



凱基證券

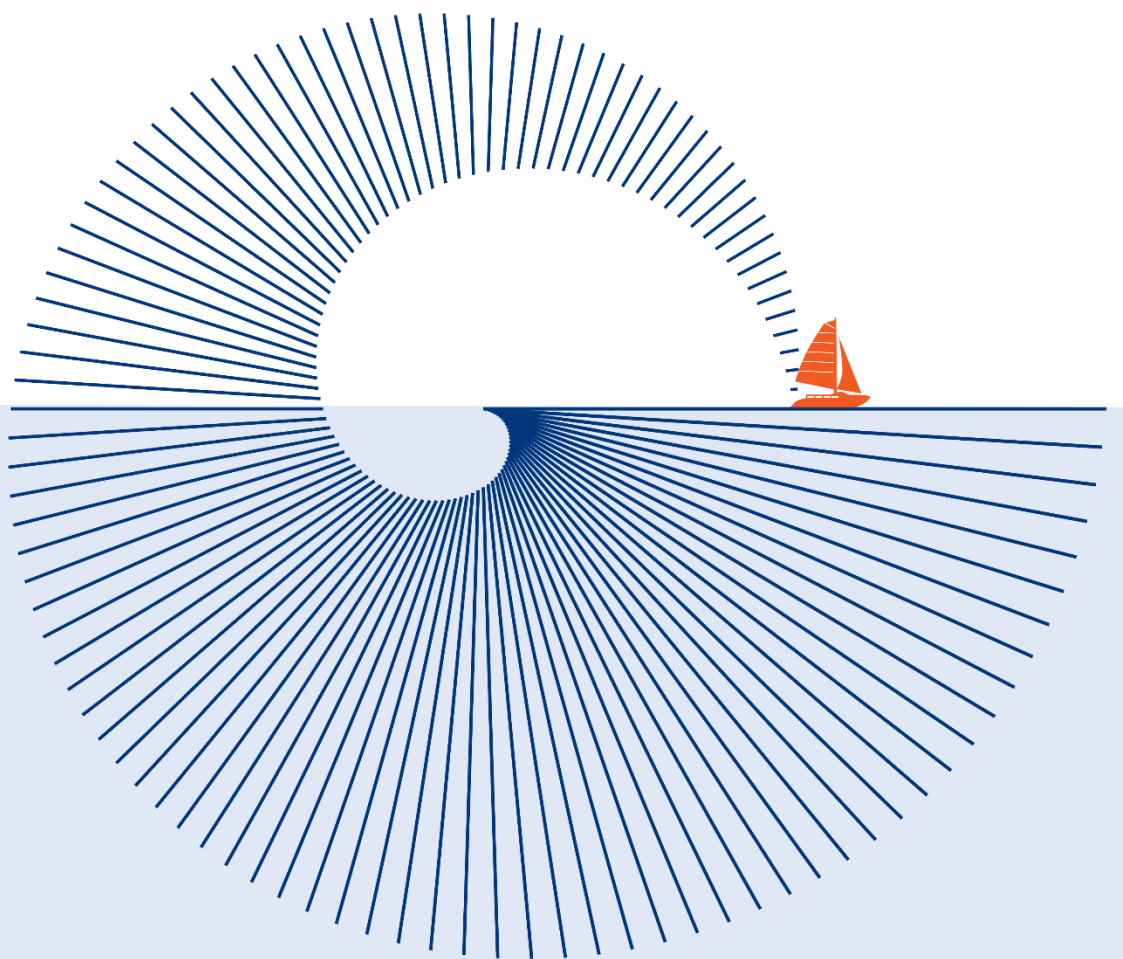
凱基證券環球投資觀點

漲勢後的步調

Slow and Steady Does It

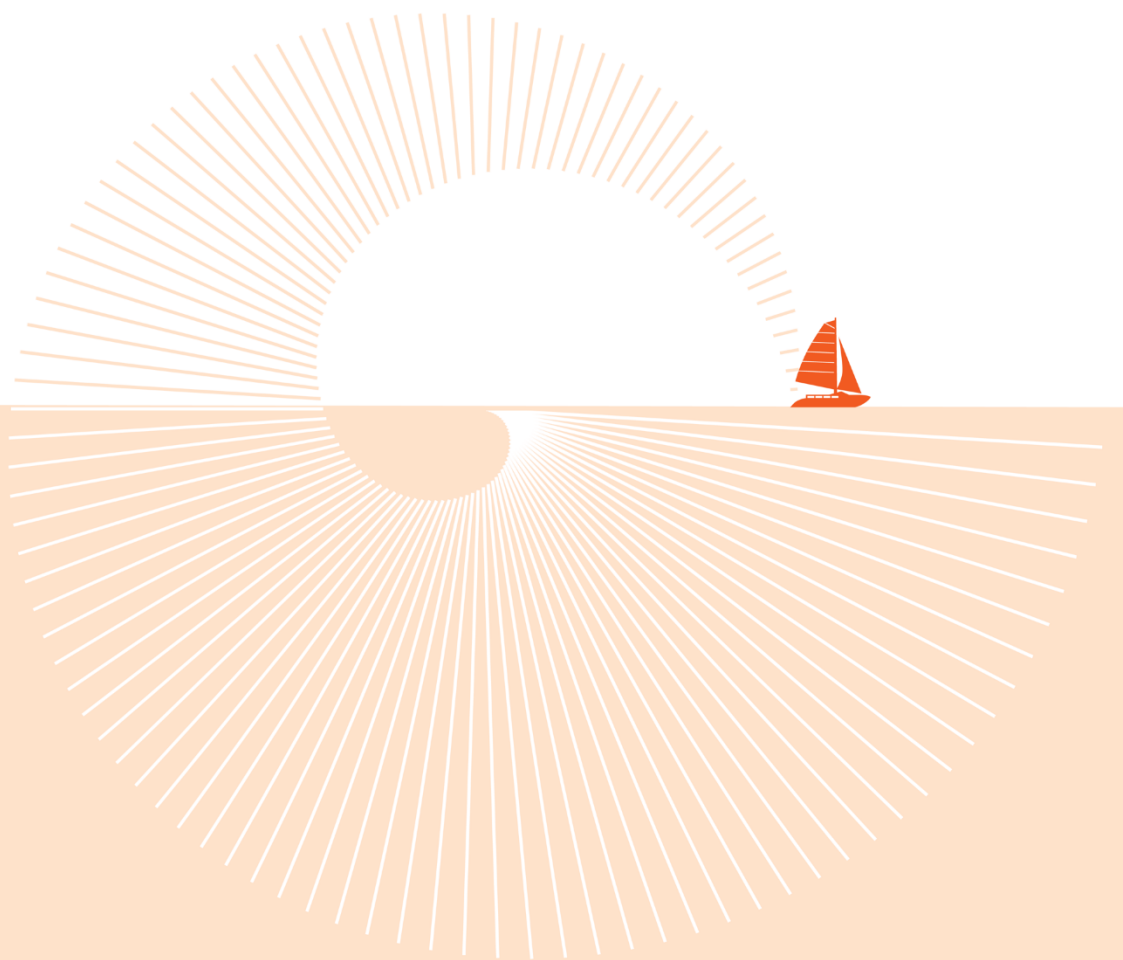


2024年3月



■ 環球投資觀點 摘要

- 上月美股債走勢呈現背離，美股延續年初以來的多頭格局，期間雖然在美國通膨數據公布後，短暫出現急跌殺盤，但隨後在美國科技股財報持續透露出好消息的情況下回升，強勁的AI相關需求，支撐全球經濟發展。全球市場漲跌分歧，股權投資在美、日、印地區與產業具有投資亮點。債市出現回檔，殖利率反彈再度提供降息前債券投資機會。
- 美國第四季企業財報公布後，公司獲利超過預期的家數與幅度上升，顯示高通膨對企業獲利的影響淡化，其中AI相關產業的需求預期強勁，成為美國股市表現的推升力道。歐、日股經濟表現疲軟，但指數在近期創高；中國經濟逆風加上外資缺少信心匯出，股價弱勢反彈。而臺灣則受惠AI帶動的產業供應鏈而有不錯表現。
- 儘管降息預期受通膨數據高於預期延後，2024年投資主軸B.E.S.T看法仍不變，趁債券殖利率上行，價格回檔選好券，把握布局中長天期的公債、投資等級債，投資級債以BBB級利差具吸引力，產業則以金融與通訊服務投資級債相對具投資價值。
- 股權仍聚焦年初投資主軸，**Earning Revise**(獲利上修)與**Software AI**(軟體智能)雙引擎發展下帶動之題材，其中，日本科技業近期受到AI帶動，使半導體先進製程需求回溫，日本半導體設備技術具高壁壘而受惠，獲利表現也帶動指數創高，多頭格局明顯。



