



凱基證券

KGI SECURITIES

暫避歐美金融紛擾， 中國內需消費適合衛星操作

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年3月24日



01 市場回顧

聯準會貨幣政策添市場擾動，矽谷銀行和瑞信事件逐漸和緩



02 熱門議題

- 瑞銀收購瑞信，AT1債券遭減記，引發債市漣漪
- 中國人行意外降準，緩解市場流動性



03 投資焦點

中國景氣復甦支撐股市，內需消費可作為衛星配置



04 重要數據預告

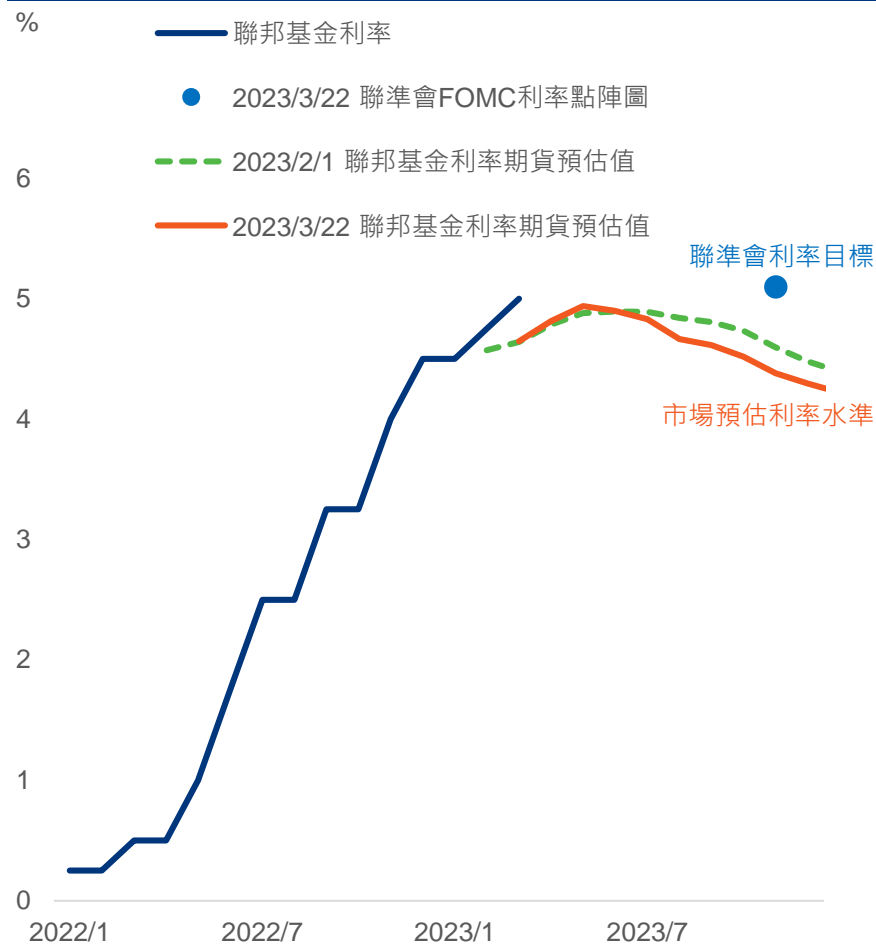
- 美國消費者信心指數
- 歐元區CPI年增率
- 美國核心PCE物價指數



本週焦點圖表：聯準會如預期升息1碼，今年無降息計畫

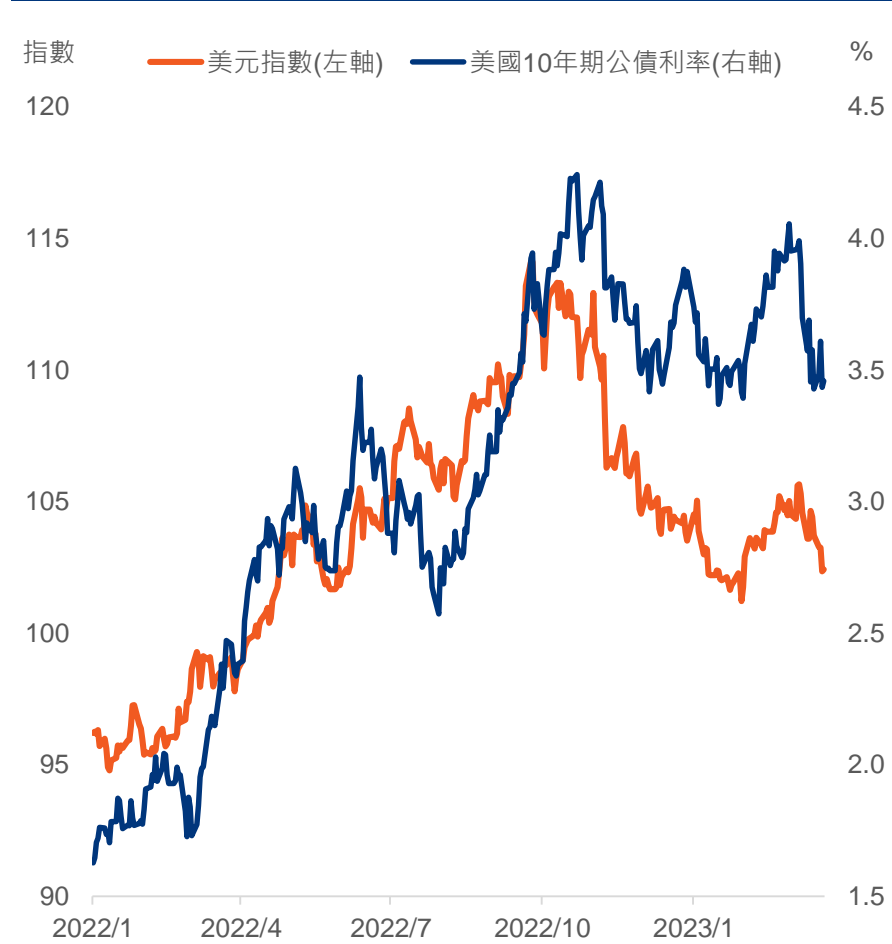
- ▶ 聯準會如市場預期升息一碼，主席鮑威爾重申降息不在今年的基本情境中。同時表示：金融情勢緊縮可能對景氣造成壓力，信用借貸條件收緊的影響存在不確定性，會納入未來聯準會的政策決定中；並將按先前縮表計畫減持公債與機構不動產抵押證券。
- ▶ 聯準會同時調降今、明兩年經濟成長預估，但調升核心通膨，終端利率維持在5.1%，並降低明年降息幅度。顯示聯準會預期短期內通膨僵固性不易解決，但利率已來到限制領域，對金融穩定造成風險。將以維持高利率、更久時間取代將利率更快提升至更高水準的做法。美國公債殖利率回落，美元貶至2月以來新低。

