

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

軟著陸，機會起飛

Soft Landing, Opportunities Take Flight

2024年11月

摘要

- **軟著陸情境開啟投資新大門**

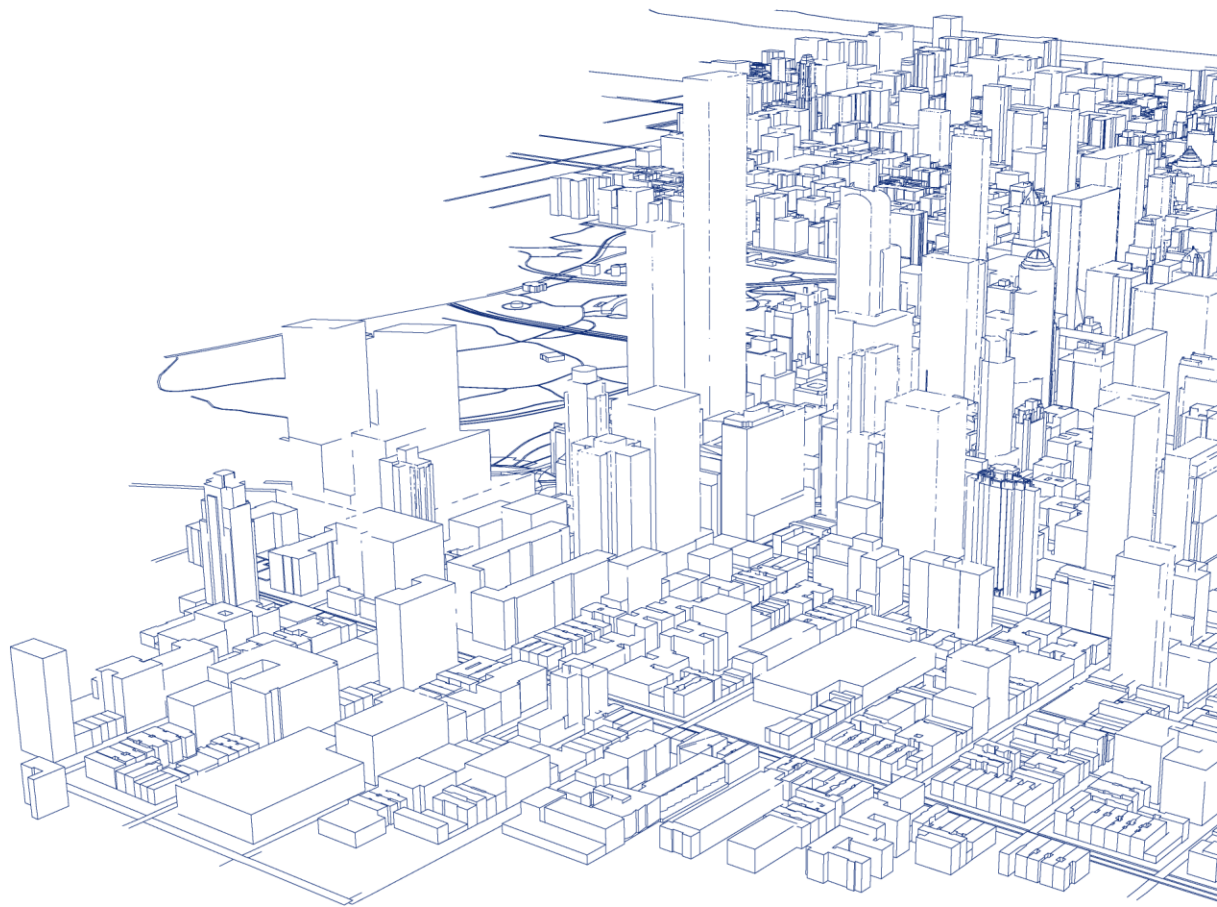
美國製造業雖仍疲軟，但整體經濟受惠於服務業異常強勁而優於預期，軟著陸情境預期上升。此外，美國第三季企業獲利預估有所回升，主因通膨下降支撐獲利水平，且後續股市評價有機會擴張，美股將受惠降息循環利多。

- **日本否極泰來，亞洲有亮點**

日本的工作機會與求職人數比率上升，展現對人力的超額需求，薪資成長因而擺脫過往低迷情境，將推動日本消費需求，加上高儲蓄率可能受政策引導至消費及投資，內需股成為日股表現關鍵。中國推出財政刺激後陸股反彈，近期回檔後震盪整理，市場觀望後續政策規模及效果。印度擁有企業獲利上調、即將展開降息以及景氣水平較主要國家高等諸多優勢，看好印度長期發展。

- **殖利率彈升，債券現布局機會**

美國經濟優於預期，10年期公債殖利率重回4%之上，提供了債券新的投資機會。近期並可著重公用事業債，除了具防禦特性外，AI發展帶動了電力需求成長，財務改善使債信體質更穩健。投資人可把握時機，透過「BEST」投資主軸布局美國投資等級債券，並分散股票投資於美國、日本及亞洲，透過股債兼備、分散風險的方式，達到穩中求富的目標。



1 投資策略

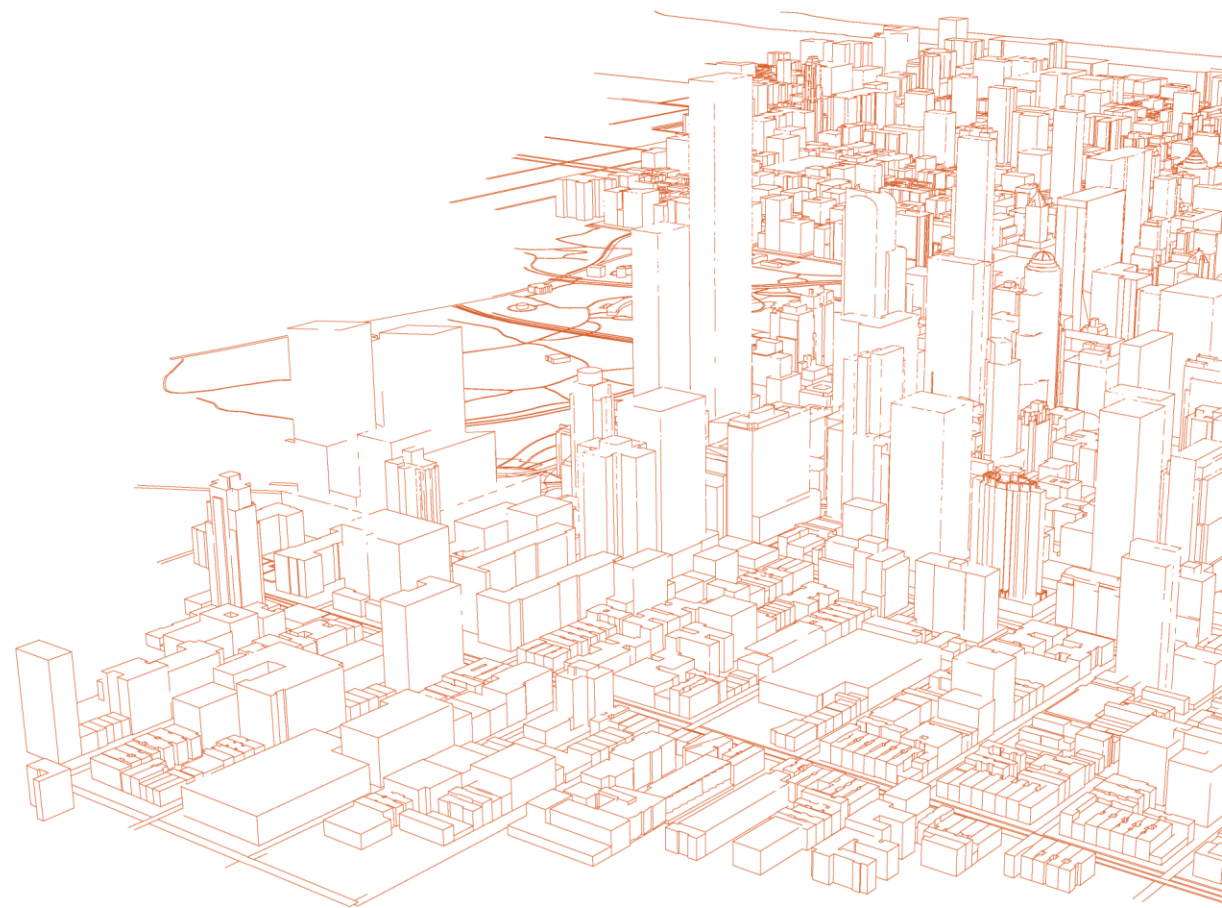
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

電價上漲用電量增，電力債契機
貨幣寬鬆內需接棒，日本續成長
陸股短打印度長多，新亞輪動漲
專題 – 美國總統選情分析

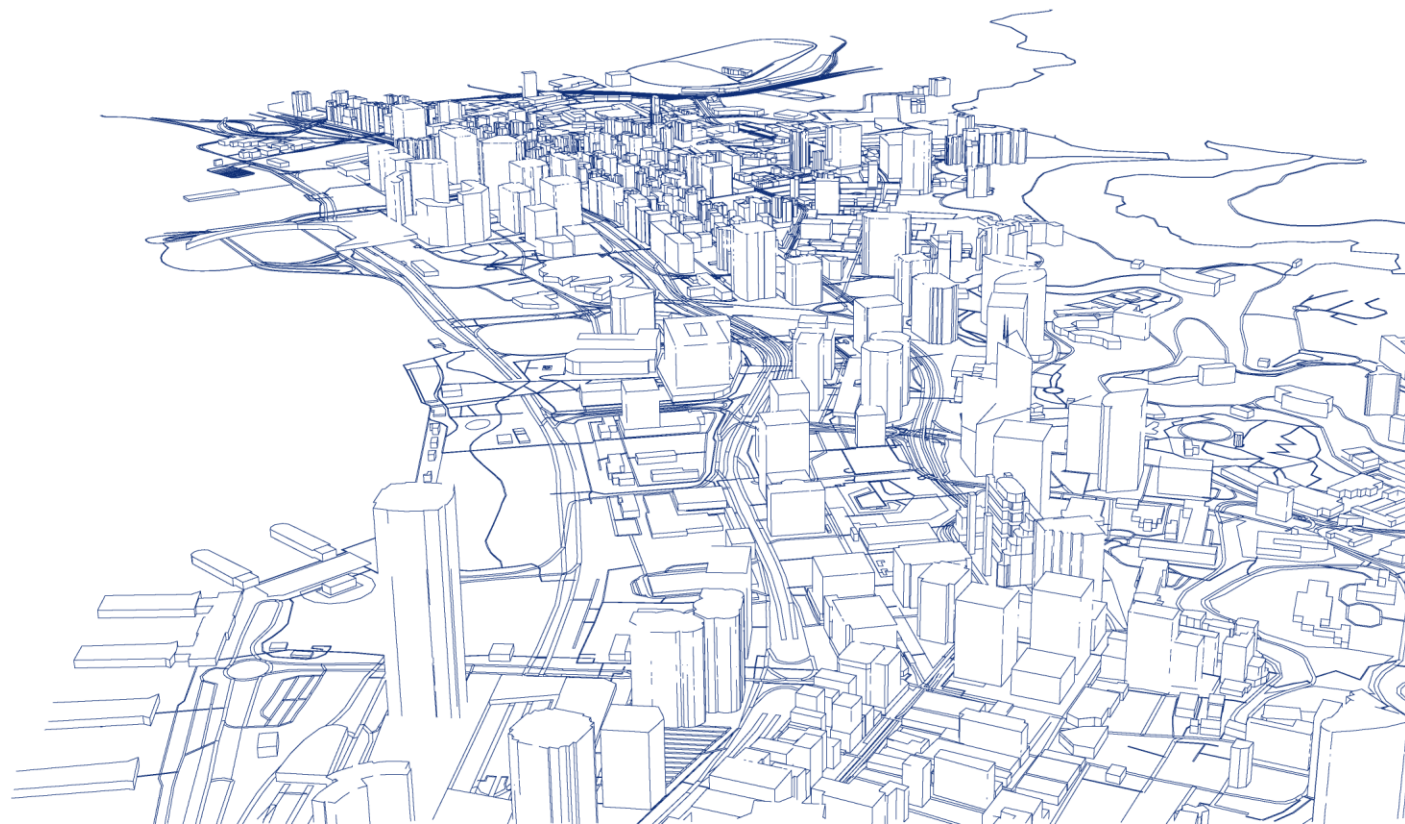
3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置



1 投資策略

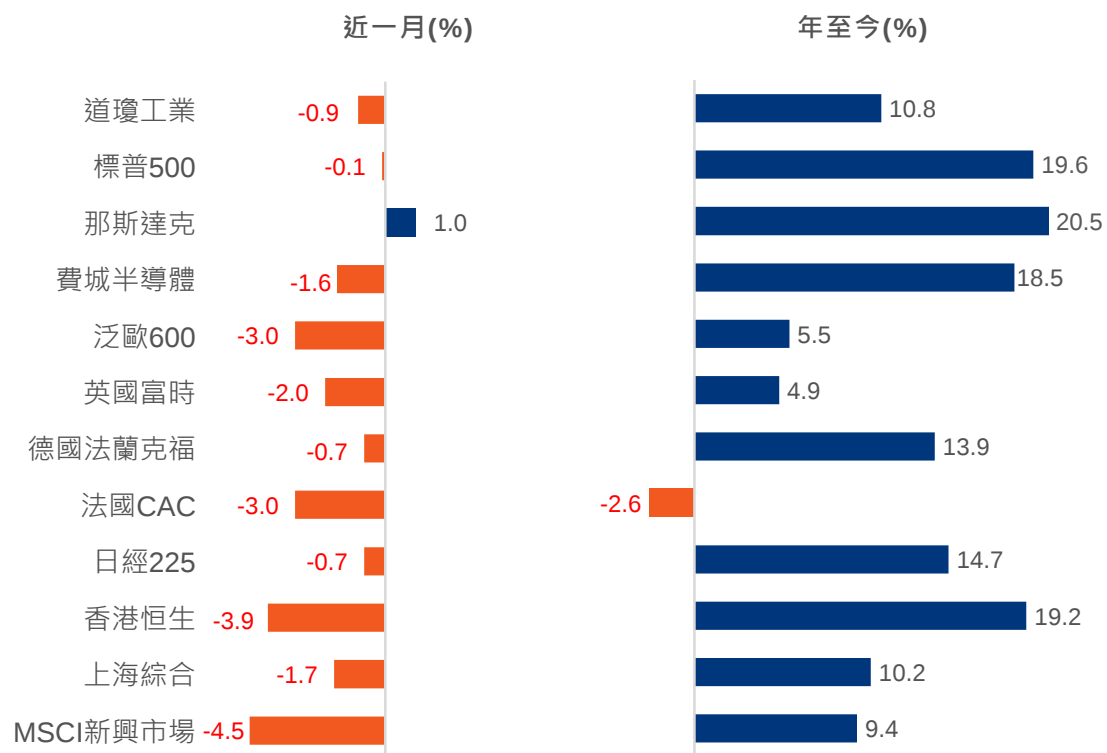
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆



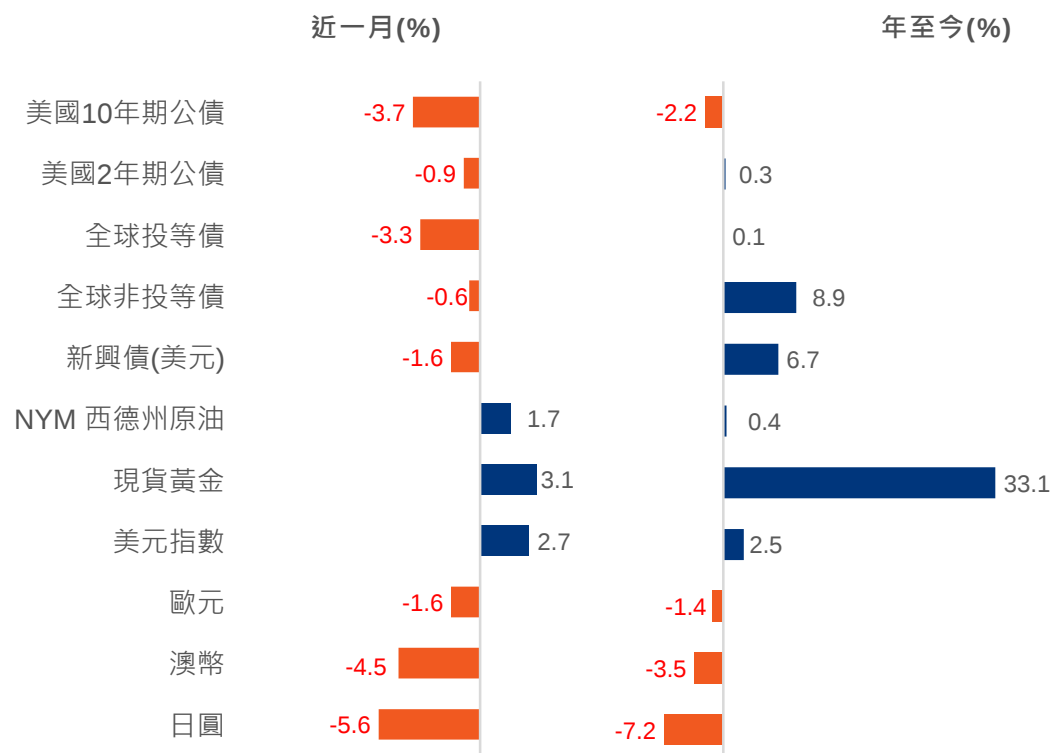
全球市場回顧 – 美股高檔震盪，債市受殖利率走高影響而回檔

- ▶ 美股高檔震盪，市場擔憂企業AI支出高可能擠壓獲利空間，然而近期美國經濟不差，股價有一定支撐。歐洲復甦步伐崎嶇，近期回檔；中國雖推出財政政策但細節未有闡述，近期漲多拉回。債市則受公債殖利率走揚而回檔，主因市場對美國軟著陸預期提高且降息幅度預期減低。
- ▶ 美國降息預期減低帶動美元強勢表現，非美貨幣表現疲軟；黃金持續反映以色列與加薩走廊的地緣政治風險，走勢續強。

