



2026年 投資展望

財富管理處 投顧小組

內容大綱



市場回顧



關注焦點



投資策略

市場回顧 | 全球股/債市表現

全球主要股票指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	2025年(%)
MSCI世界指數	0.73	2.87	19.49
MSCI歐洲指數	2.61	5.91	16.34
MSCI新興市場指數	2.74	4.33	30.58
MSCI新興亞洲指數	2.95	4.54	32.11
MSCI拉丁美洲指數	-0.45	6.15	46.24
MSCI新興歐洲指數	4.55	7.85	49.27
美國標普500	-0.05	2.35	16.39
道瓊歐盟50	2.17	4.73	18.29
日經225指數	0.17	12.03	26.18
香港恆生指數	-0.88	-4.56	27.77
上證指數	2.06	2.22	18.41
台股加權指數	4.84	12.17	25.74
印度標普孟買SENSEX30	-0.57	6.17	9.06

全球主要債券指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	2025年(%)
全球政府債	-0.24	-0.78	6.43
全球投資級債	0.17	0.64	10.30
全球非投資級債	0.89	1.16	10.79
亞洲非投資級債	0.89	0.84	9.96
美國非投資級債	0.65	1.35	8.50
歐洲非投資級債	0.35	0.52	5.15
新興非投資級債	0.96	1.53	10.79
美國投資級債	-0.31	0.77	7.78
歐洲投資級債	-0.36	0.67	7.59
亞洲投資級債	-0.05	0.99	7.91
新興投資級債	0.10	0.91	9.16
新興企業債	0.33	1.09	9.61
新興政府債	0.63	2.73	13.96

資料來源：Bloomberg · 2025.12.31 · 債券市場為美銀美林債券指數



市場回顧 | 全球商品/匯率表現

全球主要商品指數(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	2025年(%)
CRB指數	-0.90	-0.61	0.69
西德州原油	-1.49	-6.60	-15.06
布蘭特原油	-3.72	-9.21	-18.48
天然氣	-16.57	-7.36	-15.13
銅	11.03	20.98	41.69
黃金	1.59	12.97	64.89
玉米	-1.68	1.91	-3.29
黃豆	-8.60	1.13	1.28
糖	-1.31	-9.58	-15.20

全球主要匯率(%)

主要指數	近一個月(%)	近一季(%)	2025年(%)
美元指數	-1.14	0.56	-9.37
新興市場匯率指數	0.48	1.34	8.82
歐元(間接報價)	1.22	-0.06	12.73
日圓	0.31	5.83	-0.11
英鎊(間接報價)	1.53	0.00	7.07
澳幣(間接報價)	1.97	1.06	7.48
南非幣	-3.05	-3.93	-11.79
台幣	0.10	3.18	-4.10
人民幣	-1.24	-1.89	-4.34

資料來源：Bloomberg · 2025.12.31



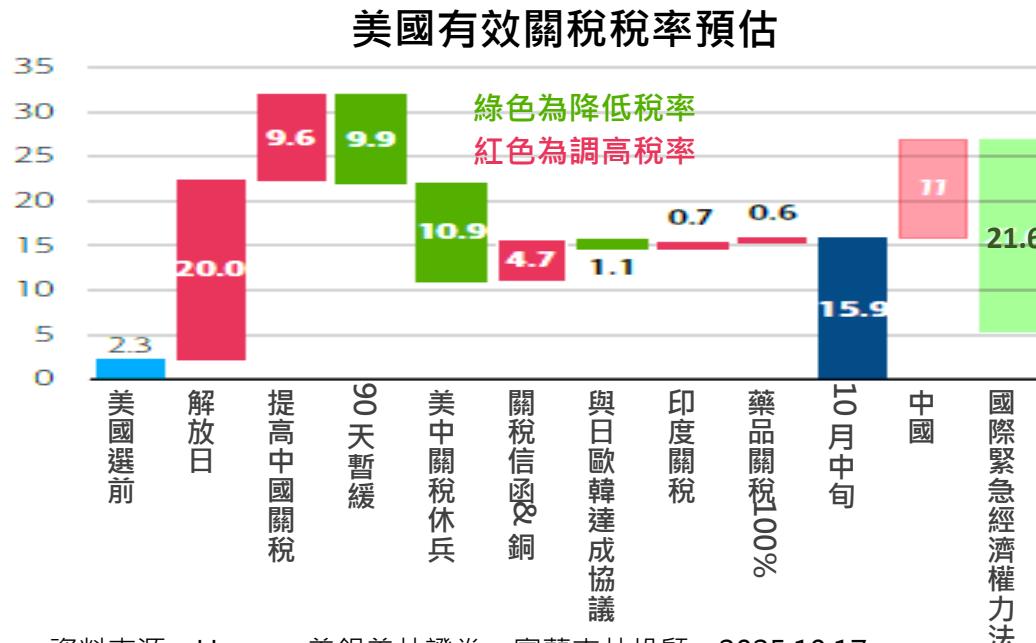
內容大綱



- 一 市場回顧
- 二 關注焦點
- 三 投資策略

川普關稅 | 關稅大致底定，普遍低於解放日宣布的稅率

- 川普關稅令全球貿易秩序大幅震盪：**川普重返白宮後透過加徵關稅大幅改寫全球貿易規則，各國陸續與美國達成新的貿易協議，雖然新的協議普遍低於解放日宣布的稅率，但仍使美國平均有效稅率從去年的2.4%暴增至16.8%，攀升至1930年代以來的高點。受到高關稅推動，2025會計年度美國淨海關收入年增1,180億美元，達到創紀錄的1,950億美元。美國財長貝森特（Scott Bessent）表示，美國年度關稅收入可能逼近1兆美元，並強調川普政府已因此成功降低預算赤字。
- 全球企業成本增，美國消費者承擔最大壓力：**根據標普全球（S&P Global）估算，川普的新關稅政策2025年將使全球企業額外付出超過1.2兆美元的成本。高盛預估美國消費者預估將在2025年底承擔55%的關稅成本、美國企業承擔22%，外國出口商將透過降價吸收18%的成本、剩餘的5%透過避稅、繞道等方式被規避。



資料來源：Haver，美銀美林證券，富蘭克林投顧，2025.10.17

2025年1月1日以來美國平均有效關稅稅率



資料來源：TheBudgetLabanalysis，2025.11.17

川普關稅 | 聽證會預期1月出結果

- 關稅案聽證會，預期在1月出結果：**美國最高法院對川普上任後援引「國際緊急經濟權力法」(IEEPA)對全球多國實施對等關稅舉行聽證會，高盛預計在2026年1月作出裁決。聽證會期間，市場認為維持當前關稅政策的機率一度從40%跌至20%，最後維持在30%上下。
- 即使法院裁決IEEPA關稅無效，川普仍可透過其他法律途徑實施類似關稅：**如果最高法院裁定IEEPA關稅無效，川普政府可能會援引其他條款作為取代，現行可依賴法條包括：《1974年貿易法》第122條和第301條、《1962年貿易擴展法》第232條以及《1930年貿易法》第338條。這些法條授權總統在特定情況下徵收關稅。高盛預期，最終結果可能是對少數小型貿易夥伴的關稅略有降低，而對主要貿易夥伴的淨影響微乎其微，實際關稅稅率可能僅下降約1%。

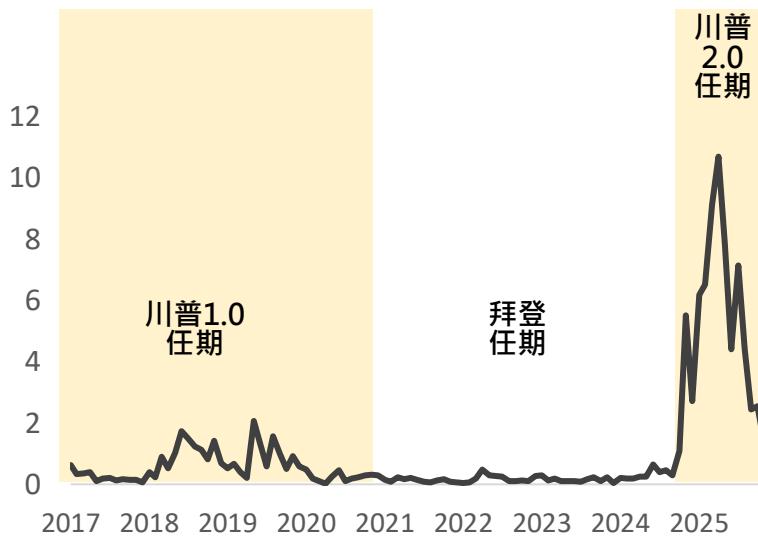
類型	稅率與加徵對象	課稅邏輯
《國際緊急經濟權力法》 IEEPA	<ul style="list-style-type: none"> 基本關稅：10% 對等關稅：10%~41% 芬太尼關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 解決對美貿易逆差問題，差異稅率視各國貿易逆差而定 只要任何外來威脅造成美國家安全、外交政策或者經濟出現隱憂，美國總統得進行多種相關限制
《貿易擴張法》第232條 Trade Expansion Act	<ul style="list-style-type: none"> 汽車、鋼鋁、銅、半導體、藥品、木材、卡車、關鍵礦物等 	<ul style="list-style-type: none"> 調查與認定特定產品之進口是否影響美國國家安全，總統可加徵關稅、限制進口量或用其他方法保護美國
《北美自由貿易協定》 USMCA	<ul style="list-style-type: none"> 商品符合 USMCA 的原產地規則，零關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 例如：汽車產業要有 75% 的零件來自北美，才能免關稅進口到美國。若比例不足，就算從墨西哥或加拿大出口到美國，仍會被課徵關稅
《貿易法》第301條	<ul style="list-style-type: none"> 啟動對特定國家的調查，定案後可取代一句IEEPA決定的關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年美中貿易戰主要依據，惟調查時間較長
《貿易法》第122條	<ul style="list-style-type: none"> 面對巨額貿易逆差，總統可以在150天內徵收高達15% 的關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 時效短，如果延長則需要國會立法
《貿易法》第338條	<ul style="list-style-type: none"> 對歧視美國商品的國家加徵關稅 	<ul style="list-style-type: none"> 稅率上限50%，二戰後就未在實務上使用

資料來源：Bloomberg，2025.11.7

川普關稅 | 全球經濟現韌性，關稅影響性延續至2026年

- 對等關稅曾使全球成長預測大幅下修，但實際經濟韌性超出預期：**摩根大通上調全球成長估測，多數經濟體的表現已回到年初水準。國際貨幣基金（IMF）也在最近一次的展望上調2025年全球經濟成長率至3.2%（原估3.0%），為2025年第二度上調，IMF指出，企業與家庭趕在美國升高關稅前提前採購，加上美元走弱推升全球貿易，使2025年需求強於預期。儘管2026年成長預測維持在3.1%，IMF仍警告，全球保護主義的負面效應正逐漸顯現，恐使未來經濟面臨下行風險。
- 提前備貨消退後，關稅衝擊恐逐步浮現：**為因應川普政府反覆多變的關稅政策，企業普遍採取提前備貨策略，加上部分商品獲得豁免，使關稅衝擊不如預期中劇烈。隨著提前備貨效應逐漸減弱，貿易戰對經濟的拖累或將浮現。高盛預估，美國核心個人消費支出（PCE）物價指數將於12月升至3.0%，而關稅帶來的通膨效應可能需要6至8個季度，才會完全傳導至消費端。

經濟不確定指數



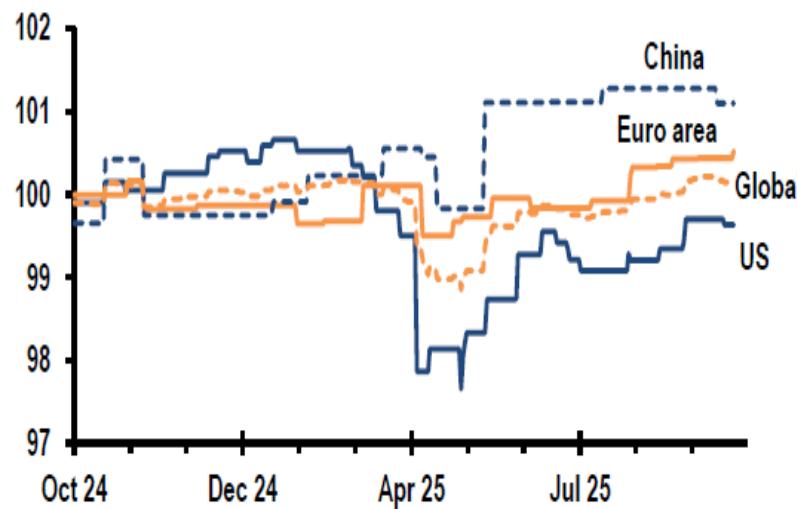
國際貨幣基金全球經濟成長預估

區域	2024年	預估2025年		預估2026年	
		最新	變化	最新	變化
全球	3.3%	3.2%	0.2%	3.1%	0.0%
已開發國家	1.8%	1.6%	0.1%	1.6%	0.0%
美國	2.8%	2.0%	0.1%	2.1%	0.1%
歐元區	0.9%	1.2%	0.2%	1.1%	-0.1%
日本	0.1%	1.1%	0.4%	0.6%	0.1%
英國	1.1%	1.3%	0.1%	1.3%	-0.1%
新興市場	4.3%	4.2%	0.1%	4.0%	0.0%
新興亞洲	5.3%	5.2%	0.1%	4.7%	0.0%
中國	5.0%	4.8%	0.0%	4.2%	0.0%
印度	6.5%	6.6%	0.2%	6.2%	-0.2%
新興歐洲	3.5%	1.8%	0.0%	2.2%	0.0%

資料來源：Bloomberg · 2025.11.28

資料來源：IMF · 2025.10

摩根大通全球經濟成長預估



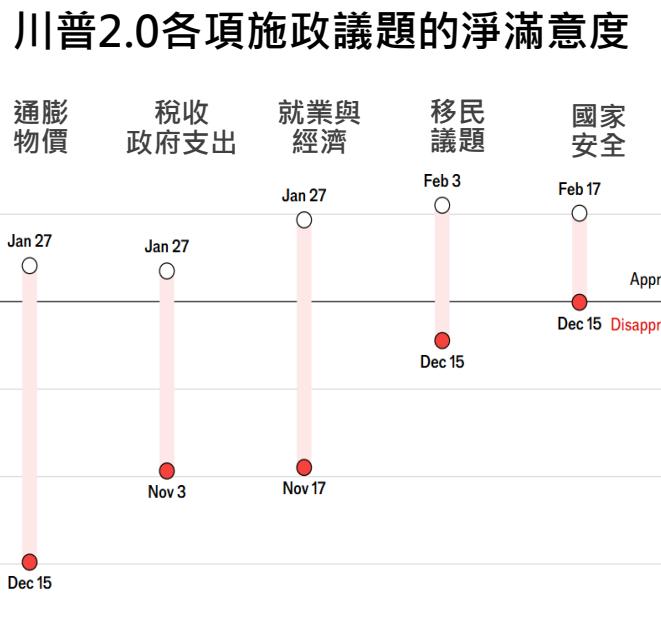
資料來源：JPMorgan · 2025.9.26

期中選舉 | 川普應戰執政期中考，挽救民調成為首要任務

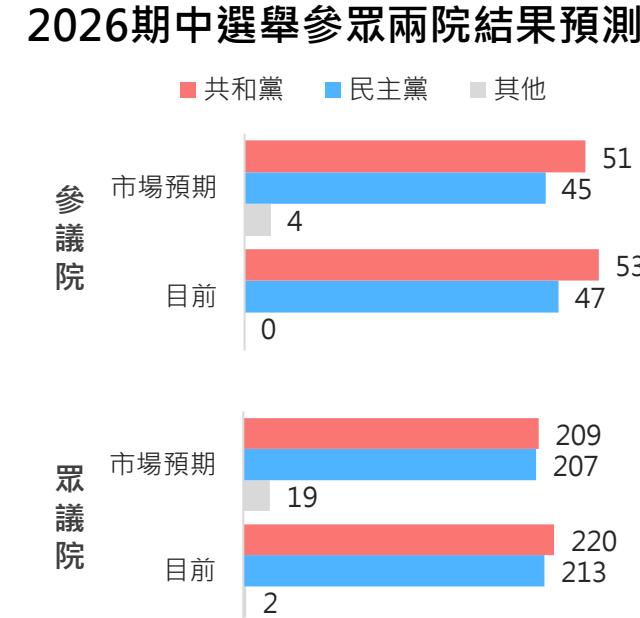
- 川普施政淨滿意度創新低：**截至2025年12月，川普的施政淨滿意度從重返白宮時的+1%跌至-13%，選民最不滿的部分集中在生活成本（通膨與物價），高達54%表示不滿意。
- 共和黨於2026年期中選舉面臨重大挑戰：**美國將於2026年11月舉行期中選舉，被視為總統與執政黨的重要期中考。選舉內容包括眾議院435席全部改選、參議院約35席的改選，並涵蓋36個州的州長選舉與多項州議會選舉。川普施政民調屢創新低，成為共和黨在期中選舉的警訊。值得注意的是，民主黨在2025年11月初的紐約市長及維吉尼亞州州長選舉中大獲全勝，展現強勢回歸的氣勢。若此趨勢延續，可能衝擊共和黨在2026年期中選舉的布局，使得「藍色浪潮」再現，民主黨甚至有機會重新奪回國會兩院的控制權。



資料來源：Economist · 2025.12.12



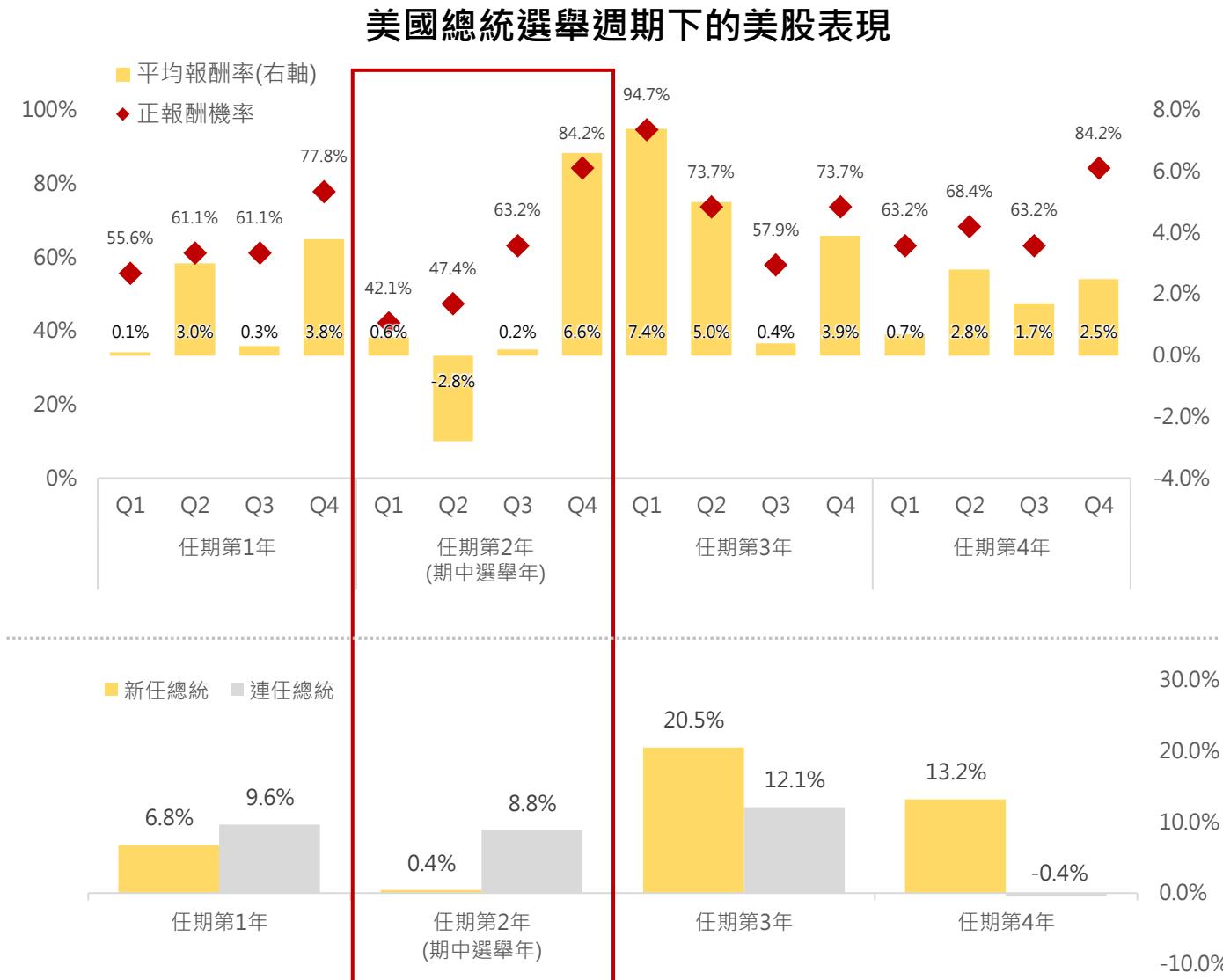
資料來源：Economist · 2025.12.15



資料來源：270towin · 2025.12.22

期中選舉 | 以史為鑑，期中選舉年走勢更震盪

- 期中選舉年走勢更震盪**：根據Carson統計自1950年以來標普500指數的平均報酬率，若將年份區分為「非期中選舉年」與「期中選舉年」來比較，可以發現美股在期中選舉年普遍面臨較大的不確定性，勝率與整體報酬表現皆相對偏弱。
- 選舉年Q4通常迎來補漲行情**：歷史數據顯示，標普500指數在期中選舉年的第1至第3季，常因兩黨角力、政策紛擾而拖累市場情緒，使得平均報酬相對落後。不過，進入第4季後，隨著選舉行情發酵（選前與選後）以及選舉結果明朗化，市場不確定性下降，隔年的標普500指數繳出正報酬。因此，若能在較低檔時適度布局，有助提升投資勝率。不過，影響市場走勢的核心因素仍是當前的總體經濟與貨幣環境。尤其在川普執政下，政策風向與選舉情勢更顯詭譎多變，使金融市場的可預測性偏低。因此，在關注美國期中選舉發展的同時，也應同步留意企業獲利與經濟基本面。

