



凱基證券
KGI SECURITIES

最壞時刻已成過去？ 成長股否極泰來

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年6月16日



01 市場回顧

市場樂觀情緒漫延
股債表現同步走高

02 熱門議題

- 歐洲央行升息一碼，緊縮政策壓制經濟不利歐股表現
- 美國通膨持續緩降，服務仍為未來觀察指標

03 投資焦點

成長股表現倒吃甘蔗
基本、評價雙面加持

04 重要數據預告

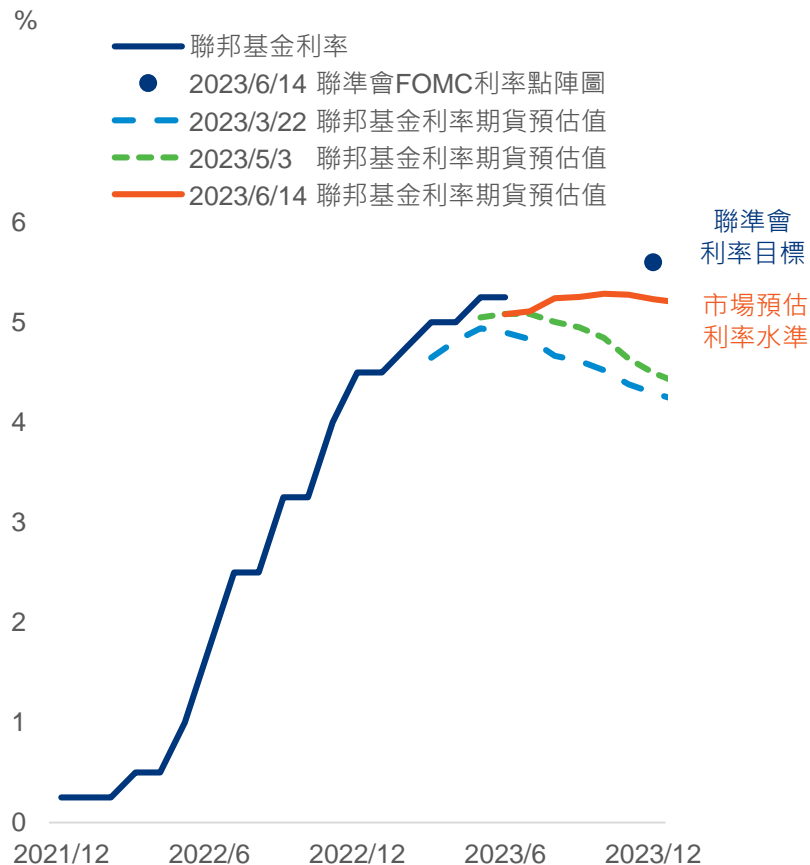
美國房市數據、美國及歐洲製造業/服務業PMI

本週焦點圖表

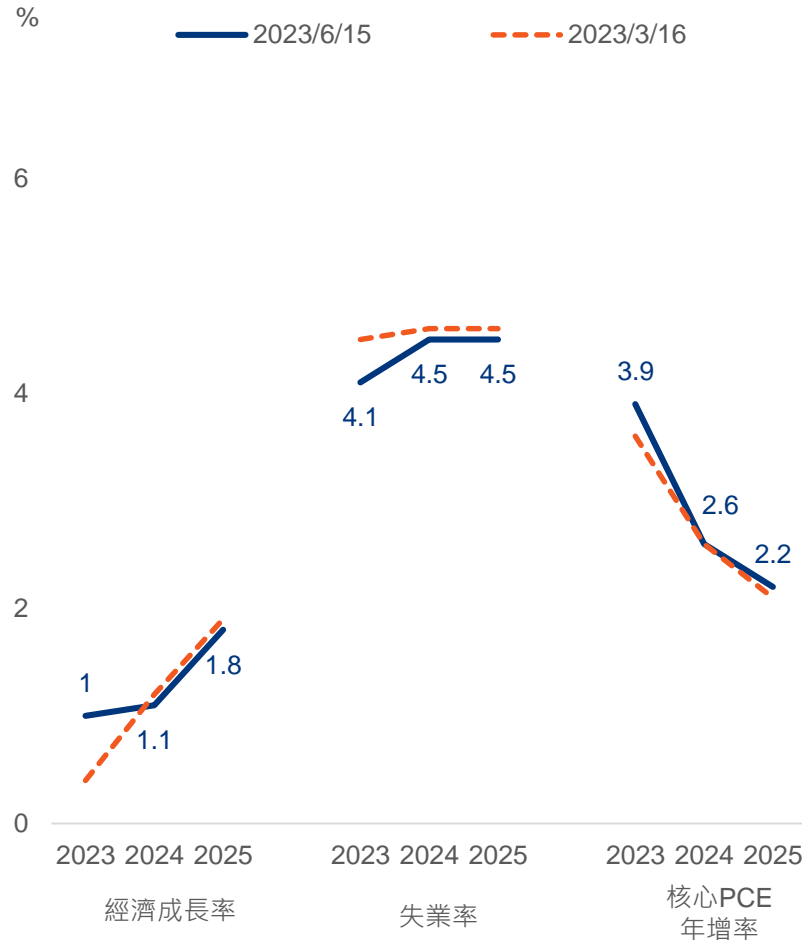
聯準會本次維持利率不變，上調年底利率中位數預估至5.6%

- ▶ 聯準會在6月份會議上維持聯邦基金利率區間5.00%至5.25%，為2022年以來首次會議未調整利率，然而將今年利率預估中位數從前次的5.1%上調至5.6%水準，暗示還有兩碼升息空間。聯準會主席鮑威爾指出勞動市場有趨緩跡象，但對抗通膨仍需時間，未來將考慮過往升息對經濟的滯後性影響後再決定是否再次升息。目前尚未對7月是否再次升息做出決定，並排除短期內降息可能性。
- ▶ 本次點陣圖除上調至2023年底的聯邦基金利率外，經濟成長率上調至1.0% (前值為0.4%)，失業率下修至4.1% (前值為4.5%)，核心個人消費支出物價指數(PCE)上調至3.9% (前值為3.6%)，強調美國經濟韌性，並且表明通膨正在降溫，只是降溫速度慢。

