



凱基證券
KGI SECURITIES

Key Investing Perspectives

凱基證券環球投資觀點

2023年5月



環球投資觀點 摘要

經歷了3月美國矽谷銀行倒閉、瑞士信貸被收購的大震撼，金融市場信貸緊縮的情況，與日俱增，投資人討論著現在是否已經進入了所謂的「明斯基時刻」？並在驚魂未定的同時，將關注焦點轉向通膨變化，與第一季公布的各國企業財報。儘管預期第一季美股標普整體企業獲利可能衰退5-7%，為2020年疫情爆發以來最差表現，但美歐股市仍反應升息可能接近尾聲，中國經濟重啟等利多，以驚驚漲的格局，持續挑戰今年初的股市高點。

全球通膨呈現冷熱不均的情況，歐美開始降溫，英國通膨仍高踞於10%，但亞洲多數國家，則開始暫緩升息步調。然而，包含歐美國家，扣除能源基期效果的核心通膨普遍仍頑強，使債券殖利率呈現高檔震盪。景氣放緩趨勢更明顯，現階段以高評等信用債鎖利，是近年難得一見的時機。把握利率彈升階段，分批佈局美國公債，若明年降息將有資本利得與息收的雙重收益。

去年全球央行大舉升息，造成股債市罕見同步大跌，高股息族群展現了相對抗跌的股息吸引力；今年面臨經濟恐更加惡化，股利成長類股抵禦能力強，在過去景氣衰退時，往往能成為資金避風港；此外，受惠中國復甦與可能提早降息的亞洲股市，亦可作為多元資產配置的選擇之一，為歐美即將來臨的衰退做好準備。



1 全球市場回顧與展望

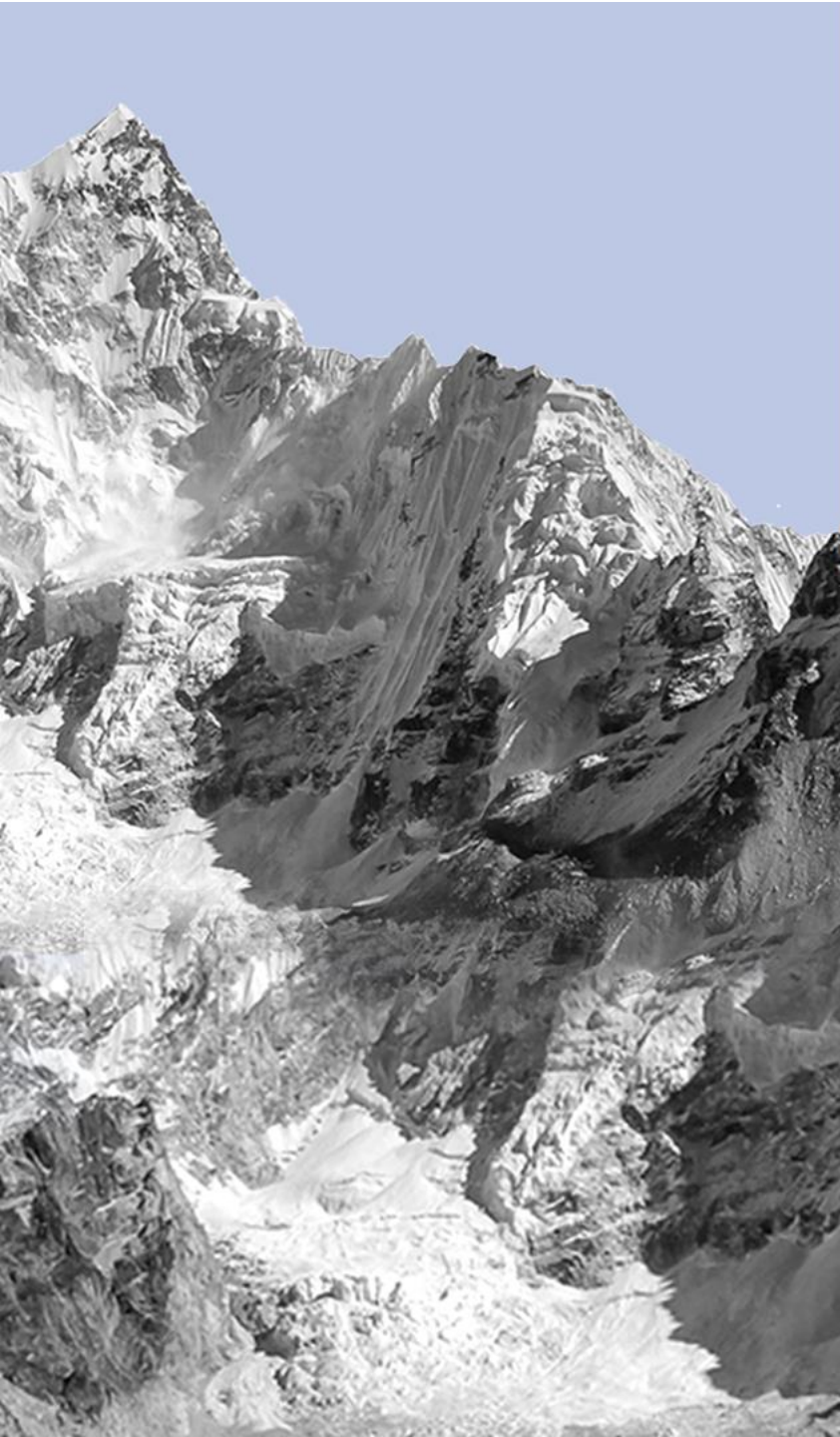
市場表現回顧 / 股債匯市場展望 / 重要事件行事曆

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 投資主題

收息抗衰退 / 股利穩增長 / 亞洲尋機遇



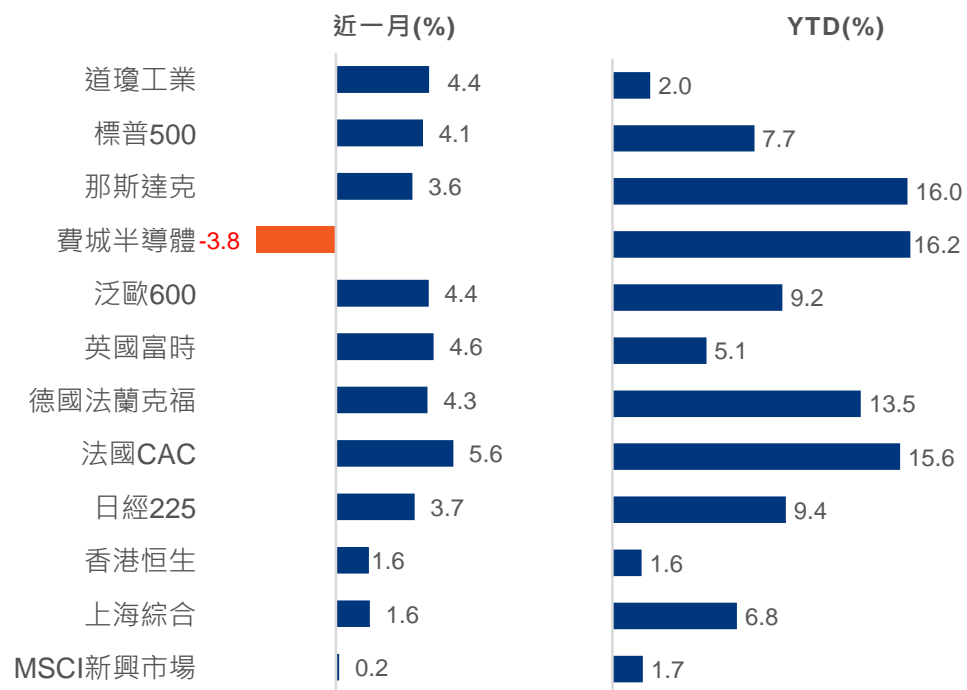
1 全球市場回顧與展望

- ▶ 市場表現回顧
- ▶ 股債匯市場展望
- ▶ 重要事件行事曆

市場表現回顧 – 股票

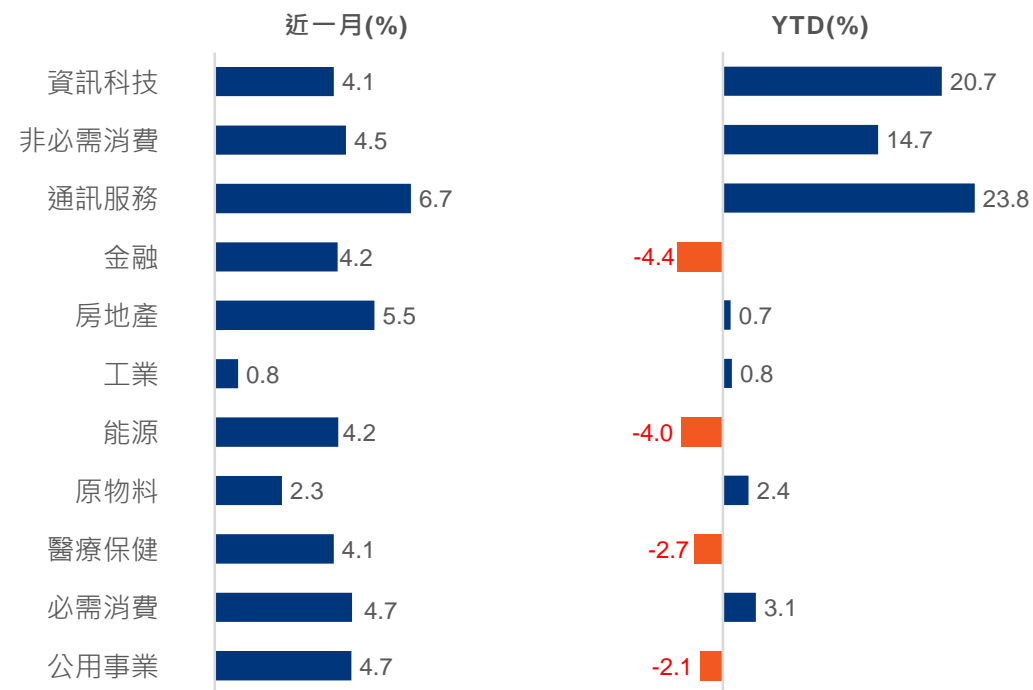
各地區指數表現(%)

美國第一季企業財報登場，科技股和大型銀行金融股多數優於預期，但區域型與中小型銀行存款流失壓力仍存，高利率環境使企業獲利分歧更顯。通膨持續降溫，市場預期聯準會升息近尾聲，全球股市上漲以對，但漲幅收斂。



各產業指數表現(%)

金融股跌深反彈，Meta獲利意外優於預期，激勵通訊服務類股大漲，高通膨提高的成本，逐漸反映在企業獲利上。對利率變動較敏感的資訊科技、非必需消費等，因10年期美債殖利率回落，估值調整壓力減輕，今年以來報酬相對較佳。

