



凱基證券

好了就喊停

Just Say When

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年11月24日



01 市場回顧

金融情勢未再趨緊，
市場波動低位整理



02 熱門議題

- 巴西改革與寬鬆政策，激勵股市強彈
- 輝達財報優於預期，科技成長仍可期



03 投資焦點

不論景氣多或空，
科技債從容因應



04 下週重要數據

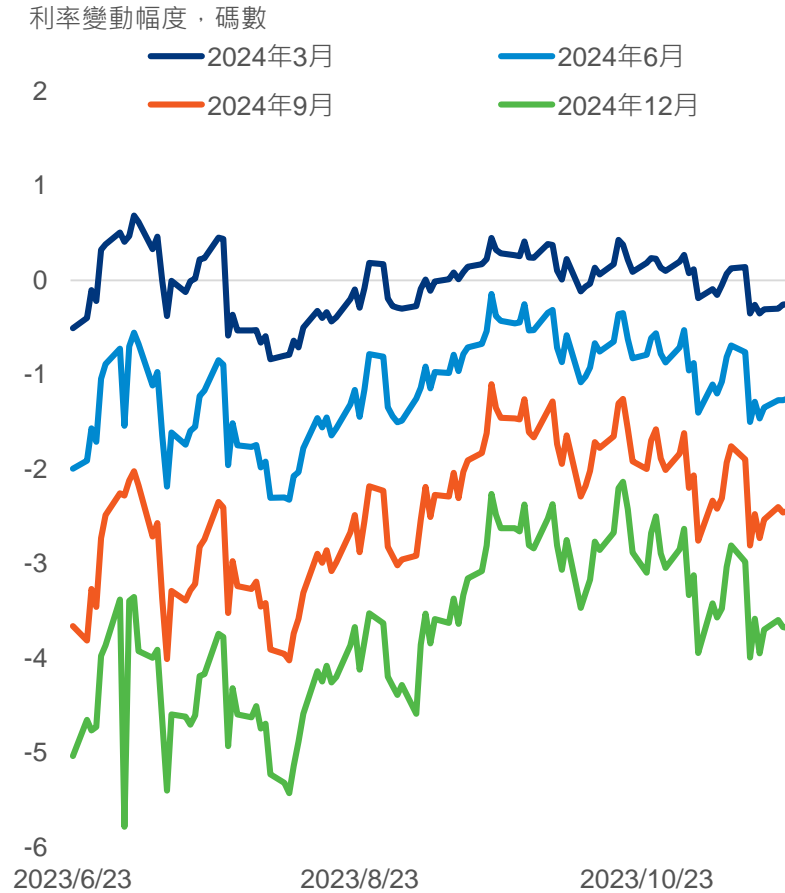
中國製造業PMI、美國
房市數據、PCE物價、
ISM製造業PMI



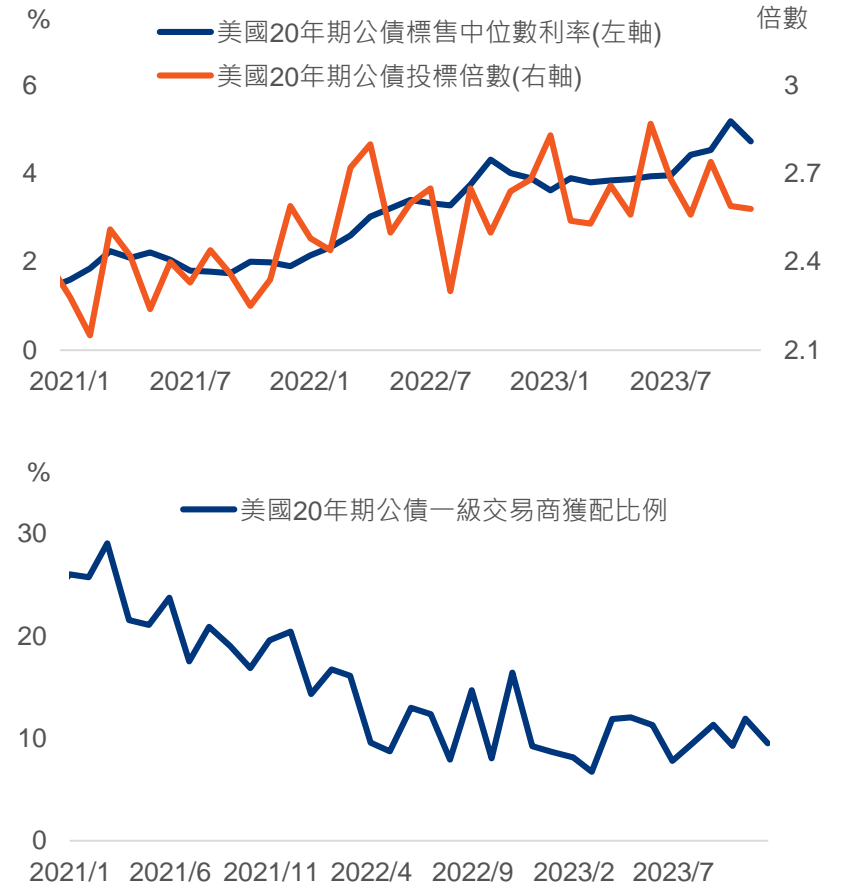
聯準會保持鷹派論調，投資人情緒隨之擺盪

- ▶ 美國通膨雖放緩但仍高於政策目標，但聯準會仍需見到通膨朝目標靠攏，政策態度才會明確轉向停止升息。這也反映在聯準會會議紀要上，官員們擔憂通膨持續或再度走升，將維持「限制性」的高利率水準一段時間，若有必要不排除進一步升息。官員謹慎前行的政策訊號已在市場預期中，因此會議紀要公布後，投資人對最快明年第二季降息預期無明顯變化。
- ▶ 美國財政部標售20年期公債共160億美元，其中：(1)得標利率4.78%低於預期發行利率4.79%，(2)投標倍數為2.58倍，略低於前次10月標售的2.59倍，(3)一級交易商獲配比例為9.5%，低於前次標售獲配比例11.9%及今年來獲配比例平均值9.8%，顯示投資人對美國長天期公債雖未熱烈追捧但需求買氣仍在。

