

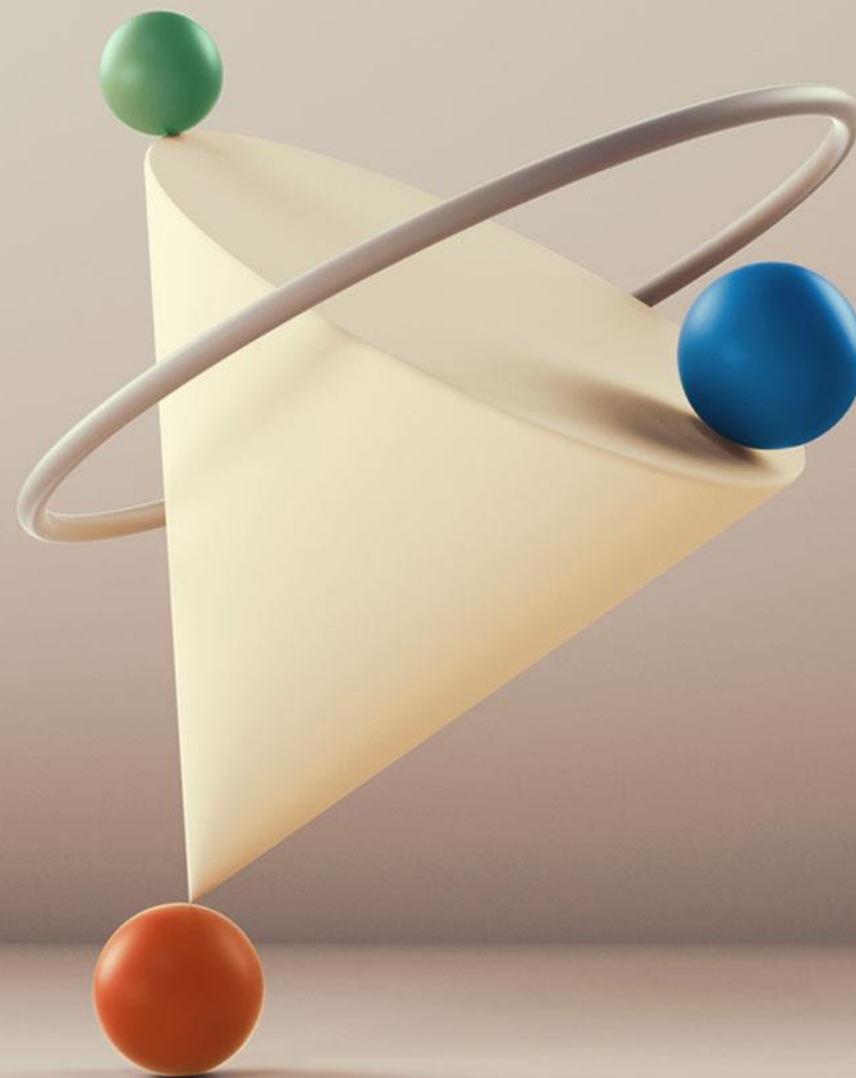


凱基證券

漲多稍歇 Take a break

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年1月5日



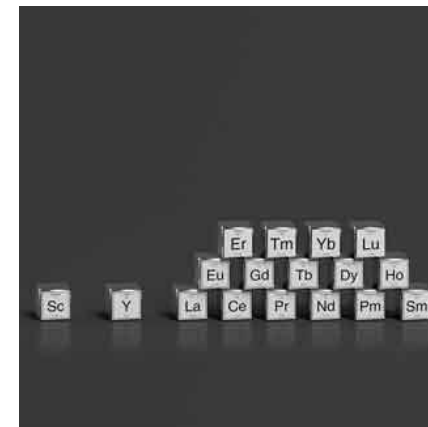
01 市場回顧

科技及半導體領跌，
股債市漲多拉回



02 熱門議題

- 中國頒布稀土技術出口禁令，稀土後勢看好
- 美國物價續降，後續降息關鍵指標



03 投資焦點

缺房及利率將轉向雙利多，
布局美國營建商迎房市榮景



04 下週重要數據

美國及中國CPI、PPI、
歐洲工業生產

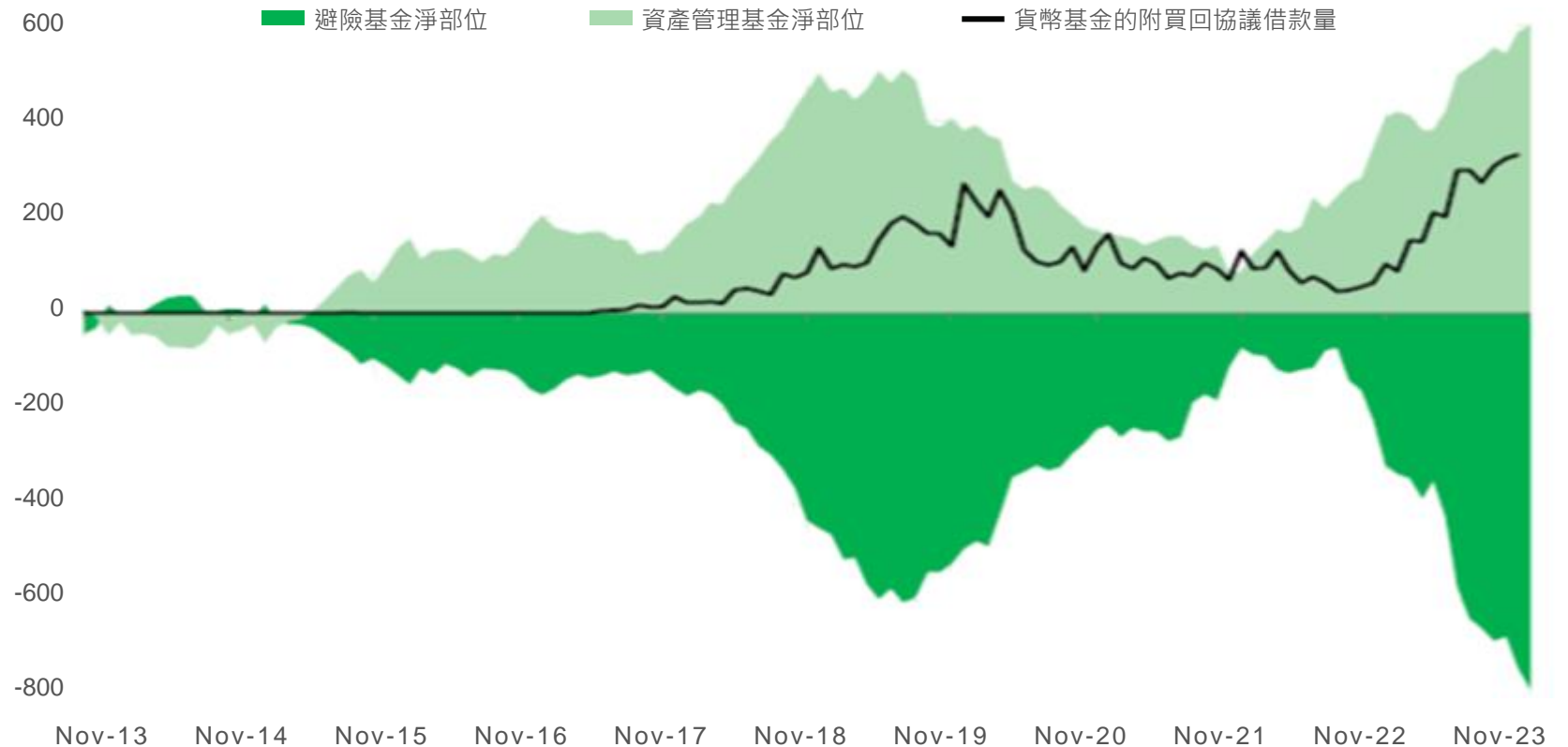


對沖基金放空債市規模創新高，但債市壓力應已觸頂

- ▶ 對沖基金在美國國債期貨市場的淨空頭部位大幅增加，至2023年11月為止，規模達到近8,000億美元的歷史高位，顯示對沖基金至11月仍押注美國公債殖利率上升，而在空頭部位增加的同時，回購市場(附買回協議借款)進行融資的金額也同步走升，暗示對沖基金進行持有現貨、融資以及建立期貨空頭部位的套利策略。
