



凱基證券

大債時代的美麗與哀愁

The Beauty and Sorrow of Bonds

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年6月14日



01 本週焦點圖表

聯準會停看聽，
官員態度仍偏鷹



02 市場回顧

市場波動低位走，
股債無懼連袂漲



03 關鍵問題

2024下半年客戶最關心的
10個問題(下)



04 投資焦點

債券低利差時期，
領好息平衡風險

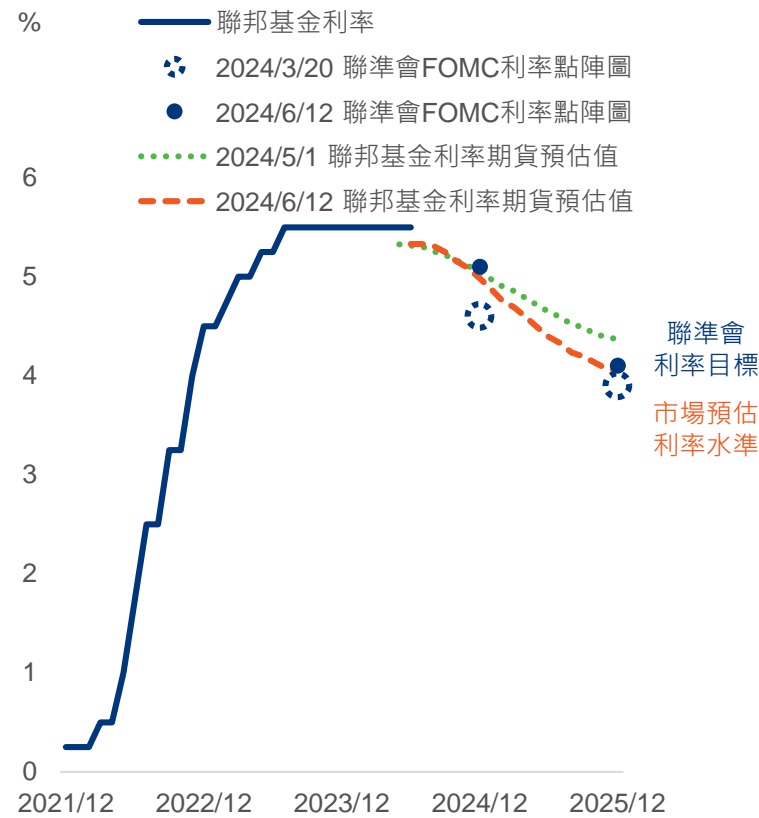


本週焦點圖表

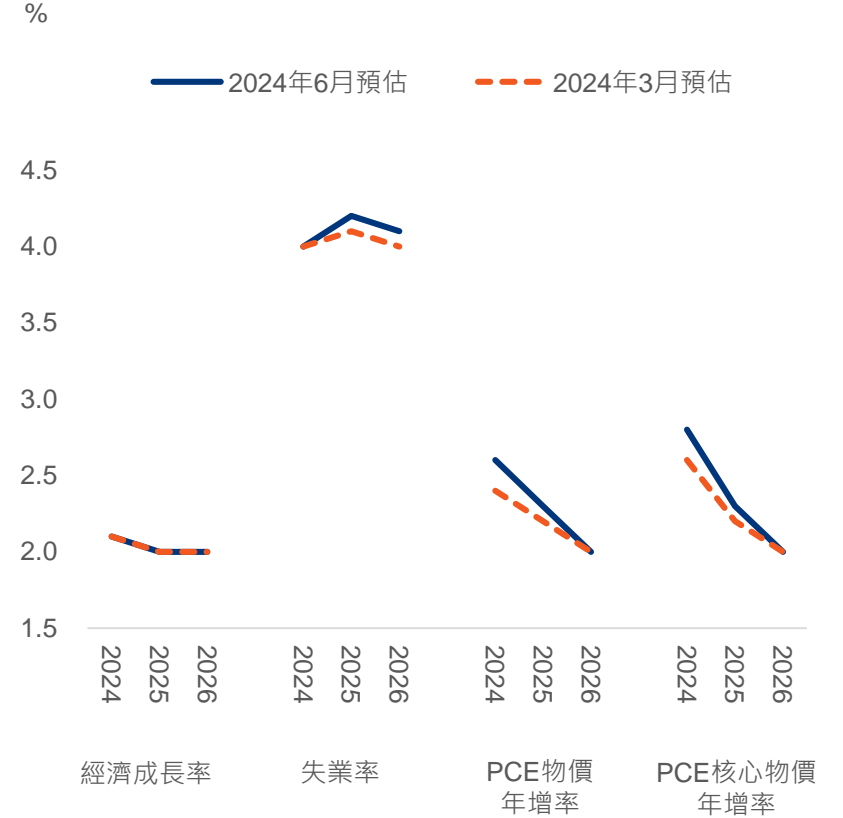
聯準會維持政策利率，後續關注景氣數據變化

- ▶ 聯準會維持5.25-5.50%政策利率不變符合預期。本次會議重點：1)調整今年降息預估至一次，上調今、明年利率預估中位數分別至5.1%與4.1%，2)聲明稿調整近幾個月來達成2%通膨目標「缺乏進展」改為「溫和進展」，聯準會仍以降息或維持現狀更久為主要路線。3)主席鮑威爾重申沒有官員認為升息為基本情境。會後美股多漲，美國公債殖利率先跌後小幅回升。
- ▶ 聯準會維持經濟「穩健成長」展望與經濟成長率不變；就業維持「保持韌性」論述與今年失業率預估4.0%不變；上調今、明兩年通膨預估水準，並持續以時間換空間政策方針，檢視數據與政策利率是否達到充分限制效果，後續關注通膨與就業數據變化。

