



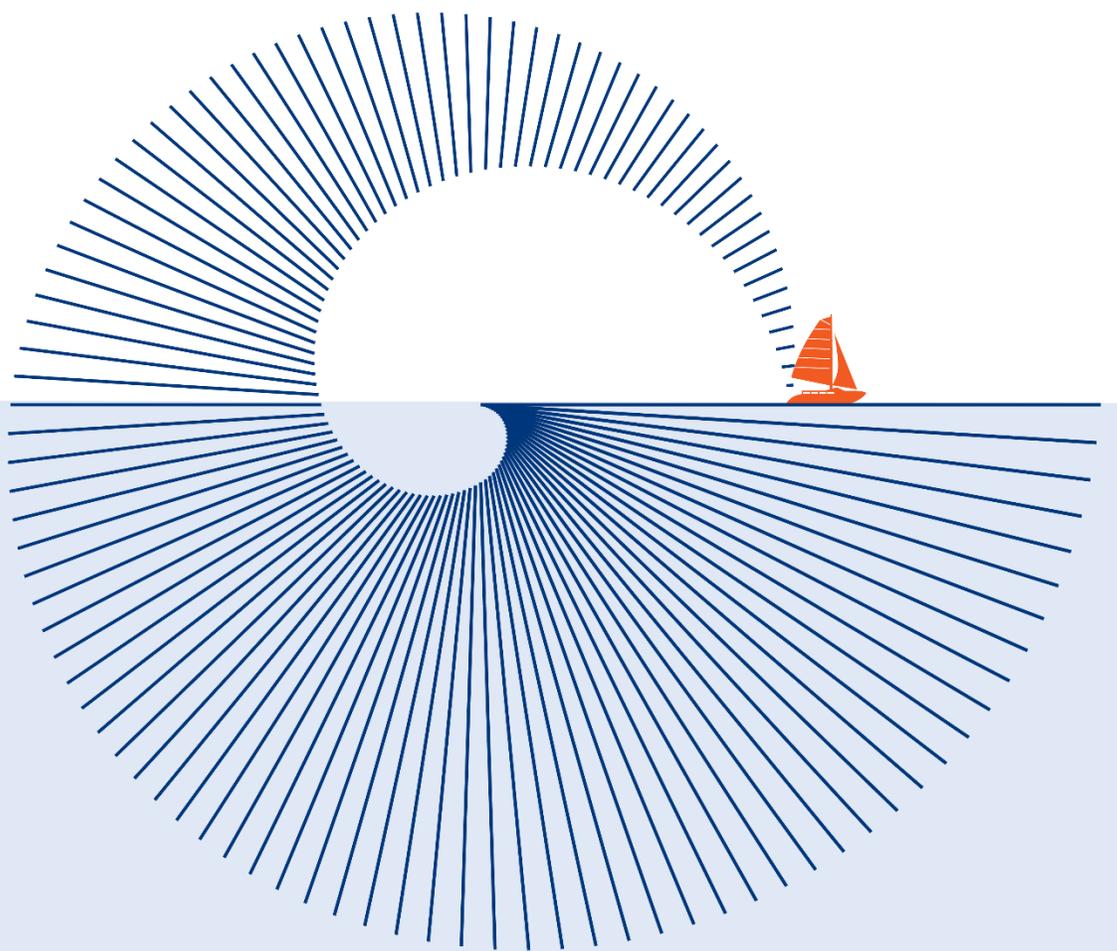
凱基證券環球投資觀點

貨幣政策分歧

Divergence of Monetary Policies

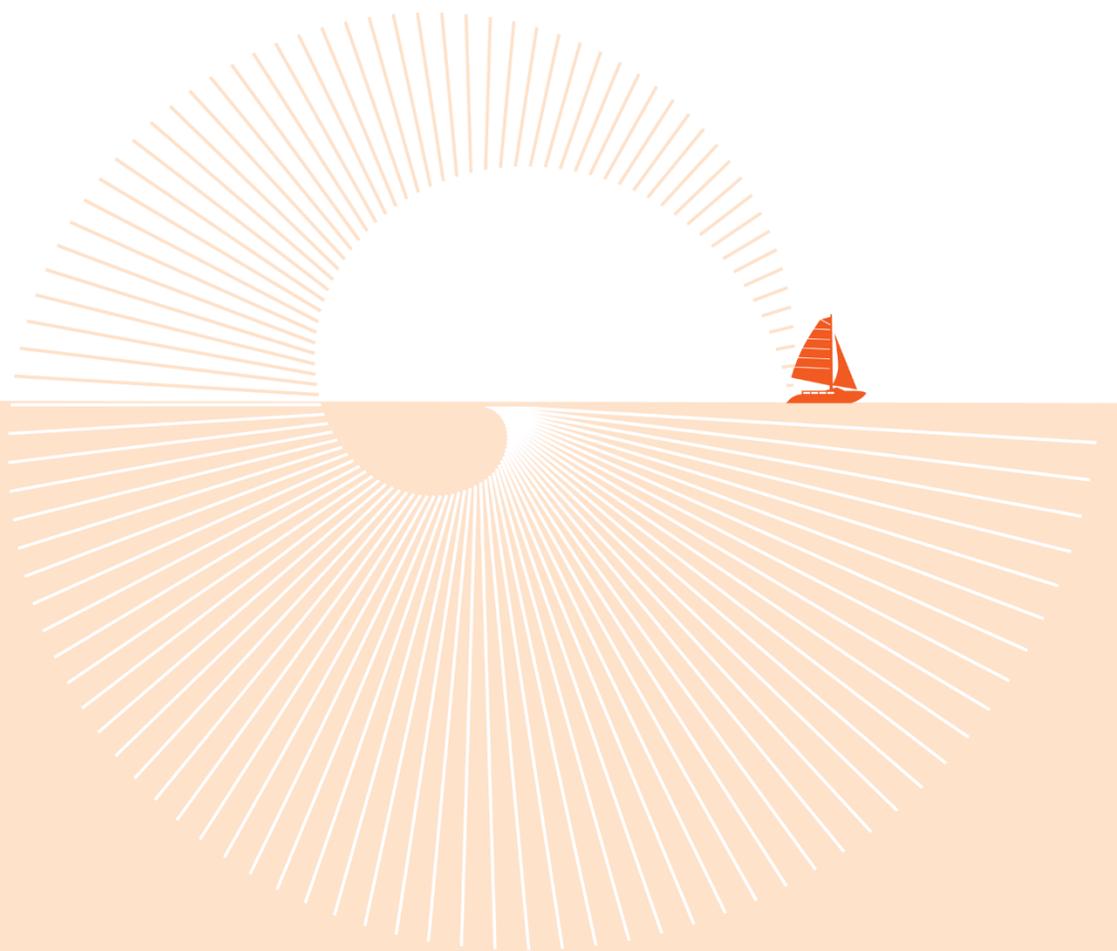
Key Investing Perspectives

2024年4月



環球投資觀點 摘要

- 全球經濟充滿韌性，美國通膨高於預期，勞動市場需求穩健，但薪資增幅放緩和失業率上升，又隱隱透漏著，聯準會壓抑通膨的目標，仍在逐步接近。此外，歐洲景氣也出現回溫現象，日本去年第四季經濟上修為正成長，免於連續兩季陷入衰退的窘境。然而貨幣市場卻大相逕庭，亞洲的臺灣、日本升息，美國、歐洲準備寬鬆，瑞士甚至率先降息一碼。
- 今年由科技、半導體與AI浪潮，捲起的股市千堆雪，在全球股價屢創新高後，終於出現部分獲利了結的回檔，美股轉為高檔震盪。有鑑於全球景氣溫和，加上企業獲利改善，有助股市多頭延續，建議現階段可作資產再平衡的調整，長期趨勢向上的科技股、AI概念股，宜以逢回漸布或定期定額的方式參與，並留意價值股等低基期族群，或有類輪動的補漲行情。
- 次外，非美地區的日股依舊吸引投資人目光，除日本半導體表現亮眼外，日本金融股受惠貨幣政策調整與公司治理改革，股價未來漲幅可期；固定收益產品除了把握降息前的布局機會外，價格波動更低的綠色債券，可視為另類的「安全資金避風港」，若納入投資組合中，將降低整體資產的波動度，並達到穩健領息的效果。
- 「**B**(Bond Picking)、**E**(Earning Revise)、**S**(Software AI)和**T**(Terminal Rate)」仍是今年的投資主軸，進一步挑選綠色債券，和日本央行終結負利率後的日本金融股，以及估值合理的價值股，並逢回布建AI題材，必定能在利率轉折、市場震盪加劇時期，趨吉避凶、持盈保泰。



1 投資策略

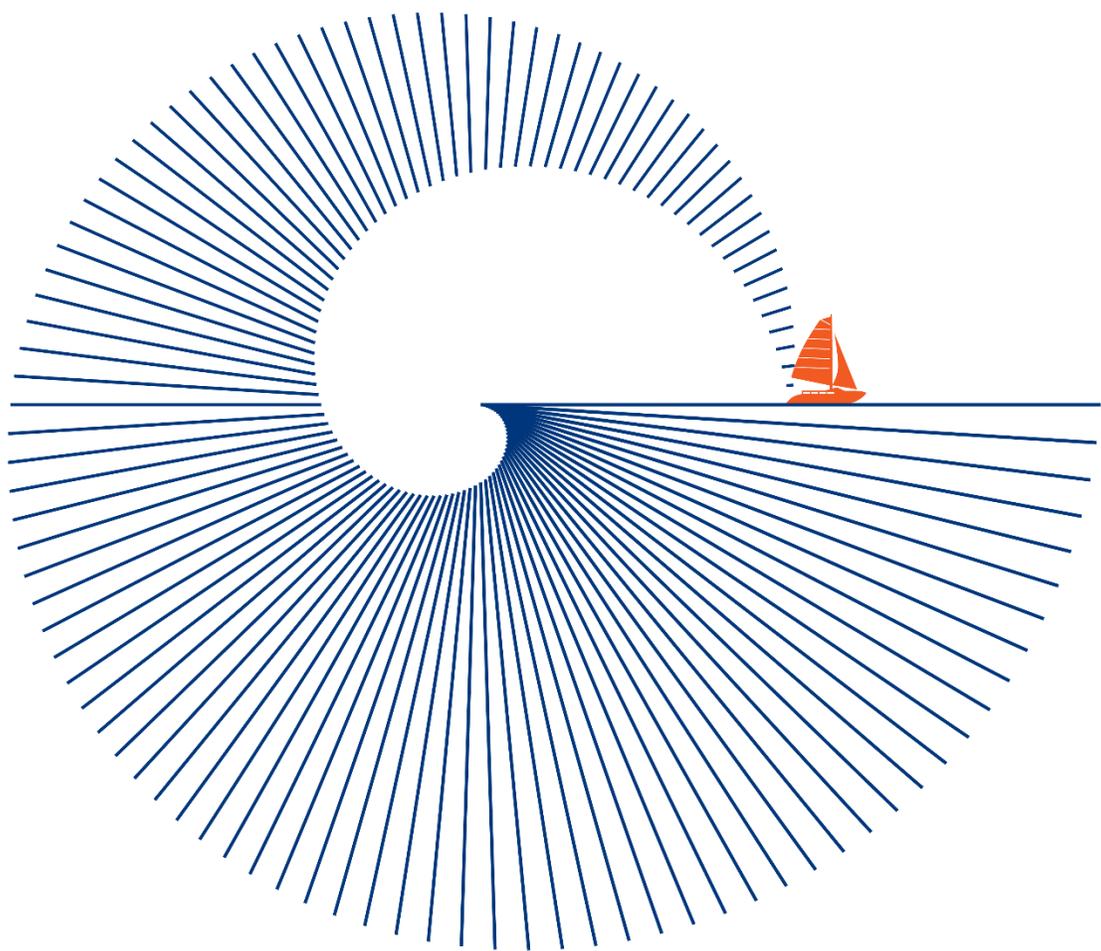
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

債券新價值，聚焦GSS債機會
升息惠日銀，ROE強化挺估值
資金輪流轉，價值股分散布局

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議



1 投資策略

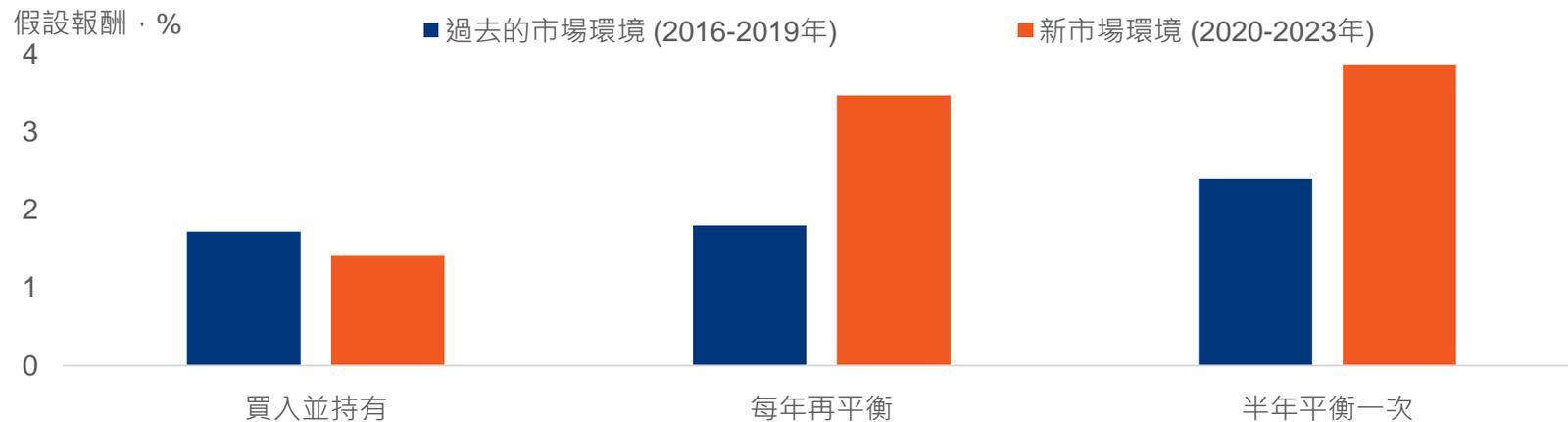
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

資產再平衡配置，股債兼備降波動

- ▶ 統計疫情前2016到2019年，若投資策略為買入標的、持續持有，最後得到的報酬和每年頻繁調整投資組合配置相類似。但自2020年到2023年，新市場變化劇烈環境下，採取更動態的投資方法，每半年調整投資組合，例如獲利了結漲多的科技股，投入被低估的資產(例如價值股)，最後所獲得的總報酬，高於買入並持有，也高於時間較長的投組再平衡。最近幾年，投資組合動態調整頻率越高，獲得的報酬更佳。
- ▶ 考量現在科技股和AI族群來到歷史高點，現階段投資人不妨可留意漲幅相對落後的債券與價值股族群。觀察過去，美國10年期公債利率下滑時，美國股債正相關聯性降低，甚至轉為負相關。預期今年隨聯準會降息，美國10年期公債利率仍有拉回空間，股債相關性減弱後，債券部位將達到較佳的降波動效果，也可把握到高利領息的穩健報酬。

資料來源：貝萊德、Bloomberg

投資組合再平衡對投資美國股市的影響



美國10年期公債利率下降，股債相關性降低



2024年最佳投資：選擇好債、獲利上修、軟體智能、終端利率

Bond Picking

下一步降息，把握債券投資機會

美國經濟雖具韌性，但聯準會態度偏鴿，6月降息機率上升，把握降息前高息鎖利，綠色債、BBB級投等債利差更香甜

Earning Revise

企業獲利上修，類股輪動表現

科技權值股帶動全球股市創高，逢回漸布或以定期定額方式參與長線題材，並搭配低基期的價值股分散風險；日股和印度股基本面佳，可為衛星配置

2024年關鍵投資

B.E.S.T

Terminal Rate

終端利率轉折，股債兼備配置

主要國家利率從緊縮轉向降息寬鬆，貨幣市場資金流向債市，股債兼具配置，降低投資組合波動

Software AI

晶片半導體強勢上漲，長期看俏

AI基礎硬體建設先行，今年AI軟體與晶片半導體接棒發光發熱，相關類股今年持續受惠高成長，但留意進場價位



投資策略：美國大型股為主、後增中型股，債市逢利率上彈，漸布中長天期部位

景氣優於預期，美國聯準會維持今年底降息3碼預估，AI題材帶領的多頭格局可望延續，預期股市修正時間可能落在第二季與第三季間，須留意資金或有過度集中在少數個股的現象。第二季大型股仍是投資主軸，之後可漸移往中型股配置。新興市場多數處於加速擴張階段，關注製造業景氣和出口能否延續改善態勢。