- ▶ 然而這樣的交易往往利用槓桿來累積部位，因此若固定收益市場波動性上升時，勢必讓對沖基金的平倉壓力大幅增加，除了會活絡美國公債交易市場及波動性外，若2024年在降息的加持下，有機會讓美國公債期貨淨空頭部位走低，對債市會有不小助益。

高利率助長避險基金建立美國國債空頭部位來做套利交易

美國國債期貨淨部位，十億美元



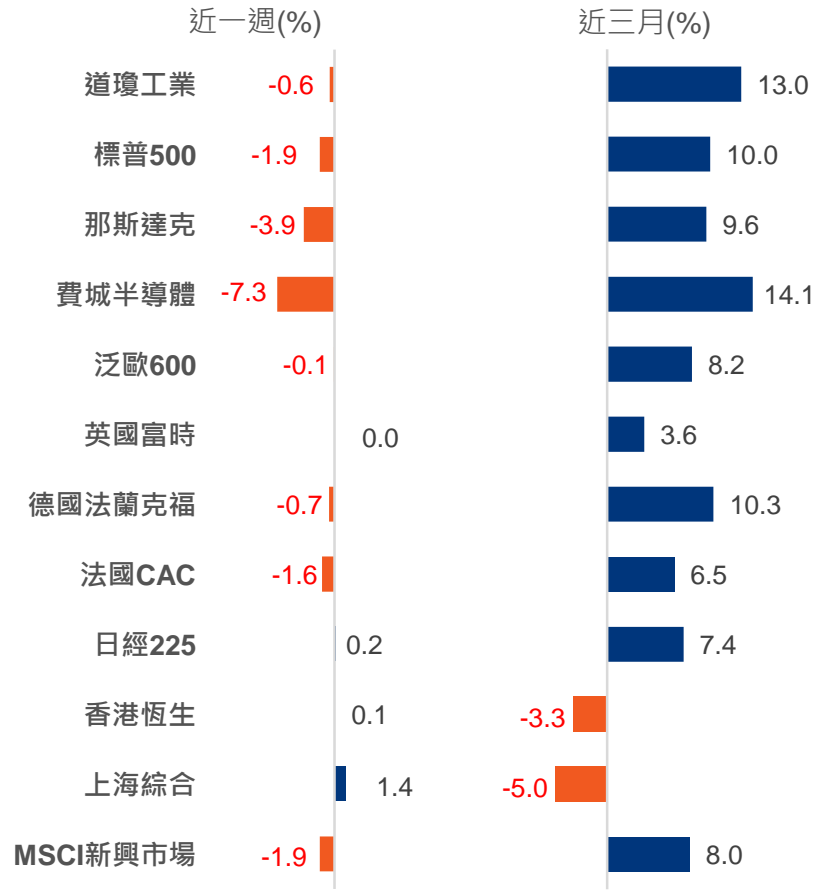
資料來源：CFTC、BNP Paribas

市場回顧

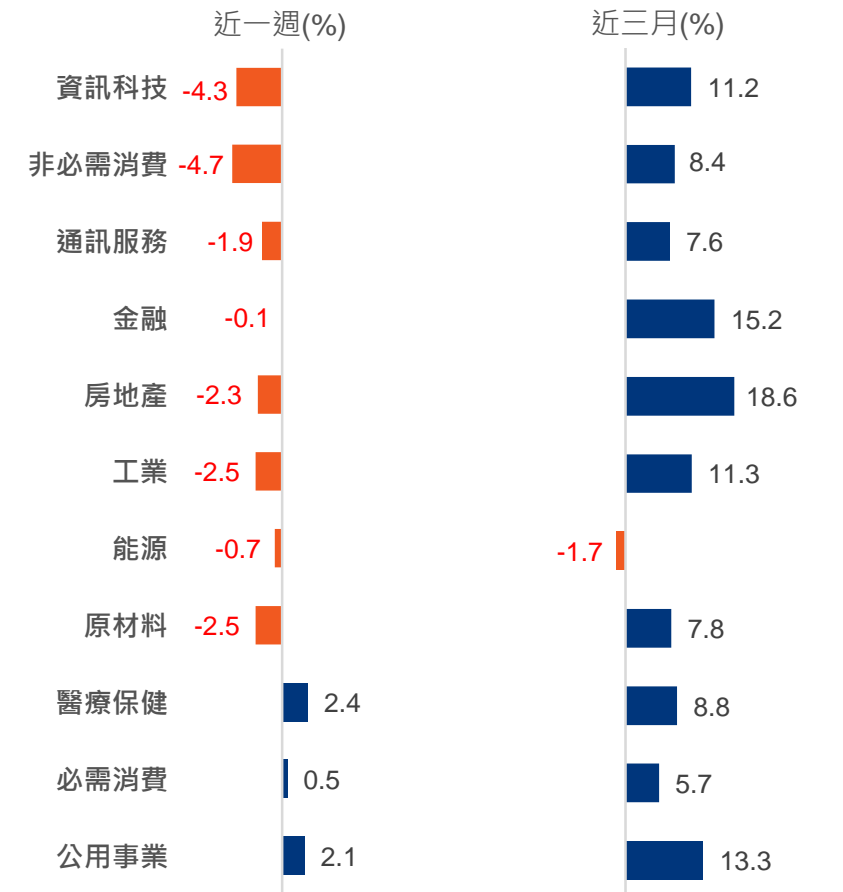
美股漲多拉回，科技及半導體領跌，防禦類股走勢穩

- ▶ 新的一年美股開局疲軟，主因投資人權衡市場評價上升不少、中東緊張局勢加劇、油價震盪以及貨幣政策等因素。中國經濟活動有所改善，雖官方數據仍顯示製造商前景脆弱，然而財新製造業採購經理人指數從11月的50.7升至12月的50.8，為2023年8月以來最高，後續可觀察其他經濟及物價指標。
- ▶ 拉回修正幅度較大為科技、半導體及晶片類股，主因荷蘭政府近期撤銷部分深紫外光微影系統出口許可證，對少數位於中國的客戶產生影響。此外，有投行預期蘋果最新iPhone需求疲軟因而下調蘋果公司評級，整體科技類股表現欠佳，加上殖利率上揚亦助長科技股的賣壓。防禦類股包括醫療、必需消費及公用事業表現則相對穩健。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)



