國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年7月

投資規劃書

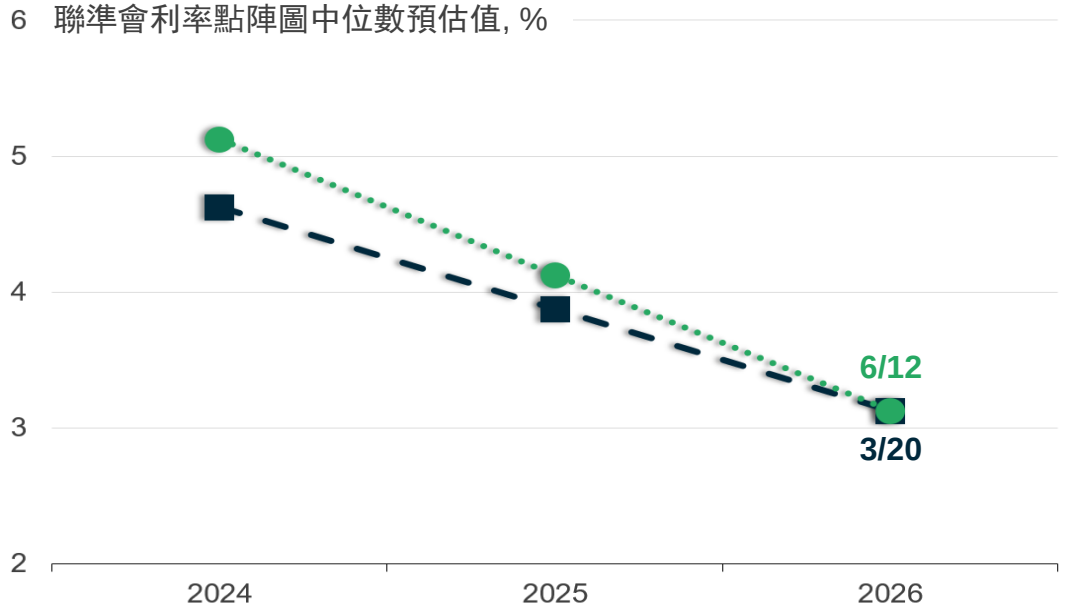
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

降息路徑未見明顯調整，勞動市場浮現放緩跡象

降息路徑殊途同歸：通膨持續反覆，股市頻創新高，聯準會六月會議決定維持目前利率水準不變，點陣圖甚將今年降息幅度，自三月預估的三碼縮減至一碼，似透露稍偏鷹訊號。然而，若從整個降息路徑角度觀察，後年底聯邦基金利率預估值未見改變，代表過程或許稍微出現變化，但後續寬鬆方向並未明顯調整。

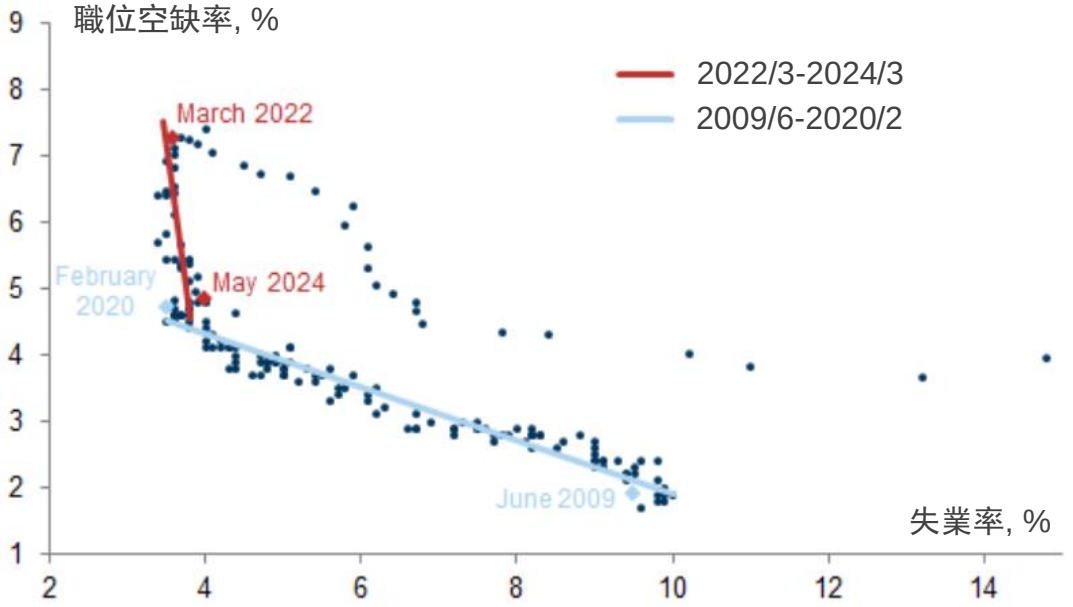
就業市場略見降溫：美國五月非農就業人數新增27.2萬人，大幅高於預期的18.5萬人，整體表現看似持續亮眼。然而，觀察近期職位空缺率逐漸從高點回落，且失業率略自低檔區回升，先前面臨供需失衡，透露緊俏氛圍的勞動市場，開始出現放緩跡象，提供聯準會後續貨幣政策轉向理由。

