



Key Investing Perspectives

環球投資觀點 摘要

- 新年初始，金融市場在經歷了過去一整年的劇烈波動下，終於能以收割的心情，擺脫連續兩年股債俱跌的窘境，歡喜迎接2024年的到來。
- 投資氛圍大幅度的轉變，來自於全球通膨終於見到明顯的降溫。美國11月通膨年增率僅3.1%，歐元區通膨年增率為2.4%，全球央行連續兩年暴力升息、為求抑制通膨的目標，在2023年底看到成效，聯準會也轉向鴿派降息論調，激勵全球股、債市聯袂上漲，慶祝貨幣緊縮政策即將轉向寬鬆的綺麗行情。
- 展望2024年，投資主軸圍繞在 **B**(Bond Picking 選擇好債)、**E**(Earning Revise 獲利上修)、**S**(Software AI 軟體智能)和**T**(Terminal Rate 終端利率)。強調升息循環告一段落，把握債券利率仍偏高水位，以中短天期投等債、公債鎖高息利率，並漸增持長天期高信評債券部位。股市反應評價面改善，和經濟軟著陸預期，在類股輪動的帶領下，標普500指數已接近歷史高點。
- 產業主題方面，AI軟硬體需求成長趨勢依舊，從半導體的去庫存、再拉貨，到雲端伺服器設備重置，都是2024年的投資主流；處於終端利率即將下滑之際，掌握景氣循環的投資脈絡，選擇屬於自己能接受的風險回報，搭配不同投資產品與策略，才能將2023年底氣勢如虹的股債漲勢，在2024年延續下去，獲得財富最佳收益。





1 投資策略


2024年投資主軸 / 市場回顧與展望 / 年度重要事件一覽

2 2024關鍵投資 BEST

Bond Picking	選擇好債
Earning Revise	獲利上修
Software AI	軟體智能
Terminal Rate	終端利率

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議 / 核衛配置建議

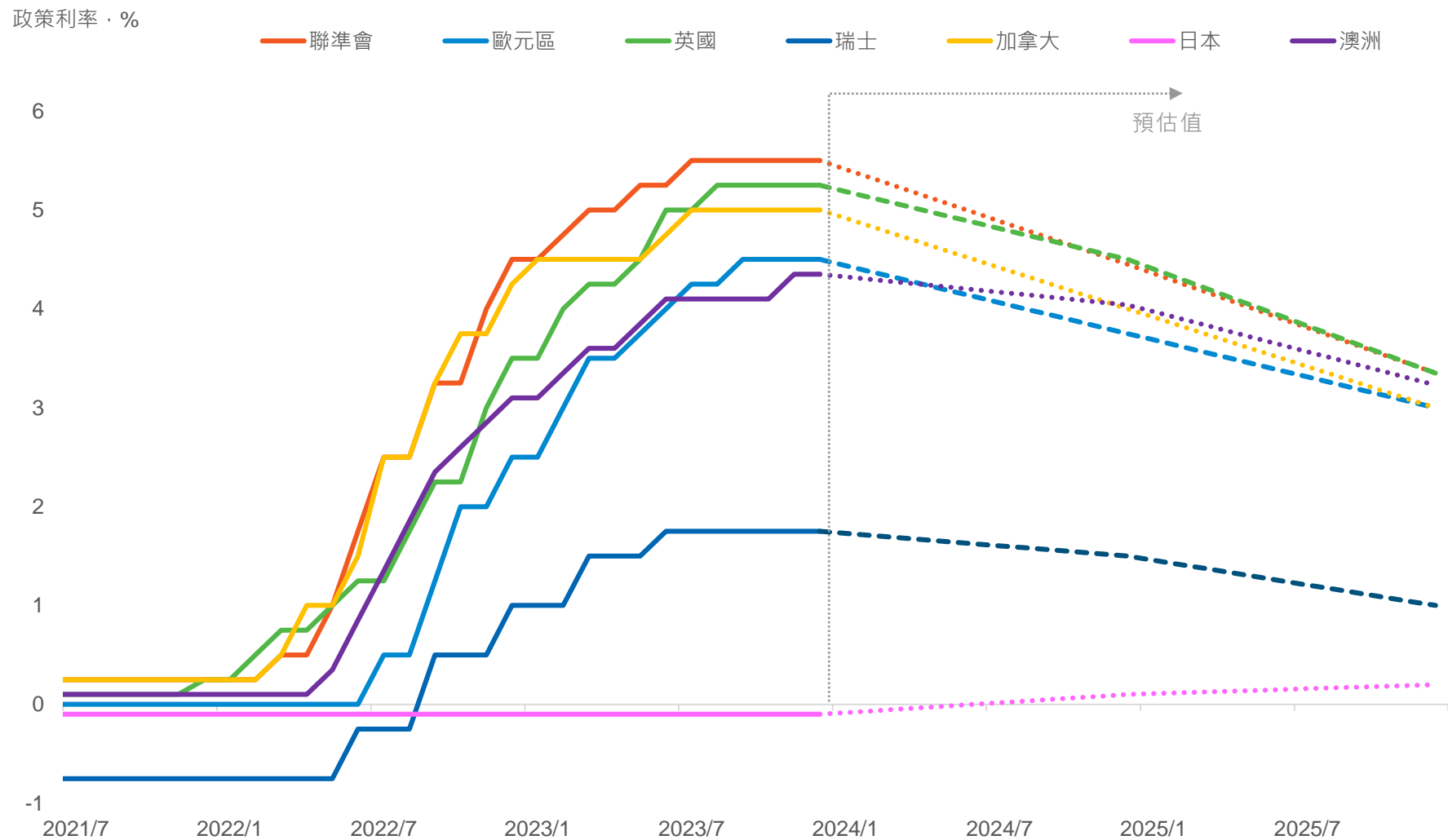


1 投資策略

- ▶ 2024年投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 年度重要事件一覽

預期2024年多數國家利率途徑將轉向，升息循環高點已過

- ▶ 油價大跌、需求減緩與供應鏈問題緩解，使全球主要國家通膨明顯降溫。多數央行紛紛調整利率預估路徑，包括聯準會在2023年底的利率決策會議，意外表示未來降息可能是考慮選項，揭示全球升息循環的終點已至。市場普遍預期，2024年多數央行將調整緊縮方向，轉向寬鬆降息路徑，連一向偏鷹派的英國，也因歐元區與英國經濟不佳、通膨驟溫的情況下，市場也預估2024年將有相當程度的降息幅度。
- ▶ 日本和澳洲央行，是市場預期可能不會馬上轉向寬鬆的國家，主因澳洲和日本國內核心通膨仍高，侷限貨幣政策調整空間。此外，日本央行在全球升息環境下，仍嚴守低利率的貨幣政策，國內反對聲浪上升，市場預估2024年第一季的春鬥調薪將有相當幅度，可促使日銀貨幣政策往正常化發展，近期日圓、澳幣升值，美元偏貶將為2024年主調。



資料來源：Bloomberg，2023年12月14日、凱基證券整理

2024年1月 環球投資觀點



2024年關鍵投資：選擇好債、獲利上修、軟體智能、終端利率

美歐央行停止升息，2024年即將開啟降息循環，債券資產一掃連續兩年的頹勢，迎來嶄新局面，美國政府債和投資等級債的信用風險最低，可為首選。美國經濟展現韌性，軟著陸預期加上企業獲利穩健，使美股仍具上漲空間，日本景氣持續改善，銀行及內需類股持續看好。美國可能率先其他國家降息，美元指數強度減弱，黃金、日圓等相關資產宜波段操作。

資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國聯準會停止升息，可提高債券配置，勞動市場惡化時，可增加中長天期債券比重
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	明年美國有望降息，投資級債配置以風險調整後利差為正的金融、科技、通訊與醫療等財務穩健的龍頭企業為主
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	企業破產家數緩增，恐導致信譽風險擴大，不利低信評的非投資級債
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	2024年新興市場債表現分歧，債務、經濟等綜合考量，以東歐與拉美風險相對較高
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美股評價面壓力受殖利率下滑而有所緩解，企業基本面轉佳，金髮女孩經濟重啟，支撐美股近期續揚
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐股持續受景氣下行影響，尤其歐洲各國服務業PMI仍疲軟，觀察是否止穩以及後續降息可能，維持中立看法
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本央行釋出貨幣政策將正常化訊息，實質薪資成長有望改善，提振日本國內民眾消費，維持加碼看法
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	中國經濟處於結構調整，仍有逆風；印度受惠人口紅利及供應鏈重組等利多，表現穩健，維持整體新亞中立看法
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	聯準會利率會議雖維持利率不變，但討論降息與加大2024年降息預期至3碼，鴿派超乎市場預期，美元走弱
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日銀釋出有意讓利率正常化訊號，預期結束負利率時點可能在第一季，政策調整預期及美元轉弱，日圓偏升發展
<p>黃金/ 另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美元強度減弱，聯準會12月停止升息並暗示2024年可能降息三次，美國實質利率下降，金價重燃上漲動能
	另類資產	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	多空操作與股債相關性低之另類資產，具有降低市場波動功能，在股市漲多之際，可分散投組風險

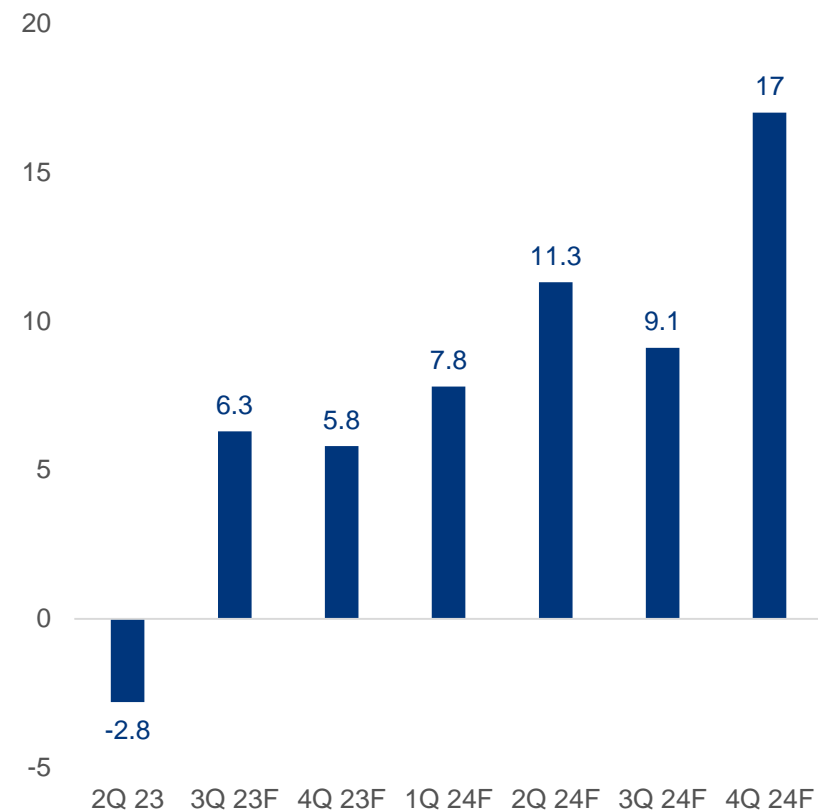
註：詳細資產類別觀點請見附件第42至44頁

股市回顧與展望 – 美股預估獲利雙位數成長，2024年底最佳

- ▶ 預期全球製造業活動底部復甦，加上多數央行開始計畫預防性降息，貨幣與財政政策雖對經濟造成壓力，但貨幣政策影響最劇烈的時期可能已過；市場普遍認為，全球經濟將呈軟著陸，陷入嚴重衰退的機率低。預期2024年美國通膨雖下滑，但景氣下行的幅度更為明顯，從2023年GDP年增2.6%，下降至2024年的成長1.4%，預估標普500企業獲利年增率可達12%，但漲幅多已於2023年年底提前反應。
- ▶ 利率偏高壓力第一季仍存在，預期股市在第一季見到短期高點，之後反應景氣放緩、企業獲利漸減，修正至年中。而後，聯準會於5-6月開始展開降息，令美股反彈。全年美股指數波動幅度放大，景氣持續放緩，平衡配置防禦型價值股與防禦型成長股，隨景氣逐步升溫，利率開始下降，逐步提高成長股比重，預估標普500至2024年底為5千點。