Fed保持鷹派，市場預估最快明年第二季降息



美國20年期公債標售需求回溫



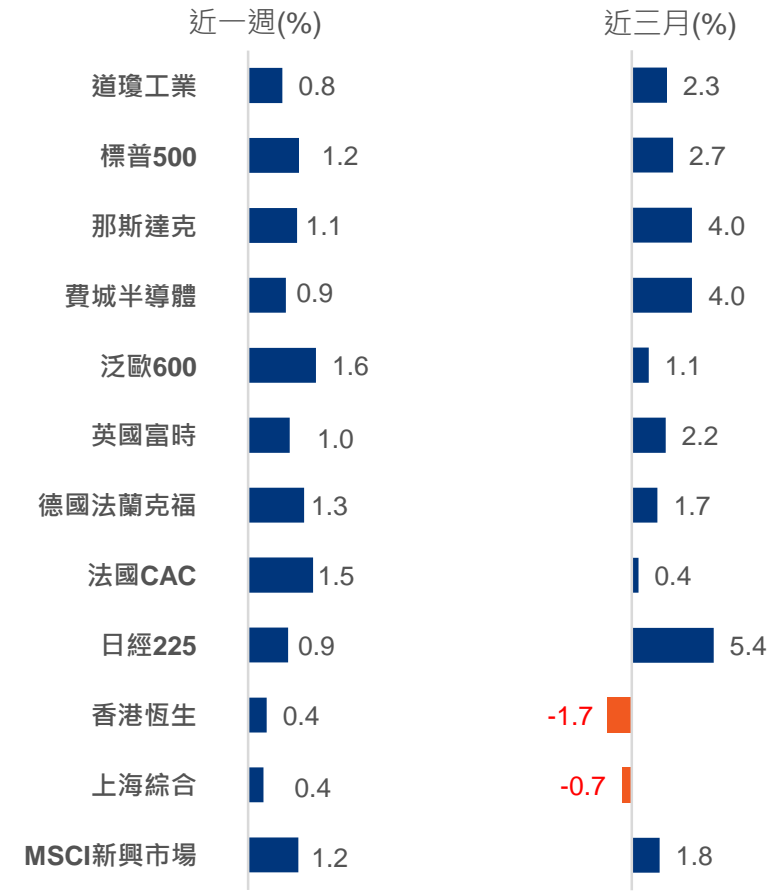
資料來源：Bloomberg

市場回顧

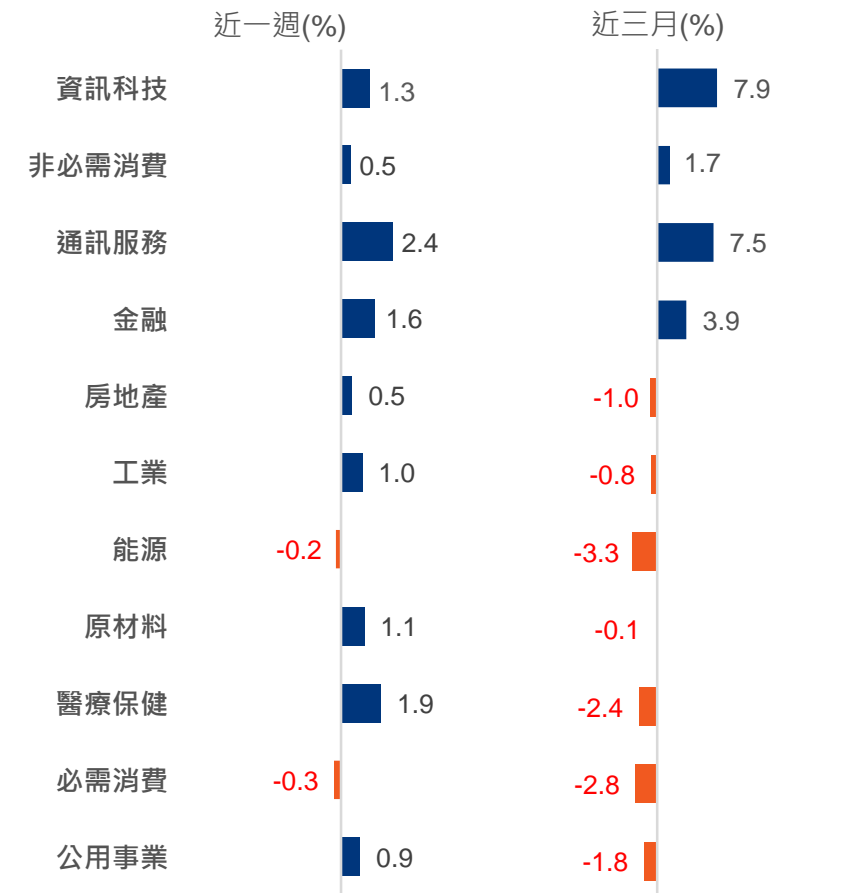
金融情勢偏寬鬆，感恩節前夕股市收紅

- ▶ 儘管聯準會公布會議紀要維持鷹派論調，市場預期聯準會升息已近尾聲，金融情勢朝寬鬆發展，投資人風險偏好回升，美股波動下探近5年低位，支持全球股市上漲。歐洲央行亦公布金融穩定報告與貨幣政策會議紀要，央行官員對經濟看法偏下行，雖不排除仍有升息可能，但對通膨降溫保持樂觀態度，強化市場對於升息循環結束臆測，歐股隨之走揚。
- ▶ AI科技龍頭輝達財報優於預期，但示警出口中國限制可能對獲利產生影響；OpenAI執行長被罷免後戲劇般回鍋成為科技圈另一焦點；臉書母公司Meta Platforms將AI團隊分拆，將更多資源轉移到生成式AI，顯示市場對AI發展重視程度，並激勵科技與通訊服務類股表現。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

