

漲勢、新高與持續波動：2025 年市場盤點



Benedek Vörös
指數投資戰略總監

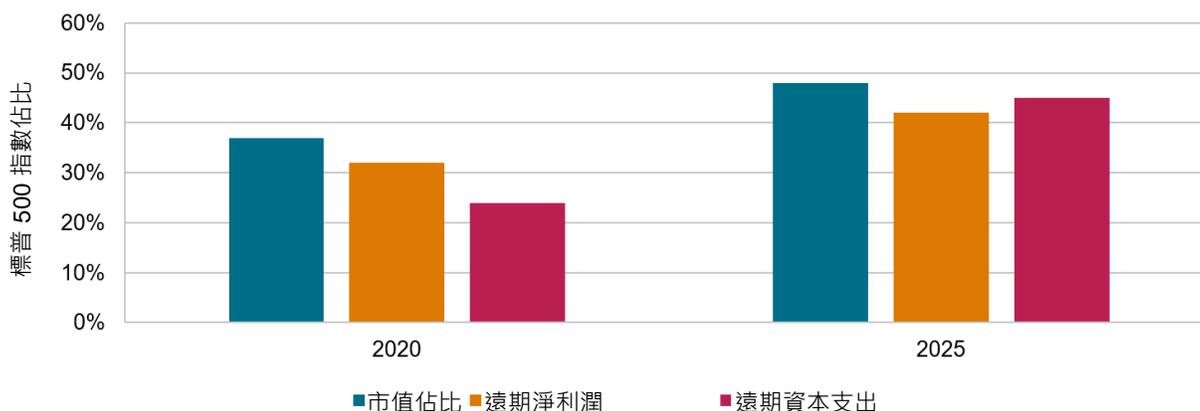
本文最初於 2025 年 12 月 16 日在 Indexology® 網誌上發佈。

隨著 2025 年接近尾聲，美國大型股交出亮眼成績單：[年初標普 500®](#) 指數一度回撤 19%，不過截至 12 月 12 日，其包含紅利在內的收益高達 18%，遠高於該指數自 1957 年推出以來的 10.8% 的年化總收益。與此同時，這一衡量美國經濟表現的風向標今年還創下了 37 次收盤歷史新高。

儘管今年頭部個股對標普 500 指數 (The 500®) 表現的貢獻不如 2024 年那樣集中，不過該指數的整體走勢仍然依賴大型藍籌股：年初至今，市值前 20 的股票貢獻了 61% 的漲幅，低於去年的 68%。然而，從歷史上看，今年的水準仍處於高位。

得益於近年來的強勁上漲，標普 500 指數中市值前 20 的股票合計權重已從 2020 年的 37% 上升至目前的 48%。鑑於過去五年這些股票對標普 500 指數遠期盈利的合計貢獻從 32% 上升至 42%，這一權重上升可謂實至名歸。因此從 2020 年到 2025 年第三季度，市值前 20 股票的合計指數市值佔比，與其佔標普 500 指數淨利潤的預期份額之比一直不變。