聯準會上調今、明年利率預估



聯準會上修通膨展望



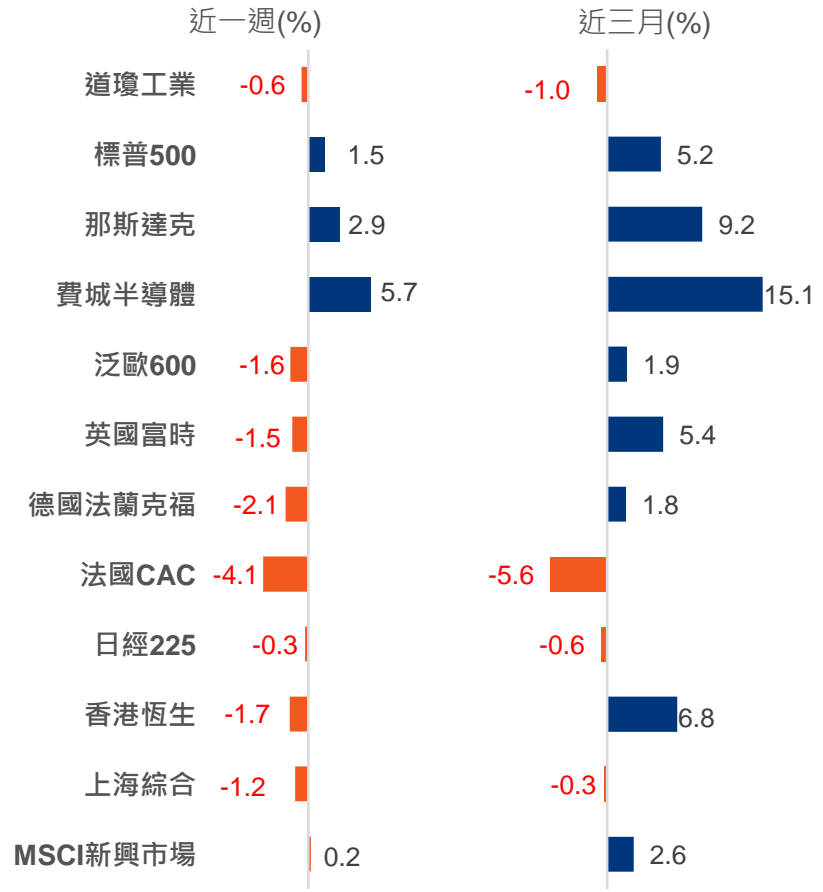
資料來源：Bloomberg，聯準會。

市場回顧

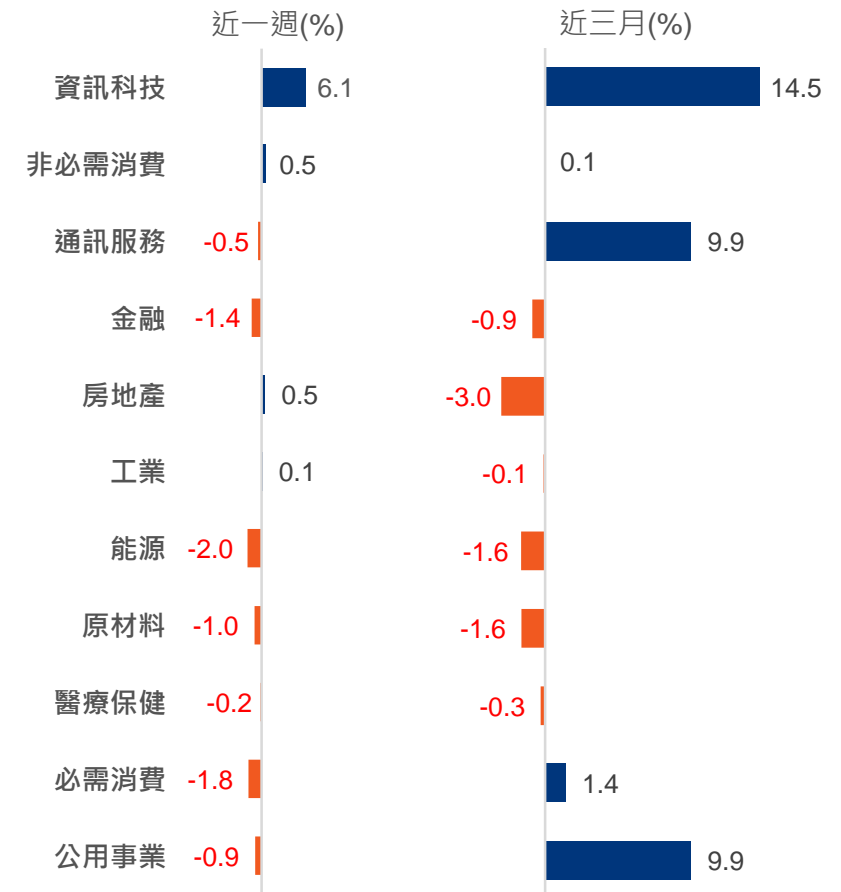
科技仍為美股救世主，非美股市高檔整理

- ▶ 蘋果 WWDC 大會推出 AI 「Apple Intelligence」新應用，有望透過所發布AI功能刺激蘋果各裝置升級汰換需求，蘋果重回市值龍頭下，帶動科技相關類股與美股表現；歐洲議會選舉結果極右派壓倒性勝出，法國總統馬克宏在歐洲議會選舉慘敗後決定解散國民議會，6月30日舉行議會選舉，市場擔憂法國財政紀律失序，政治擾動造成法國股市大跌並拖累歐股承壓。
- ▶ 產業類別中，AI題材仍支持科技股表現。特斯拉調高歐洲當地汽車售價，股東會通過CEO馬斯克薪酬案與特斯拉遷至德州，支持非核心消費單週表現。美國CPI、PPI等經濟數據放緩與初次申請失業救濟金人數達24.2萬人至近10個月新高，聯準會可能延後降息讓高利率環境壓力持續，能源、金融類股表現顯弱。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



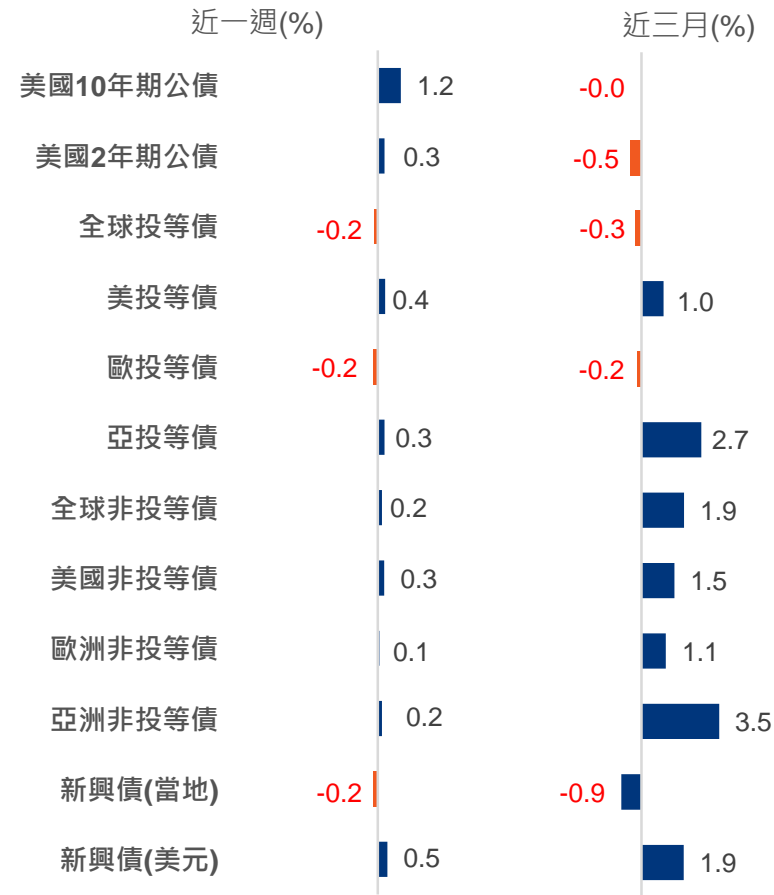
資料來源：Bloomberg · 2024年6月14日

數據勝於聯準會鷹派論調，美債與美元指數小漲，商品漲跌互見

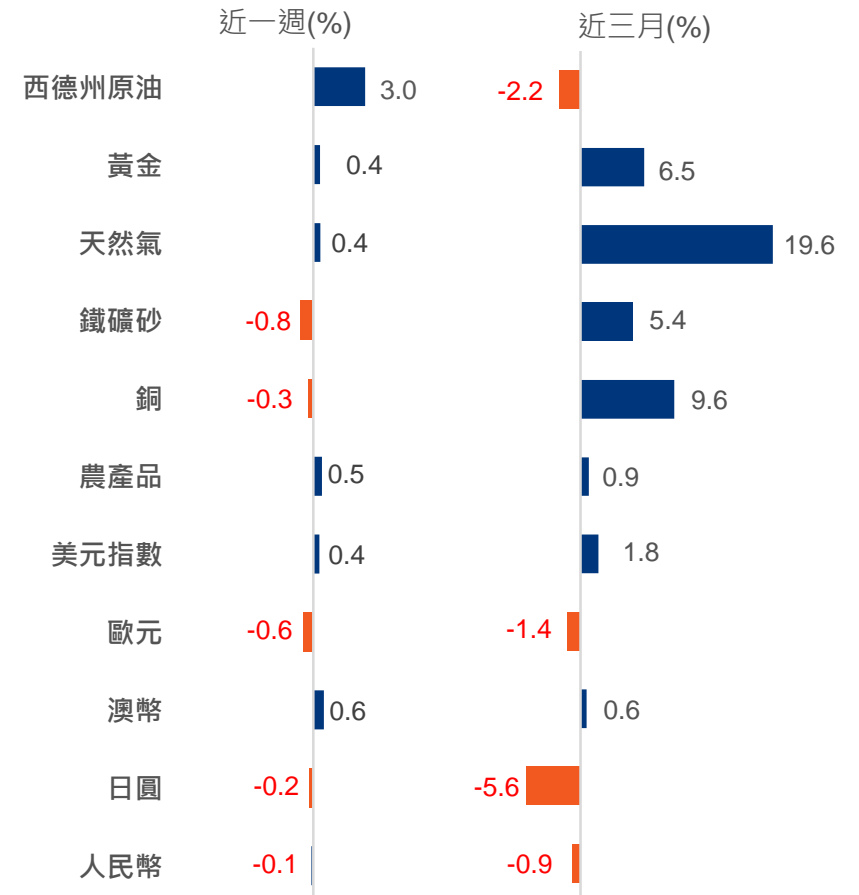
- ▶ 聯準會維持利率不變、上調今年通膨預估水準與官員鷹派態度，預期降息時點可能延後，同時官員重申認為升息並非基本情境，經濟數據方面，受消費者物價溫和放緩，本週初次申請失業救濟金人數高於預期，美國10年期公債利率降至4.25%為近3個月低位，美債相關債券普漲。
- ▶ 歐洲議會選舉出爐，德國與法國極右派勢力崛起，市場擔憂財政問題升溫，歐元跌幅顯重。日本央行維持利率不變與美國延後降息時程，日圓保持疲軟，美元指數小漲至105附近。美國能源情報署公布受到美國原油生產及進口增加、出口減少影響，上週原油與汽油庫存分別增加370萬桶與260萬桶，但OPEC公布最新月報顯示，維持今、明年全球經濟成長和原油需求預測，支持油價表現。