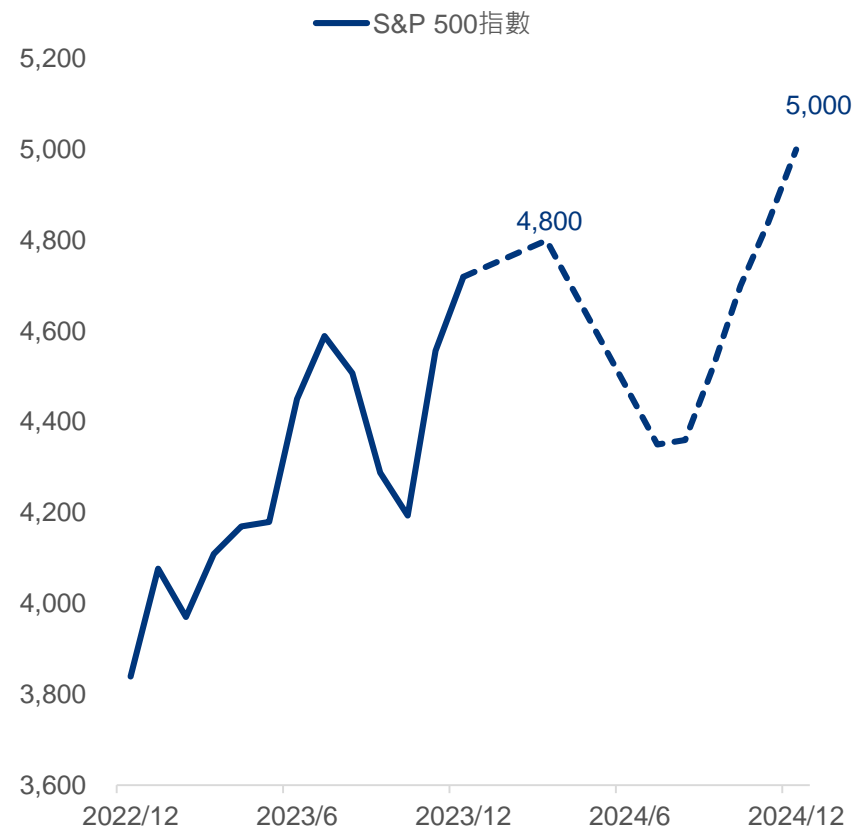
預估標普企業獲利年增12%，漲幅多已反應

企業獲利年增率，%



第一季先見短期高點，修正至第三季反彈

指數



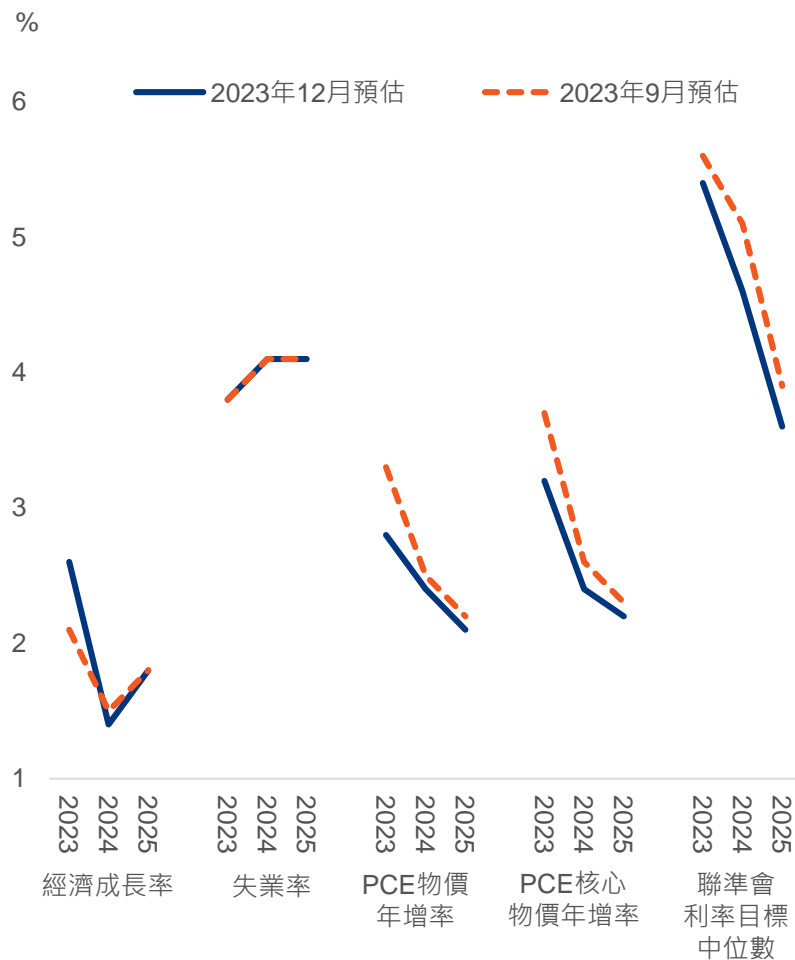
資料來源：凱基投顧

債市回顧與展望 – 降息存空間，把握買債好時機

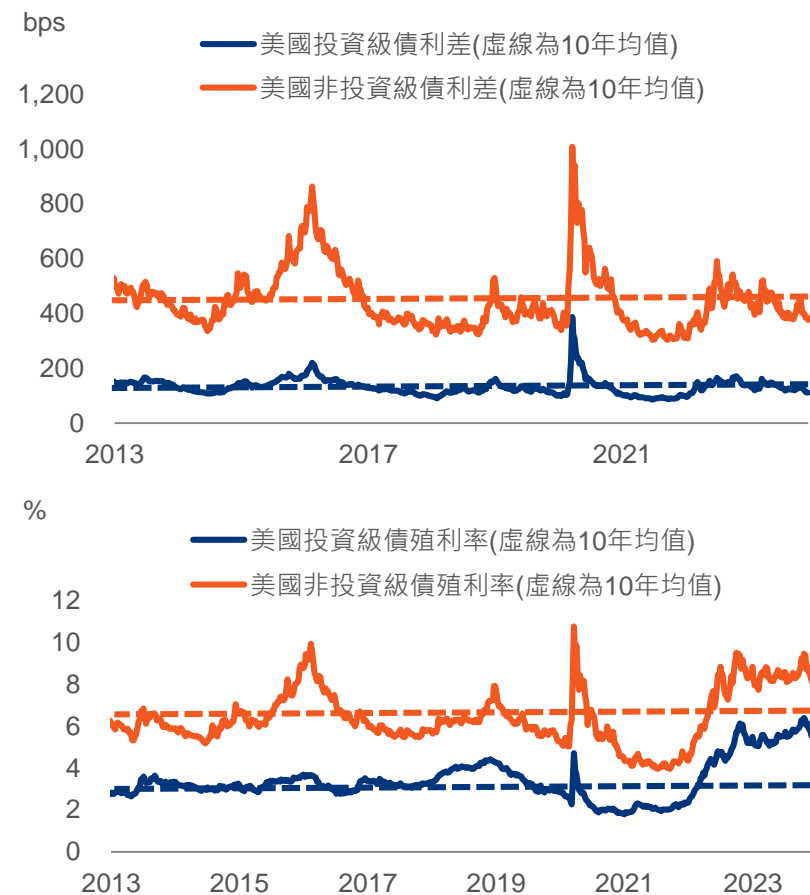
- ▶ FOMC會議結果出爐，下調2024、2025年利率預估至4.6%與3.6%水準，顯示2024年美國存在3碼的降息空間。主席鮑威爾儘管未能保證實現經濟軟著陸，但樂觀看待通膨已從高位回落，失業率並未大幅上升的經濟表現，同時表示降息是未來討論的議題，聯準會不會等到經濟衰退才降息。市場預估聯準會最快2024年3月降息機率逾7成，並預期降幅最多達150個基點，聯準會政策利率與市場預期持續貼近，後續留意通膨與就業數據變化。
- ▶ 歷經聯準會快速升息後，債券利差已收窄至歷史均值下方，考量未來景氣仍有下行風險，信用債利差有擴大疑慮，但投資等級的企業債券殖利率仍處近10年高位，美國聯邦基準利率2024年存在降息空間，有助信用債殖利率隨公債下滑，先以大型龍頭企業債為主的投資等級債為首選。

資料來源：Bloomberg

美國通膨趨緩，聯準會調降利率預估



美國信用債利差已至均值下方，殖利率則否



匯市回顧與展望 – 美元強度轉弱，日圓升值添金融市場擾動

- ▶ 2023年12月聯準會維持利率不變，主席鮑威爾表示，央行會注意不犯下讓利率過高過久的錯誤，暗示2024年可能轉為降息，態度由鷹轉鴿派；但歐洲央行表明高利率將維持一段時間，慎防通膨復燃風險。ECB立場較聯準會偏鷹，美德10年期公債殖利率利差收窄，因歐元佔美元指數組成最大比重，歐元升值使美元走弱。
- ▶ 儘管日本當地薪資增長延續性仍有疑慮，但通膨維持高位，增加日銀調高利率壓力。總裁植田和男表示，從2023年底到2024年，貨幣政策將變得更具挑戰性，被市場解讀成為貨幣政策正常化鋪路。預期2024年第一季春鬥工會加薪訴求，將使日本實質薪資成長有望由負轉正，進而帶動國內消費。政策調整預期加上美元轉弱，日圓偏升發展，若國際借日圓套利的資金回流，將添金融市場擾動。

美德利差收窄，美元指數走弱



料日銀2024年調升短率，日圓偏升值



資料來源：Bloomberg

2024年重要事件一覽

1月

1/8 中國三中全會
 1/9 美國消費性電子展(CES)
 1/13 臺灣總統選舉
 1/15 達沃斯世界經濟論壇(WEF)年會
 1/19 美國臨時撥款法案結束
 1/23 BoJ利率決議
 1/24-25 亞洲金融論壇
 1/25 ECB利率決議
 1/31 FOMC利率決議

2月

2-3月 日本年度工資談判(春鬥)
 2/1 BoE利率決議
 2/16-18 慕尼黑安全會議
 2/25-29 APEC峰會
 2/26-29 世界行動通訊大會(MWC)

3月

3月初 中國兩會開幕
 3/7 ECB利率決議
 3/17 俄羅斯總統選舉
 3/19 BoJ利率決議
 3/20 FOMC利率決議
 3/21 BoE利率決議
 3/26-29 博鰲亞洲論壇

4月

4-5月 印度人民院選舉
 4/11 ECB利率決議
 4/15-21 IMF春季會議
 4/26 BoJ利率決議

5月

5/1 FOMC利率決議
 5/9 BoE利率決議
 英國國會選舉(預計最快5月)

6月

6/6 ECB利率決議
 6/6-9 歐洲議會選舉
 6/12 FOMC利率決議
 6/13-15 G7領袖峰會
 6/14 BoJ利率決議
 6/20 BoE利率決議
 蘋果全球開發者大會

7/5-7 世界人工智能大會
 7/9-11 北約峰會
 7/18 ECB利率決議
 7/26 巴黎奧運開幕
 7/31 FOMC利率決議
 7/31 BoJ利率決議

7月

8/1 BoE利率決議
 美日韓領袖會議
 Jackson Hole全球央行年會

8月

9/12 ECB利率決議
 9/16 美國總統候選人辯論會(一)
 9/18 FOMC利率決議
 9/19 BoE利率決議
 9/20 BoJ利率決議

9月

10/1 美國總統候選人辯論(二)
 10/9 美國總統候選人辯論(三)
 10/17 ECB利率決議
 10/21-27 IMF秋季會議
 10/31 BoJ利率決議
 中國四中全會

10月

11/5 美國總統選舉
 11/7 BoE利率決議
 11/7 FOMC利率決議
 11/18-19 G20領袖峰會
 11/11-22 COP29峰會

11月

12/12 ECB利率決議
 12/18 FOMC利率決議
 12/19 BoJ利率決議
 12/19 BoE利率決議
 中國中央經濟工作會議

12月

2024年需留意的意外或風險

- ▶ 首重大選與地緣政治風險，任何意外或風險都有可能轉變為下一個投資機會。

各國大選與地緣政治風險

發生機率：中

- ▶ 2024年為重要選舉年，包含美國在內，舉行全國大選的國家多達40國，約佔全球GDP的55%、世界總人口的45%。而隨著拜登支持度創新低，川普可能代表共和黨參選，兩者民調支持度呈現互不相讓的局面，預料兩黨政策受惠股票，也將隨著未來一年民調的變化出現擺盪。
- ▶ 另外，地緣政治風險仍需持續關注，除了中美關係、俄烏戰爭、以哈戰爭外，也需關注中國與菲律賓在南海的爭端、塞爾維亞與科索沃的衝突是否有進一步升級的可能性，並影響到投資商品的績效表現。

極端氣候問題持續

發生機率：中

- ▶ 聯合國世界氣象組織表示，目前聖嬰現象預估將持續至2024年4月，經濟學人也表示，預估2024年將成為史上最熱的一年。
- ▶ 在氣候變遷下，各地氣候異常事件持續發生，除了影響糧食生產外，供應鏈問題也備受關注，像是巴拿馬運河自今年下旬持續遭受乾旱問題，影響船運的通行，波羅的海乾貨指數甚至在2023年11月創下1年半以來新高。
- ▶ 極端氣候對全球政府來說雖是風險，但在投資上卻可能帶來新的機會，若各國政府推出新一波政策因應極端氣候，則政策受惠產業或許能出現投資契機。

央行高利率過久，硬著陸風險升

發生機率：低

- ▶ 2023年各大央行的持續升息，最終並未造成硬著陸，但接下來何時該啟動降息循環，則是對各國央行的另一項考驗。
- ▶ 以美國為例，目前僵固性通膨年增率降幅緩慢，若過早降息，可能會使目前下行的通膨再度復燃；但若降息過晚，除了延長美國政府財政壓力外，更不排除會為經濟帶來硬著陸的風險。
- ▶ 儘管目前各大投資機構認為，經濟軟著陸的機率偏高，但仍需保持審慎的態度應對。



2 2024關鍵投資 BEST

- ▶ **B**ond Picking 選擇好債
- ▶ **E**arning Revise 獲利上修
- ▶ **S**oftware AI 軟體智能
- ▶ **T**erminal Rate 終端利率

2024年最佳投資：選擇好債、獲利上修、軟體智能、終端利率

Bond Picking

利率來到高位，投資級新券較佳

債券息收來到5%上下，相較美股盈餘收益率來的更具吸引力，以投資級高信評的新券最佳

B

2024年關鍵投資

BEST

T

Terminal Rate

終端利率轉折，股債兼備配置

主要國家利率途徑即將轉折，從緊縮轉向降息寬鬆，股債動態配置，度過景氣循環的谷底

Earning Revise

美股企業獲利上修，股市波動放大

估全球企業獲利仍有雙位數成長，景氣放緩，平衡配置防禦型價值股與防禦型成長股，隨著景氣逐步升溫，利率開始下降時，逐步提高成長股的比重

E

S

Software AI

Chat GPT開啟AI應用爆發年

AI基礎硬體建設先行，架構出AI軟體發展舞台，終端應用與中間雲端服務商，在2024年持續受惠高成長

複利投資

槓鈴策略

股債平衡

另類資產

ETF策略

資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

選擇好債

景氣下行與降息預期升，優質投資級企業債為首選

- ▶ 2023年以來，美國就業成長有所放緩，經濟活動已出現降溫，但保持韌性，市場預估明年美國經濟成長將呈先下後上的經濟軟著陸。檢視過往經濟下行時期，信用債利差多處擴大階段。考量美國聯邦基金利率2024年存在降息空間，以大型龍頭企業債為主的投資等級債為首選。
- ▶ 儘管美國企業財務槓桿率和利息保障倍數有所轉弱，信用惡化主因來自大宗商品相關產業，但企業過去一年已大幅削減股利與減少資本支出，預期企業債信體質仍具韌性，保守的財務操作有益債券投資人。考量2023年截至10月，投資級債信評淨調升量達4,100億美元，且投資級信評淨調升數高於非投資級企業，投資人可留意票息充沛，且展望正向的體質穩健龍頭企業債券，並進行債息再投資，創造穩定現金流。

景氣下行加劇企業債信用風險，信用債利差多走升



美國投資級企業信評調升數優於非投資級債



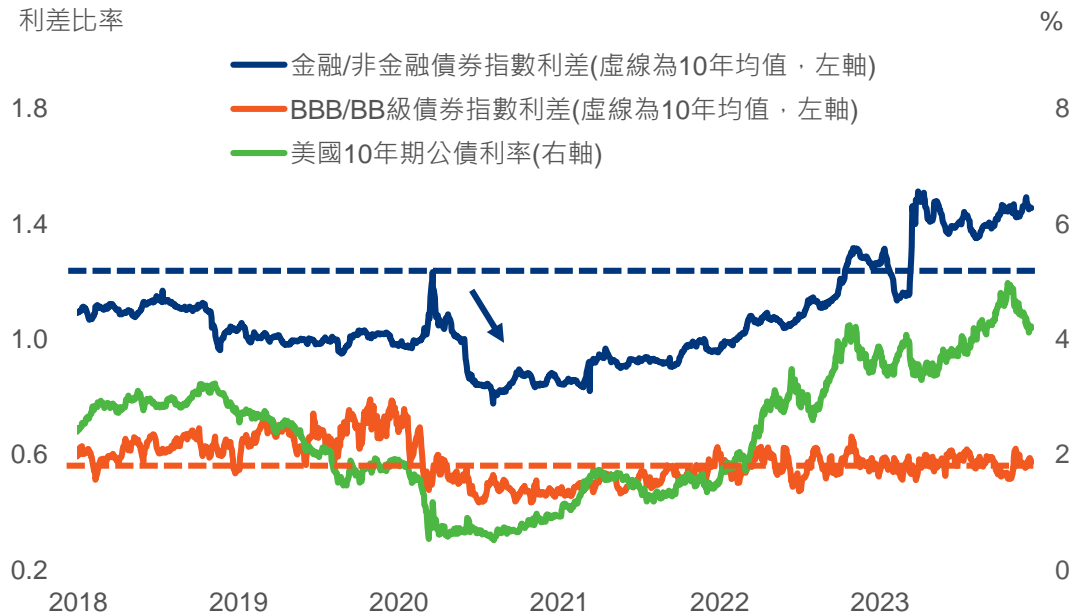
資料來源：Bloomberg

選擇好債

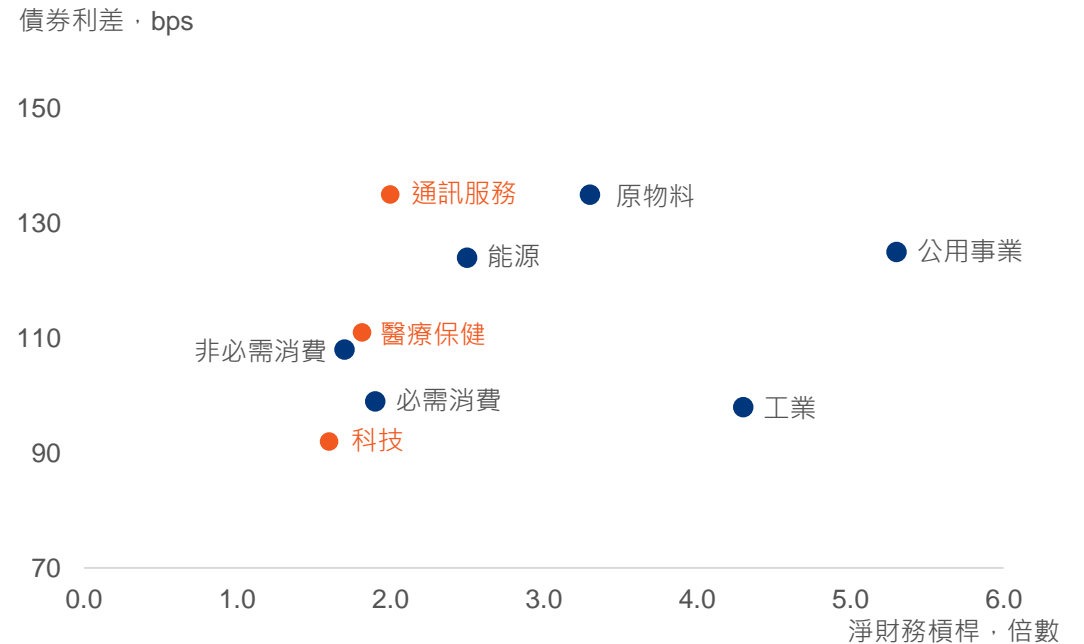
經濟有望軟著陸，聚焦評價具吸引力與債信改善者

- ▶ 檢視美國非投資級債利差評價：(1)當前金融/非金融債利差比率明顯高於長期平均水準，過往於利率下行階段，金融債利差表現相對優於非金融債，(2)投資級的BBB級與非投資等級的BB級間利率比率，非投資級債利差吸引力相對較低。考量美國通膨緩降、經濟成長有望軟著陸，市場延續「金髮女孩」的經濟預估情境，疊加聯準會貨幣政策2024年即將轉向，有利於投資級債未來表現。
- ▶ 從企業債信體質來看，美國大型科技企業手上現金充沛，平均淨財務槓桿僅1.6倍為各產業中最低，等同僅需不到2年的企業獲利期間即可清償債務，明年企業獲利有望持續回溫，可適時把握鎖利機會，聚焦金融、醫療保健、通訊服務，與獲利具成長動能的科技投資級企業債。

