



凱基證券

曙光初露

Here Comes the Sun

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年12月15日

01 市場回顧

經濟軟著陸預期升高，
市場提振樂觀情緒



02 熱門議題

- 日銀透露貨幣政策正常化訊號，日圓升值
- 中國物價及經濟受打擊，加深陸股後市疑慮



03 投資焦點

布局通訊類股，著眼基本面
及評價面的吸引力



04 下週重要數據

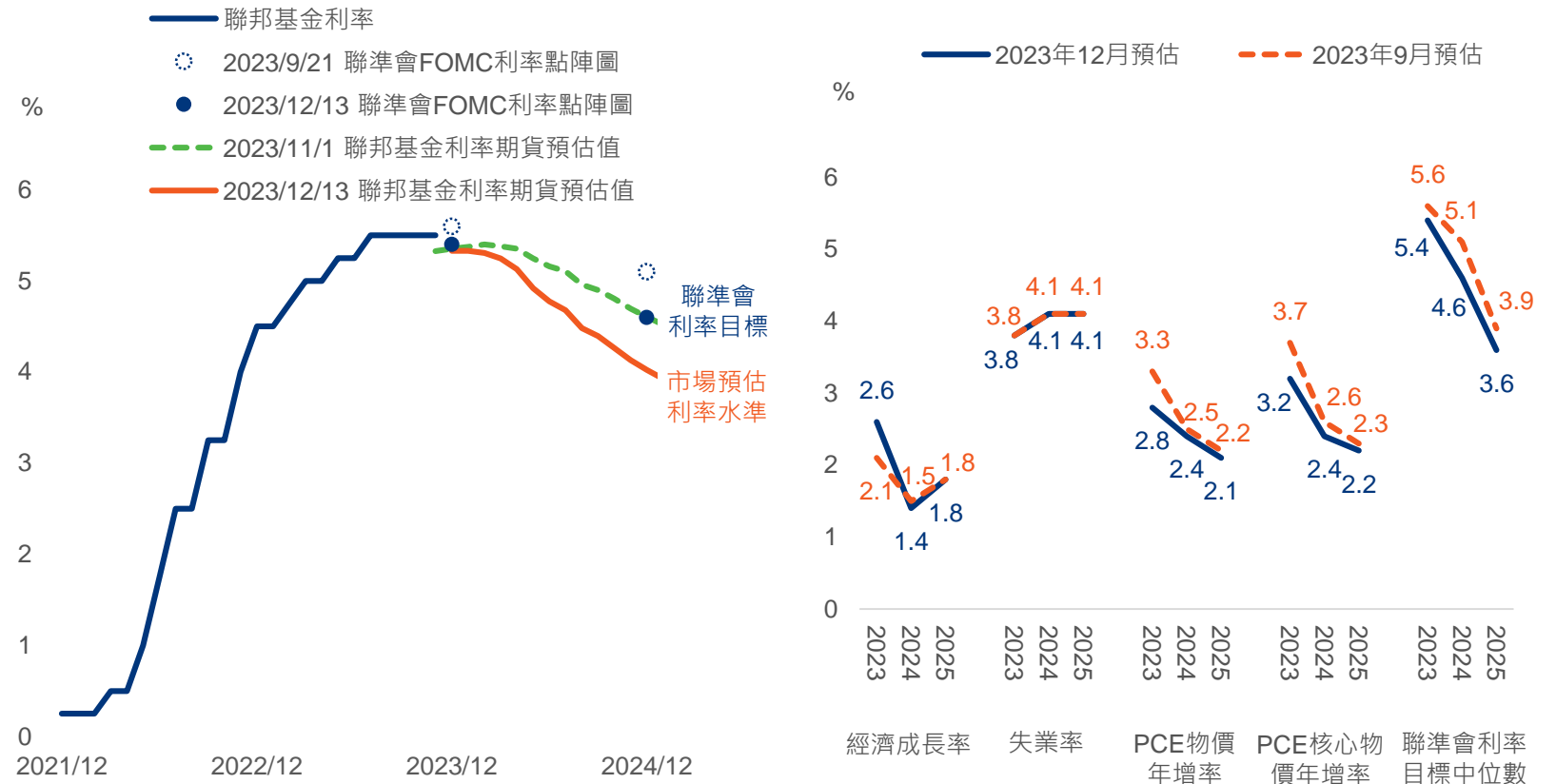
歐元區CPI、美國房市數據、PCE物價及第三季GDP



聯準會鴿聲響起，市場對降息幅度樂觀

- ▶ 聯準會12月會議維持利率不變符合市場預期，且點陣圖顯示2024年降息3碼。主席鮑威爾會後訪談表示雖保留升息可能性，但擔心高利率帶來的限制性會對經濟產生風險，因此已開始討論降息議題，經濟數據預期2024至2025年會朝軟著陸發展，並於2026年回到經濟均衡。由於聯準會明確表示開始討論降息，市場降息預期由4碼擴大至6碼。歐洲央行12月會議亦維持利率不變，會後聲明表示內部沒有討論降息議題，但市場預期歐洲升息循環應已結束。
- ▶ 偏高利率及殖利率的壓力有所緩解，股市評價有機會擴張，可分批布局優質龍頭股及長期趨勢題材。而主要央行升息近尾聲，可布局美國公債或投資級債，並增加中長天期債券配置。

