



凱基證券
KGI SECURITIES

報酬與風險兩極化？ 債市擇優布局

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年6月23日

本週焦點圖表

中國經濟動能續緩，仍需政策刺激抬升

01 市場回顧

股債波動降溫
投資信心支持市場表現

02 熱門議題

- 投資信心升，帶動美股重回牛市
- 結構性調整，日股這次不一樣

03 投資焦點

債市走勢分化
基本面與評價為投資重點

04 重要數據預告

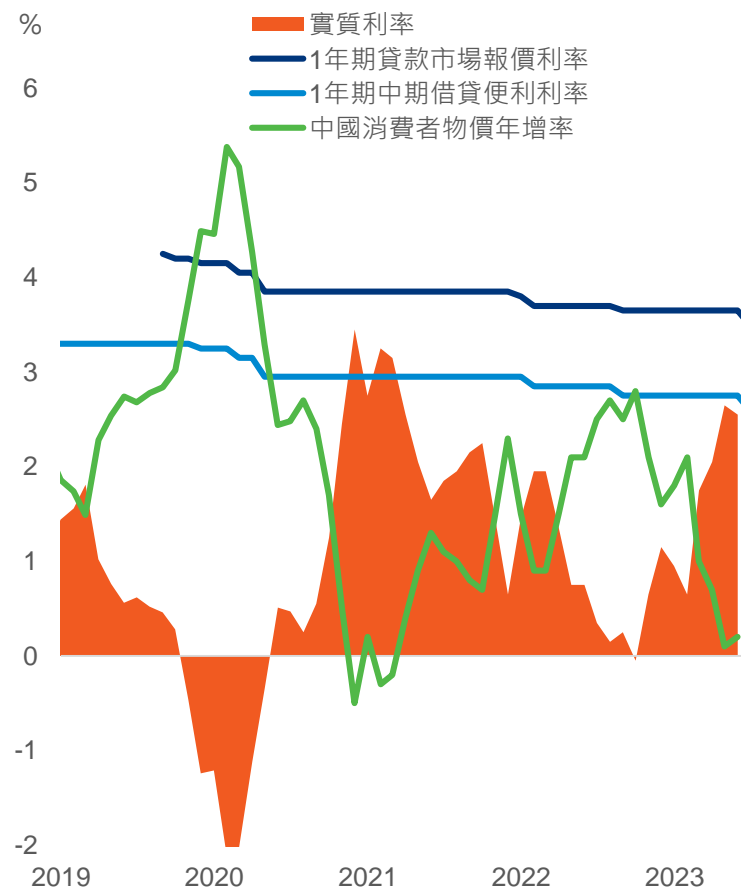
美國房市數據、消費者信心、
PCE物價指數、中國官方製造業
/服務業PMI

中國經濟動能續緩，仍需政策刺激抬升

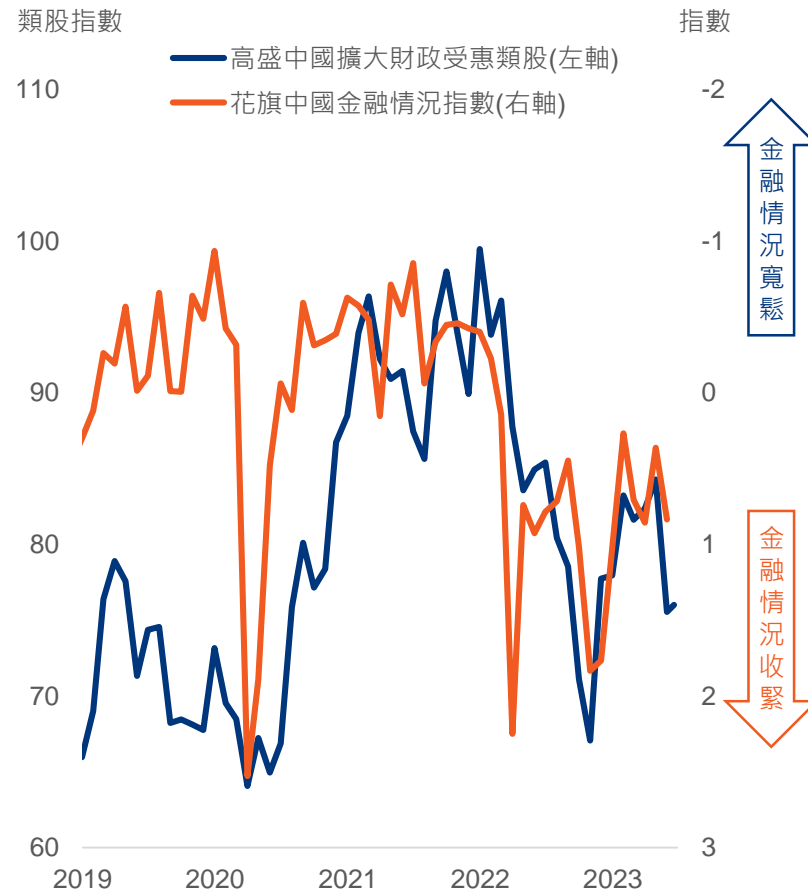
- ▶ 人行近期調降7天期逆回購、常備借貸便利(SLF)、中期借貸便利(MLF)、貸款市場報價(LPR)利率10個基點，隨中國消費失去動能與投資成長趨緩，中國人行行長易綱表示將加強「逆週期調節」，措辭轉變顯示政府將再推行政策支持房市與內需消費，並減輕民營企業融資負擔，但此舉也帶來人民幣貶值預期與資金外流的雙面刃。
- ▶ 中國5月社會融資增量低於預期，比去年同期減少1.3兆，顯示多數一般家庭與企業融資需求降溫。考量通膨後的實際利率持續走升，金融環境仍偏緊，讓基建、工業相關類股壓力仍在。當前經濟面臨結構性失業、通縮與內需成長不足等問題，家庭和民營企業不願增加財務槓桿，這也讓陸股投資人期盼政府更進一步推出刺激方案，提振經濟成長與股市表現。

