



凱基證券

估值漸高的逆風

Higher valuation is a headwind

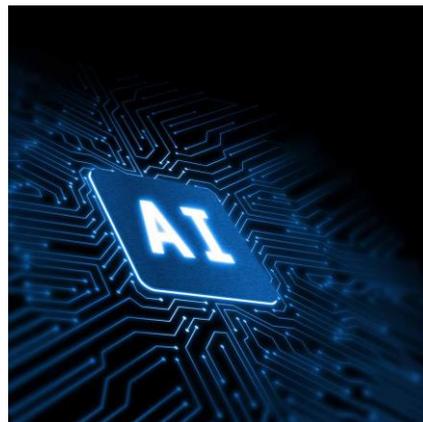
投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年2月23日



01 本週焦點圖表

AI需求反應在輝達財報，
估值稍高添股市高檔震盪



02 市場回顧

經濟韌性遞延美國降息
時點，中國不對稱降息
護房市



03 熱門議題

美國銀行湧入抵押債務及槓
桿收購業務，市場風險偏好
回溫



04 投資焦點

新興債最壞時期已過，
以亞洲、中東國家較佳



本週焦點圖表

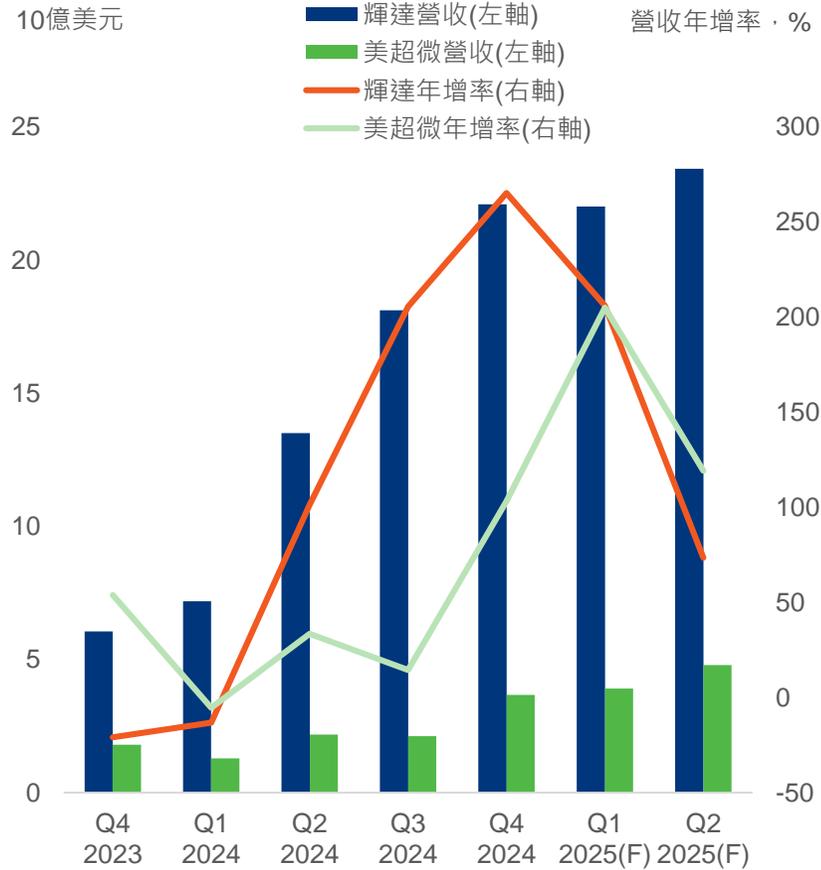
AI需求反應在輝達財報，相關類股逢回可漸布

▶ 輝達公布的第四季(11-1月)營收暴增逾3倍，大幅優於市場預期近20億美元，表示加速運算與生成式AI需求大增，營運有望一路成長至2025年，激勵股價盤後大漲16%。年初迄今，輝達股價已大漲63%，財報公布前週獲利了結回檔約9%，顯示漲多且估值稍高增加高檔震盪風險。另，美國伺服器組裝廠美超微財報大喜，去年底營收創歷史新高，今年第一季也可望再創佳績。綜觀整體AI產業需求暢旺，長期發展趨勢向上，考量相關類股漲幅已高，股價波動時仍為投資買點，或以定期定額方式參與長期表現。

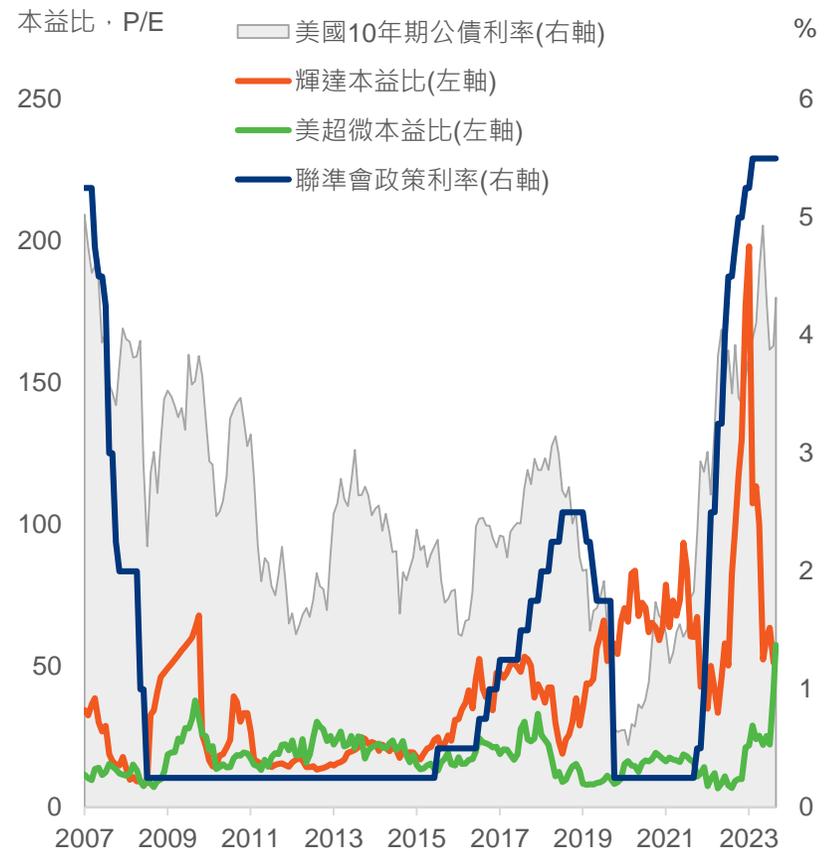
▶ 觀察過去，當聯準會降息或美國10年期公債利率下滑之際，有利於像輝達、美超微等科技股的估值改善。若預期今年二、三季開始啟動降息，相關科技股仍將處於有利環境。

