



Key Investing Perspectives



環球投資觀點 摘要

美債殖利率在FOMC宣布11月維持利率政策不變後回落，市場風險情緒轉好為年底前主要基調。連續兩次FOMC維持利率決策，強化市場對美國升息近尾聲預期，且美國長假即將來臨，也推升投資人短期樂觀情緒。

由於聯準會表示在更長的期間保持高利率，市場正向解讀並且開始反應升息終點利多，導致長期收益率下降，短期內對股市有正面效果，尤其在經歷9-10月的股市修正，目前反彈的趨勢預計持續到年底。但此種情況可能對明年股市展望提高風險，企業財報公布告一段落，多數企業下修對先前2024年的較佳盈餘預測，今年底的樂觀反彈氣氛可能使得估值快速回升到不吸引投資人的位置。

目前美國經濟成長數據仍穩固，但美國ISM製造業指數近一年皆低於50，服務業PMI在下半年開始降溫，搭配明年美國企業預測自身營收成長下修，大型股優於小型股為主軸。債市殖利率倒掛會持續，直到接近降息而緩解，宜以公債、投資級債等優質債券鎖利並採長短天期平衡配置，高利率環境仍支持強勢美元格局，投資人可採定期定額與自然避險策略降低匯率影響。

明年仍維持高成長性公司為AI相關軟硬體產業，其中AI硬體發展趨勢明確，從雲端最終走向個人裝置化，AI PC概念將引領成長，產業需求尚未大增但價格已明顯走升，適合逐漸布局參與明年成長。



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

升息近尾聲，選金融債領好息
降低集中度，價值跟漲又抗跌
AI應用增，硬體演進趨勢明

3 資產配置

投組配置建議 / 資產調整建議 / 核衛配置建議

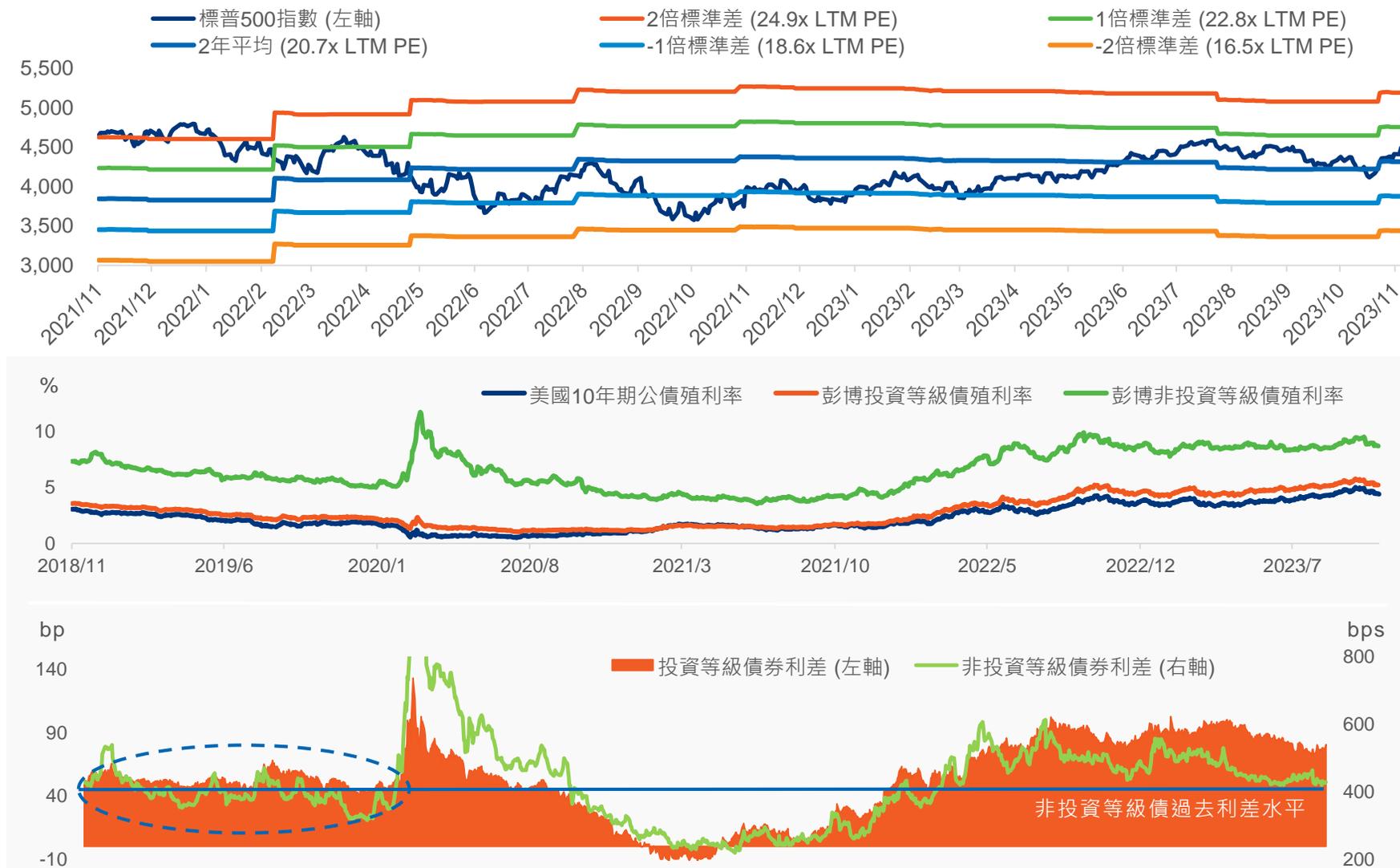


1 投資策略

- ▶ 本月投資主軸
- ▶ 市場回顧與展望
- ▶ 重要事件行事曆

受惠美通膨受控，短期股債跌深反彈，明年仍看大型與投資等級

- ▶ 從11月初FOMC維持暫停升息，加上隨後美國核心通膨數據明顯放緩，市場呈現風險情緒重啟，股債商品全面反彈。隨著假期將來臨，空窗期反而支持價格走升，但觀察全球實質經濟成長率表現皆放緩，需留意估值快速回升。
- ▶ 市場自11月樂觀氣氛浮現後，美股估值快速回升。標普500指數回升，已站穩4,500點，對應已公布的財報獲利換算，實際本益比達21.8倍。由過去兩年資料看出，其1倍標準差22.8倍為區間上緣，大型股獲利預期優於小型股，較能抵禦估值修正風險。
- ▶ 債市同樣受惠暫停升息與通膨受控利多，各天期公債、公司債殖利率皆回落，但從債券利差圖來看，投資等級債券利差回落後，仍略高於過去平均水準，反觀非投資等級債券利差大致回到過去水平，顯示債權價格回彈到現階段，展望未來，投資等級債券相對具有吸引力。



資料來源：Bloomberg、凱基證券整理

2023年12月
環球投資觀點



投資策略：大型股成長性續強，債券槓鈴鎖利，短期風險樂觀

美國通膨數據放緩，強化升息終點到來，搭配美歐市場長假來臨，市場短期偏樂觀反應。股市聚焦大型股，美國仍為全球股市主要獲利動能，債市殖利率高檔回落，市場看好FOMC升息周期將停止，公債與投資等級債優於非投資等級與新興市場債。美元短期回落利好黃金，但美元中期偏高檔區間震盪，預期明年下半明顯轉弱。

資產類別		減少	增加	展望說明
<p>債券 看多</p>	美國政府債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國財政紀律問題與升息近尾聲，美債殖利率短期呈區間波動，逢利率上行增加中長端公債配置
	投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	信用債以高信評的投資等級公司債為主，配置以風險調整後利差為正產業為首選
	非投資等級債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	企業破產家數緩增，景氣下行不利低信評的非投資級債，建議減碼，待明年景氣觸底後再考慮進場
	新興市場債券	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美元短期仍偏高檔整理，景氣動能趨緩不利新興市場債表現，建議減持
<p>股票 中性</p>	美國股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美股評價面、基本面壓力有所緩解，主要受經濟活動趨緩，市場認為利率應觸頂，因而支撐美股表現
	歐洲股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	歐股受歐元區景氣仍偏下行而疲軟，尤以德國經濟更顯弱勢，後續觀察是否有降息可能，維持中立看法
	日本股市	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本大型企業信心續改善，加上弱勢日圓利多以及岸田內閣推出經濟政策，維持加碼看法
	新興亞洲	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	中國經濟有觸底跡象，但房市疲軟且私部門信貸成長疲軟；印度企業獲利獲得上修，維持新興亞洲中立看法
<p>外匯 中性</p>	美元	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	美國經濟相對全球經濟表現佳，支撐美元高檔震盪，明年下半估計回貶但幅度不大，維持加碼看法
	日圓	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	日本央行仍維持寬鬆貨幣政策，日圓持續偏弱，若明年日本央行調整貨幣政策，日圓或可能由貶轉升
<p>另類 看多</p>	黃金/ 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，黃金走勢偏強

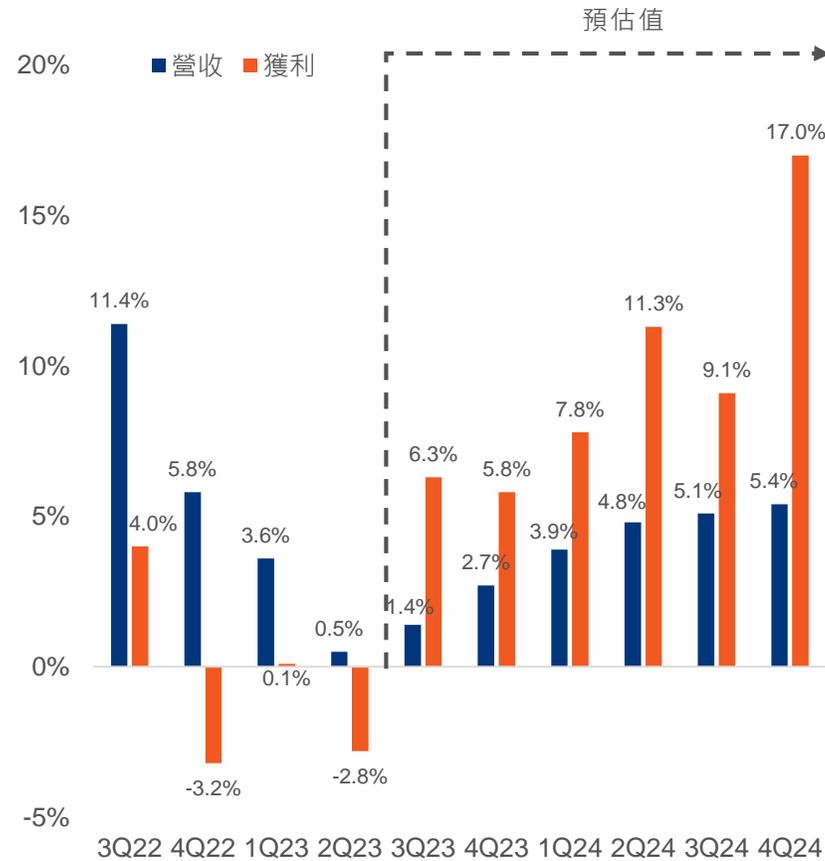
註：詳細資產類別觀點請見附件第31至33頁

股市回顧與展望 – 美股基本面最壞情況已過，但下調獲利成長

- ▶ 目前標普500指數營收及獲利成長皆觀察到第三季優於第二季的情況，且較第二季明顯成長，顯示企業基本面應於第二季落底並持續轉佳。市場預估2024年的獲利將加速，全年可望回雙位數成長，但營收端受美國景氣放緩影響，成長幅度較小，企業透過縮減成本推升獲利。
- ▶ 儘管全年獲利增速可達雙位數，但短期在財報公布後，市場對第4季獲利成長大幅下修，Factset標普500最新市場獲利年增預估值為2.9%，低於第三季底預估的8%，與凱基投顧預估的5.8%，為明年第一季隱憂。其中，公用事業為標普11大產業中，唯一上調獲利預估之產業；醫療保健獲利衰退幅度最大，第4季獲利預期衰退近2成。

