

Key Investing Perspectives

凱基證券環球投資觀點 | 暫停升息股債熱

2023年7月



環球投資觀點 摘要

受到市場確認升息末端即將來臨，過去美國地區性銀行風暴、瑞士信貸被收購等金融緊縮風險受控，美債上限也達成協議，市場違約風險大幅滑落，再加上NVIDIA大幅上調財測推動AI需求預期，美股迎來較大升幅。6月的FOMC會議暫緩升息，投資市場氣氛正向反應，但7月可能會根據數據討論是否停止，高利率環境對金融市場的衝擊仍在，若後續AI潛在需求轉化成實質訂單時程拉長，短期股市漲多拉回的風險並未解除。

聯準會本次決議暫緩升息，但上調年底利率預估中位數至5.6%，透過利率點陣圖與經濟預測暗示仍有升息空間以壓抑通膨。聯準會將考慮過往升息對經濟的滯後性影響，未來決策仍將以經濟數據為依歸。市場認為升息循環已屆尾聲，因此近期殖利率震盪走升再度提供了中長期公債、投資級債的布局機會，鎖住息收的同時，抓住未來降息對債券帶來的資本利得機會。此外，亦可透過特別股基金，藉由專家管理，穩定收息，長期能參與股市成長。

近期日本股市表現強勁，投資人擔憂日股是否漲多？根據日本東證指數本益比顯示，估值仍處於合理地位，伴隨此次日本政府提出的公司改革，國內薪資成長帶動消費內需，和日本通膨已擺脫通縮陰霾，這次日股將有別以往，成為全球資產配置重要的一環。



1 投資策略

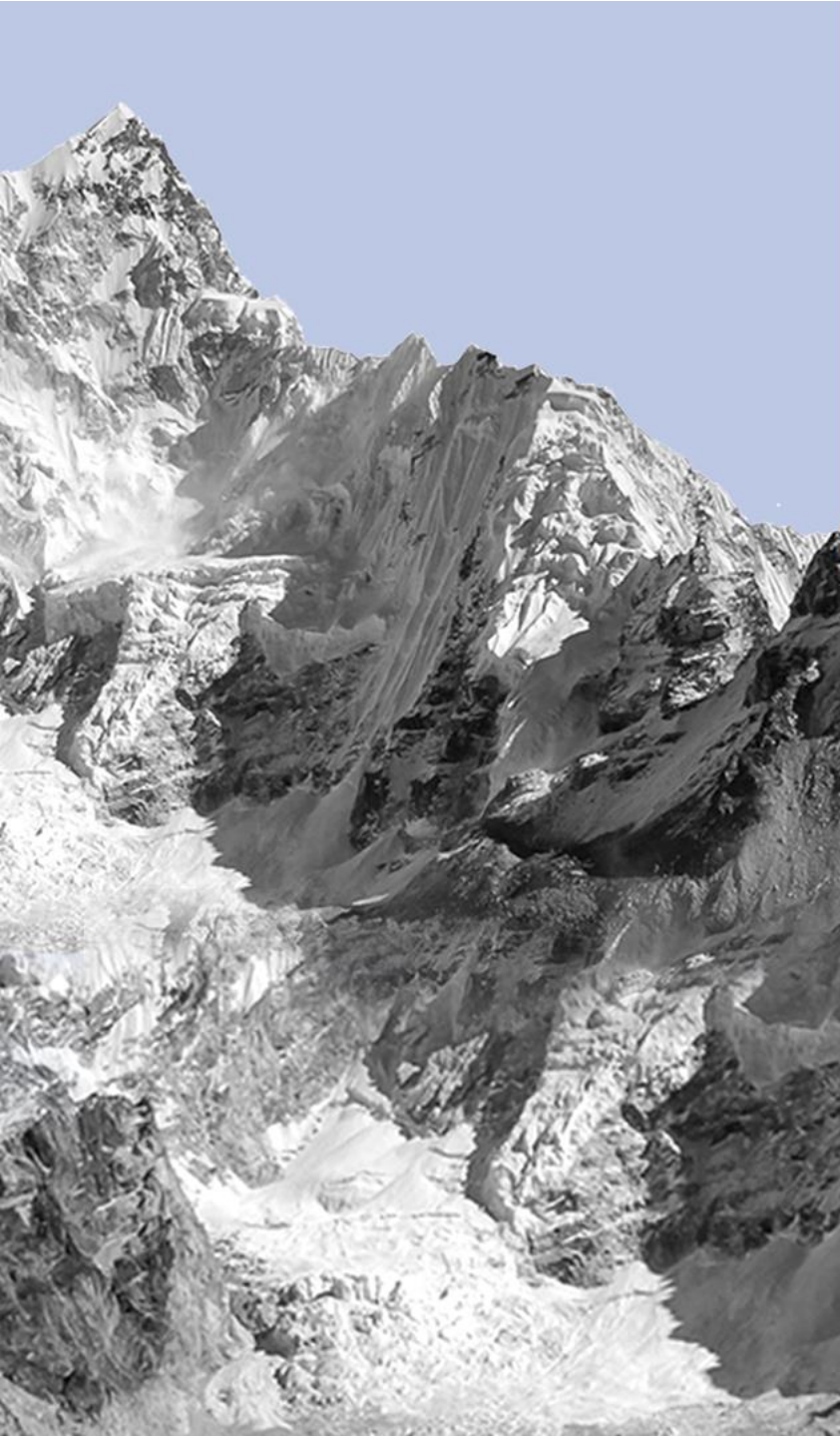
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

新券好機會，高息鎖利流動佳
日股調結構，揮別失落三十年
多元特別股，資產配置降波動

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議 / 核衛配置建議



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

升息近尾聲，高息環境衝擊企業獲利，但股市先反應AI需求上漲

- ▶ 2021年疫情後的塞港與補庫存推動通膨一發不可收拾，聯準會去年開始快速且大幅度的緊縮政策，通膨與利率的同步上行導致股債同時發生劇烈修正。隨著通膨高點已過，剩餘庫存去化，去年底至年初迎來股市底部反彈，但高息環境影響金融體系和總體經濟，包括今年3月的銀行擠兌事件，以及企業年初獲利下修等。然而近期因NVIDIA財報大好，帶動投資人「預期」AI爆炸需求將臨，進而推動美股強彈。未來獲利下修、景氣放緩情境，是否因潛在需求轉換為實質需求拉動而改善，需要更密切注意後續財報。
- ▶ 但債券資產在確實停止升息後高機會大幅改善，因此當前股市看回不回的環境，適合以債券資產做為主要布局，並漸布股權資產或是具有股權與債息性質商品(例如：特別股基金或可轉債基金)，在市場不確定時，不致錯失參與資產增長潛力。



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

投資策略：看好優質長債；AI需求美股震盪上行，增持日本



伴隨美國債務上限擔憂順利解除，與AI帶來的潛在需求提升，市場優先反應預期。但高利率環境帶來的銀行擠兌事件，與企業獲利衰退，確實對景氣帶來衝擊，後續需觀察AI帶來的潛在需求轉化成實質訂單時間，目前市場樂觀看待，但需求轉化的不確定可能使下半年呈現震盪；相對債市在升息已趨尾聲的情況下，價格恢復確定性更高，其中投資級債優於非投資級與新興市場。

資產類別	減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	聯準會提高終端利率與重申年底不降息意圖，實質利率走高有利中長端公債配置
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	投資級公司債短期仍存在較好的收益率，隨停止升息來臨，無風險利率下行幅度有望減緩信用利差擴大風險
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	央行的緊縮貨幣政策將加重企業籌資成本，較低降息機率將導致無風險利率下降空間有限，信用利差擴大
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	留意新興市場匯率偏弱國與原物料生產國的風險，整體不利新興市場債
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	美經濟需求強韌，經濟衰退最快明年才會發生，美股獲利下行雖尚未結束但優於預期，大盤震盪向上至年底
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	歐元區製造業PMI的波動度較全球高，PMI已先下行，歐股表現保守看待，等待歐元區政策回穩與俄烏戰爭結束
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	日股受惠(1)政府P/B改善計畫(2)匯率偏弱(3)薪資成長推動消費，漲勢仍可持續
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	2023上半年帶動全球景氣好轉因素消退，留意下半年新興市場總經風險
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	短期美元表現雖相對弱勢，但不排除後續升息使市場氛圍轉向，預期年底前將重回升值趨勢
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	日央YCC 政策不變立場仍偏鴿，基本面持續好轉，並吸引觀光、投資回流，看好日圓偏升
<p>另類 看多</p>	黃金/ 另類資產	■ ■ ■ ■ ■	終端利率可能再升息兩碼，金價在實質利率攀升時期易承壓；持續看好多空操作、與股債相關性低之另類資產

註：詳細資產類別觀點請見附件第34至36頁

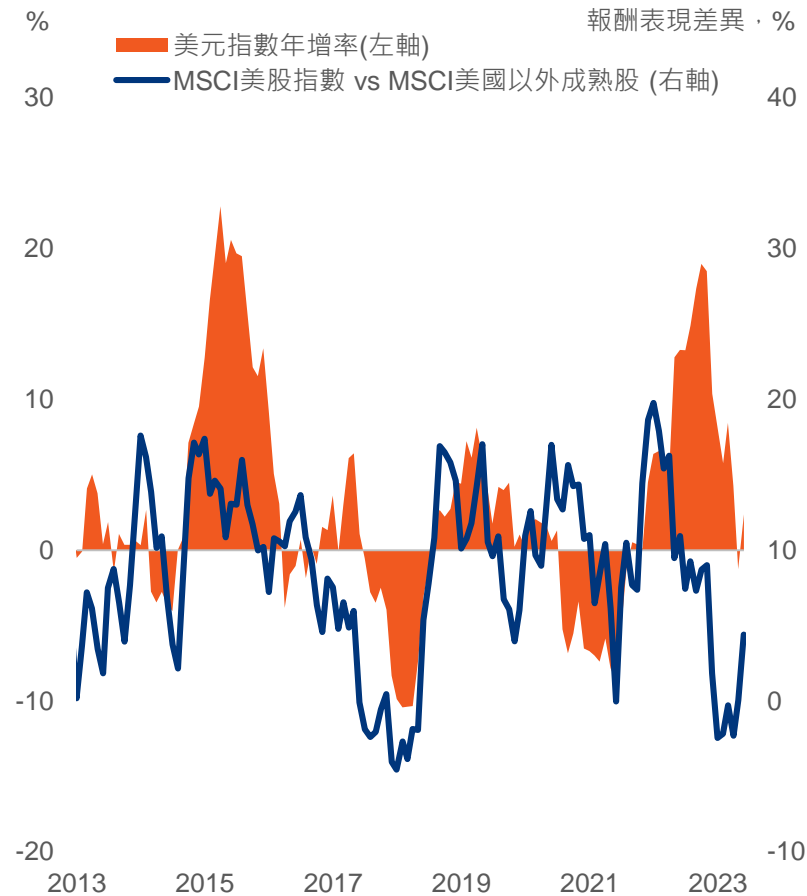
股市回顧與展望 – 股價表現兩樣情，關注利率、獲利及美元動向

- ▶ 美股年至今表現領先全球，除了企業獲利表現優於預期外，實質利率下行也挹注評價修復效果，同時支持成長型的科技股表現優於大盤。檢視：(1)過往實質利率為正值，為股票評價緊箍咒，觀察2008年金融海嘯當時實質利率一度逾3%、2000年科技泡沫時期實質利率甚至達4%，當前1.5%的實質利率壓力升溫但相對仍輕，(2)市場預期美股企業獲利有望回升，但景氣處下行階段，研判幅度有限，後續留意景氣數據與企業獲利對股市評價影響。
- ▶ 今年至今美元指數小幅走升0.6%，檢視過往美元走強時期，美股相對強於其他國家股市，這也體現在今年股市表現上。考量聯準會因通膨問題，將維持高利率水準一段期間，不排除市場氛圍轉向，美元將有轉強可能，美股表現有望相對優於循環性較強的歐股與新興股。

今年美股表現受惠實質利率與獲利優於預期



美元指數走強，美股表現相對其他國家佳



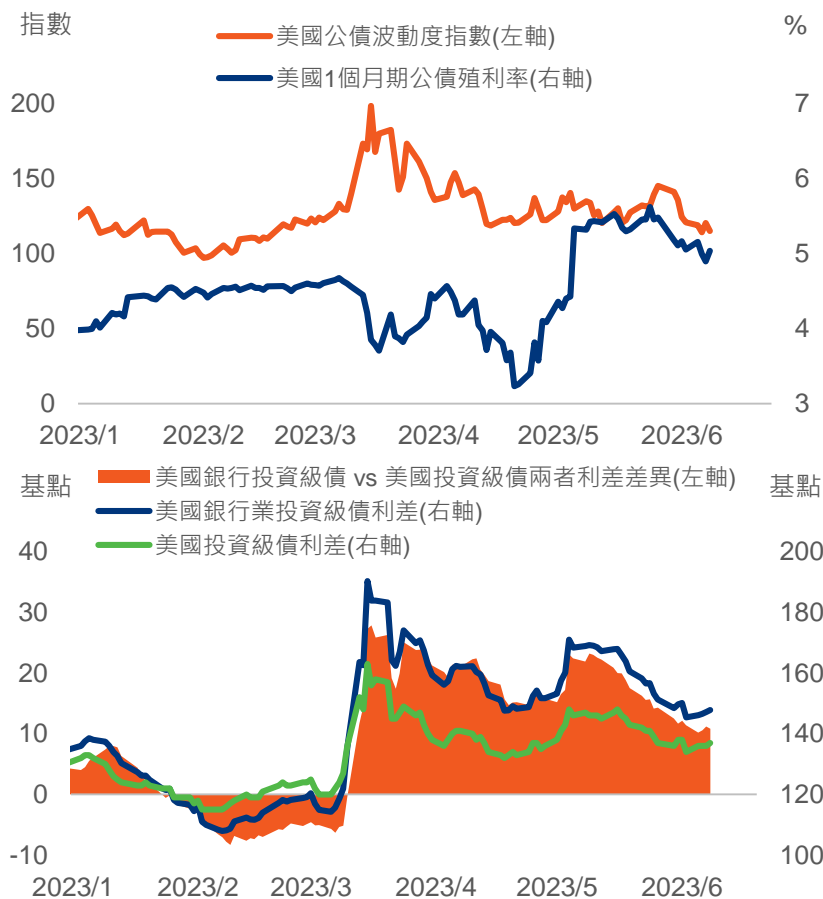
資料來源：Bloomberg，2023年6月9日。註：美國10年期實質利率為10年公債殖利率減10年期平衡通膨率