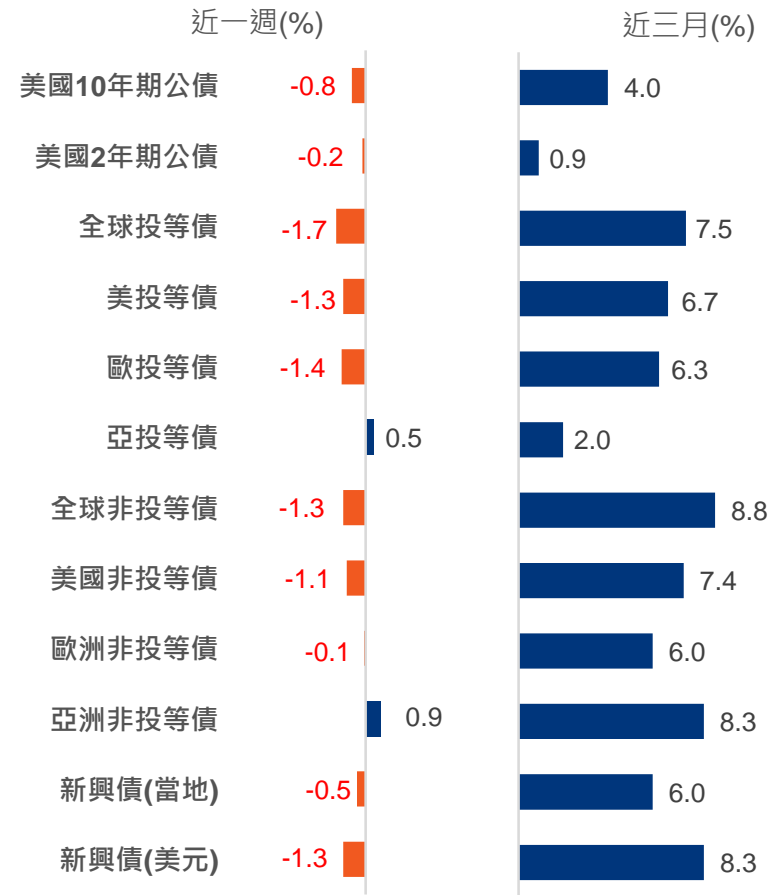
資料來源：Bloomberg · 2024年1月4日

公債殖利率回升，債市承壓，美元指數走強，原油震盪表現

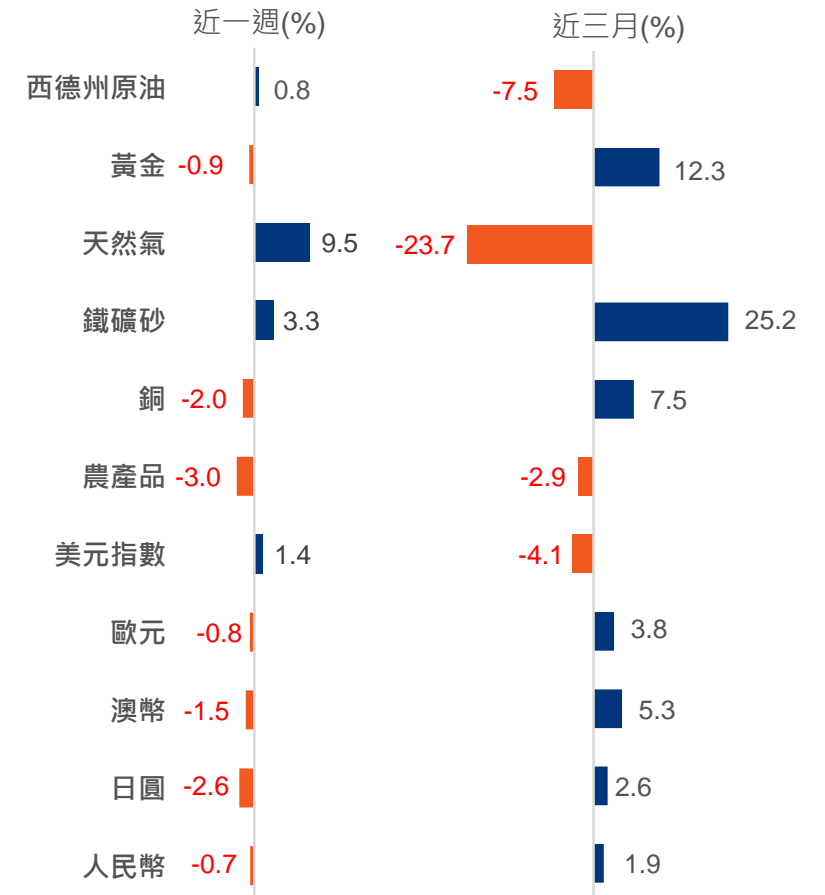
▶ 12月FOMC會議紀要顯示官員對其利率預測有高度不確定性，且並沒有排除進一步升息的可能性，資料公布後，市場對3月降息預期略有下降，降息1碼的機率由公布前的70%降至65%，美國公債殖利率上揚，債市普遍走跌。此外，市場預估英國央行可能不會在6月之前降息，預期歐洲央行也會遵循類似的時間表，並視情況靈活地調整利率政策。亞債則受中國人行向政策銀行注資抵押補充貸款激勵而表現較佳。

▶ 原油表現震盪，主要多空訊息包括美國在內的非OPEC+原油產量上升、OPEC+雖承諾進一步減產但效果受質疑以及全球需求增速放緩等。美元指數受不太鴿派的FOMC會議紀要激勵而走揚，非美貨幣拉回修正。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

