



凱基證券

地緣衝突升溫 國防軍工展契機

投資策略週報

Global Markets Weekly Kickstart

2023年10月13日



01 市場回顧

公債殖利率因地緣衝突擔憂而下降，股債市反彈



03 投資焦點

軍事衝突提升以色列軍援，國防軍工類股受惠題材帶動



02 熱門議題

- 美國通膨緩降，核心服務仍強，抵銷商品下滑影響
- 以巴衝突升溫，加薩走廊與以色列邊境戰事持續



04 下週重要數據

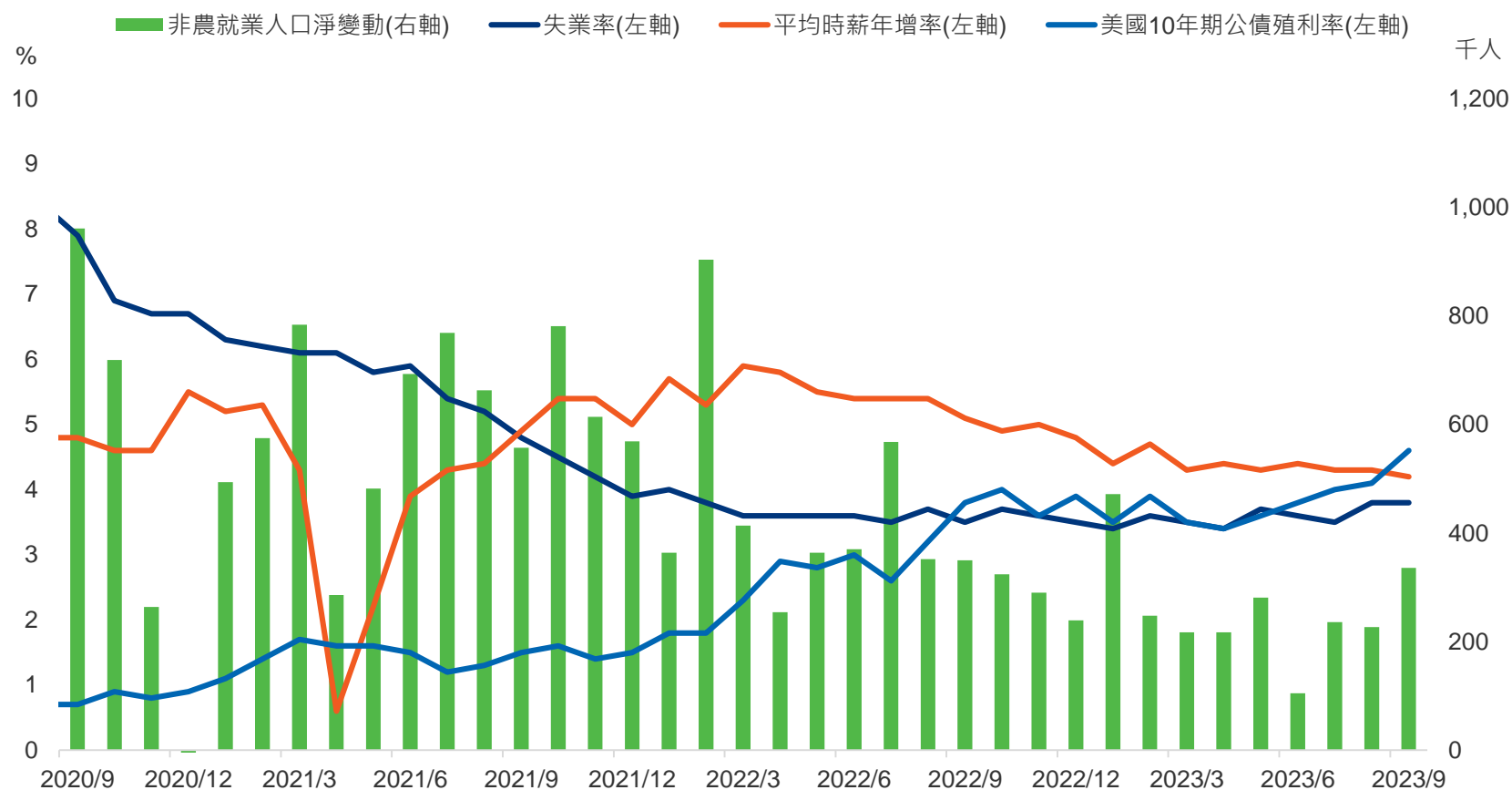
美國零售銷售及庫存、歐元區消費者物價指數、美國房市數據



非農就業暗示勞動市場降溫，將影響後續貨幣政策

- ▶ 9月非農就業新增33.6萬人，遠高於8月的22.7萬人及市場預期17萬人，與家戶調查(新增8.6萬人)及先前公布的小非農數據(新增8.9萬人)差距頗大，主因是9月非農就業數據受季節調整因子影響原始數據：私部門就業季節調整後增加26.3萬人，若未經季節調整則為減少39.9萬人；休閒和餐旅業季節調整後增加9.6萬人，若未經季節調整則為減少46.6萬人。可發現還原為無季節旺季(未經季節調整)的數字後，實際就業情況未如預期強勁。
- ▶ 另外觀察9月失業率維持前值的3.8%，作為通膨指標之一的平均時薪年增率則由前值的4.3%下降至4.2%，顯示勞動力市場正在降溫，呼應升息進入尾聲。