利率下行時期，美國金融債利差表現相對具優勢



美國醫療保健、通訊、科技等產業投資級債最佳



資料來源：Bloomberg

標普500成分股4種風格，著眼不同經濟狀況做布局

按成長性、評價面與營收穩定性來區分為4種風格

▶ 成長 V.S 價值

成長性：按營收近5年複合成長率高低，越右邊的企業成長特性越明顯

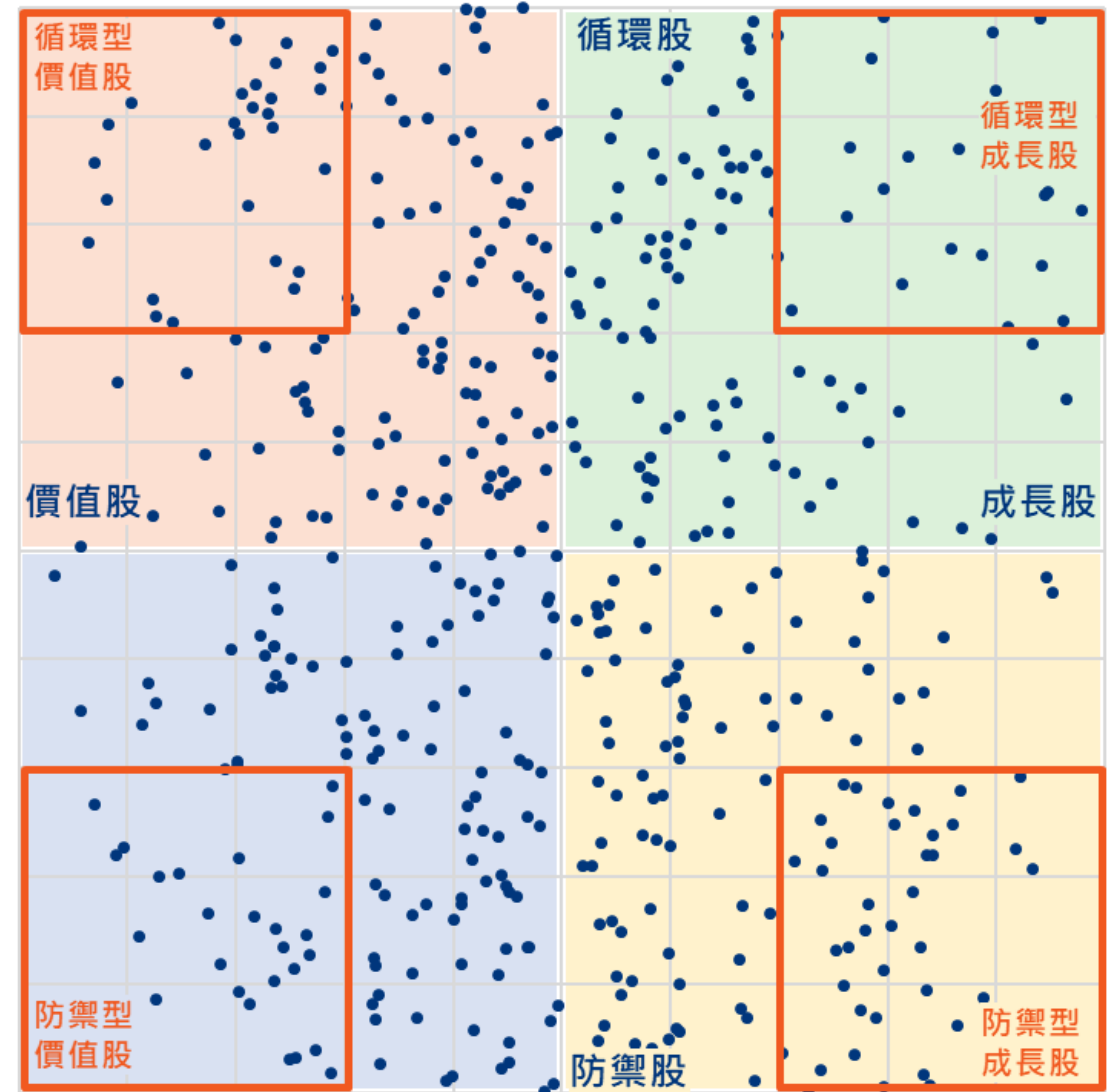
評價面：接近5年評價面高低，越左邊價值特性越明顯

▶ 防禦 V.S 循環

穩定性：按營收近40季年增率的標準差來判斷企業營運穩定性，越上方循環特性越明顯(營收波動越大)

評價面：接近5年評價面高低，越左邊價值特性越明顯

主要將標普500成分股區分為循環型成長股、循環型價值股、防禦型價值股、防禦型成長股(如圖中4個象限)，分別代表不同投資風格，並取各象限中分類相對明顯(紅框處)且有足夠期間的財務、評價數據個股，統計各群組在不同經濟數據下的報酬表現。



獲利上修

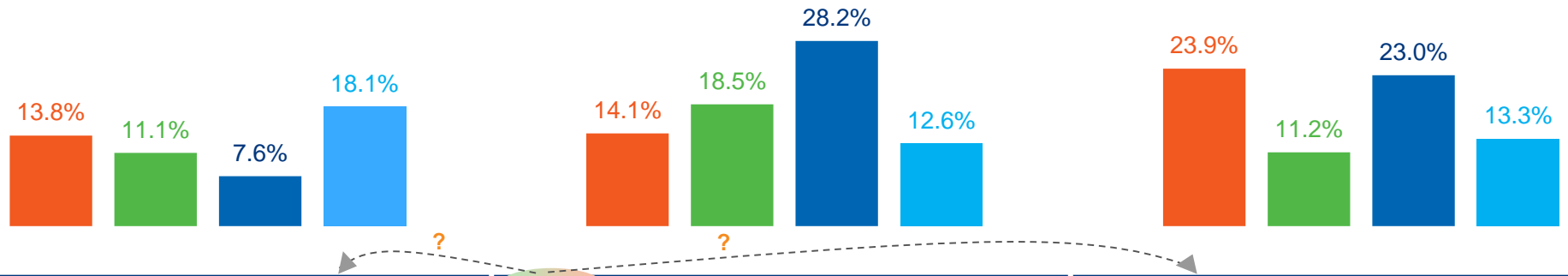
景氣軟著陸布局防禦型價值股，景氣走升漸布成長股

- ▶ 2023年多數成熟市場經濟都較前兩年有所放緩，而預期2024年全球經濟製造業復甦、服務業下行將是觀察重點。美國最早開始出現製造業觸底回升，且有機會持續回溫，然而2023年中服務業有所下行，後續下行的速度為經濟陷入衰退或是軟著陸的關鍵因素。
- ▶ 投資風格的部份，可發現過往在景氣放緩時，防禦型價值股表現較佳，而在經濟逐漸轉佳時，防禦型成長股表現出色，在景氣溫和擴張且為低利的環境時，成長股(循環型成長股 / 防禦型成長股)表現有高度一致性。因此2024年第一季景氣可能放緩下，平衡配置防禦型價值股與防禦型成長股，而隨著景氣逐步升溫且利率開始下降時，逐步提高成長股的比重。

景氣不佳時防禦型價值股表現最好，而景氣反彈或進入擴張期，表現較佳為循環股、成長股

美國標普500成分股4種風格在過往不同期間的年化報酬率，%

■ 循環成長 ■ 循環價值 ■ 防禦成長 ■ 防禦價值



景氣狀況	景氣放緩，降息環境	Now	經濟佳，升息環境	類似金髮女孩經濟，低利環境
時間起迄	1999/12/30 ~ 2001/12/30		2003/12/30 ~ 2007/06/30	2010/09/30 ~ 2019/12/30
實質GDP年增率	4.8% ↘ 0.2% 自相對高點下降至零值邊緣		4.3% ↘ 1.9% 自相對高點緩步下降	平均2.39% (大多在1.5%~3.5%區間)
10年美公債殖利率	6.44% ↘ 5.0%		4.2% ↗ 5.0%	平均2.32% (大多在1.5%~3.0%區間)
較佳風格	防禦型價值		防禦型成長	循環型成長 防禦型成長 (成長股)

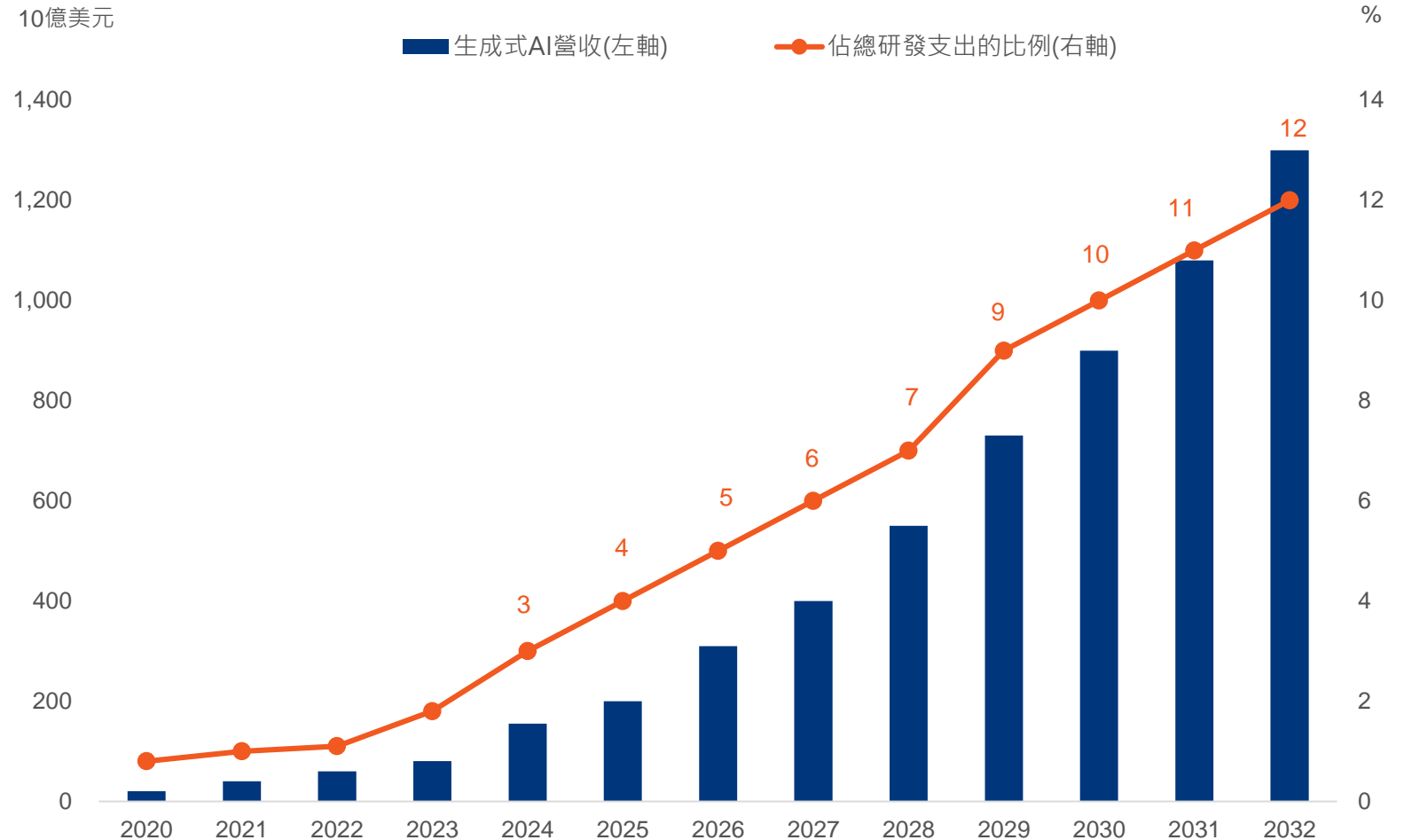
資料來源：Bloomberg · 2023年11月15日

軟體產業受惠生成式AI萌芽往茁壯邁步

- ▶ Gartner預估AI產業潛在市場規模TAM (Total Addressable Market) · 到2032年可以達到1.3兆美金。以目前2023年，企業生成式AI相關的軟硬體應用滲透率仍低於5%，但預估到2026年將可達80%。滲透率提高帶來企業對相關的研發需要更加投入，預期到2032年時，企業研發支出比例中，有超過12%是投入在AI相關軟硬體的應用。
- ▶ 2023年受惠AI應用發展前，硬體設備先行，主要營收爆發來自以Nvidia為首的硬體相關，在AI基礎層上提供強勁的運算晶片，讓AI負擔大量資料處理，需求反應在強勁的財報表現上。展望明年，隨著設備從雲端轉向邊緣與個人裝置，AI軟體將有更多應用，而市場開發在商業應用上，軟體淨利率多數高於硬體，並持續帶動AI產業鏈發展。

資料來源：凱基證券

2032年市場規模超過1.3兆美金，代表未來10年複合年成長率達42%



軟體終端應用百花齊放，中游雲端服務商持續有競爭優勢

Gen AI架構三層應用，底端基礎模型，中間推理運算與參數調整，最上終端應用

- ▶ AI在軟體產業分成三部分，基礎層、中間與應用層。基礎層就是透過深度學習、訓練後產生的模型，可處理包括文字、圖像、影像、音訊、3D與開源軟體等訊息，其中Intel與Nvidia為前端晶片的主要提供商。
- ▶ 中間層則需要提供大量的算力，來處理數據與進行推論和決策，目前要處理複雜繁重的AI運算，還是需要雲端數據中心來處理，市場份額被前幾大巨頭給佔據，微軟目前佔據領先地位，但Google、亞馬遜等大型雲端服務商緊追在後。
- ▶ 應用層包括開發者工具、App製作、生產力監控等應用層面軟體，屬於百家爭鳴。由於各家企業的市占率佔終端應用的潛在市場份額仍低，相關上市公司的成長性強，但也隨時有被超越的風險，波動度較大。

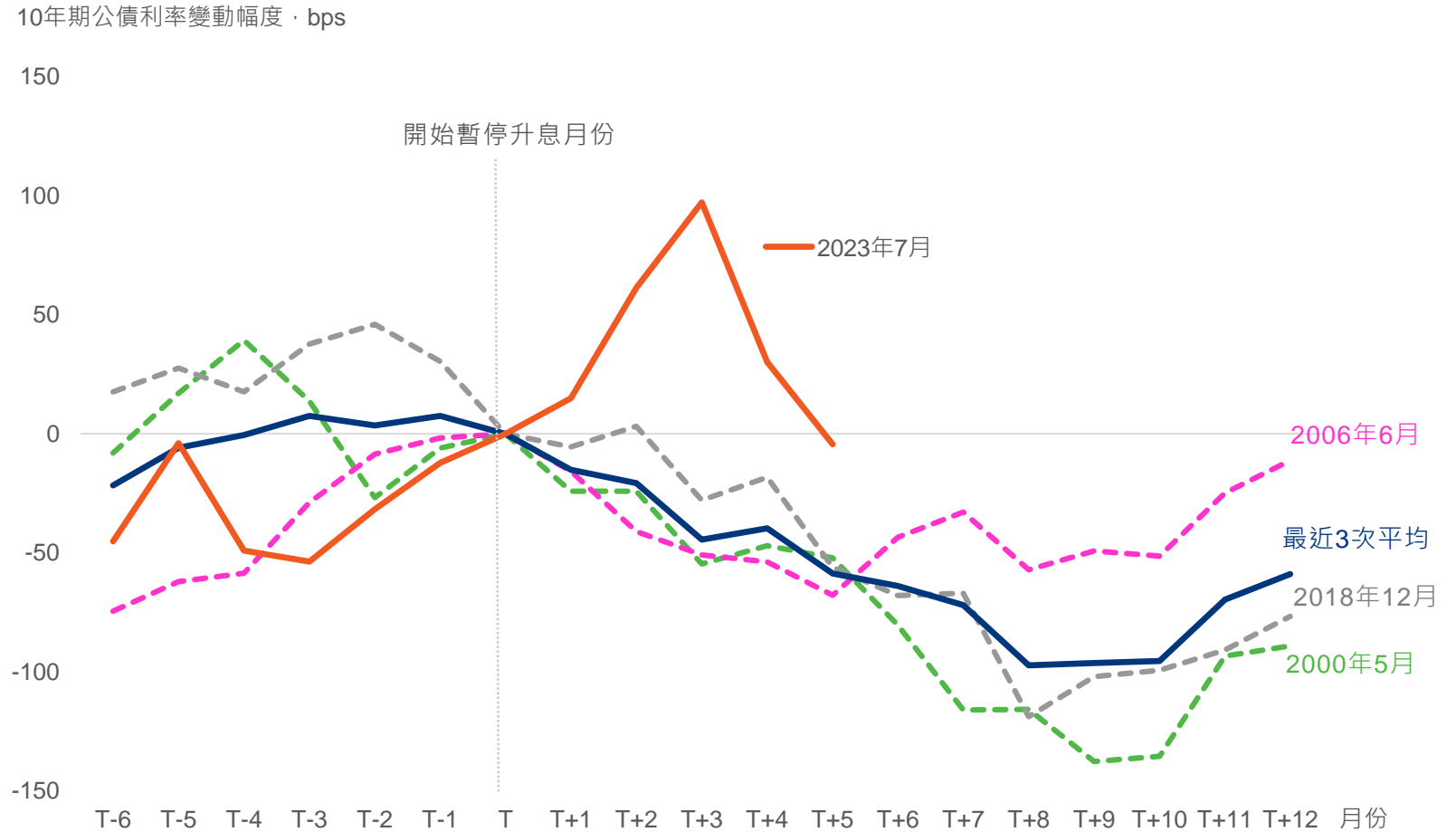


資料來源：凱基證券整理

美國暫停升息後、降息前，公債利率已自高點向下滑落

- ▶ 如果觀察2000年以後，聯準會最近3次的升息循環，從停止升息時月份開始算起，美國10年期公債殖利率已經開始自高點向下滑落，到降息前，平均3次的10年期公債殖利率下降約96個基點，平均下降期間約10個月，視每次升息幅度不同而定，升息的越高，則越有下降的空間。
- ▶ 此次升息循環，是自1980年以來，在最短時間內，將基準利率調升至最高幅度。從2022年2月迄今，已調升超過500個基點，未來可以調降的空間甚鉅。美國通膨已從2022年6月最高9%，大幅下降至2023年11月3.1%，因次預期本次10年期公債殖利率降幅，將超過過去平均值。目前預估10年期公債殖利率區間低點為3.5%，2024年可持續增持債券部位，不論高配息或資本利得，都有獲利空間。