各地區指數表現



各債券、商品指數與匯率表現



資料來源：Bloomberg · 2024年10月31日

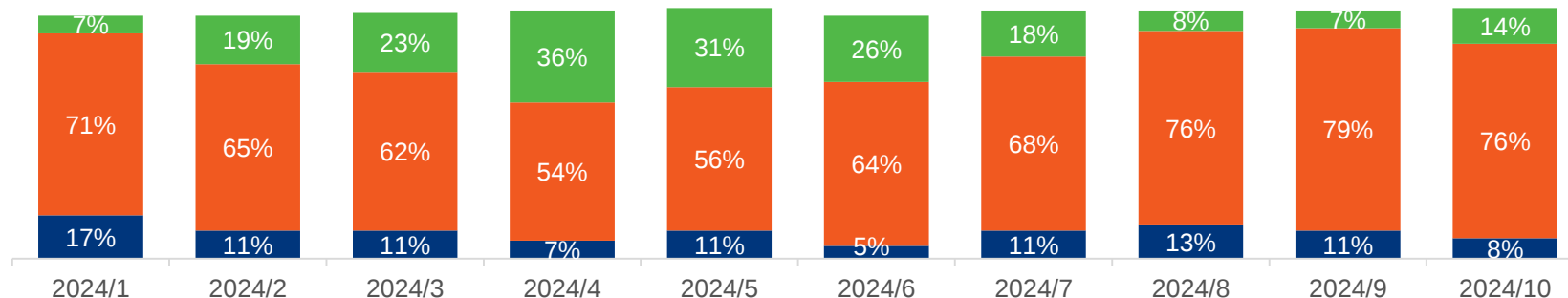
美國經濟近期優於預期，市場認為軟著陸情境機率最高

- 美國經濟改善，衰退機率低，以軟著陸為基礎情境，主因經濟基本面包括服務業以及GDP優於預期，且企業獲利表現不差。根據研究機構詢問全球經理人景氣是偏向軟著陸、硬著陸還是不著陸，可發現大部分經理人看法皆認為軟著陸機會最高，目前凱基投顧亦認為軟著陸可能性最高。此外，經理人認為不著陸的比例上升，認為硬著陸的比例則持續降低。
- 由於景氣表現不差，現階段較大風險在於景氣過熱引發通膨疑慮，屆時可能影響聯準會降息政策。而觀察聯準會紐約分會的核心PCE預估模型，可發現核心PCE已下降並漸趨穩定，亦符合軟著陸情境下的通膨狀況。而核心PCE很大程度是由住房和服務業所驅動，與經濟較佳的項目有所符合，因此後續可觀察經濟與通膨的細項，藉此判斷景氣與可能的利率政策變化。

全球經理人認為軟著陸為最可能的經濟情境

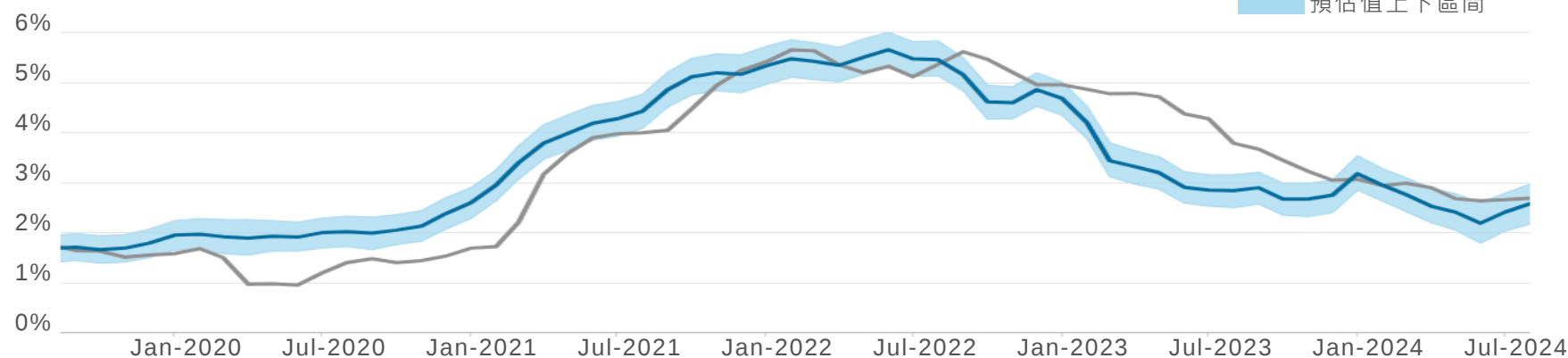
全球經理人認為未來12個月最可能的景氣狀況

■ 硬著陸 ■ 軟著陸 ■ 不著陸



聯準會紐約分會的核心PCE預估

— 核心PCE年增率
— 核心PCE趨勢預估
■ 預估值上下區間



資料來源：BofA Global Fund Manager Survey October 2024 · Federal Reserve Bank of New York · 凱基證券整理



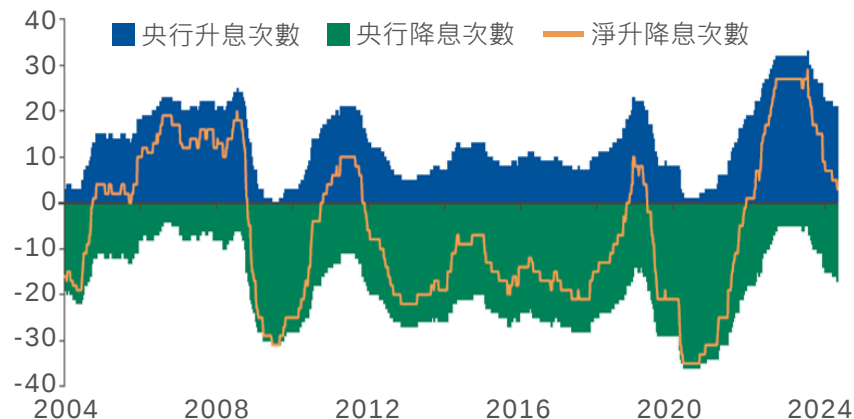
全球央行陸續開啟降息循環，透過BEST策略助資產表現

- 全球通膨相較2023年皆有明顯下降，除少數國家外，各國央行普遍步入降息循環。而從過往美國的經驗可發現，除2008年後受金融海嘯影響以及2020疫情而降息救市，聯準會基準利率普遍高於核心PCE水平，因此可觀察核心PCE走勢來估算基準利率的可能水平。目前就業及經濟有韌性，核心PCE在溫和水平，利率大幅下降的可能性較低。
- 股權的部分，通膨程度會影響利率政策及股權表現。過往通膨下降時，股權指數本益比有機會步入擴張，對消費及企業獲利有助益。若通膨低於3%時，標普500指數平均表現較佳，而目前通膨即低於3%。投資人可透過BEST策略(選好債、布局獲利較佳企業、參與軟體智能長期趨勢及終端利率步入降息循環)，於殖利率反彈時布局投資等級債，並在降息循環開啟以及企業獲利轉佳等利多下布局股市。

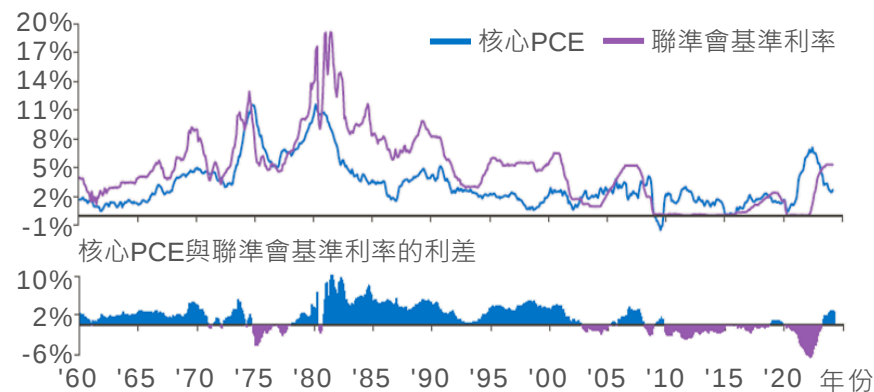
資料來源：J.P. Morgan Private Bank，凱基證券整理

降息循環開啟，PCE為利率水平關鍵

全球央行升息與降息次數統計走勢

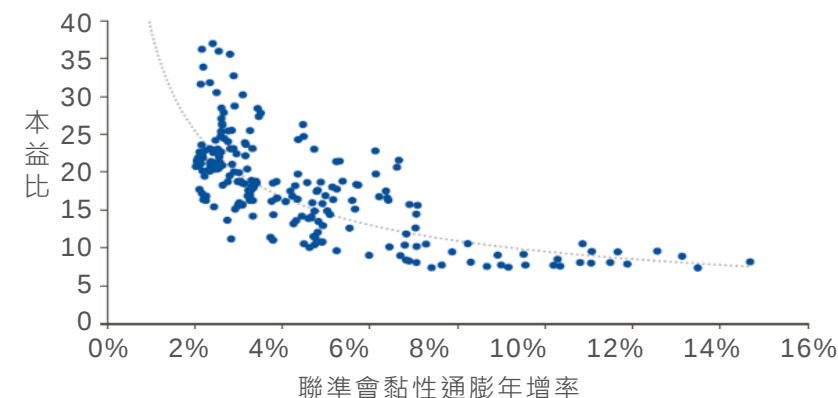


核心PCE與聯準會利率/利差走勢

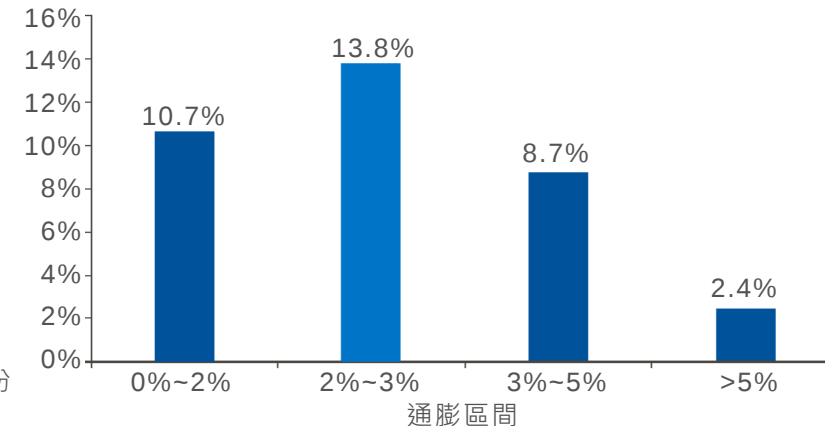


適度通膨有助股權評價擴張及報酬表現

標普500本益比與聯準會黏性通膨關聯度



標普500指數在不同通膨程度的表現(統計1950年至2024年3月)



2024年11月

環球投資觀點



投資策略：軟著陸機率高，美股逢回布優質中大型股，債券以中長期投資級債為主

美國近期經濟優於預期，加上企業財報表現佳，股市有表現機會。日本就業及薪資轉佳，留意消費帶動日本內需股表現。印度受經濟及資金動能利多加持，為新興亞洲亮點。美國經濟及就業有韌性，殖利率走揚提供債券投資機會。現階段軟著陸機率高，政策利率不易大幅下降，若美股逢拉回可布局優質中大型股，債券以中長期投資級債為主。

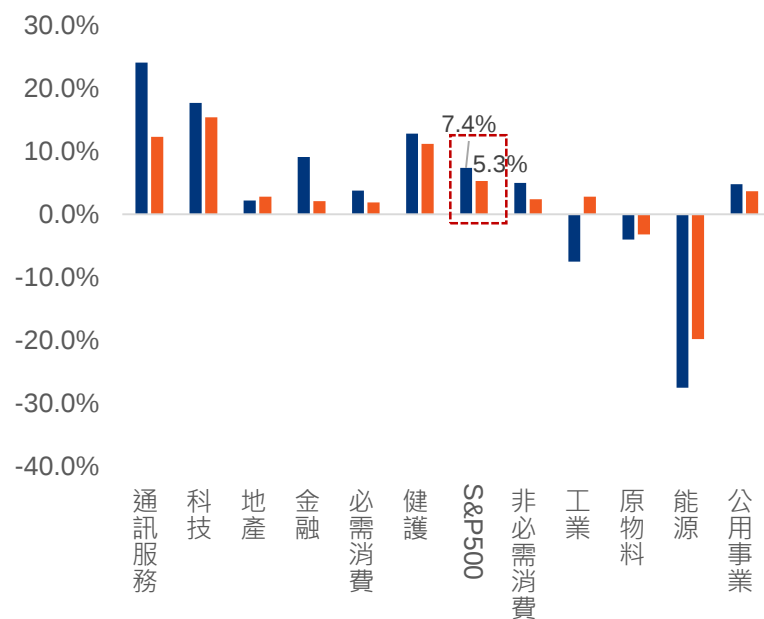
資產類別		減少	增加	展望說明
債券 中性偏多	美國政府債券			美國就業仍具韌性，經濟數據穩定與短期通膨回升使公債殖利率上揚，提供加碼中長天期公債良好機會
	投資等級債券			過往經濟軟著陸企業債表現佳，然信用利差偏低，配置如金融、通訊、公用、能源、國防等調整後利差較高者
	非投資等級債券			近期經濟數據亮麗，然預計隨景氣降溫，非投資級債利差未來有擴大可能，宜避開B級以下企業債，降信用風險
	新興市場債券			美國降息預期縮減，中國金融條件寬鬆不一定能帶動新興市場景氣回溫，留意未來中國財政政策刺激力道
股票 中性偏多	美國股市			美國企業財報轉趨樂觀，加上步入降息循環將使股市評價面壓力降低，有機會提升表現，維持中性偏多看待
	歐洲股市			歐洲製造業與服務業再度出現惡化跡象，所幸歐洲央行維持寬鬆環境支撐，然實質效果有限，維持中性看法
	日本股市			美國降息預期收斂減緩短期日圓升值壓力，隨勞動需求增加、薪資強勁成長，內需股有望受惠，中性偏多看待
	新興亞洲			中國財政支出規模未明，陸股高檔回落震盪；印度長期成長動能吸引內外資持續流入股市，整體新亞轉趨中性
外匯 中性	美元			美國經濟比預期強勁，且無論哪黨當選都需增加舉債，將添政府債務使赤字惡化，美國公債殖利率上彈支撐美元
	日圓			石破內閣與日銀皆不急於升息，美元反彈使日圓由升轉貶、預期弱日圓維持更久；長線反應美日利差縮窄而緩升
黃金/另類資產 看多	黃金			美國財政赤字惡化、歐央降息與日銀暫緩升息，黃金相對主要貨幣升值，維持實質購買力的功能推升金價創高
	另類資產			美國經濟改善，但若意外下行，可將另類資產納入投組以分散風險及降波動，整體報酬表現較穩健

股市展望 – 內需動能佳，金融、消費、通訊產業獲利亮眼助表現

- 獲利成長方面，最新標普500指數第三季獲利成長預估從10月1日的5.3%小幅回升至7.4%。代表進入財報季後，分析師預估轉趨樂觀。其中，金融、必需消費、通訊等產業優於預期比重超過8成，但工業、能源、原物料等產業優於預期比重則較低。此現象與美國服務業PMI數據顯著較佳，製造業PMI相對疲弱的狀況一致，美國內需仍相對穩健。
- 標普500指數第三季已公布財報企業約65%，其中有77%的企業獲利數據優於預期，大抵持平於過去5年平均的77%。另就獲利高於預期的幅度來看，整體指數獲利高於預期7.7%，低於過去5年平均的8.5%。獲利優於預期幅度低於過去平均水準的現象代表企業基本面已進入軟著陸的環境，獲利的爆發力與過去相比恐相對有限，但內需動能仍有望支撐相關類股基本面表現。

