



凱基證券

2026年

6月

環球投資觀點

Key Investing Perspectives

估值受抑 成長可期

Discounted Valuations, Undisrupted Growth



摘要

5月至今，以色列與美國對伊朗持續處於談判階段，尚未見到明顯和談結果，企業財報優於預期，多數主要股價指數謹慎前行，轉為震盪上漲格局。高油價與總體環境溫穩，債券殖利率緩步揚升，導致債市普遍走跌。

下半年川普關稅、美國期中選舉與聯準會新主席上任等變數可能改變市場步調，預期波動持續與市場同行。美股第一季獲利預估上修，AI驅動的企業獲利動能有望延續，除了成長型產業外，亦有望擴散至循環型產業，歐日股仍聚焦政策利多行業，新亞持續關注區域內科技純度高的臺韓股市。此外，市場預期聯準會明年可能重啟升息，固定收益建議以中短天期投資

級債存在鎖利機會，並衛星配置非美貨幣債券分散風險，同時避開評等較低的CCC等級債及私募信貸，降低信用違約風險。

因應下半年擾動事件，持續聚焦AI科技股為首的高獲利成長產業，把握長線資產成長契機；另布局高信評信用債，透過豐沛孳息現金流挹注投組穩成長；最後加入市場連動性低之另類資產，放入投資組合抗通膨。透過「LEAD」4大策略。包括「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)，化危機為轉機。



1

投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸

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

市場觀點

- 股、債、匯、商品展望
- 另類資產展望

4

專題研究

- 日本半導體

1

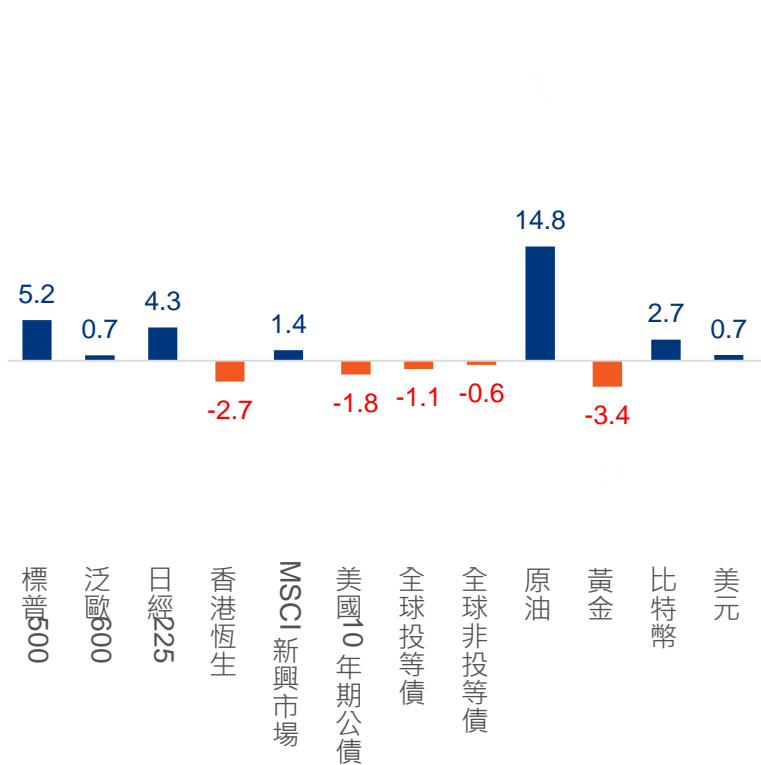
投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸

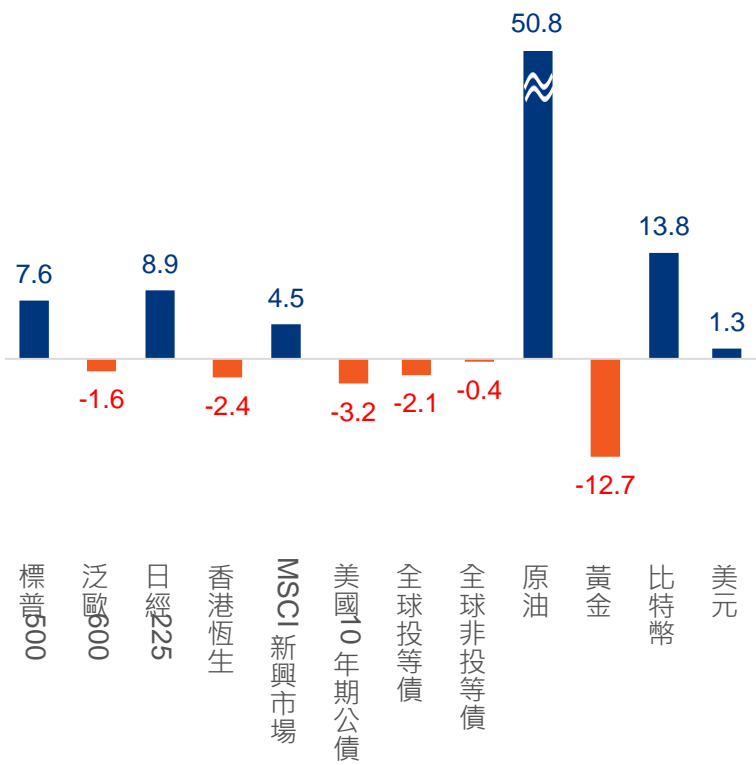
近月表現：美伊擾動、高油價與景氣穩，股漲債跌，美元續強

▶ 儘管美國與伊朗衝突尚未見明顯和談結果，企業財報優於預期，多數主要股權指數謹慎前行，轉為震盪上漲格局。油價維持相對高位及總體環境溫穩，推動短期通膨預期與實質殖利率上行，債券殖利率持續揚升導致債市普遍走跌。比特幣持續因投資情緒未見明顯回升，近月回落。未來聚焦高油價對經濟成長影響，成為持續推升金融市場重點因子。

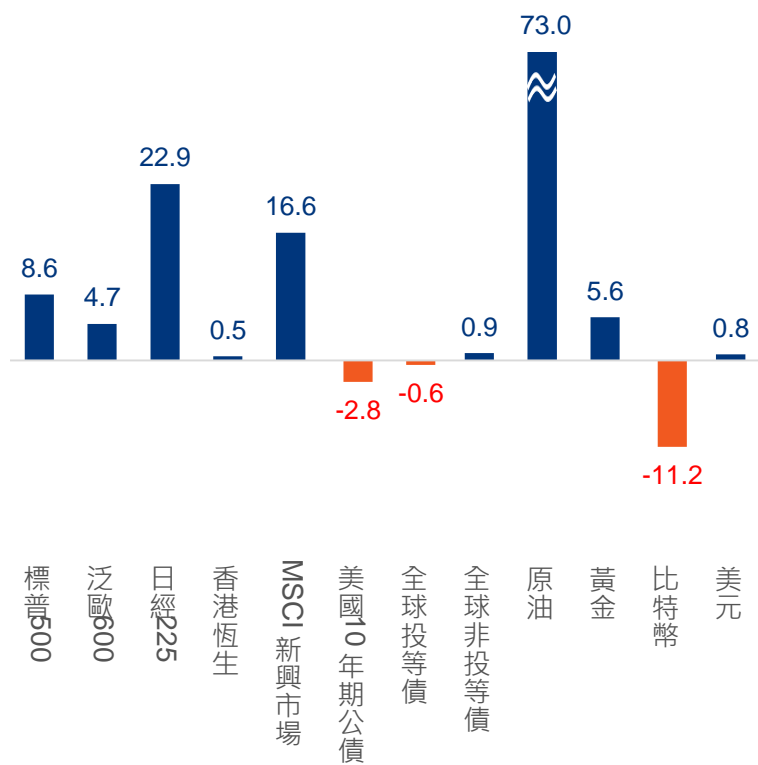
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



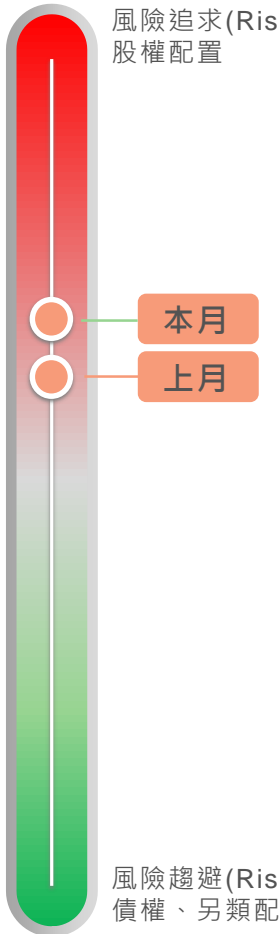
資料來源：Bloomberg · 2026年5月21日

美伊擾動持續，高油價與通膨情勢形塑高利率擾動環境



市場觀察指標

風險追求 (Risk-on)
股權配置



風險趨避 (Risk-off)
債權、另類配置

企業獲利

美股第一季獲利預估上修

- 根據Factset統計，目前約91%企業公布財報，2026年第一季標普500獲利成長率預估保持27.7%高速成長，連續第六個季度實現兩位數獲利成長，領軍產業包括資訊科技、原物料與金融等。

企業評價

美股估值緩升，仍高於10年平均

- 標普500未來12個月預期本益比為21.4倍，獲利提升推動本益比較前月走升，並高於近10年平均之18.9。
- 歐日股預估本益比高於近10年平均本益比，市場持續關注政策對相關產業的支持效果。

市場因素

美伊衝突持續，市場關注和談走向

- 美伊談判陷僵局，川習會就伊朗等議題會談，僅口頭表述但缺乏具體成果，市場關注美伊和談結果。
- 美伊衝突4月轉向談判模式後，雙方緊張情勢未見明顯升高態勢，但談判走向未見明顯交集，關注後續和談動向。

總經因素

美國短期物價續升，就業市場具韌性

- 美國4月CPI與PPI數據持續較上月回升，並高於市場預期，顯示短期仍有通膨壓力。
- 美國4月非農就業新增11.5萬人，優於市場預期，失業率亦持穩於4.3%，顯示美國就業市場仍展現韌性。

利率政策

聯準會觀望，公債殖利率高檔震盪

- 高油價支撐通膨預期，市場預期聯準會可能由降息轉升息，美債殖利率再度走高。
- 10年期與2年期公債殖利率利差本月先降後升，但仍較戰前收窄，以利率風險相對較低的中短天期債券具鎖利機會。

信用利差

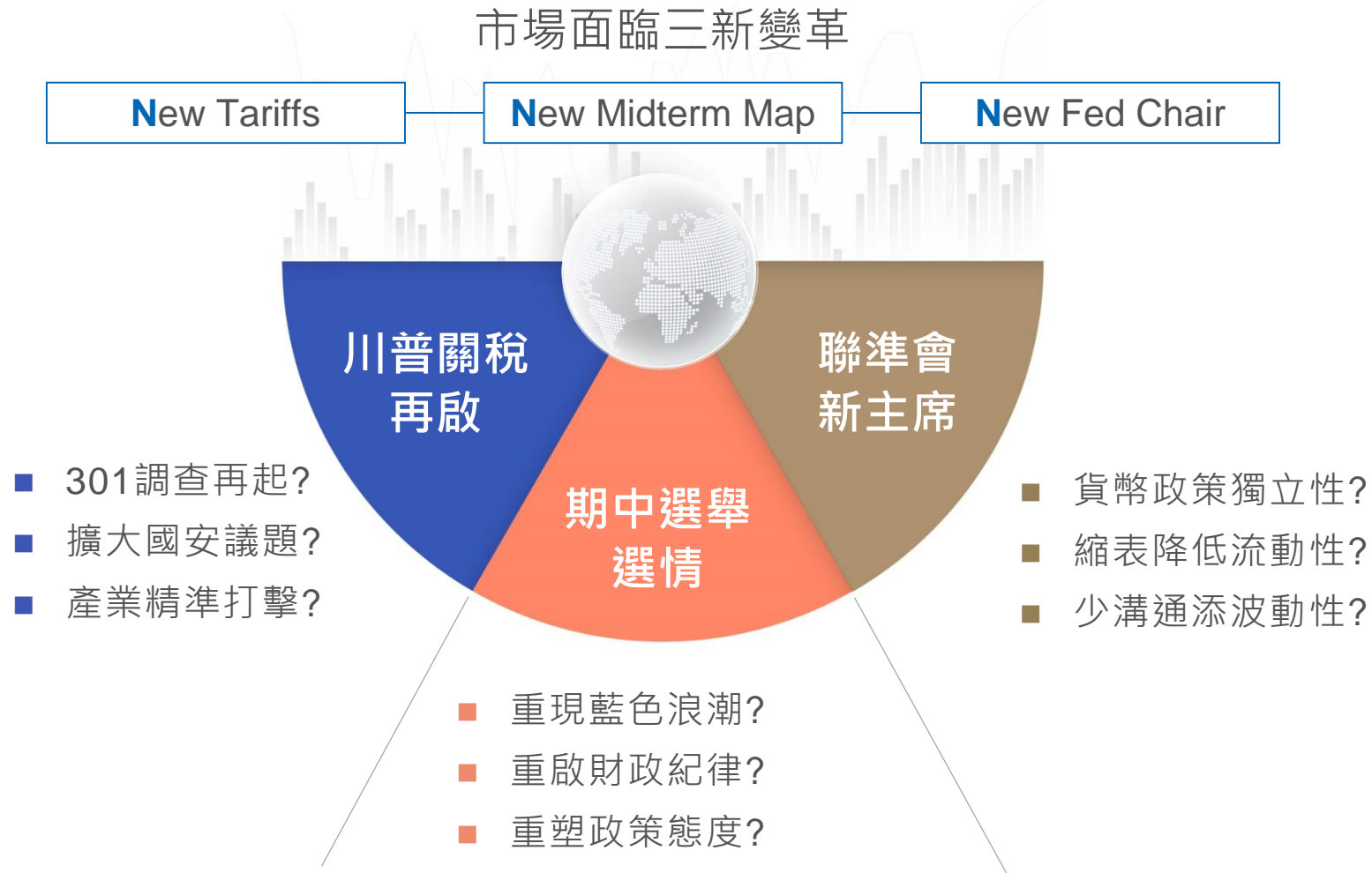
信用利差窄幅整理，新興債重選債

- 儘管地緣擾動難消，然企業基本面穩健，信用利差窄幅整理，以帳上現金流穩健之投資級債鎖利降風險。
- 美伊衝突持續，油價短期維持高位，新興債宜避開能源進口依賴度較高國家。

資料來源：凱基證券整理

關稅、選舉與主席三重變革，2026年下半年走入十字路口

三大變數顛覆萬物定價，波動持續與市場同行



資料來源：凱基證券整理

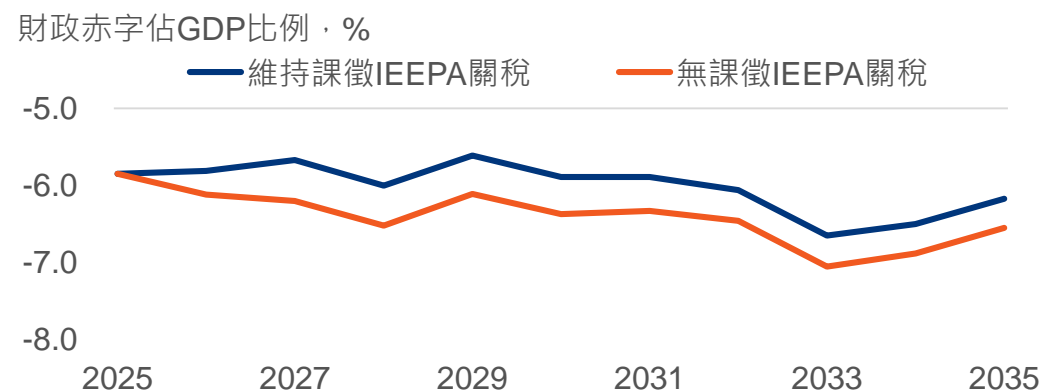
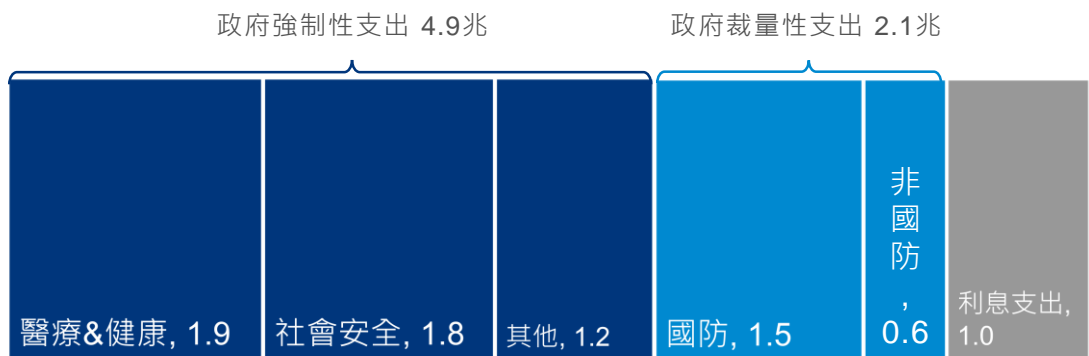
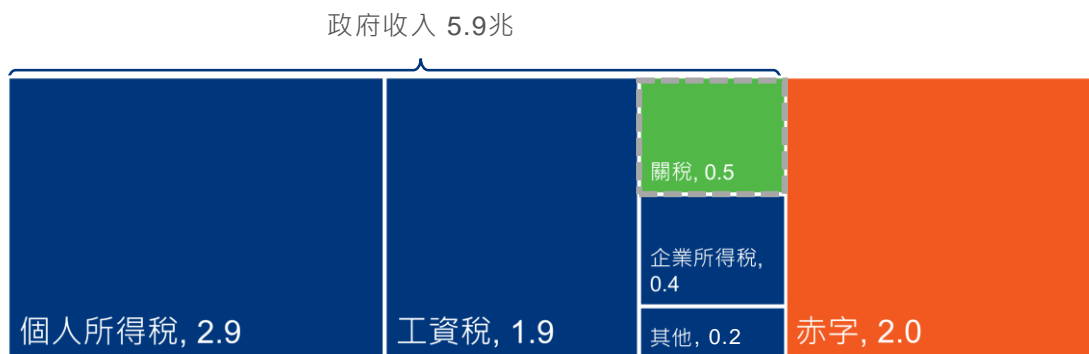
美國政府赤字持續擴大，欲以關稅彌補支出漩渦

美國政府預算狂砍開支，迎1.5兆美元軍費豪賭

川普任內財政赤字佔GDP可能輕易突破6%

美國政府債務逼近39兆美元，利息負擔為公債長期隱憂

2027年美國政府預算提案，兆美元

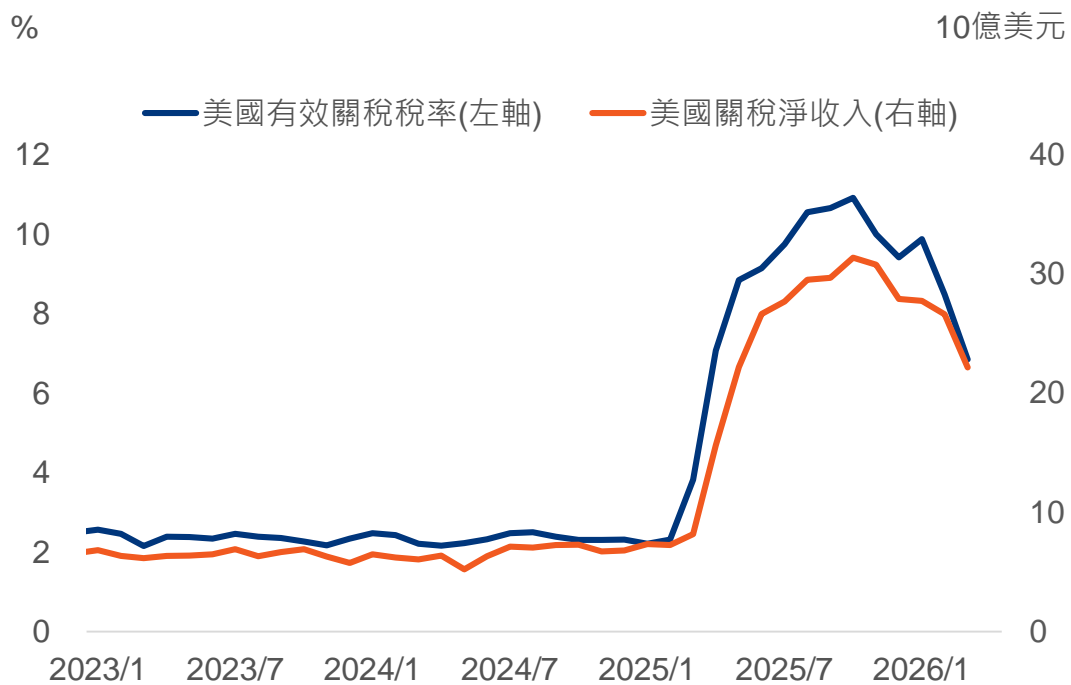


資料來源：Bloomberg、Fed、凱基證券整理。註：非國防類政府裁量性支出涵蓋醫療&健康、教育、交通與基建、司法與國內安全、科學研究、國際事務與外交、農業、退伍軍人相關領域

關稅收入被判違憲，川普再立名目添擾動

法院判決IEEPA關稅無效且相關收入需退還，預期川普可能從301調查來加徵關稅

法院判決IEEPA違憲且關稅收入緩降



川普後續恐藉由301或其它條款取代部分關稅收入



法源條款	啟動條件	適用範圍	執行期限	現狀
122條款 (1974 貿易法)	應對國際收支嚴重赤字或匯率危機(美金貶值引起)	廣泛性。對所有國家加徵最高15%附加稅	限時150天，除非國會批准延長	2026/2/24對所有國家課稅10%，法院於2026/5/8裁定其針對特定原告違法，預計2026/7/24到期。
301條款 (1974 貿易法)	針對他國不合理歧視性貿易行為(如侵犯智財權、不公平補貼)	針對性強。鎖定特定國家或產業(如中國、歐盟)	無明確法定期限，依調查結果而定	調查進行中。美國貿易代表署2月啟動新一輪調查，預計取代即將到期的122條款且無固定到期日
232條款 (1962 貿易擴張法)	基於國家安全受損，由商務部發起調查	範圍多用於鋼鋁2026年擴大至半導體與電動車	針對關鍵戰略物資，無到期期限	生效中，目前無到期期限，被視為最穩定稅種
201條款 (1974 貿易法)	特定產品進口激增，對國內產業造成嚴重損害(防衛措施)	不限國別。針對特定商品(如太陽能板、洗衣機)	通常為4年，最多可延長至8年	局部生效。主要針對綠能設備與特定家電。各案件到期日不一
338條款 (1930 關稅法)	對歧視美國產品國家進行報復性加稅	極具針對性。稅率最高可達50%	由總統決定何時終止	為301條款強化版，若他國發動關稅反擊，川普傾向啟動此項對等報復，為122條款潛在接續301條款

