



凱基證券

Key Investing Perspectives

環球投資觀點

大選前，降息後

Before the Election, After the Cut

2024年10月

環球投資觀點 摘要

- 聯準會開啟降息之路

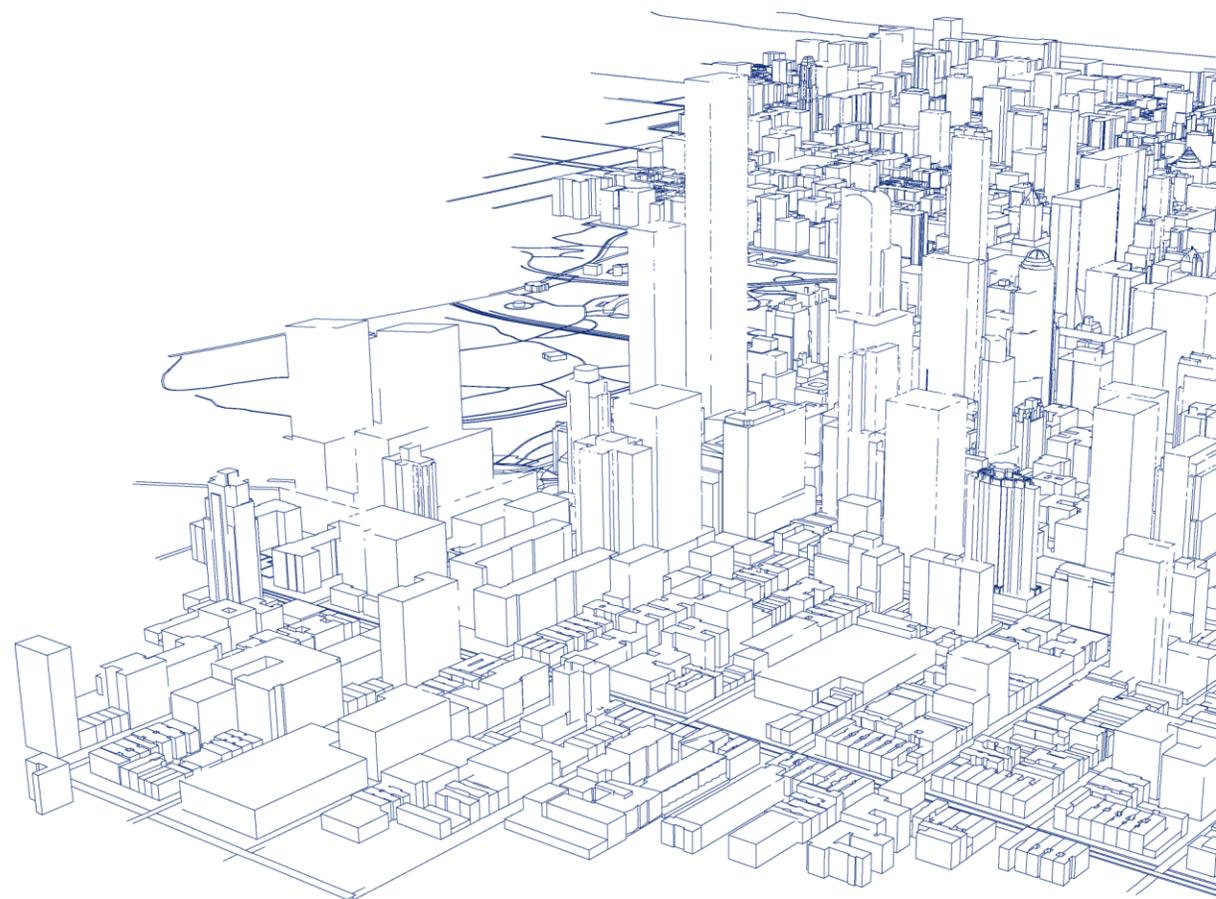
聯準會9月降息2碼，利率點陣圖顯示明年底前還有6碼的降息空間，並強調美國經濟穩健，增強市場對於經濟軟著陸的期待。美國降息、美元強度減弱，資金回流到新興市場，其中印度債逐步對外資開放，加上莫迪政府改善財政赤字，增添印度債信評上調機會，印度當地債的投資吸引力浮現。

- 美國大選前波動猶存

美國總統大選前，因政策不確定性高，使金融資產波動度上升。過去每逢總統大選前2個月，VIX恐慌指數多呈現大漲，資產配置宜以保守防禦類型較佳，包括低貝它投資策略的組合，能有效降低其與大盤的關聯度。此外，價值股、低波動股除了本身波動度較低、報酬穩定外，也因評價較顯合理，現在最受資金青睞。

- 投資組合股債兼備

面對波動上升與聯準會降息環境，採股債平衡配置的投資組合，也可有效提升勝率、降低風險，達到長期報酬穩健的效果。隨景氣放緩、降息趨勢持續，逐漸提高債券投資比重，不論景氣如何轉換，都進可攻、退可守。透過「BEST」投資主軸，分散投資於印度主權債，以低貝它股規避市場擾動，並增持價值股、低波動股票。透過股債兼備方式，達到穩增富的目標。



1 投資策略

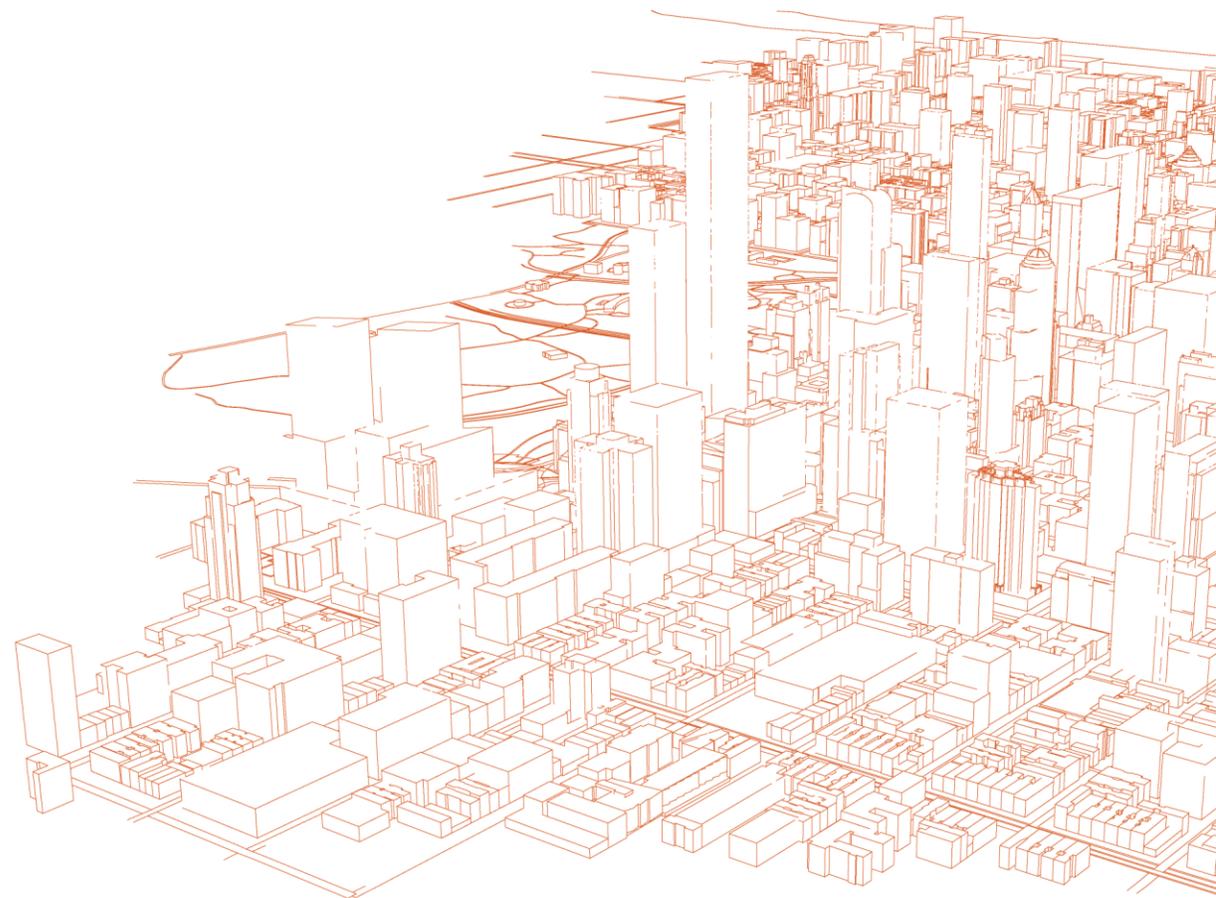
本月投資主軸 / 市場回顧與展望 / 重要事件行事曆

2 投資主題

美國降息錢去何方，債市新機會
市場不確定難消除，擁抱低貝它
價值與防禦低波動，受惠降息佳
專題 – 美國總統選情分析

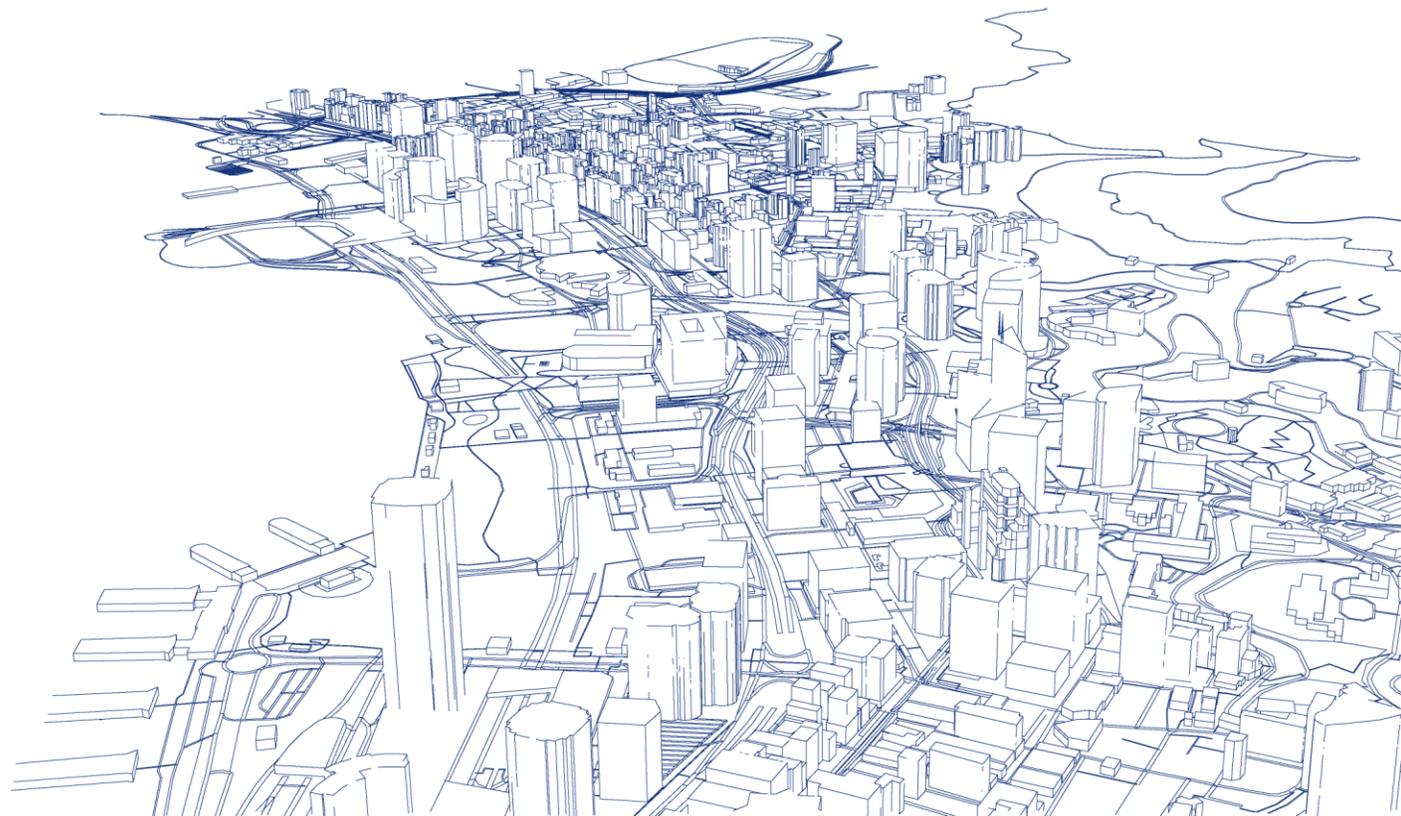
3 資產配置

資產調整 / 資產類別 / 投組配置 / 核衛配置



1 投資策略

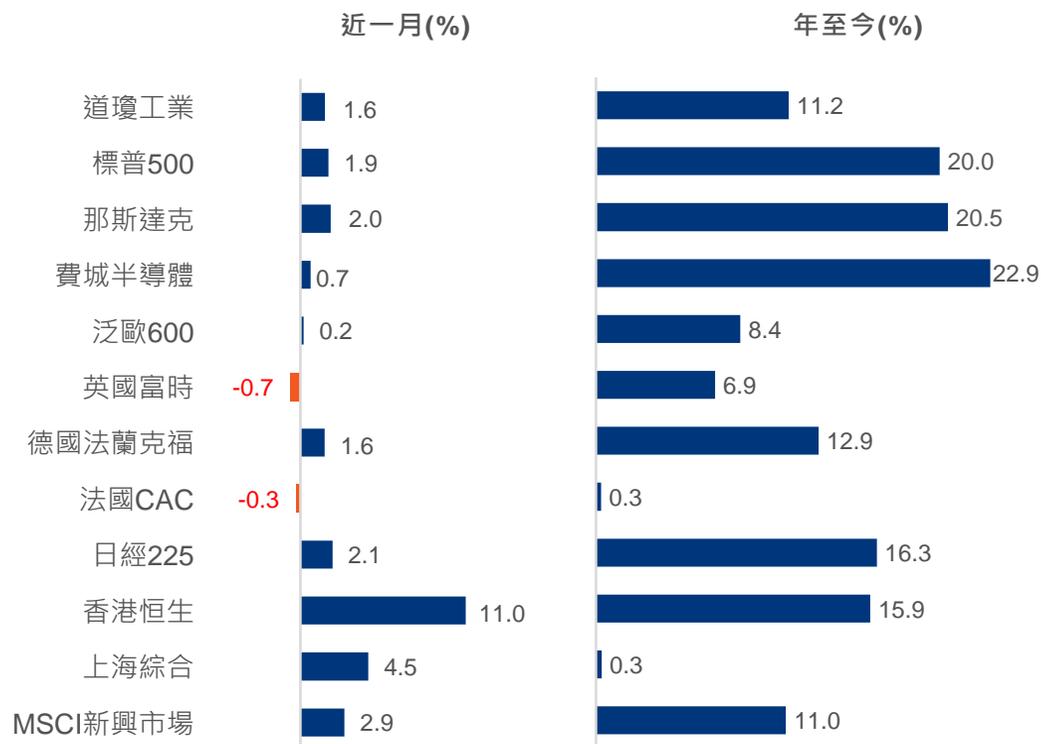
- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆



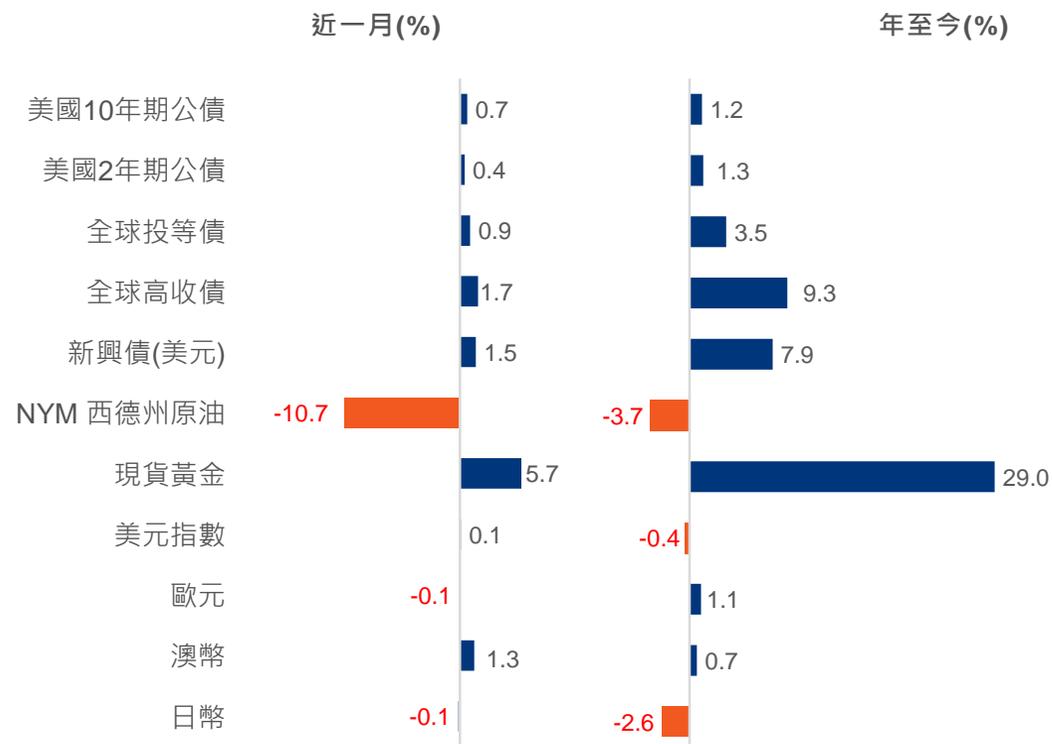
全球市場回顧 – 美國降息2碼，總統大選未決，波動不止

- ▶ 聯準會意外降息2碼，但強化軟著陸預期，市場對未來陷入衰退擔憂稍降，股市反彈。美國降息後、大選前，預期金融市場波動不止，現階段資金仍傾向青睞防禦股，道瓊工業指數創新高。中國為救經濟加強刺激力道，港股反彈。美元走弱，資金回流新興市場，印度、東協較佳。
- ▶ 除日本外，全球主要央行開啟寬鬆貨幣政策，債市普遍上漲。美元強度減弱，黃金反應地緣政治風險和降息利多，於歷史高位盤整。

