

2024/06/01

## Team

第一組

# 基金配置

## Mentor

許瑋恒、葉品良

# 環球多資產策略基金

## Members

王怡婷、陳廷昱

黃品文、曾順偉

吳以柔、林大為

# Contents

<b>1</b>	重大事件分析	p.3
<b>2</b>	投資策略	p.5
<b>3</b>	債券市場	p.8
<b>4</b>	股權市場	p.11
<b>5</b>	回測分析	p.15
<b>6</b>	總結	p.25

# 結論

---

# 2024 全球景氣正式落底迎向復甦行情，投組採 7:2:1 配置

## 全球總體經濟展望

### 全球景氣

- 據 IMF、OECD 指標世界各國皆已步入復甦行情，預計下半年開始降息，然歐美兩大經濟體走勢分歧
- PMI 顯示美、歐、日、印等製造業皆已築底轉折，**Global PMI 自今年起連續四個月回歸擴張區間**

### 投資邏輯

- 各國總經系統性風險猶存且情勢不一致，**因此採佈局全球股、債、與原物料之 ETF 做風險分散**
- **展望現行局勢，股市偏好加碼美日、持有歐印，債市選擇美高收益債、德國公債，原物料加碼銅**
- 由歐美兩大經濟體展開，按未來總經可能走勢，將基準投組再針對四種情境 (象限) 做投資組合微調

## 債市、股市展望

### 股市

- 受惠下半年美 AI、廣告等獲利成長、日半導體需求持續上修，預計 XLC、2644.JP 兩檔 ETF 將持續在今年為本投組帶來動能。
- 以價值型產業組成的歐 ETF EUSC 及歐美低相關的印 ETF Nifty Auto 則可做投組防禦型股權部位

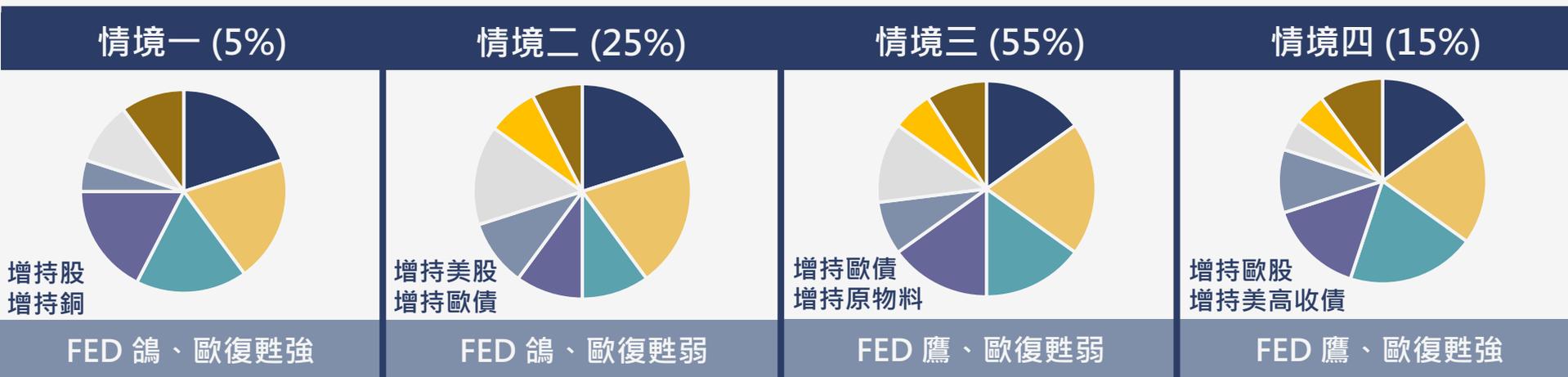
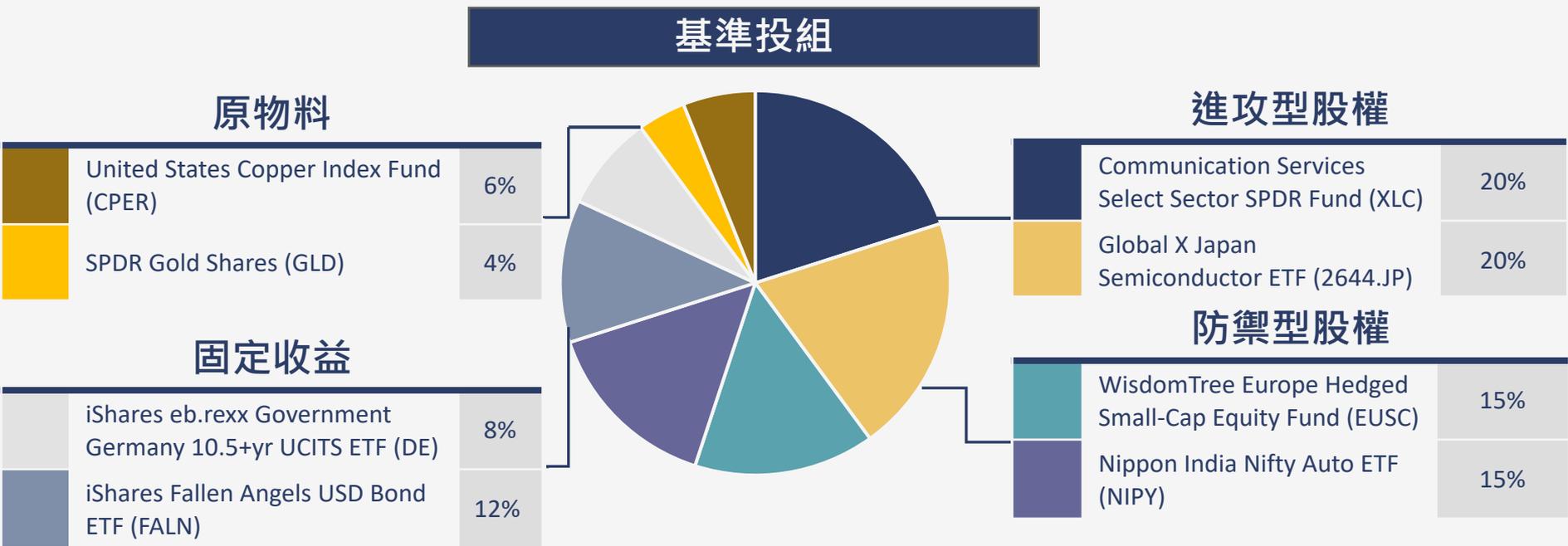
### 債市

- 歐元區去通膨進度優於美國，**預計今年六月開始降息**，考慮德國公債擁有高信評，且近幾個月 PMI 不如預期，更適合作為避險部位持有
- 美國通膨僵固，然公司財務狀況穩健，**且債務違約率達歷史低點，短天期之高收益債具吸引力**

## 投資組合配置建議

- 據 PGIM 專業經濟學家研究實證指出，近期政府實行「自主性」貨幣政策，**形成股債間呈正相關，彼此間並沒有避險效用，需配置其他類避險資產以降低投組波動**
- **本組認為，經濟情勢將走向於投組三，聯準會降息兩碼以下；歐元區復甦緩慢的配置策略，為我們推薦的最佳標的。**

# 以基準投組為核心，針對四種情境依序做出投組微調



# 重大事件分析

---

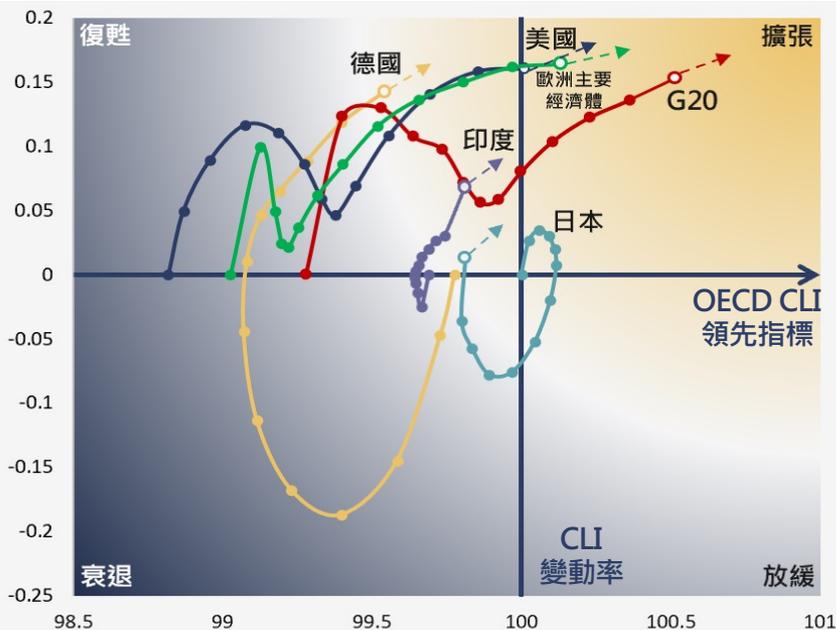
# 總經回顧

- 1 全球景氣復甦
- 2 各國板塊重大事件

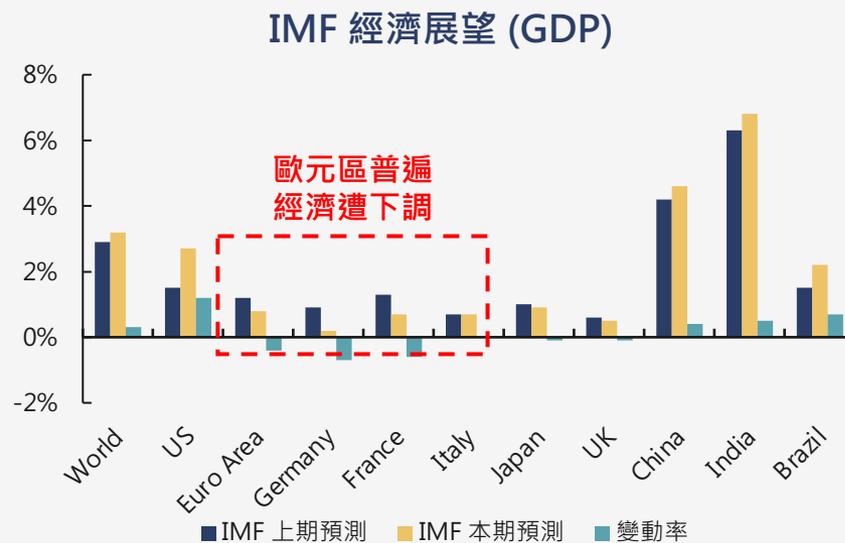
# 2024 全球景氣正式落底迎向復甦行情

- 據 OECD 領先指標亦顯示，目前各大經濟體皆走向復甦行情，預計全球主要央行進入降息循環，且目前展望正向，多數成熟國家暫無經濟衰退風險。
- 據近期 IMF 4 月最新經濟展望，再次調高今年度全球整體 GDP 預期，顯示美國經濟軟著陸情境及新興市場等全球復甦行情優於先前預期。
- 然而歐元區 GDP 預期遭調低，顯示復甦行情不如預期，整體呈現弱復甦態勢，美歐兩大經濟體走勢分歧。

## 美德日印等主要經濟體皆已脫離衰退區間



## 全球復甦上調，美歐兩大經濟體走勢分歧



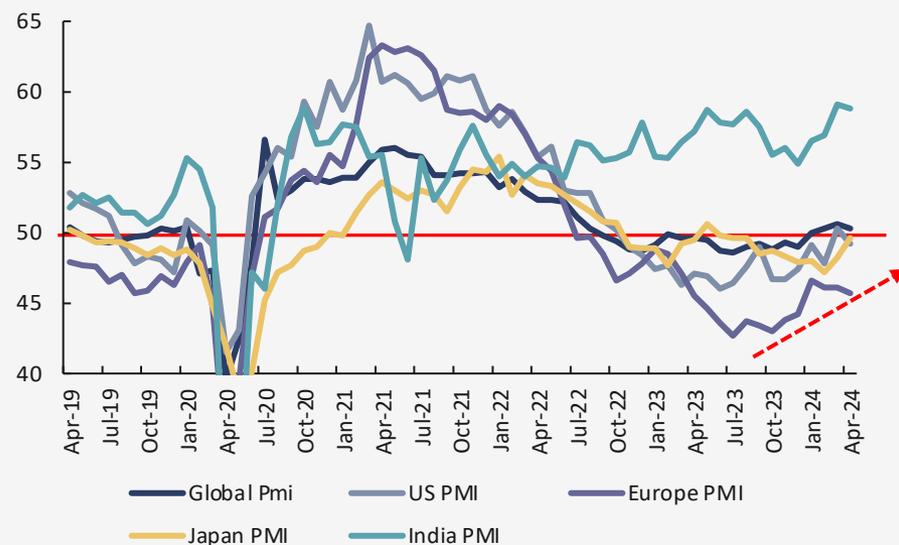
## 銅金比、PMI 等領先指標皆顯示景氣正重回軌道

- 若觀察具備領先指標的原物料，近期銅金比開始反轉向上，顯示過去整體避險需求逐漸降低，工業復甦重新帶動銅的需求上升，重啟製造業新一輪循環。
- 製造業方面，各國經理人整體對未來趨勢逐漸樂觀，開始看好未來景氣復甦，製造業 PMI 止跌轉折向上，Global PMI 從今年初已連續 4 個月正式突破 50，重回擴張區間。
- 整體而言，各國景氣皆落底向上，然復甦步調不一，由美國不斷延後降息，歐盟 PMI 回升不如預期等等可知各國總經風險猶存，因此須採全球配置以進一步降低市場系統性風險。