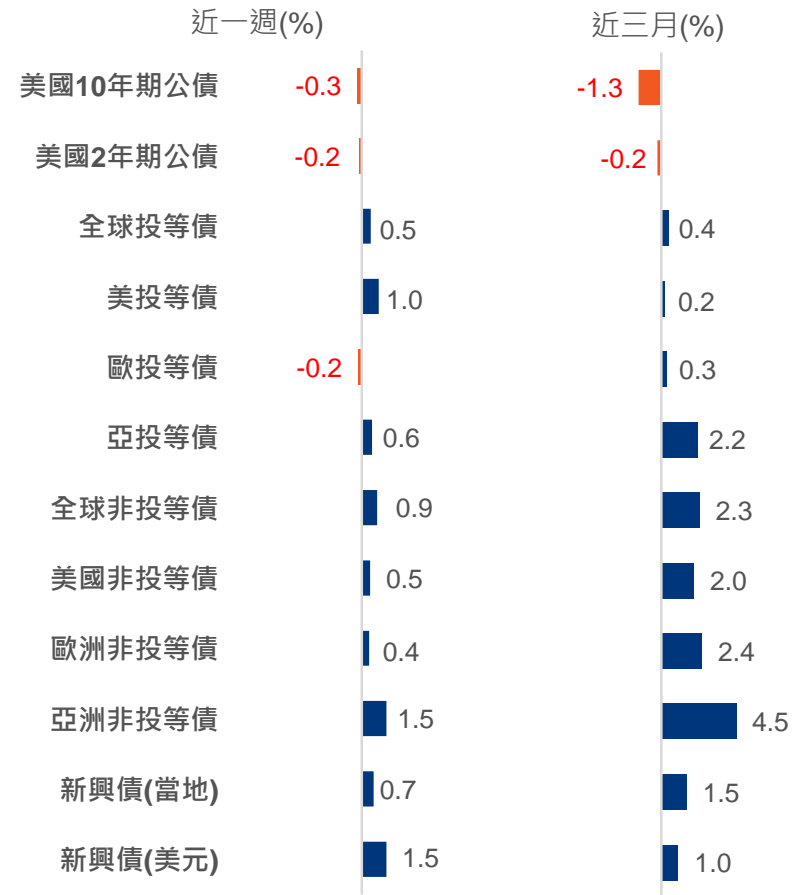


資料來源：Bloomberg · 2023年11月24日

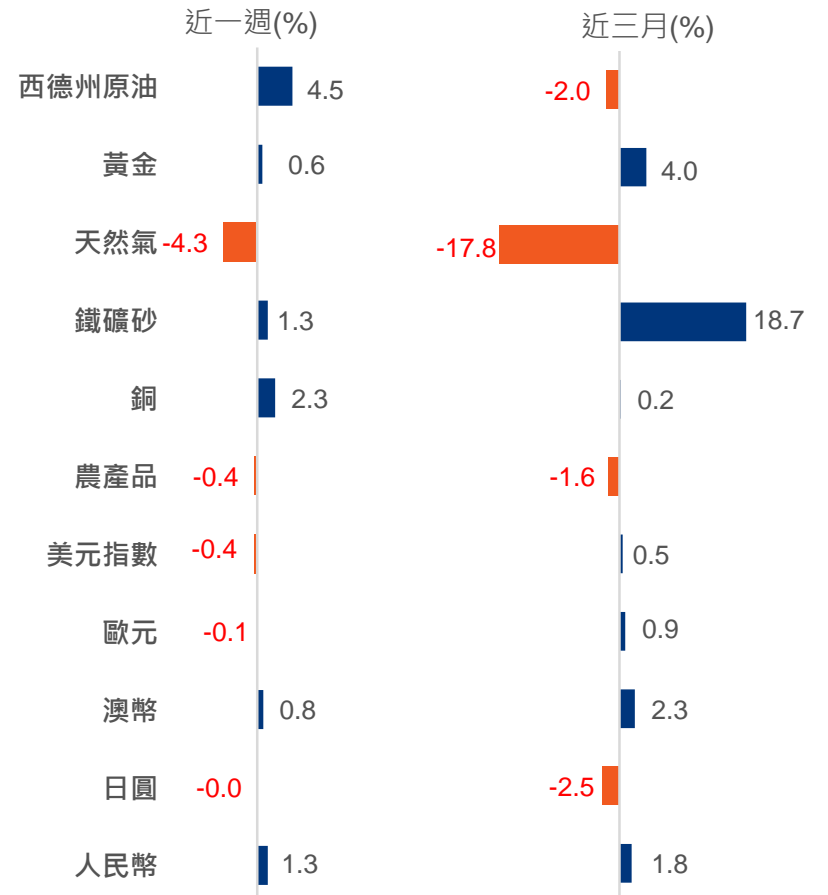
Fed維持鷹派論調符合市場預期，信用債漲聲回應

- ▶ 美國經濟數據顯示景氣有趨緩跡象，聯準會會議紀要傾向多觀察數據決定是否升息，市場維持Fed升息有望見頂，最快明年中旬開始降息的預期。截至11月20日，近一個月有超過160億美元資金湧入公司債基金，為2020年7月以來單月最高淨流入量，信用債利差收斂挹注債券表現，同時資金流入激勵近一週新興債漲勢。
- ▶ OPEC+意外延遲產量會議，將能源部長會議延至下週11月30日召開，引發市場對全球原油供給疑慮，油價通週震盪走揚。歐洲供應危機緩解，在綠能政策帶動下，計畫以核電廠代替部分天然氣廠的產出，天然氣價格走弱。美國暫停升息預期不變，美元指數走弱。黃金受惠美元走弱與實質利率下行，漲至1,994美元/盎司。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2023年11月24日

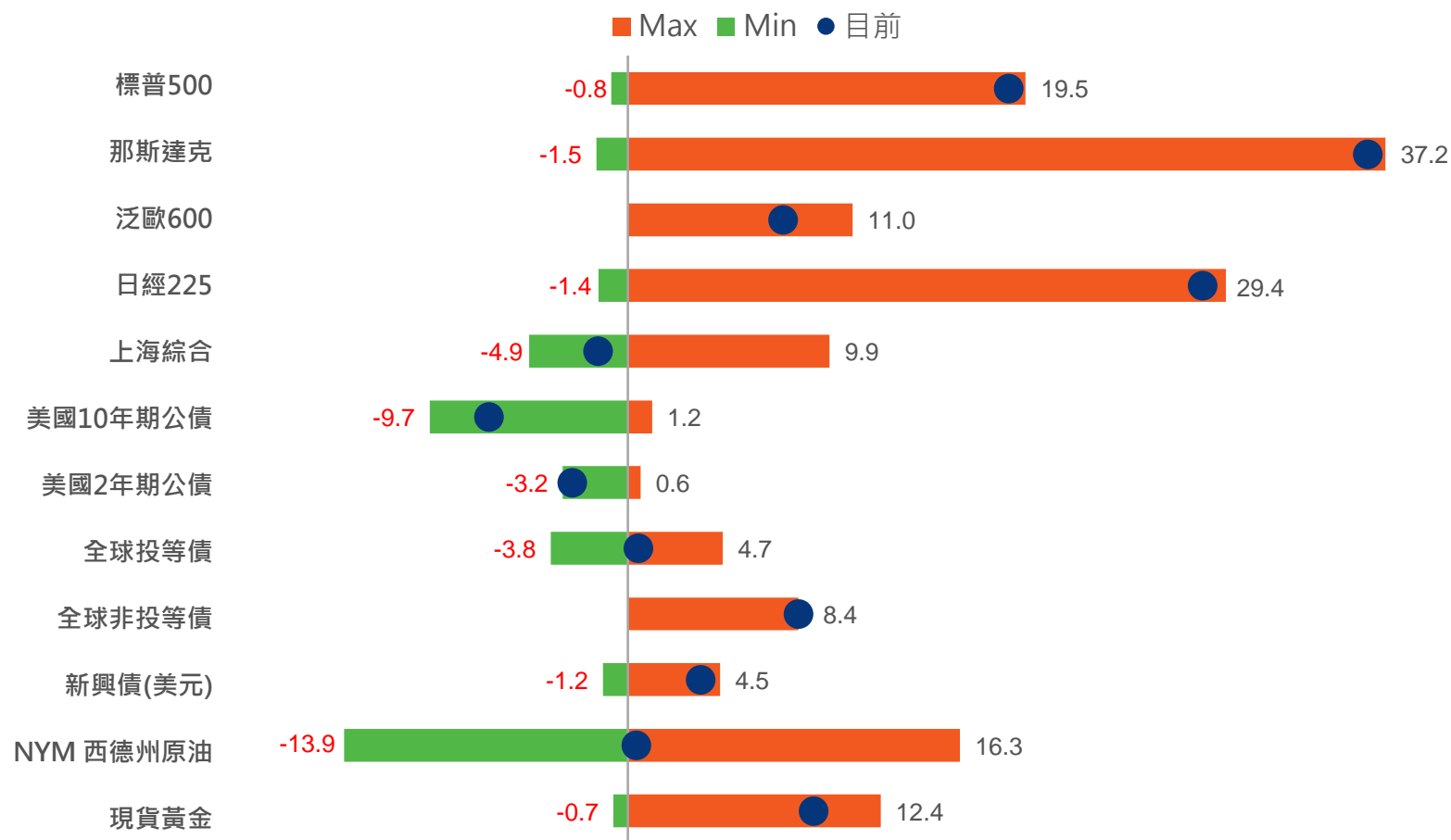
美債殖利率低盤，股、債同步續揚

▶ 適逢感恩節假期，市場交投清淡，美國10年期公債利率盤整在4.4%，然資金流入推升全球債市上漲。風險情緒回溫，全球非投資等級債隨股市漲至今年高位，新興市場美元債漲幅次之。科技股表現最為強勁，那指年迄今漲幅約36%，費城半導體指數更是大漲約48%，標普500指數也接近今年高點。偏弱日圓提振日本出口產品競爭力，日股近月上漲7%，回到今年相對高點。陸股持續偏弱盤整。

