



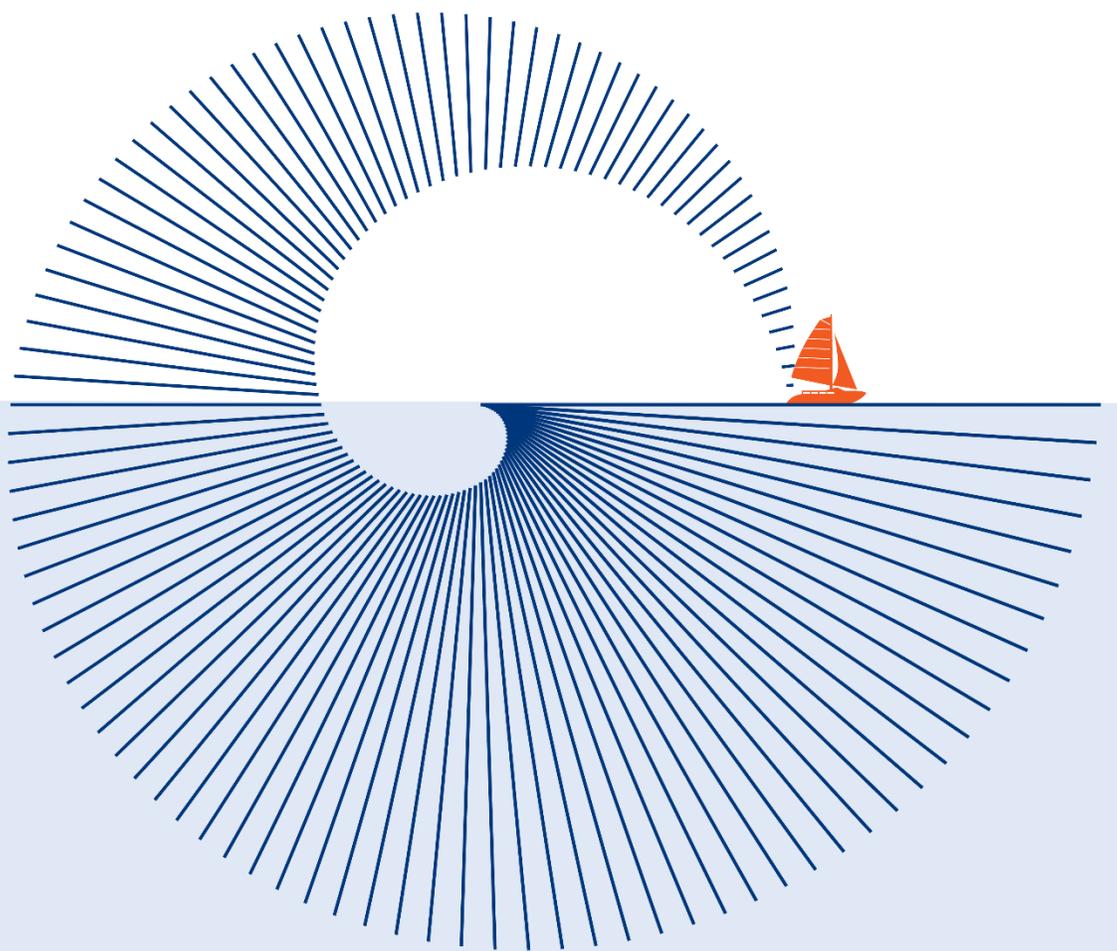
環球投資觀點

震盪上行

Bumpy and Upwards

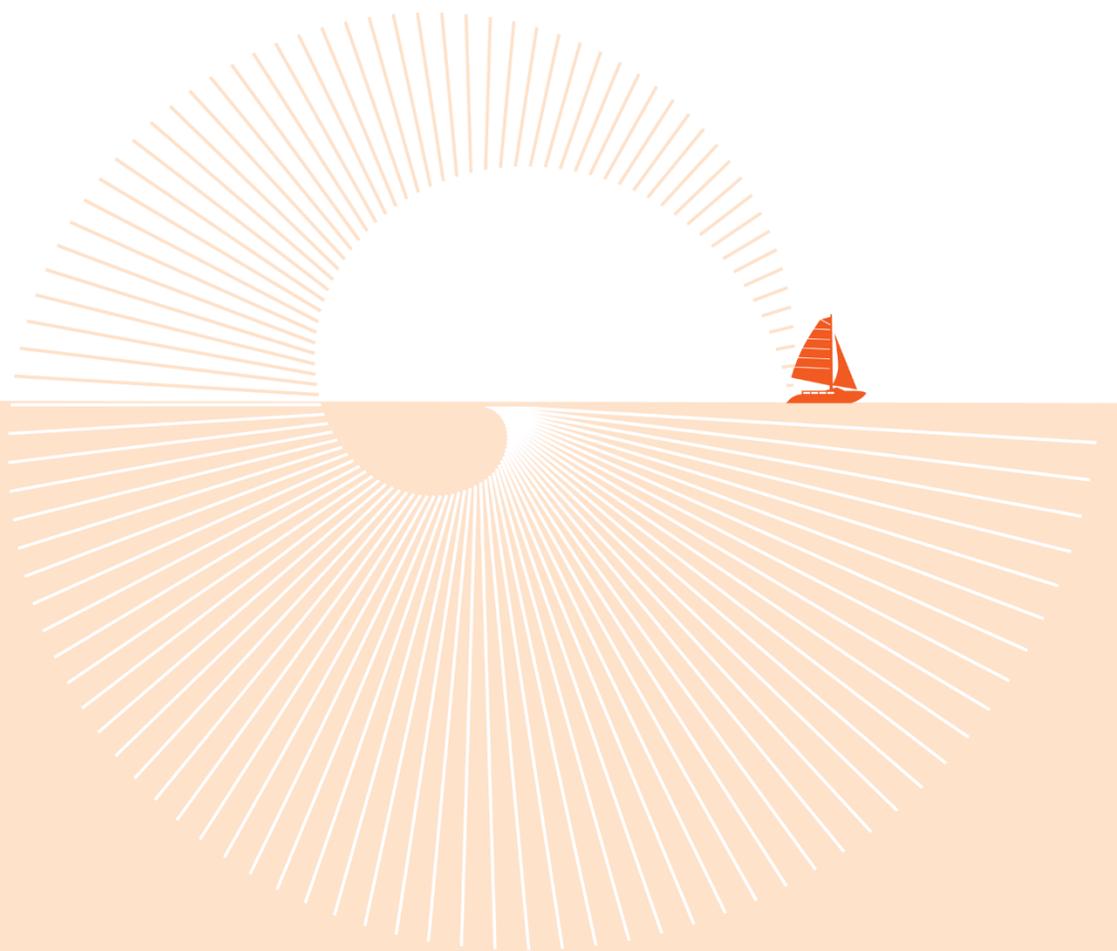
Key Investing Perspectives

2024年7月



摘要

- 近期花旗美國經濟驚奇指數再度轉折向下，美國5月CPI超預期降溫，失業率上升，顯示景氣出現放緩跡象，在聯準會會議結束後，市場預期9月降息機率上升，使股市反應樂觀氣氛向上，但隨著美國大選屆臨，預期市場波動度將增加，3Q呈現震盪向上機會高。投資人可透過股債配置，提高整體資產報酬勝率。
- 歐洲央行6月會議如預期宣布降息，歐元區經濟成長也預期從2023年底年增率接近0%的谷底復甦，加上消費者信心和經濟信心等調查也出現改善跡象，歐元區基本面正在改善，但法國總統宣布解散國會，使得歐股短期出現修正。預期在歐盟中間派仍佔主導地位，與歐洲企業獲利持續上修下，此次修正提供布局契機。
- 債市方面，通膨重新回到下降趨勢，特別在核心服務出現三年來首次月減狀態，市場樂觀看待聯準會未來決策。目前殖利率仍倒掛，持有中短天期債息收仍具吸引力，並以投資級債為首選，若勞動市場惡化快速有硬著陸風險時可加碼長天期債券。產業選擇可配置風險調整後利差較高產業包括銀行、公用事業、保險與通訊產業等信用債。
- 持續透過「BEST」投資主軸，挑選債信體質穩健的投資級債，關注具有擴張題材的歐洲，並逢回適度增加AI題材標的。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

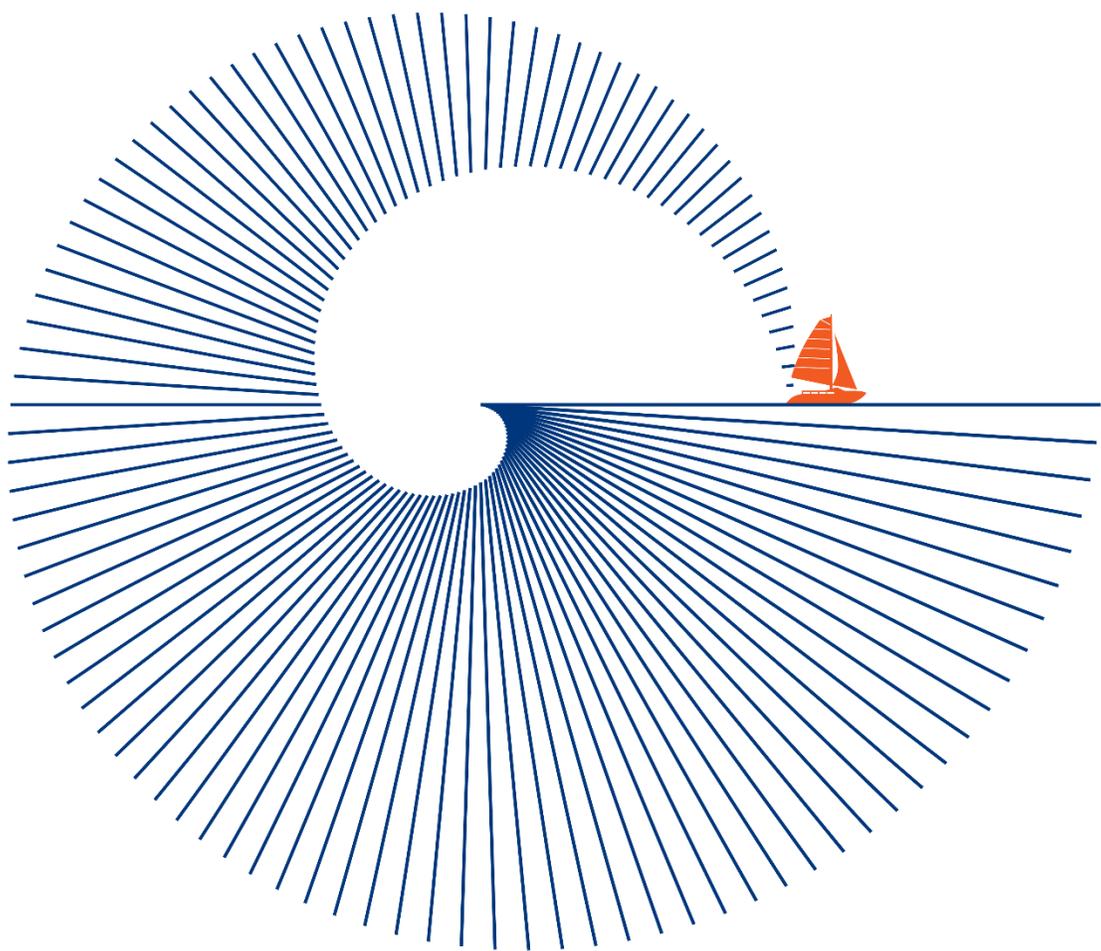
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

聚焦非美債券價值，好債看利差
清潔能源擺脫低谷，政策續支持
美國大選孰將勝出，資產波動升

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

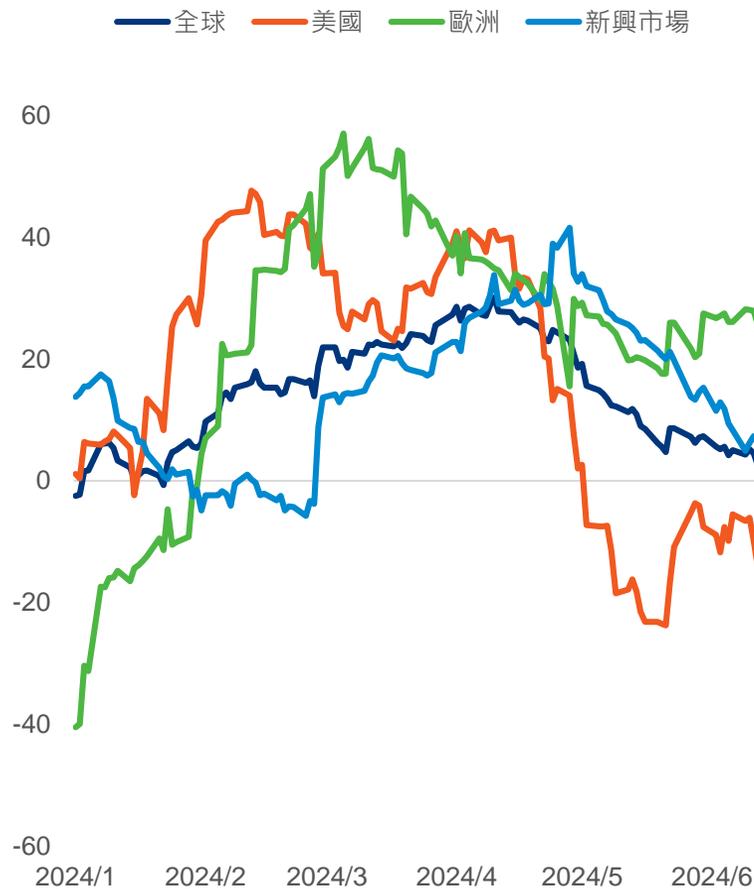
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

