



凱基證券

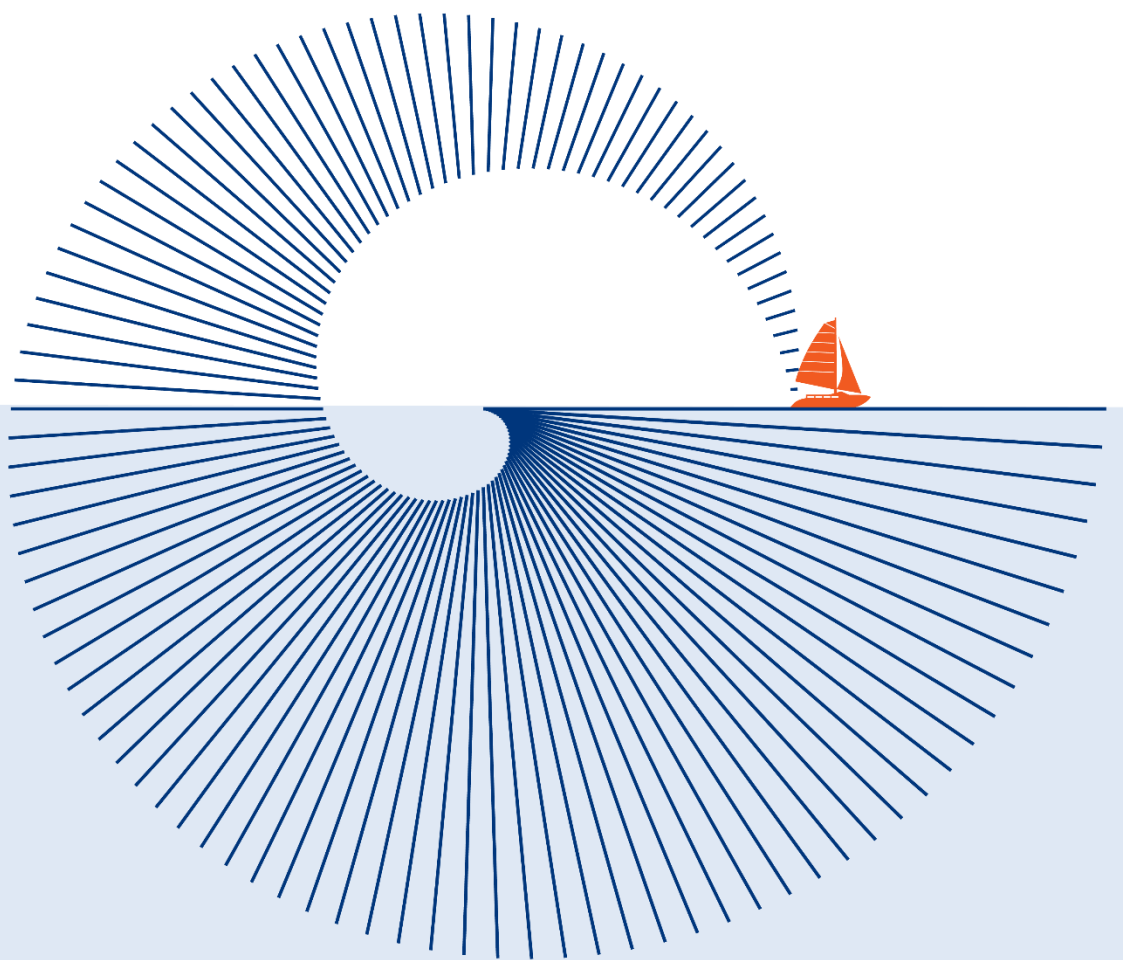
環球投資觀點

政經擾動增

Policies + Politics = Protection

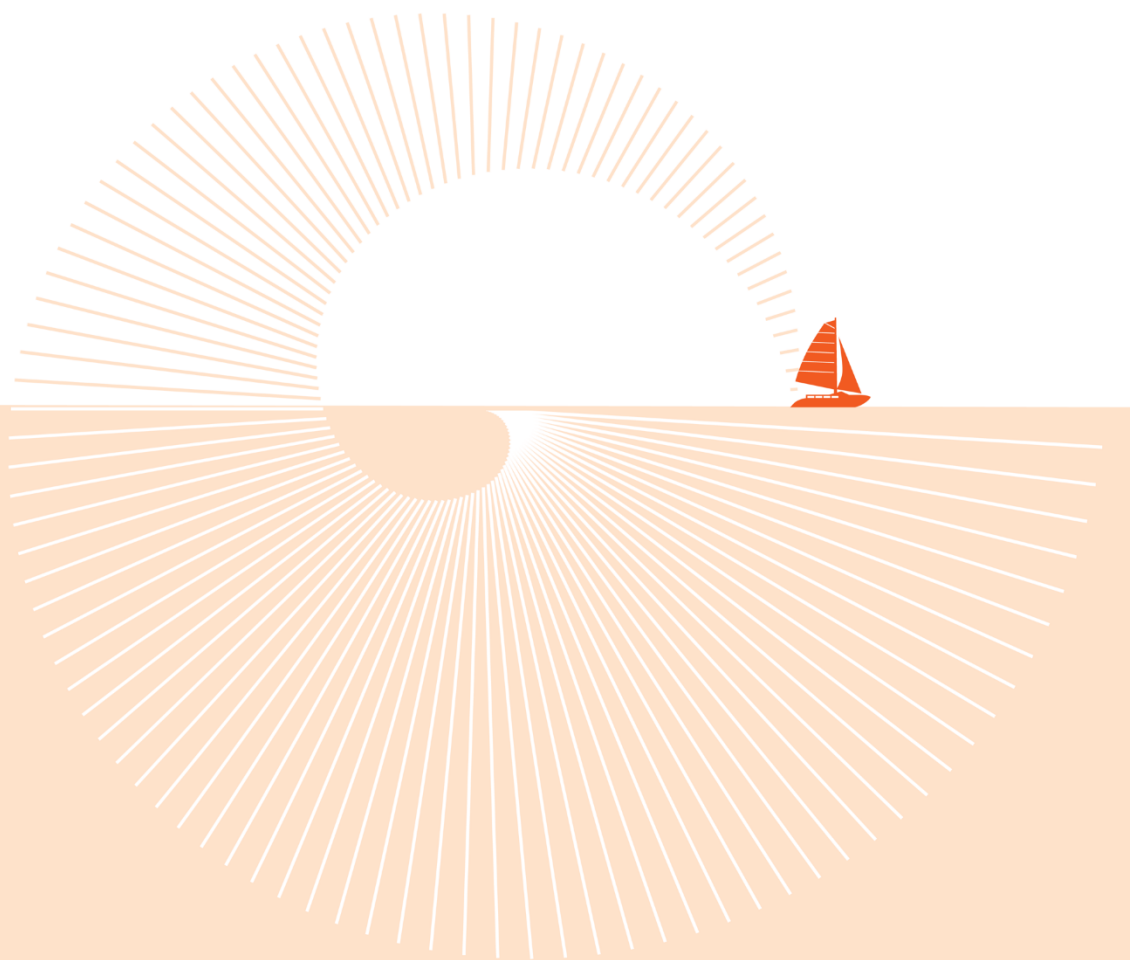


2024年8月



摘要

- 美國總統辯論會與槍擊案後，共和黨的川普民調領先，隨後民主黨候選人拜登宣布退選，並表態支持現任副總統賀錦麗成為民主黨候選人，因兩者支持度接近，市場持續聚焦民調與國會選情發展，若共和黨領政，國會分裂下美股平均表現較佳。考量川普當選可能性，避險需求有利金價，下半年黃金展望佳，建議以黃金作為分散配置，降低市場波動。
- 歐洲經濟基本面優於美國，企業獲利與評價面吸引力，為歐股下方支撐。美國經濟朝軟著陸發展，通膨下降趨勢優於市場預期，推動市場9月降息預期，美國大選前美股維持震盪向上走勢，可考慮防禦布局為主，兼顧具有成長性的健護、科技/通訊及消費/公用等類股，其中通訊服務盈餘成長預估超過科技，資料中心成長與AI PC應用增加，有利電信運營。
- 債市方面，近期美國景氣趨緩與主席鴿派談話，市場高度預期聯準會今年9月啟動降息；聯準會降息前，可先把握中天期債券鎖利機會，考量過往美國大選前夕，市場波動恐放大，以體質佳大型企業債券為首選。美國銀行壓力測試出爐全過關，面對各種金融風險發生，以美國大型銀行債較穩健，法國提前大選添市場擾動，關注法系銀行債機會。
- 持續透過「BEST」投資主軸，挑選債信體質穩健的投資級債，以黃金規避市場擾動，並關注具企業獲利成長的通訊服務，逢回適度增加AI等長線題材。透過股債資產布局的方式，提高潛在報酬表現及勝率同時降低波動。



1 投資策略

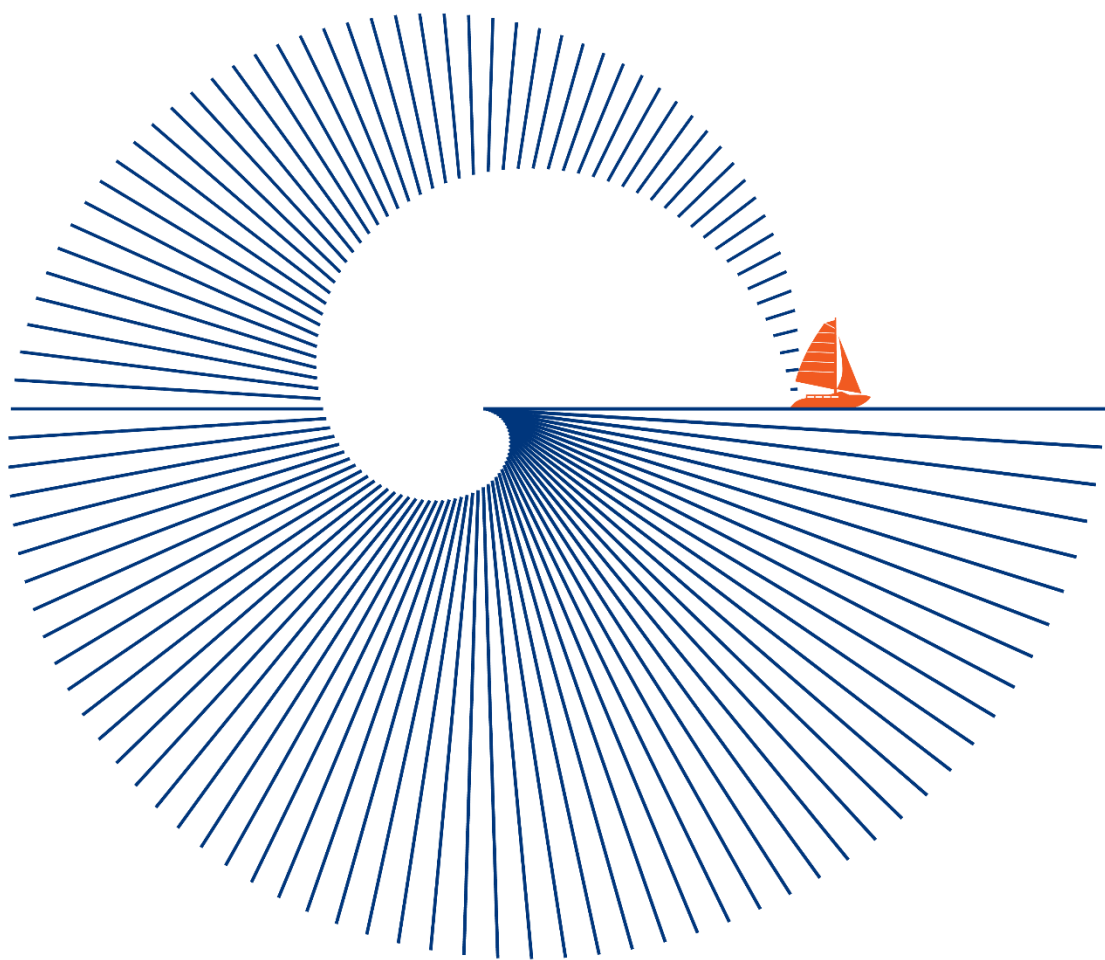
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

政經不確定添擾動，聚焦金融債
AI應用與基礎建設，通訊多題材
降息及避險需求升，黃金展望佳

3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置



1 投資策略

- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

拜登急流勇退，民主黨推賀錦麗再戰總統大位

- ▶ 總統辯論會與槍擊案後，共和黨的川普在全國與搖擺州民調最近幾週明顯領先，民主黨候選人拜登除遭受染疫外，面對選情明顯落後與內部逼宮的聲浪影響，於2024年7月21日宣布退出美國總統大選，同時表態支持現任副總統賀錦麗(Kamala Harris)成為民主黨總統候選人，若其當選將成為美國歷史首位女性總統。從大選民調來看，賀錦麗急起直追，但川普相對領先下，市場將聚焦民調與國會選情發展。
- ▶ 過往共和黨擔任總統時期，美股平均表現雖不如民主黨，倘若共和黨領政，國會分裂下美股平均表現較佳。考量當前川普民調領先，與能源、加關稅與限制移民相關政策與潛在財政赤字影響，預期美國GDP相對較低而通膨則較高，股市有利於傳統能源、通膨概念、非必需性消費與醫療等類股，留意赤字對長天期債影響，看好黃金吸引力。

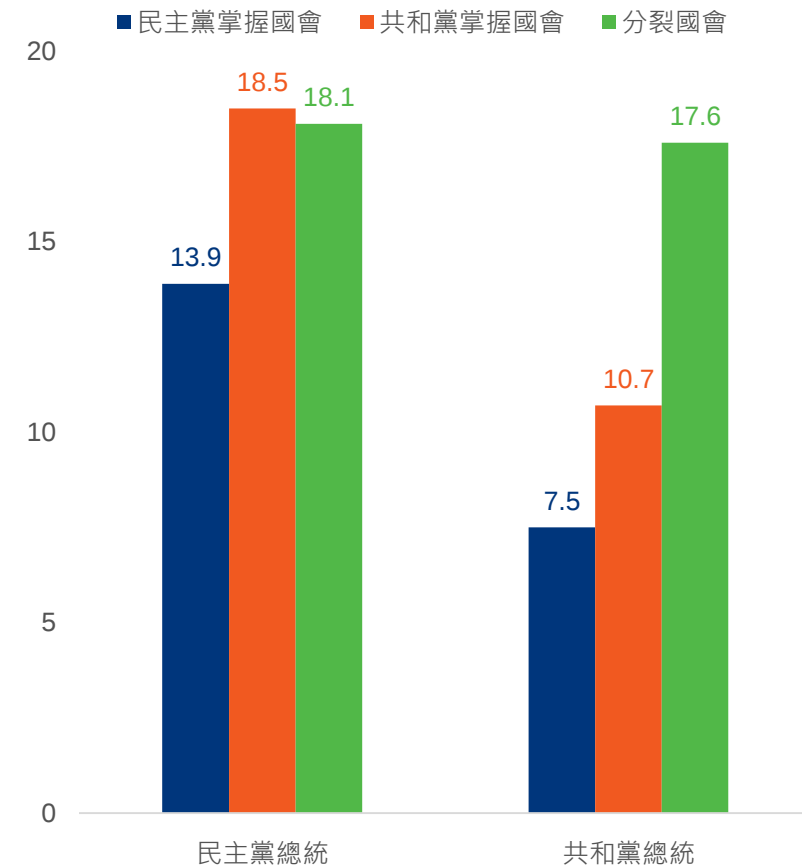
拜登退選，民主黨換賀錦麗上陣

美國總統大選民調支持度，%



共和黨領政、國會分治下，美股表現較佳

S&P 500年複合總報酬率，%



資料來源：Bloomberg、RealClearPolitics、凱基投顧，註：右圖為統計1949年至2023年兩黨總統在不同國會組合下，S&P 500年複合總報酬率