### 銅金比反轉向上，顯示景氣開始復甦



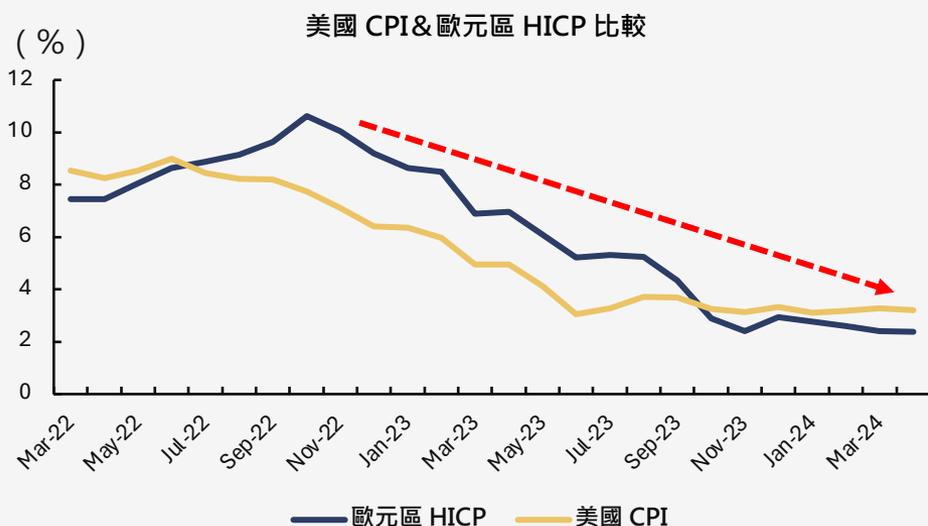
### 經濟復甦，各國製造業 PMI 止跌轉折向上



## 美歐通膨黃金交叉，ECB 將較 FED 提早進入降息循環

- 自 2023 年 10 月以來，歐元區調和物價指數 HICP 正式與美國 CPI 黃金交叉，相較於美國通膨，歐元區通膨下降趨勢抵定，降息路徑相較美國更為明確。
- 有別於美國經濟成長強勁，歐元區仍處於緩慢的經濟復甦階段，雖 1Q24 GDP 數據高於原先預期，但 IMF、OECD 等最新預測仍下修歐元區 GDP 展望。
- 由於整體的景氣緩步的回溫中，再加上通膨壓力有望更加地舒緩，預期 ECB 將於年中展開預防性降息，並且高利率環境鬆動，或將繼續提振歐元區整體的景氣回溫。

相較於美國，歐元區通膨放緩程度趨於穩定



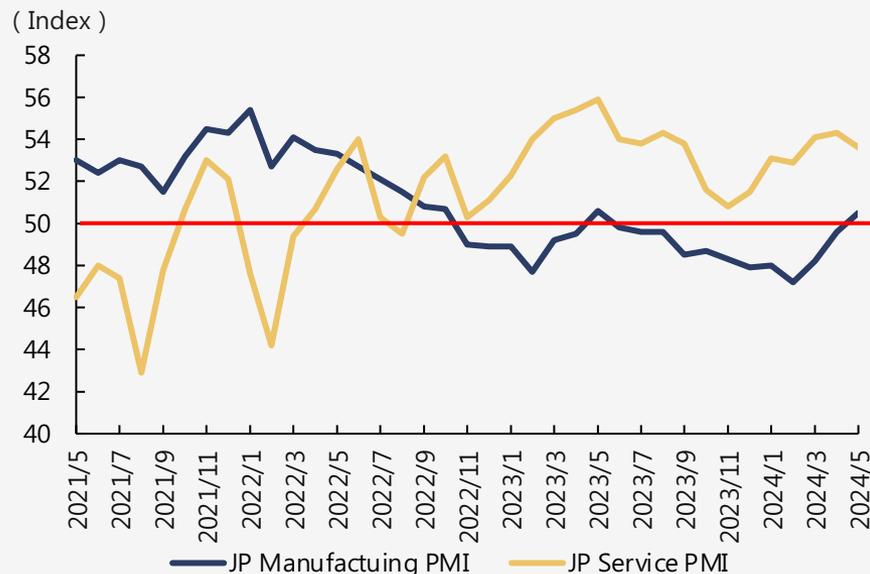
通膨驚奇指數顯歐元區將早於美國降息



# 日本製造業復甦強勁，5月PMI創新高，企業淨利潤大增

- 日本5月份製造業PMI升至50.5，突破榮枯線大關，為一年來首度擴張，其中，生產指數回升至48.1，新訂單指數放緩幅度亦為過去10個月以來最小。整體而言，顯示當前日本工業生產、景氣仍持續改善復甦。
- 23財年日本上市製造業企業淨利潤因提價、銷量增加和日元貶值同比增長約20%，截至24年5月，東證Prime市場上市約170家企業財報顯示，製造業淨利潤增長23%，達14.8萬億日元，首次超過非製造業，將促進經濟活力並有望推動加薪及就業。

## 日本5月份製造業PMI升至50.5



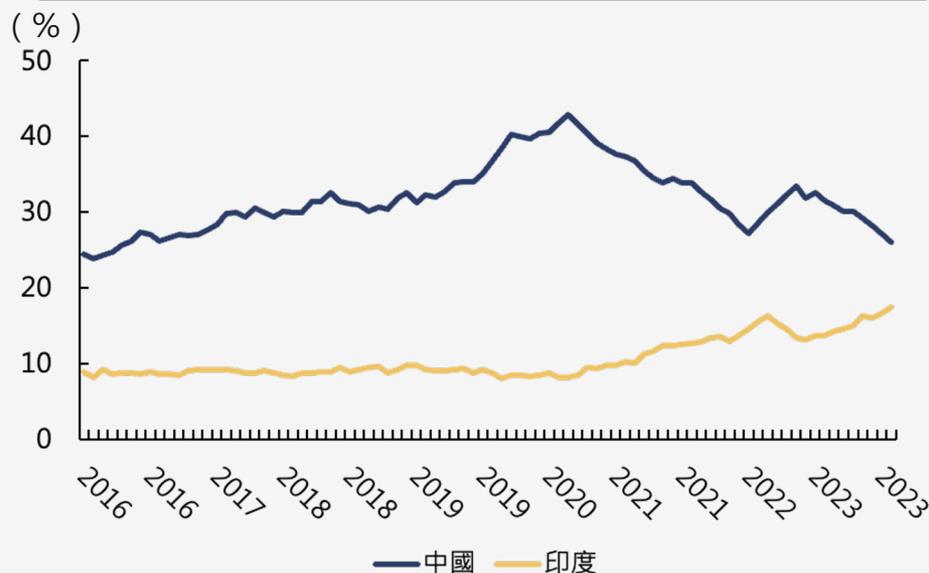
## 受惠銷量增加，製造業利潤超越非製造業



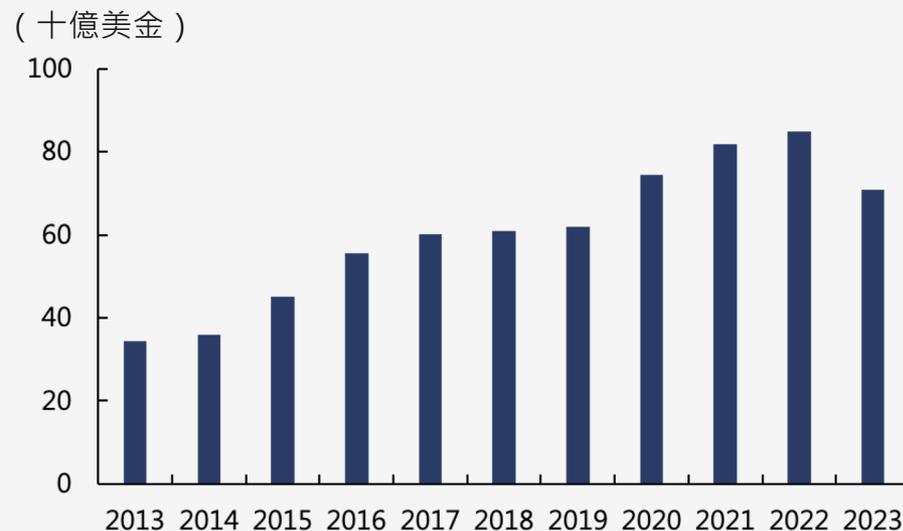
## 預測印度經濟成長將超越中國，MSCI 權重調高與中國拉近

- 研究預估印度經濟成長將在 20 年代末期加速至 9%，視為競爭對手的中國則會放緩至 3.5%，預測印度在 28 年超越中國的經濟成長。
- 經 MSCI 公布最新全球標準型指數季度調整結果，印度在該指數之權重由 17.9% 調高至 18.2%，創下歷年新高。相反中國權重則由 26.6% 降至 25.4%，顯示兩國差距逐漸拉近。
- 23 年 FDI 約為 700 億美元，相較於 22 年減少了 144 億美元。23 年全球 FDI 扣除大量成長的荷蘭、盧森堡，整體 FDI 下降 18%，全球投資受經濟不確定性減少投資進而影響印度 FDI。

### 印度與中國 MSCI 指數差距拉近



### 印度 FDI 短期受利率高企壓抑，但長期仍看俏



# 投資策略

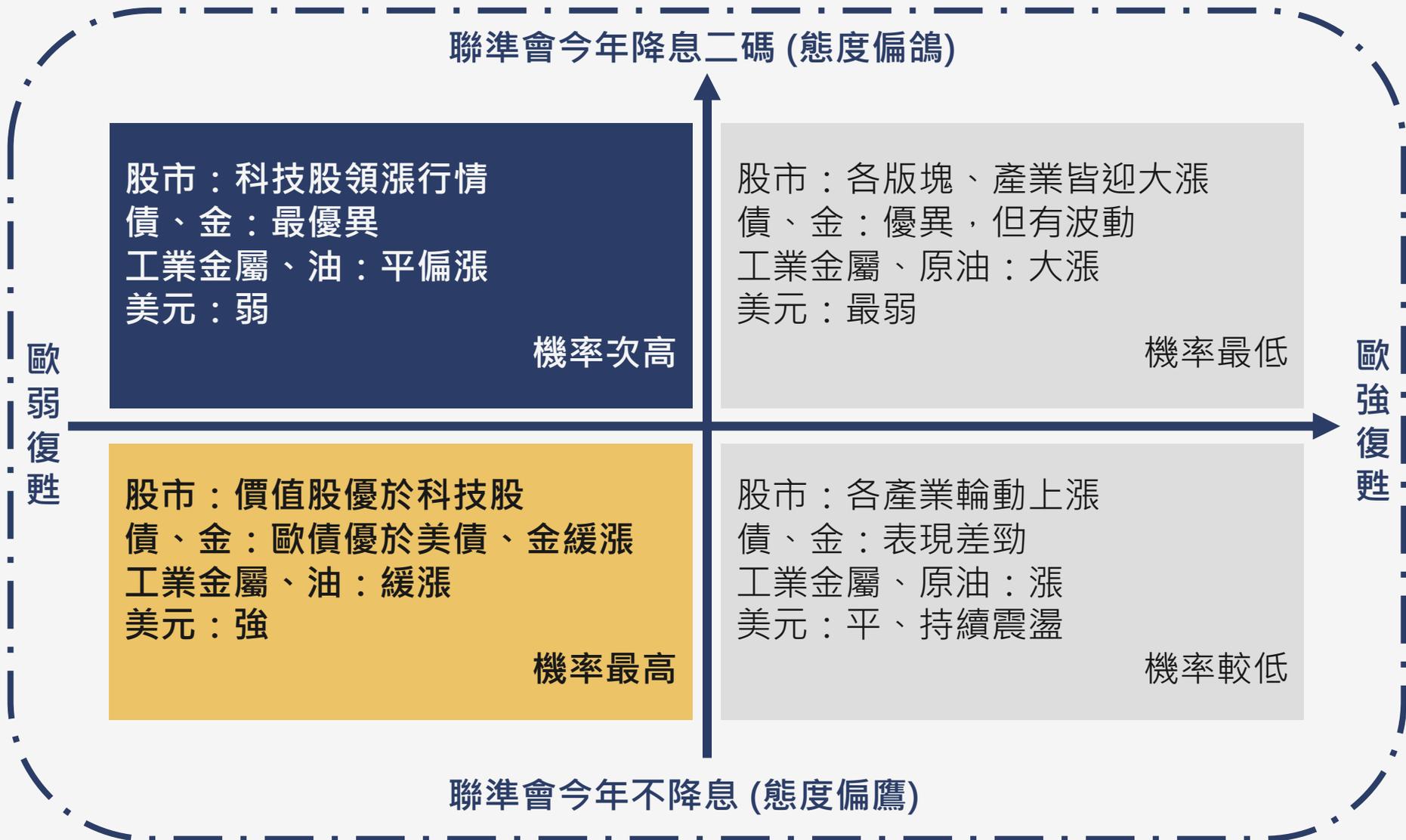
---

# 投資策略

**1** 投資邏輯

**2** 標的推薦一覽

# 美歐兩大經濟體走勢分歧，四大象限拆解本組投資策略



# 各版塊投資標的預測總表

股票地區	觀點	理由
美國股市	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>經濟、勞動市場、企業表現強勁，表現優於其餘成熟市場</li> <li>市場已消化 4 月經濟數據惡化情緒，仍看好未來美國股市擁有超額報酬</li> </ul>
歐洲股市	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐盟、英國等通膨持續降溫，央行降息路徑明確，PMI 及信心指數轉佳</li> <li>整體經濟復甦進程緩慢，看好醫療、必要性消費價值股表現空間</li> </ul>
日本股市	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>為改善公司治理推出的許多改革持續有利股市，企業獲利逐漸改善</li> <li>產業首推日本半導體，看好政府積極投入及未來 AI 趨勢，評價具吸引力</li> </ul>
新興市場	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>FED 降息延後，美元指數高點震盪，對新興市場經濟壓力持續</li> <li>中國近期前景具不確定性，對印度、印尼、韓國等前景更加樂觀</li> </ul>
政府公債	觀點	理由
美國公債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>經濟數據二度反轉，大幅提升降息幅度及時點不確定性，不利公債表現</li> </ul>
歐元區公債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨持續下行，央行態度溫和，預期將於六月展開首次降息</li> <li>尤其看好德債，主因為近期經濟成長疲軟，支撐德債殖利率走低</li> </ul>
日本公債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本總經局勢迎來解構性改變，支撐日本央行於下半年持續升息</li> </ul>
新興市場債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>評價雖具吸引力，然而受美國通膨僵固致使美元走強，不利於新興市場發債者，持保留態度。</li> </ul>

