凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

景氣動能穩，債市如何鎖利？

Smart bond plays to lock in gains

20 November 2026

01 市場回顧

- 高利率環境與擾動持續，市場波瀾難消退



02 熱門議題

- 輝達財報具韌性，聚焦供應鏈展望變化
- Anthropic迎上市，敲響兆元估值吸金潮



03 投資焦點

- Fed認證高利環境，鎖好利宜短不宜長



04 策略思維

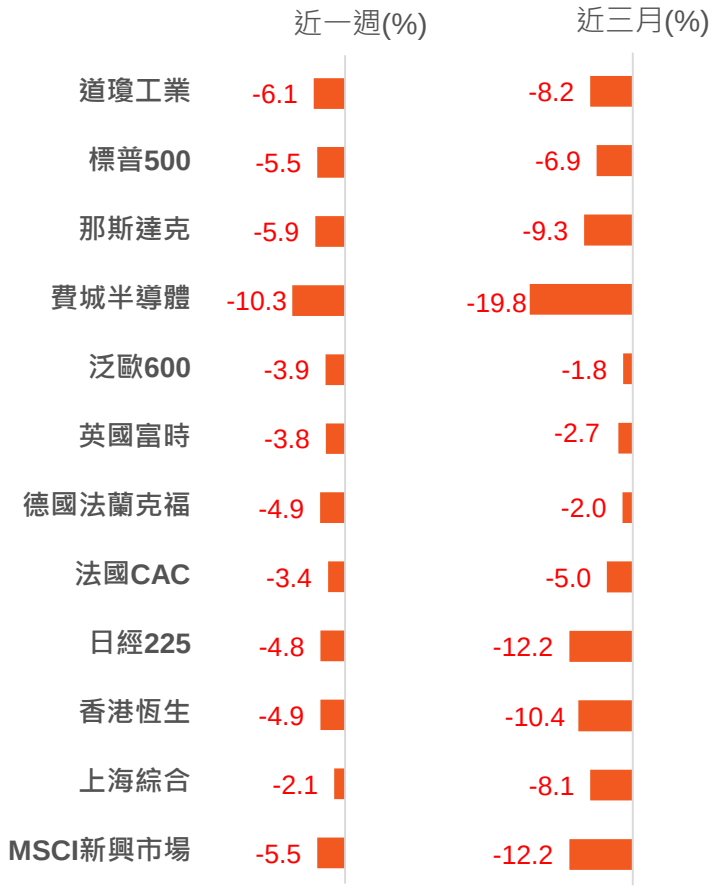
- 短期提高防禦配置，股市布局大優於小



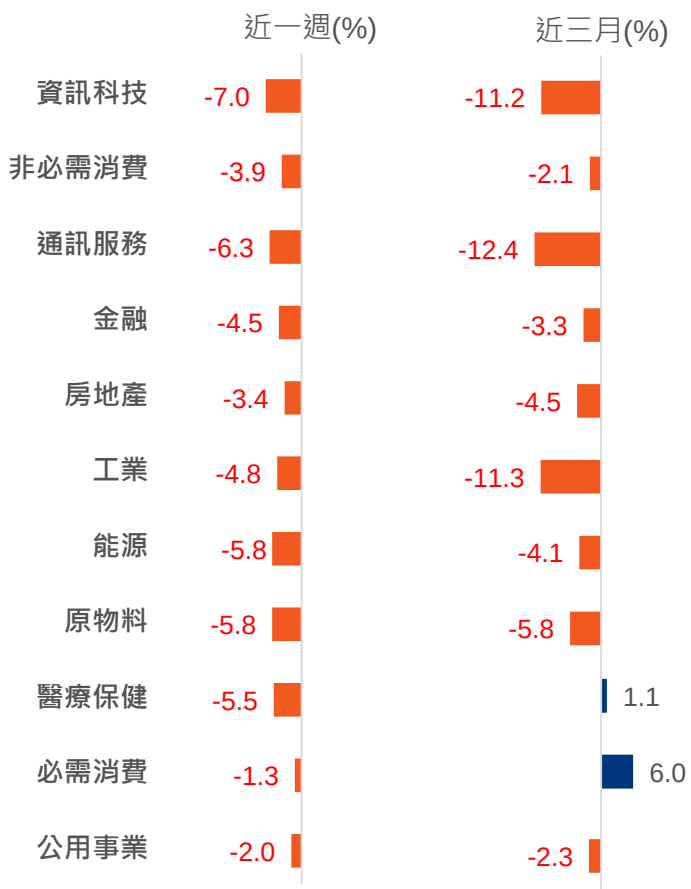
市場回顧 科技前景擔憂科技股持續下挫，非AI類股亦遭修正拖累

- 投資人持續擔憂AI科技發展，儘管輝達財報優於預期，然代理執行長強調資本配置紀律後，近期市場焦點圍繞在未來數年AI資本支出下修與獲利成長放緩風險，疊加Anthropic上市募集鉅資後，股價亦牽動AI估值變化。市場恐慌情緒持續擴大，加重科技相關類股與美國費城半導體指數持續修正，跌勢亦擴散至非科技類股，僅部分具防禦性質如必需消費與公用事業類股跌幅較小。
- 川普與會APEC亞太經合會，並與中國國家主席習近平及俄羅斯總統普丁會面，中國宣布將出資2,000萬美元予APEC並強調亞太共同體，然早前美國商務部工業暨安全局公告先進半導體遠端存取安全立法，管制中國企業透過中國以外第三地海外雲端服務取得先進運算資源，美中兩大國對AI科技競爭態勢白熱化，先進晶片出口管制趨嚴亦加重科技潛在擾動，疊加聯準會緊縮貨幣政策路徑與地緣衝突存不確定性，市場波動恐延續。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

