

環球投資觀點

失序的金融市場

Disordered Markets

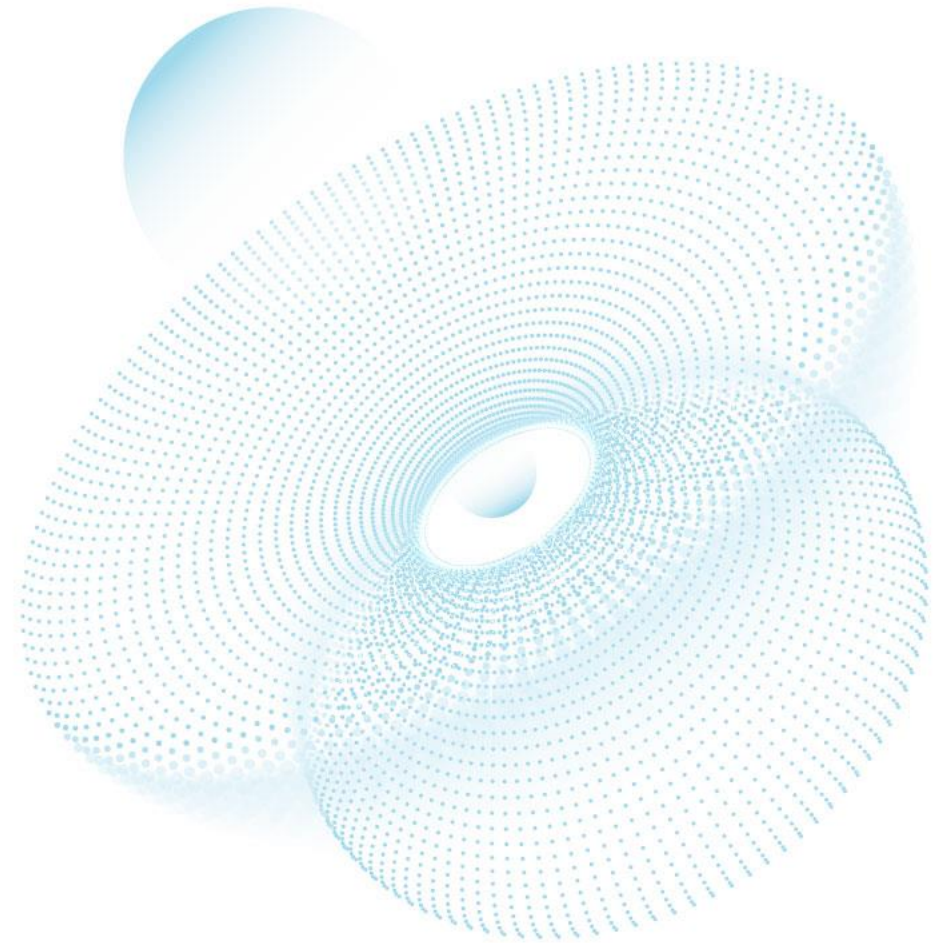


Key
Investing
Perspectives

2025年5月

摘要

- 川普貿易關稅風暴延燒，全球股債匯市同步下挫，波動幅度亦屬近年罕見，讓人回想起Covid-19爆發時的恐慌氛圍。美股標普、費半今年以來，跌幅一度超過2成，川普關稅雖延後90天，與各國談判變數猶存，不確定性仍高的情況下，投資建議偏保守、防禦較佳。
- 全球股災因川普而起，資金開始逃離美國，美元指數大幅貶值，創近3年新低，除推升金價屢創新高外，非美貨幣與資產受資金青睞。欲降低風險的投資人，除了可增加歐、日股的投資外，亦可轉向非美貨幣計價的優質債券配置，如新加坡幣、歐元、英鎊等幣別的投資級海外債券，降低美國政治不確定性、財政赤字擾動甚或美元貶值風險。
- 美國通膨預期升溫、景氣衰退風險揮之不去，投資策略與標的同樣重要，透過ACE投資組合策略，增加另類資產(Alternatives)，搭配優質債券(Credit Selection)，且挑選大型股、防禦股、高品質(Elite Stock)與低波動或內需型的股票，以多重收益的分散配置，達到降低風險的效果。相信未來川普執政的4年漫漫長路，不論天災還是人禍，都可守護財富的穩健報酬。



1 投資策略

市場回顧/ 本月投資主軸/ 股債匯商品觀點

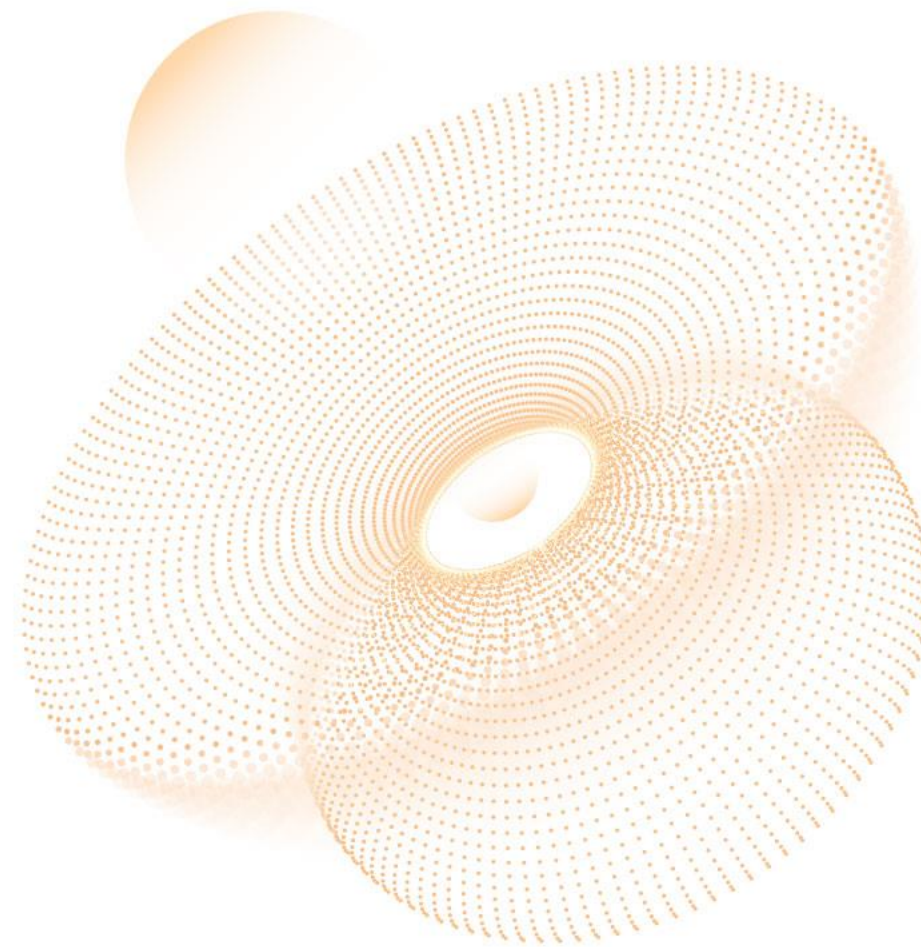
2 專題研究

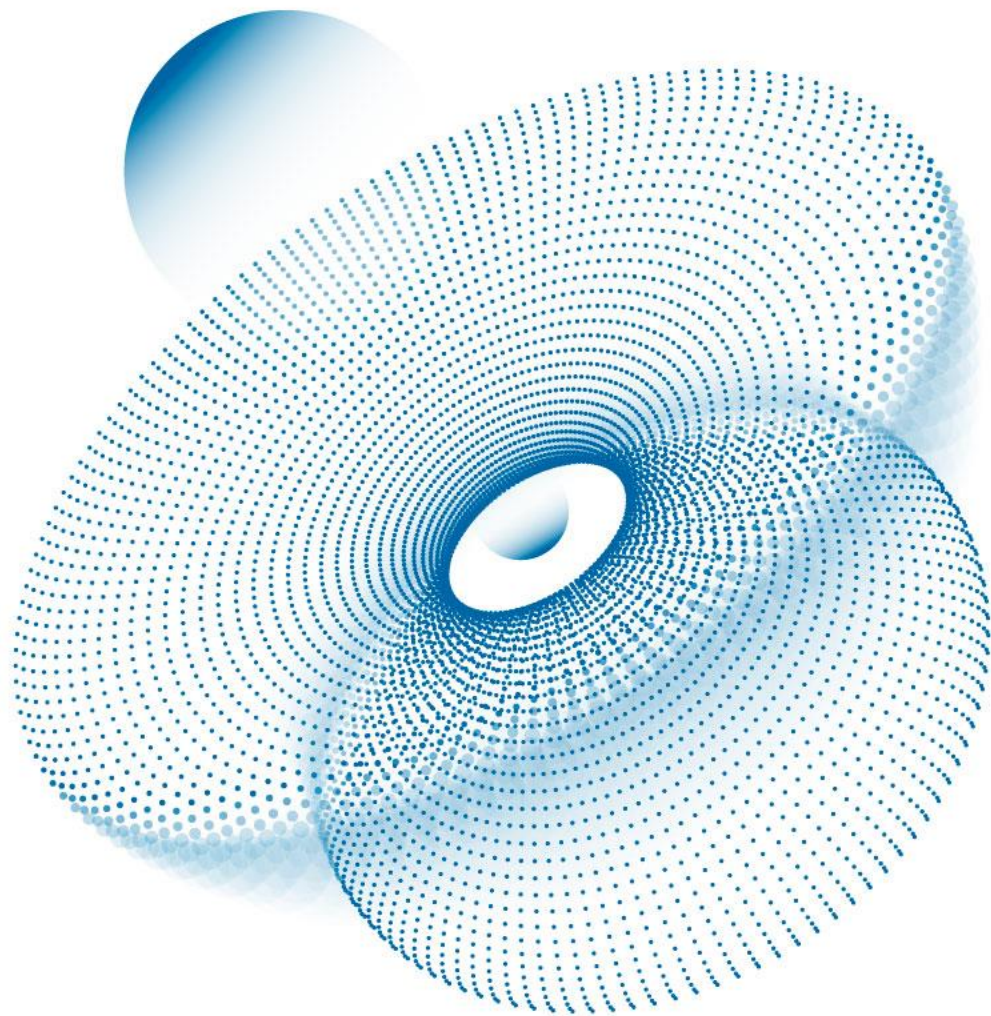
去美元風險，新幣債券成為避風港？

3 資產配置

資產調整/ 資產類別/ 投組配置/ 核衛配置

4 附件





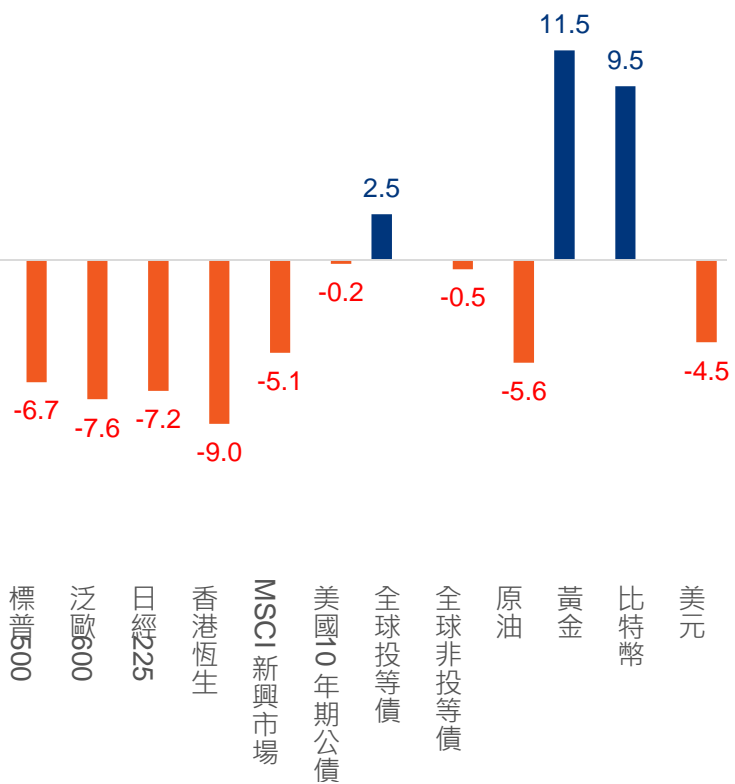
1 投資策略

- ▶ 市場回顧
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 股債匯商品觀點

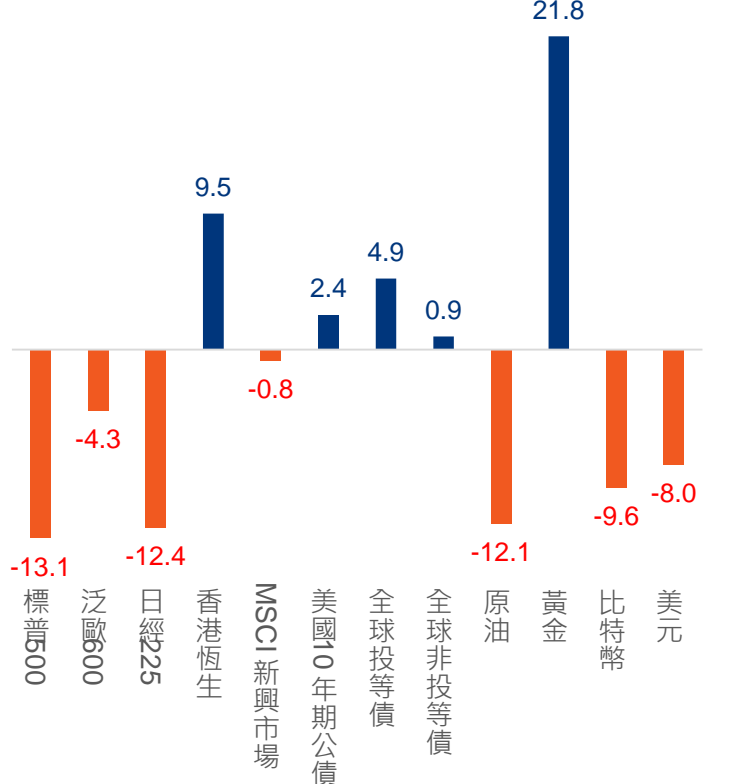
資產類別表現：全球股市重挫，債市震盪，黃金、比特幣避險

▶ 近一個月資產表現，川普貿易政策反覆，美國資產信用與經濟衰退疑慮，重挫全球股市，恐慌情緒蔓延，避險氛圍令另類資產黃金受資金青睞。美國公債震盪、全球投資等級債抗震能力更佳，美元指數大幅貶值，油價也因景氣放緩、需求減弱與OPEC+增產而走弱。

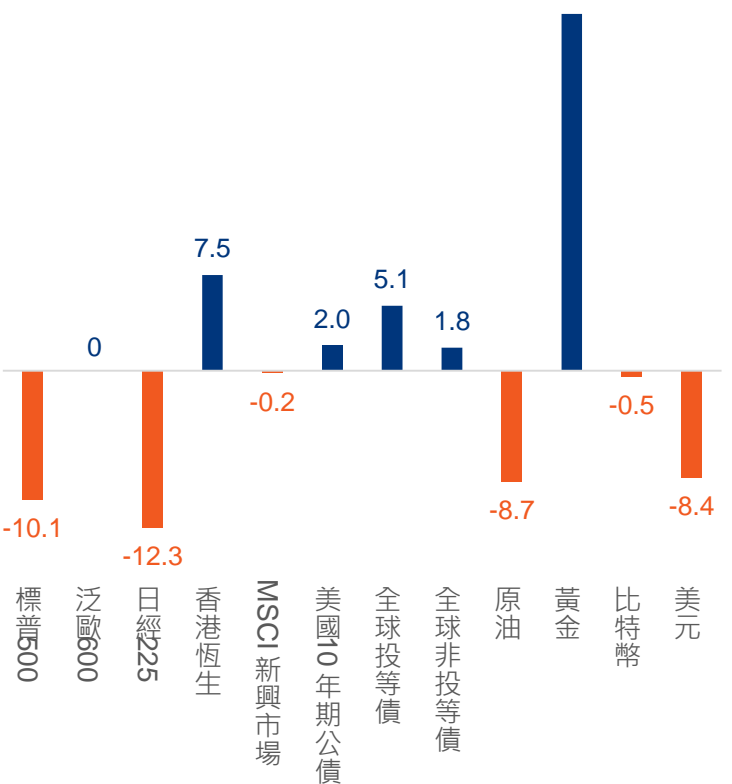
近一月(%)



近三月(%)



年至今(%)



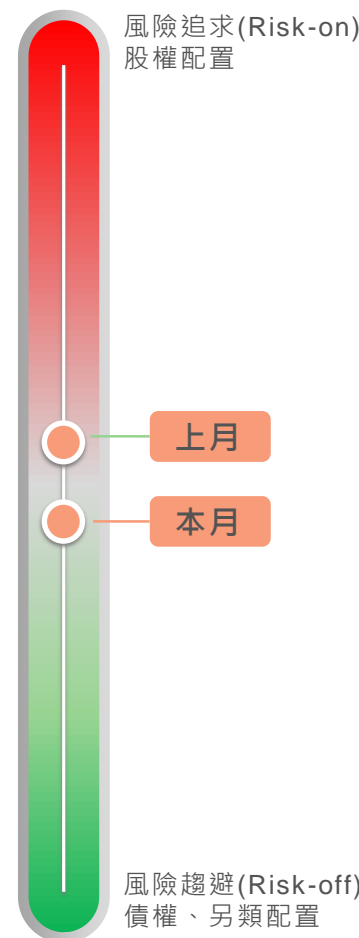
資料來源：Bloomberg · 2025年4月23日

企業獲利下修，總經活動降溫，投資氛圍轉風險趨避



市場觀察指標

風險追求 (Risk-on)
股權配置



企業獲利

美歐企業獲利展望下修比例較上月高 ●

- 標普500指數2025年EPS下修與上修家數比為75:25。
- 歐洲STOXX 600指數2025年EPS下修與上修的家數比為73:27。
- 川普貿易政策反覆難料，美國企業獲利下修比例更甚於歐洲企業。

企業評價

美股預估本益比合理，日股最為低廉 ○

- 美股未來12個月的預估P/E為19.9，回落至10年平均附近，評價漸趨合理。
- 歐日股預估本益比皆位於10年平均水準下方，其中又以日股更低廉。

市場因素

VIX指數一度攀升，動能指標下滑 ●

- VIX指數仍高於對等關稅宣布前水準，移動均線偏空。
- 美國於4月2日公布對等關稅，之後雖宣布除中國課徵245%外，其餘國家延後90天，但政策不確定性令股市持續重挫，動能指標續弱。

總經因素

美歐經濟數據轉弱，信心面尤為疲軟 ●

- 美國製造業放緩，消費信心下降且民眾對通膨預期升溫。
- ZEW經濟景氣指數顯示，不論歐元區或美國分析師對市場預測悲觀比例大幅上升，美國由前值1.3驟降至-48.7，歐元區由39.8降至-18.5。

利率政策

4月歐洲央行降息一碼 ○

- 歐洲央行再度降息，三大利率皆調降一碼，以因應貿易緊張局勢加劇，可能對經濟前景造成衝擊。
- 市場預期歐洲央行到2025年底前，仍有約三碼的降息空間。

信用利差

利差擴大，低信評企業留意違約風險 ●

- 近月信用利差擴大，其中非投資等級債信用利差擴大幅度，更高於投資等級債。低信評企業利差表現最差，需留意企業違約風險。

資料來源：Bloomberg，2025年4月23日

關稅談判進入關鍵90天，後續發展為何？

	關稅發展	景氣變化	聯準會動向	投資策略
情境 1 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 川普關稅立場軟化 ■ 實行力道和緩，都徵10% 	稍硬的軟著陸	降息2碼	<ul style="list-style-type: none"> ■ 成長股、科技股 ■ 風險性資產 ■ 原物料
情境 2 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 各國進入談判階段 ■ 美國對主要國家關稅低於4月2日公布的對等關稅 	停滯性通膨	降息2-4碼	<ul style="list-style-type: none"> ■ 防禦股、高品質 ■ 股債平衡型、多重收益 ■ 中短天期公債、投等債 ■ 非美資產、比特幣
情境 3 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 川普關稅立場強硬 ■ 中國和美國貿易往來斷交 	經濟小幅衰退	降息4-6碼	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長天期公債、投等債 ■ 黃金 ■ 防禦股

?