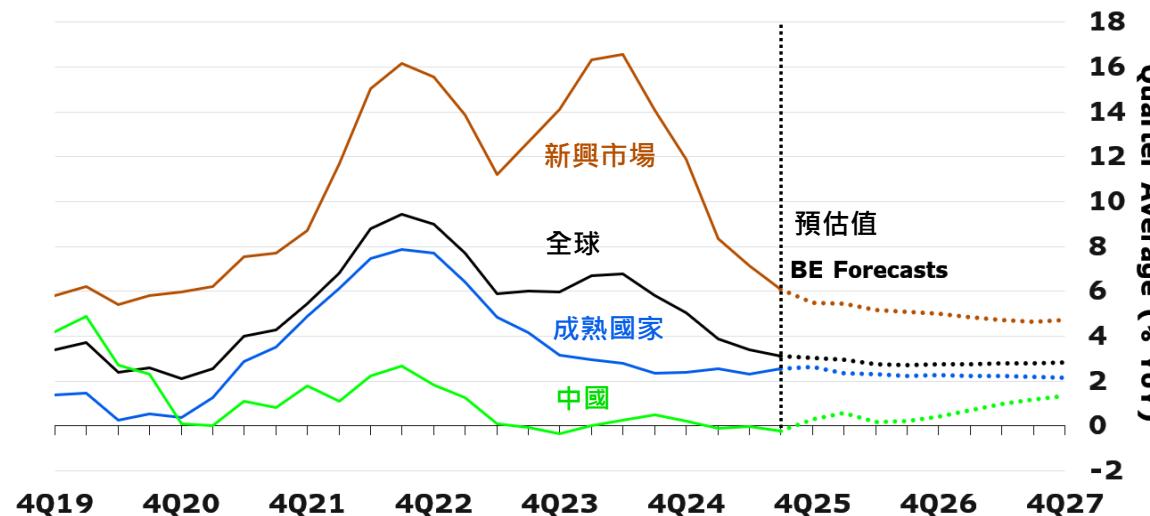


資料來源：Carson Investment Research，1950年至2024年底，標普500指數各季度表現

通膨 | 全球通膨延續回落態勢，新興市場通膨降幅居前

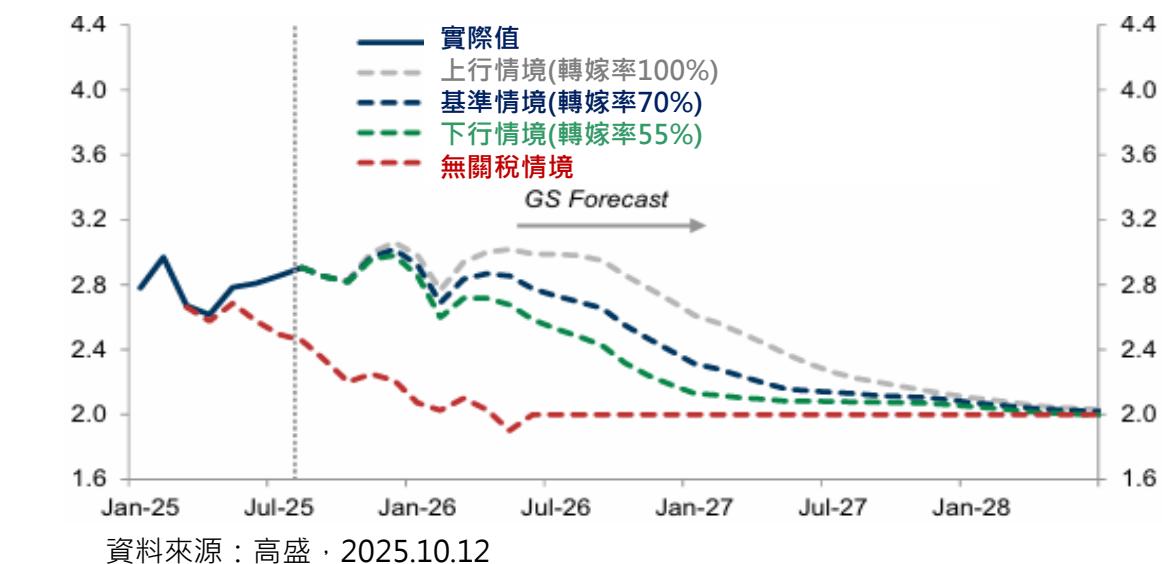
- 全球通膨放緩主要由新興市場帶動：**彭博預估，2025年第四季全球通膨率可望回落至3%，大致回到疫情前水準，較2024年第二季的6.8%高峰減半以上，並預計2026年將穩定在約2.8%。成熟國家方面，CPI在2025年將維持在約2.6%，仍高於多數央行目標，也略高於一年前的2.4%，但預期至2026年底可降至2.3%。新興市場（不含中國）通膨則將從2024年第二季的16.6%回落至2025年第四季的5.5%，並於2026年第四季進一步降至約5%。
- 關稅因素將讓美國通膨的下降速度更為緩慢：**根據高盛證券預估，在基準情境下（關稅轉嫁率70%），美國核心通膨將在2025年底升至3.0%，到2026年底降至2.4%。若轉嫁率提高至100%，核心通膨在2025年底恐升至3.1%，並於2026年底回落至2.7%。至於轉嫁率維持目前約55%的下行情境，核心通膨將在2025年底來到2.9%，並於2026年底降至2.2%。

全球消費者物價指數(CPI)年增率預估



資料來源：Bloomberg，2025.11.24

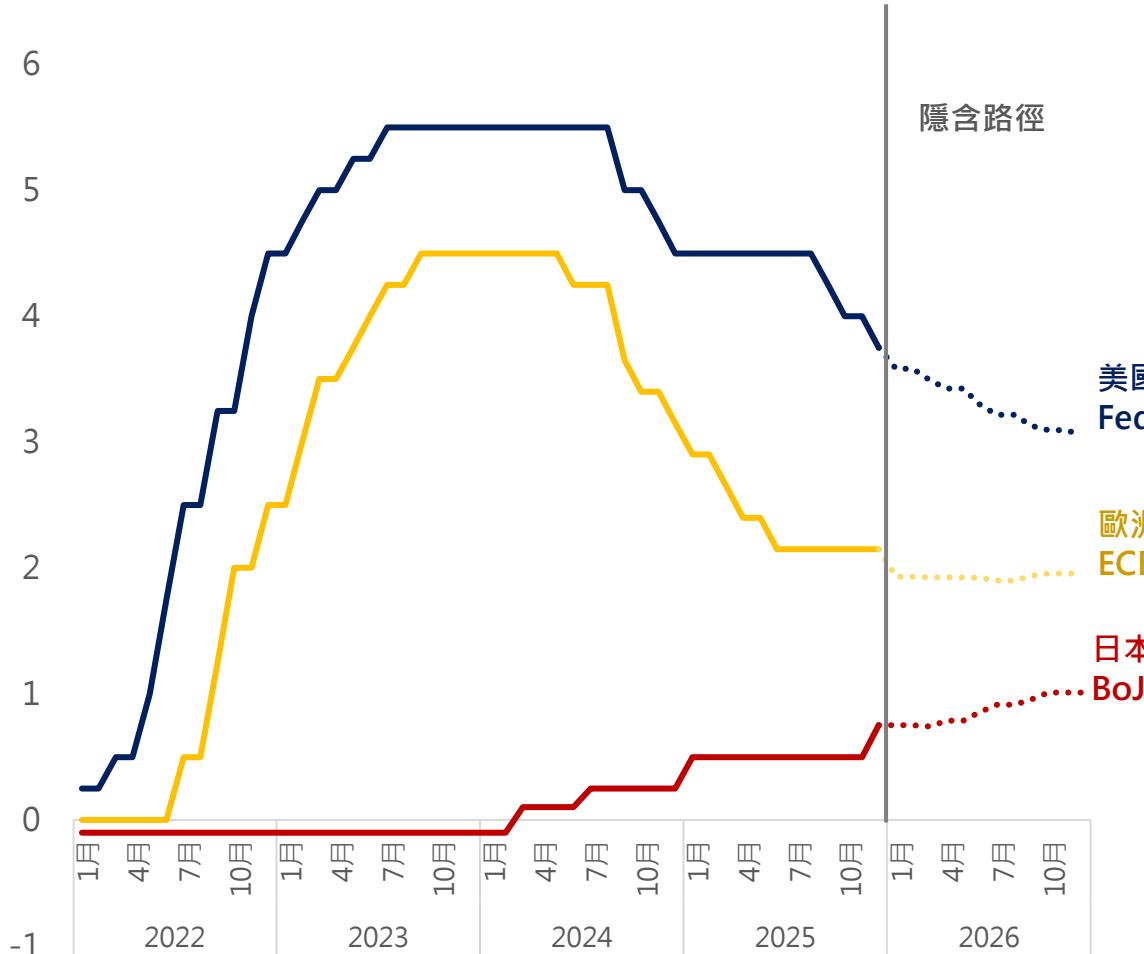
美國核心個人消費支出平減指數(PCE)年增率預估



資料來源：高盛，2025.10.12

| 央行政策 | 降息進入慢車道

主要央行政策利率隱含路徑



資料來源：Bloomberg · 2025.12.16

2026年聯準會預期降息幅度

投資銀行	預期2026年 降息幅度	預期2026年底 基準利率	補充說明
高盛 Goldman Sachs	2 碼 (50 bps)	3.00% – 3.25%	預計在 2026年3月與6月 各降一碼後停止
摩根大通 JPMorgan	2 至 3 碼 (50-75 bps)	約 3.00%	認為 Fed 將在 2026年上半年 維持緩慢降息路徑
美國銀行 BofA	2 碼 (50 bps)	4.00% – 4.25%	預計降息發生在 2026年6月與7月
富國銀行 Wells Fargo	未明確 說明次數	3.00% – 3.25%	對2026年終點利率 預估與高盛一致
瑞銀 UBS	1 碼 (25 bps)	3.25% – 3.75%	與聯準會官員目前的 中位數預期較為接近

資料來源：各投行與券商 · 2025.12

| Fed | 利率點陣圖維持2026、2027年各降1碼的預期

- 利率點陣圖維持2026、2027年各降1碼的預期**：2025年12月如外界預期宣布降息1碼，將基準利率目標區間下調至3.50%至3.75%區間，為連續第三次降息。不過，決策官員們對於未來利率決策走向的分歧加劇。美國政府關門導致部分官方資料無法及時披露、甚或永久缺失的情況下，決策官員對通膨和就業的風險權衡不一致，部分官員擔憂降通膨的進展停滯，另也有官員認為應繼續採取降息行動避免就業加速流失。本次利率點陣圖顯示 2026~2027 年各降息 1 碼。聯準會仍維持降息方向，但利率越靠近3%長期中性水準，後續降息速度將放緩主席鮑爾在會後記者會上被問及短期內再次降息的門檻是否已明顯提高時，亦給出肯定答案，意味2026年1月可能暫停降息。

2025年12月利率點陣圖中位數

單位 %	2026		2027		2028		長期		單位 %
	前次 3.375	本次 3.375	前次 3.125	本次 3.125	前次 3.125	本次 3.125	前次 3.000	本次 3.000	
4.125									4.125
4.000									4.000
3.875	••	•••	••	••	••	••	•	•	3.875
3.750	•••••	••••	••	••	••	••	•	•	3.750
3.625	•••••	••••	••	••	••	••	•	•	3.625
3.500							•	•	3.500
3.375	••	••••	••	•••	••	••	••	••	3.375
3.250							•	•	3.250
3.125	••••	••••	••••••	••••••	••••••	••••••	••	••	3.125
3.000							••••	••••	3.000
2.875	•••	••	•••	•••	••••	•••	•	•	2.875
2.750					•	•	••	••	2.750
2.625	••	•	••	••	•••	•••	•••	•••	2.625
2.500									2.500
2.375			•						2.375
2.250				•					2.250
2.125		•							2.125
2.000									2.000
單位 %	前次	本次	前次	本次	前次	本次	前次	本次	單位 %
	2026		2027		2028		長期		

資料來源：Fed · 2025.12.11

| Fed | 預期通膨仍升溫 勞動市場下行風險更難纏

- 調升經濟成長預測：**會後聲明與經濟展望顯示，決策官員對未來幾年的成長動能更加樂觀。首先，在總體成長方面，聯準會上調2025至2028年的實質GDP成長預估，反映其對需求韌性與景氣動能的信心。具體而言，2025年的GDP成長率由1.6%上調至1.7%；2026年的成長預期更大幅調升至2.3%，明顯高於9月時的1.8%；2027年則從1.9%上修至2.0%；2028年預估由1.8%上調至1.9%。整體上修幅度顯示政策制定者認為經濟有能力在貨幣政策正常化背景下維持溫和擴張。
- 下修通膨率：**鮑爾在會後記者會中強調關稅措施對物價造成短期干擾。他指出，若無新的關稅影響，目前通膨率可能已逼近2%的目標水準；而關稅的影響預期將自2026年下半年開始逐步減弱。聯準會評估通膨有望在2026年第一季觸頂，之後逐步回落至目標區間。然而，當前通膨風險仍偏向上行，同時勞動市場正面臨顯著的下行壓力。鮑爾並提醒，勞動市場疲軟可能比物價壓力更具挑戰性，未來利率政策將維持在在平衡抑制通膨與支撐就業的區間，以避免景氣過度冷卻。

聯準會經濟預測															
經濟指標	2025			2026			2027			2028			長期		
	前次	本次	變化												
實質經濟成長 (GDP)	1.60	1.70	▲	1.80	2.30	▲	1.90	2.00	▲	1.80	1.90	▲	1.80	1.80	-
失業率	4.50	4.50	-	4.40	4.40	-	4.30	4.20	▼	4.30	4.20	▼	4.20	4.20	-
通膨 (PCE)	3.00	2.90	▼	2.60	2.40	▼	2.10	2.10	-	2.10	2.00	▼	2.00	2.00	-
核心通膨 (PCE)	3.10	3.00	▼	2.60	2.50	▼	2.10	2.10	-	2.10	2.00	▼			
基準利率	3.60	3.60	-	3.40	3.40	-	3.10	3.10	-	3.10	3.10	-	3.00	3.00	-

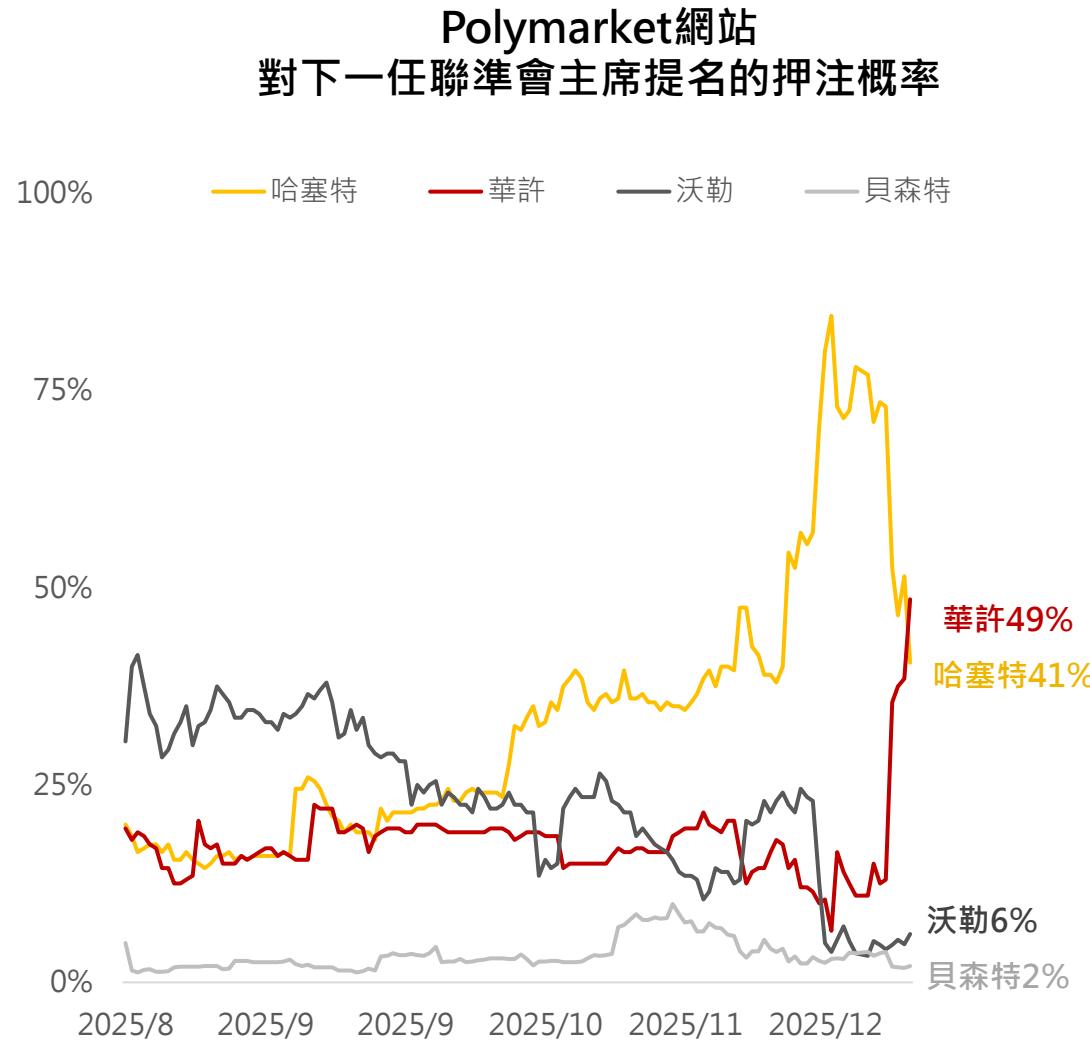
資料來源：Fed · 2025.12.11

| Fed | 前理事華許與哈塞特並列為下一任主席的主要候選人

- 華許與哈塞特角逐Fed主席：**隨著市場預期川普將在2026年初提名下一任聯準會(Fed)主席，前理事華許與哈塞特並列為主席的主要候選人。川普還指出，下一任主席應在設定利率前與他進行磋商。
- 哈塞特爭取市場認同，認為Fed須獨立：**市場擔心若聯準會被視為政治化，長期利率可能上行，反而不利川普的政策目標。此外，哈塞特在接受節目訪問時表示，聯準會的職責是在董事會與聯邦公開市場委員會內部，依據數據形成共識，決定利率政策，明確表態支持聯準會獨立性。

聯準會主席可能接班人	現任職務	優勢	劣勢
凱文華許 Kevin Warsh	曾任職 聯準會理事	多次批評鮑爾 未按期望降息	離開政府時間過長 貨幣政策經驗不足
凱文 哈塞特 Kevin Hassett	美國國家 經濟委員會 會長	2018年 經濟復甦時期 要求聯準會 維持低利率政策	決策獨立性 受質疑

資料來源：Bloomberg · 2025.12



資料來源：Polymarket · 2025.12.16

| Fed | 川普如何影響聯準會人事結構

- 不論哪一位主席接任，聯準會的利率政策大致仍遵循目前的趨勢：預期2026年聯準會維持偏鴿但不劇烈的降息步調，對投資市場而言，短期利多集中於利率敏感類股（科技、房地產、公用事業）以及高估值資產的估值支撐。中長期則取決於研究議程重塑是否引導市場重新評價美國的趨勢通膨與中性利率——一旦市場相信生產率提升可壓低通膨，長天期公債殖利率可能出現下行空間，並推動科技與大型成長股估值再擴張。此外，各地聯邦儲備銀行總裁多數於2026年2月底屆滿，而理事會對其任命與續任擁有最終同意權，因此未來各地聯邦儲備銀行總裁任命也不容忽視。

聯準會理事共7名，由**總統提名，參議院批准**，任期14年

聯準會主席由現任理事中提名，由**總統提名，參議院批准**，任期4年

	聯準會理事	職位	提名總統	本屆任期截止時間
1	鮑爾 Jerome H. Powell	主席 理事	主席提名：拜登 理事提名：歐巴馬	理事：2028年1月31日 主席：2026年5月23日
2	傑佛森 Philip N. Jefferson	副主席 理事	副主席提名：拜登 理事提名：拜登	理事：2036年1月31日 副主席：2027年9月13日
3	巴爾 Michael S. Barr	理事	拜登	2032年1月31日
4	庫克 Lisa D. Cook	理事	拜登	2038年1月31日
5	米蘭 Stephen Ira Miran	理事	川普	2026年1月31日
6	沃勒 Christopher J. Waller	理事	川普	2030年1月31日
7	鮑曼 Michelle W. Bowman	理事	川普	2034年1月31日

理事會
有任命權

各地聯邦儲備銀行總裁共12位

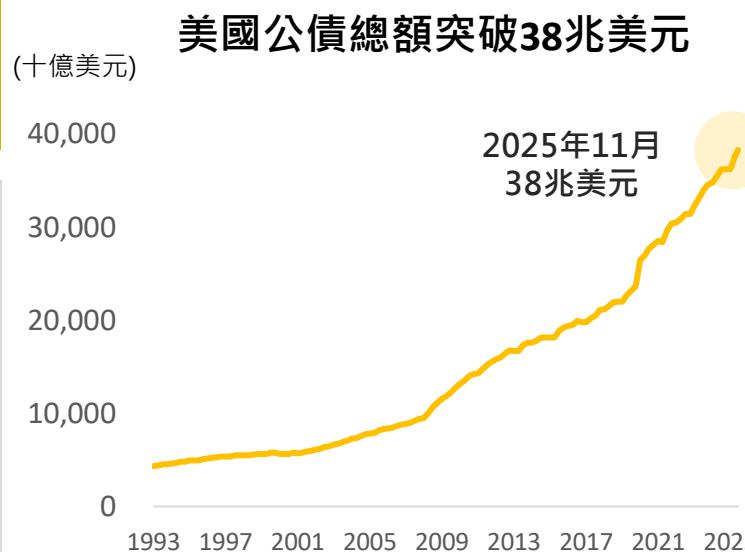
由**當地董事會提名、理事會批准**，任期5年

	各地聯邦儲備銀行總裁	本屆任期截止時間
1	紐約 John C. Williams	
2	波士頓 Susan M. Collins	
3	費城 Anna L. Paulson	
4	克里夫蘭 Beth M. Hammack	
5	里奇蒙 Thomas I. Barkin	
6	亞特蘭大 Raphael W. Bostic	
7	芝加哥 Austan D. Goolsbee	
8	聖路易 Alberto G. Musalem	
9	明尼阿波里斯 Neel Kashkari	
10	堪薩斯 Jeffrey R. Schmid	
11	達拉斯 Lorie K. Logan	
12	舊金山 Mary C. Daly	