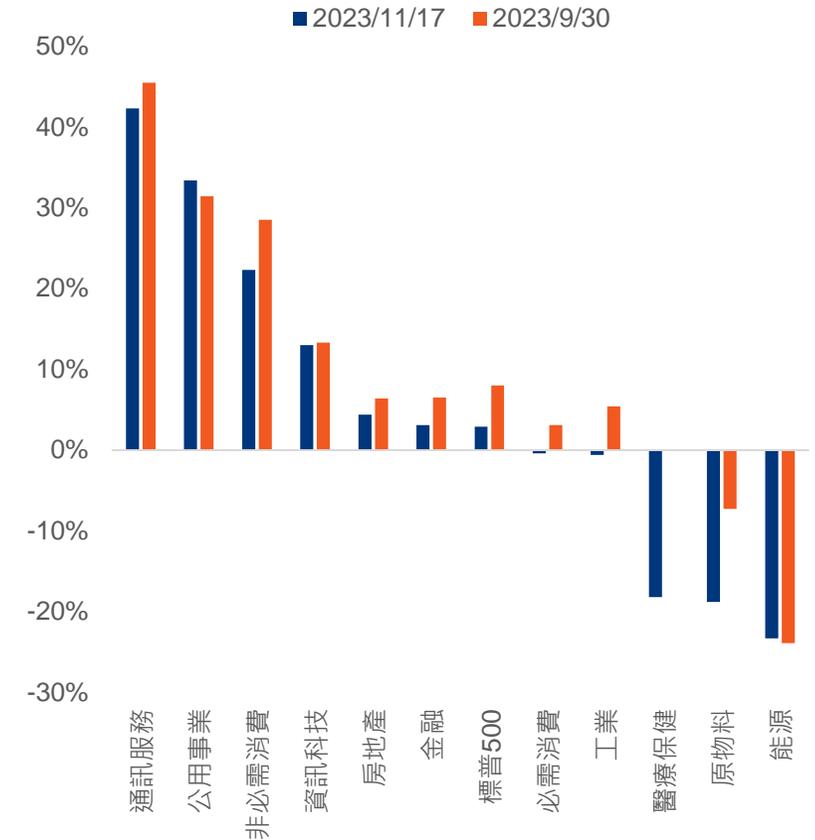
美股企業基本面漸入佳境

標普500指數營收及獲利年增率



財報公布後，標普500產業獲利成長多下修

4Q23獲利年增率預估



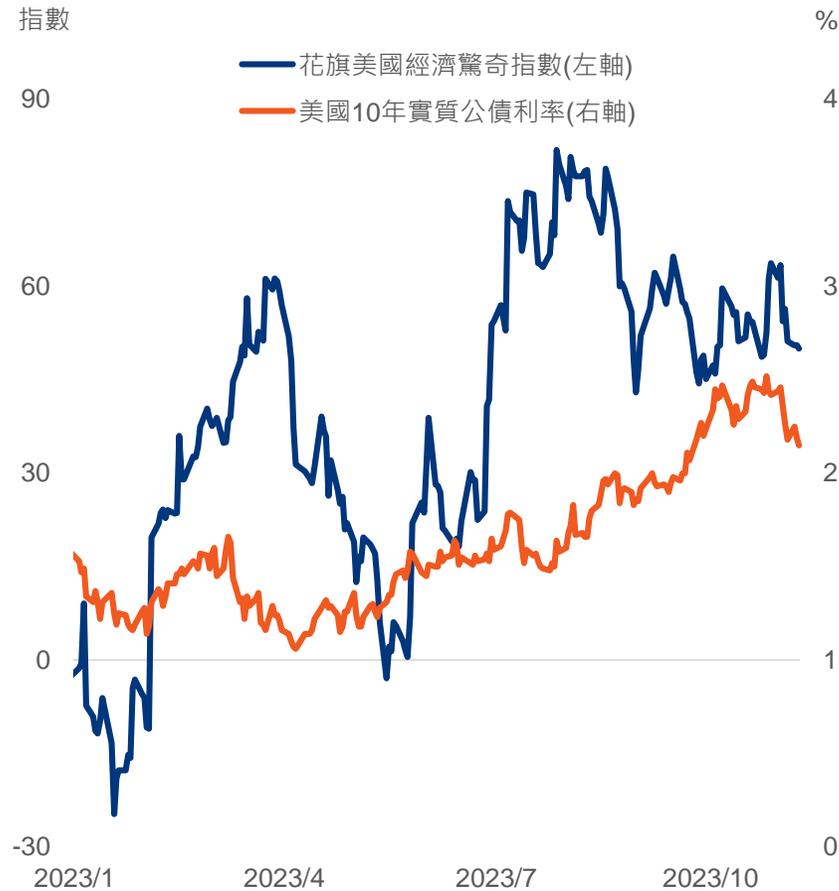
資料來源：凱基投顧 (左圖) · Factset 截至2023年11月17日 (右圖)

債市回顧與展望 – 公債利率回落，買好債降波動

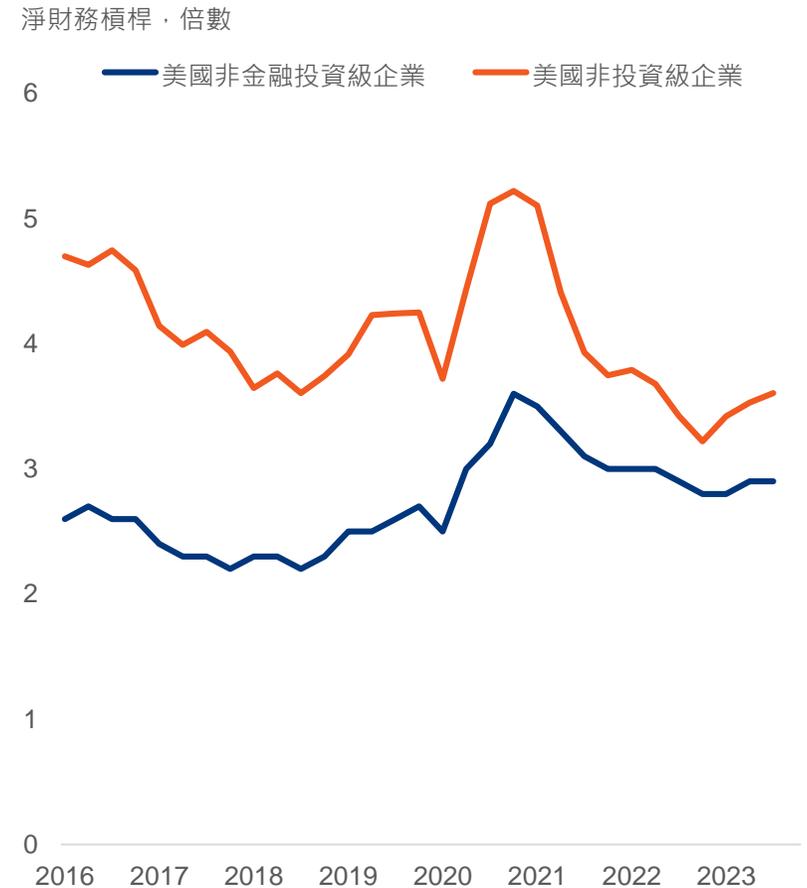
- ▶ 美國財政部微調未來一季公債發債規模，增加短債發行並降低長債發行量，欲緩解市場對美國公債大額供給的擔憂，然而信評機構穆迪調降美國主權信評至負向與政府關門問題，雖對美國公債利率帶來擾動，然美國通膨與就業數據趨緩不如市場預期，美國實質公債利率隨之下行，後續留意鴿派聯準會帶動寬鬆金融情勢，可能抵消景氣趨緩影響。
- ▶ 聯準會維持高利率環境，金融條件持續收緊加劇企業再融資壓力。今年來美國非投資級企業發債量低於歷史平均，當地銀行收緊企業貸款標準偏緊，未來幾季銀行貸款可能繼續負成長，增添美國當地經濟成長趨緩的可能性。預期金融環境收緊加重體質弱企業的信用風險，從財務體質來看，小型企業的確開始有弱化跡象，以大型龍頭企業債仍相對穩健。

資料來源：Bloomberg

經濟數據趨緩，美國長天期利率下行



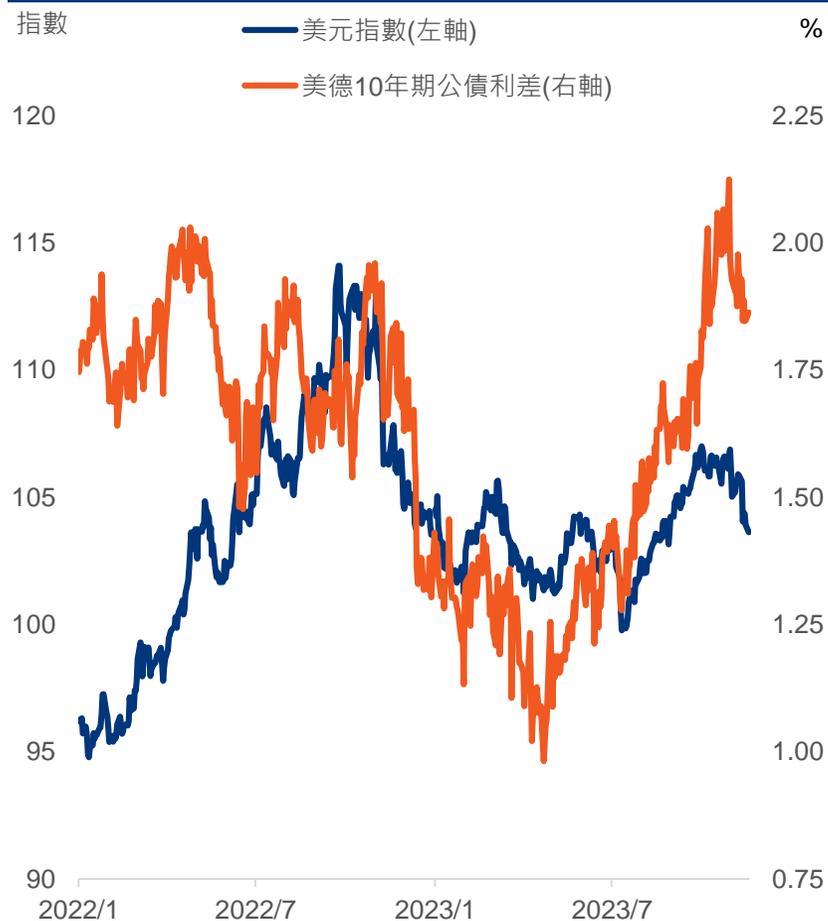
美國低信評企業財務槓桿走升



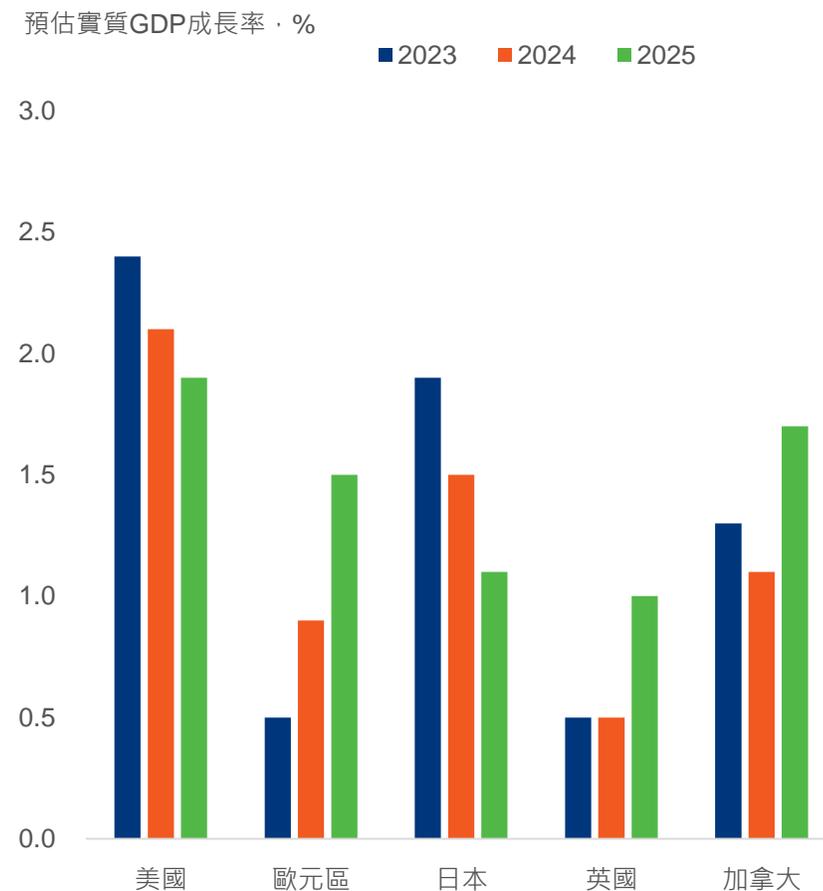
匯市回顧與展望 – 美元高檔震盪，明年下半趨貶但跌幅有限

- ▶ 美國近期經濟數據，包括CPI、PPI同步下滑，增幅低於市場預期；零售銷售額轉為月減0.1%，為近7個月來首度回落。市場預期過去一年半，聯準會近40年來最激進的升息循環，即將告一段落。美債利率大幅下滑，美國和德國10年期公債利差收窄，使美元指數強度減弱，預期短期內維持高檔震盪，至明年第2季前，反應利差優勢，美元指數維持相對高位格局。
- ▶ 預期明年美國經濟雖然呈現放緩，但和其他主要國家相比，經濟成長仍相對較佳，尤其是對於美元指數的主要組成國-歐元區、日本、英鎊等國，美國經濟展現相對韌性。預期美元指數明年下半年反應降息趨貶，但底部有經濟支撐下，貶幅仍相對受限，美元指數應不具備大空頭的條件。

