



凱基證券

發債大月將至 是美債風險還是機會？

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年8月18日

本週焦點圖表

美國零售銷售佳，工業生產優於預期，關注訂單存貨指標

01 市場回顧

數據與事件好壞互見，
投資人情緒隨之起舞

02 熱門議題

- 中國景氣持續放緩，靜待政策發酵支持經濟復甦
- 特斯拉於中國降價，競爭加劇打擊車廠淨利

03 投資焦點

美企業進入發債大月，
趁機把握好息找新券

04 重要數據預告

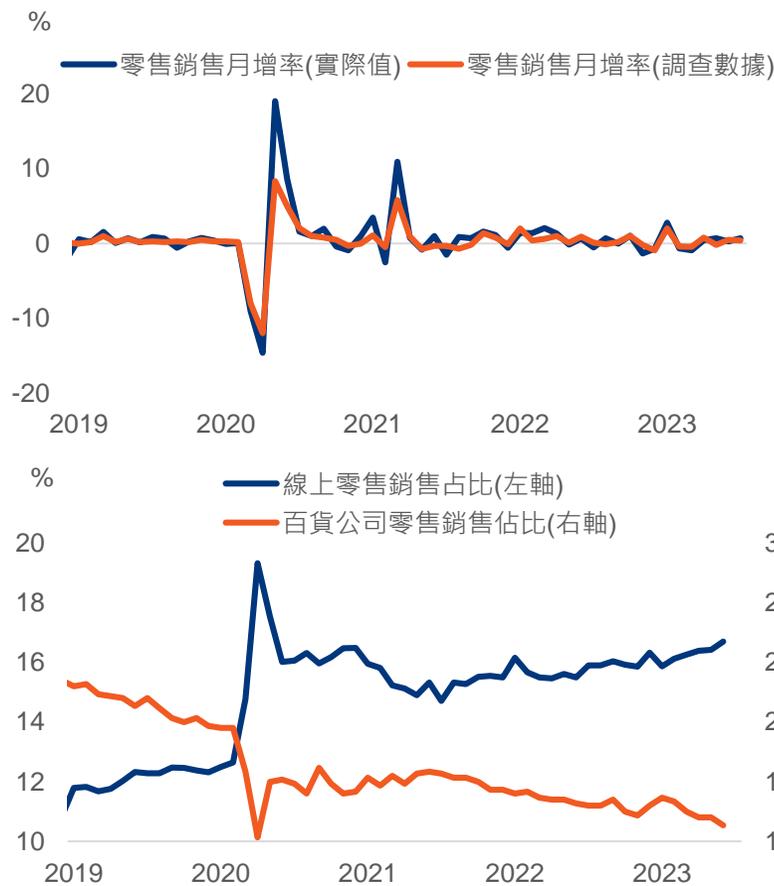
美國、歐洲製造業PMI、
美國新屋銷售&耐久財訂單、
Jackson Hole全球央行年會

美國零售銷售佳，工業生產優於預期，關注訂單存貨指標

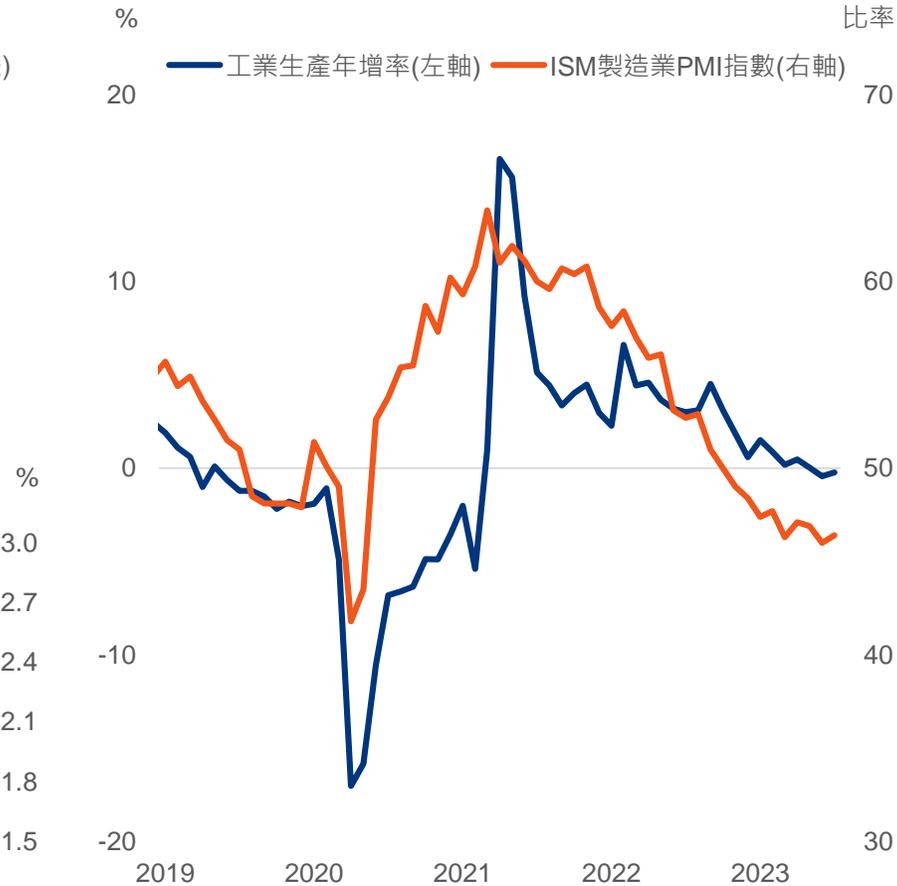
- ▶ 美國消費者持續有感高利率和物價上揚壓力，開始囤積必需消費品且在亞馬遜會員優惠日帶動下，透過線上消費使用「先買後付」支付服務，疊加旅遊與娛樂支出增加，7月美國零售銷售優於預期。考量就業仍強支持整體消費支出，然平均所得以下民眾持續消耗超額儲蓄，借貸成本上揚加重家庭財務壓力，待夏季旅遊需求消退，最快今年秋季消費可能出現降溫。
- ▶ 鑒於近期全球氣候高溫炎熱，推升電力需求與供應，輔以車廠提高產量，7月工業生產月增1%優於預期且產能利用率從前月78.6%升至79.3%，顯示第三季開始工業生產活動有所改善，與近期整個經濟維持溫和成長的狀況相符。考量ISM製造業PMI仍處榮枯水位下方，後續關注製造業新訂單及存貨指標動向。