就業市場與薪資成長同步放緩，近期失業率略有走高



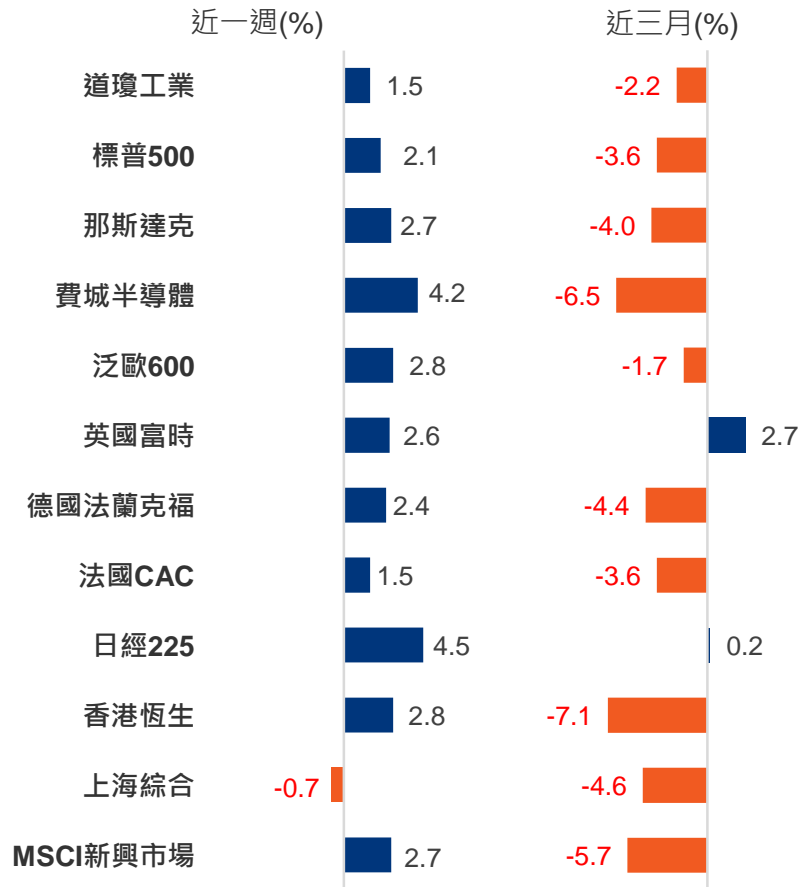
資料來源：Bloomberg

市場回顧

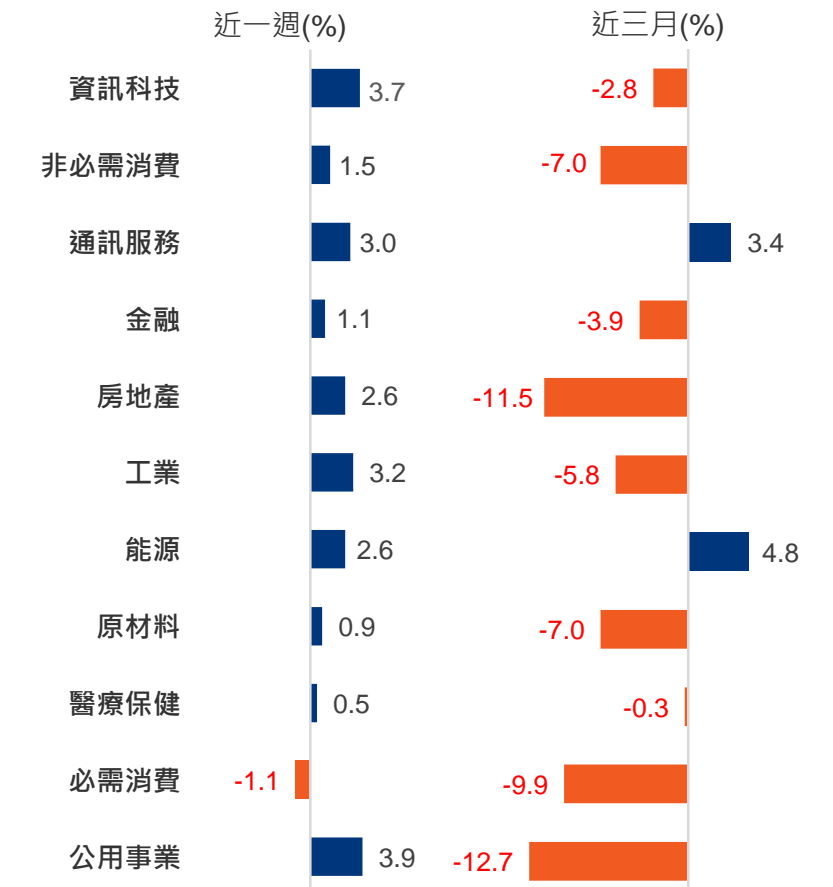
市場普遍反彈，中國表現疲軟，AI需求帶動相關產業表現

- ▶ 受到公債殖利率下跌影響，全球主要市場普遍反彈，其中對利率敏感的費城半導體反彈幅度最大，市場關注本週五由金融股率先發布的第三季美股企業財報。日本持續受惠寬鬆貨幣政策帶動表現，而中國表現最疲軟，主因消費者和生產者物價低於預期，市場認為即使中國最近採取措施，經濟仍面臨拖累，加上黃金週假期出遊消費力道低於預期等因素所致。
- ▶ 產業部分，強勢類股仍為資訊科技與通訊服務，延續AI需求強勁利多帶動表現。工業類股表現不凡，主因地緣衝突助漲航天國防產業；公用事業先前因風電事業獲利預期不佳而表現疲軟，近期有跌深反彈的跡象；必需消費受到通膨環境影響企業成本，財務表現相對較弱。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

