



投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

風險溢價高企下 重塑美國投資的組合

*When Elevated Risk Premium Becomes Norm –
Repositioning a Consolidated US Investment Portfolio*

17 April 2026



緩和...升溫...緩和...升溫...

追逐市場短期劇烈波動並無意義

觀察重點	2026年4月8日：「和平 – 反彈行情」	2026年4月13日：「封鎖衝擊」
核心主題	外交樂觀情緒：停火宣布與伊斯蘭馬巴德的面對面會談提振市場信心	衝突升溫危機：市場敘事轉向「外交失敗」以及全面海上封鎖的威脅
「特朗普賣權」	正向反應：投資人相信總統正在採取「TACO」策略 – 將威脅作為籌碼，藉此促成「歷史性協議」。	失效/備受考驗：談判破裂顯示和平轉向失敗，促使市場尋找新的底部
國際油價	回落：布蘭特原油跌至每桶90美元，交易員將海峽永久重開的預期納入定價	飆漲：因美國海軍封鎖消息，布蘭特原油大漲8.6%至每桶103.16美元
股市情緒	風險偏好升溫(Risk-On)：隨戰爭避險部位平倉，標普500當週上漲3.6%	風險趨避(Risk-Off)：標普500期貨下跌1.2%；亞洲市場因通脹衝擊重現而走跌
避險資產	遭遇拋售：戰爭風險溢價消退，黃金與美元走弱	走勢分歧：美元走強；黃金則在高利率預期下違反直覺地走跌

這可能又是一個TACO的案例

以其人之道還治其人之身：以封鎖反制敵人的封鎖

優勢(戰略目標)	詳細說明	劣勢(戰略風險)	詳細說明
經濟窒息	旨在切斷伊朗100%的石油收入，迫使其經濟崩潰並促使政權屈服	能源價格衝擊	布蘭特原油跳漲至 每桶103美元 ；分析師警告若封鎖遭受挑戰或試圖突破，油價恐飆升至 每桶170美元
掃雷主導權	允許美國海軍單方面清除不確定的「假想水雷」，並將航道置於西方控制之下	與亞洲發生衝突	80%的石油將經由該海峽運往亞洲；若對中國或印度油輪進行攔截，恐引發次級全球衝突
瓦解「通行費」模式	扣押向伊朗支付過路費的船隻，釋出「向德黑蘭付錢已不再可行」的訊號	非對稱打擊	伊朗革命衛隊(IRGC)擁有可機動部署的「殺傷鏈」(導彈、自殺式無人機)，能夠鎖定美國驅逐艦
		保險業務癱瘓	即使有美國海軍駐守，保險公司(如Lloyd's)仍可能維持高額保費，導致商業航運持續停擺

儘管市場充斥著各種言論與焦慮.....

市場卻出奇地平靜：這是市場過度自滿，還是對「特朗普賣權 (Trump Put)」的寄望？

「特朗普賣權」是一種理論與交易策略，認為股市有一個非正式過的「底部」，因為總統會透過政策轉向或言辭干預來防止股市出現崩盤。

該詞源自於「聯儲局賣權(Fed Put)」(此概念意指聯儲局將透過減息救市)。在「特朗普賣權」預期下，投資人押注若市場跌幅過深，政府則會採取「TACO」操作 – 軟化關稅威脅、延後衝突，或透過推文釋出正面經濟訊息 – 藉此刺激市場反彈。