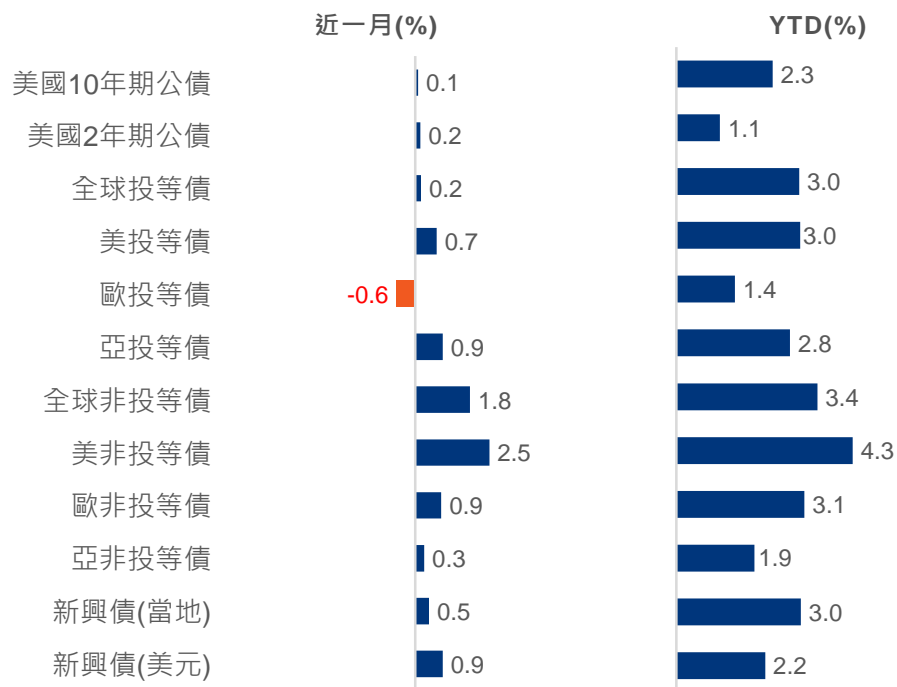


資料來源：Bloomberg · 2023年4月27日

市場表現回顧 – 固定收益/商品/貨幣

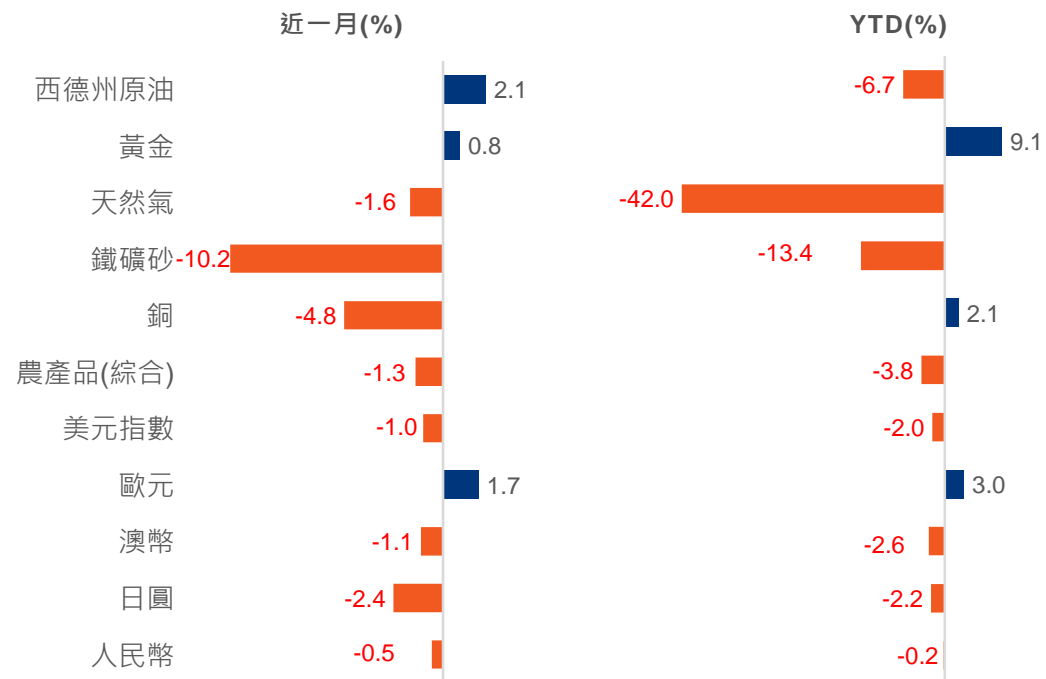
各類債券表現(%)

在央行與政府的迅速處理下，美歐金融業風險降溫，加上通膨放緩，使全球風險情緒升溫，非投資等級債上漲幅度較大。美歐公債殖利率反應央行持續緊縮，呈現震盪盤整；新興市場債因美元走弱和經濟、通膨改善，小幅反彈。



各商品及貨幣表現(%)

歐元升值使美元走弱，推升黃金偏強表現。OPEC減產和中國今年第1季經濟成長優於預期，一度激勵能源與金屬上漲，但景氣衰退擔憂使漲勢拉回。日本首相植田和男強調，日銀仍將持續保持寬鬆貨幣政策，日圓走貶。



資料來源：Bloomberg · 2023年4月27日

股市展望 – 景氣放緩使金融緊縮，財報獲利不佳添擾動

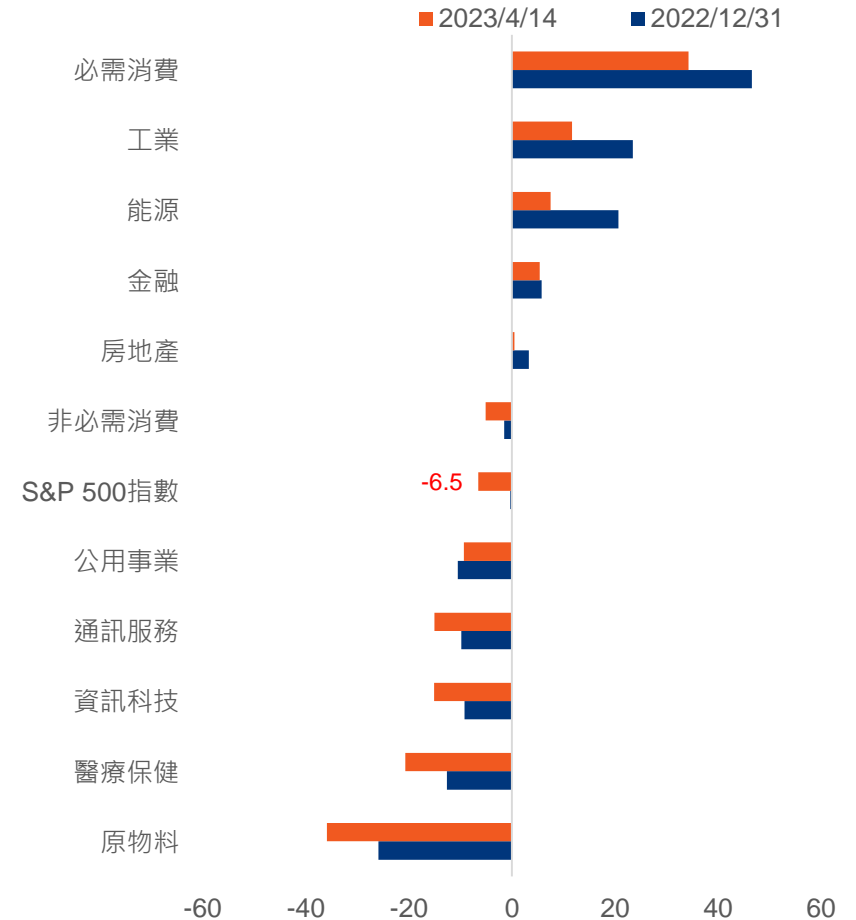
- ▶ 隨利率升高、需求放緩，ISM製造業指數下滑，顯示景氣放緩趨勢明確。預期未來銀行業為避免違約風險，可能提高放貸標準，降低銀行業放貸意願。觀察過去，ISM製造業指數領先商業銀行放貸活動約1年時間。由於銀行於2021年中旬以來已緊縮信貸標準，且具有遞延效果，預期未來中小企業仍將面臨籌資困難壓力。
- ▶ 美國第一季財報公布，包括摩根大通、花旗集團等大型銀行陸續發布財報。分析師普遍預期第一季標普500指數成分股，每股盈餘將年減約7%，為2020年第3季以來最大降幅。利潤率大幅萎縮將蓋過銷售額溫和增長帶來的正面影響，預計僅能源、工業和非必需消費品這三個行業的利潤率將獲得改善，而其他大多數行業利潤率可能出現大幅萎縮，添金融市場擾動。

景氣放緩，金融業減少放貸使金融環境趨緊



S&P 500指數企業財報獲利遭下修

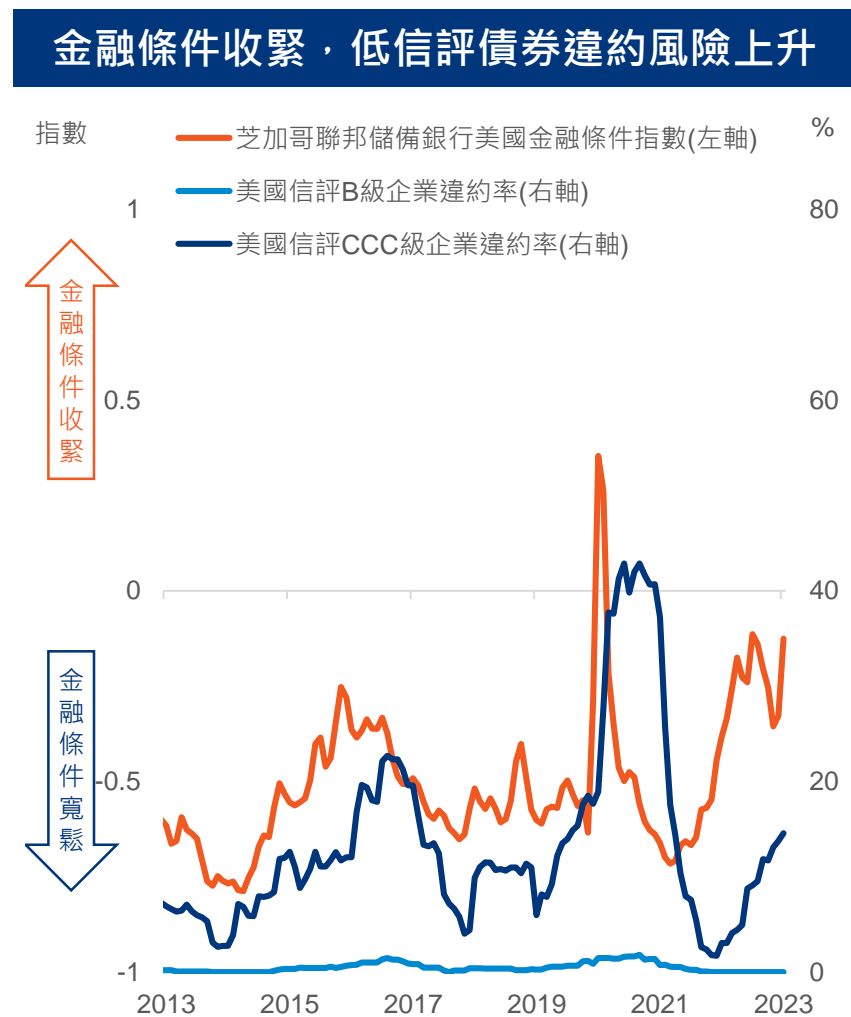
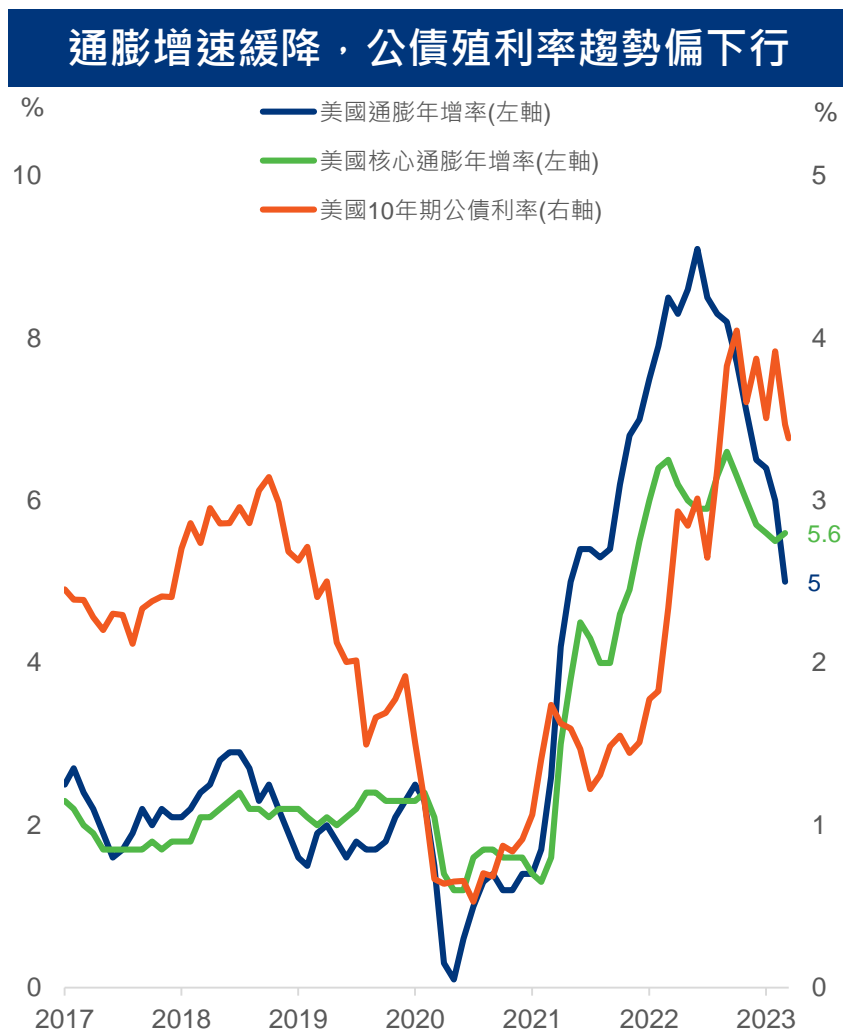
預估2023年第一季獲利年增率，%



資料來源：Bloomberg，2023年4月14日

債市展望 – 名目通膨緩降、核心通膨頑強，債券利率震盪偏下

- ▶ 能源價格較去年下滑，美國3月CPI年增率為5%，較前月的年增6%明顯放緩。然而，扣除食物與能源的核心通膨年增率達5.6%，較2月的5.5%微幅上漲，顯示服務性通膨的僵固性不易改善，使5月升息1碼機會仍高。聯準會會議紀錄說明，官員擔憂下半年經濟陷入衰退，美國10年期公債利率盤整於3.4%附近，料隨景氣持續惡化未來仍偏下行。
- ▶ 聯準會連續升息，推升債券殖利率至10年高位，金融條件持續收緊，加重企業舉債再融資壓力。今年以來美國投資級發債量與去年持平，而非投資級企業較去年同期年減逾10%，可見高利率降低發債供給，不景氣亦使低信評債券需求減少。預期金融緊縮環境短期持續，提高體質較弱的企業再融資難度，非投資級債企業違約率恐增，信用債投資仍以高信評企業為宜。

