



凱基證券

KGI SECURITIES

# Key Investing Perspectives

投資策略月報

2023年2月



投資策略月報

## 摘要

經歷了2022年股債爆跌的驚滔駭浪，跨入2023年，金融市場似乎即將看見久違的曙光。12月公布的非農就業報告與ISM指數，都顯示美國經濟活動已經放緩，不但薪資增幅低於預期，ISM服務業指數也首度跌至榮枯線下，代表最頑強的服務性通膨與就業市場，開始出現降溫。市場期待已久的通膨放緩，有望在未來進一步下滑，股債市開年首週迎來好彩頭，雙雙上漲作收。

全球央行的緊縮步調不一，加上企業受到需求下降、資金成本墊高的雙重打擊，獲利萎縮、甚至衰退，預期今年股市擾動依舊。然而，通膨壓力因油價驟降而改善，加上中國清零與房地產政策轉向，相較於去年各資產跌跌不休的罕見情況，今年金融市場的操作難度，或許有機會容易些。

投資人不妨於歲末年初之際，重新審視手中的資產組合，趁股債市都已大幅修正，評價面趨於合理之際，擇優進場布局。平衡型基金、多元資產配置仍是攻守皆宜的穩健標的，價值股、防禦股可穩控波動，並開始留意具長期發展題材的優質成長股。此外，千萬別錯過長短期公債、海外投資級債的鎖利佳機，畢竟上次利率要來到同樣高點，可是15年前的2008年金融海嘯時期呢！

# Key Investing Perspectives

## 1 全球市場回顧與展望

市場表現回顧 / 股債匯市場展望 / 重要事件行事曆

## 2 投資策略與資產配置建議

投資策略 / 資產配置建議 / 各資產類別建議

## 3 本月投資主題

配置防禦債，分散降波動 / 避市場忐忑，採定期定額 / 歲末年終到，規劃不可少

# 1 全球市場回顧與展望

- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 股債匯市場展望
- ▶ 重要事件行事曆

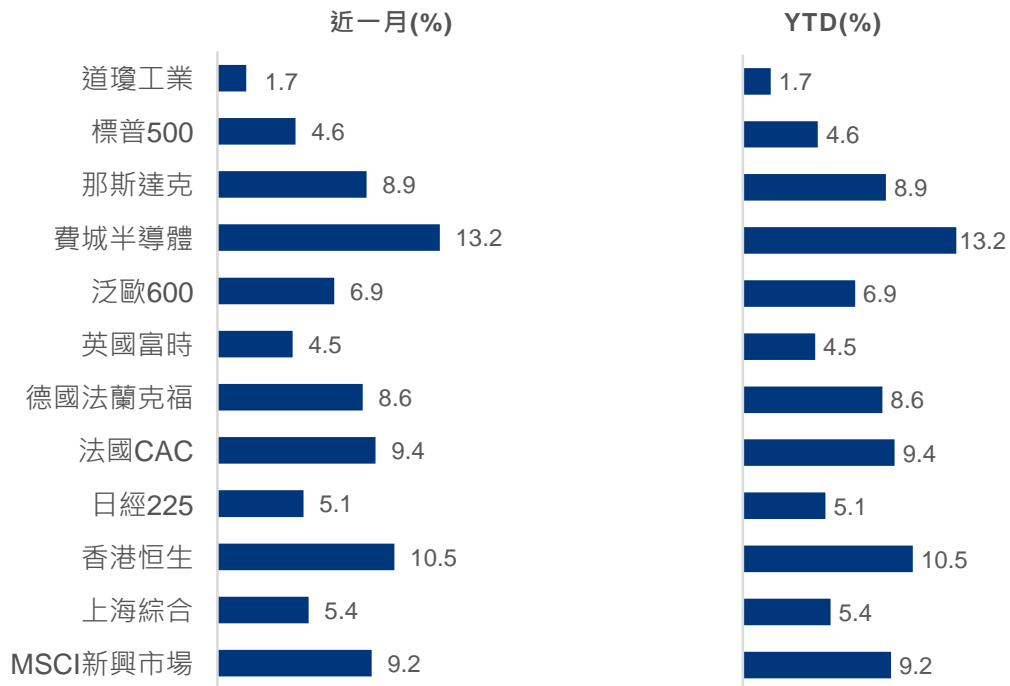
Key  
Investing  
Perspectives



# 市場表現回顧 – 股票

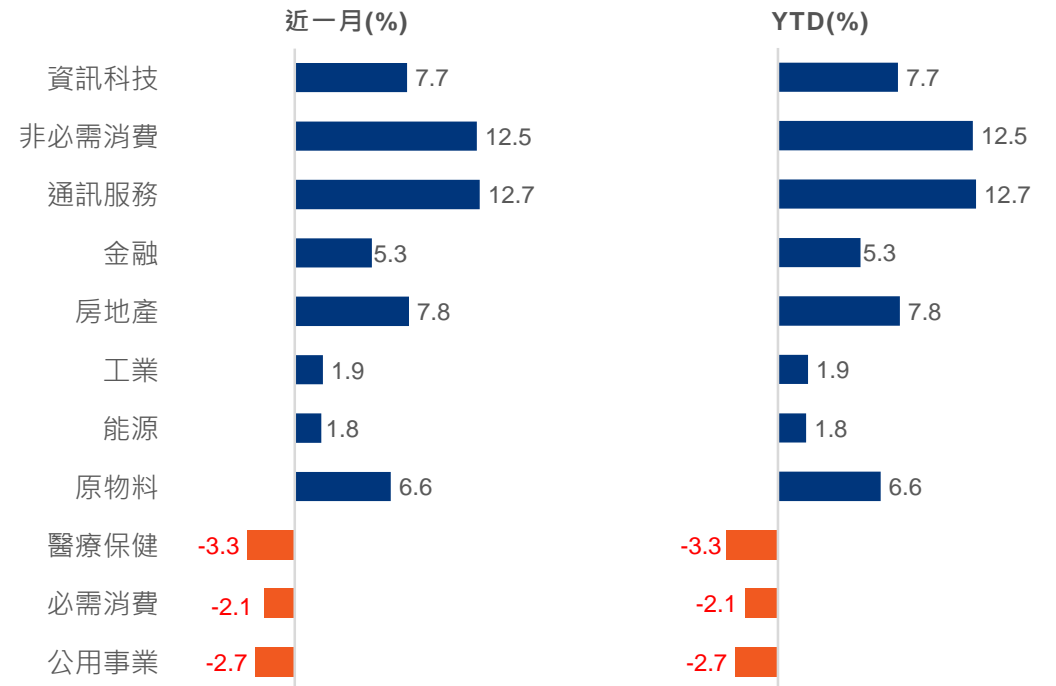
## 各地區指數表現(%)

美國服務業PMI降至榮枯線下，薪資增速放緩，通膨可望進一步降溫，市場預期聯準會2月僅升息1碼，美股普遍收漲。港股因地產與金融監管限令放寬而上漲。



## 各產業指數表現(%)

美國長天期公債利率區間整理，加上景氣下滑的態勢更明顯，市場預期景氣軟著陸機率增加，美國資訊科技、非必需消費類股與通訊服務多呈反彈格局。美元疲軟，中國支持房地產政策，原物料股走揚。



資料來源：Bloomberg · 2023年1月31日



中華開發金控  
CHINA DEVELOPMENT FINANCIAL

本簡報由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。本簡報僅供參考，未經本公司批准同意，本簡報不得翻印或作其他任何用途。

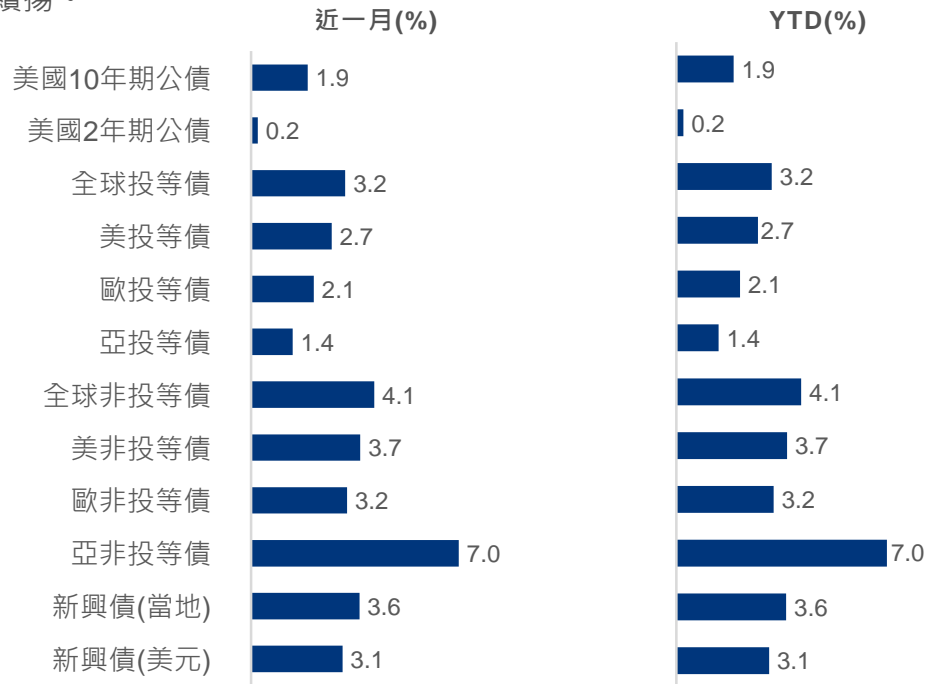


凱基證券  
KGI SECURITIES

# 市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

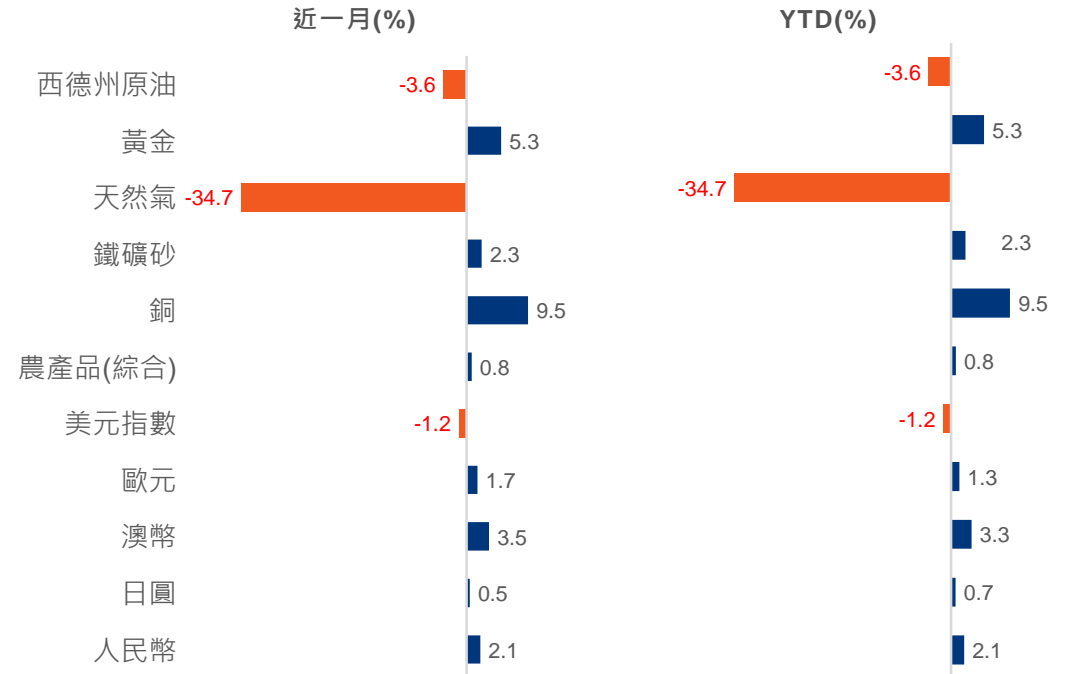
## 各類債券表現(%)

美國景氣與通膨降溫，美公債利率先上揚後回落，對貨幣政策最敏感的2年期公債殖利率，降至4.2%，使美國債市多上漲。歐央持續緊縮貨幣政策，然通膨持續降溫，歐洲投等債隨公債利率下行挹注其表現。地產政策轉向，激勵亞洲非投等債近月續揚。



## 各商品及貨幣表現(%)

美元指數持續拉回，非美貨幣與商品價格反彈，日圓升值至130兌1美元。天然氣價格因今年歐洲暖冬，使取暖需求減弱，加上歐洲各國此前考量戰略安全儲備，大量搶購天然氣，現存量趨於滿槽狀態，庫存高踞，使天然氣價格大跌。



