



凱基證券

2025 投資聚焦

ACE

Alternatives

Credit
Selection

Elite
Stock

2024年**12**月

環球投資觀點 Key Investing Perspectives

摘要

■ 川普，是金融市場最大變數

回顧2024年，金融市場圍繞著AI科技、聯準會降息與美國總統大選等重大議題。其中，AI帶動的科技狂潮，推升美股在過去一年，屢次挑戰歷史新高，下半年則由美國總統大選主導。最後，川普強勢回歸、金融市場即將展開新篇章，因川普新政導致的通膨預期上升，全球股債匯皆提前反應，預期2025年，由川普主導的政策變化、AI科技與聯準會動向，持續牽動金融市場變化。

■ 2025年投資聚焦ACE

展望2025年，除了關注上述焦點外，投資聚焦在A(Alternatives另類資產)、C(Credit Selection債券收益)、E(Elite Stock優質股權)。預期美股在估值不低、基期過高與川普政策落實發酵下，股市有機會出現震盪回檔。因此，優質股權可先以川普概念股因應市場變化，當景氣明顯放緩、股市修正之際，可調整成為防禦型股，波動放大、類股輪動依舊是明年金融市場主要樣貌。

■ 美國優先有利美股，分散配置最能降波動

川普核心政策MAGA (讓美國再次偉大)，強調美國優先，將促使資金回流美國，預期將推升美股上漲，對美元指數高位有撐。美股的原物料、工業、金融和軍工等題材，上半年受惠政策利多，長期趨勢以AI科技股為佳，債券殖利率處歷史高位，可納入投資組合中鎖利領息，甚至另類資產中的比特幣與黃金，也是分散波動的選擇，畢竟政治不確定性就是川普任期最大的風險！

ACE

1 投資策略

2025年投資主軸 / 年度重要事件 / 年度需留意的風險

2 2025投資聚焦 ACE

另類資產投資，降低關聯抗擾動

高信評債優先，債券配置鎖好利

股市大優於小，川普交易股輪動

3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置

ACE

1

投資策略

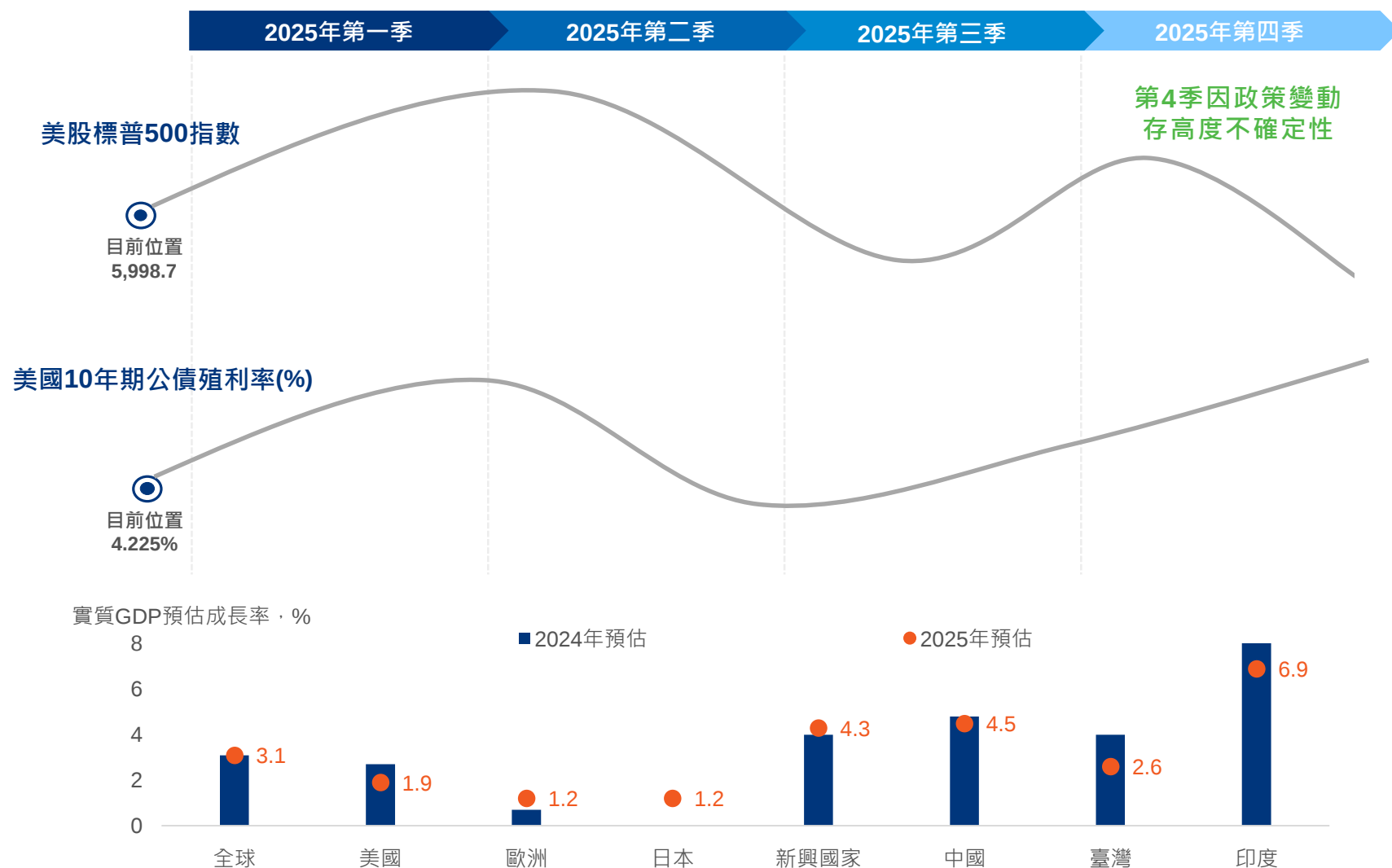
2025年投資主軸

年度重要事件

年度需留意的風險

2025年川普、AI科技與聯準會降息，成為金融市場主旋律

- ▶ 2025年預期全球經濟成長將維持在3.1%和今年相當，主要國家GDP成長有所放緩，但仍處成長軌道上。觀察美國製造業除了AI相關以外偏冷，整體企業資本支出疲軟，但服務業在2024年下半年強勁復甦，預期將延續到2025年。預估川普的多項新政如限制性貨幣政策、高關稅、驅逐非法移民等實施，可能使美國GDP年增率降至1.9%，2026年將進一步下滑，經濟成長放緩。
- ▶ 延續今年AI浪潮，2025年AI仍是科技主流，軟著陸推升股市獲利成長，美股有望續創新高。然而，川普新政策或讓通膨復燃、經濟降溫，預期2025年第1季美股在新政府人事與政策擬定推行後，第2季政策影響持續發酵，使股市與公債殖利率回落，並延續至第3季，因此大型股較小型股穩健，美國10年期公債殖利率全年預估區間於4.0-5.0%，年底可能因政策落實，隨通膨上升。



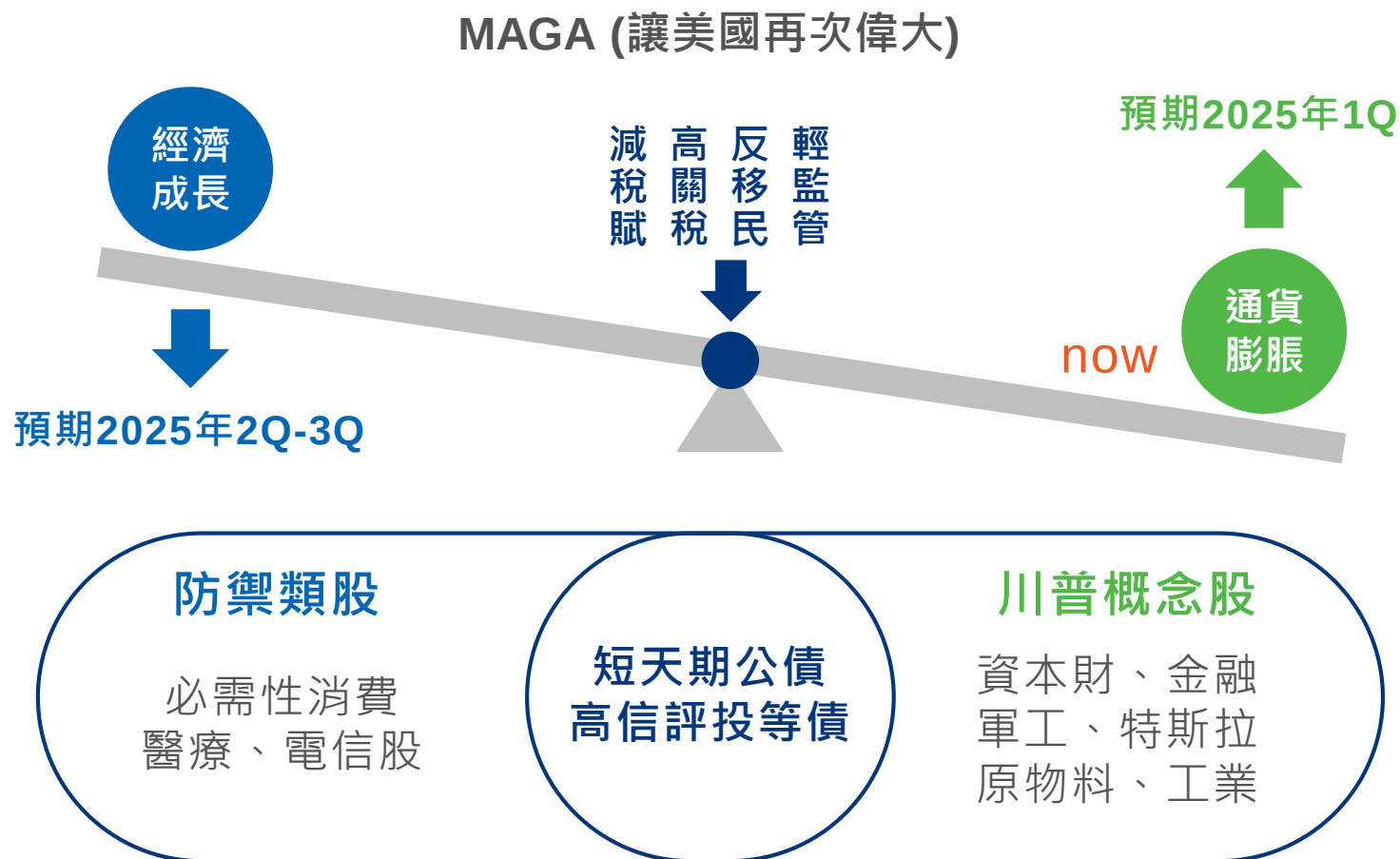
資料來源：上圖數據截至2024年11月28日、Bloomberg，凱基證券整理



2025年聚焦川普政策，通膨上升與經濟衰退隱憂再臨

- ▶ 川普贏得大選，共和黨取得參眾兩院，川普2.0預計將提高關稅、實施減稅永久化、驅逐非法移民等，影響美國就業和消費，可能帶來更大的財政赤字與服務性通膨、輸入性通膨上升。通貨膨脹或迫使聯準會明年暫停降息或放慢降息步伐，高利率抑制經濟成長，不排除明年中期美國經濟下行，甚至出現溫和的經濟衰退。
- ▶ 川普主要施政主軸MAGA(讓美國再次偉大)短期將有利川普概念股，包括資本財、原物料股、金融、軍工、特斯拉，但若景氣持續放緩，將增加防禦類股如必需性消費、醫療、電信股等，同時與中國有關的六大產業可能受害，如半導體、5G通訊設備、太陽能、鋼鐵、家電產品、電動車和電池。現在債券殖利率仍處於歷史偏高水位，可以短天期公債或高信評投資等級債鎖利，為對抗通膨不確定下的投資利器。

川普政策或讓2025年美國通膨上升、經濟成長放緩



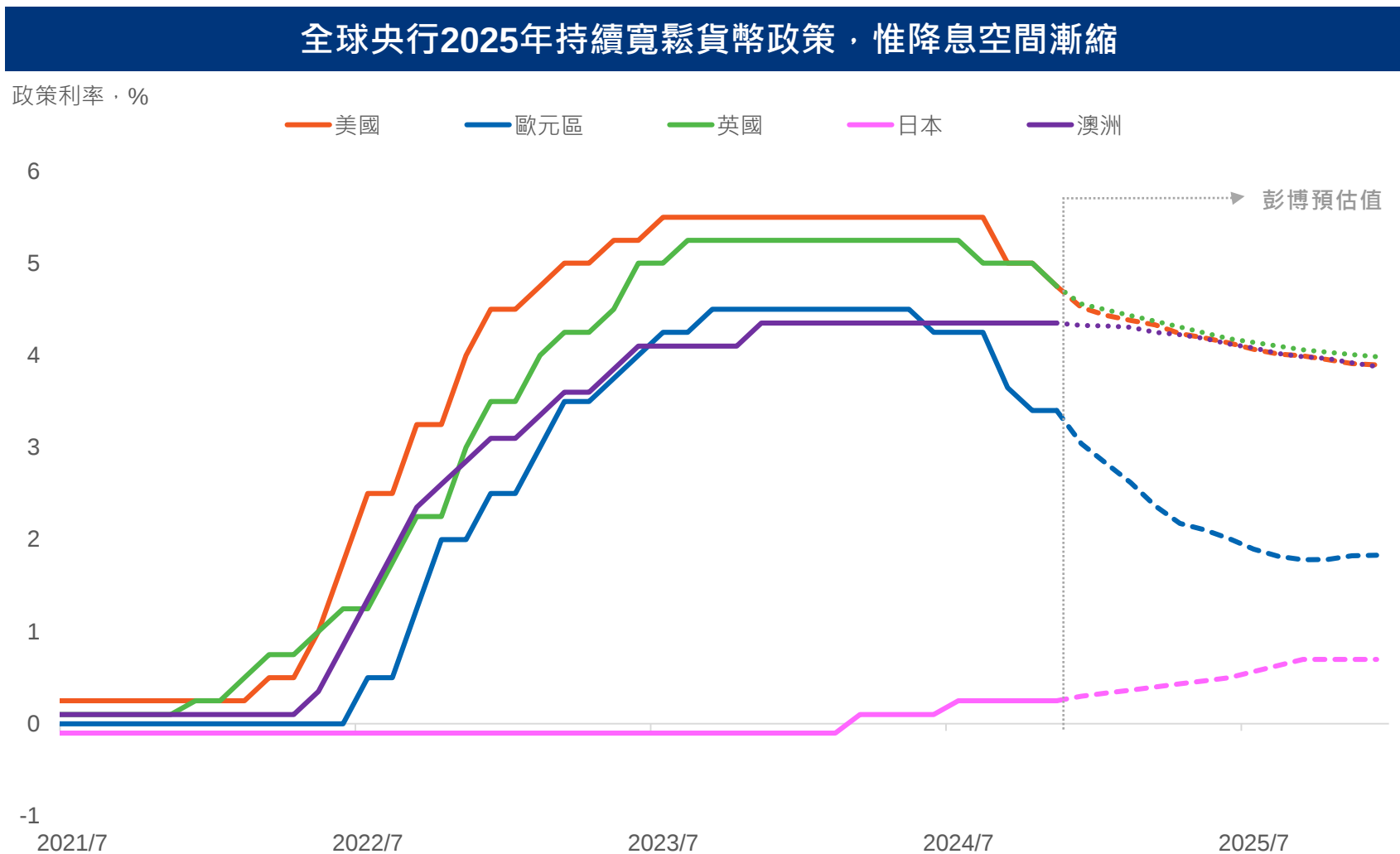
資料來源：凱基證券整理



凱基證券

全球央行降息方向不變，降息幅度受政策和經濟影響

- ▶ 2024年全球央行開啟寬鬆貨幣政策方向，僅日本銀行在7月升息至0.25%，重回2008年12月高位。全球多數央行降息方向不變，將有利資金活水不減，並呵護經濟避免衰退。然而，留意因川普新政或使全球通膨升溫、貿易縮減，迫使市場原本預期的降息空間漸縮，高利率滯後影響可能激發企業裁員行為，預期2025年美國上半年將降息2-3碼，可能在2026年重啟升息政策。
- ▶ 非美國家日本，因國內政治擾動，加上美國外貿不確定性的內外部干擾，預期日銀將採緩步升息步調，並侷限調升空間。歐洲經濟表現疲弱，預期川普對歐盟採取懲罰性貿易措施後，將加速景氣降溫，使歐洲央行有進一步降息誘因，明年可能調降4碼至1.8%。英國經濟較歐洲佳和通膨正常化，英格蘭銀行降息幅度少於ECB，英鎊升值、歐元續貶，澳洲央行也向鴿派傾斜。