資料來源：Bloomberg

7月美國零售銷售仍佳，線上消費為主要動能



企業生產活動回穩，關注新訂單與存貨指標動向

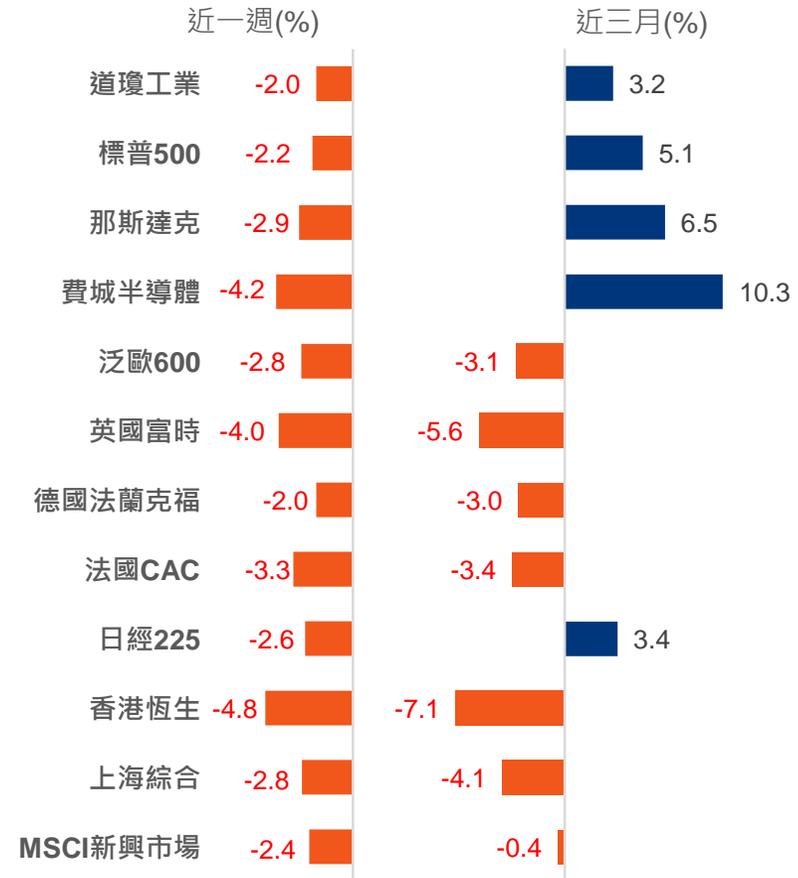


市場回顧

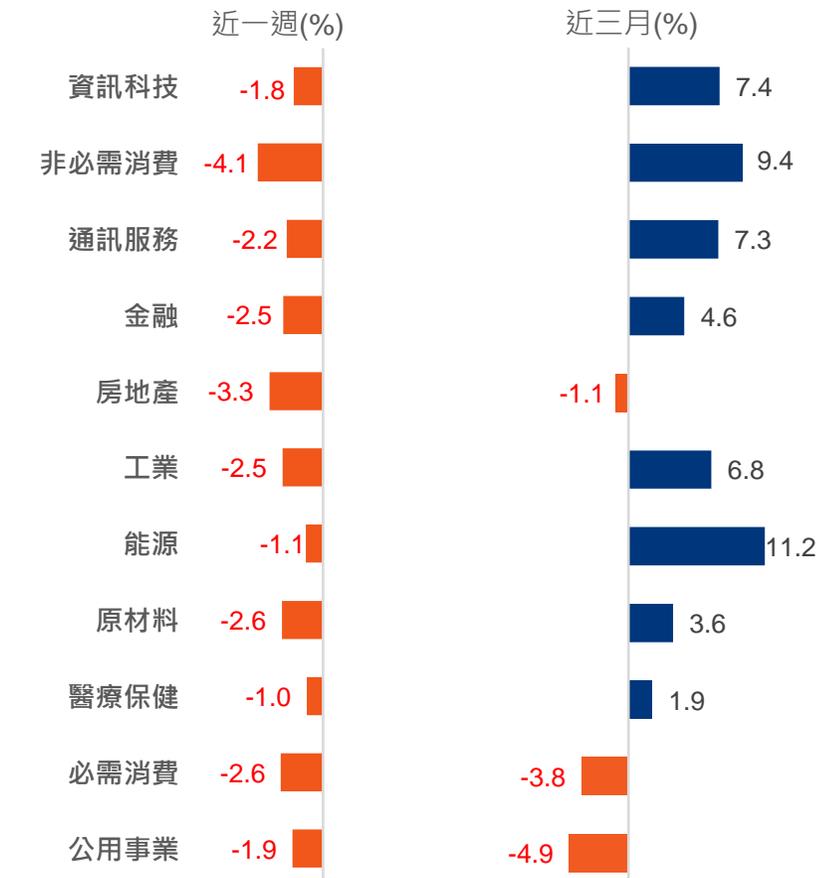
Fed論調仍偏鷹，惠譽示警銀行業，風險趨避濃，股市走跌

- ▶ 美國經濟數據仍強，削弱景氣衰退預期，聯準會會議紀要釋出維持鷹派政策可能性，投資人風險趨避情緒濃烈，近週全球股市持續呈現獲利了結賣壓，美股以科技股跌幅顯重。中國房地產危機持續延燒，疊加中國經濟數據持續下行，陸、港股表現疲軟。