財報季以來美股預估獲利成長略有上修

3Q24美股獲利年增率預估

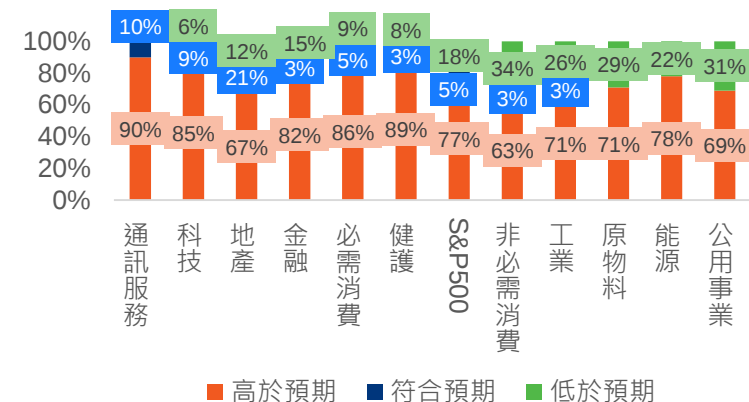


■ 10/31 預估3Q24獲利成長

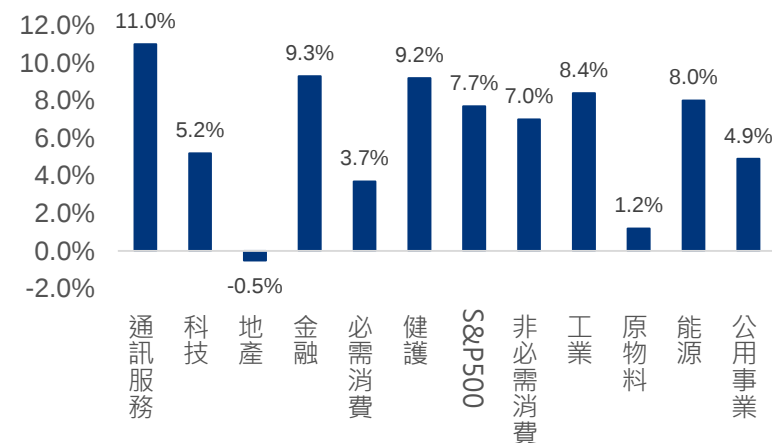
■ 10/1 預估3Q24獲利成長

金融、消費、通訊優於預期幅度相對較高

第三季美股實際財報獲利高於、符合、低於預期比例



■ Earning surprise 幅度

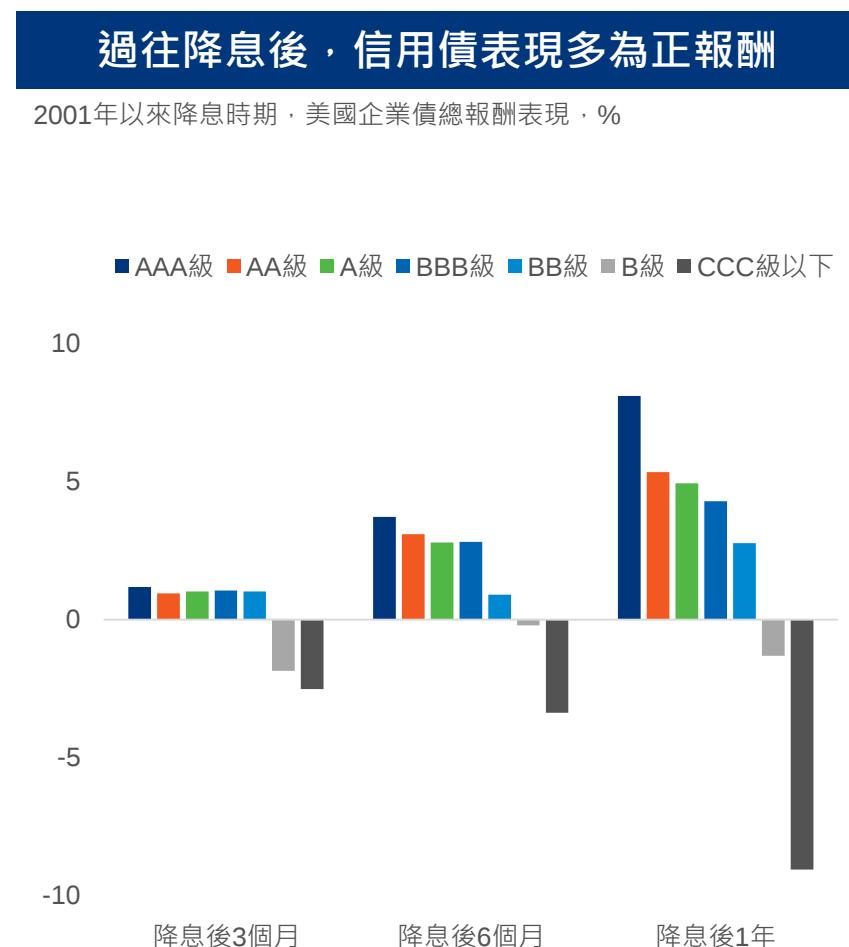
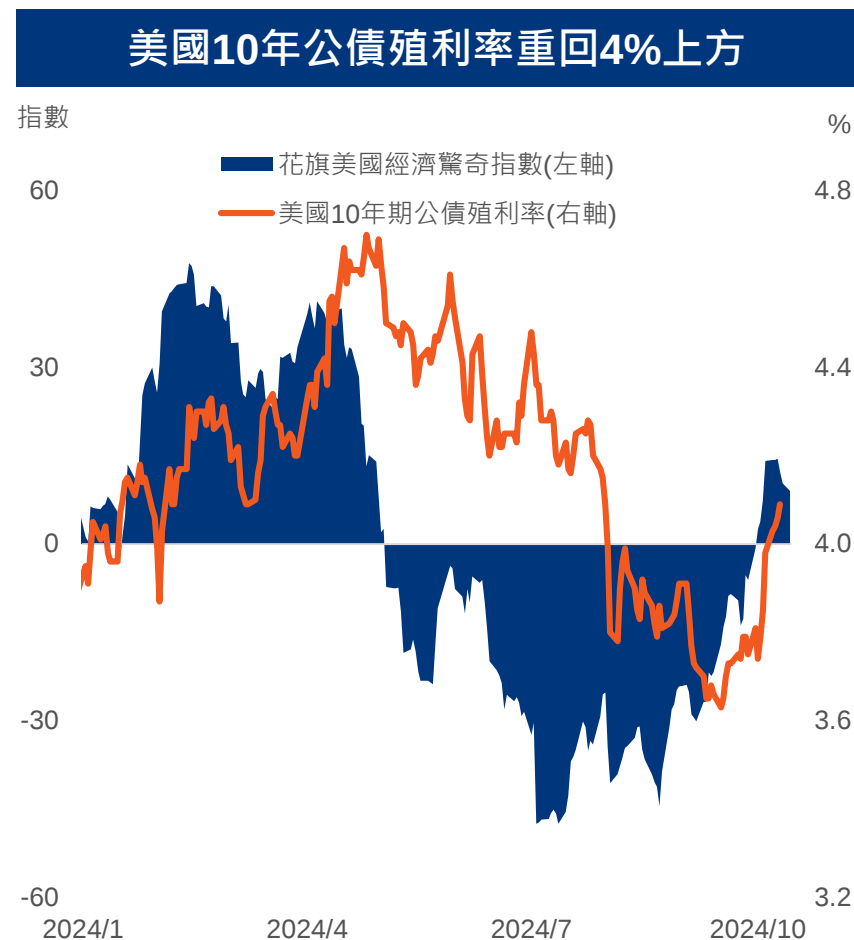


資料來源：LSEG I/B/E/S，資料截至2024年10月31日



債市展望 – 美國公債殖利率回升，降息後信用債表現穩健

- ▶ 通膨緩步降溫，美國非自願失業比例仍低，因就業市場仍具韌性，投資人預期未來經濟軟著陸為主要情境，市場預估美國明年底前存在5至6碼降息幅度，貼近聯準會利率點陣圖預估，接近凱基投顧預估的6至7碼幅度。市場預期美國財政問題恐因川普當選有進一步惡化可能，造成美國10年公債期間溢酬回到正值，美國10年期公債殖利率重回4%上方。儘管川普順利當選總統，減稅需共和黨兩院全拿才有望實施，考量當前公債利率多反映經濟軟著陸情境，若年底裁員旺季使硬著陸擔憂再起，公債利率存下行空間，宜趁利率回揚加碼中長天期債券。
- ▶ 考量聯準會已啟動降息，檢視2001年以來美國企業債於降息時期報酬，信用債表現穩健，考量美國景氣有望朝軟著陸發展，投資人可布局信用債券，領取穩定豐沛孳息與平衡投組波動。



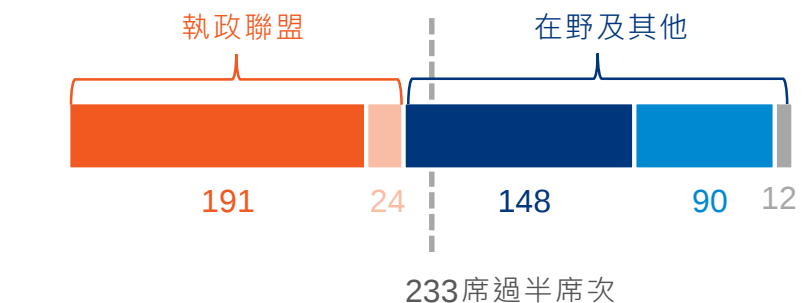
資料來源：Bloomberg



匯市展望 – 日圓由升轉貶，美元高檔有撐

- 日本眾議院大選自民黨在此次選舉較公告前失去56席，雖自民黨總裁石破茂表示，若席次未能過半不會主動請辭，將努力尋求其他黨派合作，但政局不穩定，料使日本央行短期將因政治風險而按兵不動。日本新任首相石破新內閣，上任支持度低迷，創歷任內閣新低，調整貨幣立場轉向寬鬆，預期日圓近期升勢暫緩，若改由有力競爭者高市早苗上位，早苗將延續安倍經濟學立場，應會使得日銀升息過程更加緩慢、弱勢日圓維持更長的時間。
- 美國9月非農就業大幅優於市場預期，加上核心CPI由上月的3.2%升至3.3%優於預期，強化市場對美國經濟軟著陸預期，對聯準會11月降息2碼預期消彌，預估降息1碼機率大增，帶動美國長短期公債殖利率彈升，美元指數反彈，預期美國經濟優於歐元區等主要國家，美元指數短期維持高檔有撐。

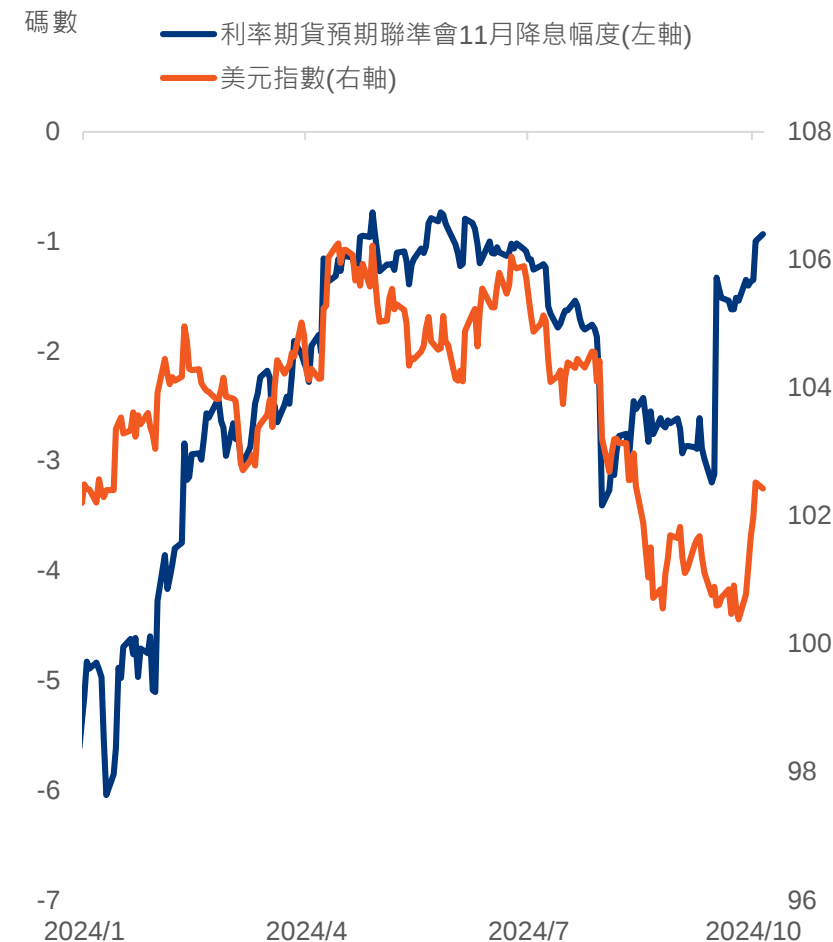
日本執政黨失勢，日圓由升轉貶



■ 自民黨 ■ 公明黨 ■ 立憲民主黨 ■ 在野聯盟 ■ 無黨派



聯準會11月降息1碼機率上升，美元高盤

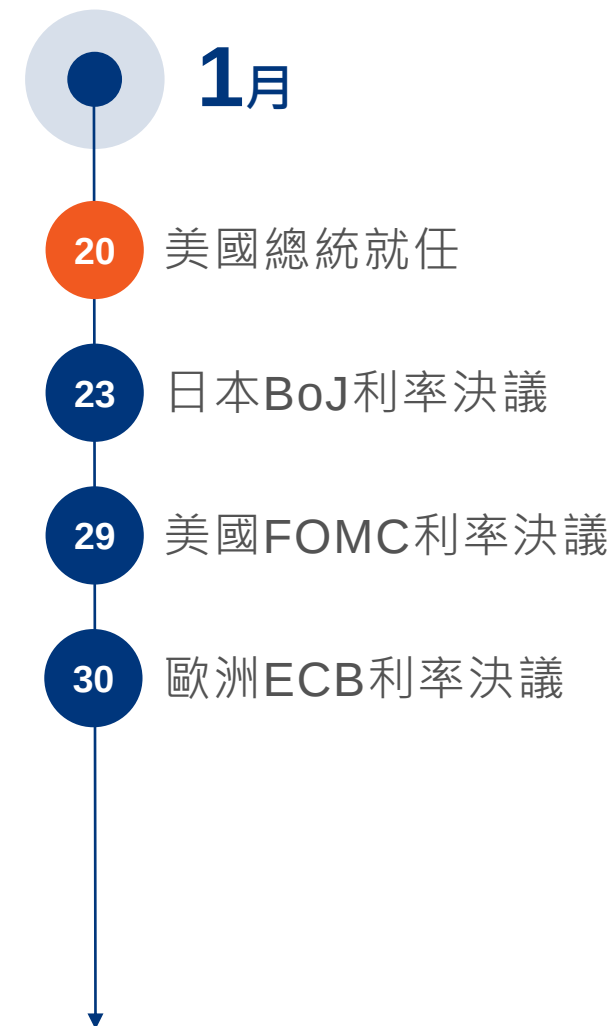


資料來源：日本總務省、Nikkei、Bloomberg，左上圖日本眾議院共465席，在野聯盟包含維新會、國民民主黨、令和新選組、共產黨、參政黨、保守黨、社會民主黨



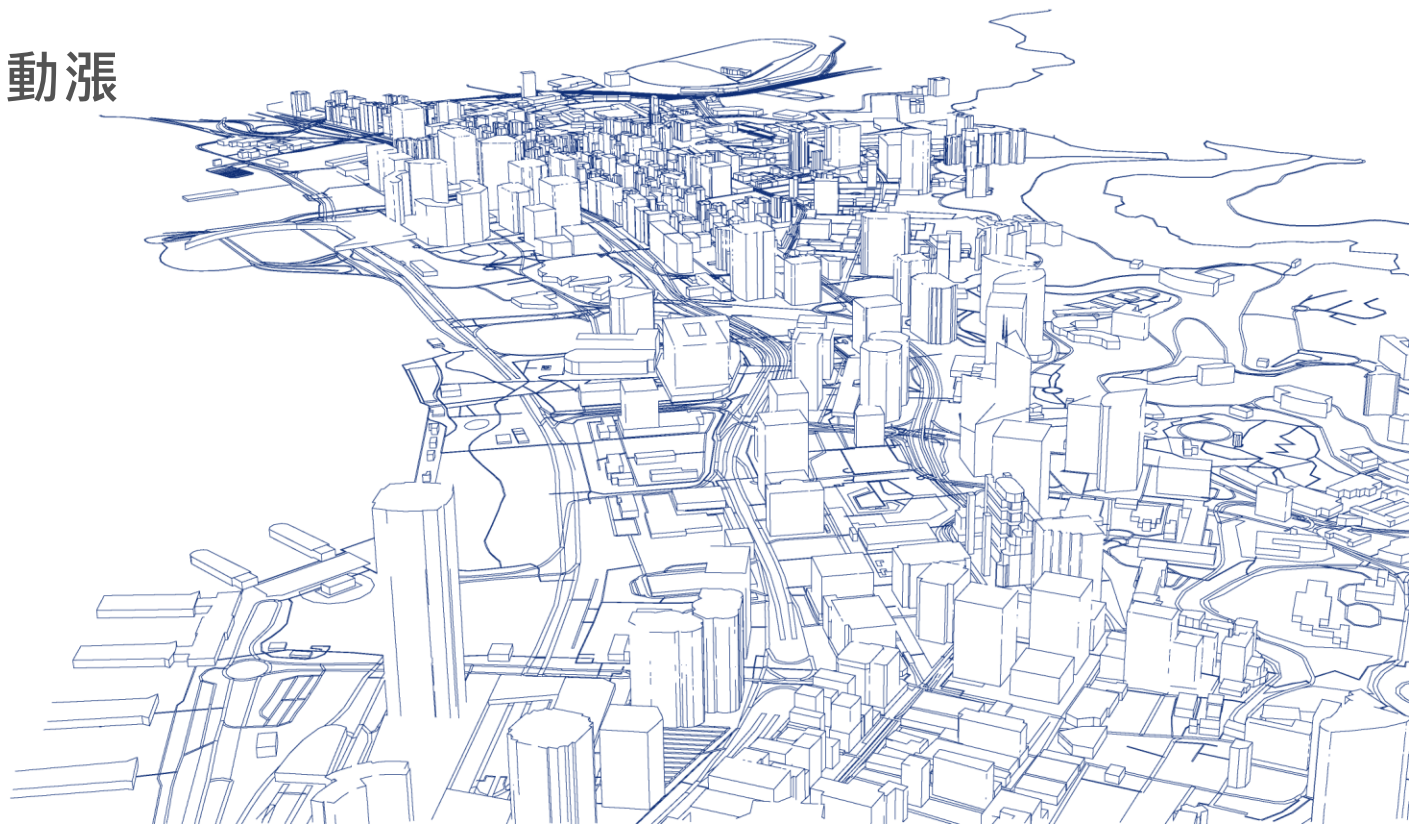
重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