過去幾次Fed暫停升息後，10年期公債殖利率大幅下降

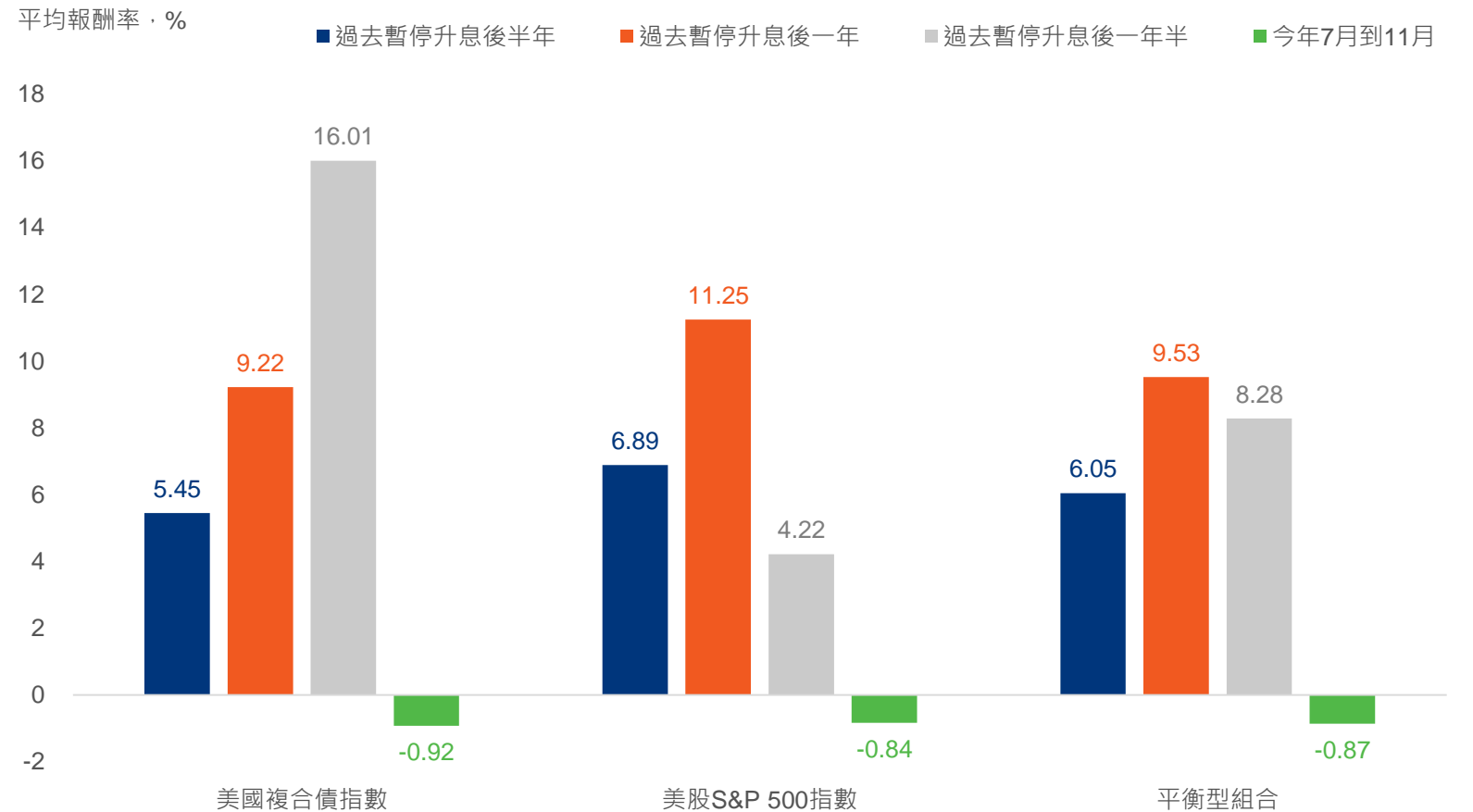


資料來源：Bloomberg，統計時間為2000年5月、2006年6月和2018年12月為標準

終端利率下滑，美國股、債市同步受惠

- ▶ 統計2000年、2006年和2018年3次暫停升息後1年，美股標普500指數平均漲幅約11.3%、美國複合債上漲約9.2%，股債兼具的平衡型組合平均上漲9.5%。時間拉長到升息後1年半，景氣開始因高利率而放緩，甚至進入衰退期間，企業獲利可能下降，美股出現下跌，但平衡型因具有股市和債市的反向變動，保持穩健報酬；目前對於2024年景氣仍存不確定性，建議可以平衡型資產，抵禦景氣多空變化。
- ▶ 暫緩升息後，面對景氣變化，建立穩定性高的核心投組為首要任務。建議參酌投資人風險承受度及偏好，動態調整適合的投資組合，除了股債兼備的平衡型組合表現穩健外，動態調整股市風格，景氣不佳時，以防禦價值股為主，而後增加成長股部位，最後調整為循環股。

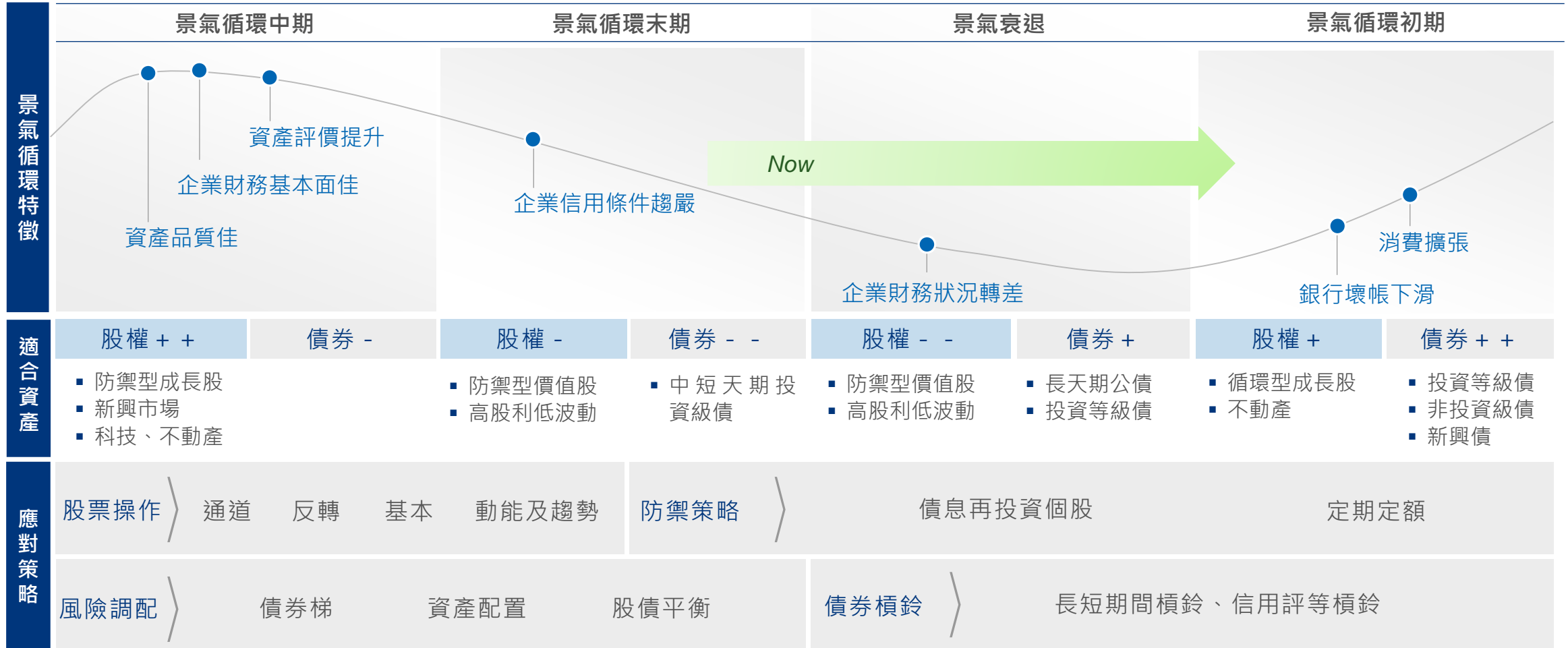
暫緩升息後，平衡型組合表現穩健，無懼景氣多空




資料來源：Bloomberg，統計時間為2000年5月、2006年6月和2018年12月開始計算。註：平衡型組合成為50%S&P500指數和50%彭博美國複合債指數

依景氣變化與風險承受度，調整投資配置

▶ 股、債搭配，依據景氣變化與風險承受度、偏好，給予適合的投資建議與配置



資料來源：凱基證券整理



3 資產配置

- ▶ 產品策略
- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議

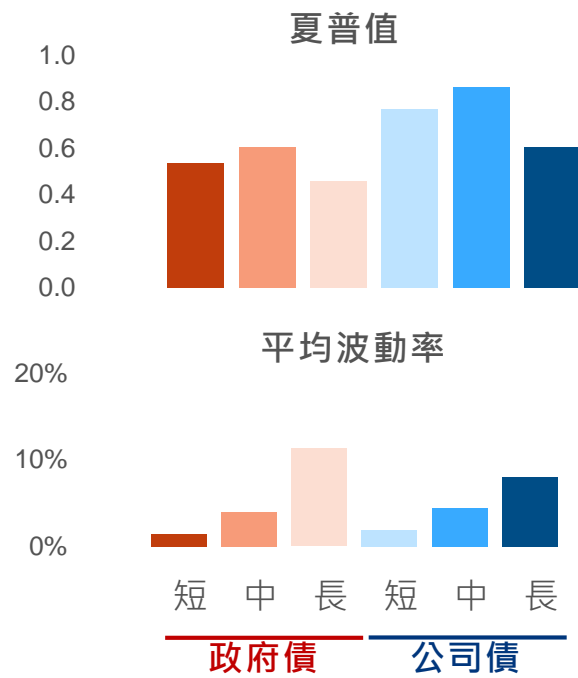
槓鈴策略 – 債券槓鈴搭配，短債鎖利、長債漸布

短天期債鎖高利，長天期債有較大資本利得空間，單筆中天期債效率佳

短債鎖利，重防禦



長債漸布，賺利得



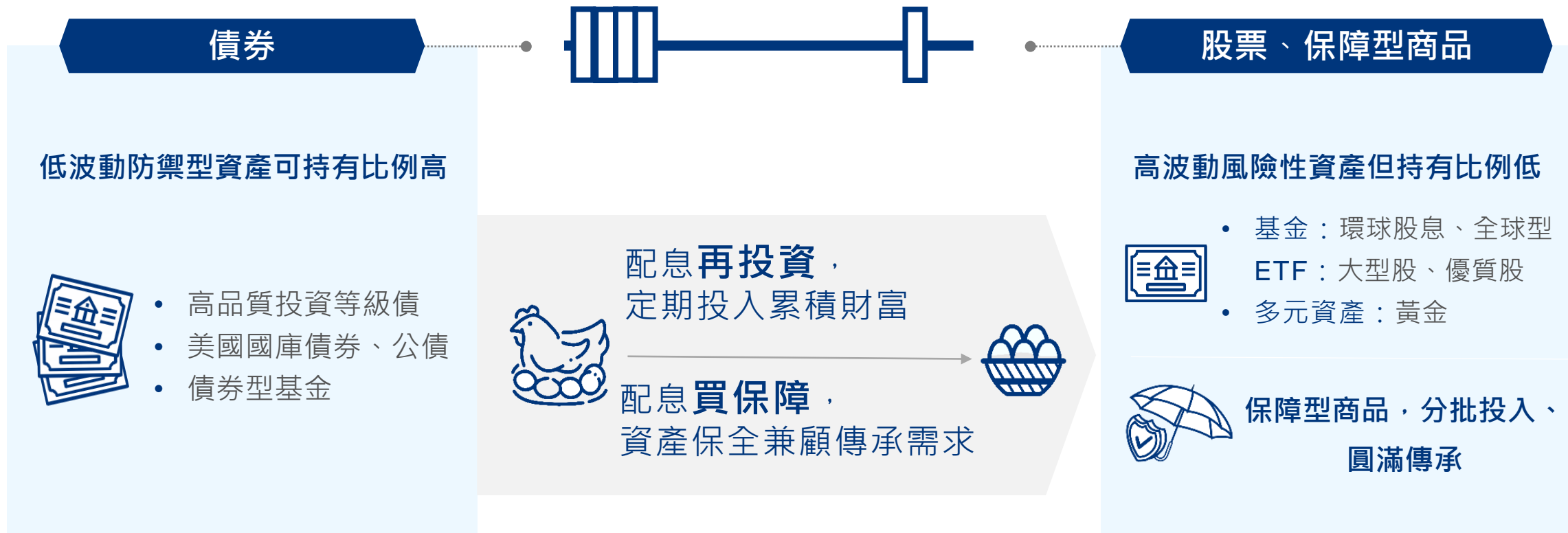
債券採倒金字塔式配置法



資料來源：Bloomberg，左圖資料統計期間為2011年1月1日至2021年12月31日，排除近1~2年波動最大極端值；凱基證券整理

複利投資 – 股債兼備，著重利滾利、再投資

債券配息再投資股票、另類資產甚至保障型商品，固本與創富兩者兼備



資料來源：凱基證券整理

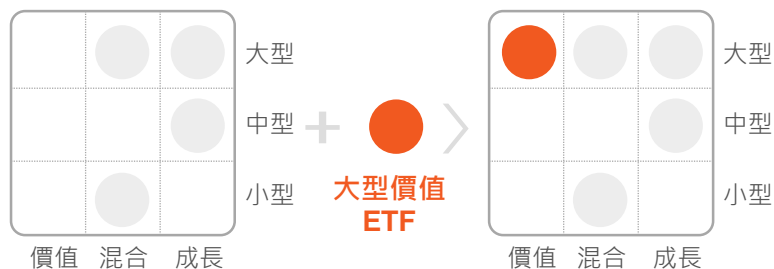
ETF策略 – ETF彈性高、效率佳，市場分化下的絕佳應對

無論交易配置、流動性管理、避險運用，ETF皆能發揮效率優勢，強化整體投組表現

Asset Allocation

風格產業多樣，資產配置效率高

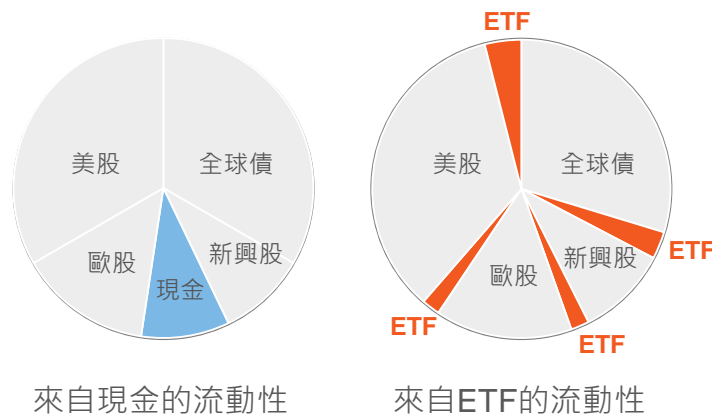
- ETF種類多元，細分各風格、產業、區域，可精準進行策略及戰略配置
- 透過ETF交易特性，可捕捉個別市場交易機會，快速掌握契機