資料來源：Bloomberg

主要AI股今年上半年營收高速成長無虞



過去降息、利率下滑階段，有利科技股估值上升

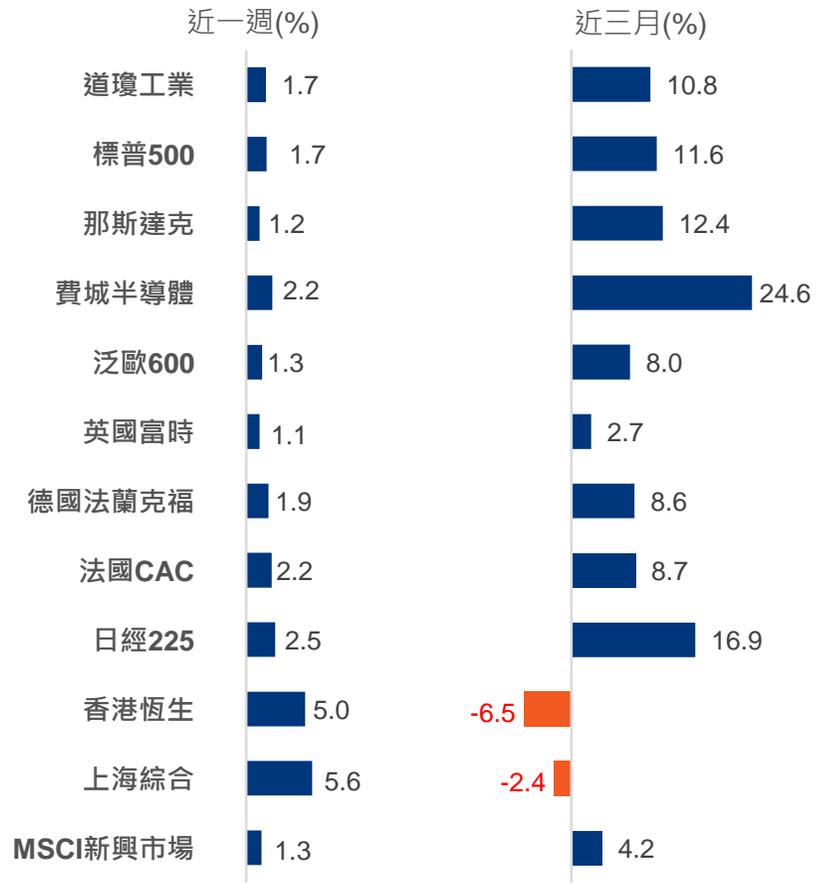


市場回顧

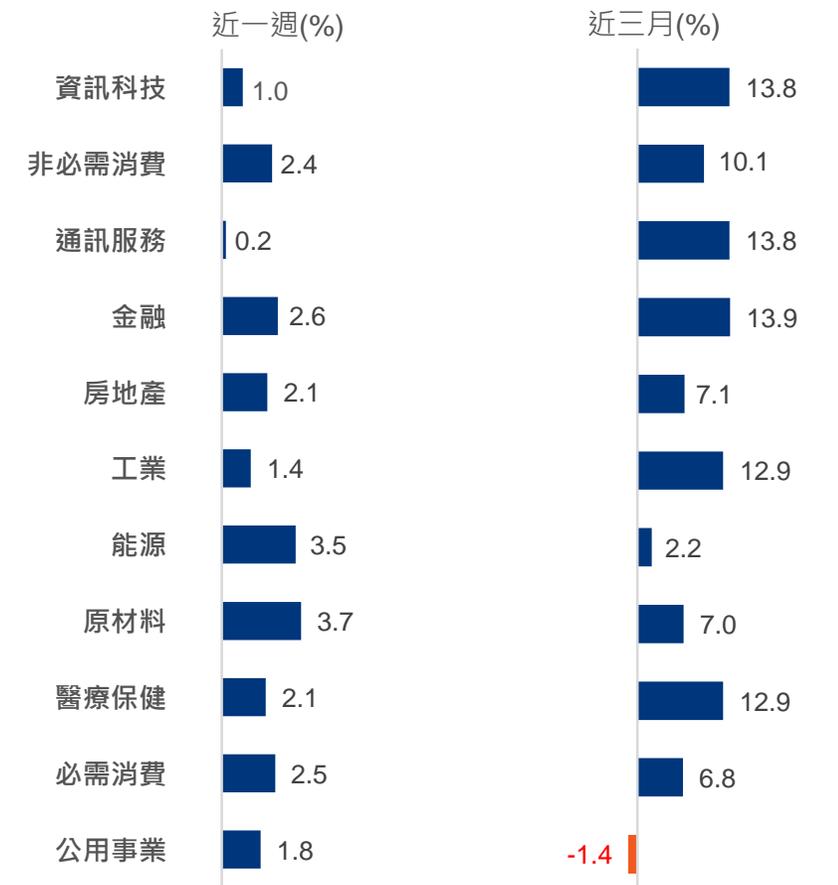
財報亮眼推升美股上漲，中國不對稱降息護房市

- ▶ 晶片大廠輝達財報與財測皆優於市場預期，激勵全球半導體及科技類股大漲，抵銷聯準會可能延後降息的利空，美股中的道瓊工業、標普500及費半指數創歷史新高。受美股大漲的利多帶動，加上日本央行第一季可能保持寬鬆，歐洲也因經濟走弱，降息機率升溫，歐股與日股也聯袂刷新歷史高點。
- ▶ 中國下調房貸的基準利率5年期LPR 25個基點至3.95%，1年期短期貸款利率維持3.45%不變，不對稱降息顯示政府挽救房市決心，5年期LPR為史上最大降息幅度。政府諸多措施加上基期已低，推升陸港股大漲，恆指週漲5%，上證指數跳漲5.6%，間接帶動原物料和能源類股上揚。防禦型的工業、公用事業、通訊類股表現平淡。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年2月23日

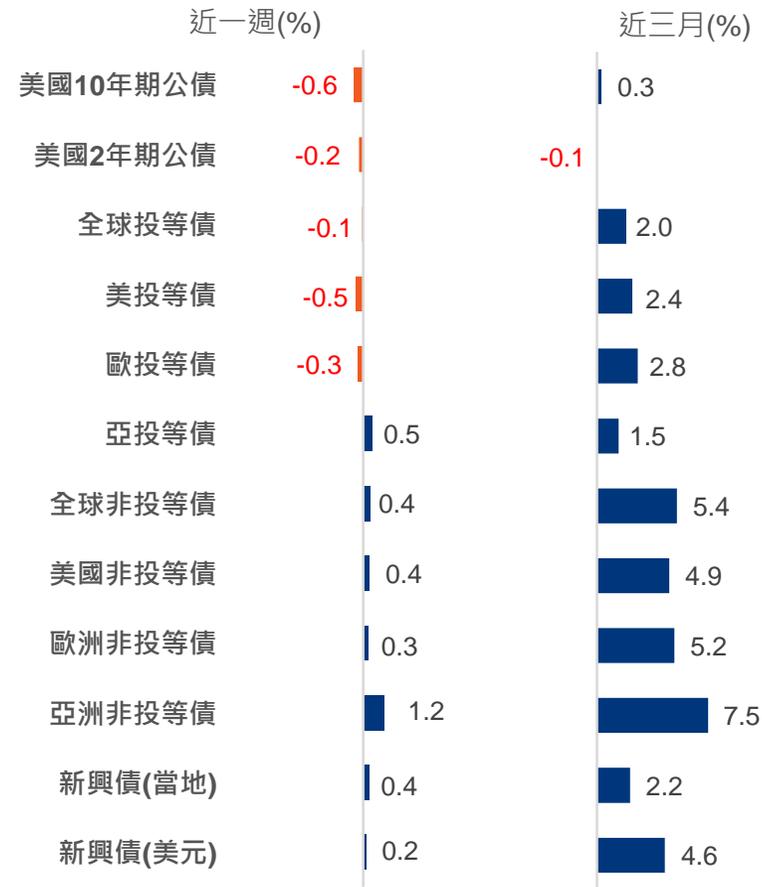
經濟韌性遞延美國降息時點，地緣政治風險支撐油價

▶ 聯準會貨幣政策會議記錄顯示，多數決策官員對過早降息的風險感到擔憂，討論將長期借貸成本維持在當前水位多久，並表示在通膨持續朝2%目標回落前，不會展開降息行動；但聯準會官員也認同利率已達峰值，希望看到更多證據來支持放寬貨幣政策。此外，美國2月製造業PMI從前月的50.7升至51.5，為17個月來新高；服務業PMI從前月52.5降至51.3，為3個月低點。市場預期聯準會將到6月才降息，美國10年期公債利率盤整於4.3%附近，債券市場震盪稍弱。

