



凱基證券
KGI SECURITIES

美國升息預期降溫， 投資級債價值浮現

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年4月7日

01 市場回顧

- 經濟數據疲弱增添衰退可能，
金融市場波動難消

02 熱門議題

- 歐監管機關緩解金融風險，
關注資本工具市場變化

03 投資焦點

- 市場預期Fed升息機率降，
把握投資級債機會

04 重要數據預告

- 美國聯準會FOMC會議紀要
- 美國消費者物價指數、生產者物價指數、零售銷售
- 德國消費者物價指數

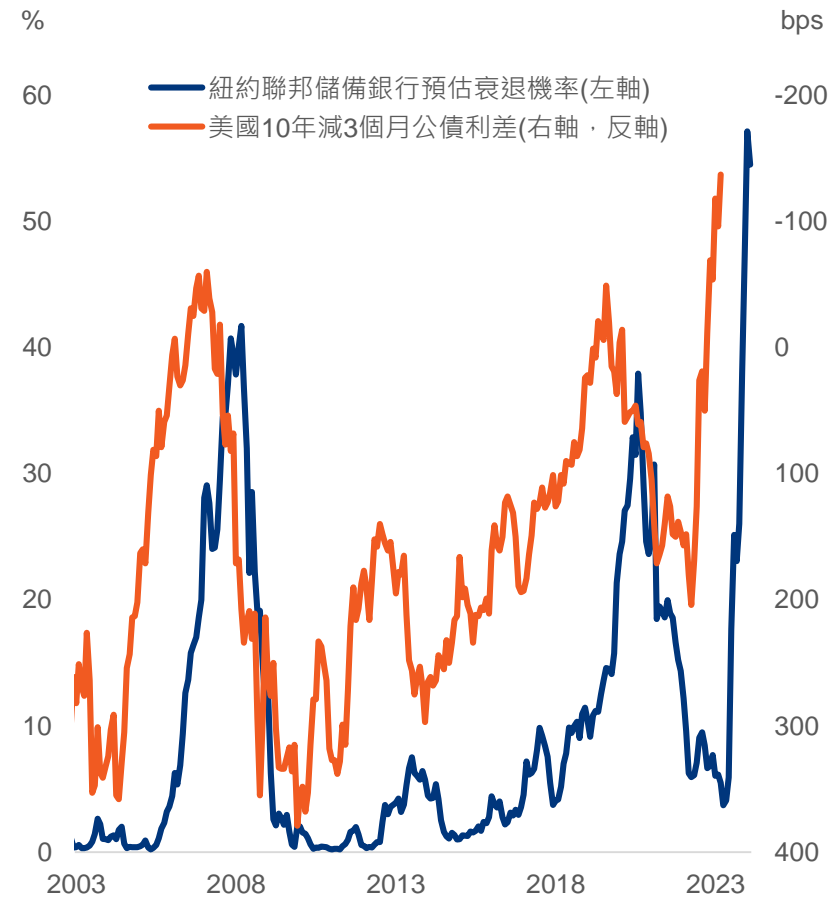
美國通膨與經濟動能趨緩，景氣衰退機率升

- ▶ 美國2月個人消費支出年增率降至5.0%，顯示通膨續降。3月ISM製造業指數意外降至46.3，創2020年5月來新低，連5個月陷入萎縮，新訂單與庫存比率較前月下滑，製造業景氣仍處下行階段，商品通膨也持續放緩。ISM非製造業指數從55.1大幅降至51.2，美國服務業景氣擴張程度明顯下滑，但服務業就業與通膨較為僵固而降幅緩慢。
- ▶ 美國3月ADP私人就業新增數降至14.5萬低於市場預期的20萬，勞動市場出現降溫跡象。考量美國已將政策利率升至限制區域，10年減3個月公債利差持續倒掛，銀行業連3季收緊放款標準，紐約聯邦儲備銀行預估2023年末美國景氣衰退機率明顯上揚，留意衰退風險升溫可能。