聯準會點陣圖顯示2024年降息3碼，市場預估降息6碼



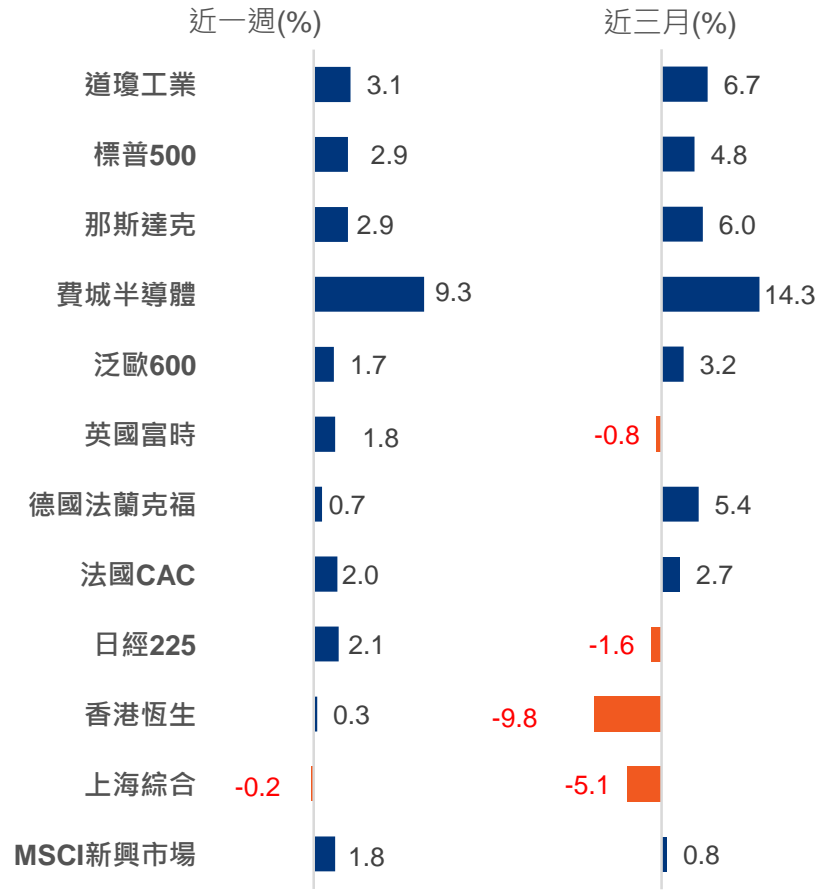
資料來源：Fed，2023年12月14日

市場回顧

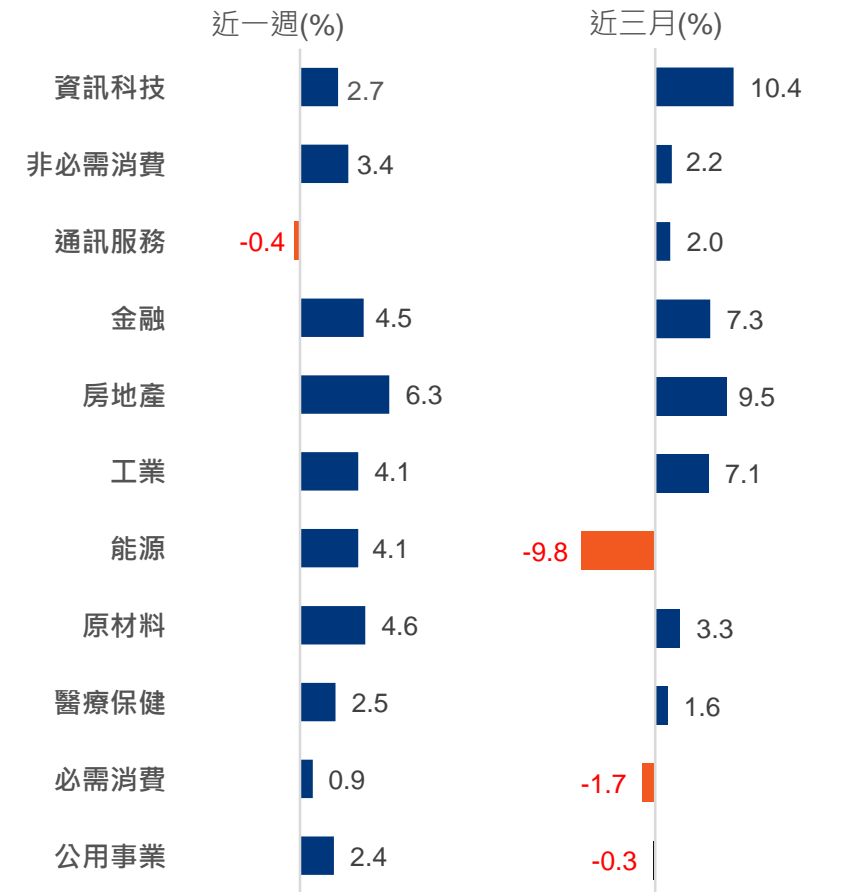
經濟軟著陸預期升高，市場提振樂觀情緒

- ▶ 本週市場表現佳，主因聯準會利率會議後的聲明帶動市場對降息的期望，市場殖利率走低有助指數評價表現，已開發國家指數反彈，費半受晶片股帶動表現最為亮眼。美股各類股普遍走揚，以利率敏感的房地產上漲幅度最大，而通訊服務主要受谷歌因反壟斷訴訟敗訴拖累，類股指數呈現負報酬，然而除谷歌外，其餘通訊服務成分股皆有不錯表現。
- ▶ 歐洲央行本次會議下調今、明年經濟成長率，暗示歐洲經濟仍疲軟，然而2024年通膨預期由前次會議的3.2%下調至2.7%，市場認為歐洲央行已無繼續緊縮貨幣政策的必要，升息循環已經結束，後續應有助歐洲指數表現。陸港股持續受經濟表現不佳、企業財報不如預期而拖累，日本則受到日本央行暗示結束負利率政策而走強。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