今年降息幅度縮減，路徑未見明顯調整



資料來源：Bloomberg，Fed。

勞動市場緊俏程度逐漸放緩



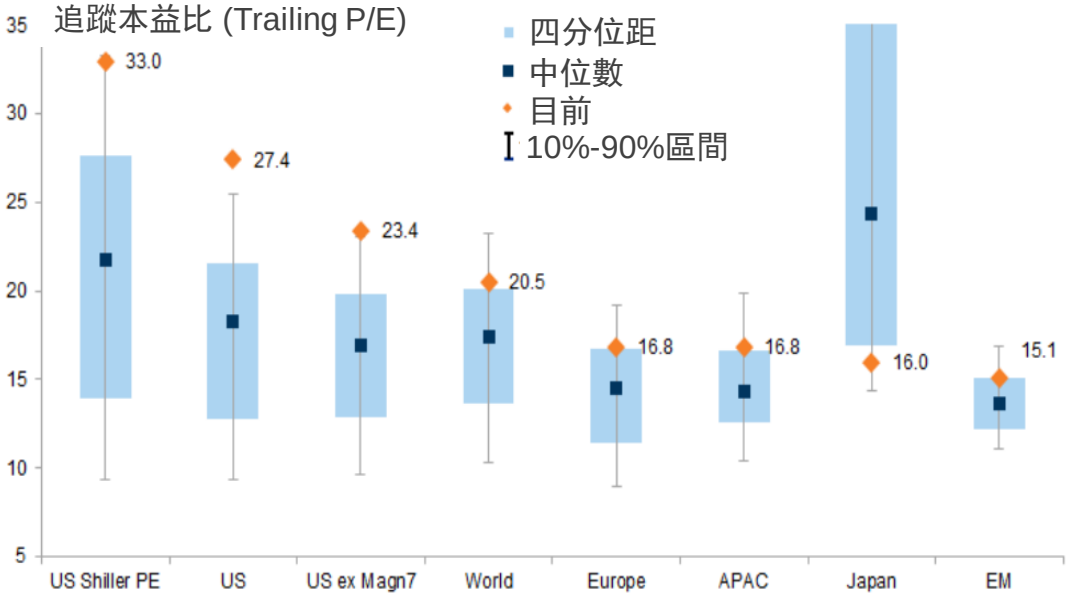
資料來源：高盛，2024/6/17。

評價偏貴後續擾動難免，獲利動能扮演關鍵要角

評價偏貴波動難免：美國股市受惠於科技龍頭業者帶領，持續創下歷史新高，然目前評價面偏高確為事實，後續若遇突發因素干擾，恐添震盪擾動風險。相形之下，先前曾經締造波段新猷的日本股市，近期走勢雖稍趨緩，但考量評價面逐漸浮現低估優勢，提供成熟股市另一投資選擇。

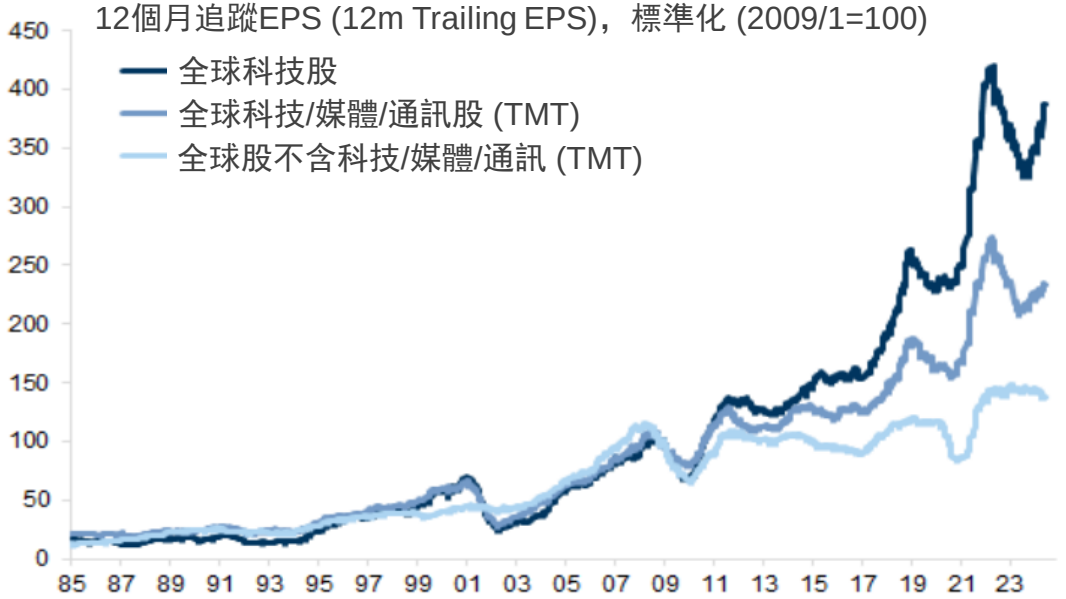
企業獲利走勢分歧：全球股市今年報酬繳出佳績，科技類股表現猶為亮眼，企業獲利扮演關鍵要角。相較於科技相關產業，逐漸恢復成長動能，但若排除科技、媒體、通訊 (TMT) 等族群貢獻，獲利增速幾乎陷入停滯，甚至浮現轉弱跡象，後續布局仍應以具基本面優勢的科技股為主。

美股估值偏高疑慮尚未消除



資料來源：高盛，2024/5/28，統計自1973年起。

企業獲利成長動能，主要由科技產業帶動



資料來源：高盛，2024/6/4。

多元靈活搭配，掌握趨勢動能

穩定孳息

掌握高利佈局時機
多元搭配增加收益

「好」收益

- 優質債
- 非投等債、複合債

成熟搭配

聚焦成熟增加視野
區域股市各擁動能

「好」評價

- 歐洲
- 日股

產業動能

科技外溢題材方興
電力需求帶動商機

「好」效率

- 台股、印度
- 大型/科技、公用事業

資料來源：國泰世華銀行整理。

大綱

議題一	加速堆疊：多元收益	P.6
議題二	估值優勢：產業機遇	P.9
議題三	掌握趨勢：商機外溢	P.12
附錄	主要指數表現：股 (國家/產業)、債、匯	P.15

議題一　加速堆疊：多元收益

美國經濟、通膨皆溫和，Fed降息尚待醞釀，收益偏好風險胃納可酌量放寬

- 軟通膨、軟著陸，A級穩核心，搭配非投資級債
- 主動式管理選項，兼顧風險收益，增添投資效率

軟通膨、軟著陸，A級穩核心，搭配非投資級債

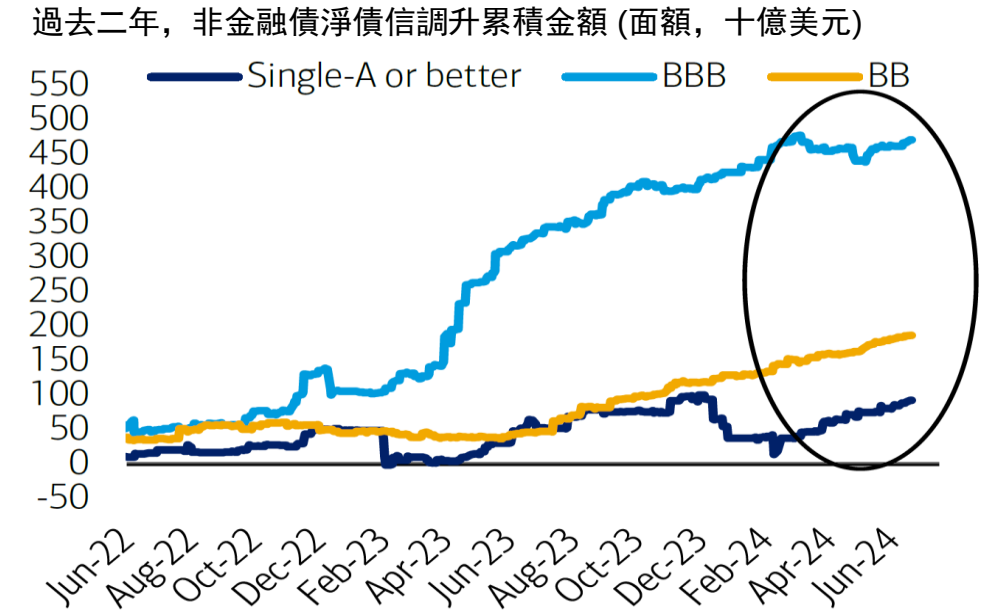
資金買單：聯準會2022-2023年大幅升息減緩通膨，但高通膨與高利率所帶來的基本面疑慮，讓市場資金一度大幅，且連續性的撤出非投資級債。然而，伴隨美國經濟韌性逐漸成為共識，美股在題材推動與估值修復下，今年以來表現亮眼，與美股相關性高達七成，但波動性較低的非投資級債，持續受到資金青睞，今年累積淨流入金額，接近該資產基金 (含ETF) 規模的5%。

