



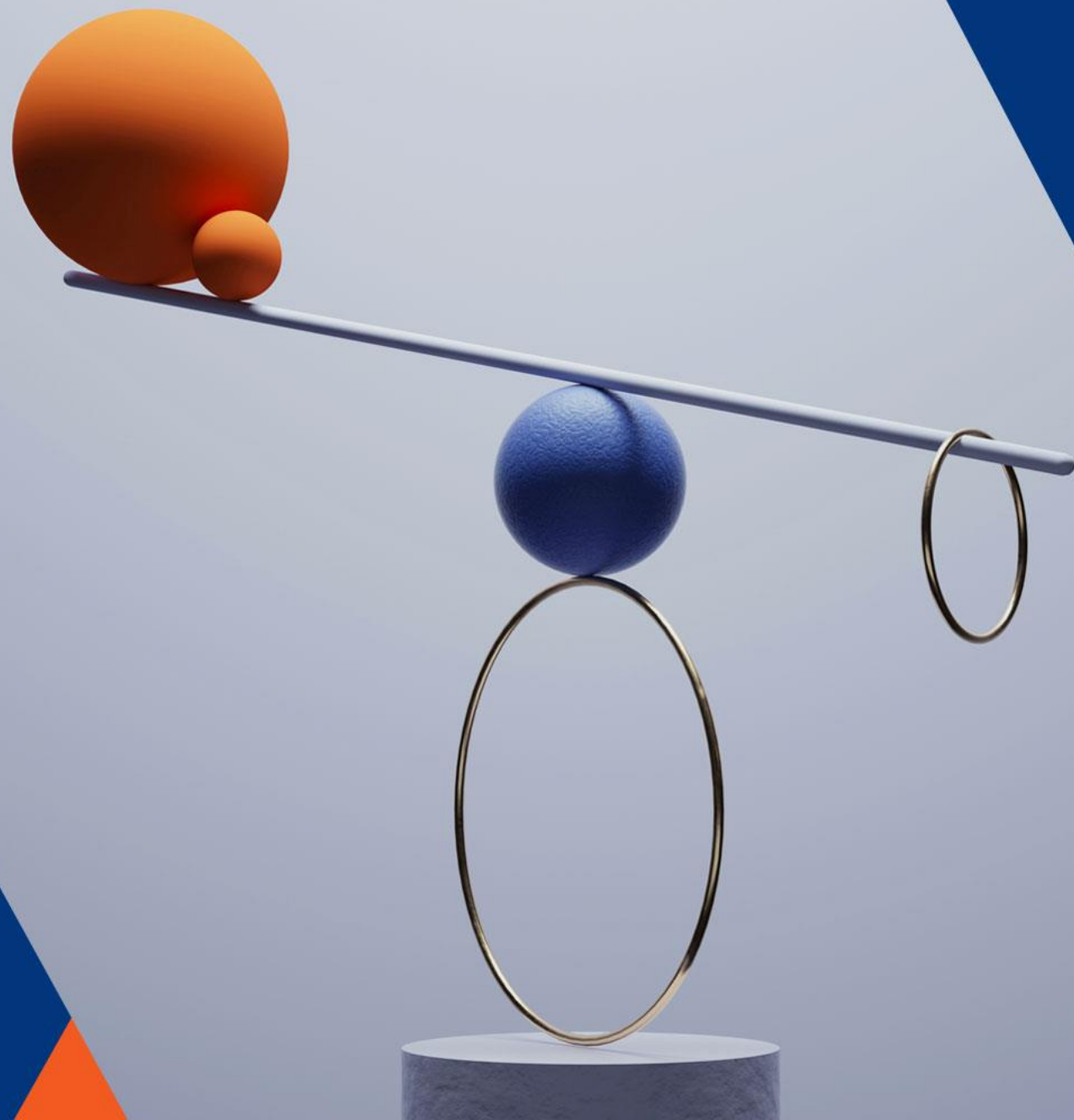
凱基證券

靜觀其變

Hold On for a Minute

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年12月8日



01 市場回顧

股債漲幅收斂，
等待利率決策會議



02 熱門議題

- 澳央政策利率不變，房市回溫使降息預期延後
- OPEC+減產效果有限，留意未來油價下行壓力



03 投資焦點

全球央行黃金儲備續升，
升息末端美元放緩推金價



04 下週重要數據

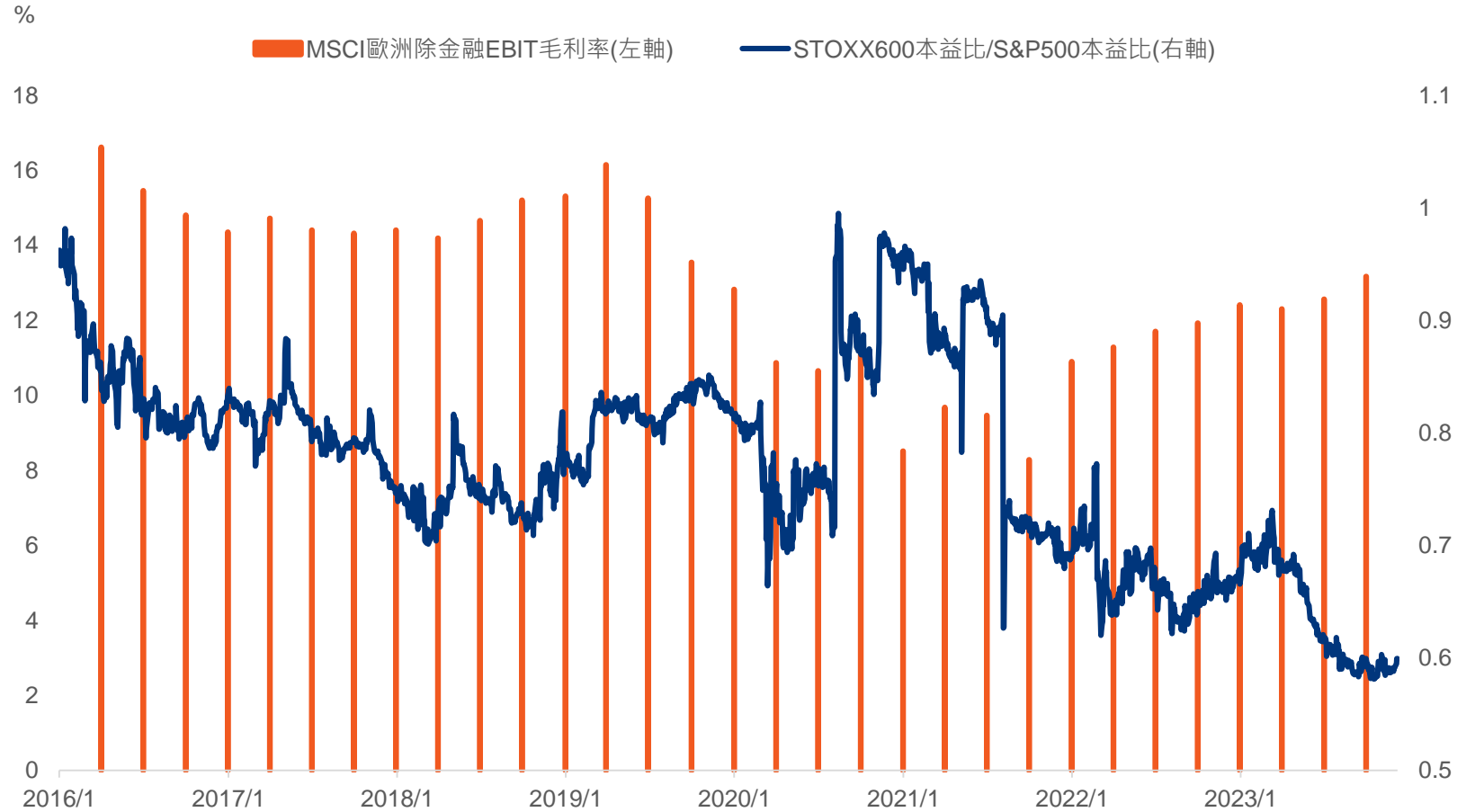
美國FOMC會議、CPI、
11月非農數據



德、法指數創10年高，但歐洲區估值仍具吸引力

- ▶ 歐洲區景氣下行趨勢明顯，德國最新工業訂單數據月減3.7%，使得市場增加歐洲央行(ECB)降息預測。ECB自9月停止升息後，近期市場預測最快明年年中，ECB會開始一連串的降息循環。歐股也在降息預期中反彈，德國和法國指數於上週創高壓回。
- ▶ 過去STOXX歐洲600與標普500，長時間存在折價關係，2016-2020年平均水準為0.8x倍左右，而2023年開始大幅下降，儘管歐股指數表現強勁，比值仍下滑至0.6x倍低水平。近期已觀察到，歐洲扣除金融業的EBIT利潤率正在復甦與改善，自2021年來逐步上行。2024年ECB政策利率可能先往下調，公司獲利漸改善，有可能帶來估值回升行情。

