



凱基證券

2026年
9月

環球投資觀點
Key Investing Perspectives

變數環伺，強化配置
Amid Uncertainty, Strengthen Allocation



摘要

近期就業與通膨數據使美國9月升息預期下滑，但升息空間仍存，端看後續通膨走勢。美伊情勢仍陷僵局，市場對於荷姆茲海峽短期內恢復正常通行的期待不高令油價高檔震盪，在去年低基期的背景下，恐逐步對通膨帶來支撐。

第二季科技股財報雖依舊亮眼，但市場焦點已從企業獲利上修轉向關注自由現金流量放緩的現象。持續加碼的資本支出帶來的成本效益與變現性受到檢視。向外尋找融資來源推升資金成本與市場殖利率亦藉由評價面對股價帶來壓力，令科技股的反彈短期面臨休整。另一方面，長天期公債殖利率走高推升利率風險，然高評等企業債信體質相對較佳，近期升評數量

亦高於降評數量，顯示違約風險有限。建議可優先布局中天期BBB+級以上投資級債，以兼顧收益與風險。歐元受9月升息預期帶動，短期有望維持偏強。日圓雖在美日聯合干預下一度走升，但結構性問題令其回吐部分升幅。美元在聯準會升息預期遞延下，短期料趨於盤整。

在升息預期遞延、美伊僵局待解，復以AI企業現金流下滑隱憂等因素下，債券殖利率料高檔震盪，並限縮股市評價擴張，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，降低短期波動影響並布局具潛力的資產。



1

投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸
- 市場展望

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

附件

- 投資原則
- 資產評價與波動率
- 重要經濟數據/事件

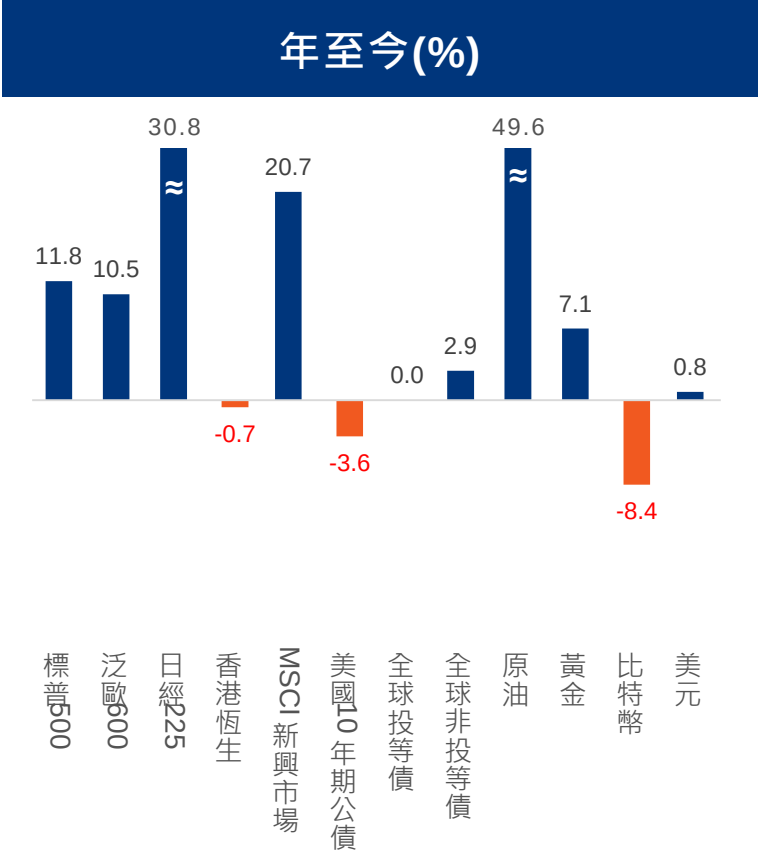
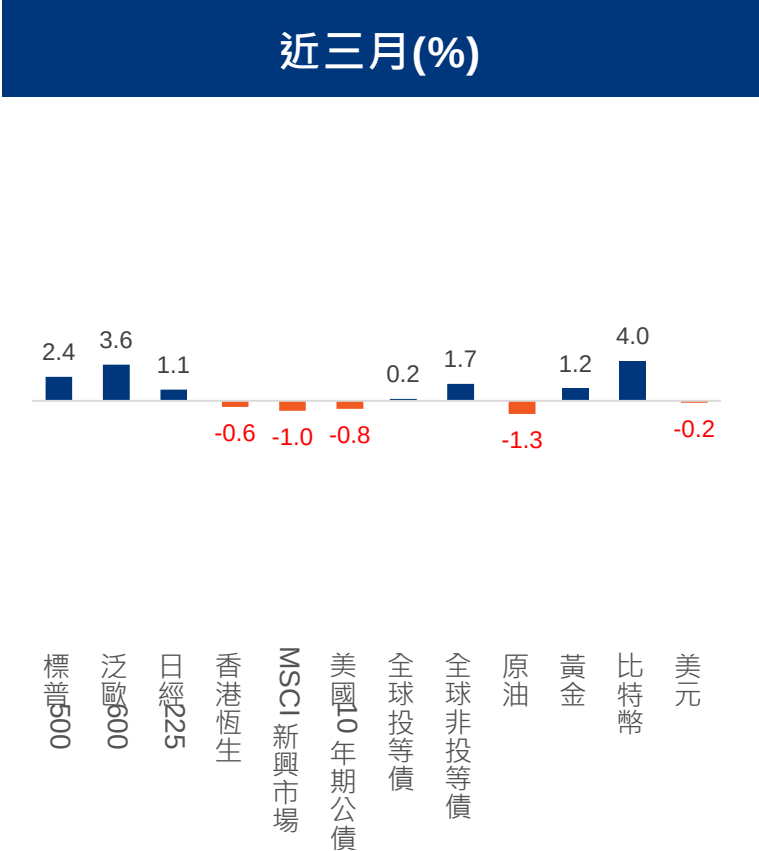
1

投資策略

- 市場回顧
- 投資主軸
- 市場展望

近月表現：公債殖利率高檔震盪，股市反彈但動能受限

▶ 儘管第二季財報獲利成長亮眼，推動主要股市自7月低點反彈，但指數上漲之持續性與幅度皆明顯受到限制，反映市場對於債券殖利率攀高走勢出現戒心。美國長期公債殖利率一度站上多年高位，歐洲與日本公債利率亦隨之攀高，債市義勇軍走向逐步吸引關注，貝森特緊急推出之政策能否阻止利率走高仍待觀察。外匯市場方面，反映美日干預日圓，加上美國9月升息預期放緩，美元表現短線轉趨回落，走勢趨於盤整。

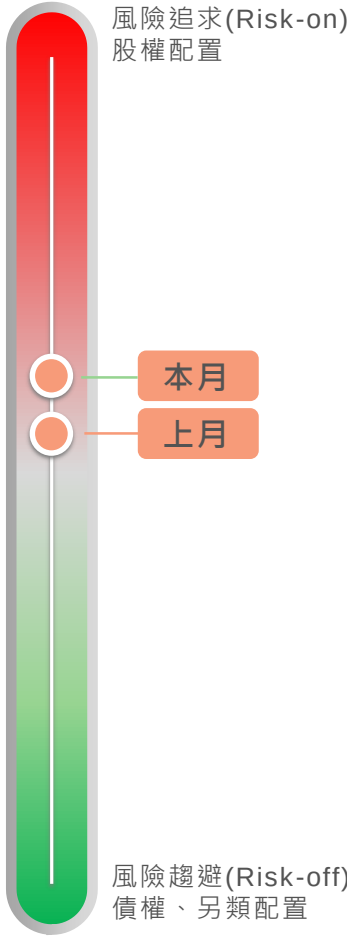


資料來源：Bloomberg · 2026年8月25日

關注殖利率走勢及美伊談判動向，市場短期仍偏震盪



市場觀察指標



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27.3%，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。	美股估值略升，高於10年均值水準 - 標普500未來12個月預期本益比為21.1倍，指數自上月低點反彈使本益比略升，並高於近10年均值。 - 日股預估本益比21.9倍，高於10年平均本益比，然企業獲利及政策有助支撐表現。	聚焦美伊局勢、殖利率攀升動向 - 美國與伊朗60天停火協議到期，當前未有再度達成協議跡象，荷姆茲海峽亦未恢復正常通行。 - 美國財政部宣布調高長天期公債回購規模，購債金額從20億增至40億美元，以因應長債殖利率攀升走勢。
總經因素	利率政策	信用利差
非農意外放緩，關注CPI後續走勢 7月非農數據意外減少，5-6月數據亦有下修，顯示當前勞動市場動能放緩。 - 受油價回落帶動，7月CPI呈現放緩，核心CPI亦有回落，然隨8月油價再度回升，需留意後續CPI走勢變化。	9月聯準會升息預期遞延 7月非農與CPI數據公布後，9月升息預期機率下降，升息時間點將遞延至10月或12月，端看通膨後續走向。 - 市場預期9月歐洲央行有望升息，日本央行9月會議升息機率亦有所升溫。	企業債信穩定，利差小幅整理 - 企業基本面仍佳且債信穩定，利差因此小幅整理。 - 新興市場信用品質穩健，但隨油價短期仍維持相對高位，後續恐帶給EM央行升息壓力。

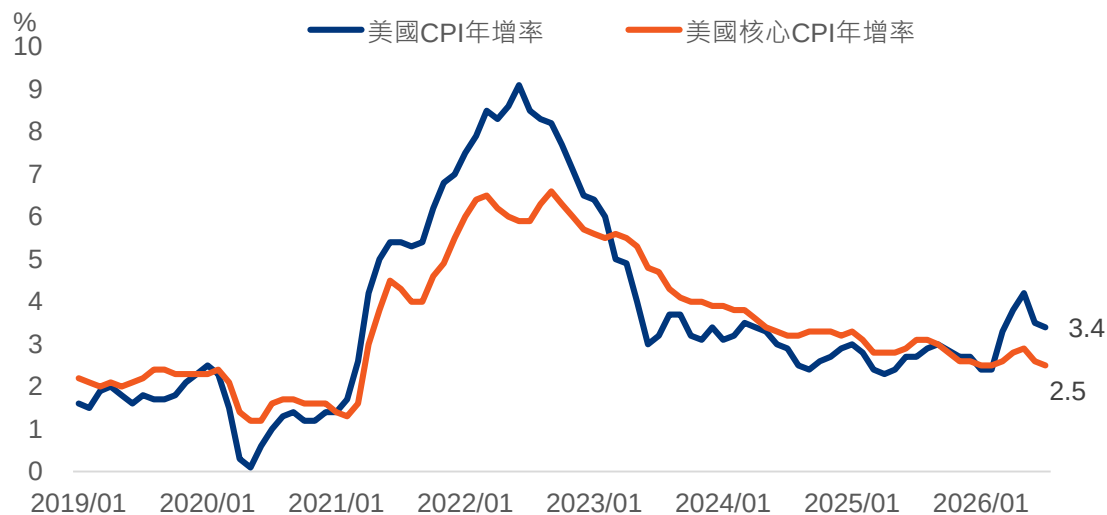
資料來源：凱基證券整理

美國通膨後續再起可能性，年底前聯準會升息壓力仍存

美國7月物價數據放緩

- ▶ 美國7月整體CPI年增率由前值3.5%降至3.4%，核心CPI年增率放緩至2.5%，顯示通膨壓力呈現溫和放緩趨勢，並未出現原先市場擔心的重新加速現象。
- ▶ 7月通膨降溫主要歸因於能源指數月減1.5%，以及食品價格月增率放緩至0.1%，然醫療、通訊及教育等服務價格表現偏強，顯示服務業領域仍具有一定的價格黏性與韌性，核心通膨動向亦為後續觀察重點之一。

