



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2025年Q1投後分析

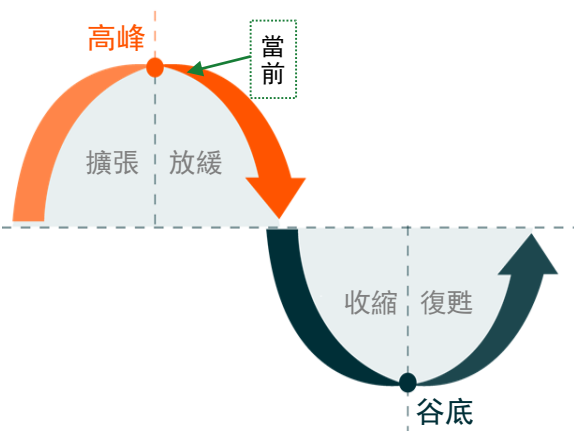
景氣循環見頂緩降 掌握收益降低波動

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。

景氣見頂盤旋，收益概念長青

週期改變

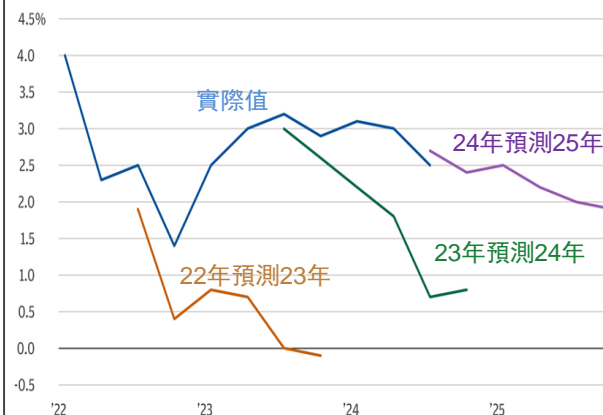
經濟循環圖



- 當景氣從高原期開始回落的初階段，收益型資產因其獨特的特性而受到關注。
- 主要是能為投資者提供穩定的現金流和相對穩定的回報，使其成為跨週期的雙贏選擇。

韌性猶存

GDP不斷超越期望

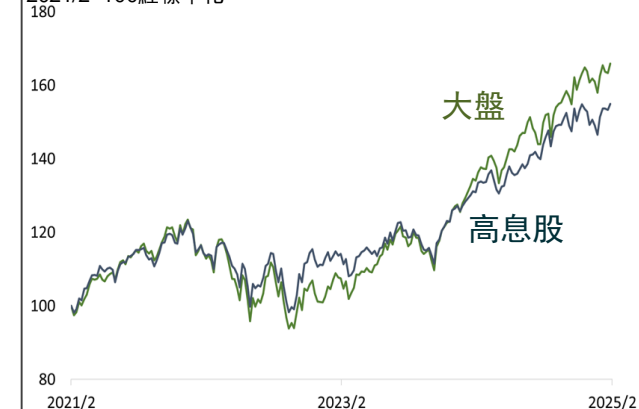


- 除疫情社交限制導致經濟實質衰退外，爾後數年的預測，經濟學家對美國經濟成長傾向於悲觀。
- 實際時間推進下，都是出乎意料的更有韌性，顯示美國企業和家庭的財務狀況依舊穩健。

攻守之勢

高息股與大盤之爭

2021/2=100經標準化



- 在2023年底啟動的美股大盤行情(註)，迄今表現優於同期標普高息股指數。
- 然留意2023行情啟動前兩年，高息股資產表現相對強，且未來景氣或使兩者強弱態勢再次互換。