資料來源：Bloomberg · 2023年1月31日

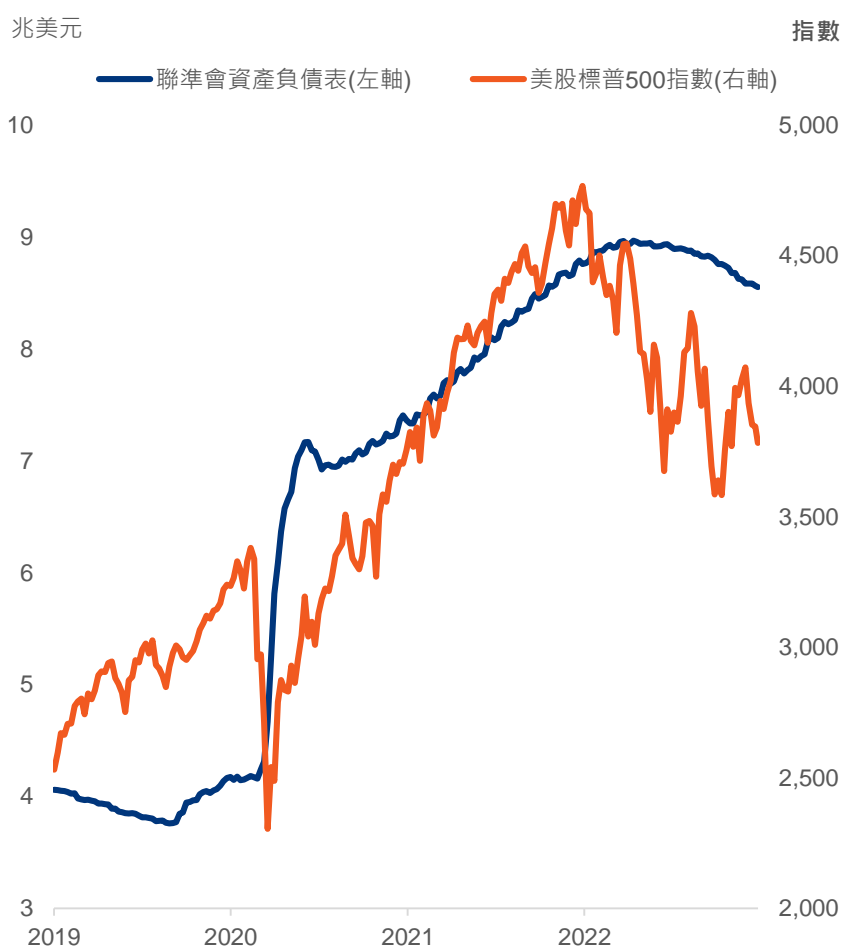
# 股市展望 – 市場關注從升息轉向縮表，企業獲利或使類股輪動

▶ 預期2023年美國仍有升息2-3碼的空間，循環進入尾聲，取而代之的是資產負債表縮減速度與幅度。聯準會原訂於2022年6月開始進行縮表，最初3個月每月475億美元，之後每月950億，到期債券不再重新投資。然而，觀察實際縮表幅度遠小於預估，比預期減少約37%。考量升息影響資金成本與去槓桿，對實體經濟造成壓抑，縮表將使金融市場流動性枯竭，對股市仍有牽引，預期將為股市波動來源之一。

▶ 去年第3季標普500的企業獲利年增率為4.2%，創2020年第3季疫情以來新低，但陸續公布的美股第4季企業財報，市場預期獲利恐進一步衰退至年減5.0%，為近幾季最差，並呈類股輪動現象；去年強勢的產業如能源增速放緩，工業航空獲利可延續至第1季，而較弱的非必需消費、金融等，可能於上半年落底。

資料來源：Bloomberg；FactSet、財經M平方，2023年1月31日

## 升息漸緩，但央行縮表速度仍將牽動股市



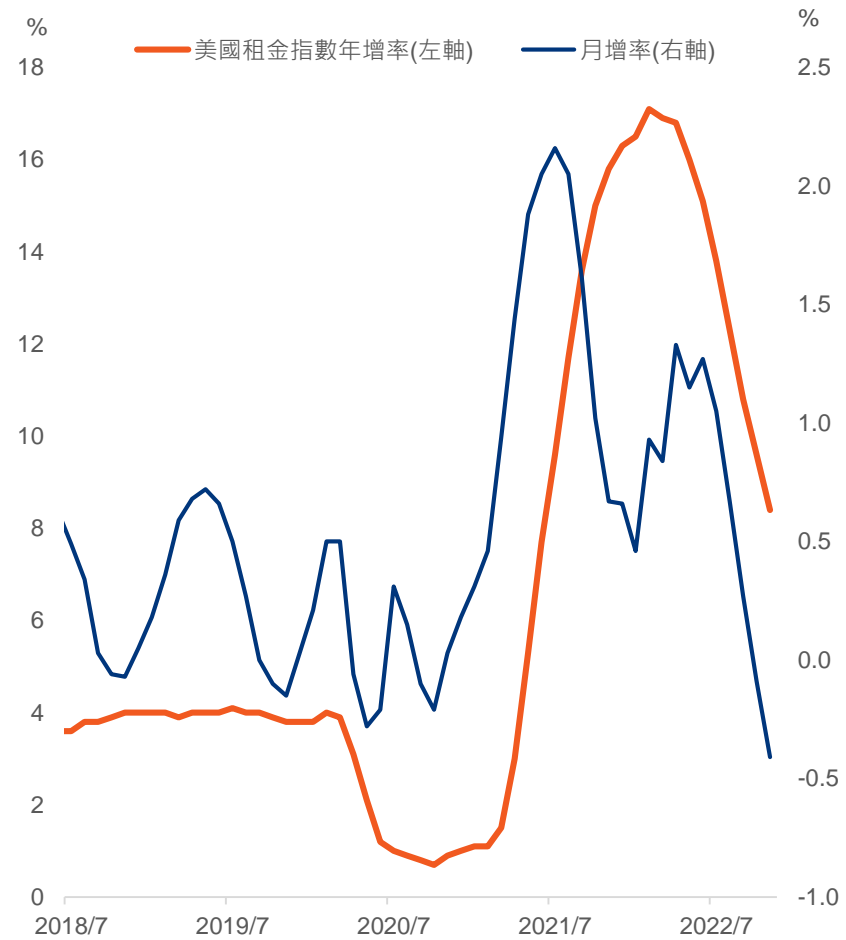
## 美國陸續公布的企業財報，添股市壓力

EPS年增率(%)	22 Q3	22 Q4 (預估)	23 Q1 (預估)	23 Q2 (預估)
能源	140.8	55.8	31.6	-27.6
工業	19.4	35.9	25.6	6.2
房地產	14.8	10.1	-3.3	-2.1
非必需消費	12.9	-20.6	36.1	39
S&P500	4.2	-5.0	-3.0	0.4
醫療保健	1.4	-9.3	-14.2	-6.8
必需消費	1.0	-3.0	-1.2	5.5
科技	-0.7	-9.7	-10.7	1.7
S&P500(扣除能源)	-3.6	-5.2	0.0	4.6
公用事業	-7.1	2.2	-10.1	1.9
原物料	-8.8	-24.8	-28.5	-18.5
金融	-16.4	-14.1	4.6	12.9
通信服務	-26.1	-19.6	-12.3	6.4

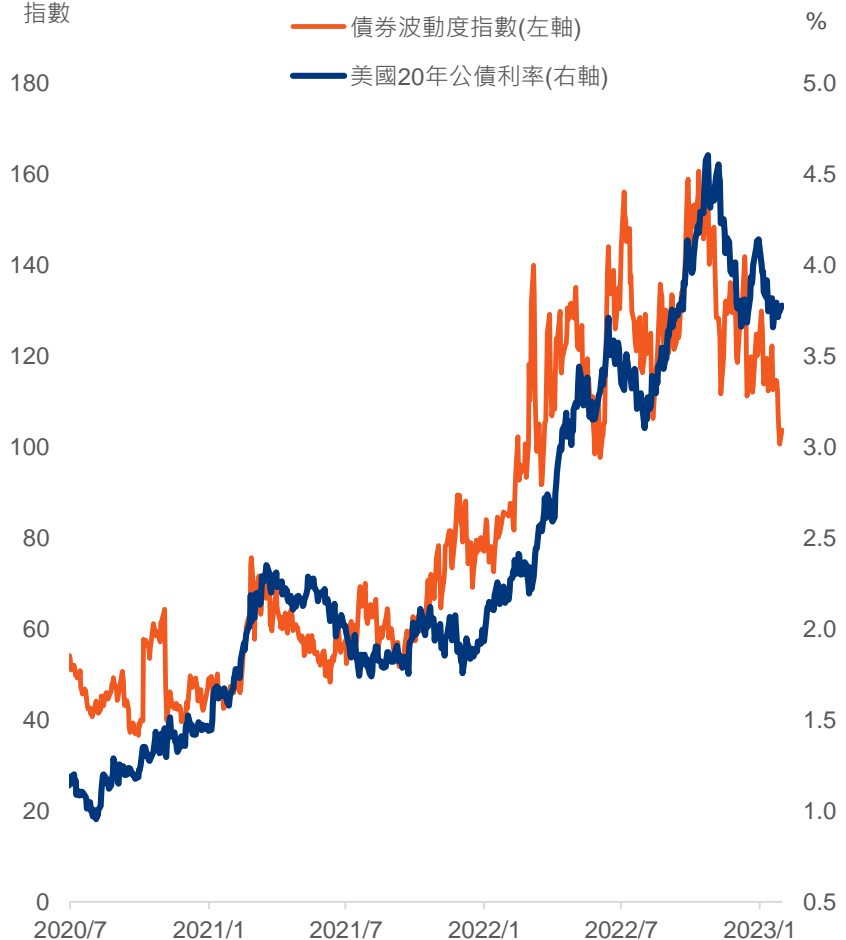
# 債市展望 – 升息尾聲債券波動度下降，把握布局長債時機

- ▶ 美國2022年11月科技業裁員人數達52,771人，創2000年以來最高，1至11月累計裁員人數為80,978人，為2002年以來同期最高紀錄。Zillow研究團隊租金指數(ZORI)顯示，平均房租指數月增與年增率皆呈顯著下滑，預估2023年2月將是美國CPI房租通膨的轉折點。房租為美國消費者物價指數的最大組成項目，佔比高達32%，預期房租將帶動美國第2季後通膨有感回落。
- ▶ 美國通膨開始放緩，意味升息循環進入末升段，根據聯準會利率預估短天期公債殖利率可能維持4.5-5%間。長天期公債殖利率反應景氣衰退可能，自高檔拉回，未來即使向上，空間有限，債券波動度MOVE指數大幅回檔，顯示債券的波段景氣循環底部或已經出現。建議把握美國停止升息前，利率彈升最後階段，逢利率向上漸布長天期債券。

