



Key Investing Perspectives

凱基證券環球投資觀點 當利率更高更久時

2023年10月

環球投資觀點 摘要

雖偏高的利率環境仍對主要指數評價面有所壓抑，然而近期諸多因素包括美國經濟展現韌性、勞動市場緊俏、通膨持續緩降以及市場預估企業獲利也將轉佳等，支撐股市於高檔震盪，而債市亦因殖利率來到歷史相對高檔而具有投資吸引力。

近期美國經濟數據憂喜參半：核心物價持續下降，然而油價帶動的通膨略有反彈；勞動力市場在職位空缺數、非農就業人數及薪資成長皆降溫，且失業率有反彈走高的跡象。聯準會因而無法鬆口利率政策是否已見頂，因此高利率環境為市場當前共識，將壓抑股債市上漲動能。而逢此殖利率處於歷史偏高水平之時，可透過三好策略穩中求勝：宜以短天期公債、投等債鎖利(鎖好利)，在利率走高時漸布長天期新發行的債券部位(買好債)，並適時加入具有成長潛力的產業類股(配好股)，透過股債兼備的搭配，穩定收益同時捕捉未來的資本利得契機。

科技的發展已擴及生技健護在內等產業，包括人口老化帶動遠距醫療使醫療支出需求強勁，以及基因定序發展在疫苗及癌症治療等領域發光發熱，甚至擴展到製藥領域的應用。而從地區來看，印度超英趕德成為全球第五大經濟體，人口紅利與政府擴大基礎建設將帶動內需消費動能與民間投資，印度成為國際消費大國指日可待，將成為主要國家之外的投資機會。





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

存債看金流，優質債券受青睞
醫療創新財，需求強且利潤高
印度新經濟，轉型搭人口紅利

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

綜觀各項經濟因子，目前利率雖仍高但狀況較偏向軟著陸

經濟情境策略：依據市場狀況配置適合資產，並留意企業狀況

● 大致符合 ◐ 部分符合

	金髮女孩經濟 Goldilocks Economy	軟著陸 Soft Landing	硬著陸 Hard Landing
經濟成長	◐ 經濟溫和成長且不過熱 (約2%~3%)	● 成長率較低，但沒有步入衰退	經濟陷入衰退
勞動市場	● 就業溫和成長，失業率維持較低水平	● 就業穩健，失業率穩定在較低水平	◐ 就業人數衰退，失業率上升
消費信心	● 需求、信心及購買力穩定	● 需求、信心及購買力同步上升	需求、信心及購買力皆下降
通膨	維持相對較低水平 (2%以下)	● 維持下行趨勢，逐步降溫至2%~3%區間	停滯性高通膨或隨經濟走弱使通膨下降
貨幣政策	利率水平較低	◐ 利率仍高，可能逐漸轉為降息，並調降終端利率	前期因通膨過高而快速升息，中後期則由偏高利率環境轉為加速降息
企業狀況	企業活動、獲利與支出皆溫和成長	企業活動與獲利成長	企業活動、支出及獲利衰退
風險資產	資產普遍溫和走揚	◐ 基本面受惠經濟成長，評價面受惠貨幣轉寬鬆	整體風險性資產受到壓抑且波動度上升

觀察因子

適合資產

- | | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 股權：循環型、成長型 ■ 債券：投資等級債、非投資等級債 ■ 其他：不動產 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 股權：防禦型、高股利 ■ 債券：投資等級債 ■ 其他：不保本境外結構型商品 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 股權：防禦型、高股利、價值型 ■ 債券：公債、投資等級債 ■ 其他：保本結構型商品 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

投資策略：買好債、鎖好利、配好股，三好策略穩中求勝



聯準會暗示將維持高利率更久的時間，殖利率來到具有投資吸引力水平，隨著主要成熟國家與中國景氣有下行可能並拖累到美國，因此以美國公債與優質的投資級債為首選(買好債、鎖好利)；美國10年期公債殖利率處歷史偏高水平，評價面影響市場走勢震盪，而即將到來的第三季美國企業財報或有機會提供基本面的新動能，因此逢修正時可分批布局優質龍頭股及長期趨勢題材(配好股)。

資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	期限溢價上揚推高美債殖利率，加上軟著陸機率提高，美債殖利率維持高檔，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，近期反彈使信用利差走低，投資吸引力略降，維持中立看法
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美元強勢導致新興市場匯率相應貶值，新興市場金融條件緊縮，推升新興市場債信用利差，建議減持
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	經濟數據仍強勁，就業市場雖降溫但仍穩健，通膨持續降溫，整體經濟與企業獲利相較歐元區及中國佳
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	製造業績弱且服務業放緩，通膨下降速度緩慢，消費者信心仍萎靡，整體而言歐股維持中立看法
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	製造業及工具機訂單略有起色，服務業熱絡，零售銷售佳，大幅升息空間不大資金仍寬鬆，因此維持加碼
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	中國內需及房市復甦狀況待觀察，僅印度受基本面支撐，整體而言維持新興亞洲中立看法
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟優於預期，加上10年期公債殖利率偏高，美元指數於高檔震盪
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本央行表示經濟物價超預期向上時會考慮退出負利率政策，無大幅升息空間且美日利差大，日本仍偏寬鬆
<p>另類 看多</p>	黃金/ 另類資產	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟強勁支撐美元、公債殖利率高盤，金價走勢受壓；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

股市回顧與展望 – 美國經濟相對佳，獲利預測樂觀

- ▶ 全球經濟下行，中國受貿易戰、疫情及供應鏈分散使出口有結構性偏空的影響，加上近期房市危機，預期經濟觸底反彈的時間會較晚。而歐元區經濟不振，通膨仍處偏高水平，且歐元區的經濟火車頭德國在IFO企業景氣、現況及預期等指數皆下滑，相形之下美國經濟相對強勁，但在主要成熟市場與中國都偏低迷的情況下，未來可能仍會受到拖累。
- ▶ 決定股市報酬的三大因素包括貨幣政策、評價與公司獲利。目前前兩者處於偏壓抑的環境因此較不利於股市表現，而公司獲利的部分則有漸入佳境的趨勢。市場預期第三季美股獲利除有機會轉為正成長外，幅度可望較第二季大幅改善，且市場對第四季的獲利展望亦樂觀，因此本季企業財報對於未來市場趨勢有很高的前瞻性，或可成為新的表現動能來源。