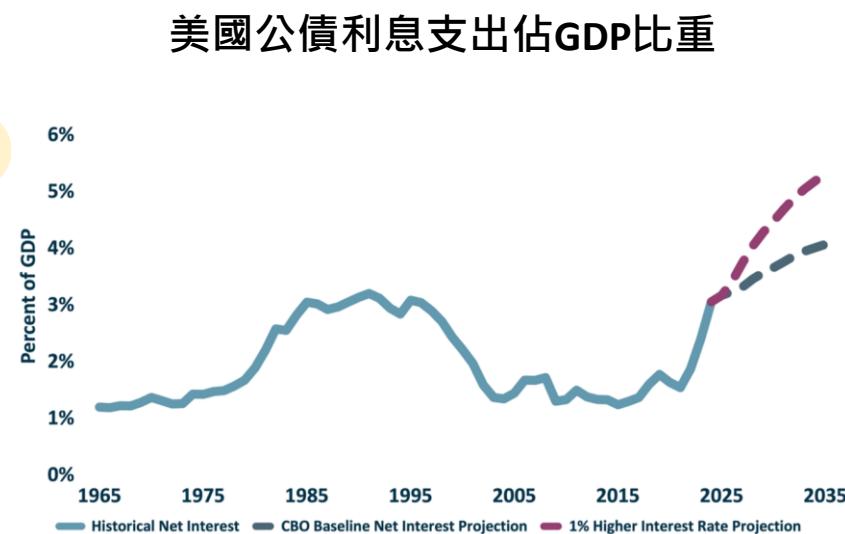
多數於
2026年
2月28日
任期屆滿

美國債務 | 財政壓力加劇，川普力促聯準會採取更大幅度的降息

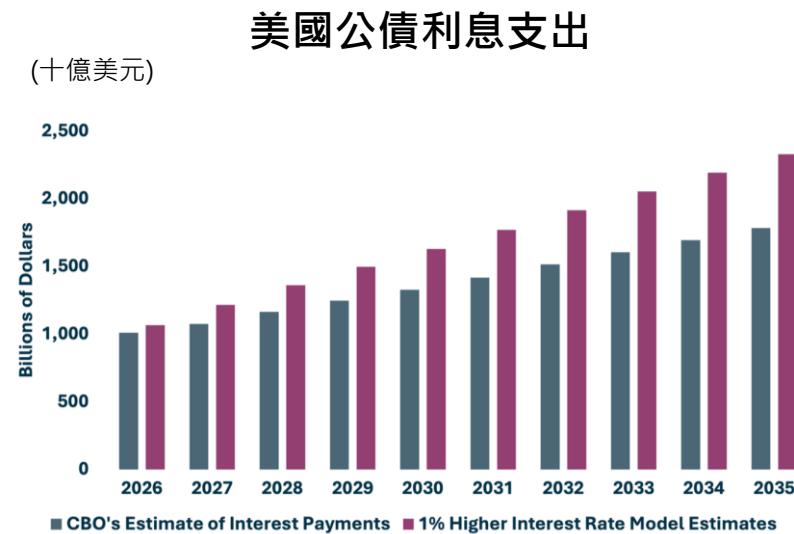
- 2025財年聯邦利息支出高達1.03兆美元，已超越國防預算：截至2025年11月，美國公債總額突破38兆美元，已超過GDP約18%，這是自二戰後首見的高債務水準。2025財年聯邦利息支出高達1.03兆美元，已超越國防預算。根據國會預算辦公室（CBO）公布的基準情境，2026至2035年期間，美國將支付高達13.8兆美元的利息，等於政府的收入將大部分用於償債，而非投資於生產性活動。若投資者對政府償債能力失去信心並要求更高利率，債務問題可能進一步惡化。
- 儘管聯準會近一年開啟降息週期，但公債平均利率仍在上升：在聯準會於2024年9月開啟降息的背景下，美國財政部資料顯示，2025財年美國平均公債利率水準為3.36%，高於2024財年的3.32%；2025財年公債利息年度支出1.22兆美元，已經超過2024財年全年水準。更高的國債利率會推升整體融資成本，包括企業借貸、新屋抵押貸款與消費者信貸。日益加劇的財政壓力下，不難理解川普政府希望聯準會更大幅度降息，甚至直接干預長期債券利率。



資料來源：Bloomberg · 2025.11.25



資料來源：Economic Policy innovation center · 2025.11.10



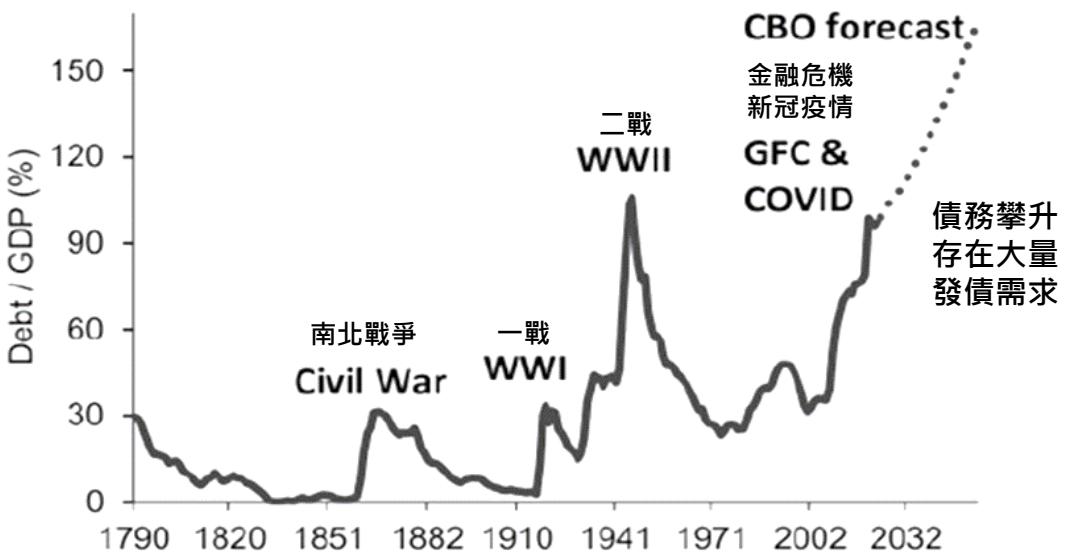
資料來源：Economic Policy innovation center · 2025.11.10

| Fed | 長端利率較難回到過去低點

公債殖利率預估中位數(%)

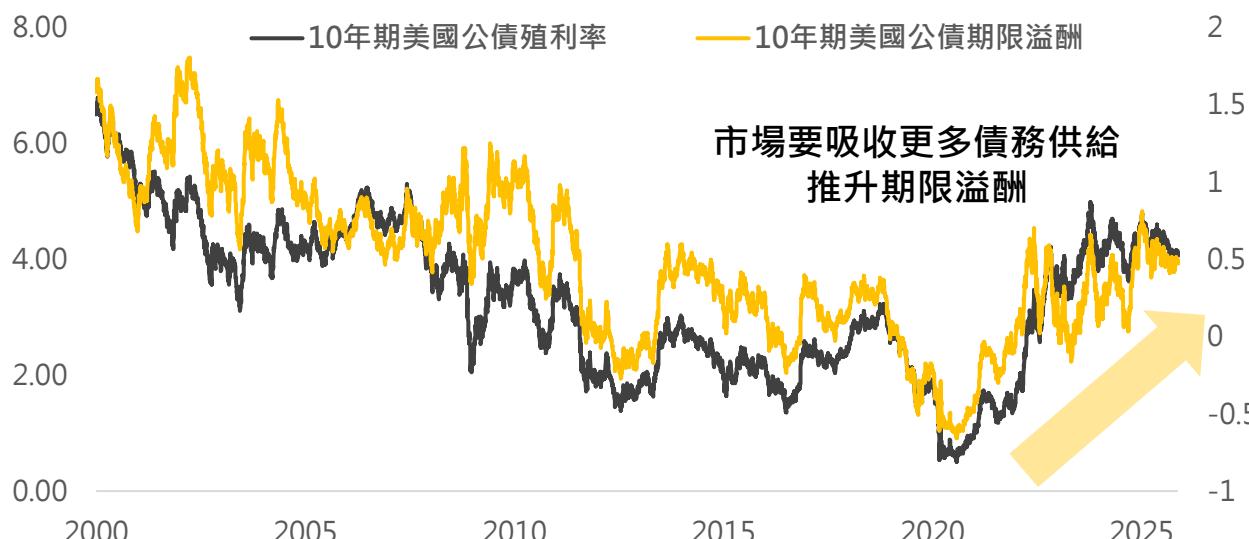
公債殖利率(%)		2026Q1			2026Q2			2026Q3			2026Q4		
預估		12月預估	11月預估	變化									
2年期	中位數	3.44	3.36	+0.08	3.38	3.30	+0.08	3.34	3.30	+0.04	3.33	3.25	+0.08
	中位數	4.01	4.05	-0.04	4.00	4.05	-0.05	4.05	4.05	+0.00	4.09	4.10	-0.01
10年期	最高預測	4.50	4.65	-0.15	4.50	4.75	-0.25	4.60	5.00	-0.40	4.70	4.80	-0.10
	最低預測	3.60	3.82	-0.22	3.40	3.70	-0.30	3.25	3.50	-0.25	3.15	3.15	+0.00

美國債務佔GDP比重



資料來源：(上)Bloomberg，2025.12.4。(下)法國興業證券，2025.7.9

美國10年期公債殖利率與期限溢酬



資料來源：Bloomberg，2025.12.4

AI泡沫疑雲 | 美國科技巨頭掀起發債潮

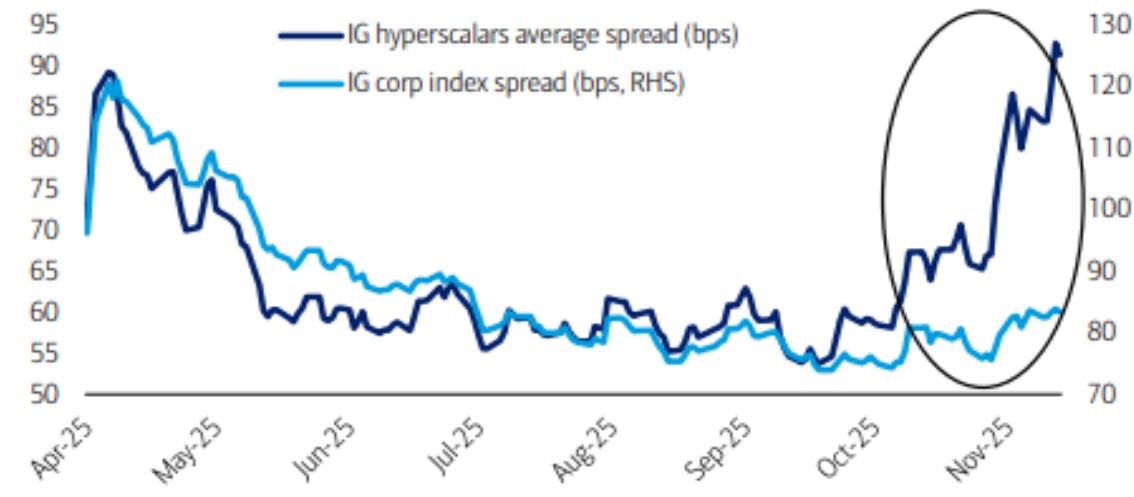
- 美國科技巨頭掀起發債潮：**2025年9月以來，美國五大雲端運算巨頭（亞馬遜、Google、Meta、微軟、甲骨文），若再加上2025年稍早的零星發債，以及10月進行的270億美元RPLDCI交易（RPLDCI是一個專案融資結構，代表Meta為了建設資料中心與Blue Owl Capital控制的基金成立的合資企業），截至2025年11月的總發債規模已達1,210億美元，遠遠超過過去五年平均約280億美元的水準，幾乎是四倍以上的成長。根據美銀分析，科技巨頭大幅擴大發債的核心原因在於AI與資料中心所需的巨量資本投入。
- 市場對「泡沫」的擔憂，主要源自科技巨頭的超前投資：**在2025年之前，科技巨頭多以自由現金流支應投資，但隨著資本開支需求急速提升，自由現金流可能不足以支撐如此龐大的投入。於是自2025年起，科技巨頭開始紛紛對外融資，這也成為市場擔心海外AI泡沫的來源。

美國五大雲端運算巨頭債券發行量



資料來源：BofA Global research · 2025.11.14

債券發行量大增推高債券利差



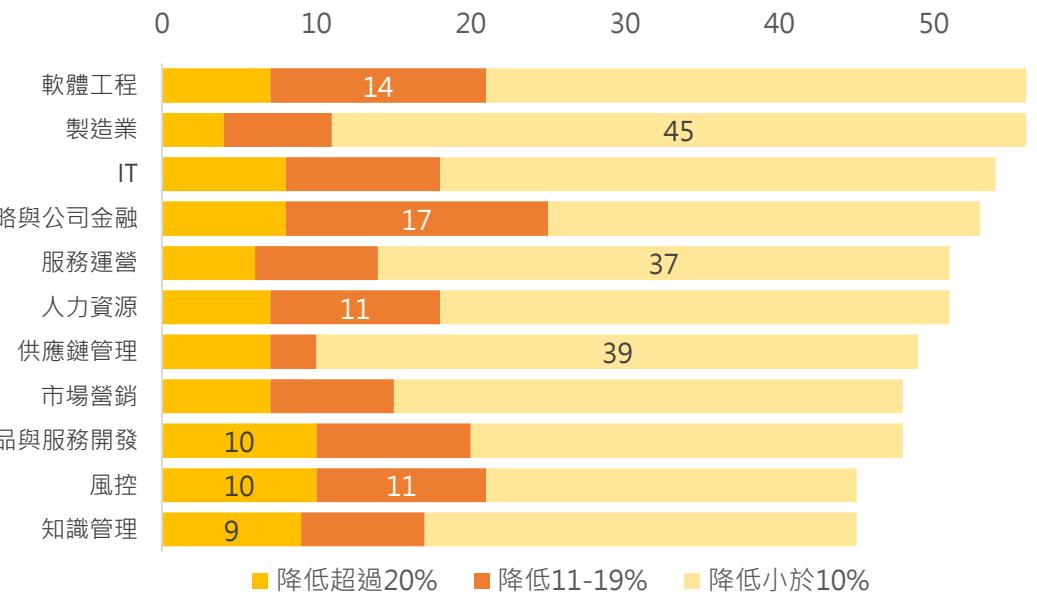
資料來源：BofA Global research · 2025.11.14



| AI進程 | AI已開始提升效率並壓低成本，但外部需求尚未爆發

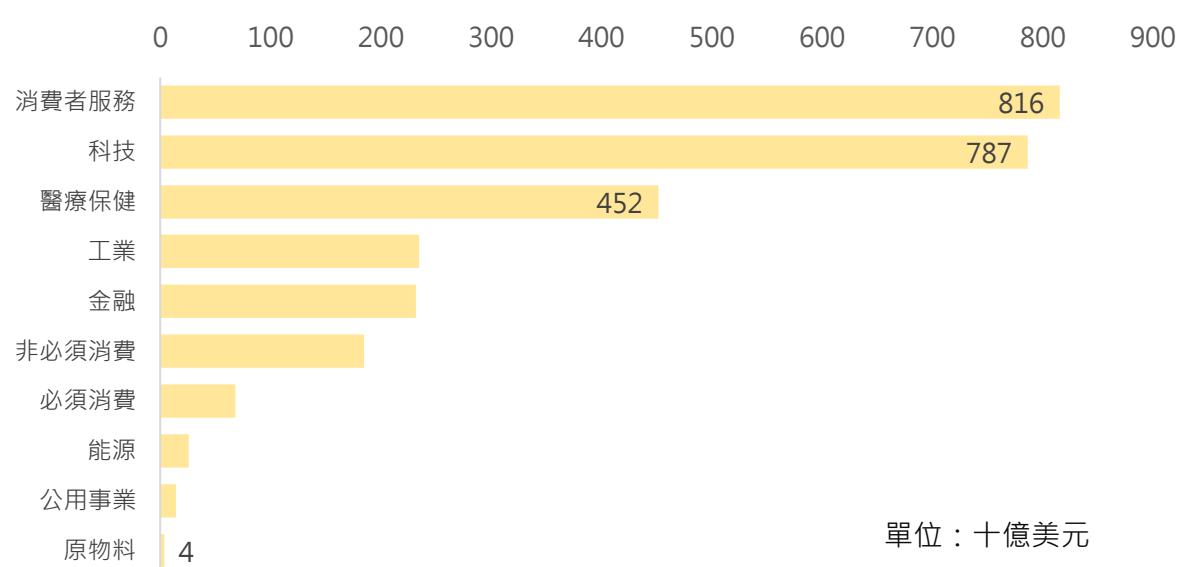
- AI是否陷入泡沫，關鍵在於未來的擴張空間：**根據麥肯錫的調查，受訪企業目前透過AI可降低約9%至11%的成本。以標普500成分企業為例，其銷售、一般及管理費用（SG&A）總額約為3兆美元，代表企業透過AI每年可能節省高達3,000億美元的支出，顯示AI正逐步為企業帶來實質效益。
- AI已開始提升效率並壓低成本，但外部需求尚未爆發：**自2023年以來，美國非農商業部門的勞動生產力成長達5.6%，提升速度甚至快於1995至2000年的網路革命時期，生產力的改善幅度已接近1997年底的水準，反映AI應用確實正在提高效率、降低成本。然而，AI所帶動的新增外部需求尚未出現明顯突破，這也成為當前投資人最關注、也是最擔憂的不確定因素。

各領域認為AI應用帶來成本下降的比例分佈



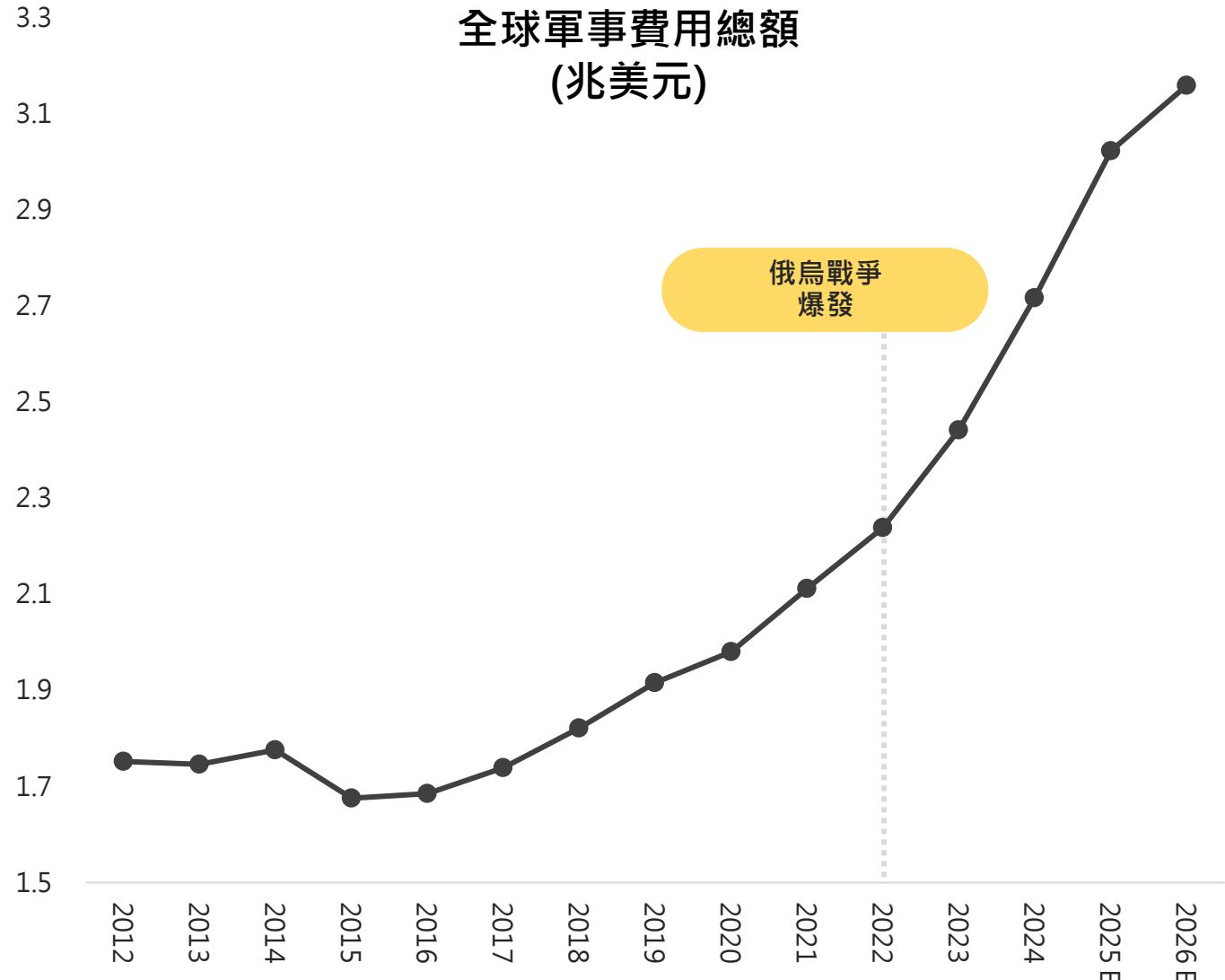
資料來源：麥肯錫，中金公司，2025.11

標普500指數各行業的銷售一般和管理費用支出



資料來源：FactSet，中金公司，2025.11

關注焦點 | 全球進入「防衛預備 (Just-in-Case)」新時代



- 國防支出令多重結構性受惠：**隨著美中戰略競爭深化、俄烏戰爭拉長、中東衝突升級，各國政府開始強化軍事威懾、防衛縱深與軍工自主性，使全球軍費連續多年創下新高。根據國際機構統計，全球國防支出已突破2.7兆美元。AI、無人機、電子戰、高超音速武器等領域成為軍工升級的重要方向，帶動晶片、衛星通訊、感測器與精密材料的需求同步成長。此外，各國為降低對海外武器的依賴，普遍推動本土軍工供應鏈建設，也形成另一股內需循環動能。
- 全球軍備競賽成為產業配置的趨勢：**軍工產業已從「及時補庫 (Just-in-Time)」轉向「結構性常備生產」成為長期基礎建設投資。全球風險升溫與結構性軍費擴張的趨勢下，軍工與國防科技正逐步成為投資組合中的長期配置主題。

