



Key Investing Perspectives

凱基證券環球投資觀點 股債波動起

2023年9月



環球投資觀點 摘要

美國第二季企業財報公布告一段落，市場藉此檢視今年大漲的AI概念股，實際獲利與未來財測，添股市高位擾動；無獨有偶，中國大型民營地產商碧桂園驚傳可能債務違約，加上美國10年期公債利率再創今年新高，利空事件齊發，打擊今年一路上漲的全球股市，在8月份出現明顯修正。

美國通膨雖已降溫，但受到財政部大舉發債、惠譽降評與零售數據強勁等因素疊加，推升美國10年期公債利率突破2007年以來高點，長天期債券價格承壓，科技股、大型股再度遭評價面調整，資金流往短天期美國公債暫泊，使長短天期公債利差倒掛情況迅速收窄。現階段宜以短天期公債、投等債鎖利，逢利率上彈時，漸布長天期新發行的債券部位，並採多元搭配長短天期、不同券種，甚至股債兼備方式，達到穩定收益的效果。

漲幅過高的科技股回檔，今年表現相對黯淡的防禦股，或有落後補漲機會。觀察過去歷史資料，每逢8-9月多屬醫療健護產業的旺季；隨疫情落幕，過去暫緩的手術醫療需求恢復，同時下半年藥廠併購熱度回溫，有助健護資產類股表現。此外，碳權交易近期也蔚為熱潮，台灣已加入全球碳交易市場，除了將永續發展導入營運的企業，可獲得市場更高評價外，碳權相關ETF亦可受惠碳排放持續，以及法規趨嚴等趨勢，能作為另類投資的選擇。



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

發債找機會，尋好券顧長線
醫療保健股，防禦落後補漲
碳權新交易，著重減碳契機

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議 / 核衛配置建議

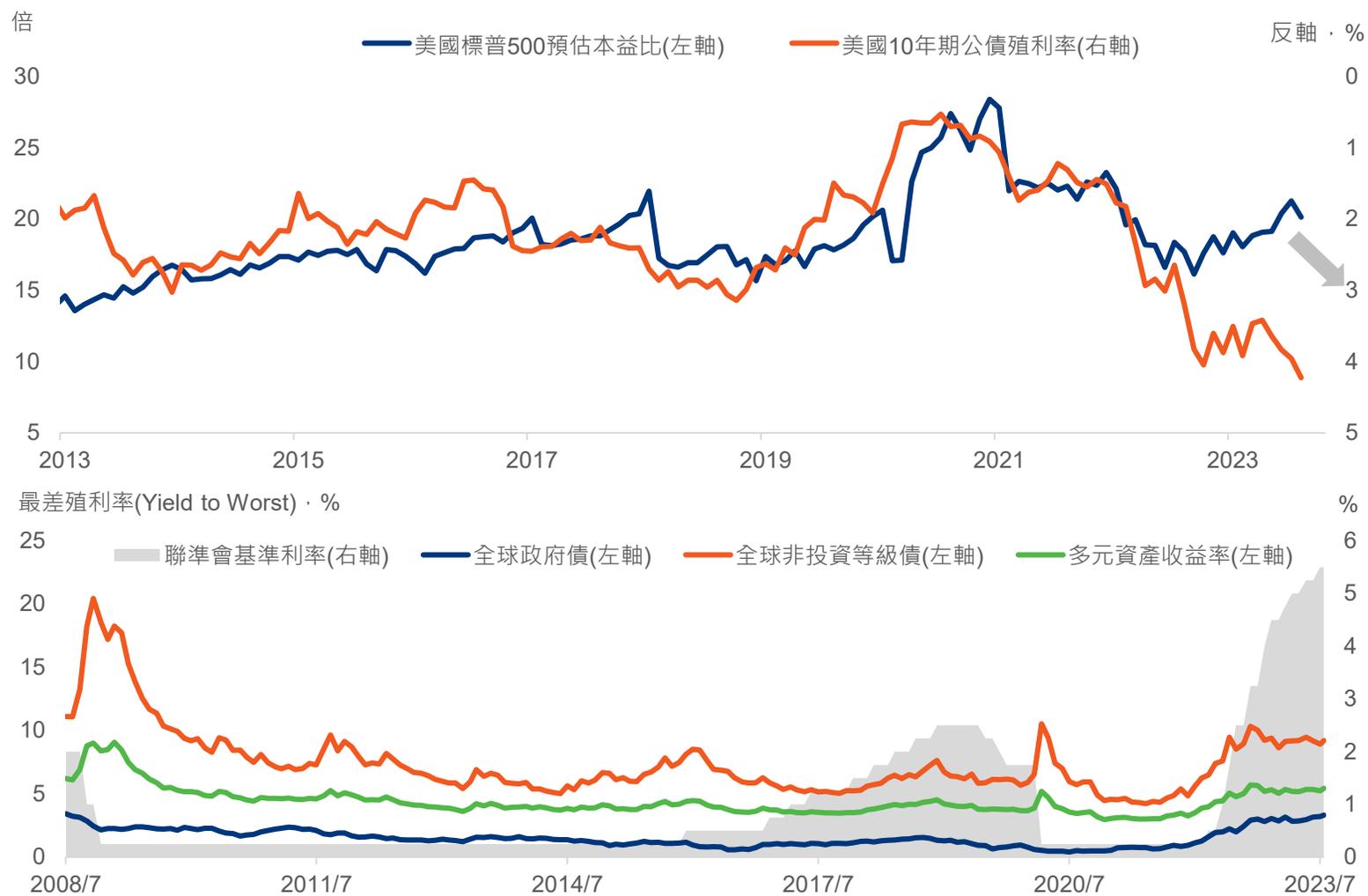


1 投資策略

- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

美債利率衝高、股債修正，收益型商品採多元配置長期穩健

- ▶ 美國經濟穩健，聯準會多數官員認為高利率將維持一段時間，加上財政部提高發債規模，但債券標售不甚理想，日本央行調整貨幣政策等因素，推升美國10年期公債殖利率衝高，一度突破今年高點達4.3%，造成債市劇烈震盪。美國公債殖利率攀高，對股市評價形成壓力，今年漲幅已高的AI族群、半導體類股自高位修正，提供股債市長線投資人，分批布局買點。
- ▶ 預期美國公債利率因通膨長期趨緩，以及追求穩定息收的大型保險公司仍高配於債市，和市場預期聯準會明年中可能啟動降息，將侷限美債利率上彈幅度，投資人可逢利率上彈時漸布利率型商品。但即使是表現較穩健，深受投資人喜愛的收益型商品(如各種債券、不動產收益甚至高息股等)，都宜以多元配置、分散布局方式組合，來降低整體投資部位波動風險、達到長期穩健報酬。



資料來源：Bloomberg、Standard Chartered，多元資產收益為16%全球政府債券、10%全球公司債券、12%全球非投資等級債、22%全球新興債、40%全球高股息股利的殖利率組成凱基證券整理

投資策略：股市以美股為首選；長短天期債搭配更為穩健



美國近月發債量上升、公債評等被降及日銀彈性調整收購公債利率的上界，使美國10年期公債利率再度來到今年高點。隨美股高位、企業財報與展望再受檢視，評價面隨利率上升調整，金融市場波瀾再起，逢股市修正可分批漸布長期趨勢往上的類股；市場升息預期隨通膨放緩，未來企業信用違約風險升溫，以美國公債與優質的投資級債為首選。

資產類別	減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	下半年美公債淨發行意外增加，加上軟著陸機率提高，美債殖利率維持高檔區間，逢公債殖利率上彈漸增配置
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	短期景氣衰退與企業違約機率不高，配置部分投資等級公司債，有助於拉高整體固定收益報酬
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	信用循環近尾聲，未來信用違約風險緩升，6、7月非投資等級債隨股市上揚，近期有超漲情況，中性看待
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	國際股市與國際信用市場下跌，將使新興市場金融壓力指數上升，推高新興市場債信用利差，建議減持
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	零售數據強勁，削弱下半年經濟放緩預期，對美股未來12個月企業獲利展望樂觀，特別是進入第四季或明年
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	經濟持續放緩，包含製造業、服務業PMI維持下行趨勢，通膨降溫項目擴大，央行轉趨鴿派，歐股維持中立
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	YCC殖利率曲線控制的購債區間上調，加上經濟增長強勁，大型企業信心持續改善，經濟正向循環維持加碼
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	中國內需乏力、房地產危機未解，且政府相關刺激政策有限；僅印度受基本面支撐，對新興亞洲下調中立
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	美國10年期公債利率至今年新高，然聯準會升息近尾聲，侷限未來美元指數強度，呈現高位盤整
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	日本央行貨幣政策彈性調整，日圓先升後貶，考量美日央行政策調整方向轉變，預期長期日圓偏升發展
<p>另類 看多</p>	黃金/ 另類資產	■ ■ ■ ■ ■	美公債利率突破今年高點，實質利率走高對金價產生壓力；多空操作與股債相關性低之另類資產，避險功能增

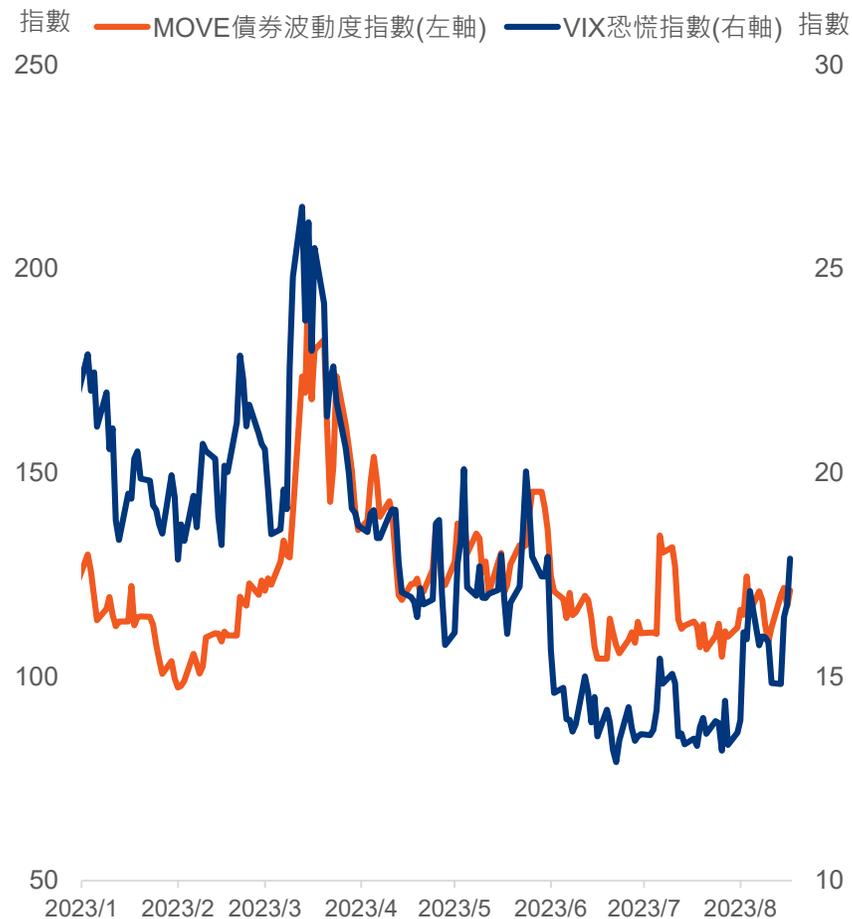
註：詳細資產類別觀點請見附件第47至49頁

股市回顧與展望 – 財測展望分歧與股市高位，震幅加大

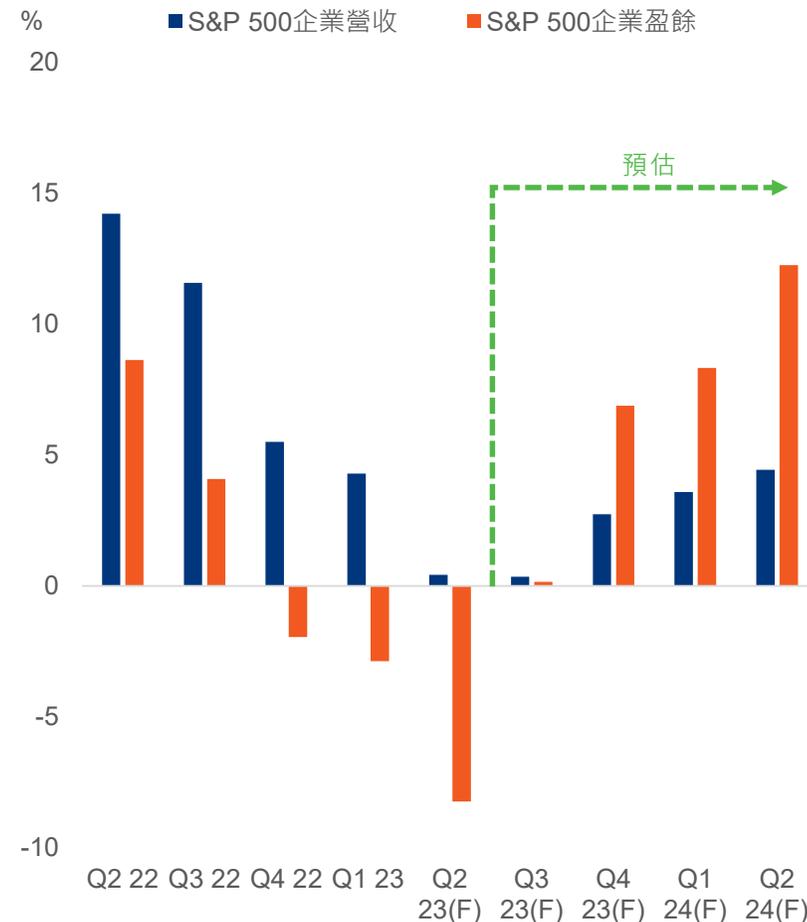
- ▶ 美國債信評等遭到調降，財政部發債量激增，加上日本央行調整YCC控制的購債上限，造成近期債市劇烈波動。此外，今年受AI領漲帶動的美股，第二季企業財報面臨獲利檢視，景氣趨緩、財測分歧，添股市高位擾動，美股波動度指數VIX上升，凸顯企業體質強弱差異，增加近期選股難度。
- ▶ 研調機構Factset預估，美股標普500每股盈餘第二季落底後，將逐季走高，美國股市和經濟相較全球其他區域，仍較具有韌性。中國在地產債務危機，與經濟持續放緩下，即使推出寬鬆貨幣政策、調降MLF中期借貸利率與證券交易印花稅等，激勵陸股反彈，但延續效果有待觀察。考量美國經濟偏向軟著陸，資產配置建議仍以美國為主，產業上以軟體、生成式AI、電動車等具長期成長趨勢，逢拉回可分批布局操作。