分化慎選：持續的高利率環境，仍然對債信造成影響，投資級債中的BBB級，三月以來累績淨調升金額為零，因「BBB2/BBB3」兩級距中，部分標的開始出現信用惡化情況，五月遭降評的波音即為例證，欲建構核心配置投資級債者，應留意A級 (含) 以上債券布局機會。非投資級債中體質最佳的BB級，自去年六月以來持續獲債信調升，累積金額增速未見消失，可作為較積極債券衛星配置部位。

資金流向反應基本面擔憂淡化

資料來源：美銀美林，2024/6/20。統計期間：2022/6-2024/6。

高利率影響債信淨調升 (降) 動能變化



資料來源：美銀美林，2024/6/21。

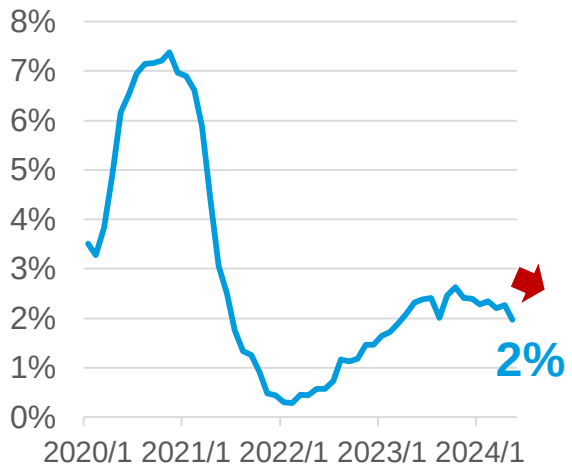
主動式管理選項，兼顧風險收益，增添投資效率

增添收益：美國經濟硬著陸機率淡化，通膨溫和放緩，尚不足以讓聯準會大幅降息，美國十年期公債殖利率高檔整理，固定收益配置提供穩定回報率，現階段仍以票息收入為主。觀察非投資級債違約率（價格落後指標）改善趨勢浮現，失序違約的系統性風險降低，目前處於折價階段的非投資級債，提供較佳票息，且利率敏感度低，慎選平均信評高於指數標的，作為穩健型投資者增添收益搭配選項。

主動管理：美國經濟陷入深度衰退機率降低，非投資級債提供較佳收益，長期資本利得可期，可擇優酌量搭配提高長期報酬率。然而，非投資級債與美股具高度相關性，資產價格易於美股大幅震盪修正時同步拉回。尋求收益升級、兼顧風險投資者，可透過建構持有投資級、非投資級債的槓鈴策略，達到長期投資目標，或透過主動式管理的複合式債券基金，強化風險分散，增加投資效率。

失序違約風險下降，擇優配置增添息收

美國非投資級債違約率 (左)、債券指數*概況 (右)

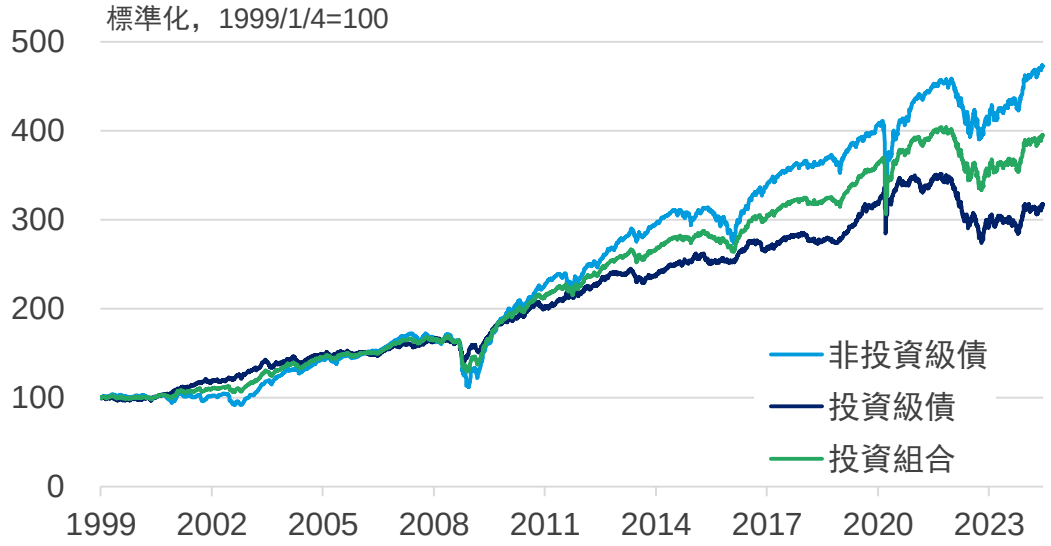


	投資級	非投資級
指數價格	92.07	93.17
票息 (%)	4.20	6.27
YTW (%)	5.39	7.90
到期日 (年)	10.82	4.88
平均信評	A3/BBB1	B1/B2

