



凱基證券
KGI SECURITIES

利率波動回升 留意投資級債機會

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年7月14日

本週焦點圖表

美科技股指數權重再平衡，AI布局為另類防守

01 市場回顧

景氣數據與聯準會官員談話
金融市場起漣漪

02 熱門議題

- 美核心通膨降幅緩，降息時點延
- 日圓下探歷史低位，可把握買點

03 投資焦點

利率波動回升
創造投資級債進場點

04 重要數據預告

美國零售銷售、工業生產、
中國經濟成長率、失業率、
歐元區消費者物價

那指100指數權重再平衡，AI布局為另類防守

- ▶ 考量指數過度集中的問題，美國科技股指數那斯達克100近期將調整成分股權重，根據指數調整方法，微軟、蘋果、谷歌、輝達、亞馬遜和特斯拉等權值股權重皆可能下調，追蹤那斯達克100指數的相關ETF基金，亦受到權重再調整影響，考量：(1)那斯達克指數僅為權重調整，而非增加或刪除，(2)追蹤標普500指數的資產規模相對那斯達克100龐大，預期影響有限。
- ▶ 今年AI類股相對那斯達克100指數表現亦佳，考量：(1)IDC預估人工智慧市場規模將成長至9,000億美元，(2)科技以外企業陸續將人工智慧納入核心業務中，挹注獲利與股價表現。面對企業獲利下修時期，透過人工智慧ETF的企業獲利成長預期與產業分散優勢，來降低過度集中科技股風險。

那斯達克100指數權重特別重新調整與預期影響

調整目的 解決指數配置過度集中的問題

調整時程 特別重新調整權重變化於美股時間7月14日星期五公佈，並於7月24日星期一開盤前生效。

季度調整相關規定

(1)最大個股權重若超過24%，調整後最大個股權重為20%。
(2)任何個股權重超過4.5%者，加總後市值若超過該指數48%，相關個股權重將下調，將加總後權重調整為40%。

年度調整相關規定

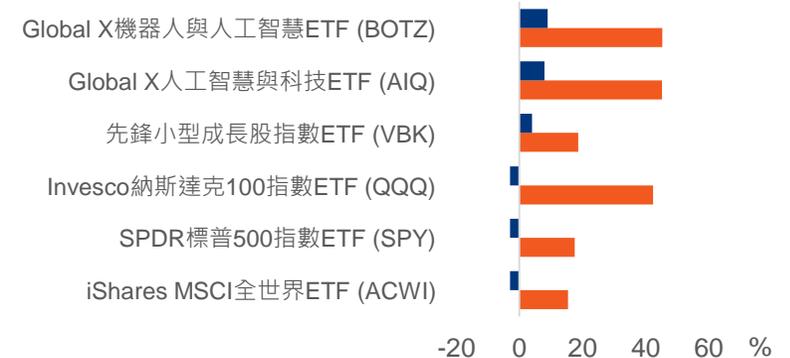
(1)最大個股權重若超過15%，調整後最大個股權重為14%。
(2)權重前五大個股加總後市值若超過該指數40%，將加總後權重調整為38.5%。前五名以外的任何成分股的指數權重，不得超過4.4%或市值第五大個股最終指數權重(以較低者為準)。

預期影響

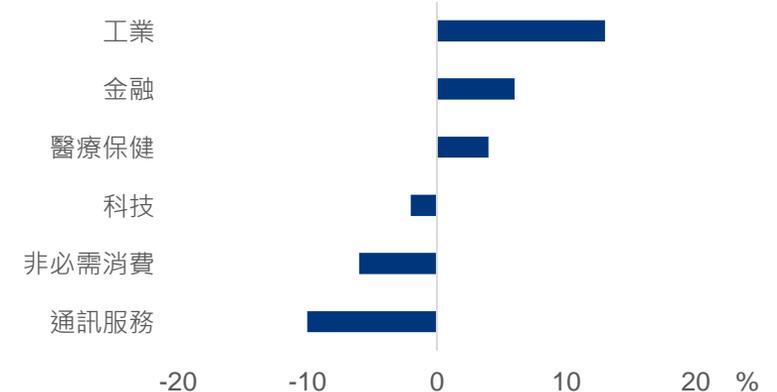
許多追蹤那斯達克100指數的ETF基金，如資產規模逾2,000億美元的Invesco那斯達克100指數ETF(QQQ)，將受到重新調整權重的影響，但考量：(1)大盤股那斯達克指數僅為調整權重，而非增加或刪除。(2)追蹤標普500指數的資金逾4,000億美元相對更龐大，預期影響有限。

透過AI ETF分散產業配置並降低科技股集中度

■ 預估12個月每股盈餘年增率 ■ 今年以來報酬表現*



■ AI類型ETF平均產業權重與那斯達克100指數產業權重差異



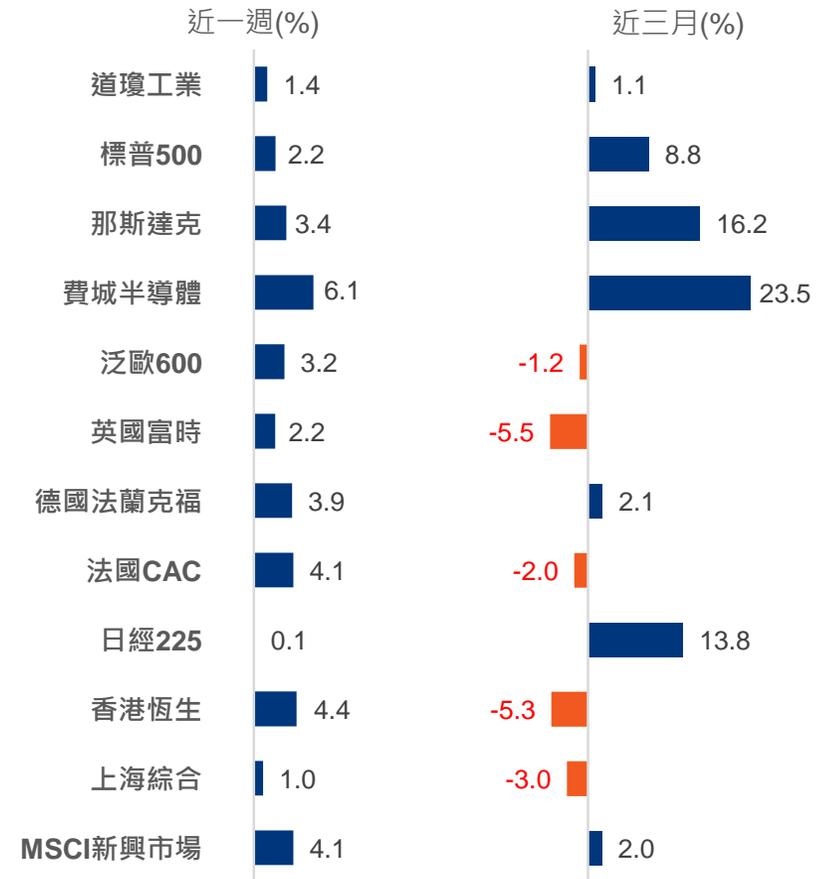
資料來源：Bloomberg，*註：今年以來報酬表現統計期間為2023/1/1至2023/7/13止。