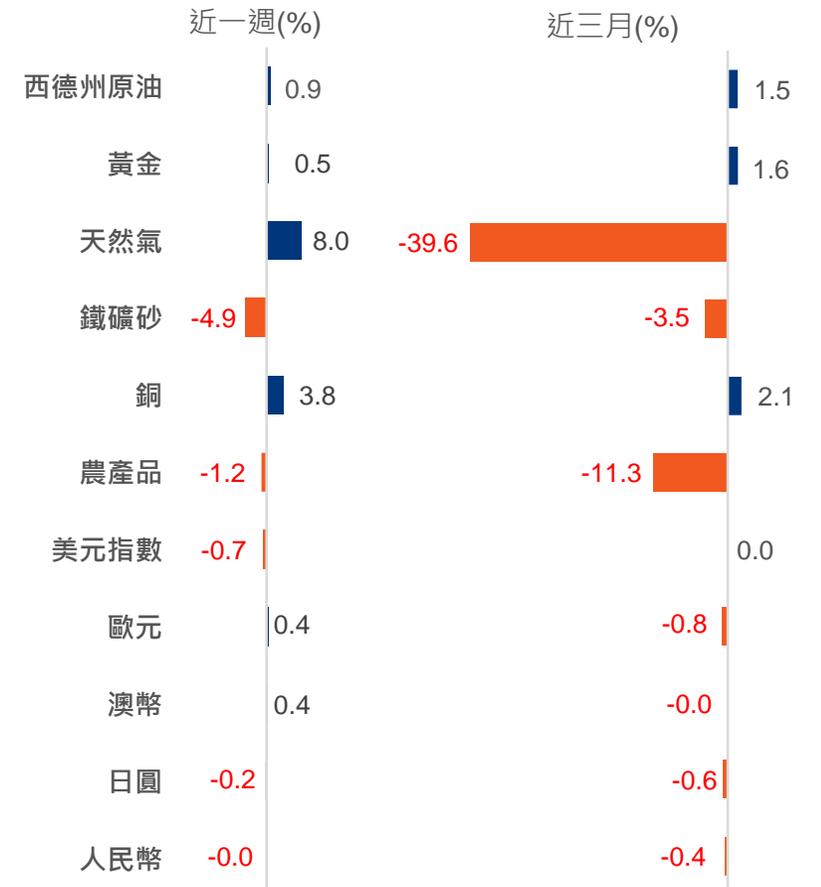
▶ 美元指數先升後拉回，維持104附近。胡塞組織持續攻擊紅海上船隻，近週至少四艘船隻遇襲，能源供給疑慮和全球需求不定，使油價維持小幅上漲，西德州油價收在每桶78.6美元。金價為2,024美元/盎司。

資料來源：Bloomberg · 2024年2月23日

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



熱門議題

華爾街銀行湧入抵押債務及槓桿收購業務，市場越趨活絡

- ▶ 槓桿貸款為浮動利率融資，主要提供給債務高昂且信用不佳的公司，也常用於槓桿收購。由於風險較高，因此主要由私人貸款機構承做相關業務。然而美國銀行在經歷了近兩年業務大幅下滑後，受惠近期存款不斷增加以及需求回歸，開始增加從抵押貸款支持證券到抵押貸款債券等各種資產的購買總額，為整個信貸市場的反彈增添動力。
- ▶ 觀察聯準會銀行報告數據，美國整體銀行存款在矽谷銀行倒閉事件後暴跌，然而近月開始大幅上升。華爾街銀行並積極爭取槓桿收購交易，包括投資銀行高盛集團和巴克萊等機構，部分銀行甚至積極爭取次級債務交易，而上述交易在過去幾年為投資銀行極力避免的業務型態，反應目前市場漸趨積極的現況。

資料來源：Bloomberg

槓桿貸款需求佳，跨國銀行搶奪私人機構生意

晨星歐洲槓桿貸款價格指數



美國商業銀行存款、抵押貸款部位谷底回升

美國商業銀行存款及MBS證券總額，兆美元



投資焦點

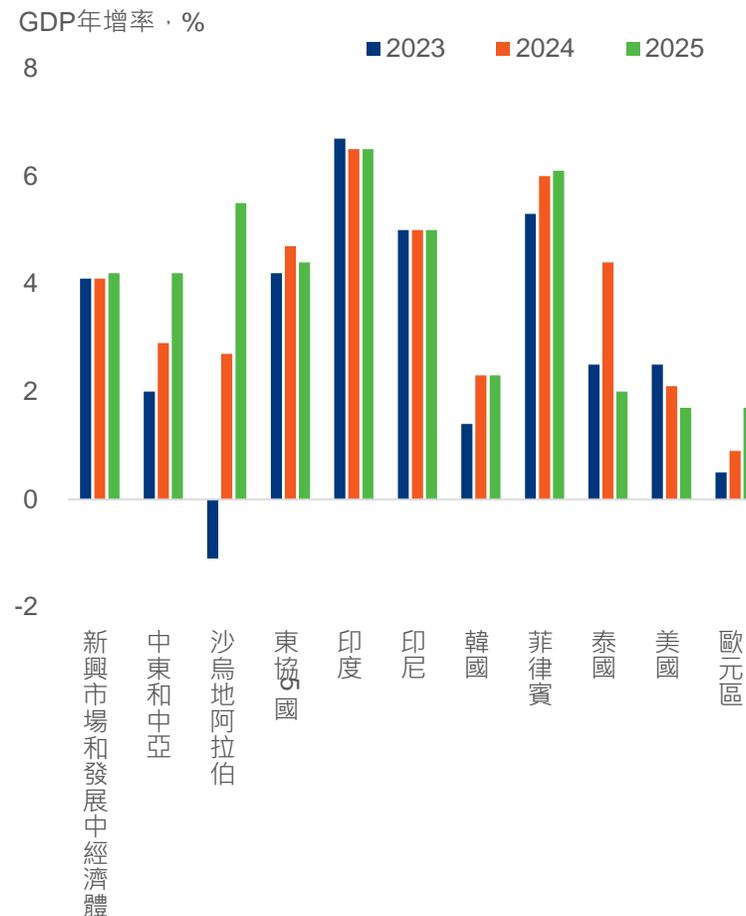
新興國家成長動能強，支持新興美元債表現

▶ 根據國際貨幣基金IMF預估，多數新興國家如中東中亞、沙烏地阿拉伯、東協5國、韓國、菲律賓和泰國等，今年經濟成長率將較去年上升，雙印也有保持5%以上高速成長。相較之下，美國經濟因高利率而逐年放緩，德國甚有衰退疑慮；今年新興國家成長動能較過去穩健，對新興債有所支撐。

