

出國報告（出國類別：開會）

參訪摩根資產管理公司美國團隊
暨「BlackRock Educational
Academy Fixed Income and
Equity」研習報告

服務機關：臺灣銀行信託部

姓名職稱：陳建淑 中級專員

派赴國家：美國

出國期間：114 年 9 月 10 日至 9 月 20 日

報告日期：114 年 10 月 31 日

內 容 摘 要

本報告係 114 年 9 月訪問摩根資產管理公司美國團隊及參加貝萊德資產管理公司研討會「BlackRock Educational Academy-Fixed Income and Equity」之內容彙整與心得報告。本次訪問旨在深化對全球主要資產管理機構投資理念、總體經濟分析及市場策略之理解，並藉由與投資團隊面對面交流，掌握最新投資趨勢與實務經驗。摩根資產管理公司之交流重點涵蓋美國股票、固定收益與 ETF 三大領域，其股票團隊採取嚴謹可重複的投資流程，藉以創造具競爭力的績效表現；固定收益團隊則以基本面、量化面與技術面組成共同研究語言，透過跨團隊合作提升決策一致性與研究效率；ETF 團隊著重在說明如何透過資本市場部門強化產品流動性與交易穩定。貝萊德研討會內容涵蓋總體經濟環境、固定收益與股票市場等議題，全球經濟正處轉折期，通膨趨緩與政策不確定性交錯，人工智慧(AI)投資與企業獲利動能支撐美股表現；固定收益市場隨利率回歸常態，再度展現吸引力，成為具潛力的配置標的；此外，研討會亦強調人工智慧在投資研究上的應用。整體而言，本次訪問與研習有助於掌握國際資產管理機構的投資框架與市場前瞻，強化對全球金融市場脈動的理解，為後續資產配置與策略規劃提供參考依據。

目 錄

壹、	目的	4
貳、	過程	6
一、	摩根資產管理公司	6
(一)	美國股票團隊	7
(二)	固定收益團隊	8
(三)	ETF 團隊	9
二、	BlackRock Educational Academy - Fixed Income and Equity	12
(一)	總體經濟環境	12
(二)	固定收益	15
1.	美國利率展望	17
2.	新興市場債券	19
3.	不動產抵押貸款證券(MBS)	20
4.	擔保貸款憑證(CLO)	22
(三)	股票	24
1.	新興市場股市	26
2.	醫療保健產業	28
3.	科技產業	29
(四)	AI 在投資流程的應用	30
參、	心得與建議	33

壹、 目的

全球金融市場持續詭譎多變，2025 年在川普重返白宮後，動盪的股市及債市面臨的挑戰更甚以往。美國在歷經高利率週期後，隨著通膨逐步緩解，自 2024 年 9 月起已步入降息循環，然而川普的對等關稅政策，擾亂原有節奏，聯準會被迫停看聽，降息步調戛然而止，政策的不確定性，使市場參與者對資金成本與資產評價的未來方向持審慎態度，2025 年 4 月股市一度出現驚人跌幅，讓原先已忌憚美股估值過高的投資人，順勢拋售股票，全球主要股市無一倖免。所幸在關稅政策逐漸明朗後，投資人回歸基本面分析，在人工智慧(Artificial intelligence，簡稱 AI)相關產業帶動下，股市重返上升軌道，隨著關稅對通膨的影響逐漸明朗，聯準會也於 2025 年 9 月再度降息。

美股持續漲升，人工智慧、半導體與雲端運算仍是推動市場的核心力量，輝達、博通及台積電等人工智慧基礎設施硬體公司，Palantir 及 Cloudflare 等軟體運用公司，甚至因應 AI 所需電力的核能相關類股，紛紛股價創新高。但股價評價水準分歧明顯，市場對於「成長型科技股能否維持高獲利」以及「新興應用帶來的長期投資價值」有廣泛爭論。另一方面，價值型股票在資金輪動與高股息需求下逐漸受到重視，特別是在高利率環境中，防禦型與基本面穩健的企業更能吸引長期投資者。固定收益市場方面，在利率高檔震盪之際，債券資產重新具備吸引力，投資人開始重新評估不同存續期間債券、投資等級公司債、高收益債券與抵押貸款相關資產的配置價值。然而，債券市場的流動性、信用風險與交易結構性挑戰，仍是投資決策的核心風險來源。

整體而言，金融市場既充滿挑戰，也蘊藏機會。在全球經濟分化與政策不確定性持續存在的情況下，如何精準掌握資產配置方向，成為每一家資產管理

機構與專業投資人必須思考的核心議題。在這樣的背景下，選擇前往美國紐約，與當地知名資產管理公司及其投資團隊進行深度交流，並參加專業學術研習會。美國作為全球最大金融市場，不僅在股票、債券、衍生性商品等領域具備領導地位，其投資策略的創新性亦引領全球，希望透過第一手交流，更深入理解知名資產管理公司的投資邏輯與市場前景判斷。

本次參訪分為兩個部分，首先與摩根資產管理公司投資團隊會面，透過與其互動，觀摩學習該公司在產業研究、估值方法、風險控管與投資組合建構上的實務經驗，進一步提升自身的研究分析能力。接著參加貝萊德資產管理公司年度學術研討會「BlackRock Educational Academy-Fixed Income and Equity」，內容包括股債市展望、各類投資工具分析運用及人工智慧在投資的運用等，涵蓋宏觀市場觀點，也兼顧微觀研究與策略應用，透過學術研習中涵蓋的多元主題，希冀建立更具體的投資框架，從總體經濟到資產配置，從傳統研究到 AI 應用，全面提升投資決策的專業水準。

貳、 過程

一、 摩根資產管理公司

摩根資產管理公司(JPMorgan Asset Management，以下簡稱 JPMAM)是全球具影響力的資產管理機構之一，隸屬於美國金融巨擘摩根大通集團(JPMorgan Chase & Co.)，JPMAM 憑藉其深厚的研究能力、母公司的雄厚實力及全球布局優勢，截至 2024 年底管理資產規模超過 3 兆美元，名列全球前五大之一，且根據 2024 年品牌價值排名，該公司高居第二名。其投資團隊遍布全球主要金融中心，包括紐約、倫敦、香港及東京等地，由經驗豐富的基金經理人、研究員與量化專家組成，團隊間共享全球資源，使其能同時兼顧在地市場與洞察全球視野。JPMAM 提供的服務橫跨多元資產類別，因應不同投資人及投資機構的需求，提供涵蓋股票、固定收益、貨幣市場工具、另類投資及多重資產的策略方案。截至 2025 年 3 月底管理的資金總額依資產分類包括股票 1.05 兆、貨幣市場及流動性資產 1.34 兆、固定收益 0.88 兆及另類投資 0.20 兆；以客戶分類來看，金融中介(Financial Intermediaries)為最大客戶來源，占比達 42.87%，機構(Institutional)占比為 24.99%，流動性資金客戶為 32.14%，其中流動性資金客戶主要係指有資金停泊或短期流動性管理的客戶，與金融中介的代銷產品及機構投資人的長期投資配置等投資目的不同。

本次參訪該公司美國團隊，辦公大樓位於紐約中央車站後方的公園大道(Park Avenue)，時值該公司轉換辦公場所期間，可惜的是，位於原大樓對面的全新辦公室於 10 月份才對外開放，該新大樓是摩根大通集團於 2022 年 4 月公布的全新全球總部設計方案，新大樓的設計彰顯對紐約市的承諾，樓高 60 層樓、