市場回顧

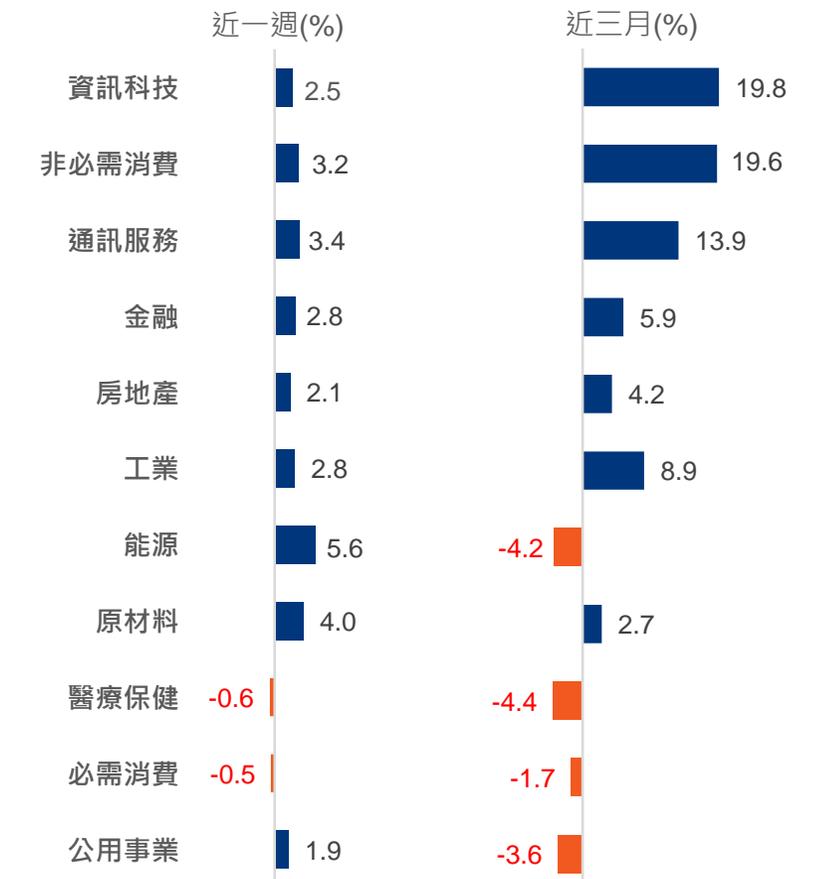
美國通膨降溫與風險偏好回升，全球股市普漲

- 近週Fed官員談話仍偏鷹派，但美國6月消費者物價續降並回到2021年4月以前水準且生產者物價僅年增0.1%，通膨續降，市場預期聯準會升息有望接近終點，同時經濟有機會軟著陸。VIX恐慌指數回落並激勵投資人情緒回升，全球股市普遍走揚，提振利率敏感度較高的科技股與費城半導體指數，後續聚焦財報獲利優於預期相關企業。
- AI熱潮持續發酵，臉書母公司Meta Platforms推出Threads社交App，僅5天用戶數逾1億。亞馬遜計畫於高通膨環境下刺激消費，Prime Day大促銷活動首日創下公司史上單日銷售紀錄，支持晶片類股與大型龍頭股表現。油價回升，股神巴菲特看好液化天然氣，再次買進Cove Point的25%股權，支持能源類股近一週漲幅居前。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

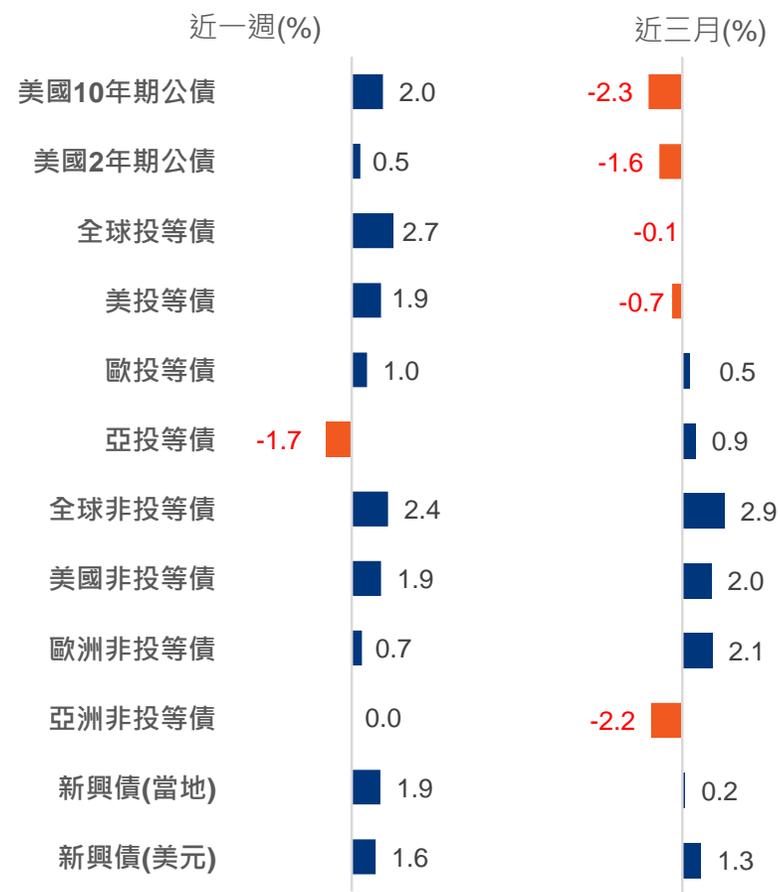


資料來源：Bloomberg · 2023年7月14日

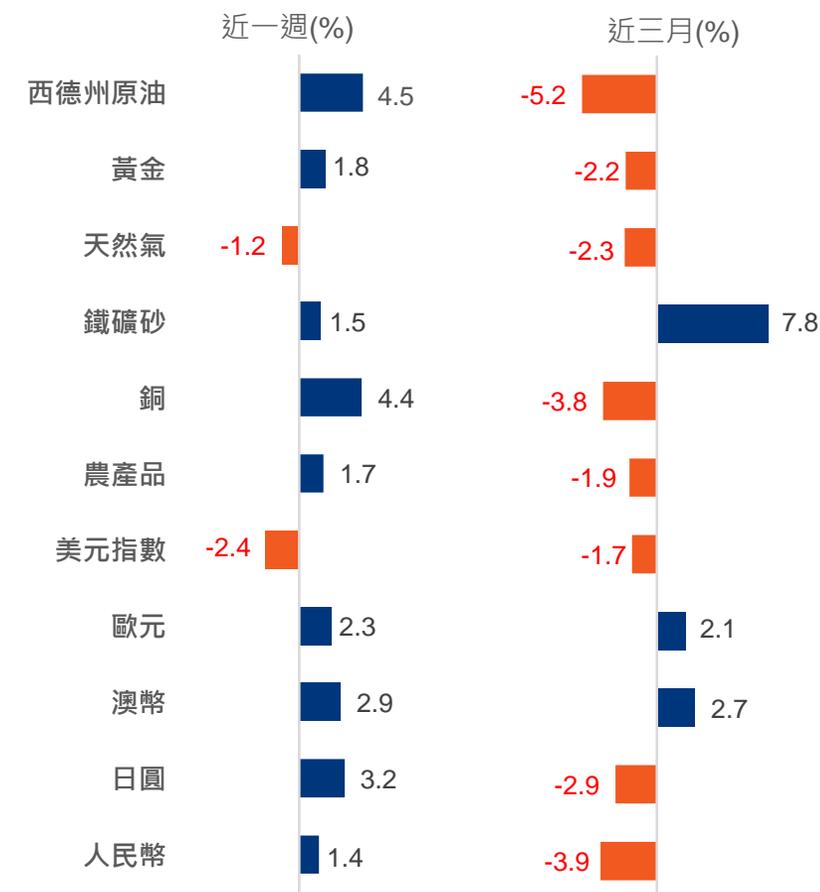
通膨持續下滑，市場預期聯準會升息近尾聲，債市表現回溫

- ▶ 聯準會美國6月消費者與生產者物價持續下滑，投資人預估7月升息一碼幾成定局後，聯準會將暫停升息，樂觀看待美國升息已接近終點。近一週美國公債殖利率曲線下移並激勵債市表現，以存續期較長的投資級債相對受惠，非投資級債在孳息挹注下表現亦佳，新興市場中因公債利率下行與利差小幅擴大兩者互抵，漲幅相對較少。
- ▶ 隨風險偏好回升、美元走弱，以美元計價的原油與金屬價格更顯價格吸引力，支持大宗商品表現回揚。俄羅斯原油產能下滑與利比亞傳出減產，近週油價漲幅領先。通膨下滑與聯準會升息近尾聲預期，美元相對其他主要貨幣走弱，美日利差近一週收斂，帶動日圓匯價走升，投資人將關注本月底日本央行的貨幣政策動向。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