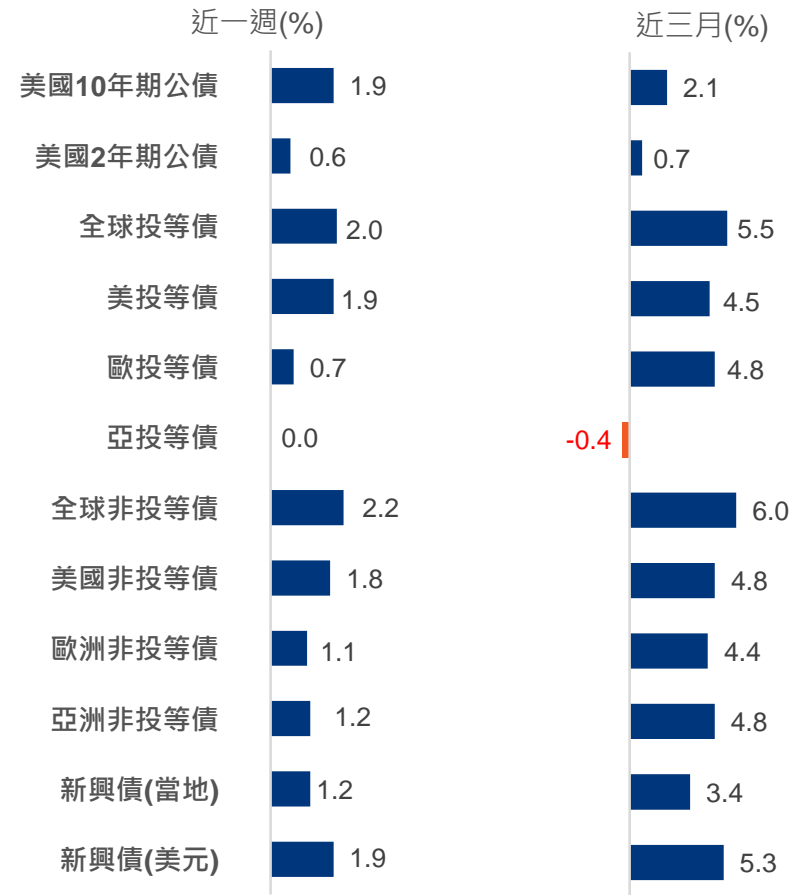


資料來源：Bloomberg · 2023年12月14日

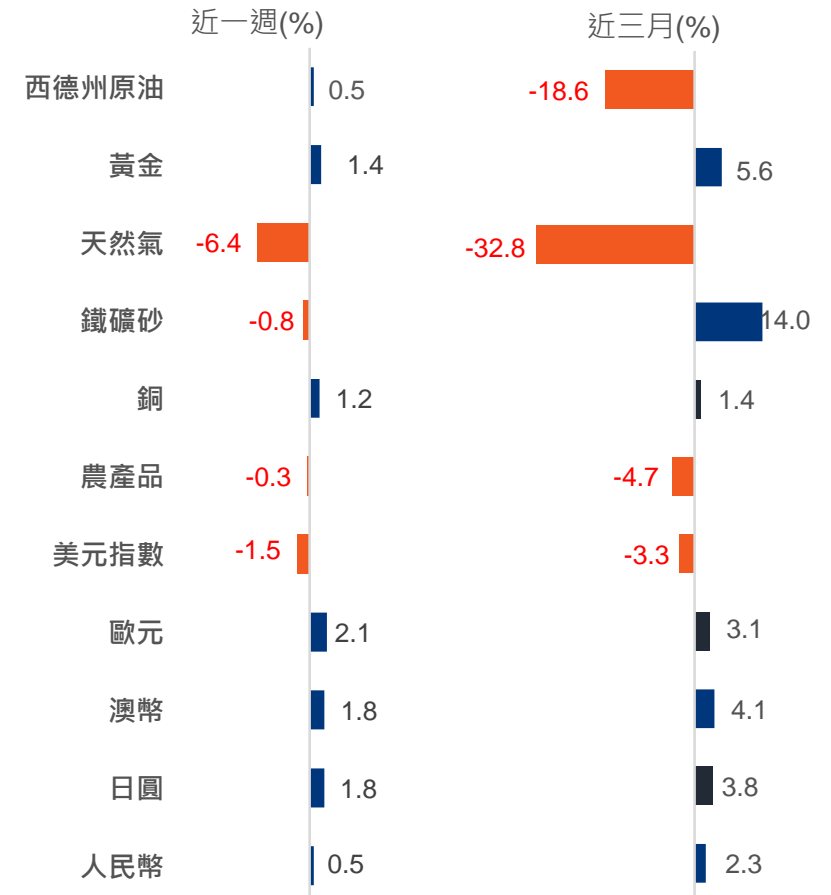
美國長短天期殖利率皆下滑，債市走揚，商品價格震盪

- ▶ 主要已開發國家12月利率會議普遍維持不變，然而會後聲明及對未來的經濟數據展望暗示利率應已觸頂，長短天期公債殖利率皆明顯下滑，債市因而全面走揚。
- ▶ 原油價格在連續數週下跌後，近期止穩於每桶70美元左右，而天然氣價格持續走低，主因美國能源情報署下調天然氣價格預測，加上天然氣庫存、產量同步創紀錄，以及暖冬氣候等諸多因素對天然氣價格帶來龐大壓力。
- ▶ 聯準會偏鴿聲明以及市場對降息的預期使美元指數回落，非美貨幣受鼓舞而反彈，日圓持續受惠日本央行可能結束負利率政策而走升。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

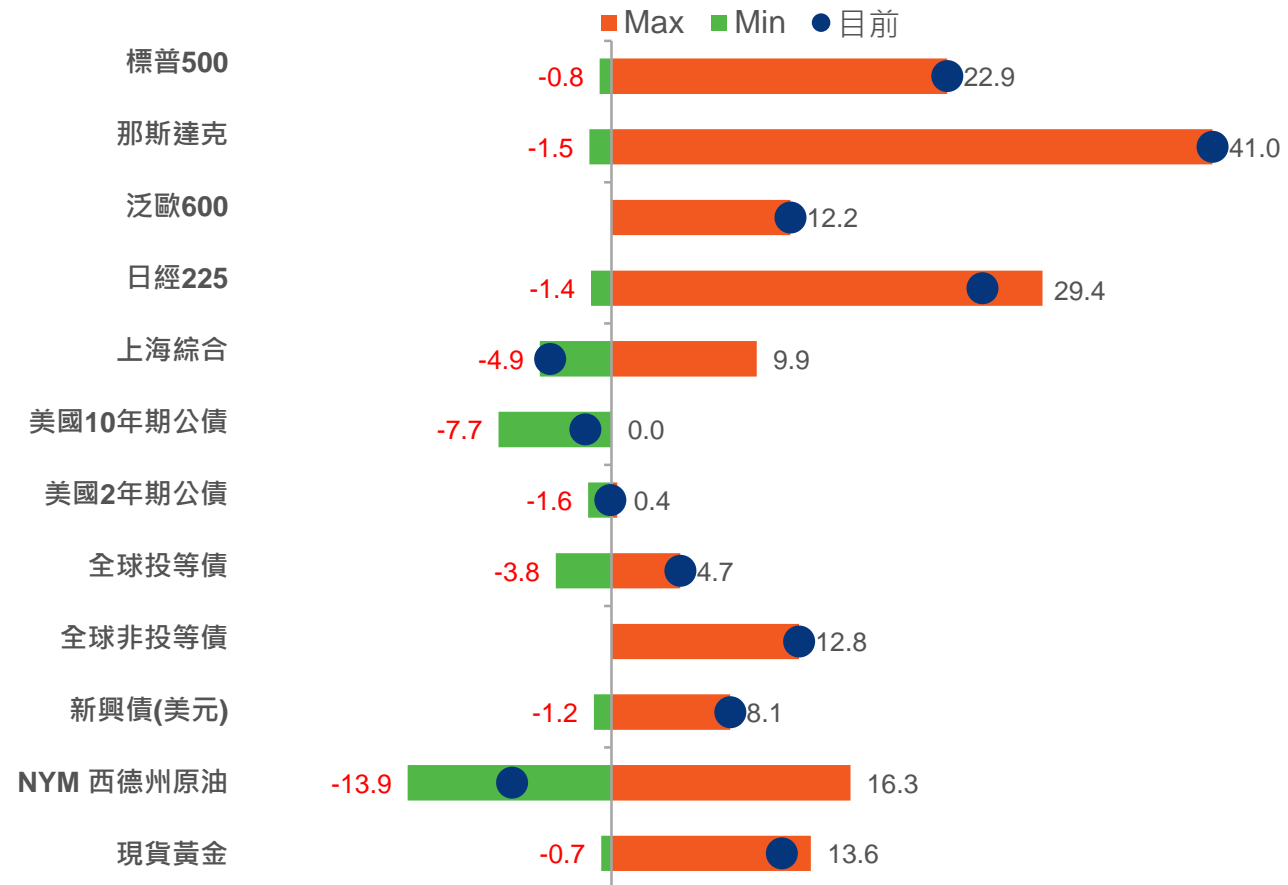


資料來源：Bloomberg · 2023年12月14日

聯準會意外轉鴿，全球股、債大漲，黃金亦揚

- ▶ 聯準會本次維持利率不變，主席鮑威爾透露，央行不太可能繼續升息，且會注意不犯下讓利率過高過久的錯誤，暗示2024年可能轉為降息，態度相較之前的鷹派大幅轉變，股、債市大漲，道瓊工業、費半指數創歷史新高，標普來到今年高點，歐股也續攀近22個月來高位。
- ▶ 美國10年期公債殖利率一舉跌破4%重要關卡，激勵債市反彈，其中企業債、新興債都來到今年高點，含息報酬突破或接近雙位數。此外，美國利率、匯率走弱，美元指數貶值，激勵非美貨幣上漲，黃金創歷史新高後漲多拉回，在2,030美元/盎司附近徘徊。主要經濟體經濟放緩、能源需求減弱，西德州油價大幅下挫，近期測試每桶70美元關卡支撐，表現疲弱。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年12月15日