美科技業裁員人數增加，租金通膨下滑



美長天期公債利率下滑，債券波動度下降



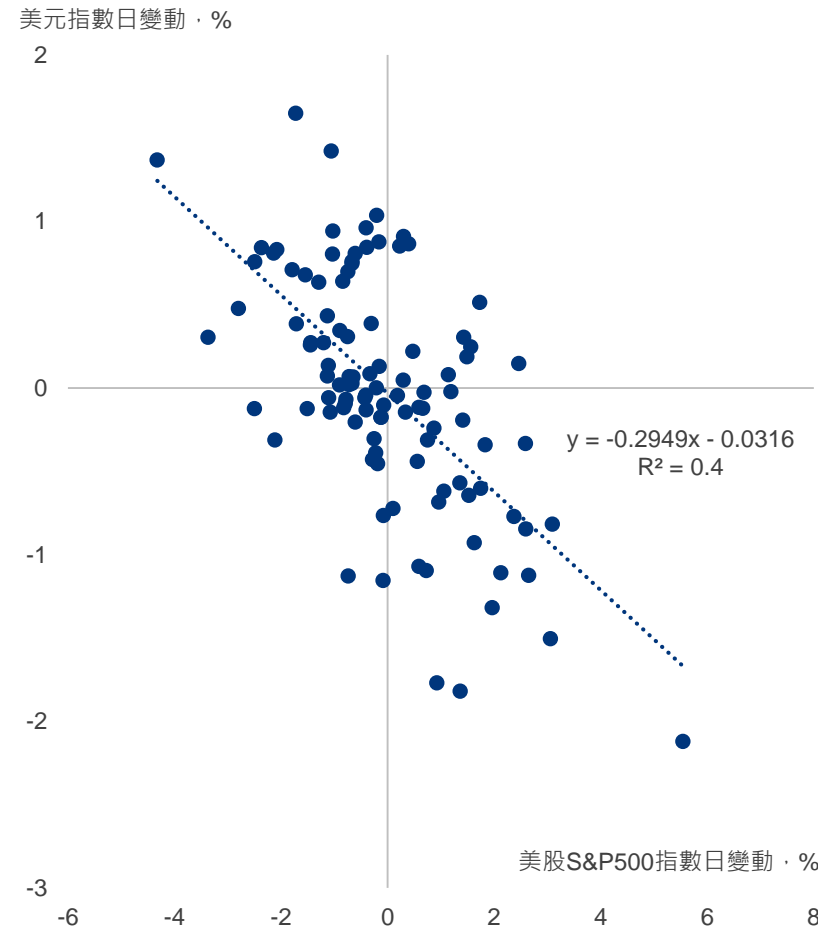
資料來源：Bloomberg · 2023年1月31日



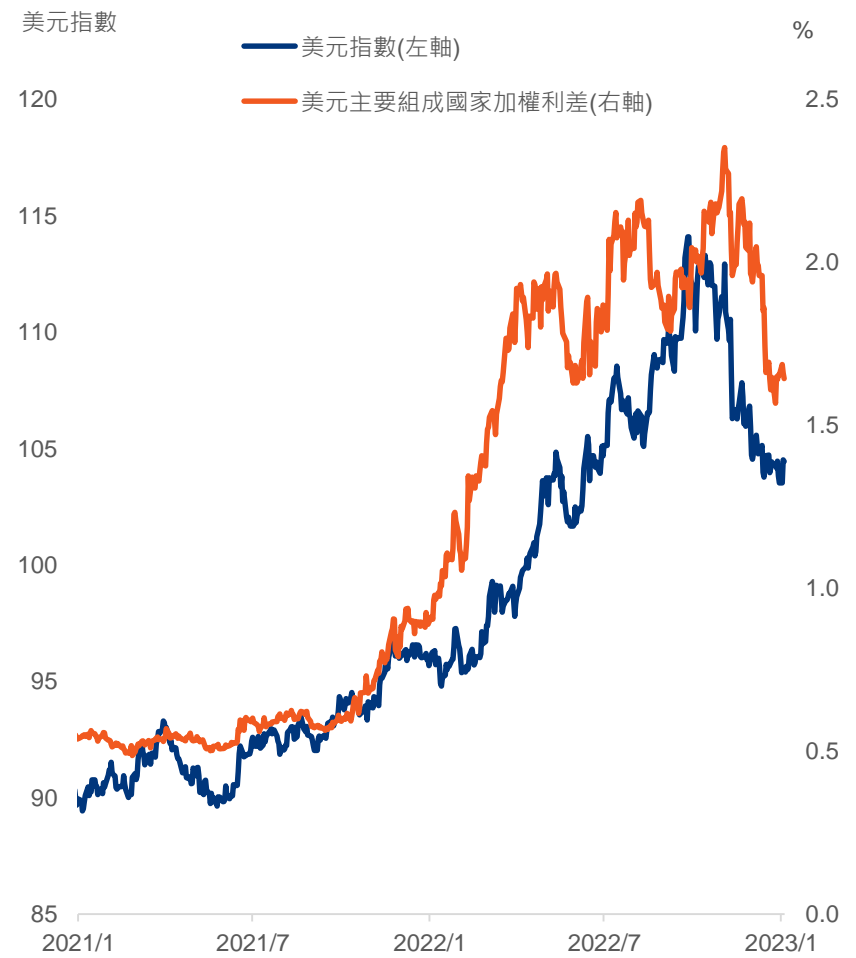
# 匯市展望 – 避險需求淡化與利差縮窄，美元高檔震盪

- ▶ 預期2023年美元指數與其他貨幣相比，仍處於高位，但進一步上漲的空間與幅度有限，主因 1) 過去美元的避險需求支持美元指數，美元、美股兩者呈現負相關性。去年第4季開始，美股呈現反彈，使美元的避險需求下降。2) 美國與美元指數的主要組成國家(歐、日、英國等)，2年期公債利差收窄，降低持有美元的吸引力，也是壓抑美元指數的主要因素之一。
- ▶ 過去美元走強，往往不利於新興市場、商品報價與非美貨幣的表現，甚至美國海外營收佔比高的企業，獲利亦呈負向影響。觀察歐元區通脹已有反轉跡象，將使歐元區較預期更早放緩升息，讓美元重新上升的時間由第二季提前至今年第一季。預期美元高位盤整，但強度減弱，提供部分體質好、基期低的新興市場喘息空間。

## 美股反彈，美元避險需求下降



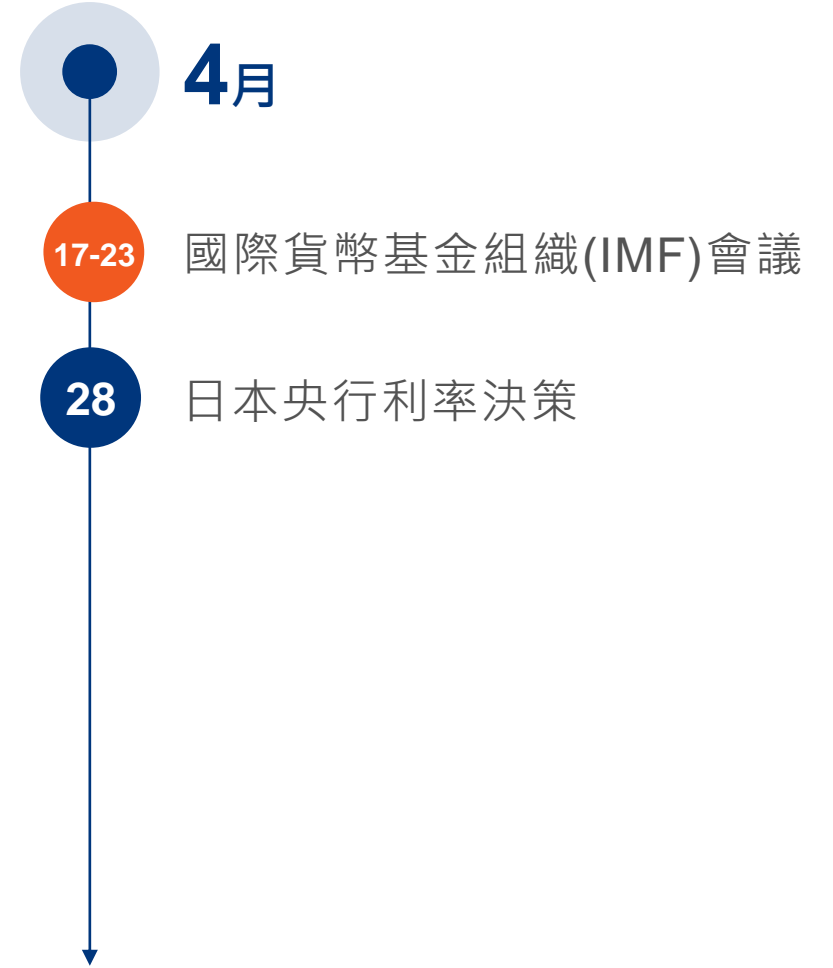
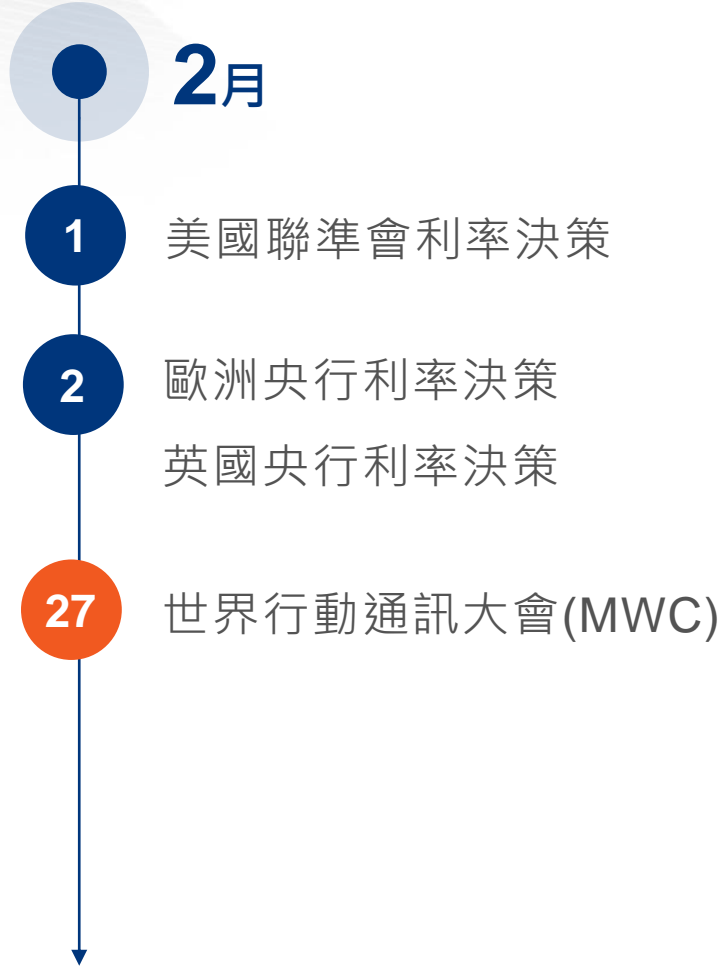
## 美國和美元指數組成國，利差縮小壓抑美元



資料來源：Bloomberg · 2023年1月5日

# 重要事件行事曆

● 主要央行會議 ● 地區重要事件



## 2 投資策略與資產配置建議

- ▶ 投資策略
- ▶ 資產配置建議
- ▶ 各資產類別建議

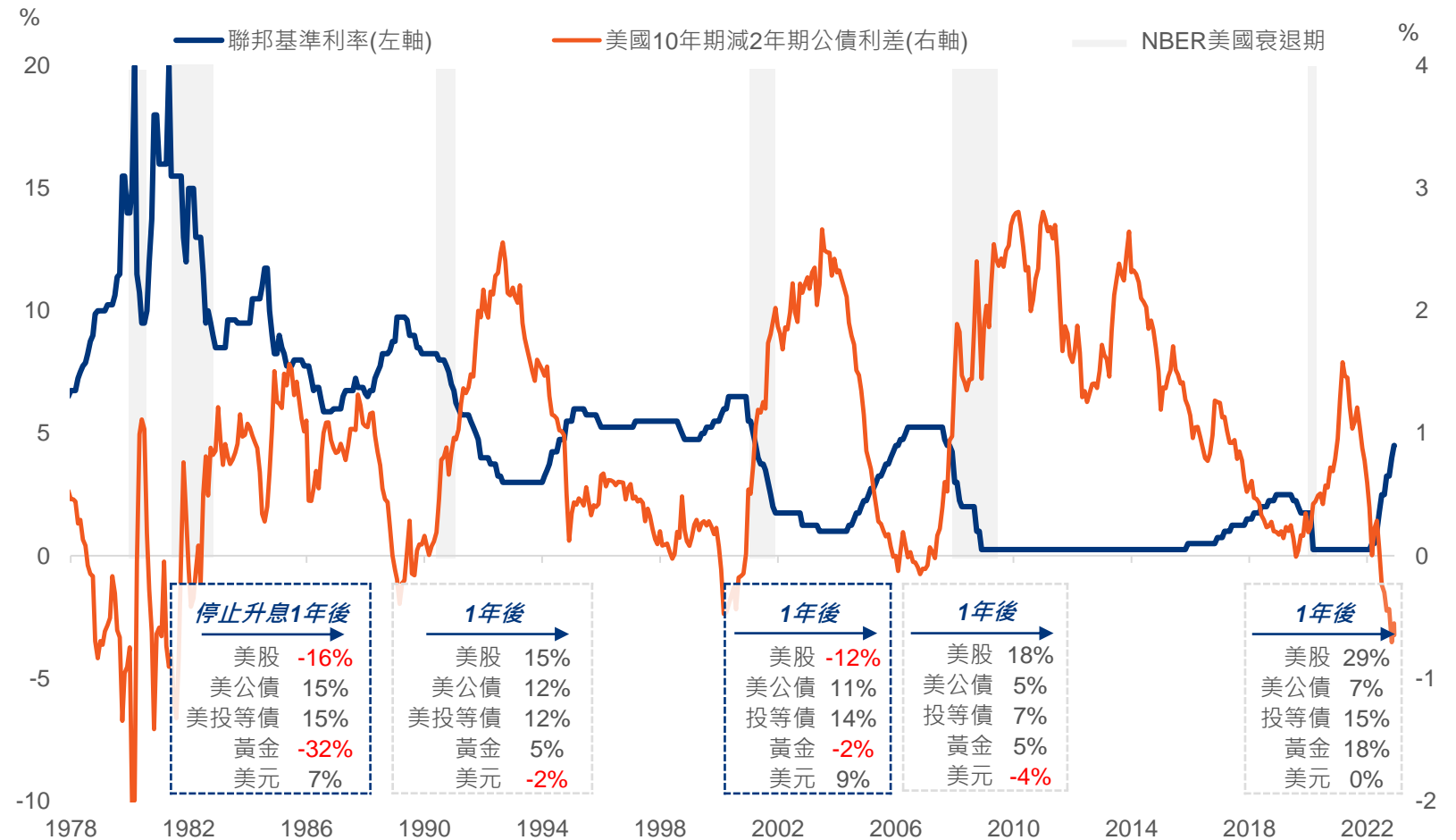
Key  
Investing  
Perspectives



# 過去升息結束衰退來臨，類公債資產優於股、美元有撐

- ▶ 觀察過去，當美國升息循環告終、暫停升息後的一年間，金融資產的表現不定，債市大多穩健上漲，股市端視當時的經濟狀況決定。若升息結束，但很快面臨衰退，股市在景氣衰退環境下通常為負報酬(如1982年與2001年)；但若升息結束當時經濟活動熱絡，企業高獲利通常能應對當時的高利率環境，升息後的一年股市報酬仍有良好表現(如1990年、2006年與2018年)。
- ▶ 反觀當前的高通膨環境，聯準會重申將大幅提高利率以抑制通膨，不惜以經濟衰退為代價，預期景氣衰退發生的時間將較過去幾次提早。最新公布的12月ISM製造業指數回落至48，創2021年3月以來新低，服務業ISM也降至50之下，金融市場的表現或與1982、2001年較類似，呈現股市承壓，類公債資產報酬將優於股市，美元指數高檔有撐。

## 過去停止升息且遇到美債長短利差倒掛後一年，各資產表現



資料來源：Bloomberg

# 近期股市受貨幣政策、企業財報與經濟表現所牽動

- ▶ 美國通膨放緩，就業市場下滑速度慢，使美國升息循環雖進入尾聲，但仍有可能超過原先市場預估的2碼幅度。此外，日銀、歐央也開始加入緊縮貨幣的行列，添資金面擾動。
- ▶ 美國第4季企業財報於1月中旬開始密集公布，除金融股整體偏弱外，多家科技巨頭如谷歌、微軟等宣布實施裁員，即使營收獲利皆優於預期的IBM，在現金部位不如預期與裁員消息下，股價下跌，但特斯拉獲利優於預期，股價大漲。後續實際財報公布結果牽動股市，若因預期值偏低，實際結果反而優於預期，將激勵股市反彈。
- ▶ 市場高度關注就業、通膨能否明顯下滑；製造業與服務業PMI已現疲態，工業生產可能持續萎縮，零售銷售亦出現緩降，牽動股市漲跌。

