



凱基證券

# 亂世買債莫再等

## Don't wait any longer

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年12月22日

### 01 市場回顧

金融環境偏寬鬆，  
市場波動低位走



### 02 熱門議題

- 紅海航道貿易受擾亂，運價為通膨帶來變數
- 美國景氣穩，降息預期添股市柴火



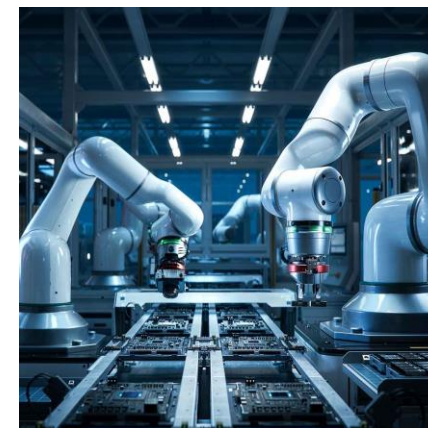
### 03 投資焦點

市場紛擾不斷，  
留意非美債券好時機



### 04 下週重要數據

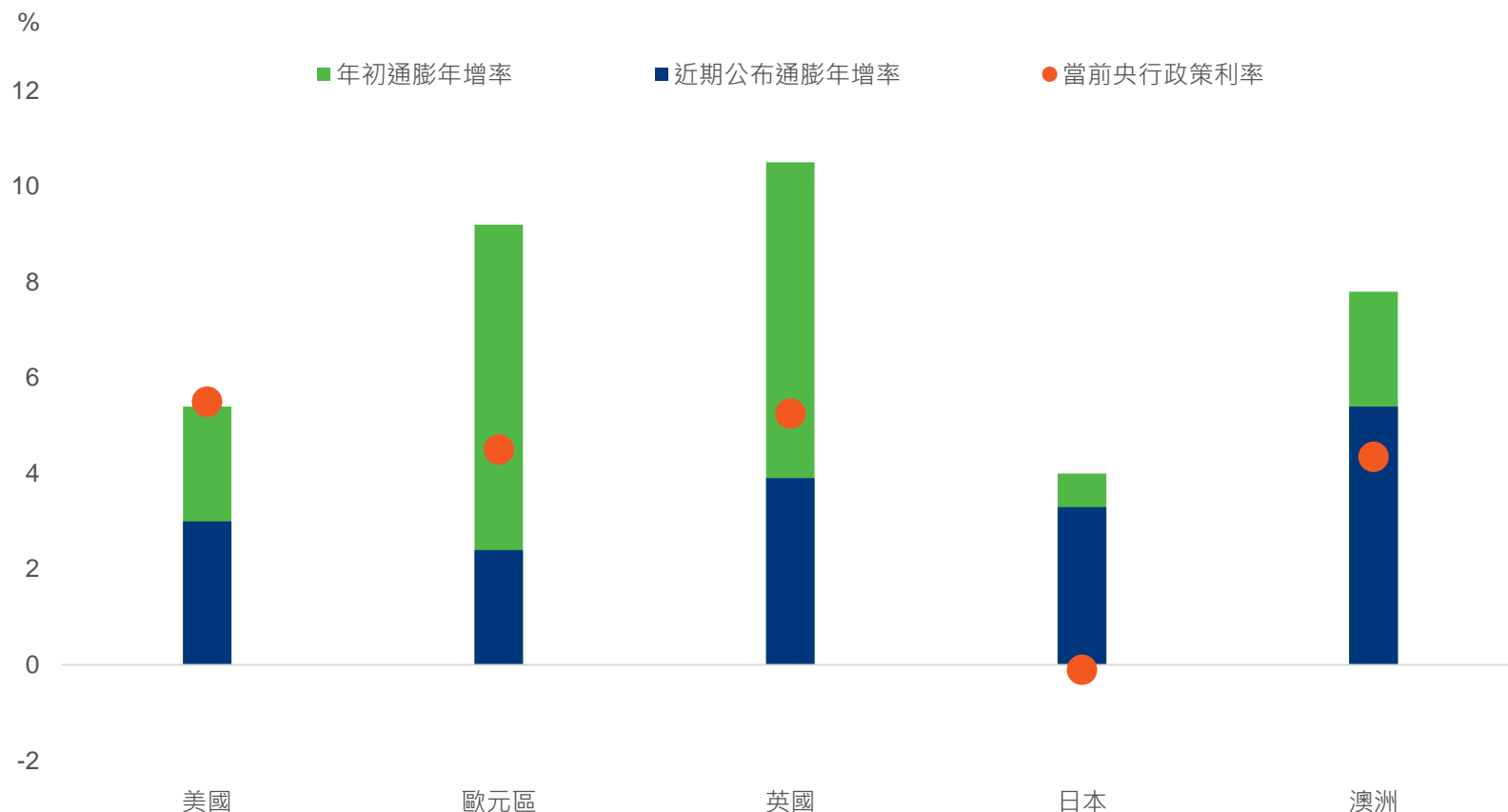
美國房市數據、  
日本工業生產



# 主要國家通膨續降溫，鷹派貨幣政策釋鴿聲

- ▶ 檢視當前主要國家通膨與2023年底的峰值相比，各國物價明顯趨緩，顯示主要央行逐步邁向實現2%的通膨目標，各國央行致力減輕通膨問題並避免經濟進入衰退階段，亦反映在近期利率維持不變的貨幣政策決議上。
- ▶ 明年主要國家央行貨幣政策轉向時機不一，從近期FOMC利率決策會議來看，聯準會釋出未來降息是可能選項訊息，加深市場對利率下行臆測；歐元區與英國通膨急速降溫，也反映未來央行降息預期上；反觀日本與澳洲因國內通膨仍高，為少數維持緊縮貨幣政策國家。預期各國貨幣政策仍視物價下行速度決定轉向時機，強化經濟朝軟著陸發展可能性，金融市場表現亦可期待。