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

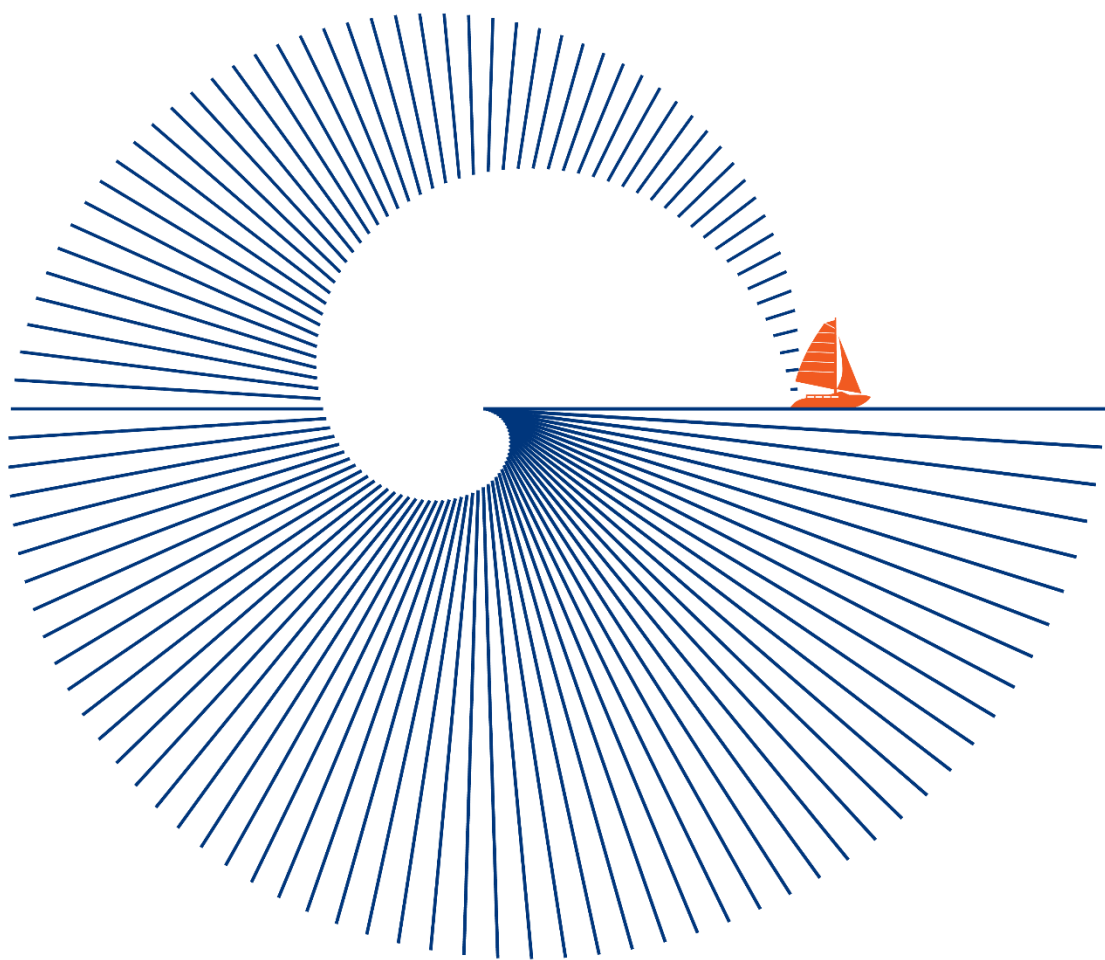
換券鎖好利，聚焦買債好機會

日本半導體，設備材料壁壘高

觀光旅遊夯，飛航娛樂透商機

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議



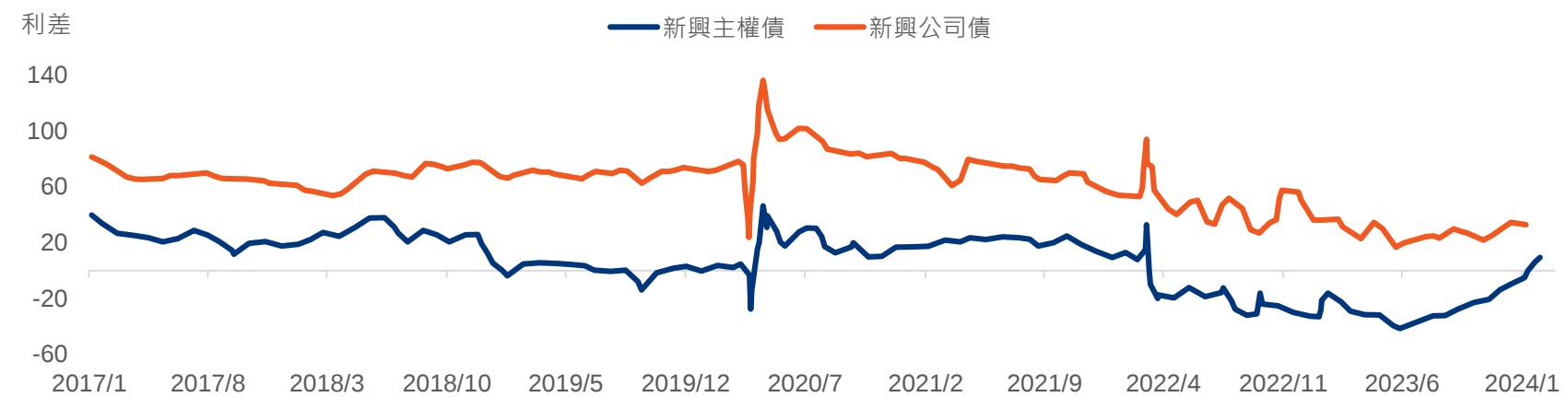
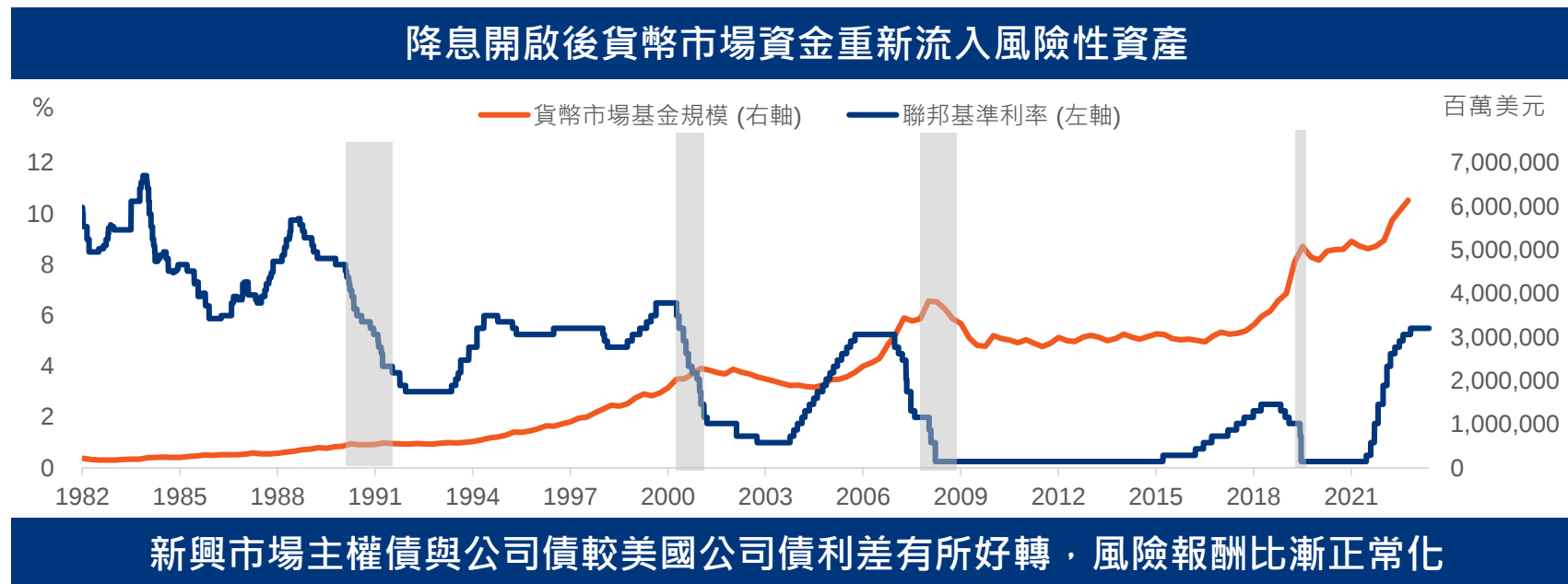
1 投資策略

- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

財報展示AI需求，經濟下行預期延後，市場風險情緒看到改善

- 美國消費者信心在通膨下行之後明顯回溫，帶動零售表現。核心零售成長的斜率出現結構性的上揚，顯示邊際消費傾向上升，形成市場需求比預測強的關鍵。S&P500指數在財報公布後預估獲利成長仍在雙位數，但營收成長全年不到5%，判斷美國景氣下行確定，但到比較嚴重的情境不太可能在上半年出現，凱基投顧預期延後到4Q24甚至更後。基於市場風險情緒改善與過去聯邦基準利率表現，可以看到當降息循環開啟後，貨幣市場基金將重新湧入風險性資產。
- 債券市場部分，隨聯準會持續與市場溝通，目前降息預期已收窄成4碼，大致與點陣圖中位數接近。風險偏好改善也使資金由短天期往中長天期、低風險公債外溢至較高風險市場。新興市場主權債、公司債與成熟市場公司債利差轉正，風險報酬吸引力改善。

資料來源：FRED(上圖)灰色區間為衰退期間、Bloomberg，凱基證券整理



2024年3月
環球投資觀點

凱基選
KGI Securities Recommend



投資策略：美股大優於小，產業聚焦科技、醫療，債市可趁回檔逐步增持

市場風險偏好轉佳，債市可趁殖利率反彈，逐步增持中長天期公債、投資等級債。美股受惠經濟與消費信心提升，經濟下行風險往後延，維持大型股優於小型股策略，但需考量市值集中性風險，產業聚焦科技與醫療。持續看好日股，受惠政策及企業獲利改善，且半導體需求回溫等利多加持。

資產類別		減少	增加	展望說明
	美國政府債券			通膨降速放緩，聯準會延後降息，公債殖利率短期反彈而中長期仍將走低，建議趁殖利率反彈時增加配置
	投資等級債券			高利率對企業影響漸增，建議配置金融、通訊服務、公用事業能源與礦業等風險調整後利差為正的產業公司債
	非投資等級債券			小型企業放款大幅緊縮，企業違約數仍高與信用利差偏低，非投資級債投資價值相對較低
	新興市場債券			國際資金流入，新興主權債較美國同天期公司債殖利率有明顯回升，新興市場債相對投資價值改善
	美國股市			非農就業表現強勁、失業率維持低檔，薪資成長佳，第四季財報激勵市場表現，維持加碼看法
	歐洲股市			服務業景氣惡化，CPI降幅不如預期，ECB態度偏鷹，歐元區降息預期下降壓抑市場表現，維持中立看法
	日本股市			雖經濟成長陷入技術性衰退，然而通膨降溫以及薪資成長疲軟將延後升息，日圓趨貶使出口改善，維持加碼看法
	新興亞洲			新興亞洲製造業有改善但外部需求疲弱，維持新興亞洲中立看法；但仍看好印度表現
	美元			美國經濟數據強勁，降息時點延後、幅度稍減，對美元指數形成支撐，儘管短線修正後仍處於上行趨勢
	日圓			薪資偏弱、通膨降溫，4Q GDP季減0.1%，連續兩季萎縮陷技術性衰退，內需不振牽制央行升息，日圓短期弱盤
	黃金			美國經濟續強，美元有撐、市場修正降息預期，金價偏下行整理，待聯準會降息後才迎來漲勢
	另類資產			多空操作與股債相關性低之另類資產，具有降低市場波動功能，在股市漲多之際，可分散投組風險

股市回顧與展望 – 留意市值集中度風險，利潤率提升有助表現

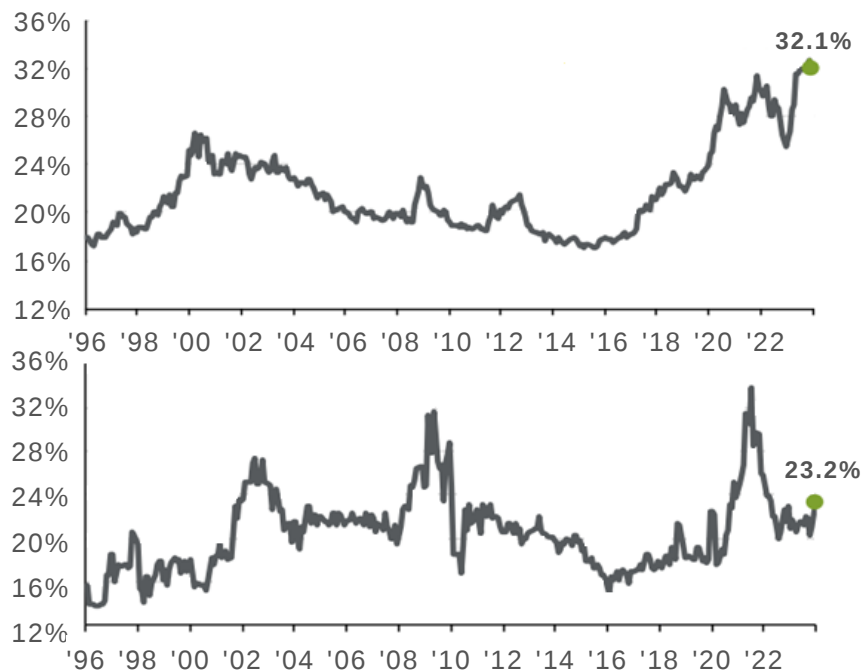
- 2023年標普前10大企業對報酬率的貢獻度為86%，其餘企業貢獻度僅14%。而評價部分亦發現前10大企業預估本益比遠高於整體。然而觀察過往前10大企業在獲利、市值兩者佔整體指數比例可發現，走勢普遍為亦步亦趨，即使短期兩者偏離較大也會逐漸收斂。然而近期前10大企業的獲利佔比已降至20%~24%，然而市值佔比仍高達32%且續創新高紀錄。後續須觀察獲利是否跟上，並留意如同2022年的市值集中度風險。
- 2023年標普500整體EPS僅微幅成長約0.4%，營收+3.2%的正貢獻幾乎被利潤率-2.4%的負貢獻所抵消，反應持續的高通膨吃掉企業利潤。因此後續觀察重點除營收成長幅度外，利潤率應為關鍵指標，若利潤率走穩或回升有助指數表現。

市值與獲利表現不一致，留意集中度風險

2023年標普500指數市值、評價與利潤貢獻度分析

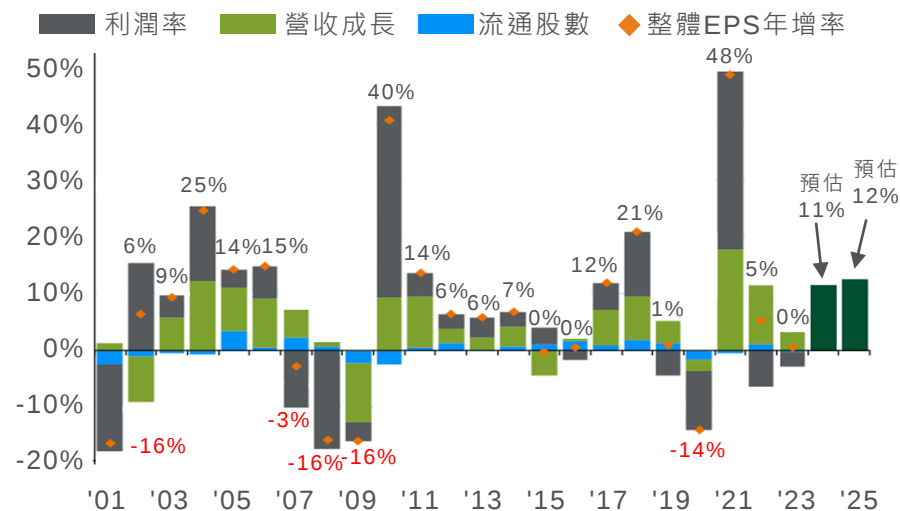
企業群	預估本益比	評價相對標普500	報酬貢獻度
前10大企業	26.9倍	138%	86%
其餘企業	17.1倍	88%	14%
整體標普500	19.5倍		100%

標普前10大企業市值(上圖)與獲利(下圖)佔整體比例



標普500企業利潤率為關鍵指標

標普500指數各年份EPS年增率及貢獻組成



標普500指數近12個月淨利潤率趨勢，%



資料來源：J.P.Morgan Asset Management，Bloomberg，資料截至2023年12月31日

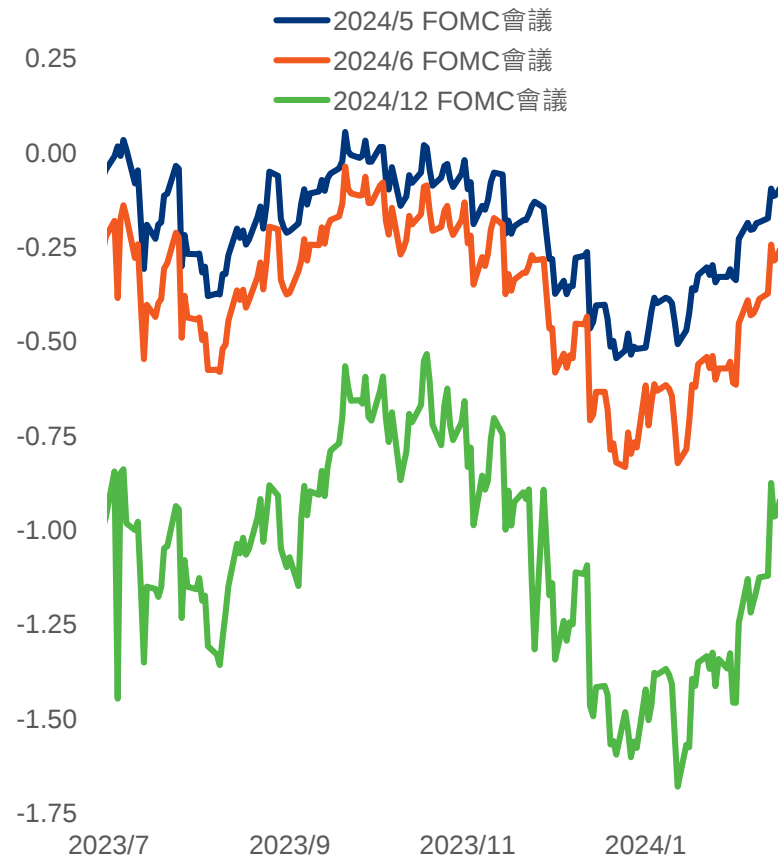


債市回顧與展望 – 校正回歸降息預期，留意BBB級債投資契機

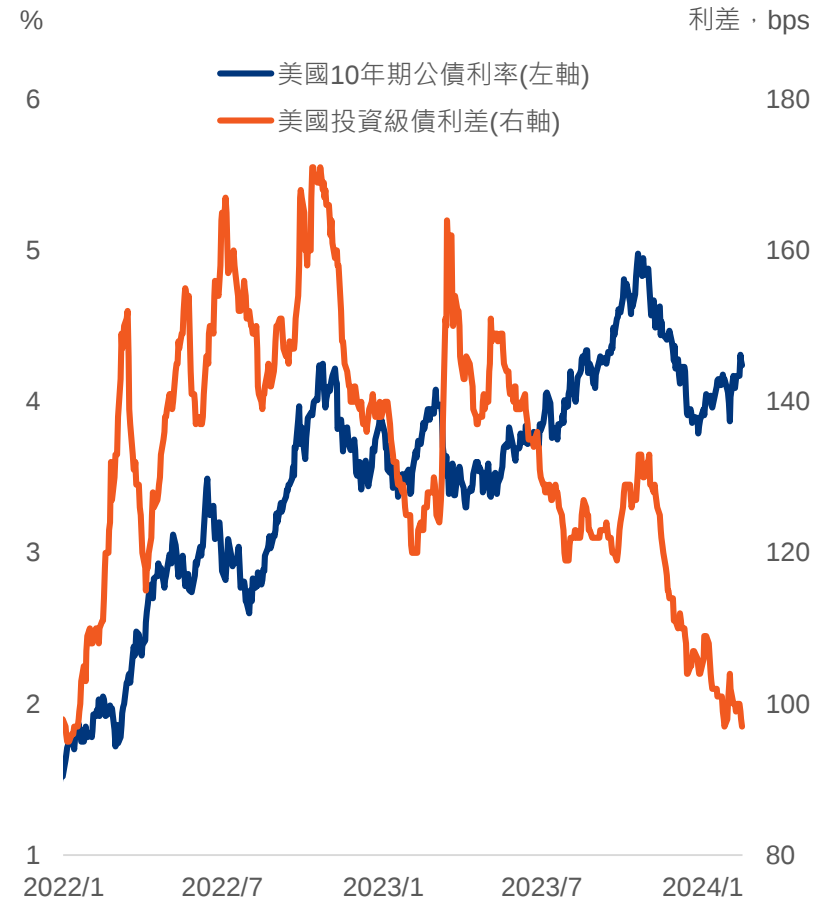
- ▶ 聯準會主席鮑威爾於1月FOMC利率會議暗示需更多證據證明通膨達2%目標，為3月降息的可能性降溫。美國通膨高於市場預期，市場持續調整降息預估時程，並預計聯準會今年底前降息幅度收窄至4碼，與聯準會利率點陣圖中位數貼近，同時預期最快6月啟動降息。降息預期仍存，美國公債殖利率回升，為投資人布局公債與投資級債好時機。
- ▶ 過去兩年因聯準會為抑制通膨快速升息，美國公債利率與投資級債利差兩者維持同向關係。今年面對美國公債殖利率揚升，但債券利差則相對持穩。考量當前溫和的通膨走勢與經濟成長前景，貨幣政策有轉向機會，投資人風險偏好有利信用利差保持平穩，除非通膨再度大幅走升，預期利率與信用利差同升可能性稍減，提供信用債支撐，可留意信評BBB級債券投資機會。