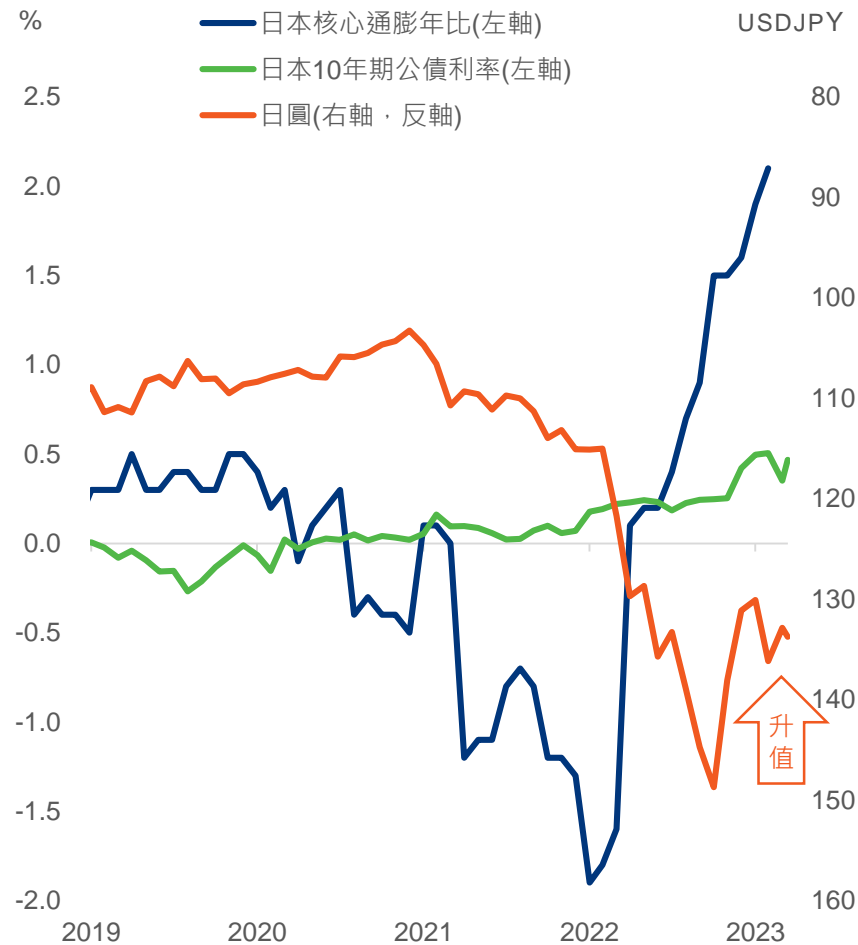


資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日

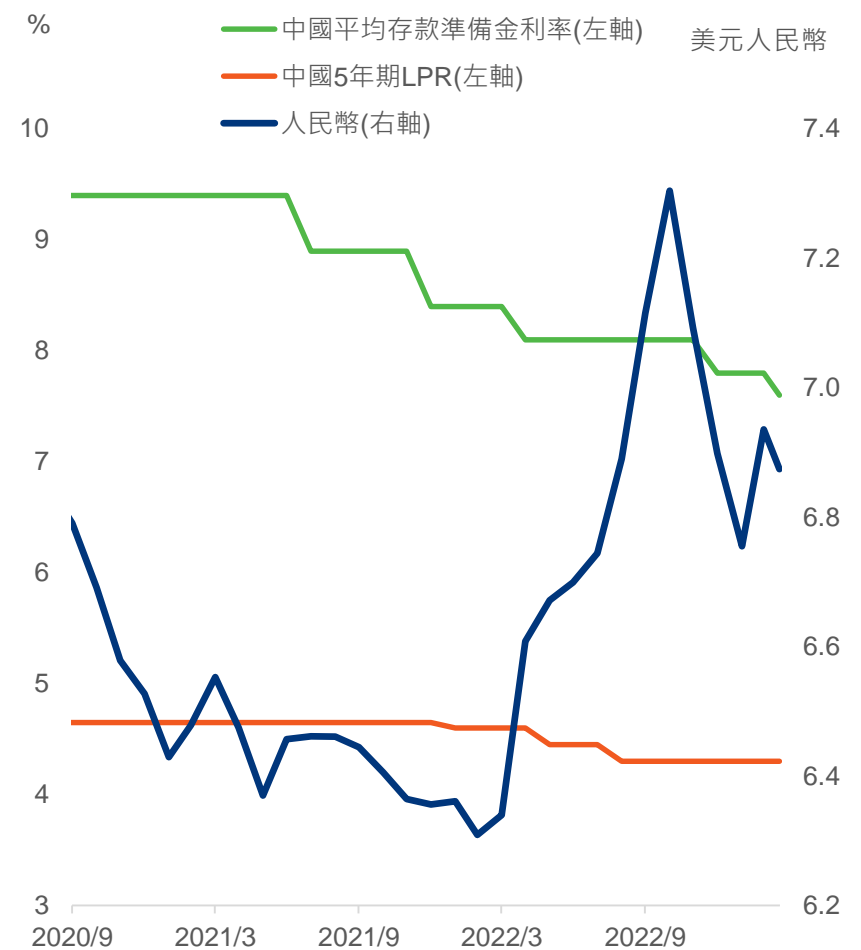
匯市展望 – 日銀短期維持寬鬆，人民幣區間盤整

- 4月28日日本央行維持利率決議不變，但上調今年日本核心通膨預估至1.8%，且刪除新冠疫情與利率的前瞻指引，表示未來將對政策展開全面評估，評估時間為一年到一年半。此前，央行總裁植田和男已表達「暫時不會有太大的政策調整」立場，預期短期貨幣政策收緊幅度有限，相對寬鬆環境讓日圓維持弱盤格局。
- 隨美、歐需求轉弱，中國更重視內循環對穩增長的影響，除了不再提及清零，並增強「加大宏觀政策調控力度」，支持住房、新能源汽車、養老等產業，欲以擴大內需以達到GDP增長5%的目標。政策調整、經濟改善，將對人民幣形成下檔支撐；但通膨放緩，人行調降存準率的寬鬆貨幣方向，與改革開放式微，侷限人民幣反彈幅度，預期未來一季呈現弱盤區間整理。

核心通膨上升，市場預期政策可能調整



中國經濟復甦但貨幣寬鬆，人民幣呈盤整

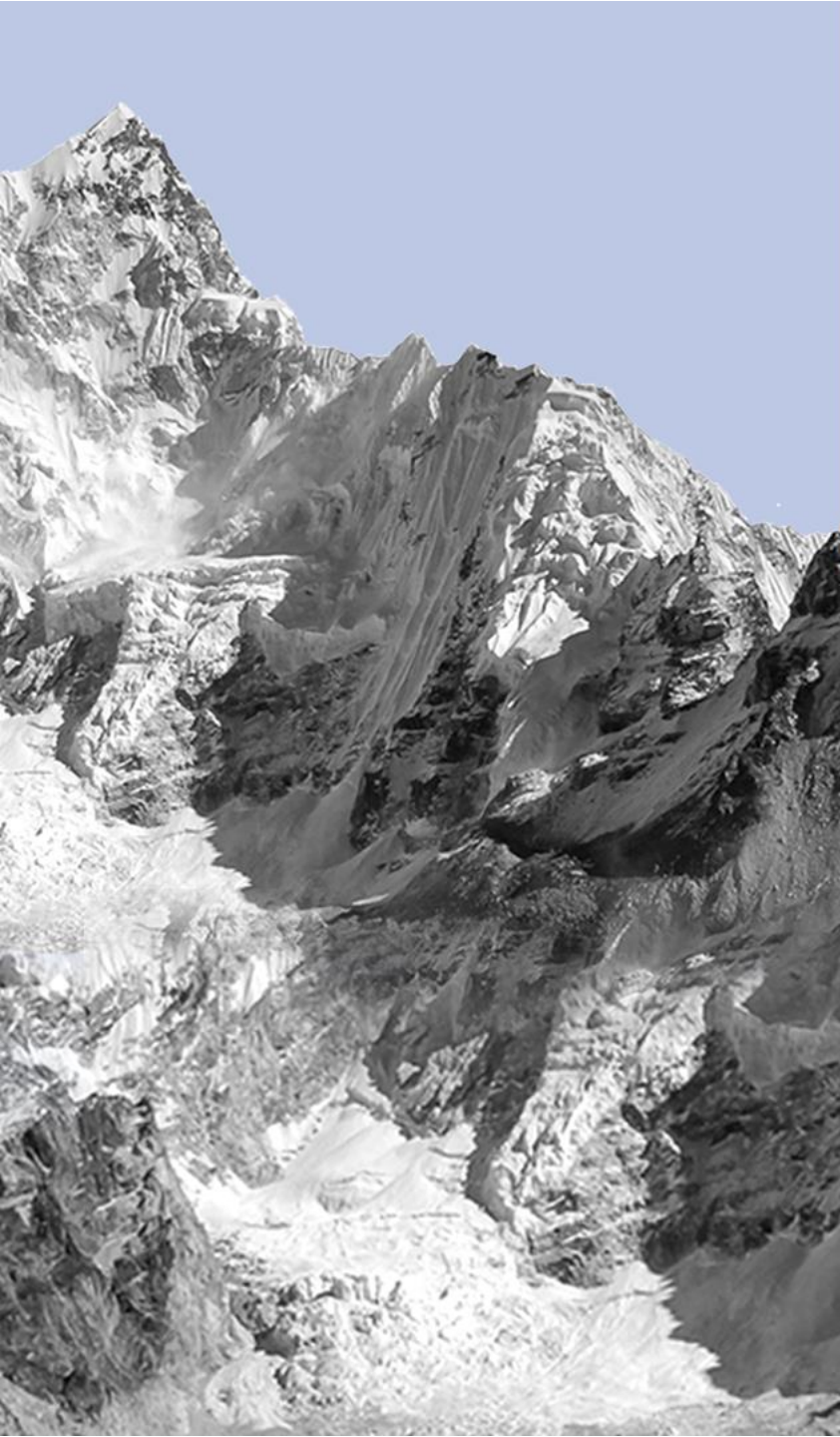


資料來源：Bloomberg · 2023年4月28日

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

信用緊縮對金融體系的負面影響與日俱增

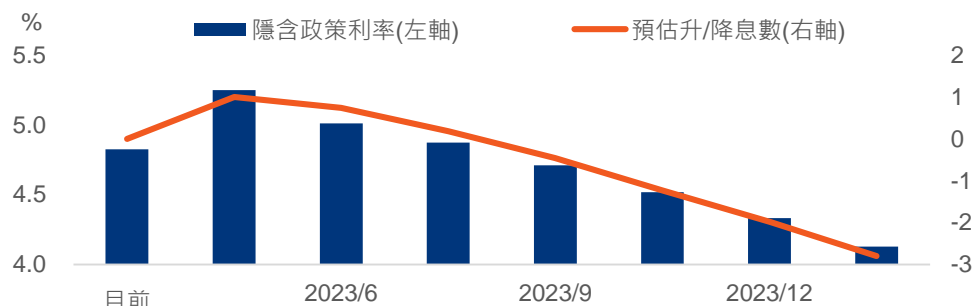
- ▶ 觀察過去，信貸週期與經濟成長亦步亦趨，信貸週期大約每8-10年循環一次。過去幾次的金融危機中，可發現釀成金融系統性風險的幾個必要條件，包括：監管放鬆、過度槓桿、利率緊縮、違約浪潮，因美國家庭槓桿結構及 MBS 相對利率變動的特性，使房地產在金融危機中扮演重要角色。
- ▶ 2008年金融海嘯後，國際對金融監管趨嚴，在目前升息循環下，尚未看到違約率大幅攀升。但貨幣政策存在1至2季滯後性反應，預期自2022年第4季起，至今年上半年將是金融環境最緊張的時期，若各國央行在上半年持續放緩升息步調，並於今年貨幣政策暫停緊縮，則未來1至2季企業違約率將可能升高；此外，房地產信心也是未來壓力較大的產業。若穩定度過未來1至2季，下半年將有機會看到金融環境的緊縮改善。



資料來源：Hyman Minsky、JP Morgan。註：經濟學家Hyman Minsky發現，當過度槓桿持續引發投機活動，市場通常有崩潰的傾向。而美股本波的上漲，主要是受到財政、貨幣政策創造的超寬鬆信用環境激勵，迅速緊縮似進入明斯基時期。