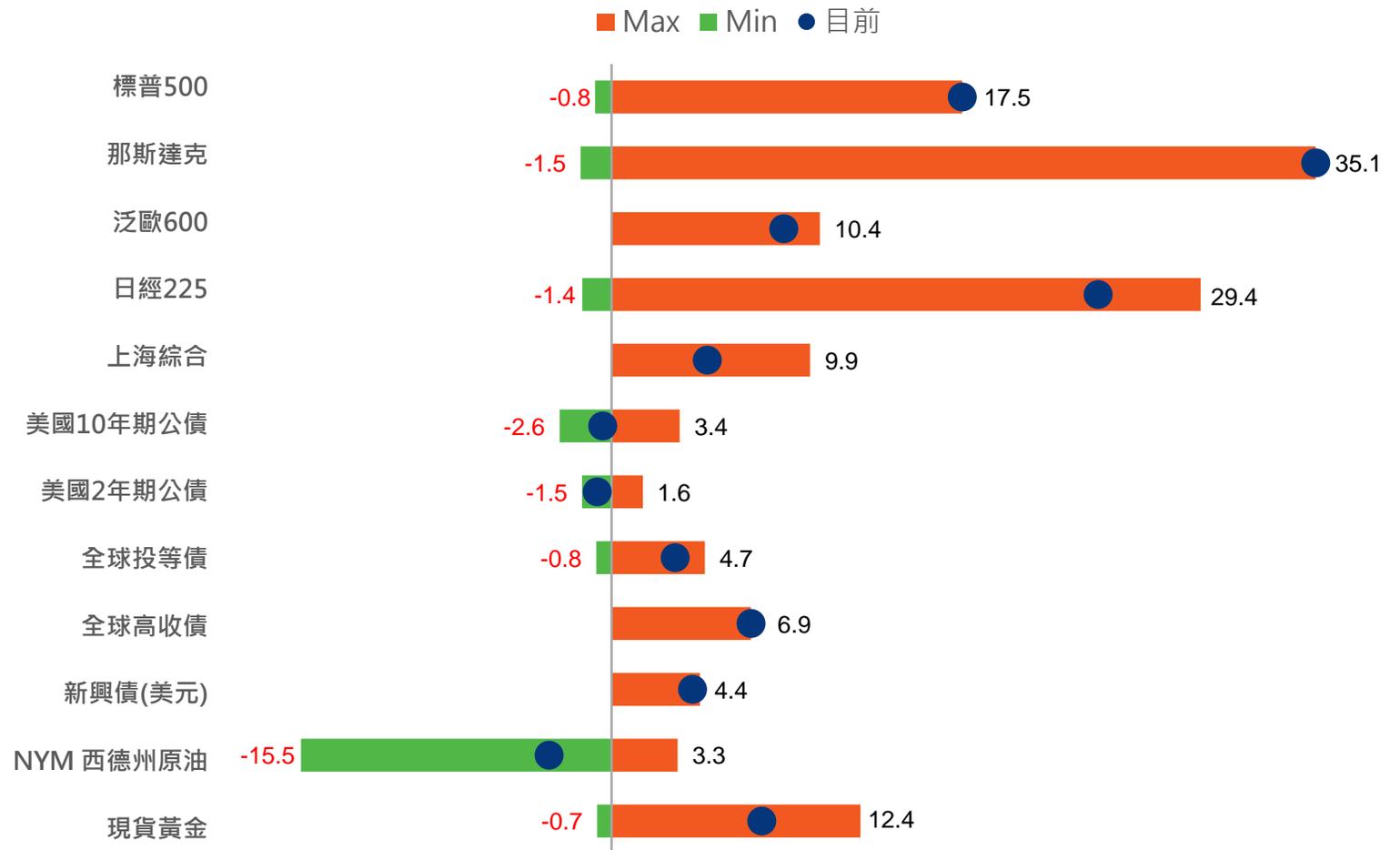


資料來源：Bloomberg，2023年7月14日

美國通膨明顯降溫，股市重拾漲勢，商品反彈

- ▶ 美國公布的6月份CPI、PPI都出現明顯降溫，甚至低於市場預期，強化投資人認為7月聯準會升息1碼後，將暫緩升息的預期，激勵全球股債市上漲。今年以來，科技股表現最佳，那斯達克指數漲幅高達35%，費城半導體指數更是大漲約50%，日股年至今漲幅約26%，近年罕見。美國長短天期公債殖利率從高位下滑，呈現小幅反彈，非投資等級債隨風險情緒改善，同步走高。
- ▶ 美國鷹派升息預期降溫，美元指數跌破100的重要關卡，激勵商品價格反彈，黃金從底點回升至1960美元/盎司。在中國公布6月原油進口量，較去年同期增加45%後，西德州油價持續走強，收在每桶77美元。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年7月14日