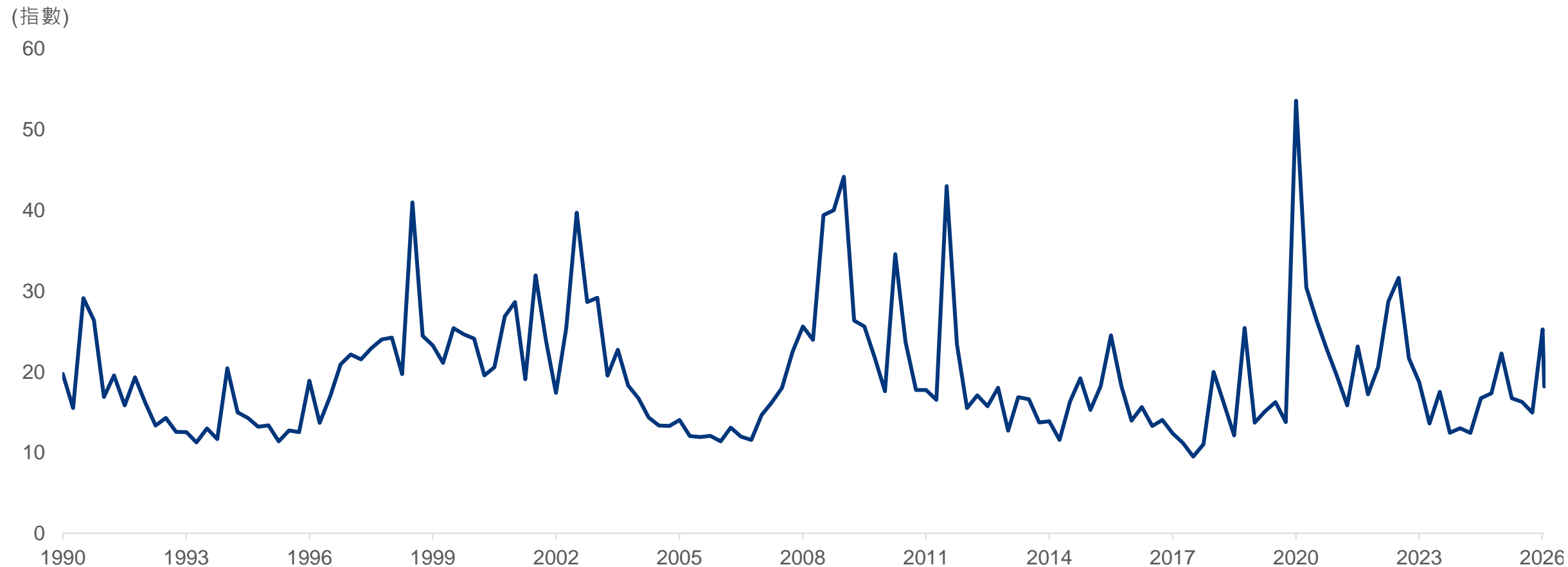
全球市場	最新價格 (04/10/2026)	自2026/02/28起(%)
道瓊工業平均指數	47,916.57	-2.2%
標普500指數	6,816.89	-0.9%
納斯達克綜合指數	22,902.89	1.0%
羅素2000指數	2,630.59	-0.1%
歐洲斯托克50指數	5,926.11	-3.5%
英國富時100指數	10,600.53	-2.8%
法國CAC 40指數	8,259.60	-1.6%
德國DAX 指數	23,803.95	-3.4%
恒生指數	25,893.54	-2.8%
恒生科技指數	4,860.26	-5.4%
滬深300指數	4,636.57	-1.6%
台灣加權指數	35,417.83	0.0%
韓國KOSPI指數	5,858.87	-6.2%
日經225指數	56,924.06	-3.3%
印度Nifty 50指數	24,050.60	-4.5%
彭博全球中大型股指數	23,96.59	-2.0%
MSCI中國指數	79.37	-3.5%
MSCI世界指數	4,473.96	-1.8%