聯準會維持終端利率不變，但2024年降息



資料來源：Bloomberg

本週10年期公債利率下滑，美元走貶

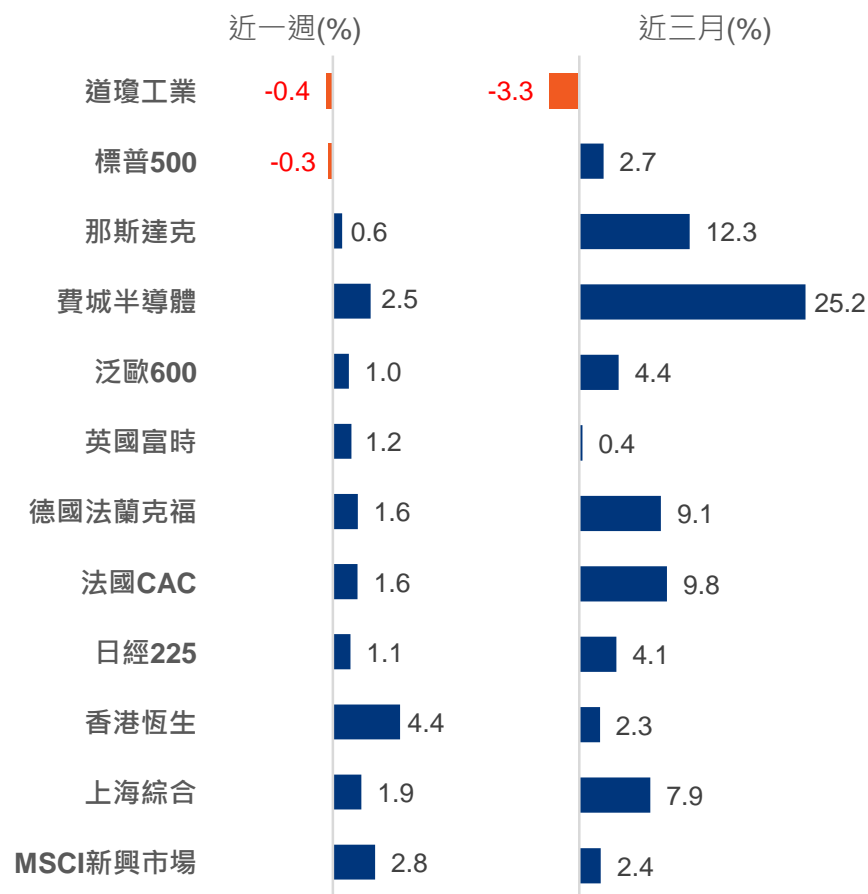


資料來源：Bloomberg

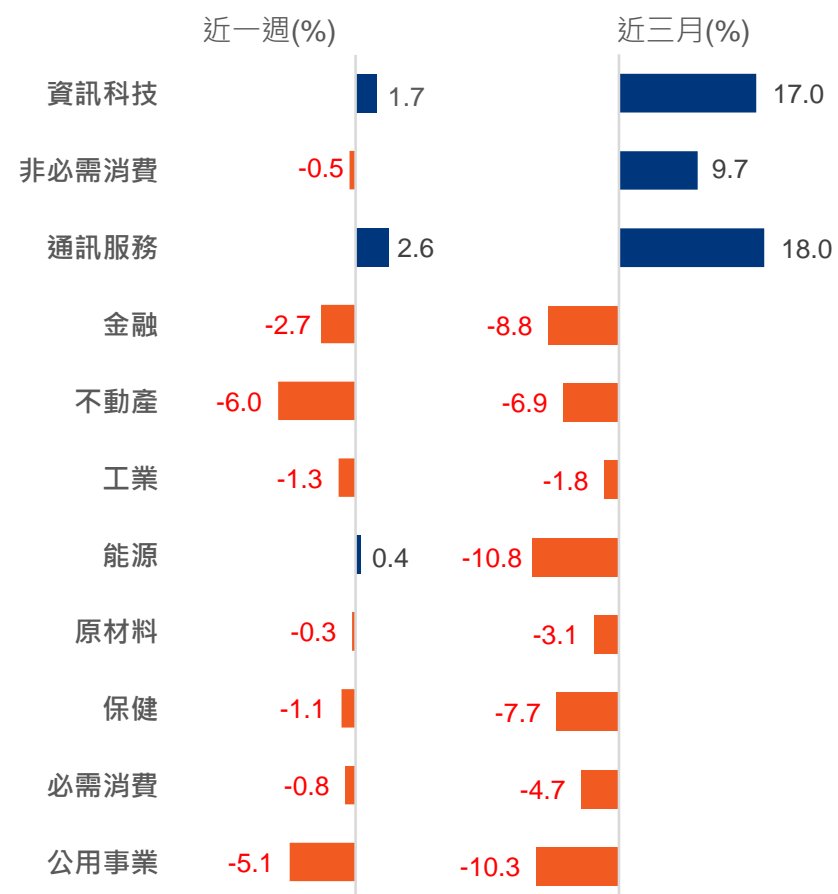
聯準會升息與財長葉倫發言，衝擊風險偏好，股市震盪

- ▶ 美國聯準會如市場預期升息1碼，聲明稿刪除「持續升息為適宜的」，以「一些額外的政策緊縮或許是合適的」取代，且強調今年不會降息，市場預期升息循環接近尾聲。美國財政部長葉倫於聽證會上先表示，不會全面支持存款保障，但後又改口將採取行動保障存款，令股市通週呈現大幅震盪。
- ▶ 美國10年期公債利率下滑，和利率敏感度高的資訊科技、非必需消費等類股較有支撐。矽谷銀行倒閉事件餘波盪漾，金融股持續承壓，並以中小型金融銀行體系跌幅最重，存款流失狀況未獲得有效止血，留意後續有類似事件，使美股仍有下跌風險。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