成熟市場

—— 60日線

標普500指數重拾漲勢，續創新高



那斯達克指數漲勢凌厲，上升趨勢未變



泛歐600指數重回季線，尋求支撐



日經225指數漲多拉回整理後，續往上攻



資料來源：Bloomberg · 2023年7月14日

新興市場與商品

60日線

上綜指數仍處於季線下方，整理醞釀



新興市場突破季線後急彈



黃金弱勢反彈，尋求站穩季線之上



西德州原油急拉突破季線，走勢轉強



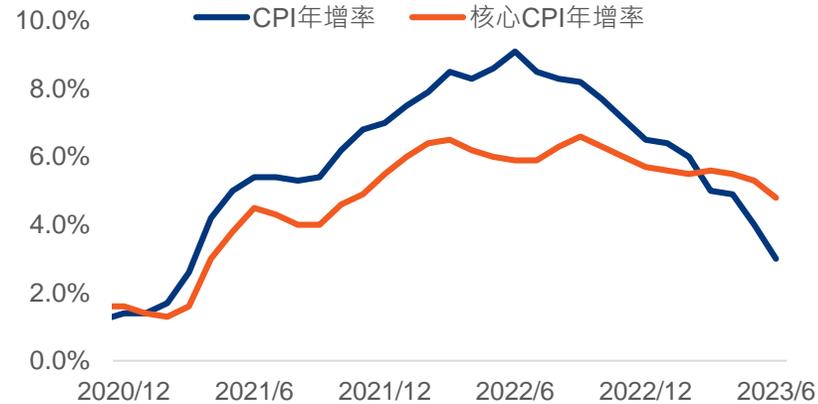
資料來源：Bloomberg · 2023年7月14日

熱門議題

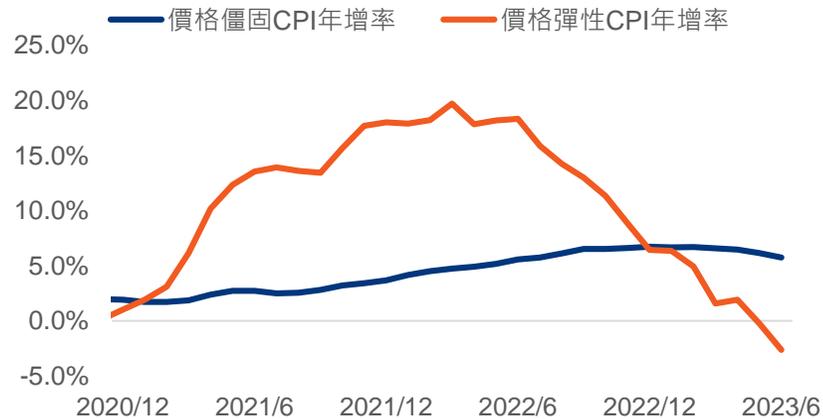
核心通膨回落步伐放緩，市場持續遞延Fed降息時點

- ▶ 6月份美國通膨數據雖然仍維持下滑態勢，CPI年增率受到基期因素影響大幅回落至3.0%，但觀察核心通膨可以發現放緩速度緩慢。若將CPI拆解成價格僵固與價格彈性，可以發現價格彈性CPI增速已由去年年中將近20%的水準翻向負值，但僵固性通膨回落緩慢，增速自高點下降不到1個百分點，在僵固性通膨、就業表現依舊強勁下，也使得近期Fed官員談話仍偏鷹派。
- ▶ 而觀察Fedwatch趨勢，對比一個月前的市場預估數據，可以觀察出目前儘管市場預期未來Fed升息空間僅有1碼，低於點陣圖預估，但在近期Fed持續澆熄市場降息預期下，市場預期降息時點已由今年12月遞延至明年3月，在利率高檔時間拉長下，更有利投資人獲取低檔布局投等債的機會。