今年來主要國家通膨走低，部分央行存在政策轉向空間



資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

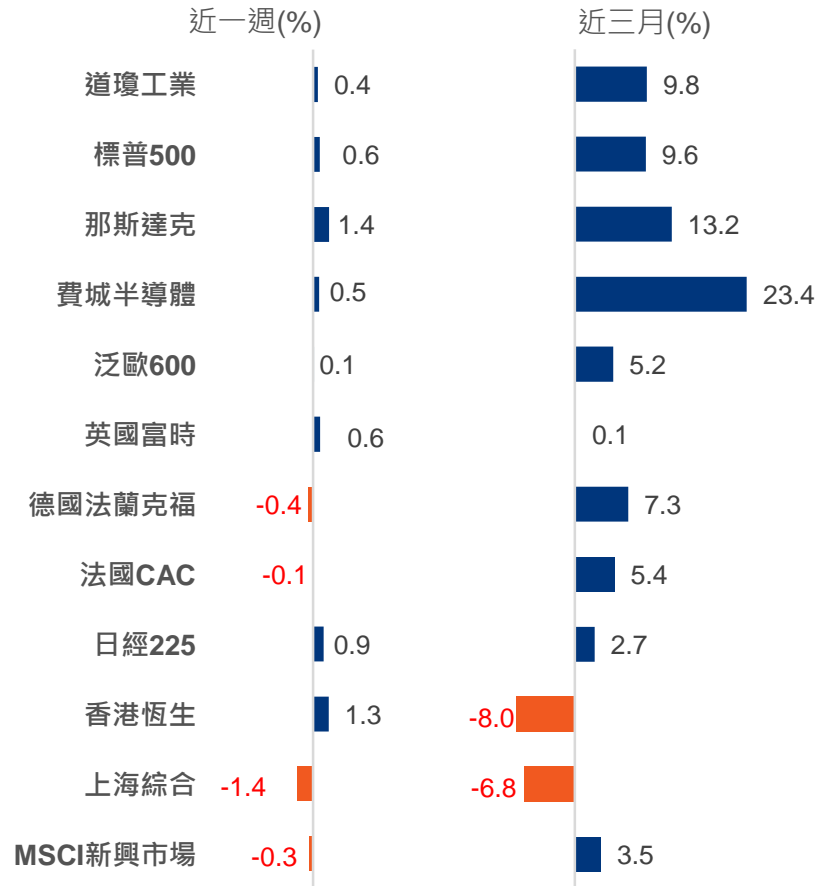
# 市場回顧

## 政策轉向風吹起，股市上攻添柴火

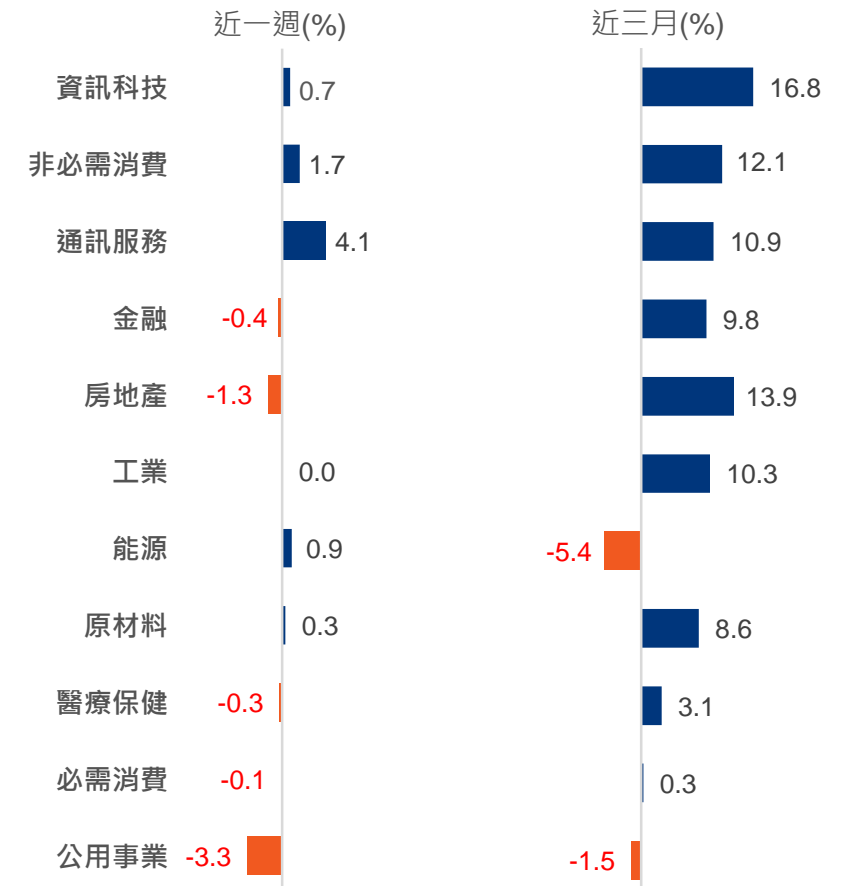
- ▶ 儘管股市一度因個別企業財報不如預期與期權賣壓而有所擾動，難敵聯準會政策風向轉變預期，美國公債殖利率走低，金融環境偏寬鬆推動股票評價重新調整與美股表現。產業類股以半導體晶片類股漲勢較凌厲；谷歌的應用商店壟斷訴訟達成和解，推動通訊類股漲幅領先，防禦類股如公用事業表現則較為落後。
- ▶ 歐元區疲弱的經濟前景，加深明年歐洲央行政策調整預期，歐股漲跌互見，然紅海危機持續延燒，留意後續對歐元區通膨影響。英國通膨降至2021年9月來最低，增添明年英國央行降息臆測，英股收漲。日本央行按兵不動，政策進入無風帶，亦強化金髮女孩經濟預期與工業類股表現，日股走揚。中國景氣疲弱不振與美中持續緊張關係，陸股跌勢顯重。