2 投資主題

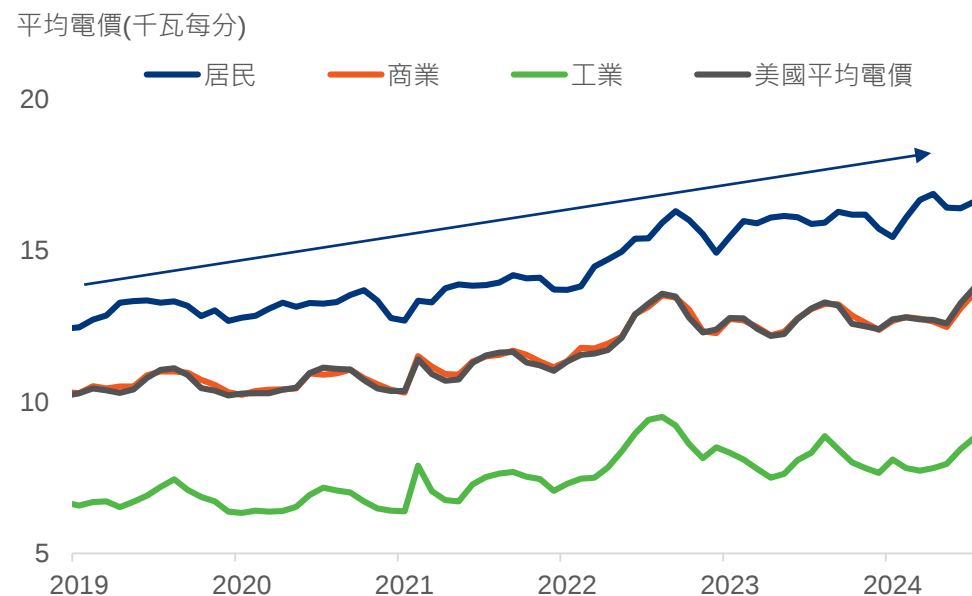
- ▶ 電價上漲用電量增，電力債契機
- ▶ 貨幣寬鬆內需接棒，日本續成長
- ▶ 陸股短打印度長多，新亞輪動漲
- ▶ 專題 – 美國總統選情分析



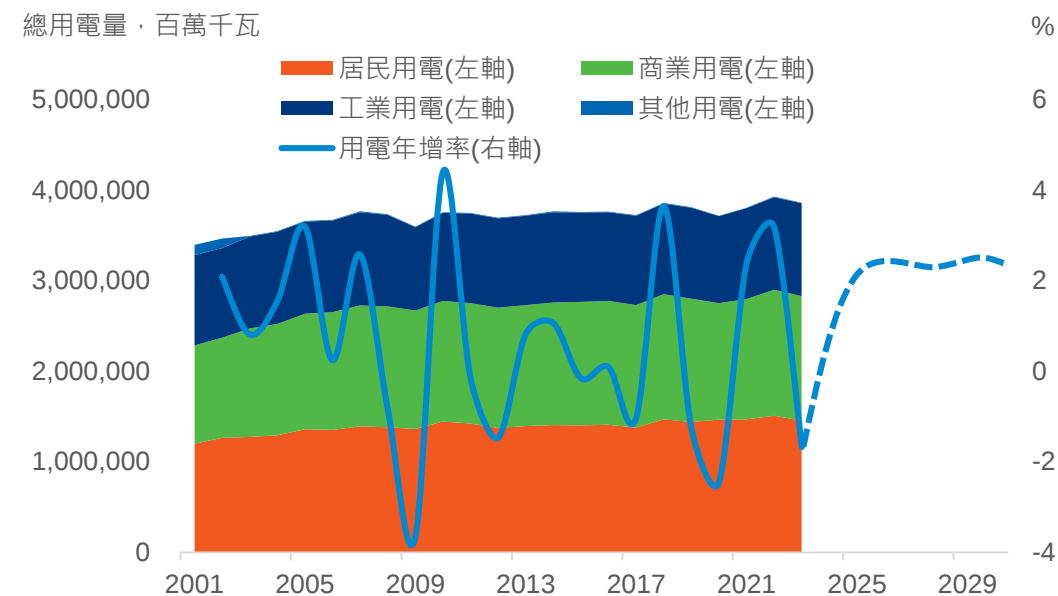
美國電價與用電量預估緩增，為公用事業主要利多

- 過去幾年美國當地電價平均年增近3%，主因包含：1)發電成本上升，自從2022年俄烏戰爭後天然氣價格暴漲，造成美國電力公司發電成本增加，2)電力運輸與配電網路等基礎設施，因汰舊換新設備所產生的資本支出，3)美國多數公用事業將通膨作為營運成本與調漲電價因素，美國電價與通膨走勢存高度相關性，亦為美國電價上漲成因，顯示公用事業具備一定程度的通膨轉嫁能力。
- AI資料中心持續建置，需要大量電力支持系統和設備。根據EPRI研究顯示，AI搜尋消耗電力為傳統網路搜尋的10倍，預估美國未來資料中心用電占整體用電量，將從4%倍增至9%，高盛證券預計2030年前超大規模資料中心用電量成長160%，推升美國用電量以每年2%速度成長。

美國電價以每年平均3%緩步走揚



美國電力緩步成長，機構法人預估至2030年增2%



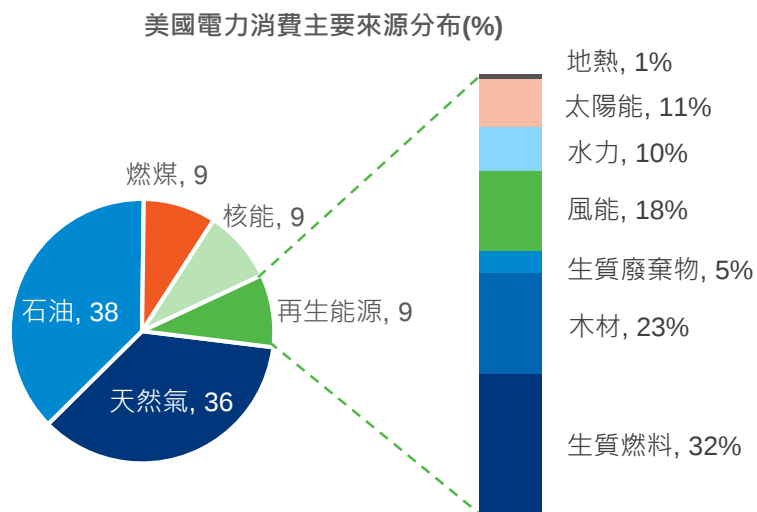
資料來源：Bloomberg · 美國電力研究院(Electric Power Research Institute · EPRI) · Goldman Sachs · 2024年10月18日

註：超大規模資料中心(Hyperscale Data Center)為面積至少10,000平方英尺並超過5,000台伺服器的資料中心，主要由亞馬遜、微軟、谷歌及Meta等龐大資料處理和雲端儲存需求公司所建造

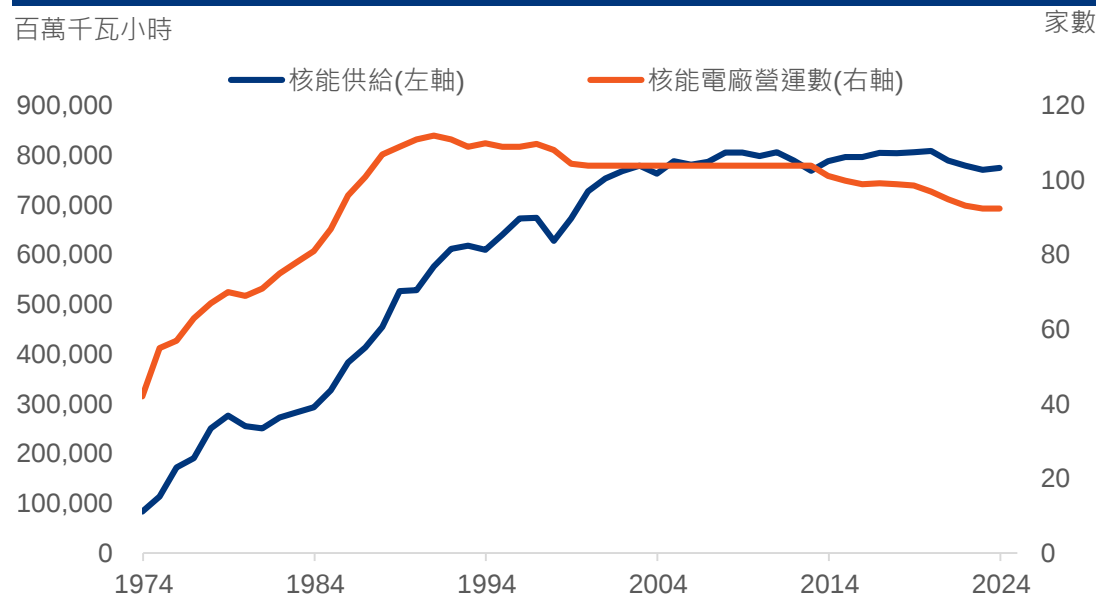
低碳綠能議題持續發酵，核電成為市場關注焦點

- ▶ 美國仍以石油及天然氣為主要能源供給來源，因電力產業佔全球碳排放量的三分之一，在能源轉型與電力需求成長持續推動下，再生能源產能與需求量均創歷史新高，2023年約佔電力消費需求約9%，主要成長來自太陽能與風能。
- ▶ 除穩定度仍有挑戰的太陽能與風力發電外，核能發電亦成為大額穩定電力供給的關鍵，美國能源部核能總署與美國能源部因考量減碳效力，將核能定義為零排放乾淨能源，近5年因核電廠陸續退役，核能發電供給量持穩未明顯增加，因此如微軟、亞馬遜、谷歌等美國境內主要營運大型資料中心的科技龍頭企業，開始簽署採購核電協議，作為降低碳排放與穩定電力來源的解決方案。

美國綠能需求增，核能與再生能源比例持續增加



美國近5年有5座核電廠退役，核電供給量呈平緩狀態



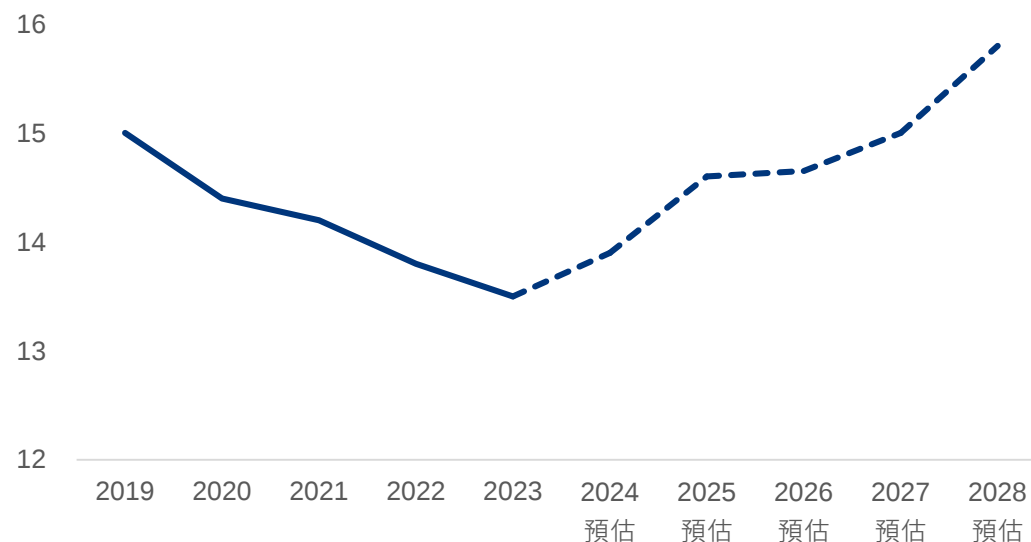
資料來源：Bloomberg · 美國能源資訊署EIA · 2024年10月18日

公用事業債防禦特性，於降息時期表現佳

- ▶ 檢視美國電力公司獲利，受惠1)前述電價走升與發電需求增加，多數企業獲利增速逾5年平均，2)天然氣與煤炭等發電成本走低，3)透過AI技術增加發電與電力傳輸效率，多數電力公司企業獲利持續成長與債信體質改善。
- ▶ 聯準會已啟動降息，檢視過往降息期間，景氣多處於下行循環，公用事業因固定需求與相對穩定增長，能抵禦經濟波動並具逆週期的防禦特性，公用事業債券亦因平均存續期間相對較長，為受惠利率下行的主要族群。此外，根據巴黎氣候協定所制定的低碳排放目標，因應能源轉型與再生能源需求，電力公司因改善基礎設施、拓展服務、電網升級等資本支出所產生的融資需求，高昂的債務融資成本亦有望因美國降息而改善。

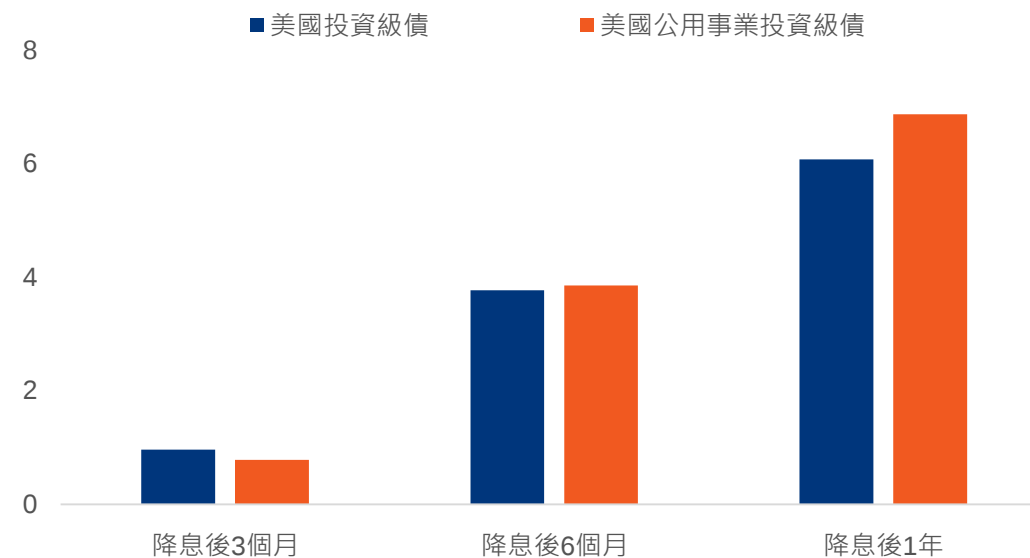
公用事業現金流量隨獲利持續增加，挹注債信體質

營運現金流量/總負債，%



過往美國降息時期，公用事業債券相對大盤較佳

2000年以來降息時期，債券總報酬表現，%

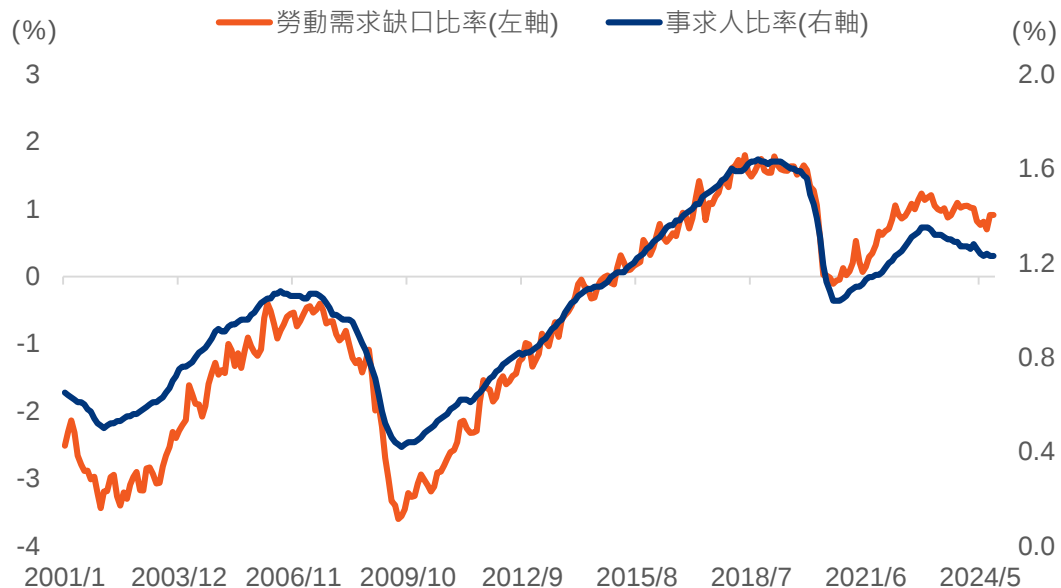


資料來源：Bloomberg，美國能源資訊署EIA，2024年10月18日

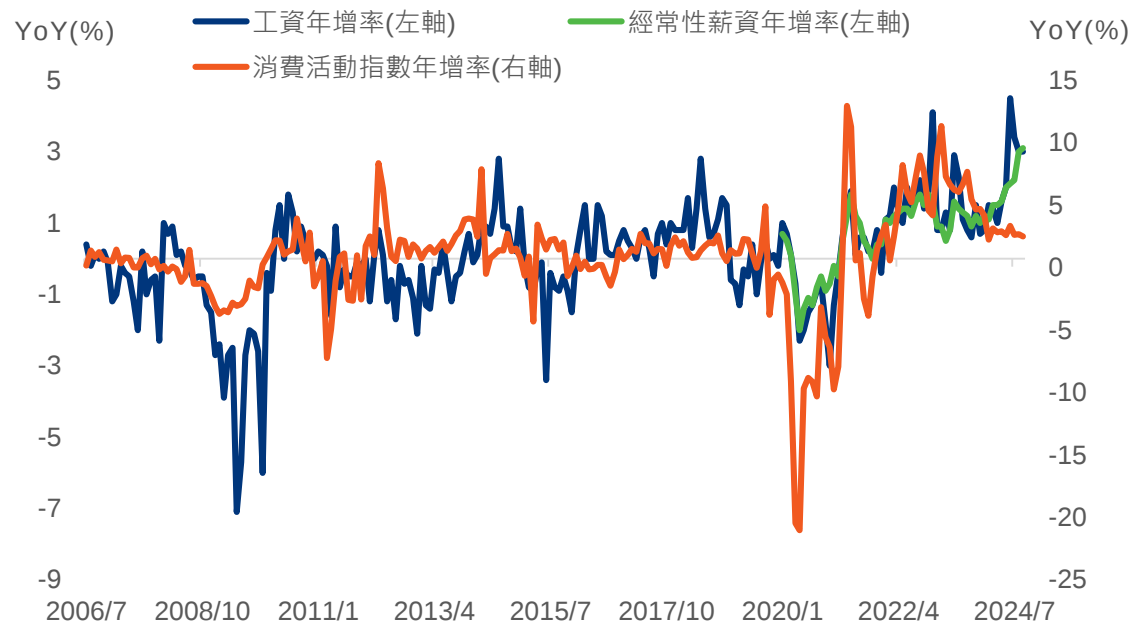
日本勞動需求增且薪資成長，內需消費股可期

- ▶ 日本的事求人比率自2011年來呈現上升趨勢，儘管在2018年有較大幅度放緩，但隨後亦逐漸走穩。目前日本事求人比率超過1倍，每位日本當地求職者擁有超過一個的工作選擇，人力的超額需求將有利未來薪資成長。
- ▶ 隨著夏季獎金發放季已過，8月名目薪資增幅下降，但經常性薪資年增率近一年呈現雙位數成長，反應春鬥談判結果。此外，薪資成長將有機會轉化為投資與消費，主因新任自民黨主席石破茂當選後，財政政策轉為鴿派，且不考慮調升資本利得稅，並繼續支持儲蓄轉投資的方針。民間消費在2022年薪資成長率超過0%水平時有明顯成長，因此近期工資年增率轉強，內需消費可期待。