資料來源：美銀美林，2024/6/4。*指數取自Bloomberg，2024/6/24。

債券組合添收益，長期投資顧風險

債券指數與投資組合長期表現



資料來源：Bloomberg，指數統計期間1999/1/4-2024/6/24。投組由兩債券各50%組成。

議題二　估值優勢：產業機遇

改革優化添長期投資誘因；掌握產業機遇，日本拚矽島再創輝煌。

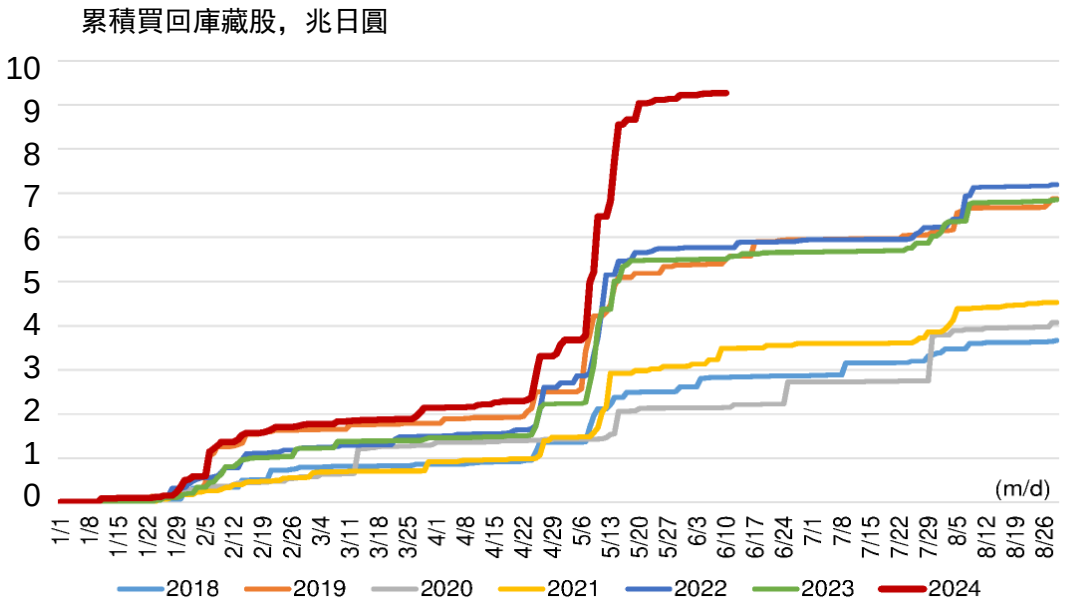
- 改革進行式添魅力，匯率逆風逐步移除
- 掌握產業復興契機，估值調節尚待沉澱

改革進行式添魅力，匯率逆風逐步移除

改革落實：東京證交所推出改革優化政策，持續獲企業落實，今年前五個月，日本上市公司宣布計畫買回規模達9兆日圓，較去年同期大增六成，逼近2023年買回金額9.6兆日圓，日企不斷買回股票支撐股價來回饋股東，下半年動能有望延續，另一方面，企業積極改革、改善股淨比等財務指標、加強資金運用效率，亦扮演吸引外資持續挹注日股長期助力。

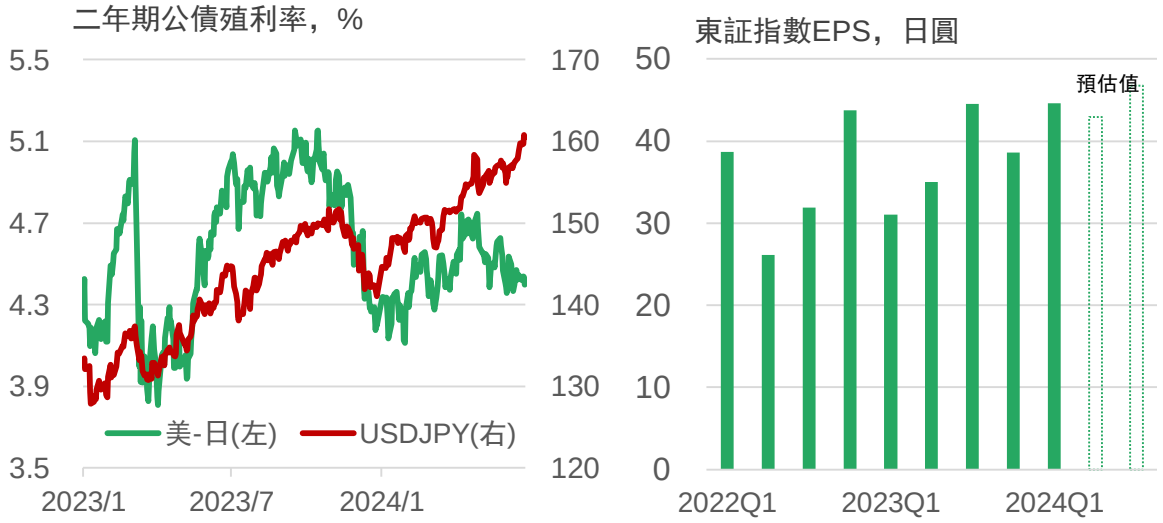
日圓效益：消費疲弱、汽車製造業醜聞帶來雜音，使日本經濟復甦存在不確定性。與此同時，部份工業國家開始轉向寬鬆，為日本貨幣政策立即緊縮帶來限制，藉由干預以維持日圓穩定、優先性高，另一方面，聯準會延後啟動降息，也讓日本前往美國「套利」資金不間斷，日幣弱勢格局尚未扭轉，對日股擾動有望逐步淡化，提供分批布局機會。

日企落實改革，回購支撐價格



資料來源：野村，2024/6/15。

弱勢匯率未改，企業獲利猶可期



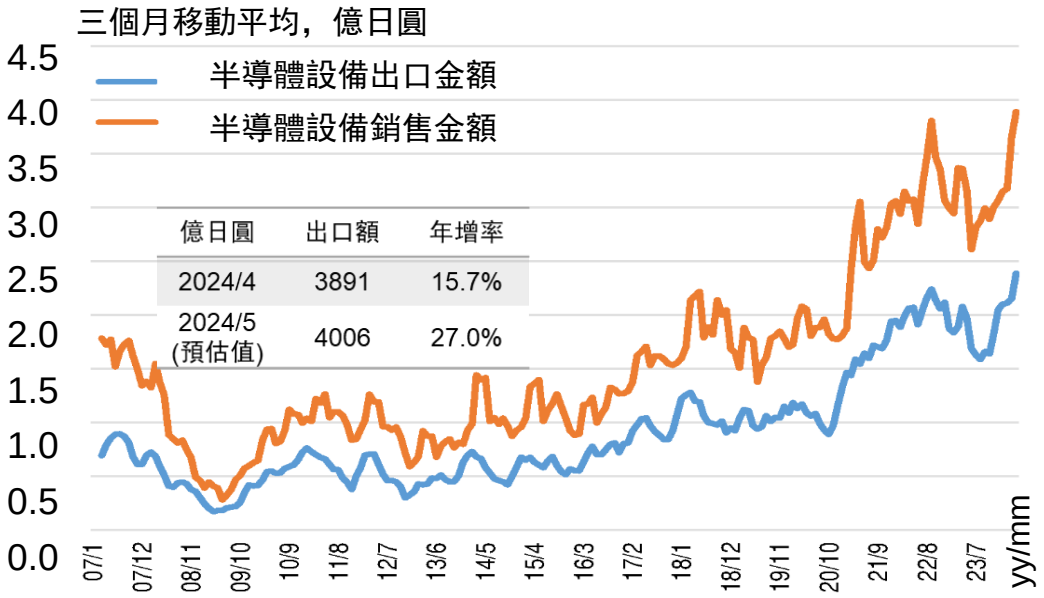
資料來源：Bloomberg，2024/6/27。EPS指每股獲利。

掌握產業復興契機，估值調節尚待沉澱

內外兼收：日本晶片設備銷售於全球市佔率達3成，僅次於美國。人工智慧(AI)發展如火如荼，拉動全球半導體需求，加上供應鏈挪移促成外資赴日投資、形成聚落，設備商內外銷訂單動能持續上行，SEAJ*統計，5月日本晶片製造設備銷售額、首度突破4千億日圓，今年來累積達1.788兆日圓、同創歷史新高。WSTS**上修(6/4)今年半導體銷售額預估，有助持續挹注半導體設備商營收成長。