美國經濟與市場表現背離，成熟市場風險資產震盪上行

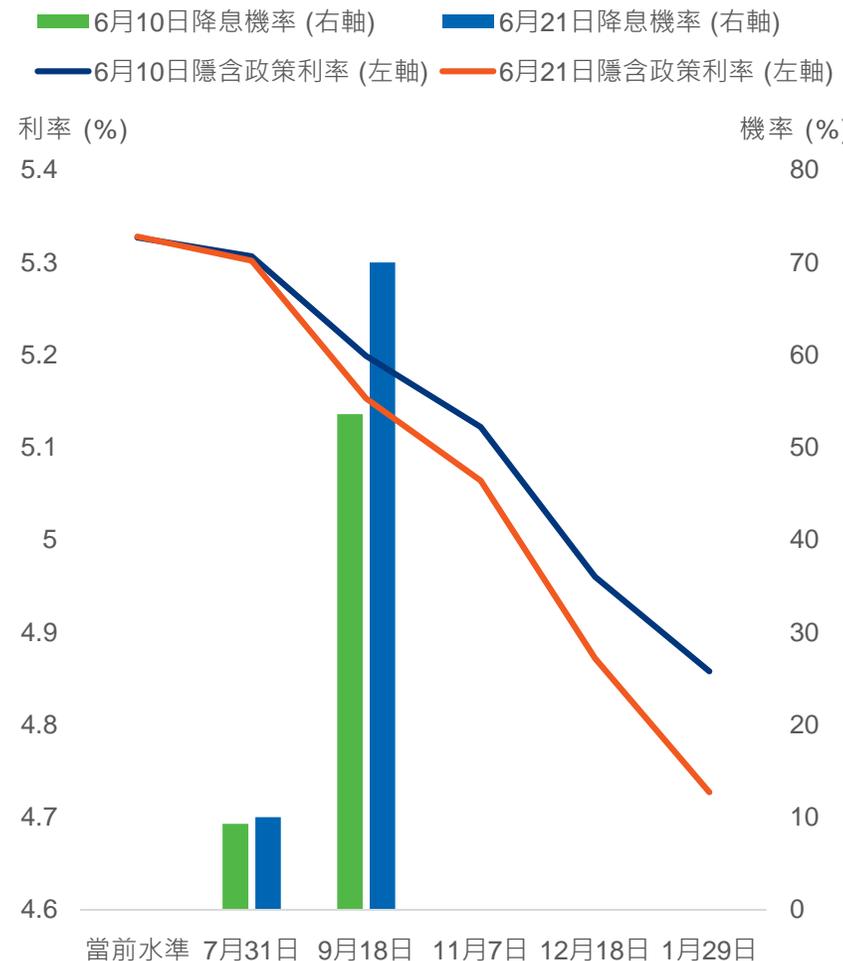
- ▶ 從花旗驚奇指數可以看到美國再度轉折向下，靠近今年低點，拖累全球景氣，暗示美國景氣恐放緩。隨著數據顯示通膨降溫、失業率上升，聯準會雖然在6月會議點陣圖將今年降息預期從3碼下修至1碼，但近期市場反應9月降息機率漸升。
- ▶ 總經與市場反應目前呈現背離狀況，聯準會7月底才進行會議，在無重大官方聲明提出下，沒消息就是好消息激勵風險性資產。然而從法國總統馬克宏解散國會開始，歐洲指數高點下滑，美國接下來選舉局勢漸升溫恐將對市場產生擾動，預期全球成熟市場在波動中上行。儘管科技外的產業逐漸看到受美國景氣衰退的景象，市場應能持續反應AI需求帶來的技術革新。大型企業財報在7月下半才會陸續開出，對Q3美股展望應維持驚驚漲格局不變。而債券市場則持續等待聯準會降息聲明，殖利率預期緩降。

美國驚奇指數反轉向下

花旗經濟驚奇指數



6月聯準會後市場提升9月降息機率



資料來源：Bloomberg、凱基投顧



投資策略：美、歐股樂觀看待，投資級債受惠信用改善與美國降息將臨

美國經濟數據放緩，但美股受惠近年財富效果與市場降息預期影響，在大選屆臨前，預期美股震盪向上格局不變。估值仍具吸引力、基本面和獲利面改善支持歐股的上漲動能。通膨重新回到下降趨勢，債市受惠近期市場壓注9月降息而呈現樂觀走勢，但景氣放緩帶來美國底層公司信用惡化，看好投資等級債並需留意CCC以下之非投資等級債風險。

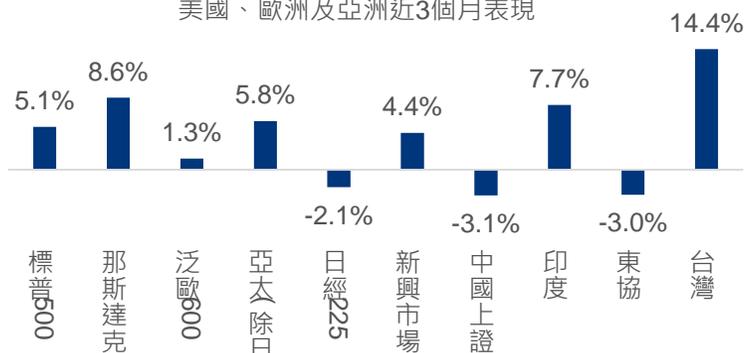
資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 中性</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	通膨重回下降趨勢，軟著陸路徑讓中長期公債殖利率下降空間有限，若勞動市場出現惡化，可加碼中長期公債
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣有所分歧，投資級公司降評速度放緩，信用利差較窄，配置如金融、公用事業等風險調整後利差較高者
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	高利率加劇高槓桿企業負擔，銀行對低信評公司放款標準提高，信用底層財務惡化，宜避開CCC級企業債
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	新興景氣處擴張狀態，然而新興市場主權債信用利差偏低且估值分歧，需避開債信體質不佳新興市場債
<p>股票 中性偏多</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣下行，但消費仍展現韌性，通膨降溫崎嶇但仍為下降趨勢，市場持續關注降息時點，看法調升為偏多
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐洲景氣觸底回升，並已先於美國降息，企業獲利支持歐股動能，評價面並具有吸引力，看法調升為偏多
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本第一季經濟成長陷入萎縮，消費、投資和淨出口皆疲軟，且市場預期7月將宣布縮減購債，看法為中性
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	整體新興亞洲新出口續放緩，僅內需相對較佳，維持新興亞洲中立看法；仍看好印度長期發展
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐洲央行降息，美德利差擴大，加上歐洲議會使歐股下跌，歐元盤整支撐美元維持高檔震盪
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本銀行下月將公布縮減購買公債細節，但美日兩國利差仍大，難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤格局
<p>黃金/ 另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	全球央行對美元儲備量下降，聯準會今年仍有降息1碼預期，提供金價上漲動能，預期下半年黃金呈現緩漲
	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 – AI為領頭羊，後續綜合考量基本面與評價面

- ▶ 近期市場表現以半導體為領頭羊，因此費半、那斯達克指數表現相對其他主要指數為佳。然而美國景氣預估將走弱，降息幅度及時程持續為市場帶來變數。而美股主要指數評價已高於長期平均，尤其7大巨頭市值佔整體指數比重相當高，隨著時間越來越靠近總統大選，可能有更明顯的震盪。因此可以防禦股為主，隨景氣轉佳且大選不確定性因素淡化時，逐步轉往成長股。
- ▶ 歐洲與日本經濟成長預估將回升，尤其歐洲預估將一路走高，且近期在總經表現、企業獲利預估以及各種信心指數皆持續轉佳，加上評價仍低於長期平均，相當具有吸引力。而日本雖下半年經濟預估為走高，然而第一季經濟成長再度陷入萎縮，消費、投資和淨出口皆疲軟，且市場預估日本銀行將於7月宣布縮減購債，可能推升殖利率而對日股有一定壓力。

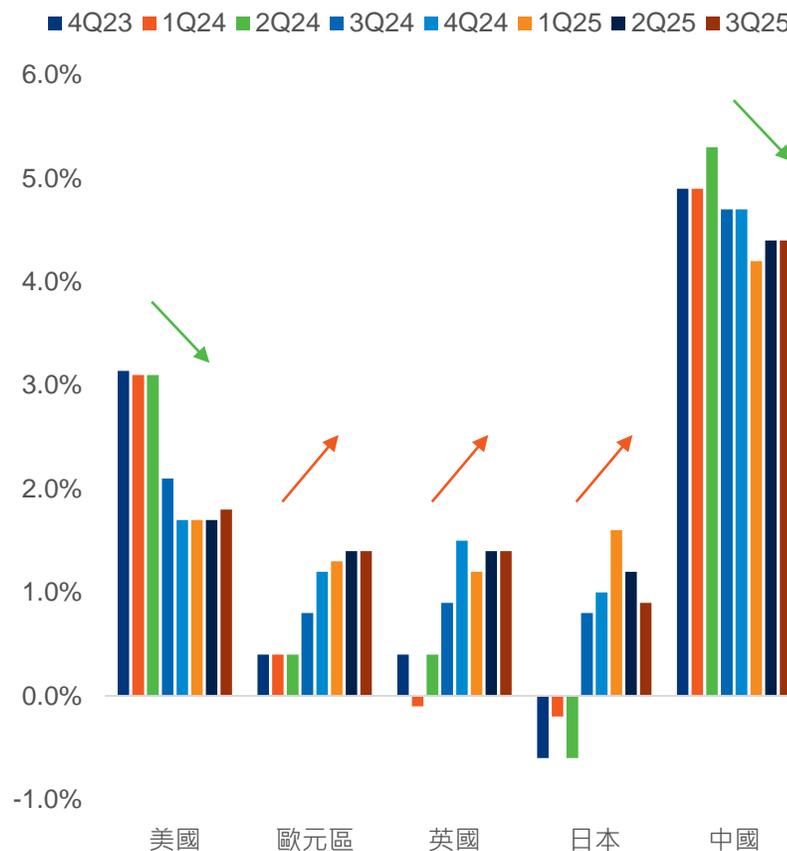
美股由AI帶領表現，歐元區有評價吸引力

美國、歐洲及亞洲近3個月表現



歐元區有基本面支撐

主要經濟體GDP增長率預估中位數

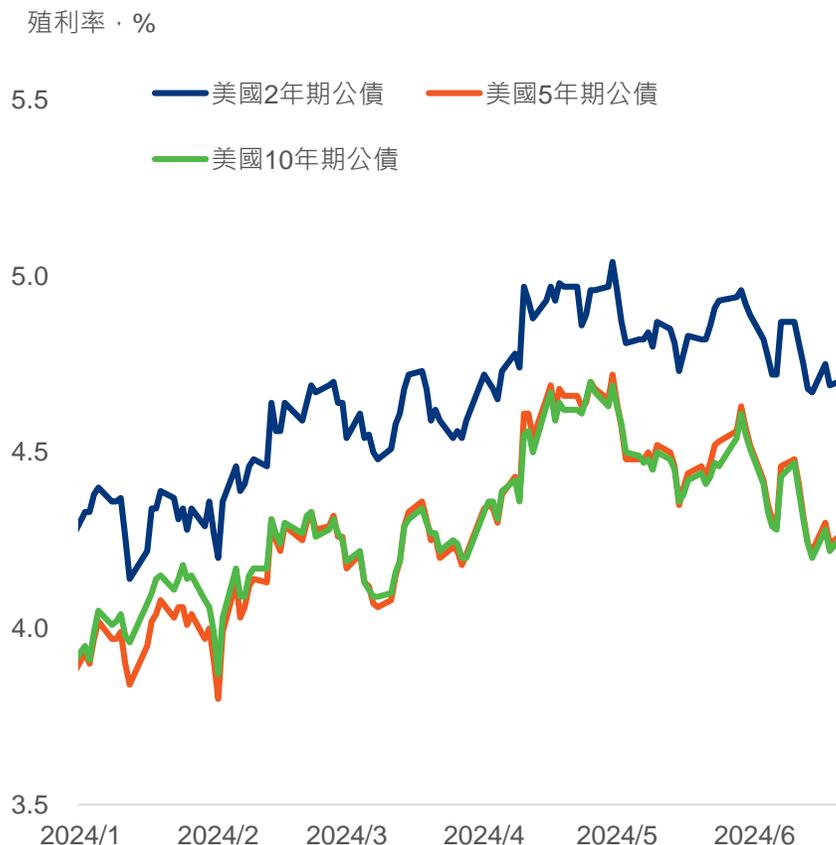


資料來源：Bloomberg (左上圖) · 2024年6月25日；凱基投顧(左下圖) · Bloomberg (右圖) · 2024年5月31日

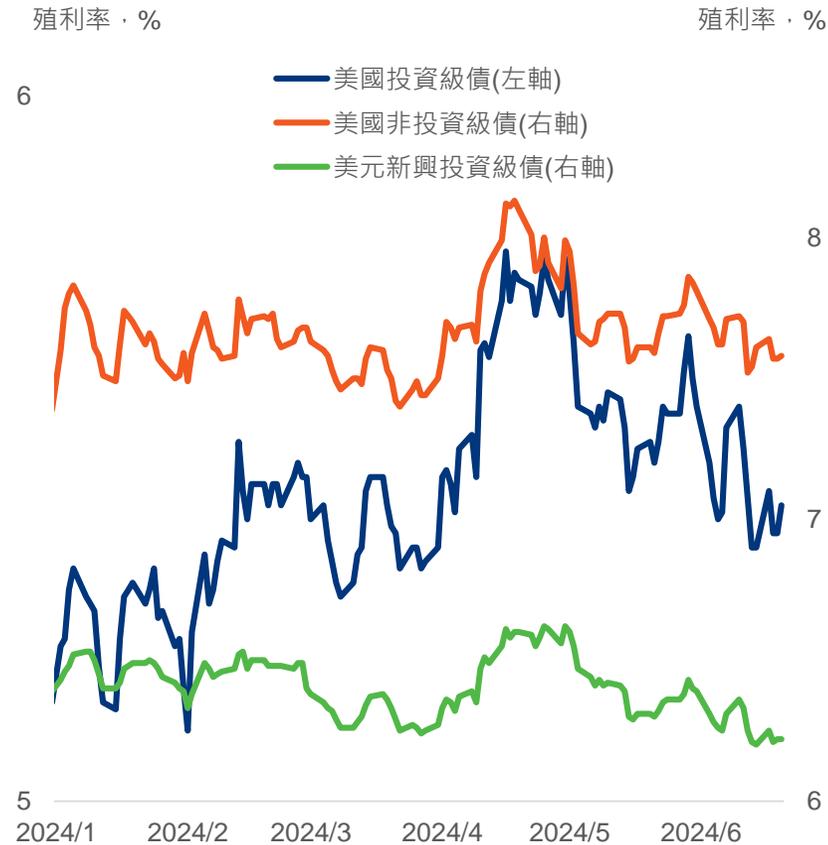
債市回顧與展望 – 聯準會降息預期仍存，債券殖利率下行

- ▶ 美國聯準會維持5.25-5.50%政策利率不變符合預期。本次會議重點：
1)調整今年降息預估至一次，上調今、明年利率預估中位數分別至5.1%與4.1%，2)聯準會仍以降息或維持現狀更久為主要路線。3)主席鮑威爾重申沒有官員認為升息為基本情境，會後美國各天期公債殖利率多下行，考量景氣朝軟著陸發展，布局債信具改善機會信評A至BBB級投資級債為首選。
- ▶ 全球多個央行貨幣政策轉向寬鬆，瑞士、瑞典、加拿大、歐洲等成熟國家央行進入降息階段，美國通膨數據持續下行且優於市場預期，美國聯準會(Fed)也有望跟進，近月美國公債利率下行，帶動信用債殖利率下滑，投資人可在Fed降息前，把握中天期債券鎖利機會，待就業放緩後，再增加長天期債券布局。