美國CPI

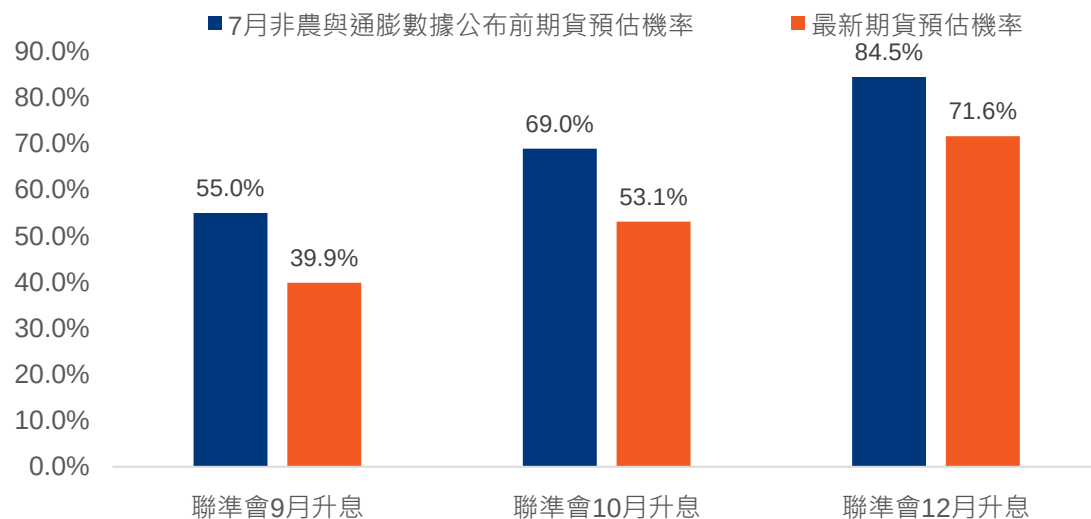


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

聯準會9月升息預期遞延

- ▶ 7月就業數據意外放緩，復以物價數據符合市場預期，有效解除了投資人對聯準會於9月會議立即升息的急迫擔憂。
- ▶ 觀察期貨預估之機率顯示，市場雖對未來3次聯準會會議之升息預期皆有所下修，但對於年底升息1碼之機會仍具備明顯信心，若後續通膨再起，不排除升息時間點有提前至10月的可能性。

聯準會升息預期

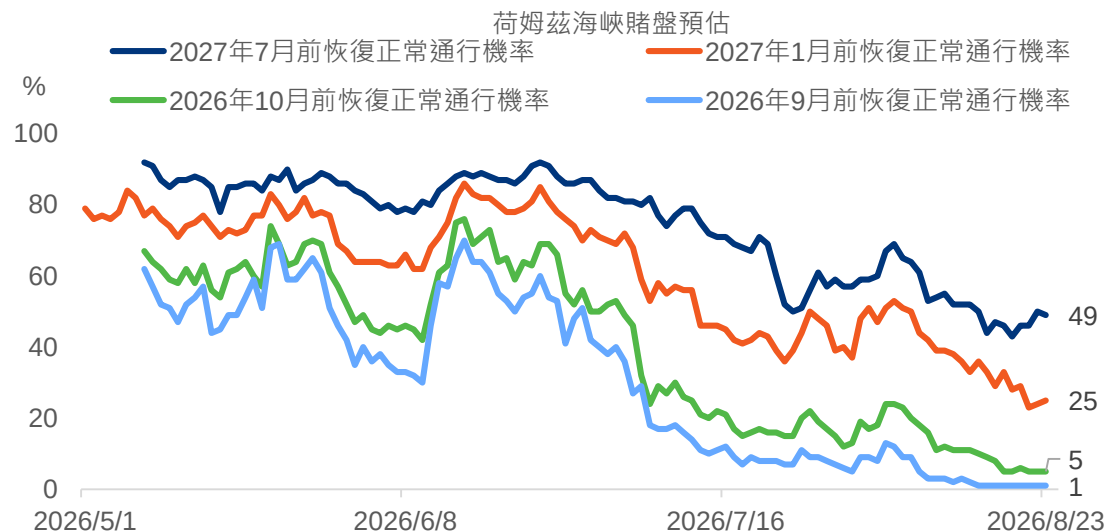


美伊和談陷僵局，油價維持當前水準震盪恐對物價提供支撐

荷姆茲海峽短期仍將受阻

- ▶ 期中選舉、美軍彈藥庫存等因素已然成為川普不願對伊朗再度發動大規模攻擊的主要考量，擴大對伊朗經濟制裁的效果亦需要時間觀察。此外，雙方就先前的達成的停火協議內容選擇各自解讀，顯示互不信任的程度很高，加上對於荷姆茲海峽的通行安排仍有顯著差異，令當前兩國的談判陷入僵局。
- ▶ 賭盤顯示，最新預估2027年1月前荷姆茲海峽恢復正常通行的機率自6月簽署停火備忘錄的高點86%下降至僅剩25%，油價恐持續高檔震盪。

賭盤預估荷姆茲海峽恢復通行機率



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

油價維持當前水準恐支撐物價

- ▶ 美伊開戰後，國際油價一度漲破每桶100美元水準，隨後在雙方釋出談判意願並簽署停火備忘錄下，一度跌至每桶70美元附近，然隨雙方再度互轟，談判陷入僵局，油價便再度呈現反彈，並維持高檔震盪。
- ▶ 觀察去年同期之油價走勢，2025年底前呈現緩步下滑，代表在基期走低的背景下，若油價維持當前水準，年增率將受到推升，對物價恐帶來支撐效果。

油價若維持當前水準，年增率將面臨攀升壓力

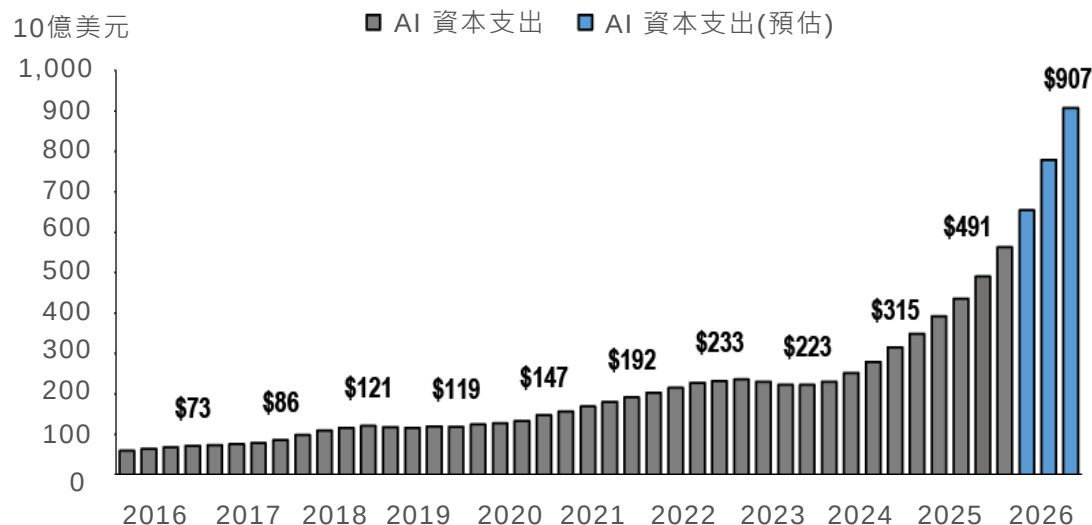


市場將持續檢視AI相關類股自由現金流動向

2Q26財報顯示AI資本支出持續上修

- ▶ 2026年第2季財報數據顯示，4大CSP之AI相關資本支出持續增加，並同步提高未來2年的財務指引。目前市場普遍預期，今年底AI相關資本支出將達到約9,070億美元，2027年底更有望超過1.2兆美元。
- ▶ AI算力需求迅速攀升，相關基礎設施需求遠超供給。過去數季，大型CSP企業幾乎每季皆調高資本支出預期，反映產業持續進行「AI軍備競賽」以確保未來競爭優勢。

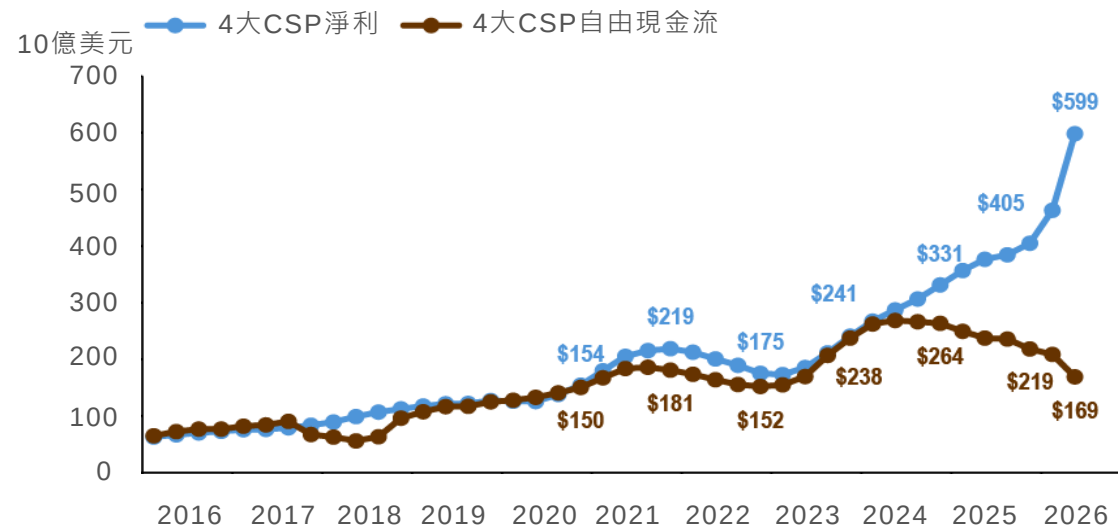
4大CSP之AI資本支出快速擴增



獲利持續上修，但市場更關注現金流

- ▶ 隨著資本支出繼續創高，整個產業的自由現金流卻面臨更大壓力。自2022年底AI資本支出週期啟動以來，獲利與現金流的分歧便日趨明顯，截至2Q26，4大CSP過去12個月的淨利為5,990億美元，而自由現金流僅剩1,690億美元。
- ▶ 若資本支出能加速轉化為營收、獲利與現金流，代表AI的真實需求是能有效轉化為企業變現能力，屆時獲利與現金流的分歧便有望收斂，預期市場將逐季檢視並透過評價面反映後續展望。

