



凱基證券

2026年

8月

環球投資觀點

Key Investing Perspectives

利率壓力下，類股輪盤將轉動？

Higher Rates, Sector Rotation Ahead?



摘要

近期市場受到美伊衝突再度升溫影響，油價反彈推升通膨疑慮，聯準會態度亦偏鷹，使升息預期升溫，美債殖利率走高。先前漲幅較大的AI與半導體類股回檔，加上市場資金去槓桿效應，亦促使短期震盪加劇。然而，美國經濟具韌性，企業獲利成長維持雙位數增幅，回檔主要為估值調整而非基本面惡化。

美股及美債短線受殖利率走高影響而承壓，市場轉為類股輪動格局，但企業獲利成長趨勢未變，仍是中長期上漲的主要驅動力。部分新興亞洲國家及日本股市可望受惠於經濟改善及企業獲利上修而延續動能。美債短期面臨利率風險，然而企業獲利與資產負債表維持健康，投

資級債利差仍處低檔，違約風險有限，提供具吸引力的收益機會，建議優先布局中天期BBB+級以上投資級債，兼顧收益與風險。美元、歐元及日圓短期維持區間震盪格局，油價受美伊衝突影響仍在偏高水平，黃金則受實質利率走高而表現疲軟。

在地緣衝突升溫、聯準會態度偏鷹及資金去槓桿等因素影響下，股權市場評價出現修正，預期短線波動仍將持續，可透過「LEAD」4大策略，包括資金挪移(Liquidity Shift)、聚焦獲利(Earnings Focused)、加碼信用(Adding Credit)及資產分散(Diversified Asset)的配置方式，降低短期影響並布局有潛力的資產。



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

3

大趨勢及主題投資

- 債務擴張與科技創新重塑全球長期趨勢
- AI知識革命與擴散效應驅動新產業機會

4

附件

- 投資原則
- 資產評價與波動率
- 重要經濟數據/事件

1

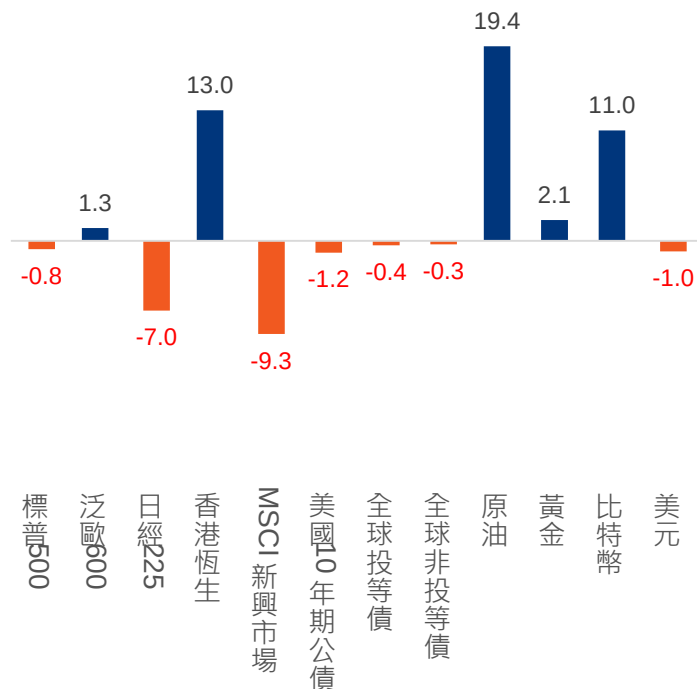
投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸

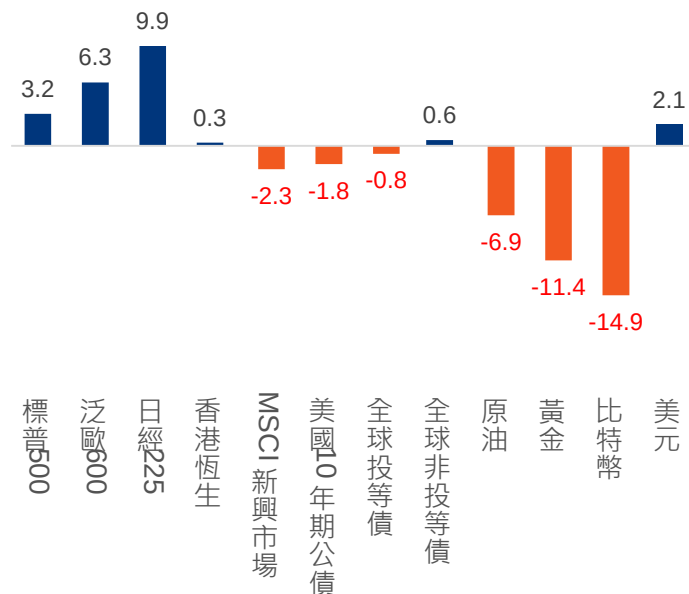
近月表現：聯準會偏鷹及資金去槓桿，市場雜音使科技評價修正

- 近期包括美伊衝突再升溫帶動油價、通膨復燃的擔憂及聯準會談話偏鷹等因素影響市場表現，主要指數漲跌互見。此外，中國AI新創企業月之暗面發布新模型Kimi K3，再度引起市場對AI發展是否需大額資本支出的疑慮，加上韓國記憶體個股重跌引發資金去槓桿效應，費半指數回檔且震盪加劇，日股及新興市場亦受半導體回檔影響表現。但企業獲利成長預估強勁，短期震盪屬估值再平衡，不至於影響中長期趨勢。

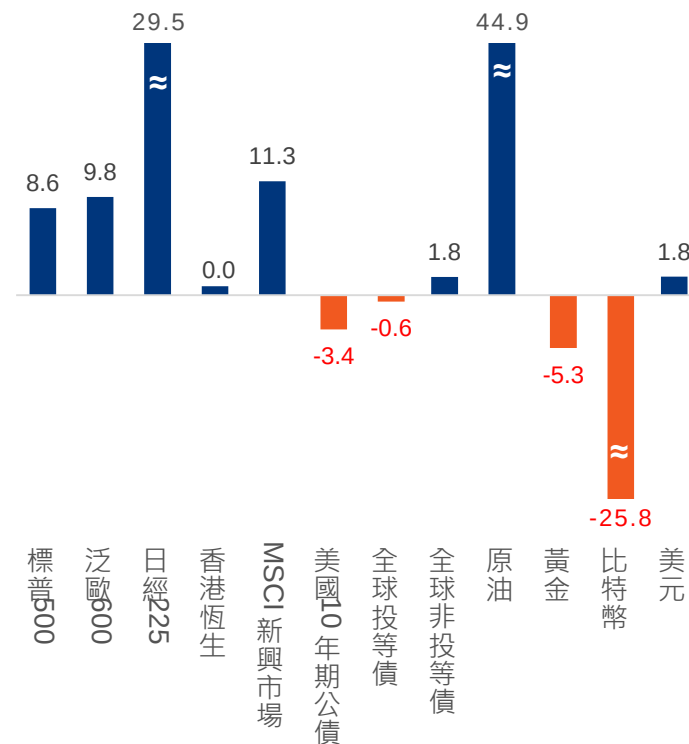
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



資料來源：Bloomberg · 2026年7月30日

關注財報及美伊衝突進展，留意利率政策及科技股是否止穩



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
美股獲利預估保持雙位數成長 - 根據彭博統計，標普500企業最新預估獲利年增率為29.5%，除有上修之外，連兩季成長超過20%。 - 除美股標普指數外，那斯達克、日經225等指數受惠科技股成長，預估獲利高於近10年平均。	美股估值稍降，但仍高於10年均值 - 標普500未來12個月預期本益比為21.6倍，指數回檔使本益比較前月下降，但仍高於近10年均值。 - 日股預估本益比26.2倍，高於10年平均本益比，有企業獲利及政策利多支撐表現。	美伊衝突再起，AI相關雜音多 - 美伊衝突再升溫，投資人擔憂能源價格走高可能使通膨復燃，市場走勢震盪。 - 受中國AI新創發布新模型以及韓國記憶體類股重跌，近期AI相關概念如半導體回檔，多因素引發資金連鎖去槓桿，主要反映市場對評價壓力的擔憂。
總經因素	利率政策	信用利差
美國消費信心穩，但後續通膨成隱憂 - 美國密西根大學7月消費者信心升至54.4，高於市場預估，且先前6月CPI及PPI低於市場預期，強化市場信心。 - 但7月中美伊衝突升溫帶動油價，通膨預期可能因此升溫並影響後續利率政策。	聯準會談話偏鷹，市場擔憂利率上升 - 聯準會關注核心通膨，新任主席華許維持鷹派基調且官員談話顯示升息門檻降低，後續利率政策將對股債市有較大影響。 - 歐洲和日本央行7月利率會議皆按兵不動，然而官員對後續政策皆仍傾向升息。	市場震盪使債市吸金，利差小幅整理 - 受美伊衝突升溫，油價走升使資金流入債市。 - 企業基本面仍佳且債信穩定，利差因此小幅整理。

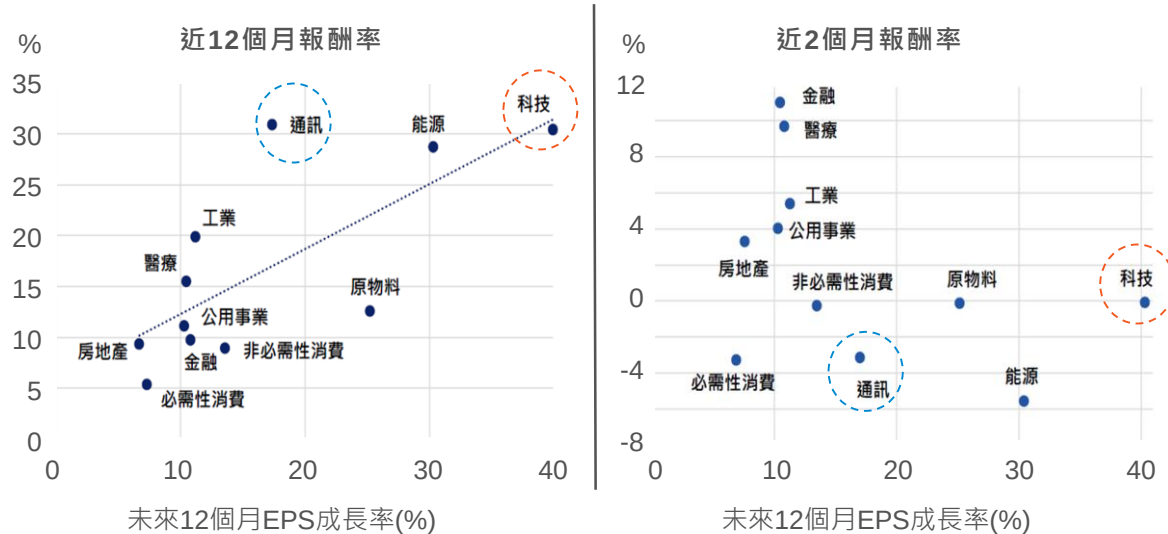
資料來源：凱基證券整理

市場動能受壓抑：因素涵蓋評價修正、資金去槓桿及利率政策

短期股價與基本面脫鉤

- ▶ 市場預期標普500指數第二季獲利年增率仍在2成以上，且幾乎所有類股獲利預估在過去3個月持續上修，帶動年初至今走勢的科技類股在EPS年增率與預估獲利上修幅度皆為表現次佳產業。
- ▶ 然而，過去2個月股價未明顯反映獲利上修，包括來自中國新創發布AI新模型及韓國記憶體回檔等事件使股價與基本面脫鉤，投資人謹慎因應。

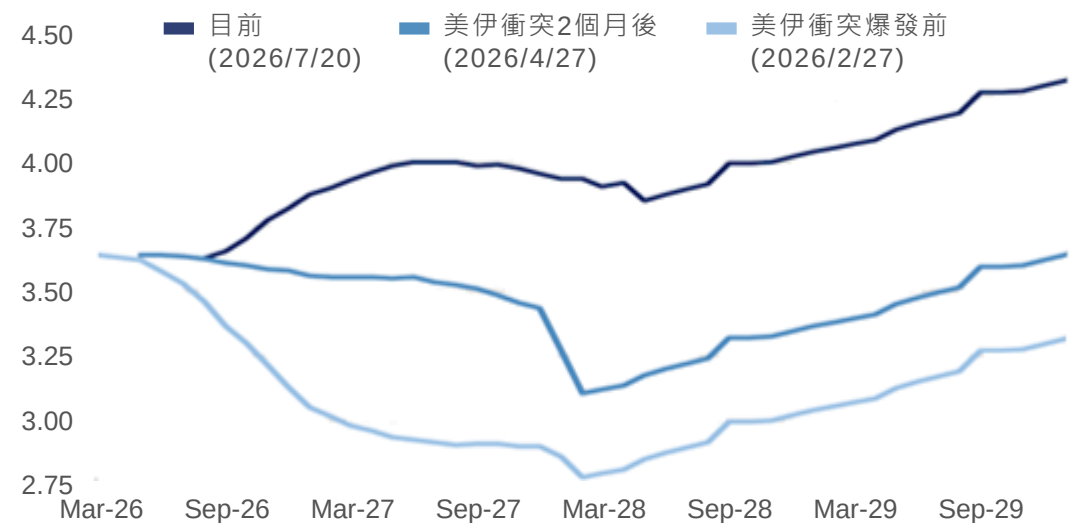
類股未來獲利成長預估與不同期間的表現



市場預估利率水平可能往上

- ▶ 美伊雙方緊張情緒再起，國際油價再走高，市場預期聯準會今年將升息來控制通膨。此外，聯準會紐約分行在6月所做的調查顯示，近半數受訪企業未來計畫轉嫁更多關稅相關成本至售價上，市場預期未來的通膨表現仍將僵固。
- ▶ 通膨與利率政策導致7月以來各天期美債殖利率均有所回升，也讓先前表現較佳的成長股如半導體及AI相關產業回檔幅度加重。

聯邦基金利率期貨隱含的未來政策利率水平



資料來源：凱基投顧、凱基證券整理

「KGIS」四大因子，驅動市場後續發展與投資機會

輝達新平台瞄準AI代理人，短期多項雜音使市場評價受壓，但企業獲利成長加速，產業中長期發展趨勢不變

Knowledge Revolution

知識革命

- AI滲透率提升
- AI代理人推出
- 企業獲利成長

Growth Cycle

成長週期

- 製造業復甦
- 類股輪動機會
- 高殖利率環境

Investment Flows

投資金流

- 企業大量資本支出
- AI發展帶動資金需求
- 透過股債與另類募資

Spillover Effect

擴散效應

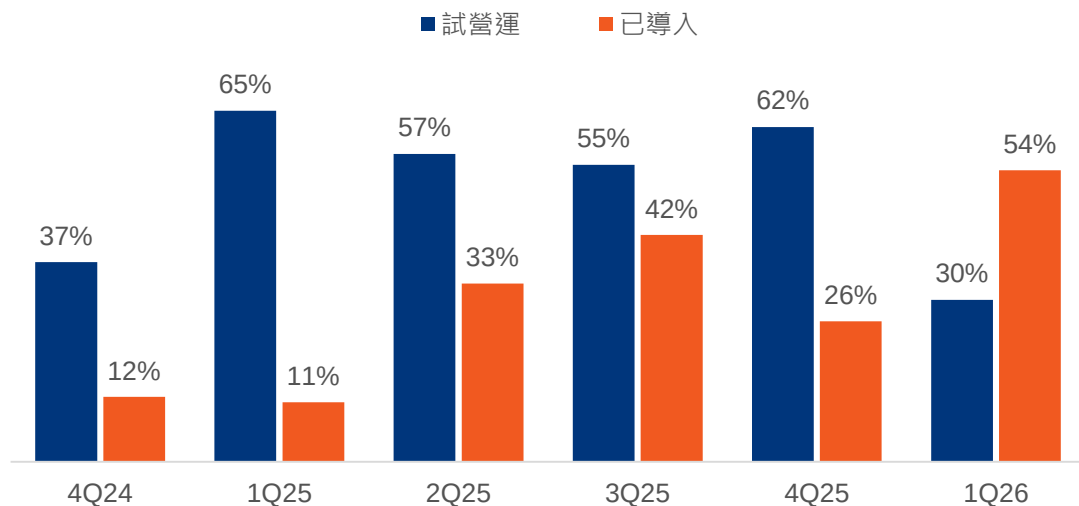
- 製造業供應鏈
- 投資擴及多種產業
- 機會圍繞AI發展

知識革命：AI滲透率明顯提升，帶動新投資機會

AI代理人成為新一波成長機會

- ▶ 2026第一季為近1年多調查中，已導入AI代理人的企業比例首次高於仍在試運行的企業比例，且有過半數企業將AI代理人導入企業流程中。
- ▶ 隨著AI代理接管部分職能，企業營收增長與員工總數成長可能出現結構性脫鉤現象，亦即營收創高但員工數持平或下降，且除了成本節省外，隨著AI代理的大規模深化，將顯著優化企業的營運效率。

企業導入AI代理人比率

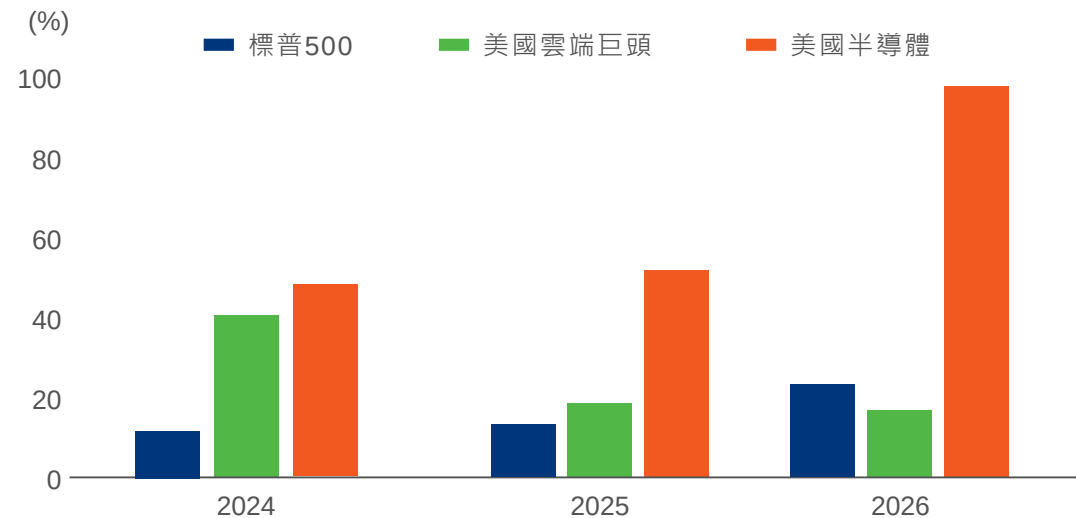


資料來源：J.P.Morgan，凱基證券整理。AI代理人導入比率來自KPMG調查與統計營收高於10億美元企業

投資熱潮由雲端轉向半導體相關

- ▶ 企業資本支出熱潮使半導體、記憶體及電子零組件製造商受惠，與資料中心建設相關企業都有顯著的獲利上修，且增速遠超美國超大規模雲端業者。
- ▶ 截至2026年6月中，市場預估美國半導體公司2026年EPS年成長將近一倍，且自2026年1月以來，亞洲、美國及歐洲半導體企業的2026年EPS預估值已分別上調89%、22%及17%，顯示市場對AI供應鏈相關企業獲利前景樂觀。

雲端巨頭與半導體EPS成長率



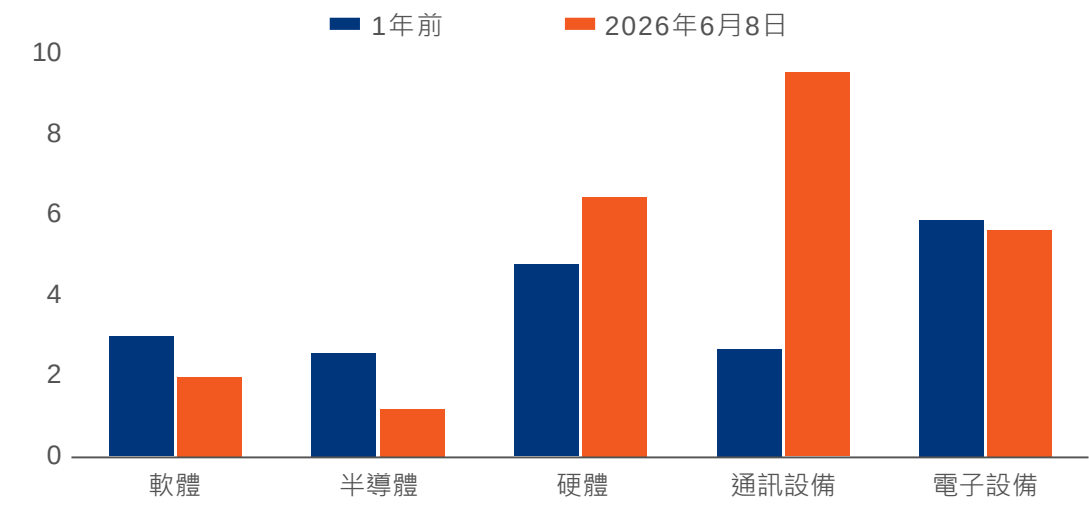
註：資料截至2026年6月8日

新成長週期：成長性為關鍵，類股與個股走勢同向程度降

產業僅看本益比易失真，需同步考量成長性

- ▶ 單一子產業獨占整體獲利大餅的情況，從長期來看終將重新平衡。半導體漲幅顯著，遇到修正的風險也相對較高，應持續觀察資本支出是否帶動獲利成長。
- ▶ 觀察歷史本益成長比(PEG)^(註)，美國半導體產業該比率不僅低於其他受惠於AI基礎建設擴張的子產業，且該比率相較去年同期下降許多，甚至降幅大於其他產業，獲利成長仍足以部分支撐評價。

美國科技產業歷史本益成長比(Trailing PEG)