歐洲區(STOXX600)本益比/標普500本益比落底回升，估值仍低於長期平均提供吸引力



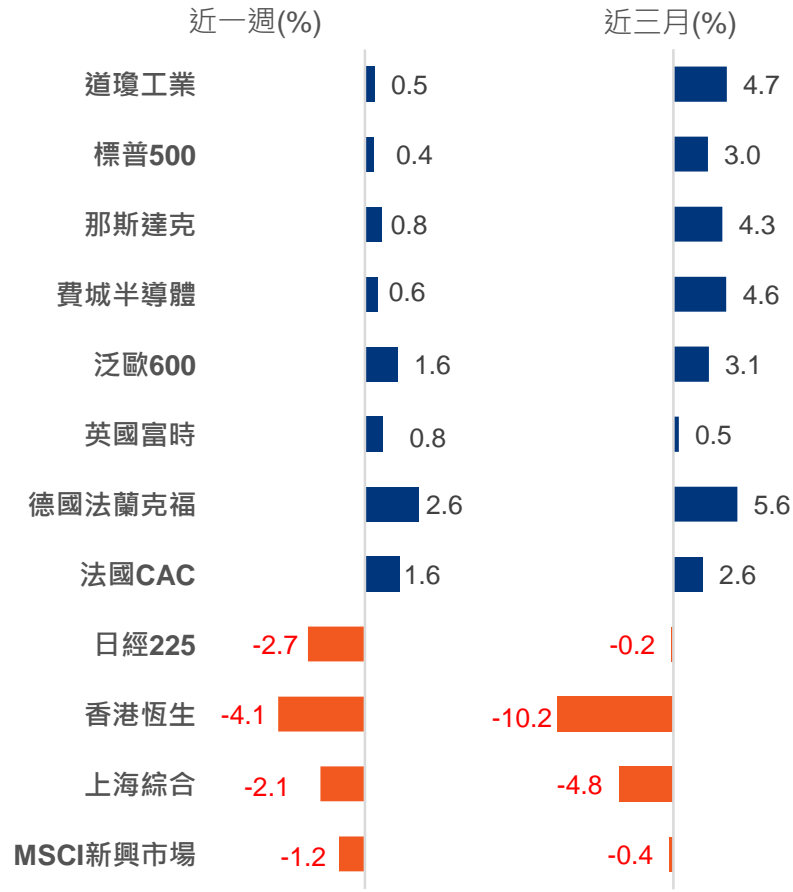
資料來源：Bloomberg

市場回顧

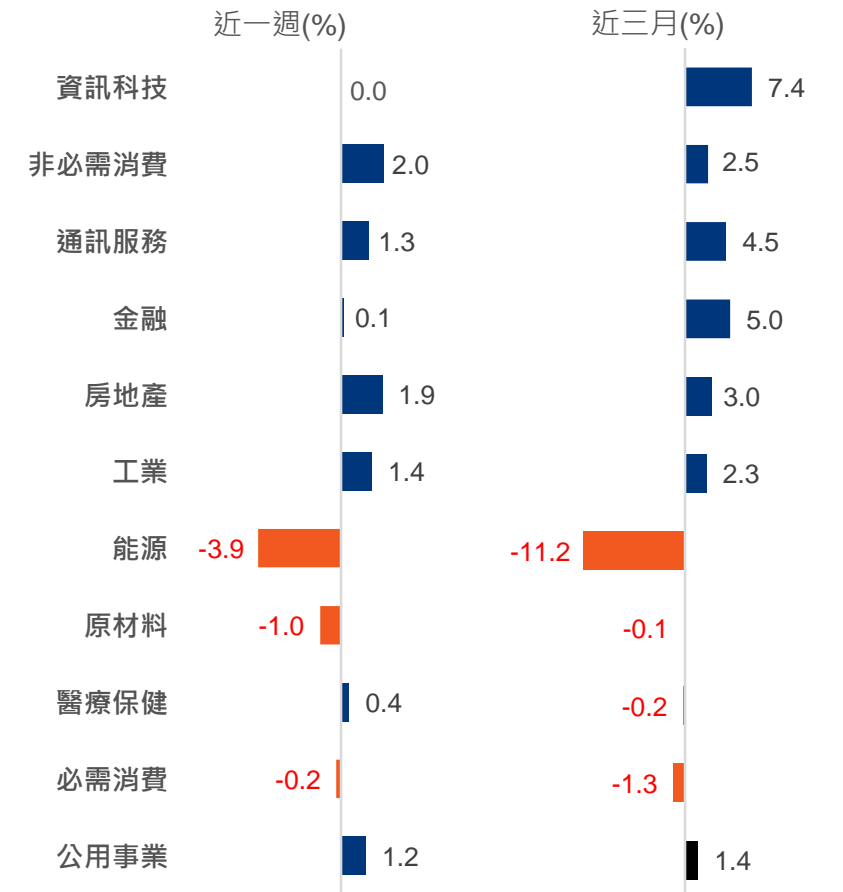
歐美成熟市場與亞洲兩樣情，產業能源股受油價下檔影響

- ▶ 本週市場表現分歧，各區受到各自因素影響。美國四大指數漲幅在今年FOMC最後一次會議前，小幅收漲觀望。產業表現以非必需消費與跌深的房地產較強。而能源與原材料，受到OPEC+會議後減產狀況不如預期，修正較為明顯。
- ▶ 歐洲區由於經濟數據表現續差，歐元區通膨降幅超出預期，往ECB目標2%邁進，市場預期ECB在明年上半年可能將提前降息，推動歐洲三大指數表現，其中以德國漲幅最強。
- ▶ 港股多家大型公司財報不如預期，持續拖累陸港股表現，港股連續創底表現弱勢；日股受到日本央行暗示結束負利率政策影響出現較大反轉壓力。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