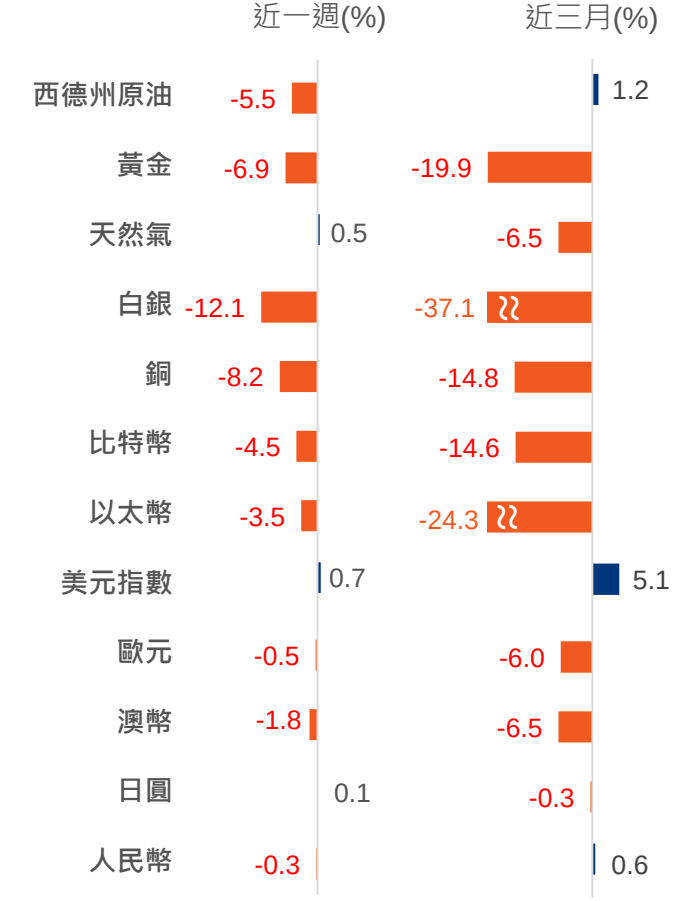
市場回顧 聯準會會議紀錄見鷹，美元續強，油金走弱

- 聯準會公布會議記錄內容仍顯鷹派，部分官員認為若高通膨持續且出現升溫跡象，不排除12月升息2碼可能性，然國際油價走跌支持通膨預期下行，財政部進行20年期公債標售後結果持穩，各天期美國公債殖利率多走降，然信用利差仍受市場波動影響而擴大，僅美國投資級債利差上行幅度低於公債殖利率下行幅度，近期表現相對非投資級穩健。
- 聯準會會議記錄凸顯官員鷹派論調，強化明年聯準會升息路徑，疊加AI投資與地緣局勢存在不確定性，皆形成短期美元指數下方支撐力道，同時加重非美主要貨幣上方壓力。
- 中東地緣衝突再起，伊朗透過無人機對美軍雷達系統發動攻擊，另荷姆茲海峽發生船隻遇襲事件，然美國能源資訊管理局(EIA)公布上週美國商業原油庫存大增340萬桶並高於市場預估，原油供過於求擔憂與風險偏好降溫造成油價走弱，另聯準會升息預期與美元走升，亦對金價帶來一定程度壓力。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

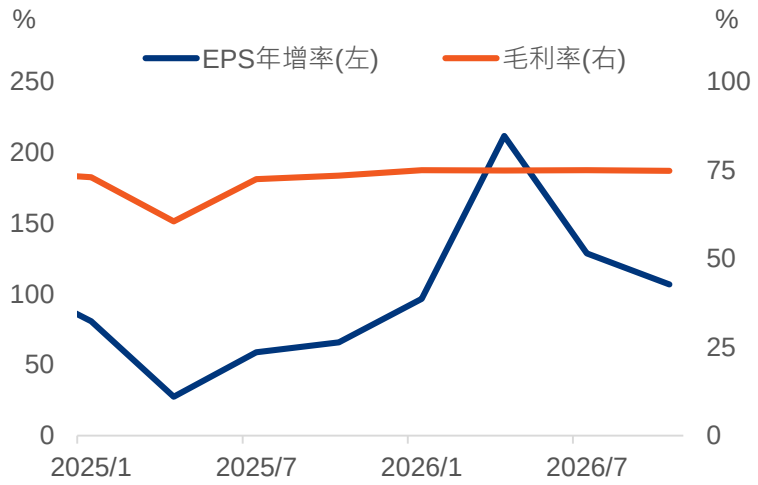
熱門議題

輝達財報具韌性，交接存不確定性，市場早已不願提高評價

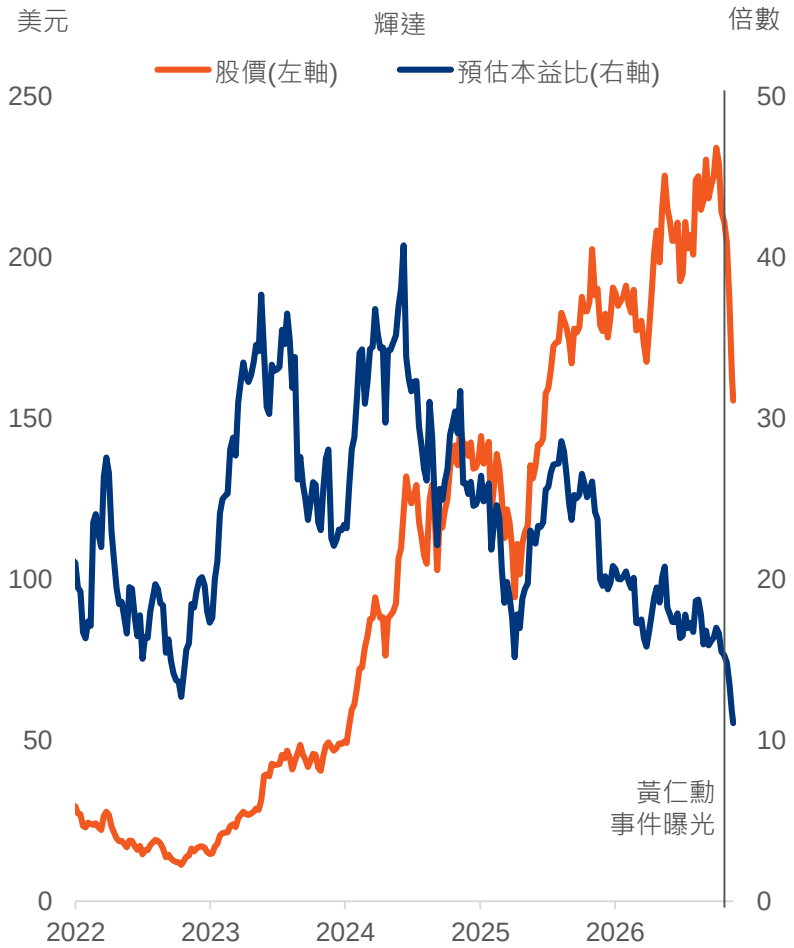
- 輝達2027財年第三季財報(營收、EPS、數據中心)超預期，營收較去年同期翻倍以上、季增20%。資料中心營收單季季增21%至1,076億美元，大規模雲端服務商貢獻600億。
- 董事會表示黃仁勳已辭職不會復任，交接存在不確定性，對公司潛在影響：1)輝達動用自身強勁獲利能力，支持AI業界，市場質疑輝達收入持續性，接替者出現前，融資策略可能偏保守；2)事件引發加強出口管制憂慮，新管理層或缺乏在政府遊說的能力，收緊出口可能衝擊向亞洲出貨，拖累獲利。
- 公司EPS年增翻倍，毛利率維持75%，但預估本益比從2024年40倍持續回落至現時不足11倍，輝達若長期高速增長，市場應給予更高估值。管理層變動令評價更低，但事件曝光前，預估本益比已跌至約15倍。輝達AI訓練與推理有領導地位，產能鎖定具優勢，但市占率正流失予客製化晶片，疊加民主黨偏向放慢AI發展，可能令未來晶片需求放慢。

輝達業績超預期

Q3 FY27 財務指標	實際	市場預期	優於/遜於預期幅度
總營收	1,158億美元	1,093億美元	優於預期 +5.9%
每股盈餘(EPS)	2.68美元	2.47美元	優於預期 +8.5%
毛利率	74.9%	74.0%	優於預期 +90 個基點
資料中心營收	1,076億美元	1,019億美元	優於預期 +5.6%