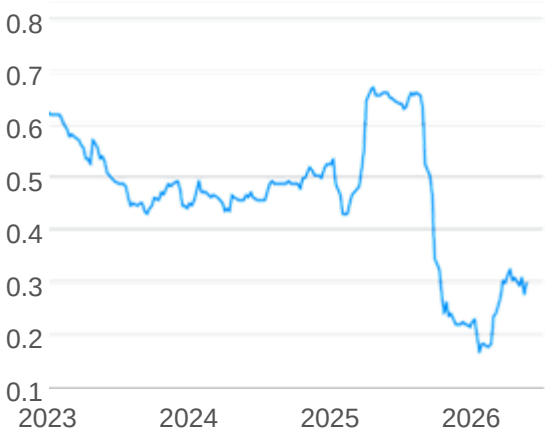


科技股表現分化，不再雨露均霑

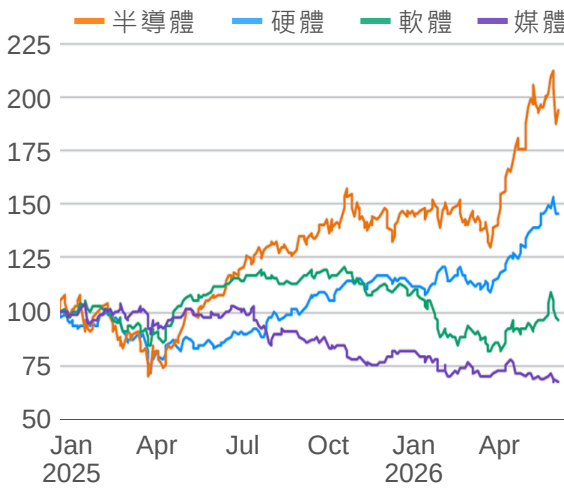
- ▶ 美國超大規模雲端業者之間的股價相關性已降至新低，市場對同產業但不同公司的評價出現明顯分化，當企業資金運用效率提升或資本投入有實質回報，較有表現機會。
- ▶ 此外，科技股報酬分散度在子產業之間(如軟體與半導體)也有明顯的分歧，暗示投資人更仔細檢視市場，而非單純押注整體走揚。

科技次產業績效表現(右)與個股報酬分散性(左)

美國雲端個股滾動6個月的每日報酬相關性



美國科技次產業績效走勢



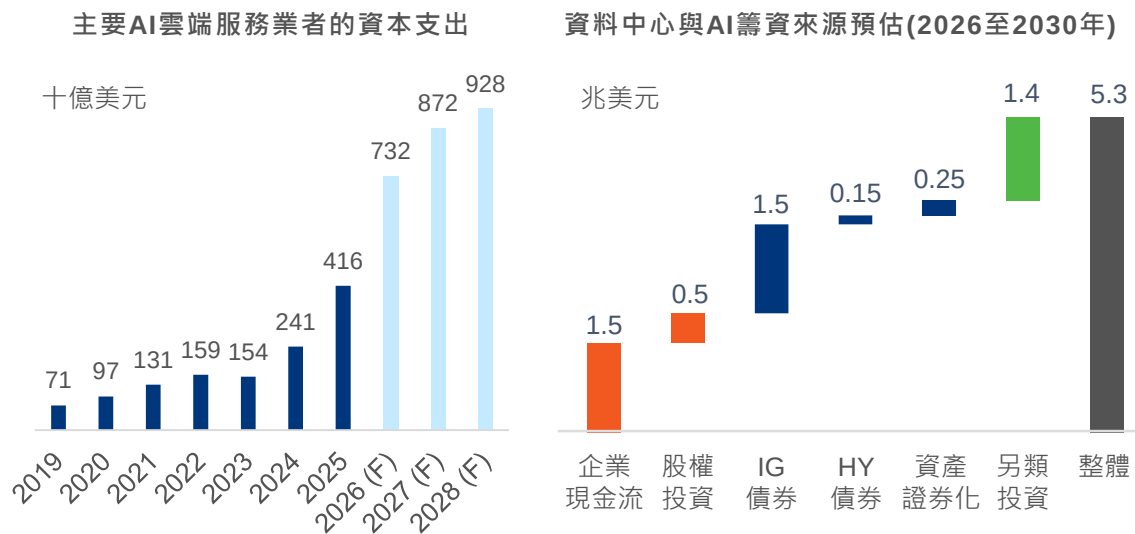
資料來源：J.P.Morgan，資料至2026年6月8日，凱基證券整理。註：歷史本益成長比(Trailing PEG)同時考量估值與已實現的獲利成長，可以排除過於樂觀的獲利成長預估所造成的人為壓低本益比水準

投資金流：除企業手握現金流，債券及另類為籌資重要管道

AI發展帶動大額資金需求，參與AI投資形式更多元

- ▶ AI資本支出主導的成長也反映在籌資市場。除了龍頭企業手握現金流(約1.5兆美元)，資金來源包括發行投資等級債(約1.5兆美元)、另類投資(約1.4兆美元)以及證券投資(約0.5兆美元)等管道，提供了AI投資的不同工具。
- ▶ 債券市場雖面臨包括通膨環境及財政赤字擴大等問題，近期地緣衝突與油價走勢亦提升市場不確定性，但很大程度已反映在殖利率水準，利率環境使債券投資有機會獲得具吸引力利息。

AI資本支出與預估資金來源

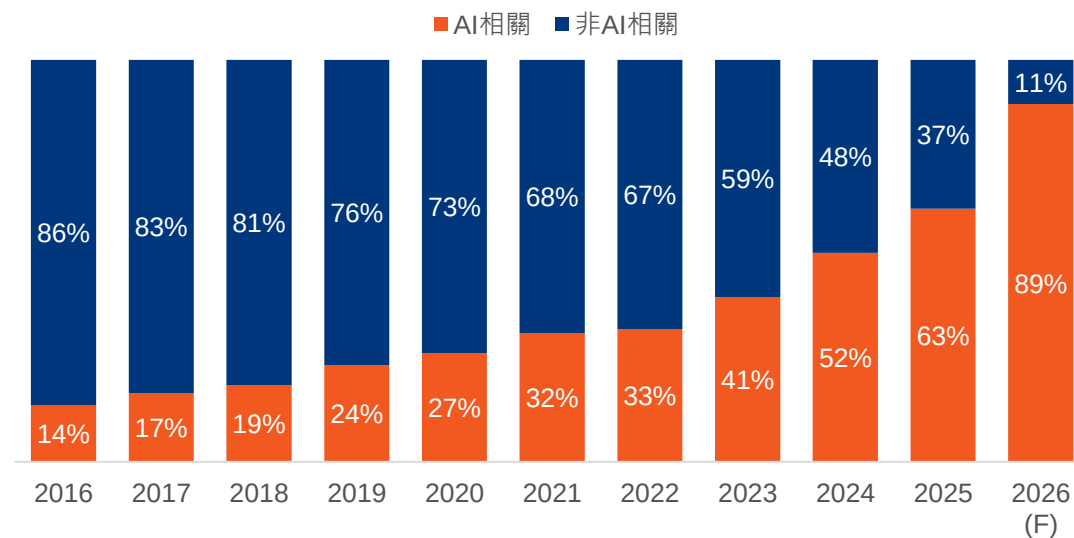


資料來源：J.P.Morgan · 凱基證券整理

美國創投搶進AI領域，反映資本市場看好AI發展

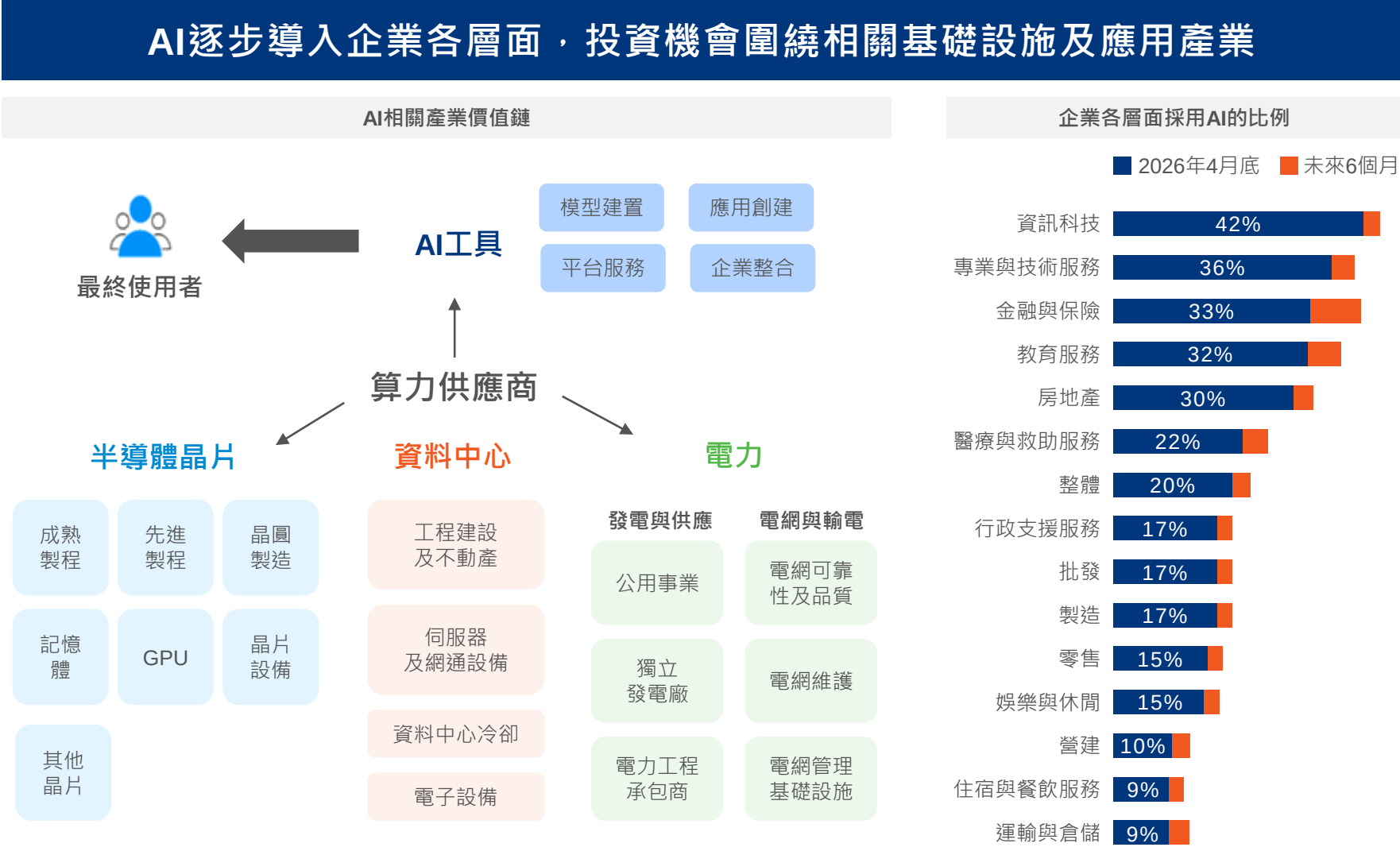
- ▶ 後疫情時代，各國積極投資於提升「國家韌性」領域包括能源安全、國防及關鍵基礎設施，近幾年企業層面則持續加大在AI基礎建設和供應鏈韌性方面的資本支出。
- ▶ 從美國創投趨勢可見，投入AI的創投比例，從2016至2020年約1至2成、穩步上升至2023年約4成，隨後受惠技術突破與企業數位轉型趨勢支持，預估2026年將達9成，AI項目佔據創投領域絕對主導地位。

美國投資AI相關的創投交易佔比



擴散效應：AI供應鏈逐步擴及更多產業，並帶動相關投資

- ▶ 科技、專業技術服務以及金融導入AI代理人的門檻低且效益直接，主因產業高度數位化，且日常處理海量文字與數據。
- ▶ 由於AI代理人可自主執行特定任務或工作流程，且將人的干預降至最低，因此調查顯示各產業未來6個月都朝向擴大部署AI代理人。
- ▶ 目前發展進程使投資機會擴散到半導體、資料中心基礎設施及最關鍵的電力，形成完整的產業生態系。
- ▶ AI代理人發展亦可能使新的領域與機會嶄露頭角，如系統串接與工程落地的IT服務業、AI融資為金融業帶來的募資與併購業務，甚至因AI代理人協助採購、庫存管理而帶來的數位支付及相關軟體應用發展等領域。



資料來源：J.P.Morgan · 凱基證券整理

四大驅動因子左右市場，透過LEAD策略抓住機會不躁進

知識革命 Knowledge Revolution

知識革命帶動AI滲透率並促進企業導入應用比例提升，半導體與相關硬體製造商獲利成長速度驚人

成長週期 Growth cycle

製造業復甦，尤其AI相關產業受惠更明顯，新一輪成長週期帶動市場表現，也推升了市場利率水平

投資金流 Investment Flows

企業資本支出大幅擴增，將透過股權、固定收益及另類資產籌資，新一輪資本市場資金需求啟動

擴散效應 Spillover effect

AI逐步導入企業各層面及相關應用，帶動多元產業價值鏈及投資機會，市場震盪使類股表現輪動



Liquidity Shift 資金挪移，留意貨幣趨勢

- 美元、日圓與歐元區間震盪為主
- 人民幣偏升且有出口表現支撐



Earnings Focused 聚焦獲利，把握布局機會

- 高成長產業逢回加碼，布局兼具AI題材與防禦特性產業
- 可分散配置於歐洲金融、日本半導體和銀行



Adding Credit 加碼信用，獲益景氣回溫

- BBB+ 以上的美元債
- 近期公用事業、運輸及基礎工業等產業利差表現較佳



Diversified Asset 資產分散，擴大收益來源

- 另類資產如私募基金
- 市場震盪，分散不同國家降低單一曝險



2026年8月
環球投資觀點



LEAD投資策略：聚焦企業獲利、通膨與利率政策，成長股有基本面支撐

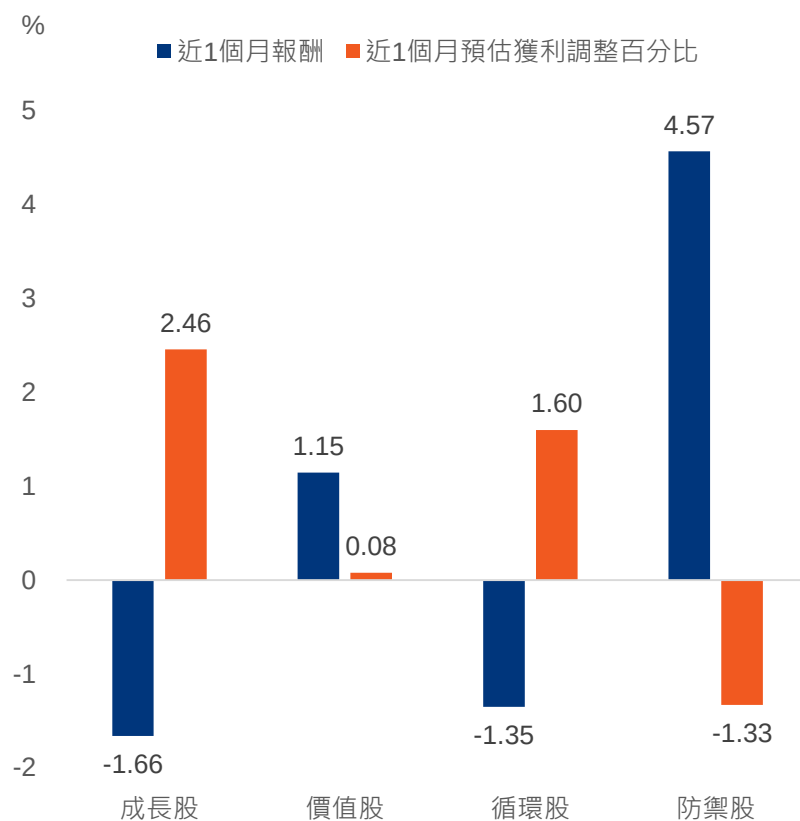
美伊衝突再度升溫，原油價格走高，市場擔憂通膨復燃，加上聯準會官員與新任主席談話偏鷹，升息預期升溫加上先前市場已漲多，短期指數動能趨緩，偏向類股輪動表現。AI與相關科技股基本面有支撐，仍為中長期投資趨勢，可逢拉回再布局。債市則受惠企業體質佳及違約風險低，利差維持低位震盪，以中天期投資級債為首選

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
美國政府債券			-	美伊地緣緊張再起帶動油價反彈，市場對今年Fed升息預期仍在，核心通膨將是未來關注焦點
投資等級債券			-	投等債升評數持續高於降評數，企業違約風險仍低有助利差保持低位，首選金融、科技、公用事業與通訊產業
非投資等級債券			-	低信評企業體質，如信評CCC級以下企業槓桿和償債能力惡化較為明顯，建議避開相關低信評債種
新興市場債券			-	美伊擾動再起，油價推升通膨預期走高，恐添加新興國家央行升息壓力，持續關注通膨降溫國家
美國股市			-	短期市場拉回主要反映資金快速集中而產生對評價的疑慮，長期獲利成長趨勢則未改變，維持偏多觀點
歐洲股市			-	能源價格反覆與天然氣庫存過低恐支撐物價，令歐洲央行仍具升息壓力，可留意受惠升息的金融，維持中性觀點
日本股市			-	日本經濟韌性優於預期，企業獲利亦維持成長趨勢，指數拉回主要反映評價修正，維持偏多看法不變
新興亞洲			-	獲利上修動能持續，雖短期需留意韓股去槓桿、地緣政治等因素干擾，仍不改中長期成長趨勢，維持偏多展望
美元			-	美國經濟穩健但略有降溫，通膨數據回落但油價因美伊戰況反覆而反彈，聯準會維持高利率使美元區間震盪高盤
日圓			▼	日本經濟數據改善，日本央行可能在今年加快加息步伐，但高市早苗政府的財政惡化疑慮未減，短期日圓區間震盪
黃金			-	美國經濟與就業具韌性，通膨因油價上漲而僵固，聯準會維持高利率、強美元，不利短期金價，長期央行買盤有撐
另類資產			-	通膨維持高檔，股市劇烈震盪、波動上升，另類資產可降低投組內各資產的關聯性，分散投資組合集中度

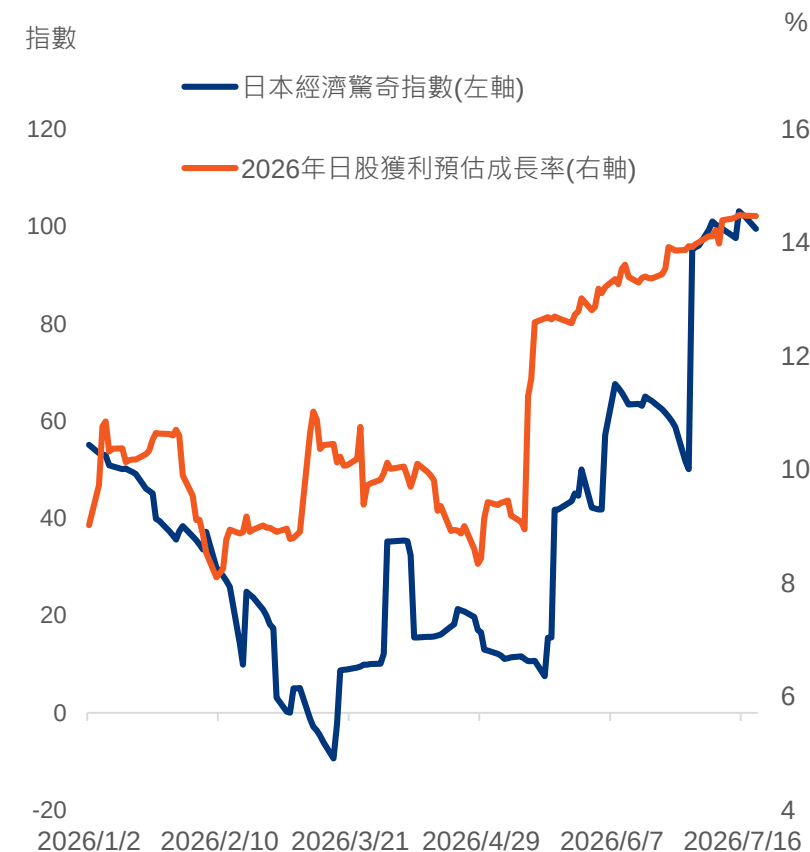
股市展望 – 短期輪動不改美股長期趨勢；數據與獲利引領日股

- ▶ 近期美股下跌，市場風格亦出現轉變，主要反映短期資金集中度偏高，而非基本面反轉。資金快速流動造成股市波動加劇，投資人可靈活配置具抗跌能力之防禦類股。短線上，指數拉回偏向評價面修正，並非企業獲利惡化。中長期仍可布局具獲利支撐的成長股與循環股。惟現階段宜保持耐心，避免追高，等待拉回後再行進場，方能兼顧風險控管與長期收益。
- ▶ 日本近期受惠於經濟數據改善，加上企業獲利持續攀升，基本面展現韌性。雖短期指數呈現回檔，主要受半導體類股下跌拖累，反映全球資金調整過程。中長期來看，獲利成長將成為推升日股動能，後續市場仍具上漲潛力，投資人可留意受惠升息令獲利顯著上修之日本銀行產業。