聯準會上調終端利率，排除短期降息可能性



聯準會上調今年經濟成長率及核心PCE預估



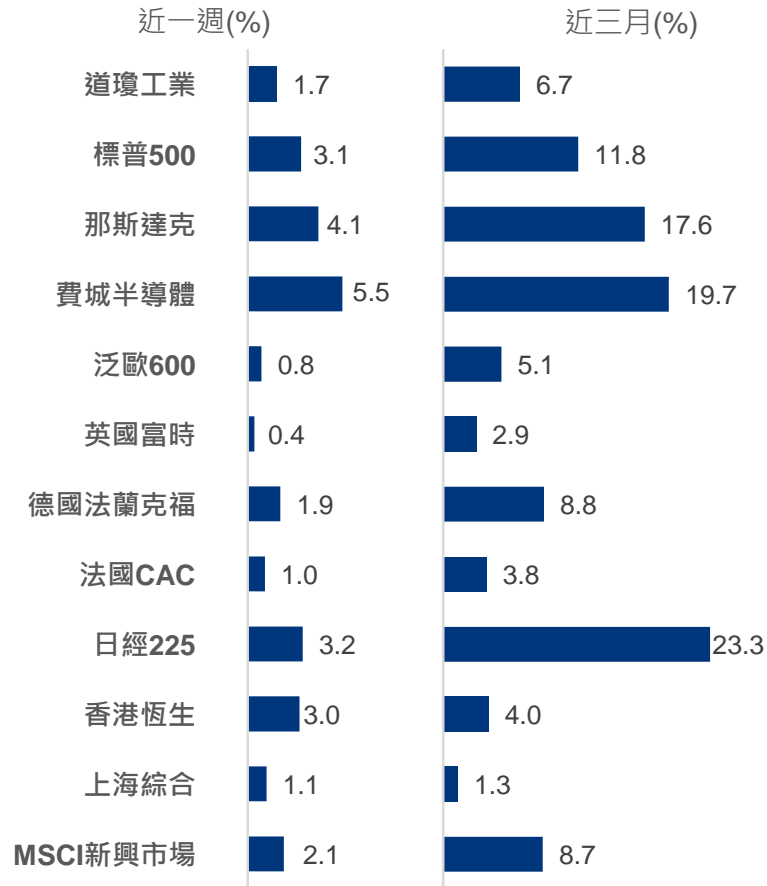
資料來源：Bloomberg

市場回顧

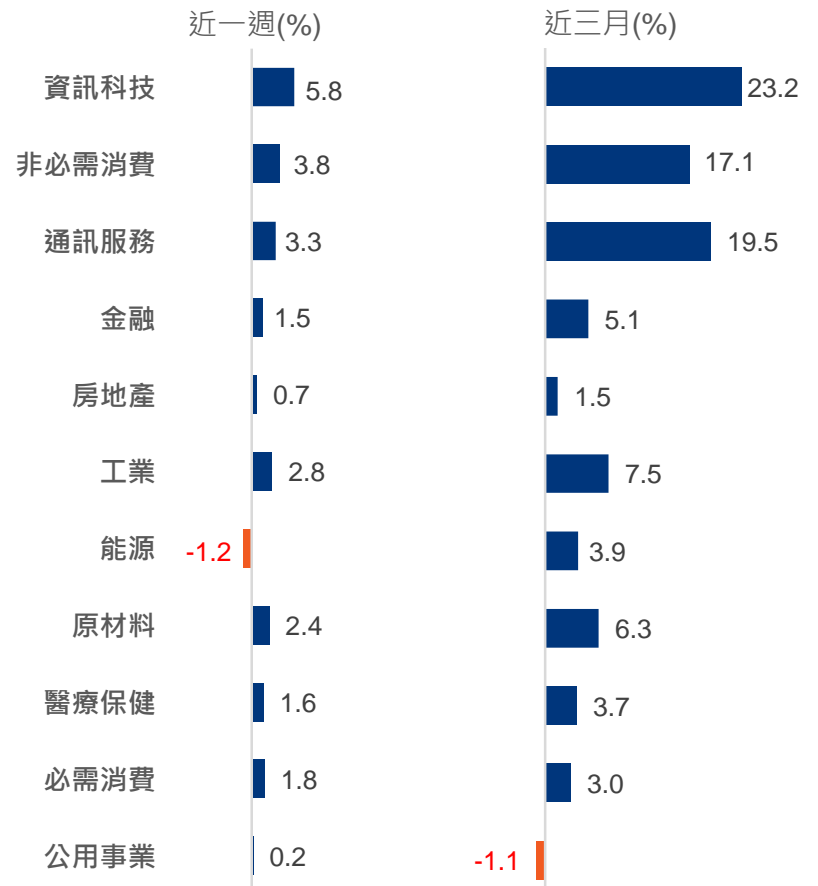
美國暫停升息激勵市場，主要股指全面走揚

- ▶ 受到聯準會暫停升息以及通膨數據下降等利多因素激勵，主要市場同步走揚，其中科技及半導體受惠存貨持續改善以及AI應用帶動資本支出而表現最佳，日本亦因通膨可望持續下降至央行目標以及薪資成長可望帶動民眾可支配所得而有不錯表現，近3個月表現更勝美國！市場將持續關注牽動聯準會利率政策的就業數據、核心物價等經濟數據。
- ▶ 受惠AI在各個領域的應用快速推出，諸多大型公司皆將其導入既有產品或服務的應用測試，資訊科技漲幅一枝獨秀，而電動車持續引領非必需消費類股表現，通訊服務也在廣告業務持續改善下而有不錯表現。僅能源相對疲軟而表現不佳。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