NOW

停留時間較久

?

資料來源：凱基證券整理

關稅談判進入關鍵90天，川普真正目的？

政策方向	目的	未來可能處理方式	主要訴求
「海湖莊園協議」計畫	美國債務控制	希望高順差(高外匯存底)國協助改善債務結構，轉成低票面長天期債券，降低未來利息支出	<ul style="list-style-type: none"> ■ 建立主權貿易體系 ■ 施行普遍關稅 ■ 同盟經濟圈 ■ 戰略保護主義 <p>不代表最後結果</p>
非美貨幣升值	美元有序回歸	美元為國際清算儲備貨幣，其他國家必須共同承擔美國經濟損失(以關稅、低利長期美債、他國匯率升值、分擔美國全球國防支出)	
關稅脅迫他國赴美設廠	製造業回流美國	他國企業設廠、增加就業、藍領復甦	



Make America Great Again

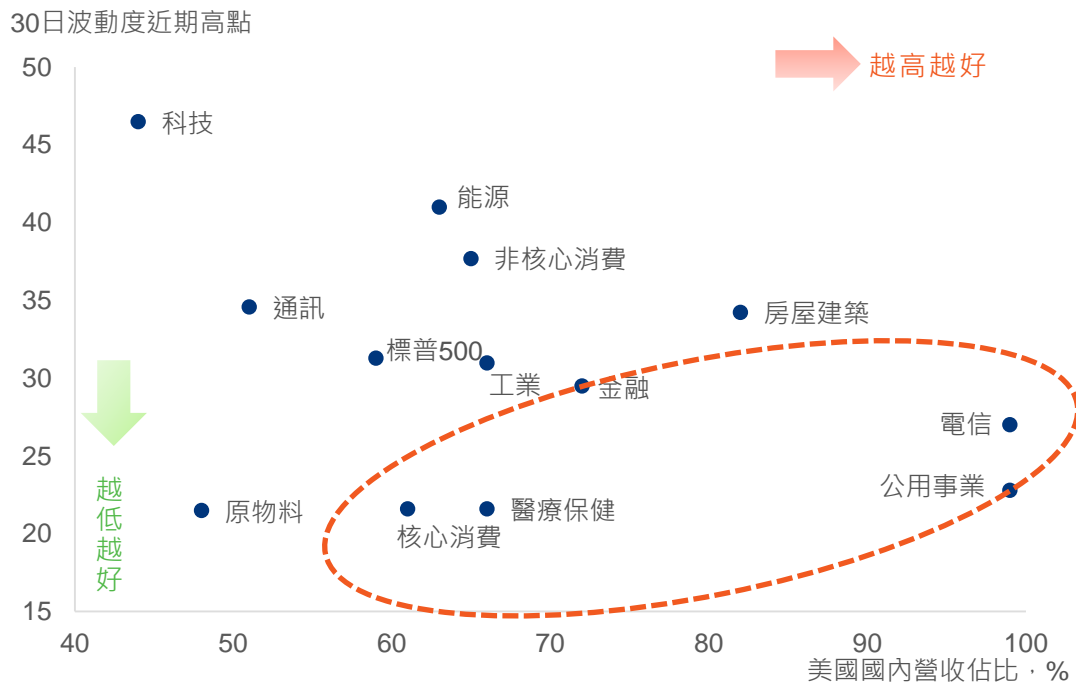


資料來源：凱基證券整理

關稅談判進入關鍵90天，投資決策如何調整？

現階段，內需型、低波動的產業較安穩

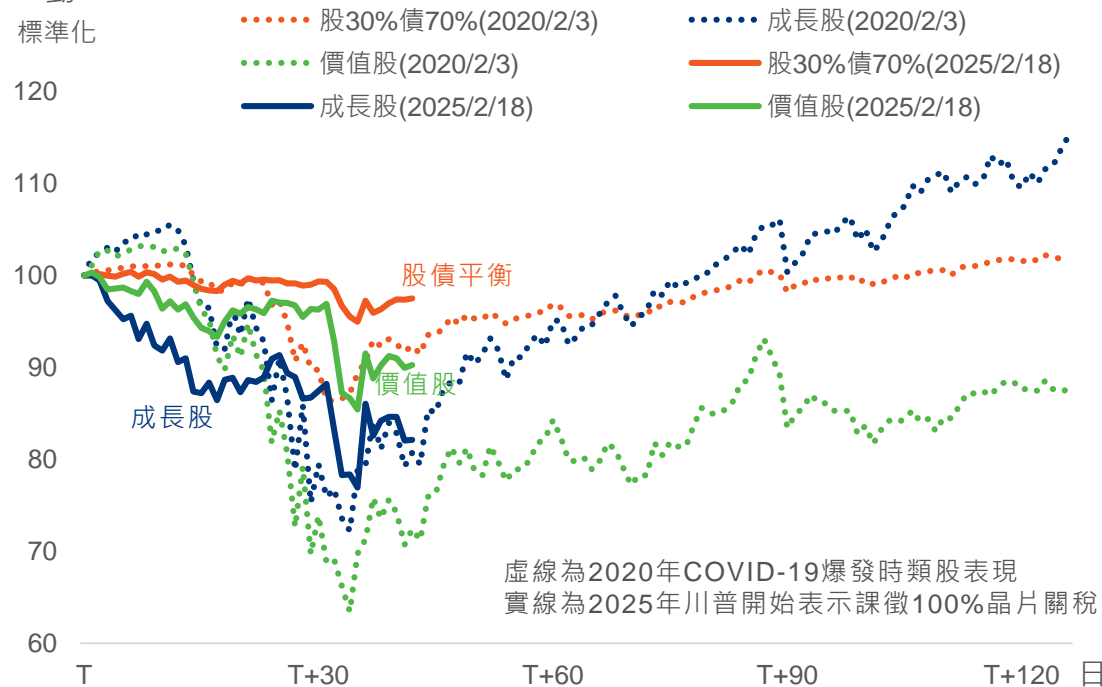
- ▶ 川普採關稅貿易為談判籌碼，考量各國談判恐非短期內可達成，現階段產業類別以內需型、低波動的類股，受貿易衝擊較小。
- ▶ 投資持股以右下電信、公用事業、核心消費甚至金融挪移，風險可控、波動較低。



資料來源：Bloomberg

保守為上，股債平衡、產業分散，適時參與類股輪動

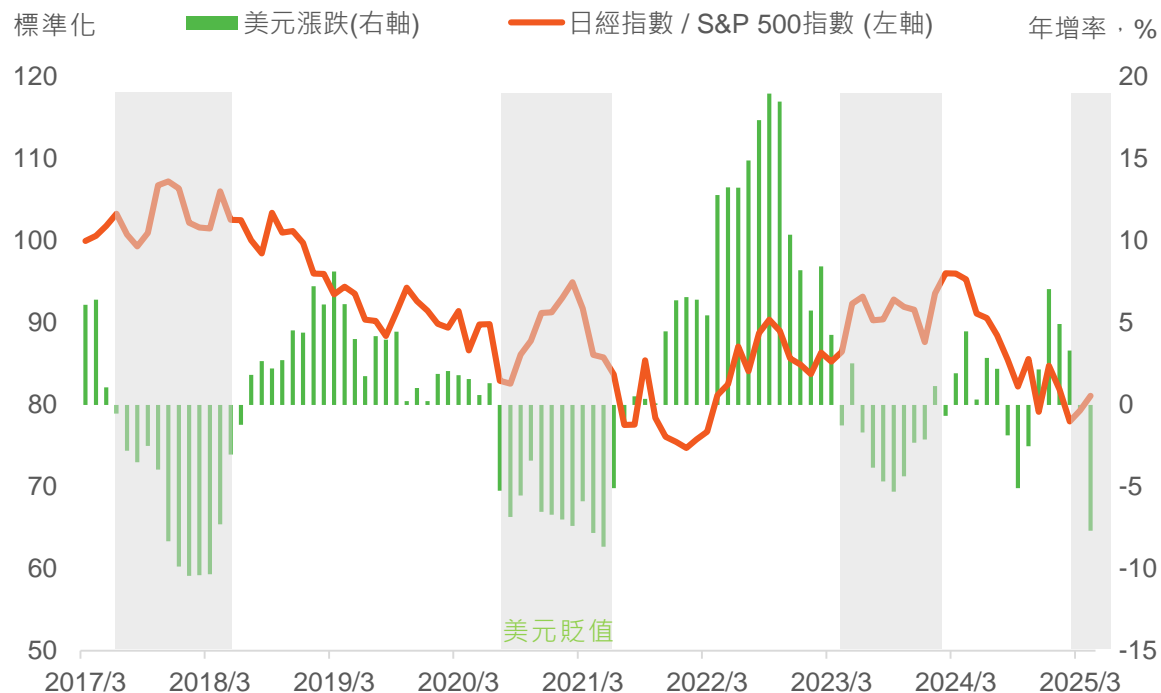
- ▶ 股市修正若伴隨景氣衰退，熊市需要較長時間消化，預期本次股市可能不若2020年急跌後瞬間反彈。除內需型、低波動類股外，目前股債平衡、產業分散仍是理想策略；川普政策多變，若關稅談判往樂觀情境發展，之前已先修正的科技股、成長股會率先落底反彈，屆時可再適環境調整，參與類股輪動。



分散布局、增持非美市場，遠離震央

美元走弱時，日股表現比美股更抗跌

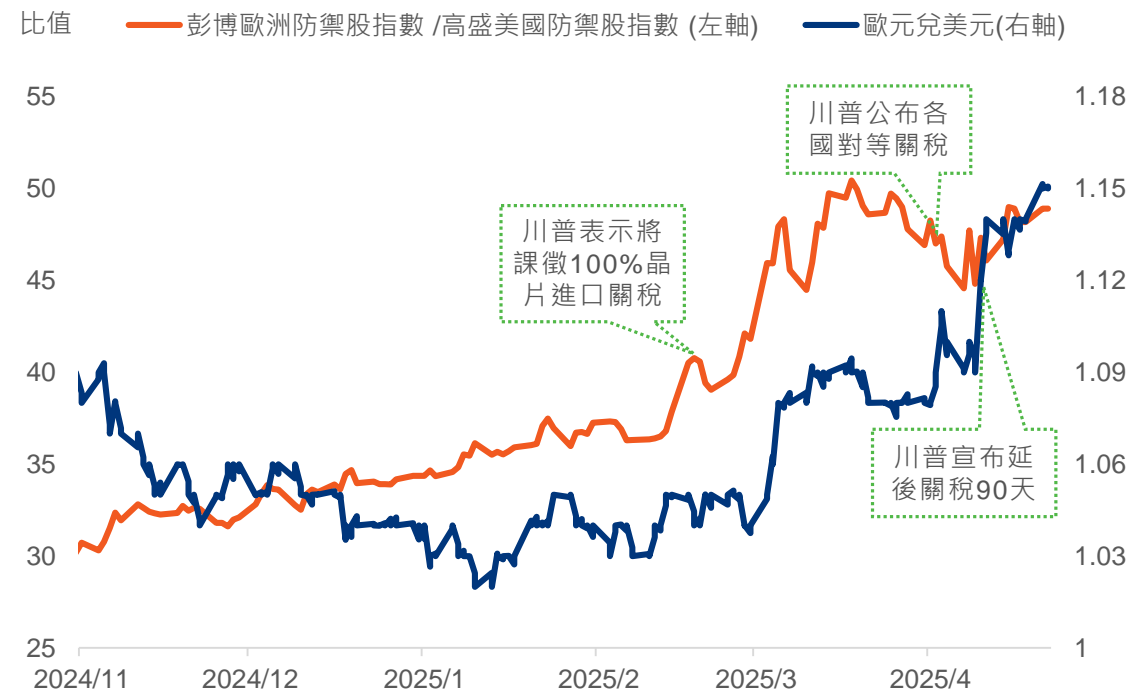
- ▶ 川普貿易政策反覆，市場擔憂美國經濟恐陷入衰退，加上川普主張非美貨幣須升值，美元指數今年來驟貶逾8%，資金流往非美地區。
- ▶ 觀察過去，當美元指數走弱，呈現貶值時期，常伴隨美股下跌，資金流出美國，即便日圓當時可能處於升值階段，日股的表現也較美股更抗跌。



資料來源：Bloomberg

歐元與歐洲防禦股成資金避風港

- ▶ 川普貿易戰越演越烈，並對聯準會施壓，市場質疑美元資產公信力，資金逃離美國，部分轉往政策與基本面相對穩定的歐洲，推升歐元近月大幅升值。歐洲防禦股相較美國防禦股表現更佳，尤其在川普引爆的關稅衝突更明顯之際，建議投資人可增加歐洲防禦股的比重，分散布局。

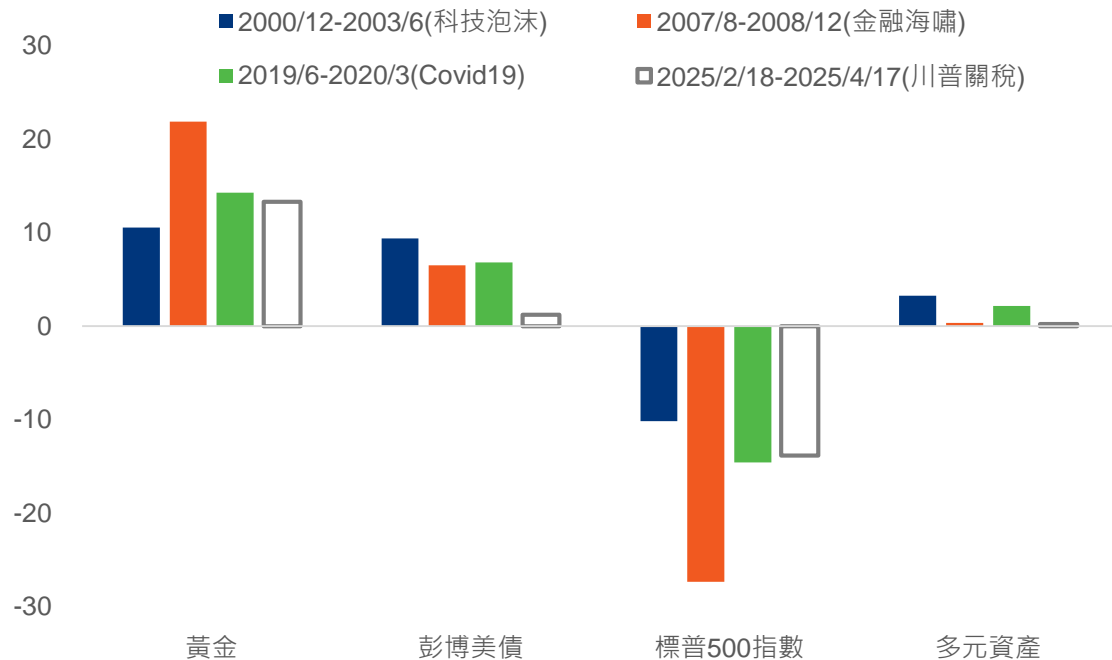


增持另類資產、ACE策略，多元配置更降波動

股災來臨時，多元資產配置報酬穩健

- 觀察過去幾次股災來襲，除了債券發揮平衡股市下跌的虧損外，黃金在亂世中也成為絕佳避險資產。即使今年短暫的股債同步下跌，但若在投資組合中加入黃金的配置，同樣能分散股市重挫時的衝擊，使整體報酬更穩健！

報酬率，%(川普關稅為期間報酬，其餘為年化)



資料來源：Bloomberg

面對市場瞬息萬變，ACE投資策略缺一不可

- 川普政策未定，市場波動不止。建議股市投資採分散布局，內需型、低波動、高品質的防禦股為主，債券資產可關注中短期高評等投資級債或長期公債，並搭配黃金、比特幣等另類資產。
- ACE策略多元配置，更能分散風險，降低整體投組波動。

另類資產 (Alternatives)	<ul style="list-style-type: none"> 市場不確定性升溫，避險情緒持續推升黃金需求 擁有川普政策支持，關稅恐推升物價的環境下，有利具備抗通膨性質的比特幣 另類資產與其他資產相關性低，可分散投組風險
固定收益 (Credit Selection)	<ul style="list-style-type: none"> 中短期投等債可規避通膨回升帶來的利率風險 若景氣衰退更明顯，可漸增長天期公債部位 景氣降溫，低信評企業違約率有上升風險，避開CCC級以下之非投資等級債
優質股權 (Elite Stock)	<ul style="list-style-type: none"> 美股可關注防禦、高品質、內需型與低波動，其中公用事業、必需消費與電信較佳 非美市場可關注歐洲防禦股、英股與日本內需產業

2025年5月 環球投資觀點



ACE投資策略：股災來襲避險升溫，多元資產、分散配置最抗波動

川普關稅政策反覆，增添股債匯市波動，金融市場投資氛圍轉向避險。未來政策不確定性仍高，建議分散投資市場與商品類型，美股以內需股、防禦股、高品質、低波動為主，中短期投資級債為鎖利標的，若景氣衰退以長天期公債避險。投資組合中加入黃金等另類資產，平衡投組報酬，歐洲防禦股、英股和日本內需股亦為分散布局的首選。