Fed維持降息預估，會後美國公債利率下行



主要美國信用債殖利率下行

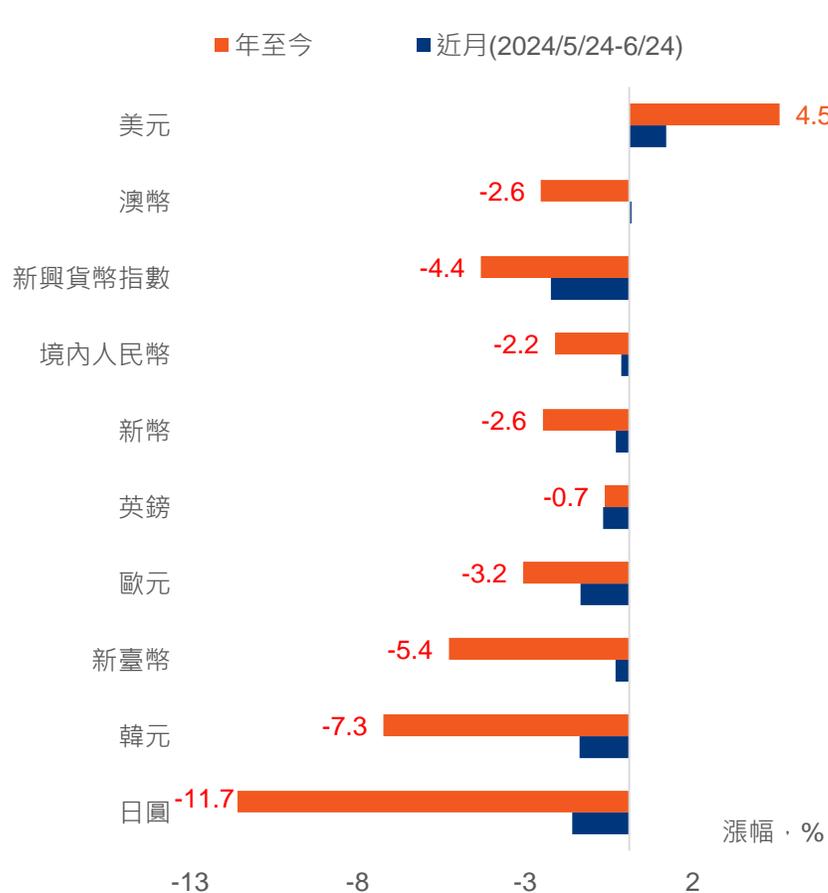


資料來源：Bloomberg、聯準會、凱基證券整理

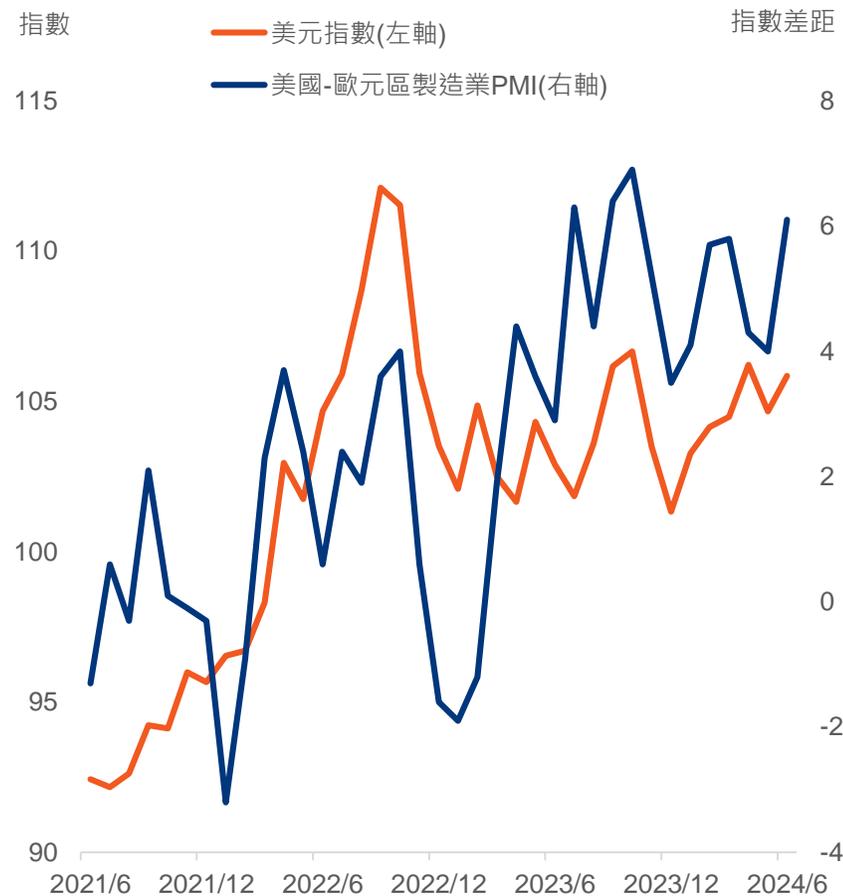
匯市回顧與展望 – 美歐經濟差距大，支撐美元續強

- ▶ 美國聯準會維持利率不變，但歐元區多國降息，使歐元續弱。亞洲日本銀行雖表示7月將公布縮減購債規模，但政策調整速度緩慢、態度保守，即使日本官員出面口頭干預匯率，日圓續弱兌美元貶至160。美元指數近月續升值1.1%，來到接近106，持續偏高位盤整。新臺幣和人民幣因6月央行皆無貨幣政策鴿派動作，臺灣甚至調升存準率1碼，使得兩國匯率較有支撐，貶幅較歐、日圓可控。
- ▶ 美國6月標普製造業PMI由前值51.3升至51.7，創近3個月新高，歐元區製造業PMI由前月47.3降至45.6，歐洲央行也率先聯準會降息1碼，瑞士央行甚至續降息第2碼。美歐經濟差距，加上歐盟第二大經濟體法國將在6/30進行首輪國會改選，政治不確定因素升高，近期歐元貶值，對美元指數形成支撐，預期短期美元指數續強。

美元近月續強，非美貨幣偏貶



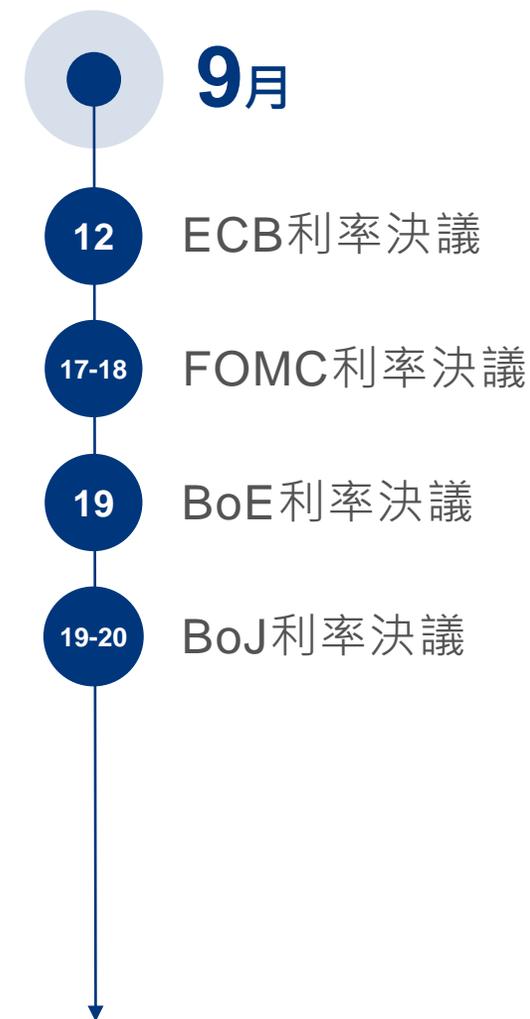
美國經濟較歐元區穩健，歐元弱支撐美元

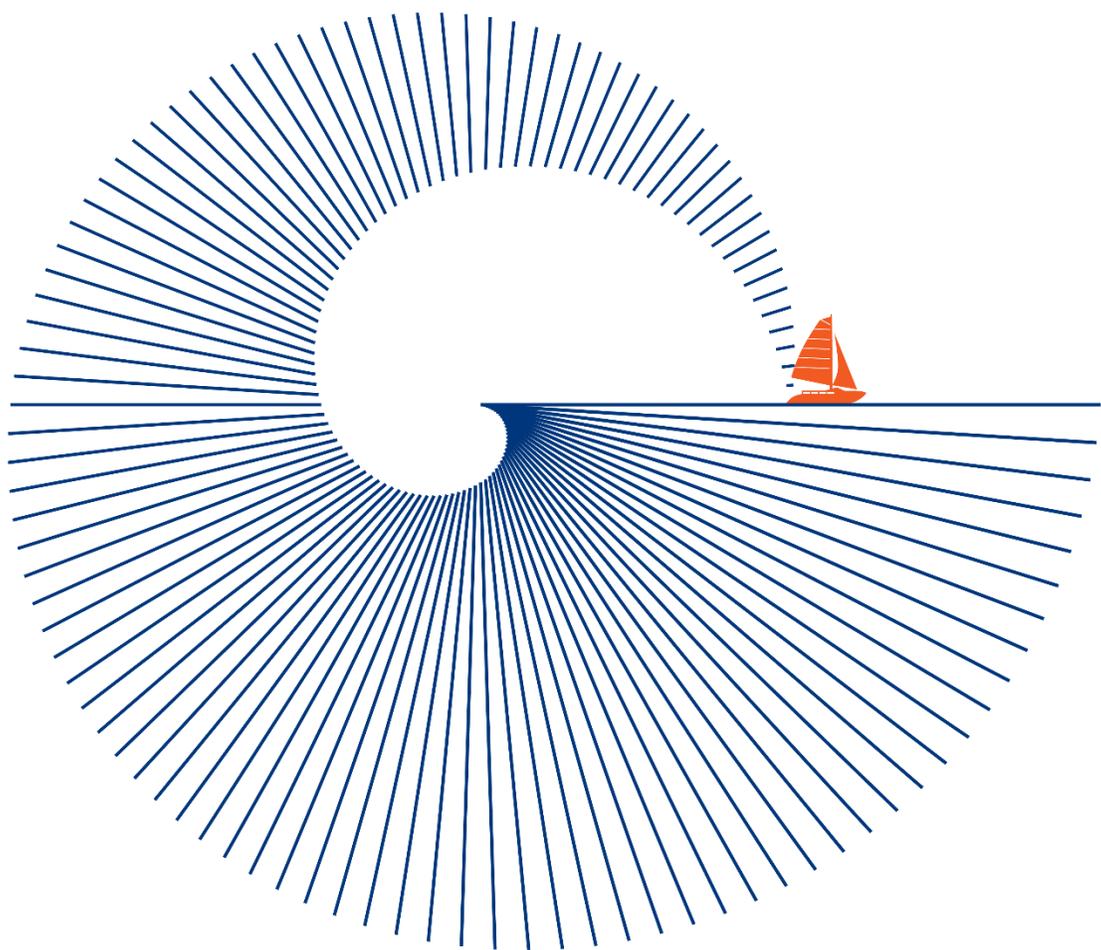


資料來源：Bloomberg，2024年6月24日

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件





2 投資主題

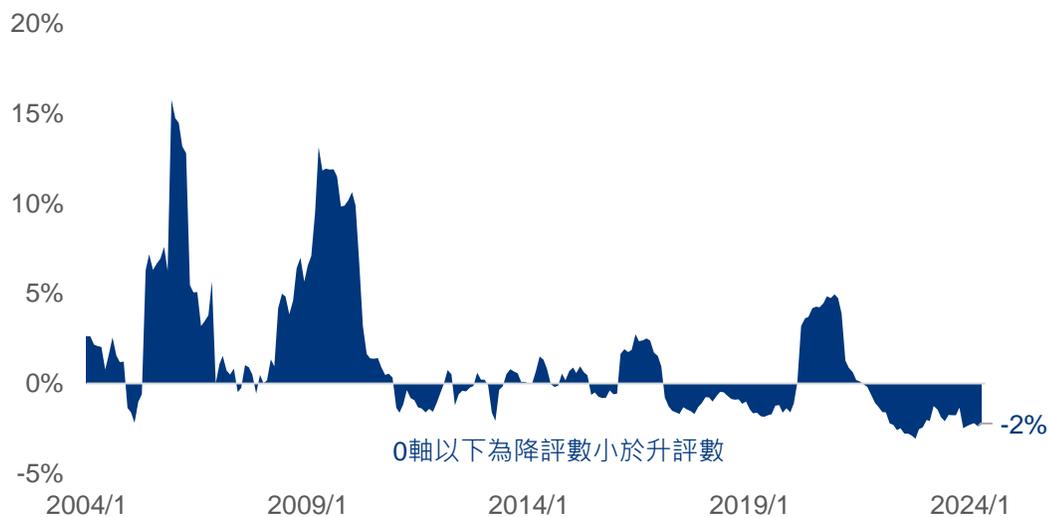
- ▶ 聚焦非美債券價值，好債看利差
- ▶ 清潔能源擺脫低谷，政策續支持
- ▶ 美國大選孰將勝出，資產波動升