資料來源：Bloomberg · 2024年6月14日

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



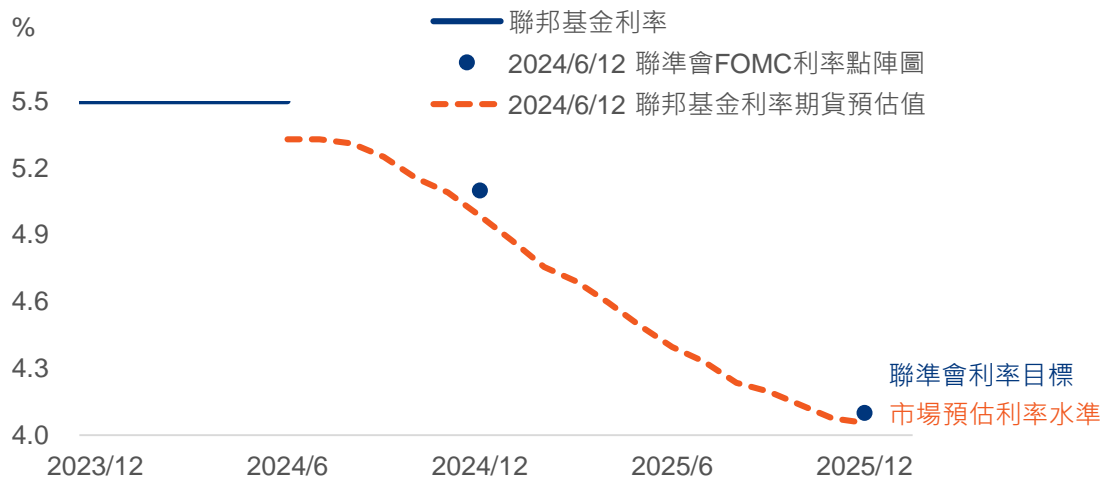
關鍵問題

2024下半年客戶最關心的問題(下)

Q 美國降息預期時間與幅度？

- ▶ 美國核心服務與住房通膨緩降，聯準會認為對達成通膨目標仍有距離，貨幣政策路徑上，聯準會仍以降息或維持現狀更久為主要路線，需見到數據證明政策利率未產生限制效果，才可能考慮升息，顯示聯準會持續以時間換空間，利率期貨顯示，市場預估今年最快第3季至第4季啟動降息，今年降息預估幅度維持在前次會議的1至2碼幅度。
- ▶ 展望明年，聯準會預估有4碼降息幅度，與市場預期降息幅度3至4碼貼近，投資人所面對的最大利率風險有望逐漸消退。

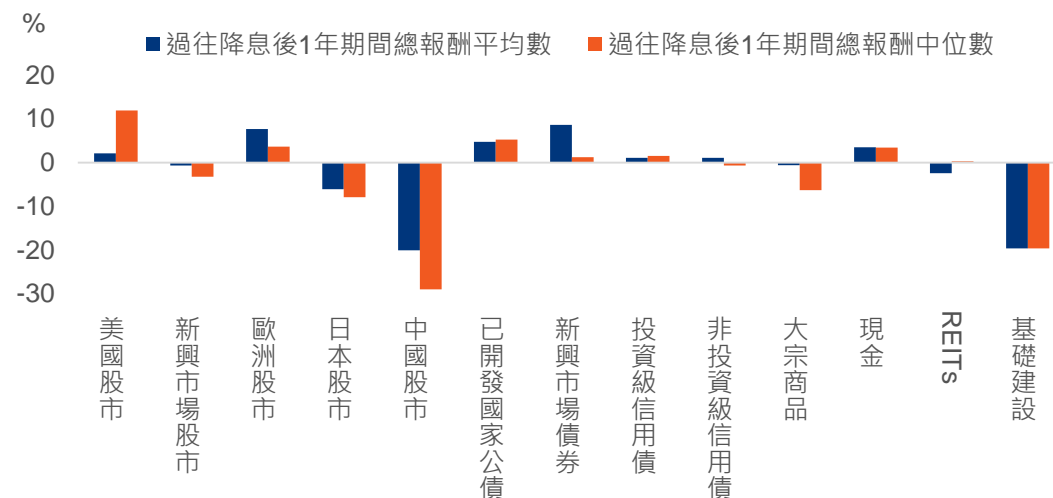
市場預估今年降息幅度約1至2碼，明年則有3至4碼降息幅度



Q 美國降息對美國以外的市場影響如何？

- ▶ 美國利率身為全球資產定價之錨，聯準會貨幣政策若降息，預期利率下滑有助降低融資成本，釋出市場資金活水、提振風險偏好與改善景氣表現，後續可留意尋息資金流向與美國利差收窄之資產。
- ▶ 檢視過往降息時期主要資產表現，可以發現美國相關資產為平均正報酬者，如美股、公債與投資級債，而美國以外市場以歐股、新興市場債券等資產表現相對較佳。考量聯準會於今年底前有降息機會，投資人可考慮自身風險偏好後再配置上述資產，降低部位集中度並分散投資風險。

降息後1年期間，部分非美資產有表現機會



資料來源：Bloomberg、註：右圖資料為統計1984年以來，聯準會降息前後期間該資產表現。

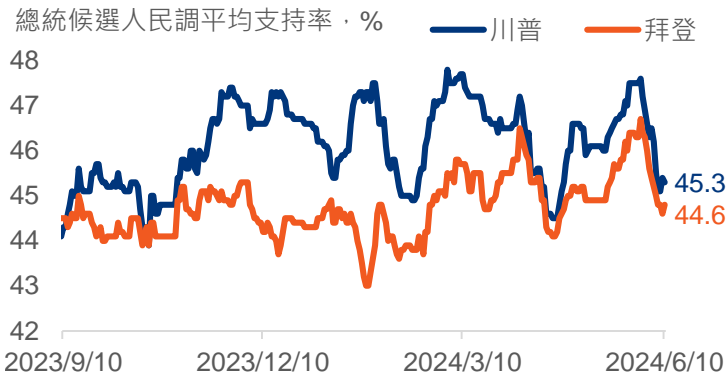
關鍵問題

2024下半年客戶最關心的問題(下)

Q 美國大選，對中美關係的影響？

- ▶ 川普最新民調支持度為45.3%，領先拜登44.6%，兩者差距些微。川普過去對中國著重提高關稅及打擊先進技術。任內對中進口商品關稅從平均3%提高至12%，今年川普表示，若當選將再提高對中關稅稅率或超過60%；美國先前提高中國進口商品關稅，對CPI影響可控，主因中國進口僅佔CPI指數約2%，但對未來資本支出和招聘造成不確定性，衝擊中國出口和經濟復甦，並加劇金融市場震盪。

川普目前民調仍略高於拜登

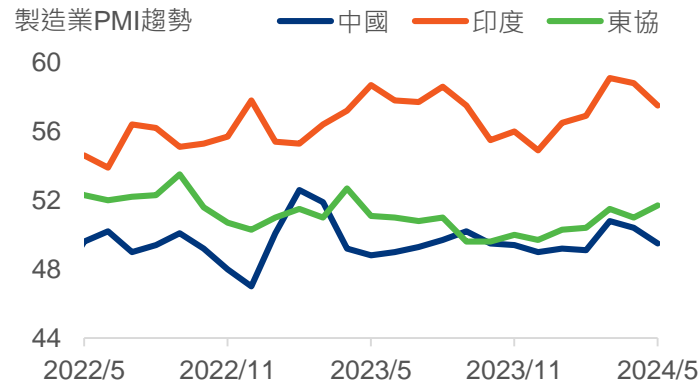


資料來源: Bloomberg

Q 關於東南亞市場經濟展望？

- ▶ 東協製造業PMI連續今年1月至5月皆維持在擴張區間，細項部分雖新訂單增長速度加快顯示需求改善，但需求主要由國內驅動的狀況仍沒有改變，新出口訂單則繼續陷於萎縮。印度則仍為表現相對較佳地區，其製造業PMI持續維持在擴張區間，3月甚至來到59.1，短期雖有大選帶來的波動，然而中長期結構性與政策利多不變。中國則仍表現疲軟，通縮持續，並壓縮工業獲利。

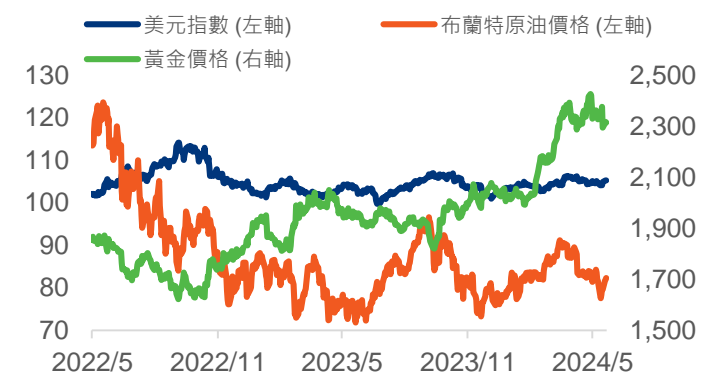
東協製造業PMI維持擴張，印度相對較佳



Q 目前看好黃金、原油方面的投資商品嗎？

- ▶ 受到歐美等已開發國家景氣放緩影響，全球原油供需缺口有所減少，主要缺口集中在上半年，儘管OPEC+自主減產至第2季，並可能在下半年進一步減產，但中東地緣政治未解除，全球軟著陸路線持續，下半年油價將轉為小幅供過於求，使油價緩跌。全球央行黃金儲備需求持續支撐金價；美國財政赤字增加，美債餘額成長速度攀升，導致美元內在價值貶值，看好金價下半年呈緩漲格局。