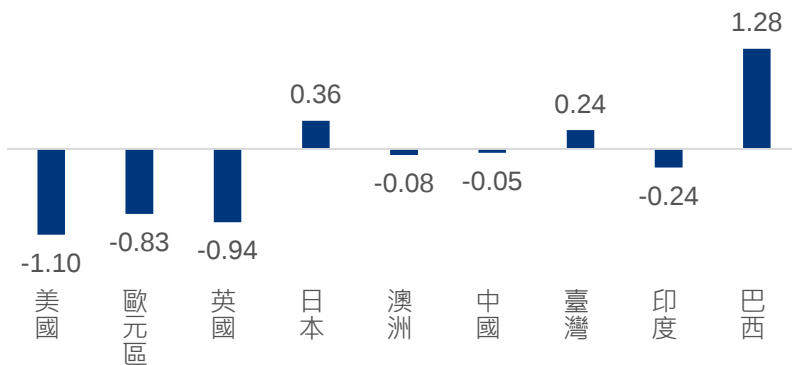
政策與政治擾動加重不確定性，預期美股震盪向上並防範波動

- ▶ 通膨趨緩、就業略見降溫，預期下半年美國景氣走弱、其他地區呈緩步回升。檢視主要國家通膨多持續降溫，歐洲已開啟貨幣政策寬鬆週期，8月將召開全球央行年會，市場預期未來1年主要國家政策利率多朝降息發展，為明年全球GDP成長動能下方支撐，然受到製造業、服務業復甦仍疲弱影響，預期各國家景氣後續仍呈分歧走勢。
- ▶ 金融環境偏寬鬆，股債波動仍偏低，延續風險性資產漲勢，但景氣降溫增添衰退風險，政局擾動漸升，英法大選皆變天，加劇當地金融資產擾動。時間漸近美國大選，統計過往大選時期，若執政黨輪替推升政經不確定與美股波動相關性，留意市場震盪加大。美國年底前具降息機會，減輕高利率對股市評價壓力，下半年AI需求持續挹注獲利，預期美股走勢震盪向上，以黃金與另類資產減輕市場波動。

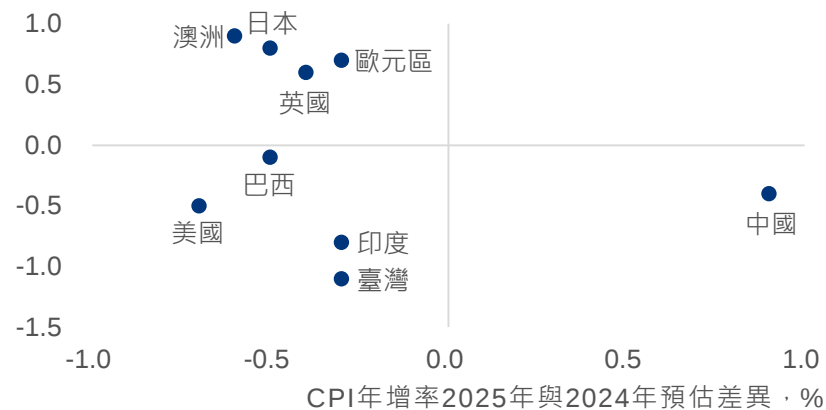
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

主要利率預估多下行，留意經濟動能趨緩

主要國家1年後政策利率預估變化(%)

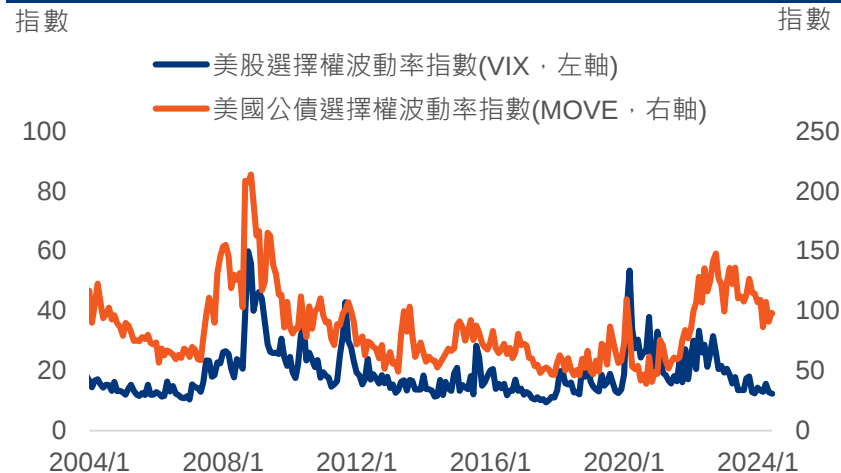


實質GDP年增率2025年與2024年預估差異，%

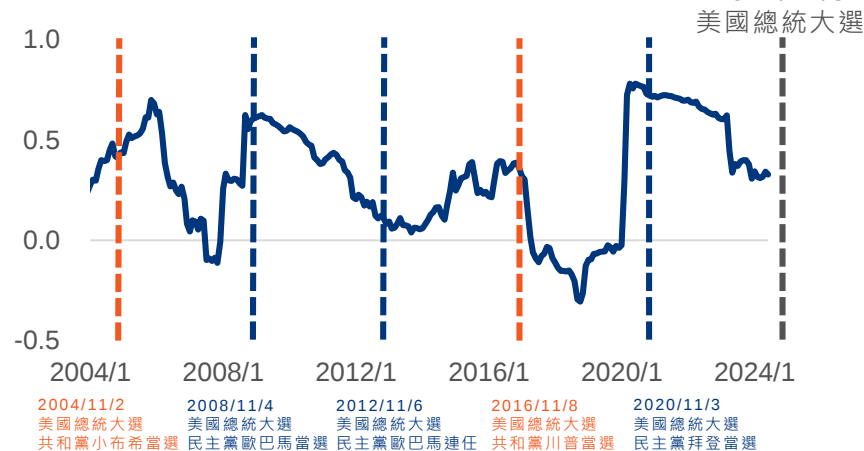


CPI年增率2025年與2024年預估差異，%

股債波動處相對低位，留意政治擾動風險



美國經濟政策不確定性指數與VIX指數相關係數



2024年8月
環球投資觀點



投資策略：美、歐股相對正向，美國降息預期，支持高信評債券與金價表現

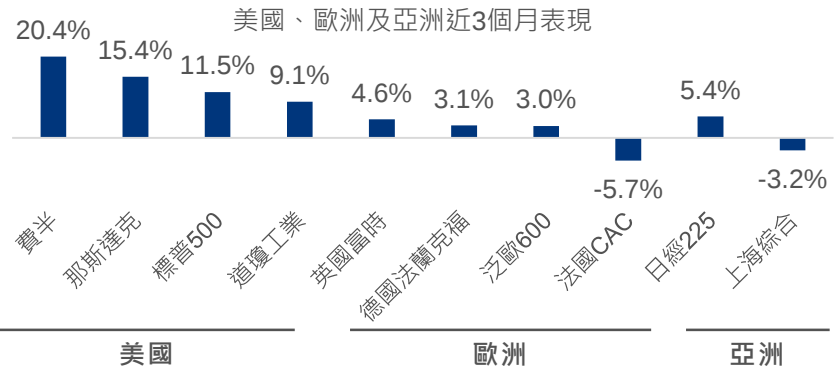
美國經濟持續朝軟著陸發展，推動市場降息預期，美國大選前美股維持震盪向上走勢。歐洲經濟基本面相對優於美國，企業獲利仍為歐股下方支撐。聯準會9月降息可能性持續走升，同步推升黃金與債市表現，後續需留意景氣下行對美國企業違約的負面影響，宜避開債信體質相對薄弱的非投資等級債。

	資產類別	減少	增加	展望說明
	美國政府債券			通膨持續趨緩，軟著陸路徑維持中性利率曝險，留意景氣下行風險，若就業持續惡化，再加碼中長期公債
	投資等級債券			美國投資級利差已多反應財務健康狀況，金融、通訊、公用事業等風險調整後利差等具相對投資價值
	非投資等級債券			美國景氣數據持續放緩，高利率增添違約風險，恐推升低信評債券利差，宜降低非投資級企業債曝險
	新興市場債券			新興債收益率略高於美國，新興市場外債比重降，有利降低與全球景氣循環連動性，留意美國經濟硬著陸風險
	美國股市			美國景氣與勞動市場降溫，通膨下降趨勢優於市場預期，降息預期有所提升，看法為偏多
	歐洲股市			歐元區GDP微幅上修，實質薪資上升，通膨持續下行，評價面具有吸引力，偏多看待
	日本股市			日本股市保證金買股倉位達18年新高，留意日本半導體的賣壓，觀察下半年經濟是否脫離萎縮，看法為中性
	新興亞洲			除馬來西亞外，其餘各國普遍維持在擴張水準，維持新興亞洲中立看法；印度選後不確定下降，仍看好長期發展
	美元			美國財政部增加美債發行人，美債餘額持續成長，導致美元內在價值貶值，全球霸權主導地位受挑戰，強度減弱
	日圓			隨著聯準會降息在即，日本銀行7月底公布縮減購買公債細節，美日利差開始縮小，將讓日圓止貶轉升
	黃金			市場對9月聯準會降息機率升至100%，加上美元強度減弱，新興市場央行與民間續購金，提供金價上漲動能
	另類資產			多空操作與股債相關性低的另類資產，具有降低市場波動功能，股市創高之際，可分散整體投組風險

股市回顧與展望 – 市場氣氛佳，經濟為關鍵，以防禦為主軸

- 近期市場受到美國部分科技股財報不如預期與可能對華晶片制裁出現回檔，歐洲除了法國受選舉而有震盪，其餘走勢溫和盤堅；日股先有支撐、後因半導體股而修正，中國仍受經濟疲軟而下跌。目前美股主要受多個因素影響，高檔震盪機率高，企業獲利表現雖佳，但評價面偏貴使上方賣壓變重，經濟面整體維持中性，經濟與勞動市場偏弱的因素被通膨回落抵銷掉。
- 後續可考慮於景氣下行時，以防禦較佳的布局為主軸，並兼顧具有成長性的健護、科技/通訊及消費/公用等類股，並視經濟走勢來調整持有的產業類型。以科技為例，在景氣較佳時，半導體及軟體等成長性較好而有機會擁較佳表現，然而若景氣下滑，則可布局具有剛性需求的通訊類股，因該產業相對具防禦特性，抵禦景氣下滑能力會比半導體及軟體好。

市場氣氛佳，後續關注景氣與勞動市場變化



股市主要影響因素		
偏正面 企業財報表現佳	偏中性 經濟偏弱但通膨回落	偏負面 評價面略偏貴

- | | | |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 市場分析師對標普500指數獲利預測佳 企業財報佳，且對於營運前景持續改善 展望正向包括獲利調整幅度、利潤率等 | <ul style="list-style-type: none"> 市場對美國經濟預測不如企業獲利強勁 經濟需要加速，但通膨不能同步走高 股市可能處於高檔震盪，但下行風險有限 | <ul style="list-style-type: none"> 風險溢酬自2002年以來首次變成負值 投資吸引力略降，回歸過往長期水平 科技股估值偏貴，但與科技泡沫仍有距離 |
|--|---|--|

視景氣狀況調整類股，並以防禦為主軸

景氣下行時，防禦型成長股為基本配置

醫療健護	科技/通訊	消費/公用
經濟較佳 - 製藥 - 生技 - 生命科學	- 軟體與服務 - 半導體設備	必需消費
經濟較弱 醫療設備與服務	通訊服務	公用事業

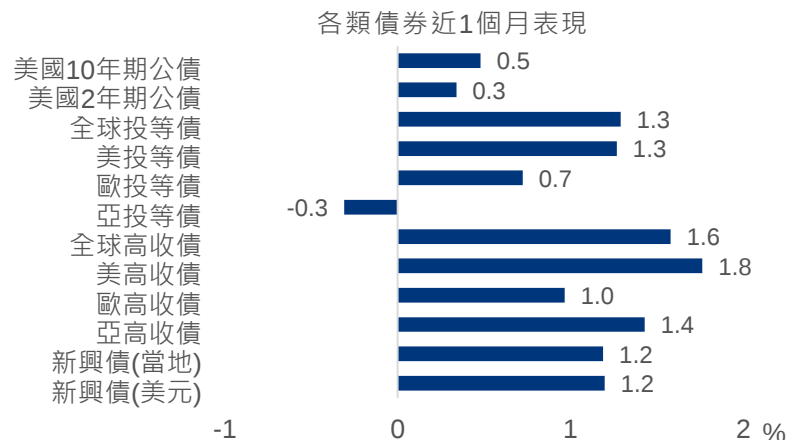
資料來源：Bloomberg、Electoral Ventures，資料截至2024年7月18日

債市回顧與展望 – 美國降息預期仍在，支持高信評債券表現

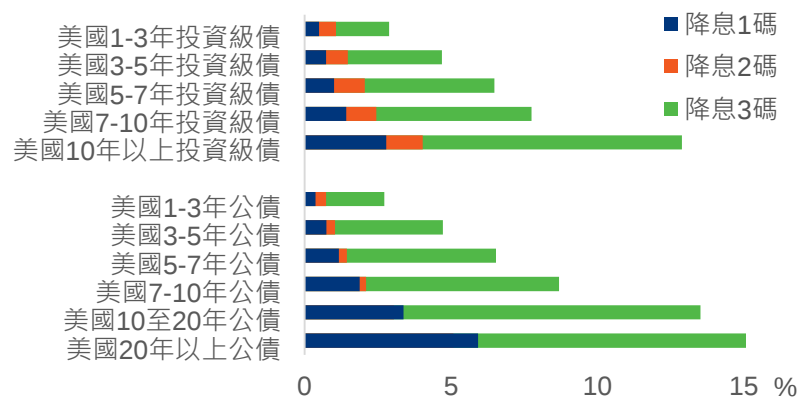
- 近期美國景氣趨緩與主席鴿派談話，市場維持今年聯準會9月啟動降息預期，近月債券市場多走揚。檢視前次2019年實際降息，各天期高信評債券表現，可發現：(1)美國公債僅有利率曝險，報酬表現相對投資級債較佳，(2)存續期間越長與降息幅度越大者，報酬表現相對較佳。考量就業仍穩健，預期聯準會降息前，可先把握中天期債券鎖利機會，待就業放緩後，再增加長天期債配置。

- 美國11月總統大選將至，共和黨候選人川普在辯論會後民調持續領先，反應在金融、探勘能源生產等債券利差收斂幅度較佳。統計2004年以來美國總統大選前後，企業債券中位數表現來看，債信穩健的美國投資級債券相對優於非投資級債券。考量過往美國大選前6個月，市場波動有放大情況，以體質較佳的大型龍頭企業債券為首選。