資料來源：Bloomberg，2023年8月16日。

美國股、債波動度，近月明顯上升



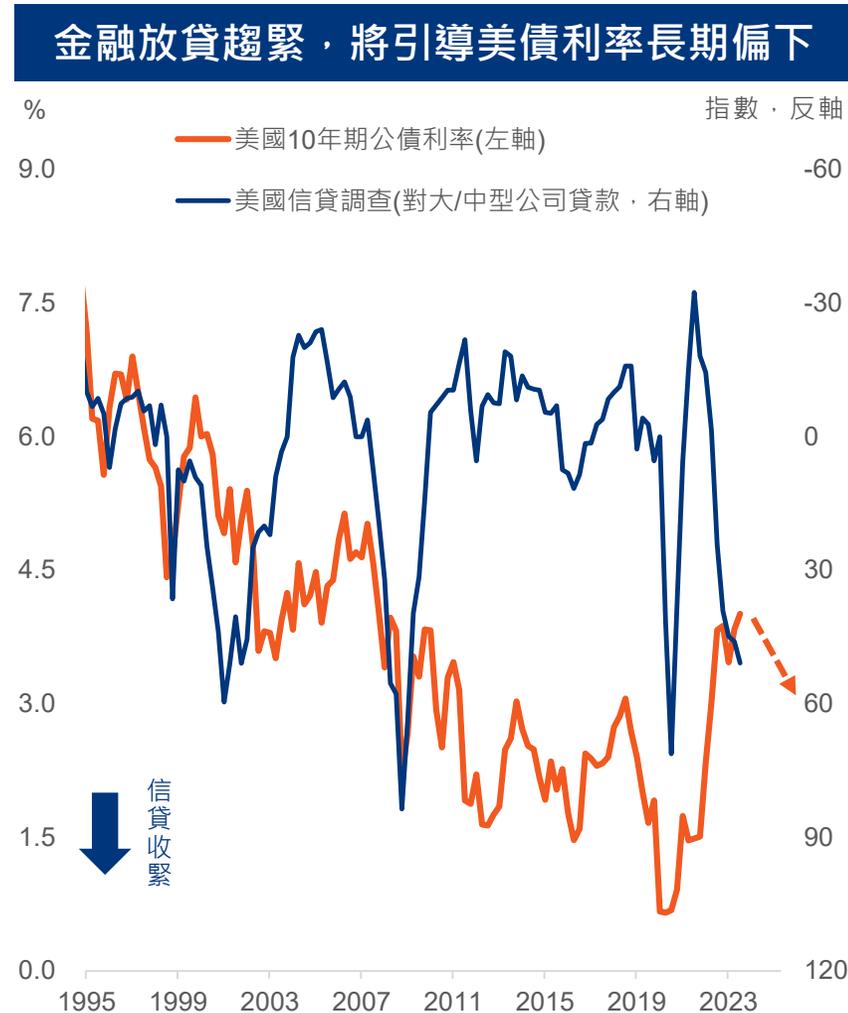
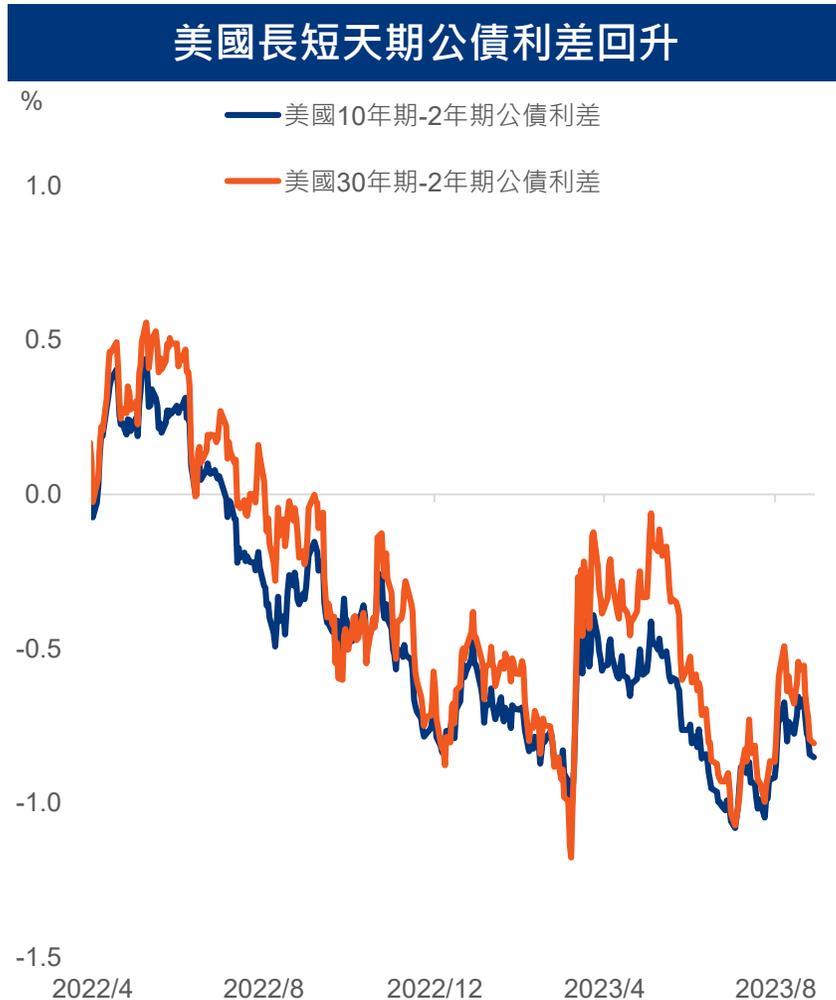
美國企業獲利預期自第三季後逐季改善



債市回顧與展望 – 景氣逐漸放緩，將侷限美債利率上彈幅度

- ▶ 美國經濟軟著陸機會上升，加上近月美債發債量激增，發行以2年期、30期公債為主，日本央行調整殖利率控制上限(日本退休金、壽險為美債最大實質買盤，日債殖利率上升將降低美債需求，對籌碼面造成影響)，上述皆使美國長天期10年、30年期公債殖利率向上彈升，幅度超過短天期公債殖利率，利差倒掛現象縮窄。投資人可逢利率彈升之際，以短天期債鎖利，並漸布長天期公債、投資等級債等部位。
- ▶ 穆迪調降區域銀行的債信評等，並對大型銀行展望示警，主因美國大型銀行或區域銀行，對於企業放貸意願仍偏保守，影響未來獲利。金融環境趨緊將促使景氣降溫，加上通膨回落，現處較低水位，市場預期聯準會明後年降息機率高。預估美國公債殖利率未來趨勢仍偏下行，債券布局上可把握價格低點進場。

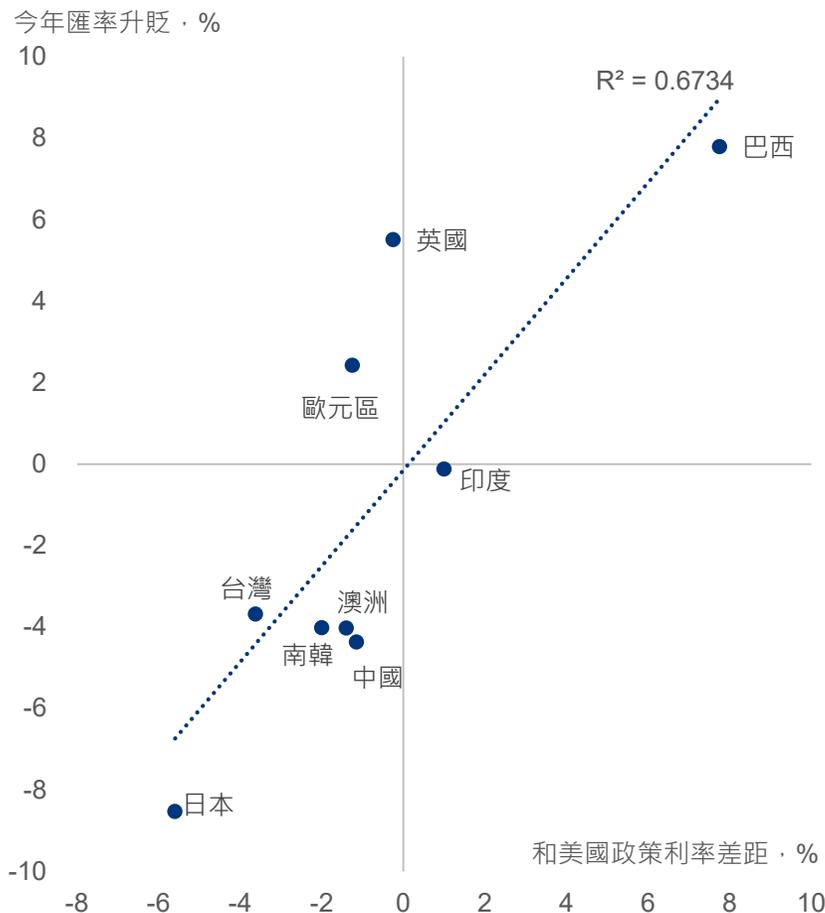
資料來源：Bloomberg，2023年8月25日



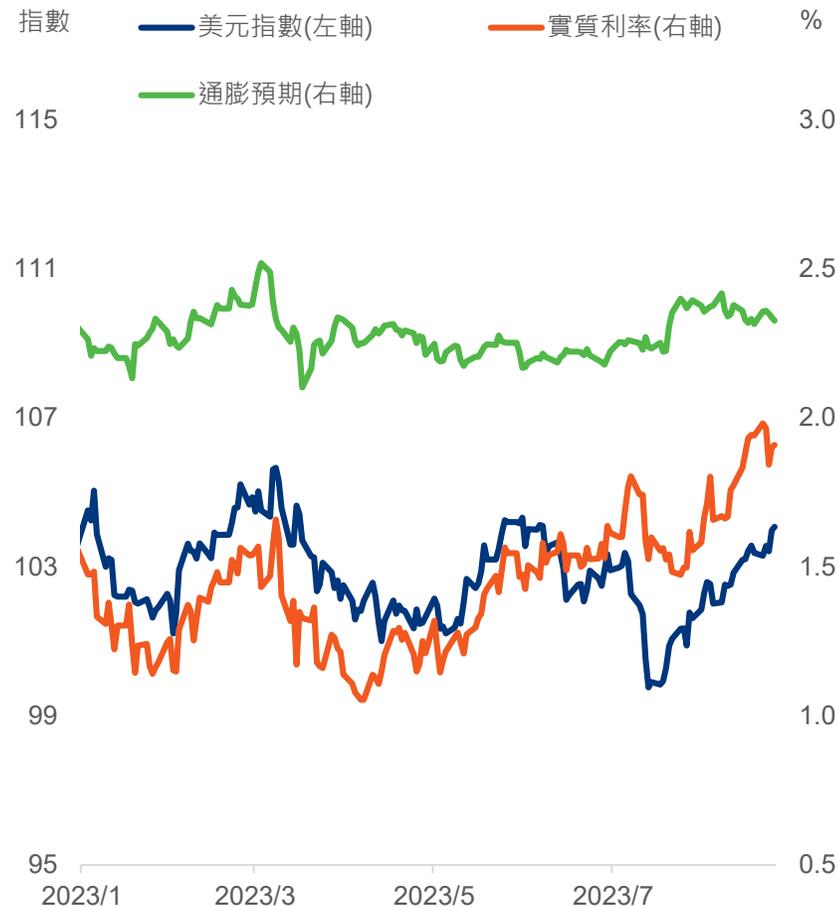
匯市回顧與展望 – 貨幣政策差距牽動匯率走勢，美元指數高盤

- ▶ 上半年原油走跌，油價年增率在第二季明顯下降，使全球多數國家通膨降溫，聯準會7月如市場預期升息至5.25-5.50%，非美國家和美國之間的利差差距，成為影響該國匯率強弱的主要因子。此外該國的政經環境健全與否，也牽動資金動向。以新興市場巴西為例，高利率環境，吸引金融投資流入，今年匯率升值，但隨巴西降息，匯率強度減弱；反之，低利率的亞洲，資金外流情況明顯，反應在匯率貶幅上。
- ▶ 聯準會明確表達今年不會降息，推估美國年底核心通膨將降至3.3-3.7%，相較6月的4.8%相比下滑，歐洲央行意外鴿派，美元指數因歐元貶值而走揚。考量美國實質利率為正，加上股債市動盪時的避險需求，對美元形成支撐，後續留意若不升息但通膨預期持續增強，實質利率下降，將削弱美元指數強度。