成熟市場

60日線

標普500指數強勢反彈、創今年新高，帶動季線上彎



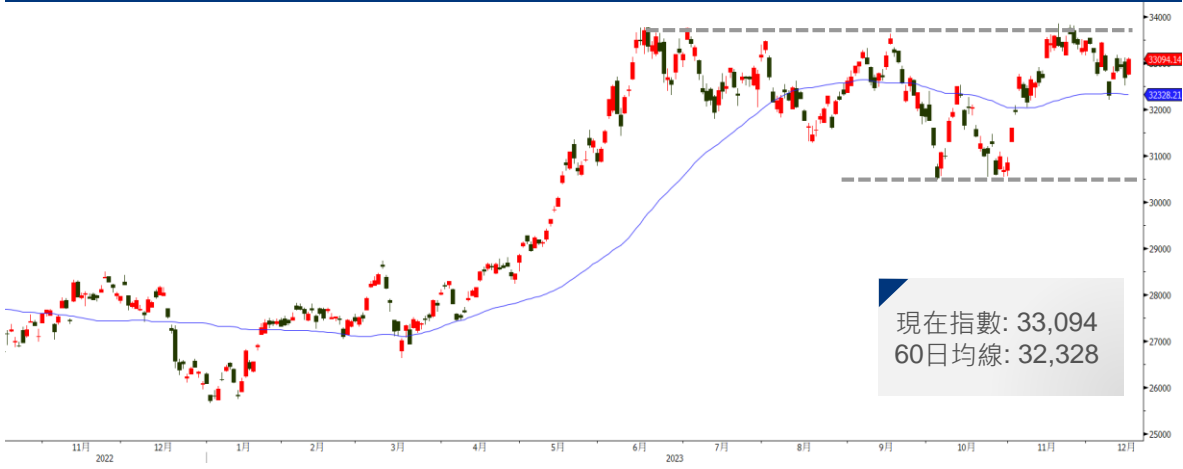
那斯達克指數偏強，創今年新高



泛歐600指數突破箱型區間上緣，創今年高點，帶動季線上彎



日經225指數自高點拉回，漲勢不如歐、美股



資料來源：Bloomberg · 2023年12月15日

新興市場與商品

—— 60日線

上綜指數距離季線更遠，弱勢格局持續，觀察是否跌破前低



新興市場突破狹幅區間整理，觀察後續反彈力道



黃金價格季線上揚，偏強格局延續



西德州原油向下趨勢未變，測試先前低檔盤整區



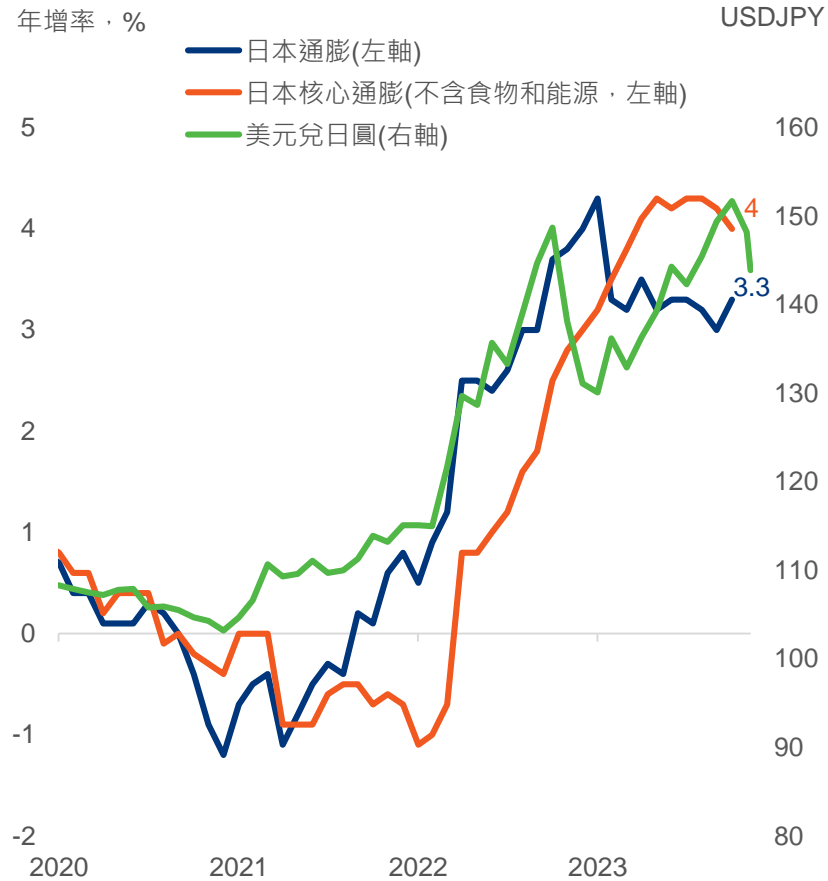
資料來源：Bloomberg · 2023年12月15日

熱門議題

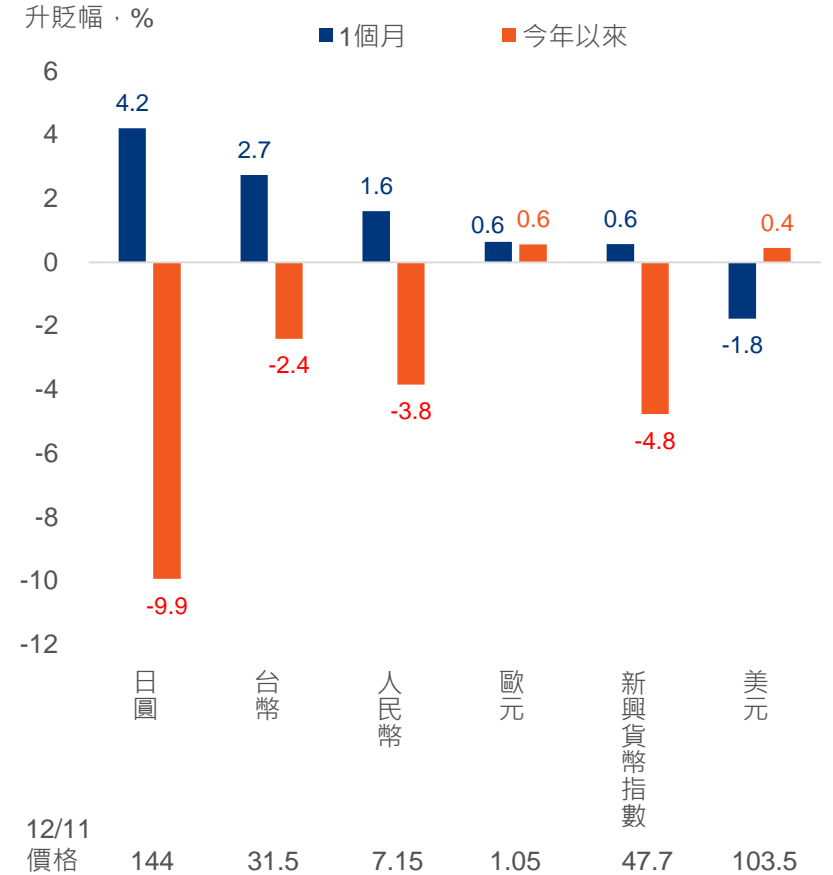
日銀透露貨幣政策正常化訊號，日圓升值

- ▶ 日本央行總裁植田和男出席參議院財政金融委員會時表示，從2023年底到明年，貨幣政策將變得更具挑戰性。言論被市場解讀為日銀將讓貨幣政策正常化。日本公布的10月通膨年增達3.3%，核心通膨年增率仍居4%高位，加重央行調整貨幣政策壓力。市場普遍預期，調整政策時間點將於明年第一季，春鬥的加薪幅度是觀察重點，若包含大小企業全面調薪，且幅度高於去年的3.58%，日銀將更有誘因調整政策，日圓升值，有日圓換匯需求者，可適時換匯。