各地區指數表現



各債券、商品指數與匯率表現

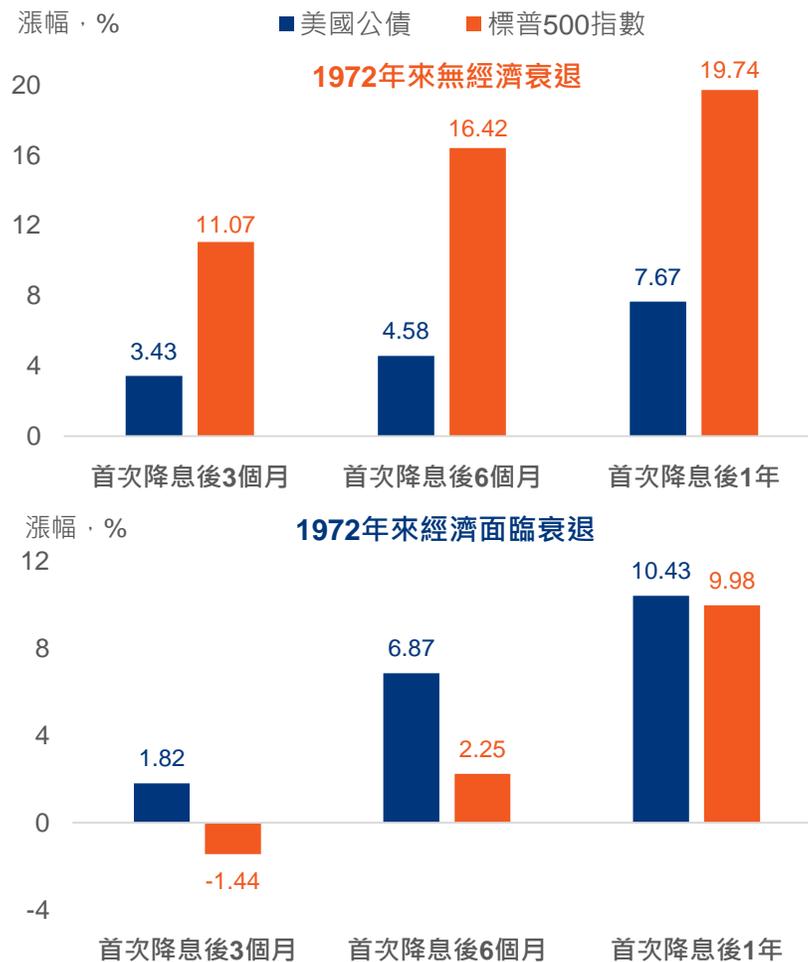


資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

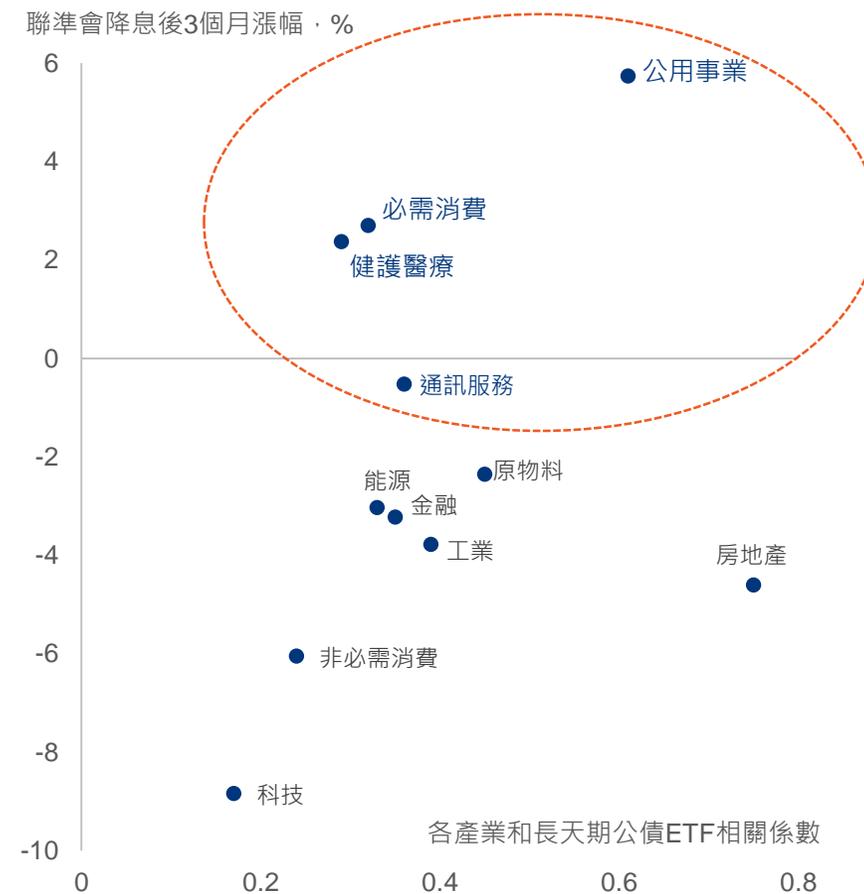
降息後，經濟軟著陸則股優於債，硬著陸為債優於股

- ▶ 統計過去自1972年以來，若聯準會因經濟面臨衰退而降息，則當時投資氛圍悲觀且操作保守，此時降息後的3個月，債市表現較股市佳，直到降息後6個月利率下滑，股市受惠評價面調整，股債才同步呈現上漲，首次降息後1年股市、債市漲幅平均可達約10%。但若經濟沒有衰退的降息，即經濟軟著陸情況下，聯準會首次降息後3、6、12個月，股市漲幅遠優於債市，尤其1年後的股市漲幅甚至接近20%，表現亮眼。
- ▶ 聯準會啟動降息，投資操作建議以和長天期公債高度相關的產業為宜，因為其利率敏感度較高。過去在降息後3個月，漲幅以公用事業、必需消費和醫療保健股最佳。房地產也為利率型商品，可望因降息而受惠，惟需考量當時景氣狀況，若經濟陷入衰退，將影響房地產股的未來發展。

若無經濟衰退的降息，美股漲幅亮眼



聯準會開始降息3個月，防禦類股表現較佳

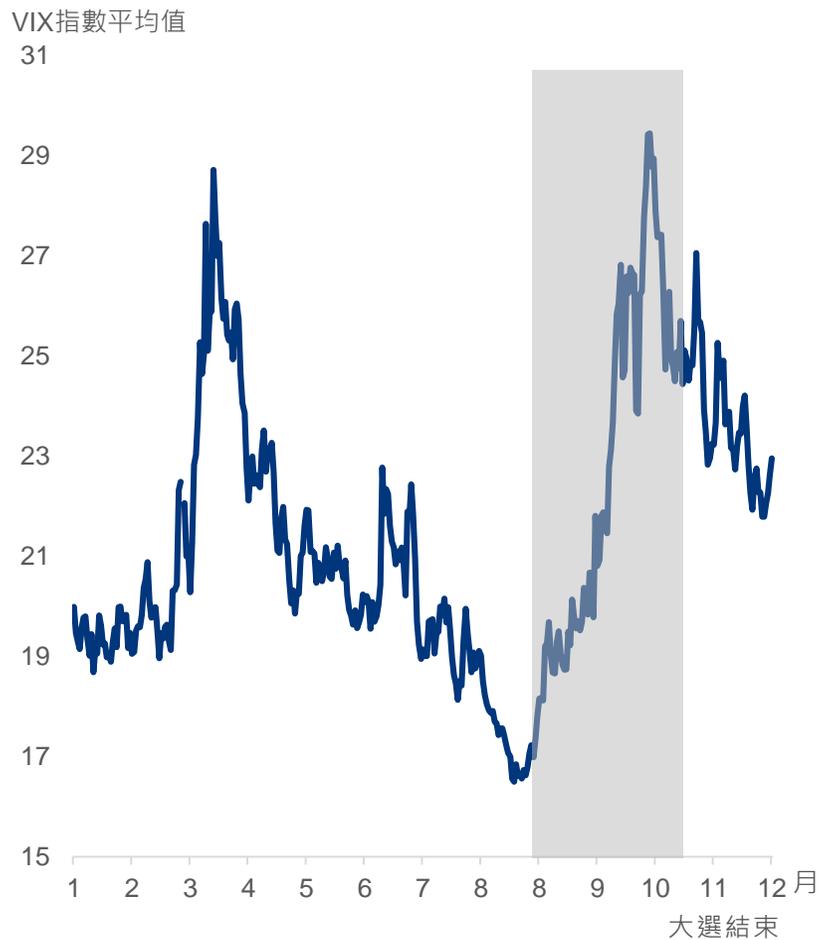


資料來源：富蘭克林投顧、Bloomberg，右圖相關係數採2022年以來，漲幅採2000年以來統計

大選前，金融市場波動上升，分散配置最安穩

- ▶ 今年第三季開始，美國逆風頻繁，除景氣可能面臨衰退風險外，包括地緣政治擾動、美國總統大選等政策不確定性上升。過去逢總統大選前2個月，金融資產波動升高，恐慌指數VIX在總統年的9月到10月皆呈現大漲，資產配置宜以保守防禦較佳，並應依循景氣和企業獲利等基本面變化而做動態調整。
- ▶ 面對波動上升與聯準會降息環境，採股債平衡配置的投資組合，可有效提升勝率、降低風險，達到長期報酬穩健的效果。隨景氣放緩、降息趨勢持續，逐漸提高債券的投資比重，並拉長投資期間，若以股6債4的投資組合估算，10年後的滾動報酬可達16%，介於單純投資債或只投資股票之間，風險也相對可控。因此建議已持有股市的投資人，逢債券殖利率上彈，可漸增持債券，或債券投資人可增加防禦型股票部位，拉高整體投組報酬並降波動。

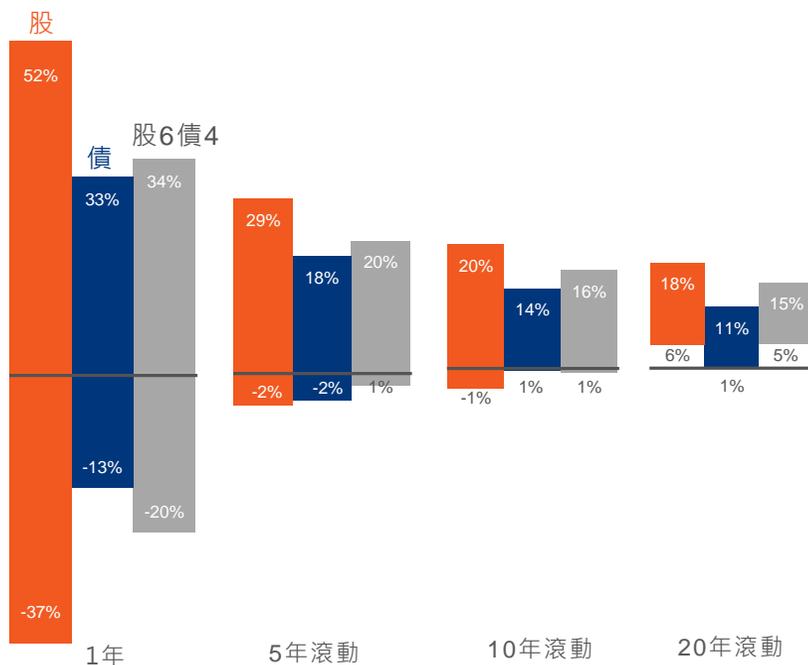
過去逢總統大選前2個月，股市波動度上升



股債投資組合，可有效提升勝率、降低風險

1950年至2023年各資產年化報酬率範圍

投資類型	年化平均總報酬	投入10萬美元經過20年後
股票	11.4%	\$868,652
債券	5.3%	\$279,266
股6債4投資組合	9.3%	\$591,915



資料來源：左圖採1996、2000、2004、2008、2012、2016、2020大選年平均、Bloomberg

2024年10月
環球投資觀點



投資策略：先防禦股為主，逢回檔漸布成長與科技股，利率上彈增持中長期債

聯準會9月意外降息2碼，強調為預防性降息，未來仍以緩步降息方式，顯示美國經濟仍佳，美國短天期公債殖利率下滑，長天期公債殖利率盤整，股市先跌後漲。美國總統大選進入白熱化階段，兩黨政策差異牽動未來景氣變化，建議現階段股市操作以防禦股為佳，降低債信體質相對薄弱的非投資等級債，逢債券利率上彈可漸布高信評中長期債。

資產類別	減少	增加	展望說明
<p>債券 中性偏多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	美國勞動市場降溫，未來衰退疑慮與降息預期為公債支撐，建議適度佈局中長期公債，並逢利率反彈加碼
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	過往經濟軟著陸企業債表現佳，若為硬著陸則相對落後，宜配置高風險調整後利差者，如金融、通訊、公用事業
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	信評調降比例高於升評，信用風險有升溫疑慮，宜配置在短天期、較高評等BB級企業債，降低利差擴大風險
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	新興市場經濟分歧，然全球央行陸續展開降息，整體新興市場違約風險並不高，預估新興債殖利率有下行空間
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	美國雖通膨續降，然而製造業活動放緩、勞動市場有所降溫，且越靠近總統大選將使波動升高，維持中性看法
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	歐洲製造業活動持平，服務業短期受惠奧運而有改善，整體而言復甦動能減弱，因此維持中性看法
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	日圓升值不利出口導向的科技類股，可逢反彈獲利了結，轉為受惠日圓升值的內需股如零售銷售，整體中性看待
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	中國降息降準釋放流動性，陸股谷底反彈，帶動亞股，短期看多新亞，印度外資資金續淨流入，看好長期發展
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	9月聯準會降息2碼，未來仍將緩步調降，主席鮑威爾表示美國經濟具韌性，長天期公債殖利率高盤，美元有撐
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	日銀維持政策利率不變，市場預期12月再度升息機率高，加上聯準會大幅度降息，美日利差收窄支持日圓偏升
<p>黃金/ 另類資產 看多</p>	黃金	■ ■ ■ ■ ■	聯準會降息2碼，表示未來仍偏緩步調降，黃金漲勢停頓，然景氣衰退風險和以哈衝突不斷，預期黃金長線續揚
	另類資產	■ ■ ■ ■ ■	股債相關性低的另類資產，在股市大跌與景氣衰退時具分散風險、降低波動功能，加入投組可獲得較穩健報酬

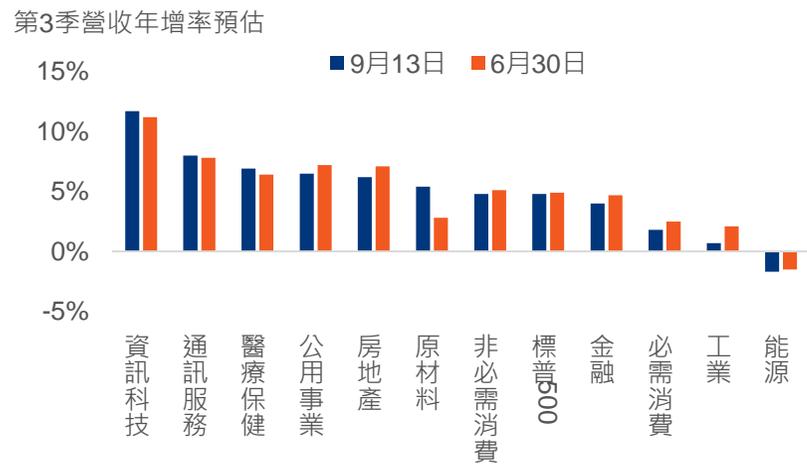
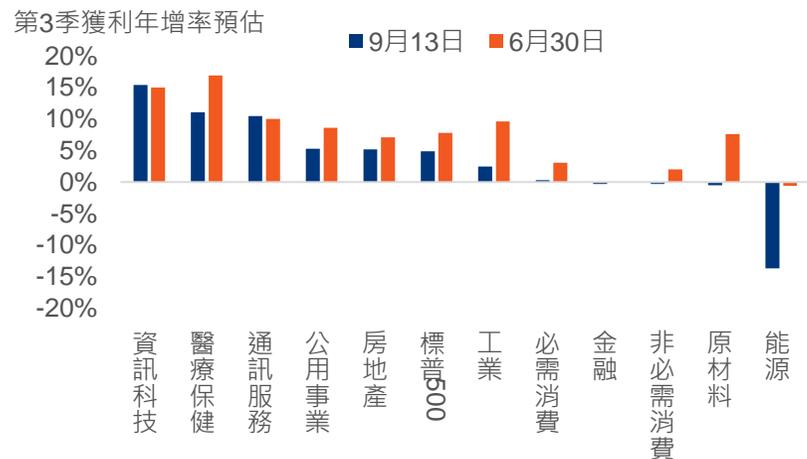
股市展望 – 企業第三季獲利成長審慎樂觀，防禦股為布局重點

▶ 標普500指數第三季的獲利年增率預期為4.9%，低於季初(6月30日)的預測值7.8%，表現較佳的通訊服務和資訊科技上調幅度不到1%，而能源受到油價下跌影響，獲利預估降幅最大。較樂觀的部分，整體標普500指數EPS自季初以來下調3%，然而過往歷史發現市場分析師通常會先高估再陸續降低預測值，與5年及10年平均分別下調3.3%與3.2%相比，本次下修較溫和。此外，市場分析師普遍有共識，第四季企業將再次有兩位數的獲利成長。