# 各版塊投資標的預測總表

信用債	觀點	理由
投資等級債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場近期過度追逐風險，利差收斂使得投資回報較無吸引力</li> <li>因此建議配置風險調整後利差較高債券如能源、公用事業等</li> </ul>
高收益債	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本面回穩，公司財務狀況穩定，雖評價偏高，然而現今高殖利率之短天期的<span style="color: green;">高收益債</span>具投資吸引力。其中我們首推<span style="color: green;">墮落天使債</span></li> </ul>
原物料	觀點	理由
黃金	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>雖近期持續創高，然美元價格持續高位將壓抑黃金價格，給予保守評價</li> </ul>
原油	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>雖需求回穩為今年油價提供支撐，然考量 11 月美國總統大選，油價走高誘發的通膨將不利拜登政府，加上 4 月以來地緣政治風險下降，評價中立</li> </ul>
銅	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>景氣復甦，且電動車、AI、再生能源等新科技對銅用量皆有所提升</li> <li>短期供給面雜訊頻出，預期今年起將呈供給缺口，為我們首推的原物料</li> </ul>
外匯	觀點	理由
美元	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>美國經濟保持強勁，然而近期勞動市場數據有所放緩，市場對第一次降息時間點仍不明確，因此對美元採中立態度</li> </ul>
歐元區	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>ECB 較 FED 更早展開降息循環，從今年經濟成長放緩以及通膨將溫來看，為 ECB 對貨幣政策將於近期轉為更鴿派的立場</li> </ul>
日圓	● ● ● ● ●	<ul style="list-style-type: none"> <li>預計下半年將持續升息循環，然而近期實質薪資、GDP 等數據劣於預期，為 BOJ 提供保持 QE 理由，因此目前認為日圓套利空間有限</li> </ul>

# 債券市場

---

# 美國

- 1 美國總經概況
- 2 美國債券 – 墮落天使債

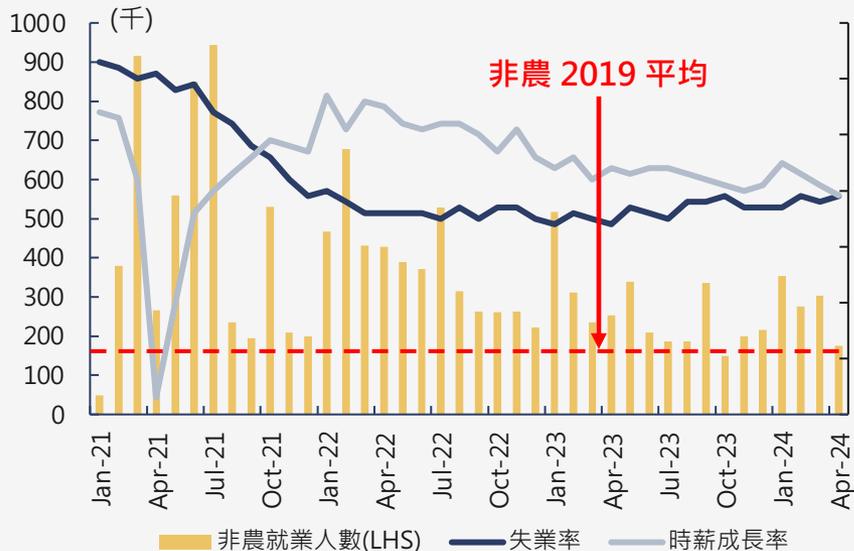
# 美國勞動市場降溫，轉為均衡態勢，然通膨仍存上修風險

- 4 月非農增加 17.5 萬人，落在長期平均 15 ~ 20 萬區間，且工資增速減緩，顯示勞動市場由一月初的過熱轉為均衡。
- 過去兩年，商品通膨降溫一直帶動美國整體通膨降溫之最大主力，若商品通膨回溫，加上僵固性的租金通膨將不利於 FED 未來降息。

## FED Watch 顯示市場預計 12 月將首次降息

MEETING DATE	475-500	500-525	525-550
2024/6/12	0.00%	0.00%	99.10%
2024/12/18	27.40%	43.50%	22.30%
2025/3/19	34.20%	28.10%	9.20%

## 就業市場由一月初過熱轉為均衡



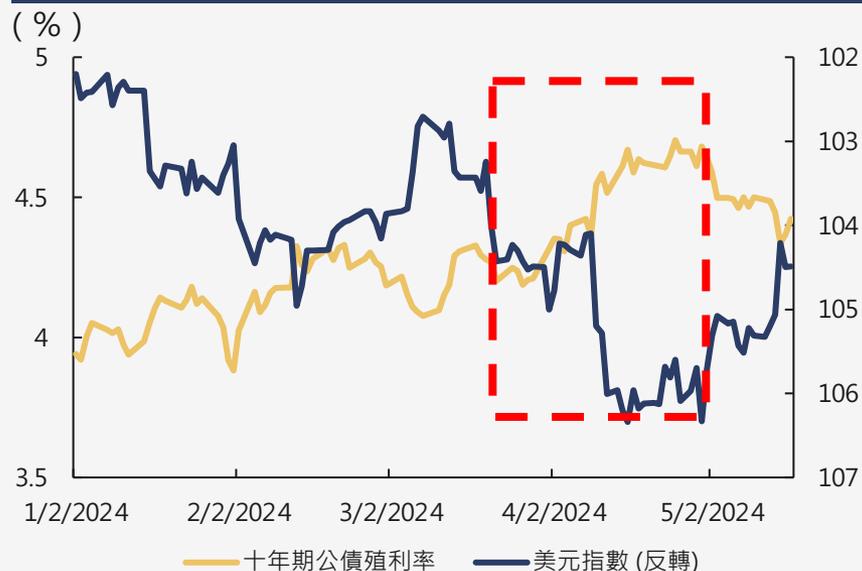
## 受物價指數影響，PMI 於榮枯線區間震盪



## 美國經濟韌性超乎想像，多次推遲降息預期不利佈局美國公債

- 受 4 月經濟數據數據全面惡化影響，儘管目前通膨走勢大致符合預期，然相較 3 月 FOMC 會議的經濟預測，市場已反應將今年 3 次降息的預期收斂至 1-2 碼，從最早 6 月首次降息推遲至最早 9 月降息，為今年以來市場第二次對利率的重新訂價。
- 由利率期貨所預測的聯邦基金利率顯示，今年初第一次降息重定價，從原先的最快三月降息預期推延至六月，近期的再次推延顯示美國通膨降溫道路崎嶇，具利率風險的長天期公債仍並非目前最佳的債券選擇。

### 4 月經濟數據惡化再次推升公債殖利率



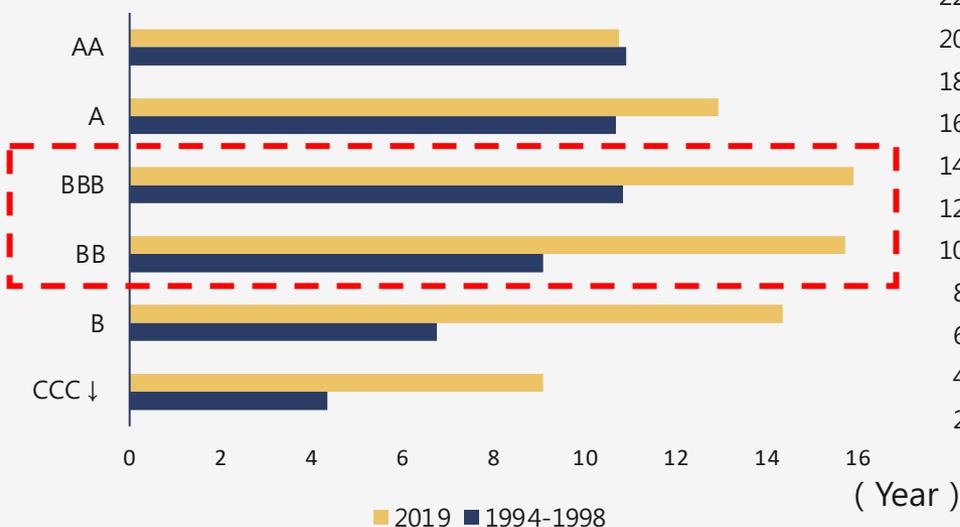
### 利率期貨顯示市場今年第二次降息重定價



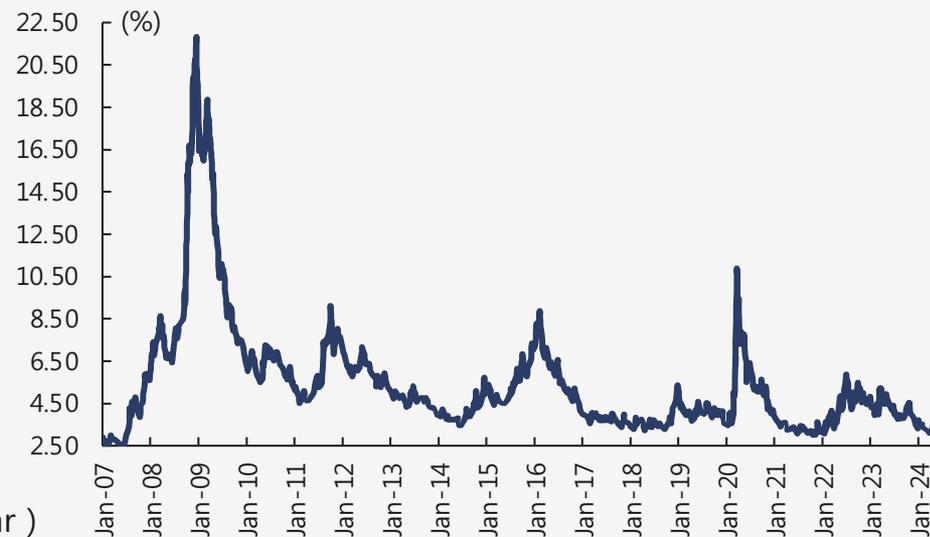
## 中等評級債券在暫停升息後報酬表現較佳，適合短天期投資

- 過去暫停升息後的年份，美中等評級公司債報酬表現最佳，加上目前美國經濟穩健成長，高收益債券利差處在歷史區間低點，短期內違約風險大幅降低，因此佈局中短天期高收益債券是較合適的選擇。
- 基於美國股、債市現行之最大尾部風險為通膨僵固、降息路徑不明確，因此本組挑選墮落天使債券 ETF，其特色為投資標的集中於 BB 評等公司債，在高收益債券類別中屬於風險較低相對保守的類型，且不論何時降息，皆有超過 7.4% 的穩定報酬率。

### 升息結束後 BB 級債券年化報酬表現最優異



### 高收益債券利差現已收窄至歷史區間低點



## iShares 墮落天使美元債券 ETF 〈FALN〉

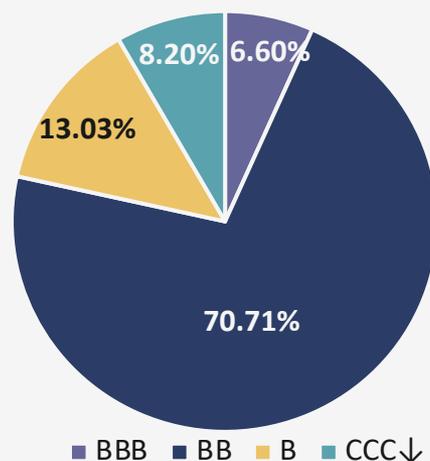
## 基本資料

成立日期	2016/06/14 (8年)
規模	1,624.44 (百萬美元)
持有檔數	186
管理費用	0.44%
成交量	724,685
存續期間	4.84