美元高點有助金價上行，油價下半年偏弱

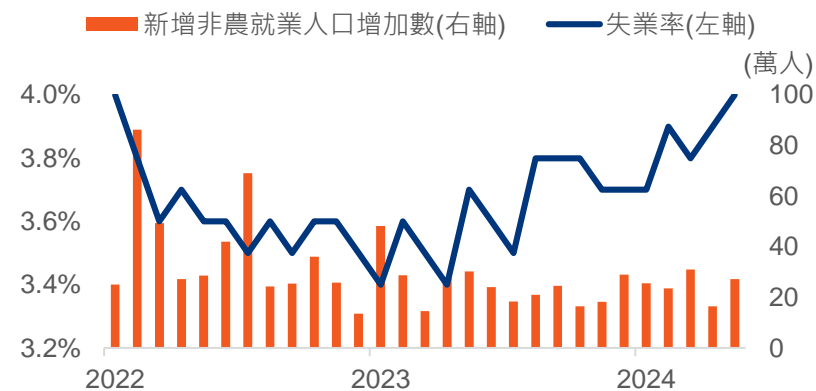


熱門議題

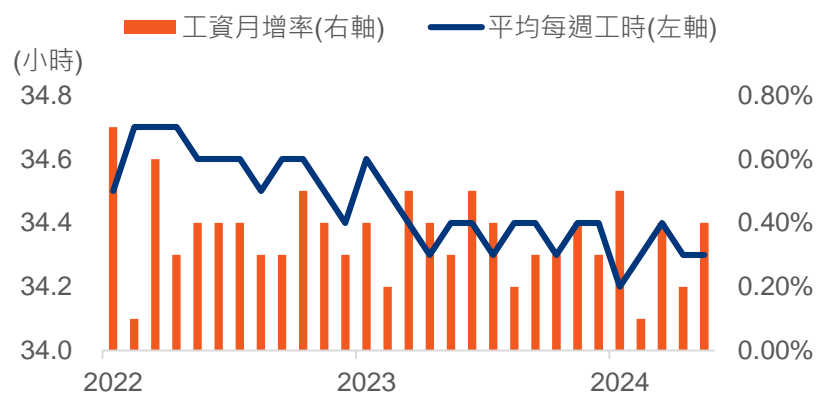
美國就業數據好壞參半 年底降息碼數持續落在1-2碼間

- ▶ 5月份新增非農就業人數由16.5萬人上升至27.2萬人，打敗所有經濟學家預測；失業率卻自3.9%攀升到4%，為2022年1月來首次，平均時薪月增率則由0.2%上升至0.4%，平均每週工時則持平，整體就業報告好壞參半，並反映就業人口增加以兼職職位居多。
- ▶ 而從芝商所聯邦利率期貨隱含升降息機率來看，對於年底Fed降息碼數，在就業報告公布後，市場仍持續在1-2碼之間來回，顯示降息雖抵定，但降幾碼至目前仍難有定論。對於10年期美債殖利率來說，在Fed鮑威爾主席表明升息門檻高的情況下，殖利率上漲空間有限，但在利率水準預期持續擺盪下，建議仍以中、短天期債券作為優先選擇。