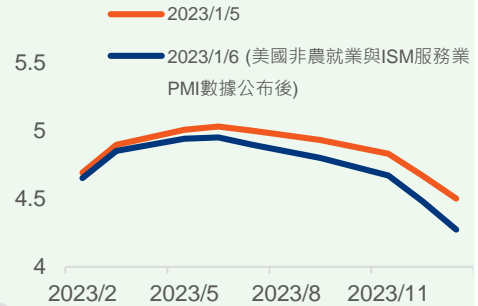
## 貨幣政策

美國 ▶ 暫緩升息

歐洲  
英國 ▶ 持續緊縮

日本 ▶ 結束寬鬆、正常化

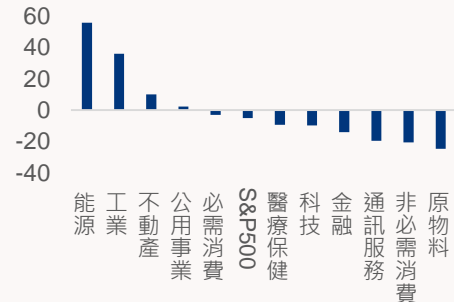
美國聯邦基金利率期貨隱含政策利率 · %



## 企業財報

美國 ▶ 1/13 銀行股  
▶ 1/30 科技巨擘  
歐洲 ▶ 2/3 開始

S&P 500 YoY · %



## 貨幣政策

## 股市

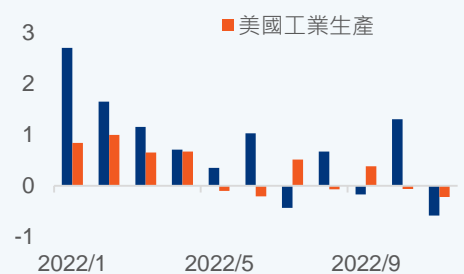
## 企業財報

## 經濟

## 經濟

- ▶ 通膨降溫
- ▶ 就業放緩
- ▶ 零售銷售縮減
- ▶ 工業生產低迷

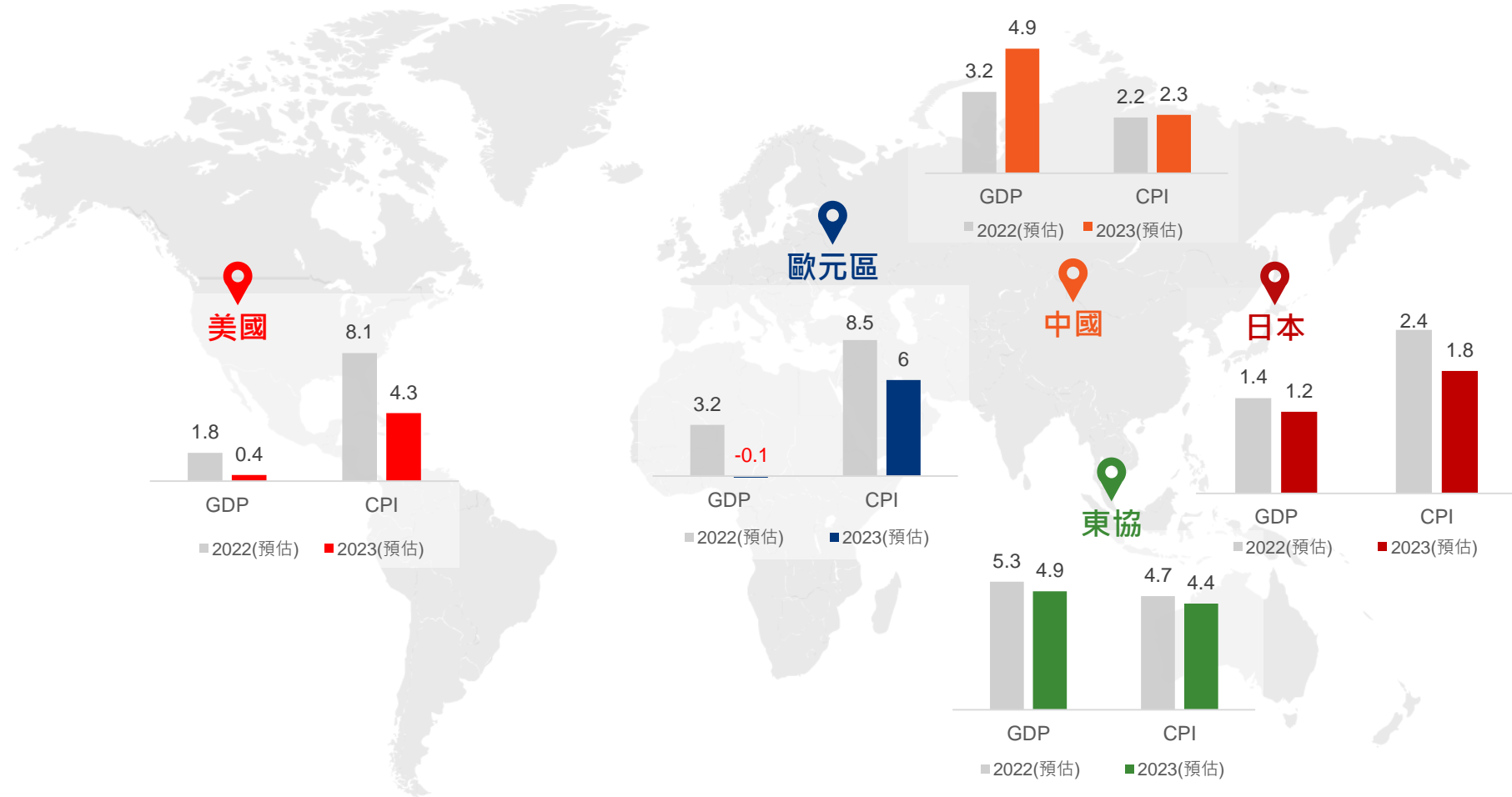
MOM · %



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

# 留意非美地區波動，中國經濟變化與日本貨幣政策轉向

- ▶ 2022年底，日本央行意外調整貨幣政策，日圓升日股跌，後續關注2月岸田政府的新任日銀總裁人選，3月底國會決議任命。鑒於通膨壓力在第1季來到最高，侵蝕日本民眾的實質薪資購買力創8年新低，春季勞資協商有調升薪資成長的可能，日圓或於128-135美元區間波動。借貸日圓的套利交易，恐令2023年的日圓走勢成為金融市場的波動來源之一。
- ▶ 中國2022年因消費、投資和出口三駕馬車同時萎縮，房地產市場崩潰影響民眾信心，造成經濟大幅下滑。預期2023年第1季因疫情高峰，經濟持續承壓。但隨中國政府再次將「穩增長」放在施政首位，今年可能看見更多政策調整，加上解封有利去年基期低的內需服務型消費成長。短期陸股的樂觀氛圍有望持續到第一季末、第二季初，可以把握這段時間的上行節奏。

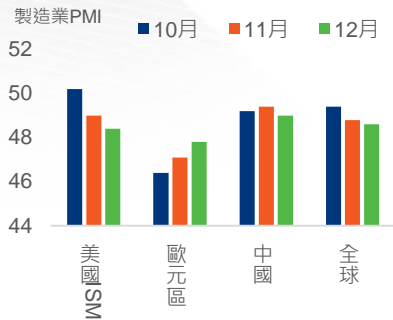


資料來源：Bloomberg

# 投資策略：多元降風險、好債抗衰退、防禦股避震

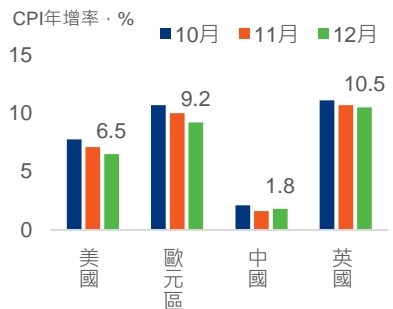
## 市場展望

## 對應策略



### 景氣衰退

- 美國12月ISM製造業指數由49降至48.4，低於預期值48.5。生產指數、新訂單、原物料價格皆呈下滑，存貨指數上升，顯示需求疲弱與企業去化庫存仍為進行式。反觀歐元區製造業PMI逐月改善，雖處榮枯線下，但經濟展現具韌性，全球股市波動持續。



### 通膨緩降

- 需求降溫、供應鏈短缺的情況改善，以及能源價格明顯回落，使商品類通膨大幅下降，服務性通膨中的房租，也因裁員增加而將出現拐點，薪資增速已見放緩。美、中、歐元區與英國通膨可能高點已過，美、德公債殖利率反應景氣偏弱而下行。

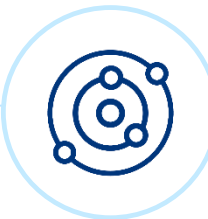


### 資金輪動

- 美國與他國利差收窄，美元指數高檔修正，部份資金回流新興股市，過去1個月新興股的報酬較成熟股佳，區域間呈現資金流動現象。
- 波動依舊，價值、防禦股表現仍較成長股穩健，但部分產業呈現跌深反彈，如原物料因中國地產鬆綁和金融類股受惠長短利差倒掛改善，頹勢止穩。

資料來源：Bloomberg

## 多元降風險 – 景氣降溫，平衡型與多元資產降波動



- 通膨高踞、景氣降溫，今年企業獲利將面臨更多挑戰，但債市波動可望改善，核心資產以股債平衡或多元分散為主，可參與股市上漲，又能降低波動。

🔍 平衡型基金、多元資產基金

## 好債抗衰退 – 高信評債，鎖高利與防禦配置兼具



- 景氣衰退機率漸增，美國公債利率呈先緩升後下降格局。以短天期美國公債、投資級債降低信用風險與鎖利，逢利率彈升漸布長債，或有資本利得機會。

🔍 公債、投資級債券

## 防禦股避震 – 現金流充沛，體質穩健企業抵禦衰退



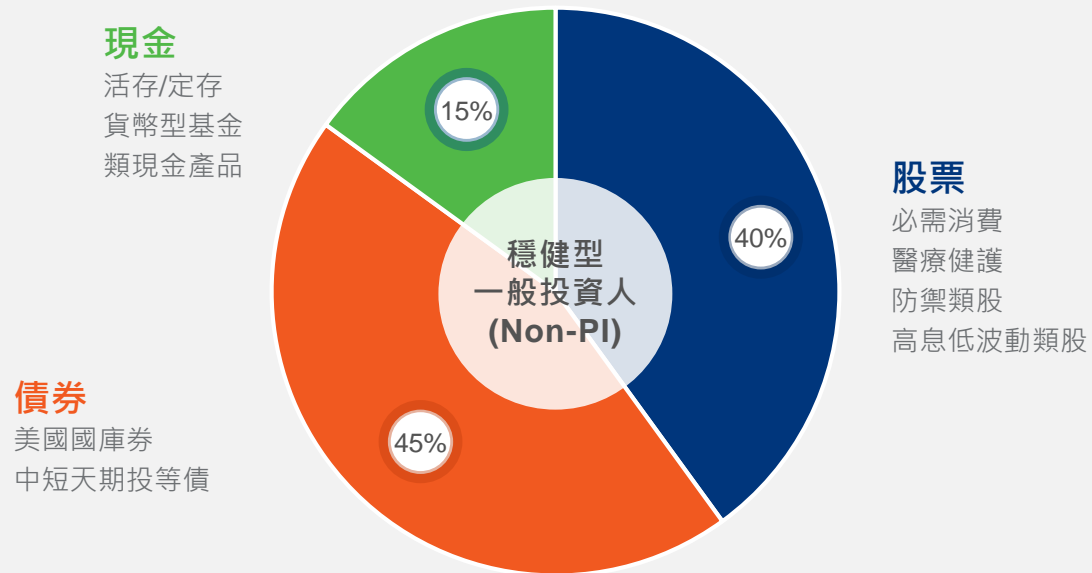
- 股市應較景氣先行落底，波動劇烈下，配置以獲利穩健企業為主，著重防禦型、高息股能抵禦衰退逆風。待升息暫緩、股市落底，分批布局優質成長股。

🔍 高品質股、價值型、防禦股、必需消費、東協股

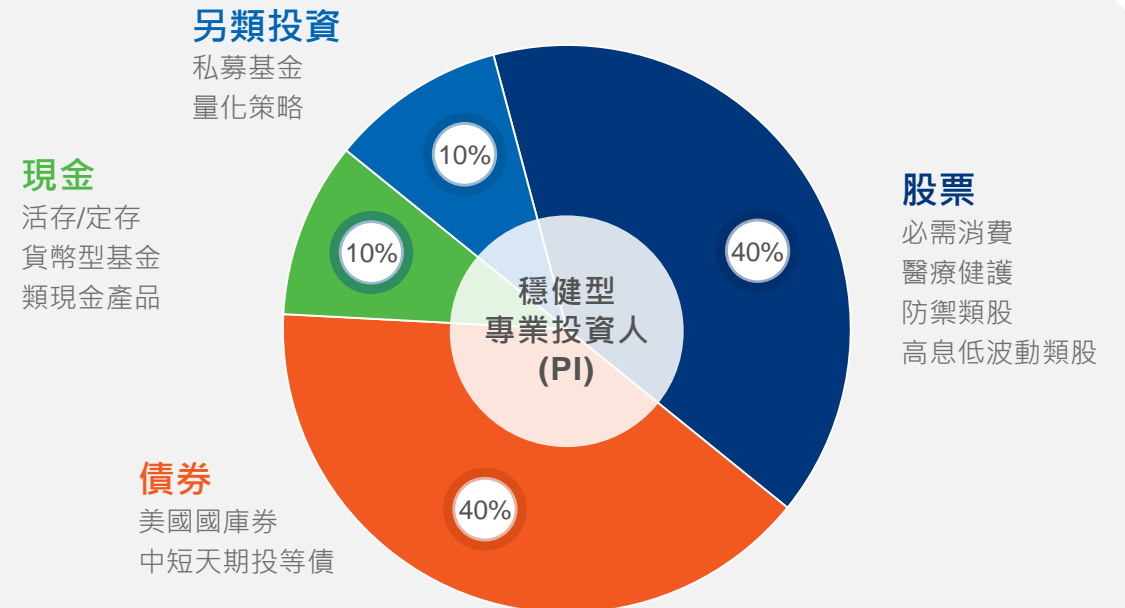
# 景氣下行，資產配置宜提高債券部位健全股債比

- ▶ 2023年景氣或將從停滯逐步走向衰退階段，建議投資組合配置上增債減股，健全股債比，並添加部分現金部位，藉此降低景氣下行對投資部位的影響。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。
- ▶ 現金部位重要性：投資組合上隨時維持10~15%可彈性運用資金，一方面在震盪時能分批逢低加碼，另一方面當市場不確定性消除時，也能將現金立即轉換為股票部位，抓住上漲趨勢。建議在估算現金部位時，未來現金流量也要一起加入計算。