達 1,388 英尺，將成為紐約市最大的全電力大樓¹，藉以實現營運淨零碳排，並提供超越最高標準的室內空氣品質，追求永續性、健康與福祉方面的卓越表現，顯示該公司在實踐 ESG 政策上的努力。參訪期間，該公司同仁透露，走入新大樓撲鼻而來的是摩根專屬香氛，如同高級飯店一樣，以特有香氣做為公司識別之一，本次未能順道拜訪此理念新穎的辦公大樓，實屬可惜。

(一) 美國股票團隊

截止 2025 年 6 月底止，JPMAM 管理的美國股票資產達 8,220 億美元，若以投資策略來分，其中占比最大的是核心策略 45%，依序是成長策略 36% 及價值策略 19%，其中價值策略著重尋找具強勁現金流、高資本投報率、具吸引力估值及有卓越管理能力與執行力的企業，成長策略的重點是識別擁有被低估成長潛力且具可持續性競爭優勢的優質企業，核心策略則是融合以上兩種策略。JPMAM 美國股票團隊擁有一群專責研究分析師，依據各自之專業分屬核心、價值及成長等不同團隊，由這些分析師全力支援基金經理人。除了基金經理人及分析師的角色外，大型資產管理公司通常配置有投資專員(Investment Specialists)，其角色係基金經理人對外溝通的代理人，由投資專員向客戶報告基金操作策略，讓基金經理人專注於投資操作，而非耗費時間於對外簡報。

股票團隊的各項策略皆有一套紀律嚴明且可重複的投資流程，藉以在眾多股票中有效篩選出具備投資價值的公司，以摩根美國基金為例，整體流程由構

¹ 紐約市許多老舊商業大樓仍使用燃煤鍋爐，但隨著環保意識抬頭與法規推動，紐約市在積極朝向全面電氣化轉型。

想產生、基本面分析與投資組合建構三個階段組成，在構想產生階段，投資團隊主要依賴成長與價值研究團隊所提出的高信念(high conviction)投資想法，並輔以特有的篩選程序，同時透過與公司管理層會議及參與產業研討會，挖掘具潛力的新投資機會；進入基本面分析階段後，價值型選股重點放在具備高品質、可持續的特許經營權、卓越的管理執行力，並以低於公允價值進行交易的公司；而成長型投資則聚焦於評估市場潛在規模、分析產業內競爭結構的變化，並驗證投資假設的合理性與可持續性；最後在投資組合建構階段，採取自下而上的基本面策略，持股比例根據投資信念強度、企業品質及風險報酬權衡進行配置，同時兼顧整體投資組合的多樣化效果，配置原則以平衡為目標，但允許在成長與價值風格間進行調整，以靈活因應市場變化，此外，為確保風險可控，設有單一股票及單一產業的持股上限。整體而言，各基金都有一套投資流程透過嚴謹的研究框架與明確的紀律機制，致力於建立一個兼具成長潛力與風險控制的高品質投資組合。

(二) 固定收益團隊

截至 2025 年 6 月底止，JPMAM 美國固定收益團隊管理的資產規模超過 3,450 億美元，以產品策略來分的話，投資等級債券占比達 29%為最高，接著依序為證券化商品 21%、已開發國家政府債券 18%、市政債 10%、高收益債 10%、新興市場債 5%及其他 6%。美國的固定收益投資團隊與其坐落在其他 4 個國家的投資團隊資源共享，全球共有超過 310 位投資專家，平均研究經歷達 22 年，顯示其固定收益團隊具備深厚的市場經驗與充足的人才配置，提供全方位的投資研究與管理。

該團隊致力於持續創造超額報酬(Alpha)，透過共同的研究語言進行跨團隊合作，以建立一個可以重複執行的投資流程。所謂共同的研究語言係指從三個面向進行分析，包括 1.基本面：關注總體經濟數據，如影響債券價格最重要的經濟成長與通貨膨脹，以及企業財務健全度，如違約率與盈餘狀況；2.量化面：亦即評價面，檢視個別產業或證券是否被高估與低估，分析殖利率與利差，涵蓋絕對值、相對值及歷史比較；3.技術面：聚焦供需因素，如債券新發行與資金流向，以及投資人部位與市場動能。

為確保投資決策的嚴謹性，該團隊透過一系列結構化的會議與持續性的對話來推動決策。結構化的會議包括季度投資會議、每週的全球策略會議、每週的產業小組會議以及每週的投資組合會議。從季度討論建立前瞻性的投資主題及挑選具潛力的投資想法，到每週檢視市場因素變化，重新評估投資信念，並進行由下而上的深入研究，挖掘各產業具體投資機會，再到每週的投資組合會議，將各研究成果整合為具體投資行動方案。整套流程的核心在於「持續對話」，不同層級、不同專長的團隊成員透過不斷交流，藉以快速修正假設及分享看法，並提升投資決策的適應性與精準度。這樣的合作模式，結合基本面、量化面與技術面研究，不僅能捕捉長期趨勢，也能靈活應對短期市場波動。總結來說，共通研究語言與跨團隊合作，讓該債券投資團隊能在複雜多變的市場中保持研究嚴謹性及決策一致性，並有效提升為客戶創造超額報酬的能力。

(三) ETF 團隊

JPMAM 的 ETF 團隊成立於 2014 年，截至 2025 年 7 月，共發行 142 檔 ETF，規模合計達 2,800 億美元，主動型、被動型及策略型(Smart Beta)分別有 93 檔、

34 檔及 15 檔，其中策略型係指在被動追蹤指數的基礎上，加入使用特定的因子策略，如價值、動能或低波動度等。JPMAM 管理的 ETF 以主動型為大宗，該行位居全球第二大主動型 ETF 發行商，旗艦商品「摩根股票溢價收益主動型 ETF」(JPMorgan Equity Premium Income ETF，代碼 JEPI)為全球最大主動型 ETF，規模超過 400 億美元。該 ETF 團隊依功能可分為六大部門，分別是策略(ETF Strategists)、產品(Product)、資本市場(Capital Markets)、業務推進(ETF Business Acceleration)、行銷(Marketing)及平台(Platform)，各部門的重點業務由名稱可知一二，其中較難理解的是平台部門及資本市場，平台主要負責 ETF 的行政營運事務，例如產品上市註冊及系統建置維護等業務，資本市場部門主要負責交易流動性。ETF 為交易所掛牌買賣之基金，其成功關鍵在於流動性，成交量充足、買賣價差小才能吸引投資人參與，資本市場部門就是支援這項功能的重要助手。

ETF 資本市場部門主要任務是確保 ETF 市場的結構穩定與交易效率，讓各類投資人都能以最具流動性與透明度的方式進行交易。JPMAM 資本市場團隊的運作橫跨交易所、券商、初級與次級市場，以及終端客戶等多個層面，致力於維持 ETF 交易的順暢與投資體驗的優化。在交易所層面，團隊會與掛牌交易所密切合作，挑選最適合的上市平台以提升 ETF 的能見度，同時積極促進市場結構改善；針對券商，尋求其支持以利定價、籌資與再平衡活動的順利進行，透過研究與各類活動吸引新投資人進入主動式 ETF 市場，並藉由建立長期合作關係掌握市場趨勢與產品結構演變；在初級市場方面，不僅協調內部合作確保運作順暢，ETF 資本市場團隊更掌握產業與技術變革以促進主動型 ETF 的創新，

並協助授權參與者²與投資組合經理人順利執行申購與贖回流程，以利市場運作穩健；至於次級市場，團隊不斷拓展新的造市商與流動性來源，且每日監控市場交易狀況與分析長期走勢，確保主要造市商能提供充分流動性；對客戶端而言，團隊也透過教育訓練與知識分享，強化理財顧問與機構投資人對 ETF 的了解，並以專業評論與市場觀點引領主動式 ETF 的發展。整體而言，該部門運作規模龐大，涵蓋超過 10 個掛牌市場、35 個券商合作夥伴，次級市場年交易量達 2,500 億美元以上，處理初級市場訂單超過 1.5 萬筆，並與終端客戶進行逾千次互動。