內容大綱



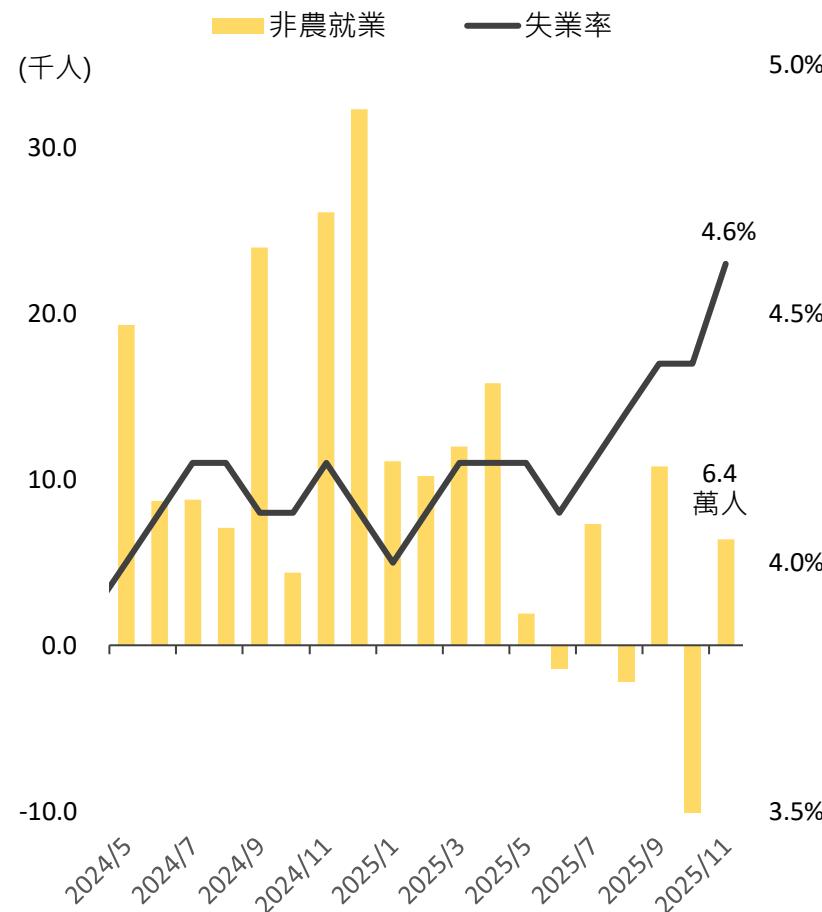
- 一 市場回顧
- 二 關注焦點
- 三 投資策略

| 美國 | 就業市場趨緩，惟與本輪的美股多頭浮現脫鉤情況

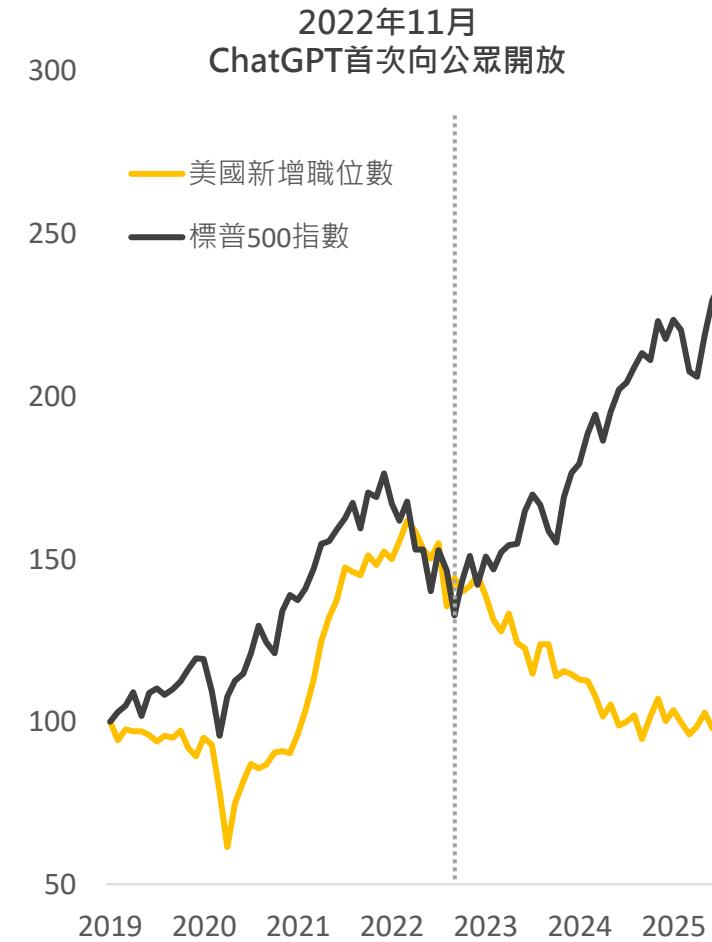
非農就業數據疲弱
反映了美國經濟確實正在放緩

美國就業市場已見趨緩
惟與本輪的美股多頭浮現脫鉤情況

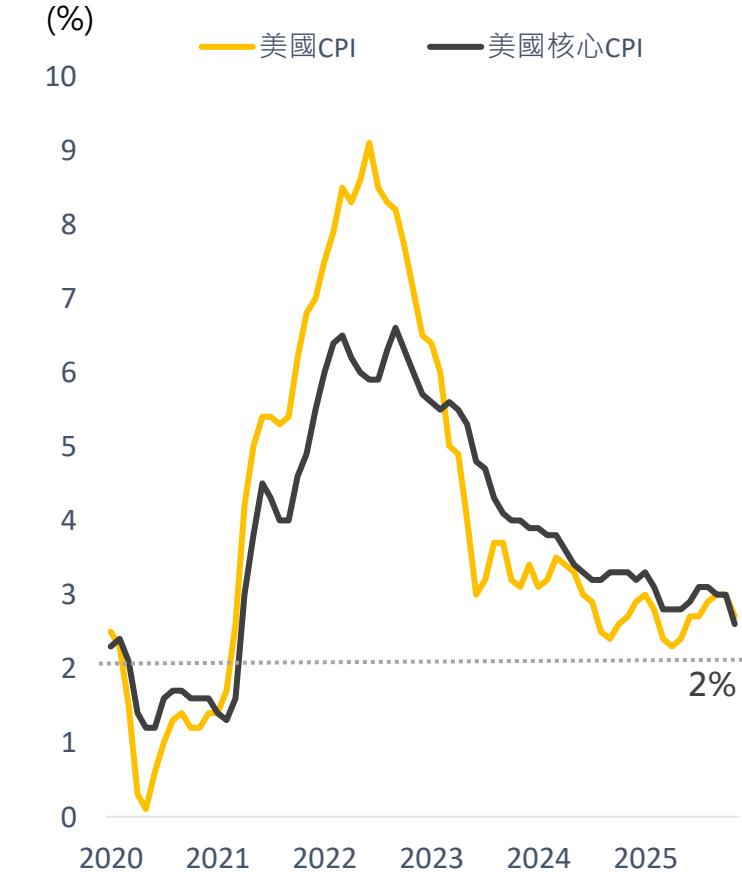
通膨符合市場預期
逐步往2%目標邁進



資料來源:Bloomberg · 2025.12.18



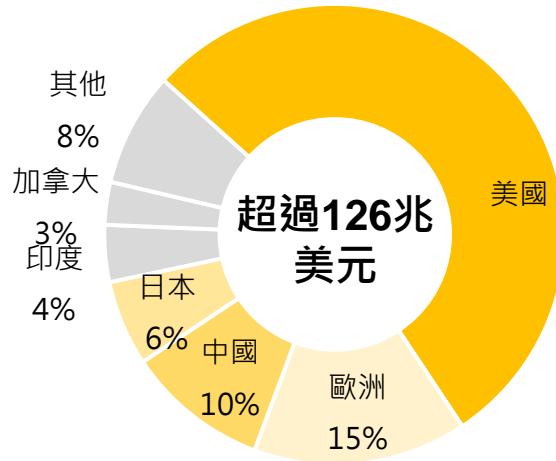
資料來源:Bloomberg · 2025.12



資料來源：Bloomberg · 2025.12.19

| 美股 | 在可預見的未來，美股仍然是全球最重要市場

MSCI世界所有國家指數市值分布



資料來源：MSCI · S&P · Bloomberg · 2025.11.30

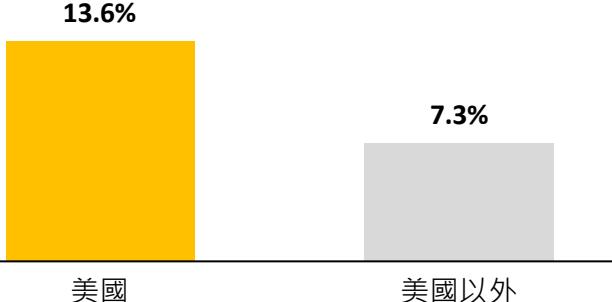
全球市值前十大公司

公司	國家	市值(兆美元)
輝達	美國	4.54
蘋果	美國	4.18
微軟	美國	3.66
谷歌	美國	3.32
亞馬遜	美國	2.45
Meta	美國	1.88
博通	美國	1.82
沙烏地阿美	沙烏地阿拉伯	1.67
台積電	台灣	1.58
特斯拉	美國	1.53

資料來源：MSCI · S&P · Bloomberg · 2025.11.30

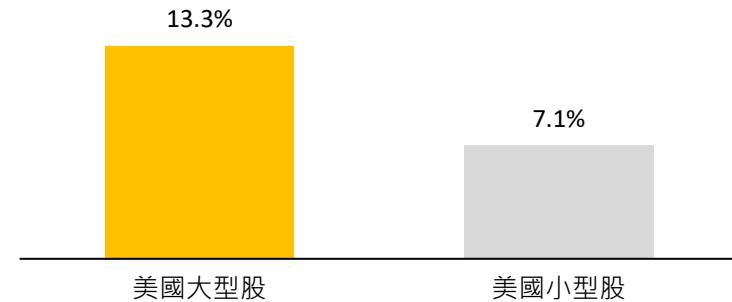
市場機會

美國股票與美國以外股票10年年化報酬



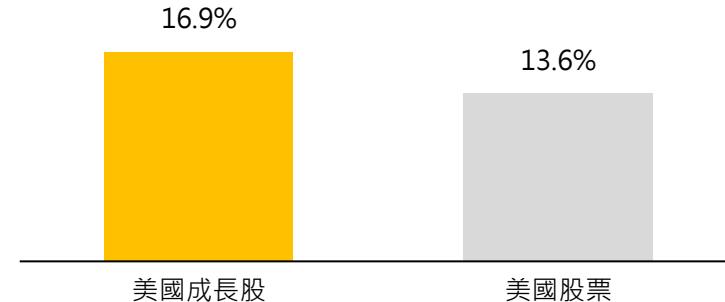
市值規模

美國大型股與美國小型股10年年化報酬



投資風格

美國成長股票與美國股票10年年化報酬

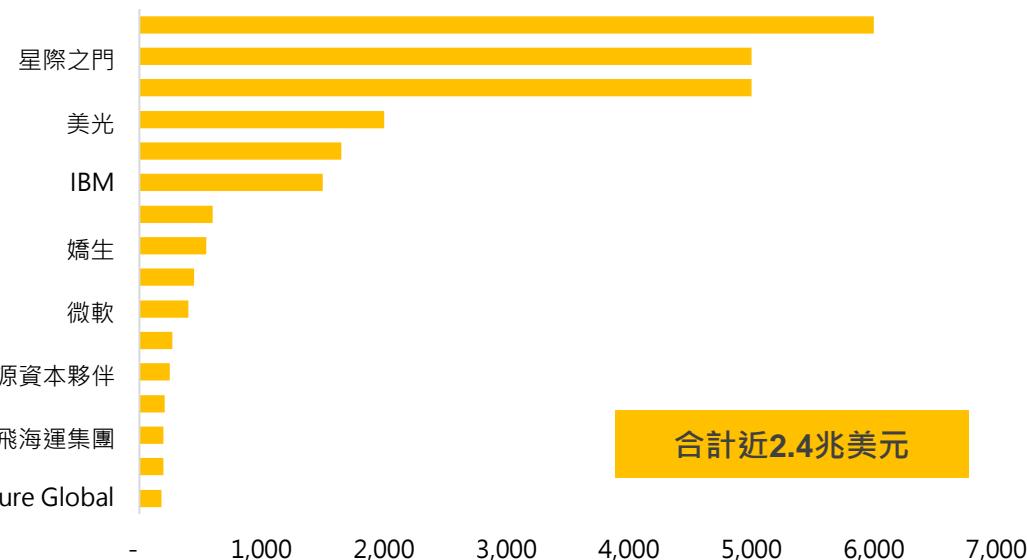


資料日期：MSCI · S&P · Bloomberg · 聯博 · 2025.6.27。美國股票、美國以外股票、美國大型股、美國小型股、美國成長股，分別以S&P 500指數、MSCI World ex US Index、Russell 1000 Index、Russell 2000 Index、Russell 1000 Growth Index為代表。其中Russell 1000 Growth Index為大型成長股指數。以上僅為歷史資料模擬之結果，不代表基金投資組合實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。

| 美股 | 世界加碼投資美國，美國企業訂單量或進一步增加

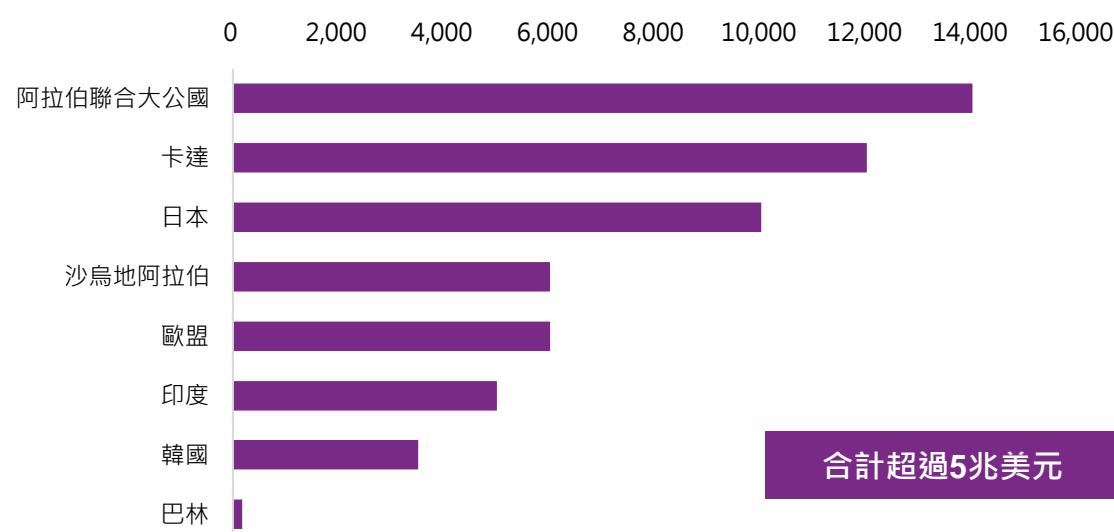
- 各國政府及企業計劃對美加大投資：**川普把「吸引外國直接投資(FDI)回美國」列為主要政策目標之一，尤其對能源、半導體、AI、基礎設施這些美國政府優先發展的領域。各國主權基金與企業提出大額承諾，總額超過 5 兆美元的海外資金與約 2.4 兆美元的科技產業承諾，作為避免被高關稅打擊的一種手段。若能落實，這些資金流入最直接的影響為提升美國國內資本形成，使製造業、能源、基礎建設與科技業擴張速度加快，有助補強長期以來因全球化導致的產能外移與貿易逆差問題。
- 資本回流對股市具中長期支撐力：**從資本市場的角度來看，這種「結構性資本回流」通常對股市具中長期支撐力，特別是科技、能源、基礎建設與工業股等資本支出密集產業。然而，須留意川普政策反覆帶來的風險。貿易與關稅政策的突然調整可能導致企業投資時程遞延，外資承諾落實度具不確定性。此外，龐大資金涌入也可能加劇勞動成本上升與通膨壓力。

企業承諾對美投資金額(億美元)



資料來源：Bloomberg · 2025.11.28

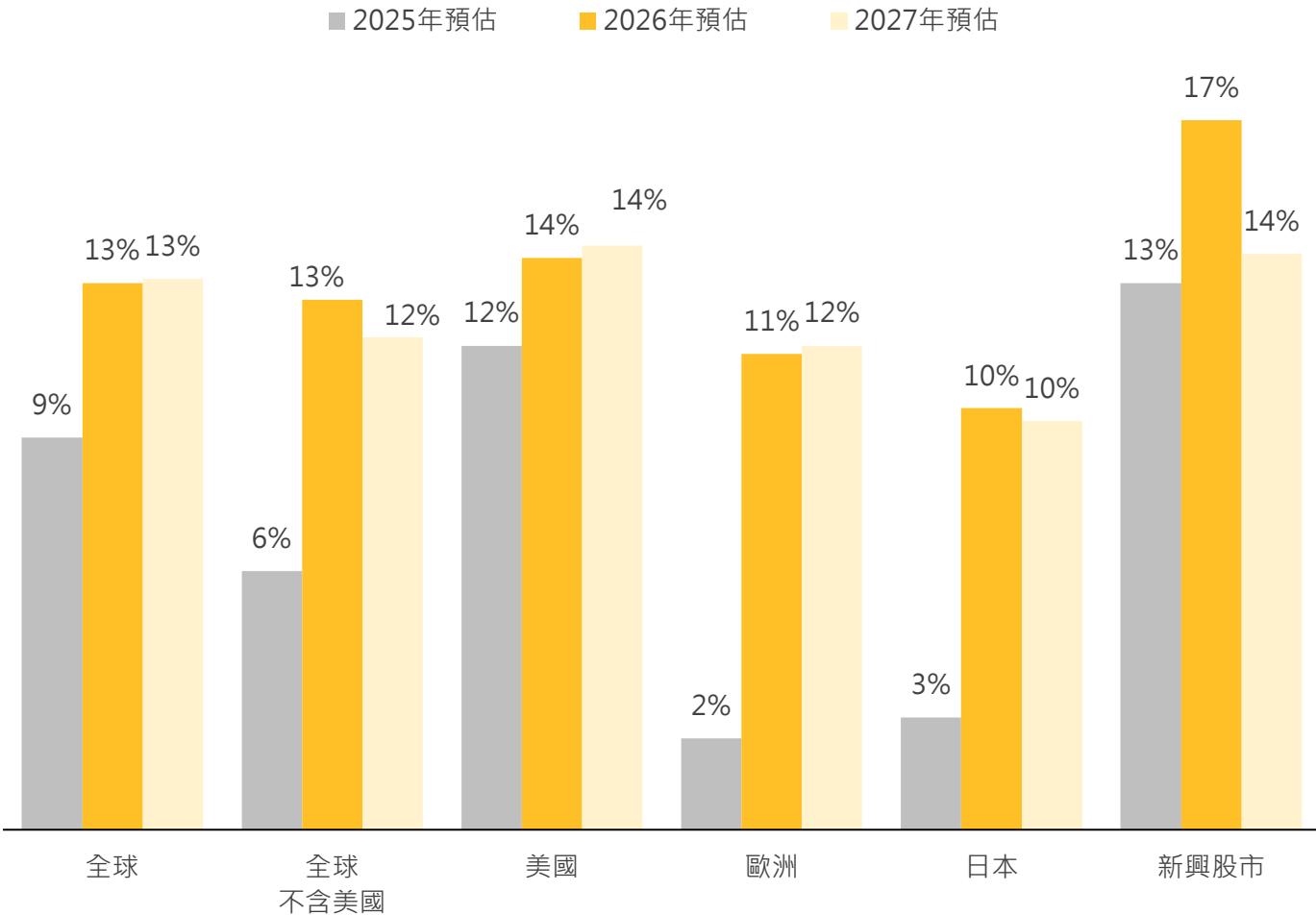
各國承諾對美投資金額(億美元)



資料來源：Bloomberg · 2025.11.28

| 美股 | 股市表現之重要支持，企業獲利能力

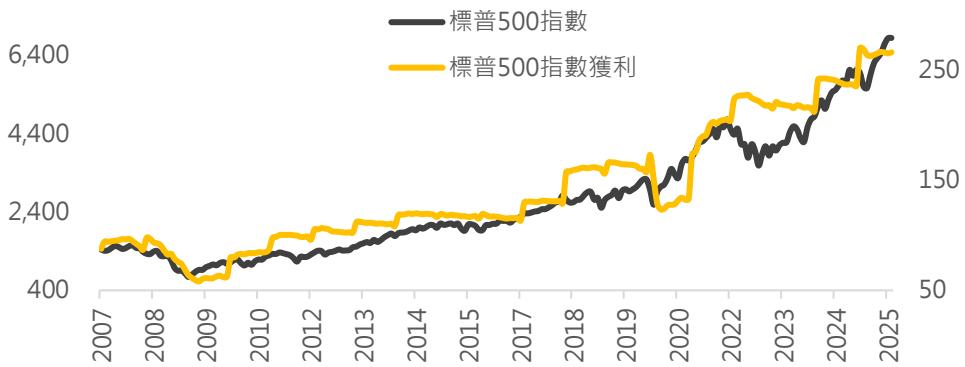
主要市場之企業獲利預估(%)



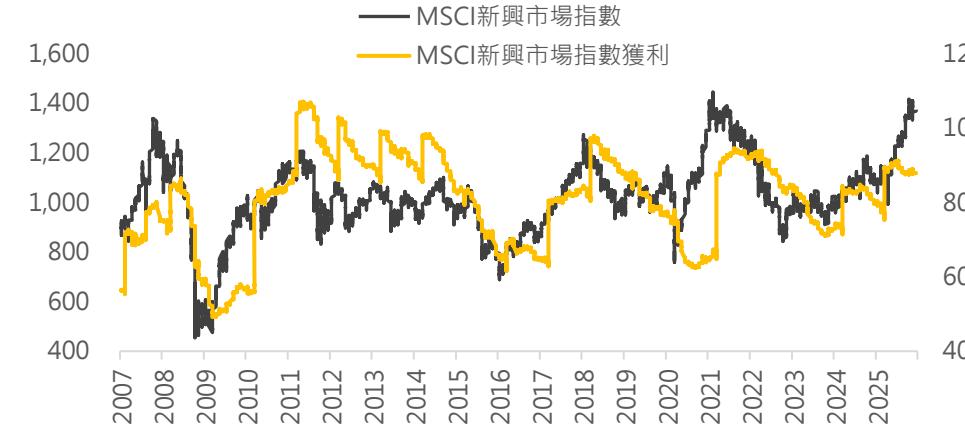
資料來源：FactSet, Bloomberg, 聯博投信, 2025.10.31。美國大型股以標普500指數為代表、全球以MSCI世界指數為代表、全球不含美國以MSCI世界不含美國指數為代表、歐洲、日本與新興市場均以MSCI指數為代表。