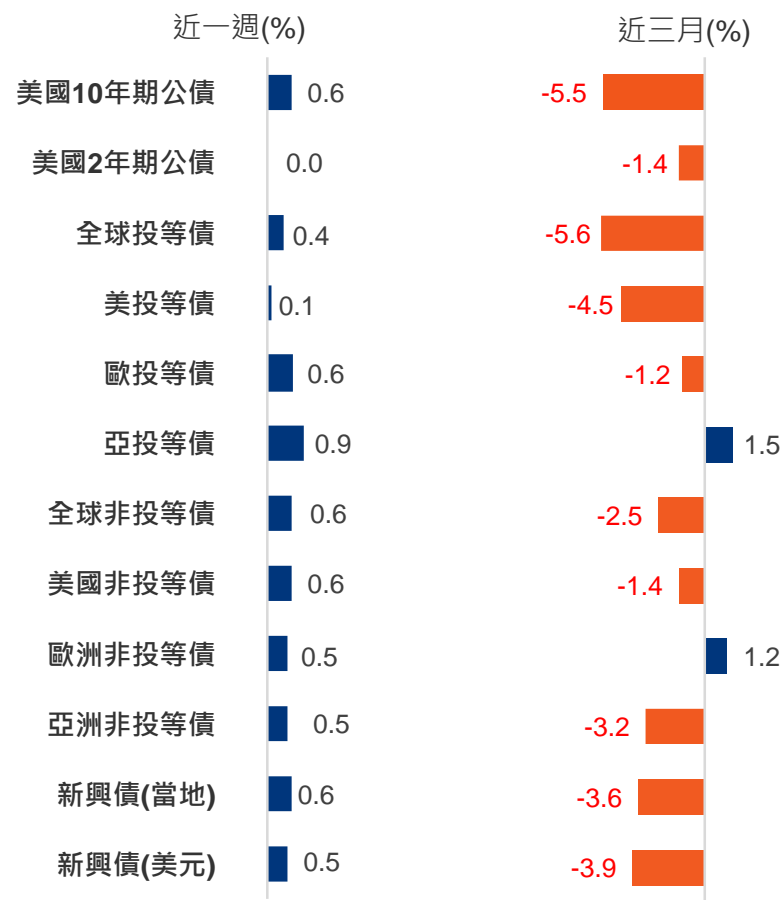


資料來源：Bloomberg · 2023年10月13日

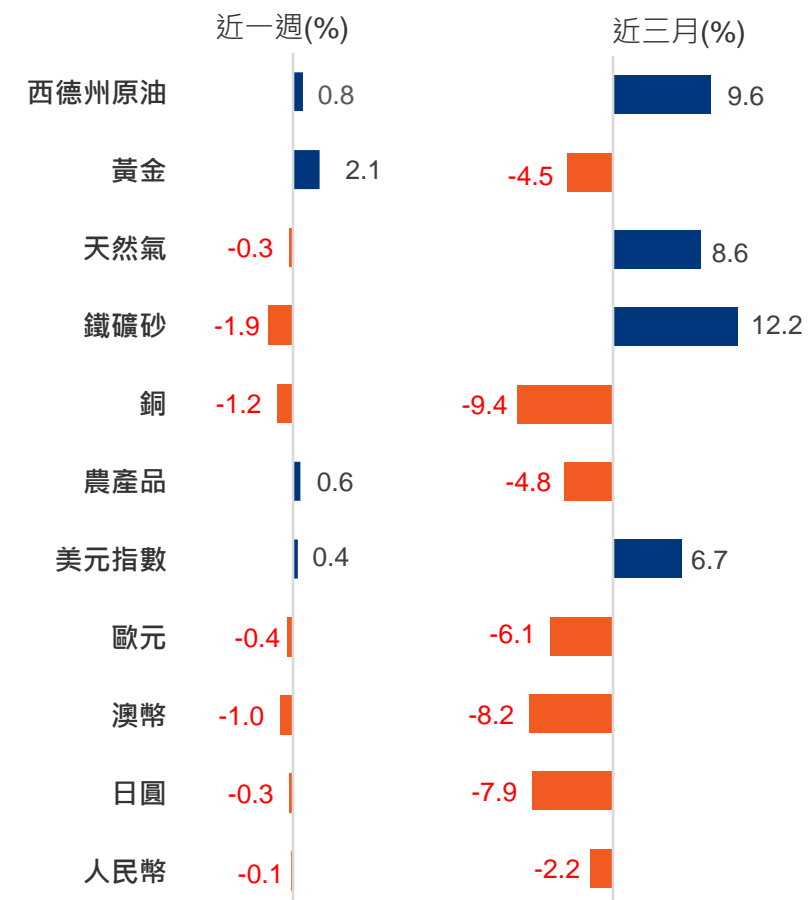
以巴衝突帶動公債殖利率回落，債市上揚，油價震盪整理

- ▶ 受到以巴衝突引發市場對經濟的擔憂，以及部分聯準會官員表示政策已經足夠嚴格，並能將通膨降至2%目標，整體債券市場因公債殖利率回落而反彈，然而週三及週四美國公布CPI及PPI數據高於預期後，美國10年期殖利率下降幅度有所收斂。
- ▶ 商品方面，市場擔心以色列與哈馬斯衝突可能破壞中東穩定並抑制全球石油供應，然而同時市場亦有需求疲軟的跡象，油價因此震盪表現。基本金屬走軟，主因中國房屋銷售冷淡，引發投資人對中國可能需要更多措施來提振經濟成長的擔憂。美元指數走強，主要受經濟數據影響而上升，非美貨幣則普遍小幅回檔。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

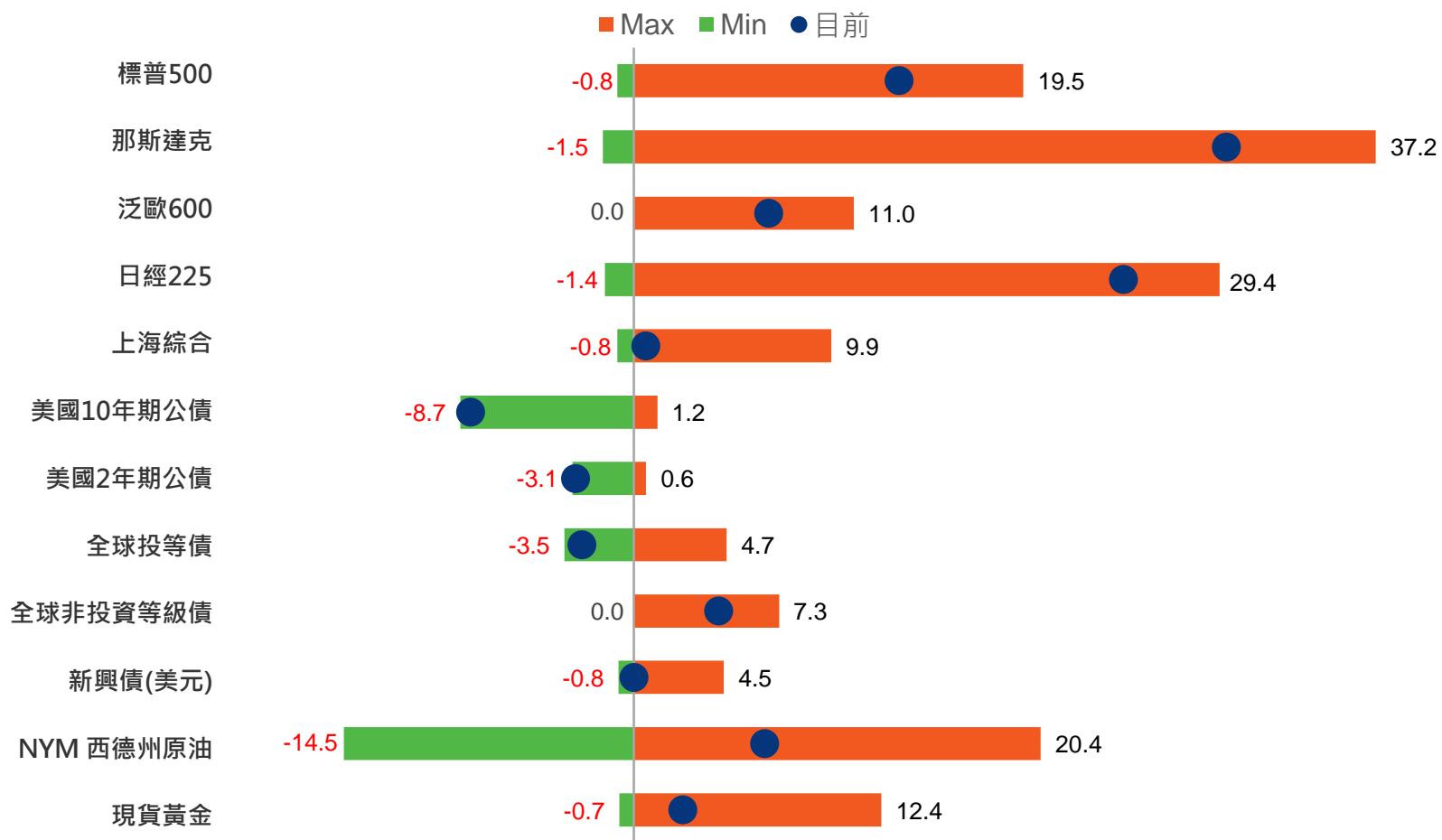


資料來源：Bloomberg，2023年10月13日

中東地緣政治紛擾，加上通膨疑慮，股債市短期波動仍在

- 美國9月份消費者物價(CPI)雖和前月相當，但略高於預期，市場擔憂通膨難以控制。另一方面，近期聯準會官員言論鴿派，加上以巴戰爭的衝突惡化，使美國10年期公債殖利率先跌後揚，債市波動不減。年至今美國長、短天期公債價格呈現低位盤整，全球投資等級債偏弱表現，非投資級債自高點回落，全球股市也同步面臨修正。以科技股為代表的那斯達克指數較有支撐，日股近期強力反彈，仍為主要市場中表現最佳。
- 國際地緣政治風險上升，商品中的原油與黃金近期同步反彈。黃金回到1,870美元附近，油價受到中東國家衝突可能影響供給，和景氣放緩減弱需求兩者拉鋸，西德州油價盤整於每桶83美元附近。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年10月13日