債市回顧與展望 – 風險市場擾動稍降，聚焦未來潛在報酬空間

- 債市持續聚焦三大風險事件：(1) Fed升息、(2) 債務上限，(3) 銀行接管事件，其中市場持續調整政策利率預期緩步朝聯準會目標靠攏，降低美國貨幣政策不確定性且有助美債利率波動降溫。隨參、眾議兩院已通過債務上限，近期美國1個月公債利率已反映財政問題持續回落。此外，美國監管機構對銀行危機的即時應對，美國銀行投資級債利差緩降，與整體投資級債利差差異從3月中旬高點向下收斂。上述問題獲解有望提振市場信心。
- 聯準會貨幣緊縮政策近終點，利率處於高位環境下，回顧歷史，殖利率向來是未來5年投資報酬率的一大預測指標，意謂當前5.1%的美國綜合債殖利率水準，未來有望擊敗通膨並提供一定程度的潛在報酬空間。因此隨利率上行時，投資人宜增持以財務體質穩健的投資級債鎖利，並把握資本利得機會。

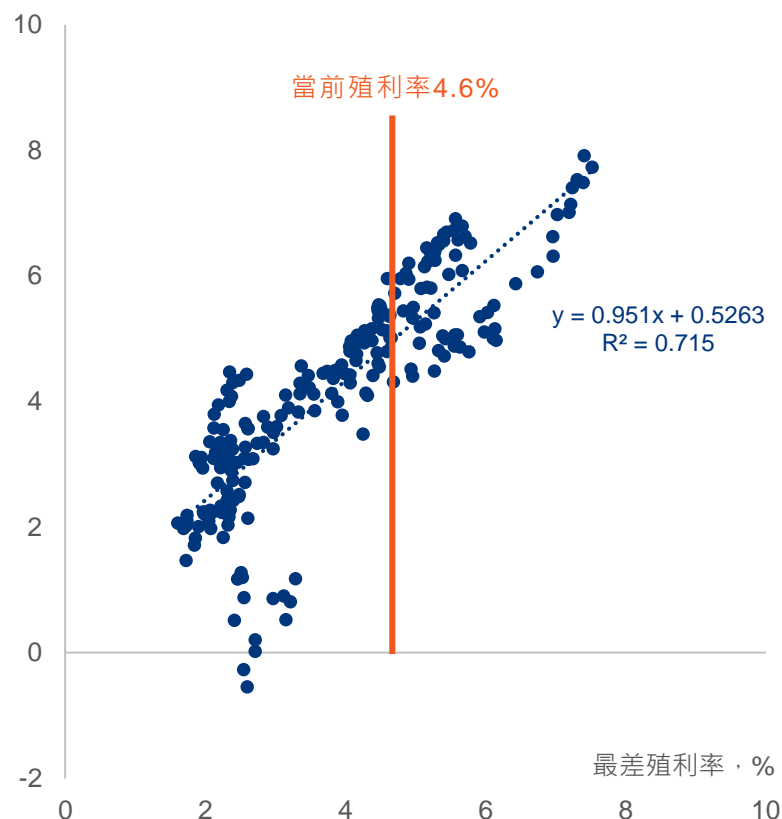
資料來源：Bloomberg，2023年6月9日

美債務上限獲得解決，銀行接管風險稍降



當前美國綜合債利率提供未來潛在報酬空間

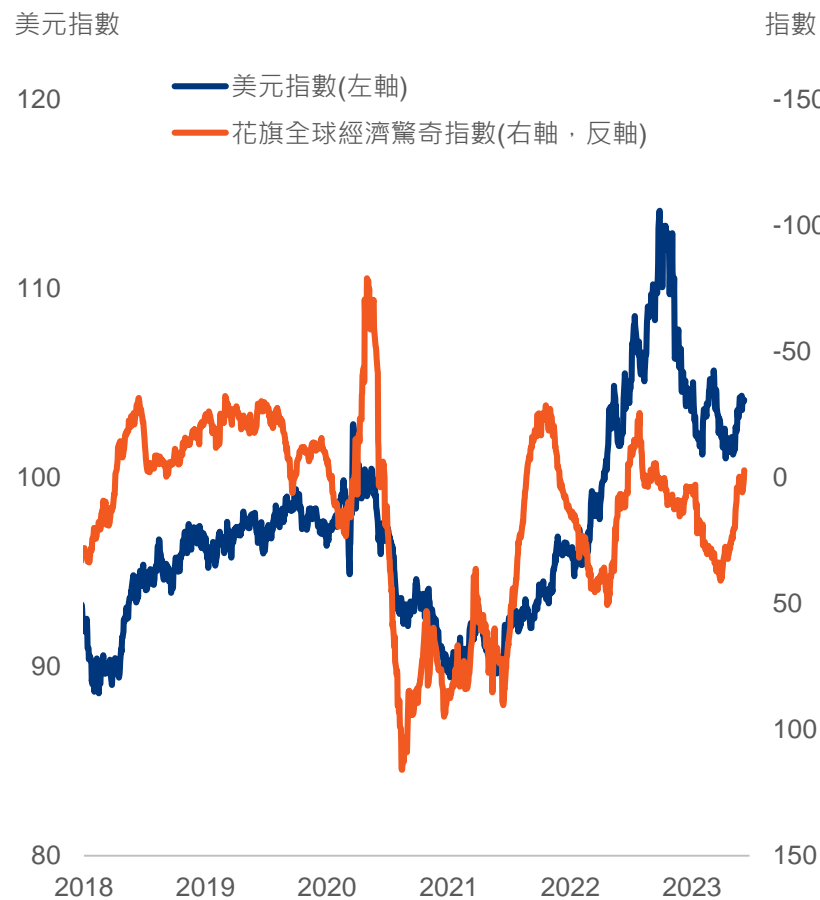
未來5年平均年化報酬，%



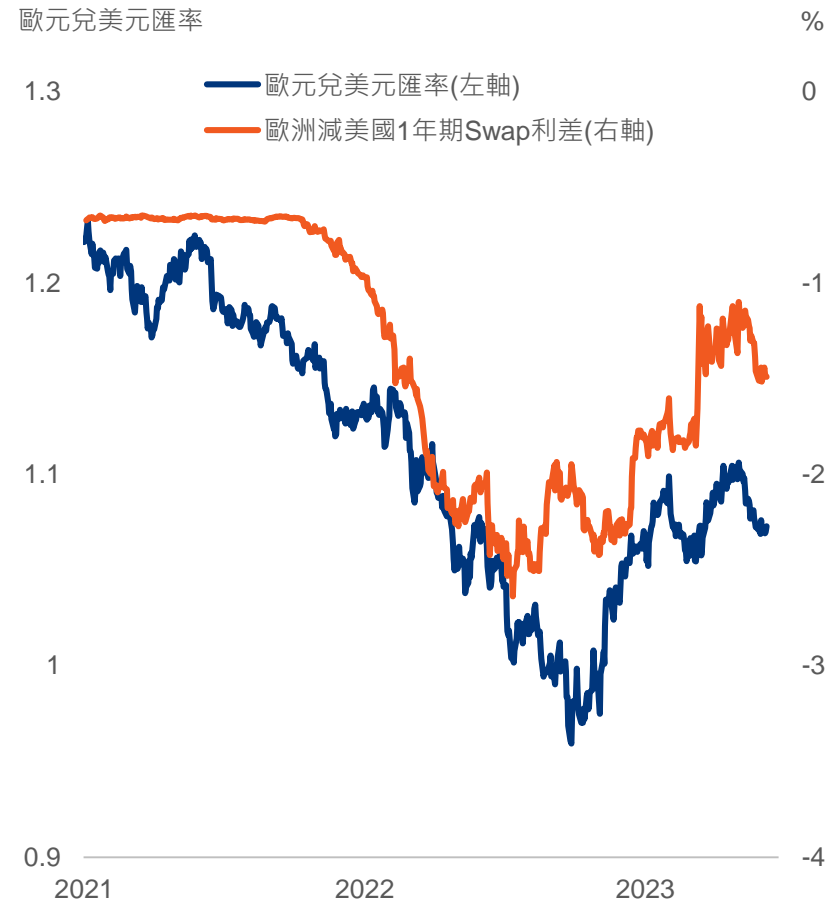
匯市回顧與展望 – 景氣動能與利差變化，美元指數有續強機會

- ▶ 聯準會理事發表鷹派言論使市場對下半年降息預期出現降溫，疊加美國通膨從高位滑落仍高於聯準會目標，勞動市場雖有放緩跡象但偏緊俏，經濟數據持穩支持聯準會維持高利率環境，且今年第一季全球國家景氣表現優於預期後重回下行走勢，帶動美元止跌回升。此外，金融環境持續收緊，後續升息可能使市場氛圍有所轉向，研判美元指數未來一季將偏強。
- ▶ 美國民間消費端與企業端都逐漸感受到高利率帶來的壓力，而歐元區先前經濟數據優於預期的態勢則已逐漸消散，歐元區第二季經濟數據開始因高利率環境開始有走弱跡象，在後續央行緊縮態勢上，歐美利差的負值可能擴大，這讓去年第四季以來走升的歐元轉向貶值，同時也支持美元保持高檔水準。

美元將反映全球景氣下行而偏強



歐美之間利差負值擴大使歐元轉貶



資料來源：Bloomberg，2023年6月9日

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件

7月

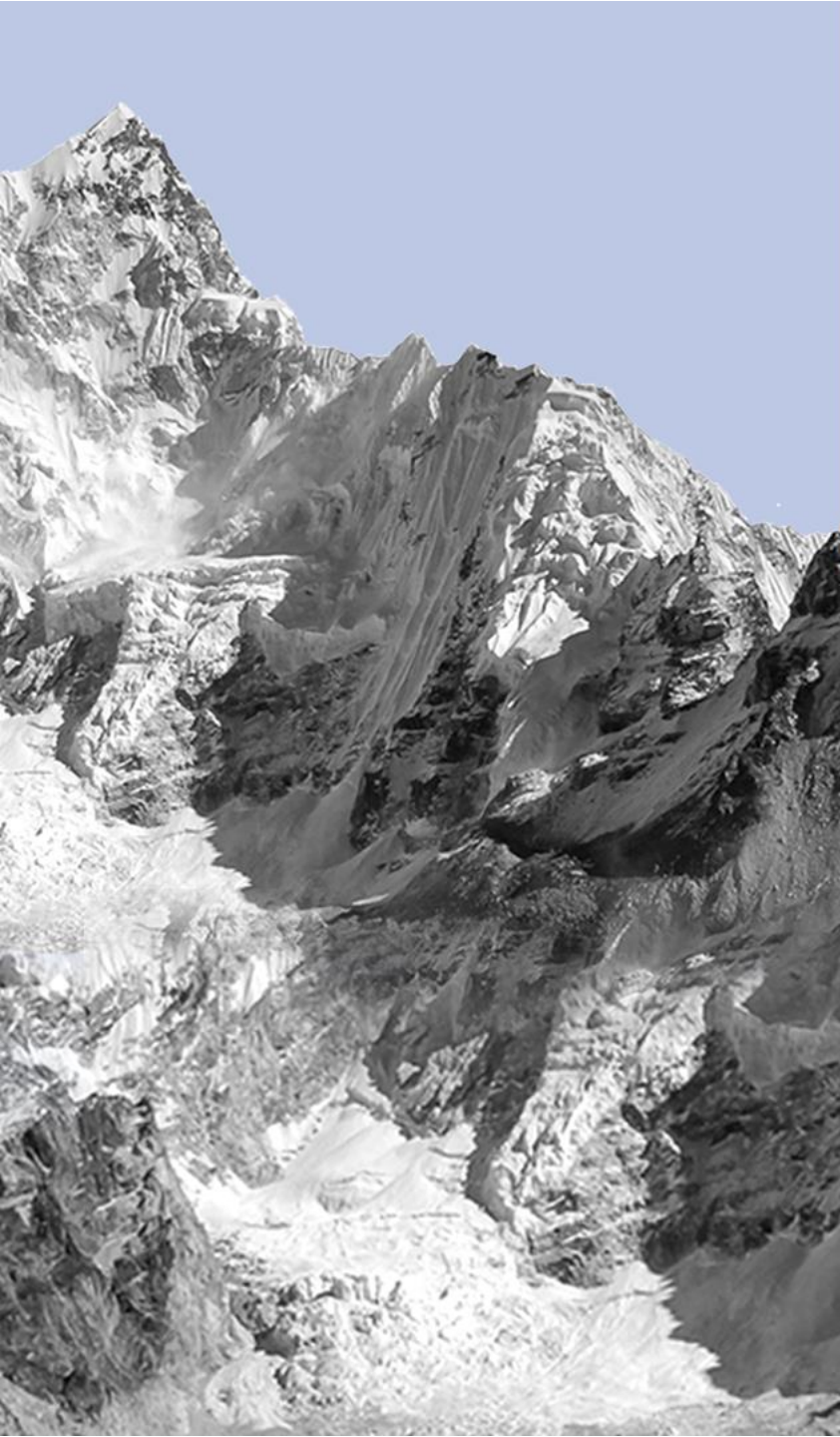
- 26 美國聯準會利率決議
- 27 歐洲央行利率決議
- 28 日本央行利率決議