S&P500指數與每股獲利長期走勢

美股長期獲利上升趨勢仍應穩定，且持續創新高



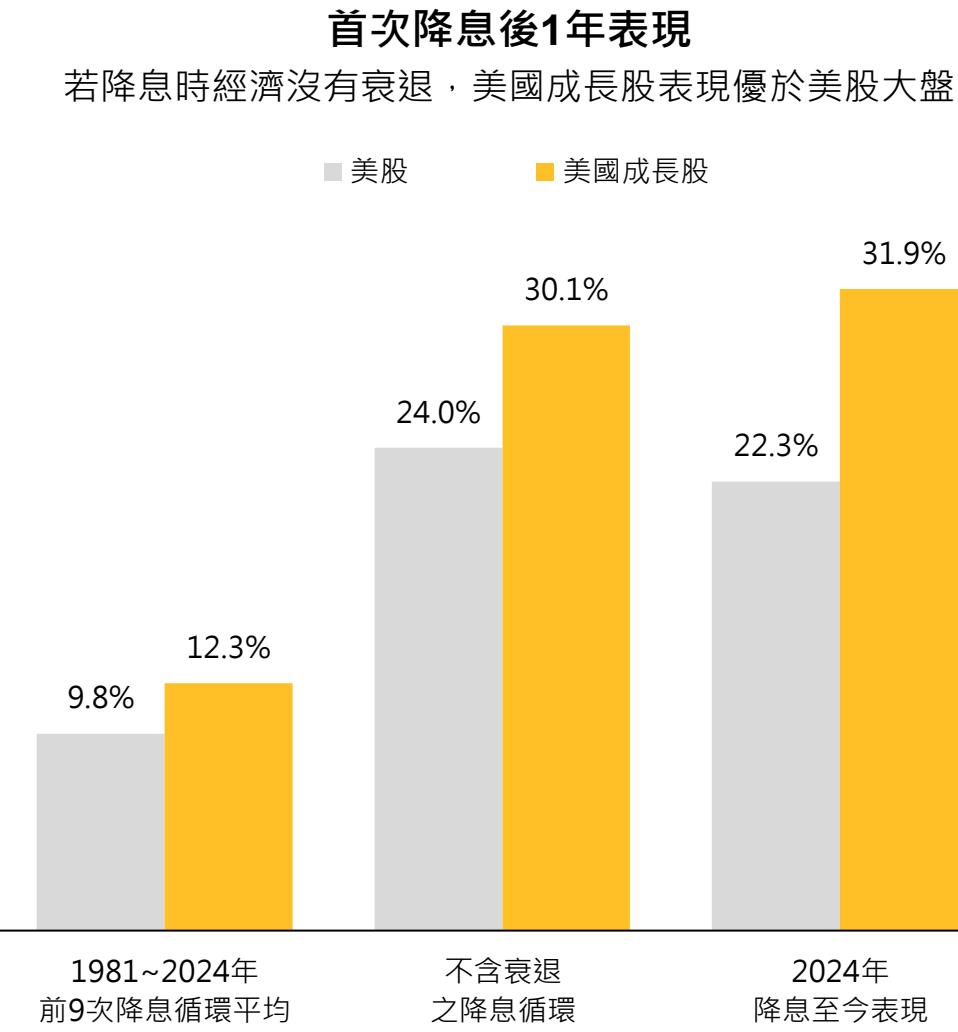
MSCI新興市場指數與每股獲利長期走勢



資料來源：Bloomberg, 2025.12.3。美國以標普500指數為代表，新興市場以MSCI新興市場指數為代表。

| 美股 | 降息循環若沒有伴隨著衰退，美國成長股表現通常優於大盤

1980年至今降息循環背景			
每次降息均有不同時空背景，但並非每次均伴隨著衰退			
降息週期 起迄時間	利率變化(%)	降息幅度 (bps)	背景說明
Jul1981–Dec1982	19.1%→8.5%	1060	聯準會打通膨後的衰退期
Aug1984–Aug1986	11.75%→5.88%	587	通膨緩解與經濟降溫
Jun1989–Sep1992	9.75%→3.00%	675	儲貸危機
Jul1995–Jan1996	6.00%→5.25%	75	預防性降息
Sep–Nov1998	5.50%→4.75%	75	亞洲金融風暴
Jan2001–Jun2003	6.50%→1.00%	550	網路泡沫與911恐攻
Sep2007–Dec2008	5.25%→0.25%	500	次貸與金融海嘯
Jul–Oct2019	2.50%→1.75%	75	貿易戰與成長放緩
Mar2020	1.75%→0.25%	150	COVID-19疫情
Sep2024(本次循環)	5.50%→3.75%	175	聯準會急速升息後 通膨緩慢下滑

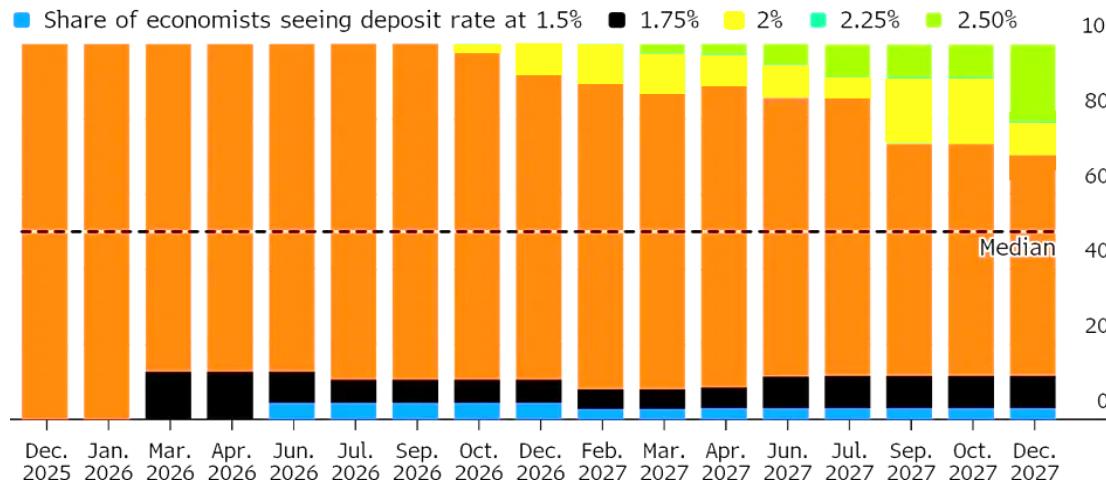


資料來源：Bloomberg、聯博投信，2025.12.11，美股與美國成長股分別以標普500指數與Russell1000 Growth Index為代表

| 歐洲 | 2025年12月央行維持利率不變，並上修經濟成長預測

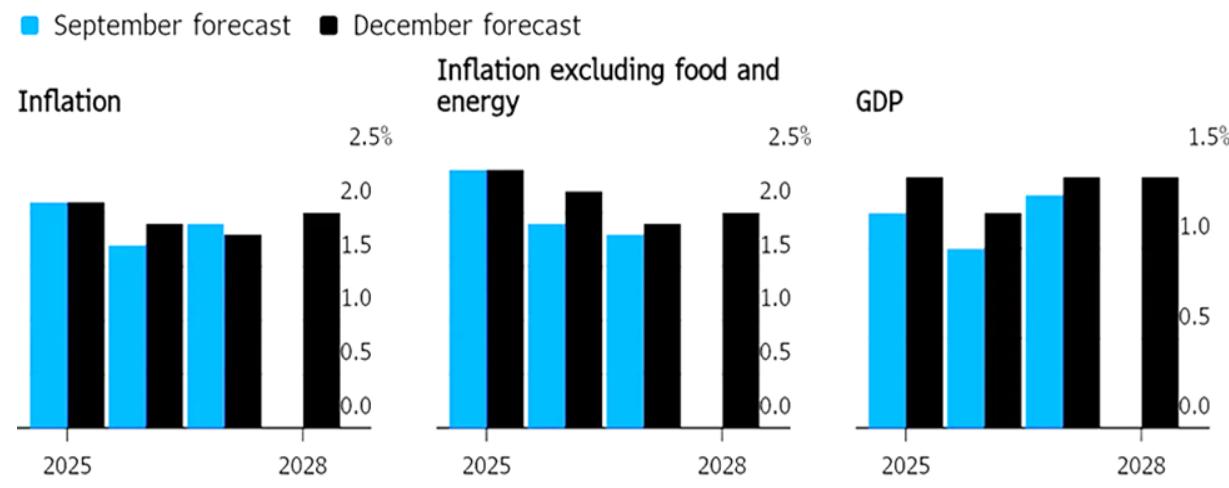
- 歐洲央行維持利率不變，並上修經濟成長預測：歐洲央行(ECB)於12月的會議維持三大利率不變，存款維持在、主要再融資利率、邊際貸款利率分別是2.0%、2.15%、2.4%，符合市場預期，並預估通膨將在2026年至2027年間低於2%目標，並於2028年回到2%水準。經濟方面，預計2025年國內生產毛額(GDP)成長1.4%，2026年成長1.2%，2027年和2028年均成長1.4%，顯示區域經濟展現韌性。
- 若經濟與通膨走勢符合目前預期，政策利率應預期維持在2%按兵不動：ECB維持本次利率不變的主因是通膨已接近目標，且經濟展現韌性，標普全球(S&P Global)公布的調查顯示，歐元區經濟動能穩健，德國財政刺激措施將進一步支撐成長。多數官員也表示，願意接受通膨短期低於目標。歐洲央行已自高點4%累計降息8次，若經濟與通膨走勢符合目前預期，政策利率應可在2%水準暫時按兵不動。

市場認為ECB本輪降息已經結束



資料來源：Bloomberg，2025.12.19

ECB對歐元區經濟預測

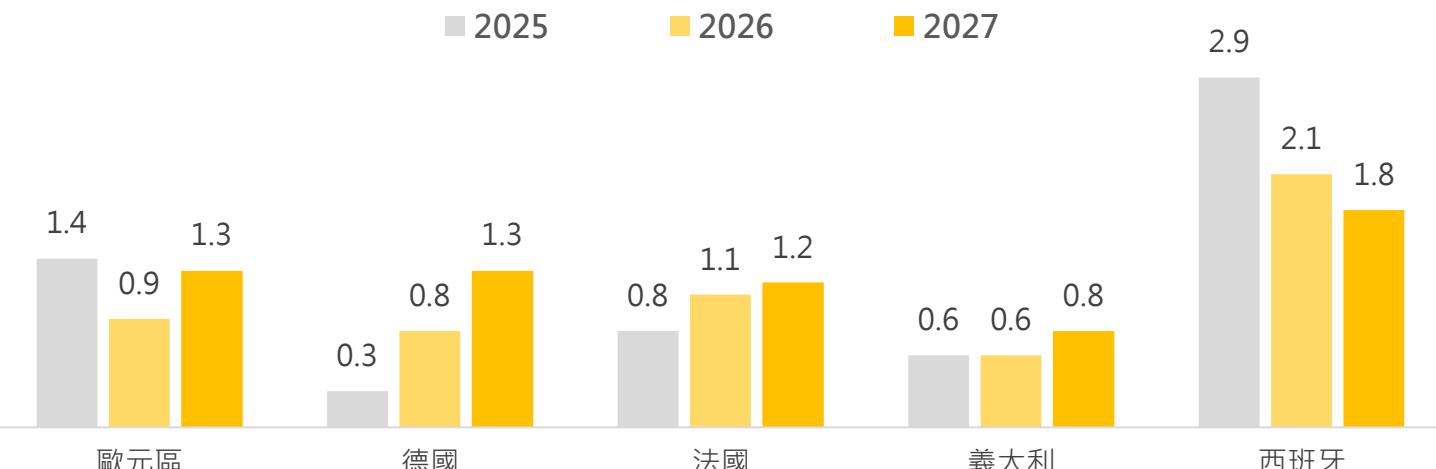


資料來源：Bloomberg，2025.12.19

歐洲 | 關稅成本僅不到三成轉嫁至消費者

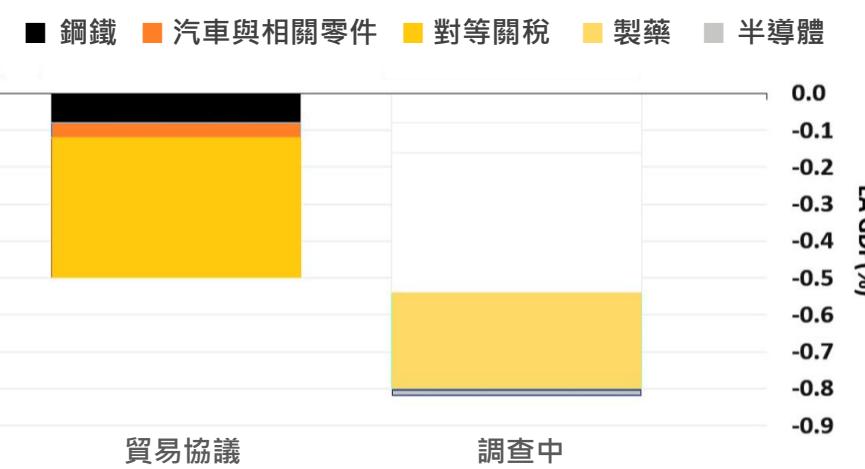
- 影響2026年歐元區經濟前景的三項因素**：首先，美國總統川普的關稅政策仍是最大外部風險。儘管歐元區目前在外貿承壓下表現尚具韌性，但關稅對美國終端價格的傳導具遞延性，實質衝擊尚未全面反映。其次，德國政府推動的財政刺激方案可望對區域經濟形成支撐，但政策落地與乘數效果的不確定性，使市場態度偏向審慎。第三，內外部政治不確定性，特別是法國政局風險，持續壓抑消費者信心，可能限制民間支出動能。
- 關稅成本僅不到三成轉嫁至消費者**：近期歐元區經濟韌性部分來自關稅預期下的提前生產與出貨，以及製藥產業尚未納入關稅範圍。彭博經濟研究顯示，關稅成本僅不到三成轉嫁至消費者，意味主要衝擊將於2026年浮現，屆時價格上行、需求轉弱與歐元走強恐同步拖累出口。模型估算顯示，關稅可能使歐元區GDP下滑0.4%至0.5%，若藥品亦遭課稅，額外衝擊約0.3%。基於此，彭博預期2026年成長率將由1.4%放緩至0.9%，並於2027年回升至1.3%。

歐元區經濟成長(GDP)預期



資料來源：Bloomberg，2025.12.4

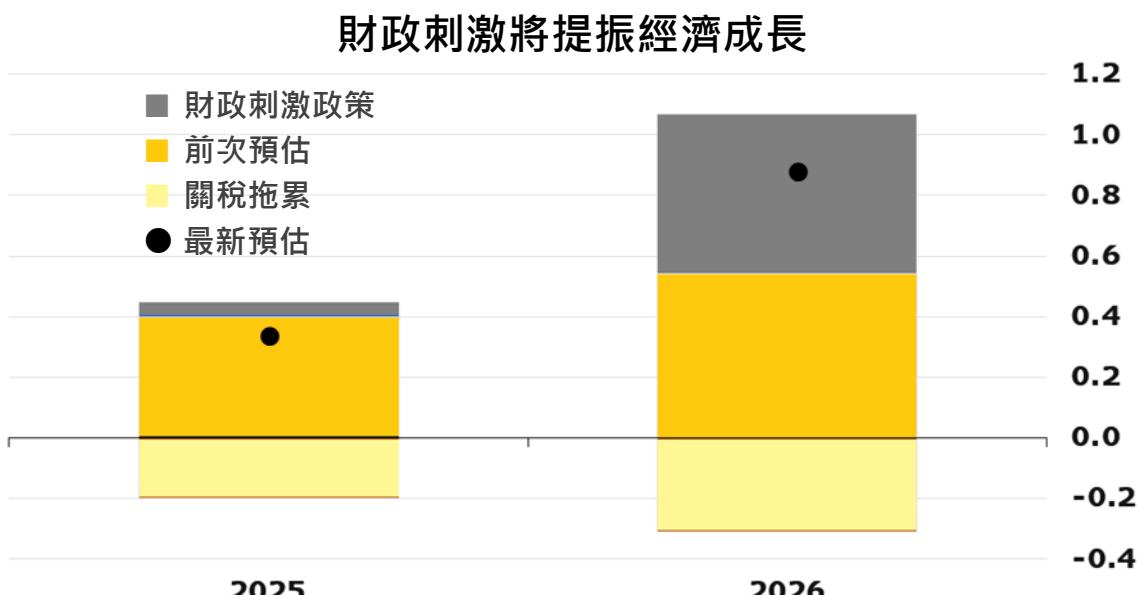
川普關稅的經濟影響



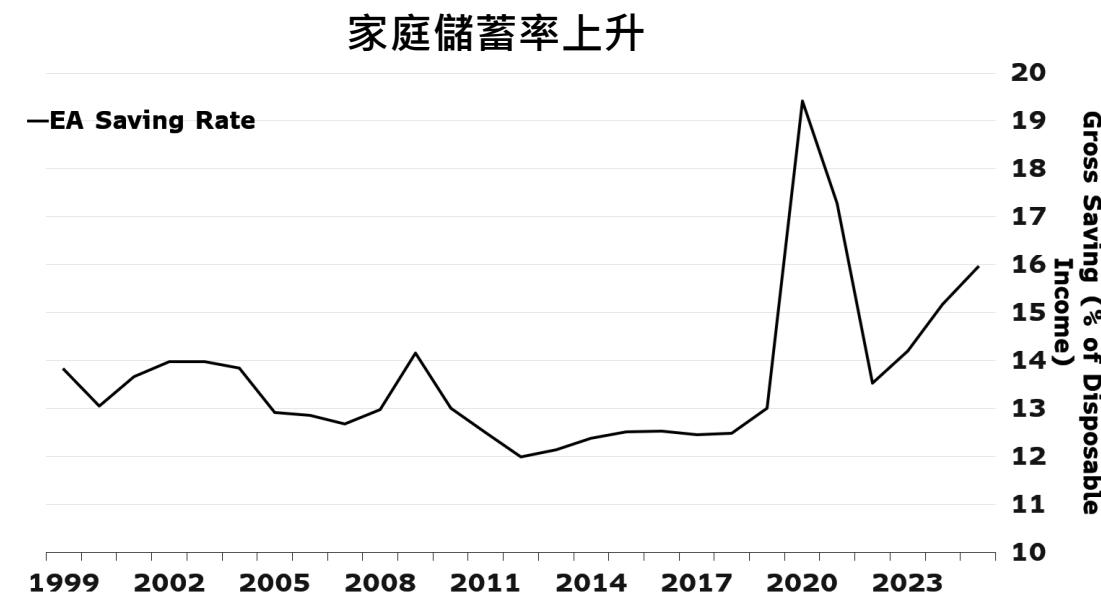
資料來源：Bloomberg，2025.12.4

歐洲 | 消費復甦仍顯遲緩

- 德國財政刺激方案的落地速度，將是影響2026年歐元區經濟的關鍵：作為受貿易衝擊最深的經濟體之一，德國2025年成長動能明顯疲弱，全年GDP成長率估僅0.3%。彭博預期2026年可望回升，主要仰賴默克爾政府為振興經濟與提升國防所推出的大規模財政刺激計畫，相關政策料於2026年開始發揮效果。然而，德國在基礎建設推進上長期面臨規劃與執行偏慢的結構性問題，恐導致實際支出遞延，削弱短期提振效果。因此彭博下調2026年德國GDP成長預測由1%調降至0.8%。
- 歐元區消費復甦仍顯遲緩：儘管就業市場具韌性、貨幣政策轉趨寬鬆，實質可支配所得逐步改善，但消費者信心持續低迷，家庭傾向提高儲蓄，限制了消費成長。地緣政治風險、關稅不確定性，以及法國政治動盪可能延續至2027年，均加劇謹慎情緒。預期隨消費行為正常化，儲蓄率將溫和回落，為2026年消費提供支撐，但下行風險仍需審慎評估。



資料來源：Bloomberg，2025.12.4

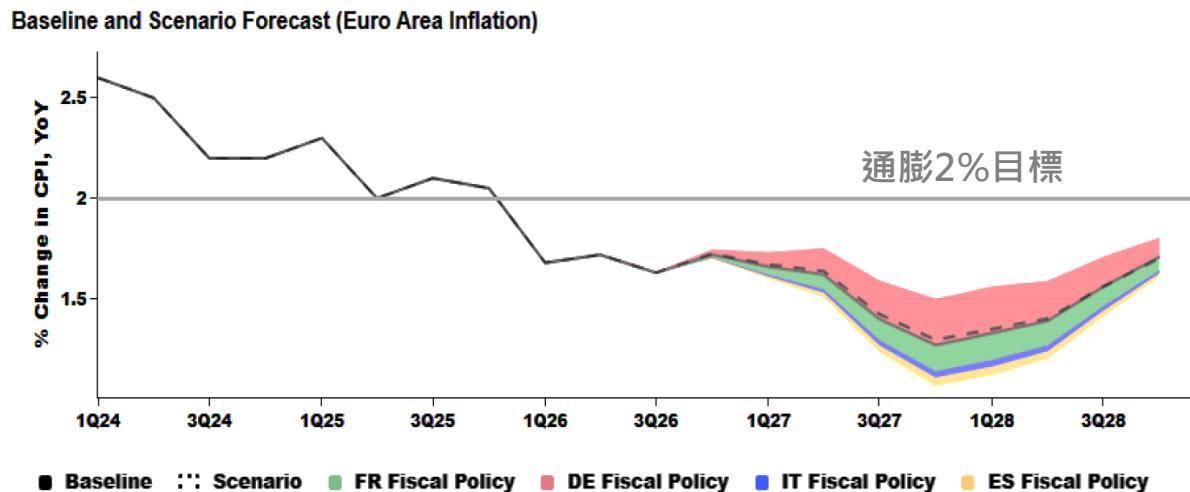


資料來源：Bloomberg，2025.12.4

歐洲 | 2026年ECB降息可能性依然存在

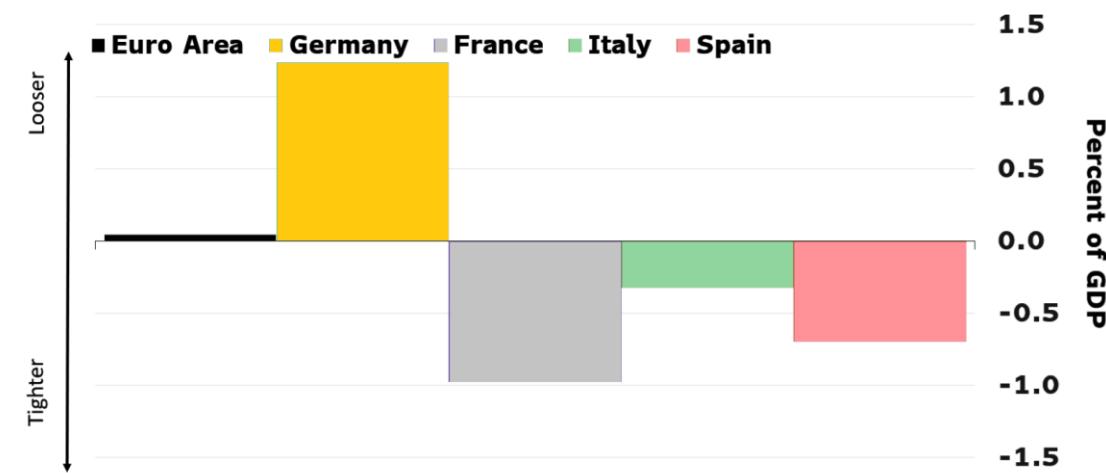
- 各國政策效果相互抵消，使歐元區整體成長與通膨提振有限：**儘管德國宣布擴大財政支出一度提振市場信心，但默茨政府的刺激方案恐難阻止歐元區通膨於2026年跌破歐洲央行2%目標。德國政策雖改善本國成長前景，惟多數成員國仍受中期財政紀律約束，導致歐元區整體財政立場2026年大致趨於中性。彭博分析歐盟委員會秋季預測顯示，2026年經周期調整後的基礎財政赤字僅小幅擴大，對GDP的額外拉動效果約0.05%，對通膨支撐有限；法國政治不確定性亦構成額外壓力。各國政策效果相互抵消，使整體成長與通膨提振有限。
- ECB降息可能性依然存在：**彭博認為，市場低估了美國關稅對歐元區通膨的下行影響，包括外需轉弱、歐元走強，以及中國商品轉向歐洲市場等因素。隨相關效果於2026年逐步顯現，中期通膨低於2%目標更可能成為基準情境，使未來再度降息的可能性仍不容忽視。