資料來源：Bloomberg

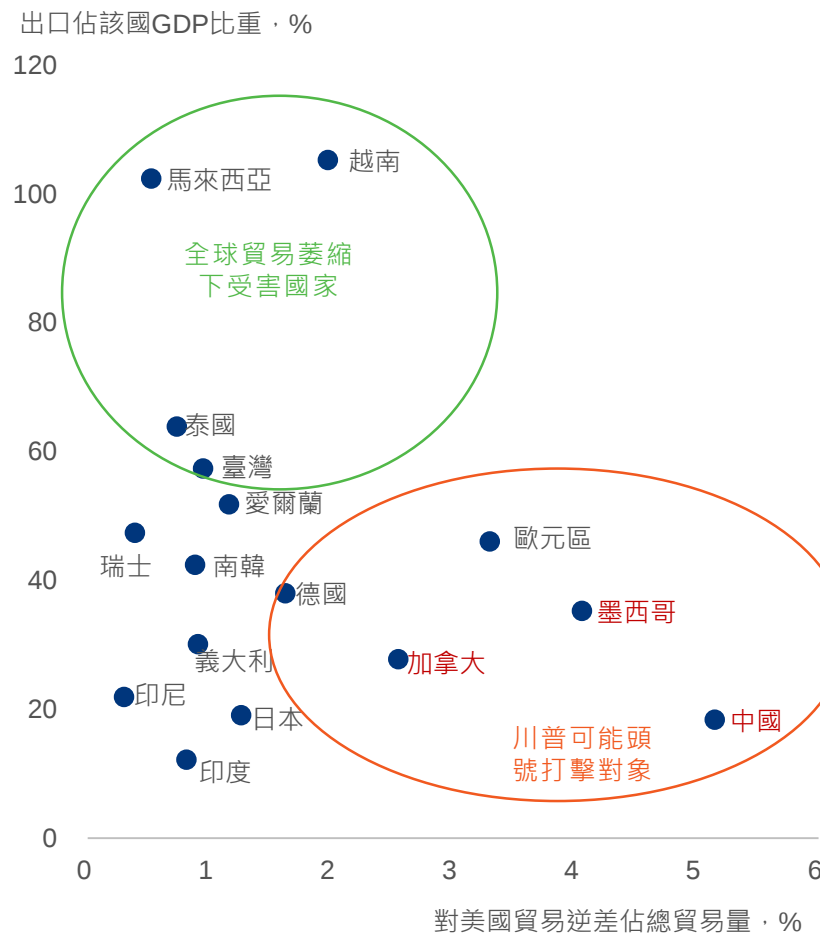


川普貿易2.0使出口國承壓，資金回流美股最佳、類股輪漲

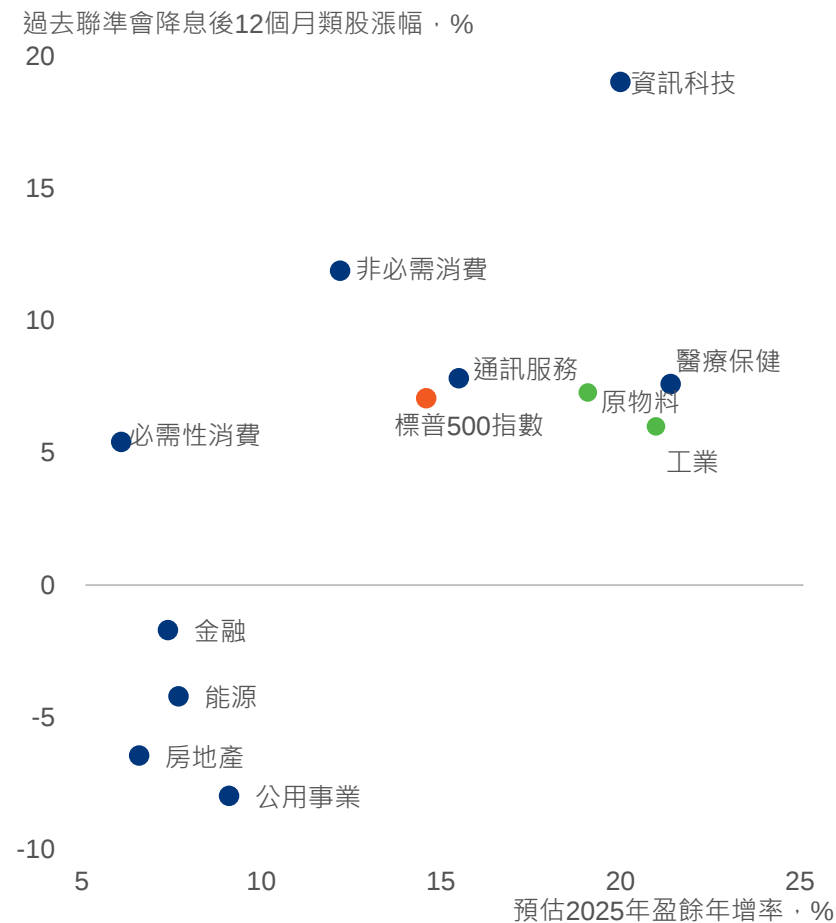
- 隨著「美國優先」政策，川普新政府可能提高全球對美進口的關稅，預期將重蹈2017到2020年全球貿易量放緩情境。對美國貿易逆差大，且出口貿易佔經濟規模比重高的國家，在2025年將面臨更大的外部壓力，亞洲國家如臺灣、越南、中國、東協等出口導向經濟體，可能受到較大衝擊，在未來全球經濟及貿易放緩環境下，增加經濟下行的風險。另一方面，印度和日本因內需強勁、經濟改善，而較有支撐。
- 在川普主導「讓美國再次偉大」主軸下，資金回流美國，讓美國在地重建題材相關的原物料、工業、內需型產業因而受惠；此外，川普主張放鬆監管與減稅，有利於金融、科技業，疊加經濟軟著陸但聯準會持續降息，預期於對利率敏感度較高的資訊科技與非必需性消費等，可能受惠；預期美股2025年上半年高點可期，但類股呈現輪漲之姿。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

對美貿易逆差大與出口比重高的國家承壓



美股類股輪動，軟著陸降息有利利率受惠股



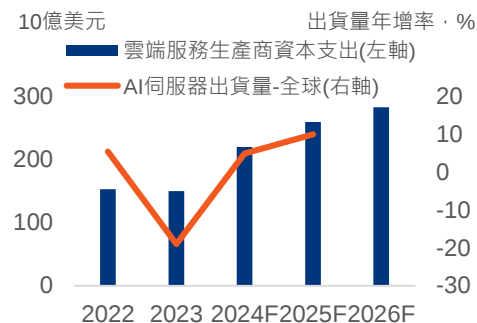
AI浪潮延續為主流，進程推展、軟體服務應用更廣泛

- AI未來發展與應用廣泛，目前仍處於技術改革的早期階段。展望2025年，AI需求將帶動全球伺服器、PC與手機出貨量成長，其中AI伺服器為主要營收動能，預估2025年，美國主要雲端服務生產商(CSP)資本支出將超過2,500億美元，全球AI伺服器出貨量年增率達10%，續創2019年來新高，顯示硬體需求強勁。

- 從晶片半導體供不應求，到基礎建設持續擴增，最後軟體與服務應用如雨後春筍。觀察AI訓練模型與基礎建設呈穩定擴張，預期到2032年支出將達到6,460億美元，年增率約20%上下維持高速成長。此外，軟體應用即將迎來躍進，彭博預估AI應用軟體支出，從2024年不到60億美元，到2032年可達2,520億美元，市佔率預期約8.3%。最後生成式AI引領的全面生活應用，將帶動相關企業和經濟規模，預期AI浪潮仍是未來幾年科技業的強勢主流。

資料來源：聯博投信、Bloomberg

AI發展的進程持續，未來仍有很長的路要走



Now

第一階段：雲端伺服器

高速運算伺服器取代通用型伺服器，受惠大型雲端伺服器廠商、AI晶片、伺服器業

第二階段：應用體驗

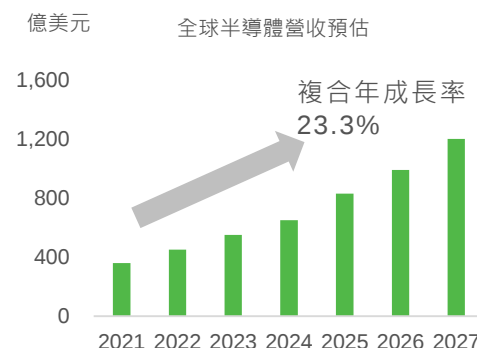
大數據應用在內容推薦、廣告、個人化推薦，如Meta

第三階段：數位分身

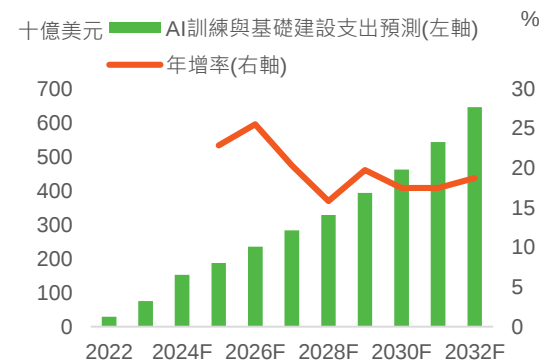
AI助理分身，如自動駕駛、遠端醫療等輔助應用

第四階段：生成式AI

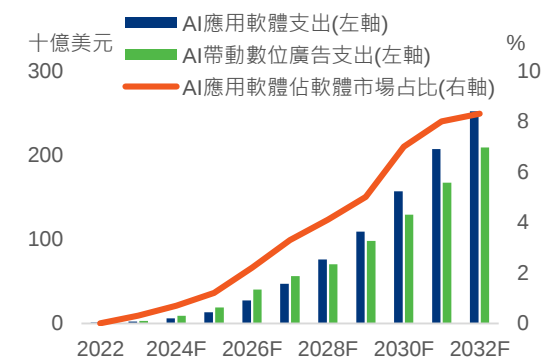
仿生人工智慧機械人，大規模應用到生活各領域



晶片半導體



基礎建設



軟體與服務

2025年
 環球投資觀點

凱基選
KGI Securities Recommend

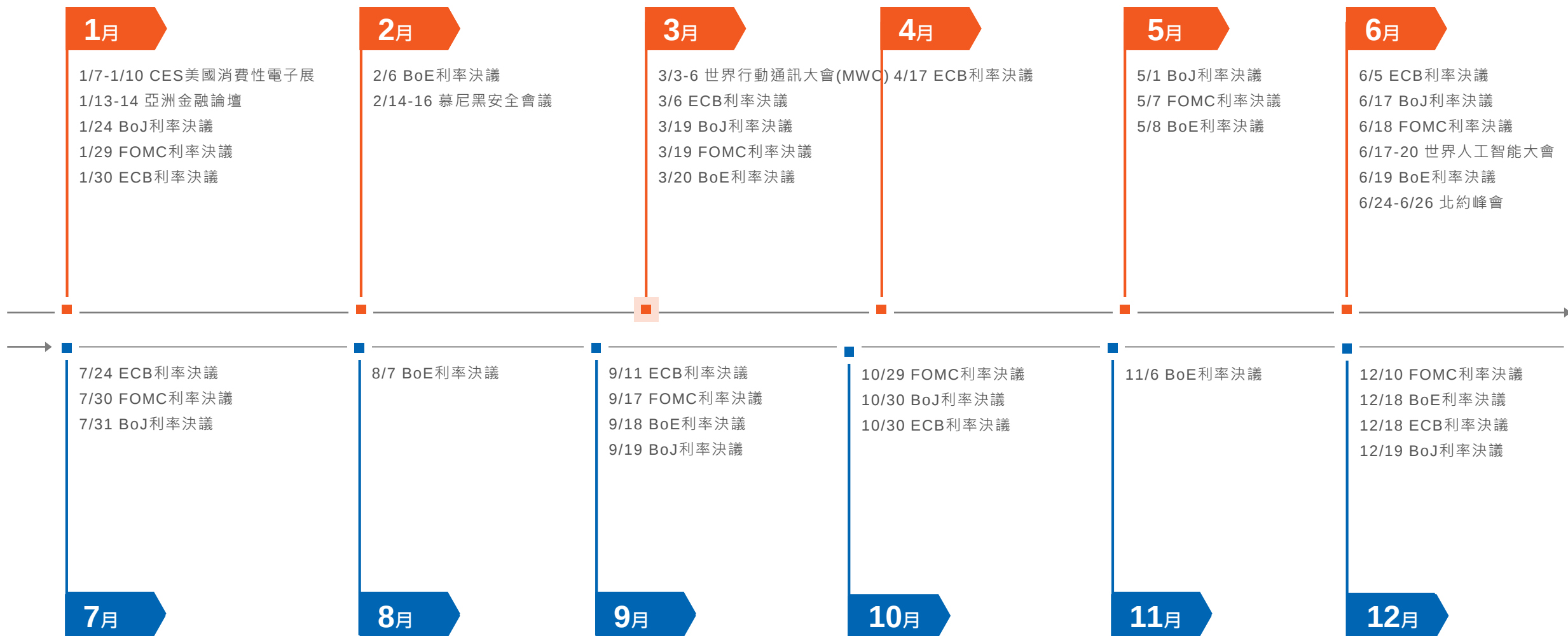


2025年投資聚焦ACE：另類資產Alternatives、債券收益Credit、優質股權Elite Stock

川普歸來、美國政局變天，反移民、高關稅、減稅賦與輕監管將造成市場震盪，通膨預期升溫。多元資產配置預期仍是2025年投資方向，另類資產如比特幣、黃金等可納入投組，債券部位以中短天期的公債、投等債為主，當利率上彈添中長天期債種；股市仍以美國為核心配置，短期川普政策受惠股續強，長期科技具趨勢需求，非美以日股較佳。

	資產類別	減少	增加	展望說明
 債券 中性偏多	美國政府債券			美國經濟數據仍佳，川普上任後潛在通膨預期與期間溢酬走升，以短天期美國公債賺取殖利率收益
	投資等級債券			低槓桿使信用利差偏低，加碼信用品質較高投資級公司債，選擇如金融、通訊、公用、能源等調整後利差較高者
	非投資等級債券			考量明年景氣下行風險仍存與再融資需求增，待明年下半年景氣觸底後再增加布建力道
	新興市場債券			部分新興國家明年存降息空間，關注中國財政刺激力度，可留意體質良好的新興債投資機會
 股票 中性偏多	美國股市			景氣邁向軟著陸環境、貨幣政策維持寬鬆有助支撐企業獲利成長率持續回升，轉趨偏多看待
	歐洲股市			歐洲經濟前景依舊疲弱，企業獲利表現亦不如美國，有賴歐洲央行維持寬鬆支撐需求，維持中性看法
	日本股市			短期日圓升值壓力走緩，日股表現有撐，隨薪資持續成長，消費力道回籠，內需股料將受惠，中性偏多看待
	新興亞洲			中國經濟因川普貿易戰將承壓，即便貨幣寬鬆，信心與借貸仍低迷；印度長期成長動能強勁，新亞維持中性觀點
 外匯 中性	美元			美國經濟比預期強勁，加上川普上任新政策使通膨預期升溫，美國利率、匯率走強，預期美元一枝獨秀到明年初
	日圓			美元走強使日圓短期承壓，然經濟改善加上核心通膨升溫，促使日銀有誘因於年底或明年初升息，侷限日圓貶幅
 黃金/ 另類資產 看多	黃金			美元與美國10年期公債殖利率走強，使黃金回檔，然烏俄地緣政治風險再起，及美財政赤字隱憂有利長期金價
	另類資產			川普當選、政治不確定性加大資產波動，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

