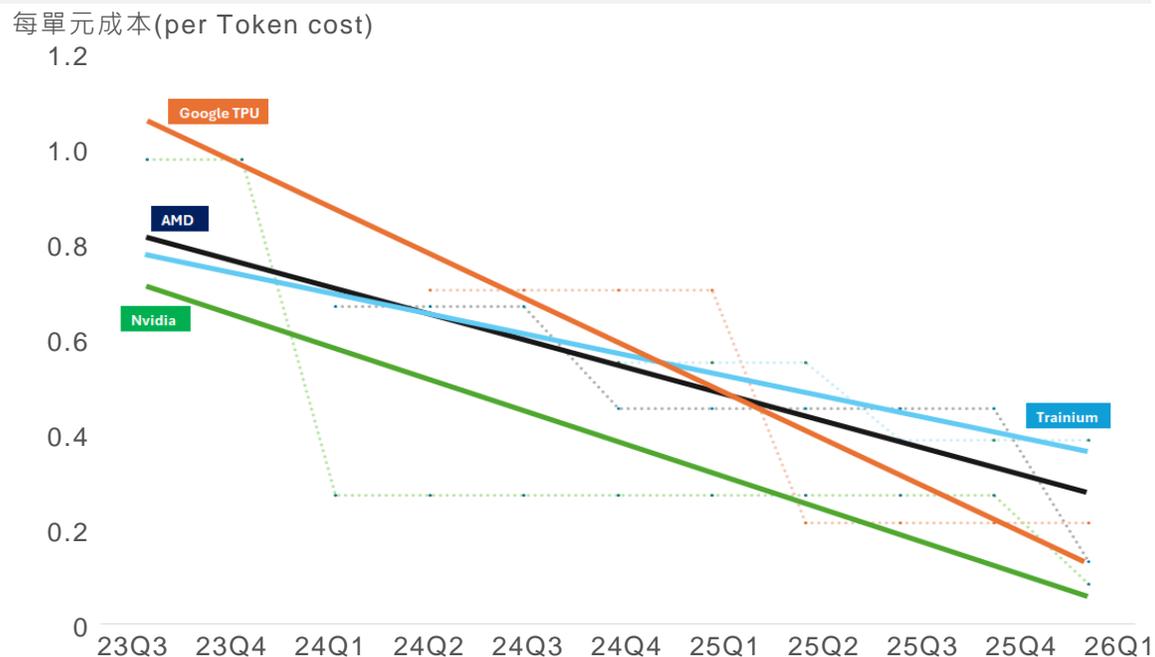




# AI晶片發展：GPU與TPU(ASIC)雙軌並行

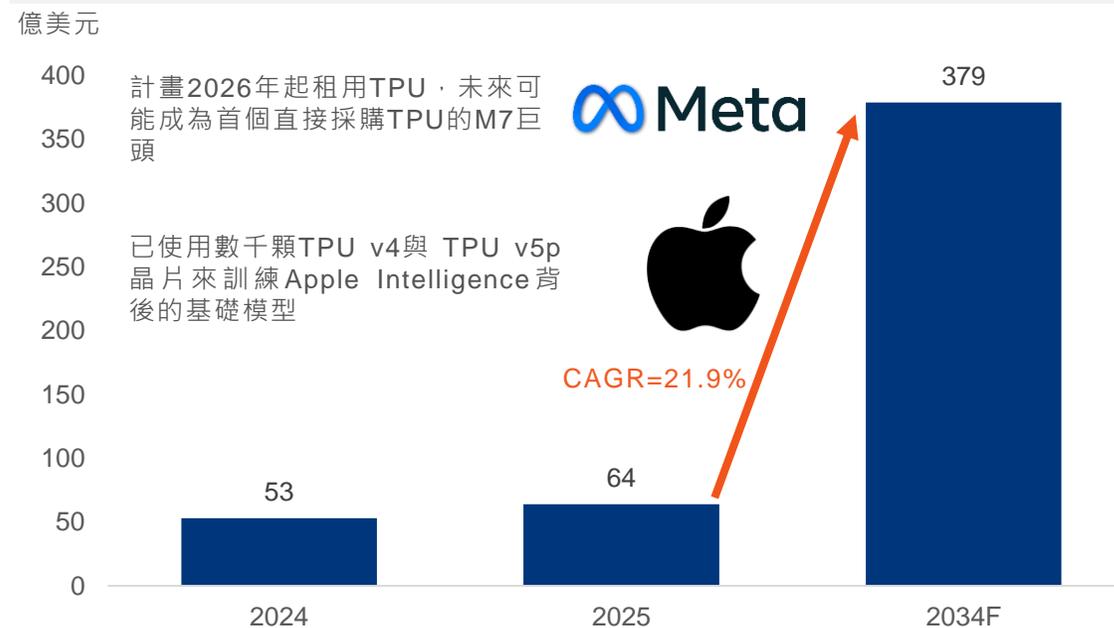
- ▶ AI晶片市場正從輝達主導的通用型繪圖處理器(GPU)轉向多元化發展，成本效益曲線分析，Google的TPU針對ASIC的優勢正在凸顯，TPU在進行特別運算時效能與單位成本已快速下降，在2025年初已擊敗亞馬遜與AMD，預期在2026年初每單元成本可降至0.2以下，具備與GPU競爭的實力，且能效表現更佳。
- ▶ 在市場採用趨勢方面，TPU正獲得主要科技巨頭的青睞。Meta的租用計畫與Apple證實使用TPU進行訓練，顯示在成本與效能差異不大的情況，科技巨頭傾向分散AI晶片下單避免風險，GPU成熟的生態系與TPU在專用效率提升各有優勢，市場漸朝向雙軌並行瓜分市場。

