



凱基證券
KGI SECURITIES

升息循環停?看?聽? 多重資產重返榮耀

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年6月9日



01 市場回顧

美國經濟放緩，
銀行加強監管添股市擾動

02 熱門議題

- 中國延長電動車減稅政策，有助中長期發展
- 美元高位整理，商品展望大相逕庭

03 投資焦點

多重資產具靈活彈性，
進可攻、退可守

04 重要數據預告

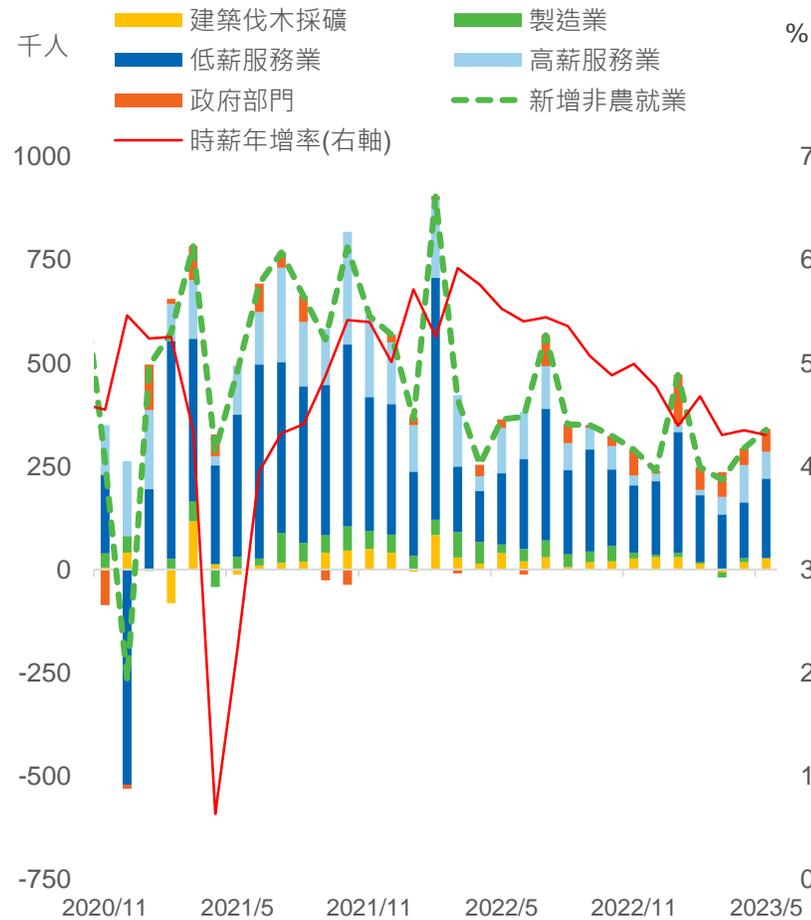
聯準會、歐洲央行、日本
央行、台灣央行利率會議

美國非農就業雖好，服務業透露轉弱跡象

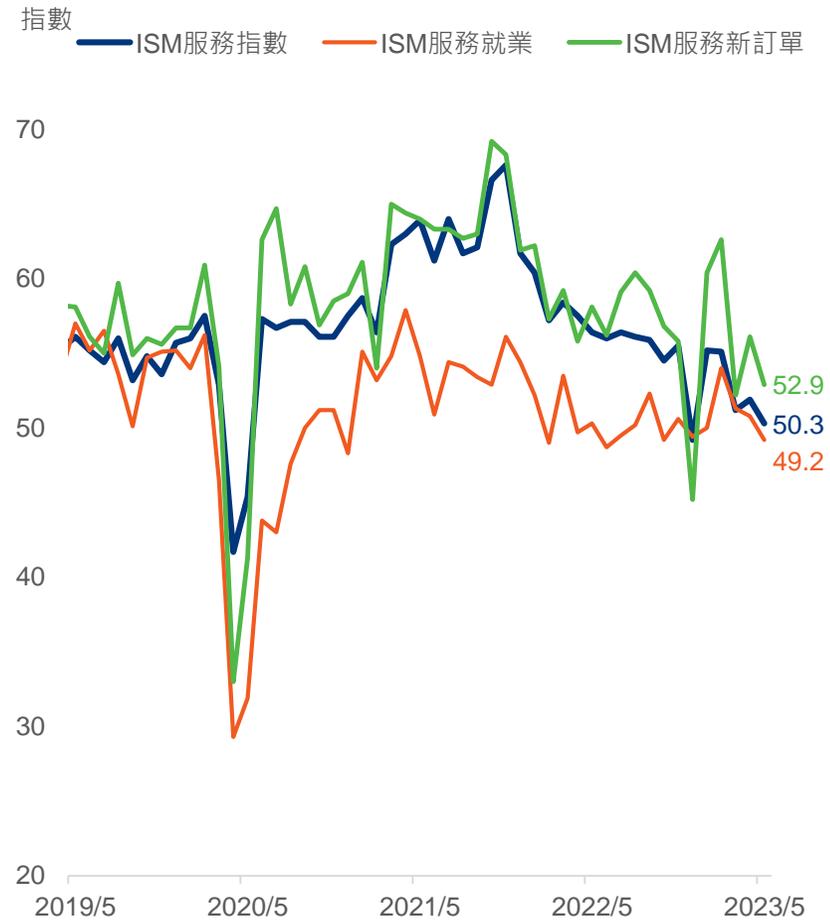
- 美國5月非農業就業人數新增33.9萬人，遠高於預期值19萬人，但失業率從4月的低點3.4%上升至3.7%；此外平均時薪月增0.3%、年增率4.3%，不如預期且持續下滑，反映勞動市場緊俏的情況有所減緩。就業貢獻主要來源仍為低薪服務業者，其次是高薪服務業與政府部門，但除低薪服務新增5.8萬人較明顯成長外，其餘增幅較上月呈現縮減。
- 美國目前經濟熱絡多依賴服務業所支撐，然5月ISM服務業指數從4月的51.9降至50.3，創5個月來新低，服務業新訂單、就業等分項皆出現下滑。經濟透露轉弱跡象，市場預期6月升息機率降低，但7月升息一碼機率仍高；升息步調更緩，使近月美國10年期公債殖利率大幅走強不易，美元強度減弱，非美貨幣反彈。