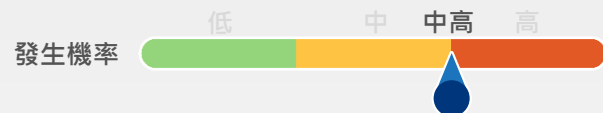
2025年重要事件一覽



2025年需留意的意外或風險

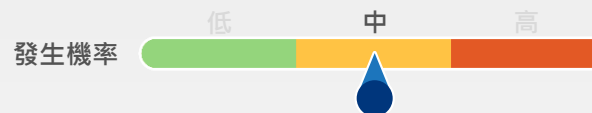
首重美國與全球關係變化以及地緣政治風險，任何意外或風險都有可能轉變為下一個投資機會。

美國對全球各國關係的變化



- ▶ 川普將於2025年1月就任，隨著內閣名單陸續公布，以選舉時的政見及內閣人選的立場來看，未來不僅可能發生美中貿易戰的升級，更應留意川普就任後，「美國優先」所提倡的再工業化、貿易保護主義、企業減稅和打擊非法移民，將對於移民、國防、經濟與貿易等領域上政策的轉變。
- ▶ 目前市場預期川普上任後，政策施行速度將比第一任任期更快，且立場更加激進的可能性。投資人應持續留意美國對全球各國關係的變化，並適時應對調整持有部位。

地緣政治風險的影響



- ▶ 俄烏戰爭開打至今已超過1,000天，兩國戰事不僅沒有降溫，近期甚至出現惡化之情形。俄羅斯總統普丁11月19日也簽署法令擴大莫斯科能夠藉助核武的範圍，包括無核武國家在擁核國家參與下的進犯將被視為聯合攻擊，以及遭遇大規模空中攻擊時可動用核武加以回應，讓未來出現核武衝突的可能性提高。
- ▶ 儘管川普表示上任後將調停戰事，但從過去一年多俄烏兩國對停戰協議認知落差甚鉅下，要在短時間結束仍是個難題。此外，中東局勢發展也是需要持續關注的事件。

人工智慧產業泡沫



- ▶ 近兩年各產業持續推動人工智慧，連帶推升相關類股的表現，但在目前經濟開始放緩，4大雲端服務供應商(CSP)的資本支出尚無法從營收看見成效下，不免令人擔心人工智慧熱潮是否將重演科技網路泡沫。
- ▶ 在預期明年軟著陸、聯準會適當降息的環境下，泡沫風險偏低。且在2024年第三季財報陸續公布後，4大雲端服務供應商(CSP)進一步上修資本支出，顯示產業龍頭仍偏樂觀，人工智慧產業的前瞻性仍在。不過，仍需留意硬著陸風險再度攀升，對於股市所帶來的修正。

資料來源：凱基證券整理

2

2025投資聚焦 ACE

另類資產投資，降低關聯抗擾動

高信評債優先，債券配置鎖好利

股市大優於小，川普交易股輪動

2025 投資聚焦

ACE

A Alternatives

另類資產投資 降低關聯抗擾動

美國巨額預算赤字、央行去美元化與再通膨等不確定性風險仍在，可布局另類投資，降低資產關聯性

比特幣、黃金等另類資產

C Credit Selection

高信評債優先 債券配置鎖好利

美國經濟軟著陸且企業掌握大筆流動性，聚焦企業債鎖利機會，投資級債孳息已至5%以上，相較公債更具抗通膨底氣

短天期投等債、公債

E Elite Stock

股市大優於小 類股輪動尋機會

企業獲利成長動能持續，樂觀情緒推動股市報酬，川普概念股上半年佳，大型股為首選且類股輪動，明年第2季後留意修正風險

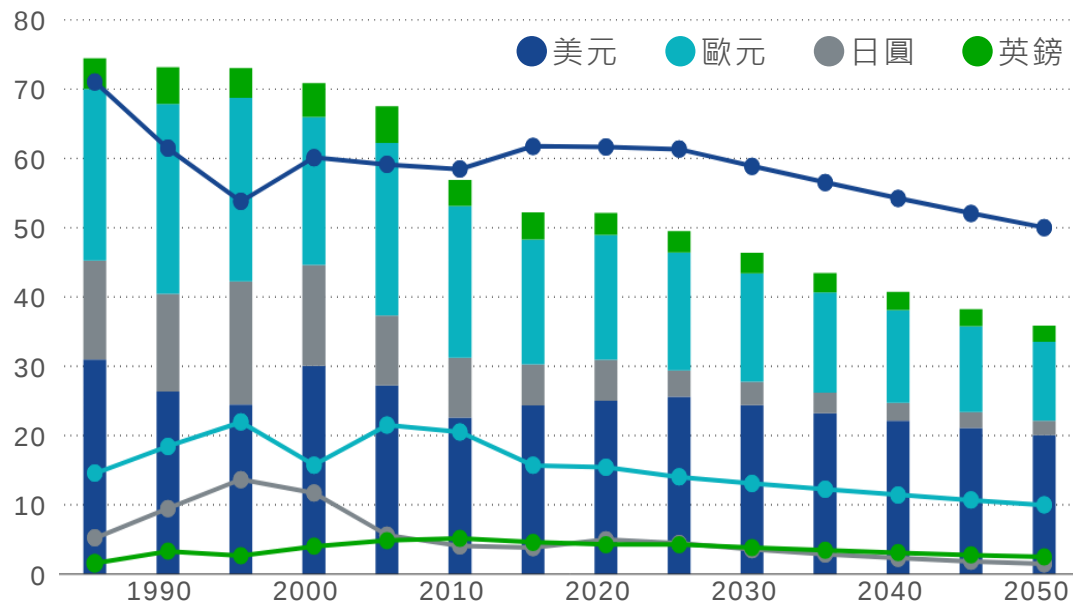
美國、日本

比特幣有限供應及去中心化特性，成資產保值利器

- ▶ 法定貨幣受供應成長而有通膨壓力，預估佔GDP及跨境支付比例逐步下降，然而比特幣與政府和央行可以印製法定貨幣不同，其供應量是固定的，且目前新開採供應量約為每4年減少50%。此外，去中心化性質使其較不受地緣政治或經濟政策(如量化寬鬆、政府過度舉債)的影響，因此比特幣的有限供應和去中心化，對於擔心通膨影響資產購買力的投資者來說，是很有吸引力的選擇。
- ▶ Covid疫情後，全球貨幣供應量大幅成長，且主要貨幣國財政赤字皆持續攀升，政府利息支出有增無減，法定貨幣購買力因而削弱，加上商人和企業比以往任何時候都更願意接受比特幣作為一種支付方式，因此比特幣作為潛在對抗通膨工具的角色越來越明顯。

4大主流貨幣流通佔比持續下降

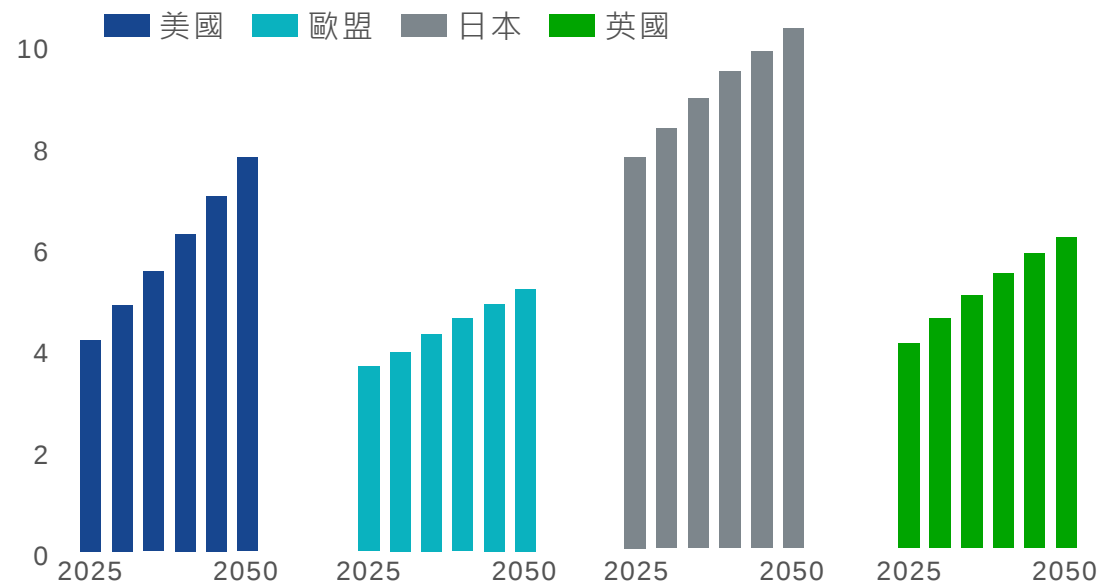
4大貨幣佔GDP比例(柱狀圖)及佔跨境支付(線圖)比例預估，%



資料來源：VanEck Research

美、日、歐、英4國政府利息支出皆持續上升

美、日、歐、英政府利息支出佔GDP比重預估，%



比特幣長期投資者及礦工增持，強化未來發展潛力

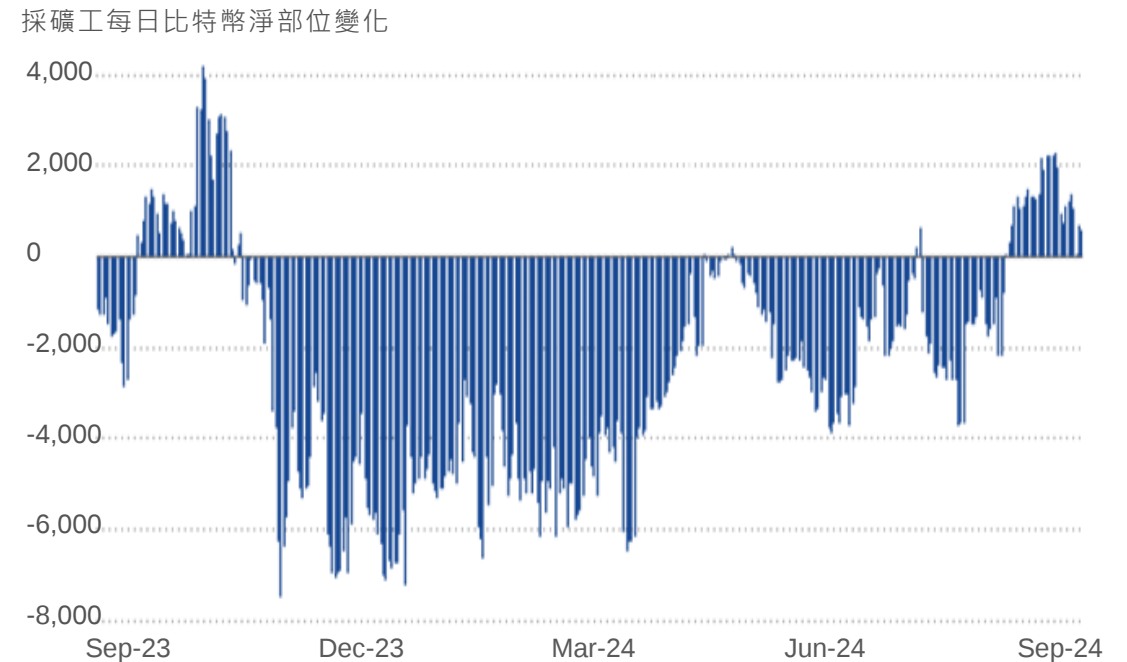
- ▶ 比特幣在大選後持續走強並創歷史新高，除了川普對虛擬貨幣資產態度偏正面外，比特幣擁有不少優點也助長了比特幣表現。此外，美國證監會核可現貨比特幣ETF、大量機構(包括對沖基金、家族辦公室以及國家主權基金等)將其納入投資組合或資產配置，使比特幣國際地位更鞏固。
- ▶ 近月，比特幣長期持有者增加比特幣部位達到3年多來的新高，加上比特幣的採礦者開始囤積所採得的比特幣部位，一反過往淨部位多為賣出之行為，除暗示市場對比特幣後續展望正面外，市場結構可能發生轉變。在全球去美元化趨勢持續，且其他主要國家債務持續上升，主流貨幣有貶值可能，進而使比特幣的儲備、交易功能大幅提升，並受年輕投資者支持，強化其作為全球儲備資產，甚至類貨幣的角色。

比特幣長期投資者部位創新高



資料來源：VanEck Research

比特幣礦工罕見出現淨多頭部位

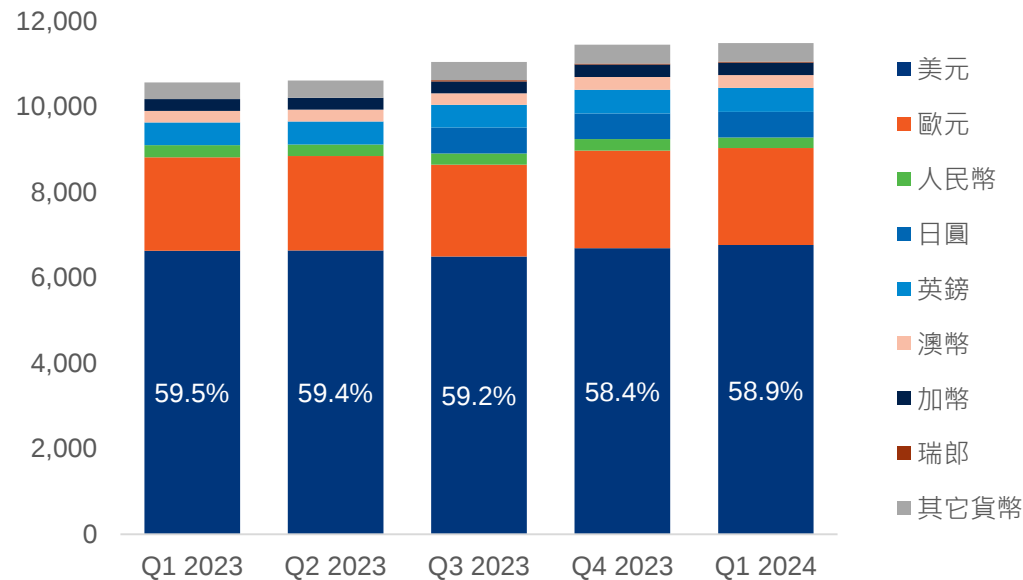


全球央行降低美元持有，誰受益？

- ▶ 影響美元走勢的關鍵因素之一是市場對美國政府的主權債信與償債能力，取決於公共債務相對於經濟的成長情況，以及財政赤字變化。當美國政府的公共債務佔GDP的比重和財政赤字上升時，市場對美國的信用和償付能力產生質疑，將會削弱美元、並推升黃金轉強，這也是為什麼近一年來各國主要央行外匯儲備持有美元比重緩步下滑，而黃金儲備持續增加的成因。
- ▶ 過往全球股市來到相對高位，發生重大事件、地緣風險使美股大跌時，黃金都呈反向變動上漲，此外，歷史資料顯示，黃金和通膨呈高度相關，全球各地武裝衝突，民族、民粹主義抬頭，加劇全球經濟擾動，建議可以黃金作為分散資產的多元化配置，因應金融市場不確定性。