▶ 石油輸出國組織OPEC+會議遞延，暗示減產協商存在難度，市場預期減產協議延續至明年第一季的計畫可能破局，需求下降、供給不減，加重油價跌勢，近月跌幅達8.8%，今年以來的漲幅幾盡回吐。以色列和哈瑪斯達成暫時停火協議，避險情緒稍淡，然黃金漲勢不減，挑戰2,000美元關卡。

資料來源：Bloomberg · 2023年11月24日

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



成熟市場

60日線

標普500指數突破季線、強勢反彈，帶動季線上彎



那斯達克指數突破季線並跳空往上，短線偏強



泛歐600指數突破季線、季線趨平，觀察後續是否擺脫頹勢



日經225指數強勢反彈至箱型區間上緣，離創高咫尺之遙



資料來源：Bloomberg · 2023年11月24日

新興市場與商品

60日線

上綜指數弱勢反彈至季線，留意技術面反壓



新興市場反彈，觀察後續季線支撐力道



黃金價格穩步向上，可望突破前波高點



西德州原油大幅回檔、向下趨勢未變，先觀察是否止穩獲支撐



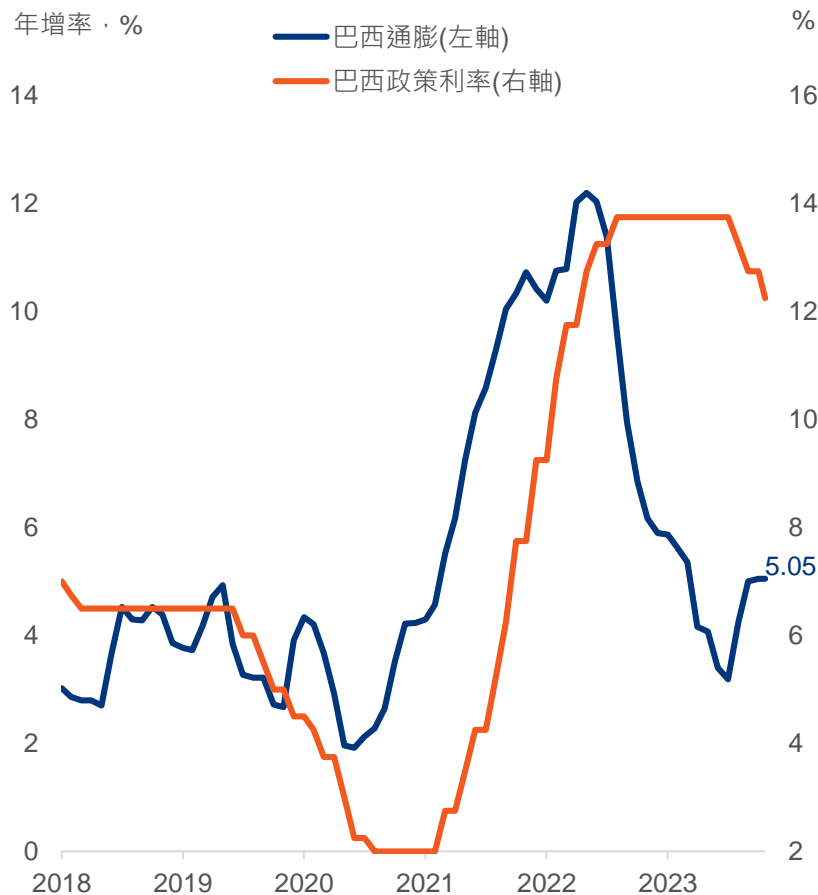
資料來源：Bloomberg · 2023年11月24日

熱門議題

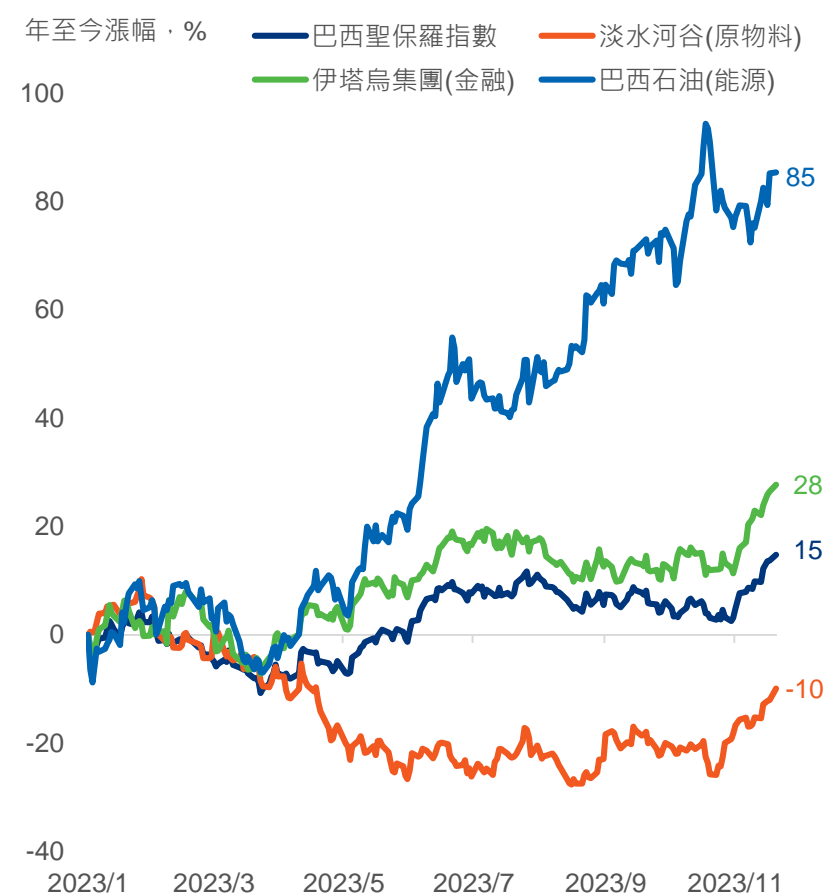
改革新政與寬鬆貨幣政策，激勵拉美股市強彈

- ▶ 拉丁美洲通膨已大幅下滑，以巴西為例，通膨從去年高點12%回落至5%，讓央行貨幣政策轉向寬鬆，基準利率已調降150個基點，除有利國際資金回流股債市外，也有助國內企業資金借貸和經濟發展。
- ▶ 重新回鍋的巴西左派總統魯拉實施改革，宣布將巴西石化產業去美元化，建立新油價與相關衍生性商品的價格措施，不再與美元油價掛鉤。巴西石油公司表示，此將重獲自訂價格的彈性。因生產成本較他國低廉，巴西國內汽、柴油也大幅降價，激勵公司股價大漲，年至今漲幅高達85%，帶動指數上漲。另，鄰國墨西哥也受惠低廉人力，在供應鏈重組的浪潮下，成為汽車與製造業新生產基地，巴西、墨西哥股市在資金流入下，迎來新一波漲勢，然欲投資須留意波動較大。