- ▶ 美國雙率高位回落，美元兌日圓收在145上下，波動顯大，亞幣包括台幣和人民幣也同步反彈，預期美元將區間盤整。研判匯率強弱仍視該國經濟與股市表現而定，估計人民幣和歐元未來反彈幅度將相對受限。

日本通膨雖下降，但仍處於高位



近月美元走弱、亞幣升值，日圓漲幅最明顯



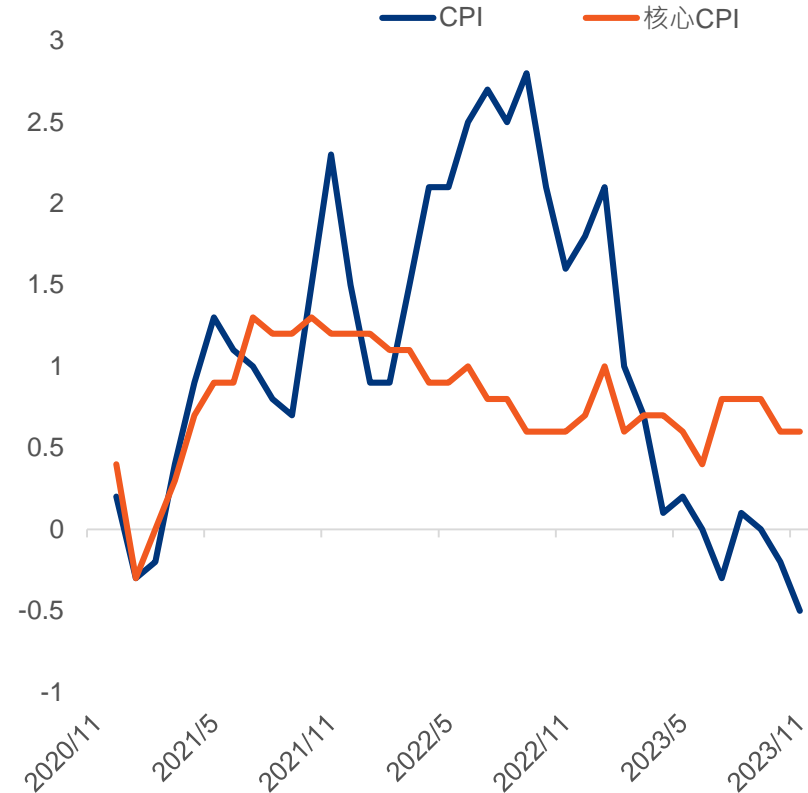
資料來源：Bloomberg · 2023年12月11日

中國物價及經濟受打擊，加深陸股後市疑慮

- ▶ 中國公布11月的通膨數據劣於預期，消費者價格跌幅為三年以來最大，市場對此感到憂心。部分經濟學家表示，受到食品價格、國際油價調整和中國需求疲軟的三重打擊下，通貨緊縮局勢有加深的情況，市場期待政府將推出更多刺激政策以防止通貨緊縮、信心和經濟活動之間的惡性循環。此外，受到物價、經濟低迷不振的影響，調降存款準備金率和降息的可能性也因此上升。
- ▶ 目前中國在維穩思維下，貨幣和財政政策的基調相較之前保守，意味著2024年貨幣政策的寬鬆程度可能不會像2023年那麼大，因此刺激僅有持穩效果。目前外國投資中國資金(FDI)已有淨流出現象，而外溢資金有機會流至東南亞或印度等國並使其受益。