央行持有美元比例降，但仍為主要外匯儲備部位

全球央行外匯準備，10億美元



資料來源：Bloomberg · IMF

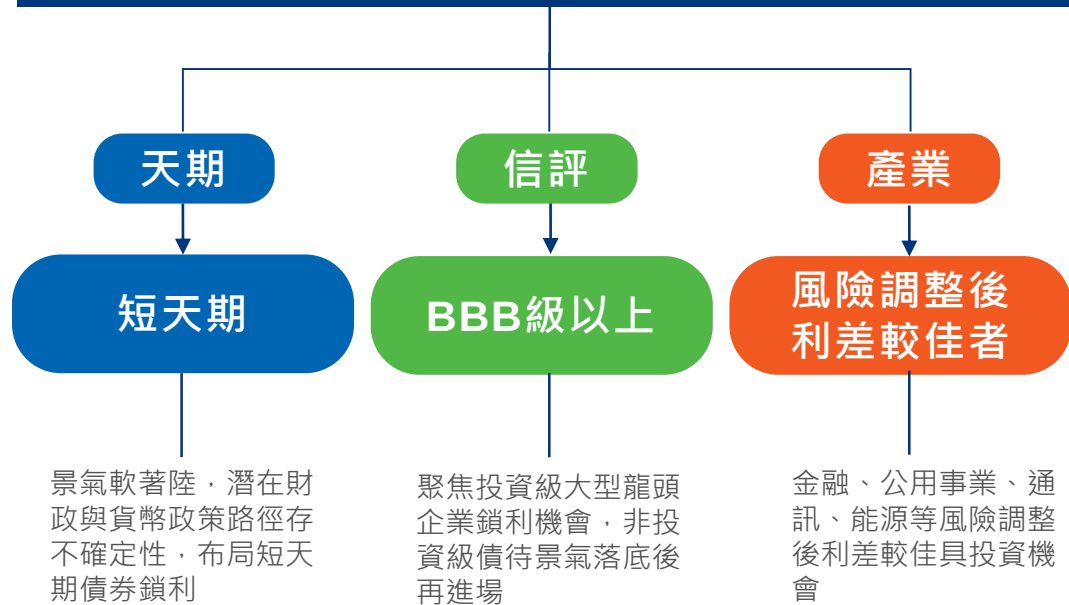
美國政府債務續升，全球央行黃金儲備回1979年水準



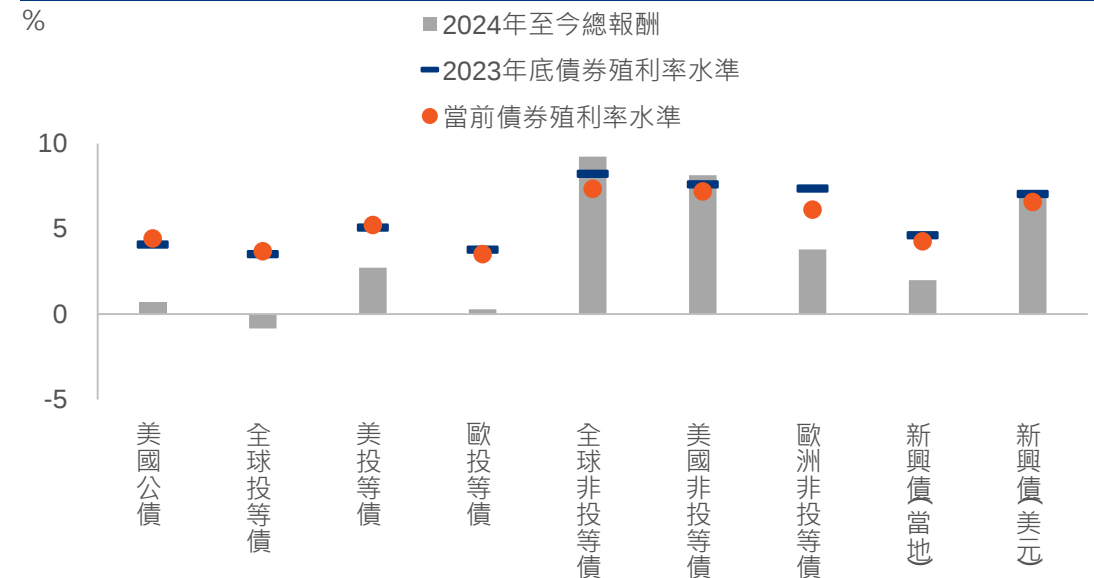
經濟軟著陸，債券報酬以孳息為主要來源

- ▶ 公債利率反映經濟軟著陸情境，但考量潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，建議布局短天期債券鎖利。因中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度或確認就業數據明顯放緩後再行配置。
- ▶ 高利率環境持續，即使央行開始降息，目前利率仍為在2023年底開始降息時的高點，但未來資本利得空間十分有限；考量美國企業獲利仍為正成長，投資人可把握孳息達5%以上的投資級企業債鎖利機會，並避開信評B級以下非投資等級債，以降低違約風險，另明年新興國家景氣成長動能持穩，通膨有望持續改善，部分新興國家存在降息機會，新興債則為債市衛星配置的一環。

2025年債券策略



高利率環境持續，關注債券長線鎖利機會

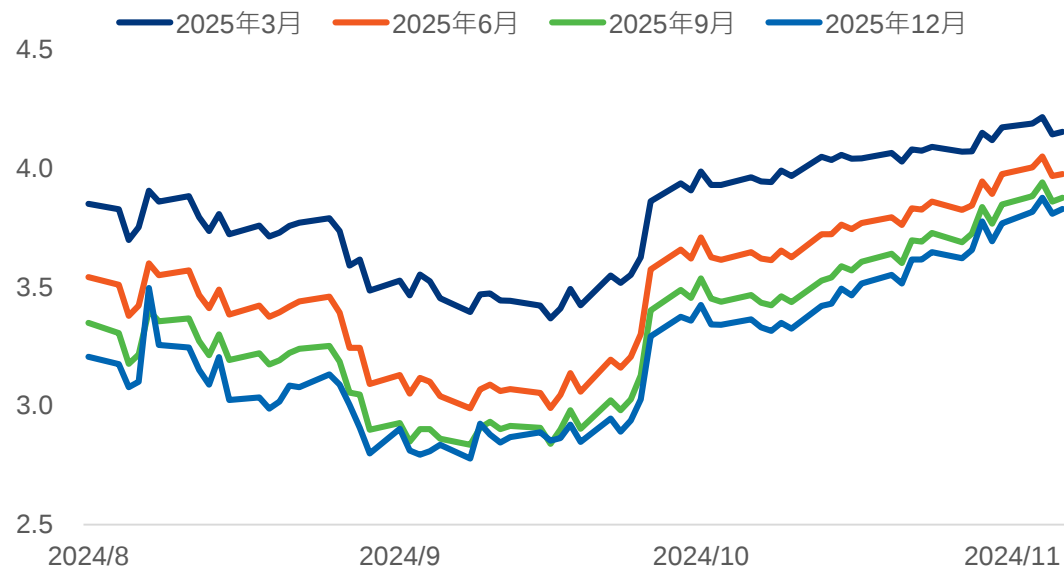


美國降息空間收斂，公債以短天期為首選

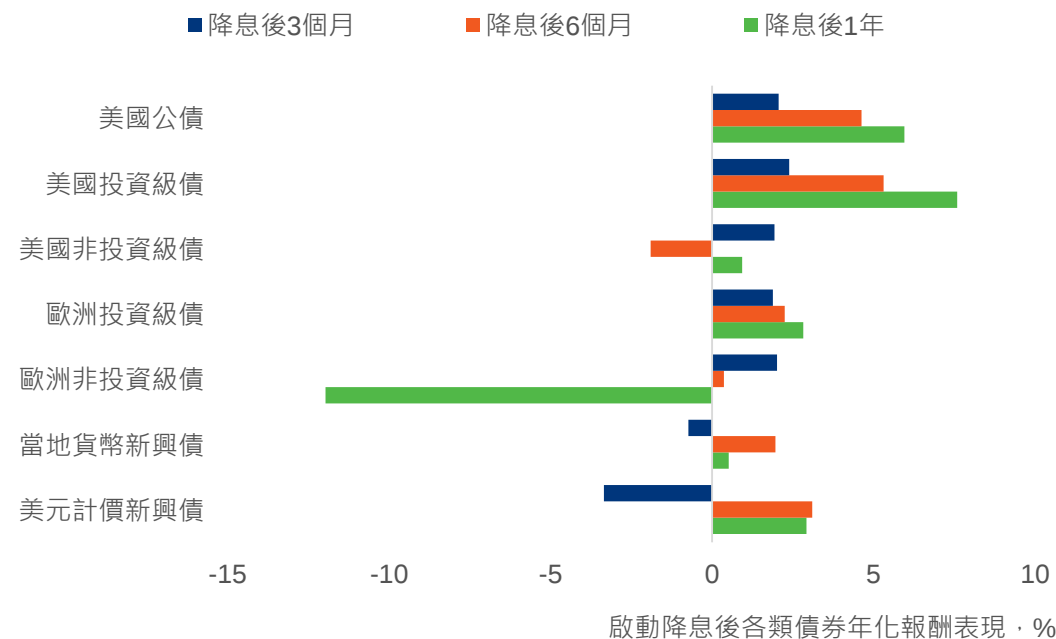
- ▶ 美國通膨與就業仍具韌性，聯準會政策步伐存在調整空間，疊加共和黨全面執政預期影響，美國財政赤字擴大與關稅政策帶來的物價上行風險預期，市場預估明年降息幅度從前次會議4-5碼收窄至2-3碼，顯示未來仍有降息機會但空間漸縮，美國公債以短天期為主賺取殖利率收益。
- ▶ 檢視過往降息時期，若景氣朝衰退發展，高信評的公債與投資級債表現相對領先各債種，但景氣不著陸情況下，則以信用債表現相對亮眼。明年除非景氣朝硬著陸發展，透過觀察就業數據變化，如非農新增就業人數近3月移動平均小於零，或是初請失業救濟金人數四週移動平均大於35萬人次，再配置中長天期債券。

市場預估美國降息空間縮減

CME FedWatch聯邦基金利率期貨預估利率水準，%



經濟軟著陸，但降息仍有利公債、投資等級債表現



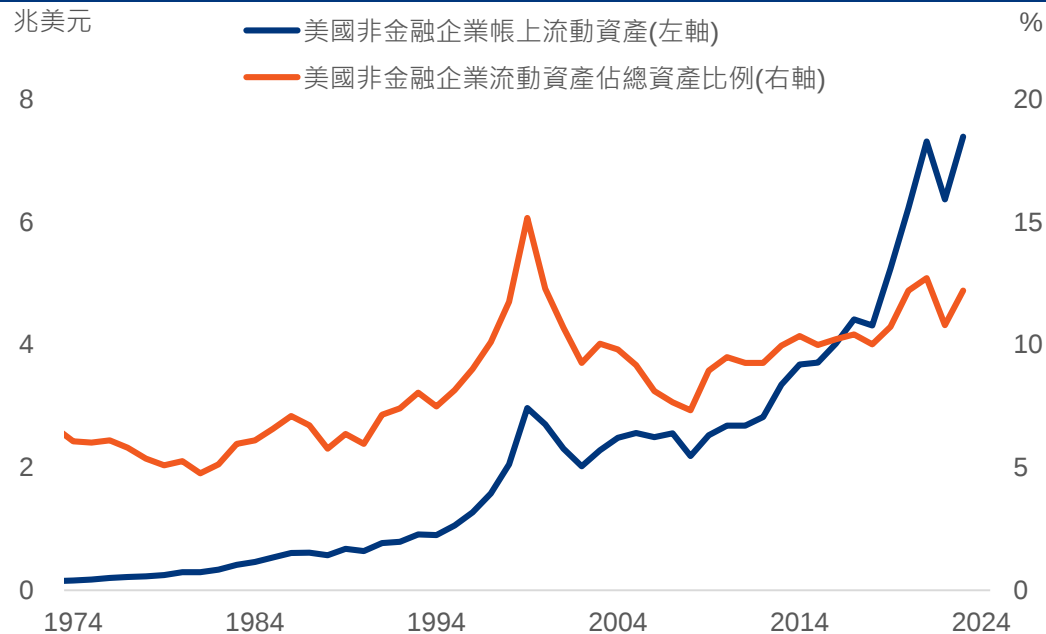
資料來源：Bloomberg，右圖資料期間為2000年至2023年



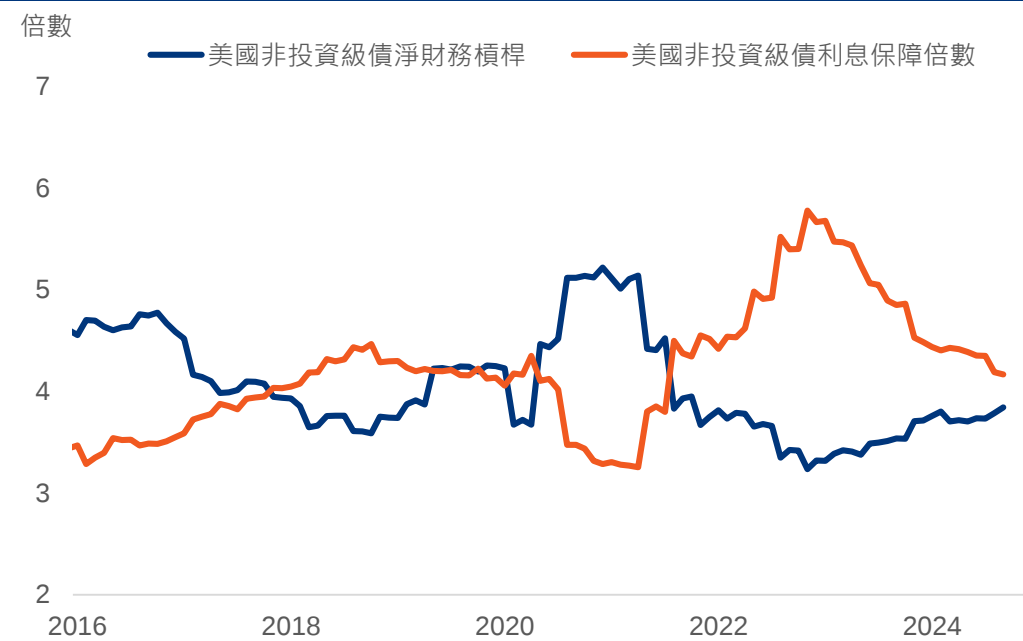
美國政府債務爆發的潛在機會：企業債

- ▶ 美國財政赤字持續推升政府債務與利息負擔，加重市場對美國政府的償債能力擔憂，另一方面，美國政府債務佔GDP比例持續擴張，反觀企業債務與GDP佔比卻呈反向走勢，顯示美國政府財政刺激政策確實對企業獲利與帳上資金流動性有所助益，倘若終端需求降溫或景氣下行風險升溫時，考量美國當地企業獲利動能仍屬穩健，疊加足夠強韌的債信體質能抵禦相關逆風。
- ▶ 美國非投資級債企業財務槓桿與利息保障倍數續改善，美國企業債信仍佳，同時反映在非投資級債利差收斂至280個基點，考量美國大選共和黨全面執政，存在減稅政策與金融監管鬆綁潛在利多，債券投資人可關注風險調整後利差較高者，如金融、公用事業、通訊、能源等債種。