資料來源：凱基證券整理

CBOE VIX恐慌指數 – 每任總統皆會讓市場面臨關鍵時刻

然特朗普並未引發過度的市場波動

CBOE VIX恐慌指數



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

特朗普的TACO時刻

然而，波動率下降並不代表市場必然上漲

事件	初始威脅 / 行動	「TACO」時刻 (政策轉向)	市場 / 經濟觸發點
「解放日」關稅 (2025年5月)	對全球所有貿易夥伴徵收25%的「對等」關稅	一週後宣布「暫時擱置」	道瓊工業指數單日重挫約1,000點
美墨邊境僵持 (2025年8月)	若90天內未滿足邊境要求，將全面切斷雙邊貿易	以「進展」為由，將最後期限再延後90天	引發美國汽車與農業供應鏈崩潰的擔憂
聯儲局主席僵局 (2025年底)	多次透過社群媒體威脅要「解雇」聯儲局主席鮑威爾	宣稱有權利解雇，但「選擇不這麼做」	美國國債孳息率飆升；法律專家指出總統缺乏相關權限
格陵蘭島併吞風波 (2026年1月)	威脅對反對「收購」計畫的北約盟國徵收關稅	將其重新定調為「長期願景」，並取消關稅威脅	歐盟反應冷淡；歐洲股市下跌
伊朗戰爭「轉向」 (2026年3月/4月)	警告伊朗將面臨「徹底毀滅」與「活在地獄中」	宣布兩週停火，並稱迎來和平的「黃金時代」	全球油價飆升突破每桶100美元

資料來源：凱基證券整理

風險溢酬上升 = 估值下修

2026年第一季標普500指數的企業獲利成長率為 13% ，但指數卻下跌了2%

$$\text{股價} = \frac{\Sigma \text{未來所有現金流(盈餘)}}{\text{折現率(機會成本 + 風險溢酬)}}$$

$$\Delta \text{股價} = \frac{\Delta \text{未來所有現金流(盈餘)}}{\Delta \text{折現率預期}}$$

假設 Δ 未來所有現金流(盈餘) 為常數；

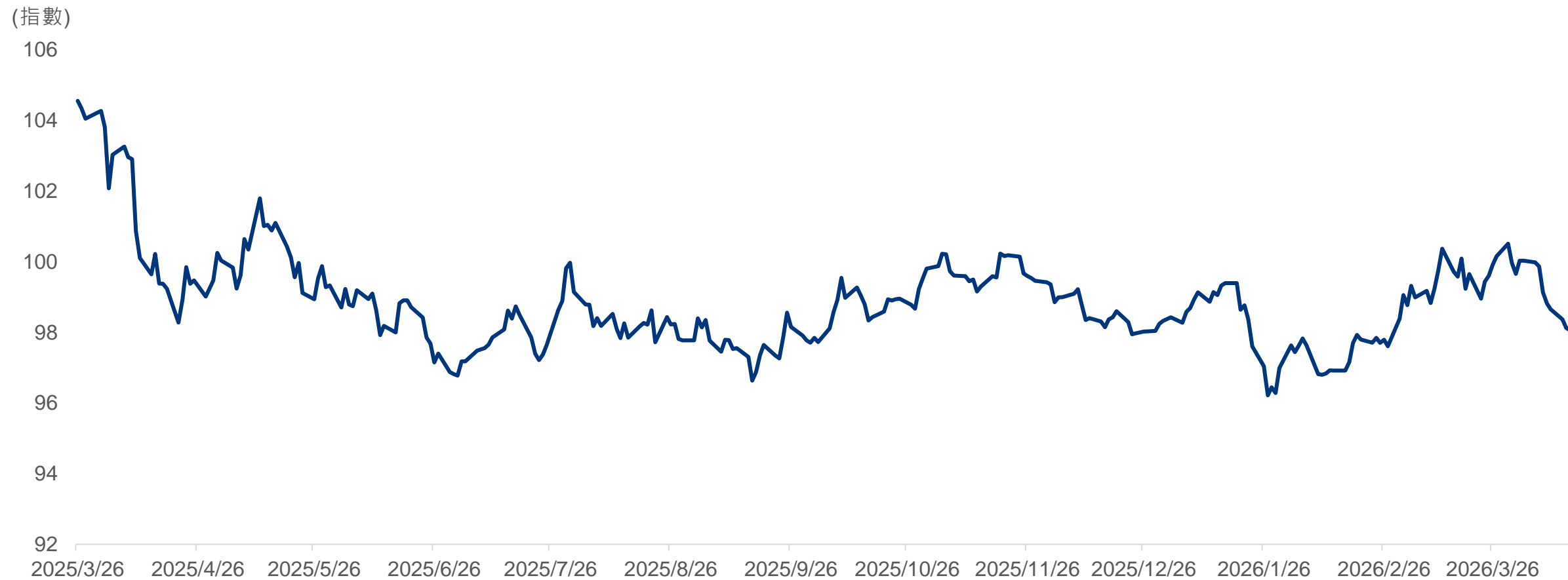
$$\frac{\Delta \text{股價}}{\Sigma \text{未來所有現金流(盈餘)}} = \frac{1}{\Delta \text{折現率預期}}$$

