



凱基證券  
KGI SECURITIES

# 黃金光芒仍閃耀 各國央行持續提升儲備

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年4月14日



## 01 市場回顧

服務業就業仍趨緊，市場關注財報數據，股債漲跌互見

## 02 熱門議題

核心通膨降幅停滯，科技業庫存去化狀況健康

## 03 投資焦點

全球央行黃金儲備續增，美元指數走弱有助金價表現

## 04 重要數據預告

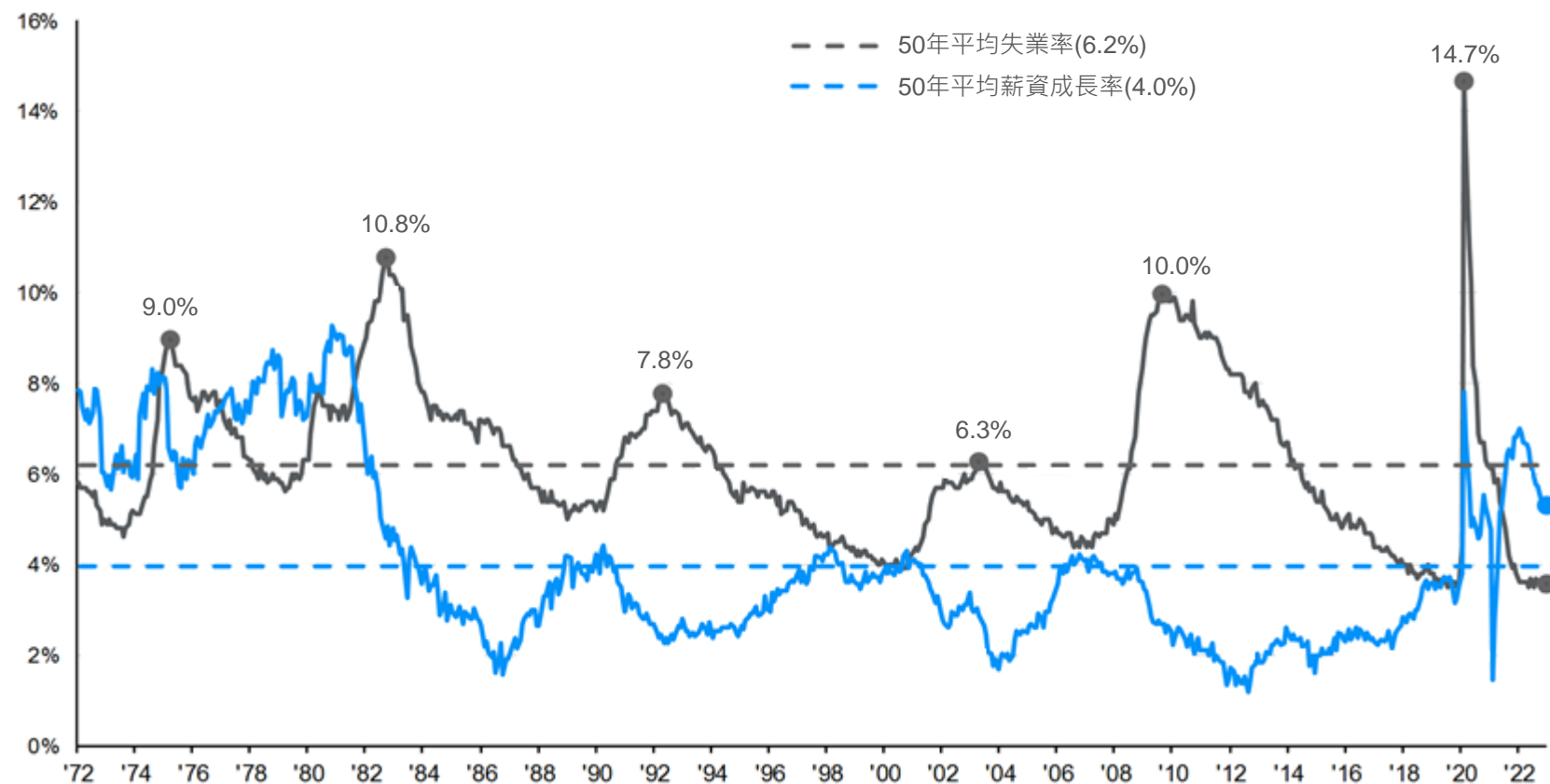
中國GDP、美國房市、歐元區CPI

# 美國失業率仍低但工資成長降溫，高利率壓力有望緩解

- ▶ 在經濟表現黯淡的環境下，美國勞動力市場表現相對突出，2023年3月失業率3.5%，為近年相對低點，非農就業人數也持續優於預期。然而近期職位空缺數已經開始減少，且隨著企業在需求放緩和成本上升的情況下縮減招聘力道，公司裁員公告亦增加，後續職位空缺可能會進一步減少。
- ▶ 美國3月非農就業人口增加23.6萬人雖優於預期，但創下2020年12月以來最低水平，連帶工資增長也放緩。2023年2月薪資成長年增4.6%，除自高點開始下滑外，為連續第23個月落後通膨年增率。後續在失業率可能微幅上升、工資增長持續放緩的情況下，有助於讓美國聯準會官員相信通膨正在持續下降，進而緩和 high rate 環境的壓力。