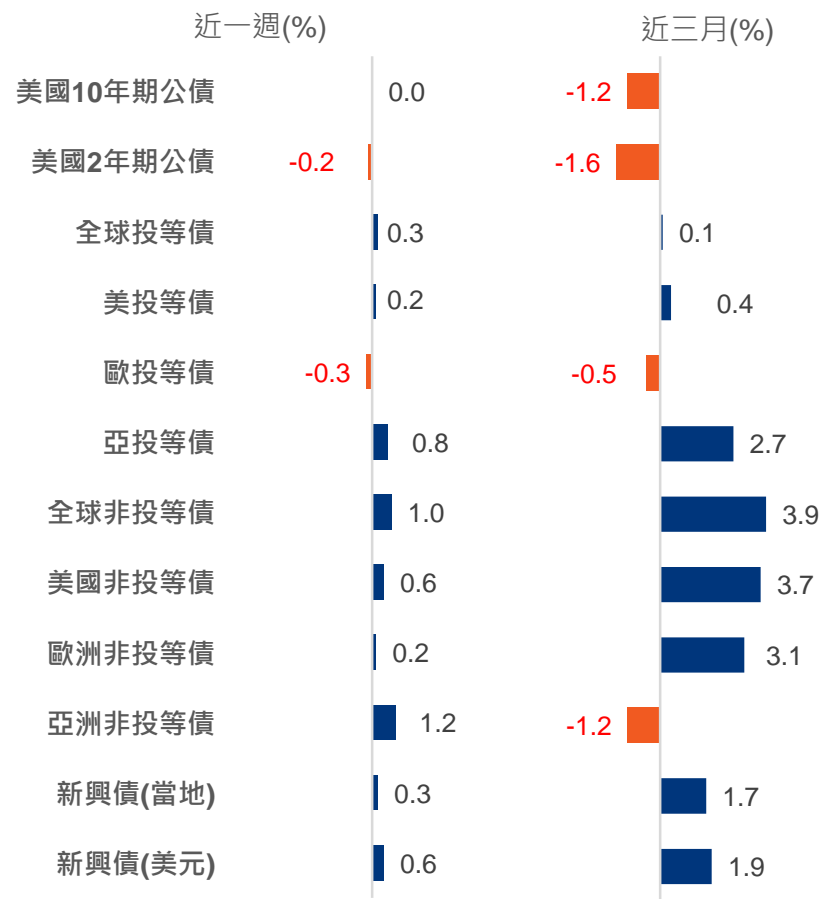


資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

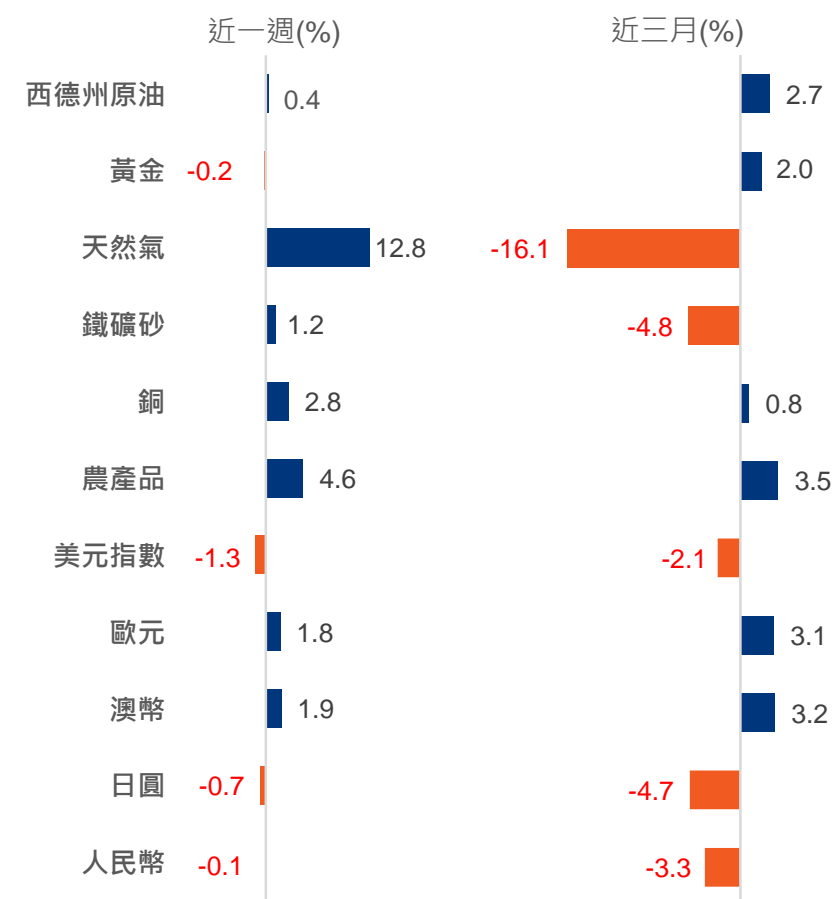
美國長天期公債殖利率狹幅震盪，債市表現穩定

- 美國FOMC本次會議決策不升息符合市場預期，而相較聯準會預估仍有2碼升息空間，目前市場數據則認為僅會再升息1碼，近一週美國10年期公債殖利率在3.72%至3.82%之間狹幅震盪，整體債市表現平穩。僅短天期美國公債殖利率微幅走揚使表現略微回檔，以及歐洲央行再度升息而使歐洲投資等級債小幅修正。
- 美國受到熱浪不斷可能使天然氣產量有所損失，加上美國中部的天然氣傳輸公司停運也會影響至墨西哥灣沿岸的供應，帶動天然氣價格反彈。美元指數受FOMC會議決策而回落，歐元及澳幣因仍處升息環境而有所支撐。基本金屬受惠中國降息以及將採取更多刺激措施而走升。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

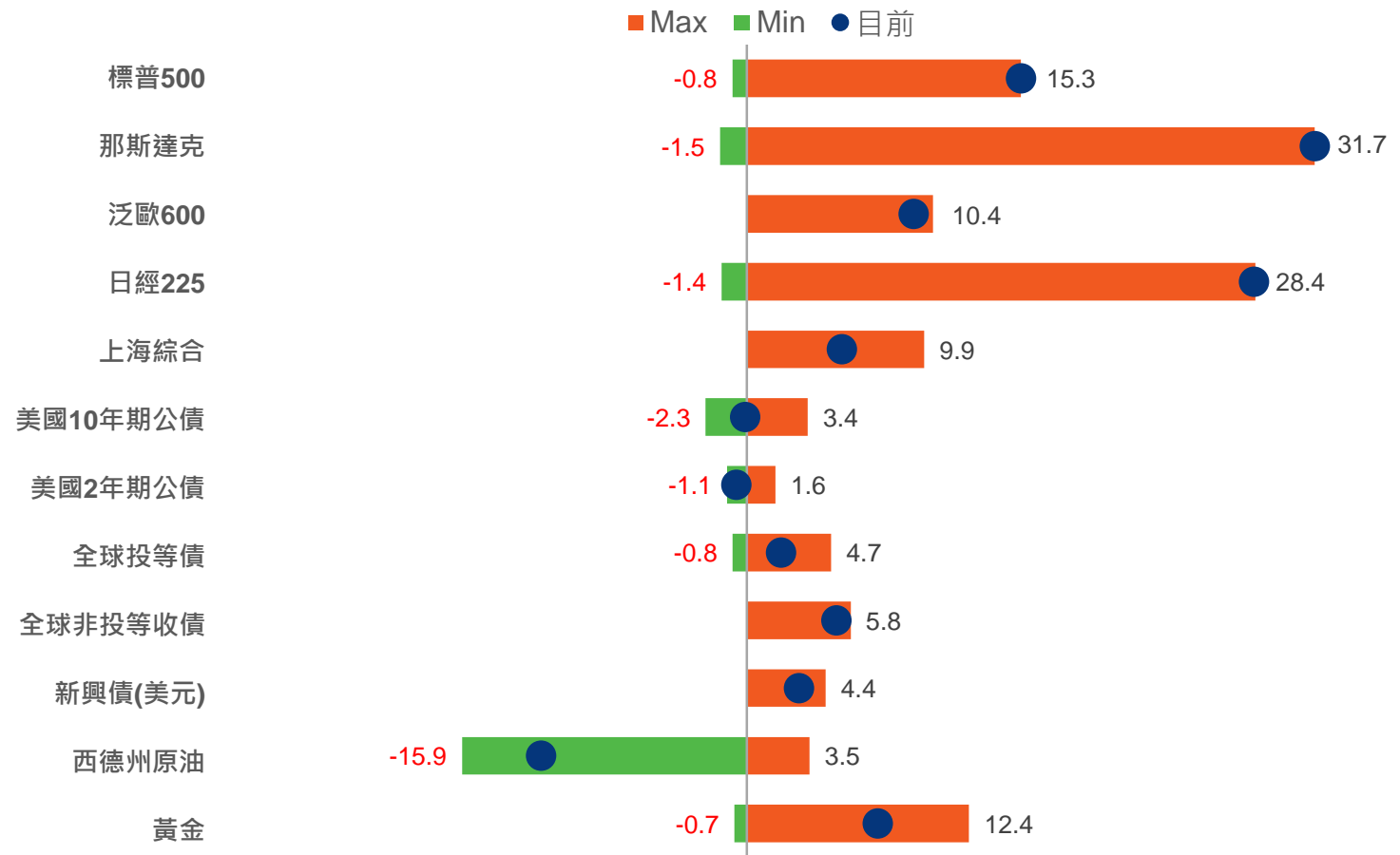


資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

央行升息步伐趨緩，re-rating效應帶動股市續揚

- ▶ 聯準會如預期暫停升息，而歐洲央行則為了抑制通膨再度升息，股市持續反映資產重新評價效果，標普500與那斯達克指數續創今年高位，日經指數亦持續上攻並創近30多年新高。歐元區陷入技術性衰退，中國經濟數據亦顯示持續放緩，因而壓抑了陸股及歐股表現，中國人行因此啟動降息刺激措施。美國視經濟數據仍有升息可能，美國公債回到年初水準，信用債與新興債亦先上漲後回落。
- ▶ 聯準會政策論調偏鷹，恐抑制經濟與原油需求前景，市場傳聞美伊將達成核協議增加能源出口，原油現貨市場供過於求問題擔憂再起，今年以來油價表現持續受抑；全球經濟成長仍有下行可能，屆時避險需求可望支持金價表現。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