## 一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議



## 專業投資人(PI)投資組合配置建議





# 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 分批佈建投資部位

- ◆ 增持中短天期債，逢利率彈升分批布局長天期債券鎖利降低投組波動，增加未來資本利得機會
- ◆ 剩餘資金定期定額投入優質股、科技類股、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債券型基金，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，或添加公債和投資級債基金，健全股債比

### 2 調降風險資產部位

- ◆ 調降高收益債、新興市場債，逢反彈減持基本面不佳中小型成長股，降低風險性資產比重
- ◆ 轉進平衡型、多重資產基金，或增持公債和投資級債基金調整股債比

# 資產類別建議 – 區域

▶ 全球景氣下行，股市反彈視之，新興亞洲相對優穩

看空

中立

看多

• 前月看法

## 綜合評論

區域	看空	中立	看多	前月看法	綜合評論
美國股市	■	■	■	■	評價面修正轉向獲利面調整，市場對企業獲利仍過度樂觀，短期維持中立
歐洲股市	■	■	■	■	第四季通膨見頂回落，暖冬影響天然氣價格下跌，短期有評價回升機會
日本股市	■	■	■	■	日本解封開放邊境，有利觀光、內需類股，然12月日銀意外調升10年期公債區間，促日圓急升，短期震盪加劇
中國股市	■	■	■	■	中國解封開放有利國內內需消費，陸股樂觀氛圍有望持續至1Q末、2Q初
台灣股市	■	■	■	■	過度的期待恐帶來更大的傷害；庫存調整與砍單現象正在蔓延，農曆年過後台股恐迎來財報利空的壓力測試
新興亞洲	■	■	■	■+1	中國防疫政策快速轉向，亞太地區觀光業有望受惠，東協國家基本面佳，中國、印度內需消費帶動景氣復甦
新興歐非中東	■	■	■	■	俄烏戰爭對俄經濟干擾發酵，年底通膨恐反彈，多數國家潛在通膨壓力升高，緊縮利率仍不利經濟表現
新興拉美	■	■	■	■	巴西經濟動能大幅放緩，多數拉美國家面臨通膨上行壓力

# 資產類別建議 – 產業

▶ 防禦型、價值型較佳，著重必需性消費、醫療保健類股和公用事業等產業

看空

中立

看多

• 前月看法

## 綜合評論

產業	看空	中立	看多	前月看法	綜合評論
非必需性消費	■	■	■	■	消費者債務比重改善、存款與現金水位較高，可望在下修潮中有較穩健的表現。預估2023年企業獲利成長三成
必需性消費	■	■	■	■ +1	即使股價估值偏高，且促銷風險猶存，但定價能力強勁，成本壓力有望在2023年緩和，支撐毛利率回升
能源	■	■	■	■	全球經濟放緩不利油價，但隨著中國解封以及庫存偏低的情況下，油價相對有撐
金融	■	■	■	■	景氣下行，企業放款違約風險或將攀升，但公債利差倒掛情況止穩改善，有利金融股表現，上調至中性
醫療保健	■	■	■	■ +1	疫情持續加上高齡化時代來臨，全球生技產業需求持續攀升，且具備剛性需求，不易受通膨或國際情勢動盪影響
工業	■	■	■	■	看好航太產業復甦與化學塗料的價格/原物料價差改善，但近期汽車與建築產業需求減弱，整體工業類股中性看待
資訊科技	■	■	■	■	利率敏感性高的科技股去年遭遇逆風，後續美國通膨數字與科技業庫存去化是否下降為觀察重點，維持中性
通訊服務	■	■	■	■	垂直業務趨勢保持強勁；廠商專注成本管控降低通膨壓力，且產業在衰退期間表現良好，估值相對具吸引力
原物料	■	■	■	■ -1	經濟衰退風險猶存，需求前景具不確定性下，隨著原物料價格的回落，2023年企業獲利預估-11%，展望保守
房地產	■	■	■	■ -1	高利率使房地產市場需求急凍，民眾房貸成本上升，添未來違約風險，售屋供給量恐增，不利產業近期表現
公用事業	■	■	■	■	雖受景氣循環影響程度小，但股利率已自高點回落，相較債券殖利率較以往高，短期投資吸引力略降



# 資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

- 美公債可漸增中長端配置，投等債以高信評為宜；美元重新上升的時間或由2Q提前至1Q，高位有撐

看空

中立

看多

• 前月看法

## 綜合評論

固定收益	美國公債				+1		升息循環近尾聲，通膨將隨衰退而走低，建議增加中長端公債配置
	投資級債						投資等級債雖維持負向超額報酬，但2023年評級較佳的投等債違約風險低，將獲得市場青睞
	非投資級債		-1				非投資等級債將因違約風險攀高，使信用利差擴大
	新興市場債		-1				除了中國、印度內需市場表現較佳外，其他新興市場債將受到全球衰退衝擊
商品	原油						短期油價因中國需求降低而下跌，第一季下旬油價將因經濟重新開放而偏上
	黃金						2023上半年美債實質利率仍將維持在正值區間一段時間，黃金大漲後上行空間承壓
貨幣	美元				+1		歐元區通膨反轉，歐洲央行可能放緩升息，讓美元重新上升的時間由2Q提前至1Q，高位有撐
	歐元		-1				歐元區通膨已有反轉跡象，將使歐元區較預期更早放緩升息，除了有助於經濟和股市外，也抑制歐元表現
	日圓		•				日本通膨壓力持續醞釀，後續貨幣政策有進一步調整可能，將有助於日圓止貶回升
	人民幣		-1				農曆年前出口商換匯需求或使人民幣測試 6.9 關卡，惟假期及疫情變化將讓國際資金暫顯觀望，預估區間震盪

### 3 本月投資主題

- ▶ 配置防禦債，分散降波動
- ▶ 避市場忐忑，採定期定額
- ▶ 歲末年終到，規劃不可少

Key  
Investing  
Perspectives



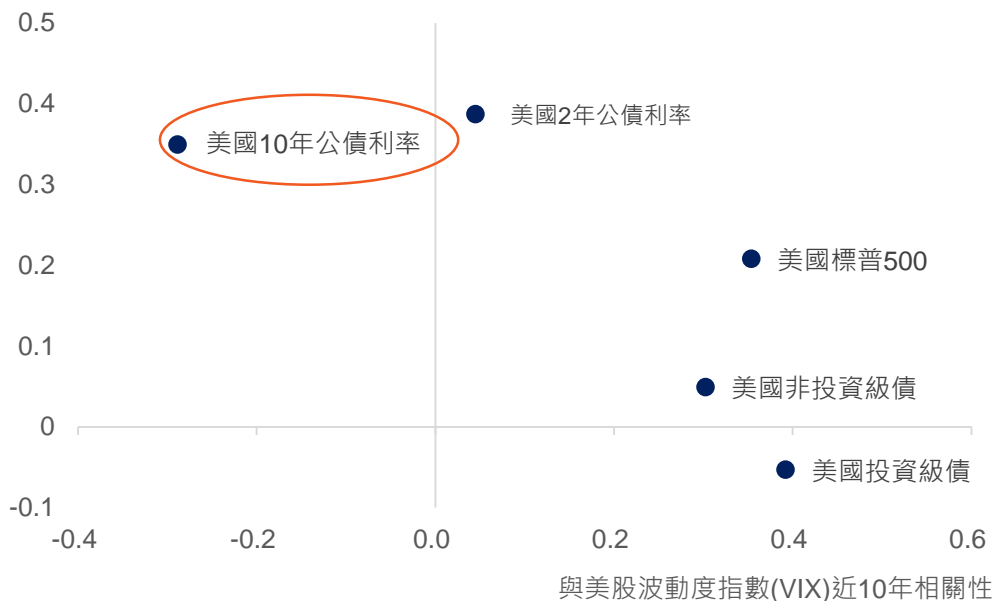
配置防禦債  
分散降波動

# 景氣下行與市場震盪仍存，以美國公債相對抗震

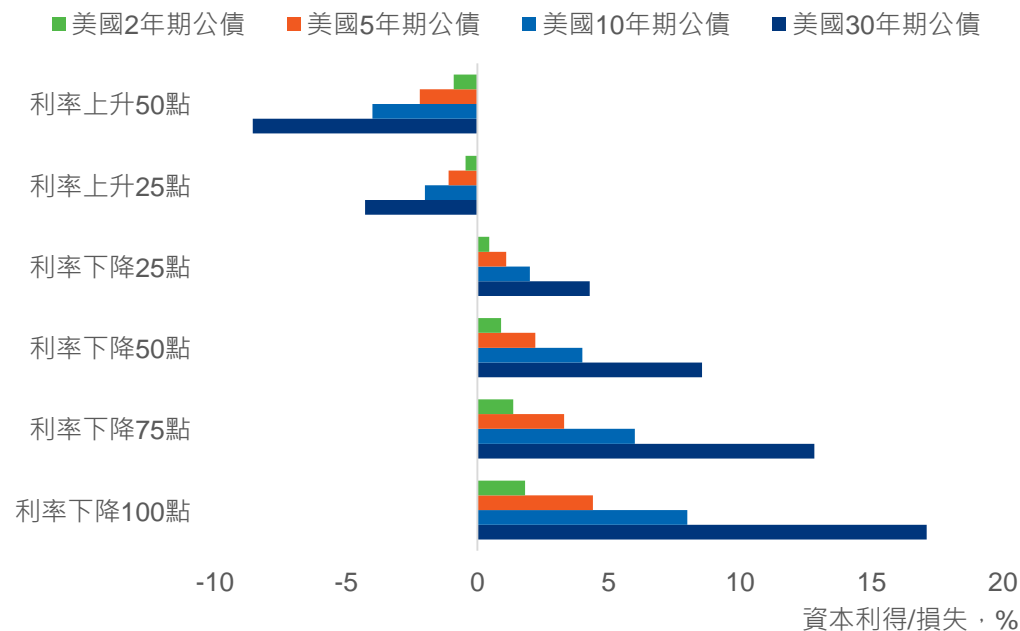
- ▶ 檢視過去股債資產與美股波動度及美國公債利率波動率相關性，以美國長天期公債利率與美股波動度相關性較低，然而因2022年適逢通膨升溫與美國公債利率波動走升，呈現股債同跌。考量2023年美國通膨有望緩解且衰退機率升溫，屆時美國長天期公債避險功能將有發揮空間。
- ▶ 假設聯準會如市場預期第一季底暫停升息，因商品通膨基期因素降溫與景氣衰退可能上升，預期美國長天期公債利率存在下方空間，評估各天期公債與利率下行幅度帶來資本利得與損失情況，當利率降幅達50個基點以上，30年期以上美國公債報酬將達雙位數表現。考量下半年景氣衰退機率漸增，隨時序接近聯準會最後一次升息或2至3月前，投資人可加碼短期公債鎖利，同時漸布長天期公債作為防禦配置獲取資本利得機會。