資料來源：Bloomberg

非農就業雖好，但薪資增速放緩



美國服務業PMI下滑，經濟動能轉弱



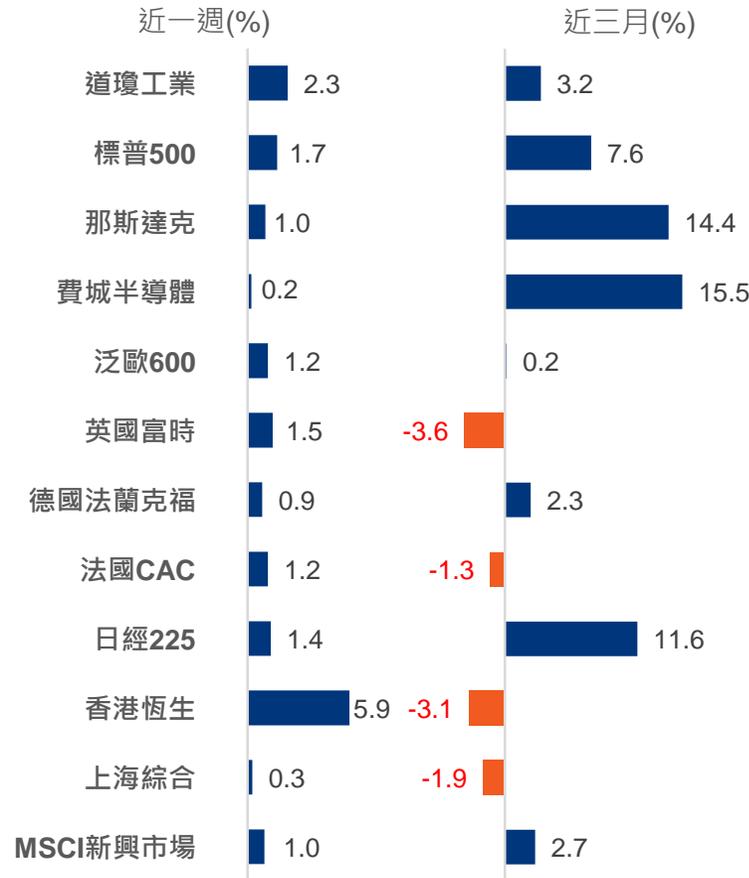
市場回顧

美國銀行加強監管與蘋果開發者大會，使類股輪動

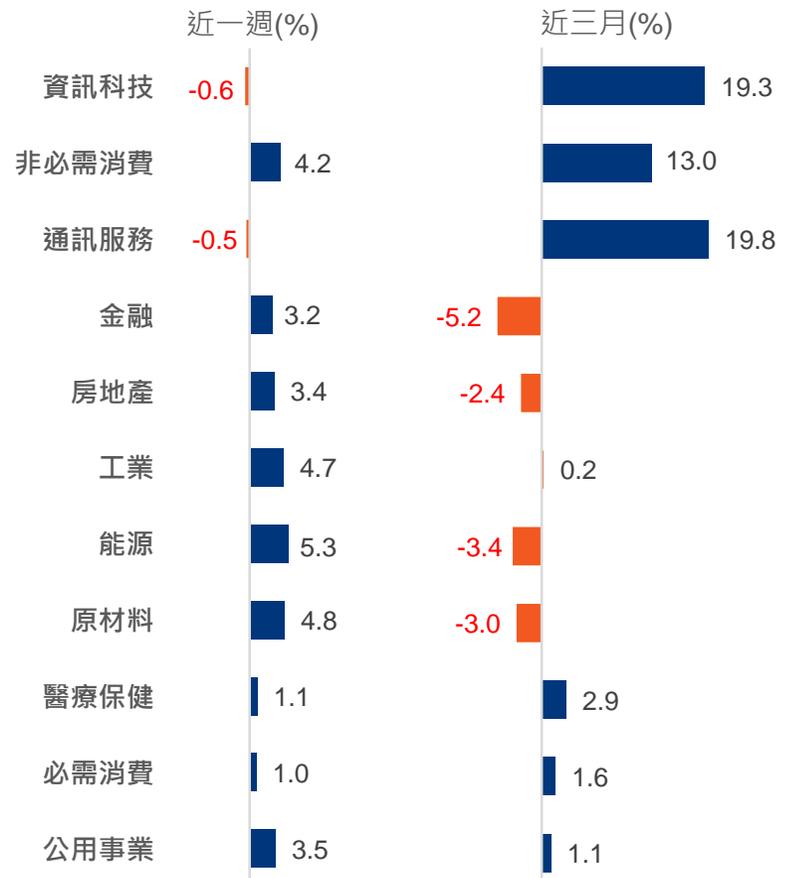
- 美國經濟呈現放緩，除服務業PMI下滑外，上週公布的初領失業救濟金人數躍升至近兩年高點，市場預期6月FOMC會議聯準會將暫停升息，激勵股市上漲。能源、原物料反彈，帶動道瓊工業指數領漲，此前表現一枝獨秀的科技股，獲利了結賣壓浮現，本週表現溫吞，類股呈現輪動走勢。
- 蘋果開發者大會上展現的混合實境(MR)頭盔，售價過高，加上出貨時間冗長，使股價自高點回落，美債利率一度上彈，亦讓資訊科技類股承壓。美國銀行加強監管，侷限金融股走勢，能源、原物料、工業和非必需消費類股表現較佳。特斯拉與通用汽車達成合作協議，宣布通用的GM電動車將可使用特斯拉旗下12,000個超級充電站，推升特斯拉股價本週勁揚逾10%，為非必需消費類股上漲重要推手。