資產類別	減少	增加	調整方向	展望說明
美國政府債券			▲	關稅增添不確定性、恐拖累消費、企業獲利動能並弱化就業情勢，考量景氣下行風險，逢利率上升布局長天期債
投資等級債券			-	川普關稅擾動仍在，以高信評投資級債因應衰退風險，首選金融、通訊、公用事業等風險調整後利差較高者
非投資等級債券			-	美國經濟放緩風險上升，近期非投資等級企業信用品質持續惡化，建議避開非投資等級公司債
新興市場債券			▼	川普對等關稅使全球金融市場轉為風險趨避，加上關稅稅率較高的國家名單中有不少新興國家，建議降低配置
美國股市			-	關稅暫緩令市場疑慮稍降，但美股波動度依舊偏高，留意信心面數據惡化是否傳導至就業數據，維持中立看待
歐洲股市			-	歐洲經濟驚奇指數反轉回落，所幸歐洲央行降息寬鬆有助支撐經濟，可布局英股以強化抗震力，維持中立觀點
日本股市			-	美日關稅談判持續下，外需類股仍面臨波動，內需類股則相對較佳，可適度布局銀行類股，整體維持中立看待
新興亞洲			▼	東協易受關稅衝擊，美中對立未緩亦不利陸股短線走勢，留意有望獲得政策扶持的內需產業，新亞轉趨保守看待
美元			▼	川普主張弱勢美元，期望改善貿易赤字，加上關稅政策反覆，市場對經濟前景、美債與美元信心動搖，美元偏貶
日圓			▲	日美財長會談針對匯率議題進行協商，認同匯率應市場決定，日本不以匯率升值做為關稅籌碼，料日圓升勢暫緩
黃金			-	美中貿易戰添通膨預期，經濟衰退擔憂、美國債務惡化，地緣政治風險升高，不確定性的避險需求皆有利金價
另類資產			-	川普政策反覆添金融市場波動，將另類資產納入投組，可降低投組間關聯性，避免股災來臨時，資產同步重挫



股市展望 – 美歐面臨經濟不如預期，短期以防禦為優先

- ▶ 美國密大消費者信心出現大幅下降，復以經濟諮商局信心指數亦出現顯著下跌，反映後續因關稅戰造成的經濟衰退疑慮攀升。未來若傳導至就業數據，恐將推高消費與經濟動能壓力。目前美股呈現防禦優於循環的走勢，反映景氣下行過程中對循環股相對不利，加上關稅戰持續下，多數防禦股海外營收曝險偏低，亦有利支撐其相對表現。
- ▶ 原先優於市場預期的歐洲數據近期也出現反轉下滑走勢，顯示加徵關稅風險已逐步對歐洲經濟產生影響，甚至迫使歐洲央行4月再度降息。觀察歐洲循環股表現優於防禦股的趨勢，自3月底以來已隨著關稅戰升溫，以及經濟數據不如預期而出現反轉。預期在關稅不確定性反覆出現的背景下，歐洲防禦類股近期相對較佳的表現有望延續。

美國經濟回落，循環股相對防禦股疲弱



歐洲景氣轉趨下滑，防禦類股表現較佳

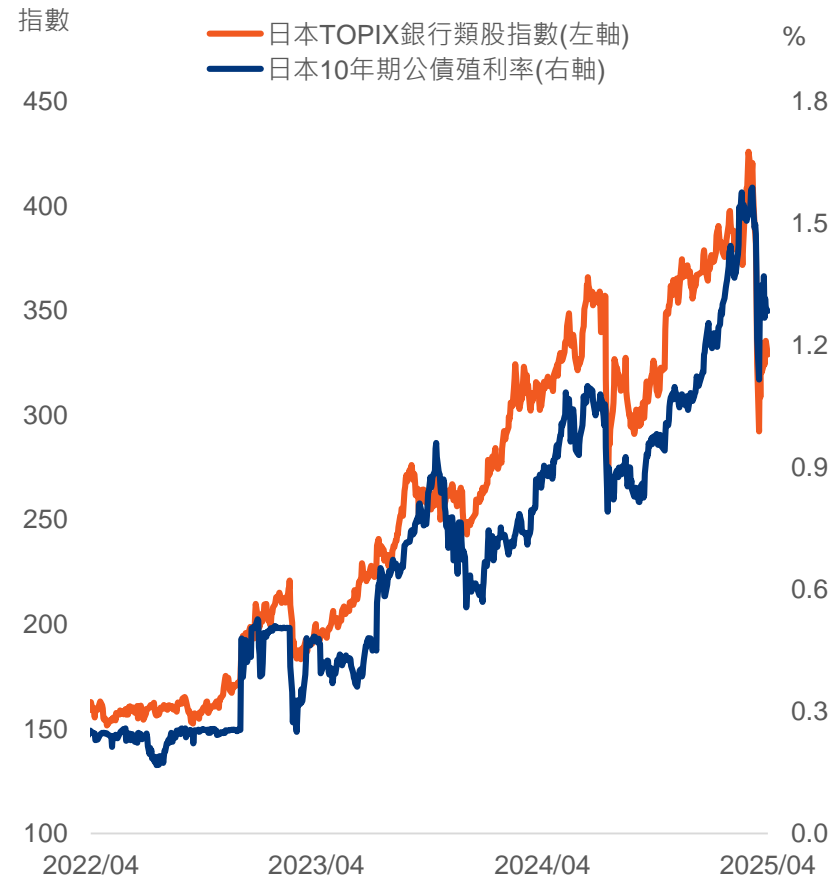


資料來源：Bloomberg，資料截至2025年4月21日

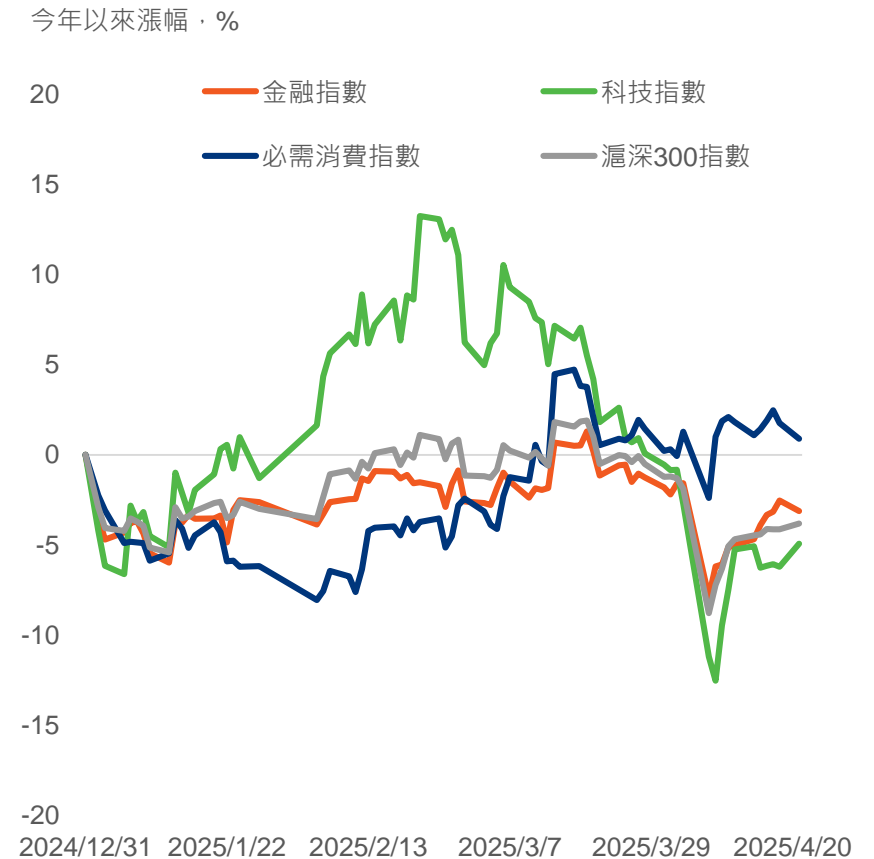
股市展望 – 關稅戰背景下，日本與中國可關注內需類股

- ▶ 對等關稅後，市場對於日銀的升息預期一度快速縮減，並令日債殖利率下滑。然隨日本與美國啟動並持續進行關稅談判，加上對等關稅暫緩90天，推動日本公債殖利率回彈，先前受升息預期延後拖累，而遭到拋售的日本銀行股有望回升。料短期內關稅仍是引領股市方向的主要焦點，日本內需類股表現可望持續優於外需類股。
- ▶ 中美關稅戰未見緩和，當前兩國亦尚無啟動談判的跡象。雖有中央匯金國有投資公司等「國家隊」大規模買入ETF救市，但滬深300指數短期內仍將受關稅衝擊而維持偏弱。隨著市場預期中國將透過政策扶持內需，以因應關稅戰帶來的負面影響，可留意近期相對表現較佳之內需產業，包括中國金融與消費相關族群。

日債殖利率反彈有望推動銀行股回升



中國金融、消費產業表現超越科技股



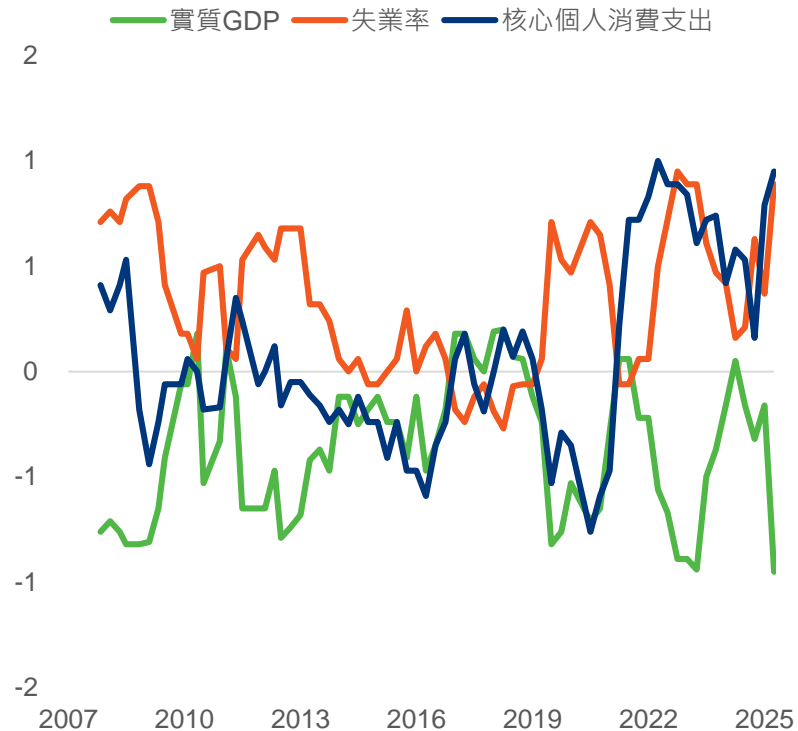
資料來源：Bloomberg，資料截至2025年4月21日

債市展望 – 政經不確定性加深景氣下行風險，聚焦公債避險

- ▶ 美國與全球主要國家進入關稅談判期，關稅課徵時程與規模反覆影響市場，也造成聯準會決策停看聽。Fed的3月會議紀錄出現18度提及關稅與其影響，次數遠高於1月會議的1次，顯示官員認為政經存在高度不確定性，消費者支出恐放緩、企業降低投資規模，主席鮑威爾表示雙重政策目標仍存挑戰，重申聯準會靜待通膨放緩才會降息，近期聯準會官員言論仍偏謹慎，市場預估美國今年降息幅度近4碼且時間集中在下半年，後續關注景氣數據預期變化及官員態度與公債拍賣情形。
- ▶ 過往美國降息循環平均利率降幅達4%，當前市場已訂價一半景氣衰退情境，考量景氣衰退為主要風險因子，在就業數據未見明顯降溫前，若持有美元投資人，可趁殖利率回彈之際，增加公債與高信評投資級債降風險。

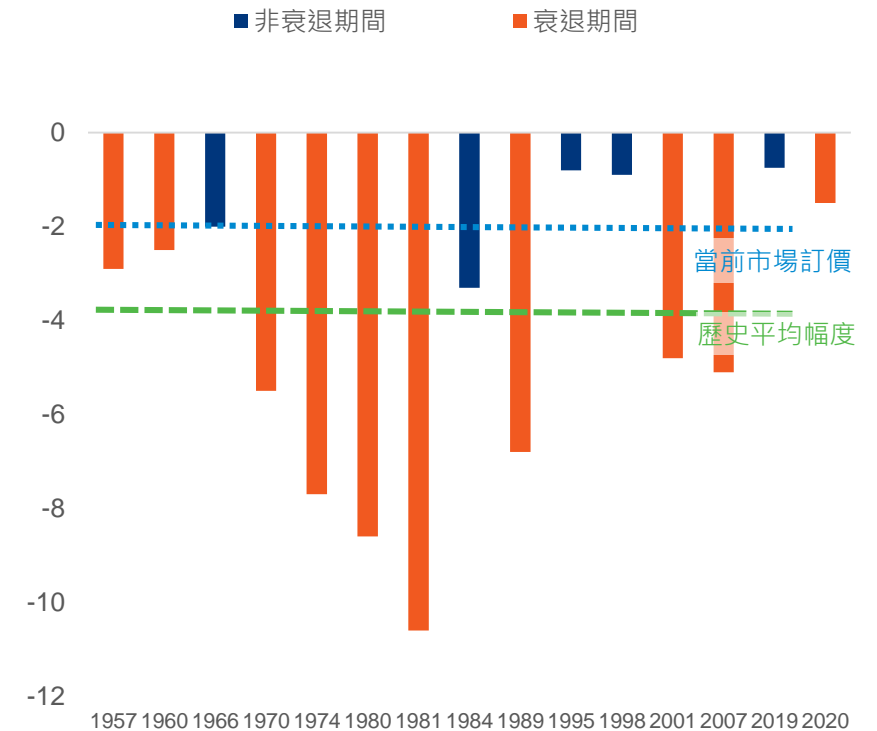
聯準會指引景氣存在停滯性通膨風險

聯準會擴散指數



市場訂價部分衰退風險

1950年以來降息循環時期，聯準會降息幅度，%

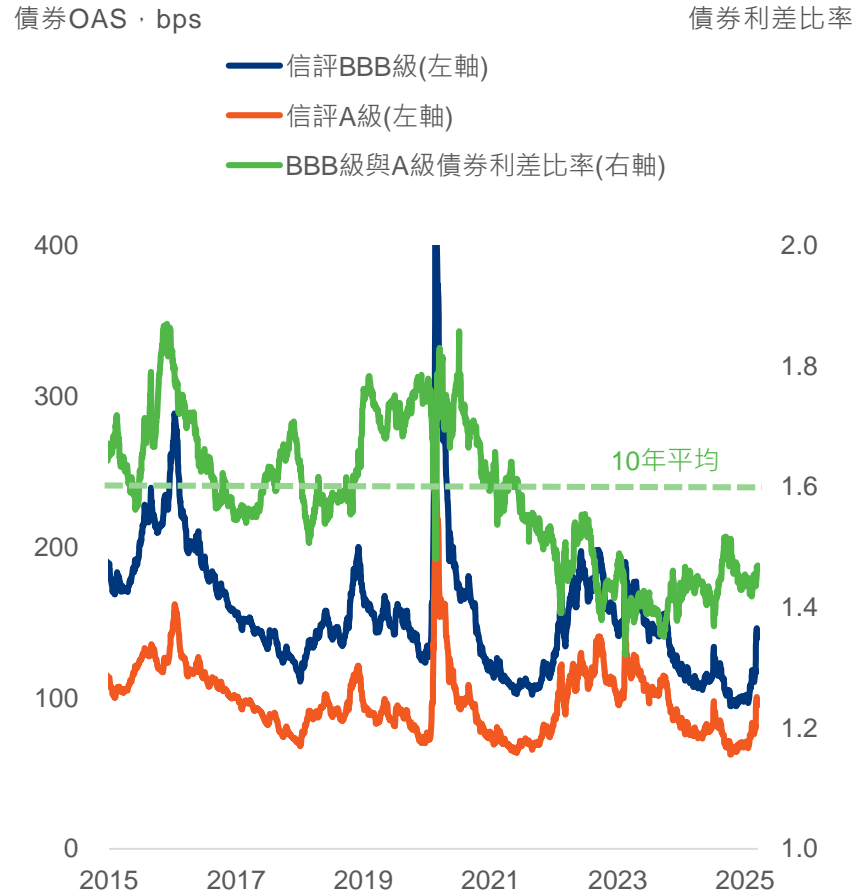


資料來源：Bloomberg，Fed，註：擴散指數為統計對該指標上行或下行風險看法佔整體統計數

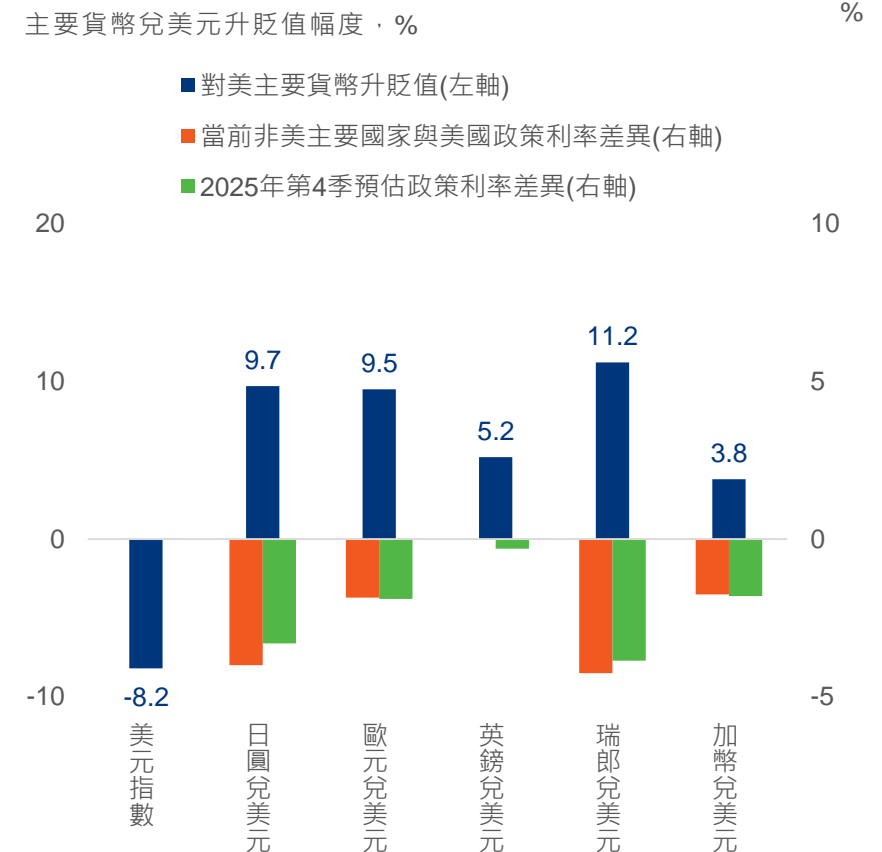
債市展望 – 好債抗擾動，非美債券分散美元曝險

- ▶ 美國關稅政策暫緩90天實施，讓信用債利差獲得喘息空間有所收斂，若關稅落實後，經濟惡化預期可能加速低信評債券利差再度擴大與債券價格修正風險。今年以來信評BBB級與A級利差皆走升，然兩者利差比率仍處10年均值下方，考量政經不確定性反覆擾動全球債市，首要策略為降低債信疲軟且資產波動較高的信用債部位，評估各類信評企業債能力，信用債以信評A級以上的大型龍頭企業所發行債券為首選。
- ▶ 關稅政策風險加劇，資金撤出美元計價債券市場，造成今年以來美元走貶，非美主要國家貨幣多升值，反映關稅加劇去美元化風險，市場預期今年底美國與美國以外主要國家的政策利率差異多收斂，有利於非美國家貨幣存在升值機會，考量市場對去美元化疑慮仍在，後續留意資金動向與非美國家利差變化。