尚待沉澱：日本挾生產半導體設備與原料優勢，在人工智慧競賽中再次受到關注，日本「矽島」重拾榮光期待，吸引國際資金過去半年，快速且集中流入半導體類股，推升相關指數估值上升幅度已鉅，資金獲利調節壓力增加，日本財務省統計數據顯示(截至6/22)，六月份有二週遭外資賣超，短線震盪攀升，惟長線產業復興、獲利動能未歇利多，有助股價沉澱後回升，長線投資宜留意布局機會。

設備銷售暢旺、訂單滿載無虞



億日圓	出口額	年增率
2024/4	3891	15.7%
2024/5 (預估值)	4006	27.0%

資料來源：SEAJ，野村，2024/6/25。*日本半導體設備協會。**全球半導體製造協會。

估值推升快速，資金動能尚待恢復

資料來源：Bloomberg，2021/2-2024/6。

議題三　掌握趨勢：商機外溢

印度政治擾動落幕，資金有望重新回流，回歸基本面投資價值

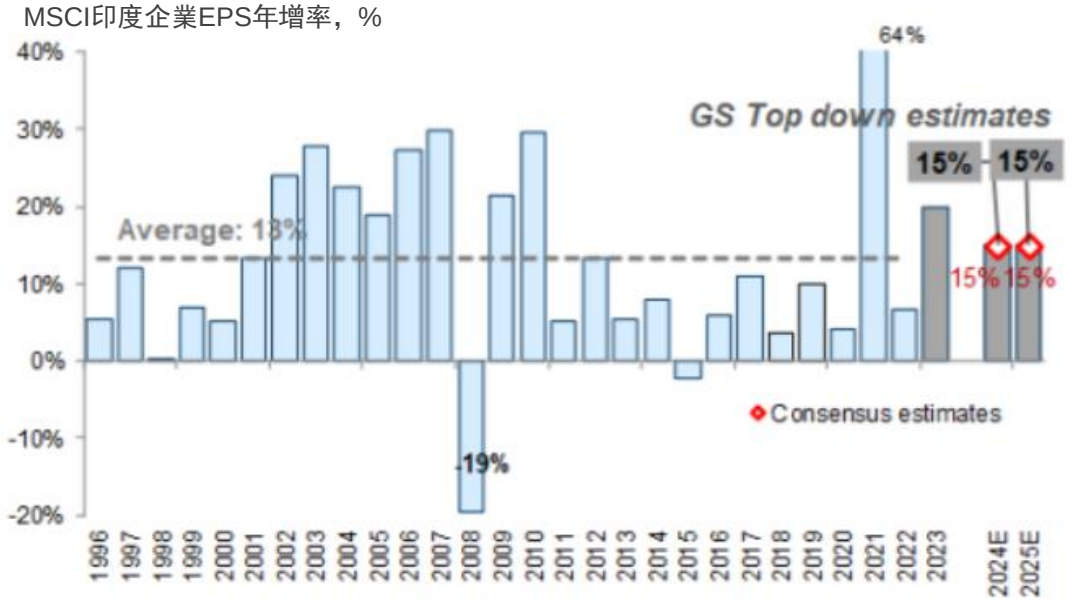
- 企業獲利持續成長，資金動能提供助益
- 服務出口市占提升，諮詢比重逐漸增加

企業獲利持續成長，資金動能提供助益

企業獲利成長動能：印度股市評價面稍具偏高疑慮 (目前本益比約23.3倍，超過過去十年均值兩倍標準差)，企業獲利能否維持成長動能，扮演舉足輕重地位。市場預估，MSCI印度2023財政年度第四季 (2024/1-2024/3) 獲利年增率約16%，未來兩年成長動能有望逾一成 (約15%)，提供後續漲升動能。

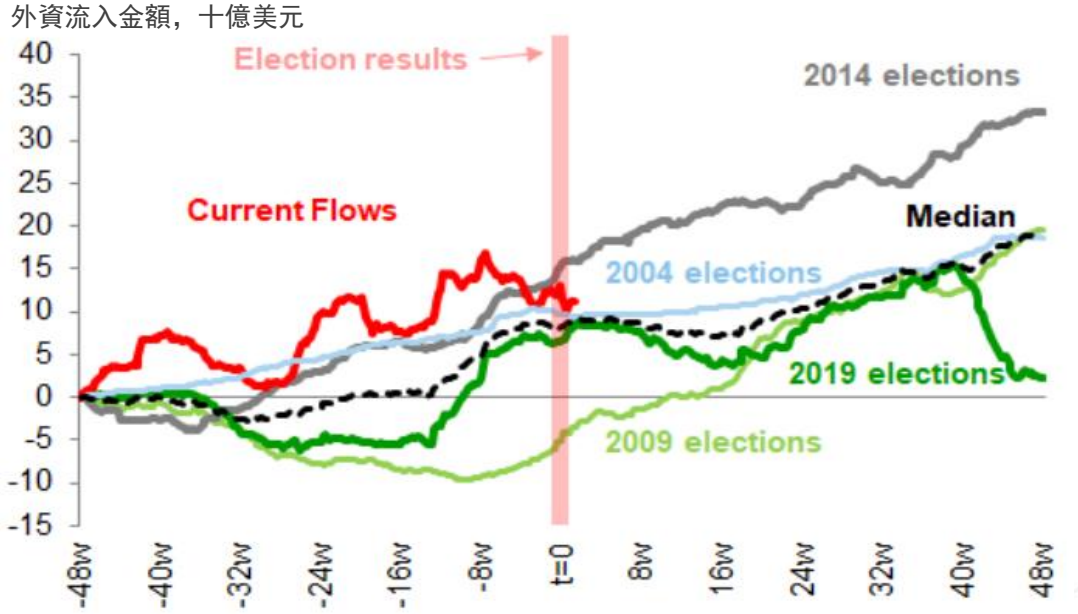
外資買盤回補期待：受政治不確定性因素干擾，外資選前態度觀望，導致今年以來資金呈現淨流出跡象。然而，觀察過去四次國會選舉，隨著結果塵埃落定，不確定性雜音逐漸消除，外資大多出現回流印度股市動向。儘管這次執政聯盟選情不如預期，但考量莫迪續任總理，內閣成員、政策主軸未見大幅變動，有望複製過往買盤回流經驗 (過去兩週已流入30億美元)。