資料來源：Bloomberg，2023年6月9日

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

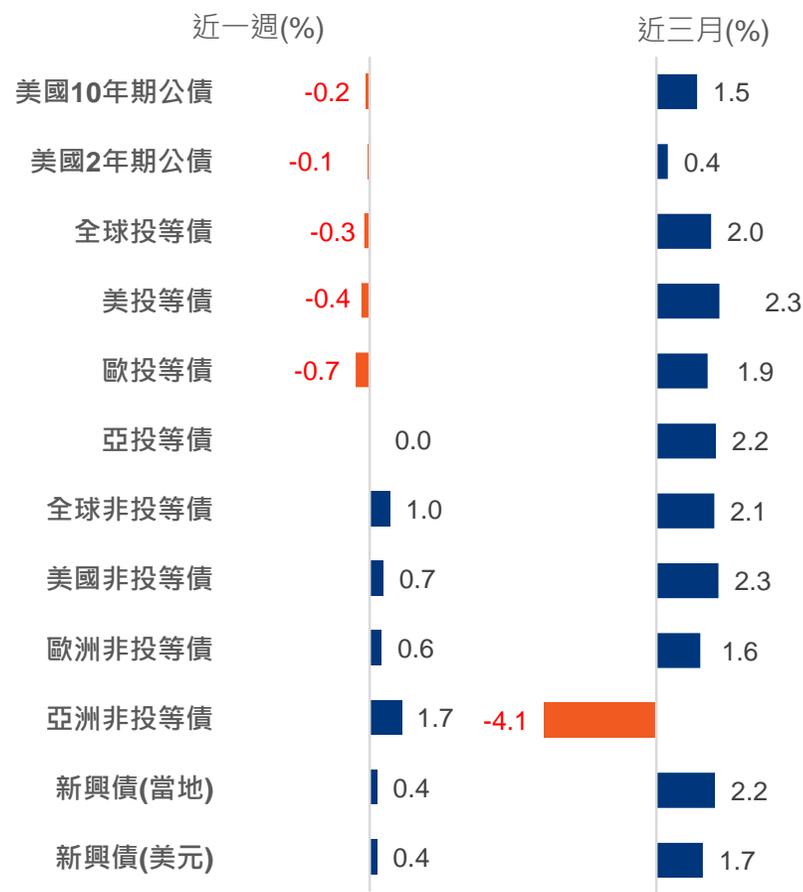


關注下週FOMC會議結果，美國公債利率小幅上彈

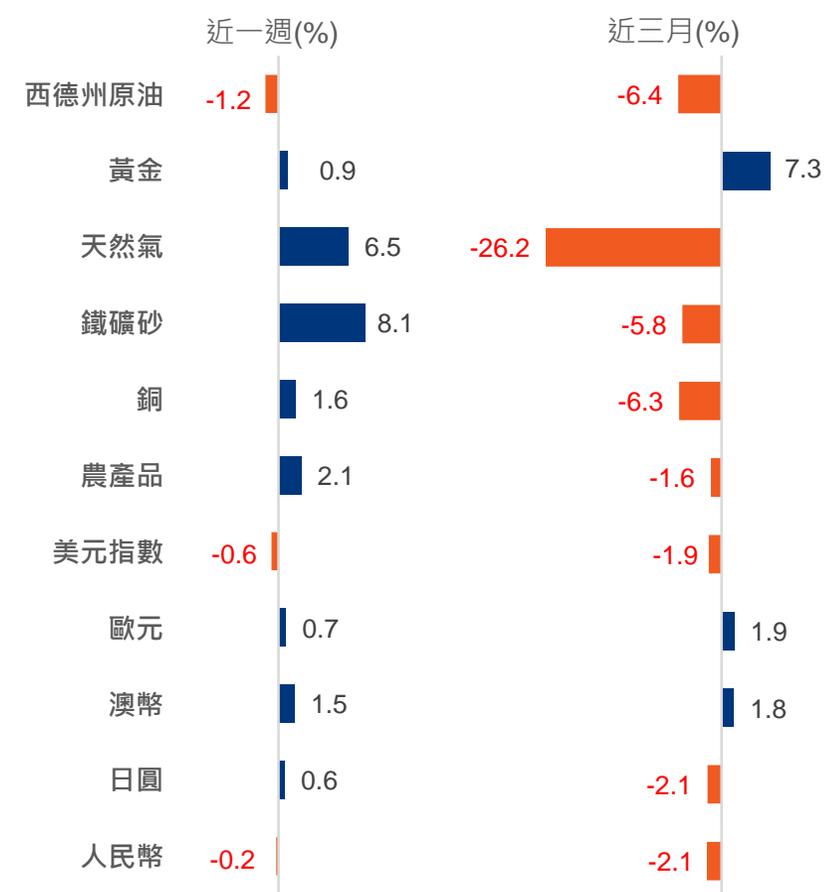
- ▶ 加拿大央行以通膨再度上升為由，在暫停數次利率不動後，將隔夜拆款利率再度調高1碼至4.75%，創2001年以來最高水準，出乎市場預期。無獨有偶，澳洲央行也在本週升息1碼，使市場聯想通膨難以控制，聯準會仍有緊縮貨幣的可能，一度推升美國10年期公債殖利率上彈至3.82%，然美國就業數據放緩，使利率回落，週間債券價格波動劇烈。
- ▶ 中國經濟疲軟，促使包含工商銀、農業銀行、中國銀行等6大行，下調部分存款利率，市場預期下半年中國人行可能進一步實施寬鬆貨幣政策，推升亞債上漲。澳洲央行升息，令澳幣升值，歐洲央行下週可能續升息，對歐元形成支撐，美元指數回落，商品價格普遍反彈。中國進口鐵礦砂和銅礦大增，激勵相關基本金屬上漲。

資料來源：Bloomberg · 2023年6月9日

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

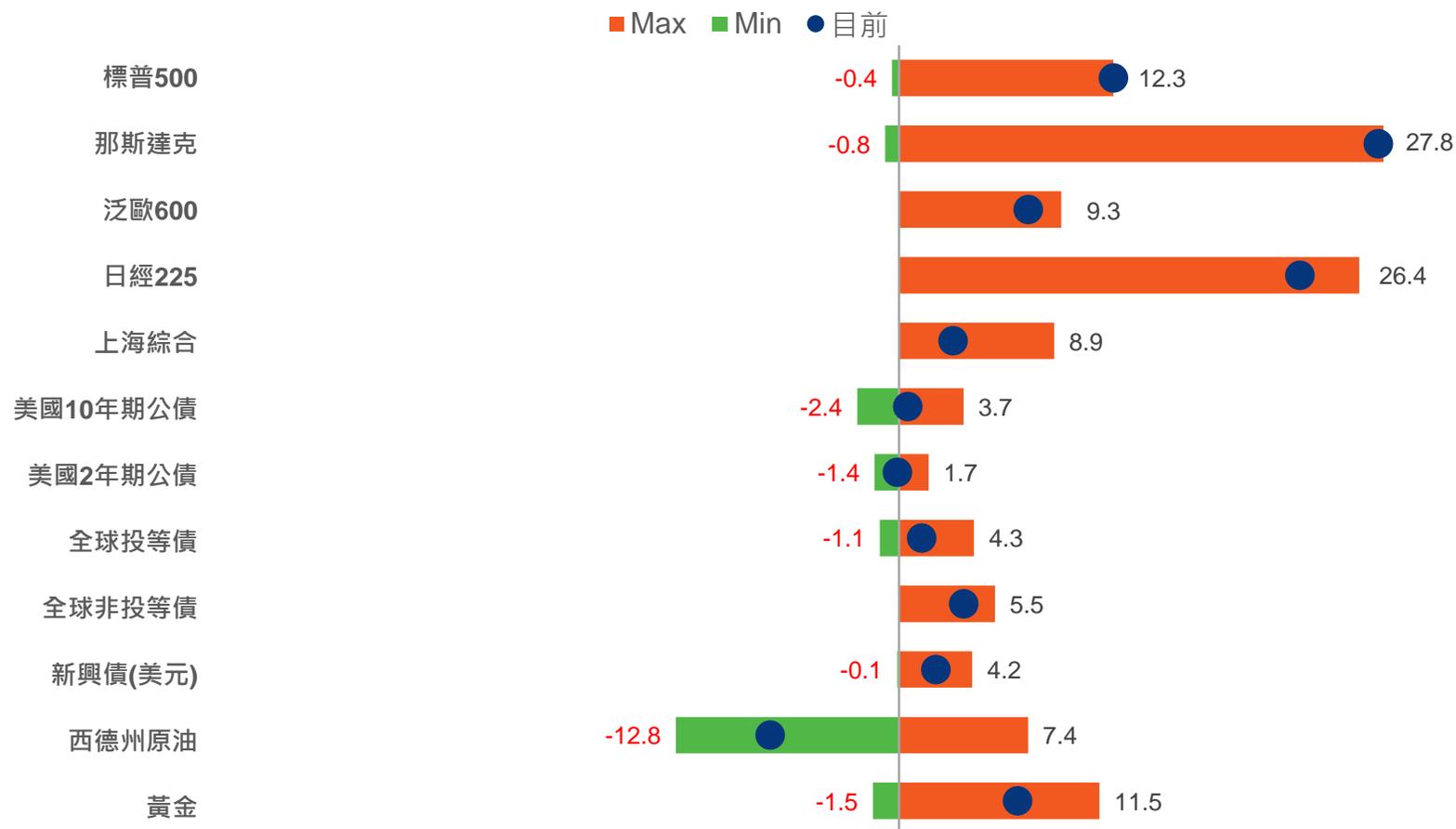


6月暫停升息氣氛，使市場持續反應AI話題帶動美股

- 美國債務上限問題解決，6月停止升息機率高，加上AI話題延燒，提振投資人風險情緒，標普500與那斯達克指數維持在今年高位。日經指數續創近33年新高後回落，但外資今年來持續流入日股趨勢不變，搭配通膨已從高位下滑，基本面與資金面正向，使指數有撐，表現相對強勁。中國經濟數據持續趨緩，打擊陸股與歐股表現，同時歐元區經濟成長季增率再度轉負，加重歐洲景氣下行擔憂。市場預期6月聯準會停止升息，美國公債持續區間整理，信用債與新興債亦先上漲後回落。
- 市場預期能源需求前景持續疲軟，原油現貨市場目前略供過於求，今年以來油價表現持續受抑；全球景氣表現較預期先升後降，市場的避險需求支持金價表現。