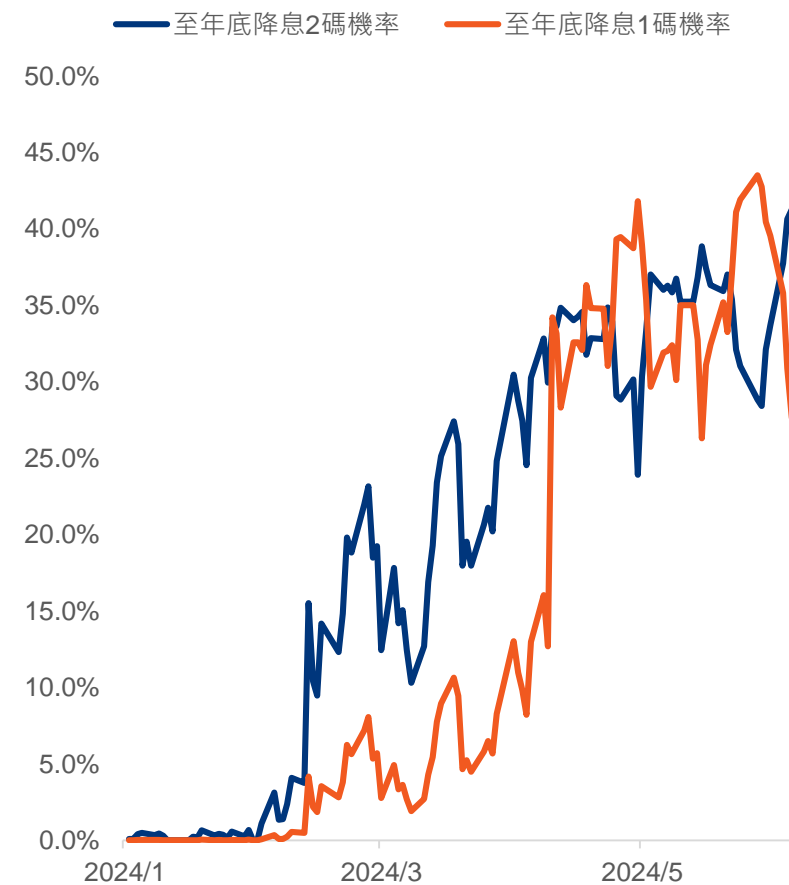
5月美國失業率觸及4%水準



5月平均工時持平，工資月增率則有所回升



Fedwatch對於年底降息碼數持續在1-2碼來回



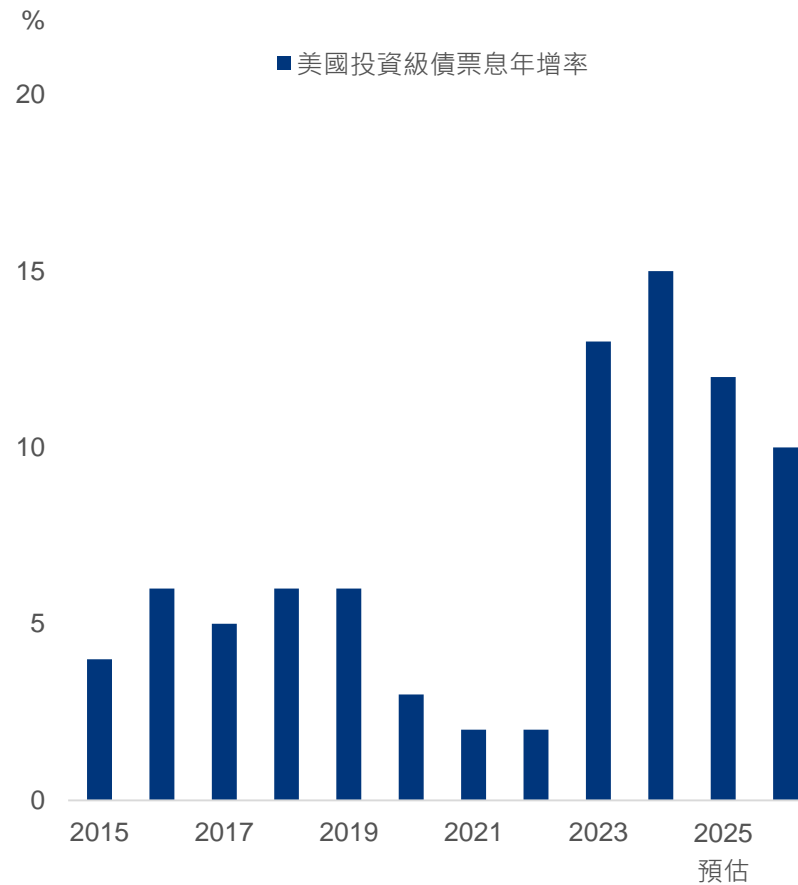
資料來源：Bloomberg、Fedwatch，截至2024年6月10日

投資焦點

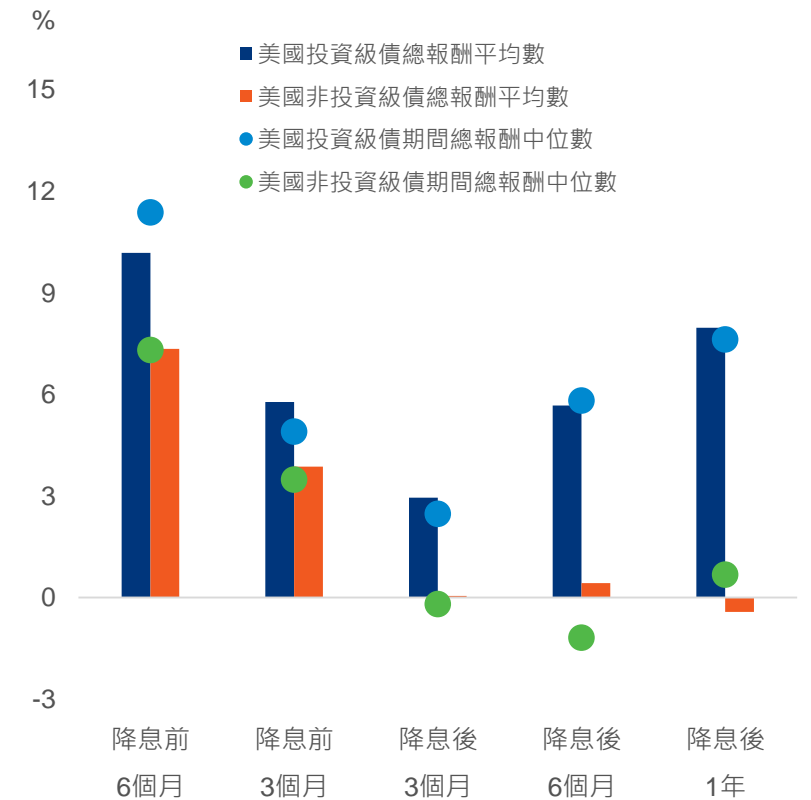
升息苦難會過去，降息之前鎖好息

- ▶ 今年初的美國投資級債指數平均票息為4.06%，到5月底達到4.21%，假設美國投資級債殖利率維持在當前約5.5%水平，考量舊券持續到期與新發行債券供給有限，預期2025年平均票息將達4.60%，平均殖利率與平均票息兩者差距將自2025年後開始縮小，也就是說，預估票息年增速今年將達到15%峰值水準，提供投資人絕佳的鎖利好時機。
- ▶ 儘管聯準會官員態度較預期鷹派，但從利率點陣圖與市場預期來看，今年年底前仍存降息可能，檢視自1980年代以來降息前後美國投資級債與美國非投資級債券表現，可以發現受惠存續期間相對較長與發行機構為債信體質相對穩健企業，投資級債相對表現較佳，投資級債存續期仍達6.5年，預期仍為降息期間主要受惠之債種。

債券票息年增率有望於今年達到高峰



美國降息前後時期，投資級債表現相對較佳



資料來源：Bloomberg。

利差偏窄非隱憂，逢低買債好時機

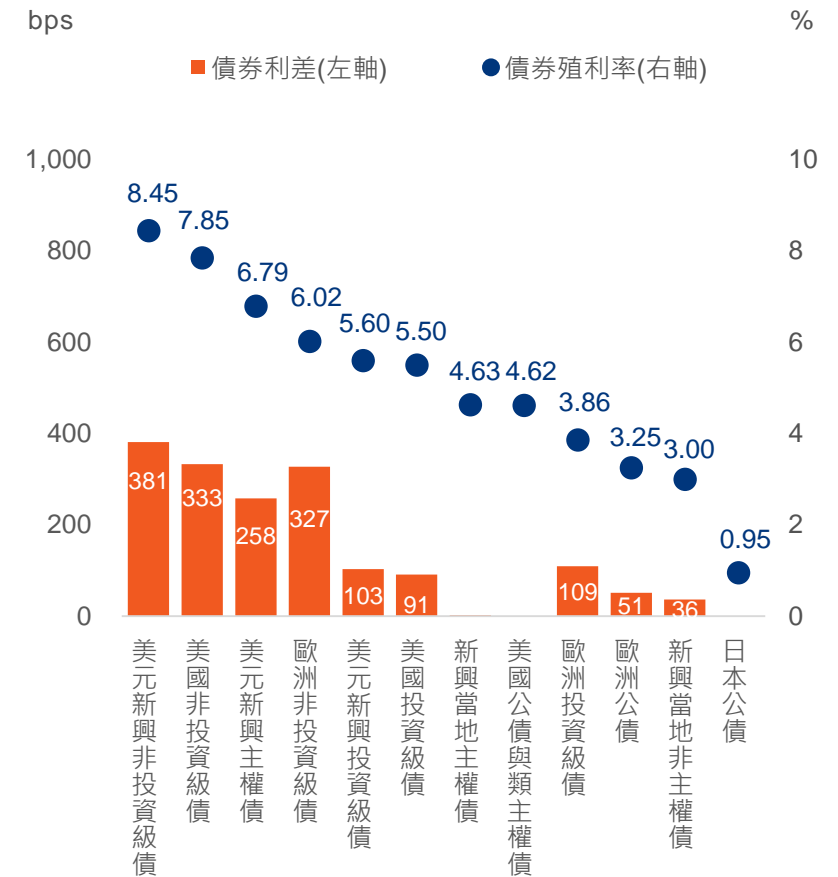
▶ 債券利差普遍偏窄，目前美國非投資級債利差僅333個基點，而美國投資級債約91個基點。檢視過往當利差水準偏低時期，非投資級債未來一年相對投資級債表現不佳，主因利差收斂空間有限。此外，美投資級債殖利率曲線受30年期公債發行量增加和投資人配置短天期債，使曲線趨於陡峭，隨貨幣政策與利率波動穩定，預期曲線將重回平坦階段，其中以中天期債券利差相對具收斂機會。

▶ 美國景氣溫穩且聯準會存在降息機會，未來12個月利率風險已較近2年低，當前債券價格處相對低位，投資級企業債信基本面仍具韌性且債券供給趨緩轉為年減，投資級債因殖利率具相對吸引力，此外，美國經濟有望朝軟著陸發展，預期信評A級至BBB級債券存相對投資價值。

債券利差至歷史相對低位，限縮未來報酬空間



債券利差雖偏低，但高信評殖利率具吸引力



資料來源：Bloomberg。

債市列車準備發動，逢時卡位鎖好息!

單一債券			債券型ETF		
債券名稱	新紀元能源資本控股公司 (NEE 5.05 02/28/33)	野村國際融資私人有限公司 (NOMURA 5.4 05/13/34)	標的名稱	Vanguard中期公司債券ETF (VCIT)	凱基全球10年期以上A級公司債券ETF (00950B)
商品風險等級	RR3	RR3	商品風險等級	RR2	RR2
資格	非專業投資人	非專業投資人	特色	債券到期日集中在5-10年，利率風險可控，每月配息。	追蹤主要持有中天期A級債券，追求報酬風險比最佳化，每月配息。
到期日	2033年2月28日	2034年5月13日	規模	46,500 (百萬美元)(2024/04/30)	新發行募集中
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Baa1/A-/BBB+	-A-/-	近3月報酬/ 近1年報酬	0.09% / 5.80%	- / -
最低申購金額/ 增額	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	基準指數	彭博美國5至10年公司債券指數	彭博全球美元A級公司債券指數
票面利率	5.050% / 半年配	5.400% / 季配	信評分布	1. AA級以上 4.30%	1. AA級以上 0.00%
YTM/YTC(%)	4.95 / 4.95	5.40 / 5.40		2. A級 43.90%	2. A級以上 100.00%
特色	北美最大電力公司，同時也是世界領導的綠能電力公司，能以遠優於同業的成本供應電力予各類客戶並有大量綠能發電量，該公司受監管公用事業業務佔整體EBITDA的7成以上，再融資能力強悍，償債能力無虞。	該公司主要從事支援日本最大證券集團野村集團的全球批發業務，提供零售、資產與財富管理、商業與投資銀行，及其他金融服務，全球各地的個人、機構、公司及政府遍及30多個國家，零售客戶資產規模約當9,227億美元	前5大持債	3. BBB級 51.90%	3. BBB級 0.00%
				1. TMUS 3.875 04/15/30 0.33%	2. ABBV 3.20 11/21/29 0.29%
2. BAC 5.47 01/23/35 0.28%	3. BAC 5.29 04/25/34 0.28%				
4. BAC 5.29 04/25/34 0.28%	5. PFE 4.75 05/19/33 0.28%				

資料來源：凱基證券，ETF為Money DJ，2024年6月14日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2024年6月12日，僅供參考。此表僅列較具代表性標的的參考，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"> ◆ 聯準會FOMC會議顯示，通膨溫和改善但仍高於政策目標，調整今年降息預估至一次，利率將維持高位更長時間，但下一步升息機率低，若年底前如市場預期降息1至2碼，有助於提振股市投資人信心。 ◆ 美股企業財報優於預期、財測展望亦佳，股市逢拉回提供進場買點，並以具基本面支撐的產業或中、大型股為主。中長期配置部位，著重優質龍頭股，定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材，非美地區的日本內需、歐洲、印度可為衛星配置。 	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、日本內需、歐洲、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會調整今年降息預估至一次，市場維持今年聯準會首次降息時點落在第3季至第4季，預期今年降息幅度1到2碼，明年仍有4碼降息空間。美債高息仍具配置價值，可把握利率高位階段，以公債、中間信評企業債鎖利。 ◆ 高利率環境下，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、中間信評企業債更穩健。投資等級債高息收益具投資吸引力，短期仍以息收為主，可採分批佈局逢高鎖利；長線待聯準會展開降息循環，才有資本利得空間。 	<p>期間：中天期債鎖高利</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國經濟仍具韌性，聯準會短期按兵不動，市場維持今年底降息預期，美元指數短期高檔有撐。 ◆ 美日兩國利差仍大，日本央行即使小幅縮減購買公債總額，難扭轉日圓疲態，呈現區間弱盤格局。 	<p>美元短期高檔有撐，鄰近降息時將有貶值壓力</p> <p>日圓上半年維持弱盤格局</p>