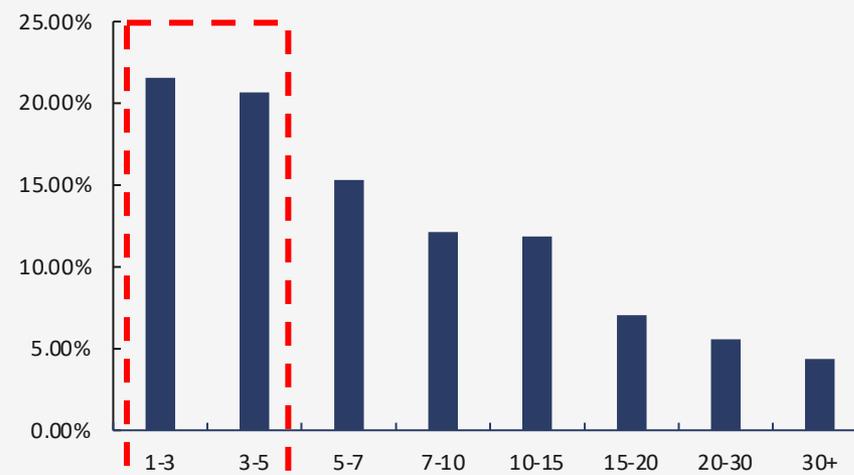
## 風險報酬

到期收益率	7.42%
近3年年化報酬率	2.08%
3年年化標準差	8.64%
3年 Beta	0.41

FALN 整體持股集中於 BB、BBB 評等債券



FALN 持有中短天期公司債券為主



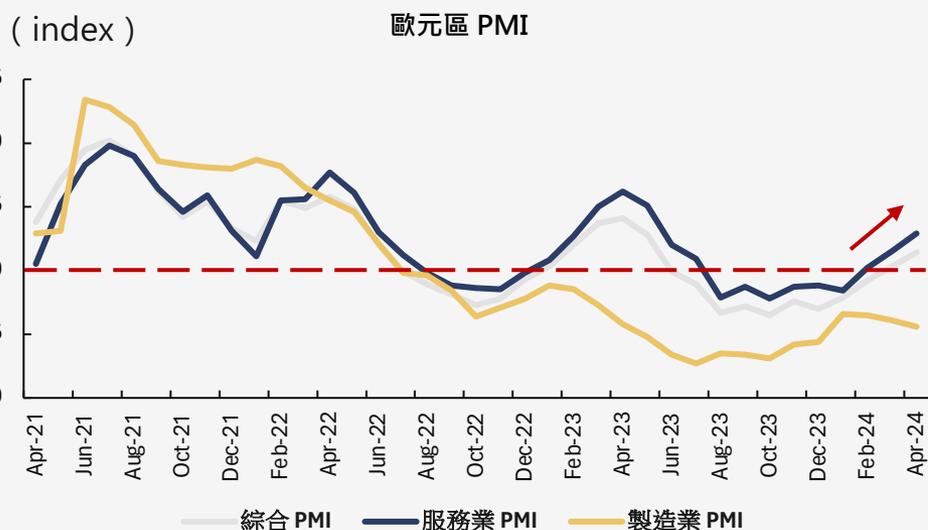
# 歐元區

- 1 歐元區總經概況
- 2 標的選擇 – 德國公債

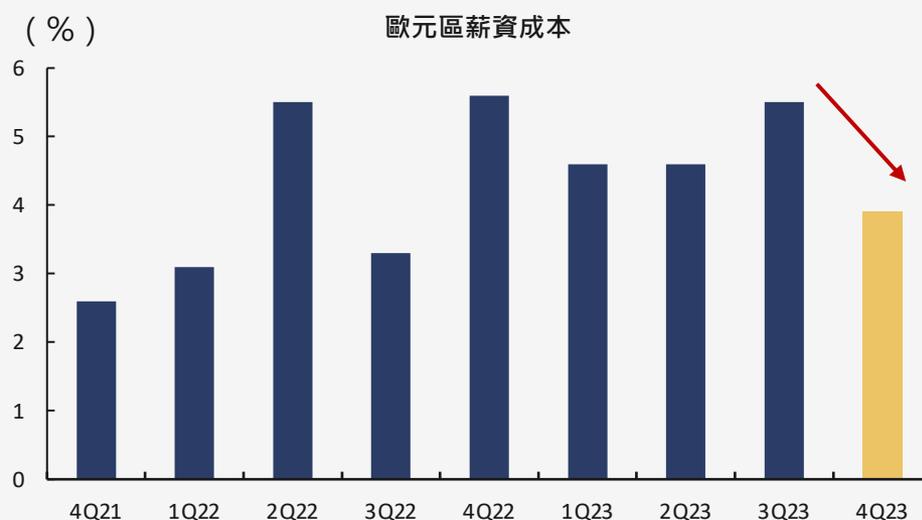
## 薪資壓力減輕，受惠於服務業表現強勁下，經濟活動復甦

- 歐元區 4 月綜合 PMI 相較於前值增加為 51.4、服務業 PMI 持續擴張至 52.9，而製造業 PMI 則是略低於前值為 45.6，顯歐元區整體經濟活動復甦
- 歐元區 4Q23 的薪資成本下調，年增率為 3.90%，決策者說明將繼續關切 1Q24 薪資成本的表現，預計薪資壓力從今年開始將會減輕
- 雖製造業表現仍不盡理想，不過受惠於服務業表現強勁以及歐元區薪資壓力將放緩下，歐元區整體經濟活動正在逐步復甦中

### 歐元區綜合 PMI 表現顯經濟勢頭正在增強



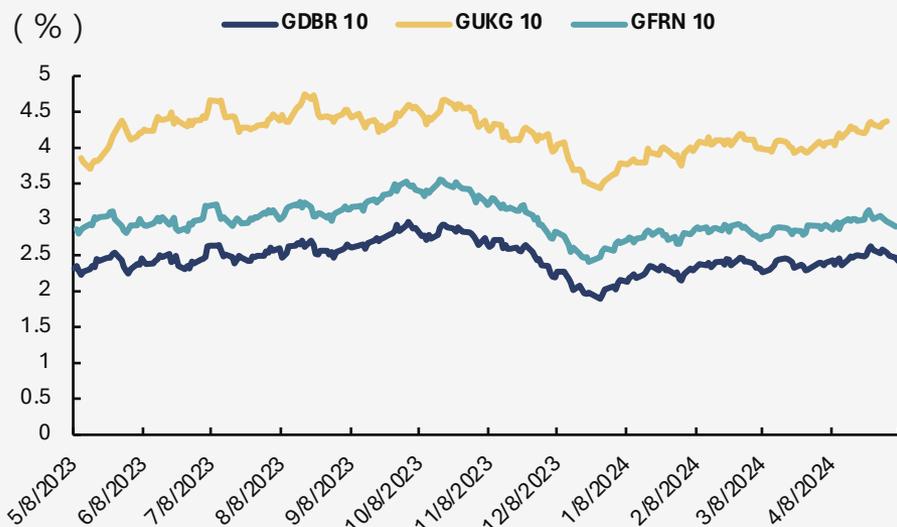
### 歐元區薪資壓力放緩 有助於經濟復甦



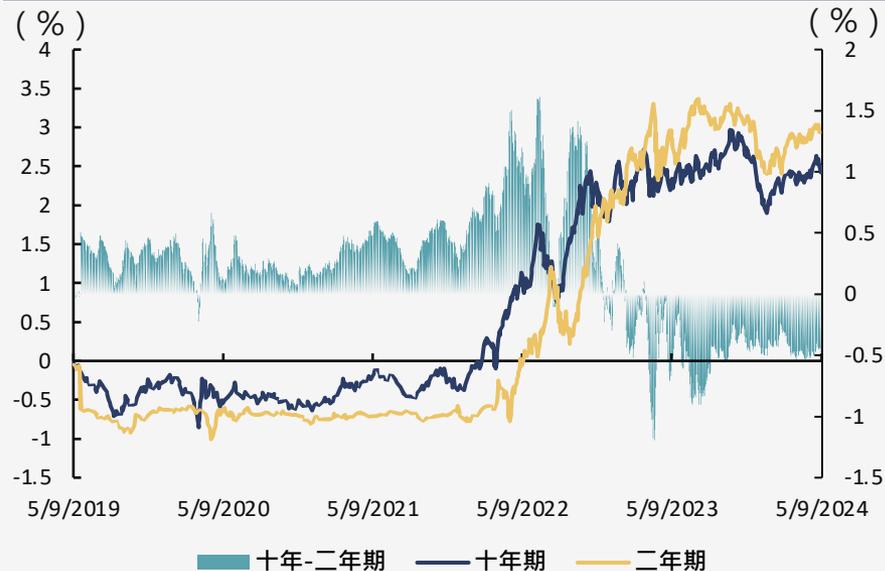
## 展望歐洲各國情勢，投資公債佈局避險部位首推德國公債

- 相較 ECB 而言，市場多數預期 BOE 將於 8 月展開降息，且通膨放緩程度類似於 FED 頻頻高於預期，而多次推遲首次降息預期，鑒於 BOE 將較晚展開降息循環，暫不考慮英國國債。
- 雖然 Fitch 和 Moody's 4 月決定維持對法國債務的評級，而有鑑於法國財政前景的持續風險，整體法國債市展望較負面，亦不選擇法國公債。
- 而展望現行德國經濟復甦緩慢，製造業 PMI 仍舊低迷，目前偏好加碼德國公債，德法英以外歐元區國家則因信評太低，皆不考慮作為避險時的債券標的。

德英法 10 年期公債殖利率表現



因此前不斷升息的影響下 德債殖利率倒掛



# iShares eb.rexx® Government Germany 10.5+yr UCITS ETF (DE)

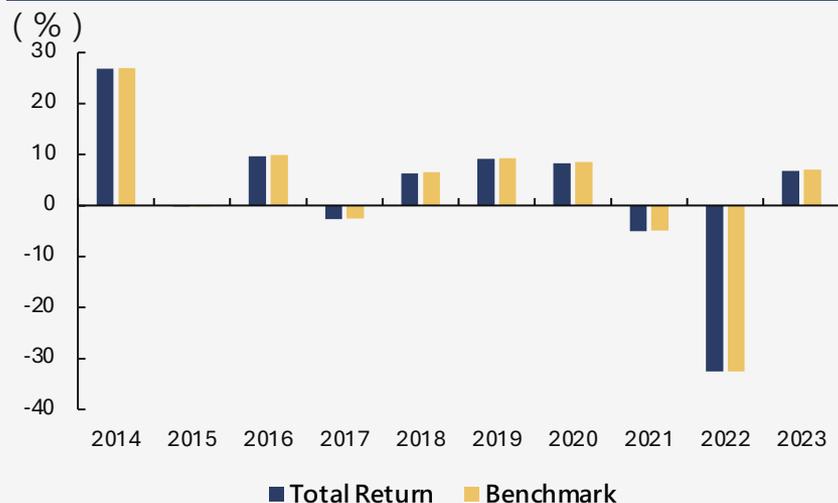
## 基金簡介

成立日期	2005/09/28
規模	43,487,962 ( EUR )
持有檔數	16
管理費用	0.16%
成交量	340,454
存續期間	16.22

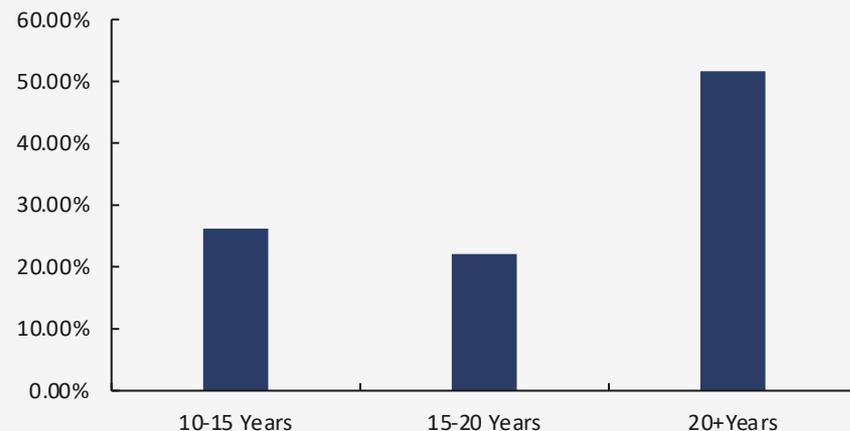
## 風險報酬

到期收益率	7.42%
近 3 年年化報酬率	2.08%
3 年年化標準差	8.64%
3 年 Beta	1.00

## 報酬率表現



## 此公債 ETF 主要由 20 年天期以上公債組成



# 股權市場

- 1 美國 – 通訊服務 ETF
- 2 歐洲 – 歐洲小型股 ETF
- 3 日本 – 日本半導體 ETF
- 4 印度 – 車用產業 ETF

# XLC - Communication Services Select Sector SPDR Fund

## 基本資料

市價	82.95
投資標的	股票型
殖利率	0.8
追蹤指數	Communication Services Select Sector Index
成交量	3,136,621

## 報酬概覽

	YTD	1年	3年	5年
報酬率 (%)	14.47	37.43	8.90	10.09
Sharpe	0.46	1.72	0.44	0.43
Beta	0.99	0.48	0.89	0.93
標準差	10.02	10.53	14.98	19.48

## 前十大持股

META PLATFORMS INC CLASS A	21.01%
ALPHABET INC CL A	14.13%
ALPHABET INC CL C	11.97%
T MOBILE US INC	4.78%
AT+T INC	4.54%
ELECTRONIC ARTS INC	4.54%
VERIZON COMMUNICATIONS INC	4.49%
WALT DISNEY CO/THE	4.34%
NETFLIX INC	4.24%
COMCAST CORP CLASS A	4.18%

## 產業比例

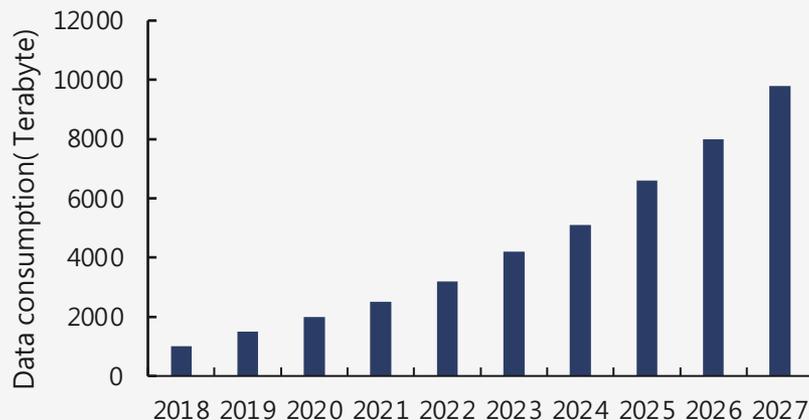
產業	比例 (%)
互動媒體和服務	48.49%
娛樂	20.89%
傳播媒體	16.77%
通訊服務	9.06%
無線通信服務	4.80%