8月

- 3 英國央行利率決議
- 24-26 Jackson Hole全球央行年會

9月

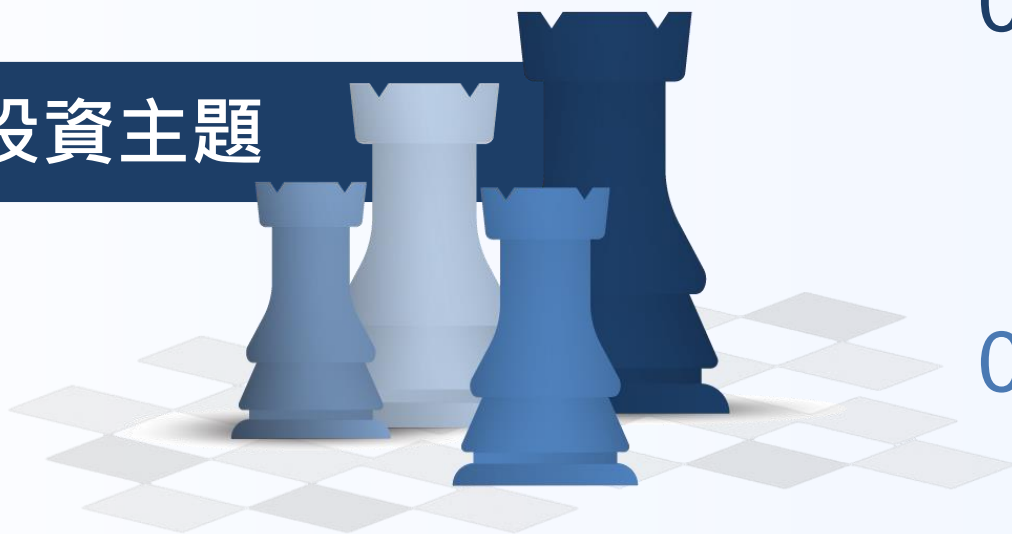
- 12 聯合國大會
- 14 歐洲央行利率決議
- 20 美國聯準會利率決議
- 21 英國央行利率決議
- 22 日本央行利率決議



2 投資主題

- ▶ 新券好機會，高息鎖利流動佳
- ▶ 日股調結構，揮別失落三十年
- ▶ 多元特別股，資產配置降波動

本月投資主題



關鍵提問 ▶ 聯準會再升息，對債券價格的影響？

- 美國升息近尾聲，預期利率風險將轉為信用風險壓力，以高信評債作為防禦布局。
- 升息雖打壓債券價格，但時間拉長後影響些微。利率上行同時推升新發行債券票面利率，透過新券可鎖住未來豐沛債息。

01 新券好機會，高息鎖利流動佳

- 聯準會升息有望近尾聲，當前新發行債券存新發行溢酬，有利買方取得好價格。
- 新券具流動性佳且價格穩定優勢，投資人可留意新債的鎖利契機，把握10年難得的高孳息鎖利機會。

02 日股調結構，揮別失落三十年

- 日本金融市場改革後，估值合理有吸引力，重新使外資淨流入節節上升。
- 價值表現優於成長，循環優於防禦，四大子產業領航日股長期成長契機。

03 多元特別股，資產配置降波動

- 特別股現在的平均股利率約7%，來到近年來的相對高點，且近10年平均違約率僅0.1%，和投資等級債相當，並較非投資等級債近3%的違約率更為穩健。
- 公債殖利率的波段高點，過去常是特別股的波段低點，若未來美國公債殖利率向下，特別股將有不錯報酬。

新券好機會

實質利率高 + 新發行溢酬高 = 用新券鎖住豐沛好票息

- ▶ 檢視過往美國升息階段與實質利率為正值時期，此時美國公債殖利率特別是長天期多處相對高位，此後通常因通膨降溫加上景氣衰退，有望帶動聯準會啟動降息加深利率下行空間。考量實質利率已轉正且聯準會升息有望接近尾聲，投資人宜把握10年內難得的高孳息鎖利機會。
- ▶ 美國持續升息加劇市場流動性偏緊發展，受基準利率上行影響，美國企業新發行的債券為了與其他類型債券(如公債)競爭，多提供債券價格折價(即提供高於舊券10個基點以上的新發行利率&風險溢酬)來吸引投資買氣，同時債券初級市場新發行利率上升，對次級市場債券帶來一定程度利差上行壓力，意即當前高利率環境不利債券發行機構，但對債券投資人來說，於企業融資艱困期買新發行債，有利買方取得好利率與好價格。

過往美國升息且實質利率轉向下，公債利率有望見高點



金融風險升溫下，企業新發行債券需付出較高的溢酬



註：美國10年期實質利率為10年公債殖利率減10年期平衡通膨率。金融情況指數指將利率、匯率等多種金融變數對當前及未來經濟情勢之影響，編製而成的單一指標，高盛金融情況指數數值越高代表金融狀況風險越高，反之則越低。

資料來源：Bloomberg、Barclays、凱基證券整理

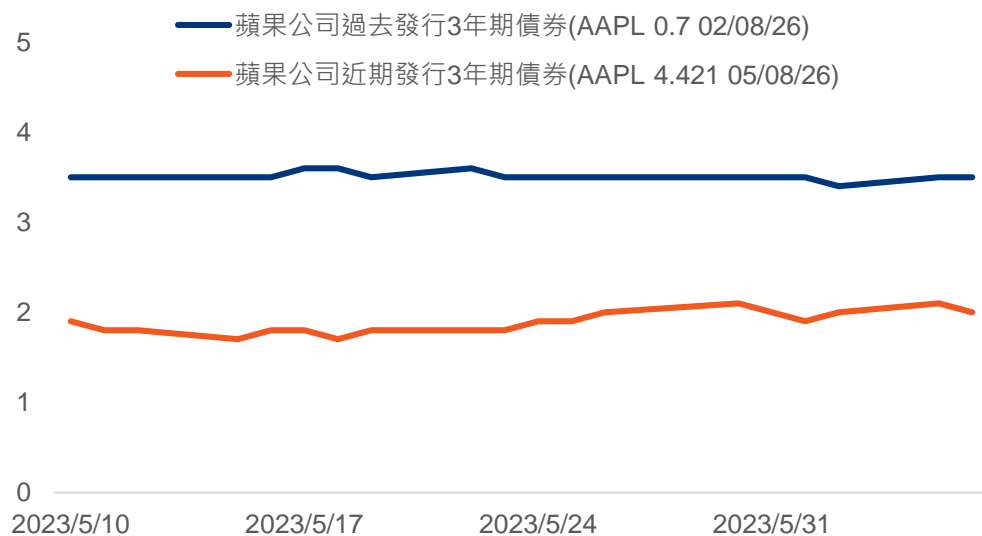
新券好機會

新券流動性佳 + 價格波動較穩定 = 當前買新券的好機會

- ▶ 檢視當前相同發行機構、相同信評、到期年期接近的新、舊債券，以當前高利率環境，可以看到新券因剛發行，市場需求相對穩定同時也反映在買賣價差上。此外，隨時間經過，部分舊券因法人投資比重高且往往持有至到期，在次級市場成交量較少下，買賣雙方對債券價值認定的歧異程度較大，價格相對難搓合。顯示投資人買新券的好處除了前述高利率與高發行溢酬外，較低的交易成本也有利於交易流動性。
- ▶ 檢視新、舊券的市場價格的變化程度，考量：(1)波動性放大時期，當價格迅速變化時，買賣價差較高者其債券價格波動幅度大。(2)低買賣價差者，交易成本侵蝕資本利得幅度相對較小。顯示買進新發行債券不僅只考慮交易成本，對長期持有者的報酬水準亦有一定程度的幫助。

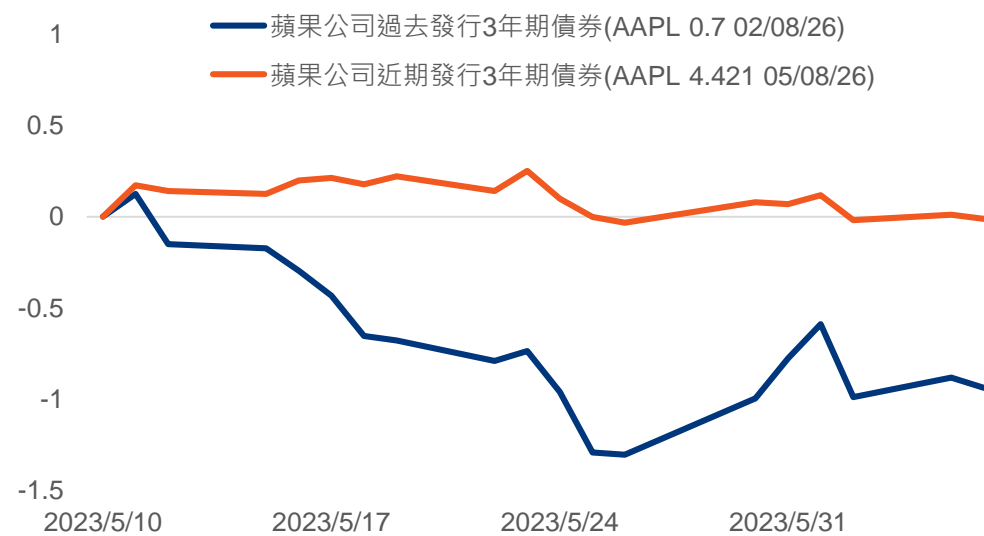
新發行債券買賣價差相對舊券小，流動性較佳

殖利率買賣價差，基點



新券需求有助債券價格表現相對穩定

新券發行以來債券價格表現，%



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

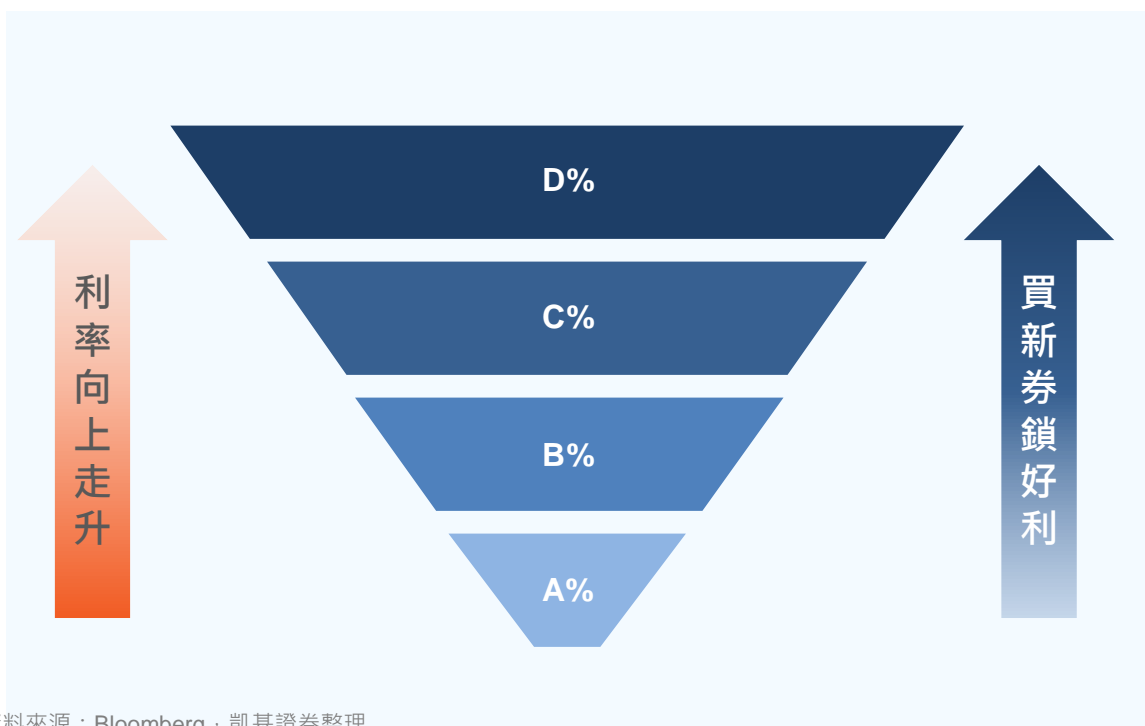
新券好機會

升息趨緩買新券，好債有息鎖收益

逢升息接近尾聲，買新發行債券策略：**1** 選擇高信評 **2** 尋找好公司 **3** 鎖住好收益，攻守兼備輕鬆配

倒金字塔策略：升息尾聲下管理利率風險的錦囊妙計

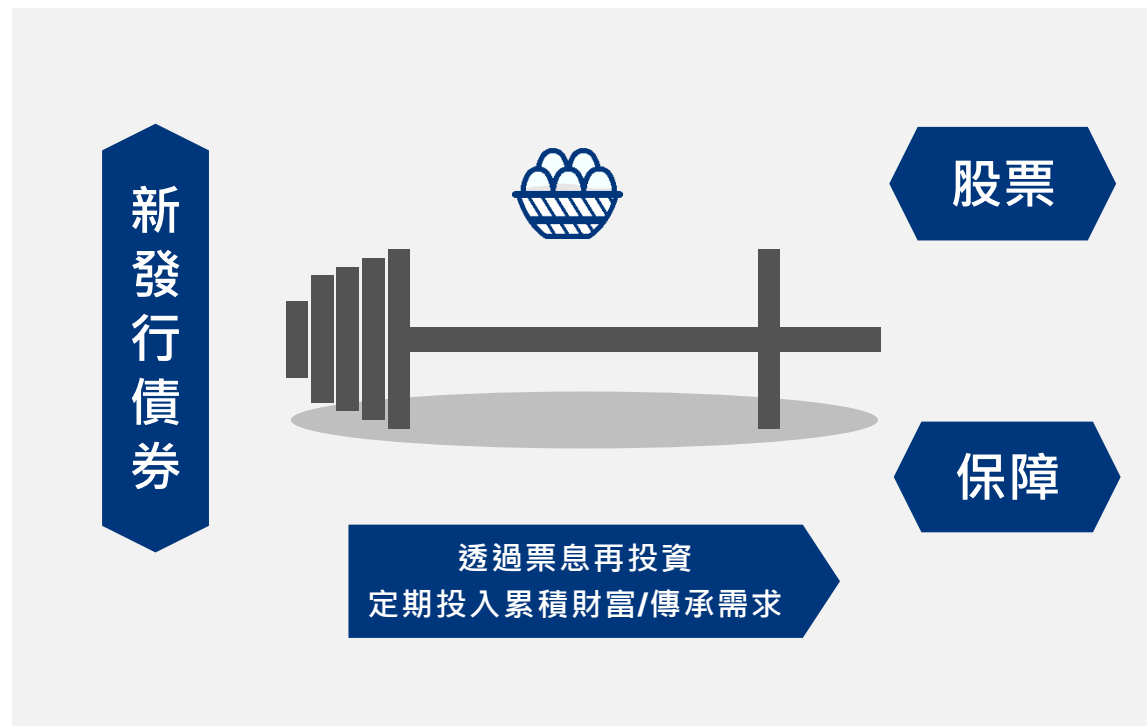
- ▶ 若投資人擔心何時才是利率頂點，建議可以隨每次升息加碼部位(A < B < C < D)直到升息循環結束，達到鎖利與守富機會。