財政政策無法推動通膨達到目標水平



資料來源：Bloomberg，2025.12.16

2026年整體財政寬鬆力度將十分有限



資料來源：Bloomberg，2025.12.16



歐股 | 分批布局歐洲具防務題材與產業競爭力的歐股標的

- 歐股在AI浪潮下的直接受惠程度相對有限：從產業結構觀察，道瓊歐洲600指數中科技股占比僅約6%，明顯低於美股，反觀工業與銀行各占約15%，使歐股在AI浪潮下的直接受惠程度相對有限。然而，地緣政治與安全需求正成為歐洲股市的重要結構性動能。在美國施壓下，北約要求成員國逐步將國防支出提高至GDP的5%，而歐盟27國中有23國為北約成員。羅斯柴爾德公司Redburn預估，未來十年歐洲防務產業收入年複合成長率可達10.5%至11.5%，至2035年整體規模至少成長三倍。
- 分批布局歐洲具防務題材與產業競爭力的歐股標的：歐盟國防支出預計於2035年占GDP約3.5%，其中35%至40%將用於裝備採購，防空系統、地面裝備、深度打擊能力及無人機技術將成為投資核心，具備本土供應優勢與技術創新的企業最為受惠。德國在北約體系中承擔更高責任，2026財年國防預算預估年增25%，達1,082億歐元，並規劃於2029年擴增至1,528億歐元，五年複合成長率約24%。特別基金用於採購的規模亦顯著高於常規預算。隨著歐洲進入降息循環、景氣溫和回升，寬鬆貨幣政策有助於評價面修復，建議投資人於回檔時分批布局具防務題材與產業競爭力的歐股標的。

道瓊歐洲600指數前10大產業權重

產業	權重	產業	權重
1 工業	15.8%	6 食品飲料和菸草	5.6%
2 銀行	15.0%	7 消費品	5.4%
3 醫療保健	14.1%	8 能源	5.2%
4 保險	6.4%	9 公用事業	4.5%
5 科技	6.1%	10 營建及材料	3.9%

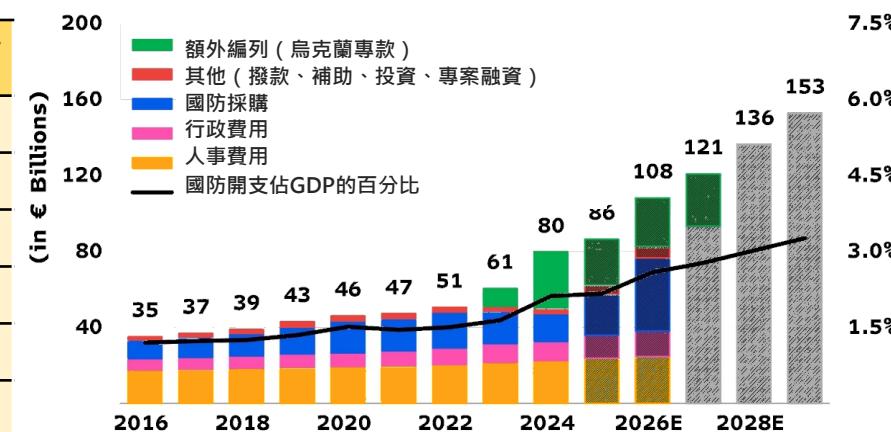
資料來源：Bloomberg · 2025.12.18

歐洲各國赤字與國防開支

國家	2024年赤字 (佔GDP的百分比)	2025年Q2債務 (佔GDP的百分比)	2025年國防開支預估 (佔GDP的百分比)
波蘭	-6.50%	58%	4.50%
德國	-2.70%	62%	2.40%
法國	-5.80%	116%	2.10%
西班牙	-3.20%	103%	2.00%
義大利	-3.40%	138%	2.00%
英國	-4.80%	96%	2.40%

資料來源：Bloomberg · 2025.12.16

德國國防開支

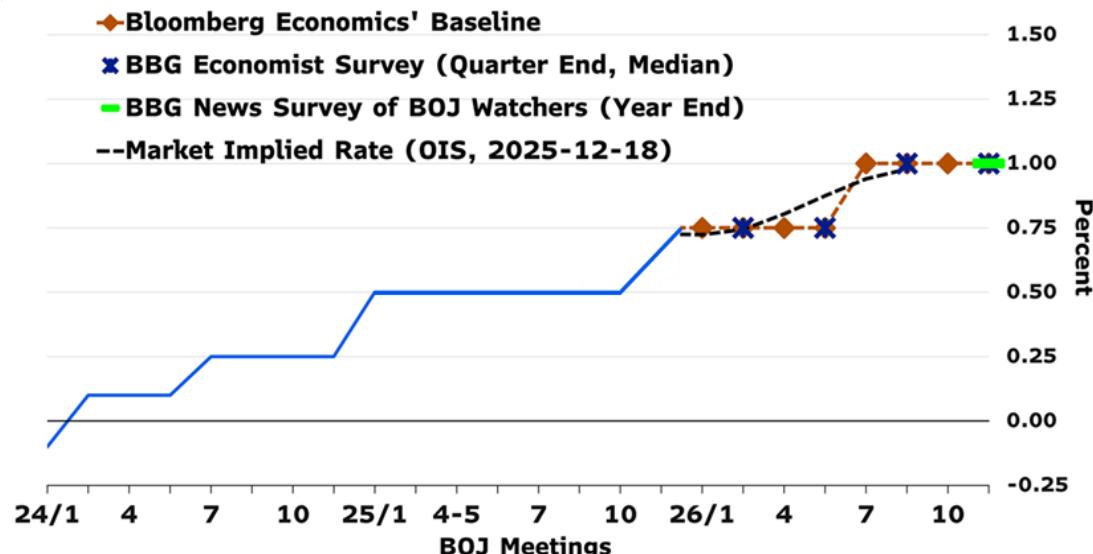


資料來源：Bloomberg · 2025.12.17

| 日本央行 | 基準利率創30年來最高

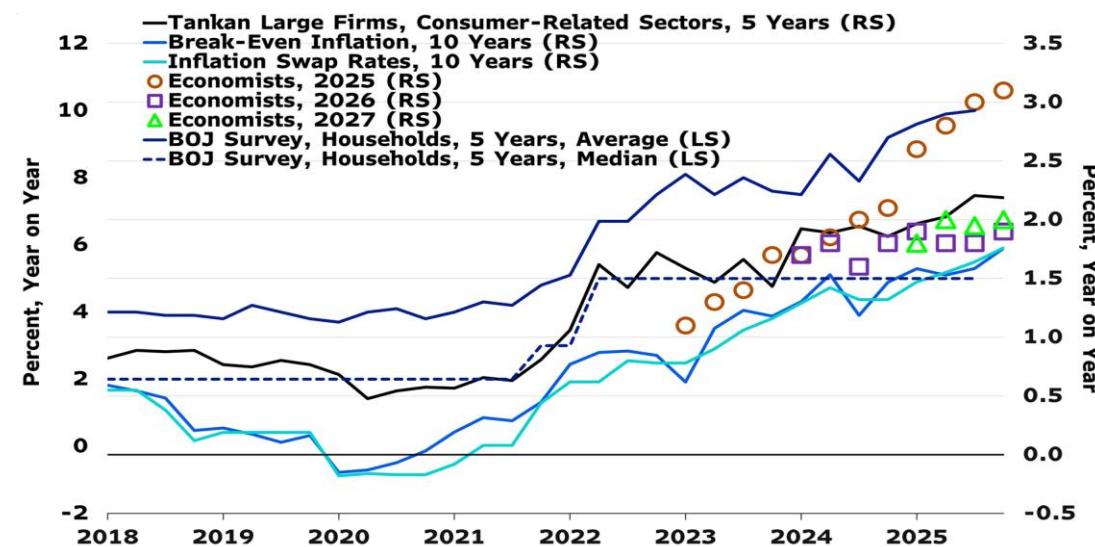
- 日本央行宣布升息1碼，基準利率創30年來最高：**日本央行於12月18-19日會議將政策利率由0.5%上調至0.75%，使利率水準升至1995年以來高點。在通膨維持接近3%、美國貿易政策不確定性降溫，且名目利率仍低於中性水準的背景下，升息具備充分合理性。
- 2026年7月仍有一次升息空間：**市場已充分反映本次升息，彭博進一步預估，至2026年7月仍有一次升息空間，年底政策利率可達1%。此外，日本央行可能於2026年1月啟動ETF減持。即便規模有限，相關資本利得亦足以在刺激型財政政策下，為公共財政提供緩衝。官方升息理由在於春鬥薪資動能轉強及日圓疲弱對通膨預期的滲透效應。隨著通膨結構性壓力與資產價格（特別是不動產）持續升溫，央行加快政策正常化、避免金融失衡的必要性明顯提高。

日本央行政策利率預測



資料來源：Bloomberg，2025.12.19

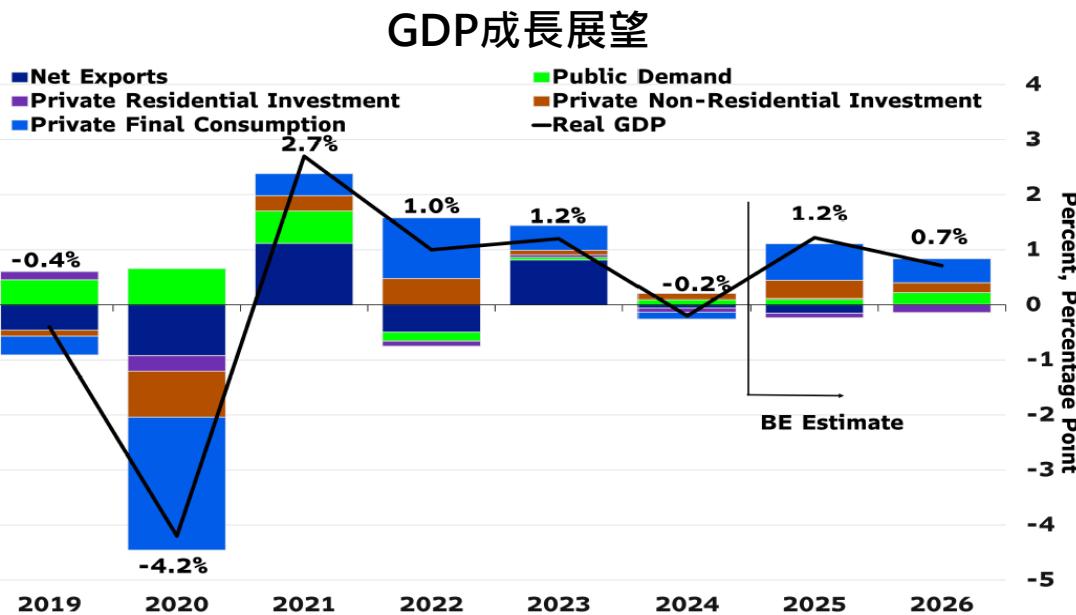
日本通膨預期指標上升



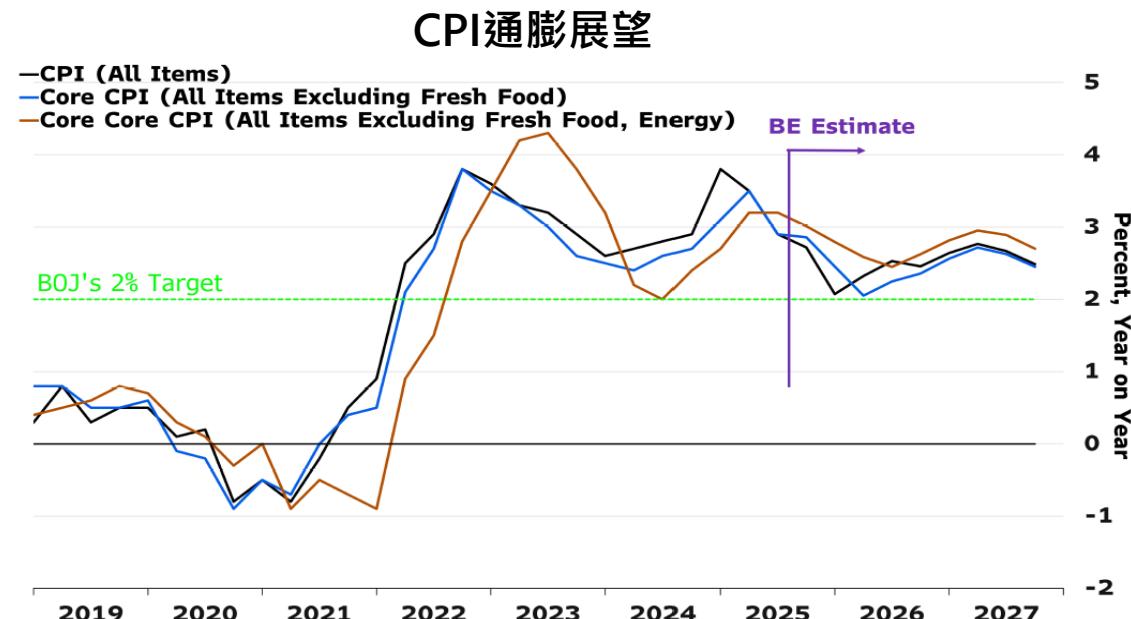
資料來源：日本總務省、彭博經濟研究，2025.12.11

| 日股 | 2026年經濟展望GDP增速預計由1.2%放緩至0.7%

- 日本2026年經濟展望GDP增速預計由1.2%放緩至0.7%：**彭博預估日本2026年經濟將呈現投資強、消費弱的K型分化，高市內閣延續刺激立場、加上美國貿易不確定性下降，使經濟增速維持在潛在水準，但實際購買力恐受通膨侵蝕，家庭實質購買力受壓，整體GDP增速預計由1.2%放緩至0.7%。
- 政治壓力制衡央行，加息有限、通膨更黏著：**日本央行將在政治壓力下可能被迫緩慢加息，利率預估於2026年底落在1%。高市引用《日銀法》第四條要求政策一致，加劇市場對央行獨立性的疑慮。一旦市場認定央行被箝制，日圓恐續貶、通膨拉升，預估日銀於2025年12月與2026年7月各加一次息。通膨將因日圓貶值、租金與公共服務價格上漲而更為黏著，2026年CPI會從2025年的3.2%降至2.3%，高於普遍預期的1.8%以及日本央行2%目標。



資料來源：日本內閣府、彭博經濟研究，2025.12.11

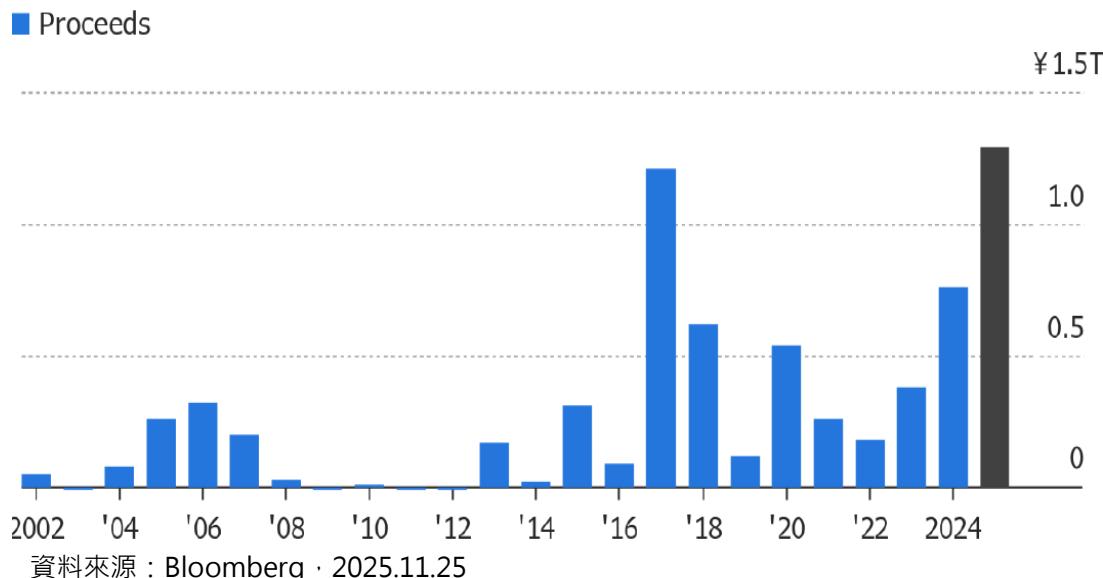


資料來源：日本總務省、彭博經濟研究，2025.12.11

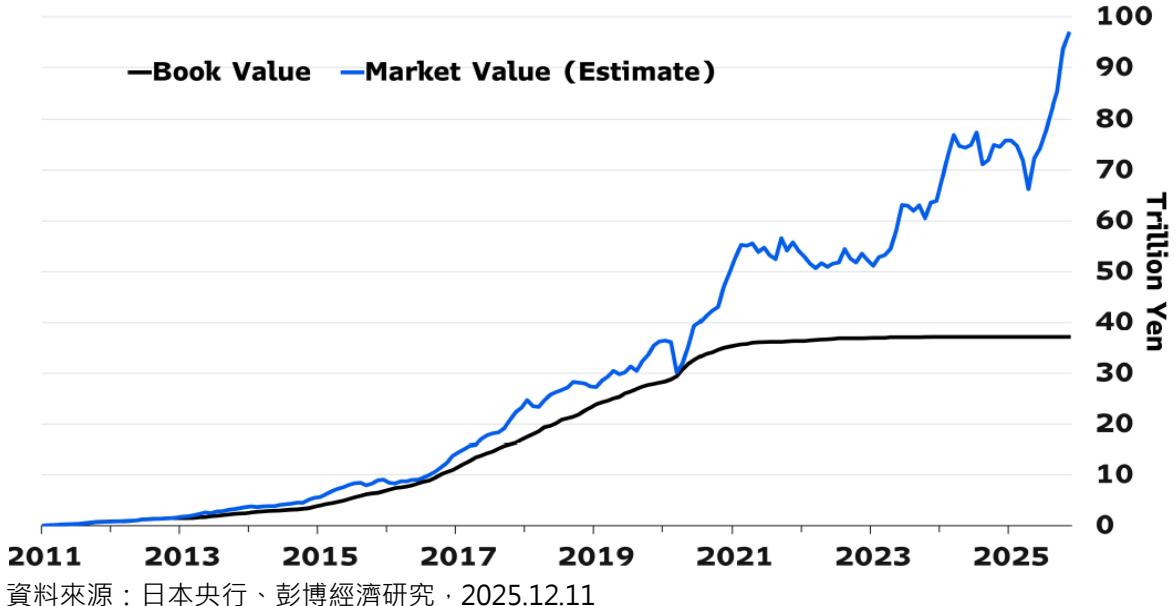
| 日股 | 公司治理改革深化：大宗交易激增、資本效率提高

- 大宗交易激增、資本效率提高**：企業加速削減交叉持股，帶動2025年以來大宗私下交易量創歷史新高(逾1.3兆日圓)。全球資金偏好治理改善的日本企業，使此類交易更具流動性與彈性。股權出售帶來的乾淨化資本結構與治理透明度提升，將持續吸引海外長線資金。日銀緩步減持ETF所創造的資本利得(首年約1.4兆日圓)將在財政面形成緩衝，降低市場對擴張財政的疑慮。
- 留意房價快速上行、回調風險被低估**：東京都房價漲勢創90年代初以來新高，遠高於租金增速。日銀於金融體系報告示警房價可能回調，房地產貸款規模已逼近GDP20%門檻，一旦房價反轉，金融機構資本緩衝恐受壓，並間接削弱家庭消費能力。
- 總結及建議**：日股可作為中長線投資標的，受惠族群為公司治理改善受益股，其交叉持股下降致ROE上升，如銀行、保險、製造業，受高市政策拉動之半導體設備、機械、能源轉型股，若日圓偏弱則有利於汽車、精密設備、旅遊與零售出口鏈成長。

大宗交易創歷史新高

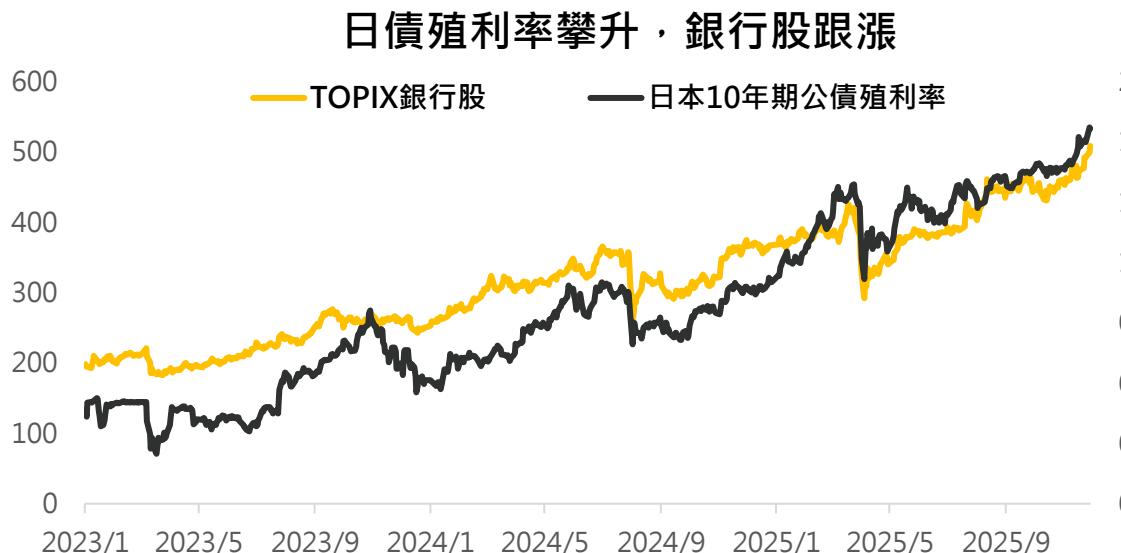


日本央行的ETF持倉：待兌現的巨額收益來源



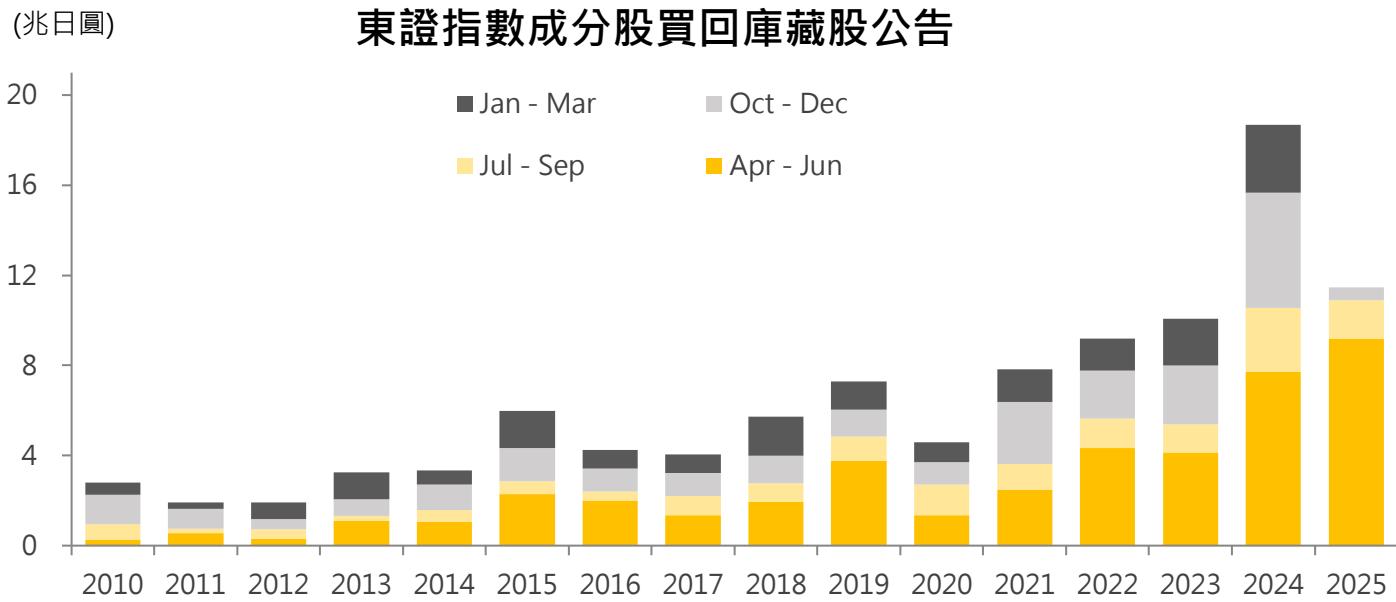
| 日股 | 債券殖利率升，日本銀行股相對受惠

- 殖利率走升推動銀行股相對受惠：**市場愈發預期日本央行（BOJ）將在2026年持續推動利率正常化，使日本10年期公債殖利率突破2.0%，創下自2006年以來的新高。利率上行使大盤承壓，但對銀行體系反而形成正面循環。隨著貸款利率調升、資金成本調整幅度相對有限，銀行的淨利差（NIM）可望改善。此外，在通膨升溫、物價上揚的環境下，信貸需求具韌性，強化金融機構的收益展望。因此，在升息與通膨並存的趨勢下，日本銀行股成為相對具韌性的受益族群。
- 日本政局轉折後，市場通常迎來行情：**日本股市對政治變動的反應，關鍵在於新政府政策方向是否清晰、改革能否落地。歷史經驗顯示，若新領導人推動具體且可信的改革，如2005年小泉推動的郵政改革、2012年安倍晉三啟動的「安倍經濟學」，均曾吸引大量海外資金與長線資金回流，帶動股市走出一波結構性上漲行情。若未來政策延續改革路徑、提升企業治理與資本效率，日本股市仍具進一步重估的潛力。