經濟衰退疑慮上升，如何部署投資？

利率曲線反映衰退隱憂及聯準會降息預期



紐約Fed的預測模型顯示未來一年內衰退極可能發生

紐約Fed模型預估1年內發生經濟衰退機率·%



應對策略

資產操作

整體投組

- 持有分散的投組，不過度集中單一國家、產業、公司
- 確保充裕的資金流動性
- 債優於股，調降股票比重

- 於市場反彈，調降非投資等級債、新興債、基本面不佳之中小型股
- 持有短債或類現金商品
- 運用高評級海外債券或債券型基金，稀釋投組中股票比例

債券

- 把握長天期投資級債甜蜜點，高息+資本利得機會
- 防禦型產業債，衰退期間表現優穩

- 逢利率彈升，漸布20年期以上的高信評投資級債鎖利
- 增持防禦型產業(如必需消費、醫療與公用事業等)的高評等債券

股票

- 調整既有部位，著重防禦型、高品質、股利成長題材
- 布局亞洲及非美成熟國家，掌握復甦及評價優勢
- 選擇大指數/主產業/長期趨勢，市場震盪不停扣

- 優質股票：如股利增值型的ETF、環球股息型基金、高股息基金等
- 分散區域：亞太股息型基金、已開發國家除美國外的ETF
- 定期定額：大型指數、防禦型產業、大型成長股指數、科技/綠能趨勢股

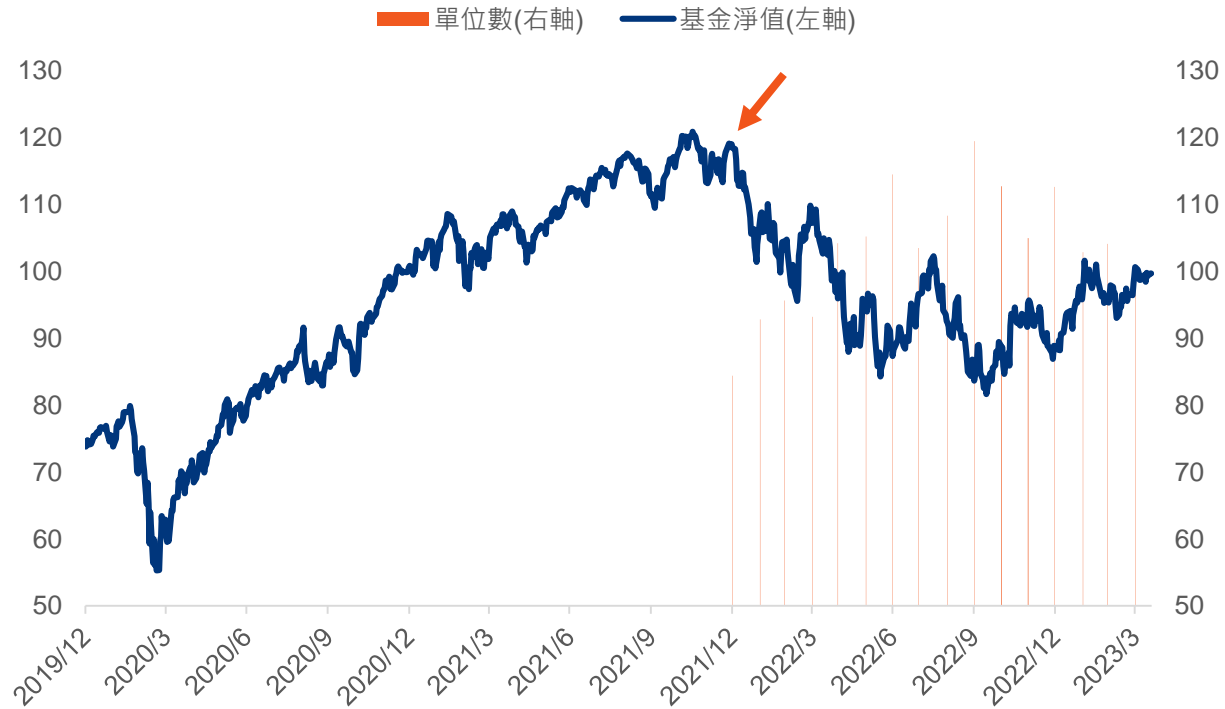
另類資產

- 絕對報酬與多空策略，降波動及避險
- 黃金在衰退期間報酬優異

- 絕對報酬：量化策略商品、私募基金
- 實體黃金、黃金ETF

定期投、不擇時，輕鬆擁抱波動，享受均值回歸獲利

高點進場微笑曲線輕鬆獲利，等加權那指下跌期間累積報酬3.1%



定期定額報酬計算(USD)			
2021年底開始每月定期投入	10,000	截至4/19淨值	99.45
累積投入金額	160,000	資產現值(淨值*單位數)	164,908
累積申購單位數	1,658.14	累積期間報酬	3.07%

「以上僅為歷史資料模擬回測結果，不代表未來績效保證」

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理。註：等加權那指採QQEW(First Trust NASDAQ-100 Equal Weighted Index Fund)為代表。

定期定額題材



好輕鬆：大型指數

市場波動或下跌階段，採取定期定額分批布局，可平均分攤降低投資成本，並把握升息接近尾聲，大型指數或成長股的表現機會。



好安心：防禦類股

經濟仍有陷入衰退的疑慮，短期操作以防禦為主，醫療保健及必需消費產業受影響程度較低。



好趨勢：科技、綠能

大型科技公司受惠雲端運算、資安及資料分析，不受逆境影響持續擴張，美國降低通膨法案有利乾淨能源產業中長期發展，長線逢低漸布掌握新主流。

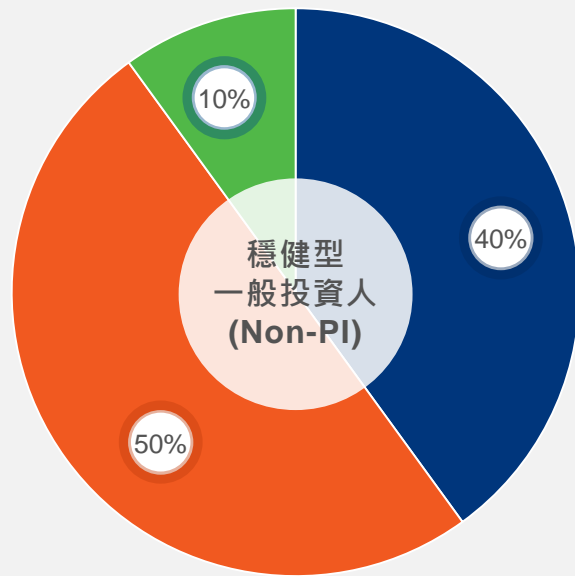
資產配置應提高債券部位，鎖定高債息、健全股債比

- ▶ 投資級債息收豐沛，若遇景氣衰退亦將成為資金避風港，建議投資組合可將部分現金部位轉配投資級以上債券，股票部位則以調整持股結構為主，進行國家、產業、風格的挪移。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。
- ▶ 黃金在過去景氣衰退期間表現亮眼，建議隨升息進入尾聲漸布黃金，掌握後續黃金上行機會並提高投資組合抗震力。

一般投資人(Non-PI)投資組合配置建議

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



股票

優質股
必需消費
醫療保健
全球股

債券

美國國庫券
投資等級債基金
中短天期投等債

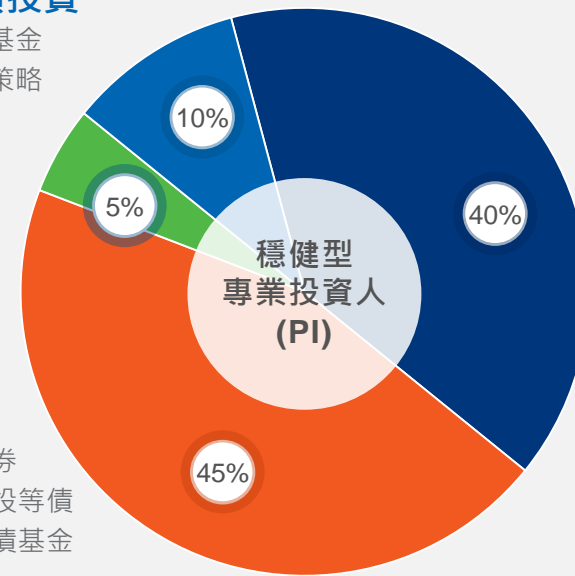
專業投資人(PI)投資組合配置建議

另類投資

私募基金
量化策略
黃金

現金

活存/定存
貨幣型基金
類現金產品



股票

優質股
醫療保健
大型股
全球股

債券

美國國庫券
中短天期投等債
投資等級債基金

[一般投資人] 保守型配置：股票30%、債券60%、現金10%；積極型配置：股票50%、債券45%、現金5%

[專業投資人] 保守型配置：股票35%、債券55%、現金5%、另類5%；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降低投組波動，增加未來資本利得機會
- ◆ 剩餘資金分批投入優質股、非美市場，定期定額成長股、科技、醫療保健、民生必需類股

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至到期，或公債和投資級債基金，健全股債比

2 調降風險資產部位

- ◆ 調降非投等債、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

- ▶ 歐美金融業風波頻傳，市場風險趨避氛圍升溫，新興亞洲低利率環境相對優穩

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	■	■	■	■	美股獲利預估仍會下修，獲利年增率底部後移至第二季，財報月行情預期表現動盪，維持中立
歐洲股市	■	■	■	■	歐洲經濟穩健，然考慮信貸收緊，對美股本益比折讓近歷史均值，維持中立
日本股市	■	■	■	■	日央新任首相貨幣政策態度偏鴿，短期貨幣政策收緊幅度有限，相對寬鬆環境有利日股，維持正向看法
中國股市	■	■	■	■	中國社會消費品零售年增重新轉正，但結構上餐飲收入仍高於商品，後續消費復甦仍有不確定性，維持中立
台灣股市	■	■	■	■	國際政經情勢持續嚴峻，獲利下修，資金行情恐將難以轉為回升行情
新興亞洲	■	■	■	■	中國景氣復甦力度邊際減弱，寬鬆政策料繼續護航，印度受惠供應鏈分散需求，國際資金湧入下對新興亞洲維持加碼
新興歐非中東	■	■	■	■	新興歐非中東通膨壓力仍高，央行政策難轉向，俄烏戰爭僵持，看法中立
新興拉美	■	■	■	■	中國解封支撐原物料價格，有助經濟表現，但多數拉美國家對抗通膨進程發生停滯，看法中立

資產類別建議 – 產業

- ▶ 市場擾動不斷，價值股與防禦股並重，必需性消費、醫療保健類股相對不易受國際情勢動盪影響

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	■	■	■	■	消費者實質收入惡化與SNAP緊急撥款補助結束，預期消費者支出下降，維持中立看法
必需性消費	■	■	■	■	經濟下行時期表現優異，儘管高估值風險存在，但考慮獲利穩定性與升息循環近尾聲，下行空間有限，維持正向看法
能源	■	■	■	■	估值具吸引力，然經濟衰退可能性升高，考慮消費需求與企業獲利放緩，壓抑油價表現，維持中立
金融	■	■	■	■	SVB倒閉引發市場對美國區域型銀行與系統性風險擔憂，市場對金融股信心尚未恢復，看法維持中立
醫療保健	■	■	■	■	第二季是全球生技醫療盛會旺季，同時在PMI下行週期，具備防禦能力，投資評等維持正向
工業	■	■	■	■	獲利持續下修，恐導致資本支出預期重新調整，且近期銀行風險事件不利週期性產業表現，對工業類股保持中立
資訊科技	■	■	■	■	疫情期間科技硬體過度消費，加上企業與消費者支出放緩，不利相關子產業；看好軟體、娛樂與互聯網零售等子產業，但科技產業整體評價偏貴，維持中立
通訊服務	■	■	■	■	從資本支出與媒體廣告指標來看，目前仍處後週期循環，看好產業內更具防禦性質子產業，靜待明確的底部訊號浮現
原物料	■	■	■	■	短期受惠美元轉弱，原物料價格走揚，但近期銀行風險事件不利週期性產業表現
房地產	■	■	■	■	考慮中小型銀行對商用不動產貸款風險敞口高，銀行收緊貸款標準，加上本身需求減弱，恐損及商用不動產估值
公用事業	■	■	■	■	看好公用事業的獲利穩定性與防禦性，儘管隨大盤持續下修獲利，但考慮其下行保護空間，維持中立看法