降息預期推動債市表現

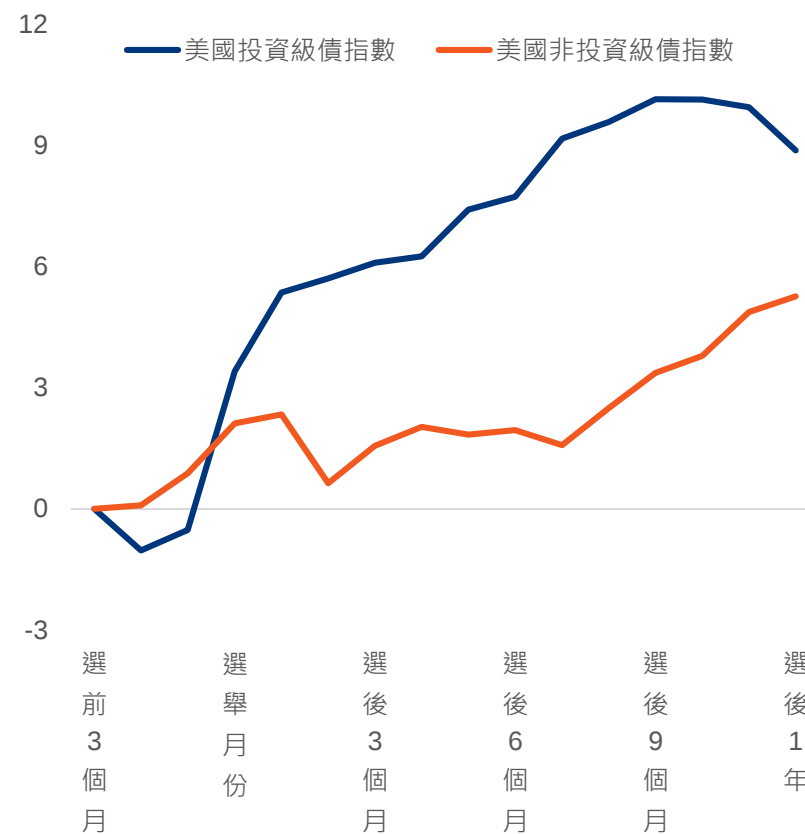


2019年7月至2020年3月實際降息總報酬表現



過往美國大選後，高信評債券表現相對佳

2004年以來美國大選前後美國企業債券報酬中位數表現，%



資料來源：Bloomberg，註：左上圖資料截至2024年7月17日，右圖統計2004年、2008年、2012年、2016年、2020年等美國大選年度前後企業債券表現。

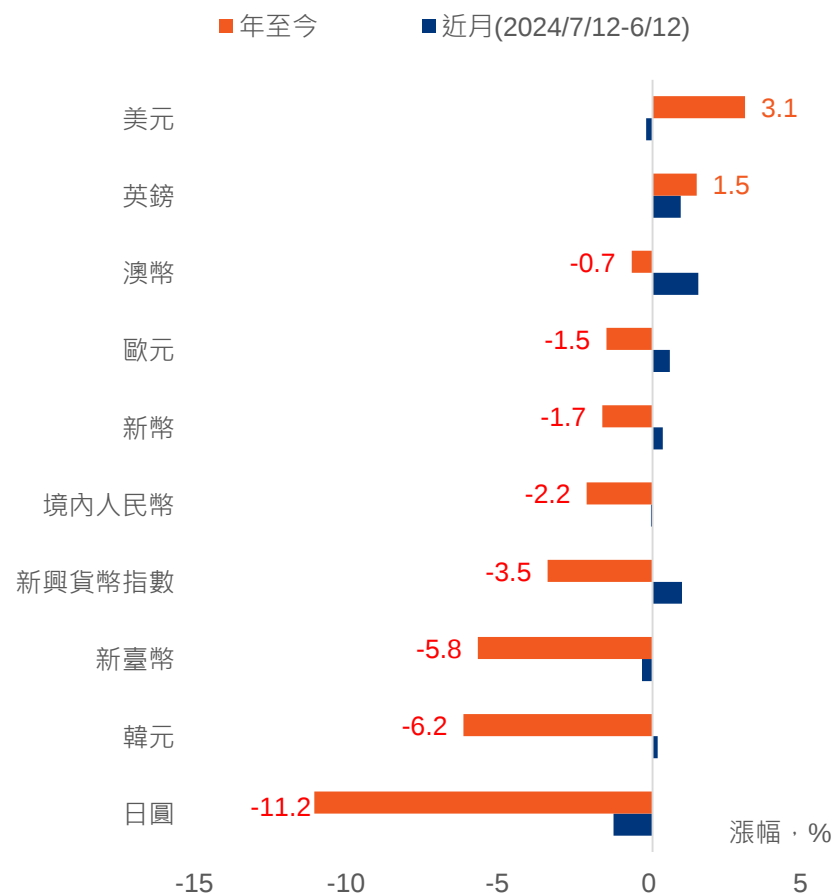


匯市回顧與展望 – 英歐政治紛擾暫歇，歐系貨幣反彈

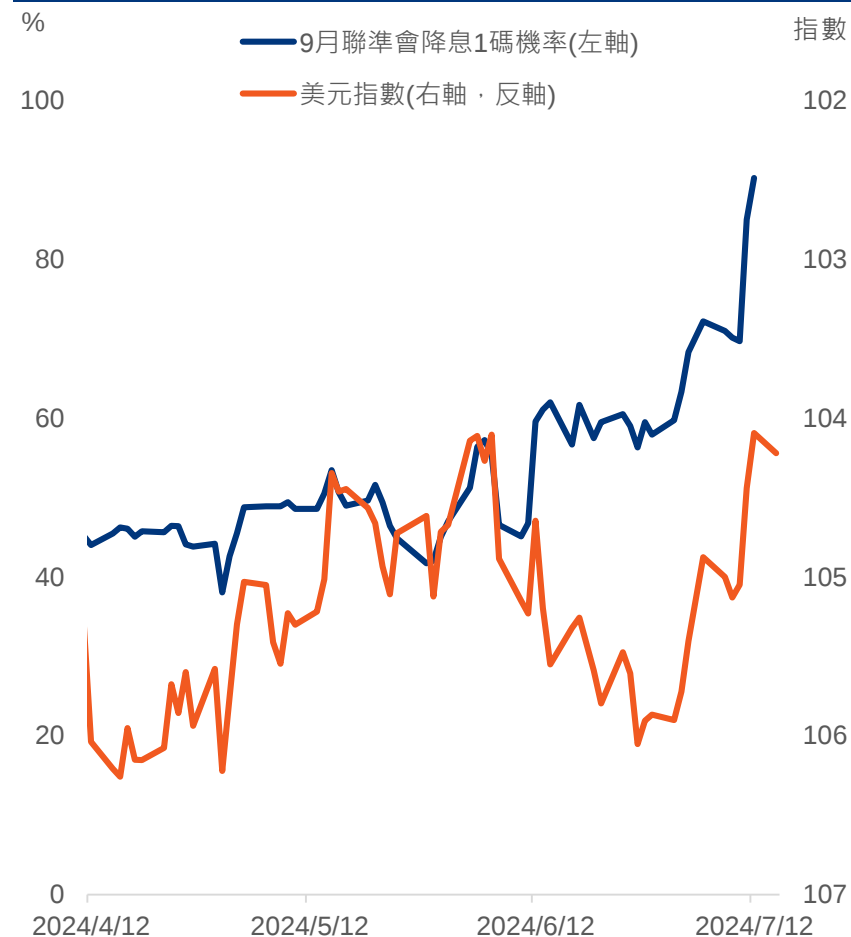
- ▶ 隨法國國會選舉結束，無一政黨單獨過半，將成立聯合內閣，法國政治光譜雖不致右傾，但原先的改革政策及削減赤字目標，未來施行難度上升，一度使法股、歐股震盪，歐元走弱。但市場逐漸消化政治不確定性，並認為選舉之後，法國與歐盟關係不會大幅改變，總統馬克宏仍將掌握對歐洲事務、外交政策和國防決策，歐元展開反彈。
- ▶ 英國工黨取得國會多數，和保守黨差距懸殊，預期未來政府相對穩定，英鎊風險溢價下降，近月回揚，市場預期英國央行8月降息機率高。歐洲政治紛擾暫歇，美國總統大選不確定性猶存，市場對9月聯準會降息預期升溫，美元指數出現轉弱跡象；考量美歐兩地公債利差仍大，短期對美元指數高位有撐，預期越往年底，隨美國降息幅度更明確，及對美國財政赤字擔憂加劇，美元指數強度漸弱。