## 過往市場波動上行階段，美長期公債利率相關性較低

與美國公債利率波動度指數(MOVE)近10年相關性



## 市場利率下行階段，美國長天期公債報酬可期



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

配置防禦債  
分散降波動

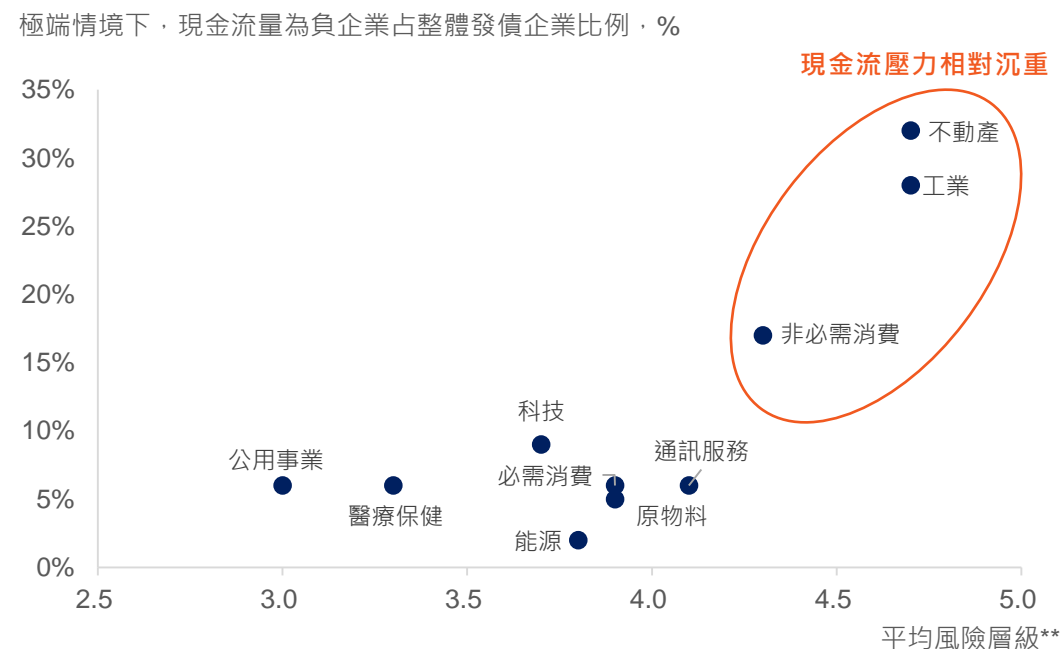
# 2023年美國升息近尾聲，分散配置金流穩健債券防風險

- ▶ 檢視過往聯準會暫停升息後，美國信用債利差多往上行，即美國聯邦基金利率與信用債利差於景氣衰退時期呈反向關係，亦反映了景氣衰退加重企業違約風險，同時以低信評非投資級債利差彈升幅度較大。因此2023年除美國公債利率變化以外，信用風險控管將為債市另一焦點。
- ▶ 隨各國央行提高政策利率、銀行與放款人要求更高的風險補償，加劇金融情勢持續收緊，企業償債壓力走升。標普考量企業現金流、債務情況與各產業風險，估算當極端風險事件發生時，企業現金流落入負值佔整體發債企業比例以不動產、工業及非必需消費等產業將攀升，須留意相關現金流壓力較為沉重的產業，並以帳上現金流相對穩定信用債同時進行分散配置，降低遭逢單一信用風險可能性。

## 若今年第一季是Fed最後一次升息，利差升幅誰最多？



## 標普預估2023年以不動產及工業現金流壓力相形沉重



資料來源：Bloomberg、S&P、凱基證券整理；\*註：灰底為NBER定義衰退期間 \*\*註：平均風險層級為風險轉換後數值，其中1.5以下表示風險低、3表示中間偏低、4表示中間偏高、5.5表示風險高、7表示現金流量為負



中華開發金控  
CHINA DEVELOPMENT FINANCIAL

本簡報由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負責任何責任或義務。本簡報僅供參考，未經本公司批准同意，本簡報不得翻印或作其他任何用途。



凱基證券  
KGI SECURITIES

避市場忐忑  
採定期定額

# 市場陷入衰退時，透過定期定額提升未來勝率及上漲潛力

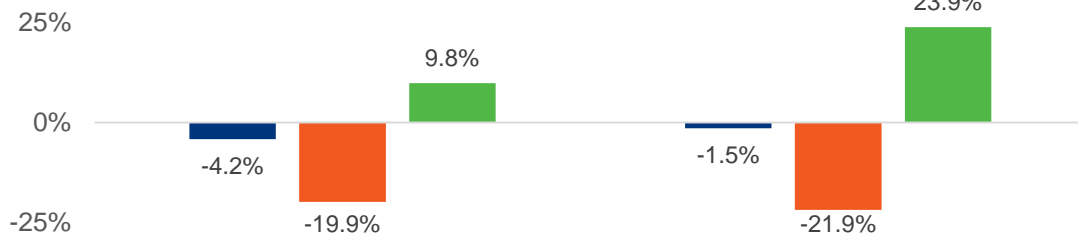
- ▶ 統計標普500指數及那斯達克綜合指數在市場陷入衰退時定期定額效果，以最近3次陷入衰退的統計數據來看，在2001及2007年市場跌幅期間較長情況下，定期定額1~2年後普遍仍為負報酬，然而定期定額3年後全為正報酬且累積幅度達1成~3成，顯示在市場回檔時，透過定期定額拉長資產布建期間，有機會在未來獲得不錯的報酬。
- ▶ 而2020年受到市場快速下跌影響，定期定額在第1~2年即有不錯表現。以本次(2022年)市場回檔狀況來看，與2001年及2007年的回檔期間較為類似(回檔期間皆超過1年)，因此在市場已持續了1年的回檔下，可透過定期定額來累積資產部位並提高未來的勝率與潛在漲幅。

## 2001年及2007年市場下跌期間長，定期定額3年報酬佳

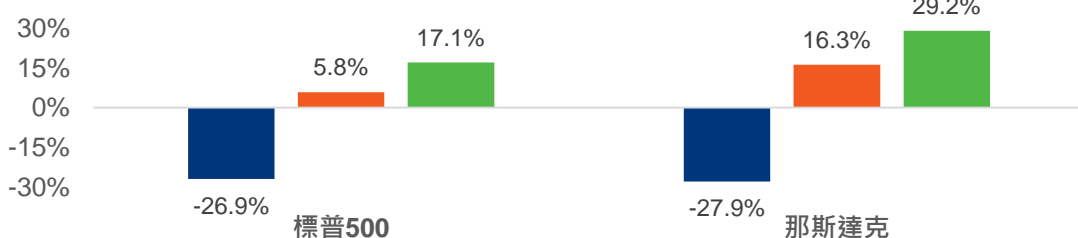
2001年及2007年景氣步入衰退後定期定額累積報酬

■ 1年 ■ 2年 ■ 3年

### 2001年



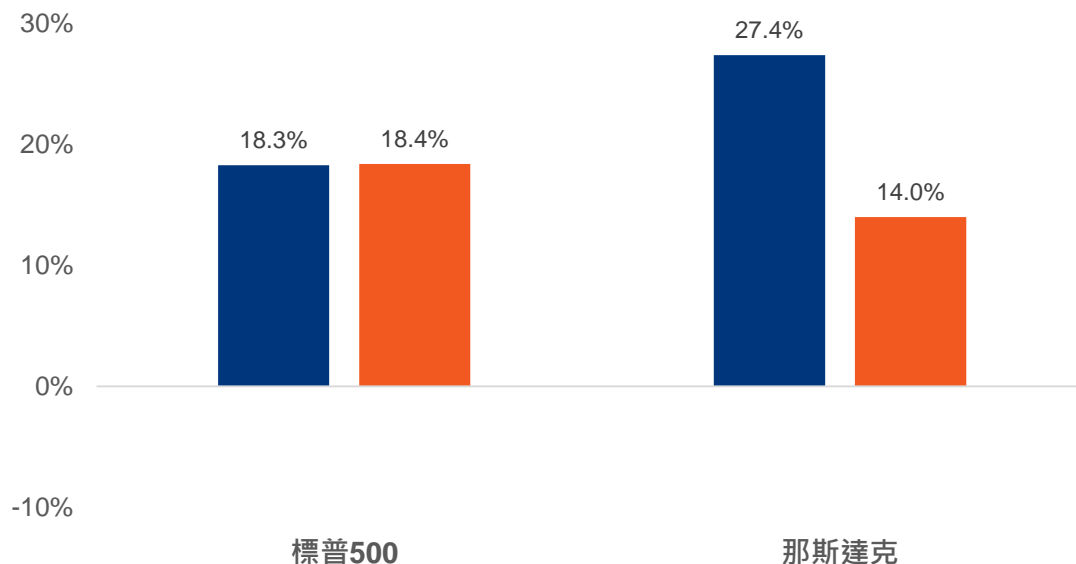
### 2007年



## 2020年市場急跌，短期定期定額效果驚人

2020年景氣步入衰退後定期定額累積報酬

■ 1年 ■ 2年



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理



避市場忐忑  
採定期定額

# 防禦型產業定期定額績效穩，新能源產業風險高、潛力大

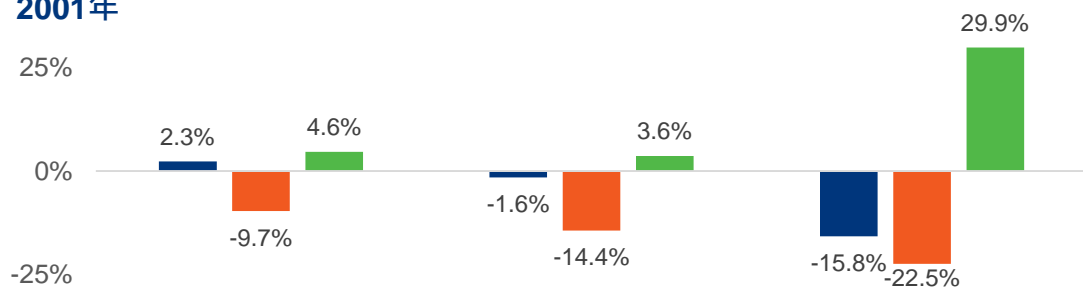
- ▶ 過往總體經濟陷入衰退時，防禦型產業(如必需消費及醫療保健)以及符合中長期發展趨勢的新興產業(如乾淨能源)定期定額的表現差異相差大，整體而言防禦型產業的表現相對新興產業穩健，且透過拉長定期定額期間超過3年，績效普遍為正報酬，即便如2020年市場回檔速度快，定期定額的累積報酬依舊穩健。
- ▶ 而新興產業由於波動高，因此定期定額的報酬表現差異大，不論是跌幅期間較長的2001年、2007年，或是在1個月內即落底的2020年，定期定額第1年非大跌即大漲。因此，此類產業應以長期定期定額策略來布局，並適合較有耐心且資金沒有急用的投資人。

## 防禦型產業定期定額績效相對穩健

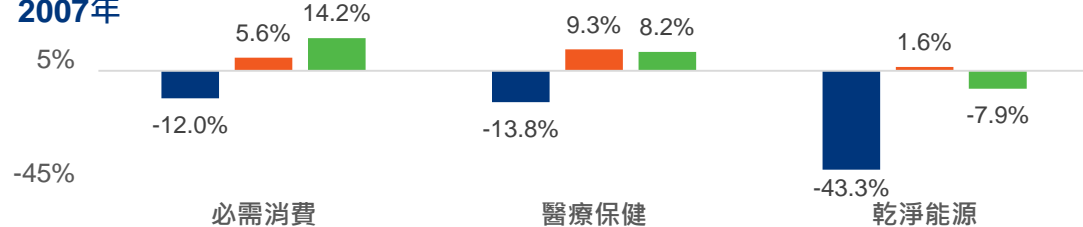
步入衰退後開始定期定額並持有固定期間的累積報酬

■ 1年 ■ 2年 ■ 3年

### 2001年



### 2007年

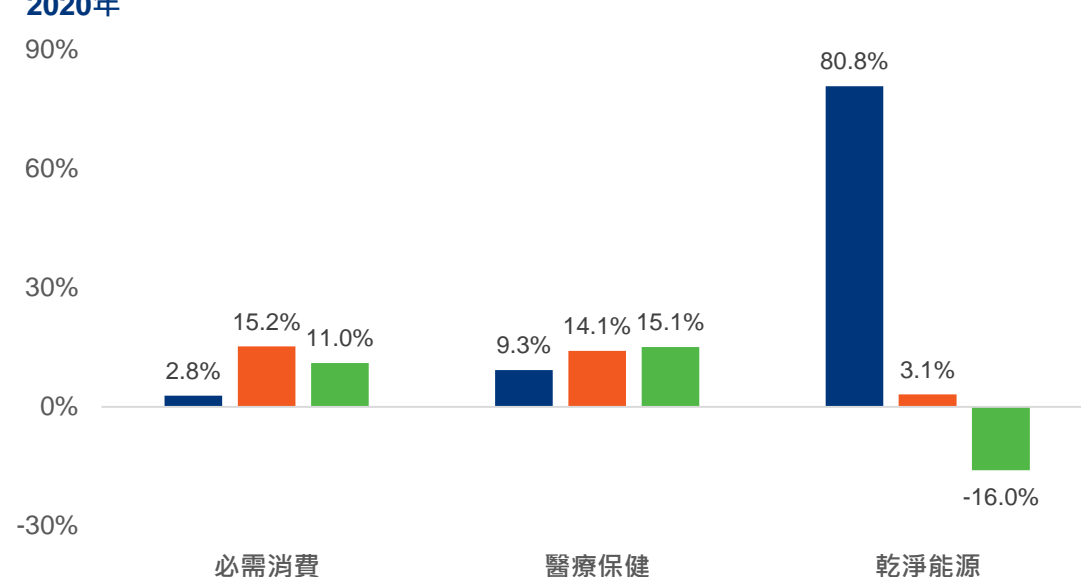


## 2020年市場急跌，新能源爆發力強但波動風險也高

步入衰退後開始定期定額並持有固定期間的累積報酬

■ 1年 ■ 2年

### 2020年



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

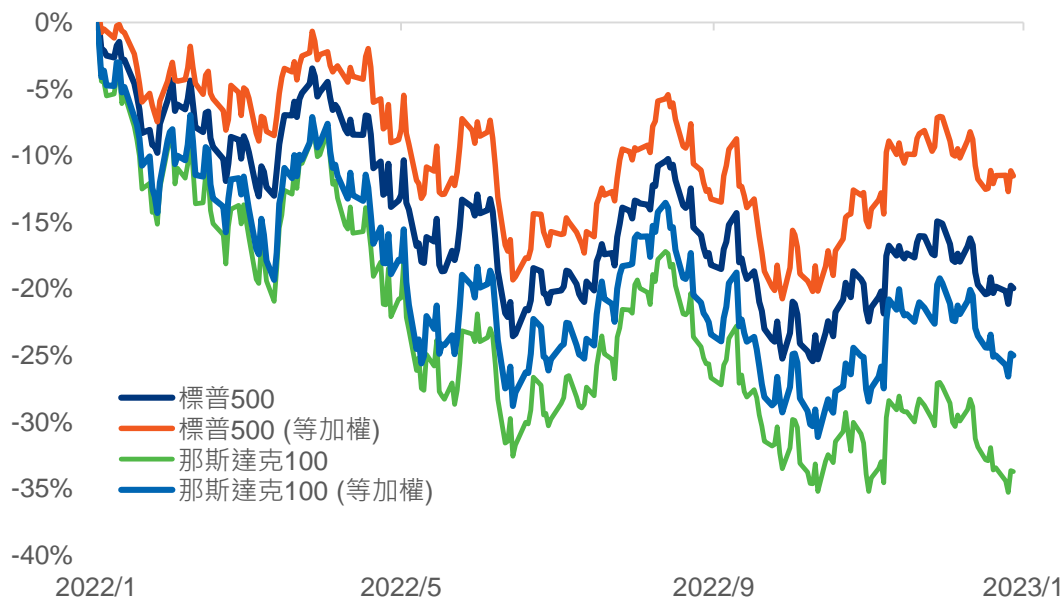
避市場忐忑  
採定期定額

# 布局等加權指數有助回檔抗震力，後續潛力亦較佳

- ▶ 標普500指數及那斯達克100指數在2022年市場回檔時，可發現等加權的表現大幅優於市值加權，主要受指數中市值遠高於平均水平、規模相對較前面的企業在市場動盪時期回檔幅度較大，因此透過權重均等的方式，可有效降低估值收縮所造成的損失。
- ▶ 而市場走出衰退後，除評價有機會開始走升之外，景氣回升亦讓指數中市值相對較小的企業在評價面及基本面有機會優先受惠。而等加權指數相較市值加權指數而言，市值相對較小的企業整體權重較高，因此在市場脫離景氣衰退後的反彈期間表現也較亮眼。