近期美股風格輪動並非反映獲利預估惡化



日本經濟數據優於預期，企業獲利亦現上修

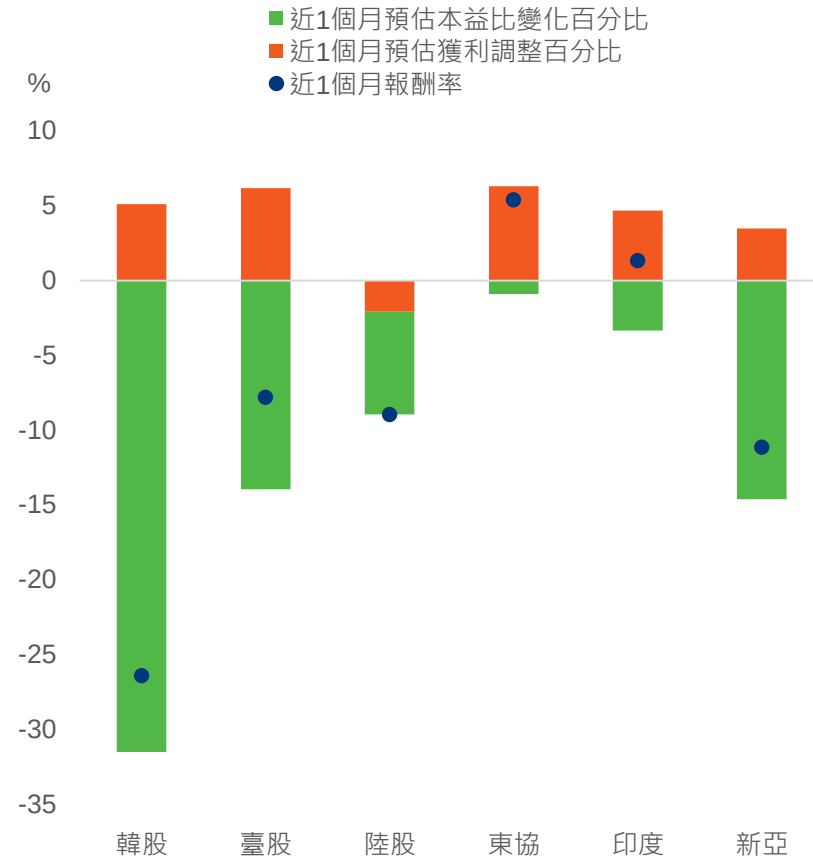


資料來源：Bloomberg，資料截至2026年7月22日

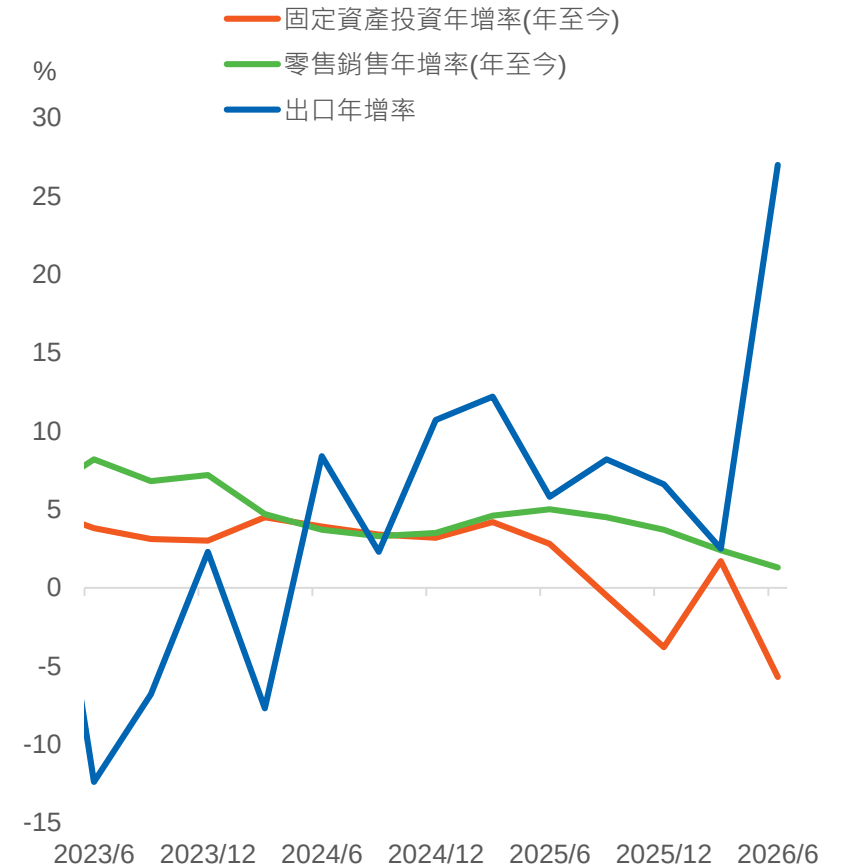
股市展望 – 新亞拉回仍具獲利支撐，陸股關注財政寬鬆力道

- 新興亞股近期拉回，主要受韓國股市去槓桿效應影響，加上地緣政治消息反覆與資金調整共同使區域股市動能放緩。然而，觀察企業獲利成長仍持續攀升，顯示基本面並未有惡化跡象。中長期來看，AI產業成長趨勢明確，仍為後續市場投資重點。操作上可耐心等待韓股去槓桿過程所帶來的市場波動放緩後再行布局。
- 中國第二季實際GDP年增率放緩至4.3%，主因投資項的固定資產投資和房地產低迷，但在通膨回升下，名目GDP年增率則從4.9%走高至5.9%。展望後市，7月政治局會議後有望加快財政寬鬆落地，並推動內需修復；同時外需出口保持高位。陸股後續行情可望不僅限於AI硬體股，消費等傳統產業亦將受惠於經濟回溫。然在復甦跡象尚未明顯時，陸股短期料仍偏震盪格局。

新亞下挫主要反映本益比修正



中國內需低迷仍為拖累經濟增長主因



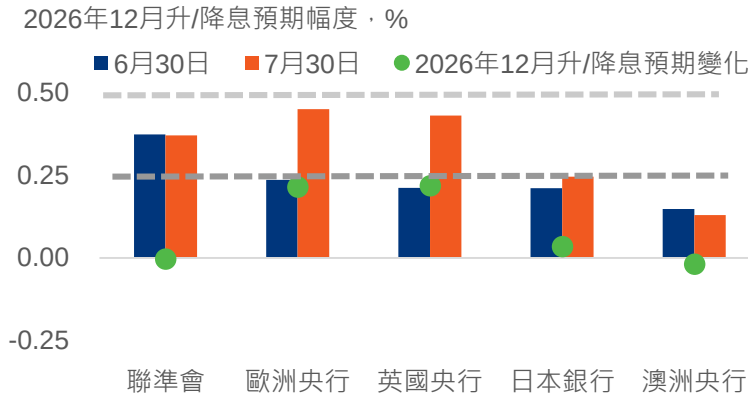
資料來源：Bloomberg，資料截至2026年7月22日

債市展望 – 央行政策利率維持高又久，預期好債票息多更多

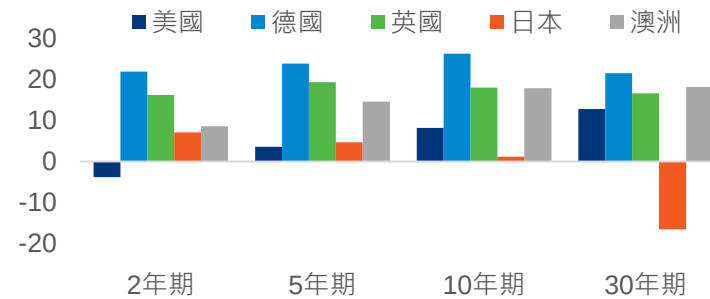
- 美國就業市場具韌性，美國核心PCE物價仍僵固，7月FOMC以9比3票通過維持利率不變，為2026年以來第5次按兵不動，官員態度偏鷹派，此外，AI基礎建設與資料中心大額投資，所帶動的生產力成長形塑美國經濟基本面支撐，推動美國實質利率及公債殖利率升至今年來高位，歐洲、英國、日本、澳洲等主要央行亦保持鷹派政策態度，主要國家央行多存在明顯升息預期，迫使全球債市利率走升並帶來連鎖外溢效應。
- 美國投資級債殖利率隨公債利率被動升高，但因美國企業資產負債表依舊健康，投資級債信用利差雖同升並沒有明顯擴大，反映投資級債信用風險尚未顯著升溫，惟短線價格波動程度恐因利率風險而有所升溫。面對聯準會保持高又久(High for Longer)貨幣政策環境，宜採中短天期投資級債配置鎖利降擾動。

資料來源：Bloomberg

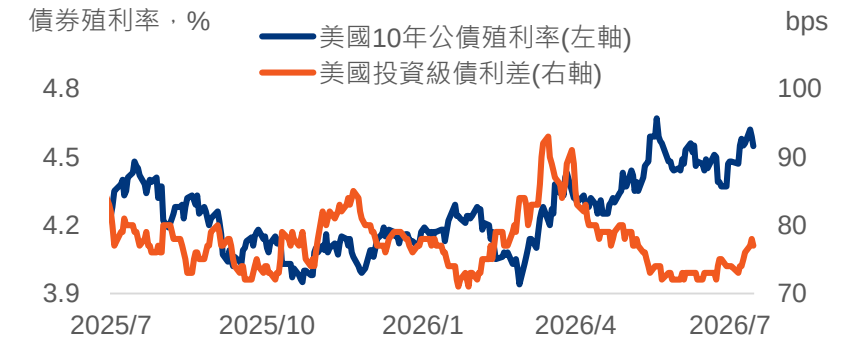
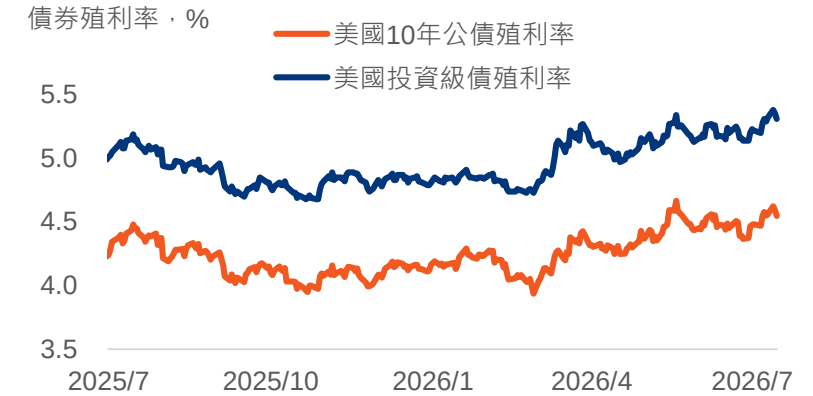
美國升息預期仍在，推動主要公債利率走升



各主要國家公債利率7月至今(2026/7/1-7/15)變動幅度，bps



美國公債與投資級債殖利率近期同向

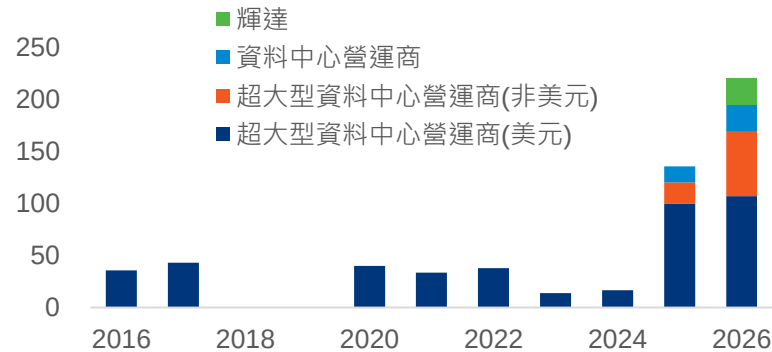


債市展望 – 大額發債為擾動因子，趁亂進場鎖利投資級債

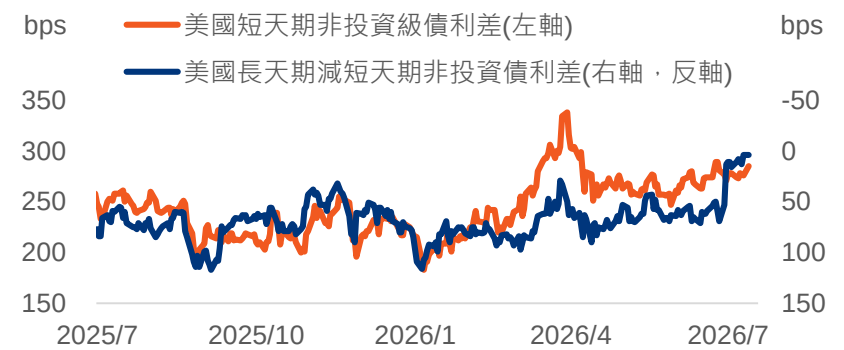
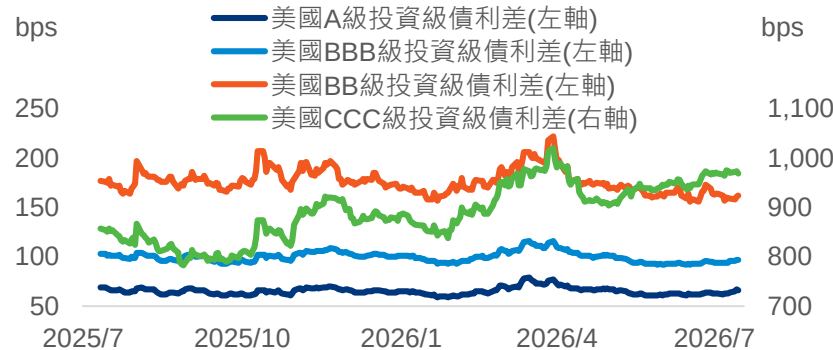
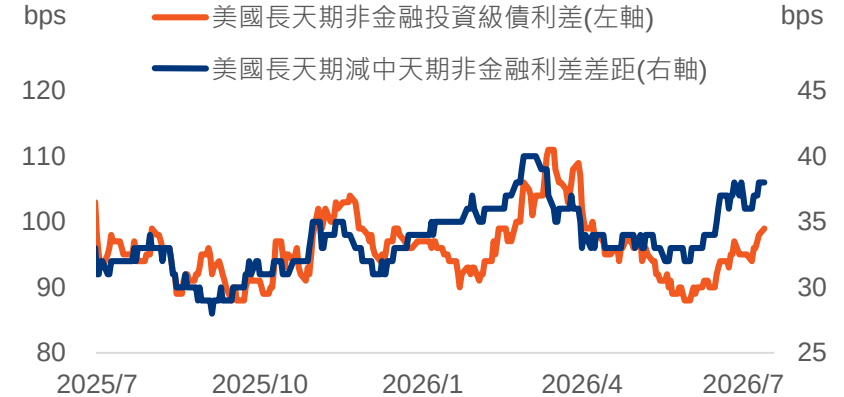
- ▶ AI資料中心持續建設，統計輝達與亞馬遜等資料中心營運商相關科技企業發債量2026年至今已較去年增加62%，美國科技投資級企業整體發債量增與平均財務槓桿略升，造成美國科技投資級債信用利差相較整體投資級債利差走升，然利差擴大幅度並不顯著，主因為投資人需求強勁有效吸收發債量，疊加交易商或投資人已提前預判大額債券供給將至，減輕信用利差波動影響。
- ▶ 檢視高低信評與長短天期利差差距走勢，低信評債相對高信評債信用利差擴大幅度較顯，另美國公債實質利率緩步走升，推動長天期與短天期投資級債利差差距擴大，而非投資級債之長短天期利差則呈收窄，主因低信評債多為短天期非投資級債，考量聯準會將維持高利率環境一段時間，投資級好債平均票息多達5%以上，逢利率上行為債券鎖利契機且首選信評BBB+級以上。

若信用利差擴大，高信評債利差升幅較有限

發債供給量，10億美元



關注短天期級非投等債利差升勢是否持續

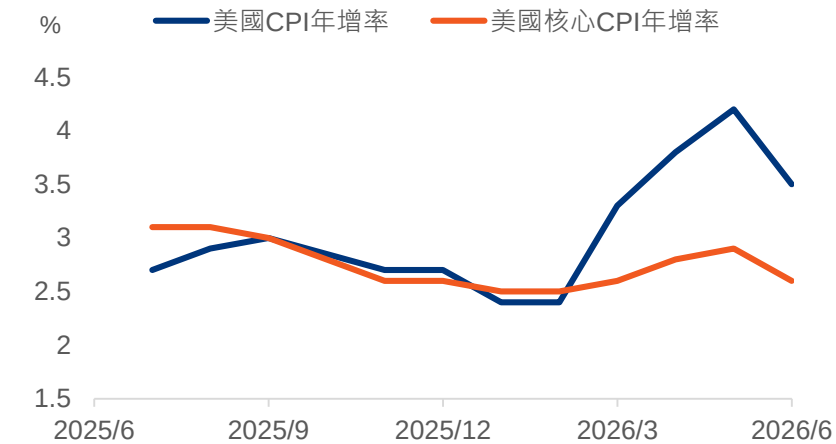


資料來源：Bloomberg

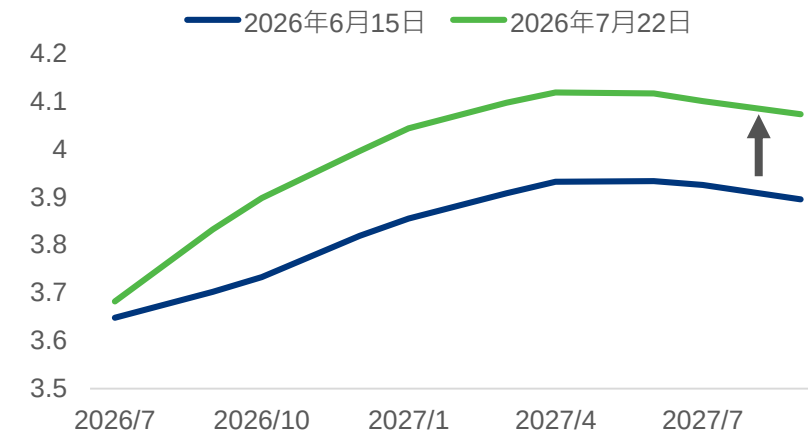
匯市展望 – 通膨走勢未見明朗，美元區間震盪，歐元升息機率增

- ▶ 聯準會主席華許在7月聽證會表示其首要任務是恢復價格穩定，並強調對高通膨採取零容忍的態度；6月美國CPI與PPI數據雖低於預期，通膨增速似放緩；但近期美國政府宣布恢復封鎖荷姆茲海峽，導致西德州原油價格彈升至逾85美元，加劇通膨延續風險，帶動市場升息預期。考量聯準會中性偏鷹態度，且經濟仍具韌性，美元短線偏強，美債利率高位與聯準會觀望態度，使美元保持區間震盪格局。
- ▶ 隨著油價近期大幅彈升，歐洲央行於7月利率會議表示將持續關注戰爭復燃對物價的影響，採「鷹式暫停」方式，維持現有的限制性利率水平，同時保留9月升息的彈性，因應油價上漲帶來的通膨壓力。雖歐元區ZEW經濟景氣指數和投資者信心上揚，經濟略有改善，考量升息後成本上升將對經濟帶來壓力，預期歐元將較弱勢並呈區間震盪。

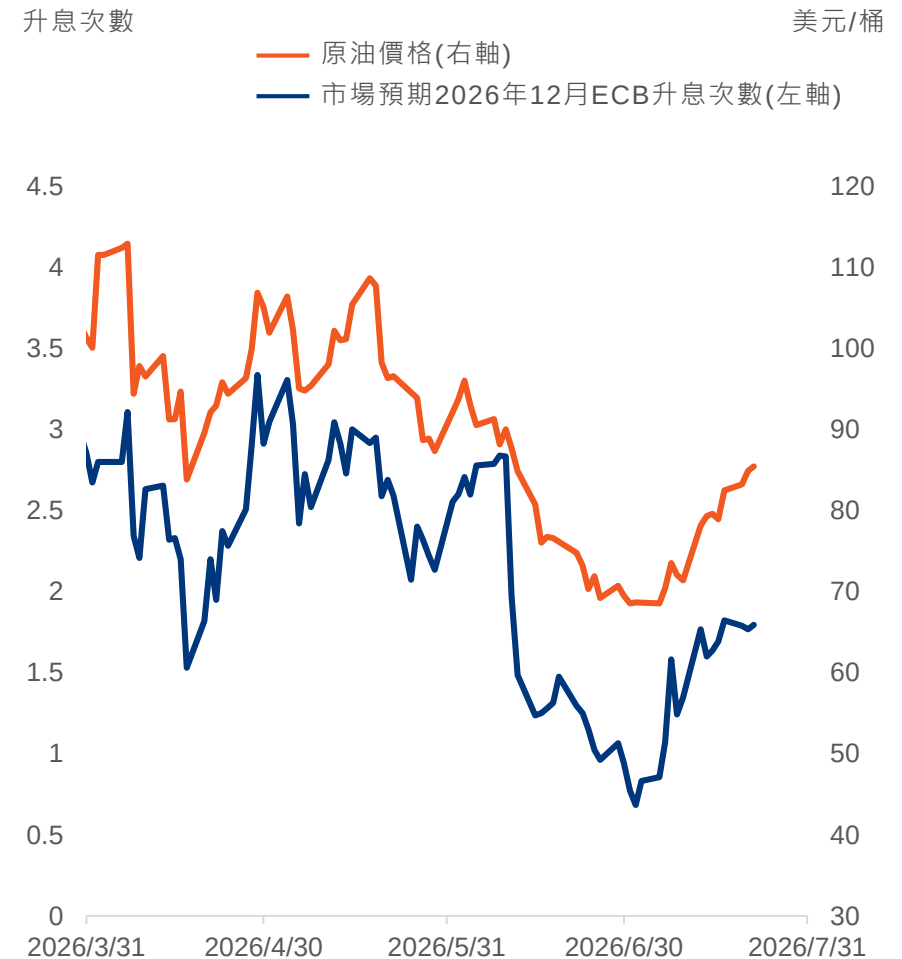
通膨放緩但受美伊擾動，料美元高檔震盪



期貨隱含美國政策利率(%)



油價彈升後，歐元區升息預期同步上修

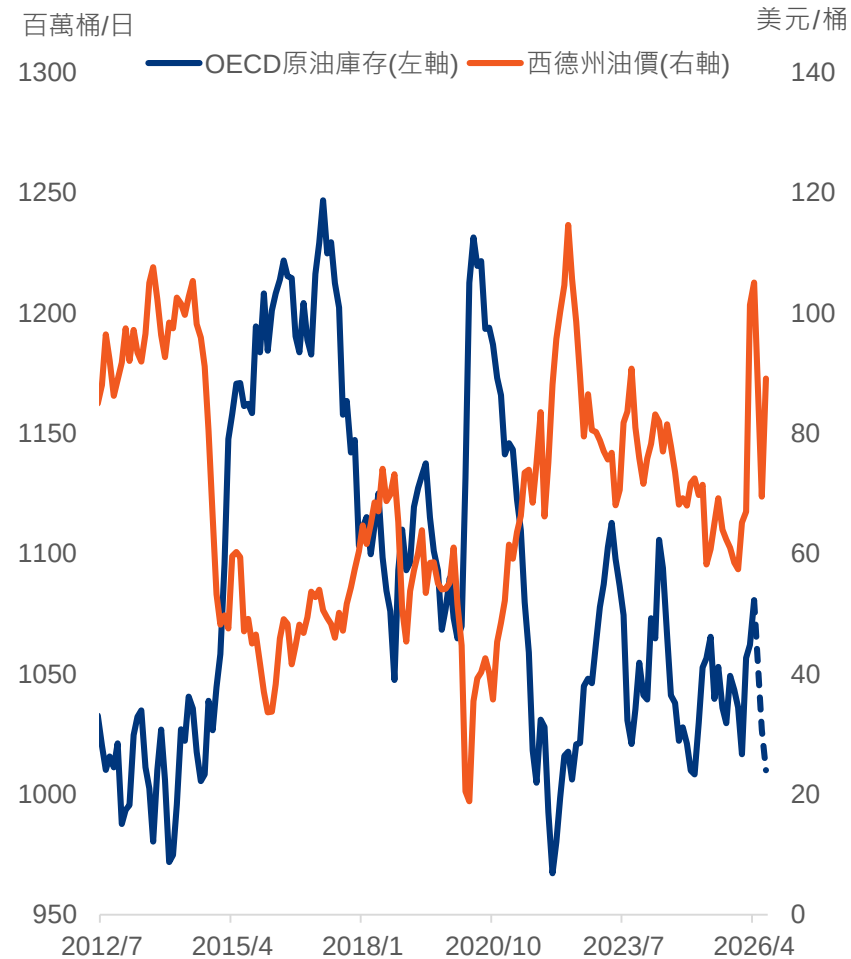


資料來源：Bloomberg

商品展望 – 中東衝突升溫、油價高盤，利率上揚、黃金黯淡

- ▶ 美伊衝突維持僵局，西德州原油反彈至85美元/桶附近，市場對能源供應再度中斷憂慮上升，激勵油價與美債殖利率同步走高。
- ▶ 儘管石油輸出國組織(OPEC)發表聲明，宣布主要產油國自8月開始，每日增產原油18.8萬桶，以維護市場穩定。主要產油國已連續五個月宣布增產，欲壓低長期油價。但荷姆茲海峽再封鎖，原油運輸困難，加上美國EIA高頻資料顯示，暑期航空用油需求強勁，汽油與熱燃油庫存偏低，預計短期油價維持高位。
- ▶ 美國經濟穩健、勞動市場展現韌性，通膨因原物料價格上漲而僵固，提高聯準會升息預期。美國10年期公債殖利率升逾4.6%，實質利率更突破2025年1月高點，實質利率、美元走強，對金價產生負面影響，料短期黃金表現續黯淡。