資料來源：Bloomberg，資料截至2024年7月12日

英歐政治紛擾暫歇，歐系貨幣反彈

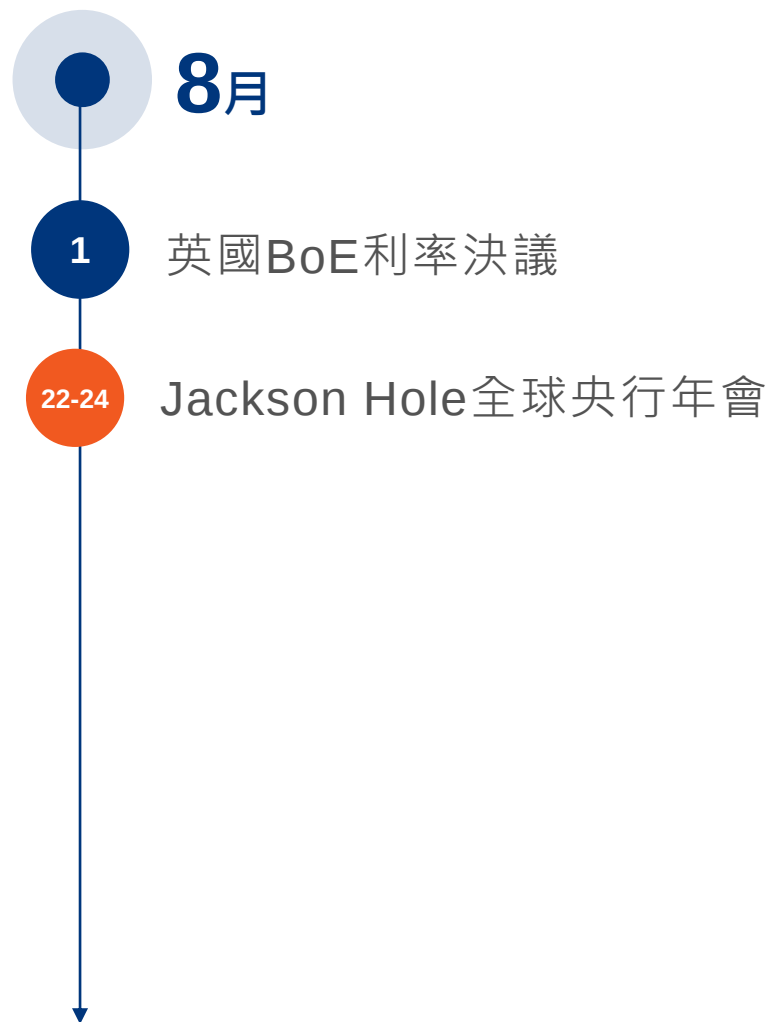


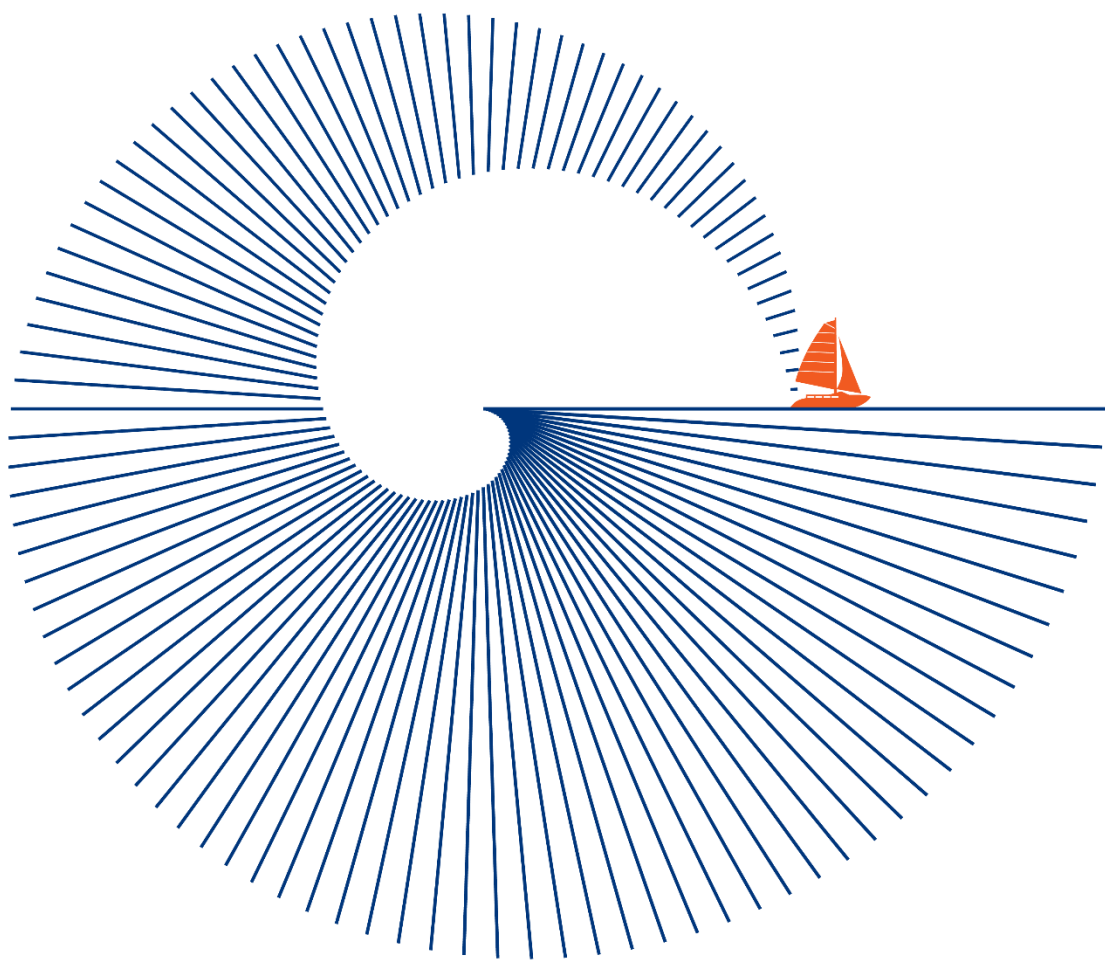
聯準會9月降息機率升高，美元強度轉弱



重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件





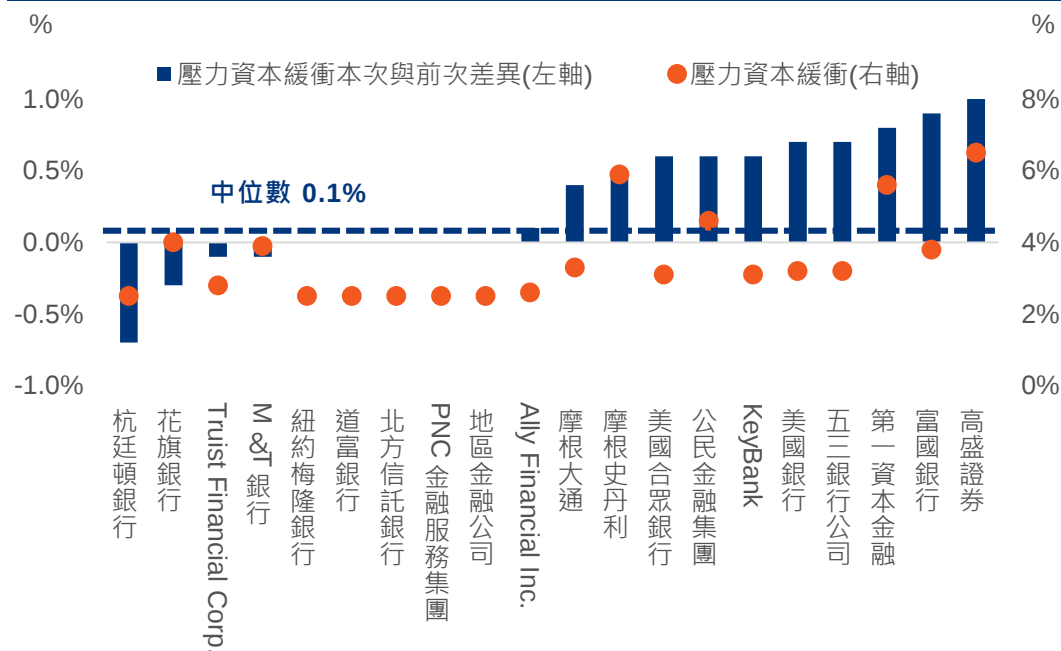
2 投資主題

- ▶ 政經不確定添擾動，聚焦金融債
- ▶ AI應用與基礎建設，通訊多題材
- ▶ 降息及避險需求升，黃金展望佳

美國銀行壓力測試出爐全過關，留意資產評價修正影響

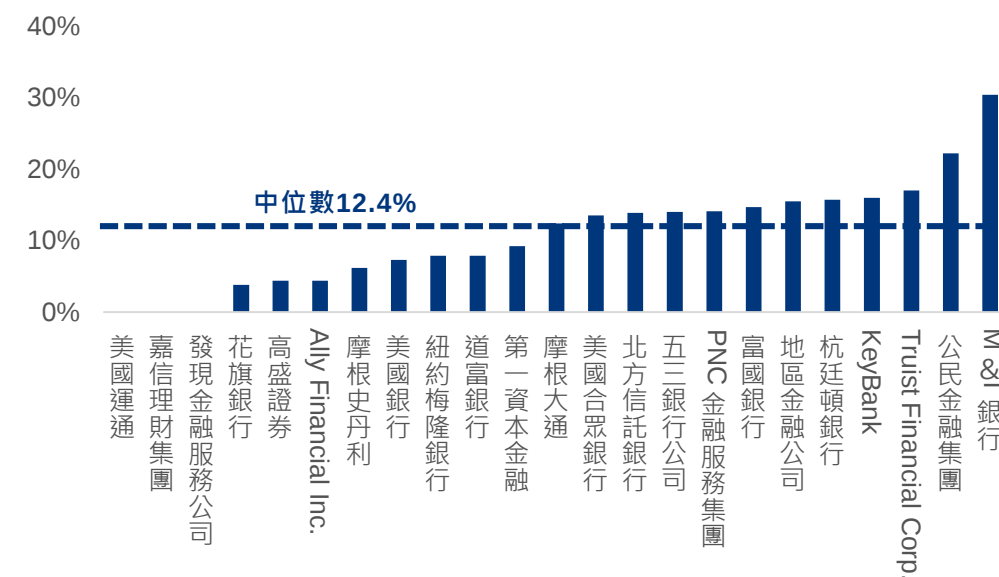
- ▶ 聯準會公布銀行壓力測試結果全數過關，參與調查的美系銀行壓力資本緩衝(SCB)中位數較前次測試增加約10個基點，其中高盛證券、富國銀行與第一資本金融的增幅相對較高，主要受非利息收入較低、較高的費用與貸款損失率影響。考量美國當地銀行處於去年更嚴苛壓力測試環境並展現韌性，銀行仍保留充裕資本抵禦嚴重衰退。
- ▶ 本次壓力測試情境，商用不動產跌價損失率平均達17.6%，留意高商辦曝險者。聯準會另針對融資壓力與市場衝擊，如利率上行與景氣衰退下避險模式等情境測試，對8家全球系統性重要銀行資本僅影響1%至2%有限，面對各種金融風險發生，預期美國當地銀行仍以大型銀行首選。

美系銀行測試後壓力資本緩衝較前次微幅增加



留意商用不動產對資產評價修正壓力

商業不動產貸款和租賃佔比, %



資料來源：Bloomberg · Fed · 2024年7月10日，註：壓力測試極端情境指假定經濟嚴重衰退，仍達到最低資本要求的經濟環境，如實質經濟成長率從峰值至低谷下滑8.5%，辦公室空置率大幅增加，商業不動產價格降40%，房價下跌36%及美國失業率上升6.5%至10%，股價下跌55%等假設情境。壓力資本緩衝(Stress Capital Buffer, SCB)為各家銀行表現將決定要預留多少資本，應付經濟低潮時的可能損失。

法國提前大選添市場擾動，聚焦法系銀行債

- ▶ 歐洲議會選舉變天，法國總統馬克宏宣布提前國民議會選舉，市場先前擔憂極右翼取得勝選恐造成財政問題擴大，投資人過度拋售法國金融資產導致歐洲股債修正，推升法德公債利差來到2017年後高位。第一輪投票由極右派領先但無任一政黨獲得過半的絕對多數，第二輪投票出現逆轉，改為左派領先，中間派次之，極右派第三，預期無共治僵局與沒有絕對多數席次，將進行組成聯合政府，減緩法國政治不確定性。
- ▶ 檢視法國當地企業債券，金融債已開始反應法國提前議會選舉的政治擾動，法國銀行信用利差溢價逼近歷史高點，政治擾動將提供法系銀行債券利差空間。此外，法國大型銀行對當地主權債曝險相對同業仍低，與其他法系銀行相比，預期風險進一步擴大可能性相對有限。

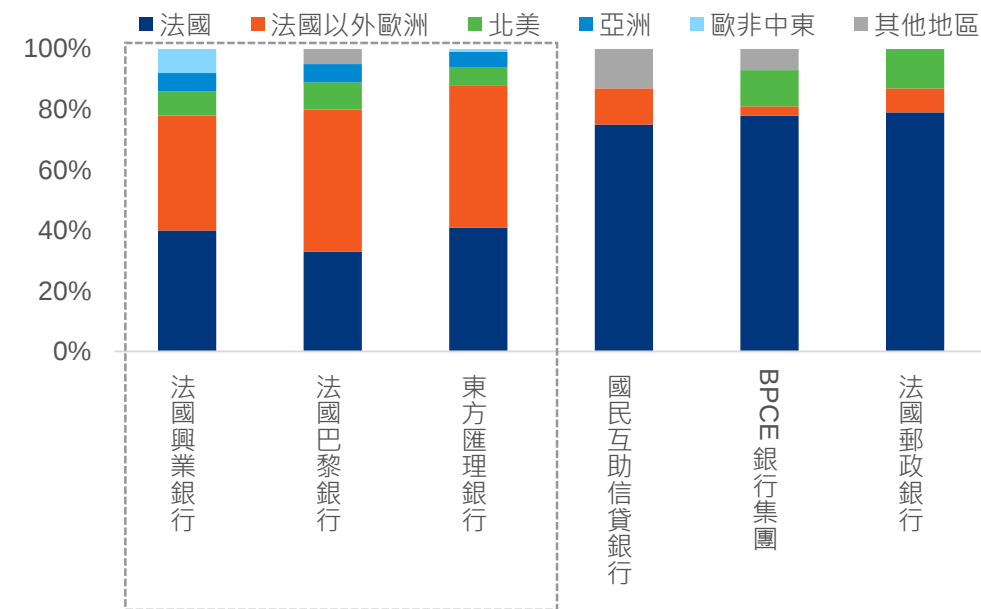
法德利差一度升至2017年以來新高

法國減德國10年公債利率利率差異，bps



法國大型銀行境內營收比重相對同業分散

2023財年營收來源分布，%

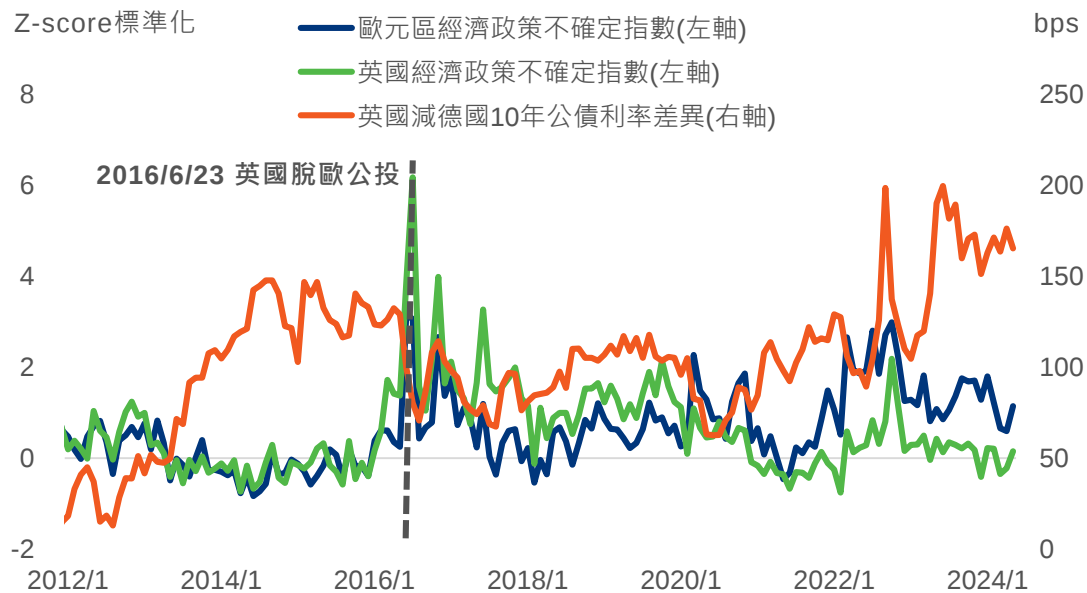


資料來源：Bloomberg · 2024年7月10日

以英國脫歐為例：大選投票日為利空出盡時

- ▶ 英國於2016年6月23日舉行脫歐公投，結果為52%的選民支持脫歐，投資人擔憂英國脫歐可能加深與歐陸貿易壁壘，投資、資金流動性與就業下滑，英國財政部預估經濟成長率恐下滑3.6%至6.0%，英國脫歐造成政經不確定性升溫，英國主權信用評等遭信評機構降評，英國與德國間公債利差持續上行加重融資成本。
- ▶ 2020年1月31日英國正式脫離歐盟，市場擔心身為金融中心的倫敦將遷至法蘭克福、巴黎等歐洲城市，然政府機關統計，實際脫歐後倫敦僅減少7,500個金融職位遠低於原先預期8萬個，當時英國央行另評估無協議脫歐後，當地銀行皆通過壓力測試，CDS走勢亦反映英國金融業穩定度。

英國脫歐後，政經不確定性回落



英國銀行信用違約交換於公投前後先升後降



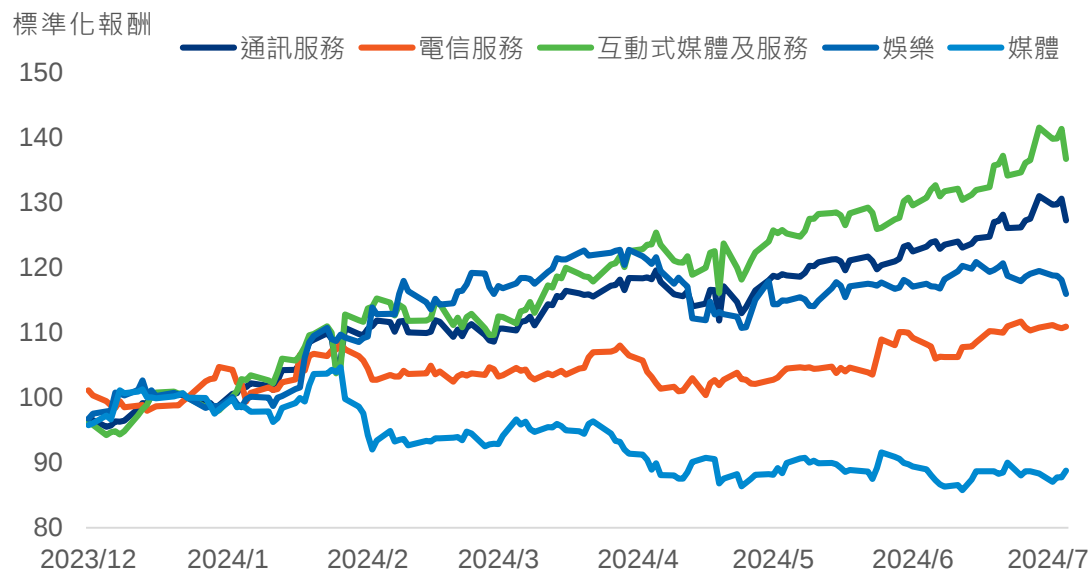
資料來源：Bloomberg · 2024年7月10日



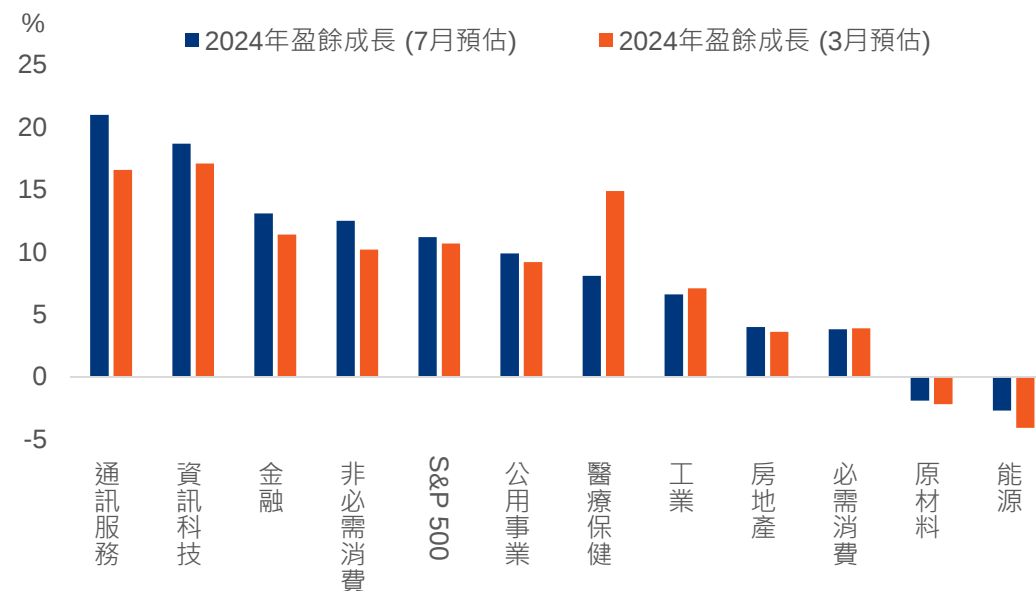
通訊服務漲幅受次產業帶動，盈餘成長預估超過資訊科技

- 美國通訊服務產業年至今漲幅約17%，表現為標普500指數中前列。分析其分項，主要受到次產業當中的互動式媒體與服務拉動，其中主要為大型權值股Google與Meta，表現最差為媒體(新聞集團為主)，另外觀察到電信服務近期表現轉強，可能受惠於AI帶來的基礎設施投資，與成本改善。
- 由Factset觀察標普500指數盈餘表現，7月通訊服務盈餘預估較過去3月時大幅上修，且超過過去盈餘成長預估最強的資訊科技。資訊科技、金融、非必需消費上修幅度次之，醫療保健則大幅下修成長性，顯示通訊服務的基本面仍強勁。