## Google TPU成本可與輝達競爭，甩開亞馬遜與AMD



資料來源：GS(左圖)、Global Market Insights(右圖)、凱基證券整理

## TPU未來10年複合成長率21.9%，Meta、蘋果皆投入



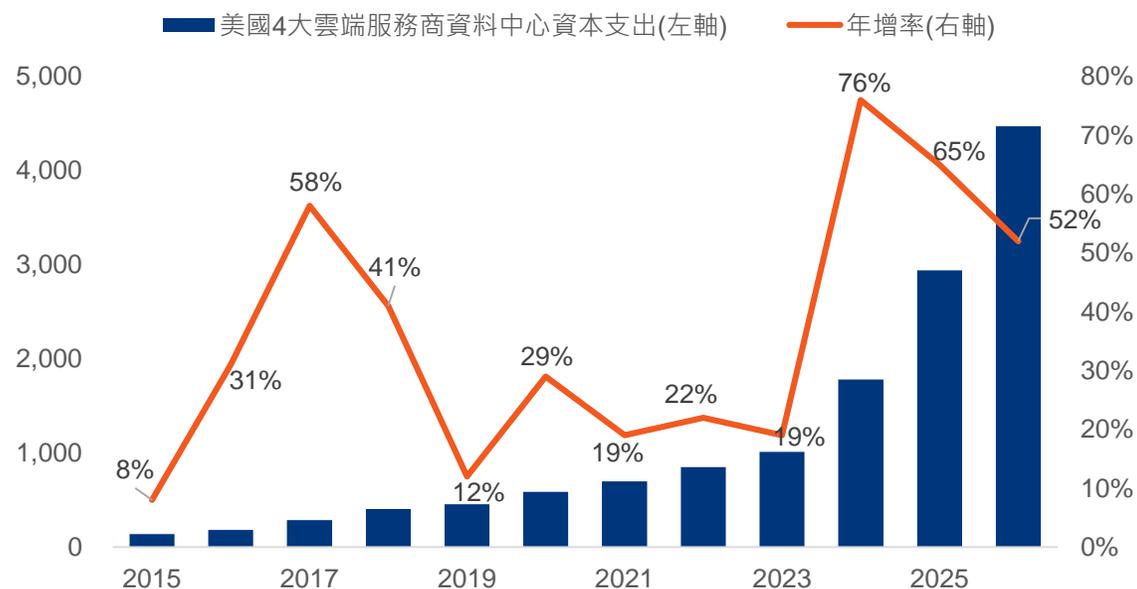


# 雲端服務商持續投入資金，AI硬體端需求強勁

- ▶ 2026年美國4大雲端服務商(CSP)資本支出自AI大型語言模型出爐後不斷上修，2024年成長最快高達76%，儘管隨後略降但總金額不斷創高，2025年突破3,000億美元，2026年原預估成長52%近4,500億美元，然隨著財報季各家CSP廠陸續公布財報，全年有機會上修超過5,000億美元。
- ▶ 隨著CSP企業資本支出持續上修，建置AI資料中心、GPU晶片採購等，其他基礎設施與相關服務需求也一併受惠提升。AI訓練與推理運算過程需要記憶體協助，運算後資料存儲，需求擴散至伺服器存儲裝置(記憶體、快閃記憶體、硬碟等)，過去記憶體產能過剩導致廠商擴產意願保守，然AI需求預估使2026年DRAM與NAND潛在需求成長87%與54%，產能供需預計到2026年下半年才有機會較為平衡。

## 26年4大CSP預估資本支出年增率52%約4,470億美元

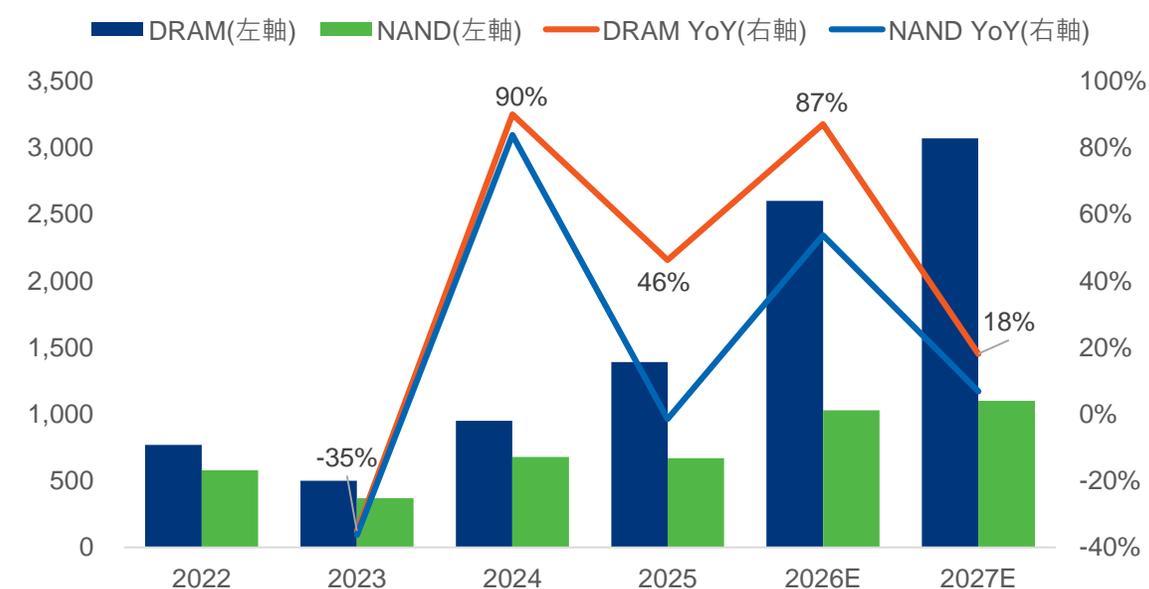
億美元



資料來源：JPMorgan · 凱基證券整理

## 2026年DRAM與NAND成長強勁年增分別為87%與54%

整體潛在市場規模(TAM)，億美元





# 大型語言模型閉源領先，2030年效率輾壓人類

- 大型語言模型(LLM)的發展已演變為開源與閉源兩大體系並進。早期由Meta的Llama領銜開源模型，但隨後DeepSeek及阿里巴巴的千問(Qwen)、百度等中國企業快速崛起，目前領先開源模型多以中國廠商為主。目前市場呈現「開源看中國、閉源看美國」的雙極化格局：美國如OpenAI、Google、Grok及Anthropic仍主導閉源模型的技術天花板，而中國則在開源生態中取得領先，並廣泛滲透至全球開發者社群。
- 在事務處理能力方面，AI正經歷指數級成長。從2019年GPT-2的簡單文字生成，到2025年完成複雜分析，再到2030年底，模型效率預估將達到「一天內完成單人耗時100年」工時量，涵蓋大型科研計劃與影視創作，多位專家預測通用型人工智慧(AGI)有望在2030年前初步達成。

