



凱基證券

# 外頭轉涼了

## It's Getting Cold Outside

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年11月10日

### 01 市場回顧

就業與經濟同步降溫，  
市場震盪走高



### 02 熱門議題

- 美國銀行放貸仍偏緊，留意對經濟影響
- 美國服務業、製造業數據暗示經濟動能放緩



### 03 投資焦點

消費表現無懼高物價，  
布局零售類股著眼購物潛力



### 04 下週重要數據

美國物價指數、  
歐元區物價指數、  
美國房市數據



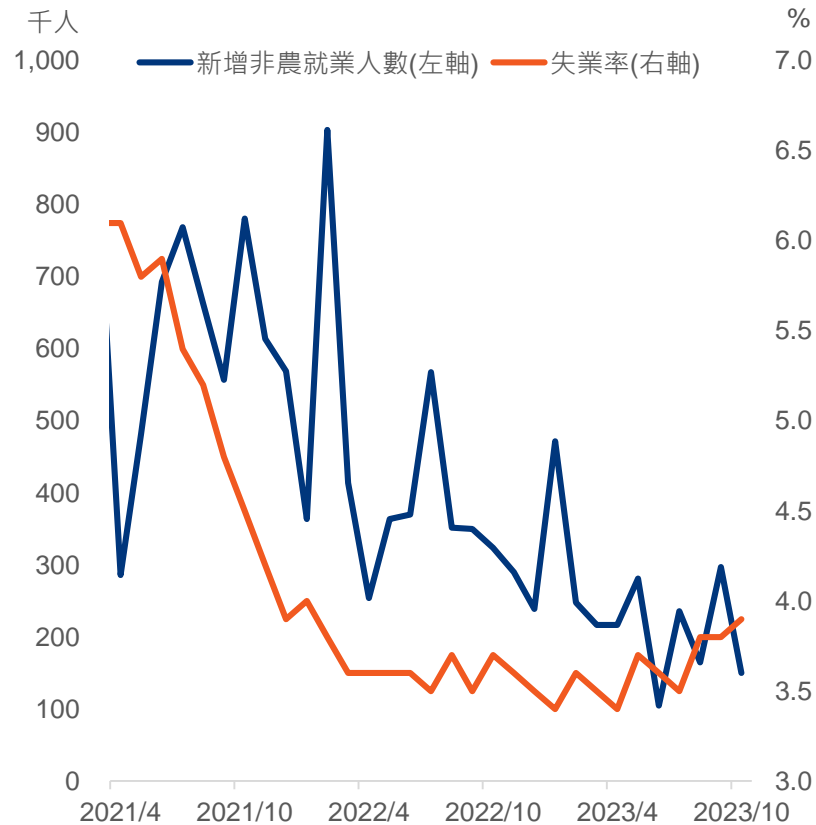
# 就業市場轉涼，聯邦基金隱含利率路徑下移

- ▶ 美國10月份非農就業人數增加15萬人，低於市場普遍預估的18萬人，而9月向下修正後為增加29.7萬人，失業率微升至3.9% (前值為3.8%)。醫療健保就業成長5.8萬人，政府部門增加5.1萬人，社會援助相關人員上升1.9萬人。然而製造業就業人數下降，主要是受汽車工廠罷工事件影響，其中汽車和零組件部門就業人數減少了3.3萬人。
- ▶ 整體而言，就業報告顯示失業率上升、非農就業人數成長顯著放緩且前值下修，失業率目前已超過聯邦公開市場委員會對第四季失業率3.8%的預測，對尋求將通膨降到2%目標的聯準會有鼓舞的作用。市場認為在年底前政策利率將維持不變，而數據發布後，市場對聯邦基金利率路徑的預期也立即下移。

