

路博邁顛覆式創新股票基金

投資組合經理人：王昱如

績效摘要

第二季隨停火進展、油價回落及 AI 基礎建設相關企業盈餘預期上修，市場逐步回穩。投資組合方面，資訊科技表現較佳，公用事業相對落後，AMD 與 ARM Holdings 受惠於 AI、資料中心與半導體需求成為主要正貢獻來源。展望未來，投資團隊仍看好 AI 的長期生產力潛力，但將謹慎管理資本支出週期與供需反轉風險，聚焦於具備資料、網路效應、專有技術與長期競爭優勢的創新企業。

市場環境

2026 年初面臨相當壓力的股市在第二季找到了一些立足點。正如先前評論所提，在連續三年累積接近 80% 的標普 500 指數報酬後，修正可說是遲來的，然而股市走勢很少呈現直線。此後的發展與此觀點一致——第一季末最嚴重的不確定因素——伊朗戰爭，似乎已達成實質進展，油價也從高峰大幅回落。對人工智慧（AI）的投資看法，已從關於科技巨頭投資是否能帶來回報的辯論，演變成至少在短期內，企業盈餘將出現實質上調的論點。話雖如此，前方的道路從不會一帆風順。通膨在截至五月的十二個月內維持在 4.2%，這是聯準會以 2% 為目標後的第六十三個月——代表人工智慧驅動的資本支出熱潮以及先前能源衝擊的頑固副產品使得央行尚未成功。股市部分復甦僅由 AI 基礎建設投資的直接受益者所帶領。雖然伊朗的停火是令人鼓舞的發展，但以談判解決的持久性仍有待觀察。

第二季最具影響力的發展是追求美國斡旋的停火與伊朗談判解決方案。停火是朝著結束衝突邁向正確方向的一步，對股市來說也非常鼓舞人心。結合戰略石油儲備的釋放及需求部分放緩，停火促成能源價格急劇

反彈——美國油價較今年高點下跌約 38%，近期交易價格接近每桶 70 美元。這在多個層面上都具有重要意義。正如我們上一季所指出的，一個控制著全球約 20% 石油流通瓶頸的地區爆發衝突，帶來了難以完全量化的全球經濟風險。部分風險的緩解對股市復甦起了重要作用，也為通膨狀況帶來了一定程度的緩解。話雖如此，我們還是要提醒不要對這次成功過度解讀。伊朗政權近半世紀以來一直是中東的不穩定力量，目前尚不清楚局勢是否能以各方都能接受的方式解決。與第一季一樣，我們持續密切關注事態發展，並對永久解決方案保持現實。

在過去一季中，人工智慧資本支出的故事發生了重要變化。三個月前，投資人最焦慮的是投入數千億美元的生成式 AI 基礎設施是否能帶來足夠的回報。本季，在同樣支出的影響下，分析師大幅上調了對企業盈餘的預期。目前對標普 500 指數 2026 年盈餘成長的預估介於十幾個百分點到 20% 初頭之間。最明顯的表現是半導體產業，該產業在第二季領先股市，因為記憶體嚴重短缺、關鍵元件價格大幅上漲以及 CPU 需求上升，推動生產商的盈餘大幅上升。除了半導體之外，

光網路設備、電網產品及資料中心冷卻設備製造商也成為重要受益者。

這個投資週期的規模，無論從哪個歷史標準來看都極為驚人。五大科技巨擘——Alphabet、Microsoft、Amazon、Meta 和 Oracle——在 2026 年前五個月合計發行了 1590 億美元的債務，超過了 2020 至 2024 年整個五年期間的債務發行總和，Alphabet 和 Oracle 也同時募股。過去用於股票回購的現金，現在被用於資料中心建設，建設工程對供應鏈造成壓力，開始產生自身的通膨後果。2025 年美國住宅電價上漲約 7%，是同期整體通膨率的兩倍，且適合大型資料中心開發的土地價格也以兩位數年增長率上升。作為這些壓力如何影響消費者價格的一個例子，蘋果最近宣布了針對記憶體成本上升，平板和電腦系列將大幅調價，iPhone 系列也預期會有類似漲價。AI 的建設在短期內正加劇通膨。長期目標——大規模部署 AI 最終能透過實質提升整體生產力來帶來通縮效應——依然存在，但數據尚未實現。

投資組合配置及策略回顧

相對而言，基金投資組合在資訊科技領域表現最佳，在公用事業領域則有所下滑。就個別股票而言，該期間表現最佳的為 AMD 與 ARM Holdings；表現最差的則是 Tradeweb Markets 和 Intuitive Surgical。

- AMD 表現正面，AI 基礎設施需求推動創紀錄的第一季，營收年增~38%，達到 103 億美元，資料中心營收達 58 億美元（+57%年增），主要得益於 Instinct GPU 採用及連續第四個創紀錄的 EPYC 伺服器 CPU 季度；第二季指引為約 112 億美元（~年增 46%），且伺服器 CPU 收入預計將成長超過 70%，支撐了本季的股票評價回升。
- ARM Holdings 的回報呈現正面，Armv9 架構遷移與 AI 超大規模應用推動 2026 財年第二季創紀錄的 6.2 億美元權利金（+21%）及授權收入 5.15 億

美元（+56% YoY），資料中心權利金翻倍以上；管理層預測到 2031 年 AI 晶片營收將達 150 億美元，支撐著 ~180% 的多季評價回升，並持續推動 2026 年第二季股價表現。