- ▶ 特斯拉重啟價格戰，本週兩度調降中國電動車售價，股價走弱拖累非必需消費類股表現。美公債殖利率持續走揚，房地產表現承壓，同時打擊科技股評價與股價表現，市場靜待AI類股龍頭輝達財報公布。信評機構惠譽警告可能調降美國銀行業信評，金融類股表現亦弱。投資人風險偏好降溫，防禦型產業如醫療保健股跌幅較小，另受到原油庫存下滑形成油價支撐，能源股亦為各產業跌幅相對較低者。

各地區指數表現(%)



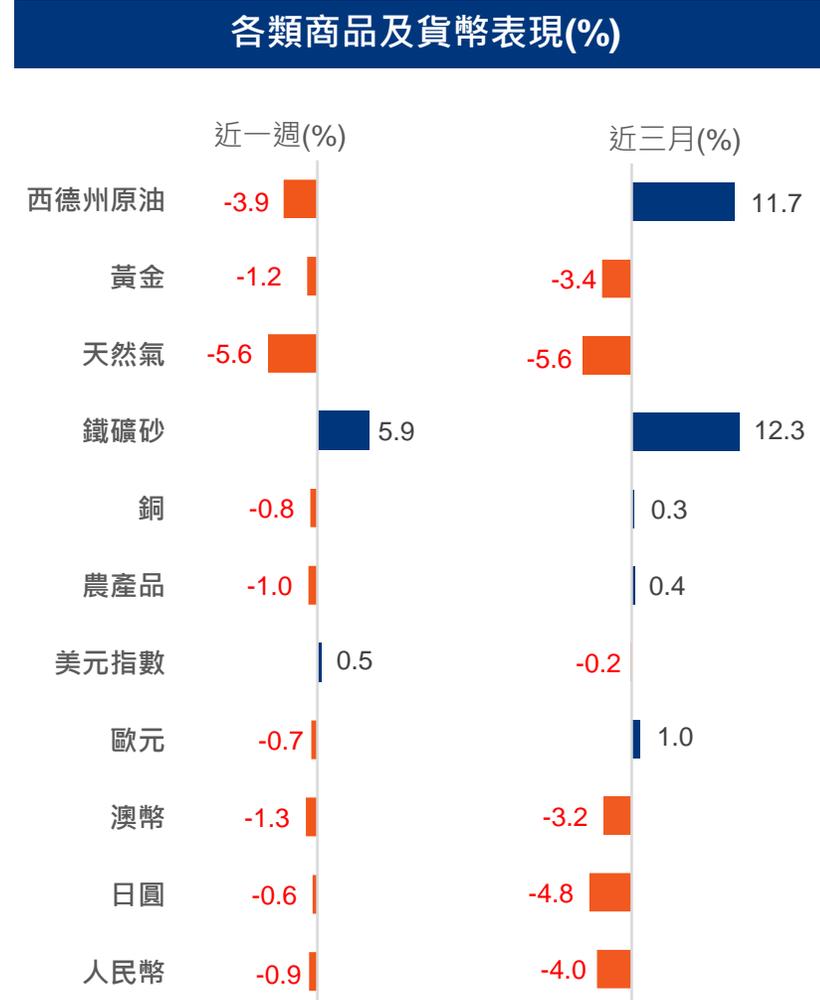
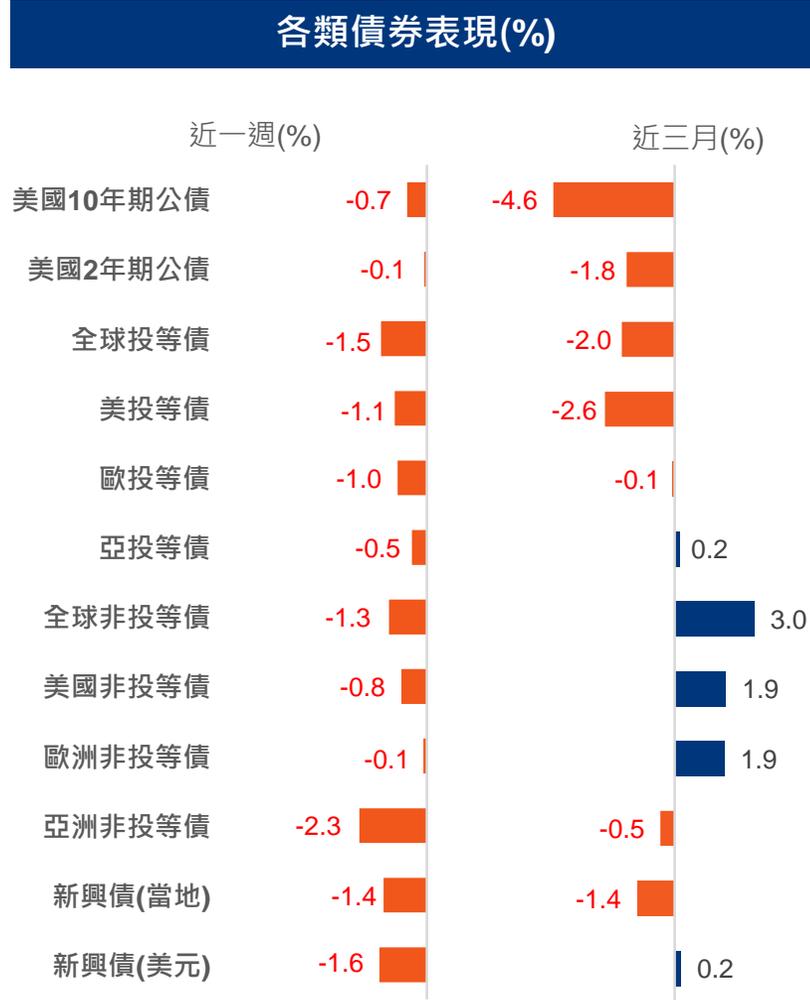
各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2023年8月18日