資料來源：Bloomberg

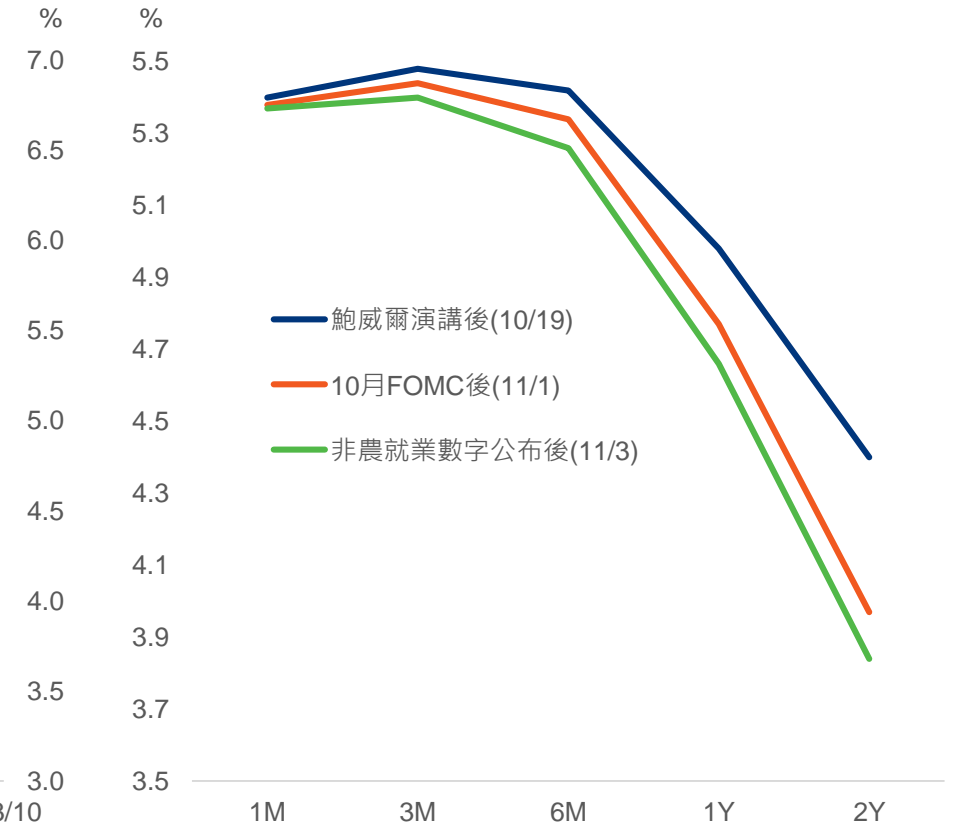
## 新增非農就業下降，失業率上升

美國就業市場



## 聯邦基金隱含利率路徑明顯下移

聯邦基金隱含利率路徑

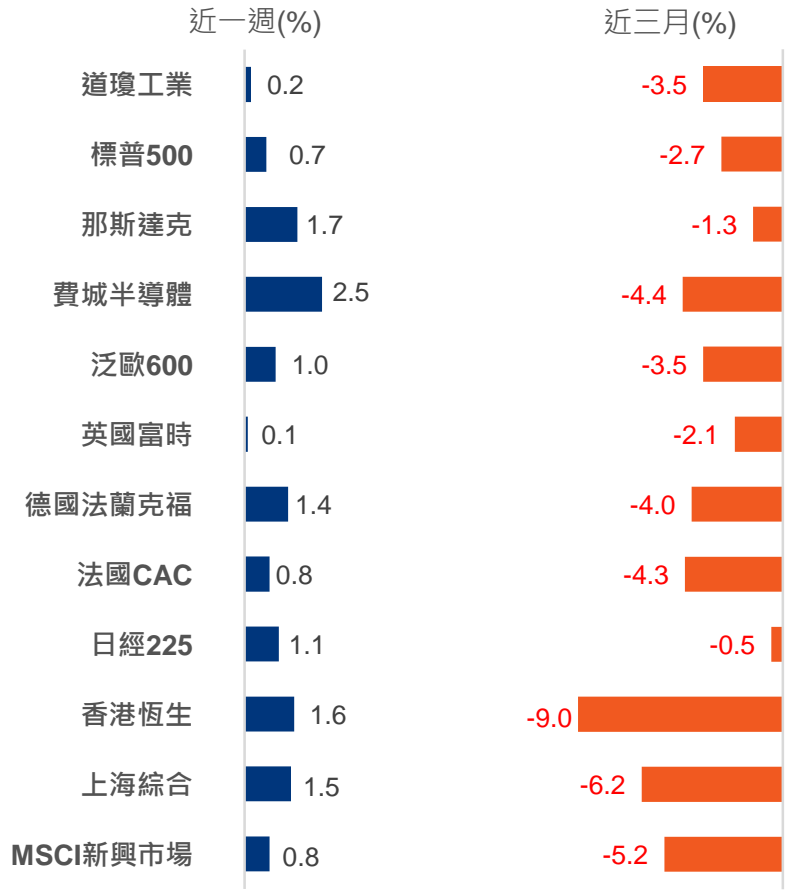


# 市場回顧

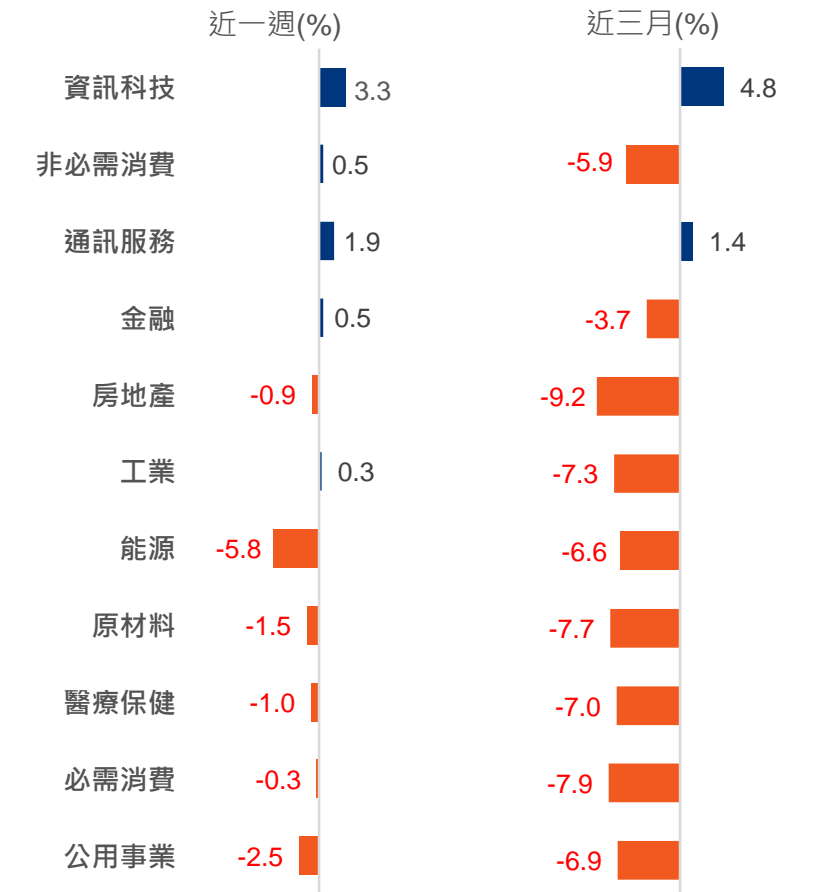
## 就業市場與經濟同步降溫，市場震盪走高

- ▶ 市場受經濟數據及殖利率波動而震盪，但受惠科技、雲端類股的財報優於預期，費城半導體及那斯達克表現最佳。最新的非農不如預期使市場對升息預期有所下降，然而Fed官員近日談話表示仍未達通膨目標，並提及仍不排除升息政策，市場多空因素夾雜，壓抑了市場的上揚走勢。
- ▶ 殖利率高檔回落，風險性資產獲得喘息機會，尤其對利率敏感的資訊科技、通訊服務及非必需消費類股表現最佳，後續在財報及評價面壓力有緩解的情況下，類股表現有機會延續。油價大幅回檔，主要受中國10月CPI再陷負值，以及PPI年比連續第13個月下滑，且降幅有所擴大，市場對其經濟復甦產生懷疑。留意下週即將公布的美國10月CPI，將影響未來利率政策走向。