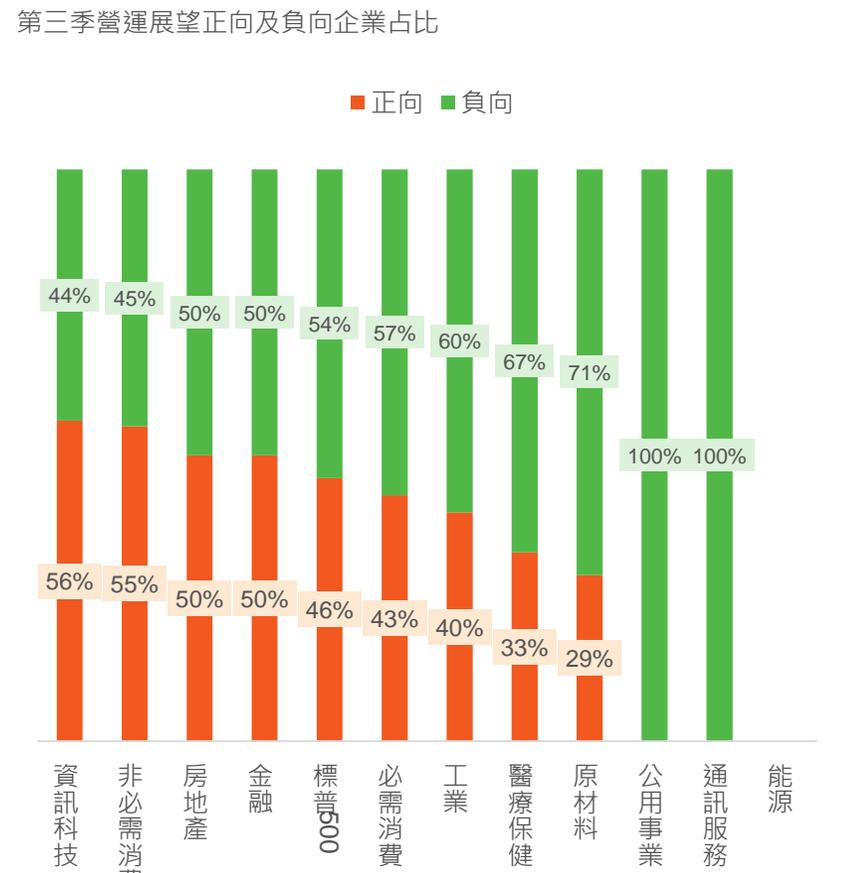
▶ 而在營運展望方面，標普500指數有發布每股獲利展望的企業百分比(54%)也低於歷史平均水平：截至9月13日，標普500指數有109家公司發布第三季每股獲利展望，其中50家公司為正向展望(占比46%)，59家公司為負向展望(占比54%)，負向展望比例低於5年平均水平59%和10年平均水平63%。

資料來源：Factset，資料截至2024年9月13日

第三季財務表現普遍有下修



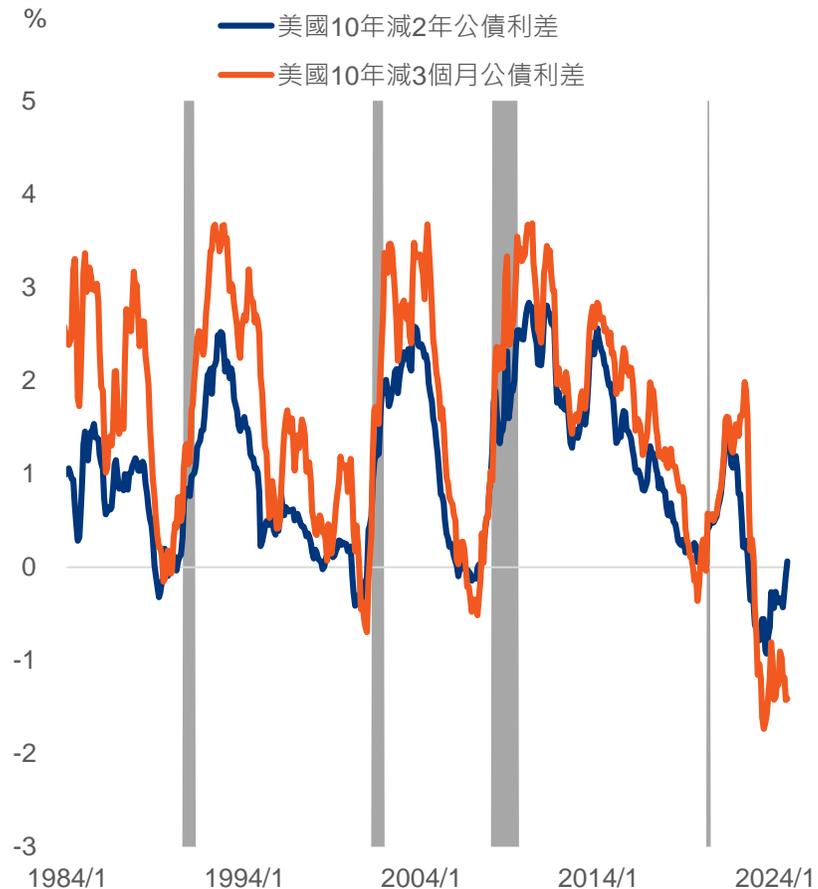
營運負向展望的企業占比54%低於長期平均



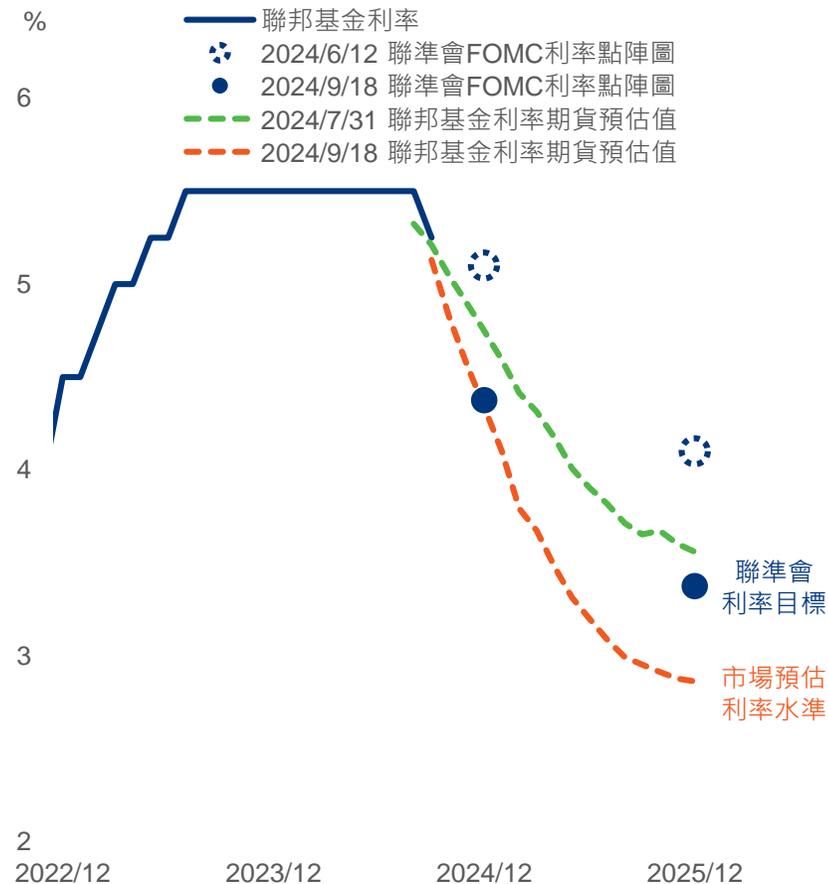
債市展望 – 景氣下滑風險仍存，增持高信評債券抗擾動

- ▶ 美國消費者物價持續趨緩，但住房與核心服務通膨再度走揚，顯示通膨降溫情況並非一帆風順，另美國8月非農就業不如市場預期，企業端所提供的勞動需求不足，恐造成勞動市場逐漸降溫。過往被視為衰退指標的美國長短期公債利差，10年減2年利差近期翻為正值，增添美國經濟衰退疑慮，投資人可增加高信評的美國公債與投資級債等債券，作為防禦配置。
- ▶ 聯準會9月FOMC會議啟動降息2碼，利率點陣圖顯示今年年底前有2碼降息機會，2025年再降息4碼，市場調整預期至明年底總降息達8碼幅度。考量經濟存在下行風險，美國長短期公債利差已轉正，另過往每逢債務上限議題，利率市場波動亦先升後降，然2025年1月恐面臨債務上限擾動，逢利率反彈布局進行中長天期債券鎖利。

美國長短期公債利差翻正，衰退疑慮升



市場預期聯準會未來一年降息達8碼



資料來源：Bloomberg，左圖灰底為NBER定義景氣衰退期間

匯市展望 – 美歐央行聯袂降息，美元強度減弱

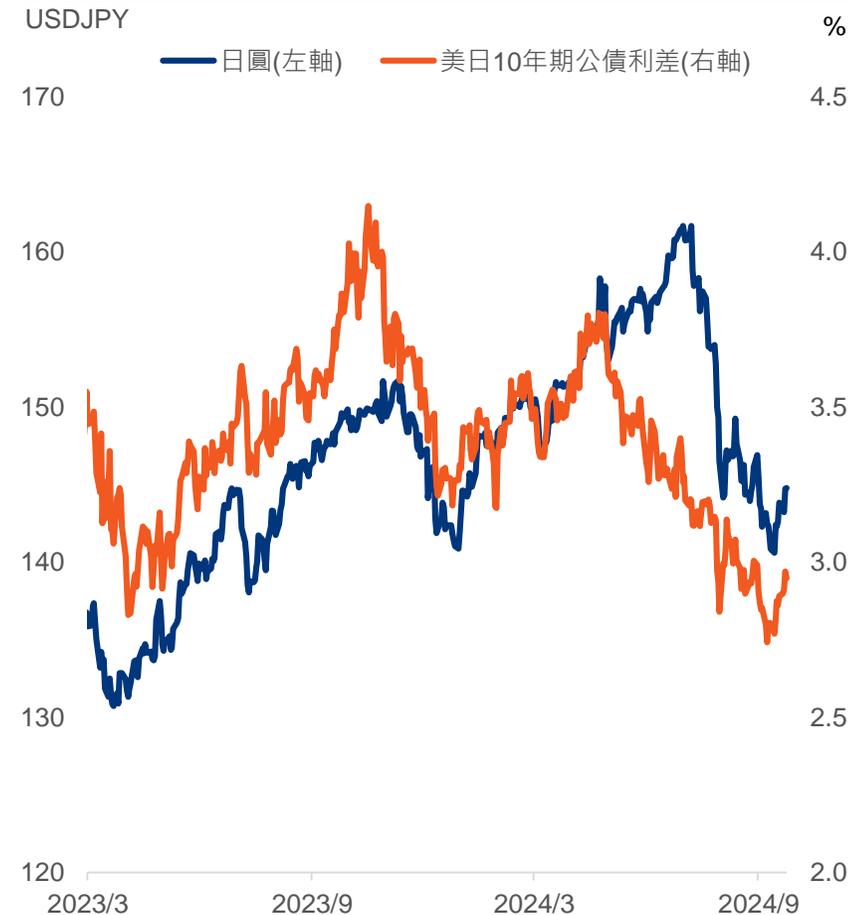
- ▶ 聯準會9月意外降息2碼，利率區間從現行 5.25%-5.5% 降至 4.75%-5%，主席鮑威爾在記者會上表示，之後會議並非每次都降息2碼，降低市場對景氣陷入衰退的疑慮。市場解讀聯準會貨幣政策基調為「適當重新校準」的預防性降息，美國經濟仍有實現軟著陸的機率。美國10年期公債殖利率小幅彈升至3.7%，加上歐洲央行也降息1碼，美元指數維持高檔震盪。
- ▶ 日本8月核心CPI年增率2.8%，高於前月年增率2.7%，不含食物、能源的核心核心CPI年增2.0%，呈現上揚。日銀總裁植田和男在會後記者會時表示：若經濟與物價表現符合預期的話，就會繼續升息；但近期又表示央行將適時進行、不預設時間表。日銀對緊縮貨幣政策立場搖擺，日圓由升轉貶，近期走勢震盪，市場預期12月將再升息15個bps，預期中長期日圓偏升值發展。

資料來源：Bloomberg，資料載自2021年1月1日至2024年9月26日

美德公債利差下滑，美元強度減弱



日銀對利率展望搖擺不定，日圓由升轉貶



重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件

10月

17 歐洲ECB利率決議

31 日本BoJ利率決議

11月

5 美國總統選舉

7 英國BoE利率決議
美國FOMC利率決議

18-19 G20領袖峰會

12月

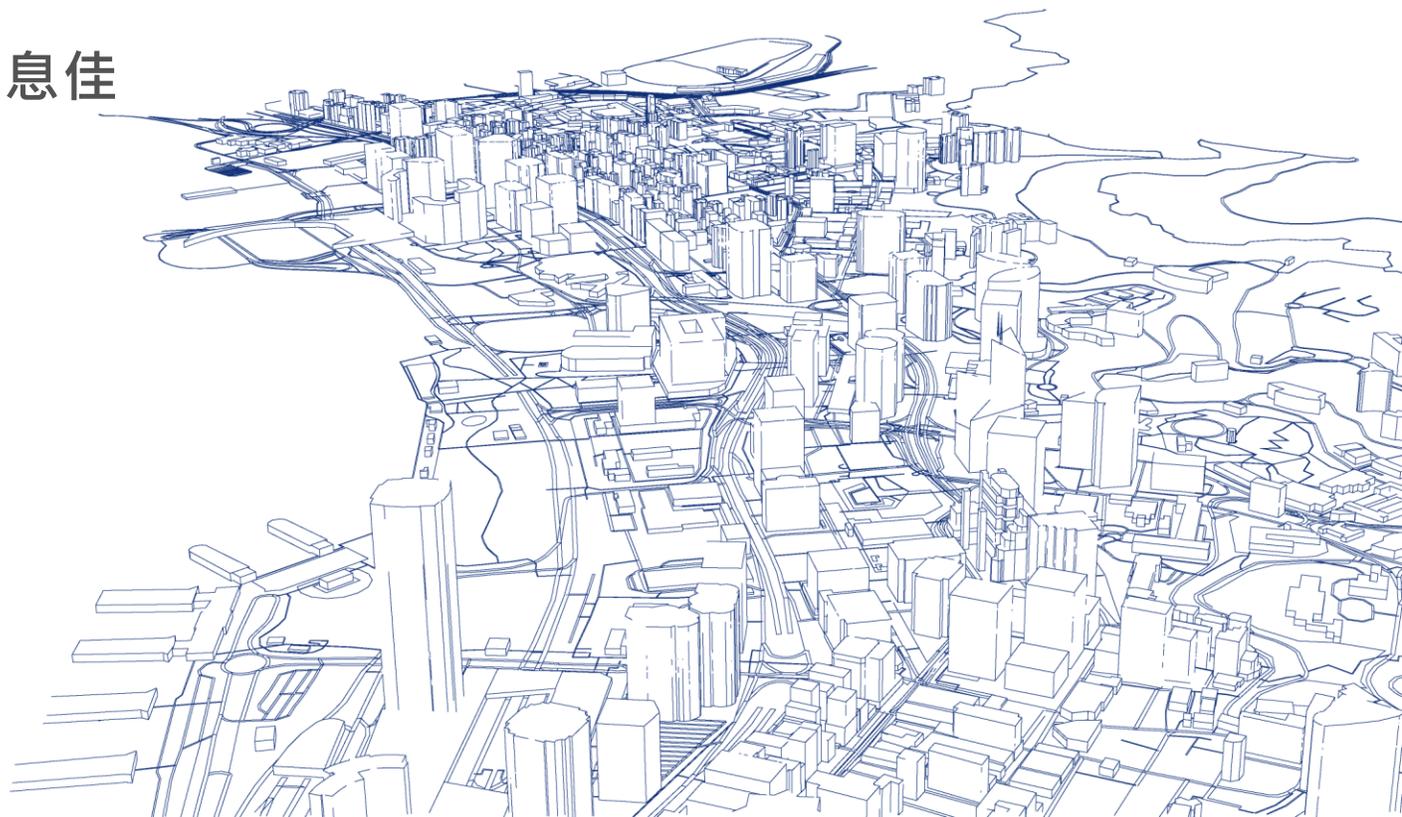
12 歐洲ECB利率決議

18 美國FOMC利率決議

19 日本BoJ利率決議
英國BoE利率決議

2 投資主題

- ▶ 美國降息錢去何方，債市新機會
- ▶ 市場不確定難消除，擁抱低貝它
- ▶ 價值與防禦低波動，受惠降息佳
- ▶ 專題 – 美國總統選情分析

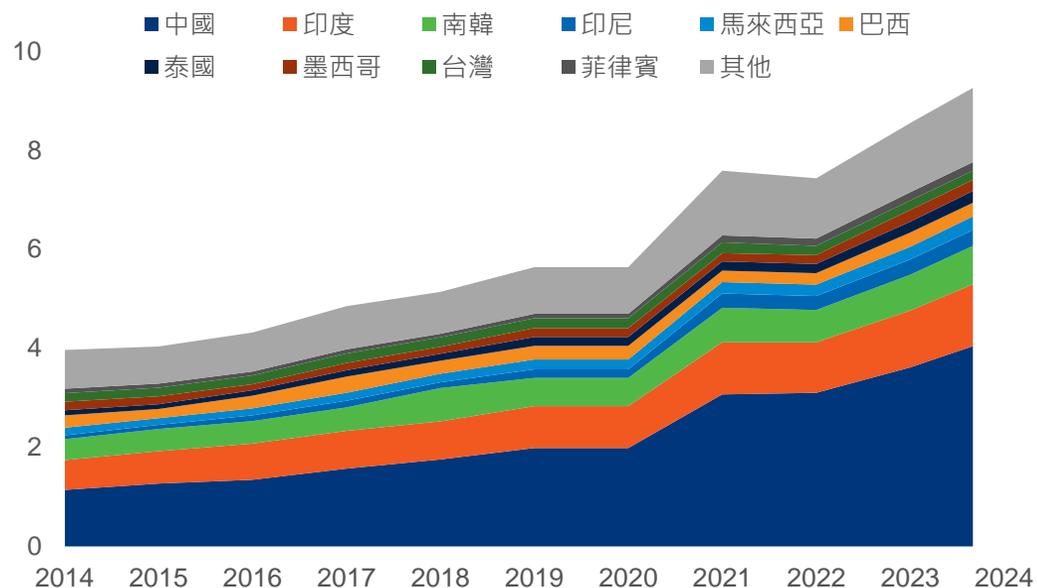


美國9月降息2碼，留意債券市場新機會

- ▶ 聯準會9月如預期啟動降息，債市投資人開始將焦點轉向其它景氣仍具成長機會的新興市場，檢視過去10年，新興市場債券規模持續擴大逾9兆，前三大規模多落在亞洲國家，分別為中國、印度及南韓，預期美國降息後，尋息資金可能流向其他具吸引力的債券市場布局。
- ▶ 隨聯準會降息，美元計價債券投資人擔憂美元相對其他貨幣走弱，造成美元債產生潛在匯損風險，此時新興市場債券因具備1)優於成熟國家的經濟成長動能、2)高孳息吸引力等利多因素，資金流入當地債市對當地貨幣具一定程度支撐效果。考量部分當地新興國家公債相對全球公債具低相關性，對整體債券投資組合具一定程度的風險分散效果。