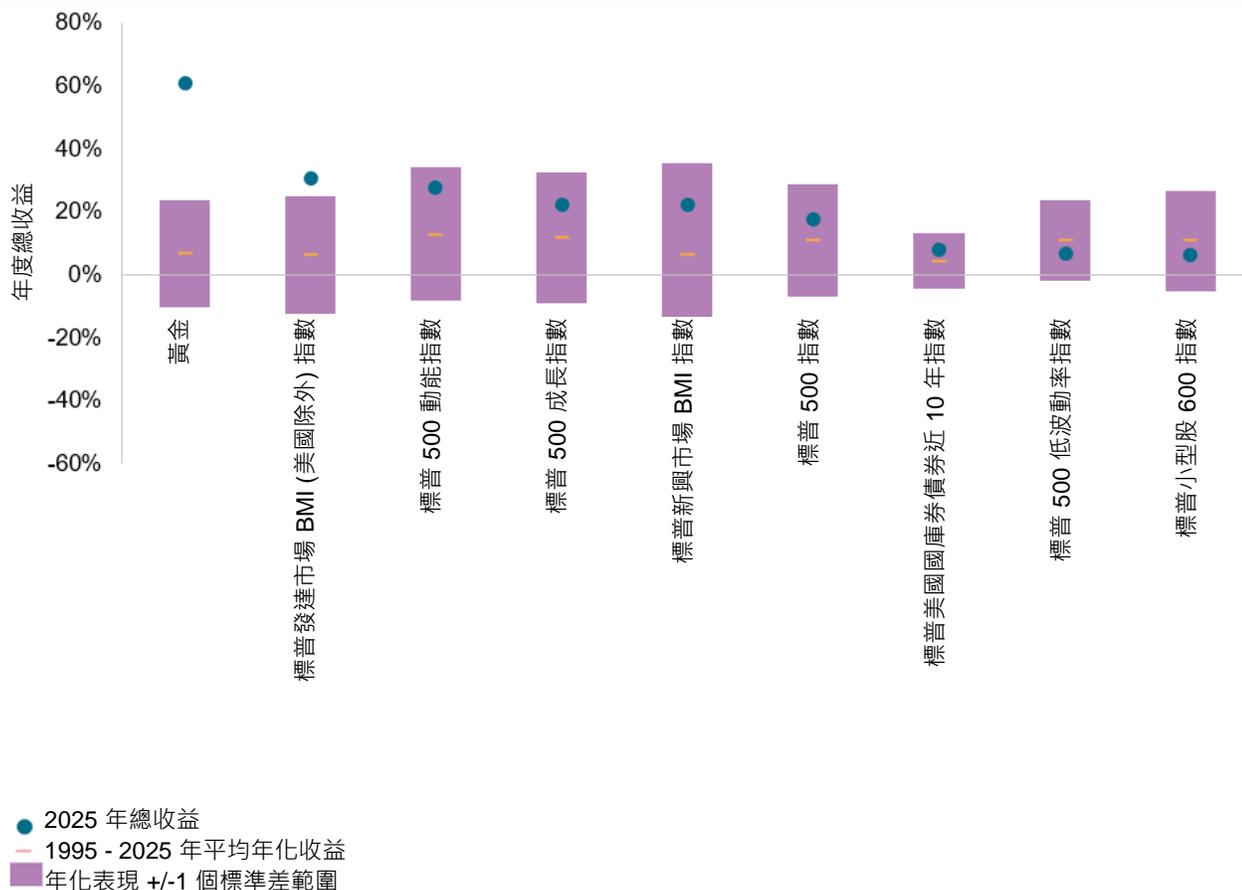
圖 1：隨著 AI 推動資本支出加速增長，標普 500 指數前 20 大股票的遠期盈利維持穩定



來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據期間為 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 9 月 30 日。指數表現基於以美元計算的總收益。圖表僅供說明之用。

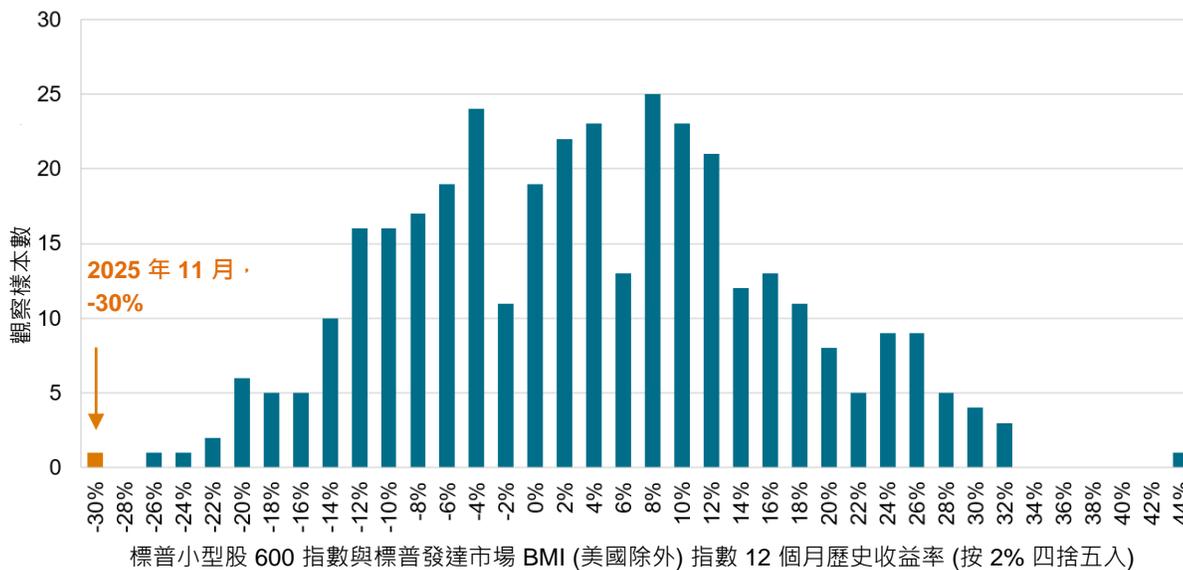
轉向美國大型股以外的市場，黃金的表现尤为突出，無論是絕對回報還是相較於其歷史表現。今年金價暴漲 62%，遠高於過去 30 年 7% 的複合年化收益率，使得今年的表現比其歷史平均水準高出三個標準差以上。[標普發達市場 BMI \(美國除外\) 指數](#) 今年同樣表現強勁：其包含紅利的回報率達到 33%，比 30 年平均 6% 的水平高出一個標準差以上。相比之下，美國小型股今年的表現略低於其平均水準，年初至今僅上漲了 9%。

