

2024年12月24日

主題趨勢報

2025資產配置策略

應對政策風險與波動 股六債四配置最對味



報告摘要

- 通膨和經濟成長放緩，股票與債券相關性降低甚至轉負值
- 多元化配置互補性佳，歷史經驗顯示股六債四可穩中求勝
- 股債受惠經濟軟著陸，超配內需導向股票與非投資等級債

2024年12月24日




主題趨勢報

穩中求勝-股六債四平衡型配置策略

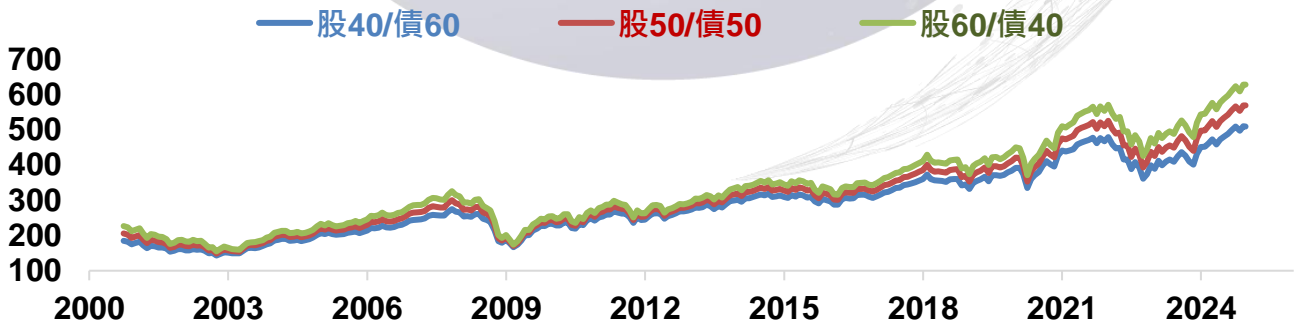
2024年全球圍繞著降息、AI和大選等重大議題，置身於戰爭、通膨降溫、政策利率見頂向下的宏觀環境，景氣穩健擴張，支持經濟實現平穩著陸，從而營造貨幣政策寬鬆空間，各大央行降息潮席捲而來，提振對公用事業、房地產及金融等產業的獲利預期與評價，利率敏感型資產喜迎多頭並締造風險報酬。與此同時，隨著AI領域的大量投資，推動半導體和電子產品需求的激增，更為經濟數據、產業營收及股價動能注入活水，AI助力科技巨頭高歌猛進，科技熱潮同樣推升美股迭創新高。全年來看，投資人喜迎連續兩年的股債雙牛行情，股市震盪上行且債市悅享降息利多，截至12月17日，股、債市場分別實現18.85%、1.97%的正報酬。

展望2025年，美國經濟依舊強韌，然而隨著AI技術的快速發展，股市估值接近歷史高位，市場集中度過高增添潛在的波動性，金融市場走勢更容易受到川普新政策、AI科技與聯準會利率動態牽引，置身於通膨和經濟成長放緩的宏觀環境，股票與債券相關性降低甚至轉負值，多元化資產配置的互補性更佳且更具吸引力，歷史經驗也顯示經典的股六債四投資組合於此期間大多表現良好，而在股債受惠經濟軟著陸的基本情境下，產業類股快速輪動，伴隨宏觀條件變化及配置全球化，為了應對市場波動和政策風險，建議超配內需導向型股票和非投資等級債，預期股六債四平衡型配置策略可望再顯身手。

股債平衡配置策略之歷史風險與報酬 (2001-2024)

股債平衡配置策略	平均年報酬率	最佳年度報酬	最差年度報酬	年度負報酬次數	2023年報酬率	2024年以來(12/17)報酬率
 股40/債60	5.30%	23.97% (2009)	-29.25% (2008)	7/24	16.00%	12.85%
 股50/債50	5.52%	25.44% (2009)	-32.58% (2008)	7/24	16.97%	14.31%
 股60/債40	5.73%	26.82% (2009)	-35.42% (2008)	7/24	17.79%	15.53%