ETF 作為一種投資工具，具備透明、流動、低成本與容易交易的特性。其每日揭露持股提高市場定價透明度，在市場波動時有助於維持合理價差；透過交易所買賣提供即時流動性與報價，有助於強化價格發現機制；單一費率與操作效率則使其成為成本效益極高的投資選擇。此外，ETF 可讓投資人輕鬆接觸各種資產類別，不論主動或被動策略皆無最低投資門檻；同時次級市場的活躍交易有助於降低投資組合的周轉率，使經理人能專注於核心選股與配置。ETF 的流動性來自初級與次級市場的互動，在初級市場中，ETF 發行人與授權參與者透過一籃子標的資產與現金進行申購與贖回；次級市場中，券商則協助投資人間的 ETF 交易。為提升交易效率，投資人應注意交易時間、委託類型與市場情況，避免在開盤或收盤時段下單，並評估 ETF 價格是否偏離其合理價值。常見委託方式包括代理委託(由券商或演算法分段執行以降低市場衝擊)、限價單

² 授權參與者(Authorized Participant)通常是大型投資銀行或主要券商，協助 ETF 的申購與贖回流程，確保 ETF 的價格與其標的資產淨值之間維持穩定，促進整體市場流動性。

(控制成交價格但不保證成交)及市價單(立即成交但價格可能偏離預期)。ETF 的交易機制使其具備承載大型交易的能力，根據摩根的經驗，過往曾有投資人買進單檔 ETF 達其日均成交量的 3500 倍，但市場價差仍維持穩定，顯示 ETF 具高度的流動性與市場承載力，能在不影響價格的情況下完成單筆大額資金配置。

二、 BlackRock Educational Academy - Fixed Income and Equity

「BlackRock Educational Academy - Fixed Income and Equity」係貝萊德資產管理公司每年於紐約舉行之年度研討會，活動為期四天。此會議旨在分享該公司對全球金融市場的專業見解與最新研究成果，提供與會者深入了解總體經濟動向與資本市場的變化。討論主題廣泛，涵蓋當前經濟情勢、固定收益市場發展、股票市場表現、通膨與利率前景分析以及各主要資產類別的投資展望等。講者陣容堅強，包含貝萊德首席投資長、各資產類別研究團隊負責人、總體經濟與策略分析師及基金經理人等，皆為具備深厚市場洞見的領域權威。與會者則來自全球各地之機構投資人、主權基金、銀行及保險公司代表，藉此平台進行觀點交流與策略分享。整體而言，此研討會不僅展現貝萊德在全球資產管理領域的專業與研究實力，亦為投資人掌握市場趨勢、研判未來投資方向的重要參考。茲將本次研討會之重點內容與觀點彙整如下。

(一) 總體經濟環境

2025 年的全球金融市場正處於一個劇烈轉折期，過去三年，世界主要經濟體經歷了前所未有的貨幣緊縮與高通膨挑戰，美國聯準會(簡稱 Fed)自 2022 年

起的激進升息，將政策利率推升至二十年新高，隨著疫情緩解後，經濟秩序逐漸恢復正常，2024 年 9 月美國步入降息循環，然而川普當選總統，2025 年上台後推出多項顛覆市場的政策，經濟情勢開始出現明顯轉折，Fed 因而暫停降息步調。美國勞動市場在疫情後展現強勁復甦，但近期開始降溫，川普的政策導致移民人數減少，新增勞動供給不足，非醫療行業的就業增長出現負值，醫療保健部門在 2025 年 8 月 31 日前的四個月貢獻了 161% 的新增就業，遠高於歷史水準，反映就業結構過於集中，這種失衡可能增加了未來勞動市場惡化的風險。核心消費者物價指數及房租數據回落至疫情前水準，顯示通膨趨勢逐步受控。關稅上調造成商品價格短期波動，但市場普遍認為是一次性衝擊，不會改變中期趨勢。整體而言，未來通膨走勢可能溫和下降，為貨幣政策提供降息空間。

美國第二季國內生產毛額(Gross Domestic Product，簡稱 GDP)成長率上修至 3.3%³，私人國內最終需求(Real Private Domestic Final Purchases，簡稱 PDFP)達 1.9%，顯示排除庫存及貿易的美國國內需求仍屬穩健。各產業中最亮眼的是軟體與智慧財產投資的高速增長，反映 AI 技術商業化正在推動生產力提升，意味著即使勞動市場放緩，科技投資仍可支撐經濟韌性。企業方面，S&P 500 指數成分股 2025 年第二季每股盈餘(Earnings Per Share，簡稱 EPS)年增率高達 12%，遠高於營收成長的 5%，顯示企業有能力透過成本控制維持獲利。息稅折舊攤銷前盈餘(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization，簡稱 EBITDA)與淨利率雙雙創新高，代表企業在高利率環境中，並未出現系統性財務壓力。AI

³ 該數值為 2025/8/28 公布之數據，美國商務部經濟分析局於 2025/9/25 更新美國第二季 GDP 季增年率終值上修至 3.8%。

已成為企業提升效率的重要工具，科技巨頭展現出員工數量持平，營收與 EBITDA 卻持續增長的趨勢，顯示 AI 正協助企業以較低人力成本維持更高產出，不僅對長期生產力是正向的，同時也壓抑了通膨壓力；然而相比之下，中小企業情況截然不同，Russell 2000 指數成分股中，許多企業受制於高槓桿及高資金成本，且無法像大企業一樣延長債務到期結構，其融資壓力與人力成本沉重，導致招聘疲弱，間接拖累整體勞動市場。消費者方面也是呈現分化的狀況，高收入家庭因持有大量資產，享受到股市上漲與高存款利率的紅利；相反地，低收入家庭信用卡、車貸、學貸等債務負擔沉重，高利率加劇其財務壓力。這種差異造成消費動能分層，整體數據雖穩健，但中低階層已顯疲態。家庭消費分化可能壓抑經濟長期動能，同時也支持 Fed 偏向寬鬆政策。

全球製造業活動在 2024 年下半年曾強勁成長，尤其美國汽車銷售、零售銷售與人工智慧相關資本支出帶動的製造業復甦顯著。然而，短短七至八個月內，全球工業生產從高點迅速滑落，並可能在 2025 年 10 月出現收縮。這種急劇減速反映出全球成長動能的脆弱性。歐洲、日本與美國的製造業從強勁擴張轉為停滯，而中國作為全球製造產能近三分之一的國家，其出口導向的增長模式面臨關稅衝擊，使製造業收縮尤為明顯。中國內需疲弱，服務與房地產部門仍掙扎復甦，若出口與製造持續受壓，整體經濟恐進一步放緩。儘管部分美國企業如金屬產業受益於保護主義，全球供應鏈卻因生產轉移而產生混亂，對成長形成拖累。

綜上所述，全球經濟正處於製造業放緩與政策刺激並存的時期。短期內，關稅與需求降溫帶來成長壓力，但美國財政擴張、貨幣寬鬆與 AI 投資驅動的資本支出可望成為緩衝力量。家庭部門與勞動市場雖出現疲態，但尚未進入衰退

循環。若政策推動順利且企業信心維持，2026 年有望迎來以投資為主導的成長階段。然而，赤字擴張、監管鬆綁與資產估值過高也埋下中期風險。AI 帶來的生產力革命或許將重塑全球經濟結構，但如同 2000 年代初期一樣，過程仍將伴隨波動與調整。整體而言，短線經濟環境偏弱、政策與投資動能偏強，市場的關鍵變數將取決於通膨回落與企業投資延續的平衡。

