



凱基證券

# 現金流就是現債!

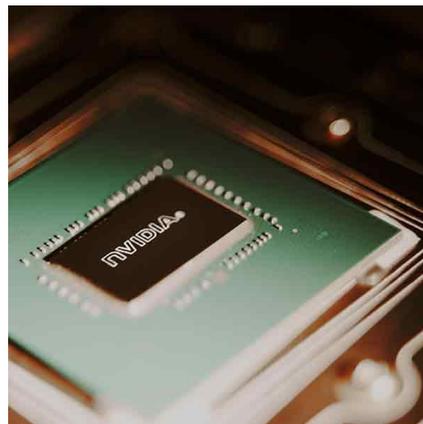
## Seize the Moment and Bonds

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年5月24日

## 01 本週焦點圖表

輝達財報優於預期，  
關注科技發展新機會



## 02 市場回顧

美股企業財報近尾聲，  
股市高檔震盪



## 03 熱門議題

政策發力、挽救房市，  
激勵短期陸港股反彈



## 04 投資焦點

通膨放緩、就業降溫，  
布局債券正適宜

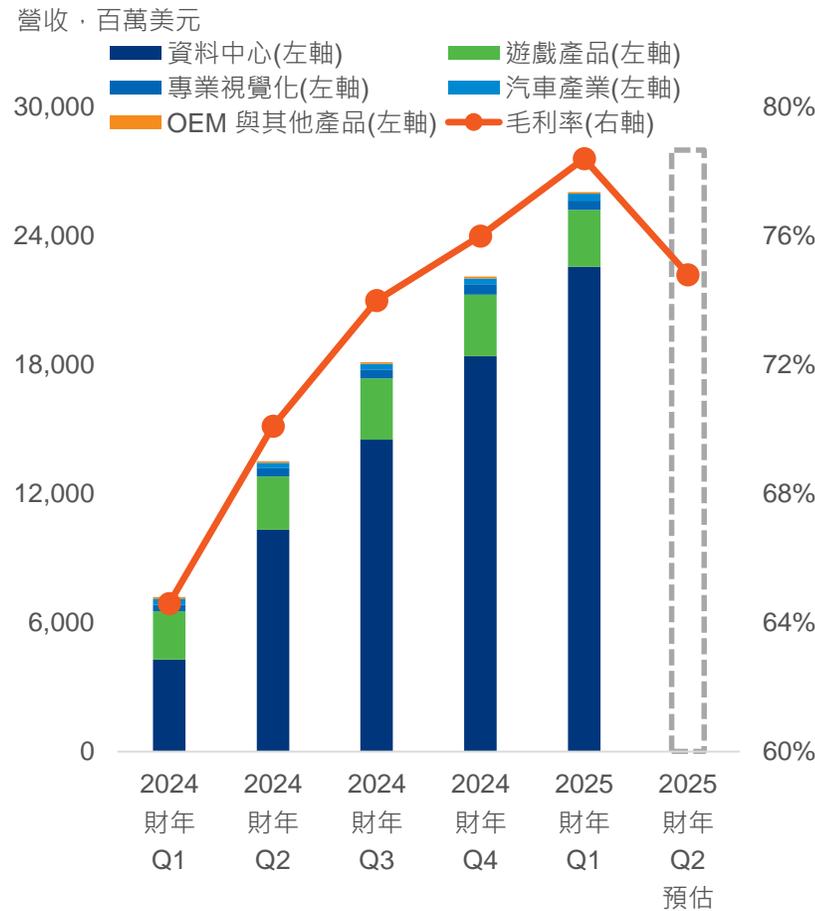


# 本週焦點圖表

## 輝達財報優於預期，關注科技發展新機會

- ▶ 輝達公布第一季財報營收260億美元，高於市場預期246億美元，第一季營業毛利率達78%優於預期，但Blackwell伺服器平台預計今年底才陸續出貨，與受中國晶片出貨影響，第二季毛利率預期將降至75%。儘管產品空窗期為短期逆風，展望下半年新伺服器平台放量後，後續將挹注營收與相關類股獲利表現，並帶動工業、原物料和電力相關公用事業需求；輝達股票分拆1:10降低投資門檻，短期激勵股價。
- ▶ 微軟開發者大會展示搭載Copilot+功能、安謀架構下更高神經處理單元(NPU)效能的高通人工智慧個人電腦(AI PC)。經歷疫情期間的PC升級週期後，近2年PC銷量低迷。研調\*估2024年PC出貨量將年增3.5%，其中AI PC佔整體PC出貨量有望達22%，後續關注下個AI PC換機潮與產業成長機會。

### 輝達財報與下一季度展望優預期



### 主要個人電腦處理器效能競爭白熱化



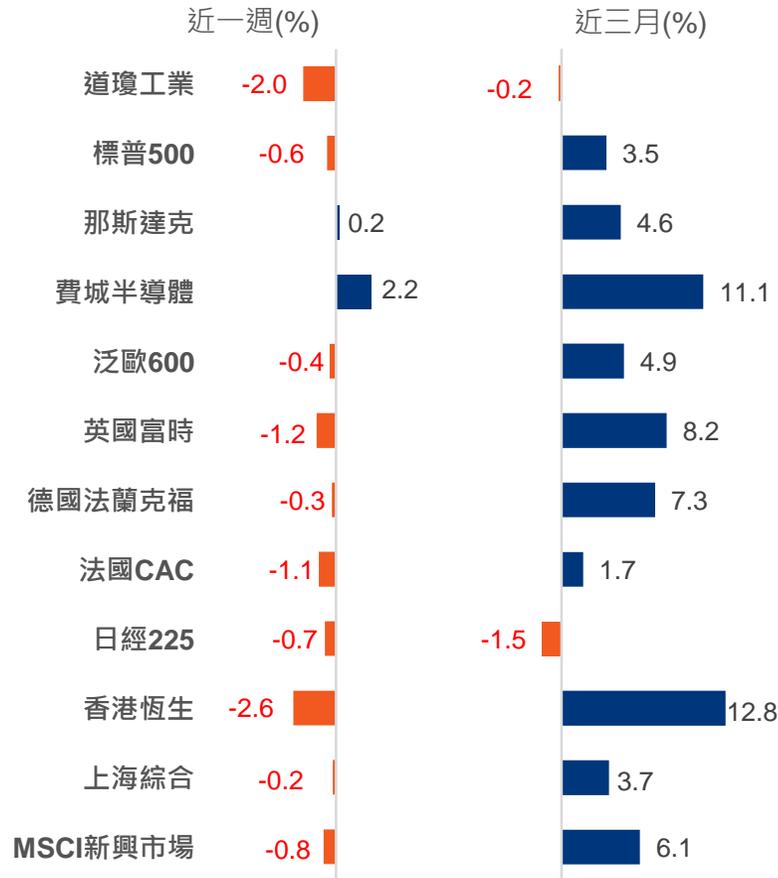
資料來源：Bloomberg，公司官網，註：左圖2025財年Q2為公司預估值，灰色虛線為2025財年第二季整體營收預估。研調單位\*為Gartner。