資料來源：Bloomberg

中國政策論調偏寬鬆，人行降息刺激經濟



市場期待政策刺激，陸股仰賴金融環境寬鬆

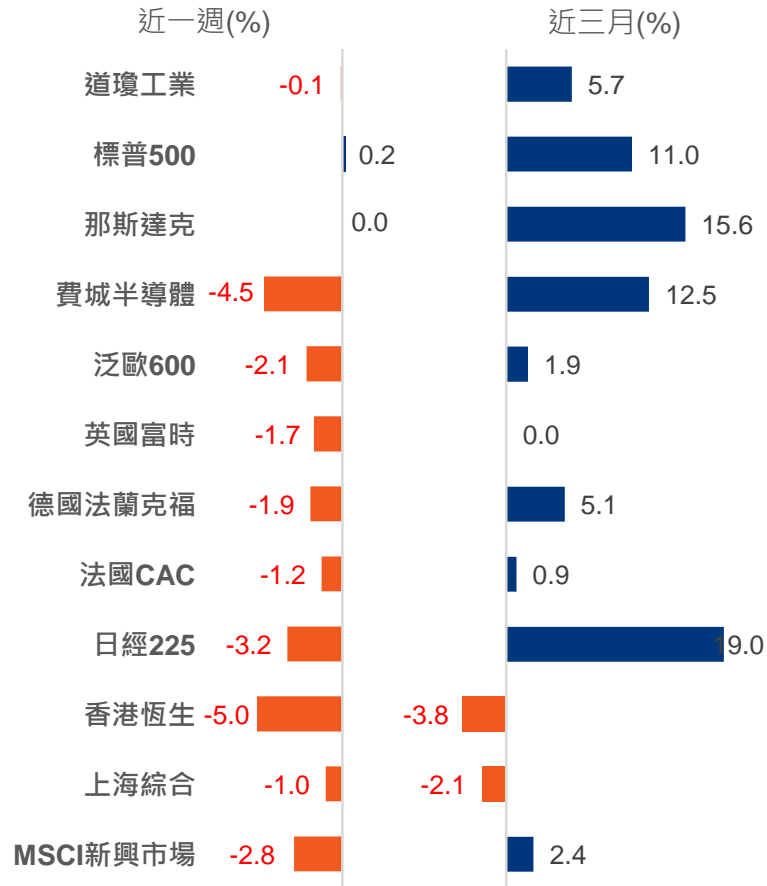


市場回顧

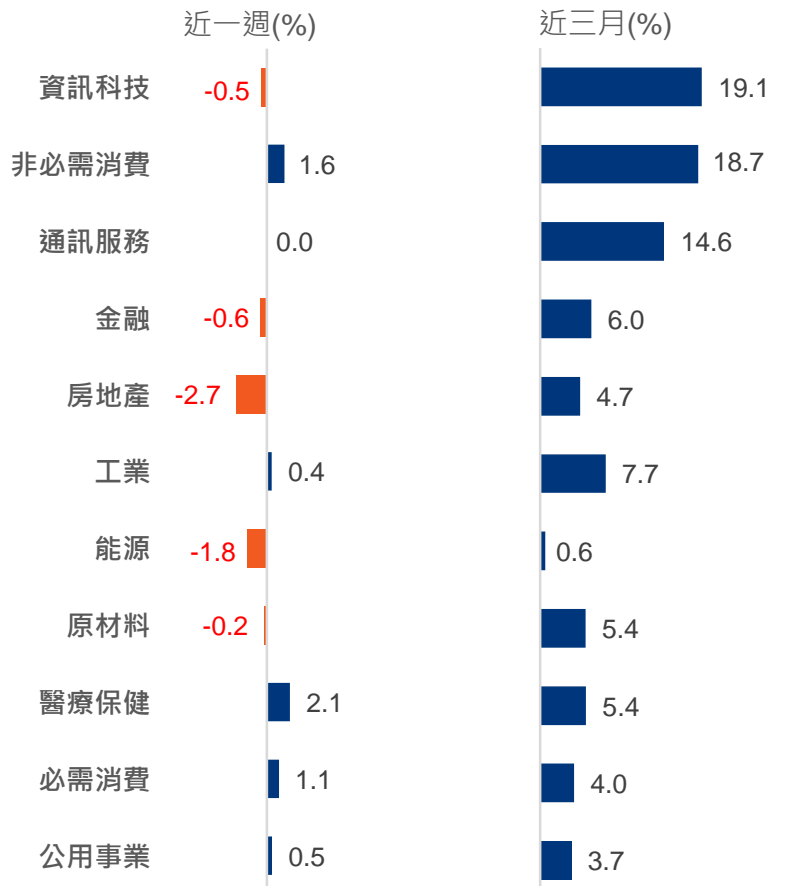
市場波動續降，非必需消費與防禦類股領漲

- ▶ 美股已回升至2022年3月聯準會啟動升息時的水準，美股波動度亦降至2020年初疫情前低位，但聯準會主席維持鷹派政策論調，市場持續消化主要國家央行升息路徑，同時擔心中國降息幅度無法推動經濟復甦，非美股市表現多走弱。後續在央行態度仍鷹與經濟軟著陸預期的拉鋸下，留意企業獲利成長是否順利落底回升跡象。
- ▶ 繼福特和通用汽車後，Rivian與充電營運大廠BTC Power也陸續加入特斯拉充電陣營，亞馬遜雲端部門將投資協助企業使用生成式AI技術，帶動非必需消費類股領漲。儘管聯準會去年來累積升息幅度逾20碼，今年以來投資人持續擁抱AI題材，但Fed主席重申升息可能，科技類股漲多回落並回到醫療與必需消費等防禦類股懷抱。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)