美國物價續降，製造業活動與終端需求降溫



美長短期公債利差倒掛領先景氣衰退機率約1年



資料來源：Bloomberg

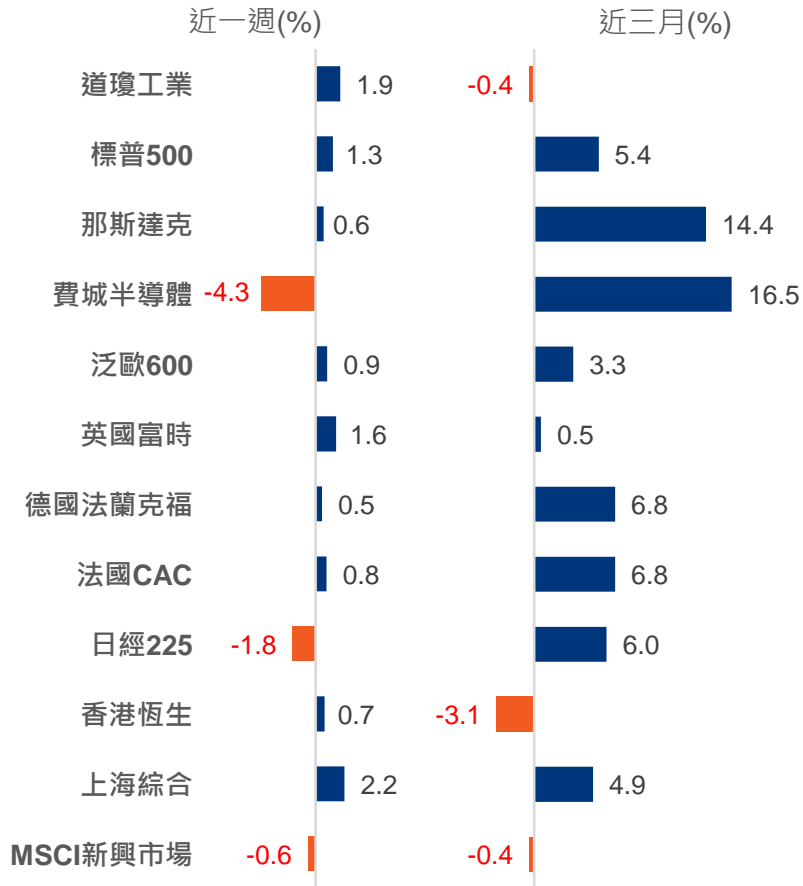
市場回顧

美國經濟數據降溫，市場預期升息趨緩，全球股市多漲

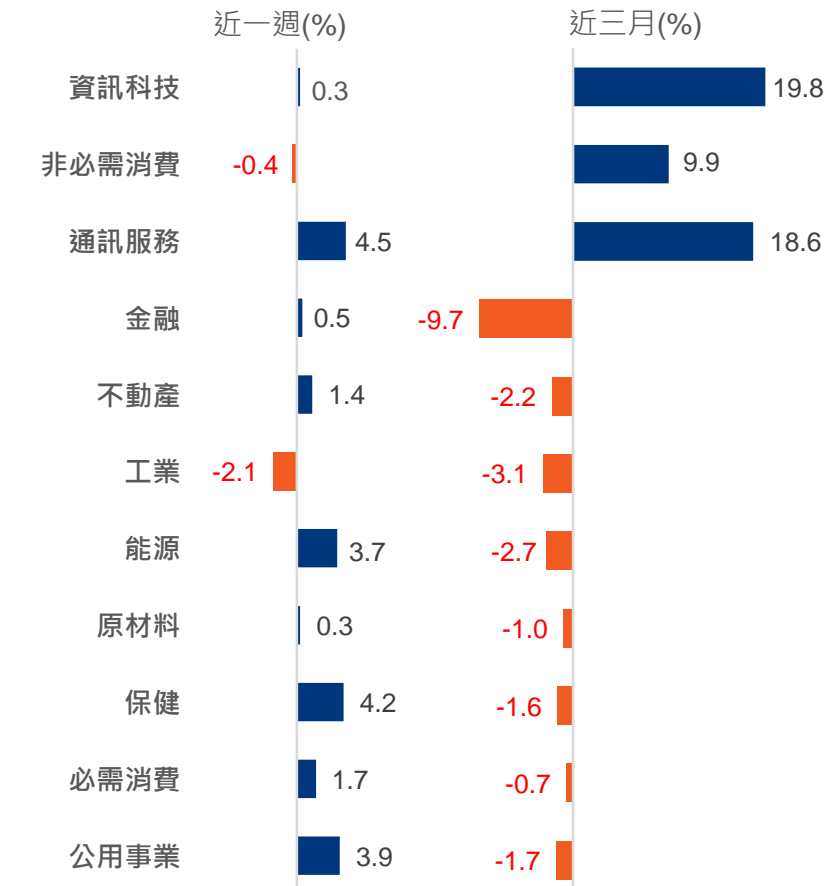
- ▶ 美國通膨續降且勞動市場出現走軟跡象，市場預期聯準會升息循環接近尾聲，全球股市多漲聲回應。中國兩會後，官方政策重心從「國家安全」走向「穩增長」的拚經濟目標，中國服務業活動回升支持陸股表現。美國總統呼籲加速AI立法與千位專家連署暫停AI開發，此外，美國祭出晶片禁令措施，中國以延緩科技企業併購審查與稀土出口禁令回應，半導體股相對承壓。日圓走強，讓日本出口類股出現賣壓。
- ▶ 景氣下行風險升溫，投資人增加防禦部位配置，醫療保健與公用事業走揚，谷歌執行長預告AI將納入搜尋引擎，帶動通訊服務類股獲青睞。OPEC+產油國無預期減產，支持能源類股表現。製造業活動持續放緩，與景氣循環關聯度高的工業與非必需消費相形走弱。

資料來源：Bloomberg，2023年4月6日

各地區指數表現(%)



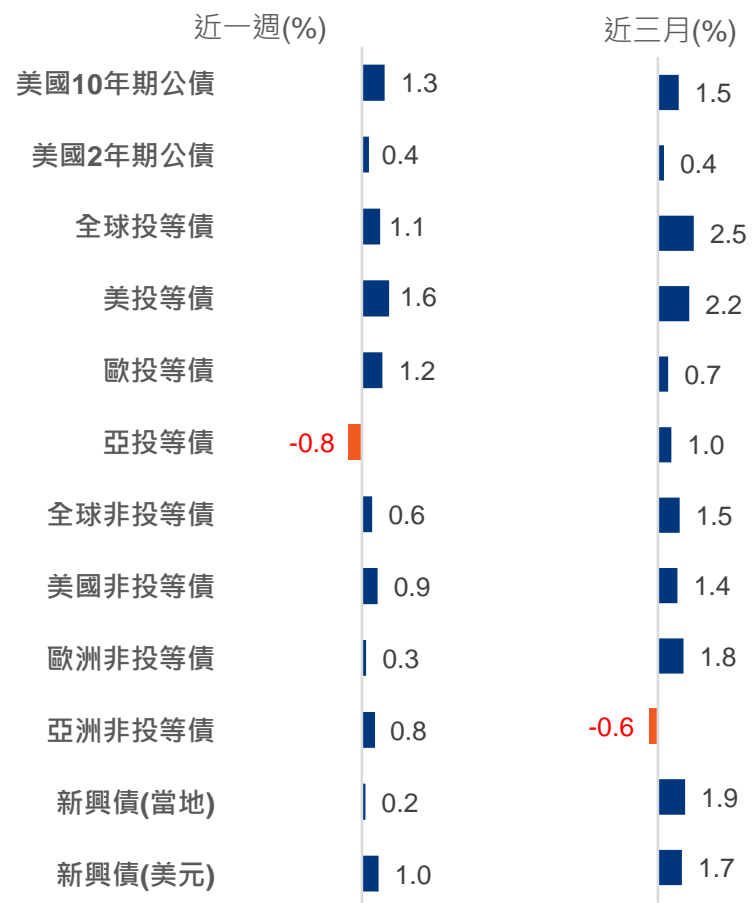
各產業指數表現(%)