# 市場回顧

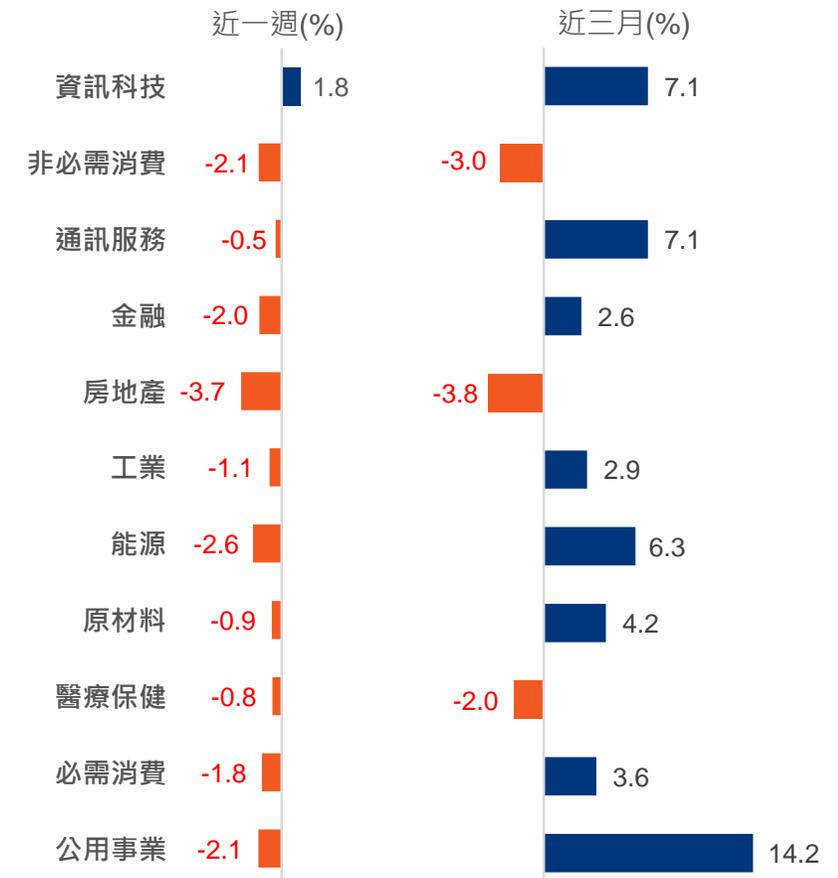
## 美股企業財報近尾聲，股市高檔震盪

- ▶ 輝達財報優於預期，財測展望亦佳，執行長黃仁勳表示，未來每年可能都會發布最新晶片或平台，帶動整體半導體類股勁揚，美股其他三大指數高檔震盪。傳中國政府或提升歐洲進口汽車臨時關稅至最高25%，藉此反擊歐、美醞釀調漲中國電動車關稅的行動，歐股承壓；全球貿易戰未來若進一步惡化，預期將添股市高位擾動風險。
- ▶ 產業類別中，科技股反應財報優異，近週表現最強。房地產、能源、非核心消費表現疲弱，因高利率環境使民眾開始縮減非必要消費支出，如目標百貨營收、獲利、財測皆不如預期，拖累類股表現。美國政府出售100萬桶的汽油儲備，以抑制夏季用油需求旺季可能的波動，加上原油庫存上升，油價走弱，拖累能源類股下跌。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

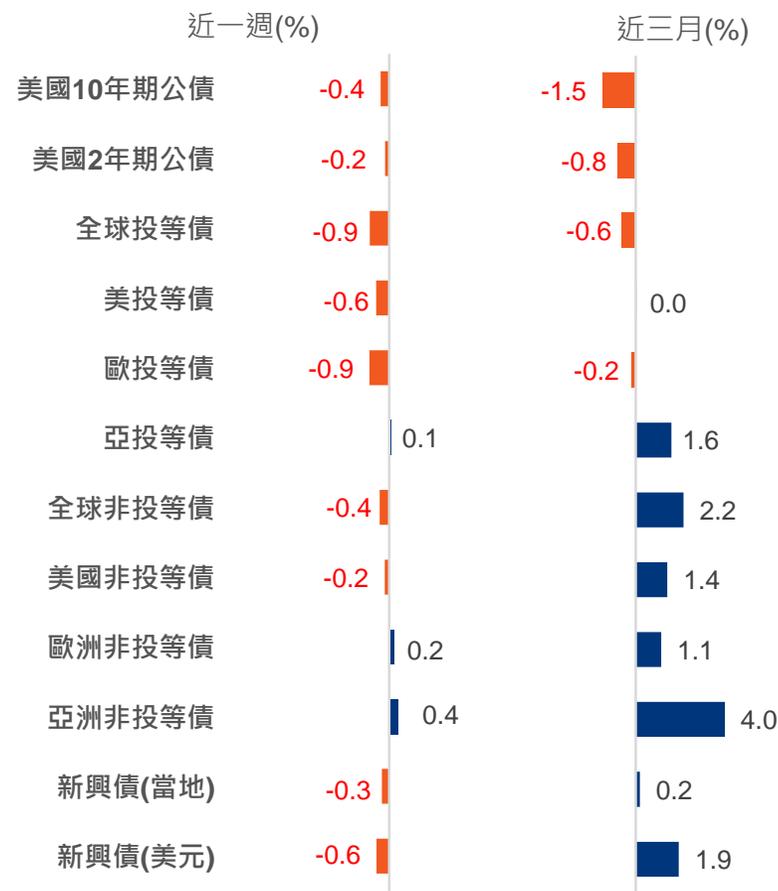


資料來源：Bloomberg · 2024年5月23日

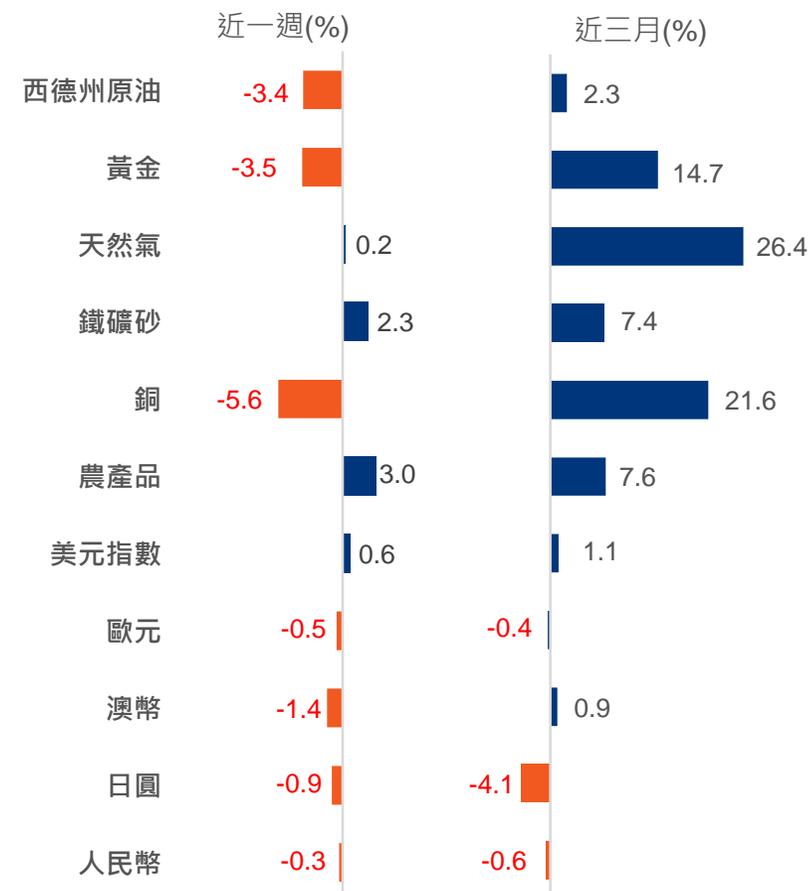
# 聯準會會議記錄擾動、債券走弱，商品漲多回跌

- ▶ 聯準會會議記錄顯示，官員相信美國物價壓力將趨緩，但下滑速度可能緩慢，部分官員認為若有必要，將以升息因應。另，本週首次申請失業救濟金人數低於預期，加上5月標普美國服務業PMI初值從前月51.3升至54.8，經濟頗佳，使美國10年期公債利率於4.5%附近擺盪，債市走弱。
- ▶ 美元指數盤整於105附近，日圓續弱。英國4月CPI年增2.3%，較前月3.2%下滑，創2021年7月以來最低，但高於市場預估值2.1%，英國央行在6月降息機率降至18%，推升英鎊上漲。國際銅組織研究報告顯示，今年第一季世界銅礦產量年增6%至551.7萬噸，因主要生產國智利、印尼、秘魯、美國和剛果等礦場產能逐漸恢復，緩解供需緊張；黃金和銅礦反應利率微彈，加上漲多獲利了結賣壓湧現，近週回檔。