## 美國失業率雖處低檔，但薪資成長率明顯放緩

近50年美國失業率及薪資成長率趨勢



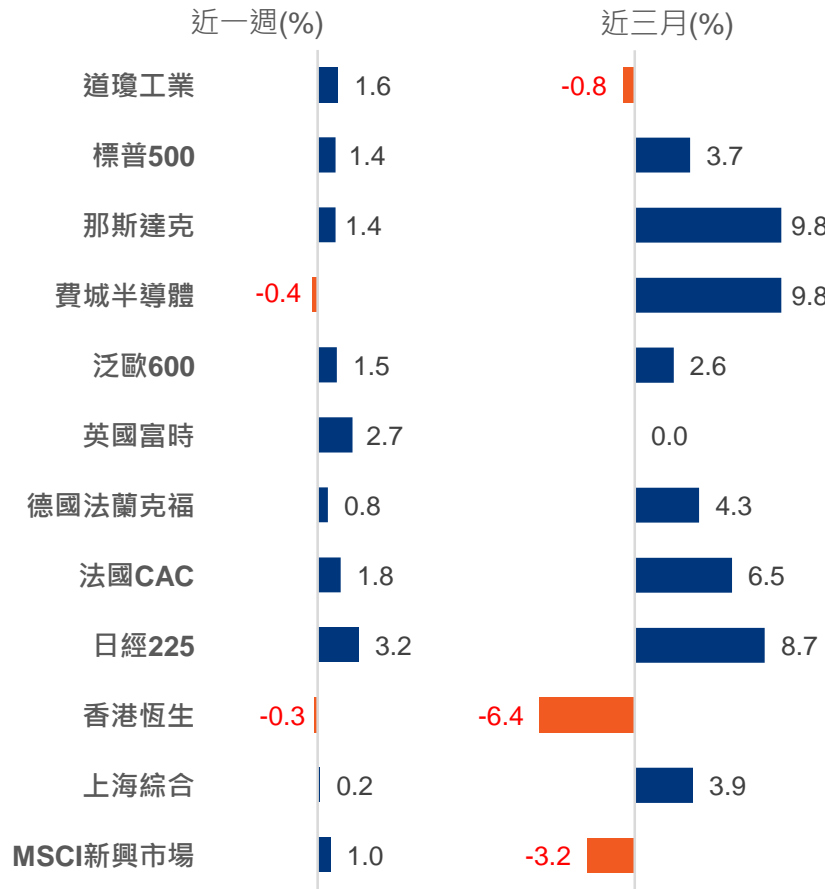
資料來源：J.P.Morgan Asset Management，2023年3月31日；凱基證券整理

# 市場回顧

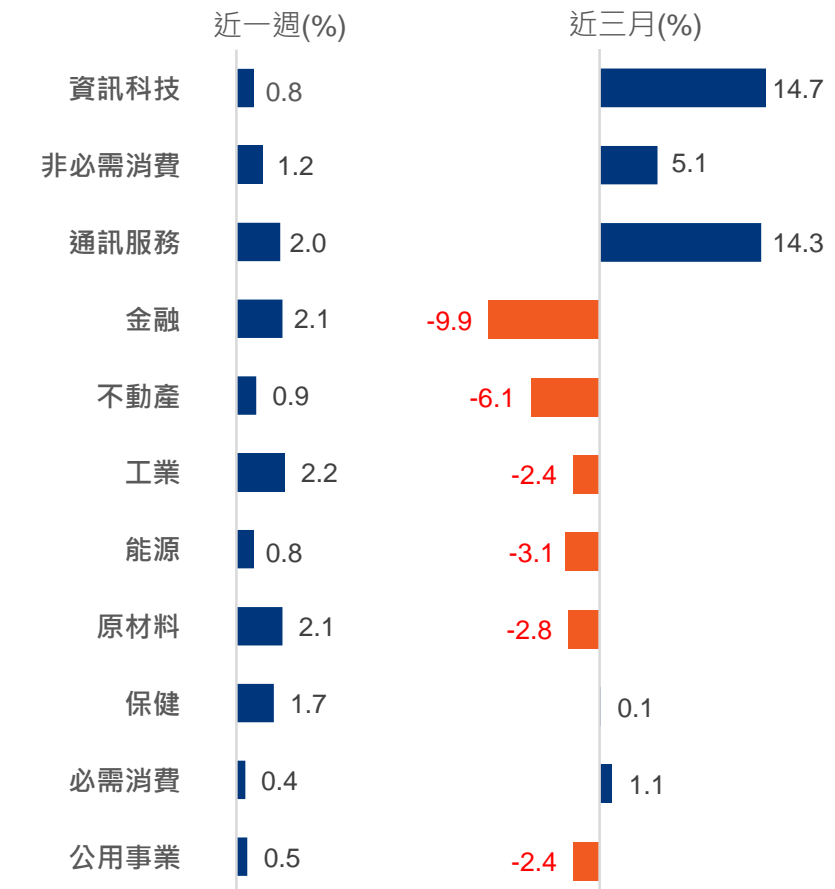
## 經濟數據符合預期，股市溫和走揚，財報發布為關注重點

- ▶ 週三公布的FOMC會議紀要顯示官員們仍然認為通膨仍處於偏高水平，並認為今年稍晚可能進入溫和的衰退，主要指數漲幅收斂，然而週四公布的生產者價格顯示商品價格持續降低，有助未來通膨數據緩和，主要指數普遍上揚，且標普指數11大類股全面收紅。
- ▶ 四月中起美國企業將由金融股開始發布第一季企業財報，標普500指數有近半集中於四月底前發布，關注重點為企業獲利預估下滑程度，由於受到通膨及金融緊縮影響，獲利預估持續下修，因此企業淨利潤率及財務預測為重要指標。目前市場預估第一季淨利潤率為11.2%，相較前一季為11.3%。