成熟市場

60日線

標普500指數突破今年年初高點，並站上4,400關卡



那斯達克指數季線持續上揚，續創今年新高



泛歐600指數重新站穩季線，短期呈區間震盪



日經225指數持續上攻，創今年新高並站上33,000點



資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

新興市場與商品

60日線

上綜指數低位整理向上，挑戰重新站回季線



新興市場收斂後突破收斂區間，季線為有效支撐



黃金價格創新高後遭逢賣壓，挑戰季線壓力



西德州原油低位盤整，持續挑戰季線壓力



資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

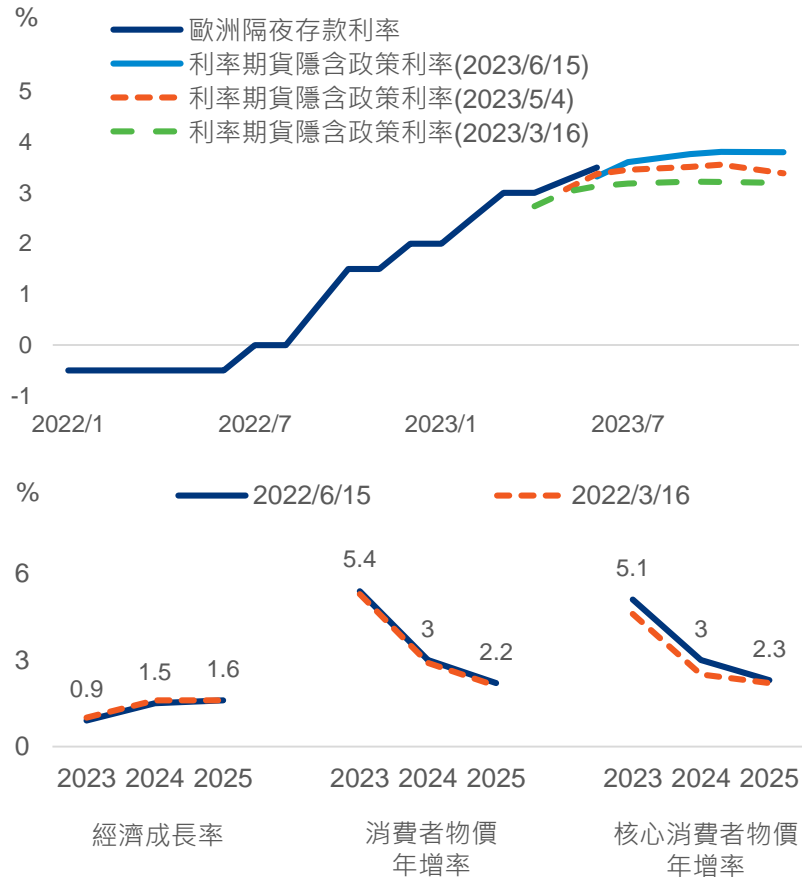
熱門議題

歐央行如預期升息一碼，緊縮政策壓制經濟，歐股仍偏中性

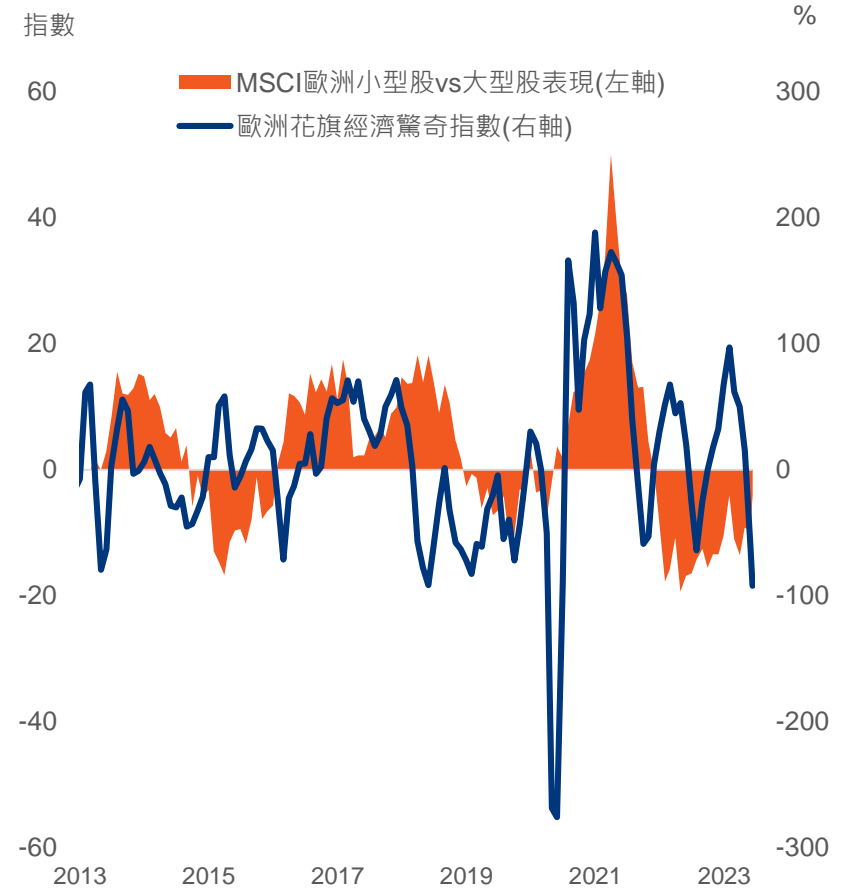
- ▶ 歐洲央行如預期升息一碼，會議聲明重點包括(1)官員對當前通膨前景不滿意，尚未考慮過可能跳過或暫停升息，同時歐洲央行總裁拉加德暗示，7月仍將繼續升息。(2)歐洲央行下調經濟成長，同時上調通膨預估。(3)儘管今年6月有4,768億歐元的TLTRO到期，但因歐洲央行超額流動性仍達4.1兆歐元遠高於TLTRO到期規模，且貸款人有債券市場等諸多融資管道，預期對市場流動性影響雖存但有限。
- ▶ 歐元區的經濟調查指標顯示其優於預期的經濟表現已嘎然而止，通膨高企使歐央延長升息態勢。考量歐元區GDP季增率已連兩季度負成長落入技術性衰退，資金偏緊侷限歐股漲勢，歐股偏向中性看待。後續留意中國寬鬆政策對經濟激勵程度與歐股支持效果，宜避開小型股持盈保泰。

資料來源：Bloomberg

歐央如預期升息一碼，下調GDP並上調通膨預估



歐洲經濟不如預期，牽動小型股表現相對疲軟

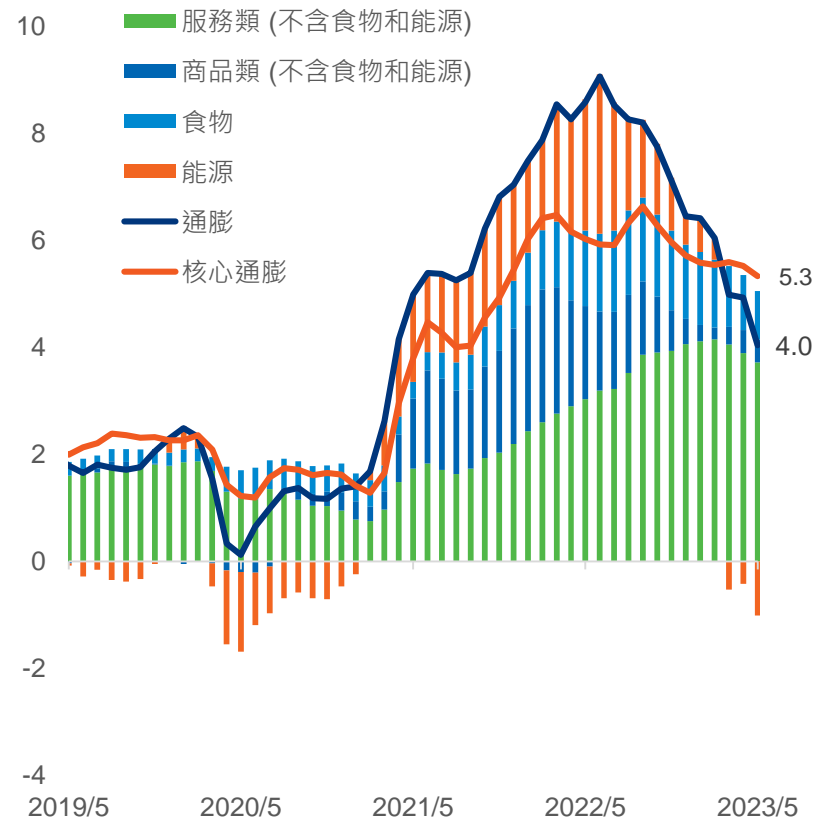


美國核心消費者物價緩步下降，生產者物價則加速下跌

- ▶ 5月份通膨數據整體而言符合市場預期，通膨年增4.0%較前值4.9%下滑，核心通膨年增5.3%較前值5.5%微幅下滑。核心通膨數據仍強勁主要受到二手車價格的推動，而新車和其他商品的價格通膨則出現放緩。此外先前下滑幅度相對滯後的租金和業主等價租金漲幅也有放緩趨勢，住房成本漲幅從3月的高峰8.2%逐步下降，按目前速度至年底時預估將在6%左右水平。
- ▶ 美國5月PPI月減0.3%，年增率下降至1.1%，為2020年底以來的最小漲幅，主要受汽油價格走低影響。剔除波動較大的食品和能源的核心PPI月增0.2%，年增率為2.8%。整體數據顯示供應鏈正常化、消費者支出偏好轉向服務業以及關鍵商品成本普遍下降，因而使衡量躉售價格的PPI明顯放緩。