4大CSP淨利與自由現金流呈現分歧



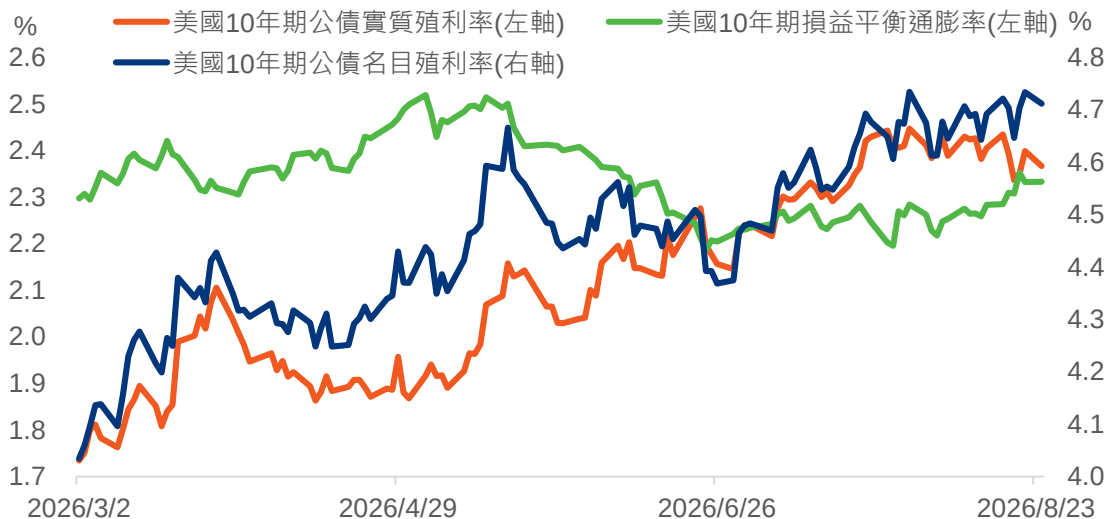
資料來源：JP Morgan，凱基證券整理，註：4大CSP包括Google、Amazon、Microsoft、Meta

美債殖利率持續攀高，短期將限縮成長股本益比擴張能力

關注美國公債殖利率走勢變化

- ▶ 儘管最新CPI數據有所回落，近期美國公債殖利率逐步攀升趨勢仍引發市場擔憂，10年期公債殖利率一度站上4.7%，30年期更一度突破5.2%水準。
- ▶ 若將殖利率拆解成通膨預期與實質利率兩大因子進行分析，在通膨預期走勢相對穩定的背景下，近期殖利率走升主要為實質利率的墊高，除反映資金對於政府債務膨脹的擔憂之外，AI企業自由現金流量下滑提高發債需求所帶來的大量債券供給亦為推動市場資金成本關鍵因素。

公債利率攀升

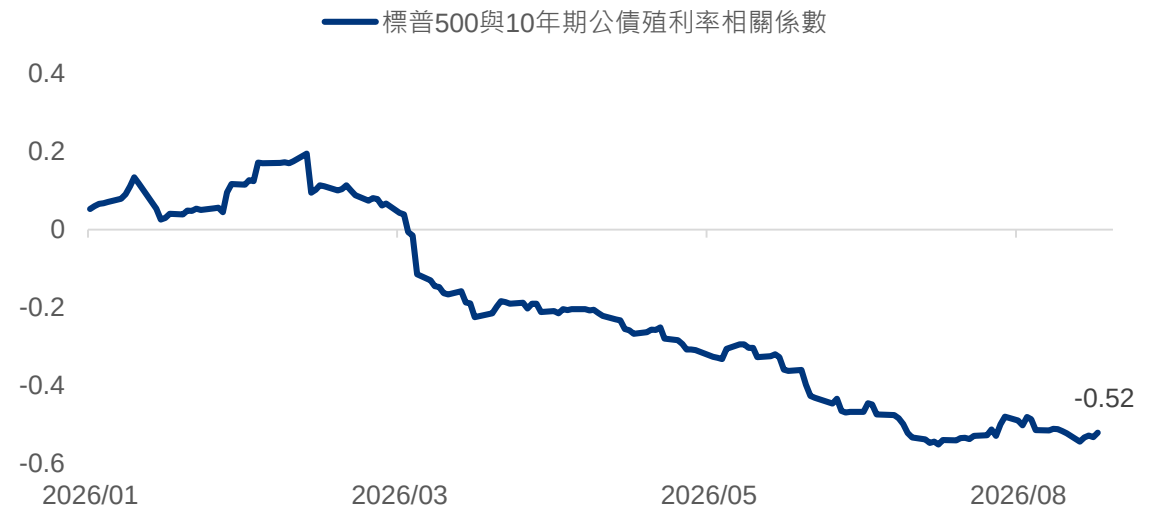


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

利率攀高制約股市本益比

- ▶ 隨著美股與美債殖利率呈現負相關，市場對於殖利率的關注度持續升溫，並對股市動能帶來壓力。
- ▶ 以科技股為首的成長股對於利率敏感度相對較高，加上近期成長股本益比自高點拉回後已呈現一定程度反彈，若後續殖利率維持偏高水準，短期恐限縮本益比擴張動能。

股債相關係數呈現負相關



因應市場三大變數，藉由LEAD策略掌握市場先機

升息時間 Rate hike timing

聯準會升息預期雖有遞延，但並未消失，端看後續通膨走向，年底前仍有1碼升息空間

和談進展 Peace talk development

美伊和平談判陷入僵局，若荷姆茲海峽受阻時間持續遞延恐使油價維持高檔，並對後續物價帶來支撐

關注現金流 Scrutinizing cash flow

大型CSP企業幾乎每季皆調高資本支出支出預期，然市場將逐季檢視自由現金流量變化並透過評價面反映後續展望



Liquidity Shift 資金挪移，留意貨幣趨勢

- 美元區間震盪為主
- 9月會議升息預期帶動日圓、歐元偏升



Earnings Focused 聚焦獲利，把握布局機會

- 短期可增加防禦配置以應對市場波動，逢回再行布局AI相關成長題材
- 可分散配置於歐洲金融、日本銀行與半導體



Adding Credit 加碼信用，獲益景氣回溫

- A級至BBB級的高信評企業
- 關注風險調整後正利差之金融、公用事業與通訊產業



Diversified Asset 資產分散，擴大收益來源

- 適度配置另類資產如私募股權基金
- 市場波動下，分散不同區域與資產有助降低單一曝險

2026年9月
環球投資觀點



LEAD投資策略：三大變數支撐殖利率，債券維持鎖利策略，股市拉回仍看好成長股

聯準會9月升息機率雖下滑，年底前仍有望升息。美伊和談不確定性上升，支撐原油價格，關注後續通膨是否復燃。AI企業現金流與獲利呈現分歧，加大發債融資需求，亦增添殖利率攀升壓力。自低檔反彈之股市，在當前殖利率環境下，短期成長股之相對優勢下降，可待拉回再行布局。債市則仍以中短天期投資級債為首選，並嚴控利率風險。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
債券 中性	美國政府債券		-	Fed升息延後添長期通膨擾動、美國財政惡化、AI發債等因素推升期間溢價，預期美10年公債利率短線高位整理
	投資等級債券		-	投等債升評數仍高於降評數，同時升評集中在高信評企業，首選信評A級至BBB級之金融、公用事業與通訊產業
	非投資等級債券		-	低信評降評數持續高於升評數，並以信評CCC級以下降評數相對較高，建議避開相關信評CCC級以下債種
	新興市場債券		-	新興市場整體債信體質仍穩，此外新興債受AI大額發債影響較低，留意未來可能更多新興國家轉向升息
股票 偏多	美國股市		-	利率攀高引發市場疑慮，令股市評價面臨壓力，短期成長股相對優勢下降，可逢回再行布局，維持偏多觀點
	歐洲股市		-	2Q財報雖優於預期，然後續獲利上修動能轉弱，加上通膨令央行保持緊縮，恐限制歐股動能，維持中性觀點
	日本股市		-	獲利成長上修支撐評價，企業回購提供資金面動能，留意日銀升息步伐變化，維持偏多看法不變
	新興亞洲		▼	韓股獲利上修動能放緩，復以政府主動去槓桿，短期利率環境亦將對新亞股市評價帶來擾動，轉向中性看待
美元 中性	美元		-	美國通膨未持續惡化，市場對升息預期略有降溫，9月升息機率降至4成，壓抑美元上漲空間，高位盤整、強度減弱
	日圓		▲	日本經濟改善，加上美日聯合干預阻貶日圓，料日銀年底前將升息，但高市政府財政惡化疑慮未減，日圓止貶微升
黃金/另類資產 中性	黃金		-	美國經濟與就業稍下滑，通膨因油價上漲而僵固，市場預期今年升息時點延後，考量利率偏高下，黃金區間操作
	另類資產		-	股市震盪、波動上升，透過另類資產降低投組內各資產的關聯性，分散投資組合集中度

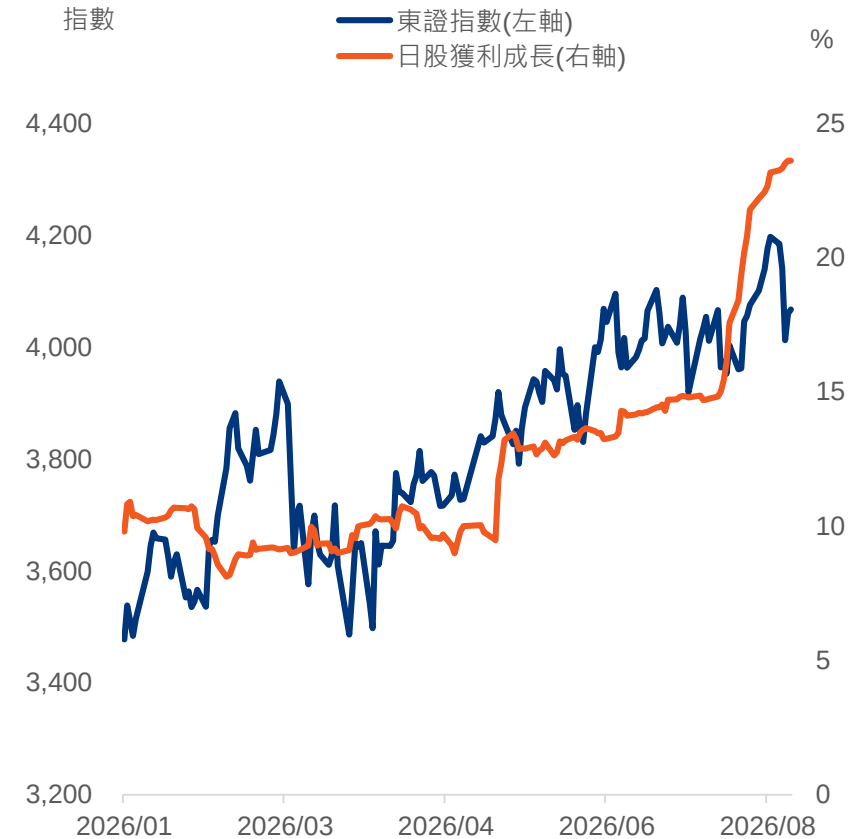
股市展望 – 利率攀升令成長相對優勢下滑；獲利上修助漲日股

- ▶ 近期美股漲勢受限，表現在成長股相對優勢降低。這並非反映獲利基本面出現問題，主要在於市場對評價面產生疑慮。影響評價的因素，主要展現在AI企業自由現金流量下滑，引發投資人對於其投資成本效益與變現能力的關注。此外，巨額資本支出持續上修推升其發債需求與發債成本，並帶動市場殖利率攀升，亦恐透過評價面對股價帶來壓力。建議可透過防禦股配置以應對短期市場波動，中長期逢回仍可布局具成長動能之AI科技題材股。
- ▶ 日股第2季財報表現亮眼，整體獲利優於預期幅度來到16.8%，約有66%的企業獲利優於預估，其中科技與金融產業獲利皆保持強勁成長，令市場對後續獲利動能持續上修，有望支撐日股指數表現。可留意受惠升息循環的銀行產業，逢回亦可適度布局具長期成長趨勢之半導體產業。