成熟市場

60日線

標普500指數底部反彈，整體處於上升區間



那斯達克指數挑戰季線，觀察是否能夠突破展開下波行情



泛歐600指數區間盤整，有望重返季線



日經225指數近週強彈，有機會站回季線之上



資料來源：Bloomberg · 2023年10月13日

新興市場與商品

60日線

上綜指數趨勢向下，國家隊出手力守3,000整數關卡



新興市場隨全球股反彈，但未擺脫偏弱格局



黃金價格反應地緣政治風險，呈現反彈



西德州原油大幅拉回後，近期反彈並於季線附近盤整



資料來源：Bloomberg · 2023年10月13日

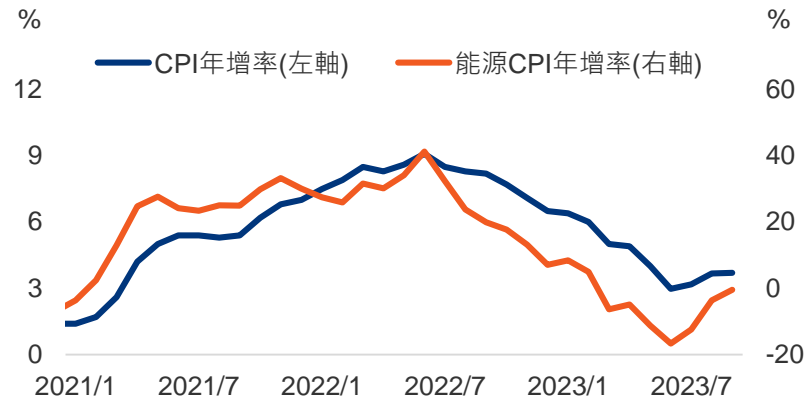
熱門議題

美國通膨緩降，房租通膨仍強，抵銷核心商品下滑影響

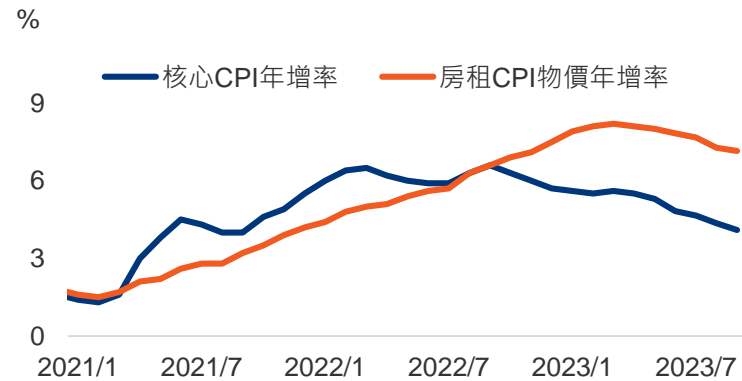
- ▶ 9月美國消費者物價(CPI)受能源價格走升影響，年增3.7%與市場預期持平但月增0.4%略高於市場預期的0.3%。房租通膨仍強，抵銷核心商品物價下降影響，核心CPI年增率從前月4.3%降至4.1%與市場預期相符，明年第一季後核心物價基期優勢漸減，留意後續通膨降幅趨緩可能。
- ▶ 9月生產者物價月增0.5%高於預期，調查顯示近月商品價格漲幅已超過服務成本。此外，紐約聯邦儲備銀行調查顯示美國1年期消費者通膨預估平均值為3.7%，略高於前月的3.6%，其中家庭收入預期緩升，但消費者認為失業與融資環境惡化，預期中短期通膨預期略升，而長期通膨將下降，若明年經濟降幅不足導致通膨難進而降溫，聯準會將維持高利率更長時間，後續關注地緣擾動與勞動市場變化。

資料來源：Bloomberg，截至2023年10月13日

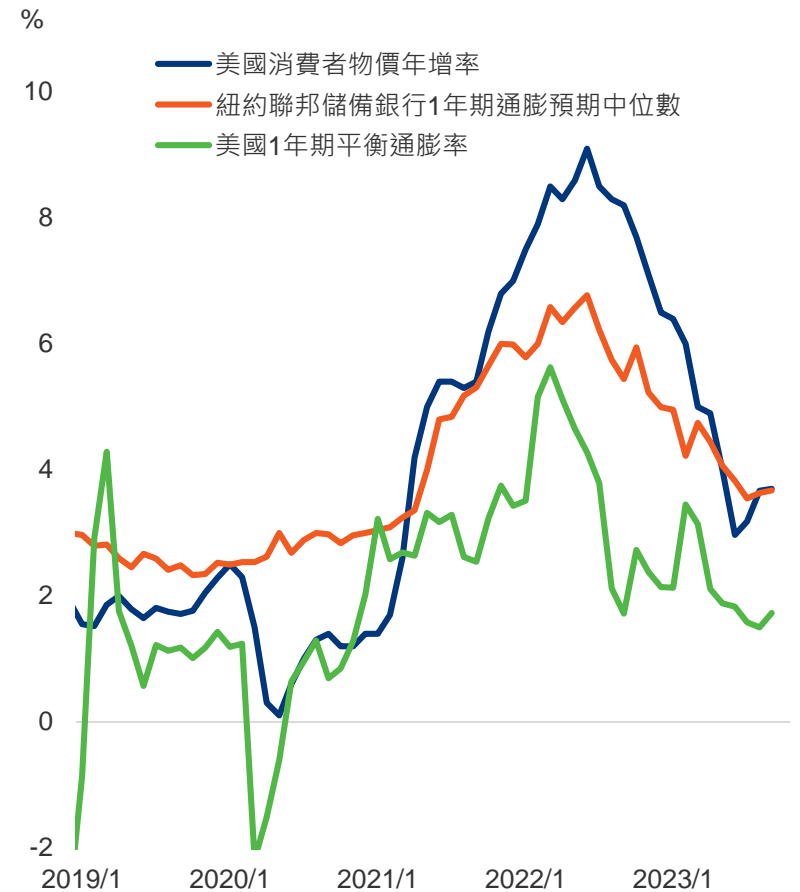
能源價格回升，美國消費者物價持穩



房租通膨仍高，核心通膨緩降



市場預期美國中短期通膨略升



*註：平衡通膨率(Break-even Inflation Rates)為美國同天期公債與抗通膨債券(TIPS)兩者殖利率差距，當通膨預期上升時，美債殖利率上升，TIPS殖利率則相對下降，使美債平衡通膨率趨於上行，為預測通貨膨脹的工具之一。