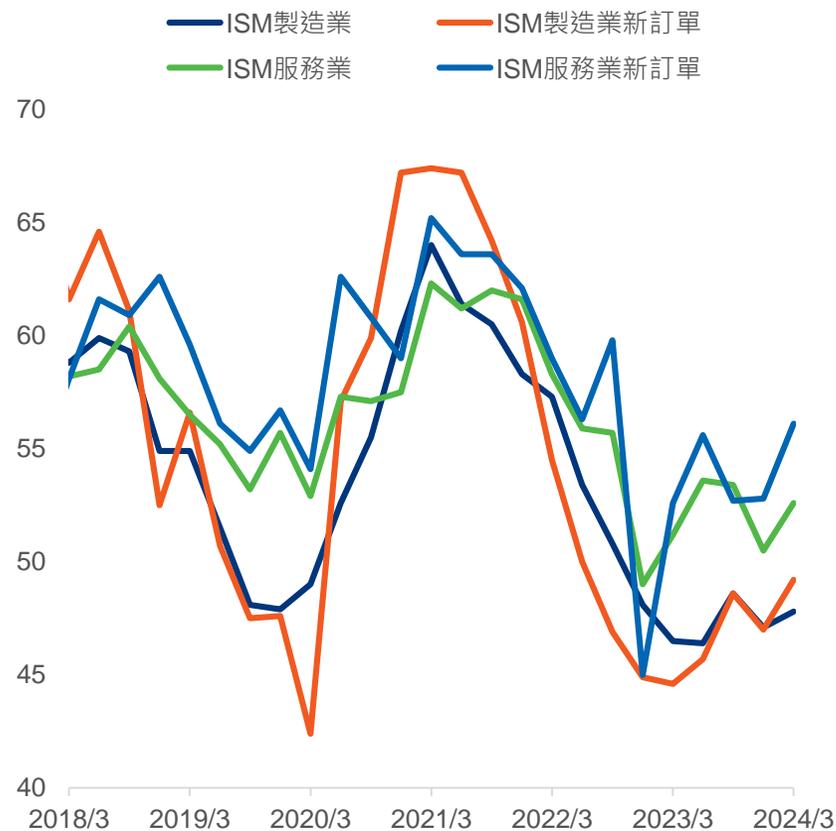
資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	通膨下行方向不變，停止升息到降息前，通常是公債表現最佳階段，趁殖利率反彈時可增加美國公債配置
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟目前處於軟著陸過程，未來違約率不高，建議配置風險調整後利差較高的投資等級公司債
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	景氣軟著陸有利非投資級債，然企業裁員數漸增恐推升低信評企業違約率，建議避開CCC級以下公司債
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	儘管新興市場債信用利差為近3年低點，新興市場景氣復甦動能優於已開發國家，有助於新興市場債表現持穩
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟、勞動市場展現韌性，通膨放緩程度僵化，服務業下行趨勢不明顯，軟著陸機率高，維持加碼看法
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	德國企業信心不足，經濟仍然偏弱，歐元區整體景氣轉佳恐延後，維持中立看法
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本第四季GDP上調，且企業獲利持續上修，並帶動加薪幅度高於預期，加上半導體持續復甦，維持加碼看法
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	新興市場經濟多數處於加速擴張階段，關注製造業景氣和出口能否延續改善態勢；相對看好印度大型股和印尼
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟展現韌性，聯準會保持年底利率調降3碼的預期不變，美國10年期公債利率下滑，美元強度減弱
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日央雖結束負利率及YCC政策，但持續購買公債以維持寬鬆貨幣政策，日圓短期偏弱，長期雖升值惟幅度有限
<p>黃金/ 另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國通膨具僵固性，聯準會3月保持利率不變，並維持點陣圖對年底利率調降3碼預估，金價高位整理
	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，在股市漲多之際，可分散整體投資組合風險

股市回顧與展望 – 美國經濟佳、信心穩，股市表現有支撐

- 除了AI題材帶動新一輪經濟外，美國GDP年增率表現強勁，製造業指數、新訂單有觸底回升跡象，而服務業表現相當亮眼，加上勞動市場具韌性、密西根大學消費者信心回升帶動零售表現，且實質零售成長在疫情後也有結構性的上升，美股因上述利多而表現可圈可點。
- 經濟佳使軟著陸預期有所強化，市場預期聯準會6月降息，降息幅度維持3碼不變，企業獲利雖表現不差，然而實質利率可能壓抑股市評價面的擴張，市場表現超出預期主要為市場氣氛佳所帶動。整體而言，經濟與企業等基本面支撐了美股表現，評價面可能受降息的不確定性而受壓抑，股市多頭雖有機會延續，但須留意先前提過，市值過度集中於少數公司後，可能的回檔風險。

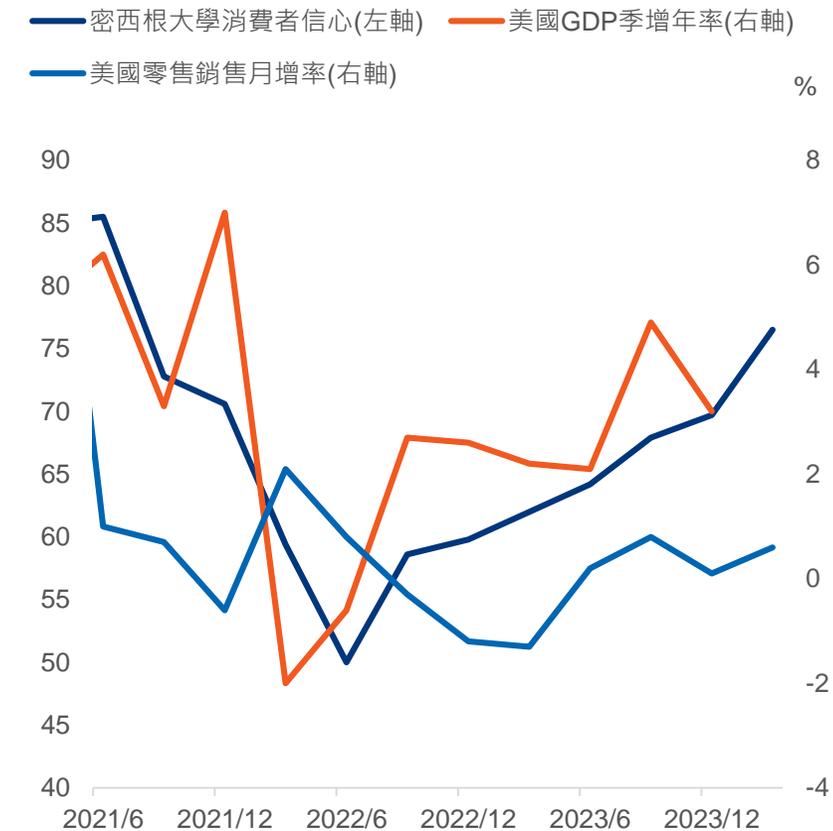
美國製造、服務業活動谷底回升

美國製造業及服務業指數走勢



美國消費信心穩、經濟表現佳

美國經濟及消費數據走勢



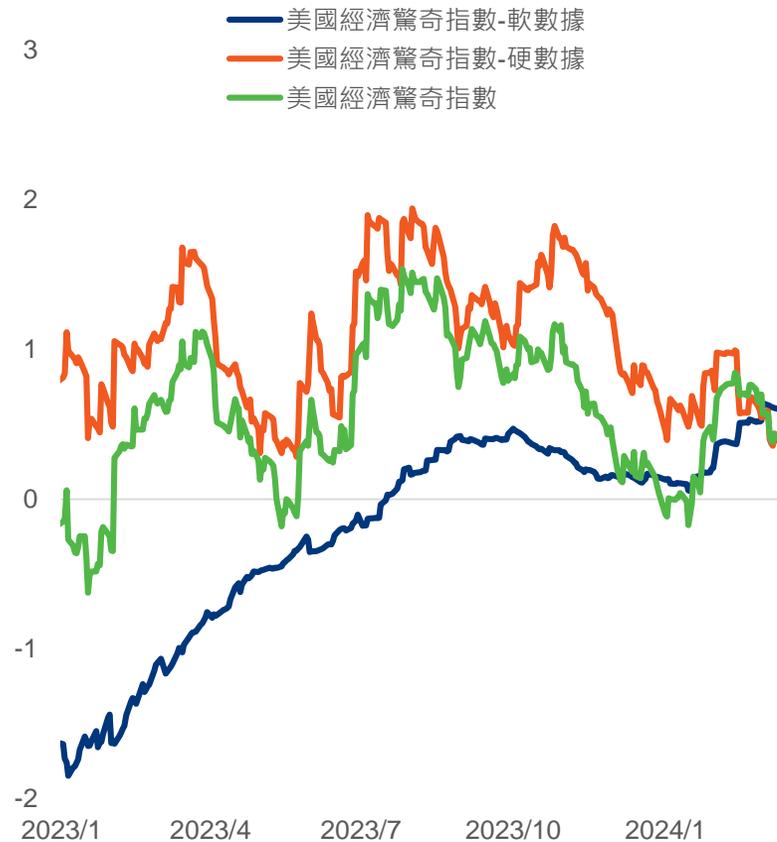
資料來源：Bloomberg，資料截至2024年3月20日

債市回顧與展望 – 留意經濟數據變化，持續對焦降息時程

- ▶ 美國2月CPI年增率為3.2%，主要受汽油價格上漲影響，而2月新增非農就業人數增加27.5萬人，但薪資增速放緩及失業率上升，勞動市場偏向緩步降溫，另檢視美國經濟驚奇指數可以發現，消費者信心與金融市場相關統計調查的軟數據(Soft data)持續改善，統計GDP與就業成長相關的硬數據(Hard data)則稍有回落，支持美國景氣呈溫和成長。
- ▶ 聯準會按兵不動，利率點陣圖維持今年降息3碼預估，但上調明、後年與長期利率水準預估分別至3.9%、3.1%、2.6%，同時上調今年通膨與經濟預測並下調失業率。主席鮑威爾維持視數據調整的政策論調，會後市場預估最快6月降息且機率逾7成，維持今年降息3碼幅度，優於市場預期。考量今年聯準會降息預期仍存，若美國公債利率回升，可適度增加公債與債信具改善機會的企業債平衡投組配置。

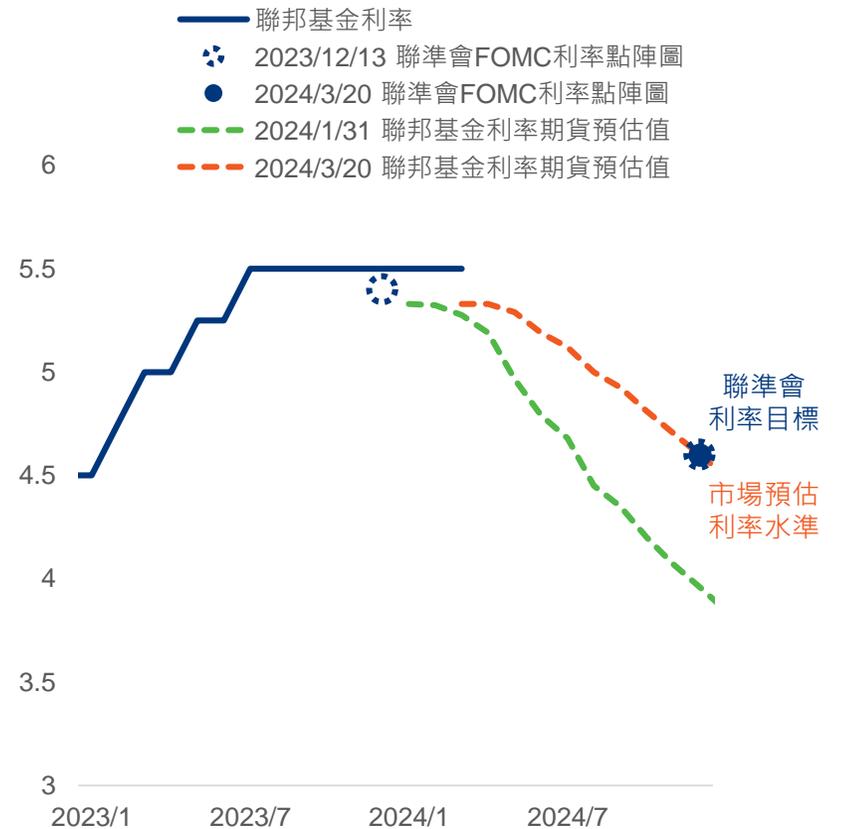
美國經濟優於預期，多由軟數據推動

Z-Score標準化 (2003/1至2024/3)