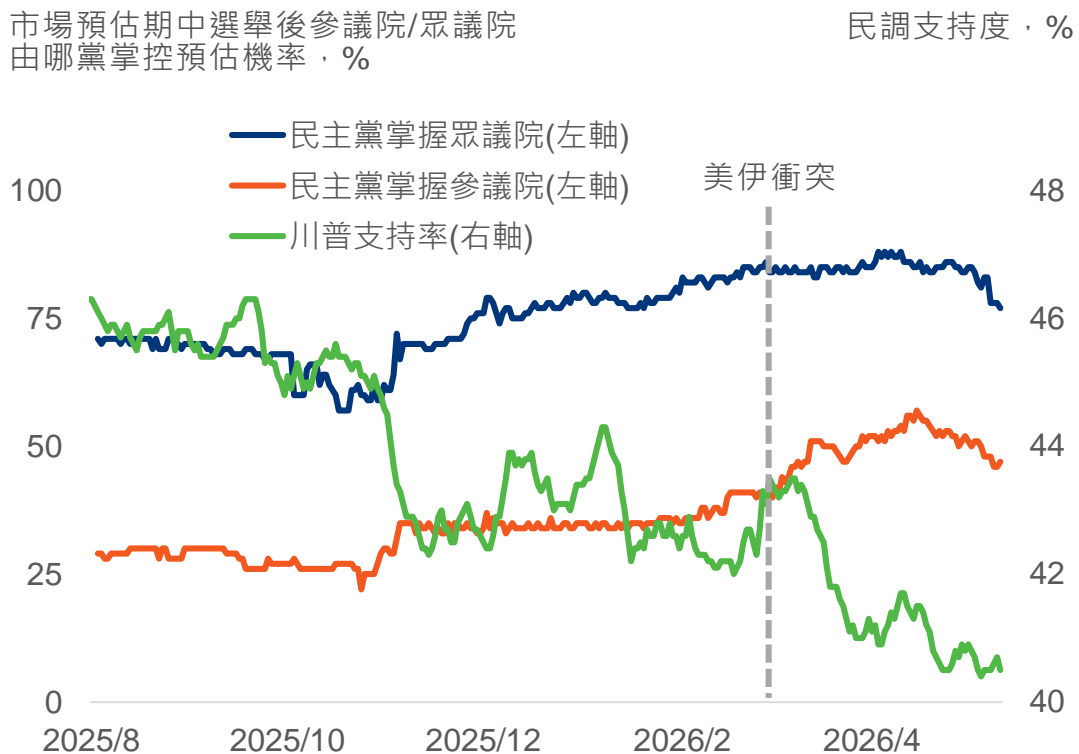
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

川普民調續降，市場預期結果可能朝向兩院分治

進入川普總統任期下半場，期中選舉後政府未來施政不確定性緩步走升

得民心者得天下，藍色浪潮再起...嗎？

期中選情將左右未來美國政策發展

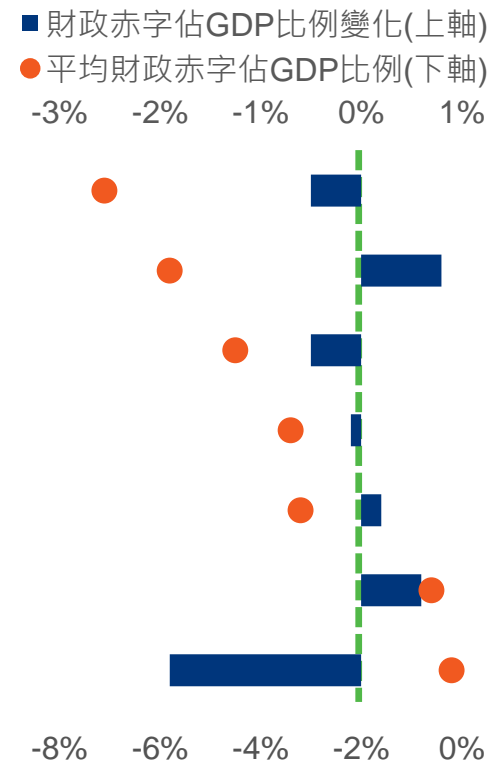


統計1950年以來，美國總統和兩院所屬政黨與財政赤字變化

總統	眾議院	參議院
民主黨	民主黨	民主黨
民主黨	共和黨	民主黨
共和黨	民主黨	共和黨
共和黨	共和黨	共和黨
共和黨	民主黨	民主黨
民主黨	共和黨	共和黨
共和黨	共和黨	民主黨

兩院分治
→ 財政惡化

藍色浪潮
→ 財政緊縮

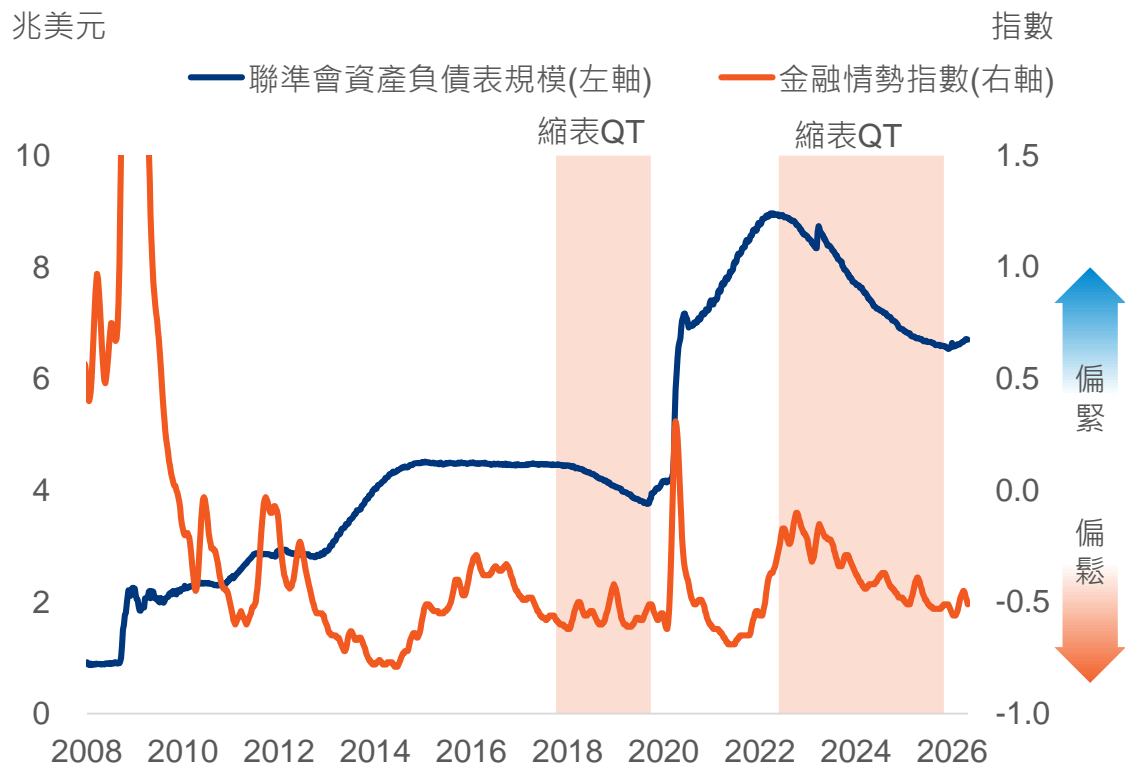


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

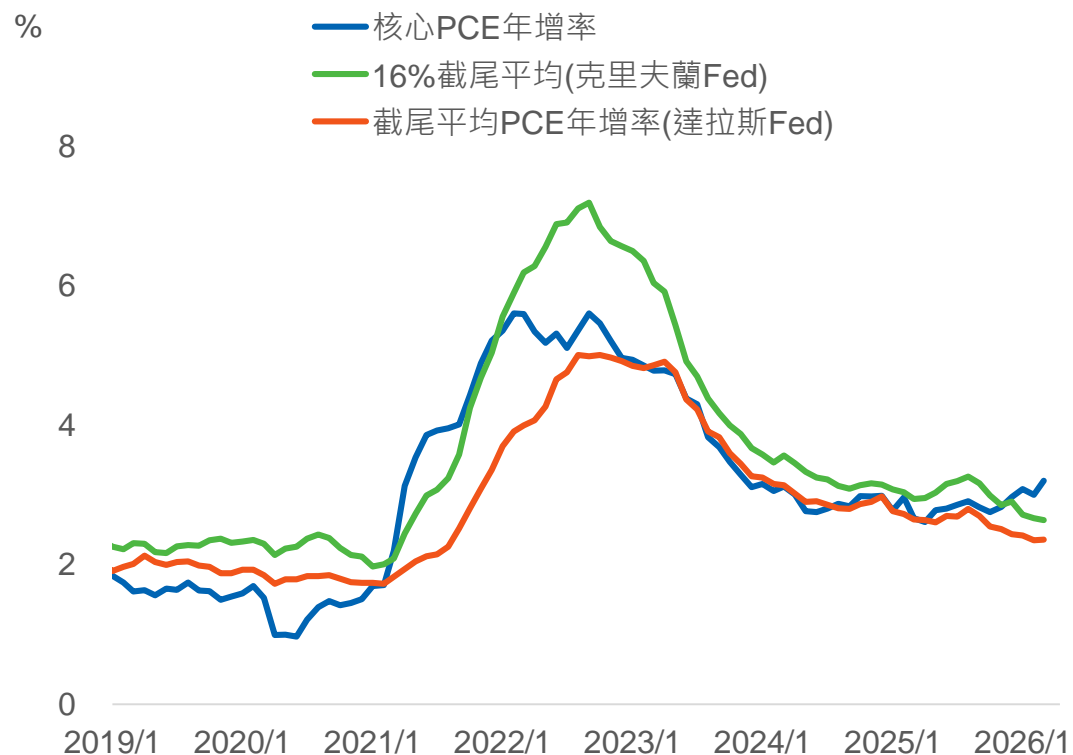
華許政策傾向若逐步實現，可能加大利率市場波動程度

縮表、通膨指標與減少指引等議題，對市場帶來未演先轟動影響

若聯準會重啟縮表，留意市場流動性緊縮可能性



通膨指標可能會因定義不同而有差異



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 註：縮表又被稱為量化緊縮(Quantitative Tightening, QT) · 央行選擇債券到期不再投資並償還部分或全部本金 · 央行還可以在到期日之前出售證券 · 以減少其資產負債表。

當三重變革進入關鍵路口，你的配置，夠LEAD嗎？

New Tariffs

關稅與美伊衝突難消，高油價推升全球物價，與市場連動性低之另類資產，宜加入投資組合抗通膨

New Midterm Map

美國期中選舉將至，國會存在變天可能，若兩院分治有利股市回歸基本面，目光可放在AI科技股為首的成長產業，把握長線資產成長契機

New Fed Chair

短期通膨難消，聯準會按兵不動，宜布局高信評信用債，以豐沛孳息現金流挹注投組穩成長



L

Liquidity Shift 資金挪移，留意貨幣趨勢

- 非美貨幣、亞幣

E

Earnings Focused 聚焦獲利，把握布局機會

- 美、歐、日股

A

Adding Credit 加碼信用，獲益景氣回溫

- A級美元與非美好債

D

Diversified Asset 資產分散，擴大收益來源

- 黃金、另類資產

2026年6月 全球投資觀點



LEAD投資策略：美伊衝突持續擾動市場，把握成長股與好債鎖利機會

美伊衝突一波未平一波又起，美債利率不降反升，加劇評價修正風險，然企業獲利成長動能仍在，股市持續聚焦長期成長題材。高油價推升美債殖利率，把握利率上行時投資級債鎖利契機，並留意風險調整後利差較大產業。黃金短線因油價與利率偏高而承壓，然央行配置價值讓長期具下方支撐，搭配另類資產降低投組關聯性，讓資產穩健成長。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
美國政府債券			▼	油價再起推升中長期通膨預期，市場預期聯準會明年可能重啟升息，長線留意財政部釋出增發美債訊號
投資等級債券			-	美國好壞企業體質持續分化，投資級債信用利差持續收窄，首選金融、科技、公用事業與通訊產業
非投資等級債券			-	信評CCC級企業平均財務槓桿明顯惡化、償債能力顯著不足，宜避開CCC級以下企業債，留意底層信用變化
新興市場債券			-	新興市場匯率波動降低，資金回流新興市場債市追求高收益率，建議能源進口依賴度低之國家並以衛星配置為主
美國股市			-	AI驅動的企業獲利動能可望延續，除了成長型產業外，亦有望擴散至循環型產業，維持偏多觀點
歐洲股市			-	油價與天然氣價格高檔恐強化央行升息預期，並壓抑企業獲利與經濟，令歐股面臨考驗，維持中性觀點
日本股市			-	日本出口表現具韌性，關注具強勁基本面的AI半導體類股與具政策支持的國防產業表現，維持偏多看法
新興亞洲			-	儘管能源衝擊仍存，但AI前景仍將持續推動區域內科技純度高的韓臺股市獲利上修動能，維持偏多展望
美元			▲	市場對今年Fed降息預期再次縮減，並進一步提升年底與明年初升息的預期，提供近期美元近期反彈動力
日圓			-	6月日本央行升息的機率頗高，央行干預托底但預期談話可能避免過於鷹派，且升息步伐仍要看通膨變化而定
黃金			-	美伊戰爭短期未解，油價與利率偏高，金價短期承壓，但全球政府債務擴張及央行配置，金價下檔支撐、長期偏多
另類資產			-	通膨偏高疑慮、市場續震盪，政策與戰事發展高度不確定下，另類資產可降低投組間關聯性，分散投資產品集中度



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

投組建議 – 運用LEAD策略，駕馭下半年三重新變革

股債混和成長型

投資組合配置建議

股票 52.5%

高品質股
美股
日股
新亞股
歐股

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 37.5%

高評級投等債
非美貨幣投等債

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：

- ▶ 企業獲利支撐股市表現，AI動能可望延續並擴散至循環型產業，惟下半年波動風險仍在，應留意持股集中度；非美市場可聚焦日本半導體、新興亞洲及歐洲軍工股 (Earnings Focused)。
- ▶ 長天期公債殖利率攀升，反映通膨與財政惡化擔憂，我們維持以中短天期投資級公司債鎖利的建議 (Adding Credit)，透過豐沛孳息現金流挹注投組並穩定表現。投資人亦可採衛星配置非美貨幣債券，多樣化整體外幣組合 (Liquidity Shift)。
- ▶ 面對下半年川普關稅、美國期中選舉及新任聯準會主席三大變數，投資人應保持投資組合彈性與多元性 (Diversified Asset)，持續參與市場之際，亦可靈活應對市場變化。

保守型配置：股票25%、債券70%、現金5%、另類0%；穩健型配置：股票45%、債券50%、現金5%、另類0%；積極型配置：股票62.5%、債券27.5%、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，或大型產業股，如科技、AI用電、半導體；非美市場，如日本半導體及新亞
- ◆ 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
- ◆ 持股比重較高者，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，強化核心配置；累積黃金部位提升分散性

2 風險資產調降

- ◆ 市場追逐風險資產之際，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
- ◆ 可透過平衡型基金，或投等債調整集中度或股債比

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				AI驅動的企業獲利動能可望延續，除了成長型產業外，亦有望擴散至循環型產業，維持偏多觀點
歐洲股市				油價與天然氣價格高檔恐強化央行升息預期，並壓抑企業獲利與經濟，令歐股面臨考驗，維持中性觀點
日本股市				日本出口表現具韌性，關注具強勁基本面的AI半導體類股與具政策支持的國防產業表現，維持偏多看法
中國股市				中國經濟外熱內冷，雖AI硬體和半導體相關產業支撐出口，然目前內需復甦程度仍不牢固，維持中性看待
香港股市				金融、工業、房地產族群支撐恒生指數修復，惟科網股表現落後，加上南下資金買入勢頭持續減弱，中性看待
臺灣股市				全球AI浪潮持續加速，直接推升整條AI供應鏈的訂單能見度與盈餘展望，留意漲多拉回布局空間，維持偏多看待
新興亞洲				儘管能源衝擊仍存，但AI前景仍將持續推動區域內科技純度高的韓臺股市獲利上修動能，維持偏多展望

區域

產業建議

▶ AI需求持續推動資訊科技與通訊服務發展，資料中心投資動能強勁則有望驅動原物料、工業等循環型產業與公用事業表現

	看空	中性	看多	綜合評論
非必需消費				通膨數據攀升壓抑消費信心，非必需性消費短期表現恐陷入掙扎，故維持中立評等
必需消費				類股雖具防禦性優勢與穩定現金流支撐，惟缺乏成長動能，故維持中立評等
能源				美伊地緣風險未解與供應受限共同支撐能源價格，推動企業獲利上修幅度顯著，短期維持偏多看待
金融				雖受投行與併購回溫支撐，獲利優於預期，惟考量私募信貸潛在違約風險，價格恐難有表現，維持中立評等
醫療保健				製藥與生技龍頭盈餘具韌性，惟管理式醫療成本壓力與IRA 藥價談判不確定性，恐限制評價擴張，故維持中立評等
工業				AI需求帶動投資，耐久財訂單數據顯示工業基本面呈現改善，具結構性成長動能，維持偏多看待
資訊科技				AI資本支出與資料中心需求帶動，基本面與獲利預期上修力道強勁，吸引資金回流，故轉向偏多看待
通訊服務				受期中選舉初選帶動政治廣告需求，數位平台變現能力提升，料將對股價提供支撐，故轉向偏多看待
原物料				受惠製造業維持擴張與AI基建帶動，金屬需求持續支撐原物料表現，獲利動能具上修空間，維持偏多觀點
房地產				10年期公債殖利率攀高影響REITs融資成本，商辦評價壓力未解，住宅需求亦受高房貸利率抑制，維持減碼評等
公用事業				資料中心結構性擴張加大用電需求，有望持續對公用事業類股帶來之正向影響，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；油價上漲使通膨預期升溫，利率偏高、美元短期續強，非美貨幣偏貶。

		看空	中性	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券				油價再起推升中長期通膨預期，市場預期聯準會明年可能重啟升息，長線留意財政部釋出增發美債訊號
	投資級債券				美國好壞企業體質持續分化，投資級債信用利差持續收窄，首選金融、科技、公用事業與通訊產業
	非投資級債券				信評CCC級企業平均財務槓桿明顯惡化、償債能力顯著不足，宜避開CCC級以下企業債，留意底層信用變化
	新興市場債券				新興市場匯率波動降低，資金回流新興市場債市追求高收益率，建議能源進口依賴度低之國家並以衛星配置為主
商品	原油				儘管美伊和談似露出曙光，使油價高未回落，但原油供需失衡情況短期難解，預期高油價時間延長至3Q，年底回落
	黃金				美伊戰爭短期未解，油價與利率偏高，金價短期承壓，但全球政府債務擴張及央行配置，金價下檔支撐、長期偏多
貨幣	美元				市場對今年Fed降息預期再次縮減，並進一步提升年底與明年初升息的預期，提供近期美元近期反彈動力
	歐元				經濟成長動能偏弱，貨幣政策前景分歧仍存，若6月升息抑通膨將不利經濟表現，預期歐元將以區間震盪偏弱為主
	日圓				6月日本央行升息的機率頗高，央行干預托底但預期談話可能避免過於鷹派，且升息步伐仍要看通膨變化而定
	人民幣				AI相關產品出口大增、外需強勁，人行維持匯率高位，以降低國內輸入性通膨，加上股市資金流入，提供升值動能

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"> 美國政府財政赤字問題持續，加劇政府公債加發債務風險，投資級企業獲利表現優於預期，考量美國政府債務負擔，趁利率上行以投資級債為鎖利首選。 全球多數國家面臨財政惡化與貨幣貶值風險，市場擔憂美國政策不可預測性與央行配置，皆使黃金下檔有撐。
 <h2>加密貨幣</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 美伊和談未明，但企業財報與AI展望樂觀推升美股創高，費半強勢帶動風險偏好回升，加密貨幣自低檔反彈，比特幣現貨ETF連續5週呈現淨流入，顯示市場信心修復。Clarity法案進入關鍵期，若順利通過將利多加密貨幣。 後續關注ETF資金動能、總經及地緣風險變化對加密貨幣行情的影響。
 <h2>量子運算</h2>	<ul style="list-style-type: none"> MarketWatch報導，據傳美國政府將向九家量子運算公司提供20億美元補助，並透過聯邦資金換取企業股權。此舉將加速美國扶植此新興產業發展的計畫，並鞏固其在量子科技領域的領先地位、進一步拉開與中國的差距。在美國政府支持下，未來量子運算領域發展可望加速。
 <h2>去全球化</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 主要經濟體採以「國家安全」與「在地化」為規劃策略，加速供應鏈重組。在國家主義經濟盛行下，採破壞重組再造，增加全球製造業的成本負擔，長年以來的企業分工合作重新被定位。在「友岸外包」及「去風險化」的國家經貿政策推動下，製造業重組增加企業營運成本，提高民眾消費物價與通膨。全球經貿環境正轉向一個「供應鏈安全」以及「科技產業發展」的並存時代。
 <h2>核能重啟</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 2026年5月，義大利總理表示政府正準備推出新框架以將核能引入國家能源結構，可能翻轉將近40年的禁核令。此外，西班牙政府與能源部正考慮對即將關閉的核電廠給予延役寬限期。 2026年4月，10家參與美國聯邦試點計畫的核能開發商已有6家開始建設試驗反應器，美國能源部核能辦公室發言人預計，多個反應器將在截止日2026年7月4日前達到臨界狀態，亦即可開始發電並維持穩定運作狀態。
 <h2>AI機器人</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 輝達公布第1季財報數據，營收達到816億美元，比去年同期成長85%，優於市場預期，反映AI工廠建設以驚人速度成長。黃仁勳表示，實體AI是下一波浪潮，輝達的CUDA軟體平台將有助其拓展至自駕車和機器人。 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