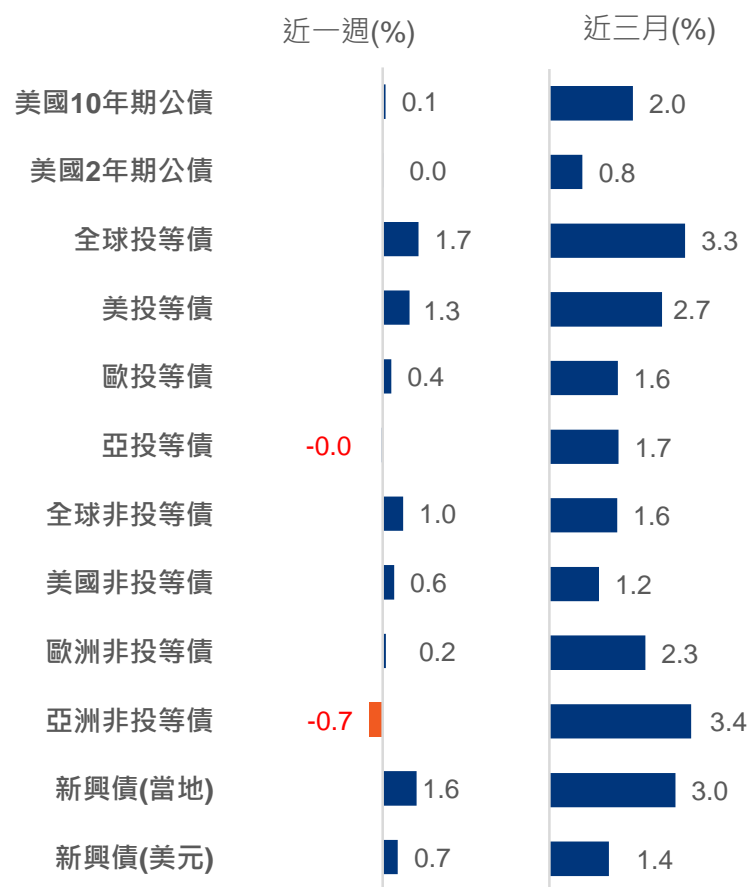


資料來源：Bloomberg · 2023年3月24日

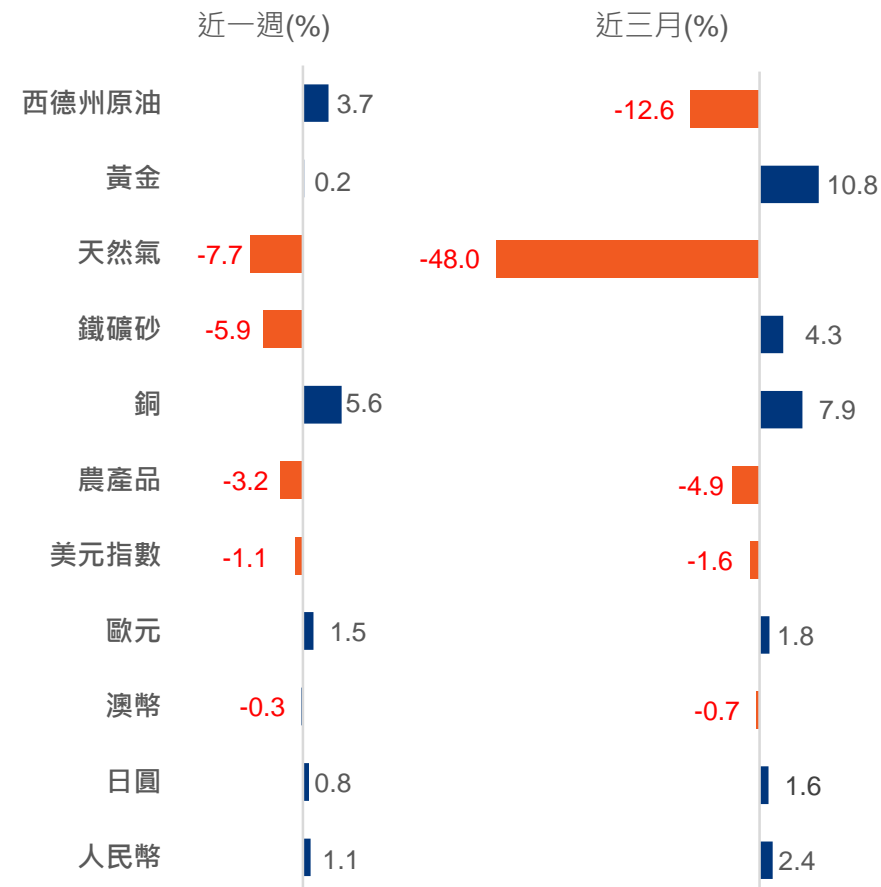
升息接近尾聲，美國雙率回落，推升債市與非美貨幣上漲

- ▶ 升息屆頂且景氣衰退疑慮，促使資金流往債市，對Fed利率政策較為敏感的2年期公債殖利率下滑至**3.81%**，創去年9月中來新低，降幅最明顯。美國10年期公債殖利率盤整於**3.4%**附近，推升債市上漲，以長天期投資等級債表現最佳。新興市場當地債受部分國家通膨下降，加上美元走弱、非美貨幣升值，亦出現回揚。
- ▶ 美元指數回落至**102.5**，激勵商品價格反彈，包括原油、銅價漲幅可觀。其中，黃金受惠美國雙率下滑，波動加劇，屢次叩關**2,000**美元整數關卡，歐元、日圓、人民幣升值幅度在**1%**上下。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

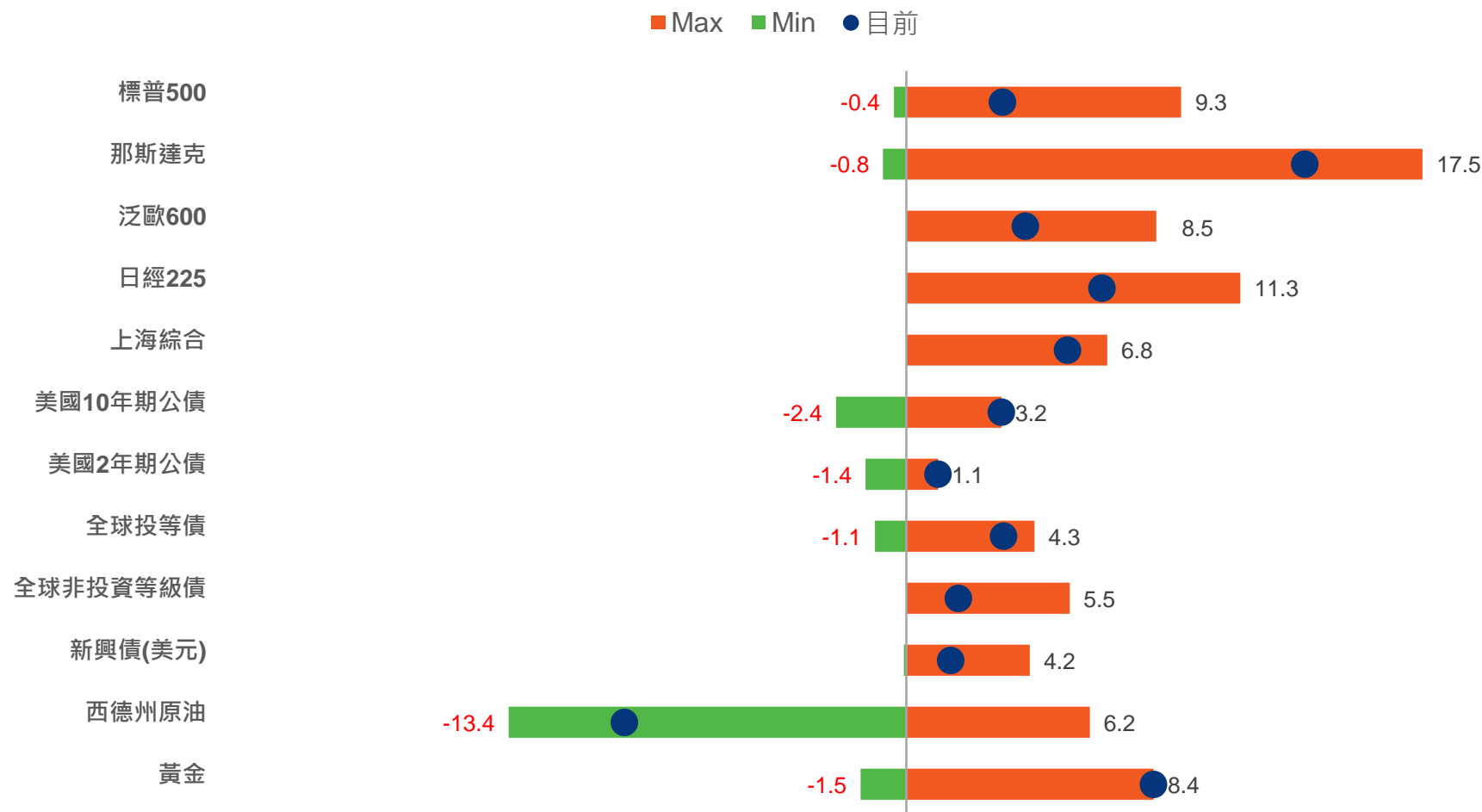


資料來源：Bloomberg · 2023年3月24日

超級央行週，多數國家持續升息，美元走弱有利金融資產

- ▶ 隨3月FOMC會議，聯準會將持續升息的論述刪除，升息循環進入尾聲的意味濃厚，市場對美國未來升息預期降低，各年期美國公債殖利率回落，帶動債券價格普遍上升，亦提供那斯達克指數上漲動能。
- ▶ 瑞信集團、美國財政部長葉倫調整證詞確保銀行存款安全，全球金融市場恐慌情緒擺盪，美國10年期與2年期公債價格創今年新高，黃金一度來到2,000美元高位。歐股、日股及上證指數區間盤整，波動較大的非投資等級債與新興債利差擴大，年至今表現居後。西德州油價反應景氣衰退，低盤於每桶70美元附近。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年3月24日