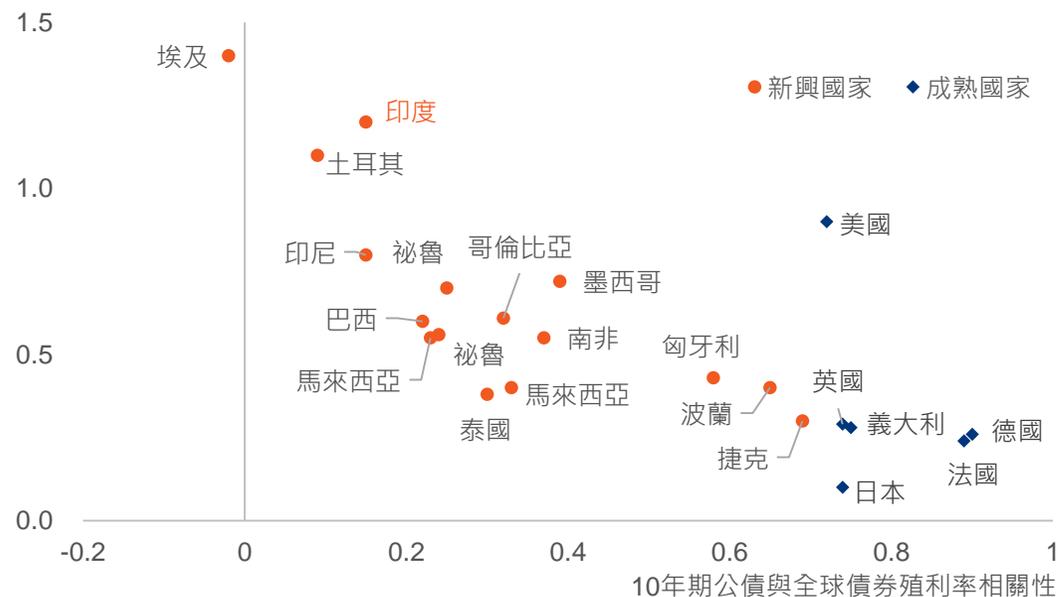
新興債市持續成長，整體規模突破9兆美元

新興當地主權債市場規模，兆美元



部分新興市場債市與全球公債具低相關性

10年期公債殖利率/10年期公債價格波動度



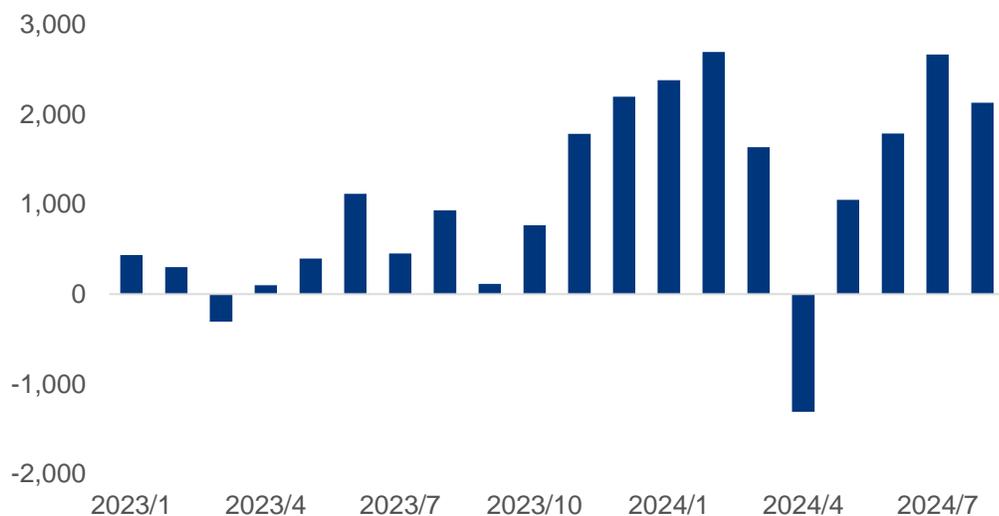
資料來源：Bloomberg · DWS · 2024年9月16日

印度納入債券指數後加速資金流入，當地債擁利多

- ▶ 印度債市逐步對外資開放，資金挹注印度主權債市規模持續成長至1.2兆美元。今年6月摩根大通將印度公債納入旗下新興市場債券指數，印度佔指數權重達10%，另彭博宣布2025年1月31日將印度全面准入路徑(FAR)債券納入新興當地公債指數且佔指數權重10%，為僅次於中國與韓國第三大國家。近一年已逾170億資金投資印度債，考量全球約2,360億美元追蹤新興債券指數，未來10個月有200至250億美元資金流入該債市。
- ▶ 印度7月消費者物價年增3.5%為近6年低位，央行總裁Das表示因通膨單次下滑而降息為明顯政策謬誤，預期央行短期維持利率不變審慎的貨幣政策態度，若美國啟動降息且兩國利差朝擴大發展，對印度匯率具一定程度支撐效果。

印度納債券指數利多，過去1年資金淨流入逾170億美元

外國資產組合淨投資於印度債券金額，百萬美元



印度貨幣政策審慎，與美國利差有反轉機會



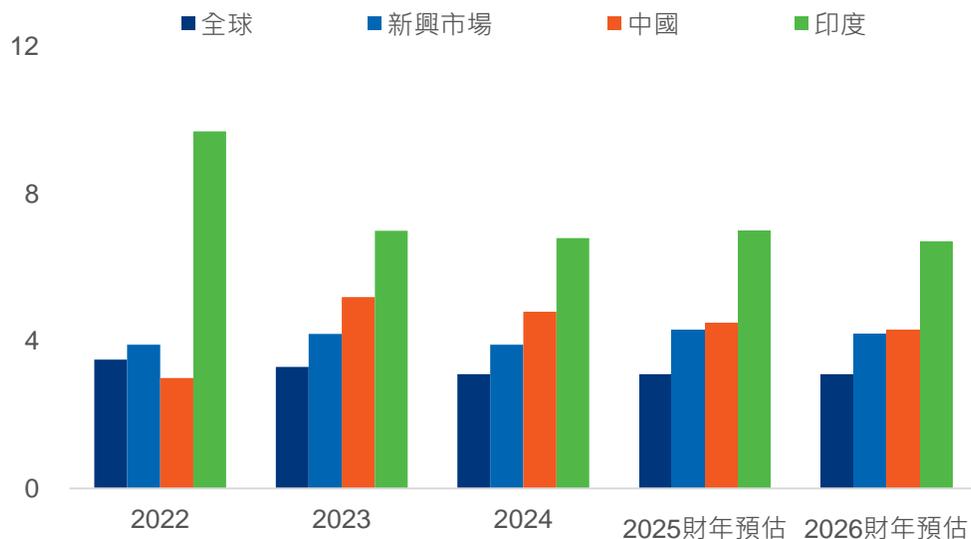
資料來源：Bloomberg，印度全國證券保管公司(NSDL)，2024年9月16日，註：全面准入路徑(Fully Accessible Route，FAR)債券為2020年推出進行實質性市場改革，完全開放給外資投資的債券

印度調降財政赤字目標，增添債券信評上調機會

- ▶ 儘管印度經濟受大選、政府支出下滑與基期效應等因素影響，成長動能前季度微幅放緩至6.5%，但個人消費支出年增速持穩在4%，為主要經濟成長貢獻來源，2025財年實質GDP將保持6.5至7%的穩健成長。
- ▶ 印度總理莫迪公佈今年大選後首次財政預算，除調降個人稅與進口關稅，強化消費動能與重塑製造業地位，將財政赤字目標從先前草案的5.1%降至4.9%，標普考量印度預計穩健的經濟成長動能與大選後將延續政策改革方向，並以不擴大財政支出的方式，來支撐印度未來基礎建設與經濟成長態勢，同時謹慎的貨幣與財政政策，有利於減輕政府負債與利息負擔，將其信評展望調升至正向，增添印度主權信評調升機會。

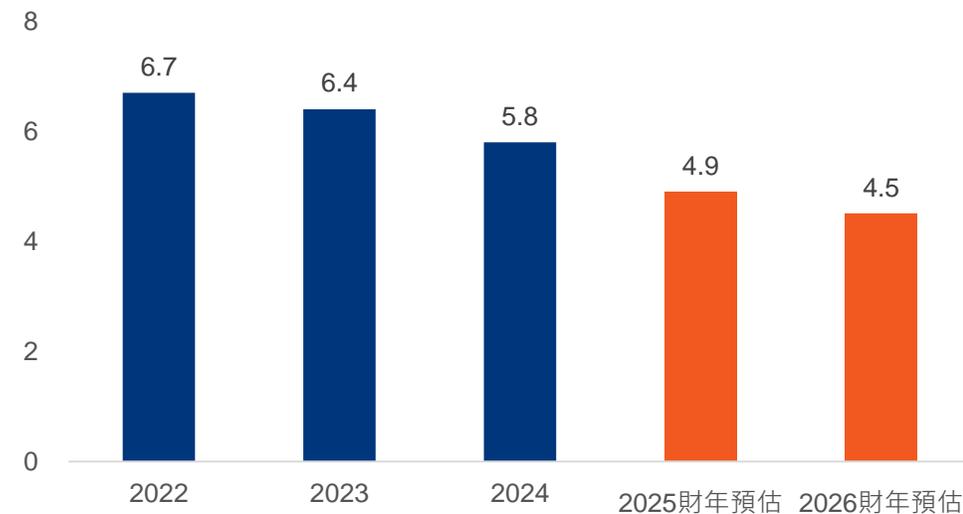
印度經濟維持7%高速成長動能

實質經濟成長率，%



印度政府預估財政赤字2026年目標續降至4.5%

印度財政赤字佔GDP比例，%

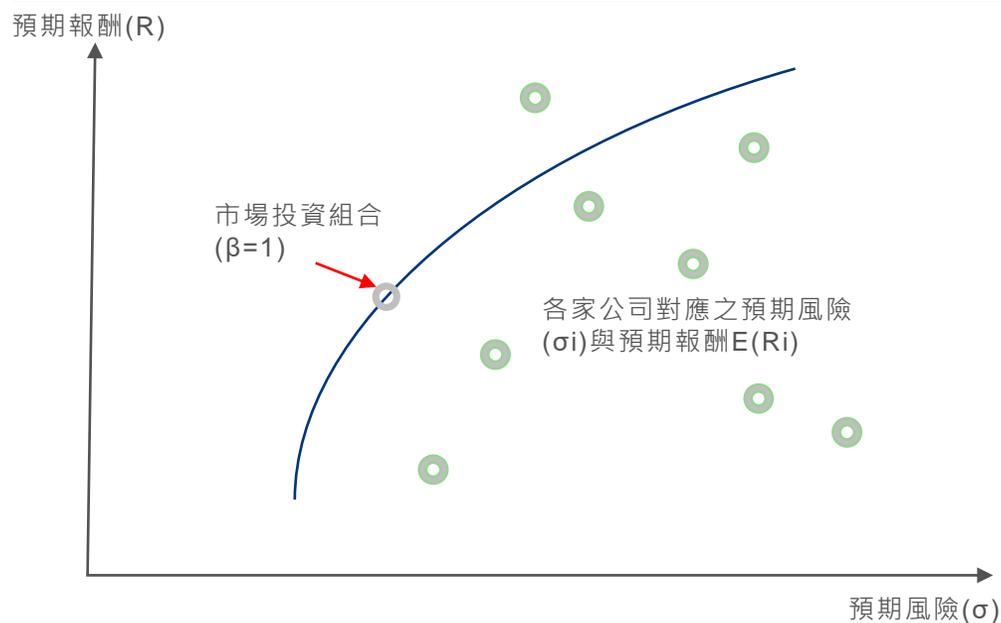


資料來源：Bloomberg，2024年9月16日，註：印度財政年度為4月至隔年3月，2025年後為預估值

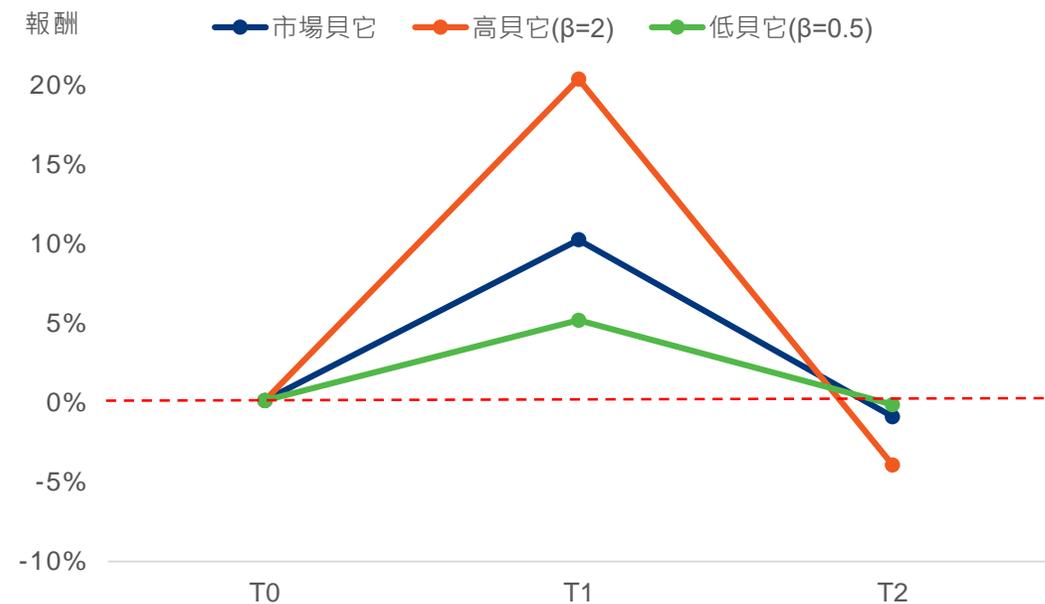
波動度加大時期，低貝它投資策略彌補虧損有優勢

- ▶ 貝它(Beta)為市場風險衡量指標，當貝它值為1時，代表市場投資組合，而各產業、個股也會有各自不同的貝它值，當某投資組合貝它值為2，代表當指數(大盤)上漲1%，該投資組合理論上漲2%，同理，下跌1%時投資組合下跌幅度會放大，理論上跌幅為2%。由於個股擁有不同的貝它，可以透過不同權重結合，產生不同貝它值的投資組合，而有相應投資組合策略產生。
- ▶ 美國總統大選將來到，經濟數據明顯放緩，使聯準會迎來近年第一次降息，預期市場波動幅度加大。當市場漲跌幅的程度劇烈，低貝它投資策略甚至負貝它投資組合將有效保護投資人資產部位。假設市場單日上漲10%隔日下跌10%，市場報酬為下跌1%，若投資組合貝它為2，投資組合報酬將下跌4%；若貝它為0.5，低貝它投資組合僅下跌0.25%。

所有企業組合成市場投資組合(大盤)位於效率前緣線



波動加大時，降低投資組合貝它值將有效抵禦風險



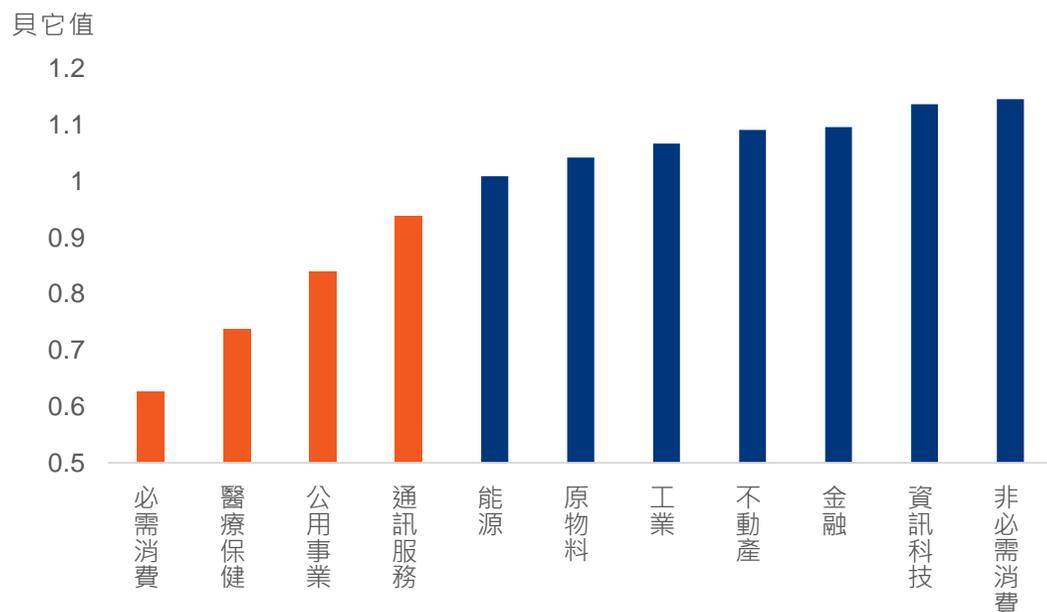
資料來源：Bloomberg

擁抱低貝它

防禦型產業偏低貝它，在市場波動時期有效抵禦風險

- ▶ 將標普500指數按照11大產業分類，分別計算其與標普500指數的貝它，發現到從產業面來看，必需消費、醫療保健、公用事業、通訊服務4產業與標普500指數低度相關，最低的必需消費產業，其近5年貝它值僅0.63。同時，此四產業屬於防禦型產業，能抵禦近期不確定性仍高的情境。
- ▶ 自今年7月中以來，風險事件接連出現，造成大盤出現劇烈修正，從7月1日為基期計算，標普500低貝它指數下跌2.2%，相較標普500指數下跌5.3%，整體跌幅少一半；且僅花費4個工作日即彌補跌幅，相對標普500指數花費9個工作日才收復跌幅，恐慌時期，低貝它因子的最大跌幅(Maximum Drawdown)與恢復時間(Recover Period)表現皆優異。