股債平衡配置策略指數化走勢



資料來源與時間：Bloomberg · 永豐投顧整理 · 2024年12月17日

註：採用股票指數(MSCI AC世界指數)及債券指數(彭博全球整合信用總報酬指數價值型未避險美元)來演示平衡型基金的資產配置並比較不同操作策略的績效

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2024年12月24日

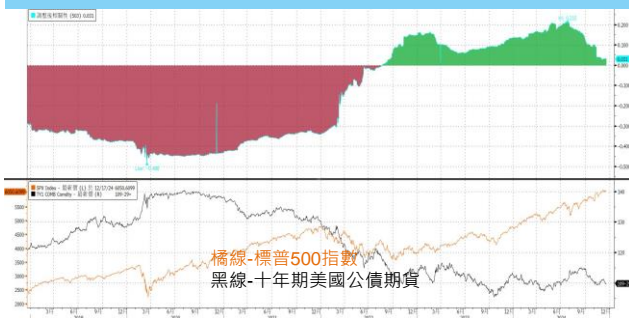
主題趨勢報

通膨和經濟成長放緩，股票與債券相關性降低甚至轉負值，多元化配置互補性佳

全球總體通膨年增率在3Q22達到9.4%的峰值後，IMF預計2025年年底將降至3.5%，大多數國家的通膨目前處在央行目標附近，這也為主要央行放鬆貨幣政策鋪平道路，6月以來，已開發經濟體的主要央行接力降息，轉向中性政策，經濟也在通膨降溫的過程中持續展現韌性，預計2024-25年的GDP成長率將穩定在3.2%。2024年各國央行降息潮席捲而來，Fed在9月降息兩碼正式啟動寬鬆週期，隨後於11、12月各降1碼，目前政策利率來到4.25%-4.50%，值得注意的是，12/19FOMC鷹式降息程度比市場預期更為強烈，暗示將因核心通膨率居高不下而放慢寬鬆步伐，利率點陣圖中位數指出2024-27年的降息節奏已由今年9月的4、4、2、0調整為4、2、2、1，2025年降幅預測腰斬僅剩下2碼，也少於市場的降息3碼預期，長期利率則由2.875%上調至3%，而經濟預期概要(SEP)表明Fed仍樂觀看明年的經濟與就業，不過大幅上修通膨預估，拉長降息週期戰線，SEP更早反映川普2.0不確定性，Powell稱部分FOMC委員確實提到政策影響未明，是他們認為通膨不確定性增加的理由之一。

展望2025，在多元化資產投資組合層面上，股票和債券都可能受益於經濟軟著陸，在股票方面，當前昂貴的估值表明，驅動資本市場繼續走高的催化劑，可能從估值面轉向更加基於企業盈利基本面的環境，且因美國候任總統川普計劃提高關稅但推動對市場友善的減稅和放鬆監管措施，投資人可利用川普政策紅利來進行戰略性布局，關注獲利仰賴進口程度較為輕微的美國公司，數據顯示美股七巨頭近半數銷售額來自美國以外地區，而標普493指數(扣除七巨頭外的標普500成分股)的這一比例約為26%，後者在美國本土獲得的收入佔比更大，增長和貿易政策等宏觀因素利好標普493指數，預期2025年標普500指數有機會挑戰6,400點。債市方面可望取得小幅回報，主要貢獻來自息收，預期2025年指標十年期美國公債殖利率將由目前的4.51%逐漸向下，未來四季預估依序為4.20%、4.21%、4.26%、4.31%，看好非投資等級債>新興主權債>投資等級債。從全球角度看，在明年通膨和GDP增長放緩的情況下，股票和債券之間的相關性會降低，彰顯兩者的互補價值。根據彭博的統計資料，經典的股六債四投資組合在通膨減速和低波動環境中表現最好，因此在股債多頭格局不變的情況下，隨著債券殖利率回落及投資組合再平衡，60/40股債平衡配置策略的投資價值可望獲得廣泛認可。

美國股票與債券之間的60天移動平均相關性變化在近兩年呈現正相關，預計2025年兩者相關性降低甚至轉負值



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

根據彭博統計，自1973年以來各種通膨模式下的平均年度回報

	60/40 Portfolio	S&P 500	US Treasuries
CPI Volatility Low (Below .6%)	12.1%	15.7%	6.7%
CPI Volatility High (Above .6%)	7.4%	8.1%	6.4%
CPI Below 2.5%	12.0%	17.2%	4.3%
CPI Between 2.5% and 4%	7.7%	7.5%	8.0%
CPI Above 4%	9.8%	11.4%	7.4%
CPI Decelerating	13.2%	16.7%	8.1%
CPI Moderately Accelerating	10.6%	13.5%	6.1%
CPI Rapidly Accelerating	3.3%	2.8%	4.1%