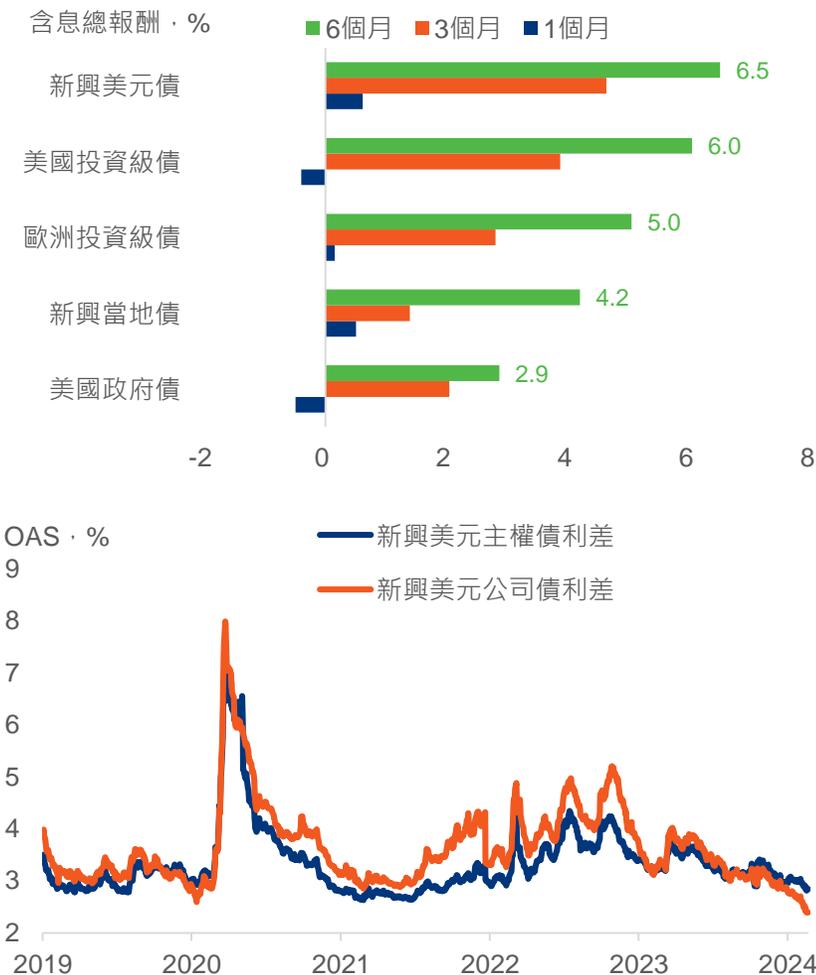
▶ 今年在美國可能軟著陸和即將降息背景下，部分資金可望流向更具成長性的新興市場，使得不論是新興美元或當地貨幣債都有利差收窄的資本利得表現；另一方面，新興債配息率較高，近半年來新興美元債含息總報酬表現亮眼。回顧過去兩年，新興國家狀況較多(如俄羅斯、中國)，使得新興公司債利差收斂幅度較主權債多，新興公司債價格現已來到近年新高，凸顯目前新興主權債更具評價面優勢。

資料來源：IMF、Bloomberg。

新興市場成長動能穩健，有利新興債表現



新興債近半年表現不俗，主權債具評價面優勢



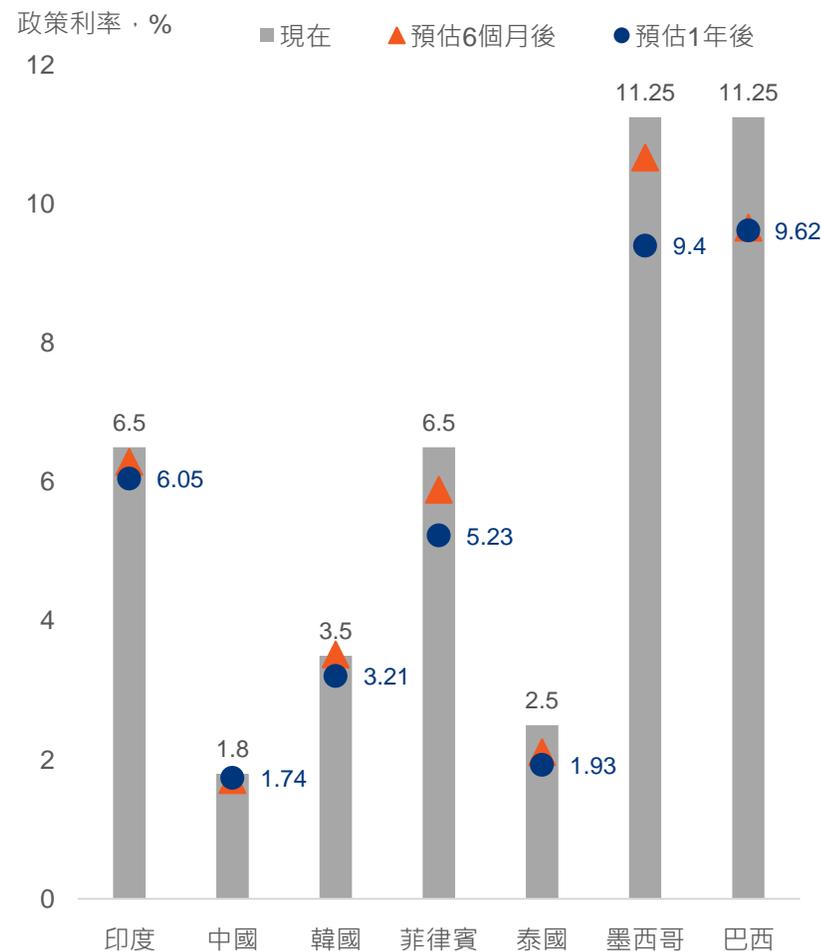
美國降息美元走弱，新興當地債匯率壓力減

▶ 新興國家通膨的主要來源多為能源和食物價格，過去兩年油價自高位回落目前趨於穩定，與供應鏈緩解使食物性通膨也較過去改善。多數新興國家通膨已明顯下降，部分國家甚至已開始啟動降息(如巴西、阿根廷、越南等)，預期今年將有更多國家加入降息行列，將有利當地貨幣債資本利得上漲。

