

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

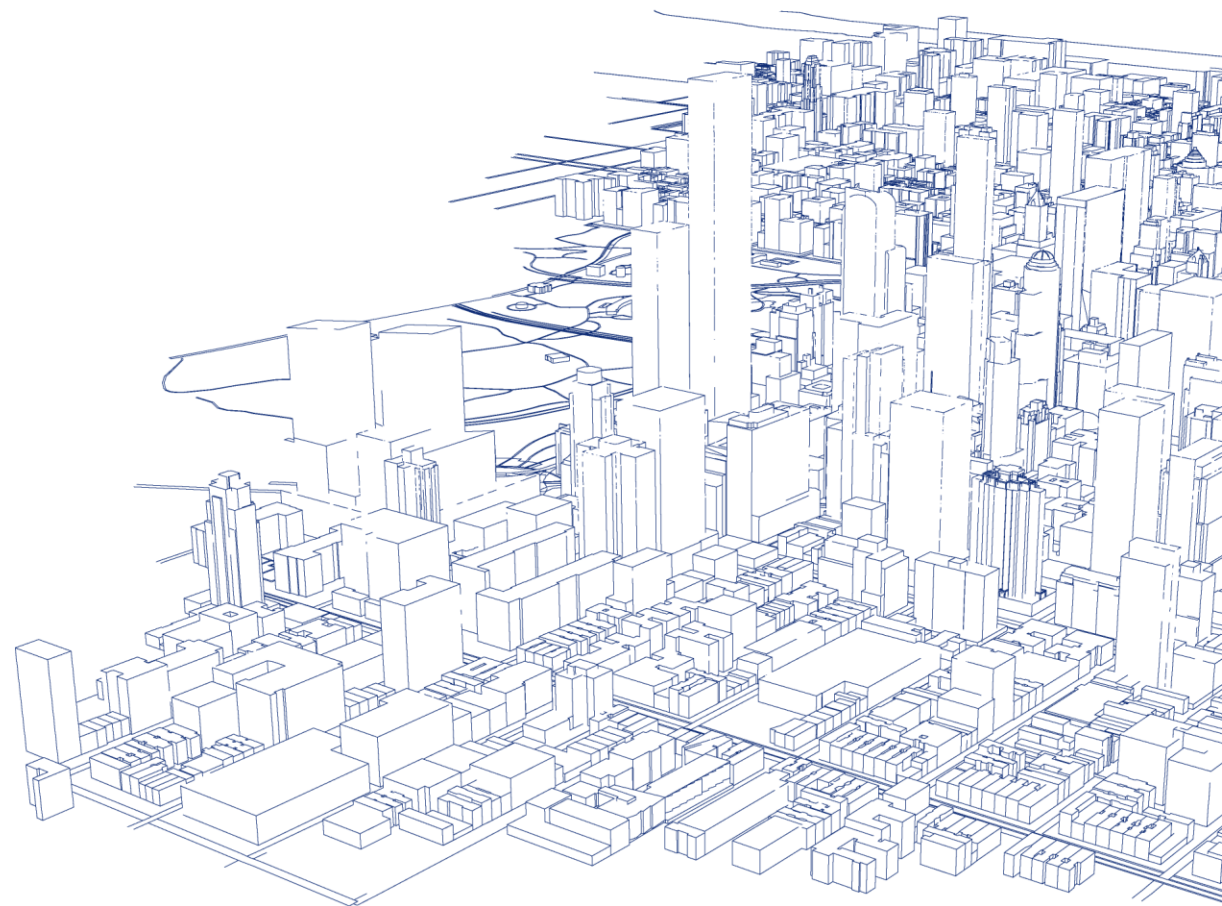
降息將臨

Rate Cut Is Coming Soon

2024年9月

環球投資觀點 摘要

- 近月市場反應總經、政局、企業財報、市場資金等面向的劇烈交互影響。美國就業數據不佳，使市場擔憂硬著陸風險升溫，伴隨AI需求能否持續之質疑，且7月中至8月初日圓快速升值，導致套利交易平倉，全球股市出現先跌後回彈的高波動度，市場不確定性使黃金避險需求仍旺。**Jackson Hole**會議上聯準會主席暗示調降利率政策，9月降息幾乎成定局，續推升債券價格，美元走弱。
- 由於市場開始預期聯準會會進行較為積極的降息策略，依照過去歷史經驗的7次大降息週期，聯準會第一次降息的前三個月至降息後的三個月的期間報酬顯示，大盤漲多於跌，再細分次產業後發現，防禦型產業不但能抵禦風險，且在降息期間表現佳，公用、通訊服務、必需性消費三種防禦型產業的報酬最高，能有顯著超額報酬，報酬中位數優於大盤表現約5~10%。
- 債市方面，美國通膨與就業趨緩，聯準會9月降息機率高，首選公債與債信具改善機會的投資級債，考量美國公債殖利率降幅，已多反映景氣現狀與美國未來降息預期，建議先針對中天期債券鎖利，逢殖利率反彈再布局長天期債券。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。
- 面對市場不確定性升高，以「BEST」投資主軸，挑選債信體質穩健的投資級債，配置防禦型產業，逢回定期定額累積長期成長佳的AI題材標的。透過股債資產布局的方式，穩定累積報酬並降低潛在波動。



1 投資策略

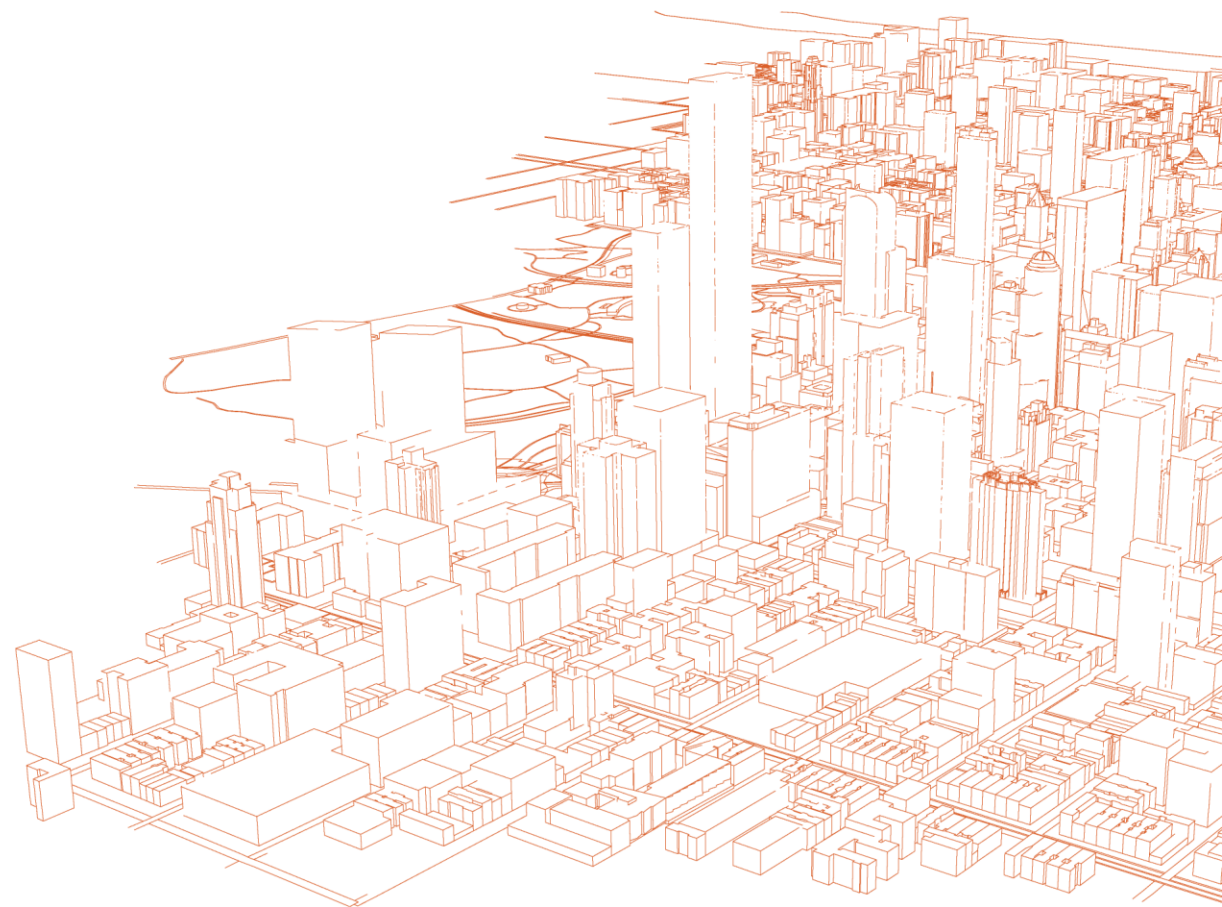
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

景氣下行擾動難消，好債抗波動
公用兼具防禦高息，受惠美降息
健護醫療抗震度強，長期展望佳

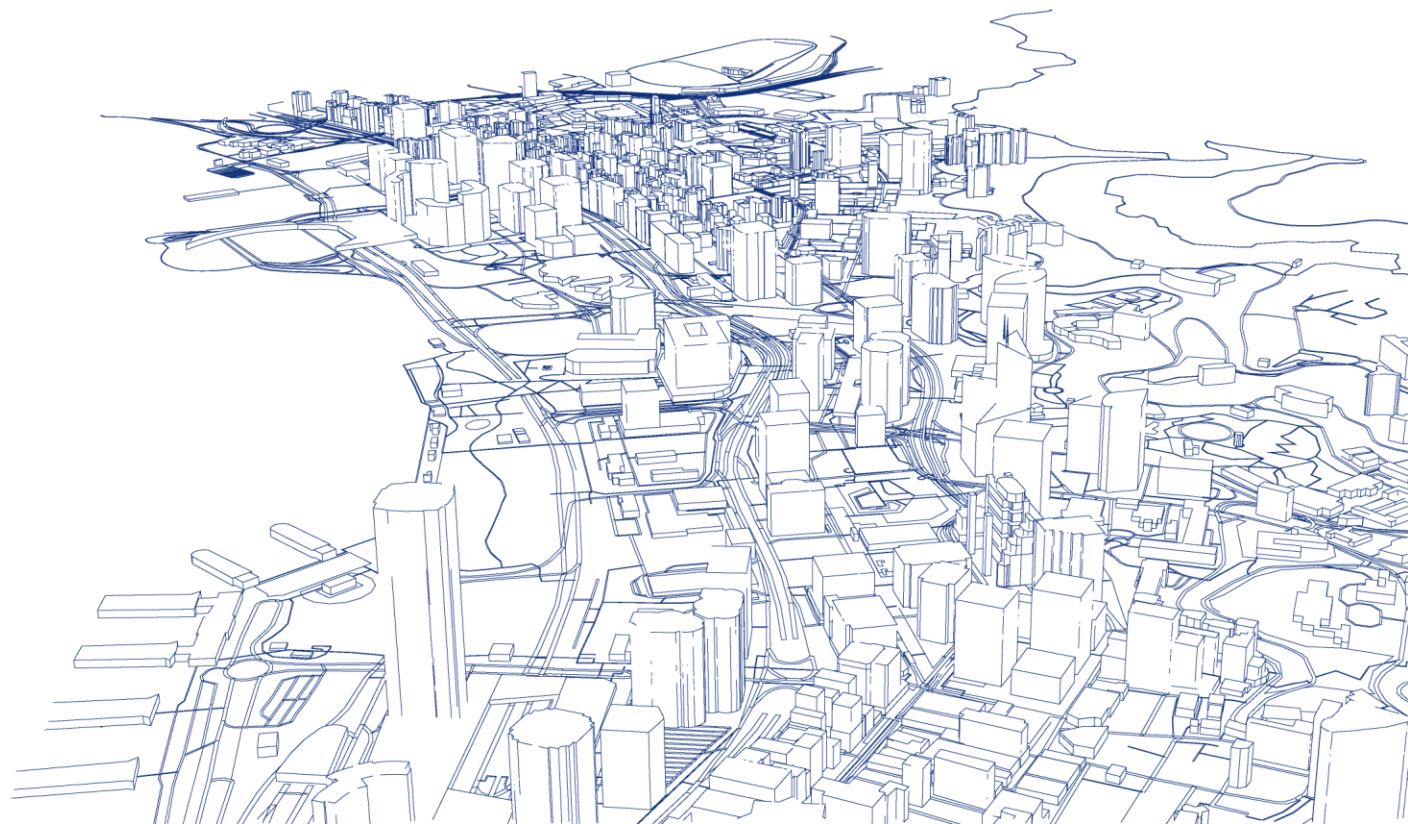
3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置



1 投資策略

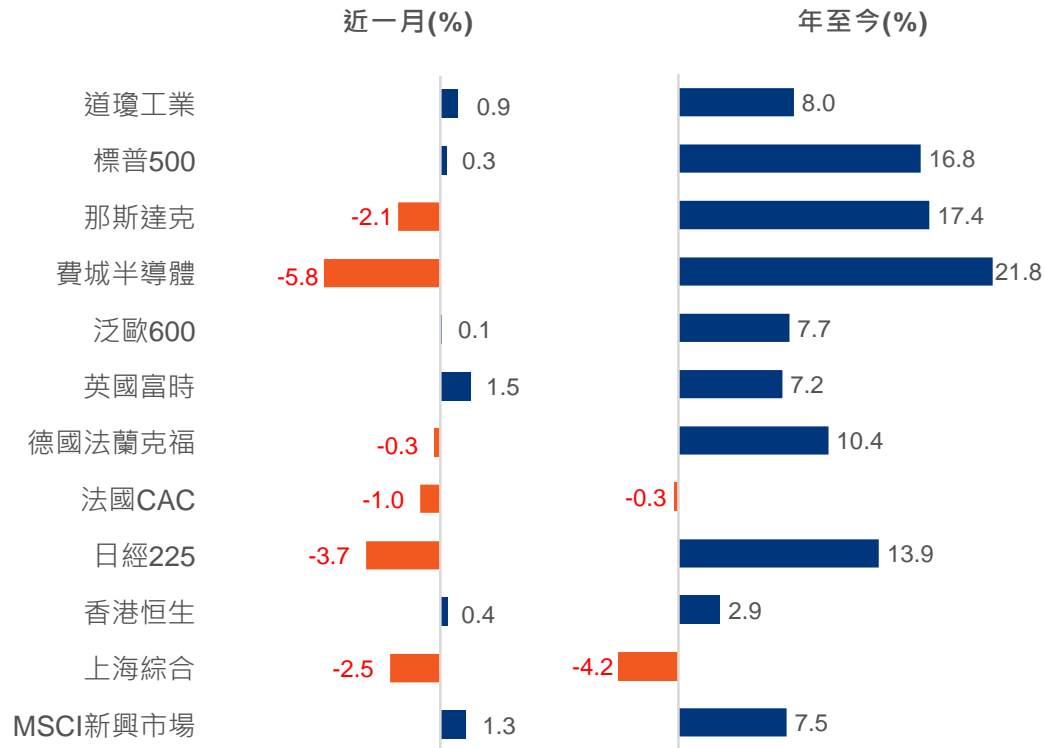
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆



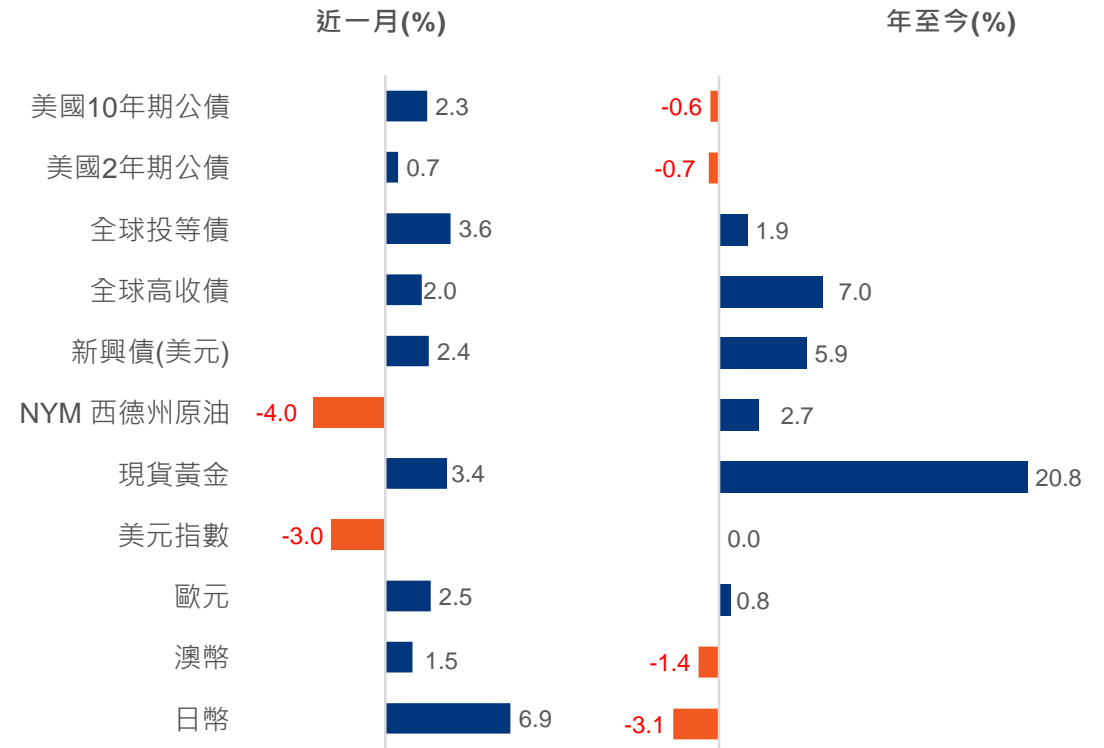
全球市場回顧 – 近月風險資產回調，波動度與不確定性升溫

- ▶ 美國經濟數據不佳，市場擔憂硬著陸風險升溫，伴隨AI需求能否持續之質疑，導致近一月各國指數偏弱，且7月中至8月初日圓快速升值，導致套利交易平倉，使資金進一步減持風險資產。即便隨後全球股市都出現強勁反彈，但波動性升高為近期主軸，費半、日經月跌幅最深。
- ▶ Jackson Hole會議暗示調降利率政策續推升債券價格，美元走弱。總經放緩使市場擔憂實質需求減緩伴隨不確定增，使得油價跌黃金續創高。

各地區指數表現



各債券、商品指數與匯率表現



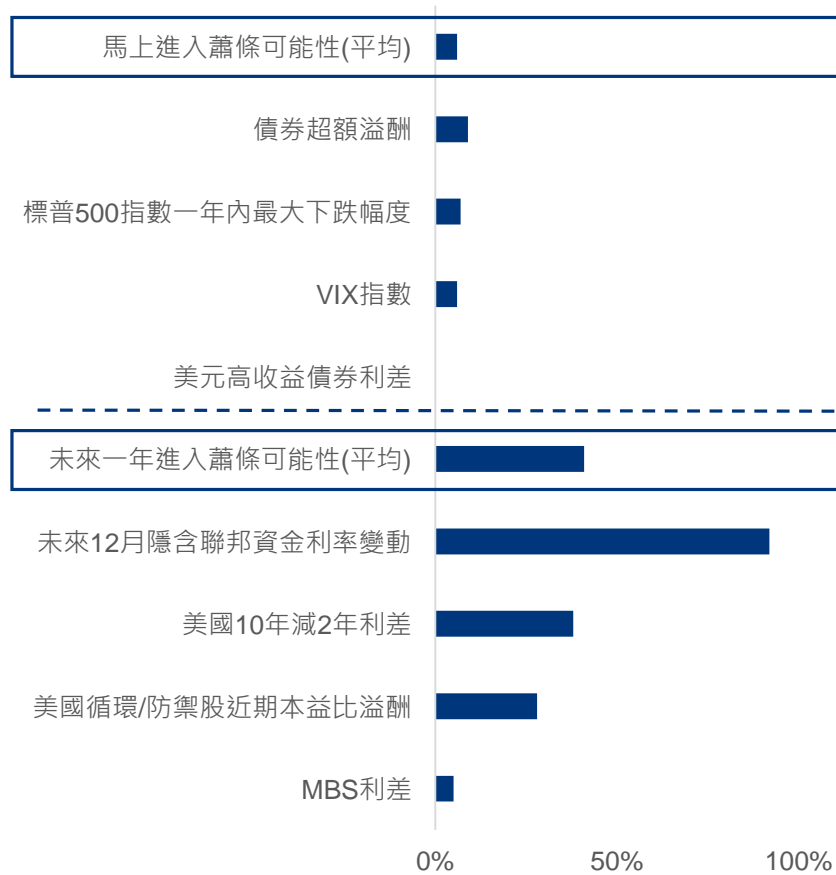
資料來源：Bloomberg · 2024年8月23日

市場衰退風險尚可控，但偏空市場情緒增加波動度

- ▶ 研究衰退可能性追蹤數據顯示，美國在未來一年進入蕭條機率41%，主要受到短期聯邦資金利率變動指標快速上升造成，但其他指標仍處在合理與偏低水準，馬上進入蕭條的可能性不到6%。而從聯準會關注的勞動市場出現明顯惡化，失業率達4.3%為近三年新高，但是否會演變成硬著陸，凱基投顧表示尚需觀察三大勞動指標(職務空缺率是否降至4.5%以下、非農就業增加數趨勢是否掉到16萬人以下，與每週請領失業救濟金人數趨勢升)。
- ▶ 但自7月中以來的市場修正，使得風險趨避情緒高漲，渣打風險情緒指標在2023年8月與11月調高升息預期時，指標一度靠近-0.9極端值，近期數據使得指標短期從極樂觀0.5快速下滑。第三季除衰退風險，尚包括地緣政治風險、美國大選等，預期波動度仍高，故資產配置可以保守防禦應對。

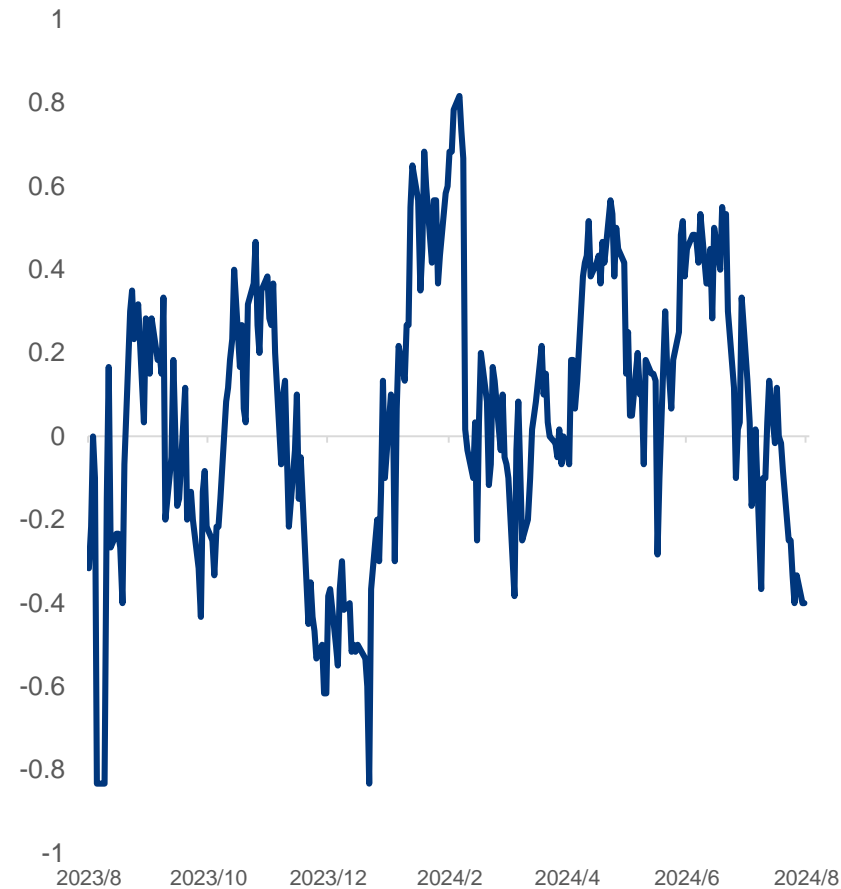
未來一年進入蕭條可能性41%，未突破50%

市場隱含美國蕭條機率指標



風險情緒指標從7月快速下滑影響股市動能

渣打風險情緒指標

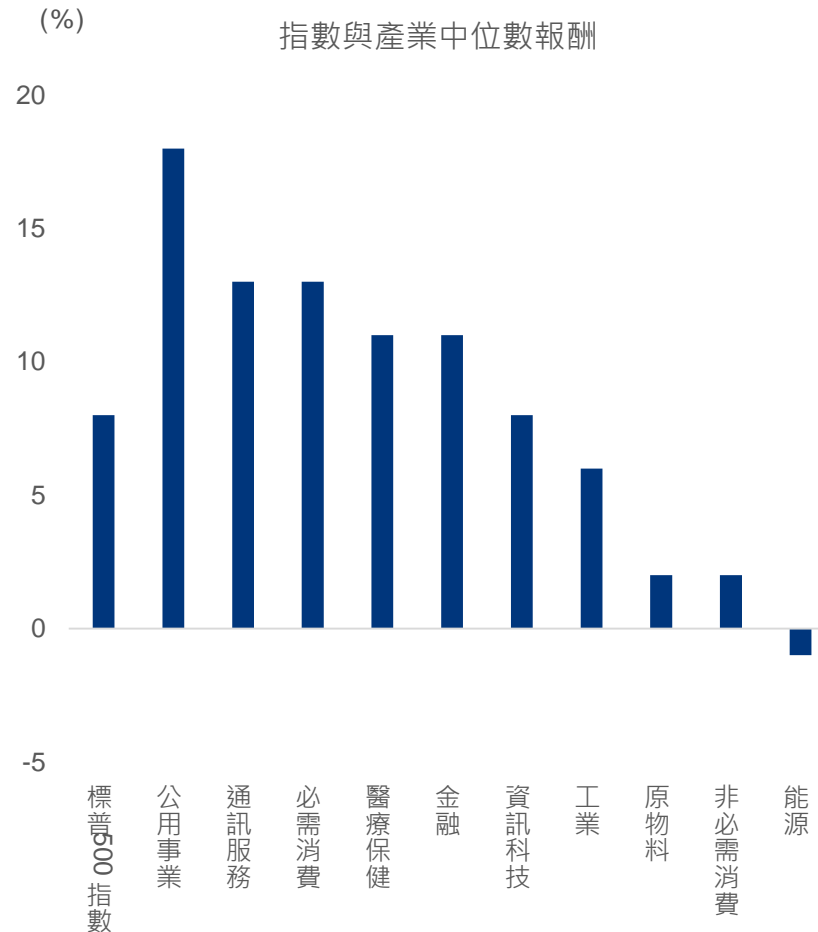


資料來源：Haver Analytics、Datastream、Worldscope、Goldman Sachs Global Investment Research、Bloomberg

降息前夕如何布局？防禦型產業表現佳，避開景氣循環產業

- 由於疲軟的就業數據，市場開始預期聯準會會進行較為積極的降息策略，依照過去歷史經驗，統計從1984年以來的7次大降息週期，聯準會第一次降息的前三個月至降息後的三個月期間報酬，大盤漲多於跌，中位數報酬達8%。再細分之產業後發現，防禦類股表現最好，防禦性又以公用、通訊服務、必需性消費三產業的報酬最高，能有顯著超額報酬，報酬中位數優於大盤表現約5~10%。
- 公用事業在降息週期開始大盤偏多時，小幅漲輸大盤，然而在大盤表現中性或偏空時，能明顯擊敗大盤。通訊服務過去以電信為主時能明顯擊敗大盤，但近年科技巨頭興起，部分歸類於通訊服務略為降低防禦力，必需消費與醫療保健在降息週期首次降息期間也多數能有效擊敗大盤。相對而言，其他景氣循環相關產業則偏向落後大盤。

標普500指數過去7次降息週期第一次降息前後三個月表現，防禦型產業表現佳



(%)	1984	1987	1989	1995	1998	2001	2007	2019	中位數
標普500指數報酬	10	-19	21	17	11	-22	-4	5	8
產業對比標普500指數前後三個月之超額報酬									
公用事業	15	21	-2	-4	-2	19	12	8	10
通訊服務	8	18	10	1	20	2	2	-1	5
必需消費	4	4	12	-1	-1	29	10	5	5
醫療保健	-3	2	4	10	2	13	4	2	3
金融	13	-1	6	11	-14	10	-18	0	3
資訊科技	-1	-7	-19	8	25	-30	7	2	0
工業	-1	-3	0	-4	-9	5	3	-3	-2
原物料	-7	-5	-6	-11	-22	31	5	0	-6
非必需消費	1	-8	0	-7	-6	5	-11	-5	-6
能源	-10	0	-8	-10	-12	11	11	-14	-9

資料來源：Bloomberg、Goldman Sachs

2024年9月
環球投資觀點



投資策略：美國經濟數據疲軟且屆臨大選，防禦股抵禦波動

美國經濟數據疲軟硬著陸風險仍存，衰退風險引發股市波動度上升，加上屆臨美國大選，川普與賀錦麗民調收斂，增加市場不確定性，建議配置防禦股因應。聯準會9月降息可能性持續走升，同步推升黃金與債市表現，後續需留意景氣下行對美國企業違約的負面影響，宜避開債信體質相對薄弱的非投資等級債，並可漸布高信評中長期部位。

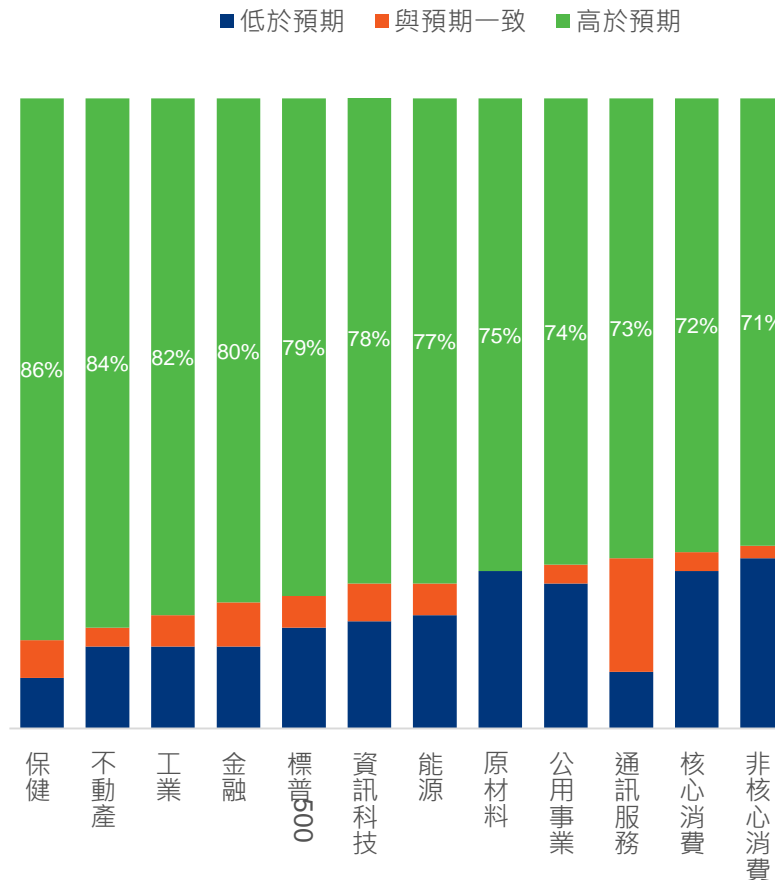
資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 中性偏多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ● ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國勞動市場正逐漸惡化，聯準會降息意圖不足，導致硬著陸機率提高，建議布局中長期公債部位
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國投資級利差已多反映經濟軟著陸情況，以金融、通訊、公用事業等風險調整後利差具相對投資價值
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣偏下行發展，加劇企業違約與相關債券信用利差擴大風險，宜降低非投資級企業債曝險
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐美景氣下行，新興市場經濟驚奇指數有轉弱跡象，新興債券殖利率略優於美國，維持中性評等
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國景氣放緩、勞動市場降溫，企業申請破產數增加，短線市場波動提高，以防禦為主要策略，評等調降為中性
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐洲景氣復甦強度不如先前預期，3大機構對歐元區的景氣調查亦呈現惡化，評等調降為中性
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日股受套利交易反向平倉而回檔，可逢反彈獲利了結並留意受惠日圓升值而有機會補漲的內需股，維持中性看法
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	各國製造業PMI近期皆有惡化狀況，維持新興亞洲中立看法；印度受惠權重上調，仍看好長期發展
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	聯準會多位理事發言都傾向9月降息，但不需要加速幅度，預期美國與他國利差不會快速收斂，美元將區間盤整
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	隨日銀升息、近月日圓大幅升值8%，因套利交易回補暫緩，日圓短期或區間震盪，中長期因美日利差收窄偏升
<p>黃金/ 另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	9月聯準會將降息，加上美元走弱，新興市場央行與民間續購金，及中東地緣政治等避險需求，預期金價續漲
	另類資產	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	多空操作與股債相關性低的另類資產，具有分散投資組合風險功能，股市波動放大之際，可獲得較穩健報酬