資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

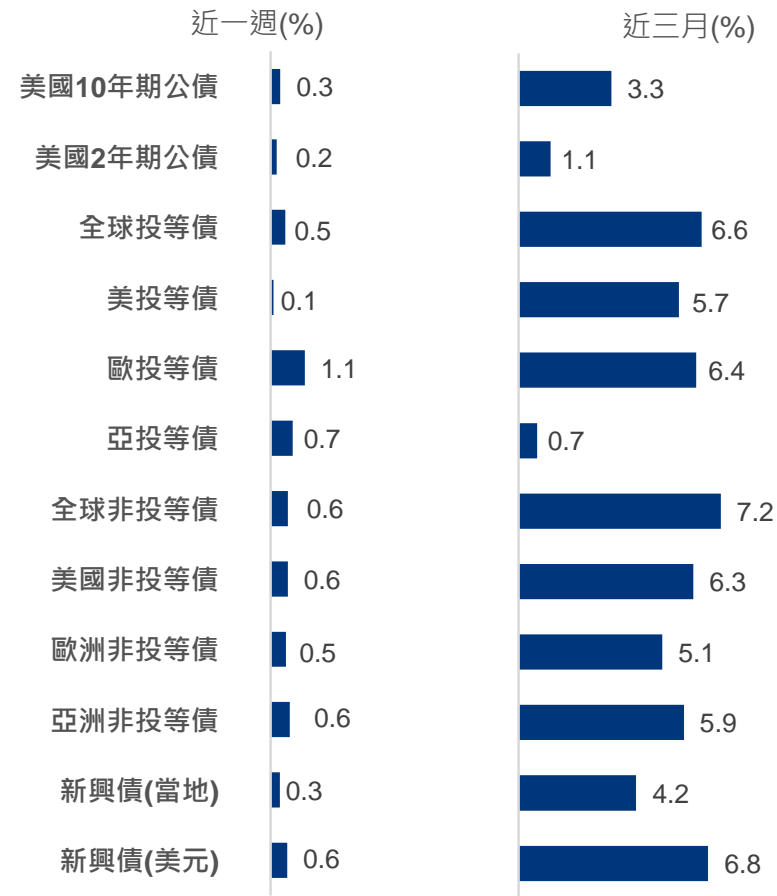


# 利率下行助債市，地緣擾動商品漲

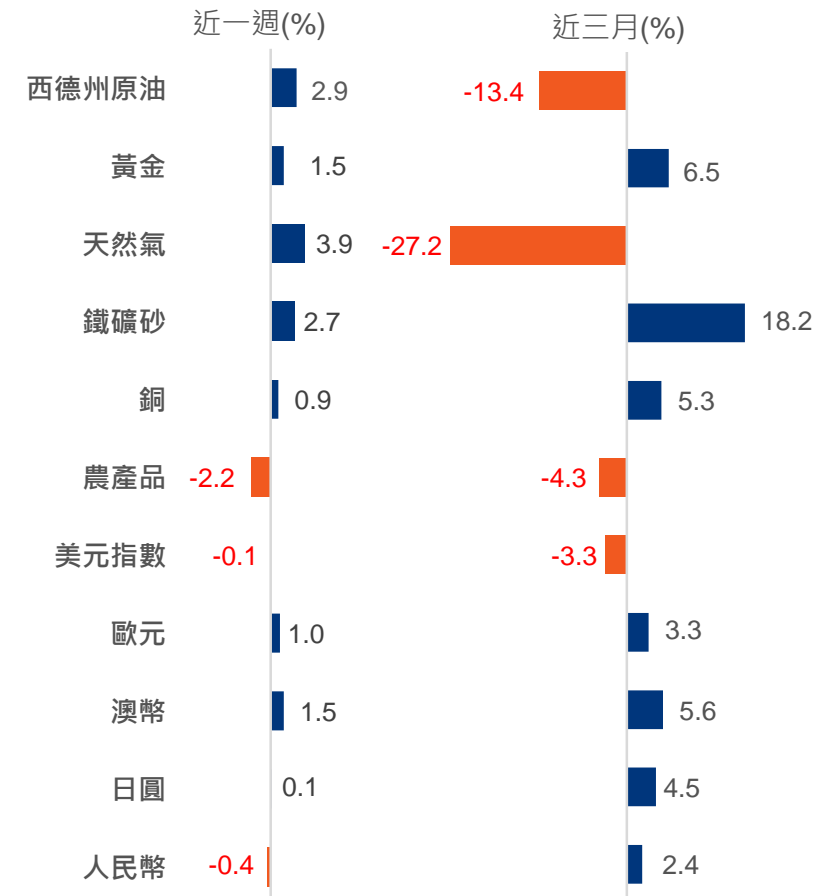
- ▶ 央行官員態度持續左右市場情緒，美國經濟成長率因消費有所下修與通膨維持下行趨勢，主要國家公債殖利率走低，債市續漲。歐元區經濟持續低迷陷入衰退風險，通膨快速滑落且為成熟國家相對較低者，當地公債殖利率續降，為歐洲投資級債近一週表現領先的主要因子。
- ▶ 原油價格受紅海航道貿易擾動影響，近期築底回升於每桶70美元之上；美國上週天然氣庫存減幅超出預期，天然氣價格反彈。美國實質利率持續走低與美元偏弱表現，金價站上每盎司2,060美元。
- ▶ 美國經濟成長動能有放緩疑慮支持降息預期，近週美元指數稍弱，非美貨幣偏升。相較其他成熟國家，澳洲央行降息幅度相對較小，利差因素支持澳幣表現。