若市場預期公司可維持高速增長，公司應有更高估值



資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

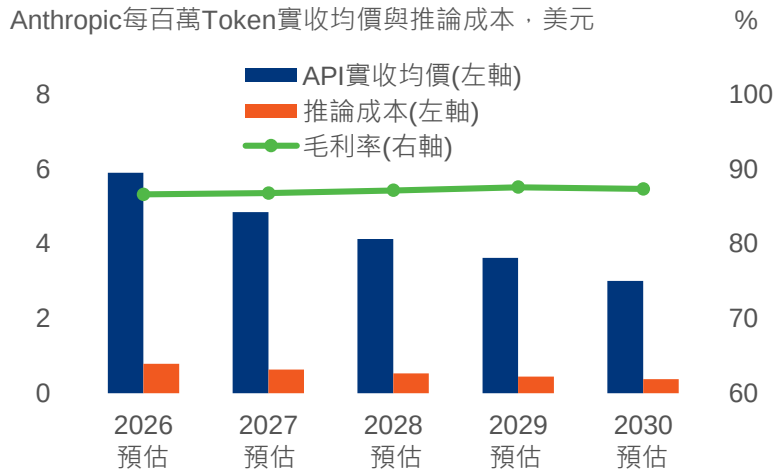
熱門議題

Anthropic掛牌迎吸金巨浪，聚焦AI模型市場發展

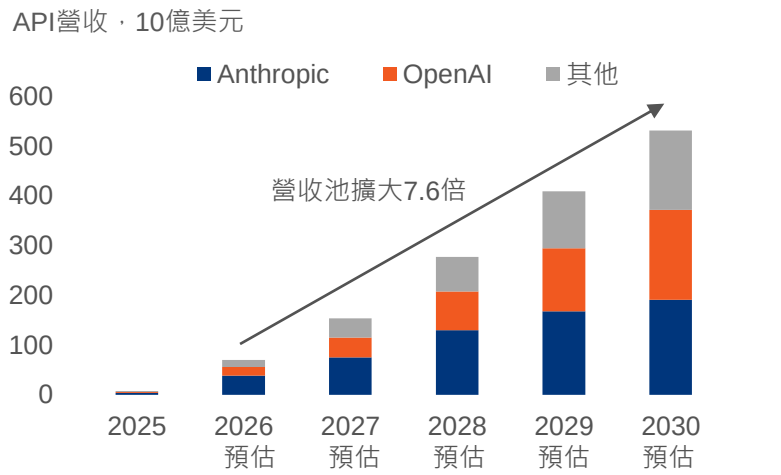
- Claude AI模型開發商Anthropic上市，IPO認股價達83美元高於先前目標區間，加上私募260億美元，總募資資金逾1,000億美元超過SpaceX上市紀錄，凱基投顧預估Anthropic成長動能來自：(1)訂閱與用量制帶動營收至2030年複合成長近4成；(2)儘管市場擔憂降價問題，然算力需求仍緊且Anthropic第一層級付費Token市佔明顯高於其他AI模型開發商，(3)算力成本認列早於營收，預估2027年首季為獲利相對低點，2026年經濟FCF就轉正且後續將逐年增長。

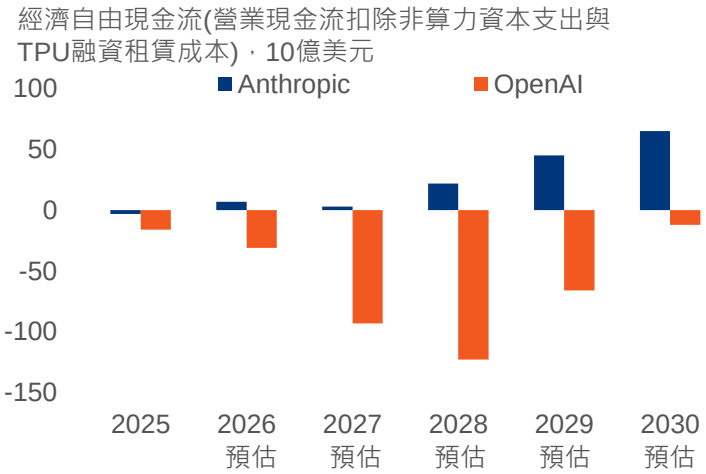
- Anthropic企業用戶淨收入留存率(NRR)高達9倍，展現對企業客戶強大吸引力，未來最大營收來源為企業將更多工作交付AI執行，而非更多人訂閱AI，然仍須留意近期科技擾動形塑AI短期逆風，後續風險觀察企業AI預算是否下滑(市場終端需求)、第一層級付費Token市佔比重是否快速下滑(AI模型市場地位鬆動)及實收均價年減幅是否連2年高於推論成本(降價開始由利潤吸收)等負面因素。

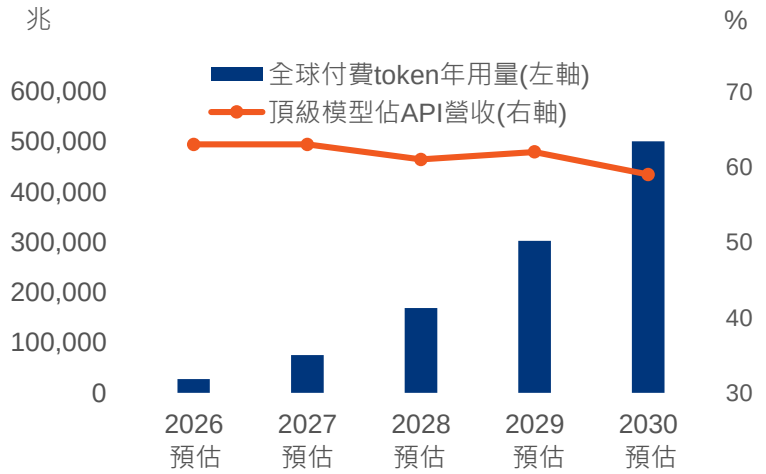
Anthropic降價因應用量槓桿而非讓利



預期AI模型市場持續擴大







資料來源：Bloomberg，凱基投顧，凱基證券整理

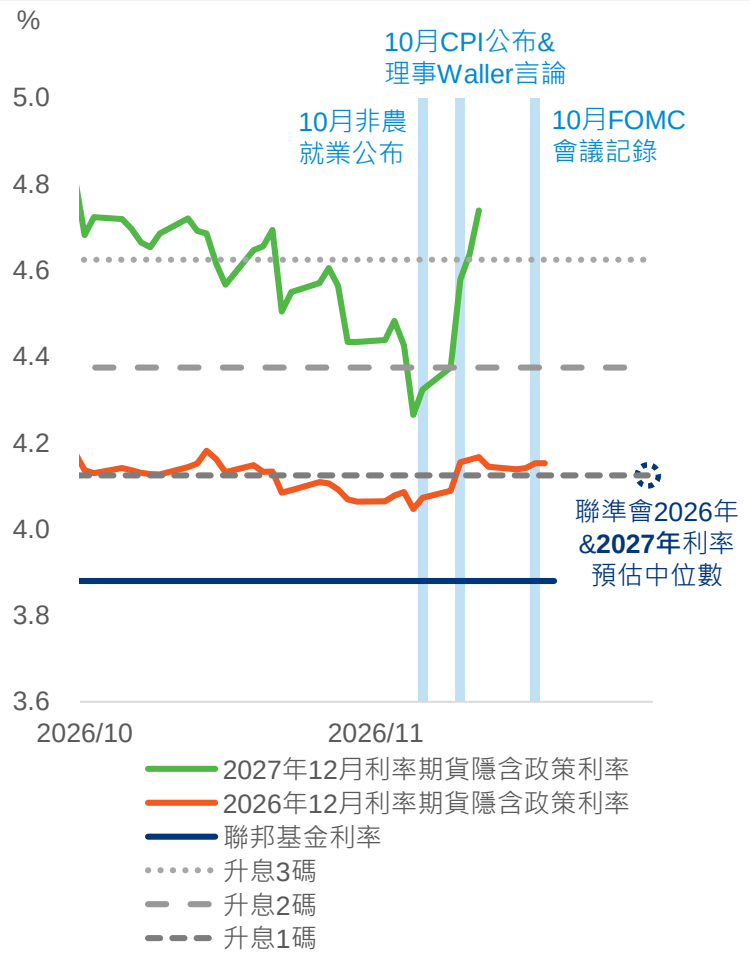
凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

投資焦點

聯準會認證景氣穩，高利率環境恐持續至明年上半年

- 聯準會會議記錄顯示所有官員認為景氣若按預期態勢發展，後續仍有升息必要，部分官員擔憂通膨較先前更加頑固，應採取較原先更緊縮的升息步伐，有兩位官員亦表示若通膨朝不利方向發展，可能需升息2碼，利率市場持續定價反映更鷹派貨幣政策路徑。
- 財政赤字方面，民主黨掌握國會兩院將進入分立政府，可能阻止共和黨推出更多支出法案，強制性財政支出佔總支出6成且佔比將續升，而強制性支出僅能以立法縮減，民主黨國會席次未達三分之二，任何立法將受總統否決權鉗制，美國財政紀律難見明顯好轉。
- 考量聯準會升息預期持續、美國政府債務累積和利息支出成為財政最大隱憂，以及明年新債務上限協商將形塑美國公債市場焦點，另AI發債潮和川普政策不確定性持續，研判上述美國公債多項結構利空短期難消散，待聯準會最快明年上半年停止升息且利率見高後，再對美國公債進行配置。