企業降評家數減少，低信評利差下方空間窄

- ▶ 美國企業獲利狀況多優於市場預期，同時反映在債券發行機構的升降評情況，檢視5月淨升評估整體升降評比例達70%以上，其中以能源、金融、公用事業信評調升數相對較多，此外，5月明日之星的債券規模達21億，墮落天使則只有4億，前述信評改善情況，亦反映在今年以來淨墮落天使佔BBB級債券比例，維持在歷史相對低位上。
- ▶ 檢視如企業債券利差比率，可以發現BBB級相對A級為1.4倍略高於歷史平均，但BB級債券相對BBB級債券利差已降至1.6倍的偏低水準，考量債券利差至歷史低位，非投資級債吸引力不若以往，投資人可從信評A級至BBB級中尋找投資機會，以優質大型企業所發行投資級債為首選。

疫情後降評至非投資級債數量有所減少

美國BB級淨墮落天使(降評減升評)佔BBB級債券比例，%



當前美國BB級/BBB級債券利差比率低於長期平均

利差比率

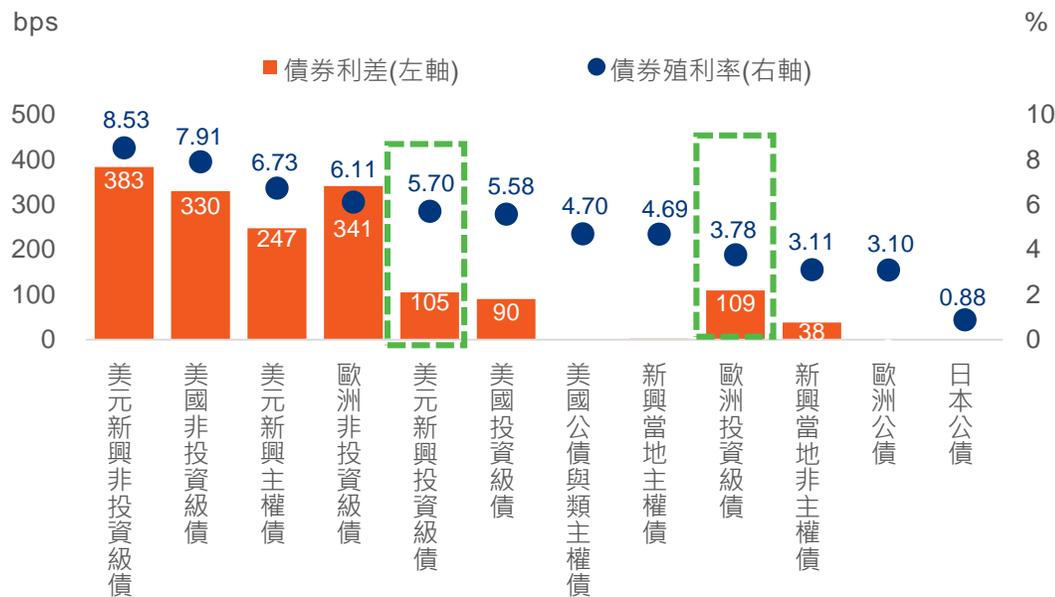


資料來源：Bloomberg、BofA，2024年6月13日

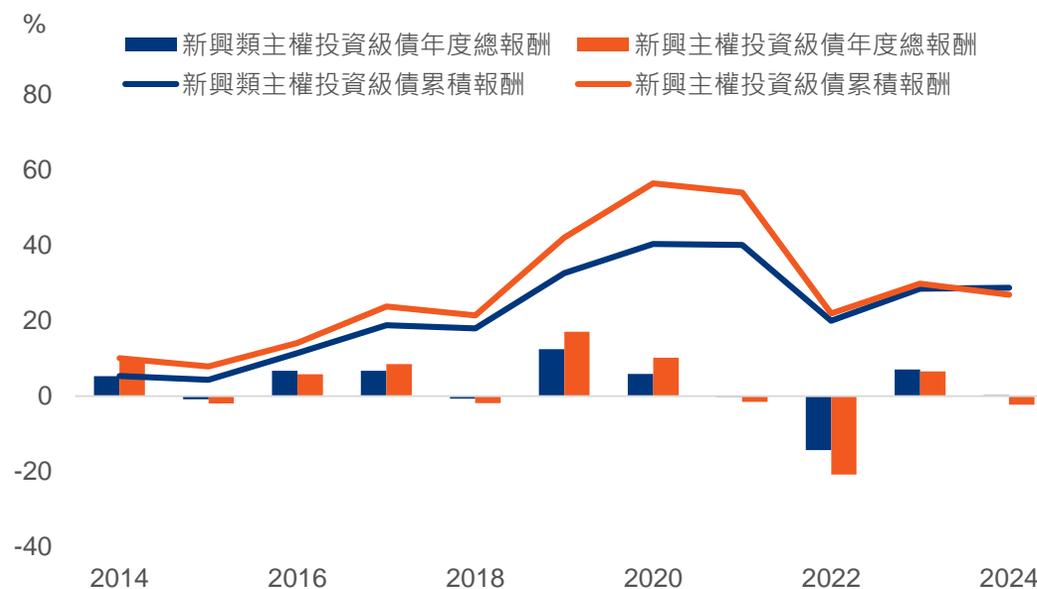
債券利差處低位，聚焦非美發行人相對價值

- ▶ 今年以來非美發行美元或是歐元之投資等級債，表現相對優於美國投資級債，檢視非美投資級如歐洲投資級債券利差相對高於美國投資級債利差，此外，新興企業債殖利率水準相對美國投資級債券利差，亦相對高於美國投資級債券。考量當前債券利差偏窄市況，非美債券利差存在相對吸引力，投資人可選以債信體質較佳的非美企業發行債券。
- ▶ 考量當前債券利差處歷史偏低水準，美國與新興市場潛在降息前景以及美國大選影響，新興市場類主權債受強韌債信基本面支撐，於下跌年度其跌幅相對新興主權債較低，欲降低市場擾動與強美元負面衝擊者，可選擇新興市場類主權債降低風險。

非美債券利差相對優於美國企業具投資吸引力



債信基本面強韌，為新興市場類主權債下方支撐

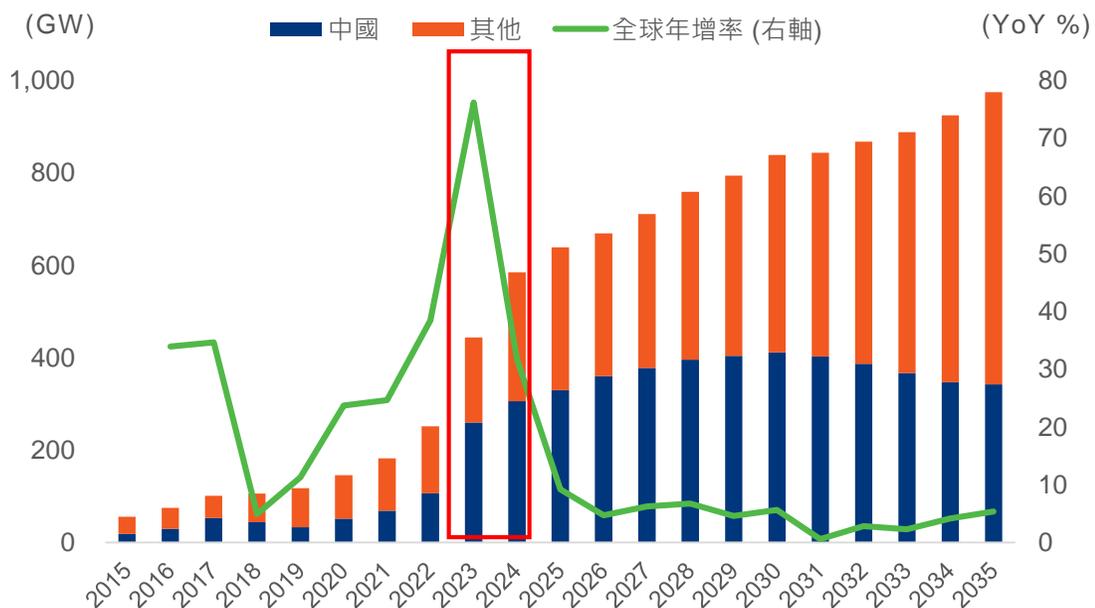


資料來源：Bloomberg，2024年6月13日。註：類主權債(Quasi Sovereign Bond)指為政府控制的機構或國營企業發行的債券，通常與主權債享有相同的信用保證，違約機率極低，因為這些企業所經營的業務範疇，普遍聚焦在民生需求為導向的基礎建設、國家重要戰略產業或其它與實現國家調節經濟目標有關的事業體，如電信、能源、公用事業，政府會極力降低其發生資金斷鏈或營運中斷危機，故類主權債與主權債之間有高度關聯性。

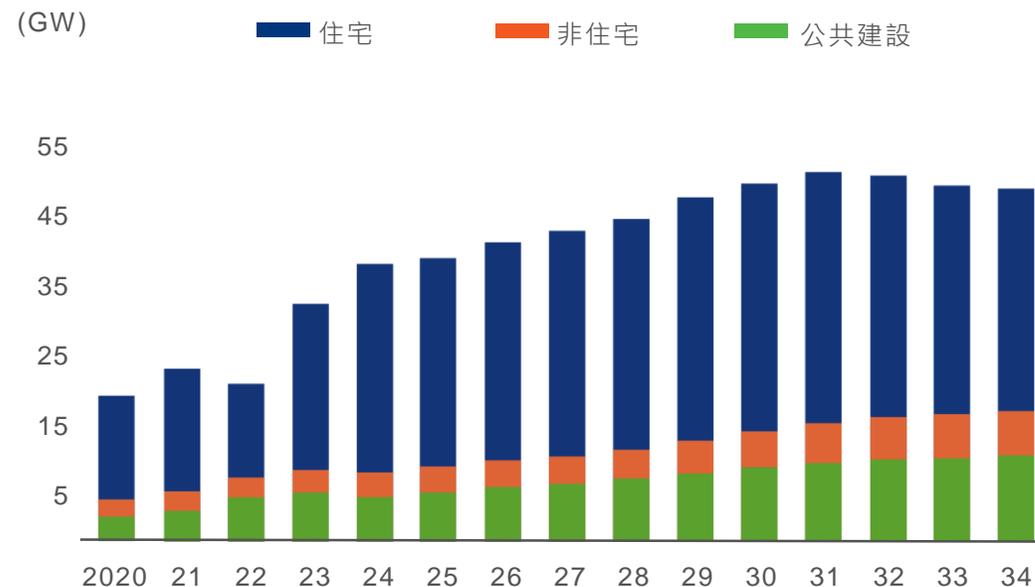
美國政策抵制中國太陽能產能過剩，美國太陽能廠將受惠

- ▶ 美國政府對來自中國製造的太陽能板用之電池稅率從25%上升至50%，也批評中國太陽能產能過剩，觀察到中國太陽能板較美國當地便宜超過60%，為避免惡意傾銷與不公平貿易，將採取更多手段保障美國太陽能製造業。2023年中國太陽能板供給成長143%，推升全球供給成長76%，供過於求使價格下降超過40%，預計今年全球市場供給仍過剩，產能年增32%。
- ▶ 彭博(BNEF)預測2024至2035年美國新增太陽能裝機容量預測達737GW，預計較目前成長超過80%，2024年全年新增裝機量將比風電高出2.7倍，且由於東南亞與中國產電池受到關稅影響，美國太陽能設備成本預期保持高位。美國國內需求回溫，售價仍有利可圖，有利美國太陽能公司營收與獲利改善。美國政府表示將密切監控進口避免中國藉由東南亞或墨西哥進行洗標籤行為，政策發力有利股價底部支撐。

太陽能產能受中國影響，近兩年快速增加導致產能過剩



美國國內太陽能每年新增裝機量至2030年持續成長



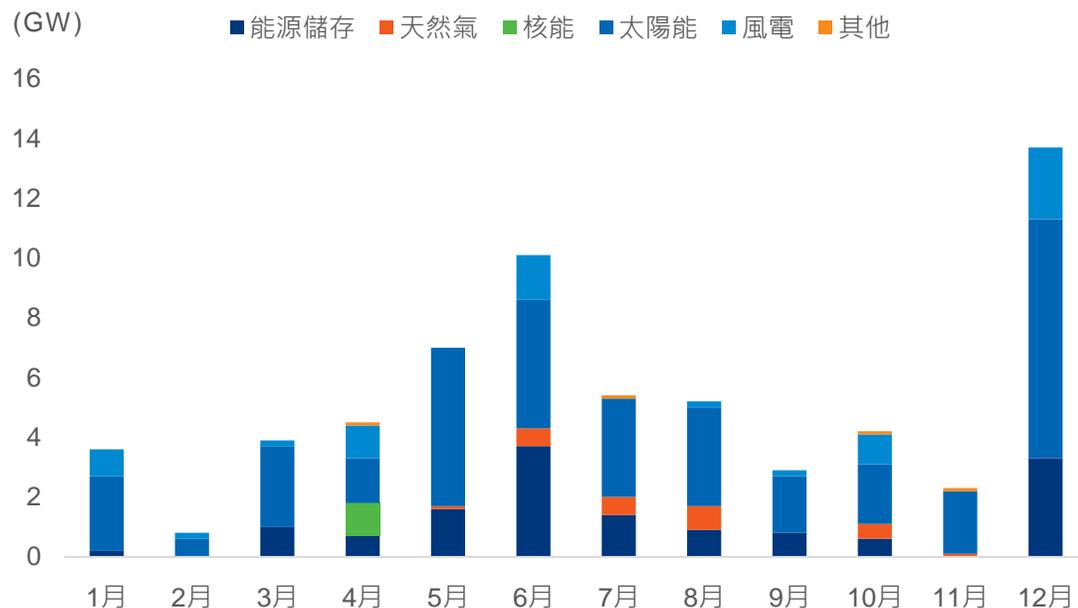
資料來源：Bloomberg(左圖)、Wood Mackenzie(右圖)