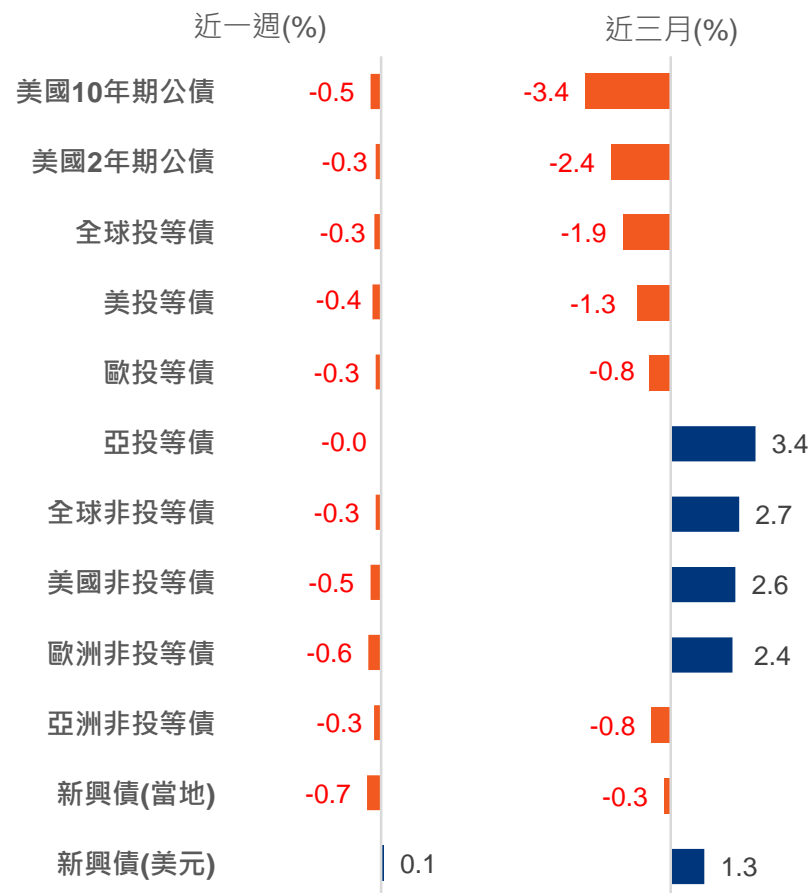
資料來源：Bloomberg，2023年6月22日

Fed主席鷹派談話，債市普跌，美元轉強，原油、黃金價格疲軟

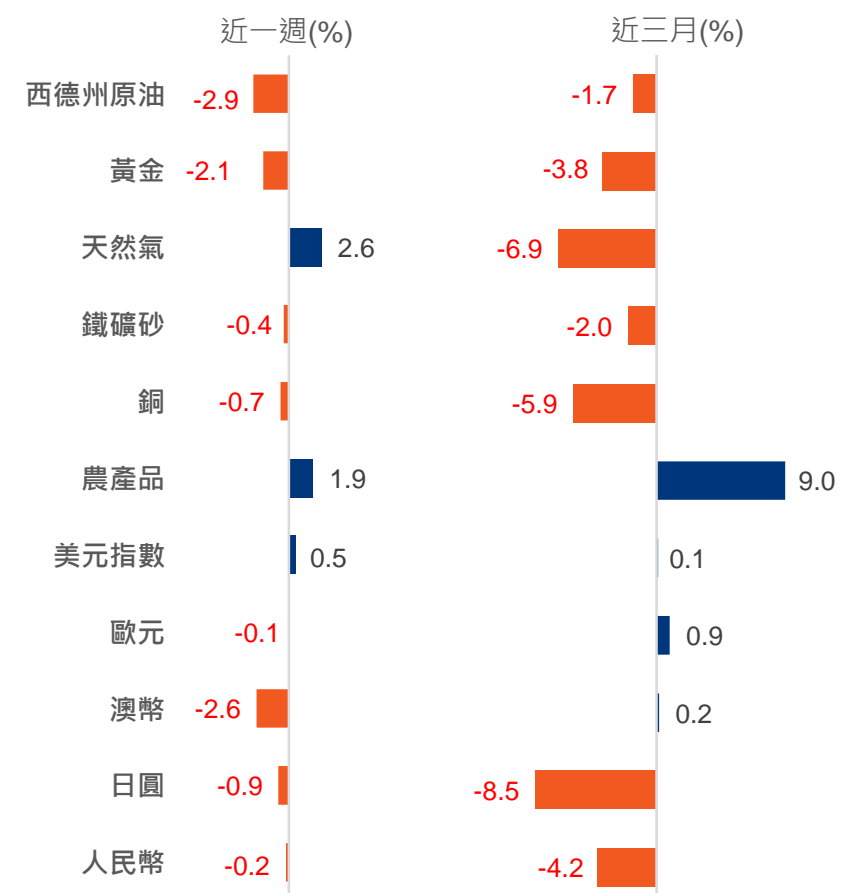
- ▶ 儘管美國房市數據仍強，聯準會主席鮑威爾釋放鷹派訊息，表示利率仍有上升空間，此外，英國與挪威央行連袂升息兩碼超出市場預期，瑞士央行亦升息一碼以對抗通膨，全球債市普遍下跌。投資人仍預期聯準會7月升息一碼機率達76%但9月暫停升息可能性為67%，美國公債利率波動度回落至今年2月水準，後續留意經濟數據動向，市場仍依此評估今年進一步升息可能。
- ▶ 聯準會主席鷹派談話後，美歐利差擴大支持短線美元走強。日本維持現行貨幣政策，日圓匯率走軟，市場預期日本央行最快7月進行貨幣政策調整，有利未來日圓走勢。中國經濟疲軟，人行調降貸款市場報價利率，因結構性因素與美中利差擴大，人民幣相形承壓。美元轉強，抑制主要商品如原油與黃金表現。

資料來源：Bloomberg，2023年6月22日

各類債券表現(%)



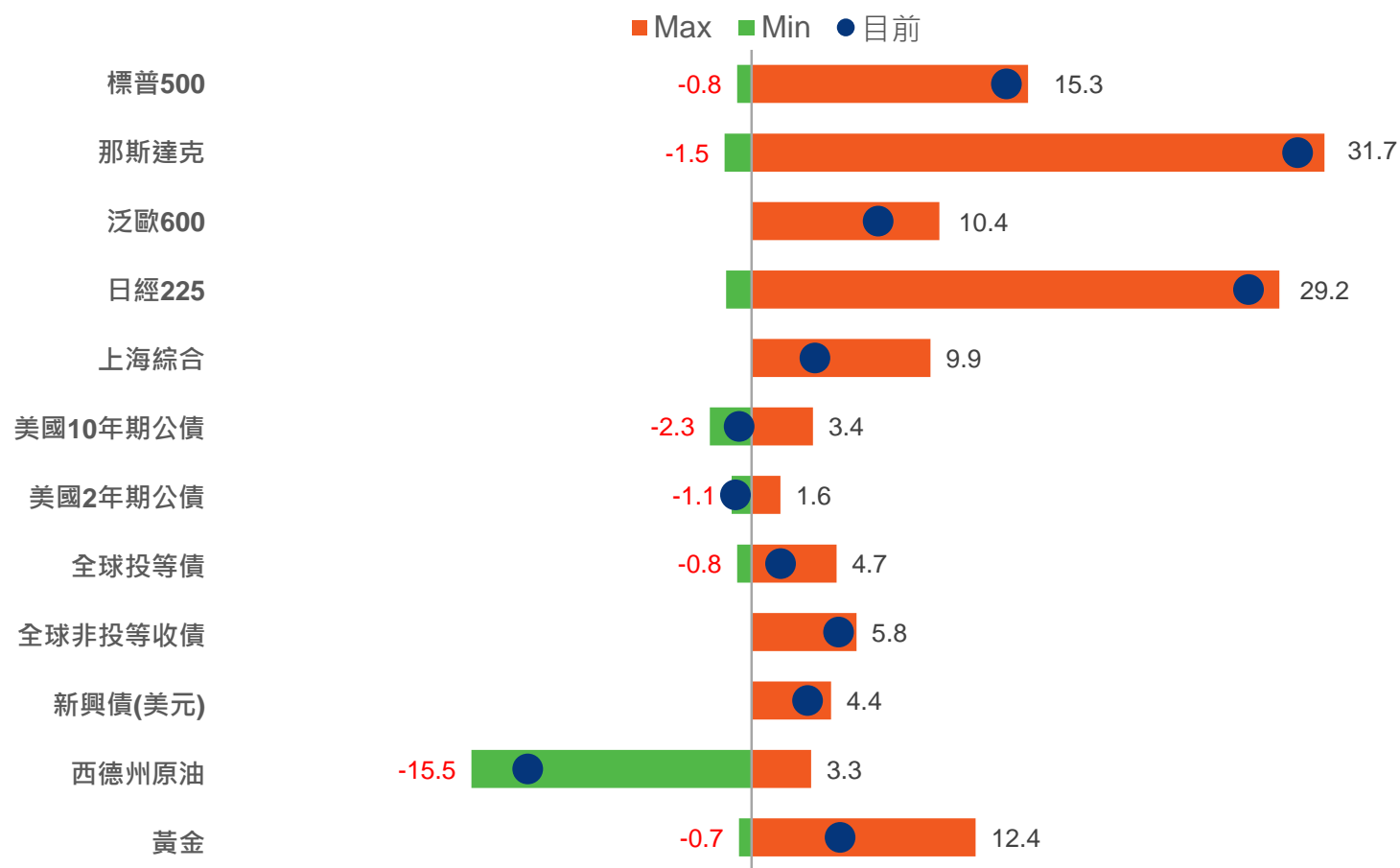
各類商品及貨幣表現(%)



全球股市漲多拉回，端午前變盤整理

- 美國核心通膨居高不下，加上房市數據再度熱絡，聯準會鷹派暫緩升息，儘管市場預期高利率可能維持更長時間，短期降息機率渺茫，然而評價修正風險下滑，今年以來股市上漲，以那斯達克和日股表現最亮眼，上半年漲幅超過3成，近期出現小幅回調，後續觀察變動方向。中國大規模刺激政策期待落空，陸股疲軟。此外，中國經濟與需求不振，能源價格受抑，西德州油價盤整於70美元附近，歐股亦出現小幅回檔。金價因美國雙率上漲，回落修正。
- 美國10年期公債利率盤整於3.7%，長短期公債表現皆黯淡。風險性資產受青睞，推升非投資等級債上漲，投資等級債高息收保護下，今年亦呈正報酬。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年6月22日