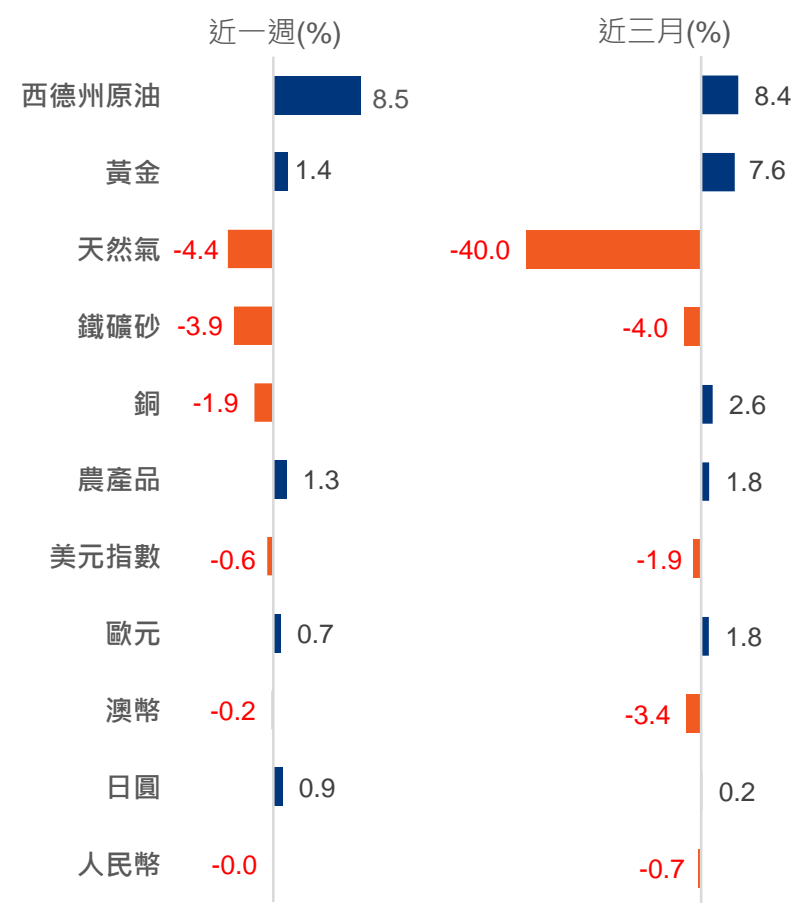
景氣數據不振，支持高信評債與金價走揚，OPEC+超額減產支撐油價

- ▶ 美國經濟數據下行，金融條件緊縮抑制經濟成長動能，疊加Fed加以關注銀行問題，投資人預計5月升息機率降溫，近週美國公債殖利率曲線下行，支持存續期較長的公債與投資級債表現。信用風險餘震仍在，存續期間較短的非投資級債與新興市場債漲勢相形落後。
- ▶ OPEC+會議意外宣布自5月起每日減產116萬桶，加上去年10月整體的總減產量達到每日366萬桶，相當於全球需求的3.7%，產油國減產舉措推動油價大幅反彈。隨Fed升息循環進入尾聲，美國公債利率有望見頂，加上歐美國家景氣衰退機率上升，帶動金價走揚。匯市方面，市場押注聯準會升息週期提早結束，美元走弱，非美貨幣漲跌互見。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