短期成長股相對優勢下降



日股企業獲利上修有望帶動指數表現

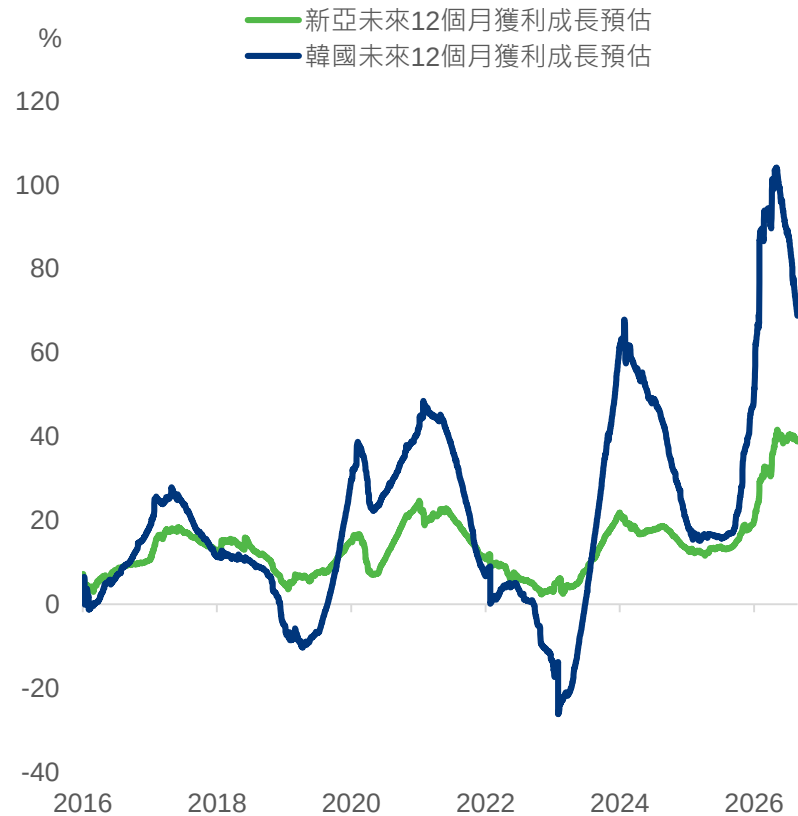


資料來源：Bloomberg，資料截至2026年8月25日

股市展望 – 獲利趨平限縮新亞動能，陸股震盪下關注產業再平衡

- 韓股在經歷去槓桿後，令市場過度樂觀預期有所修正。雖然獲利成長預期仍遠高於整體新亞，然已自3位數之高點轉趨回落，導致新亞獲利動能亦趨於平緩。此外，近期全球市場殖利率多呈現攀升走勢，復以地緣政治變數再度受到關注，亦將帶給股市評價面一定程度考驗，新亞短期表現恐轉趨震盪。
- 陸股方面，中國目前經濟面臨放緩壓力，7月出口和內需數據皆出現回落，加上政治局會議後尚未有大規模財政刺激政策推出，總經和財政層面短期難為陸股提供支撐。同時，中國股市近月資金出現回落，向上動能偏弱，指數料將延續區間震盪走勢，產業表現呈現輪動並轉趨再平衡，低估值產業逐步修復補漲，可關注具政策長期支持之醫藥生物股，而消費類股則需待通膨回升趨勢確立，屆時將受資金青睞。

韓股獲利成長放緩，令新亞獲利動能趨平



中國股市資金流入趨緩，指數上行動能減弱



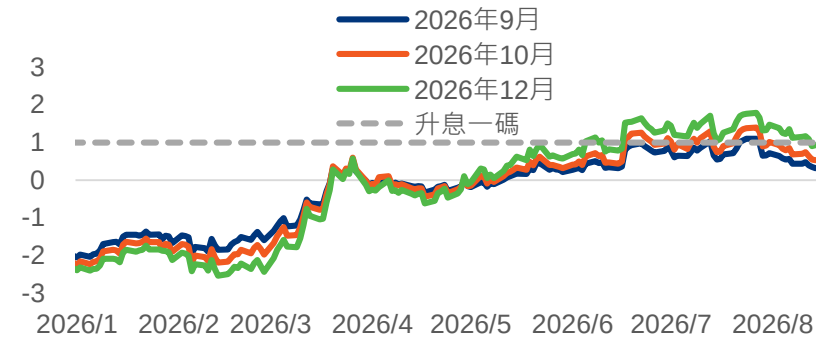
資料來源：Bloomberg，資料截至2026年8月25日

債市展望 – 主要長期公債利率創高，鎖利展望正向企業債

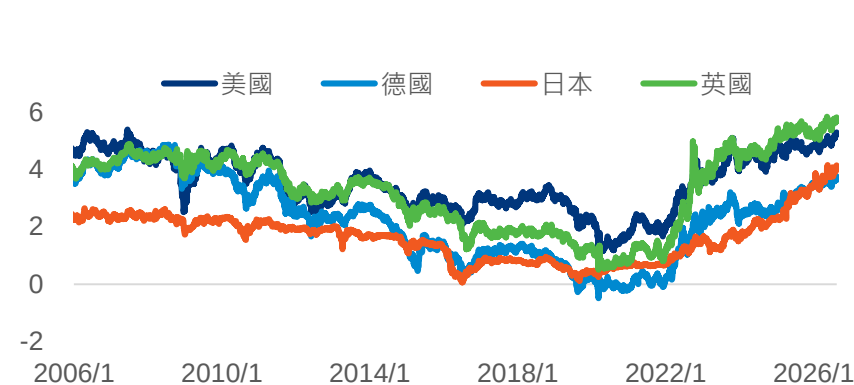
- 美伊衝突不確定性持續，油價走升推動聯準會升息預期仍在，美國財政赤字續升，大型科技企業陸續發債，然7月AI科技企業相關發債規模達350億美元，較6月540億美元有所減少，顯現7月美國整體企業發債量稍降，然AI科技企業大額發債與美國公債供給形成排擠效應，造成近期主要國家公債殖利率來到歷史新高，並對短期內債市利率增添波動，後續留意財政部穩定公債市場流動性相關舉措。
- 美國景氣未顯疲態，聯準會欲保持利率環境在限制性水準，美國大型企業獲利成長明顯高於發債增速並強化債信體質，接下來景氣走入溫穩階段，可選擇投資級債且殖利率/存續期比率水準較高者，如金融投資級債，或布局該比率相對歷史位階具吸引力，如科技、通訊、公用事業投資級債鎖住好息，同時聚焦債信展望正向者降低市場擾動。

美國升息預期仍在，主要公債利率走升

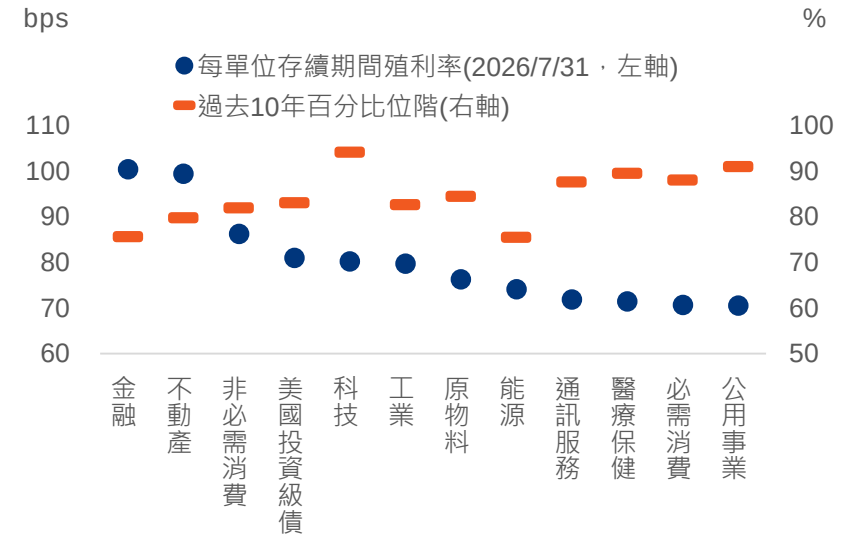
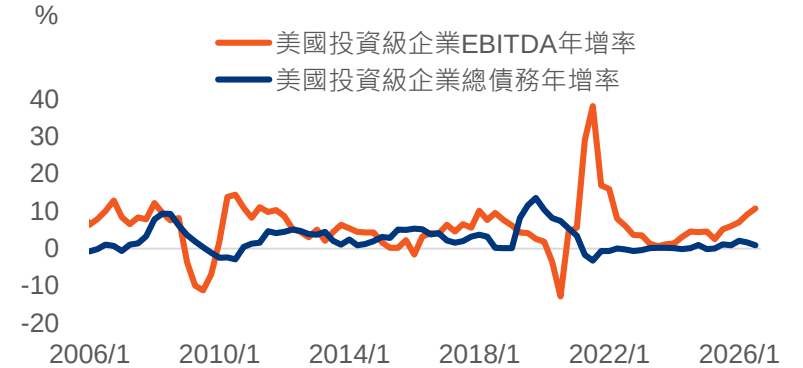
利率期貨預估聯準會升/降息碼數



30年期公債殖利率，%



美國大型企業獲利動能穩



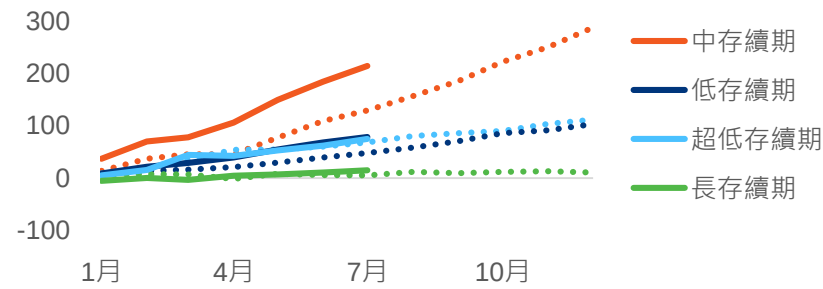
資料來源：Bloomberg

債市展望 – 跟著資金鎖好利，中短天期好債受青睞

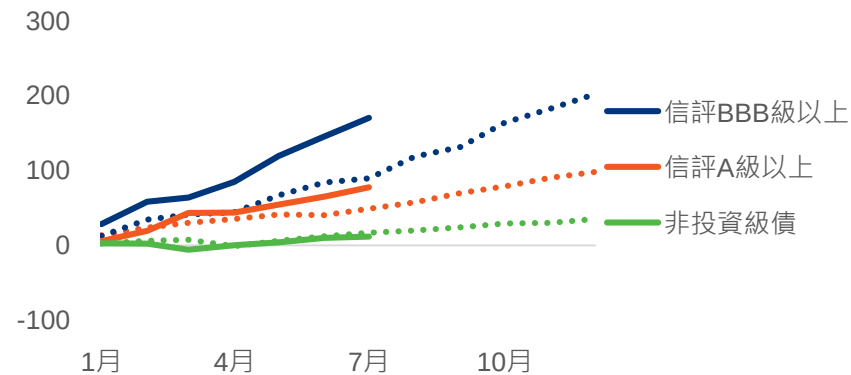
- ▶ 今年1月至7月債市ETF市場資金流向，主要反映：(1)受美伊衝突、油價大漲、聯準會升息預期多重因素影響，債市投資人偏好中、短天期債種，(2)儘管地緣擾動導致債券利差驟升，然債券利差貼近歷史低位，市場資金偏好信評BBB級以上投資級債，非投資級債資金淨流入量則不如去年，體現當前美國貨幣政策不確定性仍在，債市投資人傾向布局中短天期債券降低利率擾動，同時布局債券信評為投資級者，訴求透過好息降低信用風險並領取穩定現金流。
- ▶ 非投資級債利差離散比率持續走升，信評CCC級債信用利差離散程度逼近10年高位，低信評企業債信分化，反映市場正嚴格審視個別債券債信狀況，此外，今年以來新興市場債中以信用債表現較佳，也體現新興國家優息投資吸引力，建議分散配置並關注美元未來動向。