## 各類債券表現(%)



## 各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年5月23日

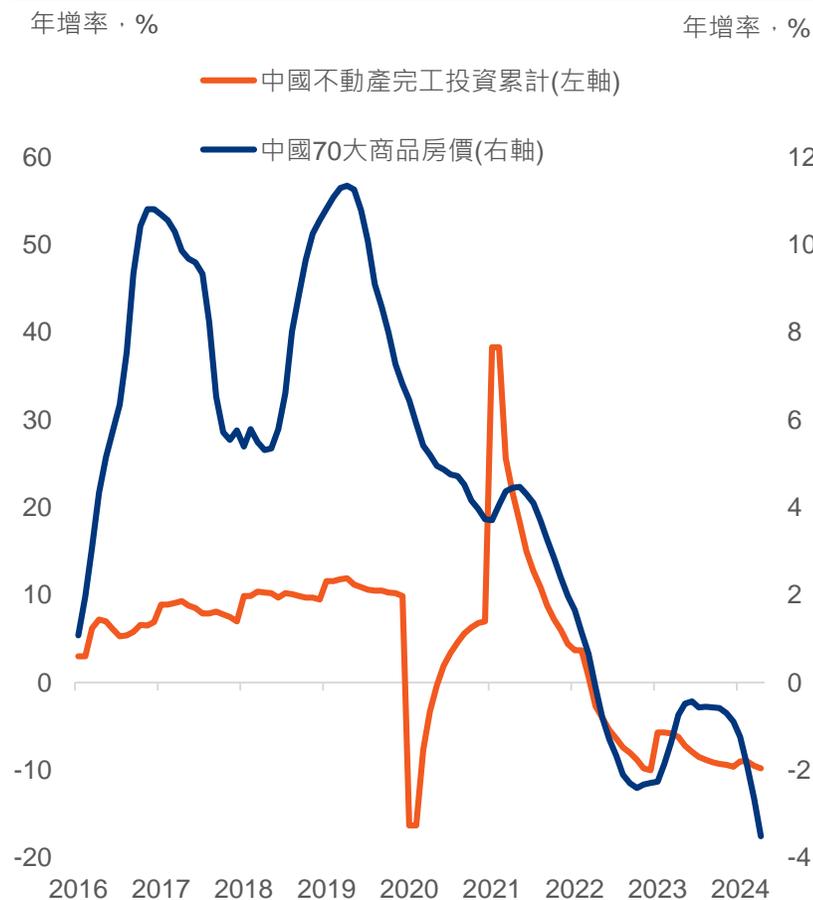
## 熱門議題

## 中國政策發力、挽救房市，激勵短期陸港股反彈

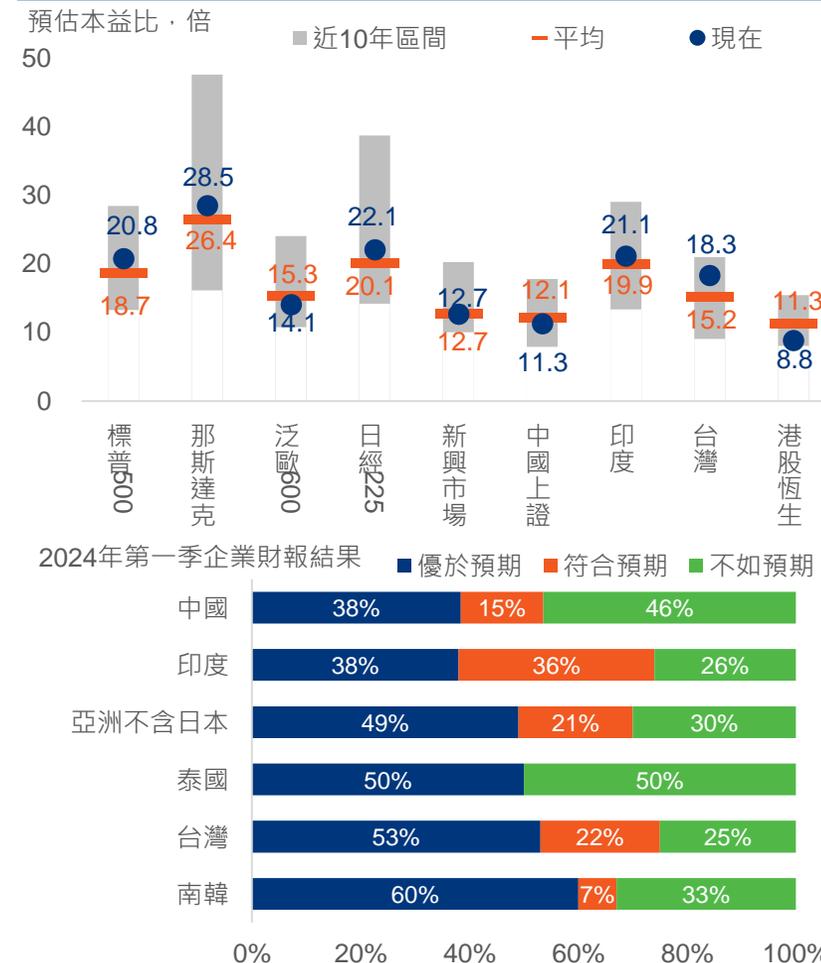
- ▶ 中國政府為穩樓市，推出多項政策。宣布自5月18日起，1)下調個人住房公積金貸款利率25bps。2)取消全國首套和二套房個人房貸利率下限，房貸利率不再受LPR(貸款報價利率)限制。3)首套房商貸最低首付比例下調5%，頭期款首付比例降為15%，二套房為25%，創史上最低。此外，財政部擬訂發行約1兆人民幣的超長期國債，讓地方政府收購商品房作保證性住宅，激勵陸港股地產版塊大漲。
- ▶ 近期受惠政策利多，加上基期偏低，過去全球投資基金低配陸港股，進行配置回補，推升股市近月反彈。考量過去政策利多屬短期刺激，中國基本面改善速度緩慢，企業獲利復甦需時，加上港股短期漲幅已高，後續陸股需視民生消費、金融等版塊是否有題材亮點，操作上追高宜慎。