資料來源：Bloomberg，2023年6月8日

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



成熟市場

60日線

標普500指數突破今年年初高點，並站上4,200關卡



那斯達克指數季線持續上揚，續創今年來新高



泛歐600指數回測季線後重新站穩，短期呈區間震盪



日經225指數持續上攻，創今年新高站上32,000點後回落



資料來源：Bloomberg · 2023年6月8日

新興市場與商品

60日線

上綜指數反彈後驟跌，跌落季線下方承壓



新興市場收斂後突破收斂區間，季線呈有效支撐



黃金價格創新高後遭逢賣壓，挑戰站回季線支撐



西德州原油低位盤整，挑戰站回季線失利



資料來源：Bloomberg · 2023年6月8日

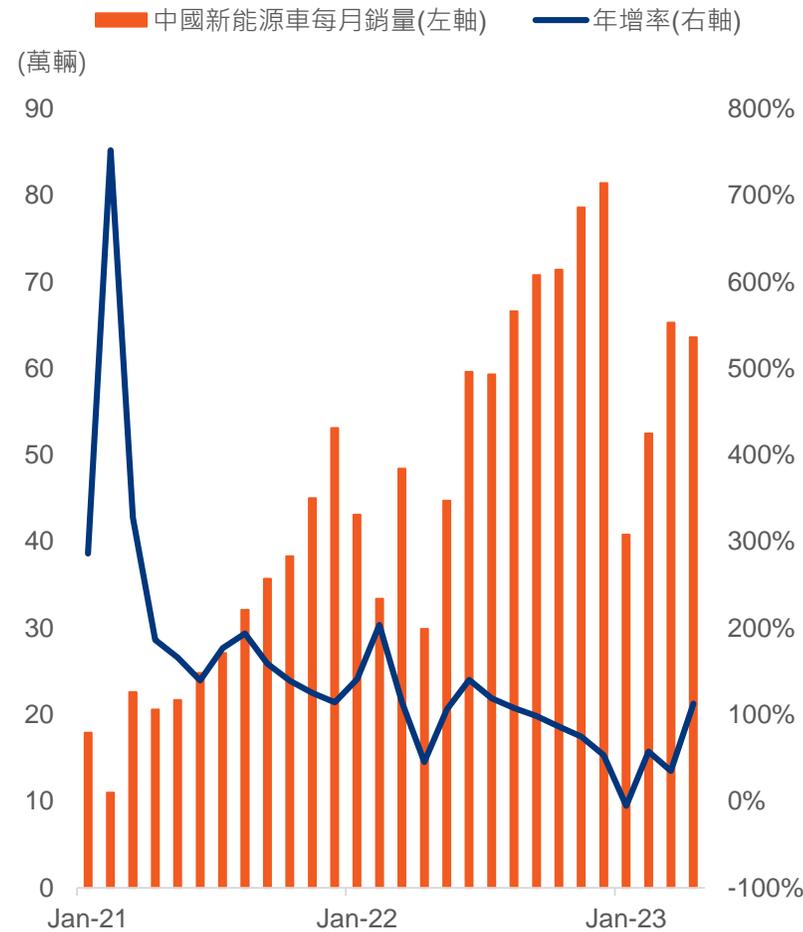
熱門議題

中國預計延長電動車減稅政策，有利產業中長期發展

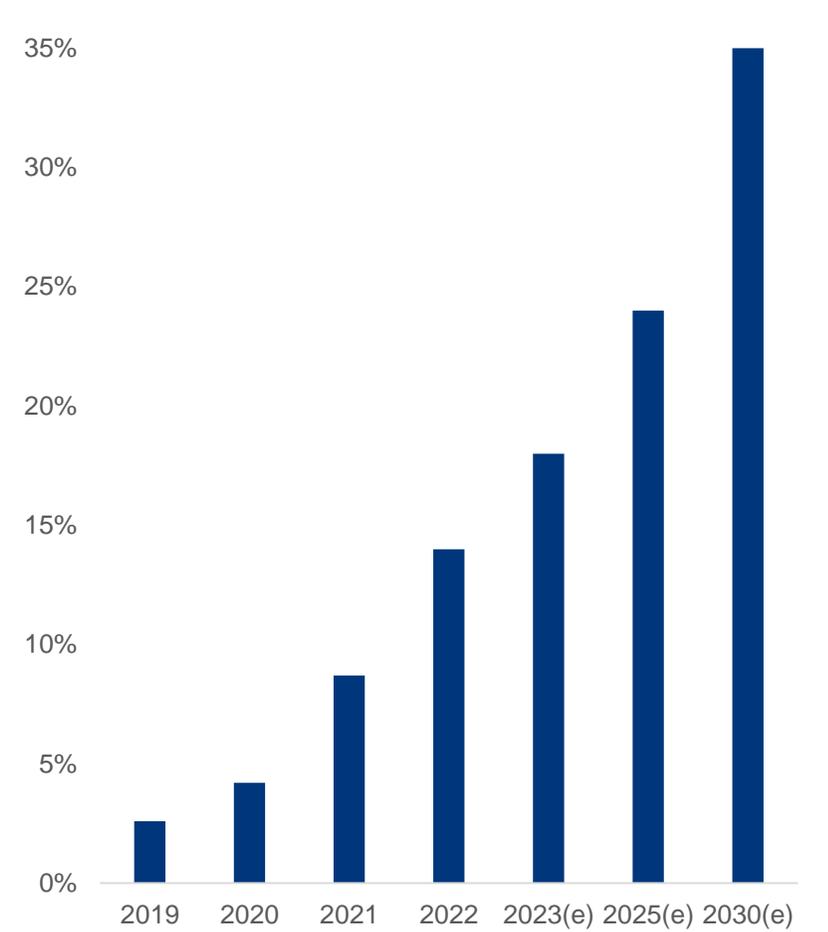
- ▶ 6月2日中國國務院召開常務會議，商討提振經濟的政策措施，其中一項便是討論繼續免徵30萬元人民幣以下的電動車的車輛購置稅，同時建構高品質充電基礎設施體系，發展「車能路雲」新能源汽車的全產業鏈。《彭博》報導指出，國務院正考慮將部分電動車的稅收減免進一步延長4年。
- ▶ 另一方面，國際能源署(IEA)2023年4月下旬發布的最新預測，預估今年電動車銷量將達1,400萬輛，將佔全球銷量的18%，預估2030年全球銷售將有35%是電動車，較一年前的預測大幅上調10%。儘管當前全球景氣不確定性仍高，但面對中國及各國政府陸續以政策推動電動車產業發展，有利產業中長期表現，建議電動車相關ETF或基金，逢拉回可加碼，或是以定期定額方式進行布局。

資料來源：中國汽車工業協會、國際能源署(IEA)