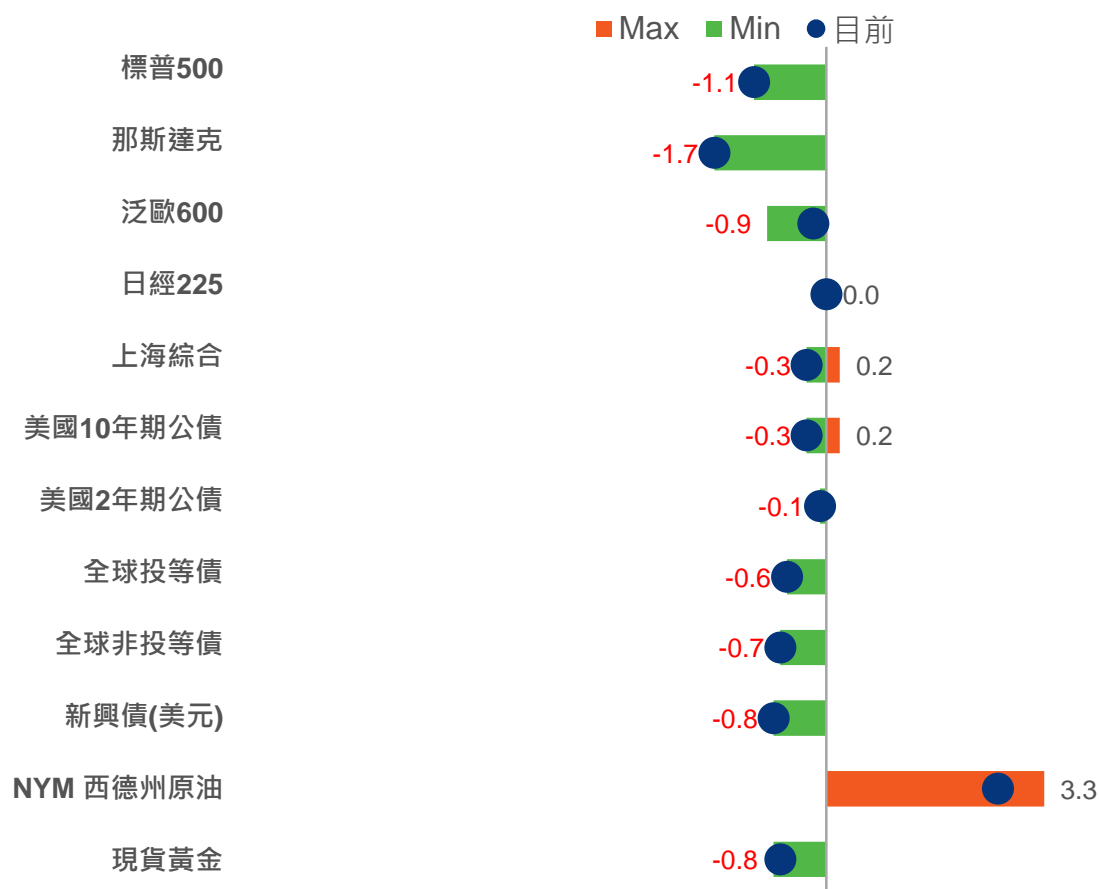


資料來源：Bloomberg · 2024年1月4日

聯準會暗示利率仍需維持高位，股債市從2023年高檔回落

- ▶ 儘管FOMC在12月底決議維持利率不變，使市場持續得到激勵，但近期公布之會議紀要顯示，官員認為政策利率可能達到或接近峰值，並未提到降息相關描述，使得市場過度樂觀降息氣氛降溫，全球與新興市場股、債市自2023年高檔回落，其中科技股回落最深，那斯達克YTD下跌1.7%。
- ▶ 油價受到多空訊息影響表現震盪，後續觀察美國頁岩油供應情況、OPEC+成員減產力道以及全球經濟情勢對需求的帶動。金價受到短期美元走強影響回落，但在地緣政治與市場著眼未來降息預期下，仍維持多頭格局。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2024年1月4日

成熟市場

—— 60日線

標普500指數走強至上升通道上緣不破，近期修正反壓



那斯達克指數走強至上升通道上緣後修正，跌幅大於標普500



泛歐600指數突破箱型區間上緣，回測區間上緣



日經225指數靠近箱型區間上緣，季線支撐上區間震盪



資料來源：Bloomberg · 2024年1月5日

新興市場與商品

60日線

上綜指數呈空頭格局震盪向下



新興市場反彈後回落，仍呈大型區間整理



黃金價格仍處上升趨勢，近期於上升通道下緣有支撐



西德州原油呈空頭下降通道



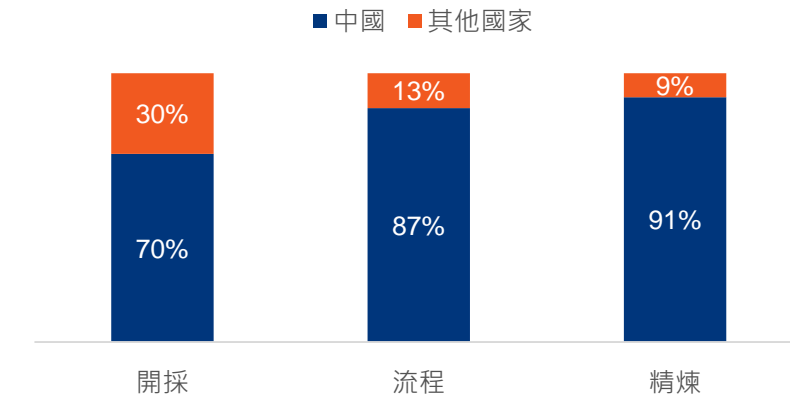
資料來源：Bloomberg · 2024年1月5日

熱門議題

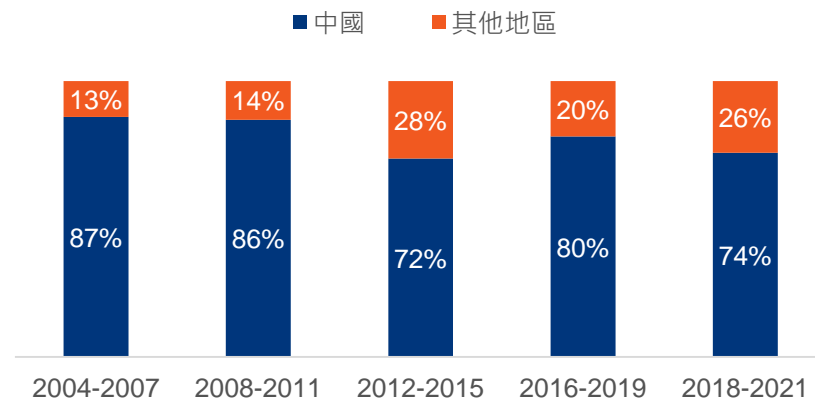
中國頒布稀土技術出口禁令 留意未來稀土價格存在上漲可能

- ▶ 12月21日中國商務部以保護國安為由，宣布禁止多項稀土加工技術出口，被市場猜測為回應美國半導體禁令的反擊。中國在稀土供應鏈上擁有多項技術，即使近年美國想擺脫對中國稀土的依賴，建立稀土供應鏈，其進展仍十分有限。
- ▶ 展望未來，澳洲稀土探勘公司Arafura預測在各國致力於綠色轉型下，稀土(以鐳、釵金屬為例)需求將隨電動車、風電機組的需求提升。到2030年，將產生4.7萬噸的缺口。倘若美中科技戰持續，未來中國進一步針對稀土進行出口管制，或各國提高精煉成本降低對中國稀土的依賴，則未來稀土價格存在上漲可能性將提高。