低貝它集中於防禦型產業，與市場景氣低度相關降風險



今年硬著陸風險上升造成市場修正，低貝它抗跌恢復快

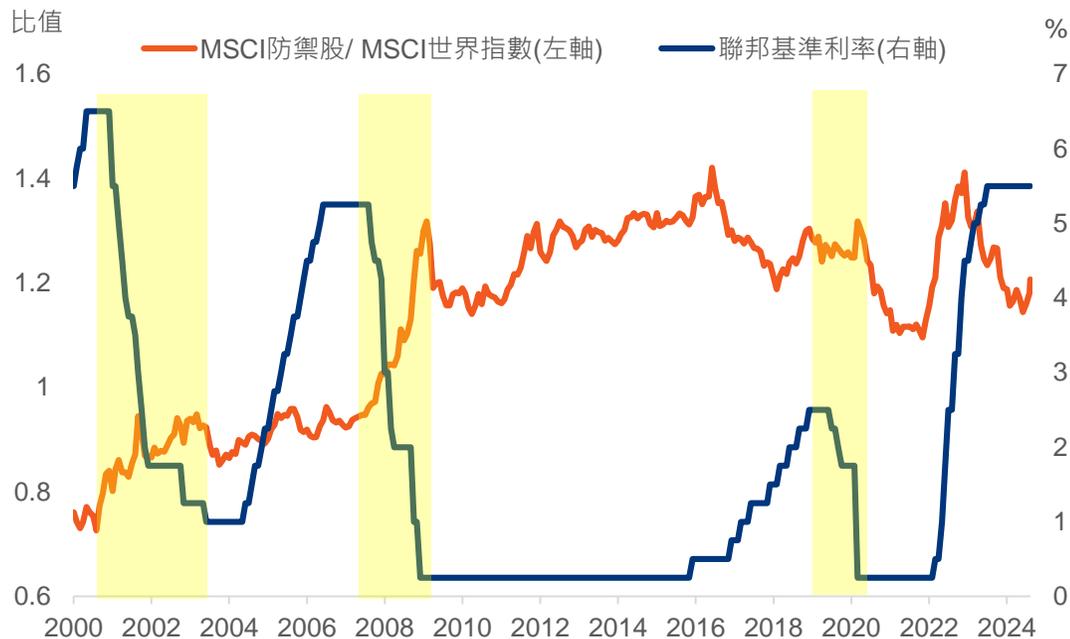


資料來源：Bloomberg，右圖更新到2024年9月5日

降息時防禦股相對抗跌，黃金和美債最受惠

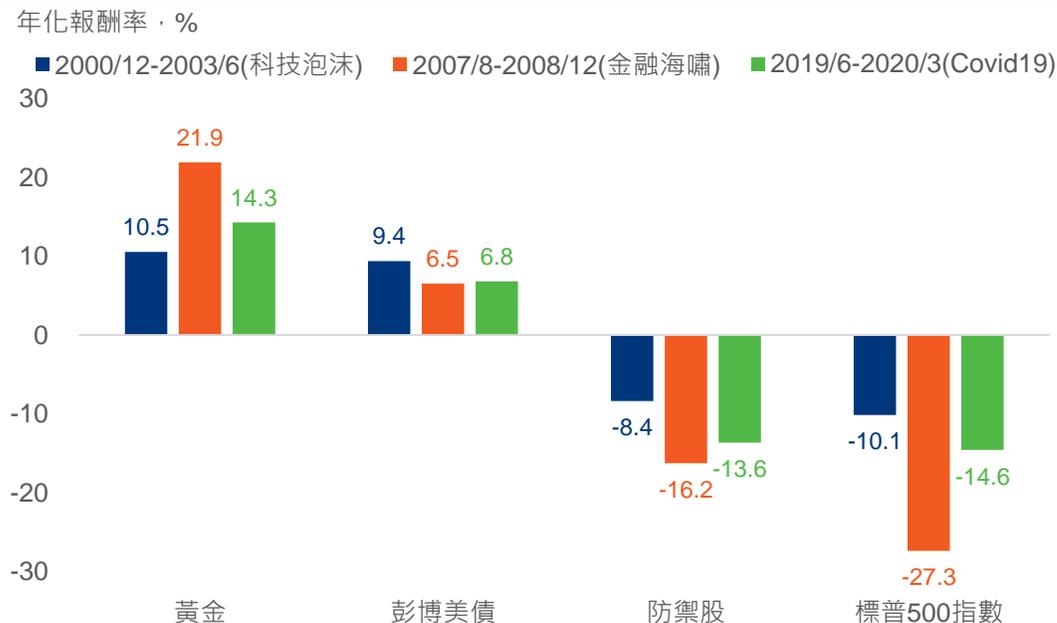
- ▶ 過去美國降息，如2000年網路泡沫與911恐怖攻擊、2008年金融海嘯、2020年Covid19，多因為發生重大金融風險，緊急降息因應，當時景氣放緩甚至呈現衰退氛圍，儘管股市多呈現同步下跌但防禦股仍相對抗跌，聯準會本次降息為通膨降溫的預防性降息，經濟放緩的背景下，仍以防禦型、價值股較有表現。
- ▶ 觀察聯準會近3次降息時，各類資產表現，以黃金受惠利率下降與經濟衰退恐慌，表現最亮眼，反應於近期金價也屢創歷史新高。其次為美債，過去3次美國債券的年化報酬率達7%-9%，較股市更穩健，現階段投資人應把握降息鎖利時機，並以中長天期高信評或公債為主。

2000年以來，聯準會降息時防禦股表現較抗跌



資料來源：Bloomberg，左圖黃底為降息階段，凱基證券整理

最近3次聯準會降息，硬著陸使債、黃金優於股

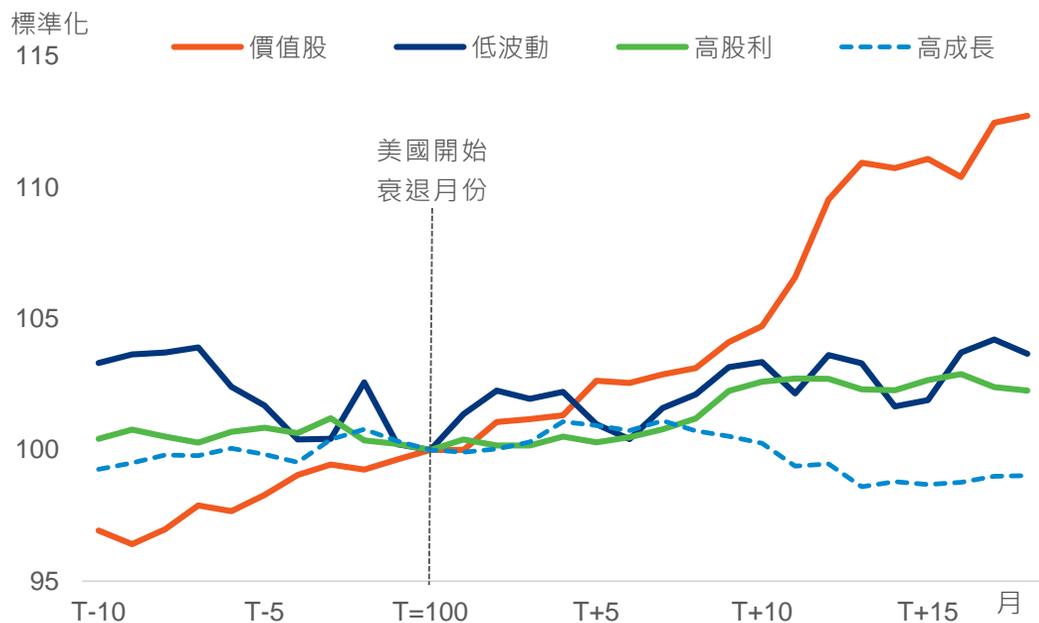


降息惠資產

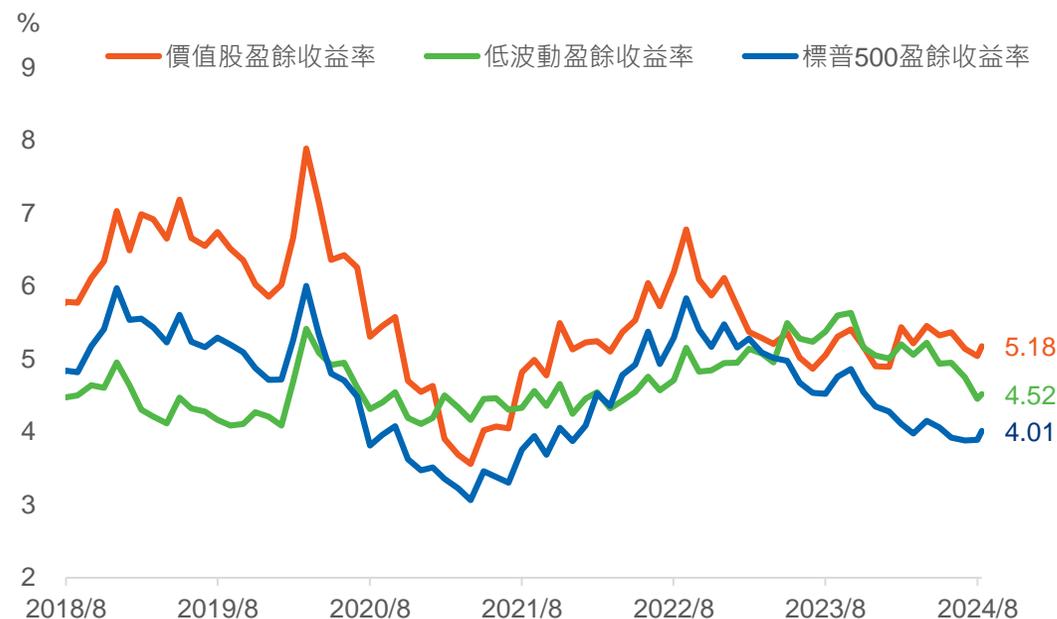
景氣放緩階段，價值股、低波動股更具投資吸引力

- ▶ 過去2000年以來的3次景氣衰退時期，都採取降息以挽救經濟，價值股的表現最亮眼，即使開始衰退後經過1年半，表現仍勝過成長股，其次為低波動股與高息股。主因價值股具有較低本益比、高配息與傳統產業等特性，成長股的企業盈餘則可能高速擴張，兩較之下價值股的企業獲利成長較成長股緩慢，但增速穩健，多為民生必需性產業的屬性，不易受景氣循環所拖累。
- ▶ 若以評價面相比，目前整體標普500指數的盈餘收益率(即盈餘/股價)較價值股和低波動股低，顯示目前大盤、科技股的股價相對企業獲利偏低，而反觀價值股和低波動股的股價相較於獲利仍屬合理，更具投資吸引力，也是近期深受資金青睞的主因。

過去衰退時期，價值股、低波動、高息股表現最佳



美國價值股和低波動股目前投資吸引力更勝大盤



資料來源：Bloomberg，採2001/3、2007/12、2020/2三次衰退期間，各類股表現

首場美國總統辯論會，政策多具延續性

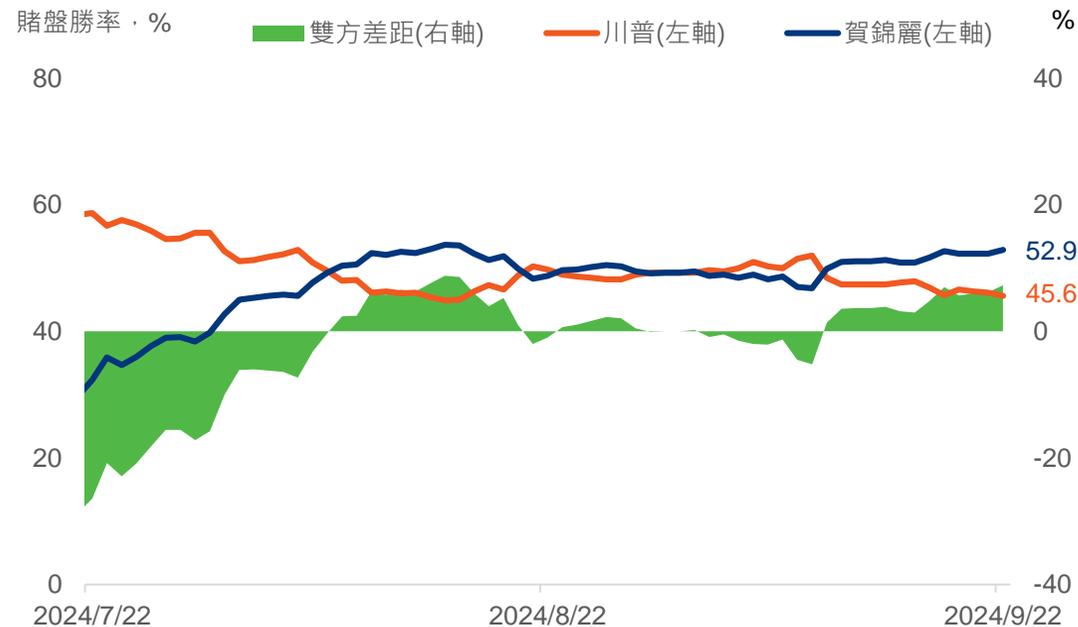
- ▶ 9月10日共和黨候選人川普與民主黨賀錦麗，展開總統大選首場辯論，雙方政策差異如賀錦麗欲增加公司稅從21%調升至28%並加徵富人稅，川普主張削減公司稅由21%降至15%-20%，及維持2017年個人減稅與就業法。雙方皆採保護主義，賀錦麗僅對科技產品監管，較川普全面貿易戰更溫和。法規監管層面，賀錦麗強調擴大反壟斷調查，川普傾向放寬併購限制與縮短審批期。雙方皆欲降低藥價，民主黨希望規管更多藥品與控制藥價通膨，共和黨主張醫療保險私有化，透過自由競爭降低民間負擔。整體看來，川普對國內商業環境更友善，賀錦麗對外政策更溫和。
- ▶ 辯論會後市場普遍認為賀錦麗表現較佳，賭盤顯示賀錦麗勝率上升，川普則明顯下滑，賀錦麗達到首戰宣傳目的讓美國選民更認識自己與政見。

民主、共和黨兩位候選人政策差異

	賀錦麗	川普
通膨	政府介入控制物價，禁止企業哄抬商品價格	抨擊拜登擴大財政赤字造成的通膨
經濟	機會經濟	製造業回流；美國至上
住房補貼	房屋首購族提供2.5萬美元	-
教育補助	有新生兒的家庭提供6,000美元抵稅額，以及為有年齡較大兒童的家庭提高稅負抵減額至每年3,600美元	延長2017年的就業與減稅法案
稅率	對財富超過1百萬美元的富豪課徵28%長期資本利得稅，3.8%的淨投資收入稅(NIIT)；小型企業為5萬美元的稅收允許扣除額	降低企業稅率至20%與降低個人所得稅並由提高關稅至少10%來彌補
能源	延續拜登的綠能政策，但相較於之前打壓傳統能源業，改為不反對裂解油分裂技術	支持傳統能源業，用裂解油分裂技術開採本國能源，並擴大生產
國防	多邊外交	保護主義
移民	對移民較寬容，主張邊境安全法案，加強邊境管制，提高庇護資格的要求。如果移民超過一定數量，總統也將有權關閉邊境	將大規模驅逐非法移民，完成其第一任期的邊境圍牆，派出更多執法人員到美墨邊界，增加對非法移民的懲罰

資料來源：RealClearPolitics、Bloomberg，更新到2024年9月22日

9月10日首場辯論會後，賀錦麗賭盤勝率上升



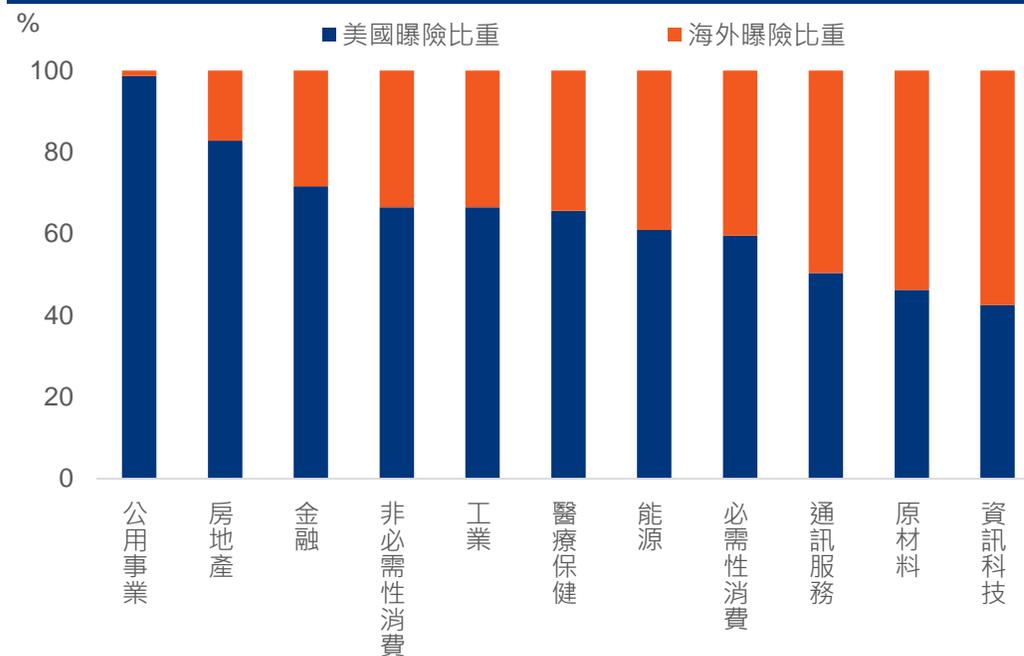
決戰關鍵搖擺州，部分產業股留意選後政策影響

- ▶ 美國特殊的選舉人團制，選舉人團票多者入主白宮。觀察7個關鍵搖擺州的民調結果接近，目前兩位參選人在內華達州和北卡羅萊納州的差距相當接近。川普始終在喬治亞、北卡羅來納、亞利桑納微幅領先。其中，佔有19張選舉人票的賓州尤其關鍵，儘管目前由賀錦麗領先，但兩人的民調同樣差距不大，選情仍存在變數。
- ▶ 賀錦麗在外交與經濟政策上較弱，觀察過去，美國大選前兩個月股市波動度上升，選後股市以基本面為主。雖目前賀錦麗賭盤勝率較大，但仍無法排除川普勝選可能，目前投資以風險較低防禦性產業為宜，川普上臺、企業海外曝險高的產業，如科技、原物料、通訊服務等應降低部位。