人力超額需求，有機會續帶動日本薪資成長



工資成長年增率趨勢增，且經常性薪資雙位數成長



資料來源：凱基投顧，2024年10月21日



日本續成長

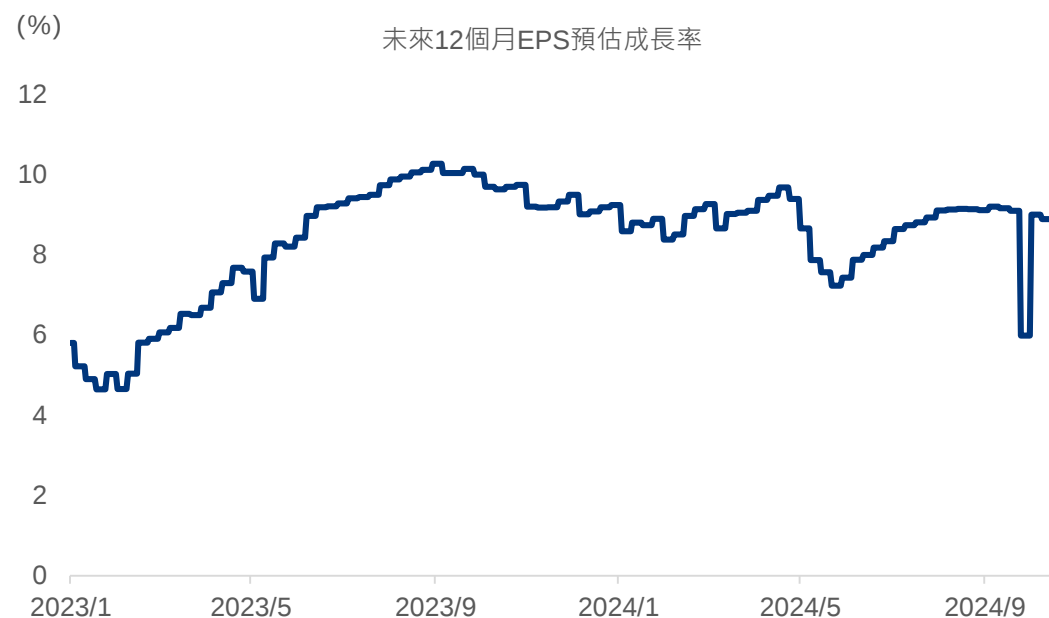
鴿派貨幣政策持續，企業獲利預估提升將推動日股表現

- ▶ 石破茂當選自民黨主席、接任日本首相後，提前改選眾議院，但選舉結果自民黨慘敗，應選465席，自民黨拿下191席、公明黨24席，兩黨聯盟一共215席，沒能達到過半的233席，一共掉了64席，在野黨立憲民主黨從選前98席激增50席到148席。政局發展將使市場受干預的機會降低。
- ▶ 觀察日本國內景氣動向指標(100為投資環境榮枯線)，雖仍大於100但近期呈現下行，而經濟景氣展望調查偏中性，預期日本央行進行激進升息機率低。東證指數企業獲利預估一度被大幅下修，但隨石破茂調整政策，獲利預估因而回調，未來12個月EPS年增率預估回到高個位數成長。短期日圓再大幅走貶機率不大，加上巴菲特旗下公司波克夏海瑟威第九度發行日圓債，且規模為歷年來第二大，顯示日股仍具獲利與資金動能，凱基投顧看好日本內需推動未來表現。

景氣動向指標正向但轉下行，經濟展望近50榮枯線震盪



未來12個月獲利年增率恢復，企業獲利無明顯轉弱跡象



資料來源：Bloomberg · 2024年10月28日

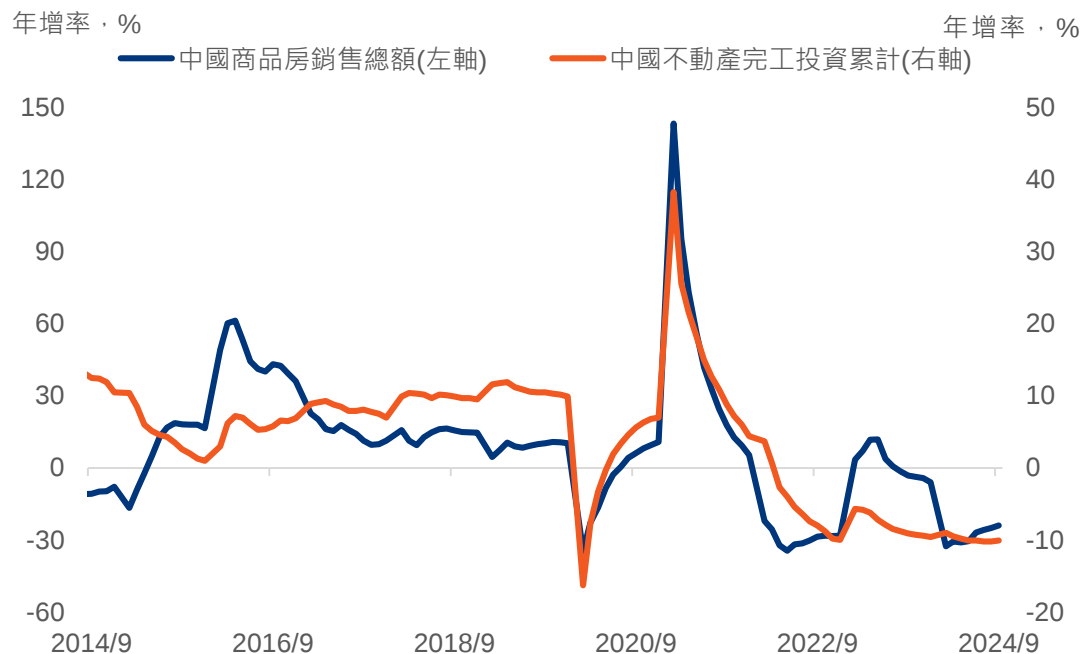


凱基證券

中國觀望財政政策規模，投資陸港股需挑市審時

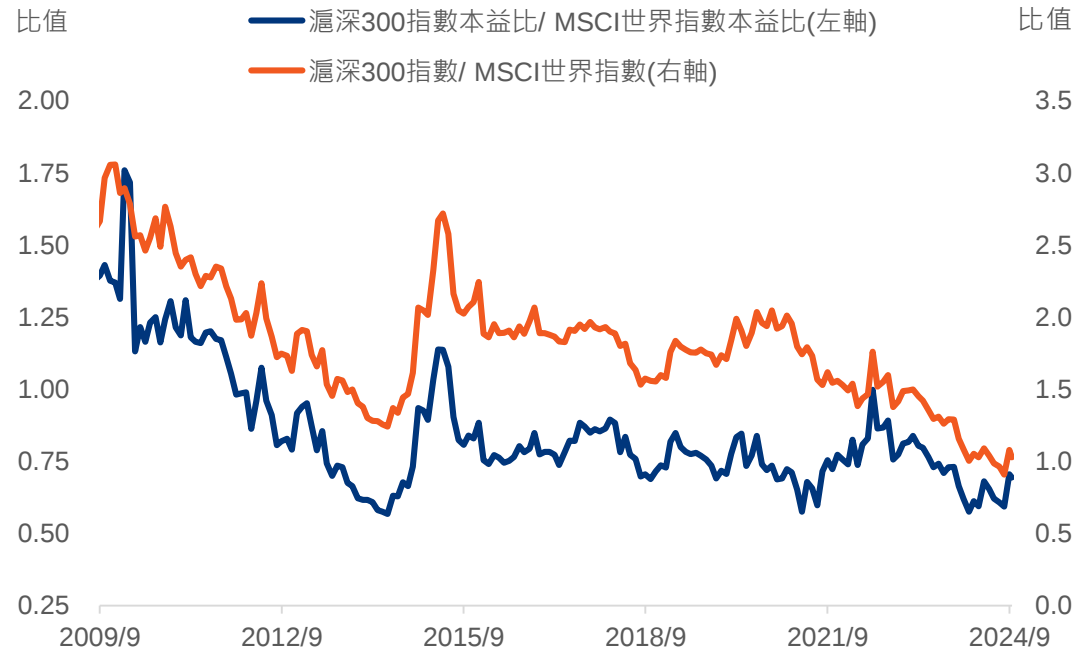
- ▶ 中國推出穩房市組合拳，增加銀行對房企融資意願，也緩解民眾購房門檻、降低房貸壓力，促使近期一線城市商品房銷售回暖。然，目前中國房市庫存仍高，存銷月數超過20個月，離平均月數14個月尚有差距，去化庫存緩慢，房市恢復需時。未來若透過發行特別債券來實現保房措施，可確保銀行放款能力不受房市影響，對金融地產類股直接受惠。此外，GDP全年保5%的壓力下，預期仍有貨幣與財政政策推出。
- ▶ 發改委未有財政政策細節闡述，使陸港股獲利了結賣壓湧現，近期漲多拉回，後續觀望11月底的中央政治局會議及12月中旬中央經濟工作會議，是否有進一步財政措施。然中國龐大債務背景或侷限財政力度，但滬深300指數相較全球股市評價仍屬低廉，投資陸股宜以衛星配置波段操作。

中國全力救房下，房地展開始觸底緩步回升



資料來源：Bloomberg

中國股市評價低於全球股市，對外資仍有投資吸引力



新亞輪動漲

印度短期因資金輪動回檔，中長期偏多看待

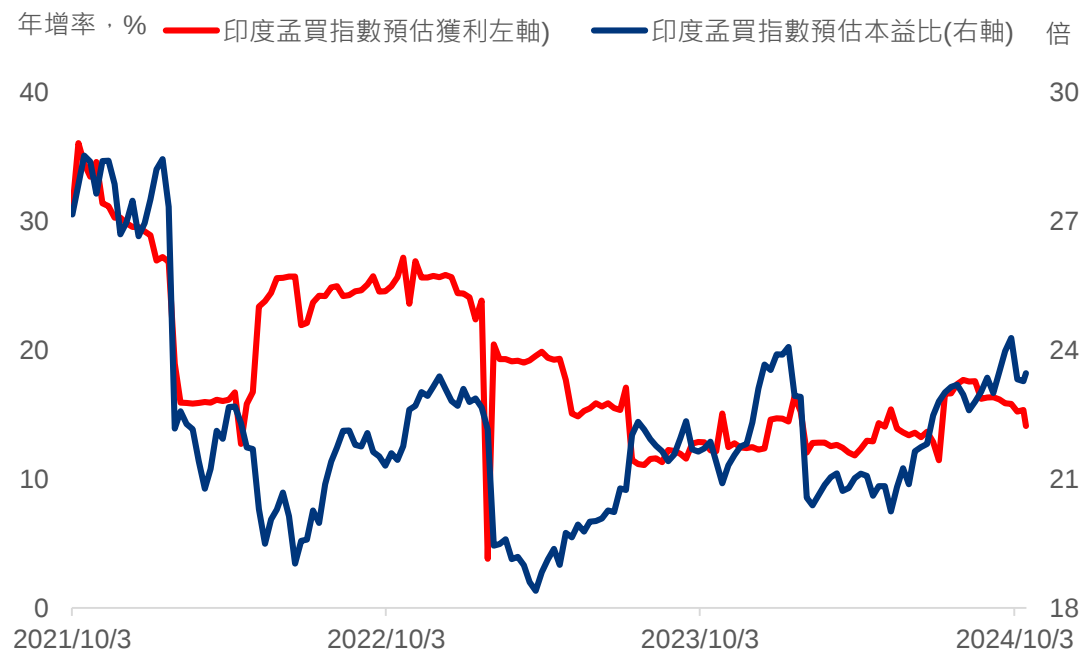
- ▶ 印度9月製造業及服務業PMI分別為56.5和57.7，雖較前值下滑但皆仍於50以上擴張水位，較全球其他主要國家景氣更佳。印度央行最新會議暗示12月將展開降息，並維持今年經濟成長7.2%的強勁預估，基本面良好使分析師持續上修印度企業獲利預估。惟印度股市創新高後目前估值稍高，加上競爭對手中國新政吸引外資流入，短期印度股市出現回檔，若資產配置或長期投資者，可視為加碼布局機會，中長期印度股偏多看待。
- ▶ 印度近期IPO興盛，但企業規模普遍較小(少於5千萬美元)，監管機關有意制定新規以遏止風險，因此建議在投資印度時應以大型股為主要配置主軸。此外，印度近年經濟發展帶動民眾財富增長，然印度股市多為外資持有，若國內民眾增持印度股市，將提供印度股穩定上漲動能。

印度股市近期稍弱，整體新亞指數相對穩健



資料來源：Bloomberg

印度企業評價面不低，預估獲利維持穩定水準



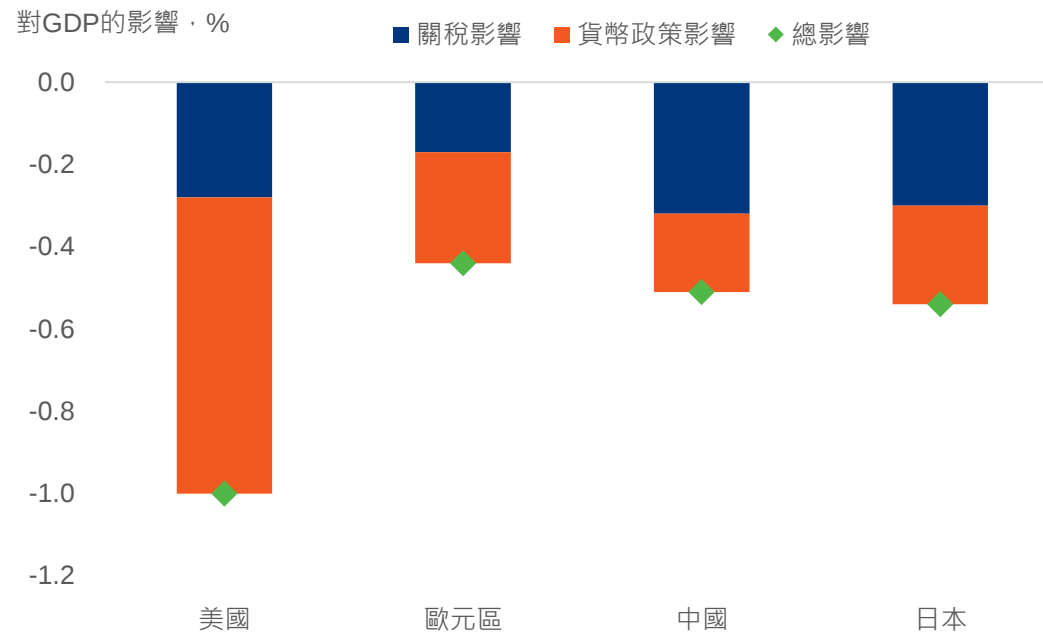
美國總統進入倒數階段，川普民調反轉領先

- ▶ 民主黨候選人賀錦麗取代拜登參選後，受到市場歡迎，且在第一次辯論會後聲勢來到最高。賀錦麗陣營一改不接受訪問態度，積極回擊，但在關鍵移民、以阿戰爭等議題闡釋模糊，使近期賀錦麗民調被川普超車，賭盤PredictIt顯示近週川普勝率大幅領先。然而，密西根大學羅斯商學院在9月11-12日委託民調機構的線上訪查顯示，賀錦麗被視為更能代表中產階級、小型企業、工會成員以及藍領工人的利益，最終選情難料。
- ▶ 若川普當選美國對全球徵收10%進口關稅，對中國徵收60%關稅，通膨升溫將使貨幣政策偏緊，對美國經濟成長造成衝擊，勝過關稅本身對美國經濟的拖累。預期無論哪方贏得美國總統大選，未來幾年保護主義趨勢都將延續，反應在嚴格審查的供應鏈、利用產業政策促進國內發展等。