市場重新調整今年美國降息預期

美國利率期貨隱含降息幅度，%



今年來美國公債利率與信用利差脫鉤



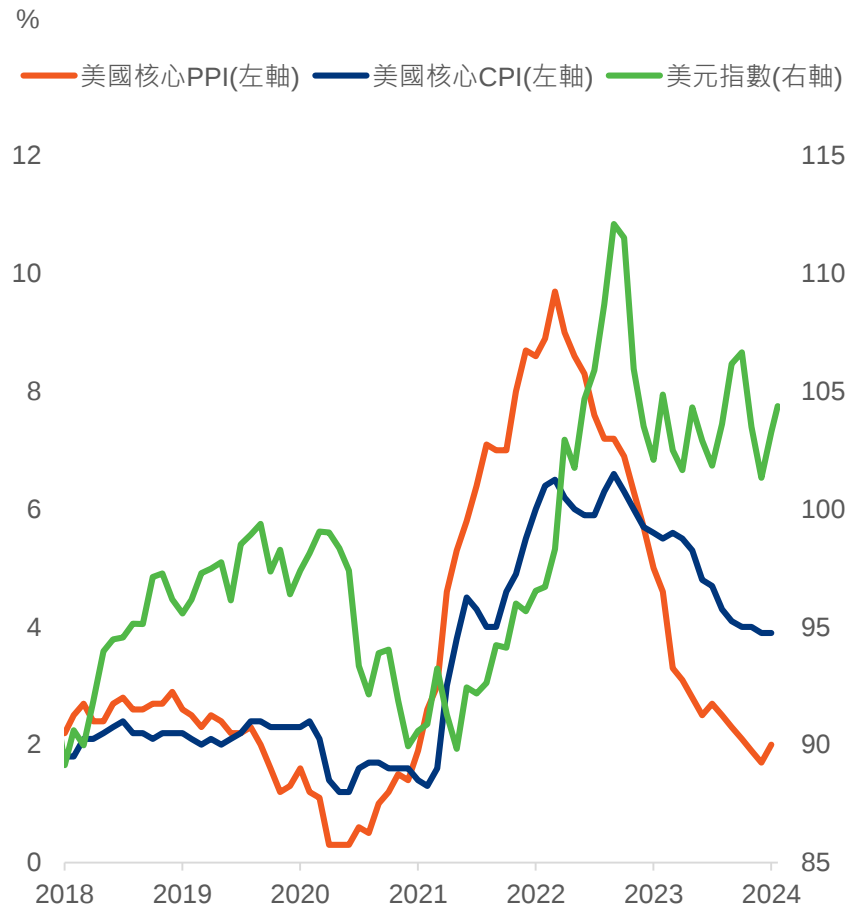
資料來源：Bloomberg，資料截至2024年2月16日



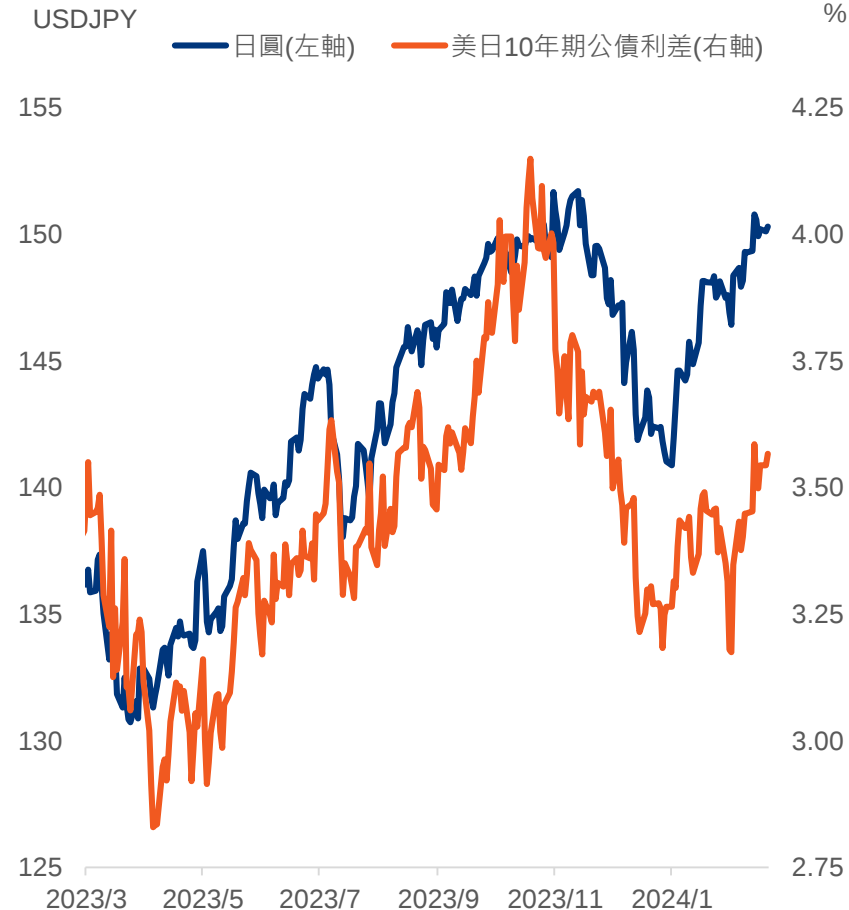
匯市回顧與展望 – 經濟穩健支撐美元，日圓貶至今年新低

- 美國1月CPI和PPI意外高於市場預期，其中商品價格下滑明顯，但服務價格居高不下，租金月增率上漲0.6%，為主要拉升項目，醫療、保險的漲幅亦大。顯示美國通膨在大幅降溫後，呈現盤整，市場大幅降低對於聯準會3月、5月降息預期，首次降息或在6月，全年降息幅度從年初的6碼，調整成4碼，和聯準會點陣圖預估幅度一致。美國10年期公債利率回升至4.3%，支撐美元指數高位盤整於104，料反映降息預期較明確後才可能再度轉弱。
- 日圓貶至今年新低，原因1)日本央行副總裁內田真一表示：未來就算結束負利率政策，也將維持寬鬆貨幣政策環境。2)美國公布的CPI、PPI偏強，聯準會降息不易，使美元指數走升。觀察今年3、4月春鬥加薪或使日本央行調整負利率政策，日圓再貶幅度有限。

美國近期CPI、PPI頑固，美元上半年有撐



日圓貶至今年新低，預期再大貶幅度有限



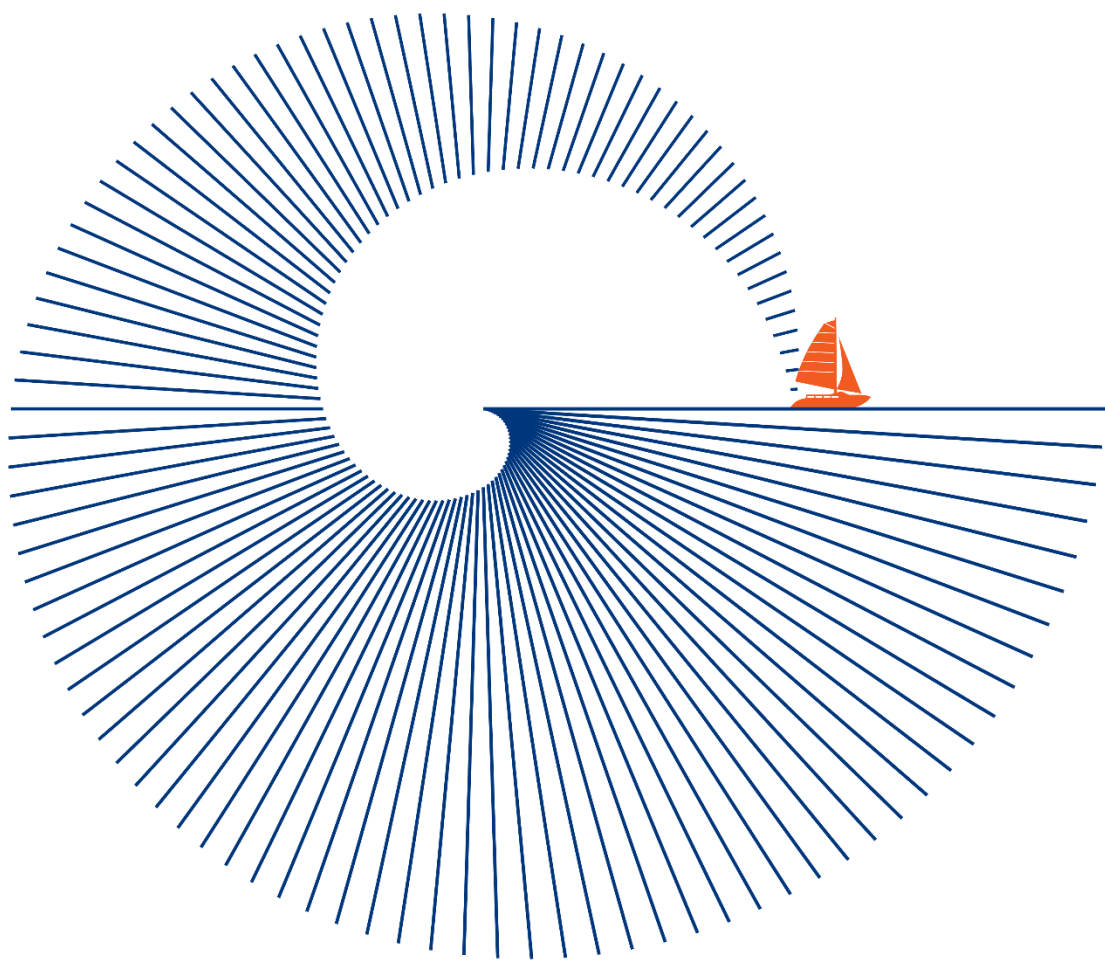
資料來源：Bloomberg，資料截至2024年2月20日



重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件





2 投資主題

- ▶ 換券鎖好利，聚焦買債好機會
- ▶ 日本半導體，設備材料壁壘高
- ▶ 觀光旅遊夯，飛航娛樂透商機

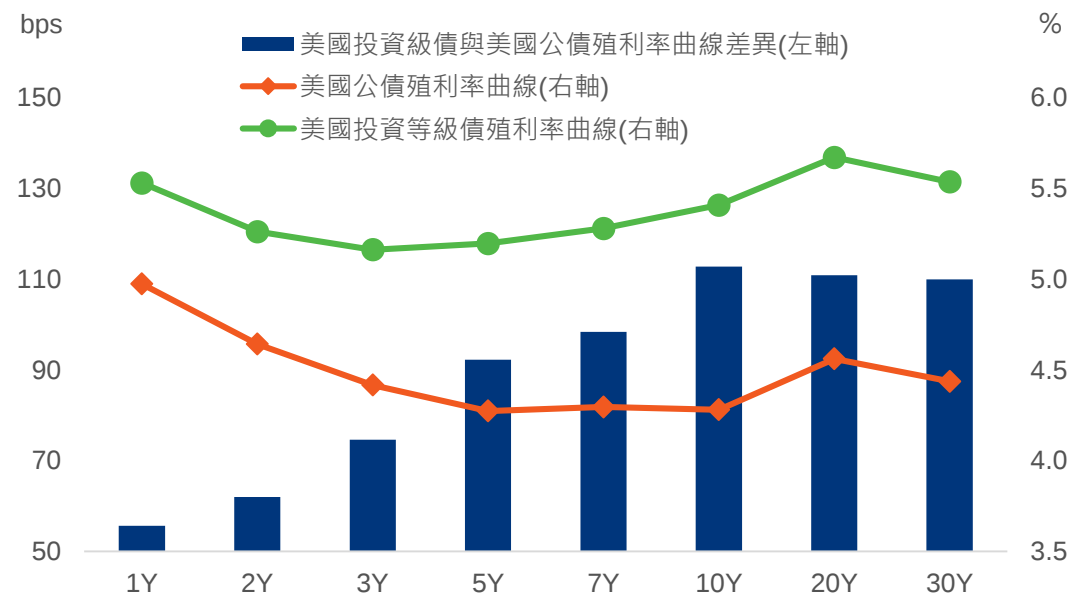
通膨與利率波動下行，聚焦好券與換券機會

- ▶ 過往疫情造成供應鏈中斷與烏俄衝突，加劇全球通膨升溫問題。美國聯準會為抑制物價飆漲持續升息，除了推升美國公債殖利率，市場對通膨預期揚升亦增添公債殖利率波動度。直到去年通膨開始見高轉向下行，市場預期通膨將有所改善，經濟硬著陸可能性稍降，美國公債殖利率波動持續平緩，通膨下行增添投資人對聯準會降息臆測，美國10年期公債殖利率亦自去年10月高位來到今年初水準。
- ▶ 檢視過往美國長短天期利差由負轉正時期，除非發生經濟衰退，債券利差多處持穩甚至收斂態勢，考量聯準會下半年降息機率高，美國景氣有望避免衰退風險，美國公債殖利率曲線從倒掛朝平坦發展，投資人可依自身風險承受度，布局中長天期的公債或投資級債來鎖利。