決戰搖擺州，選舉人團票是關鍵

州別	選舉人票	賀錦麗	川普
賓州	19	49.3%	47.6%
喬治亞	16	46.3%	48.0%
北卡羅來納	16	47.5%	47.6%
密西根	15	49.3%	47.6%
亞利桑納	11	46.8%	48.4%
威斯康辛	10	49.0%	48.0%
內華達	6	47.0%	46.8%
全美國		49.4%	47.2%

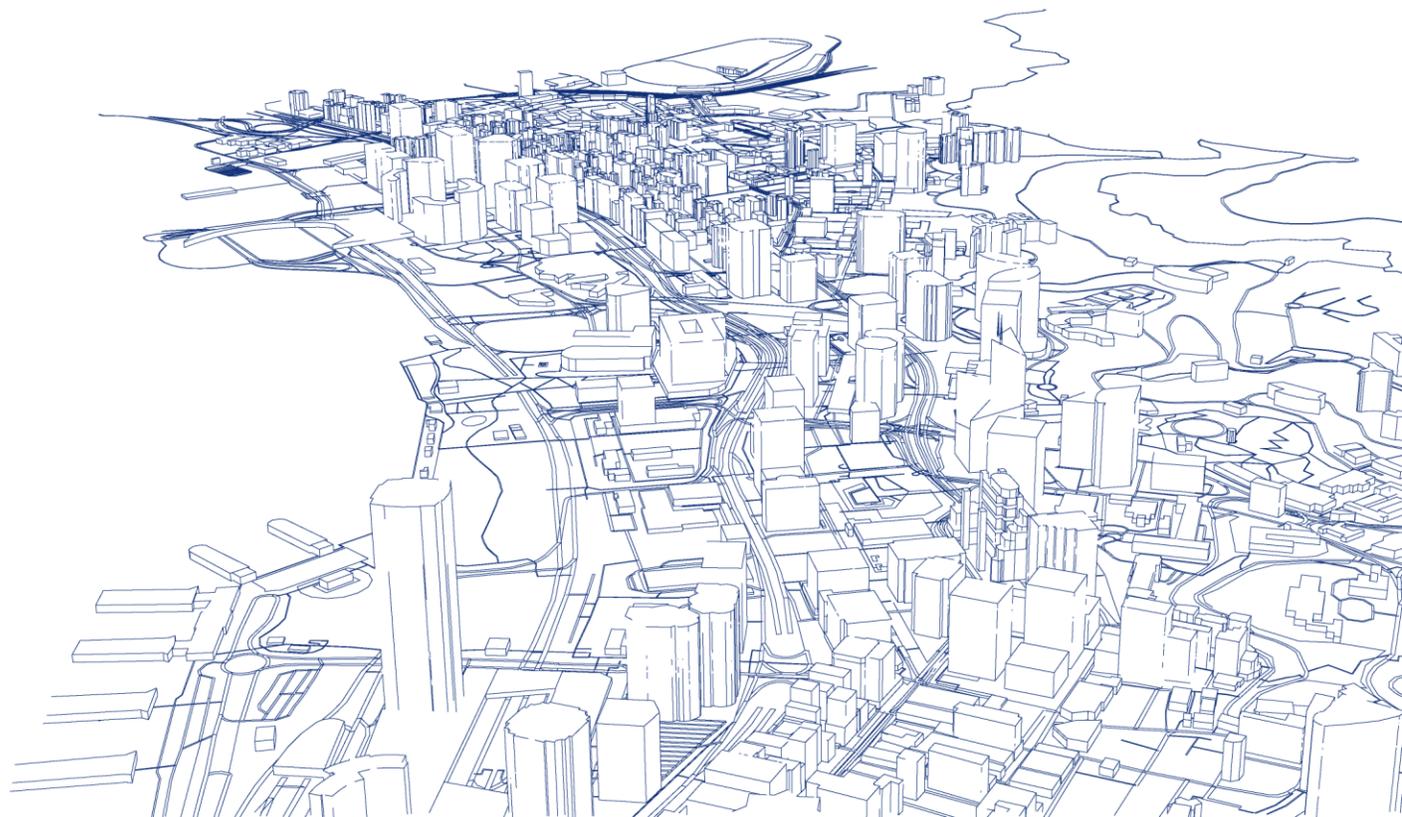
川普若當選，較不利海外營收曝險高的產業



資料來源：RealClearPolitics · Bloomberg · 更新到2024年9月22日

3 資產配置

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



資產類別建議 – 區域

▶ 美國降息帶動市場，然而景氣下行與總統大選增波動，防禦策略為主；歐日經濟復甦強度減弱；仍看好印度長期發展

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

區域			
美國股市	 		美國雖通膨續降，然而製造業活動放緩、勞動市場有所降溫，且越靠近總統大選將使波動升高，維持中性看法
歐洲股市	 		歐洲製造業活動持平，服務業短期受惠奧運而有改善，整體而言復甦動能減弱，因此維持中性看法
日本股市	 		日圓升值不利出口導向的科技類股，可逢反彈獲利了結，轉為受惠日圓升值的內需股如零售銷售，整體中性看待
中國股市	 		中國降息降準釋放流動性，陸股谷底反彈，帶動亞股，短期一季偏多看法
臺灣股市	 		臺股第2季財報雖以正面居多，但展望普遍不佳，暫時以防禦性操作，看法為中立
新興亞洲	 		中國推出寬鬆貨幣政策並釋出房市利多，新興亞洲短期一季偏多看法；印度受外資青睞呈資金淨流入，看好長期發展

資產類別建議 – 產業

▶ 景氣下行與美國總統大選添不確定性，以具有防禦特性的醫療保健、必需消費、公用事業及通訊中的電信類股為主要布局重點。

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	 	產業獲利成長減速，且本季獲利優於預期比例為類股中最低，產業受高利率影響較大，整體維持中立看法
	必需消費	 	高股息及獲利相對穩定支撐表現，且類股具防禦特性有助景氣下滑時的表現，維持偏多看法
	能源	 	能源類股獲利預估下調幅度大，且供應面持續增加，全球需求下滑，維持中立看法
	金融	 	殖利率曲線趨陡有利獲利改善，近期銀行貸款條件轉寬鬆，後續觀察放款是否回升，維持中立看法
	醫療保健	 	雖第三季獲利成長有下調，然而產業兼具防禦及成長特性，維持偏多看法
	工業	 	企業獲利預估受航空類股影響而下調，但第二季財報表現佳，長期亦受惠自動化及政府財政支出推動，維持中立看法
	資訊科技	 	近期AI回溫，然而評價仍偏貴，留意市場回檔風險。中長期AI發展帶動晶片需求趨勢不變，維持中立看法
	通訊服務	 	獲利預估仍為產業前段班，主要受惠強勁AI需求推動龍頭企業表現，且電信類股具防禦性質，維持偏多看法
	原物料	 	中國貨幣政策放寬刺激經濟，然而效果是否能提振內需有待觀察，整體維持中立看法
	房地產	 	高利率仍對需求產生影響，整體而言維持中立看法
公用事業	 	能源轉型、AI發展及政策支持等利多，且產業具防禦特性，維持偏多看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會降息2碼，美國公債、高信評債逢高鎖利，並以中長期債為主；美元走貶、非美貨幣反彈，日圓中長線偏升值。

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	美國勞動市場朝惡化發展，未來衰退疑慮與降息預期為公債支撐，建議適度佈局中長期公債，並逢利率反彈加碼
	投資級債券	 	過往經濟軟著陸企業債表現佳，若為硬著陸則相對落後，宜配置高風險調整後利差者，如金融、通訊、公用事業
	非投資級債券	 	信評調降比例高於升評，信用風險有升溫疑慮，宜配置在短天期、較高評等BB級企業債，降低利差擴大風險
	新興市場債券	 	新興市場經濟分歧，然全球央行陸續展開降息，整體新興市場違約風險並不高，預估新興債殖利率有下行空間
商品	原油	 	其他新興市場無法彌補中國需求放緩缺口，OPEC+難再進一步減產，其他國家可能增產原油，油市面臨供過於求
	黃金	 	聯準會降息2碼，並表示未來仍偏緩步調降，黃金漲勢停頓，然景氣衰退風險和以哈衝突不斷，預期黃金長線續揚
貨幣	美元	 	9月聯準會降息2碼，未來仍將緩步調降，主席鮑威爾表示美國經濟具韌性，長天期公債殖利率高盤，美元有撐
	歐元	 	歐元區再度降息，但經濟表現疲弱，第一大經濟體德國甚至有衰退風險，預期未來降息幅度加大，歐元偏弱
	日圓	 	日銀維持政策利率不變，市場預期12月再度升息機率高，加上聯準會大幅度降息，美日利差收窄支持日圓偏升
	人民幣	 	中國大幅度降息、降準，但美元走弱對人民幣形成支撐，後續觀察中國經濟基本面是否改善，人民幣波動或加大

資產調整建議

判斷風險承受度，檢視全資產部位

3 分批建立部位

- ◆ 逢利率彈升分批增持中天期債券，鎖利同時增加未來資本利得機會
- ◆ 建立防禦股部位，如**電信**、**醫療護理**及**民生必需類股**
- ◆ 剩餘資金分批投入優質股，定期定額成長股、科技

4 既有部位檢視

- ◆ 檢視資產股債比例、單一國家/產業/公司集中度、債券評等分布是否符合投資人現況
- ◆ 比重較高者，可調整至**平衡型基金**、**投等債基金/ETF**，降低波動並享息收



1 資產配置再平衡

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

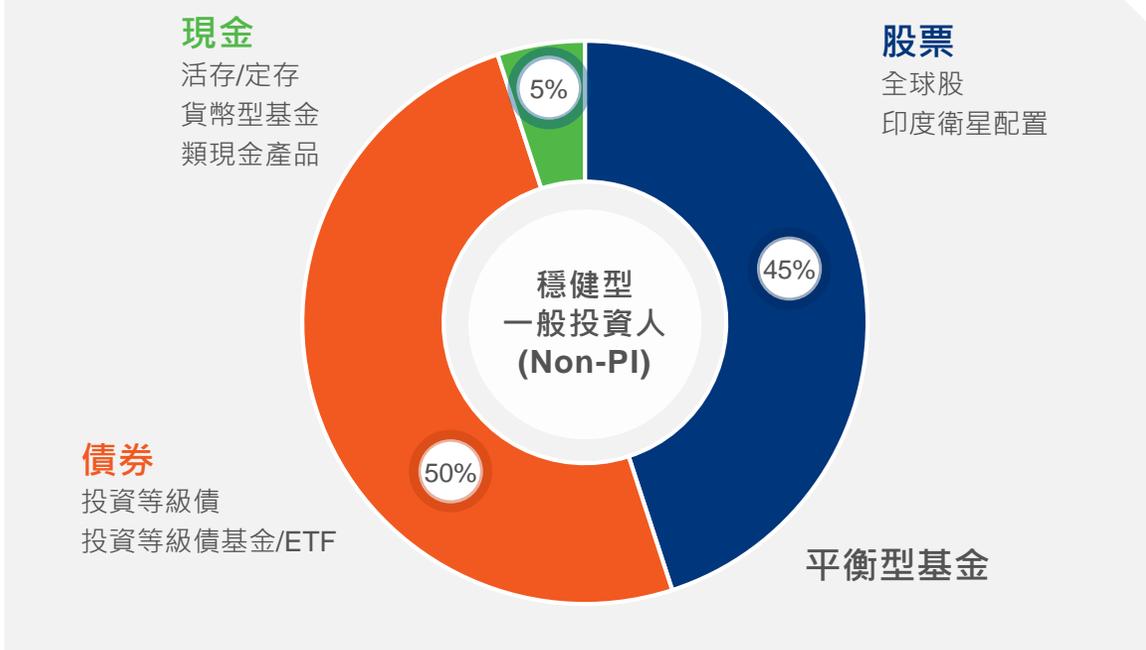
2 風險資產調降

- ◆ 逢反彈減持以出口導向為主之日股標的、基本面不佳**中小型股**、**低信評(CCC級以下)**比重高之債券商品，並檢視單一股票持股比重，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

投組配置 – 以防禦操作，應對後續市場波動

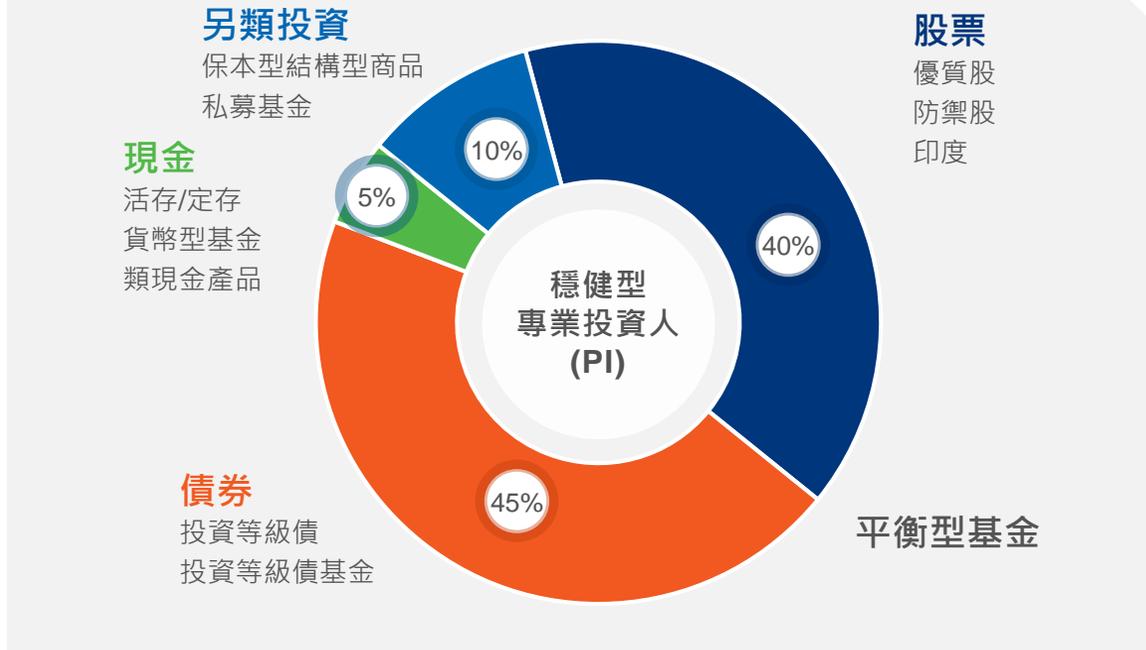
- ▶ 聯準會降息2碼，全球景氣放緩、衰退風險猶存，加上美國大選及地緣政治干擾，投資部位應轉謹慎，以防禦操作為上。
- ▶ 預估近期股市波動仍高，以成熟國家大型優質股、防禦股較佳，搭配債券資產，達到股債平衡配置；新興市場印度可適度布局，陸股短期操作。
- ▶ 景氣趨緩時期，建議債券配置以高信評之中天期投資級債為主，逢利率彈升增布長天期公債。

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%

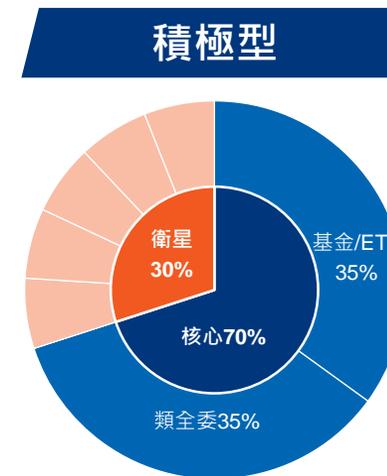
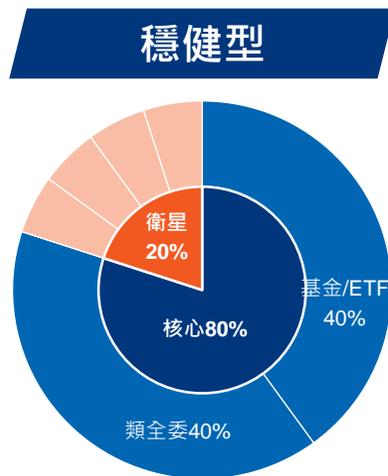
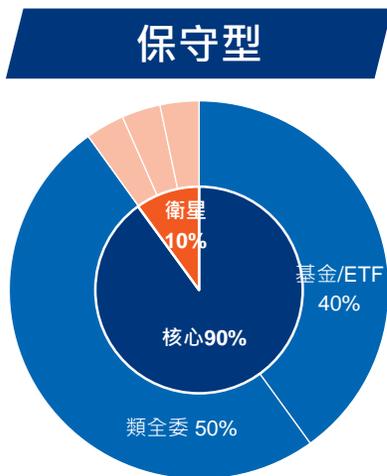
專業投資人(PI)投資組合配置建議