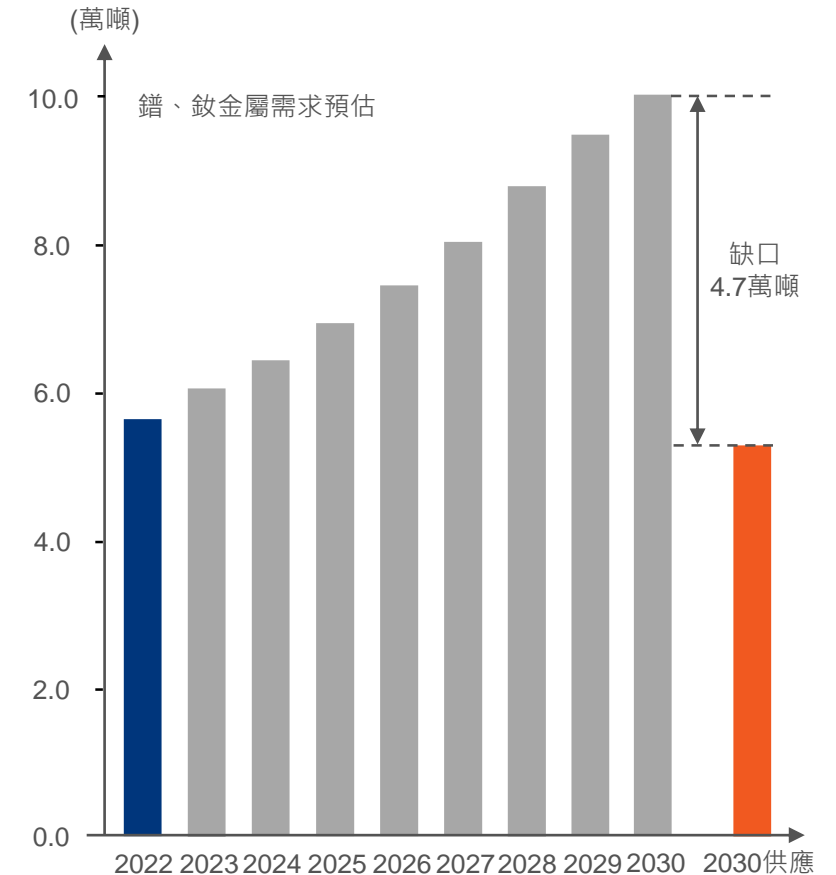
中國在全球稀土供應鏈技術上扮演主導角色



美國高度依賴中國稀土進口



綠色轉型下，全球稀土供需缺口恐擴大



資料來源：英國金融時報、美國地質探勘局(USGS)、中國科學院、Arafura，截至2024年1月3日

美國物價續降且實質收入上升，為後續降息關鍵指標

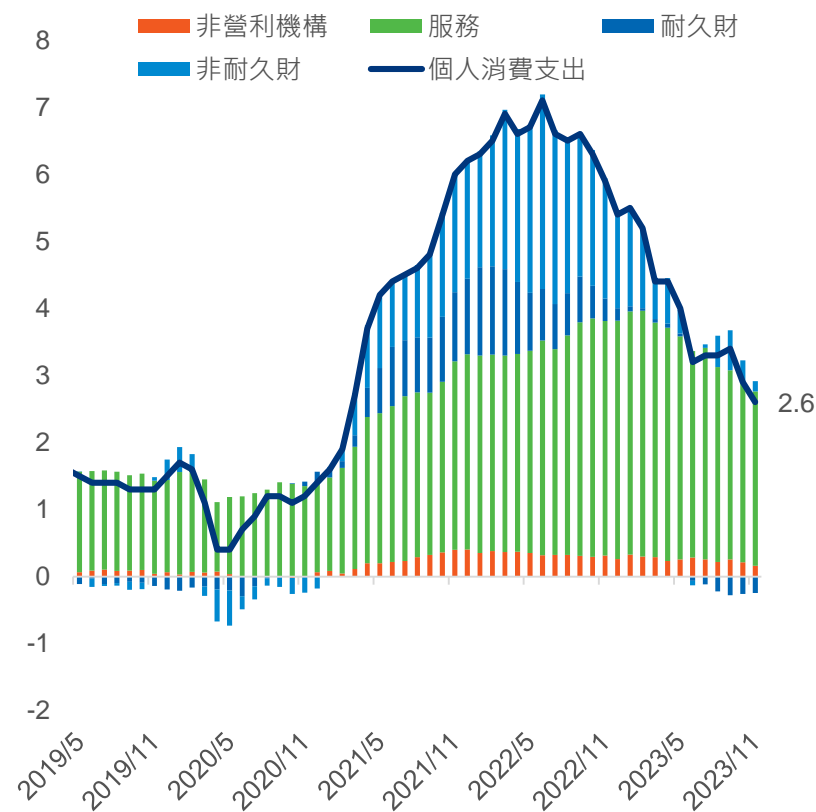
▶ 根據美國經濟分析局的數據，11月個人消費支出(PCE)價格指數年增2.6%，除較前月2.9%下降，且近6個月年化數字為1.9%，低於聯準會的通膨目標。核心PCE年增3.2%，低於前期3.5%以及市場平均預估的3.3%。聯準會青睞的通膨衡量指標PCE以及核心PCE月增率幾乎未有成長，強化了聯準會將轉向降息的前景。

▶ 此外，11月實際可支配收入攀升0.4%，為2023年3月以來最大升幅，支撐了民眾消費力道。價格壓力持續緩解且家庭需求具有韌性，符合聯準會對經濟軟著陸的觀點。11月PCE價格指數年增率為2021年2月以來最小漲幅，後續可觀察不包括住房和能源的服務業通膨是否有類似趨勢，因該指標有更高的僵固性，若續降有助利率政策轉向。