聯準會維持今年降息3碼幅度

%

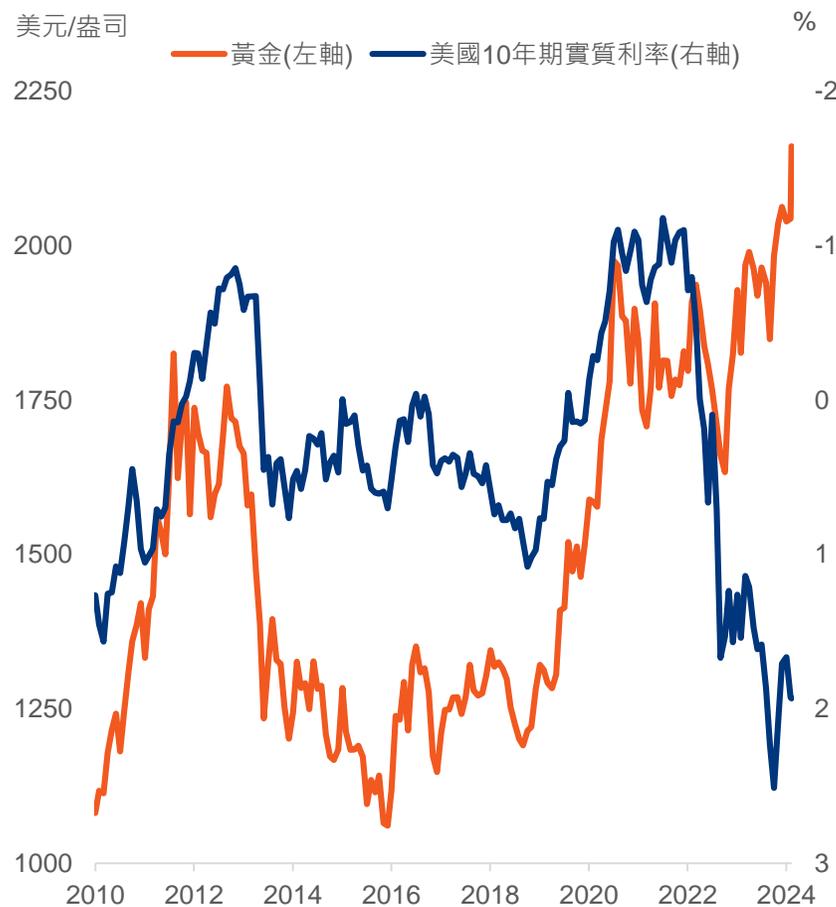


資料來源：Bloomberg，資料截至2024年3月21日

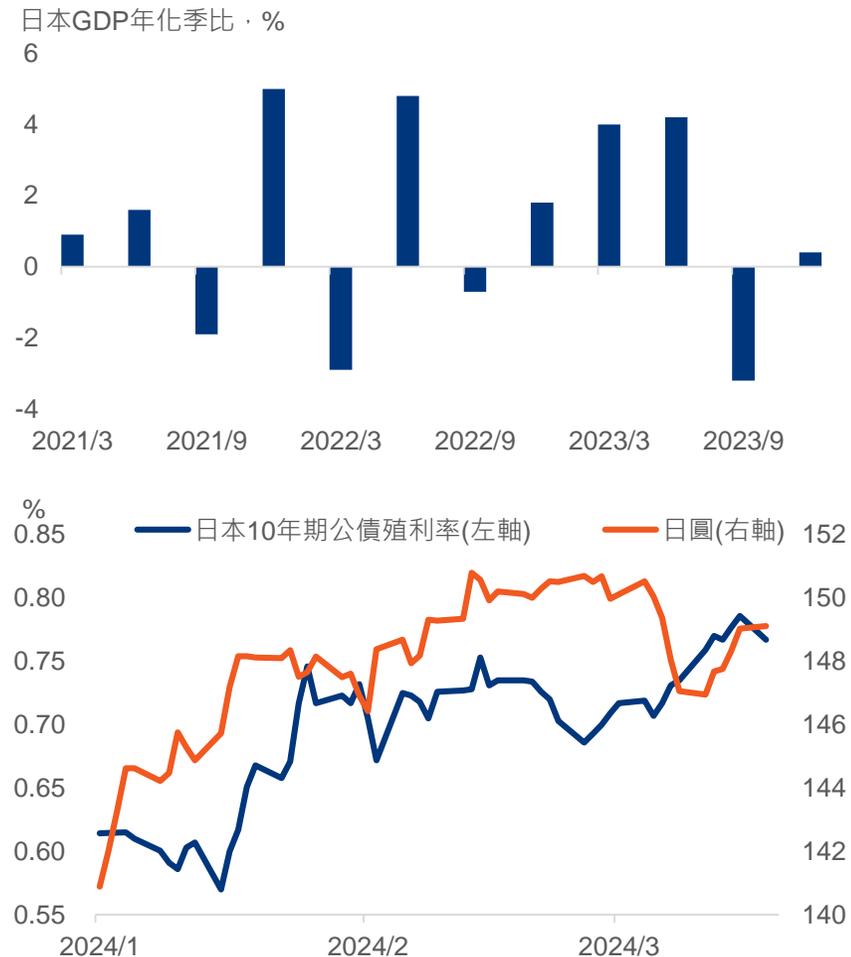
匯市回顧與展望 – 黃金創歷史新高，日圓短期弱盤

- ▶ 美國聯準會3月維持利率不動，預期年底調降利率3碼不變，主席鮑威爾言論偏鴿，表示結束縮表時程已近，緩和市場擔心緊縮疑慮，市場預期6月降息機率高，美國10年期公債利率回落，實質利率盤整，美元指數強度減弱、黃金創歷史新高。
- ▶ 日本央行3月利率會議上，取消殖利率曲線控制(YCC)及負利率政策，短期政策利率上調至0%-0.1%，量化貨幣政策框架從控制「利率(10年期公債利率上限)」，改為「量(公債收購額)」；主因日本去年第四季經濟成長率為0.4%，企業資本支出年增2%，景氣免於衰退。日本近期公布的日本企業初步加薪幅度高達5.28%，大幅優於預期和去年的3.8%，提供日央結束負利率政策的底氣。惟日央強調將續買公債，維持寬鬆貨幣環境，日圓偏弱整理、10年期公債利率下滑。

聯準會降息3碼預期不變，黃金創歷史新高



日本央行調整貨幣政策，日圓短期偏弱

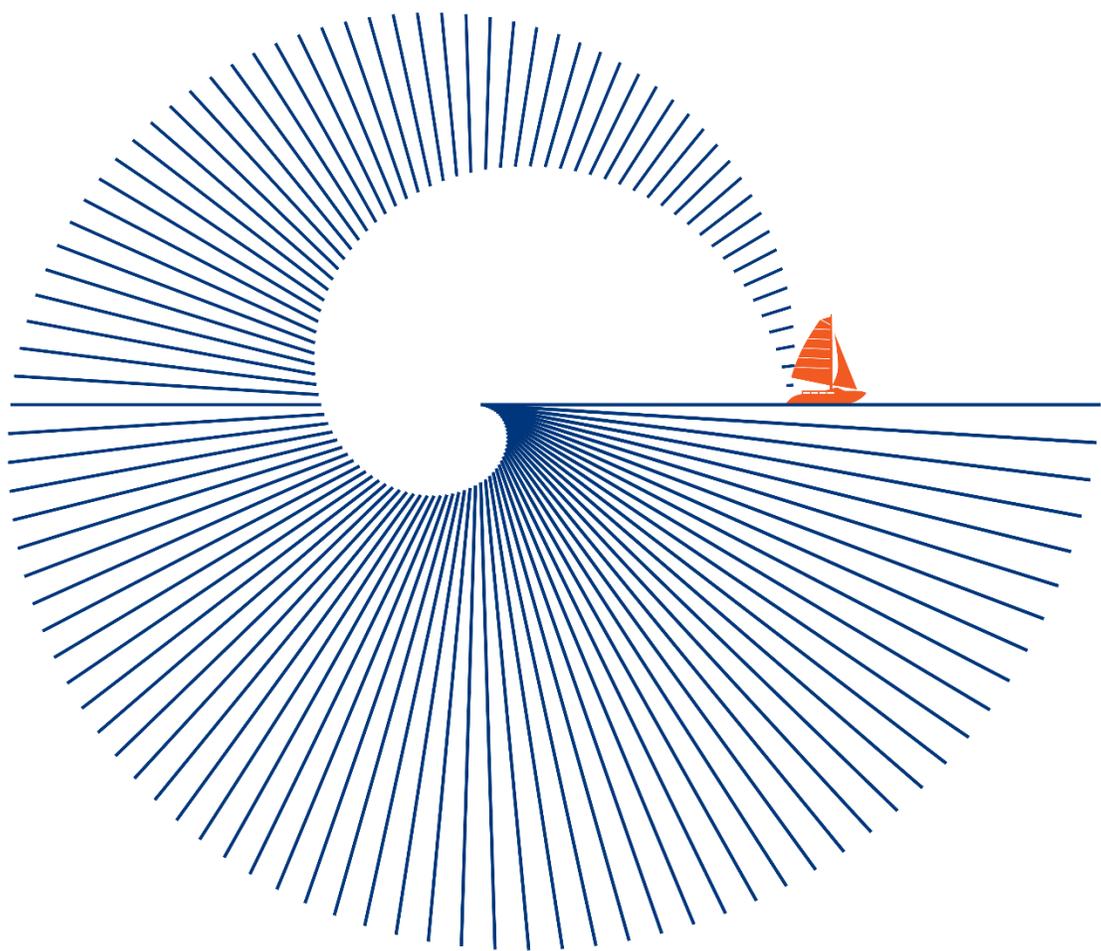


資料來源：Bloomberg，資料截至2024年3月21日

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件





2 投資主題

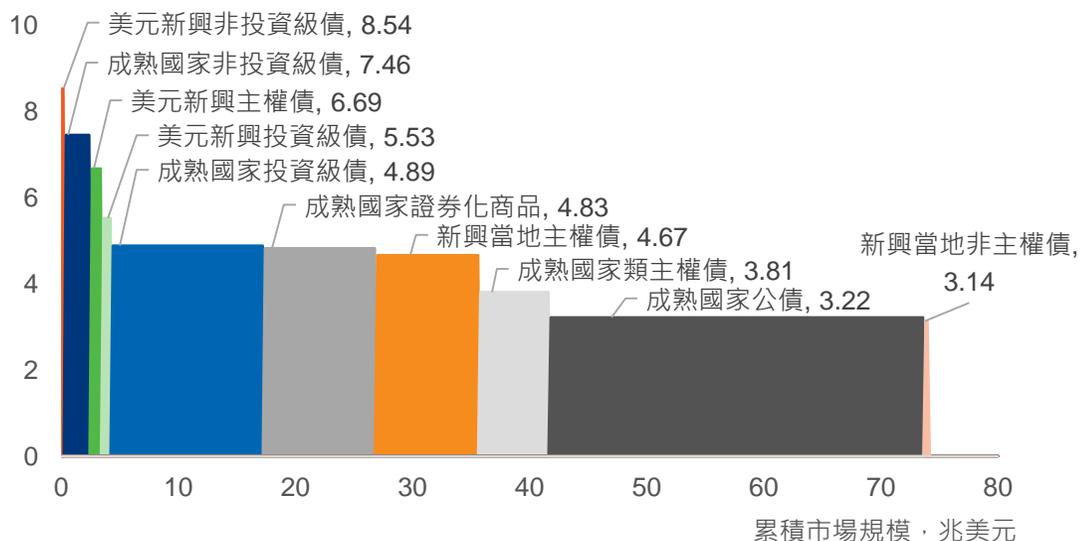
- ▶ 債券新價值，聚焦**GSS**債機會
- ▶ 升息惠日銀，**ROE**強化挺估值
- ▶ 資金輪流轉，價值股分散布局

當殖利率成為債市焦點，留意相對投資價值

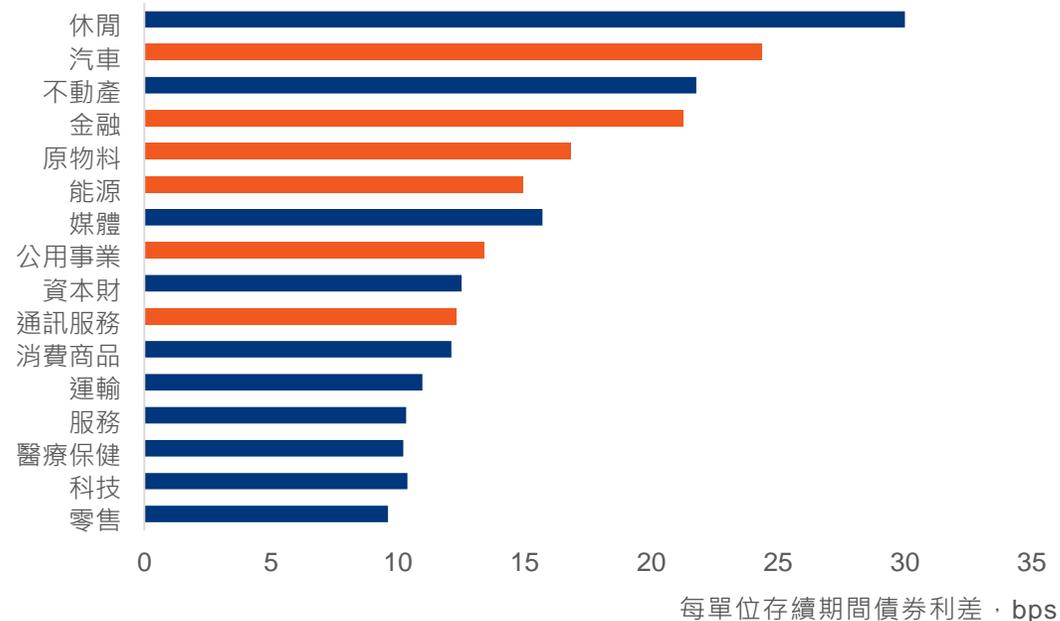
- ▶ 儘管高利率逆風持續，債市規模持續擴大近75兆美元水準。今年以來信用債利差多收窄近歷史低位，然債券殖利率水準處過往歷史區間高位，成為趨動年至今債券表現主要因子。考量美國景氣相對其他成熟國家仍穩，面對債券利差收斂空間有限下，接下來美國貨幣政策存在降息空間，公債與投資級債仍為主要配置首選，另從各債種利差的斜率與過往歷史水準來看，中長天期與信評BBB級以上優質投資級債券具相對投資價值。
- ▶ 檢視各產業考量利率風險補償後的債券利差，像汽車、金融業、能源業，以及原物料中的金屬礦業、公用事業、通訊業的衛星有線電視與娛樂媒體等產業，考量信用風險後相對優於其他產業，面對債券利差位居歷史相對低位，可留意上述各產業中具相對投資價值與債信改善機會者。

全球債市規模持續成長，逼近75兆美元

平均殖利率 · %



可留意存續期調整後利差較為豐沛者



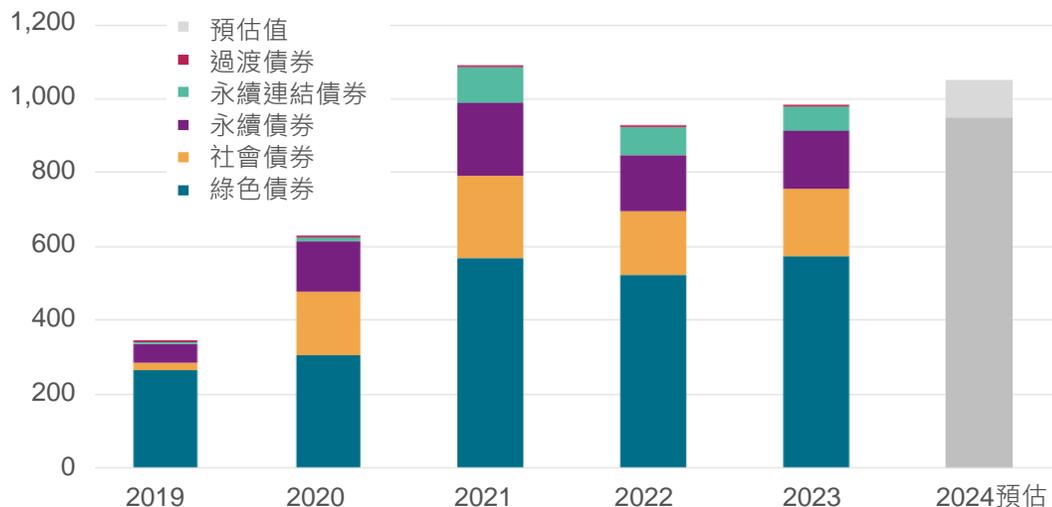
資料來源：Bloomberg · 2024年3月11日 · 註：每單位存續期間債券利差為債券利差除以存續期間。

GSSB債券波動低，為穩健投資人布局好選擇

- ▶ 包含綠色債券、社會債券，永續及永續相關債券，統稱為「GSSB」的全球永續相關債券，儘管高利率可能為發債量帶來逆風，但因永續相關分類揭露及能源轉型加速，標普預估今年GSS相關債券發行量有望突破1兆美元，占整體債市發債量約14%，成為債市不可或缺的角色。
- ▶ 去年上半年儘管殖利率大幅上行，全球債券價格表現疲軟，而GSS債券則相對抗跌，主因布局GSS相關債券多為ESG債券基金，基金多採取買入並持有策略下，GSS債券可降低拋售風險，價格波動明顯低於相同發行機構的一般債券，因此綠色債券被視為另類的「安全避風港」，欲降低部位波動與穩定領息投資人，可考慮配置GSS相關債券定期領取孳息。

標普預估今年GSS債券發行量有望達1兆美元

債券發行量，10億美元



去年債市震盪，GSS債券表現相對具抗跌性

債券指數表現(2023/1/1=100)