資料來源：Bloomberg，凱基投顧

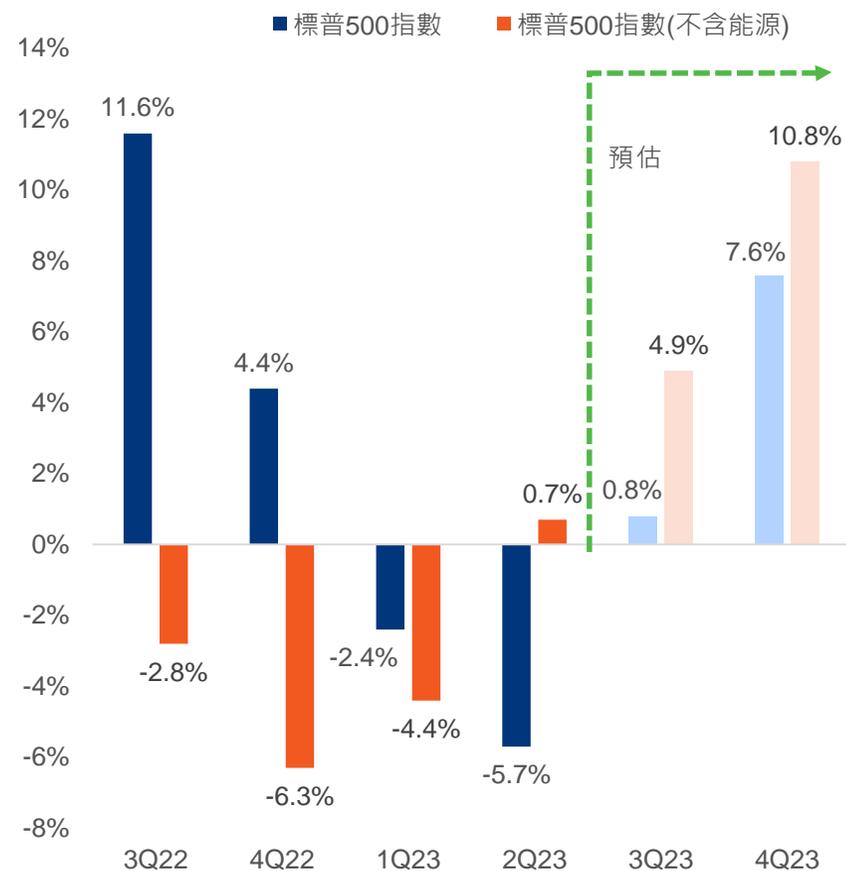
美國經濟相對有韌性且強勁

美國、歐元區及中國的Citi經濟驚奇指數，點



標普500指數獲利將轉為正成長

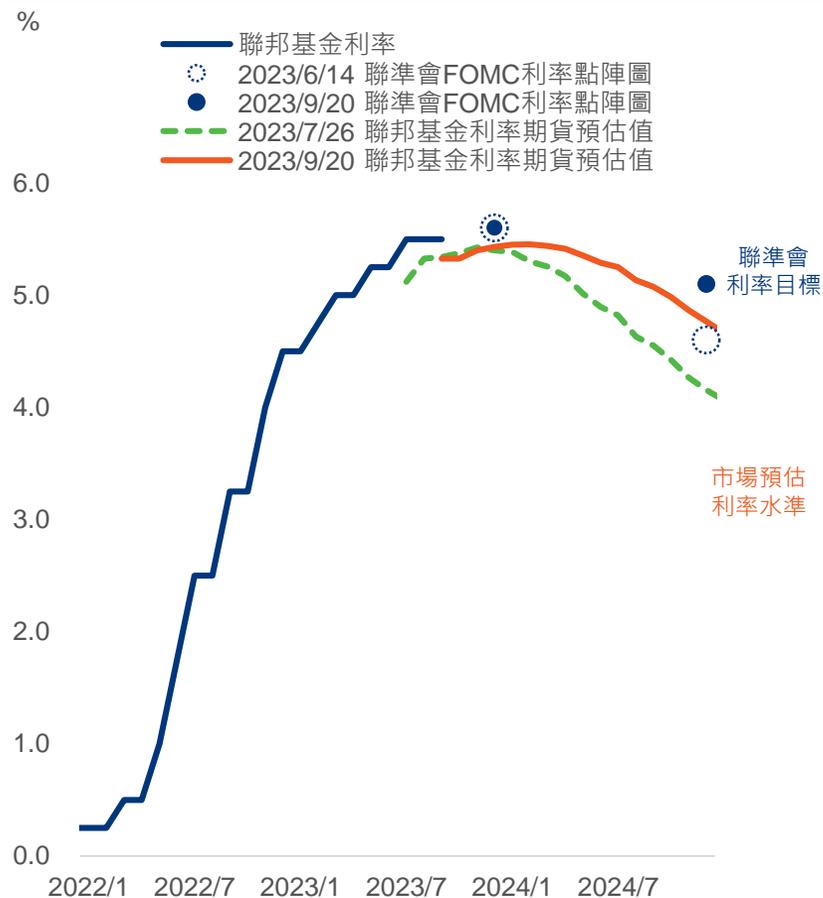
標普500指數各季EPS年增率



債市回顧與展望 – 聯準會維持利率不變，上調明、後年利率預估

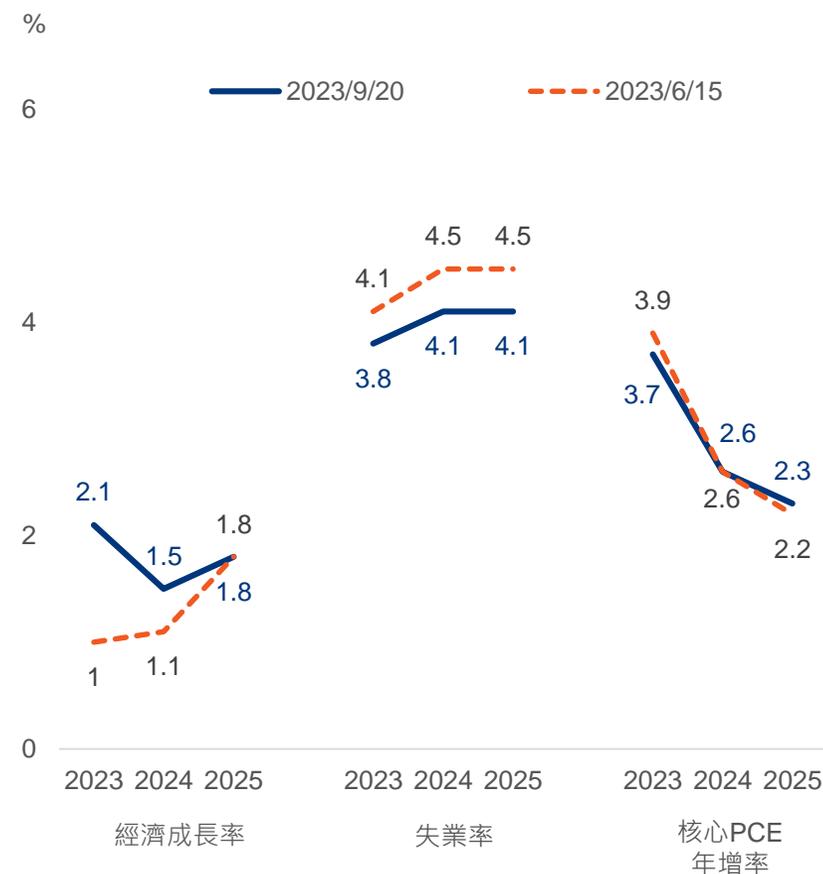
- ▶ 聯準會本次決議維持聯邦基金利率區間5.25%至5.50%以及2023年的利率中位數5.6%預估，但上調2024及2025年利率中位數預估，相較6月會議預估值上調幅度為0.5%，暗示將維持高利率更久的時間來抑制通膨，市場利率期貨因而走揚。會後聲明表示通膨雖放緩但仍高於目標，對抗通膨仍需時間，並指出經濟有機會軟著陸，並表示不太可能2023年就降息。
- ▶ 本次點陣圖除上調2024年及2025年利率中位數預估外，上調2023年經濟成長率至2.1%，失業率下修至3.8%（前值為4.1%），核心個人消費支出物價指數(PCE)下調至3.7%（前值為3.9%）。經濟活動描述從先前「溫和」調整為「穩健擴張」，就業成長「仍強勁」改為「趨緩」，並表示將視景氣數據為未來升息依據。

聯準會上調明、後年利率中位數預估



聯準會上調經濟成長率、下調失業率預估

聯準會經濟數據預估



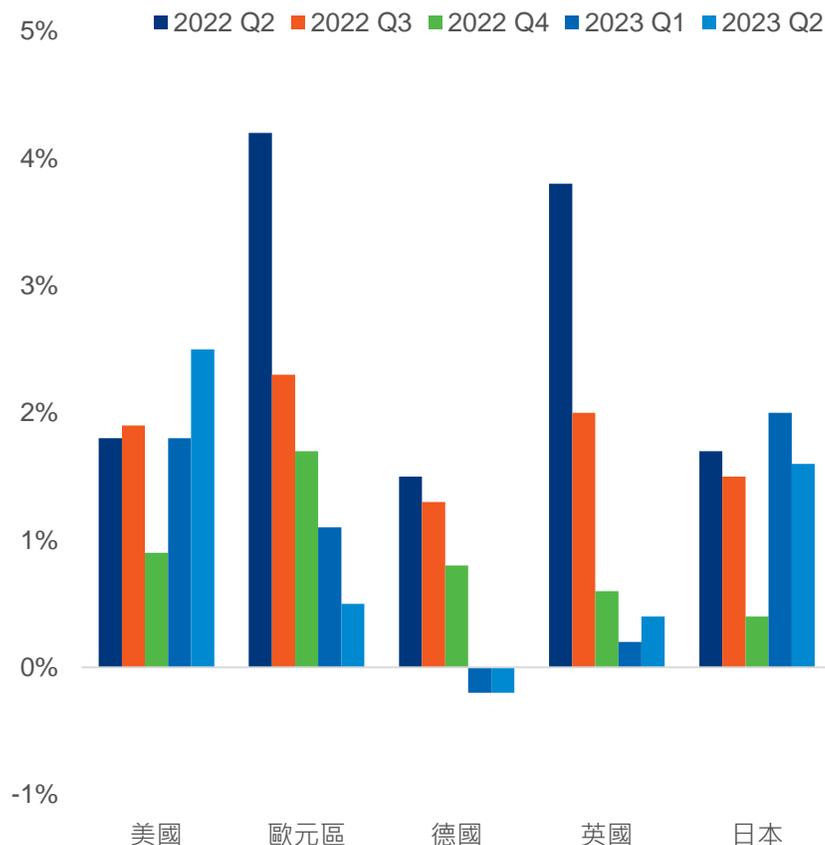
資料來源：Bloomberg

匯市回顧與展望 – 美元強勢可望延續，歐元因經濟不振而疲軟

- ▶ 美國經濟相對較佳將支撐美元強勢，尤其與主要國家經濟成長差距擴大，以及全球經濟風險(如中國)上升也會助漲美元走勢，若後續美國經濟如同市場預期般強勁，有機會持續支撐美元指數於高檔震盪。
- ▶ 歐元區經濟持續低迷，PMI雙雙落入萎縮區間，其中製造業萎靡程度更甚，且通膨進展憂喜參半，歐洲央行因而於9月再升息1碼以抑制通膨，透過更嚴格的融資條件來抑制內部需求，然而暗示基準利率已經達到關鍵水準，後續歐元走勢將回歸基本面。由於歐元區最大的出口國為中國，過往中國經濟下行時，歐洲整體出口都會受到很大的影響，因此近期中國的經濟狀況不佳，對歐洲來說也是不小的壓力。整體歐元走勢偏弱，後續可能持續受壓。

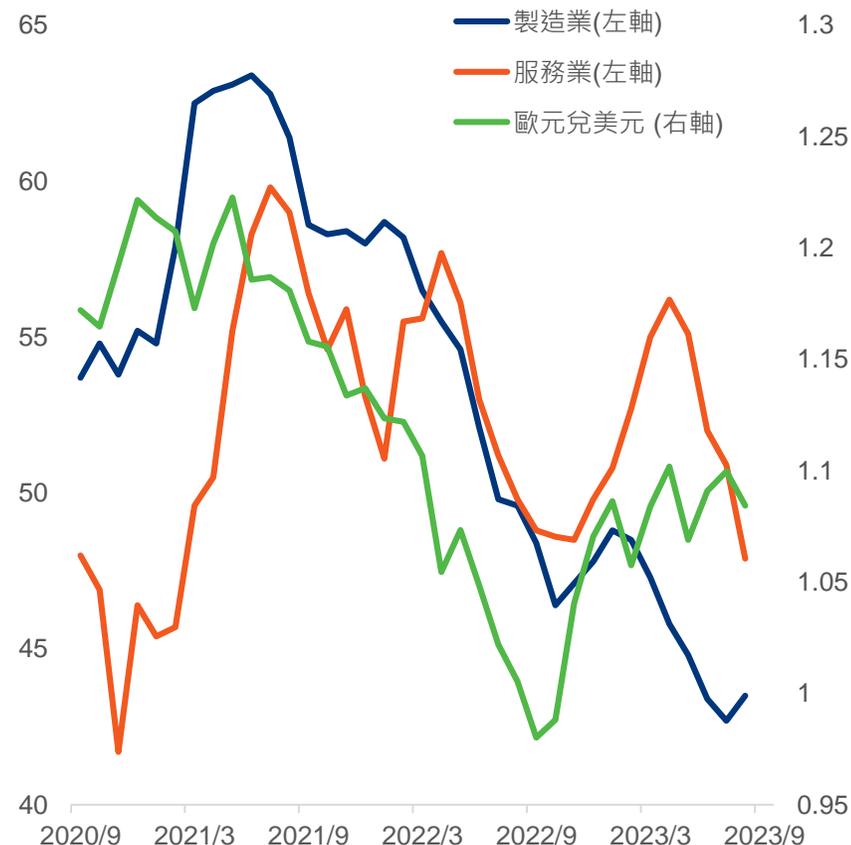
美國經濟支撐美元強勢

主要國家GDP年增率



歐元區經濟不振，歐元受壓

歐元區採購經理人指數與歐元匯率



資料來源：Bloomberg

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



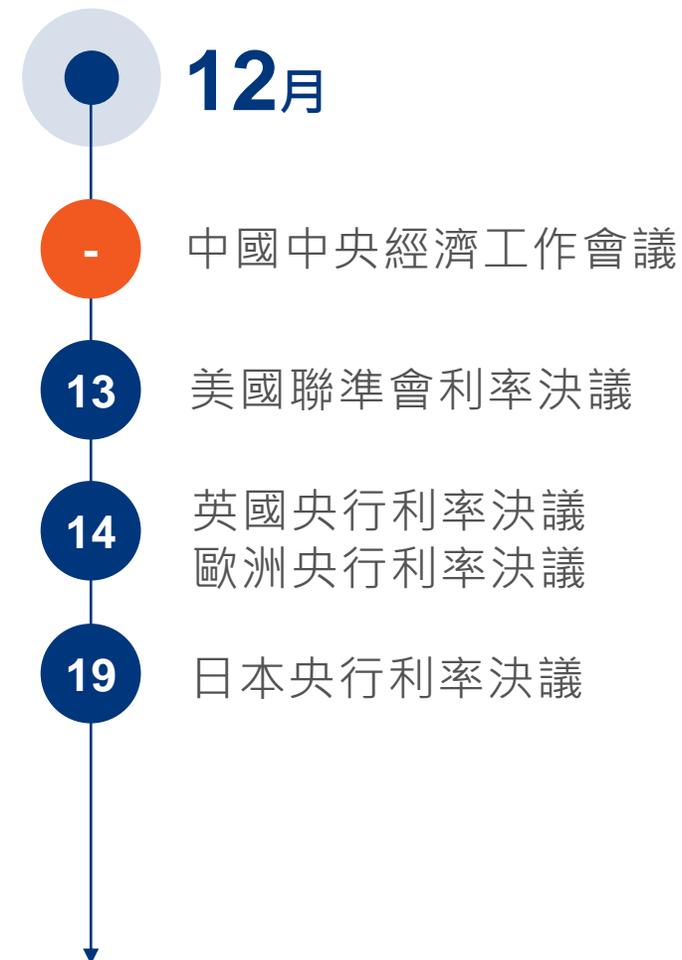


2 投資主題

- ▶ 存債看金流，優質債券受青睞
- ▶ 醫療創新財，需求強且利潤高
- ▶ 印度新經濟，轉型搭人口紅利

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



本月投資主題



01 存債看金流，優質債券受青睞

- 美國經濟持穩，預期美國利率將維持高位一段時間，若通膨持續降溫，明年聯準會將有望降息。
- 今年來美國公債與投資級債受投資人青睞，根據利率及金流變化，以債券槓鈴策略對抗市場波動。

02 醫療創新財，需求強且利潤高

- 人口老化醫療支出需求強，遠距醫療強化醫療效率與幅員。
- 基因定序為生命科技創新發展基石，成本降且需求與應用端成長強，利好公司獲利。

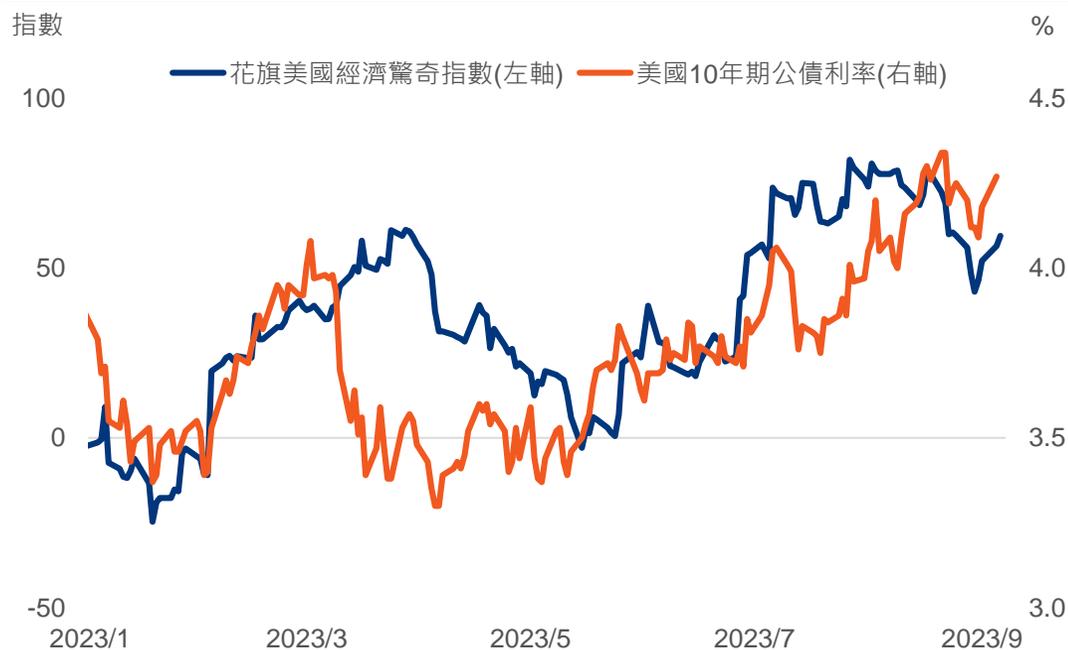
03 印度新經濟，轉型搭人口紅利

- 印度已超英趕德，成為全球第五大經濟體，人口紅利未來將轉換成經濟成長力與消費動能。
- 政府擴大資本支出興建基礎設施，私人投資已回溫，銀行對投資的放貸意願上升。