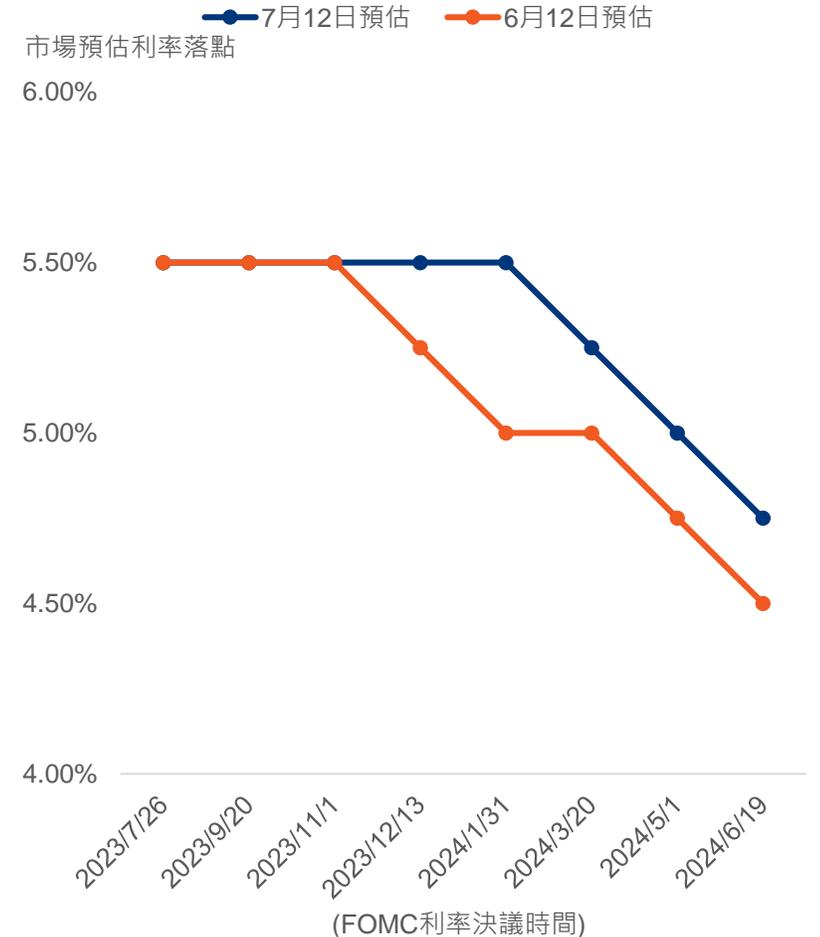
近期核心CPI放緩速度遠不及CPI



僵固性CPI難降是影響核心CPI主因



市場對於降息時點已由年底遞延至明年3月



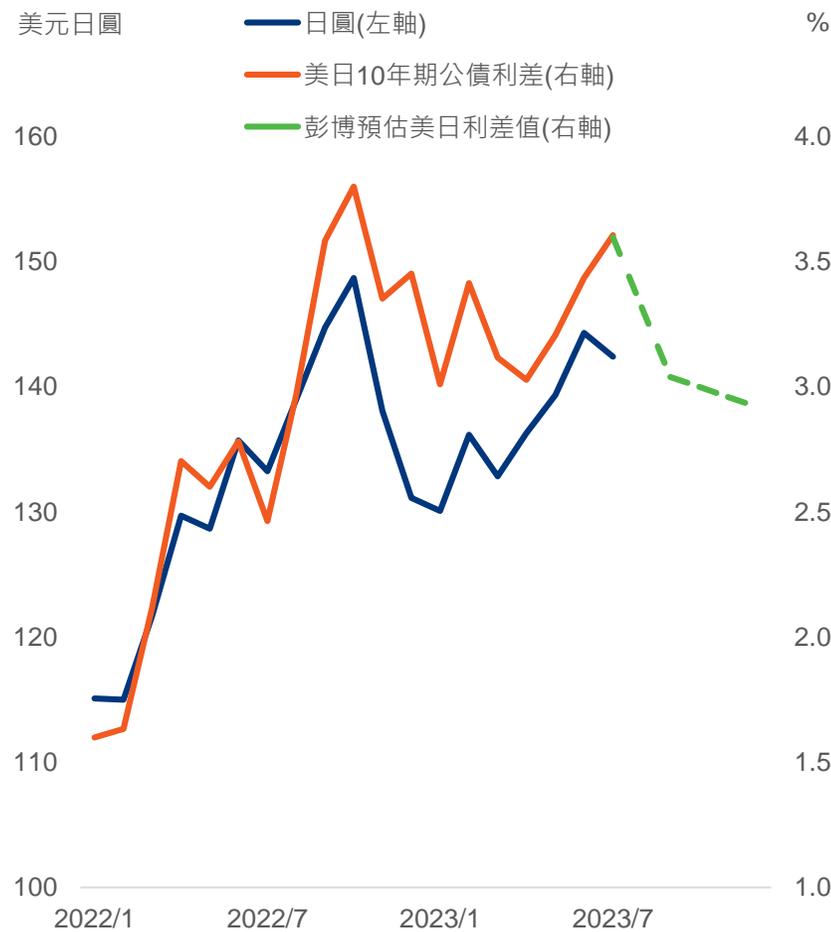
資料來源：Bloomberg、Fedwatch，截至2023年7月12日

美日利差收窄，日圓把握逢低換匯時機

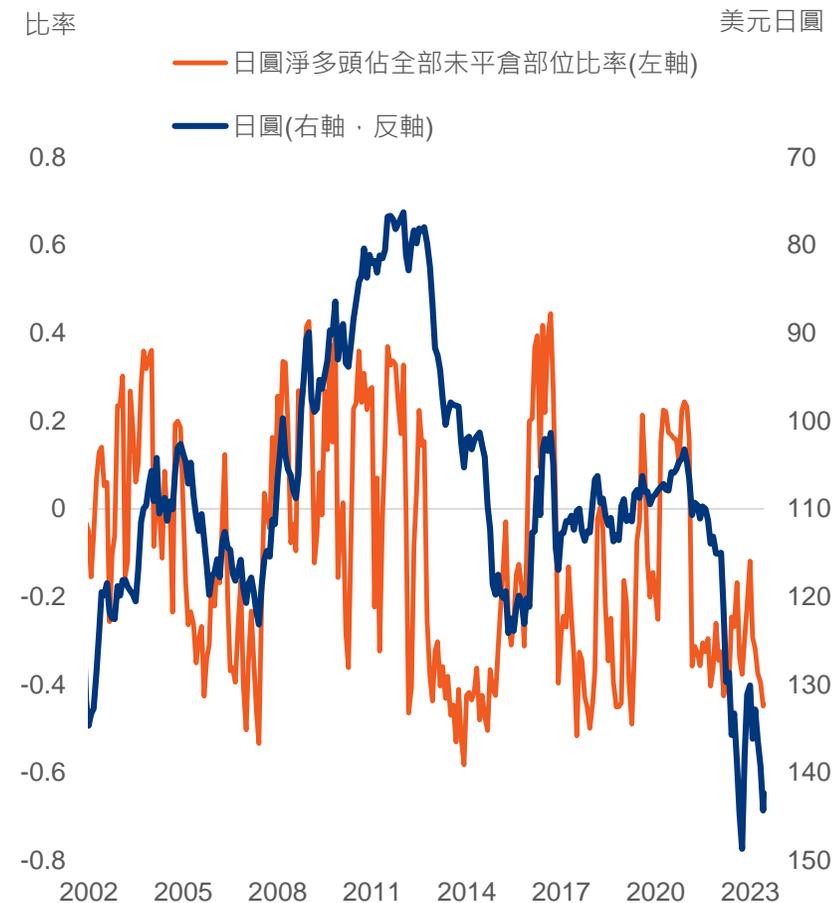
- ▶ 市場原本預期新任央行總裁植田和男將調整寬鬆貨幣政策，但植田現仍維持既有政策不變，帶動日圓套利交易興盛，並為全球金融市場注入資金活水，部分風險性資產因此受惠。即使外資大買日股，及赴日旅遊民眾大增，日圓仍偏弱主因，1)外資加碼日股採全額避險，使日圓有走貶壓力。2)日圓套利交易盛行，市場向日本借低廉資金、錢赴海外，賣出日圓力道大過於資金流入日本，3)日本金融機構加碼海外投資時，採無避險直接匯出，匯出資金帶動日圓不升反貶。
- ▶ 日圓受美日一年期交換利率利差走勢影響大，美國升息將觸頂，美日利差未來可能收窄，有助日圓升值。另，過去當日圓淨投機部位降至低點時，日圓將會反彈。料下半年日圓偏升，欲換匯民眾可把握現在便宜換匯點。

資料來源：Bloomberg

美日利差未來可能進一步收窄



淨投機部位探底通常有助偏弱日圓反轉回升



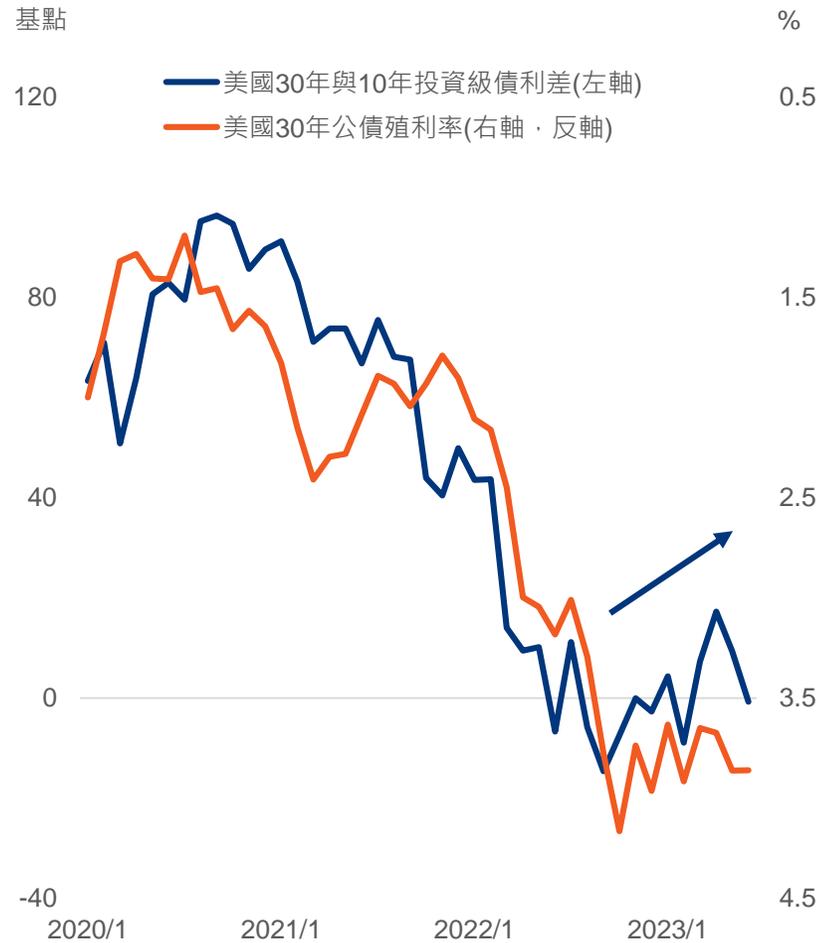
投資焦點

投資級債利率曲線見轉向，留意美債波動回升的投資機會

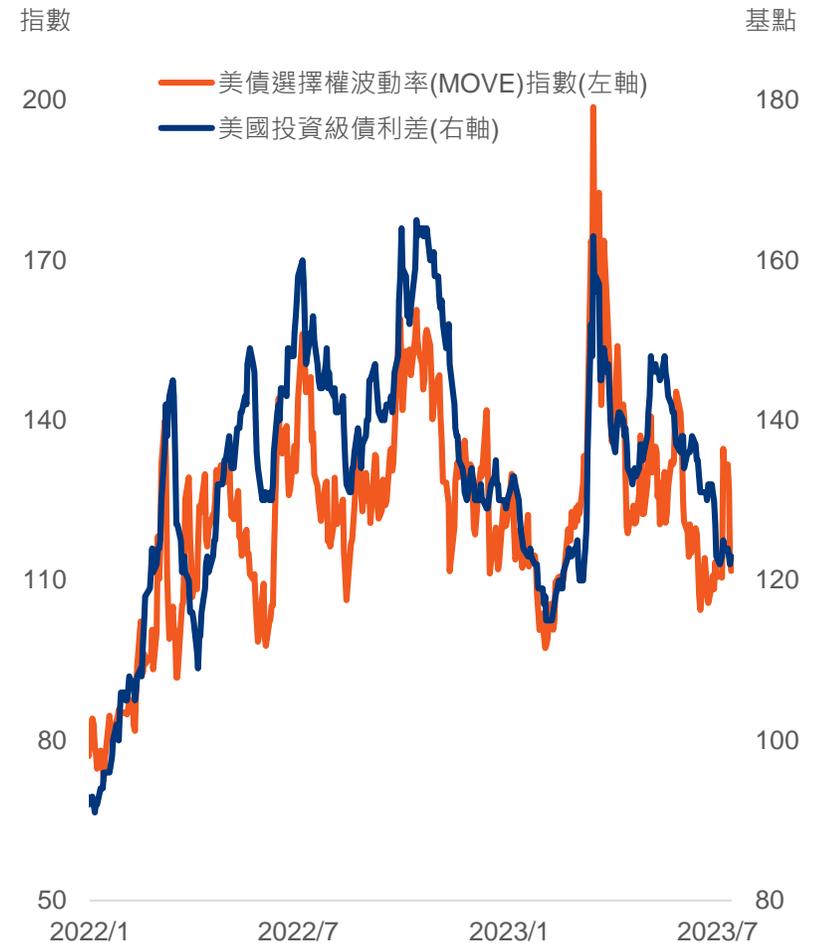
- ▶ 今年以來美國30年減10年投資級債利差開始轉趨正常化，主因：(1)美國長短期公債殖利率曲線仍為倒掛但7月開始轉向上發展，(2)儘管利率上升，但10年以上的債券供給卻增加，使曲線前端吸引力相對下滑。考量升息推動利率走揚，長短期利率曲線仍將平坦化，投資人可選擇20年以上債券把握長短期債券利差擴大投資機會。
- ▶ 美國就業市場強韌且通膨緩降，近期市場關注：(1)過往美債波動度與美國投資級債利差兩者多同向，但美國景氣溫穩且企業獲利築底預期，產生美債波動升溫，但利差未隨之走升。(2)美股與美國公債利率兩者近期轉為負相關。考量美國經濟仍具韌性，但高利率環境恐帶來景氣下行風險，後續若投資級債利差上行可視為較佳入場時機。