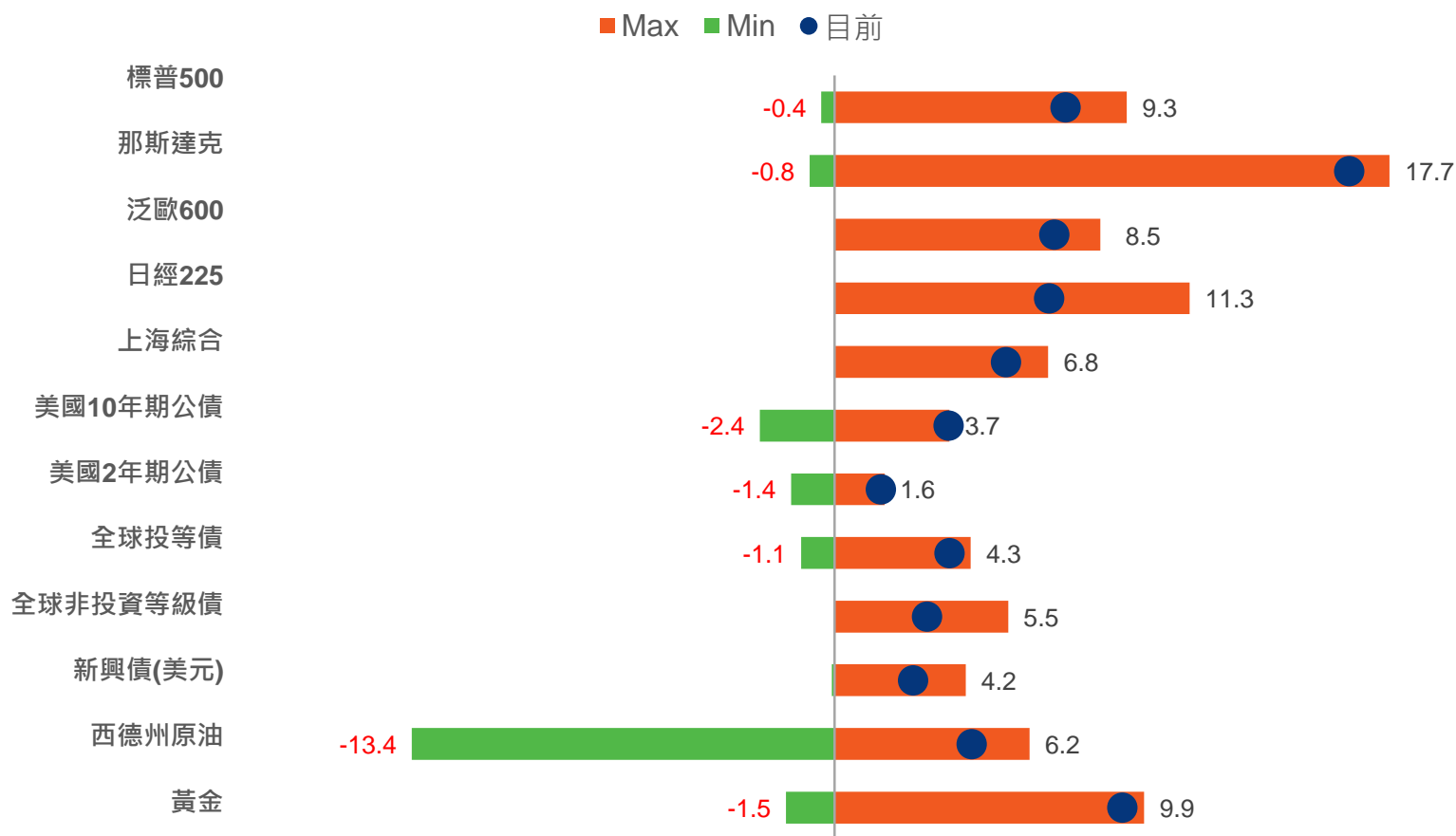


資料來源：Bloomberg · 2023年4月6日

美國物價與就業趨緩，市場預期Fed放緩升息，激勵各類資產表現

- ▶ 聯準會FOMC利率決議後，會後聲明隱含官員決策中除了觀察通膨與就業外，也將留意銀行業問題後續發展，市場預期聯準會將放緩升息腳步，美國公債殖利率殖利率曲線下行，提供非美股市與科技類股上漲空間，債市亦受惠利率風險降溫普遍走揚。
- ▶ 銀行業問題稍有舒緩，然通膨趨緩、就業與製造業數據不振，市場對景氣下行疑慮再度升溫，金融環境波動難消，美國10年期與2年期公債利率來到今年以來低位，支持金價上漲突破2,000美元關卡。信用風險升溫，非投資等級債與新興債利差持續擴大，年至今走勢相形溫吞。產油國減產舉措支持西德州油價，反彈回到每桶80美元水準。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年4月6日

成熟市場

60日線

標普500指數站回季線，遇年初高點壓力



那斯達克指數季線轉正，突破12,000點關卡



泛歐600指數擺脫瑞信風暴陰霾，站回季線之上



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6日

新興市場與商品

60日線

上綜指數季線為下檔支撐，挑戰2月中高點



新興市場去年11月盤整的950點成為明顯支撐，季線壓力沉重



黃金上漲動能強勁，突破2,000美元關卡



OPEC宣布減產，激勵西德州原油價格重返季線



資料來源：Bloomberg · 2023年4月6日

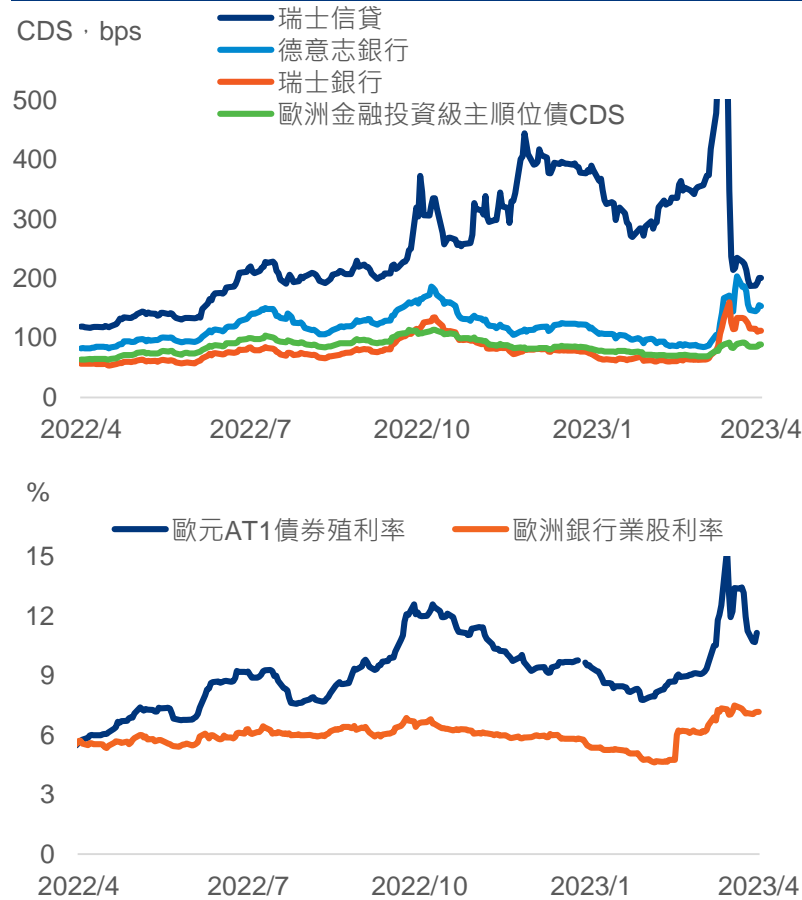
熱門議題

歐洲監管機關介入緩解金融債疑慮，仍須留意資本工具餘震

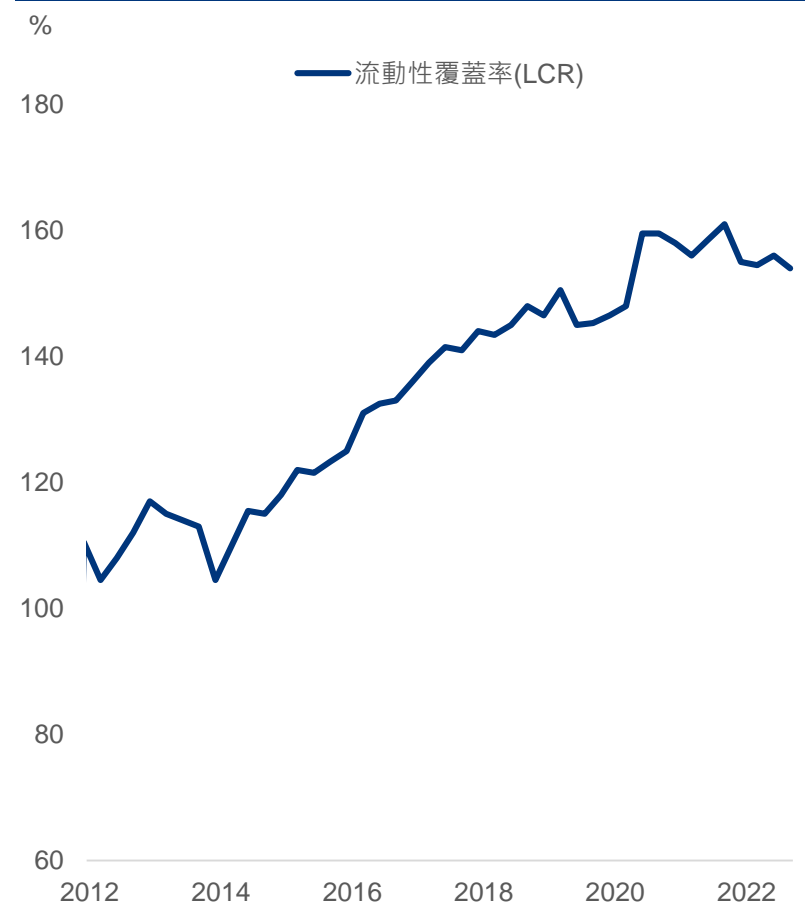
- ▶ 瑞士政府主導瑞士銀行收購瑞士信貸後，市場對歐美銀行擔憂略有降溫，瑞信5年期信用違約交換(CDS)明顯回落，歐系銀行AT1債券殖利率雖高於10%亦有下滑。投資人關注德意志銀行是否成為下一間瑞信，惟德銀持續改革且體質處改善階段，除非市場恐慌再起，德銀才會首當其衝，導致股債面臨下行風險。
- ▶ 儘管歐洲AT1相對瑞士AT1本金減記的風險較低且銀行流動性覆蓋率仍高，考量(1)銀行新發行的AT1債券預期票息逾10%，(2)若銀行不發行AT1債，以當前脆弱環境，歐洲銀行AT1不行使贖回權風險可能升溫並被視作負面信號，進而引發銀行資本工具市場恐慌，資本工具投資人宜保持謹慎，後續關注歐洲央行對銀行流動性管理與壓力測試。