成熟市場

60日線

標普500指數創今年新高後，漲多拉回



那斯達克指數上漲大幅偏離季線，恐乖離過大



泛歐600指數沿著季線，短期震盪整理



日經225指數創今年新高並站上33,000點，出現獲利了結



資料來源：Bloomberg · 2023年6月22日

新興市場與商品

60日線

上綜指數季線下方反彈掙扎



新興市場收斂後突破季線之上，區間來回



黃金價格季線壓力沉重，近期走勢轉弱



西德州原油低位盤整，持續挑戰季線壓力



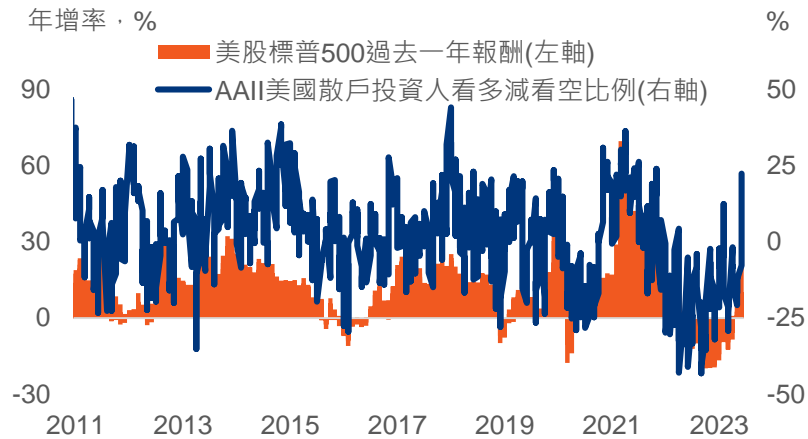
資料來源：Bloomberg · 2023年6月22日

熱門議題

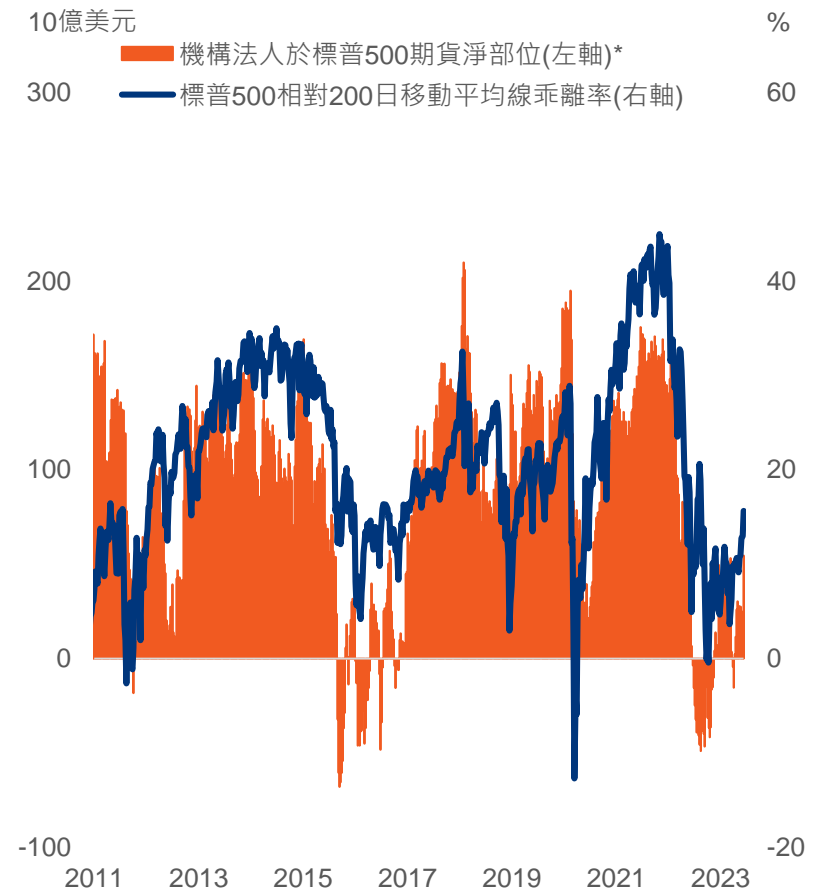
散戶投資人信心回溫，關注機構法人美股動態

- ▶ 美股從去年低位反彈逾2成重回牛市，提振美股投資人信心，主因：(1)今年上半年景氣未出現衰退，(2)今年3月矽谷銀行事件產生的信貸緊縮，被聯準會與財政部的緊急流動性計畫所抵消，(3)AI趨勢推波助瀾。美國散戶投資人協會(AAII)多空指標自去年3月以來首次看多超過看空比例，同時美股選擇權put/call未平倉比率降至2022年4月低位，顯示一般投資人樂觀看待美股後市表現。
- ▶ 從法人動向來看：(1)法人期貨投資部位於去年11月後轉為淨買方，(2)過往機構法人的美股期貨淨部位與標普500的200日均線乖離度關聯性近5成。當前美股在各類型投資人看好下持續上攻，後續留意法人減持相關部位獲利了結的修正風險。