圖 2：並非特別不尋常的一年 (黃金除外)



美國除外的發達市場表現強勁，美國小型股表現卻不盡如人意，導致這兩個板塊過去 12 個月的表現差距顯著擴大。截至 11 月底，[標普小型股 600®](#) 指數跑輸標普發達市場 BMI (美國除外) 指數 30%，創下自 1995 年 1 月以來最大的 12 個月期間落差。

圖 3：標普小型股 600 指數與標普發達市場 BMI (美國除外) 指數的 12 個月歷史相對收益頻率分佈

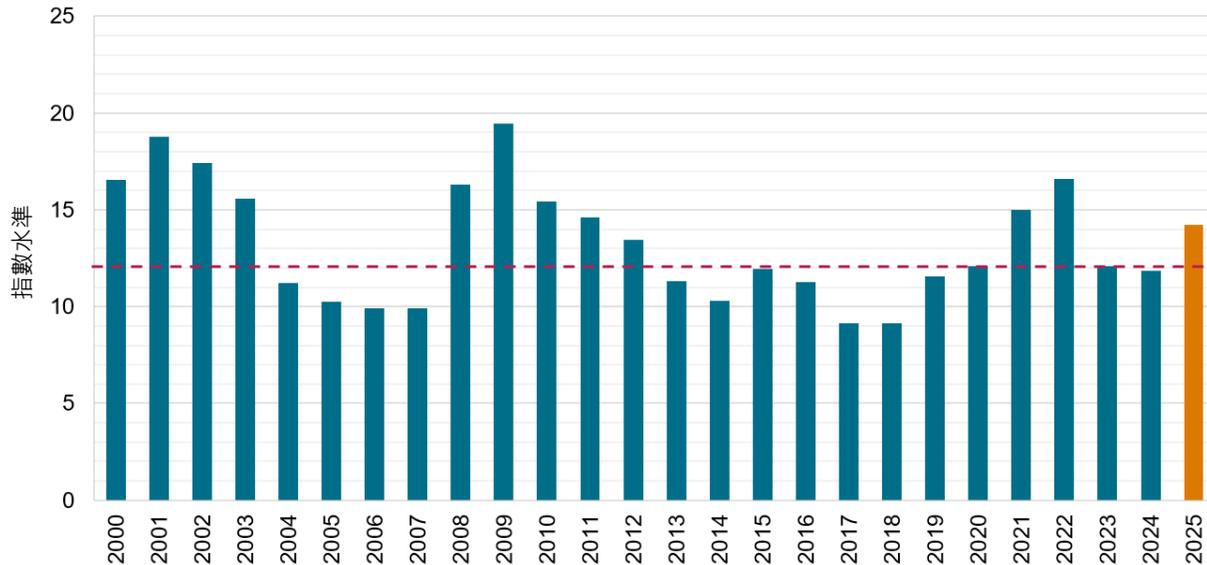


來源：標普道瓊斯指數有限公司。數據期間為 1995 年 1 月 1 日至 2025 年 11 月 30 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

儘管非美國發達市場股票今年強勁上漲，但其估值仍比美國股票更具吸引力：[標普全球 \(美國除外\) 指數](#)目前的預估本益比為 16.7 倍，比美國股票低 9 個點。許多歐洲股票市場的估值甚至更低，截至 2025 年第三季度末，義大利、西班牙和英國股市的本益比均低於 15 倍。

雖然今年市場表現如此強勁，但一些市場觀察者可能與我有同樣的感覺——儘管指數在上漲，但波動很大，甚至彷彿經歷了一段低迷時期。這種感覺其來有自：儘管標普 500 指數全年一路上漲，但市場緊張氛圍始終未曾真正消退；對貿易的憂慮轉為對勞動力市場的擔憂，隨後又演變為對 AI 相關企業投資報酬的質疑。圖 4 展示了 2000 年以來，每個日曆年的 VIX® 指數最低收盤值。過去 13 年中，有 11 年的 VIX 指數至少有一次跌破其長期模式值 14，但今年我們從未看到過這種緩解。

圖 4：歷年 VIX 指數最低收盤值



來源：標普道瓊斯指數有限公司、芝加哥期權交易所 (Cboe)。數據期間為 2000 年 1 月 2 日至 2025 年 12 月 12 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

隨著 2026 年到來以及 2025 年第四季度企業財報季的臨近，美國除外的發達國家股票是否會繼續憑藉估值優勢跑贏美股，抑或來年全球股市相對格局發生逆轉，仍有待觀察。總之，試圖精準預測 2026 年的市場結果恐非易事，因為 [對未來收益的最佳預測，並非由近期的過往表現所決定](#)。

本網誌文章僅為意見，並非建議。請閱讀我們的 [免責聲明](#)。

如欲閱讀更多網誌文章，請於英文網站 www.indexologyblog.com 訂閱我們最新發佈的文章。

一般免責聲明

© 2026 年標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P、S&P 500、S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX、S&P 100、S&P COMPOSITE 1500、S&P 400、S&P MIDCAP 400、S&P 600、S&P SMALLCAP 600、S&P GIVI、GLOBAL TITANS、DIVIDEND ARISTOCRATS、S&P TARGET DATE INDICES、S&P PRISM、S&P STRIDE、GICS、SPIVA、SPDR 及 INDEXOLOGY 均為標普全球股份有限公司（「標普全球」）或其關聯公司註冊商標。DOW JONES、DJ、DJIA、THE DOW 及 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE 均為道瓊斯商標控股有限責任公司（Dow Jones Trademark Holdings LLC，「道瓊斯」）註冊商標。此等商標連同其他商標已授予標普道瓊斯指數有限責任公司。未經標普道瓊斯指數有限責任公司書面許可，禁止全部或部分重新分發或複製有關內容。本文件不構成標普道瓊斯指數有限責任公司、標普全球、道瓊斯或其各自關聯公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲得所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。除非用於特定自定指數計算服務，否則標普道瓊斯指數提供的所有資料屬非私人用途，不用於滿足任何人士、實體或個人組織的需求。標普道瓊斯指數就向第三方提供指數授權及提供自定計算服務收取報酬。指數的過往表現不能指示或保證將來的業績。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可透過基於該指數的可投資工具來進行。標普道瓊斯指數並未發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並試圖憑藉任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正向投資回報。標普道瓊斯指數有限責任公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數概不對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性做出任何陳述。不得根據本文件所載聲明的任何內容，做出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意向投資者僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具發行人或其代表編製的發行備忘錄或類似文件）之後，方才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數有限責任公司並非稅務顧問。投資者應諮詢稅務顧問，以評估任何免稅證券對投資組合的影響以及做出任何特定投資決策的稅務後果。將證券納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數美國基準指數的收盤價，由標普道瓊斯指數基於指數各成分由其交易所設定的收盤價計算。標普道瓊斯指數從其一個第三方提供商獲得收盤價，並於替代提供商提供的價格進行比較以進行驗證。提供商則從主要交易所獲得收盤價。實時當日價格採用類似方法計算，不經二次驗證。

此等材料僅供獲取資訊，並依據公眾一般可獲得及據信屬可靠來源的資料編製。未經標普道瓊斯指數事先書面許可此等資料所載任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或依據其產生的輸出資料）或其任何部份（「內容」）概不可以任何形式或採用任何手段進行修改、反編譯、轉載或分發，或存儲在資料庫或檢索系統中。內容概不得用於非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其第三方資料提供商與許可人（統稱「標普道瓊斯指數各方」）並不保證內容的準確性、完整性、時效性或可用性。標普道瓊斯指數各方概不對因任何理由造成的任何錯誤或遺漏負責，或對使用內容的結果負責。內容乃按「現狀」基準提供。標普道瓊斯指數各方否認任何及所有明示或默示保證，包括但不限於就適銷性或適合做特定目的或用途做出的保證，免予安全漏洞、軟體錯誤或缺陷、內容將能不停運行或內容將能使用任何軟體或硬體配置進行操作。標普道瓊斯指數各方不因使用內容引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特定或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於損失收益或損失利益和機會成本）承擔任何責任，即使告知有關損害的可能性。

標準普爾評級服務公司各分支機構及業務單位的若干活動相互獨立，以保持各項活動的獨立性及客觀性。因此，標準普爾評級服務公司的若干分支機構及業務單位可能擁有其他業務單位不可用的資料。標準普爾評級服務公司已制定政策及程序，確保每次分析過程中所獲非公開資料的保密性。

此外，標普道瓊斯指數提供涉及或有關眾多組織（包括證券發行人、投資顧問、經紀自營商、投資銀行、其他金融機構及金融中介）的廣泛服務，因此可能會向該等組織（包括可能會對其證券或服務做出推薦、進行評級、納入模型投資組合、進行評估或以其他方式涉及的組織）收取費用或其他經濟利益。