資料來源：Bloomberg

## 中國地產積弱不振，穩房市為首要目標



## 陸港股享評價面優勢，仍需待企業獲利跟上



投資焦點

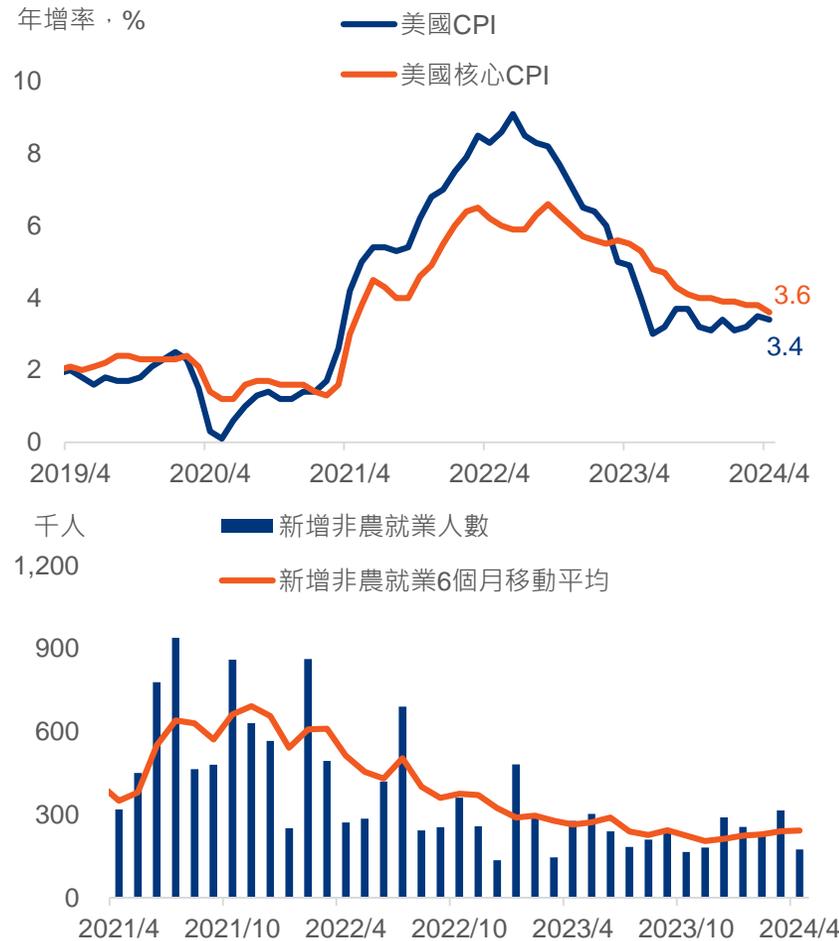
# 通膨放緩、就業降溫，布局債券首重息收

▶ 美國第一季通膨下滑速度放緩，市場對聯準會利率預期呈現擺盪，美國10年期公債利率一度回彈至4.7%，所幸4月CPI年增率僅3.4%，較前期下滑，核心CPI年增3.6%，低於前值3.8%，創近3年來最低增幅，聯準會關注的物價降溫，加上非農新增就業人數意外大幅滑落，薪資增速走降，勞動市場緊俏程度可望改善，市場對今年聯準會可能降息兩碼的期望猶存。

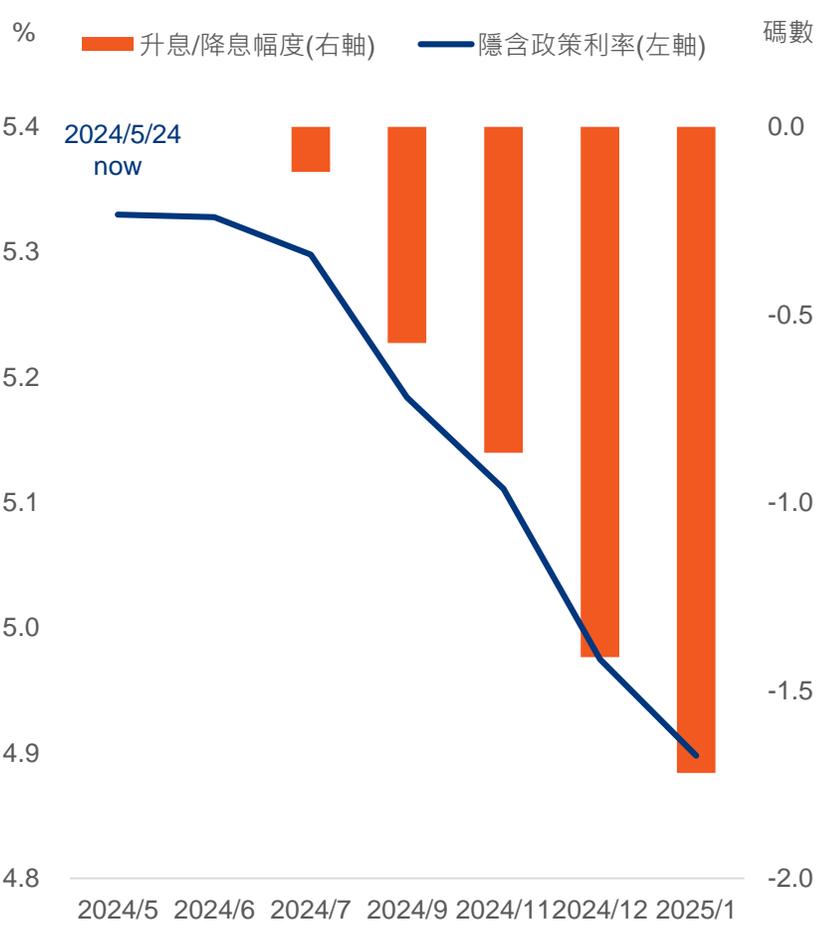
▶ 儘管聯準會會議記錄較預期鷹派，但聯準會主席鮑威爾於近日訪談中表示，聯準會保持耐心，維持利率於目前水準更長時間，但強調不太可能再度升息，顯示利率再度緊縮風險低，短期按兵不動機率高；全年降息1-2碼，最快時間於9月。在會議記錄公布後，利率期貨顯示市場對9月降息至少一碼的機率，從65.7%下滑至53.2%。

資料來源：Bloomberg

通膨放緩、就業降溫，金髮女孩經濟再現



利率期貨隱含今年聯準會降息1至2碼

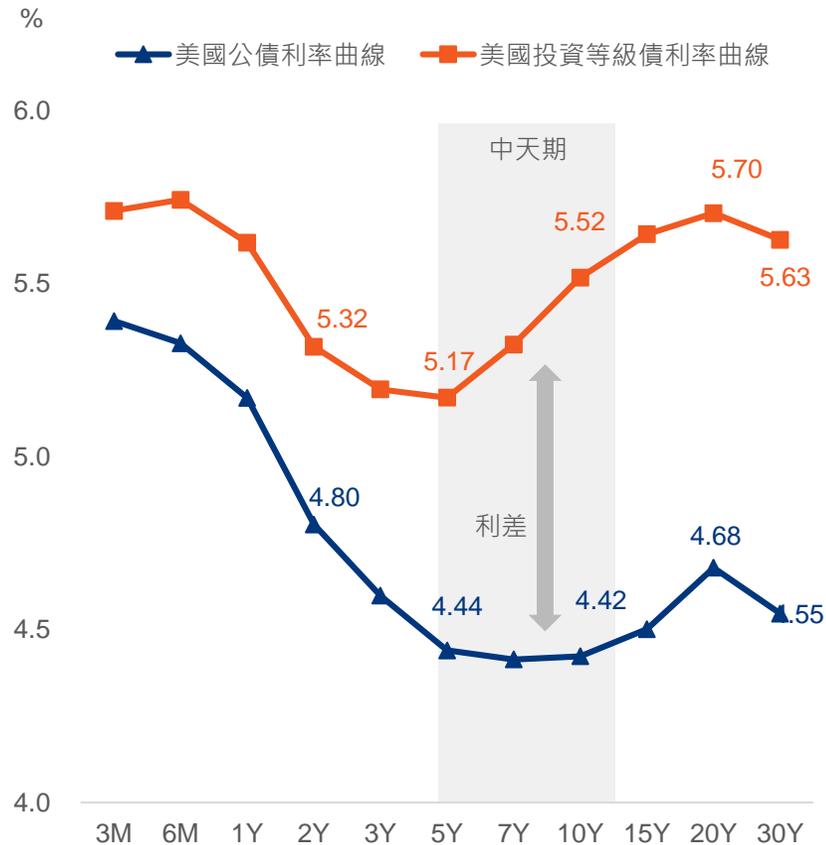


# 中天期投等債可降低利率擾動，兼具利差收窄機會

- ▶ 美國公債殖利率曲線呈現倒掛，而投資級債殖利率曲線中天期以後仍為正斜率，使得5到10年的中天期投等債利差相對豐沛，未來較具利差收窄機會，20年期以上投等債則處相對高原區；考量美國景氣偏溫和成長，降息時點不確定下，以中天期債券的利率風險擾動較低，表現相對穩健。
- ▶ 目前美國進入停止升息，即將轉入降息階段，債券殖利率來到2008年以來相對高位，對單一海外債而言，可把握高息鎖利，以債券基金和ETF來看，利率風險降低，淨值來到相對低點，投資價值浮現。此外，美國經濟穩健軟著陸機會高，投等債企業違約風險可控，建議以A-BBB級中間信評債券的利差更具吸引力，未來含息報總酬最佳；產業類別以利差相對較多的銀行、公用事業、通訊等更適宜。