美國BBB/A級企業債利差比低於歷史平均



各國與美國政策利率差收窄，反應在匯率表現



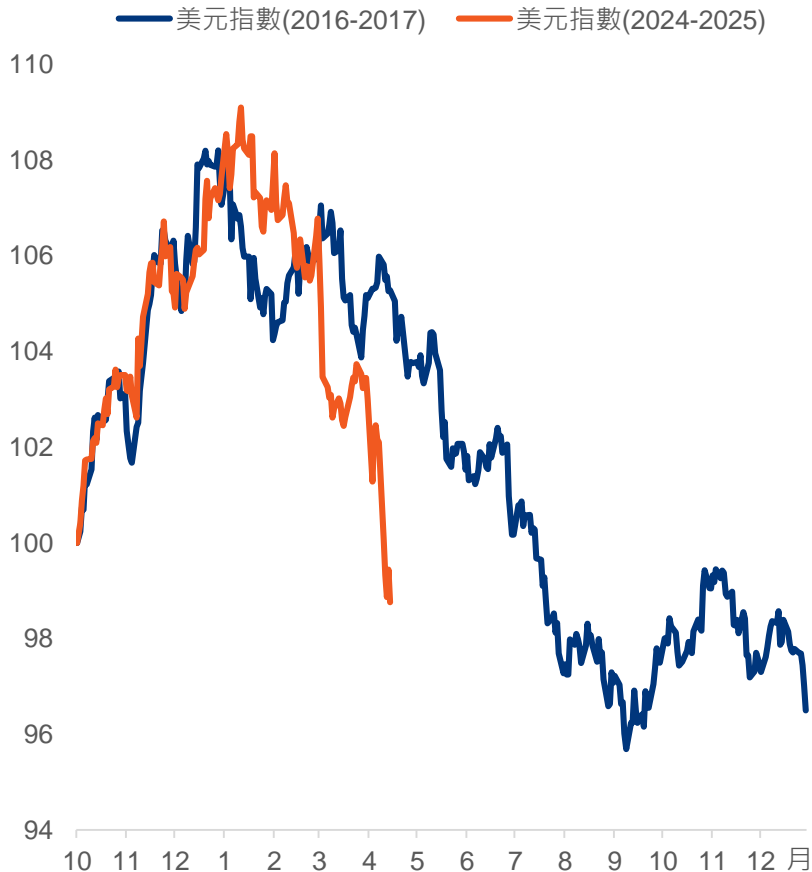
資料來源：Bloomberg

匯市展望 – 美國雙赤字壓力，川普政策多變讓美元弱盤

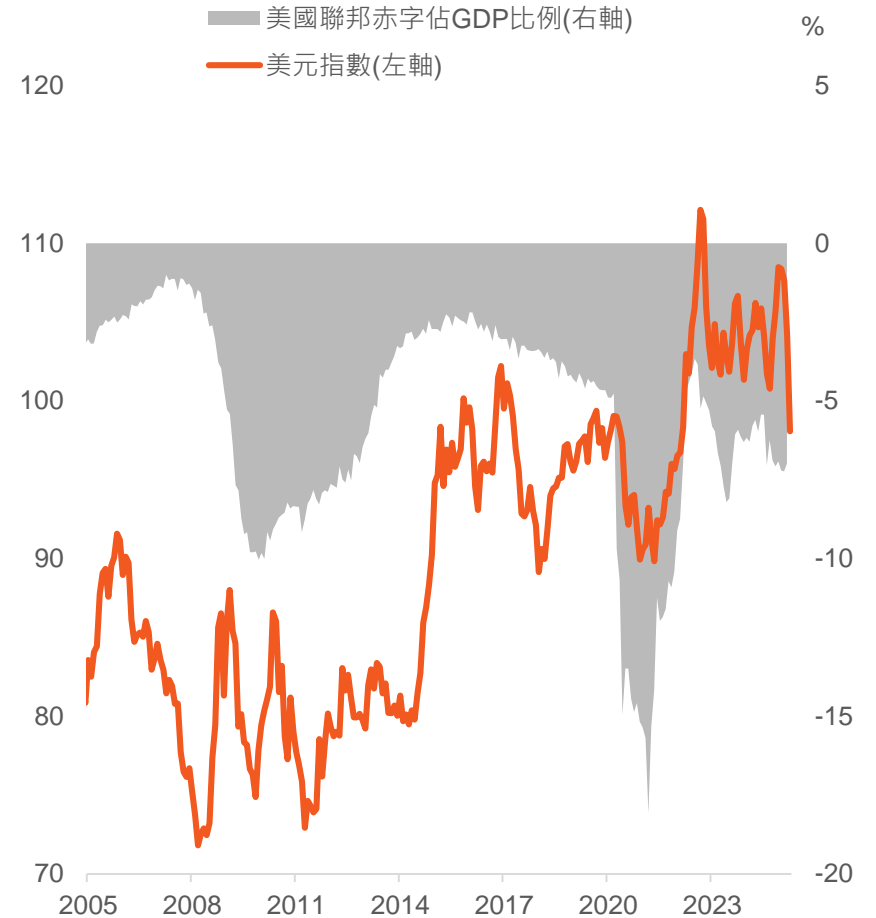
- ▶ 儘管當前美國經濟基本面與川普執政首年(2017年)存在明顯差異，但近幾個月的美元走勢與當年時呈現高度相似，主因川普主張弱勢美元，期望改善貿易赤字，加上關稅政策反覆，市場對美國經濟前景、美債、美元資產信心動搖。此外，美國將發行百年零息國債消息，甚囂塵上，去美元化疑慮，讓美元指數近月貶值逾8%。
- ▶ 隨著中美兩國貿易衝突升級，投資人對美國經濟增長轉趨悲觀，統計自2024年10月至2025年3月利息支出年增11.6%至5,824.6億美元，財政赤字壓力巨大，加上6月短債即將到期，美元資產不受市場青睞，美元指數一度貶破98，創近3年新低。若未來各國關稅談判展現善意，美元指數跌勢或將有所收斂，考量全球跨境貿易結算貨幣美元約佔50%，中期仍具主導地位，預期短期將偏向區間整理。

美元指數回歸中性，始終是川普政策主張

10/1=100



美國財政赤字惡化，為美元隱憂



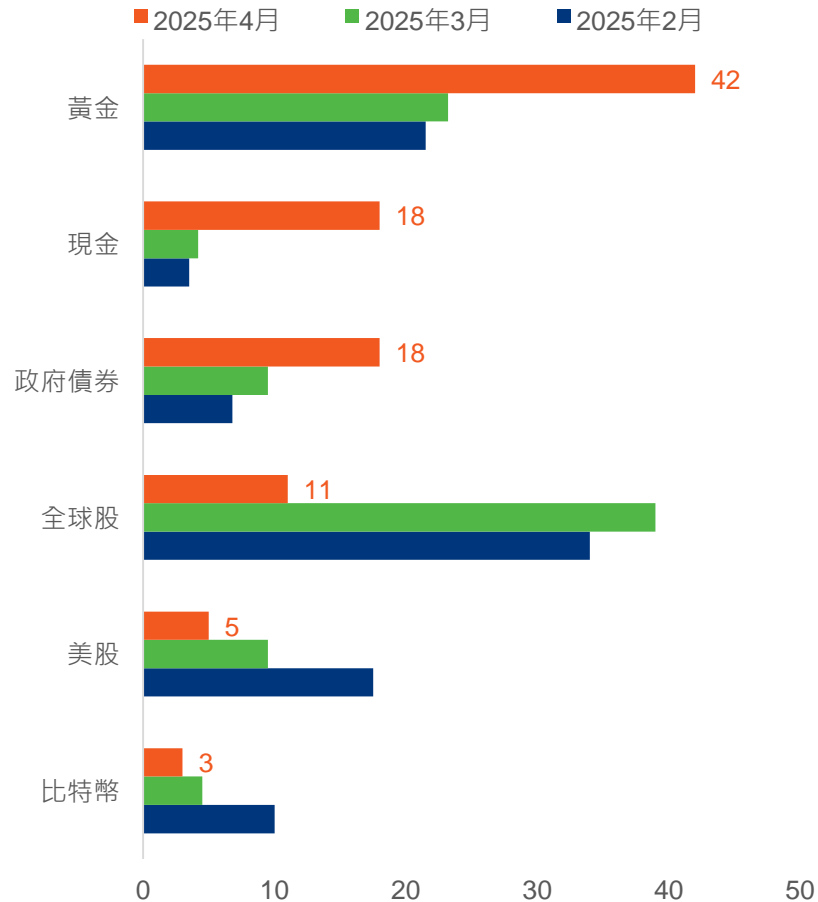
資料來源：Bloomberg

商品展望 – 避險資金情有獨鍾，金價屢創新高

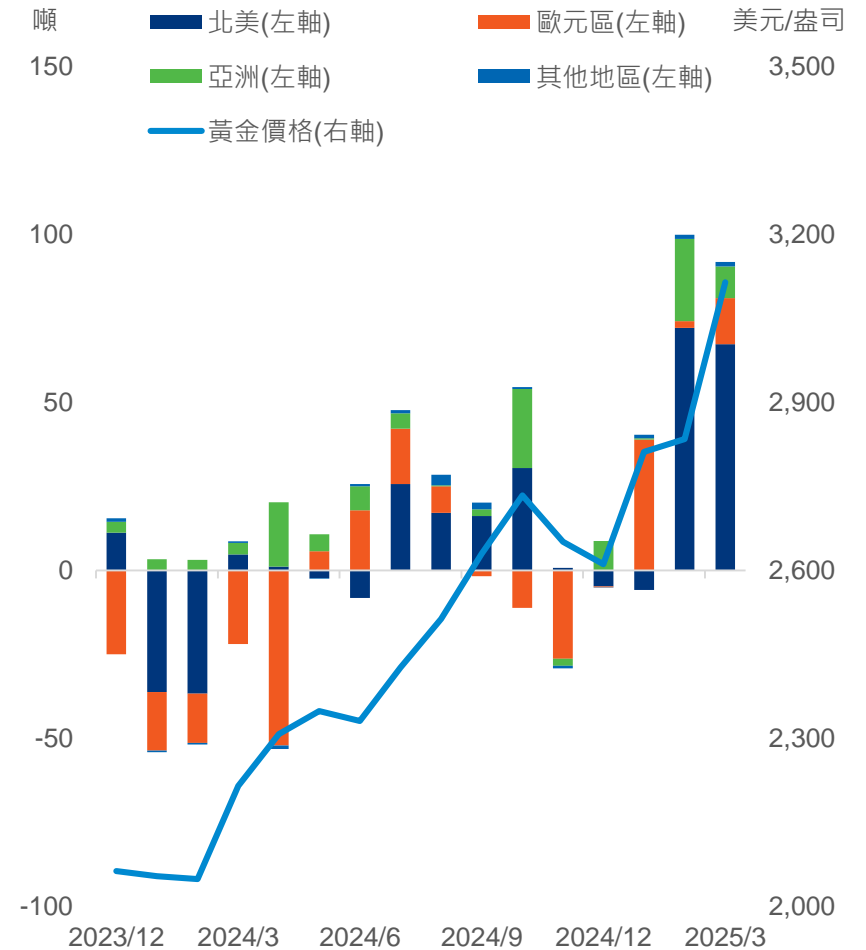
- ▶ 美國近期對中國部分商品加徵高達245%的進口關稅，對其他國家暫以10%關稅因應，並進入談判階段，引發市場對通膨預期升溫與經濟衰退隱憂，投資人避開美元資產，尋求避險。美銀統計投資人預期今年表現最佳的資產，黃金重獲資金青睞。
- ▶ 考量除通膨和衰退外，美國債務問題持續惡化、股市下挫，加上地緣政治風險升高，使黃金屢創歷史新高。目前市場情緒仍陷高度不確定的陰霾中，貿易戰預期短期難解，將持續帶動實體黃金和黃金ETF的投資需求，並以北美地區為大宗，亞洲國家和歐元區也有後來居上的趨勢。預期在黃金ETF流量有望持續下，不排除金價可能會持續挑戰新高；考量短線漲幅已高，謹慎投資人可採逢回分批布建。

投資人預期今年黃金表現最佳

美銀統計投資人預期在2025年表現最佳的資產比例，%



黃金ETF投資需求推升金價創高

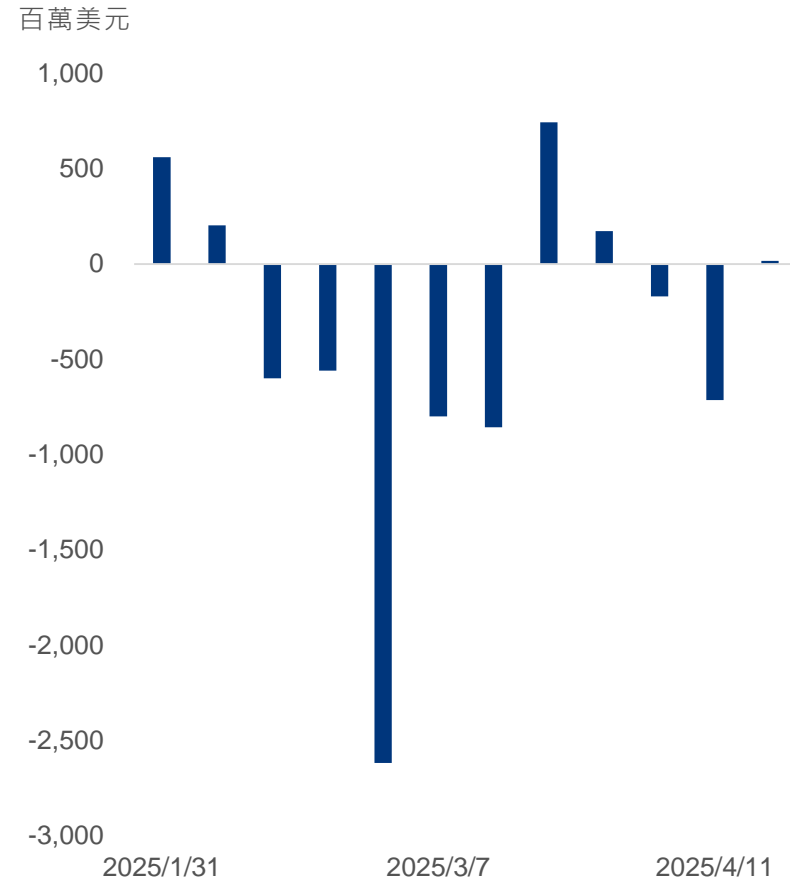


資料來源：Bloomberg

商品展望 – 市場消化川普不確定性，價格守穩且受惠弱美元環境

- ▶ 川普關稅政策使國際關係緊張，高關稅引發經濟衰退擔憂，股市估值修正風險迅速升溫，比特幣現貨ETF也從2025年2月轉為連續流出，比特幣價格從2025年初10萬美金高點修正20%以上，市場規模從近1.2兆美元規模跌破兆元。隨著川普提出暫緩90天關稅，提供各國協商空間後，市場風險明顯緩和，4月16日聯準會主席鮑威爾提到對加密貨幣的銀行監管可能有部分放寬，進一步提升加密貨幣市場氣氛，比特幣價格守穩8萬美元關卡。
- ▶ 然而，川普持續呼籲聯準會主席鮑威爾降息與威脅撤換，導致市場擔憂聯準會獨立性，削弱美元信用，美元表現偏弱，比特幣具有價值儲藏與獨立性的功能獲得市場關注，比特幣價格快速反彈至9萬美元附近，此利多提供比特幣近期下檔風險保護。