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

債息再投資策略：收益增值、放大資產與保障需求兼顧

- ▶ 透過新券的豐沛債息再投資股市/保障型商品的槓鈴策略，放大資金運用效率，同時加速累積財富。



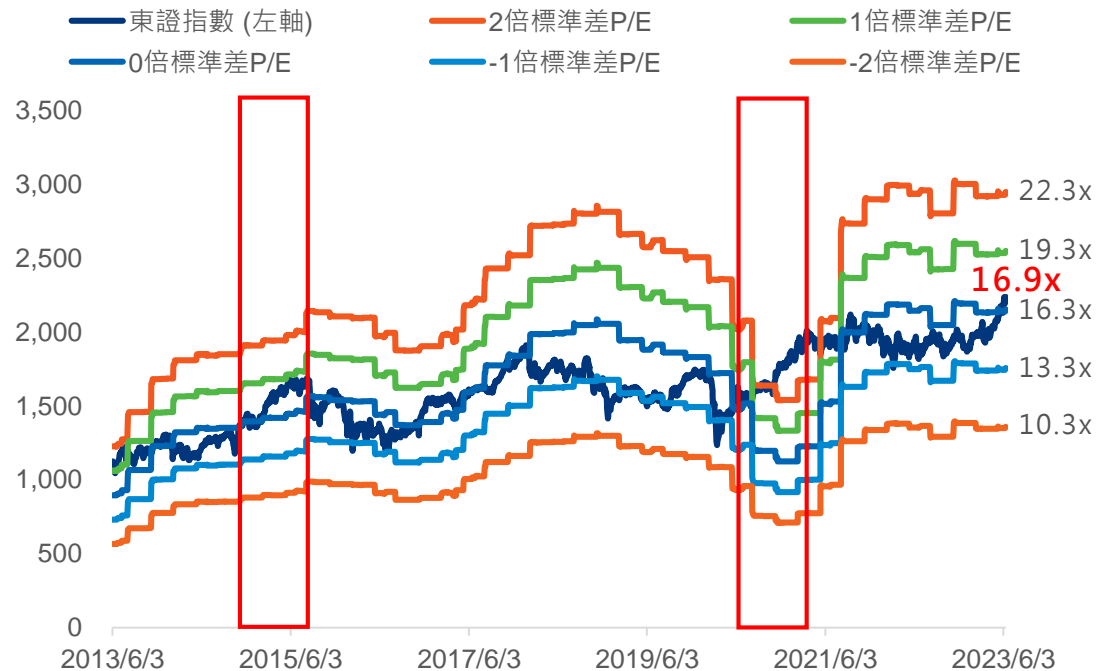
日股創新高，東證指數估值合理介於0~1倍標準差之間

- ▶ 安倍改革發酵，公司治理改善，日股推升基礎確立，日股兩大指數日經225與東證指數突破33年來新高，其中東證指數涵蓋東京證交所上市的所有股票，為傳統市值加權指數。兩大指數關聯度高，近期日經指數突破，東證指數也同步突破，表現強勁。
- ▶ 近期日股強勢走升，觀察目前東證指數本益比16.9倍，僅略超過十年平均標準差。綜觀2014-2015年日本QQE政策期間與2020年疫後復甦期間，股價多頭時期，本益比均超過0倍標準差，多頭末期大致上介於1-2倍標準差間，對應到多頭末期的估值，本益比達到20倍以上需思考估值過高的問題，因此目前日本股市整體估值，屬於合理偏有吸引力水準。

指數創新高，突破自2021年2月以來長期盤整區間



指數目前本益比16.9倍，為復甦時期起漲本益比



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 截至2023年6月12日

外資不斷湧入，造成上半年大型股優於小型股表現

- ▶ 觀察日股外資淨流量從今年初，趨勢正式從流出轉為流入，自2020年8月巴菲特首度購入五大商社，日股強勢自2021年2月漲幅超過50%，隨後進行長達2年盤整，於今年4月巴菲特訪日後，市場重新重視日本公司估值相當具有吸引力之事實，外資更大幅度回流帶動股市持續上攻。
- ▶ 從資金流行情看來，外資回流主要先布局大型權值股，東證100指數在今年以來表現顯著優於東證中型400指數，尤其是巴菲特訪日後外資大幅流入更為明顯。

外資持續流入，年初外資轉為流入，且增幅快速



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 截至2023年6月12日

今年以來外資湧入，以大型股布局為主，年至今20.2%



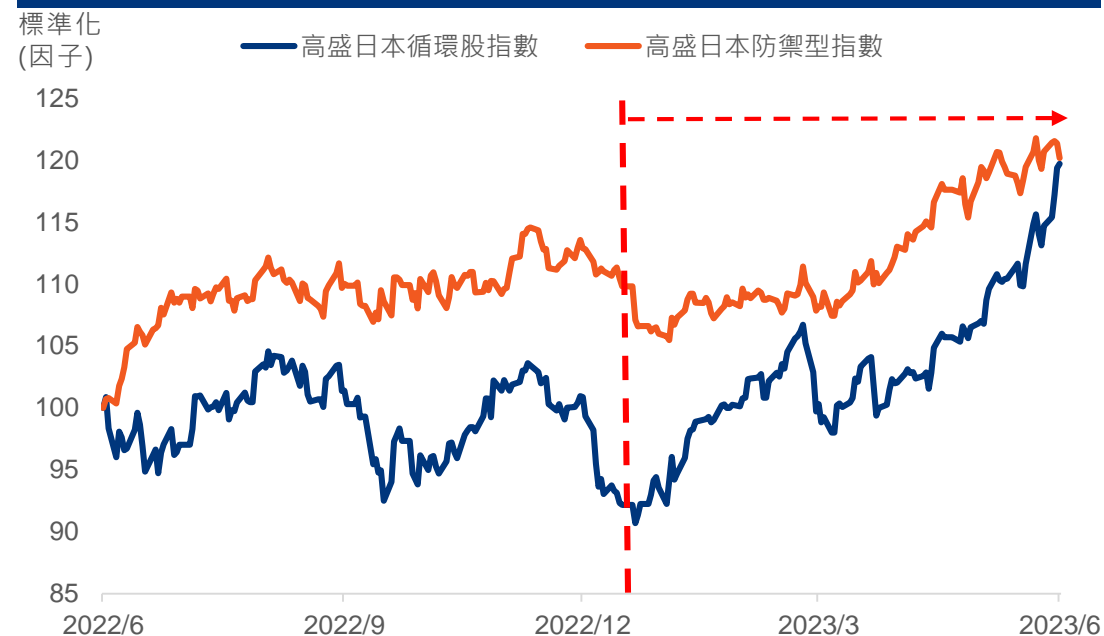
今年以來日股投資風格：價值優於成長；循環優於防禦

- ▶ 觀察東證指數成長股與價值股，可以看出受惠於巴菲特大力加碼日本五大商社股票，日本價值股表現在近一年優於成長股。
- ▶ 雖然過去一年防禦型表現優於日本循環類股，但在今年風格開始轉向，今年以來循環類股漲幅高於防禦型。循環股再起的原因包括，AI爆炸性需求帶動，日本身為亞洲首屈一指高階半導體設備，車用相關晶片生產商等，需求從疲軟中恢復，機械、車用等需求攀升，營收重回高成長，伴隨估值合理，對外資吸引力大增。另外，日本同樣受到升息影響，國內市場薪資顯著提高；疫情解封，帶動內需旅遊消費，使日本2023年第一季GDP大幅成長，季增2.7%大幅優於市場預期的1.9%，循環類股受惠於資本支出提升和存貨改善轉強。

受惠巴菲特投資商社，近一年價值股表現優於成長股



風格正在轉換，今年以來循環股表現優於防禦股

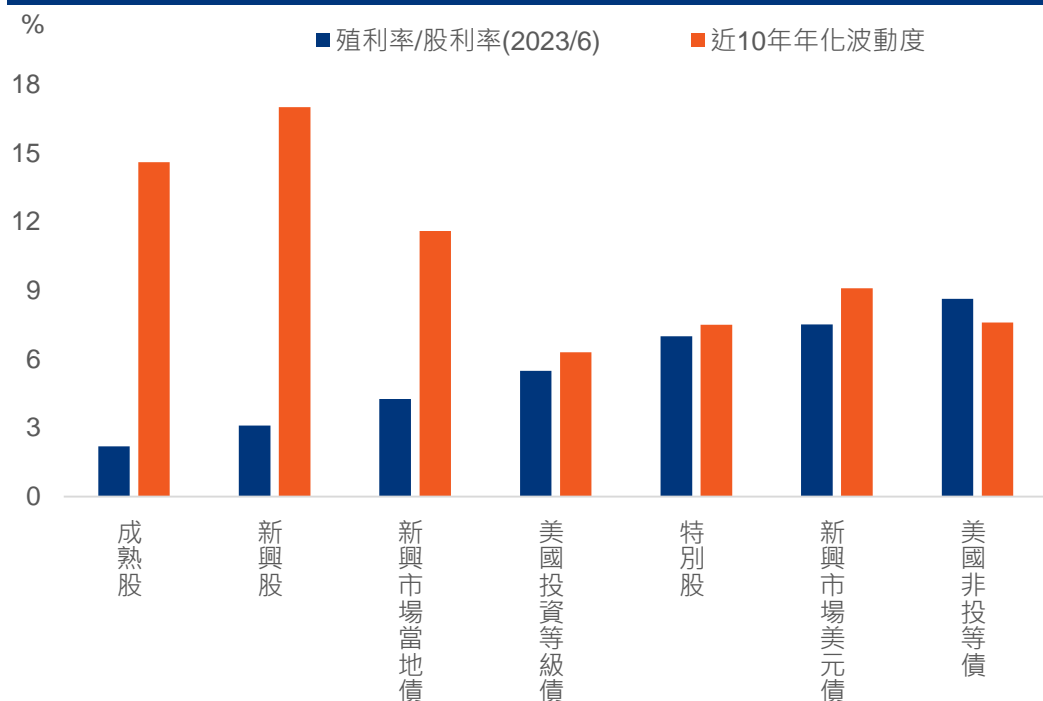


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 截至2023年6月12日

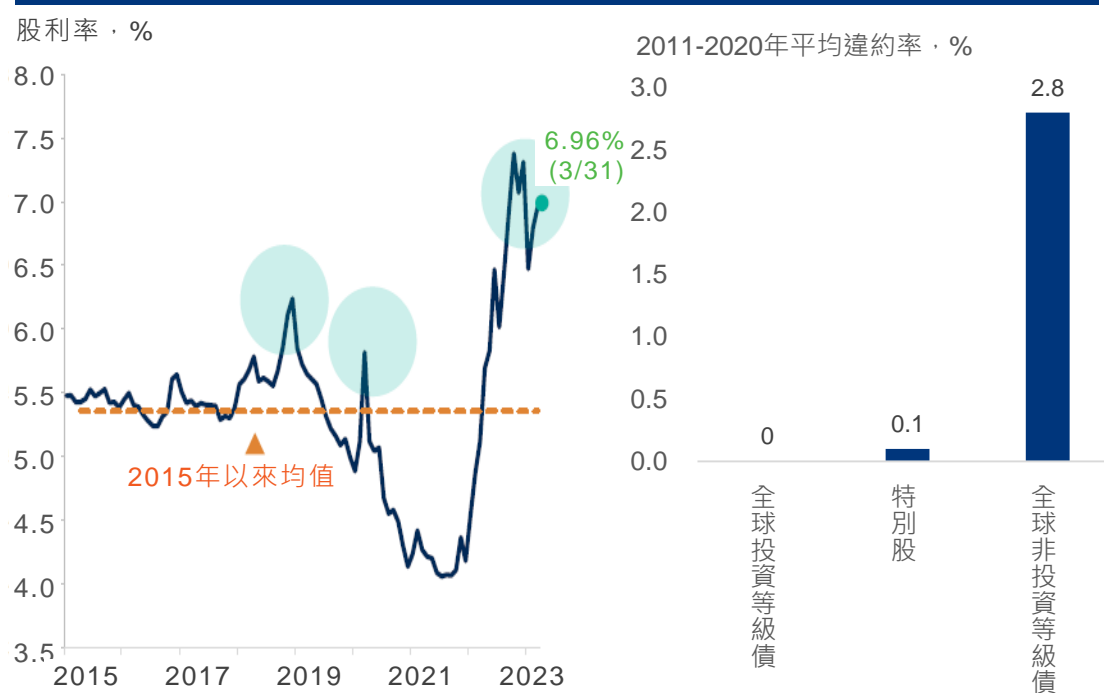
特別股享非投等債高息、似投等債的低波動度

- ▶ 目前特別股平均配息率約為7%，與非投資等級債的8.6%相距不遠，更高於投資等級債的5.5%，也較美國基準利率和多數國家定存更佳。此外，穩定配息的特性，亦適合作為有被動收入需求或退休規劃的投資人。
- ▶ 特別股的固定股息率高，且具有提高資本適足率等發行目的，通常是獲利不錯、具現金流穩定的公司，才有發行特別股的能力。發行特別股的公司多為資產龐大、受政府高度資本管制的產業，如銀行、保險、電信、水力發電、公用事業及REITs等，發行機構信評多為投資級。目前特別股的股利率已來到近年來的相對高點，且近10年平均違約率僅0.1%，和投資等級債相當，並較非投資等級債近3%的違約率更為穩健。