Fed為抑制通膨升息加劇美債波動，然今年來波動漸緩



美國公債與投資級債殖利率曲線平坦



資料來源：Bloomberg · 2024年2月15日



換券鎖好利

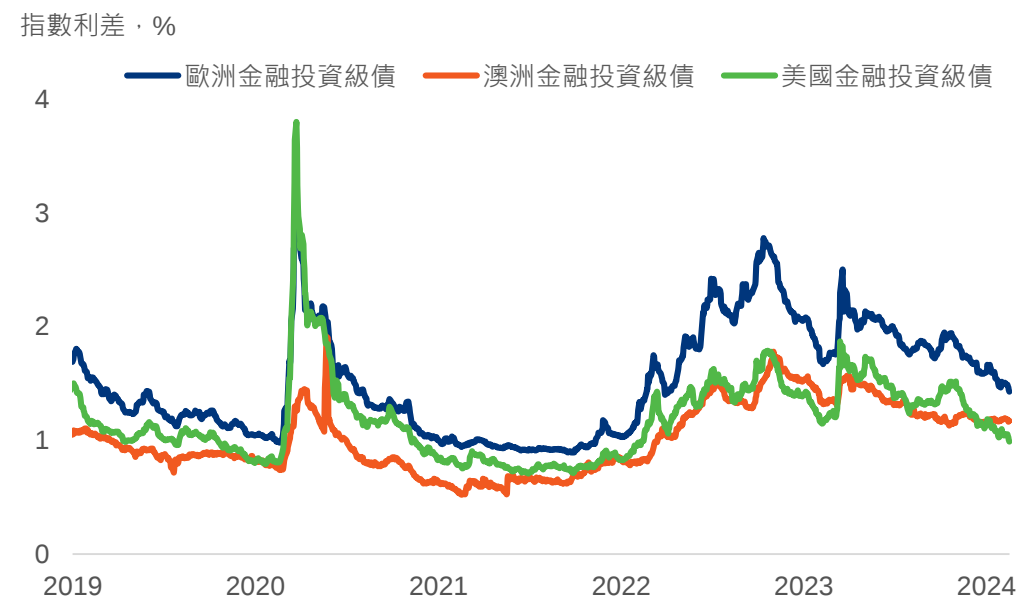
景氣仍佳與Fed降息預期，留意BBB級與非美金融債

- ▶ 過往美國經濟數據表現超出市場預期，信評A級與BBB級的美國投資級債券利差多處向下收斂階段，考量今年以來美國經濟數據多優於預期，企業債券利差貼近相對低位，預期信評BBB級投資級債存在相對鎖利價值。
- ▶ 隨主要成熟國家央行多暫停升息腳步，殖利率曲線倒掛問題有望趨緩，考量利率風險稍退，有利金融業帳上投資部位評價改善，此外，檢視美國、歐洲與澳洲等主要國家金融債利差，當前美國金融投資級債利差相對其它國家偏低，以金融債為首選的投資人，除了美國金融債外，可考慮非美地區債信體質穩健的金融機構所發行的債券，領取穩定配息並分散部位風險。

美國景氣仍佳，信評BBB級債券利差存相對投資價值



非美地區金融債利差相對美國具相對吸引力



資料來源：Bloomberg · 2024年2月15日

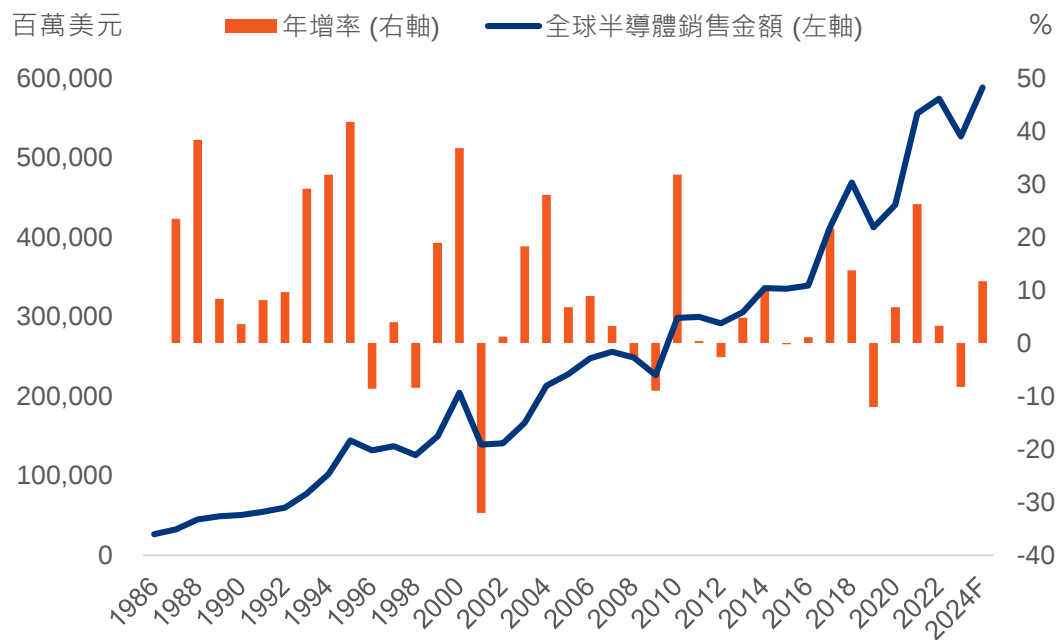


凱基證券

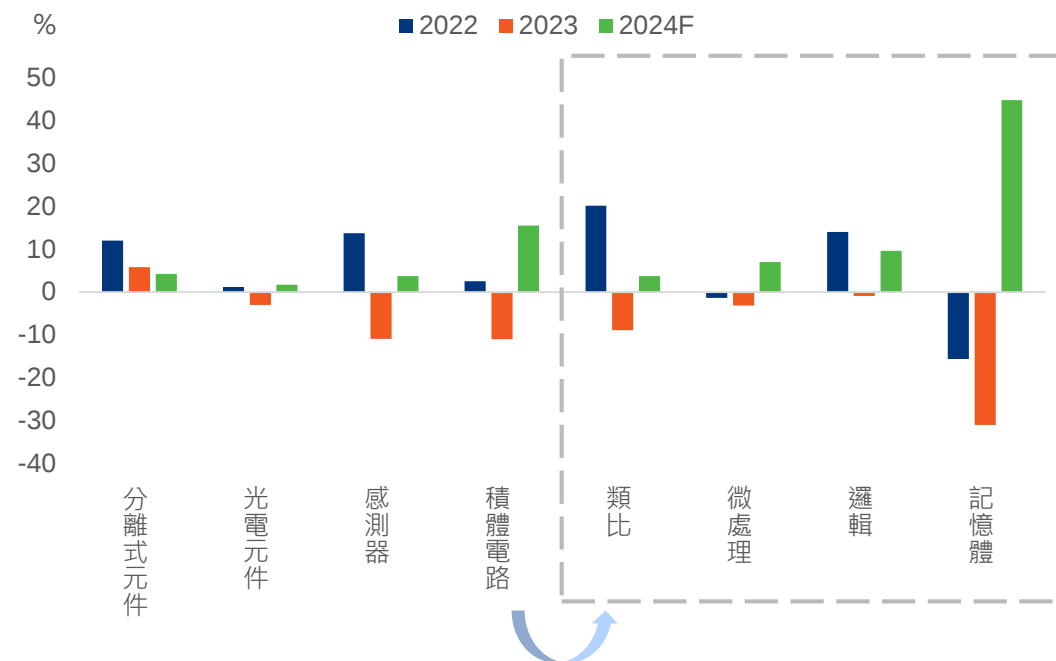
AI驅動半導體先進製程需求大增，產業鏈全數受惠

- ▶ 半導體市場去年受到需求衰退影響全年呈現年減，主要是積體電路內細項記憶體需求大幅衰退35%導致，然而在去年中AI浪潮引爆，讓包括雲端服務商等更多公司加大對AI硬體的布建，今年初美科技股陸續公布去年底財報皆明顯提到AI可見之需求。在AI與隨之而來的HPC帶動下，2024年半導體市場銷售額「預期」重回雙位數成長。
- ▶ 從元件類別區分，積體電路佔半導體總銷售金額超過8成。2024年度預期細項類比、微處理器、邏輯和記憶體受到AI與HPC需求帶動轉為年增，主因記憶體受到AI伺服器需求與先進製程所驅動，預計2024年將年增45%；從應用端看，伺服器、手機、PC、汽車也都陸續配合AI之產品推出。

2024年半導體銷售總額預計從年減8.2%轉為年增11.2%



受惠記憶體，預期半導體元件類別積體電路高速成長

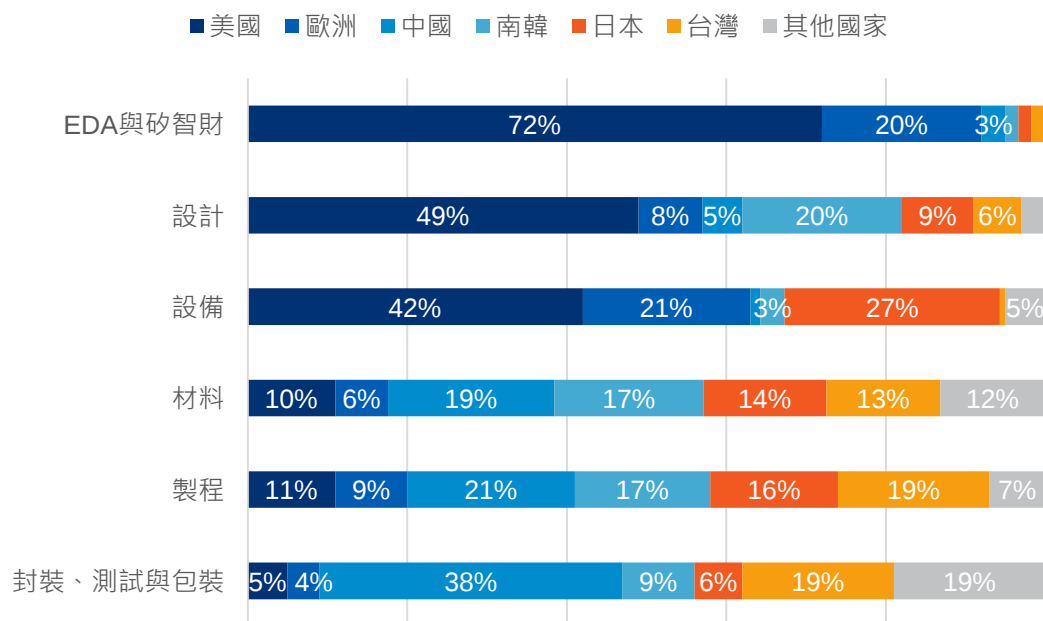


資料來源：WSTS(世界半導體貿易統計) · 2024年2月17日

日本半導體在設備相關領域有領先優勢

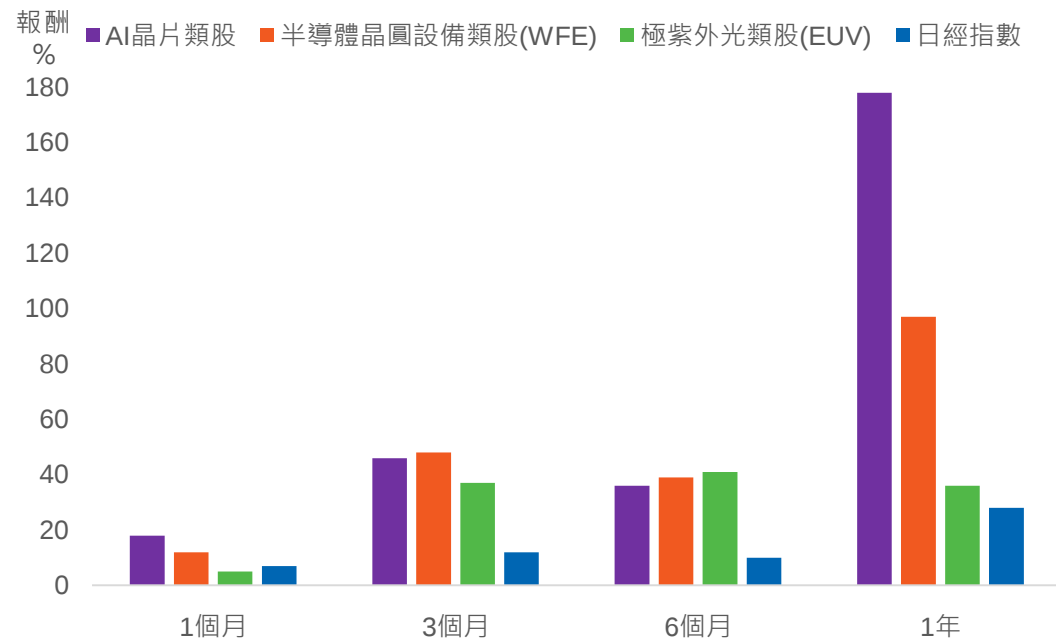
- ▶ 日本在半導體產業鏈相關設備有極大優勢，美、歐、日三強幾乎瓜分市場，近期台積電與日資共組日本先進半導體製造公司(JASM)於九州熊本一廠已確定開始進行量產，推升產業一條龍整合，有助於日本半導體產業鏈需求持續提升。為此日企加大投資，索尼半導體解決方案、電裝株式會社(DENSO)、豐田汽車進一步投資台積電第二座晶圓廠，預計2025年開始量產。
- ▶ 在AI、高速運算與日本在地車廠升級的需求下，日本大型上市半導體設備公司表現強勁，近期三大投資設備題材：AI晶片、半導體晶圓、極紫外光，可以發現相關公司過去1個月到1年報酬皆優於日經指數，其中受惠AI發展，使Nvidia等公司AI晶片需求大增，過去表現最強。

半導體上下游產業鏈結構：日本在半導體設備上游領先



註：EDA為電子設計自動化，晶片設計都會需要透過EDA，否則無法交由下游代工工廠代工量產。
資料來源：Semiconductor Industry Association、Bloomberg，2024年2月15日