資料來源：Bloomberg

中天期債降低利率擾動，兼具利差收窄機會



債券殖利率來到2008年以來高位，買點浮現

彭博投資級債殖利率，%



# 債券ETF或基金可提供現金流效果，且波動更穩健！

標的名稱	尚渤投資等級債券基金	Vanguard中期公司債券ETF (VCIT)	中信高評級公司債 (00772B)
產品風險等級	RR2	RR2	RR2
特色	專注於美元投資等級債、平均信評BBB+，存續期間6.84年，連續3年獲得Lipper美國最佳短中期投等債獎	ETF存續期間為6.1年，債券到期日集中在5-10年，利率風險可控，殖利率約4.06%，每月配息	ETF存續期間為13.7年，殖利率約4.42%，主要投資於美國地區約87%，每月配息
規模	99.80 (百萬美元)(2024/3/31)	48,400 (百萬美元)(2024/03/31)	130,833.85 (百萬新臺幣)(2024/04/30)
近3月報酬/ 近1年報酬	0.86% / 3.16%	0.78% / 5.45%	1.80% / 7.03%
基準指數	Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate	Bloomberg U.S. 5-10 Year Corporate Bond Index	ICE U.S. Treasury 10-20 Year TR Index
債信評級	1. AAA 47.40% 2. AA 1.80% 3. A 21.10% 4. BBB 27.50% 5. 非投資級或未評級 0.40% 6. 現金及類現金 1.80%	1. AAA 0% 2. AA 4% 3. A 44% 4. BBB 52% 5. 未評級 0%	1. AAA 8.95% 2. AA 21.18% 3. A 69.48% 4. 現金 0.40%
前5大持債	1. UST 4.130% 11.15.2032 5.0% 2. UST 3.880% 08.15.2033 3.8% 3. TSY INFL IX 1.13%01.15.2033 2.3% 4. UST 2.880% 05.15.2032 2.1% 5. FN FS6096 2.00%03.01.2037 1.9%	1. TMUS 3.875% 04.15.2030 0.33% 2. BA 5.150% 05.01.2030 0.30% 3. BAC 5.288% 04.25.2034 0.29% 4. AMGN 5.250% 03.02.2033 0.29% 5. ABBV 3.200% 11.21.2029 0.28%	1. ABIBB 4.9 02/01/46 1.12% 2. CMCSA 2.937 11/01/56 0.87% 3. MSFT 2.525 06/01/50 0.76% 4. AAPL 4.65 02/23/46 0.73% 5. AMZN 4.05 08/22/47 0.72%

資料來源：MoneyDJ，2024年5月21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"> <li>◆ 聯準會會議記錄顯示，通膨仍具不確定性，利率將維持高位更長時間，但下一步升息的機率低；美國10年期公債利率於4.5%附近擺盪，若年底前如市場預期降息2碼，10年期公債利率有機會達4.2%。</li> <li>◆ 美股輝達財報優於預期、財測展望亦佳，為科技股高位提供強心針，股市逢拉回提供進場買點，並以具基本面支撐的產業或中、大型股為主。中長期配置部位，著重優質龍頭股，定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材，非美地區的日本內需、歐洲、印度可為衛星配置。</li> </ul>	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、日本內需、歐洲、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 市場延後今年聯準會首次降息時點，預期全年降息幅度1到2碼，通膨與就業變化影響聯準會將於9月或11月啟動。美債高息仍具配置價值，可把握利率上彈階段，以公債、中間信評企業債鎖利。</li> <li>◆ 高利率環境下，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、中間信評企業債更穩健。投資等級債高息收益具投資吸引力，短期仍以息收為主，可採分批佈局逢高鎖利；長線待聯準會展開降息循環，才有資本利得空間。</li> </ul>	<p>期間：中天期債鎖高利</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美國經濟仍具韌性，聯準會短期按兵不動，市場延後降息預期，美元指數短期高檔有撐。</li> <li>◆ 美日兩國利差仍大，日本央行即使小幅縮減購買公債總額，難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤格局。</li> </ul>	<p>美元短期高檔有撐，鄰近降息時將有貶值壓力</p> <p>日圓上半年維持弱盤格局</p>