資料來源：Bloomberg

歐洲金融債有緩解跡象，但資本工具震盪仍存



歐系銀行平均流動性覆蓋率處於歷史高位



投資焦點

經濟放緩，5月升息機率降溫，有利公債與投資級債表現

- 自3月中銀行危機過後，雖然聯準會於利率會議上仍維持升息步調，但從會後聲明中加入「美國銀行可能導致家庭、企業信貸條件收緊，造成經濟活動、就業、通膨壓力」，也隱含接下來官員決策中除了觀察通膨外，也需關注銀行業信貸問題後續發展。而觀察近期票委的談話，可以發現看法開始出現分歧，部分官員認為銀行系統仍就健全，但另一部分官員則認為應關注銀行危機問題引發的後續效應。
- 對照目前聯邦利率期貨隱含升息機率，對於5月是否升息的看法也出現拉鋸，受到近期通膨、經濟數據降溫影響，「暫停升息」的機率正攀升當中，相對去年聯準會快速升息，當前利率風險趨緩，有利存續期間較長的公債與投資級債表現。

部分FOMC票委開始關注銀行信貸問題

2023具投票權官員

近期談話內容

Fed理事
華勒
(Christopher Waller)

近期通膨數據下滑，相關數據顯示Fed能降低通膨，又不會嚴重傷害勞動市場。

Fed理事
庫克
(Lisa Cook)

通膨發展較之前預期更不利，如果數據顯示經濟力道持續，且通膨降溫速度減緩，那麼Fed可能還有更多工作要做。

Fed理事
傑佛森
(Philip Jefferson)

Fed雖專注於總體經濟變化，但近期銀行問題將引發銀行業間資金分配問題，Fed將關注後續效應。

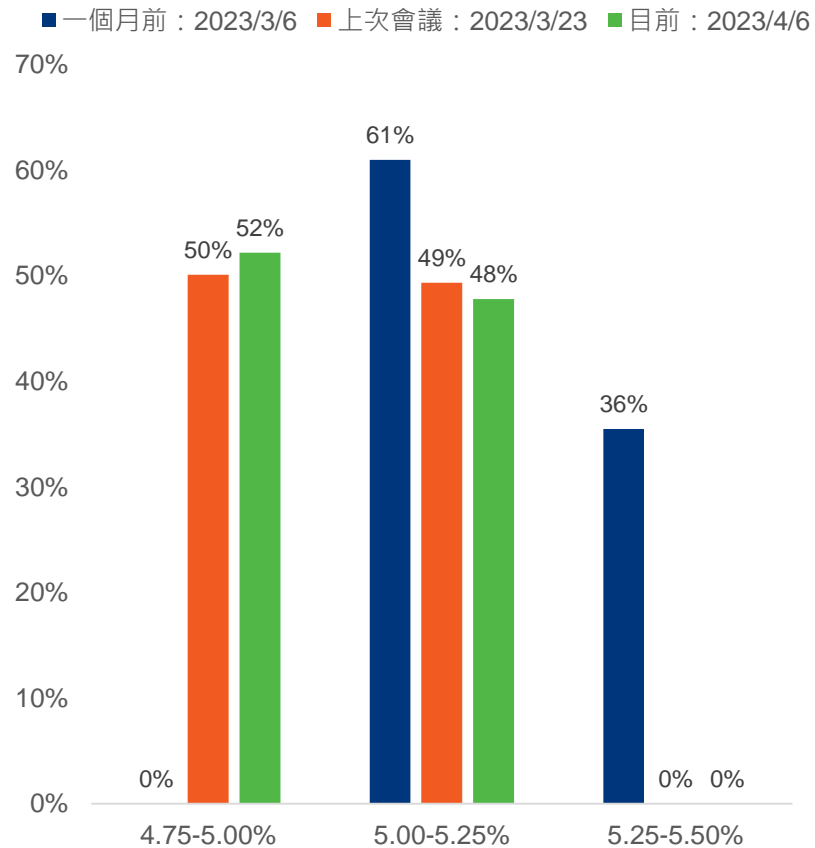
紐約分行總裁
威廉斯
(John Williams)

通膨仍然是Fed關注的首要問題，他將特別關注評估信貸狀況對經濟增長、就業和通膨前景的演變，重申Fed的利率決策取決於數據。

明尼阿波利斯分行總裁
卡什卡利
(Neel Kashkari)