資產類別建議 – 固定收益/商品/貨幣

- ▶ 升息政策近尾聲，美債、高信評投等債為首選，逢利率上升增加中長期債券配置；匯市回歸基本面，美元區間波動有支撐

看空

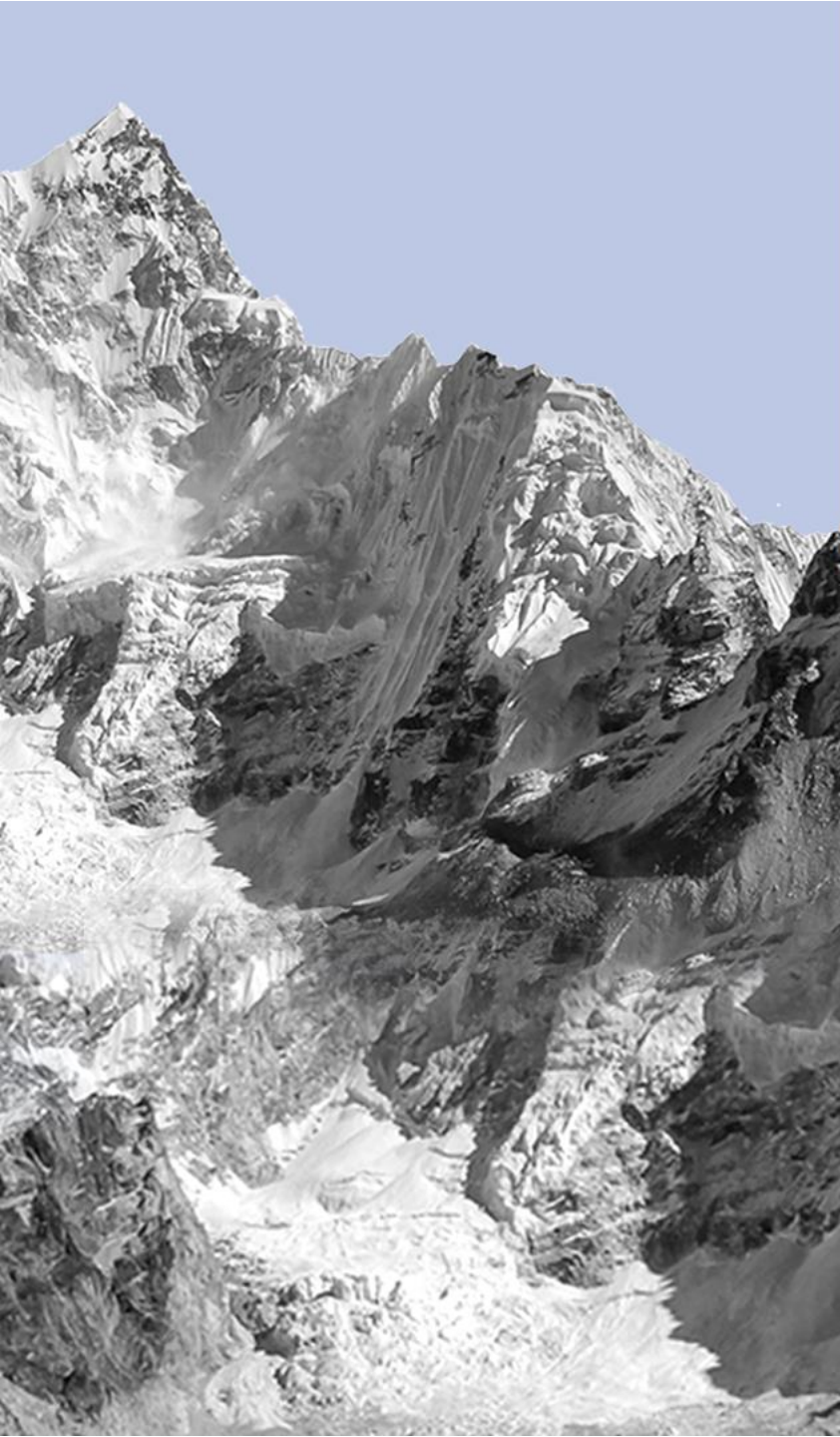
中立

看多

• 前月看法

綜合評論

固定收益	美國公債		聯準會將維持限制性利率，銀行貸款趨嚴將使經濟陷入衰退，衰退風險提高有助於公債表現
	投資等級債		投資等級公司債信用利差因銀行倒閉波及而上揚過快，因此帶來短期投資機會
	非投資等級債		銀行緊縮信貸與景氣下滑將導致非投資等級收益債違約數增加，信用利差也將隨之提高，維持負向看法
	新興市場債		新興市場內部區域看法分歧，東亞PMI擴張拉美則衰退，整體經濟風險提升不利新興市場債，特別是新興拉美地區
商品	原油		OPEC減產激勵短期油價走高，下半年須留意景氣衰退導致原油供過於求風險
	黃金		聯準會貨幣政策即將轉向，推升黃金避險需求，黃金將持續上行
貨幣	美元		隨銀行接管風險獲解決方案，預料匯市波動將逐漸降低，匯率市場將回歸基本面，美元區間波動有支撐
	歐元		歐元區通膨走勢落後美國，通膨觸頂下滑，歐洲央行會放緩緊縮，利率上升對實體經濟壓力狀況將緩解
	日圓		央行總裁植田和男表達「暫時不會有太大的政策調整」立場，預期短期貨幣政策收緊幅度有限，日圓維持弱盤格局
	人民幣		人行實施降準非常態寬鬆性貨幣政策緩解流動性壓力，然中國出口持續萎縮，經濟困境仍待解使人民幣上方承壓



3 投資主題

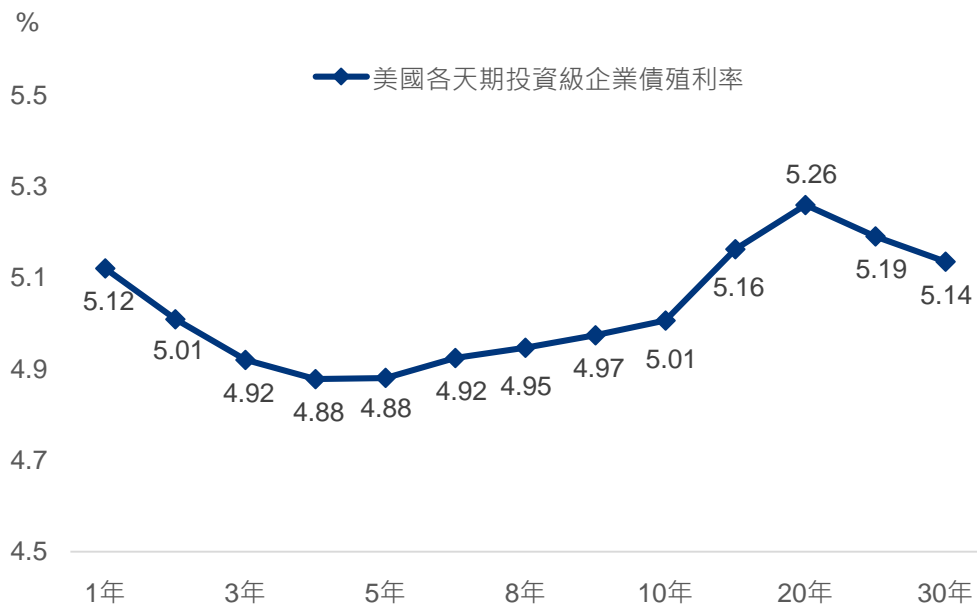
- ▶ 收息抗衰退
- ▶ 股利穩增長
- ▶ 亞洲尋機遇

收息抗衰退

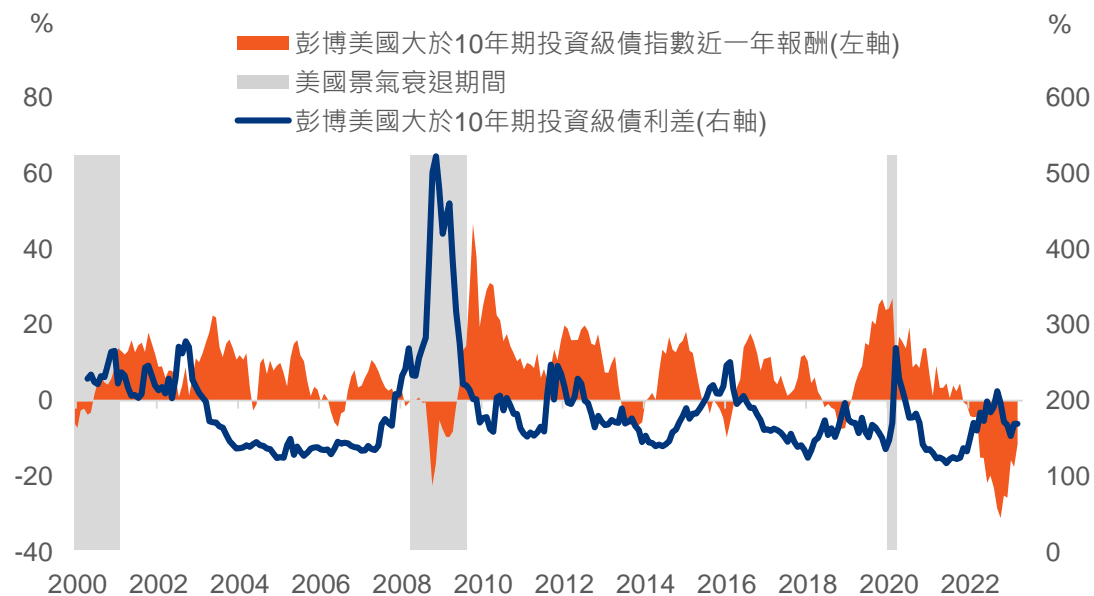
殖利率曲線持續倒掛，20年期投資級債券吸引力浮現

- ▶ 美國通膨持續降溫且聯準會升息有望接近尾聲，檢視美國投資級企業債殖利率曲線平坦化，且利率範圍落在4.8至5.3%偏窄，其中20年期投資級債相對其他天期較高，理論上債券到期期間越長，應給予投資人更高的債券期間溢酬。考量20年期相對30年期或其他天期的債券殖利率更高，隨美國緊縮貨幣政策接近終點，投資人可把握20年期投資級債的鎖利契機。
- ▶ 檢視近20年衰退期間除金融海嘯期間外，景氣下行推升債券利差，美國長天期投資級債表現穩健，主因美公債利率降幅高於投資級債利差升幅。考量景氣下行風險漸升，高信評的大型企業償債能力仍穩健，可適時增加長天期債券鎖定難見豐沛孳息，同時作為防禦配置捕捉潛在利得機會。

美國各天期投資級債殖利率中以20年期相對較高



美國長天期投資級債多於景氣衰退期間表現佳



資料來源：Bloomberg

收息抗衰退

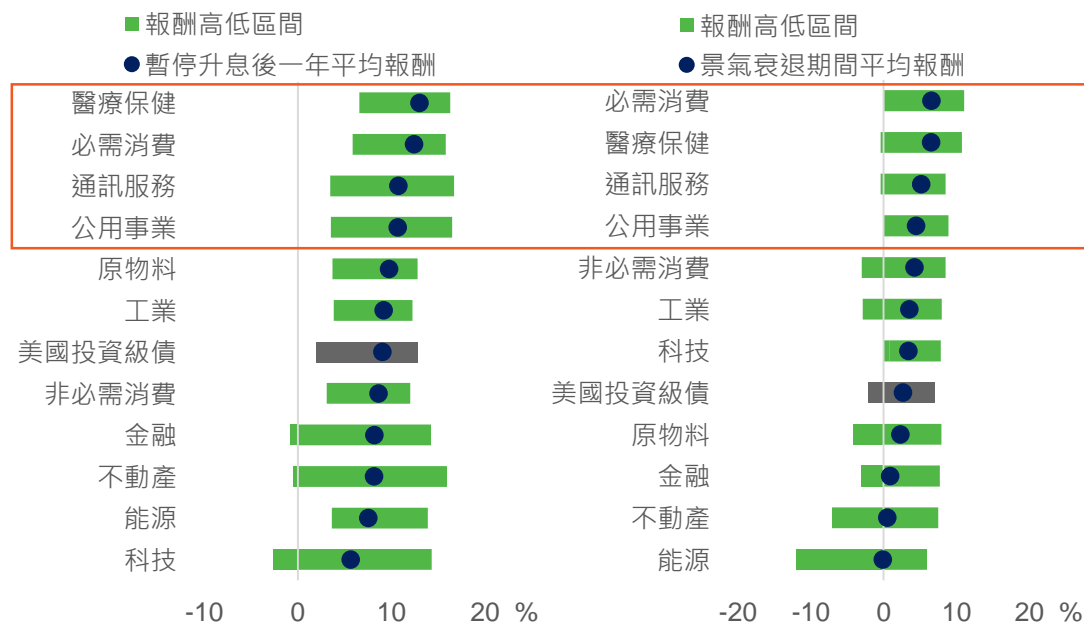
留意利差反應衰退可能，防禦型投資級債為當前局勢首選

- ▶ 美國通膨持續下行與製造業活動持續疲軟，紐約聯邦儲備銀行預估景氣衰退機率上升，然檢視美國信用債市利差隱含景氣衰退機率，美國持續緊縮貨幣政策，也反映在信用債衰退機率緩步走升，但衰退機率仍低於五成，其中信評CCC級利差則隱含衰退機率相對偏高。考量信評CCC級企業已連續2月於初級市場無發債量，預期美國當地銀行持續收緊銀根，增添低信評債券利差擴大可能性。
- ▶ 隨聯準會升息腳步趨緩，美國信用債市困境指數顯示：投資級債的初級與次級市場交易量、流動性與利差持續改善，檢視過往美國暫停升息後與景氣衰退時期，醫療、必需消費與公用事業等防禦型投資級債相對穩健，適合現階段投資人配置相關財務體質穩健的投資級債領息並降低風險。

美國信用債緩步反映景氣衰退

利差水準(基點)	投資級債利差	非投資級債利差	A級	BBB級	BB級	B級	CCC級
衰退機率20%	99	393	86	136	260	399	744
衰退機率30%	113	441	99	153	293	447	847
衰退機率40%	127	489	111	170	326	494	950
衰退機率50%	141	537	124	187	359	542	1,052
衰退機率60%	155	585	137	203	391	589	1,155
衰退機率70%	169	633	149	220	424	637	1,258
衰退機率80%	183	681	162	237	457	684	1,360
衰退機率90%	197	729	174	254	489	732	1,463
景氣衰退中位數	211	777	187	271	522	779	1,566
目前利差	140	465	121	169	291	477	978

