



凱基證券  
KGI SECURITIES

# 高利率使企業獲利分歧， 基礎建設公用事業長期穩健

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年4月21日

## 01 市場回顧

- 美國經濟數據呈現放緩，  
聯準會5月升息一碼板上釘釘

## 02 熱門議題

- 歐美商用不動產放款是下一個金融未爆彈？
- 全球去美元趨勢化漸成形

## 03 投資焦點

- 高通膨與景氣衰退期，公用事業與基礎建設硬需求不減

## 04 重要數據預告

- 美國企業財報
- 美國消費者信心、GDP、PCE
- 德國IFO商業景氣指數

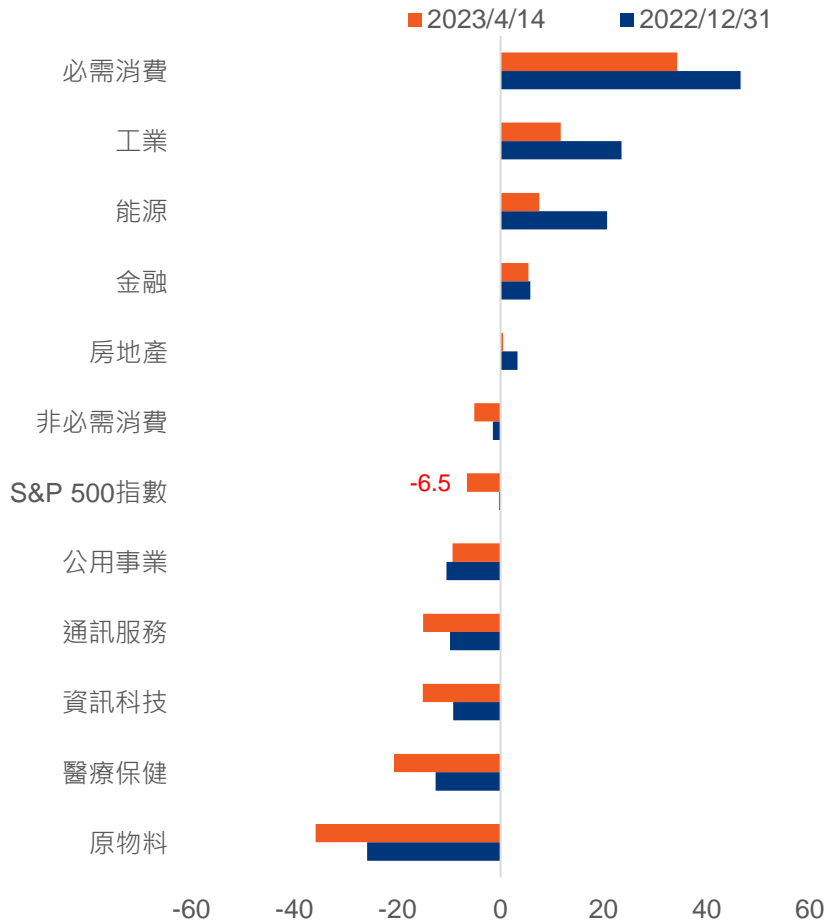
# 美國標普企業財報分歧，獲利落底時間恐延至第二季以後

- ▶ 美股第一季企業財報公布，Factset預期標普500指數成分股，每股盈餘將年減約7%，為2020年第3季以來最大降幅。獲利大幅萎縮將蓋過銷售額溫和成長帶來的正面影響，預計僅能源、工業和非必需消費品等產業，獲利將能改善，其他大多數行業利潤率可能出現大幅萎縮，增添金融市場擾動。
- ▶ 凱基投顧預期，標普500指數的獲利年增率落底時間，延後至少到第二季或更晚時間。儘管今年股市反應貨幣政策可能從緊縮轉鬆，使評價面略有回升，讓今年股價呈現上漲行情。然而，預期後續獲利下修的力量仍會主導盤勢，並壓過評價面利多，美股未來1-2季偏保守看待。景氣放緩階段，大型龍頭股將優於小型股，類股輪動下，成長股有機會較其他產業先行觸底回升。