市場資金持續青睞中短天期與高信評債種

債券ETF資金流量，10億美元(實線為2026年，虛線為2025年)

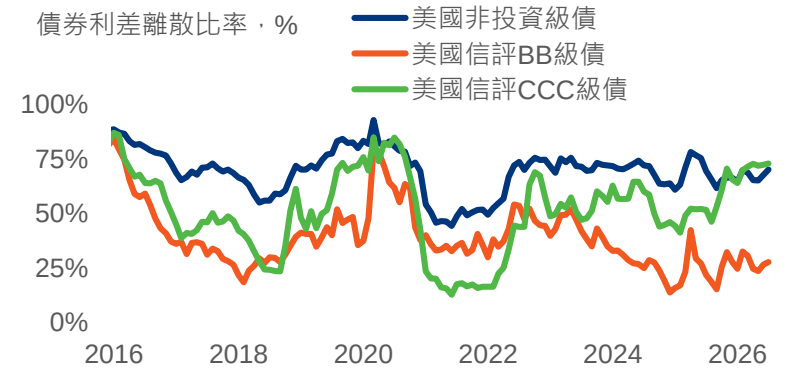


債券ETF資金流量，10億美元(實線為2026年，虛線為2025年)

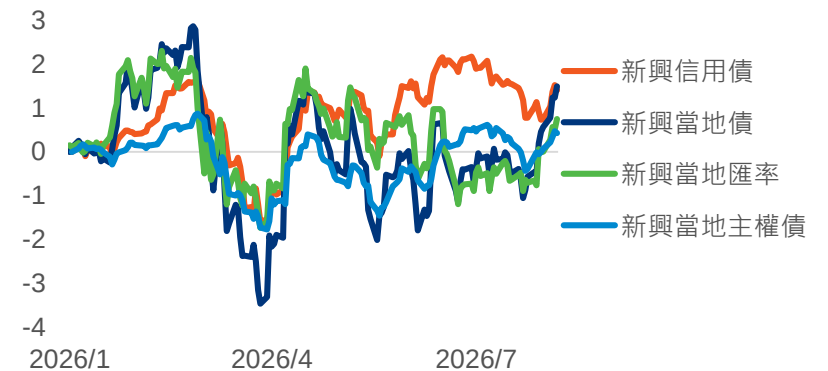


非投資級債避CCC級，新興信用債表現佳

債券利差離散比率，%



2026年至今累積報酬，%



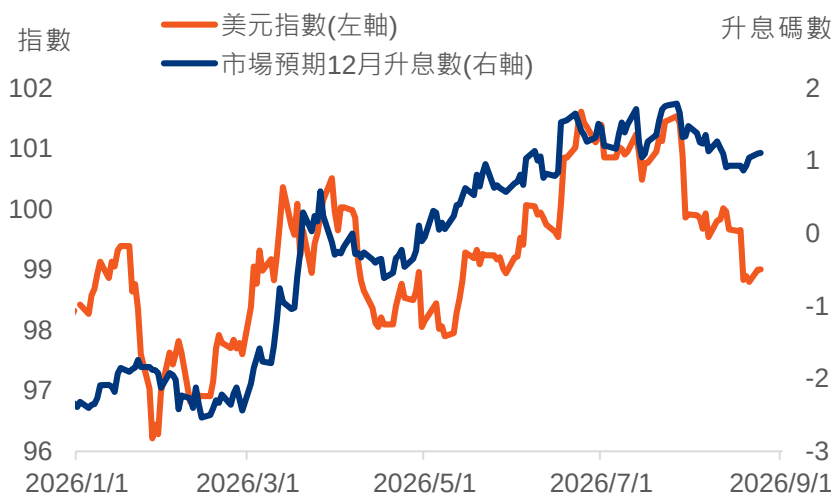
資料來源：Bloomberg，註：債券利差離散比率為信用利差高於或低於平均100個基本點之債券佔整體債券投資組合比例

匯市展望 – 財政疑慮使美元疲弱，升息預期支撐日圓

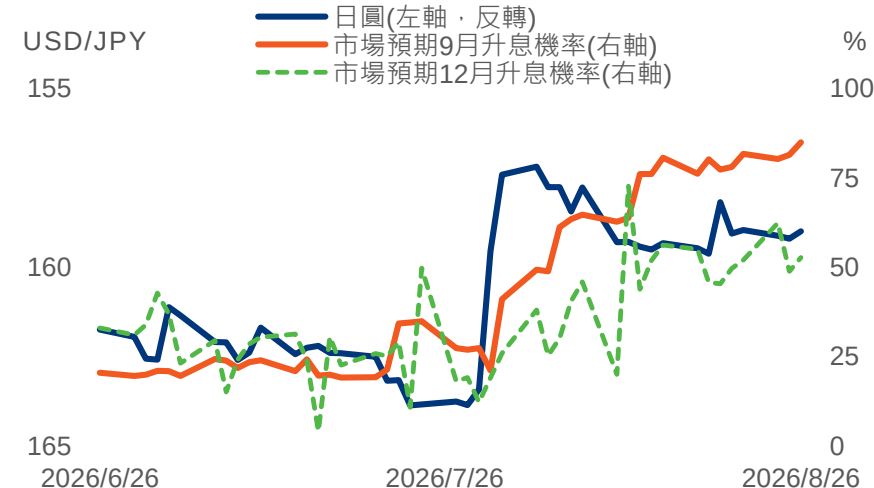
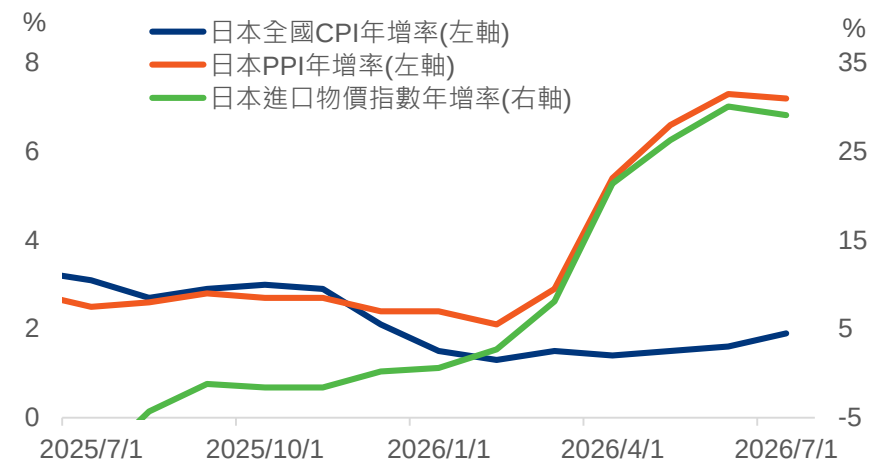
- 美國聯邦政府財政赤字擴大，市場對其財政紀律的疑慮，帶動長天期公債殖利率攀升。隨著美國財政部祭出長債回購措施，長債利率小幅回落後仍高盤。觀察近期美國就業降溫、通膨未明顯上揚，經濟呈放緩跡象，市場預期年底前聯準會可能僅再升息一碼，美元上行空間有限。考量美長債利率受控，油價因美伊合談未果高企，通膨降速受限，預期美元短期將呈區間震盪。
- 美日聯合干預後，日圓一度大幅升值，但日本7月貿易逆差擴大至6,345億日圓，加上前月經常帳轉為赤字，市場再度湧現日圓賣壓，使匯價貶破159關卡。另一方面，日本7月東京CPI增幅高於市場預期，顯示通膨壓力仍具韌性。加上日本銀行內部鷹派聲音有升溫跡象，且傳出高市早苗支持進一步升息，市場對9月升息預期升高，日圓可望止貶緩升，建議近期以拉回作多為主。

資料來源：Bloomberg

美元走弱且上行空間有限，預計呈區間震盪



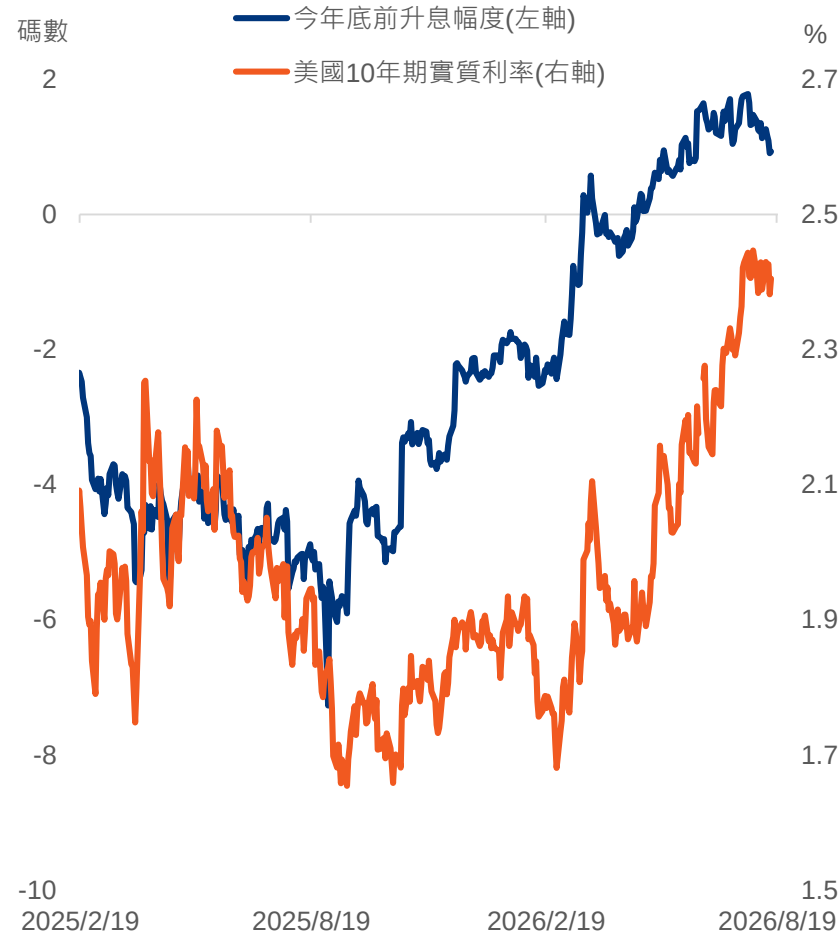
日本面臨通膨壓力，升息預期支撐日圓



商品展望 – 美國實質利率下滑，黃金修正整理後反彈

- ▶ 今年上半年黃金經歷了大漲大跌，主因美伊戰爭爆發，封鎖荷姆茲海峽導致油價大漲，市場對聯準會由降息轉向升息的預期調整，帶動美國10年期公債殖利率和美元指數同步走揚。現階段川普和伊朗衝突猶存，油價呈現高檔震盪，但美國就業市場降溫，通膨未再度惡化；美元指數強度減弱，若聯準會最後僅升息一碼或不升息，實質利率自高點下滑，對黃金為正向利多，激勵金價反彈。
- ▶ 預期現在黃金處於相對低點，未來若持續反應美元走弱與美國債務問題而反彈，黃金可區間操作。觀察過去，金礦類股與黃金現貨高度連動，且黃金牛市時，金礦股漲幅往往可達黃金現貨的2至3倍；隨金礦公司獲利改善及金價走高，今年金礦類股表現亦優於黃金現貨，已上漲逾2成。