股市展望 – 財報好壞互見，市場居高思危，以防禦股為布局重點

- ▶ 美股主要受總經面、企業財報及企業評價等層面影響。企業財報的部分，本季獲利優於預期企業比例79%高於長期平均值(5年平均77%，10年平均74%)，然而超出預期幅度3.5%低於長期平均值(5年平均8.6%，10年平均6.8%)，標普500指數預估本益比亦高於長期平均，然而若排除7巨頭，其餘企業並無過高跡象。因此整體而言，企業財報表現不差對股市有一定支撐，然而缺乏向上表現動能。
- ▶ 若觀察本季優於預期的公司股價表現可發現，相較長期平均值而言，本季獲利優於預期公司股價上漲幅度與長期平均相當，然而獲利不如預期的公司股價跌幅遠高於長期平均，反應市場有居高思危的跡象。目前景氣放緩但未步入衰退，因此布局以防禦股為重點，並持續觀察相關景氣、就業指標發展趨勢。

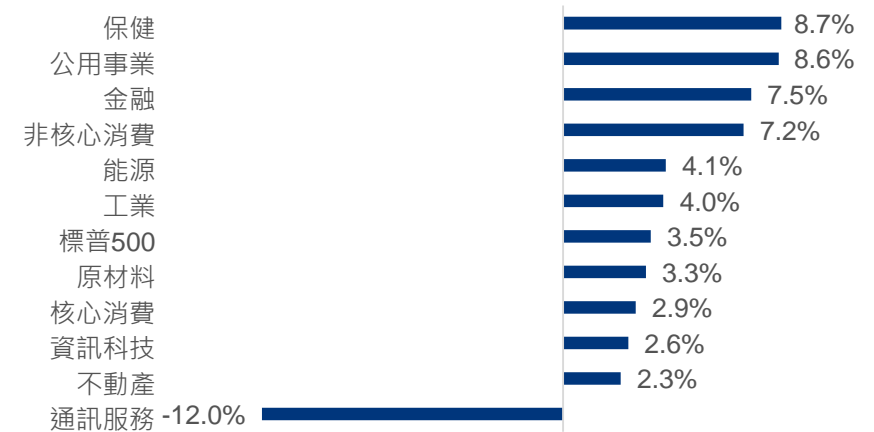
本季79%企業獲利優於預期高於長期平均

2024年第2季標普500企業獲利表現

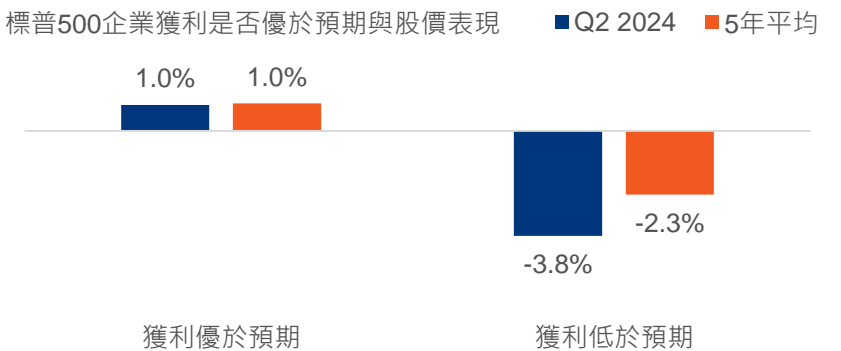


本季獲利優於預期幅度3.5%低於長期平均

2024年第2季標普500企業獲利優於預期幅度



標普500企業獲利是否優於預期與股價表現



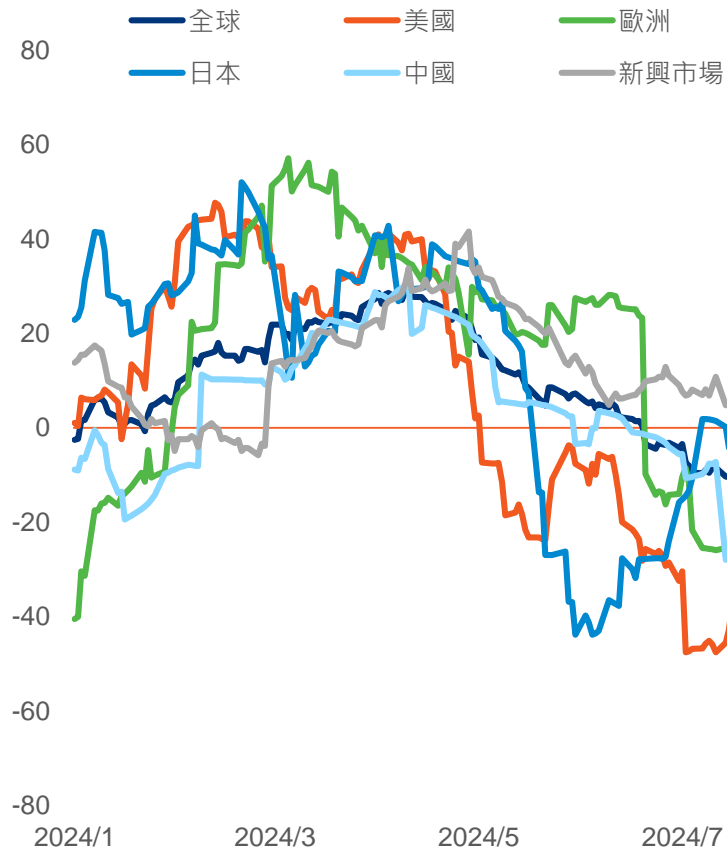
資料來源：Factset，資料截至2024年8月16日

債市展望 – 景氣衰退疑慮升，增加高信評債券抗擾動

- ▶ 美國7月失業率上升觸發薩姆規則，美國景氣硬著陸與衰退疑慮增溫，然檢視其它衰退指標，如(1)美國長短天期公債利差，如10年減2年利差，倒掛後一度回到正值再回落。(2)初領失業救濟金人數仍處23.8萬人低位，相較過往衰退前30萬人以上有段差距，(3)美國企業獲利仍為正成長。從前述衰退指標可發現，確實部分指標被觸及，長線投資人可增加美國公債與投資級債配置，降低市場擾動。
- ▶ 除景氣動向外，中東衝突有升溫跡象，疊加11月美國總統大選將至，皆為進一步推升市場波動因子，考量FOMC會議後，美國9月降息機率達100%，近期經濟存在下行風險，且通膨逐步往聯準會政策目標邁進，降息時程可能加速，配置中天期債券鎖住好息與豐沛金流，若硬著陸風險增，則增布長天期債。

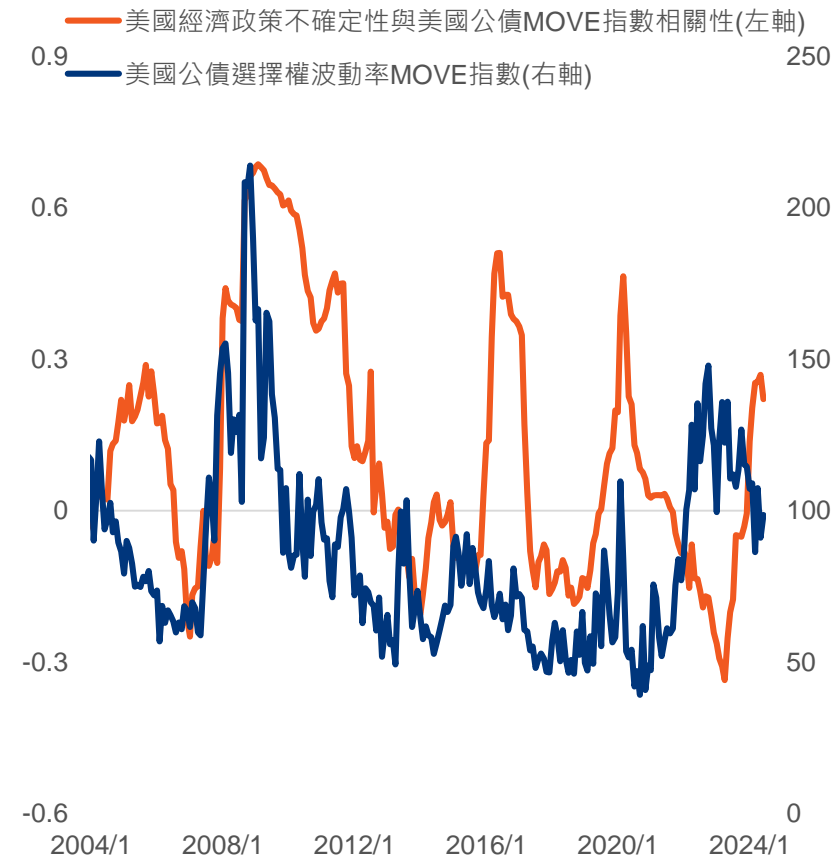
景氣朝軟著陸發展，但衰退風險有升溫跡象

花旗經濟驚奇指數



地緣政經不確定性升溫，為下半年擾動因子

相關係數

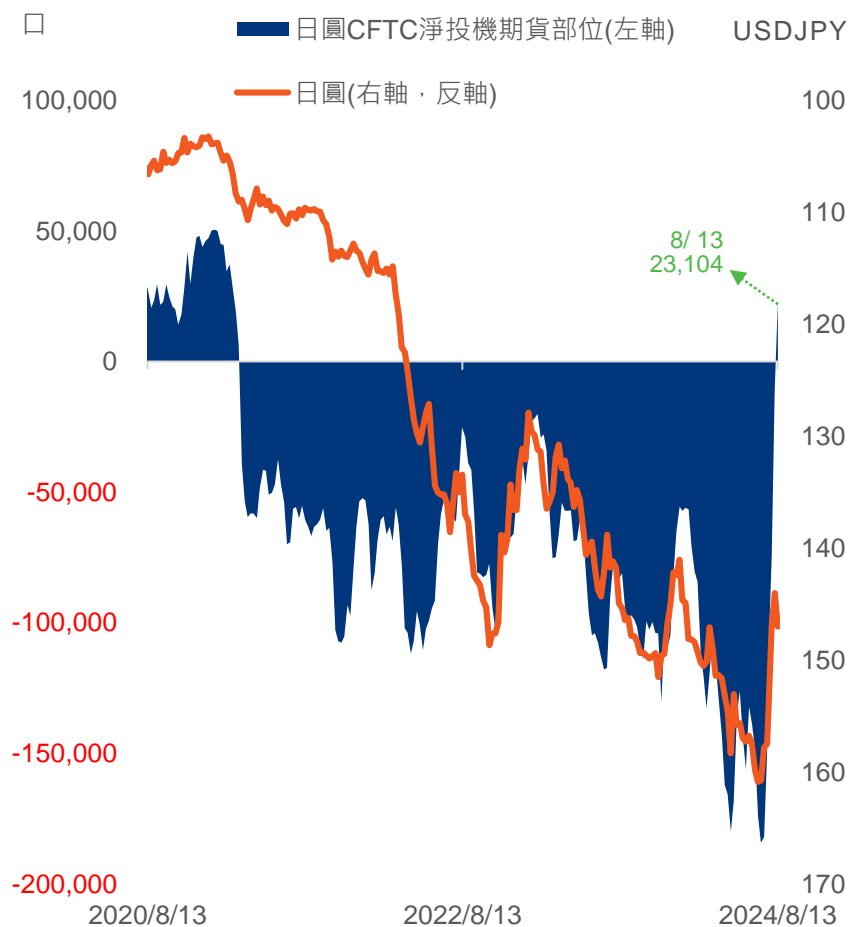


資料來源：Bloomberg

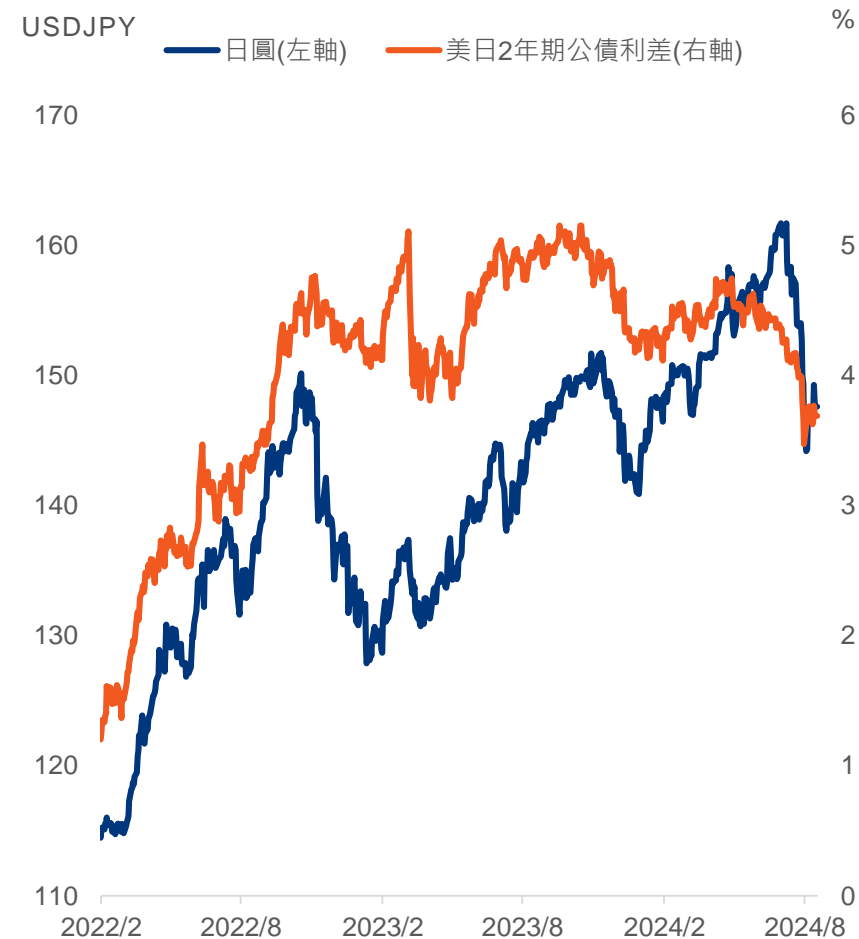
匯市展望 – 套利交易平倉和緩，中長期日圓偏升值

- ▶ 日銀7月鷹派升息、鴿派縮表，讓日圓驟升，使市場借日圓套利的交易迅速平倉，造成日股與國際股市大幅震盪。預期日圓驟升趨勢暫歇，主因1)日圓投機性期貨淨空單部位，已自高點迅速回補。2)日銀副總裁內田真一表示，金融市場處於不穩定情況下，日銀不會升息；有必要以現有利率水準保持貨幣寬鬆，企圖安撫市場情緒。
- ▶ 日銀意外升息與美國勞動市場放緩，聯準會降息預期上升，美日利差8月大幅收斂，使日圓強升。因日本首相岸田文雄不會在9月尋求連任黨魁，預計在政治動盪期間，日銀再度干預市場的機率降低，日圓短期震盪，但7月核心CPI年增率(不含食物)為2.7%，核心核心CPI年增率1.9%(不含食物、能源)，日銀總裁植田和男表示央行「基本姿態」不變，市場估年底前日銀或再升息10或15bps，日圓中長期偏升值發展。

日圓投機性期貨空單已平倉，日圓升勢暫緩



美日利差收窄但趨勢止穩，日圓驟升後震盪



資料來源：Bloomberg，資料截至2024年8月19日

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



9月

10

美國總統候選人辯論會(二)