資料來源：Factset、Bloomberg

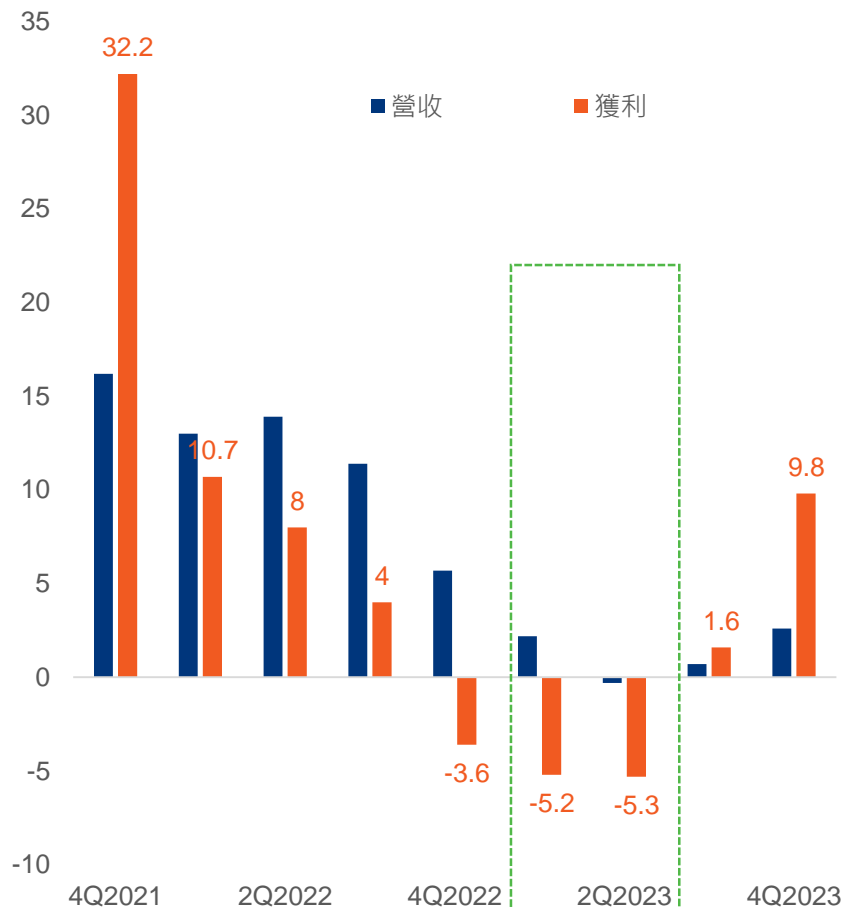
## 標普企業財報獲利下修，優於預期比例或增

預估2023年第一季獲利年增率，%



## S&P 500預估獲利落底時間延至第二季以後

S&P 500營收與獲利預估年增率，%



內部參考文件請勿外流

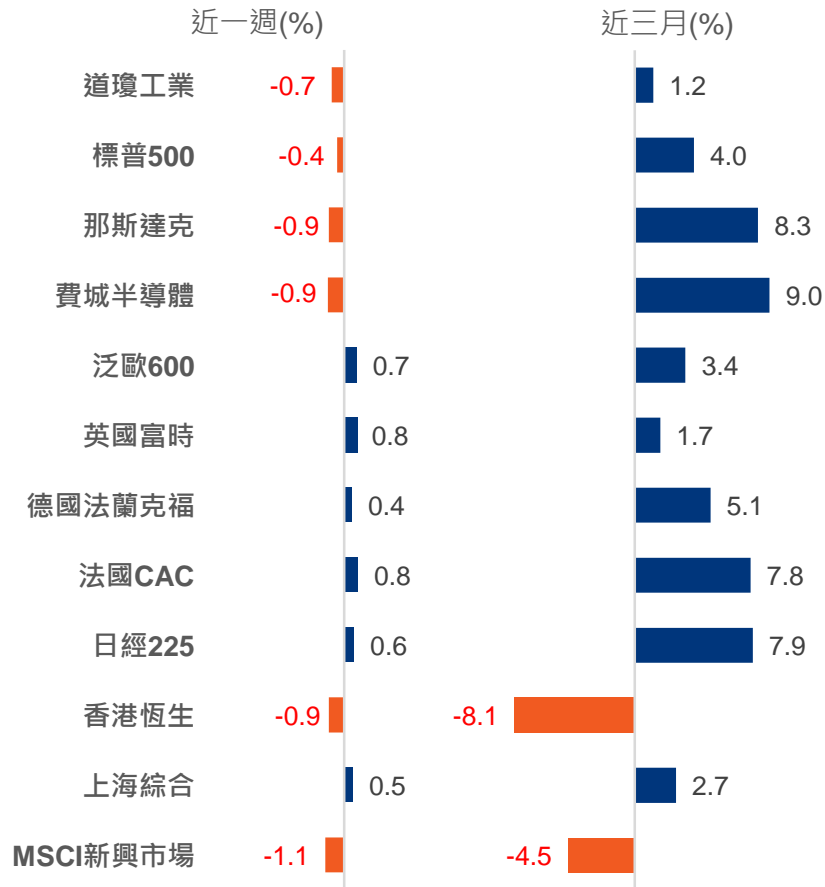
# 市場回顧

## 經濟數據放緩，企業財報獲利不佳使美股承壓

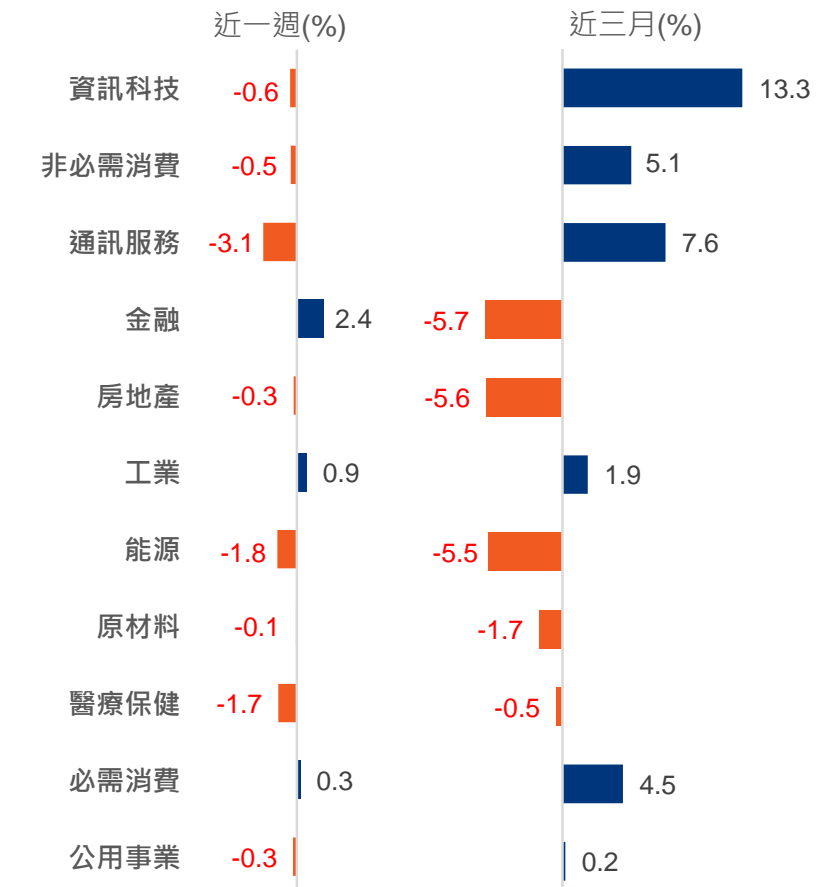
- 美國經濟數據放緩，3月零售銷售年增2.9%低於預期，月增率連續兩月下滑。首次申請失業救濟金人數較前週增加至24萬5千人，高於預期，顯示勞動市場緊俏情況逐漸緩解。此外，歐元區和英國核心通膨仍高，預期仍將維持貨幣緊縮，聯準會官員近週偏鷹言論，加上科技股、非必需消費股財報展望不佳，使股市高位承壓。
- 特斯拉第一季毛利率創兩年新低，主因銷量增加未能抵銷降價策略對利潤的衝擊，財報公布後股價大跌；電商巨擘亞馬遜也宣布持續裁員、減支，使科技股和非必需消費類股同步走弱。美國電信龍頭AT&T第一季的營收、現金流皆不如市場預期，股價重挫逾10%，拖累通訊類股表現。金融股受惠利率上升，財報多優於預期，表現較佳。