成熟市場

60日線

標普500指數挑戰站回季線承壓，4,000點成關鍵壓力位



那斯達克指數站上季線，挑戰突破12,000點關卡



泛歐600指數區間整理，力求重返季線之上



日經225指數呈箱型區間震盪，短期站回季線之上



資料來源：Bloomberg · 2023年3月23日

新興市場與商品

60日線

上綜指數仍處於上升區間，季線為下檔支撐



新興市場跌落季線，去年11月盤整的950點成為明顯支撐



避險推升黃金上漲動能、挑戰突破2,000美元關卡



西德州原油價格跌落季線，呈現弱盤格局



資料來源：Bloomberg · 2023年3月23日

瑞銀收購瑞士信貸，瑞信AT1債券遭減記，引發債市震盪

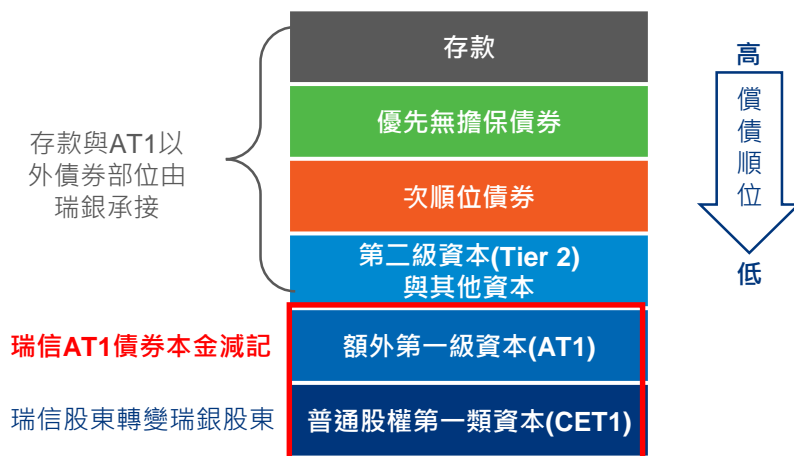
- 在瑞士政府介入下，瑞銀以30億瑞郎總價，採換股方式（約市值的四成），收購瑞士信貸，由瑞士政府為瑞信資產潛在損失提供90億瑞郎擔保，並給予瑞銀1000億瑞郎流動性援助，但面值約160億瑞郎的瑞信AT1債券完全減記。
- 由於瑞信事件中，普通股轉由瑞銀收購，股東權益由瑞信轉變為瑞銀，股東仍可拿回部分資產，但持有第一級資本(AT1)的債券投資人本金減記歸零，引發其他歐系銀行AT1債券持有者擔憂並拋售，資本工具近期跌幅遠大於一般債券與指數。建議可檢視持有部位，若為償債順序較低者，可考慮待事件平穩、價格回升，調整至高信評的主順位債。

瑞銀收購內容與瑞信債券未來變化

瑞銀收購瑞信之相關重要內容

- 1) 瑞士聯邦委員會發布緊急條例，瑞士央行同意向瑞銀提供約1,000億瑞郎的流動性援助信貸
- 2) 瑞士信貸資產部位中，超過50億瑞郎的部分，由瑞士政府提供90億瑞郎的擔保
- 3) 瑞士政府通過緊急法令，不需兩間銀行的股東通過，便可完成交易，以加快收購程序進行
- 4) 約160億瑞郎的瑞信AT1(Additional Tier 1)債券全數減記，從而增強收購後的銀行核心資本