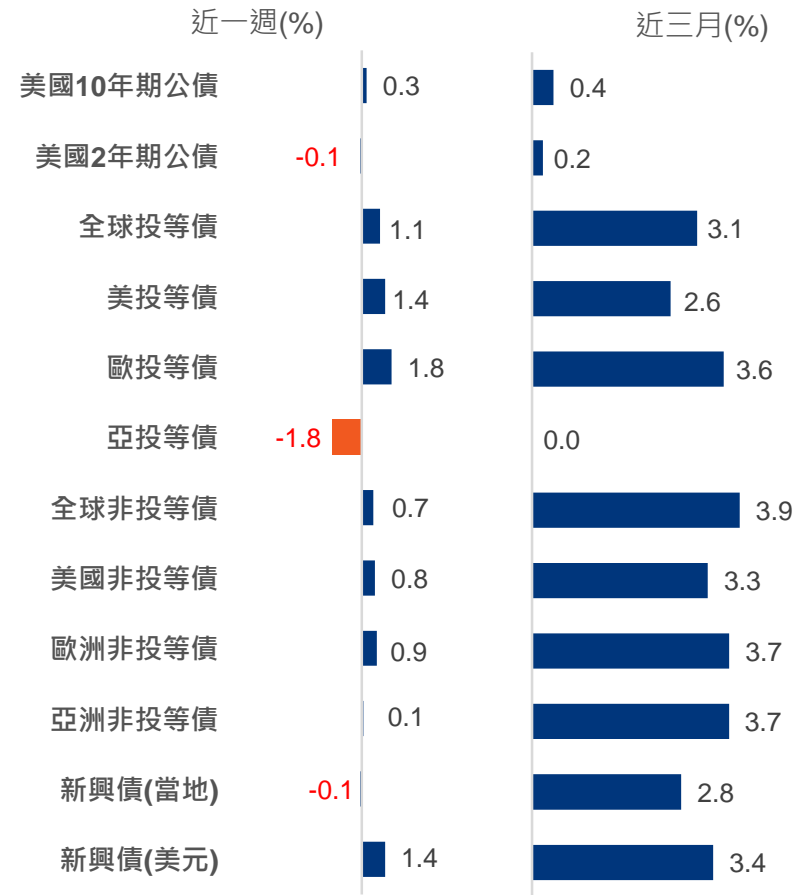


資料來源：Bloomberg · 2023年12月7日

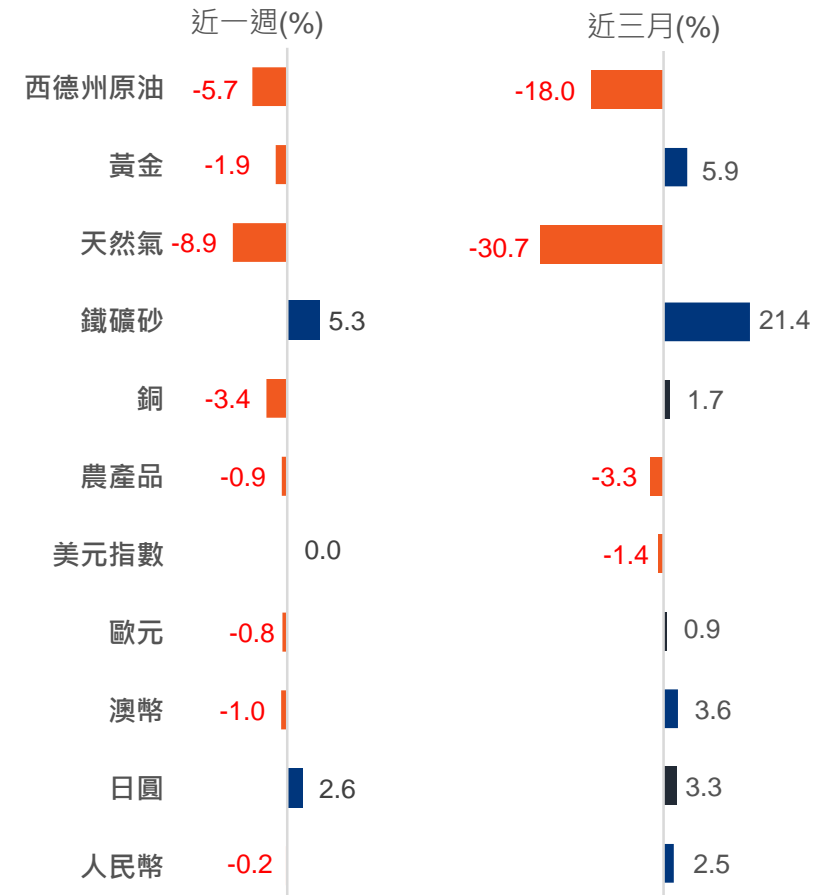
債券在FOMC前漲幅收斂，商品弱勢，貨幣表現分歧受市場利率預期影響

- 自聯準會11月續暫停升息，通膨數據明顯放緩後，市場開始反應升息終點行情，近三月呈現全數上漲。但短期，亞洲受到大型陸企財報不佳影響，亞投等債表現最差。
- 油、氣價格本週跌幅對大，市場原先已經預計在美國原油產量提升以及全球經濟放緩下，原油將於2024年逐步轉為供過於求的局面，然OPEC+在最新會後的減產內容，低於市場預期，引發價格進一步下修。
- 歐元在數據公布後引發市場提前降息猜測轉弱；澳洲貨幣決策會議後維持利率不變，升息週期預期結束，澳幣漲多修正；日圓則在央行連續鷹派談話暗示結束負利率政策大漲。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