$$\Delta \text{市盈率}(PE) = \frac{1}{\Delta \text{折現率預期}} = \text{與風險溢酬變動呈反向關係}$$

美元無法在一夕之間被「去美元化」

鞏固在美投資，而非專注於尋找下一個資金去處

美元指數



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

鞏固並重新配置美股部位

無視估值、純粹追求「營收成長」與炒作題材的時期已經結束

- 每個人都想分一杯羹，持有最頂尖公司的股票，但問題是：你為此付出了多少代價？當風險溢酬上升且資金成本居高不下時，這便形成市盈率(PE)收縮的完美條件。換言之，對於相同類型的成長特徵，現在可以透過**25**倍市盈率的投資來實現，而不再需要高達**35**倍的市盈率。
- 我們偏好價值型股票，即以合理價格買進成長股(GARP)，而不是那些陷入營運困境的低價股。營運不佳的企業在經濟放緩時將顯得格外脆弱。價值型股票通常處於具景氣循環且相對不具吸引力的產業。在資金成本高漲的環境下，擁有穩定現金流(Cash cow)、且資本支出具彈性的企業營運更受青睞。
- 產業偏好：建議聚焦於防禦性產業中的高品質股票，例如核心消費、醫療保健、公用事業(不含電力公用事業)與電信服務，以及具備高股東權益報酬率(ROE)、獲利穩定、低槓桿與現金流穩定的公司。
- 槓鈴式配置：我們不會完全減碼科技七巨頭(M7)與AI/科技板塊。而是建議適度削減M7與AI/科技類股的部位，同時將資金分散至估值合理且具備創造強大現金流能力的其他美國高品質股票。

聚焦於息差偏窄的美國投資等級公司債

相較美國國債與私募信貸，偏好美國投資等級公司債

- 隨信用事件持續惡化以及私募信貸基金贖回難度日益增加，預計將推升對美國投資等級公司債的強勁需求。
- 美國投資等級企業目前的財務狀況遠優於美國政府。若非市場假設美國政府具備「持續經營」能力，單從純粹現金流角度來看，美國投資級公司債的孳息率理應低於美國國債。
- 隨著美國政府財政狀況惡化，以及國內外政策走向的不確定性，美國國債的「無風險」地位正逐漸被削弱。過去18個月中，聯儲局的獨立性亦多次遭到質疑。
- 建議避開估值過高的股票，但可追逐「息差偏窄」的美國高品質債券，基於其安全性特徵。

美國以外的市場？

持續分散投資

- 偏好亞洲/中國科技股優於美國科技股：美國科技公司多為產業領導者，而亞洲科技股則主要聚焦於供應鏈與應用端。考量目前亞洲/中國科技股估值偏低，在資金配置趨於謹慎時，預料將成為更具吸引力的投資選擇。
- 偏好亞洲市場優於美國市場：在地緣政治緊張升溫的背景下，美國處於風險核心，加上市場估值偏高，使其相對更為脆弱；相比之下，亞洲市場仍具備相對低估值優勢。
- 偏好中國市場優於日本市場：2024年，原油在日本初級能源供應總量中占比為37%，而中國僅占18%；且原油在中國發電結構中的占比低於5%。因中國具較低的原油依賴度，使其在油價若長期維持高位時，相較其他亞洲國家更具韌性。

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。