美德利差收窄，美元指數高檔整理



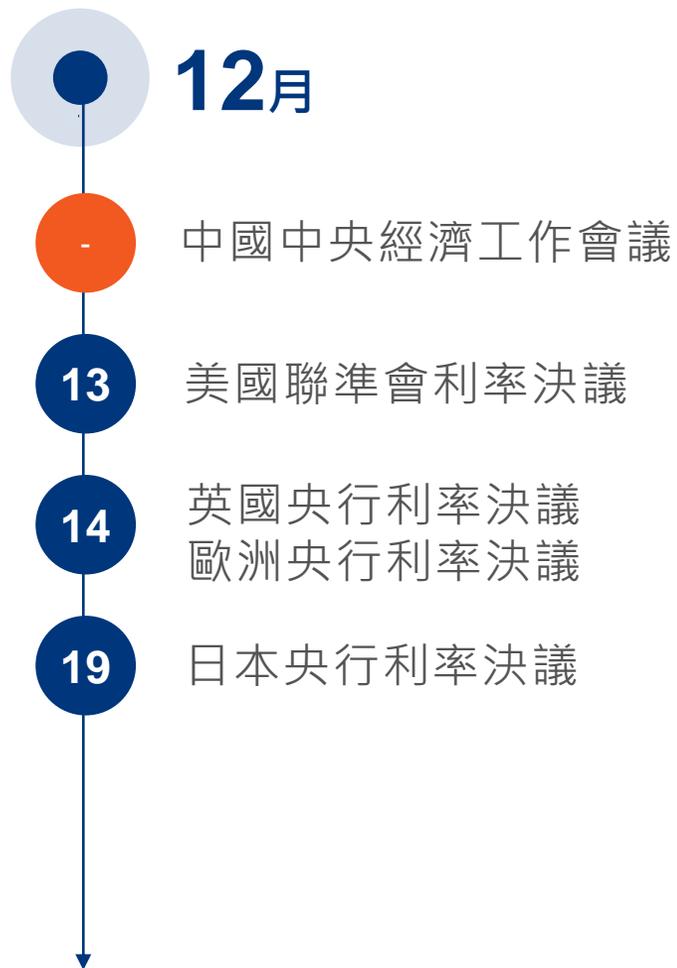
美國經濟相較他國更佳，對美元有撐



資料來源：Bloomberg，註：右圖GDP採Goldman Sachs預估。

重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件





2 投資主題

- ▶ 升息近尾聲，選金融債領好息
- ▶ 降低集中度，價值跟漲又抗跌
- ▶ AI應用增，硬體演進趨勢明

本月投資主題



01 升息近尾聲，選金融債領好息

- 聯準會暫停升息後，金融債防禦布局重要性升。
- 年初銀行倒閉潮推升債券利差，提供金融債投資價值。

02 降低集中度，價值跟漲又抗跌

- 巨型企業績效兩面刃，減少集中度有助穩定報酬。
- 價值股評價穩定，穩中帶攻的股權投資機會。

03 AI應用增，硬體演進趨勢明

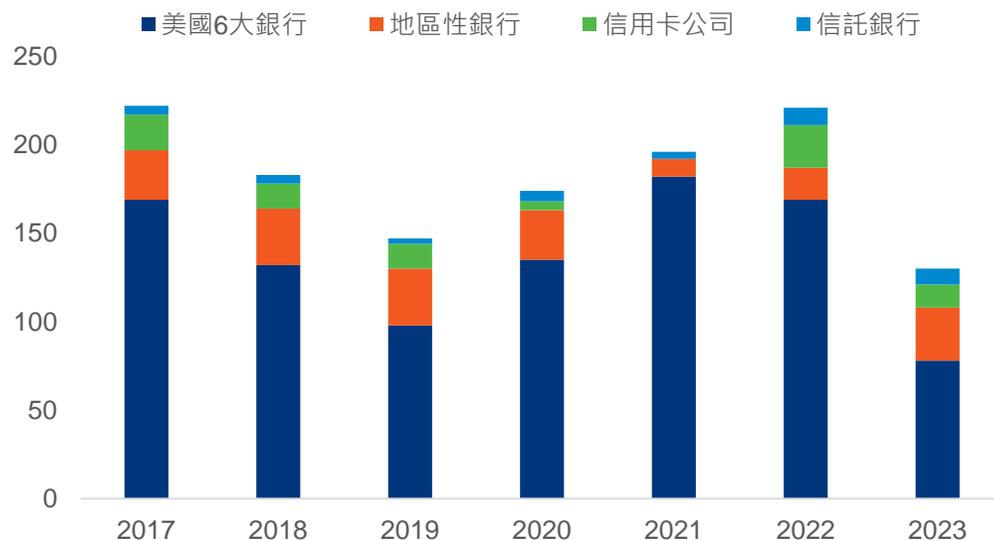
- AI硬體商機明確，從雲端往邊緣，未來朝個人化發展。
- PC利潤受惠AI需求先增加，銷量等待來年裝置爆發。

銀行舉債為借新還舊，以大型銀行為首選

- ▶ 今年第一季至第三季美國銀行僅發債1,300億美元，發債量不到2022年同期的6成且低於過往水準，主要受前兩年監管機關要求，銀行多已發債滿足資本適足性。此外，美國金融機構近3年內債務到期量比例已持續攀升逼近35%，發債主因多因應債務再融資。新發行的金融債到期年限略有上升，這也是近期中長天期的債券殖利率曲線稍有陡峭的原因之一。
- ▶ 美國就業數據趨緩，今年以來美國民眾儲蓄佔可支配所得比例下降，顯示家戶儲蓄率下滑亦為銀行需舉債取得資金原因之一，儲備流動性防止未來出現現金擠兌。考量美國當地景氣有趨緩跡象，以資產品質與帳上流動性較佳的大型金融機構為首選，並避開地區性銀行降低信用曝險。

今年前三季美國當地銀行發債量低於過往水準

美國銀行主順位債前三季度累積發行量，10億美元



債務再融資為近期金融機構舉債主因



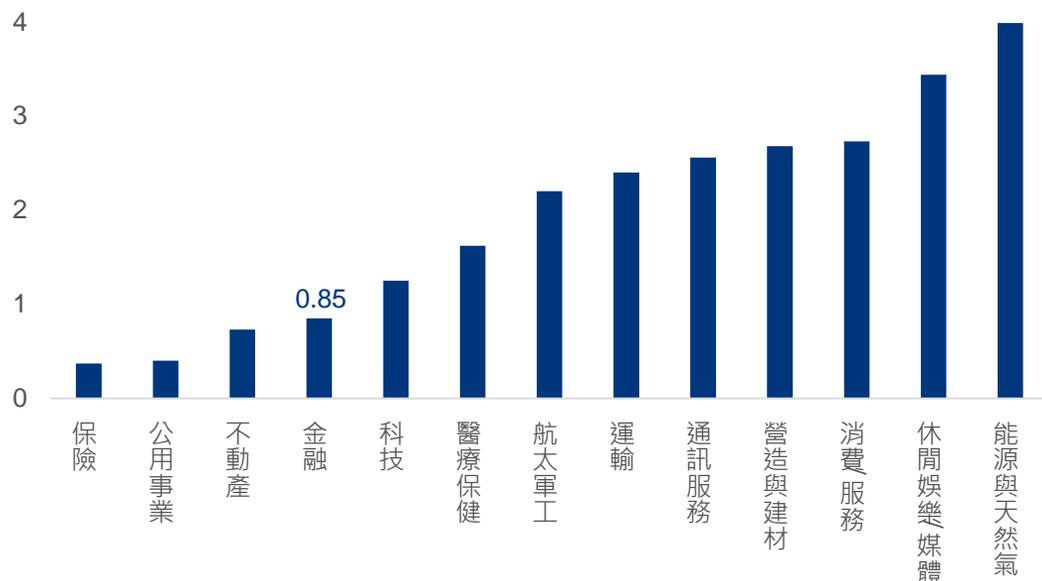
資料來源：Bloomberg · Barclays · 凱基證券整理

聯準會暫停升息後，金融債防禦布局重要性升

- ▶ 檢視過往美國企業違約，與景氣連動度較高的能源與天然氣、休閒娛樂消費與服務，相關企業平均違約率相對較高，金融機構、保險、公用事業等違約機率則較低，多數情況下，非金融企業發行機構的違約率相對高於金融業，反映金融機構的低違約特質，有益於渡過信用風險升溫期。
- ▶ 高利率環境持續，觀察各產業信用債於各類利率循環表現：(1)檢視利率循環各階段，金融債於暫停升息期間表現較佳。(2)若適逢降息階段，金融債的平均資本利得仍為正數，投資人可考慮配置金融海外債券，提升投資組合抗震力。

1980年至今美國金融企業平均違約率不到1%

過去40年各產業平均違約率，%



過往暫停升息後，金融債資本利得中位數多為正

平均資本利得/損中位數(%)	Fed升息階段	暫停升息期間	Fed降息階段
金融	-5.3	6.4	2.1
必需消費	-5.3	6.9	5.8
科技	-5.2	2.2	5.6
公用事業	-5.4	6.0	4.4
通訊服務	-6.4	5.6	5.3
能源	-3.8	6.7	-6.3
非必需消費	-4.6	3.9	2.7
工業	-6.0	7.1	2.2
健護醫療	-7.0	6.6	5.4
原物料	-5.7	3.7	0.9
不動產	-3.6	6.4	-3.5

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理；右圖報酬統計期間為1998年至2023年10月

年初銀行倒閉潮推升債券利差，提供金融債投資價值

- ▶ 今年以來美國企業獲利多優於預期，可望支持美國投資級債利差收斂。近年債券表現較佳者為能源、通訊服務與運輸產業，而表現相對落後者為銀行與公用事業，其中金融債受上半年美國地區性銀行倒閉事件影響，為當前少數平均債券利差高於140個基點的產業，同時與過往產業債券利差水準各時期相比，現階段金融債債券利差亦為各產業中相對豐沛者。
- ▶ 檢視過往美國金融投資級債利差與未來一年報酬表現，兩者之間存在正相關，考量當前金融投資級債殖利率冠居各產業，並顯著高於當前美國消費者物價增速，投資人可以此作為對抗通膨與不景氣下的投資工具。

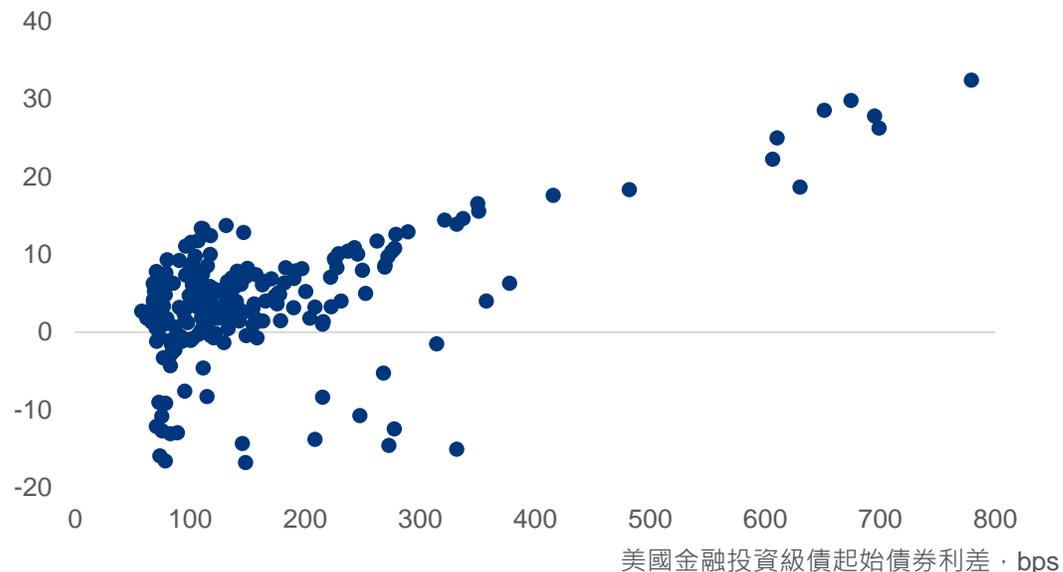
相對其他產業，美國金融投資級債利差處於高位

各產業美國投資級債平均債券利差，bps



美國金融投資級債利差與未來1年報酬為正相關

美國金融投資級債往後1年總報酬, %



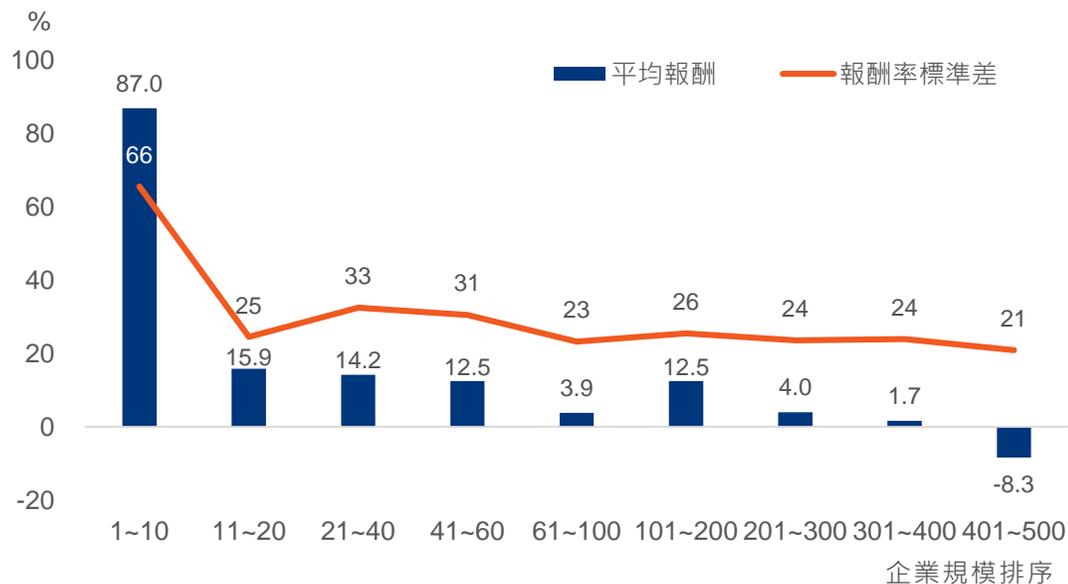
資料來源：Bloomberg，註：右圖統計美國金融投資級債指數(100159US Index)2003年1月1日至2023年10月31日之債券利差與總報酬