[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%

核衛配置建議

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



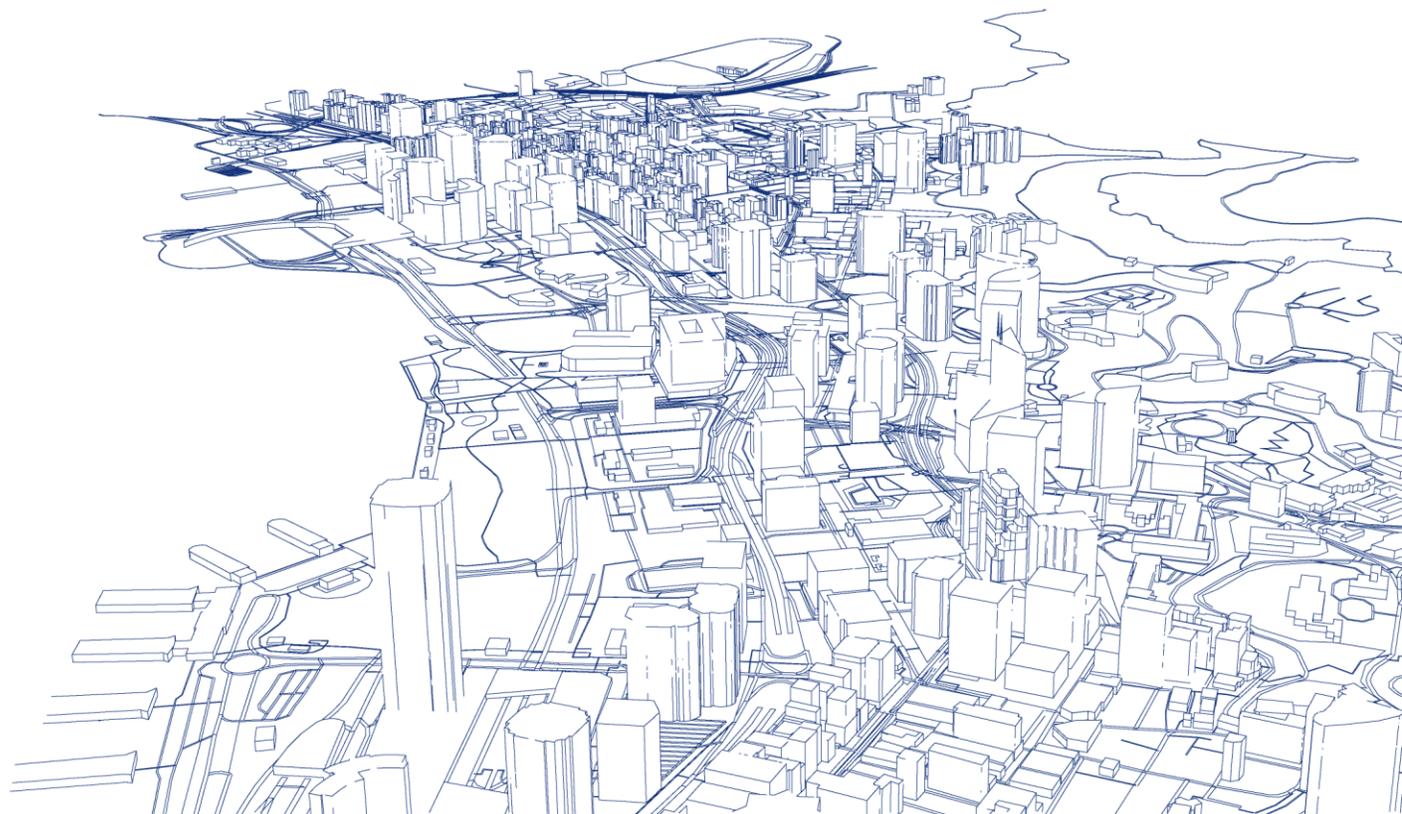
配置	商品類別	比重
核心 90%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	50%
衛星 10%	主題投資基金/ETF	10%
	海外股票	
	海外債券	

配置	商品類別	比重
核心 80%	基金/ETF	40%
	類全委帳戶	40%
衛星 20%	主題投資基金/ETF	20%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	

配置	商品類別	比重
核心 70%	基金/ETF	35%
	類全委帳戶	35%
衛星 30%	主題投資基金/ETF	30%
	海外股票	
	海外債券	
	結構型商品	
	私募基金	

附件

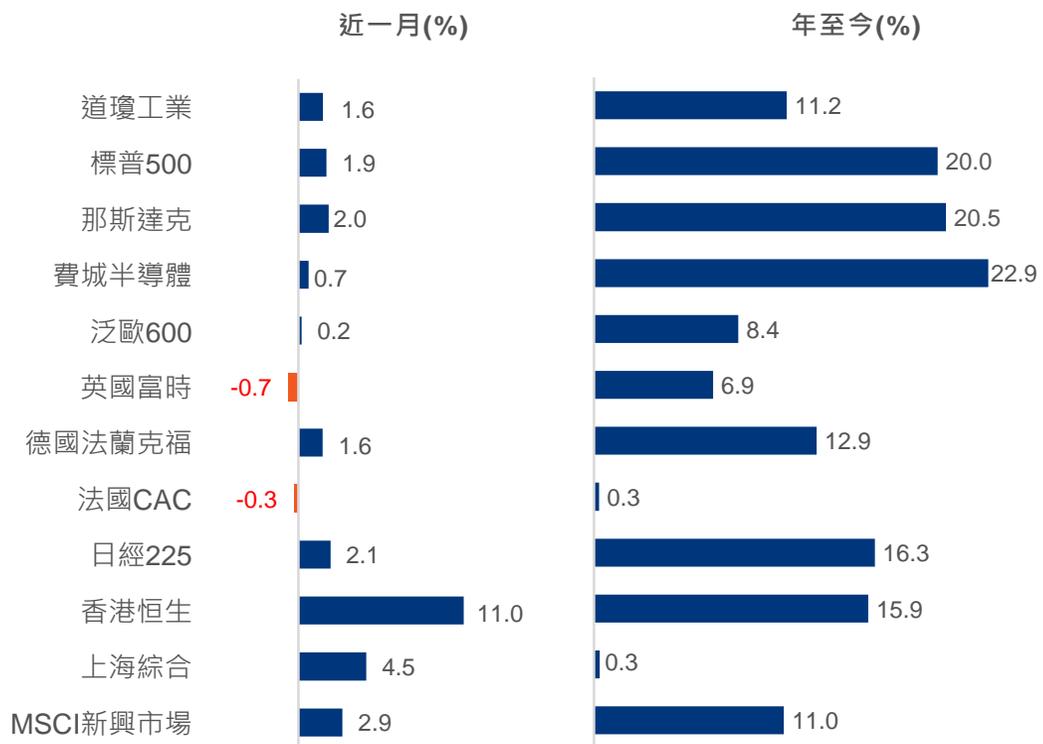
- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 各資產評價、市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 重要經濟數據/事件



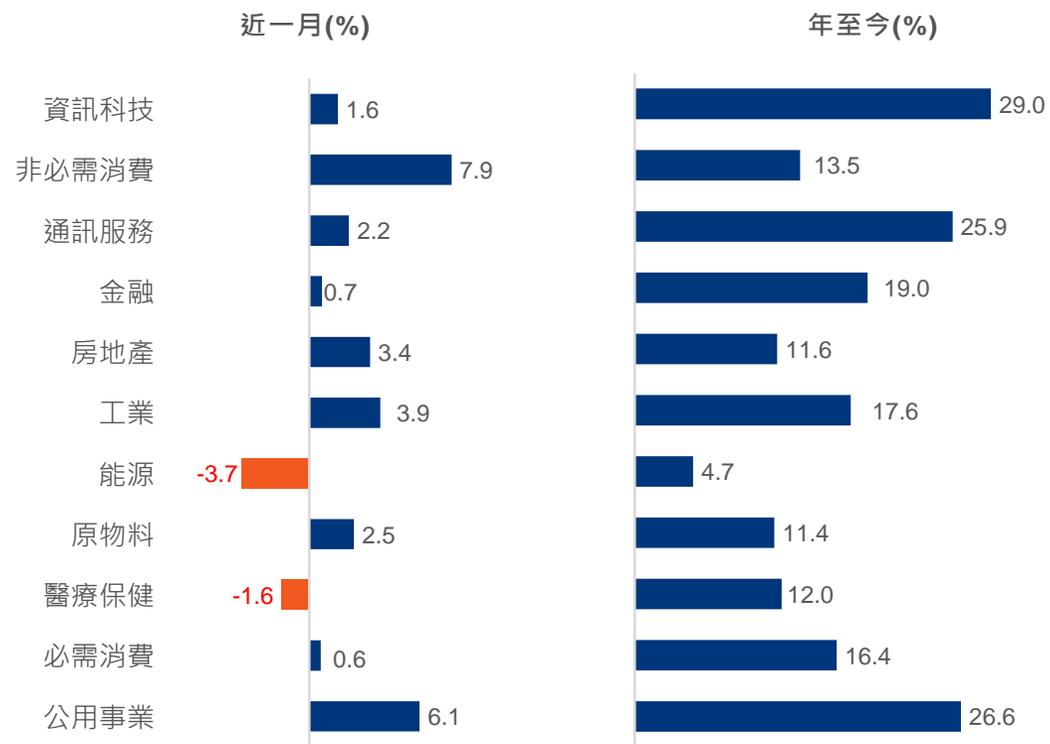
市場表現回顧 – 股票

- ▶ 聯準會9月降息2碼，強調軟著陸預期，加上中國降息降準刺激經濟，挽救房市，全球股市續揚，港股最為亮眼。
- ▶ 聯準會降息，加上經濟或可免除衰退，房地產股上漲。公用事業受AI題材提振與防禦特性，表現亦佳。能源股受油價下跌拖累。

各地區指數表現



各產業指數表現

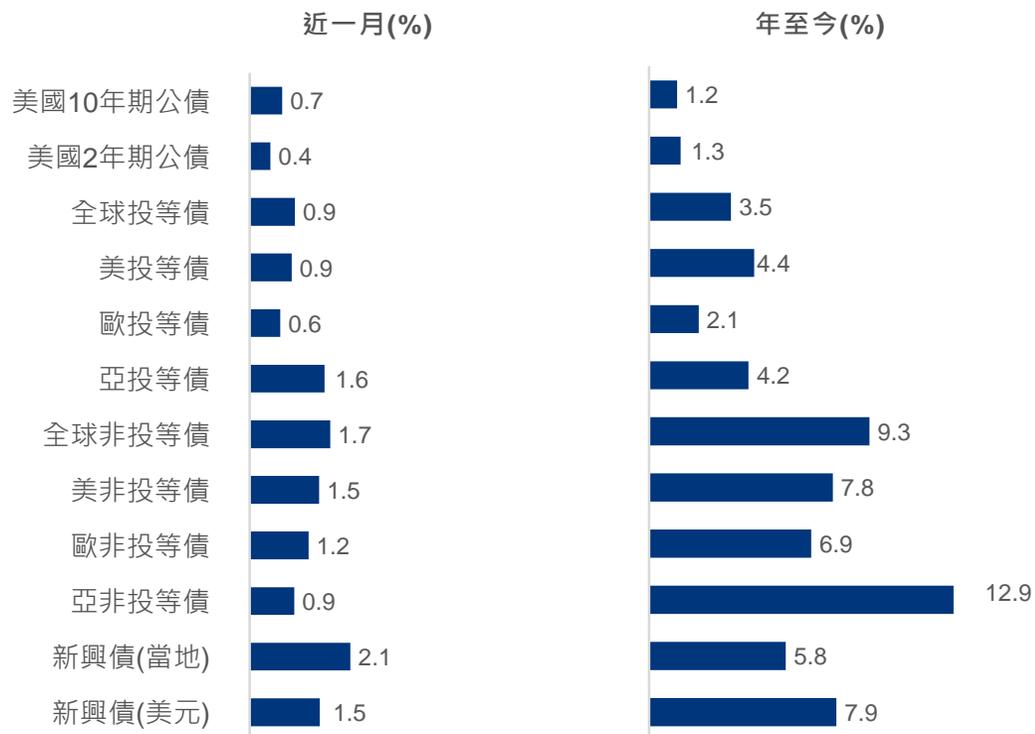


資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

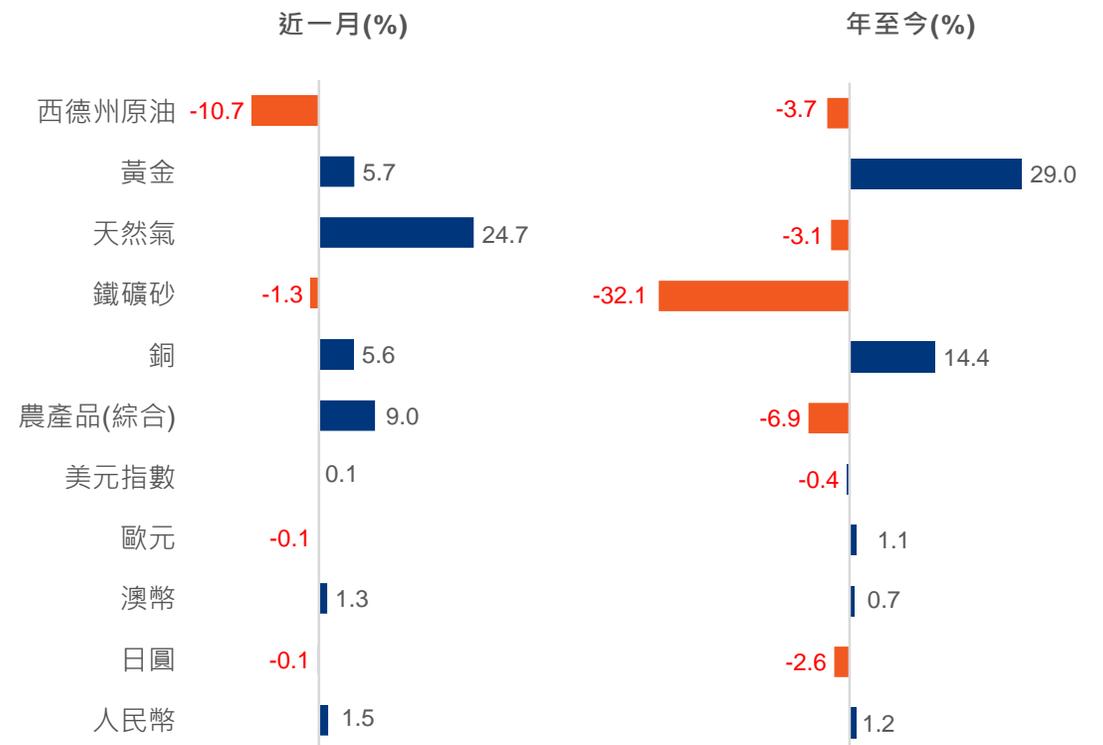
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 經濟放緩、通膨降溫，美國、中國與歐元區同步降息，激勵全球債市同步上漲。美元走弱、非美貨幣上漲，使新興當地債漲幅最顯。
- ▶ 全球景氣下滑，需求降溫使油價走弱，全球央行降息，實質利率走低，加上中國大動作寬鬆貨幣政策，釋放流動性亦推升黃金上漲。

各類債券表現



各商品及貨幣表現

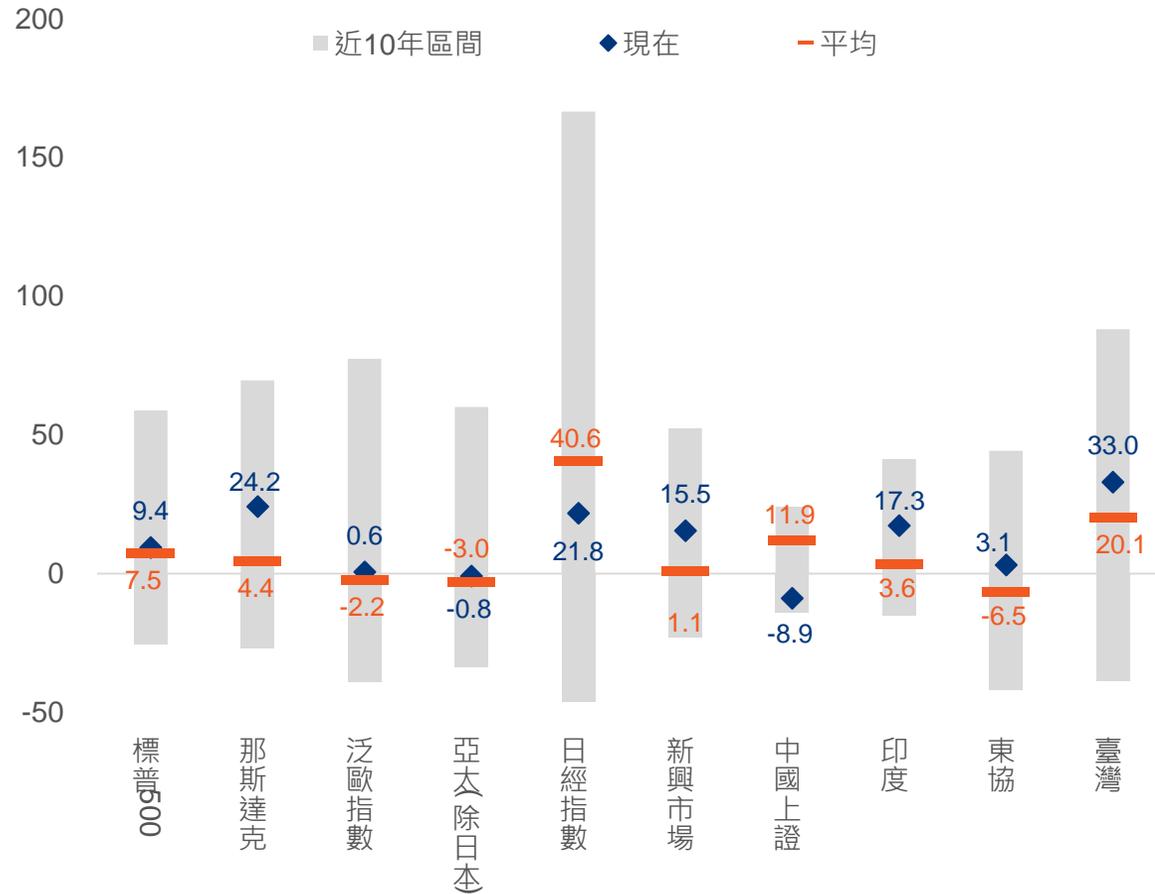


資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

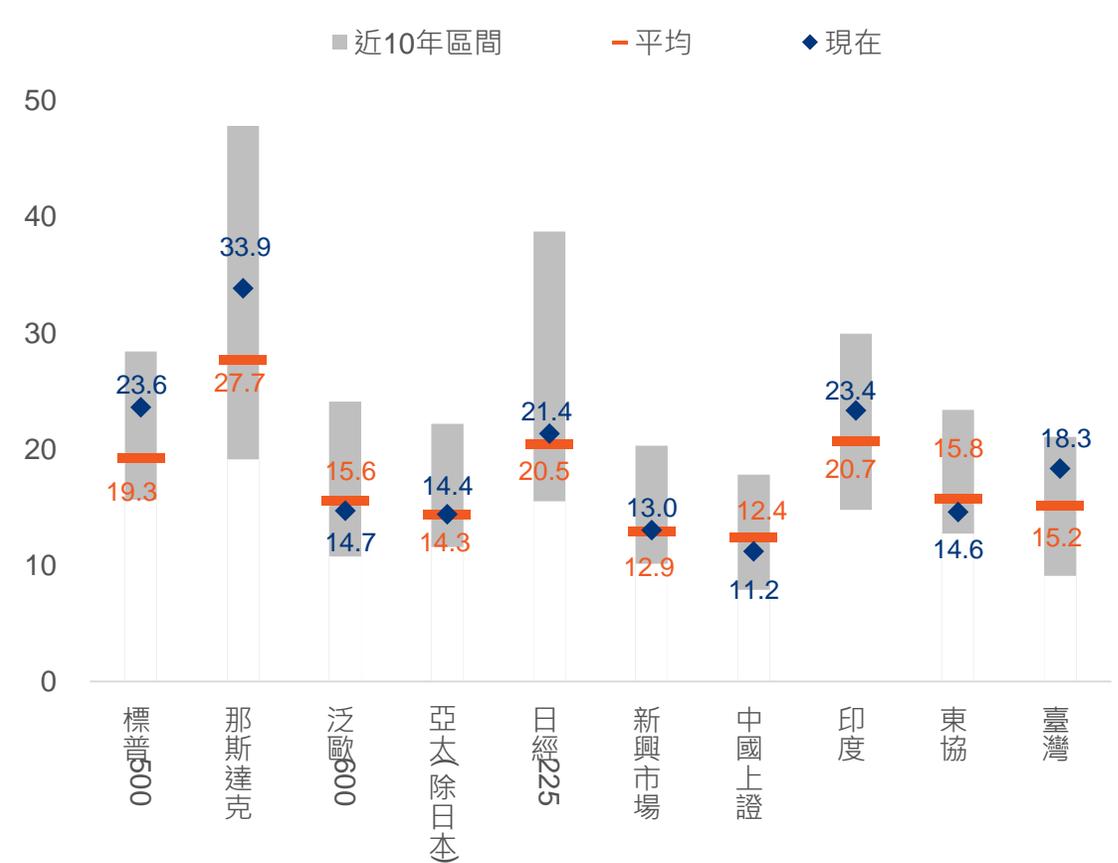
股票市場評價 – 盈餘變化與估值

▶ 企業獲利年增率以那指、新興市場、印度、東協、臺灣最佳，評價面以歐股較低廉，陸股、東協股評價也在近10年平均值之下。

預估EPS年增率(%)