通訊服務今年漲幅主要透過互動媒體與服務拉動



通訊服務盈餘成長超越資訊科技，標普500產業中最強



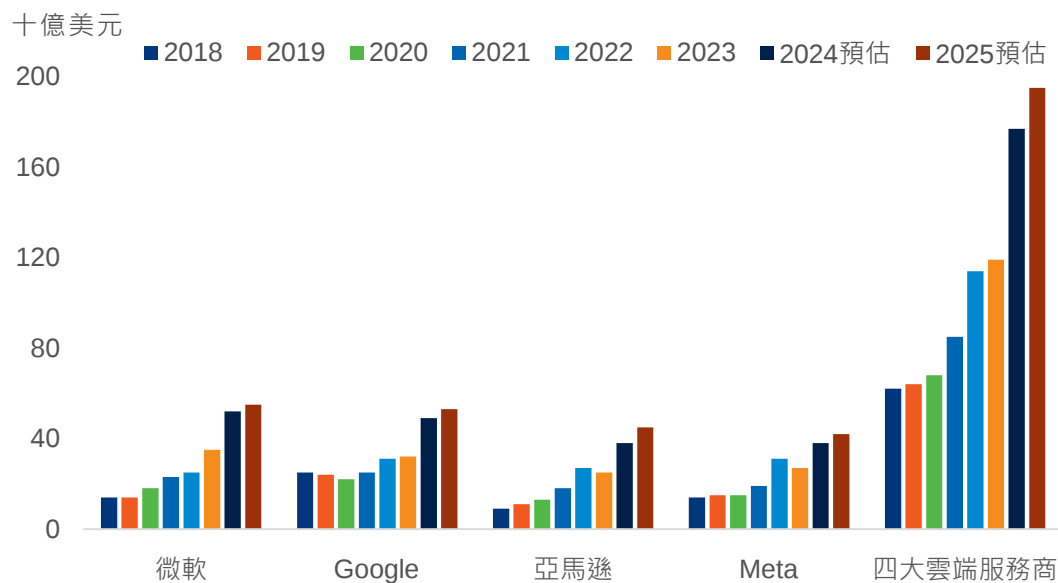
資料來源：Bloomberg(左圖)、Factset(右圖)



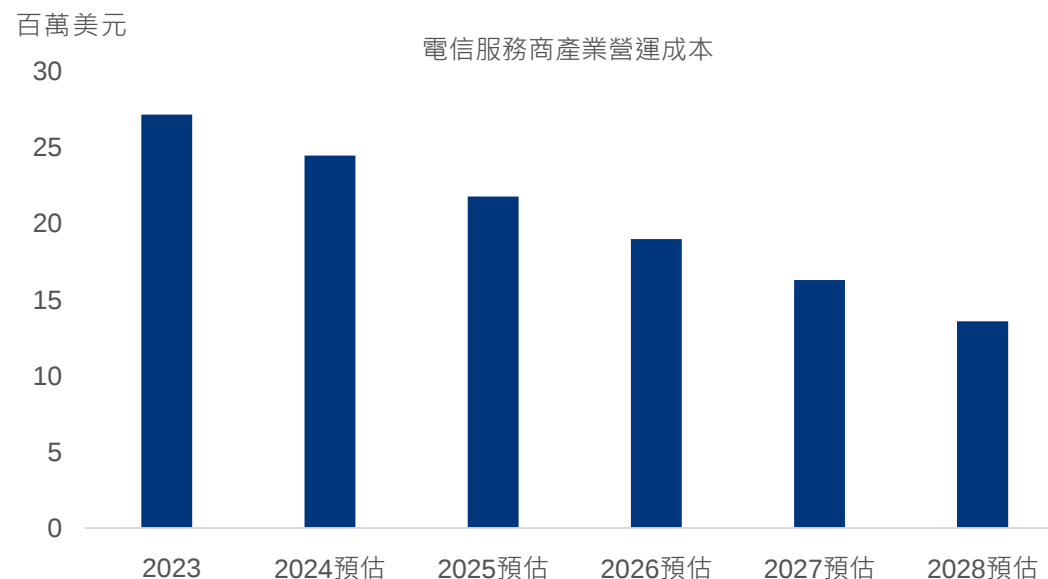
除受惠雲服務商增長，資料中心對外連接漸有利電信運營

- ▶ 在生成式AI對算力的強勁需求，美國四大雲端服務商大幅增加資本支出投入，2024年預計投入達1,770億美元，年成長48.7%，2025年達1,950億美元。其中，微軟與Google的年資本支出高達500億美元，第二梯隊亞馬遜與Meta達400億美元。
- ▶ 除了雲端服務商獲利外，市場過去著重在資料中心內部算力供給的獲利，近期不論數據中心間光學交換與連接的成長，或是邊緣運算與AI PC應用增加，市場看到外部電信運營商的營收成長潛力。且隨AI運用，高盛採用麥肯錫預估模型，估計以威瑞森與AT&T為首的電信服務商，在未來五年的營運成本將有機會下降一半，將使獲利進一步提升，有利市場估值。

四大雲端服務商今明兩年投入大量資本支出



高盛估計5年後AI節省美電信服務業者成本超過一半

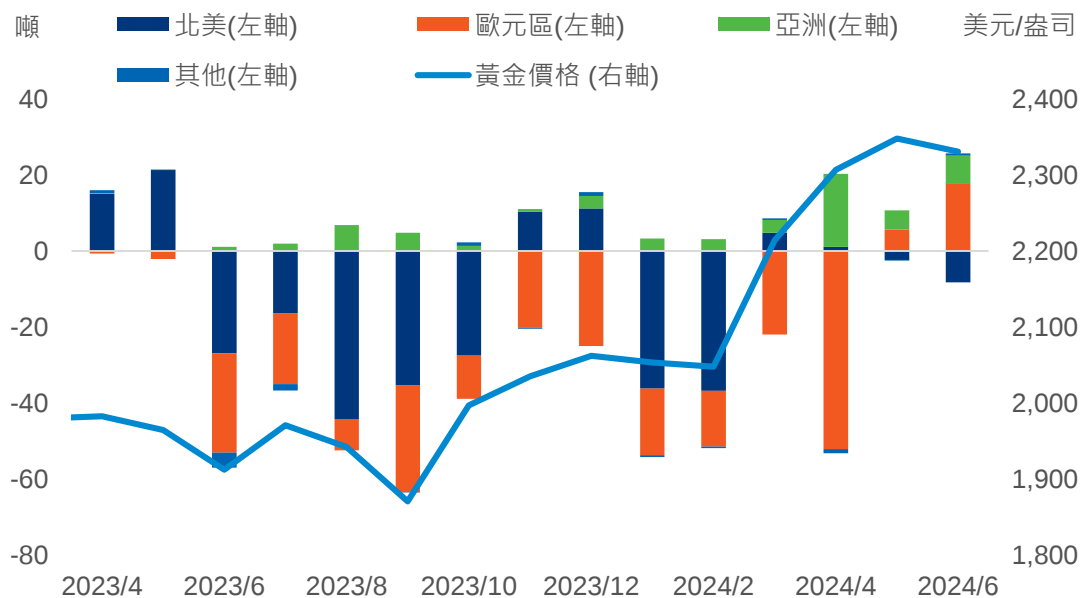


資料來源：高盛預測，右圖高盛以美國大型電信服務商VZ、T、TMUS、CHTR、ATUS、FYBR之營運成本進行估計

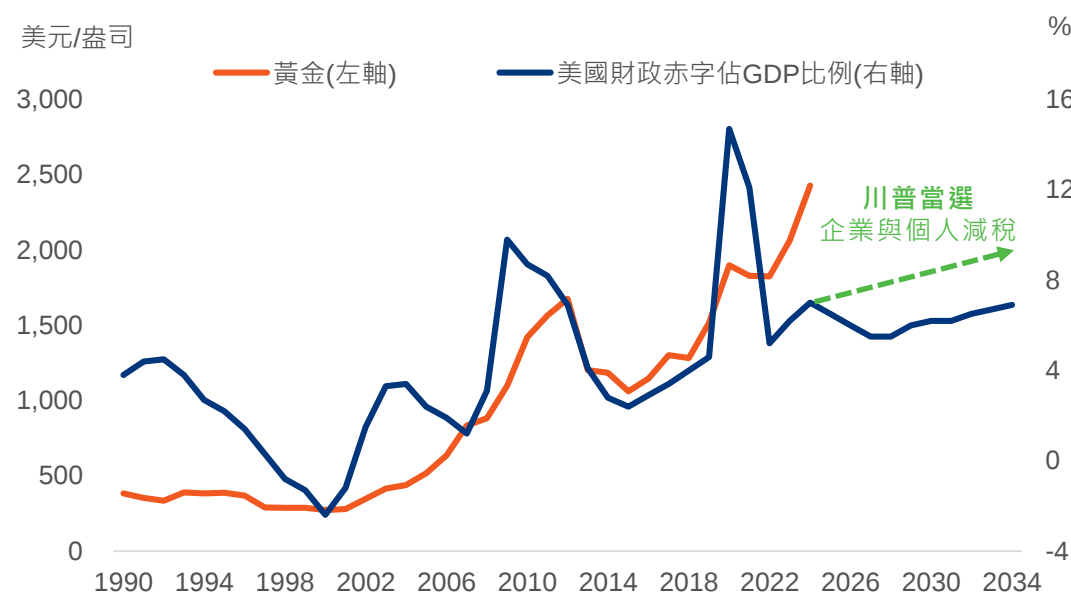
利率即將轉向與川普可能當選，對黃金有利

- ▶ 歷史資料顯示，黃金和利率呈現高度負相關，利率轉弱的歐洲與利率偏低的亞洲，近期可見黃金ETF持續流入。自歐洲央行5月降息以來，歐洲黃金ETF資金明顯增加，此趨勢可望隨歐洲央行持續降息而延續，為黃金提供上漲動能。此外，儘管市場已多數消化今年聯準會可能降息1碼的預期，但隨著美國經濟數據轉疲，市場對今年聯準會降息幅度上調，對金價有利。
- ▶ 美元指數與黃金呈反向變動，美國政府的信用與償債能力，影響美元強弱。當美國財政赤字佔GDP比例上升，市場對美國償債能力質疑，使美元轉弱。隨川普當選機率上升，其主張企業與個人減稅，或使財政赤字惡化(2017-2020年任期內赤字佔GDP也攀升)，推升近期金價上漲。

黃金ETF持續流入，並以歐洲、亞洲最明顯



美國財政赤字惡化，可能進一步推升金價上漲



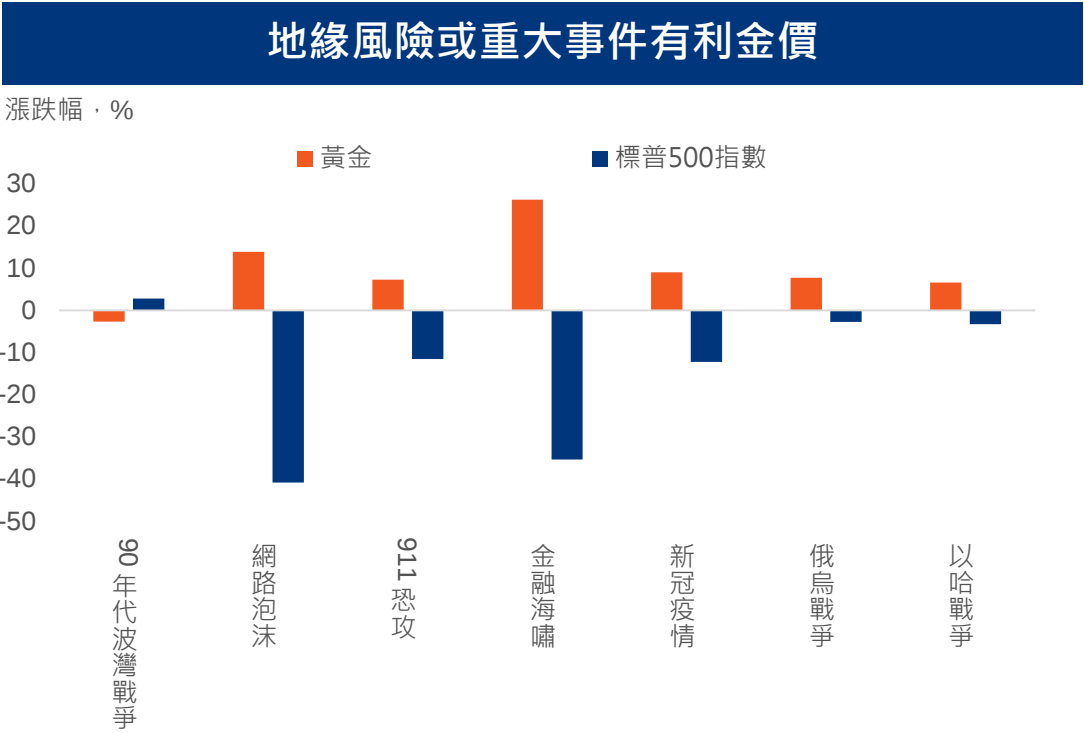
資料來源：World Gold Council、Bloomberg、凱基證券整理