暫停升息後與衰退時期，美國防禦型投資級債表現較佳



資料來源：Bloomberg，註：暫停升息後一年以2000/9、2007/7、2019/7的3次時期統計；景氣衰退時期以2001/2至2001/11、2007/11至2009/6、2020/2至2020/4的3個期間統計

股利長期持續成長企業擁較佳報酬及較低波動

- ▶ 穩步增長的股利通常代表企業的營運穩定性和對基礎業務的信心，一家持續提升股利的公司通常是盈利的，且擁有多餘的自由現金流，有助在充滿挑戰的時期提振其股票價值。因為當市場不佳時，將充滿許多無利可圖或微利的公司，相形之下股利成長企業就會具有更高的吸引力。尤其過往如1930年代和2000年代，標普500指數較長期間價格回報表現極度不理想時，這些企業的累積股利收入回報幾乎抵消了價格下跌損失。
- ▶ 統計過去50年，不同股利政策的標普500企業報酬及波動資料顯示，自由現金流和股利不斷增長的公司，長期表現優於無股利支付者或股利削減者，且股價波動性也較低。顯示股利不僅僅是提供收入來源，在降低波動的同時也推升了總回報率。

股利持續成長企業長期表現較突出

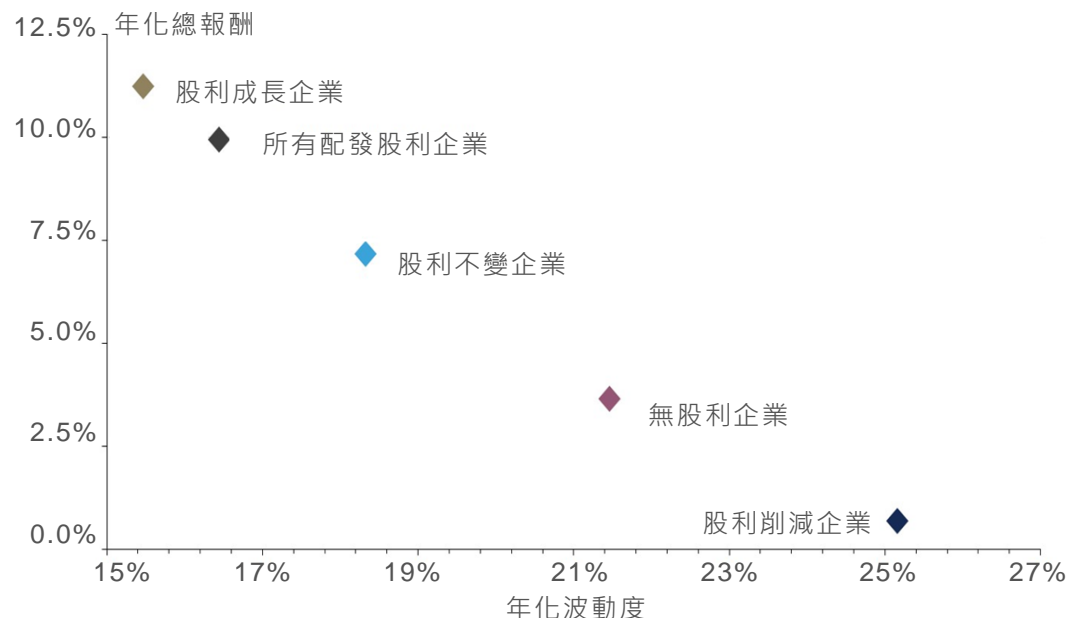
不同股利策略企業自1980年(基準=100)以來的累積報酬



資料來源：Guardian Capital · 凱基證券整理

股利持續成長企業擁有較佳報酬及較低波動

不同股利策略企業，50年來年化總報酬率與波動度

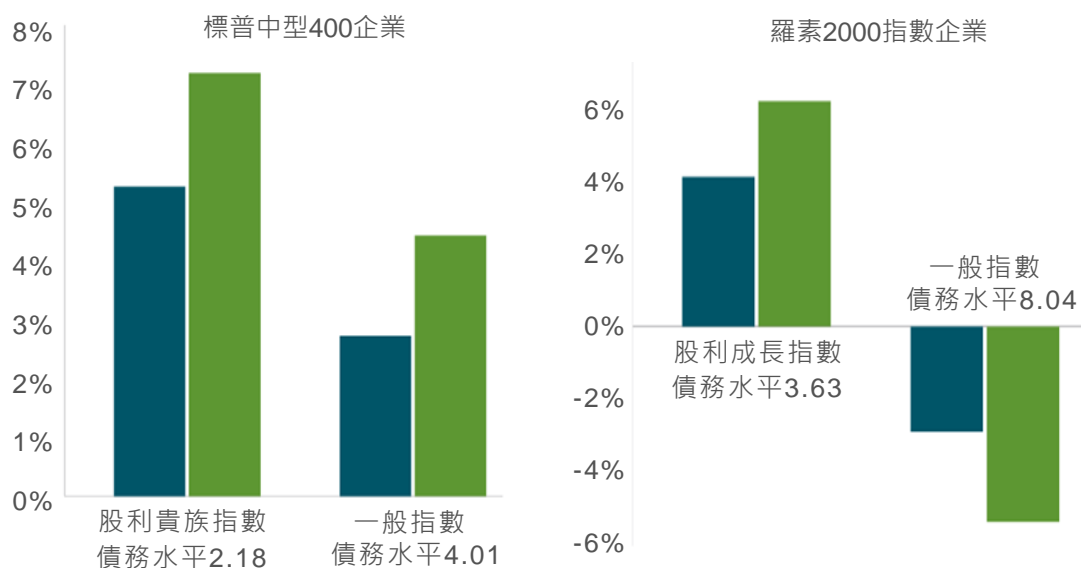


股利持續成長企業財務體質佳，市場不佳時跌幅相對溫和

- ▶ 由於企業對環境變化是否具有彈性的關鍵是財務品質，而擁有長期持續增加股利記錄的優質公司，在財務上比一般企業有更好的韌性，這樣的企業通常具有較佳的收益、利潤率、強勁利潤增長歷史，以及較低的債務水平，讓企業可以安然渡過危機時期，且即使在疫情期間仍能保持股利增長。
- ▶ 在充滿挑戰的2022年，股利成長策略表現遠優於大盤，關鍵即為企業擁有較佳的財務狀況。過往歷史資料可以發現，股利長期持續成長的企業在2022年跌幅皆遠比一般企業來的小，顯示股利成長策略不限於跨國龍頭企業，即使是中小型股也有類似的結果。

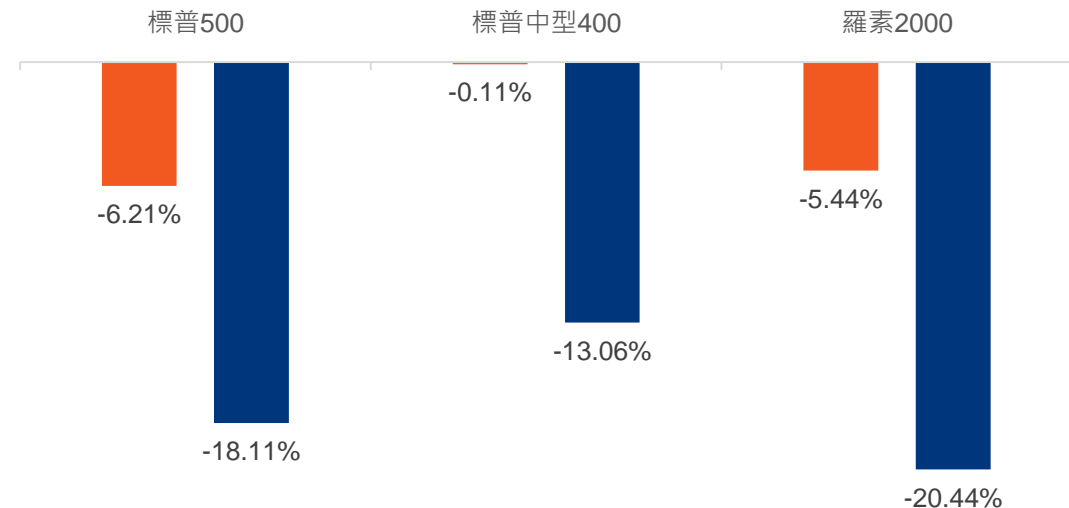
股利持續增長企業，營運及財務表現皆較佳

股利貴族指數(註1)與一般指數財務表現及債務水平(註2) ■ 利潤率 ■ 股東權益報酬率



股利持續成長提供下檔保護力

不同指數的股利貴族指數與一般指數於2022年的表現 ■ 股利貴族指數 ■ 一般指數

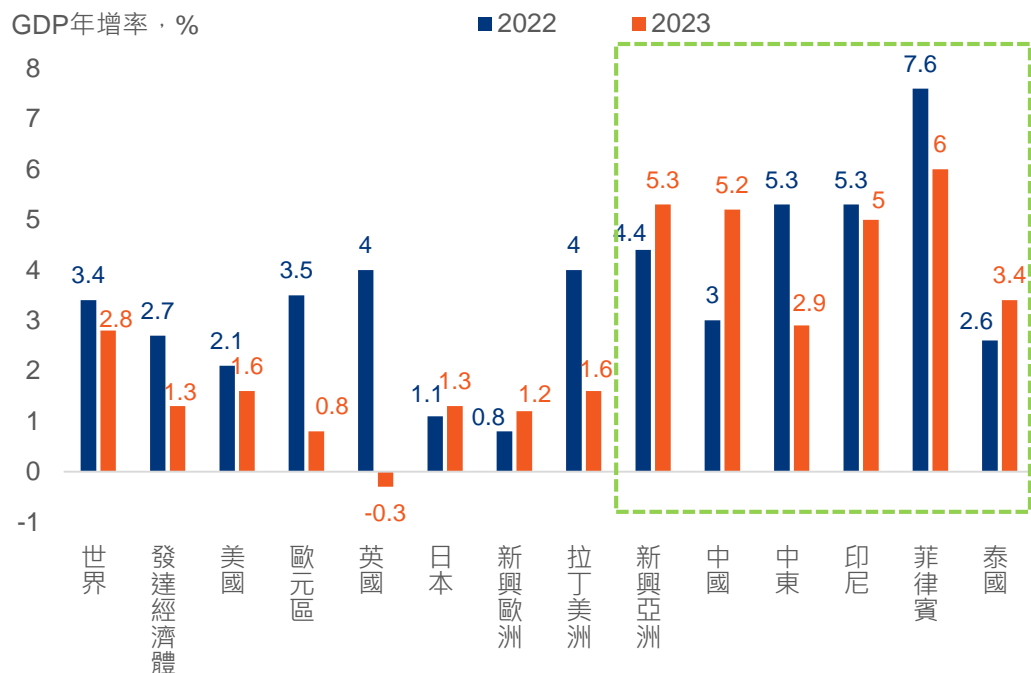


資料來源：ProShares，凱基證券整理；註1：股利貴族指數(Dividend Aristocrats Index)僅納入至少連續25年增加股利的優質公司；註2：債務水平為總債務/EBITDA之比率

亞洲經濟成長佳，利率進入暫停升息甚至寬鬆

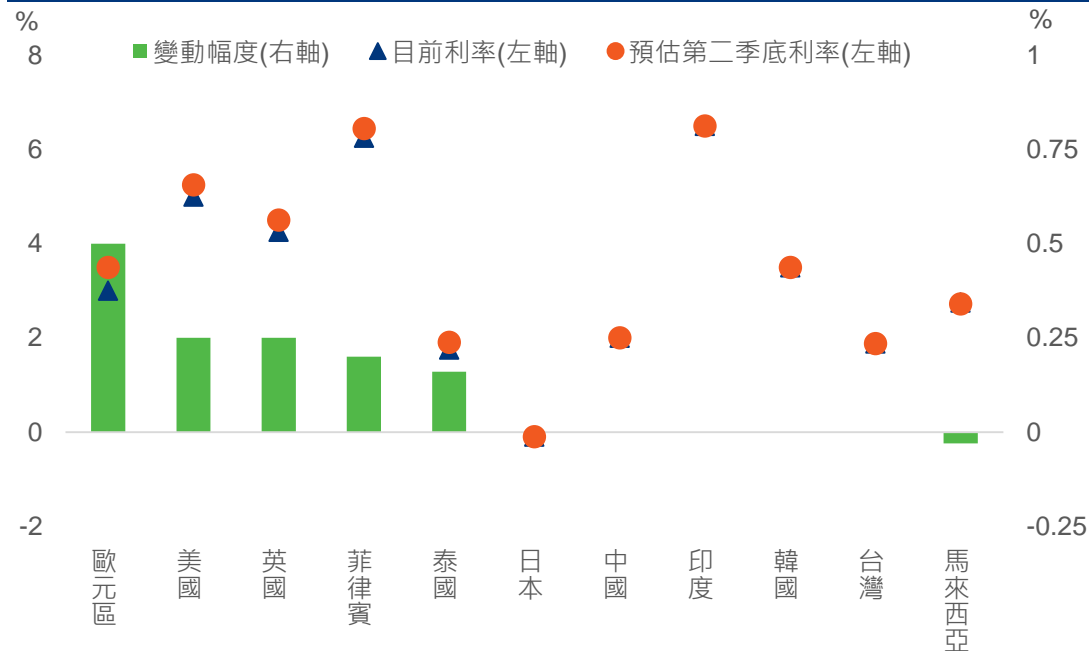
- ▶ IMF(國際貨幣基金)指出，考量緊縮貨幣政策、金融情勢惡化、俄烏戰爭延宕，與地緣經濟更趨分裂等因素，今年全球成長預估將較去年進一步放緩。此外，歐美先進國家經濟更是主要拖累區域，美國今年經濟估成長1.6%，歐元區今年GDP預估僅成長0.8%，較去年3.5%大幅下滑。英國今年經濟可能萎縮0.3%，不如去年成長4%。然而，中國解封後GDP從去年3%加速至5.2%，新興亞洲也從4.4%上升至5.3%。
- ▶ 相較於美歐國家第二季持續升息以抗通膨，亞洲多數國家如新加坡、澳洲等已暫停升息步調，包括日本、中國仍偏向寬鬆貨幣政策，甚至部分國家包括印度、印尼、馬來西亞、韓國今年可能有降息預期，資金壓力可望減輕。