美國經濟優於預期，關注利率與債券報酬變化

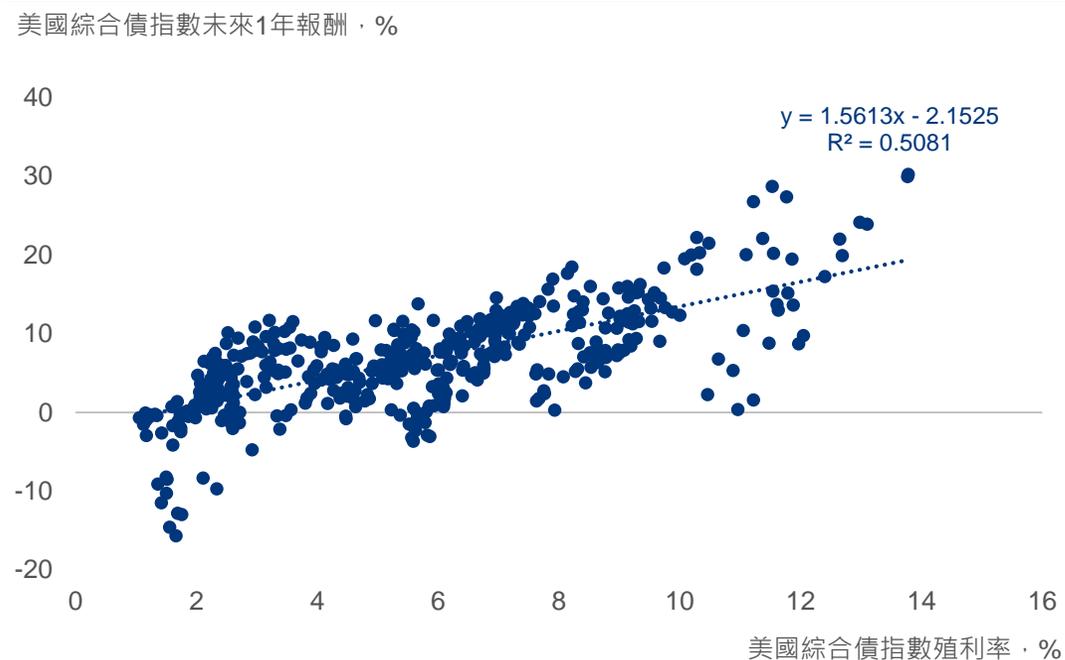
- ▶ 今年以來美國景氣相對其他國家表現仍穩健並優於市場預期，帶動長天期公債利率上行，然而美國公布非農就業變動數趨緩，且失業率微幅走升，顯示勞動市場略有降溫跡象，聯準會升息有望進入尾聲。9月美國暫緩升息，11月升息仍充斥不確定性，預期美國公債利率將維持高位一段時間，若通膨持續降溫，明年將有機會見到聯準會降息。
- ▶ 檢視過往美國綜合債殖利率與未來一年債券表現兩者呈正向關係，若持有至到期，平均年化報酬往往接近起始殖利率，利率升降帶來的債券價格變化，長期來看對債券報酬影響有限。考量美債實質利率水準已升至2008年來高位，當前債券殖利率將為未來5至7年提供穩定報酬空間。

美國經濟優於預期，帶動今年長天期利率走揚



資料來源：Bloomberg，右圖資料期間為1976年1月至2022年8月

過往美債殖利率越高，提供未來較豐沛的報酬空間

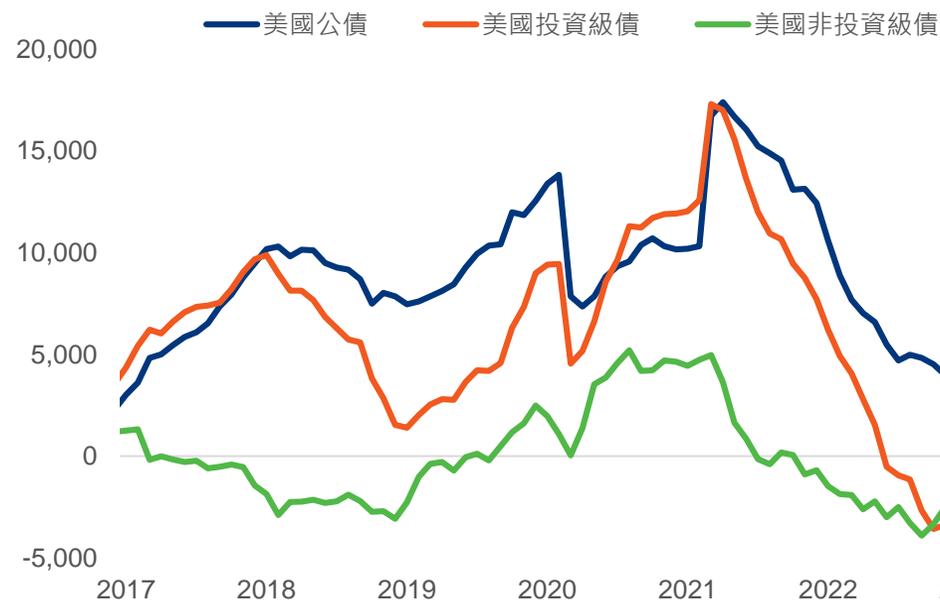


高利率吸引力，美國公債與投資級債仍受投資人青睞

- ▶ 儘管受到美國主權降評、財政部大額發債與聯準會持續升息推升美債利率上行衝擊，可以發現美國非投資級債受惠高孳息與短存續期，為今年目前為止表現最佳債種，但今年以來市場資金持續流入美債市場，其中以高信評的美國公債與投資級債持續受到投資人青睞。
- ▶ 檢視過往資金流與美債報酬變化，以美國投資級債影響相對較深。今年以來美國公債買盤主要以長期持有的保險公司、退休金與海外投資人如各國央行較多，市場資金流影響有限，而非投資級債因部分資金透過私募方式舉債，市場資金影響相對較低。考量資金流向為衡量投資人對債市需求指標之一，年至今股市漲幅已高，高利率環境對低信評企業持續施壓，美國公債與投資級債仍為平衡風險與報酬下資產配置重要的一環。

今年以來資金持續湧入美國債市

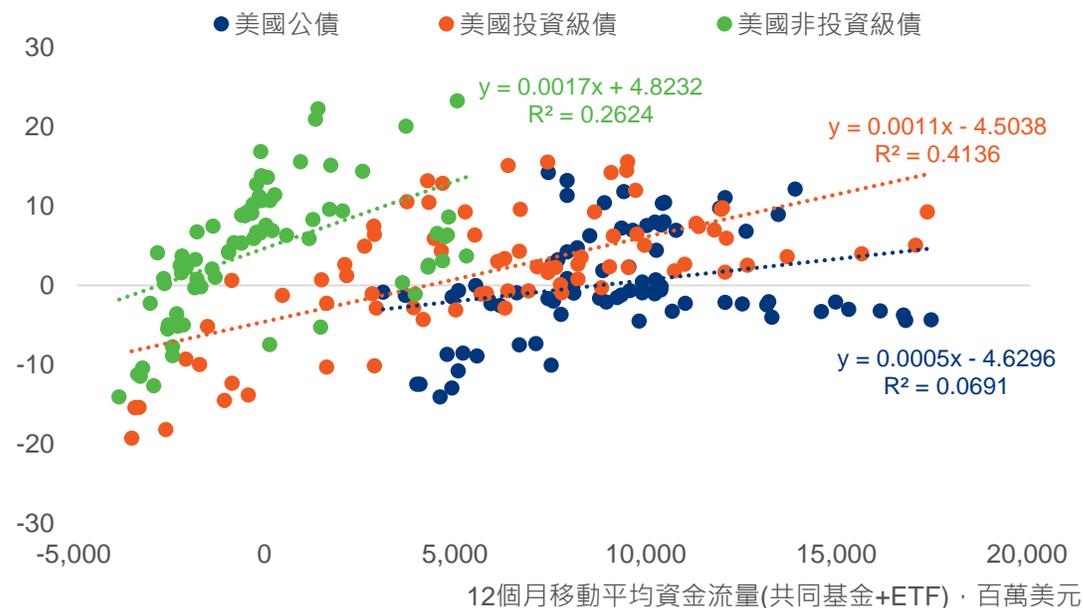
12個月移動平均資金流量(共同基金+ETF)·百萬美元



資料來源：Bloomberg

市場資金流量變化，對美國投資級債影響相對較深

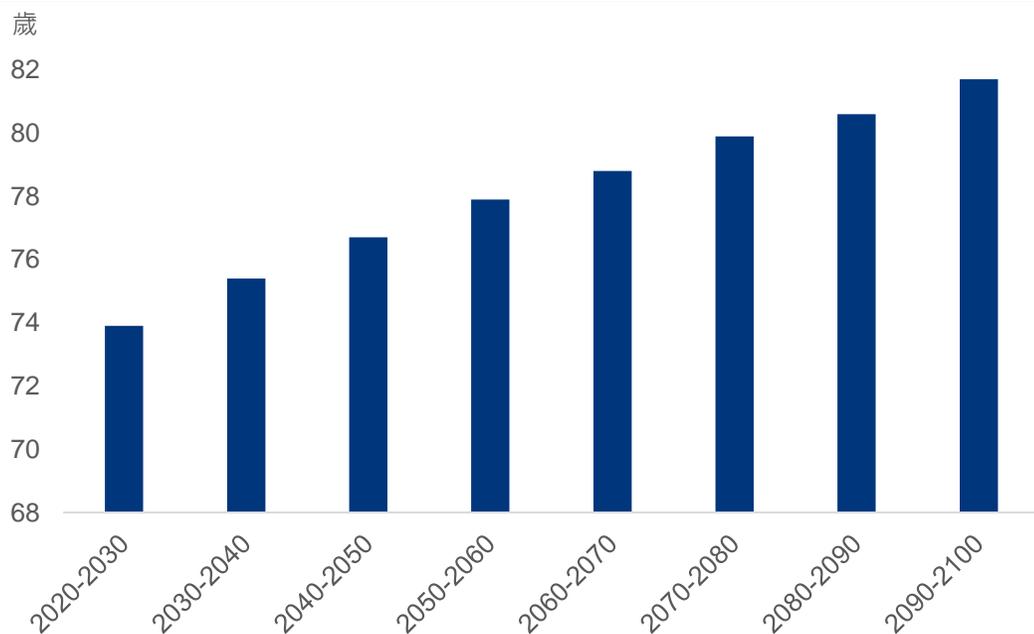
債券指數近1年總報酬·%



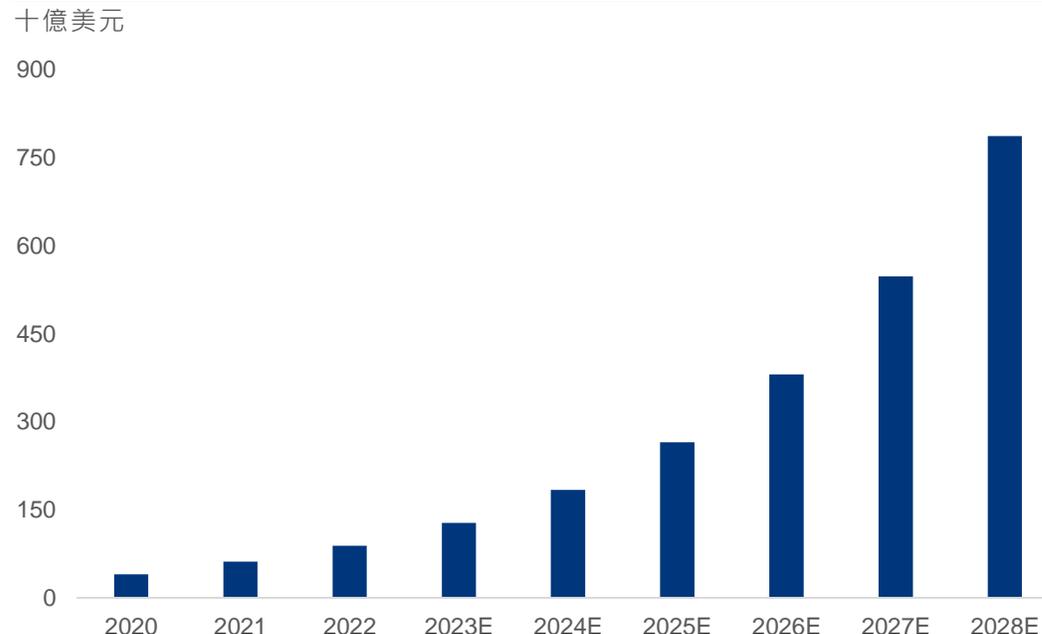
人口老化醫療支出需求強，遠距醫療強化醫療效率與幅員

- ▶ 全球平均壽命預計到2100年將上升至約82歲。到2050年，60歲以上的全球成年人口可能翻倍超過20億。其中，美國人口老化速度驚人，預估10年內美國65歲以上的人口可能會超過18歲以下人口。美國國會預算辦公室預期，政府的醫療保健相關支出將由2017年佔GDP的5.4%增加到2028年的6.8%，2040年可能達到8.4%。
- ▶ 隨科技發展，透過遠程醫療可使偏鄉也接受到醫療資源分配，另外，實現病人依輕重症分層治療模式，有助於加強醫療效率，提供病患便利性也增強醫院財務表現。從疫情發生後，遠距醫療加數位醫療整合服務規模預估至2028年將可達7,870億美元，約為2022年美國GDP的3%。