黃金展望佳

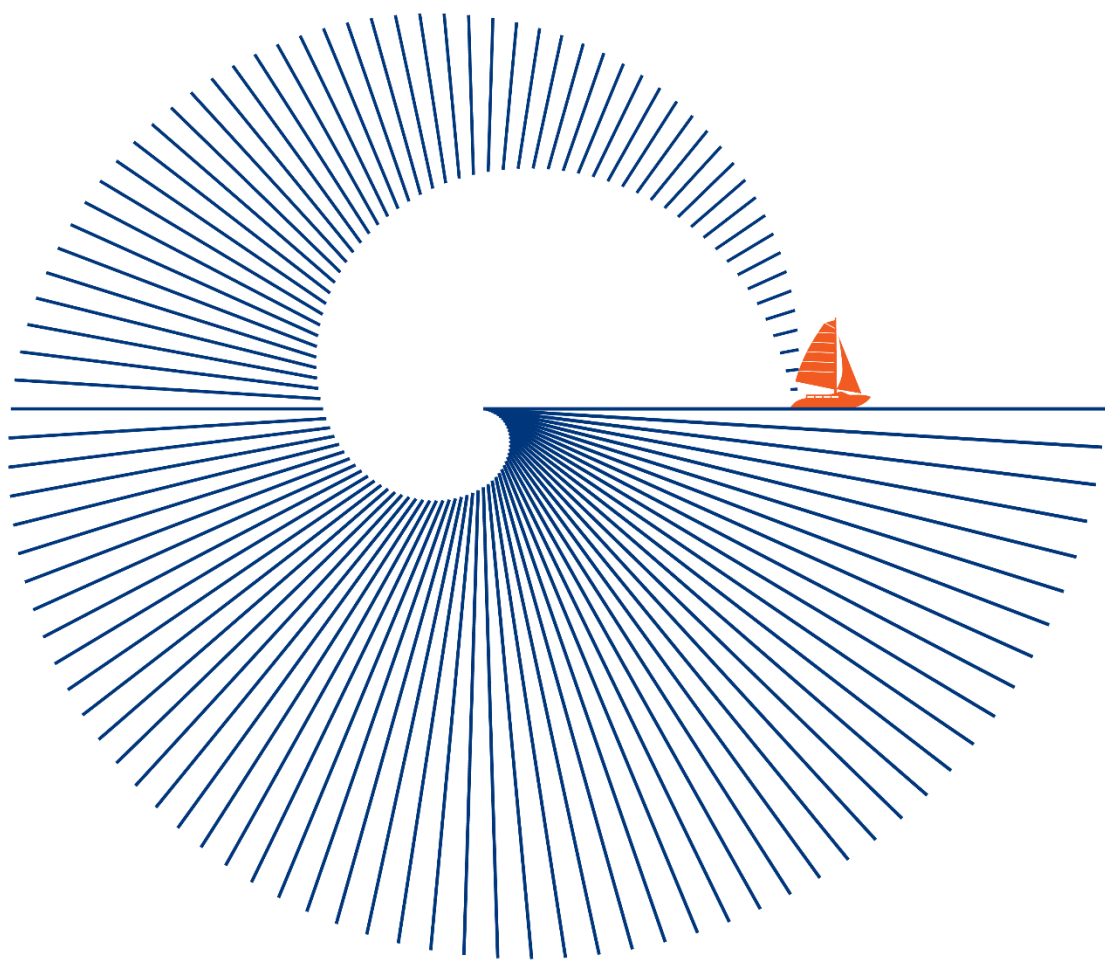
避險需求推升金價，下半年黃金展望佳

- ▶ 全球各地武裝衝突頻繁、全球化進程受阻，民族、民粹主義抬頭，令全球不穩定的經濟雪上加霜。地緣政治風險難測，世界黃金協會估計地緣政治風險指數(GPR)每上升100點，將推升金價上漲2.5%。此外，全球股市來到相對高位，過去當重大事件或地緣風險使美股大跌時，黃金都呈反向變動上漲。
- ▶ 考量影響黃金的因子眾多，現階段經濟以軟著陸機率較高，預期黃金在美元、美債殖利率將下滑環境，以及新興市場央行與民間持續購金，黃金仍有上漲空間，若未來景氣衰退可能激勵金價漲幅更明顯。建議可以黃金作為分散資產的多元化配置，因應下半年金融市場不確定性上升。



降息、央行購金等多項因素，黃金展望佳				
預期經濟情境		軟著陸		偏向衰退
經濟活動		景氣放緩後再溫和改善		2025年景氣衰退風險上升
預估聯邦基準利率		5%-5.25% 年底前降息兩碼		降息兩碼以上
持有黃金機會成本	美國10年期公債利率小幅下滑			美國10年期公債利率大幅下滑
	美元指數高檔震盪，小幅下跌			美元指數因避險需求上漲
風險與不確定性	頑強的通貨膨脹			通膨下降但高於目標
	風險偏好上升			避險氛圍
	地緣政治風險驟增			地緣政治風險上升
趨勢動能	央行大幅購金			央行大幅購金
	大宗商品小幅下跌			大宗商品遭拋售
	黃金期貨部位處高位			黃金ETF和期貨部位淨增持
預期黃金表現	小幅上漲		大幅上漲	
對黃金的影響	正向		中性	負向

資料來源：World Gold Council、Bloomberg，凱基證券整理



3 資產配置

- ▶ 資產類別建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 投組配置建議
- ▶ 核衛配置建議

資產類別建議 – 區域

▶ 美國軟著陸機率高，企業財報高比例優於預期；歐洲經濟及薪資成長佳，支撐歐股表現；新興市場以印度較佳，中國消費不振

● 前月看法

看空

中立

看多

綜合評論

區域	美國股市		美國景氣與勞動市場降溫，通膨下降趨勢優於市場預期，降息預期有所提升，看法為偏多
	歐洲股市		歐元區GDP微幅上修，實質薪資上升，通膨持續下行，評價面並具有吸引力，看法為偏多
	日本股市		日本股市保證金買股倉位達18年新高，留意日本半導體的賣壓，觀察下半年經濟是否脫離萎縮，看法為中性
	中國股市		中國消費低度成長情形並未實質改善，固定投資及房地產下行壓力未減，維持中立看法
	臺灣股市		臺股漲幅過大且評價較高，諸多利多消息都已被消化，暫時以防禦性操作，看法為中立
	新興亞洲		除馬來西亞外，其餘各國普遍維持在擴張水準，維持新興亞洲中立看法；印度選後不確定下降，仍看好長期發展

資產類別建議 – 產業

▶ 資訊科技、通訊及非必需消費年至今漲幅大，留意回檔修正風險；增布具防禦特性的醫療、必需消費及公用事業類股

看空 中立 看多 • 前月看法					綜合評論
產業	非必需消費		產業獲利成長減速，消費者支出受高利率影響，且評價相對昂貴，整體維持中立看法		
	必需消費		營收及獲利相對穩定支撐表現，且在景氣疲軟及消費信心低迷時具防禦特性，維持偏多看待		
	能源		地緣風險等供給面擔憂有助支撐油價，但美國經濟若放緩將使需求減少，看法為中立		
	金融		殖利率曲線趨陡有利獲利改善，近期銀行貸款條件轉寬鬆，後續觀察放款是否回升，維持中立看法		
	醫療保健		企業營收及獲利優於預期比例高，且產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法		
	工業		近期製造業需求呈現弱復甦，然而經濟朝軟著陸發展有助企業資本支出擴張，維持中立看法		
	資訊科技		近期AI回溫，評價相對已偏貴，留意短期回檔風險，然而中長期晶片、電腦及資料運算趨勢不變，看法為中立		
	通訊服務		AI推動類股表現，業務持續強勁，加上傳統電信服務具防禦特性，維持偏多看法		
	原物料		原物料市場有觸底回升跡象，且評價面具有吸引力，然而中國經濟及房市持續低迷，整體維持中立看法		
	房地產		房市需求有回升，價格亦走高，關注後續利率環境變化對需求的影響，整體而言維持中立看法		
公用事業		長期有能源轉型利多，短期受AI發展及政策支持能源需求，且產業具防禦特性，維持偏多看法			

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會即將展開降息，美國公債、高信評債逢高鎖利，並以中天期債為主；美元強度減弱、舒緩非美貨幣貶值壓力

看空

中立

看多

• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券		通膨持續趨緩，軟著陸路徑維持中性利率曝險，留意景氣下行風險，若就業持續惡化，再加碼中長期公債
	投資級債券		美國投資級利差已多反應財務健康狀況，金融、通訊、公用事業等風險調整後利差等具相對投資價值
	非投資級債券		美國景氣數據持續放緩，高利率增添違約風險，恐推升低信評債券利差，宜降低非投資級企業債曝險
	新興市場債券		新興債收益率略高於美國，新興市場外債比重降，有利降低與全球景氣循環連動性，留意美國經濟硬著陸風險
商品	原油		中國能源需求放緩，夏日美國需求旺季支撐油價處於高檔，中性看待
	黃金		市場對9月聯準會降息機率升至100%，加上美元強度減弱，新興市場央行與民間續購金，提供金價上漲動能
貨幣	美元		美國財政部增加美債發行量，美債餘額持續成長，導致美元內在價值貶值，全球霸權主導地位受挑戰，強度減弱
	歐元		歐元區雖已展開降息循環，但速度緩慢，聯準會也即將降息，加上英、法大選已結束，政治不確定性降溫，歐元反彈
	日圓		隨著聯準會降息在即，日本銀行7月底公布縮減購買公債細節，美日利差開始縮小，將讓日圓止貶轉升
	人民幣		中國景氣持續放緩，人行再度降息、釋放流動性，使人民幣偏弱整理；惟美元強度減弱，讓匯率貶幅縮小

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批建立部位

- ◆ 逢利率彈升分批增持中天期債券，鎖利同時增加未來資本利得機會
- ◆ 剩餘資金分批投入優質股、歐股，定期定額成長股、科技、醫療護理、民生必需

4 既有部位檢視

- ◆ 檢視資產股債比例、單一國家/產業/公司集中度、債券評等分布是否符合投資人現況
- ◆ 比重較高者，可調整至平衡型基金、投等債基金/ETF，降低波動並享息收



1 資產配置再平衡

- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中天期投等債或投等債ETF，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持基本面不佳中小型股，並檢視單一持股比重，降低整體風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型基金或投等債ETF，調整股債比

投組配置 – 市場波動放大，股債平衡配置提升投組穩定度

- ▶ 美國景氣趨緩但具韌性，惟美國大選政治紛擾仍存，且科技股漲多回檔風險上升，建議檢視調整股債比例，穩定投組並提高整體資產風險報酬。
- ▶ 市場變動時期，股權部份以成熟國家大型優質股為主，並留意勿過度集中單一個股、產業或題材；新興市場中印度可適度布局。
- ▶ 景氣朝軟著陸發展，建議布局信評A至BBB級之中天期投資級債，鎖利同時參與債信改善機會。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議

現金

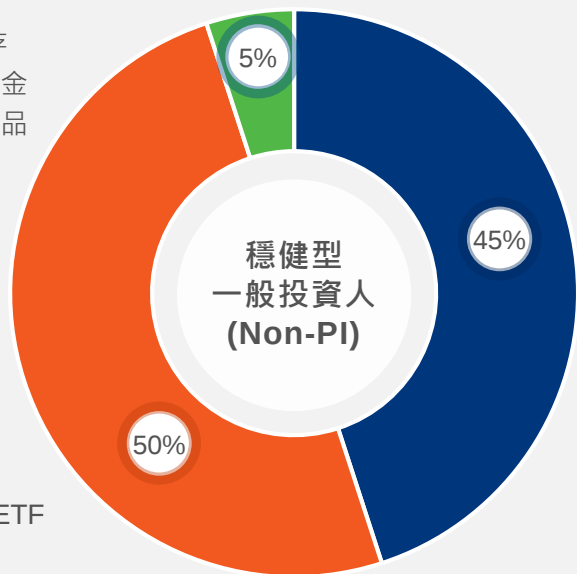
活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

全球股
印度衛星配置

債券

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

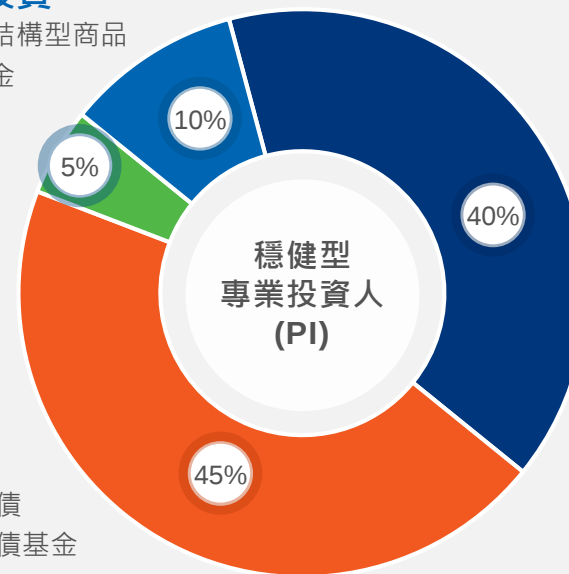
活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

美股
歐股
印度

債券

投資等級債
投資等級債基金

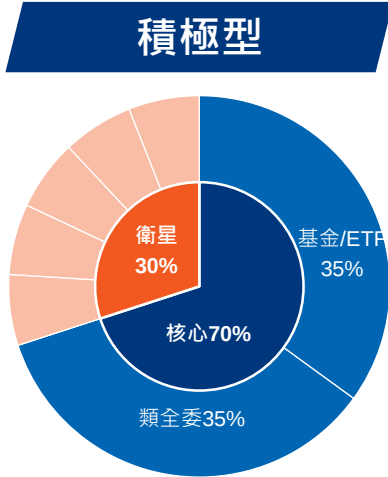
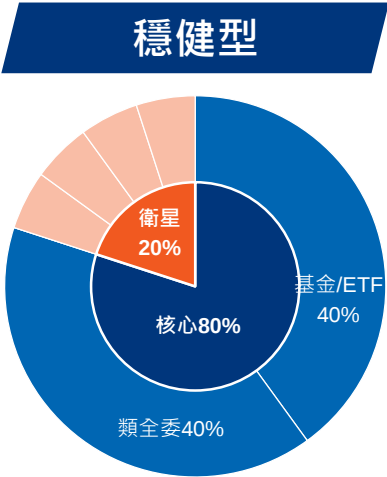
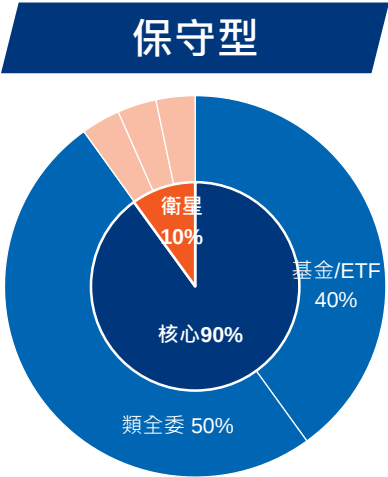