通膨降溫，巴西降息貨幣政策轉趨寬鬆



政策改革激勵巴西石油、原物料類股上漲



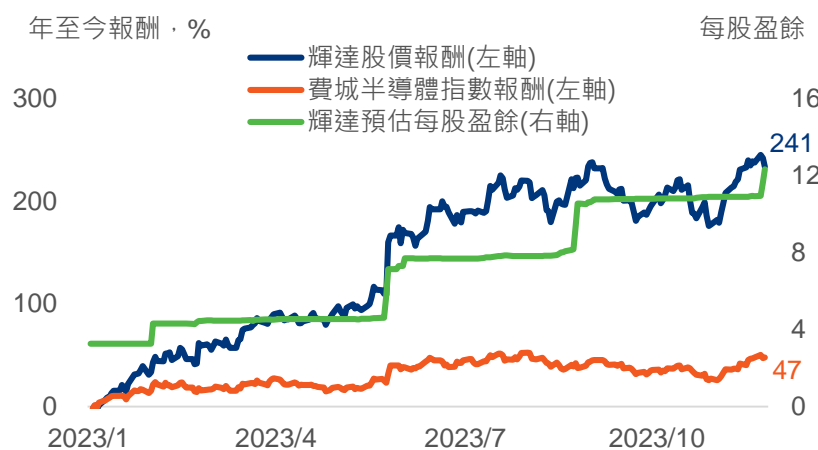
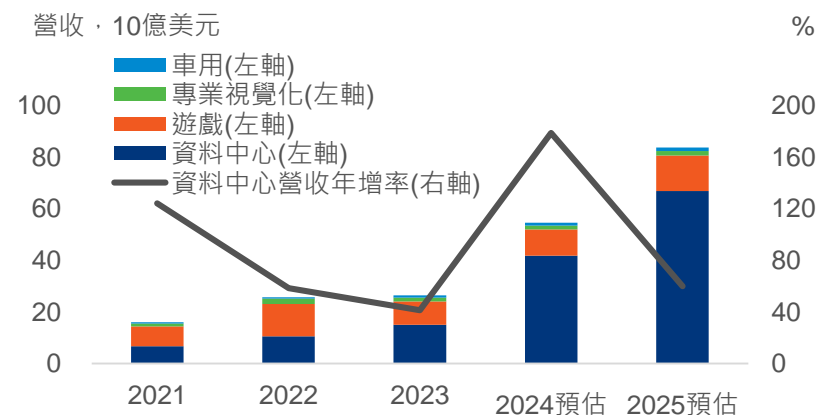
資料來源：Bloomberg · 2023年11月22日

輝達財報表現亮眼，為科技成長打下強心針

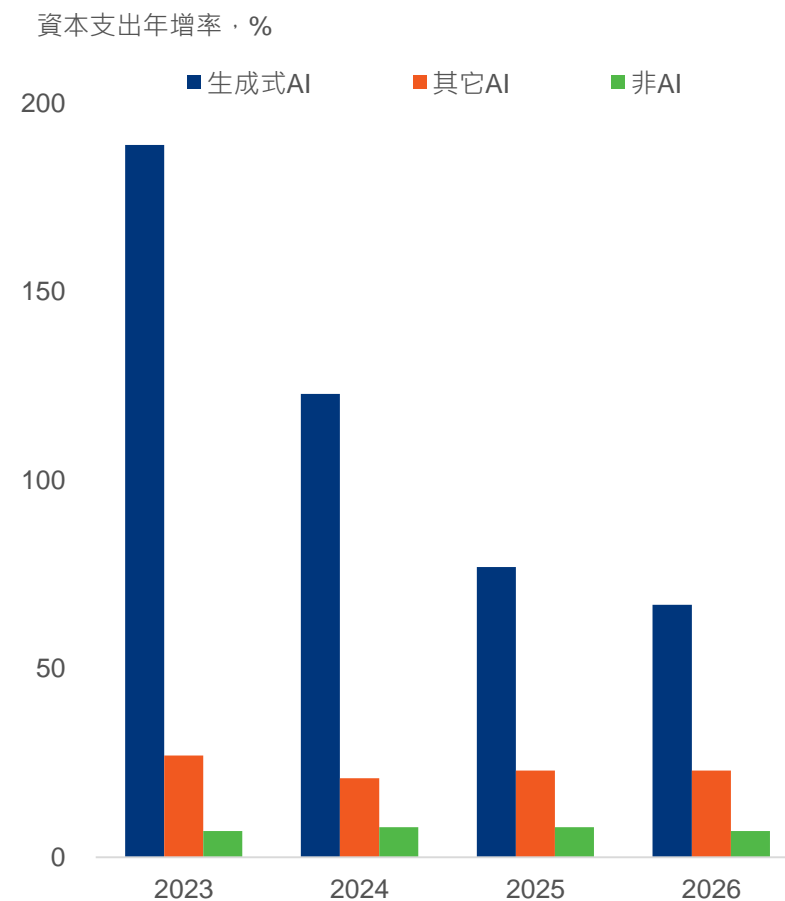
▶ 輝達公布財報營收與獲利分別年增206%與593%皆優於預期，營收成長主要來自資料中心，同時季營收展望為200億美元亦高於市場預估。儘管公司預估美國出口管制影響，中國營收有惡化疑慮，輝達股價創高後出現震盪，但公司對於資料中心明後年成長仍具信心，預期生成式AI浪潮將擴展到消費網路、企業與工業領域。

▶ 依IDC機構預估，2023年全球企業針對包括軟體、硬體設施與相關商業服務等生成式AI技術投資近160億美元，預計至2027年支出將擴大至1,430億美元，期間年複合成長率(CAGR)達73%，在AI伺服器與終端設備製造商的需求拉動下，IDC預計明年半導體市場將見底並恢復成長，2024年全球半導體預估營收將年增20.2%，驅動科技類股後續成長動能。

輝達資料中心營收強勁，推升相關半導體股價



科技業加大生成式AI資本支出增添成長動能



資料來源：Bloomberg · IDC · 2023年11月23日

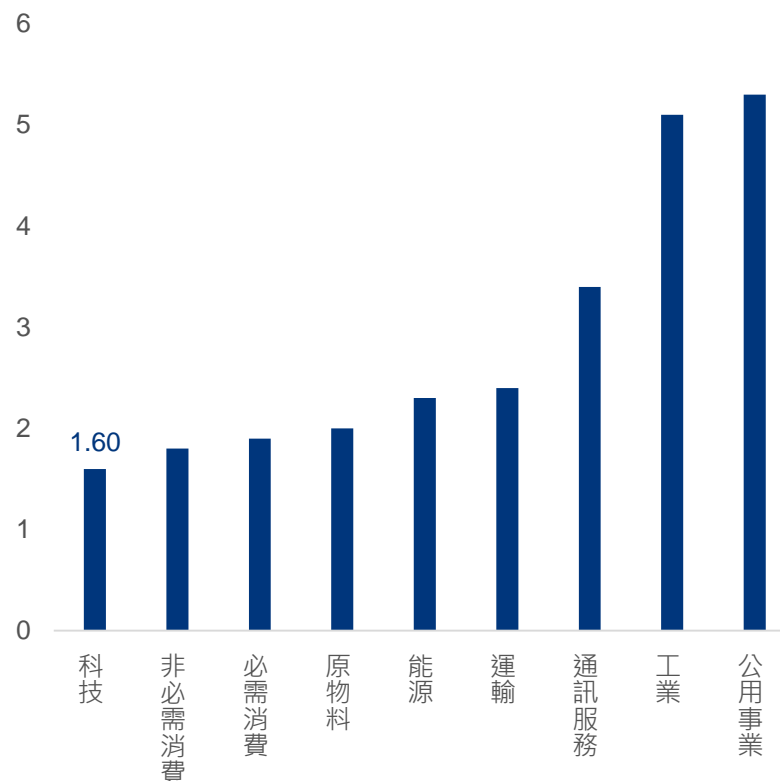
投資焦點

科技業手上現金滿滿，強化債信體質與抗震力

- ▶ 美國大型科技企業手上現金充沛，平均自由現金流量佔債務比例達79%，平均淨財務槓桿僅1.6倍為各產業中最低，等同僅需不到2年的企業獲利期間即可清償債務。考量科技業庫存去化回歸正常，獲利動能築底回升挹注現金流，進而強化科技企業債信體質。
- ▶ 全球企業違約數截至今年10月來到127家，較近五年平均高出13%，其中美國為各區域中違約企業數減少者。儘管近年經歷40年來少見的高通膨與高利率環境，美國經濟仍具韌性且違約數低。檢視今年各產業違約情況，高違約率產業分別為娛樂/媒體、消費服務與醫療等產業，而能源與天然氣與科技相對較低，若後續高利率環境持續推升美國企業違約率，可適度配置現金流豐沛的科技企業債降風險。