美國企業手上持續掌握流動性資金



美國非投資級企業槓桿低，利息保障倍數高於過去平均



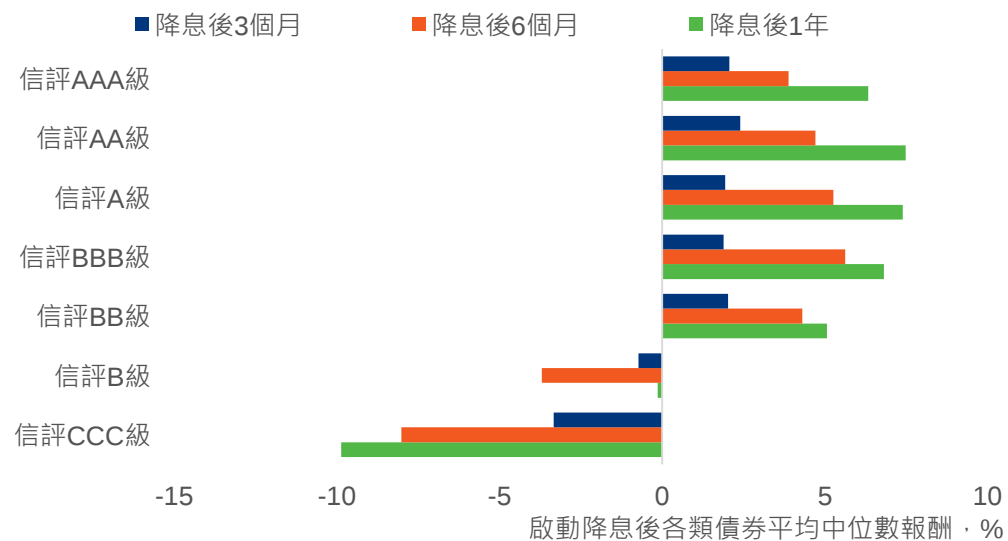
資料來源：Bloomberg



降息後信用風險可控，債券策略往中間信評靠攏

- ▶ 美國已進入降息環境，檢視各類債種與各信評企業債於降息時期表現：(1)高信評的公債與投資級企業債表現居前。(2)信評AA級至BB級中間信評債券表現較佳，考量景氣持續朝軟著陸發展，投資人可考慮中間信評兼顧息收與風險。
- ▶ 今年美國低信評企業違約率回落，但聯合貸款違約率達3.5%處近期高位，主因銀行團的聯合貸款利率多為浮動利率設定，近幾年高利率環境造成企業聯貸償債壓力持續攀升，與固定利率為主的一般債券有所不同。考量聯準會可能放慢降息步伐，恐加重部分企業償債壓力與違約事件，推升其它低信評企業舉債的信用利差水準，加重債務再融資難度，後續留意CCC級以下企業債利差變化。

各信評債券降息後報酬表現



美國低信評企業違約率回落，但貸款違約卻走升



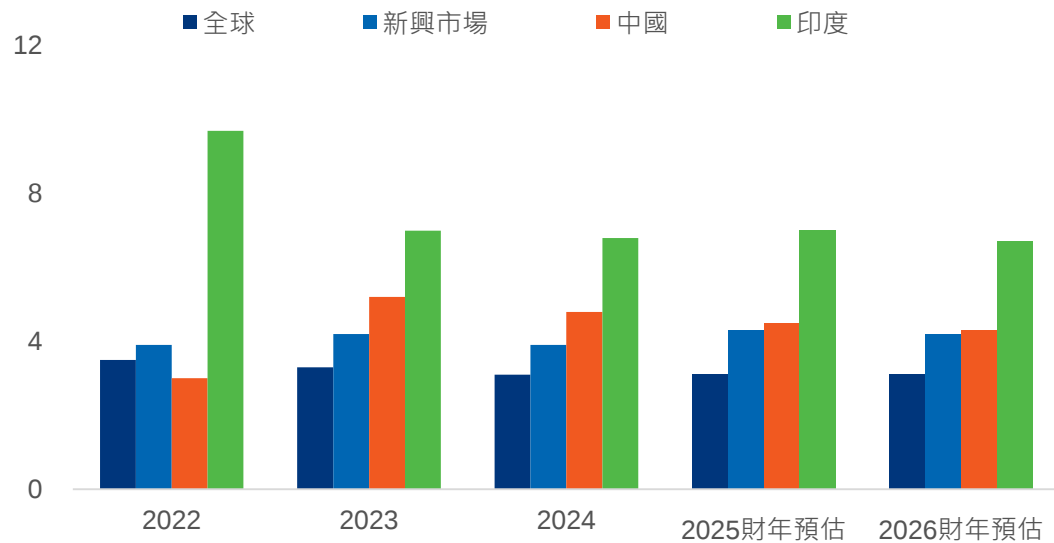
資料來源：Bloomberg，左圖資料期間為2000年至2023年

新興國家存降息機會，衛星配置掌握好息

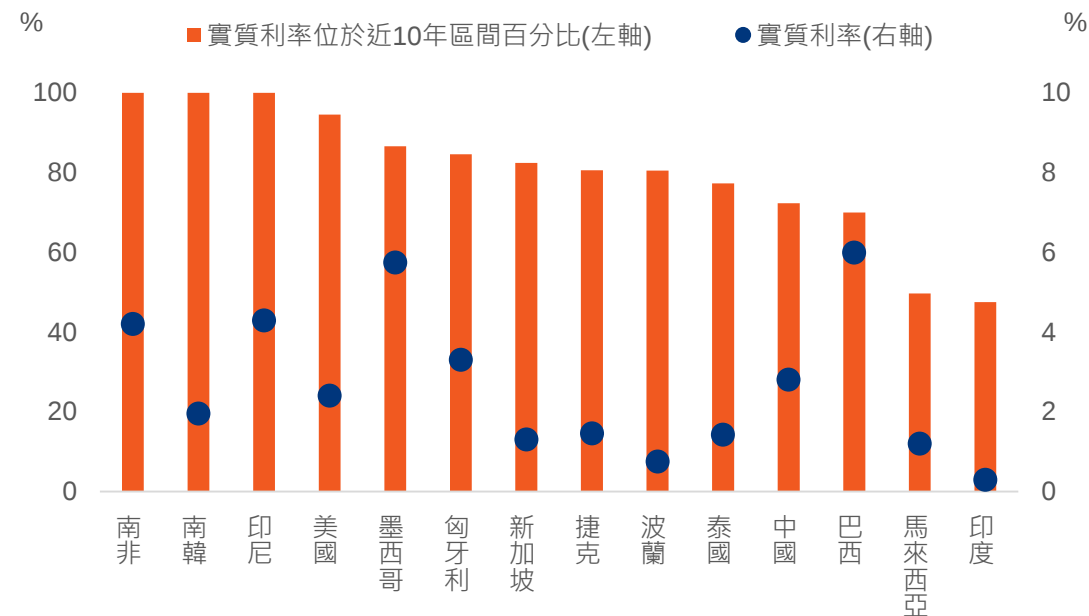
- ▶ 明年新興國家經濟成長動能維持穩健態勢，其中印度個人消費支出年增速持穩在4%，為主要經濟成長貢獻來源。此外，印度政府公布財政預算與政策方向，欲強化消費動能與重塑製造業地位，逐步對外資開放且不擴大財政支出的方式，支撐印度未來基礎建設與經濟成長態勢。
- ▶ 供應鏈問題緩解，部分新興國家通膨持續改善，造成名目利率高於通膨水準一段距離，顯示部分新興國家存在降息空間，但川普即將上任美國總統，其潛在政策方針與政府財政變化，強化通膨預期並可能推動美元升值。考量過往強勢美元環境可能不利新興債券表現，可採取衛星布局方式鎖住穩定孳息，並留意後續美元走勢。

2025年新興市場經濟成長動能持穩

實質經濟成長率，%



新興國家實質利率多處歷史高位，存在相對降息空間



資料來源：Bloomberg



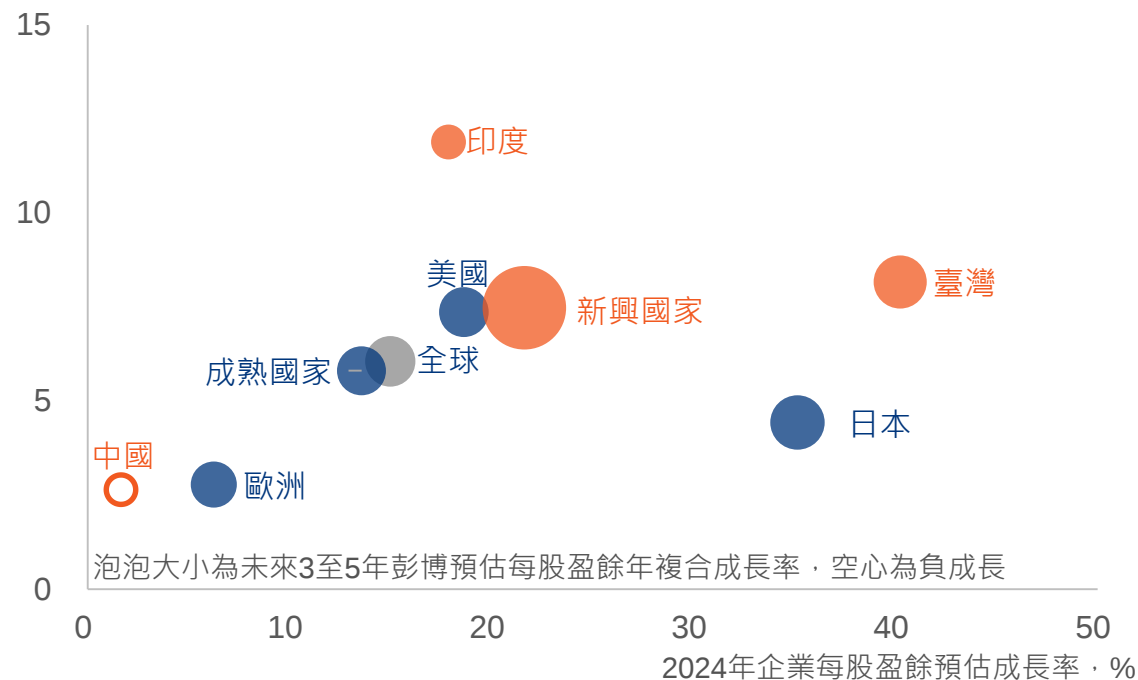
凱基證券

2025年股市機會在哪裡？

- ▶ 企業獲利進入成長趨緩期，成熟股市首選美國，維持成長軌道上的國家或產業將為市場焦點。

明年平均企業獲利相較今年放緩，但仍處成長軌道上

2025年企業每股盈餘預估成長率，%



股市主要策略

美股仍為首選，美股大優於小

美國降息幅度縮減，未來經濟存放緩可能，投資風格中大型股優於小型股，首選獲利改善與潛在財政受惠者，如金融、工業，並可留意川普概念股，如軍工與通膨受益族群，若經濟軟著陸無法實現，可轉布局防禦類股。

成熟國家股市，日本內需機會

日本央行貨幣政策緩步正常化，市場對日本企業的獲利預估未因升息而明顯下修，全球股市中日股本益比評價相對便宜，考量日本經濟持續復甦、日圓升值促進消費與投資方針，預期日本內需股為潛在受惠者。

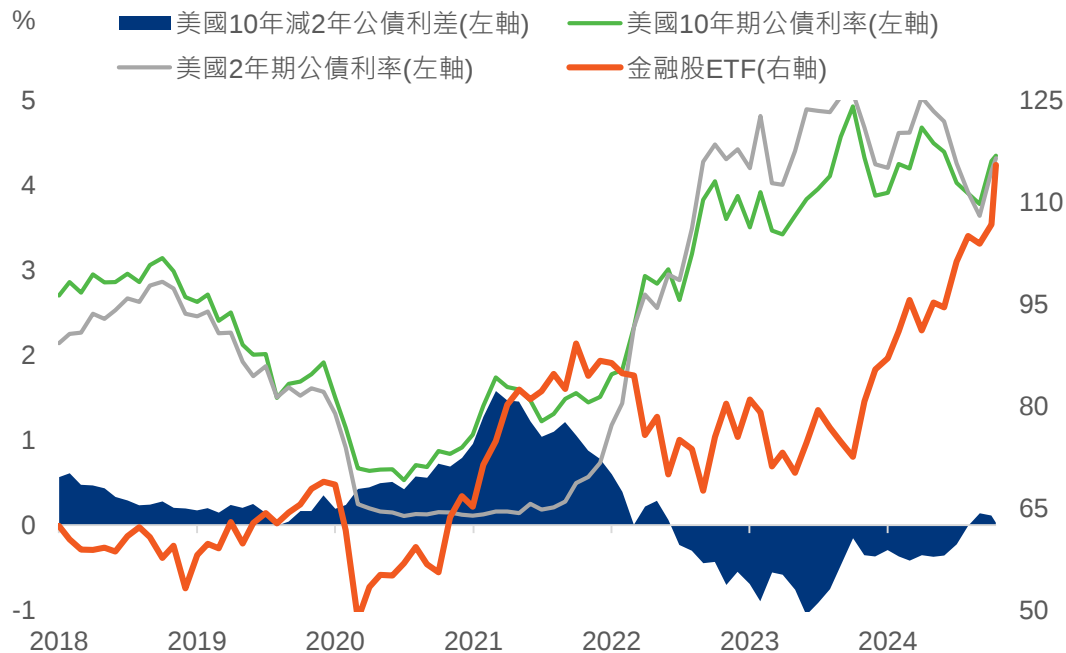
新興市場股市，印度成為亮點

印度經濟穩健基本面佳，從貿易來看，印度為新興市場受關稅影響較低者，考量印度大選後總理莫迪重申支持電子半導體、國防、綠能及電動車等產業，機構法人預估2023至2025年企業獲利年增逾18%，為當地股市續航的重要基石。

金融業受惠放貸利差上升與放鬆監管

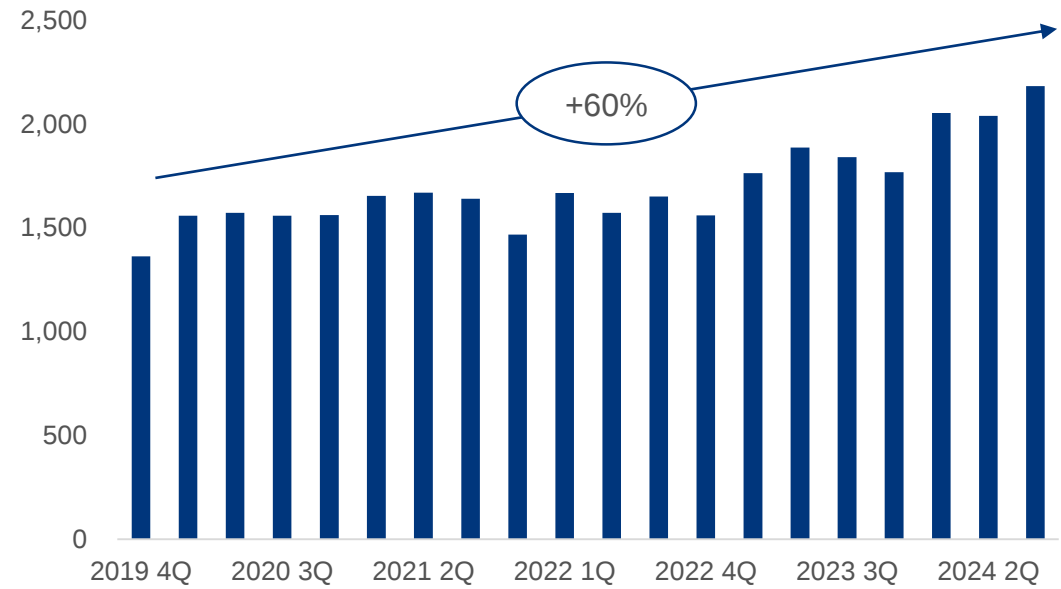
- ▶ 川普上任後對金融股的影響，主要為監管鬆綁、更陡峭的殖利率曲線、稅改等部分，其中以公債長短利差正斜率擴大，影響最大。金融業放貸多為借短(短債利率)放長(長債利率)，目前大約60%的地區性和大型銀行資產端，以貸款、債券再投資的方式鎖在較高的固定利率，這類型將直接受惠，且大多數銀行資本狀況良好，存款已恢復成長，為金融股主要利多。
- ▶ 放鬆監管與降息環境也將使投資銀行和另類資產管理公司因交易更活絡而受惠。近期從投資銀行業務收入可見資金成本下降讓併購業務、股權與債權交易收入均有不同程度成長，資本市場收入占投銀業務總收入高達40%。此外，IPO業務亦佳，顯示即使面對大選，企業依舊樂觀預期上市後的表現，推升交易量。