資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

## 各類債券表現(%)



## 各類商品及貨幣表現(%)



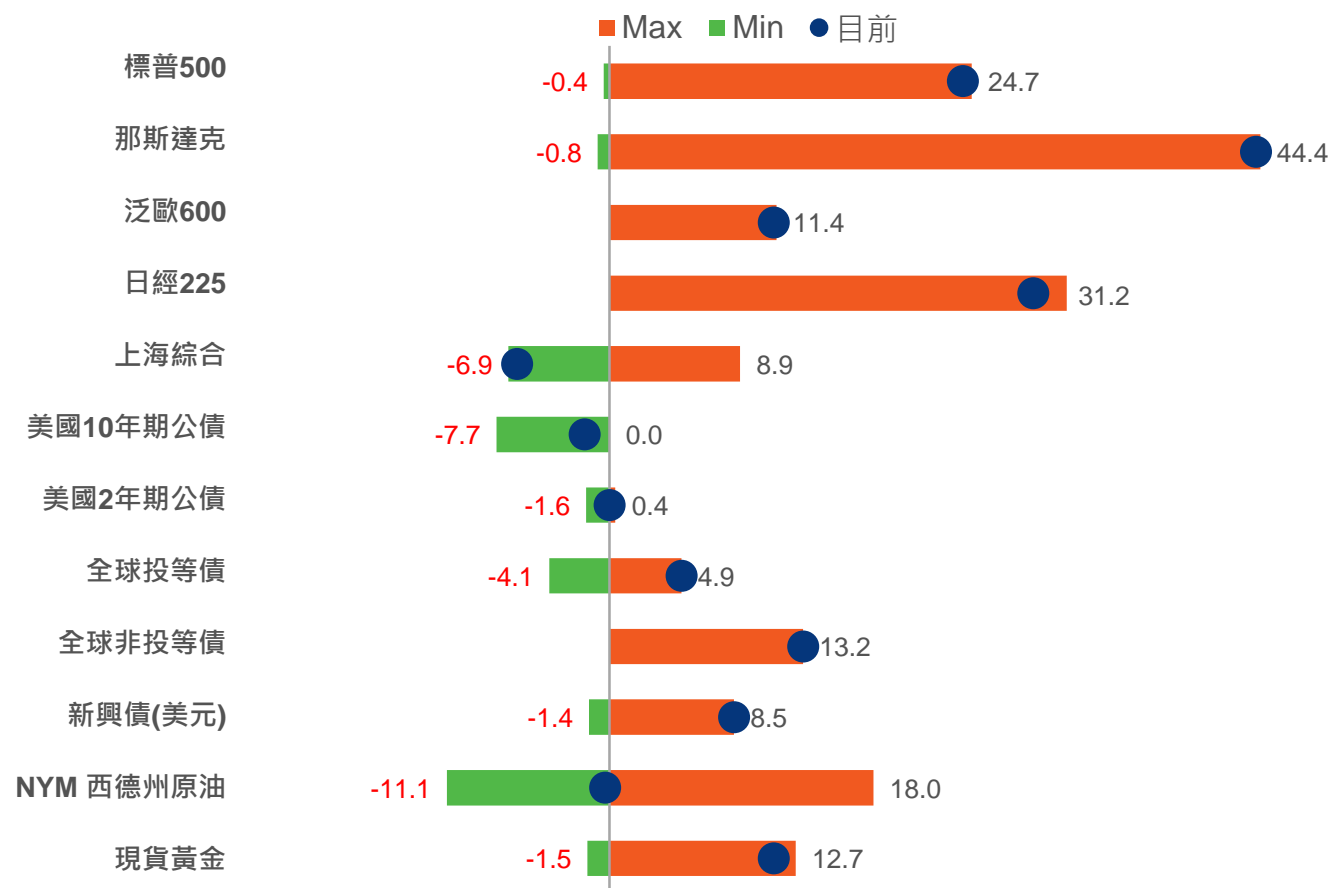
# 經濟數據讓市場對降息有期待，2023全年股市表現亮眼，債市逐步轉佳

▶ 美國第三季GDP終值4.9%，較市場平均預估的5.2%大幅下修，同時公布的第三季核心PCE物價2.0%也遠低於市場平居預期的2.3%。今年以來美國經濟雖表現不差，但有逐漸轉弱的趨勢，且全年通膨逐步下降，使市場對2024年的降息預期幅度有所期待，聯準會態度亦有轉為偏鴿的跡象。2023全年股、債市皆有不錯表現，美股創新高，歐、日股也趨近高檔。

▶ 美國10年期公債殖利率自2023年10月觸及5%關卡後反轉往下，近期已跌破4%，市場對2024年的公債殖利率預期多有不調，債市反彈。投資級債、非投資級債及新興市場債持續創2023年新高，而美國公債亦自低點收回大部分失土。美元偏弱帶動黃金表現，而原油則受多空資訊影響，走勢先漲後跌，全年表現持平。

資料來源：Bloomberg · 2023年12月22日

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



# 成熟市場

—— 60日線

標普500指數強勢反彈，季線上彎



那斯達克指數強勢反彈，季線上彎



泛歐600指數突破箱型區間上緣，短期狹幅震盪



日經225指數靠近區間上緣，先前已完成W底走勢



資料來源：Bloomberg · 2023年12月22日

# 新興市場與商品

— 60日線

## 上綜指數跌破支撐，持續弱勢格局



## 新興市場短線反彈，但仍在大型區間整理



## 黃金價格仍處上升趨勢，有機會挑戰前高壓力



## 西德州原油短線反彈至下降壓力線



資料來源：Bloomberg · 2023年12月22日



熱門議題

# 紅海航道貿易受擾亂，運價為通膨帶來變數

- ▶ 伊朗支持的胡塞武裝分子對紅海商船隊發動襲擊，原先由亞洲經過蘇伊士運河運往歐洲的貨櫃船被迫繞道，貨物運送時間預估將大幅增加。大型航運商馬士基公司表示，將把船隊轉移到非洲各地，而英國石油公司亦將停止所有通過紅海的運輸，因武裝分子誓言攻擊任何與以色列有聯繫的商船。
- ▶ 自2023年10月以來約有15艘商船受攻擊，調查顯示暫停透過該地區運輸的貨櫃已佔蘇伊士運河所有運輸能力的95%，部分船隻已轉而繞道非洲好望角，其餘被延誤的船隻仍在研擬替代措施。而貿易受擾亂以及貨物交付更費時也已帶動各航線的運價，過去兩週亞洲到歐洲運費上漲22%，到美國東岸運費上漲11%，航運價格走高替通膨帶來更多不確定性。