3

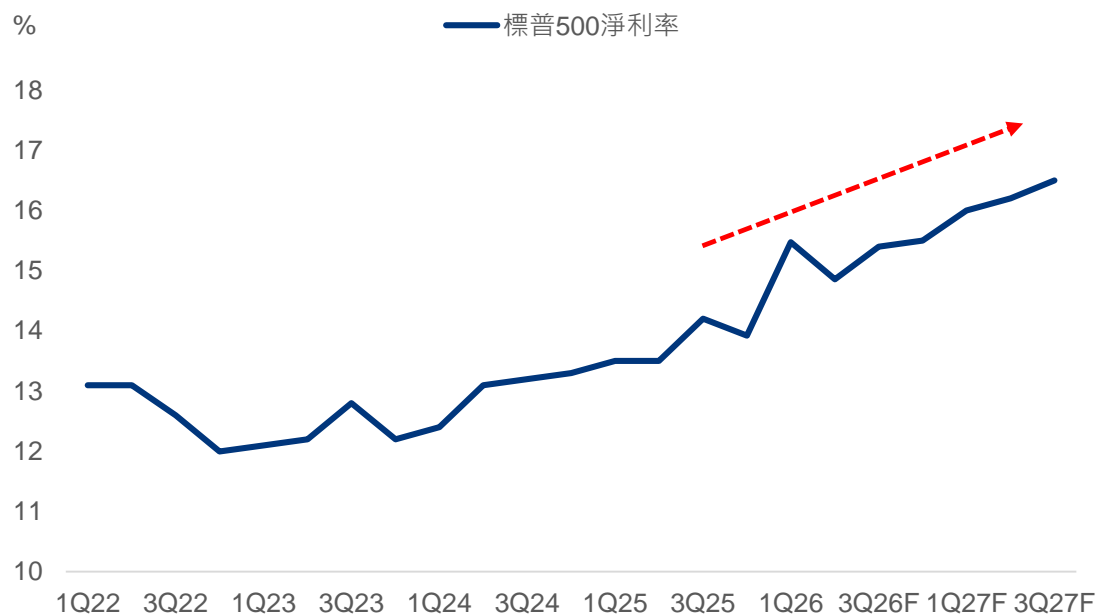
市場觀點

- 股、債、匯市場觀點
- 另類資產觀點

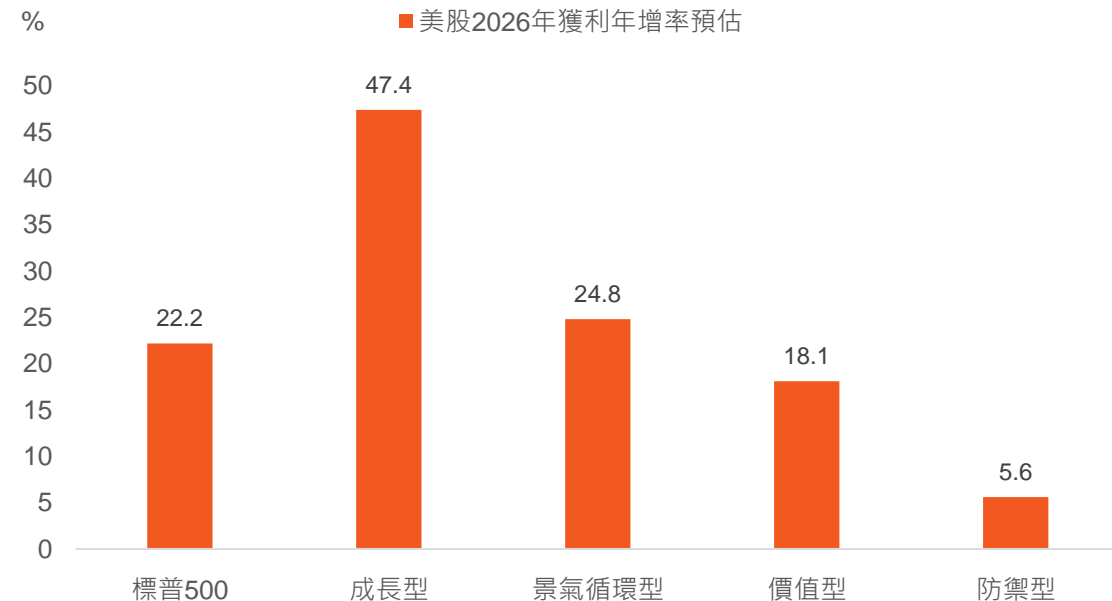
美股 成長型產業主導美股，短期有望擴散至循環型產業

- ▶ 1Q26美股財報表現顯著優於預期，預估獲利成長幅度接近3成，獲利正向驚奇更是來到19%，創下5年以來新高。其中AI主導之科技股表現最佳，不但獲利成長強勁，更具備上修動能，成為主導後續大盤淨利率擴張之路未見盡頭的關鍵因素。
- ▶ 預計下半年在美股指數淨利率走勢持續攀高下，可望鞏固市場風險偏好，並降低股市風險貼水，有利支撐評價水準。另一方面，隨著AI驅動相關投資發展，加上當前美國景氣表現優於預期，此外溢效果令循環股亦獲得一定程度的受惠。儘管景氣循環股2026年預估獲利成長為24.8%，尚不及於成長股之47.4%，但仍高於標普500指數的22.2%成長率，顯示成長股之外，景氣循環股短期亦有望加入資金輪動表現。

美股企業淨利率持續攀升



成長型產業獲利動能強勁，景氣循環型亦表現不俗



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

歐股 能源成本上漲推動升息壓力，歐股基本面承壓

- ▶ 美伊戰事對美股的負面影響相對有限，主要反映美國進口中東能源占比偏低，但對於歐股負面效應則較為明顯，關鍵在於歐洲對能源進口依賴度高，在中東出現供應受限下必須面臨與亞洲競爭現貨資源的壓力，進而推高能源價格與其波動度。在荷姆茲海峽仍未恢復正常通行的背景下，歐洲央行預估歐元區將面臨通膨顯著上升與經濟放緩的走勢，故市場預期歐洲央行最快6月便可能宣布升息1碼，全年甚至有近3碼的升息空間。
- ▶ 通膨攀升加上升息預期，令近期歐洲GDP持續遭到下修，服務業PMI回落亦顯示歐洲內需已逐步受到能源成本上升的影響。企業獲利方面，1Q26財報獲利雖維持成長，但主要是來自能源、金融等產業所帶動，2026年全年歐股獲利年增率預估則正面臨下修壓力，顯示下半年股市動能恐受到限制。在此環境下，可關注具備防禦特性的英股與擁有長期政策支持的歐洲軍工類股。

油價與天然氣價格攀升令歐洲央行恐將升息數次



2026年歐股獲利年增率面臨下修壓力

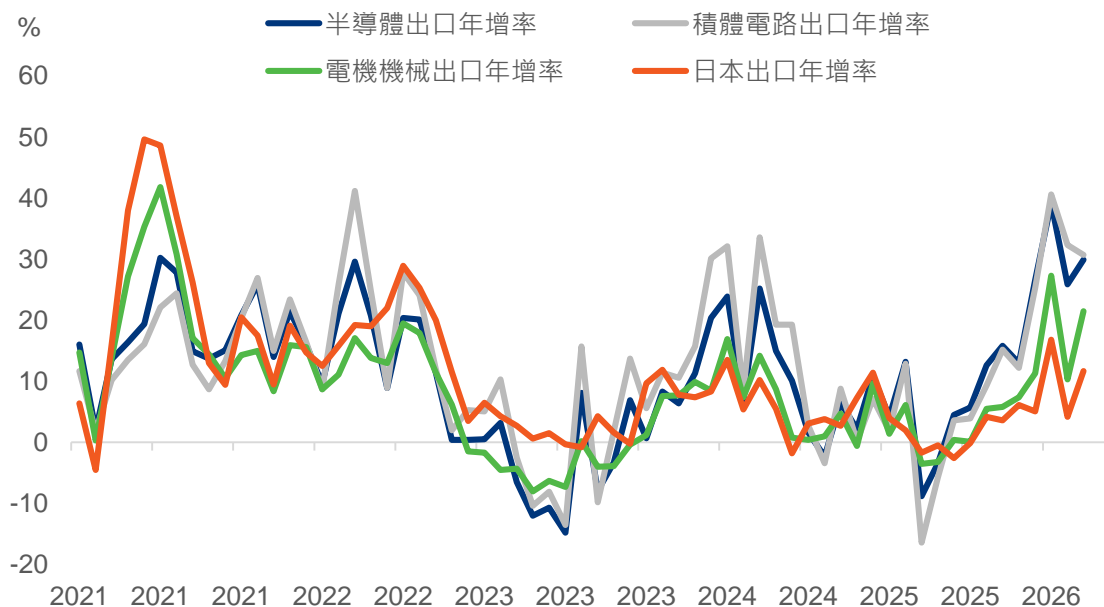


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

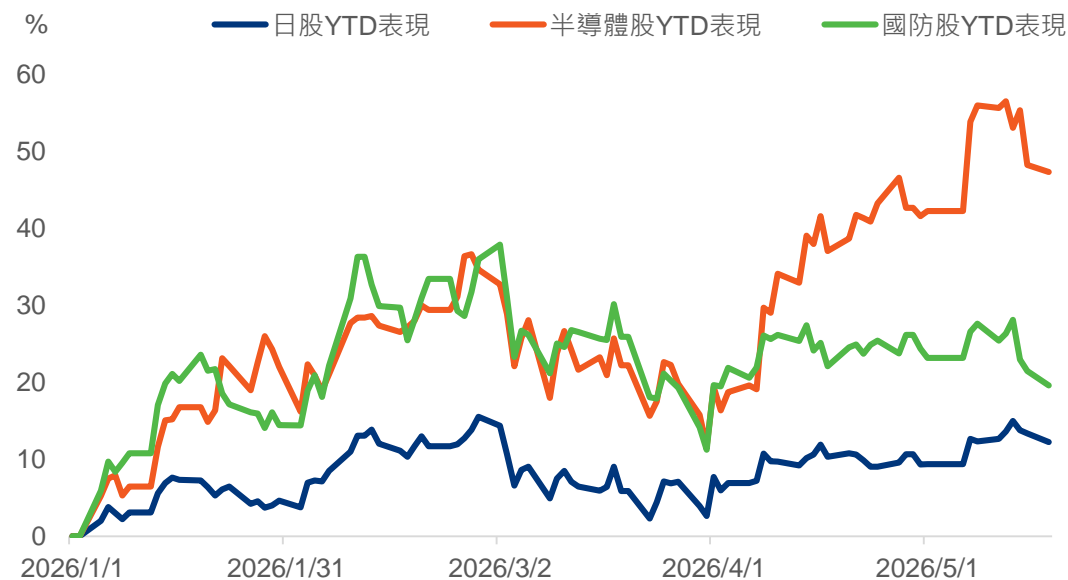
日股 出口強勁反映AI半導體需求，國防則具政策長期支持

- ▶ 日本最新公布之出口成長強勁，其中對美國出口為4個月來首度翻正，對中國出口亦出現驟增現象。主要反映包括半導體、積體電路、電機機械等產品出貨顯著攀升，令當前日本經濟呈現外需強於內需之分化格局。
- ▶ 近期日本製造業PMI走勢明顯上揚，主要源於企業擔心未來供應中斷而提前進行採購。然服務業PMI卻明顯惡化，反映中東衝擊和對成本壓力加劇的擔憂，所幸實質薪資已連續三個月處於正成長，一定程度上抵禦通膨對消費的負面影響。在當前面臨能源供應鏈恢復速度可能慢於預期的風險下，料下半年市場資金仍將關注具備強勁需求的日本AI半導體類股，以及具長期政策支持的日本國防產業。

AI浪潮帶動半導體需求，相關產品出貨量顯著增加



具政策支持的半導體、軍工股表現優於指數

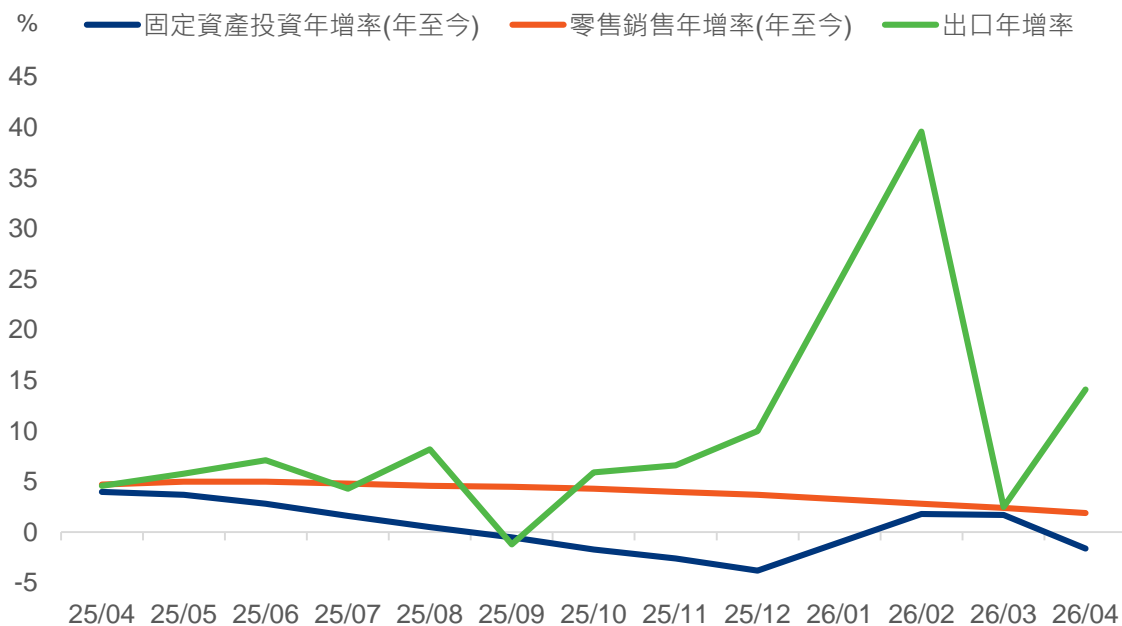


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

陸港股 中國經濟外熱內冷，新質生產力仍為股市主要推動力

- ▶ 受惠AI產業鏈需求持續強勁，中國4月出口年增率達14.1%。然而，中國4月內需數據則呈放緩態勢，社會消費品零售年增僅0.2%，固定資產投資由正轉負，反映房地產投資依舊承壓與民間消費信心不足。此外，在中東局勢推升能源成本下，4月PPI年增率繼3月轉正後加速攀升至2.8%，CPI亦小幅回升，令中國再通膨預期改善。PPI反彈雖修復上游產業的利潤水準，然中下游的傳統消費相關產業影響則相對有限。
- ▶ 在十五五規劃定調「新質生產力」為重點戰略建設下，預期高新產業(AI硬體和半導體相關)下半年將持續受惠政策紅利，對經濟有一定程度支撐。然而，就整體宏觀動能而言，儘管預期中國將持續透過兩新政策刺激內需以推動消費，但考量到目前內需復甦程度仍不牢固，且下游產業利潤未明顯改善下，料陸股整體走勢仍偏向震盪整理，維持中性看待。

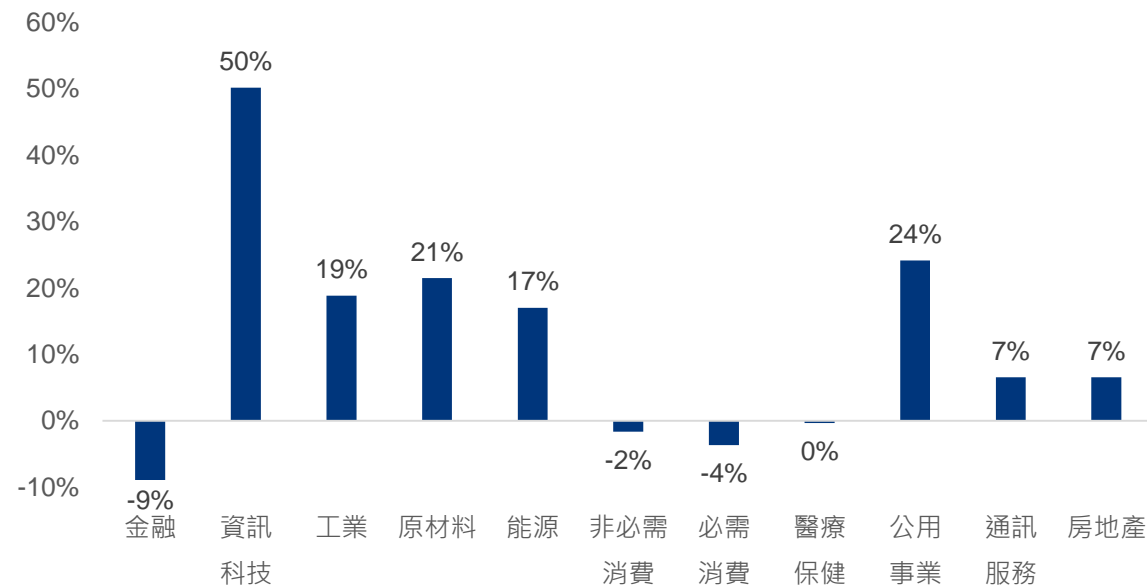
出口成長轉佳，惟內需走勢持續疲軟



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

涵蓋更多「新質生產力」的產業表現相對較佳

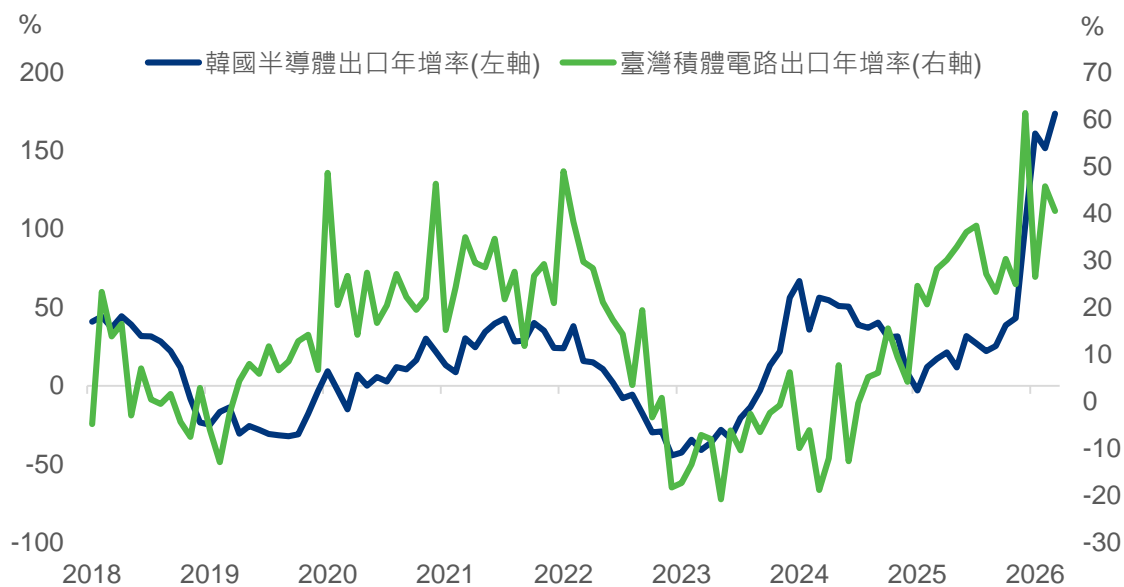
上證指數產業分布，年至今報酬率截至2026年5月19日



新興股 AI前景仍將持續推動區域內科技純度高之臺韓市場動能

- ▶ 觀察韓國與臺灣之半導體、晶片等出口呈現上升趨勢，並成為引領兩國整體出口成長的關鍵動能，顯示儘管當前雖面臨能源供應受限與成本攀升的隱憂，AI半導體實際需求前景仍十分強勁。
- ▶ 近期新興亞股呈現上漲，主要反映獲利成長持續加速的預期，尤以科技純度較高的韓國、臺灣最為顯著。然而，以傳統製造業為主的東協及以內需為主的印度則相對易於受到能源成本攀升的負面影響，導致獲利動能受限。若美伊問題拖延至下半年，對整體亞洲的拖累恐逐步發酵。但在長期AI需求趨勢持續強勁的背景下，預期臺韓等與AI 關聯性高的市場仍將相對優於東南亞與印度市場表現。

臺韓半導體出口成長持續攀高



新亞獲利成長仍在加速，引領指數向上挑戰



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

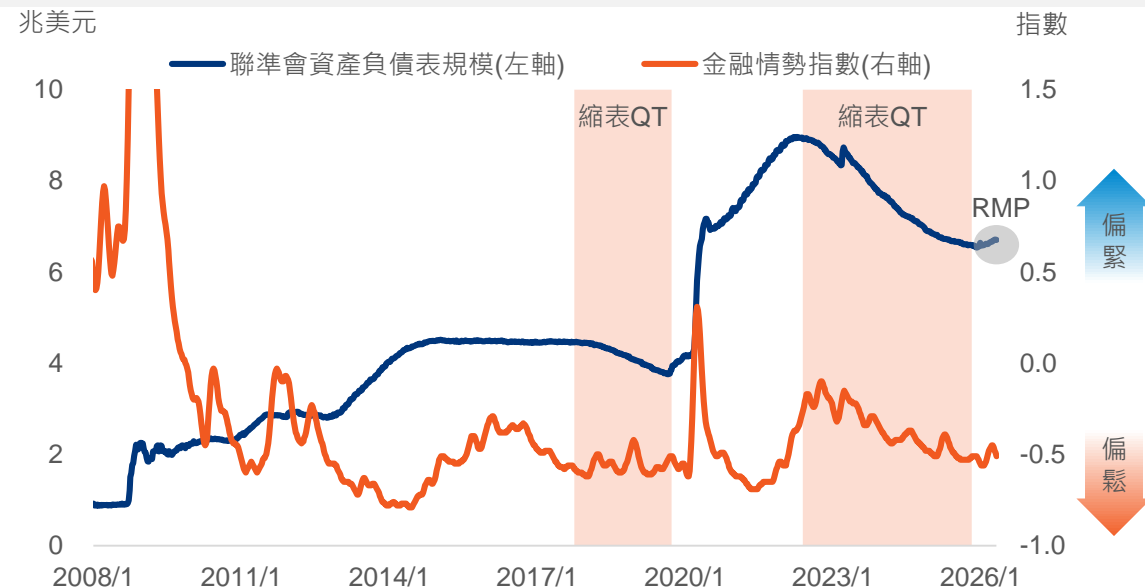
公債 通膨升與景氣穩，聯準會持續停看聽

- ▶ 近期美債殖利率緩升，起因就業數據仍強、油價維持高檔、FOMC聲明訊號偏鷹等影響。展望未來，預期短期內油價維持高位，將帶動未來數月通膨走升，並且在勞動市場數據趨穩之際，難以見到市場對降息預期恢復，事實上聯邦基金利率期貨隱含機率顯示，市場正預期Fed明年可能重啟升息循環，故短線上中東問題懸而未解之前，預期美國公債表現空間不大。
- ▶ 聯準會新主席確定由華許(Kevin Warsh)接任，其強調將致力確保貨幣政策獨立性，傾向採取新通膨框架來評估與應對通膨並減少前瞻指引，可能進一步增添貨幣政策不確定性。此外，當聯準會逐步縮減儲備管理購買(RMP)規模，遇上華許暗示聯準會宜縮減資產負債表，未來聯準會可能從扮演主動提供市場流動性，轉向抽離流動性的角色，利率市場波動存在再度升溫可能性，後續留意極短期利率動向與市場流動性變化。

美國公債利率因就業市場意外強勁而走升



聯準會資產不減反增，留意後續資產規模變化

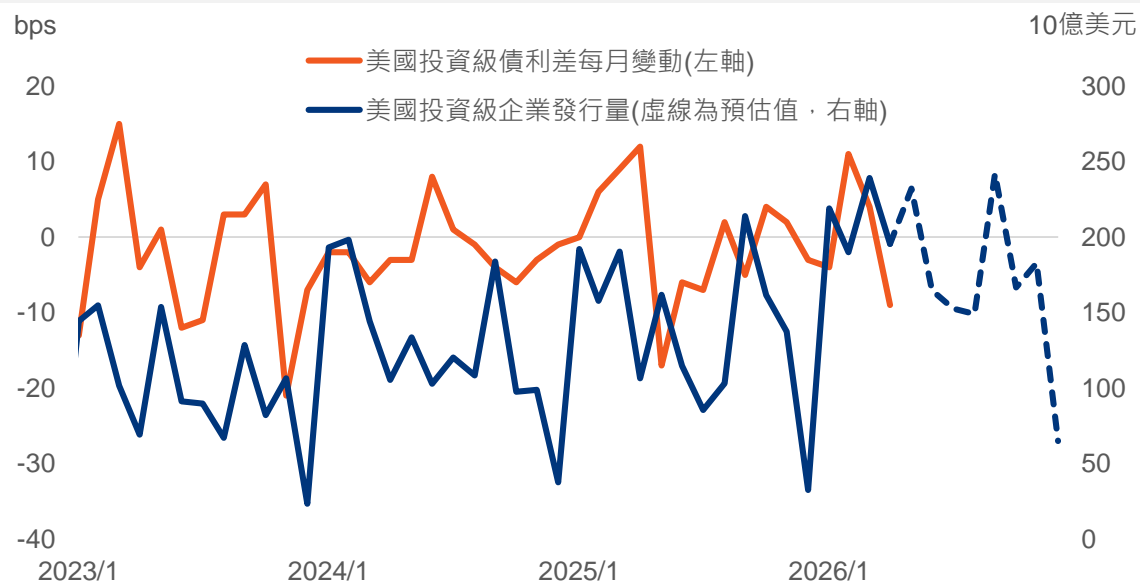


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理。註：儲備管理購買(Reserve Management Purchases, RMP)是聯準會於2025年12月啟動的技術性操作，即每月固定購買短期美國國庫券，其目的為資產負債表端補足銀行體系準備金，確保流動性充足及政策利率的有效控制，屬於防止金融系統運轉問題的技術性操作。