12

歐洲ECB利率決議

18

美國FOMC利率決議

19

英國BoE利率決議

20

日本BoJ利率決議



10月

17

歐洲ECB利率決議

31

日本BoJ利率決議



11月

7

英國BoE利率決議

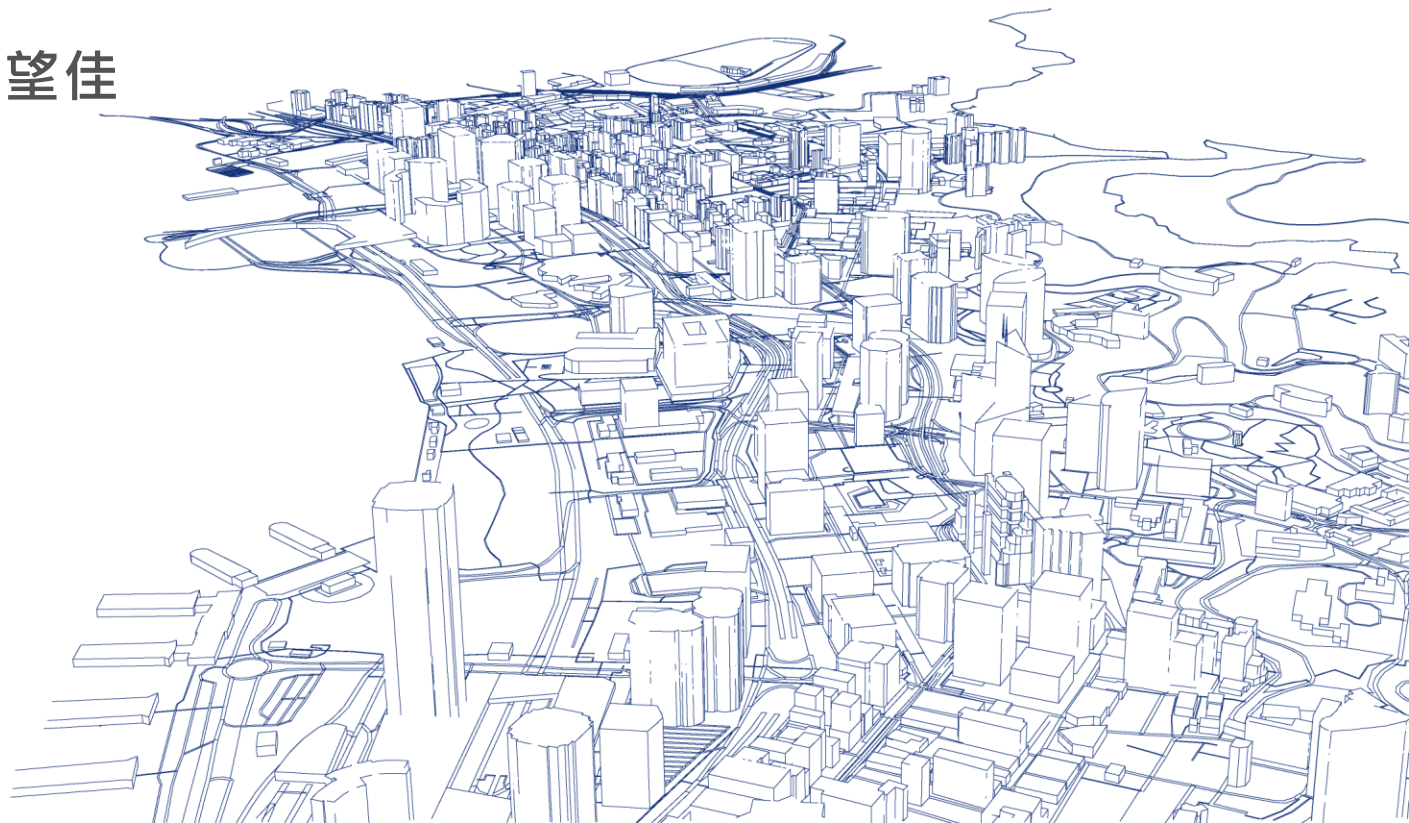
8

美國FOMC利率決議



2 投資主題

- ▶ 景氣下行擾動難消，好債抗波動
- ▶ 公用兼具防禦高息，受惠美降息
- ▶ 健護醫療抗震度強，長期展望佳



美國9月有望降息，留意債券鎖利機會

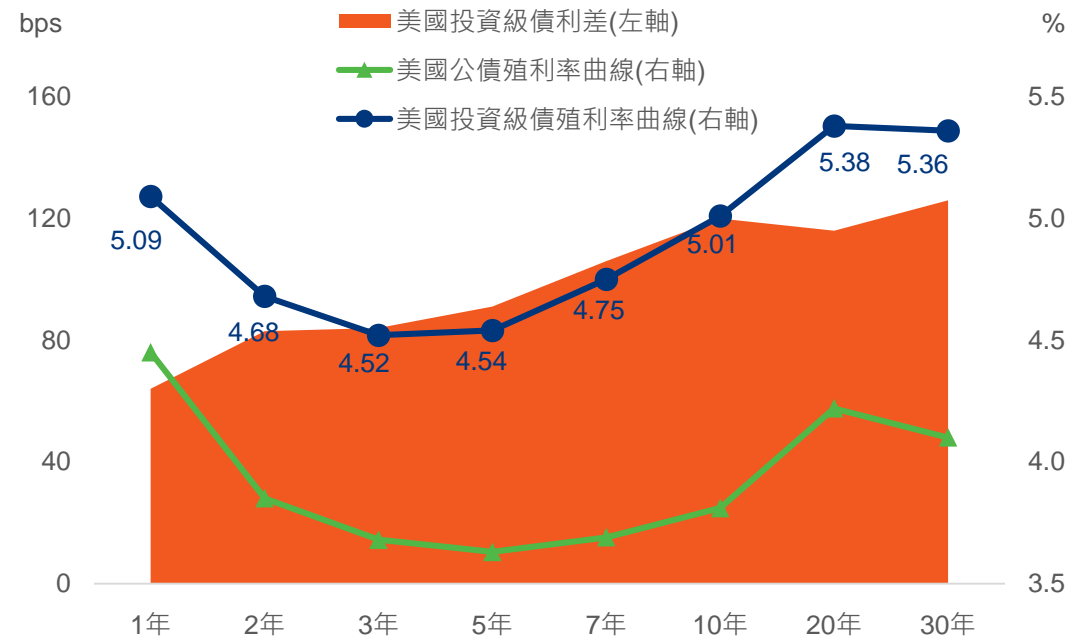
- ▶ 鮑威爾在Jackson Hole央行年會上更加強調勞動市場正在惡化的下行風險，暗示是時候調整利率政策，為9月降息明顯打了強心針，聯準會政策焦點將更兼顧雙重目標。受近期部份經濟數據不如市場預期，利率期貨顯示，市場預估9月降息預期達100%，未來一年存在7至8碼降息幅度，若數據如聯準會預期持續改善，預期9月美國將進入降息循環。
- ▶ 美國通膨與就業趨緩，聯準會9月降息機率高，首選公債與債信具改善機會的投資級債，考量美國公債殖利率降幅，已多反映景氣現狀與美國未來降息預期，建議先針對中天期債券鎖利，逢殖利率反彈再布局長天期債券。

市場預期聯準會9月降息機率達100%

CME FedWatch聯邦基金利率期貨9月升降息機率



美國即將降息，聚焦債券鎖利機會



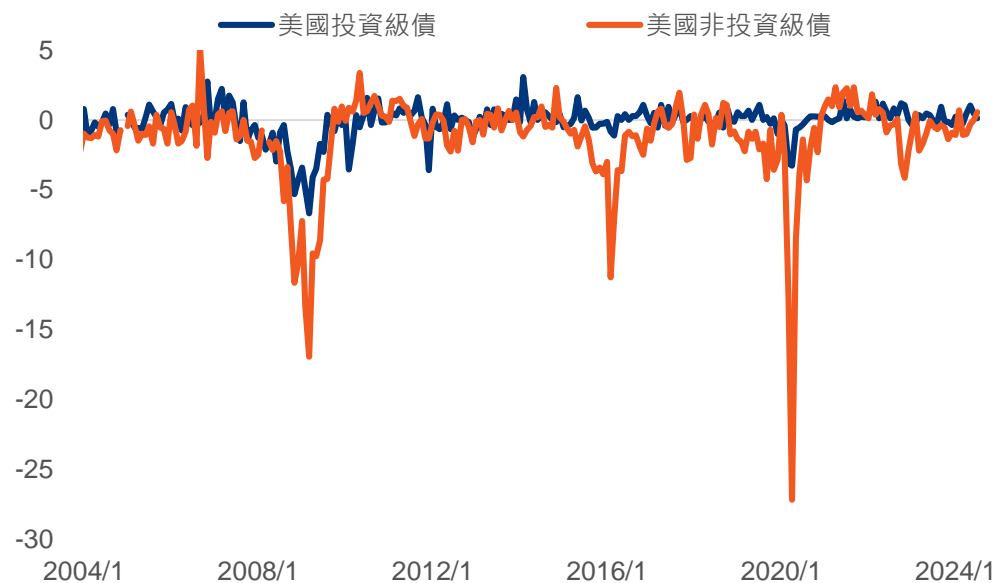
資料來源：Bloomberg · Fed · 2024年8月13日

企業信評仍趨改善，留意低信評CCC級債券利差動向

- ▶ 7月投資級債信評淨調升量達320億美元且投資級信評淨調升數高於非投資級企業，此外，升評至投資級的明日之星企業債規模達70億且沒有降評至非投資級債的墮落天使企業債，考量高利率環境壓力持續，投資人可留意票息充沛且展望正向的信評A至BBB級龍頭企業債券。
- ▶ 今年第二季以來美國信評CCC級信用利差走升並與公債殖利率走勢相左，疊加CCC/B級企業債券利差比率升至歷史高位，而過往於2000年科技泡沫時期亦曾經發生類似情況，主要反映市場避險情緒增溫與投資人對低信評要求更高的風險溢酬。後續可觀察CCC級債券利差動向，若CCC級債券利差持續走升，投資人宜增加防禦型債券部位，如公債與高信評的投資級債，並避開CCC級以下企業債持盈保泰。

債券信評上調數仍高於降評數

信評移轉率，%



留意煤礦裡的金絲雀：CCC級債券利差變化

債券利差，bps

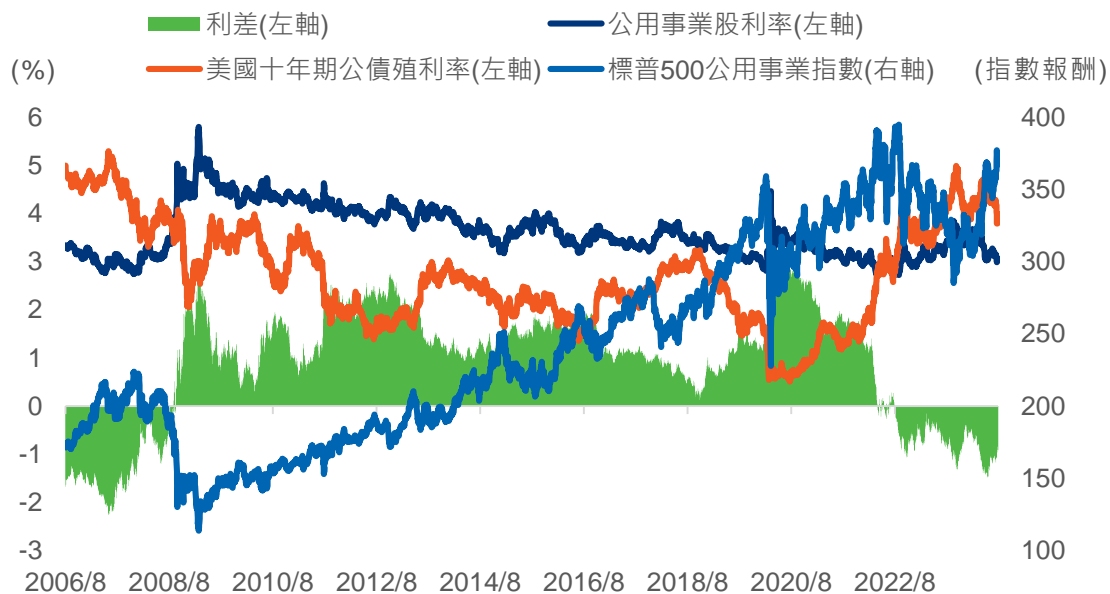


資料來源：Bloomberg · 2024年8月13日

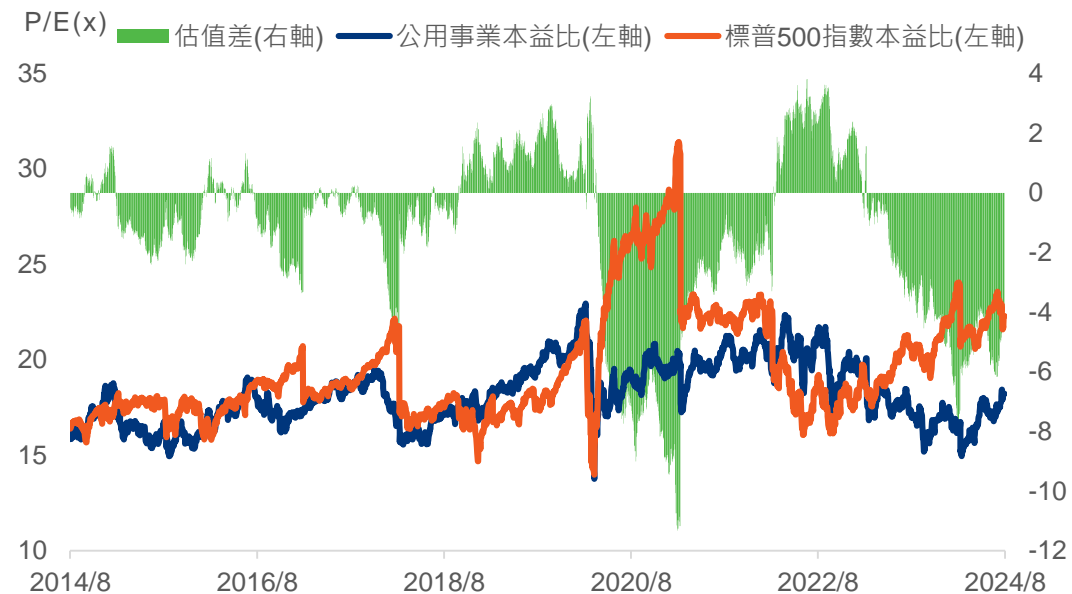
受惠殖利率下滑與防禦特性，公用估值相對便宜有吸引力

- ▶ 公用事業提供企業與民間日常所需，營收來源穩定，因此也提供相對穩定的配息水準，在市場擾動時，獲利相對平穩的防禦特性受到市場追逐。公用事業配息率約3~4%，相比固定收益商品，在過去利差為正時有其吸引力；但從2022年聯準會快速升息後，公用事業與美債十年期債券利差轉負，壓抑產業表現。然而，隨著AI需求與降息將起，預期公用事業股息率有機會反超長天期債券，且後續股價有可能持續反應AI需求題材。
- ▶ 從評價來著手，標普500公用事業指數估值自2022年起下修，相對處近十年高位的標普500指數本益比23.9倍來說，標普500公用事業指數本益比今年一度低於14倍，目前18.2倍估值屬於過去十年裡偏低水準，且與標普500指數本益比差距(Spread)，低估幅度大，呈現明顯背離。

公用在殖利率下滑時，股利率相對吸引保守資金流



公用本益比近期受降息預期增影響回升，但仍低於平均



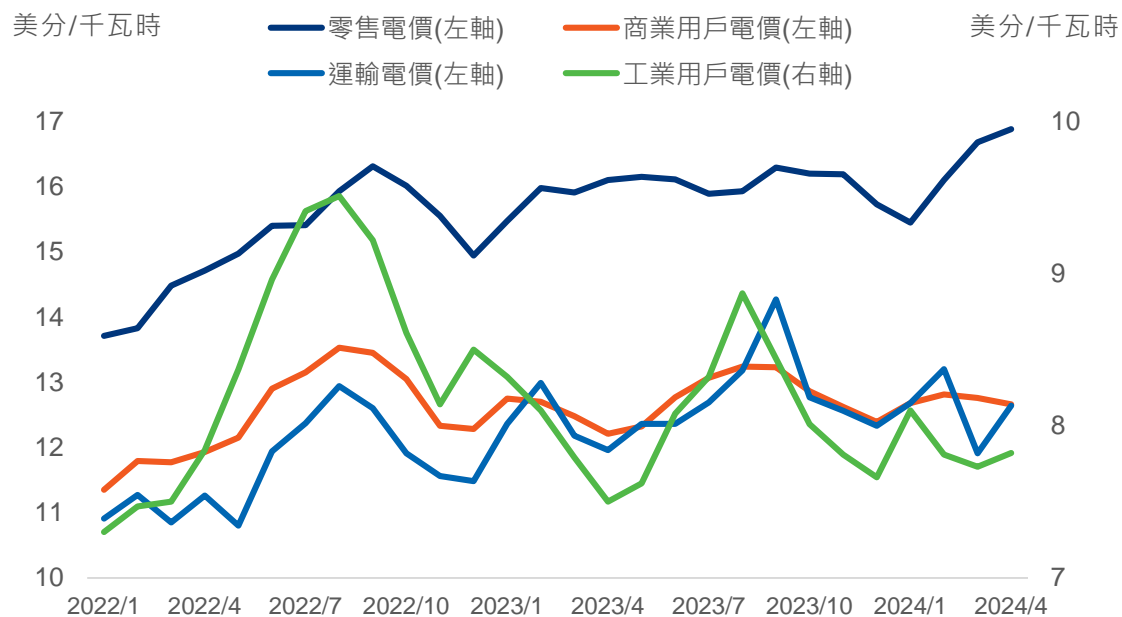
資料來源：Bloomberg(左圖)、Factset(右圖)