中東衝突升溫與庫存偏低，油價續高盤



美國經濟穩健、實質利率上揚，金價承壓



資料來源：Bloomberg

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 – 運用LEAD策略，穩度市場波動與不確定性

股債混和成長型

投資組合配置建議

股票 52.5%

美股
日股
新亞股
歐股

債券 37.5%

高評級投等債
非美貨幣投等債

平衡型基金

另類投資 5%

私募基金/私募股權
黃金

股債混和 成長型

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：

- ▶ 先前漲幅較大的AI與半導體類股回檔，加上市場資金去槓桿效應，亦促使短期震盪加劇，但企業獲利成長趨勢未變，市場轉為類股輪動格局。預期第三季擾動持續，應留意持股集中度，非美市場可聚焦日本金融與半導體及歐洲金融股(Earnings Focused)。
- ▶ 聯準會訊號偏鷹與就業仍具韌性，我們維持以中天期投資級公司債鎖利的建議(Adding Credit)，透過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投等債或新興市場債基金，多樣化整體外幣組合(Liquidity Shift)。
- ▶ 面對美伊局勢反覆不定、美國期中選舉將至等變數，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，如日本金融及新亞
- ◆ 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，或投等債基金調整集中度或股債比

區域股市建議

▶ 美股維持輪動格局，日股與新亞短期雖有波動，中長期仍偏多看待

		看空	中性	看多	綜合評論
區域	美國股市				短期市場拉回主要反映資金快速集中而產生對評價的疑慮，長期獲利成長趨勢則未改變，維持偏多觀點
	歐洲股市				能源價格反覆與天然氣庫存過低恐支撐物價，令歐洲央行仍具升息壓力，可留意受惠升息的金融，維持中性觀點
	日本股市				日本經濟韌性優於預期，企業獲利亦維持成長趨勢，指數拉回主要反映評價修正，維持偏多看法不變
	中國股市				第二季GDP實質年增率放緩疊加內需未見復甦，聚焦政治局會議財政寬鬆落地，維持中性看待
	香港股市				南向資金持續流入與低估值提供下行支撐，惟中國宏觀數據疲軟加上科網股獲利表現仍待驗證，維持中性看待
	臺灣股市				台積電法說釋出正向展望，不改AI長線趨勢，但市場震盪令本益比面臨壓力，留意漲多拉回機會，維持偏多看待
	新興亞洲				獲利上修動能持續，雖短期需留意韓股去槓桿、地緣政治等因素干擾，仍不改中長期成長趨勢，維持偏多展望

產業建議

► 短期市場反覆波動下，產業表現有望延續輪動態勢

	看空	中性	看多	綜合評論
非必需消費				消費信心雖有改善，但預估獲利成長動能較前季顯著放緩，復以類股內部分化情況持續，故維持中立評等
必需消費				短期市場波動升溫，具防禦特性的必需消費類股短期有望獲得資金流入，故維持偏多觀點
能源				美伊談判與衝突反覆，令短期油價再度攀升，但油價已快速反映地緣政治溢價，不宜於急漲後追價，維持中性看待
金融				金融股財報表現不俗，復以美國經濟仍具韌性，債券利率維持高檔皆有望支持其基本面發展，轉趨偏多看待
醫療保健				醫療設備、藥品、服務長期具穩定需求，復以市場震盪加劇下，股價具抗震力，故維持偏多觀點
工業				AI投資循環帶動企業資本支出與基礎建設需求成長，復以美伊衝突加大國防工業需求，長期仍偏多看待
資訊科技				AI科技相關類股獲利持續上修顯示長線趨勢不變，然今年以來累積漲幅已大，留意短期震盪，維持長線偏多看法
通訊服務				廣告市場回暖，沉浸式內容與 AI 應用推動新收入來源，長線維持偏多，留意短期波動風險
原物料				AI投資帶動電網建設與工業金屬需求成長，加上企業獲利預期改善，有利原物料類股表現，維持偏多觀點
房地產				美債殖利率高檔震盪，壓抑住宅與商用不動產，房貸負擔能力偏弱，產業獲利動能有限，維持偏空看法
公用事業				資料中心帶動用電需求及電網升級題材，復以具防禦特性短期有望吸引資金，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；美伊衝突加劇油價震盪，聯準會升息預期、利率偏高下，非美貨幣與商品承壓。

	看空	中性	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券			美伊地緣緊張再起帶動油價反彈，市場對今年Fed升息預期仍在，核心通膨將是未來關注焦點
	投資級債券			投等債升評數持續高於降評數，企業違約風險仍低有助利差保持低位，首選金融、科技、公用事業與通訊產業
	非投資級債券			低信評企業體質，如信評CCC級以下企業槓桿和償債能力惡化較為明顯，建議避開相關低信評債種
	新興市場債券			美伊擾動再起，油價推升通膨預期走高，恐增添新興國家央行升息壓力，持續關注通膨降溫國家
商品	原油			美伊戰事反覆加劇油價震盪，暑期用油需求旺季，使汽油與熱燃油庫存偏低，令油價偏高盤整，短期內難大幅回落
	黃金			美國經濟與就業具韌性，通膨因油價上漲而僵固，聯準會維持高利率、強美元，不利短期金價，長期央行買盤有撐
貨幣	美元			美國經濟穩健但略有降溫，通膨數據回落但油價因美伊戰況反覆而反彈，聯準會維持高利率使美元區間震盪高盤
	歐元			歐央雖升息一碼，但ECB會後言論偏保守，市場升息預期縮減，短期高油價壓抑經濟活動，使歐元偏弱
	日圓			日本經濟數據改善，日本央行可能在今年加快升息步伐，但高市早苗政府的財政惡化疑慮未減，短期日圓區間震盪
	人民幣			中國經濟外熱內冷，但出口良好、出口商累積外匯，在政府引導下持續匯回，提供人民幣下方支撐，維持偏多看待

3

大趨勢及主題投資

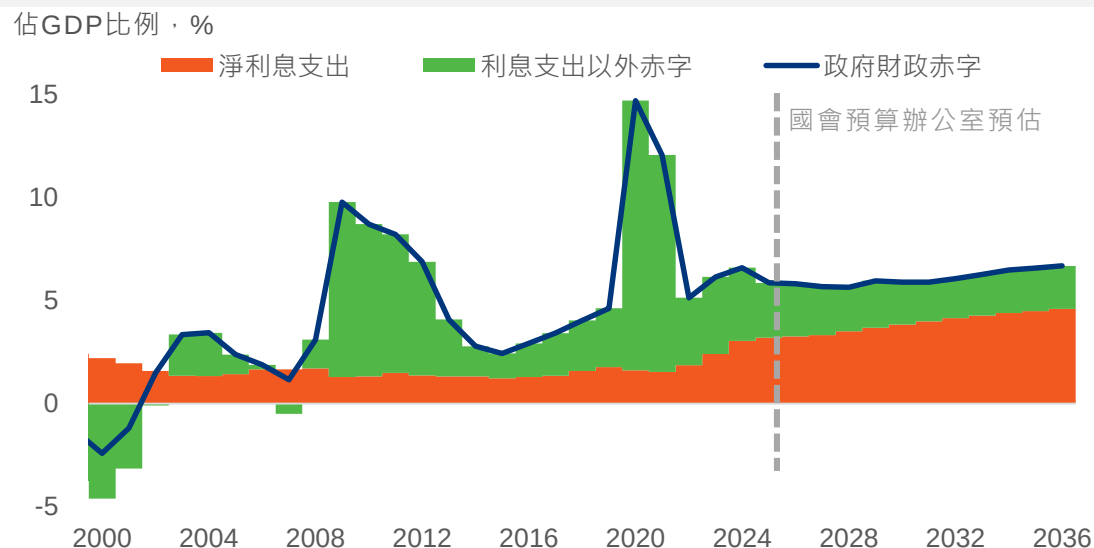
- 債務擴張與科技創新重塑全球長期趨勢
- AI知識革命與擴散效應驅動新產業機會



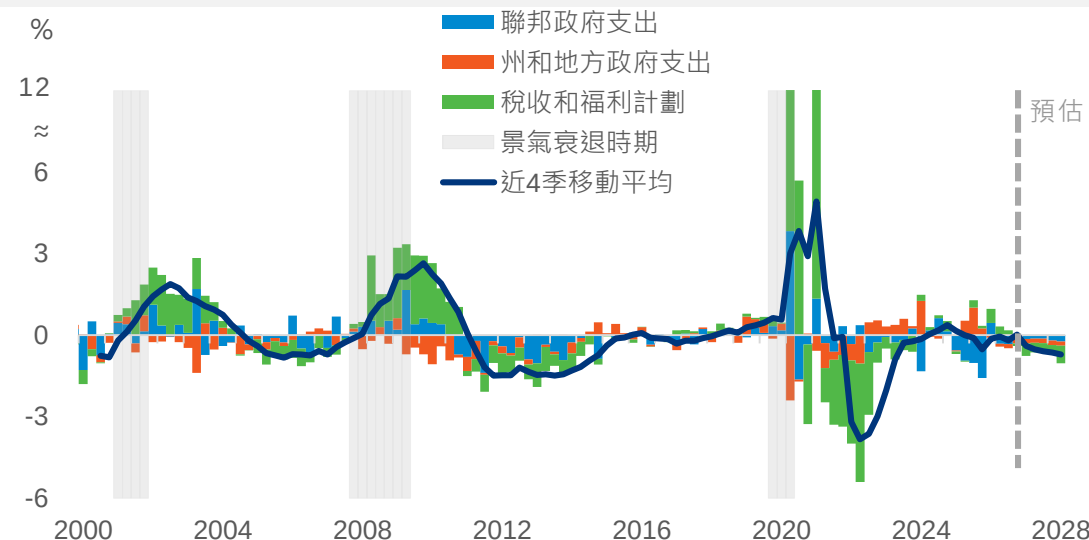
政府支出續增，財政赤字正與經濟成長一同競速

- ▶ 美國國會預算辦公室(CBO)預估，美國結構性財政赤字沉重壓力難消，主因與影響包含，(1)人口老化與醫療保險支出持續增加，加上川普力推減稅的大而美法案，未來十年加計利息後的財政支出將因減稅額外增加3兆至4兆美元，(2)因財政赤字未來10年增長速度明顯高於經濟規模成長，預計2026年底政府債務佔GDP比例將達101%，至2036年底將升至120%，(3)最高法院裁定美國政府國際緊急經濟權力法(IEEPA)關稅違法，後續關稅返還恐再度加劇財政壓力，因此美國總統川普引用第122條款徵收關稅，預期後續美國總統川普將施行因應措施承接第122條款關稅。
- ▶ 考量美國大而美法案減稅刺激效果，部分被政府採購和移轉支出增長放緩所抵消，預估2026年下半年時間美國財政政策將略為收緊，2027年隨政府支出放緩、晶片法案(CHIPS)與通膨降低法案(IRA)刺激設備採購的供給側效應減弱，財政政策對經濟成長貢獻程度恐逐步遞減。

美國政府淨利息支出逐年增長，為赤字壓力來源



美國財政政策對實質GDP貢獻恐漸減



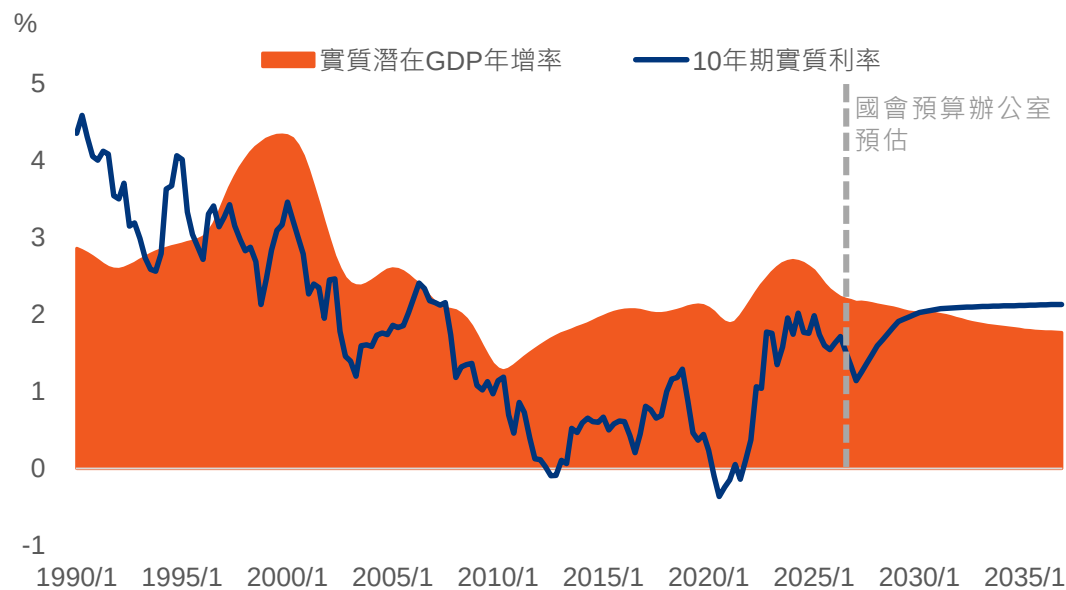
資料來源：Bloomberg、Brookings Institution、Congressional Budget Office、FRED、SIEPR



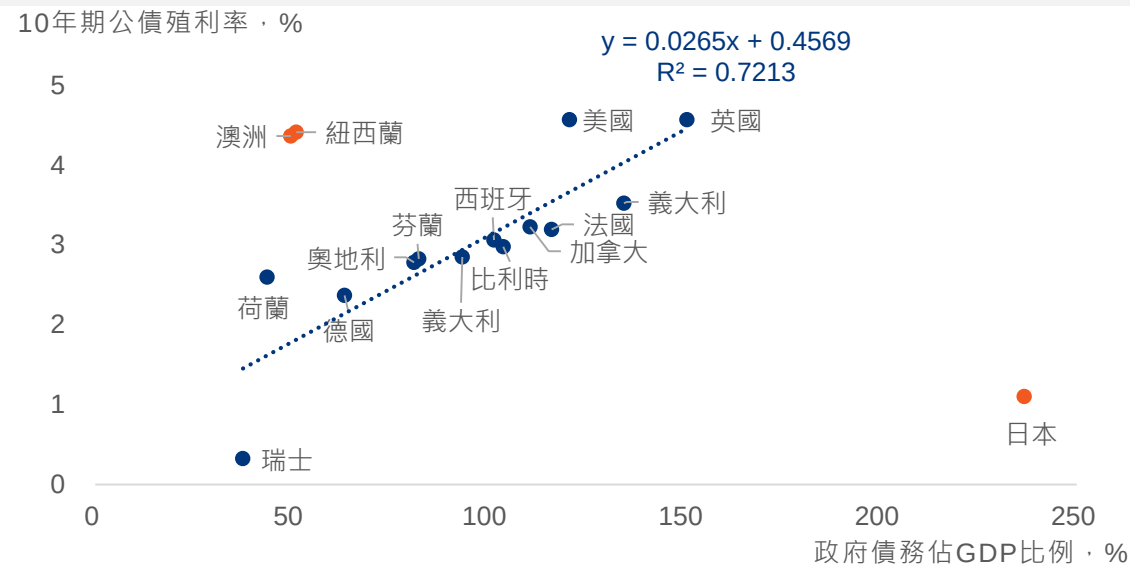
政府利息負擔沉重，利率上行加重主權債務風險

- ▶ 今年以來適逢美伊衝突，能源供應中斷擔憂推高油價，進一步造成通膨與聯準會升息預期升溫，此外，美國政府融資壓力推升債務規模，財政紀律惡化與發債超額供給擔憂，進一步墊升投資人對美債風險溢酬要求與實質利率。根據美國預算辦公室預估，美國10年期實質利率未來恐超過潛在經濟成長率，長期來看，當經濟成長不足以償還債務，政府必須節省開支以維持財政盈餘，方能維持政府債務可持續性。
- ▶ 檢視主要國家債務比率與代表發債成本的公債殖利率分布，發現除了亞洲國家，多數主要歐美國家政府債務比率越高，發債成本相形越高，主要反映當政府面臨償債能力風險，恐導致投資人買入政府公債時將承擔更高的風險，此種效應將進一步推高利率。研究發現當負債比率每增加1個百分比，政府公債利率恐上升1至3個基點，顯示政府債務水準與債券利率兩者存在一定程度正向關係，意味利率上行恐加重主權債務風險。

美債實質利率未來可能超越實質GDP增長



除亞洲國家，主要政府債務與殖利率存在正向關係

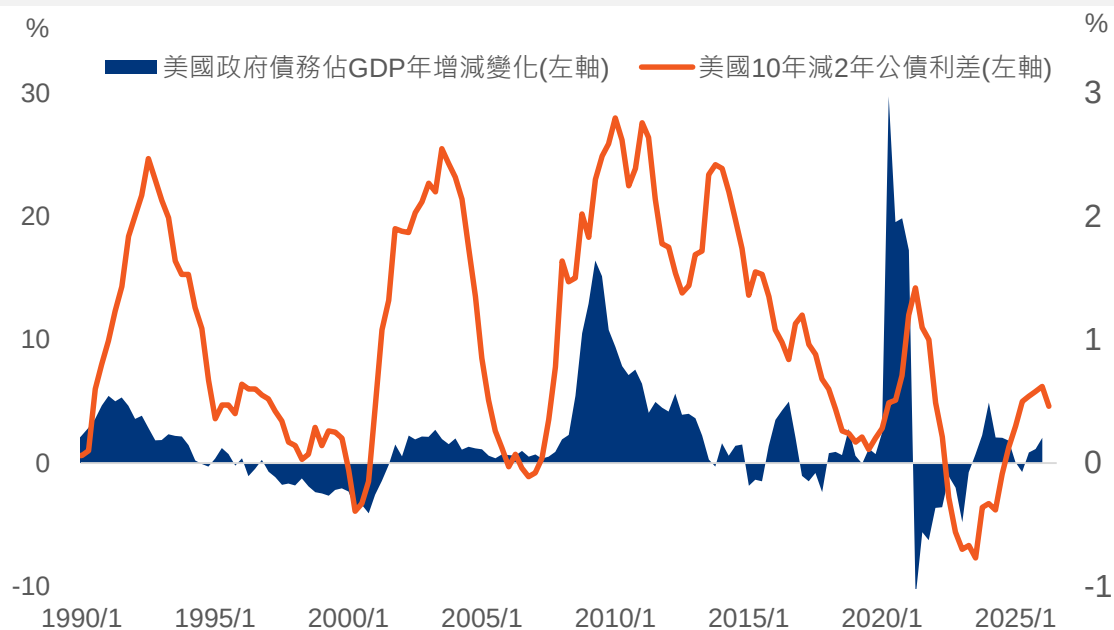




大債時代來臨，透過投等好債與黃金降波動

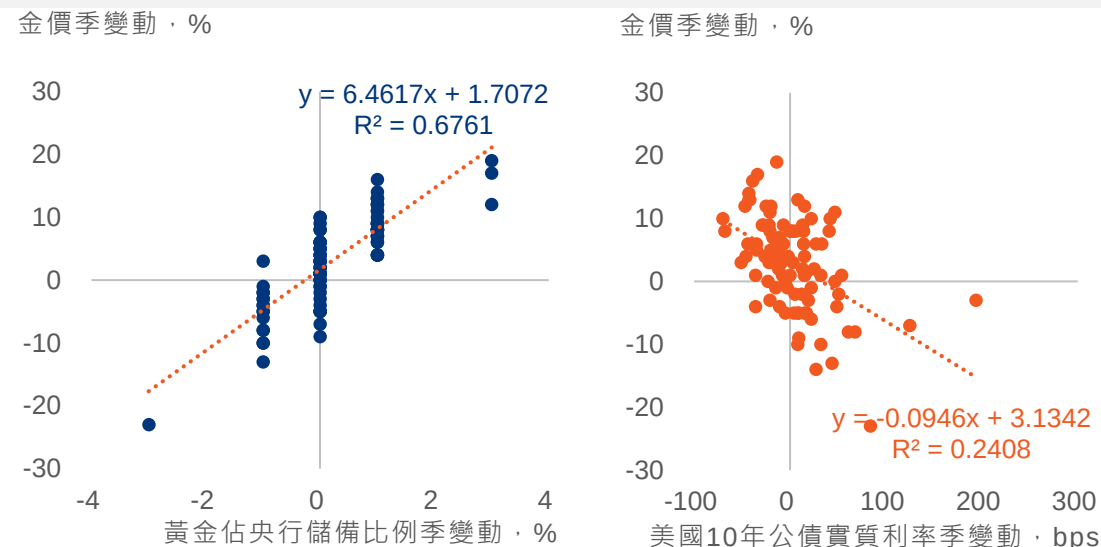
- ▶ 美國經濟基本面持穩且景氣衰退預期幾不復見，反映聯準會將維持高利率更長時間。此外，美國減稅與大額財政支出持續，美國結構性財政赤字問題難消且公債發行量有升溫疑慮，過往政府債務佔GDP比率走升，美國長短天期公債利差可能進一步陡峭化，宜聚焦中天期債，降低存續期間的利率波動風險，另投資級企業債信基本面仍穩，若未來景氣因高油價與高利率環境而走弱，投資級債較非投資等級債相對具抗跌性。
- ▶ 鑑於美國巨額財政赤字引發去美元化，部份國家央行開始減持美債並將儲備轉向黃金配置，建構金價下方重要支撐。此外，過往文獻發現，實質利率下滑為金價上漲主要驅動因素之一，然實際利率上升，兩者的反向關係則有所減弱，反映金價與實質利率升降的反向關係，兩者強度存在不對稱性。考量美國通膨具僵固性，加深Fed降息難度且不利黃金基本面，預期下半年金價處居間震盪，而央行購金則形塑長線布局契機。