巨型企業為市場績效兩面刃，減少高估值企業可穩定報酬

- ▶ 標普500指數2023年初至今報酬主要由市值排名前10大企業所帶動，而按照不同規模進行排序時，可發現標普500成分股規模在中間和中上的平均報酬有一致性且較無極端值影響，而中段之後的企業平均報酬隨著規模逐漸往下。
- ▶ 2022年受到升息循環影響，在評價面及基本面(營收及獲利)都受到壓抑的高估值企業也有較大的回檔幅度，可發現等加權的指數回檔幅度相對市值加權指數低很多，且上漲時亦表現亦無落後。

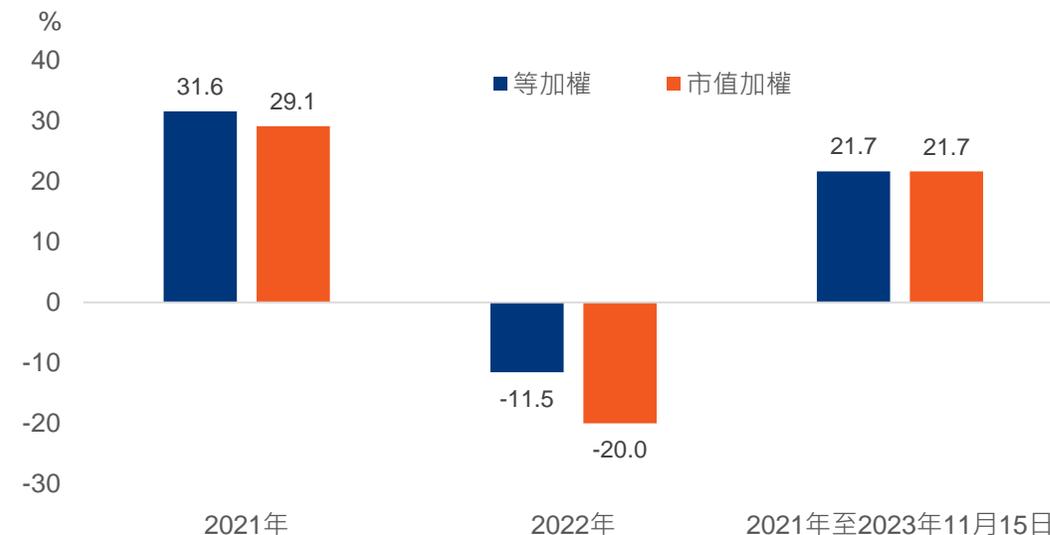
巨型企業主導整體報酬表現，須留意回檔時的殺傷力

標普500不同規模企業年至今平均報酬



等加權漲幅與市值加權相當，然而抗跌能力出色

標普500市值加權與等權重績效比較



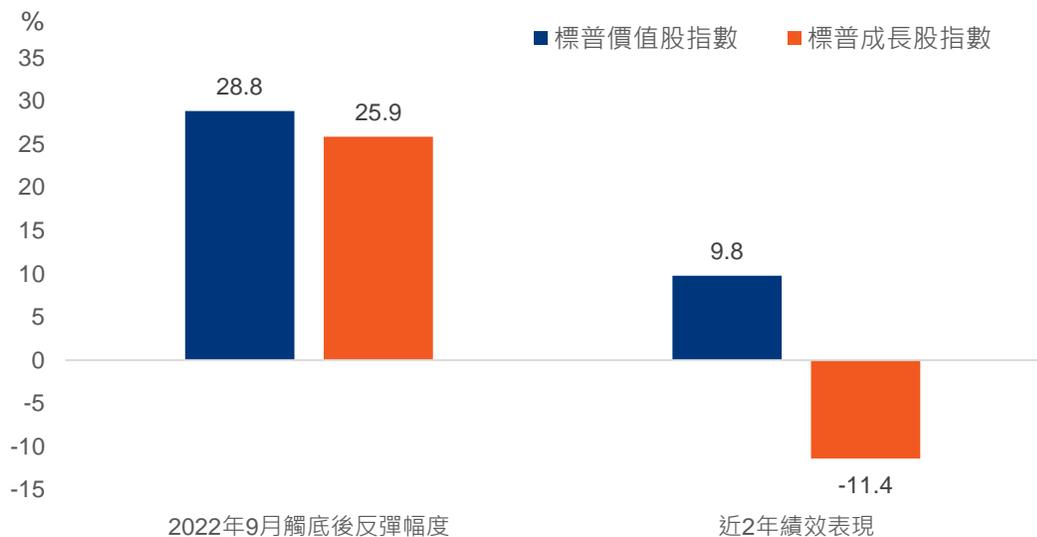
資料來源：Bloomberg · 資料至2023年11月15日

價值股走勢穩，跟漲抗跌能力相對成長股佳

- ▶ 近2年受到市場利率大幅走高，整體利率環境趨緊，對利率較敏感的成長股指數走勢不但受到較大壓抑，且指數震幅也比價值股指數高。雖近期殖利率自高檔有所回落，成長股指數因而有漸入佳境的趨勢，然而聯準會未排除升息可能，因此成長股指數短期震盪難免。
- ▶ 若觀察近2年的指數走勢及績效，可發現自利率大幅走高起至今，標普500價值股指數績效領先成長股指數超過20%。而在企業獲利逐漸觸底的過程中，指數於2022年9月觸底並開啟多頭走勢，反彈幅度價值股與成長股在伯仲之間。由於市場利率持續受通膨、就業及經濟影響走勢，因此若已有布局成長股的投資人，不妨透過分散於價值股來降低潛在的跌勢，並保有市場轉佳時的上漲潛力。

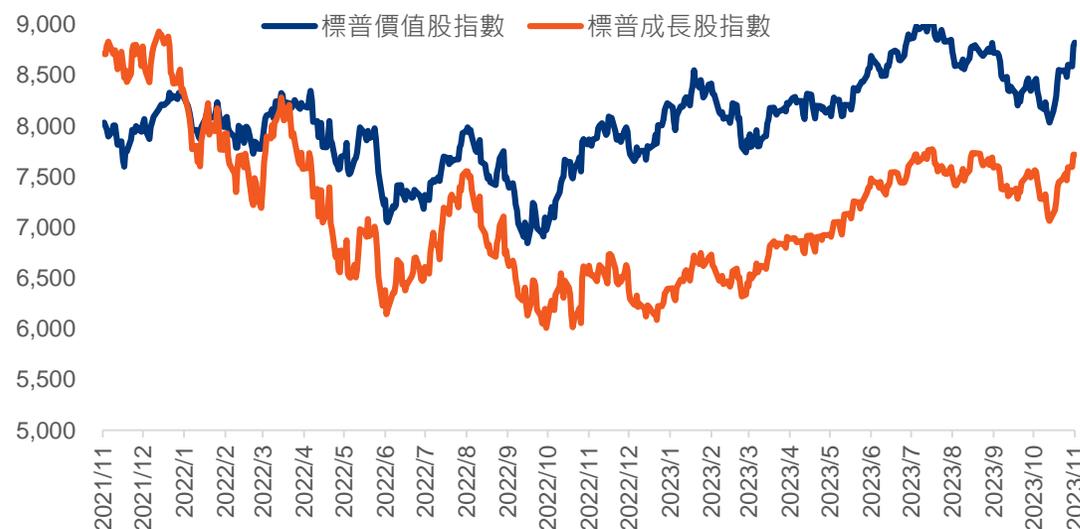
標普500價值股近期績效相對成長股佳

標普500價值股與成長股不同期間績效比較



標普500價值股走勢相對成長股平穩

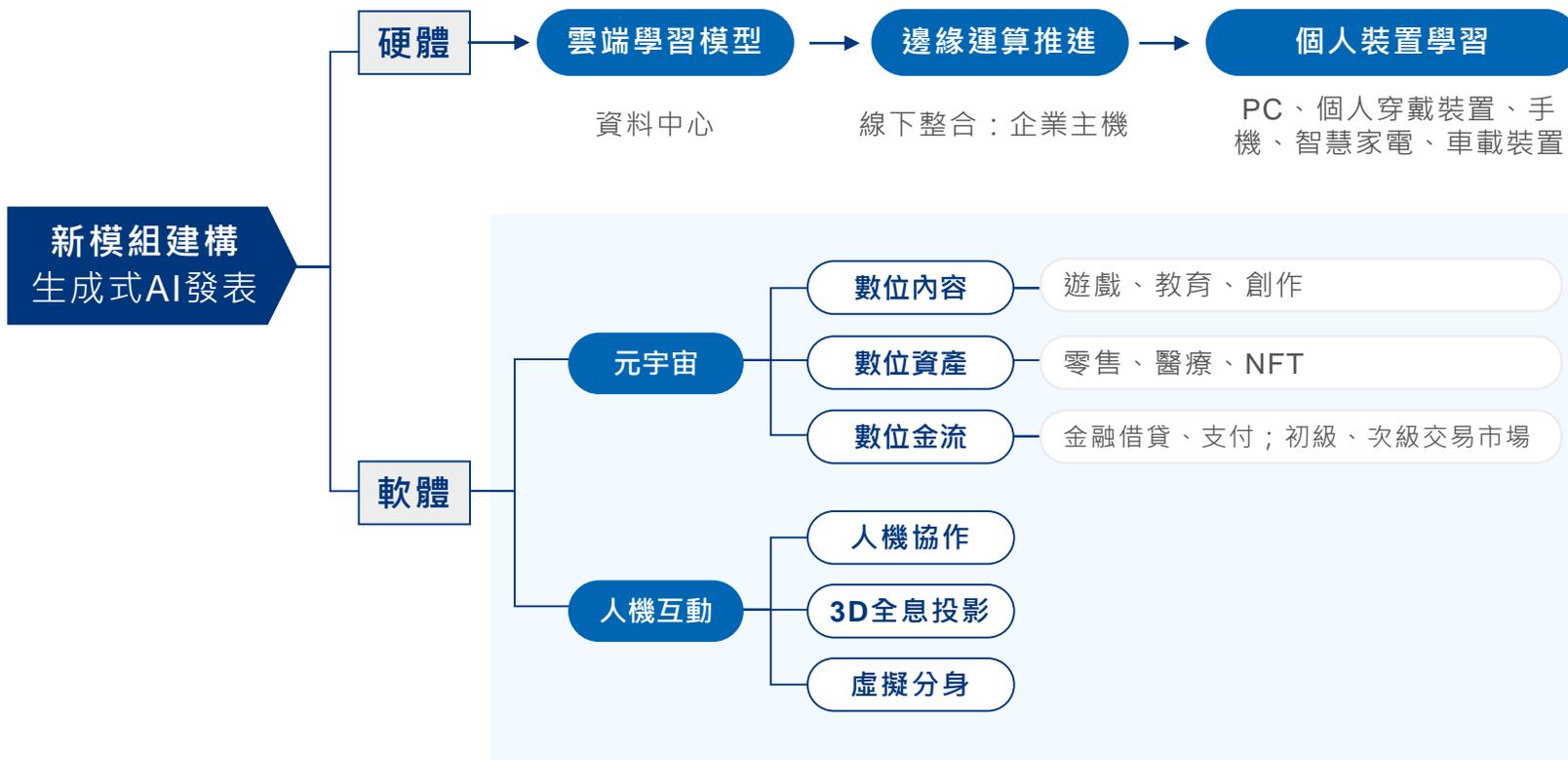
標普500價值股與成長股指數近2年走勢



Intel最新處理晶片搭載AI引擎12月量產，宣告PC AI時代

- ▶ Intel 於台北舉辦 Intel Innovation Taipei 2023 科技論壇，執行長 Kissinger 親自來台說明 AI 布局藍圖。其中，其 9 月發布的 Core Ultra 系列最新處理器代號 Meteor Lake，整合神經網絡處理器 (NPU)，使未來個人電腦即可提供 AI 運算。讓 AI 從公司普及到個人，達到 AI 從雲端拓展到邊緣運算，隨著算力普及，朝向個人裝置化趨勢成形，隨身 AI 管家不是夢。
- ▶ 相對硬體逐步發展，在 AI 時代軟體則呈現爆炸式同時發展，因為應用面廣，充滿較多利基型產業可以鑽研，大致上分為元宇宙與人機互動兩大類。其中，軟體類在 AI 尚未出現就開始發展，但可以想見，PC AI 時代來臨對小微企業與個體發展影響會更為顯著。