政策續支持

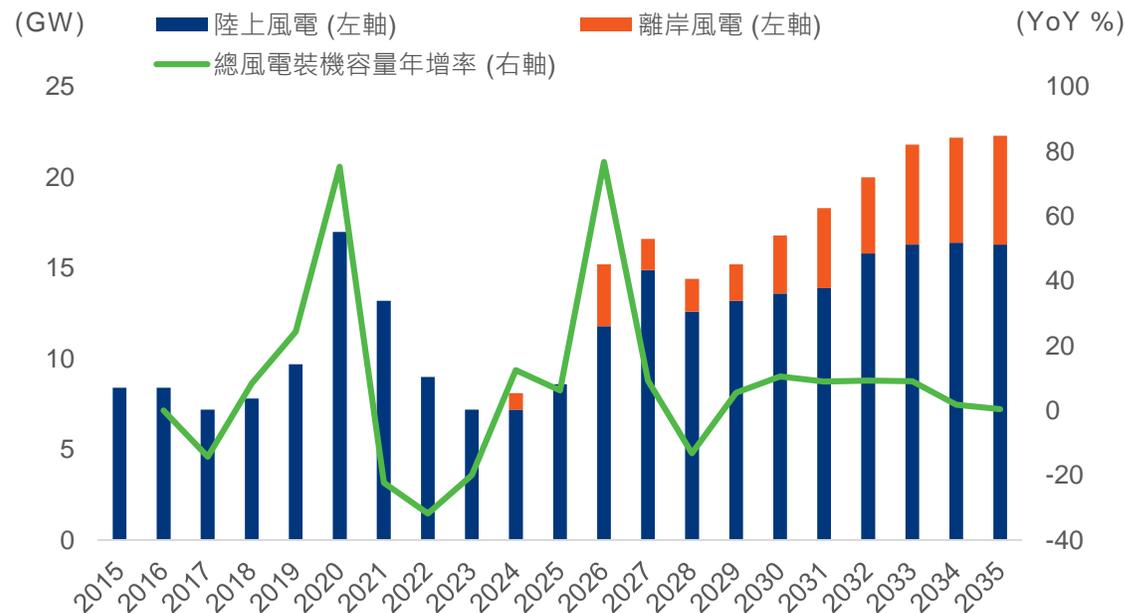
短期美國太陽能夏季裝機需求增，風電裝機進入成長高峰

- ▶ 美國截至今年4月新增裝機容量為12.8GW，較美國能源信息署(EIA)原先排定的23.7GW低，目前多推遲至5-8月，使得5-12月新增裝機容量從39.3GW上調至50.6GW，下半年裝機需求有助於太陽能產業股價底部復甦。從美國新增裝機數據可以看到，太陽能與風電仍然為美國能源開發主要發展方向，其中太陽能裝機量較大、風電成長較快。
- ▶ 美國過去風電新增裝機容量受到供應鏈瓶頸、高利率與許可障礙影響下滑，但此趨勢正在改變，預計2024年開始不但陸上裝機重回成長，且離岸風電新增裝機將成常態，2026年裝機容量將達15.2GW，較2025年8.6GW成長77%，並在未來十年繼續成長。若風電產業在美國的結構性障礙得以消除(地方抗議導致許可延宕、供應鏈瓶頸使交付時間延長)，風電成長幅度將更劇烈。

2024年美國太陽能與風電新增裝機量遠超過其他方式



美國風電產業未來三年爆發成長，長期穩步攀升



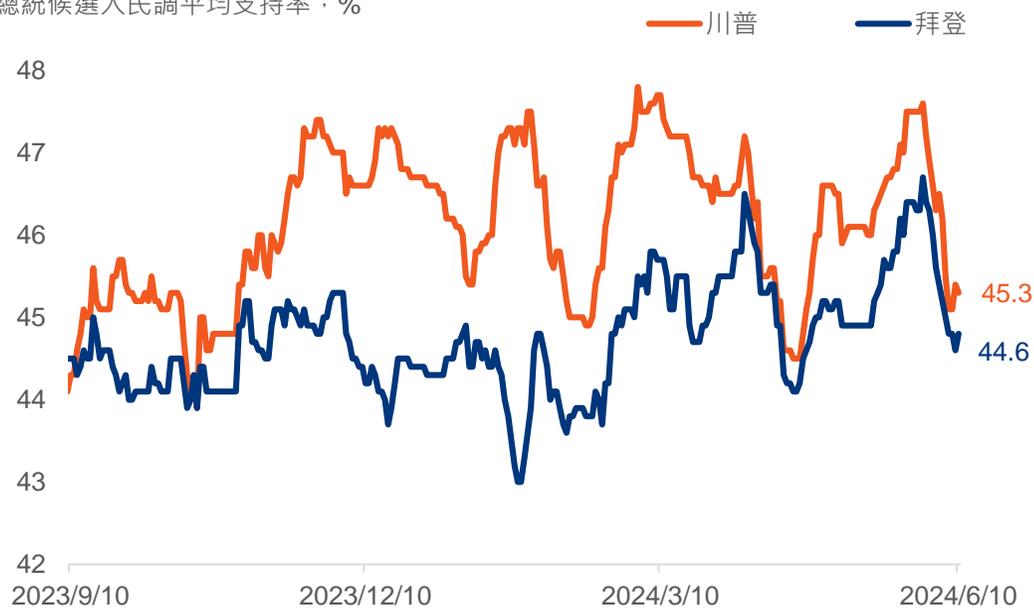
資料來源：Bloomberg

美國大選將至，川普恐強勢回歸？

- ▶ 彭博顯示川普民調支持度為45.3%，領先拜登的44.6%，兩者呈些微差距。歷史紀錄觀察，在美國經濟沒有衰退的情況下，現任總統大多可以取得連任，從1945年二次世界大戰以來的九次大選中，有七次順利取得，只有1980年的卡特和2020年的川普，在選舉年發生經濟衰退使得連任失敗，因此11月總統大選結果仍存不確定性。第一次總統辯論會後，拜登高齡表現使民調些許下滑，然川普被判刑的致命傷使兩者差距不大。
- ▶ 自1990年以來，總統大選前的6個月防禦股平均表現較佳，循環股則是在選後的6個月表現出色。此外，美股在大選前較全球股穩健，但大選後全球股表現更好。平均而言，股市波動性選舉前上升而後下降，信用債報酬在選前不如美國公債，但選後表現隨股市同步上揚，較公債更佳。

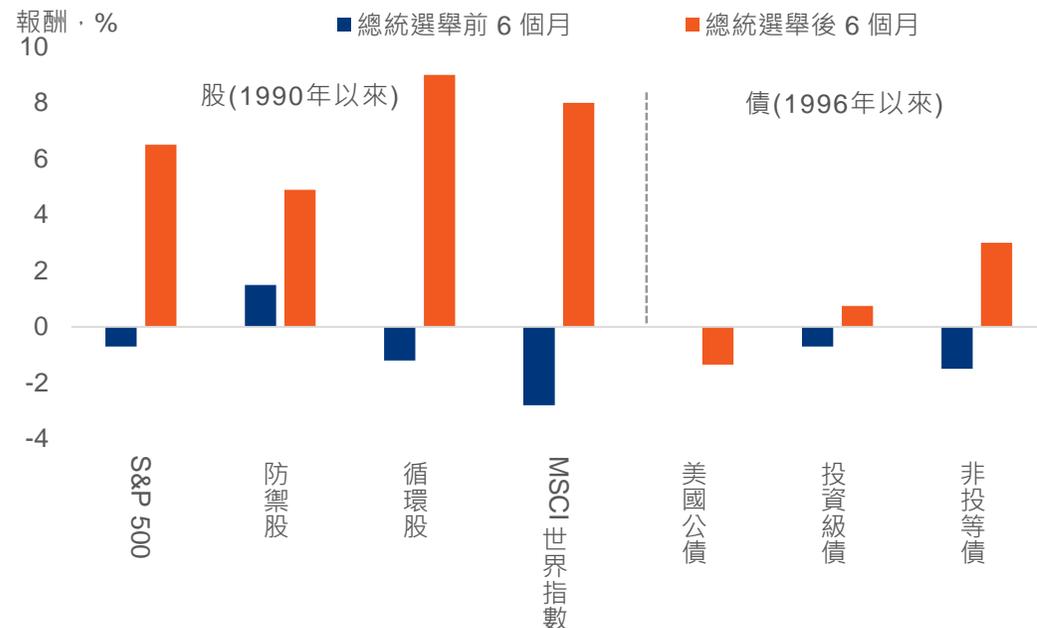
川普目前民調仍略高於拜登

總統候選人民調平均支持率，%



統計過去美國大選前，金融市場較震盪，波動性上升

報酬，%

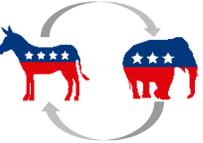
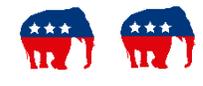


資料來源：左圖Bloomberg，2024年6月12日，右圖Haver Analytics、FactSet、Bloomberg、Citi，2024年5月6日。美國公債以彭博美國政府綜合國債指數衡量，投資等級以彭博美國企業投資等級指數衡量，非投等債以彭博美國非投等債企業指數衡量。

兩黨政策有異但打擊中國雷同，添金融市場變數

- ▶ 美國大選結果最有可能發生分裂的政府，包括拜登連任、民主黨獲眾議院、共和黨獲參議院，抑或是川普當選、國會由民主黨掌控，這種情況使得兩黨互相牽制，政策制訂範圍非常受限，現有政策幾乎不可能有太大變動。另外，預期民主黨取得參眾兩院與總統的機率較小，而若共和黨取得參眾兩院領先幅度預期不大，川普的激進政策或使共和黨分裂，分裂程度將超乎2017年至2018年時的情況。
- ▶ 民主、共和兩黨政策差異，對不同產業造成影響，川普再度連任，共和黨可能主張比拜登時期更低的國內稅賦、更高關稅、美國優先議題增加及較少的金融、能源監管，也可能給聯準會帶來更大的壓力。對非必需消費、金融、能源等產業有利，過去川普任期科技股的漲幅也高於拜登。

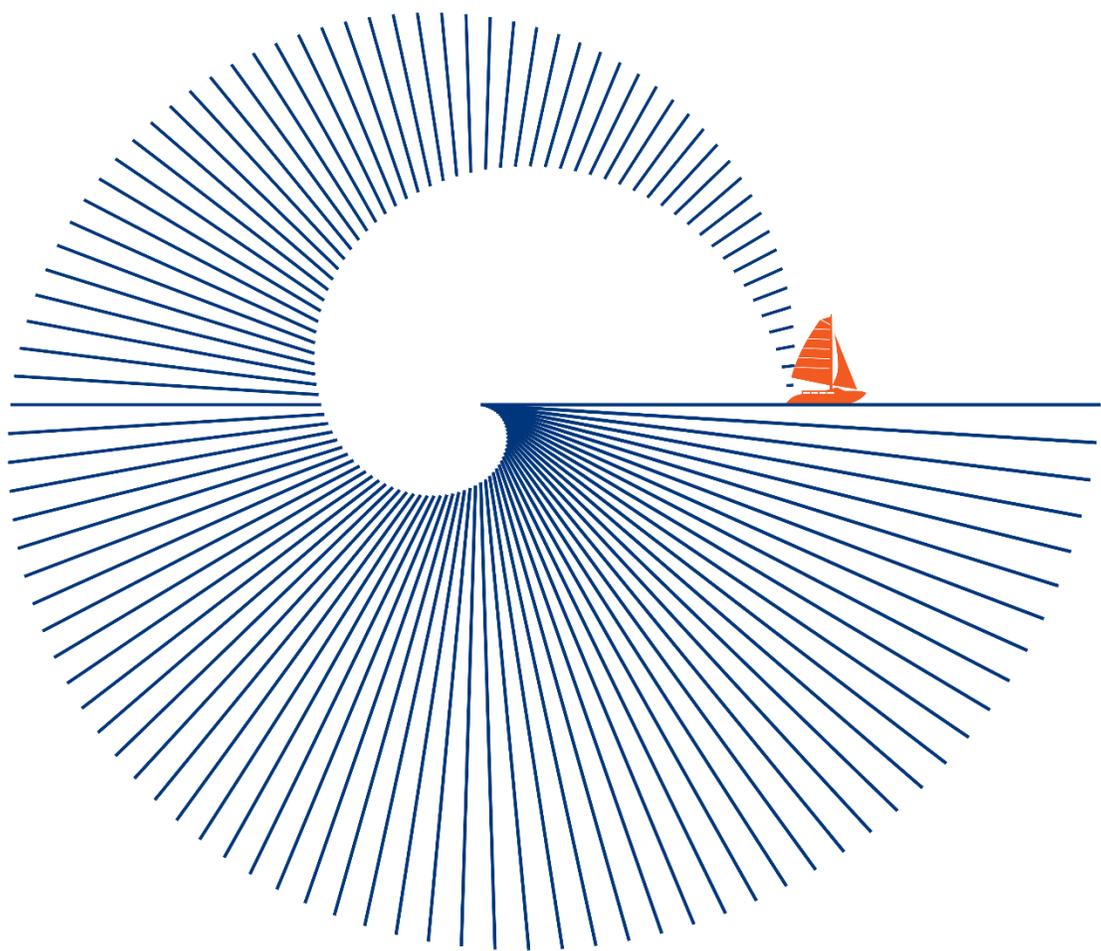
美國大選可能結果

結果	影響				情境
	白宮	國會	對外貿易	企業稅 個人稅 政府支出	
分裂政府		→	→	→	拜登連任、民主黨獲眾議院、共和黨獲參議院，現有政策幾乎不變 機率高
民主黨大勝		→	→	→	拜登連任、民主黨獲參眾兩議院，影響較小、效應短暫
共和黨大勝		→	→	→	川普當選、共和黨獲參眾兩議院，現有政策無法延續，共和黨分裂率高