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

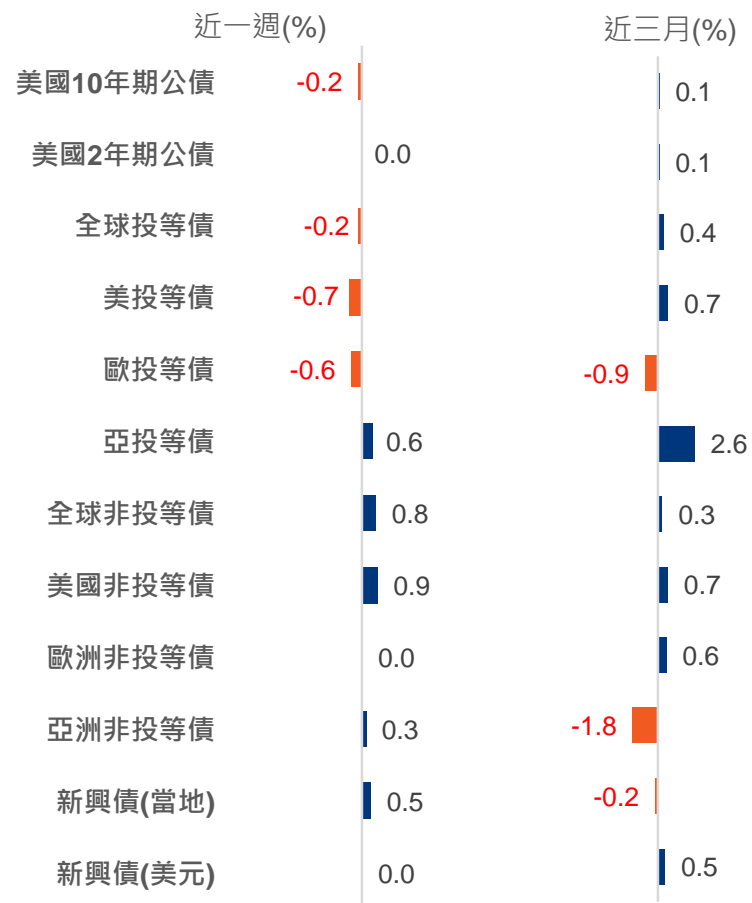


資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日

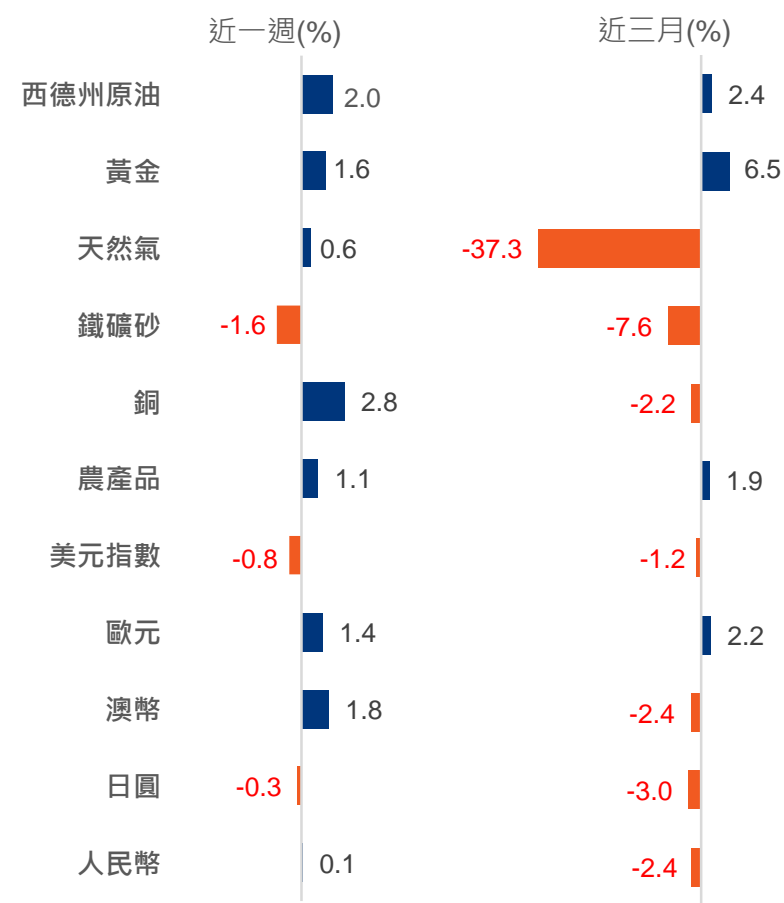
# 美公債殖利率震盪表現，美元指數走弱，黃金表現亮眼

- ▶ 非農就業人數持續優於預期，顯示就業市場仍然緊俏，與符合預期的通膨數據一來一往使公債殖利率近一週在狹幅區間震盪，公債平盤表現，投資等級債略為回檔。由於矽谷銀行事件後，政策工具端出使信用風險略有改善，非投資級債小幅走揚，新興市場債亦止穩。持續觀察就業相關數據對未來利率政策的影響。
- ▶ 先前OPEC+聯盟宣布減產持續使油價走揚，帶動油氣相關產品及類股表現。由於市場普遍認為升息循環已到尾聲，且下半年景氣衰退機率提升，屆時利率政策可能因而調整，美元指數雖仍在100之上高位震盪，然而已不若去年強勢，後續非美貨幣及黃金等有表現機會。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