中國電動車銷量逐漸回溫



IEA預估2030年電動車全球銷售佔比將達35%

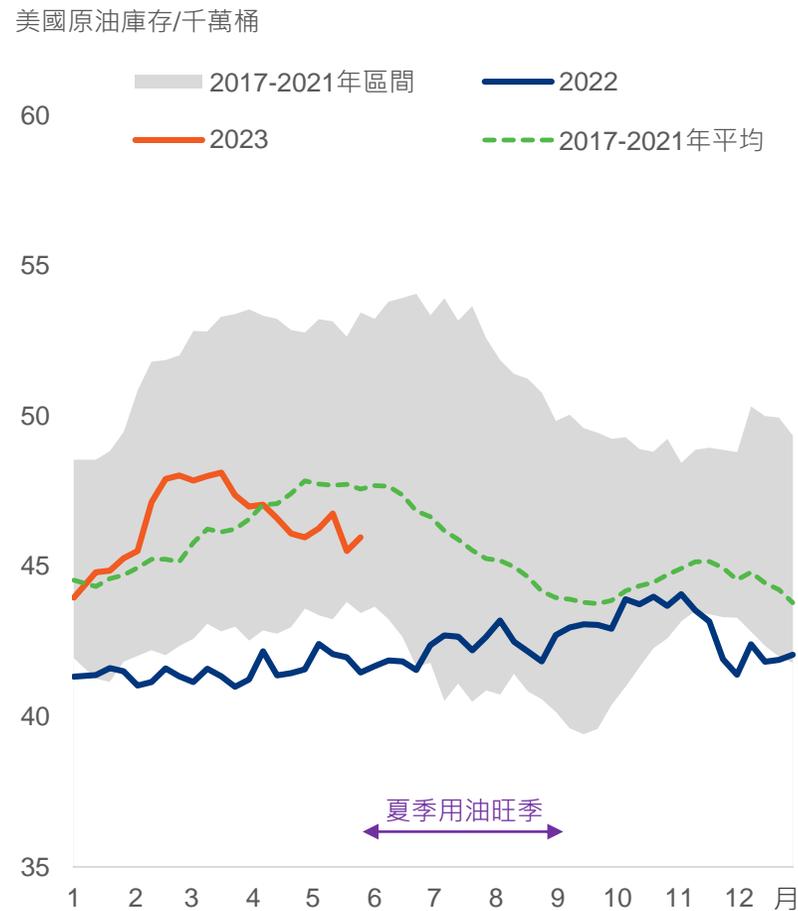


美元高位整理，商品展望大相逕庭

- ▶ OPEC+5月開始擴大減產，沙烏地阿拉伯更宣布7月起，將從5月的每日生產1,000萬桶減產至900萬桶，減產幅度創近年新高。料OPEC+ 減產對油價影響屬短期，長期視全球景氣的需求多寡而定。觀察過去，適逢6-8月夏季用油旺季到來，原油庫存將減，加上減產消息激勵，使今年偏弱油價下檔有撐，惟長期受全球景氣不佳有壓。
- ▶ 基本金屬表現亦顯疲弱，主因最大需求國-中國，房地產與製造業復甦不如預期，加上美國多數產業仍處去庫存階段，讓金屬價格偏弱，未來動能視中國經濟與地產恢復狀況而定。5月中國進口能源、金屬量增，顯示相關活動開始增溫，金屬投資宜以中長期角度視之。黃金因美元、美債利率向上而承壓，但升息觸頂、通膨緩降，料金價後續具上漲動能，逢回可漸布。

資料來源：Bloomberg

夏季用油旺季將至，供需吃緊預期有利油價



中國地產活動牽動基本金屬走勢



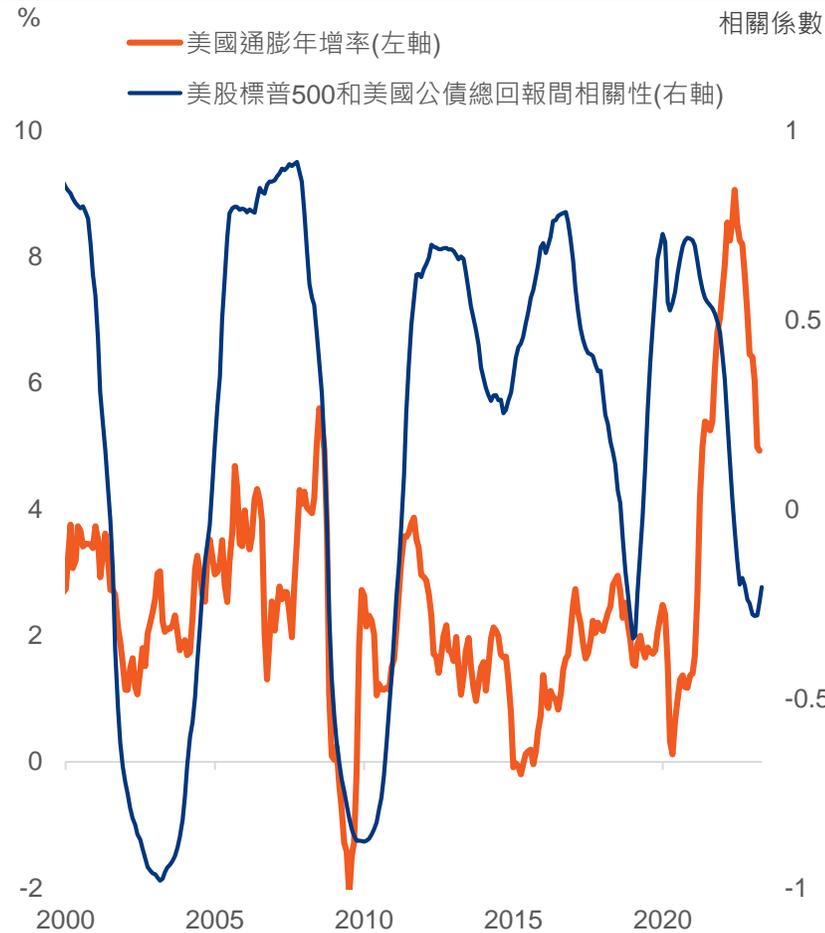
投資焦點

美國股債重回負相關，平衡型資產較穩健

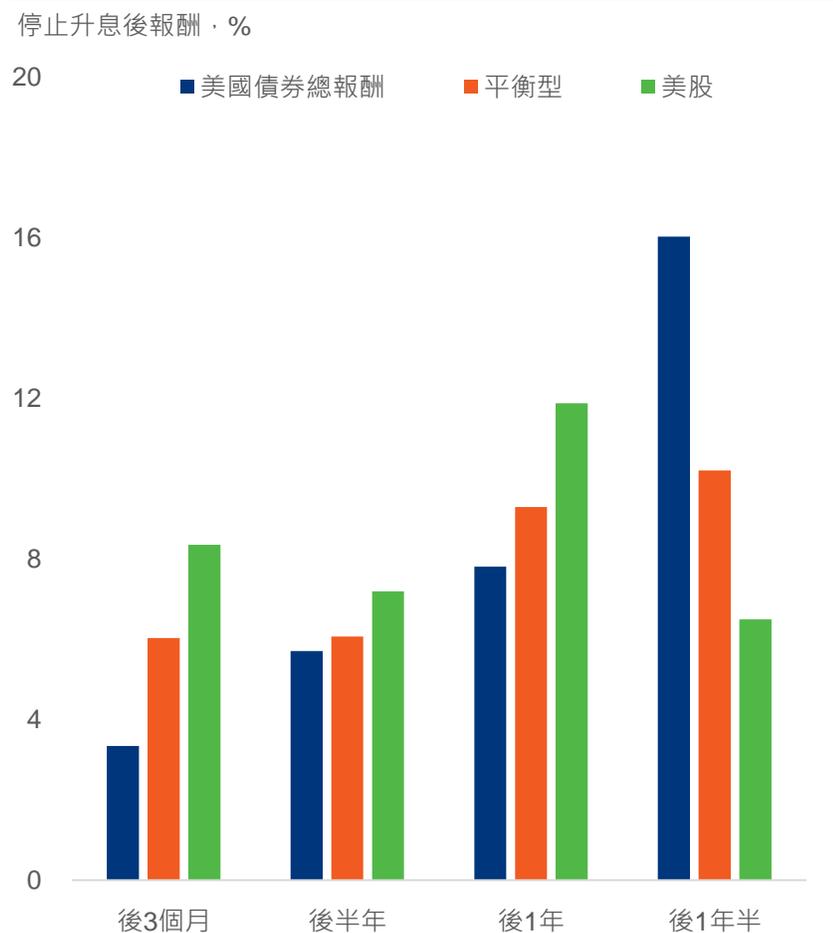
- ▶ 美國4月通膨年增率為4.93%，整體趨勢緩降。觀察過去，美國S&P 500指數和公債總回報兩者間，當通膨較高時，聯準會升息以抑通膨，容易造成美國股債呈現同漲同跌，兩者相關係數較高的現象；但若通膨較低時，通常政策利率也偏低，有利於股市表現，股債間負相關特性浮現。今年隨通膨明顯降溫，美國股債再度重回負相關，有助於股債兼具的平衡型資產，達到分散風險的效果。
- ▶ 美國近3次升息循環，為正常景氣過熱的升息，升息觸頂後，短期內(平均3個月至1年)股市表現優於債市。當利率升到相對高點，經濟活動受高利率壓迫而趨緩，時間拉長企業獲利因此下滑，後進入衰退，債市表現較股市佳。預期本次景氣循環衰退進程將縮短，過渡時期以平衡型資產較穩健。