政策利率越低的國家，匯率表現越弱



美元隨實質利率上揚，留意後續通膨變化



資料來源：Bloomberg，2023年8月25日。註：美國實質利率=美國10年期公債利率-通膨預期。

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件

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

10月

- 26 歐洲央行利率決議
- 31 日本央行利率決議

11月

- 1 美國聯準會利率決議
- 2 英國央行利率決議
- 26 OPEC+部長級決議



2 投資主題

- ▶ 發債找機會，尋好券顧長線
- ▶ 醫療保健股，防禦落後補漲
- ▶ 碳權新交易，著重減碳契機

本月投資主題



01 發債找機會，尋好券顧長線

- 聯準會升息近尾聲，並維持高利率環境，可留意優質企業的新發行債券領取豐沛孳息。
- 布局成長佳的龍頭企業，降低景氣擾動與信用風險，宜先以中短天期債鎖利，隨利率上行分批漸布長債。

02 醫療保健股，防禦落後補漲

- 過去逢8、9月為傳統醫療產業旺季，加上財報優於預期，有利大型製藥、健保等公司補漲行情。
- 醫療產值逐年成長，需求強勁；近期股市高位、波動度上升，健護類股防禦特性相對抗跌，可分散配置。

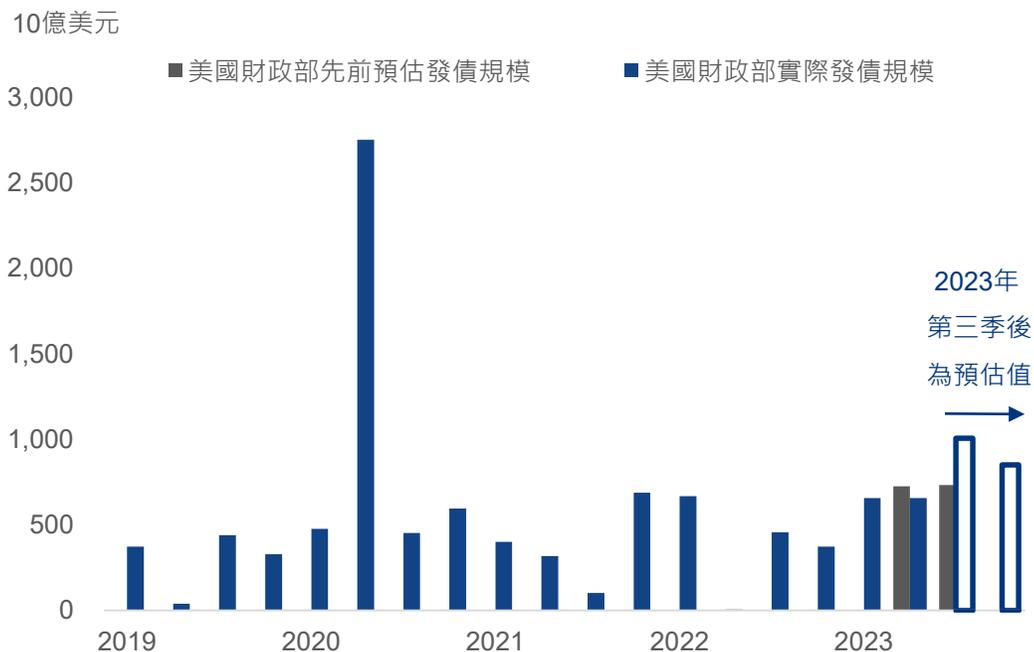
03 碳權新交易，著重減碳契機

- 全球碳排放量持續上升，短中期將驅動碳權價格。
- 石化燃料為能源大宗，短期碳排放難大幅受抑制，碳權交易有商機。

美國財政部增發公債，關注經濟數據變化與利率動向

- ▶ 受財政預估收入減少與支出增加影響，美國財政部預估今年第三季將舉債1兆美元，美國財政部為擴大舉債、財政部發債收回資金，恐加劇市場流動性收緊與利率上行壓力引發投資人擔憂，然而聯準會的隔夜逆回購工具(ON RRP)部位從2.2兆降至1.8兆美元，顯示高利率吸引部分貨幣市場資金撤出逆回購工具轉向買入新發行公債，讓市場流動性不至於過度緊張，後續關注貨幣市場基金、Fed逆回購工具部位與縮表下降速度。
- ▶ 回測過往10年美國公債發債量與債券表現兩者關連並不顯著，而是美公債利率動向對債券價格影響顯重。考量美國公債資產為全球債市最大組成，儘管信評機構惠譽降評，但高孳息對保守投資人仍具吸引力，投資人可留意通膨與就業等數據變化，預期10年期公債利率向上空間有限。

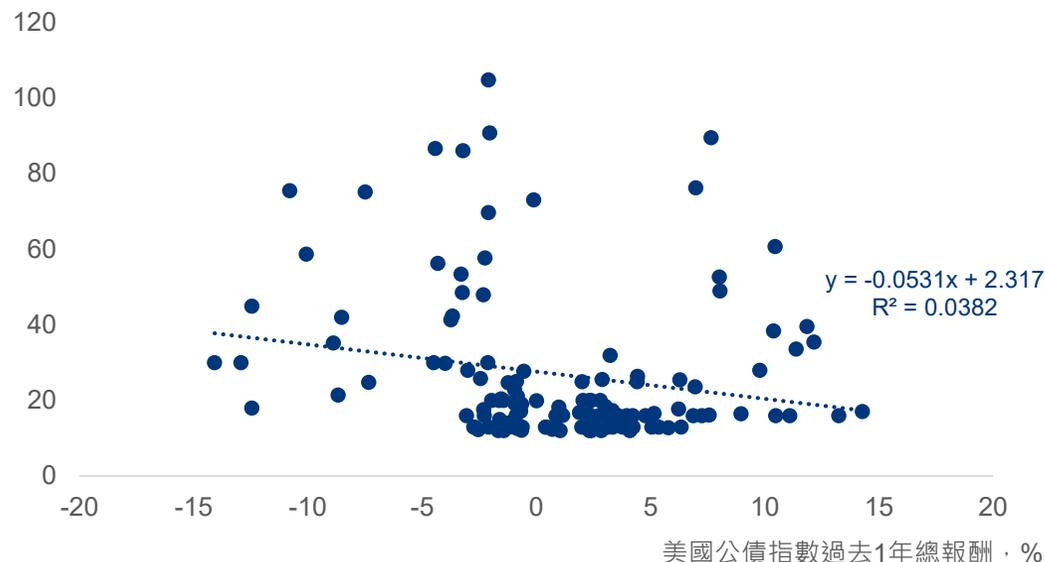
美國財政部預估第三季將發行公債逾1兆美元



資料來源：Bloomberg

美公債過去報酬跟美國政府發債多寡相關性低

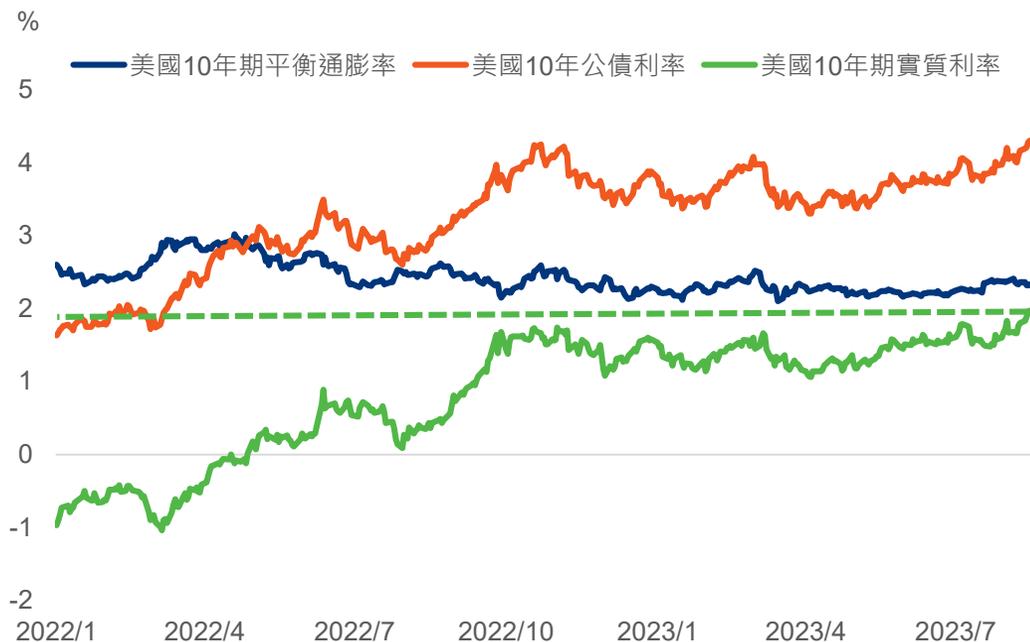
美國公債單月發行量，10億美元



利率期間結構改變，宜把握短券鎖利並漸布長債

- ▶ 檢視近期美國公債利率變化，主要反映美國景氣仍強，支持聯準會貨幣政策維持鷹派論調，疊加財政部擴大舉債，推升公債利率進一步走升。拆解美國10年公債利率，可以發現今年以來與通膨預期相關的平衡通膨率並無太大變動，但實質利率呈現持續上揚情形，檢視市場對聯準會暫停升息預期變化不大，明年降息預期變化亦未有太大改變，實質利率的揚升顯示的是更多殖利率曲線的結構性轉變(如美債被降評等)。
- ▶ 聯準會抑制通膨大方向不變，預期高利率水準將持續一段時間，殖利率曲線結構的改變將使公債期間溢酬緩步回到過往0軸水準。考量過往美10年公債利率高點落在最後一次升息前後4個月內(平均1.3個月前)，現宜鎖中短天期公債的豐沛孳息，隨利率上行與期間溢酬回正，漸布長債。

美國實質利率已突破去年第四季高位



美公債利率結構改變將使期間溢酬回到正值



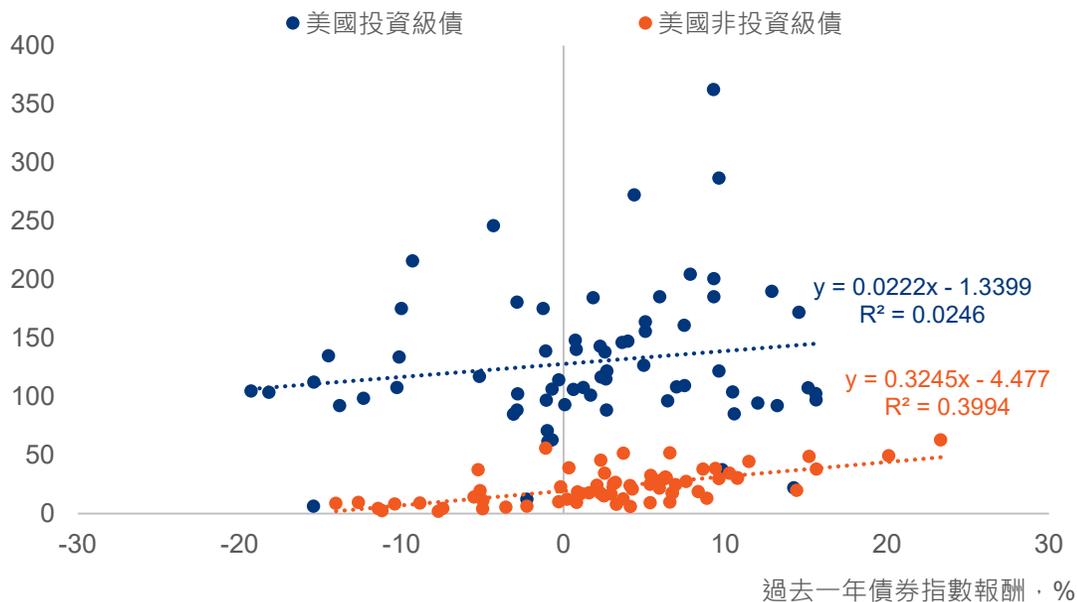
資料來源：Bloomberg

美國信用市場即將進入發債大月，趁機把握好息找新券

- ▶ 觀察過往企業發債量與債券表現，可以發現：(1)投資級企業因帳上流動性及債信體質較佳，發債量與整體債券表現關聯度低，(2)非投資級債多屬高槓桿企業，因此舉債為重要再融資管道且融資利率成本對發債影響甚鉅，近期可把握新發券的投等債，利率較高且長期信用風險較可控。
- ▶ 檢視過去美國企業發債狀況，通常9月份屬季節性的發債大月，今年以來美國投資級企業持續發債，單月發債量已回到過往平均水準，但非投資級債因較緊俏的融資環境與舉債資金成本高昂，整體發債量仍處過去5年相對低位，考量高利率環境雖不利企業再融資，卻有利於投資人布局債信體質強健的龍頭企業，可趁機把握大型企業新發行的高票息債券。