資料來源：Bloomberg

美國30年減10年投資級利率曲線轉趨正常化



美債利率波動起漣漪，聚焦與利差連動關係

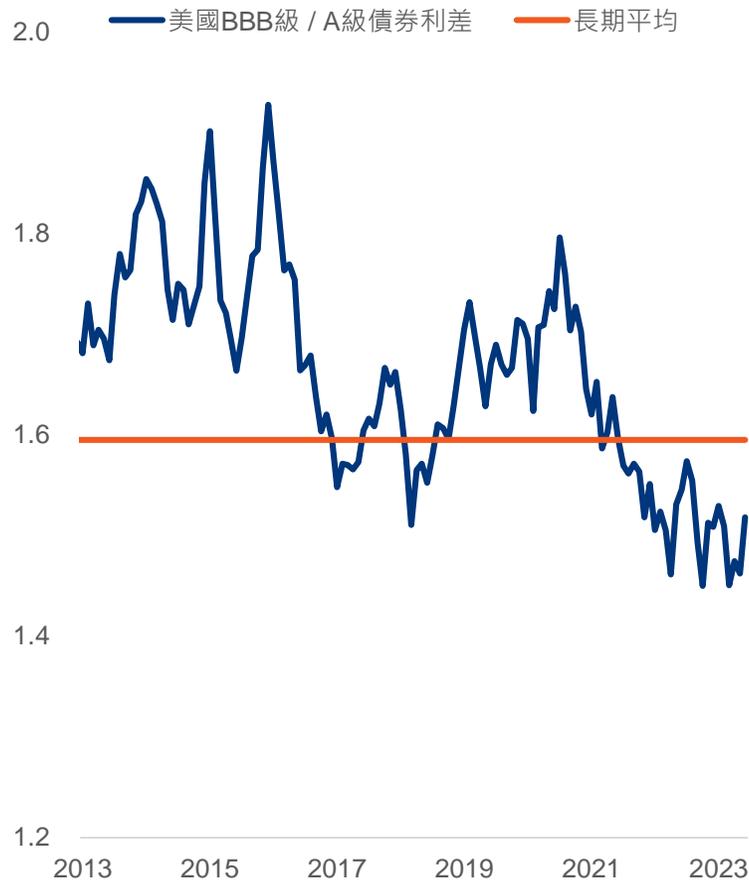


聚焦利差動態的投資選擇，持續關注企業債信變化

- ▶ 檢視今年以來BBB級/A級利差比率低於長期平均水準，但高於過去12個月相對低位，顯示美國穩健經濟成長、通膨緩降及具備耐心的聯準會，市場正對「金髮女孩」情境訂價，景氣數據支持美國企業債信體質，債券利差存收斂機會，但因利差比率顯示低信評的債券利差已相對偏貴，信用債投資人以高信評的投資級為首選，低信評債券仍須留意企業債信問題。
- ▶ 瑞士信貸事件緩解，可發現6月投資級企業的信評調升數持續增加，其中以銀行、醫療保健、媒體娛樂等產業較多，同時沒有被降評至非投資級者且有約47億美元的債券升評至投資級。投資人可留意票息充沛且展望正向的新發行債券，創造穩定現金流同時進行債息再投資，以累積長期財富。

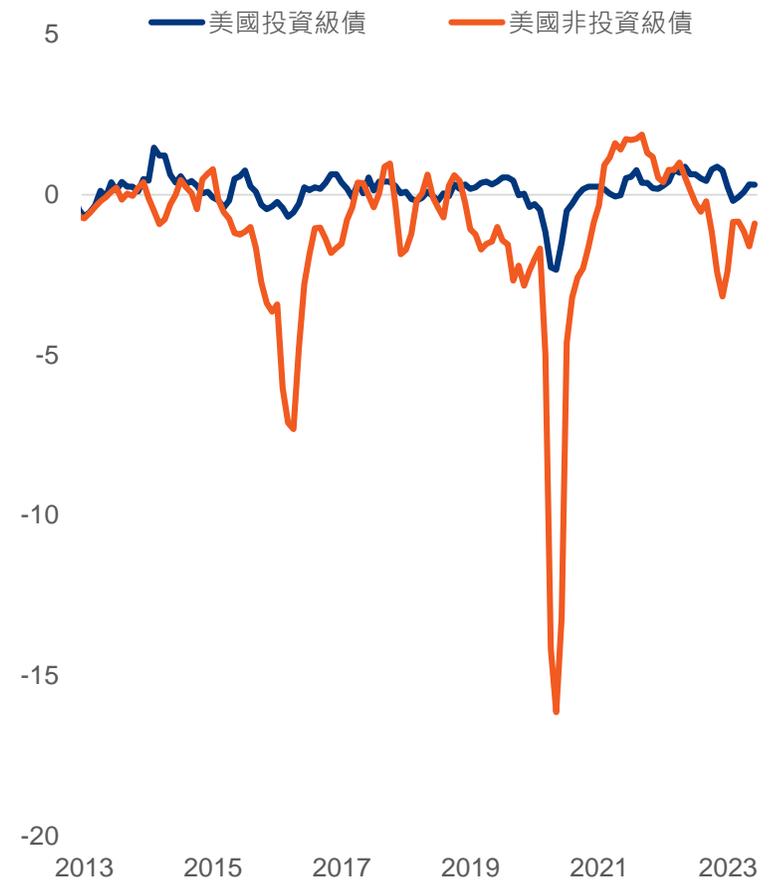
美國投資級債中，BBB級相對A級債券偏貴

利差比率，倍數



投資級企業升評仍高於降評，非投資級債則相反

信評移轉率*，%



資料來源：Bloomberg，*註：信評移轉率為企業升評數減降評數佔整體比例，為正值表示升評數大於降評數，為負值則為降評數高於升評數。

美債波動回升創造投資機會，留意信評A級以上長天期投資級債

單一債券					債券ETF		
公司名稱	美國國庫債券	美林私人有限公司	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	BAC 4.8 05/23/43	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	2043年5月23日	2053年5月10日	2053年5月17日	規模	39,705.12 (百萬美元)	6,700.00 (百萬美元)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Aaa/AAA/-	-/AA/-	Aaa-/AA+	A1-/A+	今年來報酬/ 近3年報酬	3.93% / -35.14%	5.79% / -19.69%
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	4.80% / 月配	4.85% / 半年配	5.00% / 半年配	類型分布	1. 國庫券 99.36% 2. 現金或衍生性產品 0.64%	1. 工業 69.80% 2. 金融 16.50% 3. 公用事業 12.60%
YTM/YTC(%)	3.80 / 3.80	4.80 / 4.85	4.49 / 4.48	4.68 / 4.68	30天SEC 收益率(%)	3.92	5.62
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。	為美國銀行旗下子公司，主要從事信託服務並為私募型商品提供服務。母公司美國銀行為成立118年歷史的美國境內第二大銀行，也是全球系統重要性銀行成員之一。	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 10.97% 2. Treasury Bond 8/15/2051 7.74% 3. Treasury Bond 11/15/2050 6.83% 4. Treasury Bond 2/15/2049 6.38% 5. Treasury Bond 11/15/2051 5.60%	1. Anheuser-Busch InBev 0.44% 2. Boeing Co. 0.27% 3. AT&T Inc. 0.26% 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7月14日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年7月14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7月12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。美股將優於循環性較強的歐股與新興市場，美股評價有撐，預估大盤震盪向上。建議以防禦型、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，拉回加碼方式長期布局，非美地區的日本回檔布局。 	<p>策略風格：成長型、防禦型、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、科技</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通膨持續緩降，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。此外，過去每當日圓淨投機部位降至低點時，日圓就會反彈，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