## 閉源模型以美國為主，中國在開源模型中領先<sup>註</sup>

### 閉源模型

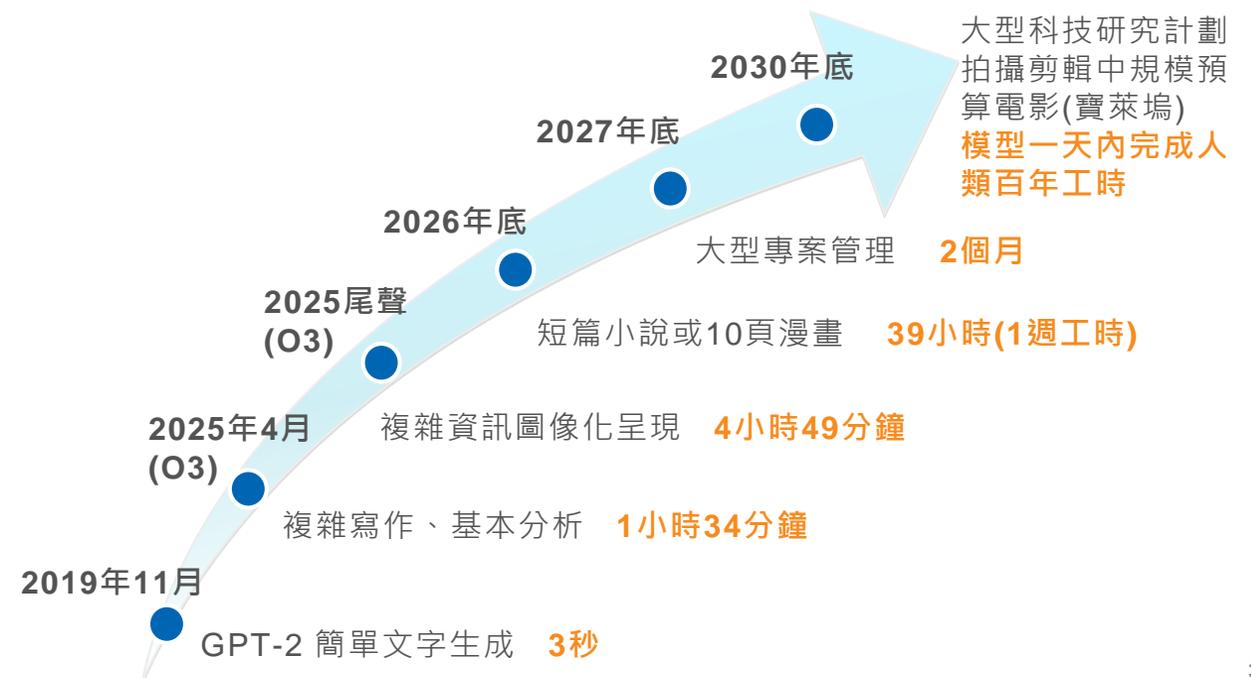
<b>AI</b>	<b>Anthropic</b>  Claude Opus 4.5
<b>G</b>	<b>Google</b>  Gemini 3 Pro
	<b>OpenAI</b>  GPT-5.2
<b>XI</b>	<b>xAI</b>  Grok-4 Fast Reasoning
<b>IBM</b>	<b>IBM</b>  Granite 3.3 8B Instruct

### 開源模型

<b>Z</b>	<b>Zhipu AI</b>  GLM-4.7
	<b>MiniMax</b>  MiniMax M2.1
	<b>DeepSeek</b>  DeepSeek-V3.2-Speciale
	<b>月之暗面</b>  Kimi K2 0905
<b>MI</b>	<b>小米</b>  MiMo-V2-Flash

註：上述排序採各模型之Code Arena分數進行排序，代表模型編程能力的強弱及開發者使用滿意度  
資料來源：llm-stats.com (左圖)、Jakob Nielsen Predict(右圖)、凱基證券整理

## 2030年大型語言模型一天內可完成單人耗時100年工時



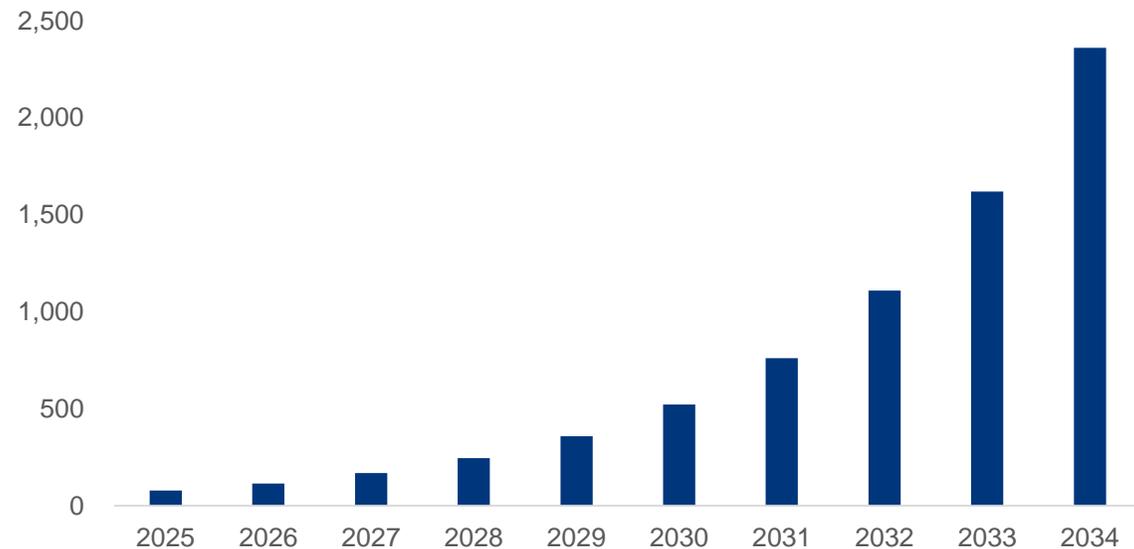
# 應用端為AI軟體服務與硬體裝置共榮



- ▶ 代理AI(Agentic AI)從單純對話工具進化為具備自主執行能力。預估代理AI市場規模將於2034年達到2,360億美元，複合成長率高達46%。近期市場焦點在於開源框架Moltbot(原Clawdbot)爆紅，其具備系統級權限與長期記憶功能，能自主跨軟體處理複雜任務。然而，隨之而來的社群爭議也引發評論：專家指出這類代理人雖展現出高度擬人化，但在資安治理與權限控管上仍存有顯著風險，是典型的「雙面刃」技術。
- ▶ 在實體 AI(Physical AI)領域，穿戴裝置與機器人的合計規模預計以15%的年成長率穩定擴張。機器人被視為AI的最終載體。目前中國在人形機器人產業領先，優必選與智元等廠商已規劃於2026年大規模量產；特斯拉的Optimus雖擁有頂尖軟體實力，但量產時程遞延，仍受供應鏈磨合影響。整體而言，機器人的大規模落地將高度依賴特斯拉在工程化上的突破，以及中國強大供應鏈在零組件成本上的壓縮。