Liquidity Enhancement

善用流動性優勢，增強投組效益

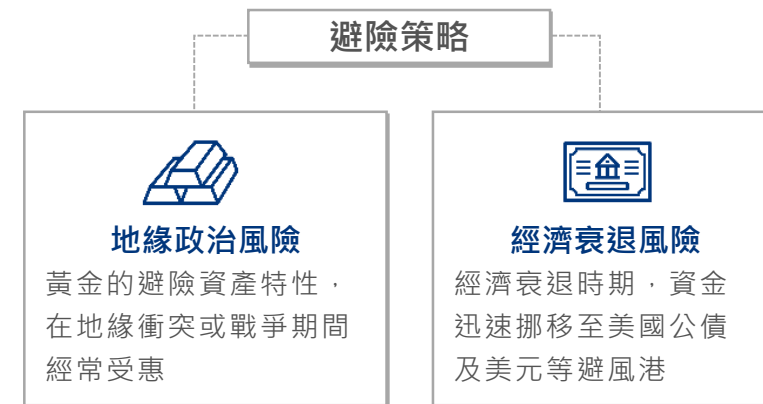
- 以ETF取代部分「為支應流動性所備現金部位」，同時保有資金彈性。
- 投組可趨近完全投資，提高長期潛在收益與投資效率。



Hedging Strategy

低成本、平民化的避險工具

- 避險工具普及化，透過黃金、貴金屬ETF降低地緣政治風險影響。
- 經濟衰退時期，以美國公債及美元指數ETF減輕風險性資產波動。



另類資產 – 結構型商品抵禦多空震盪，加入商品更抗通膨

量化投資策略指數(QIS)，在不確定環境下進行資產增值，更可透過結構型商品架構，達到保本效果

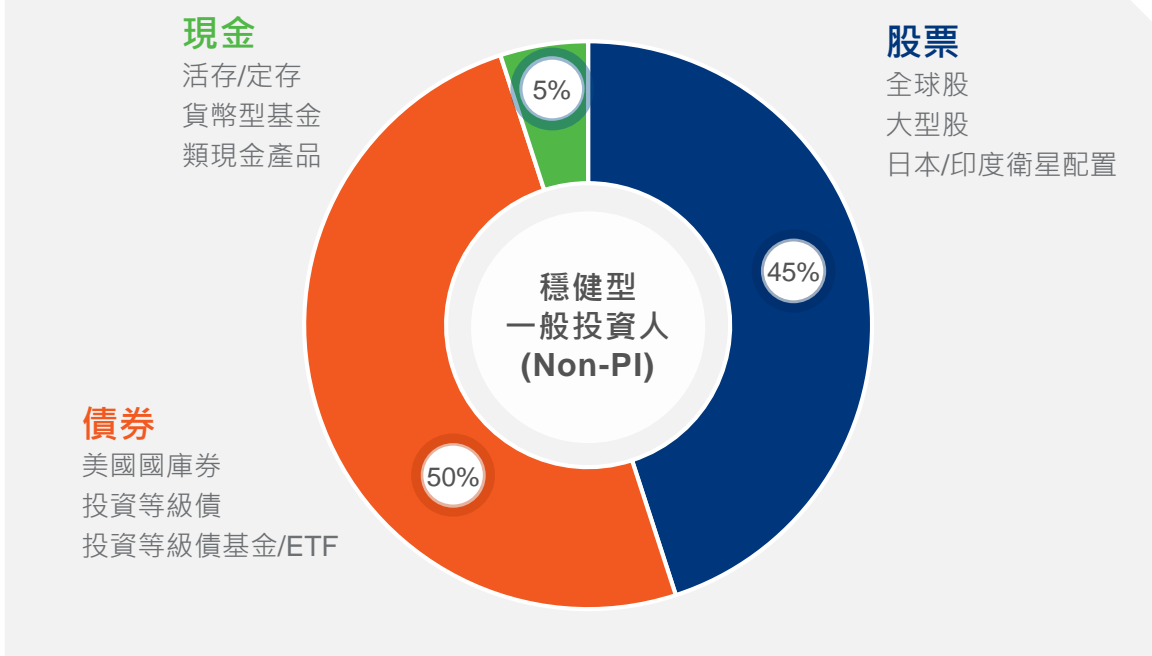


資料來源：凱基證券整理

投組配置 – 2024年股債兼備，延續23年底股債上揚的樂觀氛圍

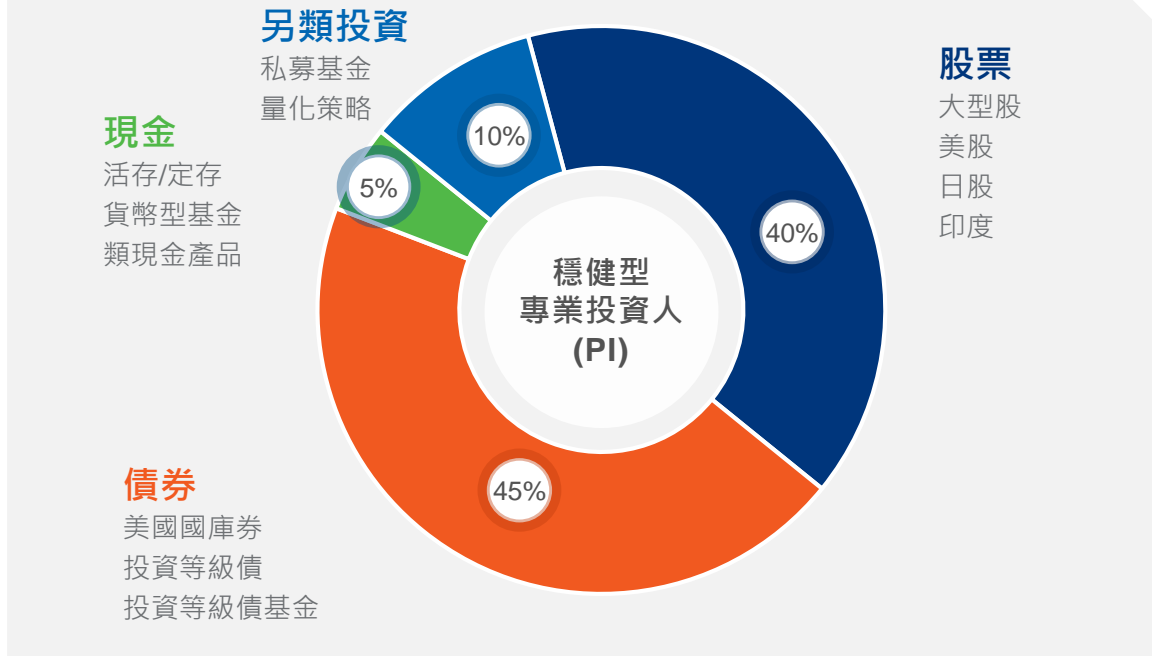
- ▶ 聯準會貨幣政策可能轉向寬鬆，2023年年底股債齊揚；2024年建議保持穩健操作，股債同時兼備，景氣放緩階段，債券比重稍高於股，把握公債、投資級債高息鎖利時機，同時先以防禦型價值股及成長股並重，下半年增加成長股比例。
- ▶ 2024年全球進入降息循環，將帶動短期利率快速下降，建議重新檢視並調整現金部位比重，規劃分批投入優質股債資產，降低現金部位再投資風險，並掌握風險性資產未來潛在報酬。

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50%、債券45%、現金5%

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35%、債券45%、現金10%、另類10%；積極型配置：股票45%、債券40%、現金0%、另類15%

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批布建投資部位

- ◆ 增持中短天期債，逢利率彈升分批布局長天期債券鎖利，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 既有部位風險降階

- ◆ 可調整至平衡型基金或投等債，降低波動並享穩定息收。

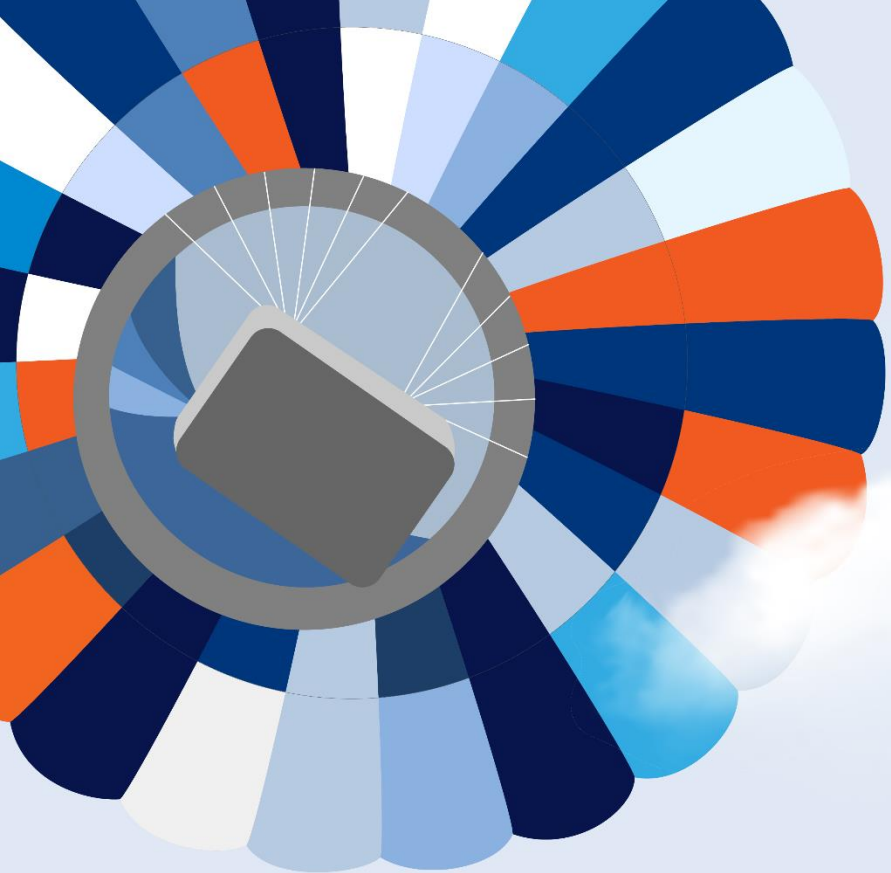


1 增持降波動資產

- ◆ 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持有到期，或投等債，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

2 調降風險資產部位

- ◆ 調降非投等債、新興市場債，逢反彈減持基本面不佳中小型股，檢視單一個股持股比重，降低整體風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型基金，或投等債調整股債比



附件

- ▶ 2024年主要投行展望與預估
- ▶ 2023年市場回顧
- ▶ 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

2024年主要投資銀行展望

經濟

股市/債市

商品

匯率

美國銀行 Bank of America

預計全球經濟增速為2.8%，通膨將持續下行，利率最終將傳導至實體經濟，並帶動失業率開始上升，不排除存在硬著陸風險。

- 標普500指數2024年底目標5,000，主因儘管GDP放緩，但在企業優化成本結構下，已見EPS開始回升。
- 債券方面，若是硬著陸風險一旦高於預期，債券表現可能更佳。
- 隨中國經濟穩定，美元走軟，預計新興市場回報將有不錯表現。

- 預計OPEC+於2024年將持續減產，預計布蘭特原油均價落在90美元/桶
- 在央行有機會降息下，可望提振黃金及工業金屬價格表現。

- 預計聯準會最快在6月啟動降息，美元看法相對悲觀：
- 歐元兌美元匯價預估至1.15
 - 美元兌日圓匯價預估至142
 - 美元兌人民幣匯價預估至7.02

巴克萊銀行 Barclays

美歐失業率將上升，升息週期將會結束，主要央行將開始緩慢降息，2024年全球經濟成長雖放緩，但應該是經濟週期的低谷，顯示全球景氣十分具韌性。

2024年股優於債，股市將受益於景氣循環底部翻揚，預期大型優於小型股、價值優於成長股，並看好服務導向的非必需消費與評價具吸引力的能源股。悲觀的經濟成長預期存在上修機會，當前殖利率已多反映未來的大幅降息空間，投資人在美國長天期公債中未得到足夠期間溢酬。考量經濟具韌性，信用債相對看好金融債與信評BBB級的潛在升評企業。

鑒於中國需求強於預期與美國能源商探鑽活動的下降尚未反映於產能上，預估2024年布倫特油價為每桶93美元。

全球通膨緊縮加劇以及美國和主要成熟國家貨幣政策出現分歧，預期2024年第二季後美元朝下行發展，具高息吸引力的新興市場貨幣存在升值機會。

法國巴黎銀行 BNP Paribas

通膨持續下行，足以讓多數主要國家的央行啟動降息，降低經濟硬著陸風險，預期2024年下半年全球景氣將呈現溫和復甦態勢。

儘管央行有望降息，美股因市場預期過於樂觀而有下行風險，歐股評價則多已反映經濟衰退，相比之下，日股因再通膨與公司治理改革有上漲空間，並預期產業中以金融和科技有較大的上行機會。即將到來的大額債務到期潮與降評風險，可能導致利差擴大不利信用債市，預期信用債2024年區間波動，新興市場債表現將優於大盤。

預計2024年能源價格將持續波動，基本金屬在美元下行驅動而有走升機會，金價有望進一步創新高。

因歐洲經濟轉佳和歐洲央行較少的降息空間，預期2024第二季後美元偏弱，匯市波動將保持在低位。

資料來源：Bank of America · Barclays · BNP Paribas · 凱基證券整理

2024年主要投資銀行展望(續)

經濟

股市/債市

商品

匯率

花旗銀行 Citi

預計2024年全球經濟增長將放緩至1.9%，經濟軟著陸預期有所提升，通膨雖放緩但尚未到能夠樂觀的地步，預期明年各國央行將持續實施相對緊縮的貨幣政策。

美債殖利率升至20年高點下，除科技產業外，其他股票估值及債券吸引力正在增加：

- 標普500 2024年底目標5,100
- 預期股權部位比重隨時間提高(包含中小型股)
- 地緣政治風險對金融市場衝擊有限
- 投資級債預估報酬5.4%
- 非投資級債預估報酬7.9%

商品價格走勢預估表現分化，2024年仍較為看好黃金與白銀，預計金價2024年全年均價落在2,050美元附近，主要反映經濟下行及地緣政治風險所帶來的需求，以及實質利率下滑。布蘭特原油均價則由2023年的82美元/桶下滑至74美元/桶。

預計年初中國及製造業復甦將為美元帶來壓力，全年美元先弱後強：

- 美元預估目標107.25
- 歐元兌美元匯價預估至1.02
- 美元兌日圓匯價預估至135
- 美元兌人民幣匯價預估至7.25

高盛 Goldman Sachs

2024年基於強勁的家計收入增長、貨幣與財政政策雖對經濟造成壓力，但影響最大的時期已過，製造業活動底部復甦，及央行在經濟放緩時的預防性降息，使全球經濟將呈軟著陸，僅有15%可能陷入衰退。預估美國明年GDP年增率為2.1%，核心通膨年增率年底可達2.5-2%。

標普500指數2024年底目標5,100，較11月公布的4,700上調近9%。強調1.在景氣週期末段，持有優質股票。2.在穩定增長和利率的環境下，持有高ROIC的成長型股票。3.鑒於衰退風險較低，看好被低估的週期性股票。美國10年公債利率先升後降，2024年第一季為4.75%，年底為4.55%。債券部位可抵禦景氣衰退，且回報率高於現金。

2024年看好能源與黃金，但油價因沙特和美國頁岩油產出限制大漲空間。預估西德州油價從目前每桶71美元緩步走升，到年中為88美元/桶，明年底為89美元/桶。黃金年底上漲至每盎司2,050美元。鐵礦砂先升後降，銅價將從8,112美元，持續上漲至2024年底10,000美元。

2024年待美國降息後，下半年美元漸弱。

- 美元預估報酬 1%
- 歐元兌美元匯價預估至1.10
- 美元兌日圓匯價預估至150
- 美元兌人民幣匯價預估至7.15

匯豐銀行 HSBC

高利率、低流動性和強勢美元所形塑的全球環境不利於景氣與通膨改善，對新興市場亦構成嚴峻挑戰。

考量2024年景氣前景未過度樂觀，經濟軟著陸預期支持股優於債看法，股市以加碼美國和新興市場槓鈴策略為主，看好循環性產業並適度增持防禦類股，產業以科技與非必需消費為首選。

實質利率高於長期經濟成長率平均水準，美國公債具投資價值，儘管升息推升信用債殖利率，但利差水準偏低，美國與亞洲投資級債維持中性看法，相對看好歐洲投資級債。

中東衝突雖增加地緣政治風險，但對基本面的影響有限，沙國減產讓供需缺口仍存，為油價提供一定程度支撐。地緣政治風險對黃金起一定程度支撐作用，與氣候變遷影響所引發避險買盤，有利金價2024年維持在高位。

預期全球經濟成長疲軟與美國高利率的推動下，2024年美元仍保持強勢，同時削弱新興市場景氣復甦態勢與當地貨幣反彈動能。

資料來源：Citi、Goldman Sachs、HSBC、凱基證券整理

2024年主要投資銀行展望(續)

經濟

股市/債市

商品

匯率

摩根大通 J.P. Morgan

預估全球2024年景氣較2023年微幅下行但仍有2%的擴張水平，美國景氣則有較高程度的放緩可能。全球仍面臨資金緊縮、地緣衝突風險，且2024年有較多國家(包括美國)進行選舉，可能導致原物料價格震盪與利率政策調整，因此預估2024年市場波動將較2023年高。