目前美國銀行系統仍健全，美國通膨率非常高，但並非由工資驅動，Fed必須要降低通膨，並可能需要花費更長時間應對。

目前市場對於5月份升息機率正緩步降溫



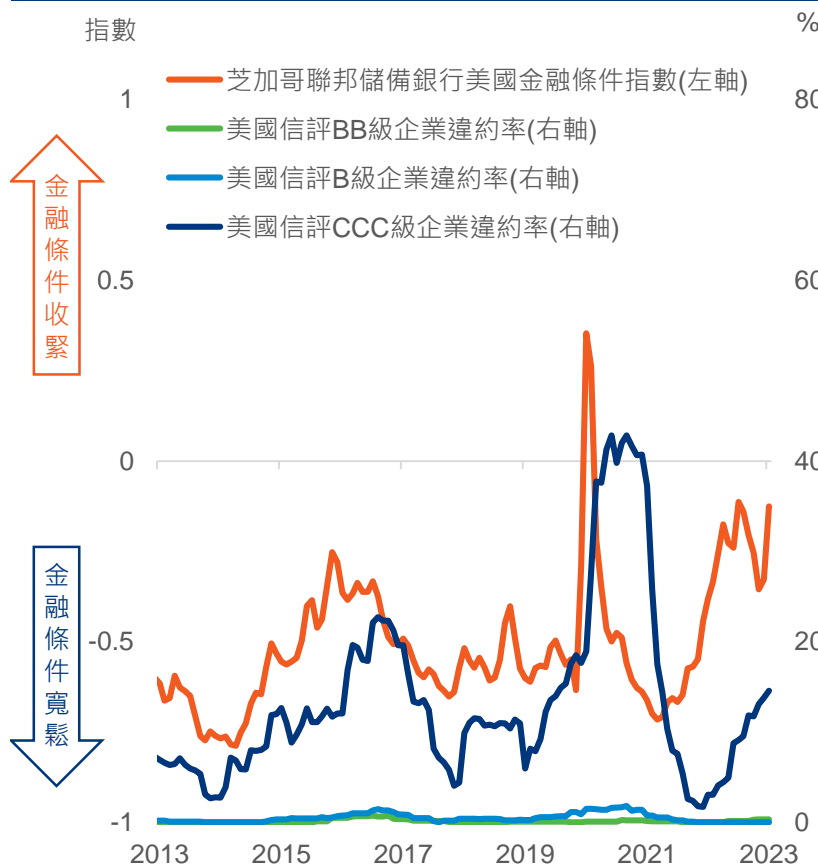
資料來源：Bloomberg

金融條件持續偏緊，信用風險升溫，配置優質投資級債降低波動

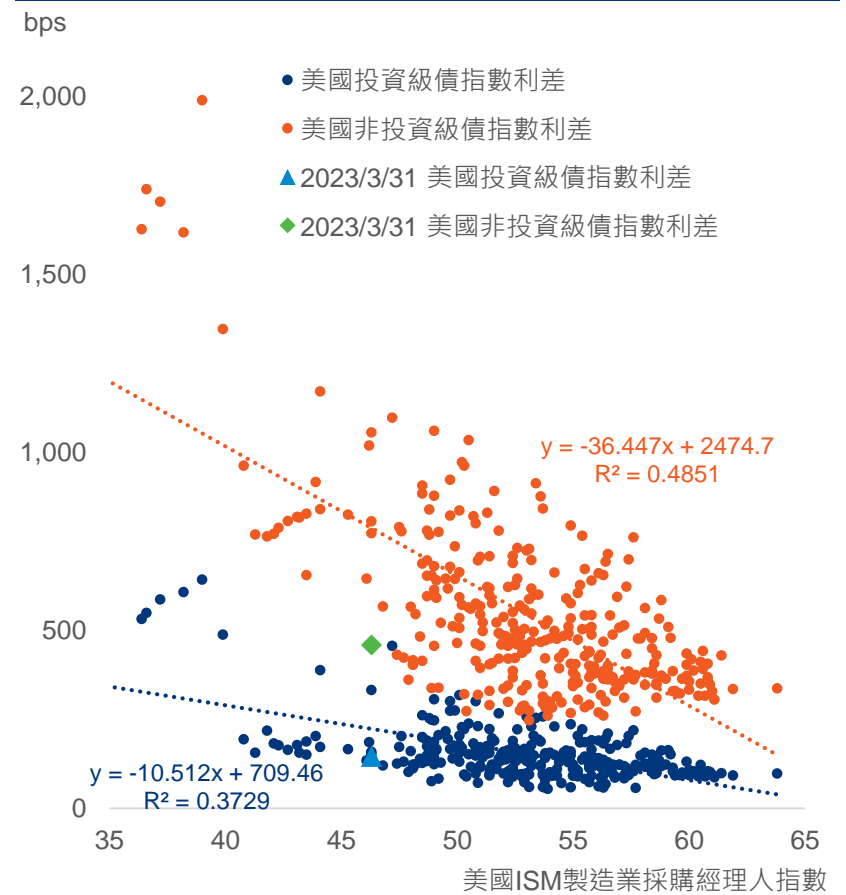
- ▶ 考量聯準會連續升息推升殖利率至10年高位，金融條件持續收緊加劇企業舉債再融資壓力。今年以來美國投資級發債量共5,080億美元與去年持平，而非投資級企業僅發債387億美元，較去年同期年減逾10%。預期金融環境收緊加重體質較弱的企業再融資難度，非投資級債企業違約率將隨之攀升。
- ▶ 檢視美國製造業數據與信用債利差變化，兩者多呈反向關係且與非投資級債利差關聯度高，考量(1)當美國ISM製造業PMI低於45，信用債利差走擴幅度加劇，(2)回測美國ISM製造業PMI下滑1%，投資級債平均利差擴大11點，非投資級債利差則走升36點。面對景氣疲軟環境，以優質投資級債作為資產配置一環，分散風險並降低投組波動。