特別股配息高且波動度低



特別股殖利率來到近年高點，但違約率相對低



資料來源：Bloomberg、柏瑞投信。註：特別股以ICE BofA固定利率優先證券指數為主，全球投資等級債以ICE BofA全球投資級債指數為主，全球非投資等級債以ICE BofA全球非投資級債指數為主

不論升息尾聲或景氣衰退，特別股表現穩健

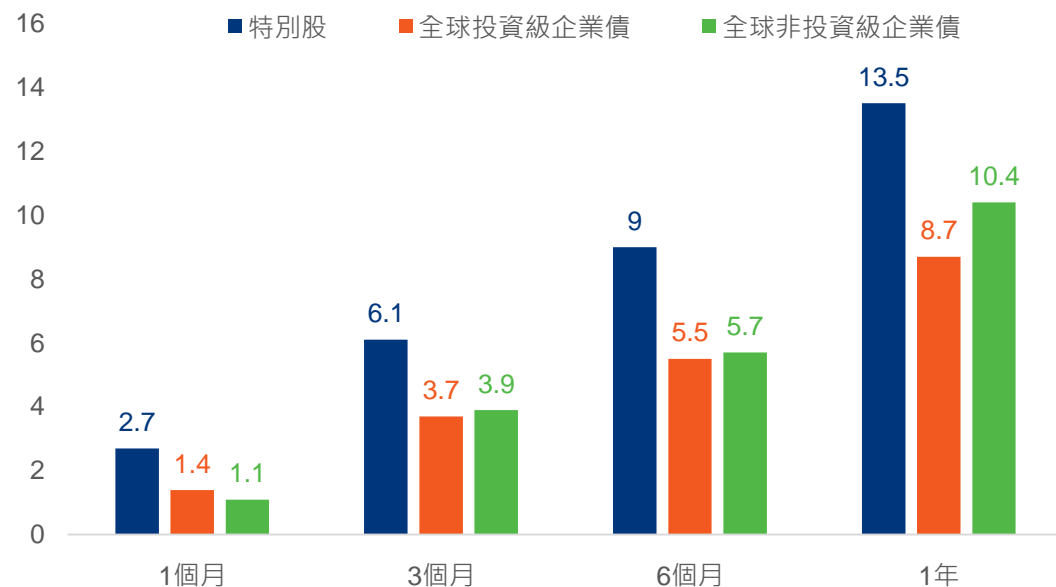
- ▶ 在股市大好之時，普通股具資本利得空間，報酬會勝過特別股的固定配息，但企業面臨獲利衰退時，特別股雖然也會受到影響，惟其配息順位優先於普通股，相較普通股而言仍屬穩定。若逢低點分批布局，將有助於未來勝率報酬，配息若持續累積，長期含息報酬趨勢向上。
- ▶ 特別股受到利率上揚，對價格會有負面影響。觀察過去，公債殖利率的波段高點與特別股的波段低點，皆出現在升息循環期間，也就是當升息循環觸頂後，公債殖利率通常將漸偏下行，特別股開始反彈向上。考量目前接近升息循環的終點，若提前分批佈局特別股基金或ETF，在最後一次升息後，往往都有不錯的績效回報。

特別股股息持續累積，縱有波動長期趨勢向上



過去升息循環結束後，特別股表現亮眼

Fed最後一次升息後平均表現，%



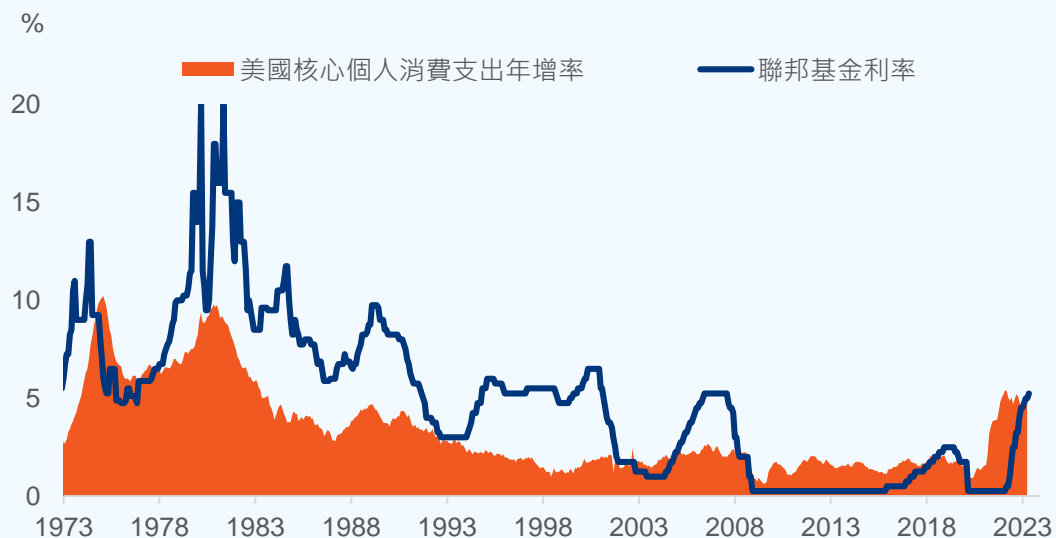
資料來源：Bloomberg，註：特別股以ICE BofA固定利率優先證券指數為主，全球投資等級債以ICE BofA全球投資級債指數為主，全球非投資等級債以ICE BofA全球非投資級債指數為主，升息循環末期有1997、2000、2006和2018年

聯準會再升息，對債券價格的影響？

通膨降溫轉向下行，聯準會升息有望近尾聲

- ▶ 過往Fed開始升息後推升實質利率轉正，此後進入景氣衰退期，降息帶動實質利率向下，之後Fed再大幅升息可能性下降。

隨著通膨降溫不再走升，Fed升息有望接近終點



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：投資級債為彭博美國投資級債指數

升息雖不利債券表現，但升息幅度漸減預期影響有限

- ▶ 升息見頂且利率政策近尾聲，景氣下行風險升溫，預期利率風險漸消將轉為信用風險壓力，以高信評債券進行防禦布局。

各種情境對投資級債潛在影響

	景氣持穩 利率回升	經濟硬著陸	經濟軟著陸
起始利率水準	5.5%	5.5%	5.5%
美國7年期公債利率變化	0.5%	-1.5%	-1.0%
投資級債券利差變化	0.5%	1.0%	-0.5%
美公債利率變化對報酬影響	-3.5%	10.5%	7.0%
投資級債券利差變化對報酬影響	-3.5%	-7.0%	3.5%
12個月投資級債預估總報酬	-1.5%	9.0%	16.0%

註：以美國投資級債指數作為指數為基準，存續期間以7年計算

升息影響債券短期價格變化，長期報酬影響有限

升息雖不利債券表現，但同時挹注票面孳息

- ▶ 儘管升息打壓債券走勢，然而基準利率上行同時推升新發行債券票面利率，透過新券領取豐沛債息並再投資加速財富累積。

聯準會升息期間，債券票面利率隨基準利率而上升

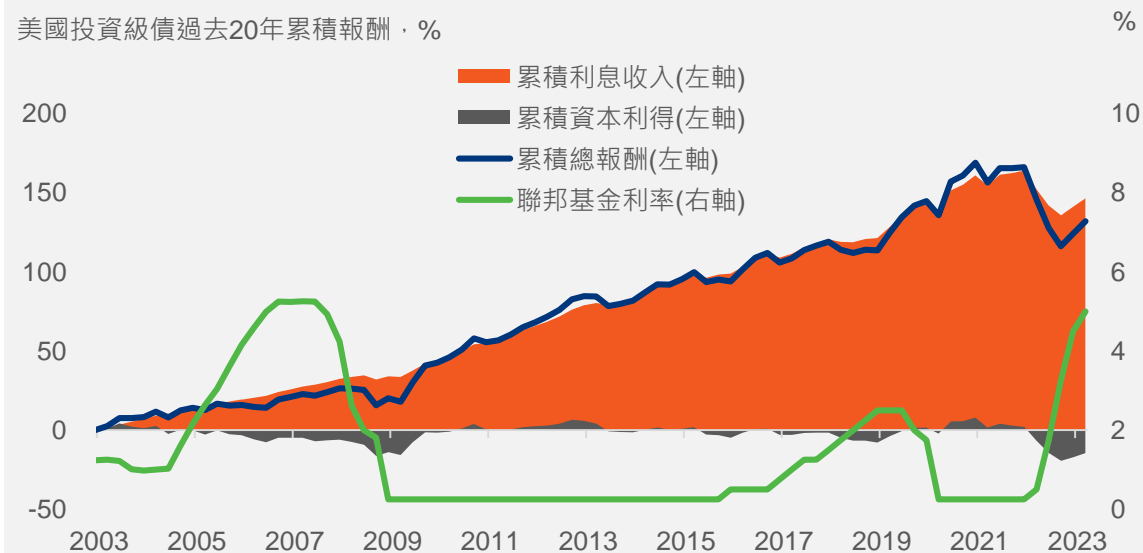


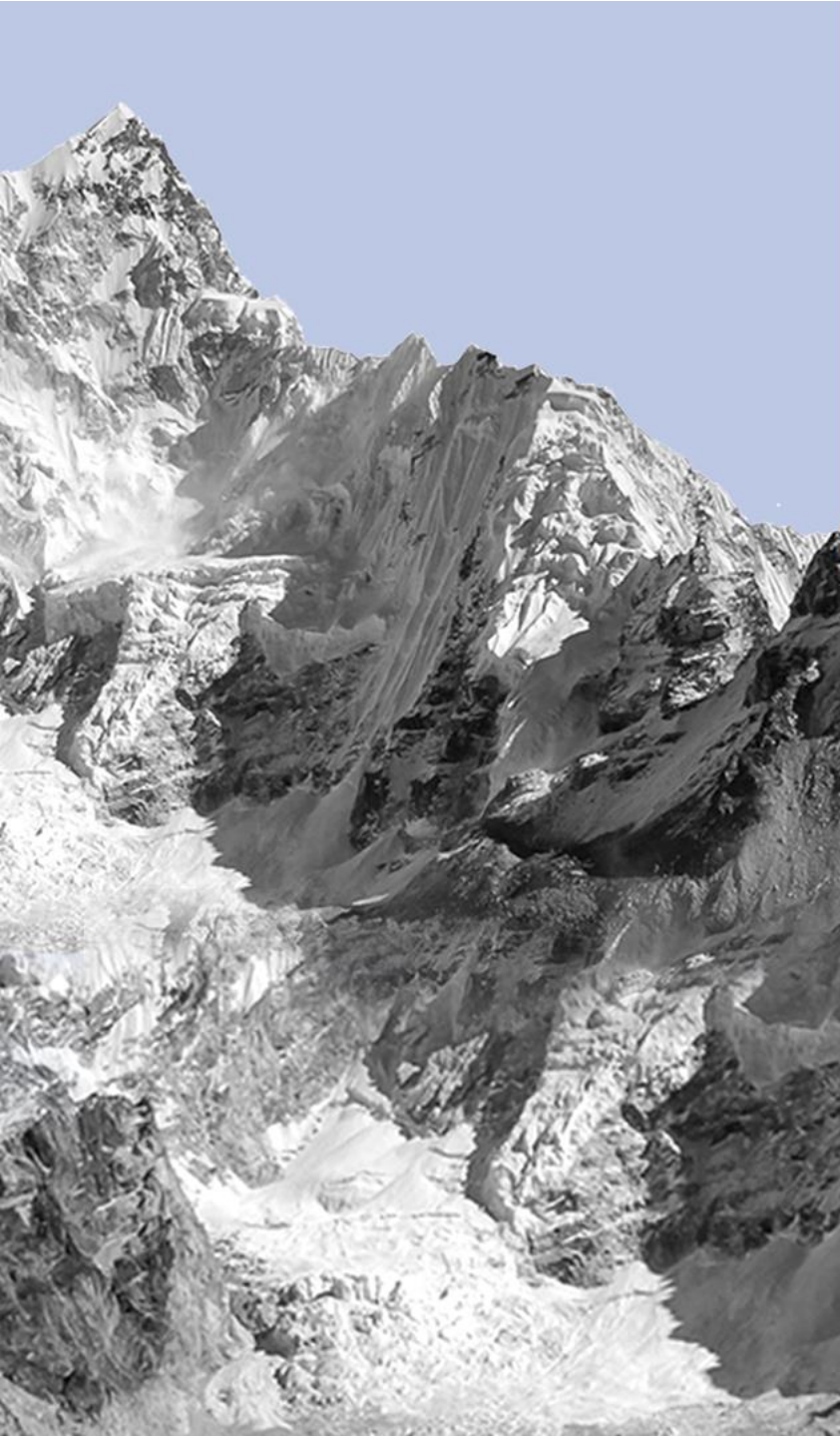
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 註：美國投資級債為彭博美國投資級債指數