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

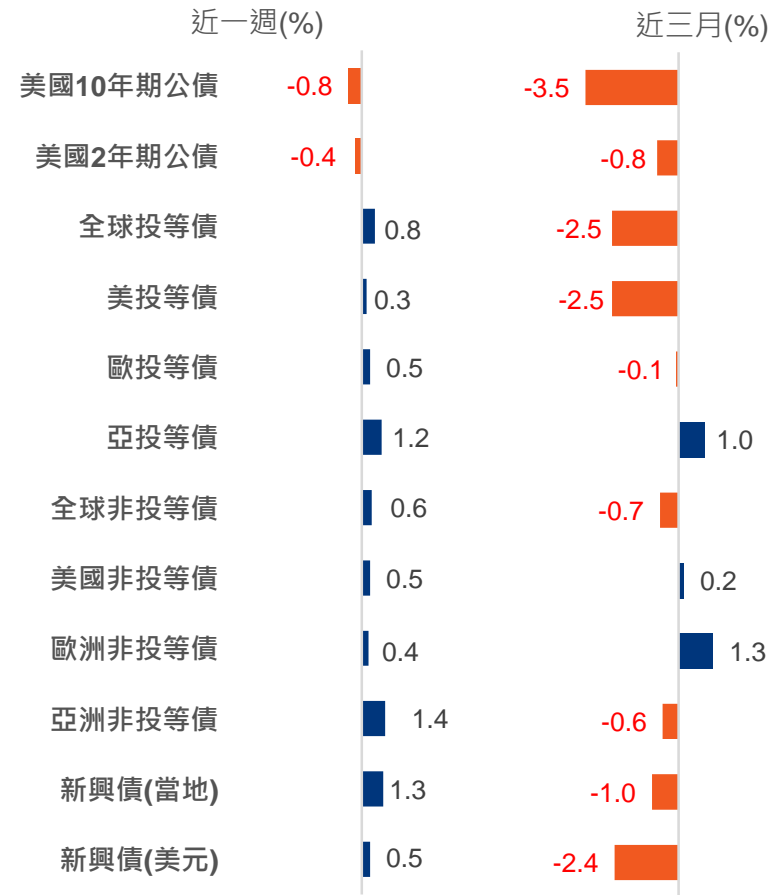


資料來源：Bloomberg · 2023年11月9日

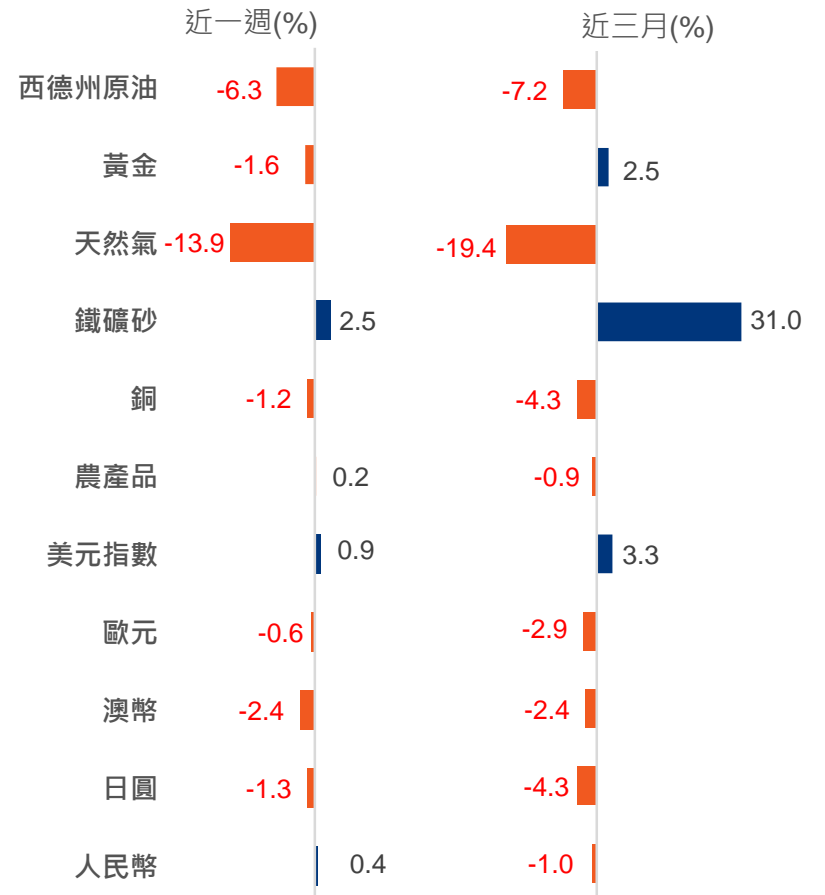
# 公債殖利率高檔震盪，債市壓力略緩解，原物料回檔

- ▶ 美國10年期公債殖利率區間大幅震盪，震幅將近20個基點，公債表現相對其他券種疲軟。然而10年期公債殖利率已自高點大幅下滑，近期在4.5%至4.6%，企業債表現有所提振，後續需持續關注物價、就業相關數據，對殖利率將有前瞻的指引。
- ▶ 受到中國物價不如預期且下降幅度持續擴大，原油價格回檔幅度顯重，而受到美國天氣預報顯示氣候溫和而有暖冬的跡象，天然氣價格跌至近兩週低點。美元指數在前週創下近三個月來最大單週貶幅後小幅反彈，而歐元受德國經濟數據不佳而下跌，澳幣跌幅較大，主因澳洲央行暗示本次可能是緊縮週期的最後一次升息，日圓則持續走貶。

各類債券表現(%)



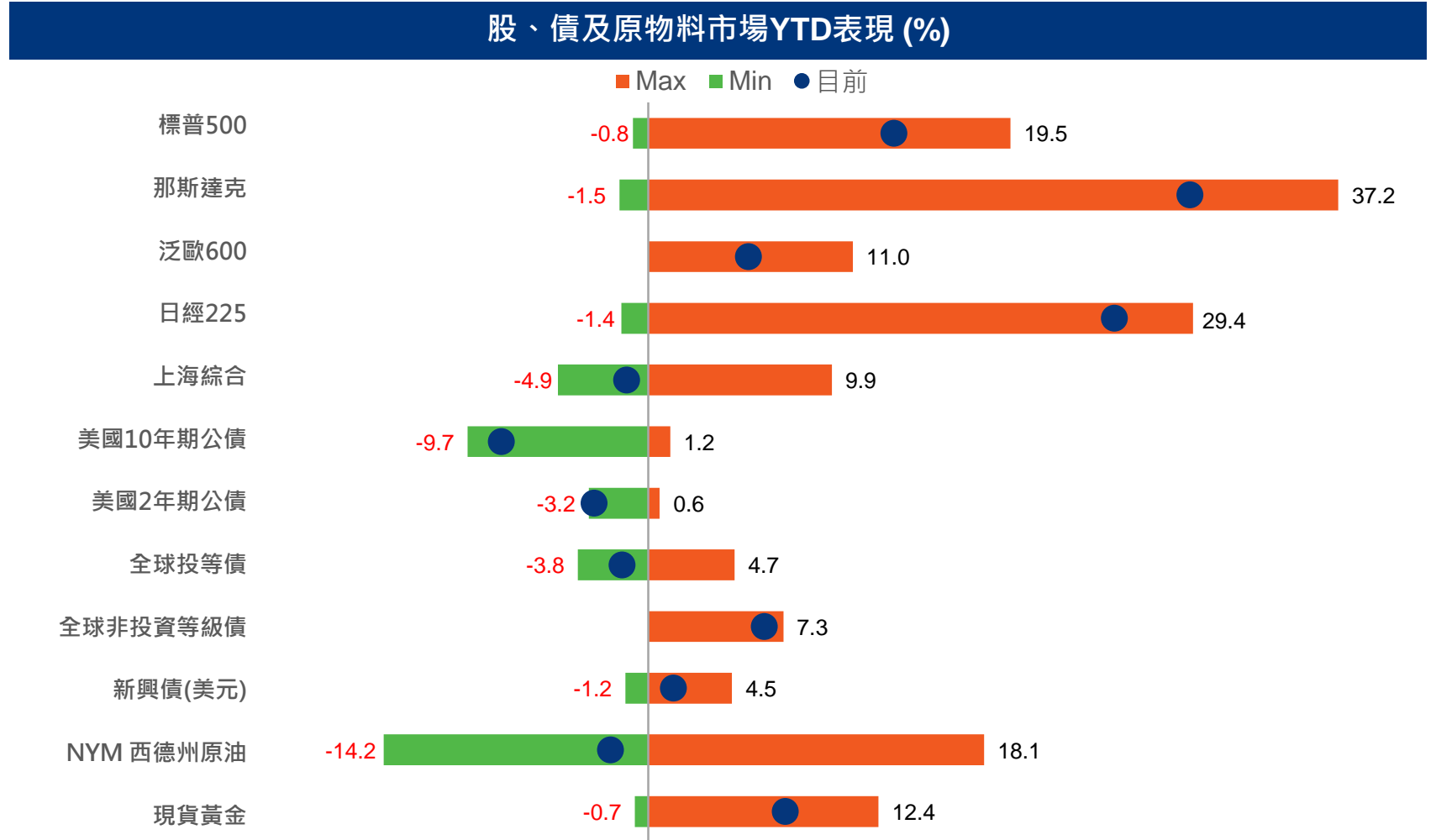
各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2023年11月9日