資料來源：Bloomberg

金融條件收緊，增添低信評債券違約風險



製造業活動不振，非投資級債利差有擴大疑慮



美國升息預期降溫，聚焦投資級債布局機會

單一債券					債券ETF		
公司名稱	美國國庫債券	美國國庫債券	百事可樂公司	聯合健康集團公司	標的名稱	SPDR投資組合美國短期公司債券ETF(SPSB)	Vanguard長期公司債券ETF(VCLT)
債券名稱	T 4 1/4 10/15/25	T 4 1/2 05/15/38	PEP 4.45 05/15/28	UNH 4 1/4 03/15/43	適合投資人	看好美國投資級債， 穩健型投資人	看好美國投資級債， 操作風格偏積極型投資人
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	短天期美國投資級企業債為主	長天期美國投資級企業債為主
到期日	2025年10月15日	2038年5月15日	2028年5月15日	2043年3月15日	規模	7,640.10 (百萬美元)	5,800.00 (百萬美元)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Aaa / - / -	Aaa/AAA-	A1/-/A+	A3/A/A+	今年來報酬/ 近3年報酬	1.87% / 3.71%	7.66% / -7.55%
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	Bloomberg Barclays U.S. 1-3 Year Corporate Bond Index	Bloomberg U.S. 10+ Year Corporate Bond Index
票面利率	4.25% / 半年配	4.50% / 半年配	4.45% / 半年配	4.25% / 半年配	類型分布	1. 工業 47.48% 2. 金融 47.17% 3. 公用事業 5.07%	1. 工業 69.90% 2. 金融 16.60% 3. 公用事業 12.30%
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。	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。	為全球飲料與休閒食品龍頭企業之一，計畫降成本保持財務紀律，公司營運受益於其強大的品牌與均衡的業務組合，有助其保持穩健債信體質。	為美國首屈一指的商業健康保險公司，亦為全球營收最大的健保及衛生資訊公司，其子公司Optum業務積極發展，在經濟景氣趨緩時可提供良好的保護傘。	30天SEC 收益率(%)	5.15	5.33
					前5大持股	1. Abbvie INC 0.49% 2. Credit Suisse New York 0.45% 3. JP Morgan Chase & Co 0.41% 4. Natwest Group PLC 0.39% 5. Charter Comm Opt LLC 0.39%	1. Anheuser-Busch InBev 0.47% 2. Boeing Co. 0.29% 3. AT&T Inc. 0.27% 4. AT&T Inc. 0.26% 5. Anheuser-Busch InBev 0.24%

資料來源：Money DJ，2023年4月7日，30天SEC收益率為該基金在前30天的年化配息率且報價日期為2023年4月5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"> ◆ 金融緊縮環境，違約倒閉事件頻傳，央行雖持續緊縮政策以抗通膨，但市場對未來升息預期降低。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，隨利率持續下滑，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留意。 ◆ 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。 	<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"> ◆ 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，並可增加長天期債券部位。 ◆ 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。 	<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，料後續將回歸基本面。 	<p>美元高位盤整</p>

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)	政策利率：4.75% - 5.00% 最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+25 bps	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)。	33%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.00% 主要再融資操作：3.50% 邊際借貸機制：3.75% 最近會議(2023/3/16)：+50 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps	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。	58%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：4.25% 最近會議(2023/3/23)：+25 bps 前次會議(2023/2)：+50 bps	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。	36%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 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	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。	131%

資料來源：Bloomberg

重要數據預告

► April 2023

3

Monday

- 中國財新製造業PMI(3月)
(本期:50.0 預估:51.7 前值:51.6)
- 美國ISM製造業PMI (3月)
(本期:46.3 預估:47.5 前值:47.7)
- 歐元區製造業PMI (3月)
(本期:47.3 預估:47.1 前值:48.5)

4

Tuesday

- 美國JOLTs職位空缺數 (2月)
(本期:9.9M 預估:10.4M 前值:10.5M)

5

Wednesday

- 美國ISM服務業PMI (3月)
(本期:51.2 預估:54.5 前值:55.1)
- 美國ADP非農就業人口變化(3月)
(本期:145K 預估:200K 前值:261K)

6

Thursday

7

Friday

- 美國非農就業人口變化(3月)
(預估:240K 前值:311K)
- 美國失業率(3月)
(預估:3.6% 前值:3.6%)

10

Monday

11

Tuesday

- 中國消費者物價指數CPI(年增率)(3月)
(預估:1.9% 前值:1.0%)
- 中國消費者物價指數CPI(月增率)(3月)
(預估:0.2% 前值:-0.5%)
- 中國生產者物價指數PPI(年增率)(3月)
(預估:-1.3% 前值:-1.4%)
- 歐元區零售銷售(月增率)(2月)
(預估:1.0% 前值:0.3%)

12

Wednesday

- 美國消費者物價指數CPI(年增率)(3月)
(預估:6.0% 前值:6.0%)
- 美國消費者物價指數CPI(月增率)(3月)
(預估:0.3% 前值:0.4%)
- 美國核心CPI(年增率)(3月)
(預估:5.5% 前值:5.5%)
- 美國核心CPI(月增率)(3月)
(預估:0.4% 前值:0.5%)

13

Thursday

- 美國生產者物價指數PPI(月增率)(3月)
(前值:-0.1%)

14

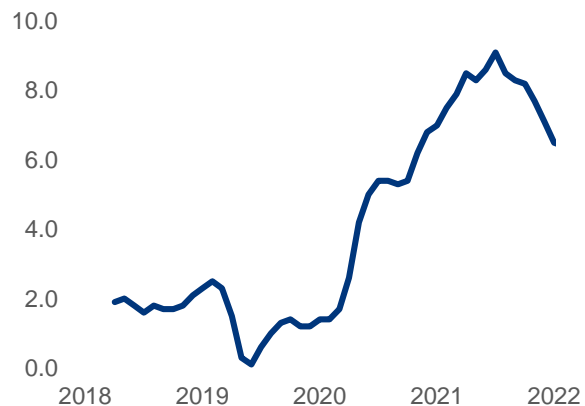
Friday

- 美國零售銷售(月增率)(3月)
(預估:-0.3% 前值:-0.4%)
- 美國核心零售銷售(月增率)(3月)
(預估:-0.1% 前值:-0.1%)

資料來源：Investing.com

附錄

美國物價指數年增率(%)



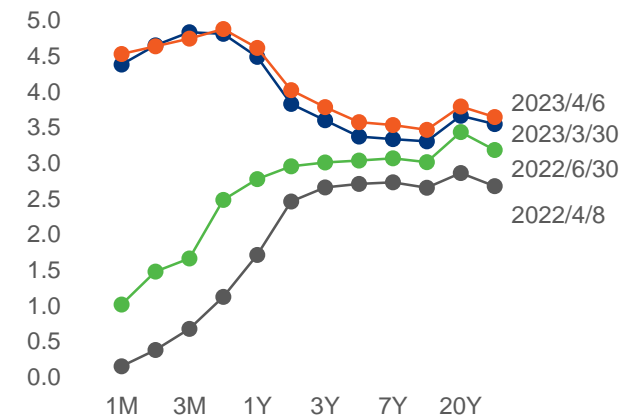
美國10年期公債殖利率(%)