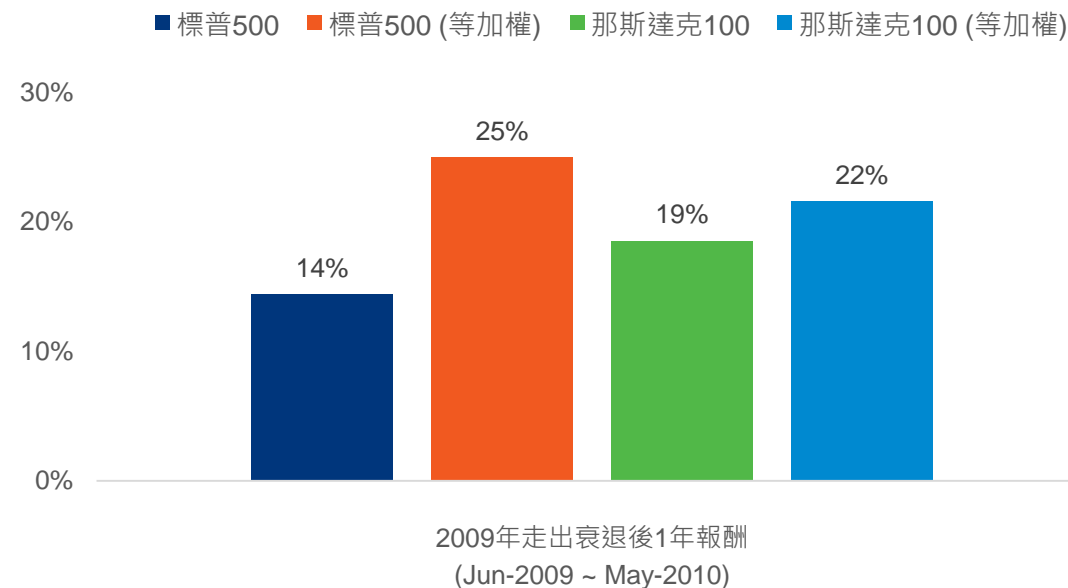
## 等加權指數在市場回檔時的回檔幅度相對較小

標普500指數與那斯達克指數2022年走勢表現



## 景氣脫離衰退後，等加權指數報酬表現較佳

市值加權指數與等加權指數績效比較



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理



中華開發金控  
CHINA DEVELOPMENT FINANCIAL

本簡報由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。本簡報僅供參考，未經本公司批准同意，本簡報不得翻印或作其他任何用途。



凱基證券  
KGI SECURITIES

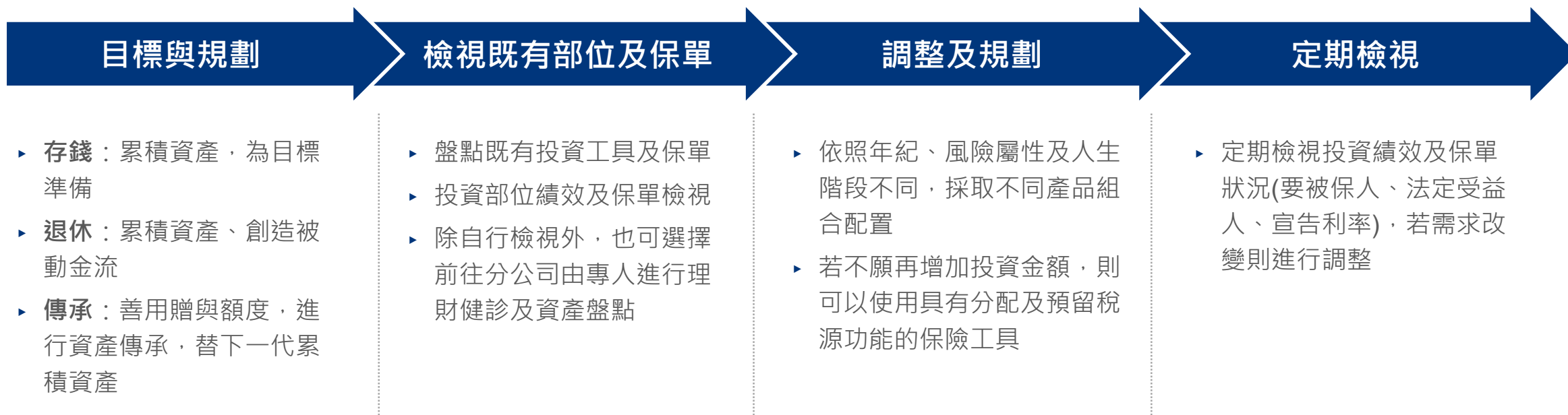
歲末年終到  
規劃不可少

# 年終獎金、紅包、244萬贈與額度規劃

## 規劃年終資金前，盤點可支配所得：

1. 預留必要支出：2023年稅款(所得稅、房屋稅、地價稅)、小孩教育金、房貸支出，當年度保單應繳費用等必要支出。
2. 償還高利債務：升息環境下，借款利率逐漸高漲。建議年終獎金可優先償還較高利率貸款以降低利息支出及負債比。
3. 盤點可支配所得：預留必要支出及償還高利債務後，盤點可規劃之資金。

## 盤點可支配所得後，按照以下步驟進行目標檢視及盤點缺口：



資料來源：凱基證券整理

歲末年終到  
規劃不可少

# 保險擁有資產保全、退休規劃與財富傳承三大特性

- ▶ **資產保全**：在市場震盪時，保險可做為資金避風港，是資產配置中不可或缺的一環。另外，保險也具備儲蓄及指定身故受益人的功能，年齡層較低的族群可利用身體狀況較佳時投保，不僅保費相對便宜，更有放大保障效果。
- ▶ **退休規劃**：還本保險屆滿即可領取生存保險金。以中長期的規劃而言，宣告利率比起隨市場利率波動的定存來的更加穩健。此外，還本保險還擁有活愈久領愈多的好處，降低現代人長壽及退休金不足之風險。
- ▶ **財富傳承**：以保單進行傳承，除了保有資產主控權，更可隨時依照需求變更受益人、調整順位與份額。透過保險金分期給付機制，避免子女欠缺理財規劃，一次領受鉅額保險金卻未能得到應有的照顧。

## 保險具有穩定收益，壽險保障與金流規劃等優勢



## 滿足資產保全、退休規劃與財富傳承的需求

### 資產保全

#### 儲蓄

1. 可選擇多種繳費天期的保險工具，強迫儲蓄。在金融市場波動時成為資產保全的避風港
2. 終身享有保障

### 退休規劃

#### 生存金流

1. 可選擇不同年齡開始給付之保險工具，達到規畫退休金流之效果及好處
2. 轉嫁長壽風險給保險公司

### 財富傳承

#### 高保障倍數

1. 建議選擇六年繳費，並且具有二至六級失能條件豁免保費條款之保險工具
2. 滿足傳承需求缺口，並且享有高保障倍數

資料來源：凱基證券整理

## 附件一

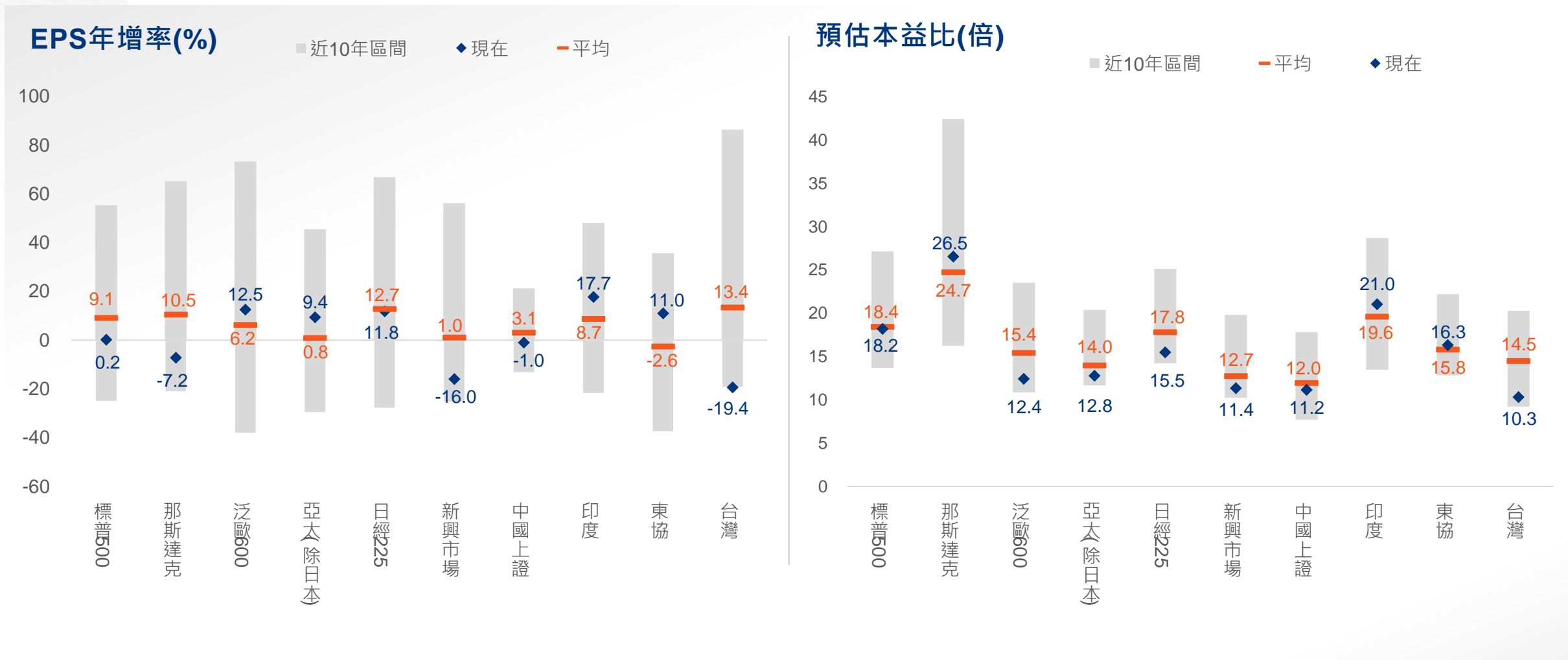
- ▶ 股債市場評價
- ▶ 跨資產市場波動率
- ▶ 過去十年資產別報酬分布
- ▶ 核衛配置建議