# 美債利率上行壓力減，全球股債同回升

- ▶ 近期美國公債殖利率從高點回落，偏緊的金融情勢壓力略減，美國10年期公債利率回到至4.6%附近整理，美公債價格反彈，投資級債價格回升，非投等債與新興債亦走揚。利率下降、企業財報多優於預期，持續推動科技股漲勢，為今年主要指數領先者。日圓貶至今年相對低位，帶動日股回揚。歐元區10月服務業PMI為47.8，仍低於前月與景氣榮枯線50下方，歐股表現相對其他成熟股市相對溫吞。
- ▶ 美債利率下滑，美元指數隨之下跌，支持金價於每盎司1,959美元高位整理，中國經濟數據仍趨疲弱，原油價格從今年高位回落。



資料來源：Bloomberg · 2023年11月9日

# 成熟市場

60日線

### 標普500指數反彈至季線



### 那斯達克指數反彈突破至季線上方



### 泛歐600指數箱型整理，尋求站回季線



### 日經225指數W底反彈並回到季線之上



資料來源：Bloomberg · 2023年11月10日

# 新興市場與商品

60日線

### 上綜指數維持下降趨勢，尋求站穩3,000關卡



### 新興市場弱勢反彈，尋求站穩季線



### 黃金價格走勢偏強，於季線上方整理



### 西德州原油跌破季線，尋求支撐



資料來源：Bloomberg · 2023年11月10日

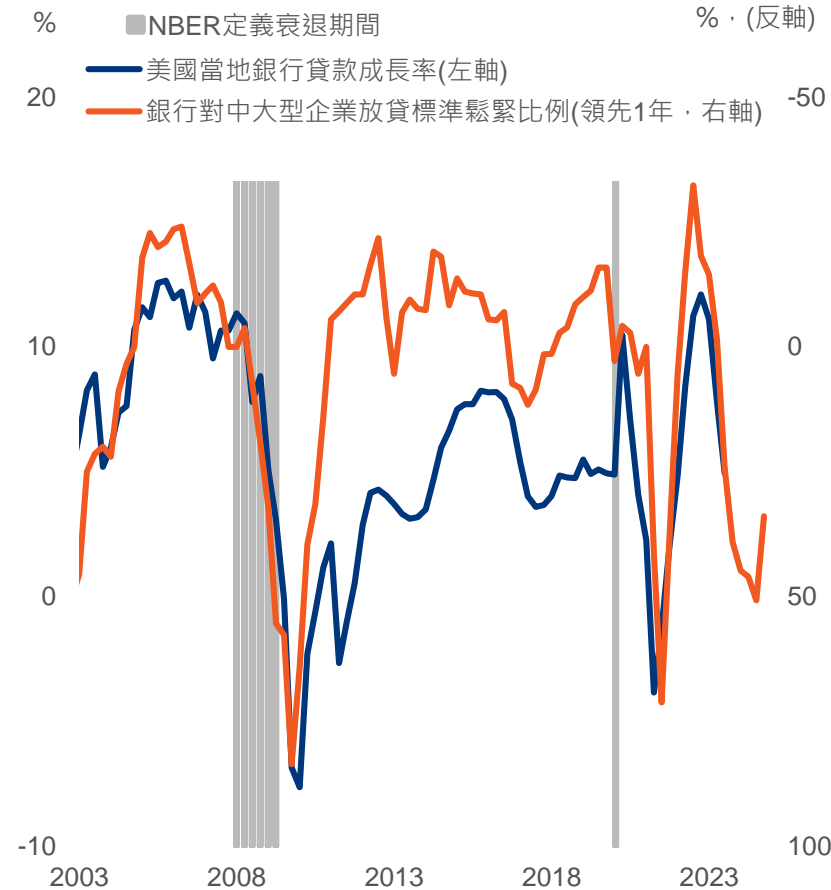


## 熱門議題

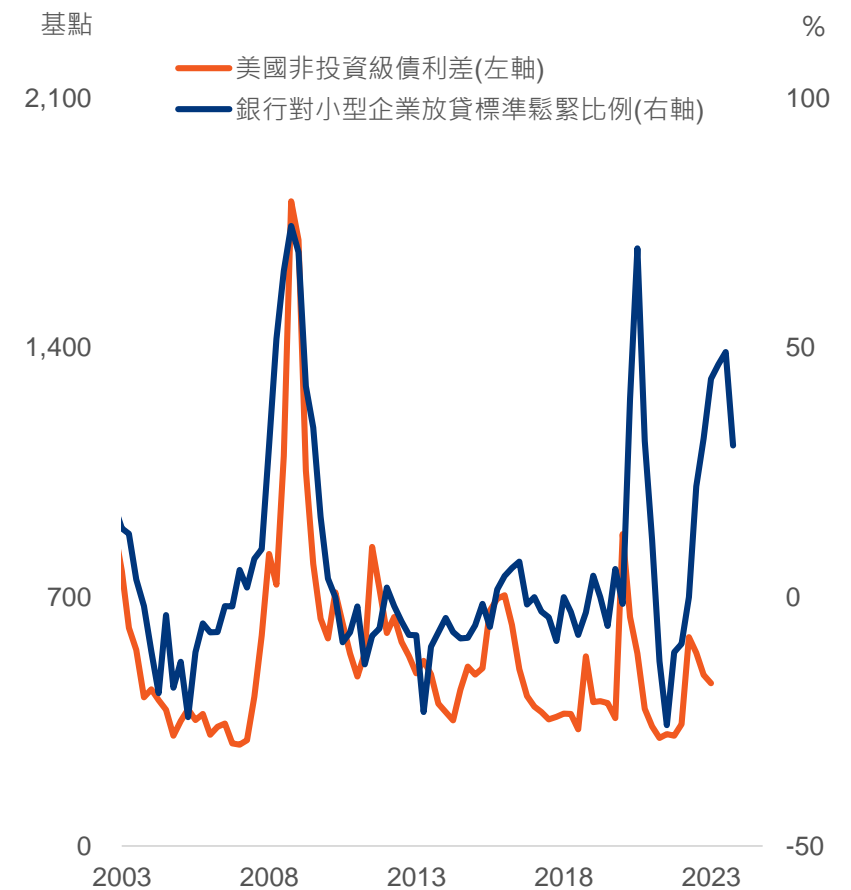
## 美國銀行放貸仍偏緊，選大不選小，留意對經濟影響

- ▶ 聯準會公布10月美國當地銀行放貸意見調查，第三季對大、小型企業的工商業(C&I)貸款標準緊縮步伐稍緩，主因貸款需求仍疲弱，反映經濟前景不確定性增、融資成本上升與流動性下滑的擔憂。檢視過往美國當地銀行收緊企業貸款標準變化對銀行貸款年增率具領先關係，未來幾季銀行貸款可能繼續負成長。過往當銀行貸款持續負成長，景氣多處衰退階段，增添美國當地經濟成長趨緩的可能性。
- ▶ 聯準會維持高利率環境，金融條件持續收緊加劇企業再融資壓力。今年來美國投資級發債量共1.3兆美元逾歷史平均水準，而非投資級企業僅發債1,390億美元低於歷史平均，預期金融環境收緊加重體質弱企業的信用風險，大型龍頭企業債仍較穩健。