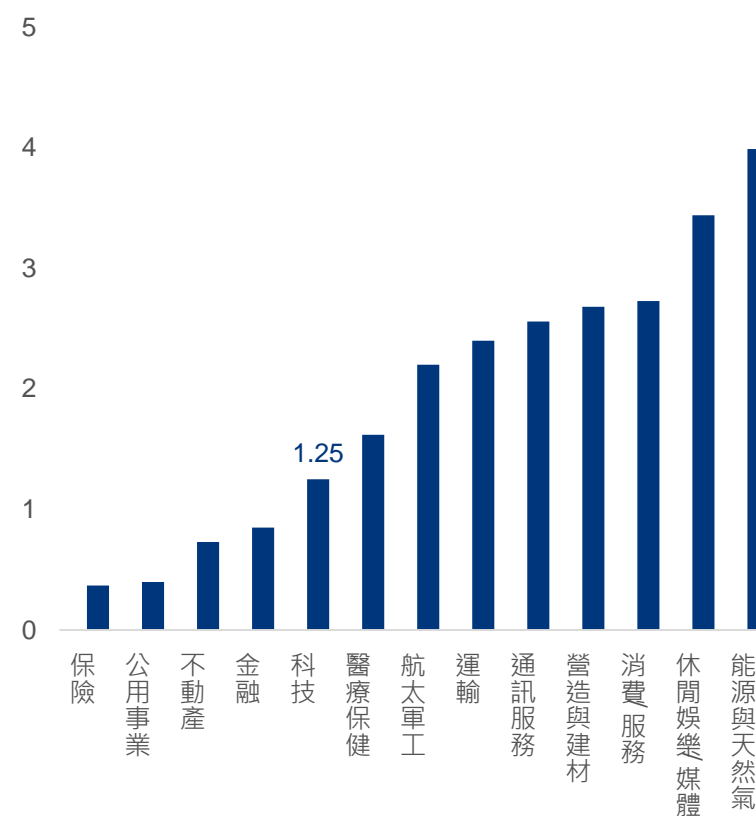
美國科技業帳上現金豐沛，債信體質相對佳

美國投資級企業淨財務槓桿，倍數



美國科技業歷史平均違約率僅1.25%

過去40年各產業平均違約率，%

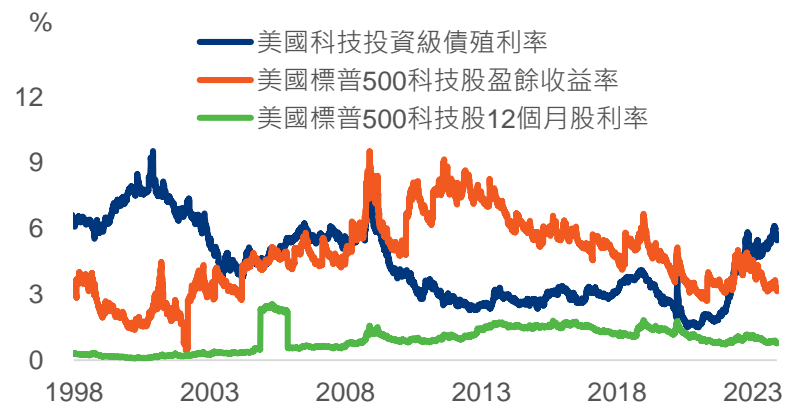


資料來源：Bloomberg，S&P Global Ratings，2023年11月23日

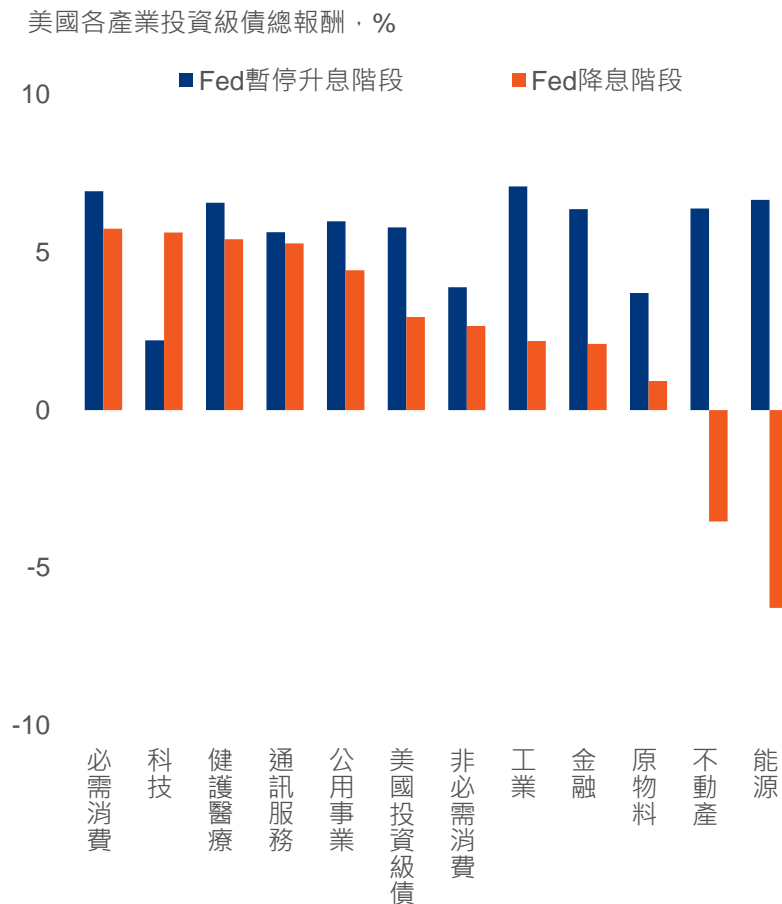
科技債息優於股息，因應暫停升息的好選擇

- ▶ 聯準會為抑制通膨將維持高利率水準更久時間，此時配置科技債券主要基於以下考量：(1)當前美國科技投資級殖利率明顯高於美股科技股盈餘收益率*，(2)聯準會升息推動美國科技投資級債平均殖利率逾5.5%，而美國核心個人消費支出年增率已降至3.7%，顯見當前科技企業所發行投資級債已具備實質購買力與投資價值。
- ▶ 市場預期聯準會將處暫停升息階段，檢視過往暫停升息時期，美國科技投資級債仍為正報酬表現。此外，因科技企業債信體質相對強健，平均債券到期期間可達7.4年高於整體美國投資級債平均水準。未來當美國公債利率從高點回落，除可減輕企業融資成本外，同時挹注債券資本利得表現，為Fed暫停升息後適時配置的好選擇。