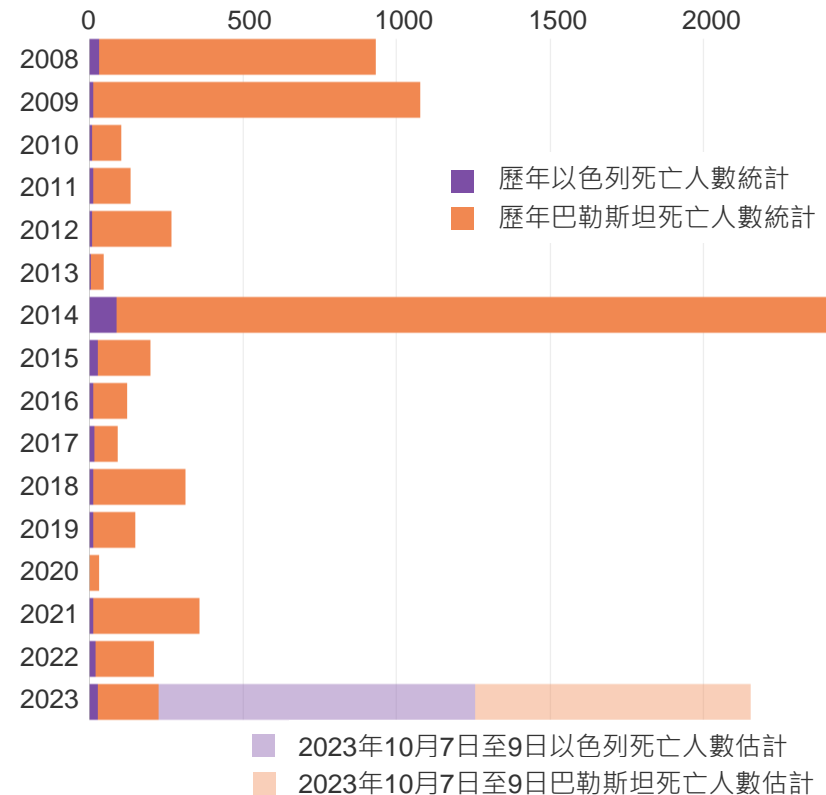
以色列與巴勒斯坦衝突升溫，戰爭持續使美國軍援進入以色列邊境

- ▶ 以色列與巴勒斯坦前次戰爭在2021年並持續了11天，造成約300人死亡。2023年10月7日至9日互相大規模突襲及空襲，分別導致以色列1200多人死亡、加薩至少900人死亡。10月9日以色列國防軍表示，在與哈馬斯的戰鬥結束後，已重新控制了加薩南部邊境附近的所有以色列社區，以色列國防部長並下令「全面圍困」加薩。
- ▶ 由於哈馬斯的行動是以複雜和協調的方式進行，並且需要大量的規劃，普遍認為該組織可能接受了其他國家或外部的援助，如果得到證實，可能會引發更廣泛的區域戰爭。而目前伊朗已公開表示沒有參與巴勒斯坦的行動。美國為了阻止戰事擴大到以色列境外，已向東地中海派遣了一個航母戰鬥群，並宣布派遣更多軍事力量至以色列附近進行維護。

資料來源：CNN (左圖) · ACLED (右圖)；凱基證券整理

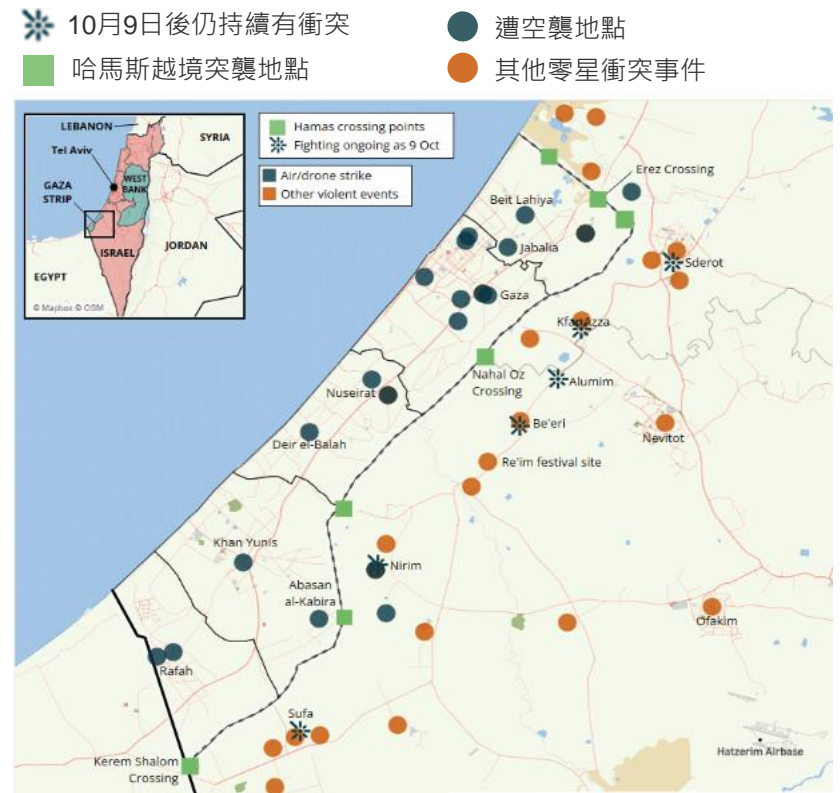
美國及以巴兩國估計死亡人數將大增

以色列及巴勒斯坦衝突造成死亡人數



兩軍互有衝突且仍持續進行中

以色列及巴勒斯坦衝突位置圖



投資焦點

美高額軍援以色列，授權國防承包商協助開發各式防禦系統

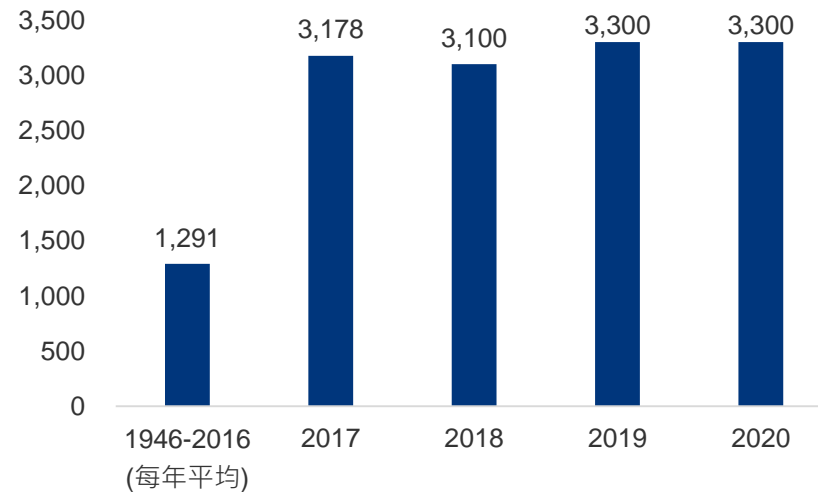
- 美國近年支援以色列金額包括33億美元軍事採購融資額度以及國防授權法(NDAA)，涵蓋防禦系統、飛彈攔截系統、無人機等合作開發及採購，且除了對以色列的軍事融資及採購外，並按照全球各地需要派遣航母戰艦群及軍事設備進駐地緣衝突高峰區。
- 先前美國已通過總金額5.2億的國防授權法(NDAA)，主要協助以色列開發及採購鐵穹(Iron Dome)短程火箭防禦系統零件及大衛彈弓武器系統，用於攔截5至70公里範圍內的火箭彈；協助生產Arrow 3攔截系統零件，用於彈道飛彈的攔截。此外，並協助開發各式導彈防禦系統。

美國每年援助以色列軍事總額持續上升

美國援助以色列項目及金額統計(單位：百萬美元)

| 年份 | 經濟 | 軍事 | 全部總額 |
|-----------|--------|--------|---------|
| 1946-2016 | 34,267 | 91,628 | 125,895 |
| 2017 | 50 | 3,178 | 3,228 |
| 2018 | 11 | 3,100 | 3,111 |
| 2019 | 9 | 3,300 | 3,309 |
| 2020 | 11 | 3,300 | 3,311 |

過往美國援助以色列軍事支出金額(單位：百萬美元)



美國協助以色列開發及採購飛彈防禦系統

2023年美國國防授權法細項及金額(單位：百萬美元)

| 授權項目 | 主要用途 | 金額 (百萬美元) |
|--|-------------------------------|-----------|
| 授權以色列透過在美國聯合生產的方式採購鐵穹(Iron Dome)短程火箭防禦系統的零件 | 是一套全天候的機動型防空系統 | 80 |
| 授權以色列透過在美國(國防承包商雷神公司)聯合生產採購大衛彈弓武器系統的零件 | 用於攔截敵機、無人機的戰術彈道飛彈 | 40 |
| 授權以色列透過在美國(國防承包商波音公司)聯合生產的方式採購「Arrow 3」攔截器項目的零件 | 大氣層外高超音速反彈道飛彈，可以對彈道飛彈進行大氣層外攔截 | 80 |
| 授權反恐技術支援帳戶提供資金用於美國與以色列反無人機系統合作，包括聯合雷射開發及垂直起降徘徊彈藥 | 為發現正在逼近或隱藏威脅的預警機制，協助提供多層防空策略 | 20 |
| 授權將剩餘5億美元中的3億美元用於備忘錄承諾的美以合作聯合導彈防禦項目 | 協助導彈防禦系統合作開發 | 300 |