政府債務持續增加，加劇殖利率曲線型態陡峭化



資料來源：Bloomberg

央行儲備為金價下方支撐，關注實質利率動向

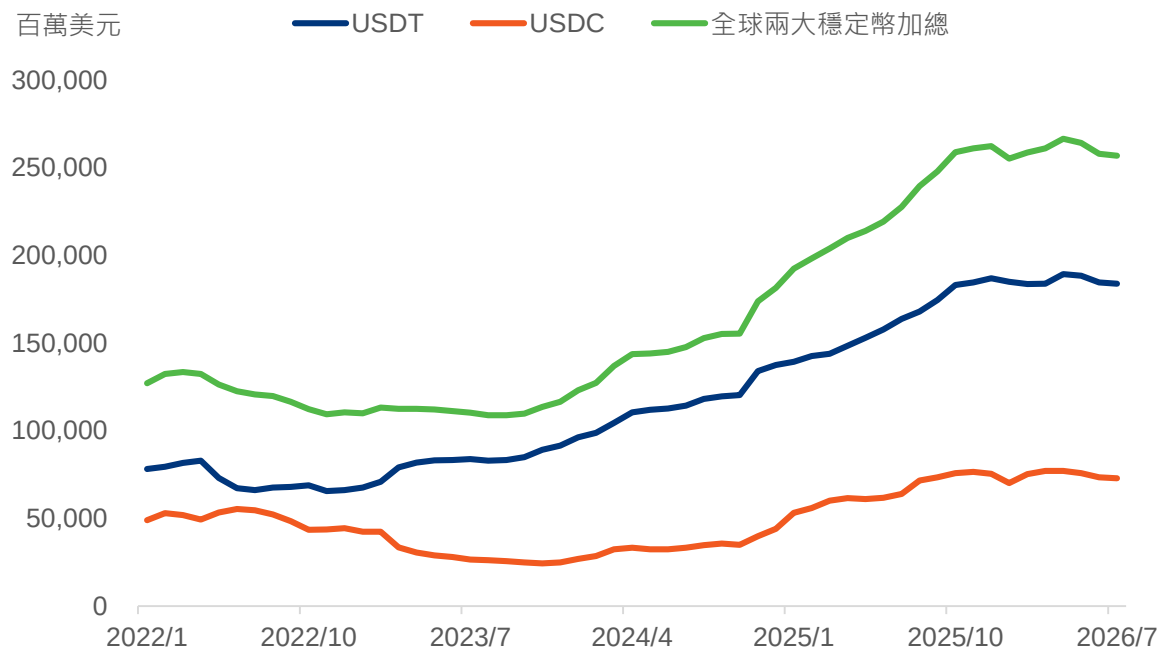




虛擬幣今年表現疲弱，但穩定幣蓬勃發展

- 根據DefiLlama資料，全球穩定幣資金已攀升至3,097億美元，較一年前2,500億美元，成長23.9%。穩定幣不再只是加密貨幣圈的交易媒介，已成為新興市場日常金融基礎的一部分。傳統外幣存款靠銀行管道流入，政府可以透過匯率限制或外匯配額來控制，但穩定幣以鏈上傳輸和數位錢包，讓家庭與企業可直接在銀行體系外持有美元資產，繞過資本管制。IMF近期分析指出，部分新興國家如奈及利亞，當地家庭和小型企業廣泛使用美元錨定穩定幣進行跨境支付、匯款和美元資產配置，主因穩定幣降低了跨境轉帳的成本與時間，同時將金融活動移出傳統銀行管道。
- 美國清晰法案(Clarity Act)最快7月底參議院將進行表決，民主黨支持率為最大變數。其中「政府官員加密資產利益衝突」問題，新增了道德規範條款，限制總統、副總統、國會議員等公務員在任期內利用數位資產牟利。若8月7日國會休會前完成表決，將有利加密產業未來發展。

全球穩定幣市場規模持續穩健成長



資料來源：Bloomberg、RWA.xyz(右圖)、凱基證券整理

數位資產清晰法案(Clarity Act)最新修訂版本

核心立法 最新修訂內容

參議院表決
目標於8月7日參議院夏季休會前，完成立法通過

道德規範 條款

道德規範條款為焦點。限制總統、副總統、國會議員及聯邦法官等公務員，在任期內不得發行數位資產，並由司法部作為主要執法機關，但設有落日條款(至2029年1月為止)

穩定幣 收益界線

採取折衷方案：嚴格禁止企業對用戶閒置的支付型穩定幣餘額支付利息，但允許在不等於傳統銀行存款利息的前提下，提供交易或質押等獎勵機制。

投資人 破產保護

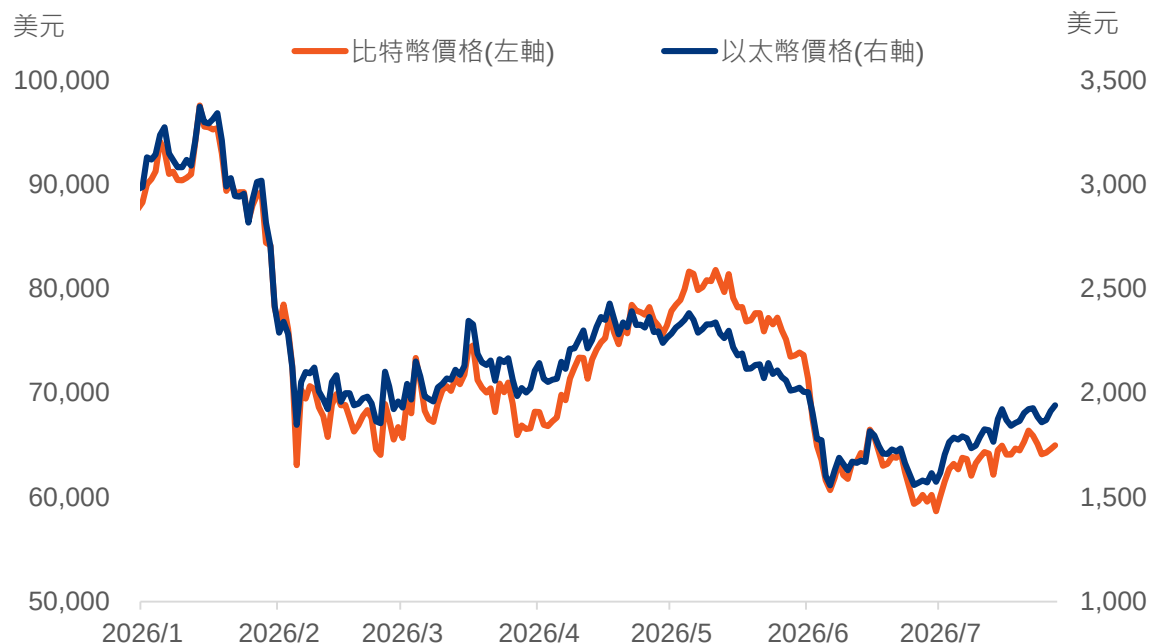
對破產保護進行嚴格且明確的規範。當加密貨幣交易所或託管機構面臨破產時，客戶的數位資產將獲得與傳統金融資產同等規格的最高保護。這些數位資產將不會被納入公司破產財產中進行清算與分配。



虛擬資產經歷大幅修正後，資金開始小幅流入

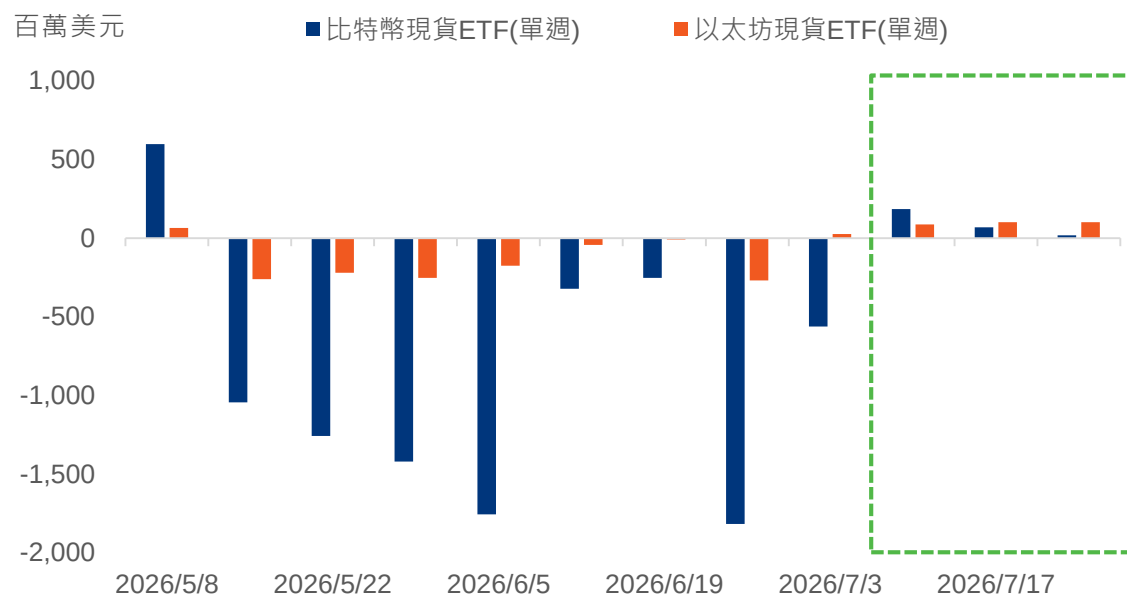
- ▶ 加密貨幣今年以來表現疲弱，主因美伊衝突爆發後，油價大幅上揚，帶動全球通膨預期升溫，各國央行紛紛升息、推高利率，虛擬資產類似黃金、不會孳息，若利率上升添加持有虛擬幣的資金成本；此外，上半年AI及科技股大漲，資金轉往報酬較高的科技股、產生排擠效應，加密貨幣價格跌落谷底，然7月以後開始有小幅資金回流。
- ▶ 近期美伊戰事頻傳復燃，國際油價震盪加大，全球股債同步回檔，尤其漲多的科技、半導體股修正最明顯，類股輪動、轉入低基期資產，下半年開始看到虛擬資產資金小幅淨流入，帶動價格谷底回升。考量目前金融市場震盪加劇，可持續觀察市場氛圍，若虛擬幣下跌空間有限、價格止穩，甚至保持逆勢上漲趨勢，投資者可逢低分批配置。

年初以來虛擬資產大幅下跌後，7月開始谷底反彈



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

經歷約兩個月資金淨流出後，虛擬資產開始小幅淨流入





量子運算模態平行發展，科技巨頭壓注不同技術路線

- ▶ 量子運算模態(Quantum Computing Modalities)指的是實現量子位元與量子資訊處理的物理硬體平台與運算架構模型。主要的硬體與運算模態包含：超導量子位元、離子阱以及光量子運算等，由於各自技術均有不同的優勢及劣勢(有待突破的地方)，因此截至目前，量子運算模態仍舊平行發展，尚未隨著時間的推進而出現收斂，各科技巨頭則壓注不同的技術路線進行發展。
- ▶ 此外，輝達則透過創投部門NVentures同時押注了光量子(PsiQuantum)、離子阱(Quantinuum)與中性原子(QuEra)這三條技術路線相關企業，此舉旨在全面覆蓋量子運算模態未來可能勝出的主流規格，並結合自身的CUDA-Q平台推動「量子 + GPU」混合運算。

量子計算目前共計有4條主流技術路線

量子運算模態主流技術路線彙整

技術路線	原理	量子位元(Qubit)載體	優勢	劣勢	代表企業/研究機構
超導 Superconducting	超低溫環境下，通過微波信號操控超導電路量子態，實現量子門操作與平行計算	超導約瑟夫森結電路	相容成熟半導體制程，操控精度高，量子位元規模易擴展，全球產業化進度最快	需接近絕對零度的超低溫環境，系統體積大、部署成本極高，糾錯成本高	美國：IBM、Google 中國：本源量子、中科大、量旋科技
離子阱 Trapped Ion	真空腔體中通過電磁場囚禁離子，利用鐳射操控離子能級與量子糾纏，實現量子邏輯運算	囚禁在真空中的離子	量子門操作保真度行業最高，錯誤率極低，量子相干時間極長，無需超低溫環境	系統體積大，量子位元規模化擴展難度極高，操控速度慢，量產成本高	美國：IonQ、Quantinuum 中國：華翊量子、啟科量子
光量子 Photonic	利用光子的偏振、路徑等模式編碼量子資訊，在線性光學網路中通過干涉、測量進行計算	光子	室溫常壓運行，抗干擾能力強，相干時間極長，可晶片化集成，天然適配光通信與AI場景，部署門檻低	單光子源與高精度光路操控技術門檻高，大規模集成依賴高端光子晶片工藝	美國：PsiQuantum 中國：圖靈量子、玻色量子 其他：Xanadu(加拿大)、Quandela(法國)、NTT(日本)
中性原子 Neutral Atom	通過光鑷陣列(Optical Tweezer Arrays)囚禁中性原子，利用鐳射操控原子能級實現量子門操作與糾纏製備	鐳射冷卻和囚禁的中性原子	可輕鬆實現千級以上量子位元陣列，擴展潛力大，系統複雜度低於超導路線	量子門操作保真度偏低，相干時間較短，量子糾錯技術難度大	美國：QuEra、AtomComputing 中國：中科酷原 其他：Pasqal(法國)

資料來源：CRYPTO WESEARCH、tenten、頭豹研究院，凱基證券整理

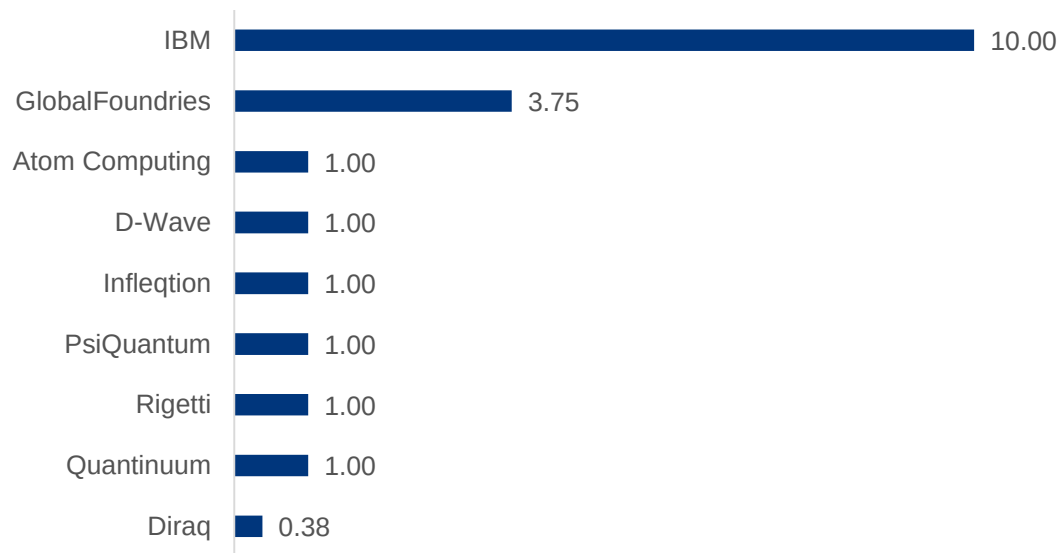


美國：量子運算重視度提高，政府啟動注資及行政令

- ▶ 美國政府於5月21日正式宣布將量子運算提升至國家安全戰略層級，並透過《晶片與科學法案》(CHIPS and Science Act)提供20.13億美元，直接補助並入股IBM等9家美系量子運算公司。上述計畫突顯出美國政府對於量子運算重視程度有所提升，除了確保未來量子晶片等硬體得以於美國本土製造，也讓美國政府對於量子運算產業的發展影響力有所提升。
- ▶ 此外，川普也於6月22日簽署行政命令，要求在2028年前開發出全球首台具備容錯能力且具科學應用價值的量子電腦，以及在2031年前全面升級後量子密碼(PQC)以防範駭客攻擊，較市場過往預估之開發時程(落在2029年至2033年)進一步提前。

9家企業共計獲得20.13億美元注資

美國政府對各家量子運算公司投資金額(億美元)



資料來源：The White House，凱基證券整理

川普於6月22日簽署2道量子科技行政命令

量子科技行政命令內容及摘要

行政命令編號及主旨	內容摘要
14412號 保護國家免受高級密碼攻擊	- 各機關需在30天內指派後量子密碼(PQC)遷移負責人，應對未來量子電腦帶來的密碼破解威脅 - 規定高價值系統在2030年前必需完成金鑰建立的移轉，在2031年前完成數位簽章的移轉，並於2027年前推動聯邦試點計畫 - 將防禦規範從一般聯邦機構，擴大涵蓋至相關政府承包商以及美國國內的16個關鍵基礎設施領域
14413號 引領量子創新邁向下一個前沿領域	- 要求在180天內更新國家量子戰略，並指示聯邦機構制定人才招聘與產業合作計畫 - 設立量子電腦應用開發與發現科學(QC-ADDs)項目，旨在打造至少一臺可用於科學研究與商業應用開發的大型量子電腦 - 要求能源部、商務部、國防部、NASA與情報機構共同參與，評估建置系統所需資源，並規畫於未來5年部署量子感測器與量子網路技術 - 要求國防部在2028年9月底前部署至少3個次世代量子感測器，涵蓋導航與反潛偵測應用



中國：量子科技納十五五規劃，美、中發展各有特色

- ▶ 今年3月十五五規劃綱要提出「4+6戰略新興及未來產業布局」，其中未來產業包括量子科技、生物製造、氫能及核聚變能、腦機接口、具身智能和第六代移動通信，量子科技被規劃建議置於六大未來產業之首，其戰略價值在於有望突破經典計算的物理極限，推動量子科技等成為新的經濟增長點，包括構建天地一體化量子通信網路，研製可容錯的通用量子電腦和可擴展的專用量子電腦，突破量子精密測量關鍵技術。
- ▶ 目前量子科技儼然成為美中博弈新戰場，中國在量子通訊工程化和規模化應用上領先全球，並在量子運算原型機的優越性(量子霸權)演示上取得突破；美國則在量子運算硬體多樣性、軟體生態和私人企業資本投入上佔據優勢，並在量子感測等領域保持強勁實力。

量子科技成為中美博弈新戰場

量子科技之3大領域說明及中美量子科技進展說明

領域	核心概念	應用場景	中國代表性進展範例	美國代表性進展範例
量子運算	以量子位元為基本單位，利用量子疊加和糾纏特性，使其存在同時處理海量資訊可能性，從而縮短特定問題處理時間	分子與材料模擬、新藥開發、金融商品、供應鏈最佳化、機器學習	超導： 祖沖之三號實現比目前最快的超級電腦快 10^{15} 倍 光量子： 九章四號計算特定問題速度為超級電腦的 10^{54} 倍 產業化： 本源悟空完成超過1百萬個量子計算任務	硬體： IBM推出1,121 Qubit的Condor處理器，並實現量子糾錯技術突破，其量子電腦平均無故障時間達1,000小時。谷歌、IonQ等在超導、離子阱路線上並行推進 生態構建： IBM的Qiskit、谷歌的Cirq等開源框架聚集了全球大量開發者；輝達推出CUDA-Q平臺加速量子-經典混合計算
量子通訊	基於量子疊加與糾纏等效應，在經典通道輔助下實現金鑰分發或量子資訊傳輸的新型通訊方式	機密通訊、政府/國防網路、金融機構資料傳輸、量子互聯網	網路規模： 京滬幹線為全球最大規模的量子通訊網路 天地一體化： 墨子號衛星實現洲際量子金鑰分發 應用落地： 量子加密通話、量子密信等已投入商用，服務於政務、金融、電力等領域	基礎研究： 聚焦量子互聯網底層技術，如費米實驗室的壓縮光技術延長光纖傳輸距離 標準與安全： 美國國家標準暨技術研究院(NIST)主導制定後量子密碼(PQC)標準，已選定演算法。國防部等機構大力投資抗量子加密和星地量子通訊技術
量子感測	利用量子態對物理量變化極度敏感的特性，通過調控和觀測量子態的演化，實現對時間頻率、電磁場、重力、慣性等超高精度測量	高精度時鐘、醫療影像、地下資源探勘、精密定位與導航	應用示範： 合肥候店量子應用示範變電站啟用，此外，量子重力儀、量子磁力儀也應用在勘探、醫療等項目上 技術突破： 量子鑽石原子力顯微鏡、冷原子重力儀等達到國際先進水準	軍事應用： 美國國防部(DIU)大力投資量子感測器用於替代GPS的定位、導航和授時(PNT)系統

資料來源：東吳證券、新新聞、凱基證券整理

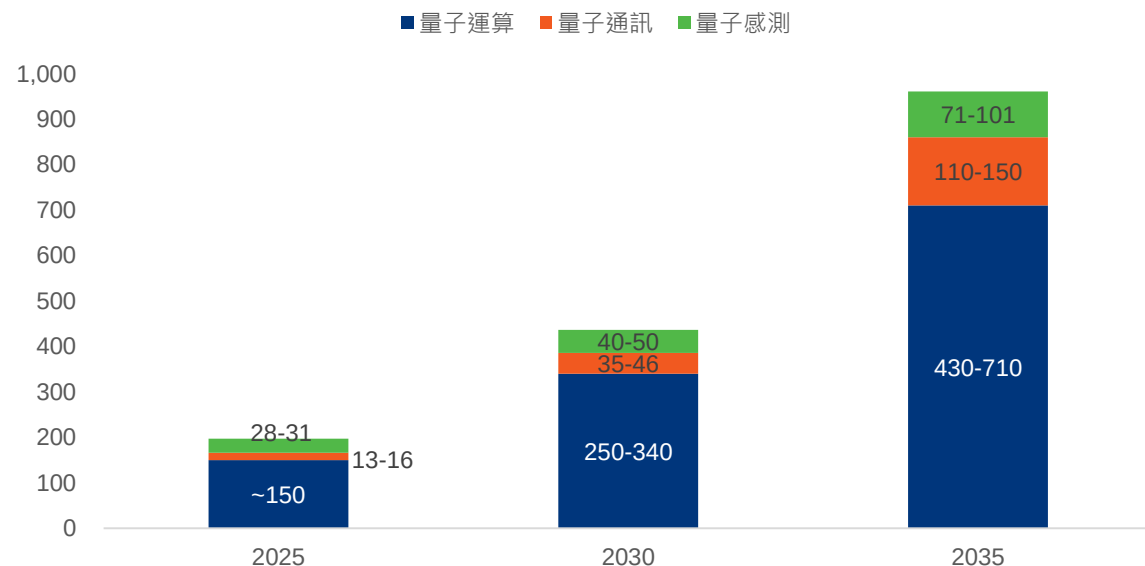


量子運算為量子科技後續最為關注之發展重點

- ▶ 根據麥肯錫〈2026量子技術監測報告〉指出，2025年量子科技相關投資金額為126億美元，是2024年的6.3倍，其中，有超過90%的金額投資在量子運算領域。另外，預估至2035年，量子科技預估市場規模可來到611億至961億美元區間，若以中位數計算，是2025年市場規模的4.08倍。不過，若進一步觀察量子科技3大領域的規模，量子運算的佔比高達7成，突顯出未來量子運算是市場最為關注的發展重點。
- ▶ 此外，隨著商業化進展，預計量子運算至2035年將帶來1.28兆至2.7兆的經濟潛在價值，潛力產業包括生技製藥、化學材料、金融和旅遊、交通及物流，合計潛在價值達1.13兆至2.3兆美元。