擁防禦高息

公用受規管但需求強推動電價緩漲，受成本改善獲利提升

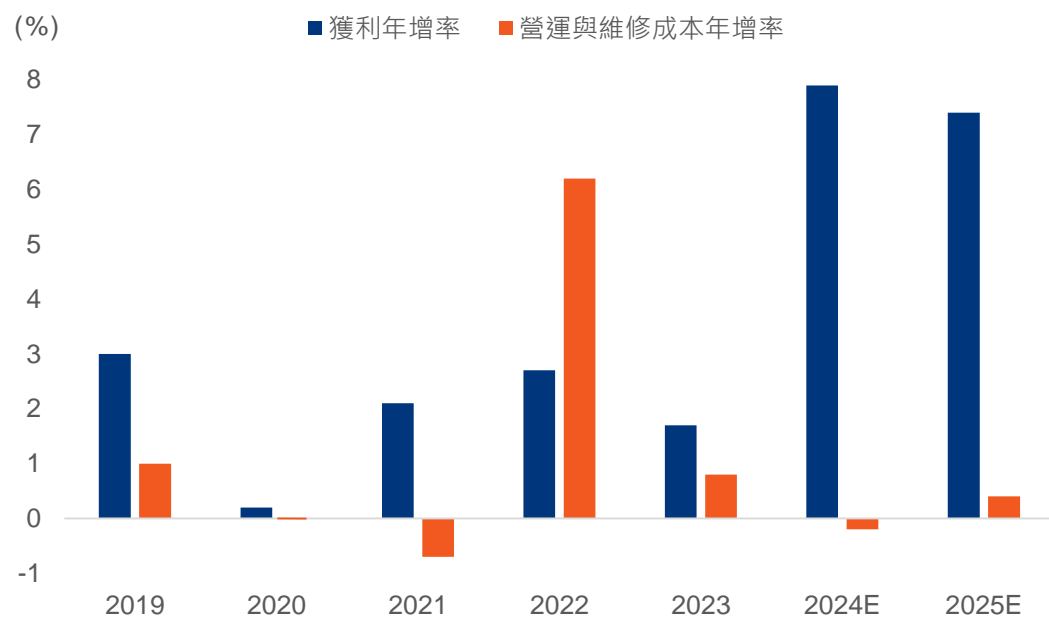
- ▶ 在美國公用事業包含水電價多數都受到政府規管，但AI需求暴增美國獨立電廠不受限制可調漲電價先受惠。除工業用戶電價隨季節性變化外，其餘零售、商業、運輸的用電價格，從2022年來呈現緩步上升的趨勢，截至2024年4月零售電價成長23%、商業11%、運輸16%。
- ▶ 標普500公用事業指數2024年與2025年獲利預期大幅增加超過7%，獲利增速創新高較過去近五年翻數倍成長。除了需求提升外，也與營運與維修(O&M)成本有所改善有關，受惠於美國天然氣價格今年大幅跌價，2024年總和營運成本預期衰退0.2%，成本改善相對有利獲利提升。估值維持在長期平均以下水準，獲利成長具動能，搭配防禦性質應對總經市場不確定性，提供產業股價上行空間。

美國重要州電價受需求強勁，電價調控擋不住上升趨勢



資料來源：Bloomberg

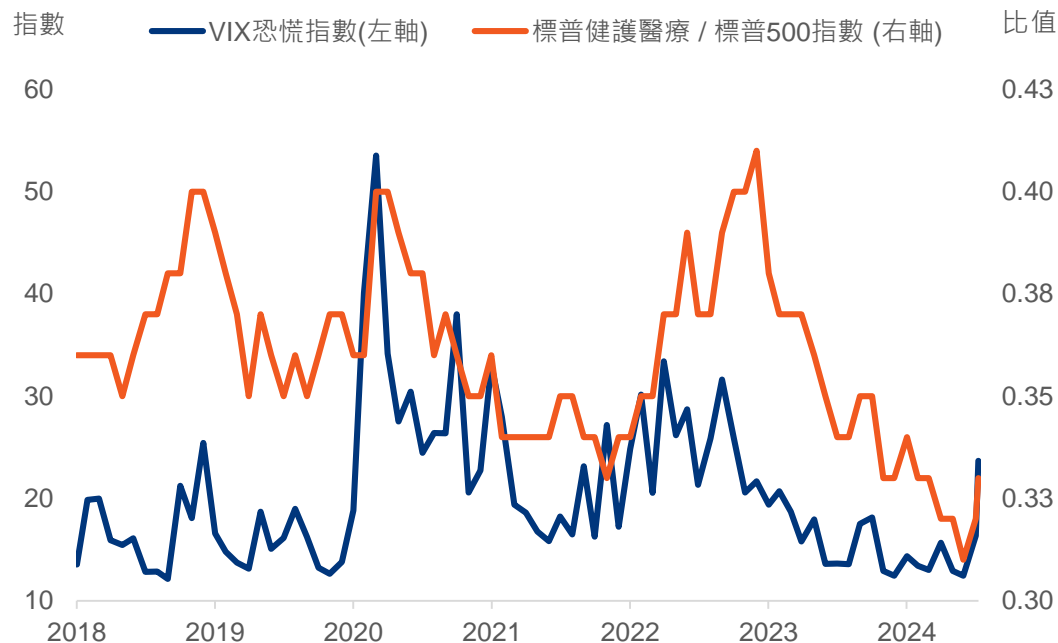
公用事業近兩年獲利增速，相較過去翻數倍成長



股市崩跌時，醫療保健類股相對抗跌

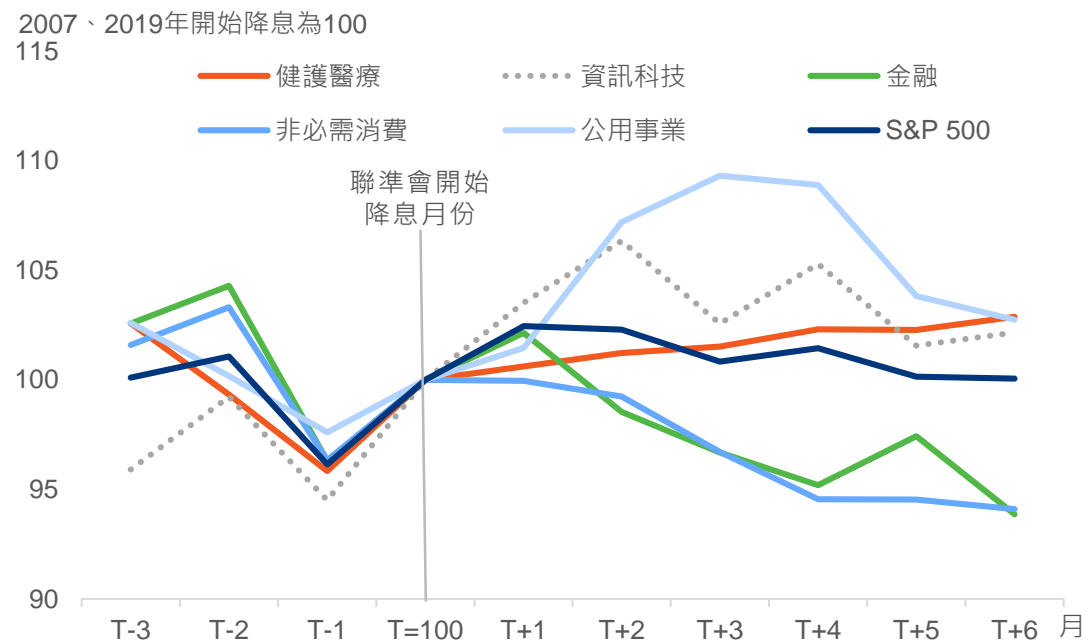
- ▶ 適逢美國總統大選、景氣放緩、科技股估值過高，與日本央行升息、日圓套利交易平倉，全球股市震盪加劇。觀察過去，當恐慌指數大漲，股市修正時，資金從高風險的成長股，輪動至防禦類股，其中健護醫療股為防禦型代表，當8月初股市恐慌時，表現較指數更抗跌。
- ▶ 此外，過去聯準會啟動降息，多為景氣下滑、通膨降溫的經濟環境，開始降息後以防禦型的公用事業、健護醫療或必需消費類股表現較指數佳。統計2007年與2019年近2次聯準會降息循環資料，開始降息後3至6個月，健護、醫療服務與製藥類股有望受惠，報酬率中位數落在5%附近，加上今年健護類股本益比雖上升，但多集中在禮來等權值股，降息所帶來的估值上修效應，將使其他評價仍屬合理的醫療健護類股受惠。

股市極度恐慌時，醫療保健類股避險效果佳



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

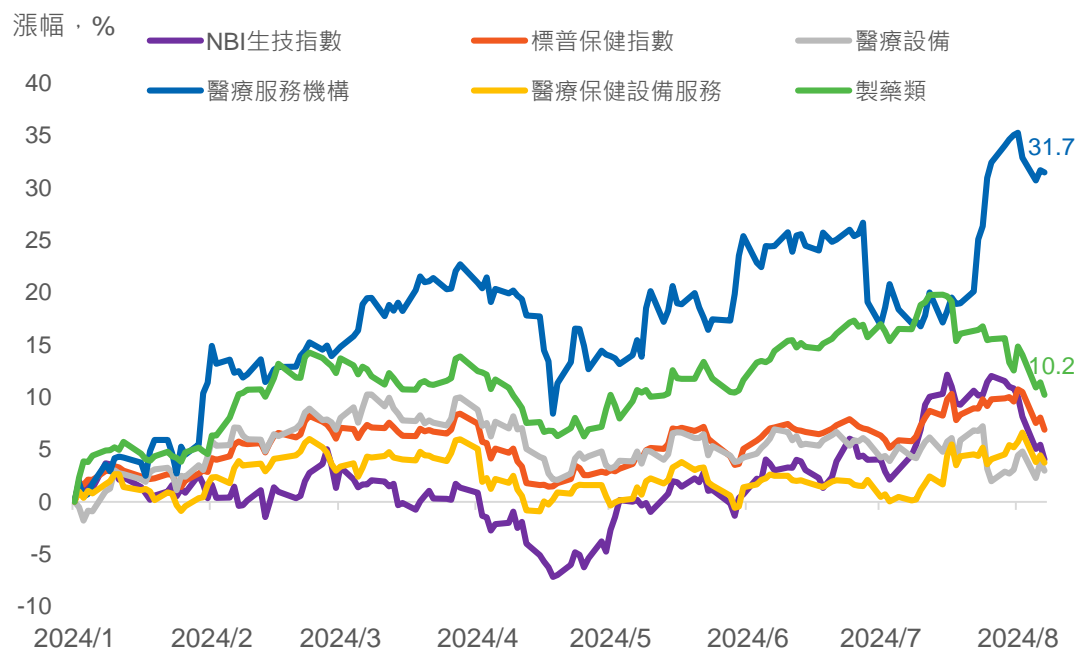
過去聯準會開始降息後，健護醫療類股表現穩健



美國總統孰勝，長期醫療照護和費用皆漲

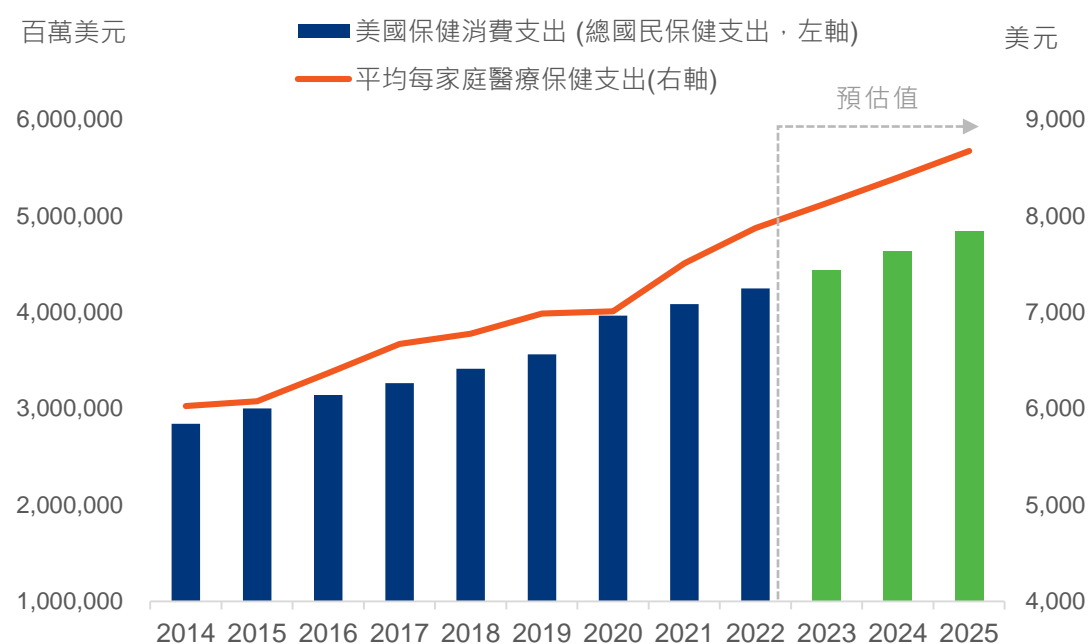
- ▶ 相較過去幾次大選，醫改政策在今年總統大選中，相對重要性較低，主因選民更關注其他議題(如經濟、通膨、關稅、移民、墮胎等)。若川普勝選可能廢除民主黨推行的歐巴馬平價醫療法案(ACA)，但強化聯邦醫療補助(Medicaid)在各州的權力，提高相對於傳統按服務費支付的醫療保險滲透率，有利於醫療保險與服務機構，整體醫療監管較寬鬆。過去健護醫療類股在選前多遜於標普500指數，但選舉後幾週表現轉趨強勁。
- ▶ 目前美國總國民保健支出以複合年成長率4.4%穩定上揚，預計到2026年年底總金額將突破5.05兆美元，平均每家庭醫療保健支出複合年成長率為3.28%。考量長期看好人口高齡化及醫藥需求，獲利雖受高利率影響短期受抑，但企業議價能力將因重新簽訂契約而獲改善，投資展望樂觀。