[專業投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券40%、現金0%、另類10%



核衛配置建議

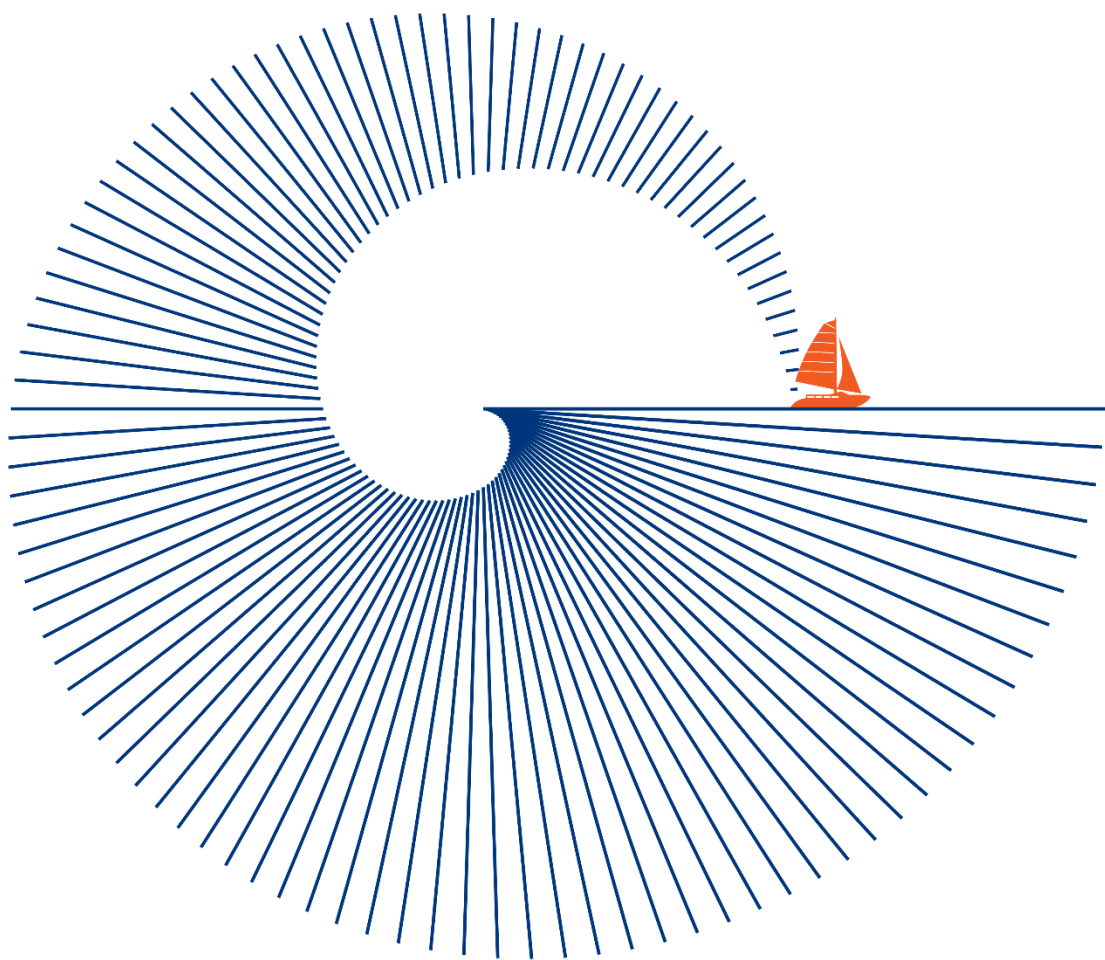
- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



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

配置	商品類別	比重
核心 80%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	40%
衛星 20%	主題投資基金/ETF	20%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 70%	基金/ETF	35%
	類全委帳戶	35%
衛星 30%	主題投資基金/ETF	30%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	



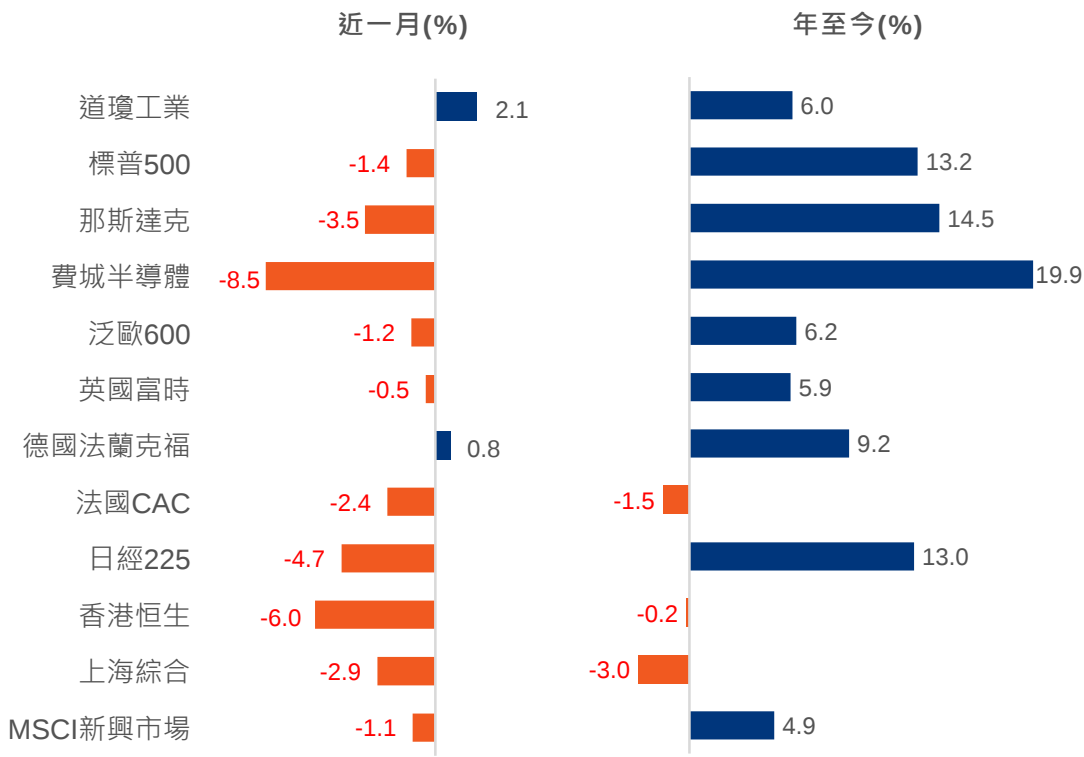
附件

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

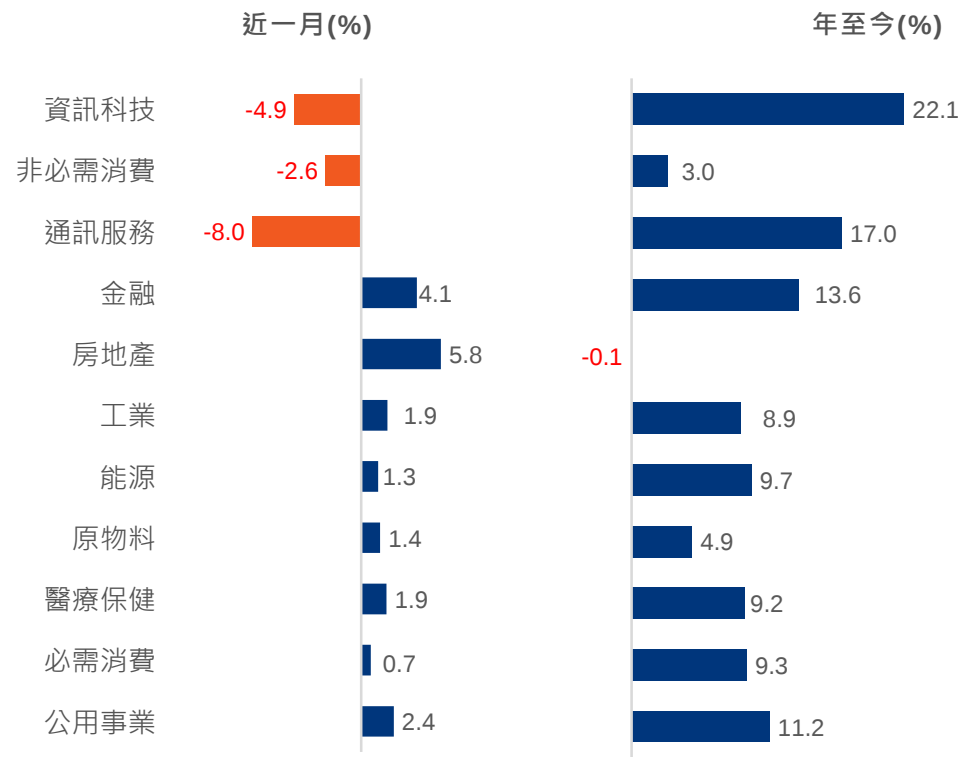
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 美國總統拜登退選、選情不確定性升溫，財報不如預期，獲利難支撐股市高位，加上經濟數據放緩，全球股市面臨高檔修正壓力。
- ▶ 今年漲幅最多的半導體類股跌幅最重，其次為科技股，類股輪動到今年較無表現的道瓊工業指數與防禦類股，金融、地產、公用事業尤佳。

各地區指數表現



各產業指數表現

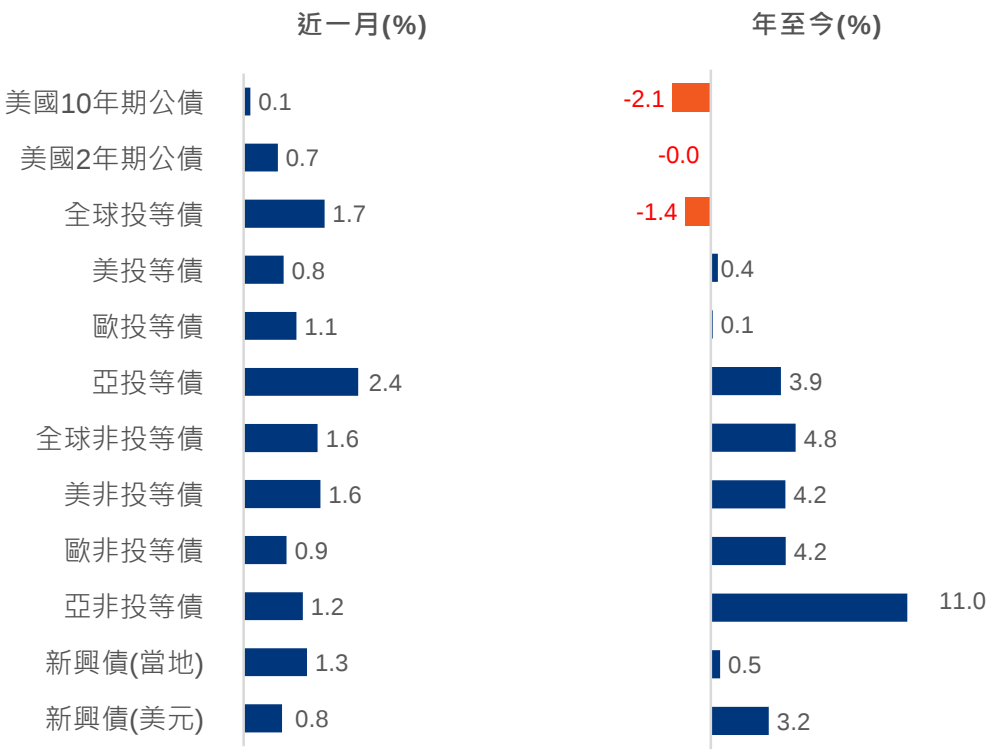


資料來源：Bloomberg · 2024年7月26日

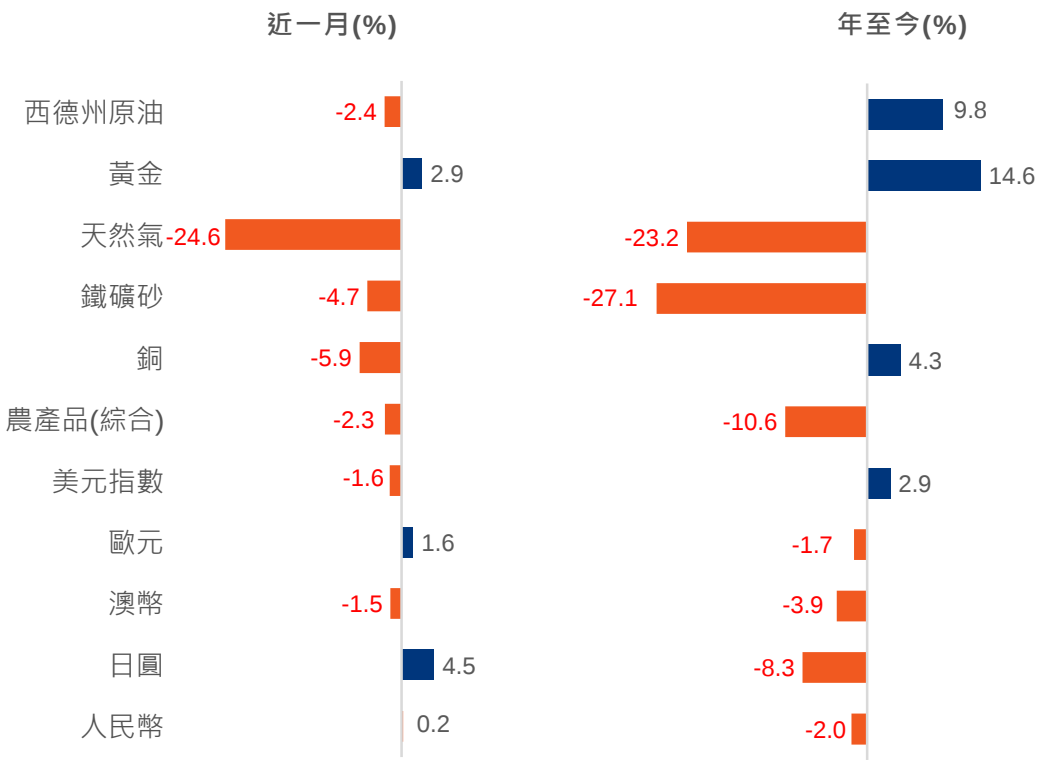
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 通膨降溫、經濟放緩，市場預期9月聯準會降息，因川普當選機率高，財政赤字擴大壓力，使長天期公債殖利率盤整，短天期公債表現佳。
- ▶ 日本央行將縮減購債規模，聯準會準備降息寬鬆，美日利差收窄，使日圓升值。歐元、日圓反彈，美元指數強度轉弱。

各類債券表現



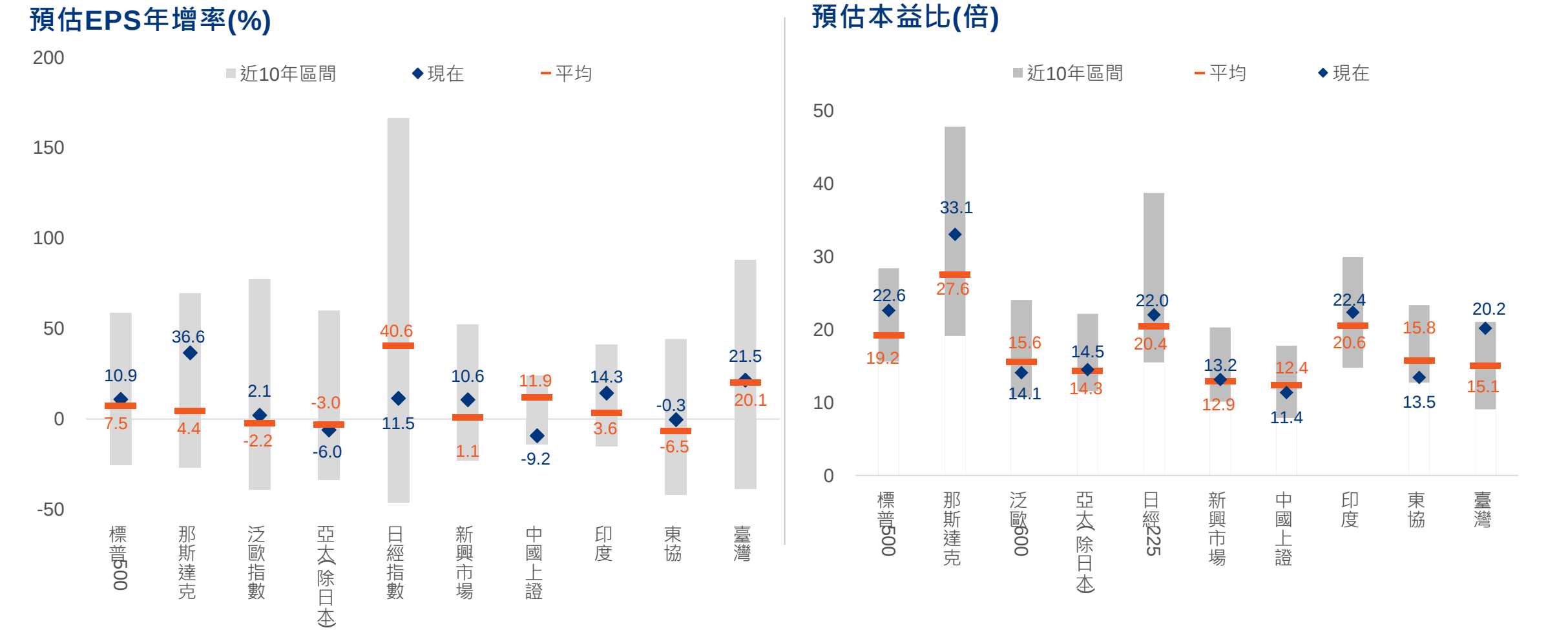
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年7月26日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