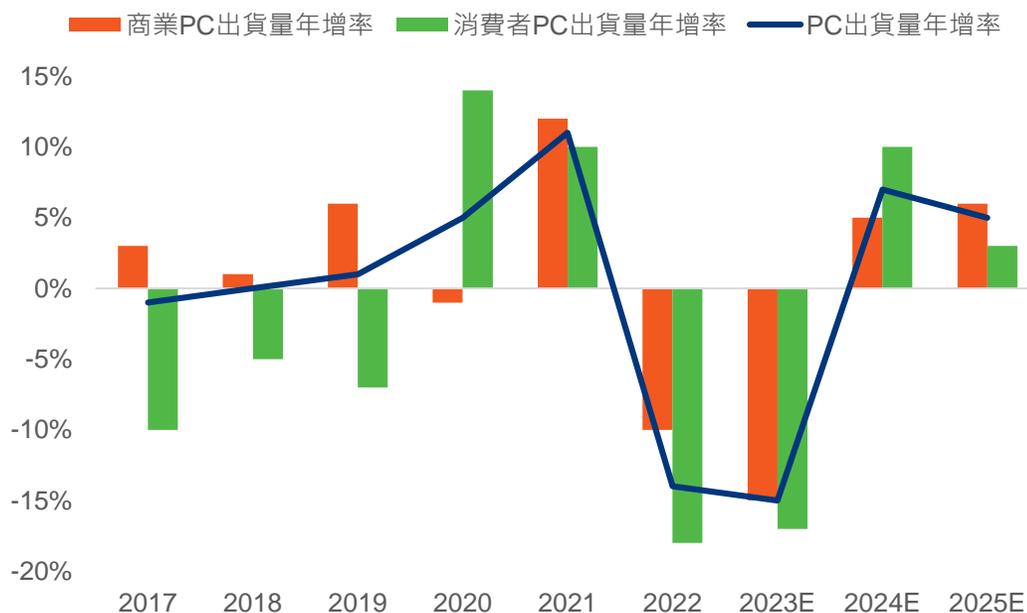
AI發展下軟體呈百家爭鳴，硬體趨勢商機明確，從雲端→邊緣，往個人化發展



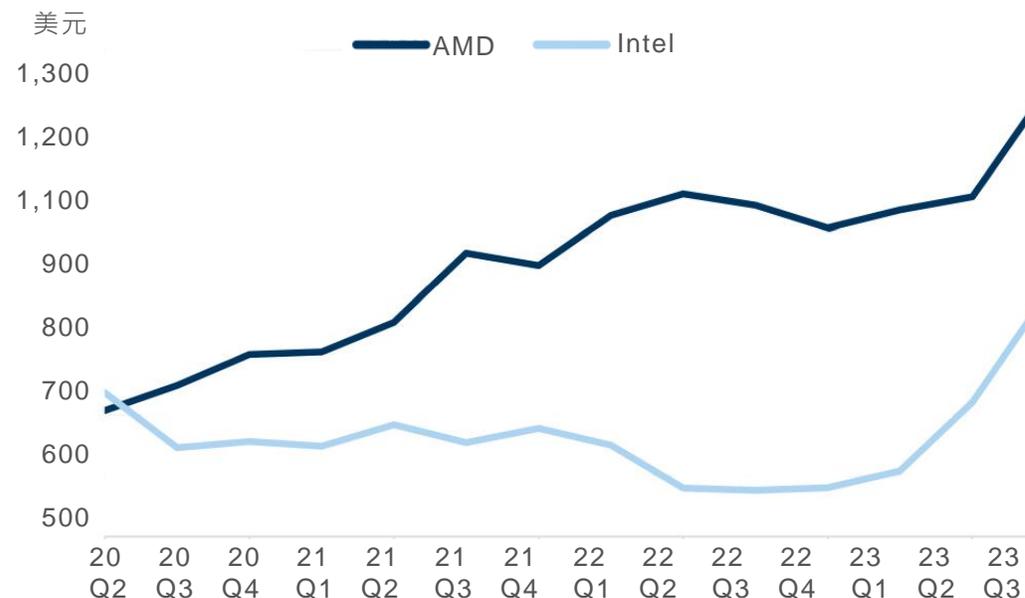
PC利潤受惠AI需求先增加，銷量等待來年裝置爆發

- ▶ 個人電腦(PC)存貨在2023年上半年健康下滑，在第三季已看到補庫存力道，但短期第4季因為沒有新機型推出，預估PC出貨量維持穩定，需求還是較為冷清。短期內PC銷量顯著成長機率不高，但受惠AI需求，相關裝置的價格較高且利潤率較好，PC價格先走高。預期2024年，若AI PC的需求推動，根據JPM在通路端的調查，預測PC整體出貨量將有7%的年增率，多數來自AI貢獻。
- ▶ 在較為高階的x86電腦處理器中，Intel在2023Q3市佔率72.1%，營收劃分市佔下，Intel也達70.6%勝過第二大AMD，故Intel的市場預測具有代表性。公司重申，2023年PC全球出貨量達2.7億台，2025年出貨目標3億台(11%成長)，且樂觀看待未來兩年AI PC市場將有超過1億台的需求。

PC出貨量預估明年回溫，來自一般消費者貢獻



能處理AI之CPU單價(ASP)已快速加價反應



資料來源：Gartner、J.P. Morgan、凱基證券整理



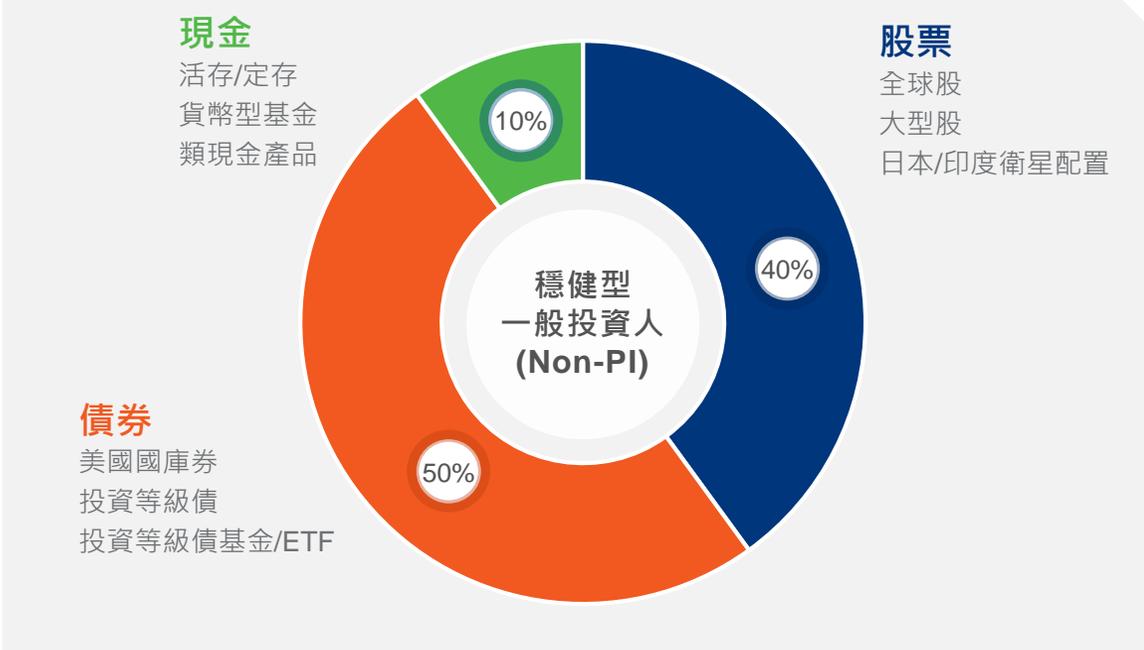
3 資產配置

- ▶ 投組配置建議
- ▶ 資產調整建議
- ▶ 核衛配置建議

【資產配置】短期樂觀情緒不改投資步調，續鎖高利、布績優股

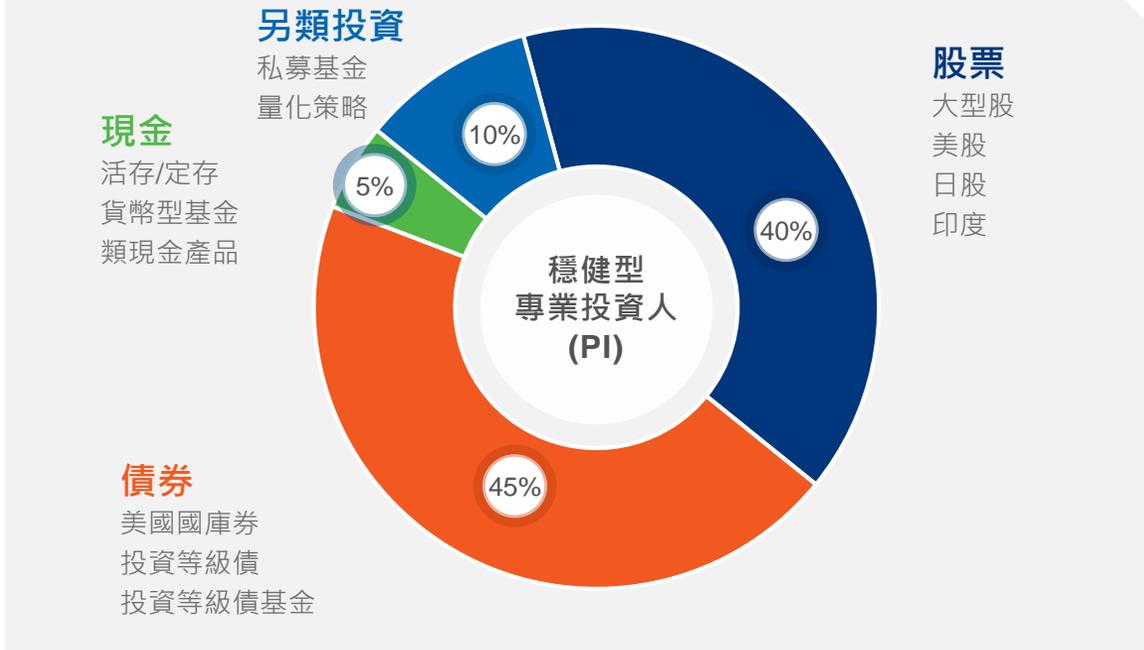
- ▶ 11月起市場情緒好轉，股債齊揚，惟後續仍須留意估值回升後所帶來的波動，因此投資步調維持穩步前行，把握投資級債高息鎖利時機，投資組合強調股債兼備。
- ▶ 股票部位以美股為首選，著重優質大型股與具長期趨勢的AI、電動車等類股，衛星逢回可布局日本、印度市場。
- ▶ 以穩健型投資人為例，針對專業投資人(PI)與一般投資人(Non-PI)，提供投資組合配置建議如下。

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%

根據風險承受度及部位現況，動態調整資產比例

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ETF以降低投組波動度



1 增持降波動資產

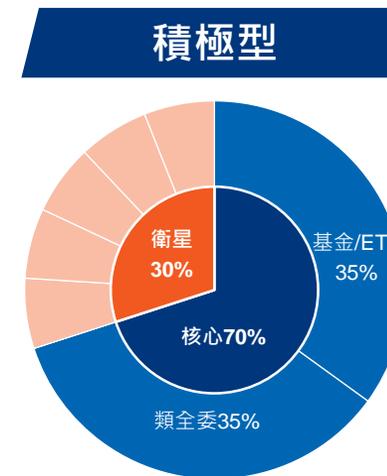
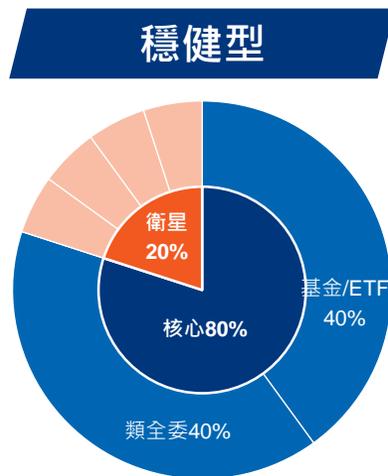
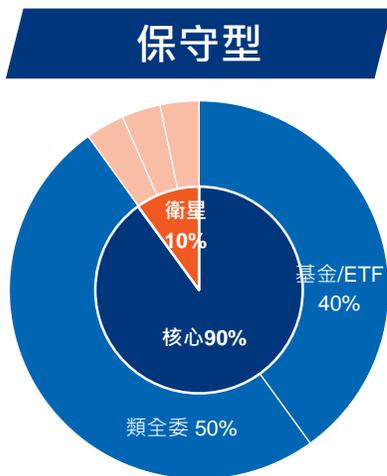
- ◆ 增持平衡型、多重資產基金作為核心配置
- ◆ 搭配中短天期投等債持有到期，或投等債ETF，健全股債比
- ◆ 增布價值股，平衡既有成長股部位