美國反彈漲勢凌厲，一般投資人看多比例增加



春江水暖鴨先知，留意機構投資人期貨部位動向



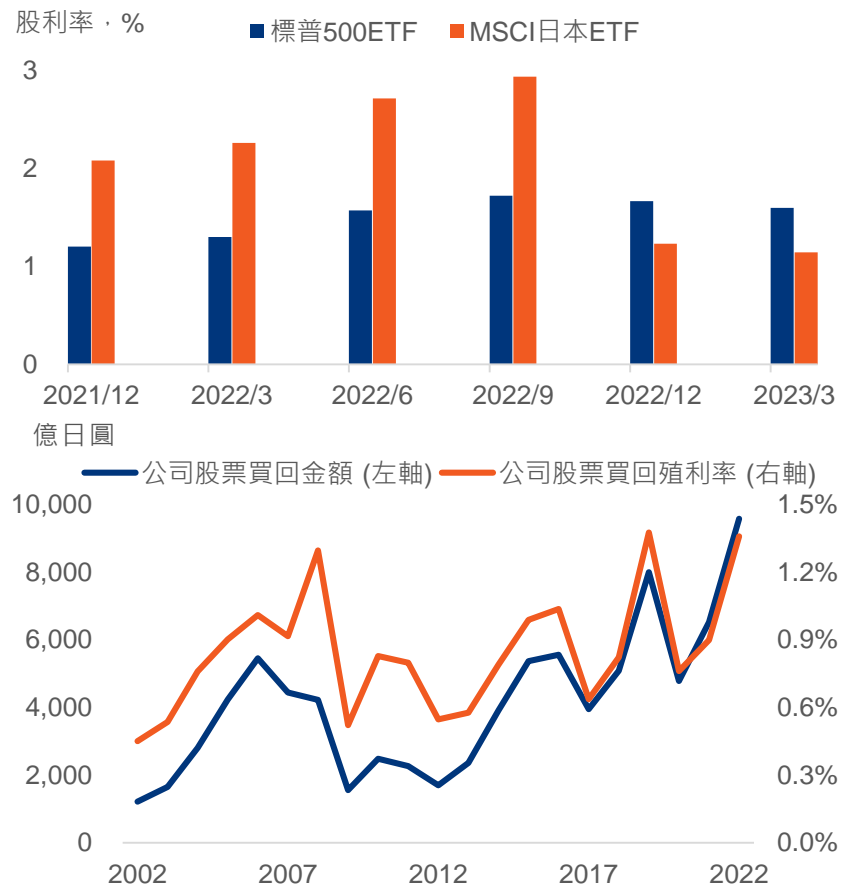
資料來源：Bloomberg，*註：此處機構法人指資產管理公司與槓桿基金。

結構性調整，日股這次上漲有別以往

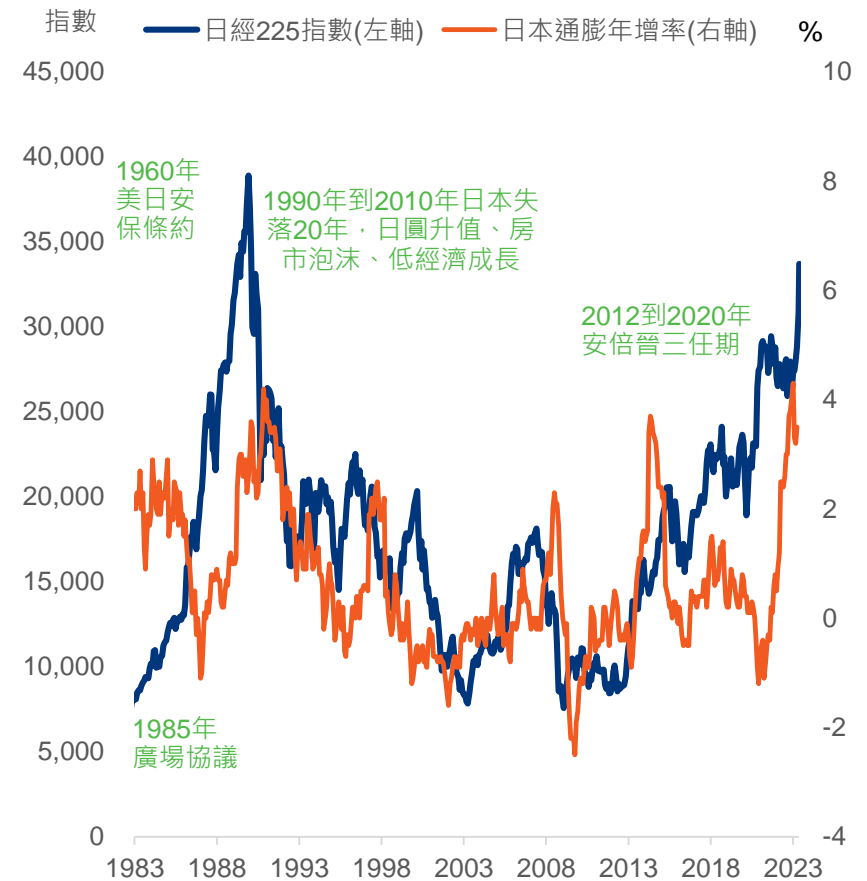
- ▶ 日本公司過去有交叉持股習慣，導致股東難以藉由外部監督，提高股東報酬率，公司也不興回購股票或發放股利，造成日股對外資吸引力較弱。隨著安倍首相自2012年開始改善公司治理環境，日企與美國的股利率差距縮小，2021年底甚超越美股。此外也較願意提高股票回購，實施庫藏股回饋股東，因此較能吸引國內外長期投資人目光，促使外資持續流入日股，巴菲特也大幅加碼日本五大商社股票。
- ▶ 相較於美歐大幅度升息，日央堅持寬鬆貨幣政策，日圓貶值除增加旅日遊客外，通膨重回3%以上，進一步帶動民間薪資成長，消費增加的內循環產生。日企改革提高股利率與股票回購、長期通縮轉變成通膨與日股目前評價低於歐美，是這次日本上漲有別以往的原因。