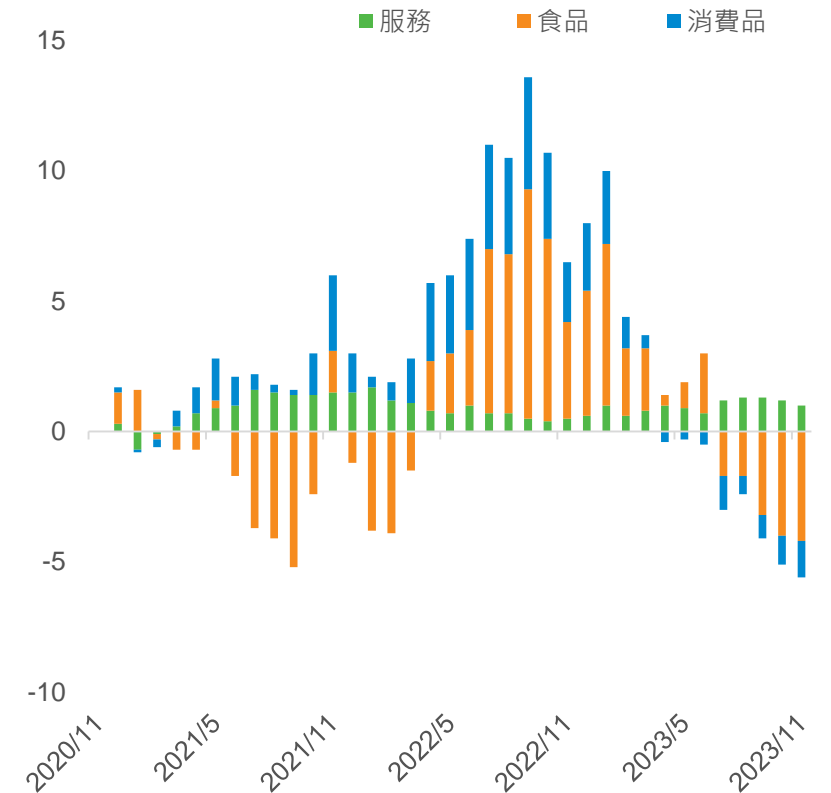
中國CPI深陷負成長

中國CPI指數年增率，%



中國食品與消費品需求萎靡

中國CPI子項目年增率，%



資料來源：Bloomberg · 2023年12月12日

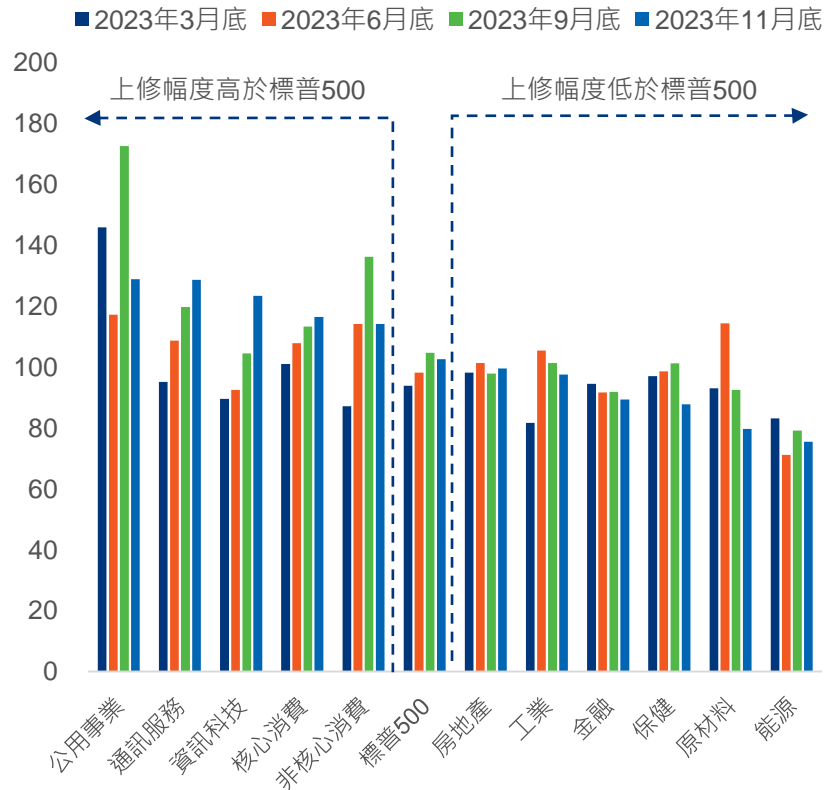
投資焦點

通訊類股獲利預估續上修，適度布局著眼基本面表現

- ▶ 從標普500指數成分股第四季EPS獲利預估趨勢可發現，相較2022年底平均預估EPS，目前的數字以公用事業、通訊服務與資訊科技類股上修幅度最大，其中又以通訊服務上修的趨勢最為穩定，2023年11月底的平均預估EPS相較2022年底的預估數字高出30%，顯示類股受惠數位廣告復甦、AI帶動的網路通訊需求逐步反應，未來展望具有潛力，獲利基本面佳有利類股表現。
- ▶ 觀察未來4季通訊服務類股獲利預估趨勢，也發現市場有高度共識，除隨著時間皆有上調之外，未來4季的EPS並沒有因為景氣而呈現較大的差異或分歧，顯示通訊類股業務穩定且具有不錯防禦能力。若景氣不確性上升或有劣化跡象，可適度布局來穩定表現。

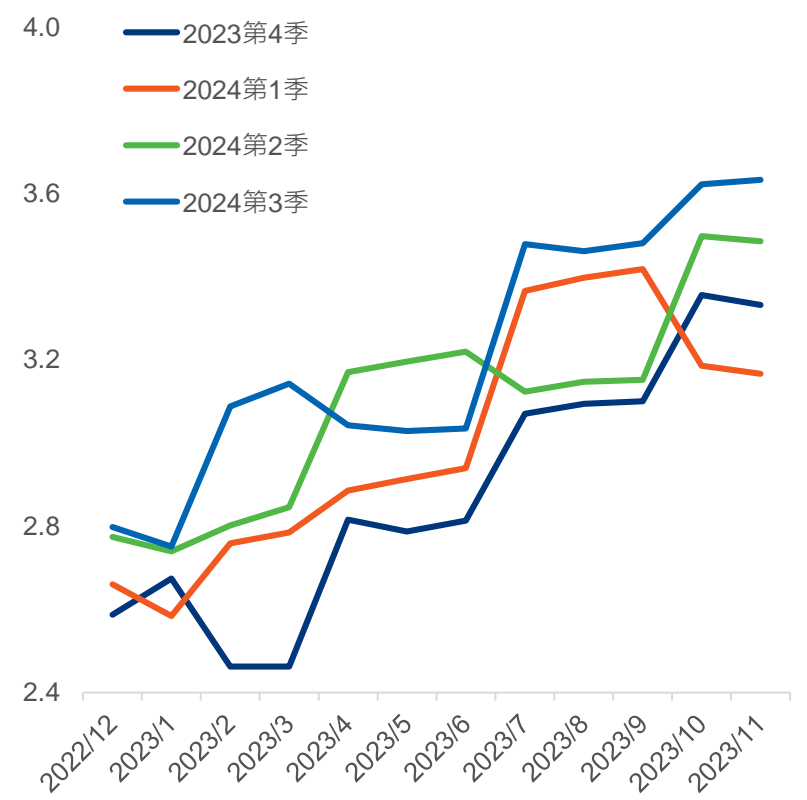
通訊、科技EPS預估隨時間上修且幅度明顯

標普500各類股2023年第4季EPS預估趨勢 2022年底預估值=100



通訊類股未來4季的EPS皆持續上調

標普500通訊類股未來4季EPS預估趨勢，美元/股



資料來源：Bloomberg · 2023年12月12日

通訊類股年初至今表現優於大盤，目前評價仍具吸引力

- ▶ 通訊類股本益比評價目前約為19.7，僅略高於長期10年平均值，且經過2022年的修正後，大幅高於均值情況已有改善，2023年的評價亦在年初落底後獲得支撐並逐步走高。在先前產業營運基期較低的情況下，有機會朝營收、獲利及評價皆同步走高來發展，因此目前產業的評價仍具有一定吸引力。
- ▶ 今年以來美股走勢佳，主要以資訊科技、通訊服務及非必需消費領漲指數，通訊服務漲幅將近5成表現亮眼，且類股自年初起表現即優於大盤且一路走多。在基本面、評價面優勢下，以及利率可能已觸頂的情況下，類股表現有機會延續，因此可在指數拉回時擇機布局。