AI晶片、半導體晶圓、極紫外光主題投資優於大盤

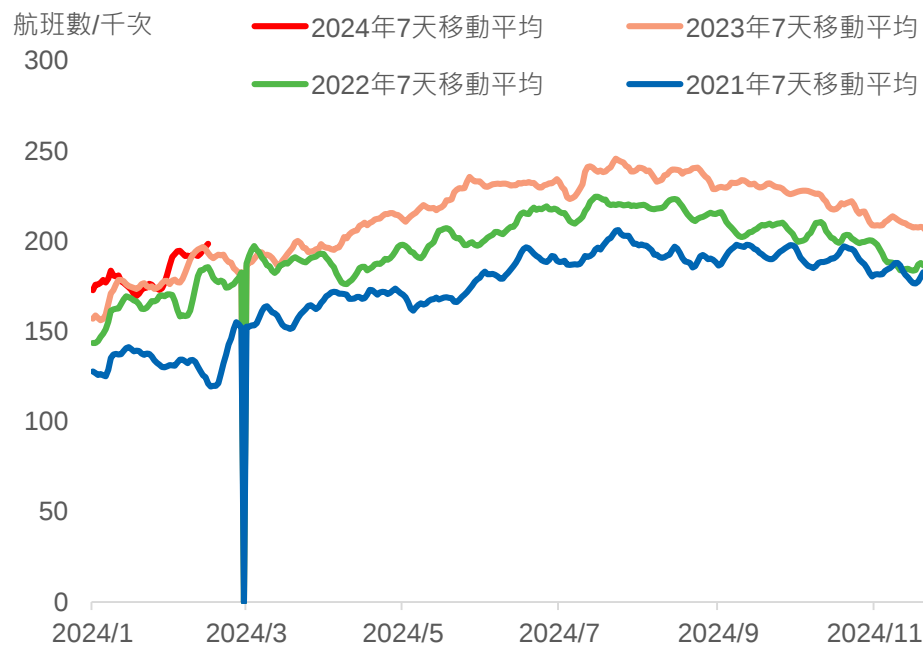


註：JPMorgan，類股採用與題材相關性最高個股等權報酬提供

出國旅遊正夯，你搭上這股商機了嗎？

- ▶ 隨著疫情解封，旅遊業再度呈現高速成長。聯合國世界旅遊組織(UNWTO)預估，受到疫後報復性旅遊潮推動，2023年全球國際入境旅客預計達13億人次，較2022年成長33%，接近疫前的95%。商務旅行反彈的速度也比預期來得快，全球商務旅行協會(GBTA)原本預估商旅支出要到2026年才會恢復到疫前水平，現在將提前至2024年。
- ▶ 全球觀光旅遊業橫跨多個部門，包含工業如航空公司、汽車製造商(如房車、自行車等)和能源公司，使人們能夠自由移動；另一端涵蓋目的地，如主題公園和郵輪、餐館以及酒店和出租物業等住宿，中間商包括將兩者聯繫的旅行社、數位預訂服務和其他促進旅行的工具，總計產值龐大。

今年至2月飛行航班數，已超越過去幾年



資料來源：每日航班數由 Flightradar24 統計該網站上航班數量而計算，The Motley Fool，凱基證券整理

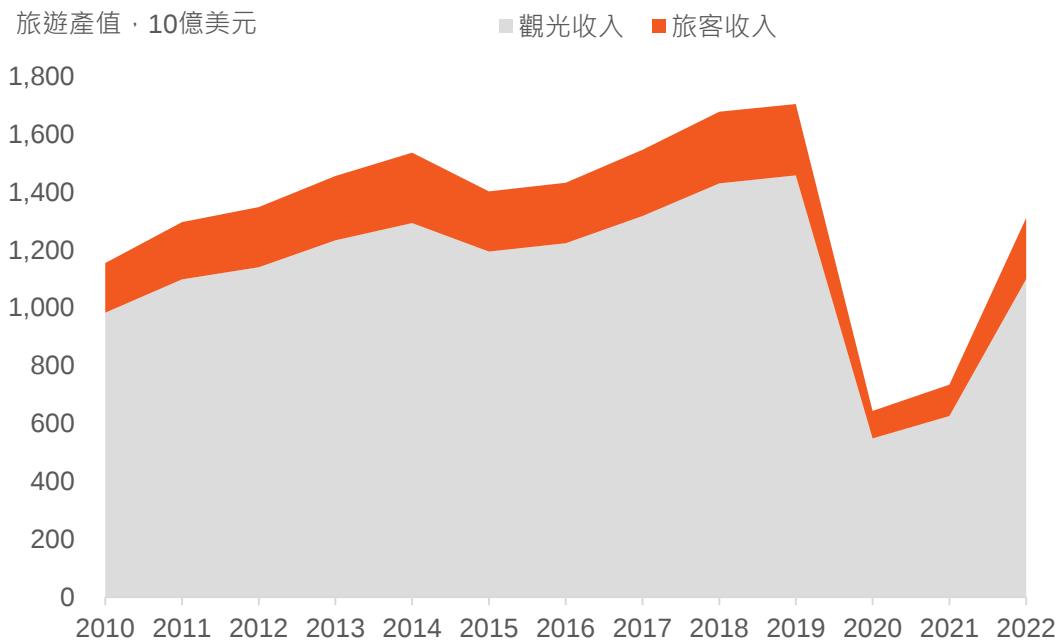
休閒旅遊觀光產業與類股涵蓋範圍廣泛



遊樂場、住宿與餐飲，觀光旅遊概念股表現可期

- ▶ 聯合國世界旅遊組織的統計顯示，2022年多數旅遊目的地的國際觀光收入有明顯增長，甚至高於入境旅客人次的成長率。主因為旅客停留時間變長，導致每趟旅行平均支出增加，旅客願意在目的地花費更多，部分也因為通貨膨脹，致使旅行成本有所提升。估計在未來十年，全球旅遊支出將以平均每年5%至6%的增速成長，是全球經濟成長年增率的兩倍。
- ▶ UNWTO觀光信心指數持續回升，帶動觀光旅遊概念股持續上漲，除了噴射機相關ETF(包括西南航空、達美航空和美國航空公司等)漲幅勝過標普500指數之外，包含萬豪酒店和線上旅遊巨頭Booking Holdings等相關的休閒旅遊ETF也後來居上，預期觀光業蓬勃發展下，未來商機無限。

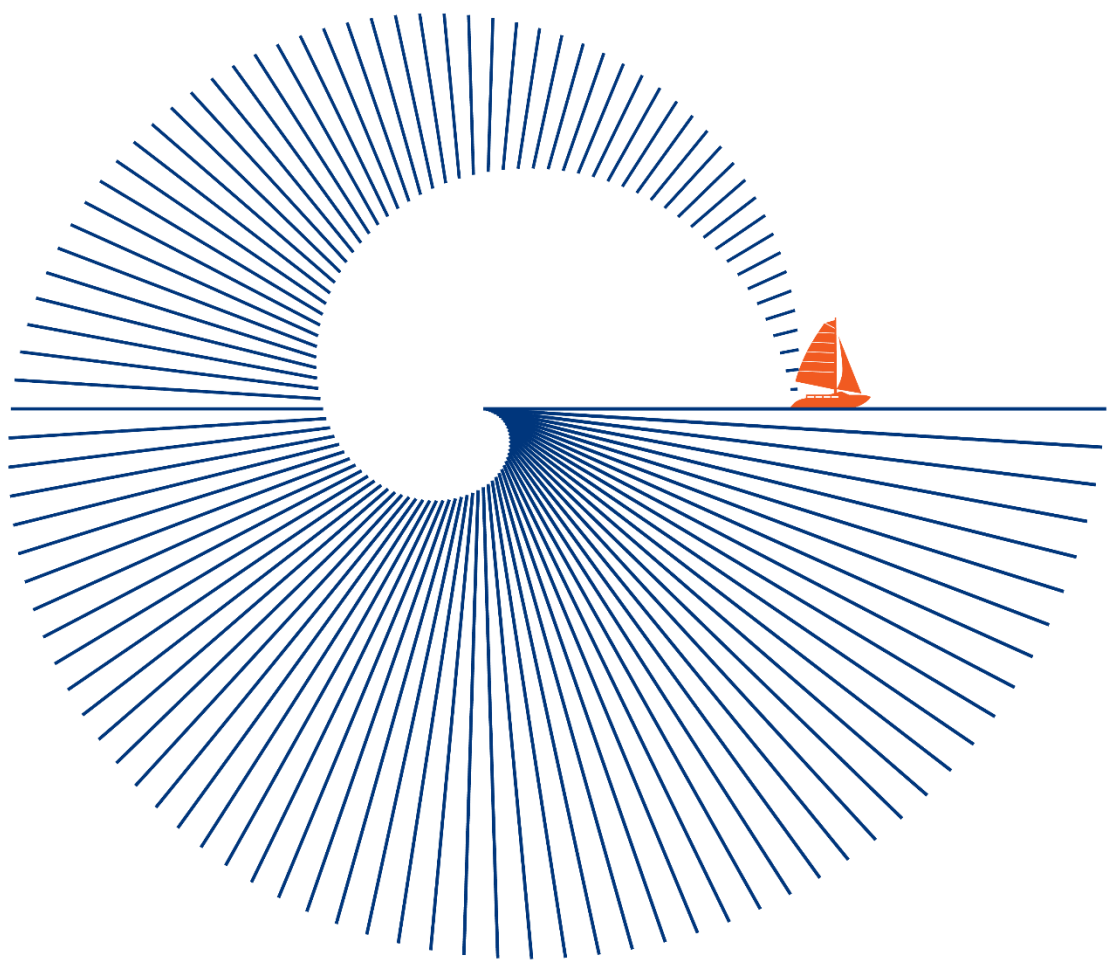
全球旅遊產值逐漸恢復至2019年疫情前水準



資料來源：UN Tourism、Bloomberg，2024年2月16日

觀光旅遊概念股未來表現可期





3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議

投組配置 – 殖利率反彈，把握降息前的債券投資機會

- ▶ 近期殖利率彈升，提供中長天期債券加碼時機，挑選財務體質穩健的投資等級債，避免違約風險。市場預估美股今年企業獲利仍佳，產業可聚焦科技與醫療相關大型股，降低高估值企業回檔影響。日本及印度股市具基本面題材，可作為衛星配置。
- ▶ 2024年全球進入降息循環，將帶動短期利率下降，建議重新檢視並調整現金部位比重，規劃分批投入優質股債資產，降低現金部位再投資風險，並掌握風險性資產未來潛在報酬。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議

現金

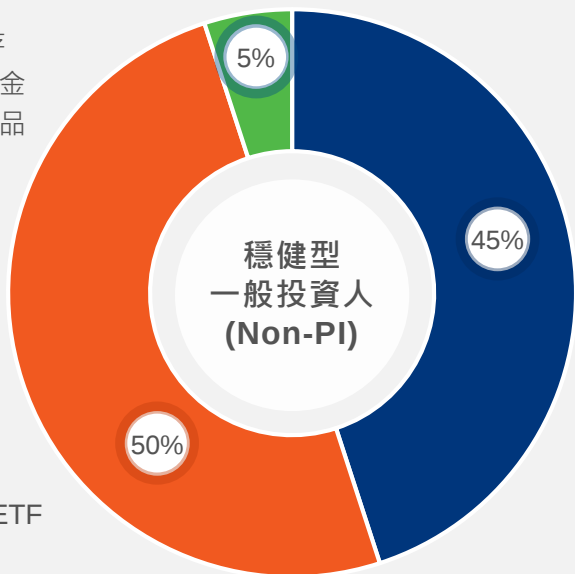
活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

全球股
大型股
日本/印度衛星配置

債券

美國國庫券
投資等級債
投資等級債基金/ETF



[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

另類投資

保本型結構型商品
私募基金

現金

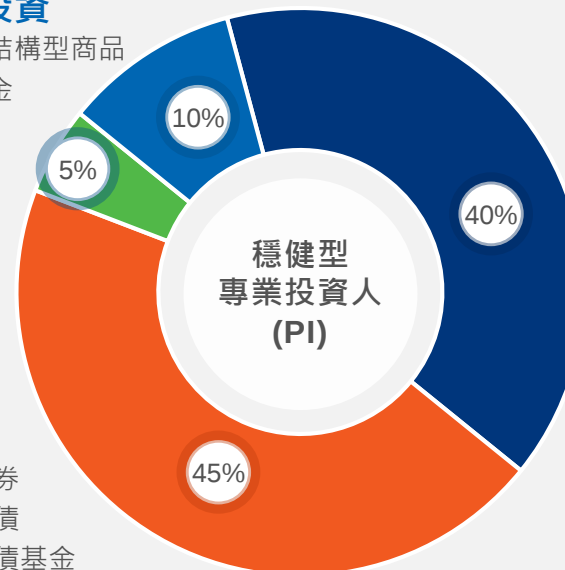
活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

大型股
中型股
美股
日股
印度

債券

美國國庫券
投資等級債
投資等級債基金



[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%



資產調整建議

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投等債ETF，降低波動並享穩定息收。

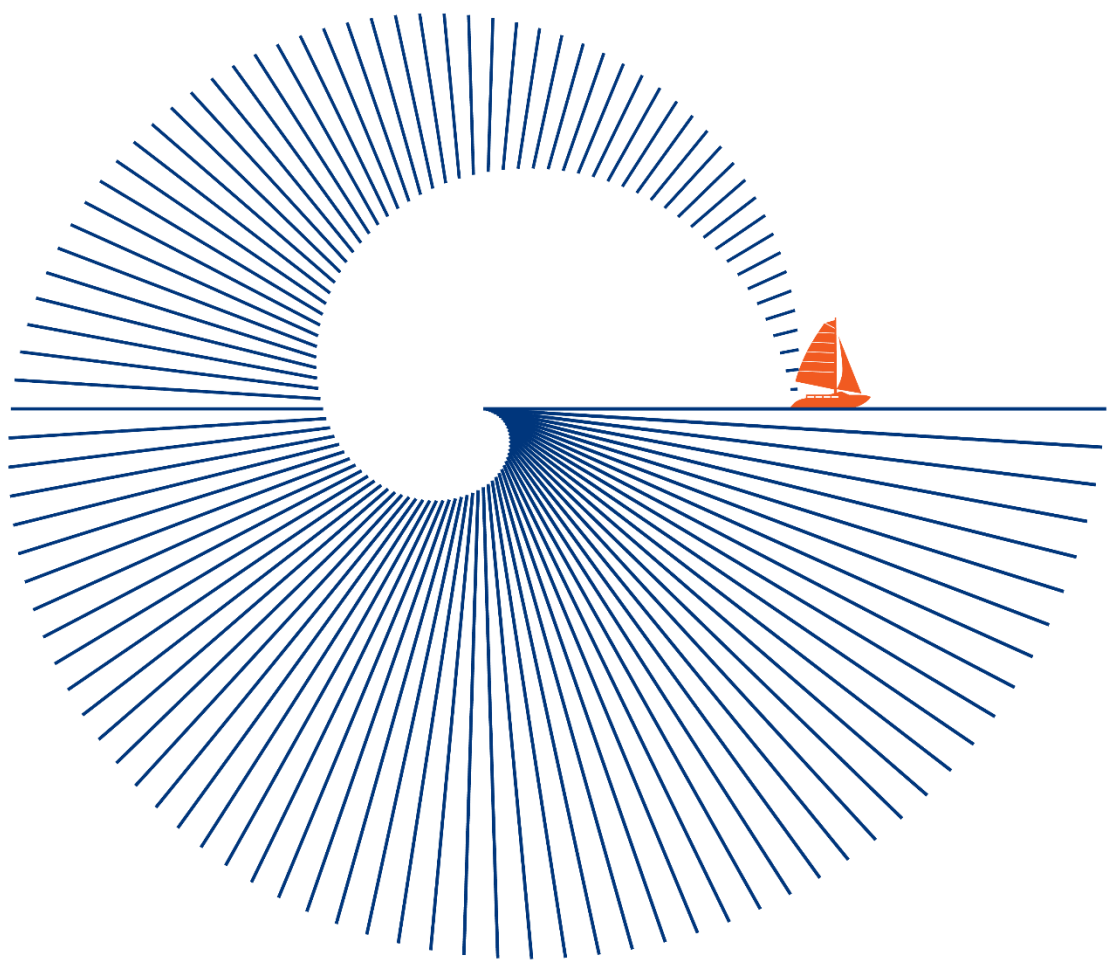


1 增持降波動資產

- ◆ 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，或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 調降風險資產部位