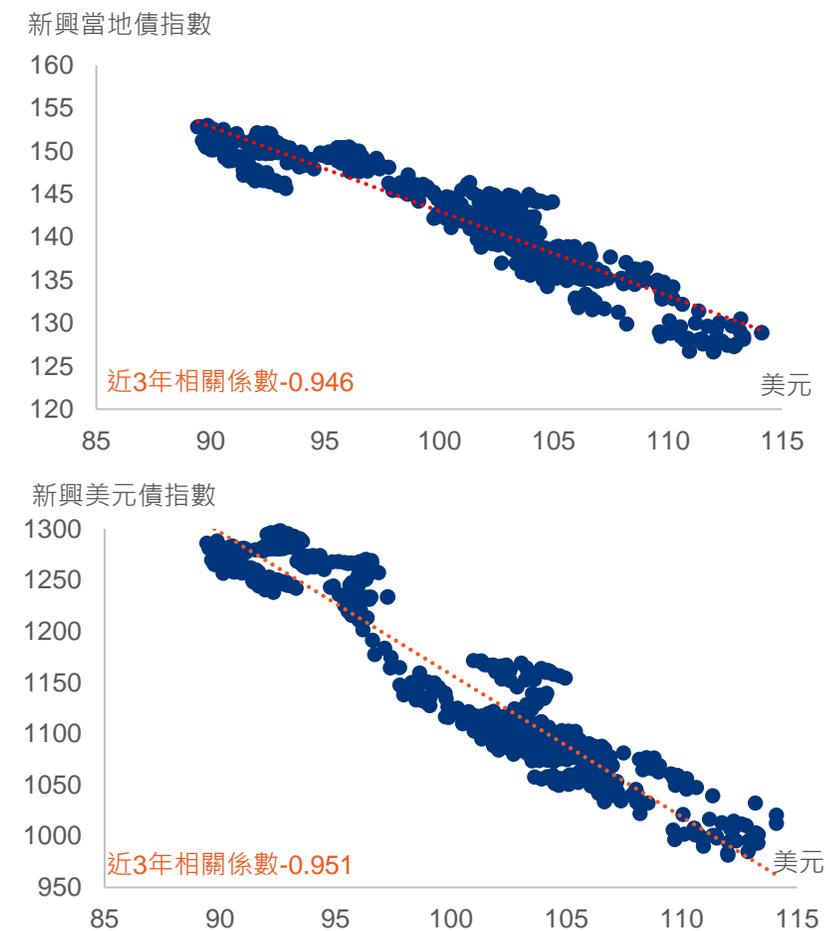
▶ 美國今年6月降息機率高，預期美元下半年可能偏貶表現，新興貨幣具有升值空間。統計自2021年以來，美元走弱時，新興當地貨幣債及新興美元債表現俱佳，新興債和美元呈現高度負相關，除因新興匯率升值外，美元走弱也減輕新興發債國(或公司)的還款壓力，市場更具信心，資金將有機會流向新興債市，惟區域仍以亞洲南亞、韓國，及中東產油國等基本面更佳。

資料來源：Bloomberg，截至2021年1月至2024年2月22日。

多數新興國家今年將持續降息



統計過去3年來，美元走弱有利新興債表現



新興國家成長與評價吸引力，新興債以主權債較為穩健

新興市場債 ETF				
	iShares 摩根新興市場當地公債ETF (IEML)		iShares 摩根新興市場債券美元UCITS指數ETF (IEMB)	
掛牌交易所	倫敦交易所		倫敦交易所	
商品風險等級	RR5		RR5	
持債特色	以當地貨幣主權債為主，享當地央行降息與匯率升值時的收益		以新興市場美元債為主，獲取長期資本增值及收益	
規模	5,005.08(百萬美元)(2023/12/29)		5,023.03(百萬美元)(2023/12/31)	
近1年報酬/ 近3年報酬	5.45% / -12.80%		5.73% / -10.98%	
基準指數	J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified 10% Cap 1% Floor		J.P. Morgan EMBI Global Core Index	
類型	1. 政府公債 2. 現金及/或衍生產品	94.62 % 5.38 %	1. A級以上 2. BBB級 3. BB和B級	21% 28% 35%
加權平均到期殖利率	6.35%		7.10%	
前5大持債	1. 其他 2. 馬來西亞 3. 中國 4. 印尼 5. 墨西哥	13.64% 10.06% 10.00% 9.98% 9.94%	1. 沙烏地阿拉伯 2. 墨西哥 3. 印尼 4. 土耳其 5. 阿拉伯聯合大公國	6.04% 6.04% 5.04% 4.98% 4.52%

資料來源：凱基證券，2024年2月22日，加權平均到期殖利率報價日期為2024年2月21日，僅供參考。此表僅列較具代表性標的的參考，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"> ◆ 美國近期公布的1月CPI、PPI數據意外高於預期，就業保持韌性，服務業和製造業PMI回到擴張區間，經濟展現韌性。聯準會會後聲明提到升息週期結束，但降息要看到更多證據；美股財報激勵股市上揚，股市波動時分批布建，並以具基本面支撐的產業或中、大型股為主。 ◆ 美股創歷史新高，但評價面使高檔震盪加劇，中長期配置部位，宜以優質龍頭股為主，並定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材，非美地區的日本、印度可為部分衛星配置。 	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國10年期公債殖利率反彈至4.3%，市場預期今年首次降息落在6月的機率上升，全年降息4碼，與聯準會預估點陣圖趨於一致。美債高利率仍具配置價值，可把握利率上彈階段，以短天期公債、高評等債鎖利，並增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣放緩，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波動、高利率環境的挑戰。投資等級債高利率具投資吸引力，適合穩健配置。 	<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"> ◆ 預期美元指數第二季後，反應降息預期而開始走弱，到第四季才會慢慢穩定下來。 ◆ 日本央行雖即將結束負利率但預期短期仍維持寬鬆，今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但幅度有限。 	<p>美元短期高檔有撐，第二季後趨貶</p> <p>日圓第一季弱盤，第二季後往升值方向小幅波動</p>