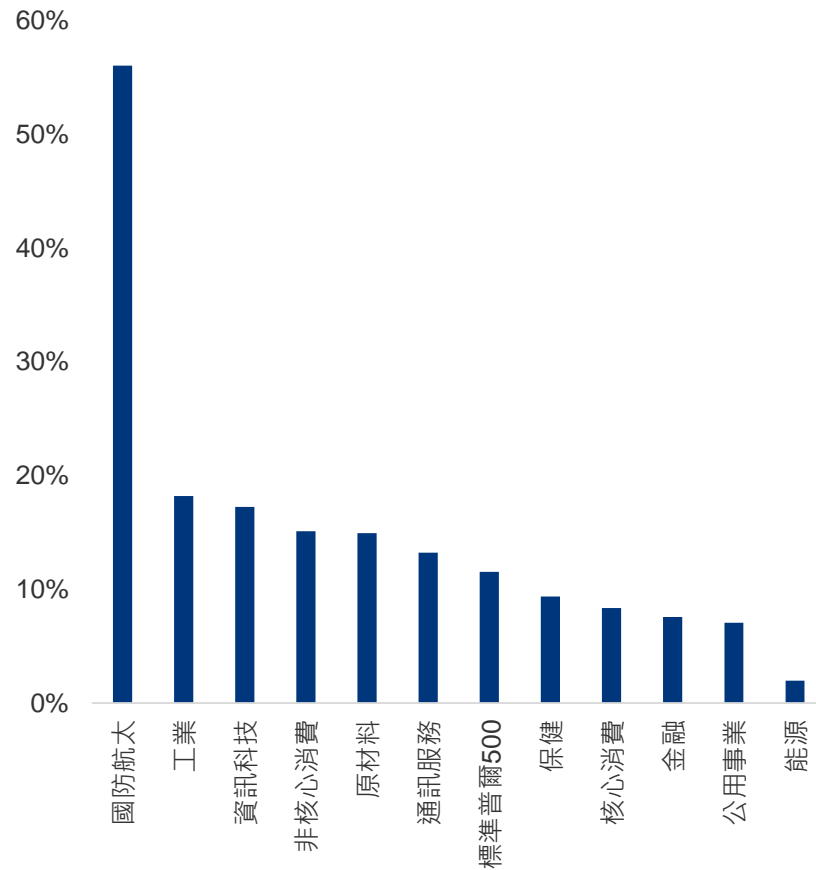
資料來源：US Congressional Research Service

國防航太產業獲利預期佳，遇地緣衝突時具題材性及表現動能

- ▶ 統計市場對標普500企業獲利預估可發現，航天與國防一年後的EPS預估與現行相比大幅成長超過50%，遠高於主要的11大產業EPS年增率，顯示全球的地緣衝突逐漸帶動主要國防航太產業的財務表現。
- ▶ 2022年股市大幅回檔，標普500指數回檔超過2成，然而國防航太產業僅有微幅負報酬，且在地緣局勢動盪時，具有題材性的表現，主要受惠客戶來源為美國和主要國家政府及軍事單位，使其訂單來源穩定。此外並受惠近年俄烏衝突使各國正視國防力量，因而相繼升級或補充軍事科技及數量。

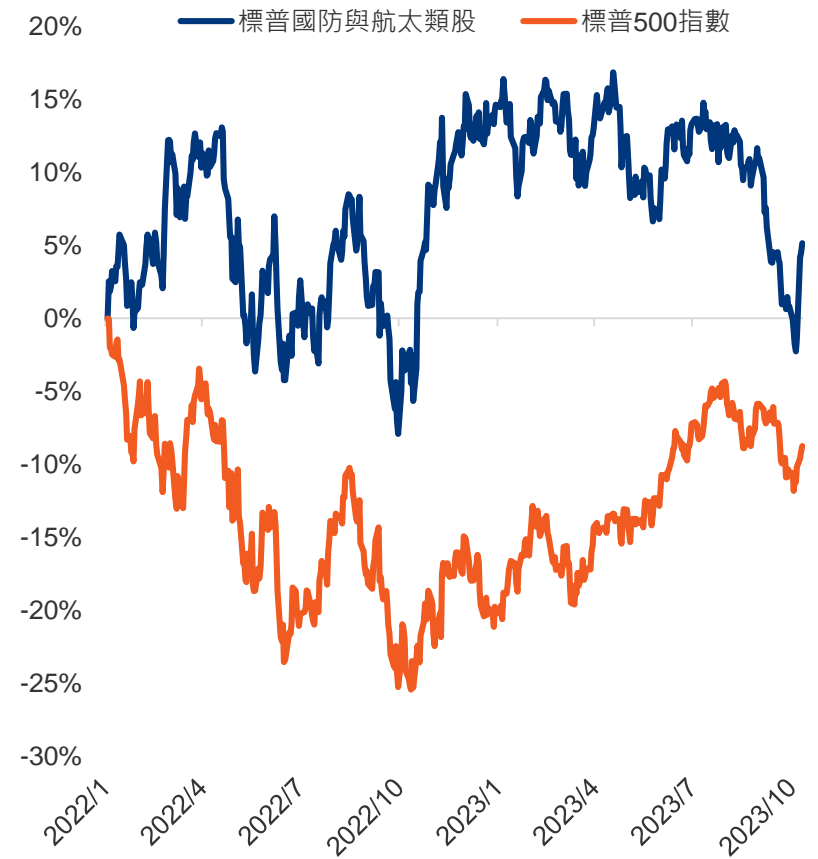
國防航太未來一年獲利預估亮眼

標普500指數各類股未來一年EPS年增率預估



國防航太類股相較大盤抗跌且具題材性走勢

國防航太與標普500指數相對報酬表現



資料來源：Bloomberg，2023年10月12日

地緣衝突再起，國防航太需求帶動類股表現

| 標的名稱 | iShares美國航太與國防ETF ITA | Invesco航太與國防ETF PPA | SPDR標普航太與國防ETF XAR |
|------------------|--|---|---|
| 產品風險等級 | RR5 | RR5 | RR5 |
| 持股特色 | 以大型國防軍工類股為主 | 以大型國防軍工類股為主 | 涵蓋大中小型國防軍工類股 |
| 規模 | 4,867 (百萬美元) (2023/09/29) | 1,923 (百萬美元) (2023/09/29) | 1,446 (百萬美元) (2023/09/29) |
| 近3月報酬/ 今年以來報酬 | -0.385% / 37.84% | 5.82% / 45.67% | 6.48% / 29.03% |
| 基準指數 | Dow Jones U.S. Select Aerospace & Defense Index | SPADE Defense Index | S&P Aerospace & Defense Select Industry Index |
| 產業分布 | 1. 航天軍工 99.4% 2. 休閒產品 0.5% 3. 現金及/或衍生產品 0.1% | 1. 工業 93.8% 2. 資訊科技 4% 3. 原材料 1.7% 4. 通訊服務 0.5% | 航天軍工 100% |
| 前5大持股 | 1. Boeing 18.43% 2. Rtx Corp 18.29% 3. Lockheed Martin Corp 6.29% 4. Transdigm Group Inc 5.03% 5. Howmet Aerospace Inc 4.81% | 1. Northrop Grumman Corp 6.49% 2. Rtx Corp 6.39% 3. Lockheed Martin Corp 6.31% 4. Boeing 6.18% 5. General Electric Co 5.43% | 1. Northrop Grumman Corp 4.45% 2. Bwx Technologies Inc 4.45% 3. L3Harris Technologies Inc 4.43% 4. Textron Inc 4.42% 5. General Dynamics Corp 4.34% |