- ◆ 調降非投等債，逢反彈減持基本面不佳中小型股，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



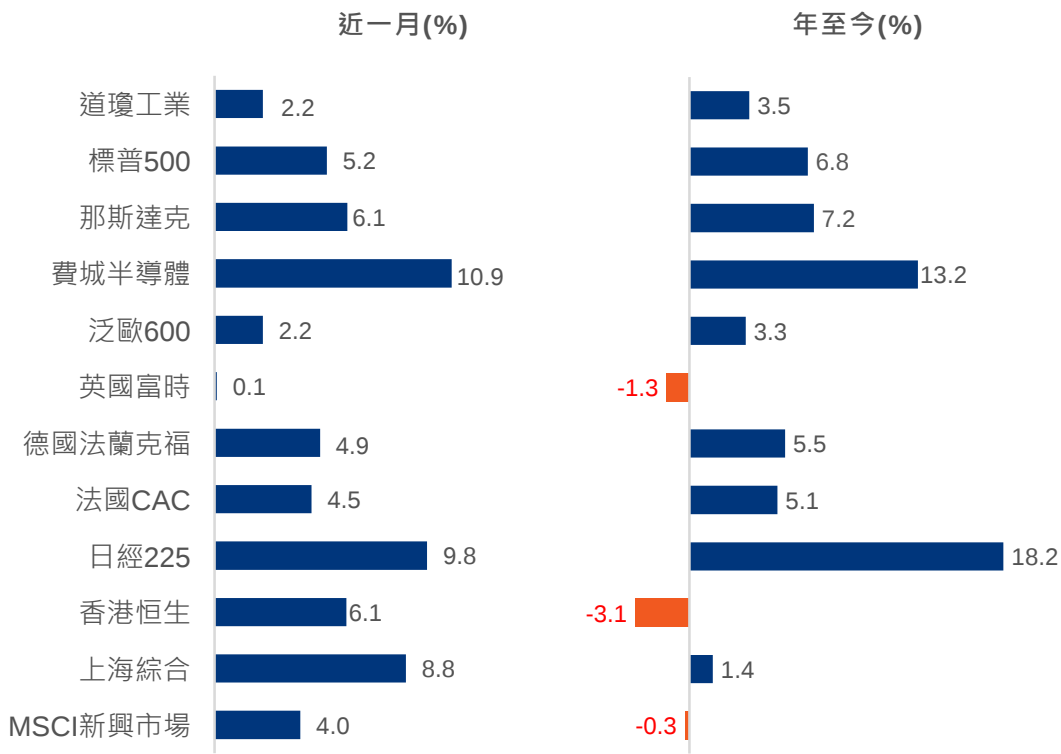
附件

- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 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

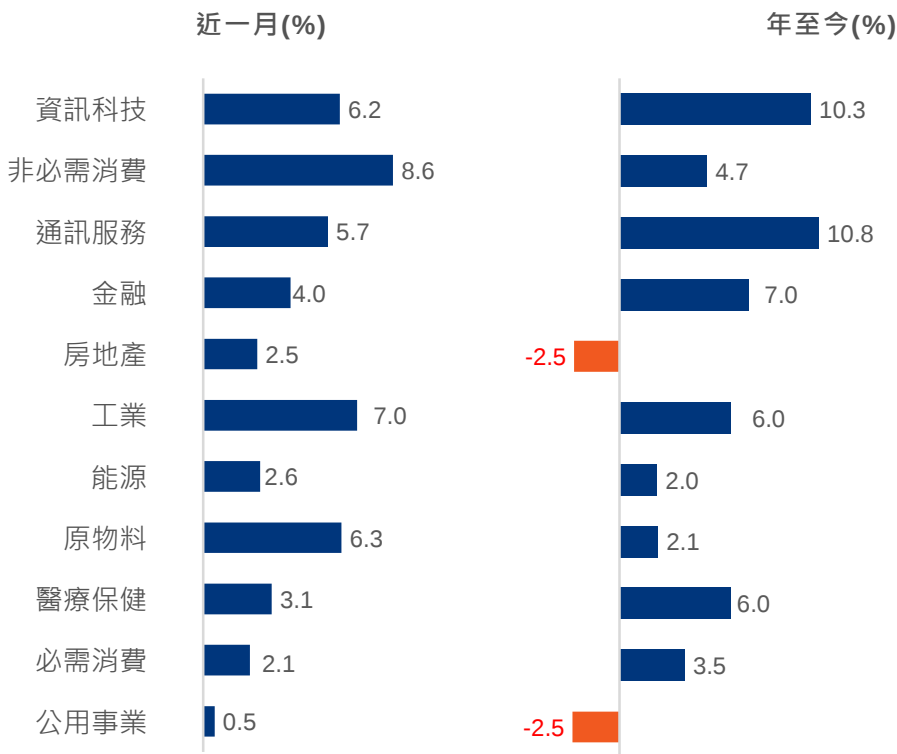
市場表現回顧 – 股票

▶ AI需求反應在財報和股價上，AI概念股帶動半導體與科技股大漲，美、歐、日、臺股均創歷史新高。陸股在中國禁空令、降準、降息刺激政策連發下，陸港股止跌反彈。美股中的「Magnificent 7」多為科技、非必需消費股，加上工業、原物料等各有題材，成為近月領漲族群。

各地區指數表現



各產業指數表現

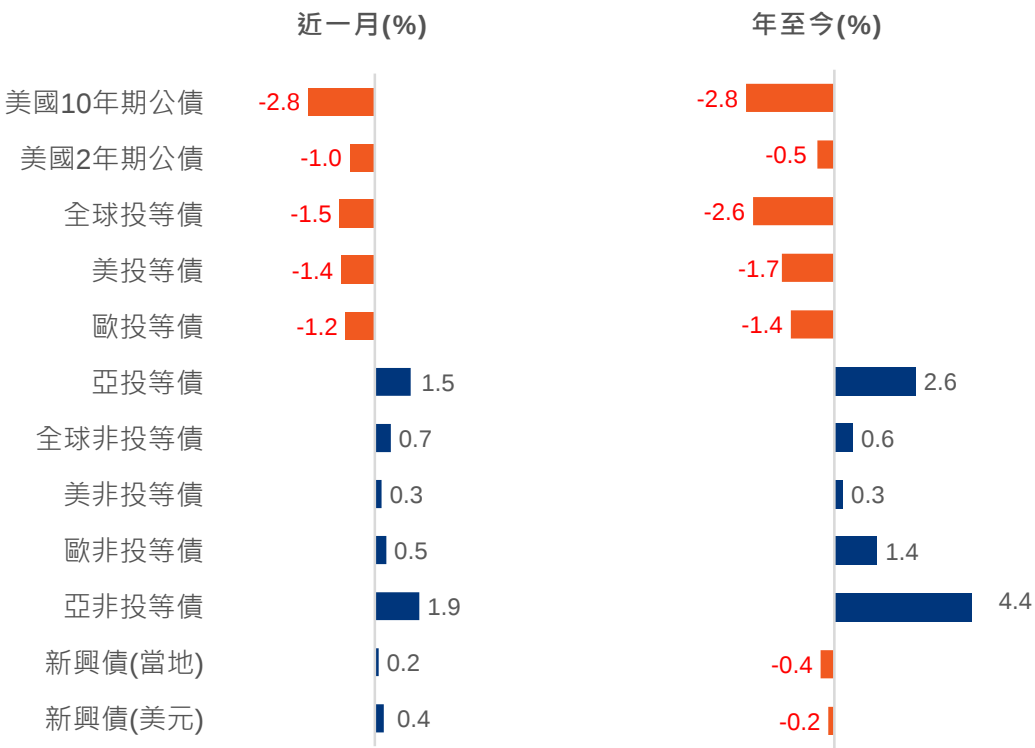


資料來源：Bloomberg · 2024年2月29日

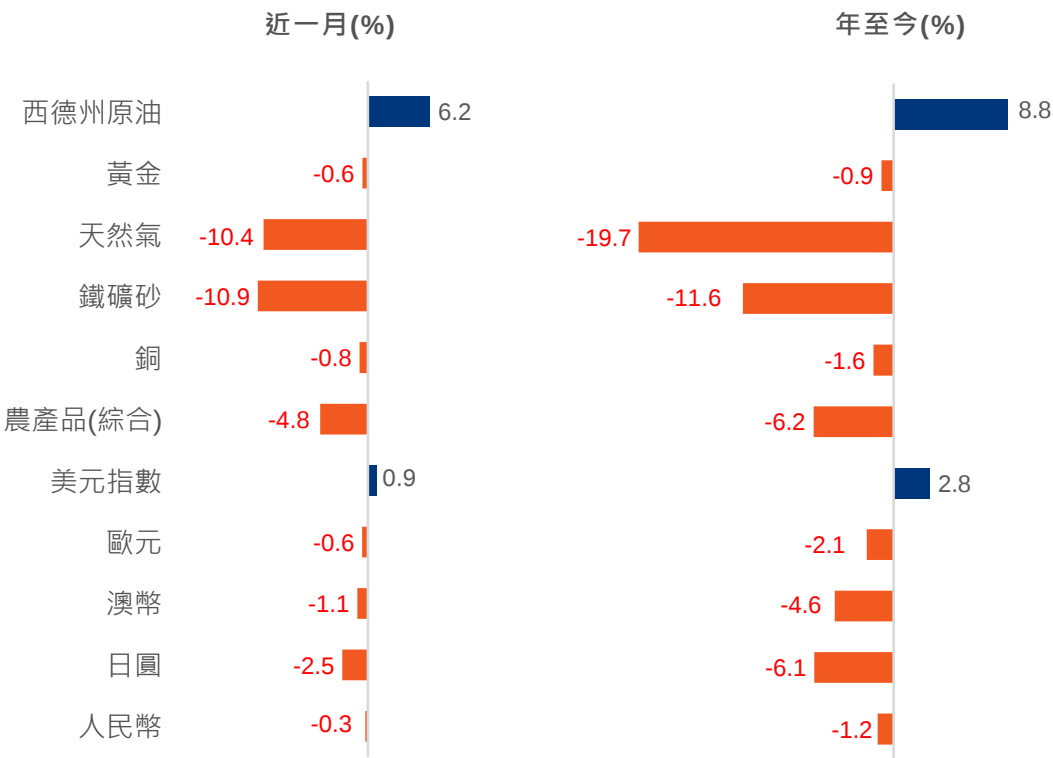
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 美國經濟極具韌性，最新CPI、PPI都高於市場預期，市場對於聯準會降息時點預期延後，美國公債殖利率上彈，債市承壓。中國降息帶動亞洲投等債和非投等債上漲，新興債亦有支撐。
- ▶ 美元指數回彈，非美貨幣走貶，商品價格普遍回落，僅油價受地緣政治風險上升和全球景氣回升、OPEC+減產等訊息帶動而上漲。

各類債券表現



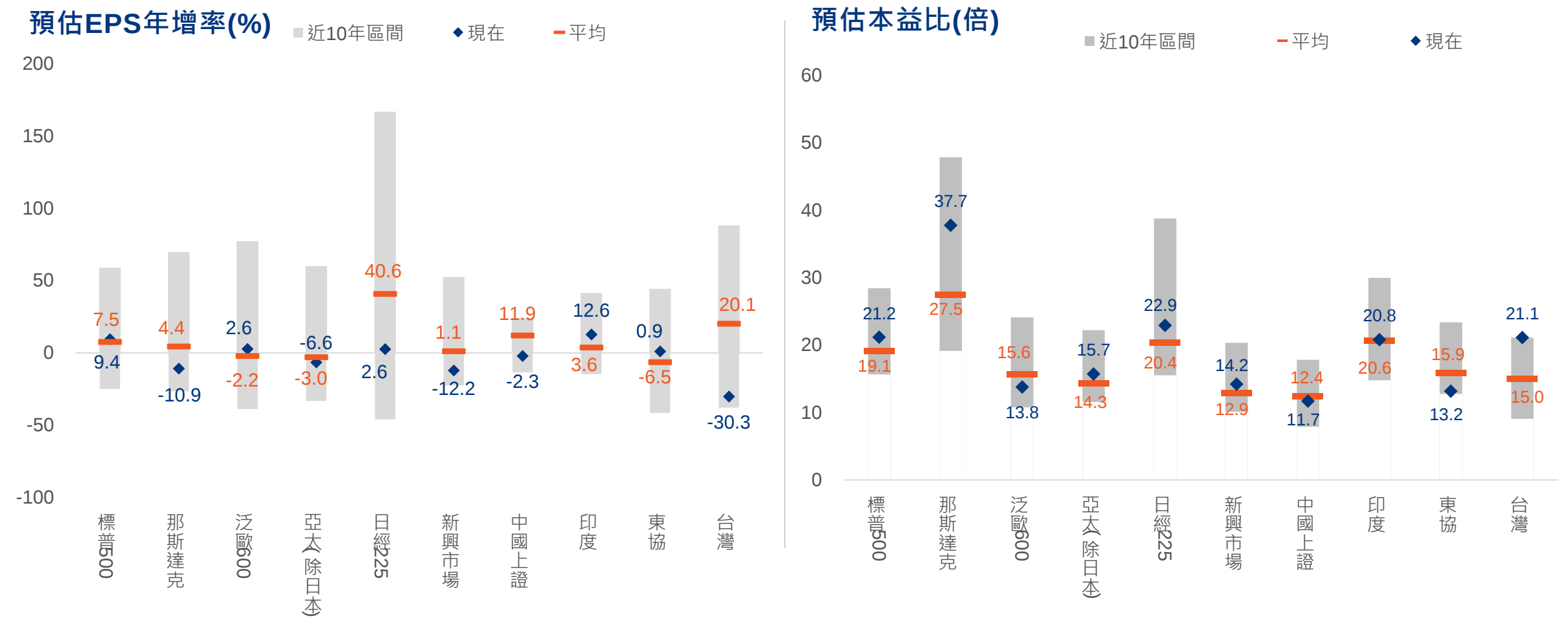
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年2月29日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