July 2023

<p>10 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國6月CPI月增率 (實際:-0.2% 預估:0.0% 前值:-0.2%) 中國6月CPI年增率 (實際:0.0% 預估:0.2% 前值:0.2%) 中國6月PPI年增率 (實際:-5.4% 預估:-5.0% 前值:-4.6%) 	<p>11 Tuesday</p>	<p>12 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月核心CPI月增率 (實際:0.2% 預估:0.3% 前值:0.4%) 美國6月CPI月增率 (實際:0.2% 預估:0.3% 前值:0.1%) 美國6月CPI年增率 (實際:3.0% 預估:3.1% 前值:4.0%) 	<p>13 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月PPI月增率 (實際:0.1% 預估:0.2% 前值:-0.4%) 美國初請失業金人數 (實際:237K 預估:250K 前值:249K) 	<p>14 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國7月密西根大學消費者預期指數 (預估:61.8 前值:61.5) 美國7月密西根大學消費者信心指數 (預估:65.5 前值:64.4)
<p>17 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國6月工業生產指數年增率 (前值3.5%) 中國第二季GDP年增率(前值:4.5%) 中國6月失業率(前值:5.2%) 	<p>18 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國6月零售銷售月增率(前值:0.3%) 美國6月核心零售銷售月增率 (前值:0.1%) 美國6月工業生產月增率(前值:-0.2%) 	<p>19 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐洲6月CPI年增率 (預估:5.5% 前值:6.1%) 美國6月建築許可(前值:1.496M) 	<p>20 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國7月費城聯儲製造業指數 (前值:-13.7) 美國6月成品房銷售(前值:4.30M) 	<p>21 Friday</p>

資料來源：Investing.com

企業財報行事曆

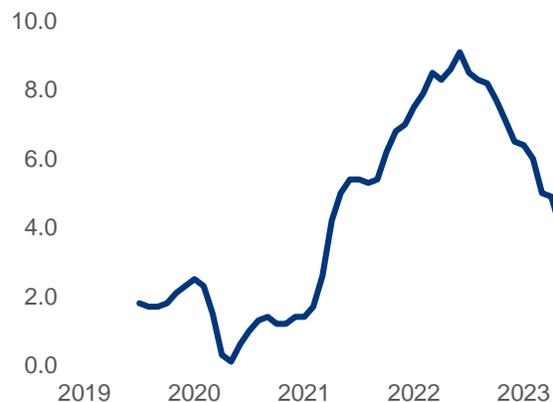
► July 2023

3 Monday	4 Tuesday	5 Wednesday	6 Thursday	7 Friday
10 Monday	11 Tuesday	12 Wednesday	13 Thursday • PEP、PGR	14 Friday • WFC、JPM、UNH、BLK、C
17 Monday	18 Tuesday • PNC、BAC、MS、PLD、SCHW、LMT	19 Wednesday • USB、GS、ELV	20 Thursday • NFLX、IBM、JNJ、PM、ABT、CCI、TSLA、TFC、MMC、NEM	21 Friday • ISRG、SLB、AXP、CSX
24 Monday	25 Tuesday • DHR、GE、VZ、NEE、RTX、MMM、MCO、SHW	26 Wednesday • GOOGL、MSFT、TXN、V、T、CB、KO、CME、UNP、BA、GD、ADP、WM、TMO	27 Thursday • BSX、NSC、META、AEP、NOW、LRCX、BMY、CMCSA、HCA、MCD、AMT、ABBV、MA、EW、NOC、KDP、LIN、HON	28 Friday • CNC、PG、CHTR、CVX、XOM、AMZN、INTC、CL、MDLZ、TMUS
31 Monday				

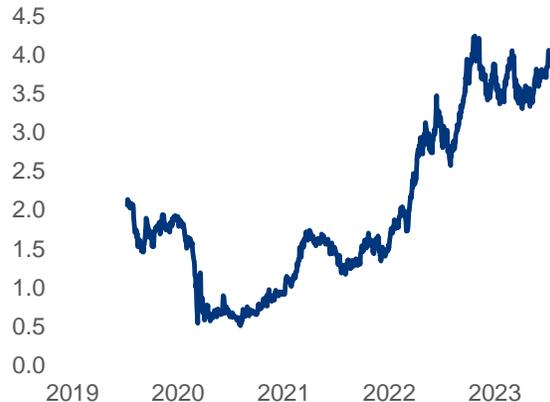
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：為標普前30%市值企業所公布之財報行事曆

附錄

美國物價指數年增率(%)



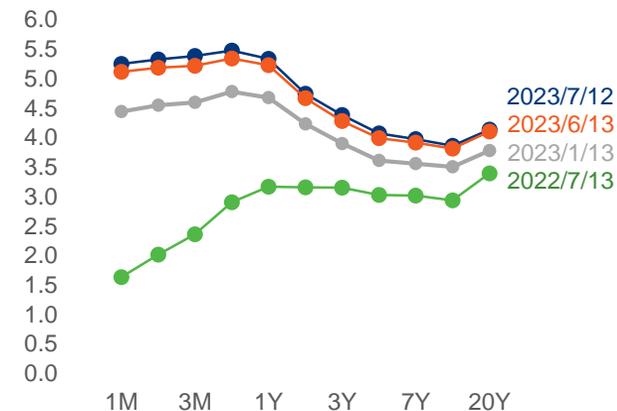
美國10年期公債殖利率(%)



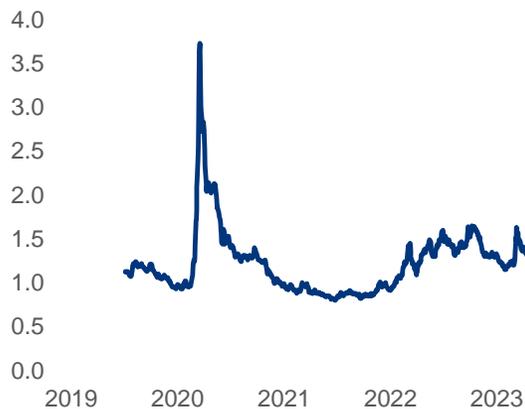
美國公債利差(bps)



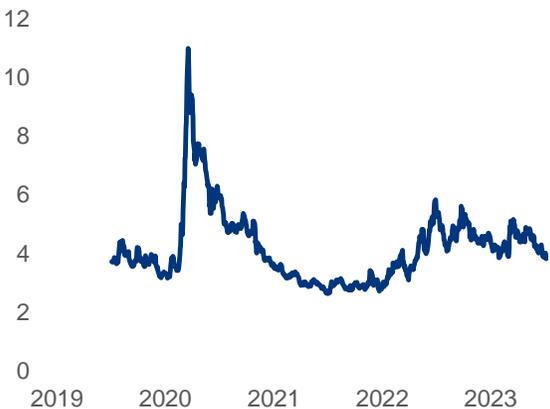
美國公債殖利率曲線(%)