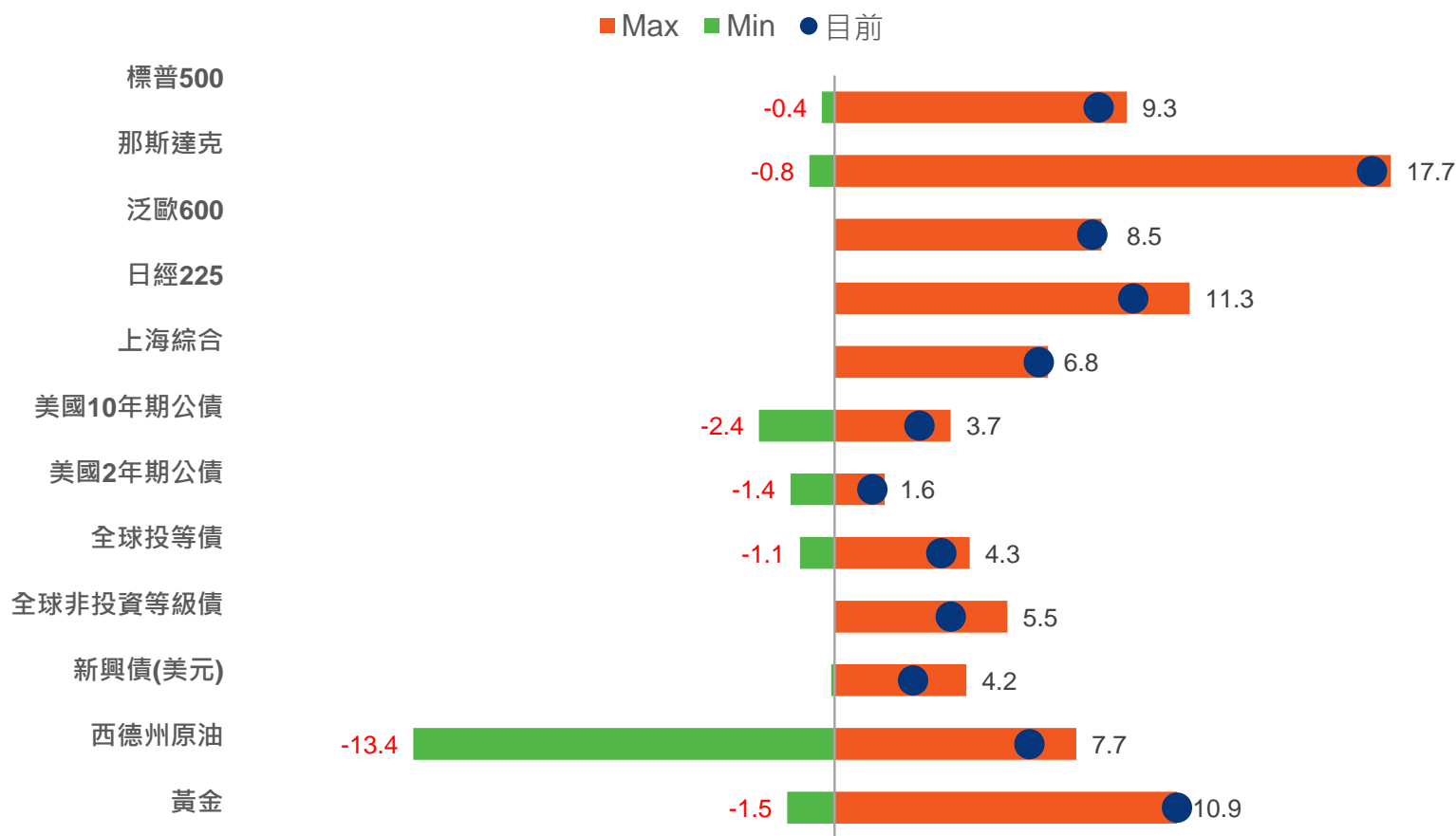


資料來源：Bloomberg，2023年4月13日

# 美國物價與就業趨緩，股債維持高檔震盪，黃金受惠衰退預期持續創高

- ▶ 本週公佈FOMC會議紀要，官員共識抗通膨決心不變，且聲明銀行體系健全，緩和市場對金融環境不穩定之擔憂，隨後就業數據降溫，讓市場對於下半年停止升息論調更確立，美國標普、那斯達克YTD報酬維持高檔。歐洲在監管機構出面介入下，緩解金融體系短期風險，泛歐600指數收復三月跌幅回到二月高檔區間。
- ▶ 儘管銀行業問題已緩和，市場仍對未來經濟衰退表示擔憂，美國10年與2年期公債殖利率維持今年低位，衰退議題也使得OPEC自主減產推動油價緩漲西德州原油回到80以上。經濟衰退帶動避險需求與各國央行重新回補黃金，雙需求面拉升，支持金價上漲突破2,000美元關卡後持續向上。

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日

# 成熟市場

60日線

標普500指數站回季線，挑戰上緣壓力區



那斯達克指數季線正斜率向上，突破12,000點關卡



泛歐600指數擺脫瑞信風暴陰霾，站回季線之上



日經225指數呈箱型區間震盪，季線轉正提供支撐



資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日

# 新興市場與商品

60日線

上綜指數季線為下檔支撐，挑戰2月中高點



新興市場指數950點成為明顯支撐，第二次嘗試突破季線



黃金上漲動能強勁通道呈正斜率，突破2,000美元關卡



OPEC宣布減產，激勵西德州原油價格重返季線



資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日



## 熱門議題

## 美國個人電腦庫存去化進度良好，科技硬體展望露曙光

- 美國個人電腦庫存截至2023年2月統計數字，最新庫存相較2019年疫情前平均水平低34%，顯示市場去庫存化狀況健康，桌上型電腦庫存去化已經降至歷史偏低水準，但考慮到疫情後在家工作需求改變，預期筆記型電腦的庫存去化速度將會更為明顯。而目前資料亦顯示筆記型電腦庫存已低於2019年水平，整體庫存調整幾乎接近完成。
- 美國四大個人電腦品牌市佔最高的聯想以及市值最大的蘋果在庫存調整狀況良好。相較疫情期間，聯想庫存降幅達45%，而蘋果的MAC系列庫存降幅達75%，除為四大品牌降幅最大，且已逼近疫情期間的庫存數量。整體數據顯示第三季科技業的庫存困境將逐步緩解。