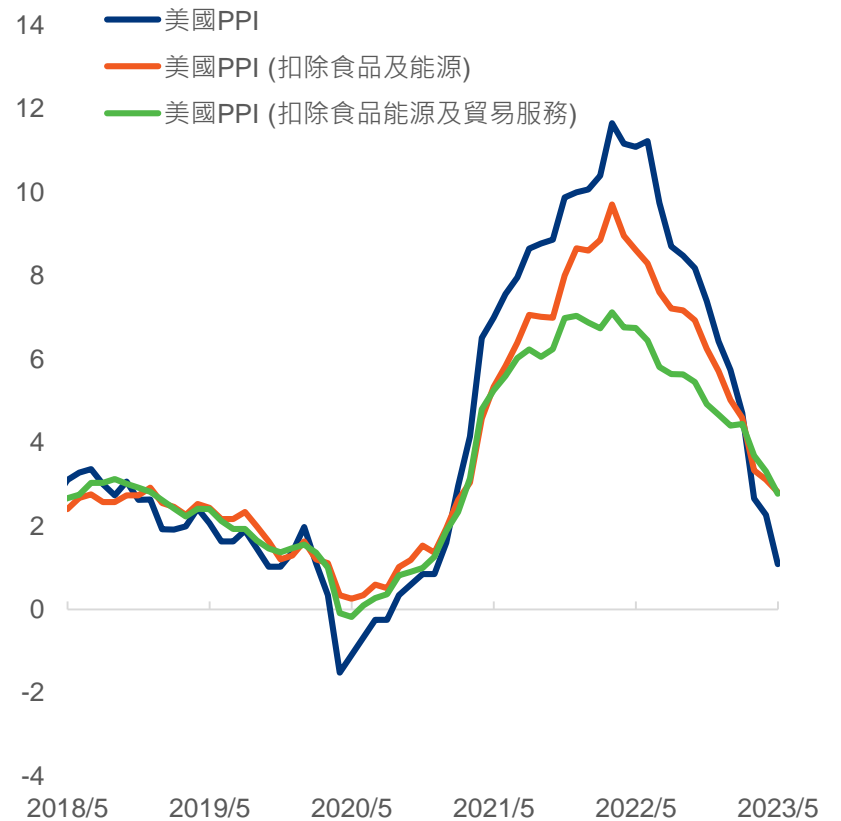
美國5月消費者物價(CPI)持續下降趨勢

美國消費者物價(CPI)年增率，%



美國5月生產者物價(PPI)降幅加速

美國生產者價格(PPI)年增率，%



資料來源：Bloomberg

投資焦點

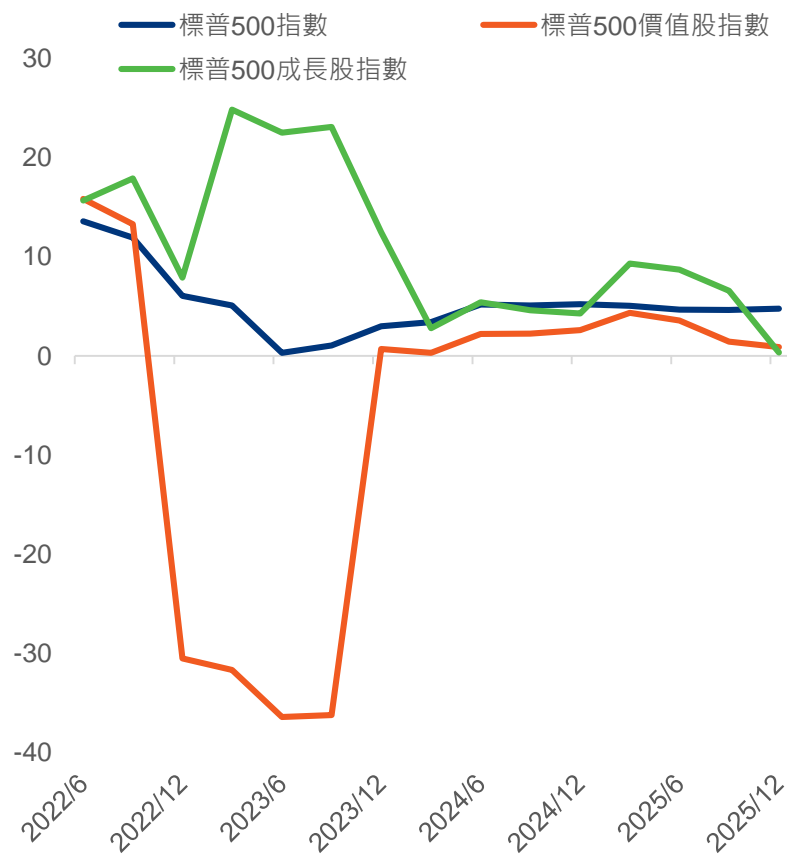
成長股營收動能改善，為支撐標普500整體表現關鍵

- 美國標普500指數成分股第一季財報優於預期比率與去年同期相當，較原先市場悲觀預期程度還好，其中表現最佳產業為資訊科技。從指數細部也可看出，成長股預估營收成長率表現不凡，為標普500整體指數撐起了營收動能。從AI應用帶動資本支出到電動車及奢侈品消費，相關產業及成長型企業開始走出2022年的頹勢。
- 細部觀察各產業(排除因基期高且波動較大的能源和原物料)，可發現資訊科技、非核心消費營收動能預估有很大的改善(負成長轉為正成長)，甚至先前因廣告業務大幅收縮的通訊服務類股營收動能也重回正成長，有機會替成長股添加上揚的續航力。相較之下，其餘類股則普遍因基期較高使營收動能表現轉弱。