美國實質利率下滑，有利黃金上漲



美元走弱，有利黃金與金礦類股



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
- 大趨勢投資主題

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

投組配置與產品建議

股票 52.5%

全球/ 美國
日本/ 歐洲
新興亞洲

債券 37.5%

高評級投等債
非美貨幣投等債

平衡型基金

股債混和
成長型

另類投資 5%

私募基金/ 私募股權
黃金

現金 5%

活存/ 定存/ 貨幣型基金

以成長型組合為例，提供對應資產配置建議如下：

- ▶ 第二季科技股財報依舊亮眼，但隨著利率攀高引發市場疑慮，令股市評價面臨壓力，短期成長股相對優勢下降，可增加防禦配置以應對市場波動，逢回再行布局AI相關成長題材。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銀行及歐洲金融股(Earnings Focused)。
- ▶ 聯準會升息預期雖有遞延，但至年底仍存1碼空間，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)。
- ▶ 美伊和平談判陷入僵局，加上美國期中選舉將至，投資人可適度配置如私募股權等另類資產，以提升投資組合多元性與分散性(Diversified Asset)，在持續參與市場之際，仍兼顧穩健與靈活的資產配置。

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、日股短期雖有波動，但中長期偏多趨勢不變，新亞則轉趨盤整

		看空	中性	看多	綜合評論
區域	美國股市				利率攀高引發市場疑慮，令股市評價面臨壓力，短期成長股相對優勢下降，可逢回再行布局，維持偏多觀點
	歐洲股市				2Q財報雖優於預期，然後續獲利上修動能轉弱，加上通膨令央行保持緊縮，恐限制歐股動能，維持中性觀點
	日本股市				獲利成長上修支撐評價，企業回購提供資金面動能，留意日銀升息步伐變化，維持偏多看法不變
	中國股市				中國股市資金動能減弱，產業輪動轉趨再平衡，留意醫藥生物類等低估值產業補漲行情，維持中性看待
	香港股市				科網股在AI應用轉型下有望迎來中長線重估，低估值背景與金融股抗跌亦為港股提供下行支撐，轉趨偏多看待
	臺灣股市				財報空窗期臨近，市場缺乏催化劑，殖利率對評價影響容易放大，然短期區間震盪不改長多趨勢，維持偏多看待
	新興亞洲				韓股獲利上修動能放緩，復以政府主動去槓桿，短期利率環境亦將對新亞股市評價帶來擾動，轉向中性看待

產業建議

► 成長股相對優勢下滑，產業延續分歧表現

	看空	中性	看多	綜合評論
非必需消費				消費需求分布不均，加上近期市場風格傾向防禦，預期整體表現將維持分歧，故維持中立評等
必需消費				企業獲利展望相對穩定，在市場波動加劇環境下更具優勢，故維持偏多觀點
能源				美伊局勢反覆，國際油價維持高檔，惟油價仍易受地緣政治事件變化影響，維持中性看待
金融				大型銀行第二季財報普遍優於預期，在基本面穩健及資金面改善帶動下，維持偏多觀點
醫療保健				大型醫療企業第二季財報普遍穩健，部分公司更上調全年財測，故維持偏多觀點
工業				AI資料中心及電力基礎設施需求已逐步擴散至次產業，復以營收持續改善，長期仍偏多看待
資訊科技				科技巨頭獲利持續上修，然市場關注資本支出對自由現金流的影響，留意短期震盪，維持長線偏多看法
通訊服務				數位廣告需求及AI應用仍支撐大型平台企業，惟市場對AI投資回收速度要求提高，留意短期波動風險，維持偏多
原物料				美國製造業表現強勁，復以企業投資提升推動原物料需求，產業獲利成長攀高，維持偏多觀點
房地產				美債殖利率維持偏高水準，不利住宅與商用不動產，並削弱個人房貸負擔能力，維持偏空看法
公用事業				AI用電需求有利以電力佔大宗之公用事業類股表現，然隨美債殖利率上升，恐不利融資成本，展望轉向中性

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；美伊戰事復燃推升油價，美國就業與通膨放緩，美元高位盤整但強度減弱。

	看空	中性	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券			Fed升息延後添長期通膨擾動、美國財政惡化、AI發債等因素推升期間溢價，預期美10年公債利率短線高位整理
	投資級債券			投等債升評數仍高於降評數，同時升評集中在高信評企業，首選信評A級至BBB級之金融、公用事業與通訊產業
	非投資級債券			低信評降評數持續高於升評數，並以信評CCC級以下降評數相對較高，建議避開相關信評CCC級以下債種
	新興市場債券			新興市場整體債信體質仍穩，此外新興債受AI大額發債影響較低，留意未來可能更多新興國家轉向升息
商品	原油			美伊戰事復燃推升油價，短期內荷姆茲海峽難開通，夏季用油需求旺季，使汽油與熱燃油庫存偏低，油價持續高盤
	黃金			美國經濟驚奇指標降，通膨因油價上漲而僵固，市場預期今年升息時點延後，受美元和美債利率影響黃金區間操作
貨幣	美元			美國就業與通膨放緩，市場預期升息時點延後，9月升息機率降至4成，壓抑美元上漲空間，料高位盤整、強度減弱
	歐元			2Q GDP優於預期，人工智慧投資及政府支出抵消伊朗衝突和能源上漲影響，9月升息機率高，但油價反彈侷限漲勢
	日圓			日本經濟改善，加上美日聯合干預阻貶日圓，料日銀9月將升息1碼，但高市政府財政惡化疑慮未減，日圓止貶微升
	人民幣			中國內需下滑、出口降溫，股市疲軟使資金流入速度放慢，人行干預人民幣使其升值力道放緩，預期近期區間盤整

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	- 美國政府巨額財政問題加劇償債壓力，財政部出手穩定長債流動性，然大型企業獲利表現持穩，考量美國政府債務風險短期仍在，逢利率走升時期，宜布局企業所發行的中短天期投資級債鎖住好配息。 - 美國財政問題難消，全球政府發債推升公債殖利率，央行增持黃金儲備，形塑金價長線重要支撐。
 加密貨幣	美國總統川普8月底與Coinbase、Robinhood等加密貨幣業者高層會面，敦促國會通過數位資產監管草案《清晰法案》(Clarity Act)，為數位資產建立更明確的監管框架，《清晰法案》將於9月15日由參議院對法案進行表決。市場預期過關機率大幅提升，激勵虛擬資產反彈上漲；即使法案未能通過，美國證券交易委員會(SEC)及商品期貨交易委員會(CFTC)，也可能加速制定新規及相關豁免措施，支持加密金融產品未來發展。
 量子運算	美國財政部於8月下旬宣布成立「量子準備工作組」，旨在協助金融板塊順利過渡至量子安全技術，工作組將確保向量子安全技術的過渡做到協調有序、以風險為導向，並具備充分的運營韌性。上述工作組延續美國總統川普6月簽署之第14412號行政命令，顯示美國針對量子運算發展仍持續進行當中。
 去全球化	美國與加拿大貿易談判破裂，因美方提出包括新的汽車關稅產地豁免條件，與適用車型範圍，並試圖干涉加拿大和其他國家簽訂FTA自主權，讓談判無法取得共識。美國以1930年關稅法對加拿大出口如紅酒、啤酒、牛乳等商品加徵50%關稅，加拿大也提出將對鋼鐵、乳製品、農業設備等採取等額反制。預期短期相關商品僅佔美國自加國進口的5%，影響有限，但會增加跨境製造成本與壓抑企業投資意願，去全球化仍持續進行。
 核能重啟	2026年7月底，中國國務院批准建設4個核電項目涵蓋8個新的核電發電機組。8月中印度政府提議將私營核電項目納入監管，將開放外國核能技術進入印度產業。 2026年8月中，美國能源公司TerraPower與SK集團旗下的SK Innovation簽署了小型模組化反應器(SMR)的協議，結合雙方技術並為韓國供應商進入美國核能供應鏈創造了機會。
 AI機器人	- 輝達近期積極將AI技術從雲端資料中心推向真實世界，並與台灣供應鏈合作，在2026台北國際自動化工業大展展示實體AI、數位孿生、自主移動機器人(AMR)、協作型機械手臂及人形機器人等應用。 - AI代理進入實際應用，機器人不再只是按預先寫好的程式執行，而是能理解自然語音指令、自主規劃路徑並完成任務；另可透過感測器與AI分析，預測機台負載、零組件磨耗與設備異常，進一步實現預測性維護。

資料來源：凱基證券整理

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 38.9%	美國股市 15.6%
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 24.6%	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%	日本股市 20.0%	大宗商品 10.8%
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%	美國股市 13.7%	新興市場股市 10.4%
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 13.2%	日本股市 9.9%
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 12.1%	基礎建設 9.3%
非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.2%	新興市場股市 8.0%	新興市場債券 13.5%	基礎建設 8.2%	REITs 5.7%
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 3.1%	非投資級債券 5.1%
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%	新興市場債券 2.5%	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%	現金 2.4%	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 3.0%
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 -0.5%	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 -7.6%	已開發國家公債 0.2%

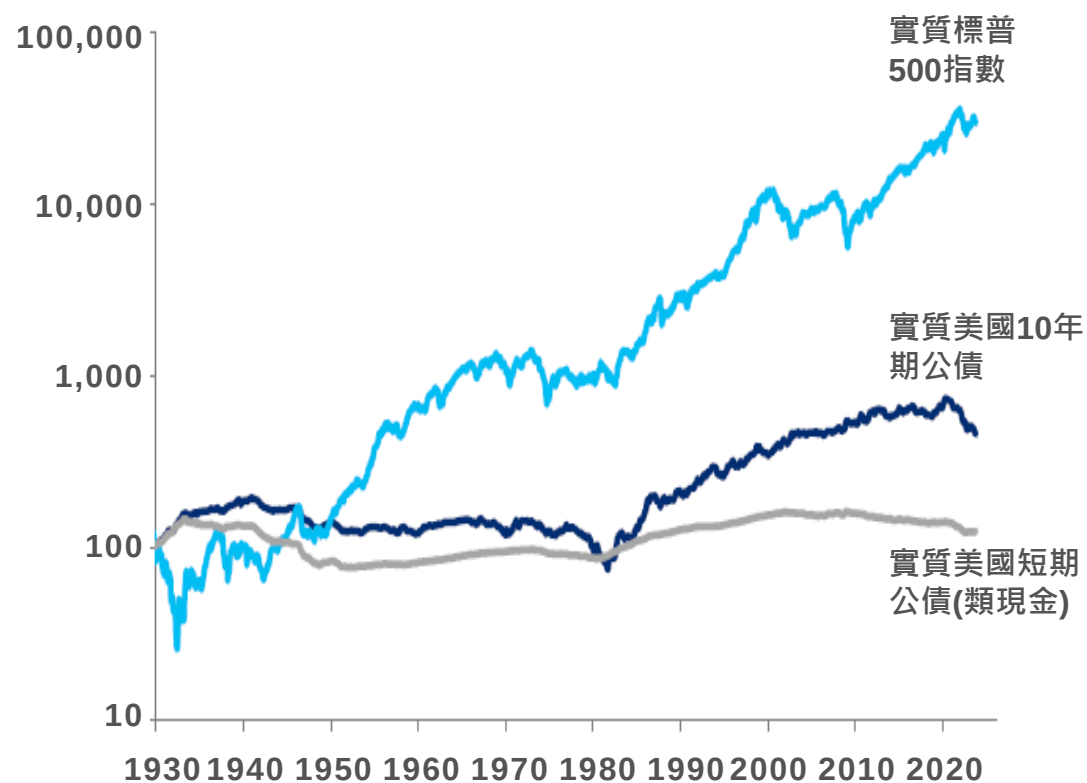
*年化資料統計期間：2017年1月1日至2026年8月27日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理、2026年8月27日