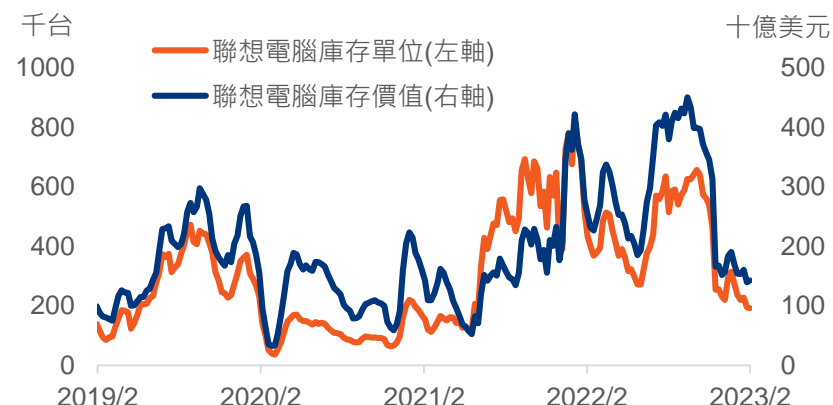
## 電腦庫存水平較疫情前低34%，調整過程良好

全球電腦庫存現況



## 蘋果及聯想電腦庫存已降至歷史低位

蘋果及聯想電腦每週庫存趨勢



資料來源：Morgan Stanley、Bloomberg

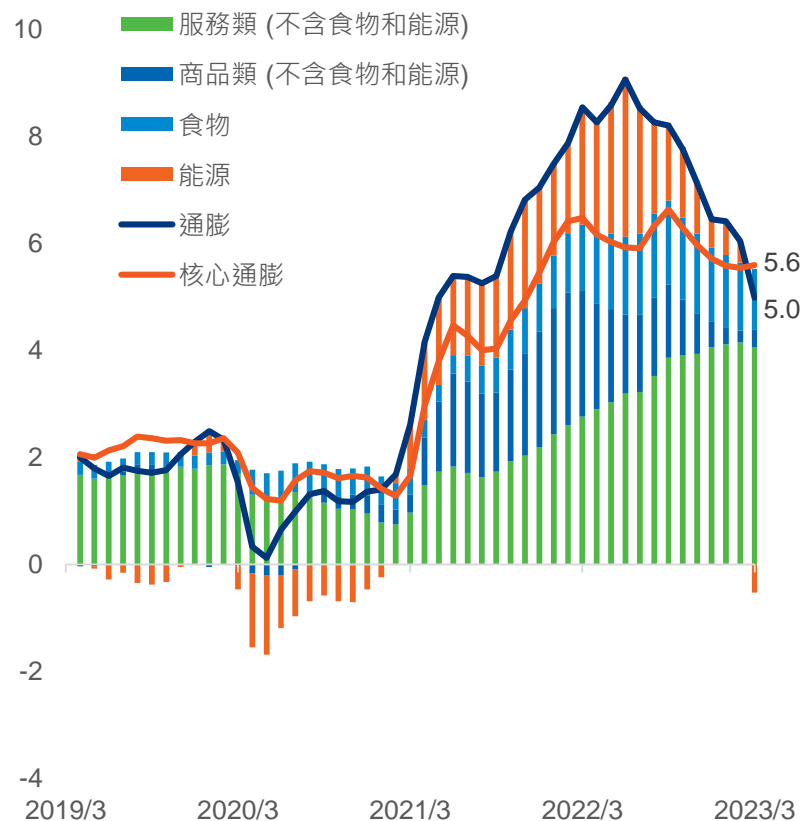
# 美國核心CPI降幅停滯，而生產者物價續下跌

- ▶ 美國3月CPI數據與市場平均預期一致。核心CPI較上月上升0.4%，月增率雖低於2月的0.5%，但仍處於高位。核心CPI年增5.6%，降幅趨緩主要受住房成本居高不下影響，然而住房的價格增幅也開始放緩，數據為2022年11月以來的最小增幅，市場亦認為該指標將在未來幾個月進一步消退。整體CPI年增率5.0%為2021年5月以來的最低水平，主要受食品價格下降所致。
- ▶ 受汽油價格下跌推動，美國3月份生產者價格創出新冠疫情以來的最大跌幅，年增率2.7%除低於大部份經濟學家的預期外，也創兩年多來最低水平。剔除波動較大的食品和能源項目的PPI年增率為3.4%。由於生產者物價為衡量躉售價格的指標，顯示供應鏈持續改善並促使大宗商品價格回落，數據有助緩和未來聯準會利率政策的壓力。

資料來源：Bloomberg

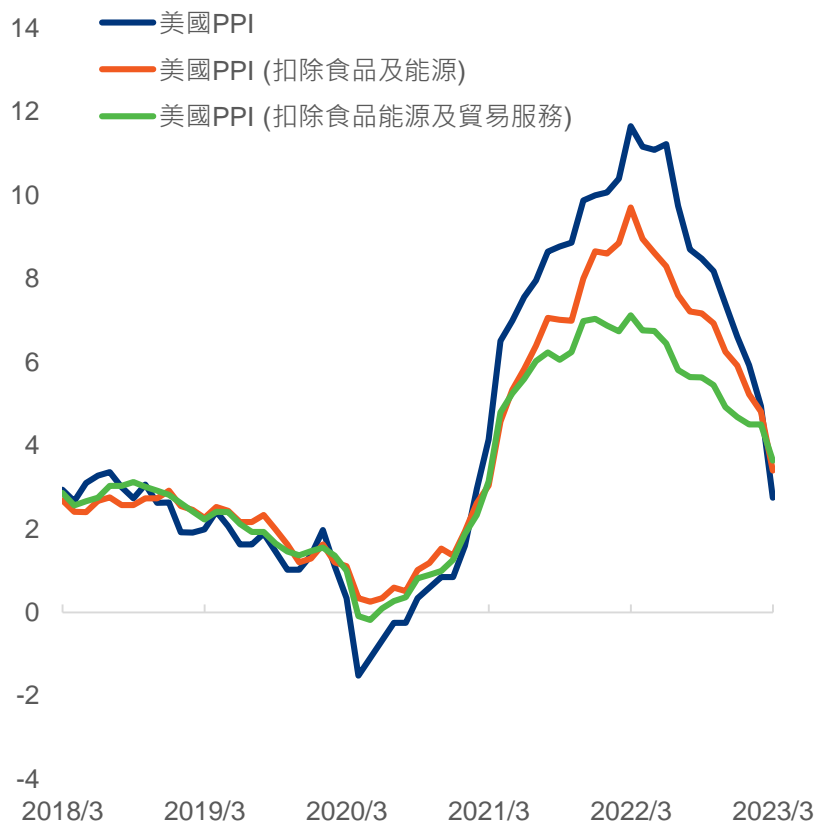
## 美國3月消費者核心物價降幅趨緩

美國消費者物價(CPI)年增率，%



## 美國3月生產者物價持續下降

美國生產者價格(PPI)年增率，%



投資焦點

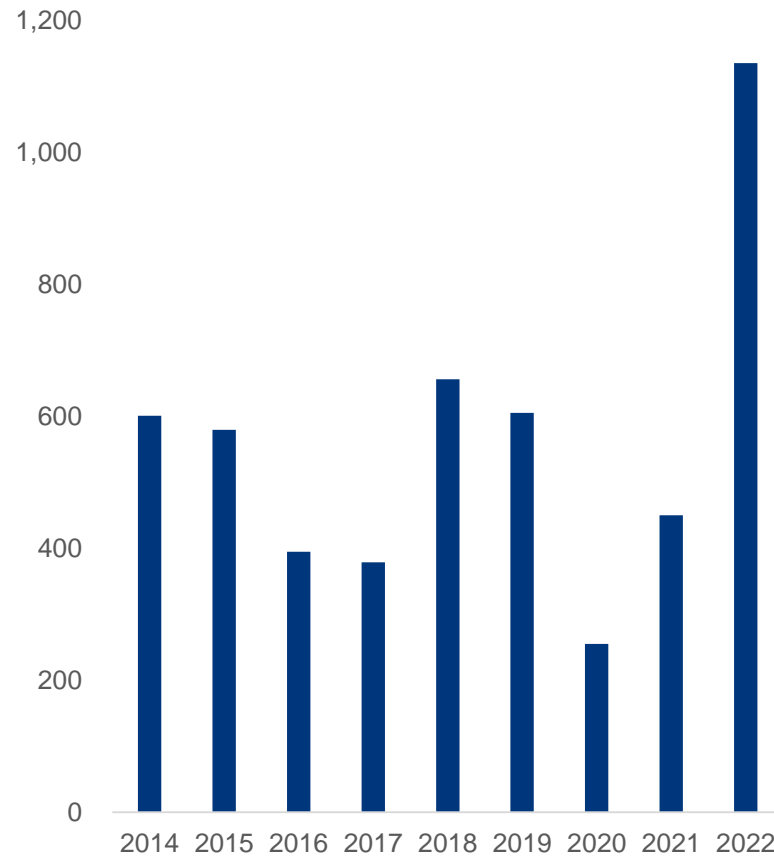
# 全球央行黃金儲備續增，黃金市場需求即將大於供給

- ▶ 面臨地緣政治不確定性，許多央行持續增加黃金儲備，全球央行的黃金儲備連續6個月呈現增加，2022年第3季的購買量約400噸，為2000年以來的最大單季購買量，年增率超過300%。就國家而言，土耳其是2022年迄今為止黃金的最大買家，中國、印度、卡達和烏茲別克也都持續大量增加部位。由於全球仍存在許多風險，全球央行將繼續增加黃金儲備，也將支撐金價表現。
- ▶ 從供需層面來看，黃金自2014年供給持續大於需求，且趨勢有逐漸擴大的情況。2020年為趨勢反轉的關鍵，主要受到各國央行因地緣政治而增大購買力道，疫情後的實質需求、投資需求也逐步回升，在供給固定的情況下，需求大於供給勢必帶動金價的表現。