美國債券利率轉為正斜率，有利金融業放貸淨利



美國大型銀行的交易資產自2019年4Q以來成長60%

大型銀行的交易資產，10億美元

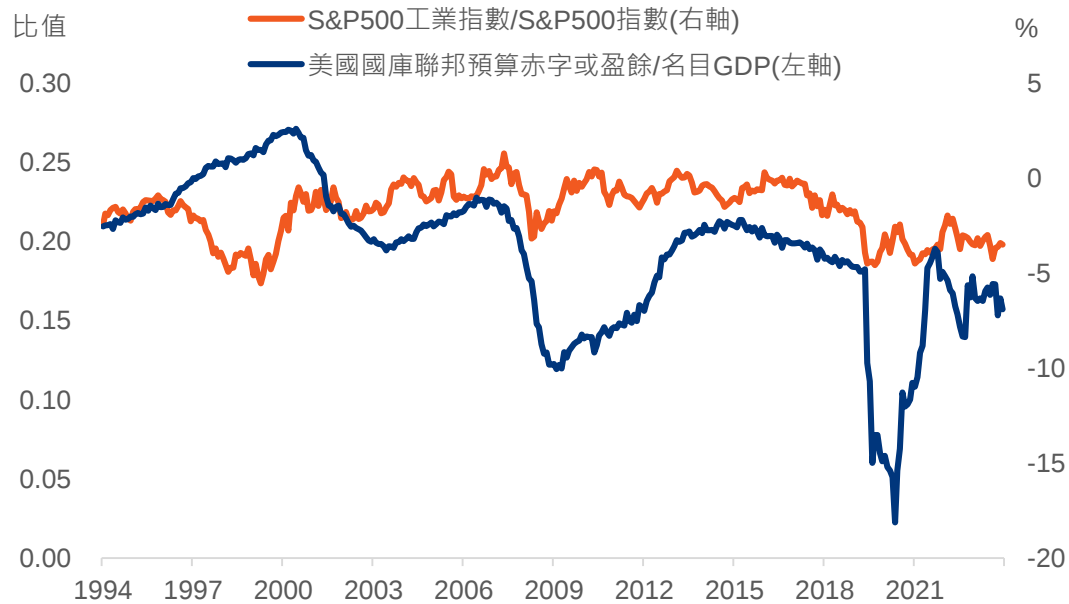


資料來源：Bloomberg · Goldman Sachs · 2024年第3季資產是使用2024年第2季資產以及花旗、摩根大通、富國銀行、美國銀行季增率推估(右圖)

工業受惠川普聚焦國內發展，資本財多有選後行情

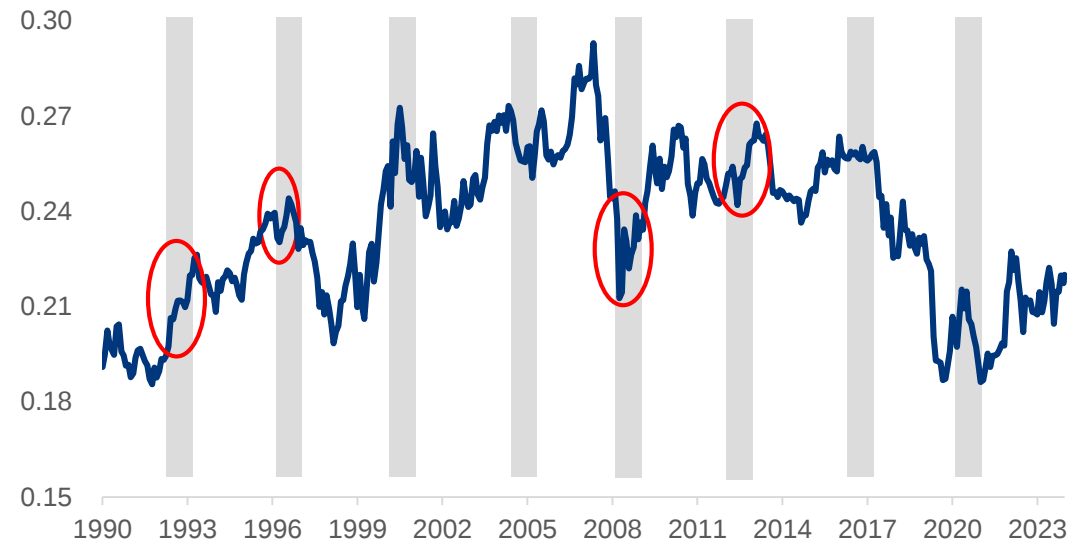
- ▶ 川普預計延長2017年通過的減稅與就業法案，針對美國本土製造業企業稅率預期大幅下降至15%。在目前財政赤字較大的情況下再減稅，即使沒有再增加財政支出，赤字也會進一步擴大。在川普仍以復興美國製造業為重點下，財政赤字擴大一般有利工業類股，尤其是工業類股中的資本財產業。
- ▶ 觀察S&P500工業指數除以S&P500指數比值，於過去財政赤字擴張期表現比值增加，S&P500工業指數表現相對優於S&P500指數。而在過去8次大選表現後第一年時期，工業類股中的資本財產業表現不差，受預期選後會大興建設的利多推動。過去兩年工業類股表現受到高利率環境影響，本益比介於-1到0倍本益比標準差之間浮動，隨著未來川普貫徹美國製造政策，本益比仍有上修機會。

財政赤字擴大一般有利工業類股表現



工業類股中的資本財產業，常有總統大選蜜月行情

S&P500資本財指數/S&P500指數，比值



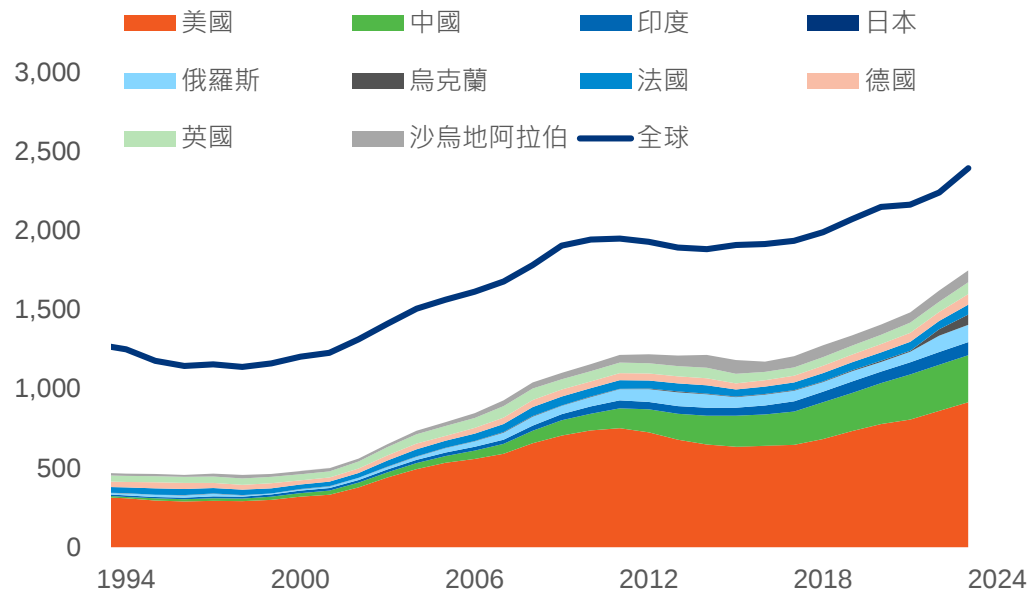
資料來源：Bloomberg · 2024年11月18日 · 右圖：有色區塊表總統選後第一年的時期

地緣政治與軍事支出攀升，有助軍工類股

- ▶ 軍工類股為川普概念股之一，在俄烏戰爭的後續方面，我們認為川普將致力於結束俄烏戰爭，因減少免費對外事務，特別是軍事部分，因此能刺激對武器的購買，例如日本在全球軍事支出的佔比極低，過去主要仰賴與美國的同盟，但川普上任可能要求日本增加軍事支出，例如2016年時川普便曾強烈要求日本要大幅增加承擔駐日美軍的費用。
- ▶ 全球地緣政治風險可能降溫，但很難避免，研調機構預期全球國防支出至2030年將超過3兆美元，平均以年增4.2%的速度成長。美國國防部的研發費用比重亦有所提升，在AI、機器人、虛擬實境、大數據等技術陸續應用在國防上，有機會帶動相關類股的表現，統計回測長期持有國防軍工報酬亮眼。

美國國防軍事支出持續成長

全球軍事支出與前10大國家國防支出規模，10億美元



長期持有國防軍工股漲幅驚人

總報酬，%

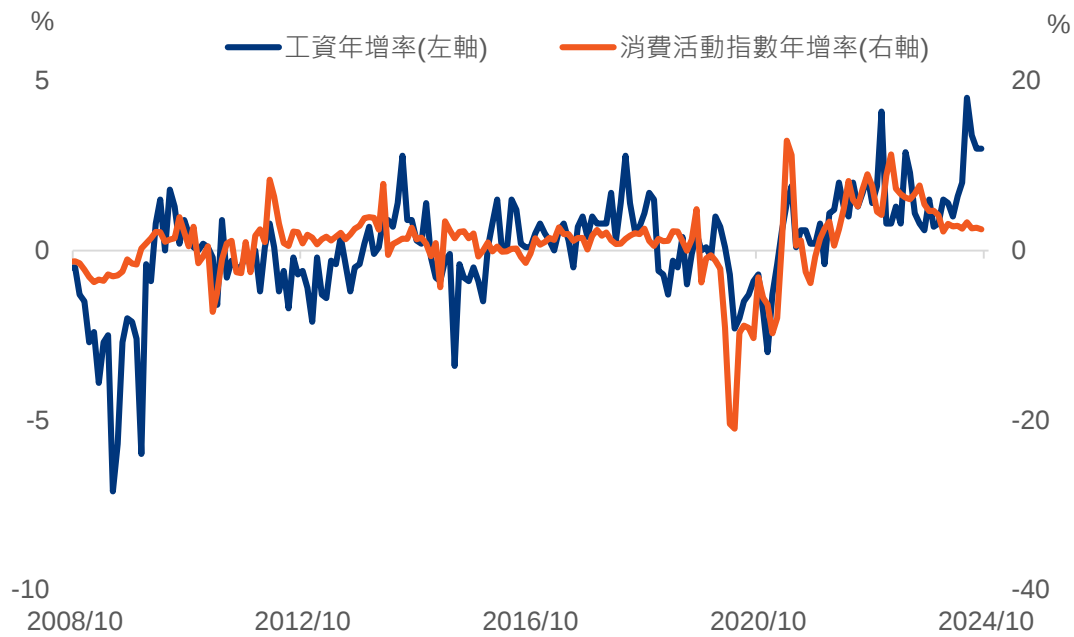


資料來源：Bloomberg · SIPRI Military Expenditure Database

勞動薪資成長帶動消費與企業投資，有望推升日股表現

- ▶ 隨著夏季獎金發放季已過，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，主因日本財政政策轉為鴿派，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。
- ▶ 企業獲利有所改善，加上整體需求有望回溫，推動日本企業增加資本支出。就過去歷史來看企業資本支出出現成長後，整體日股表現亦將逐步回溫，顯示內需改善趨勢將推動股市表現。

薪資成長將有機會轉化為投資與消費動能



過往日本企業資本支出領先日股表現



資料來源：Bloomberg



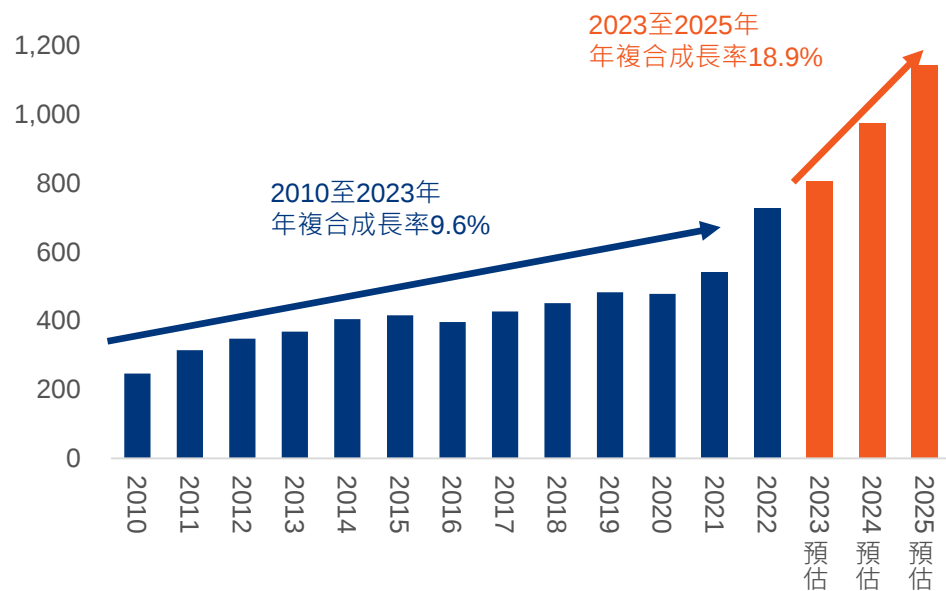
Elite Stock
優質股權
印度

印度企業獲利維持高速成長動能，貿易戰影響低

- ▶ 印度2025財年首季企業獲利年增9%成長，其中製藥、資本商品、不動產等產業表現較佳。過往印度當地企業受惠經濟成長動能與政策改革利多，帶動獲利持續成長，考量印度大選後總理莫迪重申支持電子半導體、國防、綠能及電動車等產業，機構法人預估2023至2025年企業獲利年增逾18%，加上企業資本支出持續反彈，皆有望成為當地股市續航的重要基石。
- ▶ 觀察印度出口占美中兩國的比重偏低，受川普貿易戰再起，關稅影響的程度相對不高。儘管目前預估本益比來到20.6倍，和過去5年平均值相當，但國內投資資金買盤穩定，即使外資近期隨國際股震盪調節，股市回落反使評價漸趨合理，經濟穩健基本面佳，中長期印度股仍具投資價值。