市場對聯準會明年升息3碼預期仍在



多數聯準會官員言論維持鷹派論調

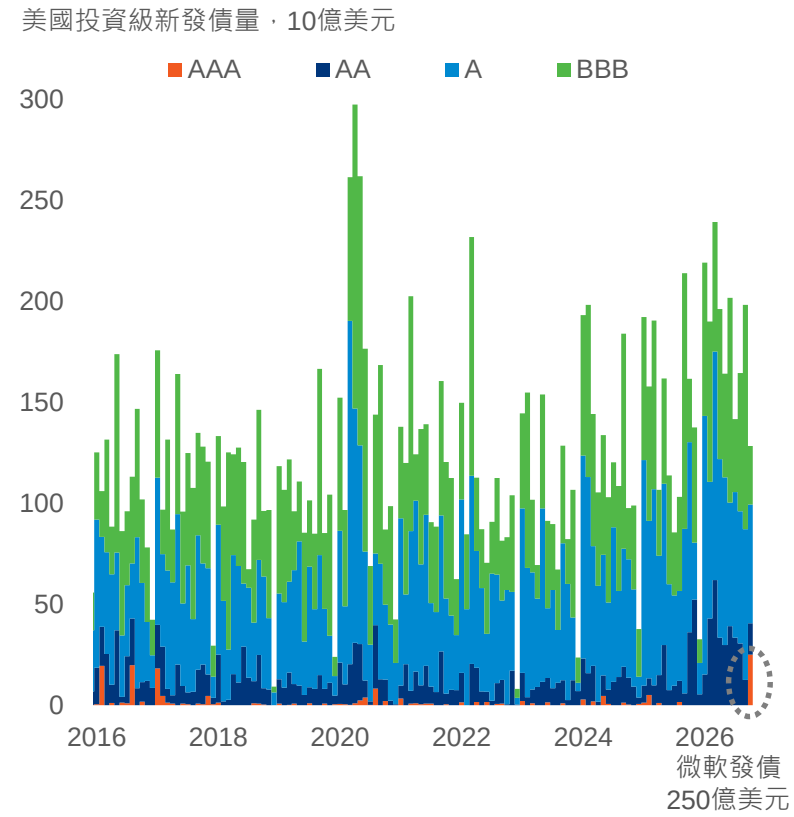
政策態度	FOMC委員	2026票委	近期談話內容
鴿派	Warsh (主席&理事)	永久票委	**提出AI有望提升美國長期成長潛力，但可能伴隨職位替代、投資報酬落空與股票評價下跌三種情境與風險**
	Bowman (監管副主席&理事)	永久票委	目前不覺得有必要進一步行動，聯準會仍有時間觀察金融情勢與經濟發展，再決定是否需採取行動
	Cook (理事)	永久票委	供應衝擊影響超預期持久，過去幾年裡所見到供應衝擊也越來越多
	Jefferson (副主席&理事)	永久票委	其認為任何政策調整應仔細研究數據趨勢、聯準會可能需要更多時間判斷不斷變化的前景和風險平衡
中性	Powell (理事)	永久票委	
鷹派	Williams (紐約Fed)	永久票委	經濟強勁且通膨仍高，其認為緊縮貨幣政策不用過於激進，但承認通膨正朝著錯誤方向發展，聯準會貨幣政策仍有許多工作要做
	Paulson (費城Fed)	地區票委	為使通膨降溫，其贊成逐步上調利率水準
	Barr (理事)	永久票委	Fed可能需進一步調整貨幣政策，來及時應對通膨風險
	Kashkari (明尼阿波利斯Fed)	地區票委	Fed將採取一切必要措施，使通膨率回落至政策目標
	Hammack (克里夫蘭Fed)	地區票委	傾向於緩步穩定升息，但倘若通膨壓力惡化聯準會可能需要考慮加快升息腳步
	Waller (理事)	永久票委	通膨壓力由能源業擴散至服務業，若核心CPI仍月增0.3%以上，主張12月應升息2碼
	Logan (達拉斯Fed)	地區票委	冬季升息步伐可能比秋季快，呼籲至少需再升息2次

資料來源：Bloomberg，凱基投顧，凱基證券整理

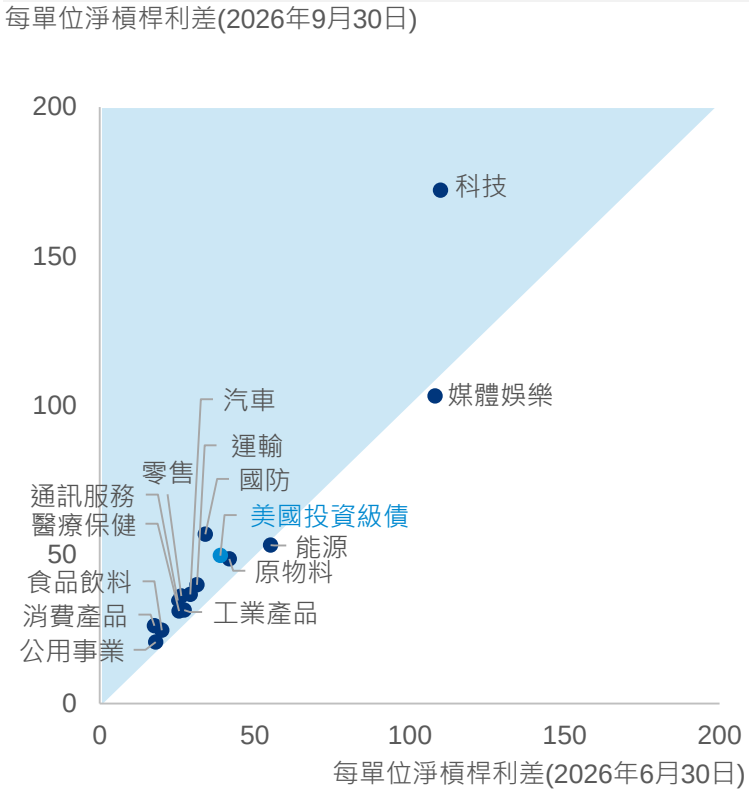
投資焦點 企業發債將持續，留意利率上行時鎖定好債

- 聯準會確認景氣態勢仍強，近月美國科技大廠蘋果與微軟聯袂發債融資，受大額債券供給與市場風險偏好降溫影響，推升美國投資級債殖利率持續揚升，預期明年AI資本支出持續，整體美國投資級企業發債量將維持歷史相對高位，債市投資仍以中短天期投資級債為布局首選，待明年上半年利率升至高位後，再逐步增加中長天期債部位配置。
- 美國大型企業獲利體現高成長動能，今年來投資級債企業財務槓桿持穩且信用利差微升，體現在每單位槓桿利差僅略為上行，考量債信基本面仍佳有望限制利差擴大幅度；建議佈局A級至BBB級公司債、並聚焦風險調整後正利差者如銀行、非必需消費、公用事業和通訊產業鎖住好息，亦可留意能源、必需消費、公用事業和資本設備與科技債相關性較低產業分散風險，科技投資級債雖債信體質穩健且違約風險有限，然逢大額發債潮不建議交易，僅以持有至到期為主。