資料來源：World Gold Council

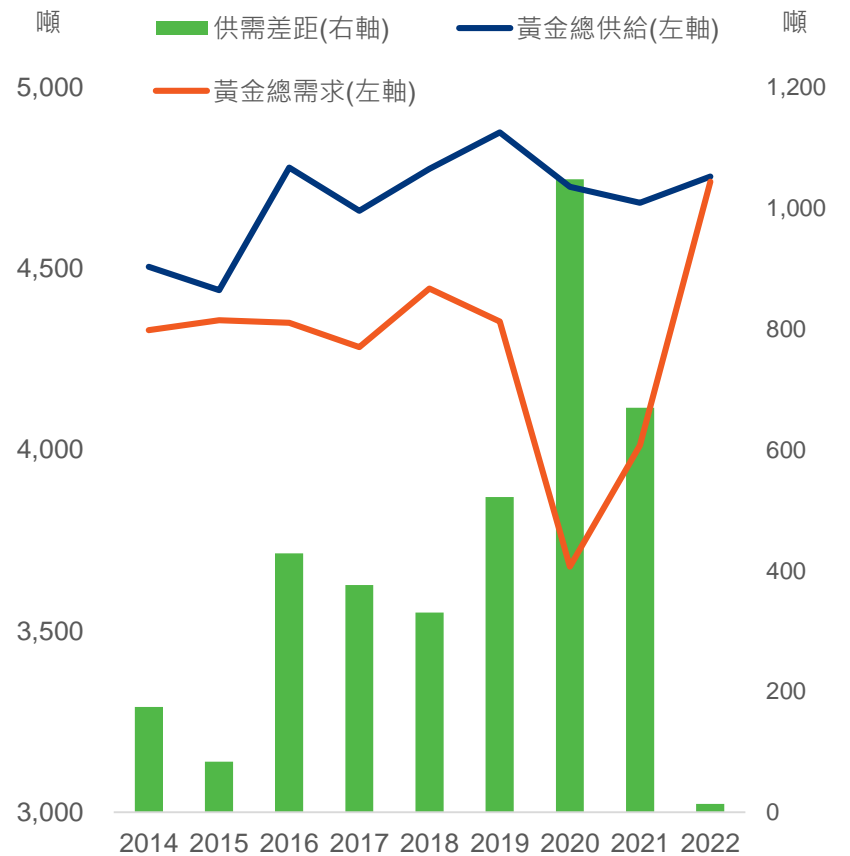
## 2022年全球央行黃金購買總量大增

全球央行黃金儲備增量



## 近3年黃金由供大於求即將轉為供不應求

近10年黃金供需趨勢



# 美元指數走弱有助金價表現，衰退期間黃金平均表現優於大盤

- ▶ 2022年第四季起美元走軟推動黃金持續走強，且黃金近期持續創新高，主要受到安全貴金屬的避險需求買盤，以及各國央行購買力道提升。短線受緊俏的就業數據以及仍偏高的通膨而受到壓抑，然而受到矽谷銀行事件影響，升息的預期有明顯下降。隨著市場進入觀望模式，若後續就業市場逐漸降溫且通膨漸趨溫和，美元有機會走弱並促進黃金的表現。
- ▶ 多數研究機構仍認為美國今年將出現經濟衰退，包括美國公債殖利率倒掛及美國領先指標也暗示有很高機率會陷入衰退。統計最近7次美國經濟衰退時期的黃金價格表現，可觀察到當美國陷入經濟衰退前到經濟衰退結束後，投資黃金的平均報酬率達28%，比標普500指數高出37%。

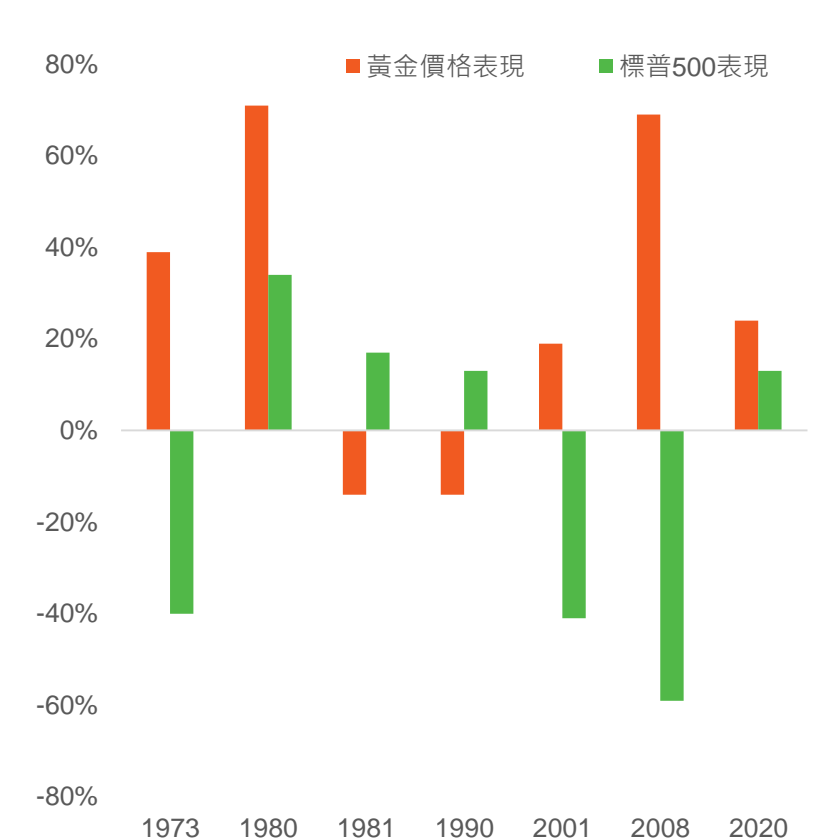
## 美元指數走弱助漲黃金走勢

美元指數與黃金價格走勢



## 過往衰退期間黃金有很高機率表現優於大盤

美國衰退期間黃金價格報酬表現



資料來源：Bloomberg

# 升息循環進入尾聲，弱勢美元助漲黃金表現

標的名稱	SPDR黃金ETF (GLD)	iShares黃金信託ETF (IAU)	VanEck黃金礦業ETF (GDX)
適合投資人	以實體黃金為主，適合穩健型投資人	以實體黃金為主，適合穩健型投資人	以大型金礦開採商為主，適合積極型投資人
規模	59,048 (百萬美元) (2023/03/31)	28,276 (百萬美元) (2023/03/31)	13,800 (百萬美元) (2023/03/31)
近3個月報酬/ 近1年報酬	9.81% / 17.39%	11.88% / 18.13%	21.84% / 25.48%
基準指數	Gold Price	LBMA Gold Price	NYSE Arca Gold Miners Index (Total Return)
產業分布	實體黃金 100%	實體黃金 100%	1. 原物料 99.8% 2. 其他或現金 0.2%
前5大持股	實體黃金 100%	實體黃金 100%	1. Newmont Corp 12.23% 2. Barrick Gold Corp 10% 3. Franco-Nevada Corp 8.65% 4. Agnico Eagle Mines Ltd 7.38% 5. Wheaton Precious Metals Corp 6.61%