預估印度企業獲利連續3年雙位數成長

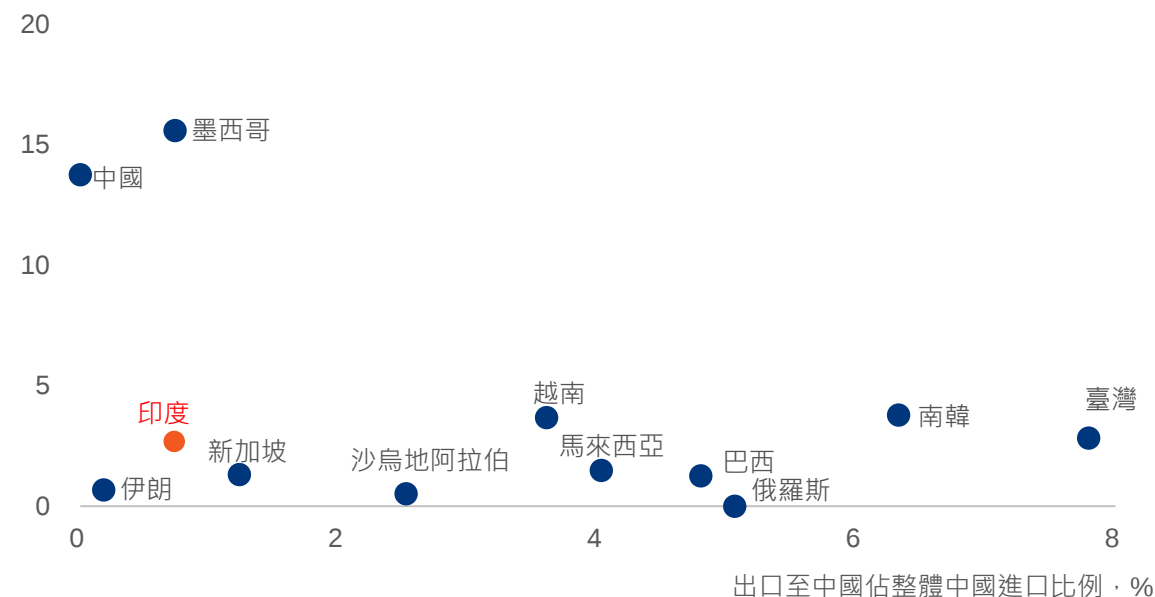
印度企業每股盈餘



資料來源：Bloomberg

從貿易來看，印度為新興市場受關稅影響較低者

出口至美國佔整體美國進口比例，%



出口至中國佔整體中國進口比例，%

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

▶ 景氣邁向軟著陸環境，逢回布局優質中大型股；薪資持續成長有利推動日本內需股表現；印度長期成長空間可期

					綜合評論		
					看空	中立	看多
區域	美國股市				景氣邁向軟著陸環境、貨幣政策維持寬鬆，有助支撐企業獲利成長率持續回升，轉趨偏多看待		
	歐洲股市				歐洲經濟前景依舊疲弱，企業獲利表現亦不如美國，有賴歐洲央行維持寬鬆支撐需求，維持中性看法		
	日本股市				短期日圓升值壓力走緩，日股表現有撐，隨薪資持續成長，消費力道回籠，內需股料將受惠，中性偏多看待		
	中國股市				中國貨幣政策維持寬鬆，財政除化解債務外未有明確刺激消費舉措，川普使貿易戰再起，陸股回落震盪，維持中性看法		
	臺灣股市				川普貿易戰對臺灣相關出口商與製造商有壓，獲利增速可能因基期而逐步放緩，然AI相關產業基本面有支撐，中立偏多		
	新興亞洲				川普上任再度發起貿易戰，不利亞洲出口國，陸股回落震盪；印度長期成長動能強勁，新亞維持中性觀點		

資產類別建議 – 產業

▶ 可留意受惠監管放寬的金融及降稅的工業；布局部分防禦股如必需消費、醫療；成長股或長趨勢如科技，逢拉回可擇優布局

看空					中立					看多					綜合評論				
產業	非必需消費						減稅政策對非必需消費帶來支撐，然產業易受利率影響，整體維持中立看法												
	必需消費						評價具備相對優勢，且類股具防禦特性有助抗波動，然而獲利預估為產業偏後段班，下調看法為中立												
	能源						儘管川普支持傳統能源，但若美國增加產量恐對全球油價帶來壓力，維持偏空看法												
	金融						放鬆監管有利金融業務包括銀行、併購等領域發展，且放鬆加密貨幣監管亦有助金融業表現，上調看法為偏多												
	醫療保健						調整或替代歐紀健保可能影響醫療價格為壓力，但產業兼具防禦及成長特性，下調為中立看法												
	工業						強調美國製造將使產業回流美國，加上潛在企業降稅政策利多，看好製造相關工業類股，上調看法為偏多												
	資訊科技						AI實際出貨成長與預期差異帶來短期波動，然而AI中長期發展趨勢不變，逢回檔擇優布局，維持中立看法												
	通訊服務						類股獲利預估幅度佳，電信類股並具備抗波動特性，留意估值偏高，可逢回檔再擇優布局，下調看法為中性												
	原物料						中國財政有效刺激措施未見明確，僅依賴貨幣寬鬆政策恐難令需求顯著回升，整體維持中立看法												
	房地產						房市數據依舊不佳，雖步伐放緩，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						美國經濟衰退機率低，偏高殖利率影響產業評價面表現，然而產業具防禦特性並受惠AI發展，下調看法至中性												

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，並以短天期債為主；美公債殖利率彈升，美元指數高位有撐，非美貨幣承壓

		看空	中立	看多	綜合評論
固定收益	美國政府債券				美國經濟數據仍佳，川普上任後潛在通膨預期與期間溢酬走升，以短天期美國公債賺取殖利率收益
	投資級債券				低槓桿使信用利差偏低，加碼信用品質較高投資級公司債，選擇如金融、通訊、公用、能源等調整後利差較高者
	非投資級債券				考量明年景氣下行風險仍存與再融資需求增，待明年下半年景氣觸底後再增加布建力道
	新興市場債券				部分新興國家明年存降息空間，關注中國財政刺激力度，可留意新興債投資機會
商品	原油				中國景氣放緩，明年全球景氣呈現下行，加上OPEC+自主減產計畫無法有效抑制供給，整體需求增速放緩，偏空看待
	黃金				美國財政赤字可能惡化，全球央行持續增加黃金儲備，及全球地緣風險未歇，黃金實質購買力的貨幣功能仍具吸引力
貨幣	美元				川普上任主張反移民、高關稅使通膨預期升溫，美國10年公債利率升，資金回流美國，推升美元明年上半年高位整理
	歐元				歐元區經濟表現疲弱，10月製造業PMI降至榮枯線下，使央行有加速降息救經濟誘因，歐元走弱貶值
	日圓				川普交易推升美元雙率走高，日圓短期偏弱；然薪資與經濟改善、通膨緩升，日銀未來緊縮貨幣，侷限日圓再貶空間
	人民幣				川普內閣名單顯示對中國態度強硬，貿易戰即將重啟加速資金外流，人行恐加大寬鬆救市，料使人民幣延續偏弱走勢

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

- ◆ 逢利率彈升增持中天期債券
- ◆ 分批投入優質股，或產業中大型股，如金融、工業及電信股，掌握類股輪動機會
- ◆ 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/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、低信評(CCC級以下)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 – 美股及投等債為核心，多元配置降波動

- ▶ 美國經濟溫穩，軟著陸為基本情境，惟明年下半年川普政策風險可能逐漸浮現，且硬著陸仍未完全排除下，以多元資產配置為宜。
- ▶ 股權部位以成熟國家中大型優質股為核心，美國優於日本優於歐洲；新興市場以印度做中長期配置。
- ▶ 固定收益以中短天期投資級債為主，中長天期債需視風險承受度適度配置，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(Non-PI)投資組合配置建議

現金

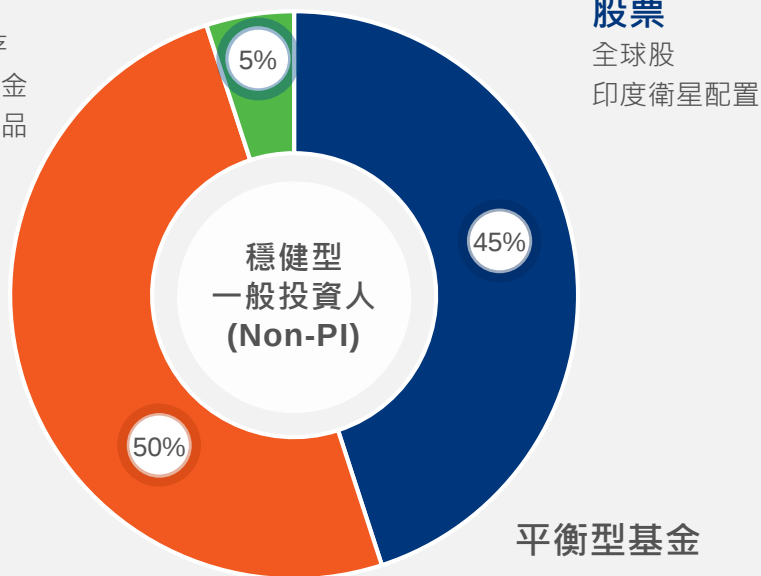
活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

股票

全球股
印度衛星配置

債券

中短天期投等債
投等債基金/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

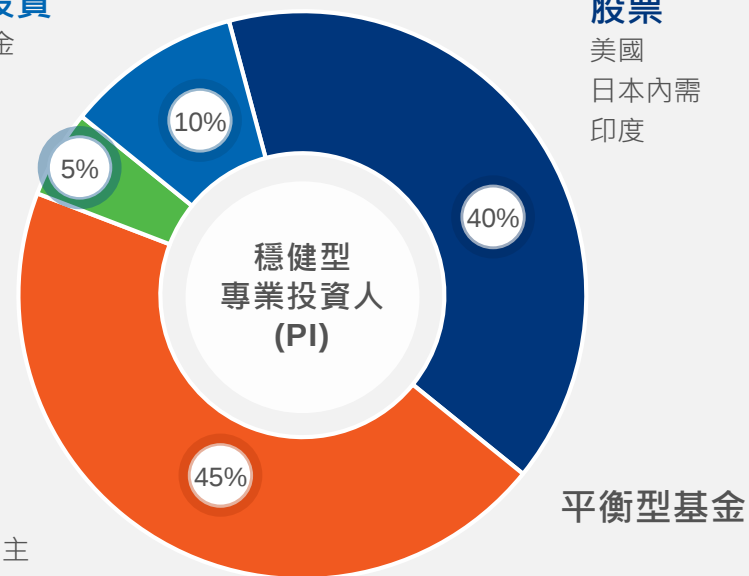
私募基金
黃金
比特幣

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品

債券

中短天期投等債為主
中長天期投等債適度配置

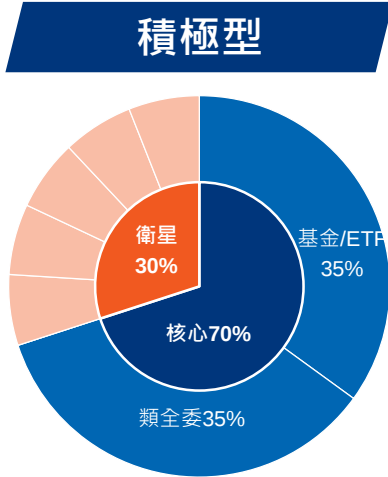
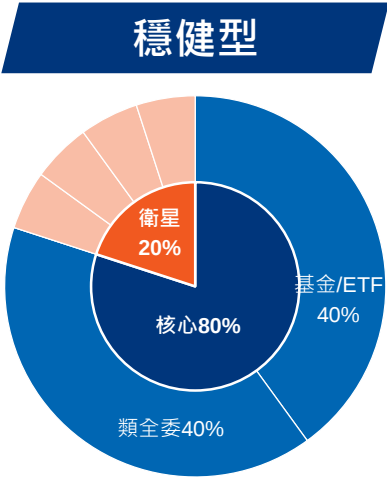
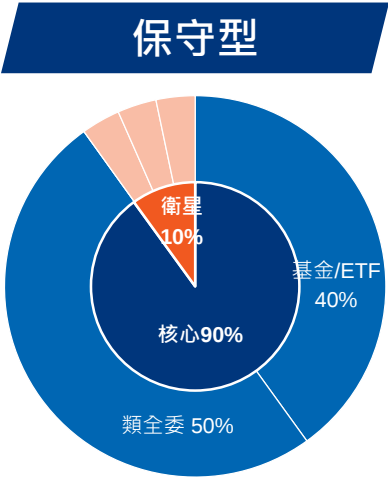


[專業投資人] 保守型配置：股票40%、債券50%、現金5%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券40%、現金0%、另類10%



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	
	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	
	私募基金	

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	

附件

全球市場表現回顧

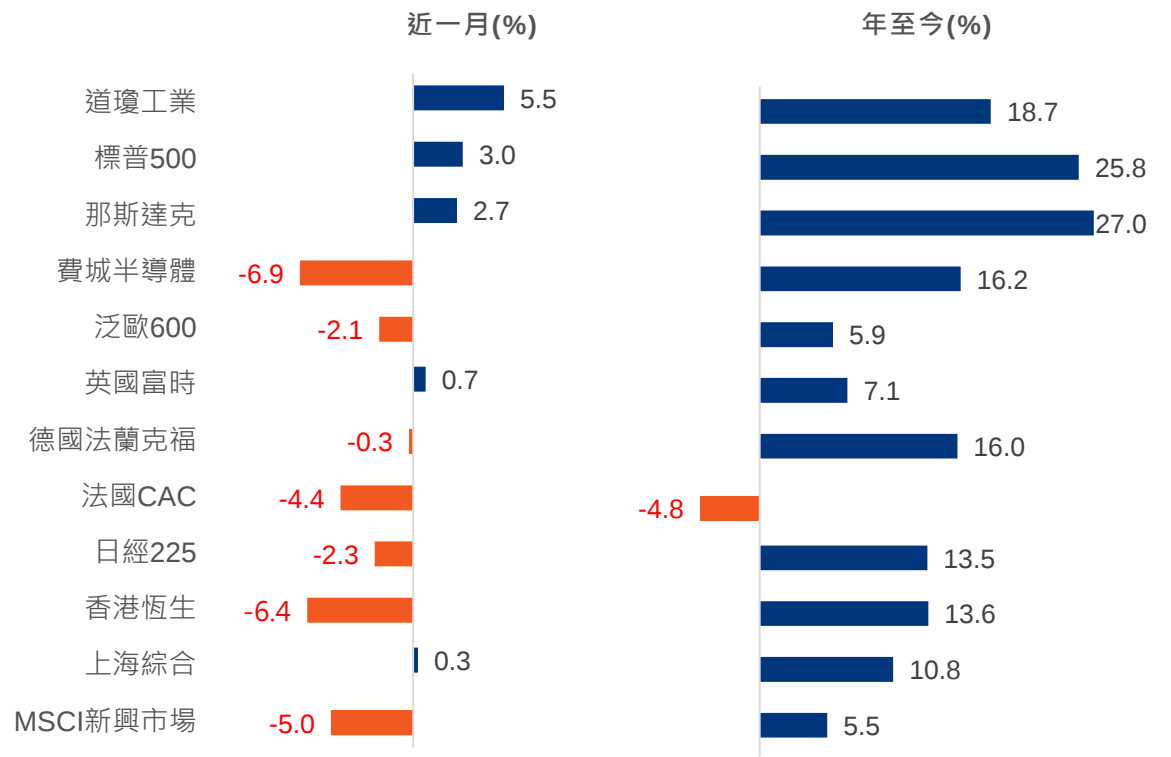
各資產評價、市場波動率與過去報酬分布

重要經濟數據/事件

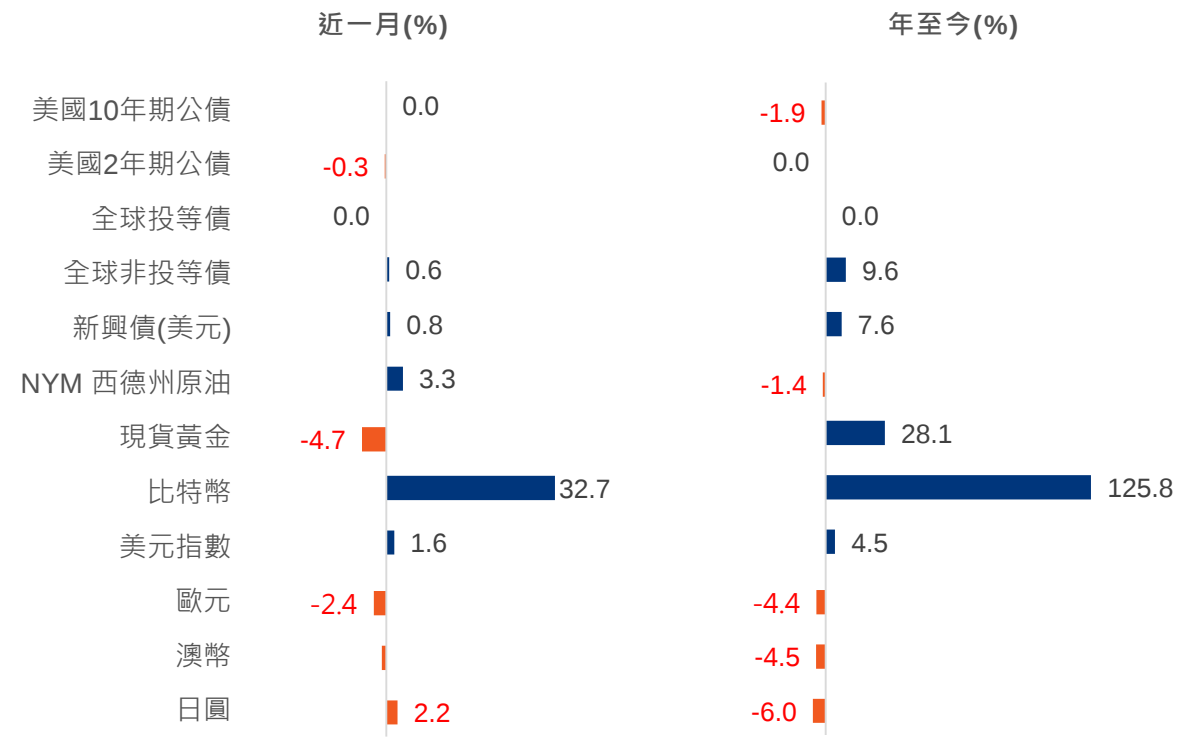
全球市場回顧 – 美股獨強，非美股、匯多憔悴

- ▶ 川普陸續公布內閣人選，財政、經濟、外貿等施行方向更趨明朗。MAGA主軸下，資金回流美國，除費半指數外，美股走強、非美股市下挫。
- ▶ 美國經濟穩健，降息預期減弱使美元升值，非美貨幣多數走貶，日圓回升；以色列和黎巴嫩達成停火協議，地緣風險淡化讓黃金回落。