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2024年12月24日

主題趨勢報

股債受惠經濟軟著陸，超配內需導向型股票與非投資等級債

展望股市，目前標普500市值/M2比值已達到2.3倍，逼近網路泡沫時期的2.6倍，Q2家計和非營利事業直接&間接持股佔總資產比例達28%，超過網路泡沫時的27%，逼近2021年疫情大灌水時的29%。而Shiller提出的「超額調整後本益比報酬」為標普500的Shiller P/E倒數減去美國10年期實質利率(越低表示股市越貴)，目前已降至1.5%左右，相當靠近2008年金融海嘯前夕時的1.3%，但離網路泡沫的-1.5%還有段距離。可以說目前美股的熱度堪比過往的泡沫時期，不過雖然股市相當昂貴，標普500遠期12個月本益比已經來到22.5倍，歷史上只低於疫情灌水和科技泡沫時期，但個股漲勢集中在有實質業績的龍頭企業，因此只要沒有黑天鵝，炒股熱度應該都能持續，故短期行情仍可以把握。市場共識預估2025年標普500 EPS將成長15%至\$277，在經濟軟著陸的走勢下獲利成長預估已偏向樂觀，股市接下來的上漲可以說完全仰賴市場情緒帶動的估值膨脹，但投顧預期本益比或至少來到2021年大灌水附近的23倍水平，使標普500達到6,400點，至於明年上半年行情應比下半年樂觀，主因聯準會態度在2H25可能受到通膨預期影響，導致寬鬆立場出現轉變。

展望債市，2025經濟形勢穩定，市場定價軟著陸和Fed放慢降息腳步，在就業緩步降溫下，預計明年仍會降息2碼，十年期美國公債殖利率料由4.51%逐漸下行，美債價格已反映小幅降息的預期，資本利得有限但高息可期；此外過往當降息循環啟動後，債券多能繳出正報酬的成績單，但若能避免陷入衰退或遭遇重大金融事件，則有利於壓抑信用利差擴張，並吸引資金湧向非投等債；但若是經濟表現強勁，信用利差收斂將有助於非投資等級債達成平穩的報酬；不過即使後續碰上衰退也無須擔憂，伴隨著持有時間拉長，非投資等級債累積息收的效果將被放大，也有助於壓抑資產價格下跌所造成的影響，看好非投資等級債>新興主權債>投資等級債。

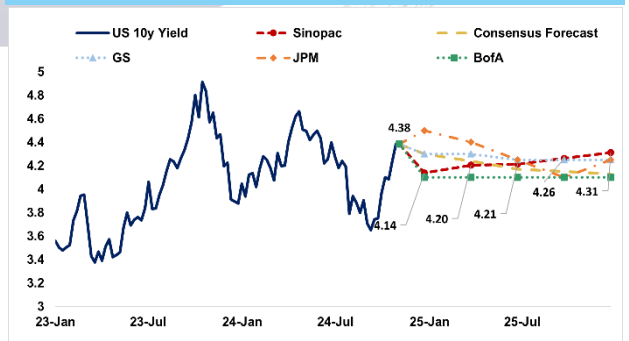
整體而言，2025年股票和債券的表現將恢復至更正常模式，股債兼隆再添新風貌，就業和通膨目標的風險大致均衡，利率敏感型資產表現依舊可期，展現多元化資產配置優勢，故針對投資人而言，建議可透過股六債四的平衡配置策略，在2025年達到風險最小化以及回報最大化的投資效果。

美股：當前大型股估值至少都和泡沫時期的IBM相近

網路泡沫領先者	網路泡沫		市值2千億以上龍頭	現在(12/16)	
	24m fwd P/E	24m fwd EV/Sales		24m fwd P/E	24m fwd EV/Sales
微軟	53.2	19.2	蘋果	29.9	8.2
思科	101.7	17.5	微軟	27.4	9.8
英特爾	42.1	11.5	輝達	25.8	14.1
甲骨文	84.6	19	亞馬遜	27	3.2
IBM	23.5	2.3	谷歌	18	6
Lucent	37.9	4.1	Meta	21.1	7.4
Nortel	86.4	6.4	特斯拉	105.8	10
			博通	29.5	15.7
			甲骨文	22.8	8.1
			賽富時	28.3	7.5
			Service Now	56.1	14.4

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美債：預計十年期美國公債殖利率明年底目標價4.31%



資料來源：LSEG · ICE BofA · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。