升息僅影響債券價格短期變化，時間拉長影響些微

- ▶ 儘管升息環境不利債券短期表現，但持債者所領取的孳息可對抗通膨並累積金流，長期配息可提供穩定財富增長效果。

債券孳息為長期報酬主要來源，升息僅影響短期債券價格變動





3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 核衛配置建議

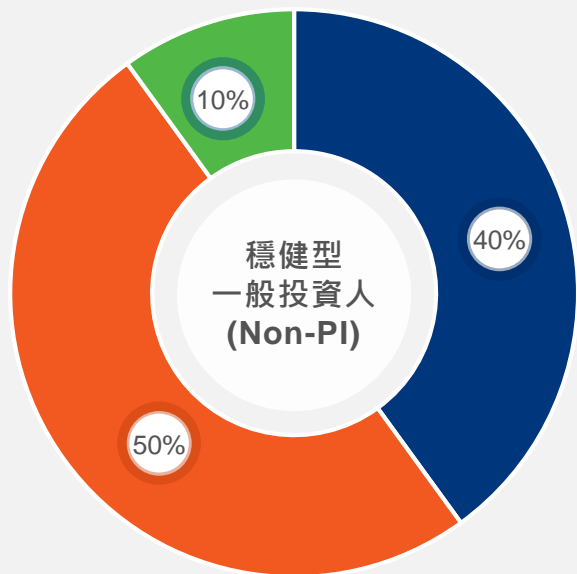
【資產配置】提高債券部位，鎖定高債息、健全股債比

- ▶ 升息近尾聲，把握投資級債殖利率處高檔時期鎖利，建議投資組合可將部分現金部位轉配投資級以上債券，並逐步拉長債券存續期間。
- ▶ 股票部位以調整持股結構為主，進行國家、產業、風格的挪移，其中日股具備長期結構轉變之利多，可增加配置比重。
- ▶ 以穩健型投資人為例，針對專業投資人(PI)與一般投資人(Non-PI)，提供投資組合配置建議如下。

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
大型股
防禦股
成長股

債券

美國國庫券
投資等級債
投資等級債基金

穩健型
一般投資人
(Non-PI)

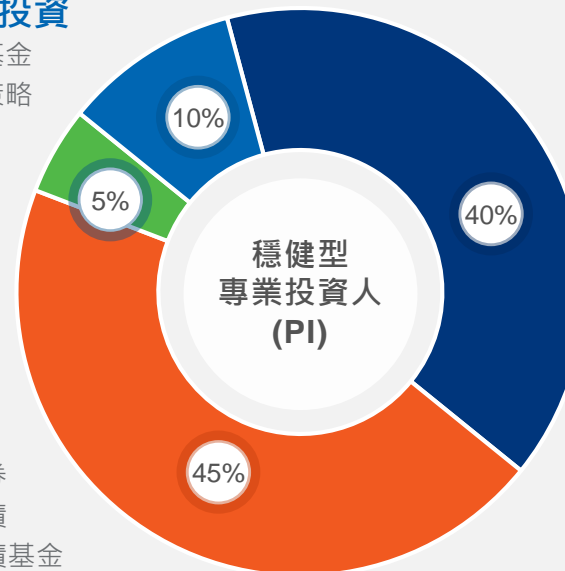
專業投資人(PI)投資組合配置建議

另類投資

私募基金
量化策略

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



股票

大型股
成長股
特別股
美股
日股

債券

美國國庫券
投資等級債
投資等級債基金

穩健型
專業投資人
(PI)

[一般投資人] 保守型配置：股票30%、債券60%、現金10%；積極型配置：股票50%、債券45%、現金5%

[專業投資人] 保守型配置：股票35%、債券55%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票45%、債券40%、現金0%、另類15%

根據風險承受度及部位現況，動態調整資產比例

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批布建投資部位

- ◆ 增持中短天期債，逢利率彈升分批布局長天期債券鎖利降波動，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 既有部位風險降階

- ◆ 可調整至平衡型基金或債券型基金以降低投組波動度



1 增持降波動資產

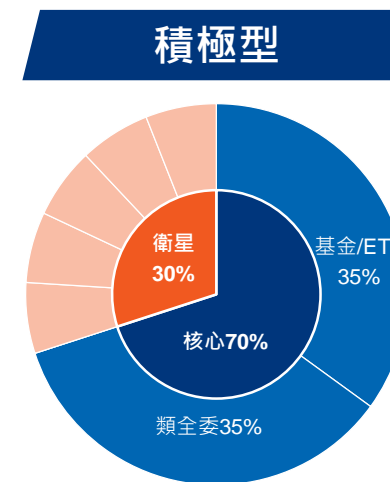
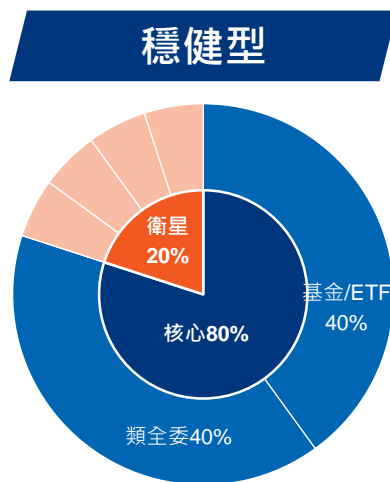
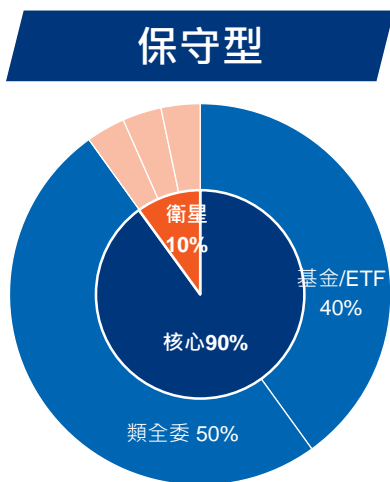
- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中短天期投等債持有到期，或美國政府債券和投資級債基金，健全股債比

2 調降風險資產部位

- ◆ 調降非投等債、新興市場債，逢反彈減持基本面不佳中小型股，降低風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型、多重資產基金，或美國政府債券和投資級債基金調整股債比

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	



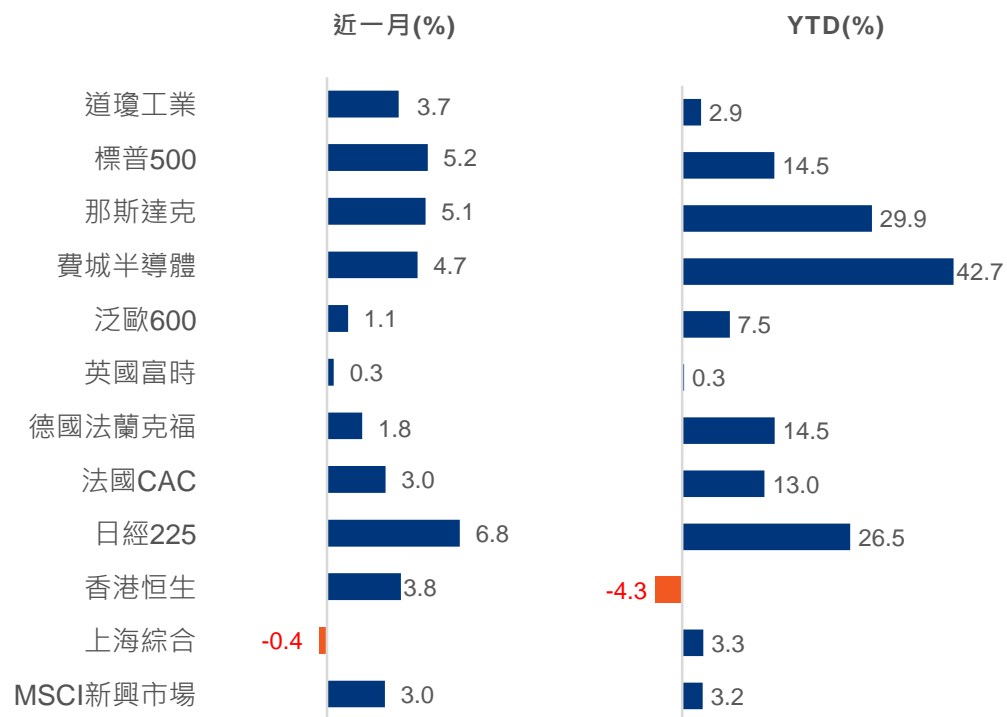
附件

- ▶ 市場表現回顧及股債市場評價
- ▶ 跨資產波動率與過去報酬分布
- ▶ 資產類別建議
- ▶ 市場基金銷售狀況
- ▶ 重要數據與事件
- ▶ 企業財報行事曆

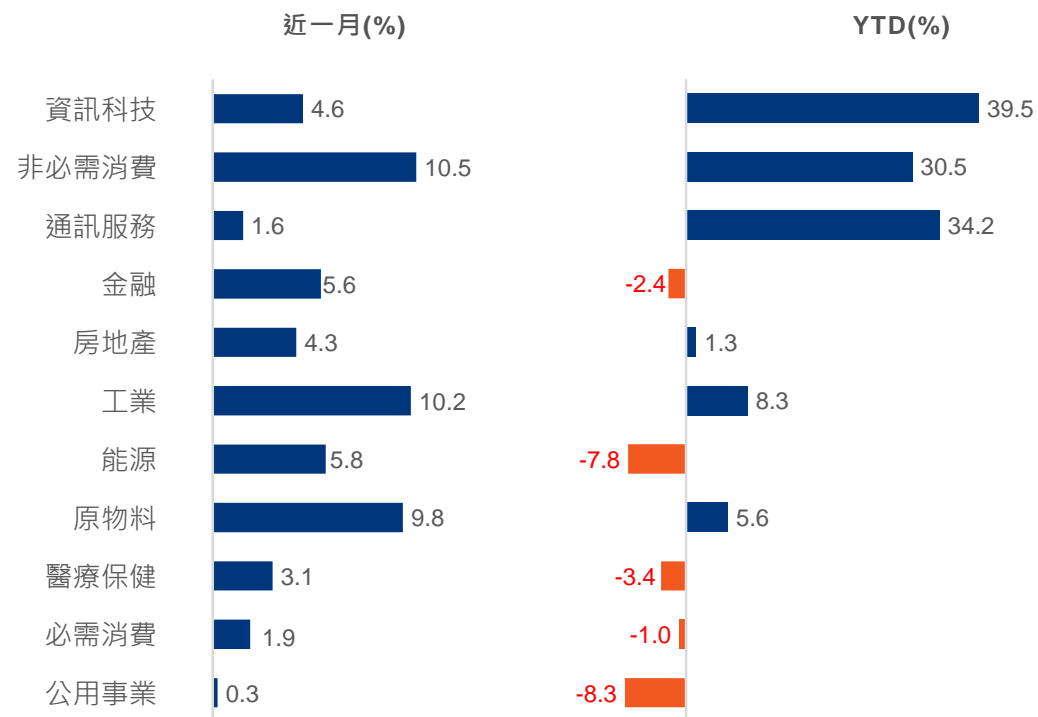
市場表現回顧 – 股票

▶ 聯準會暫停升息，國會債務僵局告一段落，AI浪潮持續引領股市上漲，非必需和科技股因評價修復表現佳，美股優於非美地區。

各地區指數表現



各產業指數表現

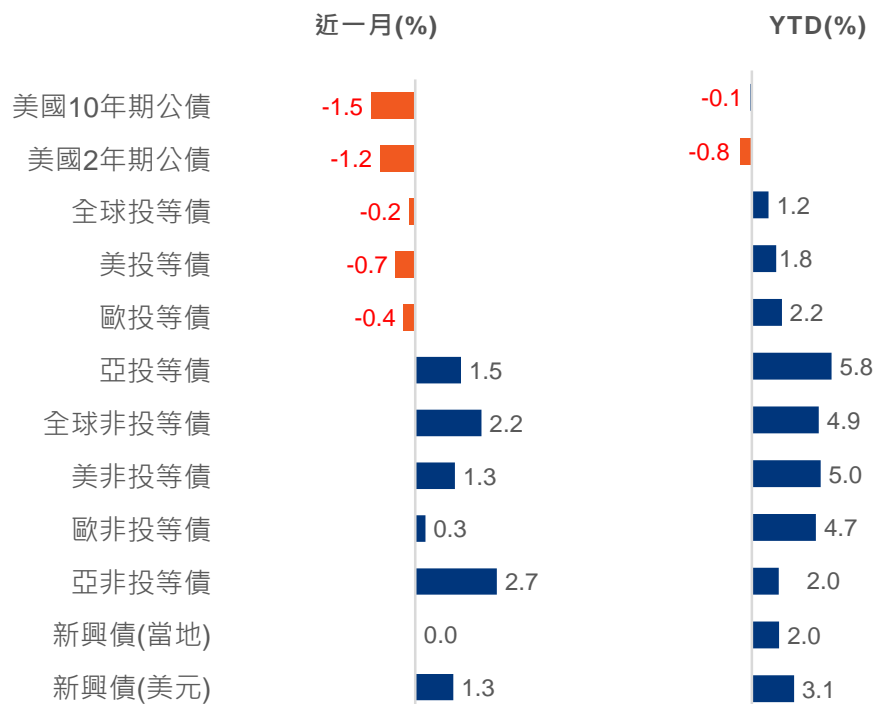


資料來源：Bloomberg · 2023年6月29日

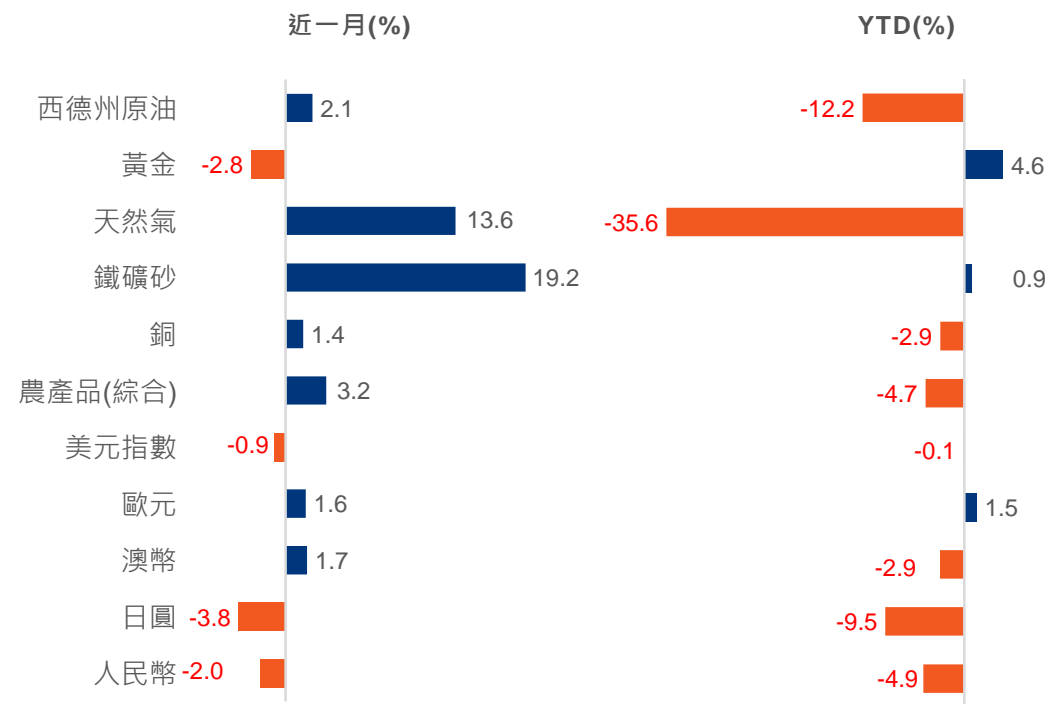
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 美國仍有升息預期，使短天期國債下滑，其餘債市普遍上漲，非投等債隨股市上彈更顯。
- ▶ 各國貨幣政策方向決定匯率強弱，歐元、澳幣升值，日圓及人民幣續貶。