預估2035年，約7成市場規模將集中在量子運算

量子科技市場規模預估



資料來源：McKinsey & Company，凱基證券整理

預估量子運算對4大領域帶來

預估量子運算在2035年為4大產業帶來的經濟潛在價值

產業	潛力區塊摘要	潛在經濟價值
生技製藥	加速新藥開發、精準模擬分子結構與優化臨床試驗	800–4,000億美元
化學材料	聚焦量子模擬、催化劑設計與新材料開發，藉此縮短研發週期、提高產率並降低研發成本	4,500–8,000億美元
金融	投資組合最佳化、衍生性金融商品定價以及金融資安防護	4,000–6,000億美元
旅遊、交通及物流	包括路線規劃、核心應用包含車隊路線即時規劃、海運航線與裝載優化及都市交通流量調控	2,000–5,000億美元



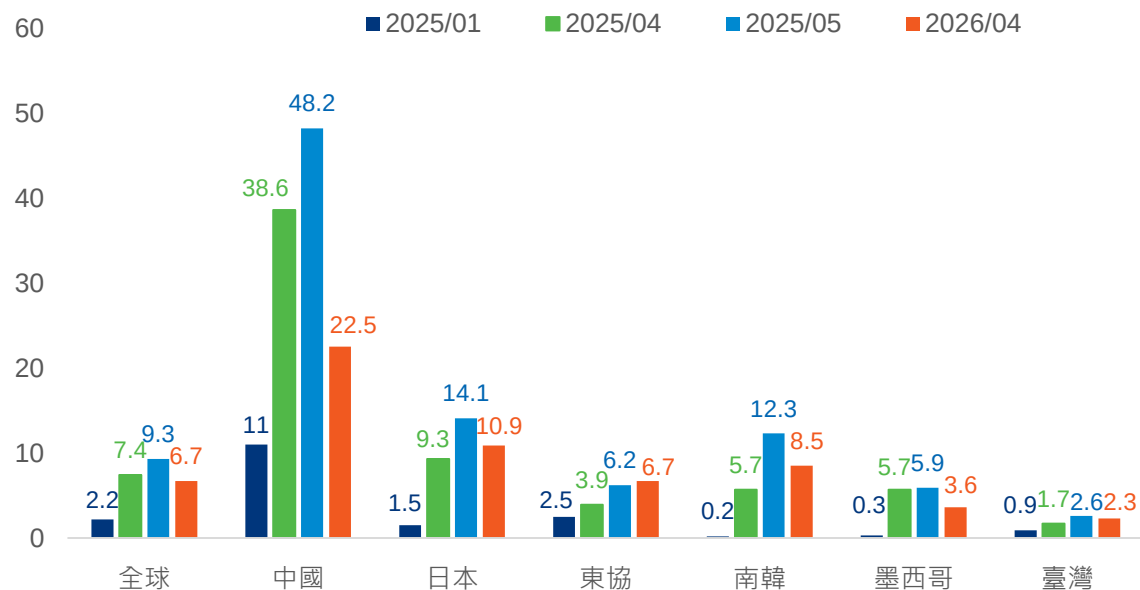
去全球化

川普提高美國關稅，無礙全球貿易量續增

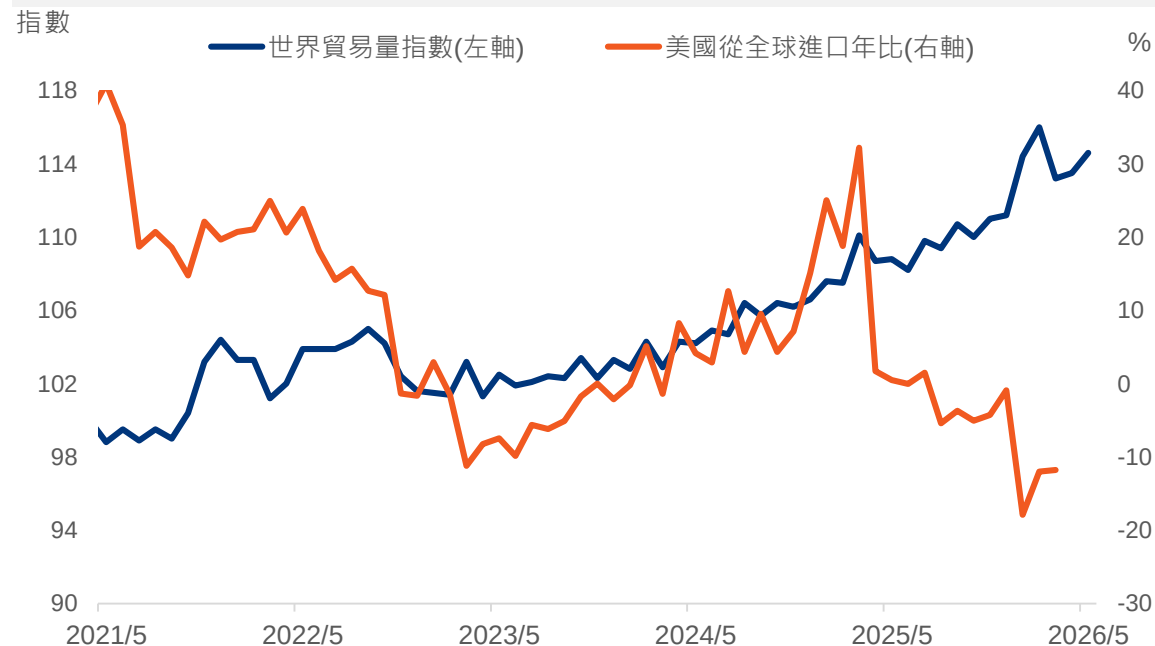
- 美國總統川普為扭轉美國長期面臨貿易不公平現象，2025年4月2日援引1977年的國際緊急經濟權力法 (IEEPA)，對全球加徵對等關稅，並稱為「解放日」(Liberation Day)，鋼鋁、汽車等加徵232條款關稅，使各國輸美商品平均關稅明顯上升。全球輸美平均有效關稅稅率自2025年1月2.2%，到2025年5月上升至9.3%，2026年4月調整為6.7%。中國輸美平均有效關稅自2025年1月11%，5月升至48.2%，今年4月平均稅率降為22.5%；其中，臺灣對美國有效關稅遠低於全球平均，今年4月保持在2.3%，主因出口產品多為電子資通訊相關，歸類於232條款中免稅商品。
- 觀察各國輸美平均有效關稅稅率上升，使美國進口由發動貿易戰前的年增32.2%大幅下滑，2026年3月已驟降至年減11.8%，對美國多數商品價格以及民眾消費造成衝擊；但全球的貿易量指數仍持續攀升向上、維持正成長，顯示貿易情勢並非去全球化，而是「重塑全球化」的轉變。

各國輸美關稅稅率大幅提高，但全球出口維持高成長

輸出美國平均有效關稅稅率，%



全球貿易量指數持續攀升，僅美國進口大幅衰退



資料來源：左圖Bloomberg，右圖IMF International Trade in Goods(IMTS)、中央銀行、凱基證券整理

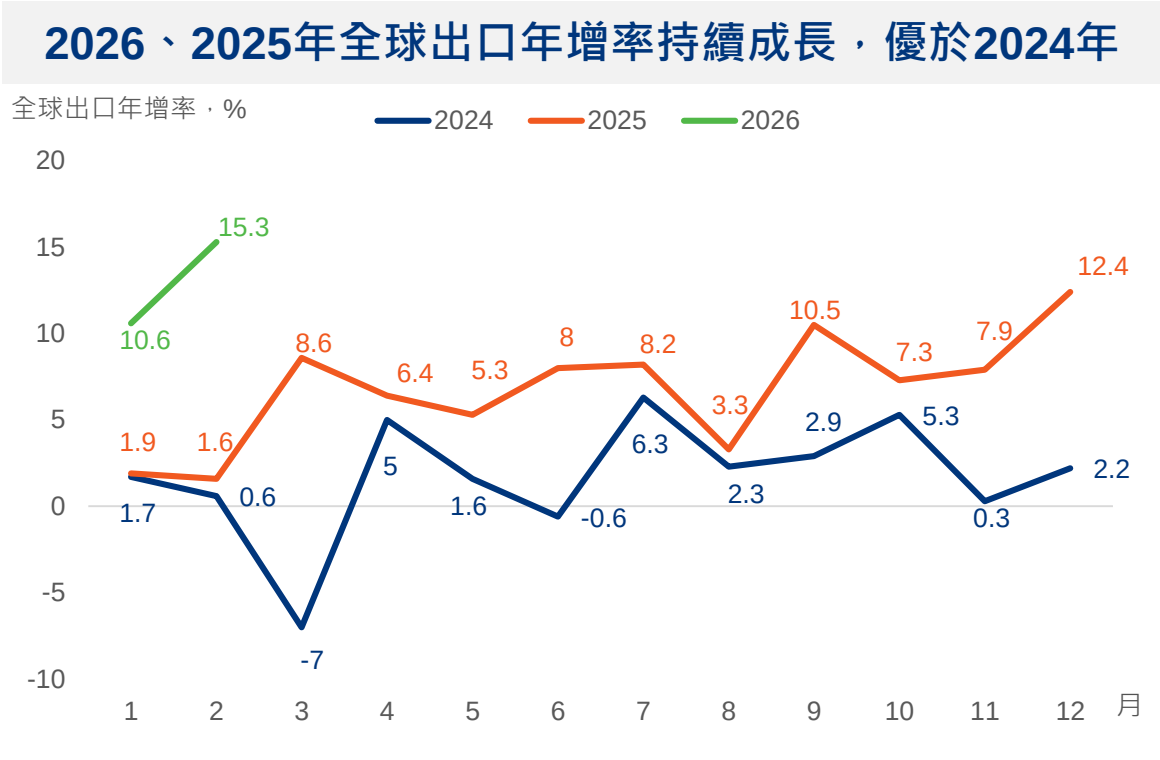


全球出口增幅亮眼，重塑全球化取代去全球化

- ▶ 儘管美國聯邦最高法院今年2月裁定川普引用的IEEPA違法，川普政府改採貿易法第122條款，對全球加徵10%關稅。今年7月美國宣布，自7月24日開始對全球60個經濟體，實施301條款下的強迫勞動關稅，銜接期滿的122條款10%稅率，範圍涵蓋美國99.4%的進口，對歐盟、日本、韓國、瑞士與臺灣的301關稅與最惠國待遇合併，因此臺灣與歐盟稅率仍為MFN+301的10%，日、韓、瑞士則為12.5%。
- ▶ 細究川普的貿易政策除欲增加稅收外，關稅更逐漸與在美投資連結，使美國在地投資與製造業回溫。美國川普發動貿易戰後，全球出口維持高成長，2025年全年的全球出口年增率為6.8%，高於2024年的平均1.6%，今年1至2月全球出口年增率達12.9%，全球出口熱度更勝2024年，顯示貿易未出現整體去全球化現象，而是以重塑全球化的區域轉移形式，持續進行中。

川普2.0的重要關稅政策變化								
	2025/2	2025/3	2025/4	2025/4	2026/2	2026/3	2026/4	2026/6
法律	IEEPA	232條款	IEEPA	301條款	IEEPA失效，改122條款	301條款	232條款	301條款
對象	中墨和芬太尼與邊境安全	全球鋼鐵、鋁材	對等關稅：臺灣32%、日本24%、南韓25%、中國34%、歐盟20%	中國	全球	啟動產能過剩(16個經濟體)與強迫勞動(60個經濟體)調查	全球特定藥品	公布強迫勞動調查初步結果(60個經濟體)
最高稅率	25%	25% (2025/6調高至50%)	10%-50%	逾100%	上限15% (實際10%)		100%-0% (可協議調降，在美生產可豁免)	10%-12.5%

資料來源：左圖Bloomberg、右圖Goldman Sachs





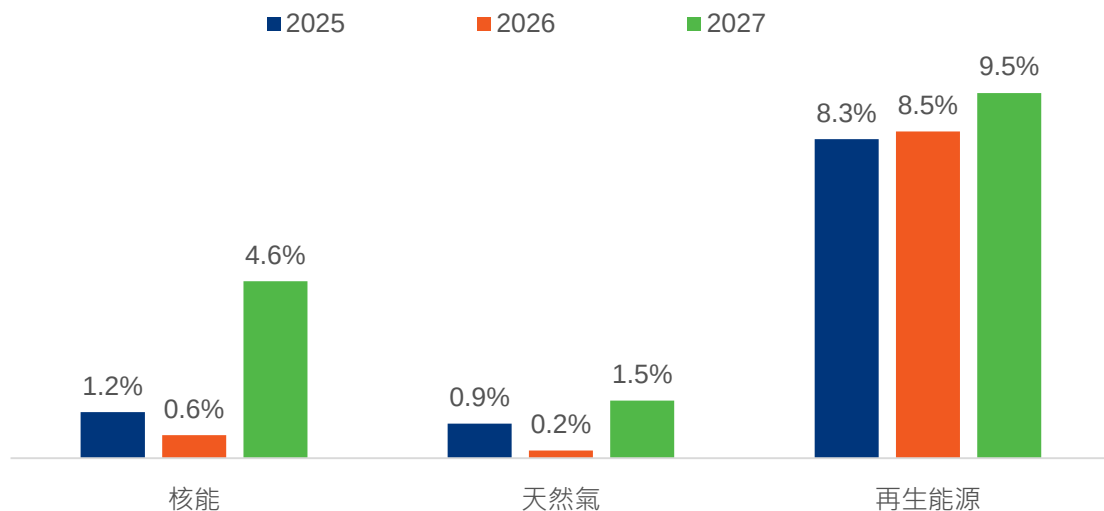
核能重啟

AI用電推動核能發展，雲端巨頭開始購置核能電力

- ▶ IEA預估來自核能的電力發電量年增率將從2026年的0.6%上升至2027年的4.6%，為僅次於再生能源之外成長最快的能源解決方案，且AI為推動電力需求大增的主因之一。此外，投行高盛先前亦上調美國電力需求年成長預測，主因數據中心電力需求帶動表後自備電力^(註)部署。整體而言，短期電力將來自天然氣發電，再生能源為新增電力供應最快且最有效率的方式，而中長期則為核能的舞台，主因核能有電力產量上的優勢。
- ▶ 由於AI在運算上耗費龐大電力且不能中斷，因此核能成為雲端巨頭們的關鍵解決方案。近一年來，美國主要科技公司已承諾採購超過10 GW核電容量，主要透過長期購電協議(PPA)、投資核電廠周邊數據中心及資助新型核能技術等方式布局，包括亞馬遜收購賓州核電廠旁數據中心園區來取得核電供應及微軟簽署長約推動三哩島核電廠重啟等，部分公司亦投入近年逐步有機會商業應用的小型模組化反應器(SMR)。

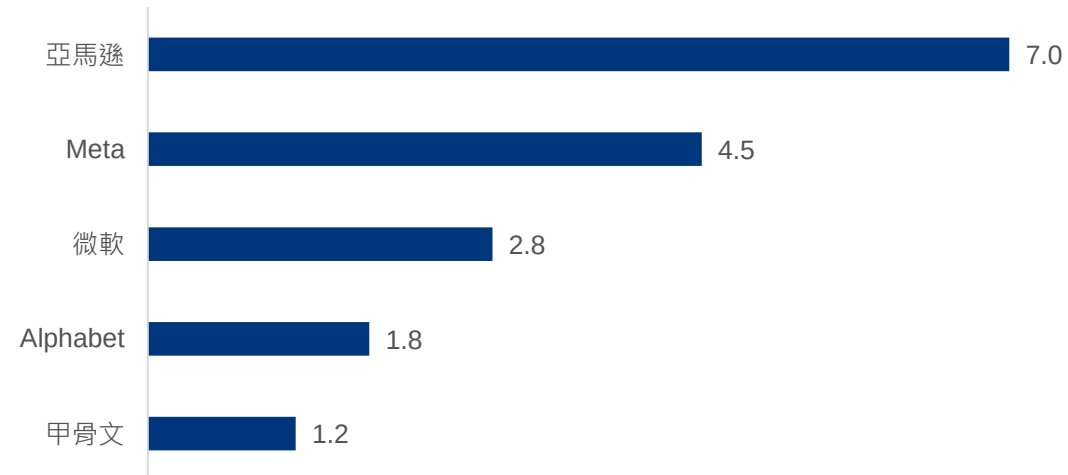
核能供電的成長預估將加速

全球電力來源的成長率趨勢(僅呈現成長中的能源項目)



雲端服務商開始大量購置核電

主要雲端服務商今年第一季以來已宣布對核能的採購量，GW



資料來源：IEA (左圖)、Reuters (右圖)，凱基證券整理。註：表後自備電力是指直接安裝在用戶電表後端的發電與儲能設施，而表前則為來自電力公司



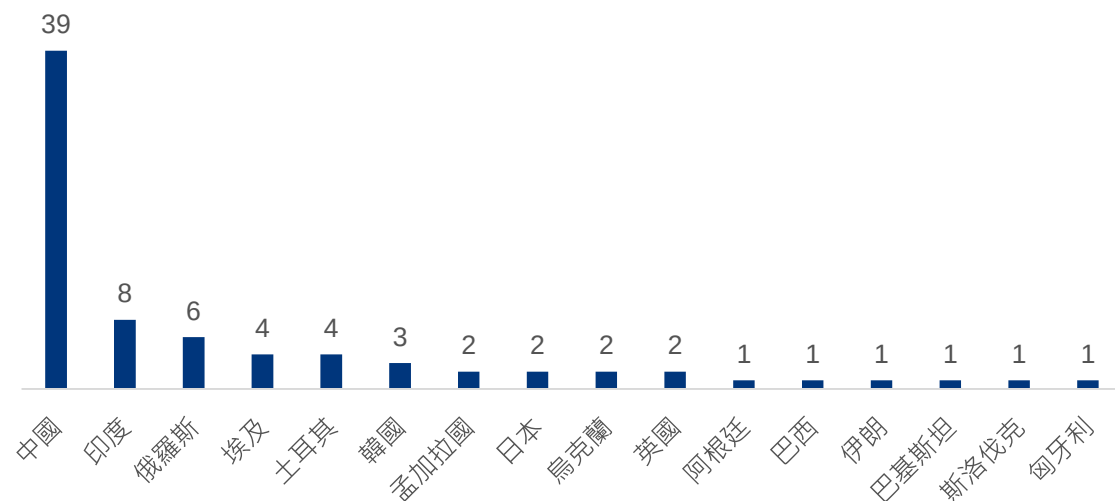
核能重啟

美歐亞洲核能策略不同，小型模組化反應器成新寵

- ▶ 截至2026年5月，全球核電建設呈現明顯的區域差異特徵，亞洲(尤其是中國)成為全球核能發電裝置容量的主要成長引擎。此外，由於全球高齡核電廠屆齡退役，再加上AI帶動的新增電力需求，核能成為電力來源的解決方案之一。而除了新建核能廠，部分國家則以延長現有核電廠使用年限為主要政策，部分歐洲國家甚至在政策上推進以重啟核能使用。
- ▶ 此外，受惠北美、歐洲和亞洲的核電建設同時加速推進，小型模組化反應器(SMR)的商業化應用也有不少進展，可能會在未來二十年進一步推高鈾需求。投行高盛亦預測，至2045年時，SMR在全球的部署規模將達到46吉瓦(略高於臺灣夏季最熱瞬間的民生及工業用電最高峰)，屆時鈾市場的累積供需將有不小缺口。

新建核電廠多集中於亞洲

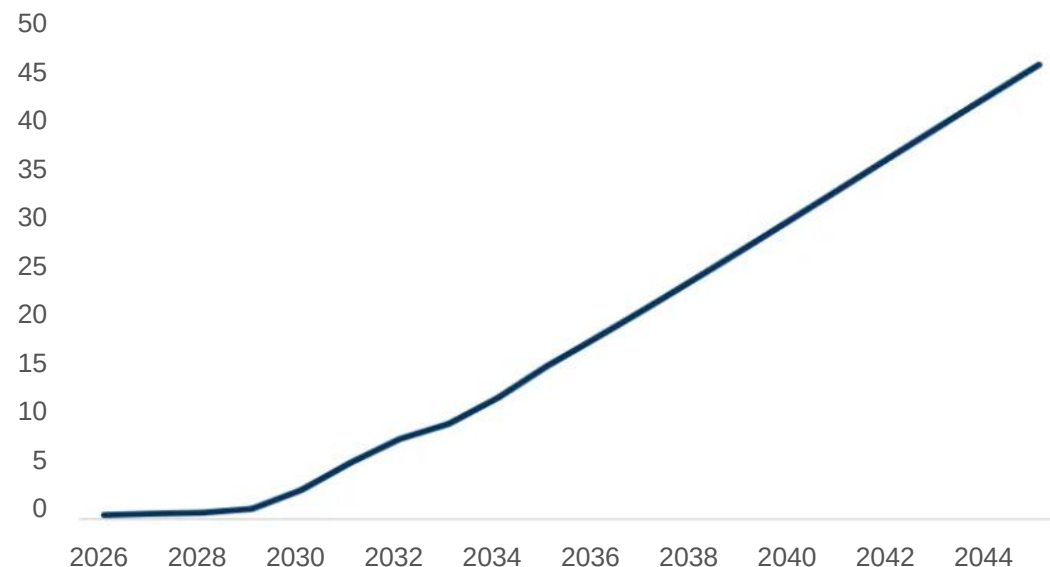
各國家新建核電廠數



資料來源：高盛，凱基證券整理

小型模組化反應器(SMR)的部署元年即將到來

小型模組化反應器的累積設置預估(GW)