## 代理AI 2034年達2,360億美元規模，複合成長率46%

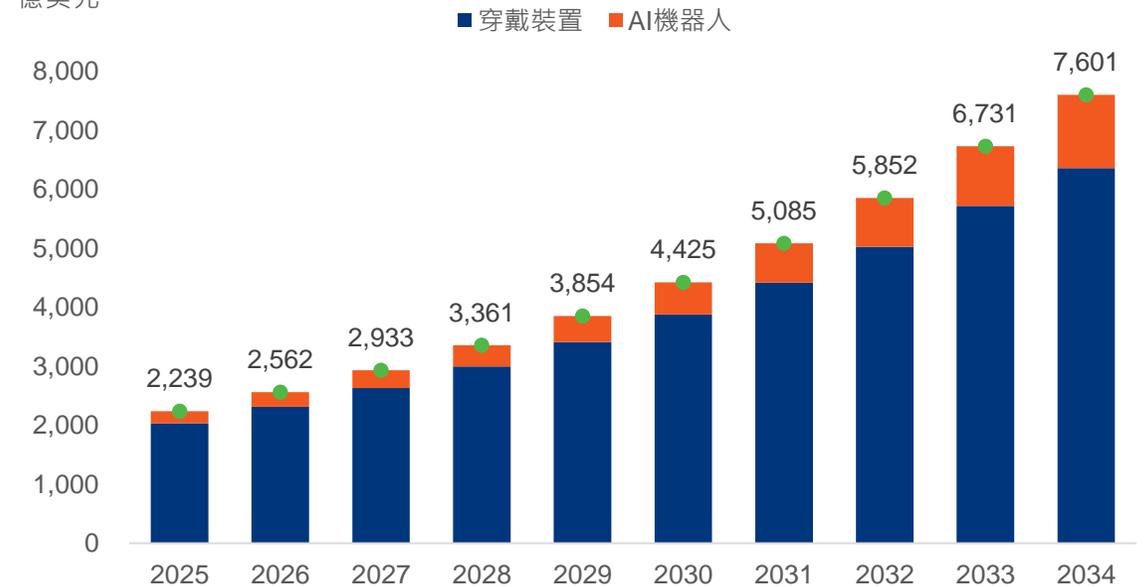
代理AI預估規模 · 億美元



資料來源：Precedence · 凱基證券整理

## 實體AI合計穿戴與機器人規模，複合成長率15%

億美元



## 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

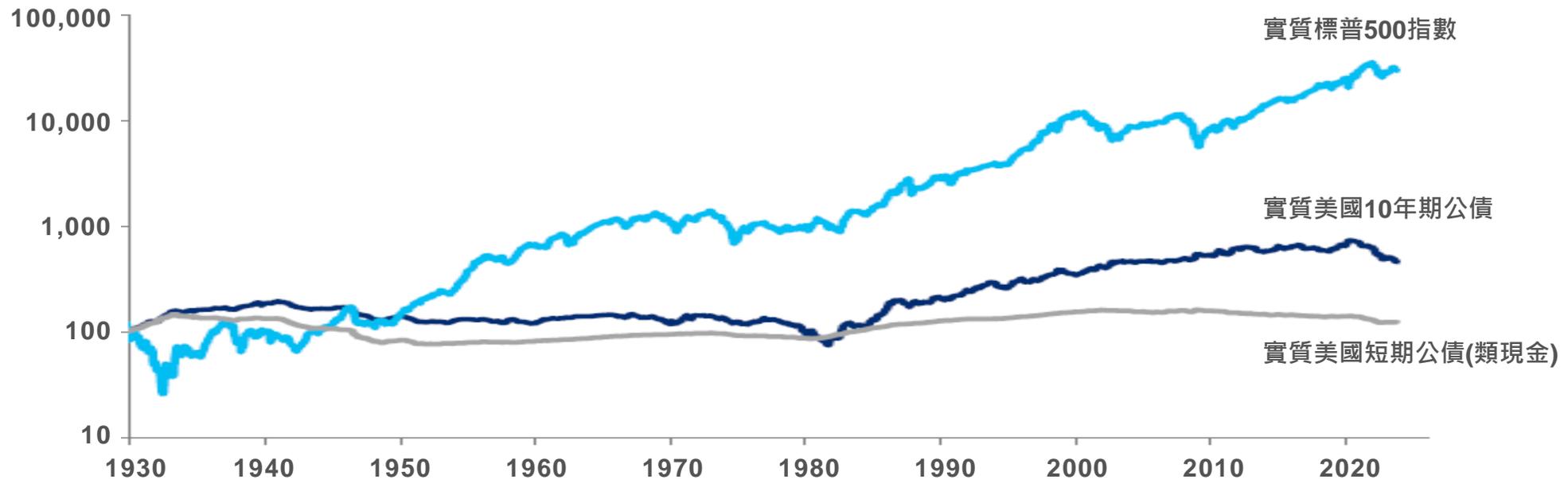
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026年至今	年化*
中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	歐洲股市 36.3%	日本股市 13.1%	美國股市 14.9%
新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	新興市場股市 34.3%	新興市場股市 12.8%	歐洲股市 10.8%
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%	基礎建設 11.6%	基礎建設 10.2%
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%	REITs 8.5%	新興市場股市 9.8%
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%	歐洲股市 6.7%	日本股市 9.8%
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%	大宗商品 4.4%	大宗商品 8.0%
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%	新興市場債券 2.0%	中國股市 6.3%
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%	已開發國家公債 1.8%	REITs 5.6%
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%	中國股市 1.6%	非投資級債券 5.2%
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%	投資級債券 1.5%	新興市場債券 3.9%
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%	非投資級債券 1.4%	投資級債券 3.3%
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%	現金 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%	美國股市 -0.2%	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2月23日；資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 2026年2月23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