經濟數據強勁，Fed會議仍鷹推升美債利率，供需結構調整支持油價表現

- ▶ 聯準會會議紀要顯示，官員擔憂通膨難消並暗示可能會繼續升息，推升美國10年公債殖利率回到2008年高位，美國公債價格續弱，同樣拖累投等債表現。中國大型地產違約風暴持續蔓延，亞洲非投等債與新興債表現走弱。後續關注Jackson Hole全球央行年會上鮑威爾對經濟前景談話，一窺Fed貨幣政策潛在動向。
- ▶ 人行降息救經濟，激勵鐵礦砂價格回升。Fed會議紀錄偏鷹，然美國石油協會(API)公布上週原油庫存減少619萬桶，另美國能源資訊署(EIA)公布上週庫存下降596萬桶，庫存降幅高於市場預期，能源價格近一週先跌後漲。投資人風險偏好轉趨保守，避險需求支持美元偏強，疊加美債利率上行，金價表現承壓。

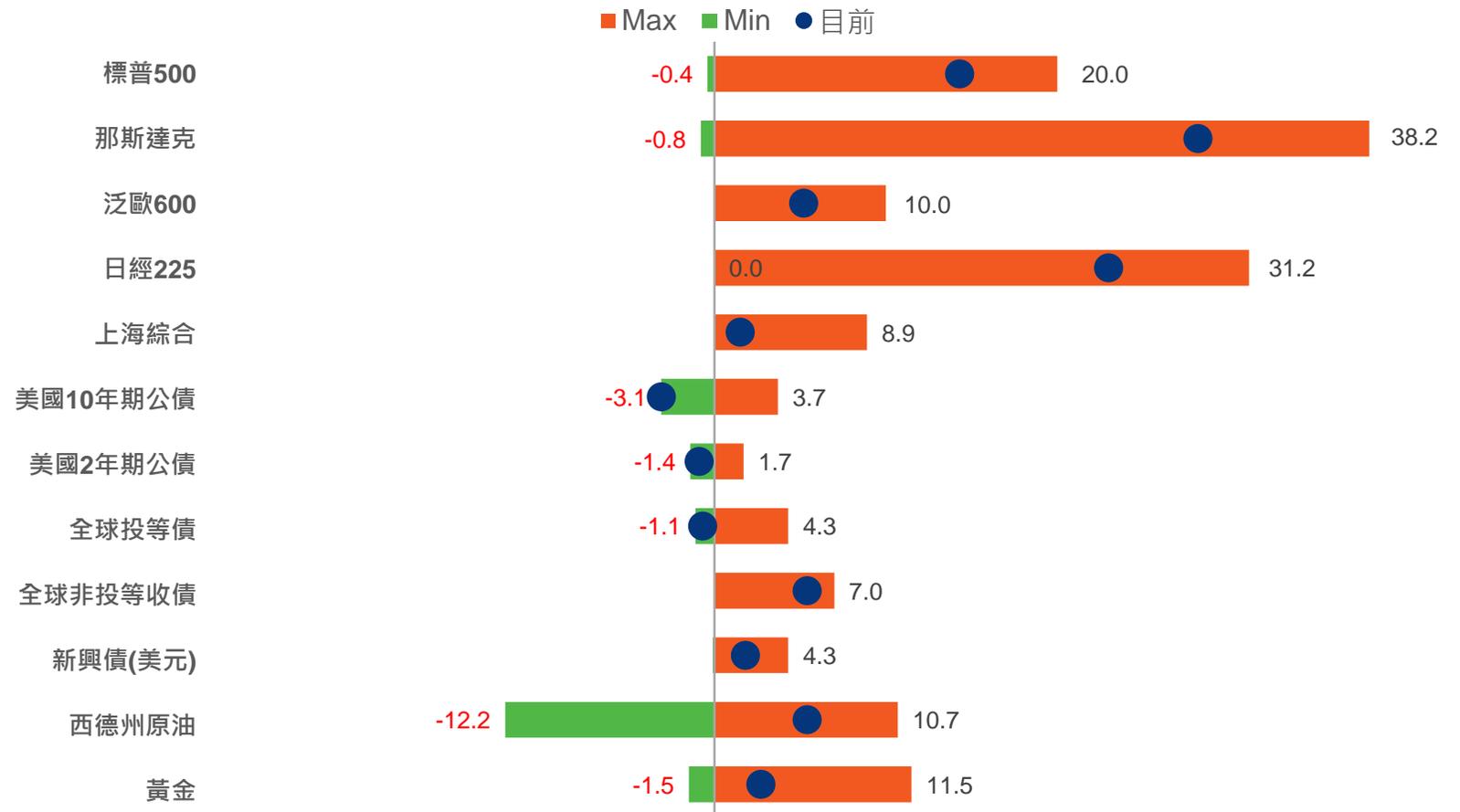


資料來源：Bloomberg，2023年8月18日

美國公債殖利率攀升，引發市場擔憂，股債同步修正，美債創今年新低

- ▶ 儘管今年來美國通膨續降與景氣優於預期，但近期美債標售狀況不利，信評機構調降美國公債評等，使得美國股市高檔持續修正，美債部分，10年與2年期公債殖利率創高，報酬創今年來最差表現。避險情緒攀升情況同步壓抑全球股市表現。歐、日持續高檔修正外，中國受到經濟數據疲弱，大型房地產商可能出現違約風險影響，全年表現受到壓抑。全球非投資級債因受惠高孳息，且今年發生衰退風險降低，公司信用支撐價格相對持穩。
- ▶ 油價創今年4月來高點後回落，由於第三季供需仍緊，西德州原油價格支撐在80元水平。美國公債利率上升至今年高位，疊加美元指數高位整理，金價呈短線整理格局。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年8月18日