選前最後階段，川普勝率反轉領先賀錦麗



若提高關稅，通膨升溫影響貨幣政策將對經濟造成衝擊



資料來源：左圖Bloomberg · 2024年10月31日 · 右圖BNP Paribas

若川普當選，通膨升溫將對股債匯市造成影響

- ▶ 預期11月大選後稅收和財政支出將影響美國未來經濟成長，及對於美國政府債務規模的看法。無論是賀錦麗還是川普皆主張2017年的《減稅和就業法案》將會被部分延續，包括低收入群體減稅、兒童稅收抵免等項目延長。差異的部分，包括遺產稅(民主黨主張提高，共和黨表示欲廢除)、資本利得稅(民主黨課徵、共和黨不課)與企業稅率(民主黨主張提高至28%稅率、共和黨欲降低至最低15%)和關稅立場都明顯分歧。
- ▶ 若民主黨或共和黨單獨掌控參眾兩院，美國都將面臨更高的通貨膨脹和財政赤字，已率先反應在美國10年期公債殖利率和美元指數走揚。然而，若國會參眾兩院由不同政黨把持，形成分裂國會或跛腳政府，將使政策影響力大幅受限，僅總統可單獨行使的行政命令，將僅限於影響關稅。

若單一政黨無法同時掌握總統與國會，在財政政策的影響較小，對資產價格的影響也有限

情境		該情境下的政策影響				預期該情境下對金融市場的影響		
選舉結果	發生機率	TCJA 2017個人減稅法案	兒童稅收抵免法案	公司聯邦稅率	財政支出	美元指數	美國10年期公債殖利率	美股標普500指數
藍 潮	最小	低收入者稅改延長	預計每年增加1,050億美元	提高至28%	育兒、教育、住房補貼	小幅升值	彈升幅度介於紅潮與分裂國會間	下跌
賀錦麗勝出但分裂國會	高	低收入者稅改延長	保持現有TCJA水準	維持不變(21%)	對非必需支出有一定限制	小幅貶值	小幅下滑	區間震盪
川普勝出但分裂國會	高	低收入者稅改延長，且(減稅)規模增加	預計每年增加250億美元	維持不變(21%)	與國會預算局基準情境一致	小幅升值	小幅上升	區間震盪
紅 潮	次高	所有TCJA條款延長	預計每年增加500億美元	削減至最低15%	較國會預算局基準預測略快成長	大幅升值	大幅彈升	小幅上漲

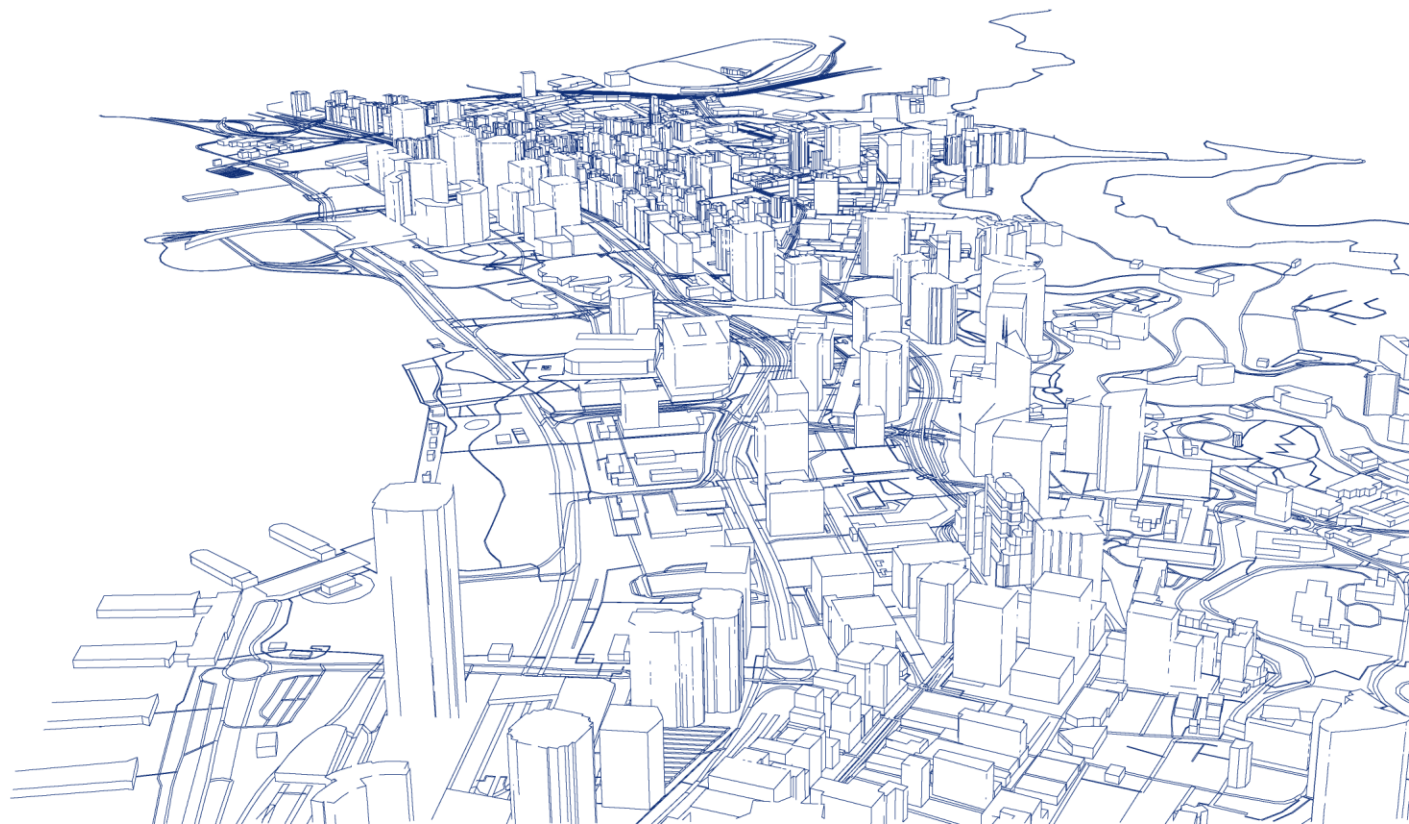
目前市場反應

資料來源：BNP Paribas · 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

▶ 關注美股企業財報動向，逢回布局優質中大型股；勞動需求增加、薪資強勁成長有利日本內需股；仍看好印度長期成長空間。

看空 中立 看多 • 前月看法					綜合評論	
區域	美國股市				美國企業財報轉趨樂觀，加上步入降息循環將使股市評價面壓力降低，有機會提升表現，維持中性偏多看待	
	歐洲股市				歐洲製造業與服務業再度出現惡化跡象，所幸歐洲央行維持寬鬆環境支撐，然實質效果有限，維持中性看法	
	日本股市				美國降息預期收斂減緩短期日圓升值壓力，隨勞動需求增加、薪資強勁成長，內需股有望受惠，中性偏多看待	
	中國股市				中國財政支出規模未明，市場期待落空，陸股高檔回落震盪，轉趨中性看法	
	臺灣股市				台股成分股4Q24-1Q25獲利動能轉強將支撐指數，但整體指數本益比偏高，中立偏多看待	
	新興亞洲				中國財政支出規模未明，陸股高檔回落震盪；印度長期成長動能吸引內外資持續流入股市，整體新亞轉趨中性	

資產類別建議 – 產業

美國經濟有望軟著陸，可留意擁有穩定表現的必需消費、醫療保健、通訊服務、公用事業等類股表現。

看空 中立 看多 ● 前月看法					綜合評論
產業	非必需消費		第三季獲利數據有所改善，然產業易受利率影響，整體維持中立看法		
	必需消費		獲利相對穩定，且類股具防禦特性有助抗波動，維持偏多看法		
	能源		能源類股獲利負成長，且OPEC計畫12月增產未見改變，轉趨偏空看法		
	金融		3Q24財報表現佳，顯示殖利率曲線趨陡效應逐步發酵，後續需觀察放款能否回升，維持中立看法		
	醫療保健		第三季獲利優於預期，產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法		
	工業		航空類股財報不佳拖累整體獲利動能，然長期受惠自動化及政府財政支出推動，維持中立看法		
	資訊科技		AI題材類股評價面偏貴，短期留意市場拉回風險。然中長期AI發展帶動晶片需求趨勢不變，維持中立看法		
	通訊服務		受惠強勁AI需求推動龍頭企業表現，媒體與娛樂類股將受惠降息環境，且電信類股具防禦性質，維持偏多看法		
	原物料		雖中國已開始放鬆貨幣政策，然仍待財政有效刺激措施推出，觀察當前內需未有顯著改善跡象，整體維持中立看法		
	房地產		雖房市數據未見改善，但利率下滑有助支撐銷售，整體而言維持中立看法		
公用事業		擁有能源轉型與政策支持等利多，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

美國公債、投資級債逢利率上揚鎖利，並以中長期債為主；美公債殖利率彈升，美元指數轉升，非美貨幣承壓，金價創新高。

看空 中立 看多 • 前月看法					綜合評論
固定收益	美國政府債券		美國就業仍具韌性，經濟數據穩定與短期通膨回升使公債殖利率上揚，提供加碼中長天期公債良好機會		
	投資等級債券		過往經濟軟著陸企業債表現佳，然信用利差偏低，配置如金融、通訊、公用、能源、國防等調整後利差較高者		
	非投資級債券		近期經濟數據亮麗，然預計隨景氣降溫，非投資級債利差未來有擴大可能，宜避開B級以下企業債，降信用風險		
	新興市場債券		美國降息預期縮減，中國金融條件寬鬆不一定能帶動新興市場景氣回溫，留意未來中國財政政策刺激力道		
商品	原油		高利率抑制美國經濟成長，歐元區可能陷入衰退，整體能源需求成長放緩，但是中東地緣風險帶來短期戰爭溢價		
	黃金		美國財政赤字惡化、歐央降息與日銀暫緩升息，黃金相對主要貨幣升值，維持實質購買力的貨幣功能，推升金價創高		
貨幣	美元		美國經濟比預期強勁，若共和黨取得參眾兩院或藍潮再現，政府債務增、財政赤字惡化，使公債殖利率上彈支撐美元		
	歐元		歐元區如預期降息，9月通膨年增率僅1.7%，回到央行目標區間，加上經濟明顯放緩，預期未來持續降息，歐元偏弱盤		
	日圓		石破內閣與日銀皆表態不急於升息，加上美元反彈，使日圓由升轉貶短期續弱；長線反應美日利差縮窄，偏緩升格局		
	人民幣		中國大力刺激經濟，內資買股、外資流入，人民幣短線有撐。但中美角力不斷，經濟恢復需時，人民幣區間震盪偏弱		

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
- ◆ 遇股市回檔分批投入優質股，或產業中大型股，如電信、醫療護理及民生必需類股
- ◆ 定期定額成長股、科技

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，降低波動並享息收。



1 資產配置再平衡

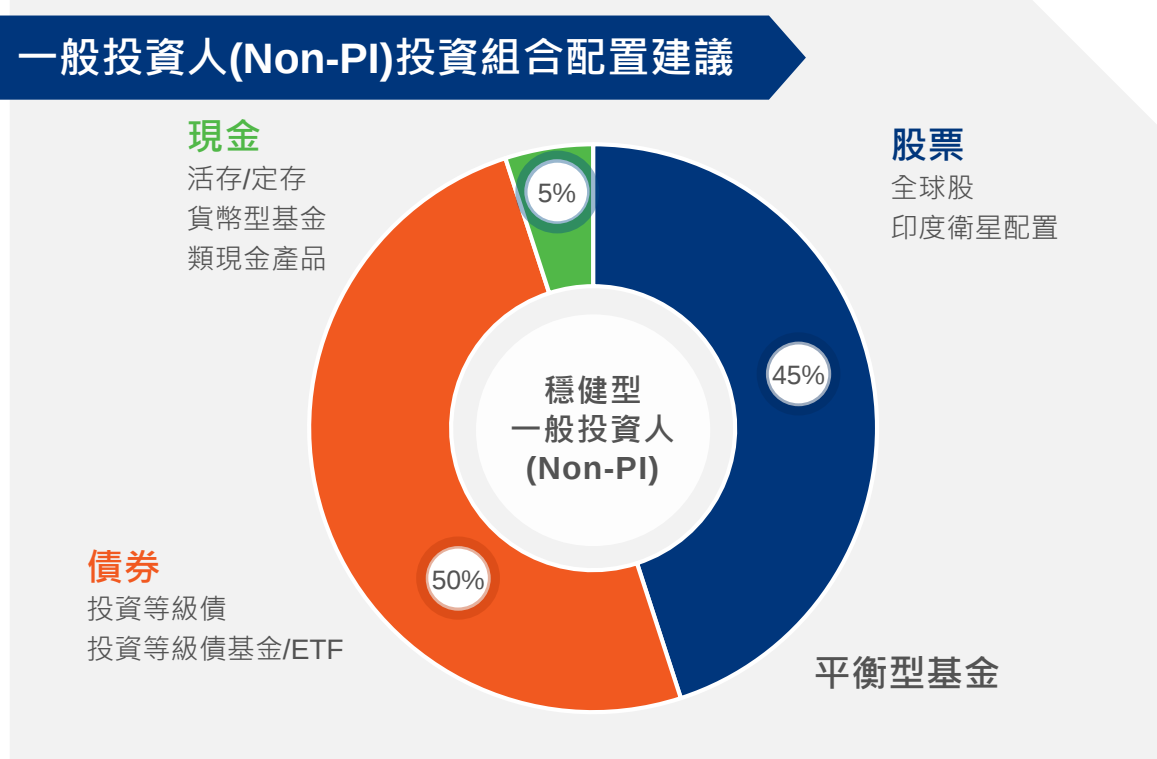
- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中天期投等債，或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 風險資產調降

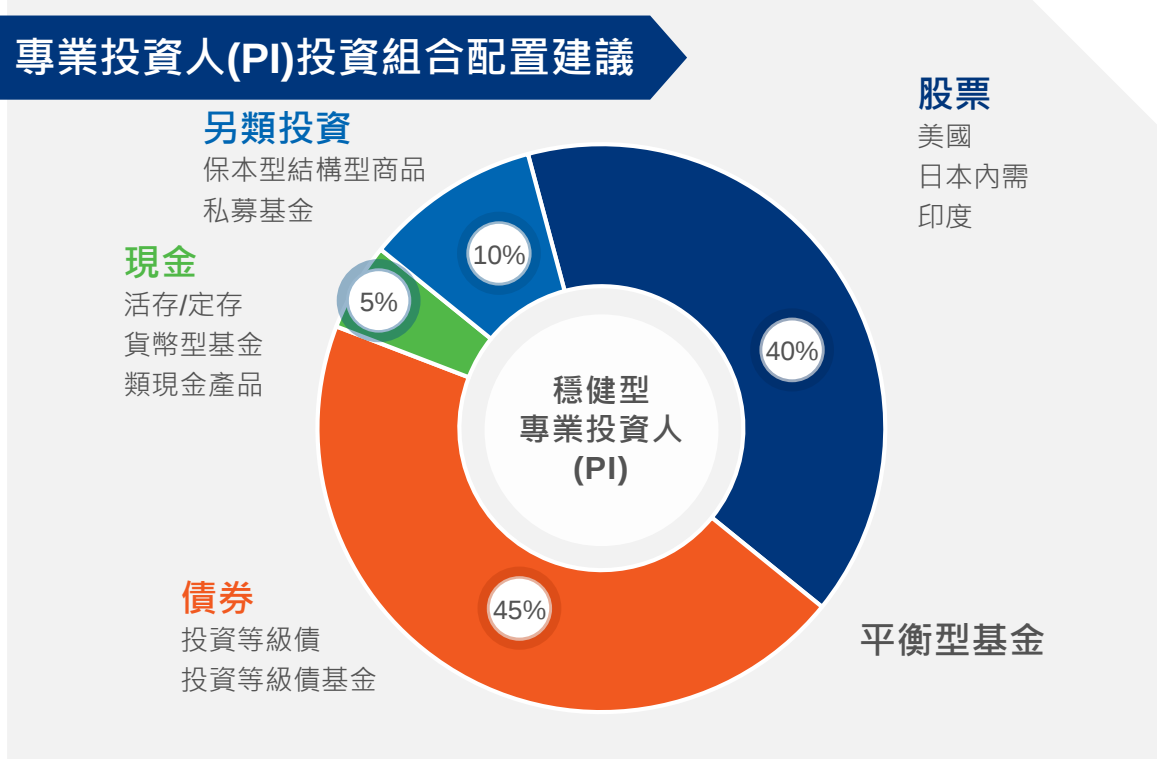
- ◆ 逢反彈減持基本面不佳中小型股、低信評比重高之固定收益商品，並檢視單一發行機構持股比重，降低整體風險性資產
- ◆ 轉進平衡型基金或投等債調整股債比