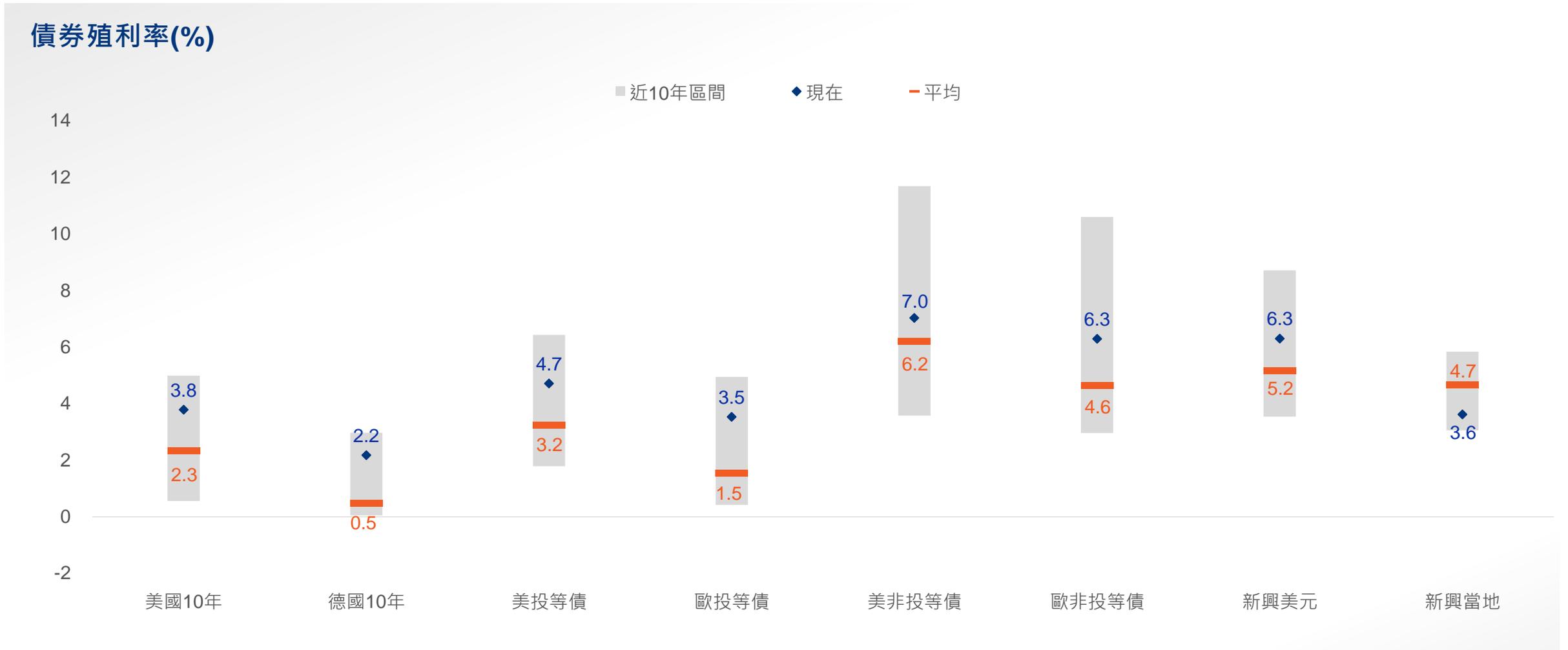
預估本益比(倍)



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美國、歐洲央行降息後，利率已自高點回落，把握最後高息鎖利時機。全球景氣放緩的不確定下，非投資等級債須留意違約風險。

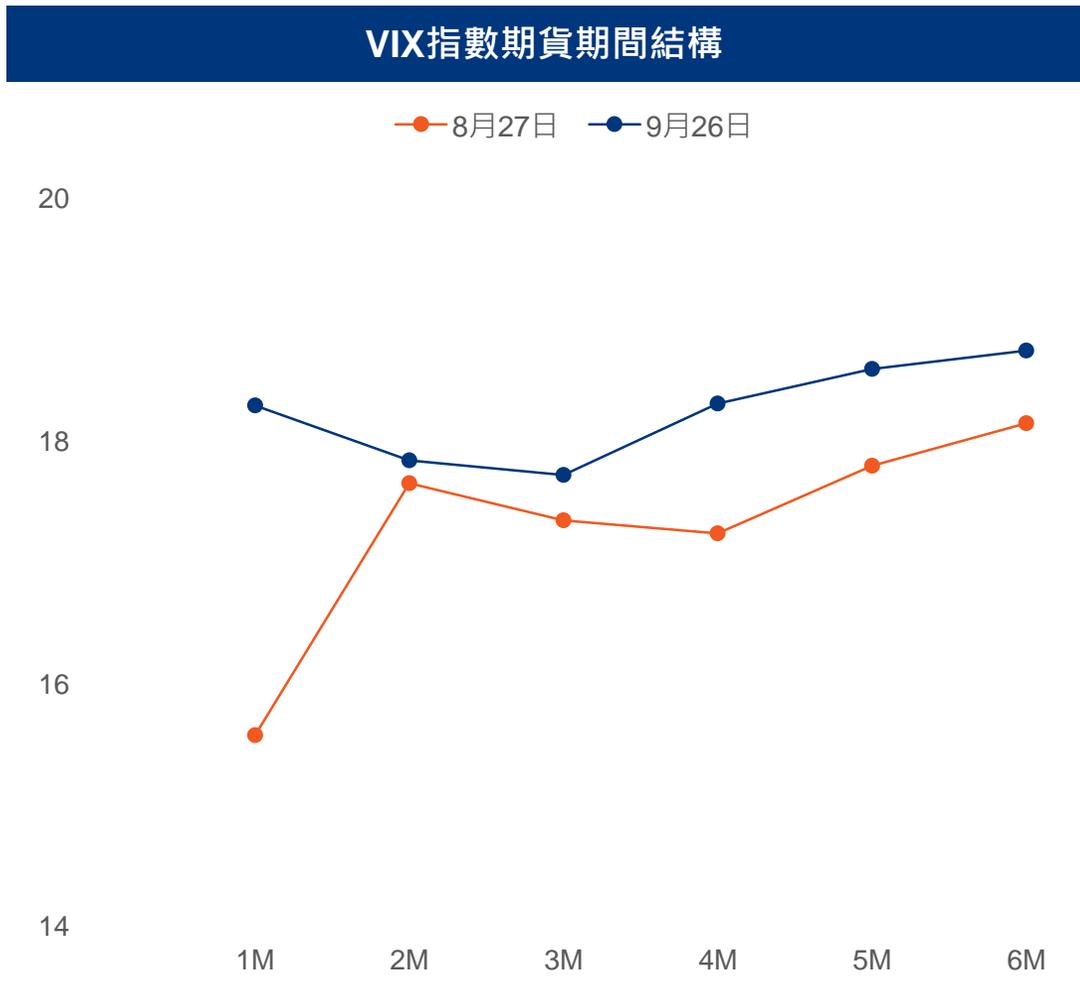


*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

跨資產市場波動率

▶ 9月主要股市先跌後彈，但大部分市場波動率指數上升；公債震盪表現但波動下降，黃金創高，原油創低後弱勢反彈，波動遽增。

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	15.37	-0.06	14.84
道瓊波動率指數(VXD)	15.51	1.83	13.34
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.38	0.92	15.31
香港恒生波動率指數(VHSI)	27.32	8.74	22.25
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	23.70	6.54	17.37
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)	14.91	-1.33	15.55
黃金ETF波動率指數(GVZ)	18.82	1.13	15.58
石油ETF波動率指數(OVX)	39.76	8.51	31.21
歐元ETF波動率指數(EVZ)	5.90	-1.71	7.36



資料來源：Bloomberg · 2024年9月27日

過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至9月26日，主要市場股市與基礎建設表現相對強勁。

■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今	年化*
日本股市 9.9%	非投資級債券 14.3%	中國股市 54.3%	現金 1.9%	美國股市 31.6%	中國股市 29.7%	大宗商品 38.5%	大宗商品 22.0%	美國股市 27.1%	美國股市 21.3%	美國股市 13.1%
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%	中國股市 20.0%	日本股市 7.2%
新興市場債券 1.2%	美國股市 11.6%	歐洲股市 26.2%	投資級債券 -3.5%	歐洲股市 24.6%	新興市場股市 18.7%	美國股市 27.0%	基礎建設 -0.2%	日本股市 20.3%	基礎建設 17.3%	歐洲股市 6.9%
REITs 0.6%	新興市場股市 11.6%	日本股市 24.4%	非投資級債券 -4.1%	REITs 24.5%	日本股市 14.9%	歐洲股市 17.0%	非投資級債券 -12.7%	非投資級債券 14.0%	新興市場股市 16.4%	基礎建設 6.3%
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%	歐洲股市 14.0%	REITs 5.1%
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%	日本股市 13.4%	新興市場股市 4.9%
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%	REITs 13.3%	非投資級債券 4.7%
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%	大宗商品 12.2%	大宗商品 4.0%
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%	非投資級債券 9.4%	新興市場債券 2.6%
中國股市 -7.6%	已開發國家公債 1.7%	REITs 8.6%	日本股市 -12.6%	投資級債券 11.8%	現金 0.7%	投資級債券 -2.1%	美國股市 -19.5%	現金 5.1%	投資級債券 5.6%	投資級債券 2.4%
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%	現金 4.0%	中國股市 2.2%
新興市場股市 -14.6%	現金 0.4%	大宗商品 1.7%	歐洲股市 -14.3%	已開發國家公債 5.6%	REITs -8.1%	已開發國家公債 -6.6%	中國股市 -21.8%	大宗商品 0.0%	已開發國家公債 2.3%	現金 1.7%
大宗商品 -23.4%	歐洲股市 0.2%	現金 0.8%	中國股市 -18.7%	現金 2.3%	大宗商品 -9.3%	中國股市 -21.6%	REITs -23.6%	中國股市 -11.0%	新興市場債券 0.1%	已開發國家公債 0.0%

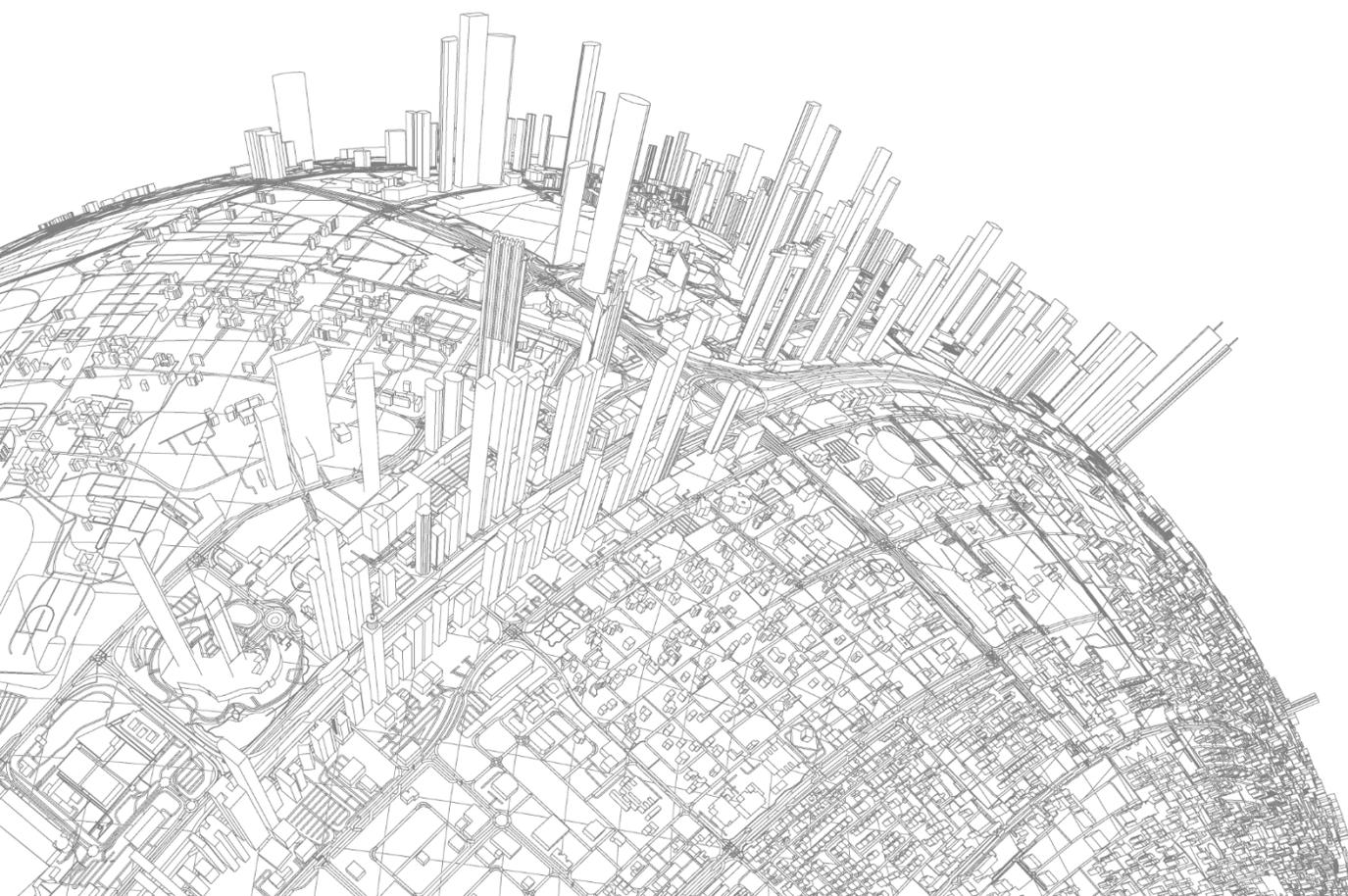
*年化資料統計期間：2015年1月1日至2024年9月27日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2024年9月27日

重要經濟數據 / 事件

OCT 2024

<p>Monday</p>	<p>1 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月ISM製造業指數 美國9月標普全球製造業PMI終值 日本9月自分行製造業PMI終值 歐元區8月製造業PMI終值 	<p>2 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月ADP就業變動 歐元區8月失業率 	<p>3 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月耐久財訂單終值 美國9月ISM服務業PMI 歐元區9月服務業PMI終值 歐元區8月PPI 	<p>4 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月非農業就業人口變動 美國9月失業率 歐元區第二季GDP終值
<p>7 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區8月零售銷售 歐元區10月Sentix投資者信心指數 	<p>8 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 臺灣9月CPI 臺灣9月PPI 臺灣9月出口年增率 	<p>9 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本9月工具機訂單初值 	<p>10 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月CPI 日本9月PPI 	<p>11 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月密大消費者信心指數初值 美國8月PPI 美國9月零售銷售 日本9月工具機訂單終值
<p>14 Monday</p>	<p>15 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月工業生產終值 	<p>16 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本8月核心機器訂單 	<p>17 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月工業生產 歐元區10月主要再融資利率決議 歐元區9月CPI終值 日本9月出口年增率 	<p>18 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月新屋開工 美國9月營建許可 日本9月CPI
<p>21 Monday</p>	<p>22 Tuesday</p>	<p>23 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月成屋銷售 歐元區10月消費者信心指數初值 	<p>24 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月標普全球製造業PMI初值 美國9月新屋銷售 日本10月自分行製造業PMI初值 歐元區10月製造業PMI初值 	<p>25 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月密大消費者信心指數終值 美國9月耐久財訂單初值 日本10月東京消費者物價指數
<p>28 Monday</p>	<p>29 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月JOLTS職缺 美國經濟諮詢委員會消費者信心 日本9月失業率 	<p>30 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月ADP就業變動 美國第3季GDP 歐元區第3季GDP 歐元區10月消費者信心指數終值 	<p>31 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國9月PCE 日本BoJ利率決議 日本9月工業生產初值 歐元區9月失業率 	<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。