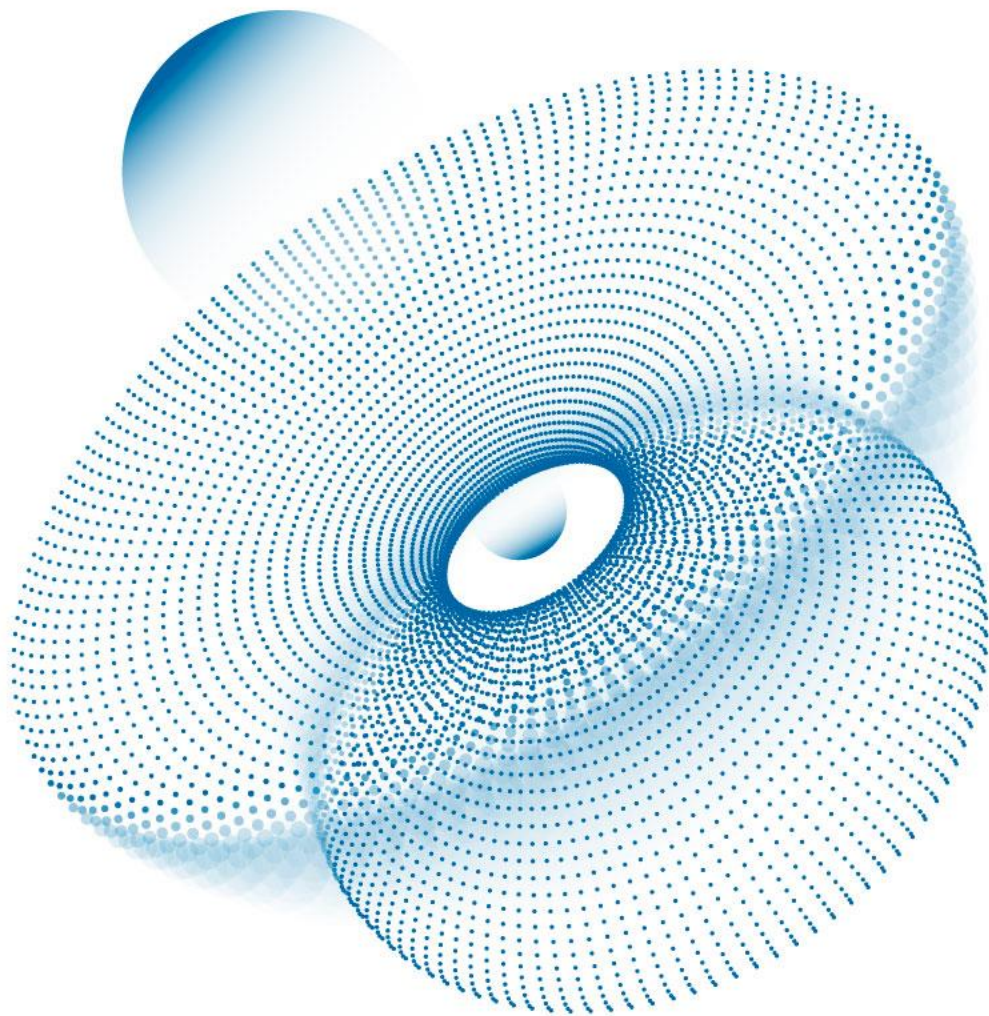
美國上市比特幣現貨ETF結束大幅流出



比特幣價格守穩8萬美元，弱美元支持反彈



資料來源：Bloomberg



2 專題研究

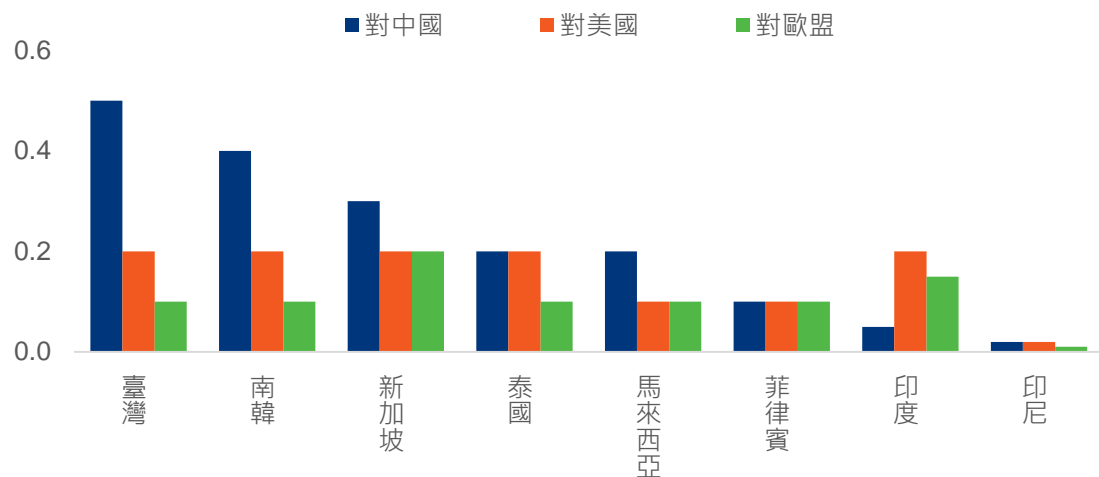
- ▶ 去美元風險，新幣債券成為避風港？

市場擾動風險來自美國，去美元化推動今年來非美貨幣走升

- ▶ 新加坡位於麻六甲海峽，國際貿易有數兆美元需經過此樞紐，該國站穩令人欣羨的地位，然最大威脅來自它無法控制的外部因素。因新加坡貿易量佔GDP的比重高達337%，儘管美國關稅延後實施，然因新加坡與主要國家經濟敏感度相對較高，後續經濟表現亦可能受全球局勢所左右。
- ▶ 關稅政策風險加劇，投資人為降低美元計價資產曝險與美元貶值風險，導致資金流出美元計價債券市場，造成今年以來美元走貶，非美主要國家貨幣多走升，反映關稅加劇去美元化風險，市場預期今年底美國與美國以外主要國家的政策利率差異多收斂，有利於非美國家貨幣存在升值機會，考量市場對去美元化疑慮仍在，後續留意資金動向與非美國家利差變化。

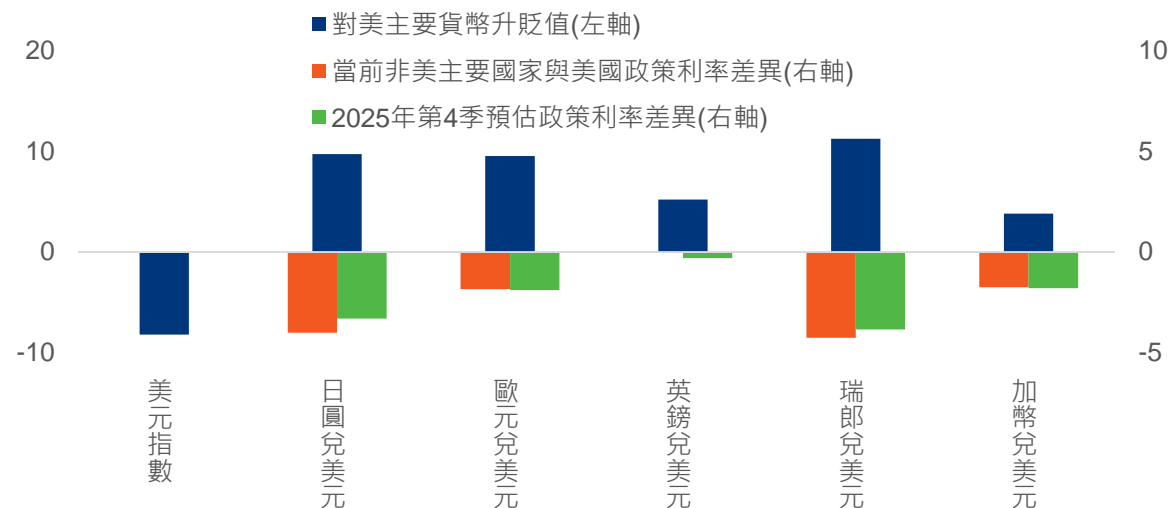
新加坡易受國際情勢變化影響

對該國經濟成長敏感度，%



今年以來美元相對走貶，而其他主要國家多偏升

非美主要貨幣兌美元升貶值幅度，%

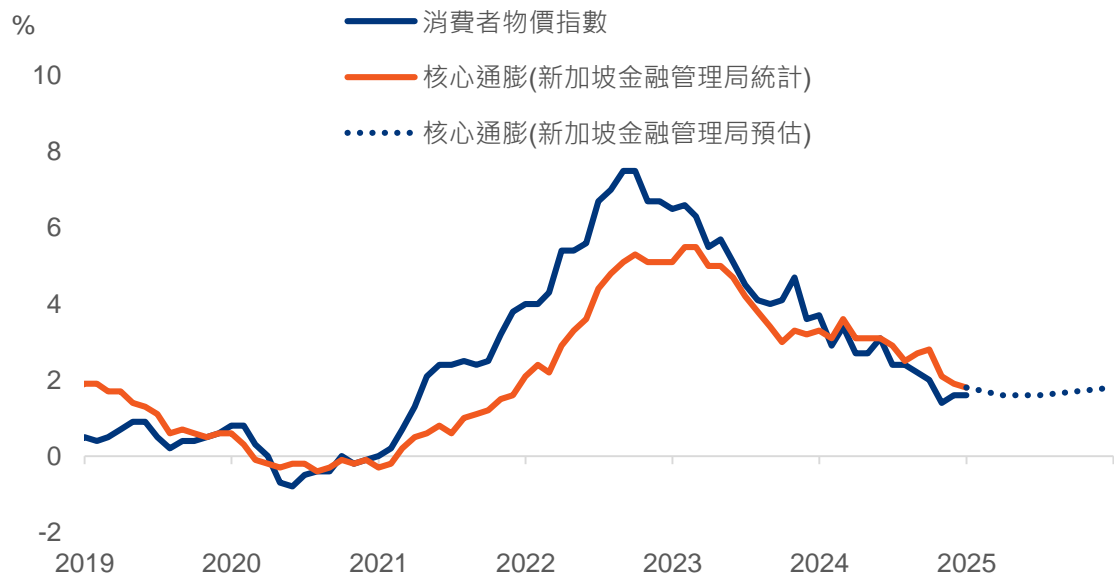


資料來源：Bloomberg、OECD、凱基證券整理

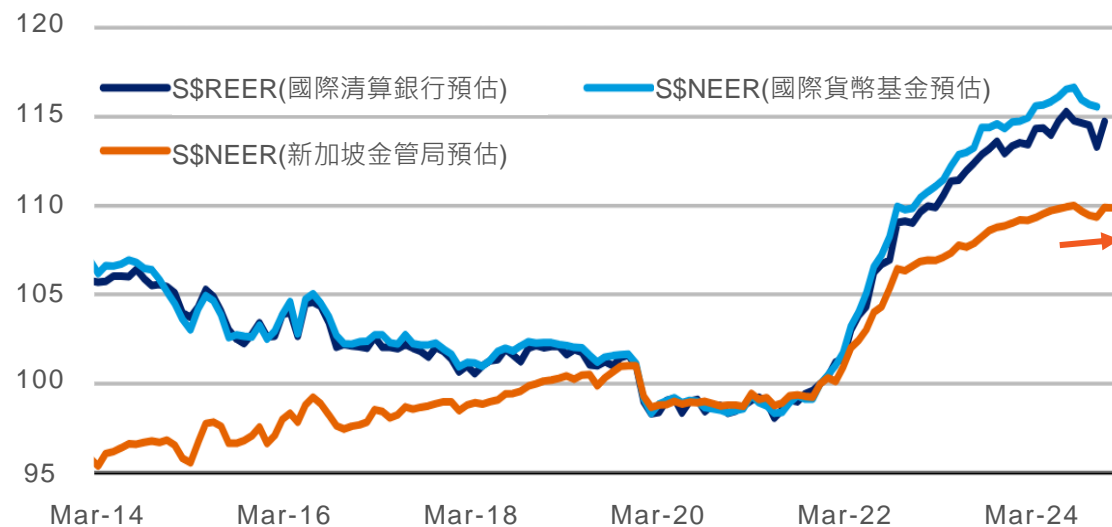
新加坡快速調整貨幣政策並保持彈性，因應關稅不確定性

- ▶ 新加坡金融管理局統計今年1至2月核心通膨驟降至0.7%，低於2024年第4季的1.9%，成本壓力有所減緩並抑制消費者物價走揚。此外，政府補貼也有益於服務業通膨走低，考量全球需求放緩和能源價格下跌，平抑進口成本與輸入型通膨，預期在經濟成長放緩下物價升幅也有望趨緩，其預估2025年核心通膨年增率平均落在0.5%至1.5%，低於先前2025年1月預估的1.0%至2.0%。
- ▶ 新加坡金融管理局評估關稅對全球景氣所產生負面影響，並考量新加坡當地外貿依賴度高，與海外需求有所降溫，預計2025年新加坡GDP成長率，將從去年的4.4%，降到0.0%至2.0%且產出缺口將為負值。同時核心通膨將低於2%，在通膨風險有所降溫下，新加坡金融管理局今年來僅微幅減緩新幣名目有效匯率升值速度，但暫時維持政策區間寬度和中間價不變，保持新加坡適度且逐步升值的貨幣政策方向。

新加坡當地通膨持續緩降



不確定性升溫，然新幣有效匯率(NEER)仍偏升



資料來源：Bloomberg、新加坡金管局(MAS)、BofA、凱基證券整理

新加坡貨幣政策核心工具：管理匯率，而非利率調整

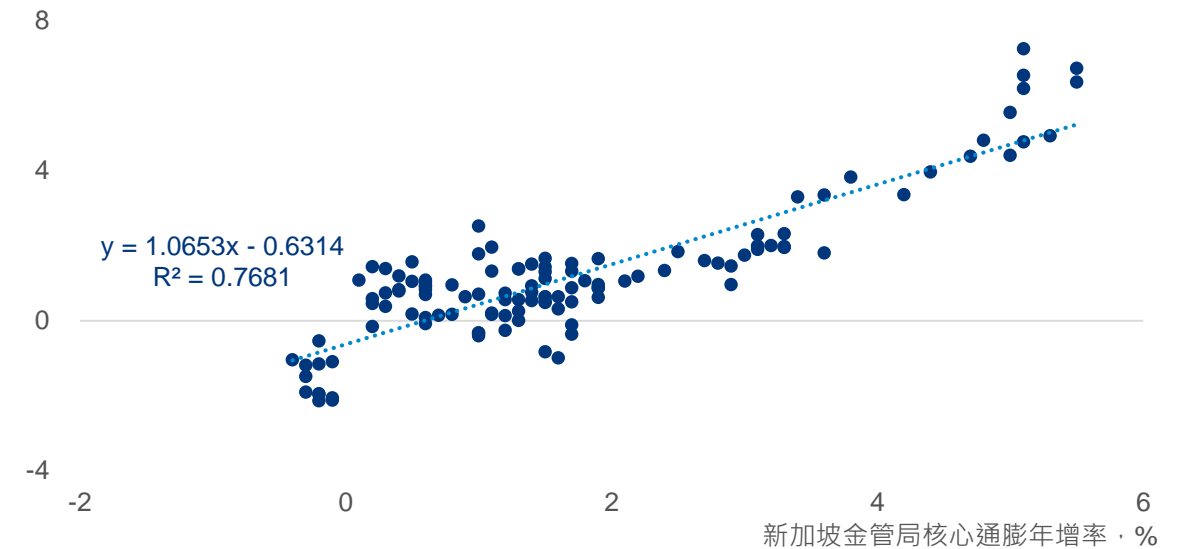
- ▶ 新加坡的貨幣政策工具為貿易加權一籃子貨幣，即新加坡幣名目有效匯率(S\$NEER)，而非政策利率，金管局並未揭露S\$NEER一籃子貨幣或其權重。新加坡貿易佔GDP比例逾3倍之多，為經濟高度依賴國際貿易的小型開放經濟體，匯率對通膨影響比利率來的大，因此以名目匯率作為貨幣政策引導工具。
- ▶ 研究發現，S\$NEER與金管局核心通膨指數長期具高度相關，倘若金管局將S\$NEER保持偏低，產出將超過潛在經濟成長，最終可能造成通膨升溫。相反，若S\$NEER過高，將導致經濟衰退與通膨下滑。新加坡金管局並無明確通膨目標水準，但每次貨幣政策決議，透過調整S\$NEER區間路徑斜率(升值速度)、區間寬度跟中間價，以確保達到低通膨與穩定物價目標。

新加坡幣透過名目有效匯率作為貨幣政策中間目標



新加坡名目有效匯率與核心通膨連動高

新加坡幣名目有效匯率指數(S\$NEER)年增率·%

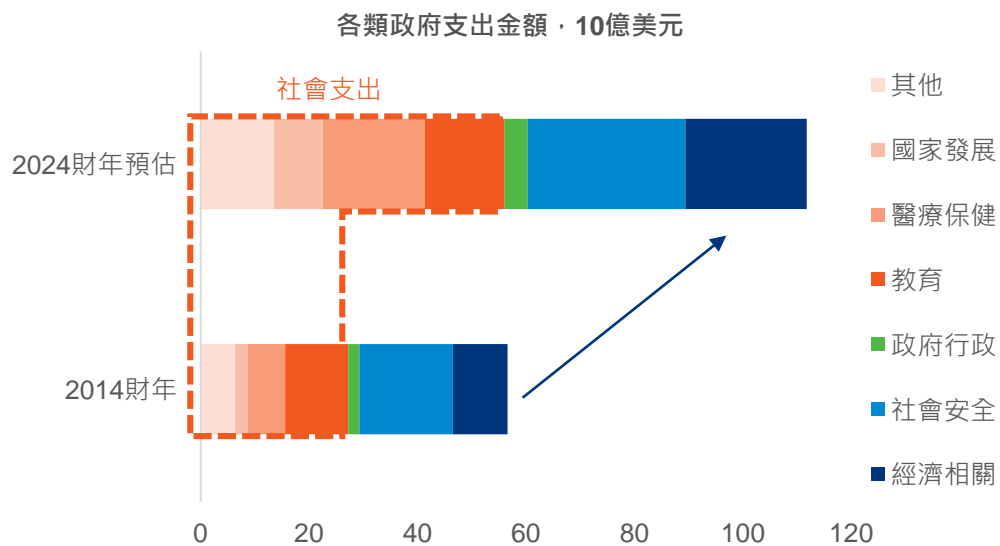


資料來源：Bloomberg、新加坡金管局(MAS)、凱基證券整理

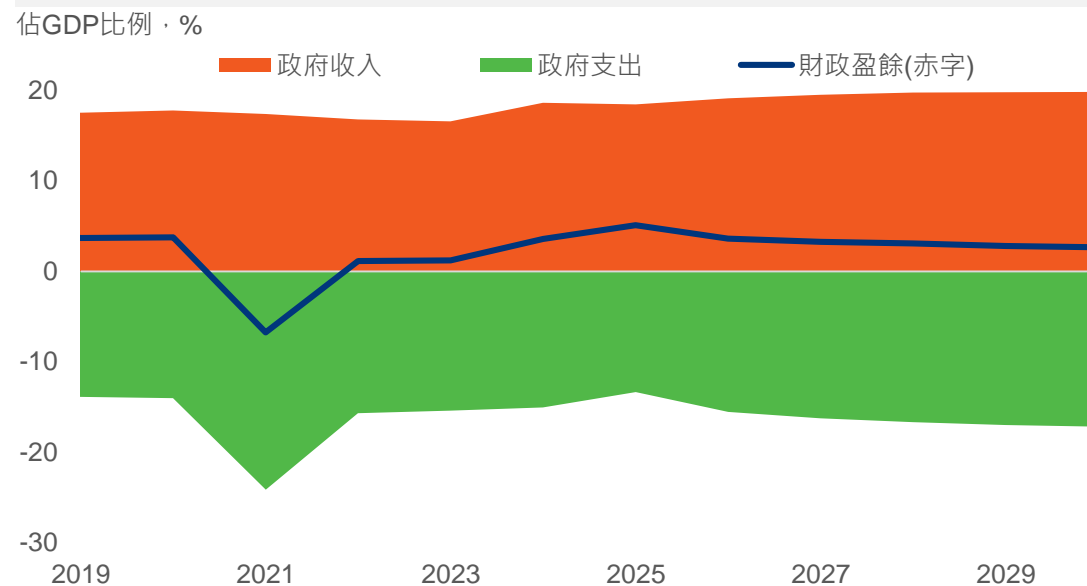
星國政府財政維持盈餘，持續擴大財政支出穩定經濟

- ▶ 新加坡政府一向以審慎、量入為出的長期財政規劃著稱，近年面對人口結構老化、醫療與教育等社會需求上升，據該國政府統計，至2030年每4人就有一人65歲以上，導致近年社會支出明顯增加，社會支出佔總預算比例已從2000年的35%上升至近50%，預期該國正式從儲備型財政進入社會承擔型階段，該國將從社會支持與財政穩健兩者平衡將是政策核心。
- ▶ 過往星國政府主要財源來自主權基金的國家儲備淨投資報酬貢獻(NIRC)，檢視2024財年該國稅收優於預期，主因公司稅增加至280億元且佔財政收入逾20%，超越NIRC收入的235億元，成為新加坡總經常收入最大財源。過去20年公司稅與NIRC持續成長，年複合成長率皆達7%以上，形成星國財政收入與盈餘的重要支柱，星國財政部預估至2030年財政支出將擴大至GDP的20%，成為政府支出續增的主要動力。