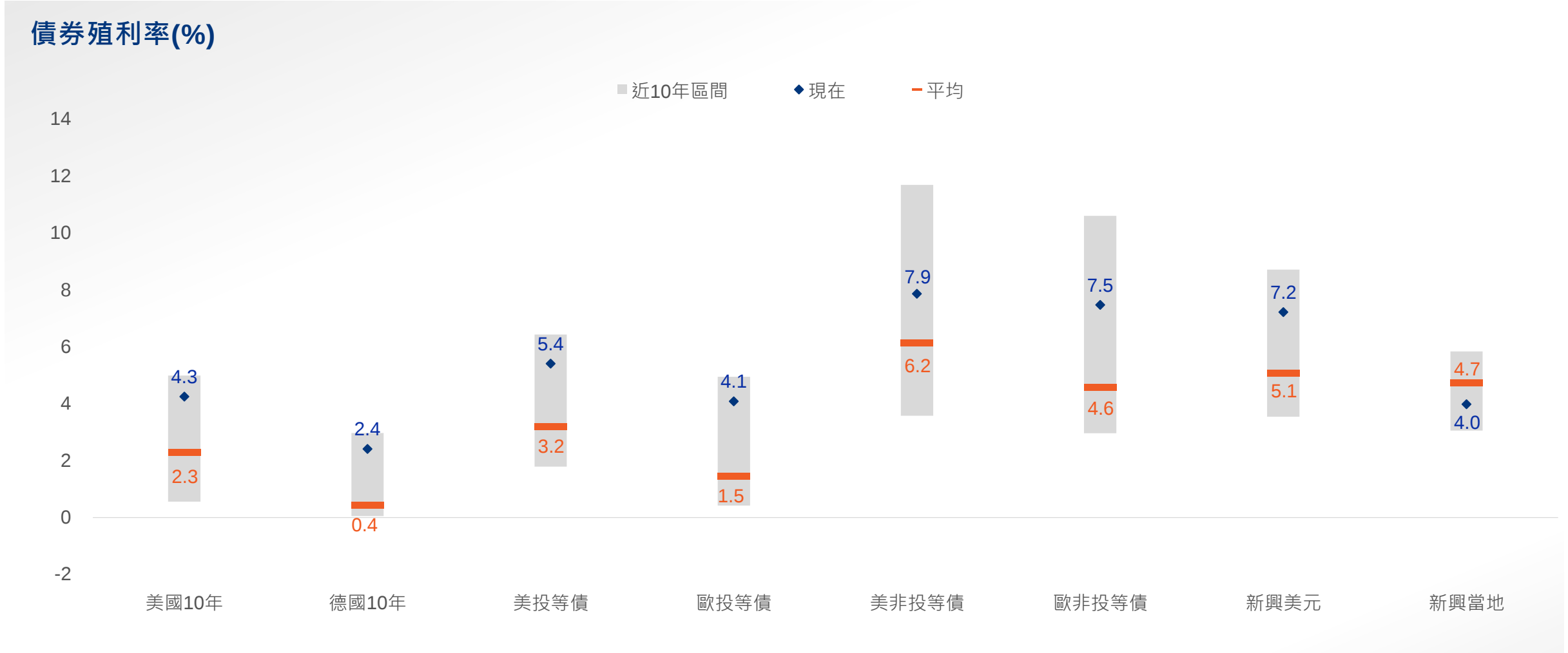
▶ 科技股預估企業獲利年增率雖為負值，但股價已反應未來改善與上漲行情；評價面歐股、陸股和東協股的預估本益比仍低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年2月29日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美歐公債、投等債殖利率仍處歷史高位，宜把握現在利率上彈階段布建；新興美元債亦有7.2%高殖利率，可少部分衛星配置。



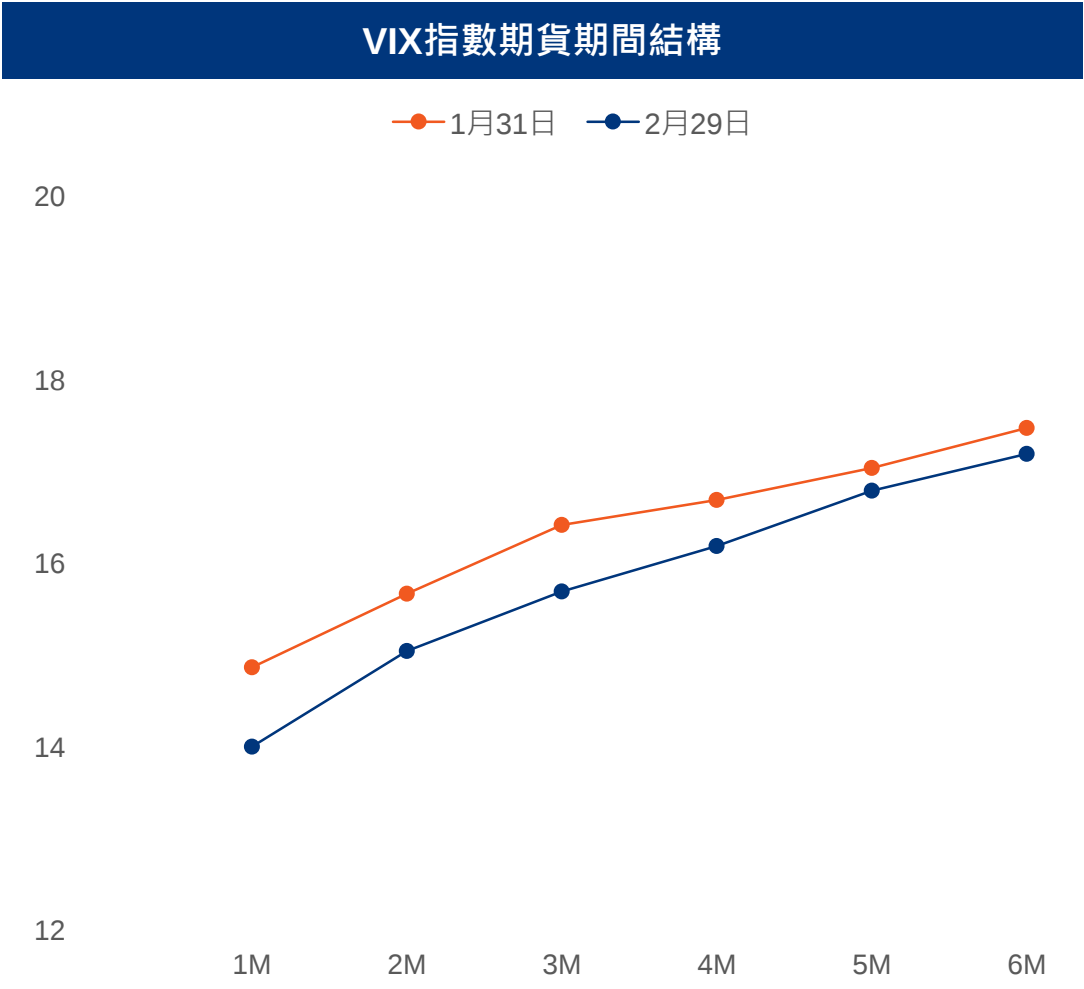
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年2月29日

跨資產市場波動率

▶ 2月主要股市、債市及商品波動率皆有所下降

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	13.40	-0.06	14.80
道瓊波動率指數(VXD)	11.73	0.04	13.08
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	13.78	-0.14	16.05
香港恒生波動率指數(VHSI)	24.49	-0.33	24.31
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	15.14	-0.20	18.00
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)	15.18	-0.43	17.99
黃金ETF波動率指數(GVZ)	11.16	-0.29	13.51
石油ETF波動率指數(OVX)	31.50	-1.27	34.57
歐元ETF波動率指數(EVZ)	6.20	-0.07	7.04

資料來源：Bloomberg · 2024年2月29日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至2月29日，已開發市場股票與大宗商品表現相對強勁

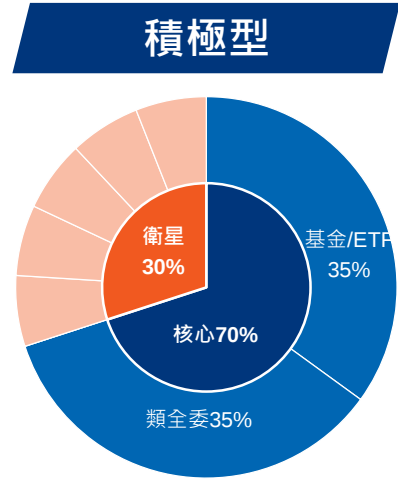
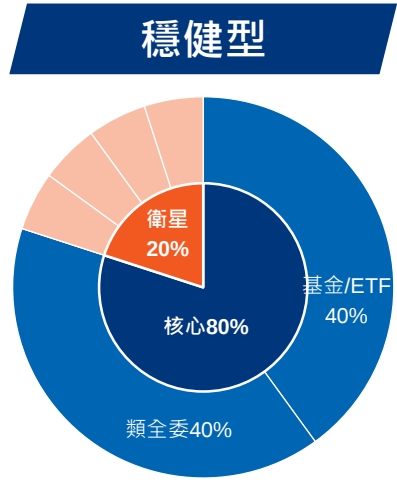
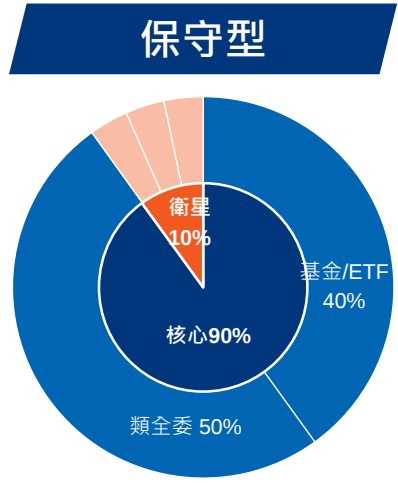
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今	年化*
日本股市 9.9%	非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	日本股市 7.8%	美國股市 12.3%
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%	美國股市 7.0%	日本股市 7.0%
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%	日本股市 20.3%	大宗商品 5.2%	歐洲股市 6.0%
REITs 0.6%	新興市場股市 11.6%	日本股市 24.4%	非投資級債券 -4.1%	REITs 24.5%	日本股市 14.9%	歐洲股市 17.0%	非投資級債券 -12.7%	非投資級債券 14.0%	歐洲股市 1.5%	基礎建設 4.4%
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%	現金 0.8%	非投資級債券 4.0%
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%	非投資級債券 0.6%	大宗商品 3.5%
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%	新興市場債券 0.0%	REITs 3.5%
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%	新興市場股市 -0.1%	新興市場股市 3.5%
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 -1.6%	新興市場債券 2.7%
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%	中國股市 -3.1%	投資級債券 1.8%
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%	基礎建設 -3.1%	現金 1.4%
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 -3.1%	中國股市 -0.1%
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%	REITs -4.2%	已開發國家公債 -0.6%

*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年2月29日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年2月29日

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	
	結構型商品	

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	
	其他	

資產類別建議 – 區域

▶ 美國就業、消費表現俱佳，且財報表現不俗，激勵市場表現；日本受惠總經及寬鬆政策續強，印度為新興亞洲較強勢地區

● 前月看法

● 看空

● 中立

● 看多

綜合評論

區域	美國股市		非農表現強勁、失業率維持低檔，薪資成長佳，第四季財報激勵市場表現，維持加碼看法
	歐洲股市		服務業景氣惡化，CPI降幅不如預期，ECB態度偏鷹，歐元區降息預期下降壓抑市場表現，維持中立看法
	日本股市		雖經濟成長陷入技術性衰退，然而通膨降溫以及薪資成長疲軟將延後升息，日圓趨貶使出口改善，維持加碼看法
	中國股市		政府降息引導市場資金寬鬆，但民眾消費與企業投資乏力，金融市場投資信心疲軟，基期雖低但復甦需時
	臺灣股市		第四季財報表現中性偏多，AI發展帶動臺灣相關產業供應鏈，且臺廠AI相關族群評價仍有吸引力，臺股多頭可望延續
	新興亞洲		新興亞洲製造業有改善但外部需求疲弱，維持新興亞洲中立看法；但仍看好印度表現

資產類別建議 – 產業

▶ 企業營收及獲利表現較先前預估佳，可增布近期財報表現較佳的醫療與科技類股，兼顧成長與在景氣放緩時的防禦特性

● 前月看法

看空 中立 看多

綜合評論

產業	非必需消費		隨通膨及利率下滑，消費者實質收入成長支撐非必需性消費產業，然而本季財報優於預期比例下降，維持中立看法
	必需消費		消費者需求保持強勁，高股息及獲利相對穩定支撐類股表現，維持偏多看待
	能源		短期地緣風險支撐油價，類股獲利維持強勁，長期資本投資下滑、生產邊際成本上升，整體而言維持中立看法
	金融		長短天期利差收窄使表現回升，然而放款需求尚未明顯回升，維持中立看法
	醫療保健		短期受惠新藥帶動表現，長期則有生物技術發展、人口高齡化等利多，且產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
	工業		自動化、航空飛機推動需求，公司營利優於預期，經濟朝軟著陸發展，然高利率侷限企業投資，維持中立看法
	資訊科技		AI帶動包括晶片、電腦及資料運算等需求，半導體相關引領類股表現且趨勢維持不變，維持偏多看法
	通訊服務		受惠串流業務優於預期，媒體娛樂、廣告業務持續轉佳，加上傳統電信服務具防禦特性，維持偏多看法
	原物料		原物料價格疲軟影響企業利潤率，中國經濟復甦需時，維持中立看法
	房地產		獲利受房市供應持續短缺支撐，然而降息時程可能延後，數據中心、熟齡住宅REITs較佳，商業REITs仍偏弱
	公用事業		產業評價壓力緩解且低於長期平均，企業利潤率優於去年同期家數增加，維持偏多看法