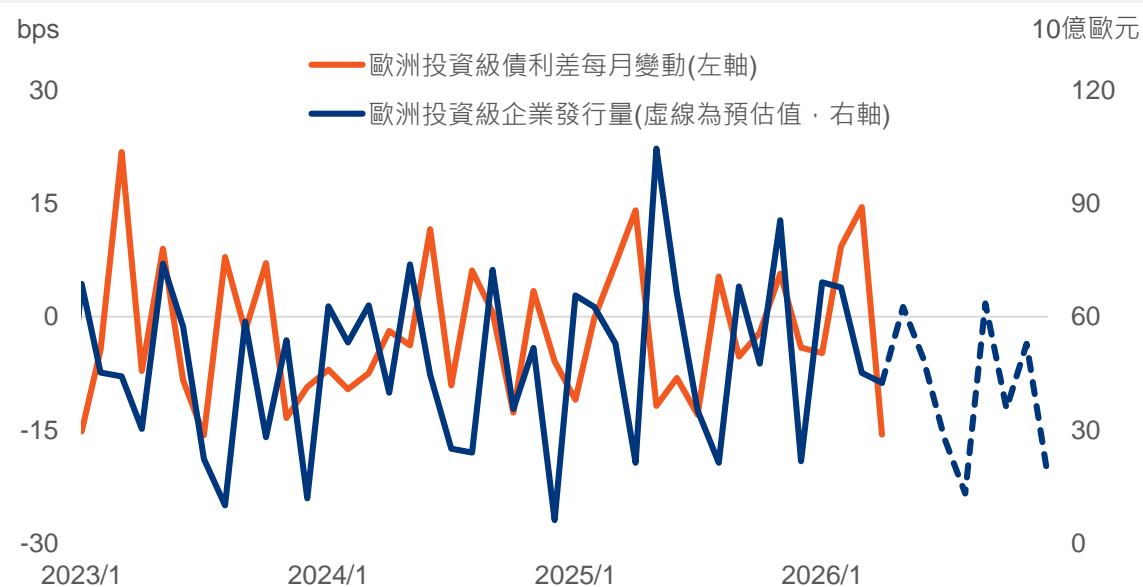
投資級債 大額發債添風險溢酬，投資級好債吸引力升

- ▶ 今年以來美國投資級債券供給量為8,439億美元、遠比去年同期成長30%，主因超大規模資料中心大額舉債、併購活動和銀行發債分別年增28%、53%與29%所推動，凸顯大型企業考量中東地緣衝突爆發，但信用利差仍處相對低位，而高殖利率提供有鎖利需求投資人吸引力，考量大額債券供應量多已於2026年上半年提前出現，預計下半年發行量有望較往年趨緩，並提供好債價格下方支撐。
- ▶ 近期亞馬遜和Alphabet計劃在瑞郎、歐元和日圓等企業債市場舉債，顯示這些大型科技巨頭正朝其他低利率的海外市場分散籌資，檢視今年以來歐元新發行債券超額認購情況與美元債市場無明顯差距，歐元新發債年至今規模亦較去年同期年增11%，預期下半年供應速度有望放緩，在投資級企業債信基本面未出現明顯惡化前，逢債券殖利率走升時期，可留意金融、科技、通訊、公用事業、工業和能源等好債鎖利機會。

需求充分吸收大額供給，提供價格下方支撐



歐系好債下半年供給有望漸減，存在投資吸引力



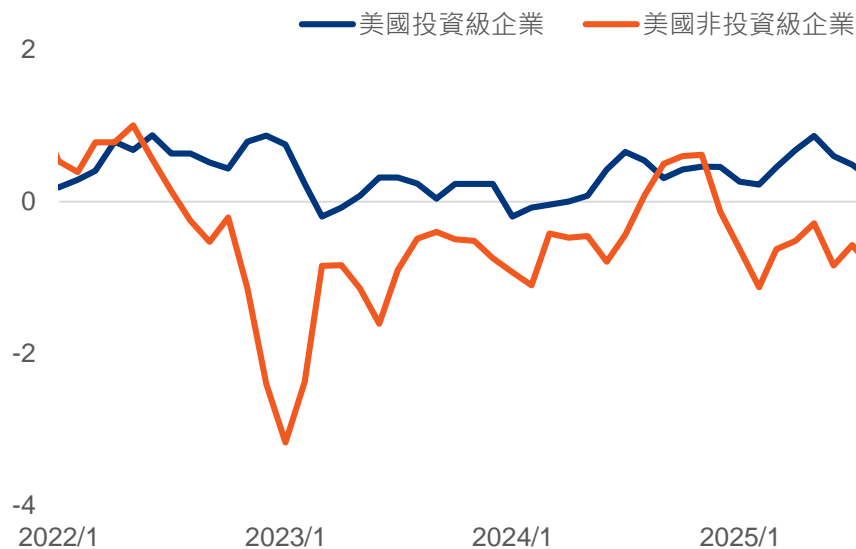
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

非投等債 降評數仍高於升評數，非投資級債採多元分散布局

- ▶ 今年以來美國非投資級債發債量較去年同期年增近5成，但信用利差維持在低位，顯示尋息需求有效吸收大額發債供給。此外，美伊衝突已持續兩個多月，考量海峽供應中斷持續時間越長，所面臨通膨風險越高並損及長線經濟成長動能，美國非投資級債企業降評數仍高於升評數，非投資級企業違約率仍低，但有緩步上升跡象，欲布局非投資級債投資人宜採投資組合方式，如債券型基金或債券型ETF來進行配置。
- ▶ 從美國非投資級債交易流動性來看，今年以來買賣價差持續走升，顯示低信評企業債流動性有惡化跡象並以CCC級買賣價差甚鉅，考量聯準會下半年因高通膨環境持續，保持按兵不動態勢，恐加劇低信評企業再融資風險，投資人宜避開信評CCC級以下企業方能持盈保泰。

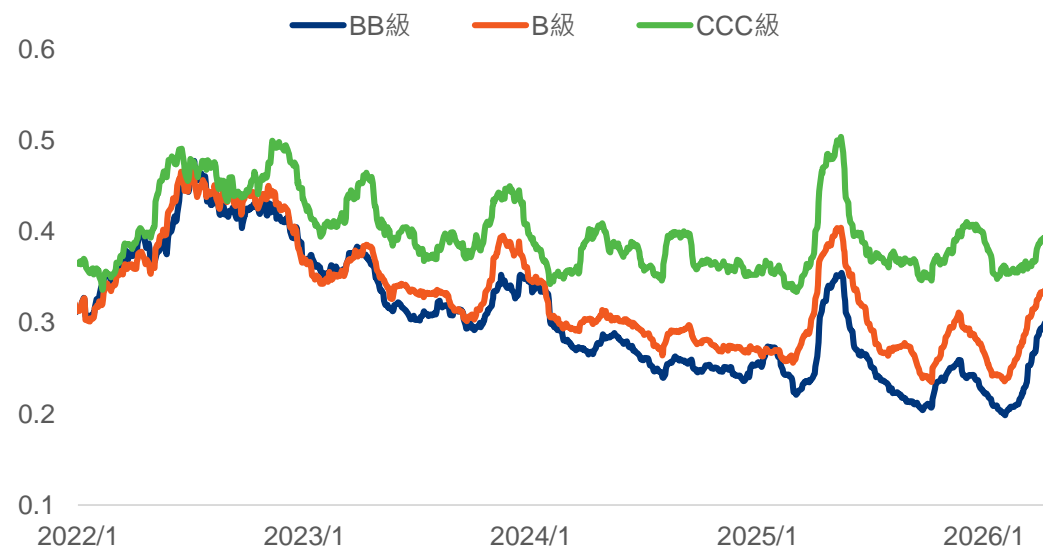
非投資級企業降評數仍高於升評數

3個月移動平均信評移轉率，%



低信評企業買賣價差仍高

美國非投資級債買賣價差，%



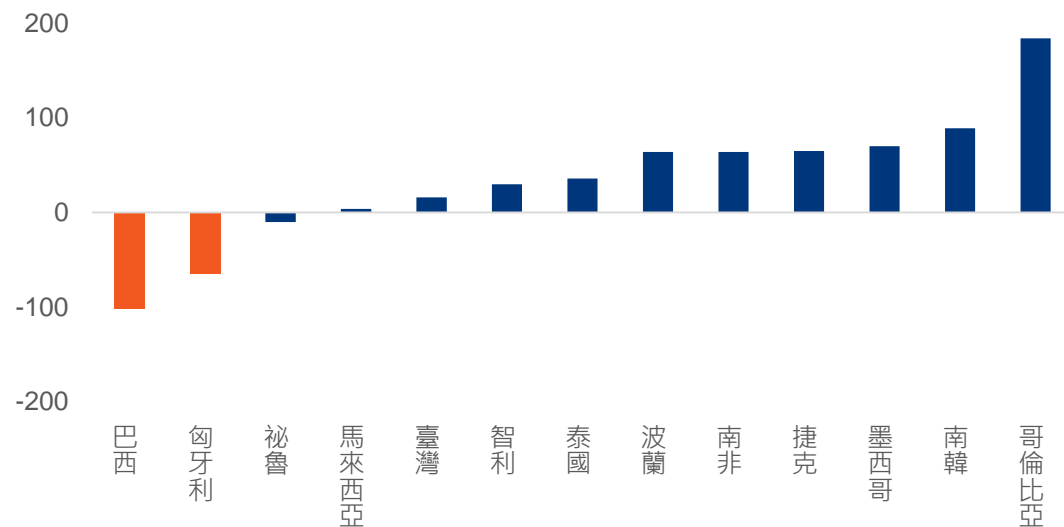
資料來源：Bloomberg · BofA · 凱基證券整理，註：信評移轉率(Credit Migrations Rate)為衡量企業淨升/降評數佔整體債券比率。

新興債 衝突下展現韌性，新興債保持衛星配置

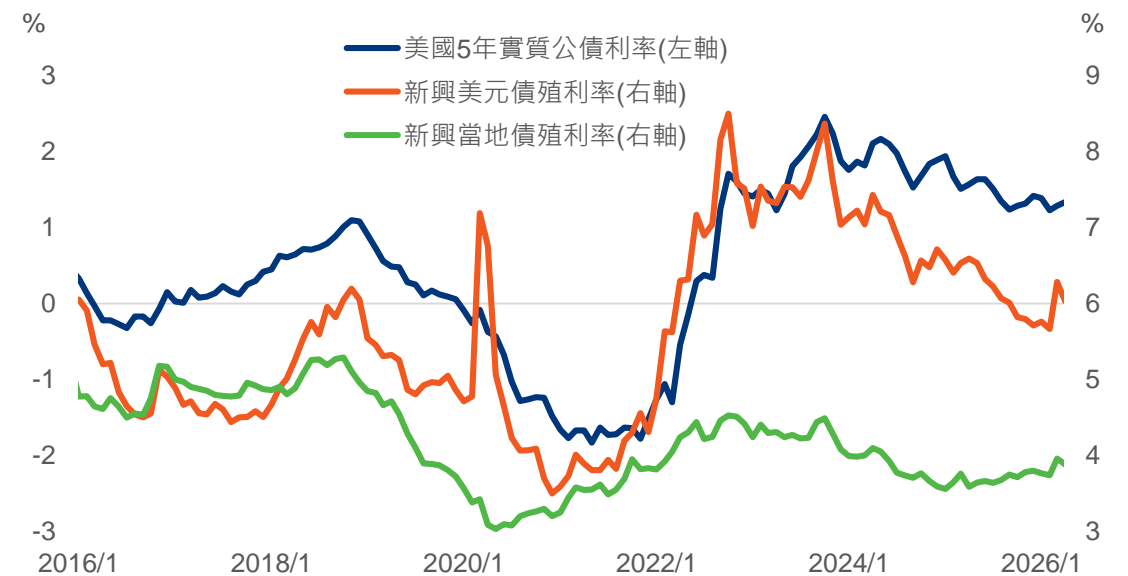
- ▶ 新興債今年以來利差表現回穩，主因包含：(1)儘管地緣衝突導致資金流出歐非中東新興市場，然風險緊張局勢未進一步升級，基本面仍強的新興貨幣亦展現韌性，資金再度重回新興債市，特別是拉美市場，信用利差再度回到歷史低位，(2)油價推升通膨預期下，部分新興國家貨幣政策持續朝升息發展，考量尋息資金需求、央行貨幣政策動向與美元走勢，建議新興債透過衛星配置方式鎖住好息。
- ▶ 檢視過往美債實質殖利率多左右新興債殖利率動向，主因尋息資金與市場風險情緒所帶動。考量下半年通膨預期難消，美國實際利率存在走升風險，同時造成美元指數走高，對新興債市形塑不利環境，另檢視近期油價漲跌與新興債表現顯現強烈負相關，其中身處衝突核心的中東地區呈高度負相關，而身為產油國的非洲、拉丁美洲則影響較小，顯示國家與區域選擇可能形塑下半年新興債表現好壞的重要因子。

部分新興主要國家恐朝升息發展

主要新興國家12個月內升/降息預估幅度，bps



美債實質殖利率左右新興債殖利率走向

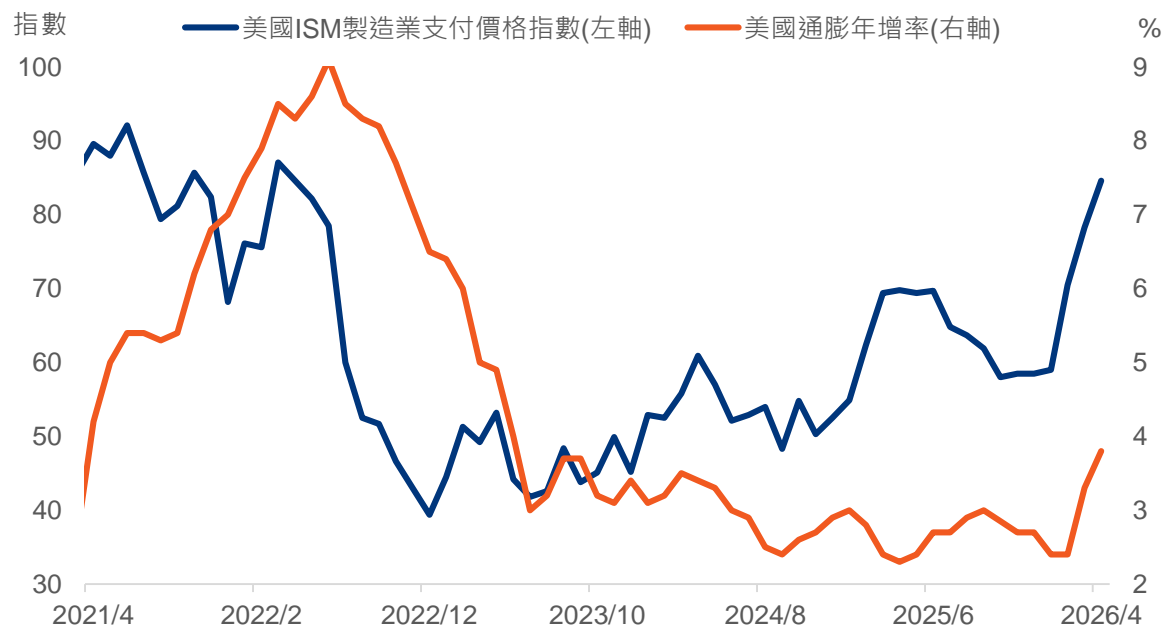


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

美元 油價維持高檔、通膨升溫，升息預期使美元偏強

- ▶ 美伊戰爭使油價飆升，美國4月CPI年增3.8%，為2023年5月以來新高。除了能源價格較去年同期激增外，包括汽油價格上漲28%，燃油價格上漲54%，航空公司機票價格也年增21%；當月食品價格亦年增3.2%，咖啡和新鮮蔬菜分別上漲19%、12%。美國4月ISM製造業PMI持平在52.7，但支付物價指數進一步升至84.6，創近四年來新高，商品通膨壓力持續升溫，市場預期聯準會恐由降息轉向升息。
- ▶ 4月PPI年增飆升至6%，除了能源成本大漲外，貿易服務通膨漲幅最大，包括航線服務與投組管理通膨上升，倉儲與運輸成本增加，連帶使聯準會最關注的核心PCE通膨由上月的2.83%上升至3.50%，整體通膨壓力可能持續到年中。市場對聯準會今年降息預期縮減，並提升年底與明年年初升息預期，提供美元反彈動能。

原物料大漲反應在價格上，美國通膨升溫



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

聯準會降息預期變升息，美元指數獲提振

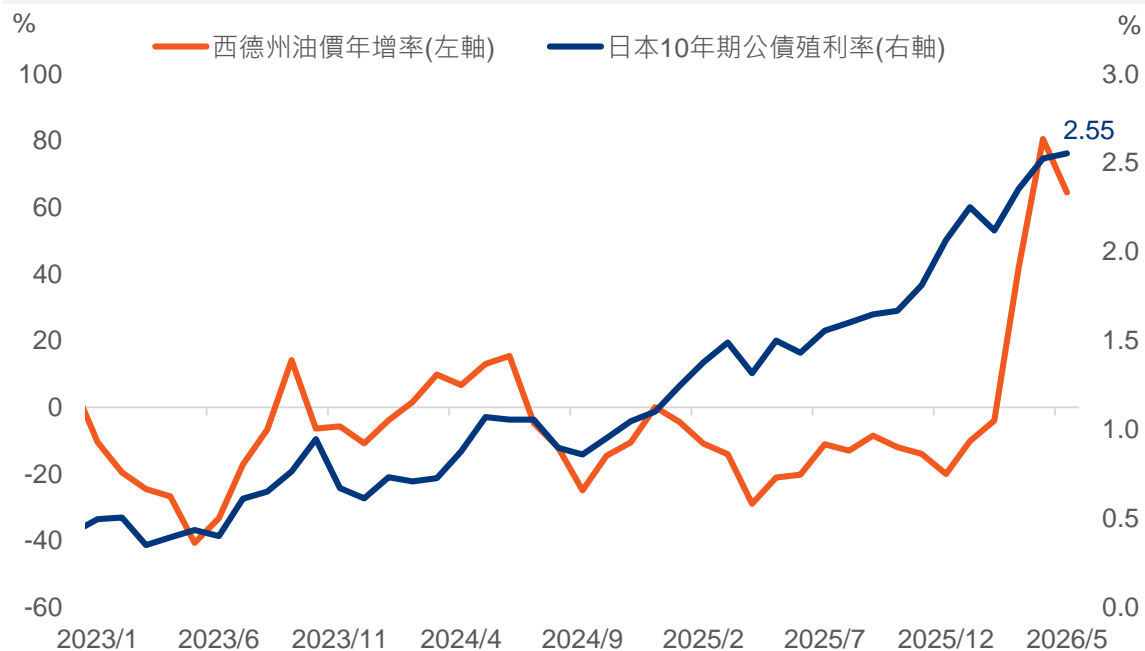


日圓

通膨誘發升息預期，政府干預使日圓止貶回升

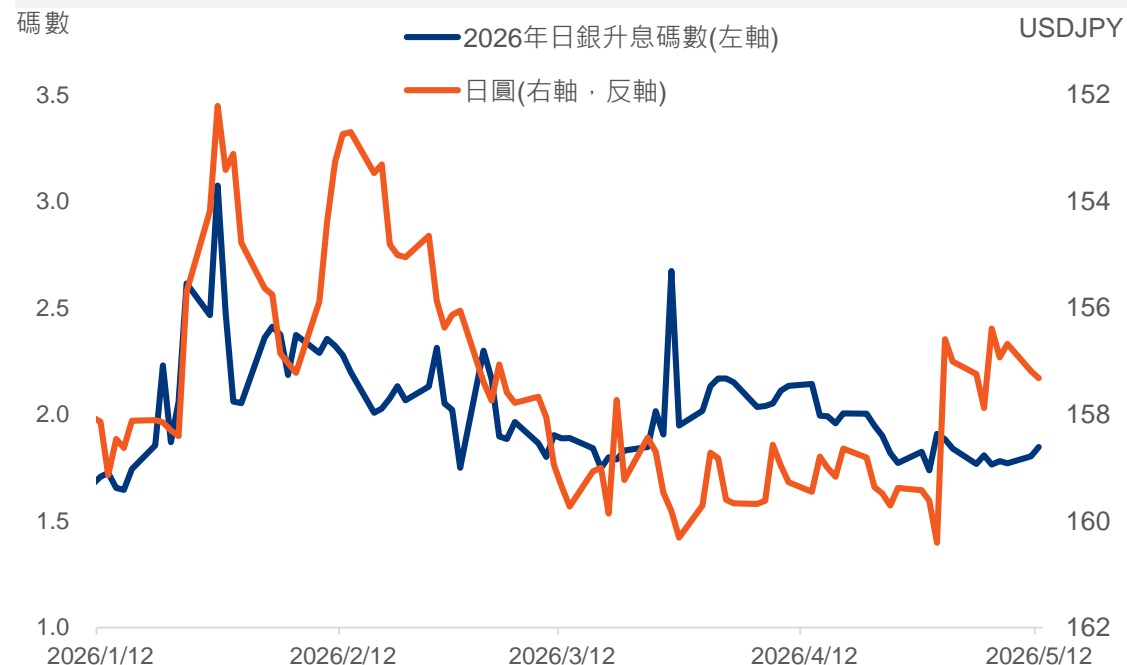
- ▶ 中東情勢動盪、國際油價高漲，日本進口成本大增，日本央行上調今年國內通膨預估，下調經濟成長增幅，並預期國內薪資與物價將相互影響，儘管短期政府以補貼因應，但市場仍擔憂日本通膨壓力、財政赤字將進一步惡化，引發日本公債賣壓。日本10年期公債殖利率上升至2.55%，為1997年6月、近29年來新高。
- ▶ 日圓近期波動大增，4月底日圓觸及160央行底線時，日本政府於外匯市場大幅買入約5兆日圓，同時賣出美元、拉抬匯價。日本財務省官員亦口頭警告，對市場投機性操作發揮震懾功效。市場預期下次升息時點落於6月，今年年底前或有兩碼升息空間，預期下半年日圓波動仍大，若通膨持續偏高，升息預期將使日圓易升難貶。