## 附錄

## 重要經濟數據 / 事件

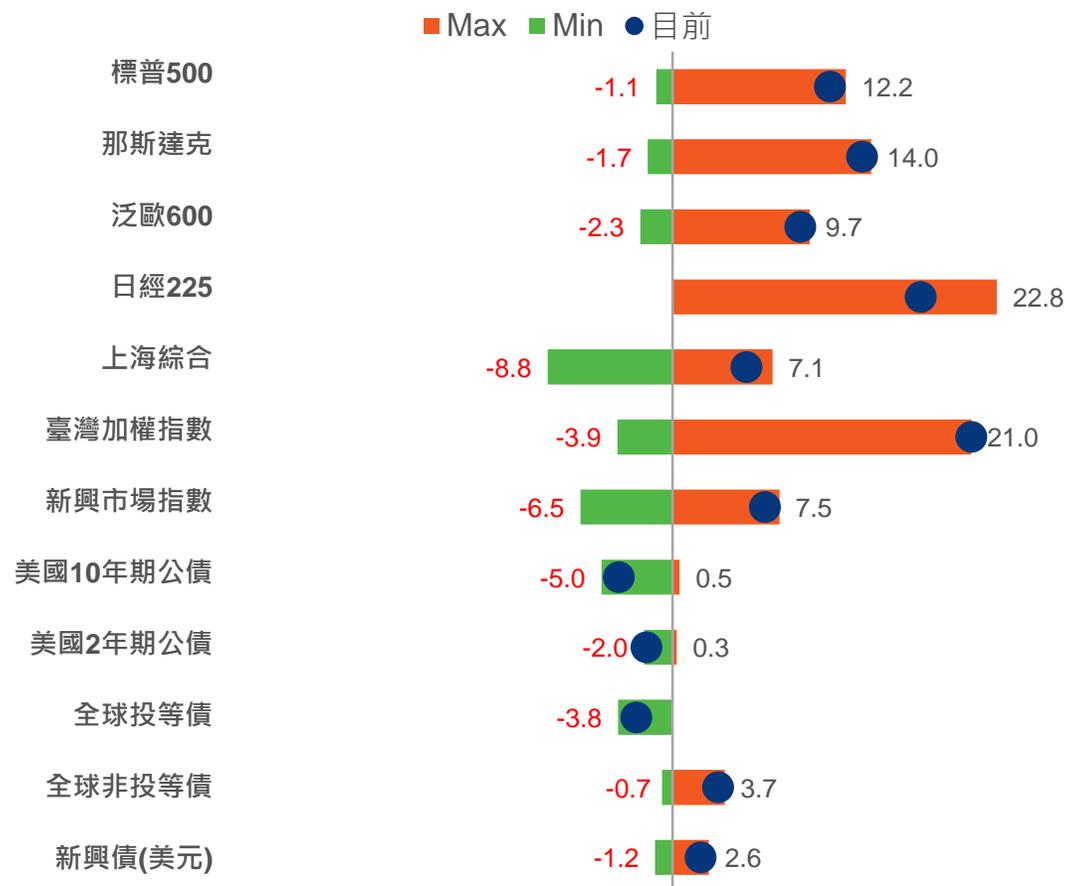
## ► May 2024

<p><b>20</b> Monday</p>	<p><b>21</b> Tuesday</p>	<p><b>22</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本3月核心機器訂單月增率 (實際:2.9% 預估:-2.0% 前值:7.7%)</li> <li>美國4月成屋銷售戶數 (實際:4.14M 預估:4.23M 前值:4.22M)</li> </ul>	<p><b>23</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本5月製造業PMI初值 (實際:50.5 預估49.7 前值:49.6)</li> <li>歐元區5月製造業PMI初值 (實際:47.4 預估46.1 前值:45.7)</li> <li>美國5月製造業PMI初值 (實際:50.9 預估:49.9 前值:50.0)</li> <li>美國5月服務業PMI初值 (實際:54.8 預估:51.2 前值:51.3)</li> <li>美國4月新屋銷售戶數 (實際:0.678M 預估:0.678M 前值:0.665M)</li> </ul>	<p><b>24</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本4月CPI年增率 (實際:2.2% 預估:2.2% 前值:2.6%)</li> <li>美國4月耐久財訂單初值 (預估:-0.7% 前值:0.9%)</li> <li>美國5月密西根大學消費者預期 (預估:67.4 前值:67.4)</li> </ul>
<p><b>27</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區4月消費者信心指數終值 (預估:52.9 前值:52.9)</li> </ul>	<p><b>28</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國3月FHFA房價指數年增率 (前值:7.0%)</li> </ul>	<p><b>29</b> Wednesday</p>	<p><b>30</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國第一季GDP (預估:1.2% 前值:1.6%)</li> <li>歐元區5月消費者信心指數終值 (預估:-14.0 前值:-14.7)</li> </ul>	<p><b>31</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國4月PCE年增率 (預估:2.7% 前值:2.7%)</li> <li>美國4月核心PCE年增率 (預估:2.8% 前值:2.8%)</li> <li>歐元區5月CPI年增率 (預估:2.6% 前值:2.4%)</li> <li>歐元區5月核心CPI年增率 (預估:2.8% 前值:2.7%)</li> <li>日本5月東京CPI年增率 (預估:1.8% 前值:1.8%)</li> <li>日本4月工業生產月增率 (預估:1.6% 前值:4.4%)</li> </ul>