AI企業持續融資加劇信用市場擾動



財務槓桿持穩而利差微升，反映在債信指標上



資料來源：Bloomberg，凱基投顧，凱基證券整理，註：每單位淨槓桿利差為平均信用利差除以淨財務槓桿的債信指標

凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

短期AI相關變數持續發酵，高品質價值股有望獲得青睞

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 黃仁勳相關事件恐逐步強化美國對AI晶片出口管制、AI資料中心建設進程或將受到州政府緊縮政策而造成評價面壓力並增添股價波動。短期可留意防禦股以增強抗震力以抵禦市場震盪。長期而言，AI從全面看好轉向選股，且大優於小，市場波瀾過後產業長期正向趨勢未變。當前則可布局財務健全度較高的高品質價值股，以獲取穩定報酬並降低市場波動影響。 ◆ 歐、日股可分散配置，利率走升有利銀行股。此外，隨財政政策支持，歐洲國防軍工仍有投資題材。	策略風格：短期可增加防禦股配置，AI從全面看好轉向選股、且大優於小，市場波瀾後長期正向趨勢未變，當前可布局財務健全度較高的高品質價值股 區域：日本銀行股、歐洲國防
債市	◆ 美伊談判走向反覆未明，油價維持高檔震盪。CPI物價高於預期，強化市場對聯準會升息步伐預估，聯準會官員立場維持較高利率抑制通膨發展。建議以中短天期債券投資為主，可逢利率走升時布局進行鎖利領息。高信評債體質較佳，具穩定現金流與還款能力，聚焦風險調整後利差具吸引力者，包含金融、非必需消費、通訊及公用事業等產業。	債種：中短天期高信評債鎖利，產業如金融、非必需消費、通訊及公用事業等
匯市	◆ CPI通膨支撐升息預期，美元走勢偏強。 ◆ 日本銀行9月升息，但前瞻指引偏中性，未如市場預期偏鷹，日圓弱勢盤整。	美元高檔整理
商品	◆ 美伊談判走向反覆，油價一度回落但再度反彈，短線仍偏震盪。 ◆ 去美元化支撐全球央行買盤，提供黃金中長期穩定支撐。	低接買盤流入，黃金中長期維持偏多看法

附錄 重要經濟數據 / 事件

Nov 2026

16 Monday
- 日本第三季GDP季增年率初值 (實際:-0.1% 預估:0.2% 前值:1.7%)
- 日本9月工業生產月增率終值 (實際:2.0% 前值:-2.4%)
- 歐元區9月工業生產年增率 (實際:-1.5% 預估:-0.2% 前值:-1.1%)
- 中國10月零售銷售年增率 (實際:0.4% 預估:0.8% 前值:1.1%)
- 中國10月工業生產年增率 (實際:4.8% 預估:5.3% 前值:5.5%)

17 Tuesday
- 美國10月零售銷售月增率 (實際:0.2% 預估:0.1% 前值:0.8%)
- 美國10月工業生產月增率 (實際:-0.4% 預估:0.1% 前值:0.7%)

18 Wednesday
- 歐元區10月CPI年增率終值 (實際:4.0% 預估:4.0% 前值:3.8%)

19 Thursday
- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:203k 預估:198k 前值:202k)
- 美國10月FOMC會議記錄
- 日本9月核心機器訂單月增率 (實際:-0.3% 預估:1.5% 前值:5.2%)

20 Friday
- 美國11月密大消費者信心指數終值 (預估:51.6 前值:48.0)
- 日本10月CPI年增率 (實際:2.3% 預估:2.5% 前值:2.1%)
- 臺灣10月出口訂單年增率 (預估:64.6% 前值:62.4%)

23 Monday
- 美國11月標普全球製造業PMI初值 (預估:54.5 前值:54.9)
- 美國11月標普全球服務業PMI初值 (預估:55.7 前值:56.1)
- 歐元區11月標普全球製造業PMI初值 (前值:52.7)
- 歐元區11月標普全球服務業PMI初值 (前值:51.4)

24 Tuesday
- 美國11月經濟諮詢委員會消費者信心 (預估:92.1 前值:91.7)
- 日本11月標普全球製造業PMI初值 (前值:53.3)
- 日本11月標普全球服務業PMI初值 (前值:51.7)
- 美敦力公司(MDT US)、亞德諾公司(ADI US)財報

25 Wednesday
- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (預估:200k 前值:203k)
- 美國10月PCE年增率 (預估:3.8% 前值:3.6%)
- 美國10月核心PCE年增率 (預估:3.2% 前值:3.1%)
- 美國第三季GDP季增年率修正值 (預估:3.5% 前值:2.2%)
- 戴爾科技公司(DELL US)、迪爾(DE US)財報

26 Thursday

27 Friday

資料來源：Bloomberg

凱基證券 KGI SECURITIES | 凱基金控成員

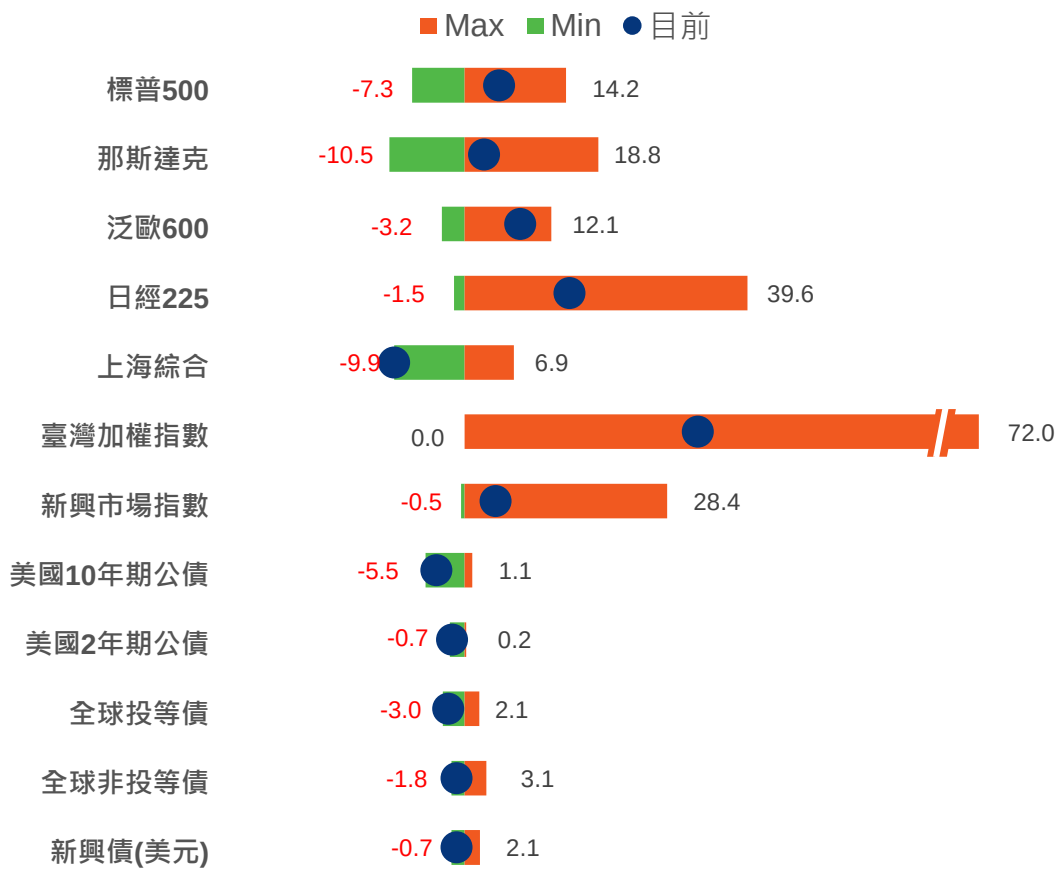
財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2026/11/17	家得寶公司(HD US)	42.83B	43.4B	3.85	3.86	V	V
2026/11/17	華特迪士尼公司(DIS US)	25.18B	25.95B	1.66	1.77	V	V
2026/11/18	輝達公司(NVDA US)	109.33B	115.84B	2.47	2.68	V	V
2026/11/18	TJX公司(TJX US)	15.84B	15.95B	1.36	1.34	V	
2026/11/19	Palo Alto Networks Inc (PANW US)	3.31B	3.45B	0.97	1.05	V	V
2026/11/19	沃爾瑪公司(WMT US)	187.17B	188.84B	0.64	0.65	V	V