資料來源：Bloomberg

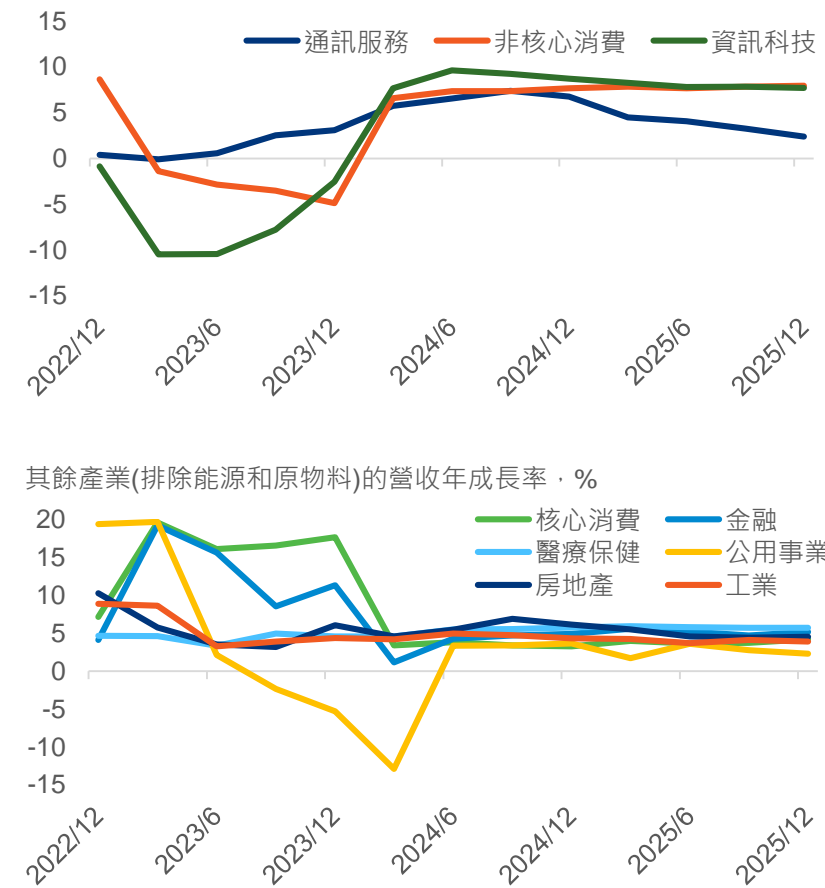
成長股支撐了標普500整體營收成長動能

標普500指數預估營收年成長率，%

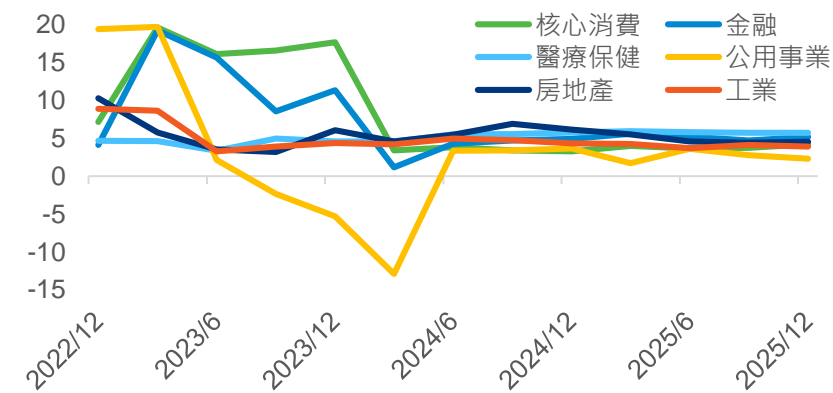


成長股營收動能率先止穩往上

成長股代表產業的營收年成長率，%



其餘產業(排除能源和原物料)的營收年成長率，%

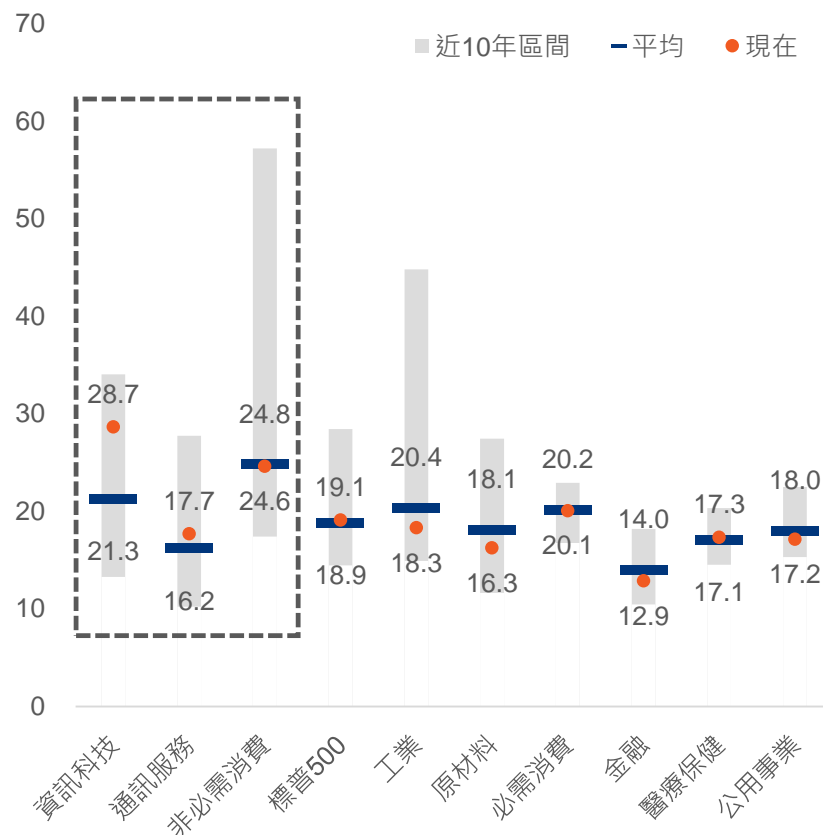


美股各類股評價普遍在長期平均值，成長股年初迄今領漲整體表現

- 觀察過往標普500各產業的預估本益比，區間範圍較大的包括科技、通訊、非必需消費及工業等類股，主因評價受經濟表現影響較大，而今年以來標普500指數的表現也主要由上述類股所帶動，若和長期平均預估本益比相比，僅科技類股有偏高趨勢，其餘類股普遍仍在10年平均附近，因此指數後續仍有表現的空間。
- 在優於預期的財報與對美國聯準會升息周期即將結束的心態加持下，美股大幅反彈。以標普各產業來看，漲幅較大為資訊科技、通訊服務及非核心消費，年迄今的漲幅皆超過2成，顯示指數主要由成長類股所帶動，而美國10年期公債殖利率不再創高也讓評價面壓力有所釋放。