## 銀行放貸仍緊，預期放貸量繼續下滑



## 中小型企業債券利差仍面臨上行風險

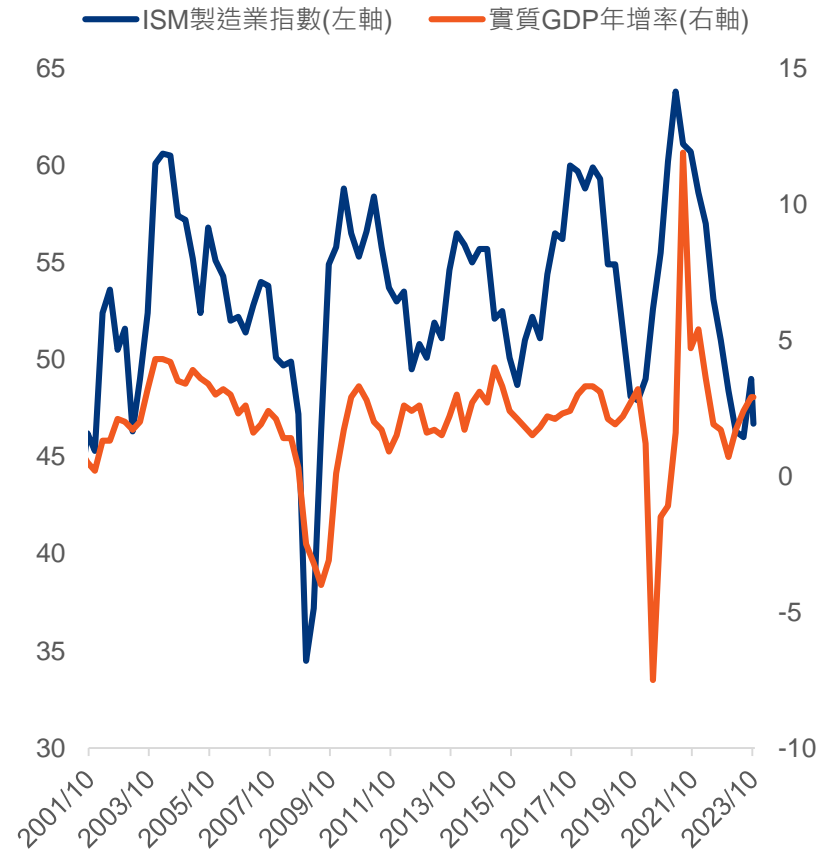


資料來源：Bloomberg，截至2023年11月7日

# 美國ISM服務業、製造業指數暗示經濟成長動能放緩

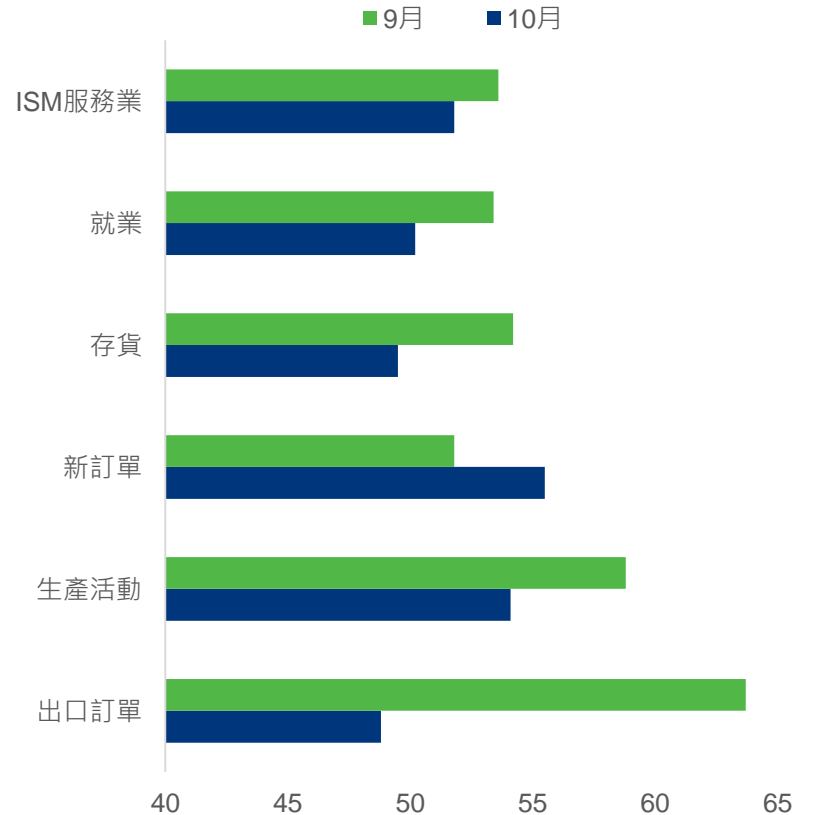
- ▶ 美國10月ISM製造業指數下降2.3至46.7，為一年多來最大月降幅，並處於近5個月的低點，並低於大部分市場分析師預期，主要受到訂單下降且生產成長乏力，以及美國汽車業罷工影響，許多汽車工廠的停工波及到零組件供應商，庫存也以2012年6月以來最快速度下降，迫使汽車製造商出售現有庫存。而過往市場對製造業波動較敏感，暗示第四季美國經濟動能將較第三季放緩。
- ▶ 美國10月ISM服務業指數跌至51.8（前值為53.6），低於市場普遍預期的53.0，顯示該行業的強勁成長正在消退，企業通過「去庫存計畫」應對新訂單的增加，因而使生產活動放緩。出口訂單指標大幅下滑，顯示美國商業需求受到海外經濟疲軟的拖累。

## ISM製造業顯示第四季美國經濟將放緩



## 美國服務業雖仍處擴張區間，但幅度放緩

### ISM服務業主要分項趨勢



資料來源：Bloomberg

## 投資焦點

## 美國零售數字無懼高物價壓力，銷售動能表現佳

- ▶ 美國9月整體零售額月增0.7%，遠高於市場預期的0.3%，主要受到加油站銷售額月增0.9%帶動。若排除汽車銷售，零售銷售月增0.6%，也遠超預期的月增0.2%。由於數據並無根據通膨做調整，因此資料顯示美國消費者並未因高物價而卻步，支出展現韌性，並為美國近期經濟做出貢獻。
- ▶ 在截至9月的三個月平均資料中，可發現動能成長逐漸轉佳，排除餐飲/加油站/建材/車商等項目的對照組別銷售額年化成長率6.4%，為2022年6月以來最大的增幅。整體13個類別中有8個類別的購買量有所增加，顯示零售強勁為全面性的，尤其餐廳、汽車經銷商和零售商店的收入更為強勁。