凱基證券
KGI SECURITIES

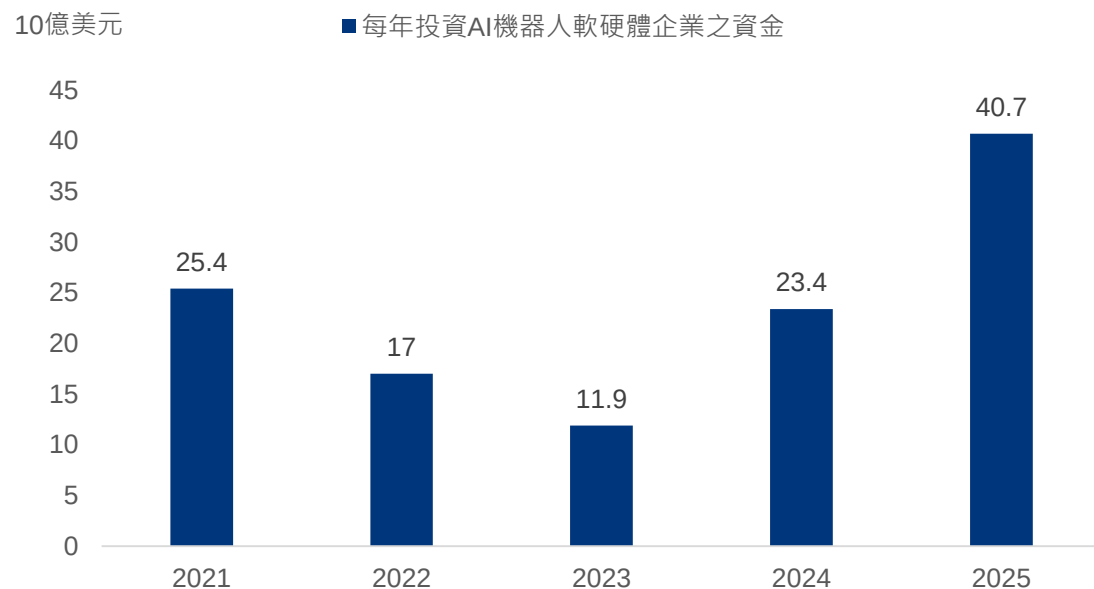
凱基金控成員



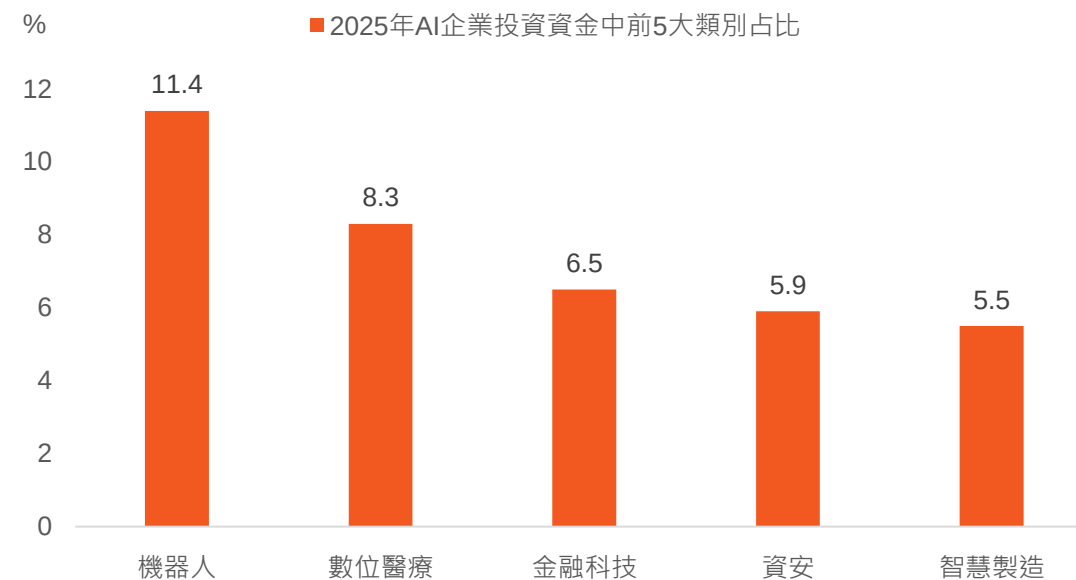
AI機器人為物理AI發展的重要商業化應用方式

- ▶ 物理AI (Physical AI)指的是人工智慧從僅存在於數位環境的系統，轉向能在現實世界中感知、推理並行動的機器 – 例如人形機器人、自駕車與無人機。這一演進標誌著人工智慧商業化的一個重大階段，將智能從軟體與數位輸出(如聊天機器人與內容生成)推進到能適應周遭環境並帶來實際生產力提升的機器。
- ▶ 根據美國銀行研究指出，AI機器人投資金額於2025年創下近年新高，總額高達407億美元。此外，就比例而言，高達11.4%的AI企業資金投入機器人硬體與軟體領域，超越 2023年居首的數位醫療領域，並有望在整體 AI企業投資活動持續擴張下持續維持其較高比重。

近年AI機器人投資資金接近翻倍



機器人為AI企業投資比重最高類別



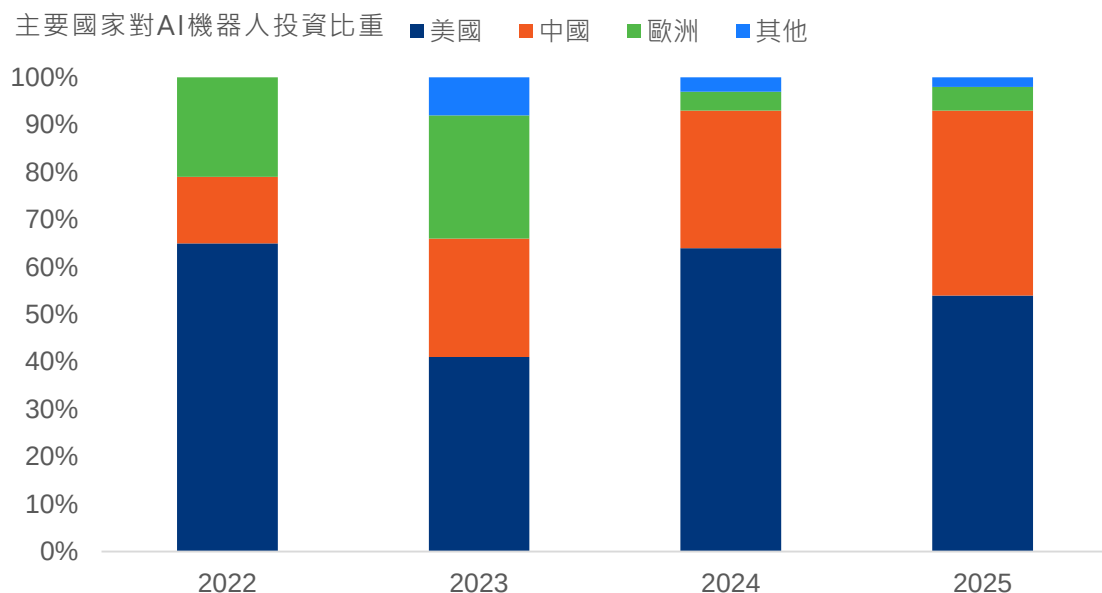
資料來源：BoA，凱基證券整理



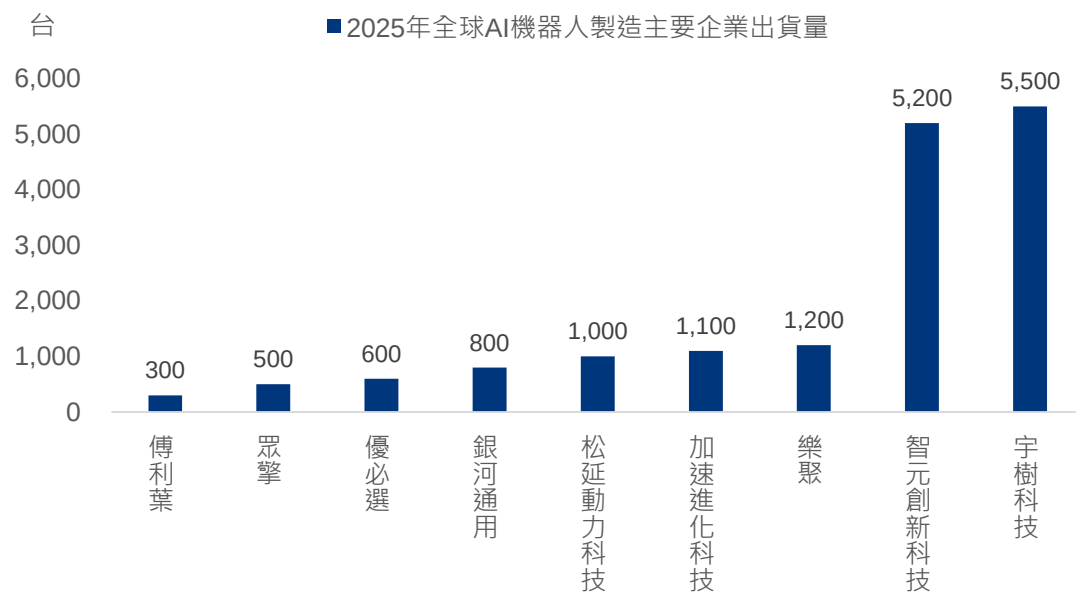
美中兩國為AI機器人投資主力，出貨量則以中國為主導

- ▶ 2025年全球私人企業在AI人形機器人領域的投資中，美國與中國仍是最大貢獻者，分別占54%與39%的投資份額。在美國，投資主要由Figure AI推動，其投資規模占美國總投資的一半以上。在中國，投資則較為分散，包括銀河通用、聚械智能、樂聚與傅利葉等企業為主要投資企業。
- ▶ 根據 IDC、Omdia及企業數據估算，2025全球人形機器人出貨量接近20,000台(市場先前預測：15,000台)，較2024年的約2,200台之水準大幅成長。因外國企業更多將機器人投入於內部訓練，且對外披露的出貨數據有限，故數據顯示當前為中國企業主導全球AI機器人出貨數量。就應用方向區分，前五大供應商的出貨中，近 8成用於商業(36%)、研究機構(29%)、數據收集中心(14%)等應用。

美中兩國為AI機器人投資主力



當前AI機器人出貨主力為中國企業

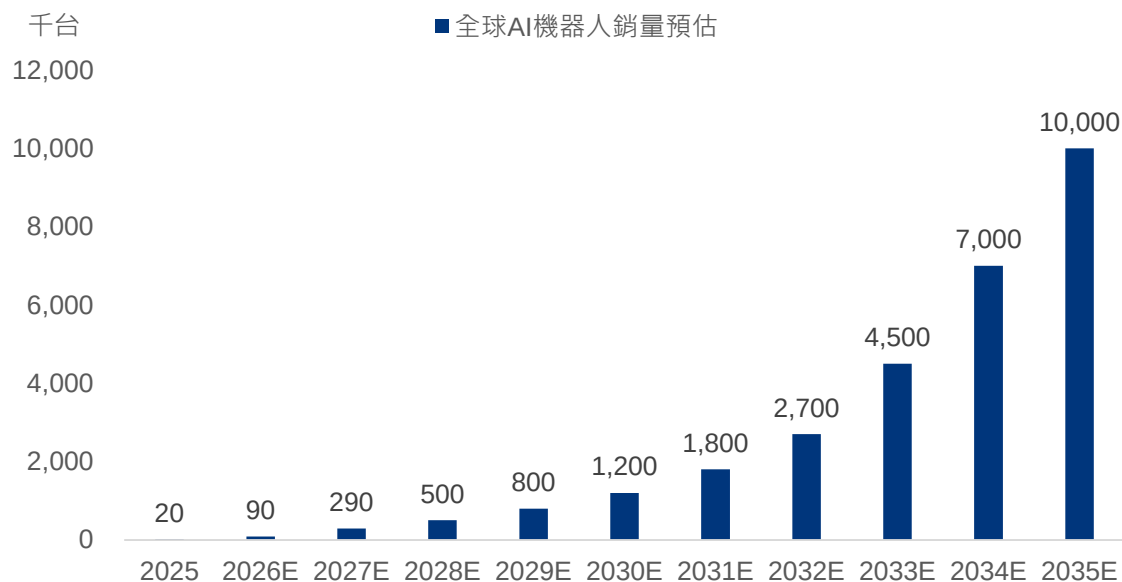




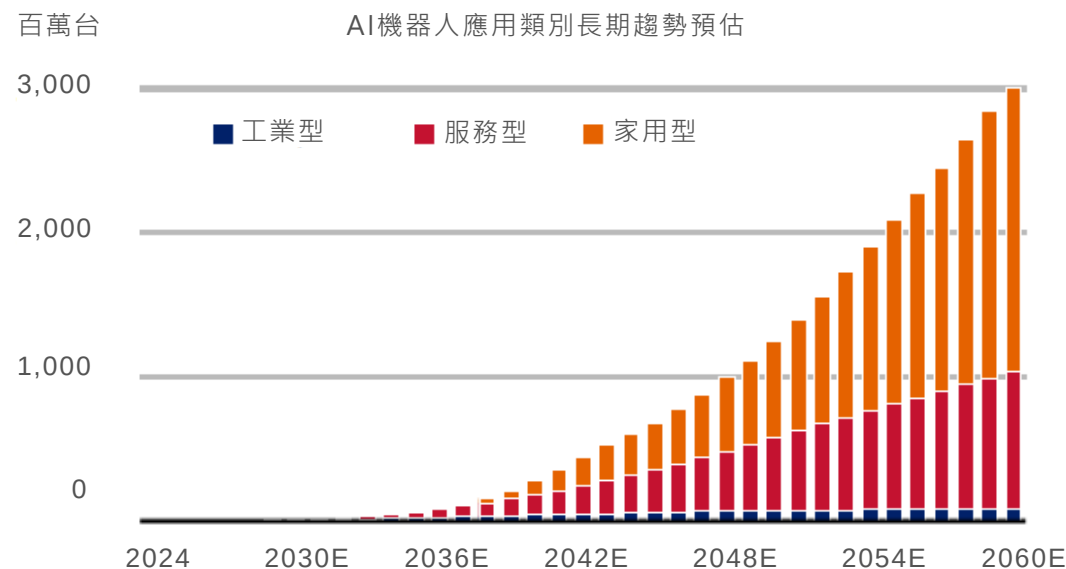
技術突破與規模經濟有望降低製造成本，推動滲透度

- ▶ 當前人形機器人製造成本雖仍偏高，然隨產品規格的標準化將顯著降低成本，加上規模經濟效應，代表後續還有進一步下降的可能。
- ▶ 美國銀行預測，AI人形機器人的年度出貨量將從2025年的20,000台激增至2035年的1,000萬台，代表將產生86%的年均複合成長率(CAGR)。僅在2026年，預估銷售量就可能高達90,000台，因領先企業正加速擴充產能並推動大規模部署。
- ▶ 至2040年，全球AI機器人需求有可能來到3億台，並在 2060年突破30億台 – 人均數量甚至超越汽車。分析師認為，工業與服務應用可能會率先普及，但到2060年，家人形機器人預計將占最大份額(62%，約 20億台)。

至2035年，全球AI機器人有望突破1,000萬台



AI機器人將以服務型與家用型為主



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	- 美國政府預算赤字與利息支出加劇償債壓力，大型企業債信保持穩定，考量美國政府債務風險短期難消，宜可逢利率走升時期，布局企業所發行的投資級債鎖住好配息。 - 全球政府持續發債，央行續增黃金儲備，建構金價長線支撐，後續關注實質利率下滑為金價上漲重要因子。
 加密貨幣	《數位資產法案(Clarity Act)》最快7月底參議院將進行表決，民主黨支持率為最大變數。其中「政府官員加密資產利益衝突」問題，新增了道德規範條款，限制總統、副總統、國會議員等公務員在任期內利用數位資產牟利。但此道德規範附帶了「日落條款」，相關限制將於2029年1月20日後失效。若參議院能在8月7日國會休會前完成表決，下一步將送交眾議院審議，有利加密貨幣表現。
 量子運算	亞馬遜與QuEra於6月下旬聯合宣布，計劃於2028年推出代號Libra量子硬體系統，目標是在數百個邏輯量子位元上執行逾1百萬次量子運算，較業界普遍預估的商用時間表提前至少2至3年，儘管目前仍有部分障礙有待突破，但在美國政府大力支持量子運算下，未來由實驗室走向商用化的時間點可望提前。
 去全球化	川普於2025年4月援引「國際緊急經濟權力法」(IEEPA)對全球加徵對等關稅，儘管美國聯邦最高法院今年2月裁定其違法，川普仍透過其他法源，使各國壓力仍在。中央銀行分析，各國輸美平均有效關稅稅率明顯上升，但全球出口維持高成長，顯見貿易情勢並非去全球化，而是「重塑全球化」；相較於加徵對等關稅前，目前全球出口維持高成長，2025年全年的全球出口年增率為6.8%，均高於2024年的1.6%。
 核能重啟	2026年7月，美日韓三國分別由美國國務卿馬可·盧比奧、日本外相茂木敏充和韓國外長趙顯簽署合作備忘錄，結合三國核能優勢、融資與技術支援，推動印太地區第三國部署小型模組化反應爐(SMR)。 - 此外，由Deployable Energy公司設計的Unity微型反應堆在7月4日達到臨界反應，使美國能源部去年「反應器試點計劃」設定的3座初期目標如期完成，使核能發展解決方案向可靠、有韌性且可部署又邁進了一步。
 AI機器人	- 輝達(Nvidia)近日推出一款專為機器人設計的生成式AI模型「Cosmos 3 Edge」。這款模型被視為輝達在實體 AI領域的重要布局，有望引領機器人產業邁向新一波革新。 - 輝達並宣布與日本機器人企業合作，攜手推動機器人與人工智慧技術發展。目標是發展「實體AI(Physical AI)」技術，讓AI不只存在於雲端或資料中心，而能實際控制機器人、工廠設備及各類自動化系統。

資料來源：凱基證券整理

附件

- 投資原則
- 資產類別建議
- 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

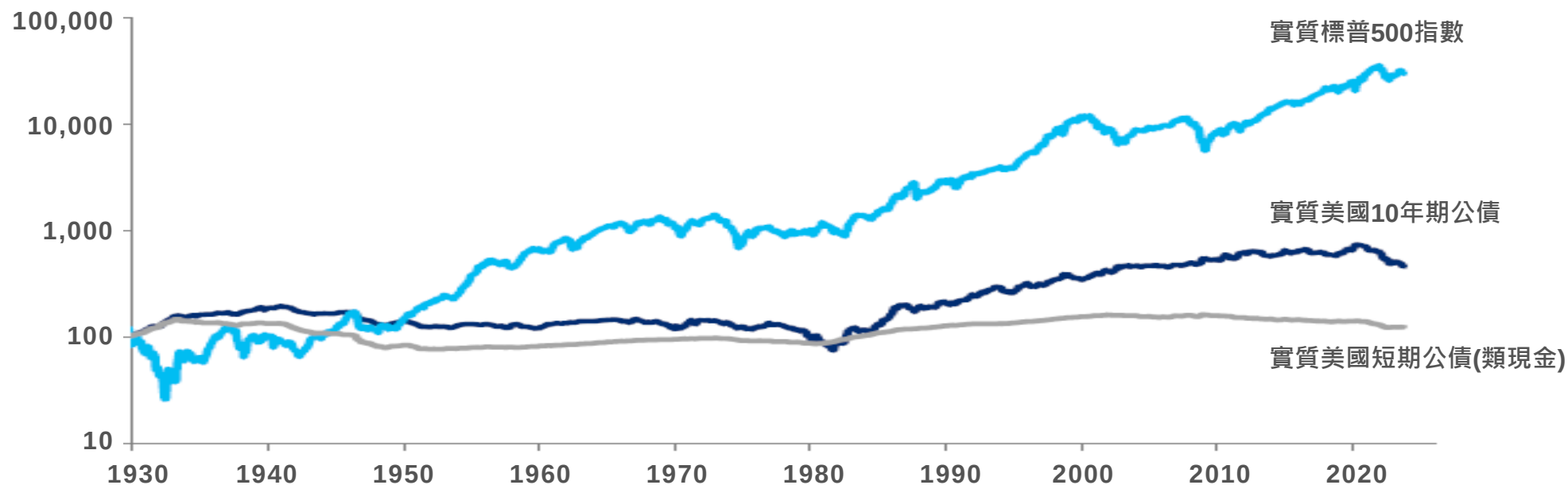
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026年至今	年化*
中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	歐洲股市 36.3%	大宗商品 31.5%	美國股市 15.2%
新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	新興市場股市 34.3%	REITs 15.8%	歐洲股市 10.7%
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%	日本股市 14.8%	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%	新興市場股市 12.8%	基礎建設 9.6%
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 10.4%	日本股市 9.5%
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 10.2%	新興市場股市 9.4%
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 9.3%	REITs 6.0%
新興市場債券 9.3%	基礎建設 -9.5%	新興市場債券 14.40%	歐洲股市 5.9%	現金 0.0%	日本股市 -16.6%	新興市場股市 10.1%	新興市場債券 6.4%	非投資級債券 12.1%	現金 2.1%	非投資級債券 5.0%
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 1.8%	中國股市 5.0%
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 1.3%	新興市場債券 3.6%
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 -0.5%	投資級債券 2.9%
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 -1.2%	現金 2.5%
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 -7.7%	已開發國家公債 0.1%

*年化資料統計期間：2017年1月1日至2026年7月30日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理、2026年7月30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