資料來源：左圖DWS、凱基證券整理，右圖Citi

兩黨政策差異，反應在不同產業上

類股	支持的政黨	理由
非必需消費	共和黨	較低的個人所得稅率
國防軍工股	短期-民主黨，長期-共和黨	支持烏克蘭與長期支出
資訊科技	市值較大的公司親共和黨，社群媒體平台相關和比較小的公司偏民主黨	監管風險或供應鏈威脅較少
金融	共和黨	監理風險較小
健護醫療	分裂的政府	減少干擾/擴大產量
再生能源	民主黨	碳排放稅和加強監管
傳統石化能源	共和黨	監理風險較小
綠色永續	民主黨	稅收或監管激勵措施
基礎設施、公用事業、房地產、必需消費	民主黨	延長 2017 年的就業與減稅法案，可能會增加國家債務並提高利率



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

▶ 美國經濟有下行趨勢，但消費展現韌性；歐洲景氣觸底回升並優先降息，支撐歐股表現；新興市場以印度較佳，中國通縮難解

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

區域			
美國股市	 	•	美國景氣下行，但消費仍展現韌性，通膨降溫崎嶇但仍為下降趨勢，市場持續關注降息時點，看法調升為偏多
歐洲股市	 	•	歐洲景氣觸底回升，並已先於美國降息，企業獲利支持歐股動能，評價面並具有吸引力，看法調升為偏多
日本股市	 		日本第一季經濟成長陷入萎縮，消費、投資和淨出口皆疲軟，且市場預期7月將宣布縮減購債，看法為中性
中國股市	 		中國通縮雖有走緩，但仍為負值，且社會融資需求低迷，財政措施空間與效果有限，維持中立看法
臺灣股市	 		第3季震盪整理，第4季美國大選可能會帶來些許波動，但有機會盤整後逐步走高，看法為中立
新興亞洲	 		整體新興亞洲新出口續放緩，僅內需相對較佳，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

▶ 年至今資訊科技與通訊服務表現一枝獨秀，留意漲多修正風險；增布具防禦特性的醫療、必需消費及受惠AI加持的公用事業

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	產業獲利成長，然而通膨僵固且降息時程延後，觀察未來獲利及利潤率趨勢，整體維持中立看法
	必需消費	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	消費者需求保持強勁，第一季獲利表現為產業前段班，類股表現有支撐且產業具防禦特性，維持偏多看待
	能源	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	短期油價雖走高，然而油國自主減產逐漸取消及美國景氣下行可能壓抑相關需求，看法為中立
	金融	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	殖利率曲線趨陡有利獲利改善，近期銀行貸款條件轉寬鬆，後續觀察放款是否回升，維持中立看法
	醫療保健	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	企業獲利優於預期比例高，減重藥物及新藥議題加持，且產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
	工業	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	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	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	近期AI回溫，但評價相對已偏貴，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	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	AI推動類股表現，業務持續強勁，加上傳統電信服務具防禦特性，維持偏多看法
	原物料	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	原物料市場有觸底回升跡象，且評價面具有吸引力，然而中國經濟及房市持續低迷，整體維持中立看法
	房地產	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	雖房市需求有回升，價格亦有走高，然而降息時程延後，整體而言維持中立看法
公用事業	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	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

▶ 降息預期僵化，美國公債、高信評債逢利率走升時進場；歐洲央行降息1碼，加上法國大選政治擾動，歐元貶值支撐美元高盤

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	通膨重回下降趨勢，軟著陸路徑讓中長期公債殖利率下降空間有限，若勞動市場出現惡化，可加碼中長期公債
	投資級債券	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣有所分歧，投資級公司降評速度放緩，信用利差較窄，配置如金融、公用事業等風險調整後利差較高者
	非投資級債券	■ ■ ■ ■ ■	高利率加劇高槓桿企業負擔，銀行對低信評公司放款標準提高，信用底層財務惡化，宜避開CCC級企業債
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	新興景氣處擴張狀態，然而新興市場主權債信用利差偏低且估值分歧，需避開債信體質不佳新興市場債
商品	原油	■ ■ ■ ■ ■	OPEC+減產協議延長而自主減產逐漸取消，但高利率使民眾消費與外出減低，經濟放緩使汽油庫存提高，中性看待
	黃金	■ ■ ■ ■ ■	全球央行對美元儲備量下降，聯準會今年仍有降息1碼預期，提供金價上漲動能，預期下半年黃金呈現緩漲
貨幣	美元	■ ■ ■ ■ ■	歐洲央行降息，美德利差擴大，加上歐洲議會使歐股下跌，歐元盤整支撐美元維持高檔震盪
	歐元	■ ■ ■ ■ ■	進入降息循環加上聯準會保持觀望，歐洲議會、法國議會極右派聲量增加，添短期政治不確定性，歐元近期偏弱
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	日本銀行將在7月底公布縮減購買公債細節，但美日兩國利差仍大，日本官員口頭干預難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤
	人民幣	■ ■ ■ ■ ■	中國推出多項房市利多，貨幣政策偏寬鬆，然景氣未見明顯改善，預期人民幣續弱

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、歐股，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/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

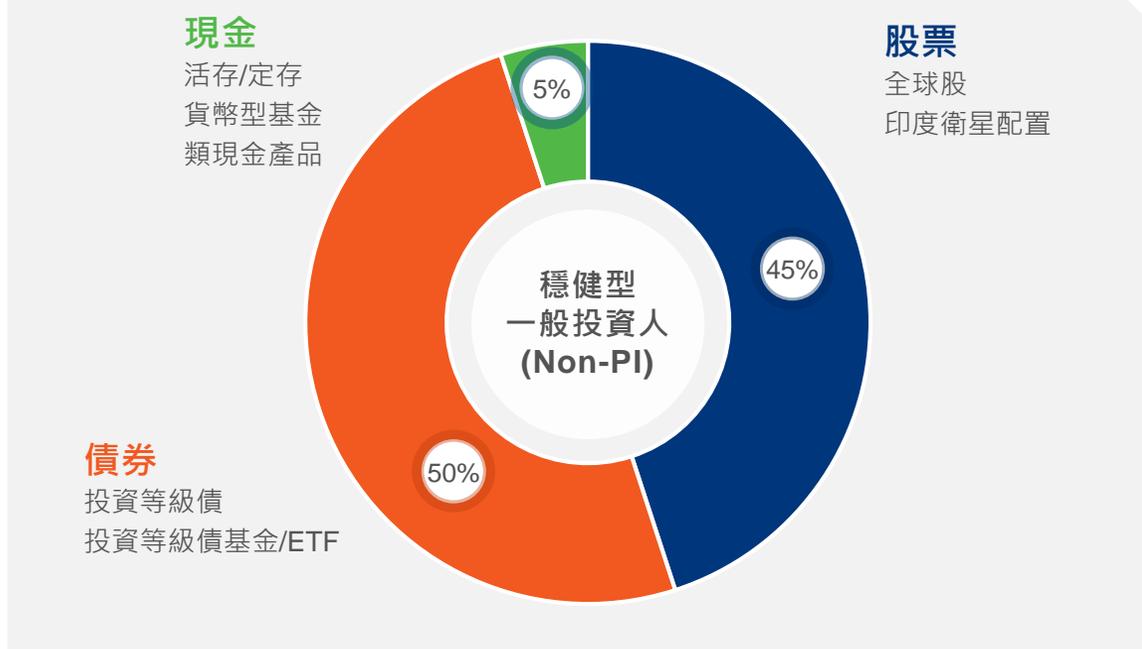
2 風險資產調降

- ◆ 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 – 股市震盪後向上，股債平衡配置提高勝率

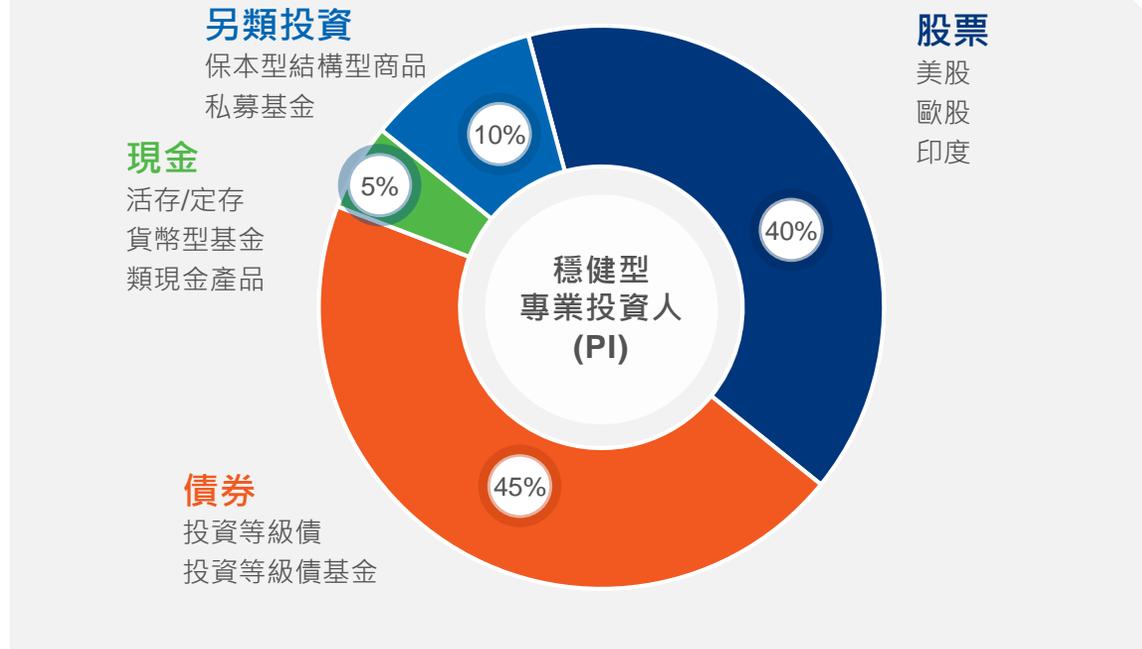
- ▶ 美國經濟雖顯示降溫，但股市獲資金面、獲利面及評價面支持，預期美股高檔震盪後仍將上行。非美地區的歐洲及印度可適度布局。
- ▶ 景氣朝軟著陸發展，建議布局信評A至BBB級之中天期投資級債，鎖利同時參與債信改善機會。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



[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%

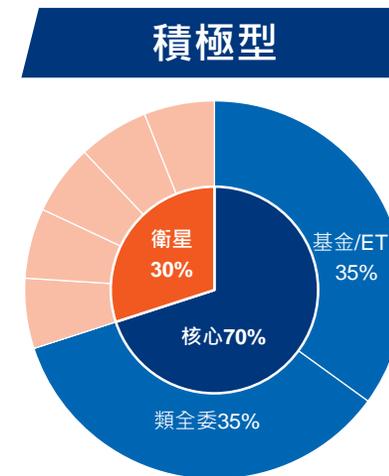
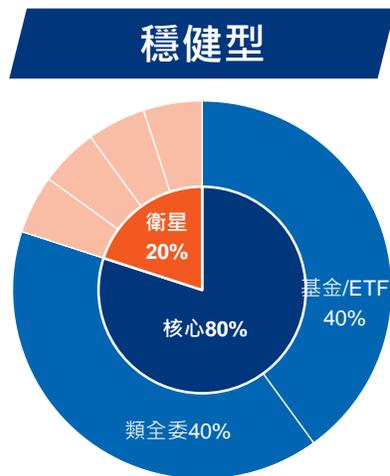
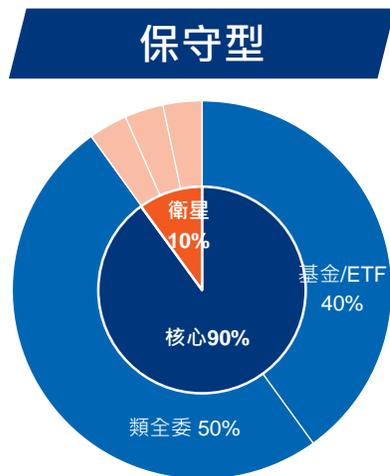
專業投資人(PI)投資組合配置建議



[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

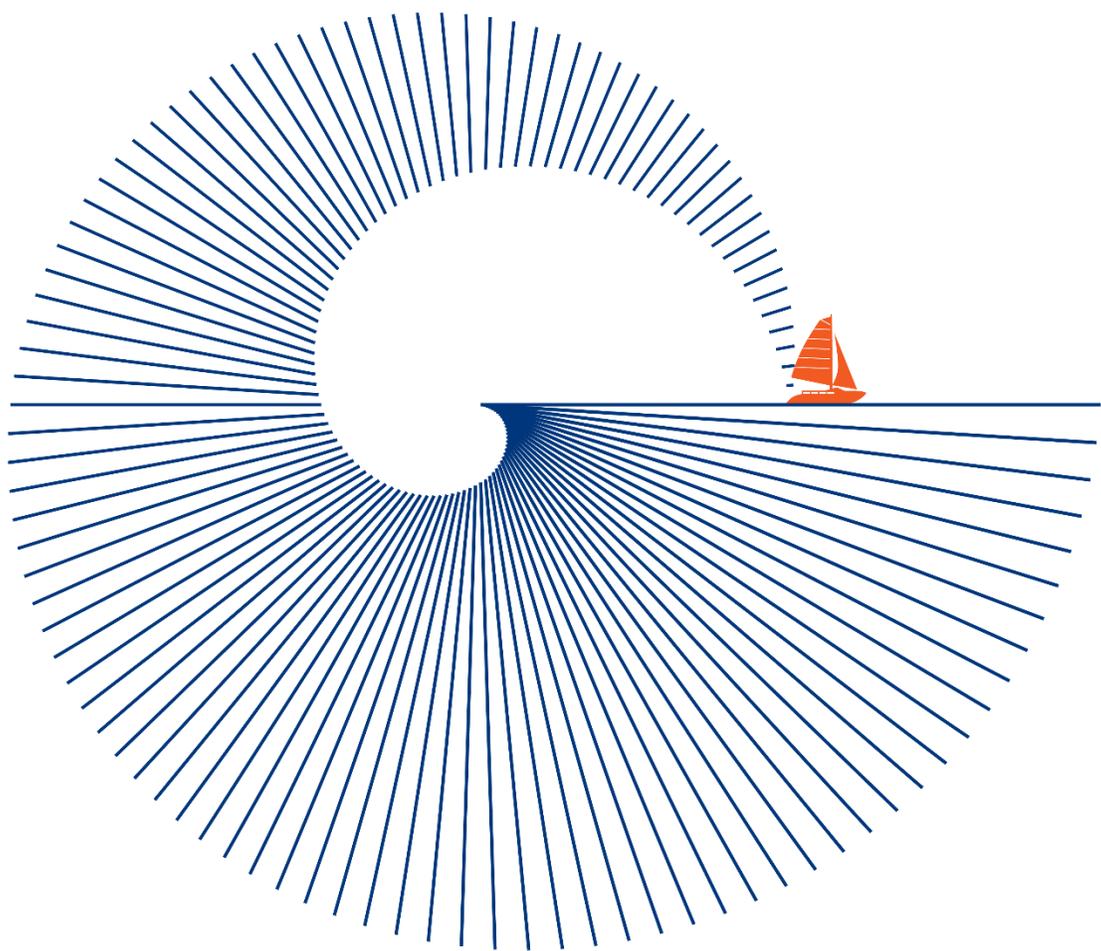
- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