次產業中表現最好的是醫療服務機構，其次為製藥



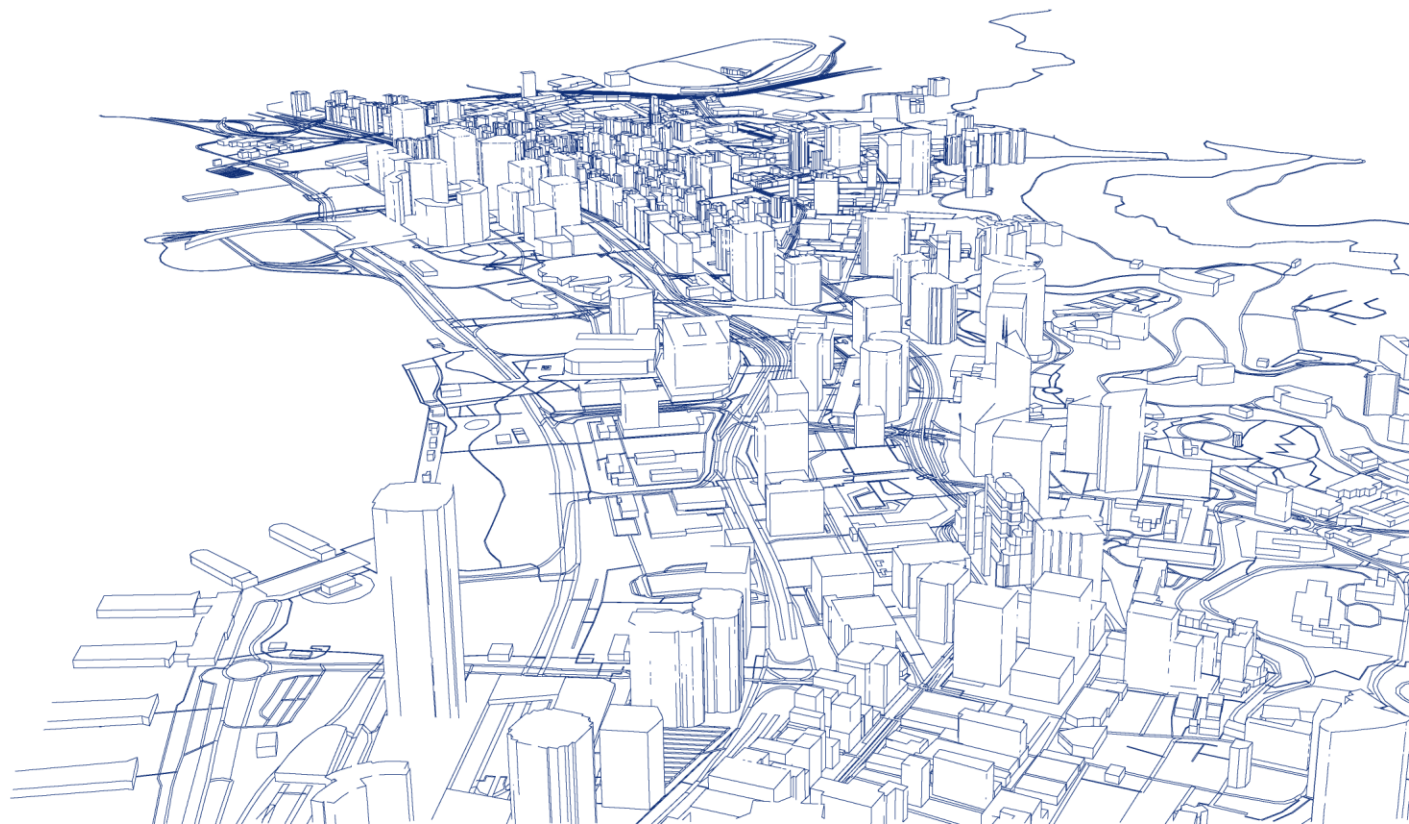
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

長期醫療支出和費用持續上升



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

▶ 美國景氣與就業降溫，雖降息在即，但市場波動升溫，以防禦股為主；歐洲經濟復甦強度減弱而震盪表現，日股逢反彈獲利了結

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

區域	美國股市	 •	美國景氣放緩、勞動市場降溫，企業申請破產數增加，短線市場波動提高，以防禦為主要策略，評等調降為中性
	歐洲股市	 •	歐洲景氣復甦強度不如先前預期，3大機構對歐元區的景氣調查亦呈現惡化，評等調降為中性
	日本股市	 	日股受套利交易反向平倉而回檔，可逢反彈獲利了結並留意受惠日圓升值而有機會補漲的內需股，維持中性看法
	中國股市	 	中國經濟結構調整導致內需成長疲弱，消費、固定投資及房地產下行壓力仍在，維持中立看法
	臺灣股市	 	臺股第2季財報雖以正面居多，但展望普遍不佳，暫時以防禦性操作，看法為中立
	新興亞洲	 	各國製造業PMI近期皆有惡化狀況，維持新興亞洲中立看法；印度受惠權重上調，仍看好長期發展

資產類別建議 – 產業

▶ 資訊科技仍須留意回檔風險，以具有防禦特性的醫療保健、必需消費、公用事業及通訊中的電信類股為主要布局重點。

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	 	產業獲利成長減速，且本季獲利優於預期比例為類股中最低，產業受高利率影響較大，整體維持中立看法
	必需消費	 	雖獲利優於預期比例低於平均，然而財務表現相對穩定，類股具防禦特性有助景氣下滑時的表現，維持偏多看法
	能源	 	OPEC+減產協議結束以及美國頁岩油產量增加，中國內需亦疲軟，僅靠地緣風險支撐油價，維持中立看法
	金融	 	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	 	本季獲利優於預期比例及幅度皆為產業中最佳，加上產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
	工業	 	本季企業財報表現為前段班，長期亦受惠自動化及政府財政支出推動，然而近期製造業復甦仍疲軟，維持中立看法
	資訊科技	 	近期AI回溫，然而評價仍偏貴，留意市場回檔風險。中長期AI發展帶動晶片需求趨勢不變，維持中立看法
	通訊服務	 	強勁AI需求推動類股表現，且電信類股具防禦性質有助景氣下滑時的表現，維持偏多看法
	原物料	 	中國內需疲弱拖累類股表現，雖評價具吸引力，整體維持中立看法
	房地產	 	本季獲利優於預期比例較其他產業高，但幅度偏低，高利率仍對需求產生影響，整體而言維持中立看法
公用事業	 	本季獲利優於預期幅度為產業次佳，有能源轉型、AI發展及政策支持等利多，且產業具防禦特性，維持偏多看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會即將降息，美國公債、高信評債逢高鎖利，並以中長期債為主；美元走貶、非美貨幣反彈，升幅因各國貨幣政策有異。

● 看空
 ● 中立
 ● 看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	美國勞動市場正逐漸惡化，聯準會降息意圖不足，導致硬著陸機率提高，建議布局中長期公債部位
	投資級債券	 	美國投資級利差已多反映經濟軟著陸情況，以金融、通訊、公用事業等風險調整後利差具相對投資價值
	非投資級債券	 	美國景氣偏下行發展，加劇企業違約與相關債券信用利差擴大風險，宜降低非投資級企業債曝險
	新興市場債券	 	歐美景氣下行，新興市場經濟驚奇指數有轉弱跡象，新興債券殖利率略優於美國，維持中性評等
商品	原油	 	美國與中國景氣放緩、需求轉弱，短期油價僅靠中東地緣風險支撐，建議逢高減碼原油部位
	黃金	 	9月聯準會將降息，加上美元走弱，新興市場央行與民間續購金，及中東地緣政治等避險需求，預期金價續漲
貨幣	美元	 	聯準會多位理事發言都傾向9月降息，但不需要加速幅度，美國與他國利差不會快速收斂，美元短期盤整、長期趨貶
	歐元	 	歐元區雖已展開降息循環，但聯準會將開始寬鬆，加上歐洲政治不確定性降溫，歐元偏升值但幅度因央行降息而受限
	日圓	 	隨日銀升息、近月日圓已大幅升值，因套利交易回補暫緩，日圓短期或區間震盪，中長期因美日利差收窄偏升
	人民幣	 	中國景氣續弱，預期年底前人行仍有降息、降準空間，惟美元因聯準會降息而走貶，非美貨幣反彈侷限人民幣貶幅

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，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ETF，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

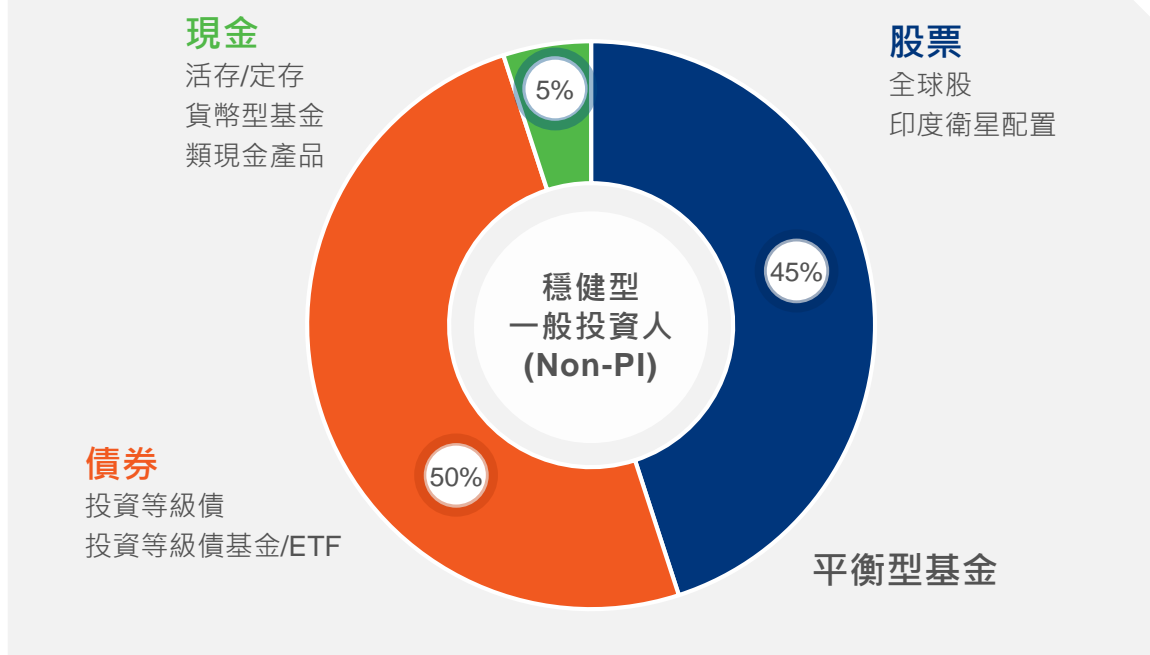
2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持以出口導向為主之日股標的、基本面不佳中小型股、低信評(CCC級以下)比重高之債券商品，並檢視單一個股持股比重，降低整體風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型基金，或投等債調整股債比

投組配置 – 以防禦操作，應對後續市場波動

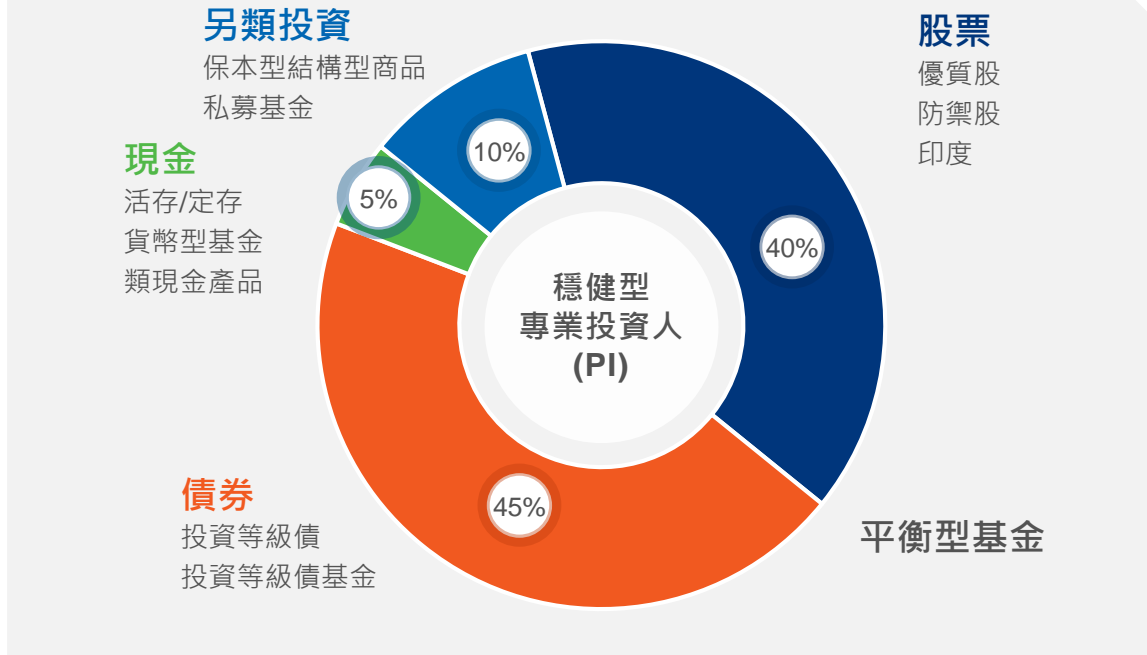
- ▶ 美國經濟數據疲軟，硬著陸風險升溫，且美國大選及地緣政治干擾，投資部位應轉謹慎，以防禦操作為上。
- ▶ 預期未來市場波動仍高，股權部份以成熟國家大型優質股及防禦股為主，並留意勿過度集中單一個股、產業或題材；新興市場印度可適度布局。
- ▶ 景氣趨緩時期，建議債券配置以高信評之中天期投資級債為主，逢利率彈升增布長天期公債。

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%

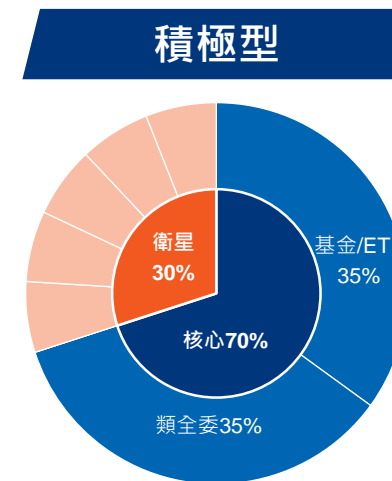
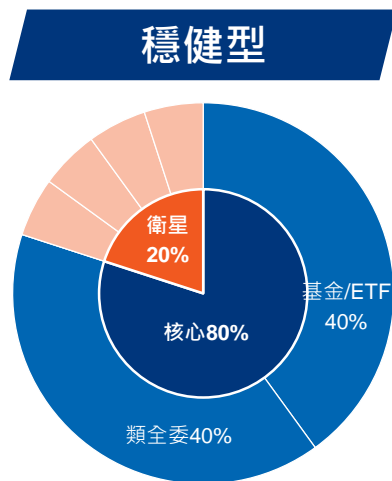
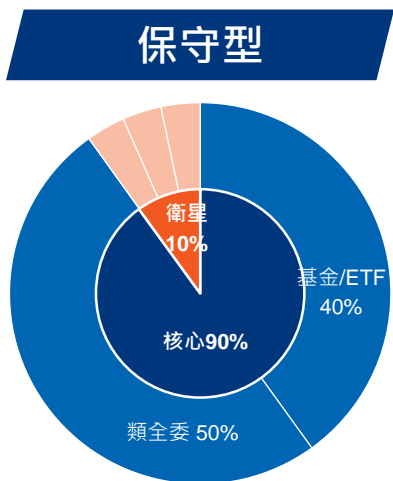
專業投資人(PI)投資組合配置建議



[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



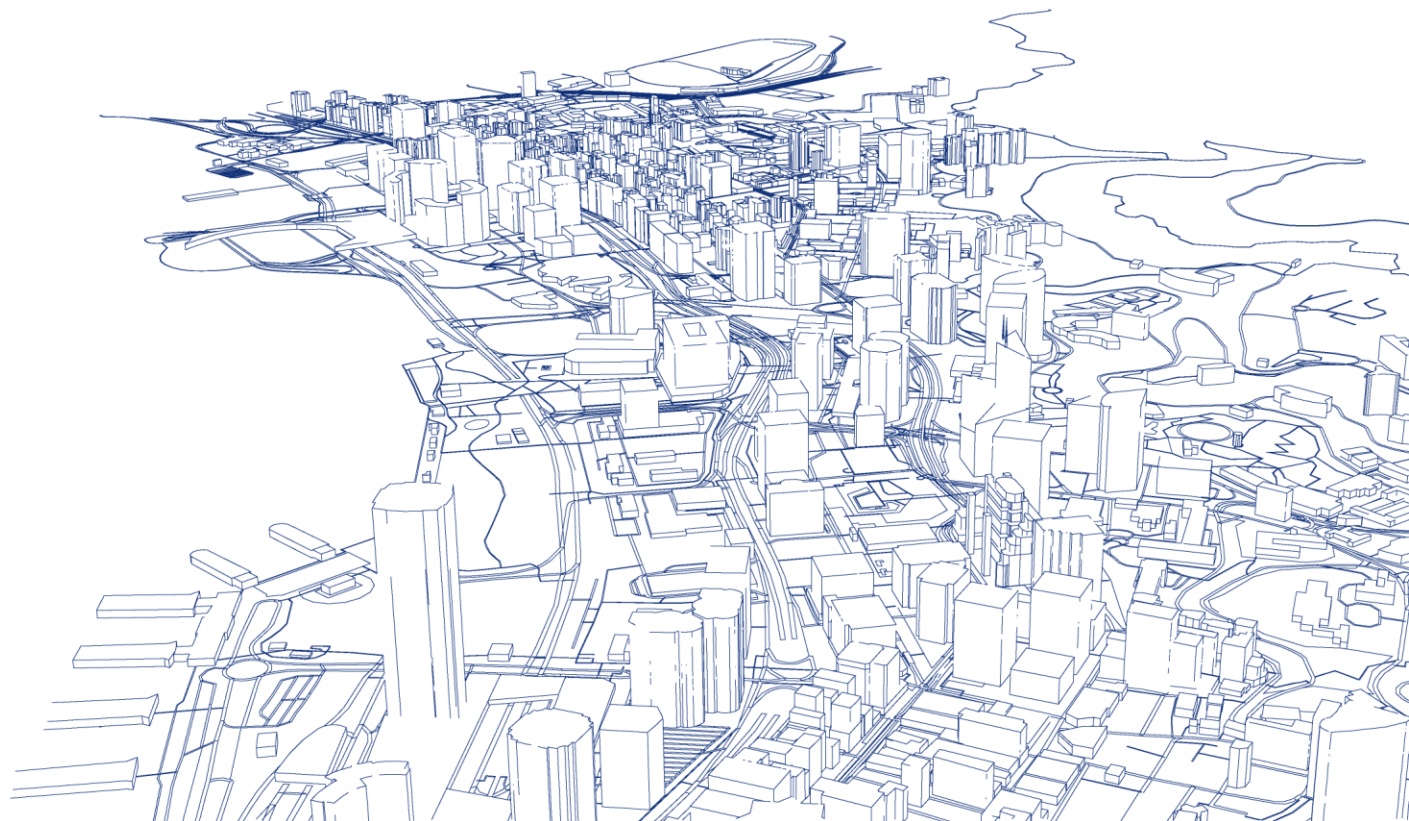
配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	