投組配置 – 軟著陸機率高，逢回承接優質股，分批布建投等債

- ▶ 美國經濟較預期強韌，軟著陸機會提升，帶動市場風險偏好上升，惟地緣政治等干擾因子仍存，資產配置以股債平衡為宜。
- ▶ 股權部位以成熟國家中大型優質股為核心，新興市場印度可做中長期衛星配置，陸股則以短期衛星操作並僅適合風險胃納高之投資人。
- ▶ 近期殖利率反彈，可分批加碼中長天期投資級債券，產業面優先考慮金融、通訊、公用、能源、國防等調整後利差較高者。



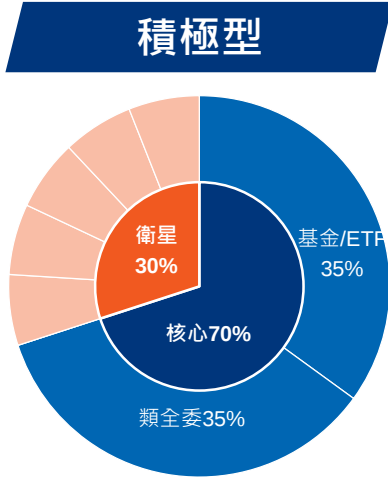
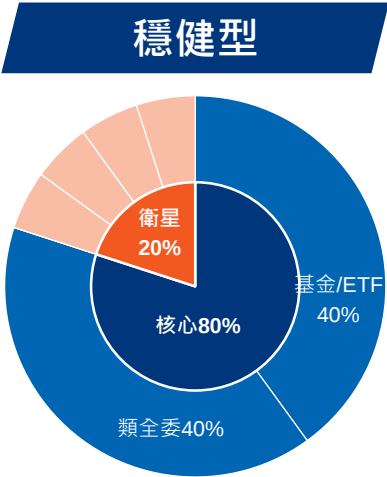
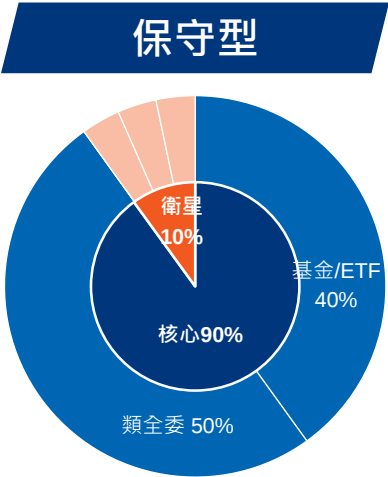
[一般投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金10%；積極型配置：股票55%、債券45%、現金0%



[專業投資人] 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



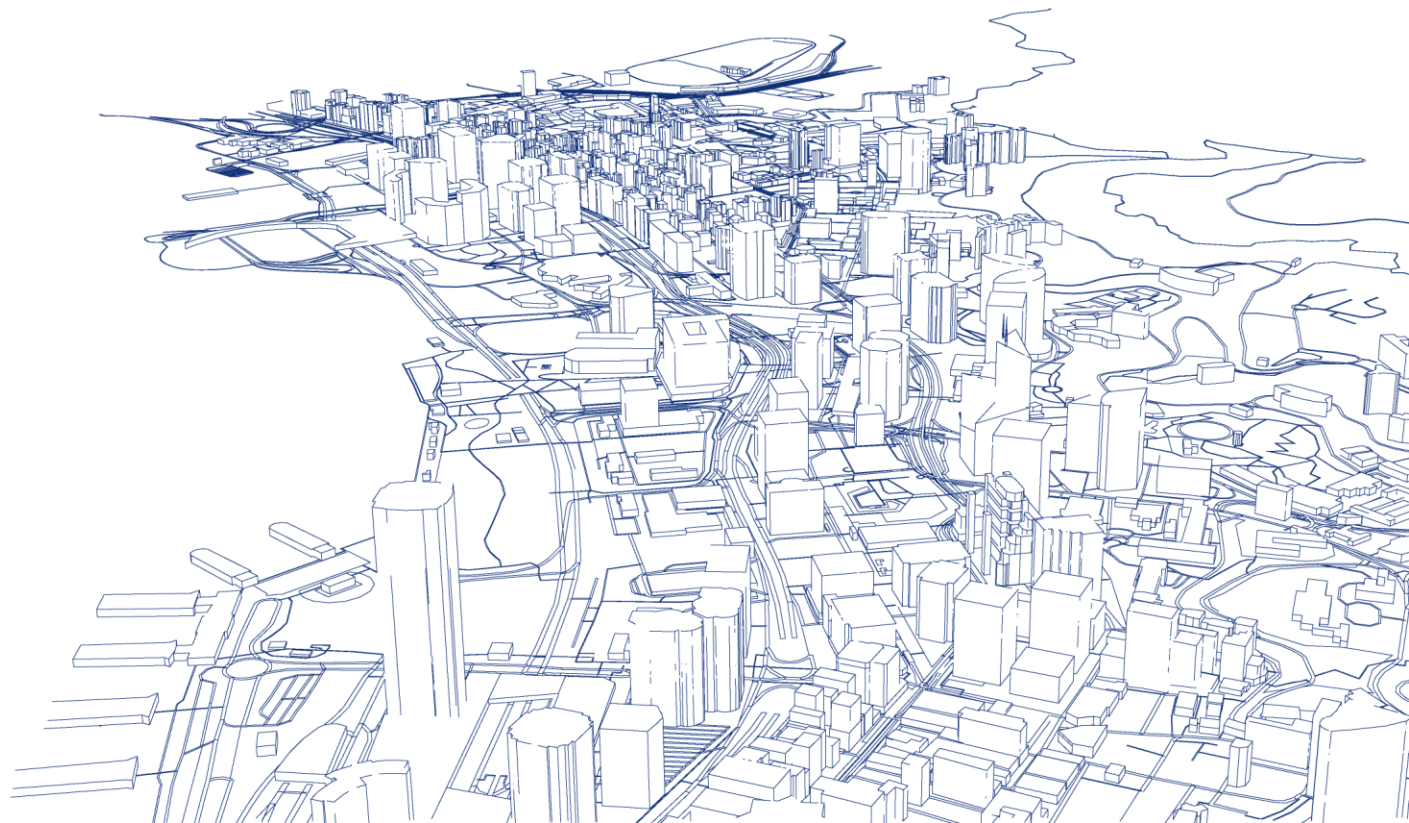
配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	

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

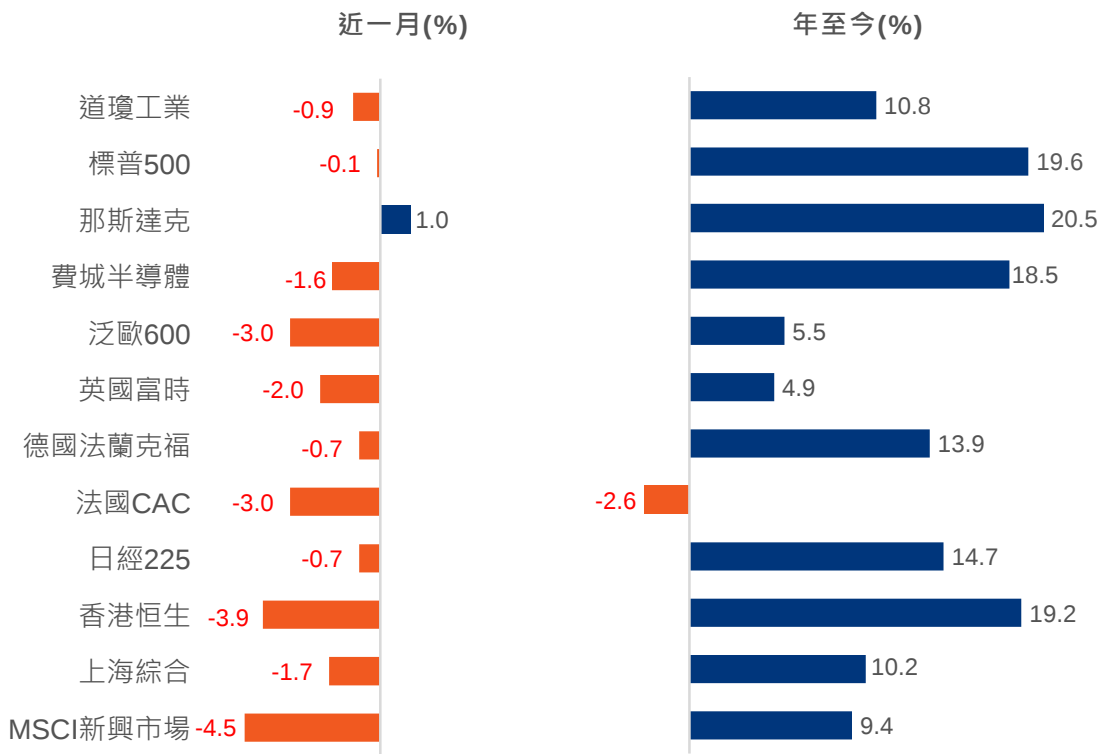
- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 重要經濟數據/事件



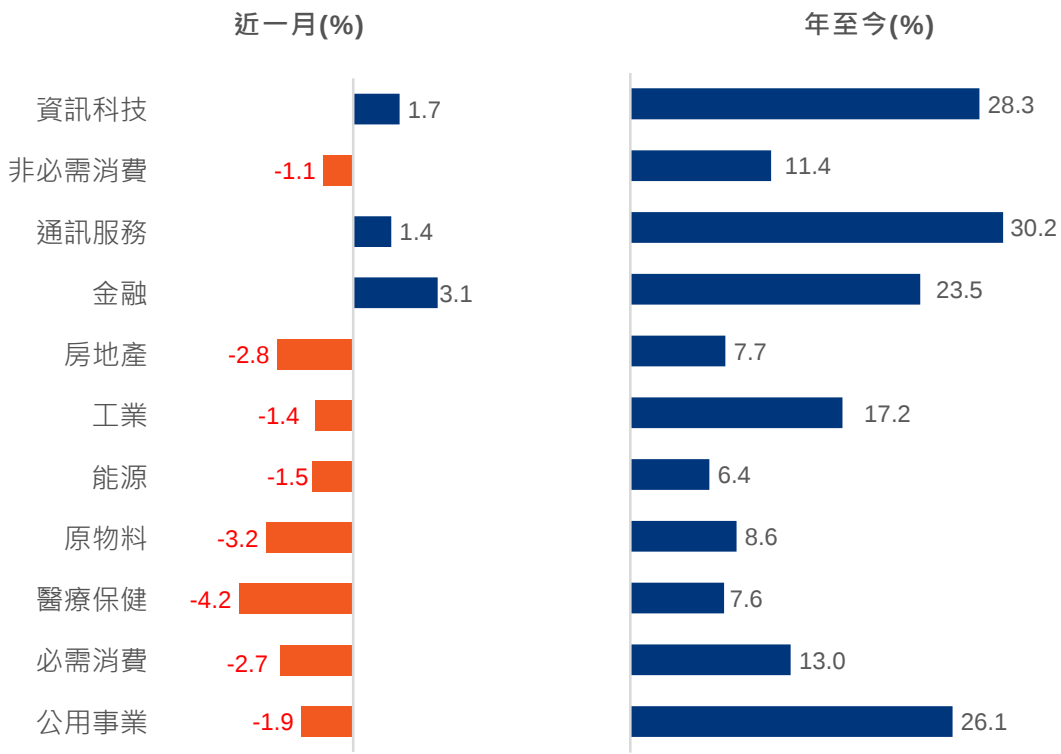
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 美國第3季企業財報多數優於預期，然而市場擔憂企業AI支出高可能擠壓獲利空間，美股高檔震盪。陸股漲多拉回，市場等待進一步的財政刺激推出；歐洲復甦步伐崎嶇，近期回檔。
- ▶ 美國公債殖利率曲線轉正，使金融股獲利增長、帶動股價，通訊電信與新型態服務商受惠川普概念與營收成長。

各地區指數表現



各產業指數表現

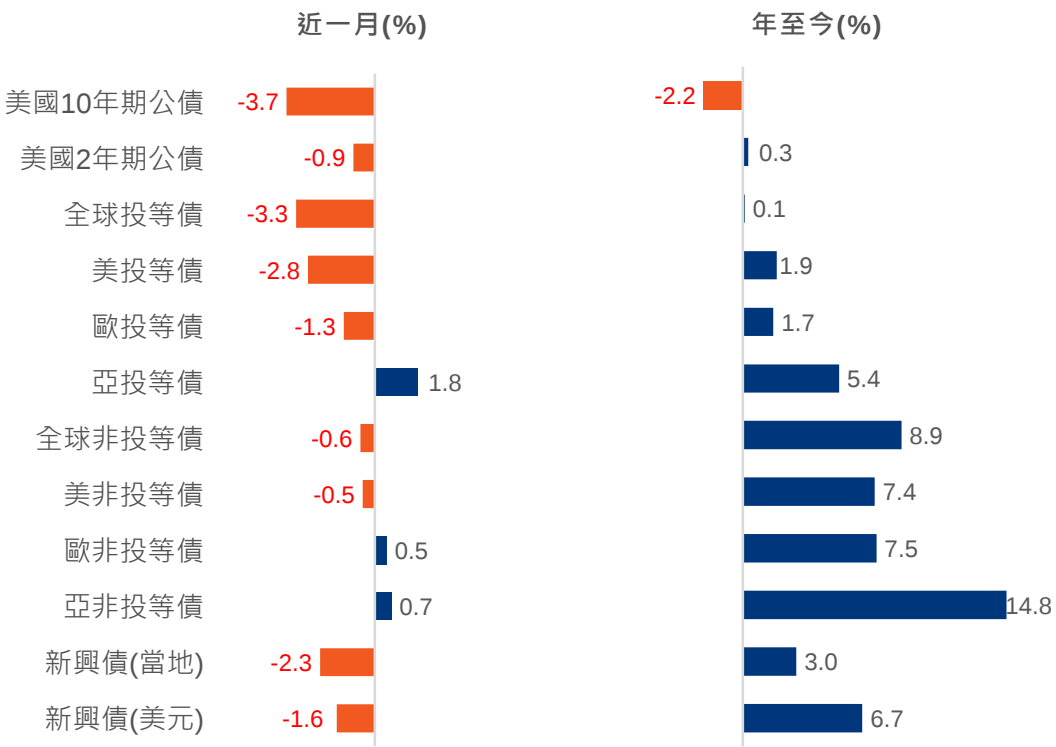


資料來源：Bloomberg · 2024年10月31日

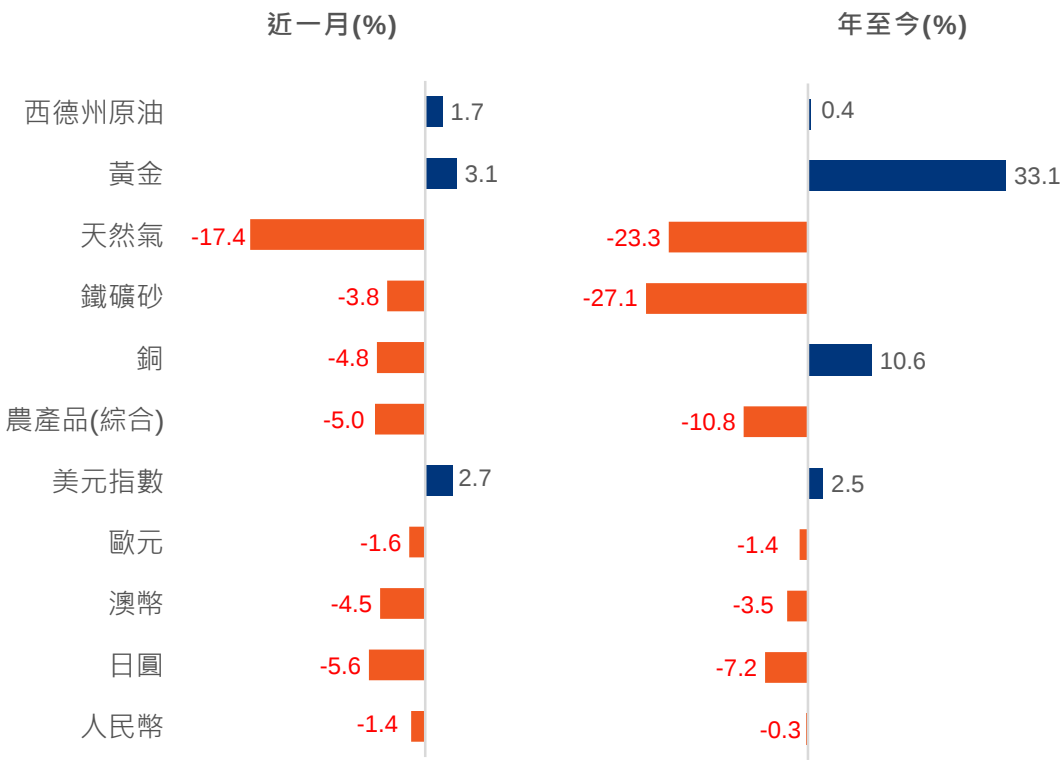
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 民調及賭盤資料顯示川普有優勢，市場預期美國未來財政赤字恐擴大，美國公債殖利率跳升，債券回檔，尤其長天期債券跌幅顯重。
- ▶ 以伊衝突雖熾，但未攻擊儲油設施，油價大升後拉回，10月整體收小漲；地緣風險不斷，黃金持續挑戰歷史新高；美國降息預期減低，美元強勢、非美貨幣疲軟。