印度企業獲利成長動能逾一成



資料來源：高盛，2024/6/14。

選後外資買盤有望回流



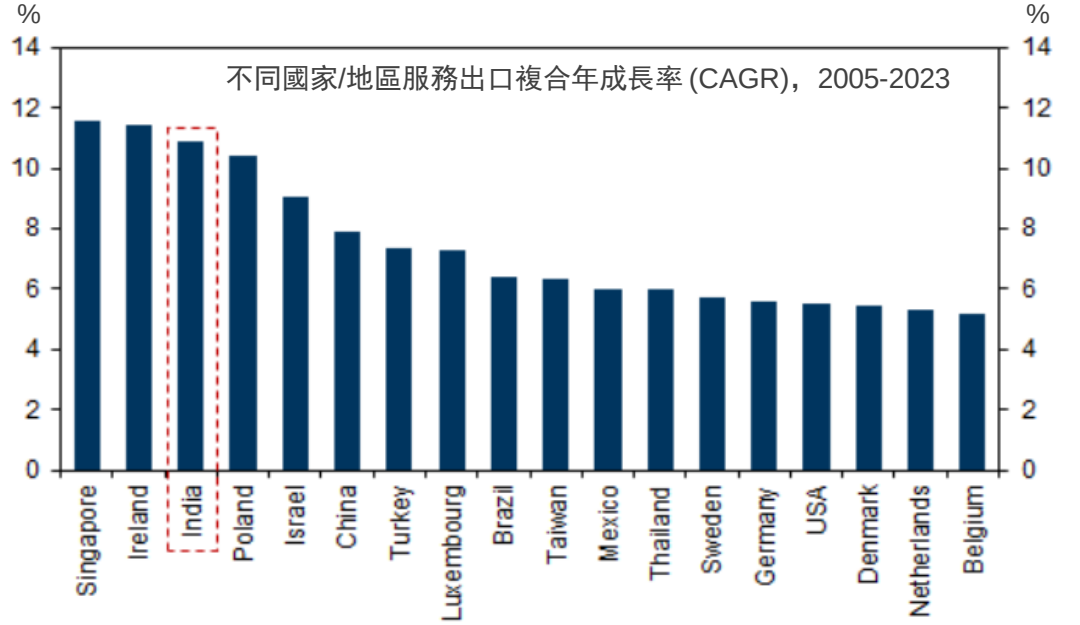
資料來源：高盛，2024/6/14。

服務出口市占提升，諮詢比重逐漸增加

服務出口成長動能：全球服務出口自2005年的2.8兆美元，增加至2023年的7.3兆美元，年複合成長率5.5%。其中，印度自530億美元增加至3380億美元，年複合成長率約11%，遠高於全球增速逾二倍，在主要國家/地區中，僅次於新加坡、愛爾蘭，排名第三。同期間，市占率從2005年不到2%，上升至去年的4.7%。

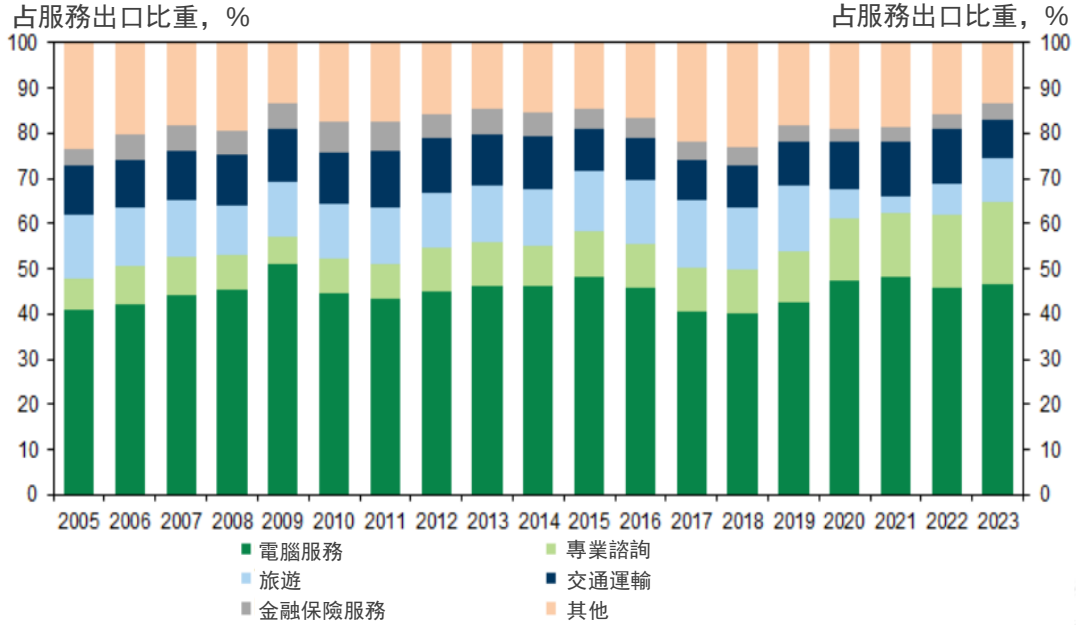
專業諮詢比重增加：相較於電腦服務穩定占服務出口約一半，專業諮詢領域受惠於當地政府推動的全球能力中心 (global capability centres，GCCs，運用人工智慧、機器學習和物聯網的專業知識，推動創新和數位轉型)，比重較2005年增加約11個百分點，至18.3% (年複合成長率17%)，未來重要性有望續增。