美國投資級債券報酬與企業發債量相關性較低

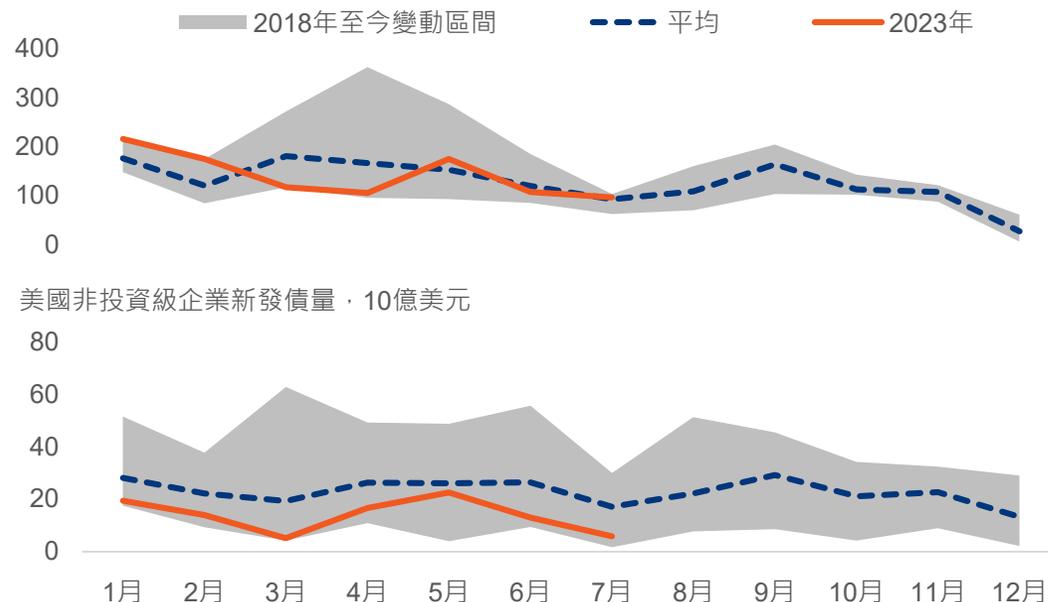
單月新發債量，10億美元



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國投資級企業持續發債，但非投資級舉債低於平均

美國投資級企業新發債量，10億美元

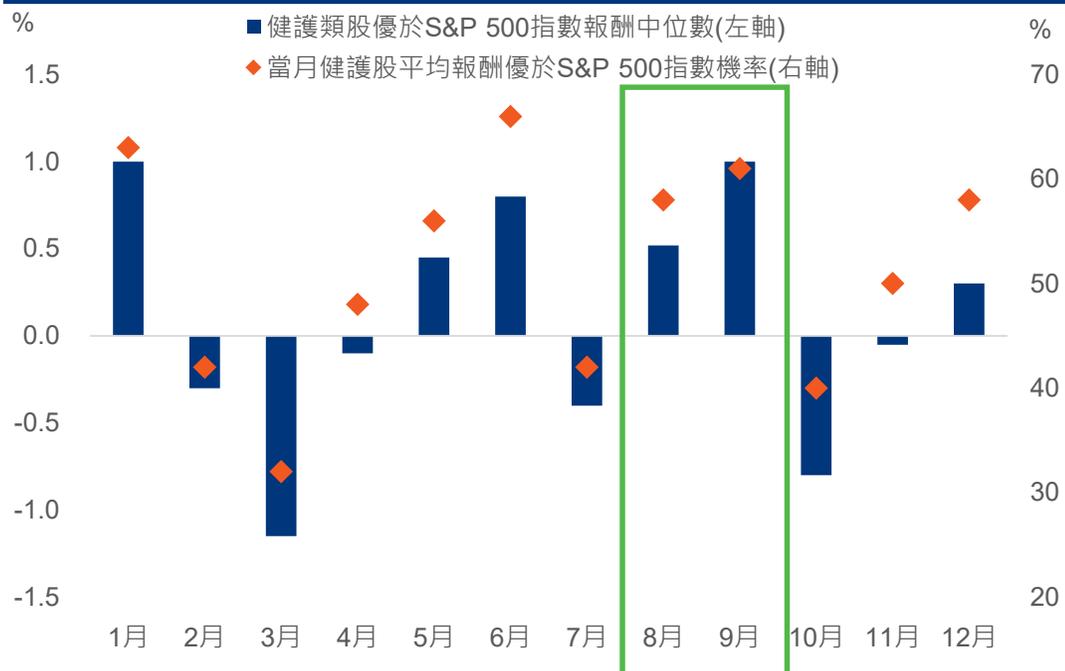


醫保不可缺

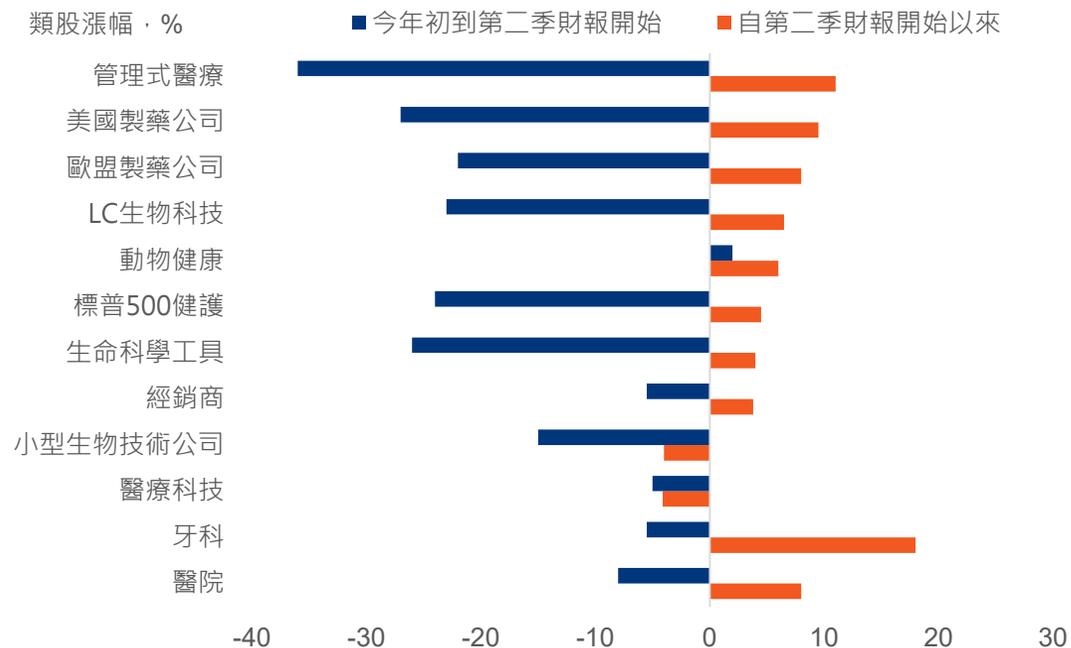
醫療健護旺季來臨，財報優於預期促落後補漲

- ▶ 今年以來AI帶動的科技股領漲，醫療保健類股表現相對落後，然而隨第二季財報陸續公布完畢，多數醫療健護類股財報優於預期，如嬌生、聯合健康保險、禮來等產業巨頭，上調全年財測最高達12%；觀察過去，8、9月為傳統醫療產業旺季，有利大型製藥、生技與健保公司補漲行情。
- ▶ 根據Factset統計，健護產業整體第二季獲利雖呈衰退，但主因來自於輝瑞、莫德納等受到新冠病毒疫苗需求下降，和默克的資產收購轉列費用支出所致，若扣除上述三間公司，獲利年減幅度大幅縮減。此外，預期第三季醫療損失率季節性下降，隨著疫情落幕，過去暫緩的非必要手術如牙科等，需求逐漸恢復且成長加速；從今年第二季財報公布後，醫院、牙科和管理式醫療等次產業股價均持續上漲，反應市場預期需求上升。

8、9月為醫療健護傳統旺季，股價表現較佳



醫療健護次產業自第二季財報公布後，落後補漲



資料來源：左圖Goldman Sachs，統計時間自1995年以來；右圖Bloomberg，凱基證券整理

醫保不可缺

平價醫療保險與新制推行，產業前景佳助股價抗跌

- ▶ 美國平價醫療法案制定醫療保險補助計劃，用來支付投保者的相關醫療費用，包括傳統Medicare未承保的服務，如視力、聽力、牙科等項目。統計2015年以來，聯邦政府醫療保險補助的支出逐年增加，預期今年將達到128億美元，相較去年成長約30%(28億美元)，顯示需求強勁。近期眾議院兩黨議員提出「確保患者獲得關鍵藥物及產品法案」，旨欲縮短美國食品藥物管理局 (FDA) 批准突破性設備與藥物，需獲得保險補助的審查流程，過去此類治療可能需幾年時間才能獲得醫療保險承保。預期美國醫療在價格更合理、普及下，未來整體產業仍將大幅成長。
- ▶ 今年科技股領漲，健護股表現落後於大盤，但此現象7月後發生轉變。料近期股市高位、波動度上升，健護類股防禦特性相對抗跌，具補漲潛力。

2015到2023年間，美國醫療保險的總支出成長近4倍



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

近期科技股走勢轉弱，醫療類股相對抗跌

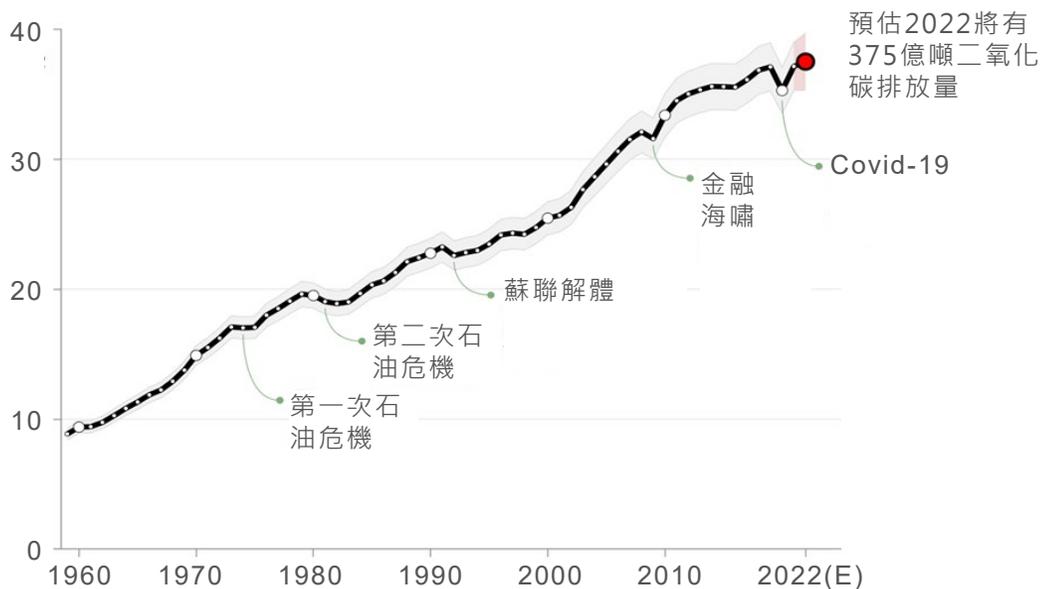


全球碳排放持續成長，短中期仍將驅動碳權價格

- ▶ 全球碳排放量持續攀高，雖成長幅度已有開始略為放緩，然而過往經驗發現，全球發生重大危機後，雖短期碳排放會因經濟走緩而下降，但是在危機解除之後，往往迎來不錯的經濟發展，而使碳排放再度加速成長。
- ▶ 美國與歐盟在減碳已開始看到成效，尤其近5年的碳排放皆加速下降，然而受到中國、印度為首的經濟發展中國家排碳仍大幅成長，僅靠先進國家減碳難以力挽狂瀾，因此一段期間內全球碳排放仍將持續攀升。