(二) 固定收益

固定收益市場具有極高的廣度，投資人可在成千上萬種債券中尋找錯價與超額報酬機會，因此彈性操作至關重要。過去十多年固定收益商品處於金融壓抑與超低利率環境，收益有限且波動極低，但現今情況已徹底改變，全球央行政策分歧，通膨維持在 2%至 3%左右，利率回到常態化水準，固定收益重新成為能產生實質收益的資產類別。這種變化帶來更多波動與區隔性，也意味著投資人必須理解自己持有的標的。以美國綜合債券指數(Bloomberg US Aggregate bond Index)為例，近十年來其結構已大幅改變，公債比重從 25%升至 45%，而證券化產品從 45%降到 26%，公司債則增至 24%，整體存續期間(Duration)從 4.8 年上升至 6.1 年，使得對利率敏感度顯著提高；此外，過去十五年，美國公債收益僅占指數收益的一半，如今卻超過九成，顯示指數投資的額外利差來源大幅減少。在這種雙向波動的利率環境中，單純追蹤指數的風險與十年前完全不同，投資人必須意識到分散配置與主動調整的重要性。

固定收益市場原先非主流的資產也在快速變化中，例如十多年前仍屬小眾的擔保貸款憑證(Collateralized Loan Obligations，簡稱 CLO)市場，如今規模已與高收益債券相當，而私人信貸的拓展也帶來新機會。高收益與投資等級債券市

場也出現結構性變化，投資等級債券中 BBB 比重已過半，高收益市場則有一半是 BB 級，兩者基本面差異逐漸收斂，投資人若稍微下移信評即可提升收益，卻承擔與以往相近的風險。此外，證券化市場持續演進，商業不動產貸款、住宅貸款證券化、CLO 及資產支持證券等，讓投資人能精確挑選所承擔的風險層級與抵押品質，並視情況採取防禦或積極策略，這種靈活調整能因應不同總體環境與地緣政治變數，發揮主動管理的價值。

債券 ETF 資產規模至 2024 年已達 3 兆美元，逐漸成為固定收益市場配置不可忽略的存在。相對於原先缺乏透明度的債券交易市場，ETF 的價格透明度與高流動性，吸引一般投資人的青睞，且新型產品如槓桿貸款、CLO 及主動管理 ETF 成長尤為快速。在 2025 年 4 月市場大幅波動期間，美國固定收益 ETF 單日交易量達 990 億美元，高於 2025 年 1~3 月的單日交易量 200~400 億美元區間，顯示 ETF 在壓力環境下發揮「安全閥」功能，提供價格發現與額外流動性，甚至比部分現金債券(Cash Bonds)⁴更具透明度。ETF 透過初級市場的申購與贖回機制，加上有造市商參與的次級市場交易，構成強健的流動性生態系。這些優勢不僅讓投資人能在不同地區及不同資產類別間靈活調整，還使固定收益市場的效率與韌性大幅提升。

2025 年固定收益市場迎來「十年最佳表現」，多元配置的投資等級債券殖利率逾 6%，年初以來已提供 6%回報，全年總報酬有望達到 9%，在這樣的殖利率環境下，債券不僅能作為傳統意義上的「避險資產」，更能成為投資組合的

⁴ 現金債券(Cash Bonds)係指具高流動性且風險較低的短期債券或債務工具，如國庫券、短期政府票據、商業本票…等。

核心收益來源，兼具防守與進攻。投資人可藉由高評級投資等級債、機構不動產抵押貸款證券、主權債與新興市場債獲得穩定收益，在信用策略上可關注大型企業發行的債務工具，避開中小高槓桿企業，因高利率環境下後者風險偏高；在存續期間管理上，偏好中短天期曝險，亦即 2~7 年期。整體而言，我們正處於固定收益的「黃金時代」，不僅收益機會重現，工具與市場架構也更加多元。投資人可善用主動與被動工具，深入研究利率風險、信用結構與新型產品，藉以在這個全新的債市環境中獲取穩定與具競爭力的報酬率。

1. 美國利率展望

美國通膨走勢方面，核心通膨預估 2025 年底約落在 2.5%，通膨壓力正在逐漸減弱，尤其是核心商品價格的下降以及住房租金等服務通膨上漲動能的放緩，核心服務通膨的走勢是 Fed 觀察的重要指標，若能持續回落，將使利率決策者更有空間忽略關稅等短期成本造成的物價推升。勞動市場方面，新增職位明顯放緩，就業市場的動能偏低，移民的流入在近兩年成為填補職缺的主要來源，若移民趨勢放緩，將影響就業狀況。市場目前隱含聯準會最終利率約將落於 3%，符合多數經濟分析師認為美國中性利率為 3% 的看法，但隨著經濟數據表現的波動，期貨市場持續調整對降息幅度的預期，未來仍可能出現更快或更深的降息路徑。

自 1980 年代以來，美國公債的期限溢酬(term premium)經歷長期下滑，包括緩慢下滑期及全球量化寬鬆(QE)帶動的快速下滑期，目前已有回升跡象，反映市場已定價相當多的風險溢酬，但尚未完全回歸歷史均值，因此長期債券(以下簡稱長債)名目殖利率上揚機率高，亦即殖利率曲線仍可能略為趨陡，但整體走勢可能已進入尾聲，目前長債的實質利率水準相對具吸引力。若政策面出現

改變，則可能打亂當前趨勢，例如聯準會停止縮表可釋出每年約 2,500 億至 3,000 億美元的額外需求，或財政部改變發債結構，縮短發債的平均存續期間，兩者若同時發生，等同變相扭轉操作，有助抑制長債的殖利率。再者，若財政部重啟買回計畫，亦可向市場釋放政策支撐訊號。整體而言，期限溢酬正常化雖未完全結束，但主要推升力量已趨緩，長債估值風險逐漸均衡。從基本面來看，美國財政赤字長期壓力沉重，但短期惡化至占 GDP 7% 的可能性已降低，然而公債規模持續攀升，令長債利率承壓；技術面上，公債持有結構出現顯著變化，聯準會、外國官方機構、退休基金及保險公司持有占比下降，價格敏感型投資人占比大幅提升，其他已開發市場也有同樣的狀況，顯示籌碼的不穩定性增高。

儘管近年股票與債券報酬率的相關性偏高，使債券的避險效果減弱，但實證顯示在市場下跌階段，美國公債(以下簡稱美債)仍可提供保護，特別是中短天期債券，因此在投資組合配置上，美債的避險角色仍具價值。統計自 2023 年以來高收益債利差擴大期間，7 年期以內的美債有七成機率呈現正報酬，顯示其於風險事件中仍能對沖損失。若以每單位存續期間衡量，1~3 年期公債避險效果最佳；若以每投入資金計算，5~7 年期公債收益效率較高，兩者皆具配置意義。進一步模擬股債組合風險報酬前緣可見，若股債相關性轉為負向且利率下降，固定收益在多元資產中可顯著改善報酬波動度。從區域性配置來看，主要已開發國家債市之間的相關性下降，代表利差機會與主動配置的獲利空間增加。對具全球操作能力的投資人而言，非美主權債亦可作為補充性避險與收益來源。綜合而言，美國利率市場正處於週期轉折後的穩定階段，短天期債券因政策調整仍具下行空間，長天期則在溢酬上升與結構調整中邁向均衡。投資策略上應兼顧前端防禦與中段配置，同時關注政策變化對殖利率曲線結構的潛在影響。