全球平均壽命不斷延長，每十年複合成長率近2%



遠距醫療加數位醫療服務整合市場年複合成長率43.7%



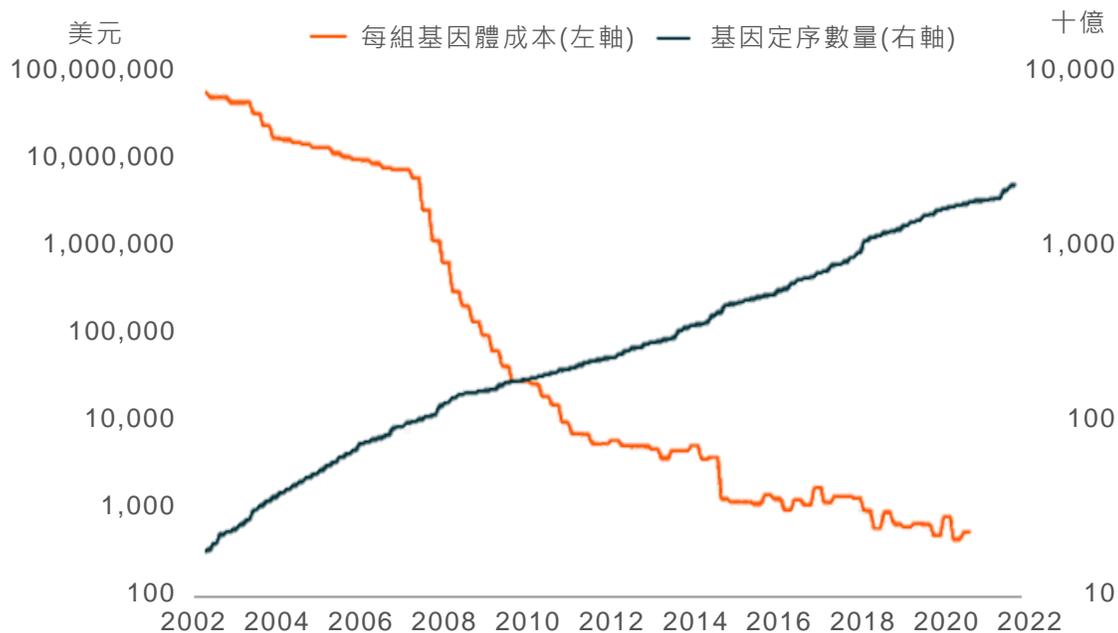
資料來源：左圖United Nations預測；右圖Grand View Research，凱基證券整理

基因定序為生命科技創新發展基石，成本降成長強雙利多

- ▶ 人口老化增加對先進技術的醫療保健需求，生命科技被視為最有潛力的領域之一，其中主要的基因定序產業是一個高風險領域。人體DNA有超過30億個序列，整體約2萬多個基因再組合成23對染色體，目前透過全市場不斷研究，基因定序成本下降快速，一組基因體定序成本從2002年將近1億美元下降到2022年僅約600美元，加上基因測序速度加快，基因定序數量大幅提升，考量成本下降與研發週期降低，將為相關公司帶來獲利率顯著改善。
- ▶ 全球基因定序市場潛在規模大，預計從2022年的284億美元上升到2030年的987億美元，年複合成長率16.85%。

基因體成本下降，使基因定序數量增，研究空間仍大

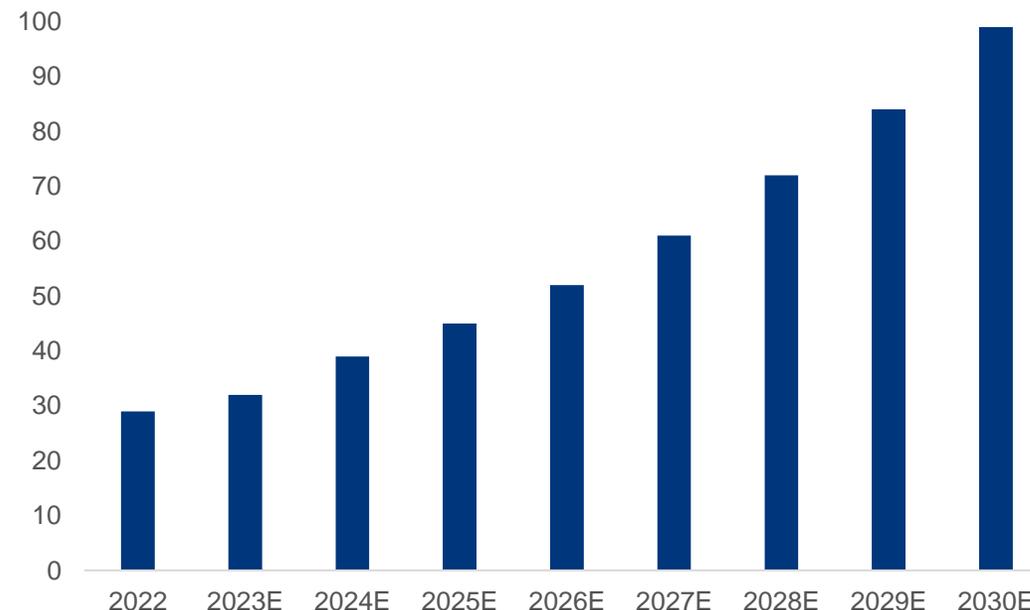
基因定序成本及定序數量趨勢



資料來源：左圖Genome.gov/ NIH；右圖Precedence Research，凱基證券整理

全球基因定序市場成長性強，年複合成長率達16.85%

十億美元

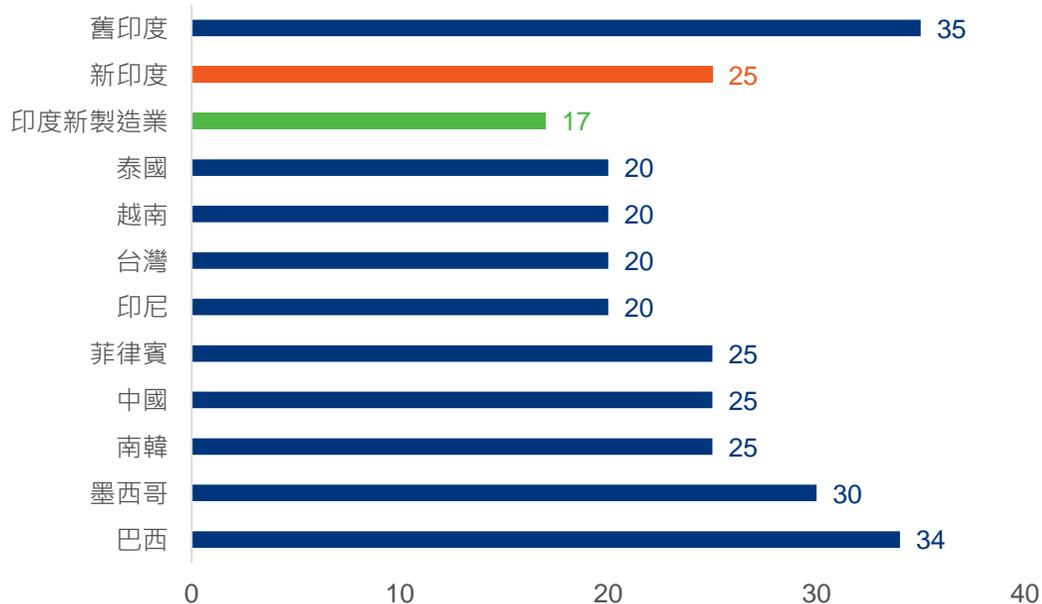


印度生產結構轉型與人口紅利，有助長期經濟成長

- ▶ 印度政府近年實施多項結構性改革，以提高企業生產力和經商便利性，包括簡化商品及服務稅率(GST)、破產保護法(IBC)和企業減稅等。推出生產連結獎勵政策(PLI)，針對特定產業如製造業，以較低的稅賦獎勵(約17%)，期望打造生產供應鏈。此外，政府也擴大資本支出來興建鐵公路、可再生能源、基地台等基礎設施，吸引外資投入；目前私人投資已見初步復甦跡象，在產能利用率普遍回升下，銀行對投資放貸意願上升。
- ▶ 聯合國預測印度將成為世界上人口最多、勞動力最年輕的國家。勞動人口成長速度超過受撫養人口，除了可提高國家的生產力，吸引外商投資，且中產階級崛起也將帶動消費升溫。預計未來10年勞動人口將增加1億，佔全球總勞動人口增數23%，有助長期經濟成長並提高儲蓄和投資率。

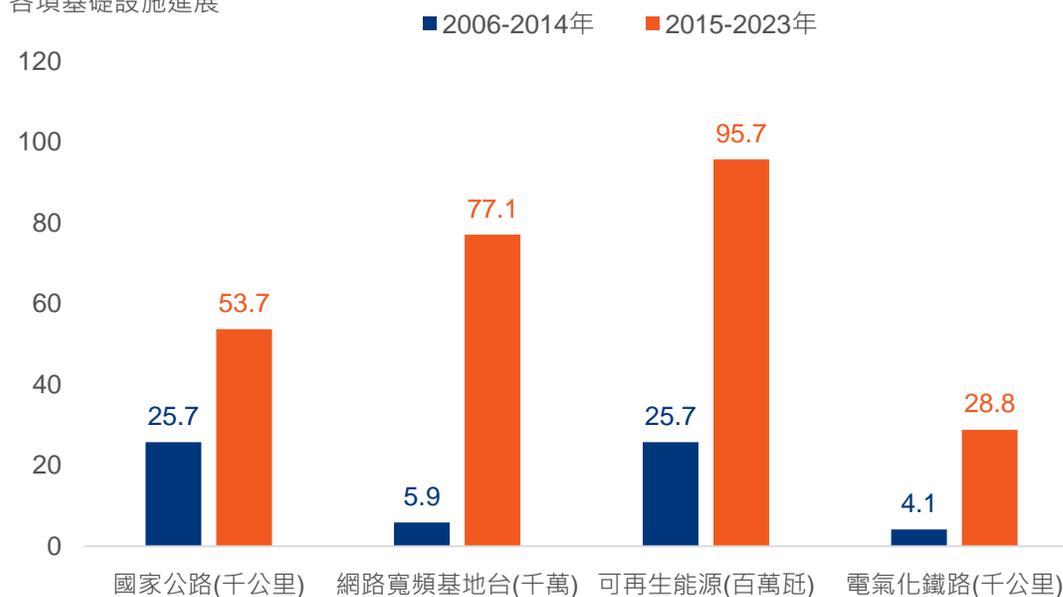
對製造商而言，印度的企業稅率相當具有競爭力

各國企業稅率，%



過去8年政府大力推動基礎設施建設

各項基礎設施進展



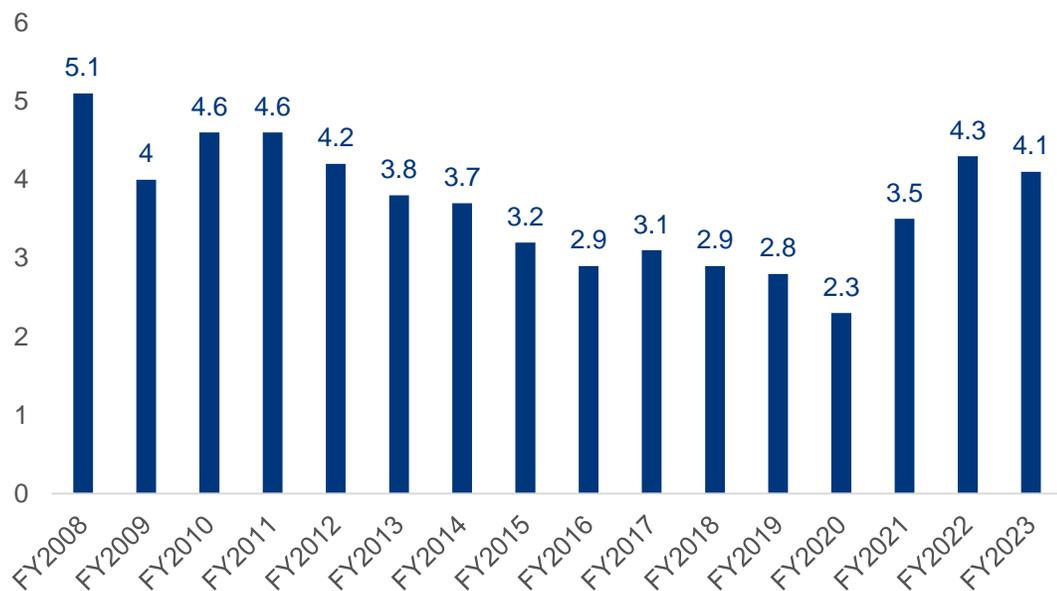
註：符合條件業者，可獲得產品年度銷售增量4%至6%之獎勵。以電子產業為例，獎勵措施係自基準年起5年，對印度製造產品銷售增量提供4%至6%之獎勵。資料來源：standard chartered