資料來源：Bloomberg，註：最後一次升息月份以2000年5月、2006年6月和2018年12月為標準計算。

通膨下降時，美國股債相關性下降



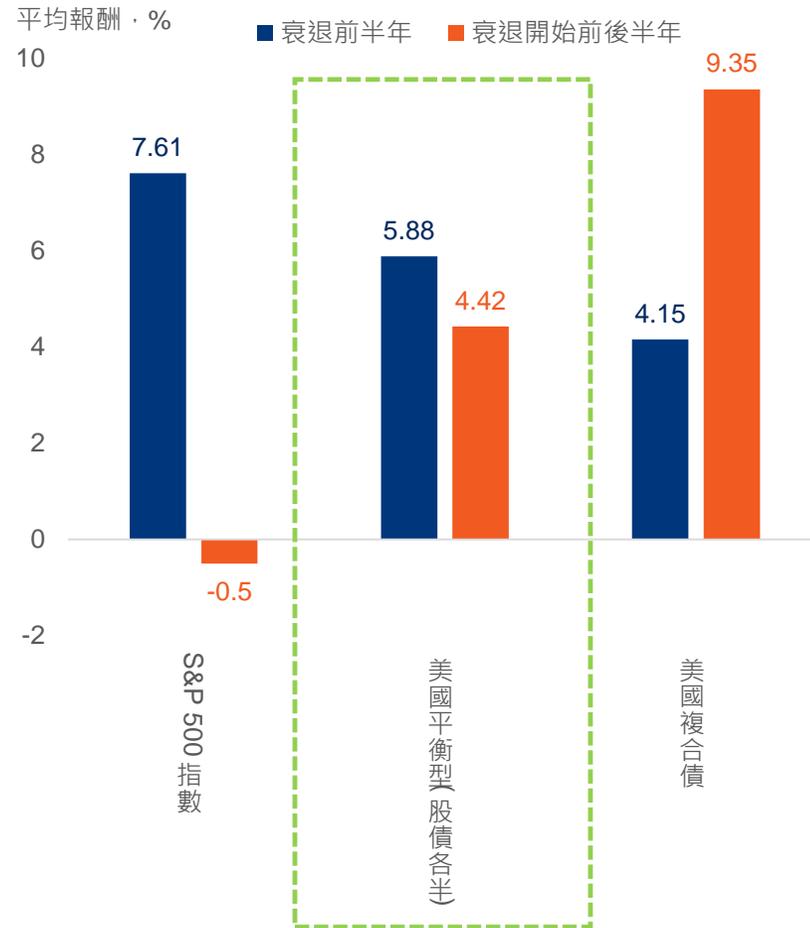
美國停止升息後，時間稍長平衡型表現穩健



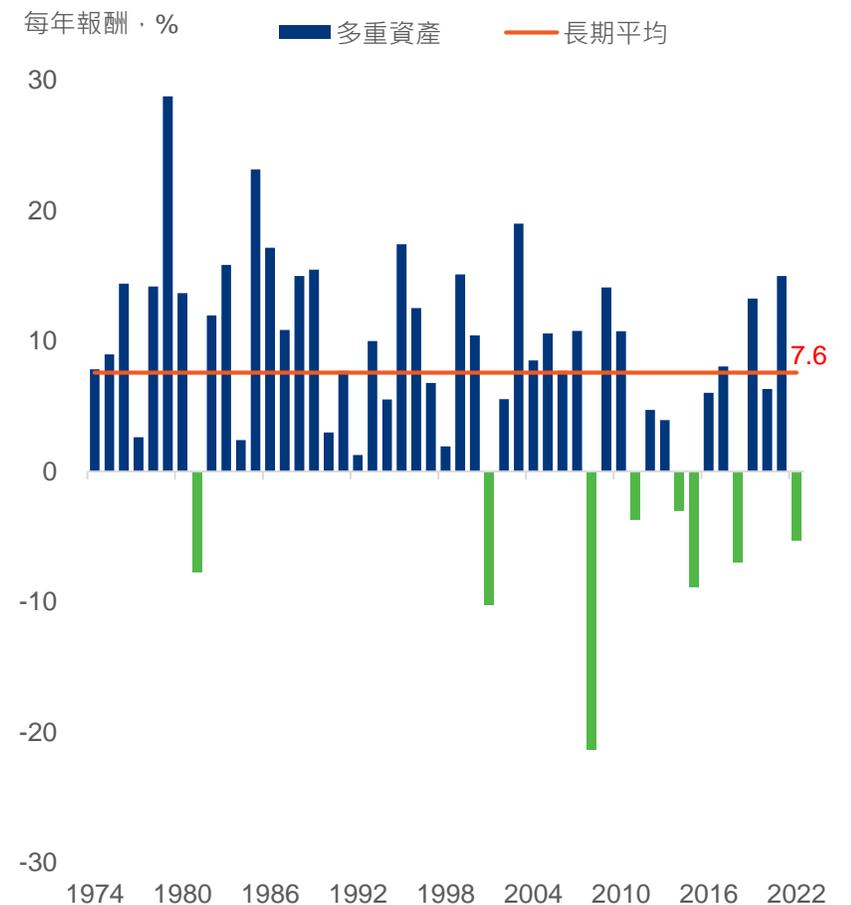
漸入衰退、無懼多空，平衡型或多重資產長期績效佳

- ▶ 現階段美國經濟雖展現韌性，但未來衰退機率上升，景氣放緩、企業違約等跡象斑斑，何時陷入衰退時點難料。統計過去經濟衰退前半年，股市表現較佳，而進入衰退後半年，則債市表現突出；然而，股債兼具的平衡型資產，不論衰退前後，皆創造一定水準的正報酬，達到進可攻、退可守的表現，可安然度過經濟衰退可能即將來臨的時期。
- ▶ 除透過平衡型基金，針對高信評、高利率的債券進行鎖利，降低整體投資組合的波動外，亦可利用多重資產組合，納入波動較大的商品或特別股、可轉債等特殊標的。長期來看，景氣復甦、通膨較熱時期能有更佳報酬，同時分散風險，長期平均年化報酬7.6%。若下跌時期持續累積部位並進行再投資，更可達複利加乘的效果。

景氣即將進入衰退，股債兼具平衡型報酬穩定



多重資產均衡布局，長期績效不俗



資料來源：Bloomberg、富蘭克林投顧，註：左圖平衡型採50%標普500指數+50%彭博美國複合債指數，衰退時間為2001/3、2007/12、2020/2計算；右圖以1/3全球股+1/3美國公債總報酬+1/3商品指數計算

多重資產保持靈活彈性，升息尾聲或入衰退，進可攻、退可守

標的名稱	富蘭克林坦伯頓穩定月收益基金	凱基收益成長多重資產基金	摩根多重收益基金
適合投資人	股債靈活平衡配置的美國平衡型基金。包含可換轉證券、長短期債券及公用事業、石油、不動產等產業，適合穩健偏保守型投資人。	藉由成長股、非投資等級債及投資等級債，和部分掩護性買權策略，追求長期穩定總回報，適合穩健偏積極、有高配息率的投資人。	以全球股市、債市、房市各類收益的多元收益，因應景氣循環動態調整投資組合，並透過使用衍生性商品，適合穩健偏積極、有高配息的投資人。
規模	34.42億美元	9.50億新臺幣	207.37億美元
近3月報酬/ 今年以來報酬	-0.59% / 2.43%	0.49% / 2.26%	-0.11% / 2.69%
配息率	月配息，年化配息率約7-8%	月配息，年化配息率約8-9%	月配息，年化配息率約8-9%
配置分布	<ul style="list-style-type: none"> 1. 固定收益 59.99% 2. 股票 19.70% 3. 混合資產 18.30% 4. 現金及約當現金 2.01% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 股票 27.71% 2. 投資等級債 25.19% 3. 掩護性買權 21.85% 4. 非投資等級債 20.71% 5. 貨幣市場工具 1.37% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 美國非投等債 29.60% 2. 環球股票 18.00% 3. 流動資金 10.50% 4. 歐洲股票 7.20% 5. 新興市場股票 6.20%
產業/區域分布	<ul style="list-style-type: none"> 1. 科技 6.97% 2. 金融 6.46% 3. 健康醫療 5.14% 4. 工業 4.71% 5. 能源 4.36% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 資訊技術 15.62% 2. 非核心消費 13.05% 3. 政府 12.59% 4. 通訊服務 9.31% 5. 金融 9.03% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 美國 56.30% 2. 歐洲(不含英國) 13.30% 3. 流動資金 10.50% 4. 新興市場 8.10% 5. 英國 4.40%