各類債券表現



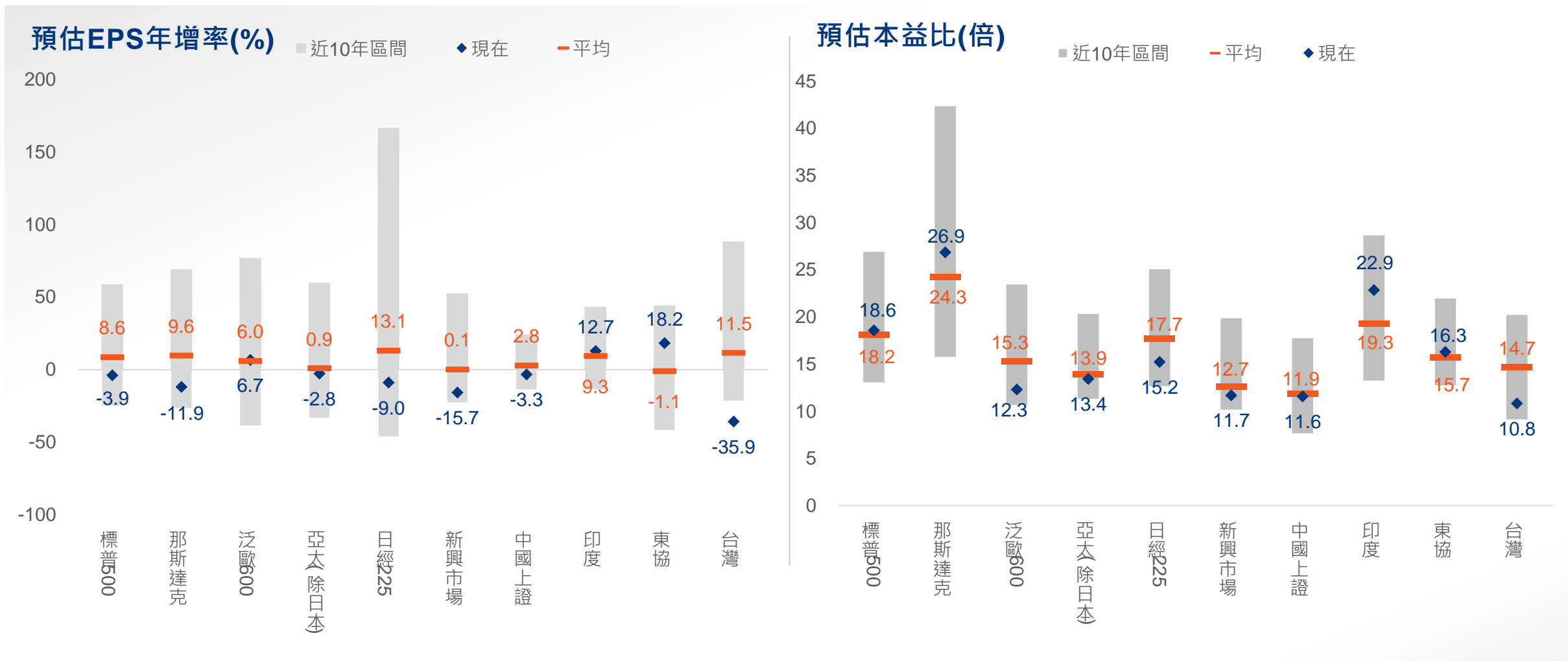
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2023年6月29日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

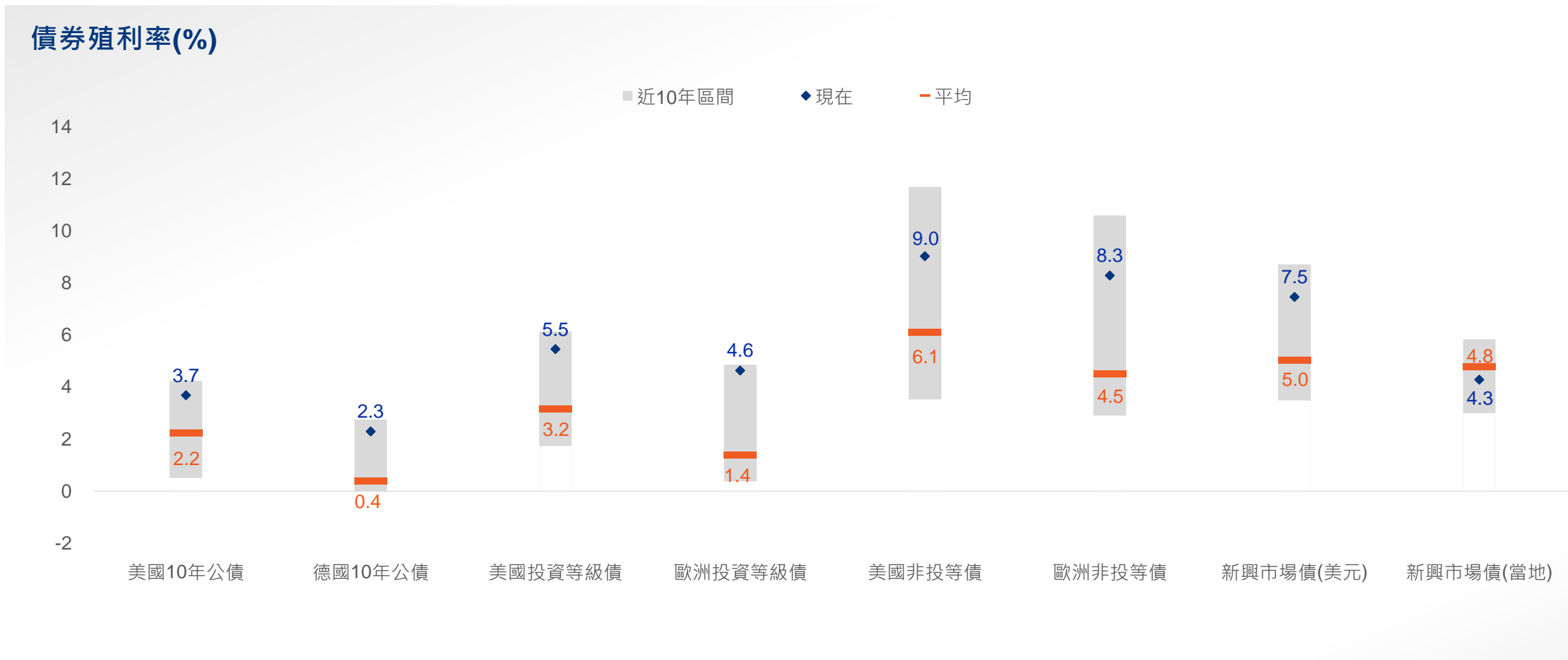
▶ 除歐股、印度與東協股市預估企業獲利為正，其餘市場展望不佳，歐、日股與臺股仍具評價面優勢。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年6月29日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 歐洲、美國持續緊縮，公債殖利率仍位於近10年來的區間上緣，把握高息鎖利時機。

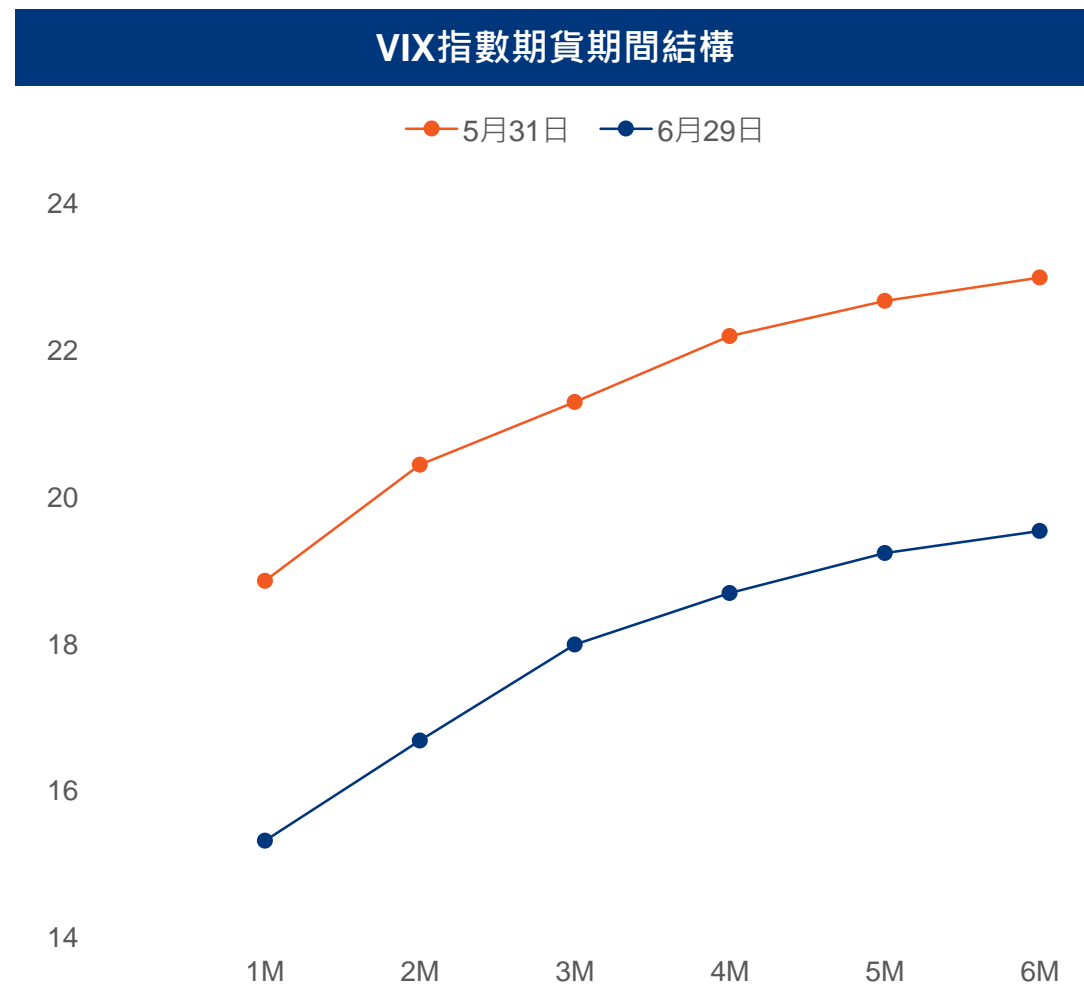


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年6月26日

跨資產市場波動率

▶ 六月各市場樂觀情緒蔓延，資產波動率普遍降溫

全球股市	VIX	近1月變化	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	13.20	-3.67	21.54
道瓊波動率指數(VXD)	12.22	-2.97	19.52
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	14.40	-2.55	21.13
香港恒生波動率指數(VHSI)	22.33	0.07	27.77
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	16.42	-1.17	22.39
利率 / 大宗商品 / 貨幣	VIX	近1月變化	200日平均
20年期公債ETF波動率指數(VXTLT)	14.81	-3.91	21.79
黃金ETF波動率指數(GVZ)	12.98	-4.01	16.95
石油ETF波動率指數(OVX)	33.26	-3.18	42.17
歐元ETF波動率指數(EVZ)	6.13	-1.34	9.73



資料來源：S&P Dow Jones、凱基證券整理，左表資料截至2023年6月22日、右圖資料截至2023年6月29日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至6月29日，已開發市場股債表現相對強勁

■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023至今	年化*
REITs 22.8%	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 13.9%	美國股市 11.4%
美國股市 13.4%	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%	日本股市 12.2%	基礎建設 5.6%
基礎建設 13.0%	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%	歐洲股市 11.9%	REITs 5.0%
中國股市 8.3%	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%	新興市場股市 4.8%	日本股市 4.8%
新興市場債券 5.5%	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%	非投資級債券 4.7%	歐洲股市 4.2%
投資級債券 2.5%	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%	投資級債券 3.9%	非投資級債券 2.9%
現金 0.1%	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%	新興市場債券 3.6%	新興市場股市 2.7%
非投資級債券 0.0%	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%	基礎建設 2.6%	新興市場債券 2.5%
已開發國家公債 -0.8%	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%	現金 2.2%	中國股市 1.7%
新興市場股市 -1.8%	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%	已開發國家公債 1.2%	投資級債券 1.6%
日本股市 -3.7%	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%	REITs 0.3%	現金 1.0%
歐洲股市 -5.7%	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 -2.8%	大宗商品 0.4%
大宗商品 -17.9%	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 -5.9%	已開發國家公債 -0.6%