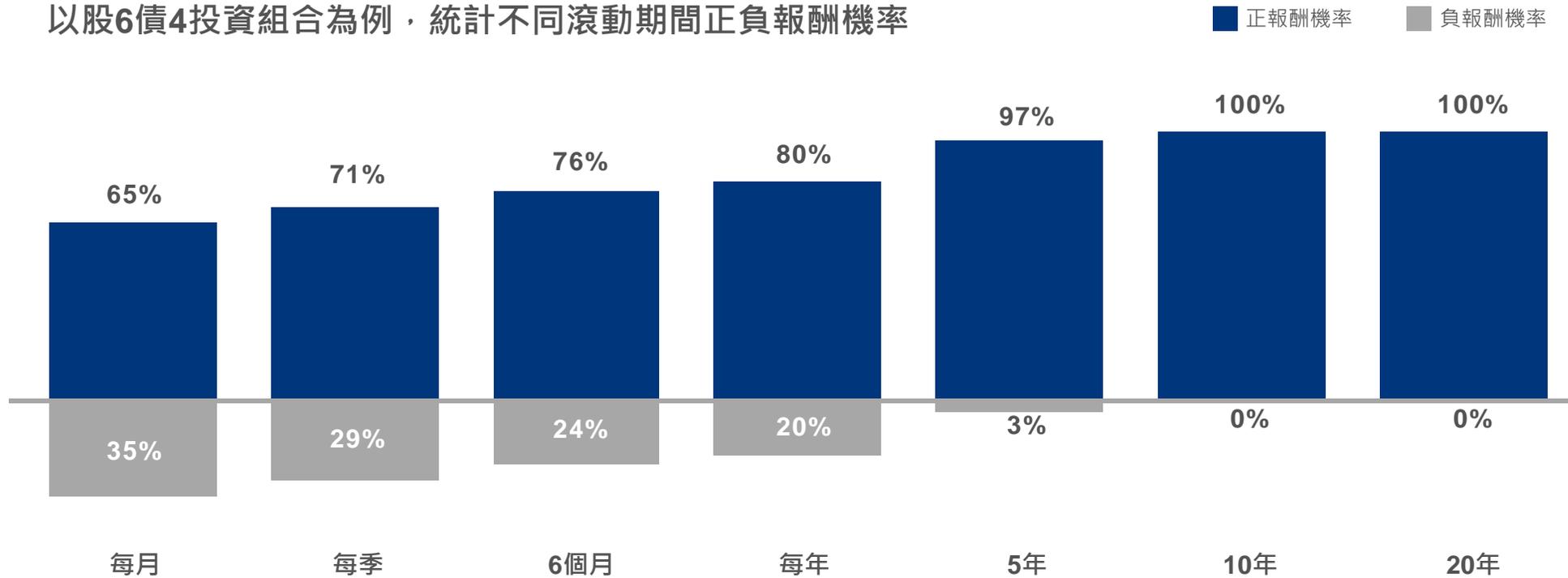


資料來源：Citi bank (左圖) · 資產規模 · 以1929年1月=100為基準 · 資料截至2023年11月30日

# 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

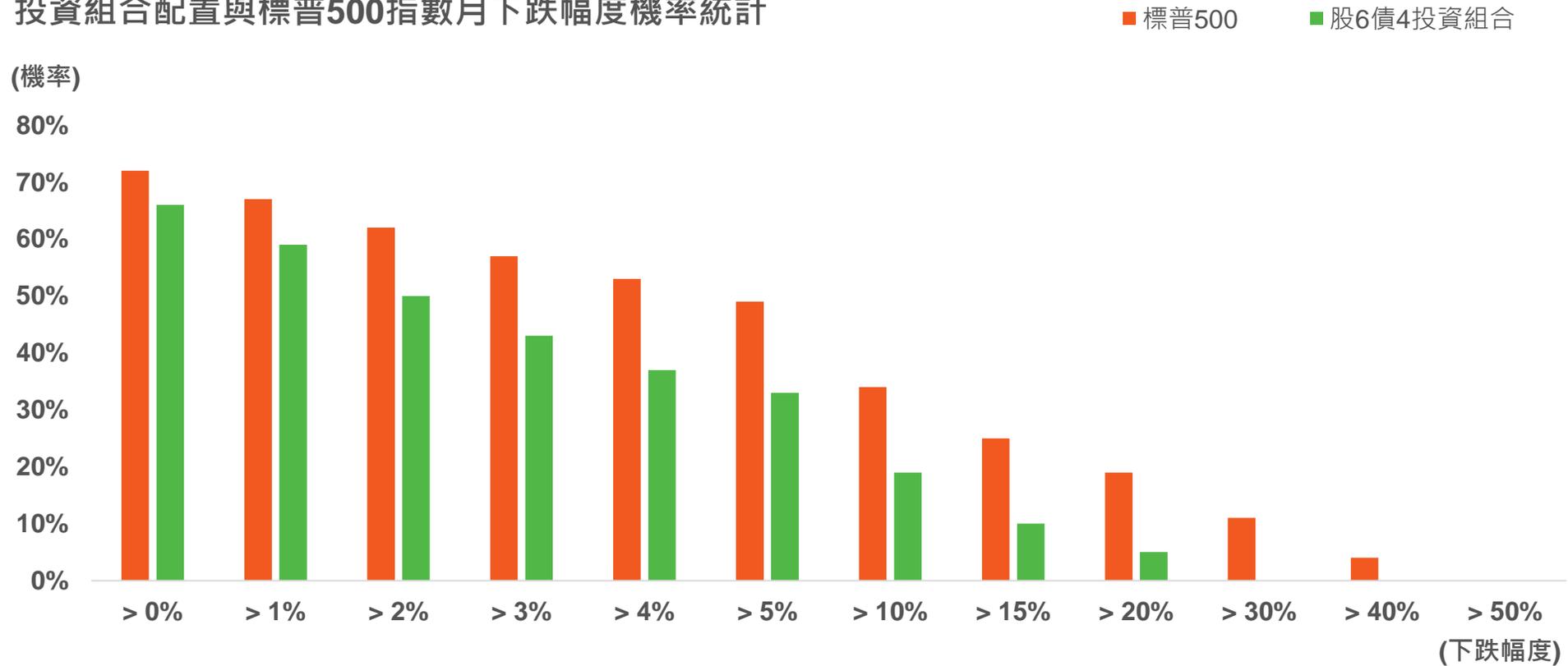


資料來源：UBS · 股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中長期公債為代表 · 統計自1926年至2024年8月