資料來源：Bloomberg · S&P · 2024年3月11日

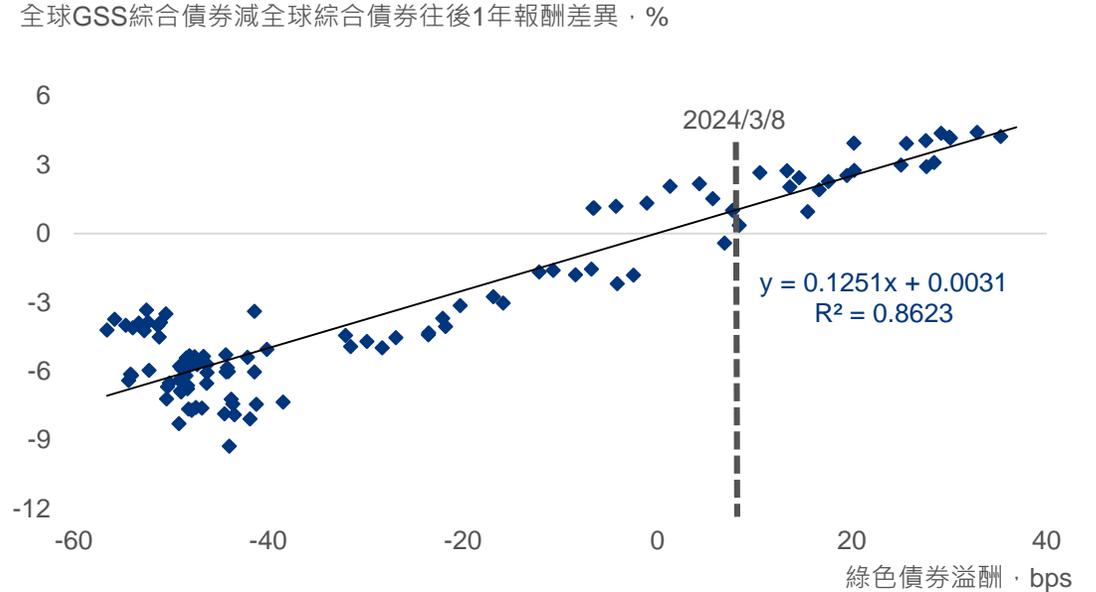
綠色債券較貴？GSS債較過往提供更多投資吸引力

- ▶ 綠色債券被認為可提升企業永續經營機會，降低發行人的營運與違約風險，可發現過往綠色債券多以較低的殖利率水準發行，即GSS相關債券相對一般債券殖利率存在“綠色債券溢價”。過往市場風險與避險情緒升溫時期，投資人多優先拋售非綠色債券，使得綠色債券溢價明顯為負值，但去年以來投資人情緒持續改善，綠色債券溢價程度較過往有所回升，有些甚至高於一般債券殖利率，提供GSS相關債券更多投資價值。
- ▶ 拉長時間來看，過去10年綠色債券累積報酬相對落後一般債券，檢視2021年以來綠色債券溢酬與綠色債券減一般債券未來一年報酬差異，兩者呈正相關，顯示過往綠色債券因風險溢酬較低限縮其報酬空間，投資人可把握綠色債券溢酬10年難得一見重回正值與鎖利機會。

去年至今綠色債券溢價反轉向上



過往綠色債券溢酬多處負值，報酬空間相對有限

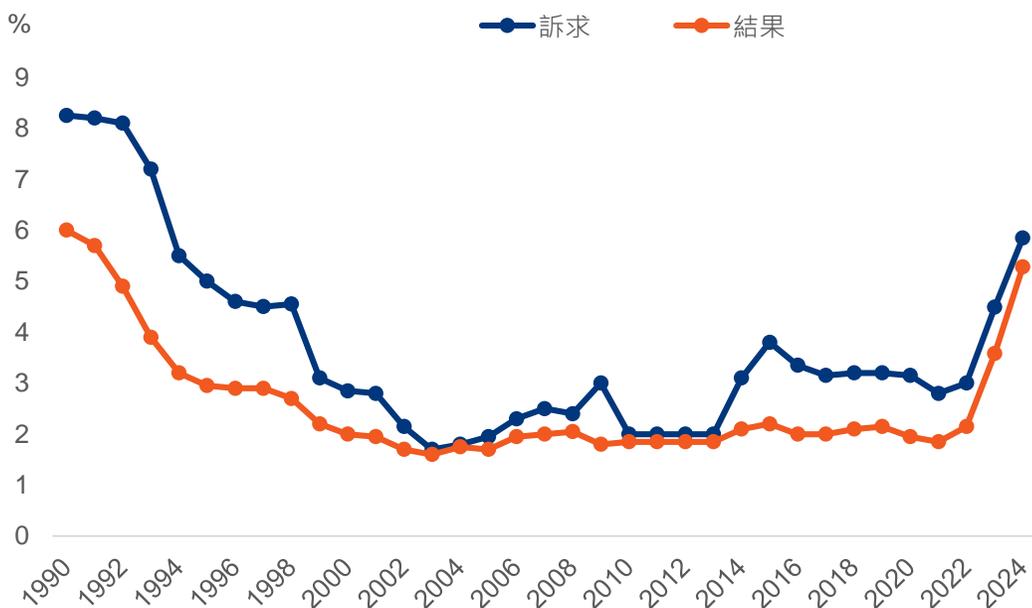


資料來源：Bloomberg · 2024年3月11日 · 註：綠色債券溢價(Greenium)為綠色債券與一般債券兩者殖利率或利差差異。

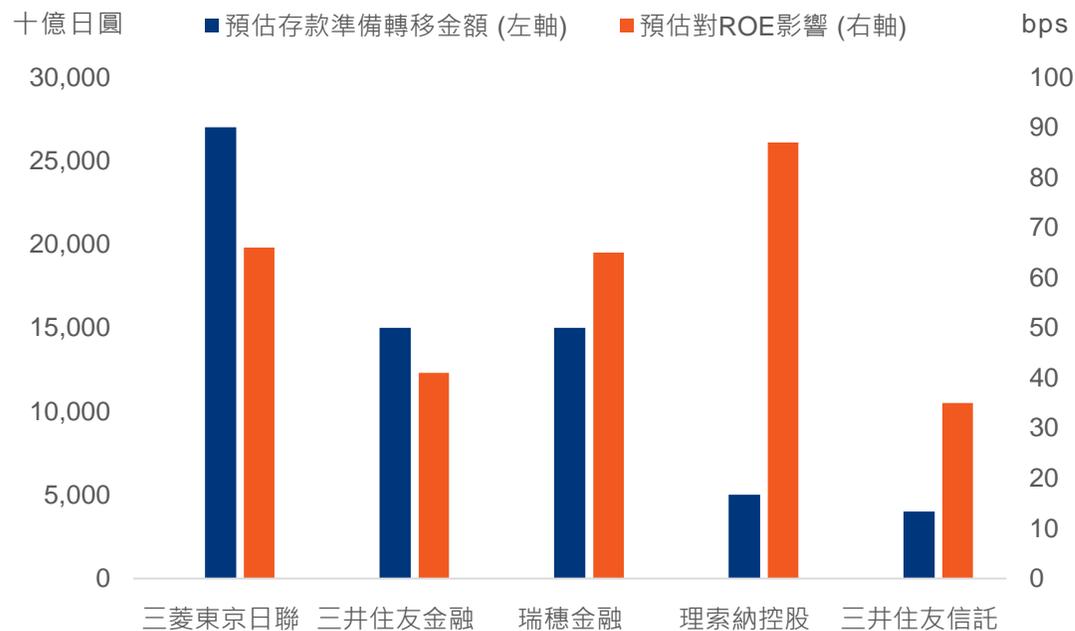
日本央行結束負利率但維持貨幣寬鬆，有利銀行股

- ▶ 日本2024年春鬥(勞資協議)創33年來最大加薪幅度，企業加薪幅度平均5.28%，相較去年同期3.58%大增。日本央行預期能實現穩定2%通膨目標，透過薪資成長帶動物價的良性通膨，並於本次會議結束負利率與YCC控制。為防範升息預期大增，使日幣快速走升，日本央行在會議前，提前宣布購債計畫，向市場釋放仍將維持寬鬆貨幣的目標，日幣預期將維持弱盤，有利股市依循基本面表現。
- ▶ 由於日本銀行將大量準備存放於央行，假設短期利率引導至0%至0.1%，5年期日本公債假設為0.4%，預期日本銀行業將準備移入日本公債。根據彭博研究日本前五大銀行預估移出之準備計算，以FY2023財年作為基準，平均對ROE將能有0.35%至0.87%增幅，有利銀行估值上修。

日本勞資協議訴求5.85%結果達5.28%，增幅創紀錄



升息後可提升日本前五大銀行平均ROE約0.6%

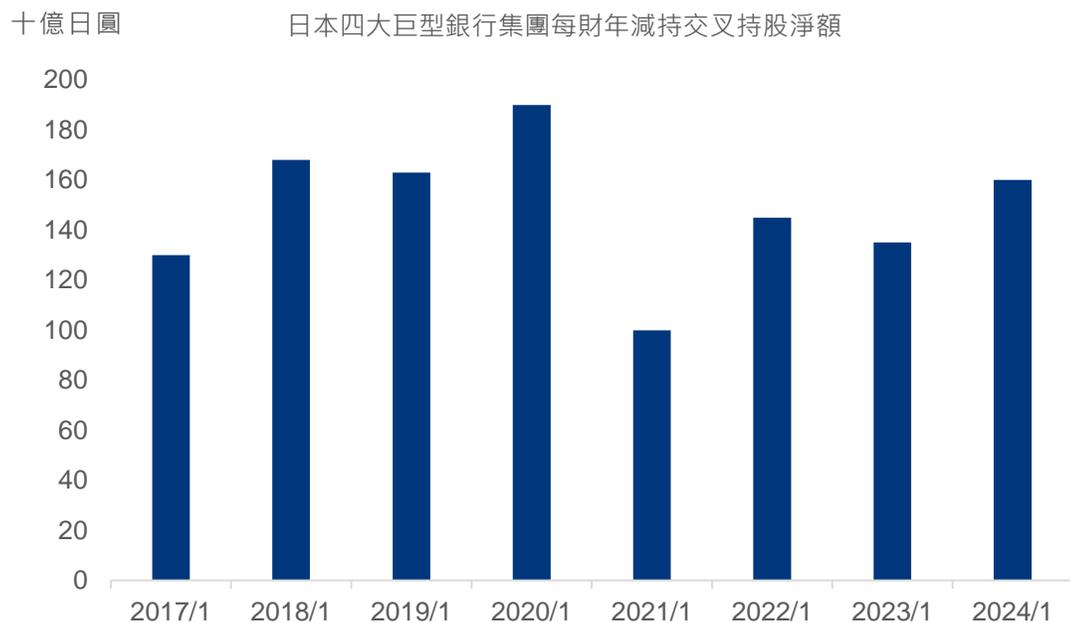


資料來源：Rengo、BNP、Bloomberg，2024年3月20日

日本金融業降低交叉持股比率，強化股東報酬率

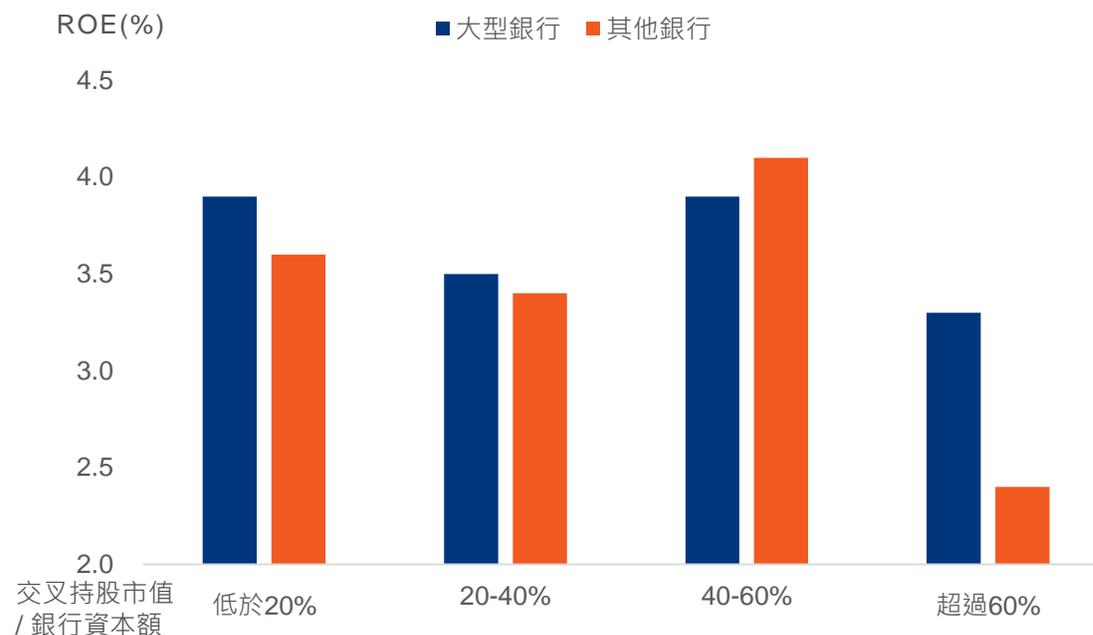
- ▶ 日本過去受到政策影響交叉持股比率高，但實際卻造成資本利用率低下，在東證交易所推行公司治理改革計畫後，降低交叉持股為主要目標之一。降低交叉持股將轉為已實現利益，公司將可用相關資金進行股權買回、現金股利等提高股東報酬率的活動。高盛假設以四大銀行交叉持股市值計算，當減持10%大約可以對銀行本財年的淨利提高17%至25%，ROE預期從7%左右提升到8%至9%，此政策對銀行獲利衝擊明顯。
- ▶ 高盛研究，將日本銀行分為大型銀行與其他，當其交叉股權持有的市值佔比超過其銀行資本60%以上，大型銀行ROE平均為3.3%略低於交叉持股比低時的ROE；小銀行ROE更明顯，2.9%對比3.4%至4.1%。顯示降低交叉持股的政策確實有助ROE提升，且可能使類股估值有上修機會。

日本大銀行每財年減持交叉股權比率金額再度攀升



資料來源：Goldman Sachs、公司財報

交叉持股佔資本比例高的銀行，ROE易受到影響



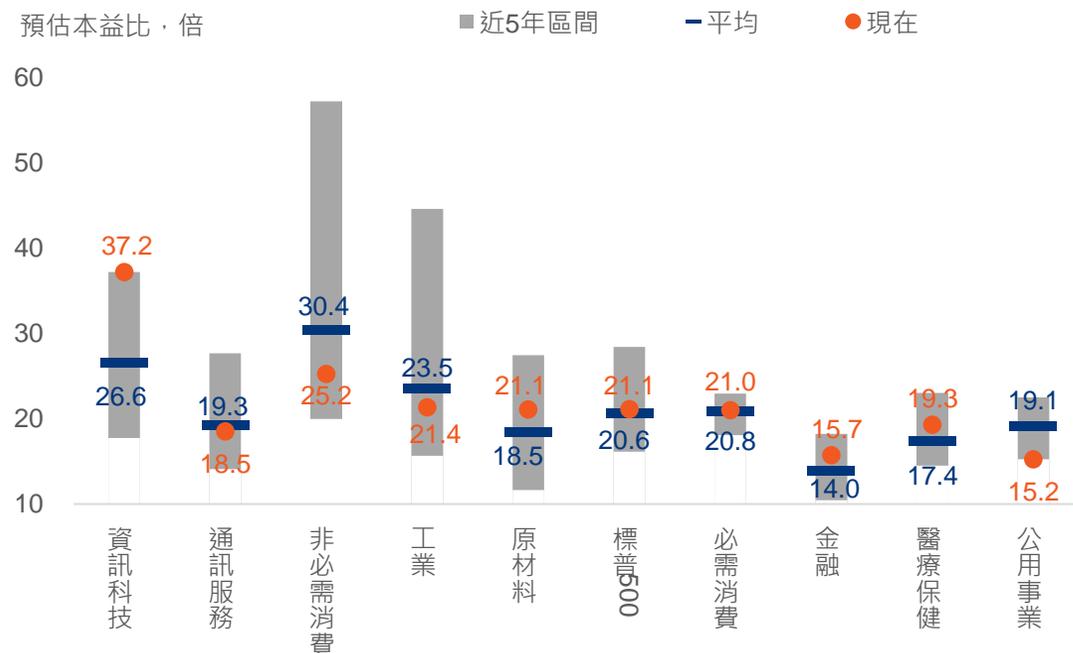
經濟溫和成長，價值股低估值重獲青睞

- ▶ 價值股多為價格被低估的族群，公司基本面穩健，股價表現相對平穩，且多有配發股息。觀察過去，當美國經濟處於溫和成長階段時，美國價值股漲幅將同步上漲，價值股和經濟表現亦步亦趨，也和價值股多屬必需消費、金融、工業和公用事業等產業有關；預期今年美國經濟保持相當韌性、軟著陸且不至於陷入衰退下，價值股表現仍可期待。
- ▶ 全球股市屢創新高，尤其科技股、AI族群和半導體類股更是投資焦點，資金簇擁下，不免有估值過高或過度集中的現象。觀察目前標普500各產業中，僅工業、公用事業、非必需消費和通訊服務等，估值仍低於產業過去5年平均，必需消費和平均值相當，相較資訊科技仍屬評價低廉。