資料來源：Money DJ · 2023年4月13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"> <li>◆ 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。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>	<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"> <li>◆ 通膨緩步下降，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，並可增加長天期債券部位。</li> <li>◆ 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、高利率環境的挑戰。</li> </ul>	<p>期間：中短天期債鎖高利、重防禦，增加長債部位，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"> <li>◆ 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。</li> </ul>	<p>美元高位盤整</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

# 重要數據預告

► April 2023

10

Monday

11

Tuesday

- 中國CPI指數(年增率) (3月)  
(本期:1.9% 預估:1.9% 前值:1.0%)
- 中國CPI指數(月增率) (3月)  
(本期:0.7% 預估:0.2% 前值:-0.5%)
- 中國生產者物價指數(年增率) (3月)  
(本期:-2.5% 預估:-1.3% 前值:-1.4%)

12

Wednesday

- 美國CPI指數(年增率) (3月)  
(本期:5% 預估:6.0% 前值:6.0%)
- 美國CPI指數(月增率) (3月)  
(本期:0.1% 預估:0.3% 前值:0.4%)
- 美國核心CPI指數(年增率) (3月)  
(本期:5.6% 預估:5.5% 前值:5.5%)
- 美國核心CPI指數(月增率) (3月)  
(本期:0.4% 預估:0.4% 前值:0.5%)

13

Thursday

- 美國生產者物價指數(月增率) (3月)  
(本期:-0.1% 前值:0.2%)
- 美國生產者物價指數(年增率) (3月)  
(本期:2.7% 前值:4.9%)

14

Friday

- 美國零售銷售(月增率) (3月)  
(預估:-0.3% 前值:-0.4%)
- 美國核心零售銷售(月增率) (3月)  
(預估:-0.1% 前值:-0.1%)

17

Monday

18

Tuesday

- 中國第一季GDP (年增率)  
(預估:4.0% 前值:2.9%)
- 中國第一季GDP (月增率)  
(預估:2.2% 前值:3.9%)

19

Wednesday

- 英國CPI指數(年增率) (3月)  
(預估9.9% 前值:10.4%)
- 歐元區CPI指數(年增率) (3月)  
(預估:6.9% 前值:6.9%)

20

Thursday

- 歐洲央行公布貨幣政策會議紀要

21

Friday

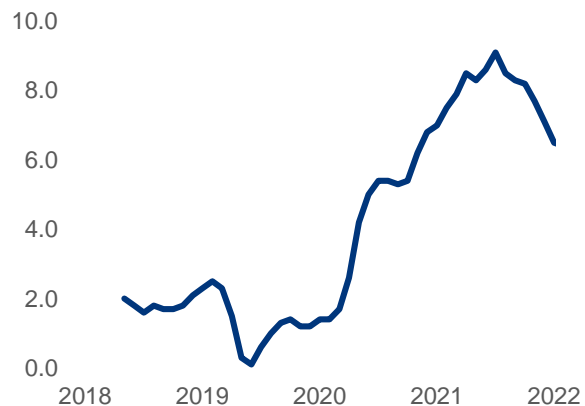
- 歐洲區Markit製造業PMI (4月)  
(預估:48.0 前值:47.3)
- 德國製造業PMI (4月)  
(預估:45.5 前值:44.7)
- 美國製造業PMI (4月)  
(預估:47.0 前值:49.2)

資料來源：Investing.com



# 附錄

### 美國物價指數年增率(%)



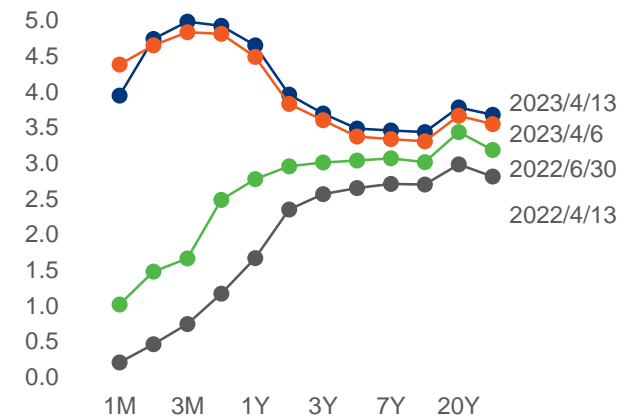
### 美國10年期公債殖利率(%)



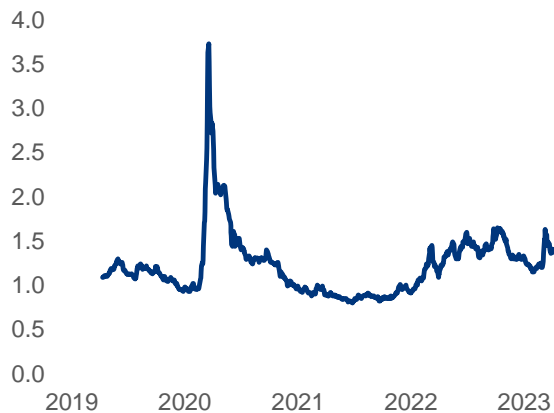
### 美國公債利差(bps)



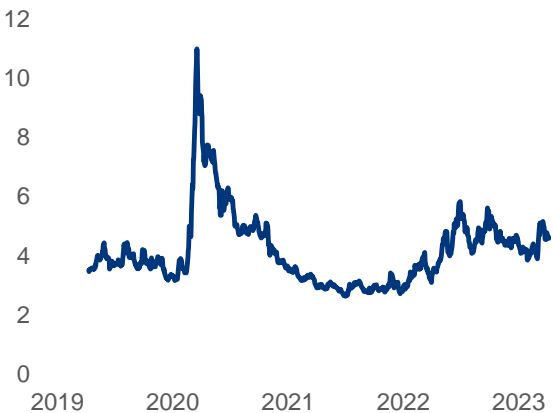
### 美國公債殖利率曲線(%)