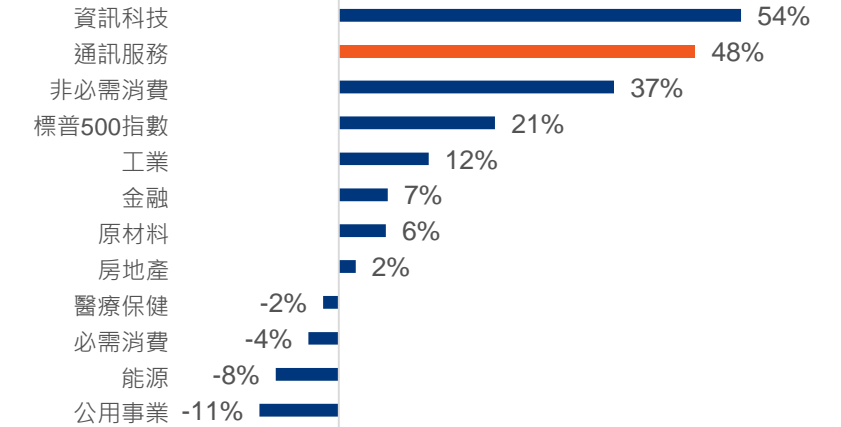
標普通訊類股評價僅略高於10年平均

標普500通訊類股指數本益比

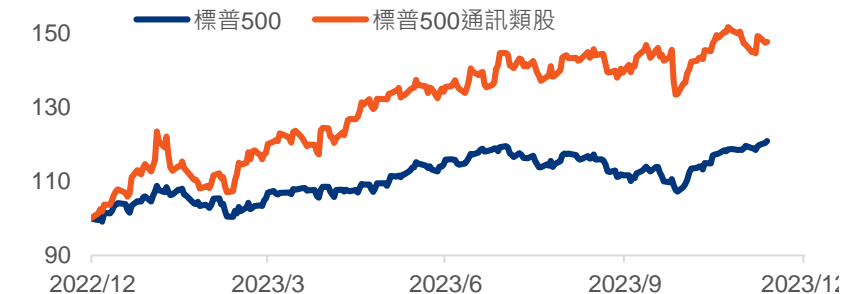


今年以來通訊服務表現持續優於大盤

標普500指數各類股年至今表現



標普500指數與通訊服務類股表現趨勢



資料來源：Bloomberg · 2023年12月12日

通訊類股兼具成長與業務穩定性，布局低基期後的表現潛力

標的名稱	SPDR通訊服務類股ETF (XLC)	iShares美國電信ETF (IYZ)
產品風險等級	RR5	RR5
投資偏好	看好通訊網路、影音串流或5G設備等長期發展	偏好傳統防禦型類股，長期穩定現金流使股價波動更低
規模	14,786 (百萬美元) (2023/11/30)	246 (百萬美元) (2023/11/30)
近3月報酬/ 今年以來報酬	3.15% / 46.74%	-0.81% / 0.07%
基準指數	Communication Services Select Sector Index	Russell 1000 Telecommunications RIC 22.5/45 Capped Index
產業分布	<ol style="list-style-type: none"> 1. 互動媒體和服務 48.9% 2. 娛樂 20.7% 3. 傳播媒體 15% 4. 通訊服務 10.4% 5. 無線通信服務 5% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通信設備 38.9% 2. 有線及衛星 25.9% 3. 綜合電信服務 23.6% 4. 無線通信服務 4.7% 5. 其他 6.9%
主要持股	<ol style="list-style-type: none"> 1. Meta Platforms Inc Class A 25.37% 2. Alphabet Inc Cl A 12.1% 3. Alphabet Inc Cl C 10.4% 4. AT&T Inc 5.2% 5. Verizon Communications Inc 5.18% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cisco Systems Inc 18.25% 2. Comcast Corp Class A 14.73% 3. Verizon Communications Inc 13.24% 4. AT&T Inc 5.16% 5. T Mobile Us Inc 4.74%

資料來源：Bloomberg · 2023年12月12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"> ◆ 美國通膨續降，就業保持韌性，部分經濟指標已出現放緩跡象，聯準會偏鴿使美債利率回落，股市反彈。聯準會下調2024年及2025年利率預估，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"> ◆ 聯準會主席表示降息是未來討論的議題，強調不會等到經濟衰退才降息，美國10年期公債利率高位回落。美國升息循環已近尾聲，中長期公債殖利率處相對高原區，美債具配置價值，可把握短天期公債高息鎖利，並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，增加長債配置</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(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/11)：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%，點陣圖下調2024及2025年利率預估，並表示不太可能再升息且降息是未來討論的議題，強調聯準會不會等到經濟衰退才降息。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% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/10)：維持利率不變</p>	<p>歐洲央行暫停升息，表示近期通膨率雖降至接近2%水平，強調物價可能反覆升溫的風險，內部因而沒有討論降息議題。對明後年的經濟成長率、通膨預期皆有下調。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2024年下半年將以每月平均減少75億歐元的速度來退出再投資計畫。</p>	50%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.25%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 最近會議(2023/11)：維持利率不變</p>	<p>英國央行維持利率不變，表示經濟仍疲軟，且預計從明年初開始疲軟程度將加劇，然而通膨已如預期有所回落，將持續監測通膨壓力和整體經濟韌性的跡象。2023年9月會議通過將在12個月減少1,000億英鎊的公債資產規模。</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>	132%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

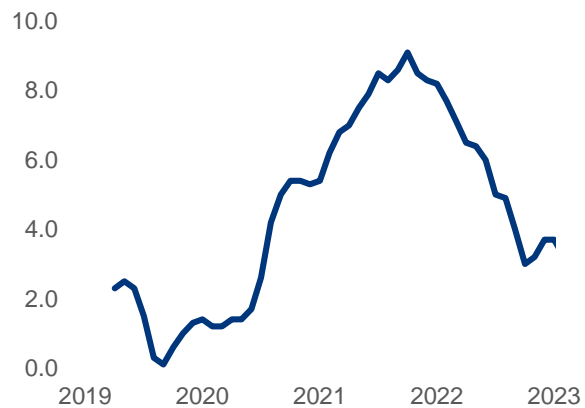
► Dec 2023

<p>11 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本11月工具機訂單年增率 (實際:-13.6% 前值:-20.6%) 	<p>12 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本11月PPI月增率 (實際:0.2% 預估:0.2% 前值:-0.3%) 歐元區12月ZEW經濟景氣指數 (實際:23.0 前值:13.8) 美國11月核心CPI月增率 (實際:0.3% 預估:0.3% 前值:0.2%) 美國11月核心CPI年增率 (實際:4.0% 預估:4.0% 前值:4.0%) 美國11月CPI月增率 (實際:0.1% 預估:0.0% 前值:0.0%) 美國11月CPI年增率 (實際:3.1% 預估:3.1% 前值:3.2%) 	<p>13 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區10月工業生產月增率 (實際:-0.7% 預估:-0.3% 前值:-1.0%) 美國11月PPI月增率 (實際:0.0% 預估:0.1% 前值:-0.4%) 	<p>14 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國FOMC利率會議 (實際:5.5% 預估:5.5% 前值:5.5%) 美國11月零售銷售月增率 (實際:0.3% 預估:-0.1% 前值:-0.2%) 美國11月核心零售銷售月增率 (實際:0.2% 預估:-0.1% 前值:0.1%) 日本10月工業生產月增率 (實際:1.3% 前值:1.0%) 歐洲ECB利率會議 (實際:4.5% 預估:4.5% 前值:4.5%) 英國BoE利率會議 (實際:5.25% 預估:5.25% 前值:5.25%) 	<p>15 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國11月工業生產年增率 (實際:6.6% 預估:5.6% 前值:4.6%) 美國11月工業生產年增率 (預估:0.3% 前值:-0.6%) 美國12月服務業PMI (預估:50.6 前值:50.6)
<p>18 Monday</p>	<p>19 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本央行貨幣政策(前值:-0.10%) 歐元區11月CPI年率(%) (年增率) (前值:2.40%) 美國11月營建許可總數(戶) (前值: 1.498M) 	<p>20 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國12月諮商會消費者信心指數 (前值:102) 美國11月成屋銷售總數(戶) (前值:3.79M) 	<p>21 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國第3季實質GDP季增年率 (前值:5.20%) 美國12月費城聯邦製造業指數 (前值:-5.9) 	<p>22 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國11月扣除運輸耐用品訂單月增率 (前值: 0.20%) 美國11月核心PCE物價指數年增率 (前值: 3.50%) 美國11月核心PCE物價指數月增率 (前值: 0.20%) 美國11月新屋銷售總數(戶)