# 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



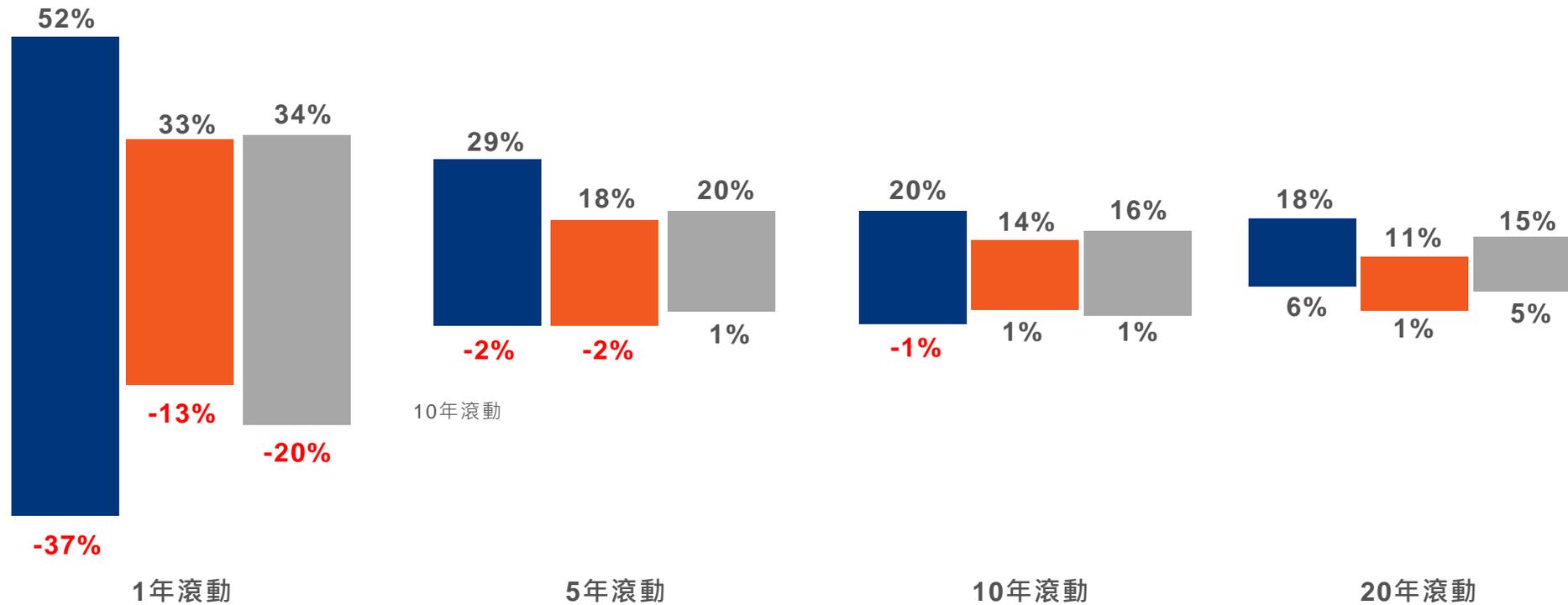
資料來源：UBS · 股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中長期公債為代表 · 統計自1945年至2024年7月 · > 0%代表月跌幅介於0~1% · > 1%代表月跌幅介於1~2% · 依此類推

# 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

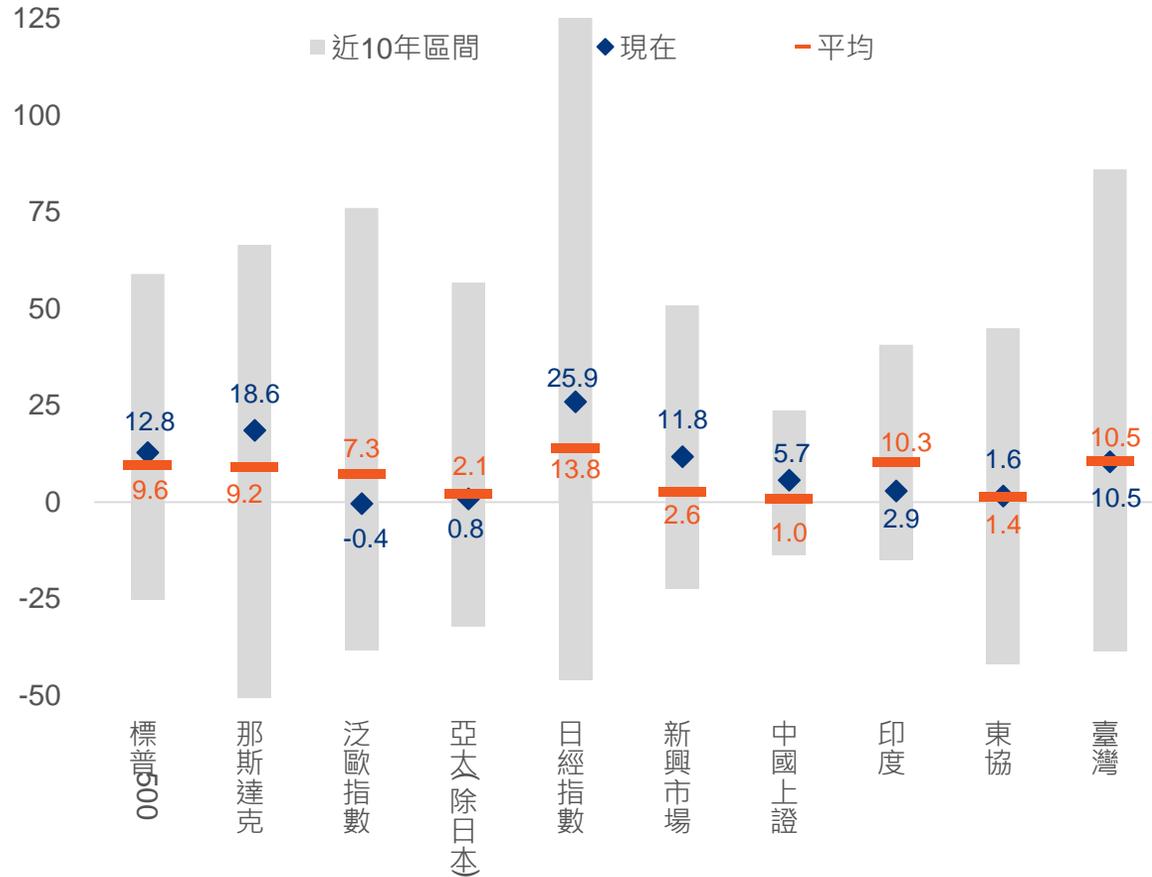


資料來源：Morgan Stanley Investment Management。股權指數以U.S. Market Total Return index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

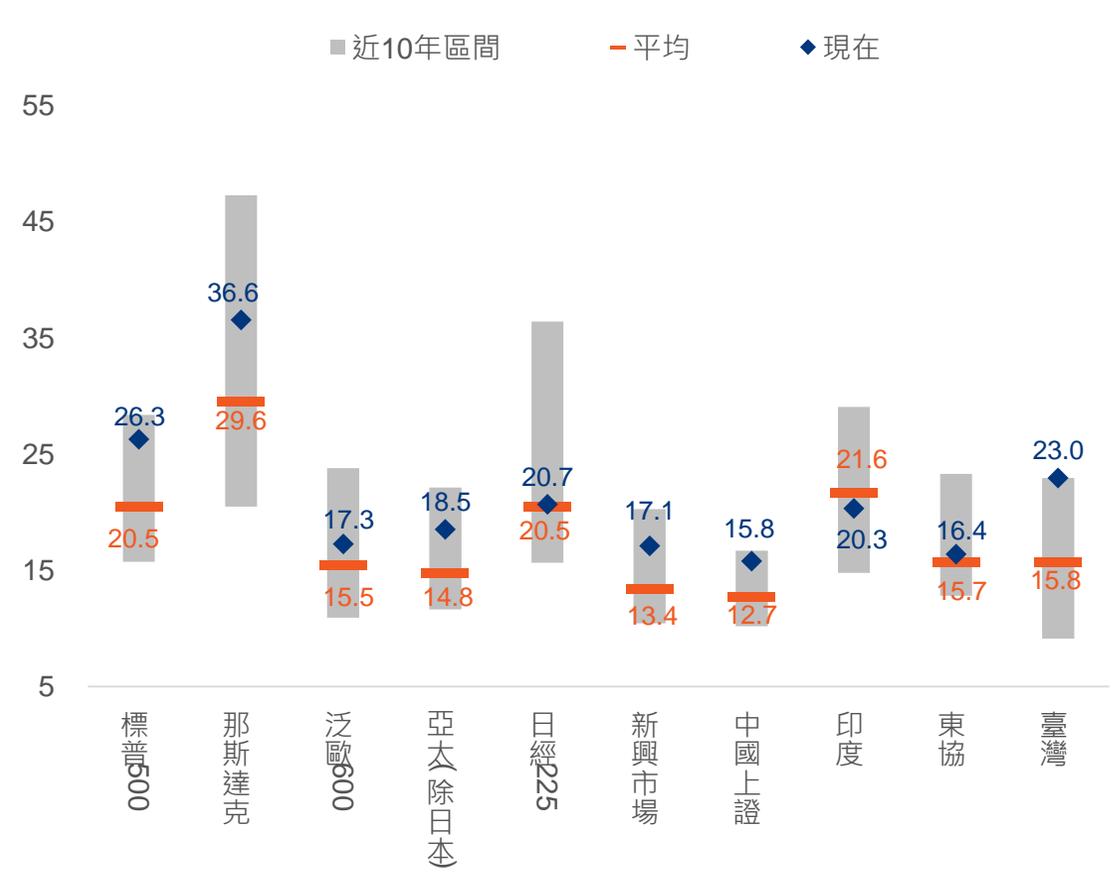
# 股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 企業預估獲利年增率以日股最佳，其次為美國科技股，新興股優於近10年平均；評價面以那斯達克最高，美股標普、台股亦處歷史高位。

### 預估EPS年增率(%)



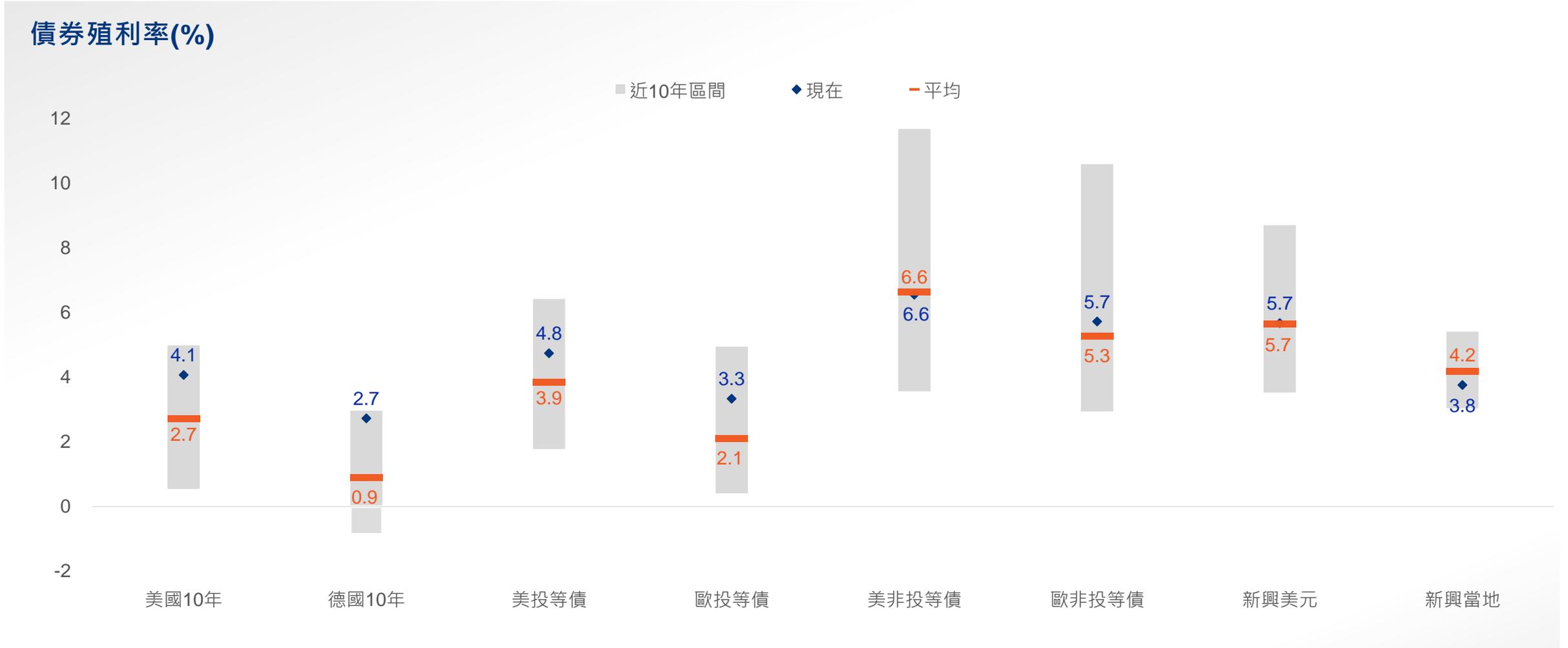
### 預估本益比(倍)



\*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2026年2月26日

# 債券市場評價 – 殖利率

▶ 聯準會降息方向下，美國投等債可鎖利領息，新興市場債在美元中長期維持弱勢和新興國家持續降息下，可做為衛星配置。



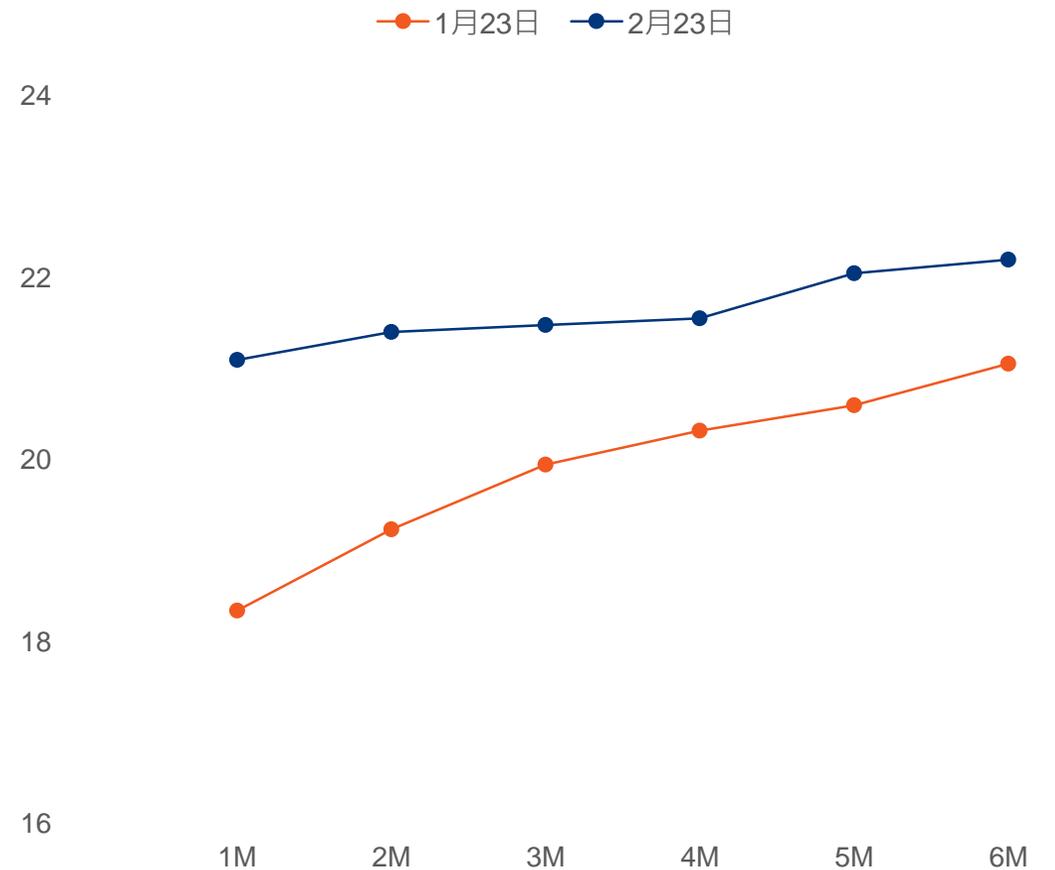
\*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年2月26日

# 跨資產市場波動率

▶ 全球主要股市持續高檔震盪，波動率上升；美國10年期公債殖利率走跌，債市波動大致持平，黃金震盪加劇，波動率彈升

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	21.01	4.92	17.28
道瓊波動率指數(VXD)	19.12	4.12	16.07
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	19.69	2.22	17.87
香港恒生波動率指數(VHSI)	24.72	4.64	21.61
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	25.12	6.64	18.67
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)	12.36	0.56	14.20
黃金ETF波動率指數(GVZ)	38.46	8.45	21.98
石油ETF波動率指數(OVX)	59.05	11.41	37.96
歐元兌美元1年到期選擇權波動率 <sup>(註)</sup>	6.89	-0.01	7.06

## VIX指數期貨期間結構



資料來源：Bloomberg · 2026年2月23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

## MAR 2026

— 央行利率決議

<p><b>2</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月標普全球製造業PMI終值</li> <li>美國2月ISM製造業指數</li> <li>歐元區2月HCOB製造業PMI終值</li> <li>日本2月標普全球製造業PMI終值</li> </ul>	<p><b>3</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本1月失業率</li> <li>日本1月求才求職比率</li> <li>歐元區2月CPI初值</li> </ul>	<p><b>4</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月ADP就業變動</li> <li>美國2月ISM服務業PMI</li> <li>美國2月標普全球服務業PMI終值</li> <li>中國全國政協會議</li> </ul>	<p><b>5</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區1月零售銷售</li> <li>中國全國人大會議</li> </ul>	<p><b>6</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月非農業就業人口變動</li> <li>美國2月失業率</li> <li>歐元區第4季GDP終值</li> </ul>
<p><b>9</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區3月Sentix投資者信心指數</li> <li>臺灣2月出口年增率</li> <li>中國2月CPI、PPI</li> </ul>	<p><b>10</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月成屋銷售</li> <li>日本第4季GDP終值</li> </ul>	<p><b>11</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月CPI、核心CPI</li> <li>日本2月PPI</li> </ul>	<p><b>12</b> Thursday</p>	<p><b>13</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國1月PCE、核心PCE</li> <li>美國第4季GDP修正值</li> <li>美國3月密大消費者信心指數初值</li> <li>美國1月JOLTS職缺</li> </ul>
<p><b>16</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月工業生產</li> <li>輝達GTC大會</li> </ul>	<p><b>17</b> Tuesday</p>	<p><b>18</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國2月PPI</li> <li>歐元區2月CPI、核心CPI終值</li> </ul>	<p><b>19</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國3月聯準會聯邦基金利率</li> <li>日本3月BoJ無擔保隔夜拆款利率</li> <li>歐元區3月ECB主要再融資利率</li> <li>英國3月BoE銀行利率</li> </ul>	<p><b>20</b> Friday</p>
<p><b>23</b> Monday</p>	<p><b>24</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國3月標普全球製造業PMI初值</li> <li>日本2月全國CPI</li> <li>日本3月標普全球製造業PMI初值</li> <li>歐元區3月HCOB製造業PMI初值</li> </ul>	<p><b>25</b> Wednesday</p>	<p><b>26</b> Thursday</p>	<p><b>27</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國3月密大消費者信心指數終值</li> </ul>
<p><b>30</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區3月消費者信心指數終值</li> </ul>	<p><b>31</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國3月經濟諮詢委員會消費者信心</li> <li>美國2月JOLTS職缺</li> <li>日本2月失業率、求才求職比率</li> <li>中國3月製造業PMI、非製造業PMI</li> </ul>	<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。