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

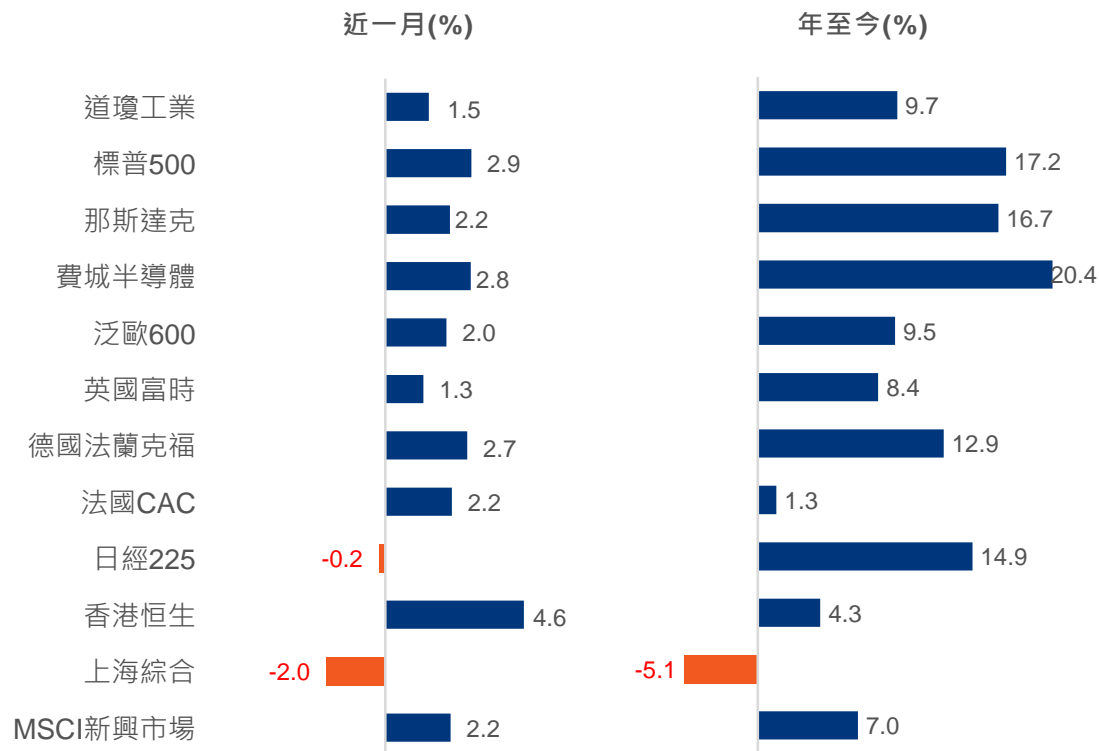
- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 重要經濟數據/事件



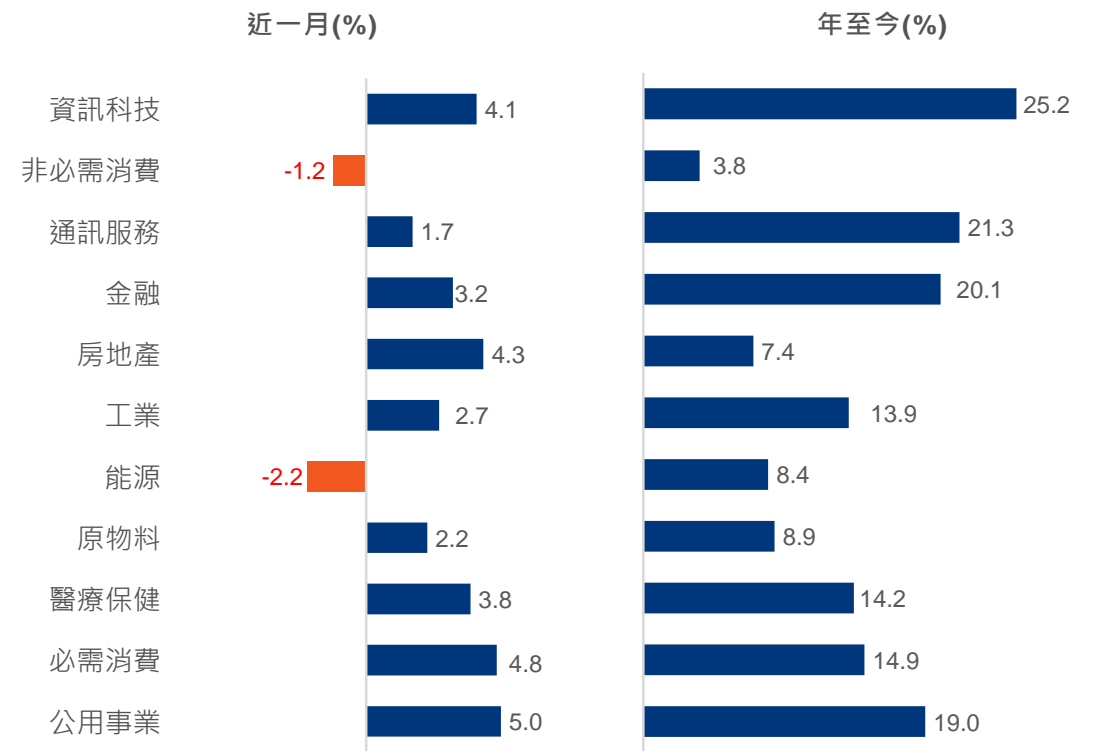
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 聯準會9月降息幾乎定局，激勵全球股市反彈，惟類股輪動，道瓊創新高，AI、半導體和科技股財報獲利尚未反應資本支出，漲幅落後。
- ▶ 景氣放緩、經濟衰退疑慮再起，資金流向防禦型類股，包括公用事業、必需消費、醫療保健等近月表現亮眼，房地產受惠降息題材亦漲。

各地區指數表現



各產業指數表現

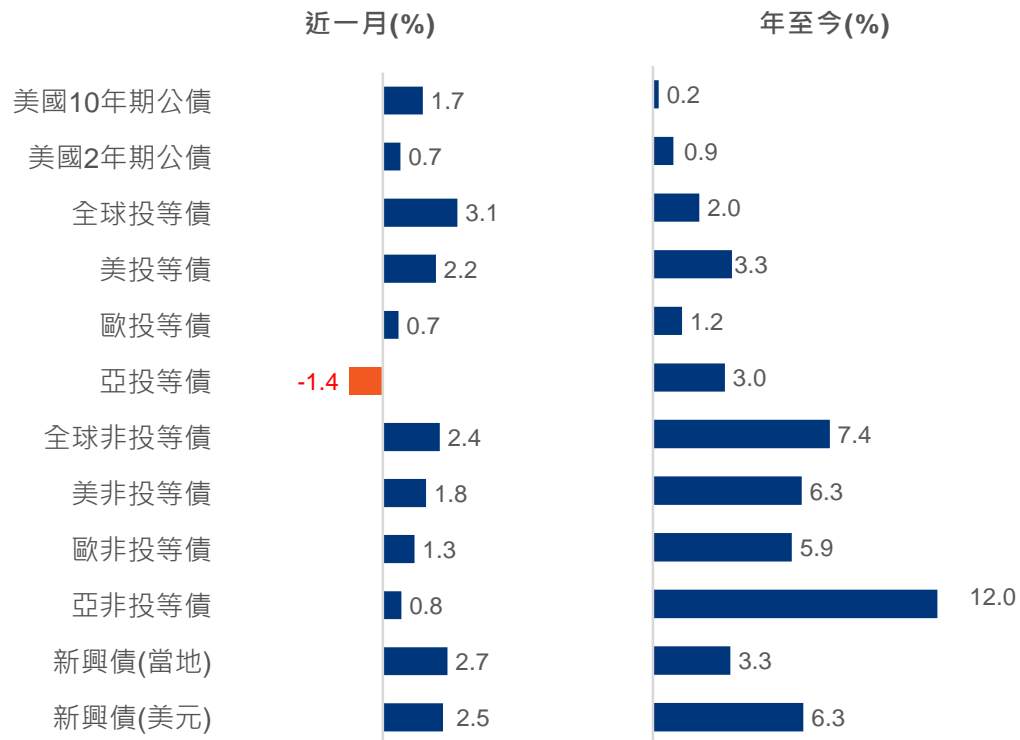


資料來源：Bloomberg · 2024年8月30日

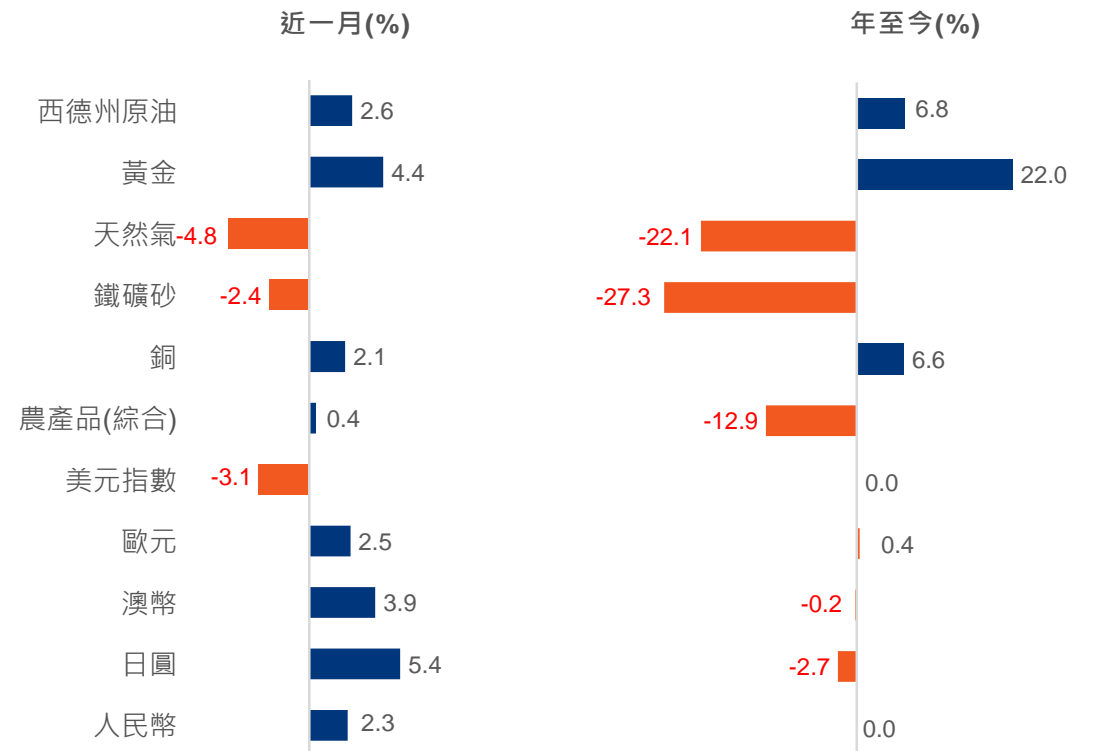
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ Jackson Hole會議後，市場篤定聯準會9月降息，債市普遍上漲，經濟軟著陸預期下，長天期投資等級債漲幅最佳。
- ▶ 聯準會降息預期、美國經濟放緩，使美元指數貶值。日銀總裁植田和男在國會言論偏鷹，日圓近月升值逾5%。