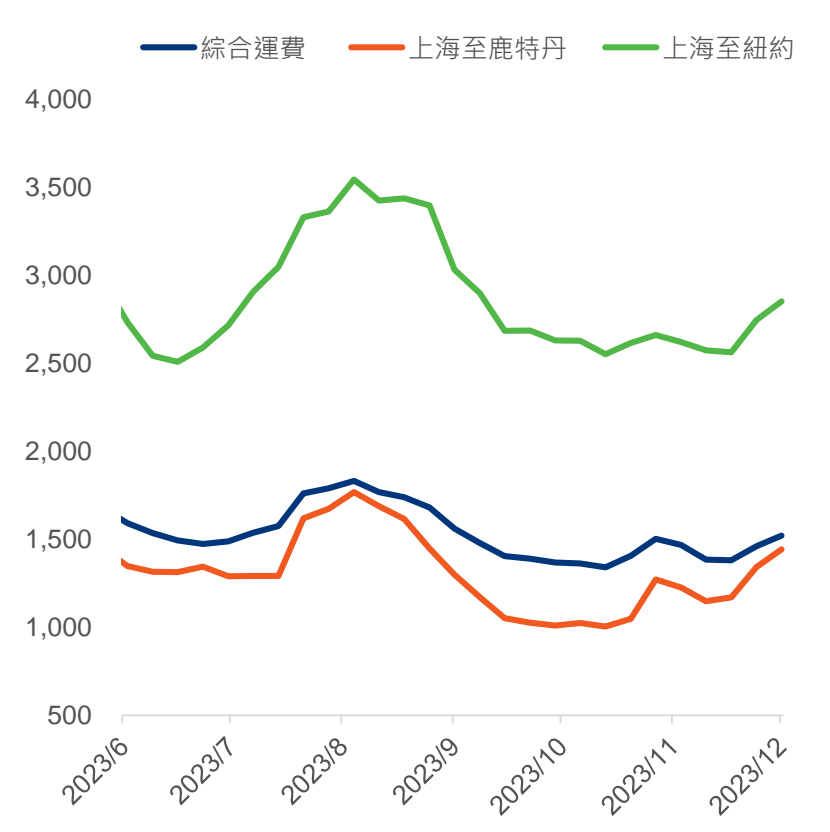
## 武裝衝突使至歐洲主要航道受阻

紅海航道受武裝衝突影響(紅框)，船運繞道至非洲好望角



## 船運繞道行駛帶動運價走揚

世界貨櫃運價指數，美元/40英尺貨櫃



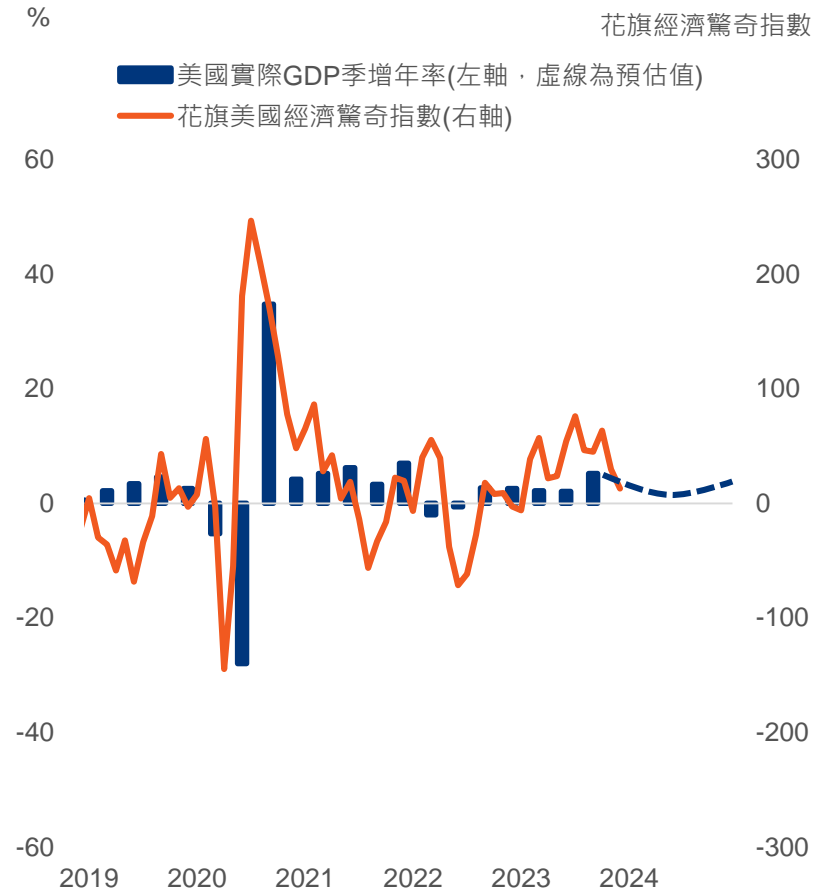
資料來源：Bloomberg · 2023年12月19日

# 美國經濟仍具韌性，一旦央行政策轉向有助美股行情續航

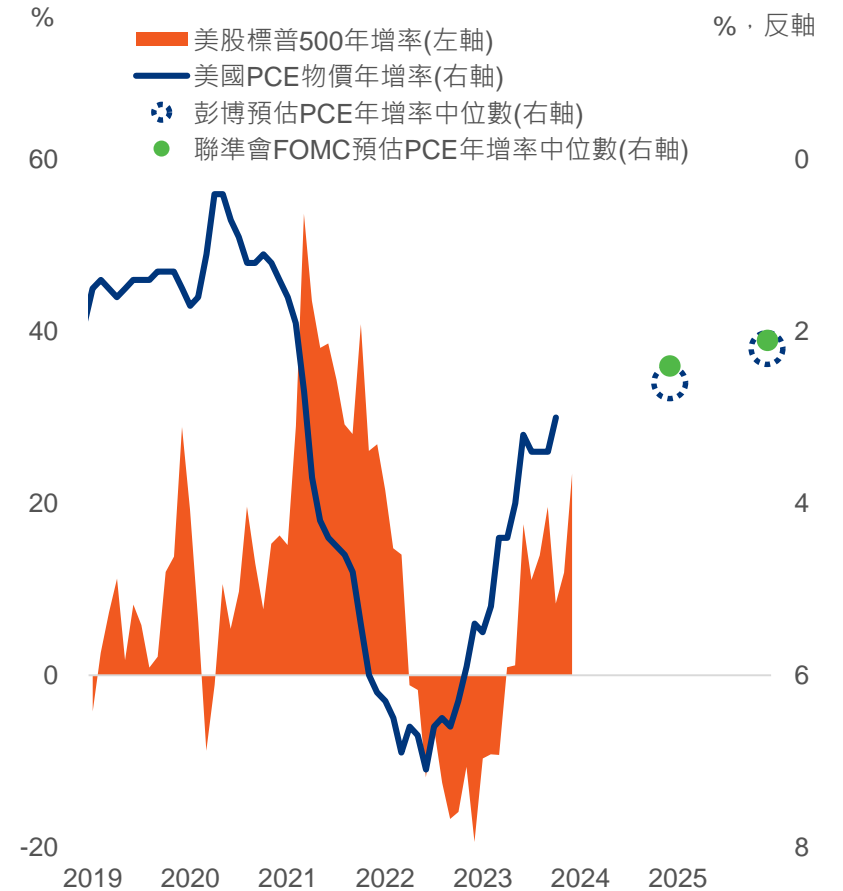
- ▶ 儘管當前美國經濟持續優於預期，但受僵固性通膨與高借貸成本影響，2024年美國經濟會走緩但不至於衰退，平均GDP成長率將落在1%上下，以數據表現來看，消費者支出雖不如先前強勁，不動產市場似乎正在觸底，汽車銷量也有所回升，市場預期出現衰退可能性下滑，就算明年出現經濟衰退也可能是溫和的，主要在聯準會的降息保護下，確保經濟不會朝硬著陸發展。
- ▶ 隨通膨走緩和聯準會政策有望轉向寬鬆發展，今年10月底至今，實質利率已從高點2.5%降至1.7%，同時期美國標普500本益比升至21倍以上且指數大漲15%。通膨續降所帶來的好消息，加深聯準會貨幣政策轉向寬鬆與推升股市評價預期，後續關注經濟數據動態與企業獲利復甦態勢。