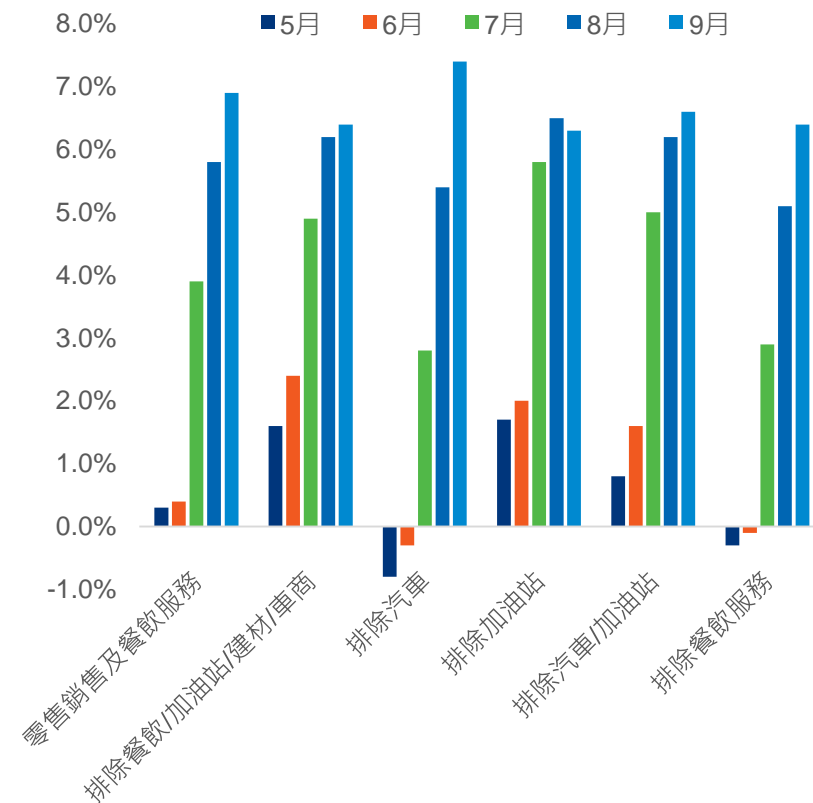
## 美國零售銷售表現佳

美國零售銷售月增率



## 零售銷售大部分項目皆有成長

3個月折合年率平均增長(比較近3月及前3月平均數)

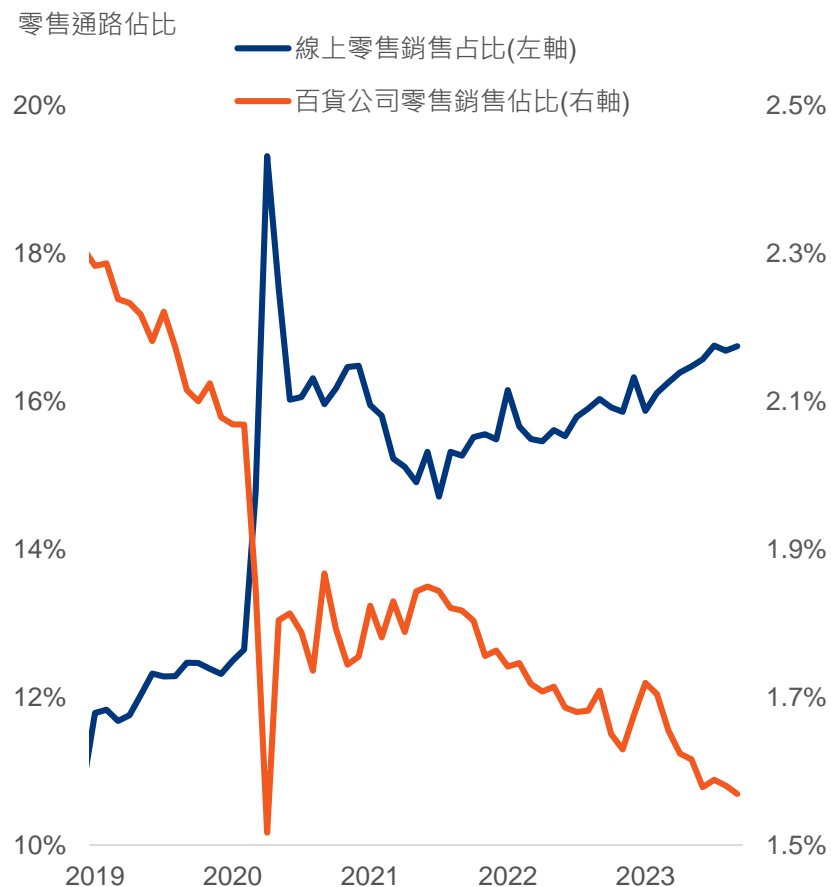


資料來源：Bloomberg

# 線上銷售熱度不減，網路零售產業表現看俏

- ▶ 先前網路零售商推出各種促銷活動以及新支付服務影響下，即使客戶面臨高物價壓力，仍帶動夏季旅遊、娛樂支出增加以及促使民眾囤積必需消費品，網路零售商業績與整體銷售佔比持續攀升。雖金融市場借貸成本上揚加重家庭財務壓力，且經濟亦有降溫趨勢，然而民眾消費動能仍展現強勁力道，加上年終感恩節及聖誕節消費旺季將至，有助零售相關業績表現。
- ▶ 網路零售相關產業績效表現波動較大，年初與暑假期間有較大的反彈，近幾個月雖受到公債殖利率創高而壓抑了表現，然而在整體產業財報不凡、美國零售銷售數據表現佳等正面因素影響下，近期趨勢逐漸轉佳，後續殖利率壓力若有機會持續減輕，相關產業表現可期。

## 線上零售熱度不減，佔比持續攀升



## 網路零售類股績效表現有轉佳的趨勢

標普500指數與網路零售指數績效比較



註：標準化以2022年11月9日為基準值100

資料來源：Bloomberg · 2023年11月8日

# 美國消費旺季將至，布局零售著眼年終民眾購物潛力

標的名稱	SPDR標普零售業ETF XRT	ProShares網路零售業ETF ONLN	Amplify網路零售業ETF IBUY
商品風險等級	R5	R5	R5
持股特色	包含各種零售，並以實體店面零售為主	以網路零售為主，包含美國與其他地區網路銷售	以網路零售為主，並涵蓋商品、服務及旅遊項目
規模	328 (百萬美元) (2023/10/31)	89 (百萬美元) (2023/10/31)	155 (百萬美元) (2023/10/31)
今年來報酬/ 近3年報酬	2.91% / 20.63%	11.82% / -54.76%	16.13% / -54.91%
基準指數	S&P Retail Select Industry Index	ProShares Online Retail Index	EQM Online Retail Index
產業分布	1. 服裝零售 24.4% 2. 其他專業零售 21.5% 3. 汽車相關零售 19.4% 4. 寬線零售 11.4% 5. 其他 23.3%	線上零售 100%	1. 線上零售 39% 2. 網路市場 38% 3. 線上旅遊 12% 4. 全通路零售 11%
前5大持股	1. Casey S General Stores Inc 1.61% 2. Murphy Usa Inc 1.56% 3. Sprouts Farmers Market Inc 1.54% 4. Bj S Wholesale Club Holdings 1.53% 5. Abercrombie + Fitch Co Cl A 1.51%	1. Amazon.Com Inc 24.92% 2. Ebay Inc 8.18% 3. Alibaba Group Holding-Sp Adr 7.4% 4. Pdd Holdings Inc 5.5% 5. Coupang Inc 4.27%	1. Affirm Hldgs Inc 3.31% 2. Upwork Inc 2.88% 3. Booking Holdings Inc 2.67% 4. Liquidity Svcs Inc 2.66% 5. Carvana Co 2.65%