歷史上全球重大事件無礙碳排放持續成長

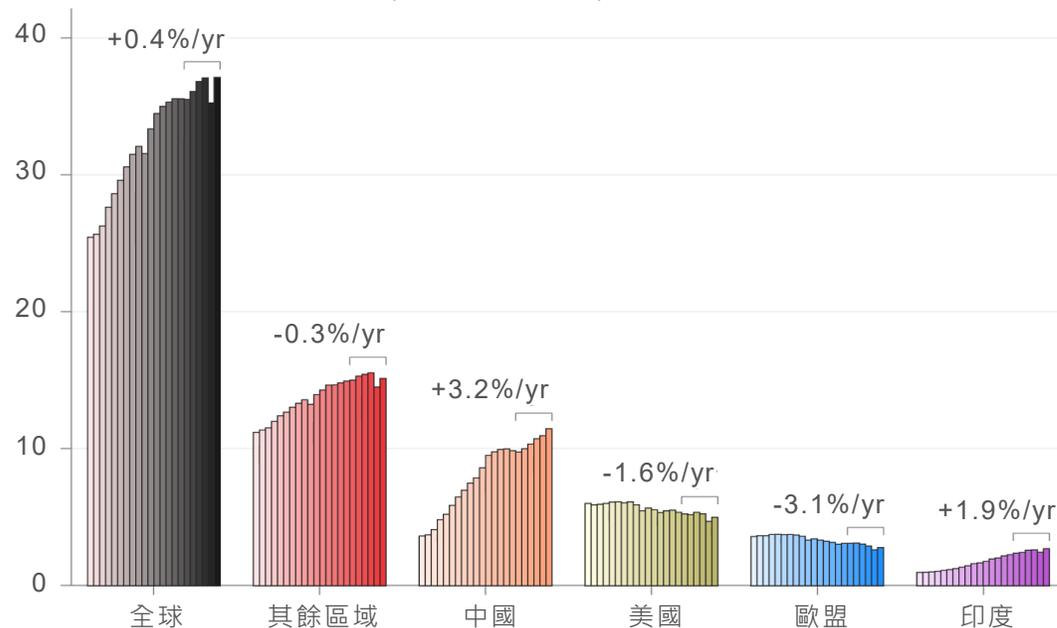
全球近60年碳排放成長趨勢，單位為十億噸二氧化碳



資料來源：Global Carbon Project，凱基證券整理

雖歐美碳排放趨緩，但其餘地區碳排仍大幅成長

各區域2000~2021年碳排放量(十億噸二氧化碳)及2016~2021年碳排放年增率

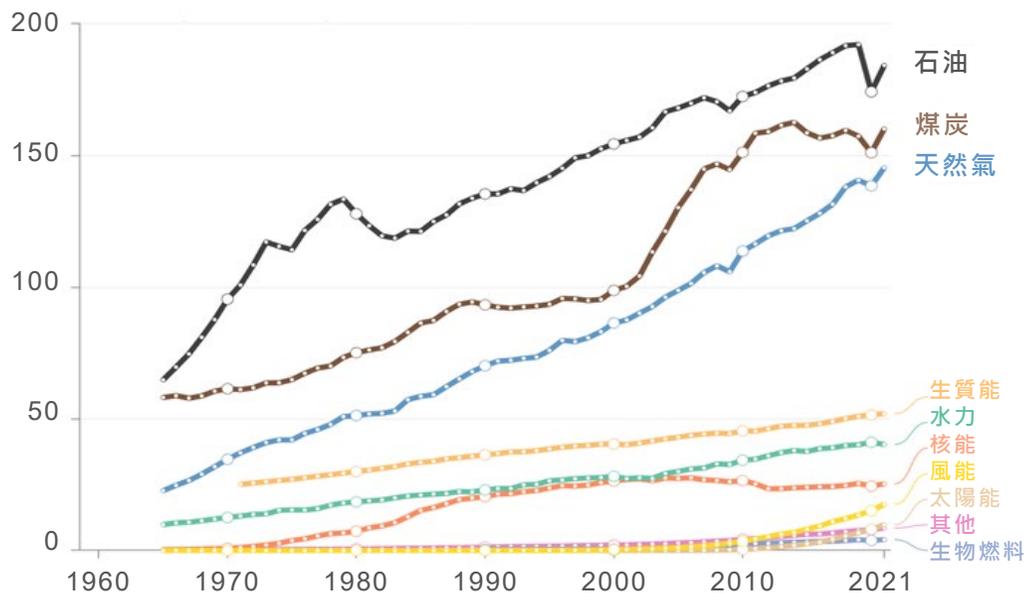


石化燃料仍居大宗，短期內碳排放難以大幅受抑制

- ▶ 目前能源使用仍以石化燃料為主，包括石油、煤炭及天然氣為經濟活動的主要能量來源。而乾淨能源佔整體能源使用仍偏低，大約在1成至2成之間，需要相當長時間的發展才有機會慢慢替代部分石化燃料，因此短期內對於碳排放的幫助應屬有限。
- ▶ 目前碳排放的成長主要仍來自各種石化燃料的使用，而2022年雖受到俄烏衝突造成能源供給受抑，而使碳排放成長率放緩，後續供需恢復正常可能使碳排放成長率恢復至過往水平。

石化燃料仍為主流，替代能源減碳貢獻有限

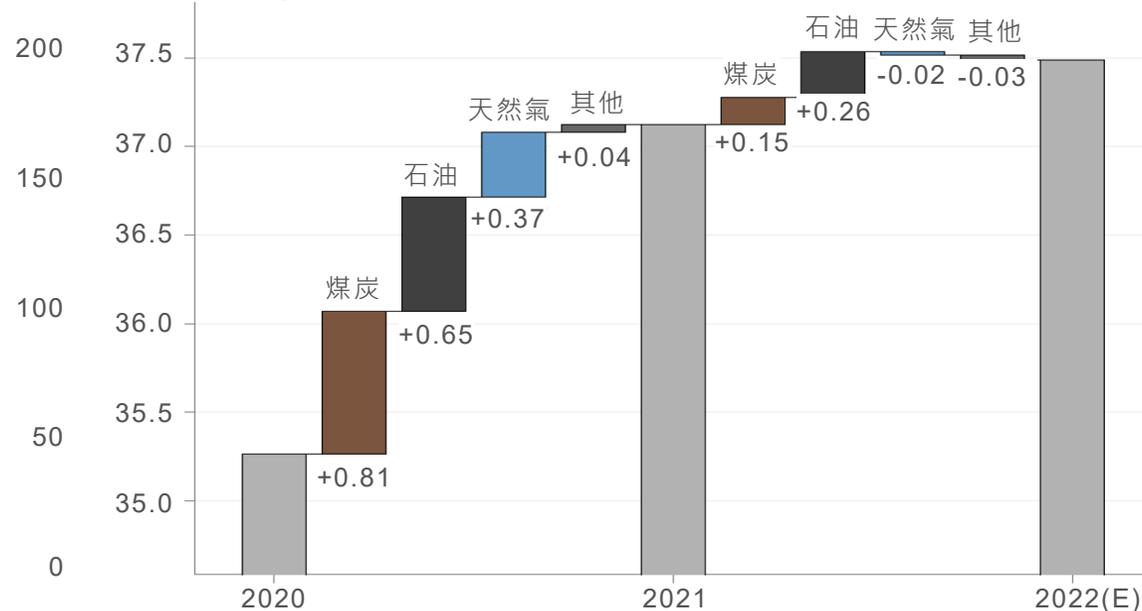
傳統能源與乾淨能源的使用趨勢，單位為艾焦耳(EJ)



資料來源：Global Carbon Project，凱基證券整理

短期能源供應問題僅減緩碳排成長幅度

近期能源對碳排放的貢獻度，單位為十億噸二氧化碳





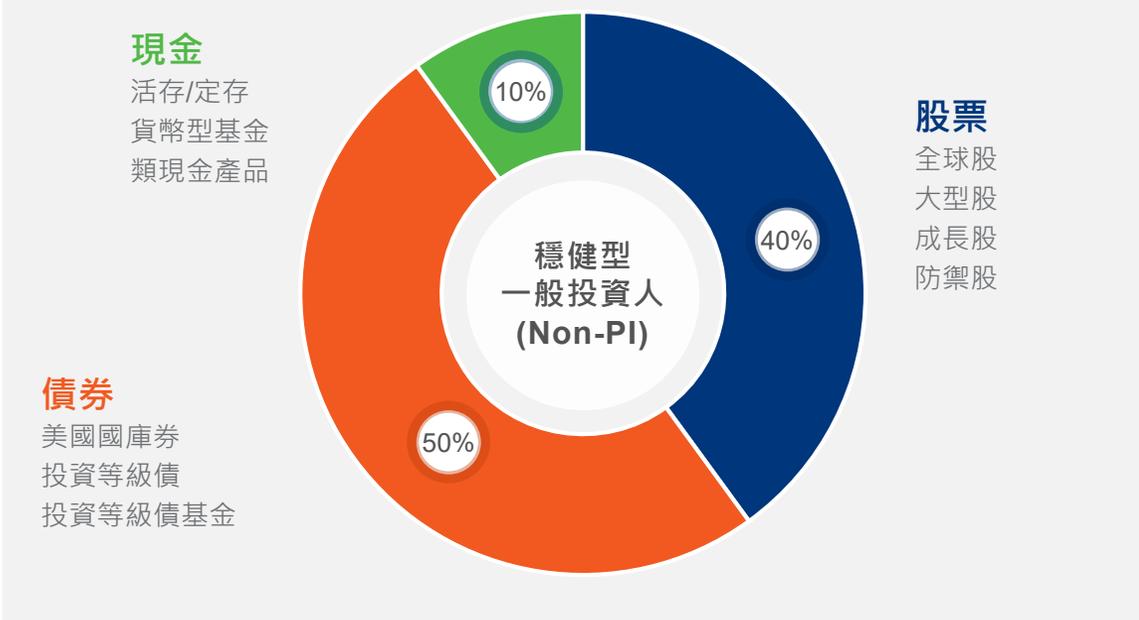
3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 核衛配置建議

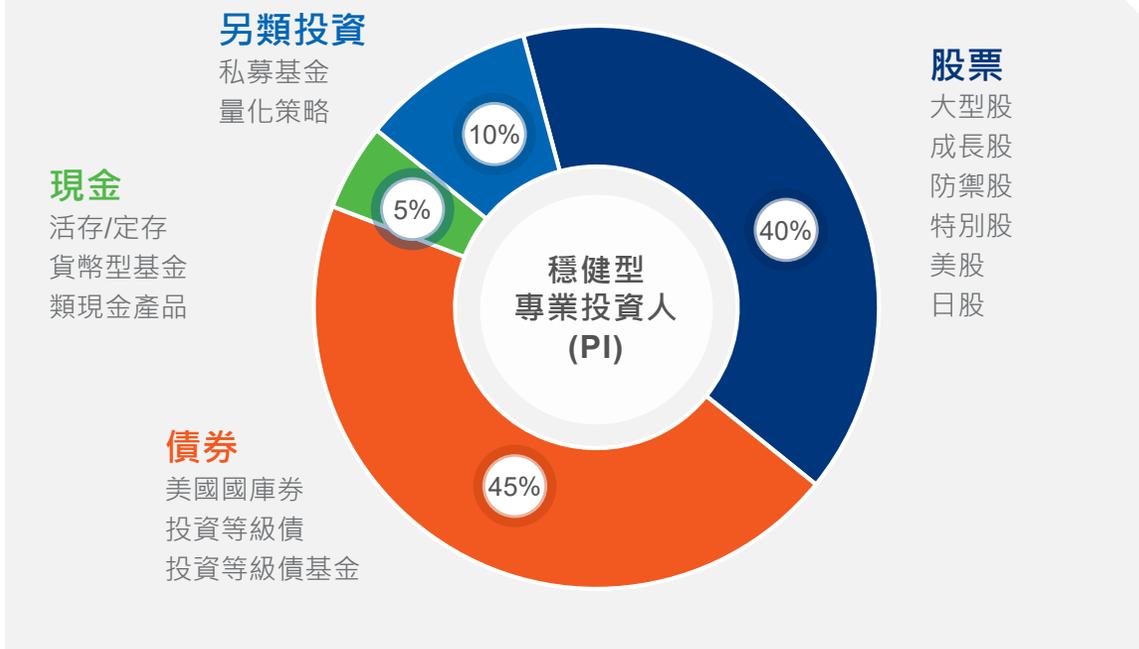
【資產配置】增加債券部位，鎖定好票息、健全股債比

- ▶ 升息終點漸近，為投資級債殖利率鎖利好時機，建議投資組合可將部分現金部位配置投資級以上債券，並逐步增持長天期債券部位。
- ▶ 股票部位以美股為首選，未來具長期發展的AI、電動車等成長股，逢回可布局，並搭配防禦股等落後補漲題材，以分散風險。
- ▶ 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



專業投資人(PI)投資組合配置建議



[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，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、醫療保健、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

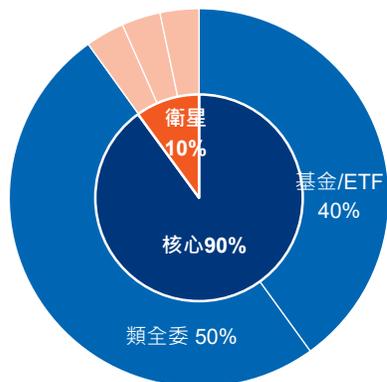
- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中短天期投等債持有到期，或政府公債和投資級債基金，健全股債比
- ◆ 布建防禦股，如醫療保健、民生必需類股

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，或政府公債和投資級債基金調整股債比

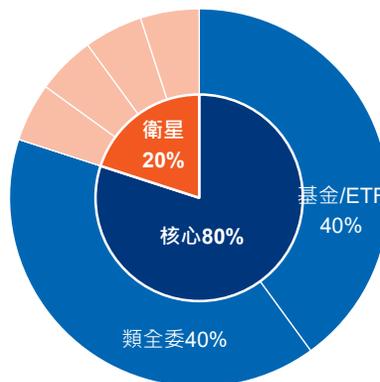
核衛配置建議

保守型



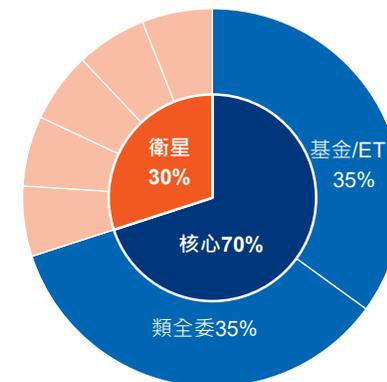
配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	

穩健型



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	

積極型



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	



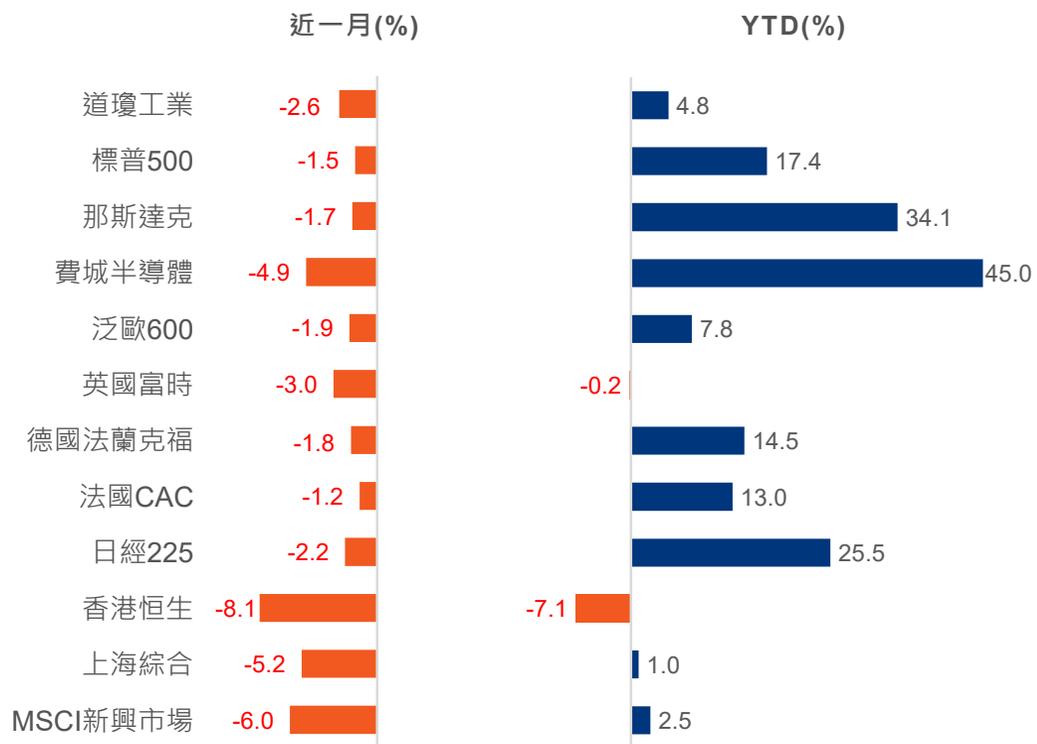
附件

- ▶ 市場回顧與股債市場評價
- ▶ 跨資產市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 資產類別建議
- ▶ 市場基金銷售狀況
- ▶ 重要經濟數據/事件