2024企業營收成長將決定於是否有較低廉的貸款成本，預估2024年標普500指數EPS年增2%至\$225，低於市場平均預估的年增8%至\$245，股市有下行風險。資產類別、風格和類股部分，建議布局債券、具有較佳收益的公用事業類股，以及具有防禦特性的必需消費類股(如醫療健護)。此外，若地緣衝突升高則可投資具有評價吸引力的能源股。

預估至2024年底，西德州原油將緩步走升至每桶83美元，OPEC產能預計將持平在2023年水平。

預估2024上半年美元仍偏強，預估最快要第三季之後聯準會才會啟動第一次降息，屆時美元才會走弱。

摩根士丹利 Morgan Stanley

預估2024年已開發市場的成長將普遍疲軟，通膨率應會持續下降。其中美國更久的高利率、勞動市場降溫將使經濟和消費支出放緩；歐元區則在通膨下降和就業富有彈性的推動下，經濟成長應可加速。而新興市場的成長則是喜憂參半。

2024年加碼核心固定收益，包括政府債、機構抵押貸款支持債和投資級債，因為高品質債繼續提供有吸引力的收益率。股票部分，建議持有美股並加碼日本，同時減持新興市場股。產業部分看好美國醫療保健、工業產業表現。

預計2024年石油價格將相對平穩，地緣政治風險仍高，黃金似乎有被高估，整體而言建議減持大宗商品。僅基本金屬中的銅可能受中國需求轉強帶動而有機會表現。

預估美元指數將走弱，預計2024年第一季為98，並震盪至第四季的100左右。

瑞士銀行 UBS

2024年全球經濟成長率將由2023年的3.1%降至2.6%，主要來自於美國和中國降溫。美國經濟成長率由2023年的2.4%降至1.1%，中國由5.2%至2024年為4.4%，貨幣緊縮使全球信貸需求與企業利潤下滑。美國通膨由2023年的4.2%降至2.7%。

預期2024年股票波動性相對於債券波動將上升。標普500指數年底目標價為4,600，股票報酬率可能低於固定收益。其中，景氣循環股、歐股表現落後，亞洲科技股則有機會較佳。新興市場相對看好中國、印度和半導體行業比重高的市場。
對利率預期下降，估計美國10年期公債收益率到2024年12月為3.6%。經濟增長疲弱，但獲利成長和美債利率下滑，對股市有所支撐。

2024年商品將維持低至中雙位數的報酬。成熟國家明年上半年經濟放緩，但中國致力於提振經濟和低庫存，支撐油價，相對看好，布蘭特原油價格預計將保持在90-100美元/桶的區間。黃金是具價值的投資組合對沖工具，預期2024年金價將到2,200美元/盎司。

美國的經濟具韌性，美元在未來幾個月高位有撐。2024年第二季以後，美國經濟放緩，將使得美元略微走弱。相對看好澳幣，因為澳洲央行仍在對抗通膨，甚至可能再度升息，或至少將利率維持在高點。美日利差收窄，持續看好日圓往140靠攏，甚至2024年底有機會到130兌美元。

資料來源：J.P. Morgan、Morgan Stanley、UBS、凱基證券整理

2024年主要投資銀行預估

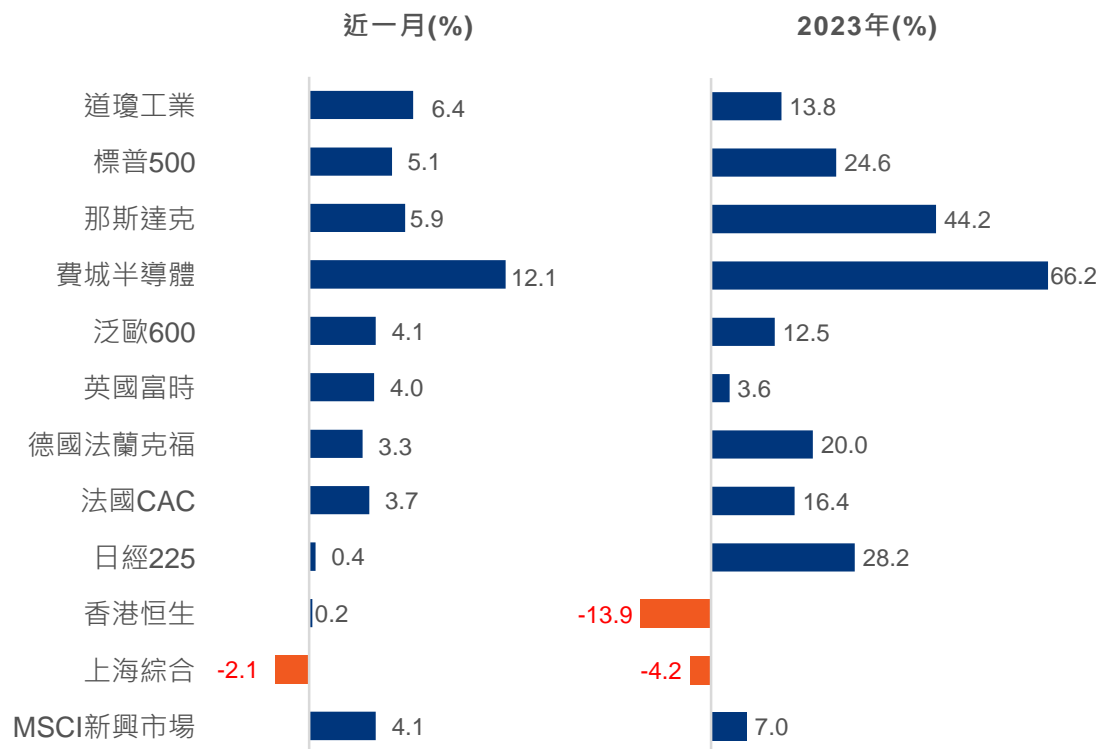
	2024年GDP成長率(%)				2024年CPI年增率(%)			2024年底目標	
	全球	美國	歐元區	中國	美國	歐元區	中國	標普500指數	美國10年期公債殖利率
美國銀行	2.8	1.4	0.5	4.8	2.8	2.7	1.4	5,000	4.25%
巴克萊銀行	2.6	1.2	0.3	4.4	2.7	2.7	1.2	4,800	4.25%
法國巴黎銀行	-	0.9	0.6	4.5	2.6	2.2	1.5	4,300	3.95%
花旗銀行	1.9	1.1	-0.2	4.6	2.6	2.3	1.5	5,100	4.30%
高盛	2.6	2.1	0.9	4.8	2.3	2.7	1.3	5,100	4.55%
匯豐銀行	2.3	1.4	0.5	4.6	3.3	3.0	1.6	4,000	3.00%
摩根大通	2.6	1.6	0.4	4.9	2.5	2.1	1.3	4,200	3.75%
摩根士丹利	2.7	1.9	0.5	4.2	2.1	2.2	1.1	4,383	3.95%
瑞士銀行	2.6	1.1	0.6	4.4	2.7	2.4	1.2	4,600	3.60%

資料來源：各家投行、券商，凱基證券整理

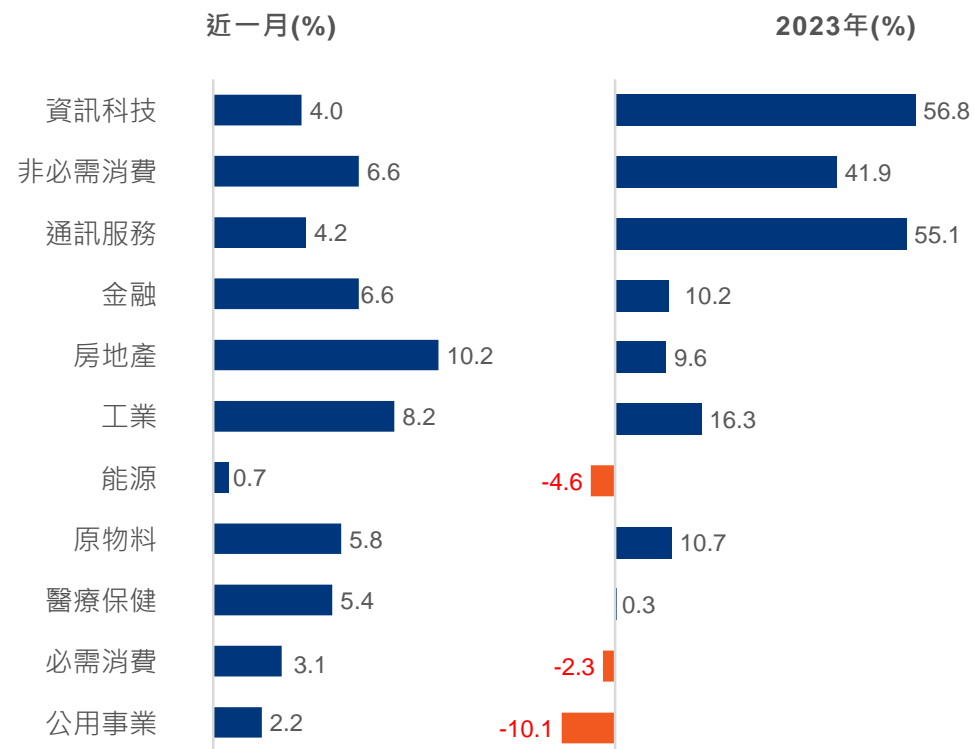
2023年市場表現回顧 – 股票

- ▶ 回顧2023全年，美國通膨持續下降且部分經濟數據有放緩跡象，市場對降息有所期待，而聯準會亦於2023年12月的會議釋出已開始討論降息的訊號，主要市場全年普遍有雙位數表現，除陸港股因經濟逆境而表現落後。
- ▶ 類股表現以資訊科技、非必需消費及通訊為最佳，顯示市場風險趨避程度下降，資金轉往較高風險資產進駐。

各地區指數表現



各產業指數表現

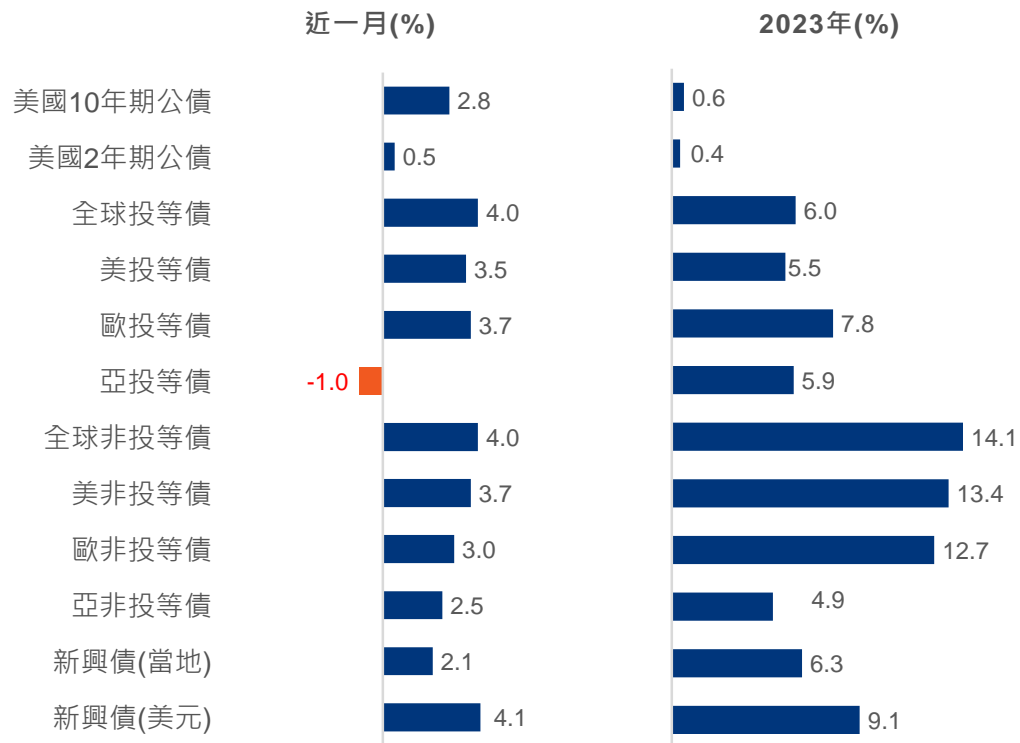


資料來源：Bloomberg · 2023年12月28日

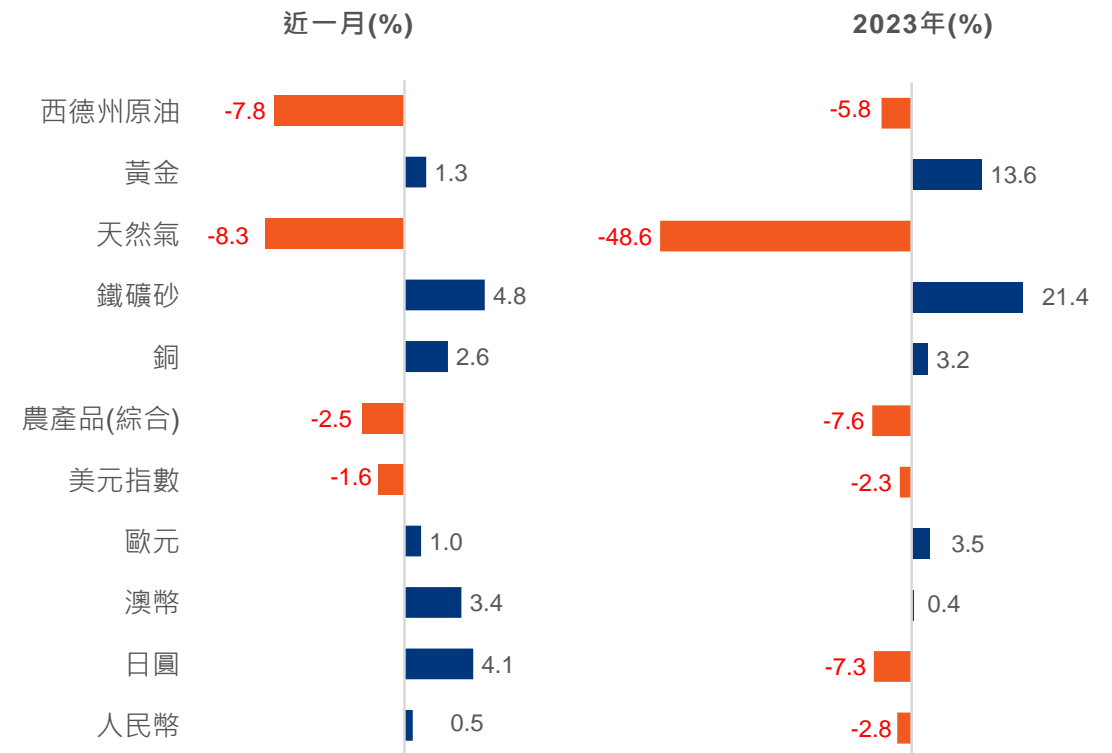
2023年市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 美國公債殖利率2023上半年震盪表現，並於第三季底創高後快速回落，全年債券表現倒吃甘蔗。主要受惠美、歐通膨降溫使市場認為此波升息循環已達終點。非投資等級債反彈幅度最大，投資等級債及新興債次之，美國公債表現相對落後，但已收復年初以來的所有跌幅。
- ▶ 能源、農產品相關商品全年震盪且波動大，黃金則穩步盤堅創高，美元指數走弱，非美貨幣年底有所反彈。