科技債殖利率可滿足穩健領息需求



面對利率下行階段，科技債表現相對穩健



資料來源：Bloomberg，左圖美國科技投資級債以彭博美國科技投資級債指數(I00394US Index)為代表，*盈餘收益率為美標普500科技類股預估本益比之倒數，右圖統計美國投資級債指數(LUACTRUU Index)2000年1月1日至2023年10月31日之平均債券報酬中位數，2023年11月23日

利率循環近尾聲，買科技債鎖好利

單一債券				債券ETF	
債券名稱	國際商業機器 (IBM 4.75 02/06/33)	微軟公司 (MSFT 5.2 06/01/39)	思科系統股份有限公司 (CSCO 5.5 01/15/40)	標的名稱	凱基科技債10+ ETF (00750B)
商品風險等級	R3	R1	R2	商品風險等級	R2
資格	非專業投資人	非專業投資人	非專業投資人	持債特色	持有長天期美元計價科技債券為主，平均存續期13.8年
到期日	2033年2月6日	2039年6月1日	2040年1月15日	規模	4,480 (百萬台幣) (2023/10/31)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	A3/-/A-	Aaa/-/AAA	A1/-/AA-	今年來報酬/ 近3年報酬	3.75% / -21.31%
最低申購金額/ 增額	100,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	基準指數	彭博10年期(以上)美元科技業公司債券指數
票面利率	4.75% / 半年配	5.20% / 半年配	5.5% / 半年配	類型分布	1. 科技 99.33% 2. 流動資產 0.67%
YTM/YTC(%)	4.79 / 4.79	4.55 / 4.55	5.02 / 5.02	年化配息率(%)	4.90
特色	提供整合式軟硬體解決方案服務，包含雲端運算、AI、商業軟體、物聯網、資訊設備規劃建置、資訊安全，讓企業與政府能順利數位轉型。在混和雲端以及 AI 領域有絕佳的表現，多次被IDC評選為世界最佳 AI 系統與軟體供應商。	是世界上最大的軟體和雲端服務龍頭企業，以研發、製造、授權及提供廣泛的電腦軟體服務為主。核心產品具強大市佔率，除原先商務應用外，新推出AI服務功能，收購Activision Blizzard股權擴大業務延伸至消費性市場。	為全球科技類股市值第十五大的科技公司，主要開發、設計、製造和銷售以網路協議(IP)基礎之網路、通訊和資訊科技相關產品，展望2024財年收入將持續增長，每股盈餘成長動能預期將超過收入增長，反映毛利改善與成本控管。	前5大持股	1. AVGO 3.137 11/15/35 1.99% 2. IBM 4 1/4 05/15/49 1.94% 3. ORCL 6.9 11/09/52 1.91% 4. AAPL 4.65 02/23/46 1.86% 5. ORCL 6 1/2 04/15/38 1.62%

資料來源：單一債券為凱基證券，ETF為Money DJ，2023年11月23日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年11月23日，過去1年平均年化配息率報價日期為2023年9月30日，僅供參考。此表僅列較具代表性標的的參考，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"> ◆ 美國通膨與就業數據稍弱，經濟放緩使美債利率回落、股市反彈。預期聯準會升息循環告一段落，但政策利率維持高位、更久的時間，股市逢回布建，並以具基本面支撐的產業、或大型股較穩健。 ◆ 預期今年底至明年第一季，美股震盪向上，估明年美股仍有雙位數獲利年增率，長期配置部位，宜以優質龍頭股為主，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。 	<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"> ◆ 投資人維持暫停升息預期，美國10年期公債利率高位回落，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，並逐步漸增長天期債券部位。 ◆ 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，漸增長債</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 預期美元指數到明年第2季前，因利差優勢維持相對高檔震盪，明年下半年後走弱。 ◆ 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，侷限日圓再大幅貶值空間。 	<p>美元短期高檔有撐，明年下半年趨貶</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>	29%
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>	31%
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>	135%

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
2023/11/21	羅威公司(LOW)	20.88B	20.47B	3.02	3.27		V
2023/11/21	美敦力公司(MDT)	7.93B	8B	1.18	1.25	V	V
2023/11/21	亞德諾公司(ADI)	2.7B	2.72B	2.02	2.01	V	
2023/11/22	輝達(NVDA)	16.18B	18.12B	3.36	4.02	V	V
2023/11/22	迪爾(DE)	13.64B	15.41B	7.48	8.26	V	V

資料來源：Investing.com

財報重要經濟數據 / 事件

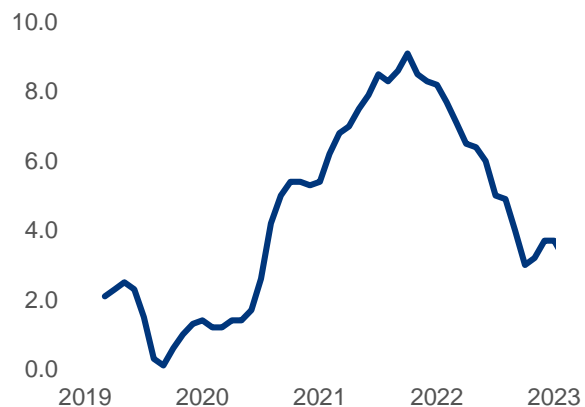
► Nov 2023 – Dec 2023

<p>20 Monday</p>	<p>21 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月成屋銷售 (實際:3.79M 預估:3.90M 前值:3.95M) 	<p>22 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月核心耐久財訂單月增率 (實際:0.0% 預估:0.1% 前值:0.2%) 美國11月密西根大學消費者預期指數 (實際:56.8 預估:56.9 前值:56.9) 美國11月密西根大學消費者信心指數 (實際:61.3 預估:60.4 前值:63.8) 美國初請失業金人數 (實際:209K 預估:225K 前值:233K) 	<p>23 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區11月製造業PMI (實際:43.8 預估:43.4 前值:43.1) 歐元區11月服務業PMI (實際:48.2 預估:48.1 前值:47.8) 	<p>24 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> Markit美國11月製造業PMI (預估:49.8 前值:50.0) Markit美國11月服務業PMI (預估:50.3 前值:50.6)
<p>27 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國10月新屋銷售(前值:759K) 美國10月建築許可 (預估:1.487M 前值:1.471M) 	<p>28 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國11月諮商會消費者信心 (前值:102.6) 	<p>29 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第三季GDP季增率 (預估:4.9% 前值:2.1%) 	<p>30 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國11月製造業PMI(前值:49.5) 歐洲11月CPI年增率(前值:2.9%) 美國10月核心PCE物價指數月增率 (前值:0.3%) 美國10月核心PCE物價指數年增率 (前值:3.7%) 美國10月待售房屋銷售月增率 (前值:1.1%) 美國初請失業金人數(前值:209K) 	<p>1 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國11月ISM製造業PMI(前值:46.7)