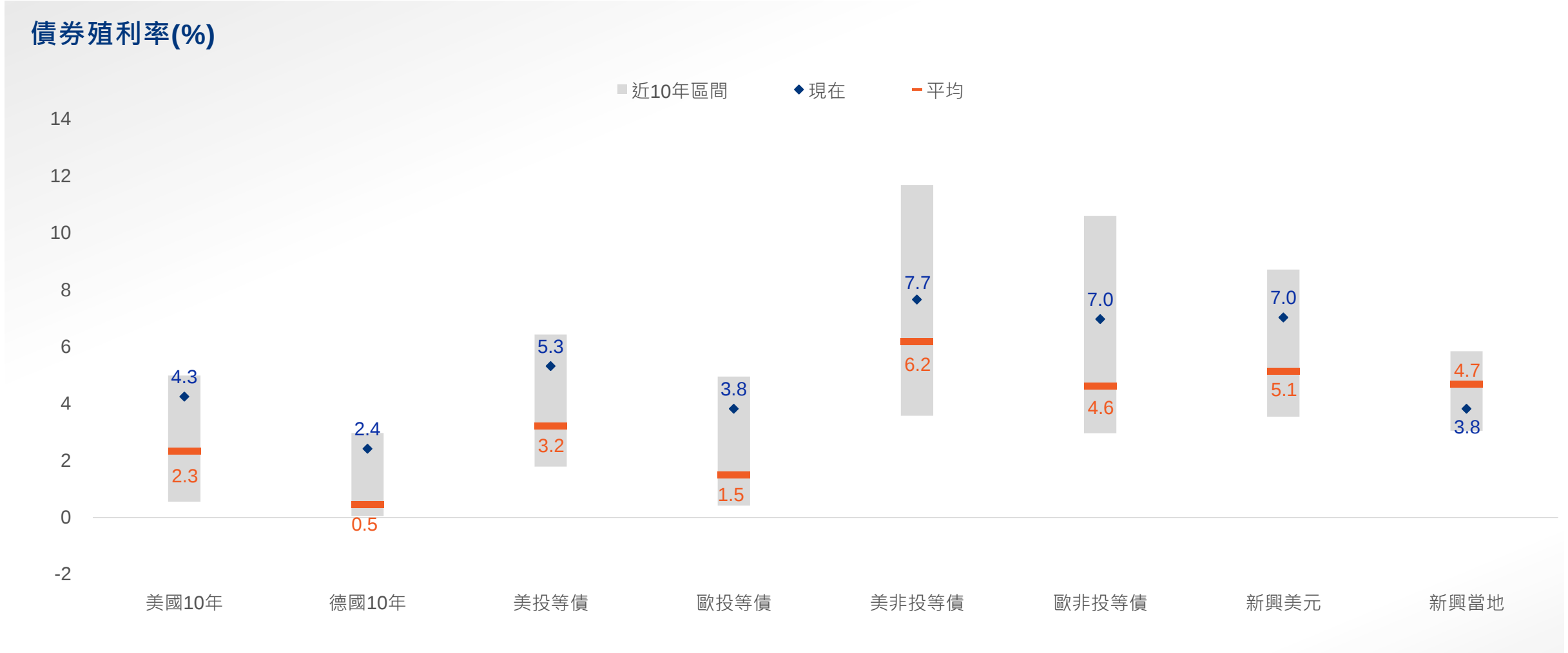
▶ 美股標普500指數、那斯達克科技股與臺股本益比都遠高於過去10年平均，近期出現漲多回調壓力，靜待評價漸趨合理後，可分批布局。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年7月26日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國、歐洲的公債和投等債殖利率仍處近10年區間上緣，可把握央行降息前，以高利率鎖利、享孳息收益。



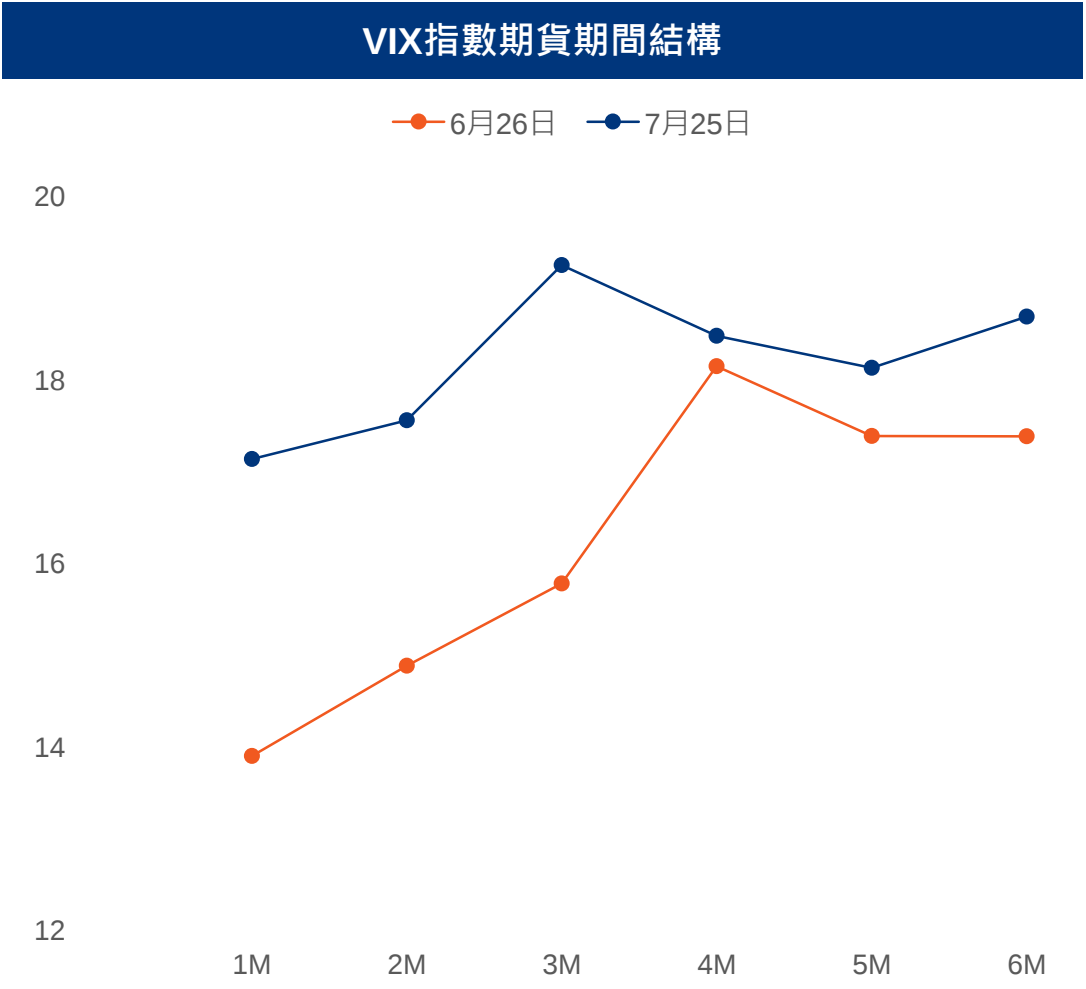
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年7月26日

跨資產市場波動率

▶ 7月主要股債市波動率指數上升；黃金創高後回檔，原油回檔，波動率皆升高；整條VIX期貨曲線上移，市場樂觀氣氛略有下降

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	18.46	5.62	14.09
道瓊波動率指數(VXD)	16.06	3.72	12.64
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.93	-2.05	15.05
香港恒生波動率指數(VHSI)	20.80	1.94	23.24
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	17.70	1.69	17.18
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)	15.61	0.64	16.76
黃金ETF波動率指數(GVZ)	15.54	0.66	15.01
石油ETF波動率指數(OVX)	26.49	0.74	32.64
歐元ETF波動率指數(EVZ)	8.83	-0.67	7.06

資料來源：Bloomberg · 2024年7月25日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至7月25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%	美國股市 13.7%	美國股市 12.6%
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%	大宗商品 9.3%	日本股市 6.6%
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%	歐洲股市 7.0%	歐洲股市 6.4%
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%	新興市場股市 6.9%	基礎建設 5.4%
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%	日本股市 6.8%	非投資級債券 4.3%
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%	基礎建設 6.8%	新興市場股市 4.1%
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 10.2%	非投資級債券 4.8%	REITs 4.0%
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 10.1%	現金 3.0%	大宗商品 3.8%
投資級債券 -3.8%	日本股市 2.7%	投資級債券 9.3%	大宗商品 -10.7%	非投資級債券 12.60%	新興市場債券 5.9%	新興市場債券 -1.5%	已開發國家公債 -17.5%	基礎建設 6.8%	中國股市 1.6%	新興市場債券 2.6%
中國股市 -7.6%	已開發國家公債 1.7%	REITs 8.6%	日本股市 -12.6%	投資級債券 11.8%	現金 0.7%	投資級債券 -2.1%	美國股市 -19.5%	現金 5.1%	REITs 1.5%	投資級債券 2.0%
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%	投資級債券 1.0%	現金 1.6%
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%	新興市場債券 0.0%	中國股市 0.4%
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%	已開發國家公債 -2.9%	已開發國家公債 -0.6%

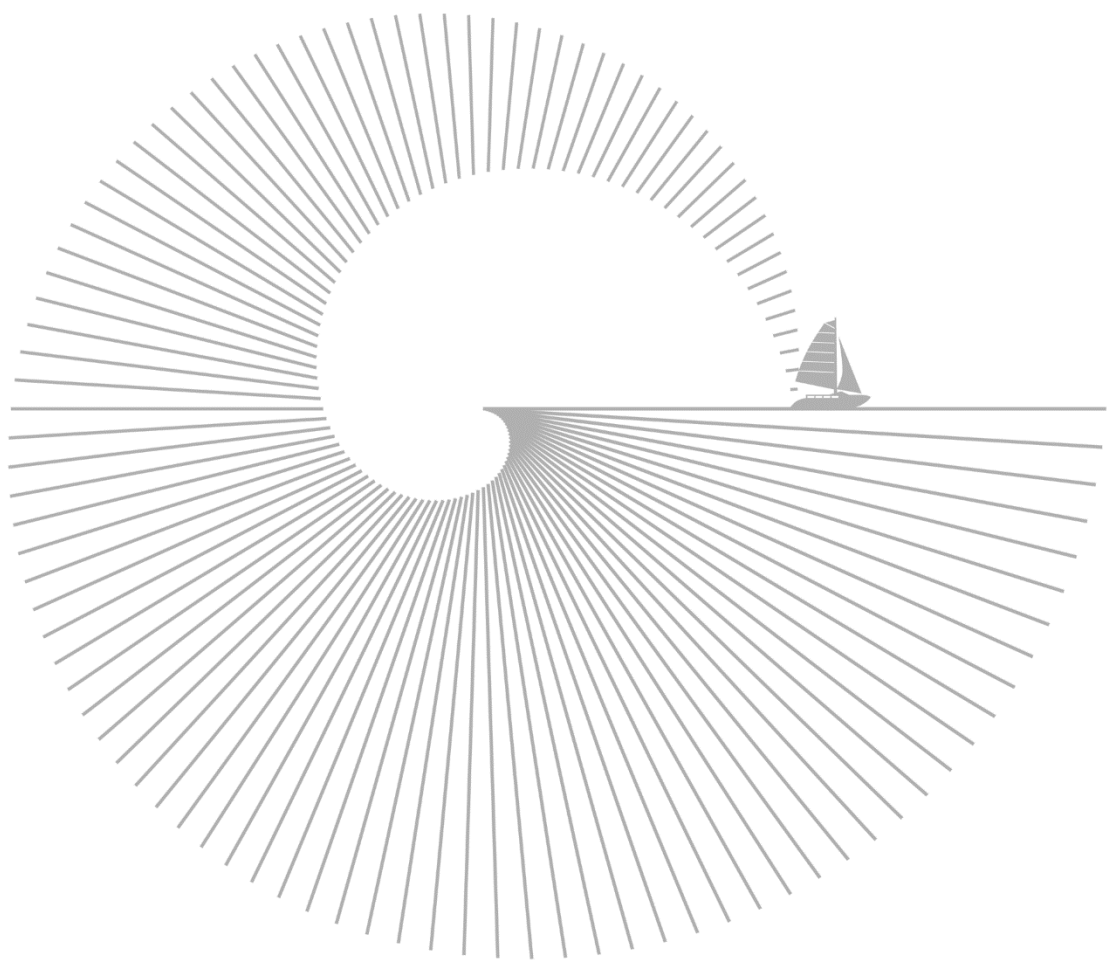
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年7月25日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年7月25日

重要經濟數據 / 事件

AUG 2024

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday 1 - 美國7月ISM製造業指數 - 美國7月標普全球製造業PMI終值 - 歐元7月製造業PMI終值 - 英國BoE利率決議	Friday 2 - 美國7月非農業就業人口變動 - 美國7月失業率 - 美國6月耐久財訂單終值 - 美國6月工廠訂單
Monday 5	Tuesday 6 - 美國6月貿易收支 - 臺灣7月CPI	Wednesday 7	Thursday 8 - 美國6月躉售存貨終值 - 日本8月國際收支經常帳餘額	Friday 9 日本7月工具機訂單初值
Monday 12	Tuesday 13 - 美國7月PPI - 日本7月PPI	Wednesday 14 - 美國7月CPI - 歐元區第二季GDP	Thursday 15 - 美國7月先期零售銷售 - 美國8月紐約州製造業調查指數 - 美國7月工業生產 - 日本6月工業生產終值	Friday 16 - 美國8月密大消費者信心指數初值 - 美國7月新屋開工
Monday 19 美國7月領先指數	Tuesday 20 歐元區7月CPI終值	Wednesday 21	Thursday 22 - Jackson Hole全球央行年會 - 美國8月標普全球製造業PMI初值 - 美國7月成屋銷售 - 日本8月自分銀行製造業PMI初值 - 歐元區8月製造業PMI初值	Friday 23 - 美國7月新屋銷售 - 日本7月全國CPI
Monday 26 美國7月耐久財訂單初值	Tuesday 27 美國8月經濟諮詢委員會消費者信心	Wednesday 28	Thursday 29 美國7月躉售存貨初值	Friday 30 - 美國7月個人所得、個人支出 - 美國8月密大消費者信心指數終值 - 日本8月東京CPI - 歐元區8月CPI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。