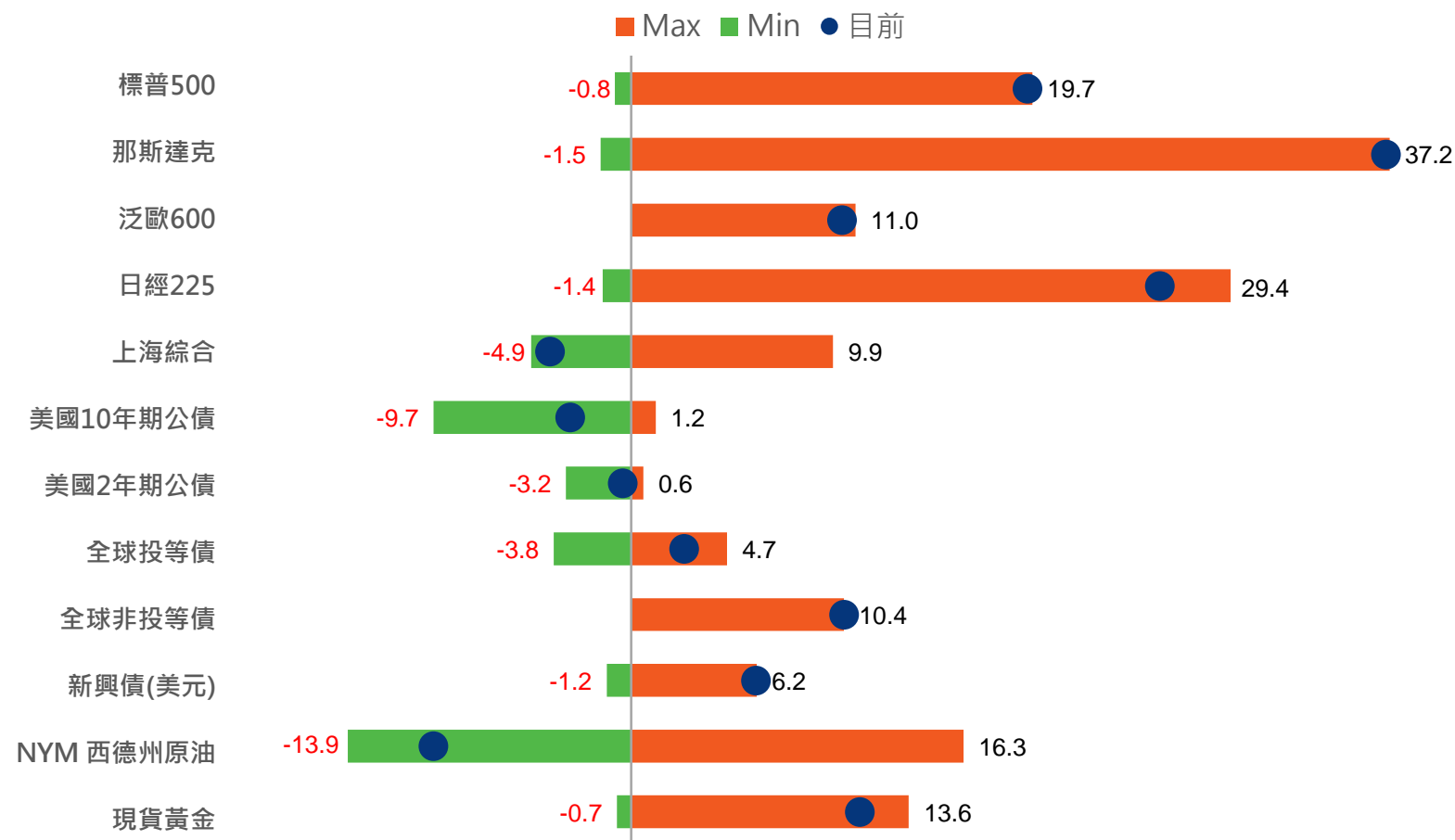


資料來源：Bloomberg · 2023年12月7日

美債殖利率持續下行，支持近月股、債上揚，金價亦走強

- ▶ 美國經濟數據持穩，市場靜待聯準會FOMC利率會議，美國10年期公債利率持續下行，一度挑戰4.1%，投資人風險偏好回溫，推升全球股、債市走揚。科技股表現續強，那指年迄今漲幅約37%，標普500指數也接近今年高點，全球非投資等級債隨股市走揚為今年表現最佳債種，新興市場美元債次之。歐元區受到通膨放緩靠近目標區間，引發提前降息預期，帶動歐股回升至今年高位，儘管中國救市行動不斷，然投資人信心不足，陸股續弱，近今年低位。
- ▶ OPEC+自主減產效果不彰，疊加美國上周汽油庫存增幅大於預期，加劇燃料需求擔憂，西德州原油一度失守70美元大關。儘管中東地緣衝突趨緩，然美國實質利率與美元指數震盪下行，支持黃金站上2,000美元關卡。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年12月8日