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	

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	

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	



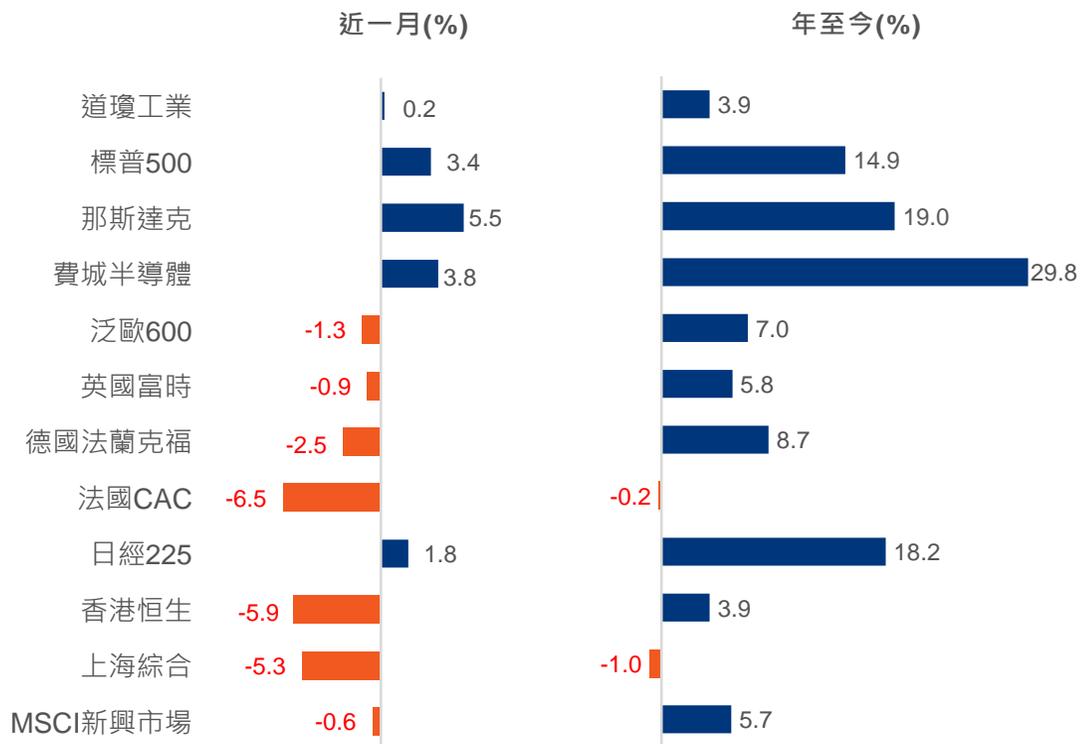
附件

- ▶ 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

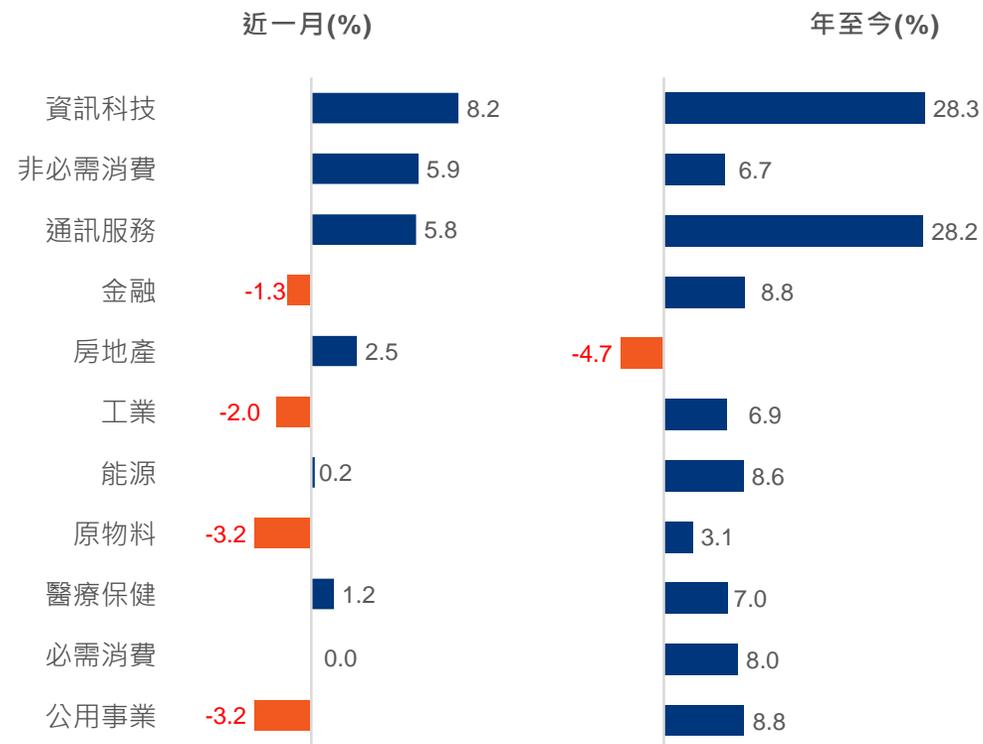
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 全球股市高檔震盪，美股在科技、電子、半導體帶領下，表現強勁。歐洲議會選舉右派崛起，法國將舉行國會改選，政治風險升、股市弱。
- ▶ 資訊科技、非必需消費和通訊等表現較佳，利率回落使房地產類股反彈，原物料、公用事業漲多回檔修正。

各地區指數表現



各產業指數表現

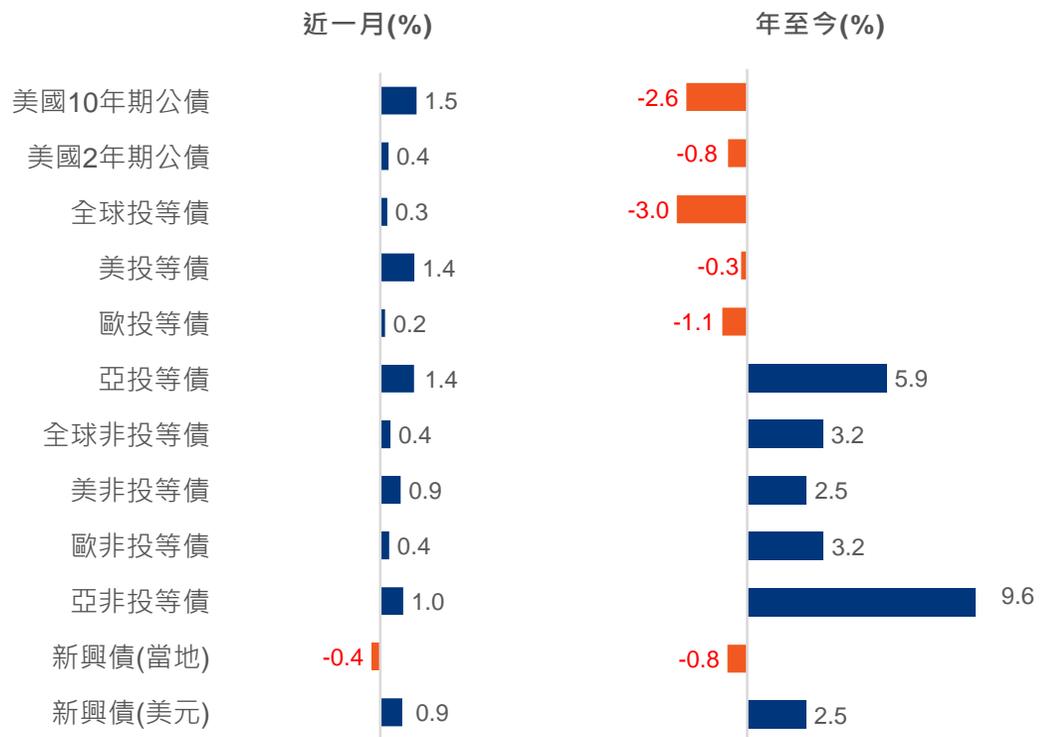


資料來源：Bloomberg · 2024年6月28日

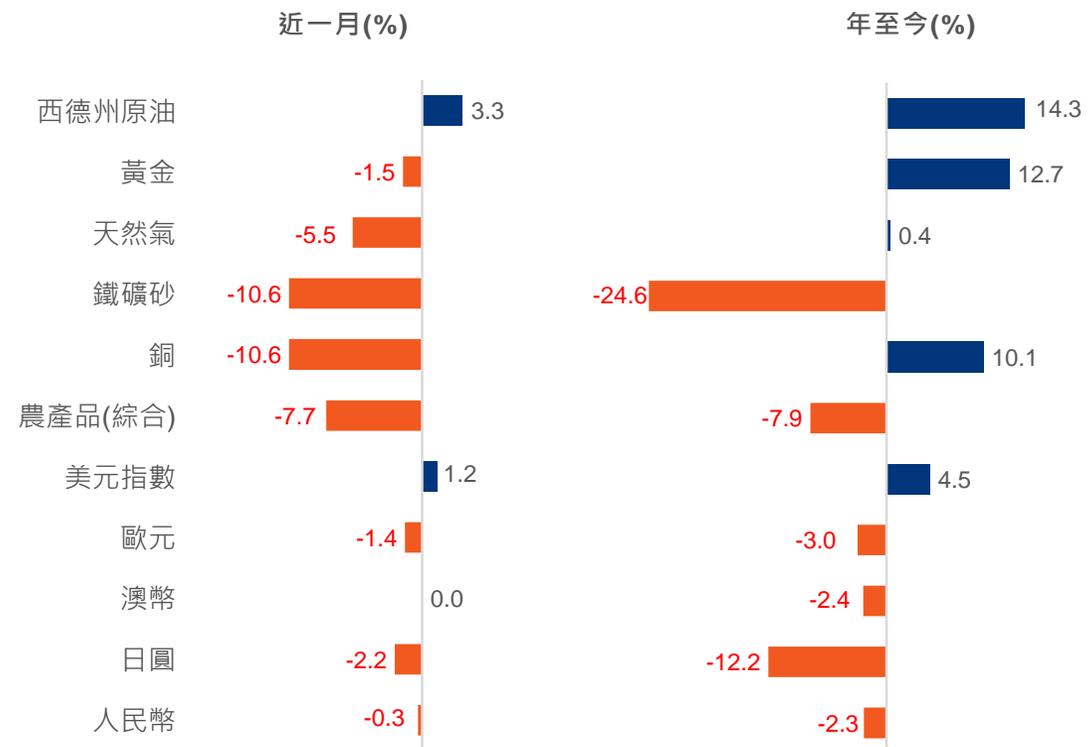
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 歐洲央行降息一碼，瑞士、瑞典和加拿大也降息，利率下滑對債券市場形成支撐，長天期的公債、投等債漲幅更多。
- ▶ 歐洲政治不確定因素上升，歐元貶值、美元指數高位盤整。美元升值、對商品價格有壓，之前漲多的銅礦修正較明顯。

各類債券表現



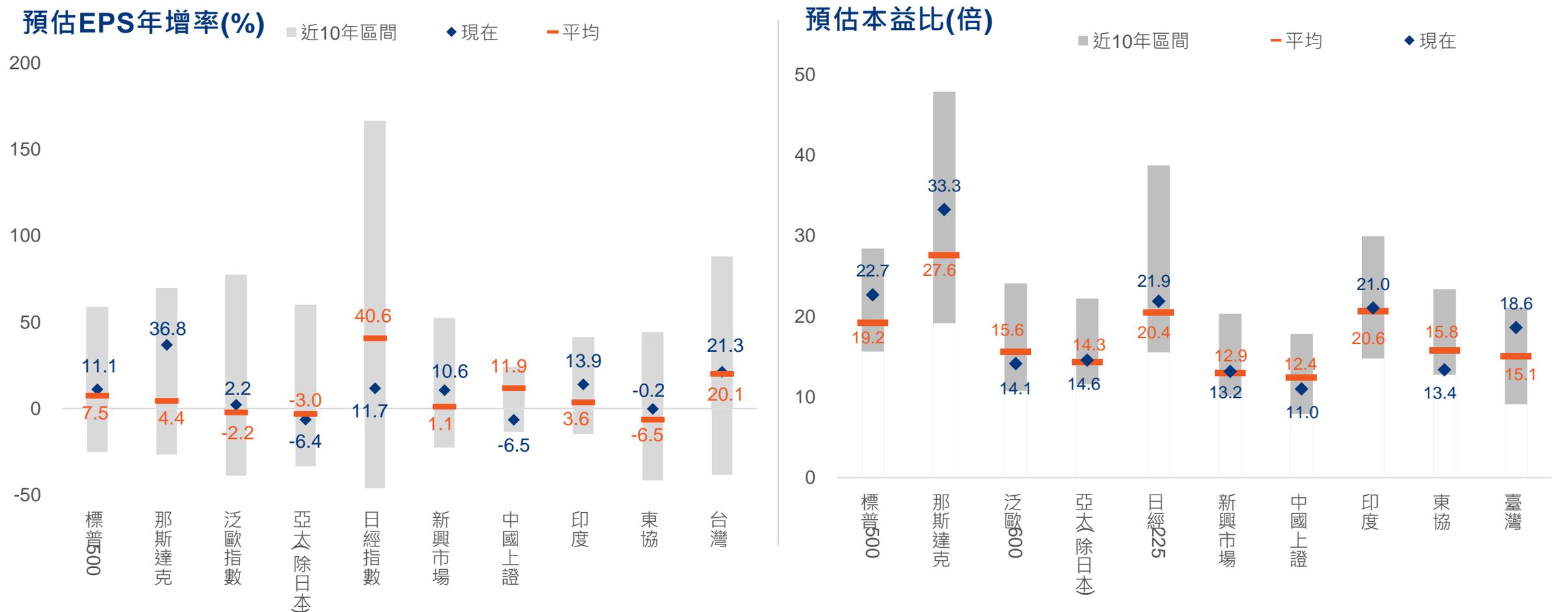
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年6月28日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