各地區指數表現



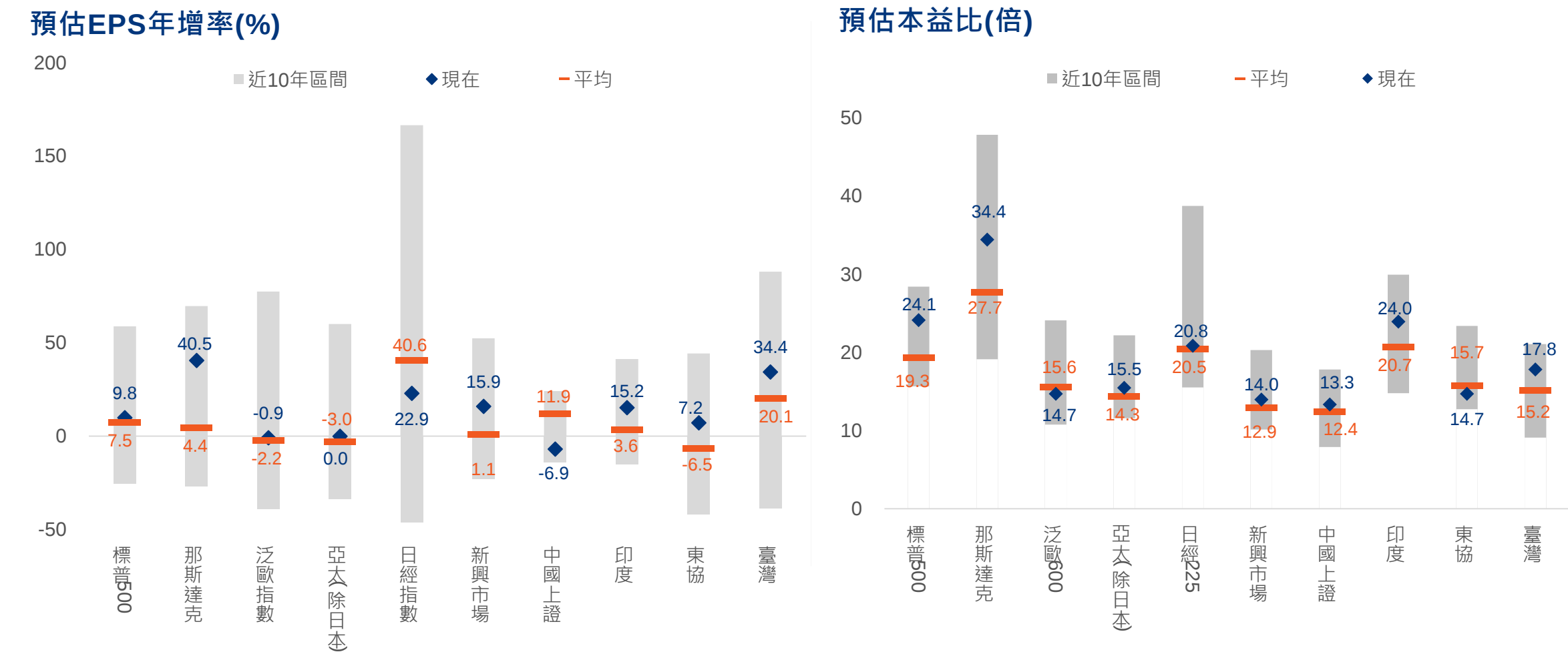
各債券、商品指數與匯率表現



資料來源：Bloomberg · 2024年11月29日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

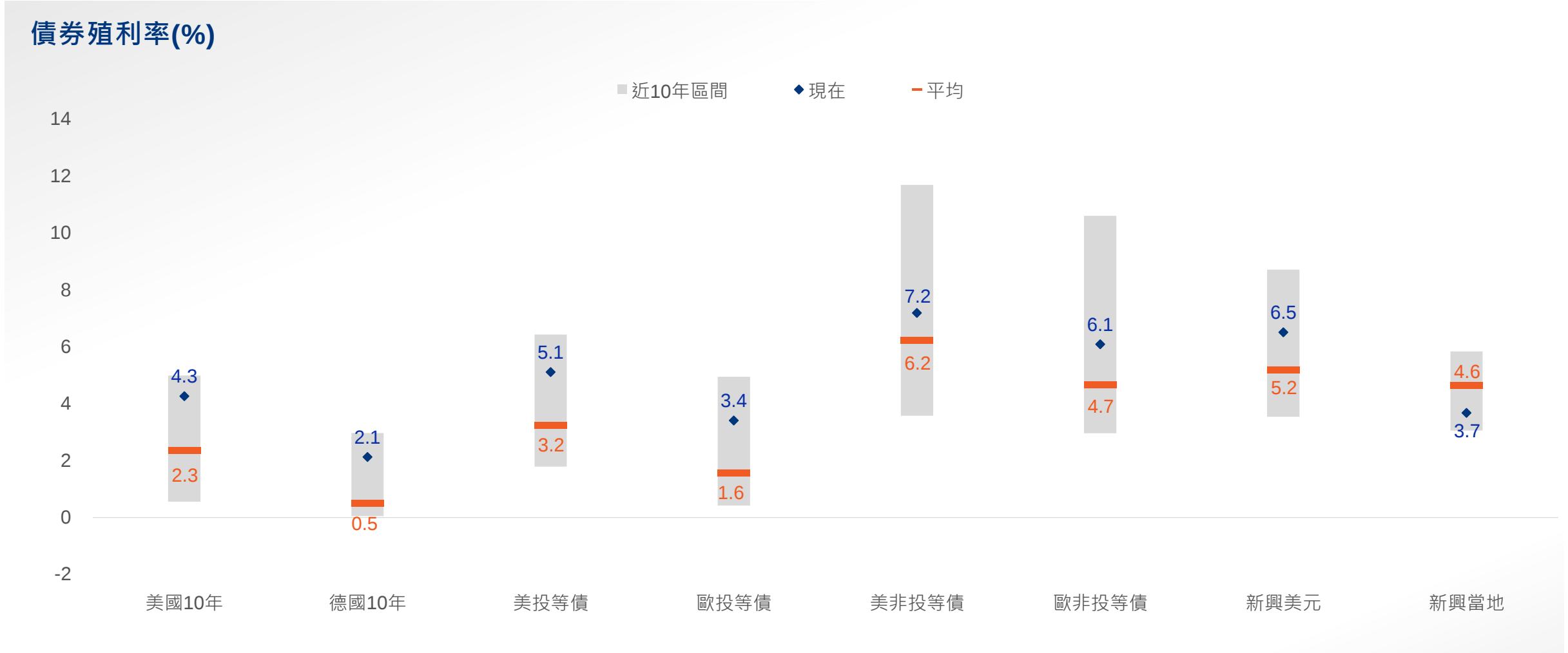
▶ 企業獲利預估以那斯達克指數、臺灣最佳，新興市場和印度亦有雙位數成長，評價面以歐股、東協股在近10年平均值之下，較為低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2024年11月29日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國公債殖利率彈升至4.3%，仍為近10年歷史區間上緣，把握高息債鎖利時機，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11月28日

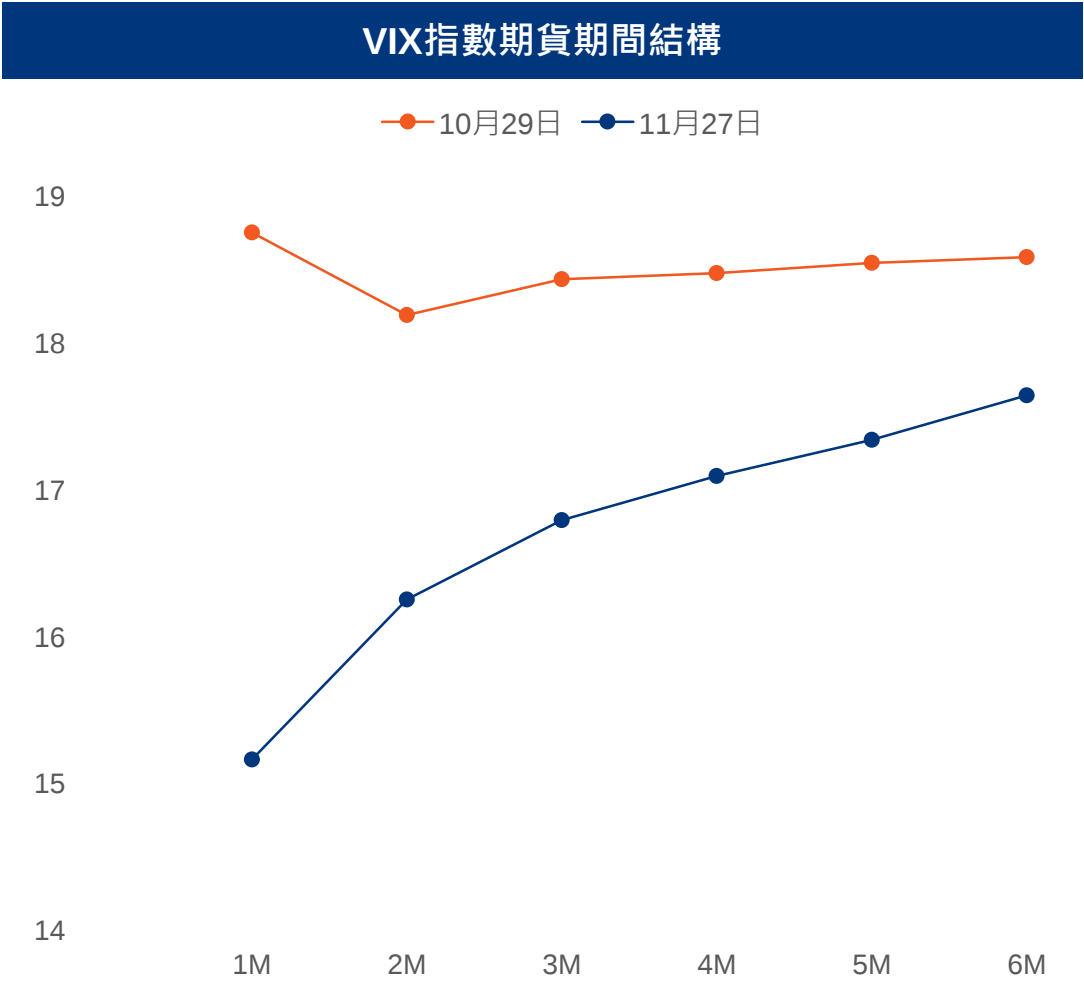
跨資產市場波動率

▶ 11月市場高檔震盪，但美國大選已結束，整體股債市場波動率指數大幅走低；黃金與石油震盪整理，波動率同步走低。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	13.90	-5.90	15.88
道瓊波動率指數(VXD)	13.98	-4.28	14.28
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	17.60	-1.40	16.41
香港恒生波動率指數(VHSI)	22.86	-10.03	23.77
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	17.96	-5.99	18.51

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)	15.28	-5.94	15.88
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.54	-1.80	16.54
石油ETF波動率指數(OVX)	37.00	-5.96	32.96
歐元ETF波動率指數(EVZ)	8.15	0.99	7.53

資料來源：Bloomberg · 2024年11月28日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至11月28日，美股、基礎建設與陸股表現相對強勁。

■ 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 27.6%	美國股市 13.4%
美國股市 1.3%	基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	基礎建設 20.3%	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%	中國股市 16.2%	基礎建設 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%	大宗商品 13.9%	歐洲股市 5.9%
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 12.4%	REITs 5.0%
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 9.6%	非投資級債券 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%	新興市場股市 8.2%	大宗商品 4.1%
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%	日本股市 8.0%	新興市場股市 4.1%
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%	現金 4.8%	新興市場債券 2.5%
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%	歐洲股市 4.3%	投資級債券 2.2%
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 3.4%	中國股市 1.8%
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11月28日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2024年11月28日

重要經濟數據 / 事件

DEC 2024

2 Monday • 美國11月標普全球製造業PMI終值 • 美國11月ISM製造業指數 • 日本11月自分銀行製造業PMI終值 • 歐元區11月製造業PMI終值	3 Tuesday • 美國10月JOLTS職缺	4 Wednesday • 美國11月ADP就業變動 • 美國11月ISM服務指數 • 美國10月耐久財訂單終值 • 歐元區11月服務業PMI終值	5 Thursday • 歐元區10月零售銷售月增率 • 臺灣11月CPI、PPI	6 Friday • 美國11月非農業就業人口變動 • 美國11月失業率 • 美國12月密大消費者信心指數初值 • 歐元區第三季GDP季增年率終值
9 Monday • 日本第三季GDP季增率終值 • 歐元區12月Sentix投資者信心 • 中國11月CPI、PPI	10 Tuesday • 中國11月出口年增率 • 日本11月工具機訂單初值	11 Wednesday • 美國11月CPI • 日本11月PPI	12 Thursday • 美國11月PPI • 歐元區12月ECB利率決議	13 Friday • 日本10月工業生產月增率終值 • 日本第四季短觀報告-大型製造業信心 • 歐元區10月工業生產月增率
16 Monday • 美國12月標普全球製造業PMI初值 • 日本10月核心機器訂單 • 日本12月製造業PMI初值 • 歐元區12月製造業PMI初值	17 Tuesday • 美國11月零售銷售月增率 • 美國11月工業生產月增率 • 香港11月失業率	18 Wednesday • 美國11月新屋開工、營建許可 • 日本11月出口年增率 • 歐元區11月CPI終值	19 Thursday • 美國12月聯準會利率決議 • 美國第三季GDP季增年率終值 • 日本12月利率決議 • 英國12月利率決議	20 Friday • 美國11月PCE • 美國12月密大消費者信心指數終值 • 日本11月全國CPI • 歐元區12月消費者信心指數初值
23 Monday • 美國12月經濟諮詢委員會消費者信心指數 • 臺灣11月失業率	24 Tuesday • 美國11月耐久財訂單初值 • 美國11月新屋銷售	25 Wednesday • 日本11月工具機訂單終值	26 Thursday • 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	27 Friday • 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月失業率 • 日本11月東京CPI
30 Monday • 香港11月出口年增率	31 Tuesday • 美國10月新屋銷售 • 日本12月製造業PMI終值 • 中國12月製造業PMI、非製造業PMI			

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。

The logo consists of the letters 'ACE' in a large, bold, sans-serif font. The letters are white with a subtle gradient and a slight shadow effect. They are set against a background of a repeating diamond pattern in a light gray color. The overall aesthetic is clean and professional.