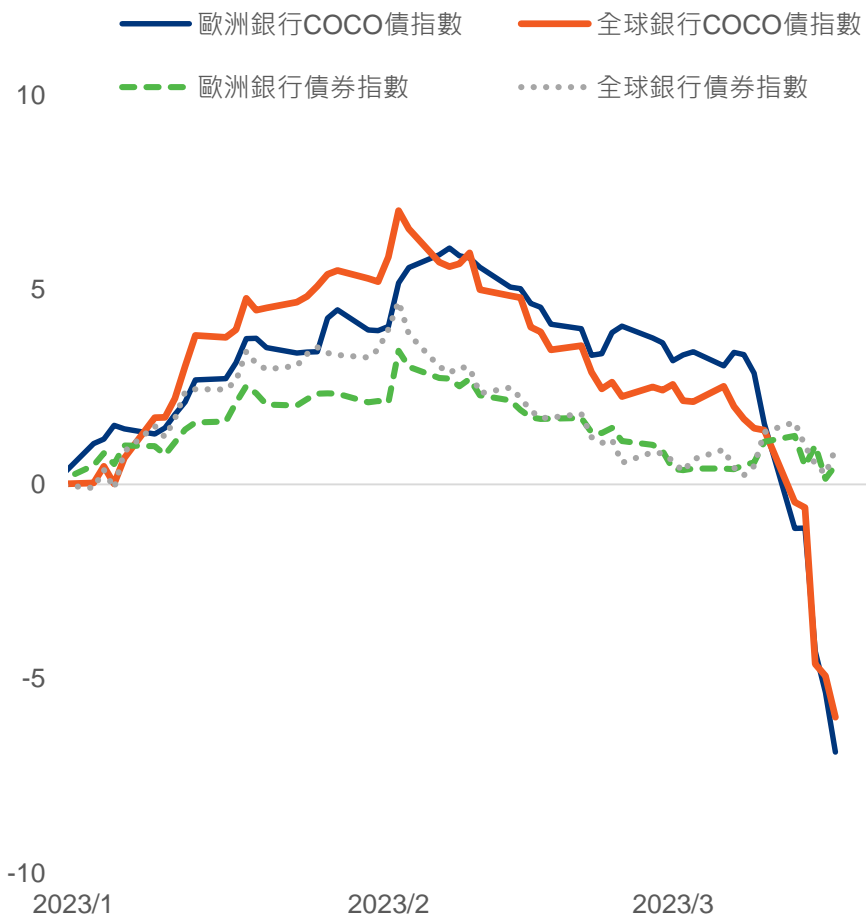
瑞信負債組成結構



資料來源：Credit Suisse、Bloomberg、凱基證券彙整

資本工具如CoCo債的跌幅遠大於其他債種與指數

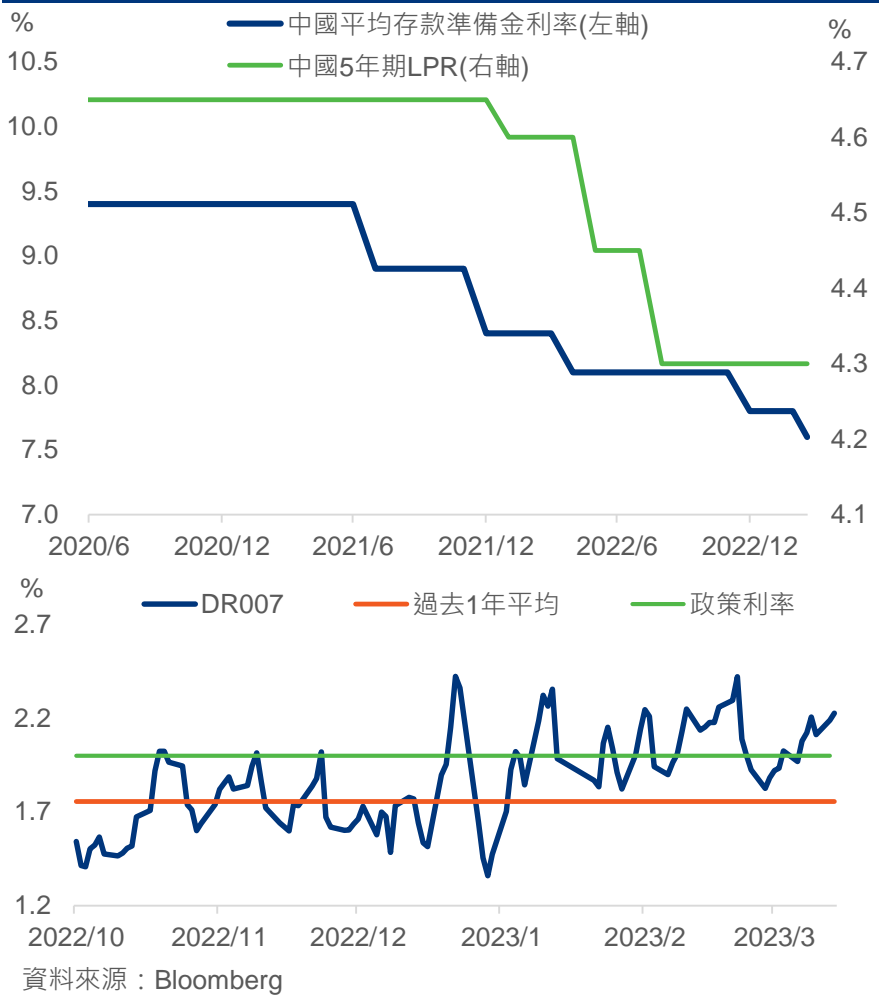
今年總報酬，%



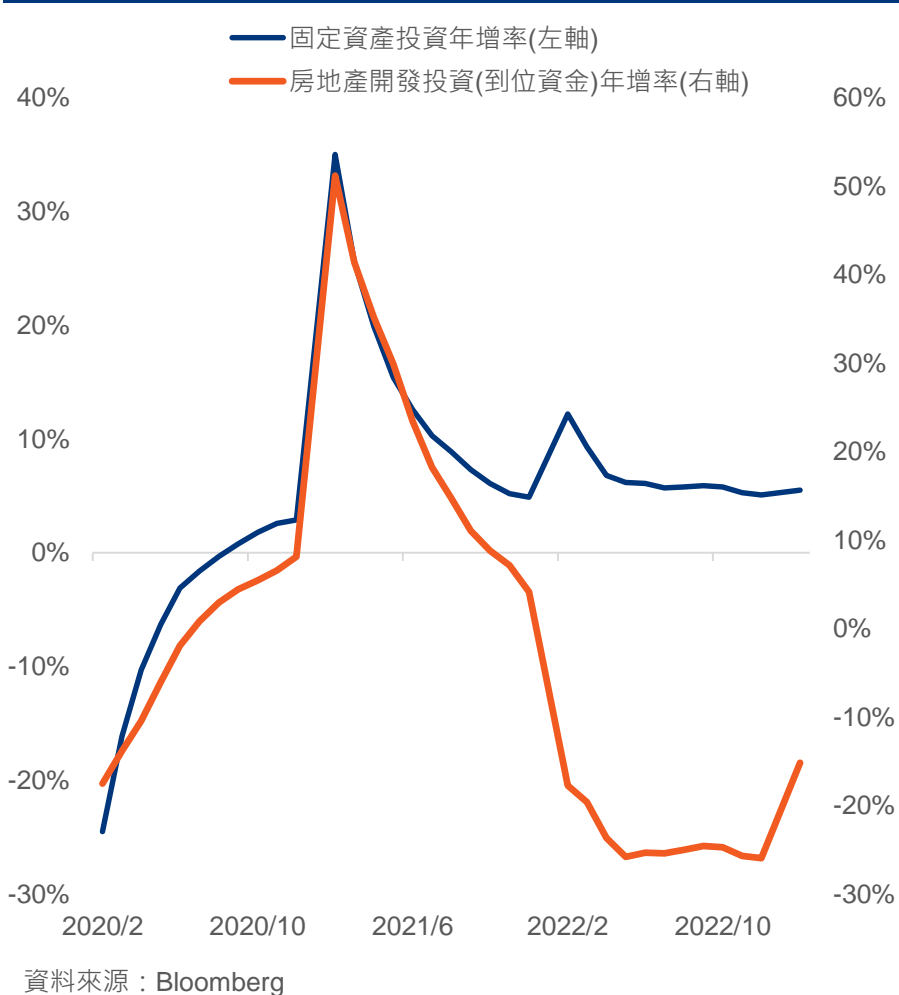
中國人行意外降準，適當提供流動性有助經濟復甦

- ▶ 中國人行3/17意外宣布調降存款準備金利率0.25%，平均存款準備金由7.8%降至7.6%，以因應今年以來信貸需求上升，銀行間流動性收緊，使DR007利率(7天期銀行同業拆款利率)高於過去平均與政策利率，預期約釋出5,000億人民幣長期資金。貸款基準利率5年期LPR利率並未調整，呼應兩會定調貨幣政策精準發力。
- ▶ 當前中國PMI雖然水準已回升至景氣榮枯線之上，但固定資產投資及房地產到位資金回升速度依舊緩慢。在中國人行開始放鬆貨幣政策的預期下，有助於為中國經濟復甦提供適當流動性，帶動內需回溫，以達到中國官方經濟成長目標。

中國人行調降存準率，維持LPR貸款利率不變



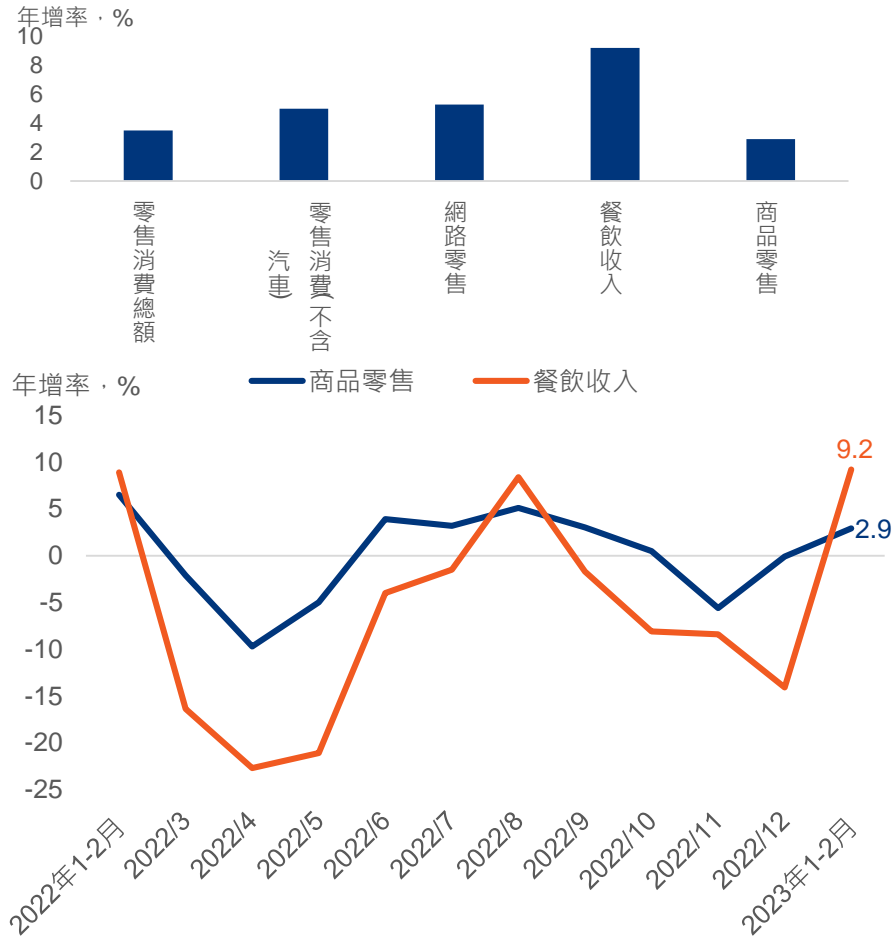
中國房地產與投資增速依舊緩慢



中國解封後內需消費升溫，後續觀察企業貸款持續性

- ▶ 今年2月春節假期結束，中國解封復工，各項行動限制取消，刺激國內外旅行和消費上升。中央政府強調由國內需求推動復甦，觀察最新服務業PMI達56.3，優於估值54.9，網路、餐飲、零售銷售等年增率大幅成長，道路運輸、航空、郵政及租賃等行業的商務活動指數，來到60以上高位。
- ▶ 後疫情時代百業待興，相較於去年偏低基期，今年企業中長期貸款需求初見明顯上升，但房產投資仍下降5.7%。考量中國地方債務沉重，增加大幅擴大財政支出的難度，加上民間消費已漸回暖，降低政府大規模推動財政刺激誘因。後續企業貸款動能否延續，仍待進一步觀察。