成熟市場

60日線

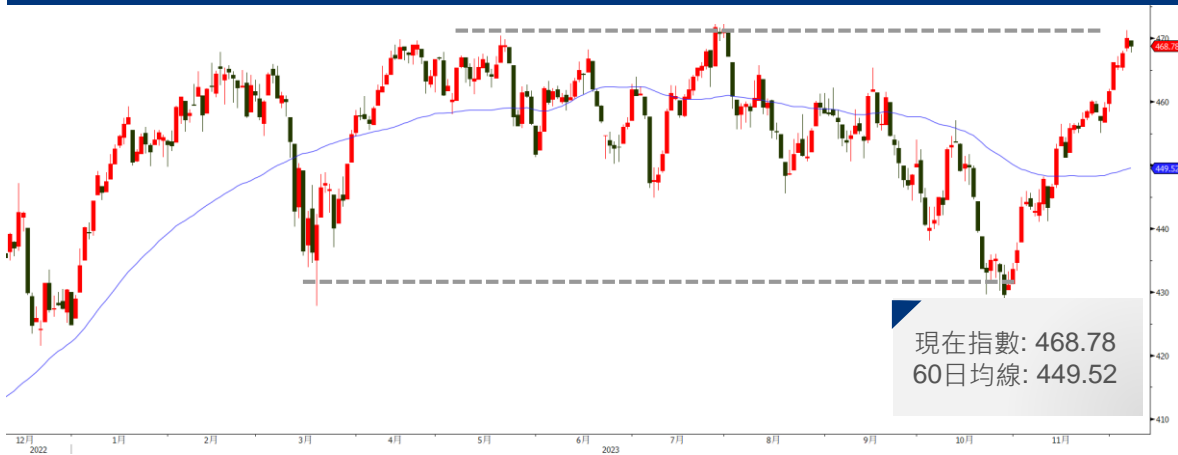
標普500指數強勢反彈，季線持續上彎



那斯達克指數季線持續向上，短線仍強



泛歐600指數強勢突破季線帶動季線上彎，挑戰前高



日經225指數反彈至區間上緣後回落，後續觀察季線支撐力道



資料來源：Bloomberg · 2023年12月8日

新興市場與商品

60日線

上綜指數弱勢反彈至季線後回落，技術面壓力持續



新興市場反彈至季線後回落



黃金價格穩步向上，可望突破前波高點



西德州原油持續向下，觀察跌勢能否止穩



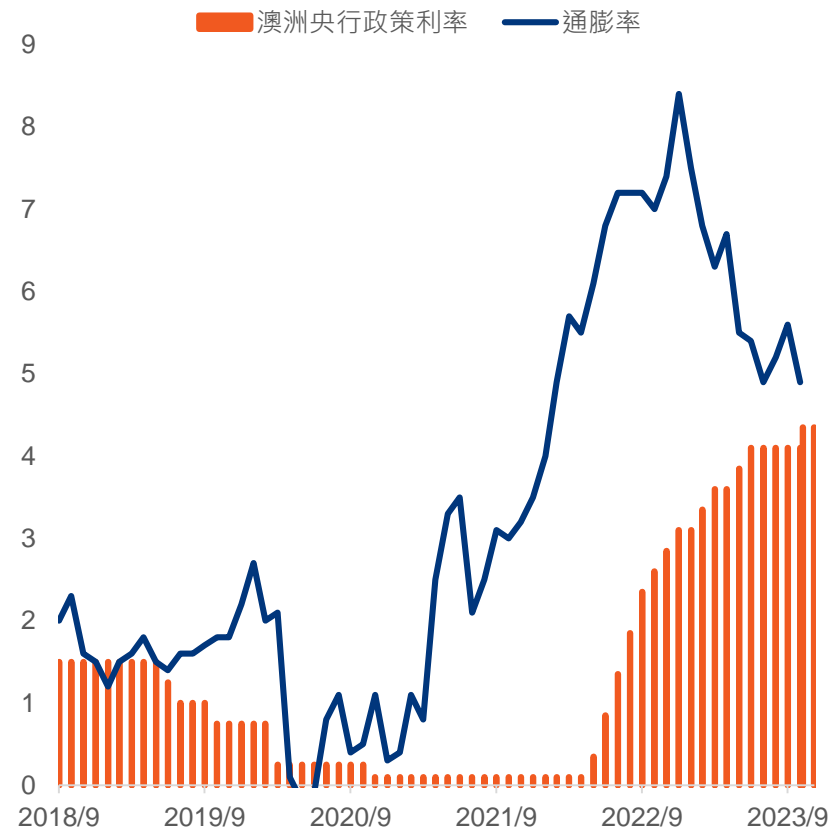
資料來源：Bloomberg · 2023年12月8日

熱門議題

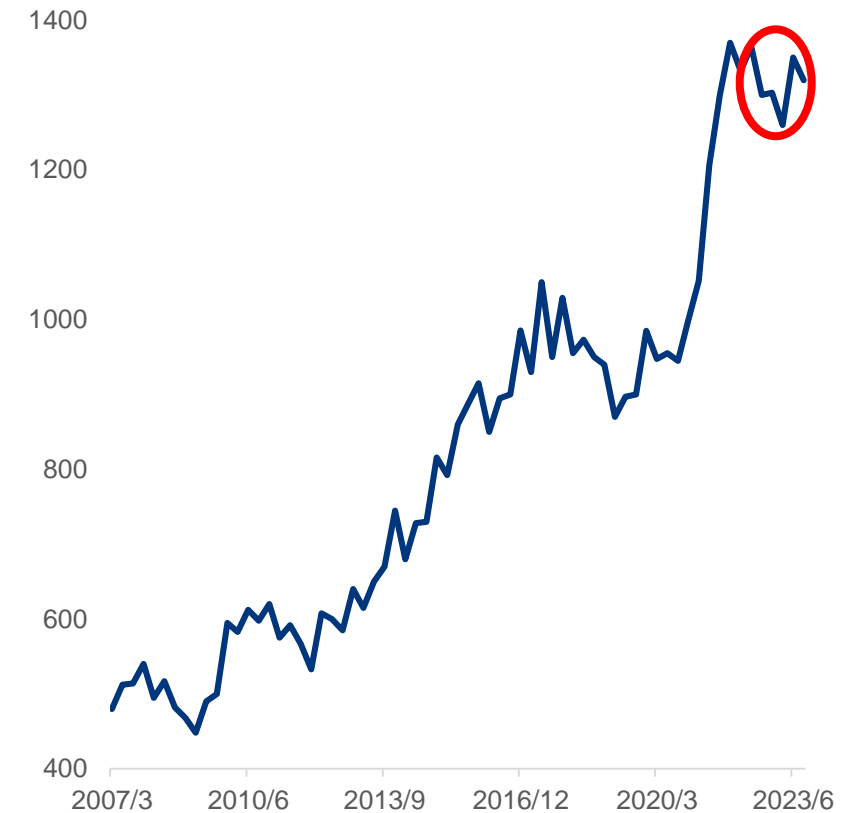
澳央利率不變料升息周期結束，房市回溫使降息預期延後

- ▶ 澳洲央行(RBA)保持其政策利率4.35%不變，澳幣於政策利率公布後結束11月的反彈。央行行長Bullock表示，需確保通膨在合理時間框架內回到目標水平。整體措辭較過去略為鷹派。
- ▶ 消費者物價指數較上月下滑，但仍高於RBA長期通膨目標2-3%水準。市場預期升息周期結束，然降息時間對照央行行長態度可能延後，目前預估至明年下半年機率較高。
- ▶ 降息延後主要擔心通膨未來仍有上升風險，主要來自於澳洲近來強勁的住房市場。澳洲統計局公布的房價指數已經從2023年2月的谷底復甦並再創今年新高，路透預測今年房價指數較年初將增加8%，明年也會有5%左右增幅。需密切觀察房市後續發展。

澳洲通膨率大幅下滑，政策利率連兩個月維持



澳洲房價指數回溫，收復自2022年跌幅且看漲



資料來源：Bloomberg

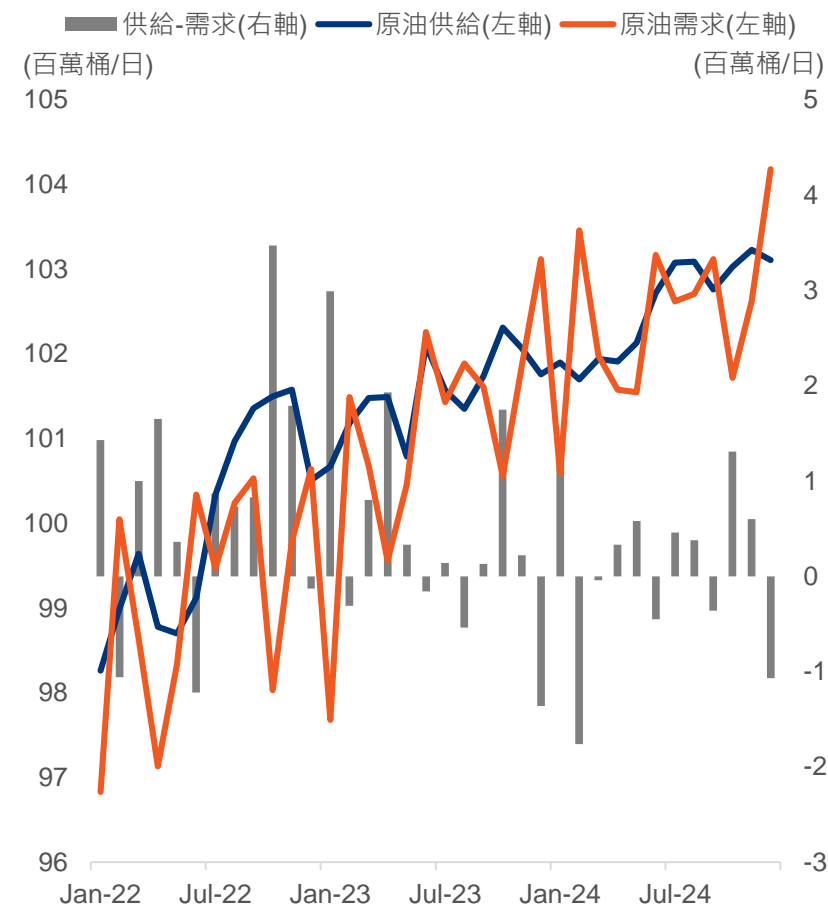
OPEC+自主減產效果有限 留意未來油價下行壓力

- ▶ 11月底OPEC+會後宣布OPEC+國家宣布額外自願減產，合計將減產220萬桶/日，並於2024年3月底結束。若將7個自願減產國家10月份的原油產量與其2024年最新產量目標(6月份協議之2024年產量目標扣除11月底自願減產量)相抵，若未來這些國家盡力達成減產目標的話，實際上僅有51.8萬桶/日的效果，加上自主減產約束力難以彰顯下，也導致會議結果出爐後，油價出現一陣失望性賣壓。
- ▶ 展望未來，預計在美國原油產量提升以及全球經濟放緩下，原油將於2024年逐步轉為供過於求的局面，若OPEC+未有更有效的減產策略，將使得未來油價下行壓力提高。