各類債券表現



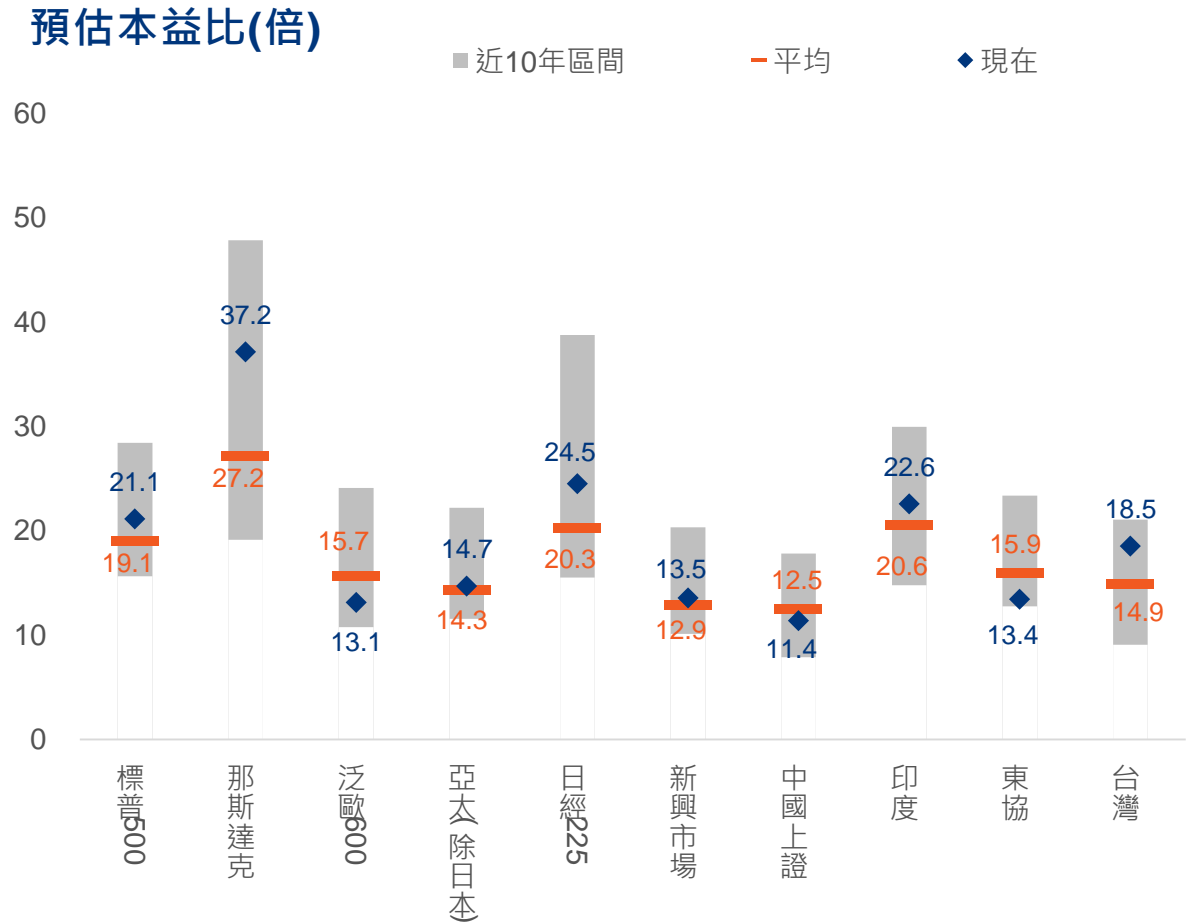
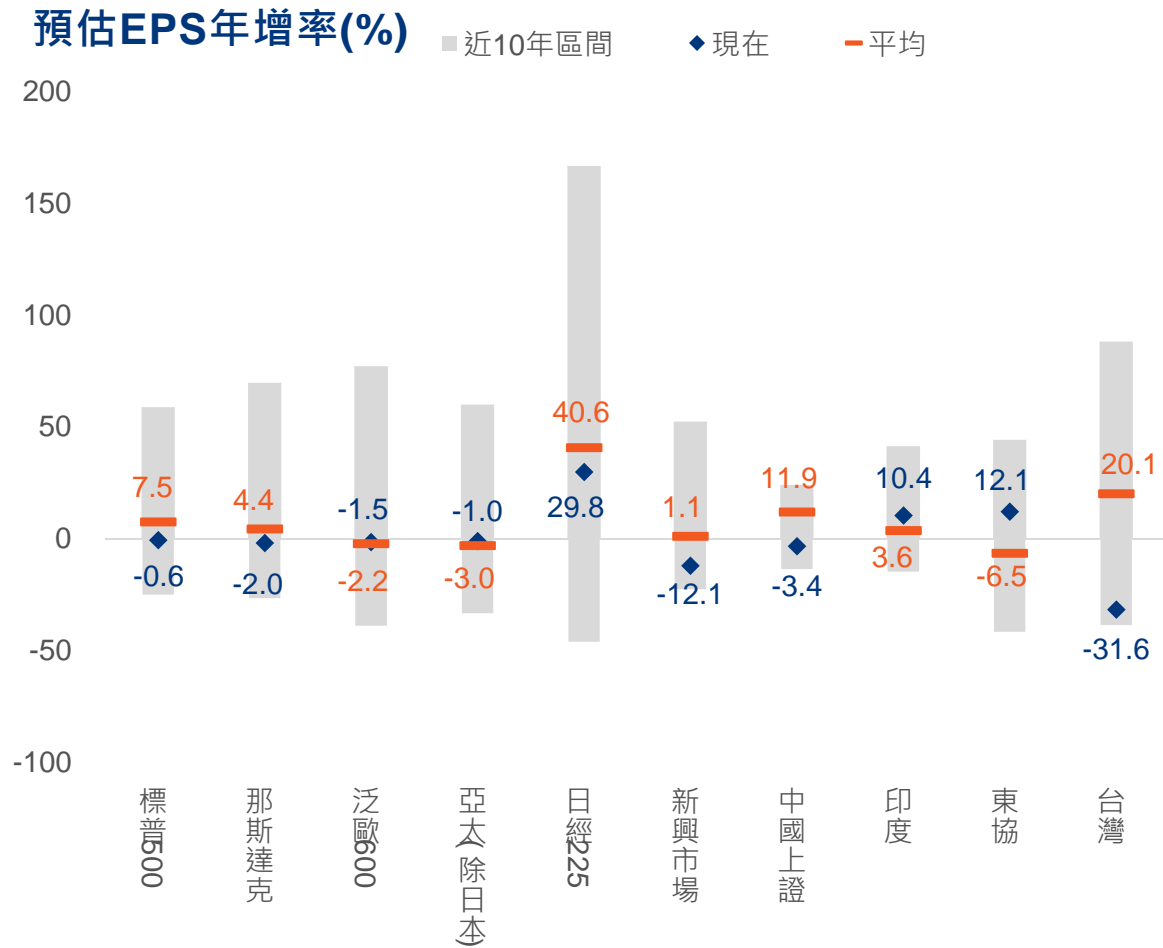
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2023年12月28日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

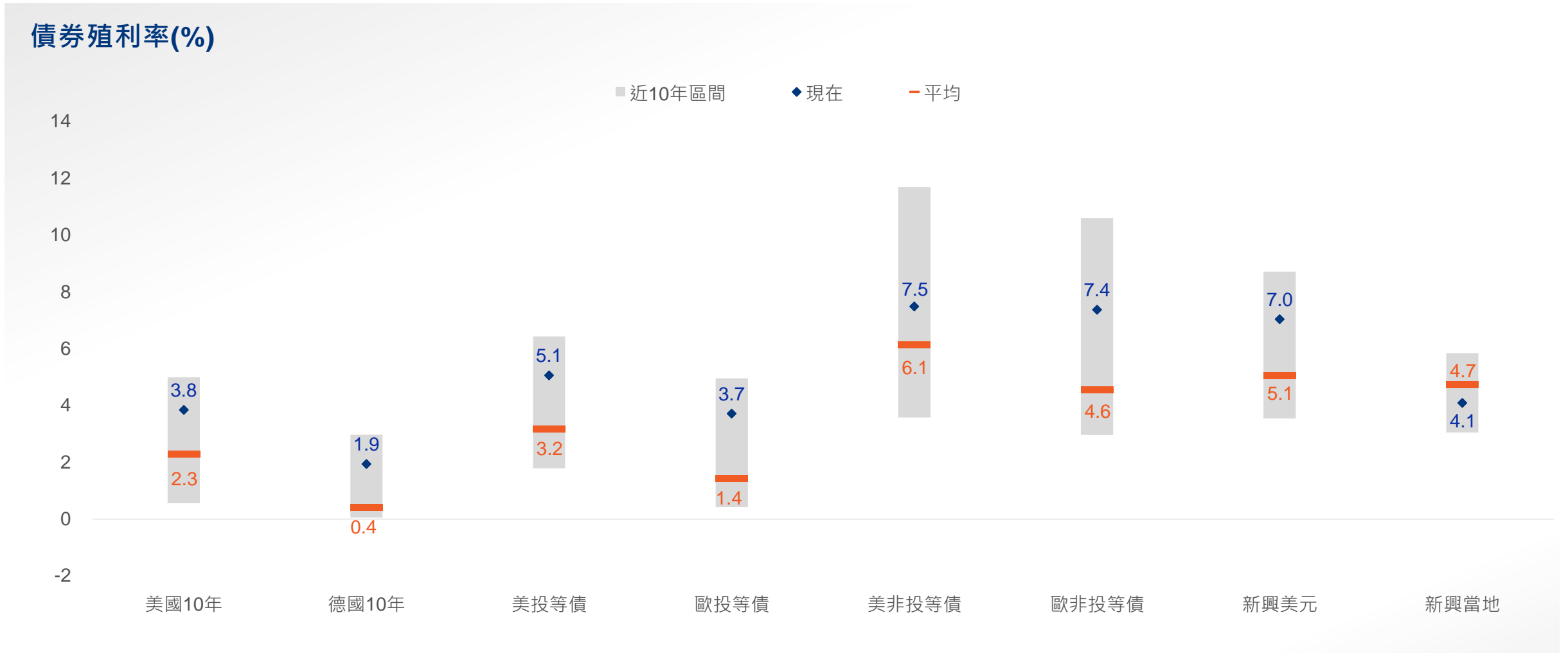
▶ 目前預估企業獲利低於過去10年平均，且為正成長的國家為日本，評價面歐股、陸股和東協股的預估本益比仍低。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年12月28日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 通膨放緩，美、歐公債殖利率大幅下滑，央行轉向降息方向，把握高息鎖高利時機，新興當地債利率因降息，使殖利率低於10年平均。



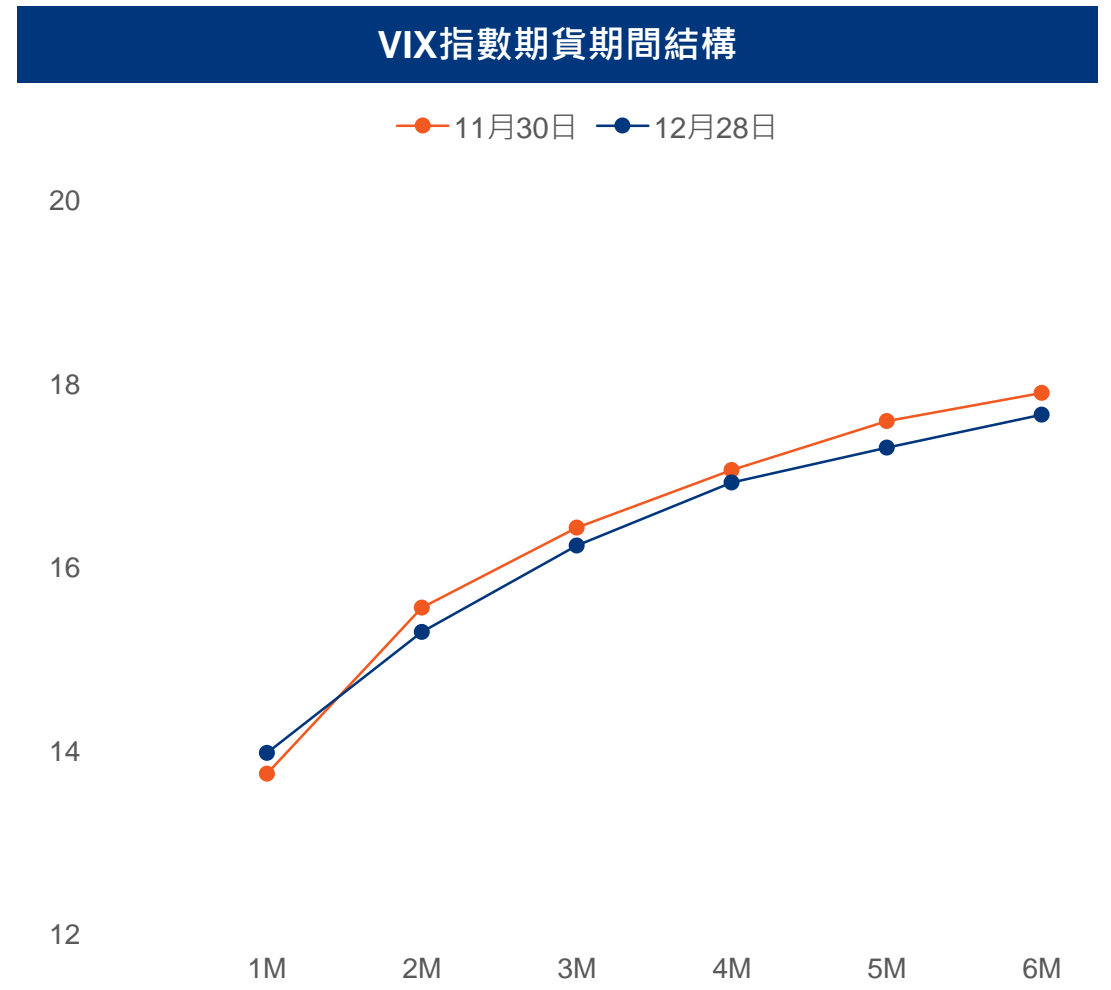
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年12月28日

跨資產市場波動率

▶ 2023年12月主要股市、債市反彈，波動率普遍走低；商品則互有漲跌

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	12.47	-0.51	15.79
道瓊波動率指數(VXD)	18.26	7.81	14.15
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	13.52	-0.68	17.21
香港恒生波動率指數(VHSI)	22.02	-2.63	24.32
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	18.64	1.84	18.33
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)	17.03	-0.85	18.76
黃金ETF波動率指數(GVZ)	16.05	1.01	14.71
石油ETF波動率指數(OVX)	36.45	-6.45	35.63
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.20	0.30	7.43

資料來源：Bloomberg · 2023年12月28日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至2023年12月28日，已開發市場股票表現相對強勁

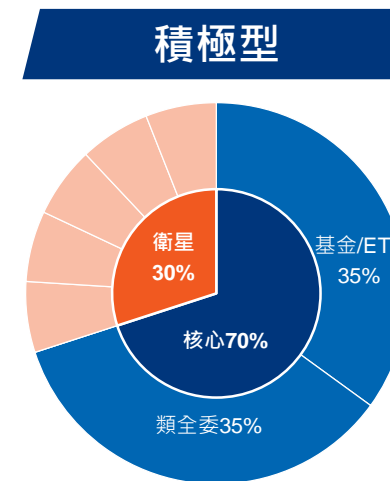
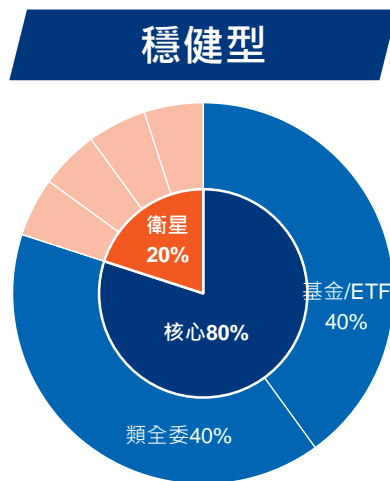
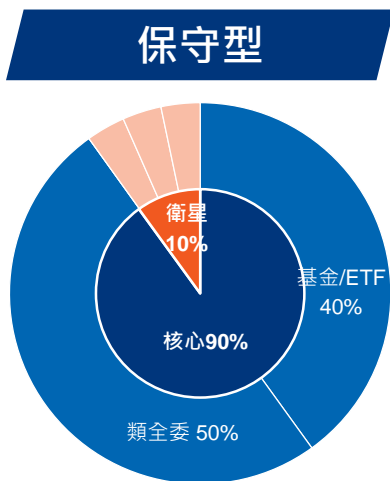
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023至今	年化*
REITs 22.8%	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 27.5%	美國股市 12.0%
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 21.0%	REITs 5.9%
基礎建設 13.0%	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 20.2%	基礎建設 5.8%
中國股市 8.3%	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 14.1%	日本股市 5.2%
新興市場債券 5.5%	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 11.8%	歐洲股市 4.8%
投資級債券 2.5%	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 3.6%
現金 0.1%	非投資級債券 -2.7%	REITs 6.9%	非投資級債券 10.4%	REITs -4.8%	新興市場股市 18.90%	非投資級債券 7.0%	非投資級債券 1.0%	新興市場債券 -16.5%	投資級債券 10.4%	新興市場債券 3.1%
非投資級債券 0.0%	已開發國家公債 -3.3%	投資級債券 6.0%	新興市場債券 9.3%	基礎建設 -9.5%	新興市場債券 14.40%	歐洲股市 5.9%	現金 0.0%	日本股市 -16.6%	新興市場股市 10.0%	新興市場股市 3.0%
已開發國家公債 -0.8%	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 7.1%	投資級債券 2.1%
新興市場股市 -1.8%	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 1.3%
日本股市 -3.7%	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 4.6%	中國股市 1.0%
歐洲股市 -5.7%	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 1.0%	大宗商品 0.8%
大宗商品 -17.9%	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 -11.4%	已開發國家公債 -0.3%

*年化資料統計期間：2013年1月1日至2023年12月28日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2023年12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