資料來源：Money DJ，2023年6月7日

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，美國有望暫停升息，歐洲與英國央行則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，建議上半年以平衡型基金、防禦型、高息股等為主。隨聯準會暫緩升息，利率持續下降，可搭配優質龍頭股以定期定額方式長期布局，非美地區日本、新亞可多加留意。 ◆ 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：日本、新亞</p> <p>產業：必需性消費、醫療健護、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。 ◆ 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。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>
另類資產	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 短期風險事件消除(債務上限達成協議)，樂觀氣氛壓抑另類資產。但景氣放緩明顯，各項經濟數據下滑，預期未來股票市場波動加劇，另類資產在經濟成長放緩期間也能提供較為穩定的報酬表現。 	<p>黃金逢回布局</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)	政策利率：5.00% - 5.25% 最近會議(2023/5/3)：+25 bps 前次會議(2023/3)：+25 bps	聯準會升息1碼，政策利率達到點陣圖對今年底利率預估中位數5.1%目標。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。	32%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.25% 主要再融資操作：3.75% 邊際借貸機制：4.00% 最近會議(2023/5/4)：+25 bps 前次會議(2023/3)：+50 bps	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月前停止APP計劃。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。	57%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：4.50% 最近會議(2023/5/11)：+25 bps 前次會議(2023/3)：+25 bps	英國銀行升息1碼以應對通膨，對今年經濟成長由先前預估的-0.5%上調至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。	35%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/4/28)：維持利率不變 前次會議(2023/3)：維持利率不變	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。	132%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

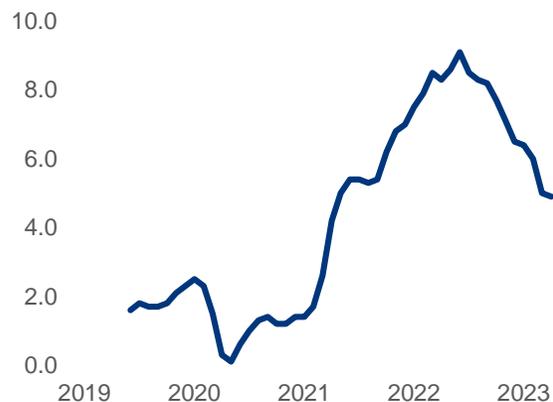
▶ June 2023

<p>5 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國5月財新服務業PMI (本期:57.1 預估:55.2 前值:56.4) 歐元區5月Markit服務業PMI (本期:55.1 預估:55.9 前值:56.2) 美國5月標普服務業PMI (本期:54.9 預估:55.1 前值:55.1) 	<p>6 Tuesday</p>	<p>7 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國5月出口年增率(美元計價) (本期:-7.5% 預估:-1.8% 前值:8.5%) 中國5月進口年增率(美元計價) (本期:-4.5% 預估:-8.0% 前值:-7.9%) 中國貿易帳 (美元計價) (本期:65.8B 預估:92.0B 前期:90.2B) 	<p>8 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本第一季經濟成長季增年率 (本期:2.7% 預估:1.6% 前值:0.4%) 歐元區第一季經濟成長年增率 (本期:1.0% 預估:1.2% 前值:1.8%) 	<p>9 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國5月CPI年增率 (本期:0.2% 預估:0.4% 前值:0.1%) 中國5月PPI年增率 (本期:-4.6% 前值:-3.6%)
<p>12 Monday</p>	<p>13 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 德國5月CPI年增率 (預估:6.1% 前值7.2%) 美國5月核心CPI年增率 (前值:5.5%) 美國5月CPI年增率 (前值4.9%) 	<p>14 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國5月PPI年增率 (前值2.3%) 美國FOMC利率決策會議 中國5月工業生產年增率 (前值5.6%) 	<p>15 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐洲ECB利率決策會議 美國5月零售銷售月增率 (前值0.4%) 台灣央行利率會議 	<p>16 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本BOJ利率決策會議 歐洲5月CPI年增率 (預估6.1% 前值7.0%)

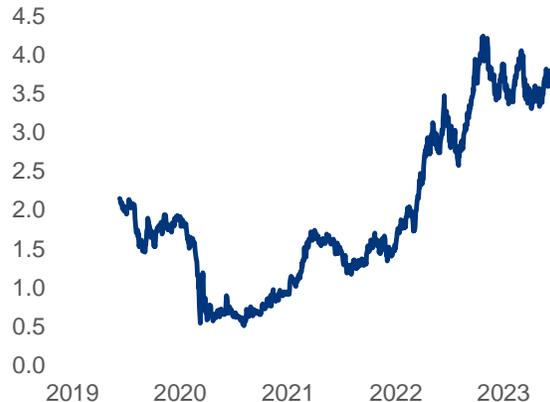
資料來源：Investing.com

附錄

美國物價指數年增率(%)



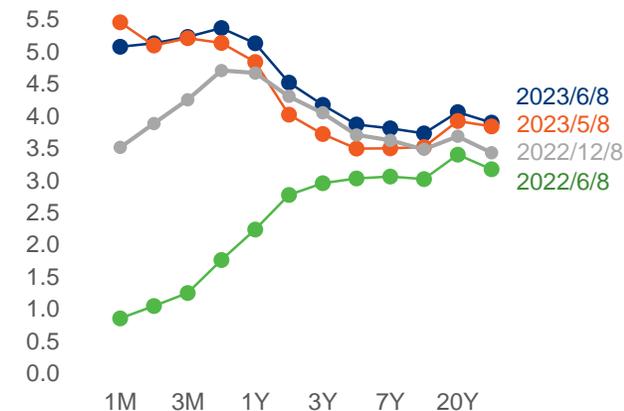
美國10年期公債殖利率(%)



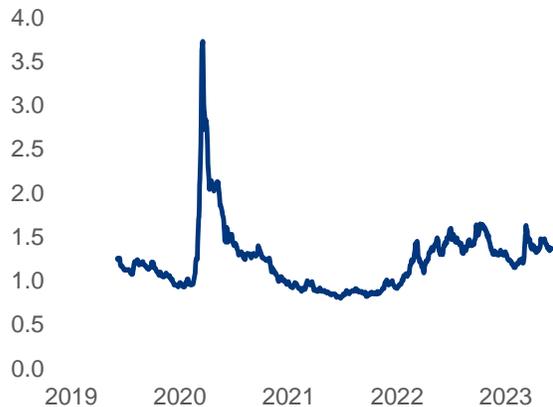
美國公債利差(bps)



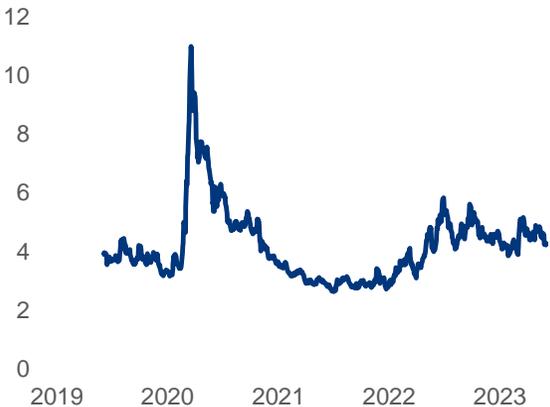
美國公債殖利率曲線(%)