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 美債利率彈升，提供美國公債、高信評投資級債進場時機；美元短線修正後仍處於上行趨勢，料反映降息預期較明確後才轉弱

看空 中立 看多 • 前月看法					綜合評論	
固定收益	美國政府債券		通膨降速放緩，聯準會延後降息，公債殖利率短期反彈而中長期仍將走低，建議趁殖利率反彈時增加配置			
	投資級債券		高利率對企業影響漸增，建議配置金融、通訊服務、公用事業能源與礦業等風險調整後利差為正的產業公司債			
	非投資級債券		小型企業放款大幅緊縮，企業違約數仍高與信用利差偏低，非投資級債投資價值相對較低			
	新興市場債券		國際資金流入，新興主權債較美國同天期公司債殖利率有明顯回升，新興債相對投資價值改善			
商品	原油		胡賽組織攻擊紅海船隻，蘇伊士運河油輪減少讓油價有撐。油價上揚使美頁岩油提高產量，抵銷OPEC減產，中性看待			
	黃金		美國經濟續強，美元有撐、市場修正降息預期，金價偏下行整理，待聯準會降息後才迎來漲勢			
貨幣	美元		美國經濟數據強勁，降息時點延後、幅度稍減，對美元指數形成支撐，儘管短線修正後仍處於上行趨勢			
	歐元		歐元區景氣不如美國，ECB相比Fed有更早需要降息的壓力，最早可能4月展開，歐元相對貶值，維持下行趨勢			
	日圓		薪資偏弱、通膨降溫，4Q GDP季減0.1%，連續兩季萎縮陷技術性衰退，內需不振牽制央行升息動作，日圓短期弱盤			
	人民幣		中國降準2碼後或有降息等刺激措施，寬鬆貨幣政策讓人民幣偏弱整理，惟中國外匯管制阻貶，使人民幣貶幅小於他國			

整體市場1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	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	柏瑞特別股息收益基金	股票型	3,986	85	3,901	1	元大日本龍頭企業基金(新臺幣)*	股票型	1,758	5,551	-3,793
2	柏瑞特別股息收益基金(美元)	股票型	3,593	81	3,512	2	統一黑馬基金	股票型	1,203	2,840	-1,637
3	富蘭克林華美全球基礎建設收益基金(新臺幣)	股票型	1,674	50	1,624	3	安聯台灣大壩基金(新臺幣)	股票型	721	1,823	-1,102
4	安聯四季豐收債券組合基金(新臺幣累積)	組合型	921	0	921	4	元大台灣高股息優質龍頭基金(不配息)	股票型	781	1,719	-938
5	聯博全球非投資等級債券基金(新臺幣)	固定收益型	1,210	112	1,098	5	野村優質基金(新臺幣)	股票型	1,032	1,954	-922
6	元大台灣高股息低波動ETF連結基金(不配息)	ETF 連結基金	977	0	977	6	復華全球物聯網科技基金(新臺幣)	股票型	414	1,249	-835
7	元大日本龍頭企業基金(新臺幣)*	股票型	1,150	191	959	7	統一台灣高息優選基金	股票型	258	1,000	-742
8	群益印度中小基金	股票型	1,192	279	913	8	安聯台灣科技基金	股票型	1,874	2,552	-678
9	富蘭克林華美全球基礎建設收益基金(美元)	股票型	635	0	635	9	元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣)*	股票型	30	568	-538
10	鋒裕匯理全球淨零碳排企業債券基金(新臺幣)	固定收益型	494	0	494	10	統一全天候基金	股票型	281	742	-461

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12月31日至2024年1月31日；新臺幣百萬元計

整體市場1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	淨申贖 金額
1	安聯收益成長基金	平衡型 (混合型)	30,617	20,345	10,272
2	摩根美國智選基金*	股票型	8,907	151	8,756
3	聯博美國收益基金	固定收益型	12,119	3,924	8,195
4	高盛投資級公司債基金	固定收益型	7,636	1,234	6,402
5	聯博全球非投資等級債券基金	固定收益型	11,907	7,393	4,514
6	摩根士丹利環球機會基金*	股票型	5,803	2,675	3,128
7	富蘭克林坦伯頓穩定月收益基金	平衡型 (混合型)	4,216	1,566	2,650
8	富達全球優質債券基金	固定收益型	2,839	310	2,529
9	鋒裕匯理基金新興市場債券	固定收益型	6,060	3,578	2,482
10	PIMCO全球投資級別債券基金*	固定收益型	5,353	2,936	2,417

境外共同基金 淨買回前十大		類型	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額
1	摩根美國價值基金*	股票型	499	6,011	-5,512
2	摩根士丹利美國增長基金	股票型	384	5,719	-5,335
3	富蘭克林坦伯頓生技領航基金	股票型	624	3,619	-2,995
4	貝萊德世界科技基金	股票型	2,194	4,956	-2,762
5	富達全球債券基金	固定收益型	133	2,709	-2,576
6	摩根士丹利環球可轉換債券基金*	固定收益型	250	2,714	-2,464
7	野村全球多元收益債券基金	固定收益型	111	2,400	-2,289
8	普徠仕美國小型公司股票基金	股票型	41	2,315	-2,274
9	摩根美國全方位股票基金	股票型	76	2,344	-2,268
10	PIMCO全球債券基金*	固定收益型	1,555	3,555	-2,000

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12月31日至2024年1月31日；新臺幣百萬元計

整體市場1月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大(股票型)

指數股票型基金(ETF)(股票型) 淨申購前十大						指數股票型基金(ETF)(股票型) 淨買回前十大					
		股票代號	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額			股票代號	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	00929	31,717	0	31,717	1	元大台灣卓越50基金	0050	6,860	21,952	-15,092
2	群益台灣精選高息ETF基金	00919	20,474	0	20,474	2	元大台灣50單日正向2倍基金	00631L	1,752	14,654	-12,902
3	元大台灣高股息基金	0056	16,478	1,272	15,206	3	元大台灣50單日反向1倍基金	00632R	2,271	9,973	-7,702
4	國泰美國費城半導體基金	00830	5,529	1,349	4,180	4	元大標普500基金	00646	343	3,719	-3,376
5	國泰標普北美科技ETF基金	00770	4,265	245	4,020	5	國泰全球智能電動車ETF基金	00893	123	1,458	-1,335
6	中信恒生中國高股息ETF基金	00882	3,924	0	3,924	6	中國信託臺灣ESG永續關鍵半導體ETF基金	00891	0	1,171	-1,171
7	群益台灣半導體收益ETF基金	00927	3,913	143	3,770	7	富邦台灣科技指數基金	0052	0	581	-581
8	統一NYSE FANG+ ETF基金	00757	4,576	890	3,686	8	富邦NASDAQ-100單日正向兩倍基金	00670L	0	575	-575
9	元大台灣高股息低波動ETF基金	00713	3,849	243	3,606	9	富邦未來車ETF基金	00895	267	835	-568
10	元大滬深300單日正向2倍基金	00637L	2,745	420	2,325	10	永豐台灣ESG永續優質ETF基金	00888	89	423	-334

資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年12月31日至2024年1月31日；新臺幣百萬元計

整體市場1月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大(債券型)

指數股票型基金(ETF)(債券型) 淨申購前十大					指數股票型基金(ETF)(債券型) 淨買回前十大						
	股票代號	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額		股票代號	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	00687B	25,918	305	25,613	1	永豐10年期以上美元A級公司債券ETF	00836B	424	5,690	-5,266
2	群益ESG 20年期以上BBB投等公司債ETF	00937B	21,754	0	21,754	2	富邦全球金融業10年以上美元投等債券ETF	00785B	2,874	6,492	-3,618
3	元大美國政府20年期(以上)債券基金	00679B	14,728	0	14,728	3	富邦美國政府債券1-3年期基金	00694B	79	2,942	-2,863
4	國泰10年以上投資級金融債券ETF基金	00933B	10,915	50	10,865	4	新光15年期(以上)美元金融債券ETF	00844B	2,037	3,527	-1,490
5	元大美國政府20年期(以上)債券單日正向二倍	00680L	6,963	109	6,854	5	中信20年期以上BBB級美元公司債券ETF	00862B	1,532	2,729	-1,197
6	富邦美國政府債券20年期以上ETF	00696B	6,274	696	5,578	6	中信10年期以上優先順位金融債券ETF	00773B	7,431	8,373	-942
7	新光富時15年以上特選產業美元投等債ETF	00775B	5,184	0	5,184	7	凱基20年期以上美元金融債券ETF	00778B	1,017	1,658	-641
8	群益15年期以上科技業公司債ETF	00723B	4,615	34	4,581	8	復華20年期以上A3級以上公司債券ETF	00789B	3,740	4,262	-522
9	國泰10年期(以上)BBB美元息收公司債ETF	00725B	10,731	6,229	4,502	9	群益15年期以上新興市場主權債ETF	00756B	640	989	-349
10	凱基15年期以上AAA至A級美元公司債ETF	00777B	3,879	0	3,879	10	凱基10年期以上科技業公司債券ETF	00750B	0	317	-317

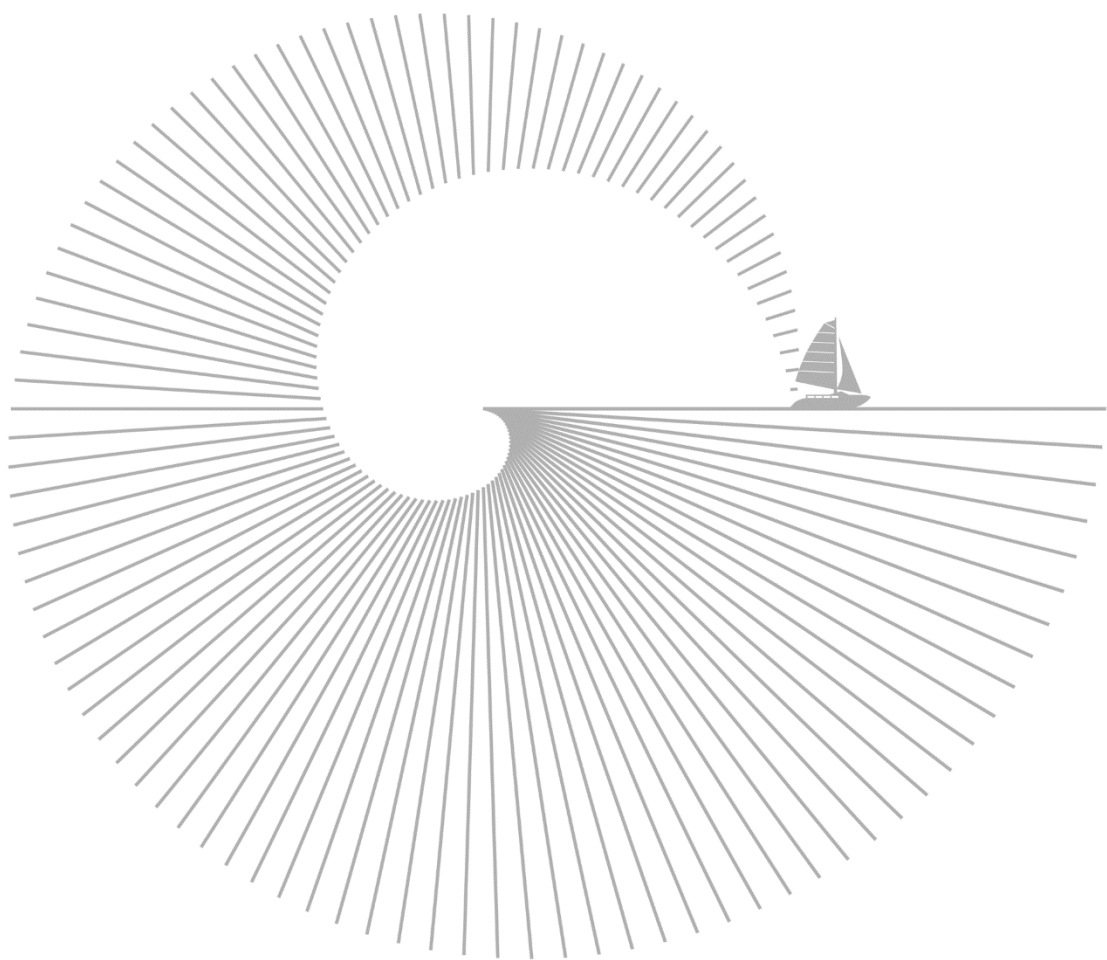
資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年12月31日至2024年1月31日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Mar 2024

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	1Friday - 美國2月密大市場氣氛指數終值 - 美國2月ISM製造業指數 - 日本1月失業率 - 歐元區2月CPI、核心CPI
4Monday	5Tuesday - 美國1月工廠訂單、耐久財訂單 - 美國2月ISM服務指數 - 日本2月東京CPI	6Wednesday 美國2月ADP就業變動	7Thursday - 日本1月勞工現金收入 - 歐洲央行利率決議	8Friday - 美國2月非農業就業人口變動 - 美國2月失業率 - 歐元區第4季GDP終值
11Monday - 日本第4季GDP終值 - 日本2月工具機訂單初值	12Tuesday - 美國2月CPI、核心CPI - 日本2月PPI	13Wednesday	14Thursday - 美國2月零售銷售 - 美國2月PPI、核心PPI	15Friday - 美國2月工業生產 - 美國3月密大市場氣氛指數初值
18Monday - 日本1月核心機器訂單 - 歐元區2月CPI、核心CPI	19Tuesday - 美國2月營建許可、新屋開工 - 日本1月工業生產終值 - 日本央行利率決議	20Wednesday - FOMC利率會議 - 歐元區3月消費者信心指數初值 - 臺灣2月出口訂單	21Thursday - 美國3月標普全球製造業、服務業PMI初值 - 美國2月領先指數、成屋銷售	22Friday 日本2月全國CPI
25Monday 美國2月新屋銷售	26Tuesday - 美國2月耐久財訂單初值 - 美國3月經濟諮詢委員會消費者信心 - 日本2月工具機訂單終值	27Wednesday 歐元區3月消費者信心指數終值	28Thursday - 美國第4季GDP - 美國第4季核心PCE、個人消費 - 美國2月待售成屋	29Friday - 日本3月東京CPI - 日本2月失業率 - 日本2月工業生產初值

資料來源：Bloomberg、凱基證券整理



免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬開發金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。