成熟市場

60日線

標普500指數漲多拉回跌破季線支撐



那斯達克指數同步漲多拉回，跌破季線支撐且有跳空缺口



泛歐600指數出現較大修正，回落季線之下



日經225指數隨全球股市回檔，跌破季線支撐將守上升通道下緣



資料來源：Bloomberg · 2023年8月18日

新興市場與商品

60日線

上綜指數修正跌破季線出現跳空缺口，指數跌破短期前低



新興市場跌破季線，底部支撐區收下引線



黃金價格走勢偏弱，測試1,900美元支撐關卡



西德州原油創高回落，測試80美元整數關卡



資料來源：Bloomberg，2023年8月18日

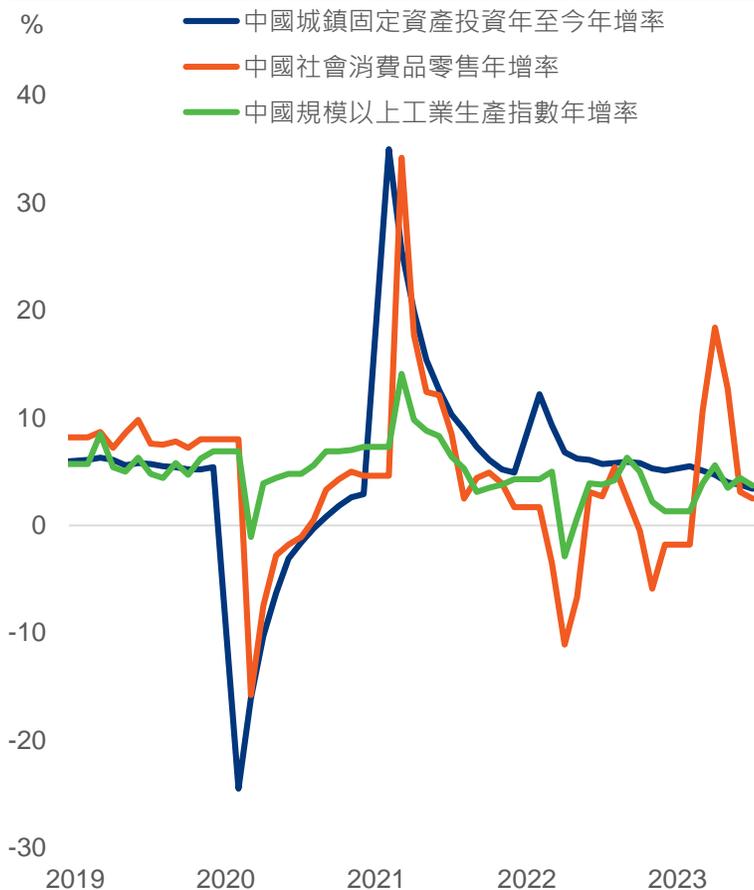
熱門議題

中國景氣持續放緩，靜待政策發酵支持經濟復甦

- ▶ 中國景氣持續疲軟，7月工業生產年增3.7%低於前月，消費品零售年增速放緩至2.5%。固定資產投資年增速從今年上半年的3.8%放緩至3.4%。因積弱不振的房市蓋過夏季旅遊旺季消費利多，中國恆大集團傳出在紐約聲請破產保護，中國政府有望針對北上廣深四大一線城市進行地產調控政策，若大型房企債務問題獲解決才有能重建市場信心。
- ▶ 中國政府推出促進消費和提振樓市新政，兌現支持經濟的承諾，本週人行下調中期借貸便利(MLF)利率15個基點至2.5%及下調7天期逆回購利率10個基點至1.8%，金融狀況雖有寬鬆，利差因素讓人民幣匯率持續走貶，另檢視新增貸款和社會融資規模續降，凸顯家庭和企業信貸需求疲軟，顯見中國經濟仍待更多政策來支持。