## AI 軟硬體應用成長趨勢強勁，通訊需求快速增加

- 全球 AI 市場成長強勁，趨勢明確，整體市場 CAGR 可達 36.6%，相體及服務為將來主要成長貢獻來源，當前 AI 硬體、軟體及相關服務占整體市場比例相近，然而隨著 AI 技術逐漸成熟並發展多元終端應用，服務及軟體成為 AI 價值實現途徑，佔比將顯著提升。
- 通訊需求方面，隨著使用者對於傳輸品質、速度更高的要求及更多元化的網路應用( AI、物聯網、影音傳輸、雲端運算及存儲等)，數據用量顯著上升，帶動通訊需求快速成長。

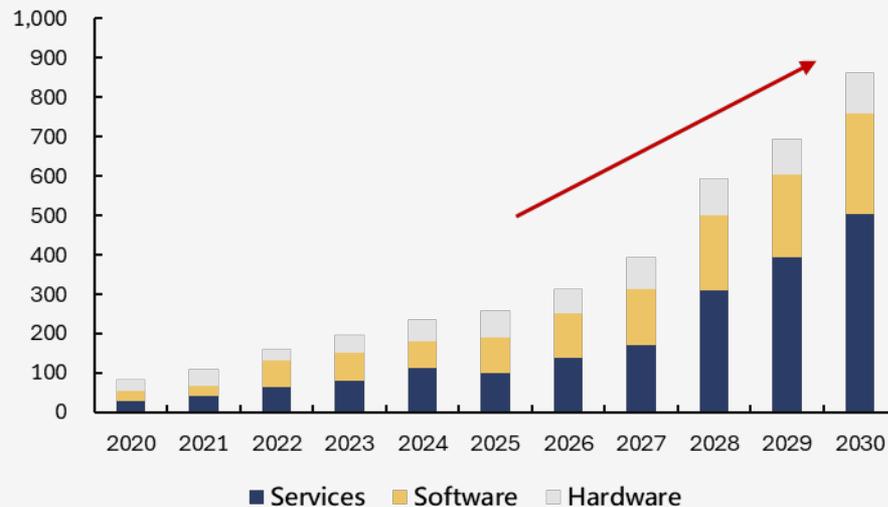
### 數據用量成長快速，帶動通訊需求快速成長

全球數據使用量



### AI 相關軟硬體成長強勁，CAGR 36.6%

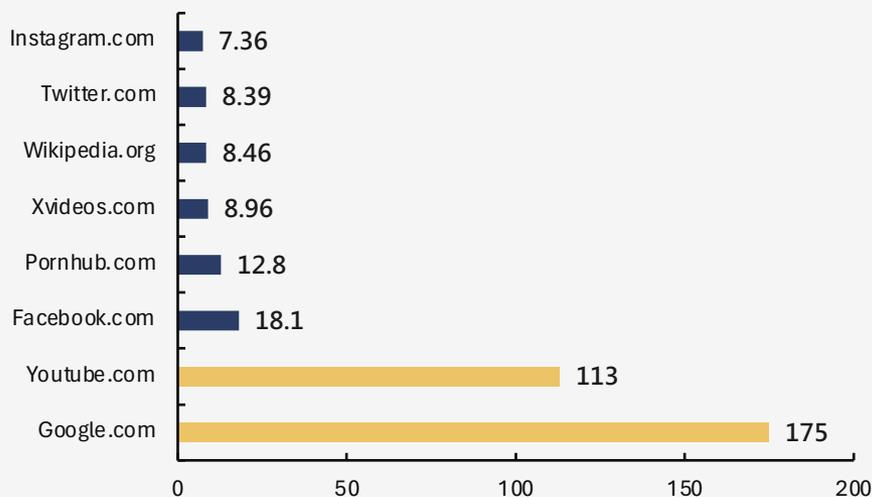
( Billion )



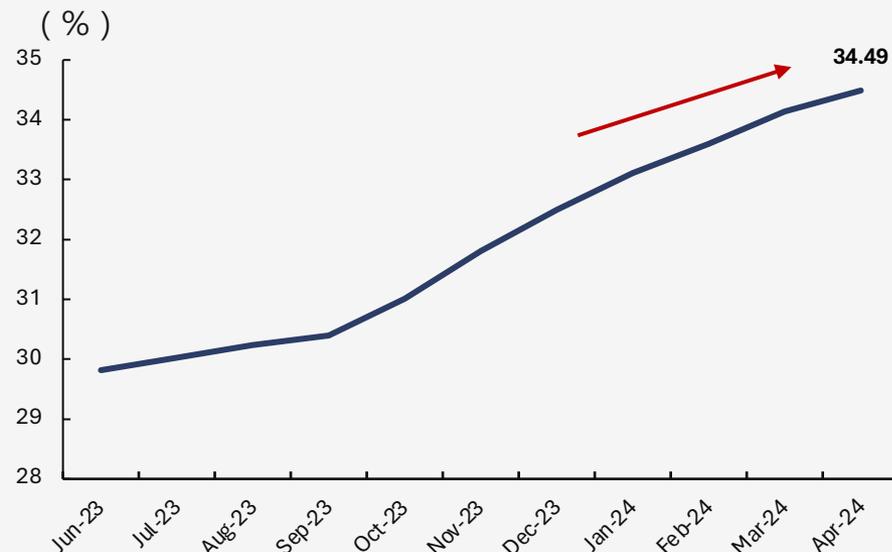
## GOOG：擁有強大搜尋及廣告業務，兼具軟硬體 AI 運用

- Google 目前在搜尋市佔高達 91%，為其提供了大量的廣告收入以外，同時提供更大量數據用於 AI 模型。兩者相互結合帶給 GOOG AI 發展巨大優勢。
- GOOG 預計將 AI 應用擴展至其各項產品上，包括應用於搜尋管理、廣告推薦、手機及消費電子終端應用，達成軟硬體及服務整合，成為人工智慧市場引領者之一。
- 此外，即使在 AI 發展前期階段重大轉型階段，GOOG 仍能提高其 EBITDA margin，可見其擁有良好的成本控制及穩定增長獲利的能力。

### Google 每位使用者使用較多數據



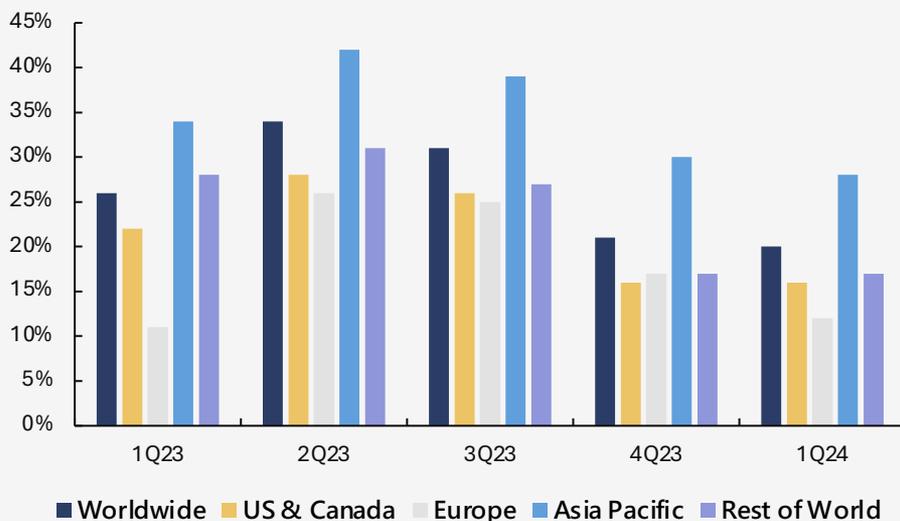
### GOOG 近四季 EBITDA margin 持續提高



# META：AI 應用帶動廣告收入，LLM 應用多元開關新成長動能

- Meta 用戶群每季都在持續成長。2024/03，其平台每日活躍人數為 32.4 億，較去年同期成長 7%，而該季度的廣告展示量較去年同期成長 20%。同時，每條廣告的平均價格年增 6%，顯示 AI 應用於廣告能夠有效提升廣告收入，同時 Tiktok 禁令可能帶給 META 更多用戶。
- META 近期發表新開源 LLM Lama3，同時結合 Quest、META AI 助手等設備及服務應用，AI 發展途徑明確，具新成長動能。

## 廣告投放量持續維持高成長



## 每日活躍用戶持續上升



# WisdomTree 歐洲小型股匯率避險 ETF 〈EUSC〉

## 基本資料 (至 5/16)

市價	40.532
投資標的	股票型 (小型股)
殖利率(%)	3.06
追蹤指數	WisdomTree Europe Hedged SmallCap Equity Index
成交量(股)	637,177

## 報酬概覽

	YTD	1 年	3 年	5 年
報酬率 (%)	12.70	21.88	9.07	10.09
Sharpe	0.46	1.72	0.44	0.43
Beta	0.99	0.69	0.73	0.81
標準差	10.02	10.53	14.98	19.48

## 前十大持股

Banca Mediolanum SpA	2.52%
Banco BPM Spa	2.34%
Rexel SA	2.34%
Klepierre	1.85%
Hochtief AG	1.62%
BE Semiconductor Industries	1.48%
A2A SpA	1.48%
Unipol Gruppo Finanziario SpA	1.48%
Merlin Properties Socimi SA	1.48%
Bankinter SA	1.48%

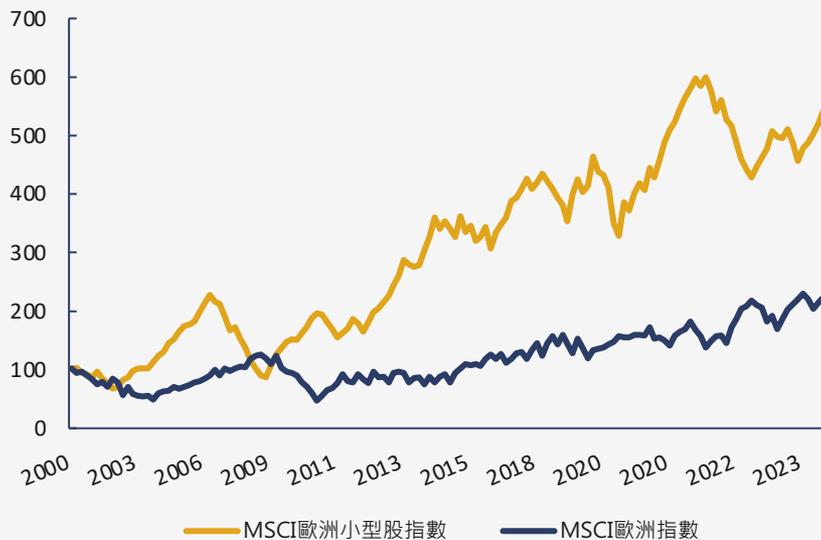
## 產業比例

產業	比例 (%)
工業	23.44%
金融	20.94%
原物料	11.85%
公用事業	9.32%
非必需消費品	7.17%
不動產	7.15%
其他	20.13%

## 歐洲小型股具成長性及評價優勢

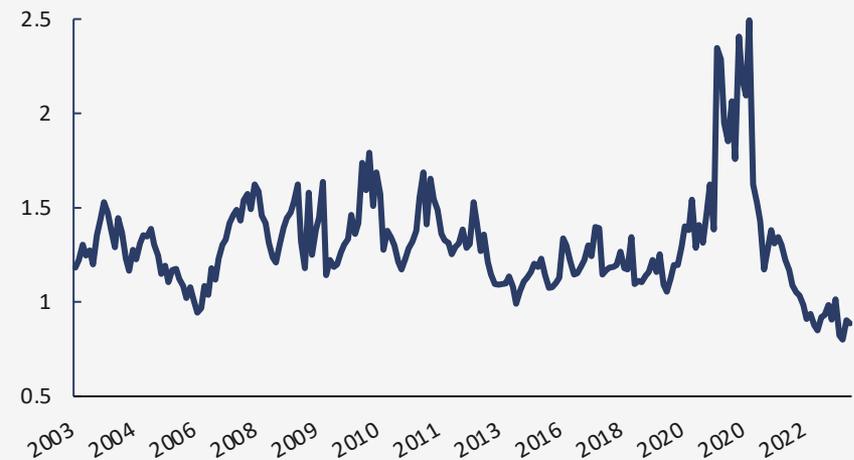
- 小型企業較大型企業更加靈活且具有較大廣度，即使是受全球經濟趨勢影響較大的產業，均可提供廣泛的選股及潛在增長機會。而在降息循環展開後，小型企業的借貸成本回落，預估獲利情況將恢復成長，帶動企業評價好轉。
- 歐洲小型企業與整體經濟增長缺乏相關性，是其長遠表現強勁的正面貢獻因素之一。自 2000 年以來，歐洲小型股表現一直優於大型股，即使是在歐洲經濟增長放緩的年度，小型股亦優於大盤。而目前小型股預估本益比相對歷史平均更是呈現低點，總結為配置資產的良好時機。