附錄

重要經濟數據 / 事件

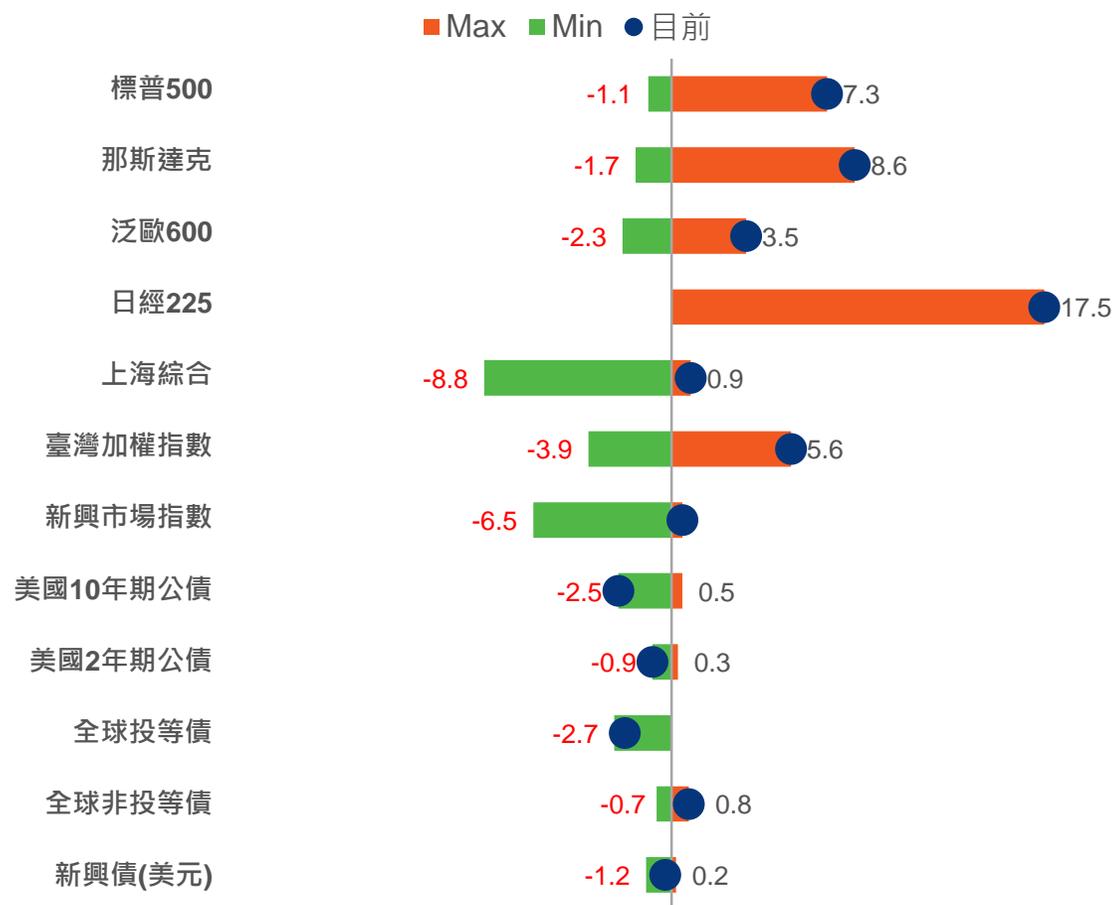
► Feb 2024

<p>19 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本12月核心機器訂單年增率 (實際: -0.7% 預估: -1.3% 前值: -5.0%) 	<p>20 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月領先指數月增率 (實際: -0.4% 預估: -0.3% 前值: -0.2%) 	<p>21 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區2月消費者信心指數初值 (實際: -15.5 預估: -15.5 前值: -16.1) 日本1月工具機訂單年增率終值 (實際: -14.0% 前值: -14.1%) 	<p>22 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國2月製造業PMI初值 (實際: 51.5 預估: 50.7 前值: 50.7) 美國2月服務業PMI初值 (實際: 51.3 預估: 52.3 前值: 52.5) 美國2月綜合PMI初值 (實際: 51.4 預估: 51.8 前值: 52.0) 美國1月成屋銷售 (實際: 4M 預估: 3.97M 前值: 3.88M) 歐元區1月CPI年增率終值 (實際: 2.8% 預估: 2.8% 前值: 2.8%) 歐元區1月核心CPI年增率終值 (實際: 3.3% 預估: 3.3% 前值: 3.3%) 	<p>23 Friday</p>
<p>26 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月新屋銷售 (預估: 685K 前值: 664K) 日本1月服務業PPI年增率 (預估: 2.4% 前值: 2.4%) 	<p>27 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月耐久財訂單初值 (預估: -4.5% 前值: 0.0%) 美國2月消費者信心 (預估: 114.8 前值: 114.8) 日本1月CPI年增率 (預估: 1.9% 前值: 2.6%) 日本1月核心CPI年增率 (預估: 3.3% 前值: 3.7%) 	<p>28 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第四季GDP季增年率 (預估: 3.3% 前值: 3.3%) 	<p>29 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國1月個人所得月增率 (預估: 0.5% 前值: 0.3%) 美國1月個人支出月增率 (預估: 0.2% 前值: 0.7%) 美國2月芝加哥採購經理人指數 (前值: 46.0) 日本1月零售銷售年增率 (預估: 2.0% 前值: 2.3%) 日本1月工業生產月增率初值 (預估: -7.6% 前值: 1.4%) 	<p>1 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國2月ISM製造業指數 (預估: 49.1 前值: 49.1) 日本1月失業率 (預估: 2.4% 前值: 2.4%)

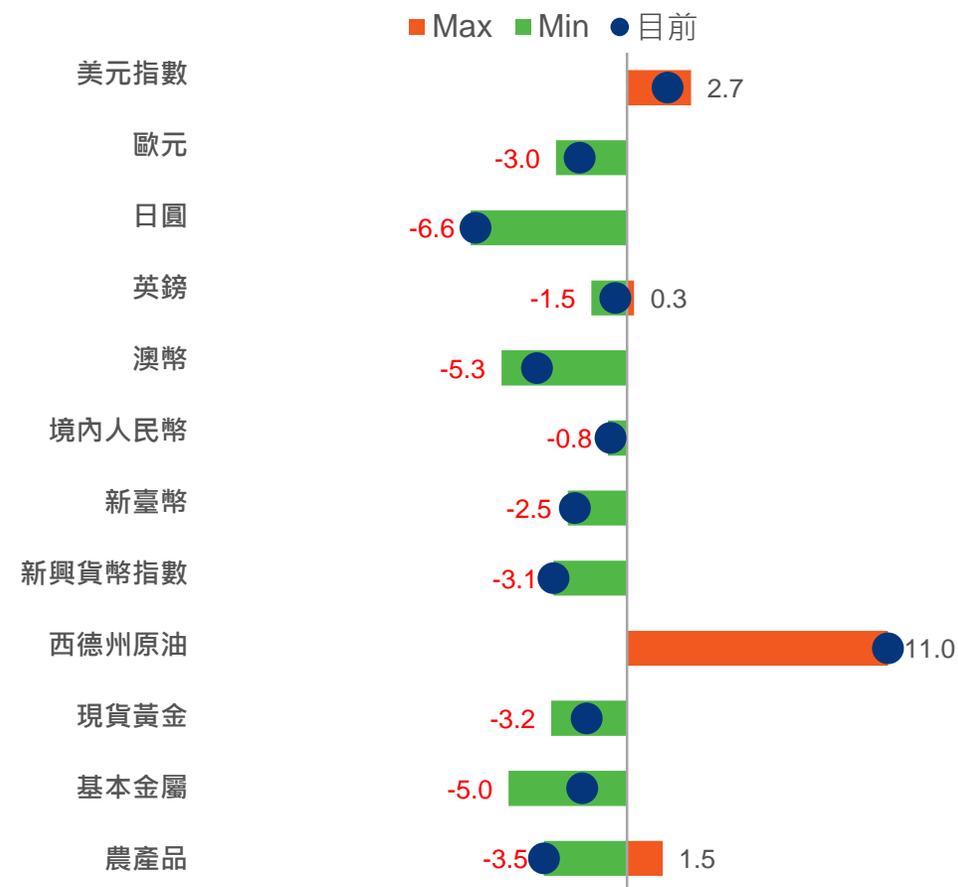
資料來源: Bloomberg

年至今主要市場 / 資產表現

股、債市場YTD表現 (%)



貨幣、原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2024年2月22日

財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2024/2/20	美敦力公司(MDT)	7.95B	8.1B	1.26	1.3	V	V
2024/2/20	家得寶公司(HD)	34.64B	34.8B	2.77	2.82	V	V
2024/2/20	沃爾瑪公司(WMT)	170.81B	173.4B	1.64	1.8	V	V
2024/2/21	Palo Alto Networks Inc(PANW)	1.97B	2B	1.3	1.46	V	V
2024/2/22	輝達(NVDA)	20.55B	22.1B	4.61	5.16	V	V
2024/2/22	新思科技公司(SNPS)	1.65B	1.65B	3.43	3.56		V
2024/2/22	依歐格資源(EOG)	6.18B	6.36B	3.08	3.07	V	
2024/2/23	續客控股公司(BKNG)	4.71B	4.8B	29.66	32	V	V