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ETF調整股債比

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	



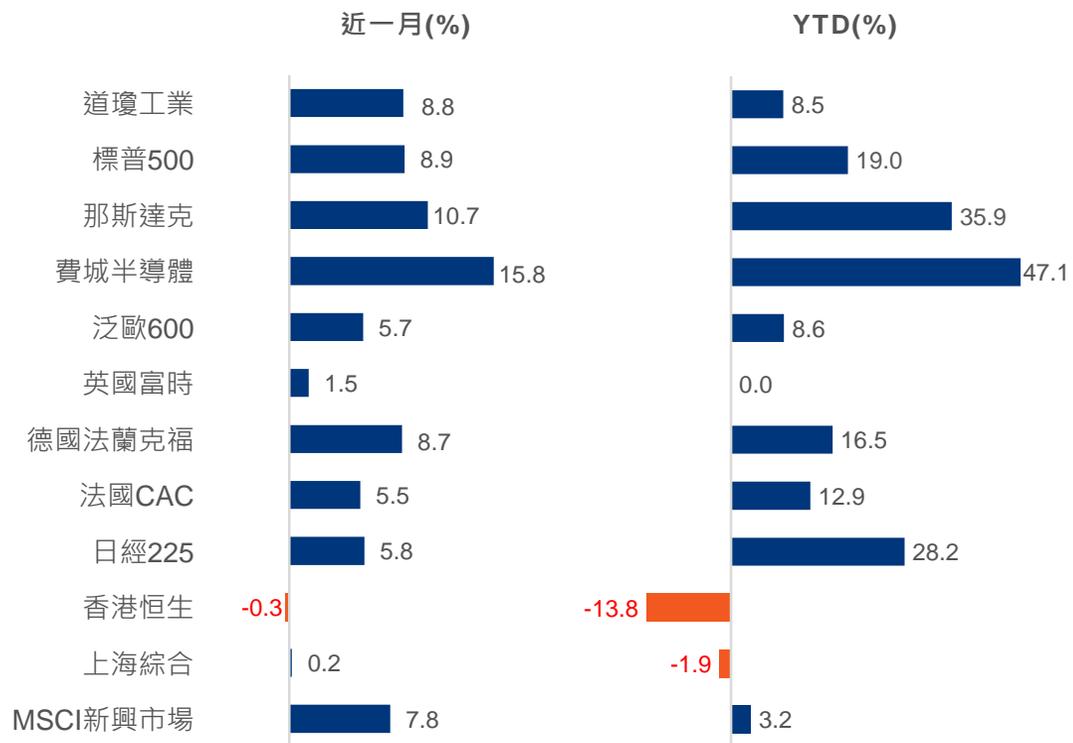
附件

- ▶ 市場回顧與股債市場評價
- ▶ 跨資產市場波動率與過去報酬分布
- ▶ 資產類別建議
- ▶ 市場基金銷售狀況
- ▶ 重要經濟數據/事件

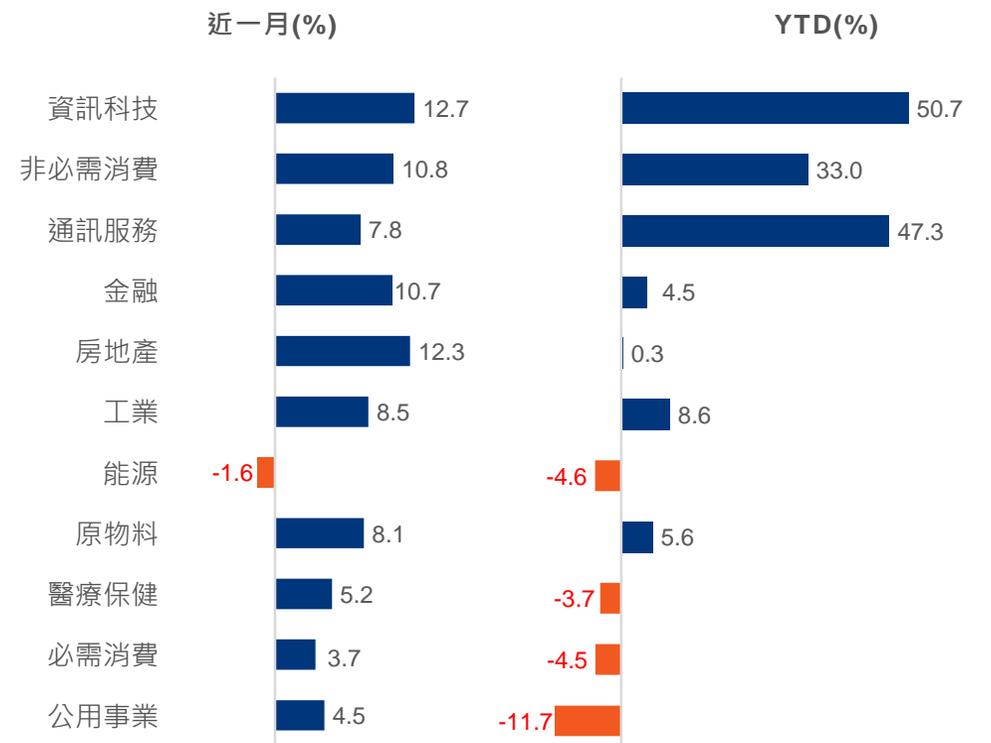
市場表現回顧 – 股票

- 美國10年期公債殖利率自高檔回落，除中國以外的市場普遍反彈，半導體、科技及先前跌深的地產股反彈幅度高。能源在原油和天然氣回檔的情況下，表現為類股中最差。

各地區指數表現



各產業指數表現

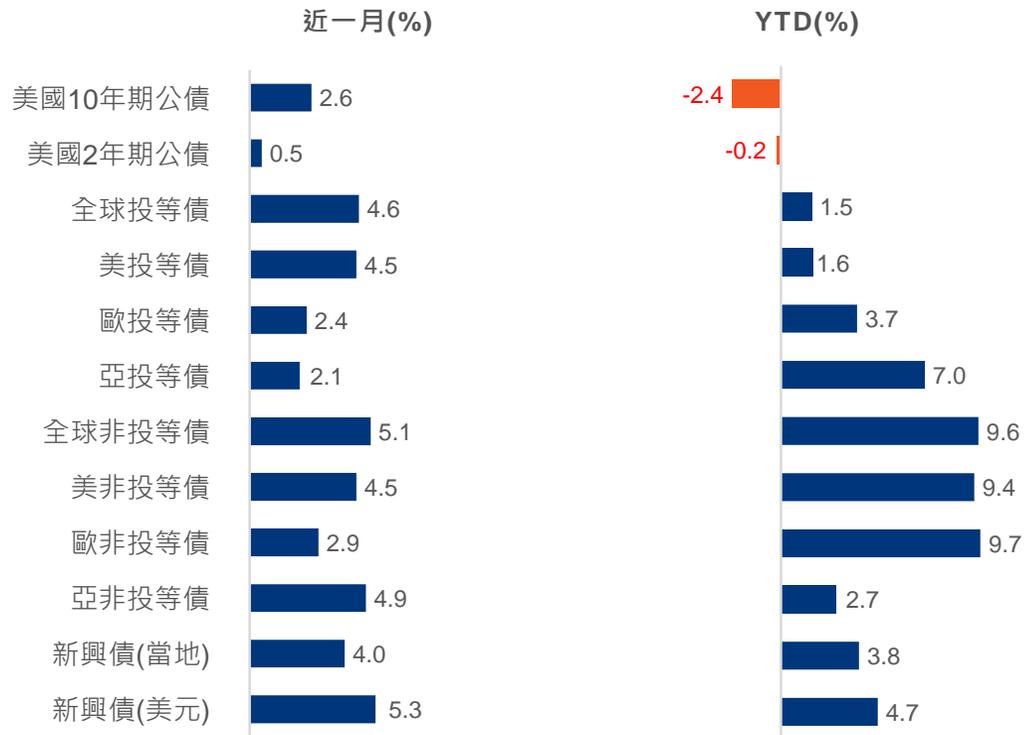


資料來源：Bloomberg · 2023年11月30日

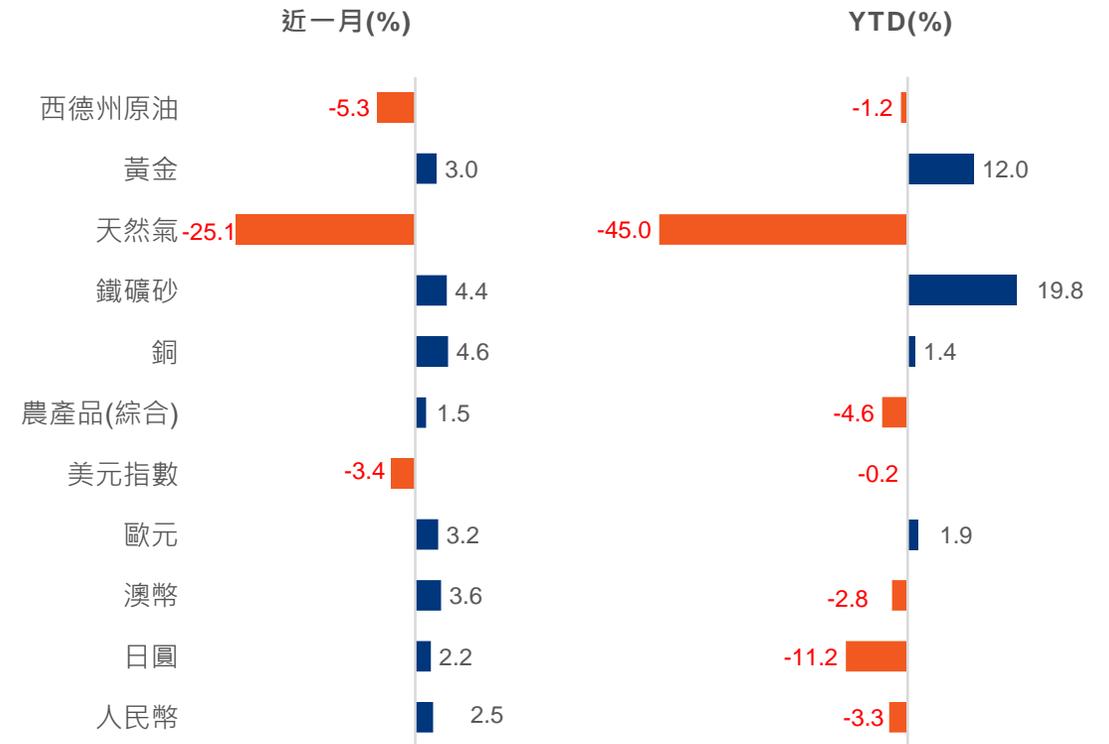
市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 殖利率壓力略緩解，債市全面反彈，投資等級債及非投資等級債表現俱佳。原油、天然氣大幅回檔，美元走弱，非美貨幣反彈。