資料來源：MoneyDJ，2023年11月8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>◆ 聯準會主席表示經濟良好、通膨仍高，偏鷹派言論使政策利率維持高位、更久的時間，仍處高檔的殖利率使股市震盪修正、短期有壓。</li> <li>◆ 年底升息循環告一段落，企業獲利今年見底、明年改善，預期美股長期將震盪向上。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。</li> </ul>	<p>策略風格：優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 聯準會再次維持利率不變，延後明年降息時間與降息幅度縮減，美國10年期公債利率高位整理。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，逐步漸增長天期債券部位。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>	<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"> <li>◆ 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；聯準會維持先前利率政策論調，使美元近期高檔有撐。</li> <li>◆ 日本央行維持利率不變，但預期日本通縮結束，未來日銀將逐步調高利率，美日利差長線可能收窄。日銀逢150日圓兌美元央行底線時，干預阻貶跡象明顯，預期日圓未來再大幅貶值空間有限。</li> </ul>	<p>美元高檔有撐，日圓再貶空間有限</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：5.25% - 5.50%</p> <p>最近會議(2023/11)：維持利率不變 前次會議(2023/9)：維持利率不變</p>	<p>聯準會再次維持利率不變，基準利率保持在5.25%~5.5%，強調聯準會仍視景氣數據為未來升息依據，保留進一步收緊貨幣政策彈性，暗示將維持高利率更久的時間收緊金融環境抑制通膨。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>	31%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：4.00%</p> <p>主要再融資操作：4.50%</p> <p>邊際借貸機制：4.75%</p> <p>最近會議(2023/10)：維持利率不變 前次會議(2023/9)：+25 bps</p>	<p>歐洲央行暫停升息，並不意味著永不升息，主要反應近期歐元區經濟表現疲弱，加上通膨已出現放緩，使歐央暫停升息，避免對經濟造成過重壓力。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，但央行內部已開始討論是否應提前結束PEPP。</p>	52%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.25%</p> <p>最近會議(2023/11)：維持利率不變 最近會議(2023/9)：維持利率不變</p>	<p>英國銀行11月維持利率不變，今年經濟成長率預估至0.50%。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>	33%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/10)：維持利率不變 前次會議(2023/9)：維持利率不變</p>	<p>將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，調整10年期公債殖利率控制(YCC)放寬10年債的殖利率上限彈性允許至1%以上。維持購買股票ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持企業債持有規模在2兆日圓，逐步放寬至3兆日圓。</p>	131%

資料來源：Bloomberg

# 財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2023/11/7	福泰製藥公司(VRTX)	2.50B	2.48B	3.92	3.97		V
2023/11/7	恩智浦半導體股份有限公司(NXPI)	3.40B	3.43B	3.61	3.70	V	V
2023/11/7	氣體產品與化學(APD)	3.35B	3.19B	3.11	3.15		V
2023/11/7	艾默生電氣(EMR)	4.19B	4.09B	1.31	1.29		
2023/11/8	西方石油(OXY)	7.06B	7.40B	0.87	1.18	V	V
2023/11/8	吉利德科學公司(GILD)	6.81B	7.10B	1.91	2.29	V	V
2023/11/9	華特迪士尼公司(DIS)	21.37B	21.24B	0.71	0.82		V
2023/11/9	碧迪醫療器械有限公司(BDX)	5.02B	5.10B	3.42	3.42	V	

資料來源：Investing.com



# 重要經濟數據 / 事件

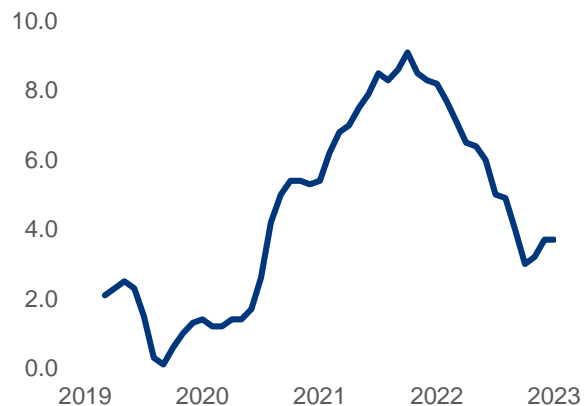
► Nov 2023

<p><b>6</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 歐元區10月服務業PMI (實際:47.8 預估:47.8 前值:47.8)</li> </ul>	<p><b>7</b> Tuesday</p>	<p><b>8</b> Wednesday</p>	<p><b>9</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 中國10月CPI月增率 (實際:-0.1% 預估:0.0% 前值:0.2%)</li> <li>• 中國10月PPI年增率 (實際:-2.6% 預估:-2.7% 前值:-2.5%)</li> </ul>	<p><b>10</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國11月密西根大學消費者預期指數 (前值:59.3)</li> <li>• 美國11月密西根大學消費者信心指數 (預估:64.0 前值:63.8)</li> </ul>
<p><b>13</b> Monday</p>	<p><b>14</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國聯邦財政預算</li> <li>• 歐洲第三季GDP年增率 (前值:0.10%)</li> <li>• 美國10月CPI月增率 (前值:0.40%)</li> <li>• 美國10月核心CPI月增率 (前值:0.30%)</li> </ul>	<p><b>15</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 日本第三季GDP季增率 (前值:1.20%)</li> <li>• 美國10月PPI月增率 (前值:0.50%)</li> <li>• 美國10月零售銷售月增率 (前值:0.70%)</li> </ul>	<p><b>16</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國10月工業生產月增率 (前值:0.30%)</li> <li>• 美國11月費城聯邦儲備銀行製造業指數(前值:-9.0)</li> </ul>	<p><b>17</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 歐洲10月CPI年增率 (預估:2.90% 前值:4.30%)</li> <li>• 歐洲10月核心CPI年增率 (預估:4.20% 前值:4.50%)</li> <li>• 美國10月營建許可總戶數 (前值:1.471M)</li> <li>• 美國10月新屋開工總戶數 (前值:1.358M)</li> </ul>

資料來源：Investing.com

# 附錄

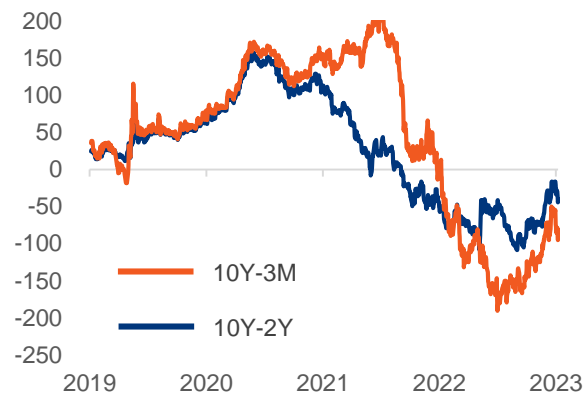
### 美國物價指數年增率(%)