資料來源：Bloomberg

日本企業提高股利率與股票回購



日本股市和通膨，重回近30年來的高位



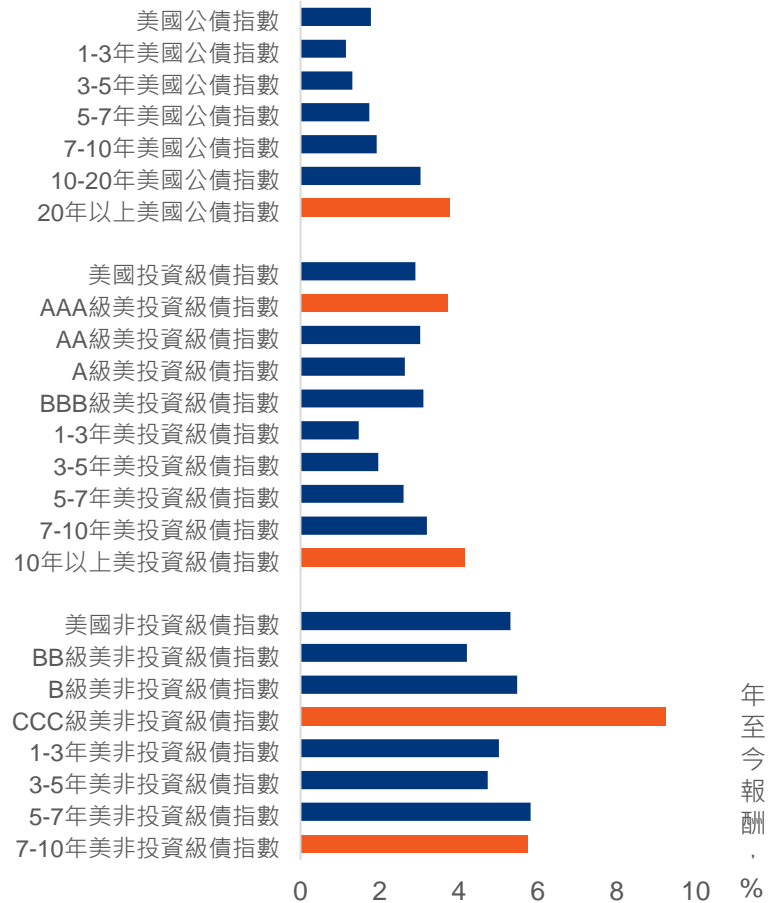
投資焦點

債市報酬兩極化，信用風險變化為未來走勢關鍵

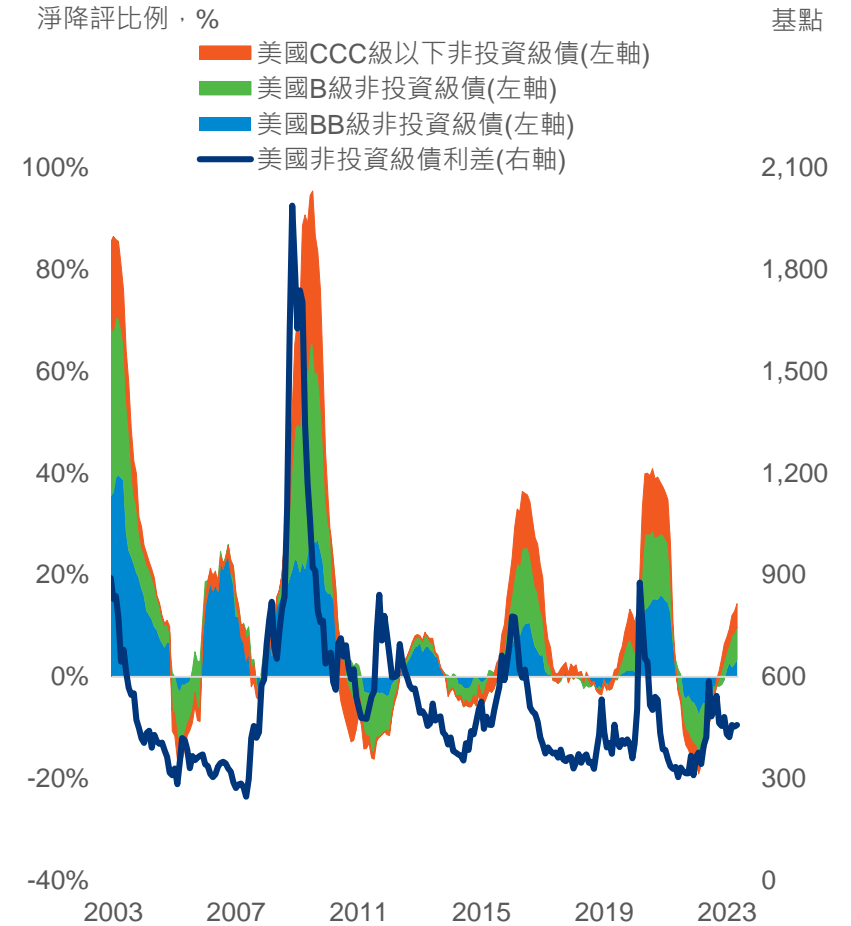
- ▶ 今年來債市報酬朝兩極發展，從細部看，(1)美公債利率曲線年至今呈現短率上、長率下且越長天期利率震盪幅度越小，因此長天期債表現居前，(2)低信評債(如非投資級債)則受惠孳息與信用利差收斂挹注報酬表現。考量適逢聯準會升息有望接近尾聲，同時介於利率風險與信用風險轉換期，投資人可以採取槓鈴策略避免單壓任一風險，同時把握近期票面利率較豐沛的新發行債券為未來建立穩定現金流。
- ▶ 觀察低信評企業的信評變化，可發現非投資級企業信評調降數持續擴大，考量聯準會仍有升息可能，非投資級債2年內到期債務佔比續升至8%為2020年9月來高位，對融資期間偏短的中小企業來說再融資壓力增溫，投資人仍須當心非投資級債券利差擴大造成價格下跌可能。

資料來源：Bloomberg

今年來債市報酬兩極，長天期 vs 信評兩端



低信評的非投資級債降評風險持續升溫



非投資級債評價偏貴，遇市場震盪時風險分散效果較低

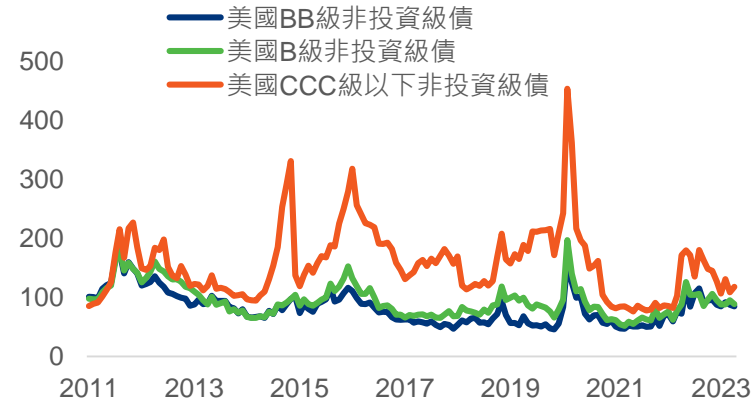
- ▶ 檢視美國非投資級債利差評價：(1)當前各信評非投資級債的每單位槓桿利差皆低於歷史平均水準，顯示投資人為獲取利差所產生的報酬而承擔過多的信用風險，(2)從非投資級與投資級之間的利率比率來看，非投資級債利差相對偏低，考量利差比率與未來1年報酬兩者具一定程度連動性，顯示當前非投資級債券評價吸引力不足，未來潛在報酬空間亦相對有限。

- ▶ 檢視過往美股重挫期平均跌幅逾3成，若加入各類型債券部位並以50/50比例配置，可發現與美股關聯度高的非投資級債避險效果相對不彰。考量美投資級債殖利率再度超越美股盈餘收益率，面對景氣循環與聯準會升息週期近尾聲下，已持有股票投資人，可考慮以美國公債或長天期投資級債作為避險配置。

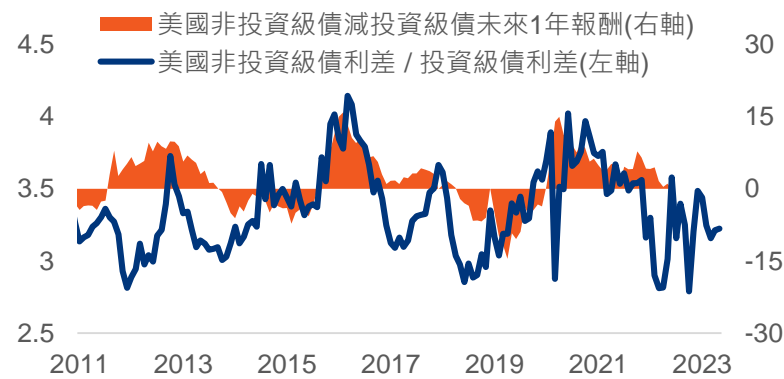
資料來源：Bloomberg，*註：每單位槓桿利差是指投資者可能獲得的潛在報酬(利差)相對每單位風險(財務槓桿)的比率。

從利差評價來看，非投資級債相對吸引力不大

每單位槓桿利差*，基點/倍數



利差比率，倍數



過往股市重挫，美公債與投資級債較具避險效果

各投資組合 期間報酬 (%)	2000/8 ~2003/2	2007/10 ~2009/2	2019/12 ~2020/3	2021/12 ~2022/9	平均	中位數
	100%美股	-44.6	-52.6	-20.0	-24.8	-35.5
50%美股 + 50%美國 非投資級債	-21.3	-39.1	-16.3	-19.8	-24.1	-20.5
50%美股 + 50%美國 投資級債	-7.8	-29.1	-11.8	-21.7	-17.6	-16.8
50%美股 + 50%美國長天期 投資級債	-5.7	-24.9	-6.9	-26.8	-16.1	-15.9
50%美股 + 50%美國公債	-8.7	-19.6	-5.9	-18.9	-13.3	-13.8

美國升息近尾聲與非投資級債評價貴，新發行的長天期投資級債為首選

單一債券					債券ETF		
公司名稱	美國國庫債券	國際商業機器	蘋果公司	默克藥廠	標的名稱	iShares 20年期以上美國公債ETF(TLT)	Vanguard長期公司債券ETF(VCLT)
債券名稱	T 4 11/15/42	IBM 4 3/4 02/06/33	AAPL 4.85 05/10/53	MRK 5 05/17/53	適合投資人	看好美國公債， 穩健型投資人	看好美國投資級債， 穩健型投資人
資格	非專業投資人	非專業投資人	非專業投資人	非專業投資人	類型	長天期美國公債為主	長天期美國投資級企業債為主
到期日	2042年11月15日	2033年2月6日	2053年5月10日	2053年5月17日	規模	38,435.55 (百萬美元)	6,700.00 (百萬美元)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Aaa/AAA/-	A3/-/A+	Aaa/-/AA+	A1/-/A+	今年來報酬/ 近3年報酬	4.08% / -33.18%	4.60% / -18.09%
最低申購金額/ 增額	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	基準指數	ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond Index	Bloomberg U.S. 10+ Year Corporate Bond Index
票面利率	4.00% / 半年配	4.75% / 半年配	4.85% / 半年配	5.00% / 半年配	類型分布	1. 國庫券 99.42% 2. 現金或衍生性產品 0.58%	1. 工業 69.30% 2. 金融 16.60% 3. 公用事業 12.70%
YTM/YTC(%)	3.83 / 3.83	4.56 / 4.56	4.52 / 4.51	4.72 / 4.72	30天SEC 收益率(%)	3.74	5.37
特色	為美國財政部發行的政府債券。美國身為全球最大經濟體，故美國公債被視為全球最安全的債券。因美國公債為全球債市最大組成，顯見美國公債的重要性。	提供整合軟硬體解決方案服務，包含雲端運算、AI、商業軟體、數據與分析、物聯網等，讓企業與政府客戶能順利進行數位轉型。多次被IDC評為世界最佳AI系統與軟體供應商。	為美國市值最大科技龍頭企業，以硬體、軟體和服務方面的創新而聞名。具顯著的財務彈性，充沛的現金水位及低債務槓桿比例，為獲利表現優異的科技公司。	為生產腫瘤藥、糖尿病藥及HPV疫苗等為主的全球性藥廠，該公司主要癌症疫苗如Keytruda和預防子宮頸癌的Gardasil推動公司營收成長，同時維持保守的財務方針。	前5大持股	1. Treasury Bond 2/15/2051 10.91% 2. Treasury Bond 8/15/2051 7.70% 3. Treasury Bond 11/15/2050 6.80% 4. Treasury Bond 2/15/2049 6.58% 5. Treasury Bond 8/15/2048 5.83%	1. Anheuser-Busch InBev 0.45% 2. Boeing Co. 0.29% 3. AT&T Inc. 0.27% 4. AT&T Inc. 0.26% 5. Anheuser-Busch InBev 0.25%

資料來源：單一債券為凱基證券，ETF為Money DJ，2023年6月20日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年6月22日，30天SEC收益率为該基金近30天的年化配息率且報價日期為2023年6月21日，僅供參考

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國聯準會6月暫停升息，整體金融緊縮程度略有放鬆，而歐洲與英國央行則持續緊縮政策以抗通膨。全球景氣雖下行但有上修趨勢，美股獲利下行雖尚未結束但優於預期。建議可以平衡型基金、防禦型、高息股等為主。隨聯準會暫緩升息，利率持續下降，可搭配優質龍頭股、合理評價的成長股以定期定額方式長期布局，非美地區的日本回檔布局。 ◆ 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。 	<p>策略風格：防禦型、高息股、優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本</p> <p>產業：必需性消費、醫療保健、公用事業</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通膨緩步下滑，聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落，以短天期公債利率鎖利，並增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣雖下行但有上修趨勢，整體金融緊縮程度略有放鬆，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、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"> ◆ 美國聯準會升息近尾聲，美國10年期公債利率高位盤整，美歐公債利差縮窄，侷限短期美元指數強度，呈現高檔震盪。市場預期日本央行最早於7月有望進行YCC政策調整，加上外資持續流入，有利未來日圓。 	<p>美元高位盤整，日圓偏多</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：5.00% - 5.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>聯準會暫停升息將基準利率維持在5.0%~5.25%，並上修GDP目標、重申持續對抗通膨、暗示升息尚未結束，並排除短期內降息可能性。政策利率從先前預估中位數5.1%上調至5.6%。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>	32%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：3.50%</p> <p>主要再融資操作：4.00%</p> <p>邊際借貸機制：4.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：+25 bps 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>歐洲央行升息1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7月停止APP計劃。疫情緊急購債計劃(PEPP)將持續到2024年底。官員現在對於通膨前景不滿意，還沒有考慮過、討論過可能跳過或暫停升息。</p>	57%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.00%</p> <p>最近會議(2023/6)：+50 bps 最近會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>英國銀行升息2碼以應對通膨，預估今年經濟成長率0.25%。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>	35%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/4)：維持利率不變</p>	<p>延續上次會議決議，維持基本利率-0.1%不變。10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，每個工作日以0.5%固定利率持續購買10年期政府公債。維持購買股票型ETF為12兆、J-REITs為1,800億日圓上限，商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓的決定。</p>	132%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

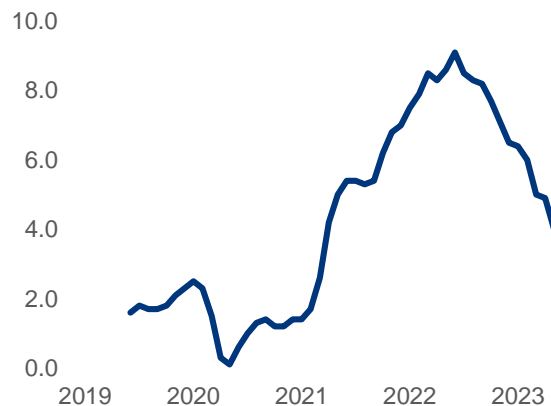
► June 2023

<p>19 Monday</p>	<p>20 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月營建許可總數(戶) (實際:1.419M 預估:1.425M 前值:1.417M) 美國5月新屋開工年化總數(戶) (實際:1.63M 預估:1.40M 前值:1.34M) 	<p>21 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國MBA貸款申請指數周增率(%) (實際:0.5% 前值:7.2%) 	<p>22 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 英國銀行利率(實際:5.00% 預估:4.75% 前值:4.50%) 美國5月成屋銷售年化總數(戶) (實際:4.30M 預估:4.25M 前值:4.28M) 	<p>23 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區6月製造業PMI (前值:44.8) 歐元區6月服務業PMI (前值:55.1) 美國6月製造業PMI (前值:48.4) 美國6月服務業PMI (前值:54.9)
<p>26 Monday</p>	<p>27 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月扣除運輸耐用品訂單(月增率)(前值: -0.30%) 美國6月諮商會消費者信心指數(前值:102.3) 美國5月季調後新屋銷售年化總戶數(前值: 683K) 	<p>28 Wednesday</p>	<p>29 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 德國6月CPI月增率(%)(前值: -0.10%) 美國第一季GDP年化季增率(前值:1.3%) 美國5月成屋簽約銷售指數月增率(%)(前值:-5.20%) 	<p>30 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國6月官方製造業PMI (前值: 48.8) 中國6月官方非製造業PMI (前值: 54.5) 歐元區6月CPI年增率(前值: 6.10%) 美國5月核心PCE物價指數月增率(%)(前值: 0.40%)

資料來源：Investing.com

附錄

美國物價指數年增率(%)



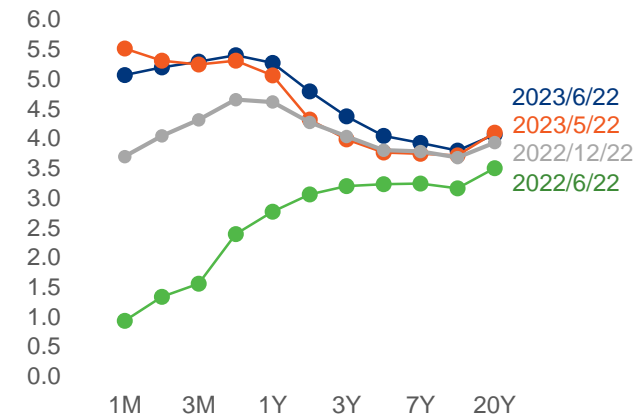
美國10年期公債殖利率(%)



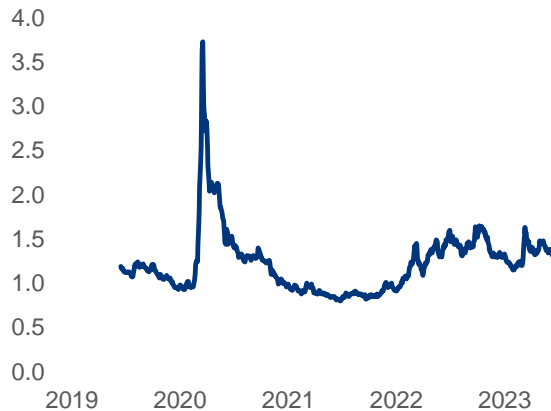
美國公債利差(bps)