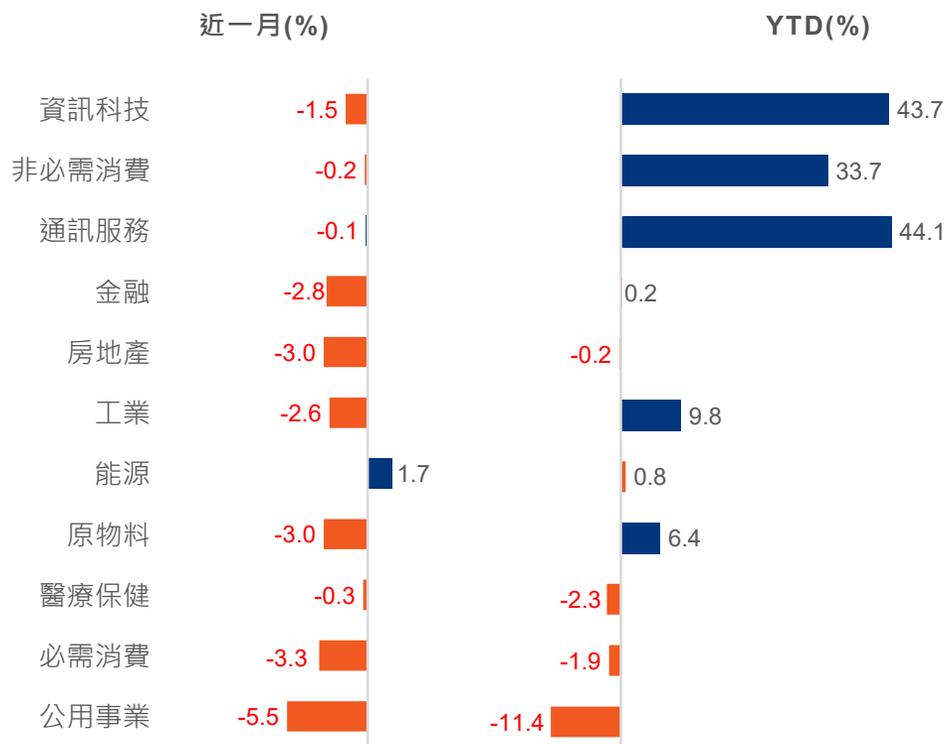
市場表現回顧 – 股票

▶ 美債利率創高、美股承壓，加上中國房地產債違約疑慮，拖累陸、港股與新興市場。防禦性的通訊服務、醫療保健相對抗跌。

各地區指數表現



各產業指數表現

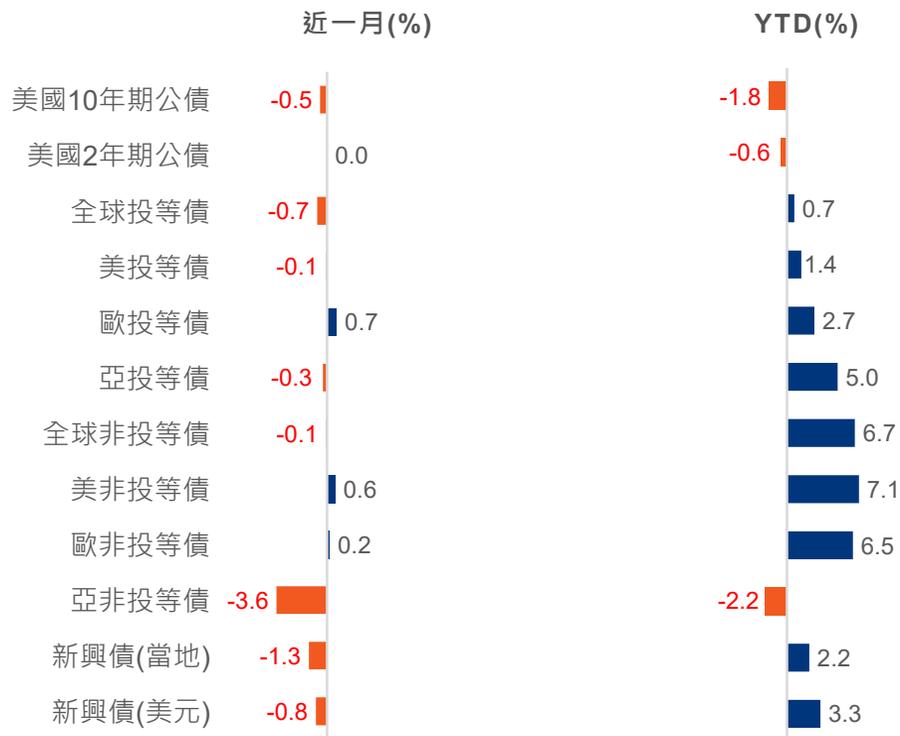


資料來源：Bloomberg · 2023年8月31日

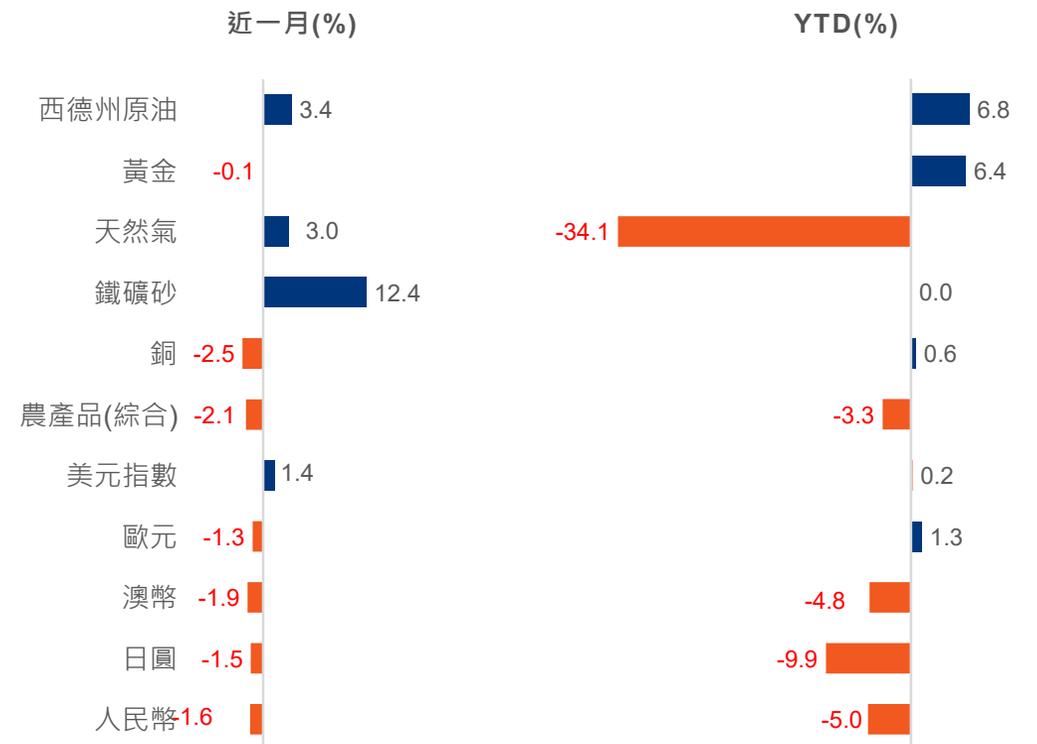
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 美國公債利率一度突破今年新高，債市普遍走跌，以長天期美債、投等債跌幅較明顯。美元升值，非美貨幣表現疲弱。

各類債券表現



各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2023年8月31日

新臺幣匯率 – 美元兌新臺幣歷史資料

- ▶ 短期因全球科技股回檔、中國股匯疲弱，皆不利臺幣表現。但往年底市場聚焦美國明年降息題材，美元強度受限，加上台灣半導體出口基期回升，臺幣或可止貶回揚，然美臺利差偏大，仍侷限臺幣反彈幅度。有換匯需求者，可隨臺股上漲時進行換匯，並投資於收益型商品領息。



美元匯率	天數	機率
34-35	682	7.94%
33-34	704	8.19%
32-33	1,400	16.29%
31-32	957	11.14%
30-31	1379	16.05%
29-30	915	10.65%
28-29	348	4.05%
27-28	999	11.63%

資料來源：Bloomberg · 2023年8月31日

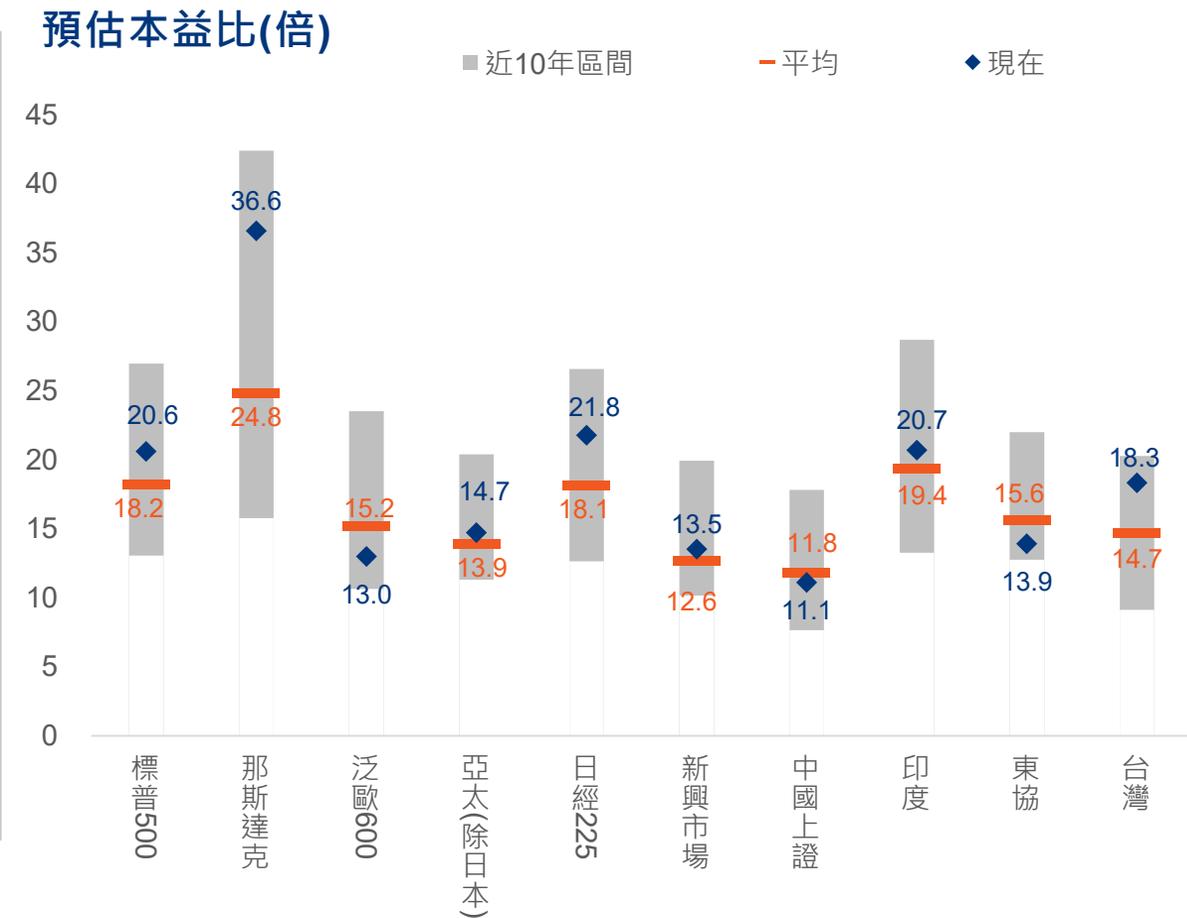
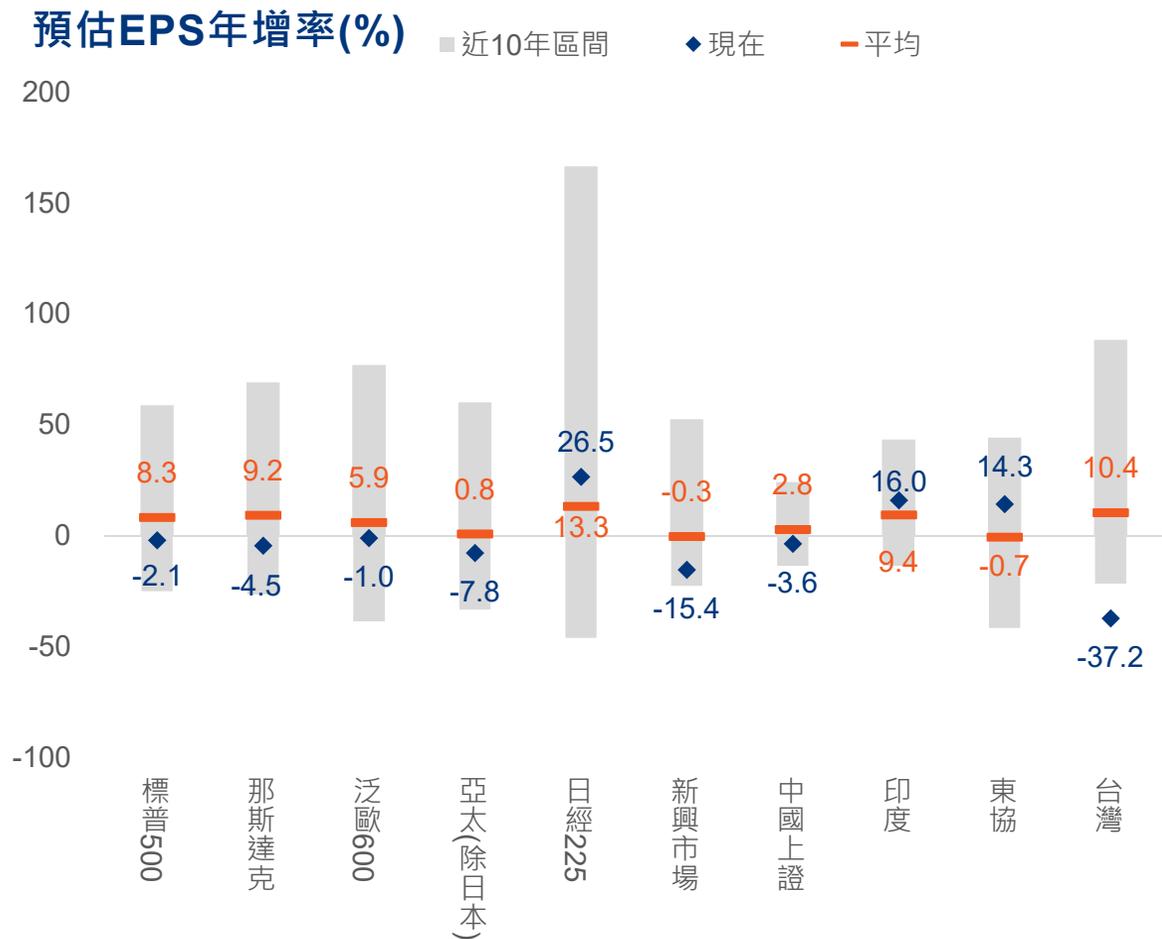
2001年以來美元兌新臺幣區間內換匯勝率及平均報酬率