資料來源：Bloomberg

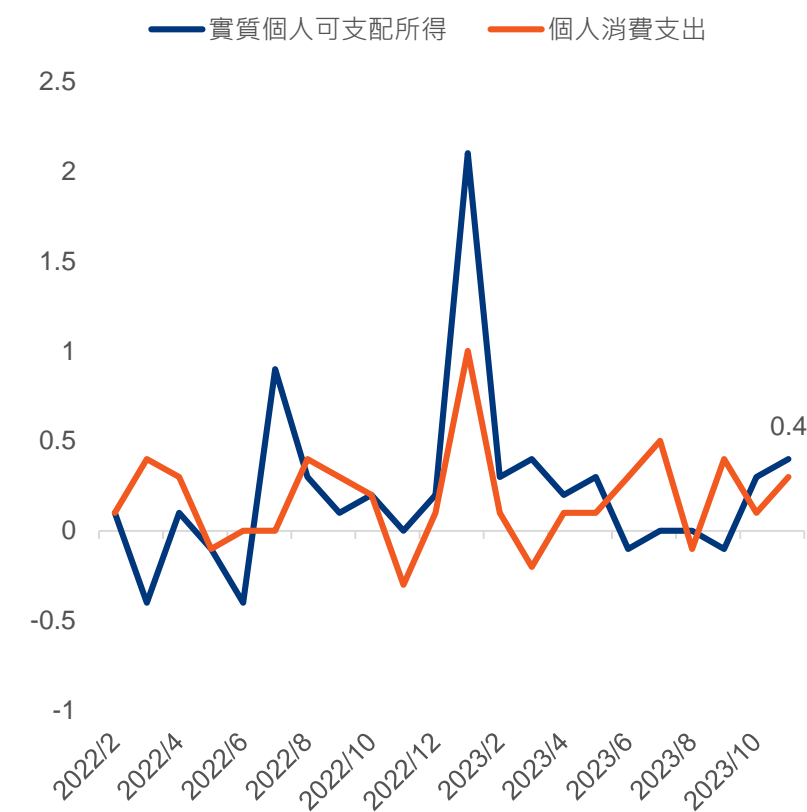
美國PCE物價指數加速下降

美國個人消費支出物價指數(PCE)年增率，%



美國個人實質所得明顯改善

美國收入與支出經季節調整月增率，%



投資焦點

缺房導致成屋銷售下滑，營建商趕工迎房市榮景

- ▶ 美國全國地產經紀商協會發布的數據顯示，11月成屋銷售意外成長，表明高利率及低庫存導致的住房市場長達2年的下行有所緩解。此外，房市銷售先行指標 - 成屋(已簽約)待完成銷售年增率也逐步回升至接近零軸，成屋庫存仍偏低使許多建築商看到了機會。
- ▶ 美國11月新屋開工數飆升至6個月高位，關鍵指標單戶型獨棟建築開工亦同步大幅提高，主要受惠近期抵押貸款利率大幅下降，以及建商信心上升(自2023年下半以來首見)。營建商並提供抵押貸款利率補貼和降價等激勵措施來吸引買家，藉此減輕購屋者的壓力。美國住宅房地產緊縮狀況正在緩解，有利營建商後續業績進補。

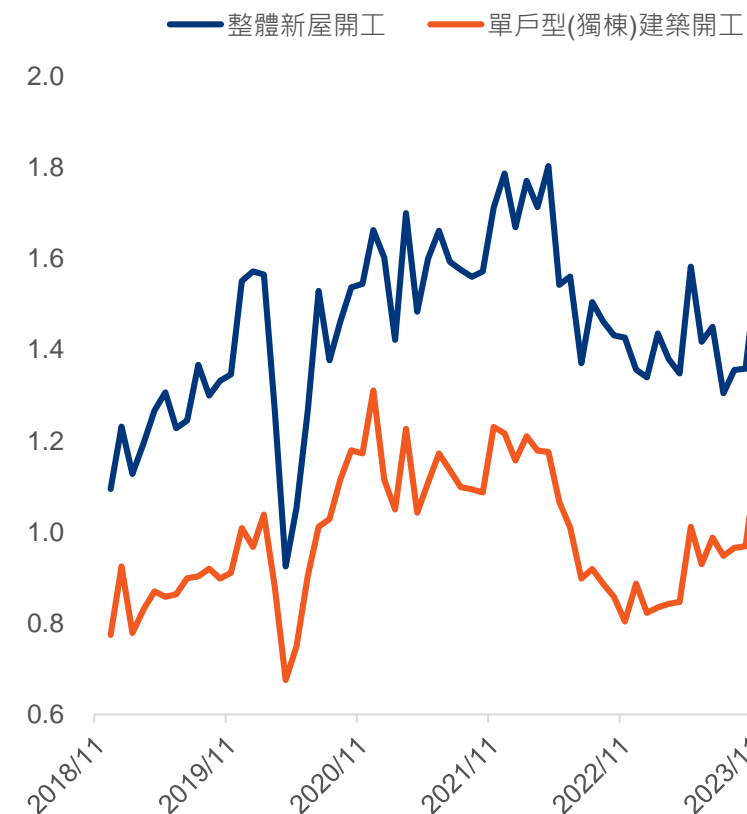
成屋銷售改善，領先指標顯示離成長已不遠

美國成屋銷售及待售趨勢



11月全美新屋開工暴增

美國新屋開工，百萬棟



資料來源：Bloomberg

美國房貸利率降、營建商信心升，績效獲得基本面與政策面雙重加持

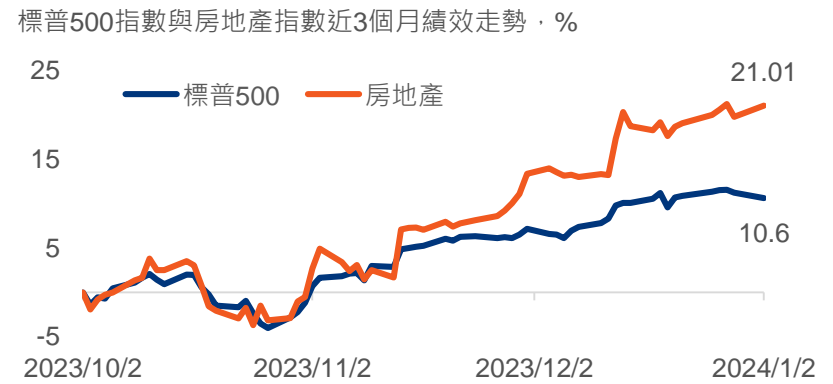
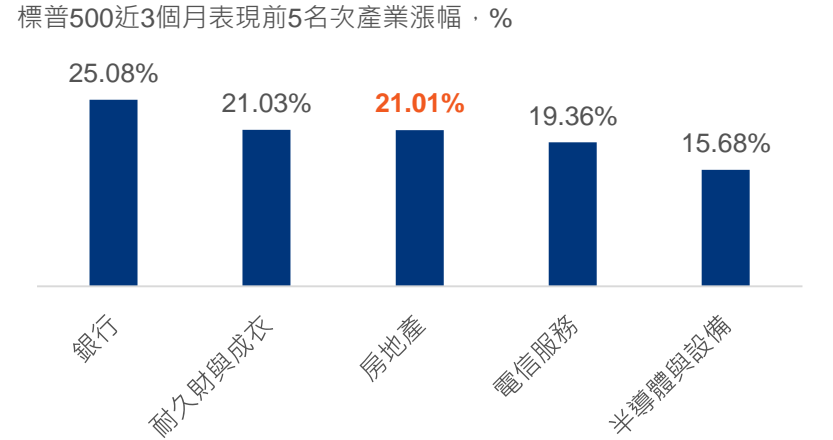
▶ 美國抵押貸款銀行家協會最新公佈的數據顯示，30年期定息抵押貸款的平均利率下跌至**6.99%**，連帶使前5年可調利率抵押貸款也下降，美國抵押貸款利率已連五周下滑並觸及2023年6月以來最低水平，加上美國住宅營建商信心改善，顯示貸款利率峰值已過，將有助於刺激未來購房需求。