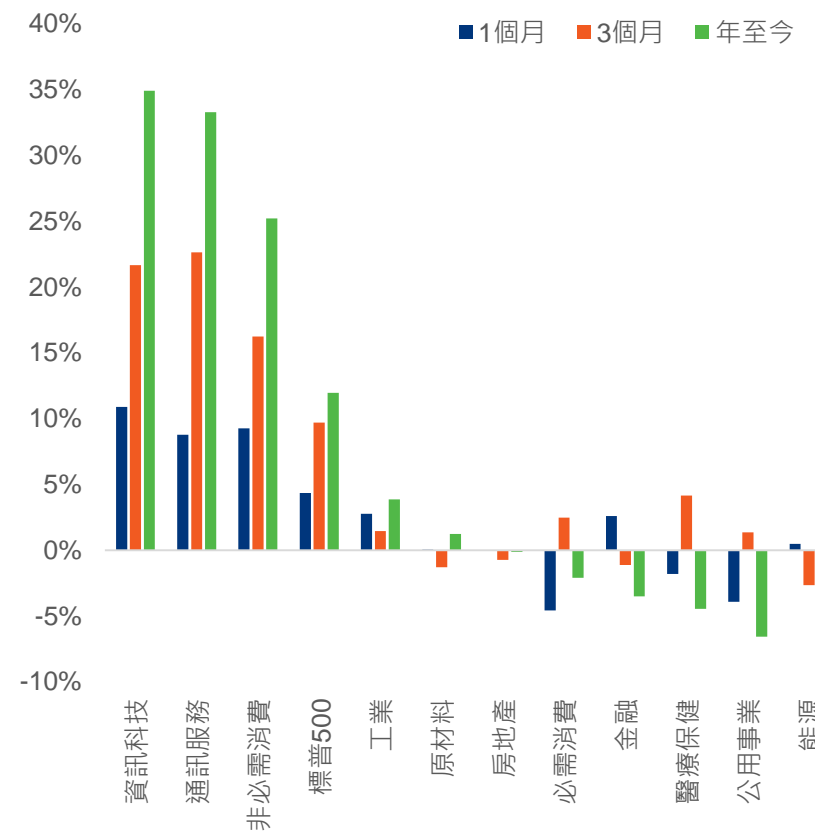
除科技外，其餘類股評價普遍在長期平均值

標普500各類股預估本益比，倍



科技、通訊及非必需消費年至今報酬超過2成

標普500各產業期間報酬表現



資料來源：Bloomberg，資料截至2023年6月12日

成長股重現活力，升息尾聲時逐漸布局，掌握未來潛力

標的名稱	SPDR投資組合標普500成長股ETF (SPYG)	iShares標普500成長股ETF (IVW)	Invesco標普500成長合理價格組合ETF (SPGP)
適合投資人	以標普成長股為主，且費用率為同類型ETF最低 適合積極型投資人	以標普成長股為主，持股超過200檔 適合積極型投資人	成分股同時考量企業成長及價值層面 適合積極型投資人
規模	17,172 (百萬美元) (2023/05/31)	31,171 (百萬美元) (2023/05/31)	2,857 (百萬美元) (2023/05/31)
近3個月報酬/ 近1年報酬	13.37% / 7.48%	13.32% / 7.24%	3.44% / 5.40%
基準指數	S&P 500 Growth Index	S&P 500 Growth Index	S&P 500 Growth at a Reasonable Price Index
產業分布	1. 資訊科技 36.3% 2. 健康護理 17.8% 3. 非必需消費品 9.7% 4. 通訊服務 7.8% 5. 金融 6.9%	1. 資訊科技 36.2% 2. 健康護理 17.7% 3. 非必需消費品 9.7% 4. 通訊 7.8% 5. 金融 6.9%	1. 健康護理 25.7% 2. 資訊科技 21% 3. 金融 13.9% 4. 非必需消費品 10% 5. 工業 9.4%
前5大持股	1. Apple Inc 13.88% 2. Microsoft Corp 7.46% 3. Nvidia Corp 4.9% 4. Alphabet Inc Cl A 3.85% 5. Alphabet Inc Cl C 3.37%	1. Apple Inc 13.86% 2. Microsoft Corp 7.46% 3. Nvidia Corp 4.89% 4. Alphabet Inc Class A 3.85% 5. Alphabet Inc Class C 3.37%	1. Meta Platforms Inc 3.88% 2. Nrg Energy Inc 2.46% 3. Dr Horton Inc 2.32% 4. Lam Research Corp 2.26% 5. Alphabet Inc 2.17%

資料來源：Money DJ · 2023年6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"> ◆ 美國聯準會6月暫停升息，整體金融緊縮程度略有放鬆，而歐洲與英國央行則持續緊縮政策以抗通膨。全球景氣雖下行但有上修趨勢，美股獲利下行雖尚未結束但優於預期。建議可以平衡型基金、防禦型、高息股等為主。隨聯準會暫緩升息，利率持續下降，可搭配優質龍頭股以定期定額方式長期布局，非美地區日本、新亞可多加留意。 ◆ 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、優質大型藍籌股</p> <p>區域：日本、新亞</p> <p>產業：必需性消費、醫療保健、公用事業</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通膨緩步下滑，聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落，以短天期公債利率鎖利，並增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣雖下行但有上修趨勢，整體金融緊縮程度略有放鬆，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、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"> ◆ 美國聯準會升息近尾聲，美國10年期公債利率高位盤整，美歐公債利差縮窄，侷限短期美元指數強度，呈現高檔震盪。市場預期日本央行最早於7月有望進行YCC政策調整，加上外資持續流入，有利未來日圓。 	<p>美元高位盤整，日圓偏多</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：5.00% - 5.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>聯準會暫停升息將基準利率維持在5.0%~5.25%，並上修GDP目標、重申持續對抗通膨、暗示升息尚未結束，並排除短期內降息可能性。政策利率從先前預估中位數5.1%上調至5.6%。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>	32%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：3.50%</p> <p>主要再融資操作：4.00%</p> <p>邊際借貸機制：4.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：+25 bps 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>歐洲央行升息1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7月停止APP計劃。疫情緊急購債計劃(PEPP)將持續到2024年底。官員現在對於通膨前景不滿意，還沒有考慮過、討論過可能跳過或暫停升息。</p>	57%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：4.50%</p> <p>最近會議(2023/5)：+25 bps 前次會議(2023/3)：+25 bps</p>	<p>英國銀行升息1碼以應對通膨，對今年經濟成長由先前預估的-0.5%上調至0.25%。2022年11月英國政府已啟動縮表，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。</p>	35%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/4)：維持利率不變</p>	<p>延續上次會議決議，維持基本利率-0.1%不變。10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，每個工作日以0.5%固定利率持續購買10年期政府公債。維持購買股票型ETF為12兆、J-REITs為1,800億日圓上限，商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓的決定。</p>	132%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

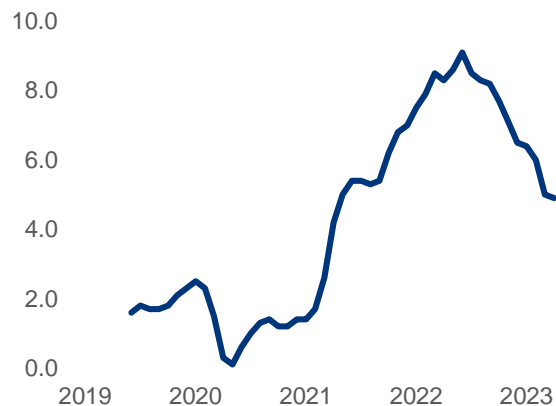
► June 2023

<p>12 Monday</p>	<p>13 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 德國5月CPI年增率 (實際:6.1% 預估:6.1% 前值:7.2%) 美國5月核心CPI年增率 (實際:5.3% 預估:5.3% 前值:5.5%) 美國5月CPI年增率 (實際:4.0% 預估:4.1% 前值:4.9%) 	<p>14 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月PPI年增率(實際:1.1% 預估:1.5% 前值:2.3%) 美國聯邦基準利率 (實際:5.25% 預估:5.25% 前值:5.25%) 中國5月工業生產年增率 (實際:3.5% 預估:3.8% 前值:5.6%) 	<p>15 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐洲ECB主要再融資操作利率 (實際:4.00% 預估:4.00% 前值:3.75%) 美國5月零售銷售月增率 (實際:0.3% 預估:-0.1% 前值:0.4%) 台灣重貼現率(實際:1.875% 預估:1.875% 前值:1.875%) 	<p>16 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本BOJ利率決策會議(實際:-0.10% 預估:-0.10% 前值:-0.10%) 歐洲5月CPI年增率 (預估:6.1% 前值:7.0%)
<p>19 Monday</p>	<p>20 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月營建許可總數(戶) (前值: 1.417M) 美國5月新屋開工年化總數(戶) (前值:1.401M) 	<p>21 Wednesday</p>	<p>22 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 英國當前銀行利率(前值:4.50%) 美國5月成屋銷售年化總數(戶) (前值:4.28M) 	<p>23 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區6月製造業PMI (前值:44.8) 歐元區6月服務業PMI (前值:55.1) 美國6月製造業PMI (前值:48.4) 美國6月服務業PMI (前值:54.9)

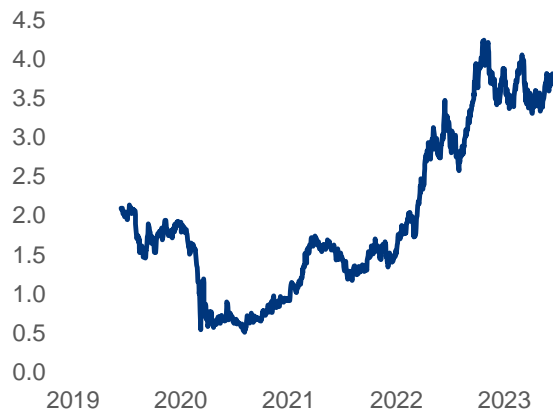
資料來源：Investing.com

附錄

美國物價指數年增率(%)