今年1-2月社會消費零售總額大增



資料來源：中國國家統計局、Bloomberg

後續觀察企業貸款需求能否持續上漲，帶動股市

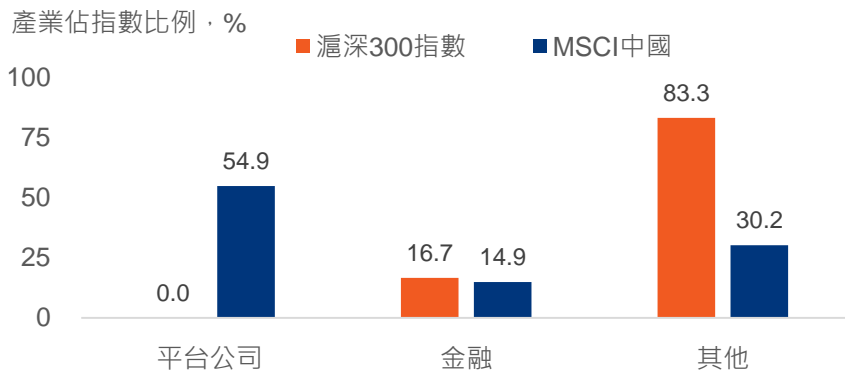


資料來源：Bloomberg

上證指數受惠內需消費，目前評價仍偏合理，可做為衛星配置操作

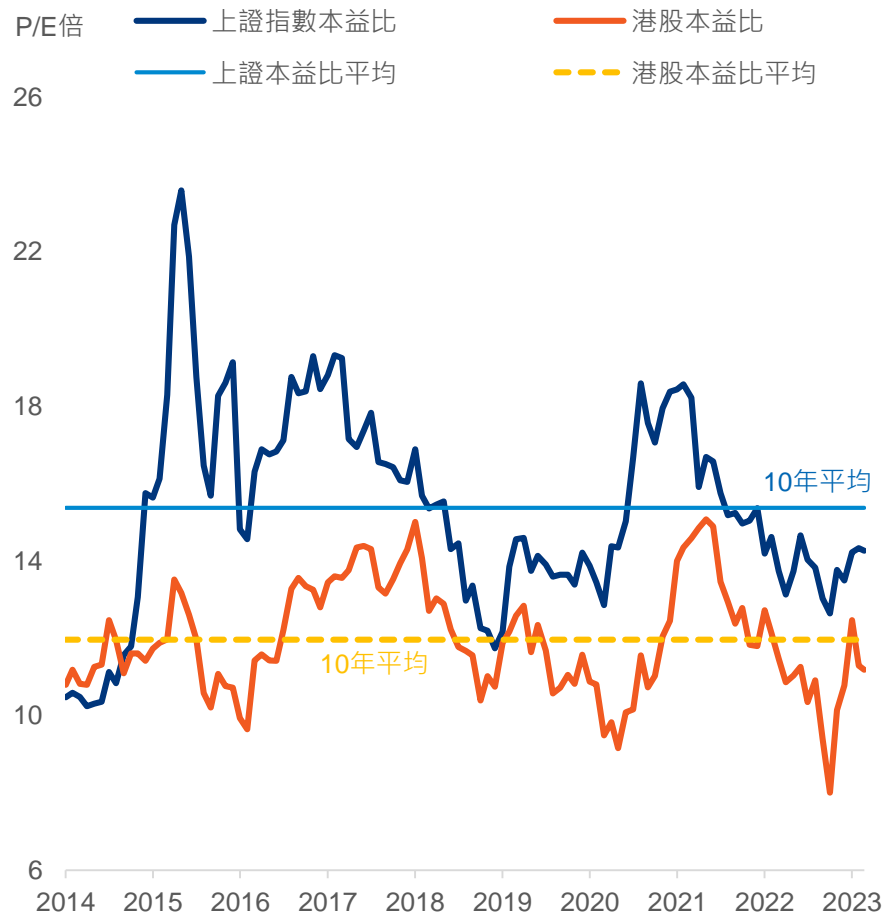
- ▶ 疫情期間，中國家庭累積約20兆人民幣超額儲蓄，預期未來家庭投資或以股票取代房地產，A股有機會受惠。主因1) 過去家庭資產配置以房地產比重72%最高，股票僅6.4%，房地產低迷有利資金流往股市。2) 國內各項資產中，股票評價相對合理。3) 短期內不會開放資金外流管制。此外，觀察滬深300指數和MSCI中國，發現MSCI中國的平台公司佔比大幅高於A股，在共同富裕主張下，政府對平台公司仍偏監管態度，使A股表現較港股佳。
- ▶ A股目前評價低於近10年歷史平均值之下，仍屬合理。在中國政府維穩的政策目標下，不易出現過去暴漲暴跌現象，可做為資產配置的衛星部位。

指數成分股不同，A股可望優於港股



資料來源：凱基投顧、Bloomberg

A股評價大幅低於平均標準下，仍屬合理



資料來源：Bloomberg

中國擴大內需戰略，恢復消費擺優先，有助相關類股表現

標的名稱	摩根中國A股基金	兆豐中國A股基金	Xtrackers Harvest滬深300中國A股ETF(ASHR)
特色	以高成長潛力A股為主，著重新經濟趨勢。涵蓋大中小型股標的，主動投資並集中精選持股。	聚焦優質大型藍籌股，運用 GARP(價值+增長)策略選股，並以中國知名「嘉實基金管理公司」擔任投資顧問。	在美國掛牌，以追蹤CSI 300 Index 指數為基礎。追求達到和指數一樣的投資表現，包括價差與利息收益。
總規模	142.97億元(台幣)(截至2023年2月28日)	51.38億元(台幣)(截至2023年2月28日)	2,741.16(百萬美元)(截至2023年02月28日)
近3個月報酬/ 近1年報酬	2.43% / -12.60%	1.62% / -8.71%	7.80% / -10.61%
3年標準差 (年化)	23.33%	17.79%	24.75%
產業分布	1. 資訊科技 23.9% 2. 日常消費品 18.6% 3. 工業 18.3% 4. 醫療保健 10.9% 5. 金融 9.9%	1. 原物料 21.0% 2. 日常消費 19.1% 3. 可選消費 12.2% 4. 工業 11.9% 5. 金融 9.2%	1. 金融 20.56% 2. 工業 16.25% 3. 必需性消費品 15.09% 4. 資訊科技 14.85% 5. 原料 9.74%
前5大持股	1. 貴州茅臺 6.34% 2. 中國平安保險 2.52% 3. 隆基綠能科技 2.38% 4. 招商銀行 2.35% 5. 寧德時代 2.31%	1. 華魯恒升 6.24% 2. 貴州茅臺 5.97% 3. 招商銀行 4.76% 4. 五糧液 4.05% 5. 伊利集團 3.61%	1. 貴州茅臺 5.82% 2. 寧德時代 3.03% 3. 中國平安保險 2.67% 4. 招商銀行 2.36% 5. 五糧液 2.02%