資料來源：Investing.com

技術分析

—— 60日線

標普500指數



那斯達克指數



泛歐600指數



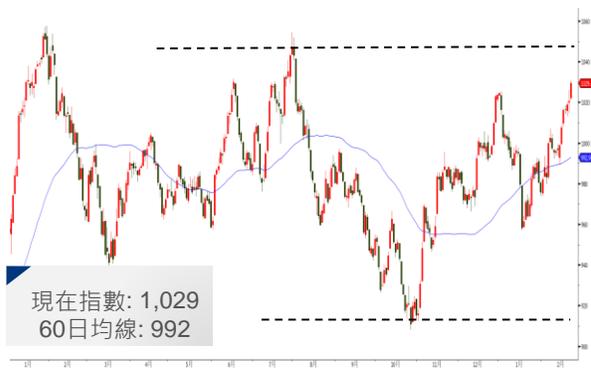
日經225指數



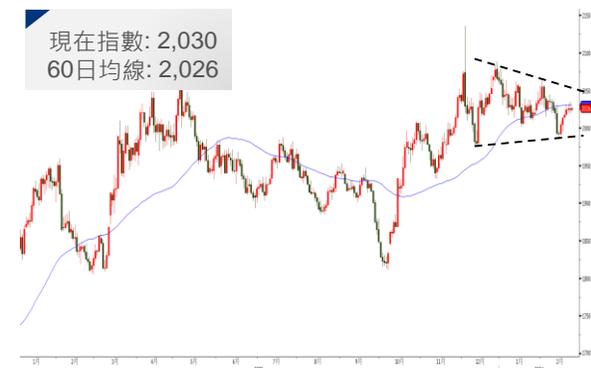
上綜指數



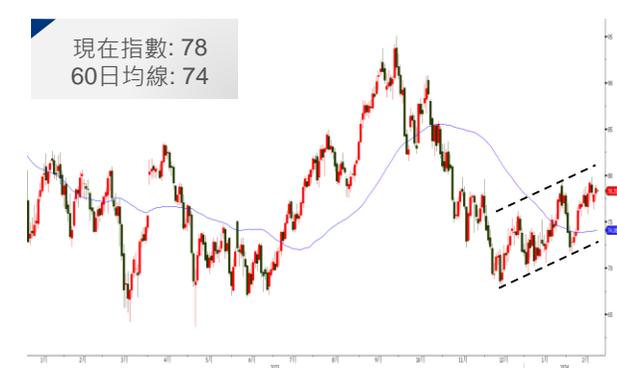
新興市場指數



黃金



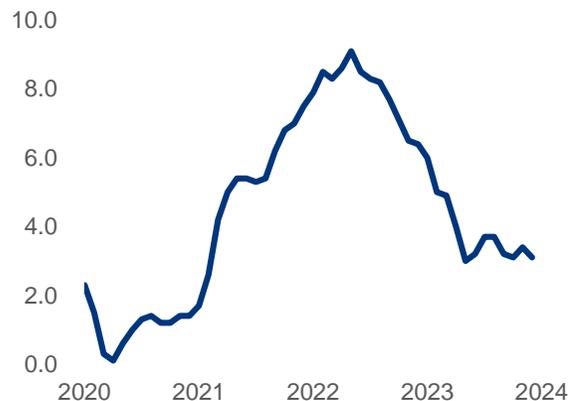
西德州原油



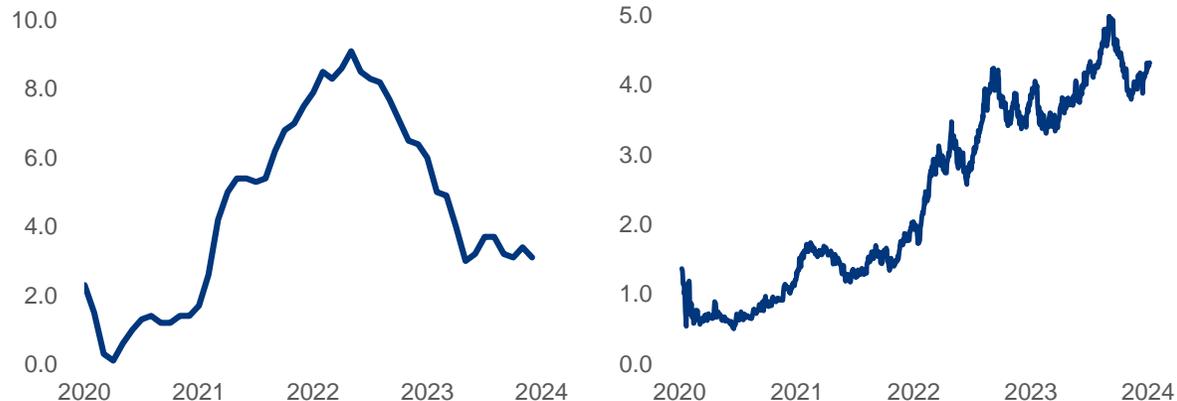
資料來源: Bloomberg · 2024年2月23日

市場觀測

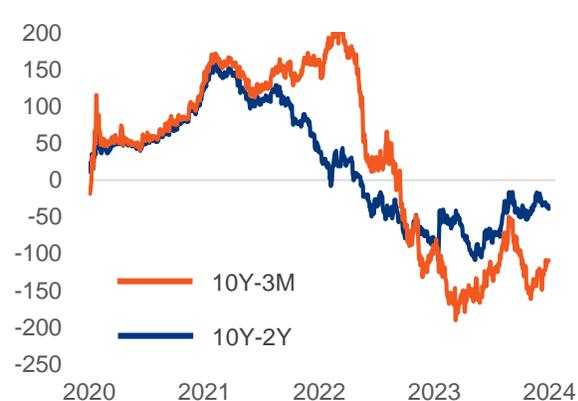
美國物價指數年增率(%)



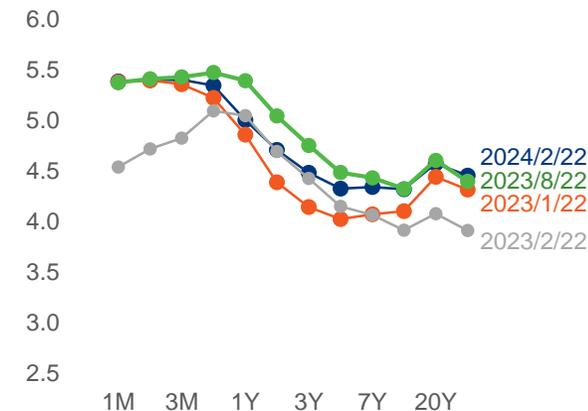
美國10年期公債殖利率(%)



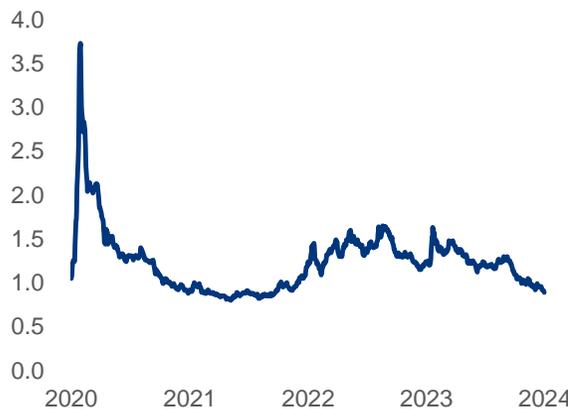
美國公債利差(bps)



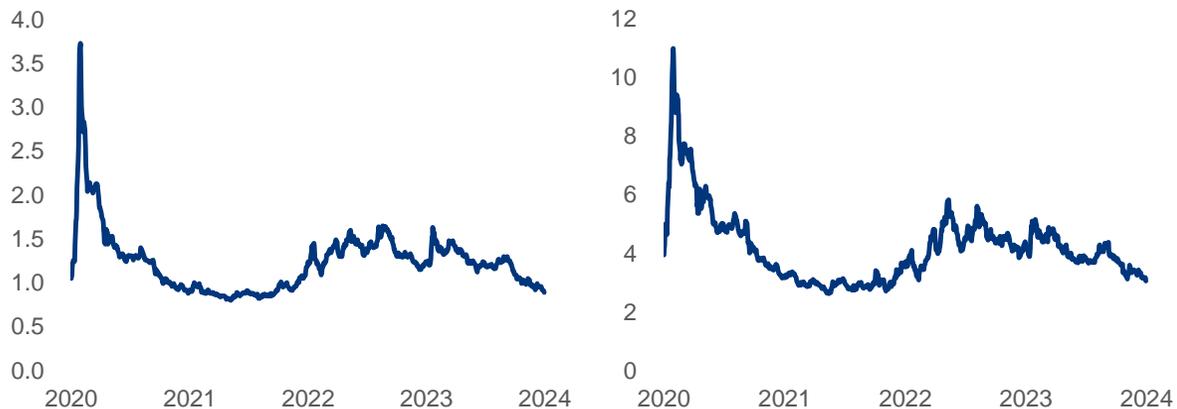
美國公債殖利率曲線(%)