只投資單一資產難以兼顧資產增值與風險控管

長期持有現金難以有效累積財富，而完全配置股票又需面對市場起伏，如何在報酬與風險間取得平衡至關重要

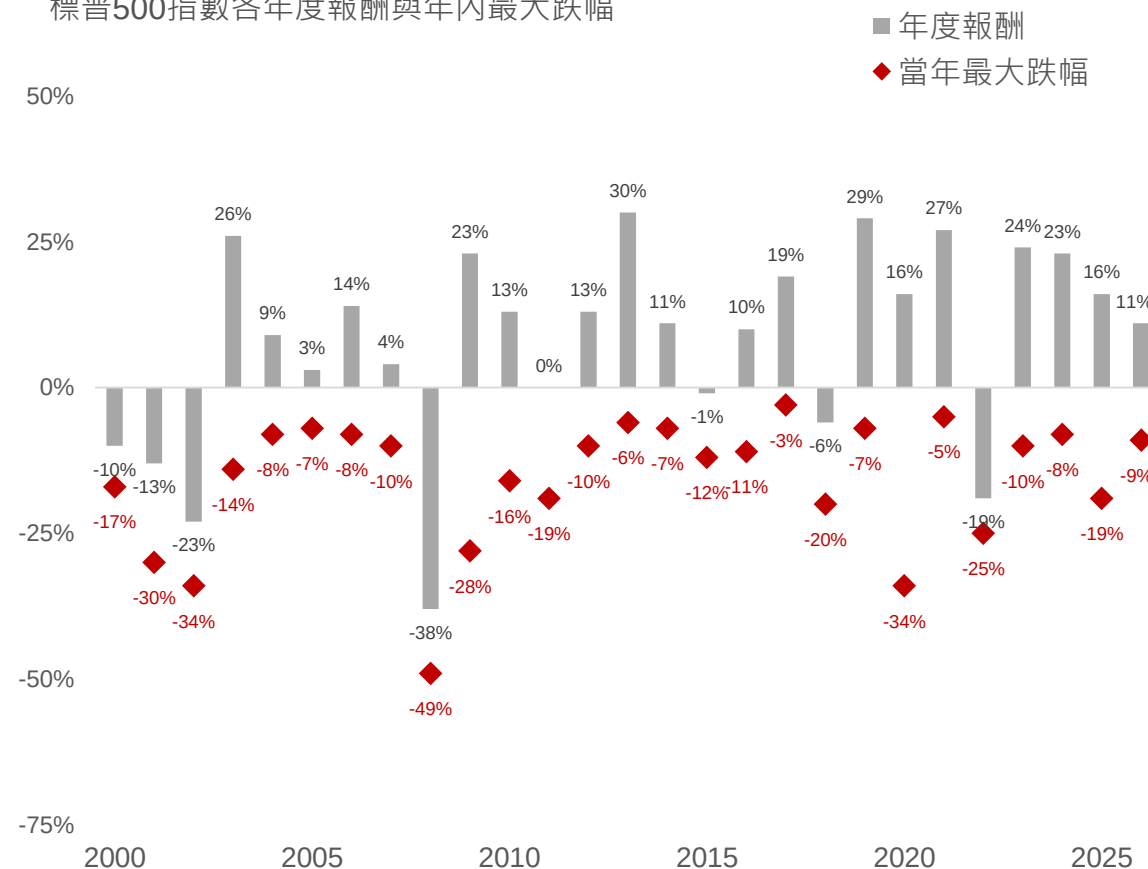
長期持有過多現金資產會侵蝕成長

投資於股票、長期公債與短期公債的資產累積規模



儘管股票指數長期向上，但過程中需面臨波動與修正的不確定性

標普500指數各年度報酬與年內最大跌幅



資料來源：左圖Citi，資產規模以1929年1月=100為基準，截至2023年11月30日；右圖J.P. Morgan Asset Management

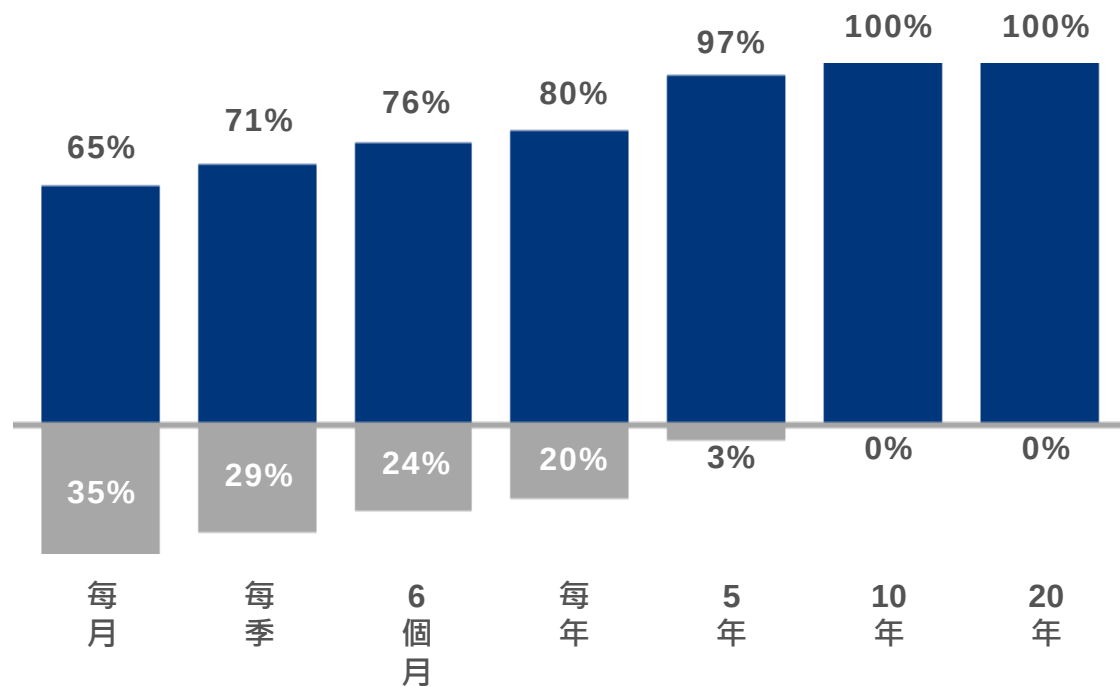
透過股債投資組合，長期報酬勝率高且波動風險相對較低

股債平衡配置的投組可有效提升勝率、降低風險，具幫助投資人穩健長期投資的優異效果

持有股債投資組合越久，長期正報酬機率越高

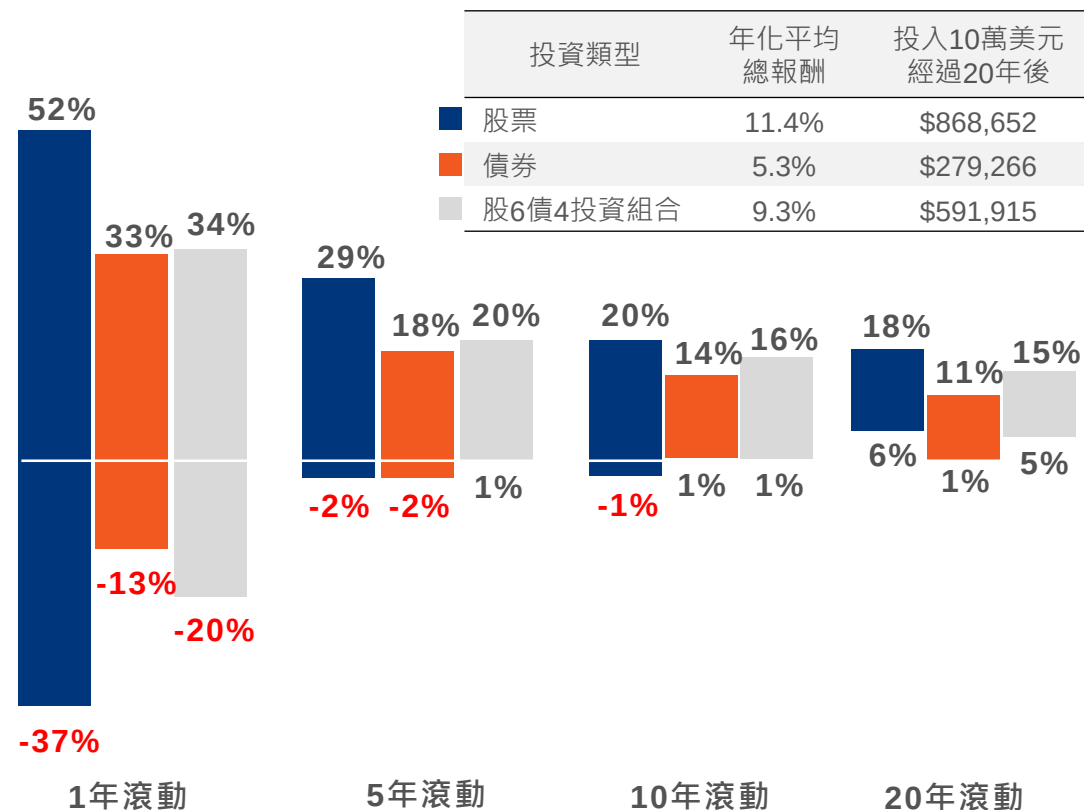
以股6債4投組在不同滾動期間正負報酬機率

■ 正報酬機率 ■ 負報酬機率



相較投資單一資產，股債配置有助降低波動並維持穩健報酬

1950年至2023年各資產年化報酬率範圍

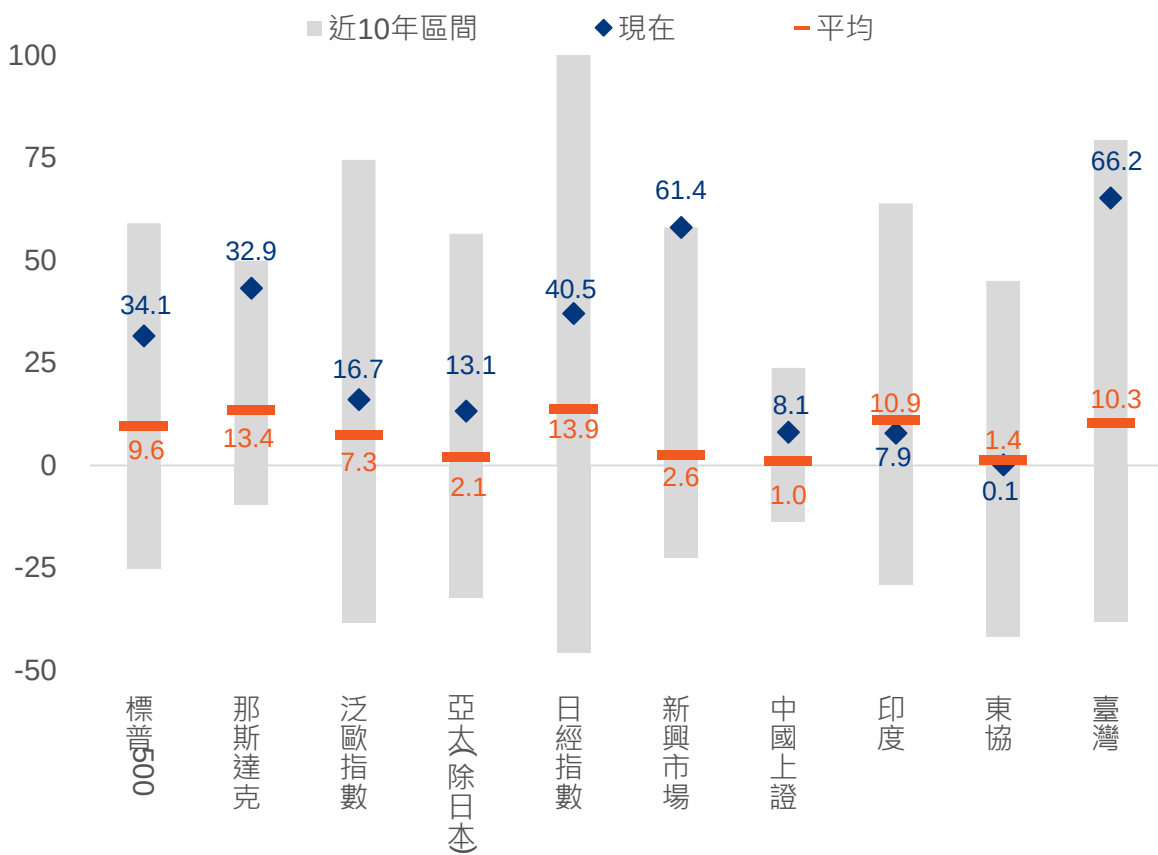


資料來源：左圖：UBS，股權指數與債券指數分別以美國大型股以及美國中天期公債為代表；右圖：Morgan Stanley，股權指數以U.S. Market Total Return index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

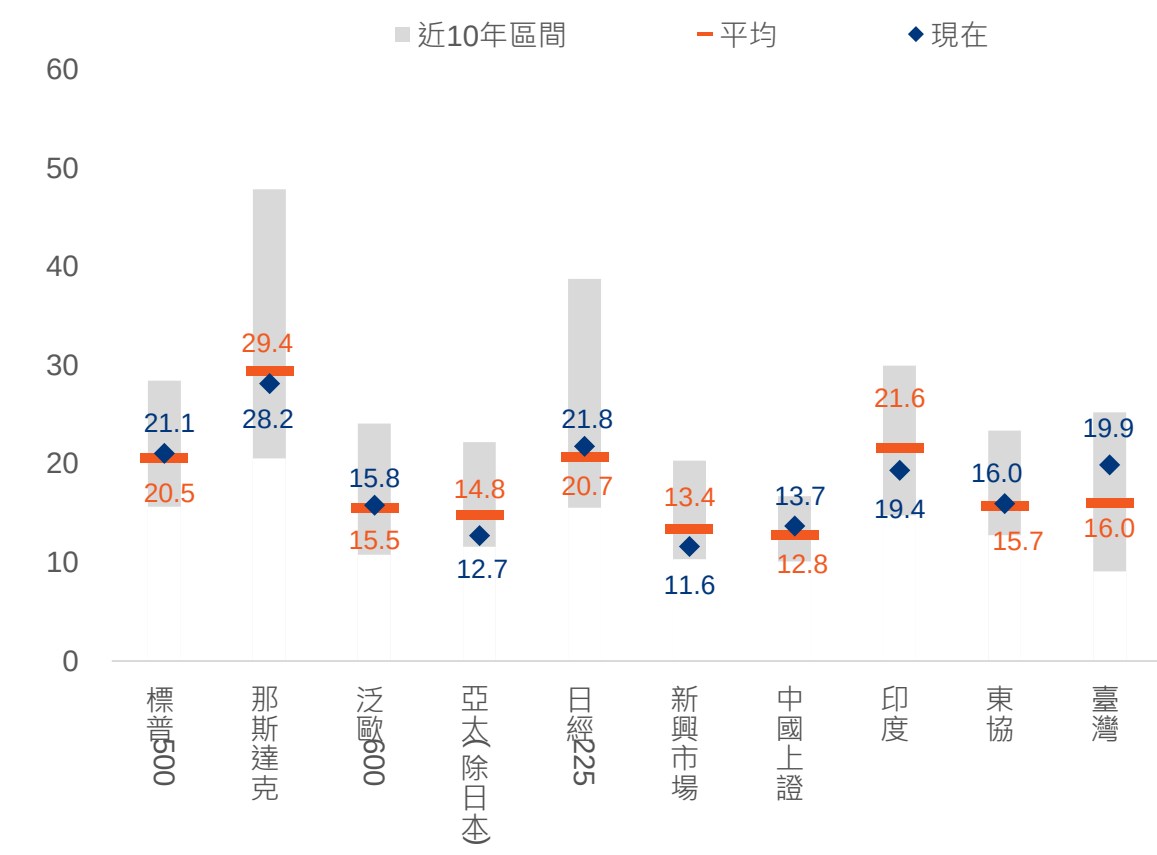
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 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、印度及新興市場低於近10年平均。

預估EPS年增率(%)



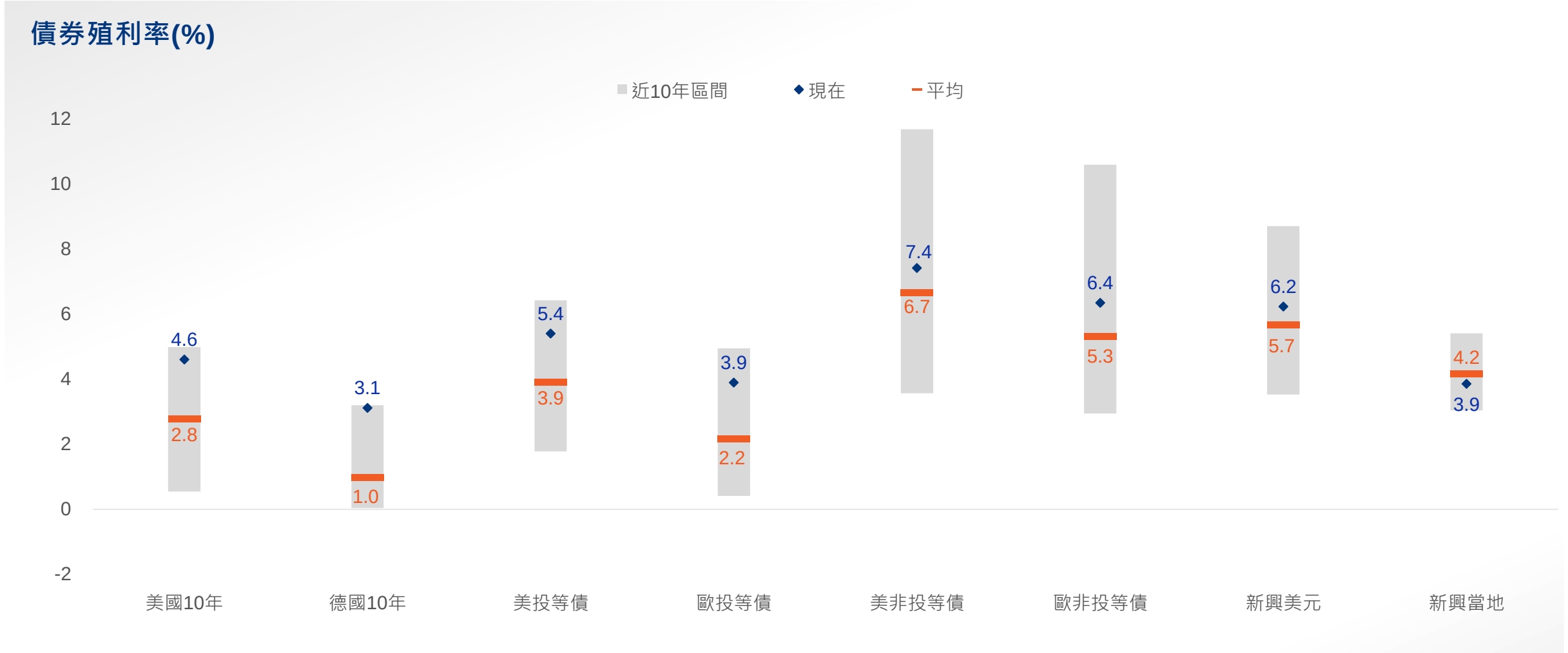
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2026年8月28日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 財政壓力、油價回漲及通膨預期推升美國10年期公債殖利率向上，美歐投等債殖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8月28日