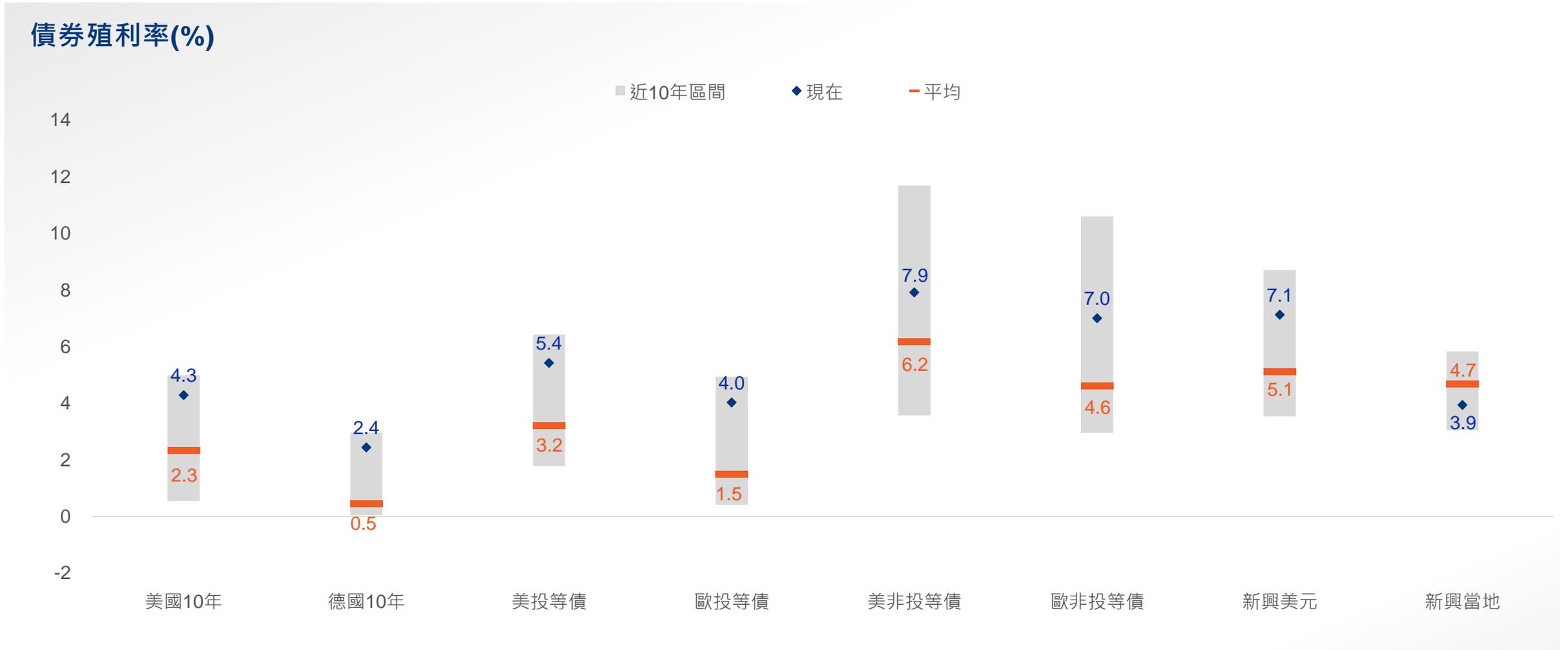
▶ 科技股、新興市場、印度獲利年增率遠高於過去10年平均，基本面佳對股市較有支撐。歐股、陸股和東協評價較低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年6月28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。

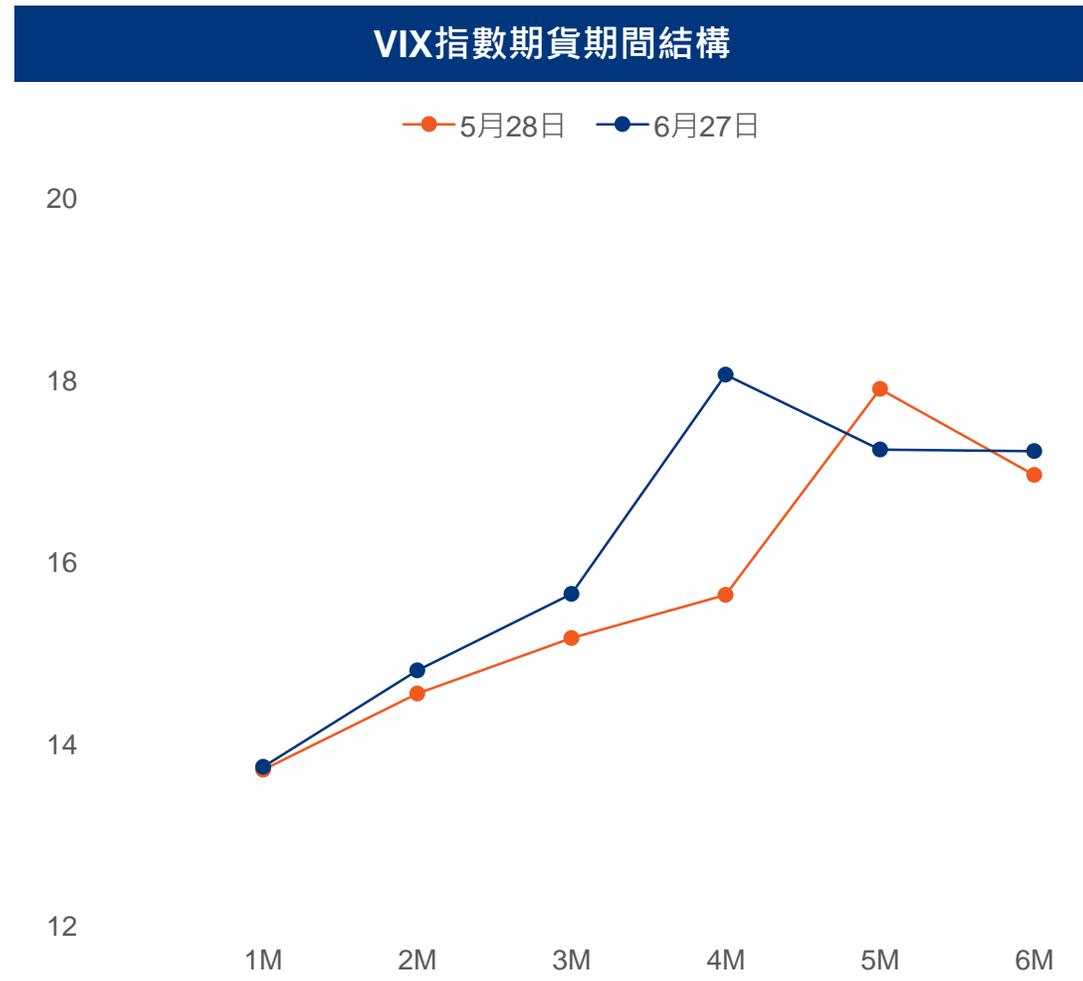


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年6月28日

跨資產市場波動率

▶ 6月主要股債市波動率指數上升；黃金微幅震盪，原油反彈，波動率下降；4個月後到期VIX期貨上升，反應美國大選不確定性

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	12.24	0.31	14.47
道瓊波動率指數(VXD)	11.51	0.61	12.71
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	19.06	5.75	15.35
香港恒生波動率指數(VHSI)	20.12	-0.55	23.52
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	18.78	4.68	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)	15.16	3.26	17.10
黃金ETF波動率指數(GVZ)	15.01	-0.25	14.70
石油ETF波動率指數(OVX)	26.28	-1.28	33.10
歐元ETF波動率指數(EVZ)	8.32	2.36	6.88



資料來源：Bloomberg · 2024年6月27日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至6月27日，已開發市場股票與大宗商品表現相對強勁

■ 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%	美國股市 15.3%	美國股市 12.9%
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%	大宗商品 13.4%	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%	新興市場股市 7.2%	歐洲股市 6.4%
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 6.5%	基礎建設 5.1%
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%	日本股市 5.7%	大宗商品 4.2%
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%	中國股市 4.9%	非投資級債券 4.2%
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%	基礎建設 4.2%	新興市場股市 4.2%
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 3.2%	REITs 3.6%
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 2.6%	新興市場債券 2.6%
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 1.9%
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 -0.2%	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 -2.9%	中國股市 0.8%
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 -4.7%	已開發國家公債 -0.8%

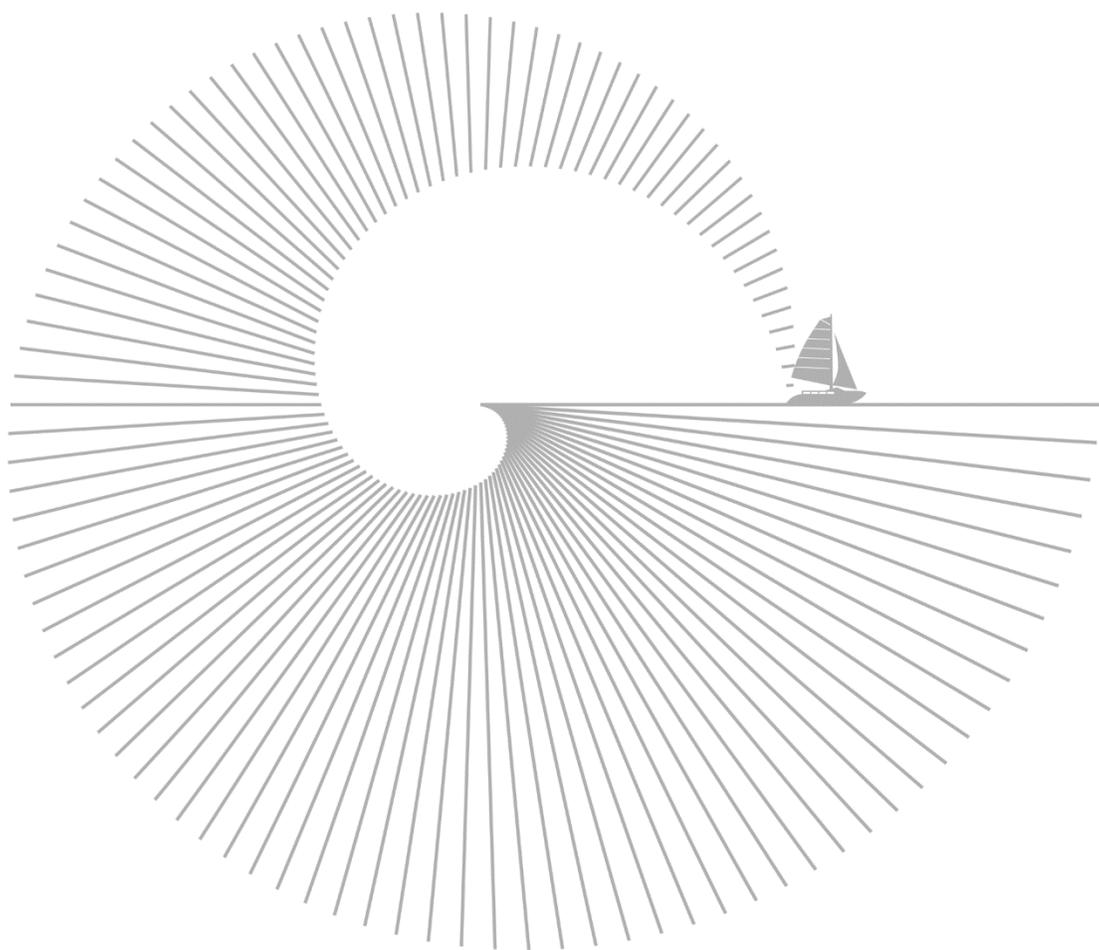
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年6月27日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2024年6月27日

重要經濟數據 / 事件

JULY 2024

<p>1 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月標普全球製造業PMI終值 • 美國6月ISM製造業指數 • 歐元區6月製造業PMI終值 • 日本6月自分銀行製造業PMI終值 	<p>2 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區6月CPI初值 	<p>3 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月ADP就業變動 • 美國5月工廠訂單 • 美國6月ISM服務業指數 • 美國5月耐久財訂單終值 	<p>4 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 英國議會選舉 	<p>5 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月非農業就業人口變動 • 美國6月失業率 • 臺灣6月CPI
<p>8 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本5月國際收支經常帳餘額 	<p>9 Tuesday</p>	<p>10 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月MBA貸款申請指數 • 美國5月躉售存貨終值 • 日本6月PPI 	<p>11 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月CPI • 日本5月核心機器訂單 	<p>12 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月PPI • 美國7月密大消費者信心指數初值 • 日本5月工業生產終值
<p>15 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月紐約州製造業調查指數 	<p>16 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月先期零售銷售 	<p>17 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月新屋開工 • 美國6月工業生產 • 歐元區6月CPI終值 	<p>18 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月領先指數 • 歐元區7月歐洲中央銀行利率決策 	<p>19 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本6月全國消費者物價指數
<p>22 Monday</p>	<p>23 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月成屋銷售 	<p>24 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月標普全球製造業PMI初值 • 美國6月新屋銷售 • 歐元區7月製造業PMI初值 • 日本7月自分銀行製造業PMI初值 	<p>25 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國第2季GDP • 美國6月耐久財訂單初值 	<p>26 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國6月個人所得、個人支出 • 美國7月密大消費者信心指數終值 • 日本7月東京消費者物價指數
<p>29 Monday</p>	<p>30 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月經濟諮詢委員會消費者信心 • 歐元區第2季GDP • 日本6月失業率 	<p>31 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區7月CPI初值 • 日本6月工業生產初值 • 日本7月日本銀行利率決策 • 美國7月聯準會利率決議 	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

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。