資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

## 明年美國經濟有望軟著陸



## 美國通膨下行，挹注美股評價再調整



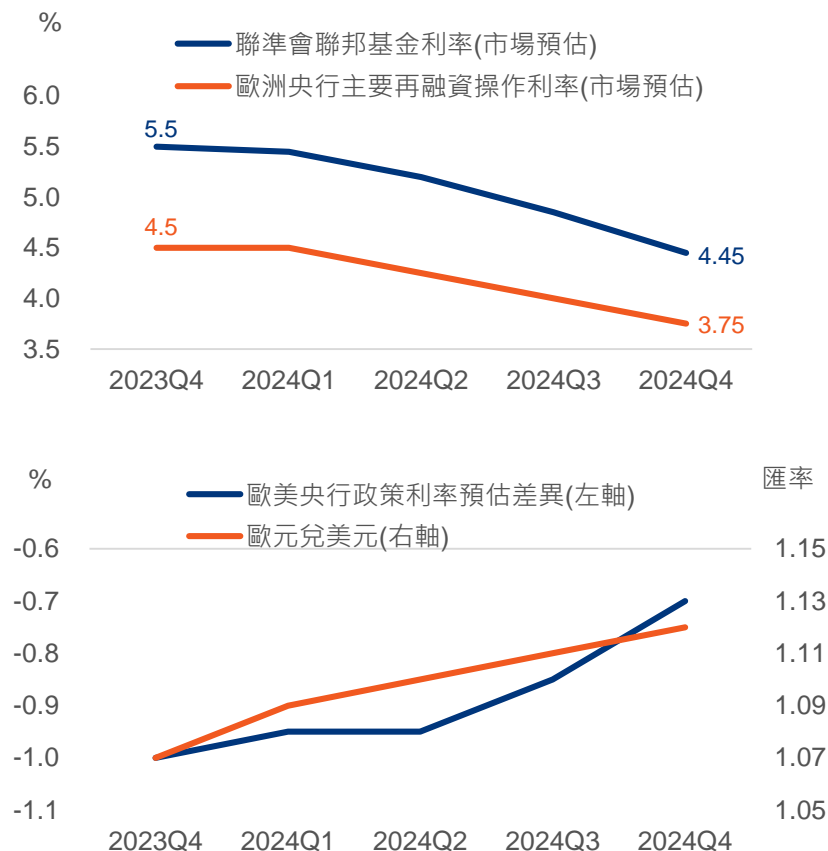
## 投資焦點

## 歐洲貨幣政策朝順風發展，提供企業債遠航機會

▶ 歐元區通膨仍維持高檔，預期2025年通膨仍高於央行2%目標，歐央官員保持鷹派態度，然而歐洲央行維持的高利率環境，確實讓歐元區通膨加速下行，市場利率期貨隱含2024年歐洲央行政策利率有3碼下調空間，此外，投資人持續強化美國景氣軟著陸預期，市場預估明年歐美央行政策利率差異將縮窄，提供歐元升息機會，同時明年貨幣政策逆風若轉為寬鬆順風，加速當地經濟築底復甦，有利歐洲企業債利差存在收斂機會。

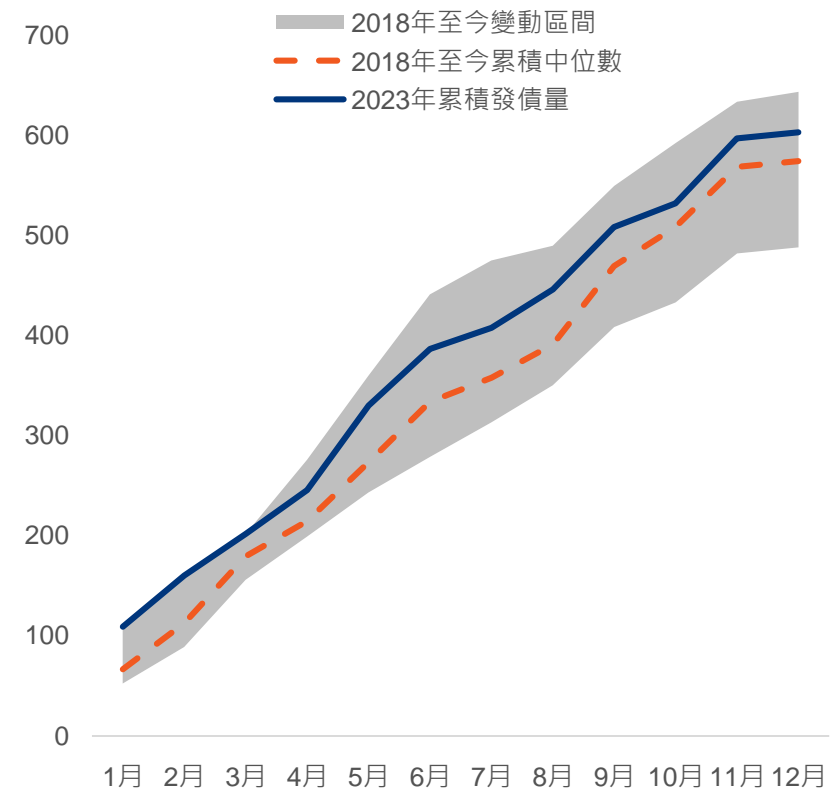
▶ 今年的高利率環境確實對歐洲非金融企業產生衝擊而減少發債量，但這被歐洲金融業的大額發債量所補足。考量企業資本支出規模與併購量下滑，預期明年歐洲企業發債量有望減少，有助於緩解債券供給壓力。