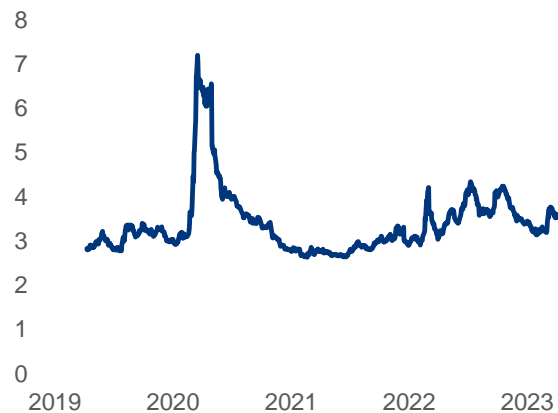
### 美元投資級公司債利差(%)



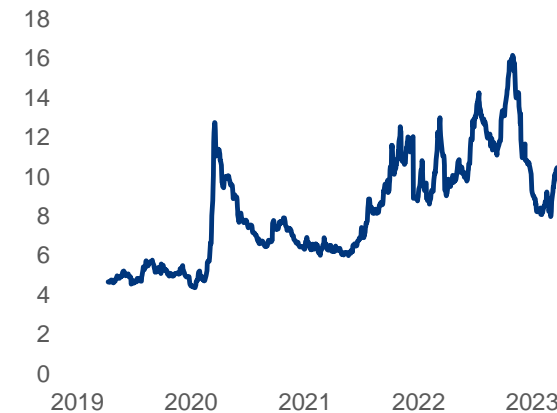
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



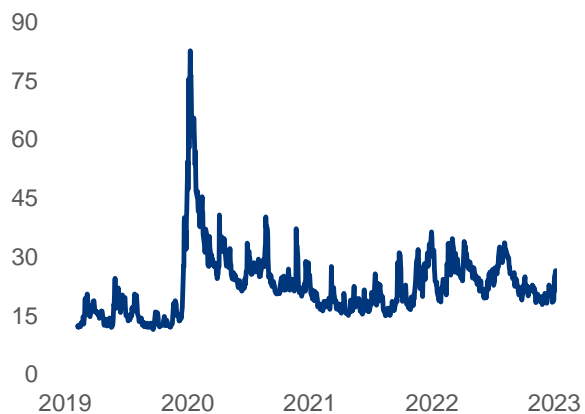
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



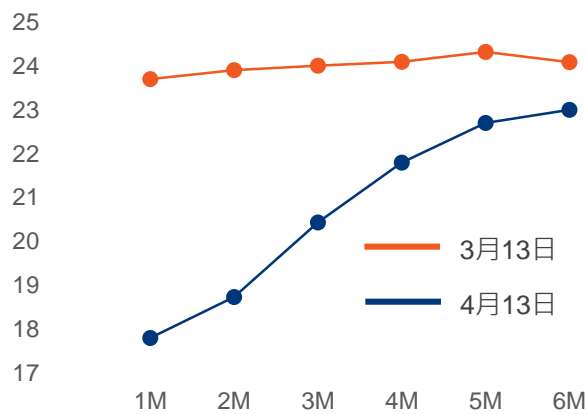
資料來源：Bloomberg · 2023年4月13日

# 附錄

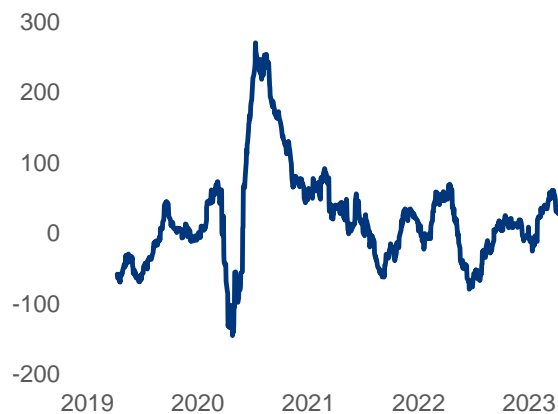
### VIX指數



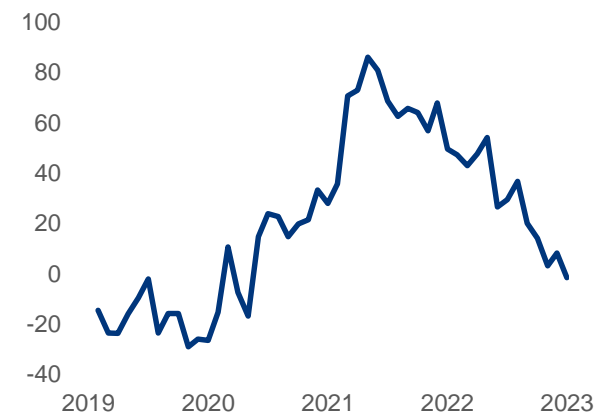
### VIX期間結構



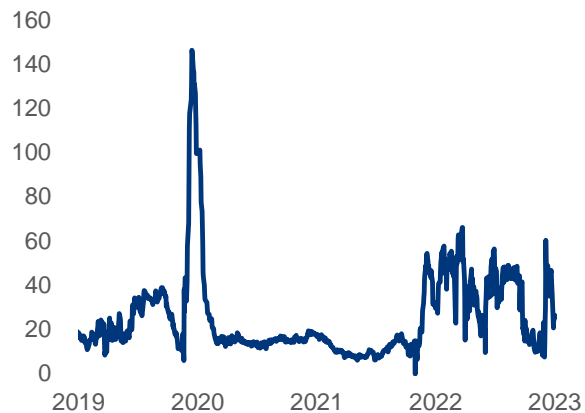
### 花旗經濟驚奇指數\*



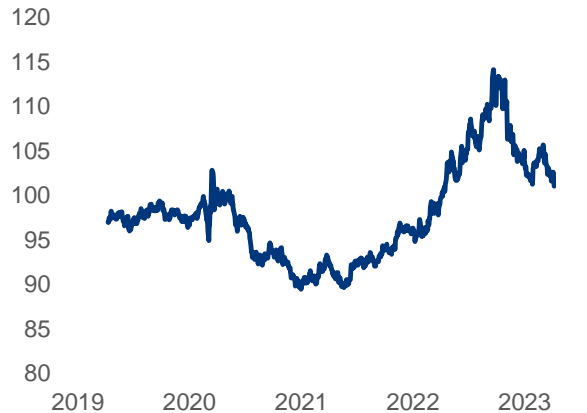
### 花旗通膨驚奇指數\*



### 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4月13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

A decorative graphic on the right side of the page, consisting of a large circle and a triangle. The circle is light gray and occupies the upper right portion. The triangle is dark gray and is positioned below the circle, pointing towards the bottom right corner.

## 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。