靈活外交政策，企業獲利與股市成長動能強勁

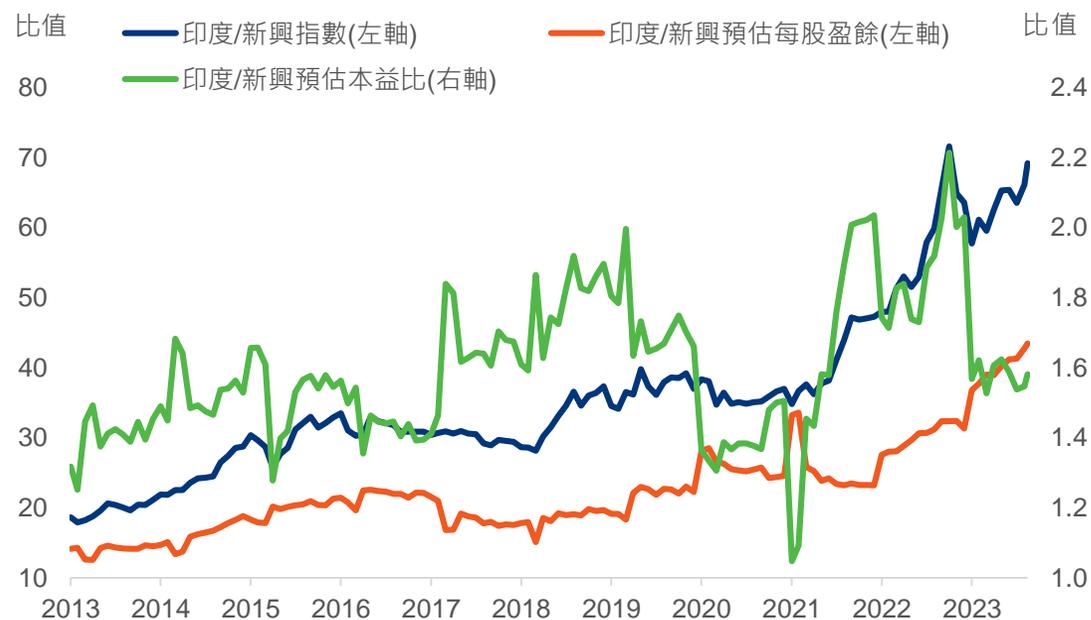
- ▶ 美國總統拜登和印度總理莫迪，喊出新AI(America + India)口號，希望兩國在軍事設備、半導體，甚至人工智慧 (AI) 領域上合作。印度也將和俄羅斯達成聯合軍演，並增加對俄國的原油購買量，藉由靈活外交政策提升整體國家利益、人民福利與企業利潤。目前印度指數前500大企業利潤佔GDP的比例，已回到疫情前水準，經濟與企業恢復狀況良好，指數來到今年相對高位。
- ▶ 2022年以來，印度不論企業獲利或股市漲幅，都較整體新興市場更佳，主要歸功於非必需消費、材料和IT等產業的獲利大幅成長帶動；且印度與中國的相關聯性低，不易受中國經濟放緩拖累。印度目前已「超英趕德」，成為世界第五大經濟體，有機會在未來20年朝中高收入國家邁進。

印度企業利潤佔GDP比重已超過至疫情前水準

NSE 500 指數利潤佔印度 GDP 的比例，%



印度股市相較新興市場更具成長動能，評價不貴



資料來源：NSE、Standard Chartered、Bloomberg



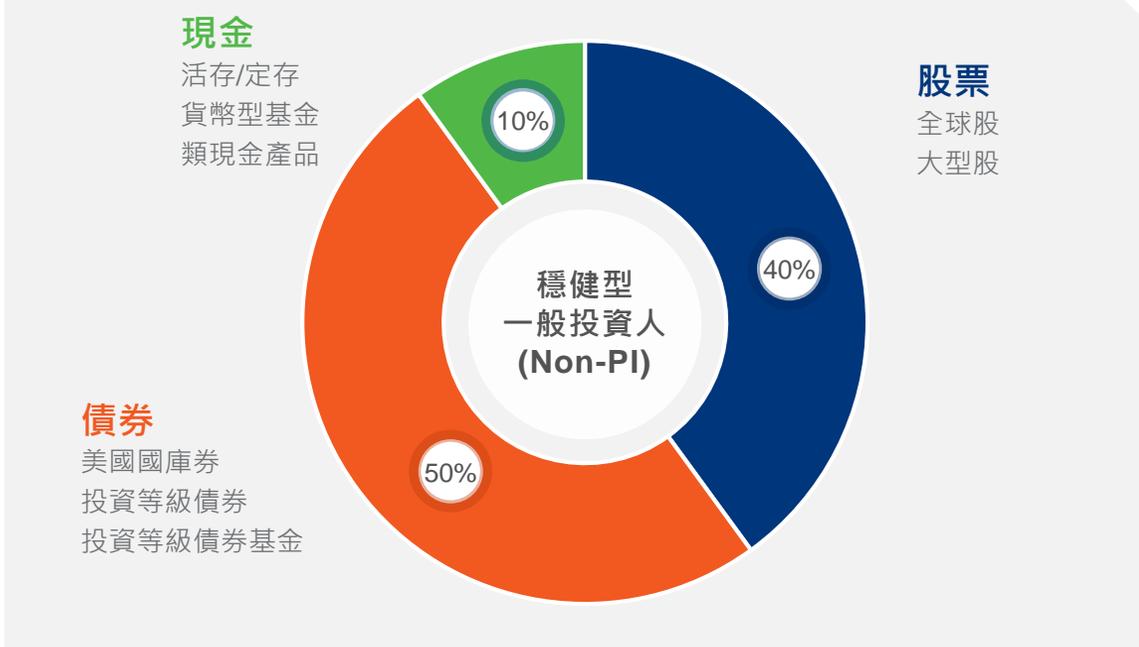
3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 核衛配置建議

【資產配置】股債均衡配置，鎖定高利率、布局績優股

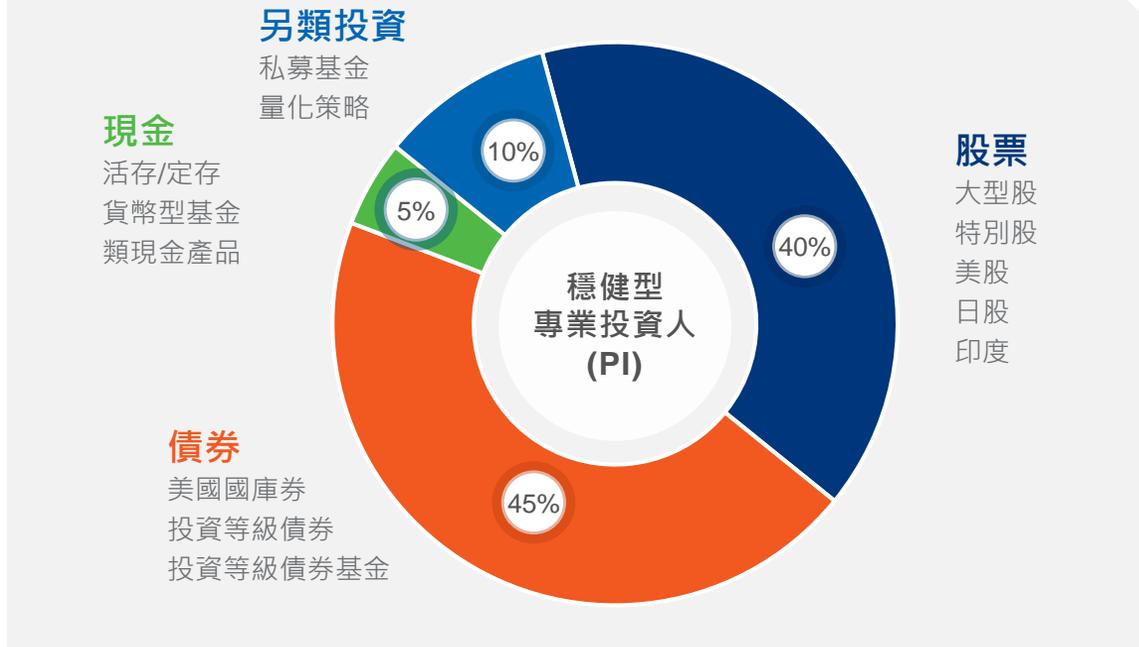
- ▶ 經濟具韌性、升息近尾聲，投資級債可把握高息鎖利，股市修正時建立長期績優股部位，逢利率彈升漸增長天期債券，投資組合強調股債兼備。
- ▶ 股票部位以美股為首選，投資主軸著重大型優於小型，具長期發展潛力的AI、電動車等類股，逢回可分批布局。
- ▶ 以穩健型投資人為例，針對專業投資人(PI)與一般投資人(Non-PI)，提供投資組合配置建議如下。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



[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50%、債券45%、現金5%

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35%、債券45%、現金10%、另類10%；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

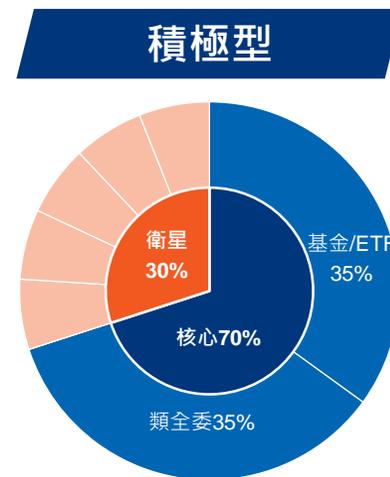
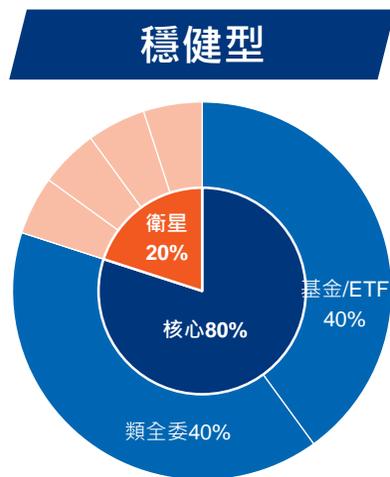
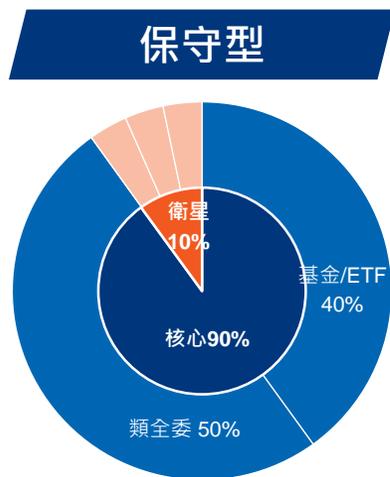
- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中短天期投等債持有到期，或美國國庫券和投資級債基金，健全股債比
- ◆ 布建防禦股，如醫療護理、民生必需類股

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，或美國國庫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	