附錄

重要經濟數據 / 事件

▶ JUN 2024

10

Monday

- 日本第一季GDP季增率終值
(實際: -0.5% 預估:-0.5% 前值:-0.5%)

11

Tuesday

- 日本5月工具機訂單年增率初值
(實際:4.2% 前值:-8.9%)

12

Wednesday

- 美國5月CPI月增率
(實際:0.0% 預估:0.1% 前值:0.3%)
- 美國5月CPI年增率
(實際:3.3% 預估:3.4% 前值:3.4%)
- 日本5月PPI年增率
(實際:2.4% 預估:2.0% 前值:0.9%)

13

Thursday

- 美國FOMC利率決議
(實際:5.5% 預估:5.50%前值:5.50%)
- 美國5月PPI月增率
(實際:-0.2% 預估:0.3% 前值:0.5%)
- 美國初次申請失業救濟金人數
(實際:0.242M 預估:0.225M 前值: 0.229M)

14

Friday

- 美國密西根大學消費者預期
(預估:73.0 前值:69.1)
- 日本4月工業生產月增率終值
(前值:-0.1%)
- 日本BoJ利率決議
(實際: 0.1% 前值:0.10%)

17

Monday

- 日本4月核心機器訂單月增率
(預估:-3.1% 前值:2.9%)

18

Tuesday

- 美國5月工業生產月增率
(預估:0.4% 前值:0.0%)
- 歐元區6月ZEW調查預期
(前值:47.1)
- 歐元區5月CPI月增率終值
(前值:0.2%)
- 歐元區5月核心CPI年增率
(前值:2.9%)

19

Wednesday

20

Thursday

- 美國初次申請失業救濟金人數
(前期:0.242M)
- 美國5月新屋開工
(預估:1.375M 前期:1.360M)
- 美國5月營建許可
(預估:1.460M 前期:1.440M)
- 美國6月費城聯準企業展望
(預估:4.5 前期:4.5)

21

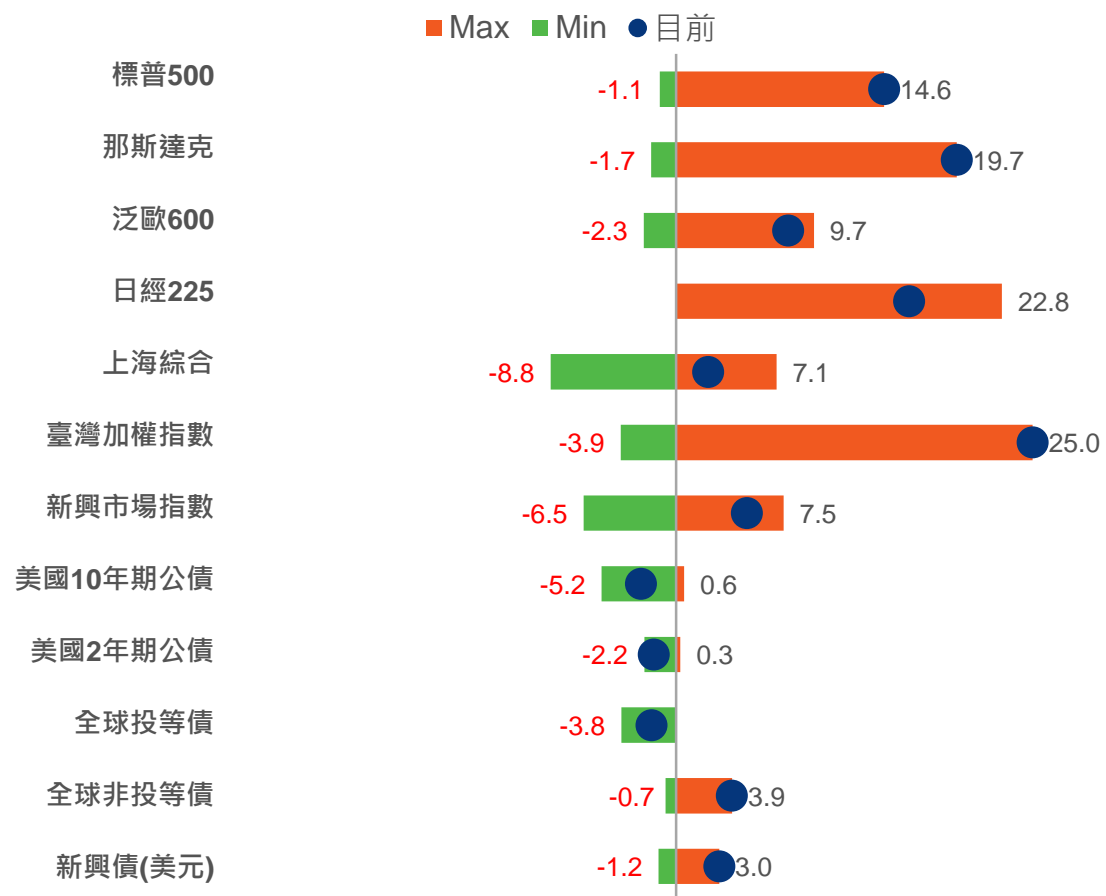
Friday

- 美國6月標普全球製造業PMI初值
(預估:51.0 前值:51.3)
- 美國6月標普全球服務業PMI初值
(預估:53.4 前值:54.8)
- 歐元區6月製造業PMI初值
(前值:-14.3)
- 歐元區6月服務業PMI初值
(前值:53.2)
- 日本6月製造業PMI初值
(前值:50.4)
- 日本6月服務業PMI初值
(前值:53.8)

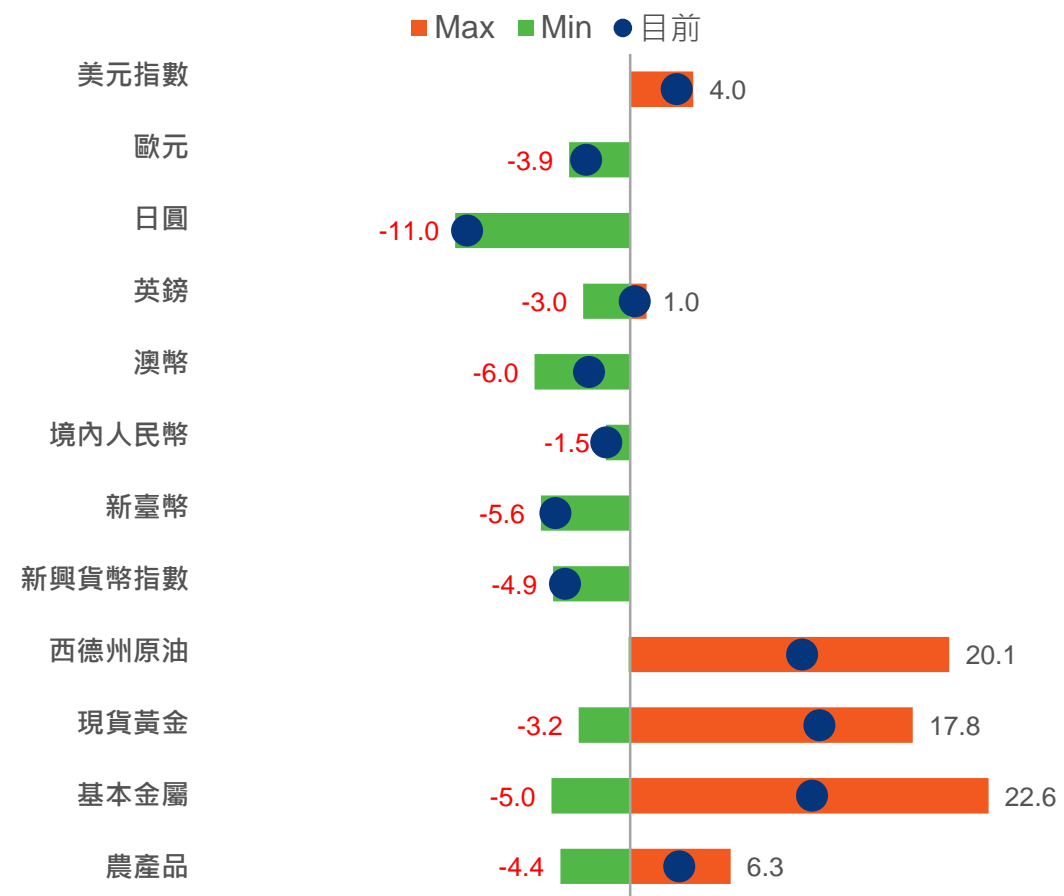
資料來源 : Bloomberg

年至今主要市場 / 資產表現

股、債市場YTD表現 (%)