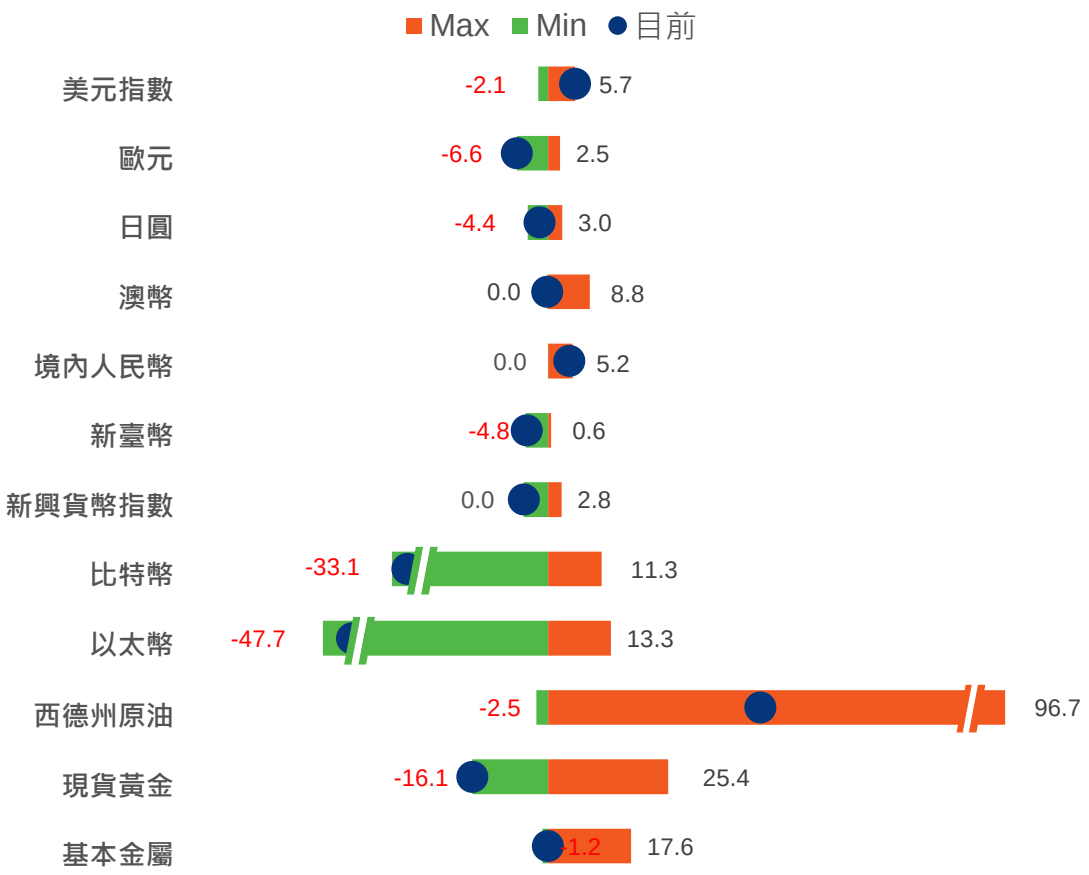
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

技術分析

60日線

標普500指數



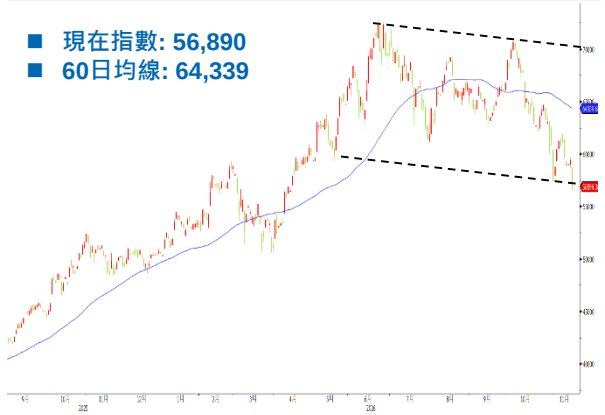
那斯達克指數



泛歐600指數



日經225指數



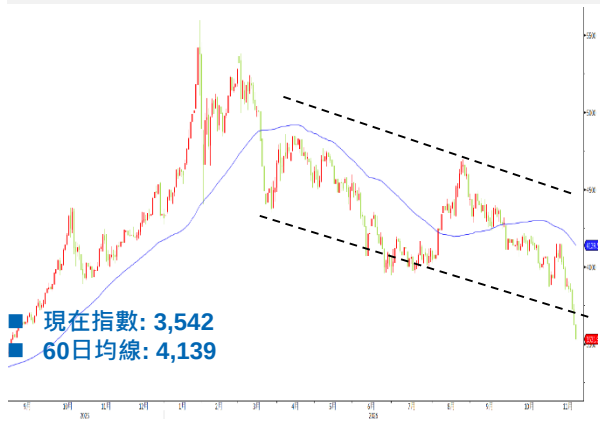
上海綜合指數



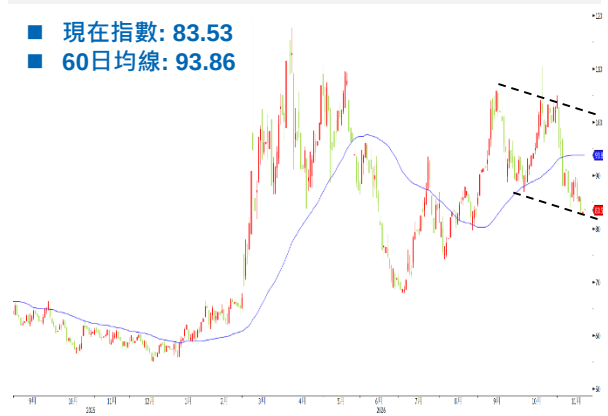
新興市場指數



黃金



西德州原油



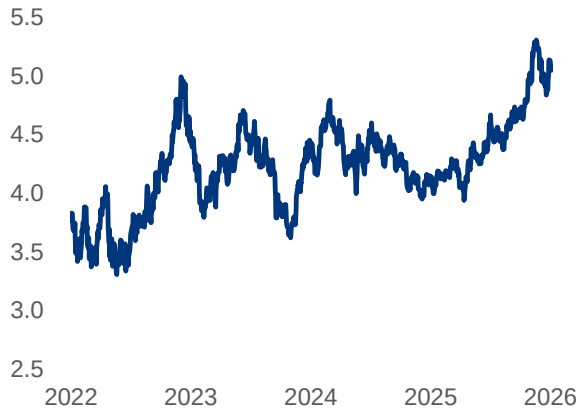
資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

市場觀測

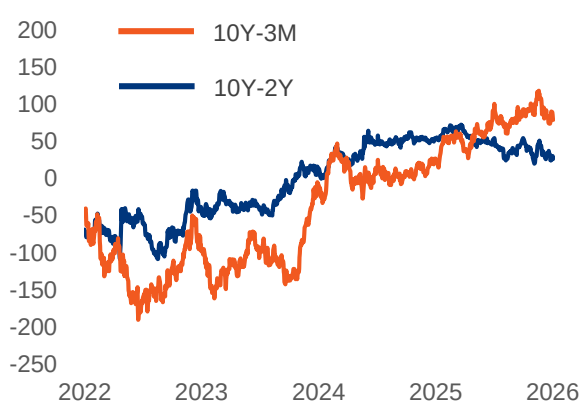
美國消費物價指數年增率(%)