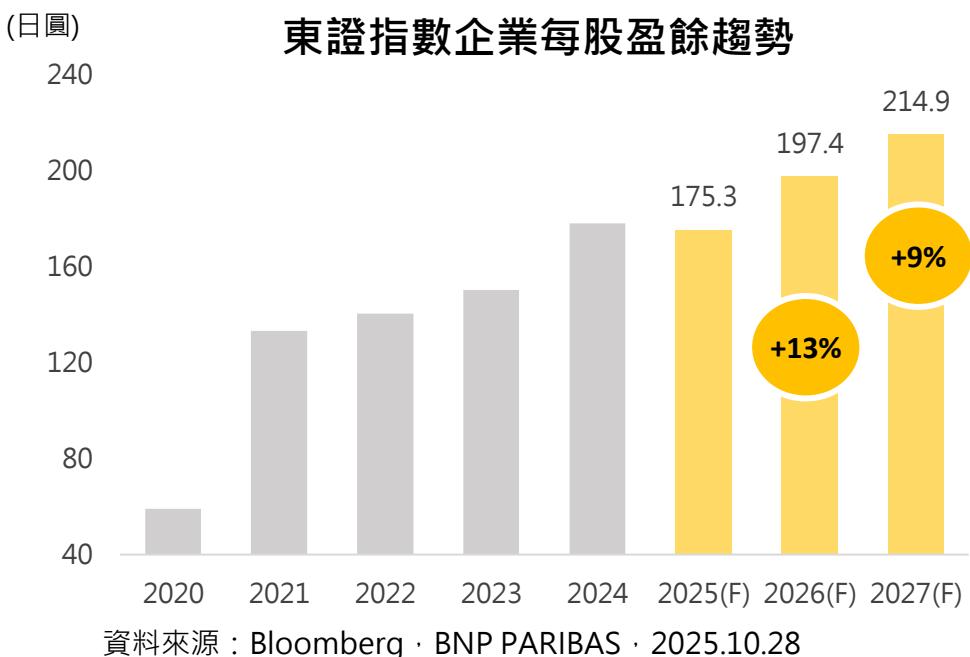


| 日股 | 資本改革深化，價值股迎來估值重評契機

- 日本資本改革深化：**從東證指數成分股庫藏股公告金額觀察，回購規模自2020年以來持續攀升，2024年已突破18.7兆日圓、創下新高，2025年雖略回落但仍達11.5兆日圓，顯示企業「囤現金」的習慣正逐漸被「回購 + 配息」取代。這與東京證券交易所推動公司治理改革密切相關，要求股價低於帳面價值 ($P/B < 1$) 的企業提出改善方案，促使企業積極提升資本效率。ROE也從過去6%至8%的區間，預期在2026年提升至10%、2028年挑戰11%，成為支撐日股估值重評的重要基礎。
- 獲利支撐日股中長線行情：**在企業治理革新與盈利體質改善帶動下，東證指數企業每股盈餘 (EPS) 呈現穩定向上升軌跡，2025年預估為175.3日圓，2026年進一步成長13%至197.4日圓，2027年再增9%至214.9日圓。這反映企業在通膨回升、薪資成長與需求改善環境下，盈利具備持續擴張能力，也強化日股作為中長線投資標的的吸引力。



資料來源：QUICK，摩根大通，富蘭克林坦伯頓集團，2025.10.29

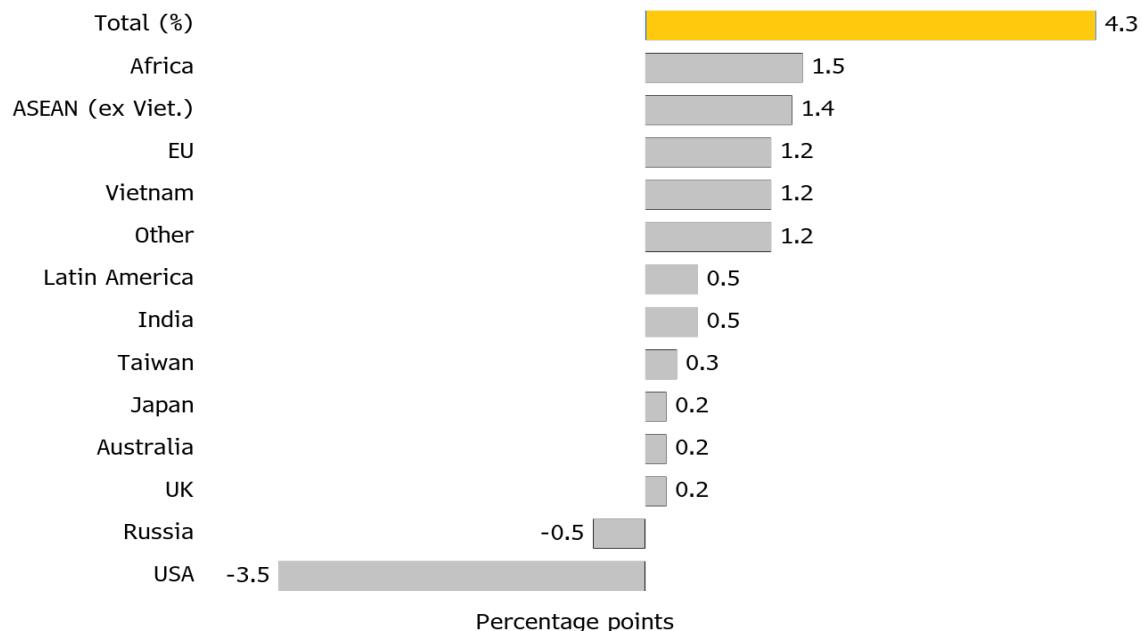


資料來源：Bloomberg，BNP PARIBAS，2025.10.28

| 中國 | 川普關稅政策下，中國2025年出口仍維持正成長

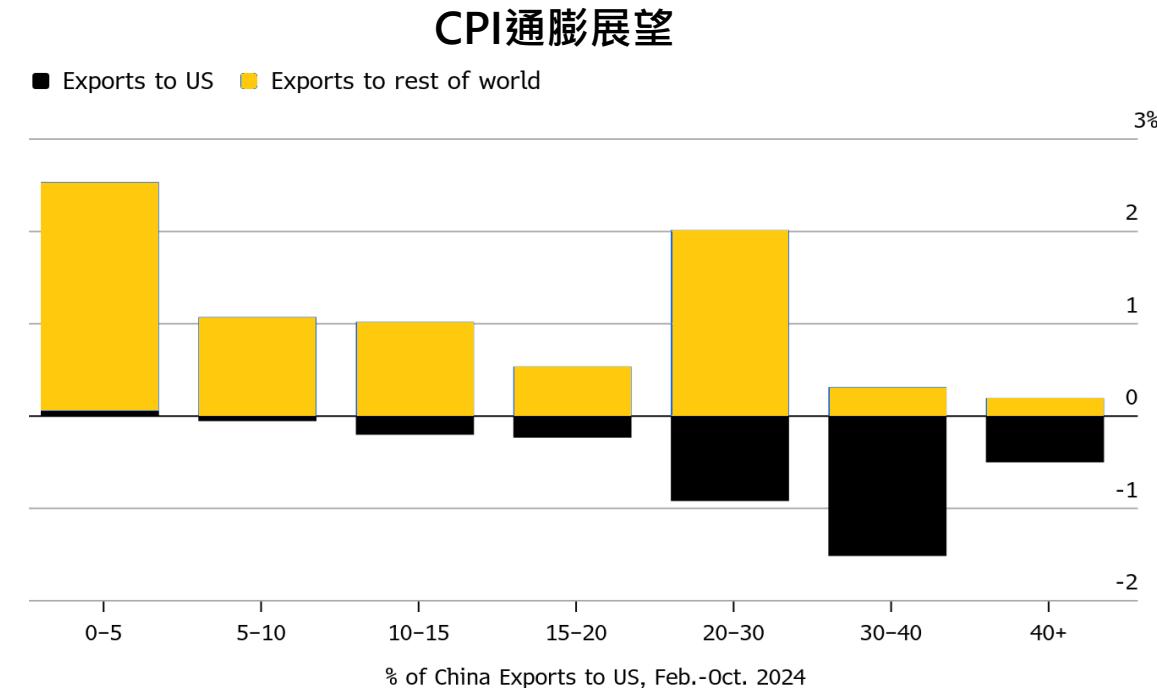
- 川普關稅政策下，中國2025年出口仍維持正成長：**2025年新關稅生效至當年11月，中國對美出口同比下滑22%，惟對非洲、歐盟、越南及其他亞洲國家的出口增幅已完全彌補缺口，推動整體貨物出口（不含香港）年增逾4%。成長動能主要來自半導體（對越南、台灣、韓國）、汽車（對澳洲、阿聯酋、英國）、船舶（對非洲）與電池（對德國）。
- 中國出口動能具韌性：**歐盟方面，2025年2至9月自中國進口年增12%，但中國在歐盟進口占比僅由21.2%小幅升至22.1%，顯示約四分之三增幅源於歐盟需求成長，而非供應鏈轉移。整體而言，中國出口動能更多來自產品結構與市場多元化，而非「轉出口」規避關稅，顯示其外貿具有韌性。

GDP成長展望



資料來源：Bloomberg，2025.12.16

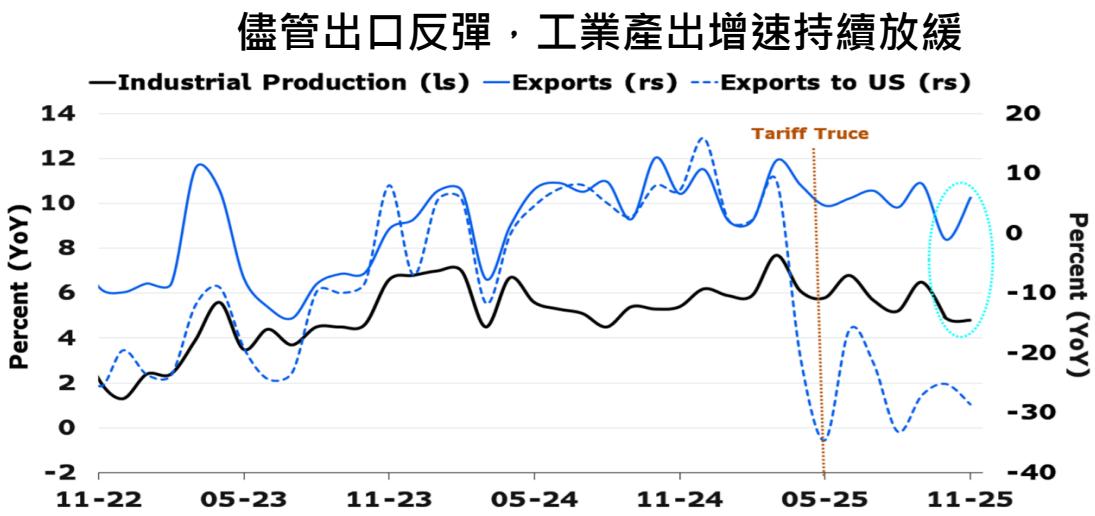
CPI通膨展望



資料來源：Bloomberg，2025.12.16

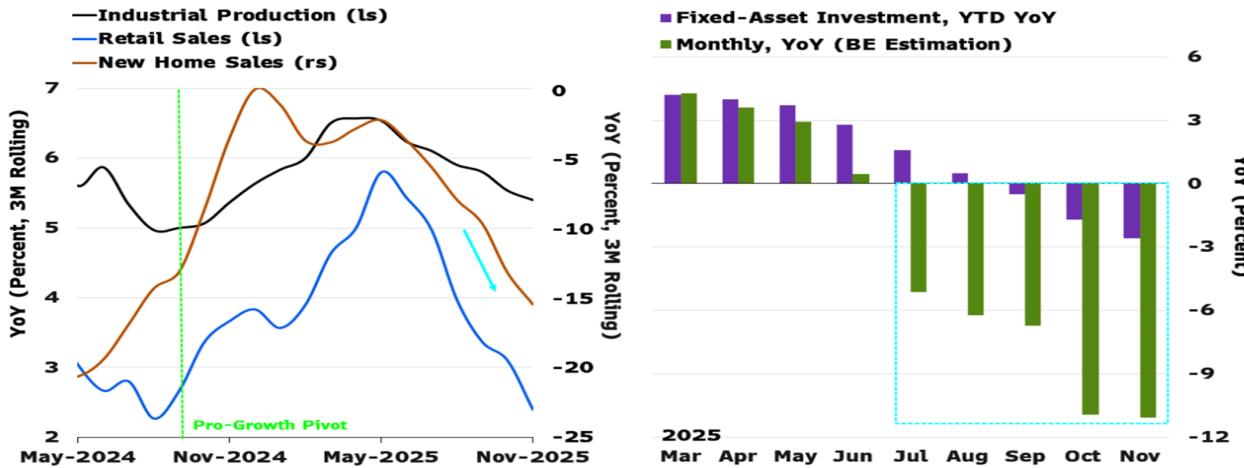
| 中國 | 相對看好科技、受豁免的產業，避開勞動密集型行業

- 中國投資與消費同步承壓：**出口雖短暫回溫，但2025年整體經濟表現甚至弱於2024年第四季穩成長政策轉向前的水準。工業增加值年增率降至4.8%，社會消費品零售總額年增率大幅放緩至1.3%，固定資產投資年初至今降幅擴大至2.6%，反映投資與消費同步承壓。從月度動能觀察，投資已連續十個月下旬，消費亦在短暫回升後再度轉弱，僅工業生產略有改善。
- 2026年房地產下行、通縮壓力與內卷結構問題仍將拖累經濟表現：**彭博預估中國2026年GDP成長約4.5%，上半年動能相對較佳。貨幣政策寬鬆力度可望略高於2025年，預期央行將再降息20個基點、降準50個基點；財政政策則維持擴張，持續透過消費補貼與投資拉動需求。能否有效結合短期刺激與結構改革，重建民間信心，是中長期成長的關鍵。
- 展望後市：**2026年官方重點或將在「十五五」規劃，未來政策將聚焦兼顧安全與經濟的產業，包括人工智慧、國防工業、航天技術、半導體及量子科技等新經濟產業，將獲得國家資源的積極投入。美中貿易不確定性下，陸股投資建議上相對看好科技、受豁免的產業，避開勞動密集型行業。



資料來源：Bloomberg，中國國家統計局，2025.12.15

經濟回落至2024年第四季度政策轉向前的水平



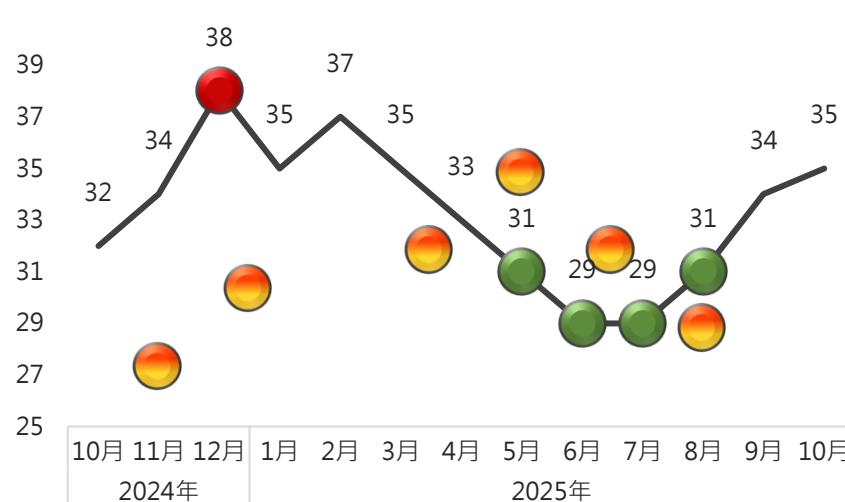
資料來源：Bloomberg，中國國家統計局，2025.12.15



|台股|10月景氣燈號續亮黃紅燈，AI投資動能有望延續

- 10月景氣燈號黃紅燈：**10月景氣綜合分數35分，續亮黃紅燈，9月景氣綜合分數微幅下修至34分，台灣景氣熱絡主因為AI算力需求持續成長，且零售與餐飲年增率轉正，反應普發現金及汽機車汰舊換新稅賦減免等政策，國內需求逐漸回溫。
- 景氣展望：**受惠全球企業加速AI基礎建設，且年底為歐美採購旺季，有望持續挹注出口動能，投資方面，AI商機驅動半導體及相關供應鏈調升資本支出，加上公共建設執行量創歷年同期新高，2026年起政府將推動AI新十大建設，投資動能亦可望延續。此外，國發會經濟處長陳美菊表示，台美關稅談判結果即將出爐，影響程度還是要看最後的結果，但最壞情況已經過了，目前已經了解美國的談判方式，產業在慢慢調整布局，政府也有因應措施。
- 本土法人樂觀預估2026年台股表現：**AI需求延續，2026年企業獲利成長有望達20%，加上聯準會降息循環帶動資金行情，預估台股2026年將站上3萬點。考慮到新興科技發展伴隨著較大市場波動，建議投資人以定期定額的方式分散進場風險。

國發會台灣景氣燈號



資料來源：國發會，2025.11.27

本土法人預估2026年台股目標價

機構法人	目標價	說明
中信投顧	35,000	<ul style="list-style-type: none"> AI求延續、聯準會重啟降息循環帶動資金行情等多重利多帶動 台積電是推動台股上漲創高的重要引擎
群益投顧	34,000	<ul style="list-style-type: none"> 2026年台股企業獲利成長21% 權值股輪動上漲
凱基投顧	33,000	<ul style="list-style-type: none"> 2026年台股企業獲利年增幅將達20% 21倍本益比支撐挑戰33,000點高標
國泰世華銀行	30,000	<ul style="list-style-type: none"> 資金寬鬆環境 明後年的企業盈餘仍有雙位數成長

資料來源：各法人機構、經濟日報，2025.11.28



|台股|算力即國力，台廠供應鏈將受惠主權AI發展

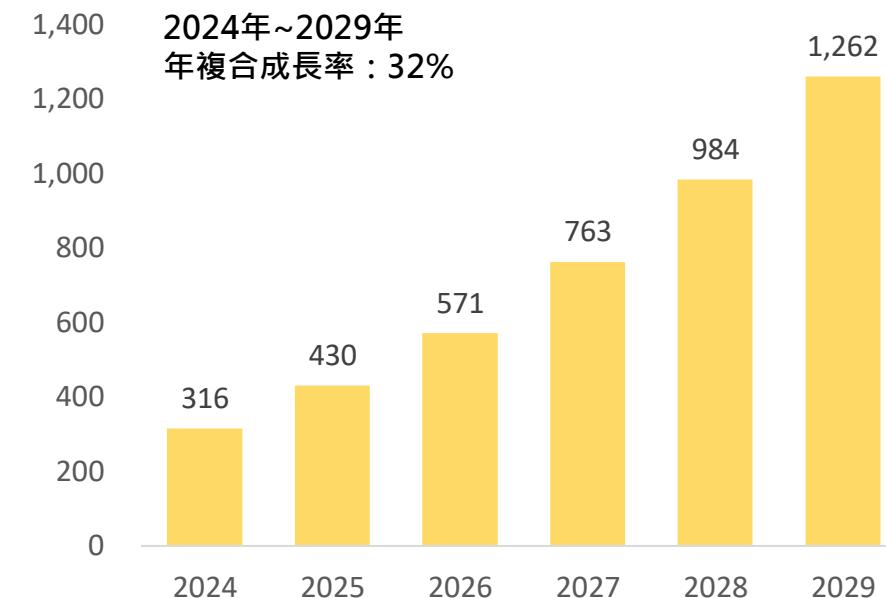
- 「算力即國」，各國積極發展「主權AI」：**主權AI(Sovereign AI)指的是一個國家或地區，能夠自主掌握與控制人工智慧(AI)的關鍵技術、基礎設施、資料與模型，不完全依賴外國廠商或服務，以確保國家在數位時代的安全、經濟與文化主體性。
- 台灣為AI硬體製造體系重要樞紐：**台灣央行報告指出，目前AI晶片多由台廠代工製造，且全球約九成的AI伺服器亦由台廠組裝生產，與此同時，近期美國雲端服務大廠陸續推出自研晶片搶奪商機，顯示AI科技發展的競賽逐漸白熱化，不論是傳統GPU還是ASIC架構下的TPU晶片，台股供應鏈皆有望搭上本波科技浪潮。

主要國家之主權AI政策

國家	政策內容
美國	2025年1月「星門計畫」、7月「美國AI行動計畫」、11月「創世紀任務」
歐盟	於2025年啟動 InvestAI 倡議，預計投入2,000 億歐元於AI領域
日本	新任首相高市早苗成立「日本成長戰略本部」，鎖定AI及半導體、造船、量子、合成生物學等17個關鍵領域進行投資
南韓	2026年AI相關預算10.1兆韓元，將用在加速轉型AI經濟的建設
中國大陸	2025年8月「關於深入實施「人工智慧+」行動的意見」、十五五計畫強調人工智慧領域
沙烏地阿拉伯	AI新創企業Humain(隸屬沙烏地阿拉伯公共投資基金全資控股)推出AI投資計畫，目標打造沙烏地阿拉伯成為一個主權AI強國。
台灣	推出「AI新十大建設計畫」，目標在2040年達成新台幣15兆元產值