各類債券表現



各商品及貨幣表現

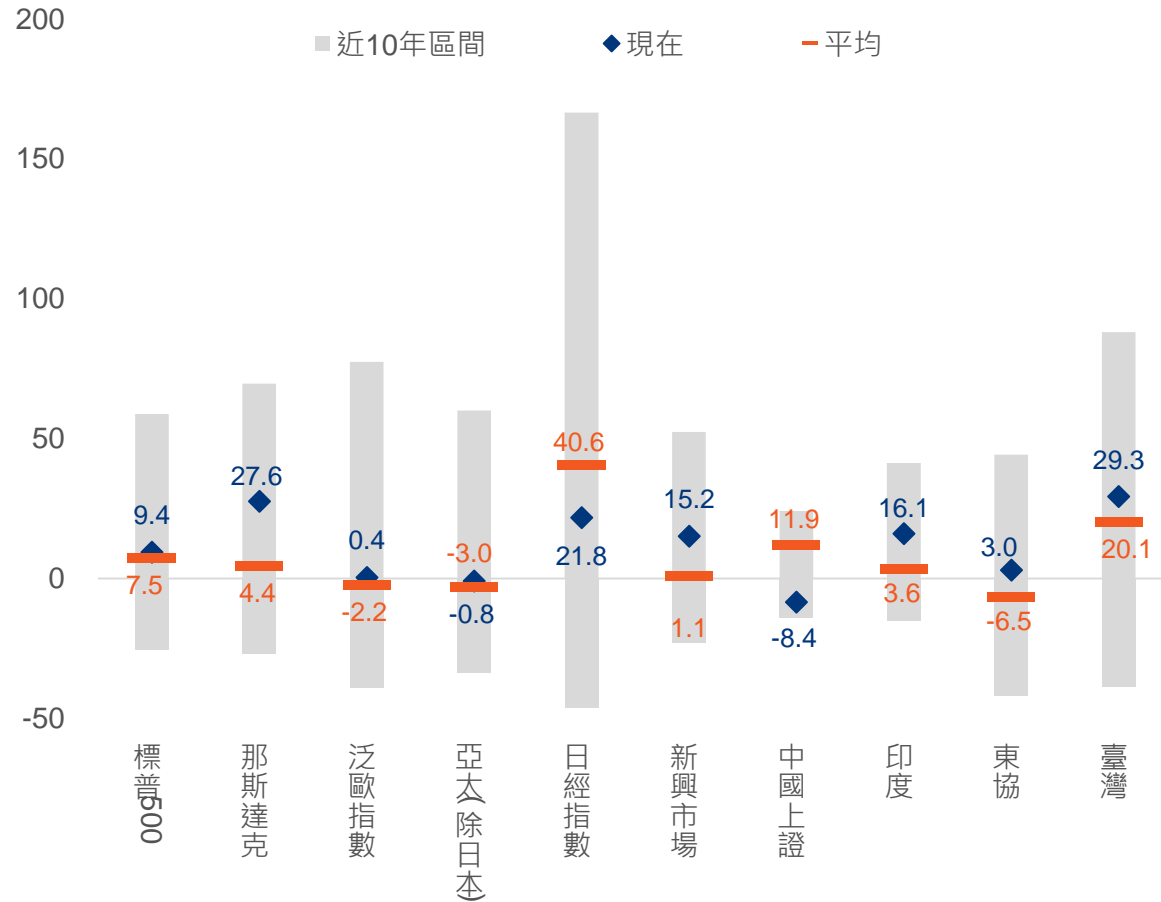


資料來源：Bloomberg · 2024年8月30日

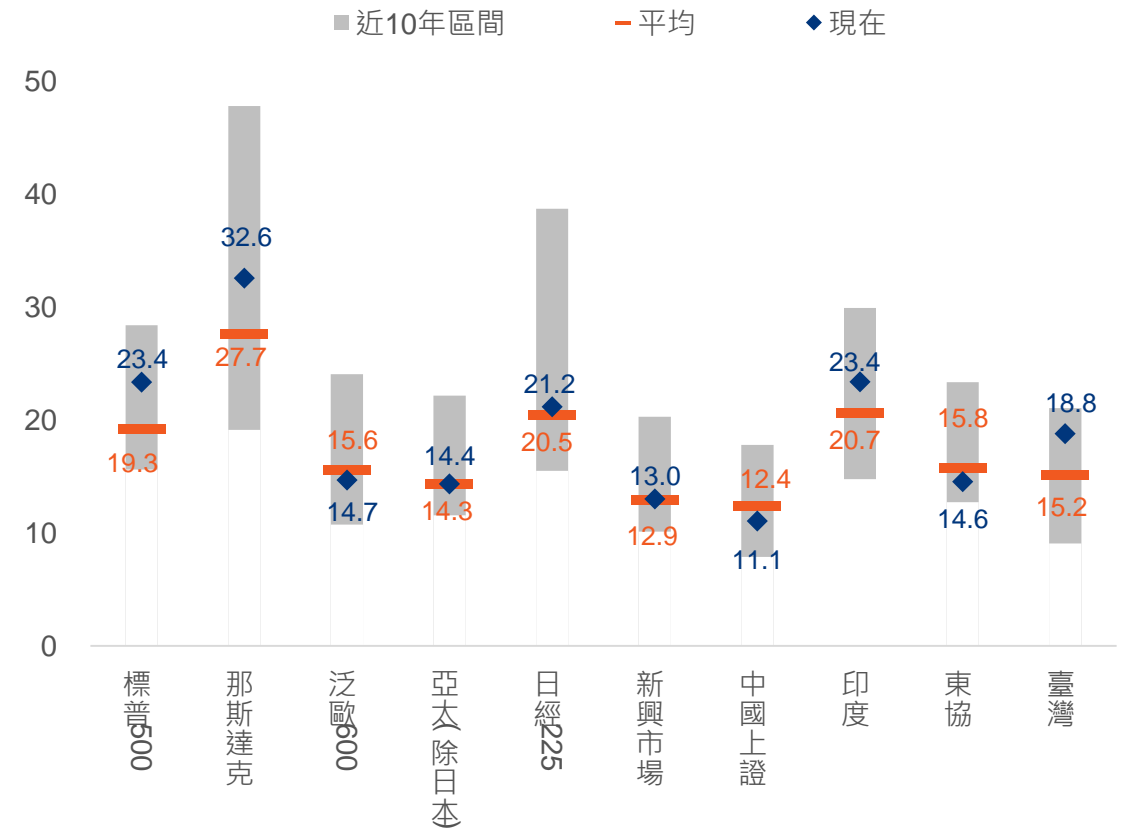
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 全球股市經歷8月初重挫後，部分市場評價回落，歐股評價較低廉，美股以防禦股為主，日股著重內需產業。

預估EPS年增率(%)



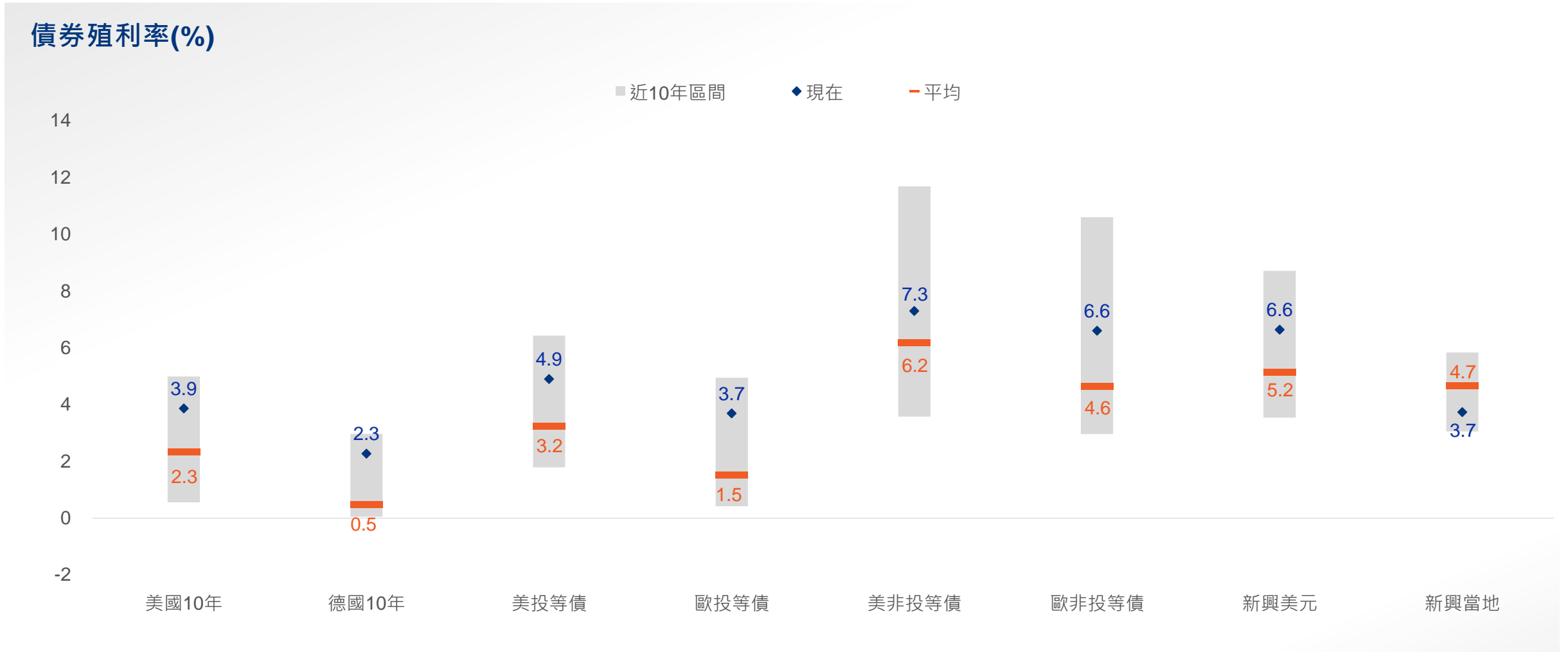
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年8月30日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國、歐洲的公債與投資等級債仍處近10年區間高位，把握降息前高息鎖利機會。景氣放緩的不確定下，非投等債須留意違約風險。

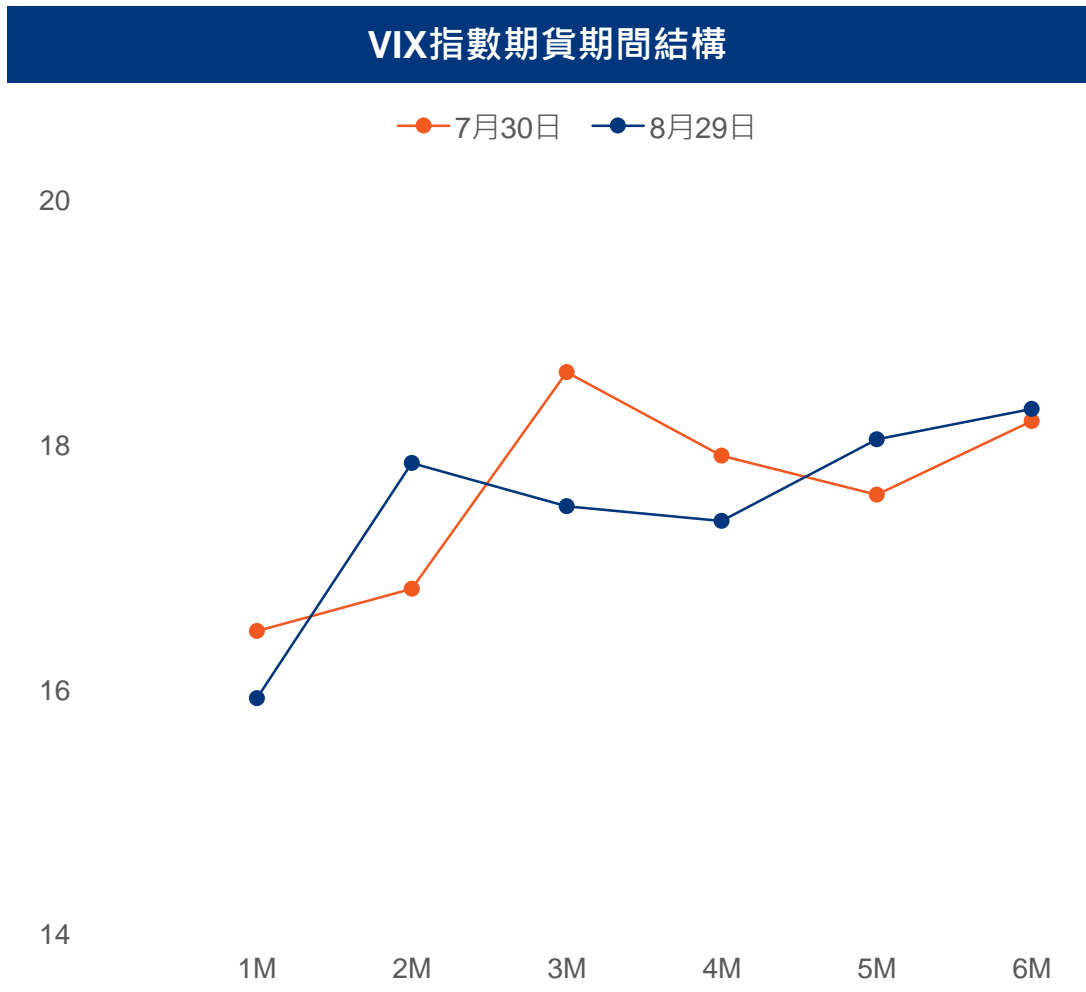


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年8月30日

跨資產市場波動率

▶ 8月主要股市先跌後彈，波動率指數大幅彈升後回落，市場氣氛漸止穩；公債、黃金震盪走高，原油震盪表現，但波動率皆上升。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	15.65	-2.04	14.35
道瓊波動率指數(VXD)	14.13	-1.73	12.86
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	15.23	-1.30	14.95
香港恒生波動率指數(VHSI)	18.69	-2.05	22.63
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	18.26	0.41	17.22
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)	15.95	0.43	15.88
黃金ETF波動率指數(GVZ)	17.22	0.92	15.32
石油ETF波動率指數(OVX)	31.81	0.32	31.59
歐元ETF波動率指數(EVZ)	8.49	2.11	7.34



資料來源：Bloomberg · 2024年8月29日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至8月29日，已開發市場股票與基礎建設表現相對強勁。

■ 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 17.9%	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%	歐洲股市 12.9%	日本股市 7.1%
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%	基礎建設 12.7%	歐洲股市 6.9%
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%	日本股市 12.3%	基礎建設 5.9%
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%	大宗商品 9.9%	REITs 4.8%
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%	新興市場股市 9.3%	非投資級債券 4.5%
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%	REITs 9.2%	新興市場股市 4.3%
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 7.4%	大宗商品 3.8%
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%	投資級債券 4.0%	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%	現金 3.5%	投資級債券 2.3%
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%	中國股市 3.2%	現金 1.7%
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%	已開發國家公債 0.8%	中國股市 0.6%
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%	新興市場債券 0.1%	已開發國家公債 -0.2%

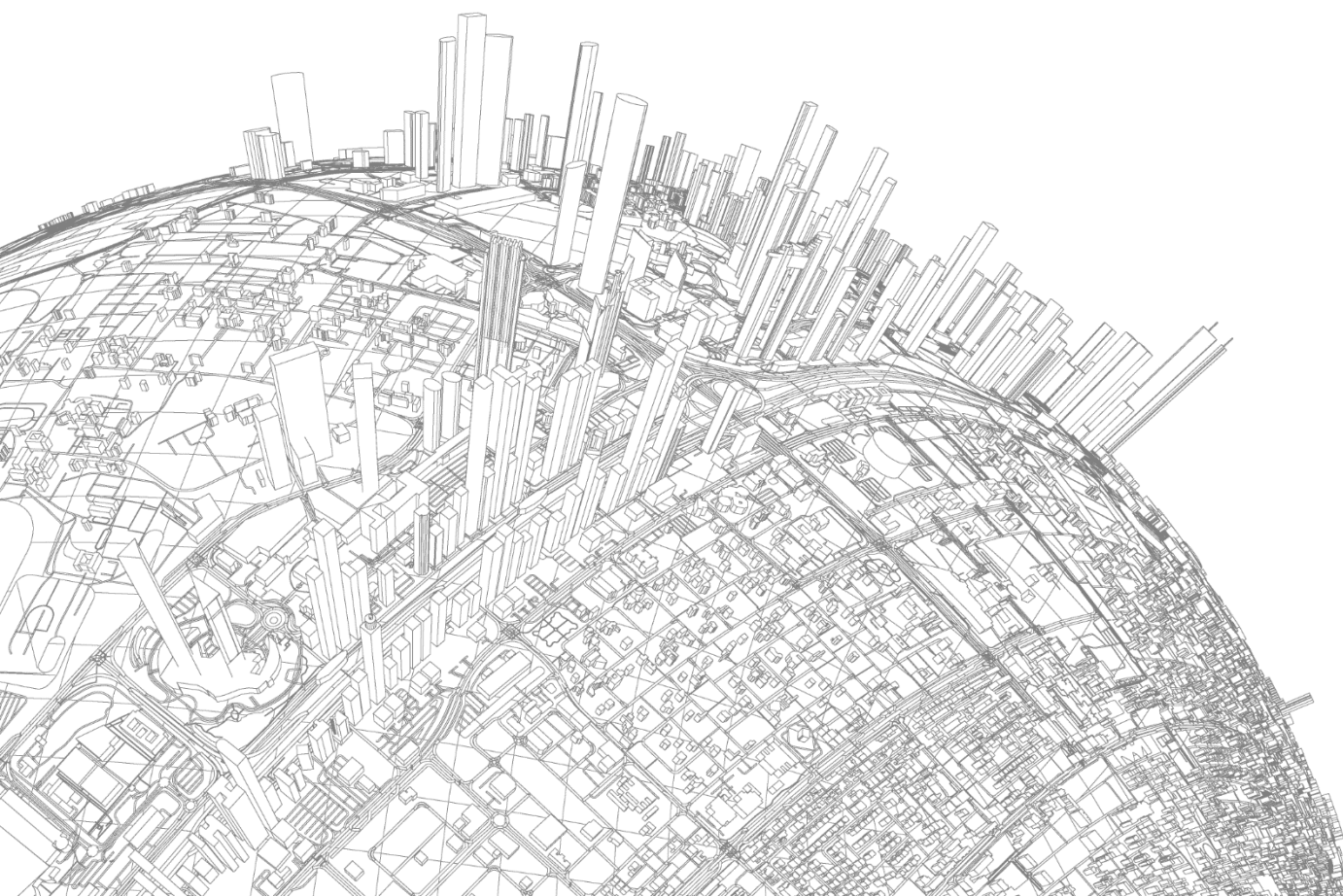
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年8月29日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2024年8月29日

重要經濟數據 / 事件

SEP 2024

<p>2 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月自分行製造業PMI終值 歐元區8月製造業PMI終值 	<p>3 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月ISM製造業指數 美國8月標普全球製造業PMI終值 	<p>4 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月JOLTS職缺 美國7月耐久財訂單終值 歐元區7月PPI 	<p>5 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月ADP就業變動 臺灣8月CPI 	<p>6 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月非農業就業人口變動 美國8月失業率 歐元區第二季GDP終值
<p>9 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本7月國際收支經常帳餘額 日本第二季GDP 日本8月工具機訂單初值 	<p>10 Tuesday</p>	<p>11 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月工具機訂單終值 美國8月CPI 	<p>12 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月PPI 美國8月PPI 歐元區9月歐洲中央銀行利率決策 	<p>13 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月密大消費者信心指數初值 日本7月工業生產終值
<p>16 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月紐約州製造業調查指數 	<p>17 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月工業生產 	<p>18 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區8月CPI終值 歐元區第二季GDP 美國9月聯準會利率決議 美國8月新屋開工 	<p>19 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月成屋銷售 英格蘭銀行9月利率決議 	<p>20 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月全國CPI 日本9月央行利率決議
<p>23 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月標普全球製造業PMI初值 臺灣8月失業率 	<p>24 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月個人所得、個人支出 日本9月自分行製造業PMI初值 	<p>25 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月新屋銷售 	<p>26 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月密大消費者信心指數終值 美國第2季GDP 美國第2季核心PCE 美國8月耐久財訂單初值 	<p>27 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本9月東京消費者物價指數 美國8月躉售存貨初值
<p>30 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月工業生產初值 	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<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，且本公司及所屬凱基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。