▶ 觀察近3個月各產業表現，房地產名列前茅，僅次於銀行業與耐久財成衣服飾業，除了有前述缺房的基本面加持外，房貸利率下降與市場期待的降息也對表現有所助益，尤其自11月的FOMC會議後，與標普500指數的績效越拉越大。展望2024年，地產商有機會迎來不錯的一年。

房貸利率續降，營建商信心反彈上升



房地產類股近期表現亮眼



資料來源：Bloomberg · 2024年1月2日

布局美國營建商，著眼市場缺房潮及利率可望走低雙利多

標的名稱	iShares美國房屋建築業ETF (ITB)	SPDR標普房屋建商ETF (XHB)
產品風險等級	RR5	RR5
投資偏好	以大型營建商為主，適合追求資本利得的投資人，逢拉回可擇機布局	以建築材料及營建商為主，適合追求資本利得的投資人，逢拉回可擇機布局
規模	2,420 (百萬美元) (2023/12/29)	1,750 (百萬美元) (2023/12/29)
近3月報酬/ 今年以來報酬	28.12% / -3.88%	22.93% / -4.13%
基準指數	Dow Jones U.S. Select Home Construction Index	S&P Homebuilders Select Industry Index
產業分布	<ol style="list-style-type: none"> 1. 家居建設 66.6% 2. 建築用品 16.2% 3. 家居裝潢零售 9.5% 4. 特殊化學用品 4.5% 5. 其他 3.2% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 建築用品 46.5% 2. 家居建設 35.2% 3. 家居裝潢零售 10.4% 4. 家具零售 4.9% 5. 其他 3.0%
主要持股	<ol style="list-style-type: none"> 1. DR Horton Inc 15.25% 2. Lennar A Corp 12.67% 3. Nvr Inc 7.88% 4. Pultegroup Inc 7.61% 5. Sherwin Williams 4.52% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Williams Sonoma Inc 4.85% 2. Carlisle Cos Inc 4.15% 3. Pultegroup Inc 4.07% 4. Trane Technologies Plc 4.07% 5. DR Horton Inc 4.04%

資料來源：Bloomberg · 2024年1月4日。此表僅列較具代表性標的參考，投資人須考量自身風險承擔度條件，若需要更多資訊請上凱基證券官方網站/App查詢或洽詢您的服務專員

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通膨續降，就業保持韌性，部分經濟指標已出現放緩跡象。聯準會下調2024年及2025年利率預估，股市逢回布建，並以具基本面支撐的產業或大型股較穩健。 ◆ 預期2023年底至2024年第一季，美股震盪向上，估2024年美股仍有雙位數獲利年增率，長期配置部位，宜以優質龍頭股為主，並定期定額長期趨勢題材，非美地區的日本、印度可為部分衛星配置。 	<p>策略風格：優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國10年期公債利率高位回落，美國升息循環已近尾聲，中長期公債殖利率處相對高原區，美債具配置價值，可把握短天期公債高息鎖利，並增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣下行，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、高信評者更能抵禦景氣下滑、高利率環境的挑戰。 	<p>期間：中短天期債鎖高利，增加長債配置</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美元指數2024年第1季末將開始走弱，預期直到第4季才會慢慢穩定下來。 ◆ 日本央行雖維持利率不變，然官員維持鷹派言論，2024年上半年日本央行貨幣政策轉向可能性較高，美日利差若朝收窄發展，支持日圓存在升值機會。 	<p>美元短期高檔有撐，2024年第二季後趨貶</p>



重要數據

主要國家央行利率政策

央行	利率政策	公開市場操作	資產負債表佔GDP比重(%)
美國聯準會 (FED)	<p>政策利率：5.25% - 5.50%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/11)：維持利率不變</p>	<p>聯準會再次維持利率不變，基準利率保持在5.25%~5.5%，點陣圖下調2024及2025年利率預估，並表示不太可能再升息且降息是未來討論的議題，強調聯準會不會等到經濟衰退才降息。維持先前縮表計畫，每月減持公債與機構不動產抵押證券共950億美元。</p>	28%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：4.00% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/10)：維持利率不變</p>	<p>歐洲央行暫停升息，表示近期通膨率雖降至接近2%水平，強調物價可能反覆升溫的風險，內部因而沒有討論降息議題。對2024及2025年的經濟成長率、通膨預期皆有下調。APP(資產購買計劃)的再投資已停止，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底，但2024年下半年將以每月平均減少75億歐元的速度來退出再投資計畫。</p>	51%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.25%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 最近會議(2023/11)：維持利率不變</p>	<p>英國央行維持利率不變，表示經濟仍疲軟，且預計從2024年初開始疲軟程度將加劇，然而通膨已如預期有所回落，將持續監測通膨壓力和整體經濟韌性的跡象。2023年9月會議通過將在12個月減少1,000億英鎊的公債資產規模。</p>	30%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/10)：維持利率不變</p>	<p>將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，殖利率控制(YCC)放寬10年債的殖利率上限彈性允許至1%以上。維持購買股票 ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持企業債持有規模在2兆日圓，逐步放寬至3兆日圓。</p>	134%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

► Jan 2024

<p>1 Monday</p>	<p>2 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月Markit製造業PMI (實際:47.9 預估:48.2 前值:49.4) 歐元區12月Markit製造業PMI (實際:44.4 預估:44.2 前值:44.2) 	<p>3 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月ISM製造業PMI (實際:47.4 預估:47.1 前值:46.7) 美國11月JOLTs職位空缺數 (實際:8.790M 預估:8.850M 前值:8.852M) 	<p>4 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月ADP非農業就業人數變化 (實際:164K 預估:115K 前值:101K) 美國初請失業金人數 (實際:202K 預估:216K 前值:220K) 美國12月Markit服務業PMI (實際:51.4 預估:51.3 前值:50.8) 歐元區12月Markit服務業PMI (實際:48.8 預估:48.1 前值:48.7) 	<p>5 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月平均每小時工資月增率 (預估:0.3% 前值:0.4%) 歐洲12月居民消費價格指數年增率 (預估:3.0% 前值:2.4%) 美國12月非農就業人數變化 (預估:170K 前值:199K) 美國12月失業率 (預估:3.8% 前值:3.7%) 美國12月ISM非製造業PMI (預估:52.6 前值:52.7)
<p>8 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區11月零售銷售月增率 (前值:0.1%) 歐元區11月失業率 (前值:6.5%) 	<p>9 Tuesday</p>	<p>10 Wednesday</p>	<p>11 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月CPI月增率 (前值:-0.1%) 美國12月核心CPI月增率 (前值:0.3%) 美國12月CPI年增率 (前值:3.1%) 美國12月核心CPI年增率 (前值:4.0%) 	<p>12 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國12月CPI年增率 (前值:-0.5%) 中國12月PPI年增率 (前值:-3.0%) 美國12月PPI年增率 (前值:0.9%) 歐元區11月工業生產月增率 (前值:-0.7%)