資料來源：Money DJ · 2023年3月23日

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 金融緊縮環境，違約倒閉事件頻傳，央行雖持續緊縮政策以抗通膨，但市場對未來升息預期降低。全球景氣衰退與企業獲利下滑趨勢不變，股市震盪加劇，建議上半年以平衡型基金、防禦類股為主，隨利率持續下滑，可搭配優質龍頭股以定期定額方式長期布局。非美地區成熟股和中國內需消費可多留意。 ◆ 整體資產配置應著重穩收益、降波動，反彈汰弱留強，逢低分批布局。 	<p>策略風格：防禦型、高息股、價值型、優質大型藍籌股</p> <p>區域：非美地區成熟股、中國內需消費</p> <p>產業：必需性消費、醫療健護</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通膨下降不易，但金融風險事件使聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落。升息接近尾聲，以短天期公債利率鎖利，並可分批漸布長天期債券部位。 ◆ 景氣放緩，金融環境持續緊縮，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、偏高利率的挑戰。 	<p>期間：中短天期債鎖高利、重防禦，長債分批漸布，兼具資本利得與孳息收益</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國聯準會可能暫緩升息步調，利率期貨更預期年底降息，美國10年期公債利率走降，侷限短期美元指數強度，呈現高位盤整。短期非美貨幣有偏升機會，料後續將回歸基本面，日圓仍有持續升值可能。 	<p>美元高位盤整，短期日圓偏升</p>

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)	政策利率：4.75% - 5.00% 最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+25 bps	聯準會升息1碼，點陣圖對2023年底利率預估中位數維持於5.1%，2024年底中位數由4.1%調升至4.3%。維持2022年6月決議逐步減少資產負債表，自9月起將每月縮表上限由475億(公債300億及MBS 175億) 倍增至每月950億(公債600億；MBS 350億)。	33%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.00% 主要再融資操作：3.50% 邊際借貸機制：3.75% 最近會議(2023/3/16)：+50 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps	歐洲央行升息2碼以抑制通膨，重申以經濟與金融數據決定升息步調。從2023年3月開始將被動縮減資產購買計劃(APP)規模，2023年6月前預計平均每月減少150億歐元，2023第三季後縮減速度將在未來會議決定。疫情緊急購債計劃(PEPP)再投資期限至少到2024年底。持續透過傳導保護工具(TPI)，以減緩歐洲金融環境流動性壓力。	58%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：4.25% 最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps	英國銀行升息1碼以應對通膨，對今年經濟成長預估由2月的-0.4%上調至0.2%。2022年2月BoE決議停止到期資產再投入，宣布11月啟動縮表出售英國公債。11月初英國政府已開始進行公債主動出售，預計2023年加上被動縮表的部分，公債資產規模將減少800億英鎊。	36%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/3/10)：維持利率不變 前次會議(2023/1)：維持利率不變	延續上次會議決議，維持政策利率不變。公開市場操作控制10年期日本公債殖利率目標區間維持0~±0.5%，以解決公債市場流動性問題。2023年第一季每月購債規模由7.3兆增加至9兆日圓，以達到2%的通膨目標。	131%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

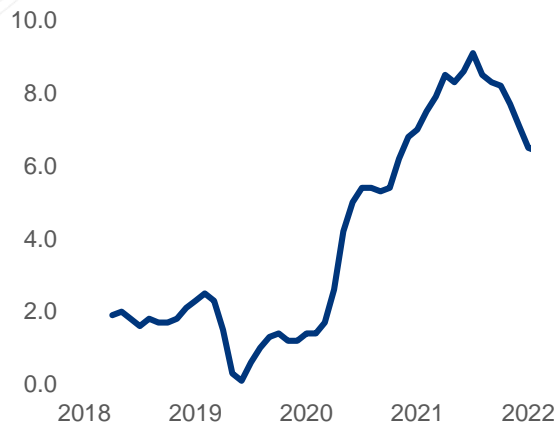
March 2023

<p>20 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國央行貸款市場報價利率 (本期:3.65% 預估:3.65% 前值:3.65%) 	<p>21 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國成屋銷售(2月) (本期:4.58M 預估:4.19M 前值:4.00M) 	<p>22 Wednesday</p>	<p>23 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國聯準會利率決策會議 (本期: 5.00% 預估:5.00% 前值:4.75%) 美國建築許可 (本期:1.55M 預估:1.52M 前值:1.33M) 美國初請失業金人數 (本期:191K 預估:197K 前值:192K) 美國新屋銷售(2月) (本期:640K 預估:650K 前值:633K) 	<p>24 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國核心耐久財新訂單(月增率)(2月) (預估:0.2% 前值:0.8%)
<p>27 Monday</p>	<p>28 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國諮商會消費者信心(3月) (預估:101 前值102.9) 	<p>29 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國房屋待完成銷售(月增率)(2月) (預估:1.0% 前值:8.1%) 	<p>30 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國國內生產總值(季增率)(第四季) (預估:2.7% 前值:2.7%) 	<p>31 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國製造業PMI(3月) (預估:50.5 前值:52.6) 歐元區CPI(年增率)(3月) (預估:7.4% 前值:8.5%) 美國核心PCE(年增率)(2月) (預估:4.3% 前值:4.7%) 美國核心PCE(月增率)(2月) (預估:0.4% 前值:0.6%) 密大消費者預期指數(3月) (前值:61.5) 密大消費者信心指數(3月) (前值:63.4)

資料來源：Investing.com · 凱基證券整理

附錄

美國物價指數年增率(%)



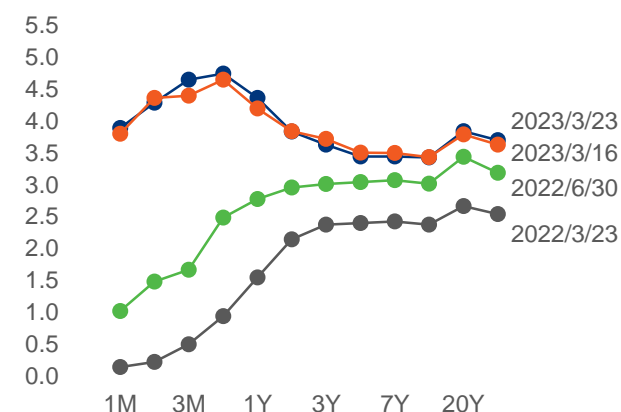
美國10年期公債殖利率(%)



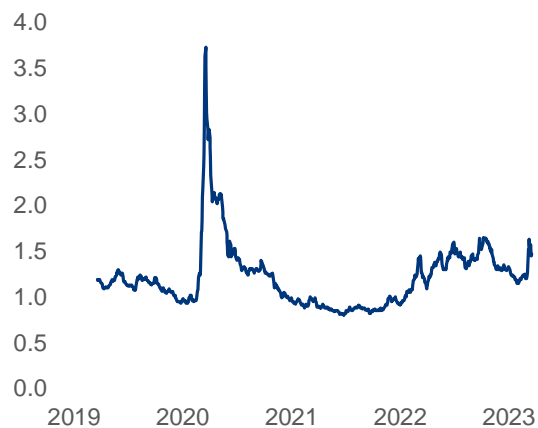
美國公債利差(bps)



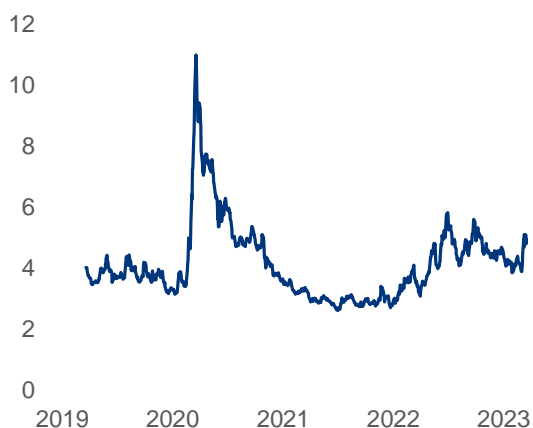
美國公債殖利率曲線(%)



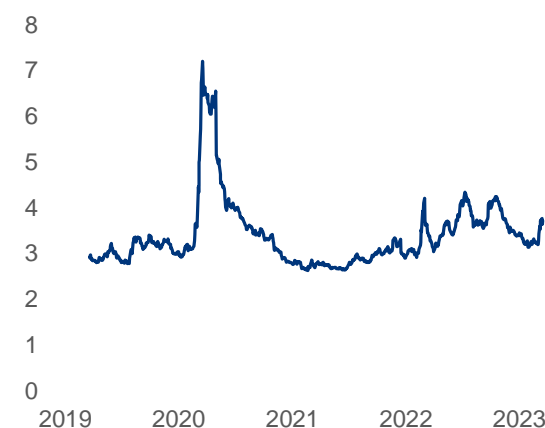
美元投資級公司債利差(%)