亞洲經濟成長高於其他區域，新亞與中、泰較去年更佳



資料來源：IMF、Bloomberg、凱基證券整理

歐美國家仍升息，亞洲貨幣政策暫緩升息甚至寬鬆

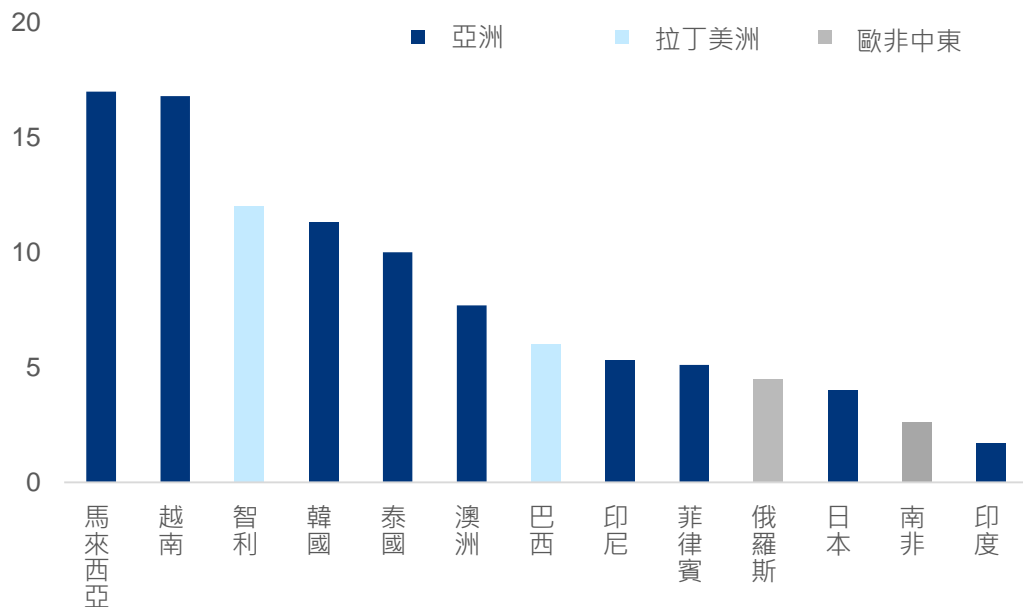


中國經濟重啟，外溢效果有利亞洲主要貿易夥伴

- ▶ 中國解封復甦，兩會定調穩經濟為今年發展主軸，帶動內需消費、製造業和部分基礎建設回溫，如綠色家電及電動車下鄉等。預期對原物料和成品、半成品的需求增加，可望帶動相關產業和進口成長，外溢效應有助於與中國關係密切的出口國。此外，受惠旅遊需求上升，中國旅客逐漸回流亞洲鄰近地區，如香港、澳門、台灣、東南亞地區，對亞洲和鄰近國家的經濟和消費，提振效果最明顯。
- ▶ 鑒於全球消費性電子需求疲軟，歐美景氣放緩，過去以電子、製造出口為主的經濟體(如臺、韓)仍處休養生息；以2月、3月製造業PMI來看，新興國家製造業PMI優於歐美，尤其新興亞洲的製造業PMI皆已回到50以上擴張區。此外，印度和日本3月製造業PMI較2月進一步改善，亦可留意。

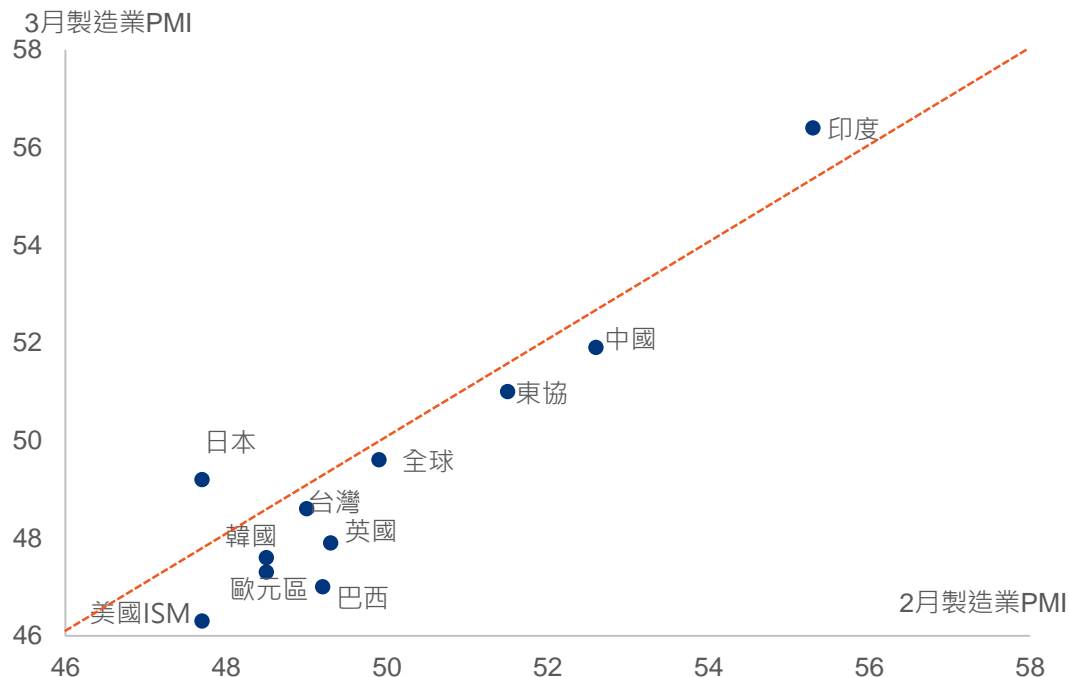
中國經濟重啟有利主要貿易夥伴，亞洲最蒙其惠

出口中國佔該國GDP比重，%



資料來源：Goldman Sachs Global Research、Bloomberg、凱基證券整理

新興亞洲製造業PMI多在50以上，日、印度較前期改善



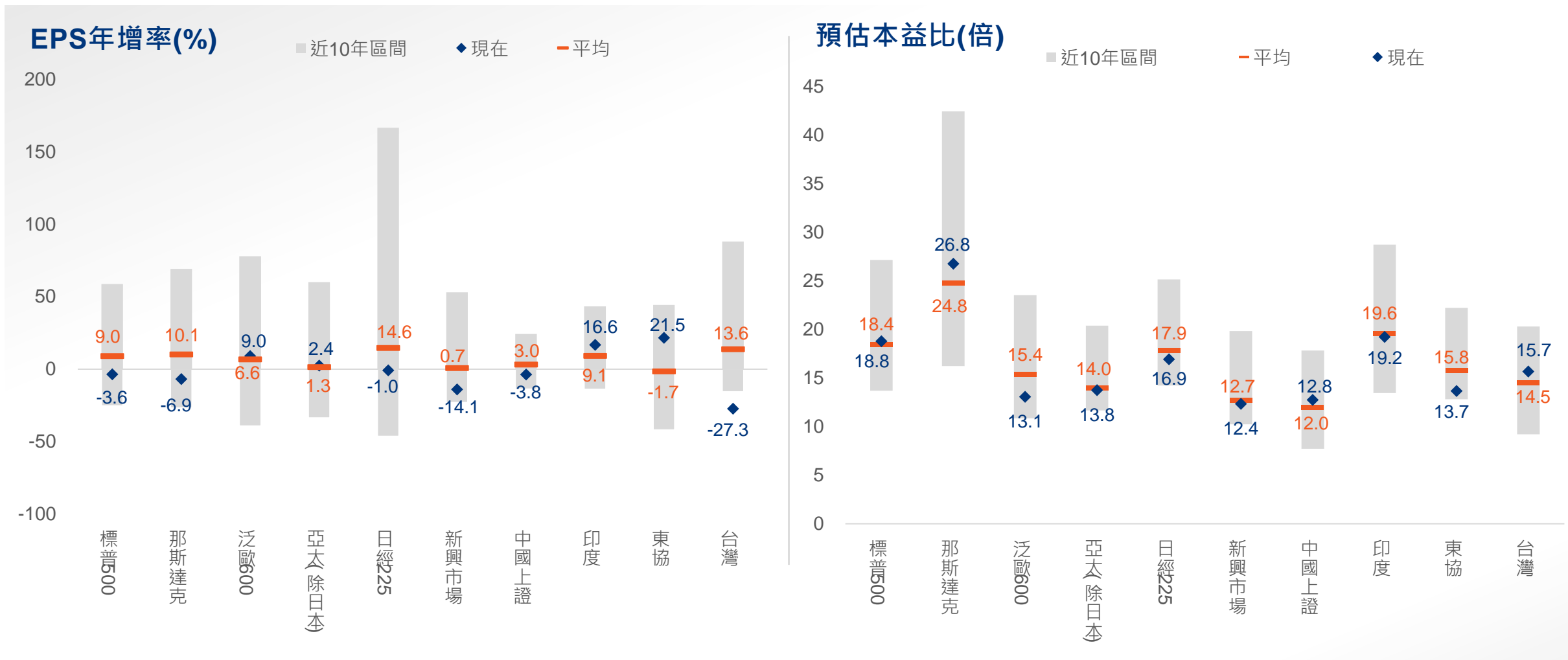


附件

- ▶ 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
- ▶ 市場基金銷售狀況

股票市場評價 – 盈餘變化與估值

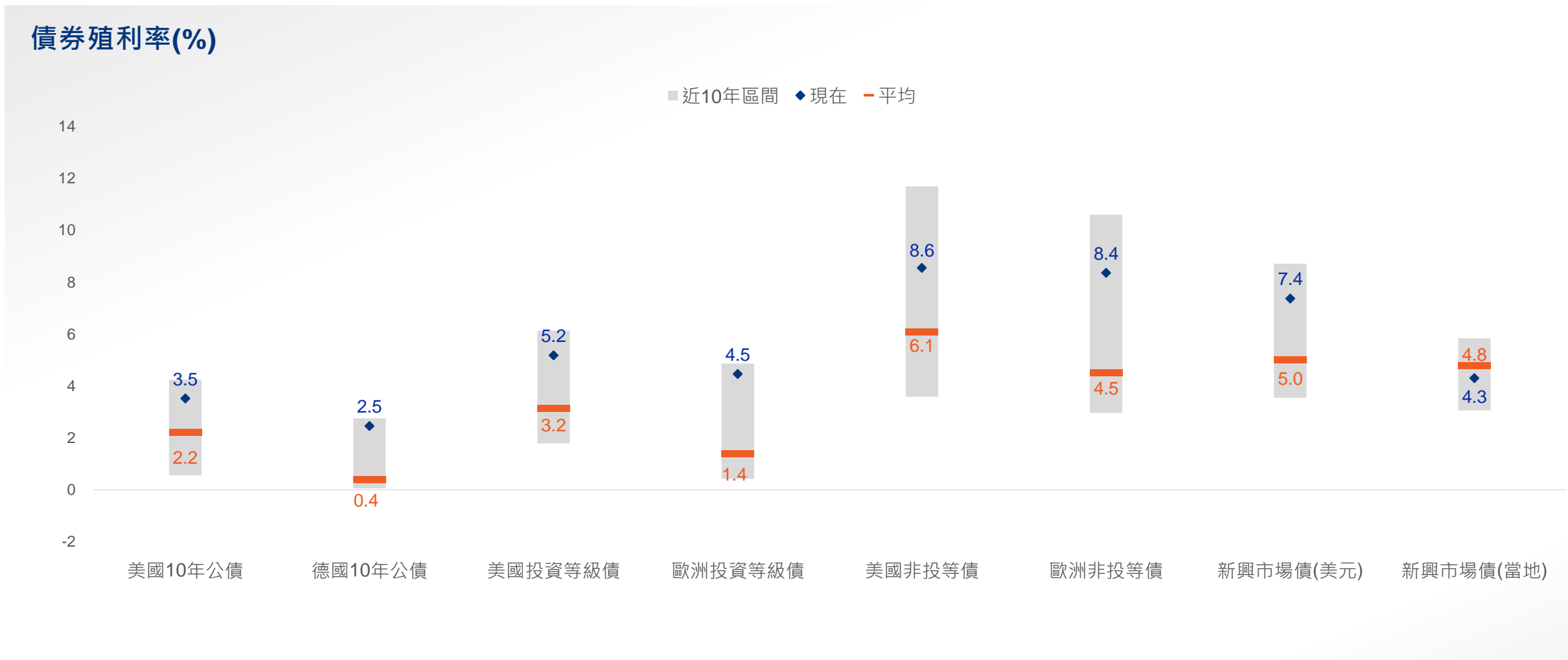
▶ 美股預估企業獲利衰退，南亞中的印度、東協預估企業獲利較佳，歐、日股與東協股市仍具評價面優勢。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg · 2023年4月27日