經濟溫和成長，價值股將同步走揚



工業、公用事業等價值股評價，低於過去5年平均

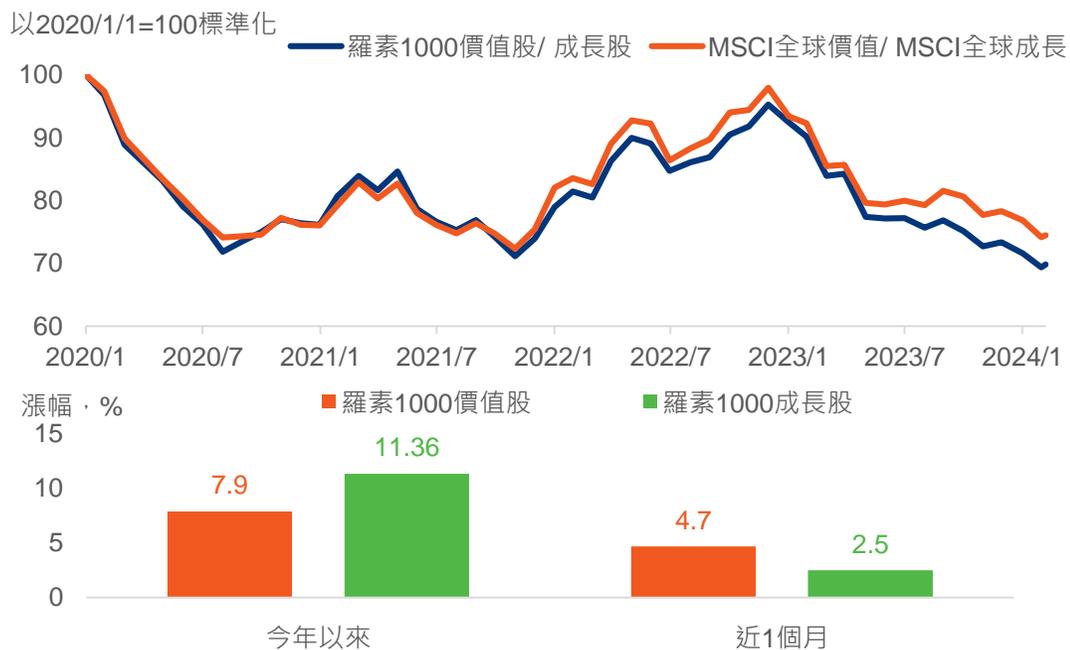


資料來源：Bloomberg · 2024年3月12日

資金輪動，價值股或具落後補漲機會

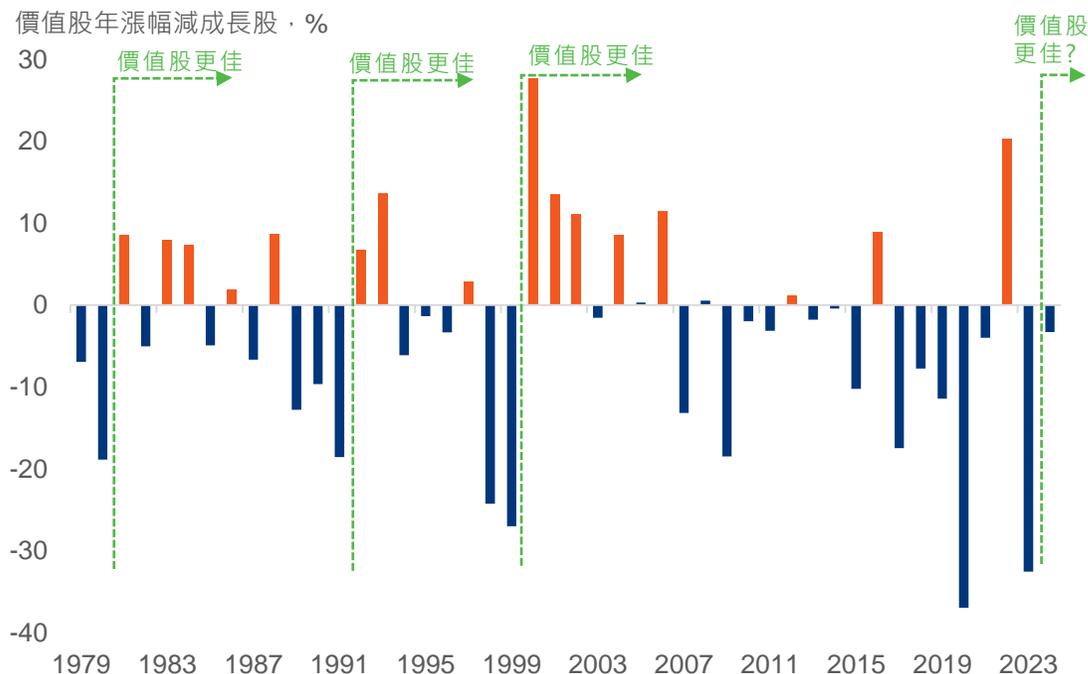
- ▶ 目前價值股相較成長股的比值，已跌至2000年以來的歷史低點，尤其以美國大型價值股相較大型成長股更為明顯。除了顯示資金過度集中在大型科技股上，也表示價值股的漲幅被明顯低估。今年科技股在創高後回檔，部分資金有流往價值股的現象，使近月價值股漲幅超越成長股。
- ▶ 觀察過去自1979年到2023年，超過40年的期間，當成長股大幅領先價值股超過30%以上漲幅時，隔年資金輪動下，加上景氣多開始復甦，資金開始往估值合理的類股靠攏，價值股隔年展開上漲循環。2023年成長股已大幅領先價值股超過30%，今年價值股在經濟軟著陸、資金輪動等題材下，預期將有機會迎來不錯表現。

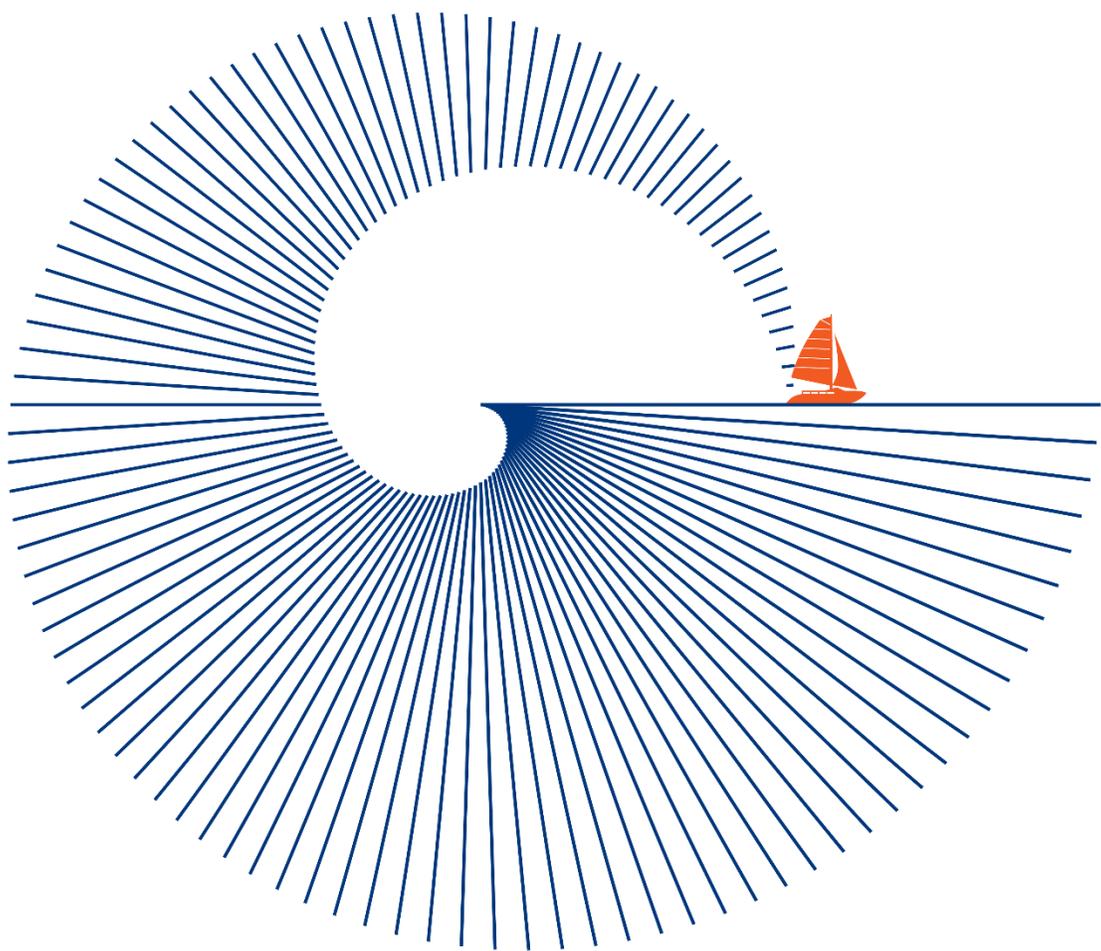
美國價值股相較於成長股已跌至歷史低點，近月漲幅高



資料來源：Bloomberg，時間截至2024年3月28日，右圖2024年漲幅為3月11日相較2023年底值

過去科技股大漲過後，此後的價值股通常會有不錯表現





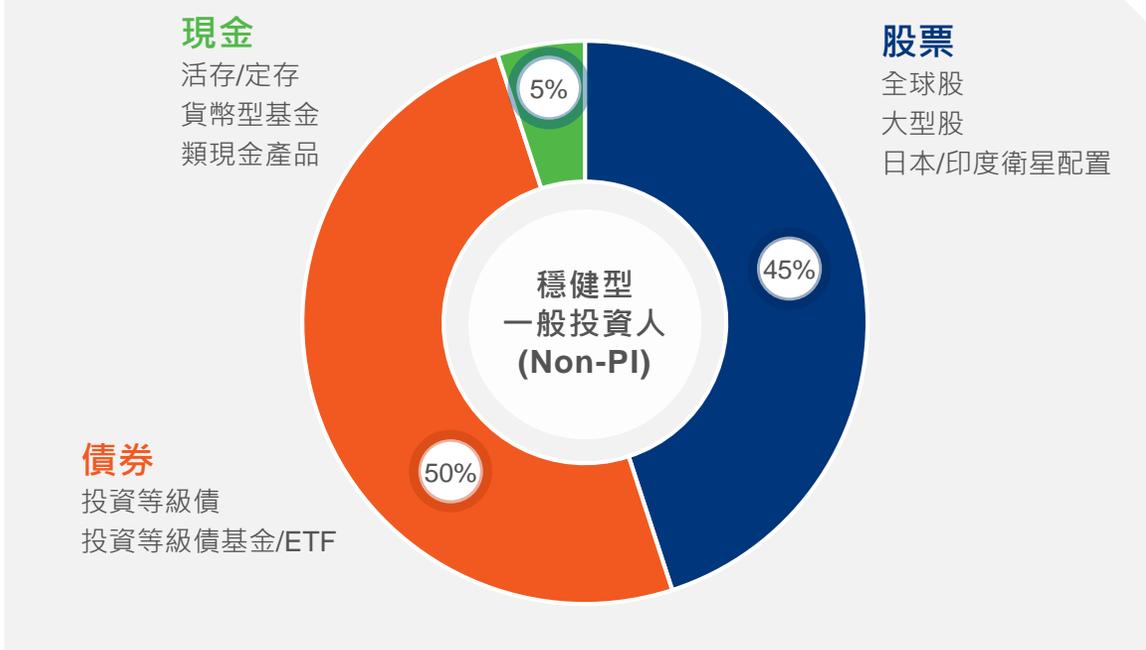
3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議

投組配置 – 下一步降息，把握利率回落前的債券投資機會

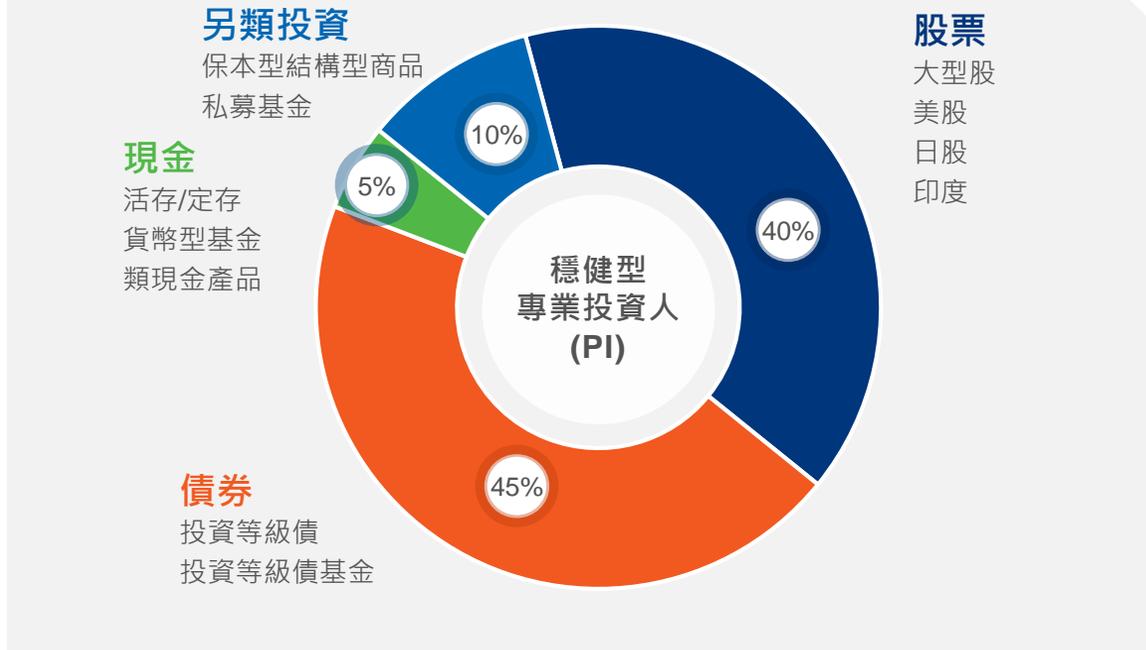
- ▶ 聯準會表示結束縮表時程已近，預估今年降息幅度不減，6月降息機率高，把握中長天期債券加碼時機，挑選財務體質穩健的投資等級債。美股今年企業獲利佳，聚焦大型股並搭配部分低估值的價值股，降低持股過度集中的風險。日本及印度股市具基本面題材可作為衛星配置。
- ▶ 美、歐即將進入降息循環，亞洲日本、臺灣升息但幅度有限，預期全球資金仍豐沛，有助風險性資產續行動能；可分批投入優質股債資產，降低現金部位掌握未來潛在報酬。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



[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



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

資產調整建議 – 依客戶樣態及部位現況，提供調整建議

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長天期債券，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，逢回布局日股，定期定額成長股、科技、醫療護理、民生必需