資料來源：左：國泰世華銀行。中：JPM Private。右：Bloomberg，大盤：標普五百指數ETF(VOO)、標普高息股指數ETF(VIG)。

Contents

- 04 複合債：聰明混搭，好債不愁
- 07 高息股：攻守兼備，未雨綢繆

議題一

複合債： 聰明混搭，好債不愁

衰退風險有限，前瞻預測持穩

政策情境反覆，特定債種領先

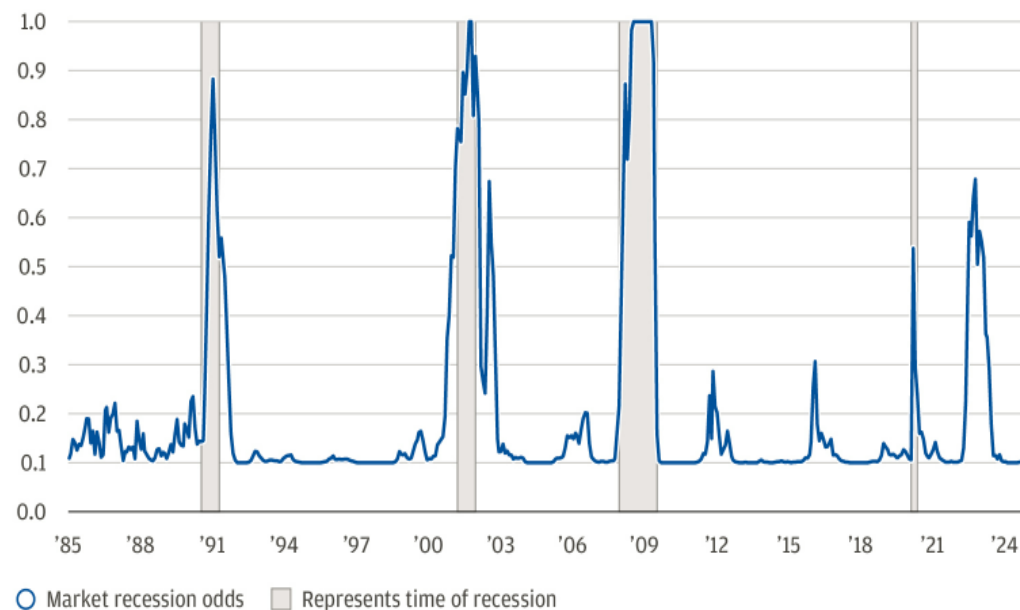
衰退風險有限，前瞻預測持穩

經濟韌性：市場經歷了多次重大衝擊，包括COVID-19疫情、暴力升息，以及美國區域銀行擠兌。然除疫情社交限制導致經濟實質衰退外，爾後數年的年度預測展望，經濟學家對美國經濟成長傾向於悲觀，但隨時間推進下，數據出爐都是出乎意料具韌性。顯示美國企業和家庭的財務狀況非常穩健，有足夠的資金和資產來應對波動(美國內需消費支撐)。

深遠影響：即使市場認為，川普政府在關稅方面若犯下政策錯誤，其可能引發全球貿易戰的風險，拖累經濟成長。但市場普遍估計對物價影響較多，但實體GDP影響皆是些微，跡象顯示消費的穩健讓經濟離衰退還有很大距離。