債券市場評價 – 殖利率

▶ 歐洲、美國持續緊縮，使公債殖利率來到近10年來的區間上緣，把握高息鎖利時機。



*註：指數與過去10年平均比較；資料來源：Bloomberg，2023年4月27日

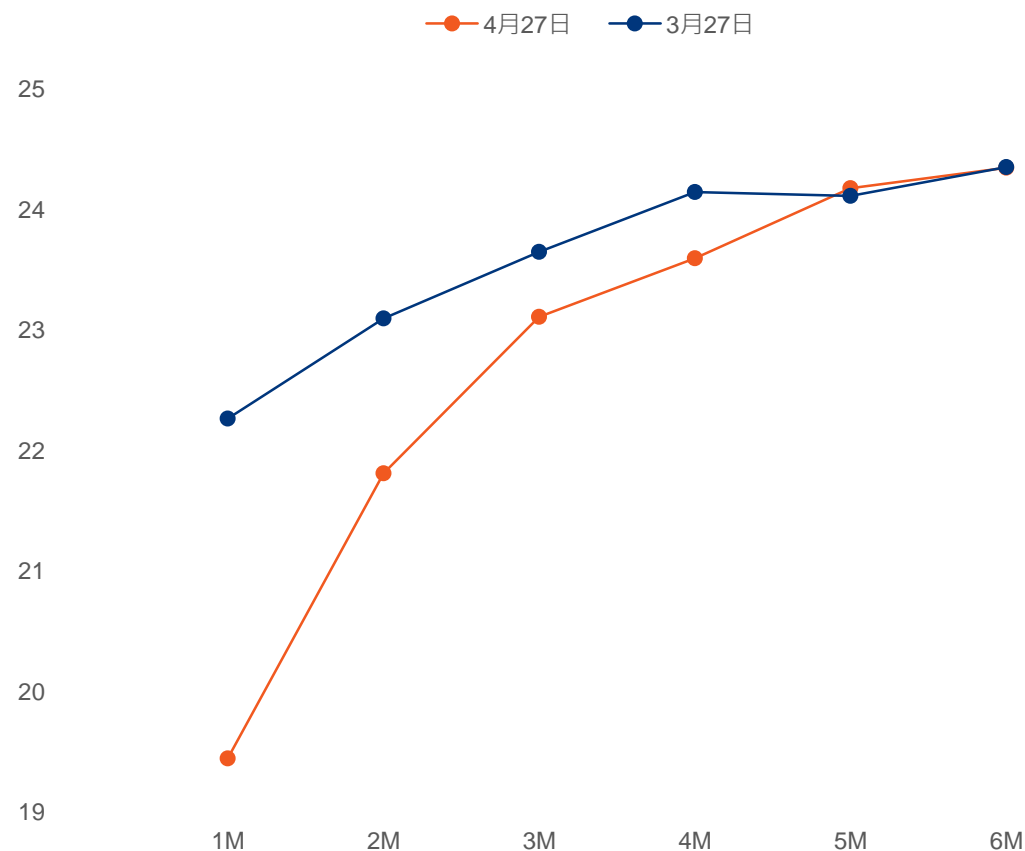
跨資產市場波動率

▶ 經濟數據呈現放緩，市場降低升息預期，資產波動率普遍降溫

全球股市	VIX	近1月變化	200日平均
標普500波動率指數(VIX)	16.46	-9.68	23.09
道瓊波動率指數(VXD)	14.48	-7.52	20.52
歐洲Stoxx50波動率指數(V2X)	16.93	-15.09	22.96
香港恒生波動率指數(VHSI)	22.54	-5.67	28.59
新興市場ETF波動率指數(VXEEM)	16.93	-7.78	23.60
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)	18.09	-8.06	22.43
黃金ETF波動率指數(GVZ)	17.21	-2.54	17.21
石油ETF波動率指數(OVX)	34.44	-15.34	45.03
歐元ETF波動率指數(EVZ)	7.97	-1.82	10.53

資料來源：S&P Dow Jones、凱基證券整理，左圖表格資料截至2023年4月21日，右圖資料截至2023年4月27日

VIX指數期貨期間結構



過去十年各資產類別報酬分布

▶ 截至4月27日，已開發市場股債表現相對強勁

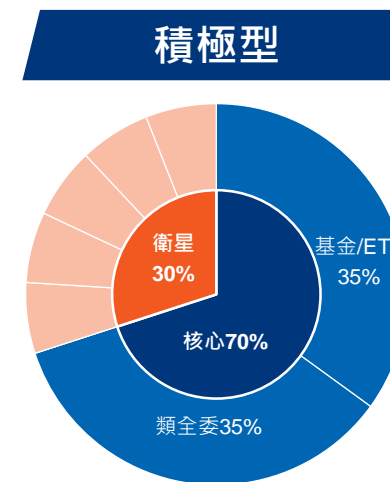
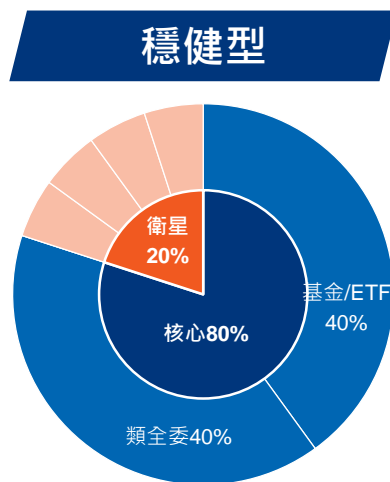
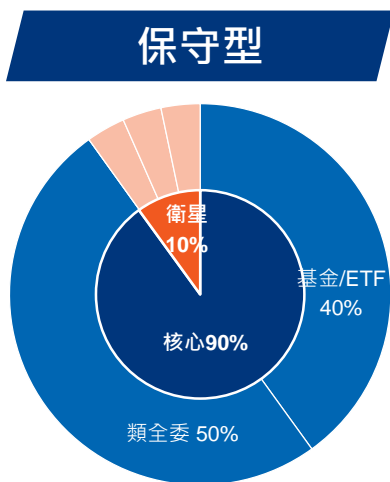
■ 股票市場 ■ 固定收益市場 ■ 私募市場、大宗商品

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%	歐洲股市 14.5%	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%	美國股市 8.2%	基礎建設 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%	日本股市 7.0%	REITs 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%	基礎建設 6.1%	歐洲股市 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%	投資級信用債 4.1%	日本股市 4.5%
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%	非投資級信用債 3.4%	非投資級信用債 4.3%
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%	已開發國家公債 2.8%	新興市場股市 2.8%
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%	新興市場債券 2.2%	新興市場債券 2.4%
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%	新興市場股市 2.2%	中國股市 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%	REITs 2.2%	投資級信用債 2.3%
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%	現金 1.4%	現金 1.6%
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%	中國股市 -1.2%	大宗商品 0.4%
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 -3.0%	已開發國家公債 -0.5%

*年化資料統計期間：2014年1月1日至2023年4月27日；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理，2023年4月27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	

整體市場3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 元大全球優質龍頭平衡基金(新臺幣不配息)*	平衡型	4,211	0	4,211
2 元大台灣卓越50ETF連結基金(新臺幣不配息)	ETF連結	2,248	197	2,051
3 元大台灣高股息優質龍頭基金(新臺幣累積)*	股票型	1,831	0	1,831
4 安聯台灣智慧基金	股票型	2,355	651	1,704
5 匯豐全球基礎建設收益基金(新臺幣不配息)	股票型	1,646	0	1,646
6 復華全球債券基金	固定收益型	1,274	99	1,175
7 安聯收益成長多重資產基金(新臺幣月配息)	多重資產型	1,113	224	889
8 元大台灣高股息ETF連結基金	ETF連結	857	61	796
9 野村優質基金(新臺幣)	股票型	637	30	607
10 復華全球物聯網科技基金(新臺幣)	股票型	671	88	583

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 野村環球基金(新臺幣)	股票型	2	1,602	-1,600
2 第一金台灣核心戰略建設基金(新臺幣累積)	股票型	4	852	-848
3 統一黑馬基金	股票型	560	1,283	-723
4 元大0至2年投資級企業債券基金(新臺幣累積)	固定收益型	82	740	-658
5 安聯收益成長多重資產基金(新臺幣累積)	多重資產型	101	719	-618
6 元大全球優質龍頭平衡基金(新臺幣不配息)	平衡型	165	733	-568
7 復華新興市場非投資等級債券基金-新臺幣	固定收益型	4	496	-492
8 日盛台灣多重資產基金	多重資產型	33	514	-481
9 景順2025階梯到期優選新興債基金(美元累積)	固定收益型	0	436	-436
10 群益智慧聯網電動車基金(新臺幣)	股票型	15	416	-401

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2月24日至2023年3月31日；新臺幣百萬元計

整體市場3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	23,077	13,300	9,777
2 PIMCO全球債券基金*	固定收益型	8,472	1,261	7,211
3 高盛新興市場債券基金	固定收益型	10,069	3,892	6,177
4 摩根美國智選基金*	股票型	5,337	46	5,291
5 PIMCO新興市場本地貨幣債券基金*	固定收益型	3,361	49	3,312
6 摩根士丹利環球機會基金*	股票型	3,277	162	3,115
7 PIMCO全球投資級別債券基金*	固定收益型	3,527	842	2,685
8 富達中國聚焦基金*	股票型	2,570	164	2,406
9 高盛投資級公司債基金*	固定收益型	3,116	822	2,294
10 摩根環球政府債券基金*	固定收益型	2,337	48	2,289

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 聯博美國收益基金*	固定收益型	5,134	9,768	-4,634
2 富達美國基金*	股票型	533	4,047	-3,514
3 安聯AI人工智慧基金*	股票型	1,860	5,306	-3,446
4 聯博全球靈活收益基金*	固定收益型	18	2,709	-2,691
5 安聯歐洲成長精選基金*	股票型	999	3,594	-2,595
6 聯博精選美國股票基金*	股票型	128	2,686	-2,558
7 摩根美國價值基金*	股票型	1,010	3,549	-2,539
8 摩根環球股息基金*	股票型	433	2,463	-2,030
9 摩根士丹利美國優勢基金*	股票型	34	1,935	-1,901
10 摩根環球非投等債基金	固定收益型	909	2,774	-1,865

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2月24日至2023年3月31日；新臺幣百萬元計

整體市場3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 國泰台灣ESG永續高股息ETF	股票型	15,830	694	15,136
2 元大台灣高股息低波動ETF	股票型	7,699	160	7,539
3 元大美國政府20年期(以上)債券基金	固定收益型	7,210	0	7,210
4 復華美國20年期以上公債ETF	固定收益型	4,231	0	4,231
5 中信10年期以上高評級美元公司債券ETF	固定收益型	5,853	1,650	4,203
6 元大台灣50單日正向2倍基金	槓桿/槓反型	6,537	2,649	3,888
7 元大20年期以上BBB級美元公司債券ETF	固定收益型	5,036	1,491	3,545
8 中國信託恒生中國高股息ETF	股票型	2,638	0	2,638
9 元大台灣50單日反向1倍基金	槓桿/槓反型	2,324	0	2,324
10 元大滬深300單日正向2倍基金	槓桿/槓反型	2,810	696	2,114

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 凱基25年期以上美國公債ETF基金	固定收益型	33	3,148	-3,115
2 凱基15年期以上AAA至A級美元公司債券ETF	固定收益型	2,074	4,157	-2,083
3 元大標普500基金	股票型	167	1,812	-1,645
4 中信臺灣ESG永續關鍵半導體ETF	固定收益型	0	1,452	-1,452
5 富邦全球金融業10年以上美元投等債券ETF	固定收益型	221	1,480	-1,259
6 群益15年期以上新興市場主權債ETF	固定收益型	16	1,242	-1,226
7 國泰美國費城半導體基金	股票型	26	1,197	-1,171
8 國泰7-10年A等級金融產業債券基金	固定收益型	88	1,069	-981
9 國泰台灣5G PLUS ETF	股票型	0	797	-797
10 中信美國政府20年期以上債券ETF	固定收益型	426	1,170	-744

註：*主要變動來自機構(I、H)級別；資料來源：基金資訊觀測站；資料期間：2023年2月24日至2023年3月31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。