4 既有部位檢視

- ◆ 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、投等債基金或投等債ETF，降低波動並享息收。

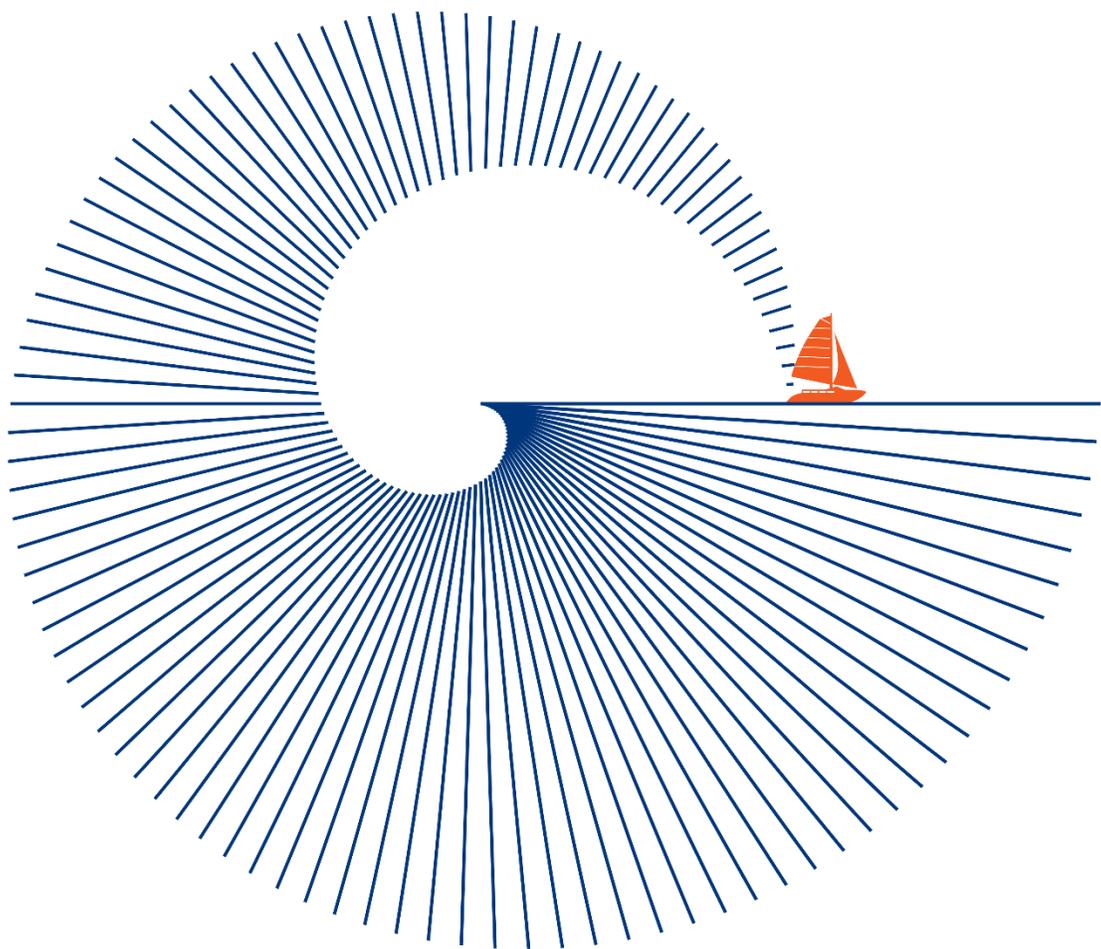


1 資產配置再平衡

- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中長天期投等債，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，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



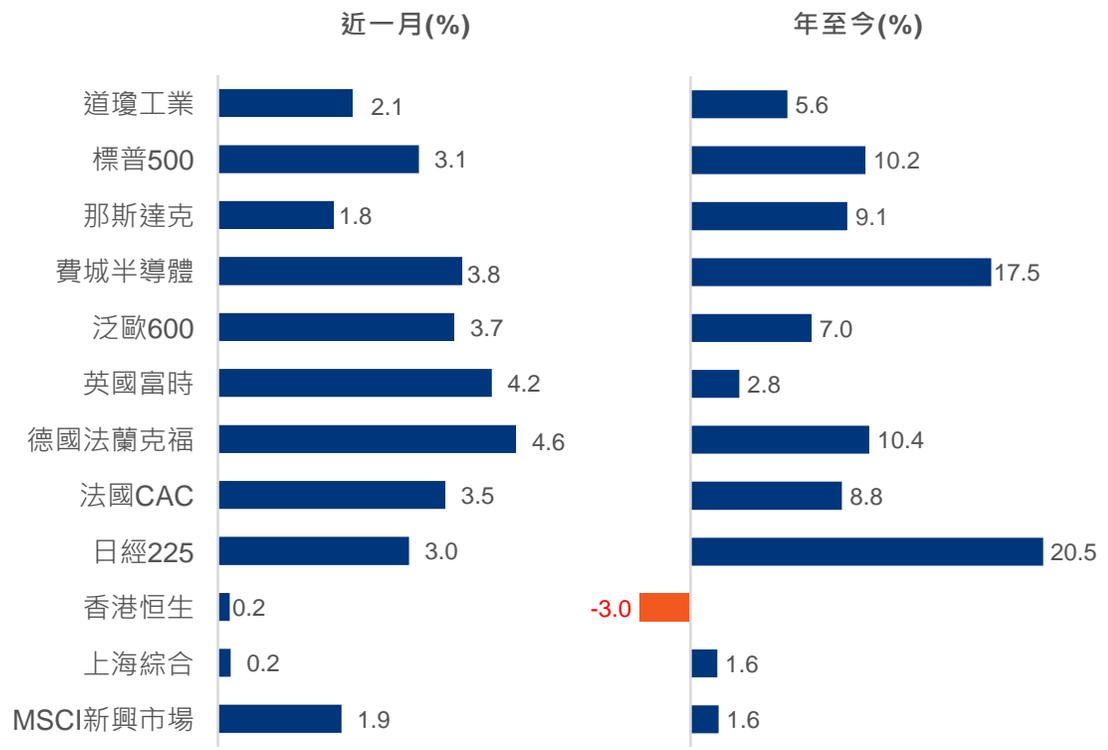
附件

- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 核衛配置與資產類別建議
- ▶ 市場基金銷售狀況
- ▶ 重要經濟數據/事件

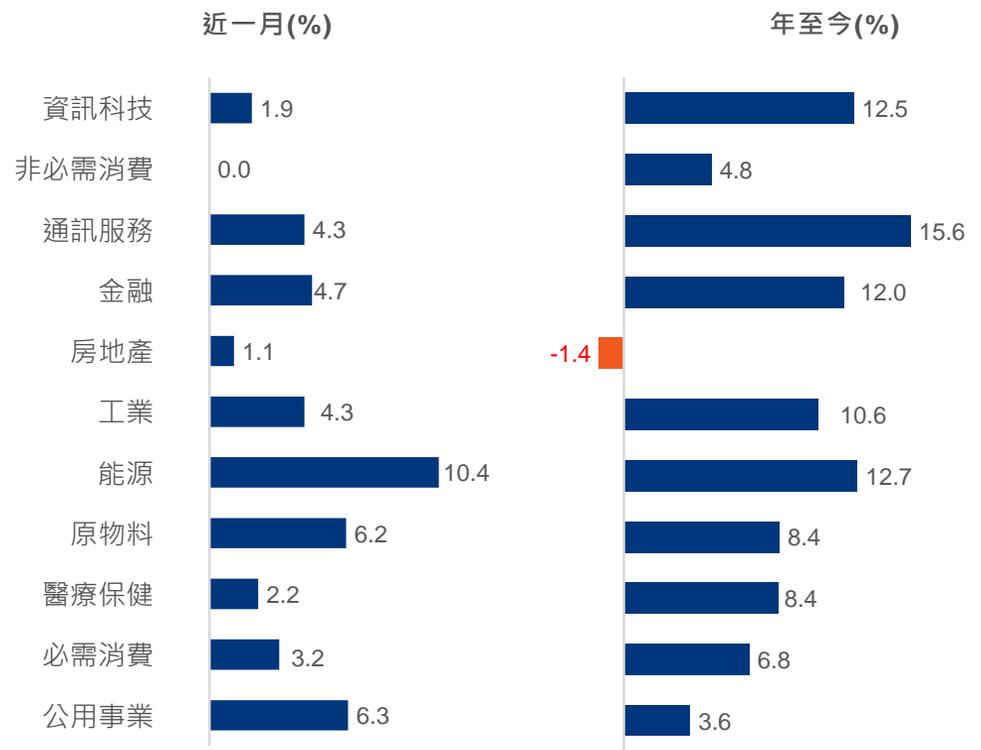
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 科技、半導體與AI浪潮，帶領全球主要股市屢創新高，然而類股甚至個股間，輪動現象明顯。
- ▶ 供給短缺疑慮，使油價上漲，帶動能源類股走揚；通訊服務、原物料和公用事業等，表現亦強，支撐美股指數維持高位。

各地區指數表現



各產業指數表現

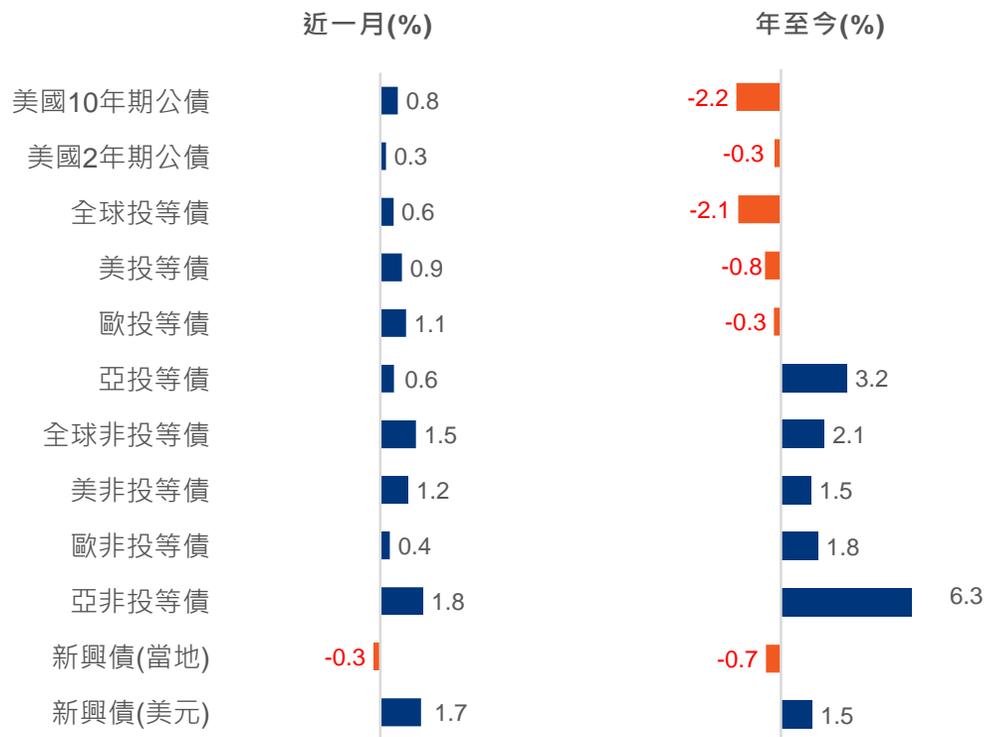


資料來源：Bloomberg · 2024年3月28日

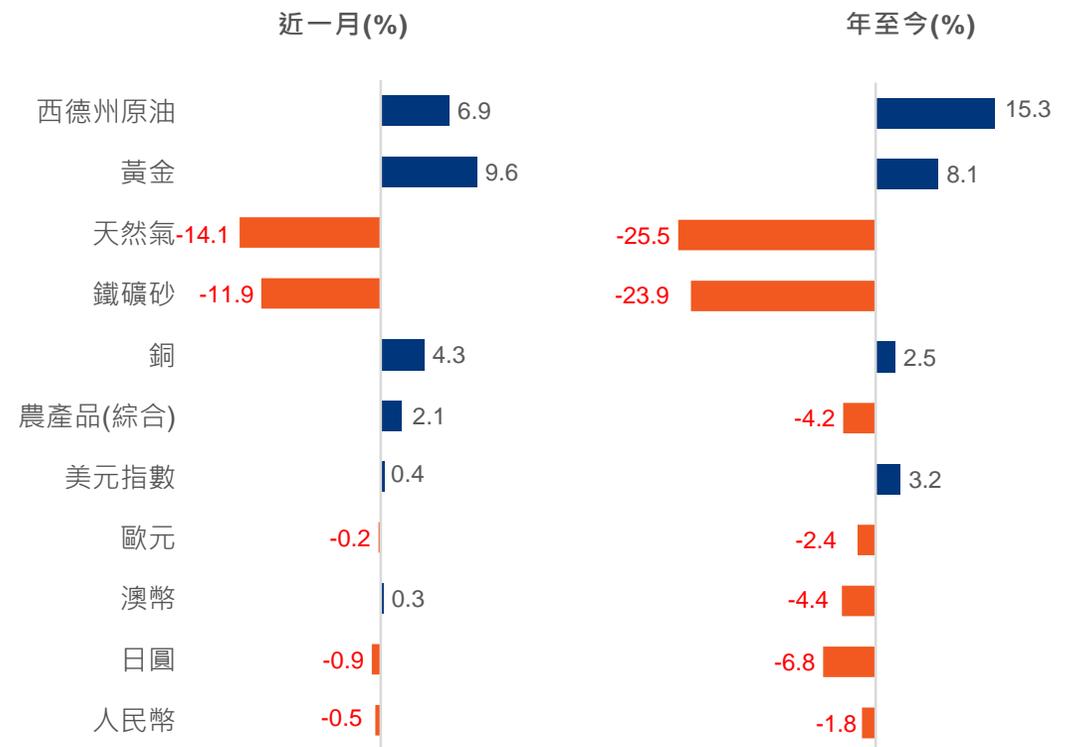
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 聯準會點陣圖維持今年降息3碼不變，美國10年期公債利率回落，債券普遍上漲。非投資等級債隨風險情緒回溫，表現最佳。
- ▶ 歐元小貶、美元指數高盤，油價、黃金連袂上漲。中國經濟可能底部回溫，銅價亦揚，帶動商品貨幣如澳幣走強。