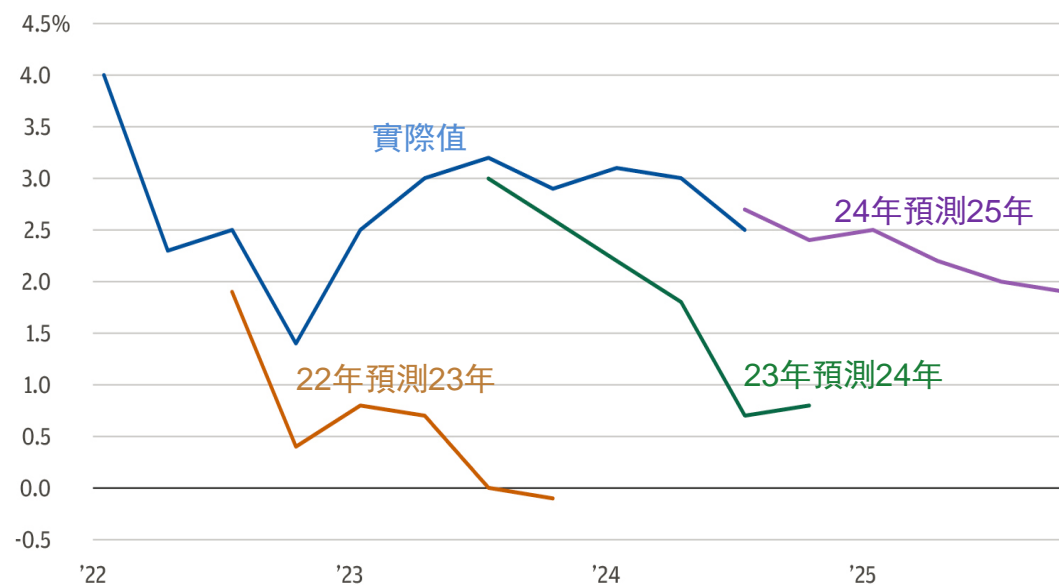
市場幾乎沒有衰退風險

機率，1.0=100%



資料來源：JPM, 2025/2。

實際GDP不斷超越期望



資料來源：JPM, 2025/2。

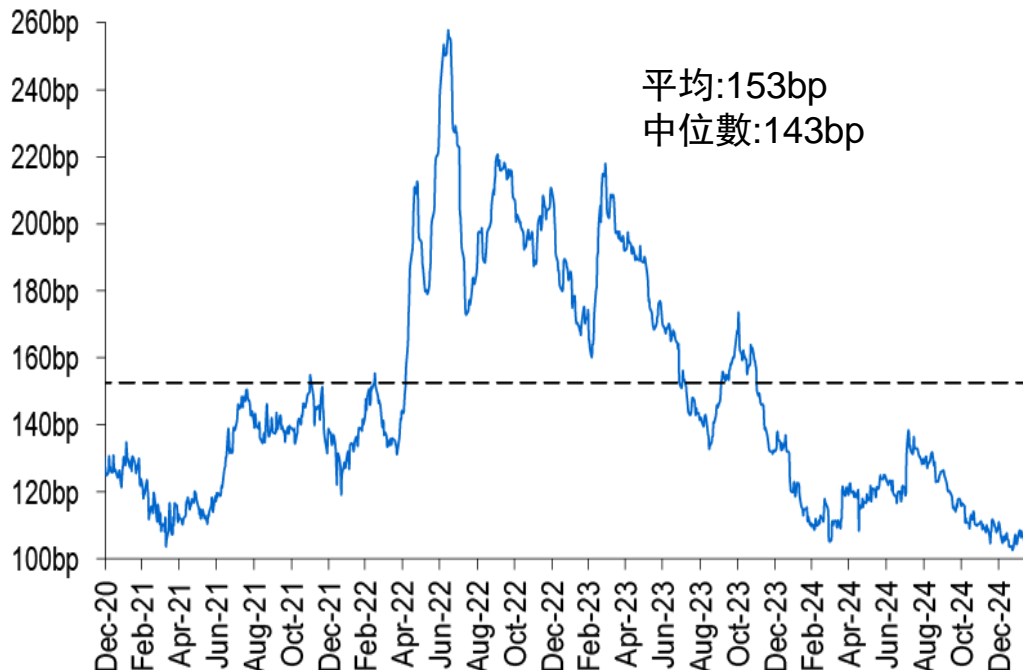
政策情境反覆，特定債種領先

債市偏好：自川普當選以來，市場預計提高關稅、降低稅收的政策讓美國公債波動增加。但同時許多行業受益於監管負擔的減少，反倒有助改善經濟，債市風險胃納提高，利率敏感較低的債種如非投等債、新興債、證券化商品仍受支持。以非投等債來說，整體表現良好，觀察不同信評，較低者如B級更加突出，此外若未來併購活動的增加，私募股權的需求復甦對槓桿貸款的助益，更有利該市場續航力。

信評推進：新興債方面，近期信評遭降為非洲小國，無礙新興債指數權重，另外較高權重的土耳其去年9月升至BB-且當前維持穩定展望，也讓EMBIG指標指數(註)走勢，出現了類似非投債現象，即較低信評者表現較佳。另留意美元強勢背景下，新興美元債較穩妥。