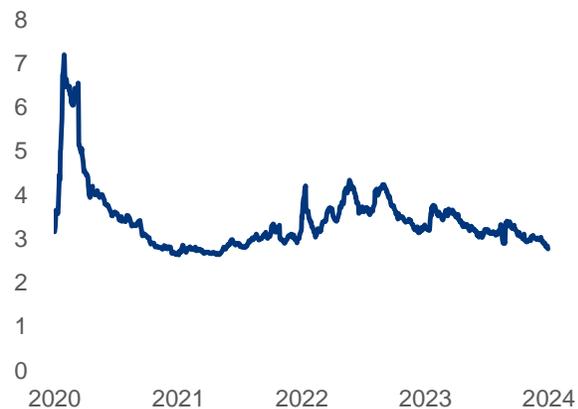
美元投資級公司債利差(%)



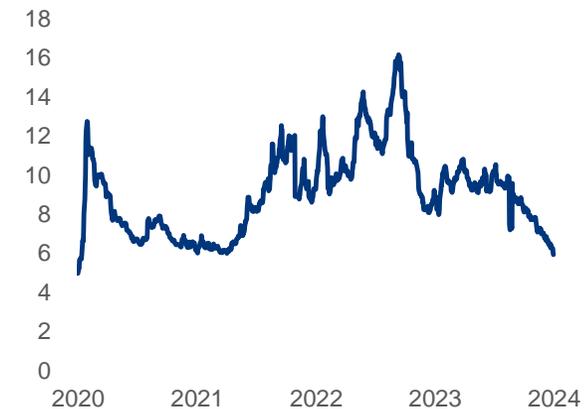
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



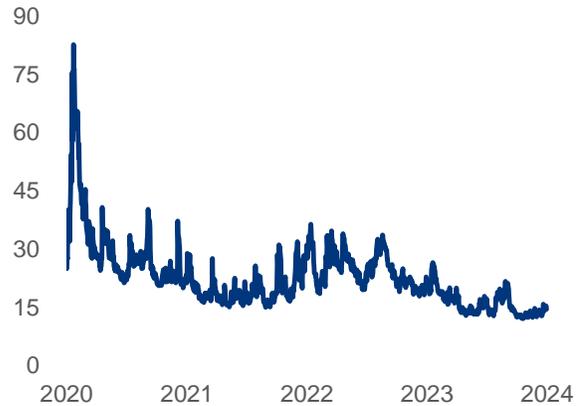
美元亞洲非投資級債利差(%)



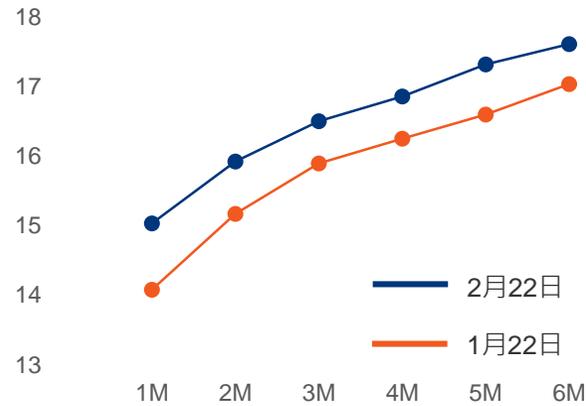
資料來源：Bloomberg · 2024年2月22日

市場觀測

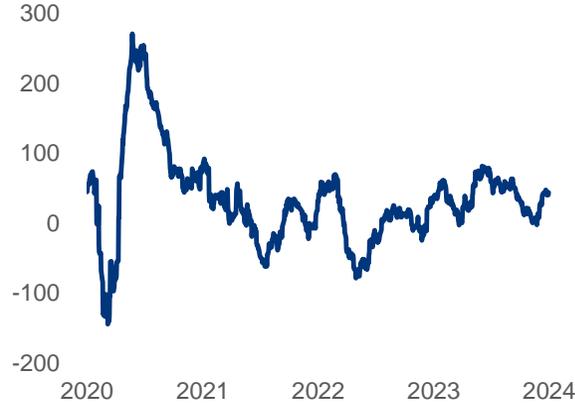
VIX指數



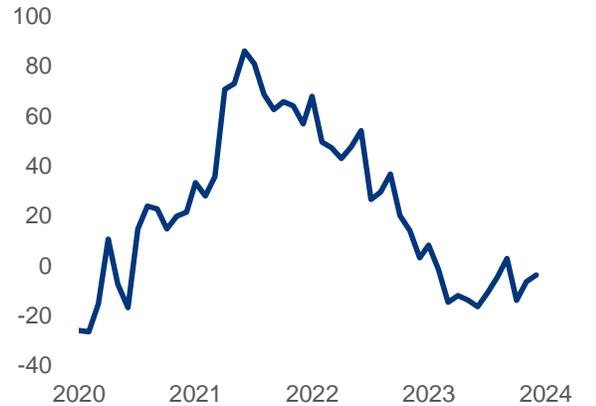
VIX期間結構



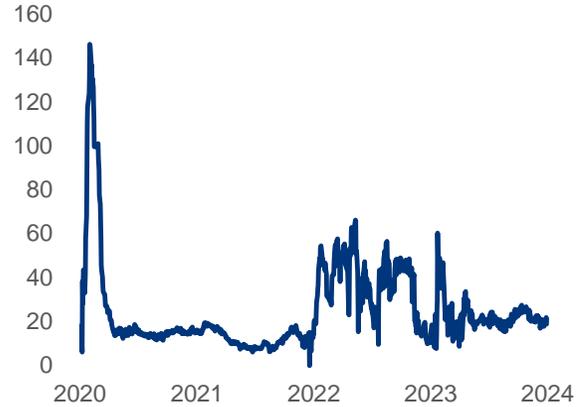
美國花旗經濟驚奇指數*



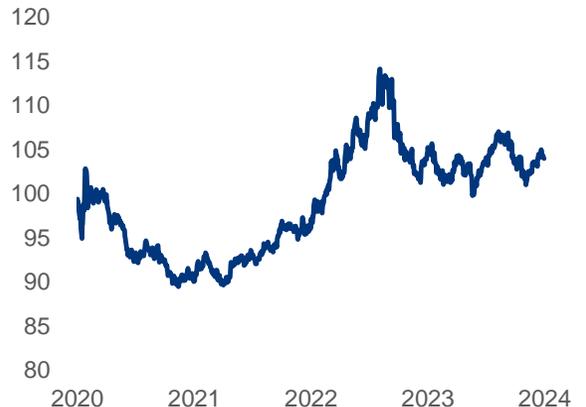
美國花旗通膨驚奇指數*



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2月22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。