- Intuitive Surgical 股價下跌，投資人下調成長預期，管理層將 2026 年手術成長率調整至 13–15%（相較於 2025 年~18%），毛利率因關稅逆風壓縮 ~170 個基點（~95 個基點），營運費用成長 11–15%，顯示進一步的利潤率壓力；儘管第一季營收成長 23%，非 GAAP 每股盈餘年增 38%，預期盈餘為約 47–50 倍，股價年迄今下滑 25–28%。
- 由於技術性優勢惡化，投資人擔憂連續放緩，Tradeweb 回報表現不佳。第二季共識每股收益為 ~\$0.96，暗示較第一季的 \$1.08 有所回落；儘管第一季創紀錄的每日平均成交量 3.3 億美元（+31% 年增率）及 21% 營收成長，資金仍因產業輪動而離開高端金融科技平台。

在這一季中，我們新增投資在 Bloom Energy、Western Digital，並退出 Palantir、Procore 和 Microsoft。

展望

我們對人工智慧的長期影響仍持建設性態度，但如同上季所指出，我們持續謹慎評估此投資週期是否可能呈現經典資本支出熱潮的特徵，以及是否可能出現任何規模的逆轉。科技投資週期的歷史顯示，基礎建設建設的早期受益者並不總是長期的贏家。商品型供應商，當經濟條件有利時，新供應能迅速湧現，尤其容易受到週期逆轉的影響。我們的重點仍是我們認為具有持久競爭優勢的企業——那些護城河來自數據、網路效應或專有技術，而非短暫稀缺性的企業。我們也持續篩選持股是否有 AI 漏洞，特別詢問企業營收基礎是否可能因 AI 代理以極低成本完成相同工作而遭受實

質性干擾。我們在第一季提出的軟體與知識工作業務中斷的擔憂並未消失。生成式 AI 模型的創新速度持續加速，儘管市場可能在今年早些時候高估了近期災難，但低成本 AI 代理的世界最終對建立在人力基礎上的企業意味著什麼，結構性問題仍然懸而未決。

在這樣的背景下，整體經濟展現出比許多人預期的更具韌性。2026 年第一季實質 GDP 成長率提升至年化 2.1%，並從去年最後一季接近停滯的 0.5% 中回升。許多消費者，包括那些在這種環境中擁有極為穩健資產負債表的人，仍持續消費。美國家庭擁有超過 143 兆美元的金融資產——股票、共同基金和退休帳戶——以及約 62 兆美元的不動產，家庭資產與負債的比率較 2008 年和 2009 年的壓力條件大幅改善。勞動市場歷來緊繃：截至四月，美國的職缺約有 760 萬個，超過失業人口，過去這個關係通常接近每職缺兩名失業者。勞動力本身也逐漸縮減，為這種緊縮局面增添了結構性因素，且不太可能很快解決。這些因素普遍

支持消費者持續支出與經濟穩定，即使在近幾個月的通膨壓力下。我們希望未來幾年 AI 在經濟中的部署能帶來實質的生產力順風——非農勞動生產力在第一季僅成長 0.3%，我們預期如果 AI 能兌現承諾，十年後的表現將會大不相同。

隨著人工智慧投資週期成熟，我們正謹慎管理整體產業曝險。半導體與人工智慧基礎設施複合體一直是第二季復甦的引擎，我們持續對此主題保持相當部位。同時，我們的重點放在預期擁有真正長期競爭優勢的企業，而非商品型供應商，因為今天的稀缺可能成為明天的供過於求。我們並非為了風險本身而降低風險，而是確保持有每個部位的理由仍基於基本面、多年盈餘能力，而非僅依賴資本支出週期的動能。從我們的角度來看，這兩者之間的張力正是積極管理工作所在。

我們一直認為，即使在經濟成長緩慢的世界裡，透過創新帶來強勁有機成長的公司，隨著時間推移應該會有好成績。同樣重要的是避免因這些進步而變得過時的企業。以創新為導向、創造新產品與服務、帶動強勁且持續成長需求的公司，很可能持續產生自由現金流與盈餘改善，我們相信這最終應該推動股價上漲。增加現金流通常讓公司有許多選擇，追求進一步成長的機會，無論是有機成長還是透過併購，並且能透過股息、股票回購或兩者兼具提升股東報酬。在美國慶祝建國 250 週年之際，我們依然感激能投資於這些我們相信正幫助打造國家新篇章的公司，這是非凡的特權。

路博邁證券投資信託股份有限公司獨立經營管理 臺北市信義區忠孝東路五段 68 號 20 樓 電話(02) 8726 8280

本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。有關基金應負擔之費用及投資風險等已揭露於基金公開說明書或基金簡式公開說明書，投資人可至公開資訊觀測站 <https://mops.twse.com.tw> 或本公司網站 <https://www.nb.com/zh-tw> 查詢。

投資遞延手續費 N 類型級別受益權單位之受益人，其手續費之收取將於買回時支付，且該費用將依持有期間而有所不同，其餘費用之計收與前收手續費類型完全相同，亦不加計分銷費用，投資未達(含)1、2、3 年，遞延手續費率分別為 3、2、1，

滿 3 年後即零遞延手續費，請詳閱基金公開說明書。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

所提及公司及個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之投資推介或建議。

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；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。當該基金投資地區包含中國大陸及香港，投資人須留意中國市場之特定政治、經濟與市場等投資風險。

投資於以外幣計價的基金，或要承擔匯率波動的風險，本基金包含新臺幣、人民幣、美元、澳幣、南非幣計價級別，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後申購本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。

投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。