### 歐洲小型股長期績效優於大型股



### 小型股評價位居 15 年以上的低點

#### 歐洲小型股本益比相對於大型股本益比



## 歐洲經濟表現超乎預期，內需動能可望提升

- 歐洲小型股營收來源較大型股依賴內需市場，而歐元區消費者信心指數近期出現落底回升，反映內需動能的回溫。加上驚奇指數也出現轉強跡象，預計整體經濟活動正完成落底狀態。而當歐洲消費者信心指數年增率改善時，小型股表現普遍優於大型股，顯示歐洲小型股更受惠於國內經濟改善利多。
- 預估 2024 年道瓊歐洲 600 指數 EPS 年增率由負轉正至 5.06%，其中以核心消費、工業、不動產等改善最多，上述類股佔歐股大盤 53.7%，企業獲利擴張將持續支撐歐股中長期表現。

### 經濟驚奇指數轉強，歐元區落底向上

花旗經濟驚奇指數



### EUSC 持股的產業今年 EPS 年增皆優於大盤

類股 (EPS)	2023	2024E	2025E
道瓊歐洲600	-3.39	5.04	7.65
通訊服務	0.97	13.46	11.02
核心消費	0.95	<b>8.15</b>	<b>8.12</b>
能源	-36.09	-3.89	-1.08
醫療保健	3.38	7.29	2.81
工業	-0.49	<b>11.17</b>	<b>11.38</b>
原物料	-45.6	2.94	<b>20.95</b>
不動產	-18.18	<b>16.67</b>	4.76

## Global X 日本半導體 ETF ( 2644.JP )

## 基本資料

市價	4,830 yen
投資標的	股票型 ( 半導體 )
殖利率	0.46%
追蹤指數	FactSet Japan Semiconductor Index
成交量	1,899,986 ( 股 )

## 報酬概覽

	YTD	1 年	3 年	5 年
報酬率 (%)	29.99	31.85	30.43	20.00
Sharpe	1.22	1.30	1.10	0.74
Beta	1.70	1.64	1.32	1.26
標準差 (%)	24.51	24.50	27.76	27.20

## 前十大持股

Tokyo Electron Ltd	11.41%
Screen Holdings Co Ltd	11.07%
Disco Corp	10.72%
Renesas Electronics Corp	9.30%
Lasertec Corp	8.44%
Advantest Corp	8.42%
Rohm Co Ltd	7.13%
Socionext Inc	6.47%
Ulvac Inc	3.64%
Tokyo Seimitsu Co Ltd	3.37%

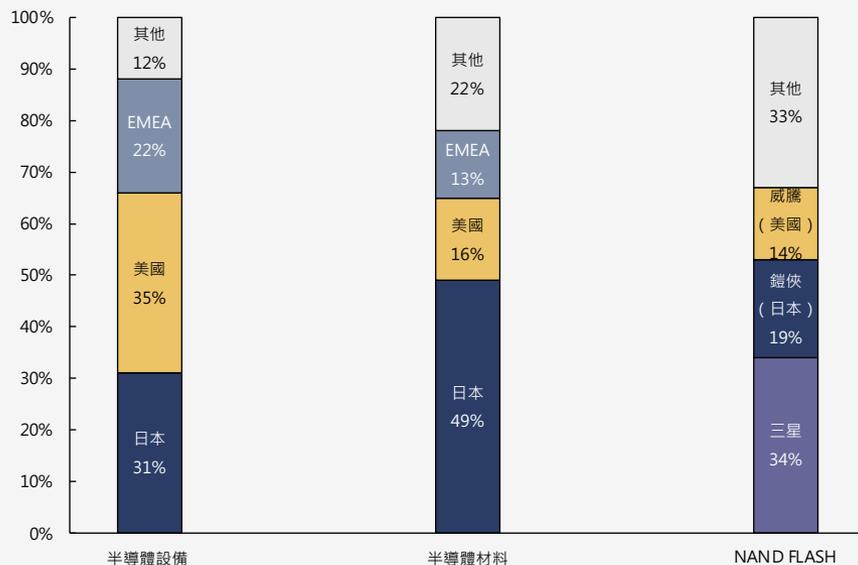
## 產業比例

產業	比例 (%)
電器業	75.58%
機械製造業	15.87%
商品批發業	4.14%
精密儀器業	3.37%
金屬製品業	0.82%
其他	0.22%

# 日本半導體產業計畫重振，目標提升國內半導體銷售額

- 日本半導體市占不高但其掌握大多上游半導體關鍵原料及設備，為恢復半導體生產力，政府補貼台積電、美光設廠、聯合八家企業成立 Rapidus，目標 25 年試產 2 nm 製程，推進先進封裝等技術，目標於 30 年提高國內半導體銷售額至 15 兆日元。
- 日本 6 大半導體設備主要業者於 23 年度的研發設備投資額合計約 5,300 億日圓，與 18 財年相比增至 1.7 倍。

## 日本半導體以設備、材料等佔據領導地位



## 日本半導體供應鏈投資力道上升

公司	投資項目
台積電	<ol style="list-style-type: none"> <li>熊本一廠導入 22/28、12/16 奈米製程，預計 24 年量產</li> <li>熊本二廠導入 6/7 奈米製程，預計 27 年量產</li> <li>第三座工廠評估在大阪、橫濱興建</li> <li>資本額總計 1.2 萬億日圓</li> </ol>
英特爾	<ol style="list-style-type: none"> <li>評估在日本設廠用地及流程</li> <li>曾表示可和日本在 3 大領域合作，包括可持續半導體製造、超級電腦及量子電腦、基礎建設、封裝測試</li> </ol>
美光	廣島廠採用最先進的 1-gamma 製程生產新一代晶片，並預計未來數年投資日本 5,000 億日圓
三星	預計投入 400 億日圓於橫濱設立先進封裝測試產線，將在 25 年啟用
應用材料	針對 RAPIDUS 提供設備供應服務
IBM	提供 RAPIDUS 2 奈米製造技術

# 日廠掌握半導體關鍵材料及設備，受益半導體製程提升

日本於塗布 / 顯影、蝕刻、清洗等許多前段製程設備領域皆具國際主導地位

電子束微影	曝光設備	薄膜沉積				蝕刻 / 清洗 / 平坦化			熱處理	離子佈植	量檢測		運送
		塗布 / 顯影	CVD	賤渡	LPE	蝕刻	清洗	CMP			缺陷檢測	尺寸量測	
21.4	173	41.6	137.6	55.3	35	196.4	59.1	27.8	29.7	24.1	100	13.9	18.5
IMS Nano Fabrication (53.4%)	ASML (92.8%)	TEL (84.1%)	AMAT (35.8%)	AMAT (86.5%)	ASM (44.9%)	Lam (37.7%)	Screen (34.7%)	AMAT (52.6%)	AMAT (40.7%)	Axcelis (39.6%)	KLA (66.0%)	KLA (31.7%)	DAIFUKU (52.0%)
NuFlare Technology (26.3%)			Lam (17.2%)		TEL (25.3%)	SEMES (24.4%)	TEL (23.2%)					AMAT (21.0%)	
Vistec (11.9%)			TEL (14.0%)		AMAT (26.8%)	TEL (22.0%)	AMAT (34.7%)					Evident (10.1%)	
日本電子 (8.4%)			ASM (11.1%)		AMAT (23.5%)	TEL (20.0%)	EBARA (37.0%)					Bruker (8.5%)	
		KOKUSAI ELECTRIC (8.3%)	其他 (28.3%)	HITACHI (5.7%)	Lam (12.6%)	KOKUSAI ELECTRIC (19.8%)	Sumitomo (17.7%)	其他 (16.2%)	其他 (8.1%)	其他 (10.7%)	HITACHI (8.2%)	日本電子 (6.8%)	村田機械 (48.0%)
	CANON (4.6%)	Screen (3.4%)	其他 (13.5%)	ULVAC (9.8%)	其他 (7.7%)	其他 (6.3%)	其他 (5.5%)	其他 (1.6%)	其他 (8.1%)	其他 (10.7%)	其他 (13.7%)		
	NIKON (2.6%)	其他 (12.5%)		CANON (4.6%)									

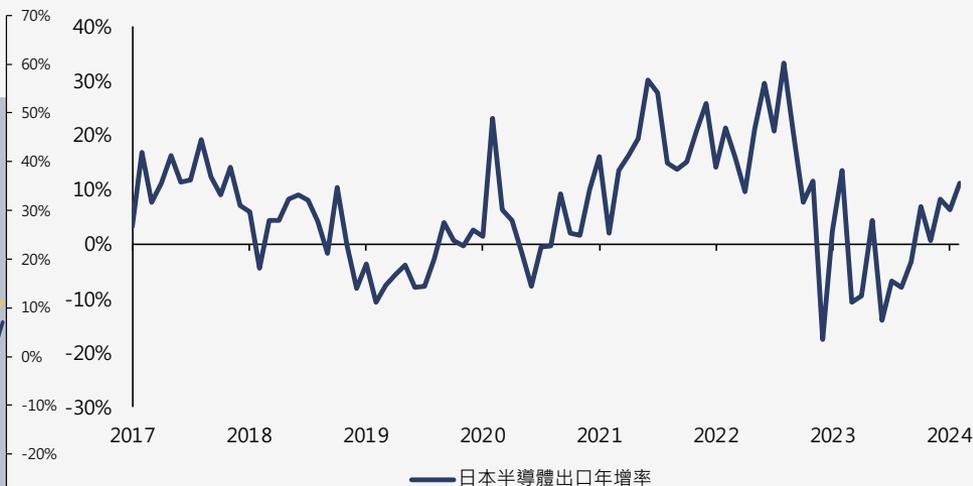
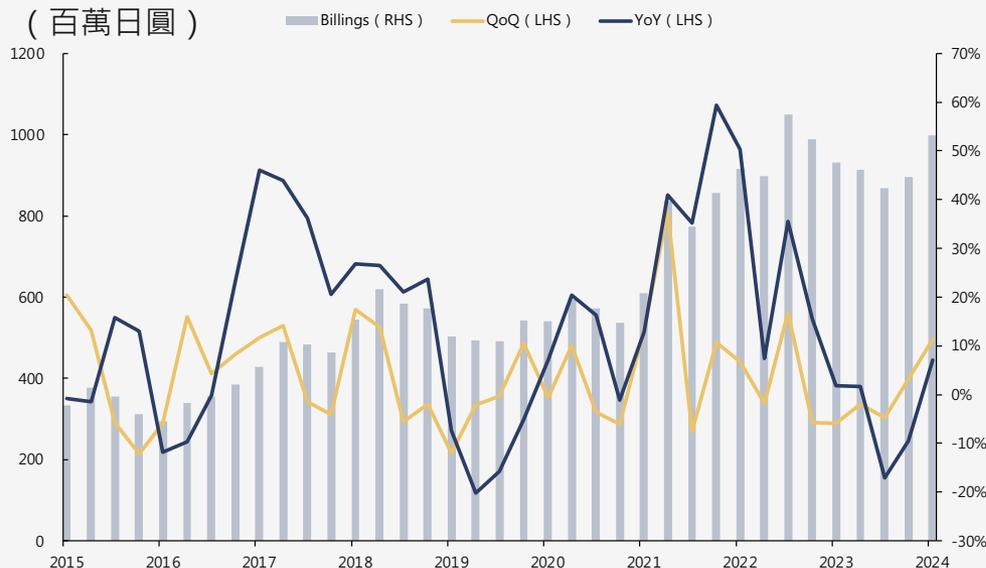
■ 日本 ■ 歐洲 ■ 美國 ■ 韓國

## 生成式 AI、HBM 需求推動 24 年日半導體設備規模年增 27%

- SEAJ 估 24 財年日半導體設備市場規模將年增 27%，主因生成式 AI 對半導體生產設備功能優化需求，及下半年記憶體投資將大幅復甦。全球生成式 AI 市場規模將快速成長，研究預計在 24 年達到 400 億美元，30 年將成長至 1.5 兆美元，22-30 年 CAGR 達到 83%。
- 受 AI 市場強烈需求，拉動 HBM 大爆發，Gartner 預估，23 年全球 HBM 銷售規模為 20 億美元，25 年將成長至近 50 億美元。HBM 需求推升帶動日廠 TEL、Screen、Disco、Advantest 等廠商受惠。

### 24 年 3 月日本製晶片設備銷售額月增 15.2%

### 日本半導體出口年增率回升至 11.3%



# Nippon India Nifty Auto ETF

## 基本資料

市價	236.2556
投資標的	股票型 ( 車用 )
殖利率(%)	0%
追蹤指數	Nifty Auto TRI
成交量(股)	25,000

## 報酬概覽

	YTD	1 年	3 年	5 年
報酬率 (%)	25.52	66.91	126.2	178.7
Sharpe	2.19	2.03	0.84	0.99
Beta	1.25	1.34	1.19	1.06
標準差 (%)	16.86	18.99	17.80	20.43

## 前十大持股

Mahindra & Mahindra Ltd	19.51%
Tata Motors Ltd	16.78%
Maruti Suzuki India Ltd	16%
Bajaj Auto Ltd	9.53%
Eicher Motors Limited	5.95%
Hero Moto Corp Ltd	5.58%
TVS Motor Company Ltd	4.53%
Bharat Forge Ltd	3.08%
Tata Motors Ltd DVR shares	3.02%
Samvadhana Motherson International Ltd	2.94%