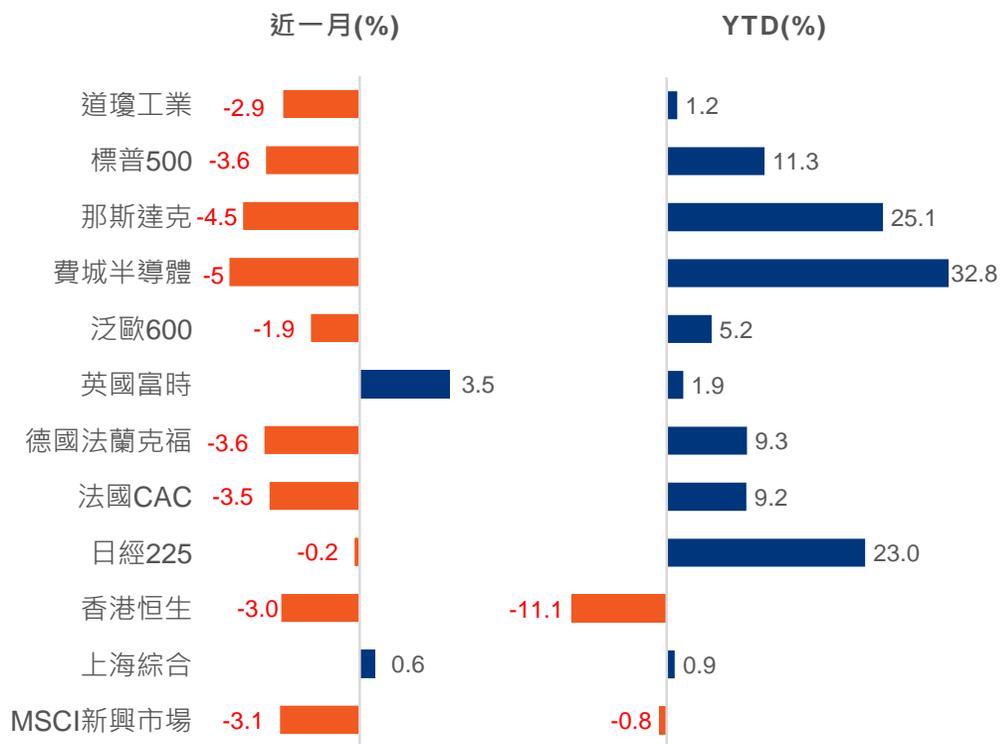
附件

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

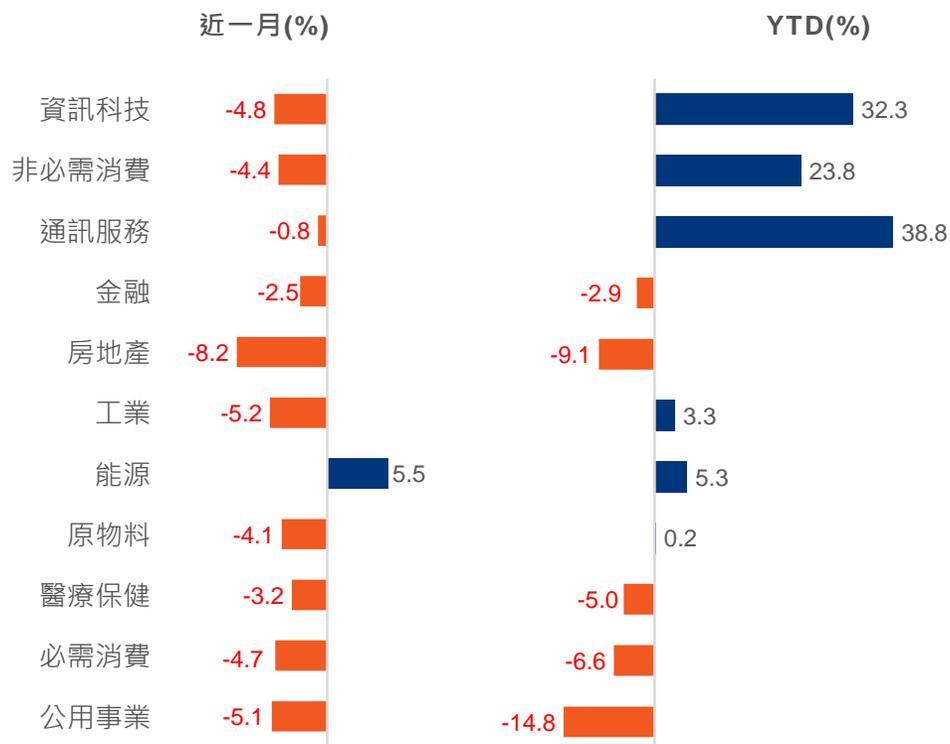
市場表現回顧 – 股票

▶ 美國10年期公債殖利率續創2007年來新高、美股承壓，半導體、電子股和地產股修正。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

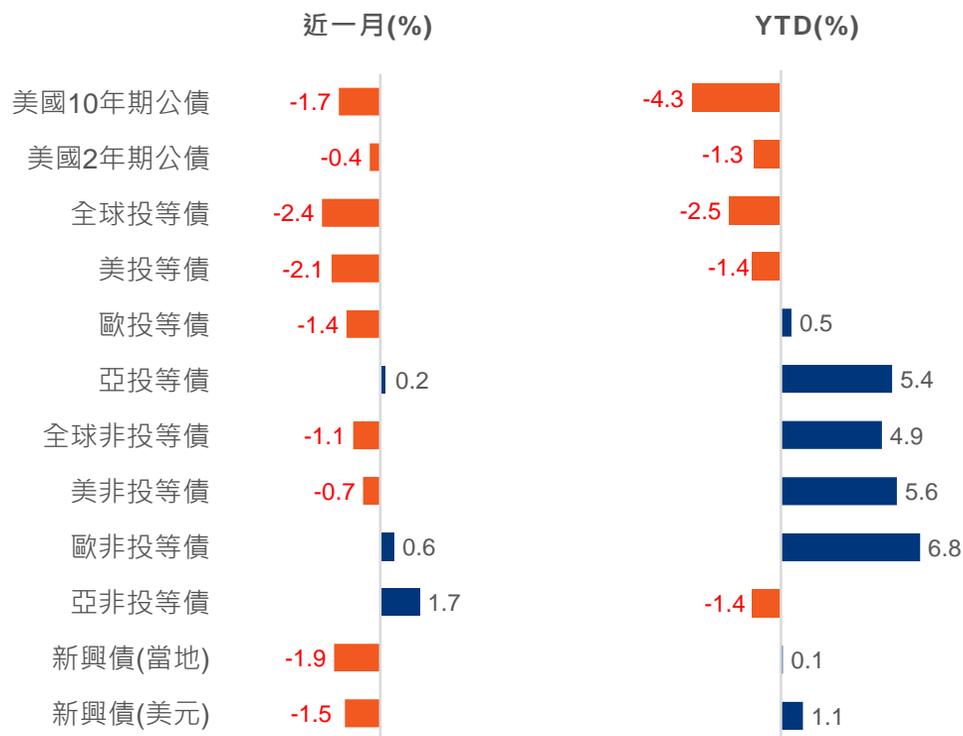


資料來源：Bloomberg · 2023年9月28日

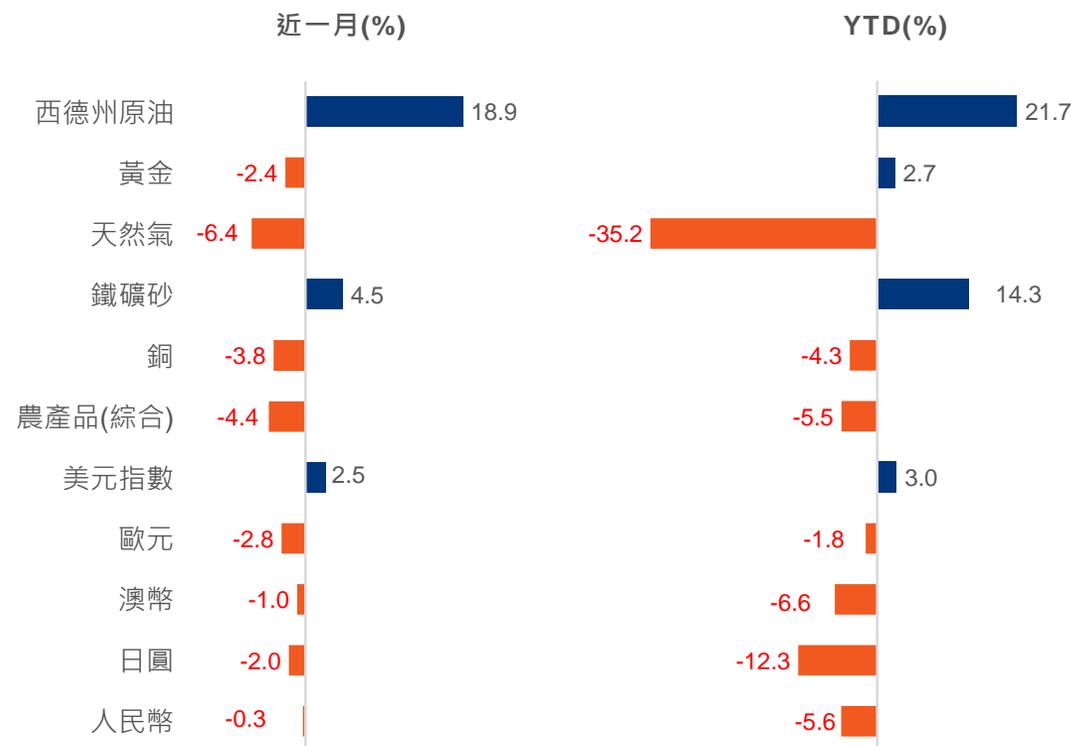
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 美國公債利率屢創新高，債市普遍走跌，以長天期美債、投資等級債跌幅明顯。油價續強、美元升值，非美貨幣表現疲弱。