## 歐美央行利差有望收窄，預期歐元有升值空間



## 歐洲企業今年大額發債，未來發債量有望漸減

歐洲投資級發債量，10億歐元

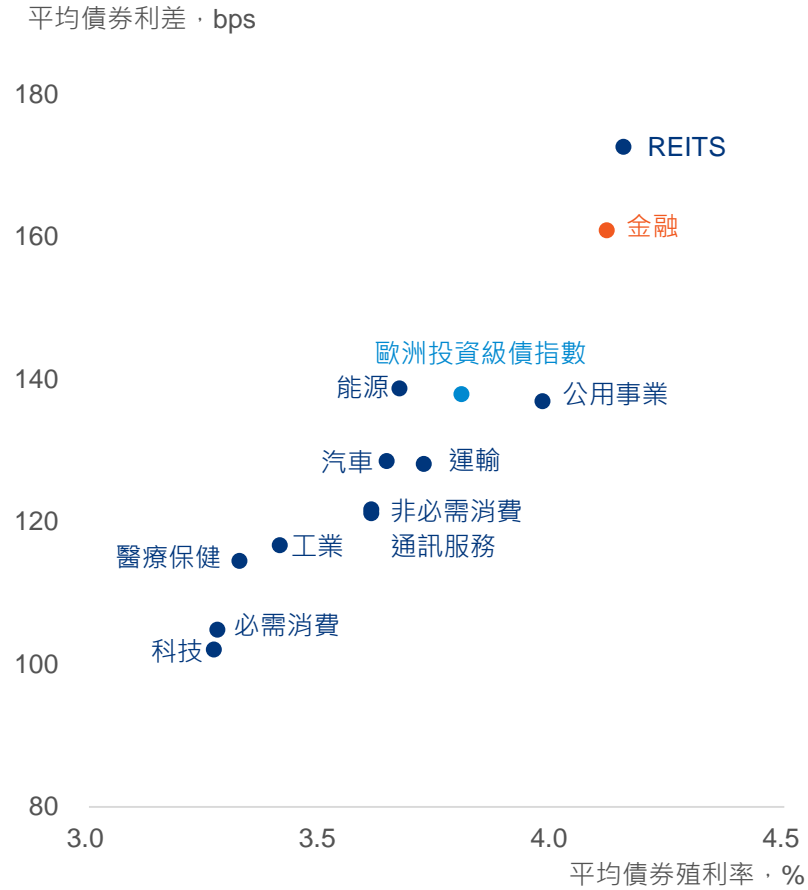


資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

# 歐洲投資級企業債穩健，金融債存相對投資價值

- ▶ 儘管面對升息環境與景氣下行等逆境，今年以來歐洲投資級債仍繳出7.6%的正報酬表現。進入2024年，歐元區景氣有望較美國先行復甦，檢視歐洲企業現金流持穩且債務融資成本有望走低，有助債信體質改善，檢視明年歐洲大型企業各產業獲利預估，僅不動產為雙位數負成長相對較弱。
- ▶ 金融業受瑞信事件與房地產衰退影響甚鉅，債券利差水準明顯高於其他產業。考量過往利率下行時期多為景氣放緩階段，金融債利差表現相對穩健，當前歐洲銀行資本充足，獲利能力持穩，高利率環境並未看到顯著增加的不良貸款，預期金融投資級債在低違約、豐沛利差與潛在降息可能性等利多支持下，債券價格相對具表現機會。

## 歐洲金融投資級債利差相對高於其他產業



## 過往利率下行，金融債利差表現相對非金融債佳



資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

# 逢高利率與景氣下行亂世，適時配置歐洲投資級債

單一債券		債券型基金	
債券名稱	法國興業銀行 (SOCGEN 4.875 11/21/31)	標的名稱	瀚亞投資-歐洲投資等級債券基金
商品風險等級	RR3	商品風險等級	RR2
資格	專業投資人	持債特色	精選高品質歐洲債券，平均存續期4.4年
到期日	2031年11月21日	規模	505 (百萬歐元) (2023/10/31)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Baa2/BBB/A-	今年來報酬/ 近3年報酬	8.63% / -9.28%
最低申購金額/ 增額	100,000 / 100,000 EUR	基準指數	ICE BofA Euro Corporate Index
票面利率	4.875% / 年配	類型分布	1. 金融 48.60%
YTM/YTC(%)	3.92 / 3.92		2. 公用事業 12.60%
特色	為法國銀行業三巨頭之一，除了為世界上最大的投資銀行之一，亦是全球系統重要性銀行成員之一，為客戶提供傳統商業至投資銀行業務的金融服務。該公司擁有強大的特許經營權與多元化業務，展現出獲利的低波動性，審慎的風險控管、穩定的資金流動性，皆有助資本適足率保持穩定。	年化配息率(%)	1.02
		前5大持債	1. BUNDES 0.5 15/02/25 5.00% 2. BUNDES 1.5 15/05/24 4.40% 3. VOLKSWAGE 4.375 15/05/30 1.10% 4. ING GROEP VAR 23/05/29 0.90% 5. JPMORGAN VAR 24/02/28 0.70%

資料來源：凱基證券，2023年12月22日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年12月22日，過去1年平均年化配息率報價日期為2023年12月21日，僅供參考。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>◆ 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。</li> <li>◆ 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。</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。</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，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"> <li>◆ 美元指數明年第1季末將開始走弱，預期直到第4季才會慢慢穩定下來。</li> <li>◆ 日本央行雖維持利率不變，然官員維持鷹派言論，明年上半年日本央行貨幣政策轉向可能性較高，美日利差若朝收窄發展，支持日圓存在升值機會。</li> </ul>	<p>美元短期高檔有撐，明年第二季後趨貶</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>	28%
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>	51%
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>	30%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</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>將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，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>	134%

資料來源：Bloomberg



# 重要經濟數據 / 事件

▸ Dec 2023

<p><b>18</b> Monday</p>	<p><b>19</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本央行貨幣政策 (實際: -0.10% 預估: -0.10% 前值: -0.10%)</li> <li>歐元區11月CPI年增率 (實際: 2.40% 預估: 2.40% 前值: 2.40%)</li> <li>美國11月營建許可總數(戶) (實際: 1.46M 預估: 1.465M 前值: 1.487M)</li> </ul>	<p><b>20</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國12月諮商會消費者信心指數 (實際: 110.7 預估: 104.5 前值: 102)</li> <li>美國11月成屋銷售總數(戶) (實際: 3.82M 預估: 3.78M 前值: 3.79M)</li> </ul>	<p><b>21</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國第3季實質GDP季增年率 (實際: 4.90% 預估: 5.20% 前值: 5.20%)</li> </ul>	<p><b>22</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國11月扣除運輸耐用品訂單月增率 (前值: 0.20%)</li> <li>美國11月核心PCE物價指數年增率 (前值: 3.50%)</li> <li>美國11月核心PCE物價指數月增率 (前值: 0.20%)</li> <li>美國11月新屋銷售總數(戶) (前值: 690K)</li> </ul>
<p><b>25</b> Monday</p>	<p><b>26</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國10月凱斯席勒20大城市房價年增率 (預估: 5.0% 前值: 3.92%)</li> <li>日本11月失業率 (預估: 2.5% 前值: 2.5%)</li> </ul>	<p><b>27</b> Wednesday</p>	<p><b>28</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本11月工業生產年增率 (預估: -2.1% 前值: 1.1%)</li> </ul>	<p><b>29</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國12月芝加哥採購經理人指數 (預估: 50.0 前值: 55.8)</li> </ul>