新加坡政府的社會支出倍增



星國政府財政盈餘持續，成為政府支出續增基石



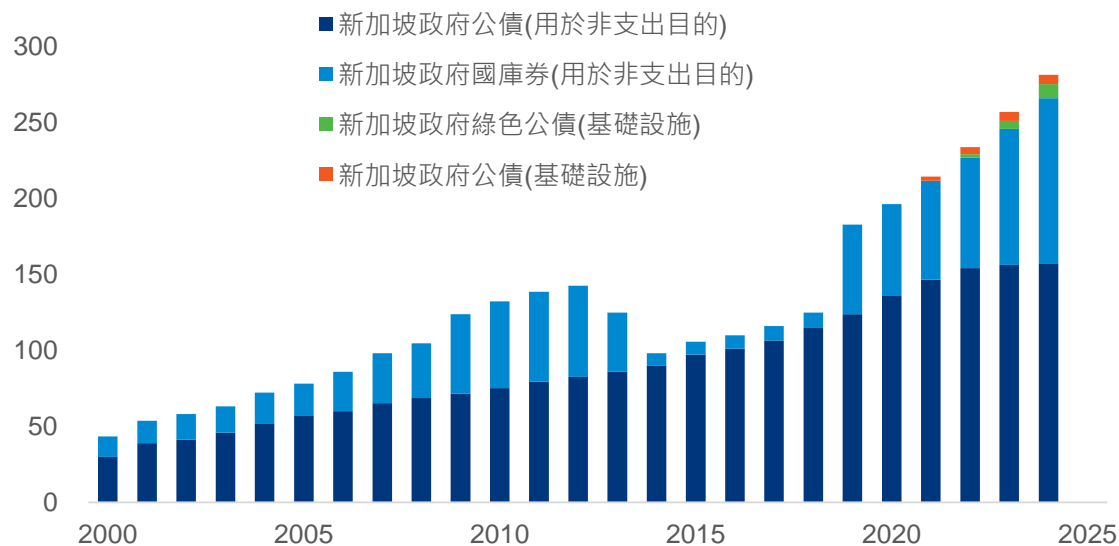
資料來源：Bloomberg、新加坡財政部(MOF)、凱基證券整理

新加坡政府發債目的：借錢投資

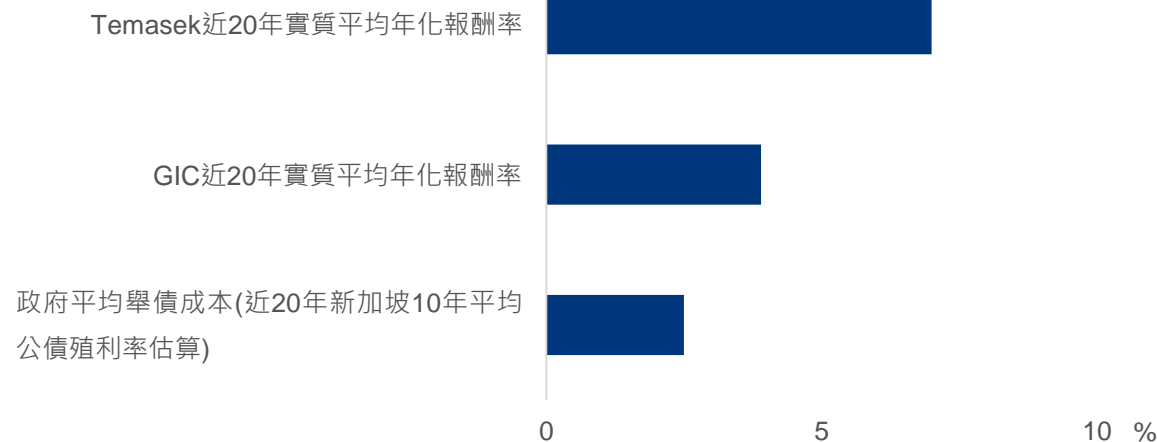
- ▶ 新加坡身為亞洲相對具有財政紀律的國家之一，新加坡公債主要分為兩類：第一類債務工具根據《政府證券債券市場和投資法》發行，用於非支出目的。依本法籌集借款資金，只能用於投資不得花費。第二類國內債務工具是根據《重大基礎設施政府貸款法》為支出目的所發行，主要為國家重大基礎建設提供資金，其中政府籌資用於非支出目的佔大宗，主要用在投資資產，再從投資獲益來償債。
- ▶ 該國政府投資部位透過兩大主權基金來進行，其中包含政府投資公司(GIC)與淡馬錫控股(Temasek)來進行全球化的長期投資布局。檢視星國政府近20年平均投資報酬率達4%至6%之多，明顯高於平均舉債成本的2.5%，彰顯其政府資產負債管理策略下，「不靠債務養預算，不動用儲備原則」的財政哲學。

依支出用途：非支出目的新加坡公債總量相對顯重

流通在外規模 · 10億新幣



新加坡政府投資報酬率明顯高於舉債融資成本



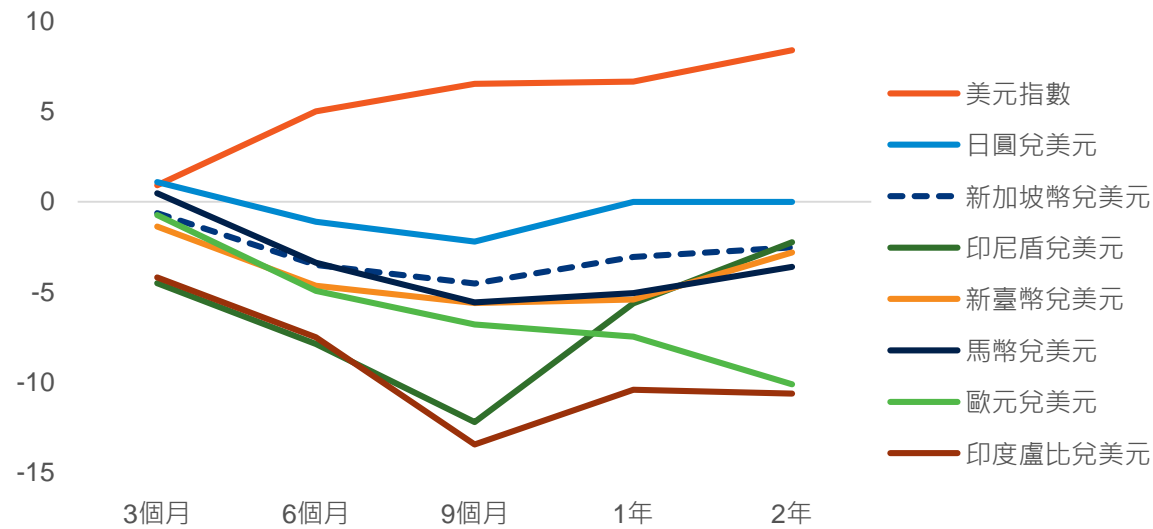
資料來源：Bloomberg、新加坡財政部(MOF)、凱基證券整理

2018年中美貿易戰時期，新加坡債市表現相對穩定

- ▶ 檢視2018年中美貿易衝突升溫階段新加坡當地經濟表現，當時核心通膨從2%低位緩步走升，失業率亦處在2.1%低位水準，顯示當時就業市場並未明顯惡化。下半年因關稅加劇全球需求降溫，中國身為新加坡最大的貿易夥伴之一，美國關稅衝擊首當其衝，進而打擊新加坡下半年經濟明顯降溫，導致2018當年經濟成長率從前一年的3.7%明顯下滑至2%。
- ▶ 儘管2018年中國貿易戰讓新加坡景氣存在下行風險，資金從非美市場流出導至新幣匯價稍有承壓，然新加坡金融管理局當時評估通膨變化，分別於4月與10月調升名目有效匯率政策升值速度，並採取審慎步調因應經濟不確定性，使新幣匯價相對其他亞洲國家貶值幅度相形有限。債市方面，2018上半年新加坡銀行間隔拆利率(SIBOR)隨美國升息腳步走揚，然下半年中美貿易戰升溫，避險需求推動新幣計價債券回升。

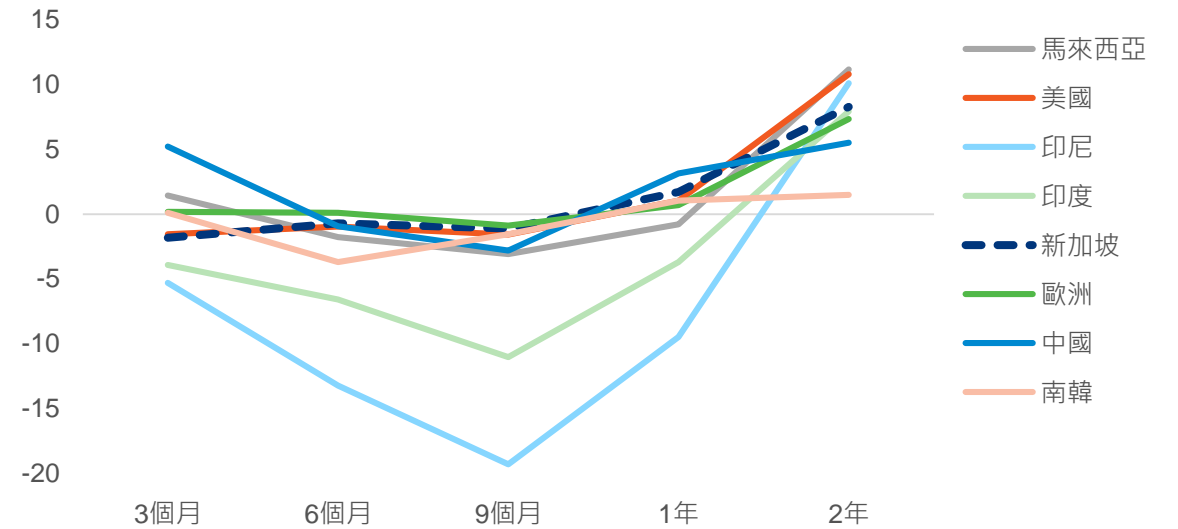
新幣貶幅相對多數新亞貨幣有限

2018/1/23關稅戰後匯率表現，%



儘管逢中美貿易戰爭，新幣債表現相對穩定

2018/1/23關稅戰後綜合債券表現，%



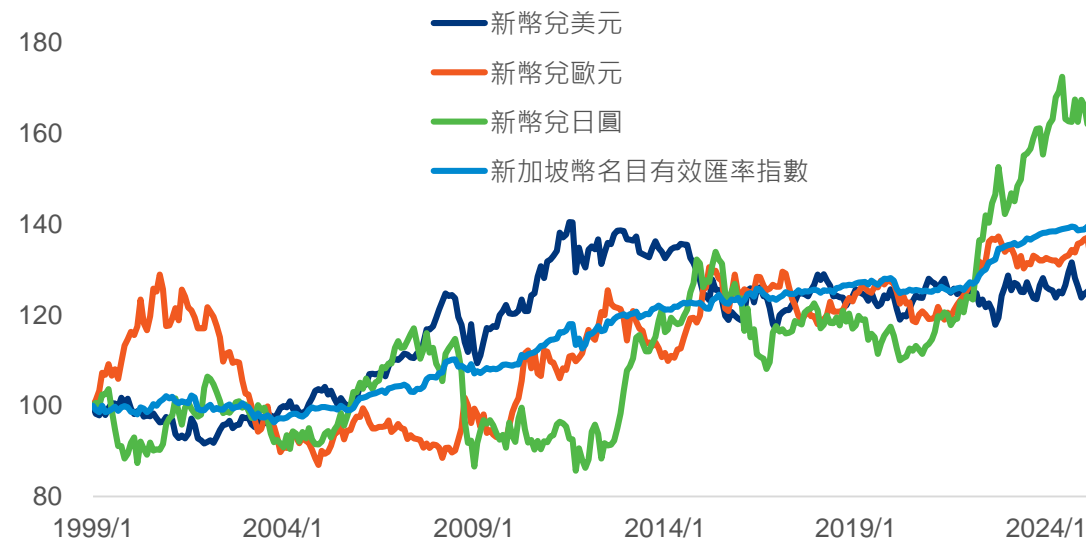
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

強新幣為經濟依歸，新幣債進可攻退可守

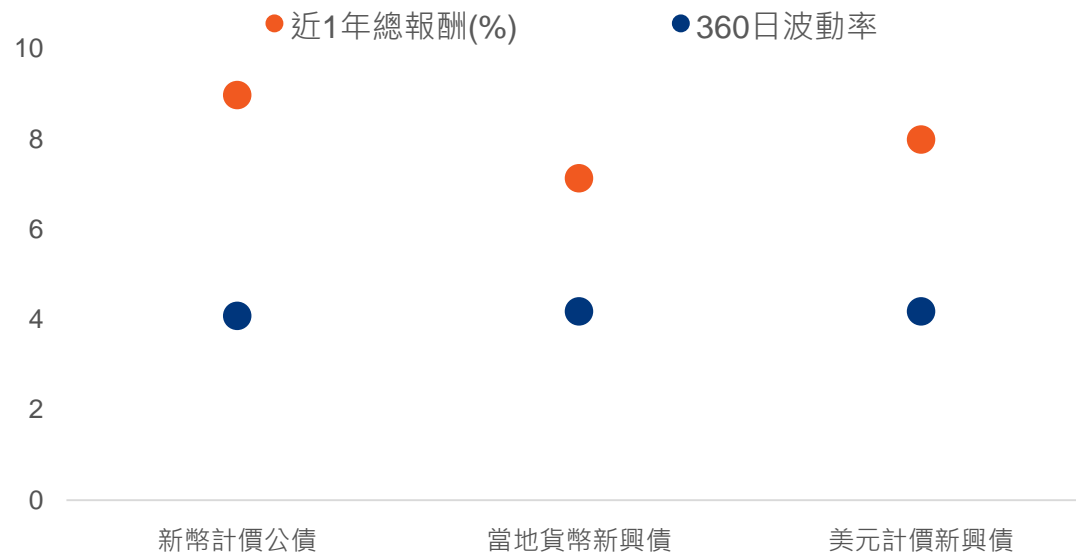
- ▶ 新加坡金管局的外匯干預操作，主要以買賣美元兌新加坡幣，確保新加坡幣保持在有效匯率政策區間內，並與國內價格穩定保持一致，儘管逢關稅加劇全球經濟不確定性的逆風，新幣匯率今年來仍升值4%。考量新加坡金管局貨幣政策維持升值傾向以抑制通膨，檢視過去一年新幣波動度相對低於主要國家貨幣，預期在政經不確定性擾動下，新幣匯價仍相對其他非美國家趨於穩定。
- ▶ 債市表現上，近年新幣債券相對其他新興債風險報酬仍佳，鑑於新加坡開放的資本市場，實證研究新幣相對其他貨幣升值時，新加坡較低的孳息報酬可透過貨幣升值獲得補償，長期來看，若全球經濟成長呈緩升趨勢，新加坡幣有望隨之升值，而全球經濟動能趨緩或地緣風險顯著惡化時，經濟基本面和貨幣政策干預有助限縮貶值幅度，考量當前景氣動向存在下行風險，可布局新幣計價債券持盈保泰。

相對其他主要貨幣，新加坡幣名目有效匯率長期偏升值

指數(1999/1/31=100)



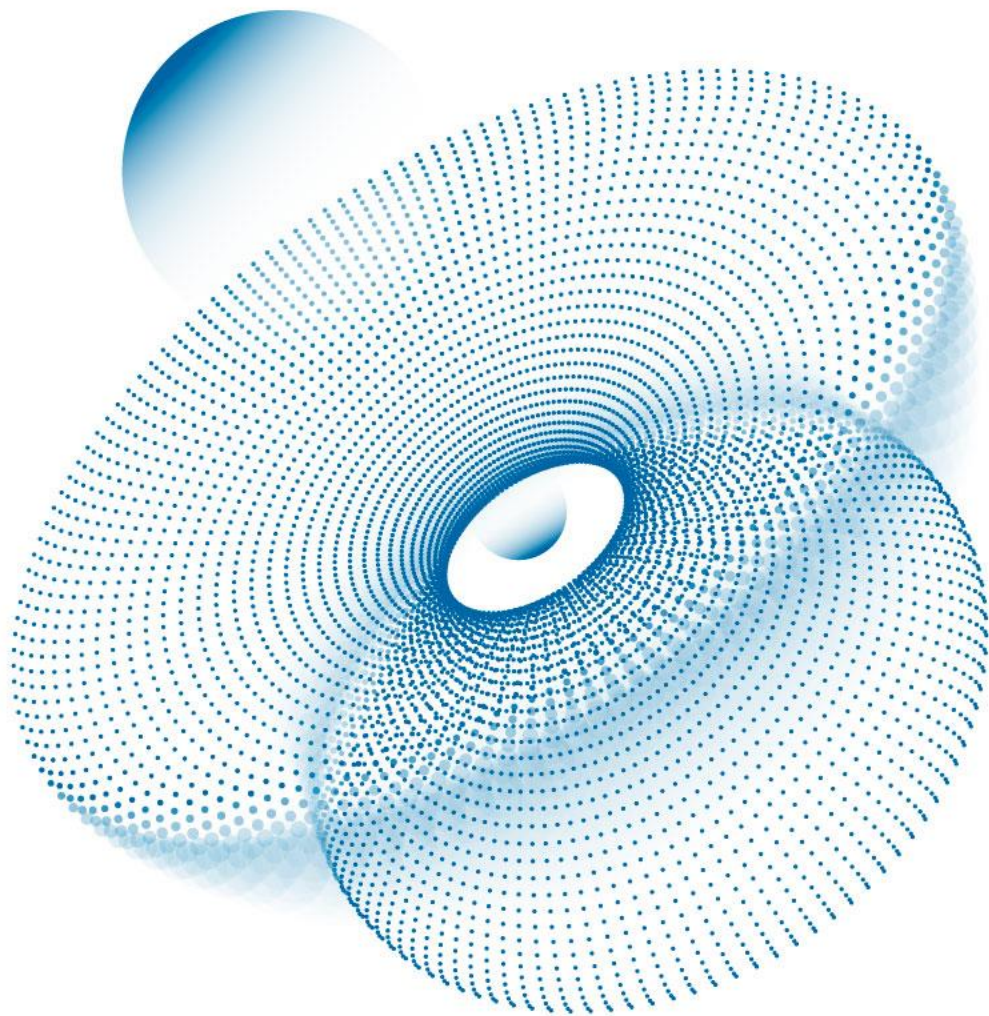
新幣債券報酬與波動度相對優於同級新興債



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

政經擾動仍在，新幣債券為潛在因應策略方向之一

因應策略	說明
<p>關稅加劇衰退可能性 高品質投資級債為優先</p>	<ul style="list-style-type: none"> 關稅提高，抑制貿易活動，提升企業成本，全球經濟增長預期同步下修，若貿易戰加劇，可能使主要經濟體步入衰退，現階段宜檢視整體帳上資產風險並視情況調整部位，債市以降低整體投資組合波動為主要訴求，隨市場回檔，依投資人風險屬性調整公債與信用債持有比例 首選高信評債種，如公債、投資級債，信用債布局獲利能力且現金流穩定的優質龍頭企業，如信評A級以上投資級債的大型龍頭企業債券，並以銀行、公用事業等海外營收曝顯低或布局必需消費、醫療、通訊服務等具防禦性質投資級債為首選，並伺機調節高風險或低信評債券部位
<p>美元存貶值風險 配置非美貨幣債券</p>	<ul style="list-style-type: none"> 美國財政紀律問題仍存，政經不確定性擾動可能持續，對美元計價海外債存有疑慮或擔心美元貶值風險者，投資人首要策略為降低債信疲軟且資產波動較高的信用債部位 可透過增加或轉向非美貨幣計價之優質債券配置，如新加坡幣、歐元、英鎊等幣別的投資級海外債券，降低美國財政赤字擾動或美元貶值風險