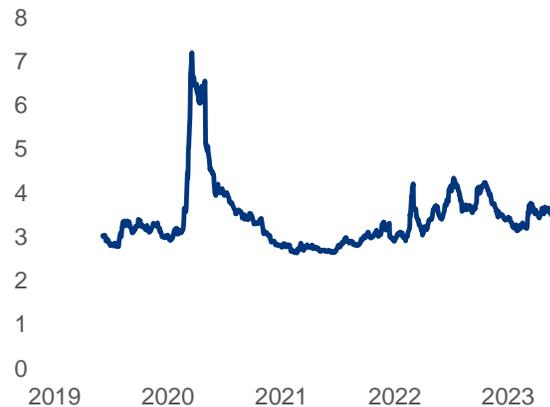
美元投資級公司債利差(%)



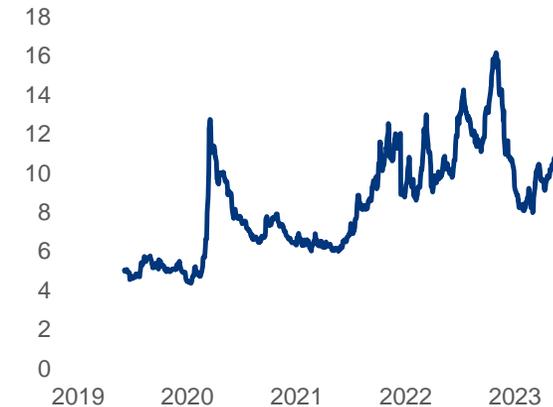
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



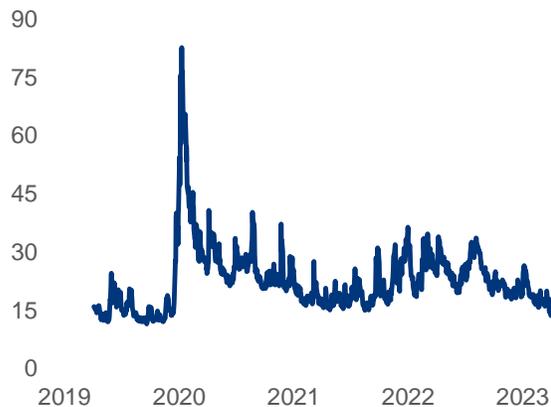
美元亞洲非投資級債利差(%)



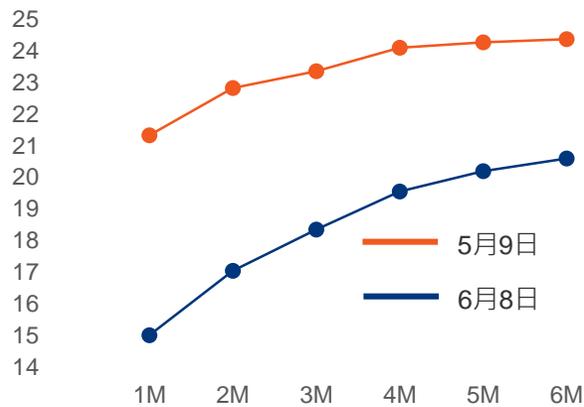
資料來源：Bloomberg · 2023年6月8日

附錄

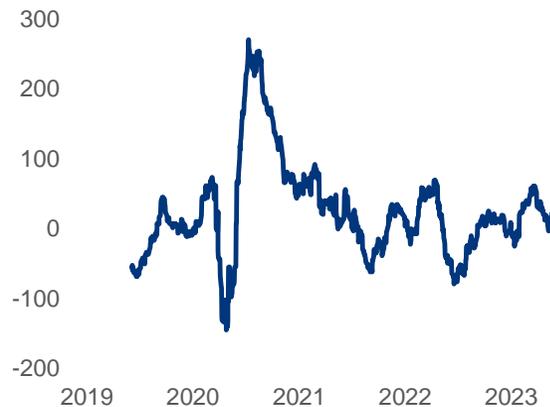
VIX指數



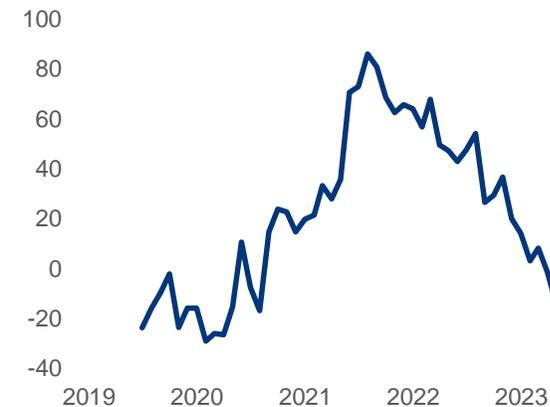
VIX期間結構



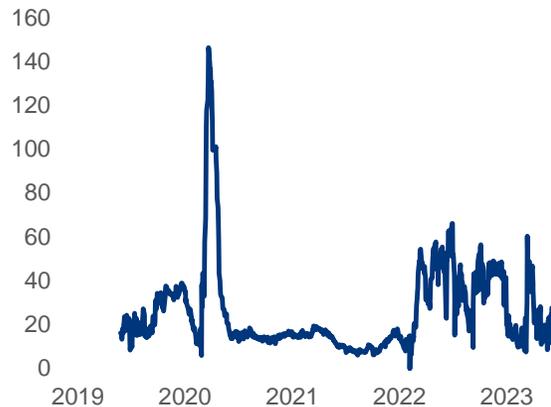
美國花旗經濟驚奇指數*



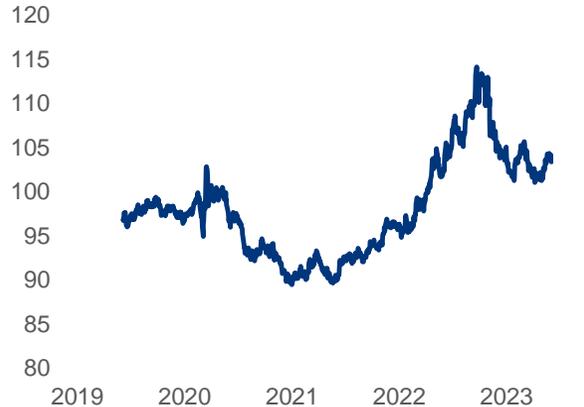
美國花旗通膨驚奇指數*



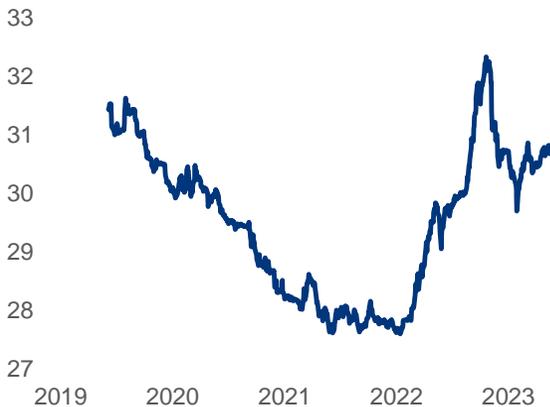
Ted利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2023年6月8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

A decorative graphic on the right side of the page, featuring a large circle and a triangle. The circle is divided into two halves by a vertical line, with the left half being light gray and the right half being dark gray. The triangle is positioned below the circle, with its top edge aligned with the bottom edge of the circle, and its right edge aligned with the right edge of the circle. The triangle is dark gray.

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。