Key  
Investing  
Perspectives



# 股票市場評價 – 盈餘變化與估值

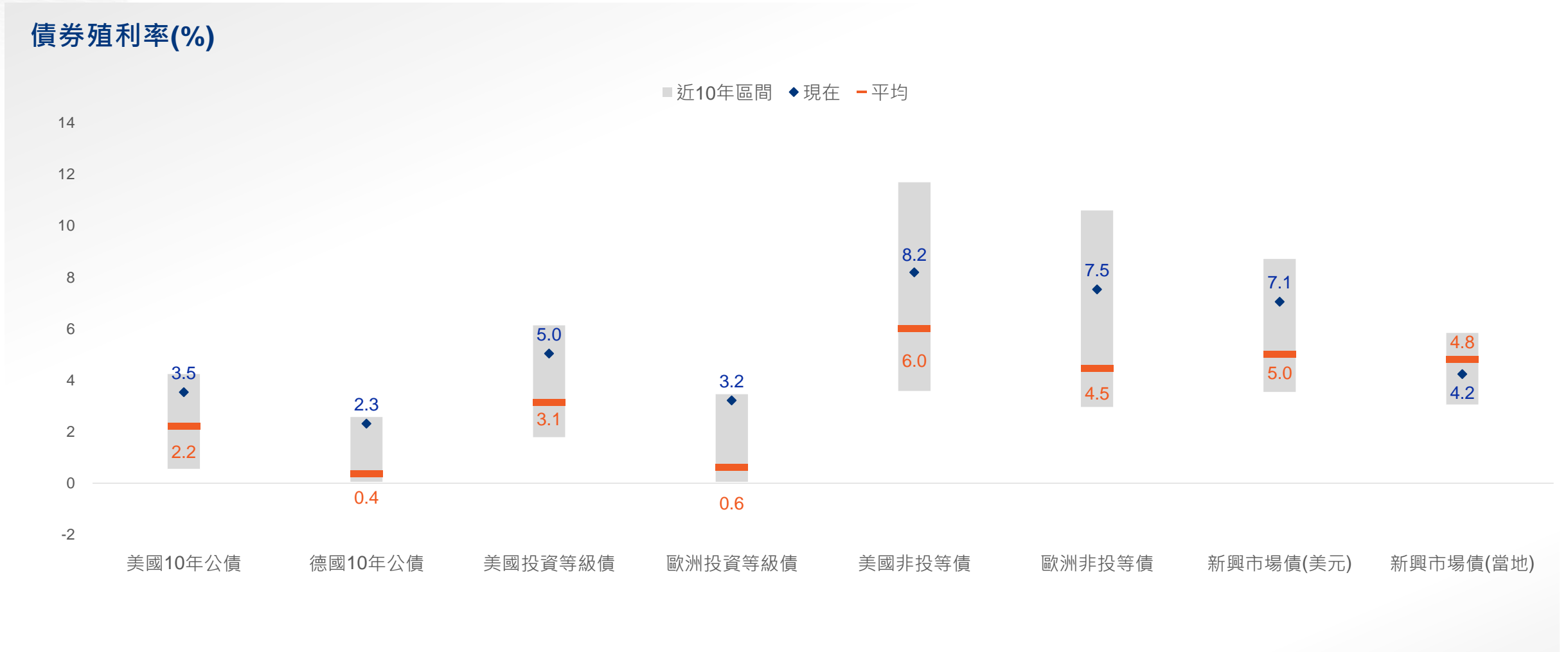
▶ 景氣放緩，使美、台和新興市場預估企業獲利年增率降至10年平均下，多數地區股市評價已大幅修正



\*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年1月31日

# 債券市場評價 – 殖利率

- ▶ 多數債券殖利率仍處10年平均之上，僅新興市場當地貨幣債利率反應通膨降溫，回到平均值之下



\*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年1月31日

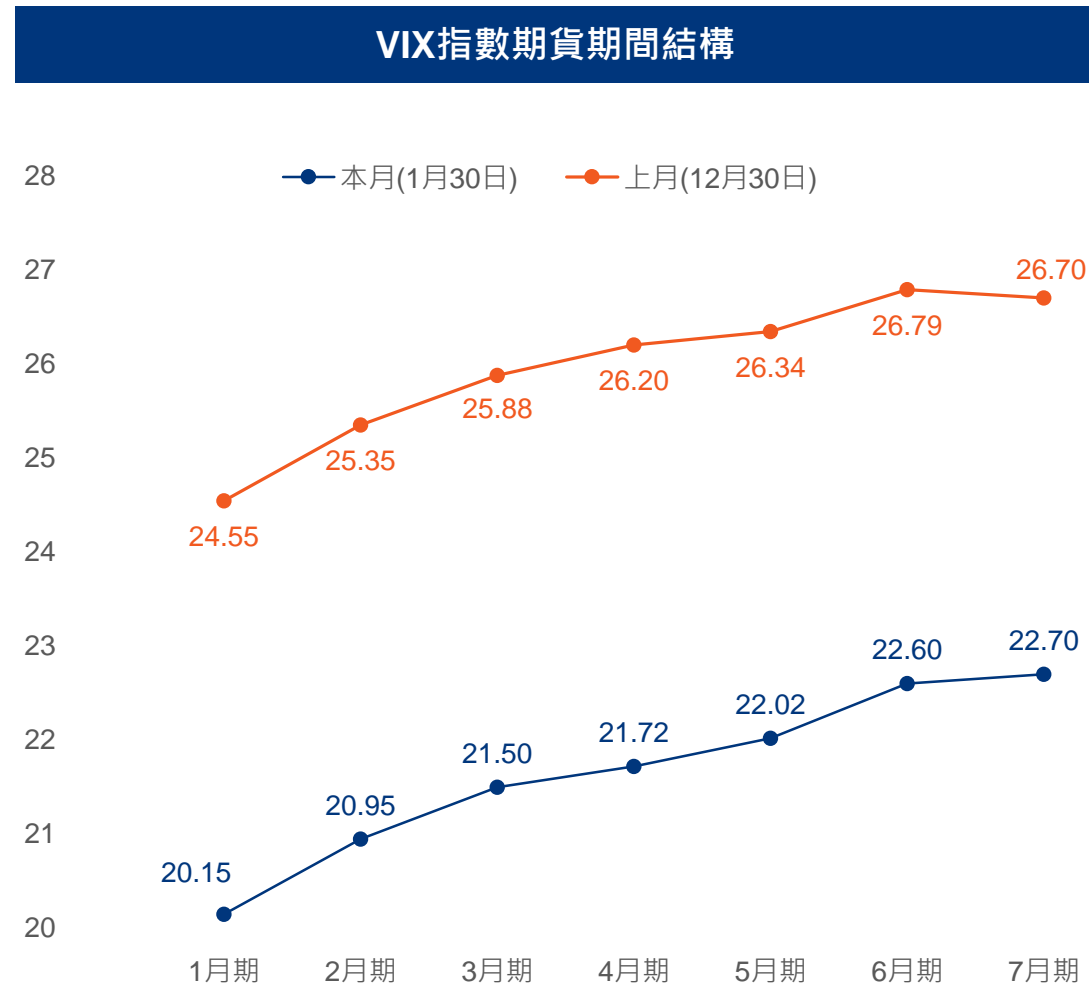
# 跨資產市場波動率

▶ 近月全球股債匯市波動率普遍回落，反映市場情緒好轉

全球股市	VIX	近1月變化	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	19.94	-1.73	25.45
道瓊波動率指數(VXD)	18.23	-1.16	21.85
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	18.76	-2.13	25.31
香港恒生波動率指數(VHSI)	24.90	-3.86	29.82
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	21.43	-2.78	25.59

利率 / 大宗商品 / 貨幣	VIX	近1月變化	200日平均
20年期公債ETF波動率指數(VXTLT)	19.52	-3.29	23.71
黃金ETF波動率指數(GVZ)	15.59	-0.66	17.79
石油ETF波動率指數(OVX)	40.18	-1.08	48.07
歐元ETF波動率指數(EVZ)	9.13	-0.34	10.77



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理 · 資料截至2023年1月30日



# 過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至1月30日，中國、新興市場、歐洲股市表現亮眼，REITs表現亦佳

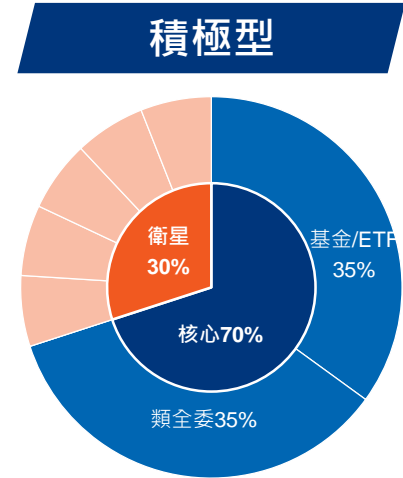
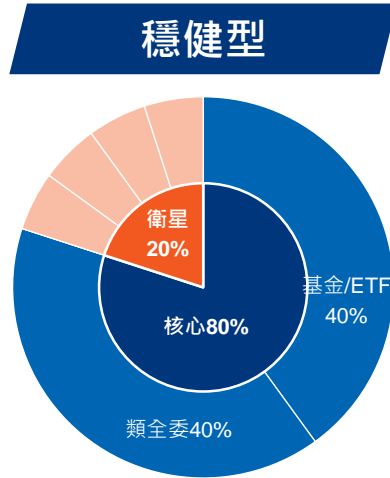
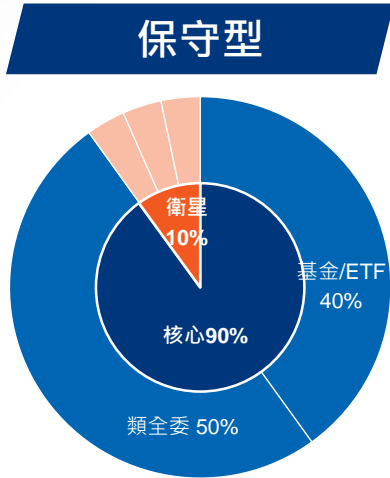
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

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%	中國股市 13.0%	美國股市 11.0%
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%	新興市場股市 9.2%	REITs 6.1%
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 9.1%	基礎建設 6.1%
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%	非投資級信用債 -12.7%	REITs 8.4%	日本股市 4.4%
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%	日本股市 6.6%	歐洲股市 4.1%
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%	投資級信用債 -16.1%	美國股市 5.0%	中國股市 3.9%
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%	基礎建設 4.7%	新興市場股市 3.3%
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%	非投資級信用債 4.1%	非投資級信用債 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%	投資級信用債 3.8%	新興市場債券 2.4%
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%	已開發國家公債 3.0%	投資級信用債 1.6%
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%	新興市場債券 1.0%	現金 0.9%
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%	現金 0.3%	大宗商品 0.7%
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%	大宗商品 -0.8%	已開發國家公債 -0.5%

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

## 附件二

- ▶ 市場共同基金銷售狀況

Key  
Investing  
Perspectives



# 整體市場12月境內共同基金淨申購前十大

排名	基金名稱	基金種類	申購金額	買回金額	淨申購金額
1	群益智慧聯網電動車基金(新臺幣)	股票型	2,919	-	2,919
2	群益智慧聯網電動車基金(美元)	股票型	1,285	-	1,285
3	安聯收益成長多重資產基金(新臺幣月配)	多重資產型	1,291	133	1,158
4	柏瑞ESG減碳全球股票基金(美元)	股票型	1,057	-	1,057
5	柏瑞ESG量化債券基金*	固定收益型	1,051	-	1,051
6	柏瑞ESG減碳全球股票基金(新臺幣)	股票型	889	-	889
7	富邦台美雙星多重資產基金(新臺幣)	多重資產型	774	-	774
8	元大0至2年投資級企業債券基金(新臺幣)	固定收益型	733	-	733
9	安聯四季豐收債券組合基金(新臺幣)	組合型	552	9	543
10	元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣)	股票型	752	237	515

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：2022年12月1日至2022年12月30日；新臺幣百萬元計

# 整體市場12月境內共同基金淨買回前十大

排名	基金名稱	基金種類	申購金額	買回金額	淨買回金額
1	元大全球優質龍頭平衡基金(美元)	平衡型	158	1,070	-912
2	元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣)*	股票型	444	1,323	-879
3	野村環球基金(新臺幣)*	股票型	86	770	-684
4	元大全球優質龍頭平衡基金(新臺幣)	平衡型	430	1,040	-610
5	國泰全球多重收益平衡基金(美元)*	平衡型	-	569	-569
6	日盛上選基金	股票型	29	555	-526
7	保德信全球生態友善ESG基金(新臺幣)	多重資產型	1,141	1,568	-427
8	台新北美收益資產證券化基金(新臺幣)*	不動產證券化型	49	288	-239
9	野村環球基金(新臺幣)	股票型	40	252	-212
10	復華美國新星基金(新臺幣)	股票型	18	201	-183

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：2022年12月1日至2022年12月30日；新臺幣百萬元計

# 整體市場12月境外共同基金淨申購前十大

排名	基金名稱	基金種類	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	10,860	53	10,807
2	安聯收益成長基金	平衡型	20,910	12,193	8,717
3	聯博美國收益基金	固定收益型	7,062	2,339	4,723
4	NN(L)新興市場債券基金	固定收益型	7,715	4,412	3,303
5	鋒裕匯理新興市場債券基金	固定收益型	5,073	2,210	2,863
6	M&G收益優化基金*	固定收益型	2,889	55	2,834
7	摩根美國價值基金*	股票型	2,767	195	2,572
8	NN(L)投資級公司債基金*	固定收益型	2,549	564	1,985
9	聯博美國成長基金*	股票型	3,205	1,407	1,798
10	施羅德新興市場基金*	股票型	1,778	77	1,701

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：2022年12月1日至2022年12月30日；新臺幣百萬元計



# 整體市場12月境外共同基金淨買回前十大

排名	基金名稱	基金種類	申購金額	買回金額	淨買回金額
1	PIMCO全球債券基金*	固定收益型	8,108	11,862	-3,754
2	摩根美國全方位股票基金*	股票型	613	2,787	-2,174
3	摩根環球債券收益基金*	固定收益型	860	2,979	-2,119
4	富達美元債券基金*	固定收益型	941	3,034	-2,093
5	摩根環球非投資等級債券基金*	固定收益型	1,541	3,598	-2,057
6	鋒裕匯理美元綜合債券基金*	固定收益型	307	1,913	-1,606
7	法巴永續優化波動全球股票基金*	股票型	961	2,533	-1,572
8	聯博精選美國股票基金*	股票型	468	1,606	-1,138
9	摩根士丹利環球可轉換債券基金*	固定收益型	235	1,370	-1,135
10	摩根策略總報酬基金*	平衡型	15	1,123	-1,108

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：2022年12月1日至2022年12月30日；新臺幣百萬元計



## 免責聲明

本文件由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

**本文件僅供參考，未經本公司批准同意，不得翻印或作其他任何用途。**

Key  
Investing  
Perspectives