資料來源：Investing.com

附錄

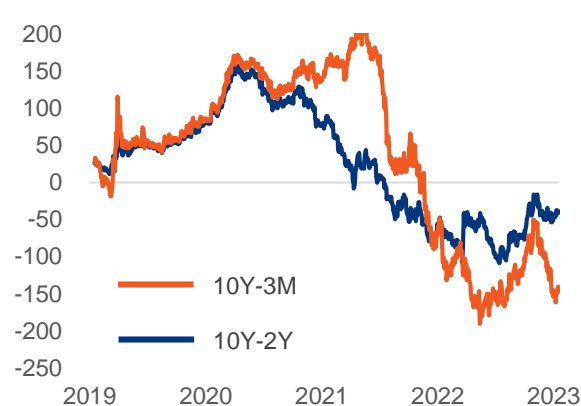
美國物價指數年增率(%)



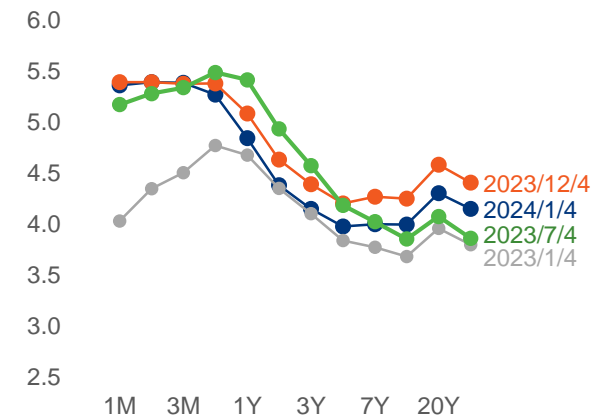
美國10年期公債殖利率(%)



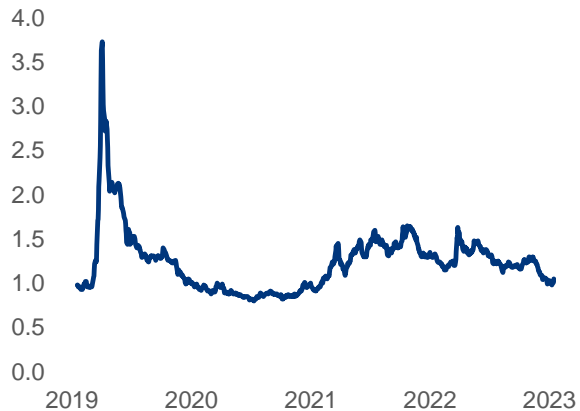
美國公債利差(bps)



美國公債殖利率曲線(%)



美元投資級公司債利差(%)



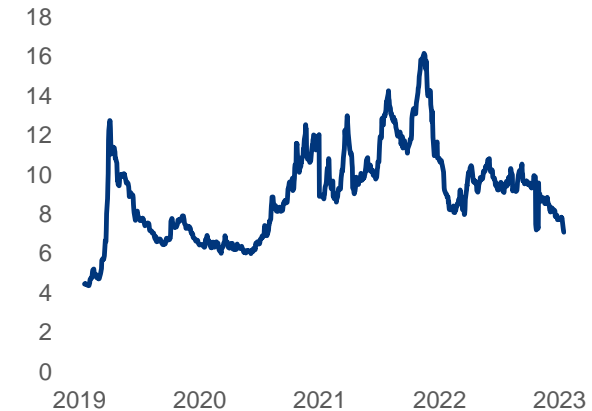
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



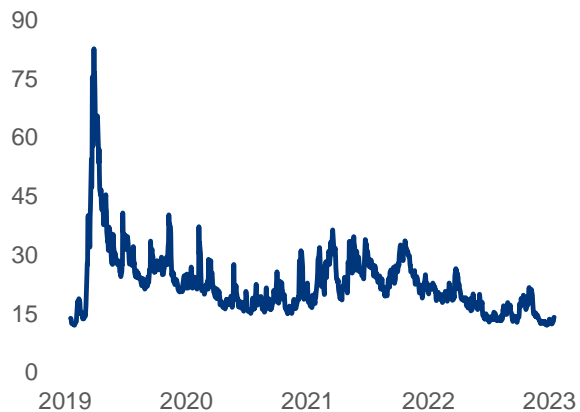
美元亞洲非投資級債利差(%)



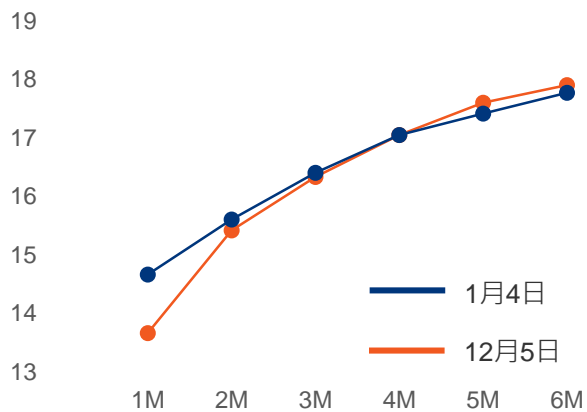
資料來源：Bloomberg · 2024年1月5日

附錄

VIX指數



VIX期間結構



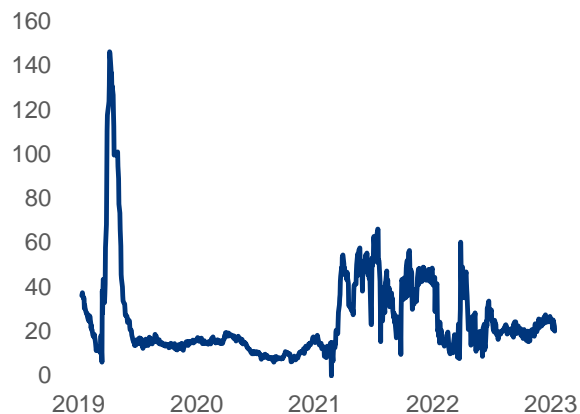
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



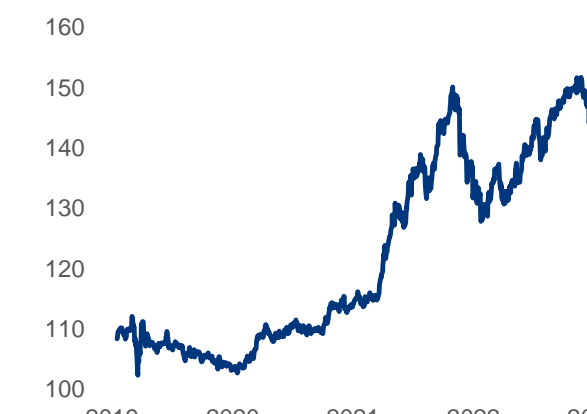
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2024年1月5日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表景氣好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬開發金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。