資料來源：Bloomberg · 2023年4月20日

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

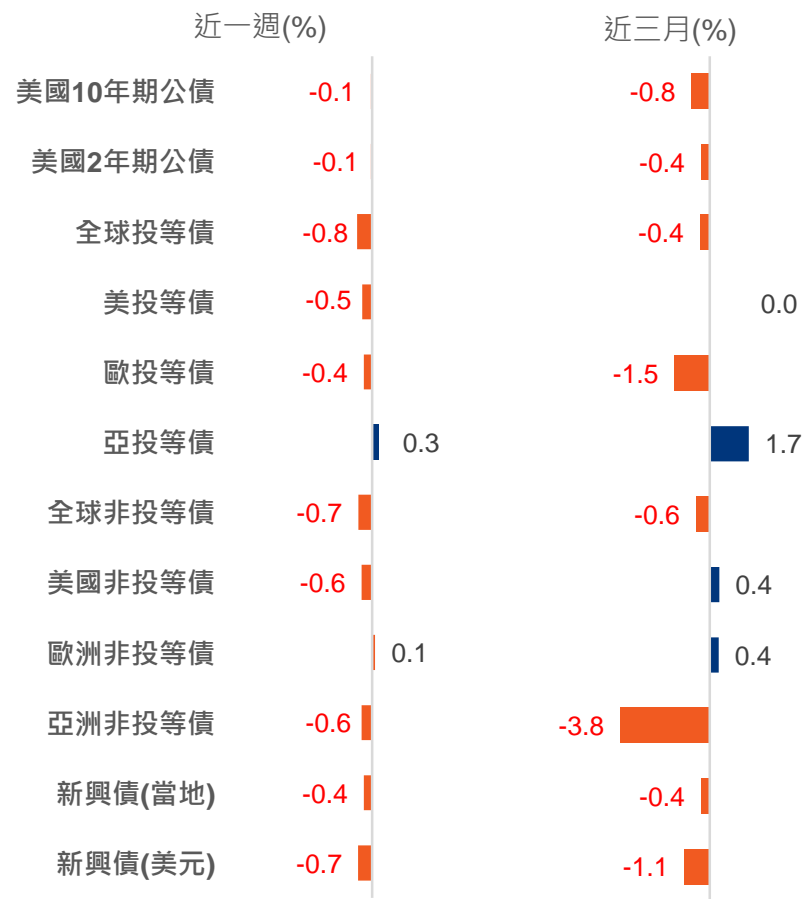


# 公債殖利率震盪盤整，風險性資產回調，油價修正

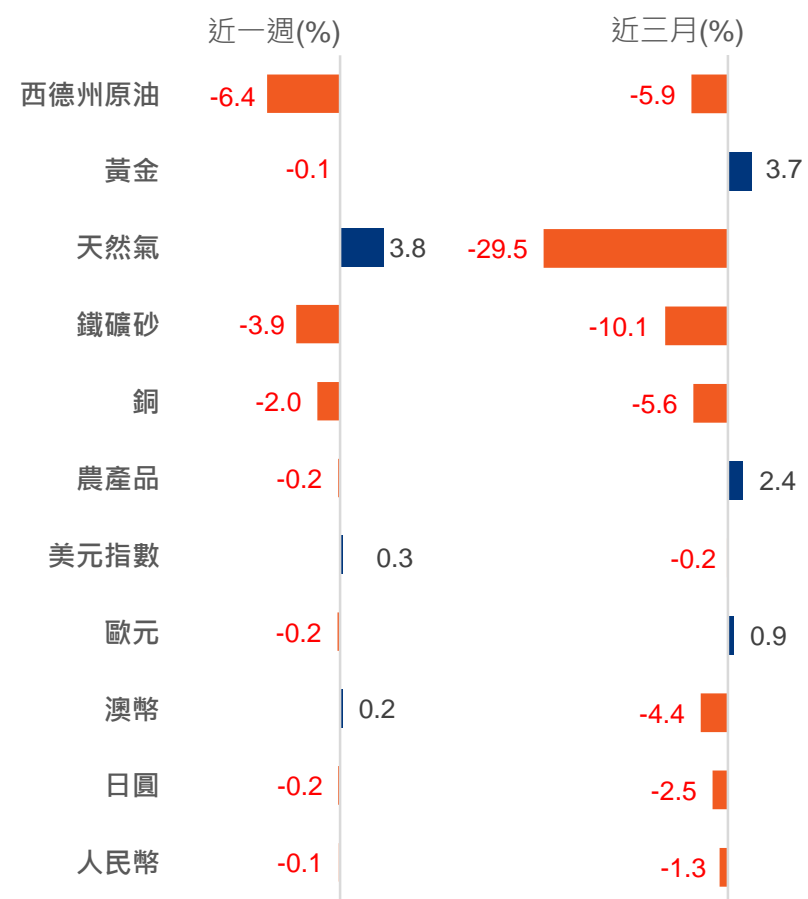
- ▶ 聖路易聯準銀行總裁布拉德表示，贊成繼續升息以應對通膨，並認為美國經濟衰退的擔憂被誇大。達拉斯銀行總裁蘿根亦表示，美國通貨膨脹率依舊過高。利率期貨顯示，Fed在5月FOMC會議升息1碼的機率高達86%，政策利率將升至5-5.25%後暫緩。市場對6月美國可能面臨債務上限的擔憂，美國10年期公債利率在3.5%附近震盪，債券市場小幅下跌。
- ▶ 聯準會發布的經濟褐皮書指出，近週美國整體經濟活動變化不大，但消費/企業貸款量以及需求普遍下滑，不確定性升高和流動性疑慮，導致銀行緊縮放款標準。市場對美國經濟停滯，甚至衰退的擔憂，削弱OPEC減產對油價的激勵效果，西德州油價通週下跌6.4%，黃金持平於2,000美元/盎司附近徘徊。

資料來源：Bloomberg，2023年4月20日

## 各類債券表現(%)



## 各類商品及貨幣表現(%)

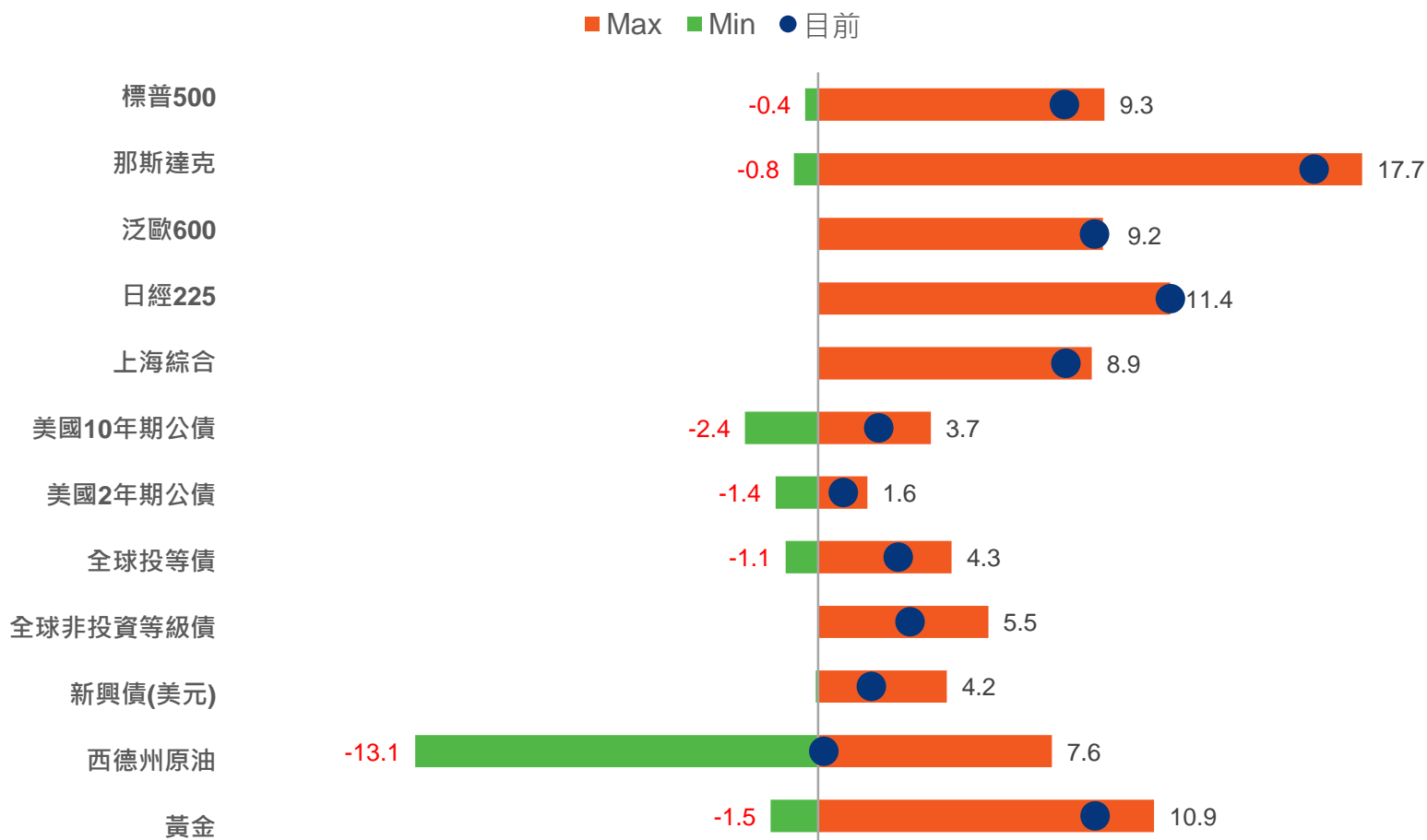


內部參考文件請勿外流

# 歐洲權值股獲利成長強，日股創高整理，油價回落至年初起漲點

- ▶ 儘管歐元區受到地緣政治威脅，但泛歐600指數即將突破新高，主要為歐洲10大權值股(GRANOLAS)表現亮眼拉抬指數。GRANOLAS包含醫藥生技(諾和諾德、羅氏)、必需消費品(雀巢)與奢侈品牌(LV)等，不但在市場有防禦型題材，且兼具高成長性，成為歐元區亮點。市場預估3年盈餘成長率達12%，排除GRANOLAS以外的泛歐指數盈餘成長率僅1%。
- ▶ 巴菲特在日本接受訪問時表示，將進一步投資日股，且提高日本五大商社持股比例(三菱、三井、伊藤忠、丸紅、住友)，激勵日股本週創高整理。歐股、日股皆來到今年來的相對高點，油價則回落來到年初時的起漲點位。

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年4月20日

# 成熟市場

60日線

### 標普500指數站回季線，試圖突破今年上檔壓力區



### 那斯達克指數季線趨勢上行，指數突破12,000點關卡



### 泛歐600指數站回季線之上，挑戰上升壓力區



### 日經225指數呈箱型區間震盪，季線轉正提供支撐



資料來源：Bloomberg · 2023年4月21日

內部參考文件請勿外洩

# 新興市場與商品

60日線

上綜指數季線正向，指數突破今年2月高點，挑戰去年6月高點



新興市場區間收斂，上檔壓力沉重季線下彎



黃金突破2,000美元關卡後，短期形成盤整格局



西德州原油價格無法突破關鍵價位80元，回至季線整理



資料來源：Bloomberg · 2023年4月21日

內部參考文件請勿外流



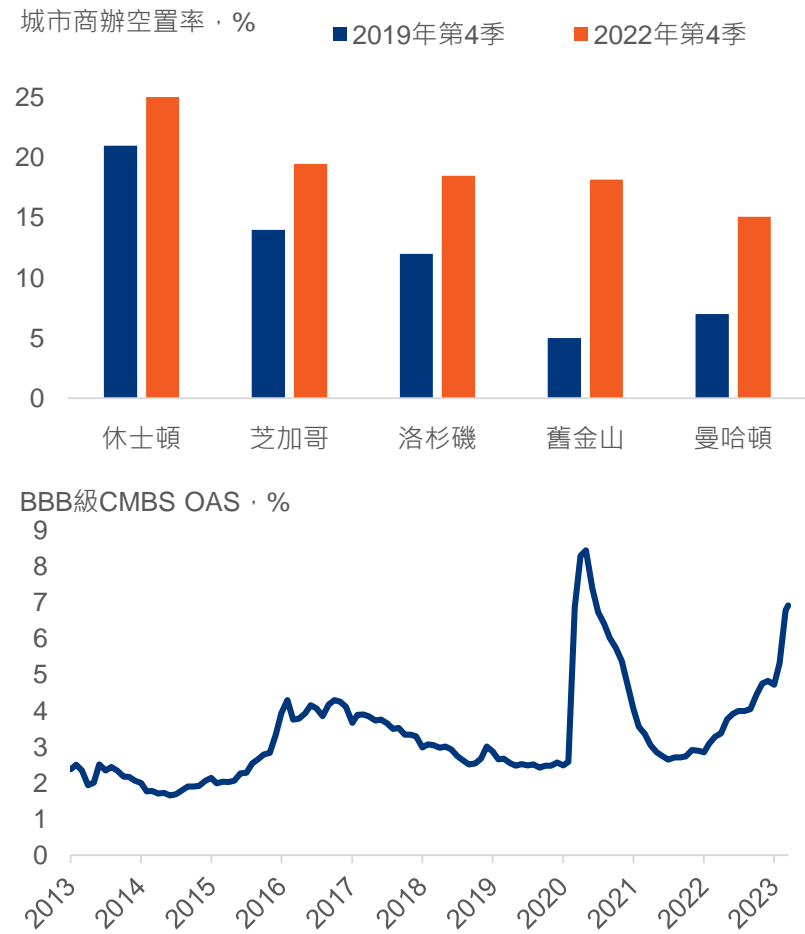
熱門議題

# 美歐商用不動產放款，是下個金融未爆彈？

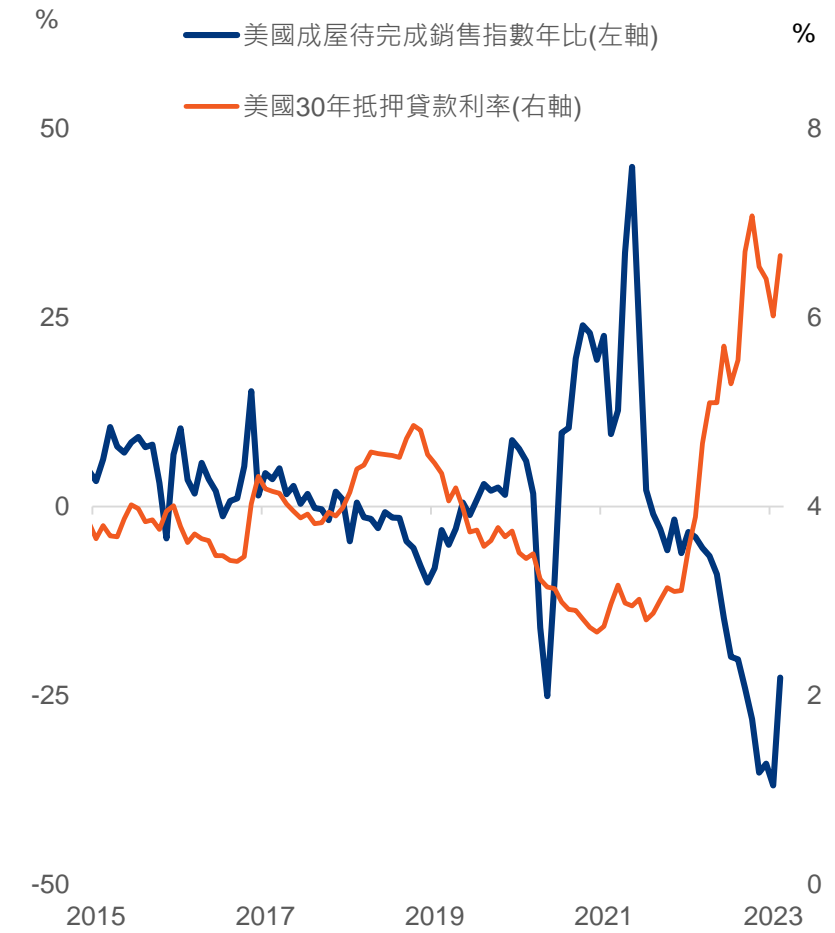
- ▶ 繼COVID19疫情後，遠距辦公蔚為風尚，根據美國房地產研調公司CoStar數據顯示，美國招租中(包含轉租)的商辦空間達到歷史新高，顯示遠距工作已衝擊商辦市場，辦公室空置率也可能持續上升。歐美銀行業爆發危機後，市場普遍預估，金融緊縮將導致小型企業與美歐商用不動產的貸款更難以取得、成本升高，近期美、歐商用不動產價格偏弱且恐進一步下滑。
- ▶ 美國BBB級的CMBS(商業抵押證券)利差擴大至6.9%，創2020年5月來新高。考量商用不動產是採浮動利率，受高利率環境衝擊較大，並以辦公室和零售相關的風險較高，整體佔小型銀行放款比重約38%。若投資人持有商用不動產REITs或區域性金融股的比重較高，可適度調節減碼，降低未來可能的違約與跌價壓力。

資料來源：Bloomberg

美國大城市商辦空置率及利差創新高



升息與高利率對房地產市場仍是硬傷



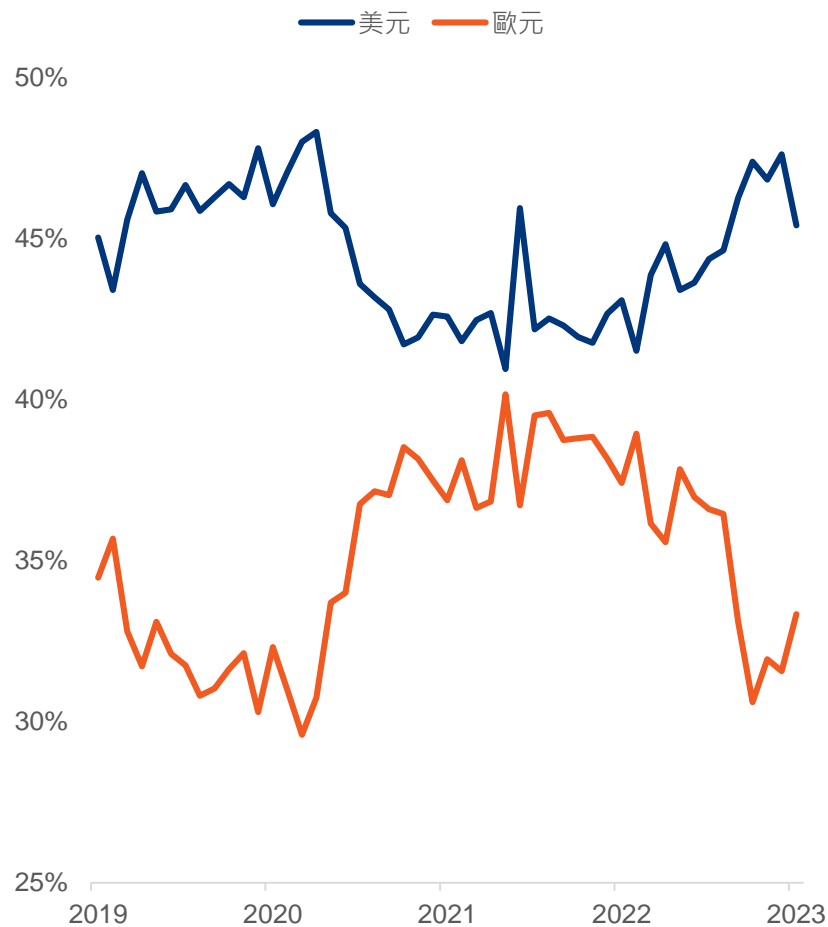
內部參考文件請勿外流

# 去美元化話題再起，短中期領導地位穩固，維持高檔震盪

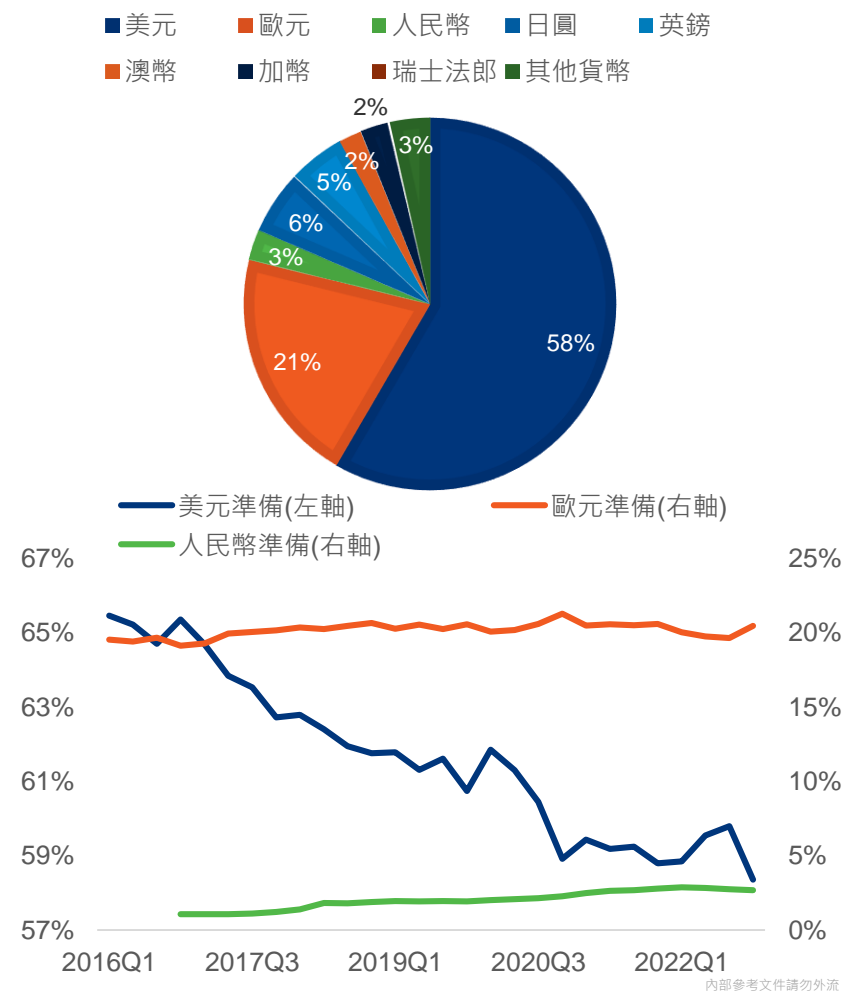
- ▶ 美國透過經濟制裁，來應對近年來一系列地緣政治衝突，各國因美元依存度過高而備受箝制，去美元化再度成為討論的議題。已看到包括：馬來西亞研擬跨國貿易採本幣雙向交割；俄中貿易採用人民幣直接兌換；阿拉伯與印度非石油類商品交易採用盧比交割。不只外國，此現象連美財長葉倫受訪也表示，在全球實施的單邊制裁令可能損害美元領導地位。
- ▶ 目前美元仍是國際支付體系與大宗物資主要交割貨幣。由於各國持有外匯主要為防範危機與促進國際貿易，考量美元在流動性、可自由兌換性和國家可信度上仍具有顯著優勢，只要美國仍是世界上最大的開放貿易經濟體，美元在短中期很難大幅貶值甚至被取代，但已看到各國有意識降低總美元準備趨勢。

資料來源：IMF、Bloomberg

## 美元為主要國際Swift交割幣別，去美元化中期難



## 美元為各國主要儲備貨幣，惟長期比重下降



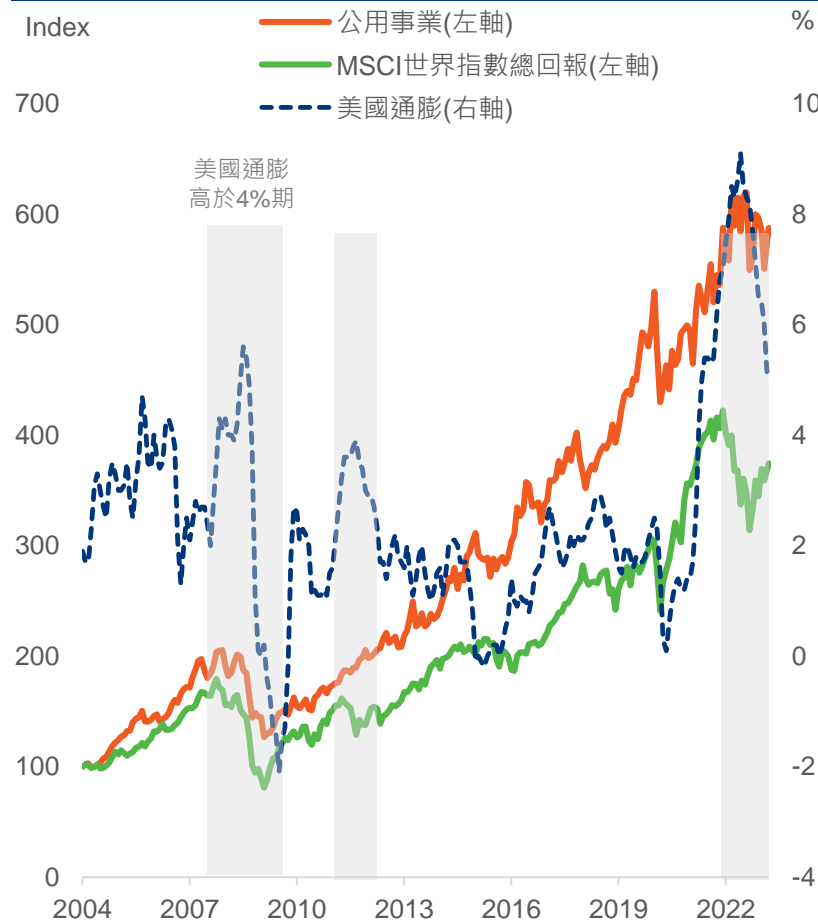
內部參考文件請勿外流

# 投資焦點

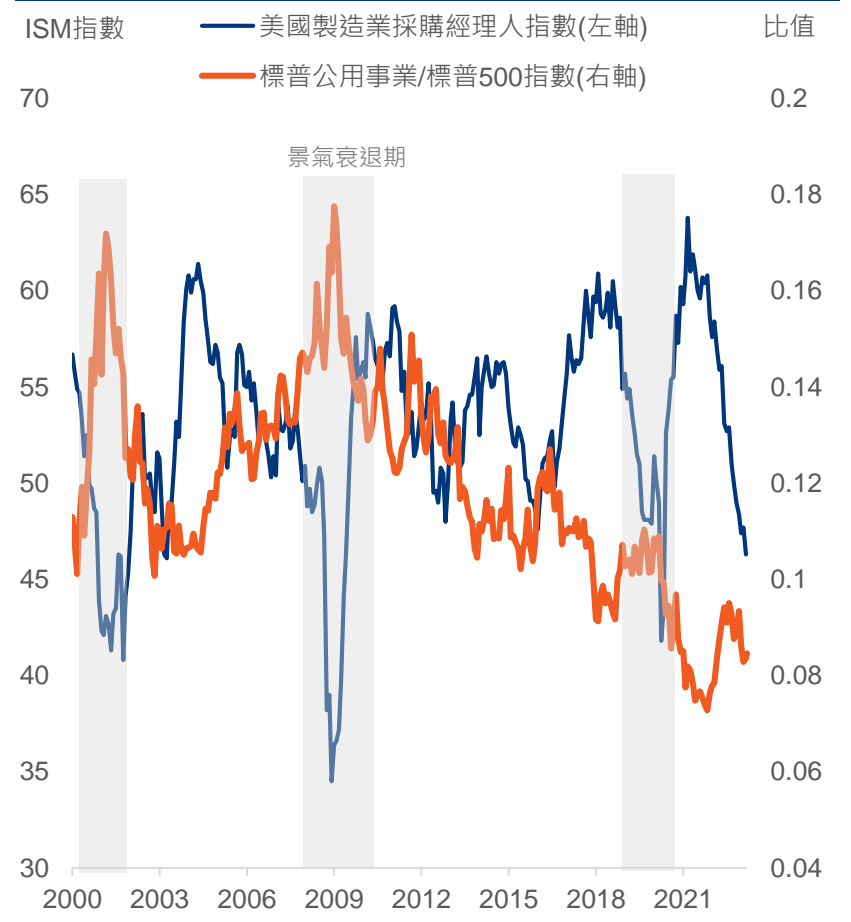
## 高通膨與景氣衰退時期，公用事業硬需求不減

- ▶ 自2008年以來，當通膨偏高時期，公用事業的漲幅較大盤更佳。以MSCI公用指數為例，通膨大於3%時，之後的6個月公用事業指數平均漲幅達4.51%，MSCI世界指數僅2.02%，且公用事業類股正報酬機率为65%；若通膨大於3%時之後1年，公用事業指數平均漲幅為10%，大盤僅5.3%，顯示高通膨時期，公用事業類型的資產較受惠。
- ▶ 當景氣衰退時期，公用事業表現相對抗跌。主因(1)受政策監管和合約規範的穩定現金流，長期營收與獲利穩健。(2)防禦型產業特性，當大盤獲利持續下修時，該產業的高息股利誘因，具下檔保護。統計過去3次美國陷入衰退時期，當ISM製造業PMI降至低點，公用事業類股相對標普500指數，表現相對抗跌。

高通膨時期，水電等公用事業較抗跌



景氣衰退ISM降至谷底，公用事業和基建較抗跌



資料來源：Bloomberg。註：左圖灰底為美國通膨年增達4%以上。MSCI世界指數總回報為MSCI ACWI Net Total Return USD Index。右圖灰底為景氣衰退，ISM降至谷底時。

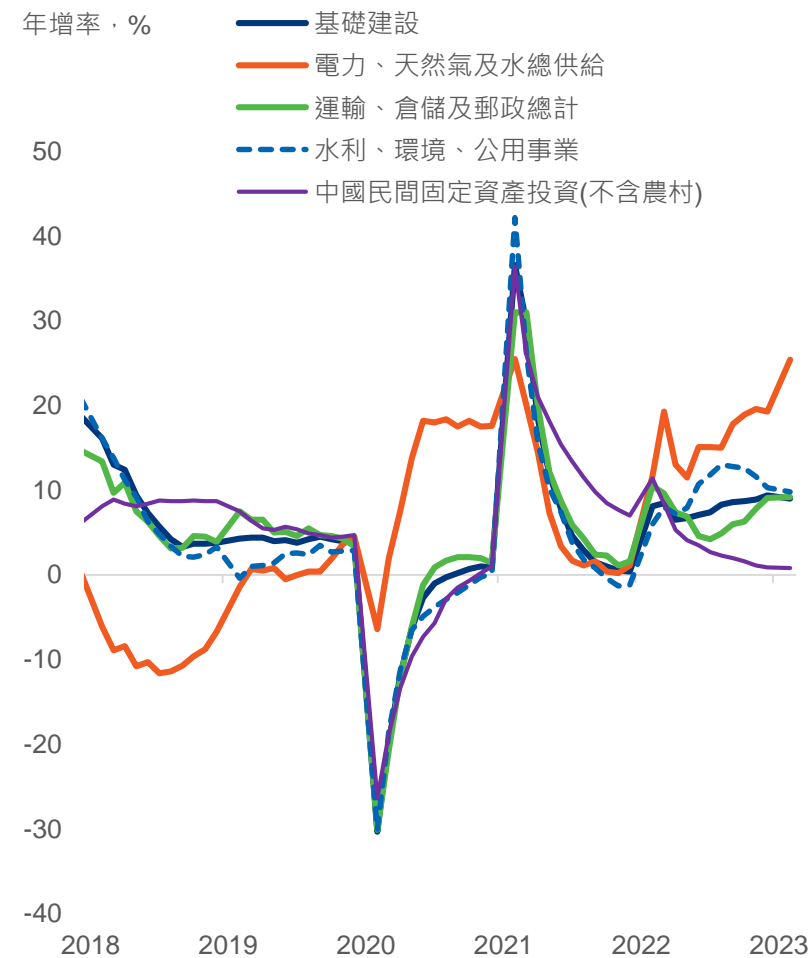
內部參考文件請勿外流

# 新興市場基建需求增溫，高股利特性更適度過景氣寒冬

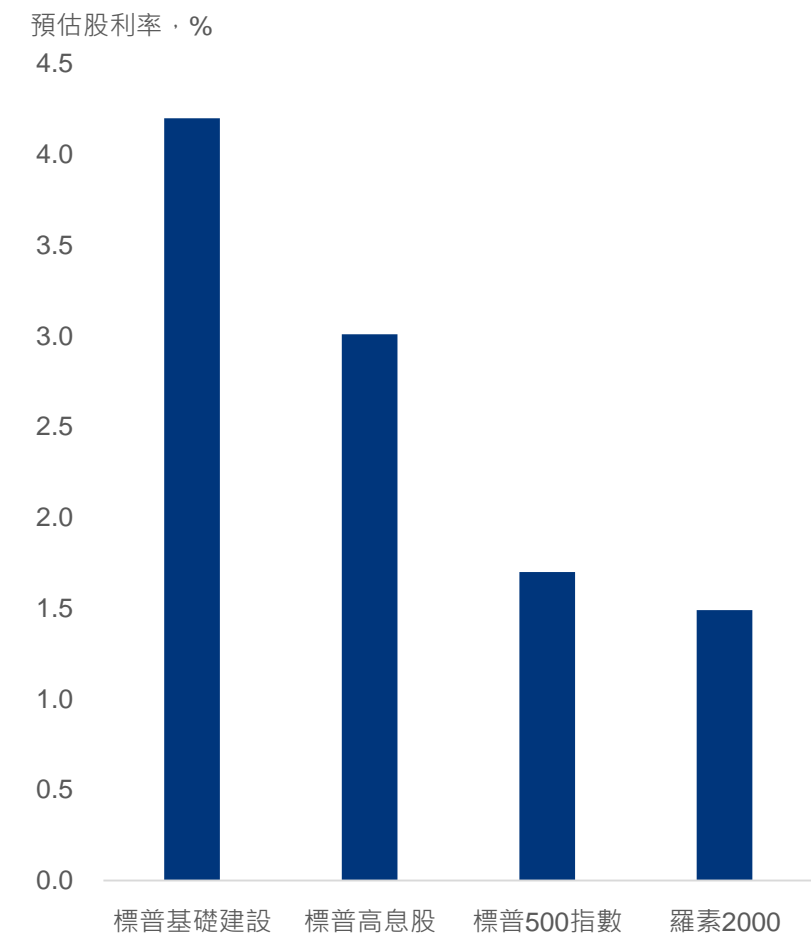
- ▶ 中國歷經多年的疫情重創經濟，除消費外，政府也以基礎建設來推動經濟成長。近期公布規模超過12兆元人民幣的建設支出計劃，已有2/3省區已宣布今年的大型支出項目，包括交通基建，能源發電和工業園區等領域，總計超過12.2兆元人民幣，較去年成長17%。其中，以水、電、天然氣項目成長最顯著，但民間投資仍偏保守。
- ▶ 景氣放緩甚至步入衰退，企業獲利不確定性高，使市場更聚焦股利率來穩定報酬。市場預估美股標普500指數股利率僅1.7%，但基礎建設股利率高達4.2%，高息吸引力較能抵禦股市波動風險。此外，基礎建設與多數資產相關性較低，可分散投資組合波動，並有機會提高整體投組收益，宜作為資產配置的一環，或退休族群、有穩定現金流需求的客群之多元選擇。

資料來源：Bloomberg，截至2023年4月20日

## 中國基礎建設與固定投資需求回溫



## 基礎建設類股是高股利中的貴族



內部參考文件請勿外流

# 長期報酬穩健，基礎建設可作為退休規劃與穩定息收

標的名稱	第一金全球水電瓦斯基建基金	美盛凱利基礎建設價值基金	野村全球基礎建設大未來基金
適合投資人	適合長期投資、穩健型，及固定領息投資人，兼具公用事業與基礎建設類別	適合長期穩健、多元幣別需求投資人	適合長期穩健投資人，著重美國和中國，以脫碳和數位的非傳統基建為主要目標
規模	48.82億(新臺幣) (2023/2/28)	10.63億(歐元) (2023/2/28)	21.14億(新臺幣) (2023/2/28)
近3月報酬/ 今年以來報酬	5.07% / 1.36%	-0.31% / 3.57%	-0.39% / 2.11%
基準指數	OECD G7 Inflation Index +5.5%	OECD G7 Inflation Index +5.5%	無
區域分布	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 美國 20.49%</li> <li>2. 現金 15.44%</li> <li>3. 加拿大 13.43%</li> <li>4. 西班牙 10.48%</li> <li>5. 英國 9.44%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 美國 39.77%</li> <li>2. 西班牙 11.56%</li> <li>3. 英國 10.9%</li> <li>4. 加拿大 8.79%</li> <li>5. 法國 6.91%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 美國 42.9%</li> <li>2. 加拿大 9.8%</li> <li>3. 法國 8.6%</li> <li>4. 中國 8.1%</li> <li>5. 日本 7.3%</li> </ul>
產業分布	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 公用事業 55.09%</li> <li>2. 能源 15.64%</li> <li>3. 現金 15.44%</li> <li>4. 工業 11.5%</li> <li>5. 房地產 1.54%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 電力 35.19%</li> <li>2. 鐵路 17.6%</li> <li>3. 付費道路 9.81%</li> <li>4. 水力事業 8.7%</li> <li>5. 能源基礎設施 7.73%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 公用事業 54.3%</li> <li>2. 通訊服務 13.5%</li> <li>3. 工業 10.9%</li> <li>4. 能源 10.5%</li> <li>5. 不動產 6.0%</li> </ul>

資料來源：Money DJ · 2023年4月17日

內部參考文件請勿外流

# 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>◆ 金融緊縮環境，違約倒閉事件頻傳，央行持續緊縮政策以抗通膨。全球景氣衰退與企業獲利下滑趨勢不變，股市震盪加劇，建議上半年以平衡型基金、防禦類股為主，隨利率持續下降，可搭配優質龍頭股以定期定額方式長期布局。非美地區成熟股和中國內需消費可多加留意。</li> <li>◆ 整體資產配置應著重穩收益、降波動，反彈汰弱留強，逢低分批布局。</li> </ul>	<p>策略風格：防禦型、高息股、價值型、優質大型藍籌股</p> <p>區域：非美地區成熟股、中國內需消費</p> <p>產業：必需性消費、醫療健護</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 通膨緩步下降，但金融風險事件使聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落。升息接近尾聲，以短天期公債利率鎖利，並增加長天期債券部位。</li> <li>◆ 景氣放緩，金融環境持續緊縮，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，增加長債部位，兼具資本利得與孳息收益</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美國聯準會可能暫緩升息步調，利率期貨更預期年底降息，美國10年期公債利率走降，侷限短期美元指數強度，呈現高位盤整。短期非美貨幣有偏升機會，料後續將回歸各國基本面差異。</li> </ul>	<p>美元高位盤整</p>

內部參考文件請勿外流



## 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：4.75% - 5.00%</p> <p>最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+25 bps</p>	<p>聯準會升息1碼，點陣圖對2023年底利率預估中位數維持於5.1%，2024年底中位數由4.1%調升至4.3%。維持2022年6月決議逐步減少資產負債表，自9月起將每月縮表上限由475億(公債300億及MBS 175億) 倍增至每月950億(公債600億；MBS 350億)。</p>	33%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：3.00% 主要再融資操作：3.50% 邊際借貸機制：3.75%</p> <p>最近會議(2023/3/16)：+50 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps</p>	<p>歐洲央行升息2碼以抑制通膨，重申以經濟與金融數據決定升息步調。從2023年3月開始將被動縮減資產購買計劃(APP)規模，2023年6月前預計平均每月減少150億歐元，2023第三季後縮減速度將在未來會議決定。疫情緊急購債計劃(PEPP)再投資期限至少到2024年底。持續透過傳導保護工具(TPI)，以減緩歐洲金融環境流動性壓力。</p>	58%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：4.25%</p> <p>最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps</p>	<p>英國銀行升息1碼以應對通膨，對今年經濟成長預估由2月的-0.4%上調至0.2%。2022年2月BoE決議停止到期資產再投入，宣布11月啟動縮表出售英國公債。11月初英國政府已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>	36%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/3/10)：維持利率不變 前次會議(2023/1)：維持利率不變</p>	<p>延續上次會議決議，維持政策利率不變。公開市場操作控制10年期日本公債殖利率目標區間維持0~±0.5%，以解決公債市場流動性問題。2023年第一季每月購債規模由7.3兆增加至9兆日圓，以達到2%的通膨目標。</p>	131%

資料來源：Bloomberg

內部參考文件請勿外流

# 重要經濟數據 / 事件

► April 2023

<p><b>17</b> Monday</p>	<p><b>18</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中國第一季GDP (年增率) (實際:4.5% 預估:4.0% 前值:2.9%)</li> <li>中國第一季GDP (月增率) (實際:2.2% 預估:2.2% 前值:3.9%)</li> </ul>	<p><b>19</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>英國CPI指數 (年增率) (3月) (實際:10.1% 預估:9.9% 前值:10.4%)</li> <li>歐元區CPI指數 (年增率) (3月) (實際:6.9% 預估:6.9% 前值:6.9%)</li> </ul>	<p><b>20</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐洲央行公布貨幣政策會議紀要</li> </ul>	<p><b>21</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區製造業PMI (4月) (實際:45.5 預估:48.0 前值:47.3)</li> <li>德國製造業PMI (4月) (實際:44.0 預估:45.5 前值:44.7)</li> <li>美國製造業PMI (4月) (預估:47.0 前值:49.2)</li> </ul>
<p><b>24</b> Monday</p>	<p><b>25</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國諮商會消費者信心指數 (預估:104.2 前值:104.2)</li> </ul>	<p><b>26</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>澳洲第一季CPI指數 (年增率) (預估:7.8% 前值:7.5%)</li> <li>澳洲第一季CPI指數 (季比增率) (預估:1.6% 前值:1.9%)</li> <li>美國扣除運輸耐久財訂單 (月增率%) (預估:-0.1% 前值:0.3%)</li> </ul>	<p><b>27</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國第一季GDP (季增率) (預估:2.0% 前值:2.6%)</li> </ul>	<p><b>28</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本央行利率決策會議 (預估:-0.1% 前值:-0.1)</li> <li>德國第一季GDP成長率 (年增率) (預估:-1.3% 前值:-0.9%)</li> <li>美國3月核心 (PCE)物價指數% (月增率)(預估:0.3% 前值:0.3%)</li> <li>美國3月核心 (PCE)物價指數% (年增率)(預估:4.5% 前值:4.6%)</li> </ul>

資料來源：Investing.com

內部參考文件請勿外流



## 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
2023/4/14	聯合健康集團 (UNH)	89.71B	91.9B	6.17	6.26	V	V
2023/4/14	富國銀行 (WFC)	20.12B	20.73B	1.12	1.23	V	V
2023/4/14	摩根大通銀行 (JPM)	36.13B	38.3B	3.41	4.1	V	V
2023/4/14	花旗 (C)	20.05B	21.4B	1.7	1.86	V	V
2023/4/14	黑石公司 (BLK)	4.26B	4.24B	7.75	7.93		V
2023/4/17	道富集團 (STT)	3.12B	3.1B	1.65	1.52		
2023/4/17	嘉信理財(SCHW)	5.14B	5.12B	0.9	0.93		V
2023/4/18	強生 (JNJ)	23.61B	24.7B	2.5	2.68	V	V
2023/4/18	美國銀行 (BAC)	25.25B	26.3B	0.81	0.94	V	V
2023/4/18	奈飛 (NFLX)	8.17B	8.16B	2.86	2.88		V
2023/4/18	洛克希德馬丁 (LMT)	15.05B	15.1B	6.67	6.61	V	
2023/4/18	高盛 (GS)	12.83B	12.22B	8.24	8.79		V

資料來源：Investing.com

內部參考文件請勿外流

## 財報季重點企業公布

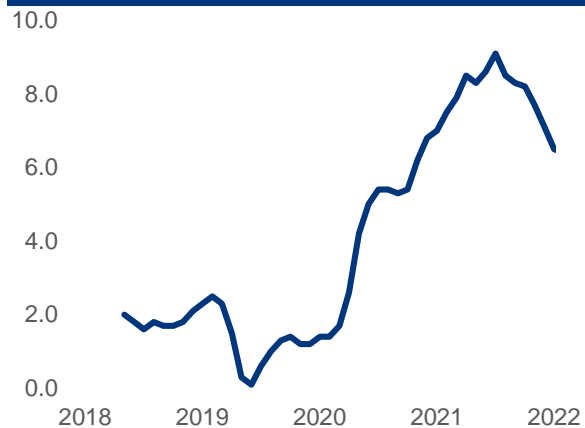
日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2023/4/18	聯合航空 (UAL)	11.43B	11.4B	-0.74	-0.63		V
2023/4/19	特斯拉 (TSLA)	23.78B	23.3B	0.86	0.85		
2023/4/19	艾斯摩爾 (ASML)	6.79B	6.74B	4.52	4.96		V
2023/4/19	亞培 (ABT)	9.66B	9.75B	0.99	1.03	V	V
2023/4/19	摩根士丹利 (MS)	14.03B	14.5B	1.67	1.7	V	V
2023/4/19	IBM (IBM)	14.37B	14.25B	1.27	1.36		V
2023/4/19	美國鋁業(AA)	2.78B	2.67B	0.11	-0.23		
2023/4/20	菲利浦莫里斯 (PM)	8.03B	8B	1.35	1.38		V
2023/4/20	AT&T (T)	30.24B	30.1B	0.58	0.6		V
2023/4/20	美國運通 (AXP)	13.98B	14.3B	2.66	2.4	V	
2023/4/20	聯合太平洋 (UNP)	6.06B	6.1B	2.58	2.67	V	V
2023/4/20	Volvo(VLVLY)	11.42B	12.75B	0.45	0.62	V	V

資料來源：Investing.com

內部參考文件請勿外流

# 附錄

### 美國物價指數年增率(%)



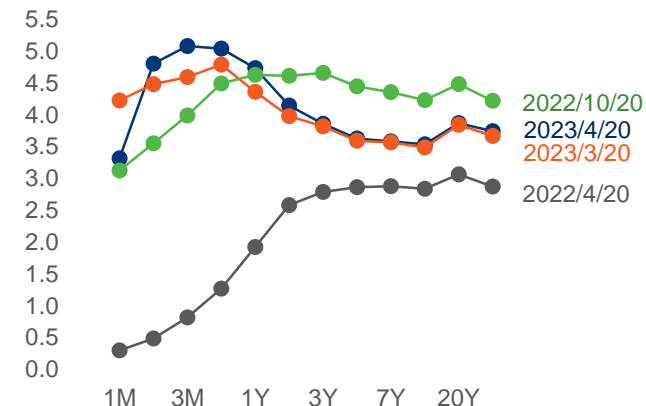
### 美國10年期公債殖利率(%)



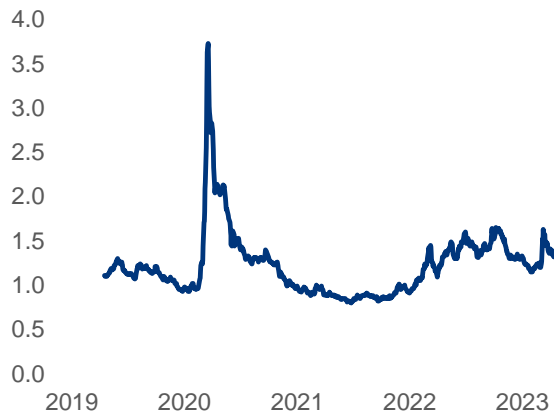
### 美國公債利差(bps)



### 美國公債殖利率曲線(%)



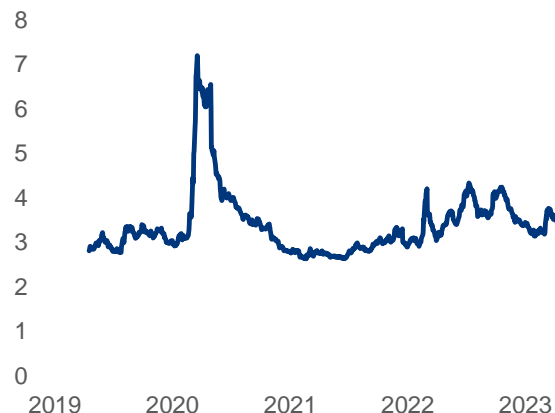
### 美元投資級公司債利差(%)



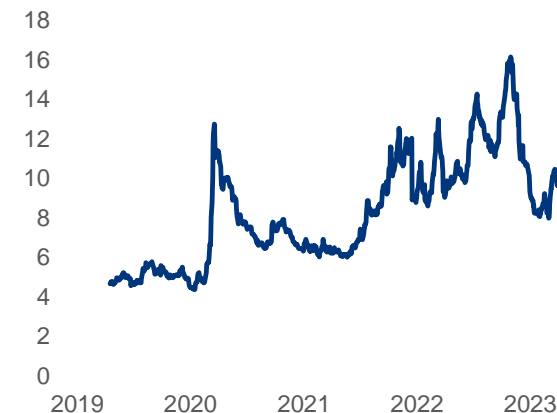
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



### 美元亞洲非投資級債利差(%)

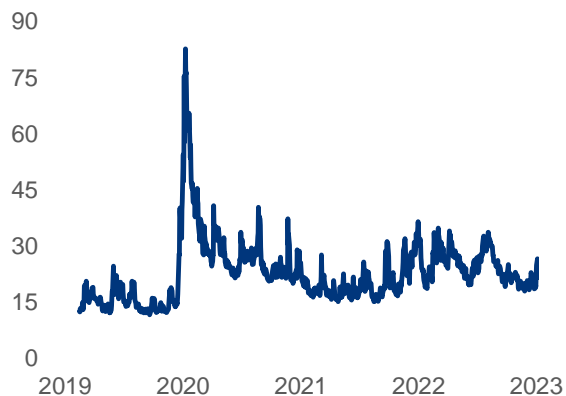


資料來源：Bloomberg · 2023年4月20日

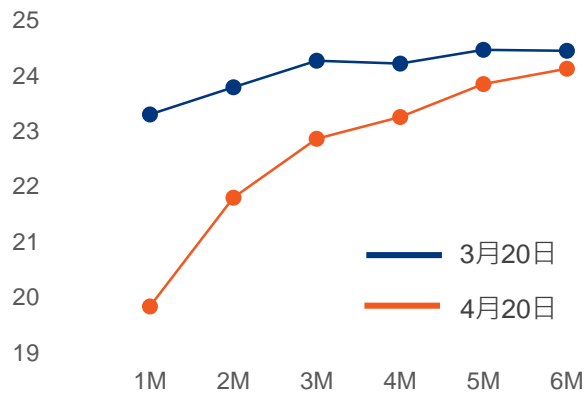
內部參考文件請勿外流

# 附錄

### VIX指數



### VIX期間結構



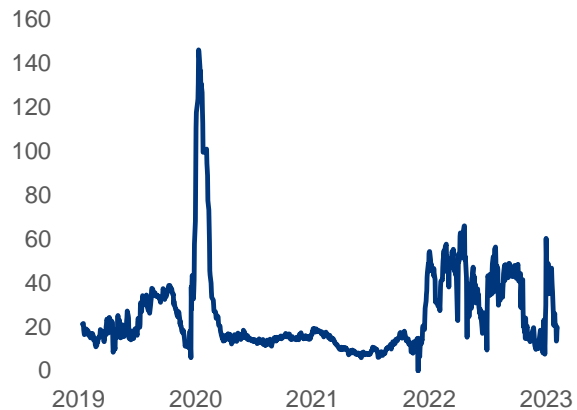
### 花旗經濟驚奇指數\*



### 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4月20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

內部參考文件請勿外流



## 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。