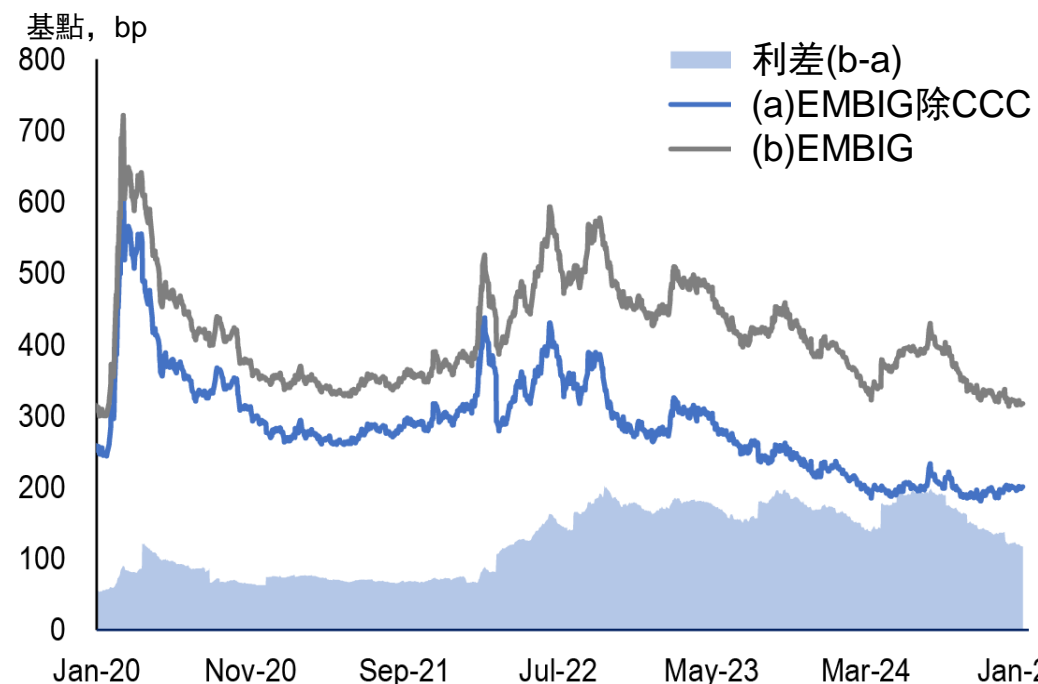
B&BB級的相對利率差異

B 減 BB， 往下代表風險胃納改善



資料來源：JPM，2025/2/14。

新興市場債券指數拆解



資料來源：JPM，2025/2/11。註：EMBIG-Emerging Markets Bond Index Global。

議題二

高息股： 攻守兼備，未雨綢繆

循環強弱造就機會，未雨綢繆總是好事

賺錢配息形塑支撐，偏好提升造成規模

循環強弱造就機會，未雨綢繆總是好事

循環強弱：不諱言，在2023年底啟動的美股大盤行情(以標普五百指數為例)，迄今表現優於同期標普高息股指數，主因即使目前美國聯準會降息啟動後步伐放緩成市場焦點，軟著陸伴隨貨幣政策釋放市場流動性，此情況下美股大盤整體估值水準可能上升。但留意2023行情啟動前兩年，高息股資產表現相對強，且未來景氣緩下滑幾乎為市場共識，兩者的強弱態勢可能再次互換。

觀察後續：若覺得這次不同，「萬般皆下品、唯有AI高」將持續帶動大盤，將時間拉長至近50年歷史經驗，也有很多劃時代發明，但牛市都是大盤跑贏，熊市高息跑贏並未改變，長期穩定增加股息的公司通常更具較高的品質，方能應對潛在風險。