印度服務出口快速成長



資料來源：高盛，2024/4/17。

專業諮詢占服務出口比重漸增



資料來源：高盛，2024/4/17。

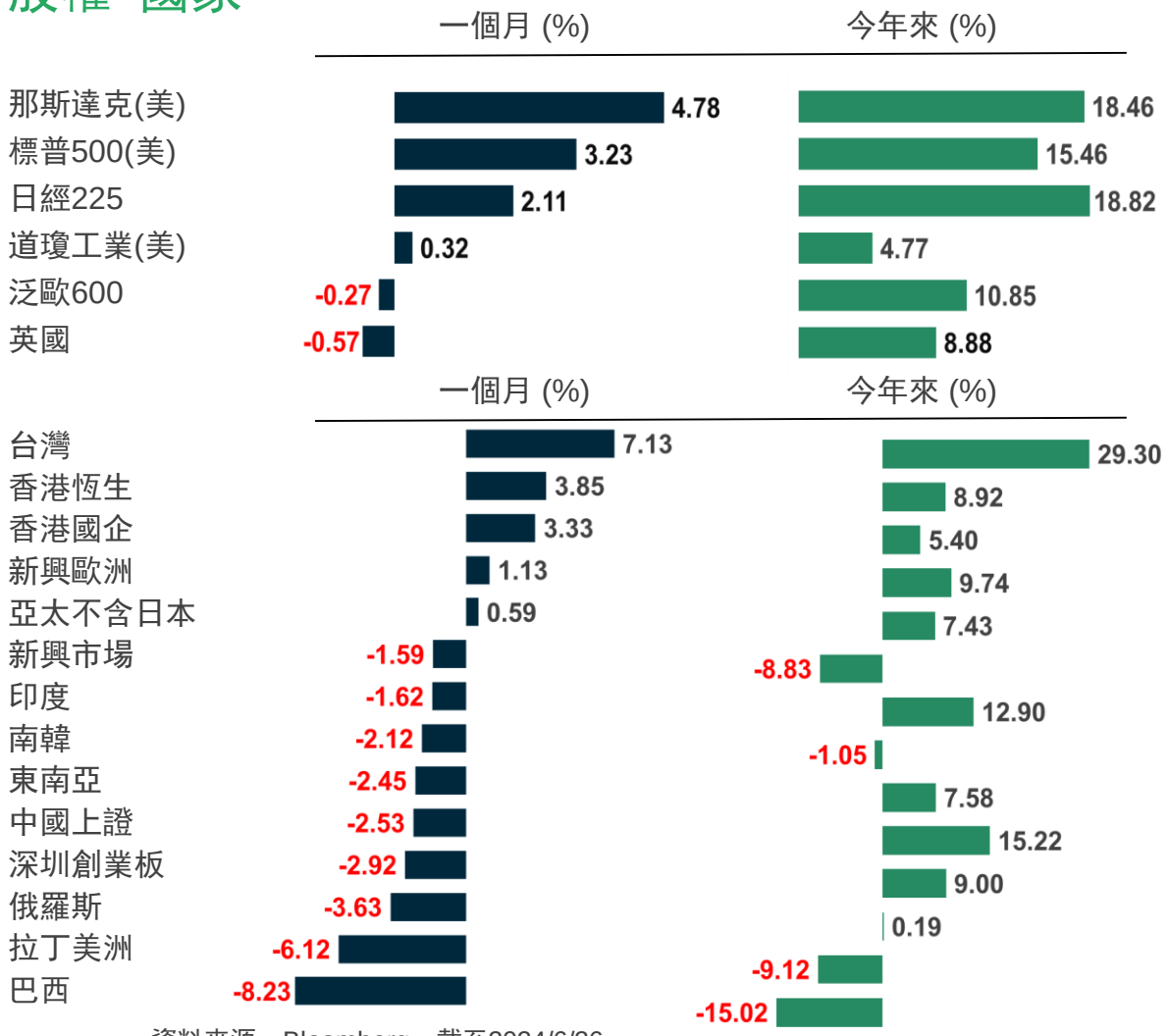
附錄

– 金融市場主要指數表現: 股 (國家/產業)、債、匯

金融市場主要指數表現

股權-國家

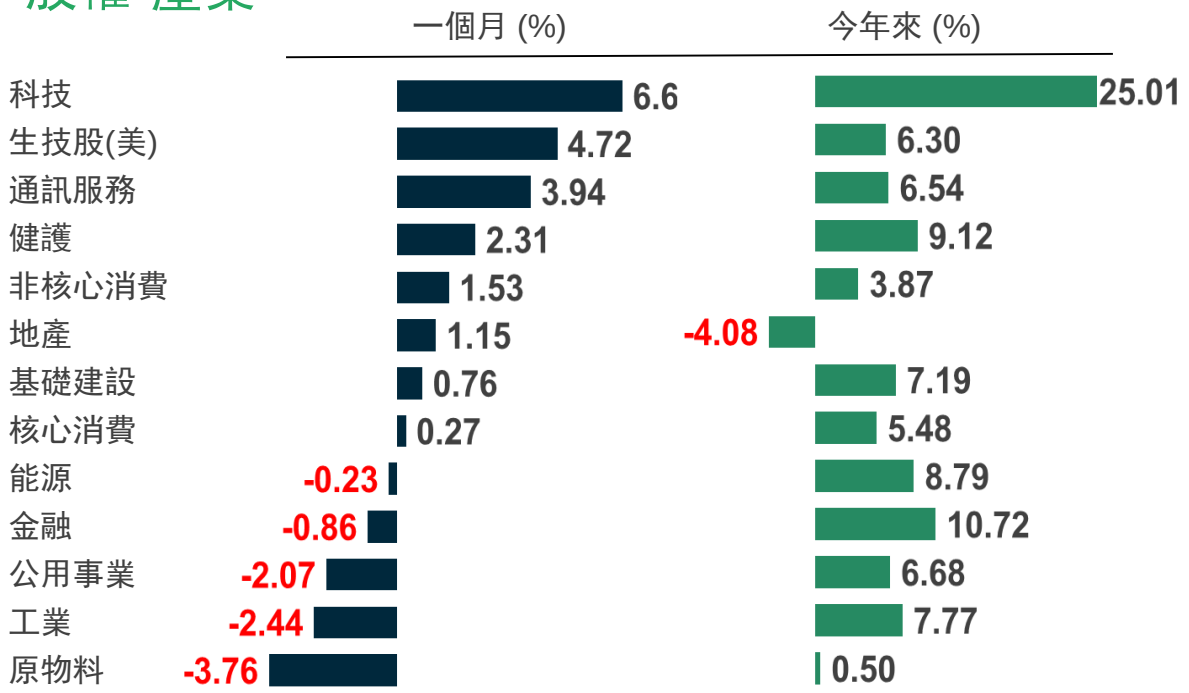
股價指數原幣報酬



資料來源：Bloomberg，截至2024/6/26。

股權-產業

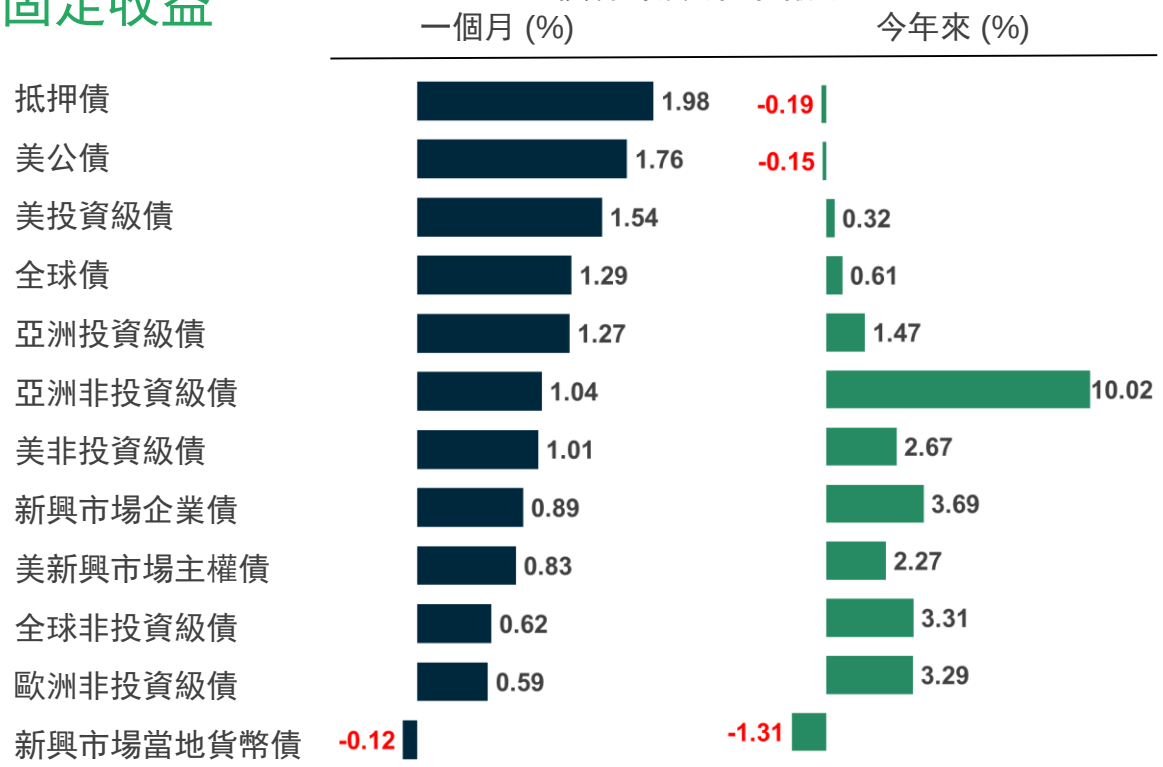
股價指數原幣報酬



金融市場主要指數表現

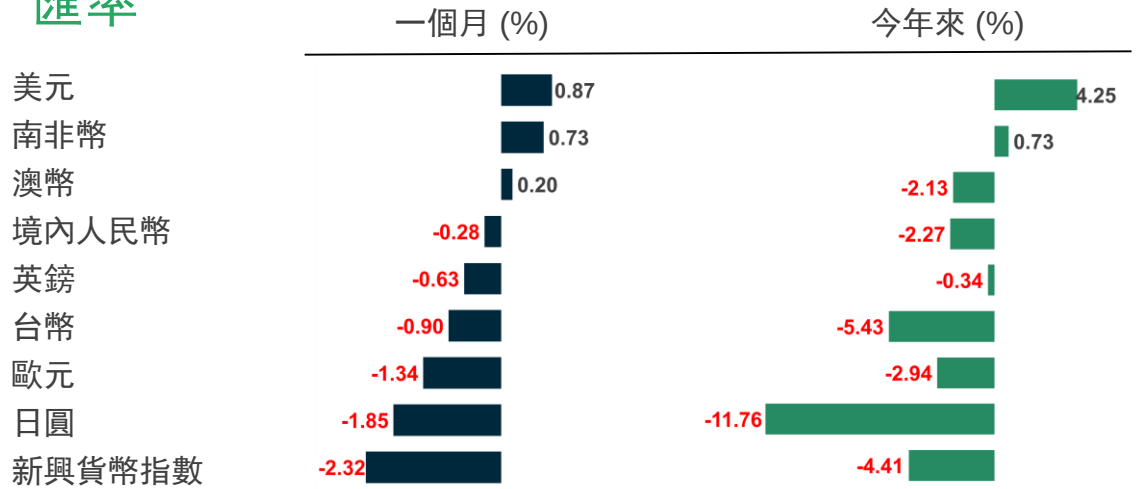
固定收益

債券指數原幣報酬



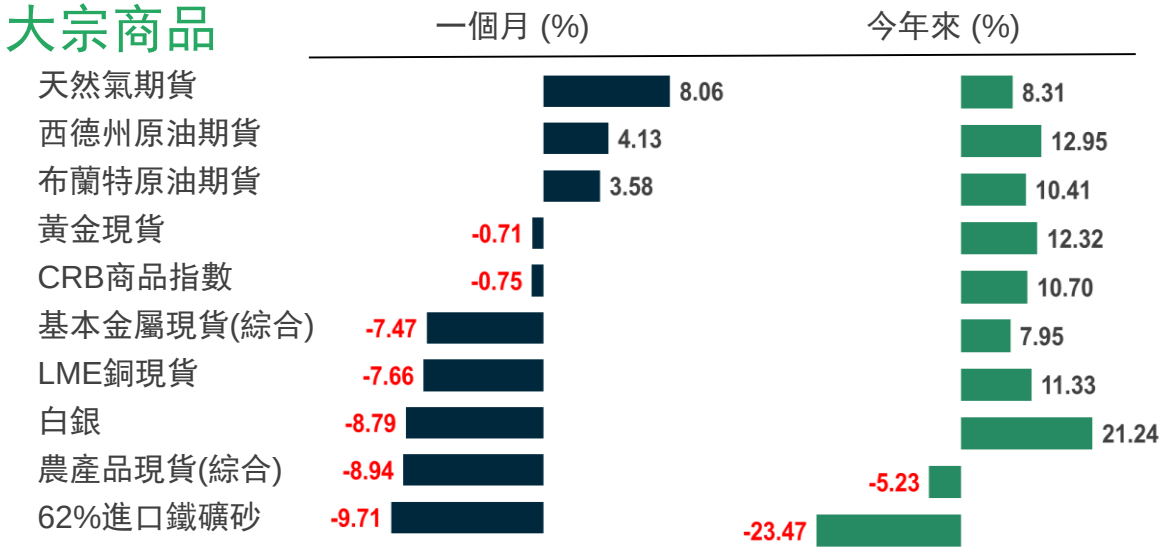
匯率

主要貨幣兌美元升貶值幅度



大宗商品

期貨/現貨報酬



資料來源：Bloomberg，截至2024/6/26。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”）提供理財客戶**及媒體記者**之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議， 且在本報告撰寫過程中， 並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。

本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，包括可能發生投資標的跌價、匯兌損失所導致之本金虧損，或投資標的暫停接受買回及解散清算等風險，其最大可能損失為損失所有投資本金。投資人已瞭解信託財產運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用（含分銷費用）、基金特色或目標等資訊(包含但不僅限於基金之ESG資訊)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知。（可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站http://newmops.tse.com.tw或基金資訊觀測站及ESG基金專區查詢www.fundclear.com.tw)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%) ，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。