重要經濟數據 / 事件

SEP 2026

一 央行利率決議

Monday	1 Tuesday - 美國8月標普全球製造業PMI終值 - 美國8月ISM製造業指數 - 日本8月標普全球製造業PMI終值 - 歐元區8月標普全球製造業PMI終值	2 Wednesday - 美國8月ADP就業變動 - 美國7月耐久財訂單終值	3 Thursday - 美國8月標普全球服務業PMI終值 - 美國8月ISM服務業指數 - 日本8月標普全球服務業PMI終值 - 歐元區8月普全球服務業PMI終值	4 Friday - 美國8月非農業就業人口變動 - 美國8月失業率 - 歐元區7月零售銷售
7 Monday - 歐元區9月Sentix投資者信心 - 歐元區第二季GDP終值	8 Tuesday - 日本第二季GDP終值 - 中國8月出口	9 Wednesday 中國8月CPI、PPI	10 Thursday - 美國8月PPI - 美國8月成屋銷售 - 歐元區9月ECB主要再融資利率	11 Friday - 美國8月CPI、核心CPI - 美國9月密大消費者信心指數初值 - 日本8月PPI
14 Monday 日本7月工業生產終值	15 Tuesday	16 Wednesday - 美國8月零售銷售 - 日本7月核心機器訂單	17 Thursday - 美國9月聯準會聯邦基金利率 - 英國9月BoE銀行利率 - 美國8月新屋開工 - 歐元區8月CPI終值	18 Friday - 美國8月工業生產 - 日本8月CPI - 日本9月BoJ無擔保隔夜拆款利率
21 Monday	22 Tuesday 臺灣8月出口訂單	23 Wednesday - 美國9月標普全球製造業PMI初值 - 美國9月標普全球服務業PMI初值 - 歐元區9月標普全球製造業PMI初值	24 Thursday - 日本9月標普全球製造業PMI初值 - 日本9月標普全球服務業PMI初值	25 Friday 美國9月密大消費者信心指數終值
28 Monday	29 Tuesday 美國9月經濟諮詢委員會消費者信心	30 Wednesday - 美國8月PCE、核心PCE - 美國第二季GDP終值 - 中國8月製造業PMI、非製造業PMI - 日本8月零售銷售、工業生產初值	Thursday	Friday

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。