資料來源：央行理監事會後記者會參考資料，2025.12.18

AI市場規模有望逐年攀升

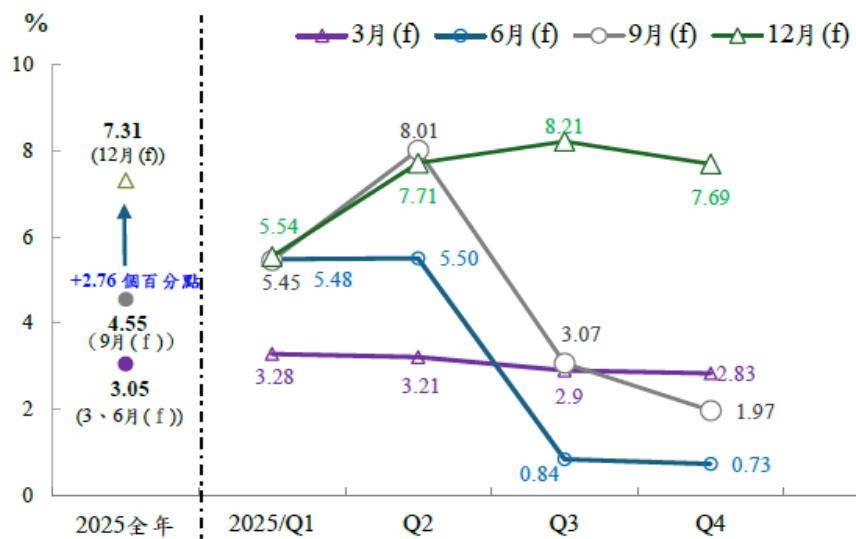


資料來源：央行理監事會後記者會參考資料引用工研院報告，2025.11.5

|台股|央行大幅上修2025、2026年經濟成長率，展望穩健樂觀

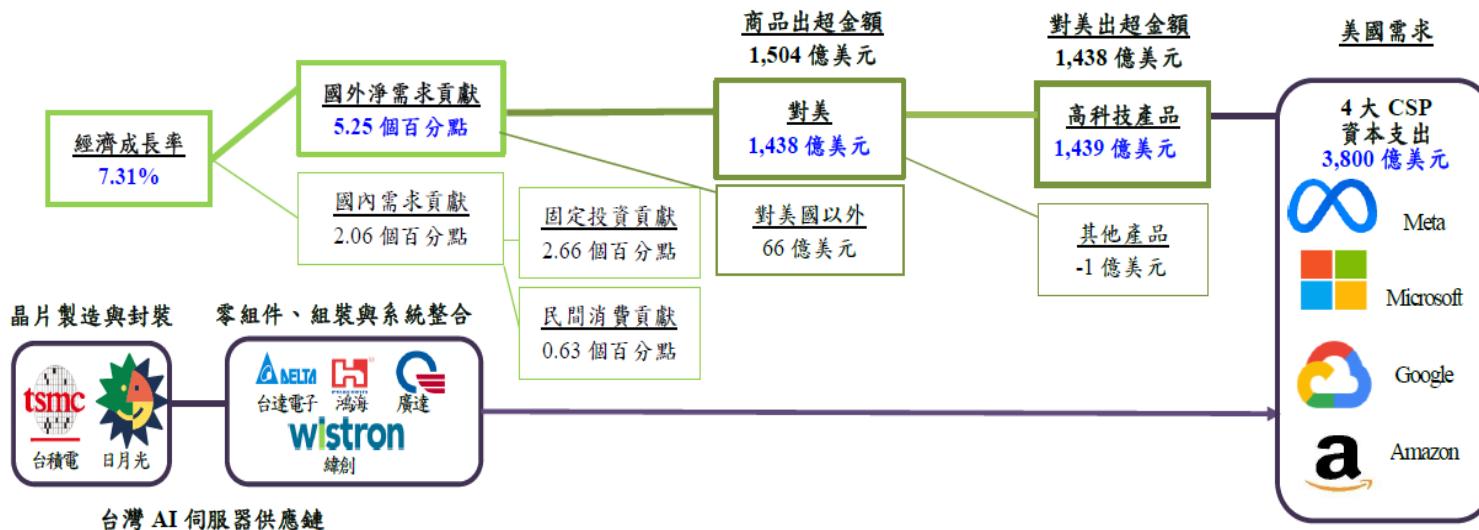
- 受惠AI需求強勁，大幅上修今明兩年GDP預測：**今、明兩年GDP成長預測分別由前次的4.55%、2.68%調升至7.31%、3.67%。受惠AI資訊產品需求強勁，加上232條款半導體關稅持續延宕，全球拉貨潮推升2025年出口表現。展望2026年經濟狀況，預計AI需求維持高檔，企業將加碼投資擴建產能，民間消費方面，2026年最低工資調升、企業獲利佳有助薪資及現金股利發放，有望挹注家庭可支配所得，在高基期的前提下，預測2026年經濟成長率仍有3.67%。
- 展望：**台股短期逆風包含美國半導體關稅以及AI泡沫化的擔憂，目前市場普遍認為，美國總統川普為了2026年的期中選舉，在美國本土的通膨控制上將有所舉措，故對半導體重要供應鏈的台灣，祭出重稅的可能性較低，預料影響程度可控。此外，目前市場對於AI的擔憂包含估值泡沫、企業閉環交易的系統風險等，然而相較2000年科技泡沫只重視作夢行情相比，市場對於AI發展的謹慎態度有望奠定科技股長期牛市的基礎，建議投資人逢回分批佈局具中上游優勢的台股。

央行對台灣2025年經濟成長率預測值調整



資料來源：央行理監事會後記者會參考資料，2025.12.18

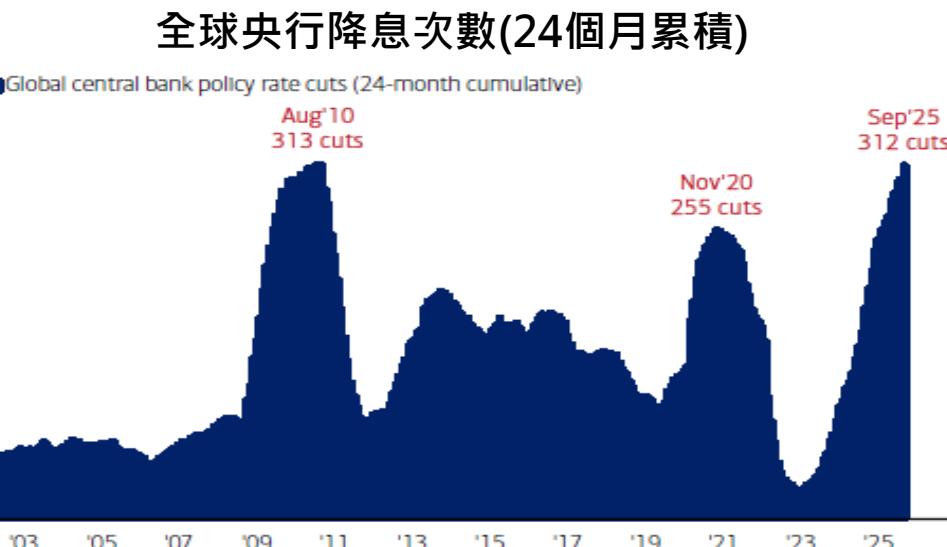
央行對2025年台灣經濟成長動能來源分析



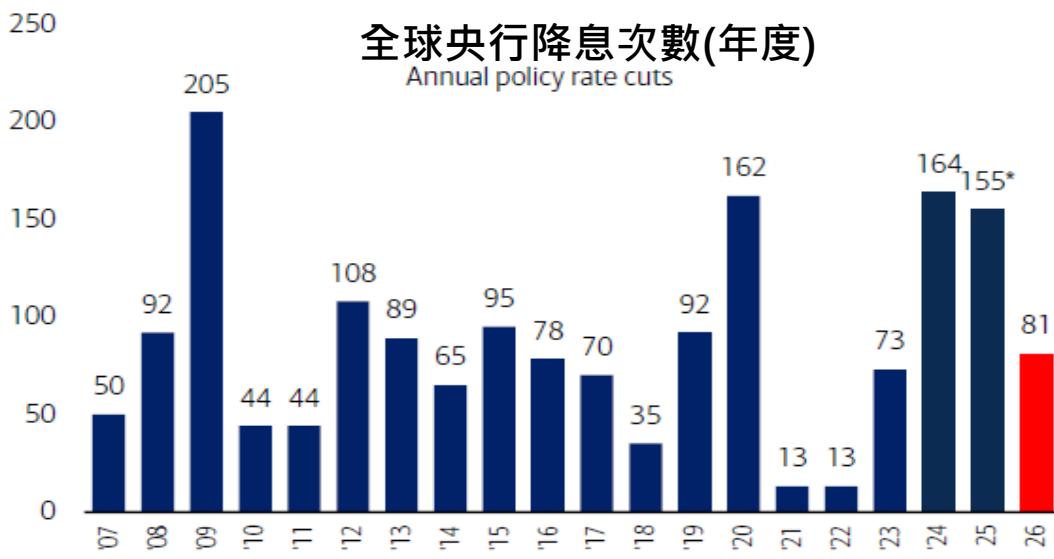
資料來源：央行理監事會後記者會參考資料，2025.12.18

| 債券 | 全球寬鬆格局延續，但幅度放緩

- 2025年全球貨幣政策基調轉向寬鬆：**2025年隨著通膨壓力逐步緩解及經濟成長動能放緩，全球主要央行選擇以漸進式降息來支撐景氣，同時避免過度刺激造成金融市場波動。美國聯準會（Fed）在2025年降息75個基點、歐洲央行（ECB）累計降息100個基點，而英國央行（BoE）累計降息100個基點，日本央行（BoJ）則升息50個基點。新興市場央行因先前已提前降息，2025年動作相對有限，更多著重於維持匯率穩定與資本流動管理。
- 2026年全球寬鬆格局延續，但幅度放緩：**根據美銀預估，全球央行在2026年的降息次數可能從2025年的155次減半至81次，貨幣政策的刺激效果將逐步減弱，利率見底週期可能在2026上半年浮現，債券殖利率下行空間有限，債市行情可能轉向以息收為主。股市表現將更依賴企業獲利成長，而非估值擴張。美元可能轉弱，新興市場資產迎來溫和利多，但資金流仍視地緣風險與各新興經濟體的經濟而定。



資料來源：BofA Global research · 2025.10.23

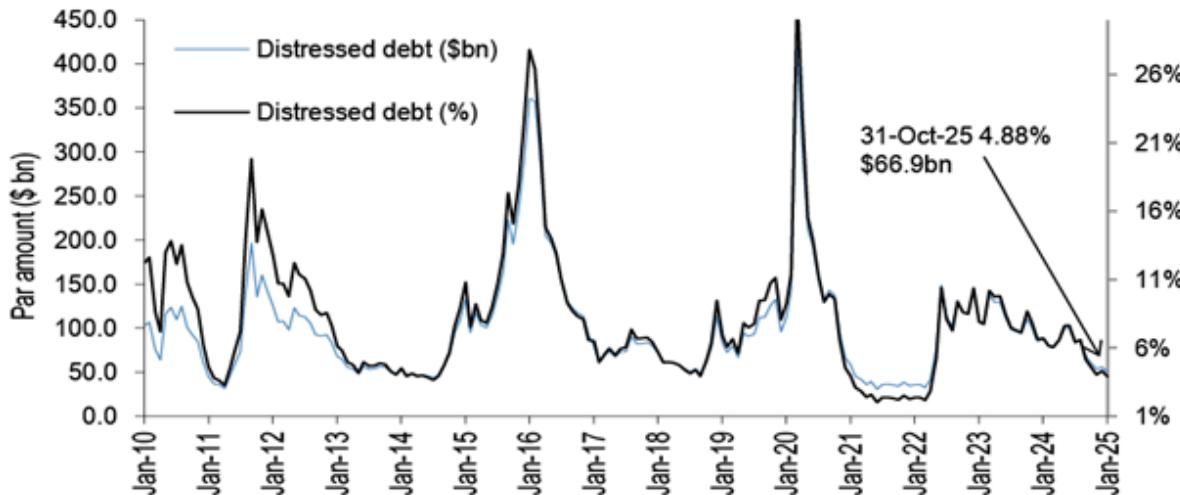


資料來源：BofA Global research · 2025.10.23

| 債券 | 當前美國經濟環境具有韌性

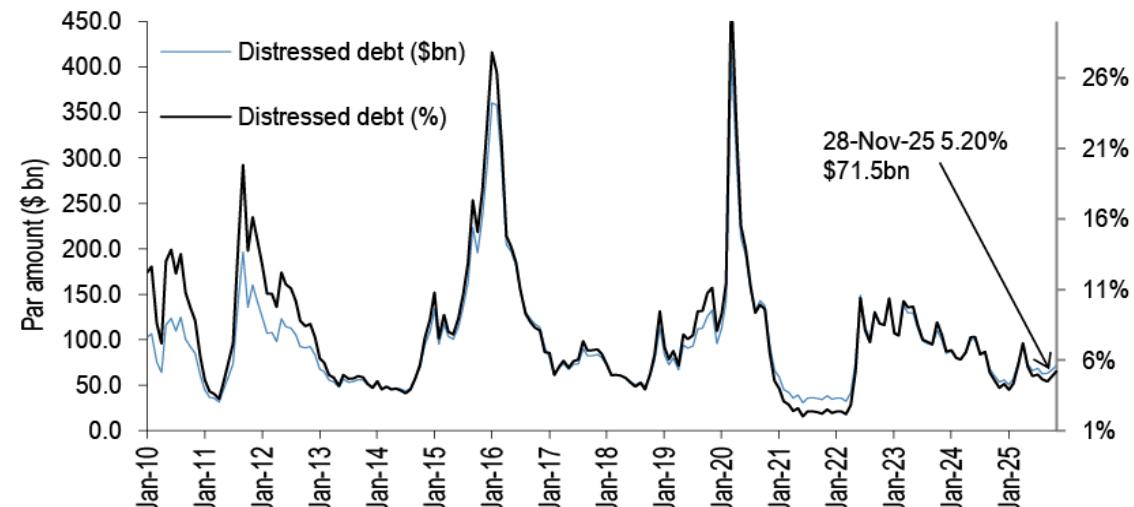
- 當前美國經濟環境具有韌性**：截至2025年12月，債券違約率（4.88%）和貸款違約率（5.20%）遠低於2009年金融危機或2020年疫情初期，這表示當前企業的基本面相對穩健，信用風險較低。不良債務金額雖有波動，但當前水平與歷史極端值相比並不高，目前的經濟數據顯示美國經濟仍具韌性。隨著通膨壓力緩解，市場預期聯準會（Fed）可能處於降息週期或即將結束升息循環，這對固定收益市場提供了利多支撐。考慮到當前穩健的經濟基本面和具吸引力的收益率，可將美國非投資等級債納入多元資產配置中，以獲取收益並參與經濟成長的潛在機會。
- 留意聯準會未來的利率決策和經濟數據的變化**：若經濟出現意外衰退跡象或利率長期維持過高水平，違約風險可能會上升。非投資等級債與股市的相關性較高，其價格波動可能較大。建議抱持長期投資心態，利用其較高的殖利率來抵禦市場波動。

美國非投資等級債(HY)及貸款(LL)違約率(以家數計算)



資料來源：J.P. Morgan · 2025.12.1

美國非投資等級債不良債務金額及比例

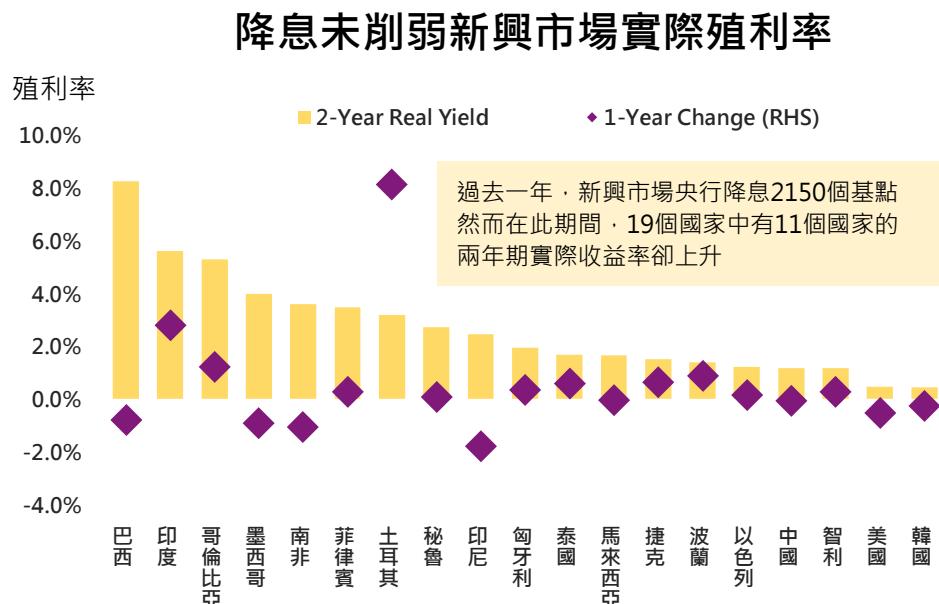


資料來源：J.P. Morgan · 2025.12.1



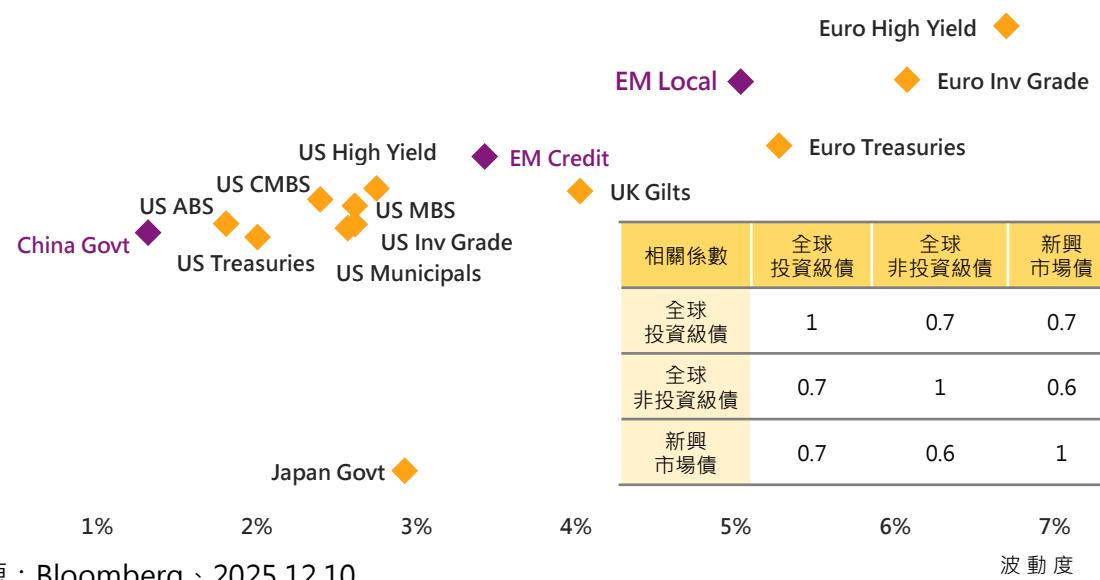
| 債券 | 放眼全球以掌握投資組合分散效益

- 降息未削弱新興市場實際殖利率：**新興市場當前的殖利率依然處於在高檔，即使部分國家的降息循環已經展開，實質利差仍保持顯著優勢，並提供息收保護。高實質殖利率不僅強化資金流入的誘因，也提升債券在景氣震盪期間的緩衝能力。特別是在成熟市場殖利率偏低、信用利差收斂至歷史低檔的環境中，新興市場債券的相對價值更為突出。
- 納入新興債掌握投資組合分散效益：**觀察不同信用市場的風險報酬仍出現顯著差異。新興市場本地債的報酬率優於同等波動度的成熟市場資產，反映新興市場在利率及增長動能等基本面改善下，相對具備更具吸引力。建議可納入對新興市場美元債的戰略性配置比重，透過分散布局捕捉高實質殖利率帶來的息收優勢與資本利得潛力，同時強化投資組合在全球信用市場高度連動下的整體韌性。



資料來源：Bloomberg、2025.12.10

過去12個月各信用市場的報酬v.s. 實際波動率



資料來源：Bloomberg、2025.12.10

| 黃金 | 投行估黃金多頭行情延續至2026年

- 高盛預估投資需求將支撐2026年金價行情：**高盛報告指出，黃金ETF第2季只占美國民間金融投資組合的0.17%，同時從13F報告來看，不到一半的大型投資機構持有黃金ETF，且持有者的配置比率僅有0.1%~0.5%，這意味著在各國央行強勁的基本買盤下，投資需求的回補有望成為2026年金價持續創高的驅動力。高盛推估，美國金融投資組合中的占比每增加0.01個百分點，將能推動金價上漲約1.4%。
- 展望：**高盛對於2026年黃金驅動力的預測，基本與月初世界黃金協會的展望相似。從Fed最新利率點陣圖來看，2026年僅有1碼降息空間，推測利率對於金價的驅動力將減弱，2026年可能受到對等關稅合法性判決、美國財政赤字壓力、中日外交風波以及烏俄衝突等因素，市場不確定將維持高檔，再加上央行去美元買盤以及避險投資需求強勁，中期來看金價有望震盪走高。

投資機構金價預測(單位：美元/盎司)

國際投行	更新日期	2026年Q1	2026年Q2	2026年Q3	2026年Q4
摩根士丹利	12/8	4,300	4,300	4,500	4,500
摩根大通	12/5	4,440	4,655	4,860	5,055
德國商業銀行	12/4	4,300	4,300	4,400	4,400
瑞銀集團	12/3	4,500	4,500	4,500	4,300
美銀美林	12/3	4,400	4,500	4,750	4,500

資料來源：Bloomberg · 2025.12.12

投資機構對於黃金資產配置建議比例

國際投行	黃金配置建議
瑞銀	在總資產中配置5%左右的黃金，有助於提升投資組合的多元化。
貝萊德	黃金的策略性配置比例以2%至4%為宜。
橋水基金達利歐	從戰略資產配置角度來看，投資組合中黃金比例應提高到10%-15%左右。

資料來源：經濟日報、鉅亨網、兆豐銀行整理 · 2025.12.12



| 投資策略 | HOLD配置策略

High growth

高成長

成長性與題材性俱佳的AI產業鏈

Opportunity

收益機會

收益水準較具潛力的新興市場債

Lower rate

另類資產

降息循環下的受惠資產與避險資產

Diversify

風險分散

跨資產、跨市場靈活配置多重資產策略



警語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 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，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本資料提及之投資資產或標的。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邏後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及非投資等級債，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。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，故本基金可能會因利率上升、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。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
8. 基金年化配息率計算公式：每單位配息金額 ÷ 除息日前一日之淨值 × 一年配息次數 × 100%。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式：每單位配息金額 ÷ 除息日前一日之淨值 × 100%。
9. 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。本資料如以基金過去績效進行模擬投資組合之報酬率時，僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。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份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。
11. 屬基金資訊觀測站ESG基金專區所列之基金，有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊。