



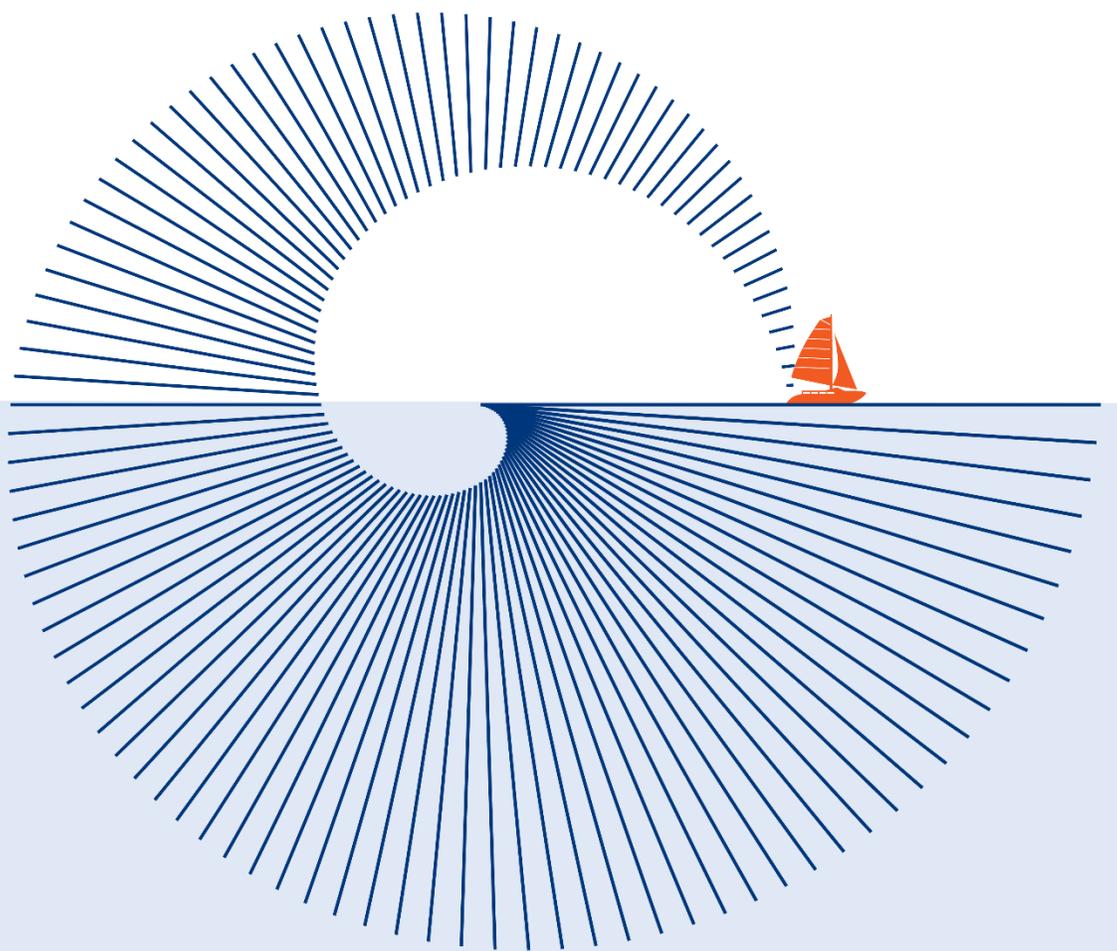
環球投資觀點

耐心將獲回報

Patience Pays Off

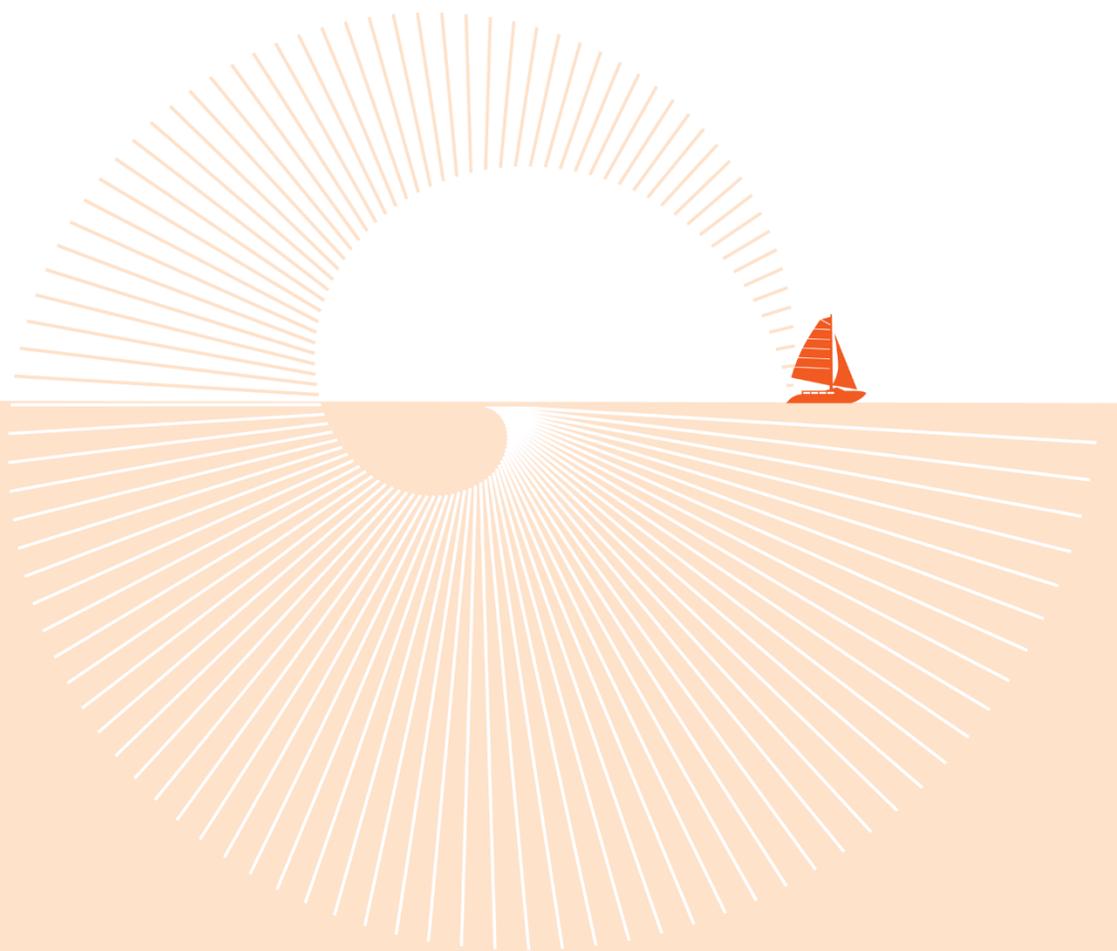
Key Investing Perspectives

2024年6月



摘要

- 近期美國製造業、服務業PMI皆跌至50以下、勞動市場降溫、經濟驚奇指數轉折向下，顯示經濟有所放緩，然而僵固通膨持續，市場預期今年降1~2碼，公債殖利率仍處高檔，因此美股第一季財報雖符合預期，但股市動能受壓抑。投資人可透過股債配置，提高整體資產報酬勝率。
- 歐洲經濟在連續5季停滯後重啟擴張，包括零售銷售、服務業景氣、投資人信心等皆轉趨樂觀。此外，歐洲央行4月會議暗示經濟前景穩定，並有機會於6月降息，歐股擁基本面、評價面雙重利多優勢。AI熱潮持續帶動用電量需求成長及美國政策有助公用事業發展，且過往經濟放緩、就業市場降溫時公用事業表現較佳，而美國經濟自第一季後有所下滑，且聯準會基本上已排除升息論調，因此公用事業的最壞時刻應已過去。
- 債市方面，美債利率市場波動雖下降，然而通膨僵固使高利率環境持續，因此以中短天期債擁息收同時降低利率風險，並以投資級債為首選。此外，美國景氣軟著陸機會高，可配置風險調整後利差較高產業包括能源、金融、公用事業等產業的信用債。
- 持續透過「BEST」投資主軸，挑選債信體質穩健的投資級債，挾帶多重優勢的公用事業，以及具有擴張題材的歐洲，並逢回適度增加AI題材。透過股債資產布局的方式，提高報酬表現及勝率同時降低波動。



1 投資策略

本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

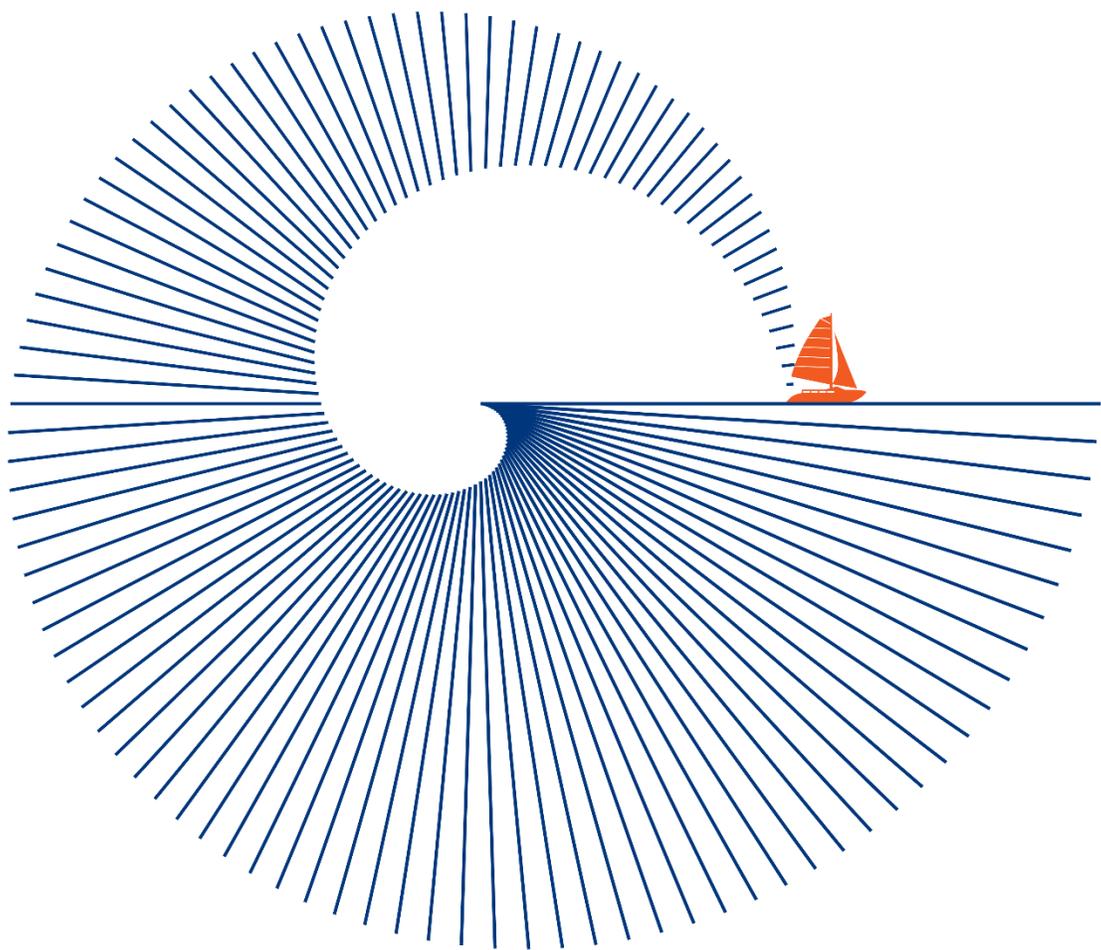
政策利率仍未轉向，選債抗波動

總經回溫現金流強，歐股有亮點

AI需求與能源轉型，利公用事業

3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置



1 投資策略

- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

歷經股債同跌後，連兩年股債配置正報酬機率達8成

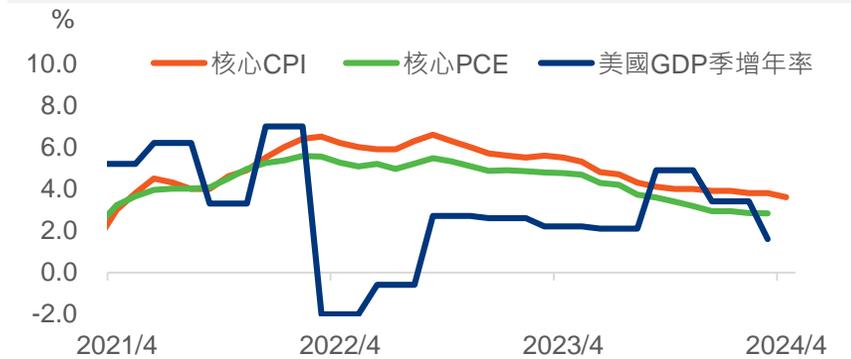
- 在過往200年，股6債4的投資組合若股債資產同時為負回報(僅有8%的發生機率)，後兩年皆出現正回報的機率為8成，因此可考慮以股債搭配做為投資的出發點，提高勝率。
- 自2000年以來，股債資產具負相關性，有彼此互補表現的效果，過往200年的年複合報酬達7.3%。然而2022年股債同時重跌，股6債4投資組合表現為1937年以來最差，甚至為過往200年表現第4差，主因通膨來到40年最高水平，因而使股債相關性偏高、波動加劇。而目前美國通膨正逐漸往股債表現正負相關分水嶺的關鍵值2.4%邁進，預期將逐步提升股債表現及資產互補性，波動也會同步下降。除此之外，當實質經濟加速成長且通膨減速時，投資組合表現最好，主要受惠企業獲利成長、通膨下降造成的利率下降(股權評價提升及債券價格上揚)。

通膨下降，股債相關性下降，連帶使資產配置報酬上升

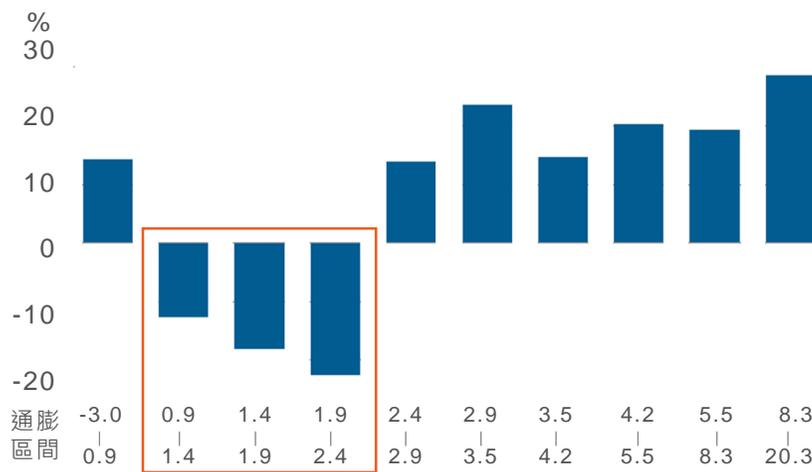
過往200年股債資產正/負報酬組合與發生機率



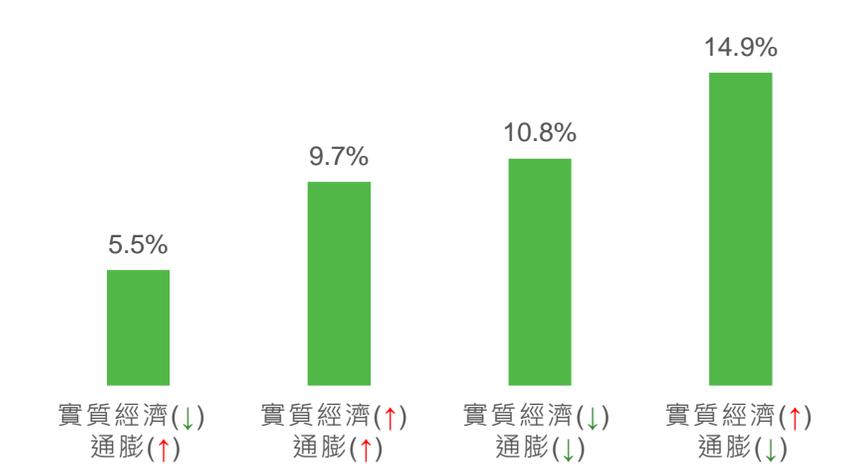
美國通膨與GDP趨勢



過往200年不同通膨年增率下的股債報酬相關性，%



股6債4投資組合報酬率中位數 (1946年~2023年)



資料來源：Morgan Stanley Investment Management，凱基證券整理。股權指數以U.S. Market Total Return Index (1820~1925)及標普500 (1926~2023)為代表，債券指數以美國10年期公債為代表

2024年6月
環球投資觀點



投資策略：歐股有亮點，美股高檔震盪，配置特定產業投資級債擁利差收斂機會

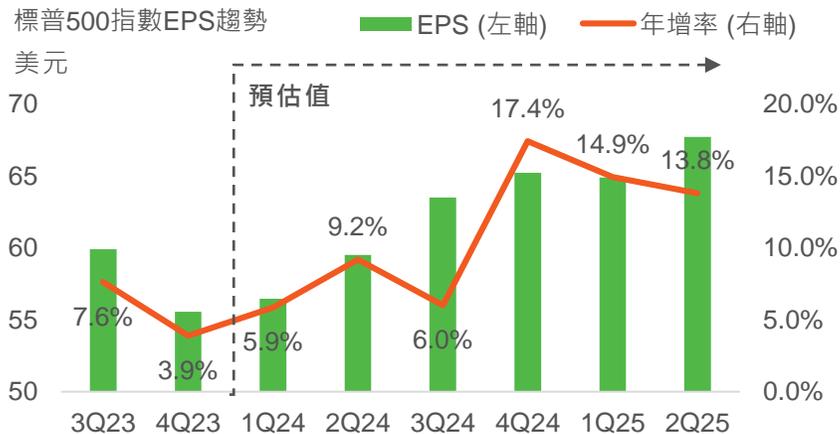
美國經濟數據、就業市場有降溫趨勢，市場預估今年降息幅度為1~2碼，加上企業財報表現不差，市場高檔震盪。歐洲經濟增速，且有機會先於美國降息，雙利多驅動歐股走勢。公用事業擁AI應用、能源轉型與穩健收益等利多，逢回漸布穩表現。利率波動降但政策未轉向，債市建議聚焦中短天期投資級債，著眼部分產業信用債利差收斂機會。

資產類別		減少	增加	展望說明
	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	通膨緩降，聯準會降息預期縮減但維持1至2碼空間，美國公債維持中性利率曝險，待就業明顯轉弱再行配置
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣有望軟著陸，信用利差仍窄，配置如能源、金融、公用事業等風險調整後利差較高債券
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	銀行放款標準仍偏緊，CCC級企業違約風險仍在，以信評BB級為首選，並避開信評CCC級以下債券
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	新興景氣復甦動能佳，地緣政治風險暫退與美元指數高位整理，新興投資級債相對具投資價值
	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟出現放緩，僵固通膨將下降，勞動市場同步降溫，企業財報穩健，市場關注降息時點，維持中性略偏多
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐洲經濟景氣觸底回升，且有機會先於美國降息，企業獲利面改善以及評價具吸引力，看法為中性略偏多
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	弱勢日圓難以完全提振日股，企業獲利下修，然而半導體反彈，加上企業股利及股票回購續增，看法為中性
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	整體新興亞洲出口改善有限，主要仍由國內需求驅動表現，維持新興亞洲中立看法；仍看好印度長期發展
	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	聯準會維持觀望態度，歐洲、英國央行可能更早降息，利差因素支撐美元維持高檔震盪表現
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美日兩國利差仍大，日本央行即使小幅縮減購買公債總額，難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤格局
	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美元內在價值貶值、聯準會下一步將降息及全球央行儲備，驅動金價下半年呈緩漲行情
	另類資產	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	多空操作與股債相關性低的另類資產，具有降低市場波動功能，股市創高之際，可分散整體投組風險

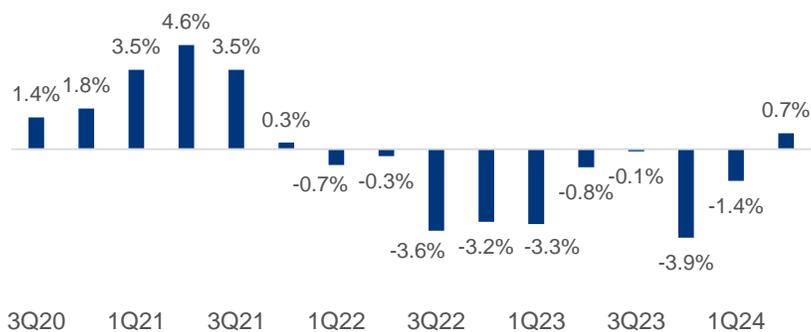
股市回顧與展望 – 企業獲利、利潤率同步逐季走升，基本面有譜

- ▶ 截至5月24日，標普500指數綜合獲利成長率為5.9%，而優於預期企業比率約為78%，高於近5年平均77%。展望第2季至第4季，市場分析師預估年增幅分別為9.2%、6.0%和17.4%，全年將為雙位數成長。且觀察5月初相較4月初時，市場對2024年第2季獲利預估有上修，為2021年第3季以來首次向上調整，暗示市場對企業基本面有信心。
- ▶ 5月初時市場預估標普500指數第1季的淨利潤率為11.5%，且預估未來幾季將逐步走揚，而截至5月24日實際值為11.8%，高於上1季的財報表現。而相較2023年同期，利潤率擴張幅度最大的產業包括資訊科技、公用事業、通訊服務等，顯示企業利潤率受通膨影響已逐漸消退。本季將近4成標普500企業在財報會議中提到AI，後續關注AI在企業資本支出及對營收、獲利的影響。

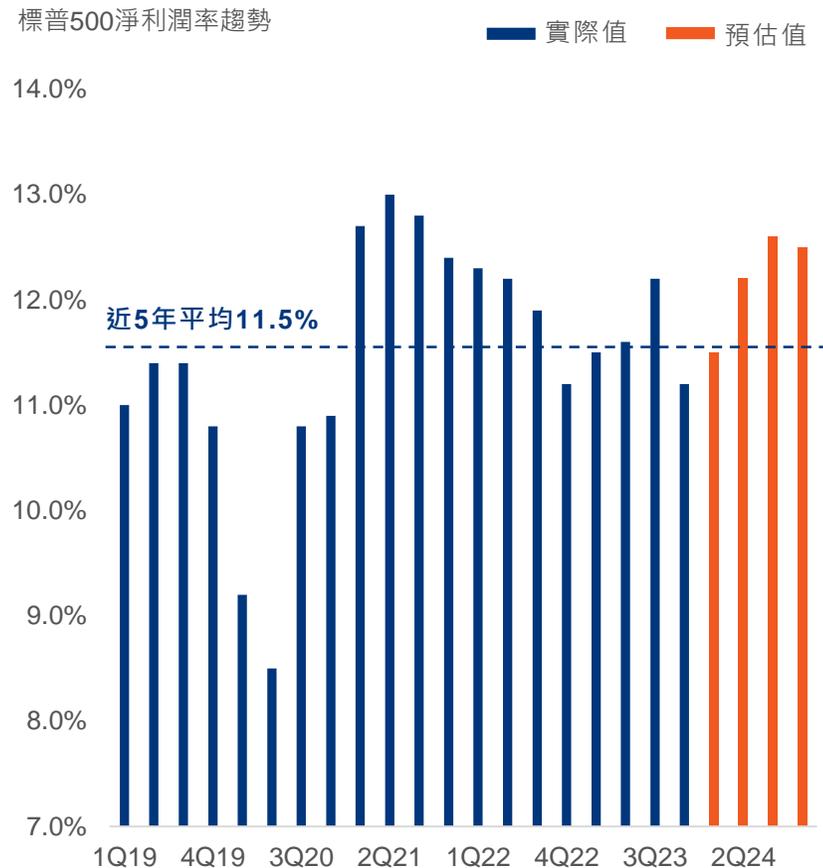
標普500指數2024年EPS預估將加速成長



EPS預估變化(1個月後vs季初)



標普500淨利潤率將落底並逐季上升

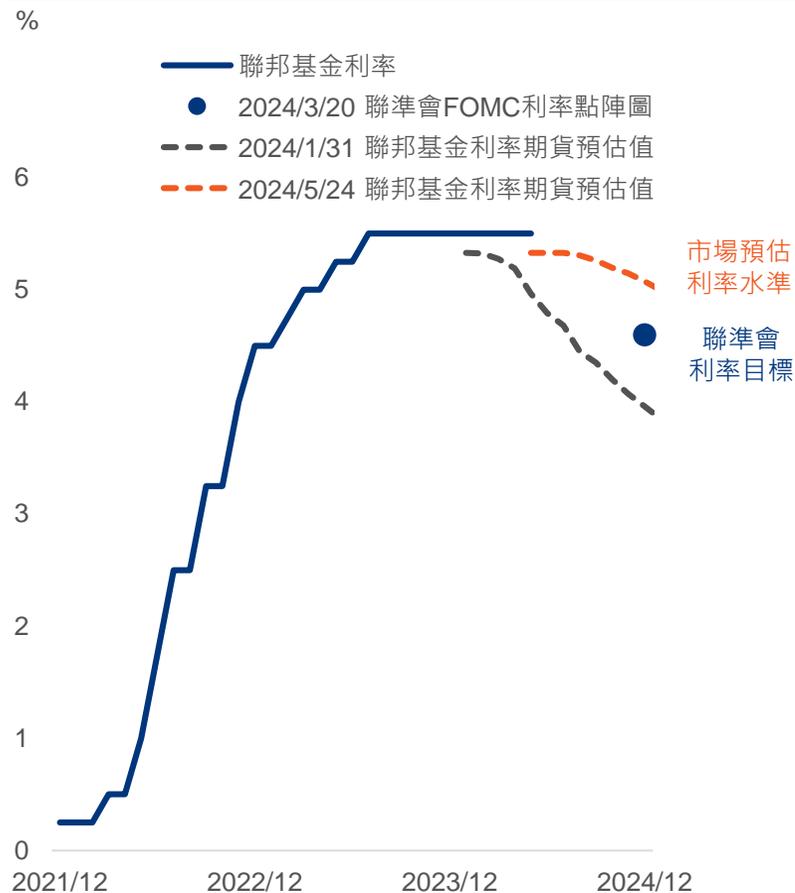


資料來源：Factset，除標普500指數EPS趨勢資料為2024年5月24日，其餘資料至2024年5月3日

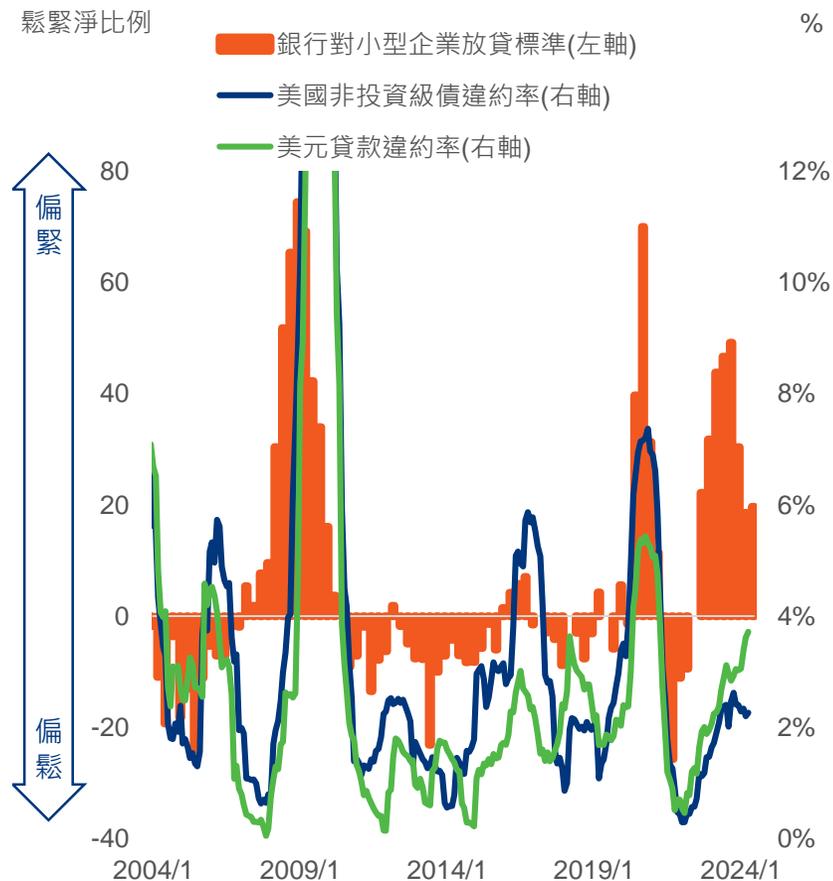
債市回顧與展望 – 投資人靜待降息，留意企業信用風險

- ▶ 美國通膨緩降符合市場預期，勞動數據疲軟影響，近月美國經濟數據相對不如市場先前所預期，疊加聯準會淡化升息風險，聯準會部分官員強調視經濟數據來決定何時降息，市場預期聯準會今年有望降息，幅度從年初6碼縮窄到1至2碼左右。儘管Fed官員目前認為升息並非可能選項，但通膨問題短期難消，高利率環境持續下，債市投資人宜暫時降低利率曝險。
- ▶ 聯準會公布銀行貸款季度調查，美國境內銀行認為經濟前景存不確定性、特定行業債信不佳，銀行風險承受度下滑並預期流動性有惡化可能，進一步收緊對企業、不動產與消費相關貸款標準，顯示Fed維持高利率環境，美國信用環境偏緊將持續產生金融情勢趨緩效果，同時反映企業貸款違約率上，宜避開過度槓桿與債信體質薄弱之企業債。

今年降息預期持續收窄到1至2碼水準



銀行放貸標準仍偏緊，留意企業違約變化

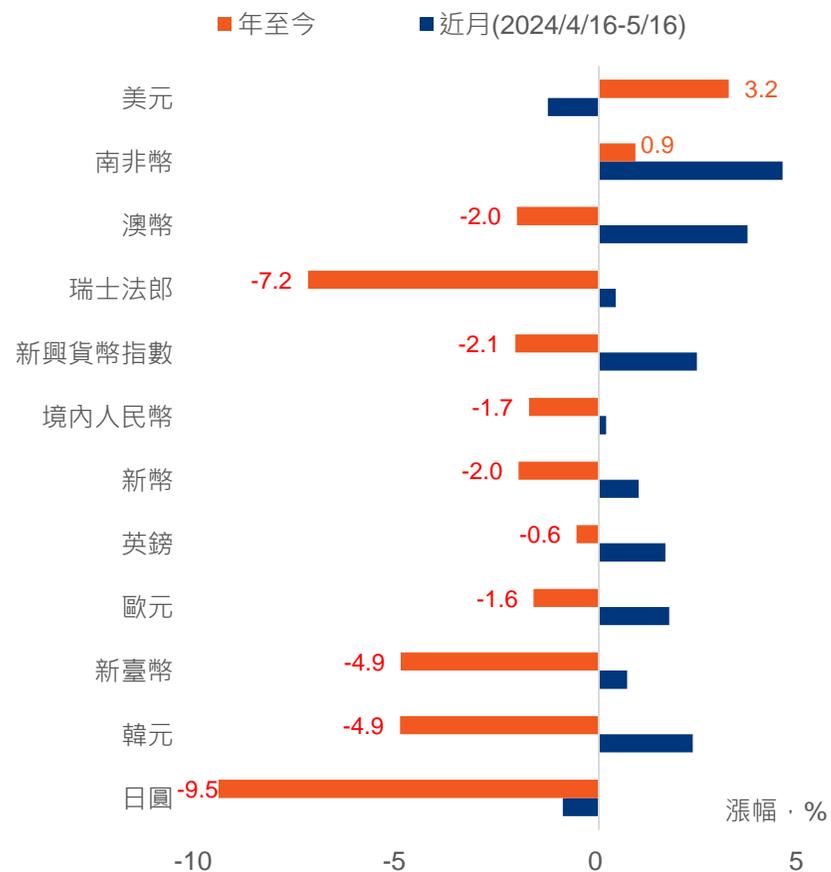


資料來源：Bloomberg

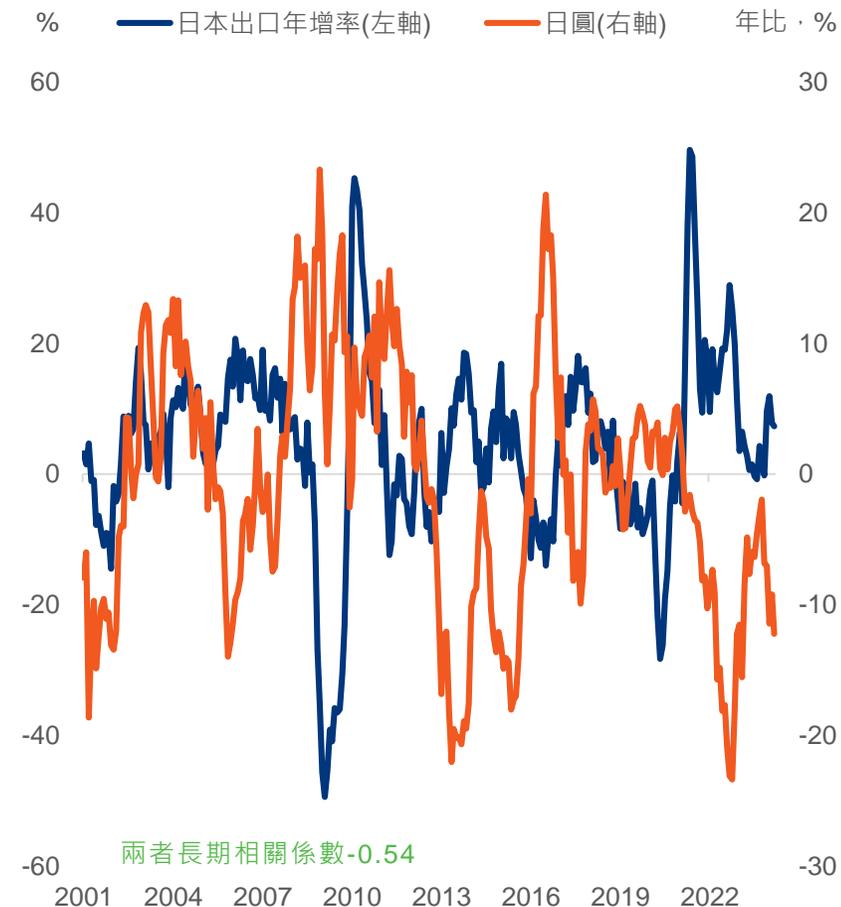
匯市回顧與展望 – 受聯準會降息預期影響，亞幣波動大

- ▶ 聯準會釋出升息告一段落、利率仍維持高位，放緩縮表速度。瑞典央行降息，市場預期ECB即將寬鬆，歐元偏弱、美元維持高位，亞幣續貶。亞幣年至今貶值幅度明顯，部分亞洲國家如印尼、泰國與馬來西亞等，即使國內通膨雖已回到長期平均，但為避免資金外流，央行無法啟動降息，甚至動用外匯存款阻貶匯率，其中印尼央行更於4月意外升息一碼。
- ▶ 臺灣近期電子業、半導體景氣漸佳、經濟基本面轉好，使新臺幣貶值幅度小於日圓、韓元；此外，近年影響各國匯率的原因各異，新臺幣受台股漲跌牽動，日圓因美日利差，弱勢日圓提振日本出口，人民幣主要受到景氣、資本移動等管制措施。考量今年美國降息預期再度上升，美元強度減弱，亞幣短期雖偏弱盤整，但再度大貶空間有限。

上半年美元指數高盤，亞幣續弱



匯率貶值對日本出口大有助益



資料來源：Bloomberg，資料截至2024年5月17日

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



6月

6

歐洲ECB利率決議

6-9

歐洲議會選舉

11-12

美國FOMC利率決議

13-14

日本BoJ利率決議

13-15

G7領袖峰會

20

英國BoE利率決議



7月

4

英國議會選舉

18

歐洲ECB利率決議

30-31

日本BoJ利率決議

31

美國FOMC利率決議



8月

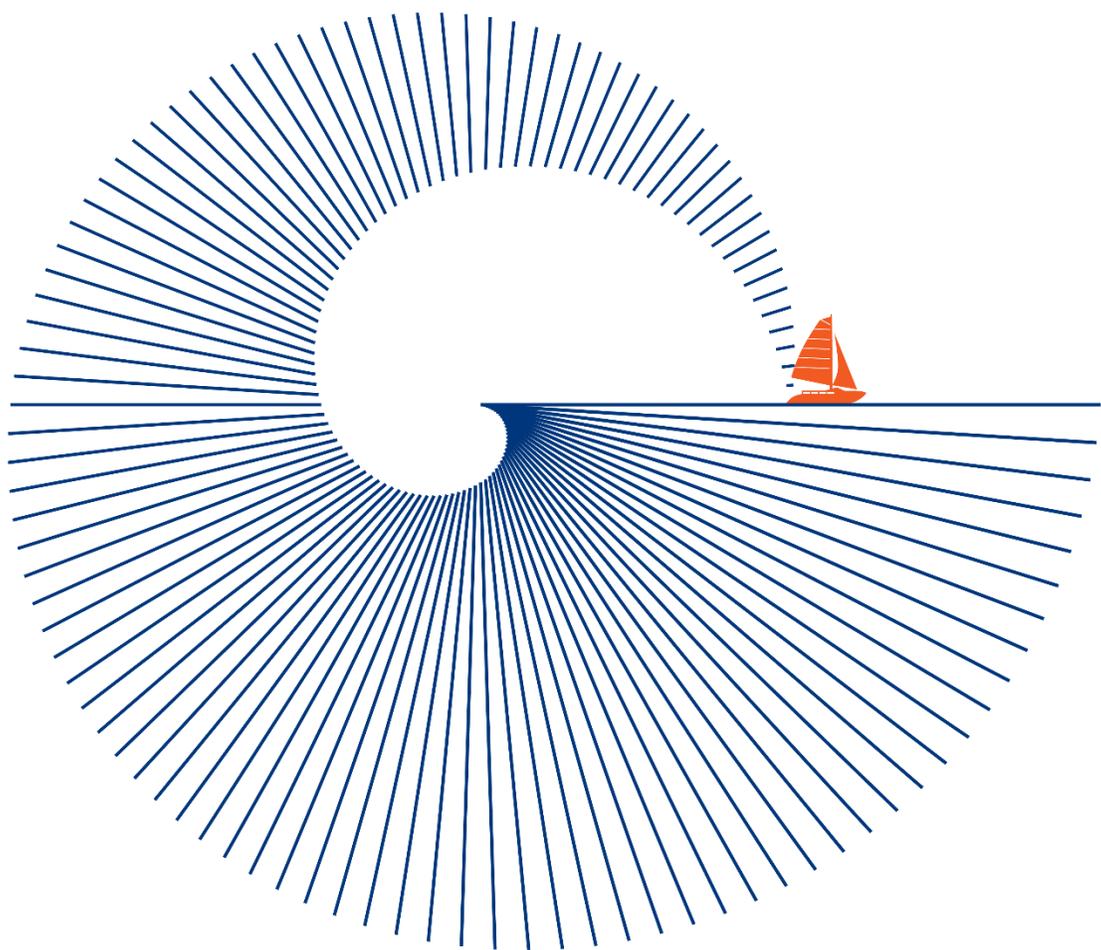
1

英國BoE利率決議

22-24

Jackson Hole全球央行年會





2 投資主題

- ▶ 政策利率仍未轉向，選債抗波動
- ▶ 總經回溫現金流強，歐股有亮點
- ▶ AI需求與能源轉型，利公用事業

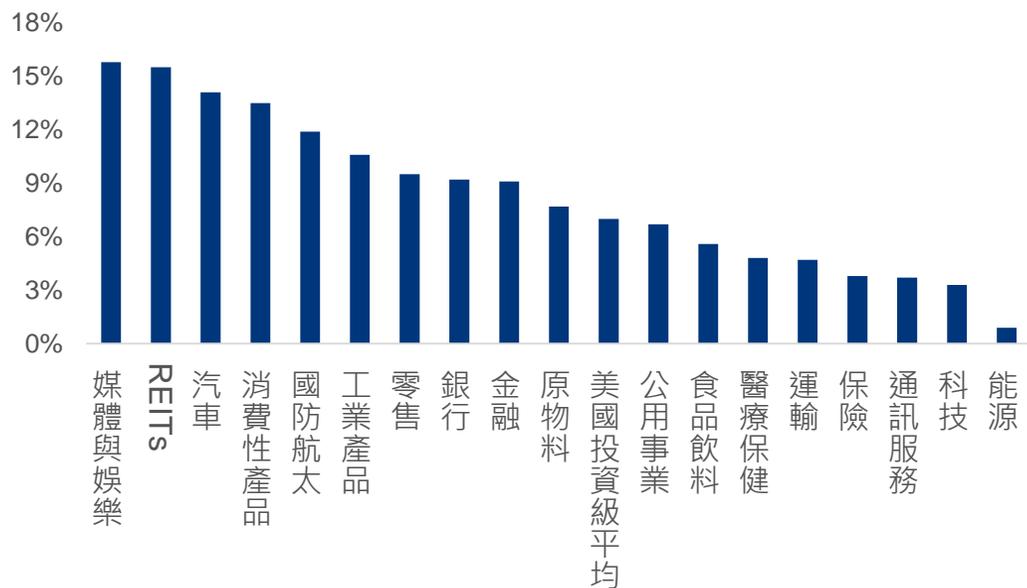
選債抗波動

企業獲利優預期，聚焦信用債利差收斂機會

- ▶ 美國企業第一季財報季已近尾聲，檢視投資級企業獲利年增率達7%且多優於市場預期，其中媒體娛樂、REITs、汽車業獲利成長高於市場預期較多，此外，高海外營收佔比企業獲利相對優於以境內營收為主企業，預期企業獲利維持正成長，提供信用債利差收斂機會。
- ▶ 檢視過往美國利率走升時期與信用債利差變化，可發現儘管利率上行，只要當時景氣動能為正成長，不論是投資級或非投資級的信用債利差多處收斂階段，考量美國景氣呈溫和成長並非強勁成長態勢，疊加銀行持續緊縮放貸，企業融資成本上升與再融資問題仍存，宜以大型優質企業為主的投資級債為首選。

企業獲利成長多優於市場預期

企業獲利年增率與市場預期差異，%



利率走升時期，除經濟下行外，信用利差多存收斂機會

日期	美國10年公債 實質利率過去 3個月利率變動	美國10年公債 利率過去3個月 利率變動	美國投資級債 未來3個月 利差變動	美國非投資級債 未來3個月 利差變動	美國GDP 季增率
2022/6	1.17	0.66	0.03	-0.18	-0.60
2013/6	1.17	0.65	-0.11	-0.32	1.10
2022/9	1.03	0.85	-0.29	-0.83	2.70
2023/9	0.65	0.78	-0.22	-0.72	4.90
2004/6	0.62	0.76	-0.10	-0.19	3.10
2022/3	0.52	0.80	0.41	2.48	-2.00
2016/12	0.50	0.85	-0.04	-0.27	2.20
2007/6	0.44	0.38	0.49	1.19	2.50
2023/6	0.43	0.33	-0.01	0.03	2.10
2021/3	0.43	0.81	-0.10	-0.41	5.20

資料來源：Bloomberg · Bank of America · 凱基證券整理 · 2024年5月17日

利率波動暫降溫，債市彈性配置降風險

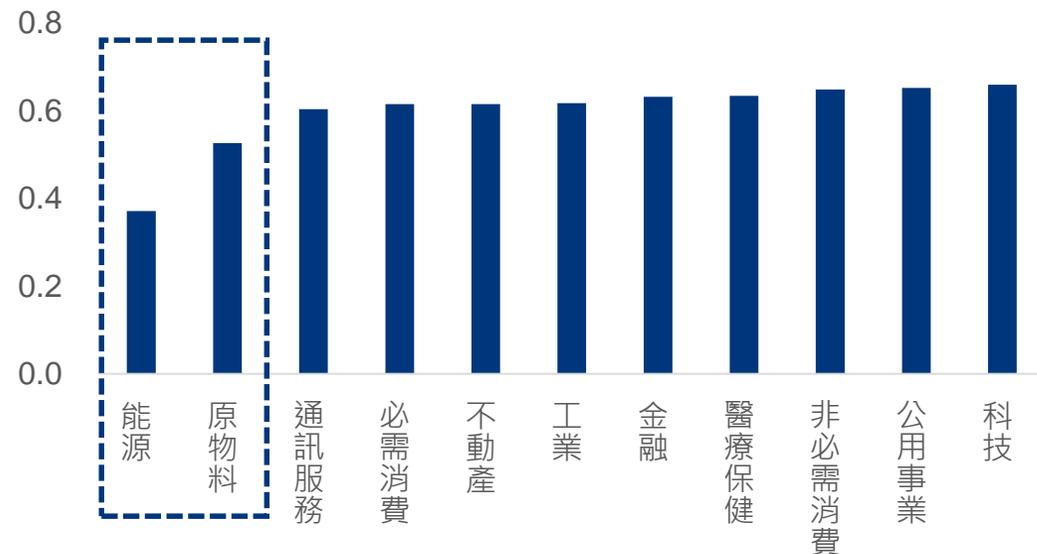
- ▶ 聯準會維持政策停看聽態度，近期就業數據降溫，支持美債利率市場波動回落，但仍高於2022年初水準。檢視過往利率波動升溫時期，多與債券利差走升正相關，其中又以信評較低的非投資級債利差擴大幅度較多。考量通膨仍未降至聯準會2%目標下方前，債市投資人宜維持部位彈性，以中短天期存續期間與投資級債為首選，並視景氣數據變化，動態調整利率與信用曝險。
- ▶ 觀察美國景氣、美國公債利率波動與美國各產業投資級債利差之間相關性，與景氣連動高且利率波動連動度低，以能源與原物料為主；而金融、不動產、通訊、公用事業則與景氣連動度較低且利率波動連動高。若美國景氣持續朝軟著陸發展，可配置能源與原物料相關債券降低利率曝險。

利率波動升溫時期，對低信評企業信用利差影響較大



聚焦利率波動連動度低的信用債

美國投資級債信用利差與美債利率波動度MOVE指數近20年相關性



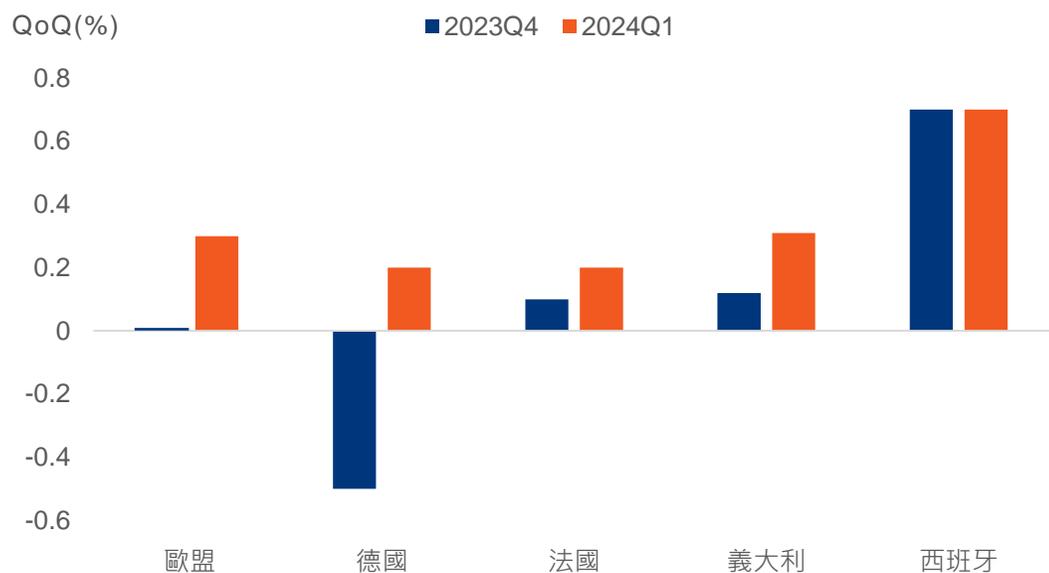
資料來源：Bloomberg · 2024年5月17日

歐股有亮點

歐洲區總經重啟成長與央行大機率6月降息雙利多驅動歐股

- ▶ 歐洲區經濟開始重啟擴張，擺脫五個季度幾乎停滯態勢，實質GDP第一季季增0.3%，相對全球主要經濟體來說增速明顯，主要是西班牙、義大利成長強勁帶動復甦，德法相對溫和，但相較前期改善。主要觀察到外部需求成長貢獻最大，受益於全球PMI改善，且固定資本形成與家庭消費增長強，顯示歐盟區內需明顯呈現復甦趨勢。
- ▶ 歐洲央行4月會議暗示經濟前景保持穩定，6月可能會降息，央行總裁拉加德強調美國降息延後不會影響歐元區的決定。隨後經濟數據陸續公布也支持歐洲6月降息可能，包括：歐元區消費者信心持續改善，金融壓力也繼續走低，歐洲三大調查機構針對後續經濟景氣、投資人信心的調查也呈現改善趨勢。

歐GDP重回成長，德、法、義較過去改善，西班牙仍強



市場預期歐洲央行將於6月降息，全年降息幅度2碼

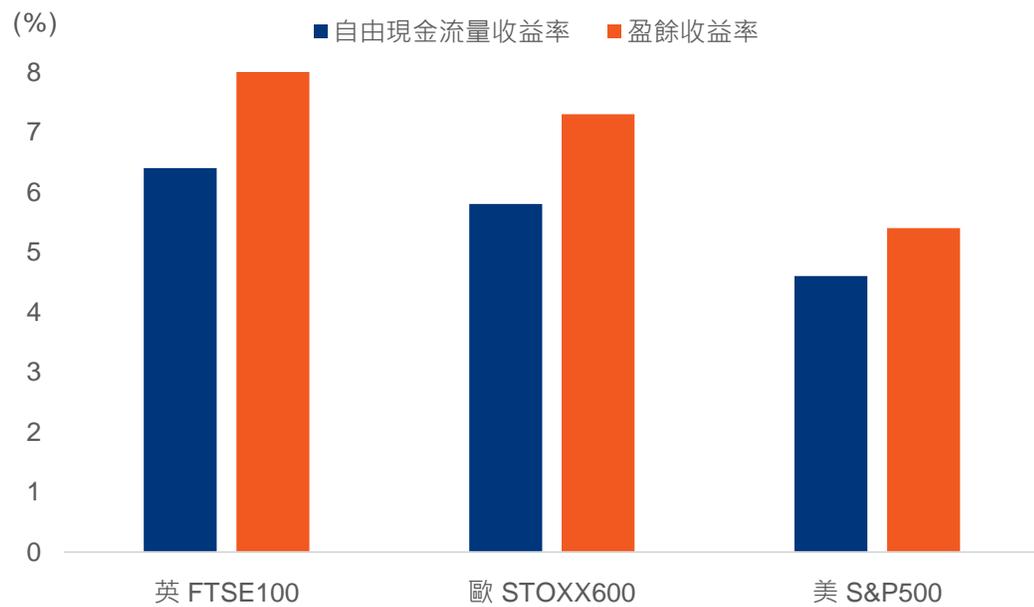


資料來源：Bloomberg，右圖*截至2024年5月31日最新利率期貨預測

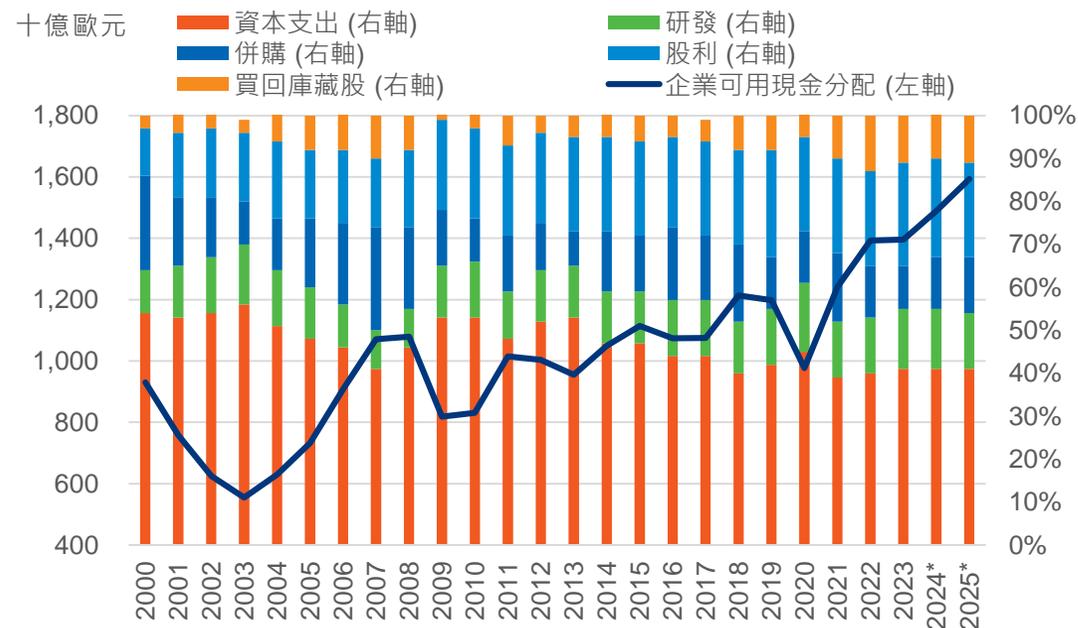
歐股高殖利率發酵，現金流強應對風險與提升股東報酬率

- ▶ 歐洲企業現金分配於股東與研發再投資的總金額在2023年幾乎零成長，主要受全球金融環境趨緊造成歐洲企業獲利喪失成長動能導致，公司資金運用較保守，但高盛預期今明兩年歐企受惠區域總經改善，營運將更為積極。歐企創造現金能力較美股強，STOXX 600過去平均自由現金流量收益率相較標普500高約1%，根據高盛未來12個月預期自由現金流量收益率略高出1%，盈餘收益率更高出約2%，顯示歐企運營狀況改善。
- ▶ 根據過去歐股在現金運用的統計，高盛預期今年股利與買回金額可以達到5,000億歐元，其股利率大致穩定，買回庫藏股在疫情後受到現金在手提高，買回金額占總現金比例穩定高於10%，據此進行推算，隱含歐股能提供平均約5%收益率(3.5%股利率+1.5%買回殖利率)，此收益率於歐元區相對德國10年期公債殖利率約2.5%與美股都更具吸引力。

歐洲區自由現金流量與盈餘收益率皆優於標普500



歐STOXX600企業預計可分配現金將於24年增加



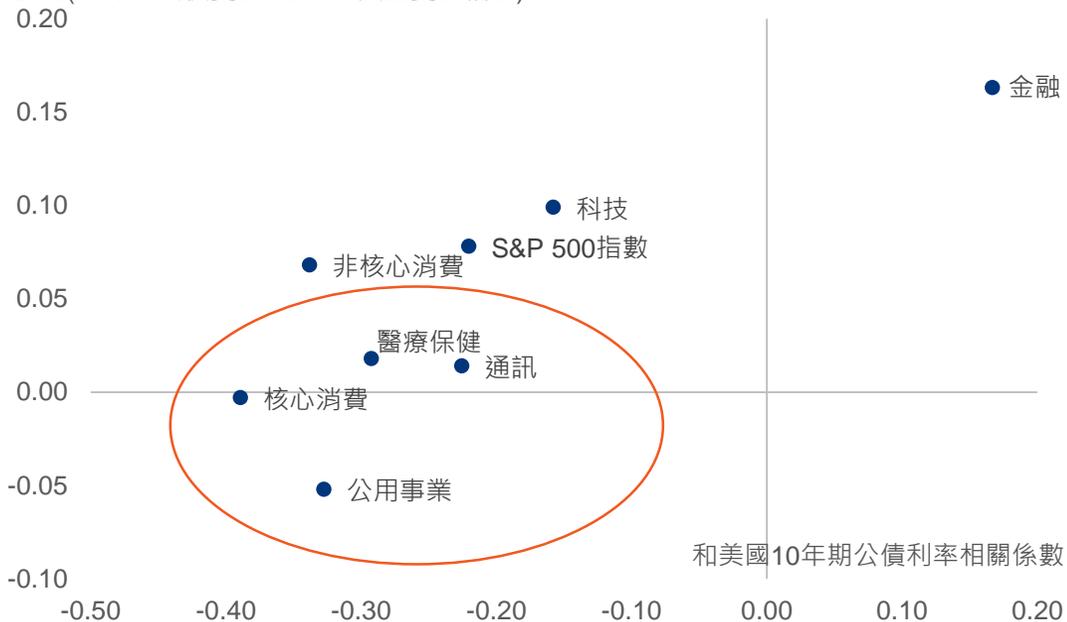
資料來源：Goldman Sachs · 凱基證券整理

公用事業否極泰來，今年以來報酬不輸科技股

- ▶ 公用事業具有高股息、低成長的防禦類股特性，類股漲幅和利率多呈現反向變動，當經濟景氣下滑、公債利率下降時，公用事業類股的高股息特性顯現，受到資金青睞。觀察過去自2000年以來資料顯示，包括公用事業、核心消費、醫療保健和通訊類股，皆與10年期公債利率呈現負相關聯性，其中以公用事業負相關性最高，當10年期公債利率下滑一單位時，公用事業類股的漲幅也最大。
- ▶ 近期美國經濟似現放緩跡象，就業市場開始降溫、ISM製造業指數回落至50之下，市場預期聯準會升息循環到頂，未來降息使利率即將轉向，為公用事業上漲的有利環境。過去一年表現落後的公用事業股，自今年4月以後急起直追，年至今報酬不輸科技股，呼應近期類股輪動現象。

公用事業最壞時期已過，即將谷底回升

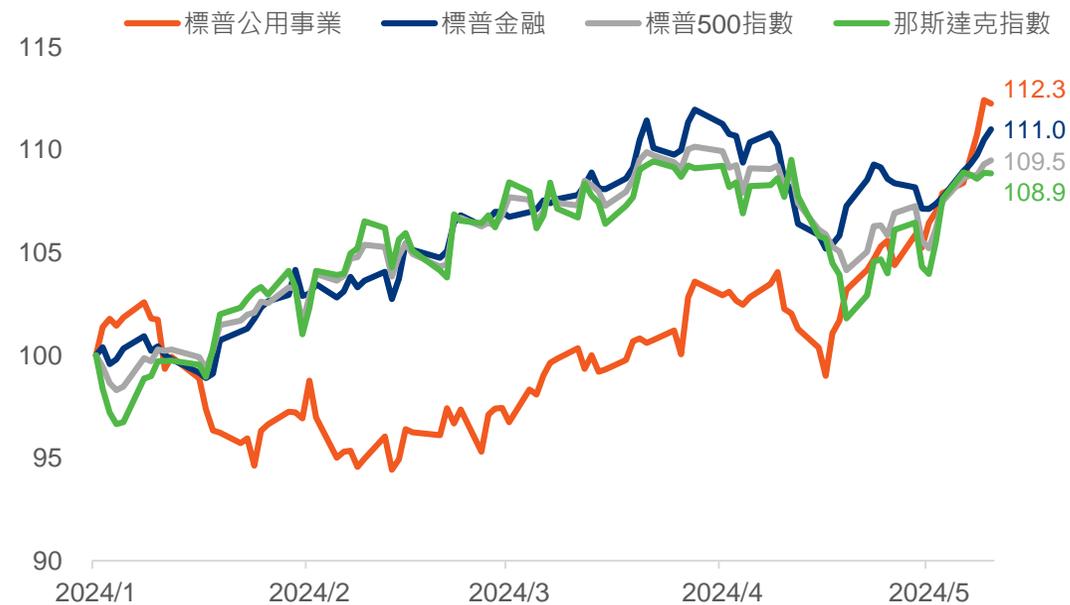
Beta(10年期公債變動1單位，資產變動幅度)



資料來源：Bloomberg · 2024年5月13日

公用事業類股年至今漲幅不輸科技股

以年初為100標準化

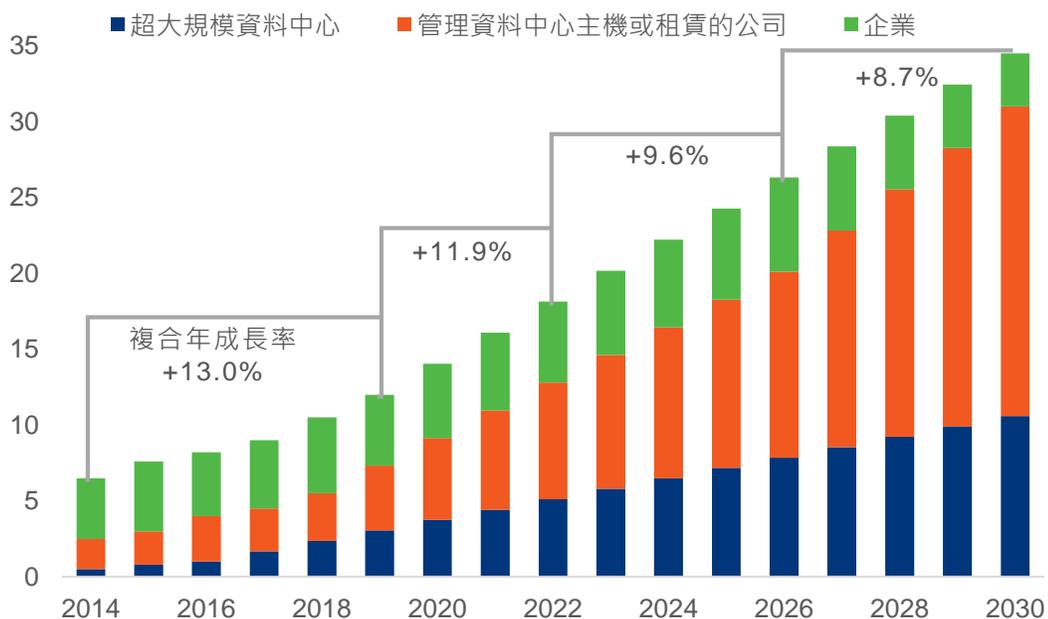


挾AI應用、能源轉型與穩健收益，公用事業股近期夯

- ▶ AI熱潮持續延燒，資料處理應用讓資料中心用電量大幅成長。傳統伺服器的標準機櫃耗電量約4千瓦，但AI伺服器機櫃的能源需求約為80千瓦；以ChatGPT為例，其每天用電量是美國家庭平均用電量的1.7萬倍；估全球AI每年總用電量與瑞典相當，約為全球總用電量的0.5%。預估美國資料中心用電量每年約9%速度成長，到2030年AI在全球總用電量佔比將會提升至3%-4%，電力和公用事業成為近期最熱門的AI相關受惠族群。
- ▶ 美國降低通膨法案展現在政府支出和稅收優惠上，2023年電力等公用事業企業資本支出達1,710億美元，年增18%創歷史新高，料2024-25年仍將成長，以實現電網現代化和減碳目標。氣候災難、野火預防等成本增加，將轉嫁在客戶零售電價上，加上夏季用電高峰將至，公司獲利可期。

預期AI熱潮將帶動資料中心用電量激增

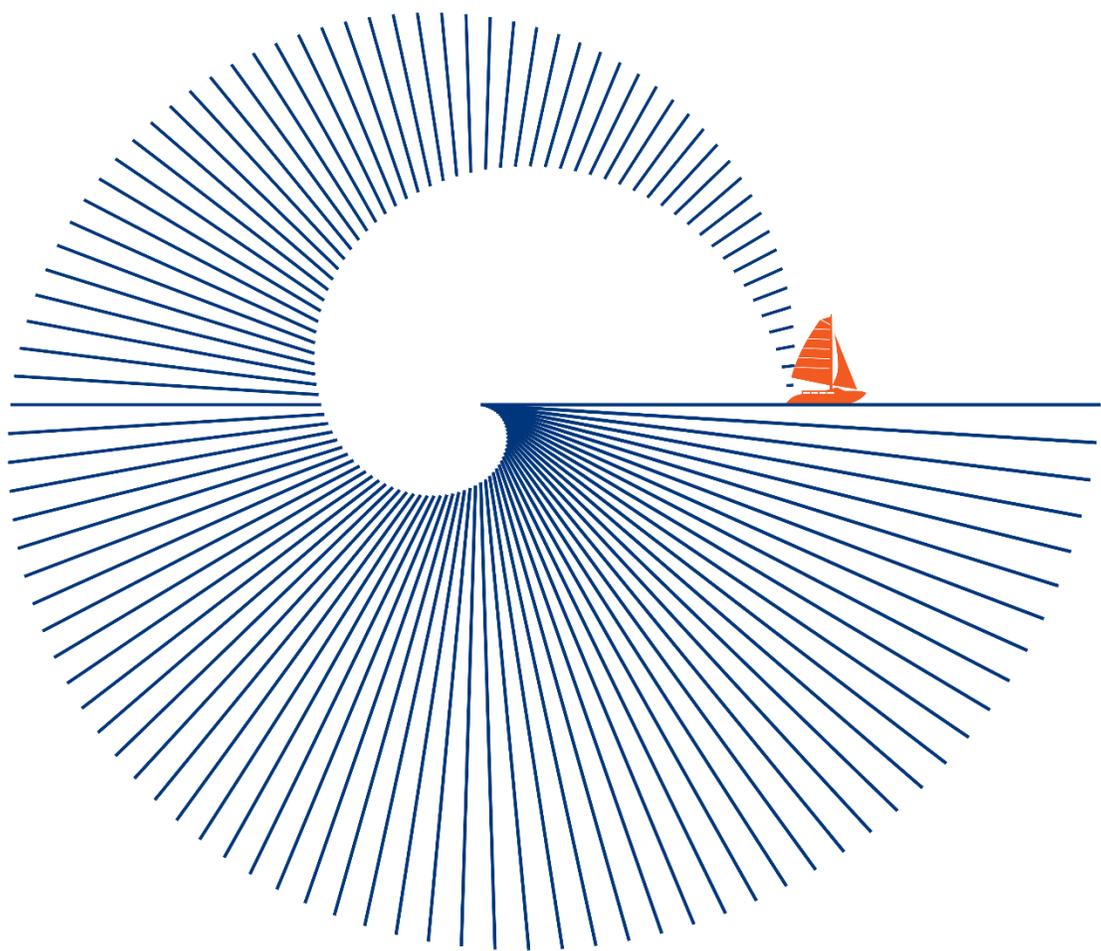
美國資料中心用電量 (GW)



註: IJJA法案為基礎設施投資和就業法案。資料來源: 左圖凱基投顧、McKinsey & Company, Investing in the rising data center economy, 2023、右圖Deloitte Insights。僅列金額較高項目

降低通膨法案、基礎設施投資和就業法案的內容與金額

法案項目	內容	金額單位(美元)
基礎設施投資和就業法案(IJJA)		總金額:936億
電網基礎安全設施	修復電網、傳輸便利化、水力發電修復	350億
燃料基礎設施投資	清潔氫氣、太陽能、風力等研究、開發	252億
電氣化	電動車、巴士充電樁；工業排放工程	191億
清潔能源供應鏈和能源效能提升	電池製造、加工、回收和供應鏈開發等	143億
降低通膨法案(IRA)		總金額:2,873億
清潔能源技術	綠能貸款擔保、綠能生產和投資稅收抵免	1,327億
降低家庭能源成本	家庭能源回收、效率能源居家裝修、信貸	455億
農村綠能計畫	電力基礎設施及再生能源貸款擔保計畫等	129億
工業減碳	工業設施佈署和先進能源信貸補助等	121億



3 資產配置

- ▶ 資產類別建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 投組配置建議
- ▶ 核衛配置建議

資產類別建議 – 區域

▶ 美國經濟略放緩，通膨、就業同步降溫，市場將高檔震盪；歐股經濟有起色，利多支撐表現；新興市場以印度較佳，中國仍疲軟

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

區域			
美國股市	 		美國經濟出現放緩，僵固通膨將下降，勞動市場同步降溫，企業財報穩健，市場關注降息時點，維持中性略偏多
歐洲股市	 		歐洲經濟景氣觸底回升，且有機會先於美國降息，企業獲利面改善以及評價具吸引力，看法為中性略偏多
日本股市	 		弱勢日圓難以完全提振日股，企業獲利下修，然而半導體反彈，加上企業股利及股票回購續增，看法為中性
中國股市	 		中國通縮難解傷害工業利潤，股市獲利也難提供基本面支撐，民眾消費與企業投資乏力，維持中立看法
臺灣股市	 		支撐臺股的三大利多均受打擊，回檔可能為中期修正，因此現行建議以防禦操作為主，看法為中立
新興亞洲	 		整體新興亞洲出口改善有限，主要仍由國內需求驅動表現，維持新興亞洲中立看法；仍看好印度長期發展

資產類別建議 – 產業

▶ 企業財報優於預期，然而市場評價仍受高利率壓抑，逢回增持具AI加持的公用事業，以及布局具防禦特性的醫療、必需消費類股

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	■ ■ ■ ■ ■	產業獲利成長，然而通膨僵固且降息時程延後不利評價面表現，整體維持中立看法
	必需消費	■ ■ ■ ■ ■	消費者需求保持強勁，類股表現有支撐且產業具防禦特性，維持偏多看待
	能源	■ ■ ■ ■ ■	地緣風險等供給面擔憂支撐油價走高，類股評價具吸引力，看法為偏多
	金融	■ ■ ■ ■ ■	殖利率曲線趨陡有利獲利改善，整體產業營收動能略轉強，然而放款需求尚未明顯回升，維持中立看法
	醫療保健	■ ■ ■ ■ ■	短期並有新藥議題以及長期有人口利多加持，且產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
	工業	■ ■ ■ ■ ■	經濟朝軟著陸發展有助企業資本支出擴張，耐久財反彈但狀況是否逐步改善待觀察，維持中立看法
	資訊科技	■ ■ ■ ■ ■	近期AI漲勢稍歇，然而中長期晶片、電腦及資料運算趨勢不變，看法為中性略偏多
	通訊服務	■ ■ ■ ■ ■	業務發展動能仍強勁，包括廣告、遊戲等業務具亮點，加上傳統電信服務具防禦特性，維持偏多看法
	原物料	■ ■ ■ ■ ■	原物料市場有觸底回升跡象，且評價面具有吸引力，然而企業獲利狀況不佳，中國不確性高，整體維持中立看法
	房地產	■ ■ ■ ■ ■	雖獲利受房市供應持續短缺而有支撐，然而降息時程延後，整體而言維持中立看法
公用事業	■ ■ ■ ■ ■	AI帶動電力需求，且政策促進公用事業資本支出成長，長期並有能源轉型議題，產業具防禦特性，維持偏多看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會降息預期延後，趁美國公債、高信評債利率走升時進場；瑞士率先降息，使歐央降息預期升溫，支撐美元高盤

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	通膨緩降，聯準會降息預期縮減但維持1至2碼空間，美國公債維持中性利率曝險，待就業明顯轉弱再行配置
	投資級債券	 	美國景氣有望軟著陸，信用利差仍窄，配置如能源、金融、公用事業等風險調整後利差較高債券
	非投資級債券	 	銀行放款標準仍偏緊，CCC級企業違約風險仍在，以信評BB級為首選，並避開信評CCC級以下債券
	新興市場債券	 	新興景氣復甦動能佳，地緣政治風險暫退與美元指數高位整理，新興投資級債相對具投資價值
商品	原油	 	美國與印度需求成長抵銷全球經濟放緩，戰爭溢價擴大供給不足風險，加上OPE延長減產預期，皆有利油價
	黃金	 	全球避險需求上升，美元因美國財政赤字使其價值貶值，加上全球央行儲備、新興市場購買實體黃金，推升金價上漲
貨幣	美元	 	聯準會維持觀望態度，歐洲央行可能更早降息，利差因素支撐美元維持高檔震盪表現
	歐元	 	製造業景氣從谷底好轉雖有利於歐元，但歐央首席經濟學家表示現在可以取消最高利率限制，6月降息預期讓歐元盤整
	日圓	 	美日兩國利差仍大，日本央行即使小幅縮減購買公債總額，央行總裁口頭干預亦難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤格局
	人民幣	 	中國政府大力救房市，但出口與工業生產仍疲，人民幣持續走低；預期人民幣在寬鬆貨幣政策下長期將維持緩貶趨勢

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批建立部位

- ◆ 逢利率彈升分批增持中天期債券，鎖利同時增加未來資本利得機會
- ◆ 剩餘資金分批投入優質股，逢回布局日股，定期定額成長股、科技、醫療護理、民生必需

4 既有部位檢視

- ◆ 檢視資產股債比例、單一國家/產業/公司集中度、債券評等分布是否符合投資人現況
- ◆ 比重較高者，可調整至平衡型基金、投等債基金或投等債ETF，降低波動並享息收。



1 資產配置再平衡

- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中天期投等債或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持基本面不佳中小型股，並檢視單一持股比重，降低整體風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型基金或投等債ETF調整股債比

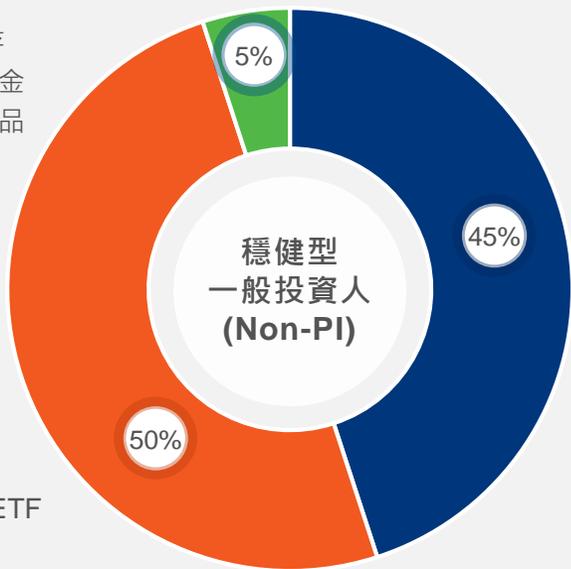
投組配置 – 市場高檔震盪，股債平衡配置提高勝率

- ▶ 美國經濟數據、就業市場有降溫趨勢，預期股市重回波動，投資人應透過股債配置，穩定投組同時提高整體資產報酬勝率。
- ▶ 聯準會降息預期延後，可把握利率走升時期，增加配置財務體質穩健的投資等級債，並以中天期債券為優先，降低利率波動風險。持續關注美國及歐洲中大型優質股，逢回佈建並留意勿過度集中單一個股；日本及印度股市具基本面題材可作為衛星配置。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



股票

全球股
日本/印度衛星配置

債券

投資等級債
投資等級債基金/ETF

[一般投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金10%；積極型配置：股票55%、債券45%、現金0%

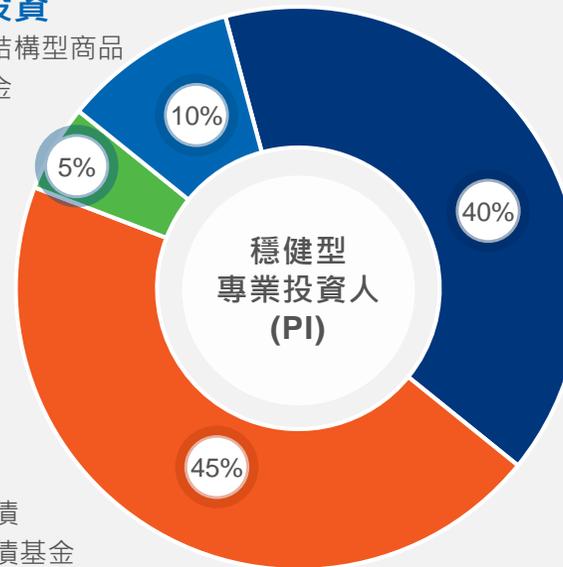
專業投資人(PI)投資組合配置建議

另類投資

保本型結構型商品
私募基金

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



股票

美股
歐股
日股
印度

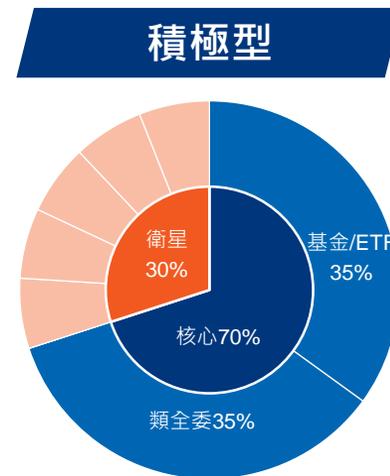
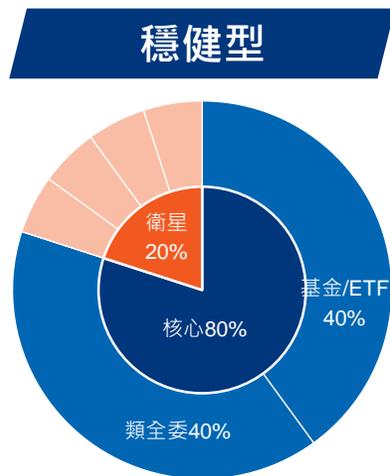
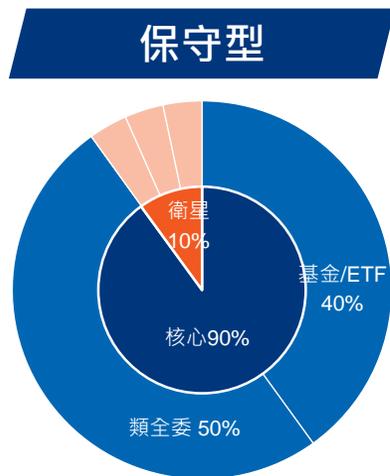
債券

投資等級債
投資等級債基金

[專業投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券40%、現金0%、另類10%

核衛配置建議

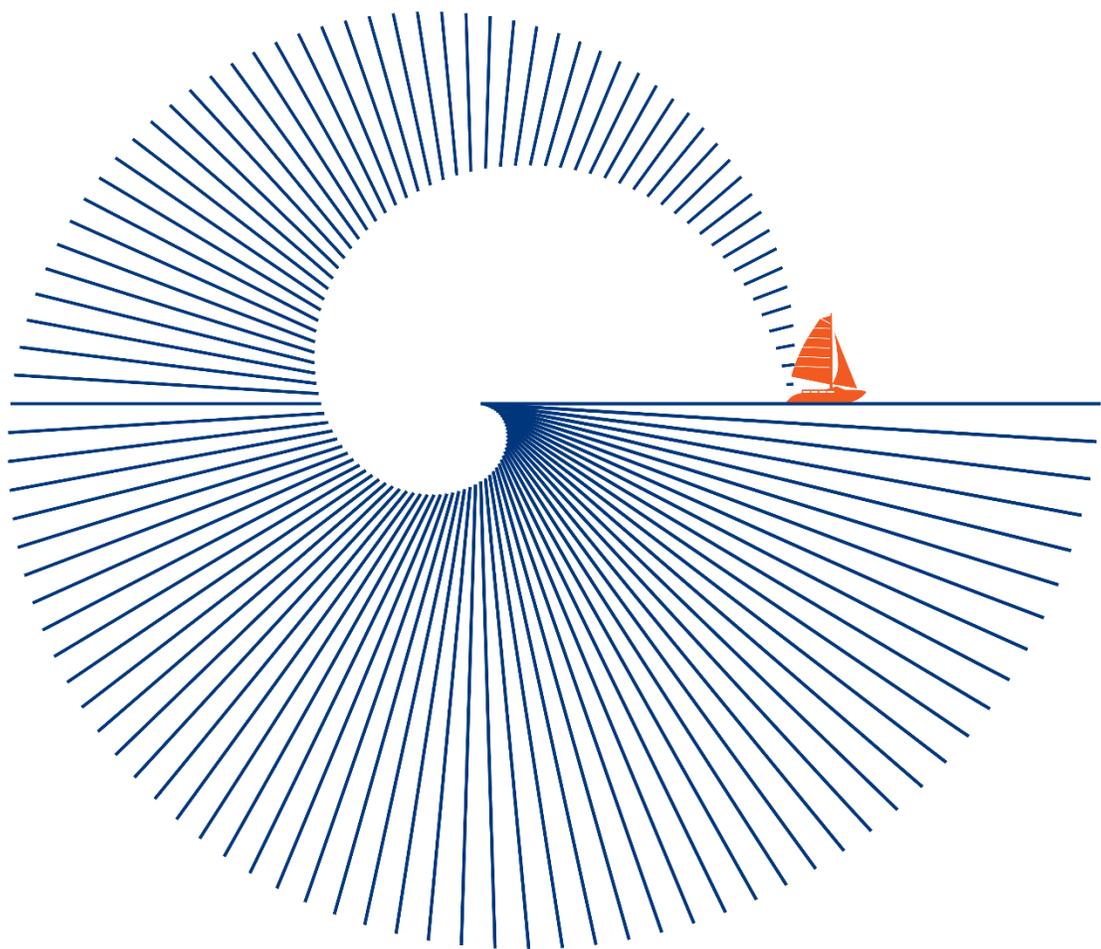
- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 80%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	40%
衛星 20%	主題投資基金/ETF	20%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	

配置	商品類別	比重
核心 70%	基金/ETF	35%
	類全委帳戶	35%
衛星 30%	主題投資基金/ETF	30%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	



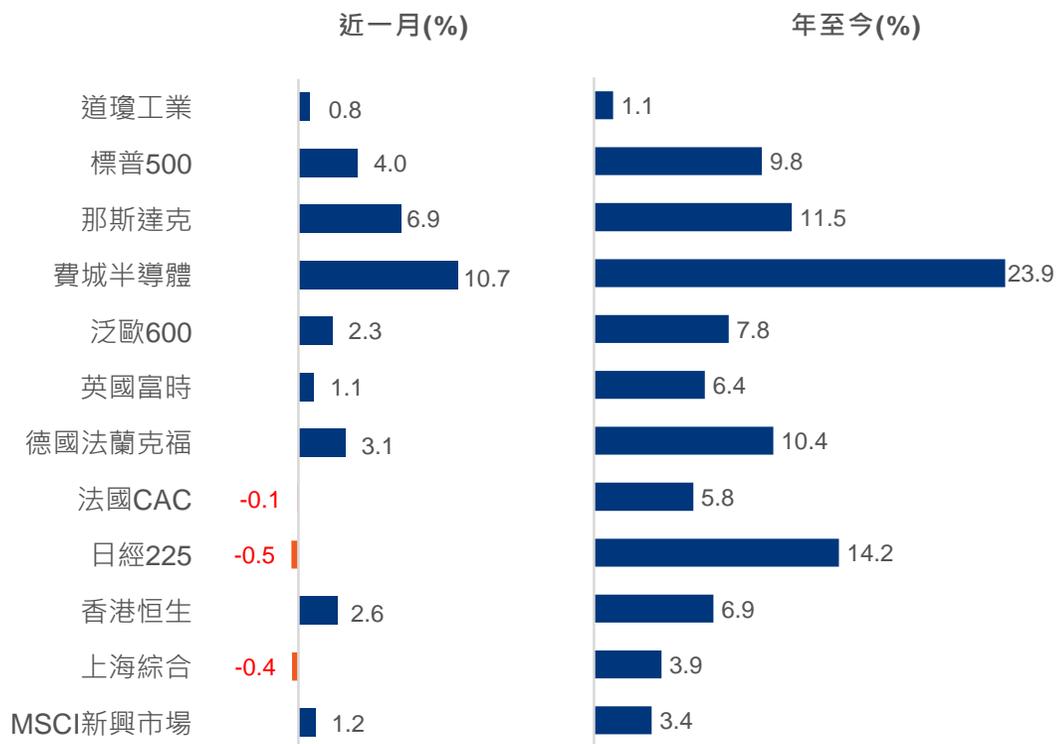
附件

- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 重要經濟數據/事件

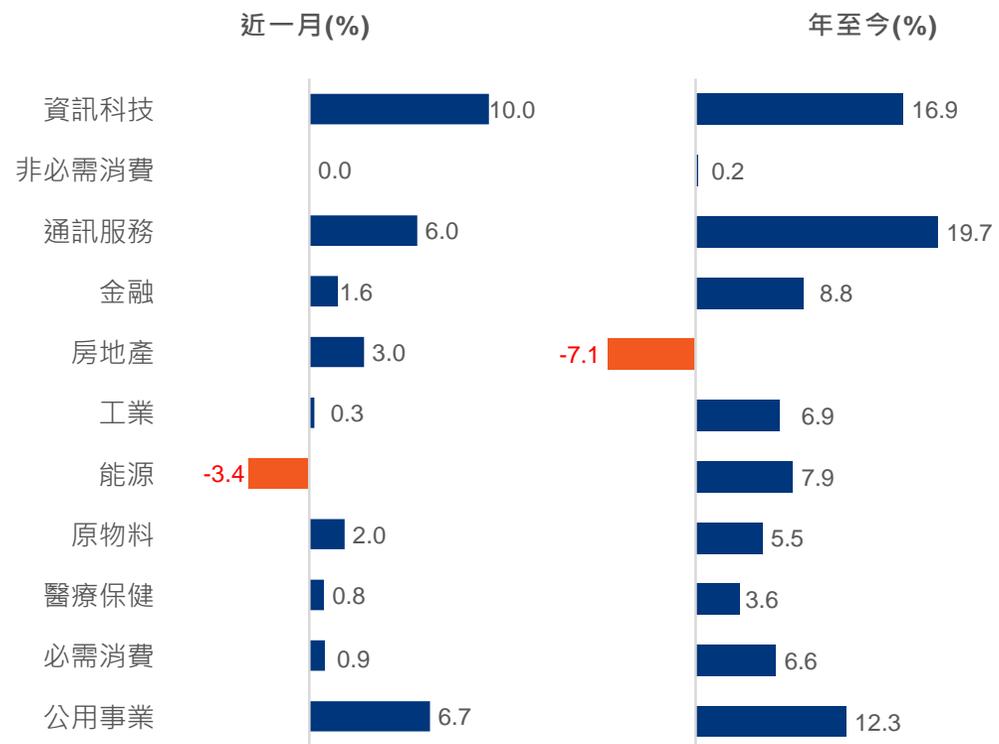
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 輝達財報、展望俱佳，帶領半導體股大漲，那斯達克表現亮眼，美股創新高後拉回，全球股市持續高檔震盪。
- ▶ AI相關的資訊科技與供電的公用事業類股勁揚，全球原油庫存上升，反映夏季旺季需求不旺，能源股走弱。

各地區指數表現



各產業指數表現

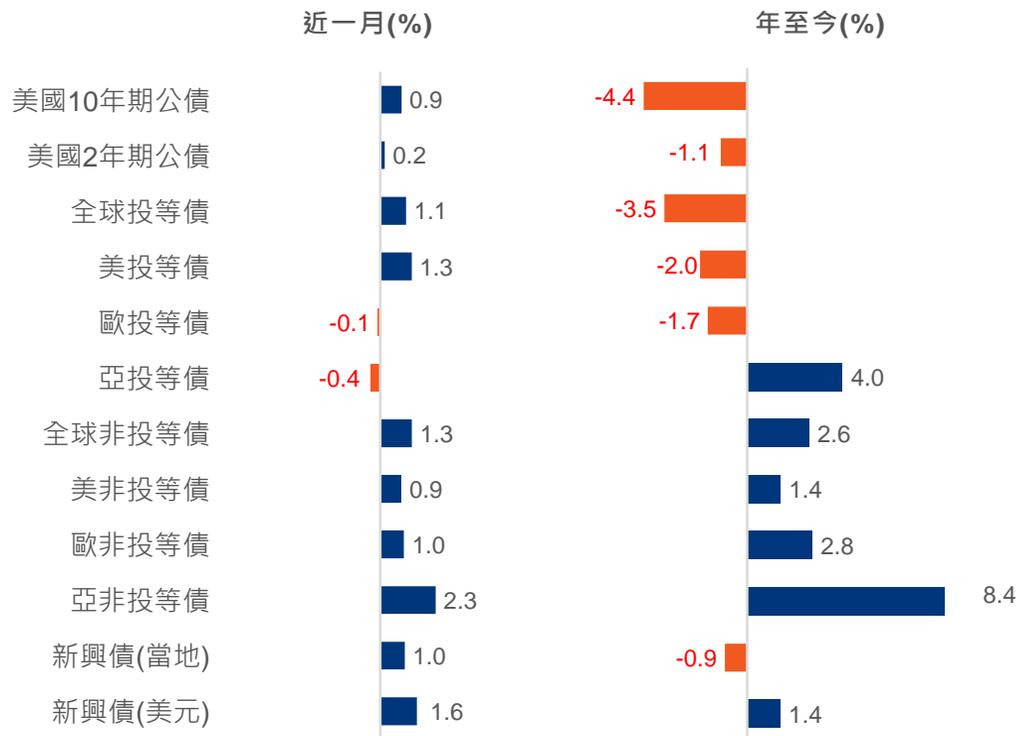


資料來源：Bloomberg · 2024年5月31日

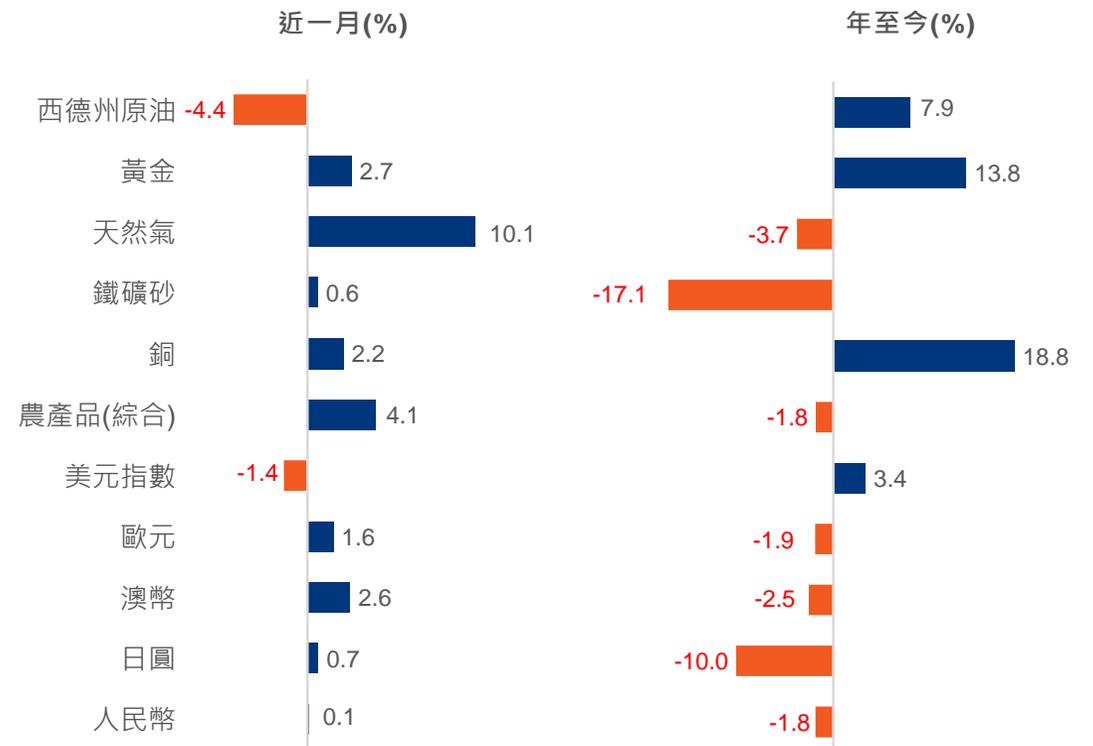
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 聯準會官員鷹派言論，以及美債標售不如預期，美債利率回彈，資金更青睞投資等級債。
- ▶ 美元指數高檔震盪，非美貨幣與商品上漲。銅礦需求帶動澳幣走強，寬鬆貨幣政策預期使人民幣顯弱。

各類債券表現



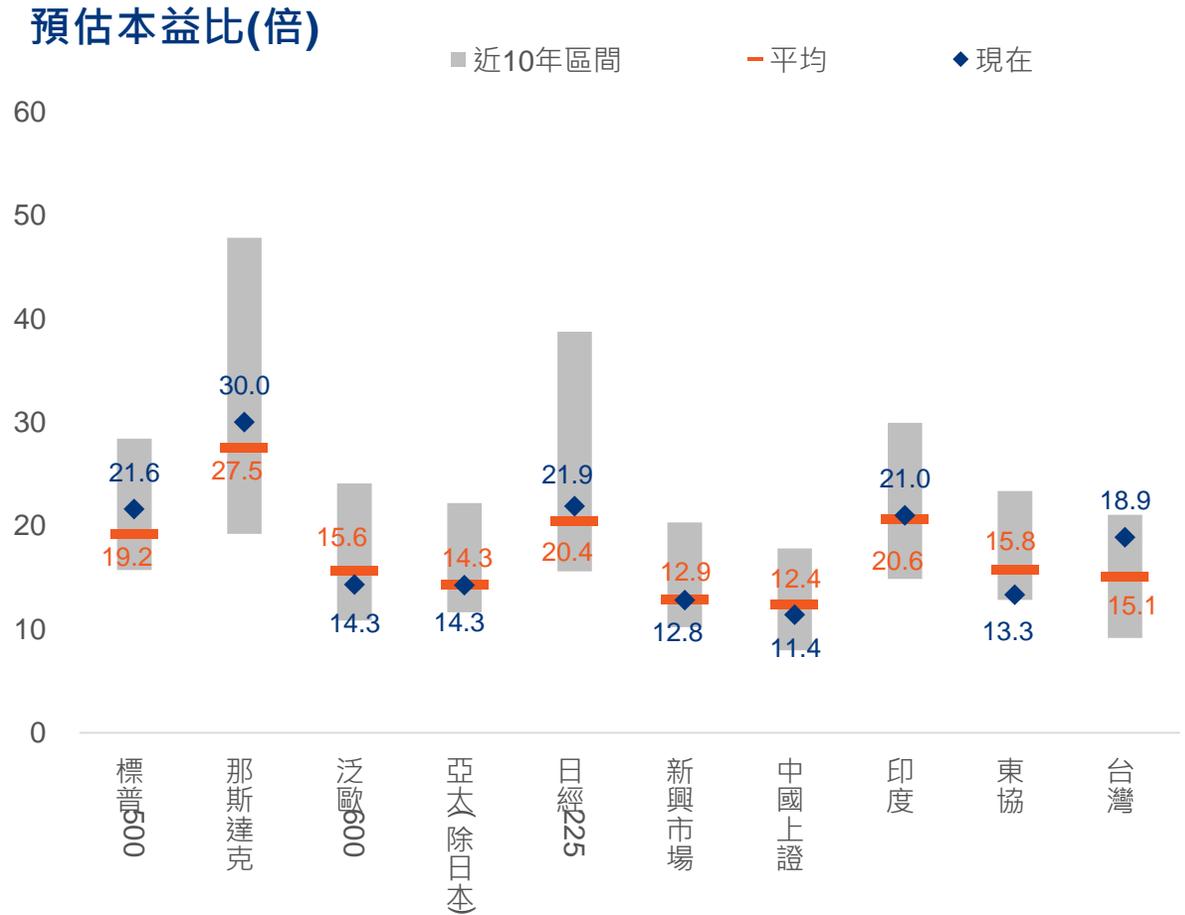
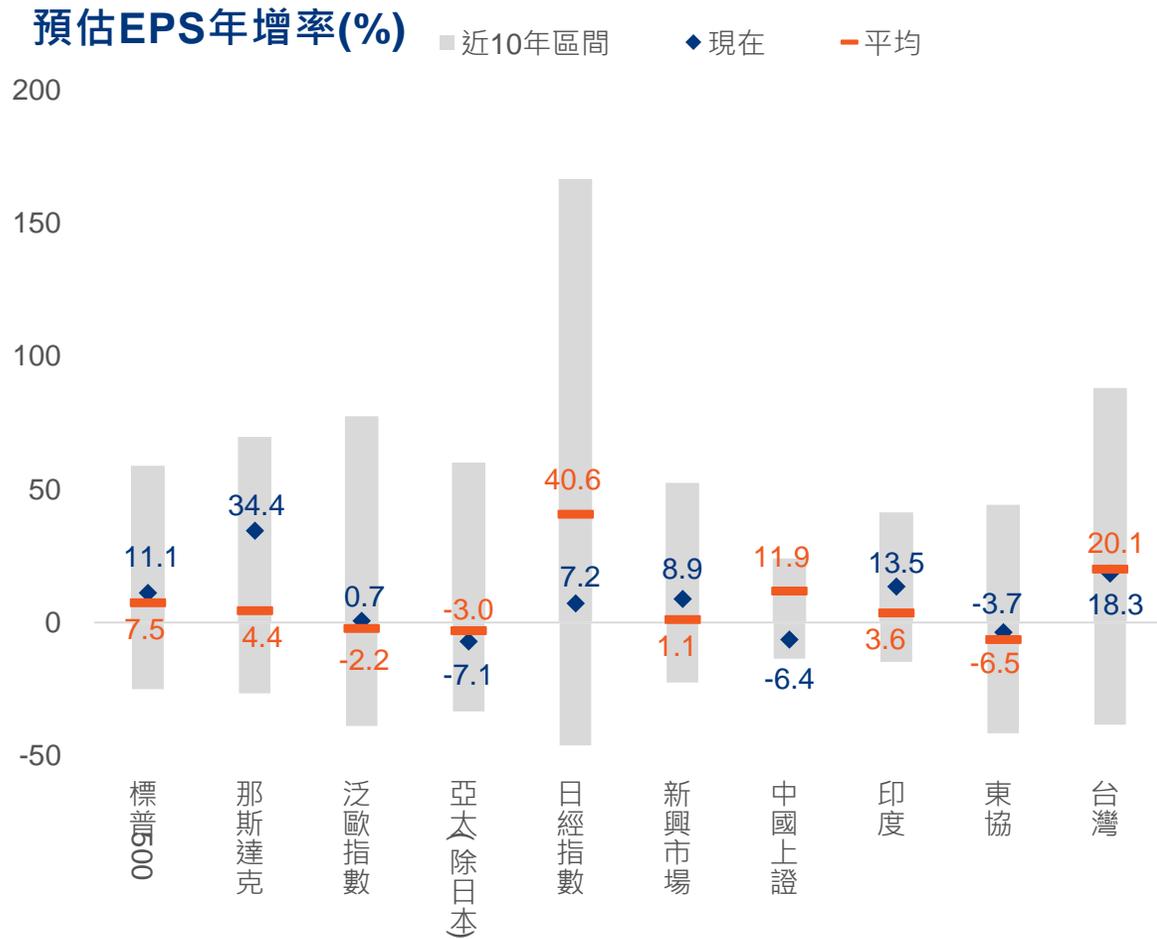
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年5月31日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

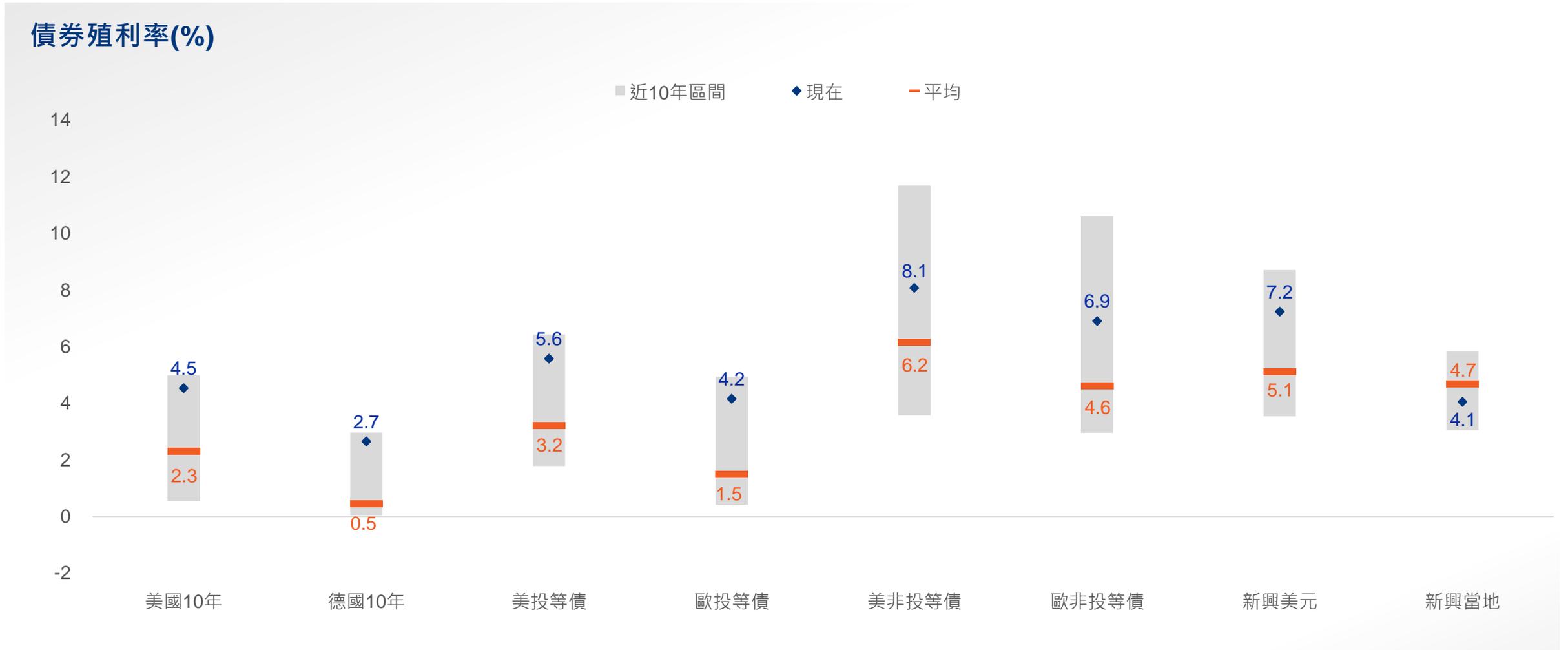
▶ 那斯達克代表的科技股獲利展望最佳；歐股、新興市場、陸股與東協等預估本益比較過去10年平均低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年5月31日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國、歐洲的公債和投等債殖利率處於近10年區間上緣，可把握高利率鎖利，並以孳息收益為主。



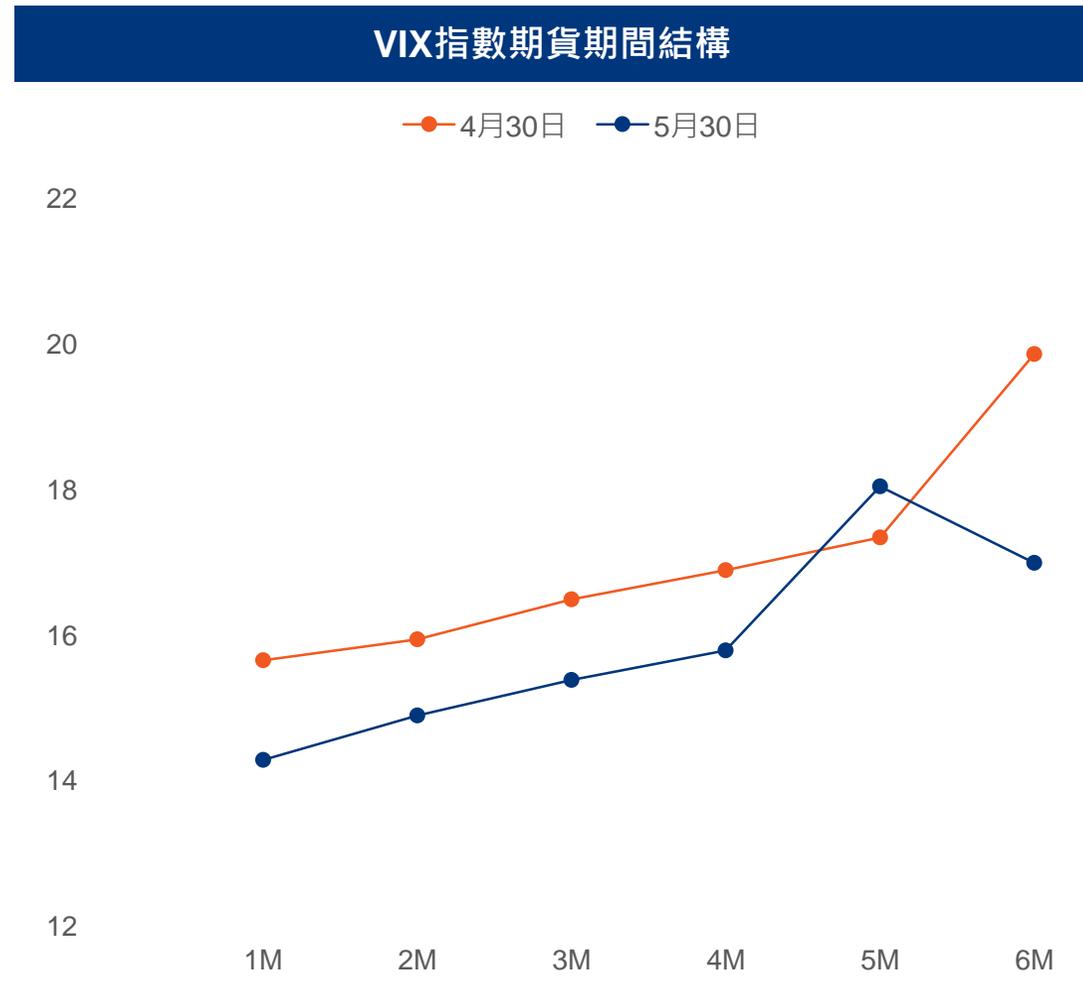
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年5月31日

跨資產市場波動率

▶ 5月主要股債市波動率指數略有下降；原油價格回檔，波動率上升，黃金高檔震盪，波動率略減

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	14.47	-1.18	14.63
道瓊波動率指數(VXD)	13.10	-0.46	12.83
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	13.98	-1.58	15.45
香港恒生波動率指數(VHSI)	21.52	-1.40	24.09
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	16.18	0.07	17.24

利率 / 大宗商品 / 貨幣	VIX	近1月增減	200日平均
20年期公債ETF波動率指數(VXTLT)	13.90	-2.48	17.32
黃金ETF波動率指數(GVZ)	15.74	-0.80	14.35
石油ETF波動率指數(OVX)	29.24	1.37	33.27
歐元ETF波動率指數(EVZ)	6.35	-0.76	6.84



資料來源：Bloomberg · 2024年5月31日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至5月31日，大宗商品與已開發市場股票表現相對強勁，陸股反彈

■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今	年化*
日本股市 9.9%	非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	大宗商品 13.6%	美國股市 12.4%
美國股市 1.3%	基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	美國股市 10.1%	日本股市 6.6%
新興市場債券 1.2%	美國股市 11.6%	歐洲股市 26.2%	投資級債券 -3.5%	歐洲股市 24.6%	新興市場股市 18.7%	美國股市 27.0%	基礎建設 -0.2%	日本股市 20.3%	中國股市 8.3%	歐洲股市 6.6%
REITs 0.6%	新興市場股市 11.6%	日本股市 24.4%	非投資級債券 -4.1%	REITs 24.5%	日本股市 14.9%	歐洲股市 17.0%	非投資級債券 -12.7%	非投資級債券 14.0%	歐洲股市 8.3%	基礎建設 5.3%
現金 0.1%	新興市場債券 10.2%	美國股市 21.9%	美國股市 -4.5%	中國股市 23.7%	投資級債券 10.1%	基礎建設 11.9%	歐洲股市 -14.5%	REITs 11.5%	基礎建設 5.7%	大宗商品 4.3%
歐洲股市 -2.3%	大宗商品 9.7%	基礎建設 20.1%	新興市場債券 -4.6%	日本股市 20.1%	已開發國家公債 9.5%	日本股市 2.0%	投資級債券 -16.1%	新興市場債券 10.5%	日本股市 5.7%	非投資級債券 4.1%
非投資級債券 -2.7%	REITs 6.9%	非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.2%	新興市場股市 4.4%	新興市場股市 3.9%
已開發國家公債 -3.3%	投資級債券 6.0%	新興市場債券 9.3%	基礎建設 -9.5%	新興市場債券 14.40%	歐洲股市 5.9%	現金 0.0%	日本股市 -16.6%	新興市場股市 10.1%	非投資級債券 2.6%	REITs 3.4%
投資級債券 -3.8%	日本股市 2.7%	投資級債券 9.3%	大宗商品 -10.7%	非投資級債券 12.60%	新興市場債券 5.9%	新興市場債券 -1.5%	已開發國家公債 -17.5%	基礎建設 6.8%	現金 2.1%	新興市場債券 2.7%
中國股市 -7.6%	已開發國家公債 1.7%	REITs 8.6%	日本股市 -12.6%	投資級債券 11.8%	現金 0.7%	投資級債券 -2.1%	美國股市 -19.5%	現金 5.1%	新興市場債券 0.0%	投資級債券 1.8%
基礎建設 -11.5%	中國股市 1.1%	已開發國家公債 7.3%	新興市場股市 -14.2%	大宗商品 11.8%	基礎建設 -5.8%	新興市場股市 -2.2%	新興市場股市 -19.9%	已開發國家公債 4.2%	投資級債券 -1.1%	現金 1.6%
新興市場股市 -14.6%	現金 0.4%	大宗商品 1.7%	歐洲股市 -14.3%	已開發國家公債 5.6%	REITs -8.1%	已開發國家公債 -6.6%	中國股市 -21.8%	大宗商品 0.0%	REITs -4.6%	中國股市 1.1%
大宗商品 -23.4%	歐洲股市 0.2%	現金 0.8%	中國股市 -18.7%	現金 2.3%	大宗商品 -9.3%	中國股市 -21.6%	REITs -23.6%	中國股市 -11.0%	已開發國家公債 -4.9%	已開發國家公債 -0.8%

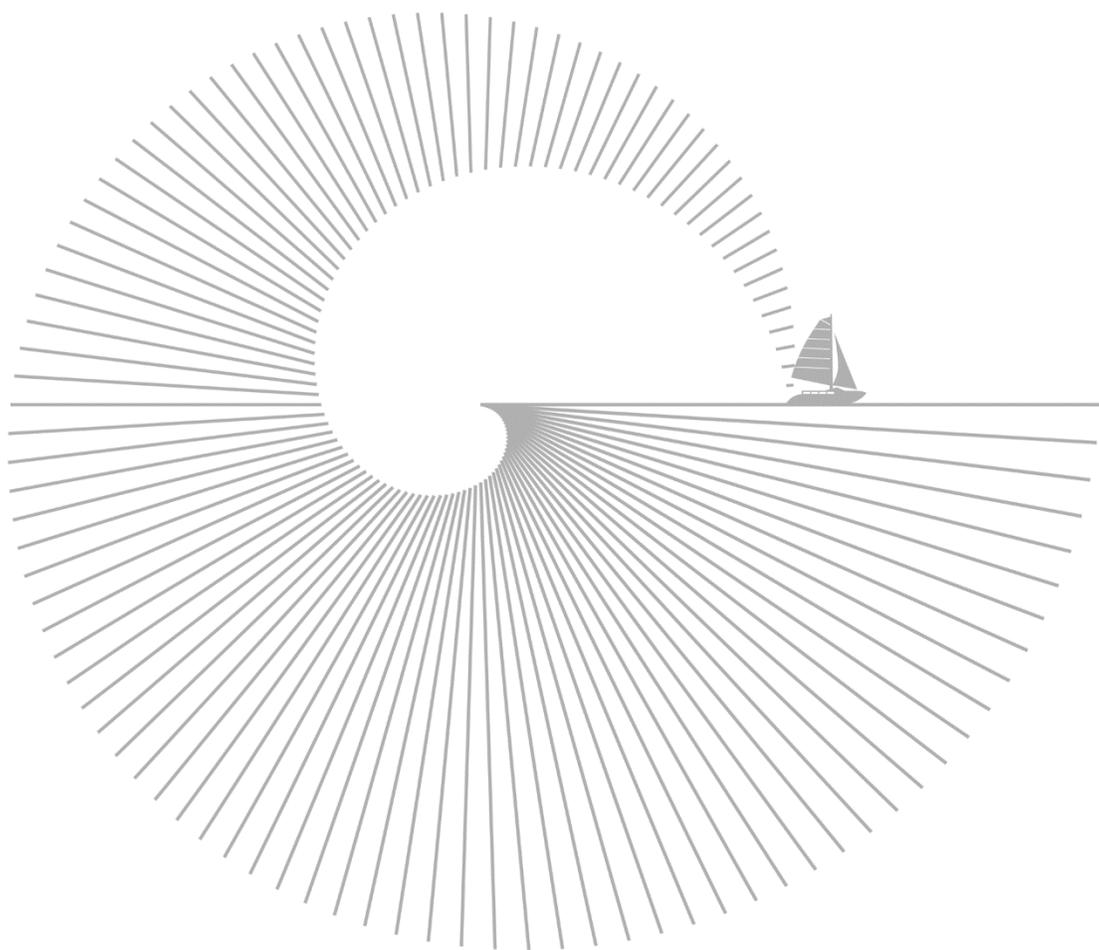
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年5月31日；資料來源：Bloomberg·凱基證券整理·2024年5月31日

重要經濟數據 / 事件

JUN 2024

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
<p>3 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月標普全球製造業PMI終值 美國5月ISM製造業指數 歐元區5月製造業PMI指數終值 日本5月自分銀行製造業PMI終值 	<p>4 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國4月耐久財訂單終值、4月工廠訂單 	<p>5 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月ADP就業變動 美國5月ISM服務指數 	<p>6 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐洲ECB利率決議 台灣5月CPI 	<p>7 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月非農業就業人口變動 美國5月失業率 歐元區第1季GDP終值
<p>10 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本第一季GDP終值 	<p>11 Tuesday</p>	<p>12 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國FOMC利率決策 美國5月CPI、核心CPI 日本5月PPI 	<p>13 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本BoJ利率決議 美國5月PPI最終需求 台灣6月基準利率 	<p>14 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月密大消費者信心指數初值 日本4月工業生產終值
<p>17 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月紐約州製造業調查指數 日本4月核心機器訂單 	<p>18 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月先期零售銷售 美國5月工業生產 歐元區5月CPI、核心CPI 	<p>19 Wednesday</p>	<p>20 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月新屋開工 英國BoE利率決議 	<p>21 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月標普全球製造業PMI初值 美國5月領先指數、成屋銷售 歐元區6月製造業PMI指數初值 日本5月全國CPI
<p>24 Monday</p>	<p>25 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月經濟諮詢委員會消費者信心 	<p>26 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月新屋銷售 	<p>27 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第一季GDP 美國5月耐久財訂單初值 	<p>28 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月個人所得、個人支出 日本5月失業率、求才求職比率 日本6月東京核心CPI 日本5月工業生產初值

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理



免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬開發金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。