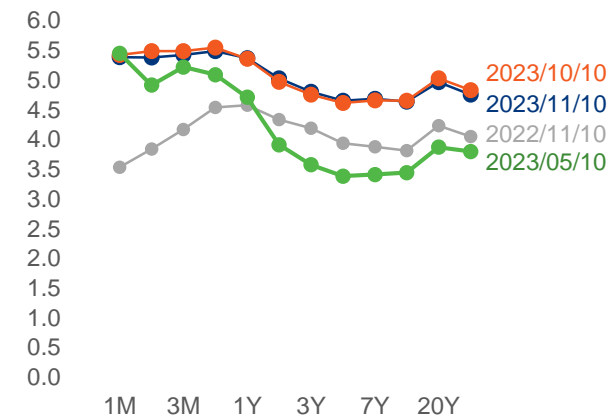
### 美國10年期公債殖利率(%)



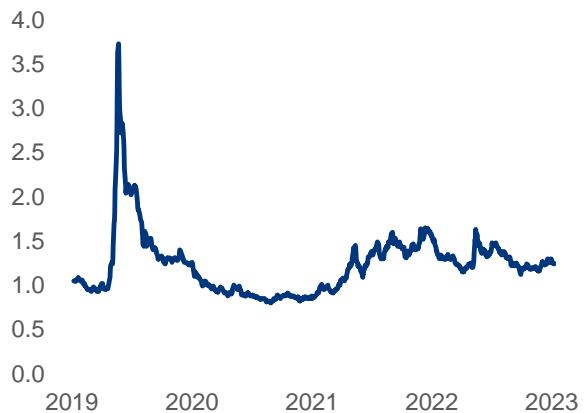
### 美國公債利差(bps)



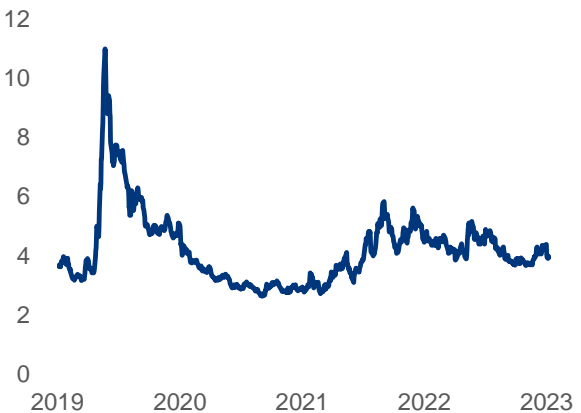
### 美國公債殖利率曲線(%)



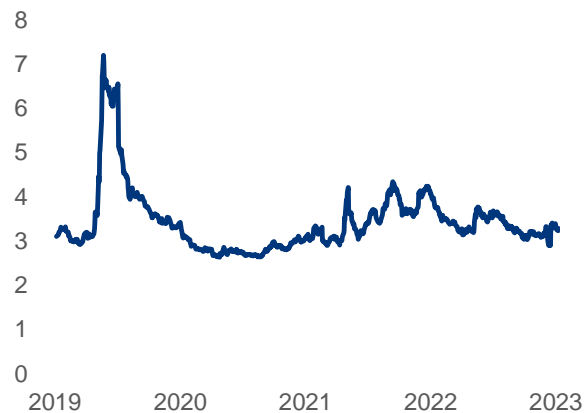
### 美元投資級公司債利差(%)



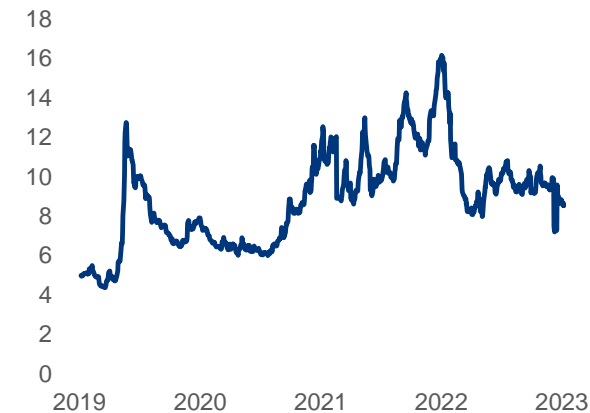
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



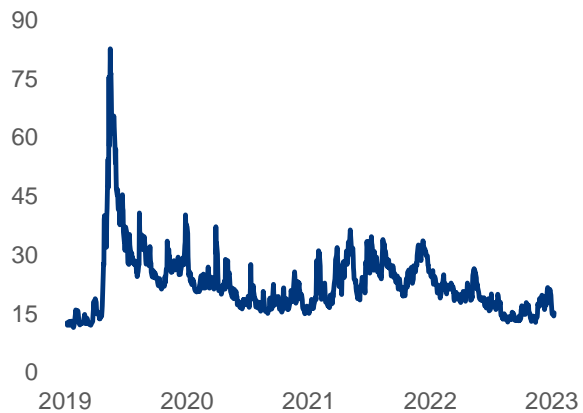
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



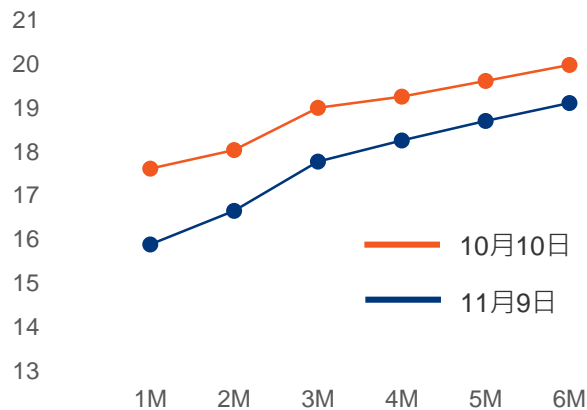
資料來源：Bloomberg · 2023年11月10日

# 附錄

### VIX指數



### VIX期間結構



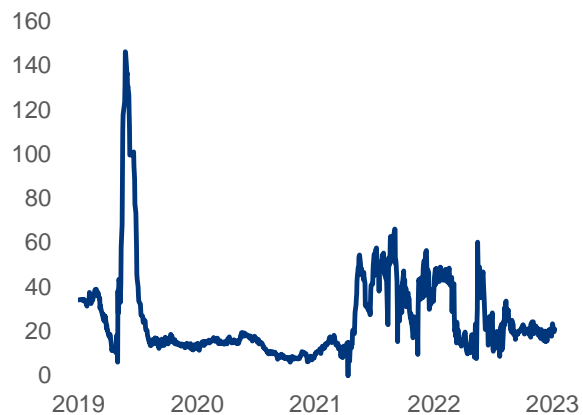
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



### 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11月10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。