USDTWD	單位	六個月	一年	三年	五年
32.0-32.1	勝率	40%	46%	31%	32%
	平均報酬率	-1%	-3%	-4%	-3%
31.9-32.0	勝率	50%	51%	33%	31%
	平均報酬率	-1%	-2%	-3%	-3%
31.8-31.9	勝率	39%	39%	37%	46%
	平均報酬率	-2%	-2%	-2%	-1%
31.7-31.8	勝率	25%	46%	51%	59%
	平均報酬率	-2%	-2%	1%	0%
31.6-31.7	勝率	35%	66%	36%	43%
	平均報酬率	-1%	0%	-1%	-4%
31.5-31.6	勝率	45%	51%	7%	18%
	平均報酬率	0%	-1%	-4%	-4%
31.4-31.5	勝率	44%	49%	14%	24%
	平均報酬率	1%	-1%	-3%	-5%
31.3-31.4	勝率	51%	59%	29%	45%
	平均報酬率	2%	1%	-1%	-2%

現在

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

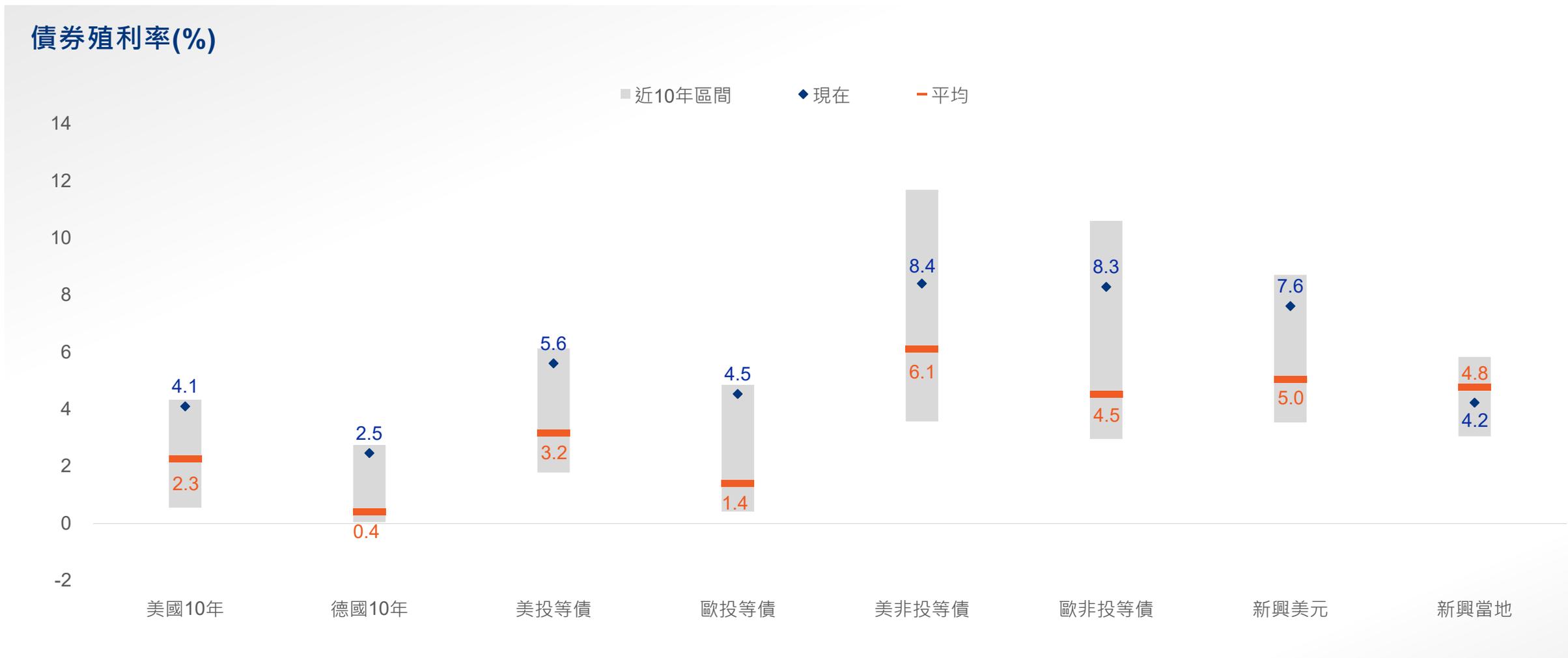
▶ 亞洲的印度、東協與日股，預估企業獲利超過過去10年平均，全球股市大漲後，留意科技股評價過高、修正壓力增。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年8月31日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美、歐公債殖利率來到10年新高拉回，央行升息近尾聲，宜把握高息鎖利時機。新興當地公債利率因降息回落至10年平均值下。

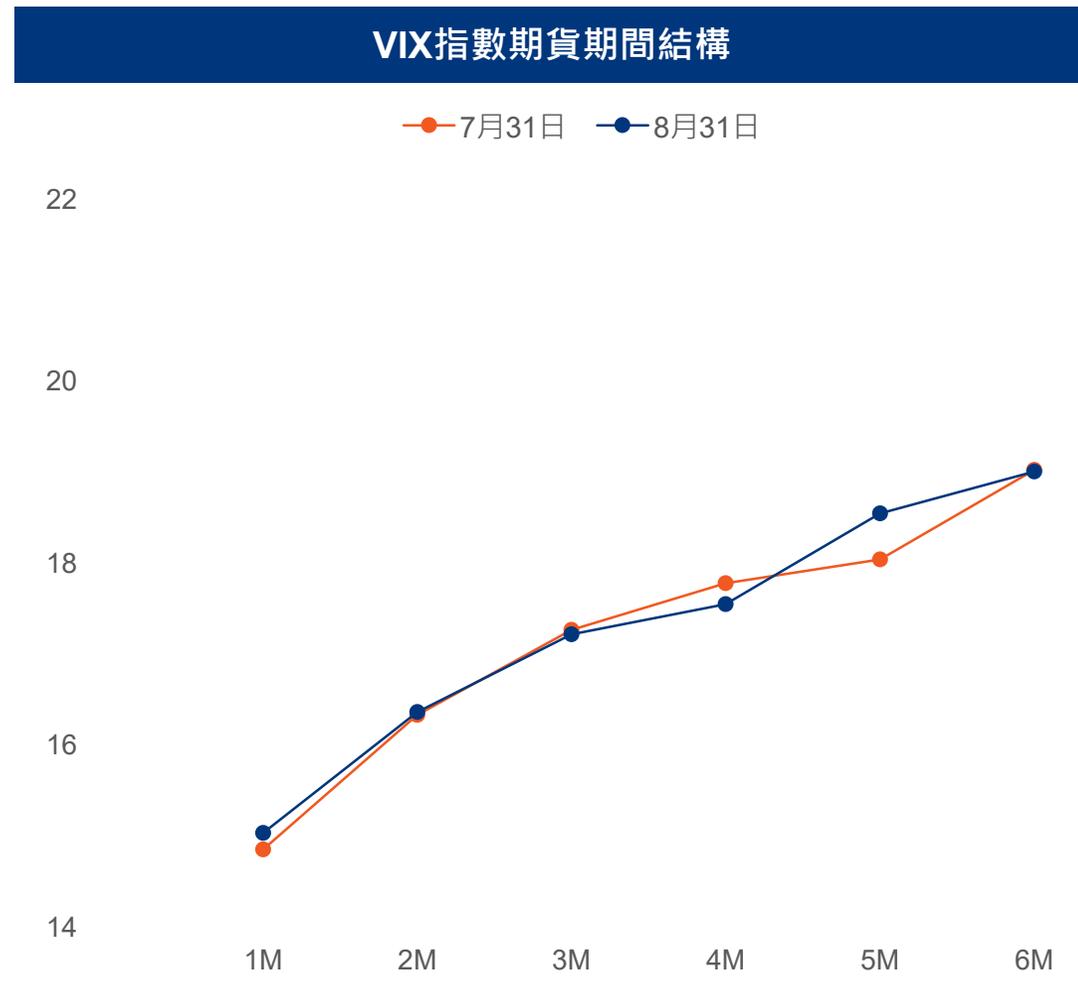


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年8月31日

跨資產市場波動率

▶ 八月主要股市及商品回檔後，於最後一週反彈，因此波動率普遍回落；美國長天期公債波動率上升

全球股市	VIX	近1月變化	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	13.57	-2.58	18.19
道瓊波動率指數(VXD)	12.15	-0.08	16.48
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.06	-6.55	18.60
香港恒生波動率指數(VHSI)	25.53	+1.63	26.08
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	16.99	-13.58	20.01
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)	16.23	+2.79	19.43
黃金ETF波動率指數(GVZ)	11.78	-0.42	15.37
石油ETF波動率指數(OVX)	26.56	-6.31	37.44
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.30	+0.00	8.38



資料來源：S&P Dow Jones、凱基證券整理，左表資料截至2023年8月31日、右圖資料截至2023年8月31日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至8月31日，已開發市場股票表現相對強勁

■ 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 19.1%	美國股市 11.6%
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 13.6%	基礎建設 5.3%
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 13.1%	REITs 5.2%
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%	非投資級債券 6.7%	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%	大宗商品 5.0%	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%	新興市場股市 4.8%	非投資級債券 3.0%
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%	投資級債券 3.9%	新興市場股市 2.6%
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%	新興市場債券 3.8%	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%	REITs 3.6%	中國股市 1.8%
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%	現金 3.2%	投資級債券 1.5%
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%	基礎建設 1.0%	大宗商品 1.2%
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%	已開發國家公債 -0.5%	現金 1.1%
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 -4.5%	已開發國家公債 -0.8%

*年化資料統計期間：2013年1月1日至2023年8月31日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2023年8月31日

資產類別建議 – 區域

▶ 美國軟著陸樂觀氛圍動搖，但相較非美地區基本面仍具優勢，對美股未來12個月獲利展望樂觀，特別是進入第四季或明年

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	■	■	■	■	零售數據強勁，削弱下半年經濟放緩預期，對美股未來12個月企業獲利展望樂觀，特別是進入第四季或明年
歐洲股市	■	■	■	■	經濟持續放緩，包含製造業、服務業PMI維持下行趨勢，通膨降溫項目擴大，央行轉趨鴿派使歐股維持中立
日本股市	■	■	■	■	YCC殖利率曲線控制的購債區間上調，加上經濟增長強勁，大型企業信心持續改善，經濟正向循環維持加碼
中國股市	■	■	■	■	中國內需乏力、房地產危機未解，且政府相關刺激政策有限；僅印度受基本面支撐，對新興亞洲下調中立
台灣股市	■	■	■	●	科技廠AI需求尚不足以抵銷PC等需求疲弱，加上中國經濟疲軟，輝達產能緊限制AI伺服器成長力道等，台股近季有壓
新興亞洲	■	■	■	■	中國內需乏力、房地產危機未解，印度雖有基本面支撐，但中國對新興亞洲的外溢影響甚鉅，看法中立
新興歐非中東	■	■	■	■	俄烏地緣政治風險續存，IMF警示俄羅斯退出黑海糧食供應協定，將使依賴烏克蘭糧食供應的國家通膨惡化，整體中性
新興拉美	■	■	■	●	巴西、智利央行率先宣布進入降息循環、評價面合理，但近期受中國房產事件使原物料承壓，使拉美股波動較劇