各類債券表現



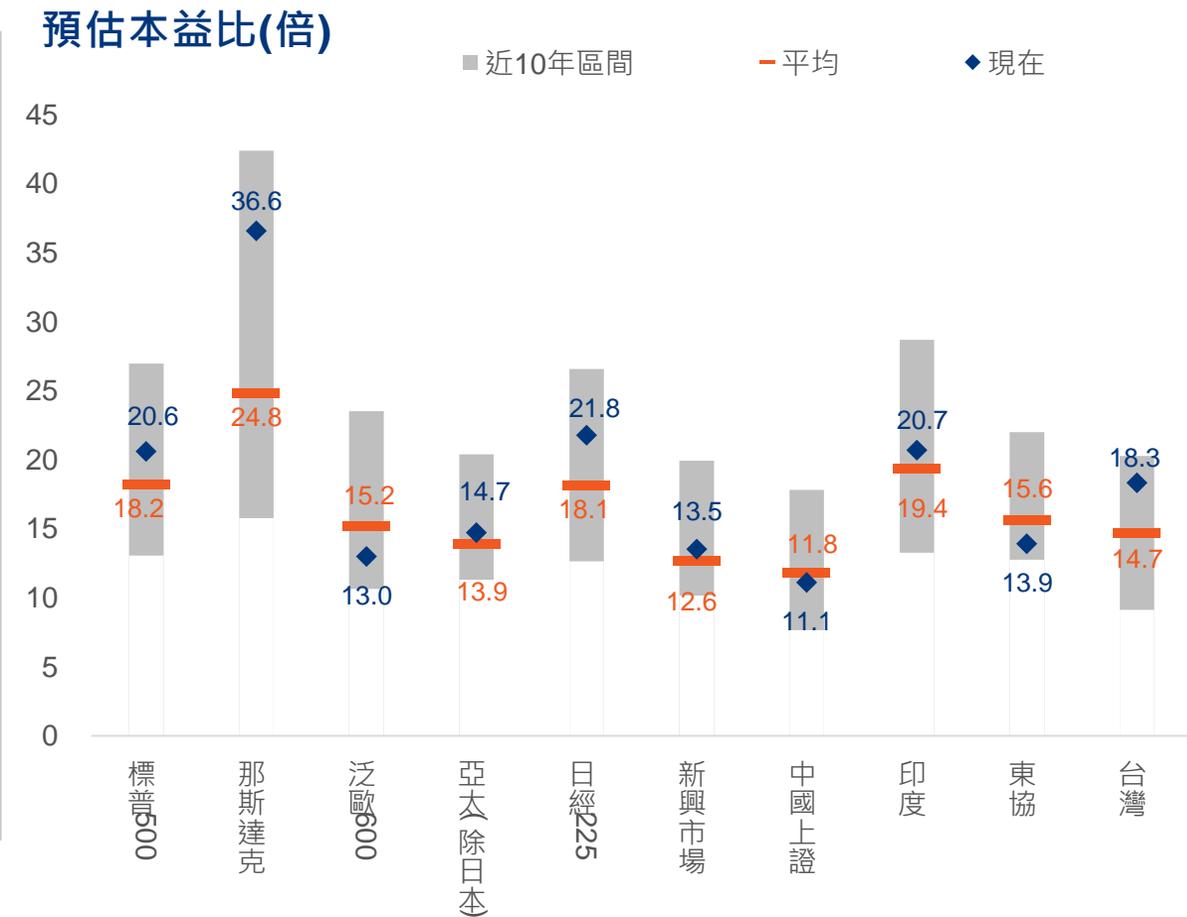
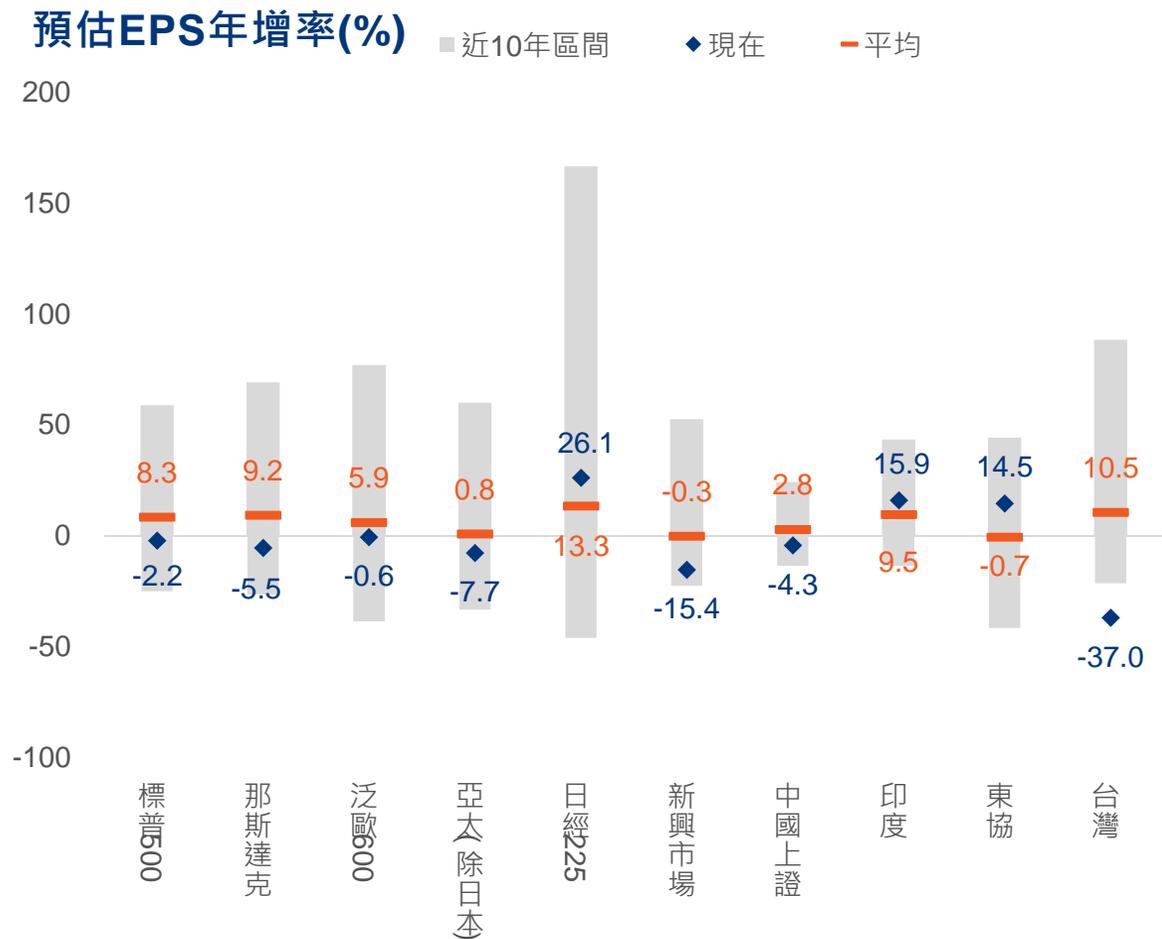
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2023年9月28日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

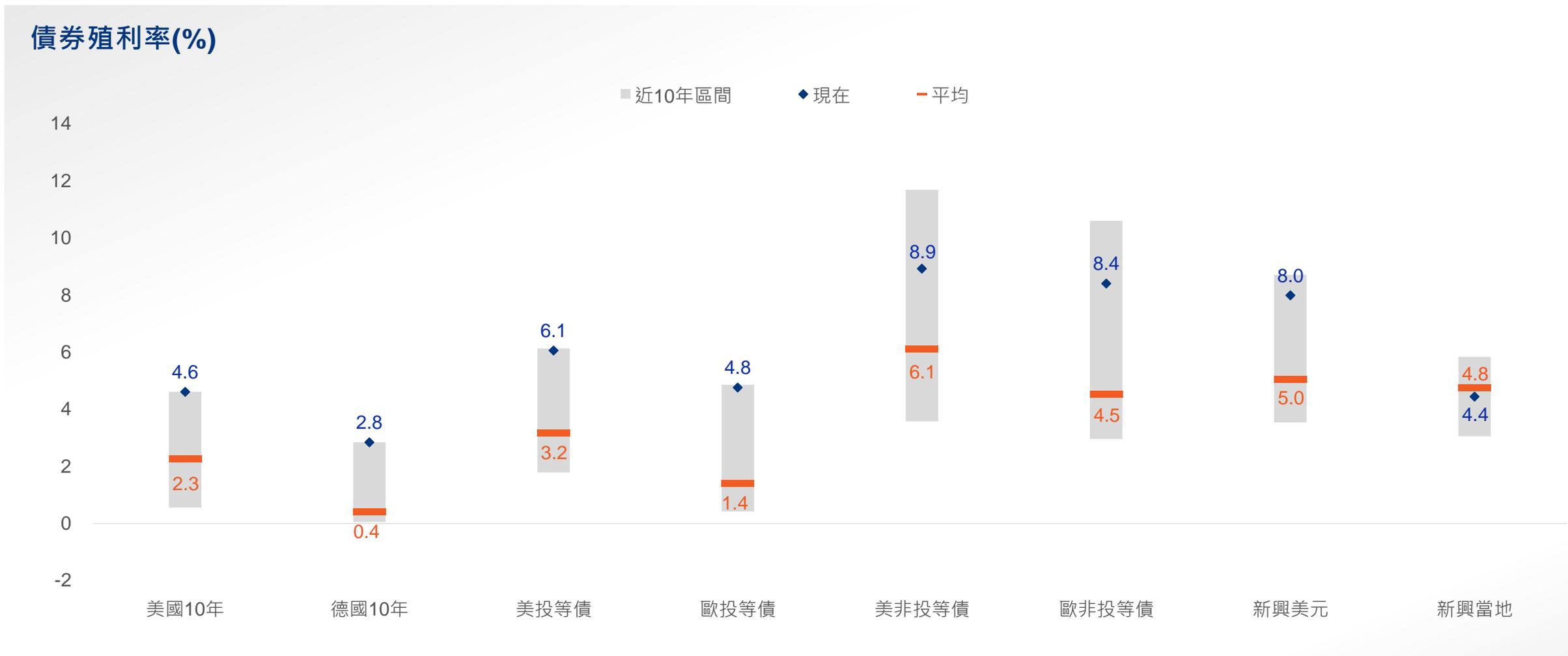
▶ 目前亞洲的印度、東協與日股，預估企業獲利超過過去10年平均，評價面僅歐股、陸股和東協股的預估本益比較顯低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年9月28日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美、歐公債殖利率續創新高，但央行升息已近尾聲，把握高息鎖利時機，新興當地債利率因降息回落至10年平均值之下。



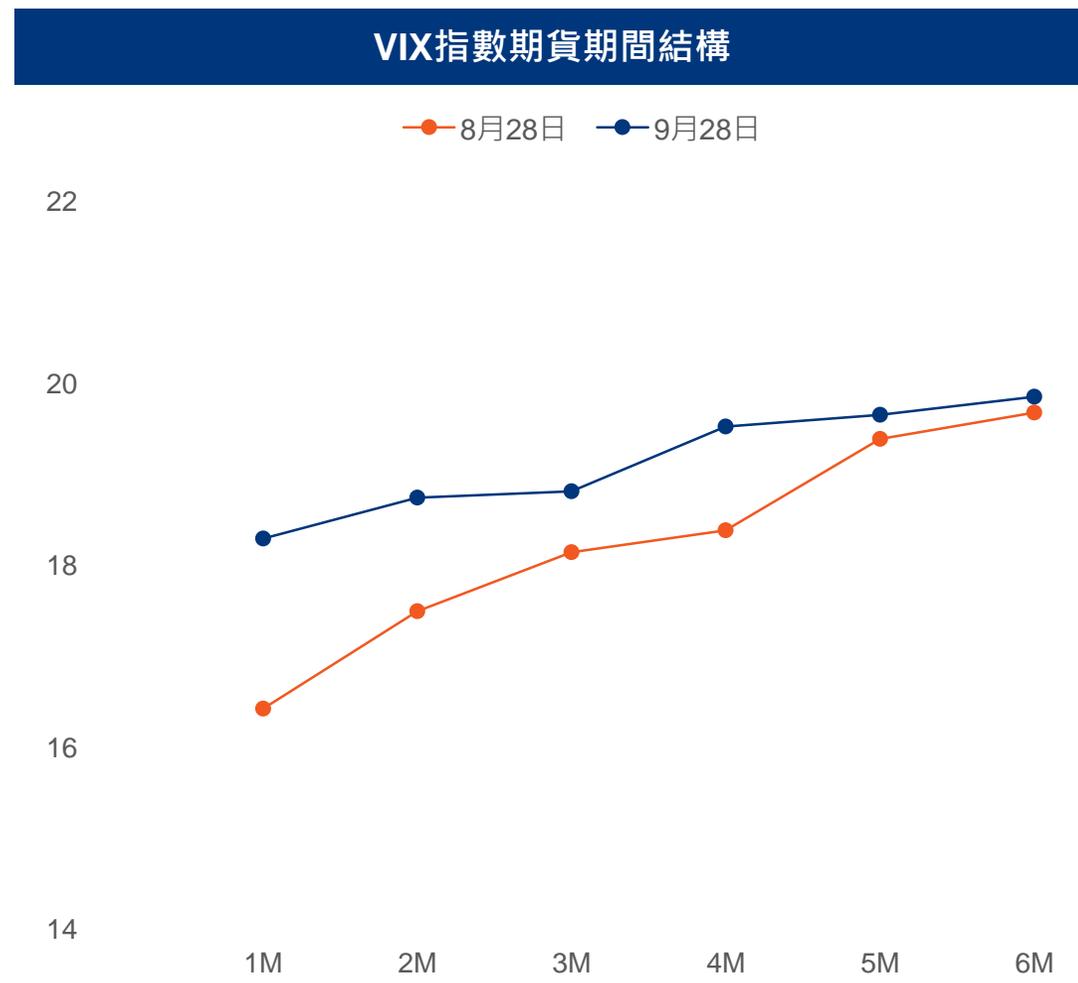
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年9月28日

跨資產市場波動率

▶ 九月主要股市、債市及商品震盪整理，波動率略有走高

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	18.22	3.14	17.55
道瓊波動率指數(VXD)	15.29	2.64	15.77
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	19.51	1.69	18.22
香港恒生波動率指數(VHSI)	22.85	-5.70	25.11
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	20.32	2.53	19.20
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)	21.50	4.00	18.87
黃金ETF波動率指數(GVZ)	13.86	1.65	14.92
石油ETF波動率指數(OVX)	32.48	3.82	35.77
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.60	0.30	7.97

資料來源：S&P Dow Jones、凱基證券整理，左表資料截至2023年9月28日、右圖資料截至2023年9月28日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至9月28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 13.1%	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 12.8%	基礎建設 4.8%
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%	大宗商品 7.5%	日本股市 4.7%
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%	歐洲股市 7.0%	REITs 4.4%
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 4.9%	歐洲股市 3.6%
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%	新興市場債券 3.8%	非投資級債券 2.8%
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%	現金 3.6%	新興市場債券 2.5%
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%	新興市場股市 1.6%	新興市場股市 2.3%
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%	投資級債券 1.1%	大宗商品 1.5%
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%	基礎建設 -3.2%	中國股市 1.4%
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%	已開發國家公債 -4.0%	投資級債券 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%	REITs -4.1%	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 -8.1%	已開發國家公債 -1.2%

*年化資料統計期間：2013年1月1日至2023年9月28日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2023年9月28日