*年化資料統計期間：2013年1月1日至2023年6月29日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2023年6月29日

資產類別建議 – 區域

▶ 美股衰退延後，年底前震盪向上；日本估值合理，受惠民間財富帶動內需，日股預期漲勢持續

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

區域	看空	中立	看多	前月看法	綜合評論
美國股市	■	■	●	■	美國經濟需求強韌，經濟衰退最快延到明年才會發生，美股獲利下行雖尚未結束但優於預期，大盤震盪向上至年底
歐洲股市	■	■	■	■	歐元區製造業PMI的波動程度較全球高，PMI已先下行，歐股表現需保守看待，等待歐元區政策回穩與俄烏戰爭結束
日本股市	■	■	■	■	日股受惠(1)政府P/B改善計畫(2)匯率偏弱(3)薪資成長推動消費，預期漲勢仍可持續
中國股市	■	■	■	■	中國經濟策略上，維穩才是政府最重要的事，地方政府專項債的發行趨於保守，未來成長性一般
台灣股市	■	■	●	■	AI狂潮推升台股迎來價值重估，能提供「算力」的台韓硬體廠將率先受惠，由此帶動國際資金大舉回補台韓兩地股市
新興亞洲	■	■	■	■	中國經濟復甦放緩CPI及PPI均不如預期，顯示內需不足以拉動經濟回溫，但人行意外下調利率，未來期待政策支撐力
新興歐非中東	■	■	■	■	能源需求不佳，原油疲弱前景短期內將不利產油國的財政收入；俄烏戰爭烏克蘭正式進入反攻地緣政治升高，看法中立
新興拉美	■	■	■	■	貨幣政策轉向寬鬆，預計下半年開始下調政策利率，領先其他地區，但大宗商品價格受中國需求疲軟壓抑，看法中立

資產類別建議 – 產業

▶ 衰退風險延後非消失，配置上看好必需性消費、醫療保健、公用事業類股表現

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	■ ■ ■ ■ ■	消費需求由商品轉服務，目前已回到疫前水準，後續若服務業放緩，將衝擊非必需消費產業獲利，維持中性看法
	必需消費	■ ■ ■ ■ ■	高股息及盈利相對穩定支撐產業表現；消費者支出惡化，但家戶資產負債表維持穩健，看好生活用品類及飲料銷售
	能源	■ ■ ■ ■ ■	需求不振破壞能源價格，過去通膨避險下的吸引力需求降低，惟其估值具吸引力，維持中性
	金融	■ ■ ■ ■ ■	升息末端，金融業受惠程度降低，但隨消費信貸反彈，銀行受惠貸款增長增加，相互抵銷，整體看法維持中性
	醫療保健	■ ■ ■ ■ ■	手術醫療需求恢復，帶動醫材相關族群表現，同時下半年藥廠併購熱度回升，對於後市抱持樂觀態度，維持正向看法
	工業	■ ■ ■ ■ ■	銀行信貸緊縮，恐導致資本支出預期重新調整，維持中性看法
	資訊科技	■ ■ ■ ■ ■	科技硬體庫存仍高，加上企業與消費者支出放緩，但看好軟體、娛樂與互聯網零售表現，評價貴，整體維持中性看法
	通訊服務	■ ■ ■ ■ ■	從資本支出與媒體廣告指標來看，目前仍處於後週期循環，看好產業內防禦性質之子產業，靜待明確的底部訊號浮現
	原物料	■ ■ ■ ■ ■	隨通膨放緩需求下滑，原物料價格持平，同時企業無過多資本支出需求，短期無催化劑推升指數表現，看法偏中性
	房地產	■ ■ ■ ■ ■	REITs子產業表現差異大，維持中立。看好自動倉儲、資料中心以及醫療保健REITs，趨勢將呈現長期發展
公用事業	■ ■ ■ ■ ■	能源轉型推動傳統能源和清潔能源投資，產業具備政策利多、剛性需求穩定、減碳經濟等挹注，維持正向看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 升息政策近尾聲，以美公債、高信評投等債為首選，黃金近期受市場樂觀氣氛承壓；匯市看好日圓表現

看空

中立

看多

• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券		聯準會提高終端利率與重申年底不降息意圖，實質利率走高有利中長端公債配置
	投資級債券		投資級公司債短期仍存在較好的收益率，隨停止升息來臨，無風險利率下行幅度有望減緩信用利差擴大風險
	非投資級債券		央行的緊縮貨幣政策將加重企業籌資成本，較低降息機率將導致無風險利率下降空間有限，信用利差擴大
	新興市場債券		留意新興市場匯率偏弱國與原物料生產國的風險，整體不利新興市場債
商品	原油		遠期期貨與美國能源署預期分歧，留意全球需求疲軟風險，維持中性看法
	黃金		終端利率暗示可能再升息兩碼，金價在實質利率攀升時期容易承壓
貨幣	美元		短期美元表現雖相對弱勢，但不能排除後續升息使市場氛圍轉向，預期年底前將重回升值趨勢
	歐元		考量歐元區復甦恐暫告段落，歐央維持升息可能對經濟下行帶來更多擔憂，預期歐元未來一季偏向弱勢
	日圓		日央YCC 政策不變立場仍偏鴿，基本面持續好轉，並吸引觀光、投資回流，看好日圓偏升
	人民幣		復甦不如預期，人行仍有加強寬鬆力道機會，加上中國出口仍舊弱勢，不利人民幣表現

整體市場5月境內共同基金淨申購/買回前十大

境內共同基金 淨申購前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 國泰三年到期全球投資等級債券基金(新臺幣累積)	固定收益型	2,399	0	2,399
2 國泰三年到期全球投資等級債券基金(新臺幣配息)	固定收益型	1,693	0	1,693
3 國泰三年到期全球投資等級債券基金(美元配息)	固定收益型	1,599	0	1,599
4 兆豐日本優勢多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	1,585	0	1,585
5 國泰三年到期全球投資等級債券基金(美元不配)	固定收益型	1,460	0	1,460
6 野村優質基金(新臺幣)	股票型	968	1	967
7 兆豐日本優勢多重資產基金(日圓累積)	多重資產型	938	0	938
8 新光全球多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	750	0	750
9 第一金美國100大企業債券基金(新臺幣累積)	固定收益型	891	176	715
10 兆豐日本優勢多重資產基金(美元累積)	多重資產型	629	0	629

境內共同基金 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 元大全球優質龍頭平衡基金(新臺幣累積)	平衡型	204	1,718	-1,514
2 元大全球優質龍頭平衡基金(美元累積)	平衡型	70	856	-786
3 柏瑞全球策略非投資等級債券基金*	固定收益型	0	760	-760
4 安聯中國策略基金(新臺幣累積)	股票型	56	787	-731
5 元大0至2年投資級企業債券基金(新臺幣累積)	固定收益型	111	683	-572
6 統一黑馬基金	股票型	490	1,060	-570
7 野村優質基金(新臺幣累積)	股票型	712	1,164	-452
8 國泰台灣高股息基金(新臺幣累積)	股票型	110	509	-399
9 統一奔騰基金	股票型	364	741	-377
10 國泰美國ESG基金(新臺幣累積)	股票型	68	410	-342

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年4月30日至2023年5月31日；新臺幣百萬元計

整體市場5月境外共同基金淨申購/買回前十大

境外共同基金 淨申購前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 聯博美國收益基金*	固定收益型	11,714	1,668	10,046
2 安聯收益成長基金	平衡型	20,409	12,915	7,494
3 摩根美國智選基金*	股票型	4,172	27	4,145
4 高盛投資級公司債基金*	固定收益型	4,197	559	3,638
5 富達印度聚焦基金*	股票型	3,732	140	3,592
6 富達美元債券基金*	固定收益型	3,735	225	3,510
7 高盛新興市場債券基金	固定收益型	6,429	3,227	3,202
8 聯博精選美國股票*	股票型	2,482	172	2,310
9 富蘭克林坦伯頓穩定月收益基金	平衡型	2,521	701	1,820
10 聯博全球核心股票基金*	股票型	1,728	19	1,709

境外共同基金 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 M&G收益優化基金*	平衡型	47	6,313	-6,266
2 富達中國聚焦基金*	股票型	304	5,455	-5,151
3 摩根環球股息基金*	股票型	184	4,825	-4,641
4 PIMCO全球債券基金*	固定收益型	879	4,949	-4,070
5 施羅德亞洲優勢基金*	股票型	32	2,290	-2,258
6 摩根美國全方位股票基金*	股票型	1	2,206	-2,205
7 摩根歐洲智選基金	股票型	4,294	6,002	-1,708
8 安聯歐洲成長精選基金*	股票型	215	1,921	-1,706
9 PIMCO全球非投資等級債券基金*	固定收益型	86	1,672	-1,586
10 富達新興市場債券基金*	固定收益型	73	1,497	-1,424

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年4月30日至2023年5月31日；新臺幣百萬元計

整體市場5月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大

指數股票型基金(ETF) 淨申購前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 國泰20年期(以上)美國公債指數基金	固定收益型	16,869	268	16,601
2 元大台灣卓越50基金	股票型	14,036	1,555	12,481
3 元大20年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	固定收益型	10,623	17	10,606
4 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF	固定收益型	9,776	1,602	8,174
5 群益15年期以上A級美元公司債ETF	固定收益型	7,262	0	7,262
6 國泰台灣ESG永續高股息ETF	股票型	8,451	1,260	7,191
7 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF	固定收益型	6,694	0	6,694
8 凱基15年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	固定收益型	5,339	18	5,321
9 國泰10年期(以上)BBB美元息收公司債券基金	固定收益型	5,306	195	5,111
10 元大台灣高股息低波動ETF	股票型	4,698	0	4,698

指數股票型基金(ETF) 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 國泰全球智能電動車ETF基金	股票型	244	4,990	-4,746
2 元大台灣高股息基金	股票型	828	3,570	-2,742
3 元大美國政府1至3年期債券ETF基金	固定收益型	537	2,508	-1,971
4 國泰台灣5G PLUS ETF基金	股票型	0	1,139	-1,139
5 富邦未來車ETF基金	股票型	49	1,042	-993
6 富邦特選台灣高股息30ETF基金	股票型	17	916	-899
7 復華美國標普500成長ETF基金	股票型	51	869	-818
8 統一NYSE FANG+ ETF基金	股票型	179	667	-488
9 群益台灣ESG低碳50ETF基金	股票型	44	469	-425
10 國泰道瓊工業平均指數單日反向1倍基金	槓桿/反型	16	438	-422

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年4月30日至2023年5月31日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

July 2023

<p>3 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 臺灣製造業PMI • 中國財新製造業PMI • 歐元區製造業PMI • 美國ISM製造業PMI 	<p>4 Tuesday</p>	<p>5 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國財新服務業PMI、綜合PMI • 歐元區PPI、服務業PMI • 美國耐久財訂單、資本財及工廠訂單 	<p>6 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國FOMC會議紀錄、ISM非製造業PMI、ADP就業、JOLTS職缺 • 歐元區零售銷售 • 臺灣CPI、核心CPI年增率 	<p>7 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國非農就業人口變動、平均時薪、失業率、勞動參與率 • 臺灣進口及出口
<p>10 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國CPI年增率、PPI年增率、社會融資 • 歐元區Sentix投資者信心 	<p>11 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區ZEW調查預期 	<p>12 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國CPI年增率、核心CPI年增率、實質平均時薪 	<p>13 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國進口及出口 • 歐元區工業生產 • 美國PPI 	<p>14 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國進口及出口物價指數、密西根大學消費者信心指數
<p>17 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國GDP、零售銷售、工業生產、城鎮固定資產投資年增率、失業率 	<p>18 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國零售銷售、NAHB房屋市場指數 	<p>19 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區CPI、核心CPI • 美國新屋開工、營建許可 	<p>20 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國1年及5年貸款基礎利率 • 臺灣外銷訂單 • 歐元區消費者信心指數 • 美國成屋銷售 	<p>21 Friday</p>
<p>24 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 臺灣失業率、工業生產 • 美國製造業及服務業PMI 	<p>25 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國凱斯席勒20大城市房價、經濟諮詢委員會消費者信心、現況及預期指數 	<p>26 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國新屋銷售 	<p>27 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國FOMC利率決議、GDP、耐久財訂單及個人消費 • 歐元區ECB利率決議 • 中國工業利潤 	<p>28 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本央行利率決議 • 臺灣GDP • 美國個人所得、支出及PCE平減指數、密西根大學消費者信心指數
<p>31 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國芝加哥PMI • 中國製造業PMI、非製造業PMI • 歐元區GDP、CPI預估 	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

資料來源：凱基證券整理

企業財報行事曆

July 2023

3 Monday	4 Tuesday	5 Wednesday	6 Thursday	7 Friday
10 Monday	11 Tuesday	12 Wednesday • PEP	13 Thursday • PGR	14 Friday • WFC、BLK、JPM、C
17 Monday	18 Tuesday • PNC、BAC、PLD、SCHW、MS	19 Wednesday • USB、LMT、GS	20 Thursday • NFLX、IBM、JNJ、PM、ELV、ABT、CSX、CCI、TSLA、TFC	21 Friday • ISRG、MMC、SLB、AXP、NEE、HCA、UNP、T
24 Monday	25 Tuesday • DHR、GE、VZ、NEM	26 Wednesday • MDLZ、SYK、GOOGL、MSFT、TXN、V、CB、KO、RTX、MMM、MCO、MCD、CME	27 Thursday • BA、GD、BSX、ADP、NSC、META、EQIX、AEP、TMUS、WM、SHW、QCOM、NOW、LRCX、BMY、CMCSA	28 Friday • CNC、MO、AMT、PG、CHTR、ABBV、CVX、XOM、MA、AMZN、AAPL、INTC、EW、CL、NOC、KDP、TMO、LIN、HON、SO
31 Monday				

資料來源：凱基證券整理，註：為標普前30%市值企業所公布之財報行事曆

免責聲明

本文件由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本文件僅供參考，未經本公司批准同意，不得翻印或作其他任何用途。