資產類別建議 – 產業

▶ 金融市場波動上升，著重科技股、AI、電動車等長期展望，逢回分批漸布，醫療保健與電信具落後補漲和防禦特性

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	 	財報獲利優於預期，市場上調企業營收及獲利成長，但股市漲幅已高，評價不顯便宜，中性看待
	必需消費	 	高股息及盈利穩定支撐產業表現，家戶資產負債表穩健有助消費，整體大盤漲幅已高，防禦型資產或具落後補漲潛力
	能源	 	OPEC減產支撐油價，下半年原油供應緊缺，中國需求雖尚未復甦，但美國景氣穩健且能源股相對超跌，企業獲利不差
	金融	 	穆迪和標普下調美國中小型銀行信用評等，可能影響摩根大通等大型銀行機構，金融股表現疲軟，看法中性
	醫療保健	 	過去暫緩的手術醫療需求恢復，帶動醫材相關族群表現；下半年藥廠併購熱度回升，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，但市場持續上調企業獲利，對工業類股保持中性
	資訊科技	 	經濟穩健與美國擴大舉債規模，實質利率上升短期壓抑利率敏感類股表現；科技股獲利翻正，AI長期發展趨勢，續正向
	通訊服務	 	資本支出雖未回溫，但Google、Meta第二季財報已反映廣告業務復甦，市場持續上修企業獲利，評價上調至加碼
	原物料	 	中國經濟數據不佳，產銷動能放緩，美國房貸利率攀升，壓抑房屋需求，雙雙打擊市場信心，不利銅價等原物料表現
	房地產	 	REITs子產業表現分歧，維持中立。僅自動倉儲、資料中心以及醫療保健REITs，在穩定租用率與股利率下相對看好
公用事業	 	看好能源轉型推動清潔能源投資，然而近期監管環境惡化、企業獲利不如預期、實質利率上升壓抑評價等，看法中性	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會有望暫停升息，美公債、高信評投資級債為首選，黃金因實質利率走升稍作整理；匯市以日圓具走升機會

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

資產類別	看空	中立	看多	前月看法	綜合評論	
固定收益	美國政府債券	■	■	■	■	下半年美公債淨發行意外增加，加上軟著陸機率提高，美債殖利率維持高檔區間，逢公債殖利率上彈漸增配置
	投資級債券	■	■	■	■	短期景氣衰退與企業違約機率不高，配置部分投資等級公司債，有助於拉高整體固定收益報酬
	非投資級債券	■	■	■	■	信用循環近尾聲，未來信用違約風險緩升，6、7月非投資等級債隨股市上揚，現有近期超漲情況，中性看待
	新興市場債券	■	■	■	■	國際股市與國際信用市場下跌，將使新興市場金融壓力指數上升，推高新興市場債信用利差，建議減持
商品	原油	■	■	■	■	沙國減產幅度約等於整體OPEC減產量，沙國財政平衡油價約在80美元/桶，預期明年原油供需趨於平衡，中性看待
	黃金	■	■	■	■	美元指數高盤、美公債利率突破今年高點，實質利率走高對金價產生壓力
貨幣	美元	■	■	■	■	美國10年期公債利率至今年新高，然聯準會升息近尾聲，侷限未來美元指數強度，呈現高位盤整
	歐元	■	■	■	■	歐洲通膨過高，德國與法國通膨年增率分別高達6.4%與4.5%，市場預期9月、10月再升1碼機率偏高，歐元短期偏強
	日圓	■	■	■	■	日本央行貨幣政策彈性調整，日圓先升後貶，考量美日央行政策調整方向轉變，預期長期日圓偏升發展
	人民幣	■	■	■	■	美國仍在緊縮貨幣政策，中國持續寬鬆，8月甚至調降MLF等利率，利差因素不利於人民幣表現

整體市場7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	淨申贖 金額
1	元大日本龍頭企業基金(新臺幣累積)	股票型	19,670	-	19,670
2	復華傳家二號基金	平衡型	2,169	544	1,625
3	凱基實質收息多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	1,206	-	1,206
4	復華人生目標基金	平衡型	1,227	404	823
5	新光四年到期美國投資等級債券基金(新臺幣)	固定收益	654	-	654
6	野村高科技基金	股票型	1,172	523	649
7	安聯四季成長組合基金(新臺幣)	組合型	632	21	611
8	復華全球平衡基金(新臺幣)	平衡型	711	185	526
9	聯博多元資產收益組合基金(美元)	組合型	2,127	1,623	504
10	復華神盾基金	平衡型	625	133	492

境內共同基金 淨買回前十大		類型	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額
1	元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣不配)	股票型	828	3,629	-2,801
2	復華中小精選基金	股票型	441	3,210	-2,769
3	安聯台灣智慧基金	股票型	579	2,902	-2,323
4	安聯台灣大壩基金(新臺幣累積)	股票型	689	2,938	-2,249
5	安聯台灣科技基金	股票型	1,149	3,176	-2,027
6	復華數位經濟基金	股票型	212	1,548	-1,336
7	匯豐全球基礎建設收益基金(新臺幣不配息)	股票型	1	1,071	-1,070
8	復華全方位基金	股票型	183	1,233	-1,050
9	野村優質基金(新臺幣累積)	股票型	1,435	2,264	-829
10	永豐全球基礎建設及公用事業投資等級債券基金	固定收益型	8	783	-775

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6月30日至2023年7月31日；新臺幣百萬元計

整體市場7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 安聯收益成長基金	平衡型	27,972	18,606	9,366
2 摩根美國科技基金*	股票型	8,935	4,291	4,644
3 聯博美國收益基金*	固定收益型	5,626	2,029	3,597
4 鋒裕匯理基金新興市場債券基金	固定收益型	5,513	2,097	3,416
5 PIMCO多元收益債券基金*	固定收益型	3,887	531	3,356
6 瀚亞日本動力股票基金	股票型	3,545	607	2,938
7 富達日本價值基金	股票型	2,176	82	2,094
8 富達美國基金	股票型	2,479	454	2,025
9 摩根新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	2,093	136	1,957
10 安聯美元短年期非投資等級債券基金*	固定收益型	2,437	559	1,878

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 摩根亞太股票基金*	股票型	10	3,498	-3,488
2 摩根美國智選基金*	股票型	78	3,434	-3,356
3 PIMCO全球債券基金*	固定收益型	1,426	4,593	-3,167
4 聯博美國永續主題基金*	股票型	24	3,065	-3,041
5 富達美元債券基金	固定收益型	1,096	3,666	-2,570
6 摩根策略總報酬基金	平衡型	11	2,545	-2,534
7 摩根日本股票基金*	股票型	825	3,022	-2,197
8 富達東協基金	股票型	181	2,016	-1,835
9 貝萊德世界科技基金	股票型	2,030	3,199	-1,169
10 施羅德環球永續增長基金	股票型	38	1,161	-1,123

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6月30日至2023年7月31日；新臺幣百萬元計

整體市場7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 元大美國政府20年期(以上)債券基金	債券型	13,077	-	13,077
2 復華台灣科技優息ETF基金	股票型	12,678	-	12,678
3 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF基金	債券型	9,157	-	9,157
4 統一彭博美國20年期以上公債ETF基金	債券型	8,458	-	8,458
5 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF基金	債券型	7,963	1,660	6,303
6 群益10年期以上金融債ETF基金	債券型	5,318	17	5,301
7 富邦彭博9-35年A級美元息收公司債券ETF	債券型	4,911	-	4,911
8 國泰10年期(以上)BBB美元息收公司債券ETF	債券型	5,098	601	4,497
9 凱基15年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	債券型	3,801	18	3,783
10 國泰20年期(以上)美國公債指數基金	債券型	4,651	1083	3,568

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 元大台灣卓越50基金	股票型	4,651	26,760	-22,109
2 元大台灣高股息基金	股票型	3,201	19,455	-16,254
3 國泰台灣ESG永續高股息ETF基金	股票型	-	15,308	-15,308
4 國泰台灣5G PLUS ETF基金	股票型	-	5,039	-5,039
5 元大滬深300單日正向2倍基金	槓桿/反型	-	3,388	-3,388
6 國泰全球智能電動車ETF基金	股票型	36	2,716	-2,680
7 群益台灣精選高息ETF基金	股票型	42	1,864	-1,822
8 富邦特選台灣高股息30ETF基金	股票型	27	1,550	-1,523
9 元大臺灣ESG永續ETF基金	股票型	-	1,402	-1,402
10 元大台灣50單日反向1倍基金	槓桿/反型	-	1,182	-1,182

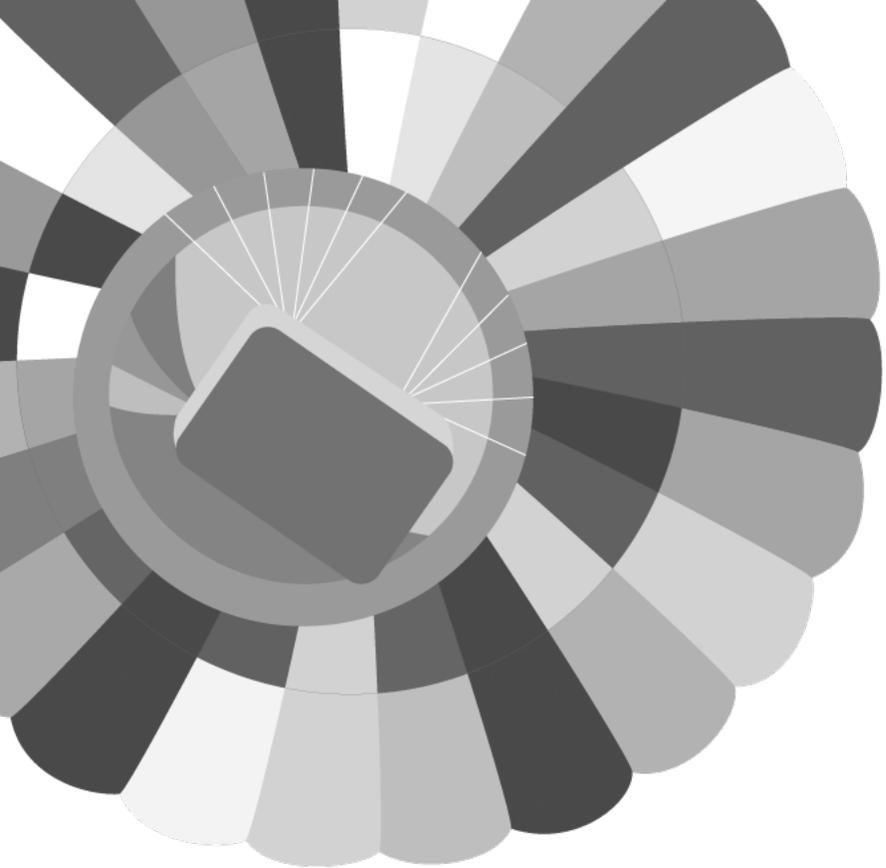
註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年6月30日至2023年7月31日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Sept. 2023

<p>Monday</p>	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p> <p>1</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、中國、歐元區製造業PMI • 美國ISM製造業PMI
<p>Monday</p> <p>4</p>	<p>Tuesday</p> <p>5</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國財新服務業PMI、綜合PMI • 美國工廠訂單、耐久財訂單 • 歐元區服務業PMI、綜合PMI 	<p>Wednesday</p> <p>6</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國ISM非製造業PMI • 臺灣CPI、核心CPI 	<p>Thursday</p> <p>7</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國進口及出口 • 歐元區GDP經季調(年比) 	<p>Friday</p> <p>8</p> <ul style="list-style-type: none"> • 臺灣進口及出口
<p>Monday</p> <p>11</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國社會融資總額、貨幣供給 	<p>Tuesday</p> <p>12</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區ZEW調查預期 	<p>Wednesday</p> <p>13</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國CPI、核心CPI、實質平均時薪 • 歐元區工業生產WDA(年比) 	<p>Thursday</p> <p>14</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國零售銷售、PPI、核心PPI • 歐洲央行利率會議 	<p>Friday</p> <p>15</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國密西根大學消費者信心、工業生產 • 中國零售銷售、工業生產、城鎮固定資產投資
<p>Monday</p> <p>18</p>	<p>Tuesday</p> <p>19</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國新屋開工、營建許可 • 歐元區CPI、核心CPI 	<p>Wednesday</p> <p>20</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 	<p>Thursday</p> <p>21</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國FOMC利率會議、成屋銷售 • 臺灣央行利率會議 	<p>Friday</p> <p>22</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國標普製造業、服務業PMI • 歐元區製造業PMI、服務業PMI
<p>Monday</p> <p>25</p>	<p>Tuesday</p> <p>26</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國新屋銷售、經濟諮詢委員會消費者信心 	<p>Wednesday</p> <p>27</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國耐久財訂單 	<p>Thursday</p> <p>28</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國GDP、個人消費 • 歐元區消費者信心指數 	<p>Friday</p> <p>29</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國個人所得、個人支出、PCE平減指數(年比)、密西根大學市場氣氛 • 中國製造業PMI、非製造業PMI • 歐元區CPI、核心CPI

資料來源：凱基證券整理



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。