2. 新興市場債券

疫情過後全球經濟逐漸由高速增長轉為中速甚至低速成長，市場對「軟著陸」與「硬著陸」的爭論此起彼落，2025 年下半年全球經濟增速確實呈現放緩跡象，經濟從過熱走向均衡，對新興市場而言，這種環境並非劣勢，反而有潛在利多。首先，美國聯準會與歐洲央行在通膨回落的背景下，有望開啟完整的降息循環，為全球流動性提供支持；其次，新興市場自身的經濟體質經歷過去數年疫情、地緣衝突及大宗商品價格波動等多重衝擊後更佳堅韌，特別是許多國家累積了可觀的外匯存底，並逐漸仰賴國內金融市場融資，減少對外部資本的依賴，降低了外部脆弱性。展望 2026 年，新興市場有望在經歷 2025 下半年的疲軟後，重返長期成長趨勢，另一方面，通膨也可望持續下降，美國關稅政策帶來的貿易重塑可能使各國面臨中國商品的傾銷，此外，新興市場本地貨幣升值的展望也帶動進口物價下滑，使得多數央行重新獲得政策操作的彈性。已開發市場降息帶來全球資金寬鬆，新興市場央行則有餘裕同步寬鬆，進而刺激當地需求，改善財政及外部平衡。綜合來看，新興市場經濟增長具有韌性，加上通膨趨緩，且外部環境改善，在 2025~2026 年的展望屬「中性偏正面」。

新興市場債券長期以來最大的吸引力之一是其相對較高的收益率，以 2025 年 8 月底的數據為例，美元計價的新興市場主權債殖利率約為 7.9%，本地貨幣債殖利率則約為 6.2%，相較之下，已開發市場企業債或主權債殖利率顯著偏低，這使得新興市場債在「絕對收益」與「相對收益」兩方面皆具優勢。值得注意的是，從歷史估值區間來看，雖然部分新興市場債偏貴，但這並非獨特現象，全球固定收益資產普遍處於估值偏高的水準。若以風險調整後報酬觀察，新興市場債的收益溢酬仍具吸引力。高殖利率本身也具備「緩衝功能」，在市場出現

波動或經濟放緩時，仍能提供一定程度的下行保護。技術面亦對新興市場債投資價值構成支撐，過去幾年新興市場債券資金大幅流出，投資人部位普遍偏低，同時，新興市場債券淨發行量下降，供給相對緊縮。「輕部位+低供給」的有利結構，一旦全球資金風險偏好回升，將可能推動大規模資金回流新興市場債券，進一步支撐價格表現。

綜合來看，新興市場債券在當前的總體環境中展現出難得的吸引力，無論從收益率、信用品質改善、美元走勢或資金流動面來看，都為投資者提供了增持的理由。持有新興市場資產最重要的價值之一來自於利差與票息的長期複利效果，若能掌握這些特性並結合嚴謹的風險管理，新興市場將成為全球固定收益投資組合中不可或缺的一環。

3. 不動產抵押貸款證券(MBS)

在固定收益投資組合中，不動產抵押貸款證券(Mortgage-Backed Security，簡稱 MBS)扮演了重要不可忽略的角色，特別是美國機構型不動產抵押貸款證券(Agency MBS)，其兼具政府擔保、流動性與分散風險的特性，成為全球最大且最具代表性的利差資產之一。MBS 的基礎來自大量符合政府贊助企業(Government Sponsored Enterprises，簡稱 GSEs)規範的住宅抵押貸款，這些貸款經由房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)或政府全額擔保的吉利美(Ginnie Mae)包裝成證券，將房貸本金與利息「傳遞」給投資人。由於擁有明確的擔保結構，這類證券在信用風險上幾乎等同於美國政府債券，但仍保留了因提前還款(Prepayment)與現金流不確定所帶來的利差補償。然而，MBS 並非無風險，投資人實際上是「賣出」了借款人提前還款的選擇權，因此承擔再融資風險與展期風險。當利率下行，借款人加速再融資，導致投資人收回本金並面臨再投資於

低利率資產的困境；當利率上升，提前還款放緩，使存續期間被迫延長，資產價格敏感度上升。這種非對稱反應造成負凸性，使得 MBS 在利率大幅波動時表現劣於其他固定收益資產。不過，正是這樣的特性，使得 MBS 提供了比美國公債更高的收益率補償。

MBS 市場規模龐大，截至 2025 年中約有 10 兆美元的存量，僅次於美國公債，在美國綜合債券指數中占比超過兩成。投資人結構多元，包括銀行、美國聯準會、境外投資人及房地產投資信託基金(REITs)等，廣泛的需求提升 MBS 的市場流動性與穩定性。特別值得注意的是，Fed 自金融危機以來長期透過量化寬鬆計畫購買 MBS，使其成為資產負債表上的重要項目，進一步鞏固了 MBS 的市場地位。在投資屬性上，MBS 的利差水準通常介於公司債與資產抵押證券(Asset Backed Security，簡稱 ABS)之間，且波動度與最大回檔幅度低於公司債與高收益債。歷史數據顯示，自金融危機後 MBS 的波動性明顯低於商業不動產抵押貸款證券(Commercial mortgage-backed security，簡稱 CMBS)及高收益債，最大回檔幅度僅約為公司債的一半，顯示其具備穩健收益來源的價值。另一方面，在股市大幅下跌時，MBS 相較於信用資產表現相對抗跌，展現分散投資的優勢。市場定價方面，MBS 利差受到美債殖利率、選擇權成本、服務費用與保證費用等因素影響。投資人常以零波動利差(Zero Volatility Spread，簡稱 ZVO)與選擇權調整利差(Option-Adjusted Spread，簡稱 OAS)來比較 MBS 的相對價值。ZVO 是假設利率不波動且以單一路徑預測提前還款率計算的利差，反映靜態條件下的超額報酬；而 OAS 則同時考慮不同利率情境及提前還款行為，將借款人提前還款選擇權的價值納入折現，提供風險調整後的利差。兩者的差距正是提前還款選擇權的隱含成本。若 OAS 相對偏高，表示在考慮提前還款風險後，MBS 仍具

吸引力；若 ZVO 與 OAS 差距擴大，則代表市場對未來利率波動與提前還款行為的風險定價上升，投資人需更加謹慎。簡單來說，ZVO 是「表面利差」，OAS 則是「風險調整後利差」，兩者差距揭示了提前還款風險的真實成本。

在相同存續期間下，MBS 的收益率相對高於美債與市政債，甚至接近部分新興市場與公司債水準，因此在收益與風險權衡下對長期投資人相當具吸引力。不過，GSEs 未來的監管架構是潛在不確定性因子。自 2008 年金融危機後，房利美與房地美一直處於美國政府托管之下，雖然市場共識認為不宜貿然改革以避免衝擊住房金融體系，但關於是否放寬托管、引入更明確資本框架及政府隱性擔保等問題，仍存在爭議。最終的解決方案將影響 MBS 的市場結構、保證費用、信用品質評級以及外資與銀行的投資需求。綜合來看，MBS 在固定收益投資組合中兼具收益提升、流動性與分散化三重特性，能有效提升投資組合風險調整後報酬。在當前利率波動大、通膨壓力與信用風險交錯的環境下，MBS 相較於公司債或高收益債展現出更具吸引力的風險報酬比。但投資人需謹慎評估其負凸性特徵與再融資風險，並持續關注 GSEs 監管政策變化，因其對市場結構及投資價值具有長期影響。

4. 擔保貸款憑證(CLO)