3 資產配置

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

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

- ◆ 增持中短天期債券
- ◆ 分批投入全球型優質股，或防禦型產業大型股，如公用事業、必需消費及電信股
- ◆ 定期定額美股、黃金

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
- ◆ 搭配中短天期投等債，或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股或全球股，平衡既有美國成長股部位；配置黃金降股債波動

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，並檢視單一資產、產業及發行機構持股比重，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

資產類別建議 – 區域

▶ 對等關稅進入談判期，但不確定性仍持續，股市建議分散布局，並同步強化抗震能力。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
區域	美國股市				- 關稅暫緩令市場疑慮稍降，但美股波動度依舊偏高，留意信心面數據惡化是否傳導至就業數據，維持中立看待
	歐洲股市				- 歐洲經濟驚奇指數反轉回落，所幸歐洲央行降息寬鬆有助支撐經濟，可布局英股以強化抗震力，維持中立觀點
	日本股市				- 美日關稅談判持續下，外需類股仍面臨波動，內需類股則相對較佳，可適度布局銀行類股，整體維持中立看待
	中國股市				- 美中貿易對立不利市場信心，幸有國家隊撐盤，後續觀察中國政府能否推出有效政策提振經濟，維持中性看法
	臺灣股市				- 關稅談判結果存在不確定性，臺股跌深反彈恐再度出現回落，維持偏空看法
	新興亞洲				▼ 東協易受關稅衝擊，美中對立未緩亦不利陸股短線走勢，留意有望獲得政策扶持的內需產業，新亞轉趨保守看待

資產類別建議 – 產業

▶ 在政策不確定性未解與經濟降溫風險提升的背景下，可關注防禦型相關產業表現。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
非必需消費				-	消費信心數據持續惡化，關稅談判不確定性恐造成產業壓力，維持偏空看法
必需消費				▲	儘管整體消費因經濟降溫恐趨於保守，但必需性消費具備防禦特性優勢，轉趨偏多看法
能源				▼	全球原油需求下滑，復以OPEC+恐將增產，油市供過於求不利股價表現，轉趨偏空看法
金融				▼	雖有望受惠政府放寬金融監管，然經濟動能降溫恐拖累銀行放貸，降至中立看法
醫療保健				▼	儘管擁有高齡化醫藥需求支撐，然考量美國正在對醫療產業進行調查，後續有面臨關稅疑慮，降至中立看法
工業				▼	雖川普關稅政策推動外國企業赴美製造，但當前美國經濟面臨降溫風險，恐壓抑相關類股表現，降至中立看法
資訊科技				-	2025年獲利成長將因基期因素而放緩，且評價雖有修正仍相對偏高，維持中立看法
通訊服務				-	基期較高令獲利動能放緩，評價亦有修正空間，然可留意具防禦特性之電信類股，維持中立看法
原物料				▼	關稅戰令全球經濟動能放緩，原物料需求恐受影響，降至中立看法
房地產				-	雖房市數據出現改善，但未來景氣不確定性高，可能限制房市活動，維持中立看法
公用事業				▲	關稅利空造成股市回修下，公用事業類股因其防禦性質表現相對具有韌性，轉趨偏多觀點

產業

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

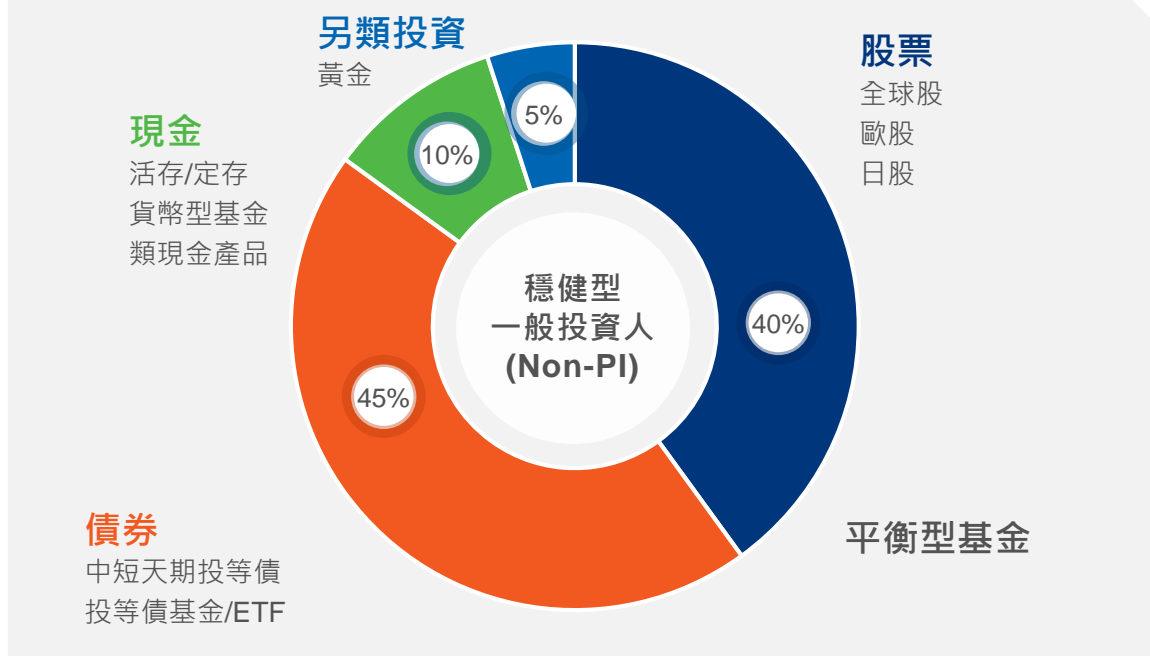
▶ 利率擾動仍存，以短天期投資級債逢利率上揚鎖利；川普令市場質疑美元資產公信力，美元驟貶、非美貨幣大幅升值，黃金彈升。

	看空	中性	看多	調整方向	綜合評論
固定收益	美國政府債券			▲	關稅增添不確定性、恐拖累消費、企業獲利動能並弱化就業情勢，考量景氣下行風險，逢利率上升布局長天期債
	投資級債券			-	川普關稅擾動仍在，以高信評投資級債因應衰退風險，首選金融、通訊、公用事業等風險調整後利差較高者
	非投資級債券			-	美國經濟放緩風險上升，近期非投資等級企業信用品質持續惡化，建議避開非投資等級公司債
	新興市場債券			▼	國際貿易衝突升溫，資金撤離新興市場，新興市場債信用利差上升，建議降低新興市場相關債券配置
商品	原油			-	川普關稅戰添全球景氣放緩疑慮、需求減弱，加上OPEC+將於6月持續增產，原油市場供給大於需求使油價走弱
	黃金			-	美中貿易戰添通膨預期，經濟衰退擔憂、美國債務惡化，地緣政治風險升高，不確定性的避險需求皆有利金價
貨幣	美元			▼	川普主張弱勢美元，期望改善貿易赤字，加上關稅政策反覆，市場對經濟前景、美債與美元信心動搖，美元偏貶
	歐元			▲	川普貿易戰續行並對聯準會施壓，市場質疑美元資產公信力，資金逃離美國轉往歐洲，料歐元短期強升後高檔盤整
	日圓			▲	日美財長會談，針對匯率議題進行協商，認同匯率應市場決定，日本不以匯率升值做為關稅籌碼，料日圓升勢暫緩
	人民幣			▼	中國經濟結構性問題未改善，加上美中報復措施及未來談判空間較少，即使因美元走弱被動升值，預期仍將偏弱

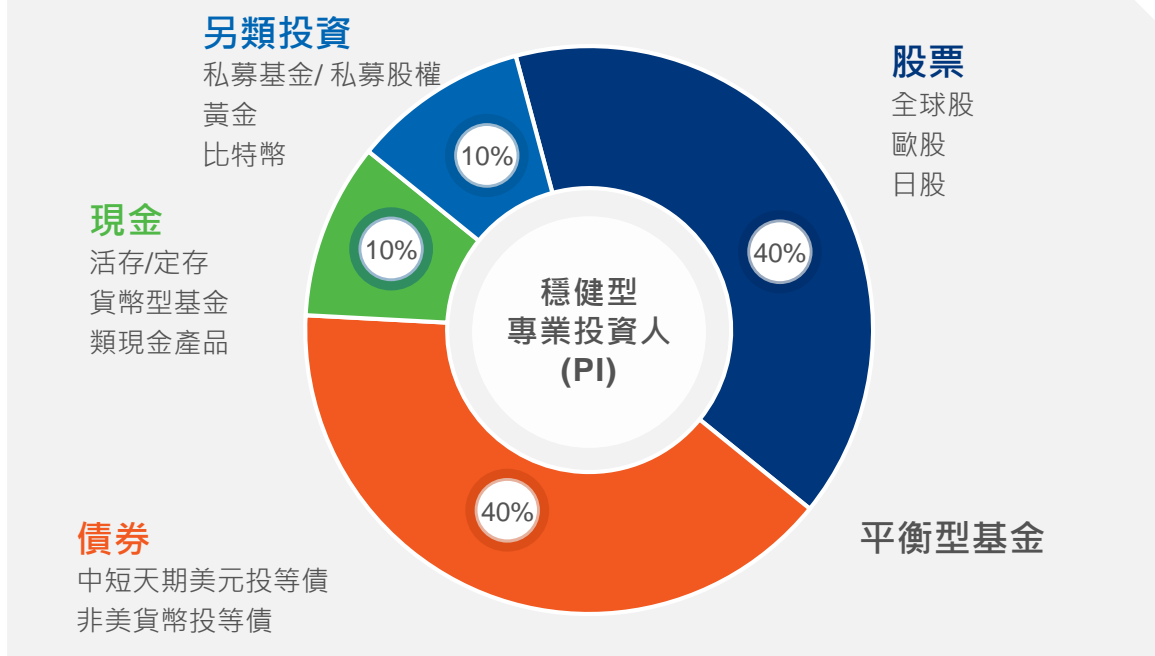
投組配置 – 逢反彈進行資產再分配，採分散佈局為上策

- ▶ 川普政策反覆，未來政策不確定性仍高，資產配置宜以多元布局為宜，並於市場情緒改善之際，把握時機調節投資組合，強化抗震力。
- ▶ 股權部位以大型優質股為主，採區域分散布局，歐洲可逢回增添防禦股，日本以內需股相對佳，美股則以內需股、防禦股，並具高品質、低波動特性者為優先考量。
- ▶ 固定收益以中短天期投資級債為主，可適度布局新加坡幣、歐元、英鎊等非美貨幣債券，進行外幣資產分散。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



專業投資人(PI)投資組合配置建議

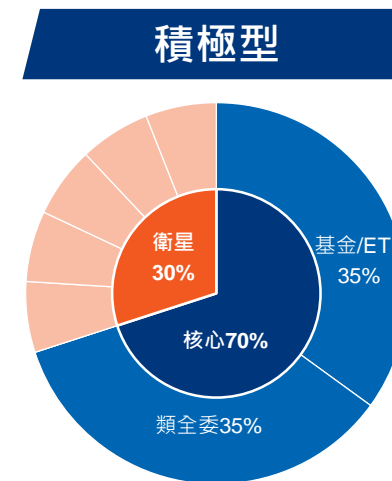
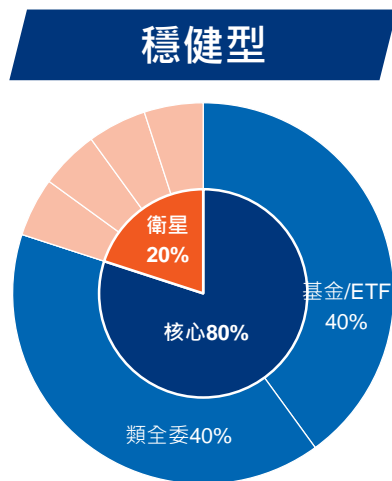
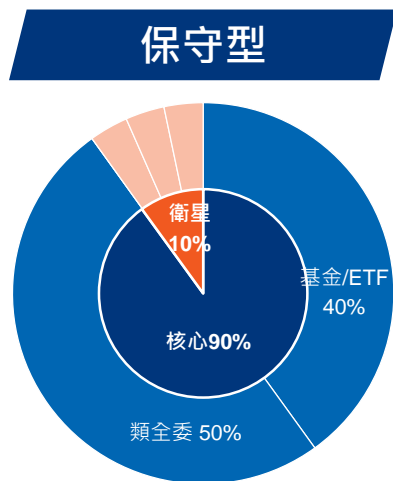


[一般投資人] 保守型配置：股票35%、債券50%、現金15%、另類0%；積極型配置：股票45%、債券45%、現金5%、另類5%

[專業投資人] 保守型配置：股票45%、債券40%、現金10%、另類5%；積極型配置：股票50%、債券35%、現金5%、另類10%

核衛配置建議

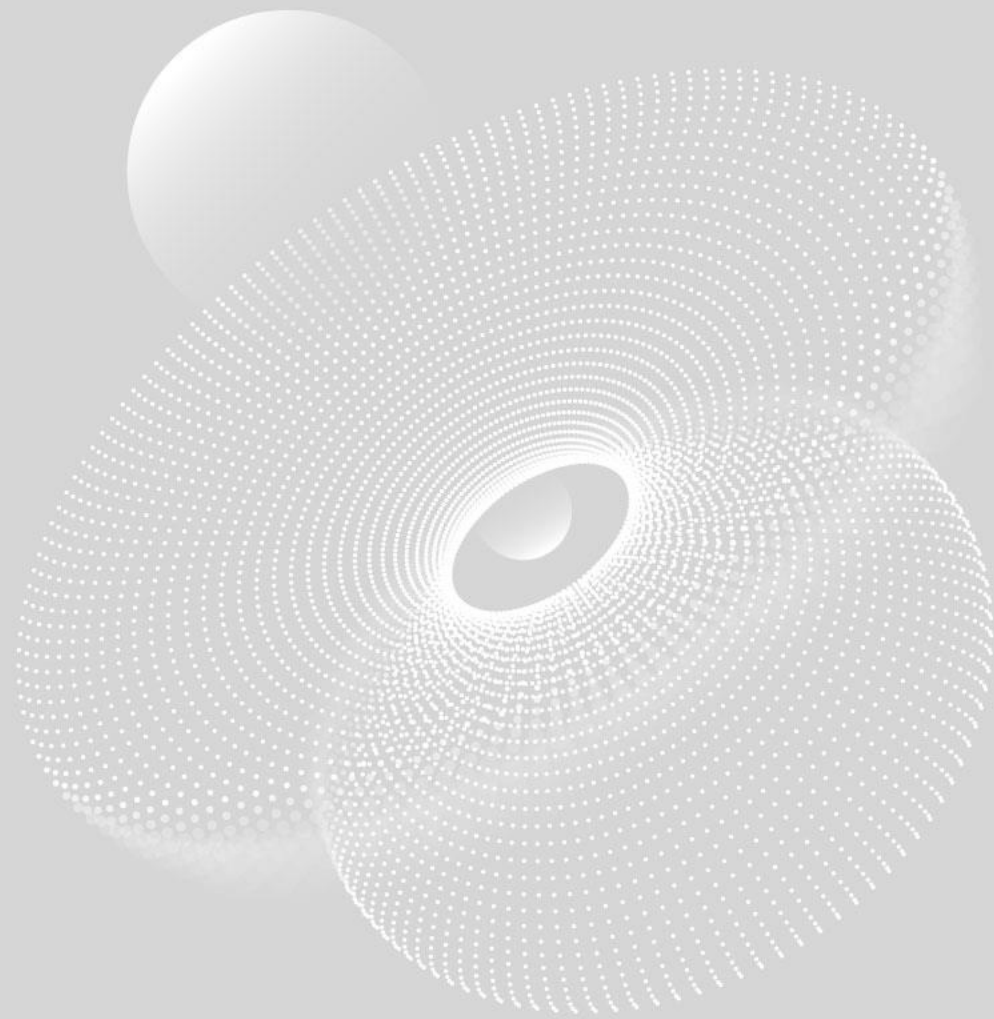
- ▶ 核心投組：以基金、ETF及類全委投資組合為主，訴求標的分散、透明度高及長期持有
- ▶ 衛星投資：包含主題投資基金 / ETF、海外股票、海外債券、結構型商品及私募基金，資產多為短期操作、單一標的或架構複雜



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

- ▶ 大趨勢投資主題
- ▶ 資產評價與波動率
- ▶ 重要經濟數據/事件

大趨勢投資主題

▶ 大趨勢係指影響全球發展的強大長期力量，了解大趨勢有助前瞻未來，捕捉長期投資機會的同時，降低政策或經濟轉變帶來的投資風險。

趨勢主題	說明
 加密貨幣	<ul style="list-style-type: none"> 川普關稅造成市場氣氛保守，加密貨幣受影響表現偏弱，但近期傳出中國拋售美債、美國2025年將到期大額債券，市場擔心美國信用使得美元轉弱，比特幣具價值儲藏與去中性化特性受到市場關注，比特幣價格於8萬美元取得支撐後快速反彈至9萬美元。展望未來，在川普將比特幣納入戰略儲備與放鬆監管下，比特幣具長期利多題材。
 量子電腦	<ul style="list-style-type: none"> 富士通與日本理化學研究所於4月22日宣布，開發出全球最大規模量子電腦，該電腦配備256個量子位元，運算能力是以往量子電腦的4倍，預計6月提供機構及企業使用，富士通也希望2026年將量子電腦提升至1,000個量子位元，全球量子進程可望加快。
 去全球化	<ul style="list-style-type: none"> 川普貿易關稅雖暫緩90天，進入各國談判時期，但主張製造業回美與打破WTO為主的貿易協議，改由美國主導各國談判的模式不變；去全球化、建立以美國為主的同盟經濟圈延續，預期對全球供應鏈重組造成衝擊，但有利美國本土製造業復甦。
 核能重啟	<ul style="list-style-type: none"> 近期不少國家在小型模組化核反應器(SMRs)有新的推廣及發展，包括美國、英國及中國等。此外，法國和印度將合作開發SMR，不少國家陸續展現擁抱核能的態度。 為了滿足AI的用電需求，科技大廠開始投資核能相關技術，有利於核能發展及表現。 全球持續優化核融合反應器技術，希望能提供清潔、安全且經濟的能源以滿足需求。
 AI機器人	<ul style="list-style-type: none"> 中國舉辦了人形機器人與人類共同參與的半程馬拉松比賽，多家中國公司推出機器人參賽並完賽。此外，輝達先前推出機器人基礎模組，可望提升AI機器人發展速度。 當前AI人型機器人主要應用在工廠以實現自動化，並且處理相對危險之工作。然隨技術持續進步，可望進一步拓展至與人類密切交流的醫院、商店等消費類應用場景。