各類債券表現



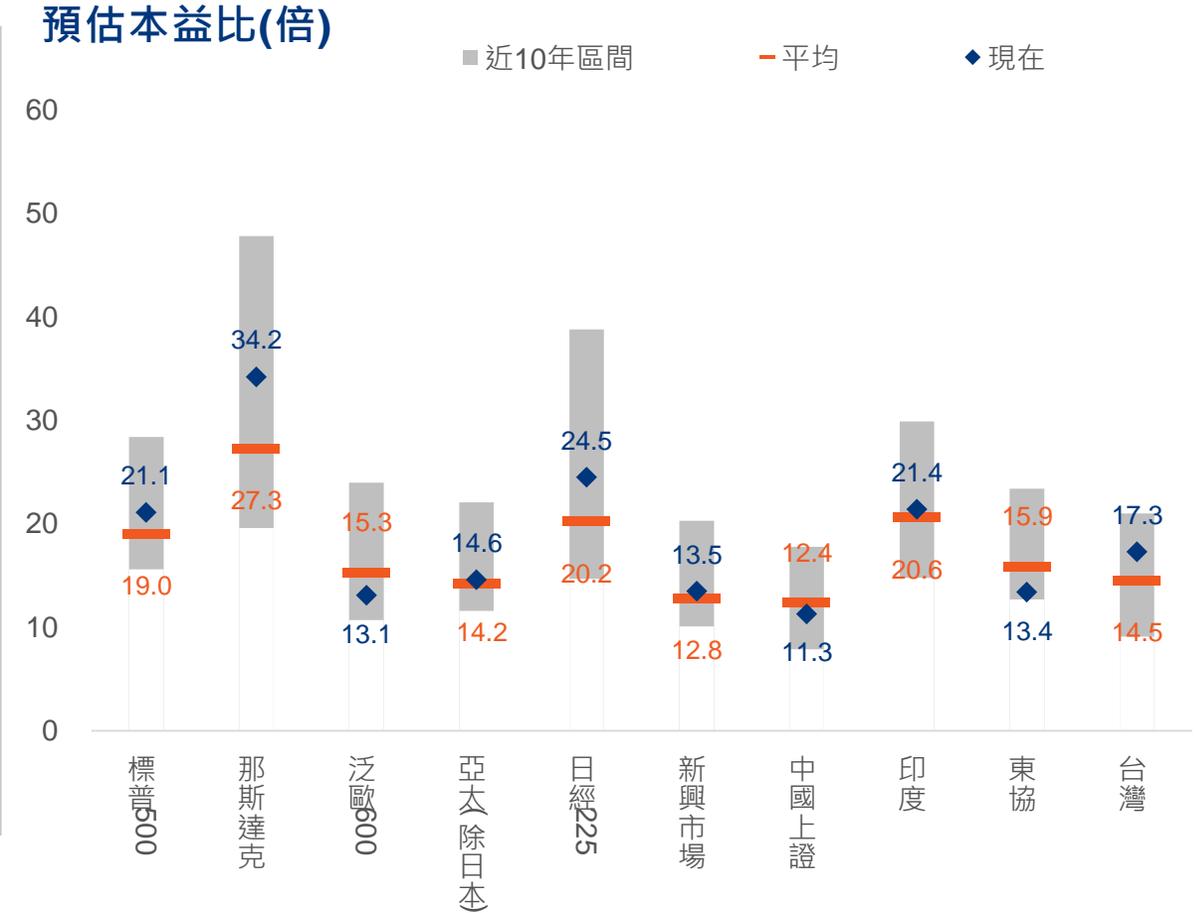
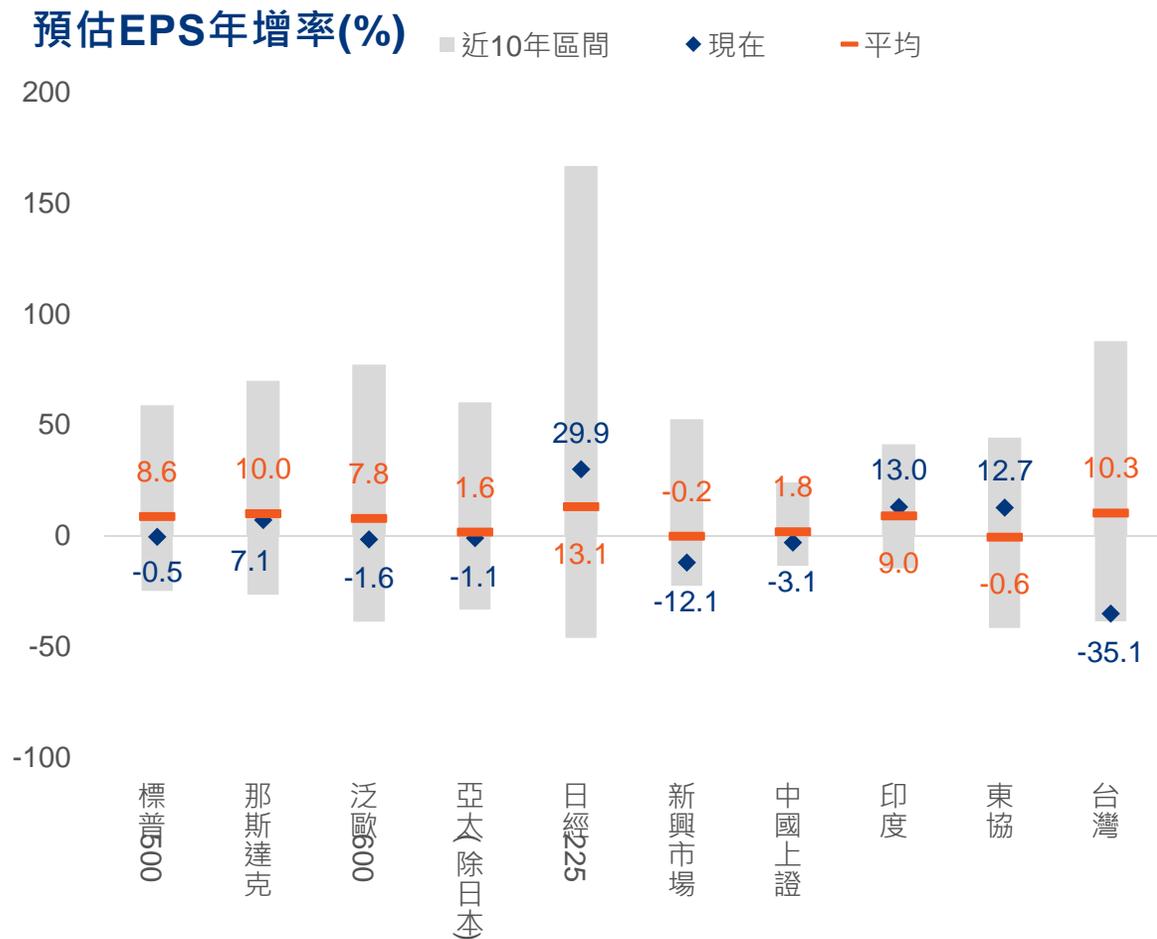
各商品及貨幣表現



資料來源：Bloomberg · 2023年11月30日

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

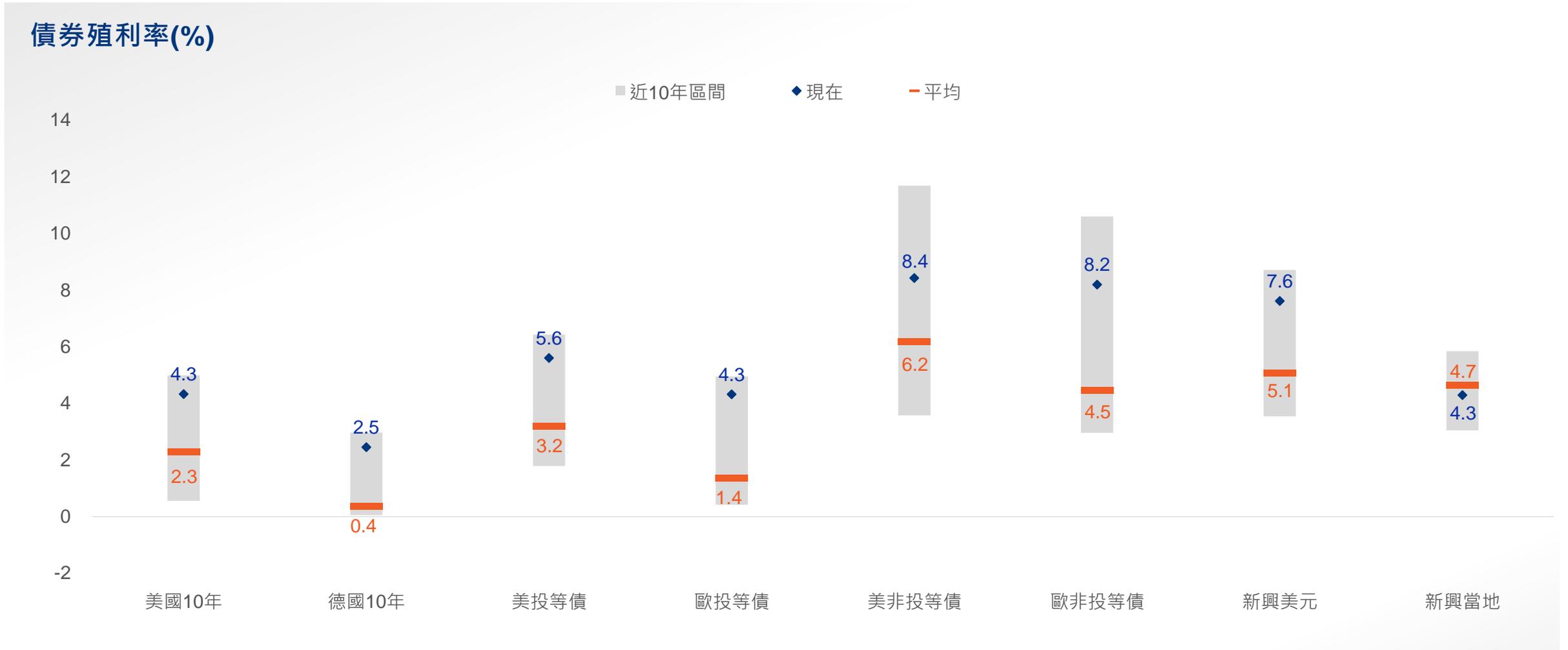
▶ 目前亞洲的印度、東協與日股，預估企業獲利超過過去10年平均，評價面僅歐股、陸股和東協股的預估本益比較顯低廉。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年11月30日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 美、歐公債殖利率自高檔回落，央行升息逐漸接近尾聲，把握高息鎖利時機，新興當地債利率因降息回落至10年平均値之下。



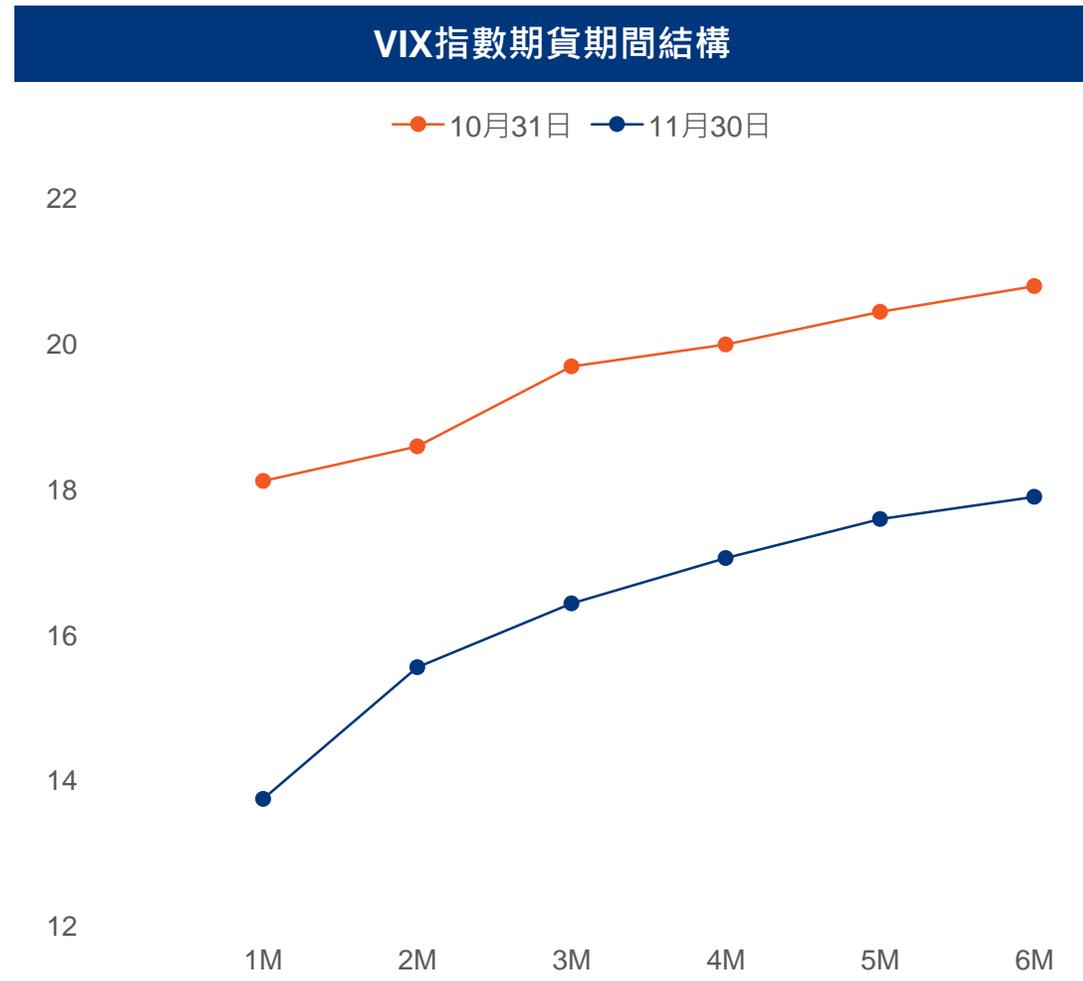
*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年11月30日

跨資產市場波動率

▶ 11月主要股市、債市及商品反彈，波動率普遍走低

全球股市	VIX	近1月增減	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	12.92	-3.95	16.67
道瓊波動率指數(VXD)	15.24	1.64	14.73
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	13.82	-4.84	17.91
香港恒生波動率指數(VHSI)	23.13	-1.96	24.55
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	19.25	0.58	18.57
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)	17.97	-4.40	19.04
黃金ETF波動率指數(GVZ)	14.22	-1.14	14.74
石油ETF波動率指數(OVX)	39.40	-1.12	35.68
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.10	-0.20	7.58

資料來源：Bloomberg · 2023年11月30日



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至11月30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 21.4%	美國股市 11.6%
美國股市 13.4%	美國股市 1.3%	基礎建設 12.4%	新興市場股市 37.8%	已開發國家公債 -0.4%	基礎建設 27.0%	美國股市 21.4%	REITs 32.5%	現金 1.3%	日本股市 15.3%	基礎建設 5.3%
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%	歐洲股市 14.9%	日本股市 4.8%
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 9.6%	REITs 4.8%
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%	新興市場股市 6.0%	歐洲股市 4.3%
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%	投資級債券 5.7%	非投資級債券 3.2%
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%	現金 4.6%	新興市場股市 2.7%
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%	大宗商品 3.3%	新興市場債券 2.2%
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 2.5%	投資級債券 1.7%
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%	新興市場債券 1.1%	中國股市 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%	REITs 1.0%	現金 1.2%
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%	已開發國家公債 -0.1%	大宗商品 1.0%
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 -8.8%	已開發國家公債 -0.7%

*年化資料統計期間：2013年1月1日至2023年11月30日；資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，2023年11月30日

資產類別建議 – 區域

▶ 美國利率循環來到升息尾聲，日本持續寬鬆帶動企業獲利及實質薪資，歐洲、中國經濟仍疲軟，拉美為新興市場亮點

看空
中立
看多
• 前月看法

綜合評論

區域							
	美國股市						美股在就業降溫、經濟表現走軟使公債殖利率自高檔回落而有止穩跡象，企業利潤成長為美股表現帶來支撐
	歐洲股市						歐股雖通膨降溫，但主要成員國景氣不佳，整體歐元區經濟復甦仍有不確性，維持中立看法
	日本股市						日圓維持弱勢格局，挹注企業獲利增長，實質薪資增長有望由負轉正，提振國內私人消費，維持加碼看法
	中國股市						中國製造業持續受到國際商品需求疲弱而呈現出口衰退，房地產仍低迷不振，生產者物價陷入通縮，經濟下行風險仍存
	台灣股市						製造業庫存回補有機會帶動台股表現，而AI發展有機會複製過往台股企業獲利的結構性成長，支撐台股多頭行情
	新興亞洲						中國經濟有觸底跡象，但房市疲軟且私部門信貸成長疲軟；印度企業獲利獲得上修，維持新興亞洲中立看法
	新興歐非中東						南非通膨風險與民企信心不足、反映該國持續面對嚴重的能源危機與物流瓶頸，高油價支撐沙國經濟，維持中立看法
	新興拉美						儘管巴西能源通膨再起，降息或受制約，但巴西擁人口紅利、內需擴張及天然資源豐富等基本面支撐，維持偏多看法