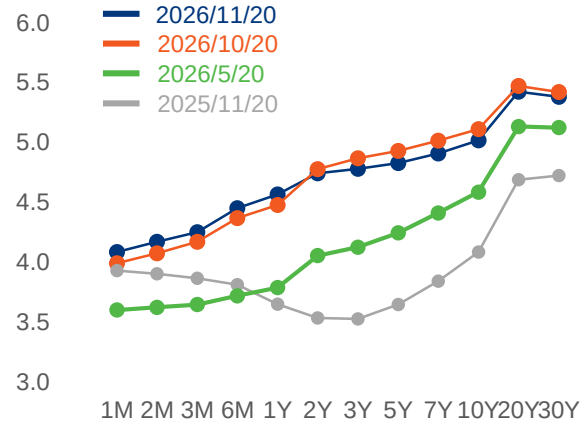
美國10年期公債殖利率(%)



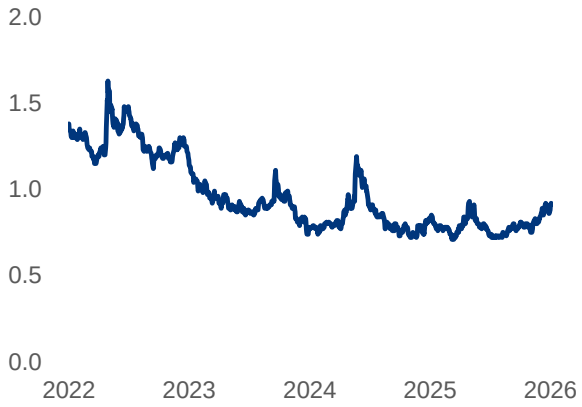
美國公債利差(bps)



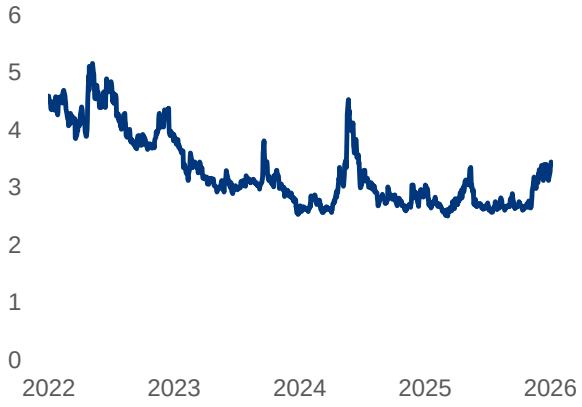
美國公債殖利率曲線(%)



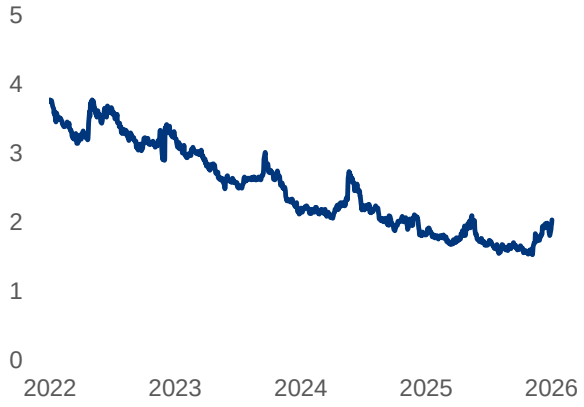
美元投資級公司債利差(%)



美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



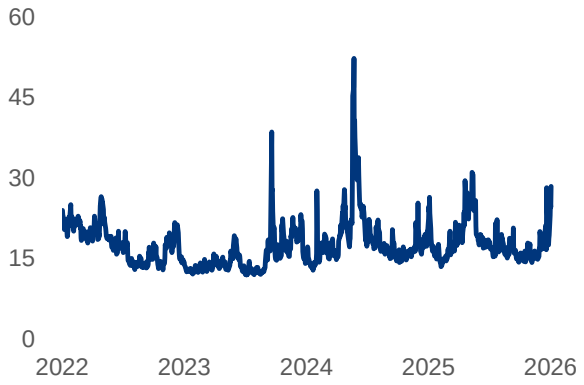
美元亞洲非投資級債利差(%)



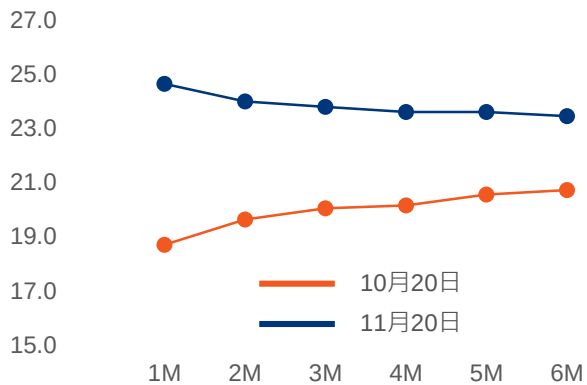
資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