擔保貸款憑證(Collateralized Loan Obligation，簡稱 CLO)是一種以銀行貸款為基礎的資產，透過分層結構發行債務與股權的證券化工具。CLO 與其他證券化工具最大差異在於，傳統的商業不動產抵押貸款證券(Commercial Mortgage-Backed Security，簡稱 CMBS)、住宅抵押貸款證券(Residential Mortgage-Backed Security，簡稱 RMBS)或其他資產證券化工具通常屬於被動結構，一旦證券化後，基礎資產(Underlying Assets)便固定不變；而 CLO 則是主動管理的工具，由 CLO

經理人持續調整投資組合，買入或賣出槓桿貸款⁵以優化收益或降低風險，所以 CLO 的靈活度與主動性明顯高於傳統證券化產品。CLO 的基礎資產主要是槓桿貸款，這些貸款在次級市場通常都有價格，具備透明度與流動性，而不像房貸資產缺乏即時交易定價。CLO 提供的高收益、分散化與浮動利率特性，吸引龐大資金進駐。因此，CLO 逐漸發展為證券化市場中主要的資產類別之一，並成為機構投資組合配置中不可或缺的一環。

典型的 CLO 包含從 AAA 等級到 BB 等級的債券分層以及清償順位最低的股權分層，並藉由現金流分配與結構性觸發條款保護債權投資人。例如超額擔保測試⁶(Overcollateralization Test，簡稱 OC Test)與利息覆蓋測試⁷(Interest Coverage Test，IC Test)可在投資組合表現不佳時，將現金流由股權投資人轉移給債權投資人，確保優先層的償付安全。由於 CLO 基礎資產分散度高，平均一個 CLO 涵蓋 250 至 300 筆槓桿貸款，即便少數貸款違約，回收率仍可達 65%至 70%，大幅減輕損失風險。此外，CLO 的生命周期包括倉儲期、建倉期、再投資期與攤還期，在再投資期內，經理人可根據市場情況調整投資組合，這也是主動管理能創造超額報酬的關鍵。根據統計數據顯示，即便是表現處於後四分位的 CLO

⁵ 槓桿貸款(Leverage Loan)通常是由信貸評級低於投資等級級別的企業發行，這類貸款會直接以企業的資產作抵押，而且較其他負債有優先償還順序。這類貸款較常用於企業收購籌募資金，用以資助槓桿收購(Leveraged Buyouts)。

⁶ OC 測試用以確保貸款池的本金價值超過 CLO 債務部分的未償本金。如果抵押品的本金價值低於 OC 測試觸發點，原本用於股權部分和次級債務部分的現金將轉用於償還優先債務。

⁷ IC 測試用以確保有足夠的利息收入來支付 CLO 部分的款項。如果利息收入低於 IC 測試觸發點，現金同樣會從股票和次級債券部分轉移到優先債券部分的投資者。

經理人，憑藉主動操作，仍能跑贏槓桿貸款指數。同時，評等機構、承銷銀行、受託人及各層級的投資人共同構成了 CLO 市場的生態系統，確保產品的透明度與穩健性。

CLO 商品自從金融危機後結構設計更為嚴謹，風險承擔能力與信用增強大幅提升，使其在所有結構性金融商品中展現了最強的韌性與穩定性。截止 2025 年 8 月 31 日，CLO 市場規模已達 1.1 兆美元，其中 AAA 等級 CLO 規模約 6,500 億美元，成為全球最大的高信用評級浮動利率資產。CLO 市場的買方包括全球銀行、保險公司、資產管理公司、對沖基金與家族辦公室，形成了多元且專業的投資人基礎，其中保險公司持有大量 A 等級與 BBB 等級分層做為長期資產配置，而對沖基金與家族辦公室則積極參與高風險高報酬的股權層。此外，近年來 CLO ETF 的出現讓零售投資人能直接參與市場，進一步擴大產品的流動性與普及性。CLO 的吸引力在於結構設計、主動管理與分散化優勢，使其在不同經濟環境下都能展現相對優越的表現。未來隨著利率週期變化、私人信貸市場擴張以及 ETF 的推廣，CLO 市場將持續擴大並深化，進一步鞏固其作為全球固定收益市場核心資產類別的地位。

(三) 股票

美國股市在今年第二季展現出令人鼓舞的強勁基本面，企業連續第三個季度實現每股 EPS 雙位數增長的強勁表現。S&P500 企業第二季財報的亮點在於超預期的整體表現，不僅「七巨頭」(Magnificent 7，簡稱 MAG 7)⁸的增長率達到

⁸ 2023 年美國銀行(Bank of America)分析師 Michael Hartnett 將主導漲勢的股票組合稱為

預期的兩倍，其餘 493 家公司的獲利增長達 7~8%，也遠超市場預期，打破了市場對「美國例外論」終結的疑慮。更為關鍵的是，市場對第三季的獲利預估逆勢上調，預示著強勁的盈利表現將持續到 2026 年，預期在度過關稅帶來的短期影響後，增長率將再次回升至雙位數。與此同時，美國以外的已開發市場的盈利增長雖然較為溫和，但仍有結構性亮點，其中歐洲銀行業表現突出，儘管在過去五年中類股表現超越納斯達克指數 280%，但其預期本益比(Forward P/E)仍僅有 9 倍，顯示出後金融風暴時代，歐洲銀行業在正利率環境下的巨大修復潛力；此外，歐洲的國防工業也因北約國家持續增加軍事支出而獲得新的增長能見度。整體而言，強勁的財報結果不僅緩解了市場擔憂，也為全球股市提供紮實的基本面基礎。

當前市場最核心的成長驅動力來自人工智慧帶來的超預期資本支出。超大規模雲服務廠商(Hyperscalers)為了構建 AI 生態系統，其資本支出增速在第二季加速至 80%，並將 2025 年及 2026 年的預算合計上調 2,000 億美元，這一規模相當於美國 GDP 以 2%速度增長所產生的金額。軟體巨頭 Oracle 近期宣布的 5,000 億美元合約剩餘營收(revenue backlog)，解除市場原先對 AI 大額資本支出能否產生相對應獲利的擔憂。在 AI 基礎建設的間接受益者(數據中心、散熱、電力公司)價值被市場認可後，投資者正將目光投向 AI 的下一個運用範疇，亦即消費者和商業應用程式以及機器人技術。關稅則成為第二季財報季被提及次數最多的主題，企業普遍透過供應鏈重組或將部分成本轉嫁給全球客戶來應對，預計

「Magnificent 7」，包括了當前科技領域最具影響力的七家公司，主要集中在人工智慧、電動車、雲端運算和數位服務等領域，包括微軟(MSFT)、亞馬遜(AMZN)、Meta Platforms (META)、Alphabet(GOOG)、蘋果(AAPL)、特斯拉(TSLA)、輝達(NVDA)。

關稅的實質性影響將在下半年浮現，這成為投資者必須關注的短期風險。

展望 2026 年，市場的正面催化劑包括企業持續採用 AI 帶來的生產力提升、美國企業健康且充足的自由現金流以及聯準會降息所帶來的利率下行空間，這些因素結合企業雙位數獲利增長，可望持續推動股市上漲。此外，被低估的美國中小型股票也正迎來轉機，雖然表現一直落後，但隨著採用 AI 提升營運效率，加上利率下降可能對有較高槓桿的中小企業有利，預計獲利狀況將有所改善，進而吸引配置不足的投資者重新關注。整體而言，在 AI 驅動的結構性變革中，重視基本面的投資人可透過審慎的選股，尋找具有長期回報潛力的投資機會。