資產類別建議 – 產業

▶ 公債殖利率高檔回落，短線評價面壓力緩和，股市反彈走高，利率走勢仍具不確定性，著重防禦型產業與價值股

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

產業	非必需消費	 	消費者實質薪資收入恢復成長有助非必需消費產業，但高利率環境與該產業再融資需求高，維持中立看法
	必需消費	 	家戶財務穩健、公司盈利及估值相對穩定支撐產業表現，但高利率環境仍不利相關類股表現，維持中立看法
	能源	 	原油庫存處歷史低檔、OPEC維持減產與地緣政治不確定性，預期能源供需吃緊仍為油價下方支撐，維持偏多看法
	金融	 	經濟不確定性降低，大型商業銀行獲利優於預期，然而信貸條件收緊且消費者信用拖欠有惡化跡象，維持中立看法
	醫療保健	 	長期人口高齡化及醫藥需求增長推動企業獲利，產業具防禦特性且獲利成長展望佳，維持正向看法
	工業	 	製造業復甦確定性高但程度不強，且考慮該產業負債比與再融資成本較高，維持中性看法
	資訊科技	 	長期看好美國科技業成長動能，未來AI發展趨勢明確，產業著重在AI應用及個人電腦、手機的溫和復甦，維持偏多看法
	通訊服務	 	廣告業務復甦，且AI應用將挹注增長，受長期高利率政策影響為所有產業相對較小者，維持偏多看法
	原物料	 	中國經濟預期仍在築底階段，高利率環境壓抑房市需求，不利大宗商品價格表現，維持中立看法
	房地產	 	REITs子產業歧異程度大，僅相對看好具穩定租用率的資料中心以及醫療保健REITs，整體維持中立看法
公用事業	 	油價上漲將加速清潔能源之投入，然該產業利率敏感度相對較高，高利率風險仍在，維持中立看法	

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

▶ 聯準會升息近尾聲，美公債、高信評投資級債具投資吸引力；美國經濟優於歐元區，匯市以美元相對強勢，歐元偏弱

看空
中立
看多
 • 前月看法

綜合評論

固定收益	美國政府債券	 	美國財政紀律問題與升息近尾聲，美債殖利率短期呈區間波動，逢利率上行增加中長端公債配置
	投資級債券	 	信用債以高信評的投資等級公司債為主，配置以風險調整後利差為正產業為首選
	非投資級債券	 	企業破產家數緩增，景氣下行不利低信評的非投資級債，建議減碼，待明年景氣觸底後再考慮進場
	新興市場債券	 	美元短期仍偏高檔整理，景氣動能趨緩不利新興市場債表現，建議減持
商品	原油	 	OPEC+計畫再度延長減產協議至明年第一季，和景氣放緩、需求下降拉鋸，原油區間震盪整理
	黃金	 	美元指數與美國10年期公債利率下滑，聯準會升息預期轉弱，有利金價走勢
貨幣	美元	 	美元指數反映美公債利率下滑而強度減弱，明年下半年受降息預期影響趨貶，但美國經濟仍優於非美，侷限貶幅
	歐元	 	歐洲經濟疲軟，加上通膨下降速度緩慢，ECB於10月貨幣政策按兵不動，暗示升息循環將結束，歐元偏弱
	日圓	 	日本央行目前維持寬鬆貨幣政策，日圓低盤，明年央行調整貨幣政策預期升溫，日圓再大貶空間有限
	人民幣	 	美債利率下滑，拜習會有助緩解中國外交困境，中國資金外流情況改善，人民幣貶勢止穩，料於7.1附近來回

整體市場10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 元大日本龍頭企業基金(新臺幣)*	股票型	2,450	48	2,402
2 兆豐全球債券ETF策略收益組合基金(新臺幣)	組合型	1,399	-	1,399
3 統一全天候基金*	股票型	838	-	838
4 聯博全球非投資等級債券基金(新臺幣)	固定收益型	837	33	804
5 安聯台灣科技基金	股票型	1,536	831	705
6 永豐四年到期美國優質投等債基金(新臺幣季配)	固定收益型	679	-	679
7 統一黑馬基金	股票型	1,294	697	597
8 兆豐全球債券ETF策略收益組合基金(美元累積)	組合型	537	-	537
9 柏瑞特別股息收益基金	股票型	572	53	519
10 野村優質基金(新臺幣累積)	股票型	1,078	560	518

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 國泰國泰基金	股票型	109	1,303	-1,194
2 復華全球債券基金	固定收益型	85	833	-748
3 安聯新興債券收益組合基金(新臺幣累積)	組合型	-	441	-441
4 日盛上選基金	股票型	493	839	-346
5 台新北美收益資產證券化基金(新臺幣)*	不動產證券化型	-	228	-228
6 復華台灣好收益基金	股票型	25	249	-224
7 復華高益策略組合基金	組合型	2	225	-223
8 聯博新興亞洲收益基金(美元累積)	固定收益型	-	216	-216
9 新光四年到期美國投資等級債券基金(新臺幣)	固定收益型	-	212	-212
10 復華全球消費基金(新臺幣)	股票型	9	212	-203

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9月30日至2023年10月31日；新臺幣百萬元計

整體市場10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 安聯收益成長基金	平衡型	18,796	14,403	4,393
2 鋒裕匯理基金美元短期債券*	固定收益型	4,166	315	3,851
3 施羅德環球美國大型股基金*	股票型	3,097	6	3,091
4 摩根環球債券收益基金*	固定收益型	3,638	659	2,979
5 摩根策略總報酬基金	平衡型	2,964	37	2,927
6 PIMCO新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	3,148	598	2,550
7 富蘭克林坦伯頓穩定月收益基金	平衡型	3,020	1,033	1,987
8 M&G收益優化基金	平衡型	1,834	186	1,648
9 高盛投資級公司債基金	固定收益型	1,790	869	921
10 鋒裕匯理新興市場債券基金	固定收益型	3,406	2,532	874

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	552	11,471	-10,919
2 PIMCO美國股票增益基金*	股票型	107	5,053	-4,946
3 摩根美國智選基金*	股票型	50	4,571	-4,521
4 PIMCO多元收益債券基金*	固定收益型	295	4,625	-4,330
5 富達日本價值基金	股票型	870	3,075	-2,205
6 摩根歐洲智選基金*	股票型	9,828	11,712	-1,884
7 摩根美國企業成長基金*	股票型	196	2,007	-1,811
8 鋒裕匯理基金策略收益債券*	固定收益型	983	2,766	-1,783
9 富達美元非投資等級債券基金	固定收益型	633	2,403	-1,770
10 野村美國非投資等級債券基金	固定收益型	112	1,615	-1,503

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9月30日至2023年10月31日；新臺幣百萬元計

整體市場10月指數股票型基金(ETF)淨申購/買回前十大

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 元大台灣高股息基金	股票型	23,860	-	23,860
2 復華台灣科技優息ETF基金	股票型	17,081	-	17,081
3 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF基金	債券型	13,608	-	13,608
4 元大20年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	債券型	12,241	190	12,051
5 國泰10年以上投資級金融債券ETF基金	債券型	11,420	266	11,154
6 國泰台灣ESG永續高股息ETF基金	股票型	10,916	-	10,916
7 國泰美國20年期(以上)美國公債指數基金	債券型	8,369	731	7,638
8 群益台灣精選高息ETF基金	股票型	7,794	806	6,988
9 復華富時不動產證券化基金	不動產證券化型	5,942	68	5,874
10 中國信託臺灣優選成長高股息ETF基金	股票型	4,688	-	4,688

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 富邦特選台灣高股息30ETF基金	股票型	-	1,135	-1,135
2 元大台灣50單日反向1倍基金	槓桿/反型	-	994	-994
3 元大全球5G關鍵科技ETF基金	股票型	43	934	-891
4 國泰台灣5G PLUS ETF基金	股票型	-	474	-474
5 國泰美國道瓊工業平均指數單日反向1倍基金	槓桿/反型	-	295	-295
6 富邦NASDAQ-100 ETF單日反向一倍基金	槓桿/反型	5	282	-277
7 富邦台灣核心半導體ETF基金	股票型	-	148	-148
8 群益台灣半導體收益ETF基金	股票型	-	126	-126
9 兆豐台灣產業龍頭存股等權重ETF基金	股票型	34	159	-125
10 元大摩臺基金	股票型	-	124	-124

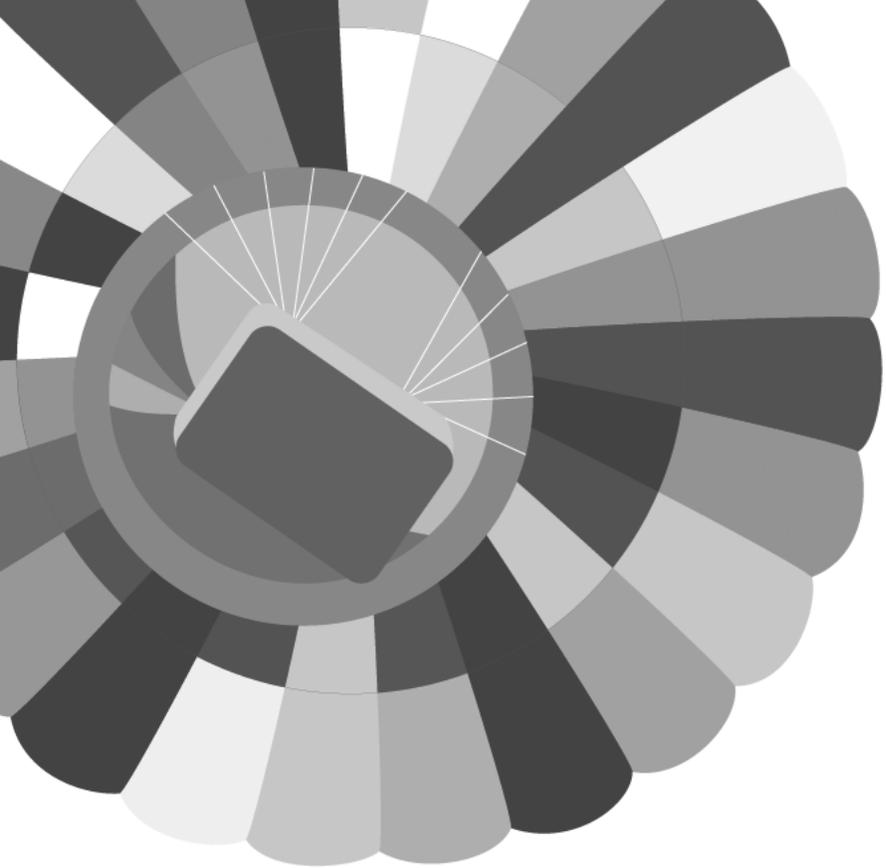
註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年9月30日至2023年10月31日；新臺幣百萬元計

重要經濟數據 / 事件

Dec 2023

<p>Monday</p>	<p>Tuesday</p>	<p>Wednesday</p>	<p>Thursday</p>	<p>1 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月ISM製造業PMI • 日本10月失業率
<p>4 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國10月工廠訂單、耐久財訂單 	<p>5 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本11月東京CPI • 美國11月服務業PMI、綜合PMI • 歐元區10月PPI 	<p>6 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月非農業就業人數變化 • 歐元區10月零售銷售 • 台灣CPI 	<p>7 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國11月進、出口額 • 歐元區第三季GDP 	<p>8 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本第三季GDP • 美國11月平均每小時工資月增率、非農就業人數、失業率；12月密大消費者預期指數、信心指數
<p>11 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本11月工具機訂單 	<p>12 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區12月ZEW經濟景氣指數 • 美國11月核心CPI、CPI • 日本11月PPI 	<p>13 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月聯邦財政預算 • 歐元區10月工業生產指數 • 美國11月PPI 	<p>14 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國FOMC利率會議、零售銷售、核心零售銷售 • ECB利率會議、BoE利率會議 • 日本10月工業生產、核心機器訂單 	<p>15 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國11月工業生產指數 • 美國12月服務業PMI
<p>18 Monday</p>	<p>19 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月營建許可、新屋開工 • 歐元區11月CPI、核心CPI • BoJ利率會議 	<p>20 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月成屋銷售 • 歐元區12月消費者信心指數 • 台灣11月出口訂單 	<p>21 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國第三季GDP、個人消費年增率 	<p>22 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國11月個人所得及支出、耐久財訂單、新屋銷售 • 日本11月全國CPI
<p>25 Monday</p>	<p>26 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國10月凱斯席勒20大城市房價指數 • 日本11月失業率 	<p>27 Wednesday</p>	<p>28 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本11月零售銷售、工業生產 	<p>29 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月MNI芝加哥採購經理人指數

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。