資料來源：凱基證券整理

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至4月24日，歐股、陸股及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

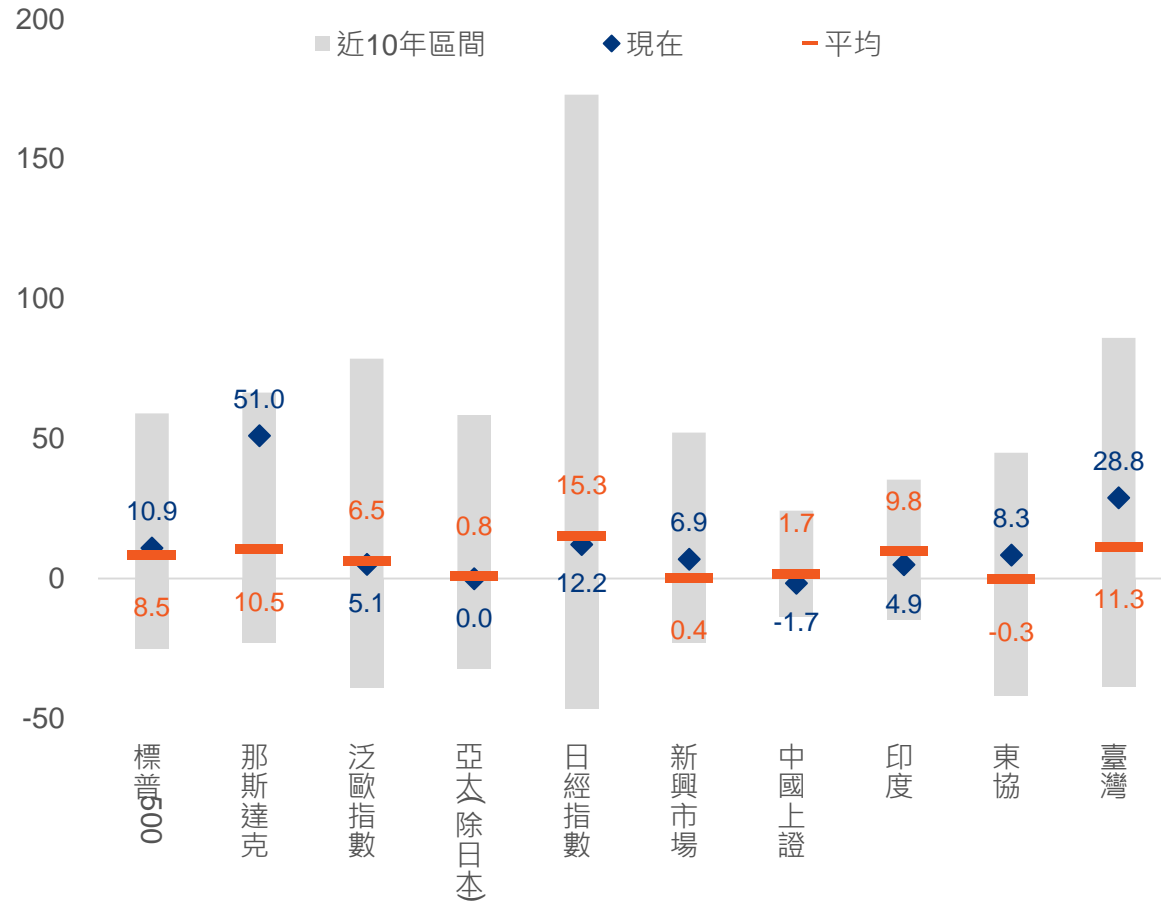
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025至今	年化*
非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 25.1%	歐洲股市 13.6%	美國股市 13.1%
基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	歐洲股市 20.7%	中國股市 19.7%	中國股市 9.2%	基礎建設 8.6%
美國股市 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 18.4%	基礎建設 7.8%	大宗商品 8.0%
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%	基礎建設 14.9%	已開發國家公債 5.9%	歐洲股市 7.8%
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%	非投資級債券 9.2%	投資級債券 4.1%	新興市場股市 6.4%
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%	日本股市 8.3%	非投資級債券 2.6%	日本股市 6.2%
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 8.0%	日本股市 2.4%	非投資級債券 5.5%
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%	新興市場債券 6.4%	新興市場股市 2.4%	REITs 4.3%
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 5.3%	新興市場債券 1.7%	中國股市 4.1%
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 3.9%	大宗商品 1.7%	新興市場債券 3.4%
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%	歐洲股市 2.4%	現金 1.3%	投資級債券 3.0%
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%	投資級債券 1.9%	REITs 0.1%	現金 2.0%
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 -3.6%	美國股市 -6.5%	已開發國家公債 0.3%

*年化資料統計期間：2016年1月1日至2025年4月24日；資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 2025年4月24日

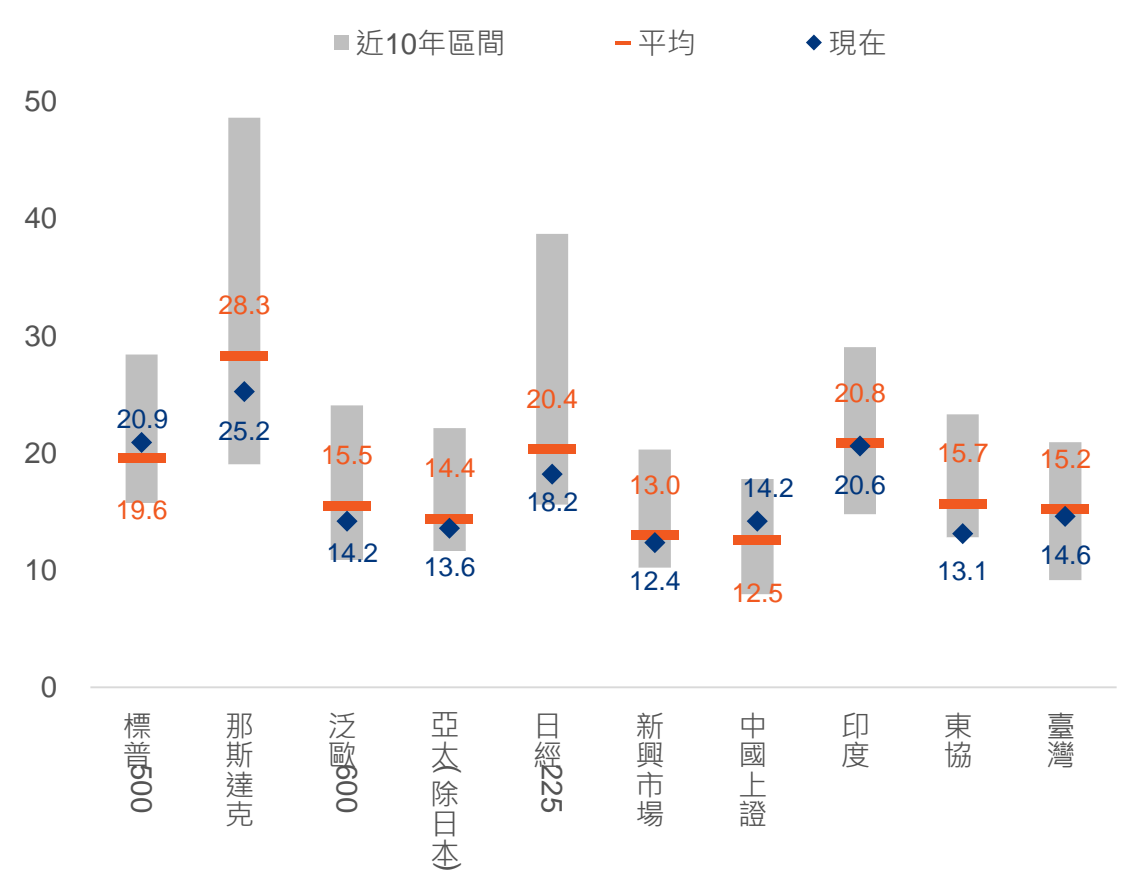
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 企業獲利預估以那斯達克指數和台股仍最突出，評價面以那斯達克、歐股、日股、東協等在近10年平均值之下，較為低廉。

預估EPS年增率(%)



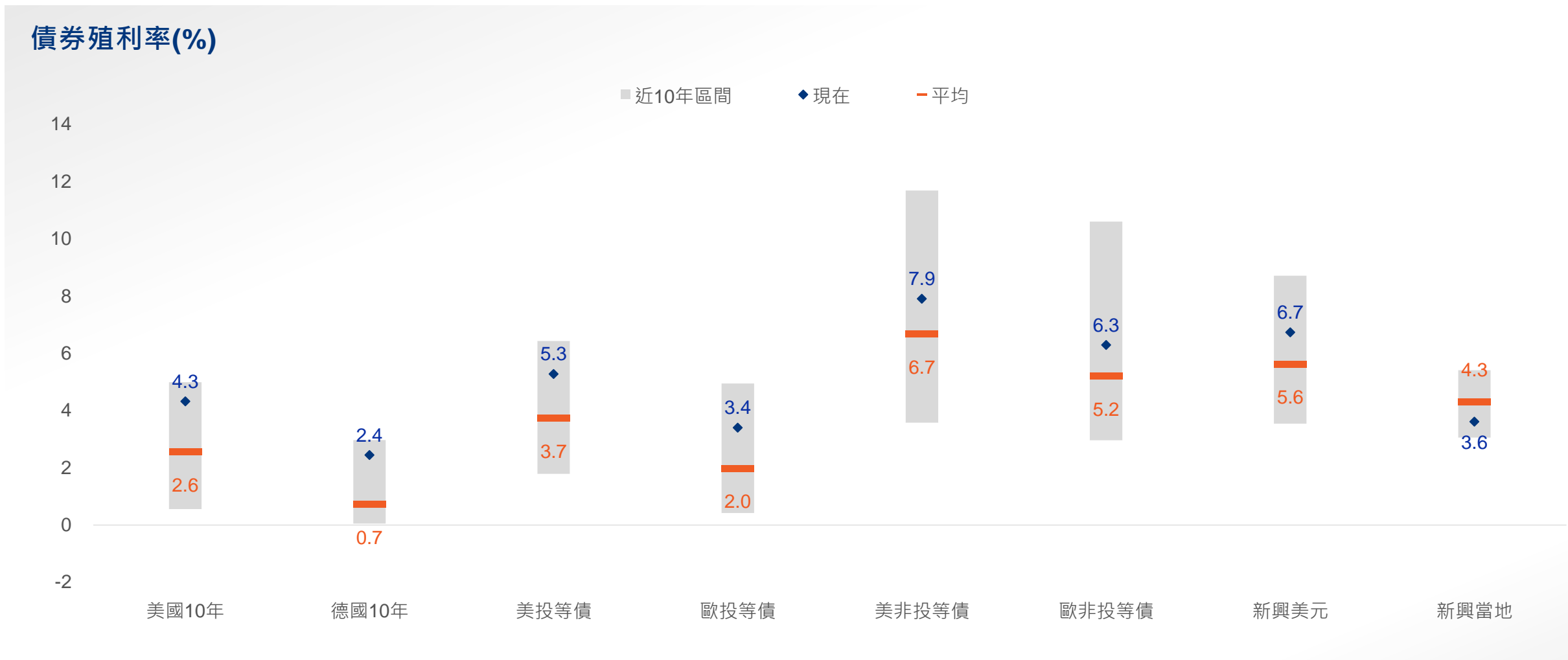
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2025年4月24日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 因川普加徵關稅，美國10年期公債殖利率反應經濟可能放緩維持於4.3%，仍處於近10年歷史區間上緣，可把握高息鎖利時機。



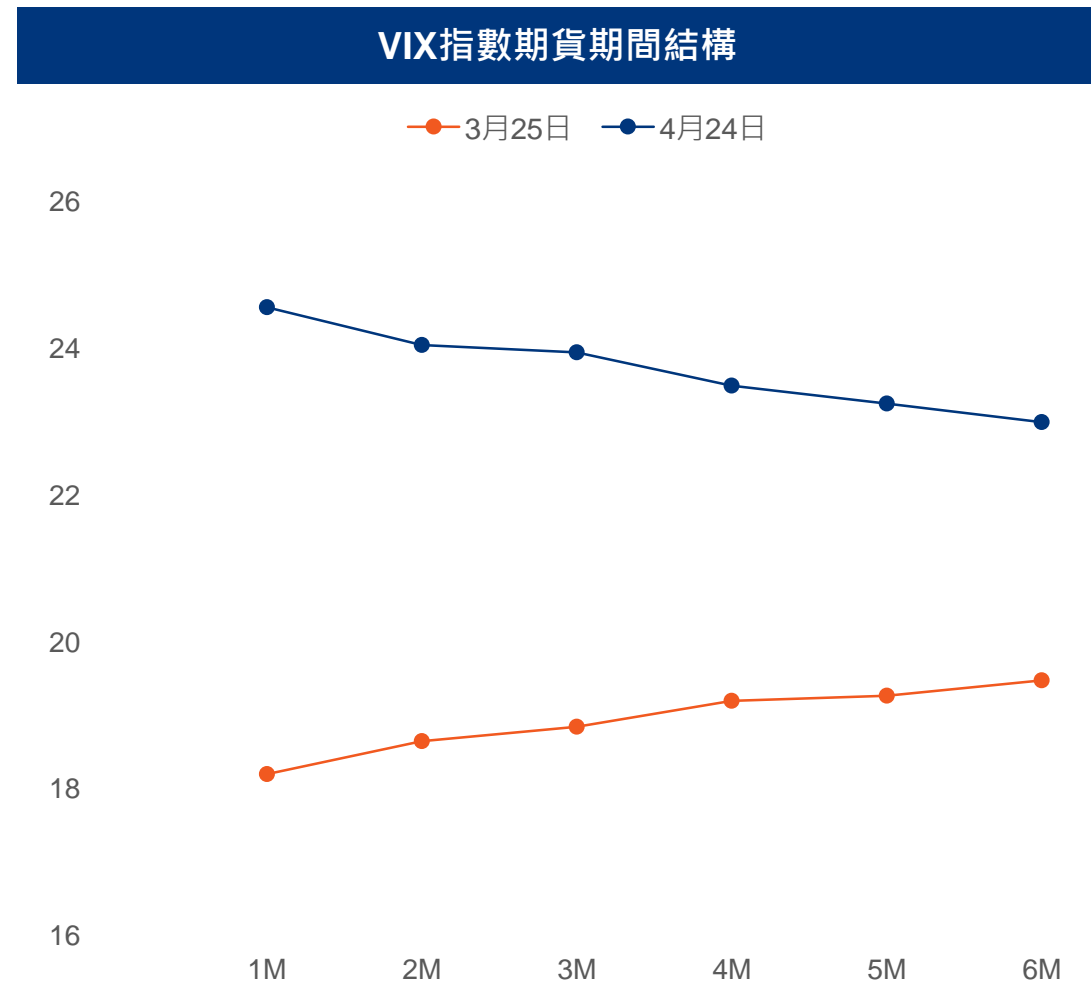
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2025年4月24日

跨資產市場波動率

▶ 全球股市回檔且震盪加劇，波動率大幅走高；債市、商品同步受影響，波動率來到高檔，黃金走勢強勁。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	26.47	8.99	19.22
道瓊波動率指數(VXD)	22.42	7.04	16.99
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	23.38	5.79	18.69
香港恒生波動率指數(VHSI)	28.65	4.79	25.34
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	23.13	4.41	20.31

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)	20.07	4.97	16.72
黃金ETF波動率指數(GVZ)	24.93	9.13	17.40
石油ETF波動率指數(OVX)	44.37	14.70	35.49
歐元兌美元1年到期選擇權波動率 ^(註)	8.28	1.06	7.15



資料來源：Bloomberg · 2025年4月24日 註：該波動率為衡量1年後到期之歐元兌美元價平選擇權預期波動率

重要經濟數據 / 事件

MAY 2025

<p>Monday</p>	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>1 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月ISM製造業PMI • 日本4月自分銀行製造業PMI終值 • 日本5月BoJ利率決議 	<p>2 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月非農業就業人口變動 • 美國4月失業率 • 美國3月耐久財訂單終值 • 歐元區4月製造業PMI終值
<p>5 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月ISM服務業PMI • 歐元區5月Sentix投資者信心 	<p>6 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區3月PPI • 中國4月財新服務業PMI 	<p>7 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國5月聯準會利率決議 • 歐元區3月零售銷售 • 臺灣4月CPI、核心CPI 	<p>8 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 臺灣4月出口年增率 • 英國5月BOE利率決議 	<p>9 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本4月工具機訂單初值 • 中國4月出口年增率
<p>12 Monday</p>	<p>13 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月CPI、核心CPI 	<p>14 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本4月PPI 	<p>15 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月PPI • 美國4月工業生產、零售銷售 	<p>16 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月新屋開工 • 美國4月營建許可初值 • 美國5月密大消費者信心指數初值 • 日本第1季GDP初值
<p>19 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區4月CPI、核心CPI終值 • 中國4月工業生產、零售銷售 	<p>20 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區5月消費者信心指數初值 • 中國5月1年期貸款市場利率 • 臺灣4月外銷訂單年增率 	<p>21 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本4月出口年增率 	<p>22 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國5月標普全球製造業PMI初值 • 日本3月核心機器訂單 • 日本5月自分銀行製造業PMI初值 • 歐元區5月製造業PMI初值 	<p>23 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月新屋銷售 • 日本4月全國CPI
<p>26 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 香港4月出口年增率 	<p>27 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國4月耐久財訂單初值 • 美國5月經濟諮詢委員會消費者信心指數 • 歐元區5月消費者信心指數終值 	<p>28 Wednesday</p>	<p>29 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國第1季GDP修正值 • 臺灣第1季GDP初值 	<p>30 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國5月密大消費者信心指數終值 • 美國4月PCE、核心PCE • 日本5月東京CPI • 日本4月失業率

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。