資料來源：Investing.com

附錄

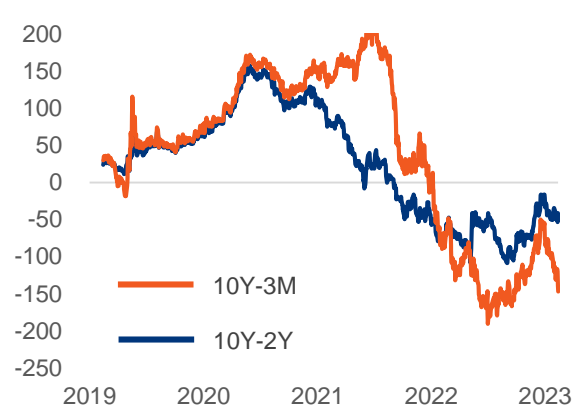
美國物價指數年增率(%)



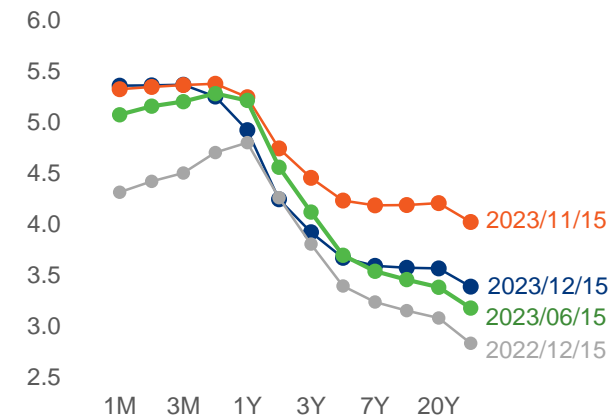
美國10年期公債殖利率(%)



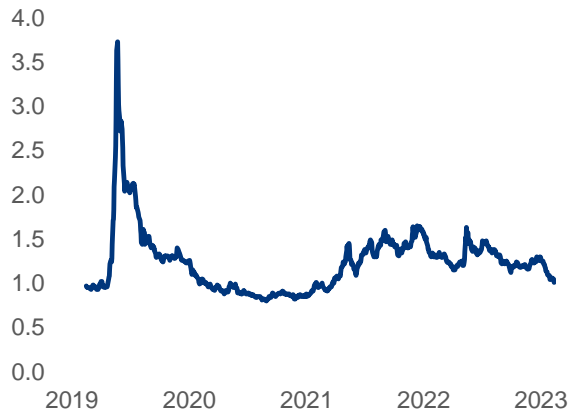
美國公債利差(bps)



美國公債殖利率曲線(%)



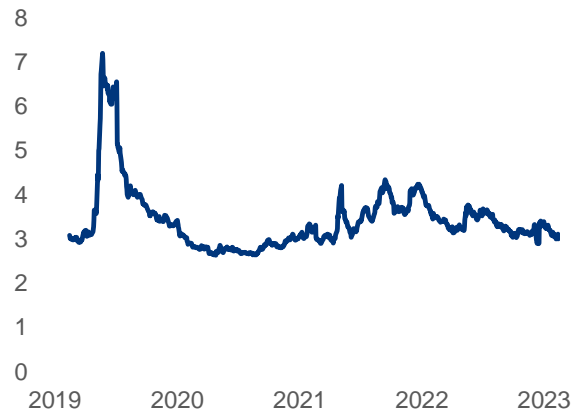
美元投資級公司債利差(%)



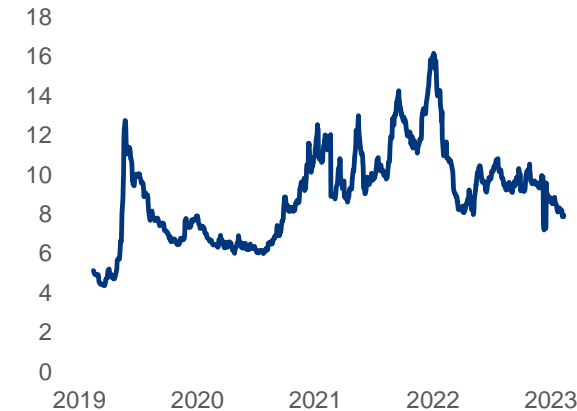
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

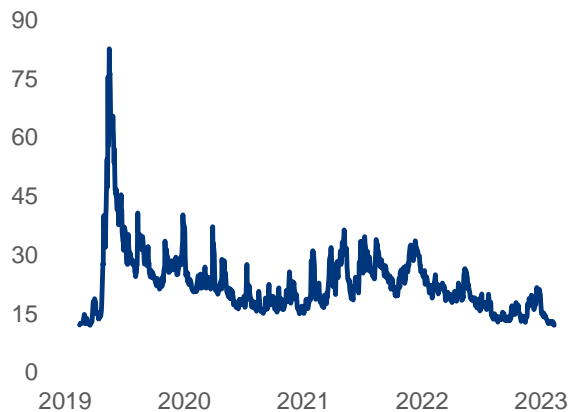


美元亞洲非投資級債利差(%)

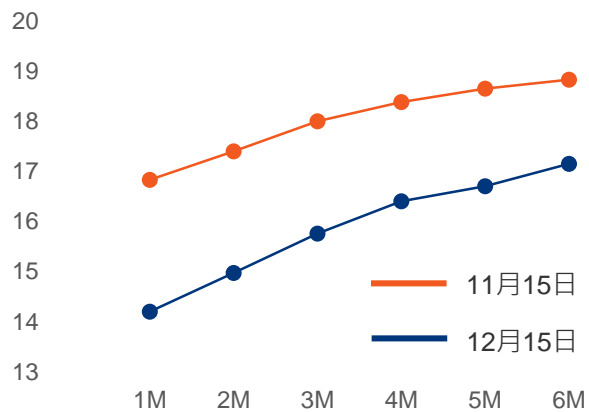


資料來源：Bloomberg · 2023年12月14日

VIX指數



VIX期間結構



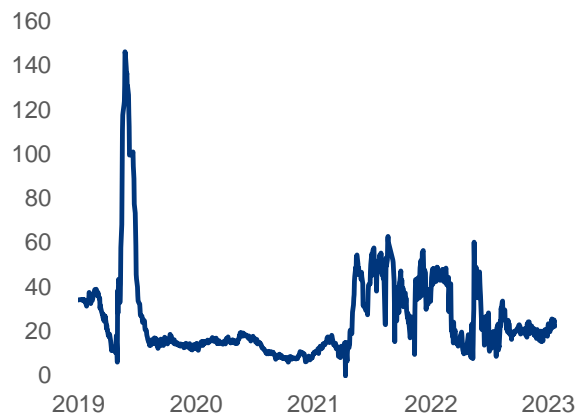
美國花旗經濟驚奇指數*



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12月14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。