資產類別建議 – 區域

▶ 美國經濟展現韌性且通膨續降，非美地區相較之下仍待復甦，第四季貨幣政策走向將較明確，行情會更有譜

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	■	■	■	■	經濟數據仍強勁，就業市場雖降溫但仍穩健，通膨持續降溫，整體經濟與企業獲利相較歐元區及中國佳
歐洲股市	■	■	■	■	製造業續弱且服務業放緩，通膨下降速度緩慢，消費者信心仍萎靡，整體而言歐股維持中立看法
日本股市	■	■	■	■	製造業及工具機訂單略有起色，服務業熱絡，零售銷售佳，大幅升息空間不大，資金仍寬鬆，因此維持加碼
中國股市	■	■	■	■	中國人行與金融監管總局針對房市推出大範圍需求刺激政策，內需及房價指標仍待觀察
台灣股市	■	■	■	■	基期偏高以及GPU供給吃緊，預期AI供應鏈第三季獲利動能將降溫，然而庫存回補需求將支撐製造業進入上升循環
新興亞洲	■	■	■	■	中國內需及房市復甦狀況待觀察，僅印度受基本面支撐，整體而言維持新興亞洲中立看法
新興歐非中東	■	■	■	■	俄羅斯、土耳其通膨持續升溫，南非雖通膨下滑且製造業回升，然而受供電拖累影響工業表現，整體而言維持中立看法
新興拉美	■	■	■	■	巴西整體PMI上升且通膨下滑，外資看好未來稅改機會帶動巴西經濟以及拉美國家率先進入降息循環，維持偏多看法

資產類別建議 – 產業

▶ 市場高檔震盪，留意漲多類股可能回檔，著重具有防禦特性的醫療及通訊類股，逢回分批漸布中長期趨勢如AI、電動車類股

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	 	通膨降溫使消費者剩餘更多現金用於非必需品消費，但類股近期漲幅不低，評價不顯便宜，維持中立看法
	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	 	沙烏地阿拉伯與俄羅斯宣布延長減產至今年底，支撐油價上行，能源股本益比具吸引力，短期評價正向
	金融	 	央行年會上大型金融業者對消費者活動仍保持正向看法，但對資本監管多保持偏負面態度，維持中立看法
	醫療保健	 	人口高齡化、遠距醫療、基因技術快速發展及藥物支出提升等帶動相關族群表現，加上市場震盪有助類股防禦表現
	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，維持工業類股中立看法
	資訊科技	 	美國科技業中長期成長動能無虞，未來AI發展趨勢明確，第四季看好記憶體、商用PC、網通族群，整體維持偏多看法
	通訊服務	 	資本支出雖未回溫，但類股中的指標企業第二季財報反映廣告業務復甦，市場持續上修企業獲利，維持偏多看法
	原物料	 	中國經濟預期仍在築底狀態，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，維持中立看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會將維持高利率更長時間，殖利率具有投資吸引力，美公債、高信評投資級債為首選；匯市以美元相對強勢，歐元走弱

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	期限溢價上揚推高美債殖利率，加上軟著陸機率提高，美債殖利率維持高檔，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，近期反彈使信用利差走低，投資吸引力略降，維持中立看法
	新興市場債券	 	美元強勢導致新興市場匯率相應貶值，新興市場金融條件緊縮，推升新興市場債信用利差，建議減持
商品	原油	 	雖沙烏地阿拉伯自主減產計畫延至年底，支撐油價高檔盤整，但預期明年原油供需趨於平衡，維持中立看法
	黃金	 	美國經濟強勁支撐美元指數高盤，以及就業、零售等數據優於預期推升美公債殖利率，金價走勢受壓
貨幣	美元	 	美國經濟優於預期，加上10年期公債殖利率偏高，美元指數於高檔震盪
	歐元	 	歐洲經濟疲軟，加上通膨下降速度緩慢，ECB於9月升息1碼，暗示升息循環將結束，歐元偏弱
	日圓	 	日本央行表示經濟物價超預期向上時會考慮退出負利率政策，無大幅升息空間且美日利差大，日本仍偏寬鬆
	人民幣	 	中國面臨出口疲軟以及房市危機等困境，貨幣政策持續寬鬆，利差擴大不利於人民幣表現

整體市場8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 元大日本龍頭企業基金(新臺幣累積)	股票型	13,168	-	13,168
2 中信成長轉機多重資產基金(新臺幣)	多重資產型	2,724	-	2,724
3 元大日本龍頭企業基金(新臺幣)*	股票型	2,620		2,620
4 日盛上選基金(新臺幣累積)	股票型	1,385	309	1,076
5 中信成長轉機多重資產基金(新臺幣月配)(後收)	多重資產型	1,074	-	1,074
6 中信成長轉機多重資產基金(美元累積)	多重資產型	1,073	-	1,073
7 中信成長轉機多重資產基金(新臺幣月配)	多重資產型	927	-	927
8 統一黑馬基金	股票型	2,582	1,688	894
9 鋒裕匯理創新趨勢多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	797	-	797
10 安聯四季雙收入息組合基金(新臺幣累積)	組合型	740	9	731

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 復華全球債券基金	固定收益型	167	1,633	-1,466
2 元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣不配息)	股票型	730	2,018	-1,288
3 兆豐日本優勢多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	6	941	-935
4 安聯台灣大壩基金(新臺幣)	股票型	704	1,589	-885
5 安聯收益成長多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	292	937	-645
6 安聯台灣智慧基金	股票型	938	1,575	-637
7 中國信託越南機會基金(臺幣)	股票型	801	1,384	-583
8 野村中小基金	股票型	-	564	-564
9 新光全球多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	295	741	-446
10 復華中國新經濟A股基金(新臺幣)	股票型	140	547	-407

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7月31日至2023年8月31日；新臺幣百萬元計

整體市場8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	41,162	30,751	10,411
2 安聯美元短年期非投資等級債券基金*	固定收益型	5,017	784	4,233
3 PIMCO美國股票增益基金*	股票型	3,442	232	3,210
4 鋒裕匯理新興市場債券基金	固定收益型	5,436	2,936	2,500
5 摩根美國科技基金*	股票型	4,681	2,326	2,355
6 聯博美國收益基金	固定收益型	5,908	3,606	2,302
7 施羅德環球收息債券基金	固定收益型	2,231	228	2,003
8 瀚亞日本動力股票基金	股票型	3,113	1,449	1,664
9 富達日本價值基金	股票型	1,757	140	1,617
10 富達全球入息基金	股票型	2,109	685	1,424

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	3	3,640	-3,637
2 摩根美國智選基金*	股票型	70	3,577	-3,507
3 富達新興市場基金	股票型	598	3,161	-2,563
4 PIMCO新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	35	2,466	-2,431
5 施羅德新興市場基金	股票型	118	2,341	-2,223
6 摩根新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	458	2,514	-2,056
7 瑞銀中國精選股票基金	股票型	480	2,532	-2,052
8 聯博全球非投資等級債券基金	固定收益型	6,448	8,276	-1,828
9 富達歐洲基金	股票型	617	2,177	-1,560
10 PIMCO全球非投資等級債券基金*	固定收益型	44	1,593	-1,549

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7月31日至2023年8月31日；新臺幣百萬元計

整體市場8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 復華台灣科技優息ETF基金	股票型	25,666	-	25,666
2 元大20年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	債券型	11,989	52	11,937
3 富邦特選台灣高股息30ETF	股票型	9,652	6	9,646
4 國泰20年期(以上)美國公債指數基金	債券型	8,504	487	8,017
5 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF	債券型	7,122	368	6,754
6 群益台灣ESG低碳50ETF基金	股票型	6,578	-	6,578
7 國泰台灣ESG永續高股息ETF	股票型	6,052	668	5,384
8 群益台灣精選高息ETF	股票型	5,100	-	5,100
9 中信美國政府20年期以上債券ETF	債券型	4,763	46	4,717
10 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF	債券型	5,201	902	4,299

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 元大台灣高股息基金	股票型	280	5,770	-5,490
2 元大台灣卓越50基金	股票型	8,866	12,480	-3,614
3 元大台灣50單日反向1倍基金	槓桿/反型	968	3,499	-2,531
4 富邦富時越南ETF基金	股票型	-	1,698	-1,698
5 富邦中國政策金融債券ETF基金	債券型	-	1,679	-1,679
6 國泰美國費城半導體基金	股票型	532	2,162	-1,630
7 國泰富時中國5年期以上政策金融債券ETF基金	債券型	-	1,404	-1,404
8 統一彭博10年期以上Aa至A級美元公司債	債券型	29	1,339	-1,310
9 國泰全球智能電動車ETF基金	股票型	434	1,684	-1,250
10 富邦彭博10年期(以上)BBB美元息收公司債券ETF	債券型	348	1,184	-836

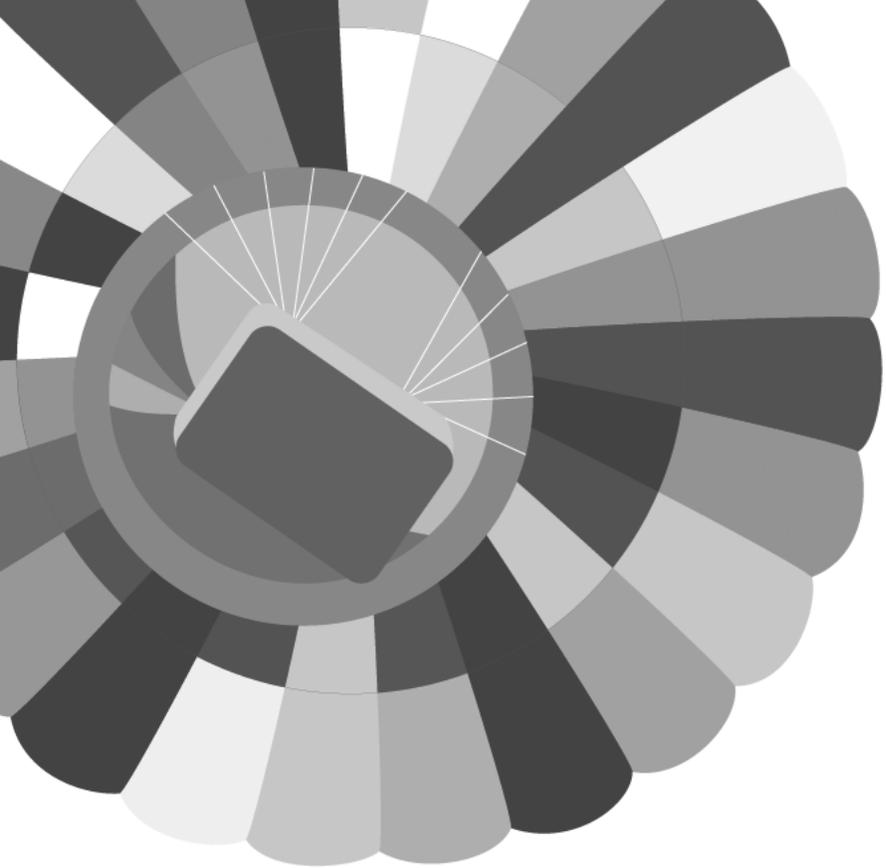
註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年7月31日至2023年8月31日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Oct 2023

<p>2 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區9月製造業PMI • 美國9月製造業PMI、ISM製造業指數 	<p>3 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國8月JOLTs職位空缺數 	<p>4 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本9月服務業採購經理人指數 • 歐元區9月服務業PMI • 美國9月ISM非製造業指數 	<p>5 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國初請失業金人數 • 台灣9月CPI 	<p>6 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月平均每小時工資成長率、非農就業人數、失業率
<p>9 Monday</p>	<p>10 Tuesday</p>	<p>11 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月核心PPI 	<p>12 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月CPI及核心CPI 	<p>13 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國9月CPI • 歐元區8月工業生產指數 • 美國10月密西根大學消費者信心指數
<p>16 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本8月工業生產指數 • 美國10月紐約聯儲製造業指數 	<p>17 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區10月ZEW經濟景氣指數 • 美國9月零售銷售、工業生產指數 	<p>18 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國第三季GDP、9月工業生產指數 • 歐元區9月CPI及核心CPI • 美國9月建築許可、新屋開工 	<p>19 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月成屋銷售 	<p>20 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本9月CPI • 台灣9月出口訂單
<p>23 Monday</p>	<p>24 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國10月製造業、服務業PMI • 歐元區10月製造業、服務業採購經理人指數 	<p>25 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月新屋銷售 	<p>26 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國第三季GDP及個人消費、9月耐久財訂單 • ECB利率會議 	<p>27 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月個人所得及支出、PCE平減指數
<p>30 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區10月消費者信心指數 	<p>31 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國8月凱斯席勒20大城市房價指數、10月芝加哥採購經理人指數 • 歐元區第三季GDP、10月CPI及核心CPI 	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

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。