資料來源：Bloomberg

中國經濟活動持續趨緩



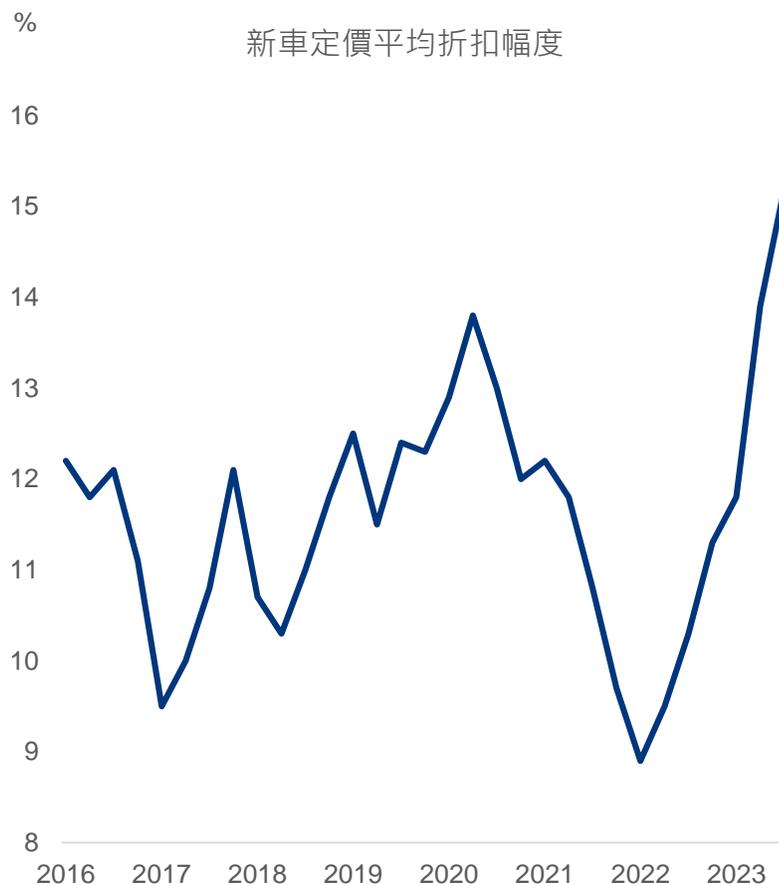
中國緩步調降利率，但社融規模仍待回升



特斯拉中國境內車款降價，競爭加劇進一步打擊中系車廠淨利

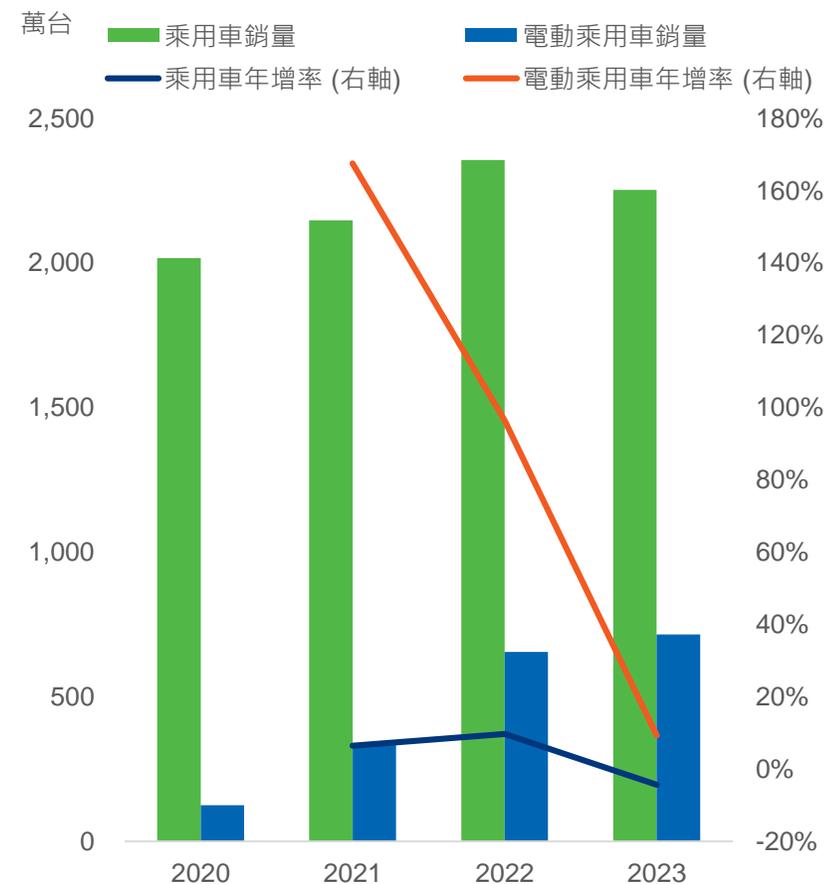
- ▶ 特斯拉中國下調境內Model Y長續航版價格降幅4.5%，高性能版降幅3.8%。價格戰消息一出，引發比亞迪為首的電動車廠股價大跌。暗示中國汽車消費動能快速下滑，各大品牌紛紛降價求售。根據中國汽車製造協會統計，7月底，全汽車產業價格折扣15.2%，創2016年以來歷史新高。
- ▶ 統計今年1至6月數據，若全行業汽車銷量放大至全年，預計將邁入衰退，相對於去年全年尚有10%成長率，表現令人失望。另外，主導車用成長的電動車增幅大幅降低，從2022年成長96%，今年可能僅剩下單位數成長，預估目前的削價競爭可能對未來產業淨利造成衝擊，尤其中國整車廠部分衝擊最大。