1. 新興市場股市

近年來新興市場的地緣政治情勢正在經歷重塑，東西方在科技與經濟領域的競爭已成為全球的核心議題。美中兩強國在技術領導權與供應鏈安全上的角力，使全球貿易網絡逐漸出現「東、西分化」的現象，促使企業重新布局生產基地以分散風險。部分製造供應鏈自中國外移至東南亞、墨西哥與部分歐洲地區，形成新的工業與貿易中心。同時，部分國家選擇不完全站在任一陣營，而走向「三分世界」(the world in three)的中立策略，持續與雙方保持貿易與投資往來，藉此維持政策彈性與維護自身經濟利益。中東地區便是典型案例，憑藉地理位置、政治中立與金融基礎建設的提升，逐漸成為全球資金配置與財富儲存的新樞紐；而拉丁美洲則受惠於與美國的地理接近與產業外移趨勢，墨西哥因而在製造與出口上獲得顯著優勢。整體而言，新興市場的多元化發展與區域間分工的調整，正為投資人帶來新的結構性機會。

從投資角度觀察，新興市場雖長期以政治不穩定與缺乏制度著稱，但這些風險多已反映於資產估值中。過去十八年新興市場經歷長期熊市，許多投資者的印象仍停留在市場波動度高與制度不穩的階段，然而近年新興市場結構已出現轉折。多數新興國家的財政與經常帳收支已逐步改善，固定收益市場對政府施加的約束促使財政赤字收斂，通膨溫和且實質利率偏高，使其具備降息與刺激經濟的空間。相較已開發市場的成長放緩，新興經濟體內生成長動能有望重獲投資人矚目。特別是北亞地區在科技製造與創新能力上展現長期競爭力，台灣與南韓的半導體及電子供應鏈居全球領先地位，而中東國家的改革與社會開放，亦吸引大量資金流入。估值方面，新興市場的股價相對低廉，部分市場如中國、巴西今年以來的漲幅已顯示出資金重新關注的趨勢，這或許是長期熊市後的初步反轉信號。

展望未來，新興市場的投資機會將深受科技創新與能源轉型影響。人工智慧浪潮正推動供應鏈重組，許多新興市場國家在硬體製造與電力成本具比較優勢，使其在 AI 設備建置與數據中心發展上具潛力。北亞地區的科技公司不僅在成本控制與製造效率上表現突出，且與美國企業在供應鏈合作中形成互補。另一方面，AI 的普及也可能衝擊部分以人力服務為主的經濟體，如印度的外包與菲律賓的客服產業，但新興市場的勞動人口年輕且具適應力，預期將快速轉型並催生新型態的數位經濟活動。以國別觀察，印度長期潛力龐大，但近年估值過高抑制了市場表現；中國的政策方向仍受關注，但其龐大的市場規模與技術創新能力依然具吸引力。此外，氣候變遷亦將重塑新興市場的競爭版圖，擁有充沛太陽能資源與低電力成本的中東與部分非洲國家，可能在再生能源發展中脫穎而出。整體而言，當前的宏觀經濟、具吸引力的估值和不斷重塑的地緣政

治，共同構成了一個極具吸引力的新興市場投資環境。

2. 醫療保健產業

今年以來醫療保健類股的績效表現波動極大。第一季在基本面改善的推動下，報酬率達 6% 明顯優於大盤 S&P 500 的下跌 4%，財報結果也反映出獲利逐漸穩定並改善；然而，第二季隨著政策不確定性的影響加大，醫療保健類股走勢逐漸承壓，包括關稅、醫療改革法案中龐大的預算削減以及藥價管制措施如最惠國藥價制度等，都使投資人信心受到壓抑。截至今年八月底止，醫療保健類股相對大盤的折價已接近歷史低位，這是繼歐巴馬醫改時期之後，市場第三次出現這樣的情況。雖然不確定性仍高，但產業基本面穩健，若政策逐步明朗，該產業偏低的估值可望吸引投資人目光。

另一方面，人工智慧的導入正逐步改變醫療產業。AI 在診斷影像上的應用已經展現出高於傳統醫師判斷的準確率，例如在乳癌檢測上提升二成的診斷準確率。同時，AI 也開始被醫療服務提供者用於排程與文書自動化，讓醫師能更專注於病患照護工作上。在製藥產業中，AI 協助企業更有效率地進行新藥審查文件準備與標準化，加快流程並降低錯誤率。這些應用逐漸轉化為產業獲利的實際提升，雖然仍處於早期階段，但人工智慧正慢慢地滲透到不同層面，預期未來數年將持續成為產業發展的重要驅動力。

展望未來，醫療保健產業依舊是一個結構性成長的領域。人口老化提供了長期需求基礎，更重要的是創新將成為投資的核心焦點，機器人手術與心血管技術的進展、糖尿病穿戴式監測設備的普及、免疫療法在類風濕性關節炎與慢性呼吸道疾病上的突破，以及腫瘤學領域的新藥臨床試驗，眾多應用顯示出多

元的投資機會。即使面臨政策風險與研發經費的挑戰，創新與技術進步仍將持續推動醫療保健產業成為投資市場中具吸引力的一環。

3. 科技產業

自從 ChatGPT 問世以來，AI 已經徹底改變科技產業的投資對話，公司普遍展現出對 AI 相關資本支出的高度信心，即使外界懷疑 AI 是否最終會泡沫化，企業高層仍舊展現出強烈樂觀態度，認為這波投資不僅持續時間長，而且規模遠超過華爾街預期。舉例來說，市場普遍估計未來五年的 AI 基礎建設資本支出約為三兆美元，但貝萊德研究團隊根據資料推估，實際上可能高達五兆美元。這些投資的背後，不僅是對資料中心、晶片與運算力的需求，更是企業追求生產力提升與競爭優勢的必然結果。此外，市場上對於 AI 泡沫的談論聚焦在評價過高上，亦即本益比偏高；然而，高本益比可能是市場無法正確評估公司未來獲利所導致，亦即市場低估本益比的分母，導致估值偏高，貝萊德團隊樂觀預估導入 AI 後的獲利能力將超乎市場預期，目前看到的本益比偏高狀況，未來可望隨著獲利快速上升而滑落。

隨著投資進一步展開，AI 已經開始帶來實際的獲利回報，例如 Meta 在廣告系統導入新 AI 模型後，使用者停留時間與廣告轉換率明顯提升，帶動營收超越市場預期。這樣的案例說明，AI 不僅是成本的支出，更是成長的動力來源；此外，AI 還展現出在降低成本與提升利潤率上的潛力，貝萊德團隊拜訪的企業中，有公司透過 AI 代理系統重塑客服中心後，顯著減少人力成本的同時，還提升顧客滿意度，創造營收與獲利的雙重增長。人工智慧將開啟企業廣泛的利潤率擴張時代，從財務角度來看，高投資回報率使得 AI 應用的推廣成為必然。對於投資策略而言，雖然目前大部分資金仍集中在基礎建設，包括硬體、資料平

台與資安領域，但隨著應用逐步成熟，預估 2026 年採用 AI 應用的公司將可迎來收入的真正拐點。投資人應提前布局，掌握 AI 應用層面從「被低估」到「價值重估」的轉折機會。

人工智慧的投資無所不在，除了現在最常提及的基礎建設外，還延伸到新興領域如太空經濟與機器人。太空產業逐漸成為矽谷與洛杉磯的新焦點，從衛星地球觀測、直接連接手機的衛星通訊，到未來將資料中心設置在太空以解決能源限制，這些構想正逐步轉化為具體投資標的。另一方面，機器人被視為 AI 應用的下一個重大突破，雖然目前在技術上仍有瓶頸，但長期來看，隨著勞動力短缺問題加劇，機器人將在製造、醫療與家用場景中扮演關鍵角色。AI 的競爭優勢來自「數據、資本與人才」三大要素，擁有這些資源的大型企業最可能成為贏家，未來的勝負將取決於誰能擁有最佳的模型與晶片，並在競爭中保持領先。整體而言，人工智慧正在推動一場橫跨基礎建設、應用與新興產業的巨大轉型。