油價維持高位，推升日本10年期公債殖利率走強



資料來源：Nikkei、Bloomberg、凱基證券整理

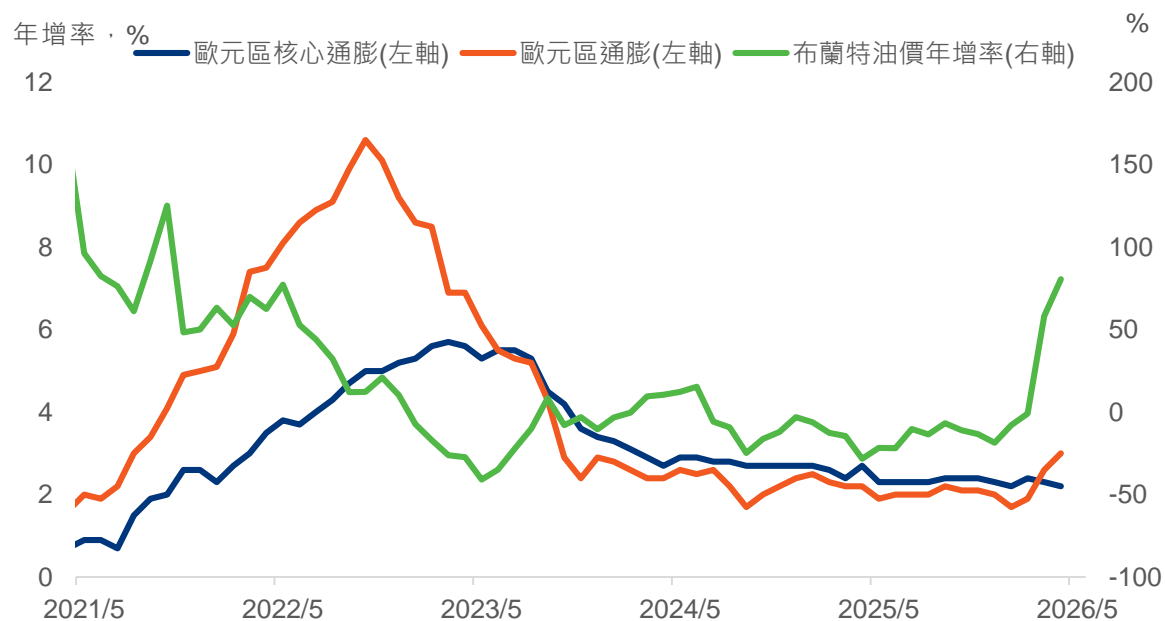
利率期貨預期日銀今年年底前或升息兩碼，日圓貶幅有限



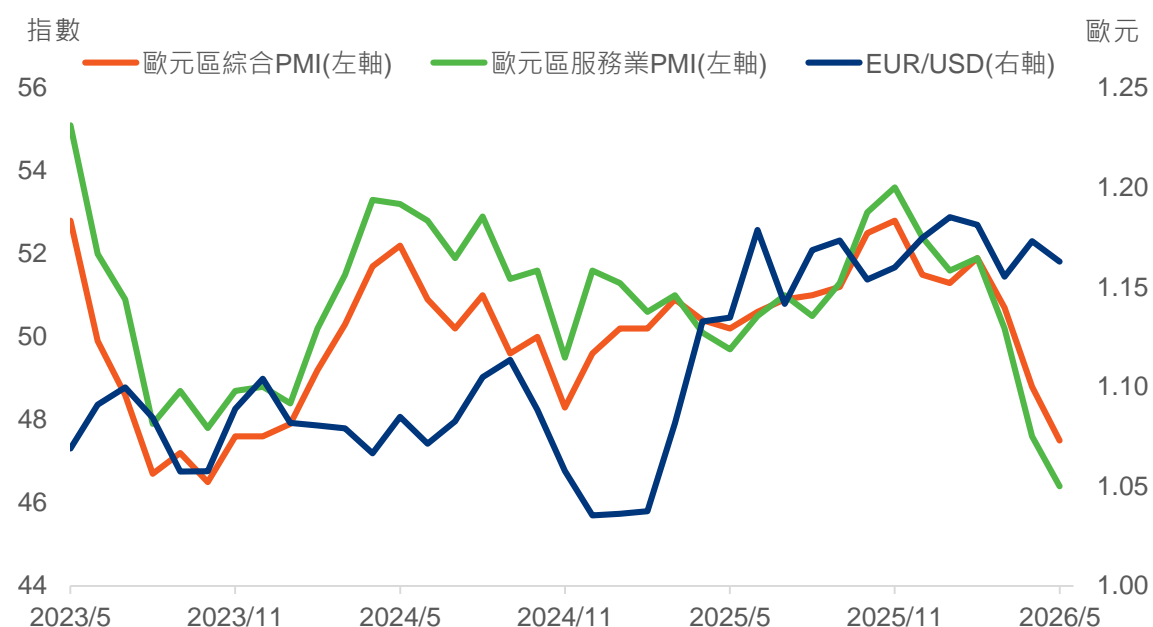
歐元 能源價格高企引發通膨經濟雙壓力，歐元偏弱震盪

- ▶ 隨著美伊談判未見明朗進展，能源與原物料成本高企的影響已開始逐步顯現。歐元區第一季GDP季增率僅0.1%，雖大致符合市場預期，惟相較於去年第四季的0.2%已有所放緩，顯示歐洲經濟相對疲軟、轉弱；另一方面，歐元區4月消費者物價指數(CPI)年增率回升至3.0%，創2023年9月以來新高，亦反映能源價格與成本壓力對通膨的擴散跡象已逐漸浮現。
- ▶ 面對潛在通膨上行風險，歐洲央行(ECB)執委近期談話陸續釋出偏向緊縮的政策訊號，市場對貨幣政策轉趨鷹派的預期升溫，普遍預期今年仍有約2碼的升息空間。考量美伊談判尚未有明顯進展，若油價維持高檔時間延長，對歐元區經濟與通膨帶來的雙重壓力恐將進一步加劇；惟在當前經濟成長動能偏弱的環境下，貨幣政策前景分歧仍存，預期歐元將以區間震盪偏弱為主。

油價上漲遞延影響浮現，歐洲通膨逐漸回升



成本上揚恐侵蝕歐元區經濟展望，歐元偏弱震盪

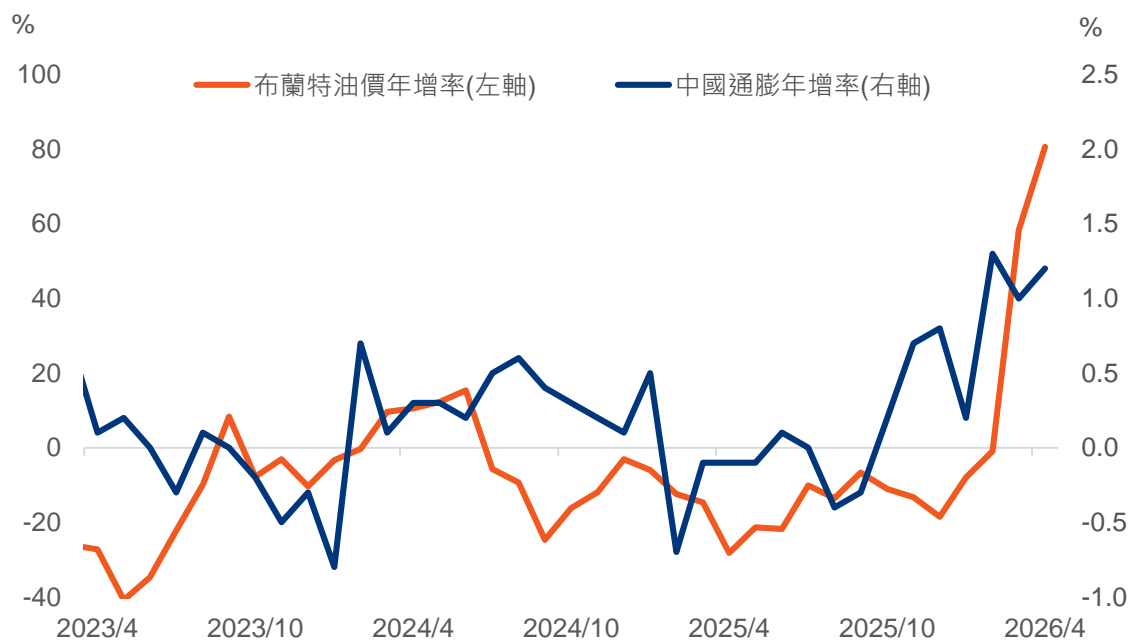


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

人民幣 通膨上升與股市資金流入，人民幣震盪偏強

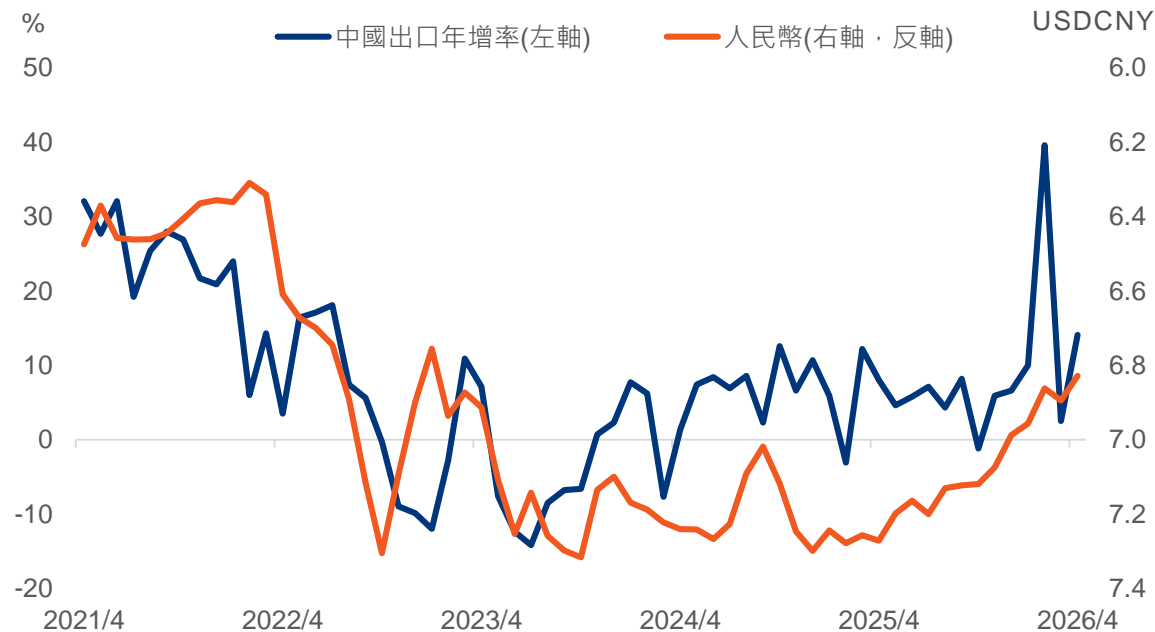
- ▶ 中國4月CPI年增率由1%升至1.2%，高於預期的0.8%，主要受能源價格上漲、交通成本上升，核心CPI也由1.1%升至1.2%，4月PPI通膨由0.5%大幅升至2.8%，為2022年7月以來最快增速，同樣受油價飆升所推動，礦業和原材料的價格漲幅領先其他產業。
- ▶ 4月中國出口年增14%，明顯高於預期值7.9%，稀土出口年增195.9%、積體電路出口年增99.6%、汽車出口年增44.2%、高新技術產品出口年增39.2%，對經濟有提振效果。考量近期AI相關產品出口大增，外需強勁、對匯率有助升效果，加上人民銀行有意讓中國匯率維持偏強高位，以降低國內輸入性通膨，此外滬深通北向資金總和成交金額攀升，股市資金持續活絡，以上因素皆為人民幣偏多因子，人民幣維持震盪偏強走勢。

國際油價大漲，帶動中國通膨上揚



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

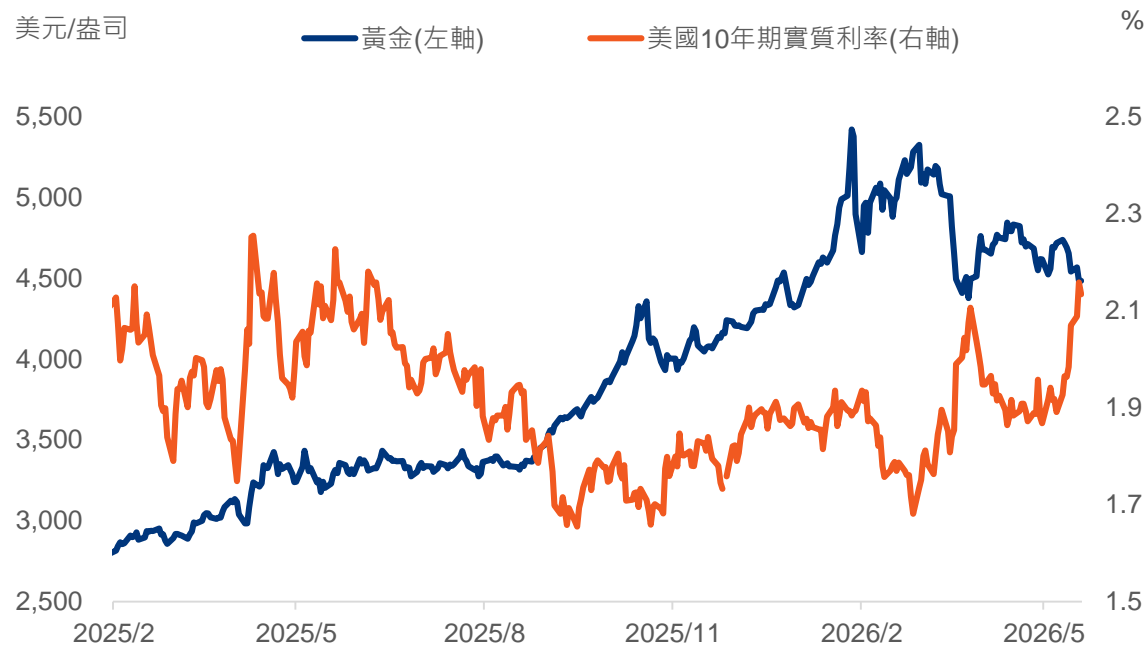
出口良好、經濟回溫，人民幣震盪稍強



黃金 通膨疑慮使利率上升，美元高盤、金價承壓

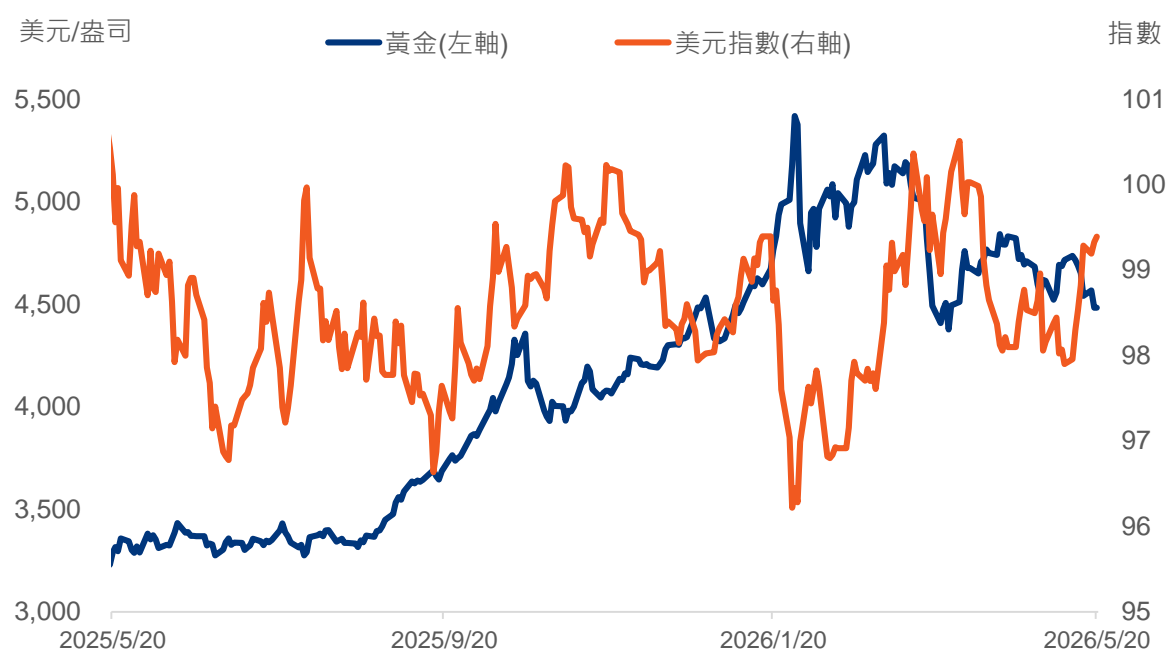
- ▶ 美伊戰爭短期未解，油價持續高檔震盪，當前黃金市場最大的壓力，來自石油與通膨，通膨擔憂帶動升息預期與美國公債殖利率走高，美元指數上漲，皆對金價短期造成負面影響。此外，印度政府提高金銀進口關稅，5月中旬宣佈將黃金和白銀進口關稅由6%提高至15%，以抑制海外採購，減輕外匯存底壓力，印度為全球最大白銀進口國，對銀價造成負面影響；白銀價格從兩個月來的高點重挫，需求動能放緩。
- ▶ 全球政府債務持續擴張，多數國家皆面臨財政惡化與貨幣貶值風險，加上地緣政治擾動不斷，市場對美國政策不可預測性的擔憂，皆使央行持續增加黃金配置、多元分散，預期金價下檔可獲支撐，未來一季將呈現區間盤整，長期偏多看待。

通膨預期升溫，美國實質利率高盤，對金價造成衝擊



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

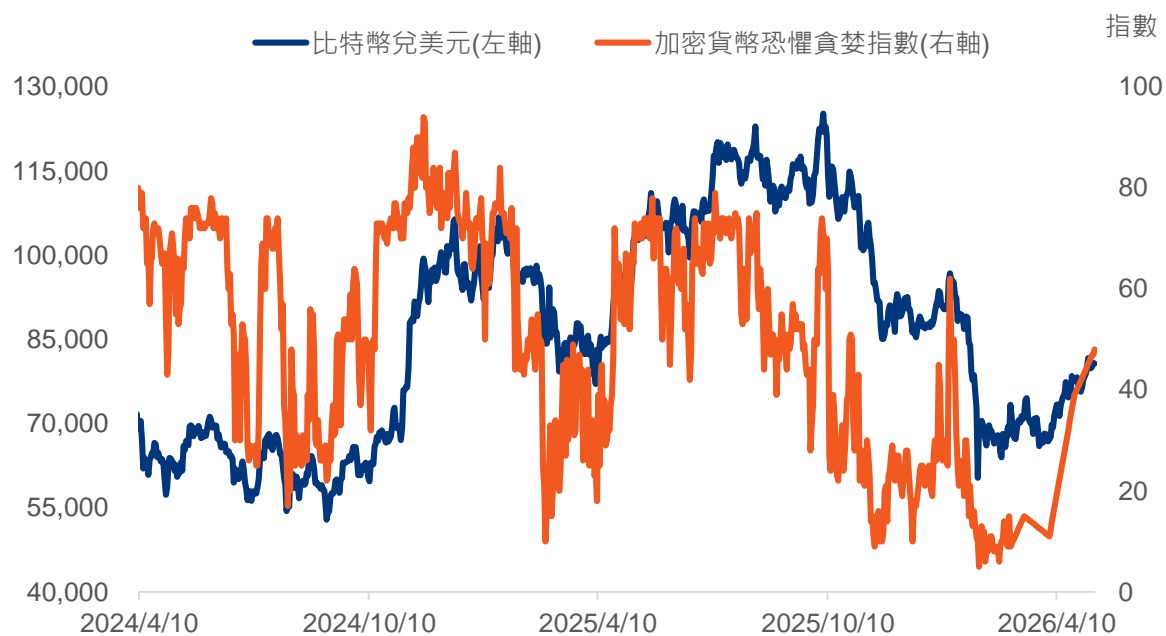
美元短期反彈震盪，壓抑金價表現



虛擬資產 風險情緒回溫助谷底反彈，法案通過為續漲關鍵

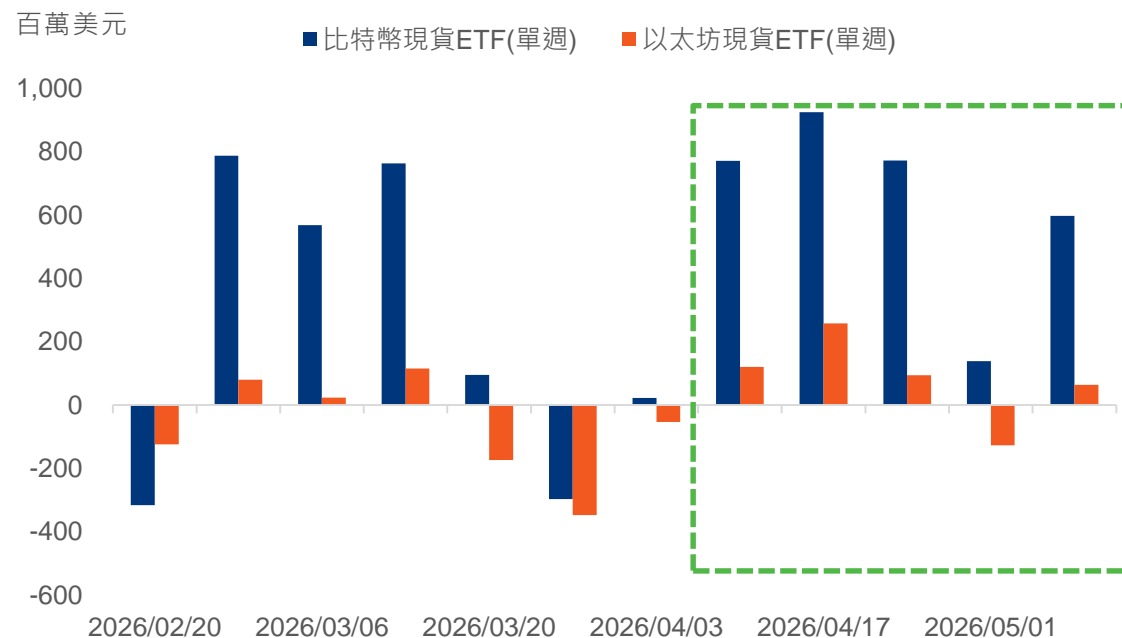
- ▶ 儘管美伊和談未見明朗，但企業財報亮眼與AI展望樂觀，推升美股屢創歷史新高，費半指數近月漲幅亮眼，風險情緒回溫，使虛擬資產自谷底反彈。加密貨幣恐懼貪婪指數一個月從15升至48，4月以後即見情緒轉折，和ETF資金自4月後持續淨流入呼應，比特幣現貨ETF更是連續5週呈現淨流入，顯示虛擬資產最壞情況或已過，若下半年Clarity法案通過，將有利虛擬幣持續向上發展。
- ▶ Clarity法案5月將進入關鍵時期，立法協商已近尾聲並傳出折衷方案，力拼在5月底前於參議院取得進展，目標是在7月4日前完成簽署，否則因期中選舉壓力，今年通過機率恐大幅萎縮。後續可持續觀察ETF週流量是否維持淨流入，加上川普關稅政策走向，是否帶來新的總體不確定性，此外美以伊局勢牽動避險情緒反應，若上述皆在可控範圍下，虛擬資產可望震盪偏上行。

加密貨幣恐懼貪婪指數和比特幣走勢



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

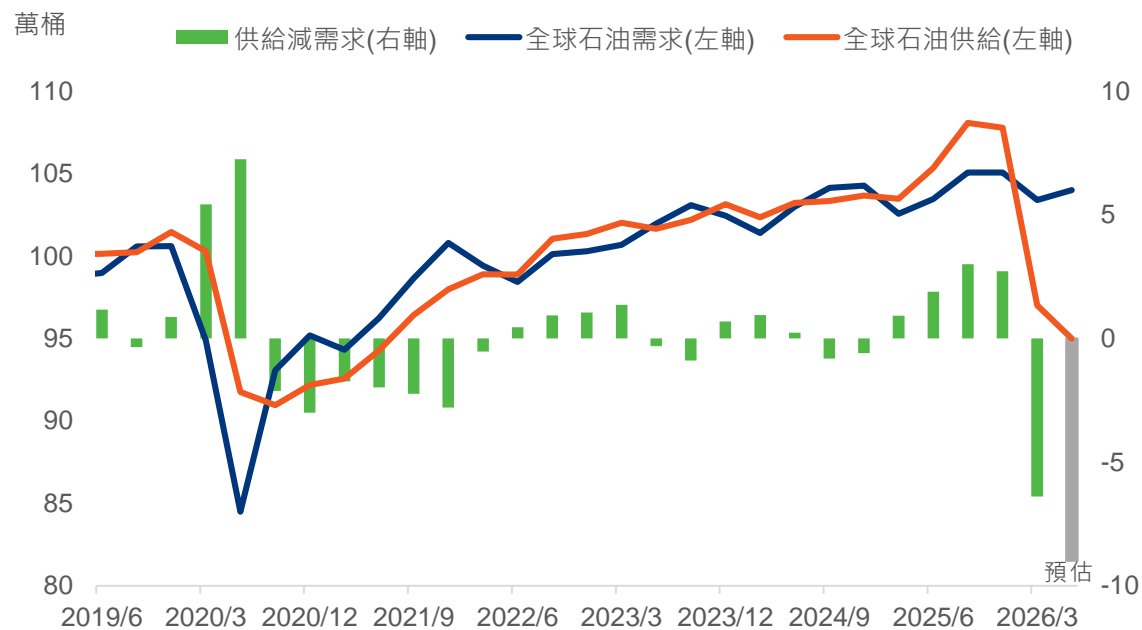
虛擬資產現貨ETF連續淨流入



原油 原油供需失衡未解，高油價時間延長至下半年

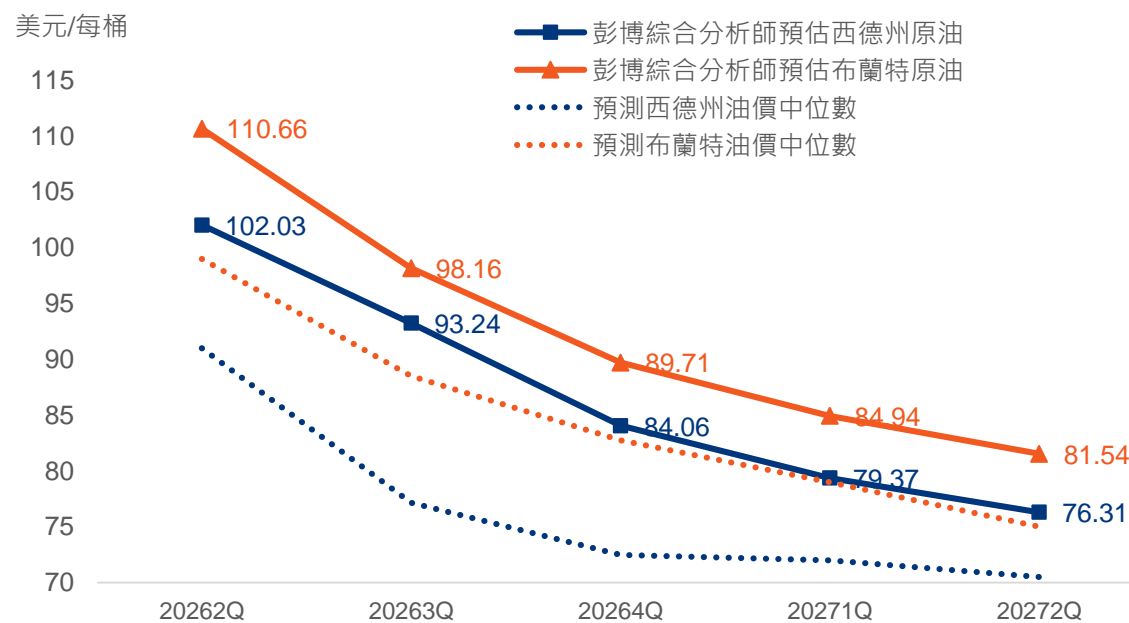
- ▶ 美國總統川普表示與伊朗談判進入最後階段，和談露出曙光，雖使油價自高位回落，仍改變不了第二季全球能源供給大幅少於需求的狀況。預期在缺乏剩餘產能，中東國家目前增產意願薄弱，戰略儲備、商業庫存消耗開始加速的情境下，原油供需緊俏的程度受美伊僵局影響持續擴大，料高油價持續時間可能比想像中久。
- ▶ 觀察EIA(美國能源情報署)與IEA(國際能源總署)的報告，兩者皆在5月份月報下修今年石油供需，且供給下修幅度大於需求，代表著2026年油市面臨更大的供應赤字，即使達成和平協議，荷姆茲海峽的石油運輸恢復正常仍需數個月時間，才能使受損的石油與天然氣設施逐漸修復。彭博統計各家分析預測：西德州油價在第三季仍維持於每桶90美元以上的高位，到今年底可望呈現緩步下滑。

荷姆茲海峽未開放，第二季全球能源短缺



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

高油價時間或延至第三季，年底有機會下降



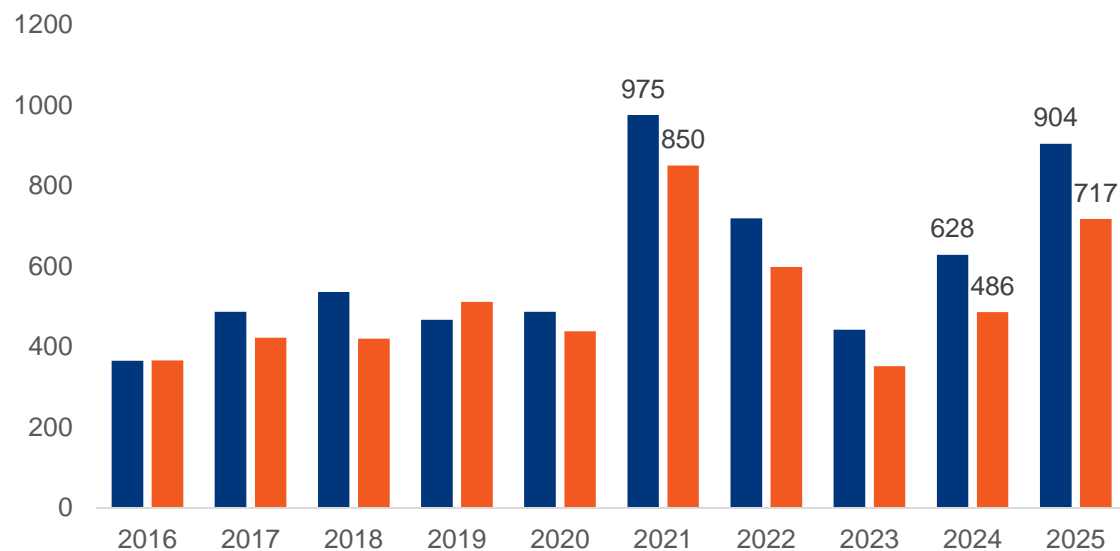
私募股權 交易總額與投資出場總值年增4成，流動性為焦點

- ▶ 2025年整體併購金額大幅成長44%至9,040億美元，投資出場總值上升47%達7,170億美元，皆為史上第二高紀錄，僅次於2021年。主要受惠企業併購熱潮以及市場對流動性的需求上升所推動。顯示私募股權市場正逐步走出關稅衝擊、地緣政治動盪以及經濟前景的不確定性影響。
- ▶ 2025年的交易主要由13筆規模達100億美元以上的超大型併購交易所主導並貢獻主要成長動能，整體交易筆數雖較2024年微幅下滑6%，然而市場中的普通合夥人(GP)逐步擺脫經濟不確定性與估值疑慮，開始加大投資並加快對投資人的資金分配，有助於提升流動性。此外，由於資金返還需要時間，因此市場也開始興起私募股權相關的流動性工具^(註)，藉此緩解變現壓力。

全球私募購併總額與出場總值年增超過4成

全球私募股權交易，十億美元

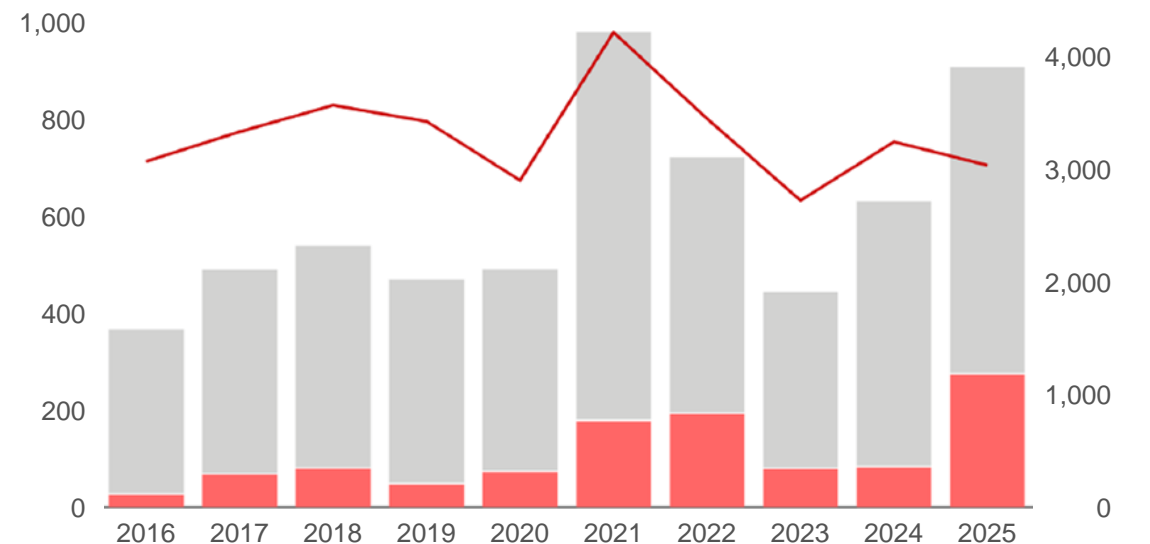
■ 全球購併交易總值 ■ 全球投資出場總值



大型交易為主，資金返還耗時帶動流動性需求

併購交易規模，十億美元

■ 高於或等於10億美元交易 ■ 低於10億美元交易 — 交易筆數



資料來源：Bain & Company，凱基證券整理，呈現buyout交易的整體併購金額及投資出場總價值。

註：指GP-led Continuation Vehicles (CVs)，主要為一般合夥人立一個全新續期基金，向原先私募基金收購投資組合，而有限合夥人可選擇套現或是展期跟隨。

4

本月專題

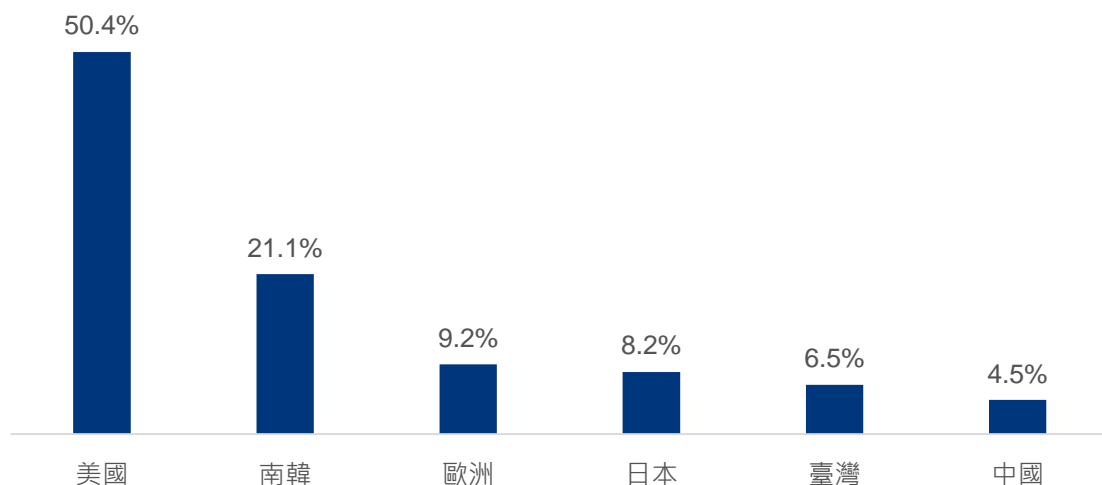
- 日本半導體

半導體產業呈現設計、設備、材料及製造的高度專業分工

- ▶ 目前全球半導體產值仍以美國占比最高，亞洲的南韓、日本與臺灣積極追趕。而全球半導體供應鏈呈現高度專業分工，美國在晶片設計與核心智慧財產領域(IP)處於領先地位，並在半導體製造設備市場中掌握全球近半的市占率，其餘半導體製造設備則集中於美國的盟友國家包括荷蘭與日本。
- ▶ 日本除了在設備領域貢獻全球2至3成價值，在材料與晶圓製造亦具相當占比。且半導體製程中，晶圓廠建設及製程成本占了相當高的比例，製程所需材料如晶圓、光阻、光罩、氣體、濕式化學品、基板及導線架等高度依賴亞洲供應商，尤其在關鍵材料領域具領先地位。

半導體價值創造主要來自美/韓/歐/日/臺/中

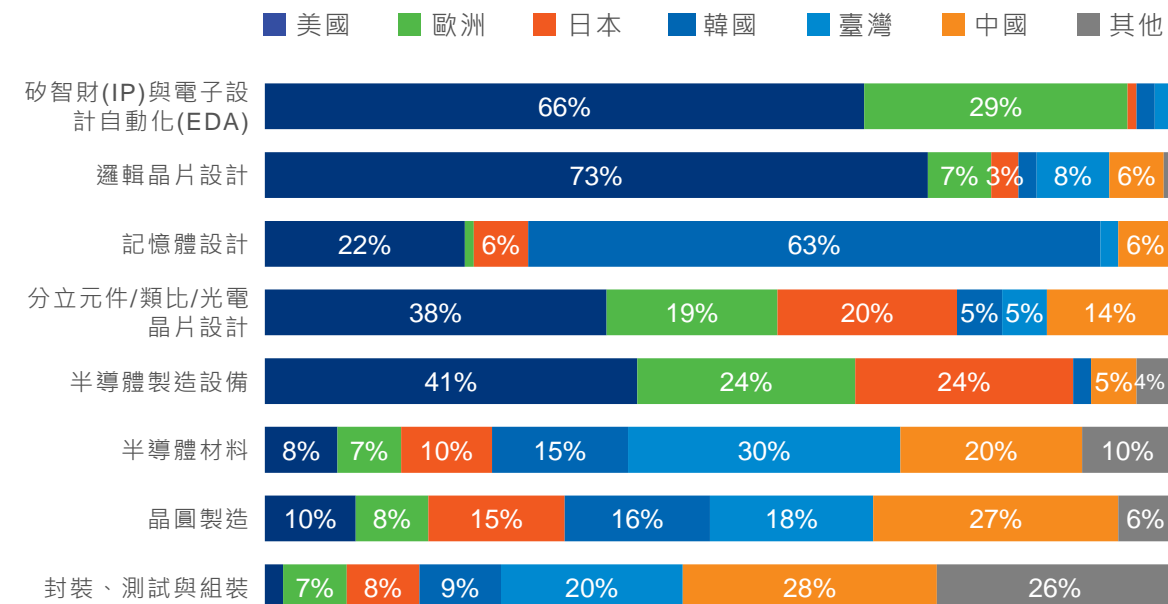
全球半導體市場占有率(按公司總部所在地)



資料來源：美國半導體行業協會(SIA)，凱基證券整理。註：圖中未標示數字之區塊為微量市占

全球半導體供應鏈具高度分工特色

全球半導體產業價值貢獻分布

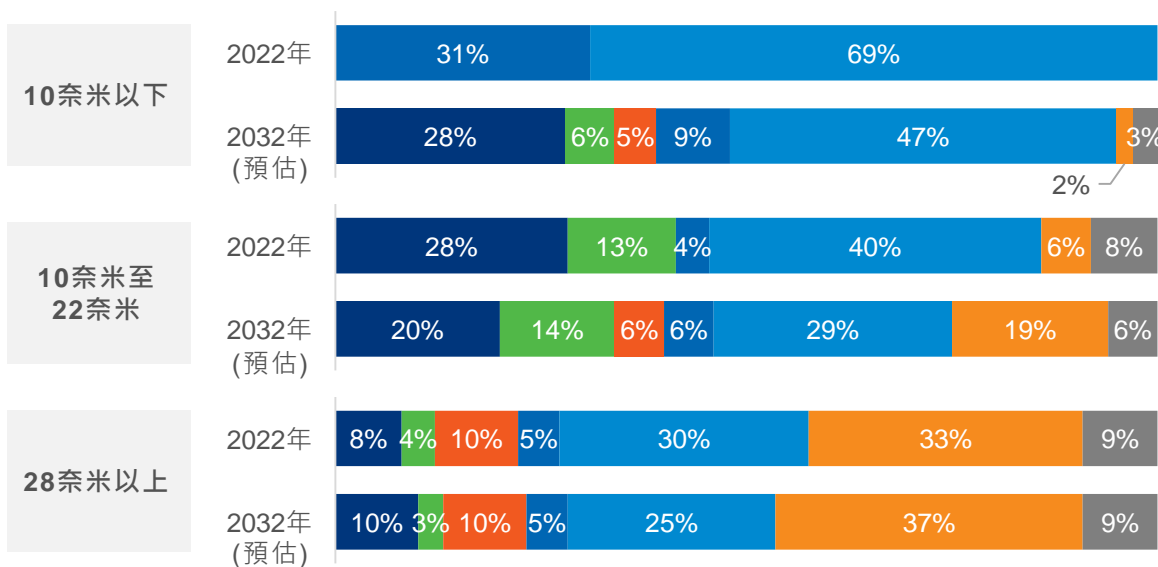


日本積極注資及引資，致力提升先進製程晶圓製造競爭力

- ▶ 波士頓顧問公司與半導體產業協會預期，到2030年，「先進製程」將進一步定義為3奈米以下的製程，並吸引更高比例的投資，主要受惠資料中心、網路設備、個人電腦、智慧型手機、具備機器學習與人工智慧能力的智慧邊緣裝置以及汽車先進駕駛輔助系統等應用需求的推動。
- ▶ 先進邏輯製程的投資布局已逐漸向全球分散，雖然臺灣與韓國在2022年幾乎包辦了所有低於10奈米的產能，然而企業正顯著增加在美國、歐洲與日本的投資，預計到2032年，美國將生產接近3成的10奈米以下晶片，而日本政府近年出資吸引台積電設廠，並與日本半導體業界聯手注資，急起直追晶圓代工領域，預估至2032年，日本在10奈米以下及10至22奈米的生產將從零基礎分別上升至5%及6%。

市場預估日本將在先進製程的晶圓製造有所突破

全球半導體晶圓製造價值貢獻分布 ■美國 ■歐洲 ■日本 ■韓國 ■臺灣 ■中國 ■其他

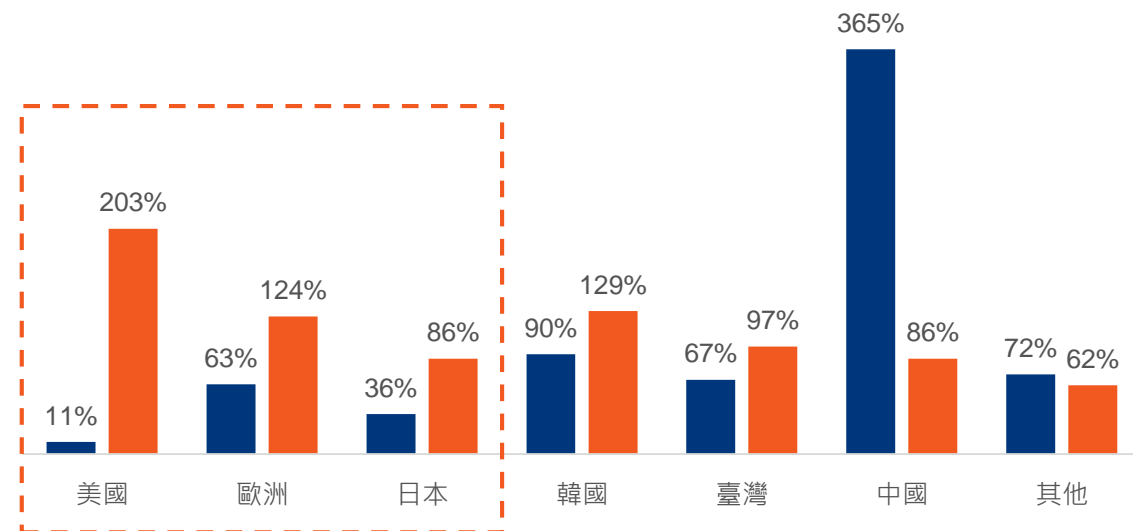


資料來源：波士頓顧問公司(BCG)、美國半導體行業協會(SIA)、凱基證券整理

除了臺灣與韓國，預估美歐日在晶圓產能將加速

每月的等效晶圓(WSPM)產能變化

■ 2012年至2022年 ■ 2022年至2032年(預估)

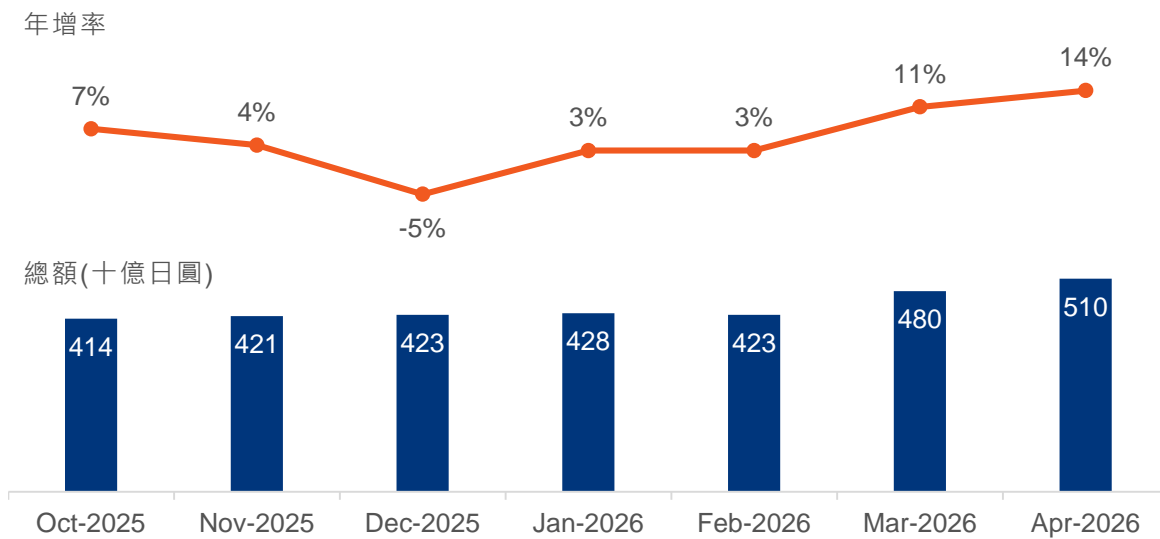


日本目前正處於半導體設備擴產期，主要受惠機台密集安裝

- ▶ 日本2026年4月份晶片設備銷售額年增14%至5千1百億日圓，創歷史新高。主要受惠全球用於AI伺服器的半導體需求急速擴大，帶動先進邏輯和DRAM投資大幅增加，加上日本主要設備商的國內新廠動工，晶圓廠進入密集機台安裝期，前段製程製造設備預估成長將加速。
- ▶ 先前日本半導體製造裝置協會在2026年1月所發布的最新預估報告指出，因台積電的2奈米投資全面展開，加上以高頻寬記憶體(HBM)為中心的DRAM投資穩健，因此上調2025會計年度(2025年4月至2026年3月)的日本製晶片設備銷售額，從前次預估的4.86兆日圓上修至4.91兆日圓，且同步上調2026會計年度的預估值(由5.35兆日圓上修至5.50兆日圓)，預估年增率將達12%，銷售額預估將突破5兆日圓。

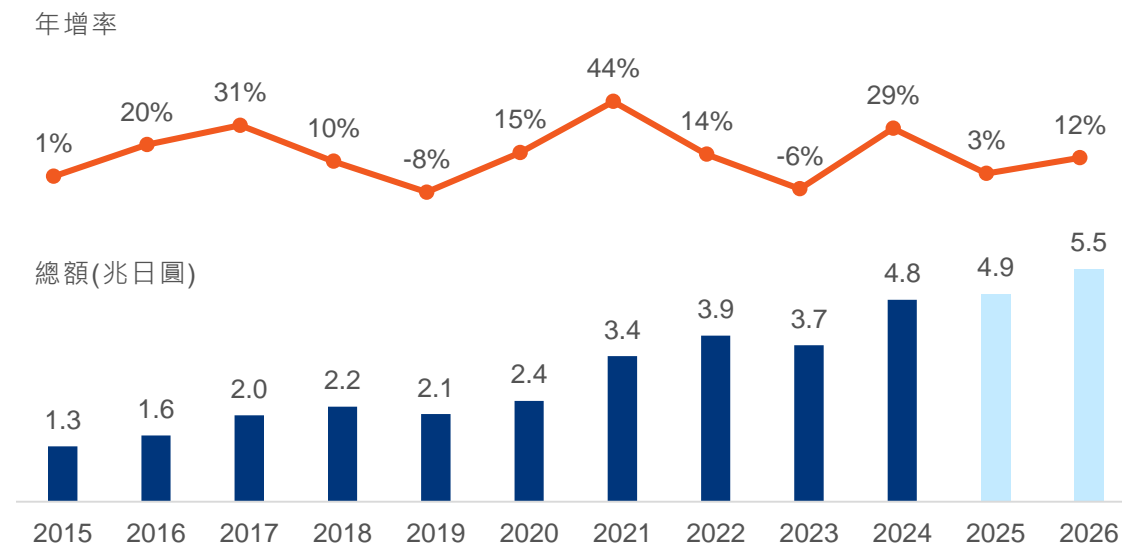
近月日本半導體設備出貨速度大增

近半年日本半導體設備出貨(註)



日本半導體協會預估2026年出貨量年增率將達12%

日本半導體設備出貨趨勢及預估



資料來源：日本半導體製造裝置協會(SEAJ)，凱基證券整理。註：每月數據為近3個月的月均值

日本在半導體設備的布局，幾乎覆蓋半導體全製程

- 目前全球半導體設備市場擁上千億美元產值，總共涵蓋超過50種專用設備，其中3大設備包括微影設備(lithography)、薄膜沉積設備(deposition)以及蝕刻與清洗設備(materials removal & cleaning)合計占市場約7成產值，各自由少數關鍵供應商所主導。微影設備市場主要由歐洲一間公司占據約87%市場，而薄膜沉積設備、蝕刻與清洗設備則各自由少數幾間美日企業掌控了該領域的大部分市場。
- 其中，日本半導體在前段設備(包括塗佈顯影、熱處理、單片式/批量式清洗等)由少數龍頭企業領軍，長期在全球有穩定市占率，部分關鍵製程設備甚至近乎壟斷。而後段設備(包括晶圓測試、切割/研磨/拋光設備、晶圓針測機等)日本企業市占率約4至5成，且有擴大趨勢。

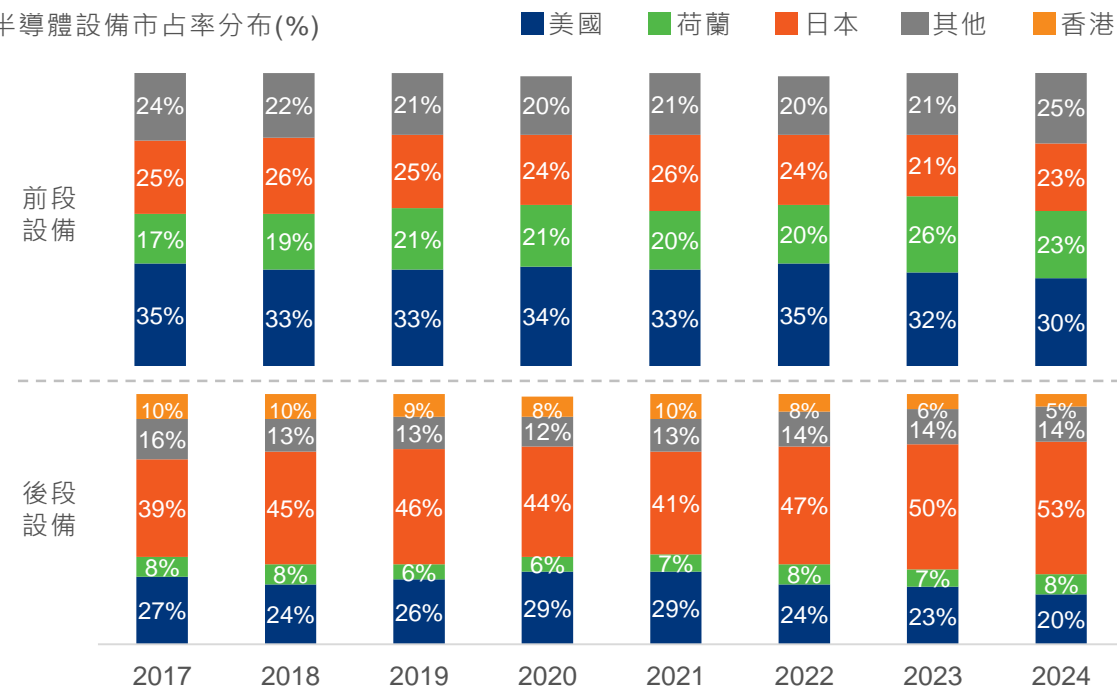
日本在半導體設備布局全方位，部分領域近乎壟斷

半導體設備營收占比(按設備類型及國家分布)

	美國	歐洲	中國	韓國	日本
微影設備(曝光)	1%	89%			10%
光阻處理設備(塗佈/顯影)			3%	5%	92%
離子佈植設備	83%				17%
熱處理設備(退火/擴散)	57%	4%	2%	1%	37%
薄膜沉積設備	67%	11%	2%	5%	15%
蝕刻與清洗設備	56%		5%	4%	35%
製造自動化系統	5%			11%	64%
製程控制與量測設備	76%	7%			11%
其他	1%	8%		5%	43%

日本在前段設備具支配地位並逐步擴大後段設備市占

半導體設備市占率分布(%)



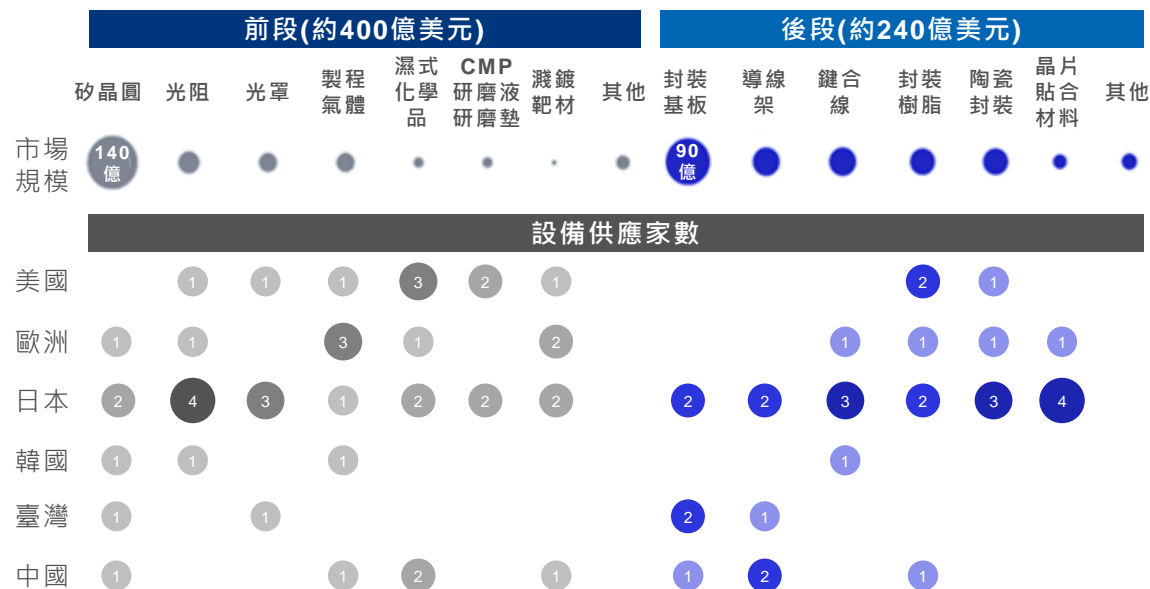
資料來源：波士頓顧問公司(BCG)、美國半導體行業協會(SIA)、凱基投顧、凱基證券整理

日本在半導體材料占有一席之地，部分領域近於壟斷

- ▶ 半導體材料市場涵蓋供應鏈前段製程與後段封裝測試所使用的各類化學品與材料，其中矽晶圓與光阻材料占前段製程材料的近半價值，封裝基板則占據後段製程材料價值極高比例，其餘包括導線架及各類封裝材料等亦在其中扮演關鍵角色。大部分關鍵材料公司總部設於日本、美國與歐洲，尤其在前段與後段材料市場的多個細分領域中，日本均擁有至少2到3家主要供應商，因此在半導體材料領域，日本擁有全方位的優勢。
- ▶ 目前日本在光阻、封裝樹脂及陶瓷封裝領域接近寡占格局，關鍵材料如矽晶圓、光罩及封裝基板等領域也與歐美或臺灣企業形成雙寡占或三足鼎立的態勢，其餘材料領域也多處於全球領先地位。此外，先進製程如EUV微影的關鍵材料技術(如高階光阻劑、光罩護膜)幾乎由日本寡占。

日本半導體材料各項幾乎都有2間以上主要供應商

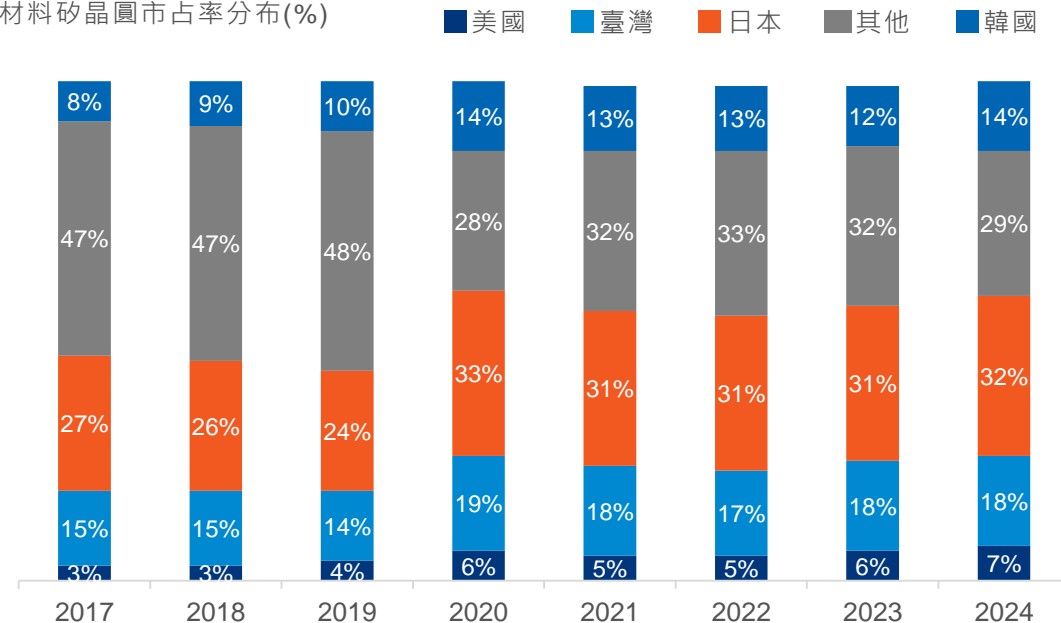
整體半導體材料市場(美元)及供應商家數



資料來源：波士頓顧問公司(BCG)、美國半導體行業協會(SIA)、凱基投顧、凱基證券整理

日本在關鍵材料矽晶圓占比居前段班

半導體材料矽晶圓市占率分布(%)



日本政府大力補助，日本半導體產業迎接新氣象

- ▶ 日本政府為支持自身半導體發展，主要推出【特定半導體生產計劃】及【半導體穩定供應計畫】。後者主要為強化車用與工業命脈，防範晶片荒與斷鏈。另外，日本經產省亦於2026年5月中宣布，將擴大日本國內成熟製程的補貼範圍，未來未滿300億日圓的計畫亦可申請補助。
- ▶ 特定半導體生產計劃則主要針對28奈米以下製程或次世代記憶體等對5G系統不可或缺的技术為主，以需要持續生產10年以上及當需求緊迫時需配合增產等條件開放國際大廠合作，該計畫目前已核定6項補助，核定的最高補助金額約2.16兆日圓。此外，日本經濟產業省於2026年4月宣布追加6,315億日圓補助，協助日本半導體國家級企業Rapidus在半導體的研發，顯示了日本政府在對國內半導體發展的決心。

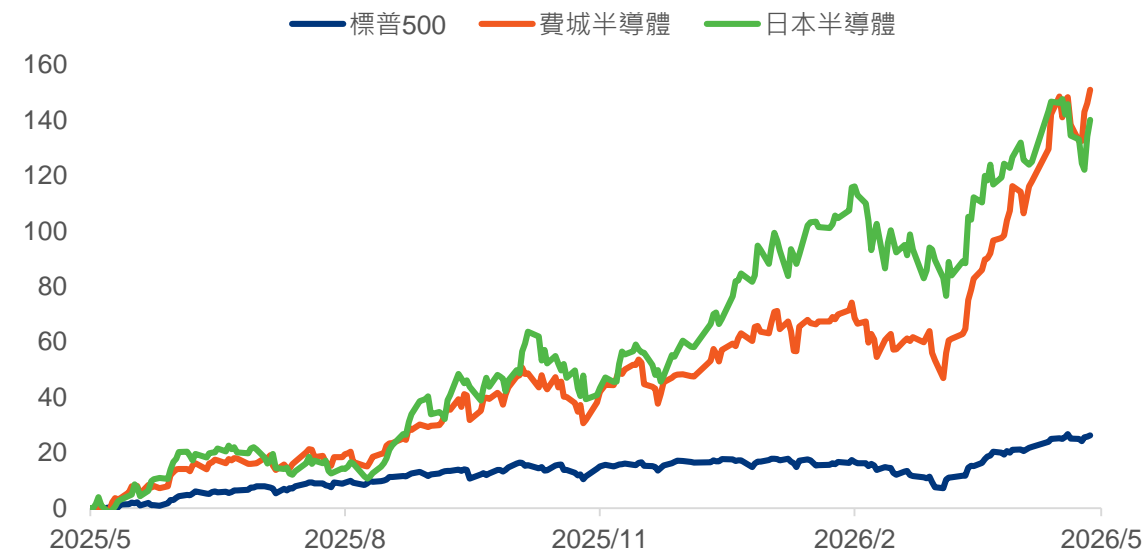
目前特定半導體生產計劃已有6項核定執行中

截至2025年12月受日本特定半導體生產計劃補助執行的企業

核准日期	補助廠商	主要產品	最高補助金額 (億日圓)
2022/6/17	JASM/ TSMC	22/28奈米及12/16奈米	4,760
2022/9/30	Micron	DRAM 1β世代	1,394
2023/10/3	Micron	DRAM 1γ世代	1,670
2024/2/6	Kioxia/ Western Digital	3D快閃記憶體(第8、9世代)	1,500
2024/2/24	JASM/ TSMC	6奈米及12奈米	7,320
2025/9/12	Micron	DRAM Beyond 1γ世代	5,000

日本半導體表現媲美費城半導體指數

標普500、日本半導體與費城半導體指數績效走勢



資料來源：Bloomberg、日本經濟省、經濟部台日產業合作推動辦公室、AMRO Asia、凱基證券整理。日本半導體指數以FactSet Japan Semiconductor Index來呈現，績效走勢以2025/5/26為起始來計算

附件

- 投資原則
- 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

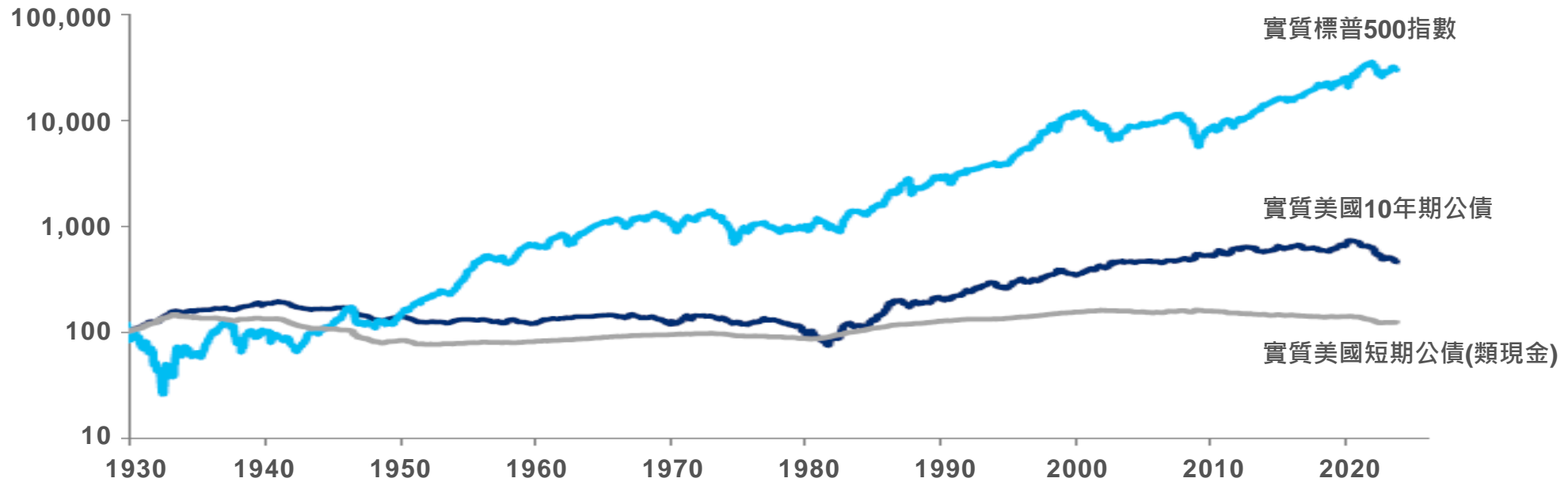
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026年至今	年化*
中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	歐洲股市 36.3%	大宗商品 29.1%	美國股市 15.1%
新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	新興市場股市 34.3%	新興市場股市 16.7%	歐洲股市 10.2%
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 9.7%	大宗商品 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%	日本股市 9.6%	新興市場股市 10.0%
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%	REITs 8.7%	基礎建設 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%	美國股市 5.0%	日本股市 9.1%
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%	歐洲股市 3.9%	中國股市 5.4%
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%	非投資級債券 1.4%	REITs 5.4%
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%	現金 1.1%	非投資級債券 5.1%
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%	新興市場債券 1.0%	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 0.4%	投資級債券 3.1%
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%	已開發國家公債 -0.2%	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%	中國股市 -4.7%	已開發國家公債 0.2%

*年化資料統計期間：2017年1月1日至2026年5月22日；資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 2026年5月22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

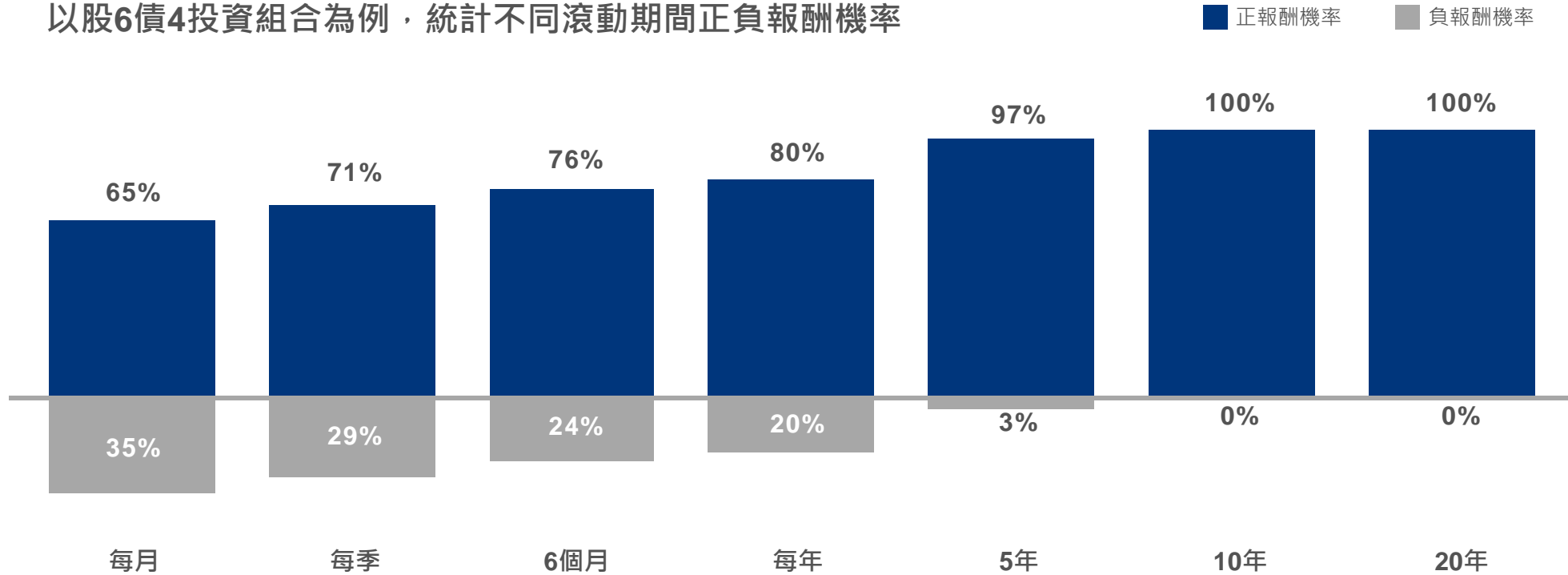


資料來源：Citi bank (左圖) · 資產規模 · 以1929年1月=100為基準 · 資料截至2023年11月30日

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%，且發生股債同跌的後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

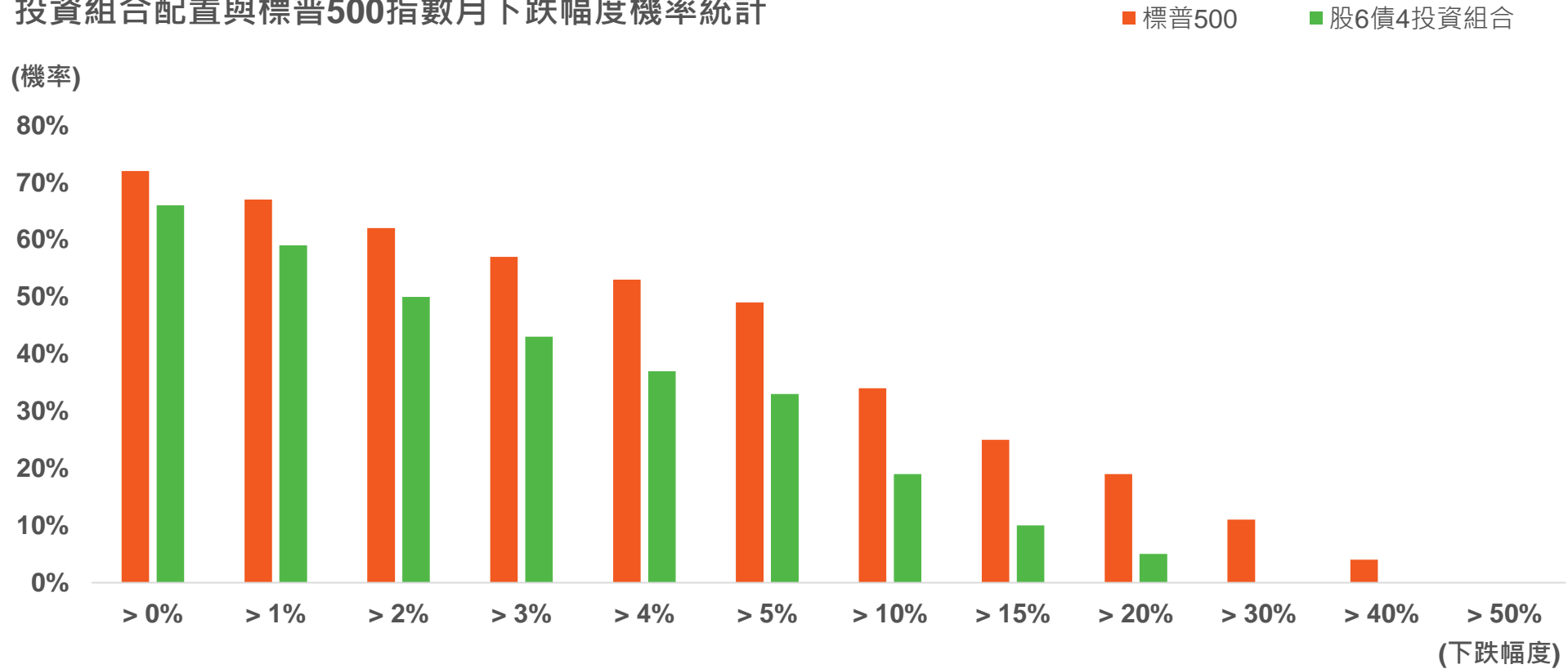


資料來源：UBS · 股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中長期公債為代表 · 統計自1926年至2024年8月

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



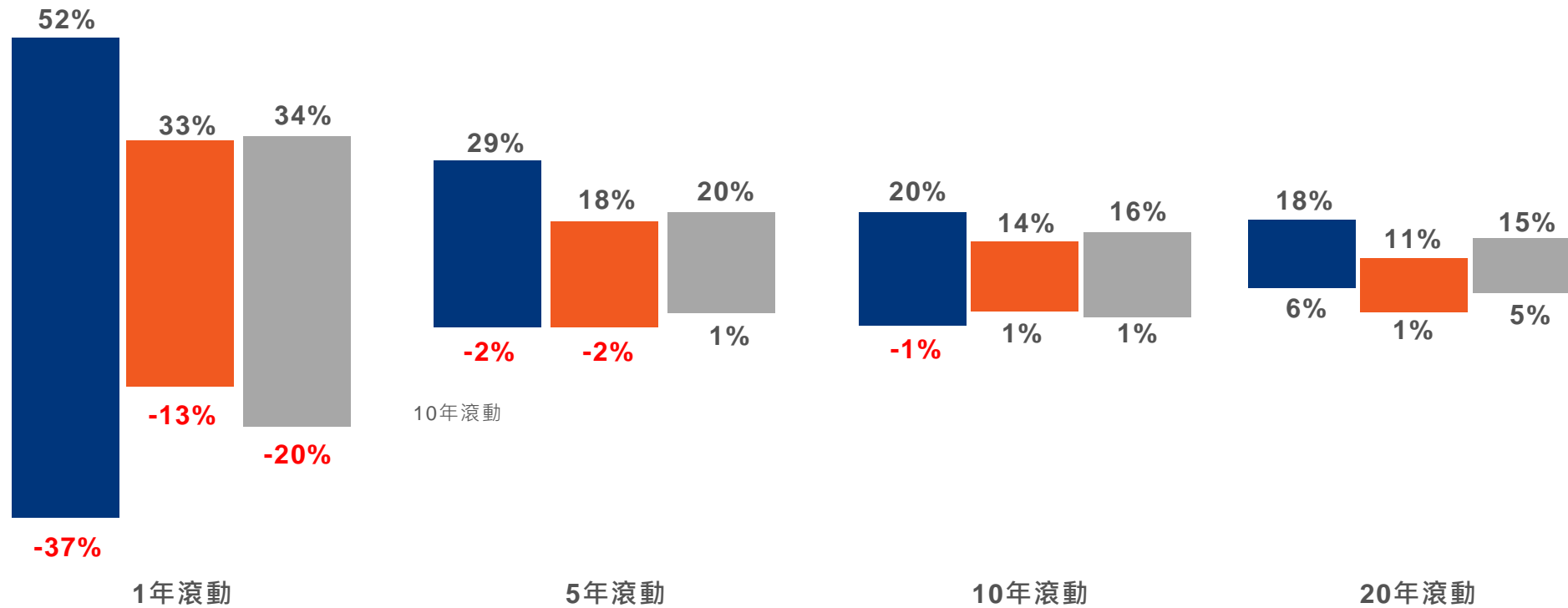
資料來源：UBS · 股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中長期公債為代表 · 統計自1945年至2024年7月 · > 0%代表月跌幅介於0~1% · > 1%代表月跌幅介於1~2% · 依此類推

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

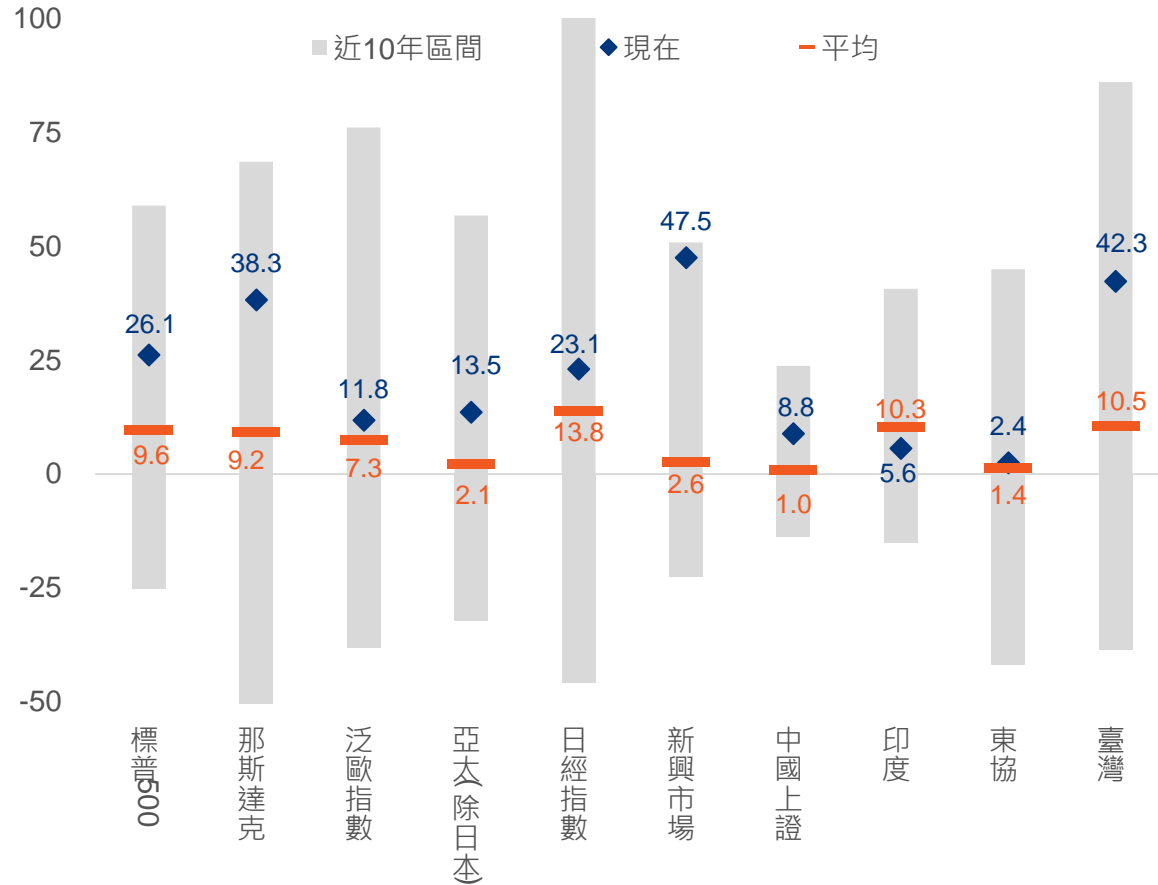


資料來源：Morgan Stanley Investment Management。股權指數以U.S. Market Total Return index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

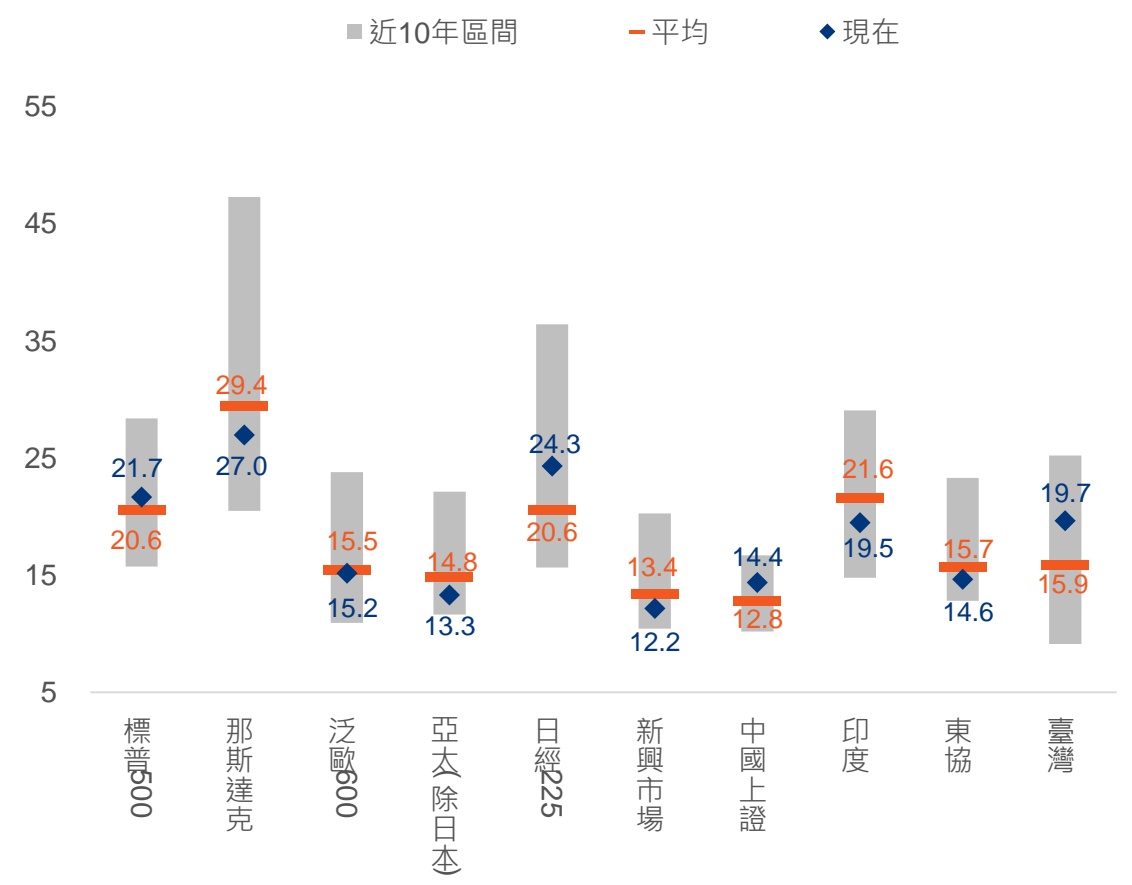
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 預估獲利以科技股最佳，包括那斯達克、臺灣、新興市場增速最佳；評價面以那斯達克、亞太及新興市場低於近10年平均。

預估EPS年增率(%)



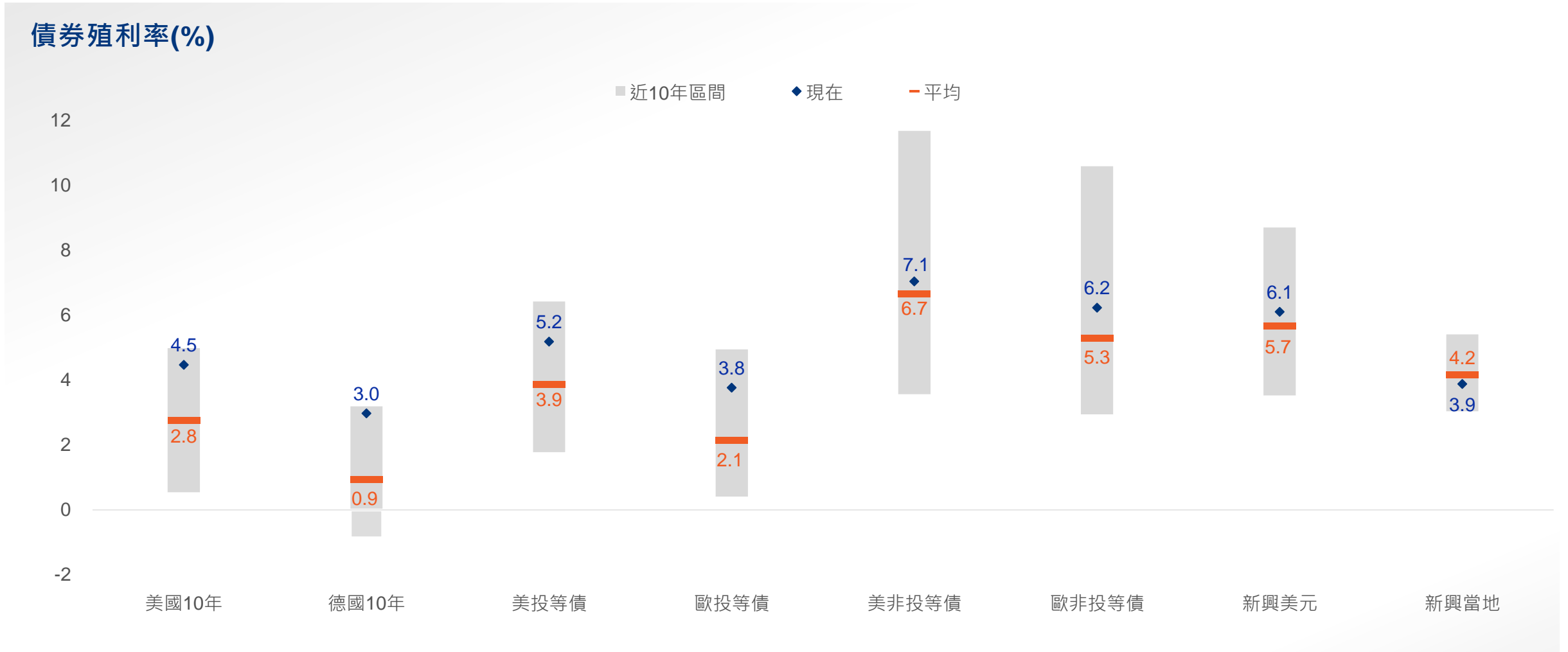
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年5月27日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 通膨預期推升美國10年期公債利率達4.5%，美國投資等級債約5.2%，歐洲投等債利率達3.8%，為鎖利較佳選擇。



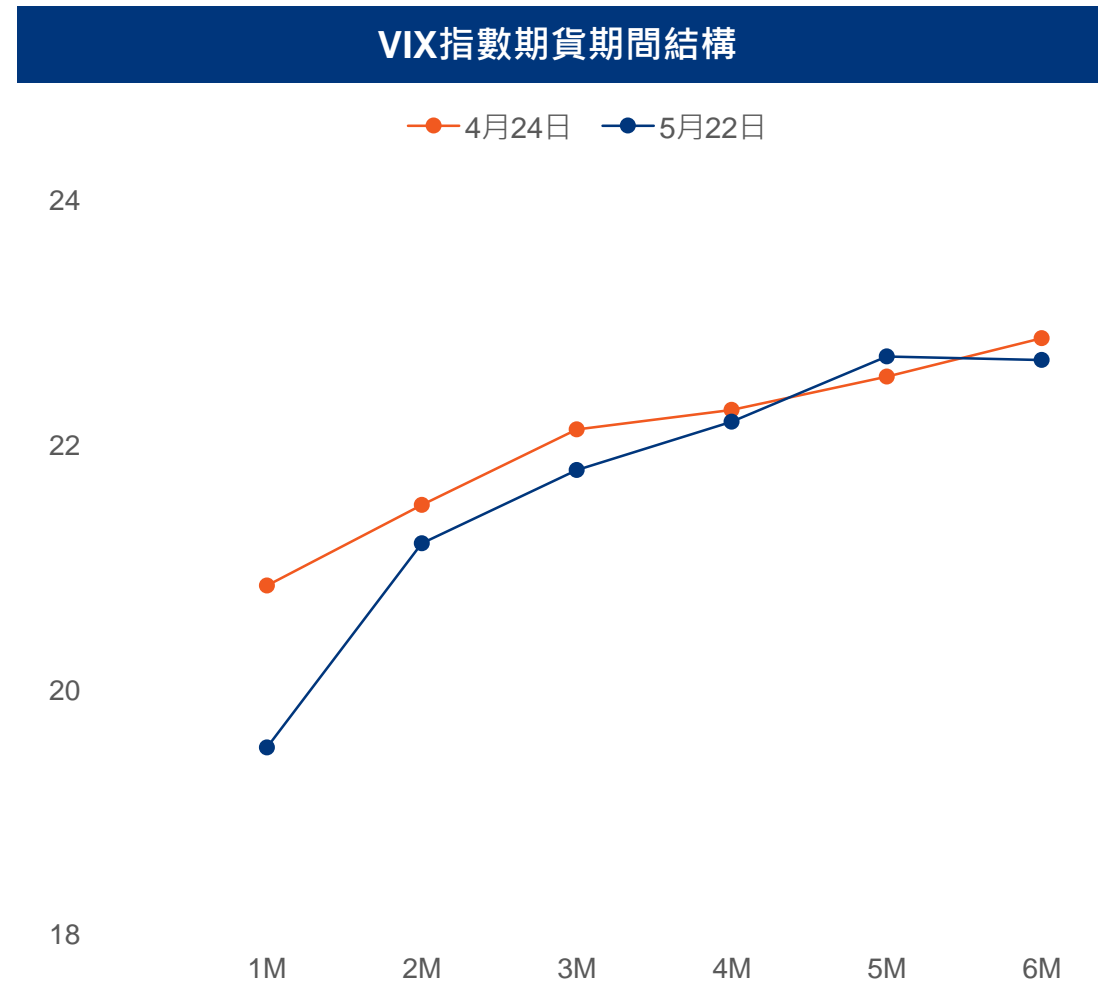
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2026年5月27日

跨資產市場波動率

▶ 全球主要股市反彈，波動率走低；美國10年期公債殖利率上揚，黃金回檔後震盪，波動率同步下降，油價回檔但波動率維持高檔

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	16.59	-2.12	18.40
道瓊波動率指數(VXD)	15.43	-3.10	17.31
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	19.83	-3.77	19.93
香港恒生波動率指數(VHSI)	19.15	-1.61	21.79
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	33.31	5.11	22.85

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)	12.21	0.31	13.26
黃金ETF波動率指數(GVZ)	23.86	-2.02	26.00
石油ETF波動率指數(OVX)	75.97	0.14	51.35
歐元兌美元1年到期選擇權波動率 ^(註)	6.49	0.04	6.81



資料來源：Bloomberg · 2026年5月22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

JUN 2026

— 央行利率決議

<p>1 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月標普全球製造業PMI終值 美國5月ISM製造業指數 日本5月標普全球製造業PMI終值 歐元區5月標普全球製造業PMI終值 	<p>2 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國4月JOLTS職缺 臺北國際電腦展 – COMPUTEX (6月2-5日) 	<p>3 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月ADP就業變動 美國5月標普全球服務業PMI終值 美國5月ISM服務業PMI 日本5月標普全球服務業PMI終值 	<p>4 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區4月零售銷售 	<p>5 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月非農業就業人口變動 美國5月失業率 歐元區第一季GDP終值
<p>8 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本第一季GDP終值 歐元區6月Sentix投資者信心指數 	<p>9 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月成屋銷售 日本5月PPI 中國5月出口 蘋果全球開發者大會WWDC 	<p>10 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月CPI、核心CPI 中國5月CPI、PPI 日本5月PPI 	<p>11 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月PPI 歐元區6月ECB主要再融資利率 世界盃足球賽 (6月11日~7月19日) 	<p>12 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月密大消費者信心指數初值 日本4月工業生產終值 Space X IPO
<p>15 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月工業生產 歐元區4月工業生產 	<p>16 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月新屋開工 日本6月BoJ無擔保隔夜拆款利率 中國5月零售銷售、工業生產 	<p>17 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月零售銷售 日本4月核心機器訂單 歐元區5月CPI、核心CPI終值 	<p>18 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月聯準會聯邦基金利率 英國6月BoE銀行利率 	<p>19 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本5月全國CPI
<p>22 Monday</p>	<p>23 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月標普全球製造業PMI初值 美國6月標普全球服務業PMI初值 日本6月標普全球製造業PMI初值 歐元區6月標普全球製造業PMI初值 	<p>24 Wednesday</p>	<p>25 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月PCE、核心PCE 美國5月耐久財訂單初值 美國第一季GDP終值 	<p>26 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月密大消費者信心指數終值 日本6月東京CPI
<p>29 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本5月零售銷售 	<p>30 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月經濟諮詢委員會消費者信心 美國5月JOLTS職缺 日本5月失業率 中國6月製造業PMI、非製造業PMI 	<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。