中國新車定價平均折扣，今年以來快速上漲創高



資料來源：J.P. Morgan

總乘用車銷量今年預估年減，電動車增速大跌



資料來源：中國汽車製造協會
註：2023年資料預估採用1至6月資料等比例放大至全年

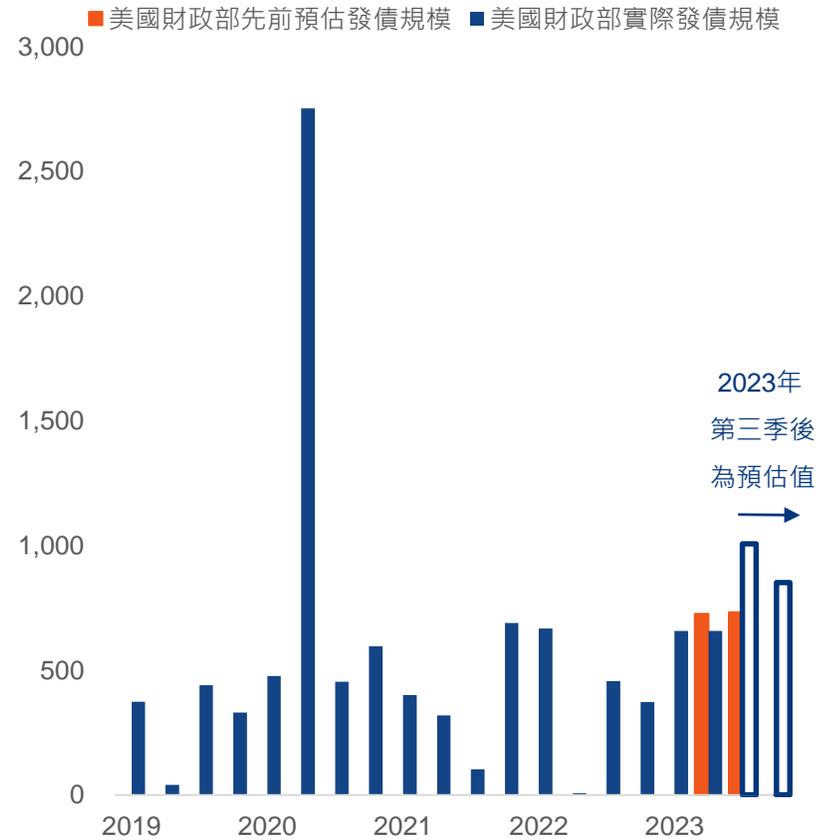
投資焦點

美國財政部增發公債，關注經濟數據變化與利率動向

- ▶ 受財政預估收入減少與支出增加影響，美國財政部預估今年第三季將舉債1兆美元，美國財政部為擴大舉債收回資金，恐加劇市場流動性收緊與利率上行壓力引發投資人擔憂，然而聯準會的隔夜逆回購工具(ON RRP)部位從2.2兆降至1.8兆美元，顯示公債的高利率吸引部分貨幣市場資金撤出逆回購工具轉向買入新發行公債，讓市場流動性不至於過度緊張，後續關注貨幣市場基金、Fed逆回購工具部位與縮表下降速度。
- ▶ 回測過往10年美國公債發債量與債券表現兩者關聯性並不顯著，反而是美公債利率動向對債券價格影響較大。儘管信評機構惠譽降評，考量高孳息對保守投資人仍具吸引力，後續留意通膨與就業等經濟數據變化。