(四) AI 在投資流程的應用

人工智慧在投資領域的應用正快速發展，大部分人都認為自己使用 AI 的頻率較一年前更高，主要應用在提高日常工作的效率，如整理郵件、產出報告或撰寫程式碼，但多數人仍抱持審慎態度，認為 AI 雖能快速給出答案，但內容卻未必全部正確或滿足需求，因此不能完全採用 AI 生成的資料。這種「依賴但須驗證」的心態，正好反映了投資領域採用 AI 的核心困境，它能加速流程與擴大資料處理能力，但最終判斷仍需專業投資人把關。

從技術面來看，AI 的能力確實不斷進步，但進展並非指數型爆發，而是逐步改善，例如自 2024 年至今，人工智慧在軟體工程基準測試中的正確率從 35% 提升至 65%，數學問題從 10% 提升至 24%，推理問題從 25% 提升至 60%，雖然成長顯著，但仍有進步空間。企業與個人不應被動等待「全能 AI」的出現，而應善用現有模型持續提高效率與降低成本。這些模型在訓練成本、運算資源需求及效能上逐漸優化，使得更多人能以較低價格使用高效能工具。以金融產業為例，麥肯錫調查顯示 2023 年僅 23% 的公司在投資流程中使用 AI，如今已上升至 71%，具體應用範圍包括文字生成、報告摘要、數據處理與研究整理，讓分析師能檢視多方來源以及閱讀更多資訊，進而拓展研究視野；然而，這也帶來風險，若僅仰賴 AI 的摘要而不深入閱讀原始報告，投資人可能會失去對細節的掌握，甚至因過度依賴而降低專業判斷力。AI 的價值在於「輔助與加速」，而非「取代與決策」，若使用得宜，類似頁岩油因新技術出現而轉為可開採的案例，AI 能幫助分析師處理原本不具經濟效益的大量資訊，進而發掘新的投資資料礦脈。

綜合來看，AI 在基本投資流程中的角色是一把雙面刃，一方面，它能让研究人員節省時間、擴大閱讀範圍、提升實驗與建立模型的速度，並賦予更多人透過 AI 補強不足的技術限制後參與分析工作；但另一方面，它也帶來可靠性不足、過度迎合使用者假設以及可能削弱學習深度的隱憂。貝萊德分析師以自身經驗說明，他在準備簡報時透過 ChatGPT 整理數十篇研究報告，快速獲取所需數據，雖然過程中仍需逐頁檢視、修正與引導，但最終確實節省了大量時間並擴展了知識範圍，他認為 AI 能否真正提升投資成效，關鍵在於使用者是否具備足夠專業來理解並驗證其產出，否則就可能淪為單純依賴工具而失去深度。大

多數人對 AI 的未來持樂觀態度，但同時也一致認為它短期內難以完全取代人類的專業。未來投資團隊需要思考的重點不在於 AI 是否會主宰投資，而在於如何設計流程與分工，使 AI 在分析、整理與輔助決策上發揮最大價值，而人類仍保留最終判斷與思考的核心角色。換言之，AI 的真正意義不在於省下工作時間，而是幫助投資人更快、更廣、更深入地探索資訊，並在這個過程中培養出新的洞見與競爭優勢。

參、心得與建議

依據 2024 年資產管理規模排名，貝萊德資產管理公司及摩根資產管理公司分別位居全球第一大及第五大，兩家公司皆為本團隊往來合作已久的夥伴，此次參訪再次見證其公司規模的浩大與分工的細膩，且研究及投資團隊成員來自全球各地，例如貝萊德學術研討會的講者橫跨美國本土及歐亞多地，包括義大利、倫敦及新加坡等地，匯集各地經驗豐富的專業投資研究人員，相較之下，本團隊人員配置極為精簡，但猶如研討會上貝萊德固定收益首席投資分析師 Rick Rieder (其為下一屆聯準會主席候選人之一)提及的例子，網球四大天王之一拉斐爾·納達爾(Rafael Nadal)於 17 年間奪得 14 座法國公開賽冠軍，115 場比賽贏了 112 場，勝率達 97.4%，但實際僅贏下 54%的比賽分數，顯示其透過取得關鍵分贏得整場比賽的能力，暗喻投資並不需要贏下所有點數，只要在關鍵時刻保持略高勝率，即可長期勝出。本團隊人員配置雖然少，不一定每次都能打敗指標，但只要能持續精進，掌握符合趨勢的資產配置，維持穩健的績效表現，長期可望累積令人驚豔的總報酬。

建置適當的投資組合有賴掌握當前經濟及產業情勢，除了仰賴每日資訊收集外，實際走訪各國、各地區或各公司是更有效的觀察方式，例如於貝萊德任職超過 16 年的新興市場經理人 Emily，其走訪的國家數名列全公司第 1 名，為了評估地緣政治風險與掌握市場機會，新興市場團隊會花大量時間親赴各國實地調查，其舉例近期拜訪幾個新興國家時，與當地學生討論對國家發展與未來的看法，以了解年輕人的想法並探究當地勞動結構等；另外，為了對產業實際經營狀況有深入了解，貝萊德科技投資團隊每年會舉辦矽谷科技參訪團，參加人員包括基金經理人、分析師及集團內其他投資人員，透過直接與矽谷企業高

層交流，掌握科技創新與產業投資趨勢。受限於人力及相關資源，本團隊雖無法如貝萊德投資團隊一樣積極拜訪世界各地或與公司進行對談，但可透過參加各資產管理公司舉辦的研討會，從中吸取經驗，藉以提升自身對經濟及產業現況的認知，作為投資組合配置的參考依據。

本次參訪活動中最常聽到的詞就是「AI」，從各項投資研究流程如何運用AI到科技產業備受質疑的AI泡沫，其中最令人印象深刻的是關於AI是否會取代新興市場勞動力的討論，講者舉洗衣機剛發明及後續量產時為例，當時許多照片或廣告暗示女性以後可以整天坐在家裡翹腳喝茶，然而，從那時候開始女性的勞動參與率顯著上升，忙碌程度可能比洗衣機未大規模生產前還高，講者以這樣的比喻說明科技進步雖然改變工作型態，或許勞動力會因結構性調整出現短暫失業，但社會的不斷演進終將創造新的勞動機會或人力去處。如同「AI在投資流程的應用」討論中提及的，AI應該是一種輔助工具，人的價值在於保有最後的思考與判斷，無須過於擔心人力會被AI取代。

與摩根股票團隊交流時，其中一位投資專員的一句話令我印象深刻，他指出「團隊僅專注於自下而上的個股研究，不進行總體經濟預測，因為若詢問三十位總體分析師，可能會得到三十種不同的答案」；貝萊德固定收益團隊則分享，他們每天進辦公室都在討論「合理的中性利率是多少」，但永遠沒有一個確定的答案；其首席分析師表示，現今數據隨處可得，但真正的挑戰在於，世界不斷變化，使得既有的歷史數據未必能準確反映未來走勢。與大型資產管理機構交流，能從中獲得不同觀點作為投資參考，但更重要的是學習其分析與判斷的邏輯。股市多頭會走多久、通膨與政府債務高築是否將推升長期利率、AI是否正接近泡沫化，這些問題都無法確定；唯一可以努力的是，必須善用現有資訊，審慎進行資產配置，並保持彈性，隨時調整，以因應瞬息萬變的市場環境。