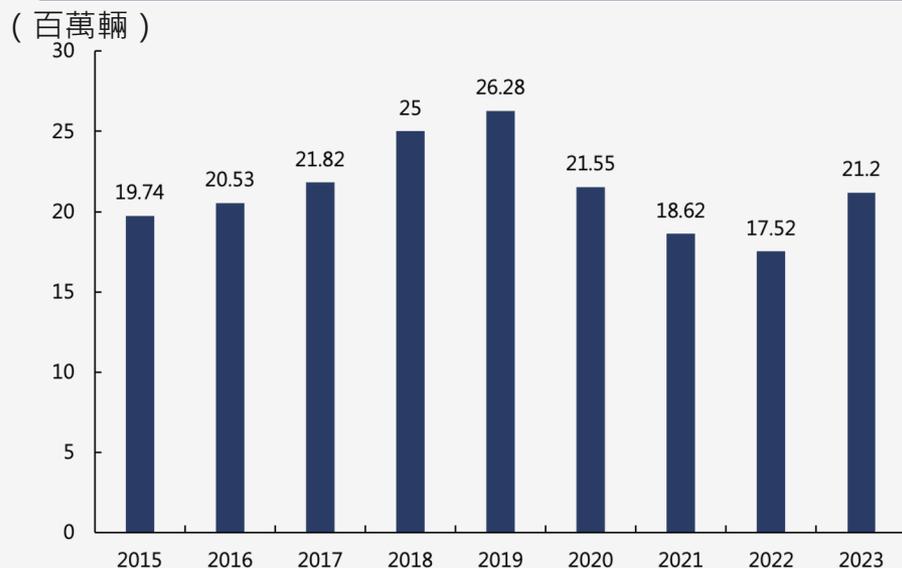
## 產業比例

產業	比例 ( % )
汽車零組件業	97.25%
資本貨物業	2.62%
其他	0.13%

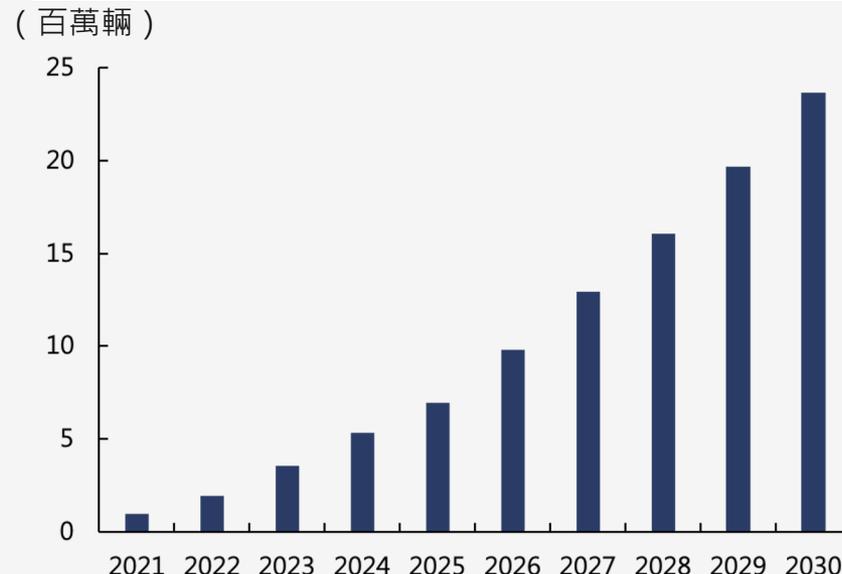
## 印度政策加速電動車成長，規劃 2030 年自用車 40% 電動化

- 印度汽車產業主要受到「印度製造」、「汽車任務計畫 2026」(Automotive Mission Plan 2026) 所推動，計畫在 26 年印度汽機車市場相較於 15 年成長四倍，市場規模成長為 2,828 億美元。
- 印度汽車工業協會 (SIAM) 公佈印度 23 年新車銷量 (供貨量，乘用車和商用車合計) 比 22 年增長 7% 至 507 萬。連續 2 年高於日本，僅次於中國和美國，保持世界第三。
- 印度政府規畫於 2030 年政府用車全部電動車化，民間用電動車要有 40% 電動化。目前已有 11 城市開始推動大眾運輸電動化，電動車市場在印度逐漸受到重視。

### 23 年印度新車銷售數量為世界第三



### 2030 年電動車銷售量最高達兩千三百萬輛



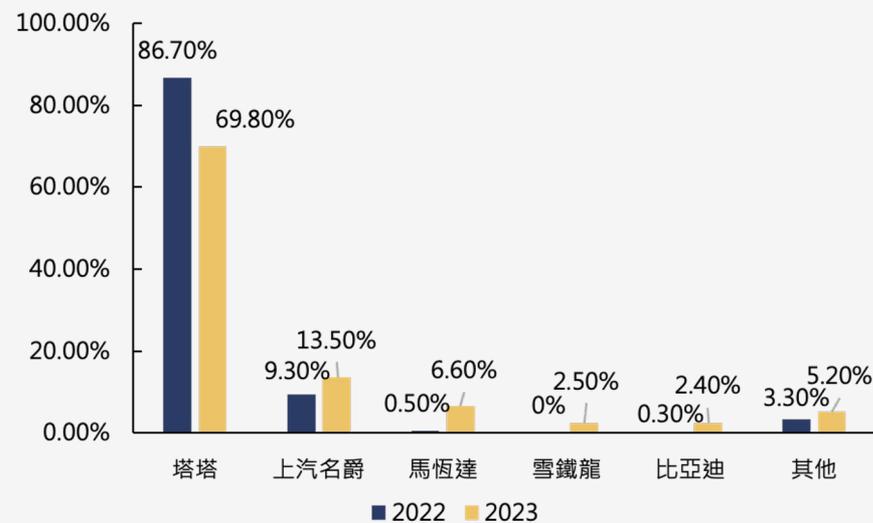
## 預估 24 年印度電動車銷量成長至 4%，本土車廠受歡迎

- 23 年電動車佔總銷售量 2%，24 年印度電動車銷量預計成長 66%，佔總客車銷量 4%。展望 2030 年，電動車預計將占印度客車銷量 30%。
- 二、三輪車因價格因素在電動車佔比高，主要由 Hero Motor Corp、Mahindra 供應。
- 印度本土汽車製造商塔塔汽車與 Uber 合作，23 年貢獻印度超過 2/3 的四輪電動車銷量，其他市占則由上汽名爵、Mahindra 和比亞迪 (BYD) 所拿下，其中印度本土汽車廠塔塔汽車主要出產四輪電動車，Mahindra 則是四輪、三輪 (市佔第一) 皆生產。

### 二、三輪車在印度電動車市場中佔比高

乘用車	轎車、SUV 和豪華，中產階級增加乘用車比例大幅上升
商業用車	卡車、巴士，有運輸、物流功能
二輪車	摩托車，佔電動車銷售 63% (22 年)
三輪車	佔電動車銷售 32%，為印度主要的運輸工具

### 塔塔汽車為印度最大的電動車場



# 回測分析

---

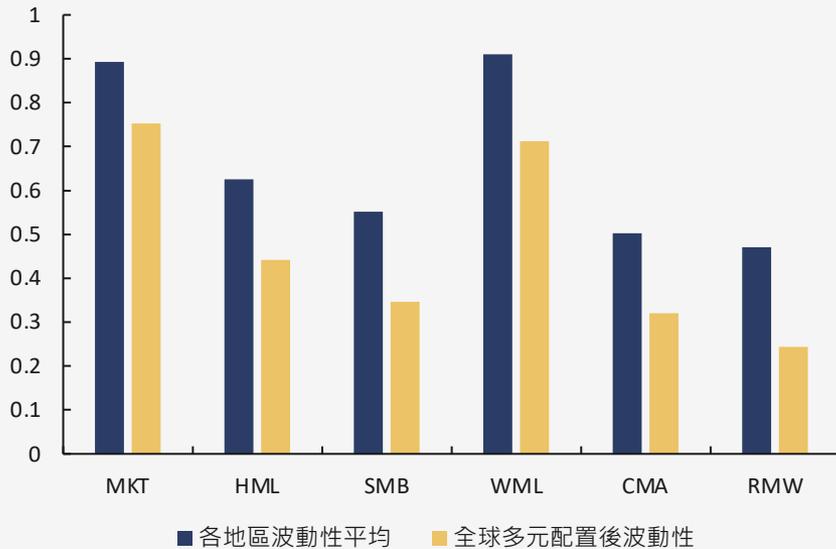
# 回測分析

- 1 避險資產
- 2 歷史回測分析
- 3 投組情境分析

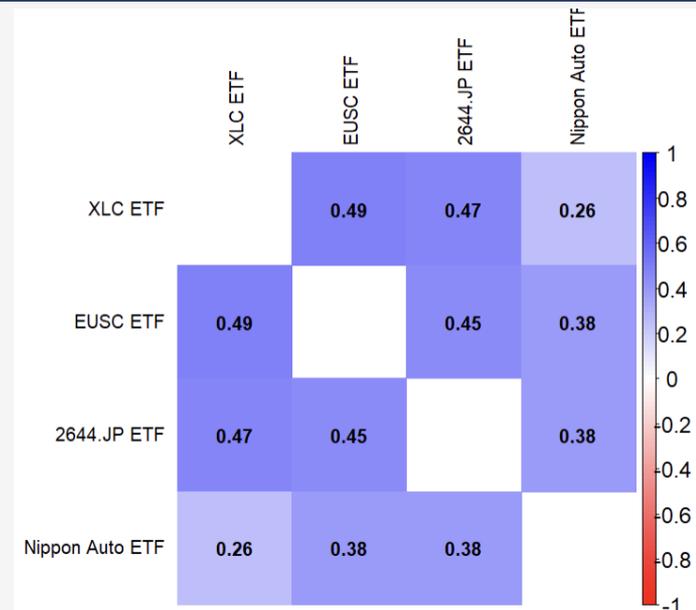
## 透過全球資產配置以後可以有效降低投組中股權之波動性

- 參考投資計量公司 Research Affiliates 的期刊，其主要將股權拆成六大驅動因子，分別為 MKT (市場)、HML (價值)、SMB (規模)、WML (動能)、CMA (投資)、RMW (利潤)，透過回測其各自於世界七大股市的報酬波動，得出股權可透過全球多元配置降低波動率。
- 若回測本組四檔 ETF：美 (XLC)、歐 (EUSC)、日 (2344.JP)、印 (Nippon Auto ETF) 之間的週報酬相關性分析，亦可得出四檔 ETF 之間的相關係數並不顯著，可以有效降低投組之波動。

### 透過版塊分散投資，可在同樣報酬下降低波動



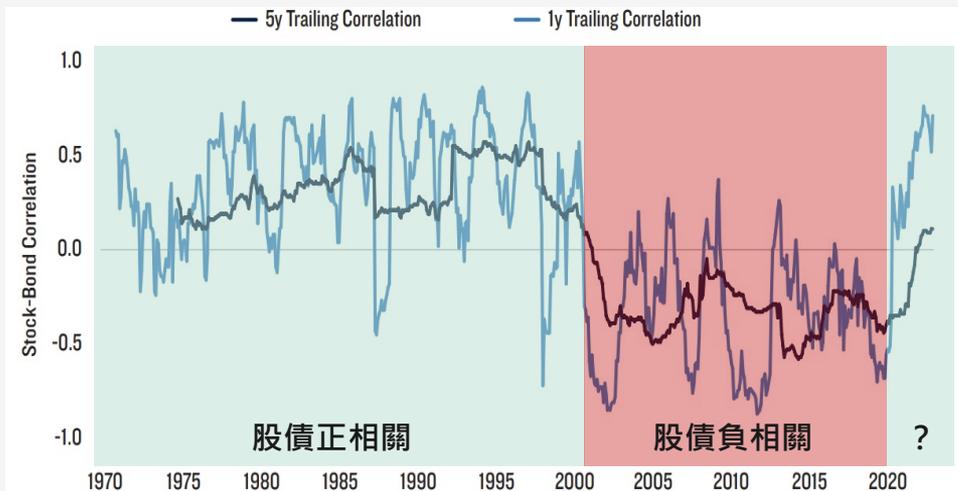
### 本組挑選之股權 ETF 彼此間相關係數並不高



# 當經濟情勢處在高利率、高變動通膨時，股債將形成正相關

- 參考 PGIM IAS 的總體經濟研究顯示，當貨幣政策呈現 1. 自主性 2. 權衡性 3. 非永續性財政政策 4. 總供給變動時，**資產將呈現股債正相關**。
- **股債高正相關時**，總體經濟此時通常處於**高利率、高變動通膨**的情境，自 2020 年以來，**股與債的相關性便持續提高**，回測過去股債間正相關時期的 60/40 股債配，雖然在平均報酬上勝過股債負相關，然而卻無法顯著勝過平均超額報酬、波動率、Sharpe Ratio 等。
- 總結而言，即便處於股債雙多頭的降息循環，**股+債既無法降低投組波動，亦無法創造超額報酬**，因此有其必要性添加另類資產以降低投組波動性，降低整體風險。

## 5 年滾動式回測顯示股債自今年起轉為正相關



## 當股債正相關時，股債 64 發揮並不理想

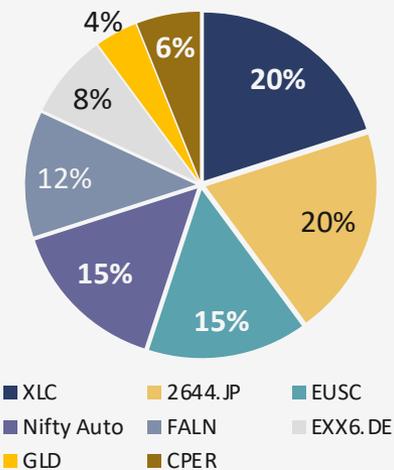
Asset	傳統 60/40 Portfolio	
	正相關 (1970-2001)	負相關 (2002-2022)
資產相關性		
平均報酬	11.9%	7.0%
平均超額報酬	4.1%	5.4%
波動率	10.8%	8.9%
Sharpe Ratio	0.4	0.6