資料來源：MoneyDJ，2023年10月12日；此表僅列較具代表性標的參考，欲申購的投資人須符合風險承擔度條件，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"> ◆ 10月的以巴衝突目前對市場影響有限，但後續影響程度端視戰事是否擴大至伊朗、敘利亞等國。聯準會會議暗示軟著陸情境機率高，導致貨幣寬鬆時點可能延後，政策利率將維持更高、更久的時間，使短期股市評價調整壓力持續、震盪加劇。 ◆ 年底升息循環告一段落，企業獲利今年見底、明年改善，預期美股將震盪向上。現把握股市修正、評價轉趨合理階段，建立長期配置部位，以優質龍頭股為主，並採定期定額長期趨勢題材，非美地區的日本、印度可為部分衛星配置。 | <p>策略風格：優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p> <p>產業：科技、必需性消費、公用事業</p> |
| 債市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會維持今年利率點陣圖預估，延後明年降息時間與降息可能幅度縮減，預期近期美國10年期公債利率將偏高整理。惟目前接近美國升息循環尾端，中長期公債殖利率來到相對高原區，美債仍具配置價值，可把握短天期公債高息鎖利，並逢利率彈升，增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣下行，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，漸增長債</p> <p>種類：公債、投資等級債</p> |
| 匯市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 歐洲央行釋出升息見頂論述，偏鴿立場與疲弱經濟，使歐元走弱；聯準會鷹派調整明年利率途徑預估，將使美元近期高檔有撐。 ◆ 日本央行維持利率不變，但總裁植田和男近期談話偏鴿，預期年底前，日銀緊縮貨幣政策幅度有限，考量日央退出寬鬆刺激仍需一段時間，且美日利差狀況短期難以緩解，短期日圓偏空震盪、中性看待。 | <p>美元高檔有撐，日圓短期偏弱</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) | 政策利率：5.25% - 5.50% 最近會議(2023/9)：維持利率不變 前次會議(2023/7)：+25 bps | 聯準會9月維持利率不變，基準利率保持在5.25%~5.5%。利率點陣圖顯示，今年利率預估中位數和6月5.6%一致，但上調明、後年利率預估幅度50個基點至5.1%與3.9%，強調聯準會將視景氣數據作為未來升息依據。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。 | 31% |
| 歐洲中央銀行 (ECB) | 存款機制：4.00% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75% 最近會議(2023/9)：+25 bps 前次會議(2023/7)：+25 bps | 歐洲央行升息1碼抑制通膨，實施更嚴格的融資條件來抑制內部需求，並暗示基準利率已經達到關鍵水準，未來決策將確保基準利率維持在限制性水準夠長的時間，並依據經濟數據做調整。APP(資產購買計劃)的再投資已停止，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底。 | 52% |
| 英格蘭銀行 (BoE) | 政策利率：5.25% 最近會議(2023/9)：維持利率不變 最近會議(2023/8)：+25 bps | 英國銀行9月維持利率不變，今年經濟成長率預估至0.50%，但明、後年經濟成長率預估至0.5%與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。 | 33% |
| 日本銀行 (BoJ) | 政策利率：-0.10% 最近會議(2023/9)：維持利率不變 前次會議(2023/7)：維持利率不變 | 將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，指定殖利率無限量收購10年債的上限至1.0%。維持購買股票 ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓。 | 131% |

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

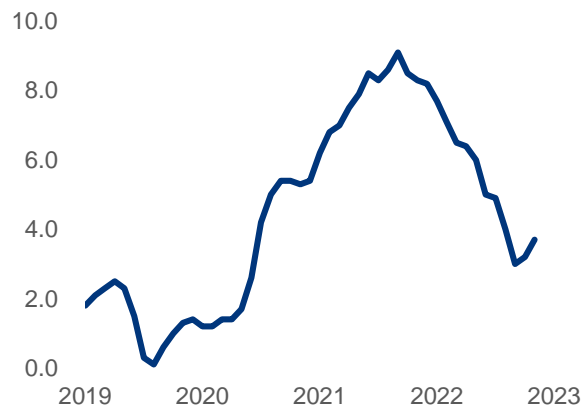
► Oct 2023

| | | | | |
|---|--|--|---|---|
| <p>9 Monday</p> | <p>10 Tuesday</p> | <p>11 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月PPI月增率 (實際:0.5% 預估:0.3% 前值:0.7%) • 美國9月核心PPI月增率 (實際:0.3% 預估:0.2% 前值:0.2%) | <p>12 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月CPI月增率 (實際:0.4% 預估:0.3% 前值:0.6%) • 美國9月CPI年增率 (實際:3.7% 預估:3.6% 前值:3.7%) • 美國9月核心CPI月增率 (實際:0.3% 預估:0.3% 前值:0.3%) • 美國9月核心CPI年增率 (實際:4.1% 預估:4.1% 前值:4.3%) • 美國初請失業金人數 (實際:209K 預估:210K 前值:209K) | <p>13 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國9月CPI年增率 (預估:0.2% 前值:0.1%) • 中國9月PPI年增率 (預估:-2.4% 前值:-3.0%) • 歐元區8月工業生產月增率 (預估:0.1% 前值:-1.1%) • 美國10月密西根大學消費者信心指數 (預估:67.4 前值:68.1) • 美國10月密西根大學消費者預期指數 (預估:65.5 前值:66.0) |
| <p>16 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區8月貿易收支 (前值:6.5B) • 美國10月紐約聯儲製造業 (前值:1.90) | <p>17 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國9月核心零售銷售月增率 (前值:0.6%) • 美國9月零售銷售月增率 (前值:0.6%) • 美國9月工業生產指數月增率 (前值:0.4%) | <p>18 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國第三季GDP年增率 (前值:6.3%) • 中國9月工業生產指數年增率 (前值:4.5%) • 歐元區9月CPI年增率 (前值:4.3%) • 美國9月建築許可 (前值:1.541M) | <p>19 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國10月費城聯儲製造業指數 (前值:-13.5) • 美國9月成品房銷售 (前值:4.04M) | <p>20 Friday</p> |

資料來源：Investing.com

附錄

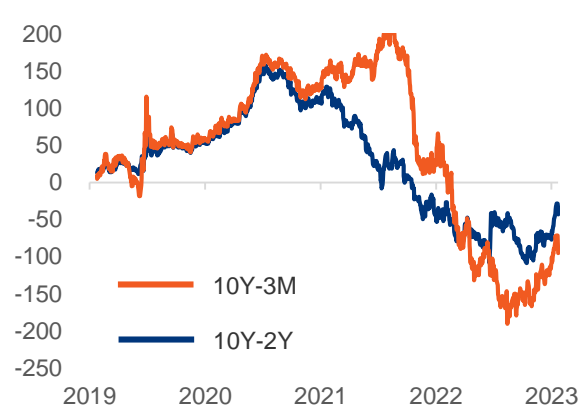
美國物價指數年增率(%)