本次自主減產國家目前產量及2024年預期目標

本次自願減產國家 (百萬桶/日)	2023年10月原油產量	2024年目標扣除自願減產	現有產量扣除2024年目標
俄羅斯	9.530	9.449	0.081
伊拉克	4.380	4.220	0.160
阿聯酋	3.250	3.075	0.175
科威特	2.570	2.548	0.022
哈薩克	1.630	1.550	0.080
阿爾及利亞	0.960	0.959	0.001
阿曼	0.800	0.801	-0.001
	23.120	22.602	0.518

EIA預估明年第一季油市將轉向供過於求



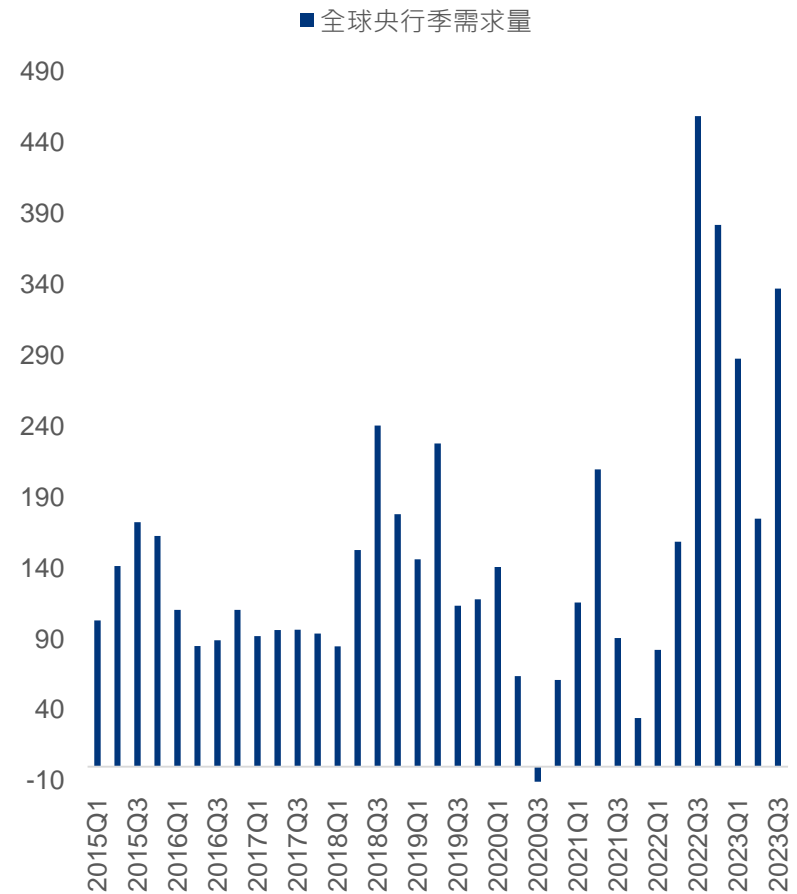
資料來源：EIA、Bloomberg，截至2023年12月4日

投資焦點

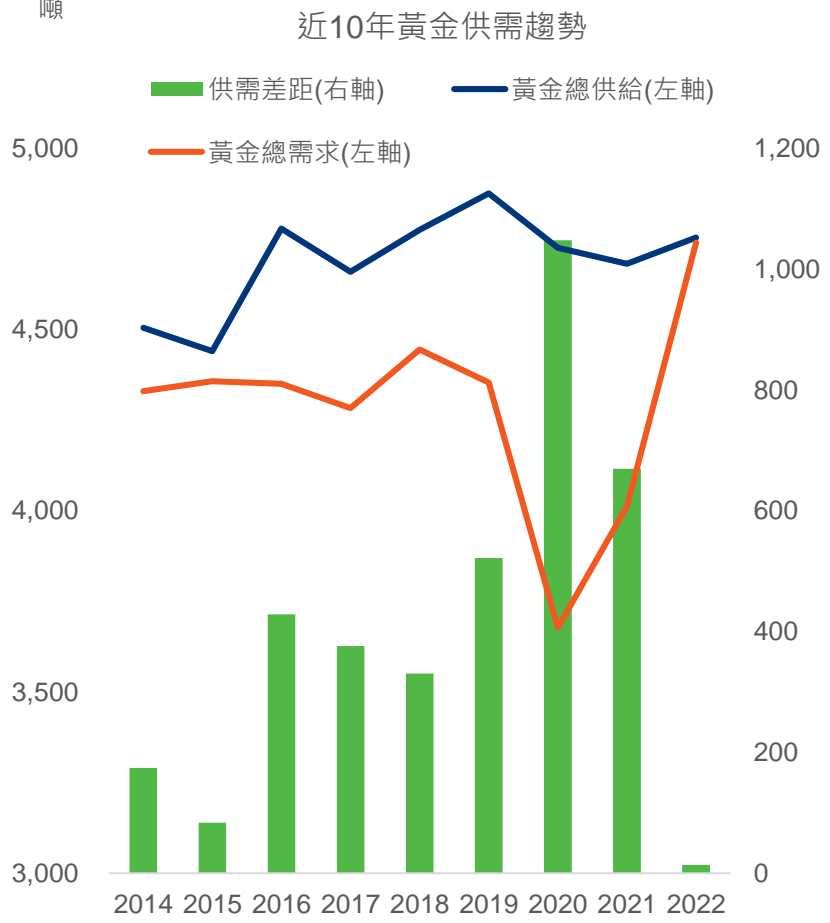
全球央行黃金儲備繼續上升，黃金市場需求有撐

- ▶ 自2022年以來，全球市場面臨地緣政治不確定性，許多央行持續增加黃金儲備，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。截至第3季最新數據各國央行又再次大幅增加黃金購買。
- ▶ 然各國央行除了因地緣政治而增大購買力道外，疫情後的實質需求、投資需求也逐步回升，在供給量大致趨穩的情況下，需求大於供給預期將對金價有所支撐。