循環強弱造就切入機會

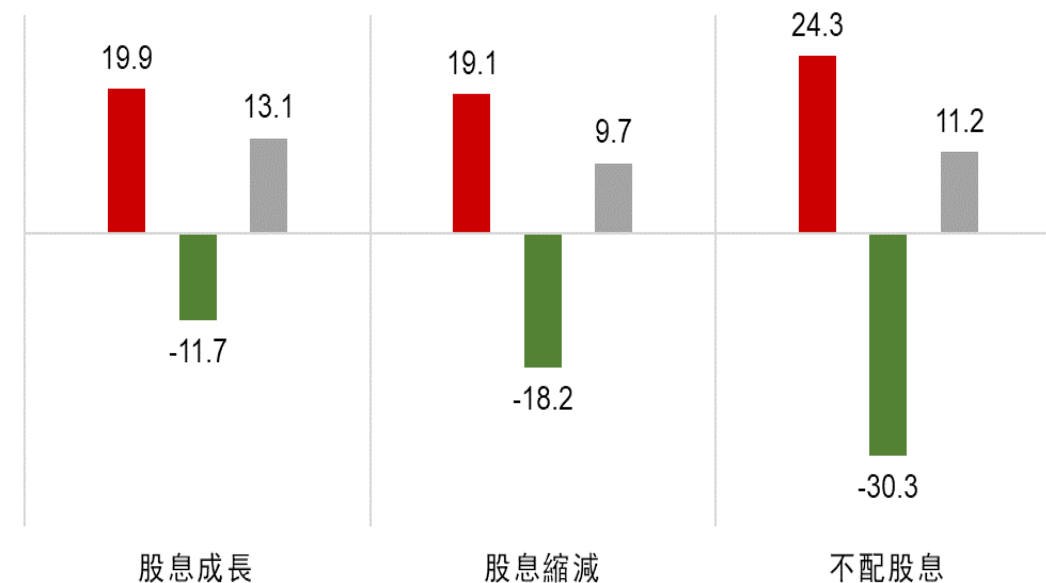
2021/2=100經標準化
180



資料來源：Bloomberg。ETF：大盤-VOO、高息-VIG為代表。

歷史透露未雨綢繆

■ 牛市 ■ 熊市 ■ 整段



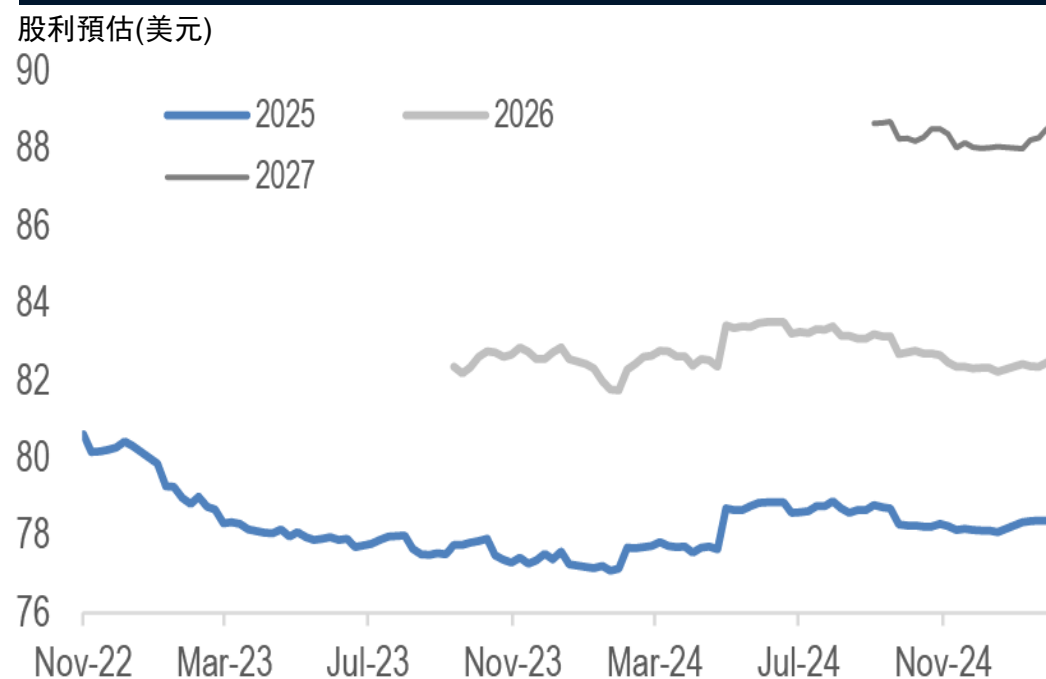
資料來源：iShares。統計期間：1978~2023年。

賺錢配息形塑支撐，偏好提升造成規模

結算現值：現金流(DCF)模型在金融中常被用來評估股票的內在價值，其本質是將未來現金流量折現至現值，一旦未來聯準會利率下降，導致模型中的折現率變動，進而增加現金流的現值，市場估值因此上升，以美股未來兩年的配息發放預測來看，水準只會更高，配合前者的模型環境變動，該資產將成為資金未來青睞之地。

規模持續：傳統的美國高股息從未式微，以最具代表的兩個指數型基金之大盤和高股息為例。過去十年來，就規模看，前者成長約5.7倍，但後者達6.6倍，顯示出長期配置的戰略價值，而台灣這邊高息股概念近年更是蓬勃發展，規模成長可是9倍對上90倍之譜。

美企業賺錢與配息預估樂觀



資料來源：高盛。

規模成長幅度超前



資料來源：Bloomberg。2015/2=100。ETF：大盤-VOO、高息-VIG為代表。

市場想法及投資建議



複合債：聰明混搭，好債不愁

- 衰退風險有限，前瞻預測持穩
- 政策情境反覆，特定債種領先

投資建議

耐心續抱，長期優勢

考量利率波動猶存，善用複合債，可取得除了一般人較難買的特定債種，短期內不僅可取得穩定收益，根據市場情況動態調整，也可追上若貨幣政策改變的潛在機會。



高息股：攻守兼備，未雨綢繆

- 循環強弱造就機會，未雨綢繆總是好事
- 賺錢配息形塑支撐，偏好提升造成規模

投資建議

耐心續抱，長期優勢

今年重演雙位數股市報酬率較難，需要以時間換取空間，或量變引起質變。等待折現的比較優勢出現，即使增加既有水位，也無重大和立即性風險。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴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。