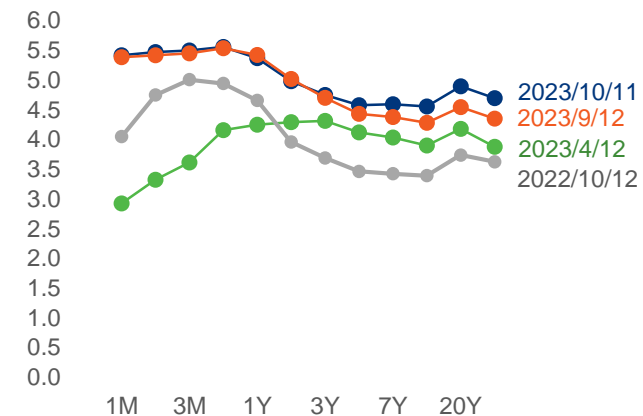
美國10年期公債殖利率(%)



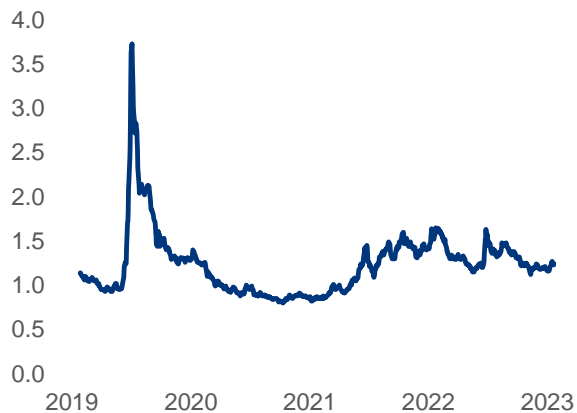
美國公債利差(bps)



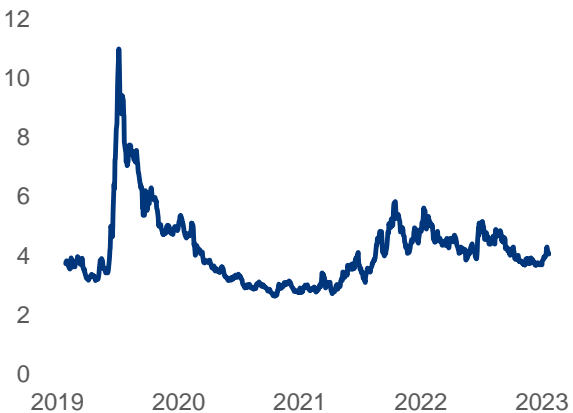
美國公債殖利率曲線(%)



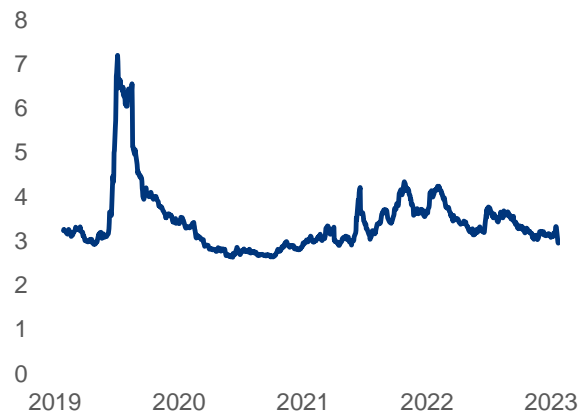
美元投資級公司債利差(%)



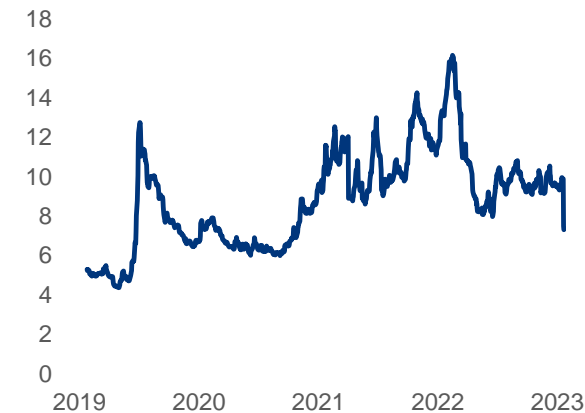
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



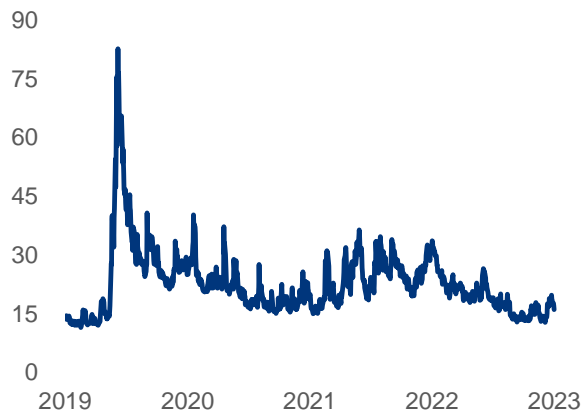
美元亞洲非投資級債利差(%)



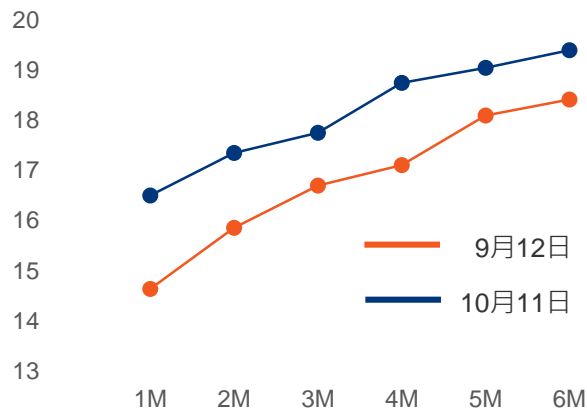
資料來源：Bloomberg · 2023年10月12日

附錄

VIX指數



VIX期間結構



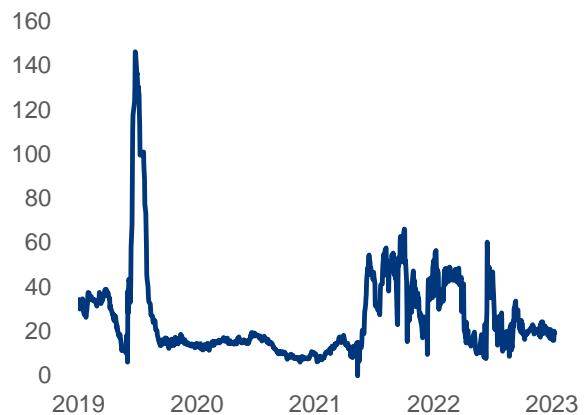
美國花旗經濟驚奇指數*



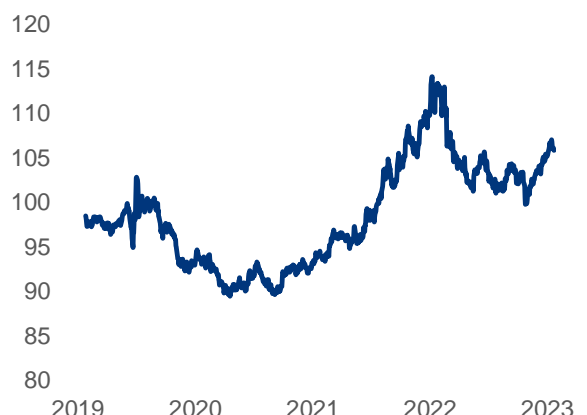
美國花旗通膨驚奇指數*



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10月12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。