2023年第3季全球央行再度大幅增持黃金



近3年黃金由供大於求即將轉為供不應求

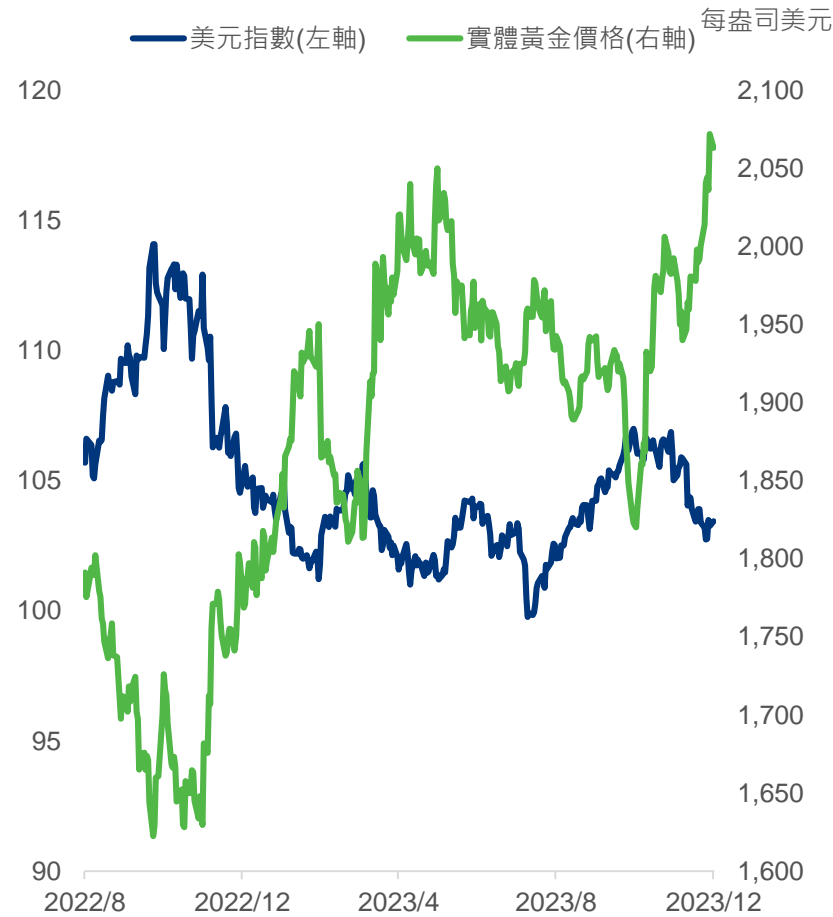


資料來源：World Gold Council

美元走弱加實質利率回落，支撐金價，若修正提供介入機會

- ▶ 黃金做為商品對標美元進行交易，美元指數走弱有助黃金價格，過去一年美元指數與實體價格負相關程度高。2022年第四季起美元走軟推動黃金持續走強，近期美元指數從105高點下滑至103水準，推動金價再續創新高。
- ▶ 除了美元價格，實質利率在過去多與金價呈負相關，因持有黃金無收益，當市場實質利率為正，黃金吸引力降低，但自2022年走勢出現脫鉤，地緣政治拉高黃金需求、聯準會快速升息拉高實質利率，導致黃金重新訂價。未來若市場停止升息或重回降息環境，實質利率降低，將對黃金價格有進一步支撐力道，故若逢金價拉回將提供良好布局機會。

美元指數走弱助漲黃金走勢



過去實質利率倒數與金價同向，未來支撐金價



資料來源：Bloomberg · 截至2023年12月4日

升息循環進入尾聲，弱勢美元助漲黃金表現，直接投資黃金避免礦商

標的名稱	SPDR黃金MiniShares ETF (GLDM)	iShares黃金信託ETF (IAU)	元大寶來標普高盛黃金ER ETF (00635U)
商品風險等級	R5	R5	R4
特色	以實體黃金為主，相較美國交易所黃金ETF，經管費0.1%為最低	以實體黃金為主，經管費0.25%	追蹤標普高盛黃金ER指數之績效表現為投資目標，適合想要以台幣參與黃金漲跌幅之投資人
規模	6,140 (百萬美元) (2023/12/08)	25,970 (百萬美元) (2023/12/08)	951.16 (百萬台幣) (2023/12/08)
近3個月報酬/ 近1年報酬	5.75% / 13.41%	5.72% / 13.30%	3.70% / 7.45%
基準指數	Gold Price	LBMA Gold Price	S&P GSCI Gold Index Excess Return CME
投資部位	實體黃金 100%	實體黃金 100%	黃金 100 OZ 2月期貨 100%

資料來源：Bloomberg · 2023年12月5日。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。 ◆ 日本央行雖維持利率不變，然近期官員言論偏鷹派，明年第一季日本央行貨幣政策有轉向可能，美日利差若朝收窄發展，支持日圓存在升值機會。 	<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

重要經濟數據 / 事件

► Dec 2023

4

Monday

- 美國10月工廠訂單月增率
(實際:-3.6% 預估:-2.8% 前值:2.3%)
- 美國10月扣除國防耐久財訂單月增率
(實際:-6.7% 前值:-6.7%)

5

Tuesday

- 日本11月東京CPI年增率
(實際:2.6% 前值:3.3%)
- 歐元區10月PPI月增率
(實際: 預估:0.2% 前值:0.5%)
- 美國11月ISM非製造業PMI
(實際:52.7 預估:52.0 前值:51.8)
- 美國11月服務業PMI
(實際:50.8 預估:50.8 前值:50.6)
- 美國11月綜合PMI
(實際:50.7 預估:50.7 前值:50.7)

6

Wednesday

- 歐元區10月零售銷售月增率
(實際:0.1% 預估:0.2% 前值:-0.1%)
- 台灣11月CPI年增率
(實際:2.90% 預估:2.80% 前值:3.05%)

7

Thursday

- 中國11月美元計價出口年增率
(實際:0.5% 預估:-1.1% 前值:-6.4%)
- 中國11月美元計價進口年增率
(實際:-0.6% 預估:3.3% 前值:3.0%)
- 歐元區第三季GDP年增率
(實際:0.0% 預估:0.1% 前值:0.6%)

8

Friday

- 日本第三季GDP季增年率
(實際:-2.9% 預估:-2.1% 前值:4.8%)
- 美國11月非農業就業人數變動
(預估:180K 前值:150K)
- 美國11月平均每小時工資月增率
(預估:4.0% 前值:4.1%)
- 美國11月失業率
(預估:3.9% 前值:3.9%)
- 美國12月密大消費者信心指數
(預估:61.8 前值:61.3)
- 美國12月密大消費者預期指數
(前值:56.8)

11

Monday

- 日本11月工具機訂單年增率
(前值:-20.6%)

12

Tuesday

- 日本11月PPI月增率(前值:-0.4%)
- 歐元區12月ZEW經濟景氣指數
(前值:13.8)
- 美國11月核心CPI月增率
(前值:0.2%)
- 美國11月核心CPI年增率
(前值:4.0%)
- 美國11月CPI月增率
(前值:0.4%)
- 美國11月CPI年增率(前值:3.2%)

13

Wednesday

- 歐元區10月工業生產月增率
(前值:-1.1%)
- 美國11月聯邦財政預算(前值-67.0B)
- 美國11月PPI月增率(前值:-0.5%)

14

Thursday

- 美國FOMC利率會議(前值:5.50%)
- 美國11月零售銷售月增率
(前值:-0.1%)
- 美國11月核心零售銷售月增率
(前值:0.1%)
- 日本10月工業生產月增率
(前值:1.0%)
- 日本10月核心機器訂單月增率
(前值:1.4%)
- 歐洲ECB利率會議(前值:4.50%)
- 英國BoE利率會議(前值:5.25%)

15

Friday

- 中國11月工業生產年增率
(前值:4.6%)
- 美國11月工業生產年增率
(前值:-0.6%)
- 美國12月服務業PMI(前值:50.6)

資料來源：Investing.com

附錄

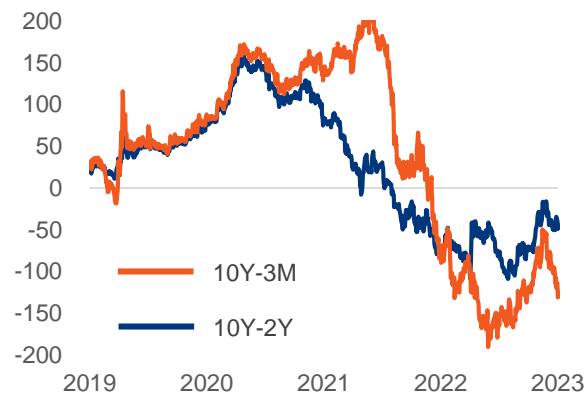
美國物價指數年增率(%)