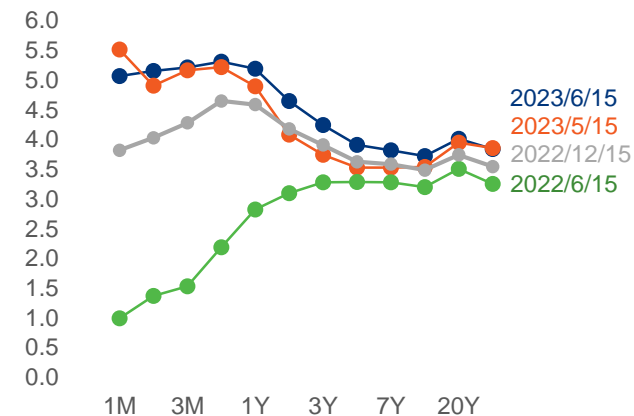
美國10年期公債殖利率(%)



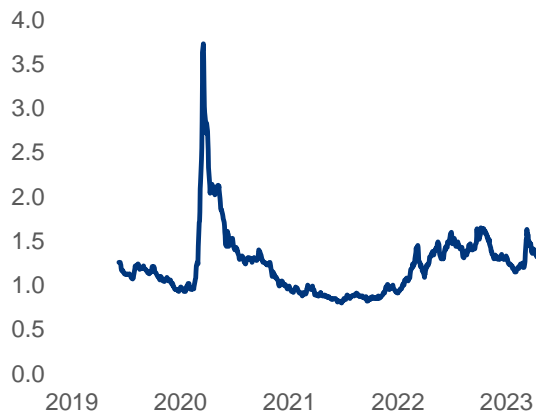
美國公債利差(bps)



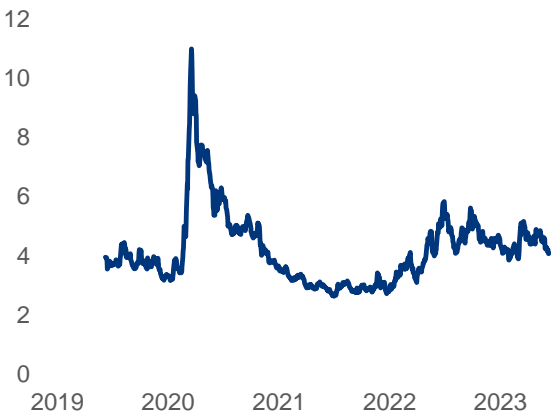
美國公債殖利率曲線(%)



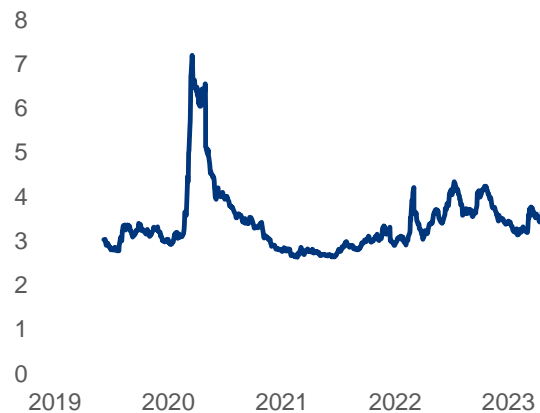
美元投資級公司債利差(%)



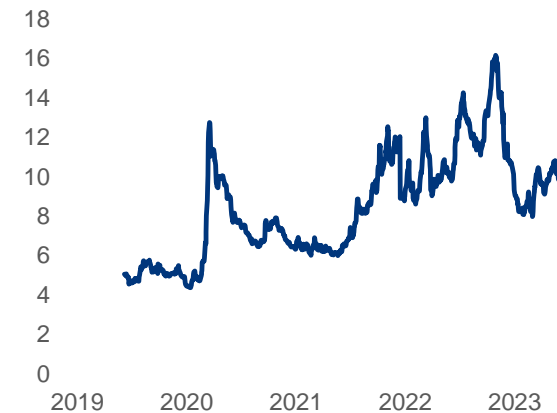
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



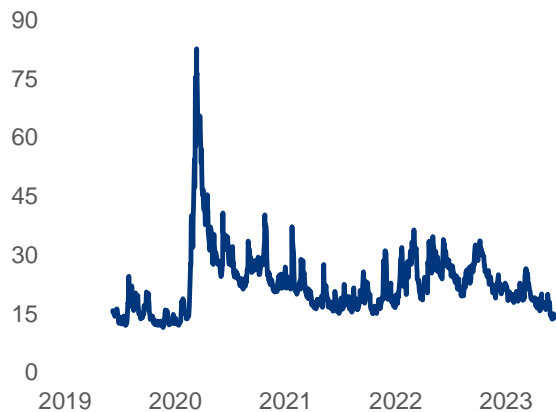
美元亞洲非投資級債利差(%)



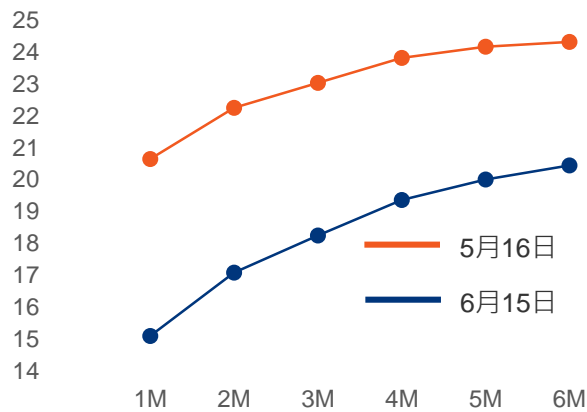
資料來源：Bloomberg · 2023年6月15日

附錄

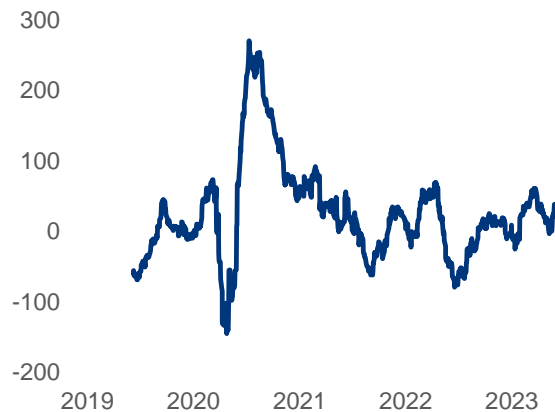
VIX指數



VIX期間結構



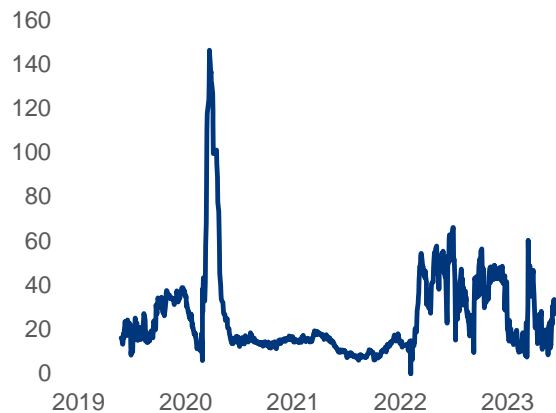
美國花旗經濟驚奇指數*



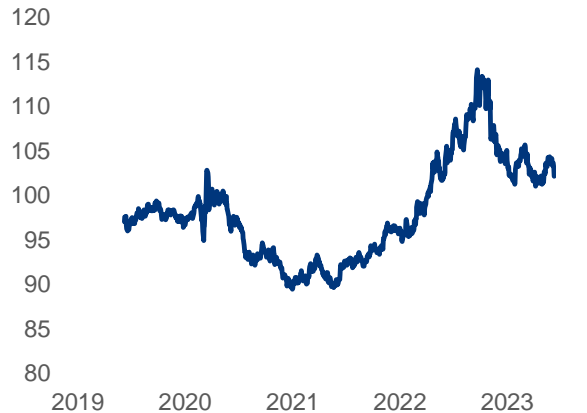
美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2023年6月15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。