# 歷史回測顯示，基準投組不論是報酬、波動皆打贏美國大盤

- 本組主推環球多元資產主題式基金，期望盡可能降低單一地區系統性風險，並主動挑選各版塊中優良之股權及債權 ETF，在風險降低的同時提供超越基準指標的超額報酬。
- 總結先前提到總經期刊研究，配置債券對沖股市作用降低，因此本組基準投組採股、債、原物料 7:2:1 之配置，使用多元資產如金、銅等對沖整體投組風險及相關性。
- 本檔投組風險大致與環球指數 (指標 1) 相同，卻在報酬上遠優於環球指數，甚至勝過美國指數 (指標 2)，風險方面也相較美國指標來得低，擁有優秀的 Sharpe ratio 近五年達 0.82。

## Benchmark 採環球、美國兩配置作為對比

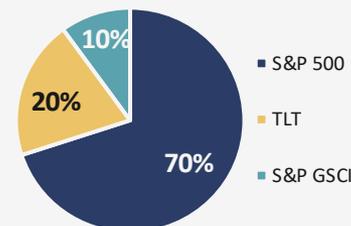
基準投資組合



基準指標1 (環球)



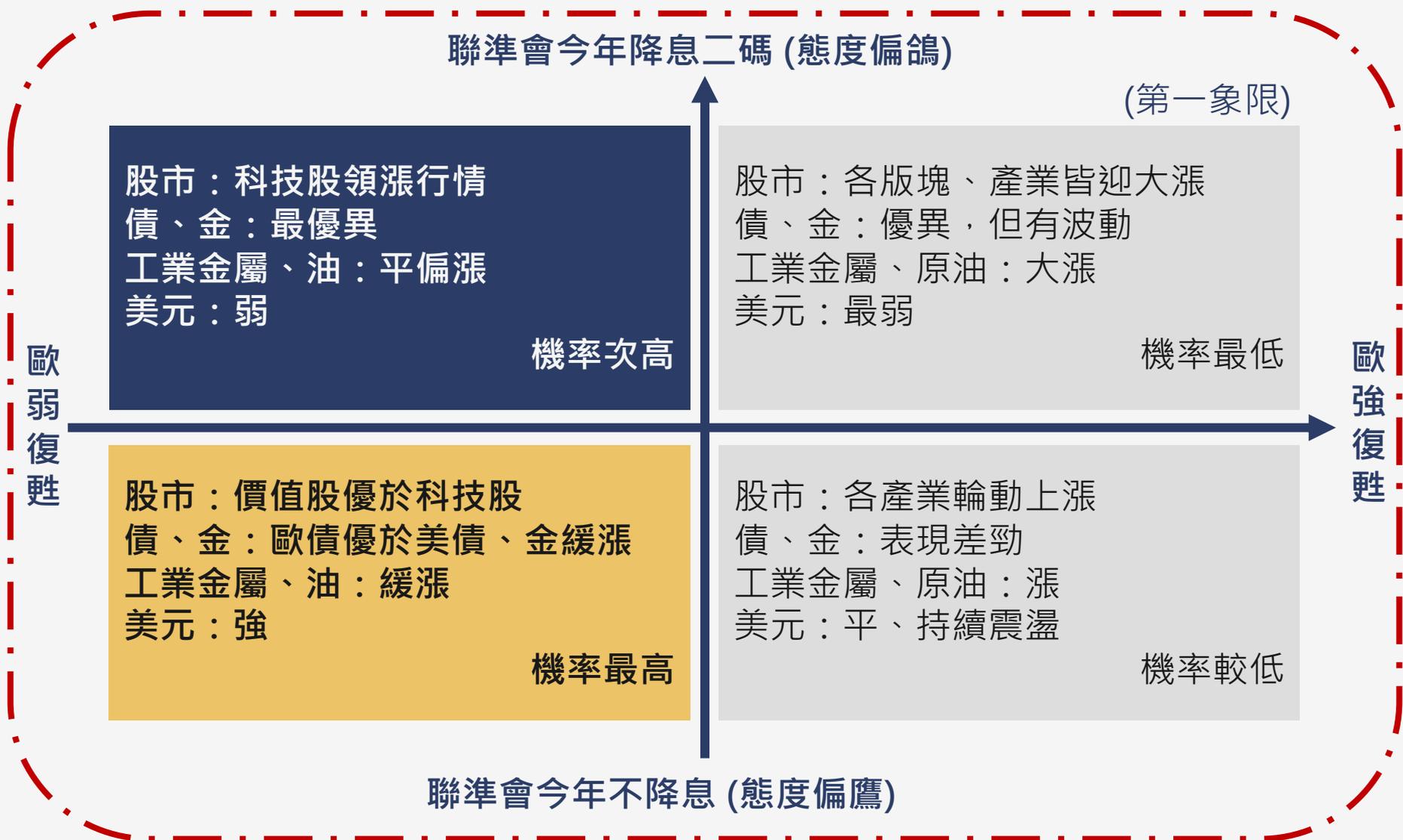
基準指標2 (僅美國)



## 投組不論在報酬、風險上皆勝過美國指數

投資組合統計	3年			5年		
	投組	基準1	基準2	投組	基準1	基準2
總報酬 (%)	25.36	0.26	10.52	76.6	40.34	69.72
平均報酬 (年化)	12.26	0.9	6.16	18.83	10.91	17.75
標準差 (年化)	11.13	12.85	13.68	13.78	11.12	14.8
最大跌幅	-28.3	-25.55	-26.33	-28.3	-25.55	-26.33
下檔風險	7.98	7.17	9.82	10.24	8.33	10.86
Sharpe ratio	0.52	0.21	0.15	0.82	0.52	0.71

# 美歐經濟走勢分歧，本組將依四種總經情境提供投資建議



# 美歐經濟走勢分歧，本組將依四種總經情境提供投資建議

投資組合	定義	預估機率	配置策略	配置比例
投資組合一 (第一象限)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨降溫符合預期，聯準會今年降息 2-3 碼</li> <li>歐盟經濟復甦優於預期，24 年 GDP 季增率皆 &gt;0，GDP 年增率 &gt;1%</li> </ul>	5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球經濟最佳走向，刺激各板塊股市大漲，表現最優異</li> <li>降低債、金等避險資產，配置比例 7.5 : 1.5 : 1</li> </ul>	
投資組合二 (第二象限)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨降溫符合預期，聯準會今年降息 2-3 碼</li> <li>歐盟經濟復甦符合預期，0% &lt; GDP 年增率 &lt; 1%</li> </ul>	25%	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐美經濟放緩符合或優於市場預期，債券、黃金表現優異。</li> <li>降低持股比例，配置比例 6 : 2.5 : 1.5</li> </ul>	
投資組合三 (第三象限)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨降溫崎嶇，聯準會今年僅降 1 碼甚至不降息</li> <li>歐盟經濟復甦符合預期，0% &lt; GDP 年增率 &lt; 1%</li> </ul>	55%	<ul style="list-style-type: none"> <li>美通膨僵固，歐經濟放緩，價值優於科技，歐債優於美債。</li> <li>降低配置美股、美債比例，配置比例 6.5 : 2 : 1.5</li> </ul>	
投資組合四 (第四象限)	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨降溫崎嶇，聯準會今年僅降 1 碼甚至不降息</li> <li>歐盟經濟復甦優於預期，24 年 GDP 季增率皆 &gt;0，GDP 年增率 &gt;1%</li> </ul>	15%	<ul style="list-style-type: none"> <li>美通膨僵固不利美股表現，歐洲經濟復甦強勁促使歐股走強，表現優於美股。</li> <li>降低配置美國比例，改而增持工業金屬，配置比例 7 : 1.5 : 1.5</li> </ul>	

# 結論

---

# 2024 全球景氣正式落底迎向復甦行情，投組採 7:2:1 配置

## 全球總體經濟展望

### 全球景氣

- 據 IMF、OECD 指標世界各國皆已步入復甦行情，預計下半年開始降息，然歐美兩大經濟體走勢分歧
- PMI 顯示美、歐、日、印等製造業皆以築底轉折，**Global PMI 自今年起連續四個月回歸擴張區間**

### 投資邏輯

- 各國總經系統性風險猶存且情勢不一致，**因此採佈局全球股、債、與原物料之 ETF 做風險分散**
- **展望現行局勢，股市偏好加碼美日、持有歐印，債市選擇美高收益債、德國公債，原物料加碼銅**
- 由歐美兩大經濟體展開，按未來總經可能走勢，將基準投組再針對四種情境 (象限) 做投資組合微調

## 債市、股市展望

### 股市

- 受惠下半年美 AI、廣告等獲利成長、日半導體需求持續上修，預計 XLC、2644.JP 兩檔 ETF 將持續在今明年為本投組帶來動能。
- 以價值型產業組成的歐 ETF EUSC 及歐美低相關的印 ETF Nifty Auto 則可做投組防禦型股權部位

### 債市

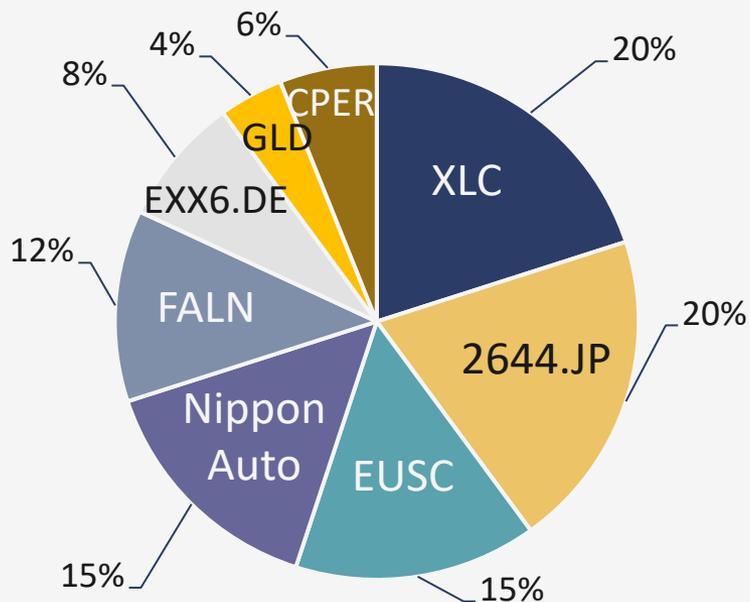
- 歐元區去通膨進度優於美國，**預計今年六月開始降息**，考慮德國公債擁有高信評，且近幾個月 PMI 不如預期，更適合作為避險部位持有
- 美國通膨僵固，然公司財務狀況穩健，**且債務違約率達歷史低點，短天期之高收益債具吸引力**

## 投資組合配置建議

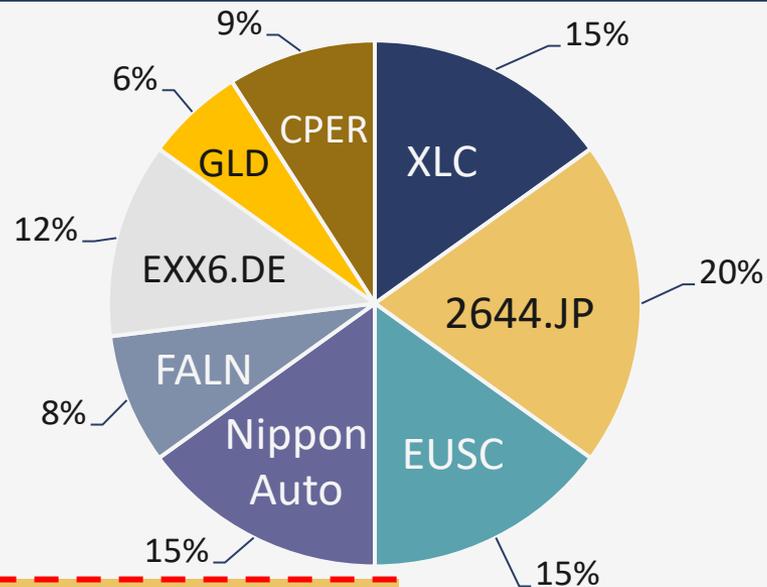
- 據 PGIM 專業經濟學家研究實證指出，近期政府實行「自主性」貨幣政策，**形成股債間呈正相關，彼此間並沒有避險效用，需配置其他類避險資產以降低投組波動**
- **本組認為，經濟情勢將走向於投組三，聯準會降息兩碼以下；歐元區復甦緩慢的配置策略，為我們推薦的最佳標的。**

# 以基準投組為核心，針對四種情境依序做出投組微調

## 基準投組



## 調整後投組



本組建議

### 情境一 (5%)



增持股  
增持銅

FED 鴿、歐復甦強

### 情境二 (25%)



增持股  
增持美債  
增持歐債

FED 鴿、歐復甦弱

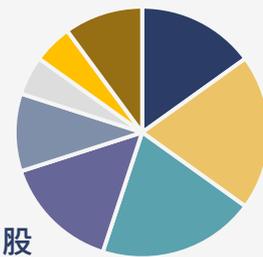
### 情境三 (55%)



增持股  
增持歐債  
增持原物料

FED 鷹、歐復甦弱

### 情境四 (15%)



增持股  
增持歐股  
增持美高收債

FED 鷹、歐復甦強