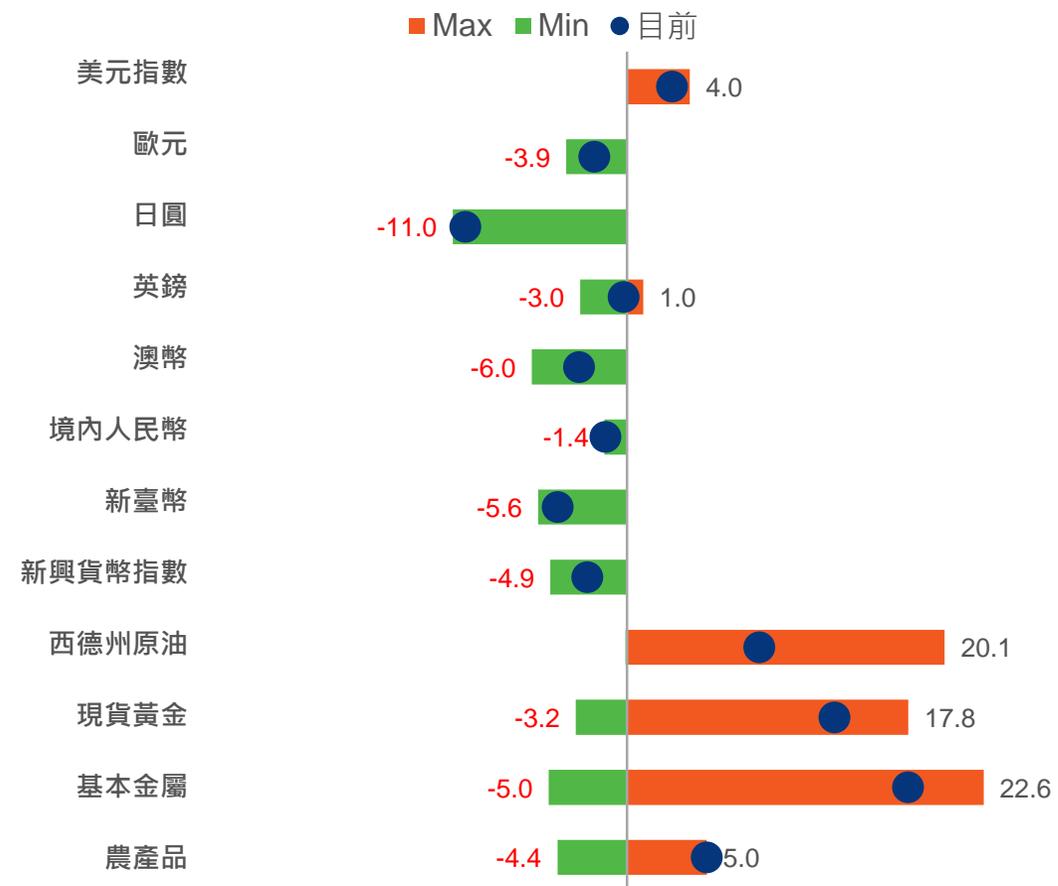
資料來源：Bloomberg

# 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5月24日

# 技術分析

—— 60日線

### 標普500指數

現在指數: 5,267  
60日均線: 5,162



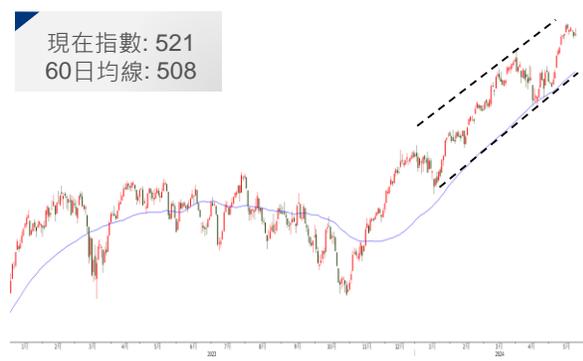
### 那斯達克指數

現在指數: 16,736  
60日均線: 16,180



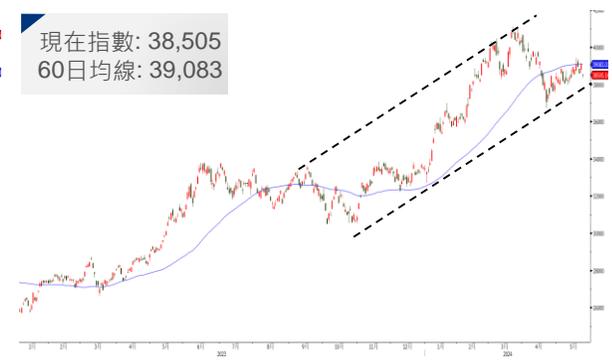
### 泛歐600指數

現在指數: 521  
60日均線: 508



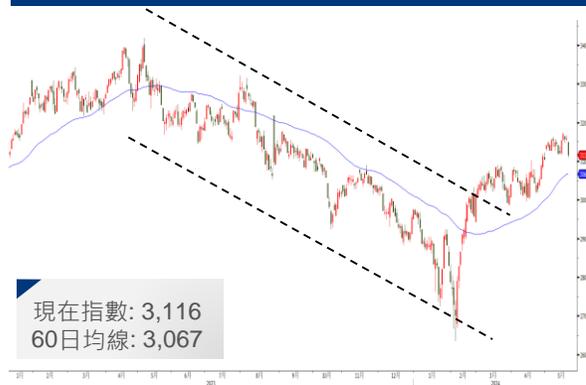
### 日經225指數

現在指數: 38,505  
60日均線: 39,083



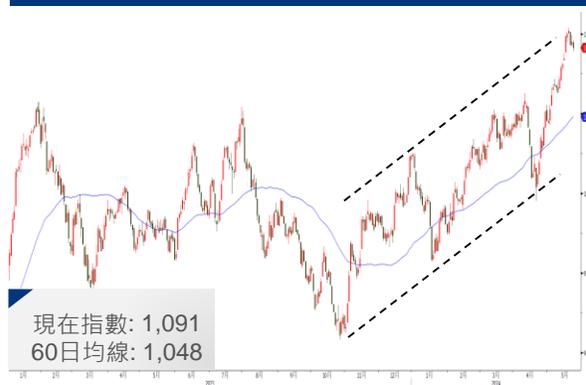
### 上綜指數

現在指數: 3,116  
60日均線: 3,067



### 新興市場指數

現在指數: 1,091  
60日均線: 1,048



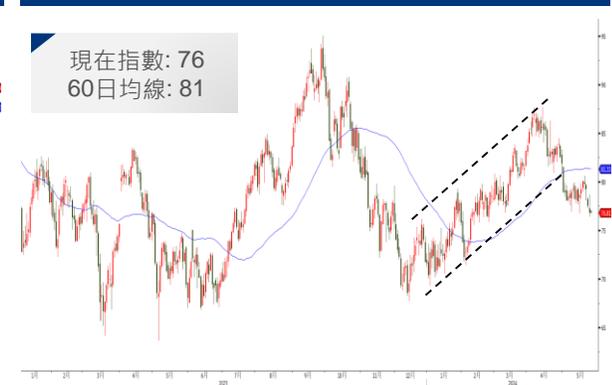
### 黃金

現在指數: 2,327  
60日均線: 2,282



### 西德州原油

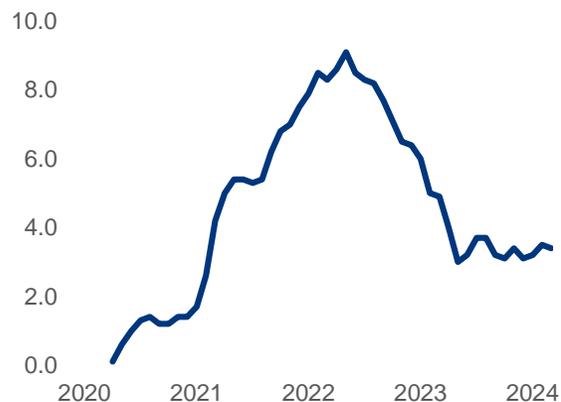
現在指數: 76  
60日均線: 81



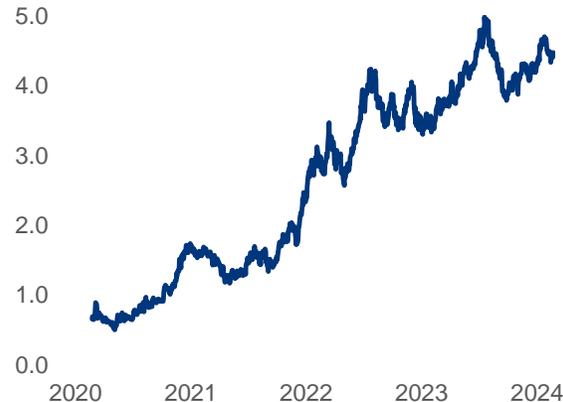
資料來源: Bloomberg · 2024年5月24日

# 市場觀測

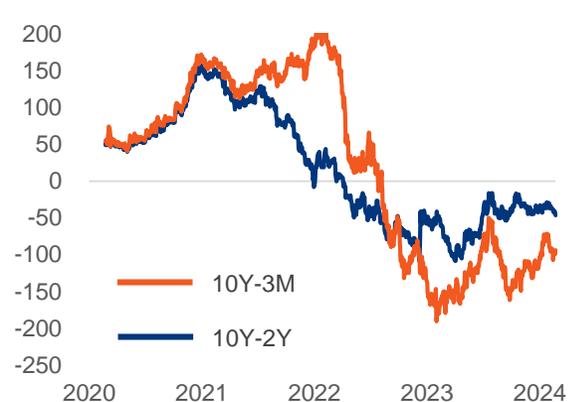
美國物價指數年增率(%)



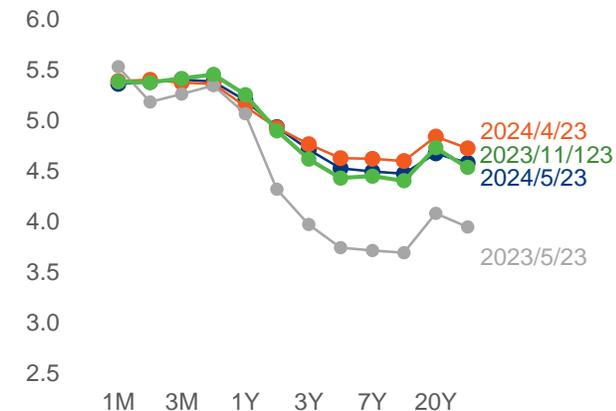
美國10年期公債殖利率(%)



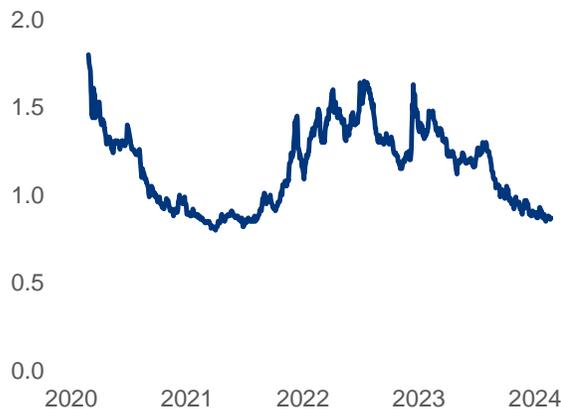
美國公債利差(bps)



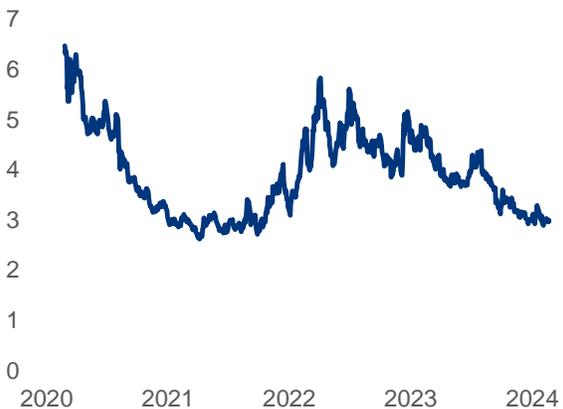
美國公債殖利率曲線(%)



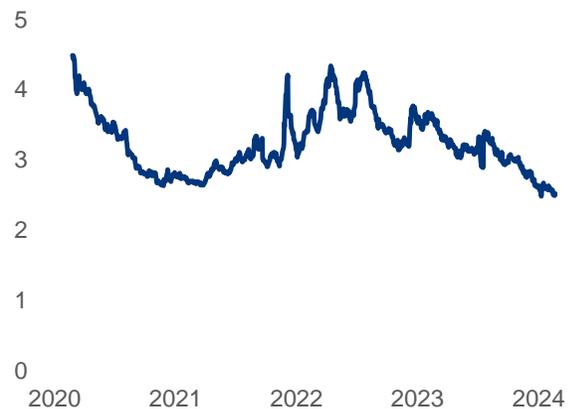
美元投資級公司債利差(%)