資料來源：Investing.com

附錄

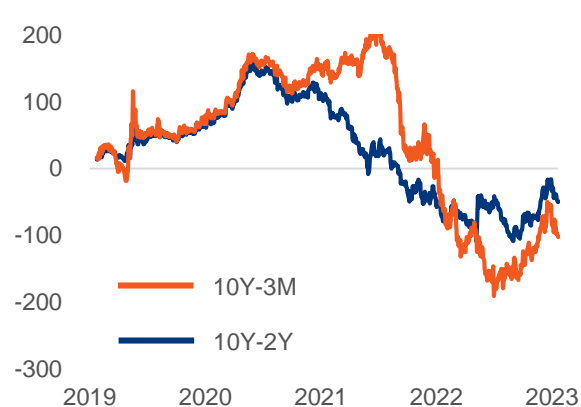
美國物價指數年增率(%)



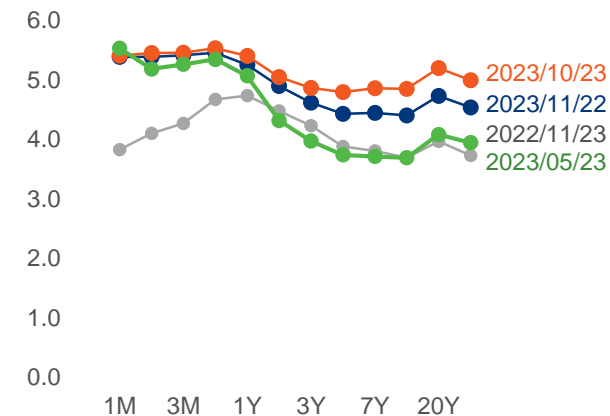
美國10年期公債殖利率(%)



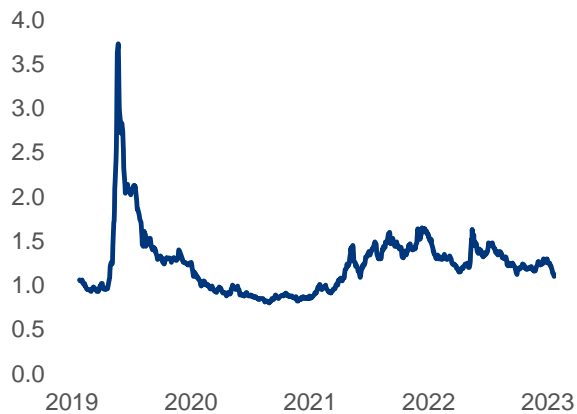
美國公債利差(bps)



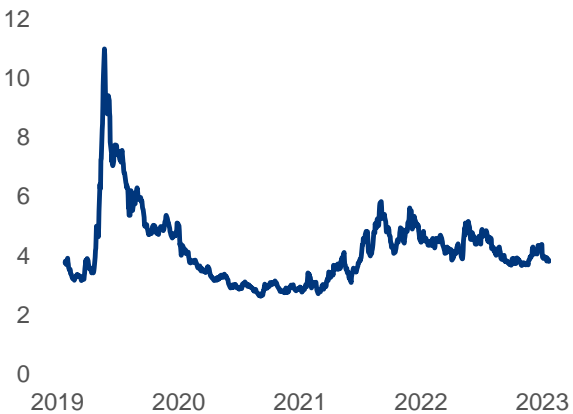
美國公債殖利率曲線(%)



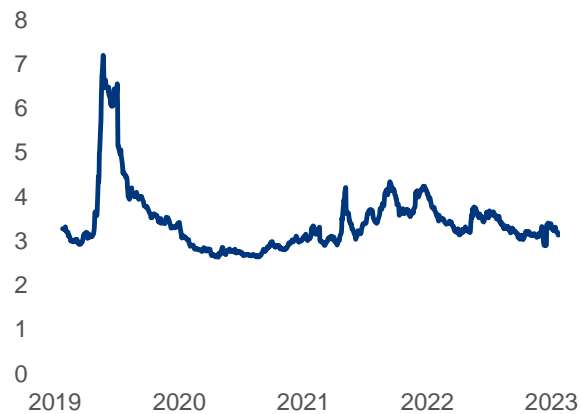
美元投資級公司債利差(%)



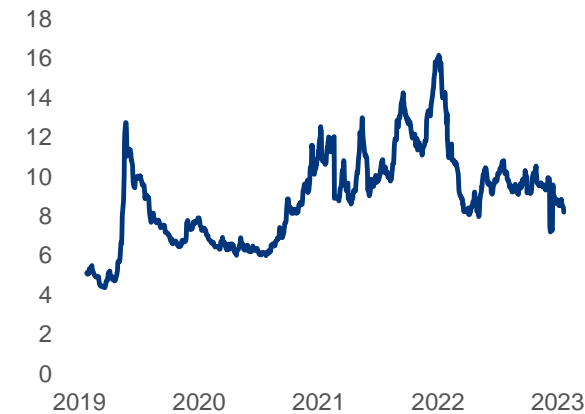
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



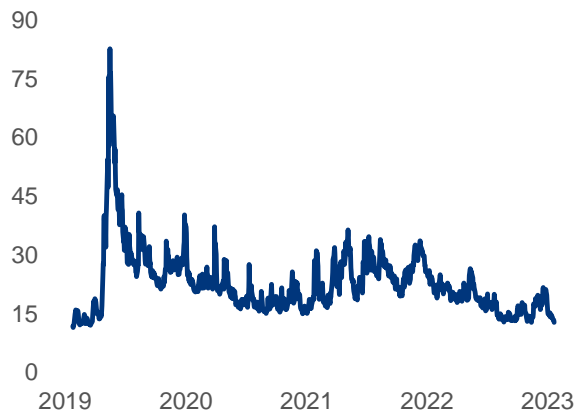
美元亞洲非投資級債利差(%)



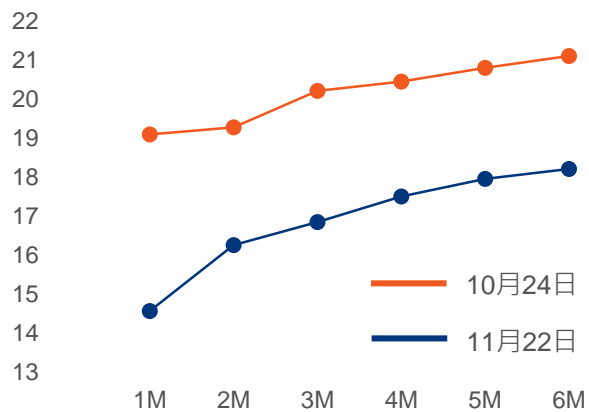
資料來源：Bloomberg · 2023年11月23日

附錄

VIX指數



VIX期間結構



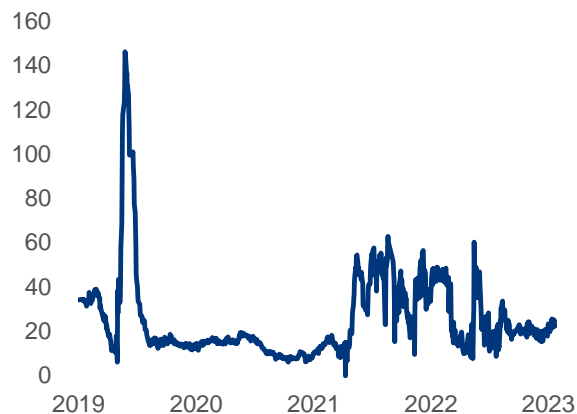
美國花旗經濟驚奇指數*



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

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬開發金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。