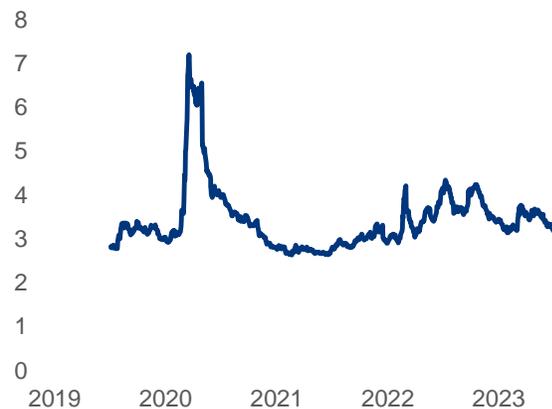
美元投資級公司債利差(%)



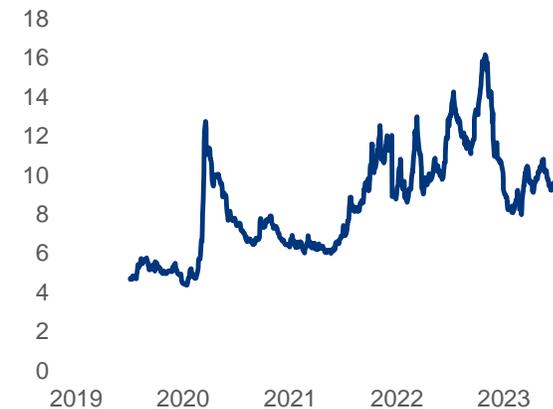
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



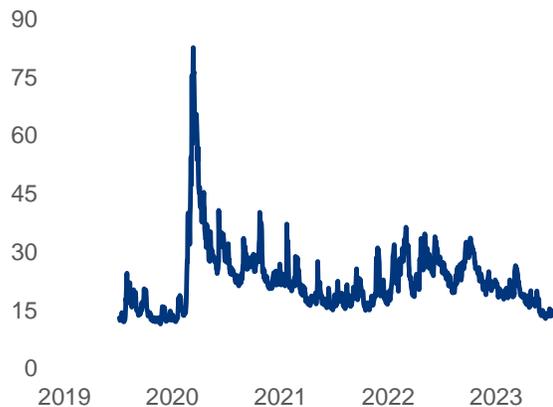
美元亞洲非投資級債利差(%)



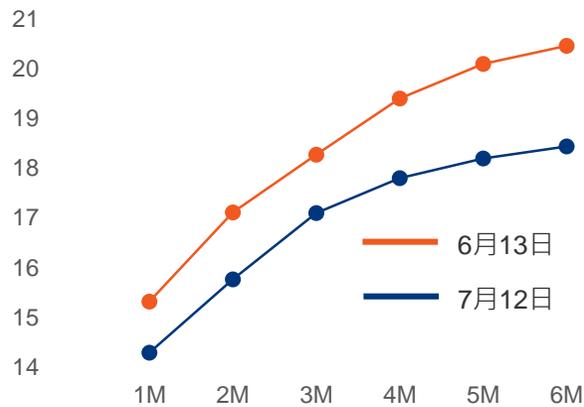
資料來源：Bloomberg · 2023年7月13日

附錄

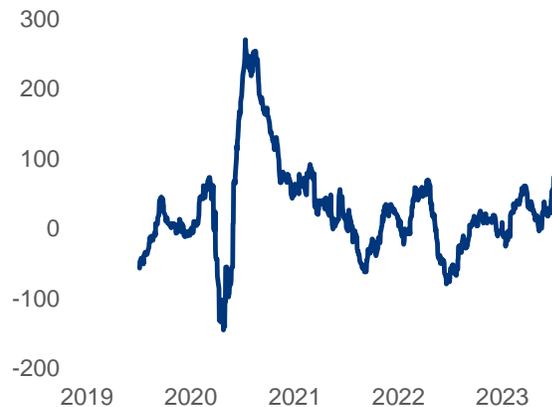
VIX指數



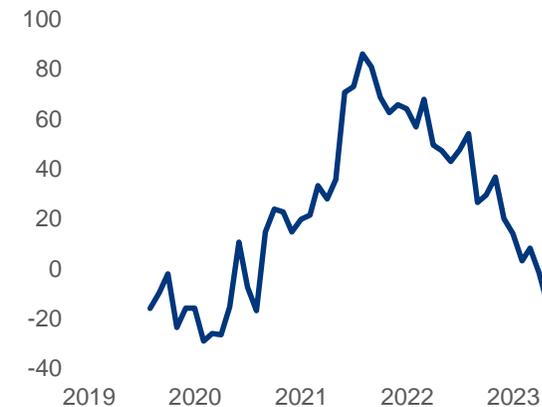
VIX期間結構



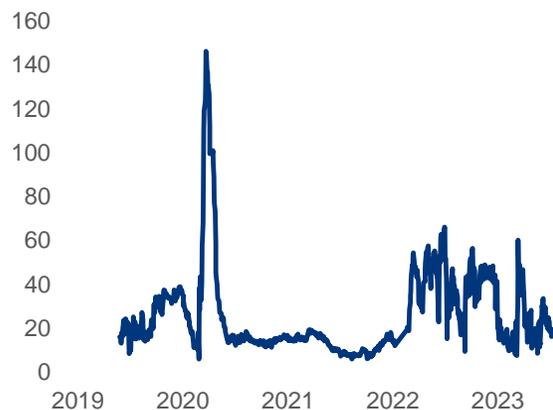
美國花旗經濟驚奇指數*



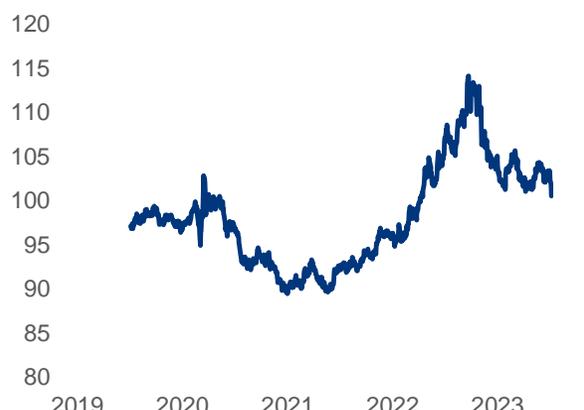
美國花旗通膨驚奇指數*



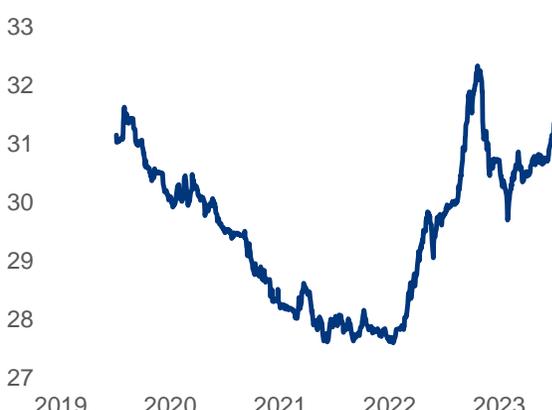
Ted利差(bps)



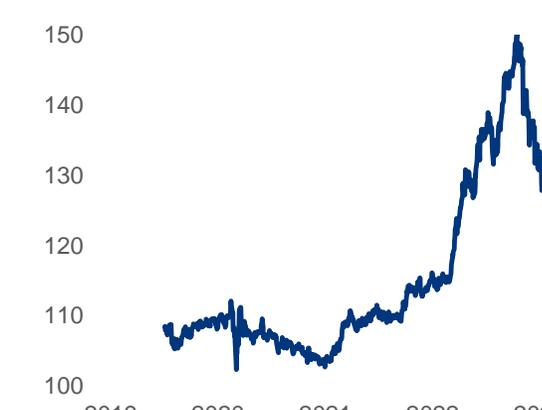
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年7月13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。