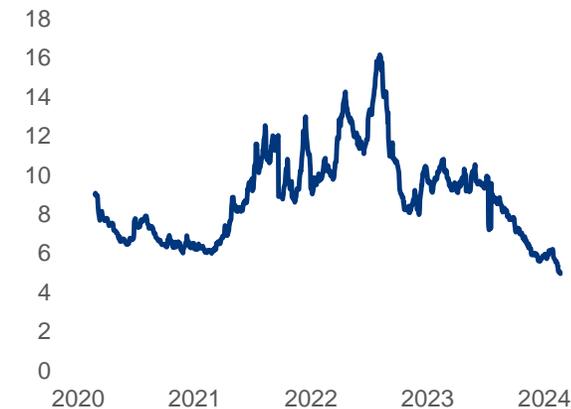
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



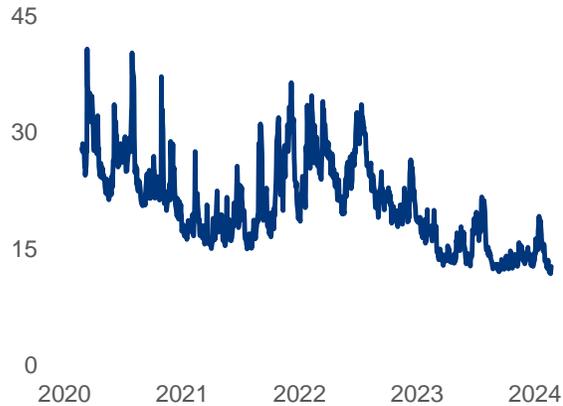
美元亞洲非投資級債利差(%)



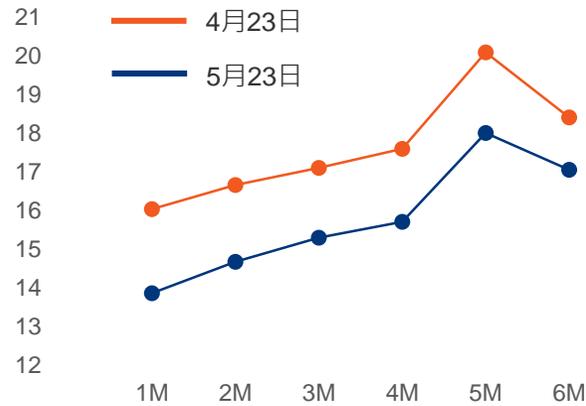
資料來源：Bloomberg · 2024年5月24日

# 市場觀測

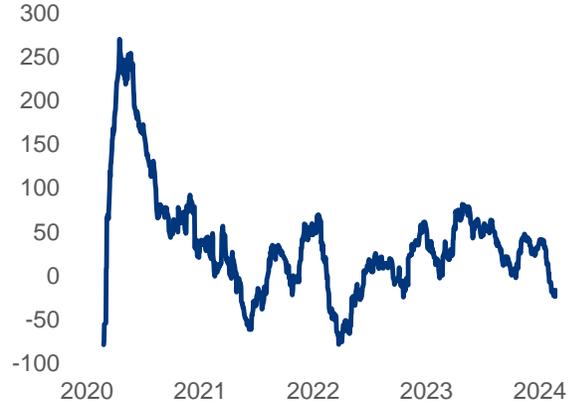
VIX指數



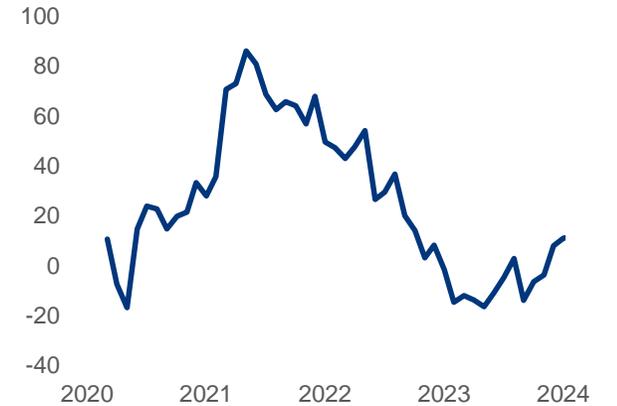
VIX期間結構



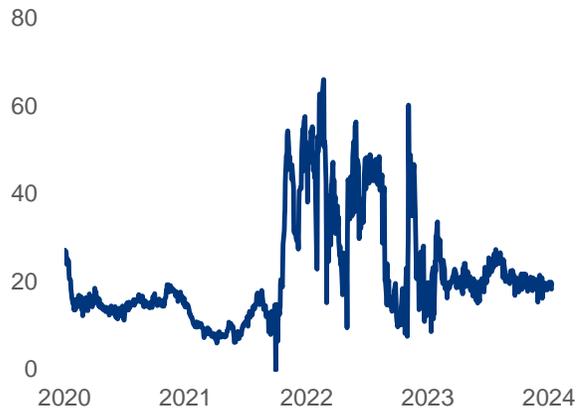
美國花旗經濟驚奇指數\*



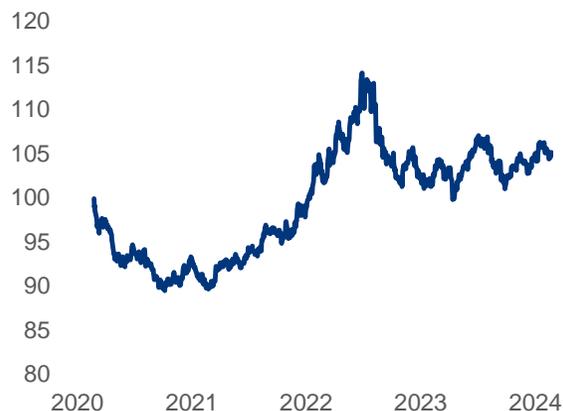
美國花旗通膨驚奇指數\*



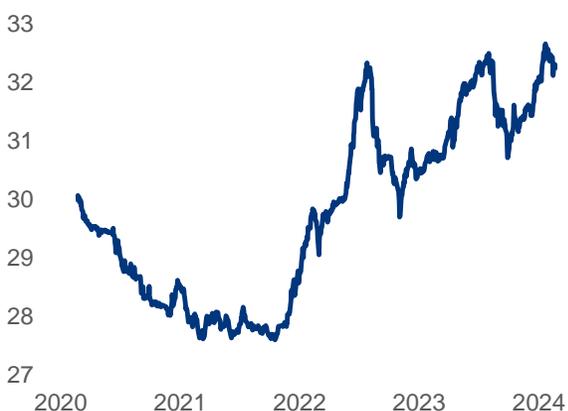
Ted利差(bps)



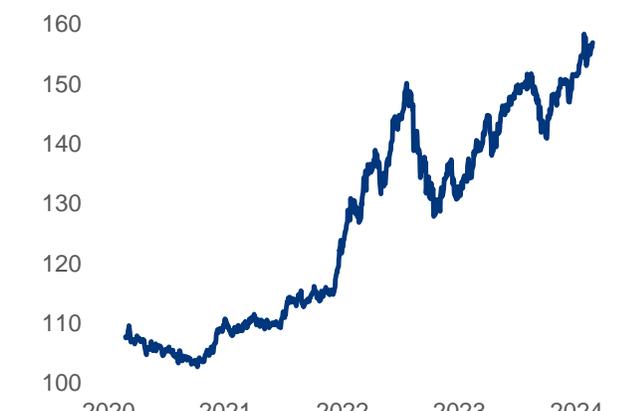
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2024年5月24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。