貨幣、原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2024年6月14日

技術分析

—— 60日線

標普500指數

現在指數: 5,433
60日均線: 5,208



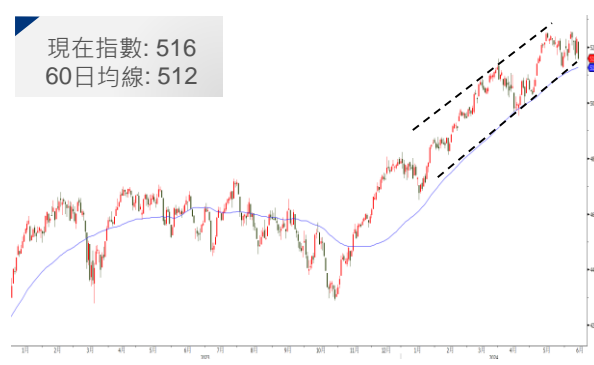
那斯達克指數

現在指數: 17,667
60日均線: 16,406



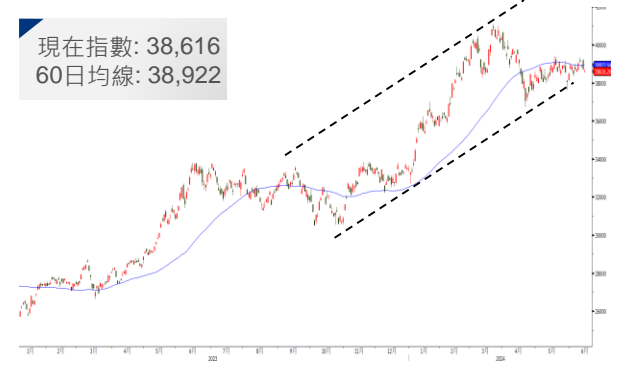
泛歐600指數

現在指數: 516
60日均線: 512



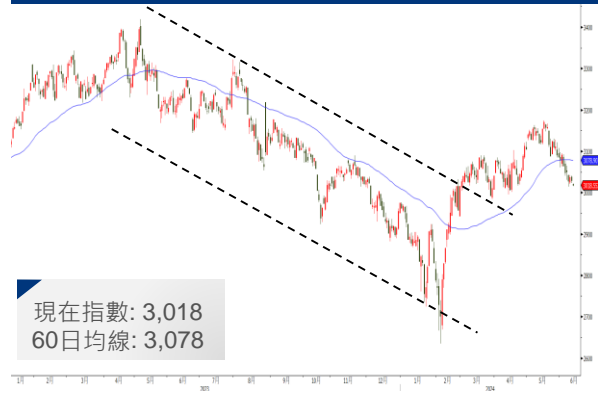
日經225指數

現在指數: 38,616
60日均線: 38,922



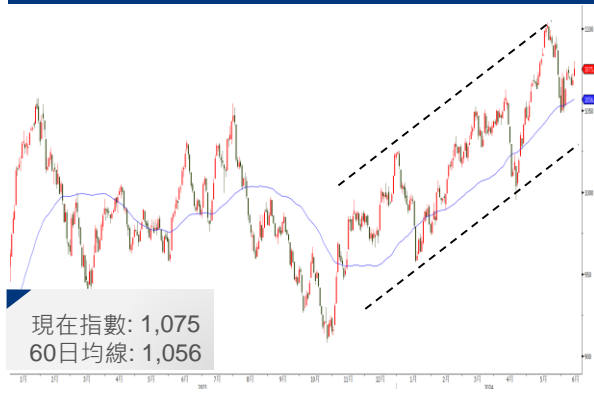
上綜指數

現在指數: 3,018
60日均線: 3,078



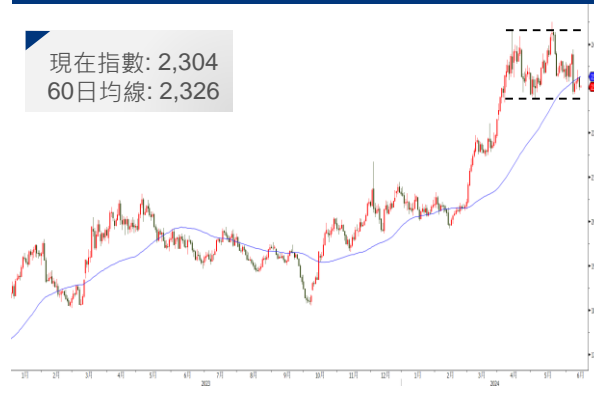
新興市場指數

現在指數: 1,075
60日均線: 1,056



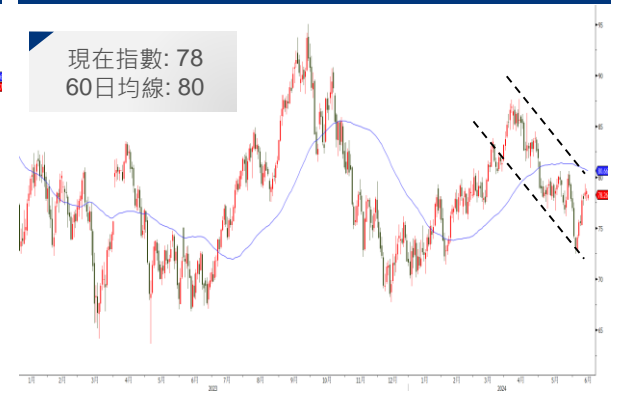
黃金

現在指數: 2,304
60日均線: 2,326



西德州原油

現在指數: 78
60日均線: 80



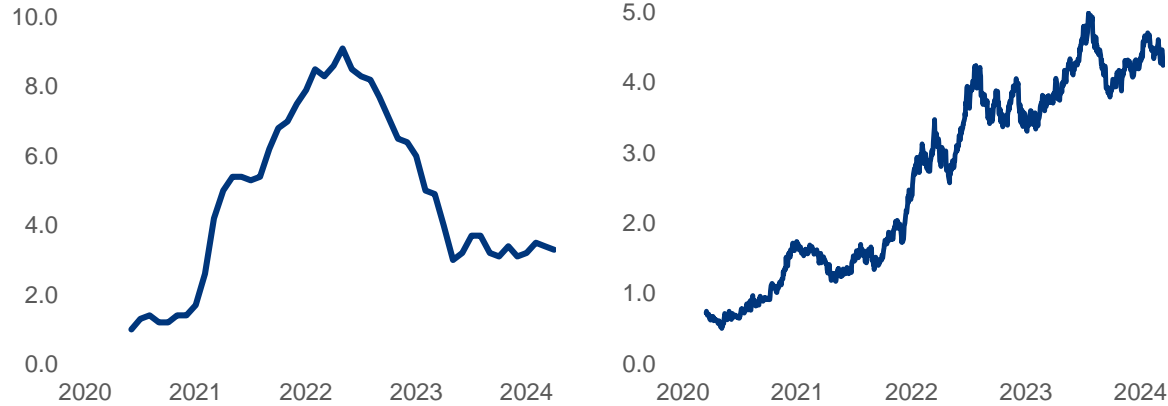
資料來源：Bloomberg · 2024年6月14日

市場觀測

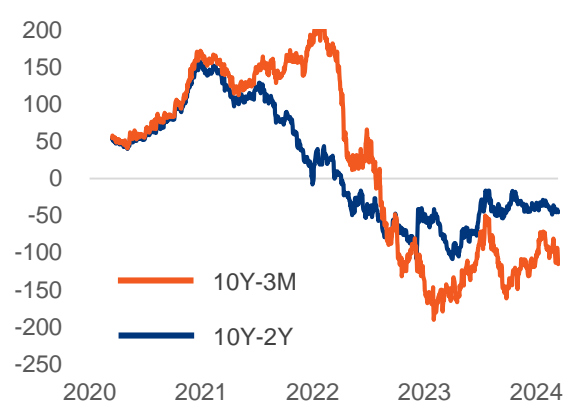
美國物價指數年增率(%)