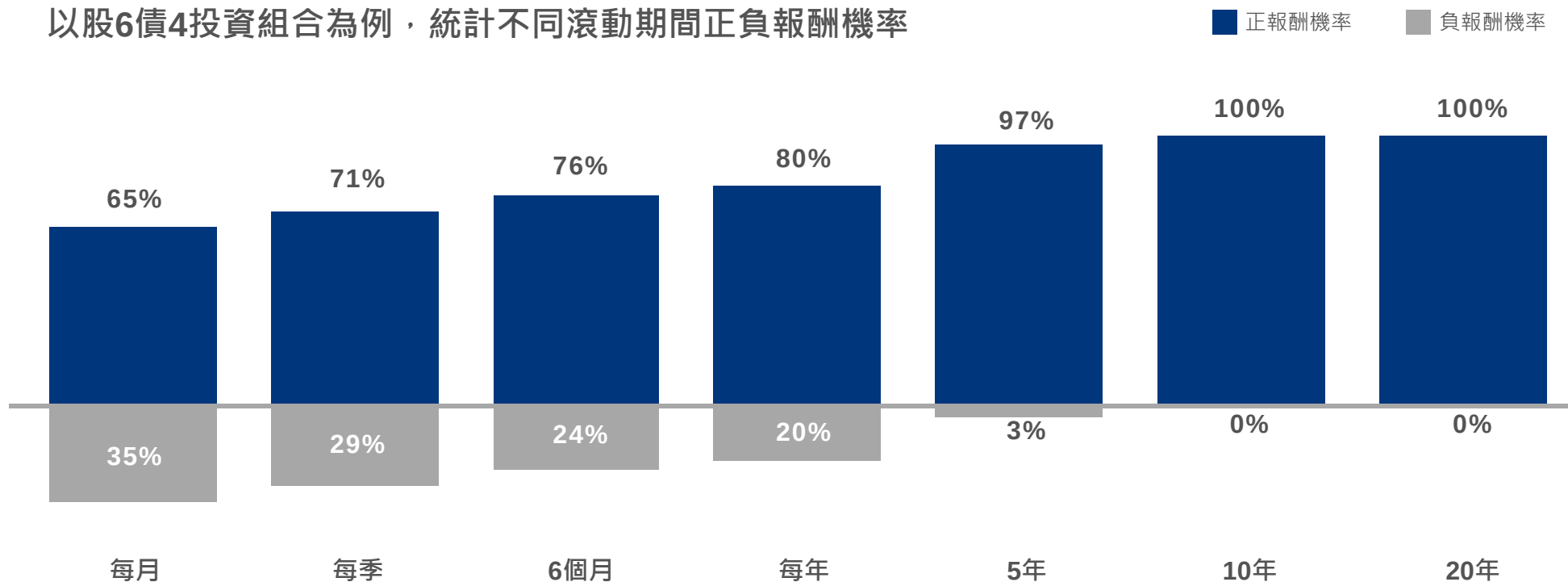


資料來源：Citi bank (左圖)，資產規模，以1929年1月=100為基準，資料截至2023年11月30日

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

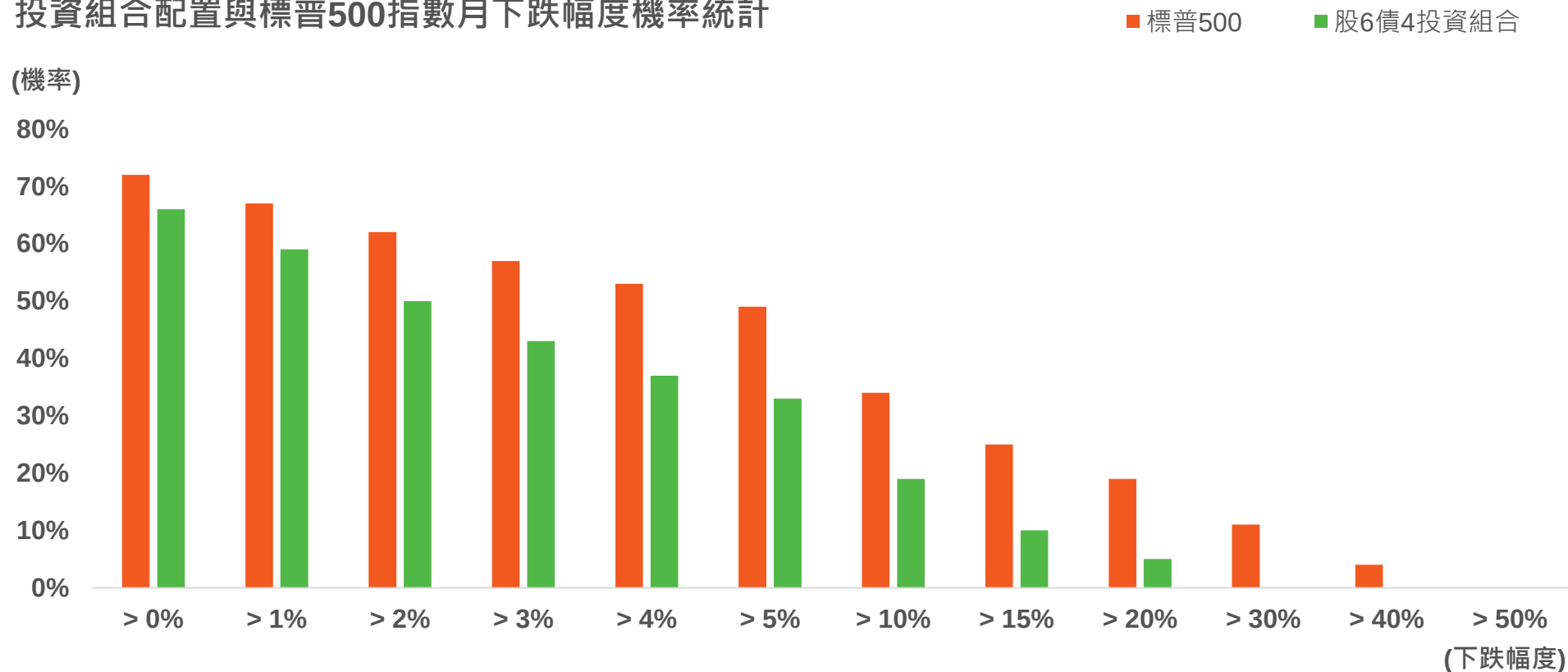


資料來源：UBS，股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中天期公債為代表，統計自1926年至2024年8月

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



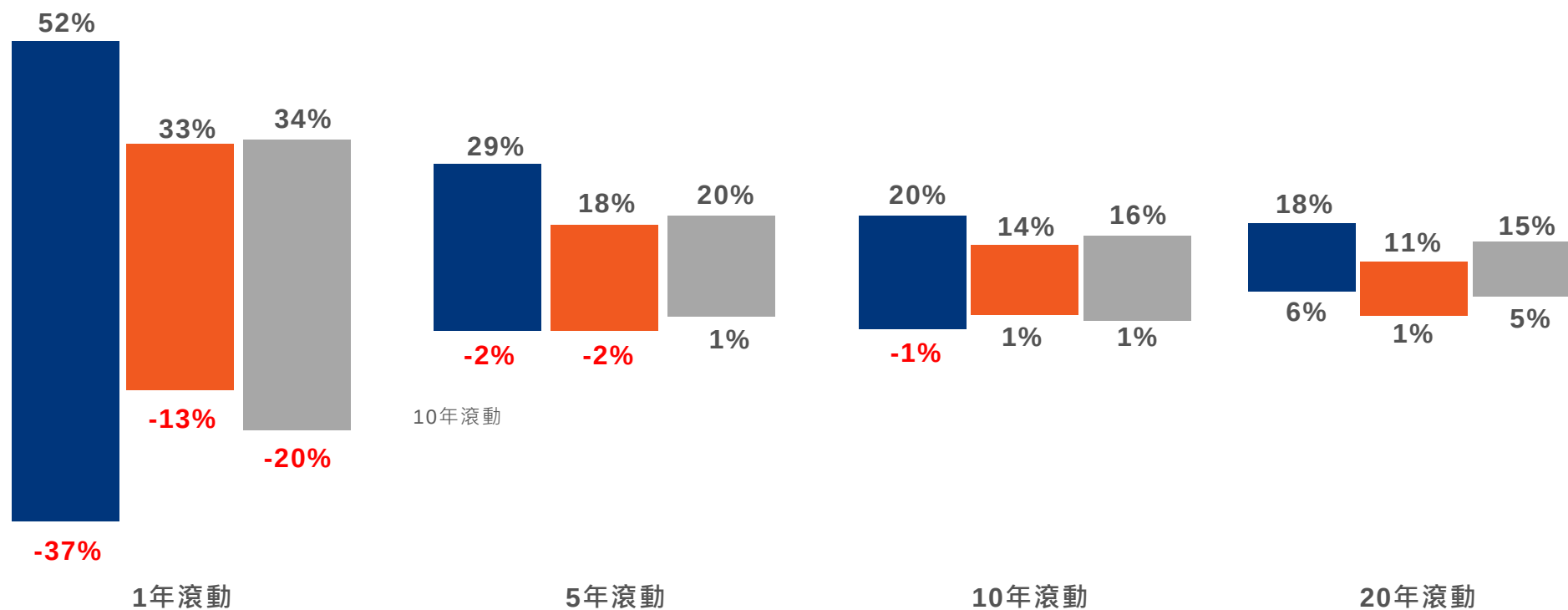
資料來源：UBS，股權指數與債券指數分別以US large caps以及美國中天期公債為代表，統計自1945年至2024年7月，> 0%代表月跌幅介於0~1%，> 1%代表月跌幅介於1~2%，依此類推

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

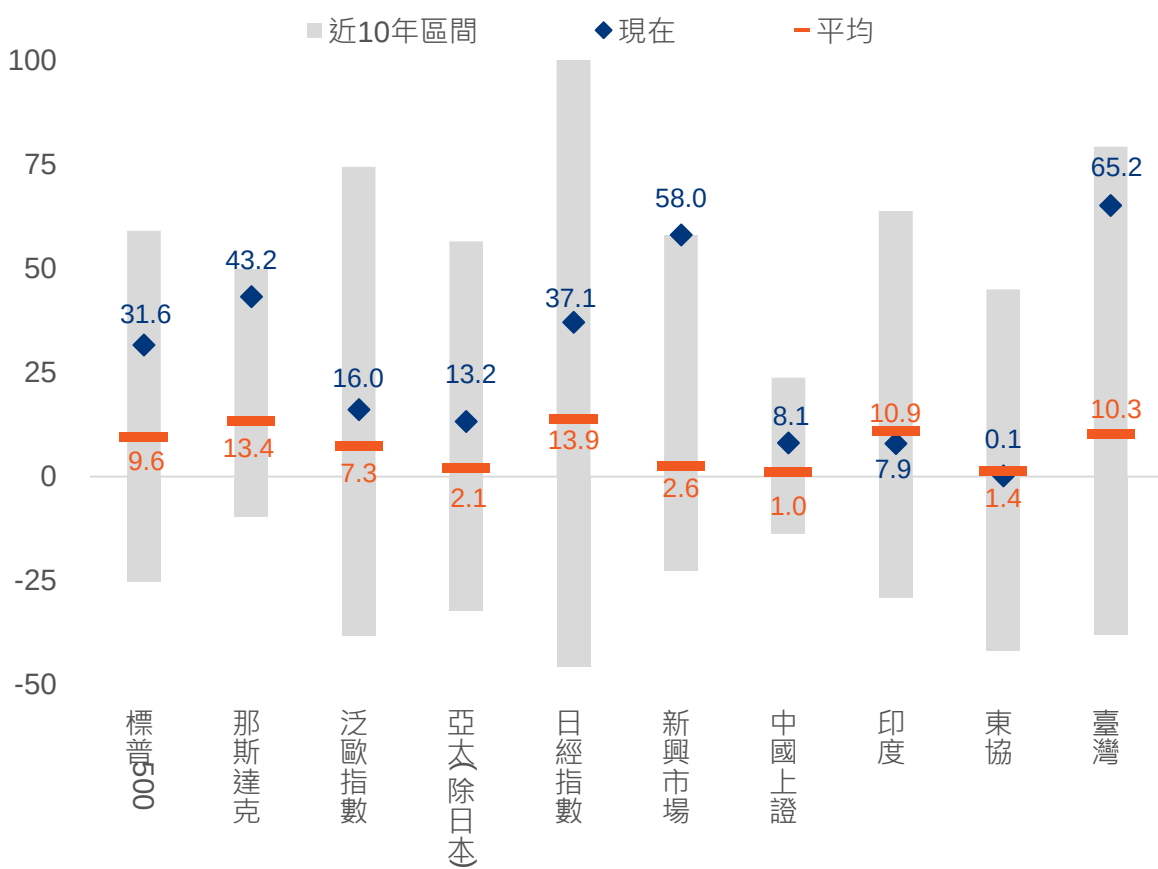


資料來源：Morgan Stanley Investment Management。股權指數以U.S. Market Total Return index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

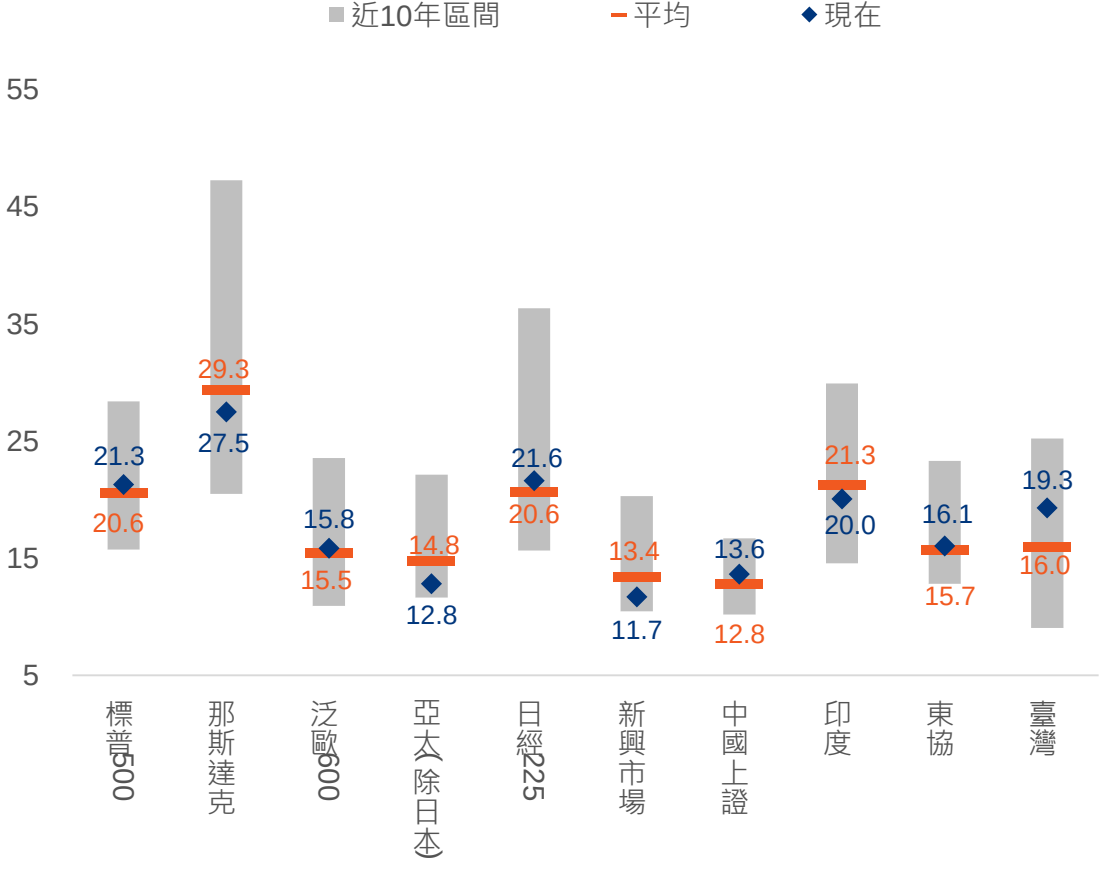
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 預估獲利以臺灣股市最佳，另包括那斯達克、新興市場及日股增速最佳；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(%)



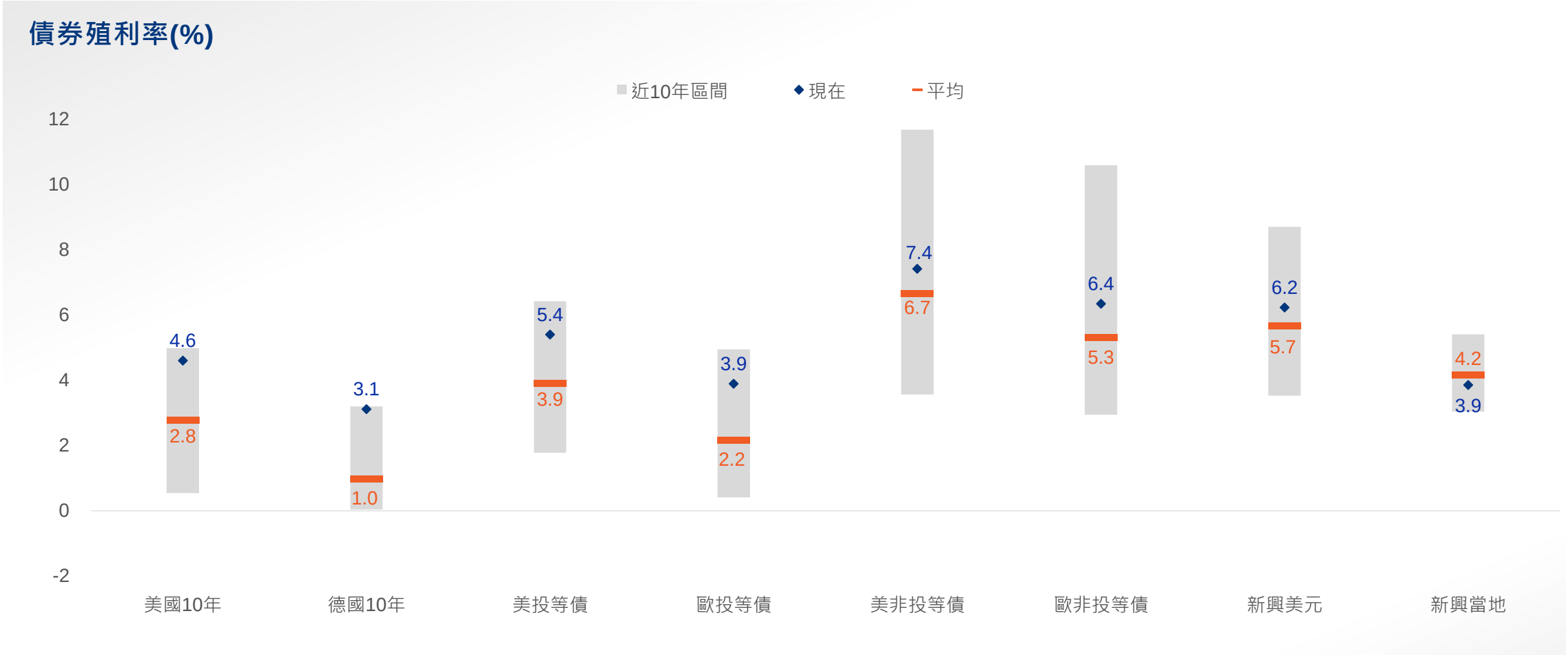
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年7月29日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 油價回漲、通膨預期推升美國10年期公債殖利率向上，美國投等債、歐洲投等債利率皆來到歷史區間上緣，可逢利率偏高鎖利領息。

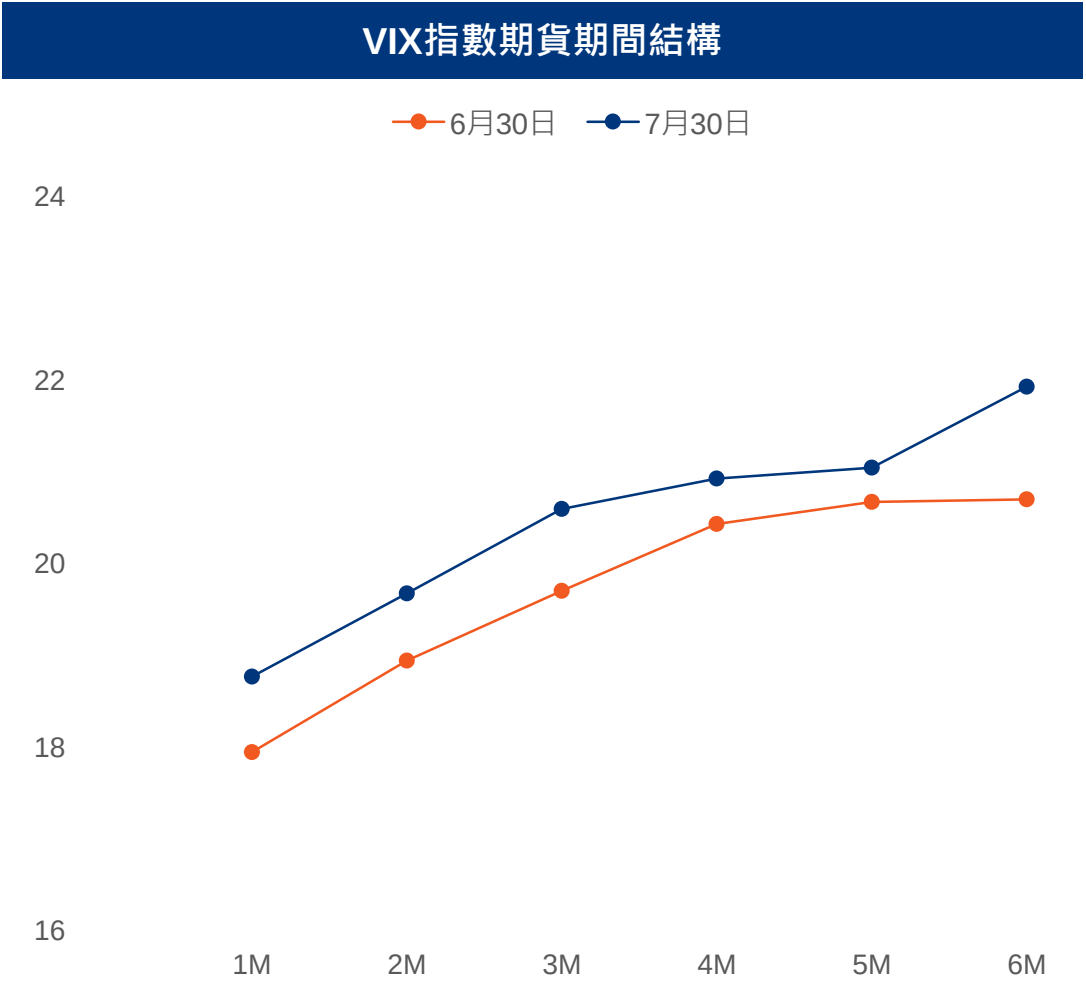


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年7月29日

跨資產市場波動率

▶ 全球主要股市漲跌互見，美歐震盪，亞股回檔，恒生指數反彈；美國10年期公債殖利率彈升，黃金回檔，油價反彈但波動率大幅走升

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	17.09	0.64	18.64
道瓊波動率指數(VXD)	14.38	0.04	17.37
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	18.21	1.62	20.17
香港恒生波動率指數(VHSI)	21.53	-3.25	22.10
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	33.12	-3.61	27.91
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)	12.79	2.05	12.53
黃金ETF波動率指數(GVZ)	24.48	-2.72	27.95
石油ETF波動率指數(OVX)	63.44	20.27	56.35
歐元兌美元1年到期選擇權波動率(註)	5.97	-0.18	6.57



資料來源：Bloomberg · 2026年7月30日 註：該波動率為衡量1年後到期之歐元兌美元價平選擇權預期波動率

重要經濟數據 / 事件

AUG 2026

— 央行利率決議

3 Monday - 美國7月標普全球製造業PMI終值 - 美國7月ISM製造業指數 - 日本7月標普全球製造業PMI終值 - 歐元區7月標普全球製造業PMI終值	4 Tuesday - 美國6月JOLTS職缺 - 美國6月耐久財訂單終值	5 Wednesday - 美國7月ADP就業變動 - 美國7月標普全球服務業PMI終值 - 美國7月ISM服務業指數 - 日本7月標普全球服務業PMI終值	6 Thursday 歐元區6月零售銷售	7 Friday - 美國7月非農業就業人口變動 - 美國7月失業率 - 中國7月出口
10 Monday 歐元區8月Sentix投資者信心	11 Tuesday 美國7月成屋銷售	12 Wednesday 美國7月CPI、核心CPI	13 Thursday - 美國7月PPI - 日本7月PPI - 歐元區6月工業生產	14 Friday - 美國7月零售銷售 - 美國8月密大消費者信心指數初值 - 歐元區第二季GDP修正值
17 Monday - 日本第二季GDP初值 - 中國7月零售銷售、工業生產	18 Tuesday - 美國7月新屋開工 - 美國7月工業生產	19 Wednesday - 日本6月核心機器訂單 - 歐元區7月CPI、核心CPI終值	20 Thursday - 美國7月FOMC會議紀錄 - 臺灣7月出口訂單	21 Friday - 美國8月標普全球製造業PMI初值 - 美國8月標普全球服務業PMI初值 - 日本8月標普全球製造業PMI初值 - 歐元區8月標普全球製造業PMI初值
24 Monday	25 Tuesday 美國8月經濟諮詢委員會消費者信心	26 Wednesday	27 Thursday - Jackson Hole全球央行年會 (08/27~08/29) - Nvidia財報	28 Friday - 美國8月密大消費者信心指數終值 - 日本7月失業率
31 Monday - 日本7月零售銷售 - 中國8月製造業PMI、非製造業PMI				

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。