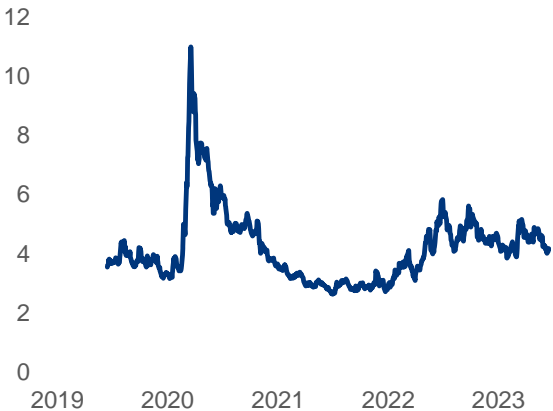
美國公債殖利率曲線(%)



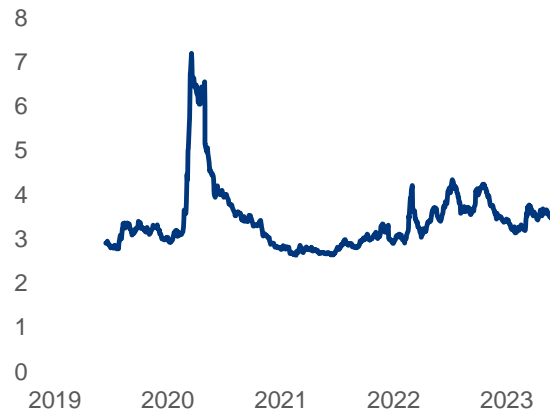
美元投資級公司債利差(%)



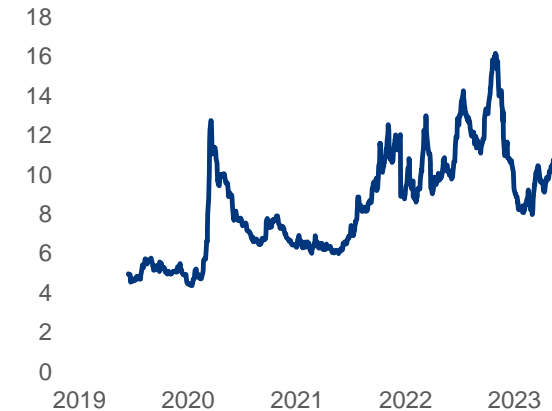
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



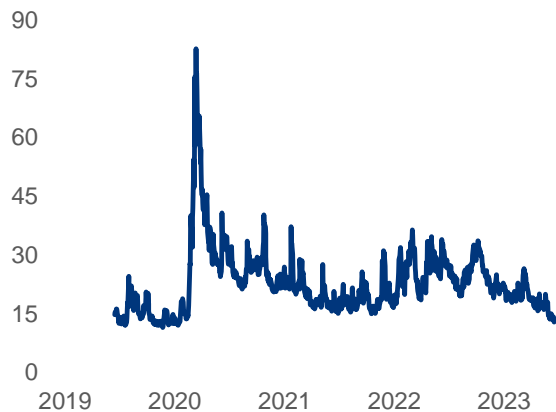
美元亞洲非投資級債利差(%)



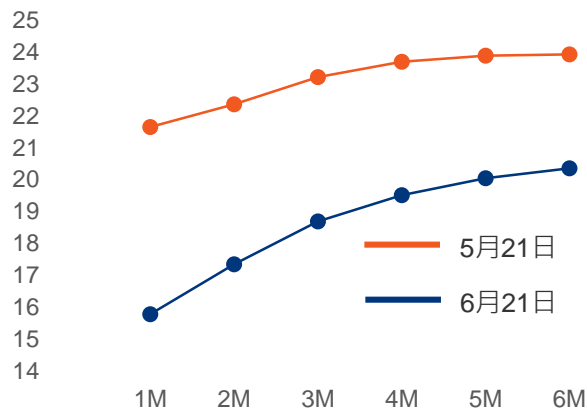
資料來源：Bloomberg · 2023年6月22日

附錄

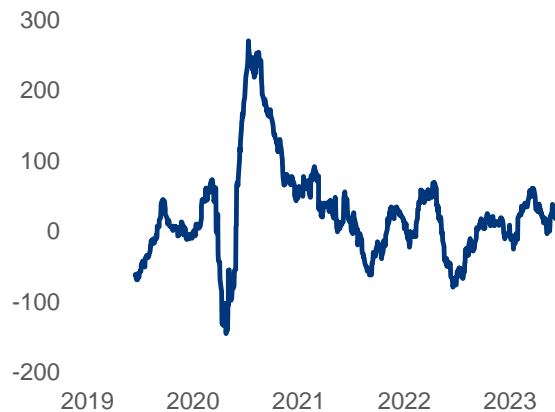
VIX指數



VIX期間結構



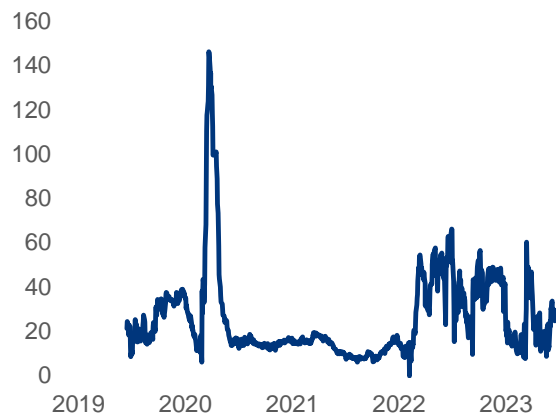
美國花旗經濟驚奇指數*



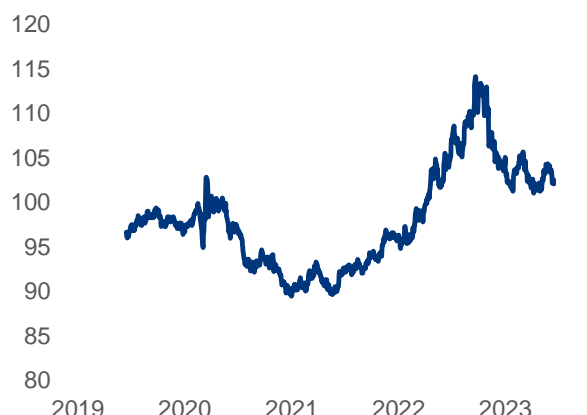
美國花旗通膨驚奇指數*



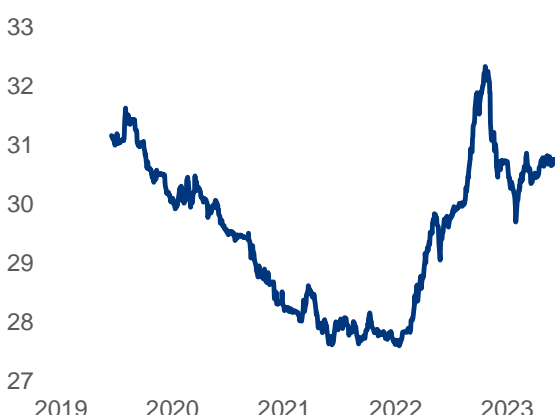
Ted利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年6月22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。