各類債券表現



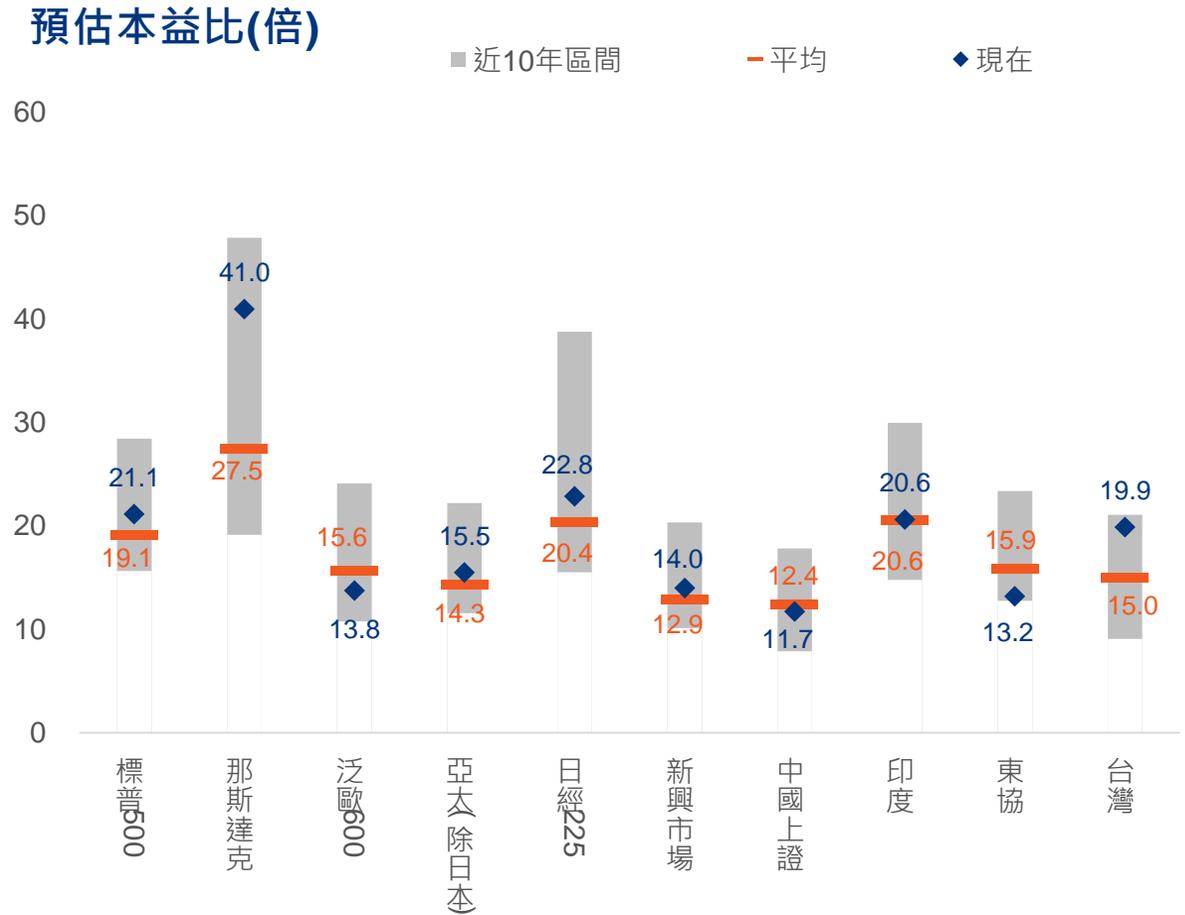
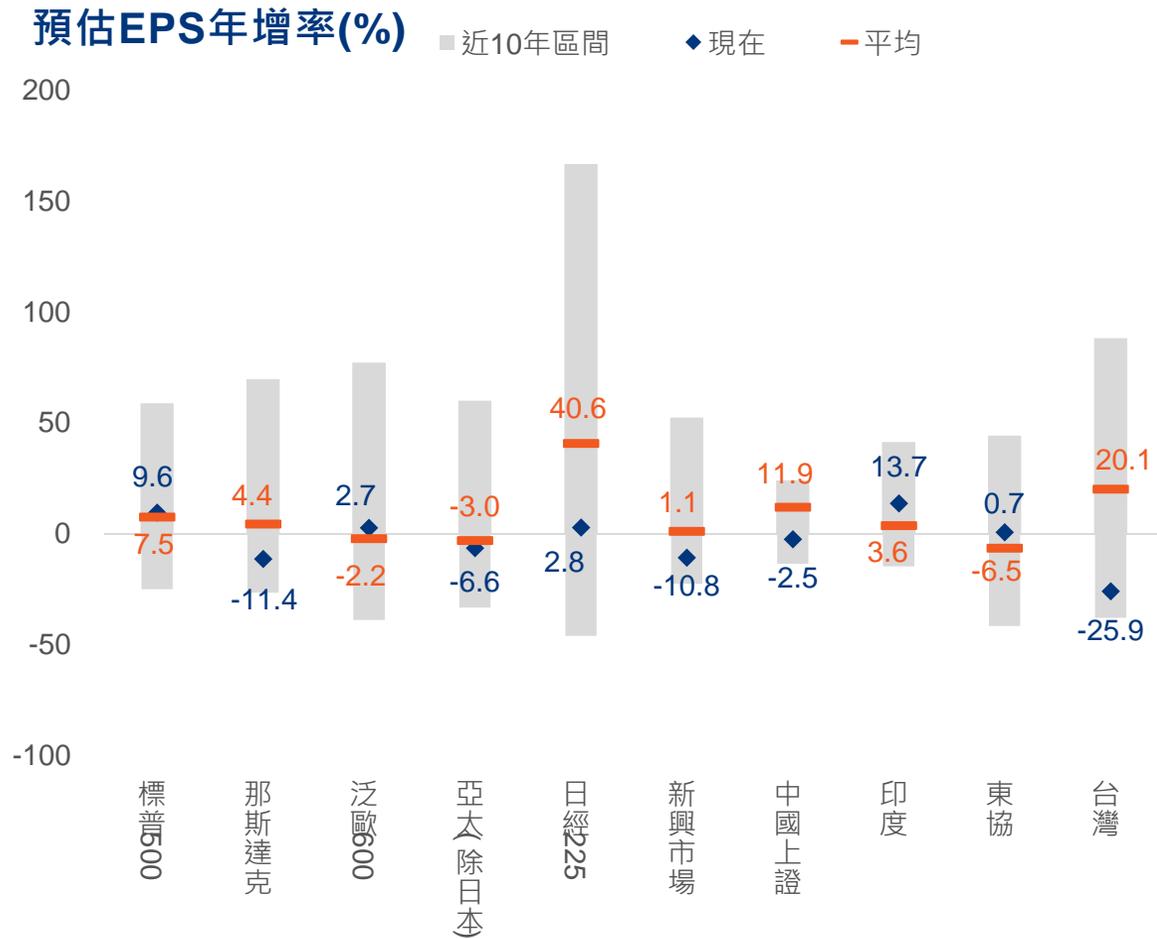
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2024年3月28日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

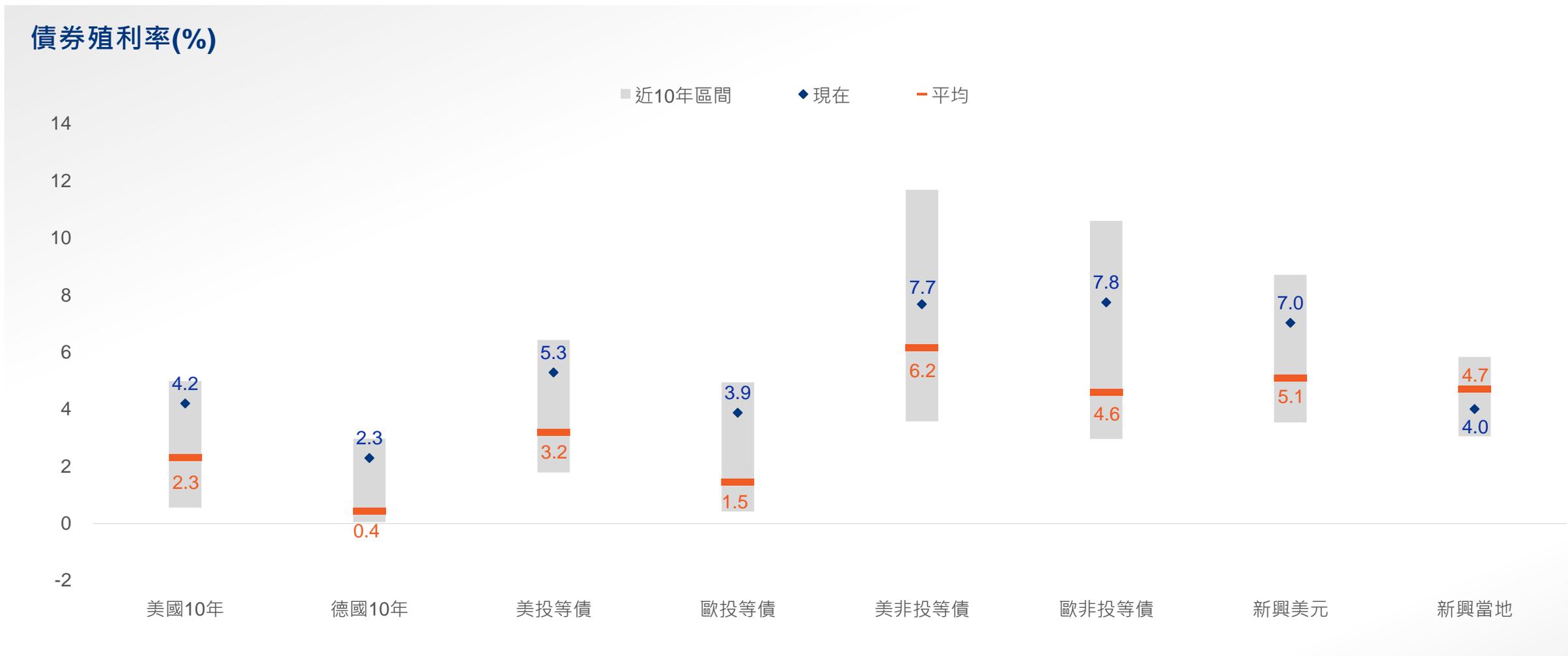
▶ 科技股預估本益比來到過去10年區間上緣，評價面不顯便宜、操作宜慎；歐股、陸股和東協股的預估本益比仍低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年3月28日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美歐公債、投等債利率仍處近10年區間上緣，若聯準會及歐洲央行啟動降息，債券殖利率將迅速下滑，宜把握現在高利率優勢，分批布局。

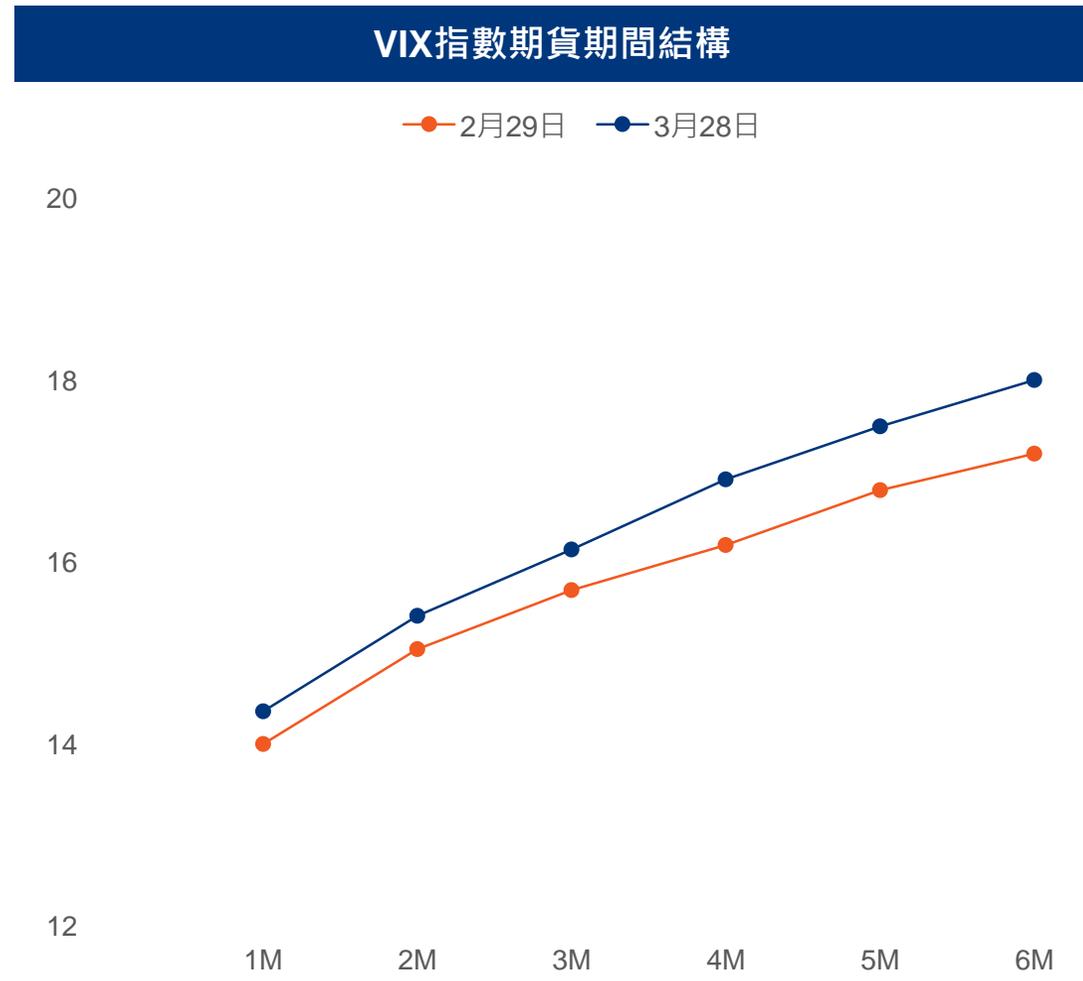


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年3月28日

跨資產市場波動率

▶ 3月主要股債市波動率指數下降，黃金現貨價格創新高但波動率大幅上揚

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	13.01	-0.39	14.63
道瓊波動率指數(VXD)	11.17	-0.56	12.81
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	13.38	-0.41	15.75
香港恒生波動率指數(VHSI)	20.37	-4.15	24.30
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	13.46	-1.68	17.74
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)	13.62	-1.56	17.57
黃金ETF波動率指數(GVZ)	15.44	4.28	13.32
石油ETF波動率指數(OVX)	26.27	-5.23	33.81
歐元ETF波動率指數(EVZ)	5.60	-1.00	6.90



資料來源：Bloomberg · 2024年3月28日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至3月28日，大宗商品與已開發市場股票表現相對強勁

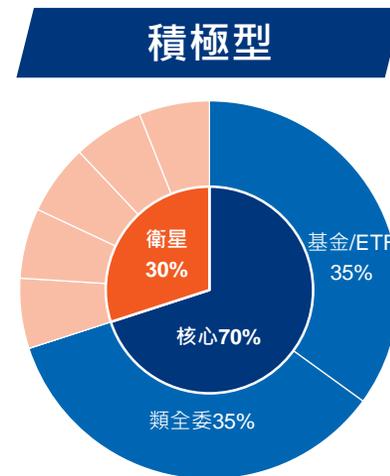
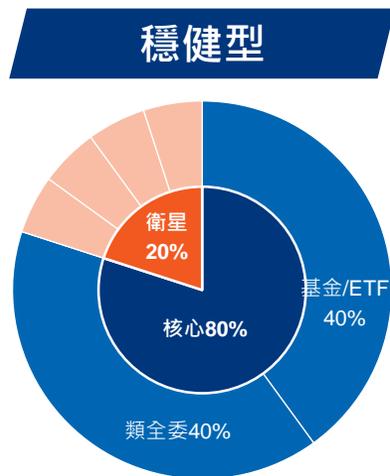
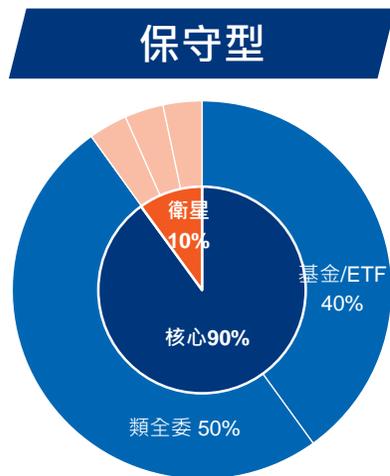
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

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%	大宗商品 11.5%	美國股市 12.7%
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%	日本股市 10.5%	日本股市 7.3%
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%	美國股市 10.4%	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%	歐洲股市 5.4%	基礎建設 5.0%
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%	新興市場股市 2.1%	大宗商品 4.2%
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 2.1%	非投資級債券 4.2%
非投資級債券 -2.7%	REITs 6.9%	非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.2%	新興市場債券 1.4%	REITs 3.9%
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%	基礎建設 1.4%	新興市場股市 3.7%
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 1.3%	新興市場債券 2.9%
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%	投資級債券 -0.5%	投資級債券 1.9%
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%	REITs -0.9%	現金 1.5%
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%	中國股市 -2.3%	中國股市 0.0%
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3月28日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2024年3月28日

核衛配置建議

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



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

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	

資產類別建議 – 區域

▶ 美國經濟、就業展韌性，表現相對成熟國家強勁；日股受惠企業表現、加薪幅度優於預期；新興市場以印度較佳

 看空
 中立
 看多
 • 前月看法

綜合評論

區域						
	美國股市					經濟、勞動市場展現韌性，通膨放緩程度僵化，服務業下行趨勢不明顯，軟著陸機率高，維持加碼看法
	歐洲股市					德國企業信心不足，經濟仍然偏弱，歐元區整體景氣轉佳恐延後，維持中立看法
	日本股市					日本第四季GDP上調，且企業獲利持續上修並帶動加薪幅度高於預期，加上半導體持續復甦，維持加碼看法
	中國股市					兩會刺激效果有限，實質利率偏高不利刺激經濟，民眾消費與企業投資乏力，金融市場投資信心疲軟，維持中立看法
	臺灣股市					AI帶動台股今明兩年盈餘增長，近期急漲偏離基本面表現，走勢可能轉為高檔震盪，整體仍維持偏多看法
	新興亞洲					新興市場經濟多數處於加速擴張階段，關注製造業景氣和出口能否延續改善態勢；相對看好印度表現