▶ 美國升息循環告一段落，降息預期激勵美股與科技股上漲，歐元區、中國經濟疲弱，印度、拉美股領漲於其他新興股

 看空
 中立
 看多
 • 前月看法

綜合評論

區域		
	美國股市	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 美股評價面壓力受殖利率下滑而有所緩解，企業基本面轉佳，金髮女孩經濟重啟，支撐美股近期續揚 </div> </div>
	歐洲股市	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 歐股受景氣下行影響，尤其歐洲各國服務業PMI仍疲軟，觀察是否止穩以及後續降息可能，維持中立看法 </div> </div>
	日本股市	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 日本央行釋出貨幣政策將正常化訊息，實質薪資成長有望改善，提振日本國內民眾消費，維持加碼看法 </div> </div>
	中國股市	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 政府降息引導市場資金寬鬆，但民眾消費與企業投資乏力，遊戲產業監管持續打擊金融市場信心，基期雖低但復甦需時 </div> </div>
	臺灣股市	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 外銷訂單谷底回升，製造業庫存回補，及AI發展或帶領臺企獲利產生結構性成長，基本面改善有利臺股多頭延續 </div> </div>
	新興亞洲	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 中國經濟處於結構調整，目前仍有逆風；印度受惠人口紅利及供應鏈重組等利多，表現穩健，維持整體新亞中立看法 </div> </div>
	新興歐非中東	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 俄烏戰爭、以巴衝突未歇，地緣政治風險持續，拖累經濟發展；個別國家前景分歧，整體看法維持中立 </div> </div>
	新興拉美	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="margin-right: 10px;"> </div> <div> 巴西央行通膨持續回落，政策延續降息步調，有利股市評價面改善，加上地理位置受惠供應鏈分散需求，中性偏多 </div> </div>

資產類別建議 – 產業

▶ 美歐公債殖利率大幅下滑，未來評價面帶動有限，產業回歸基本面差異，表現分歧，平衡配置防禦型價值股與防禦型成長股

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	經濟軟著陸，但高利率使產業負債比、再融資需求上升，消費者信心尚待觀察、非必需品需求有放緩跡象，中立看待
	必需消費	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	高利率壓抑消費動能，但消費者對雜貨及家居用品需求保持強勁，使企業獲利穩健，評價面仍具支撐，維持中性看法
	能源	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	長期資本投資下滑、生產邊際成本上升，ESG乾淨能源大趨勢下，能源業正處轉型階段，侷限獲利與股價上漲空間
	金融	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	預期經濟軟著陸，大型商業銀行獲利優於預期，但消費者信用卡拖欠有惡化跡象，監管機構加強資本要求，展望中性
	醫療保健	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	長期人口高齡化、需求增，產業同時具備防禦及成長，景氣循環後期表現穩健，料企業獲利成長達雙位數，正向看待
	工業	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	飛機需求穩增，工業週期結構性成長及經濟軟著陸下，近月耐久財訂單優於預期，然高利率侷限企業投資，評價中立
	資訊科技	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	個人電腦、手機等消費性電子，去庫存後溫和復甦，未來AI發展趨勢明確，長期看好美國科技業成長動能，偏多看待
	通訊服務	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	經濟軟著陸、廣告業務復甦，AI相關應用挹注成長，長期需求穩定，受高利率影響相對較小，維持偏多看法
	原物料	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	巴拿馬礦場關閉及美元走弱，驅動銅價近期反彈，但美歐製造業需求未見大幅成長，加上中國地產仍疲，維持中立
	房地產	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #808080;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	升息週期結束、殖利率下行有助產業表現，評價處於歷史低點，以數據中心、熟齡住宅REITs較佳，商業REITs仍偏弱
	公用事業	<div style="display: flex; gap: 5px;"><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #FF8C00;"></div><div style="width: 20px; height: 10px; background-color: #D3D3D3;"></div></div>	美國公債殖利率下跌，拉近與公用事業股利率差距，有助評價回升，加上景氣放緩，公用事業股獲利持穩，正面看待

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 多數國家貨幣政策將轉向降息，美國公債、高信評投資級債仍具投資吸引力；美元強度減弱，非美貨幣升值

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	美國聯準會停止升息，可提高債券配置，勞動市場惡化時，可增加中長天期債券比重
	投資級債券	 	美國有望降息，投資級債配置以風險調整後利差為正的金融、科技、通訊與醫療等財務穩健的龍頭企業最佳
	非投資級債券	 	景氣放緩，企業破產家數緩增，恐導致信用風險擴大，不利低信評的非投資級債
	新興市場債券	 	2024年新興市場債表現分歧，債務、經濟等綜合考量，以東歐與拉美風險相對較高
商品	原油	 	葉門反叛組織在紅海對商船進行攻擊，衝擊全球能源供給，短期有利油價，但景氣放緩、需求減弱，預期區間盤整
	黃金	 	美元強度減弱，聯準會2023年12月停止升息，並暗示2024年可能降息3次，美國實質利率下降，金價重燃上漲動能
貨幣	美元	 •	聯準會利率會議雖維持利率不變，但討論降息與加大2024年降息預期至3碼，鴿派超乎市場預期，美元走弱
	歐元	 • 	聯準會較歐洲央行更鴿派論調，美德公債利差縮窄，使歐元於1.10獲底部支撐；然歐洲經濟較弱，使其無大幅升值條件
	日圓	 	日銀釋出有意讓利率正常化訊號，結束負利率時點可能在上半年，政策調整預期及美元轉弱，促日圓偏升發展
	人民幣	 	中國放鬆房市與封控等限制，有助經濟改善，但降息與寬鬆貨幣政策，侷限人民幣升值幅度，預期7.1附近盤整

整體市場11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	淨申購金額
1 復華三至八年機動到期A級債券基金(新臺幣)	固定收益型	5,235	-	5,235
2 第一金全球永續影響力投資多重資產基金	多重資產型	3,140	-	3,140
3 復華三至八年機動到期A級債券基金(美元)	股票型	1,822	-	1,822
4 復華二年半至五年機動到期A級債券基金(美元)	固定收益型	1,167	-	1,167
5 台新靈活入息債券基金(新臺幣)	股票型	1,158	-	1,158
6 統一奔騰基金	股票型	1,866	728	1,138
7 聯博全球非投資等級債券基金	固定收益型	1,046	37	1,009
8 日盛上選基金	股票型	948	225	723
9 聯博多元資產收益組合基金*	組合型	3,210	2,516	694
10 安聯台灣科技基金	股票型	2,058	1,378	680

境內共同基金 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申購金額
1 統一台灣高息優選基金	股票型	160	2,026	-1,866
2 元大台灣高股息ETF連結基金(不配息)	固定收益型	75	973	-898
3 元大台灣高股息優質龍頭基金	組合型	626	1,168	-542
4 中國信託成長轉機多重資產基金(新臺幣)	多重資產	1	519	-518
5 中國信託成長轉機多重資產基金(美元)	多重資產	-	329	-329
6 鋒裕匯理創新趨勢多重資產基金(新臺幣)	多重資產	-	289	-289
7 台新北美收益資產證券化基金	不動產證券化	27	283	-256
8 柏瑞特別股息收益基金	股票型	30	283	-253
9 第一金全球水電瓦斯及基礎建設收益基金	股票型	24	275	-251
10 聯邦臺灣精選收益多重資產基金(新臺幣)	股票型	-	249	-249

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：2023年10月31日至2023年11月30日；新臺幣百萬元計

整體市場11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	淨申贖 金額
1 摩根士丹利環球機會基金*	股票型	9,596	205	9,391
2 施羅德美國大型股基金	股票型	6,172	47	6,125
3 富達全球債券基金	固定收益型	5,021	54	4,967
4 摩根環球企業債券基金*	固定收益型	3,914	228	3,686
5 PIMCO新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	3,517	-	3,517
6 摩根歐洲智選基金	固定收益型	3,948	916	3,032
7 普徠仕美國大型成長股票基金*	股票型	2,840	38	2,802
8 富達日本價值基金	股票型	3,356	588	2,768
9 安聯收益成長基金	平衡型	18,744	16,166	2,578
10 聯博美國收益基金	固定收益型	5,679	3,239	2,440

境外共同基金 淨買回前十大

	類型	申購 金額	買回 金額	淨申贖 金額
1 富達美元債券基金	固定收益型	407	5,432	-5,025
2 瀚亞日本動力股票基金	股票型	1,476	5,872	-4,396
3 富達印度聚焦基金	股票型	204	3,585	-3,381
4 摩根環球債券收益基金*	固定收益型	544	3,652	-3,108
5 安聯美元短年期非投資等級債券基金*	固定收益型	753	3,395	-2,642
6 摩根美國智選基金*	股票型	36	2,511	-2,475
7 摩根士丹利環球可轉換債券基金*	固定收益型	75	2,549	-2,474
8 施羅德美元流動基金	固定收益型	7	2,326	-2,319
9 摩根策略總報酬基金	平衡型	324	2,459	-2,135
10 鋒裕匯理美元短期債券基金*	固定收益型	581	2,715	-2,134

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：2023年10月31日至2023年11月30日；新臺幣百萬元計

整體市場11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) 淨申購前十大

	類型	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	債券型	15,850	0	15,850
2 元大美國政府20年期(以上)債券基金	債券型	14,235	0	14,235
3 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF	債券型	7,141	0	7,141
4 元大20年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	債券型	3,671	366	3,305
5 富邦彭博9-35年A級美元息收公司債券ETF	債券型	3,235	0	3,235
6 國泰10年以上投資級金融債券ETF	債券型	4,001	786	3,215
7 國泰20年期(以上)美國公債指數基金	債券型	5,584	2,373	3,211
8 群益15年期以上高評等公司債ETF	債券型	3,215	176	3,039
9 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF	債券型	4,541	2,484	2,057
10 凱基20年期以上美元金融債券ETF	債券型	1,964	0	1,964

指數股票型基金(ETF) 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 永豐10年期以上美元A級公司債券ETF基金	債券型	58	2,786	-2,728
2 富邦全球金融業10年以上美元投等債券ETF基金	債券型	0	2,500	-2,500
3 復華美國20年期以上公債ETF基金	債券型	474	1,660	-1,186
4 凱基20年期以上AAA至AA級大型美元公司債	債券型	0	1,030	-1,030
5 統一彭博10年期以上Aa至A級美元優質公司債	債券型	14	570	-556
6 國泰7-10年A等級金融產業債券基金	債券型	18	564	-546
7 元大美國政府1至3年期債券ETF基金	債券型	574	944	-370
8 富邦美國政府債券20年期以上基金	債券型	409	737	-328
9 群益7年期以上中國政策性金融債ETF基金	債券型	0	278	-278
10 中信15年期以上已開發市場ESG投等美元公司債	債券型	0	181	-181

資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年10月31日至2023年11月30日；新臺幣百萬元計

整體市場11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) 淨申購前十大

	類型	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	股票型	10,118	0	10,118
2 元大台灣50單日正向2倍基金	槓桿/反型	11,362	5,938	5,424
3 群益台灣精選高息ETF基金	股票型	5,811	1,786	4,025
4 復華台灣科技優息ETF基金	股票型	3,639	0	3,639
5 元大台灣高股息低波動ETF基金	股票型	3,036	49	2,987
6 中國信託臺灣優選成長高股息ETF基金	股票型	2,571	8	2,563
7 元大台灣50單日反向1倍基金	槓桿/反型	3,780	1,455	2,325
8 台新臺灣永續高息中小型ETF基金	股票型	2,487	277	2,210
9 野村臺灣創新科技50ETF基金	股票型	1,727	0	1,727
10 富邦NASDAQ-100基金	股票型	3,004	1,315	1,689

指數股票型基金(ETF) 淨買回前十大

	類型	申購金額	買回金額	淨申贖金額
1 元大台灣卓越50基金	股票型	5,300	14,658	-9,358
2 富邦特選台灣高股息30ETF基金	股票型	0	2,256	-2,256
3 統一NYSE FANG+ ETF基金	股票型	95	1,957	-1,862
4 國泰台灣5G PLUS ETF基金	股票型	0	1,720	-1,720
5 國泰全球智能電動車ETF基金	股票型	171	1,723	-1,552
6 富邦未來車ETF基金	股票型	63	1,184	-1,121
7 富邦NASDAQ-100單日正向兩倍基金	槓桿/反型	0	1,014	-1,014
8 元大台灣高股息基金	股票型	1,899	2,617	-718
9 群益台灣ESG低碳50ETF基金	股票型	24	721	-697
10 富邦台灣核心半導體ETF基金	股票型	0	639	-639

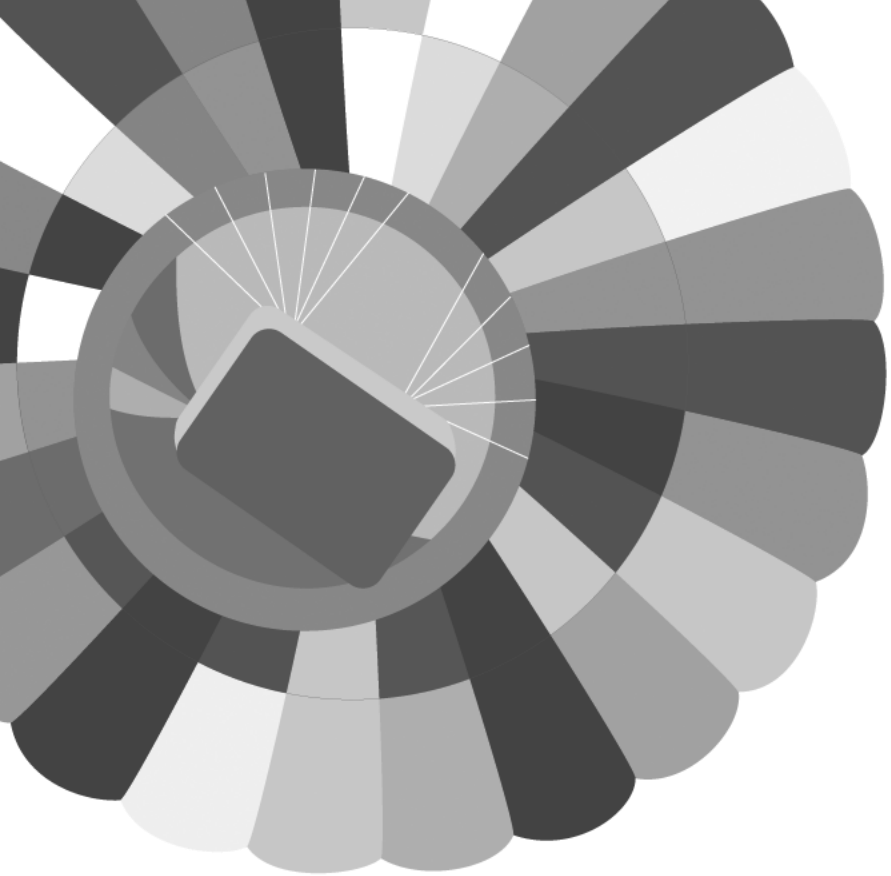
資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年10月31日至2023年11月30日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Jan 2024

<p>1 Monday</p>	<p>2 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 標普12月美國製造業PMI 美國營建支出 歐元區12月製造業採購經理人指數 	<p>3 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月ISM製造業PMI 	<p>4 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 標普12月美國服務業PMI 美國ADP 就業變動 歐元區12月綜合採購經理人指數 日本製造業採購經理人指數 	<p>5 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國非農業就業人口變動、耐久財訂單、ISM服務指數 歐元區CPI、核心CPI 臺灣CPI
<p>8 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區消費者信心指數 歐元區零售銷售 中國三中全會 	<p>9 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本1月東京CPI、工具機訂單 臺灣進、出口 美國消費性電子展(CES) 	<p>10 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 臺灣CPI 	<p>11 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國CPI 日本景氣動向領先指標、新屋開工 	<p>12 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本第三季GDP 美國PPI最終需求
<p>15 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本11月工具機訂單 歐元區工業生產WDA 達沃斯世界經濟論壇(WEF)年會 	<p>16 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區1月ZEW經濟景氣指數 紐約州製造業調查指數 日本12月PPI 	<p>17 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月零售銷售 美國工業生產 歐元區CPI、核心CPI 	<p>18 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國新屋銷售、新屋開工 日本10月工業生產、核心機器訂單 	<p>19 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國密西根大學市場氣氛 美國成屋銷售 美國臨時撥款法案結束 日本12月全國CPI
<p>22 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 臺灣出口訂單(年比) 	<p>23 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區消費者信心指數 臺灣工業生產 日本央行利率會議 	<p>24 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 標普全球美國製造業PMI 歐元區製造業採購經理人指數 歐元區綜合採購經理人指數 日本製造業採購經理人指數 	<p>25 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第三季GDP、耐久財訂單 亞洲金融論壇 歐洲央行利率會議 	<p>26 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月個人所得及支出 日本1月東京CPI
<p>29 Monday</p>	<p>30 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月消費者信心 歐元區消費者信心指數 歐元區GDP 	<p>31 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國芝加哥採購經理人指數 日本工業生產、零售銷售 臺灣GDP年比 美國聯準會利率會議 	<p>Thursday</p>	<p>Friday</p>

資料來源：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/或金融商品亦有所不同，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。