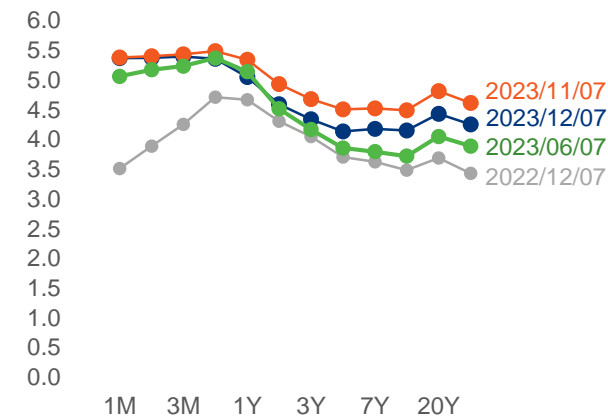
美國10年期公債殖利率(%)



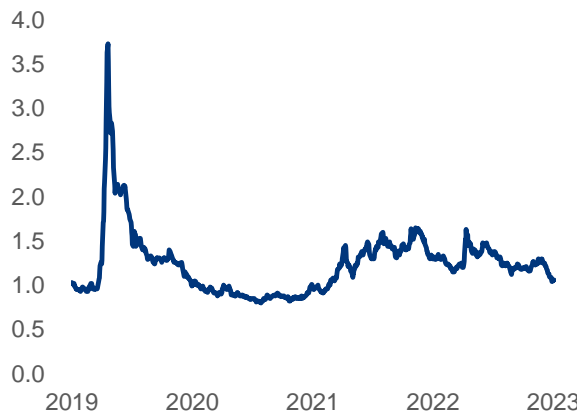
美國公債利差(bps)



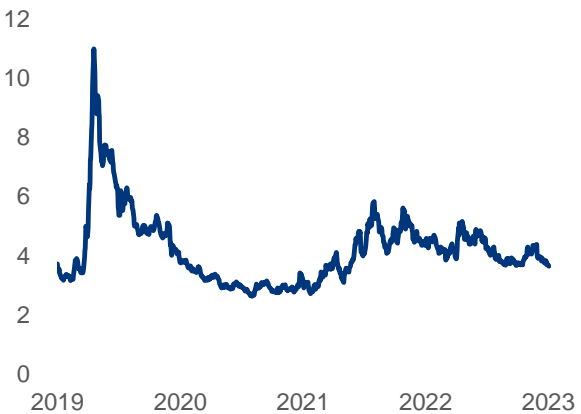
美國公債殖利率曲線(%)



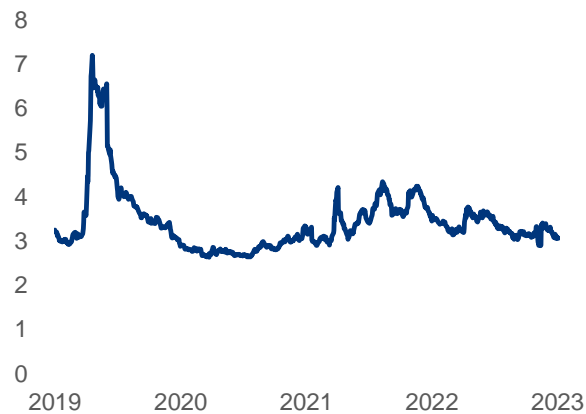
美元投資級公司債利差(%)



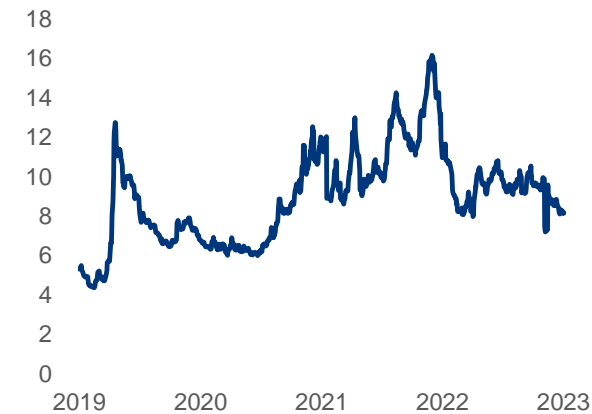
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



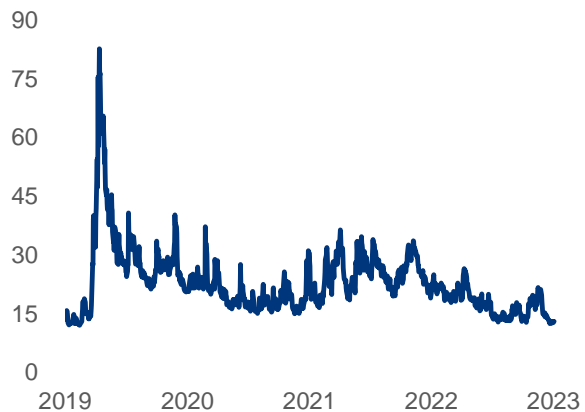
美元亞洲非投資級債利差(%)



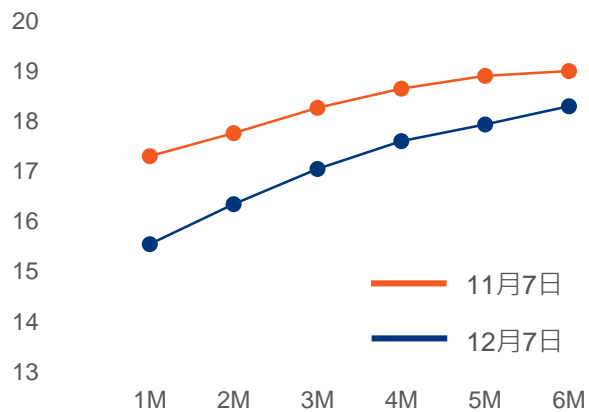
資料來源：Bloomberg · 2023年11月23日

附錄

VIX指數



VIX期間結構



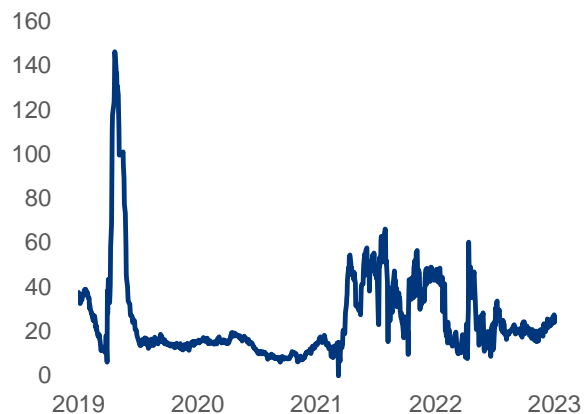
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



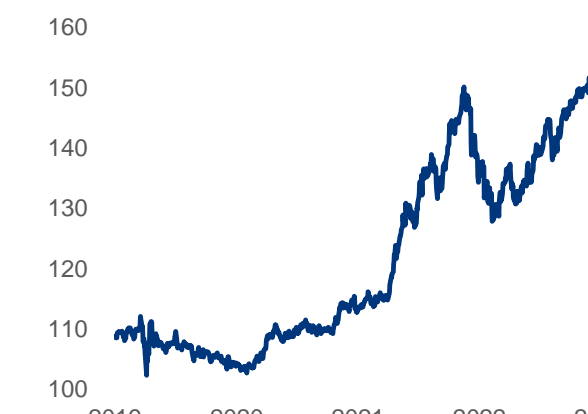
美元指數



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。