美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



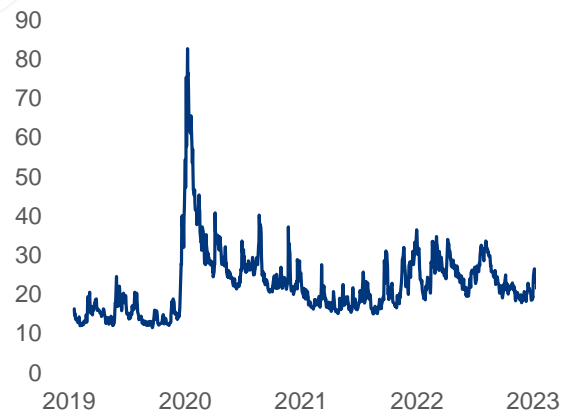
美元亞洲非投資級債利差(%)



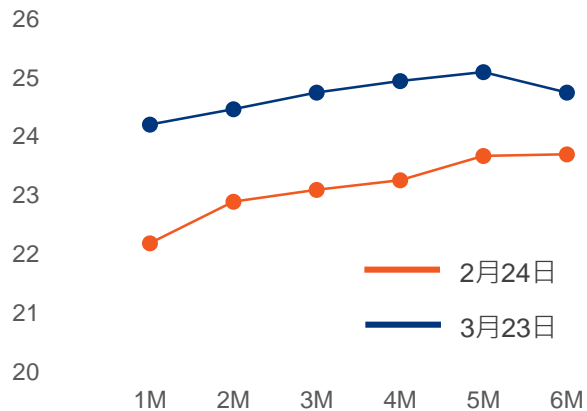
資料來源：Bloomberg · 2023年3月23日

附錄

VIX指數



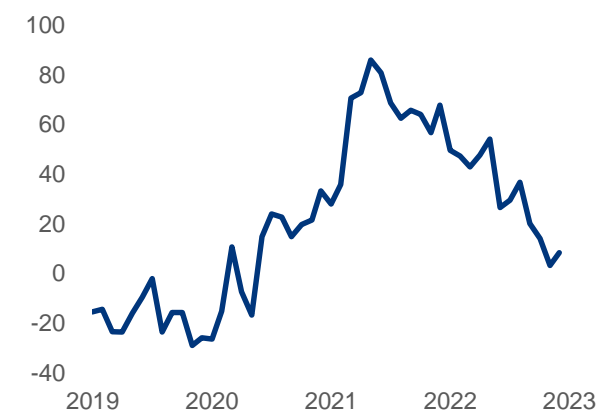
VIX期間結構



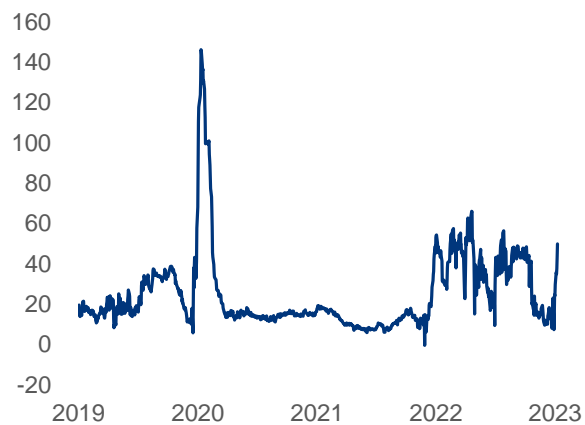
花旗經濟驚奇指數*



花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



美元指數



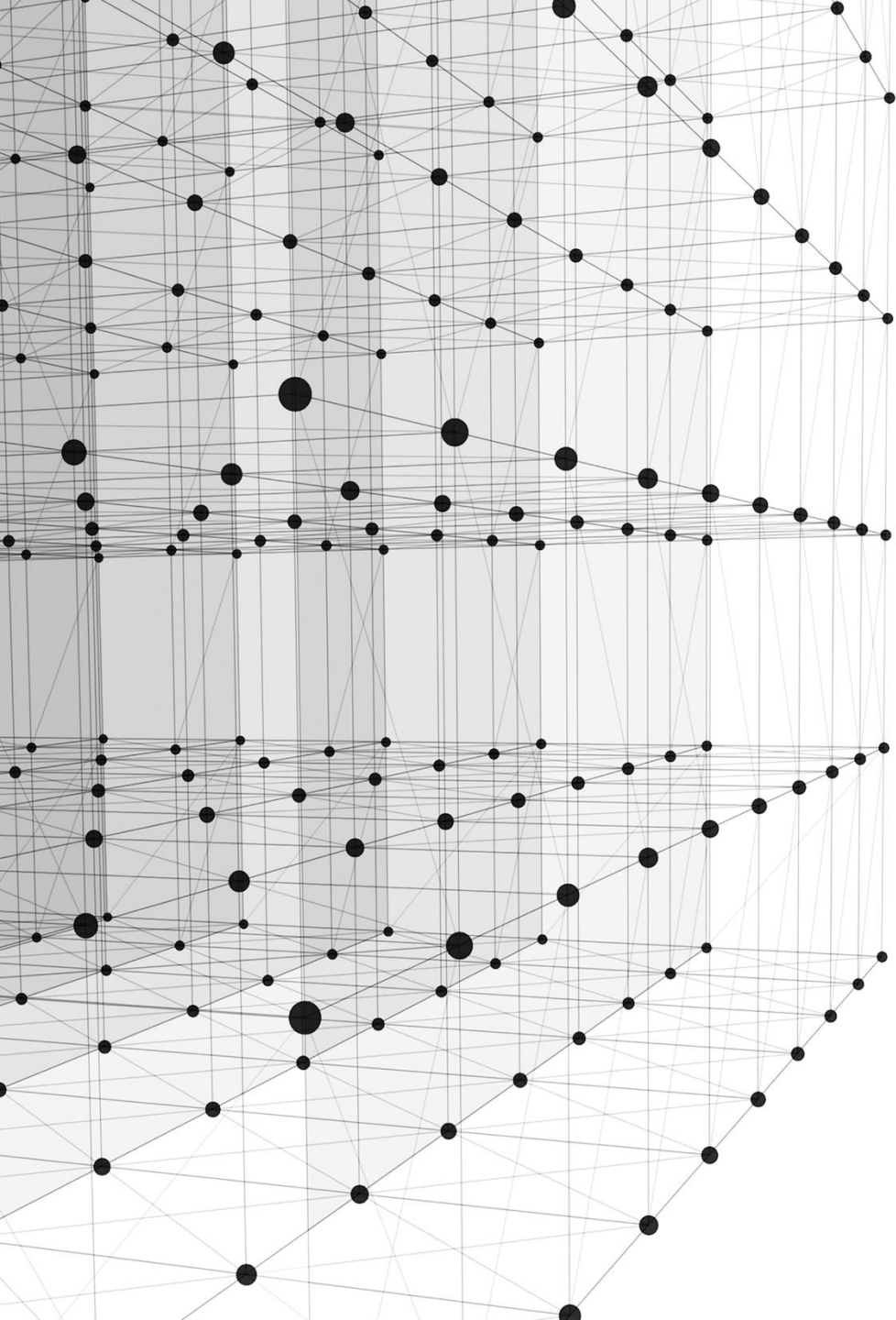
美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2023年3月23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

本文件由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本文件僅供參考，未經本公司批准同意，不得翻印或作其他任何用途。