資產類別建議 – 產業

▶ 市場氣氛佳、風險趨避程度下降，布局以大型股為主，可增布具成長性的科技股，並配置具防禦特性的醫療、必需消費類股

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

產業		
非必需消費	 	產業獲利成長但正在放緩，然而通膨及利率下滑有助評價面改善，整體維持中立看法
必需消費	 	消費者需求保持強勁，高股息及獲利相對穩定支撐類股表現，維持偏多看待
能源	 	短期地緣風險支撐油價，類股獲利維持強勁，長期資本投資下滑、生產邊際成本上升，整體而言維持中立看法
金融	 	殖利率曲線趨陡有利獲利改善，然而放款需求尚未明顯回升，維持中立看法
醫療保健	 	短期受惠新藥帶動表現，長期則有生物技術發展、人口高齡化等利多，且產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
工業	 	經濟朝軟著陸發展有助企業資本支出擴張，但近期耐久財表現仍低迷，狀況是否逐步改善待觀察，維持中立看法
資訊科技	 	AI帶動包括晶片、電腦及資料運算等需求，利率下滑有助類股評價擴張，維持偏多看法
通訊服務	 	受惠串流業務優於預期，媒體娛樂、廣告業務持續轉佳，加上傳統電信服務具防禦特性，維持偏多看法
原物料	 	近期原物料價格及出口皆有觸底回升跡象，然而中國經濟復甦需時，整體維持中立看法
房地產	 	獲利受房市供應持續短缺支撐，然而降息時程延後，整體而言維持中立看法
公用事業	 	需求有撐且具政策支持，長期受惠轉型，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

▶ 聯準會下一步寬鬆，把握美國公債、高信評債進場時機；瑞士率先降息、使歐央降息預期升溫，支撐美元高盤

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	通膨下行方向不變，停止升息到降息前通常是公債表現最佳階段，趁殖利率反彈時可增加美國公債配置
	投資級債券	 	美國經濟目前處於軟著陸過程，未來違約率不高，建議配置風險調整後利差較高的投資等級公司債
	非投資級債券	 	景氣軟著陸有利非投資級債，然企業裁員數漸增恐推升低信評企業違約率，宜避開CCC級以下公司債
	新興市場債券	 	儘管新興市場債信用利差為近3年低點，新興市場景氣復甦動能優於已開發國家，有助於新興市場債表現
商品	原油	 	俄羅斯要求國內石油公司削減產量以配合OPEC+減產協議，烏克蘭以無人機攻擊俄國煉油廠，供給減少疑慮支撐油價
	黃金	 	美國通膨具僵固性，聯準會3月保持利率不變，並維持點陣圖對年底利率調降3碼預估，金價高位整理
貨幣	美元	 	美國經濟展現韌性，聯準會保持年底利率調降3碼的預期不變，美國10年期公債利率下滑，美元強度減弱
	歐元	 	瑞士央行率先降息1碼，搶先美國聯準會和歐洲央行，加深市場對歐洲與英國央行降息預期，歐元走弱
	日圓	 	日央雖結束負利率及YCC政策，但持續購買公債以維持寬鬆貨幣政策，日圓短期偏弱，長期雖升值惟幅度有限
	人民幣	 	中國經濟偏弱，人行塑造寬鬆貨幣環境，官方鬆綁房地產管制，政府力求穩匯救市下，使人民幣貶幅小於他國

整體市場2月境內共同基金淨申購/買回前十大

境內共同基金 淨申購前十大

	類型	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額
1 元大日本龍頭企業基金(新臺幣)	股票型	2,590	727	1,863
2 復華傳家二號基金	平衡型	1,786	487	1,299
3 柏瑞特別股息收益基金	股票型	1,255	59	1,196
4 聯博多元資產收益組合基金(美元)	組合型	1,869	962	907
5 野村高科技基金	股票型	1,379	574	805
6 聯博全球非投資等級債券基金	固定收益型	834	46	788
7 元大日本龍頭企業基金	股票型	799	23	776
8 復華臺灣智能基金	組合型	923	136	787
9 群益印度中小基金(新臺幣)	股票型	1,074	323	751
10 復華人生目標基金	平衡型	1,028	304	724

境內共同基金 淨買回前十大

	類型	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額
1 元大日本龍頭企業基金(新臺幣)	股票型	1,212	3,476	-2,264
2 復華中小精選基金	股票型	365	2,533	-2,168
3 復華數位經濟基金	股票型	184	1,472	-1,288
4 華南永昌未來科技基金	股票型	22	1,309	-1,287
5 安聯臺灣大壩基金(新臺幣)	股票型	546	1,737	-1,191
6 第一金全球永續影響力投資多重資產基金(新臺幣累積)	股票型	6	1,096	-1,090
7 元大台灣加權股價指數基金(新臺幣)	指數型	228	1,132	-904
8 統一黑馬基金	股票型	800	1,693	-893
9 元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣)	股票型	578	1,357	-779
10 中國信託越南機會基金(新臺幣)	股票型	416	1,160	-744

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2024年1月31日至2024年2月29日；新臺幣百萬元計

整體市場2月境外共同基金淨申購/買回前十大

境外共同基金 淨申購前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 PIMCO多元收益債券基金*	固定收益型	11,695	413	11,282
2 摩根美國基金	股票型	9,820	279	9,541
3 安聯收益成長基金	平衡型 (混合型)	22,877	15,595	7,282
4 聯博美國收益基金	固定收益型	8,929	2,569	6,360
5 高盛投資級公司債基金	固定收益型	5,345	714	4,631
6 聯博全球非投資等級債券基金	固定收益型	9,227	4,786	4,441
7 摩根美國企業成長基金*	股票型	4,594	454	4,140
8 PIMCO新興市場債券基金*	固定收益型	3,584	503	3,081
9 施羅德環球收息債券基金	固定收益型	3,277	367	2,910
10 摩根環球債券收益基金*	固定收益型	2,745	402	2,343

境外共同基金 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 PIMCO全球投資級別債券基金*	固定收益型	522	10,859	-10,337
2 M&G收益優化基金	平衡型 (混合型)	22	7,475	-7,453
3 摩根美國全方位股票基金	股票型	2	7,394	-7,392
4 鋒裕匯理基金歐陸股票	股票型	4	3,041	-3,037
5 摩根環球企業債券基金	固定收益型	1,271	3,701	-2,430
6 聯博短期債券基金	固定收益型	39	2,305	-2,266
7 富蘭克林坦伯頓生技領航基金	股票型	793	3,042	-2,249
8 PIMCO新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	41	2,315	-2,274
9 貝萊德世界科技基金	股票型	1,962	3,999	-2,037
10 摩根美國智選基金*	股票型	272	2,003	-1,731

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2024年1月31日至2024年2月29日；新臺幣百萬元計

整體市場2月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大(股票型)

指數股票型基金(ETF)(股票型) 淨申購前十大

	股票代號	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 國泰台灣ESG永續高股息ETF基金	00878	11,181	0	11,181
2 群益台灣精選高息ETF基金	00919	6,695	458	6,237
3 復華富時不動產證券化基金	00712	3,469	0	3,469
4 復華台灣科技優息ETF基金	00929	3,295	49	3,246
5 統一NYSE FANG+ ETF基金	00757	6,423	4,884	1,539
6 富邦NASDAQ-100基金	00662	4,824	3,539	1,285
7 元大標普500基金	00646	1,702	783	919
8 元大台灣高股息低波動ETF基金	00713	633	0	633
9 富邦台灣采吉50基金	006208	407	0	407
10 元大全球人工智慧ETF基金	00762	363	0	363

指數股票型基金(ETF)(股票型) 淨買回前十大

	股票代號	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 元大台灣卓越50基金	0050	139	11,070	-10,931
2 國泰全球智能電動車ETF基金	00893	9	3,082	-3,073
3 元大台灣高股息基金	0056	0	2,992	-2,992
4 元大滬深300單日正向2倍基金	00637L	158	1,947	-1,789
5 國泰台灣5G PLUS ETF基金	00881	0	1,647	-1,647
6 富邦特選台灣高股息30ETF基金	00900	0	1,570	-1,570
7 富邦未來車ETF基金	00895	22	1,229	-1,207
8 國泰標普北美科技ETF基金	00770	254	1,404	-1,150
9 富邦上証180基金	006205	26	1,106	-1,080
10 元大全球5G關鍵科技ETF基金	00876	173	1,073	-900

資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2024年1月31日至2024年2月29日；新臺幣百萬元計

整體市場2月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大(債券型)

指數股票型基金(ETF)(債券型) 淨申購前十大

	股票代號	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 群益ESG 20年期以上BBB投資等級公司債ETF	00937B	18,485	24	18,461
2 國泰20年期(以上)美國公債指數基金	00687B	16,088	783	15,305
3 國泰10年以上投資級金融債券ETF基金	00933B	10,773	0	10,773
4 中信美國政府20年期以上債券ETF基金	00795B	11,108	2,974	8,134
5 群益25年期以上美國政府債券ETF基金	00764B	7,042	123	6,919
6 統一彭博美國20年期以上公債ETF基金	00931B	5,133	0	5,133
7 群益15年期以上高評等公司債ETF基金	00754B	6,714	1,843	4,871
8 復華美國20年期以上公債ETF基金	00768B	4,238	0	4,238
9 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF基金	00772B	4,532	1,228	3,304
10 富邦全球金融業10年以上美元投等債券ETF基金	00785B	3,089	36	3,053

指數股票型基金(ETF)(債券型) 淨買回前十大

	股票代號	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 中信新興市場0-5年期美元政府債券ETF基金	00849B	0	3,625	-3,625
2 群益15年期以上A級美元公司債ETF基金	00792B	3,476	5,638	-2,162
3 新光15年期(以上)美元金融債券ETF基金	00844B	992	3,036	-2,044
4 群益15年期以上科技業公司債ETF基金	00723B	0	1,704	-1,704
5 群益10年期以上金融債ETF基金	00724B	2,830	3,423	-593
6 富邦彭博9-35年A級美元息收公司債券ETF基金	00746B	109	280	-171
7 國泰15年期以上A等級公用事業產業債券基金	00782B	0	66	-66
8 凱基15年期以上美元BBB級ESG公司債券	00890B	68	102	-34
9 元大20年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	00751B	1,093	1,111	-18
10 富邦中國政策金融債券ETF基金	00718B	0	10	-10

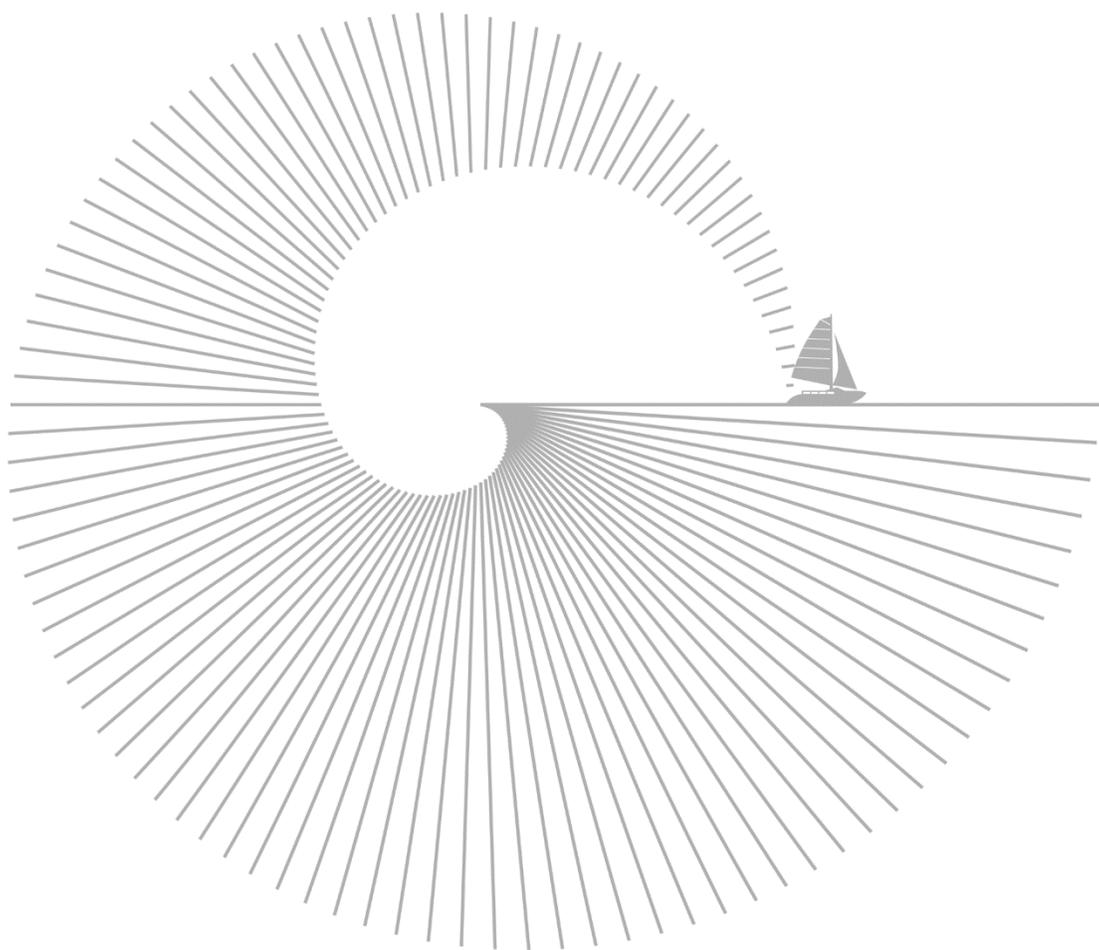
資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2024年1月31日至2024年2月29日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Apr 2024

<p>1 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月標普全球製造業PMI終值 美國3月ISM製造業指數 日本3月自分銀行日本製造業PMI 	<p>2 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國2月耐久財訂單終值 美國2月工廠訂單 歐元區HCOB製造業PMI終值 	<p>3 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月標普全球服務業及綜合PMI終值、ISM服務業指數、ADP就業變動 歐元區3月CPI、核心CPI 	<p>4 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區3月HCOB服務業及綜合PMI終值 	<p>5 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月非農業就業人口變動 美國3月失業率
<p>8 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本2月勞工現金收入年增率 	<p>9 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本3月工具機訂單初值 臺灣3月CPI 	<p>10 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月CPI、核心CPI 日本3月PPI 	<p>11 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月PPI、核心PPI 歐洲ECB利率會議 	<p>12 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國4月密大消費者信心指數初值 日本2月工業生產終值
<p>15 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月零售銷售 日本2月核心機器訂單 	<p>16 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月新屋開工、營建許可、工業生產 歐元區4月ZEW調查預期 	<p>17 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區3月CPI、核心CPI 日本3月貿易收支 	<p>18 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月成屋銷售、領先指標 日本3月工具機訂單終值 	<p>19 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本3月全國CPI、核心CPI
<p>22 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區4月消費者信心指數初值 臺灣3月出口訂單 	<p>23 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國4月標普全球服務業及製造業PMI初值、3月新屋銷售 歐元區4月HCOB服務業及製造業PMI 	<p>24 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國3月耐久財訂單初值 	<p>25 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第一季GDP季增年率 	<p>26 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國4月密大消費者信心指數終值 美國3月個人所得及支出 日本央行利率決議 日本4月東京CPI
<p>29 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區4月消費者信心指數終值 	<p>30 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國2月FHFA房價指數 歐元區第1季GDP、4月CPI、核心CPI 日本3月工業生產、失業率 	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

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。