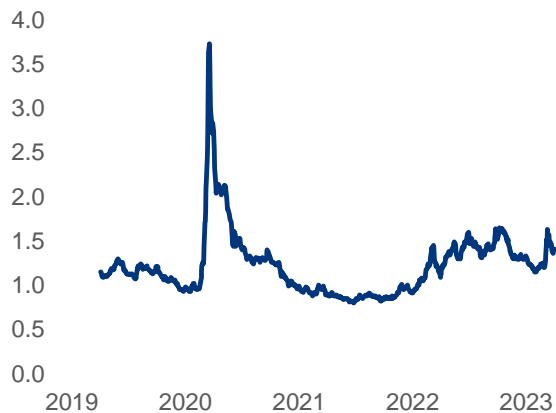
美國公債利差(bps)



美國公債殖利率曲線(%)



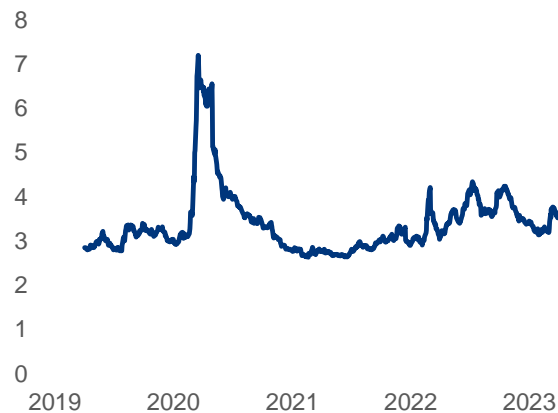
美元投資級公司債利差(%)



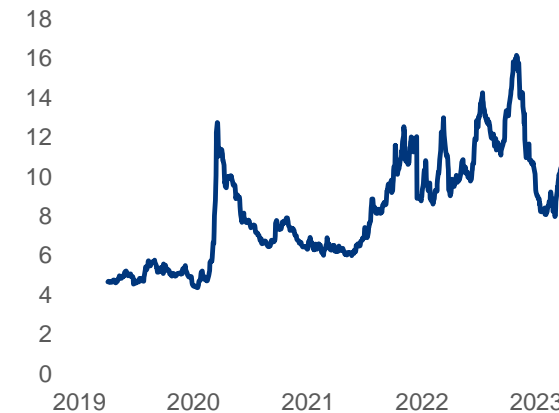
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



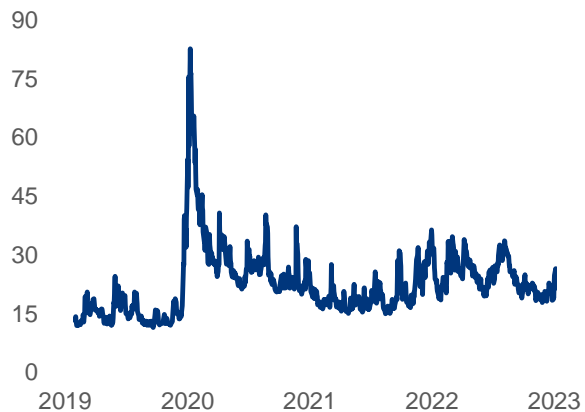
美元亞洲非投資級債利差(%)



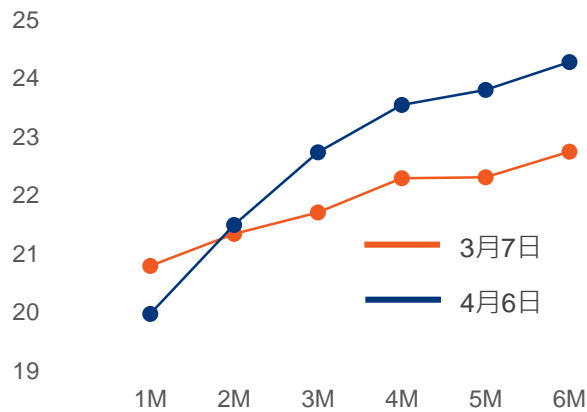
資料來源：Bloomberg · 2023年4月6日

附錄

VIX指數



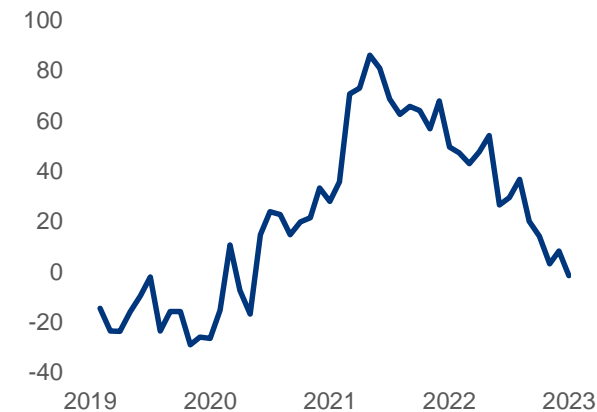
VIX期間結構



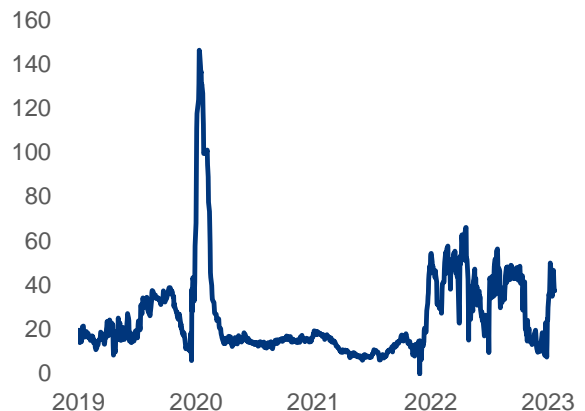
花旗經濟驚奇指數*



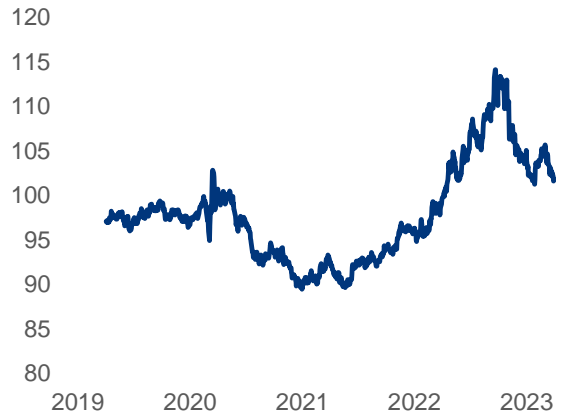
花旗通膨驚奇指數*



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6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。