資料來源: Investing.com



# 附錄

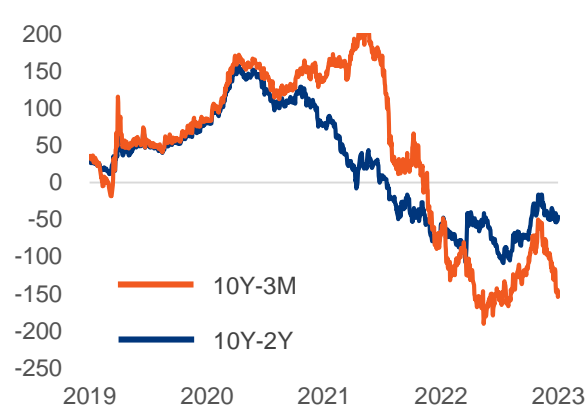
### 美國物價指數年增率(%)



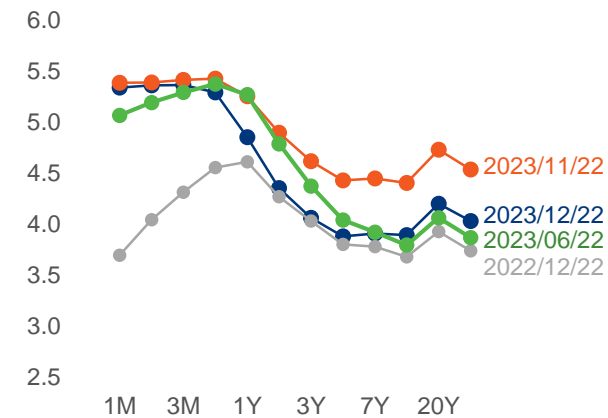
### 美國10年期公債殖利率(%)



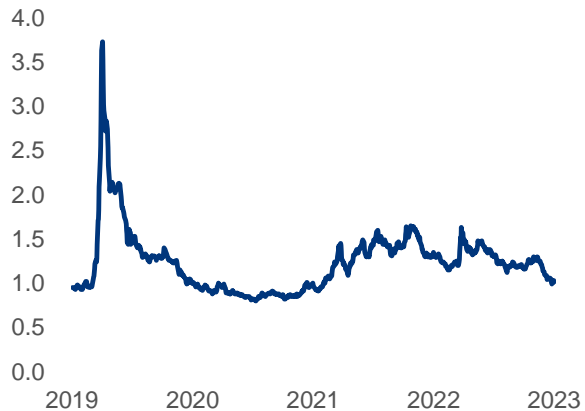
### 美國公債利差(bps)



### 美國公債殖利率曲線(%)



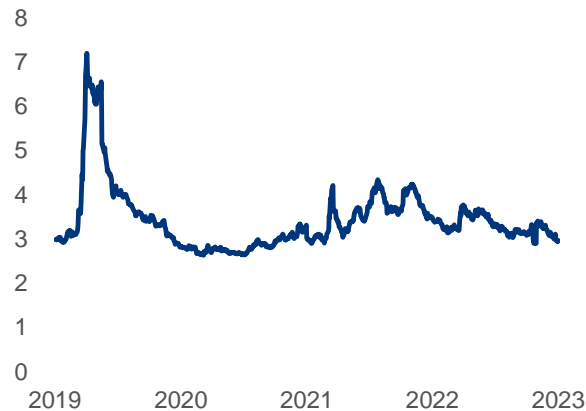
### 美元投資級公司債利差(%)



### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



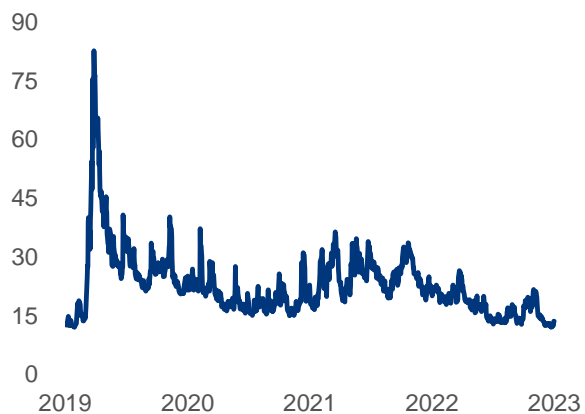
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



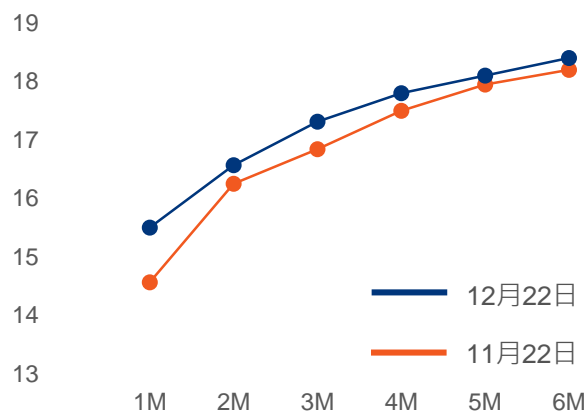
資料來源：Bloomberg · 2023年12月21日

# 附錄

### VIX指數



### VIX期間結構



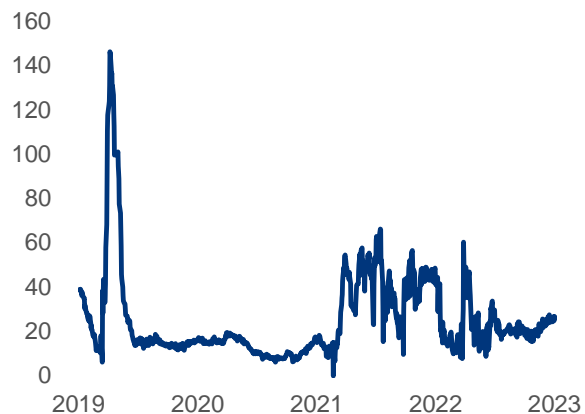
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



### 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12月21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。