各類債券表現



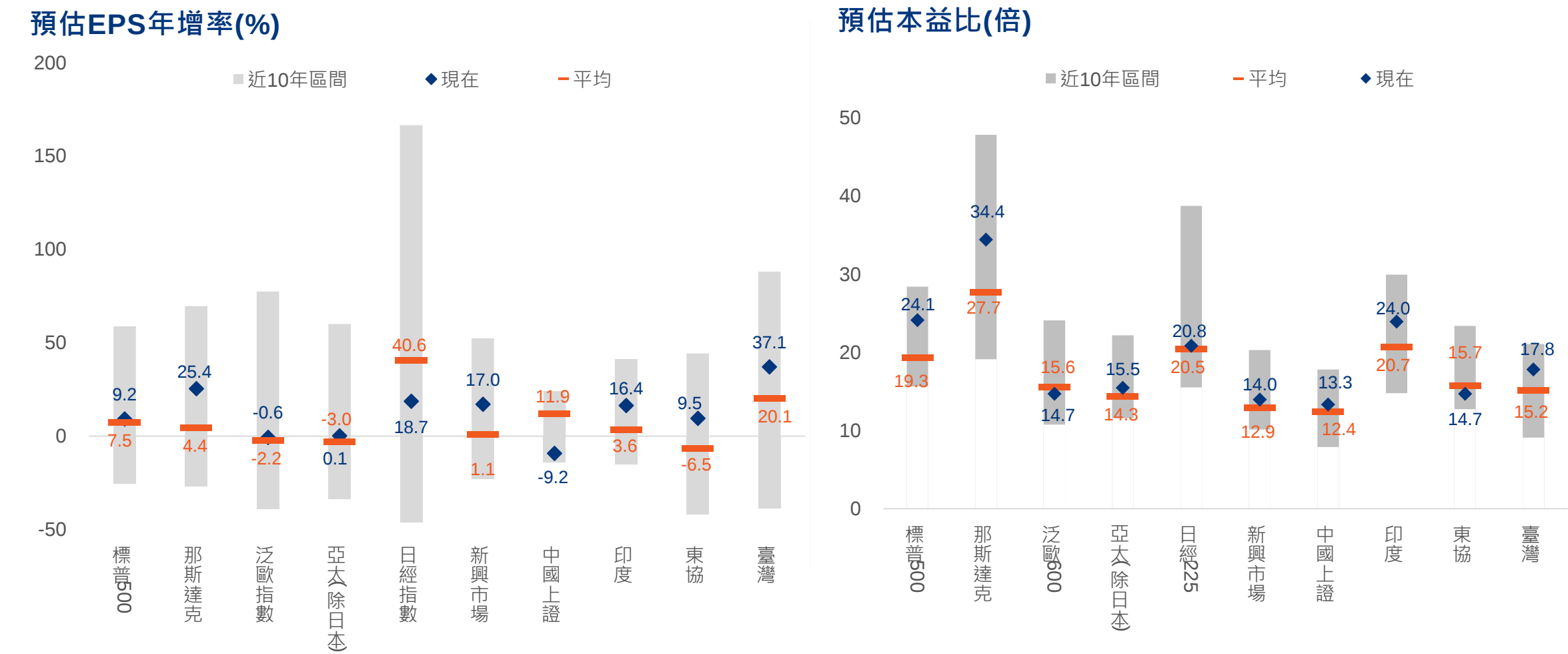
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年10月31日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

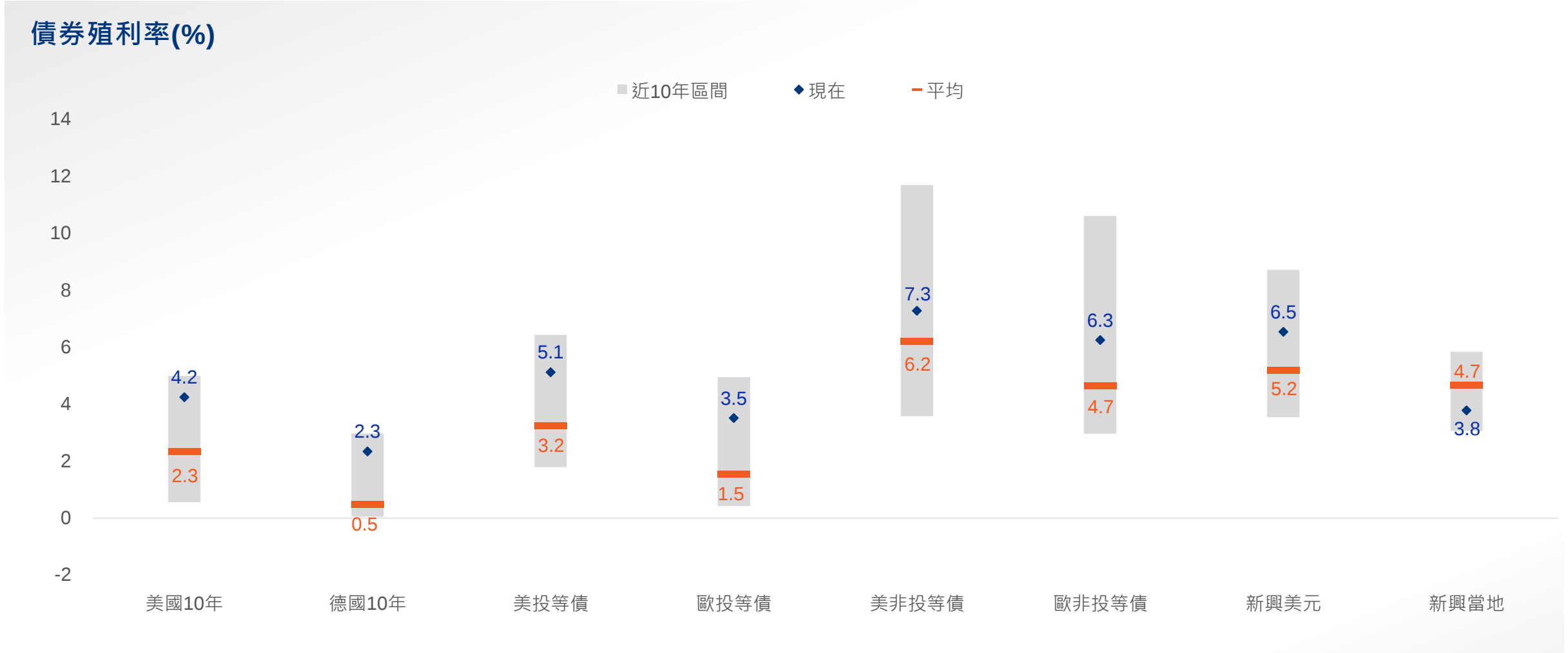
▶ 企業獲利預估以那指、新興市場、印度、東協、臺灣最佳，評價面以歐股、東協股在近10年平均值之下，較為低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年10月30日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國公債殖利率彈升至4.2%，回到近10年歷史區間上緣，把握再度高息鎖利時機，新興當地債殖利率反映新興國家降息而下滑。

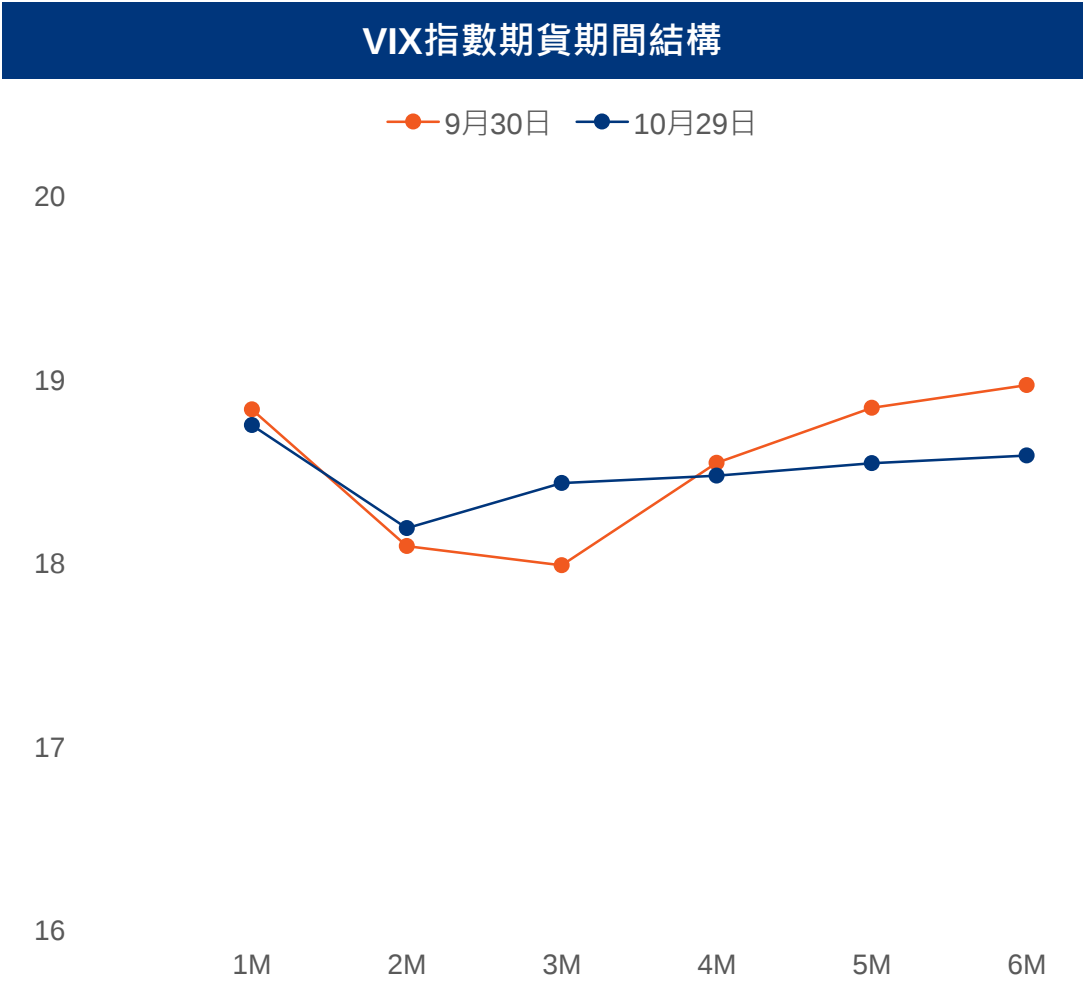


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年10月30日

跨資產市場波動率

► 10月主要市場漲跌互見，但鄰近美國總統大選，因此大部分市場波動率指數上升；美國公債下跌、波動上升，黃金創高，波動率大致走平。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	19.34	2.61	15.57
道瓊波動率指數(VXD)	18.25	1.68	13.91
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	18.99	0.93	15.92
香港恒生波動率指數(VHSI)	32.43	-0.23	23.51
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	23.67	1.29	18.15
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)	21.27	5.66	15.76
黃金ETF波動率指數(GVZ)	18.51	0.43	16.01
石油ETF波動率指數(OVX)	42.47	2.61	32.50
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.98	1.28	7.44



資料來源：Bloomberg · 2024年10月29日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至10月29日，陸股、美股與基礎建設表現相對強勁。

■ 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%	中國股市 24.8%	美國股市 13.2%
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 23.4%	日本股市 6.5%
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%	基礎建設 16.8%	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 13.8%	基礎建設 6.2%
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%	REITs 10.4%	REITs 4.8%
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%	大宗商品 10.2%	新興市場股市 4.6%
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 9.0%	非投資級債券 4.6%
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%	歐洲股市 8.8%	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%	日本股市 6.8%	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%	現金 4.4%	中國股市 2.5%
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 3.3%	投資級債券 2.2%
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 0.1%	現金 1.7%
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 -1.6%	已開發國家公債 -0.4%

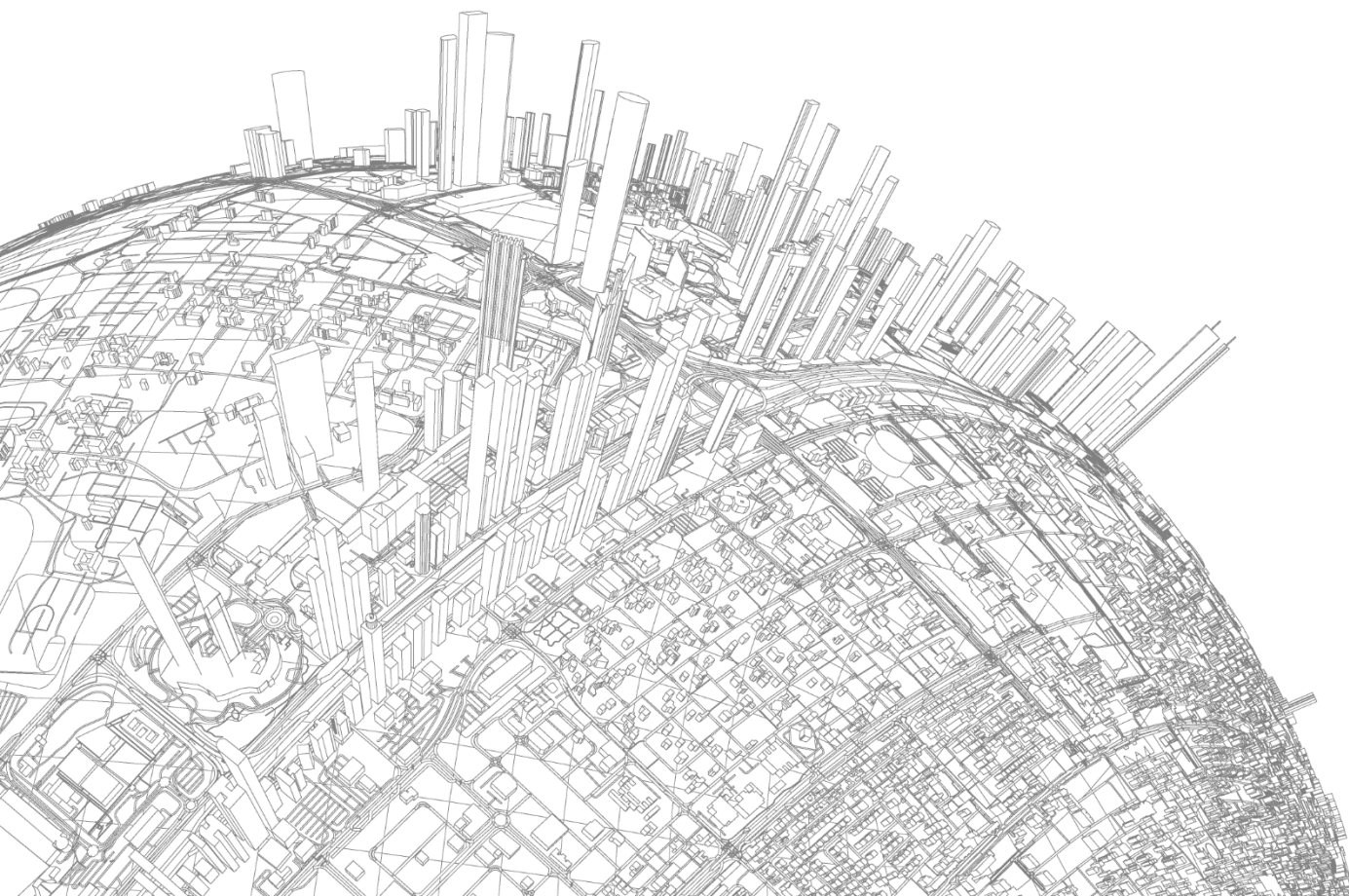
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年10月29日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年10月29日

重要經濟數據 / 事件

NOV 2024

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
				1 • 美國10月非農業就業人口變動 • 美國10月失業率 • 美國10月標普全球製造業PMI終值 • 美國10月ISM製造業指數
4 • 美國9月耐久財訂單終值 • 歐元區10月製造業PMI終值 • 歐元區11月Sentix投資者信心指數	5 • 美國10月ISM服務業PMI • 香港10月標普全球PMI • 美國總統選舉	6 • 歐元區10月服務業PMI終值 • 歐元區9月PPI • 臺灣10月CPI、PPI	7 • 歐元區9月零售銷售 • 英國11月央行利率決議 • 中國10月出口年增率	8 • 美國11月聯準會利率決議 • 美國11月密大消費者信心指數初值 • 臺灣10月出口年增率
11	12 • 日本10月工具機訂單終值	13 • 美國10月CPI • 日本10月PPI	14 • 美國10月PPI • 歐元區第三季GDP年增率初值	15 • 美國10月零售銷售 • 美國10月工業生產 • 日本9月工業生產終值 • 日本第三季GDP季增率初值
18 • 日本9月核心機器訂單 • 香港10月失業率 • G20領袖峰會	19 • 美國10月新屋開工、營建許可 • 歐元區10月CPI終值 • G20領袖峰會	20 • 日本10月出口年增率	21 • 美國10月成屋銷售 • 歐元區11月消費者信心指數初值 • 香港10月CPI	22 • 美國11月標普全球製造業PMI初值 • 美國11月密大消費者信心指數終值 • 日本11月自分銀行製造業PMI初值 • 歐元區11月製造業PMI初值
25	26 • 美國10月新屋銷售 • 美國11月經濟諮詢委員會消費者信心	27 • 美國第3季GDP季增年率修正值 • 美國10月耐久財訂單初值 • 美國10月核心PCE	28 • 歐元區11月消費者信心指數終值 • 歐元區11月經濟信心指數	29 • 日本10月失業率 • 日本11月東京消費者物價指數 • 日本10月工業生產初值 • 臺灣第三季GDP年增率初值

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，且本公司及所屬凱基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。