市場觀測

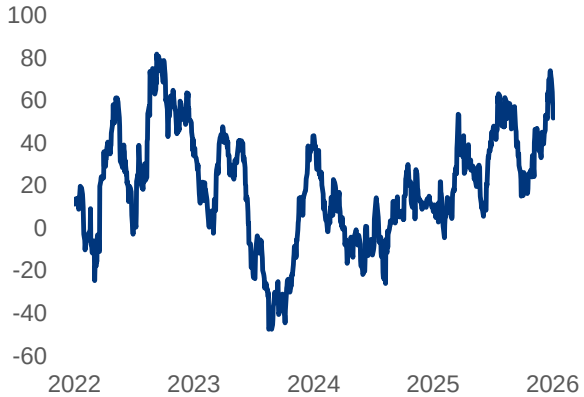
VIX指數



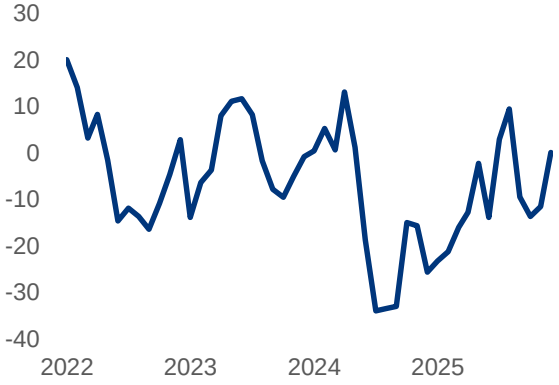
VIX期間結構



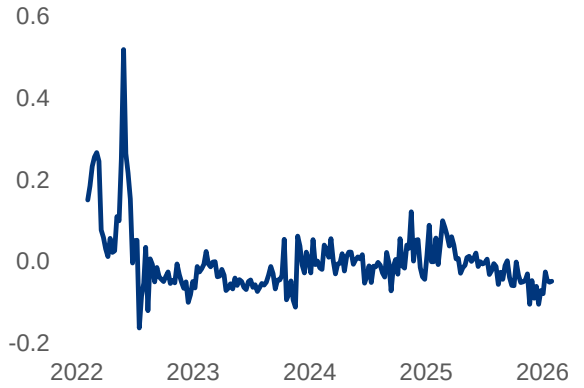
美國花旗經濟驚奇指數*



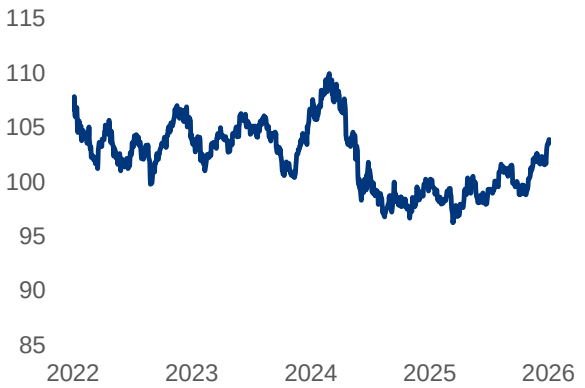
美國花旗通膨驚奇指數*



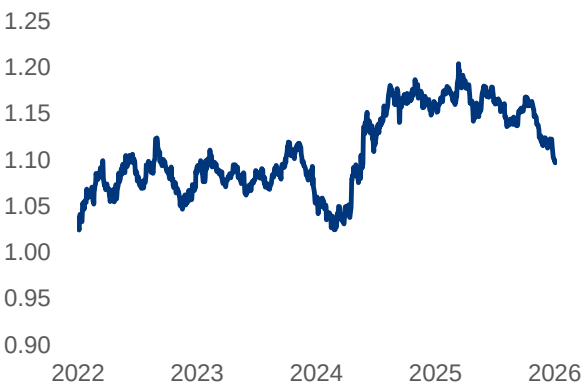
TED利差(%)



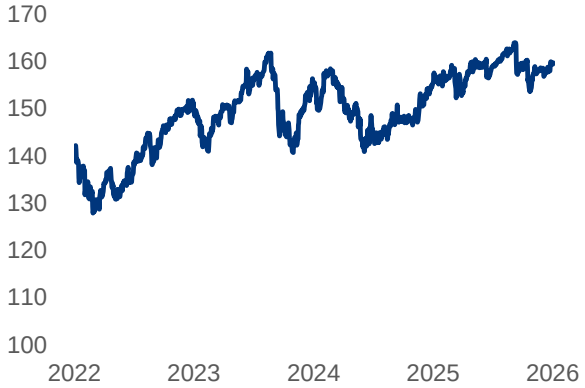
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2026年11月20日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

美元兌新臺幣歷史走勢圖(日資料)

2005年以來美元兌新臺幣歷史資料



資料來源：Bloomberg，2026年11月20日

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。

基金警語

投資一定有風險，基金投資有賺有賠，申購前應詳閱公開說明書

【信託產品投資須知及風險預告：（請投資人審慎評估下列各項條文內容）】

1. 基金（包括具有定期配息之基金）投資具投資風險，此一風險可能使信託本金發生全部虧損。
2. 基金委託人須自負盈虧，本公司受託投資不保本不保息，除盡善良管理人注意義務外，投資所可能產生的本金虧損、匯率損失、或基金解散、清算、移轉、合併等風險，均由委託人承擔。
3. 本公司受託投資之基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，委託人申購前應詳閱基金公開說明書。
4. 投資前應詳閱風險預告及各該基金公開說明書，確實作好財務規劃與風險評估。本公司受託投資之基金已備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知【前述文件併揭露有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)】，委託人可至本公司營業處所索取或至公開資訊觀測站、基金資訊觀測站或本公司網站下載。
5. 為保護既有投資人之權益，部份境外基金設有價格稀釋調整機制及公平市價規定，投資人申購前應詳閱基金公開說明書及投資人須知。
6. 委託人瞭解並同意受託人辦理特定金錢信託業務(即委託人委託投資基金)交易時，自交易相對人取得之報酬、費用、折讓等各項利益，得作為受託人收取之信託報酬；另委託人在持有基金期間，受託人仍持續收受經理費分成報酬，委託人可至受託人(即本公司)網站 (https://www.kgi.com.tw/zh-tw/)查詢基金之通路報酬。其基金經理費率及其分成費率與其他通路報酬最新變動情形，亦可至該網站查詢。
7. 後收型基金在贖回時，基金公司將依持有期間長短收取不同比率之遞延申購手續費，該費用將自贖回總額中扣除；另後收型基金若有收取分銷費，則申購手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付0%~1.06%的分銷費（按基金日平均淨資產價值計算），可能造成實際負擔費用增加（分銷費依各基金公司而有不同，請參考本公司後收型基金投資費用暨特約事項及各基金之投資人須知），另該費用已反映於每日基金淨值中，委託人無需額外支付。
8. 委託人之交易如經基金公司認定為短線交易者，基金公司或本公司可拒絕受理申請轉換或申購要求，並可請求支付一定比例之贖回費用或其他相關費用，費用標準均依各該基金公司之規定。
9. 委託人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動，投資人於獲配息時，宜一併注意基金淨值之變動。又投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，委託人應慎選投資標的。
10. 部分基金可能持有衍生性商品部位，該部位可能超過基金淨資產價值之100%，並可能因而造成基金淨值高度波動及衍生其他風險。
11. 基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部分，可能導致原始投資金額減損；且部分基金配息前未先扣除應負擔之費用。由本金支付配息之相關資料，投資人可至證券投資信託事業或總代理人之公司網站查詢。
12. 非投資等級債券基金（本類基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金）（主要特色係投資前揭基金之組合基金亦同），適合能承受較高風險之『非保守型』委託人且不宜占投資組合過高的比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損，不適合無法承擔相關風險之委託人；又如係本國投信機構募集者，則可能投資於符合美國Rule 144A規定具有私募性質之債券，雖其投資總金額不得超過基金淨資產價值之百分之三十，然該債券具有債券發行人違約之信用風險、利率風險、流動性風險、交易對手風險及因財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險，投資人應審慎評估；另證券投資信託事業募集之債券型基金、平衡型基金、不動產證券化基金、以追蹤、模擬或複製標的指數表現之指數股票型基金（ETF）及指數型基金或募集之基金投資新興市場國家債券達基金淨資產價值之百分之六十以上者，或有可能投資符合美國Rule 144A規定具有私募性質之債券，亦應留意相關風險。
13. 投資於中國之基金應遵守中華民國相關法令之規定：境外基金(不含經金管會核准向證交所申請上市或交易之境外ETF)如有投資大陸地區之有價證券者，以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該境外基金淨資產價值之百分之二十(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可者得適用鼓勵境外基金深耕計畫所列放寬前揭投資總金額上限至百分之四十之優惠措施)；證券投資信託基金雖可投資大陸地區之有價證券，惟仍應符合信託契約、公開說明書、證券投資信託基金管理辦法等相關規定及受到基金公司QFII額度之限制。又投資人須留意中國市場之政府政策、法令、會計稅務制度、經濟與市場等變動所可能產生之投資風險。
14. 各基金於公開（含簡式）說明書或投資人須知揭露之風險報酬等級，係依據投信投顧公會「基金風險報酬等級分類標準」而訂定，本公司亦依據投信投顧公會「基金風險報酬等級分類標準」訂定基金產品風險等級。
15. 境內外基金於公開說明書或投資人須知可能揭露貨幣風險，境外基金係以外幣計價(含避險級別)，投資人之慣用貨幣（持有或常用作交易之貨幣）如是新臺幣，則須承擔取得收益分配或買回價金時轉換回新臺幣可能產生之匯率風險，亦即轉換當時之新臺幣兌換外幣匯率相較於原始投資日之匯率升值時，投資人將承受匯兌損失。

【申訴管道】

凱基證券財富管理客服&申訴電話：(02)2389-0088、0800-085-005、信函申訴地址：台北市中山區明水路700號 凱基證券投資產品與服務部收、電子郵件客服&申訴信箱: service1@kgi.com，申訴經本公司受理後，得致電本公司財富管理客服專線或透過財富管理客服信箱服務，查詢申訴案件處理進度。