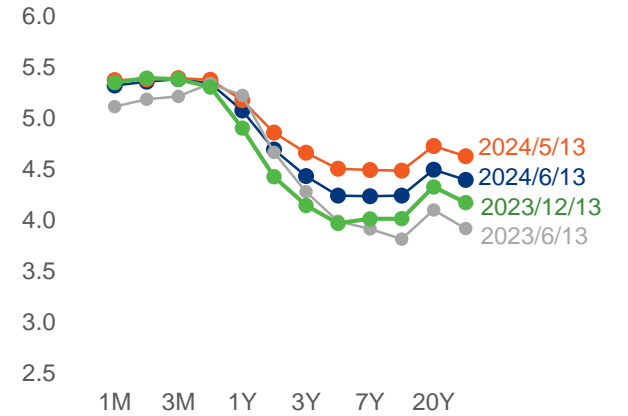
美國10年期公債殖利率(%)



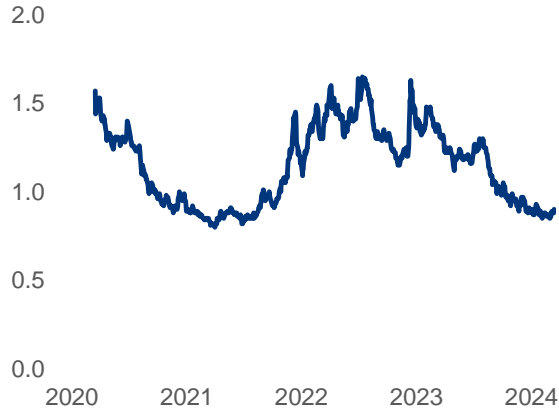
美國公債利差(bps)



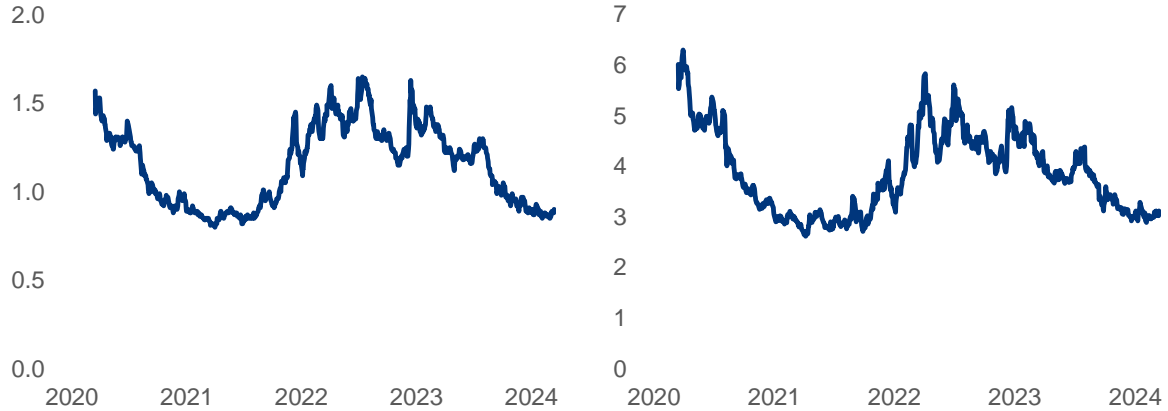
美國公債殖利率曲線(%)



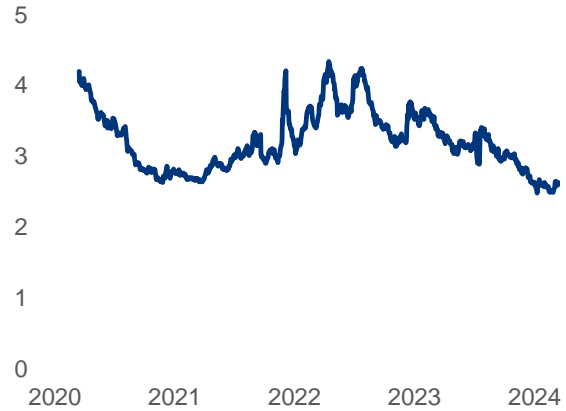
美元投資級公司債利差(%)



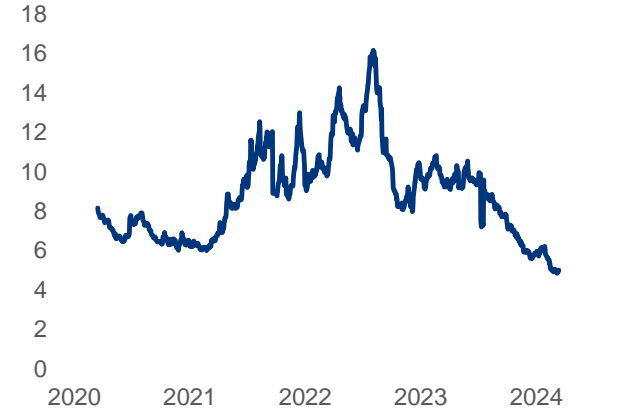
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



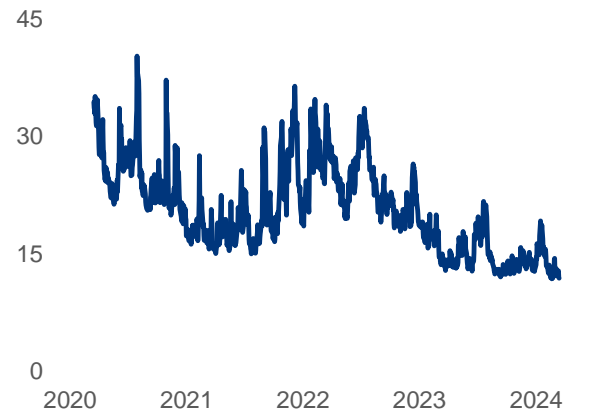
美元亞洲非投資級債利差(%)



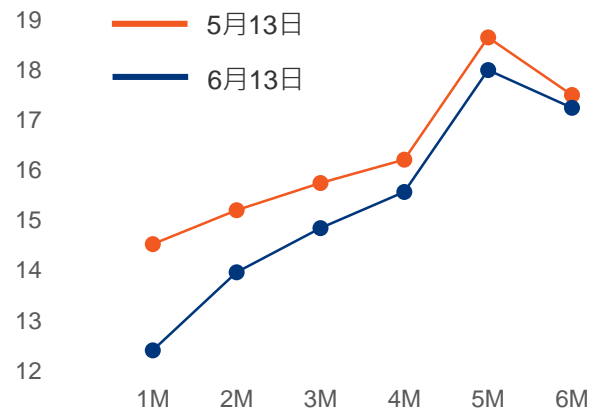
資料來源：Bloomberg · 2024年6月14日

市場觀測

VIX指數



VIX期間結構



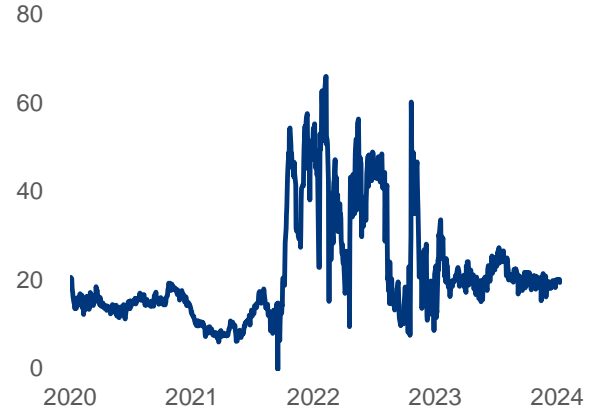
美國花旗經濟驚奇指數*



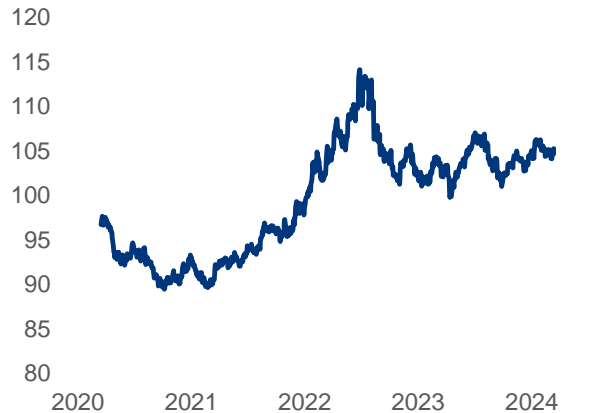
美國花旗通膨驚奇指數*



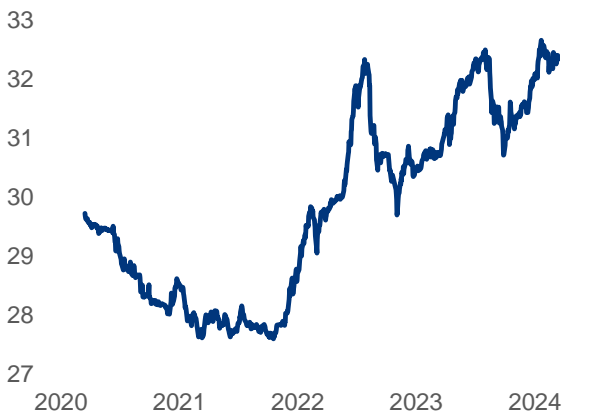
Ted利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2024年6月14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。