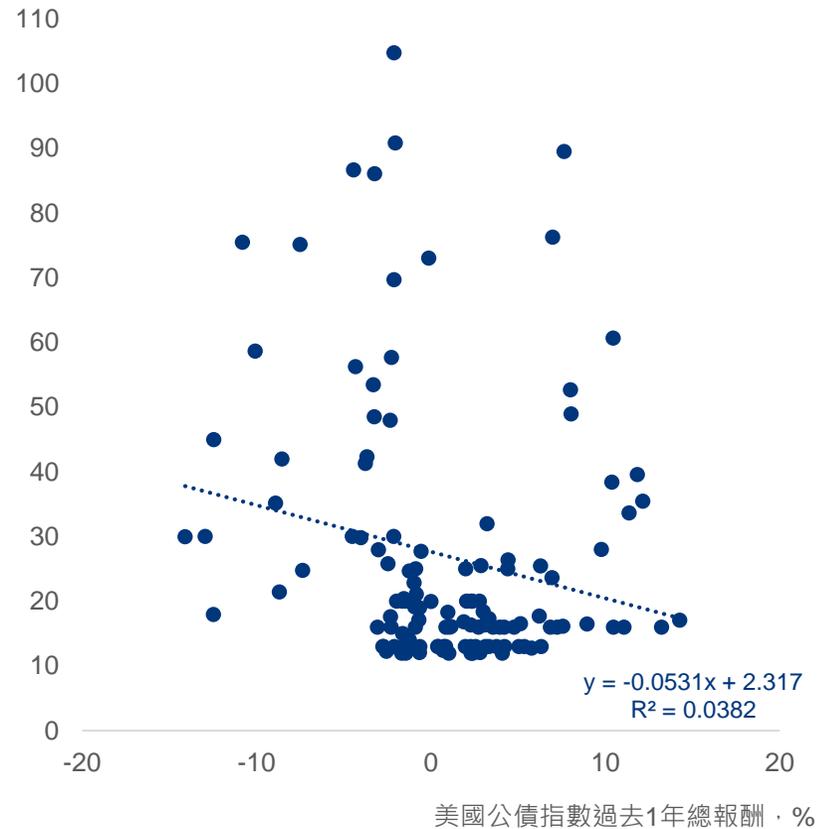
美國財政部預估第三季將發行公債逾1兆美元

10億美元



美公債過去報酬跟美國政府發債多寡相關性低

美國公債單月發行量，10億美元



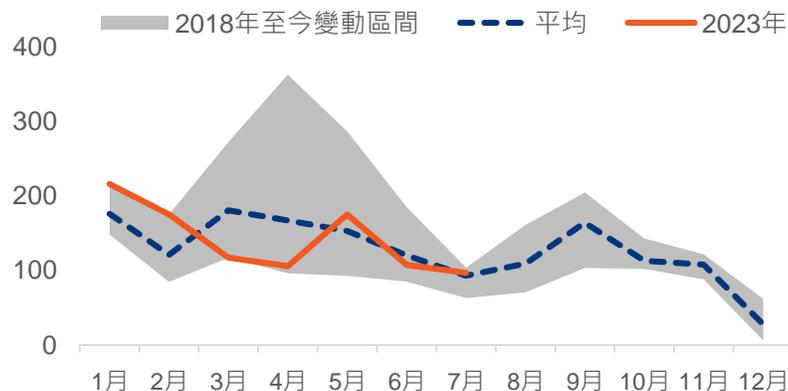
資料來源：Bloomberg

美國信用市場將進入發債大月，趁機把握好息找新券

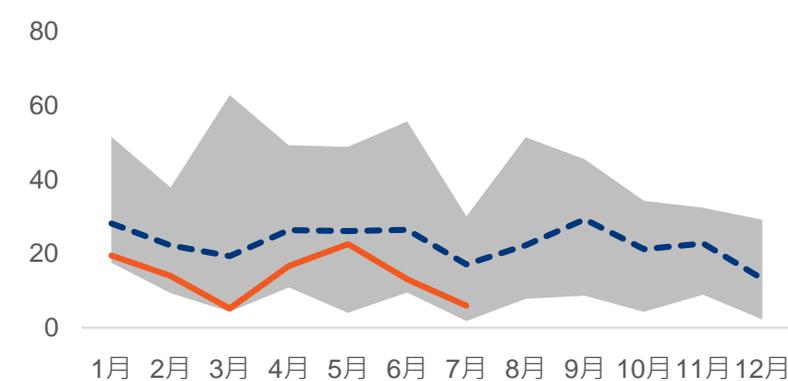
- ▶ 檢視過去美國企業發債狀況，通常9月份屬季節性的發債大月，今年以來美國投資級企業持續發債，單月發債量已回到過往平均水準，但非投資級債因較緊俏的融資環境與舉債資金成本高昂，整體發債量仍處過去5年相對低位，考量高利率環境雖不利企業再融資，卻有利於投資人布局債信體質強健的龍頭公司，可趁機把握大型企業新發行的高票息債券。
- ▶ 今年以來美國信用債利差持續收斂至近一年低位，檢視美國信用債利差占殖利率比例亦來到10年低位。儘管當前美國經濟表現優於預期，然利差收斂空間雖存但已相對有限。考量市場持續反映著經濟軟著陸預期，投資人可採取高、低信評的槓鈴策略，減緩投組波動同時把握優質孳息機會。

美投資級企業持續發債，但非投資級低於平均

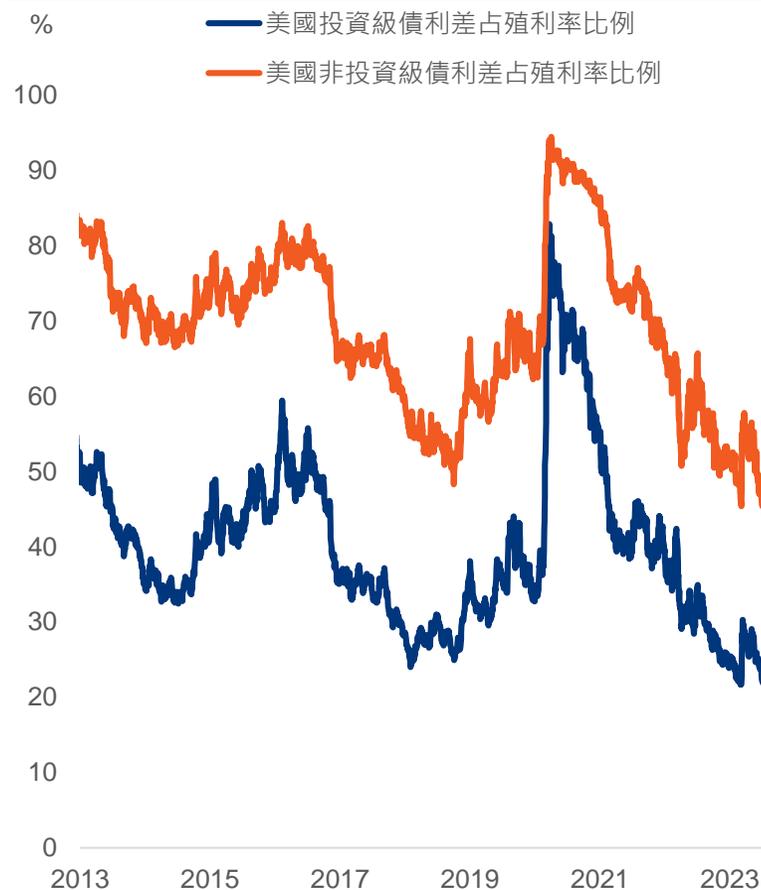
美國投資級企業新發債量，10億美元



美國非投資級企業新發債量，10億美元



美信用債利差占殖利率比例至10年低位



資料來源：Bloomberg

大額發債推升美債利率，高信評的投資級債逢低布局

單一債券					債券ETF		
公司名稱	梅賽德斯-賓士 金融北美	萬事達卡	華特迪士尼公司	微軟公司	標的名稱	iShares 20年期以上 美國公債ETF(TLT)	iShares AAA至A級公司 債ETF (QLTA)
債券名稱	MBGGR 4.8 03/30/28	MA 4.85 03/09/33	DIS 4.95 10/15/45	MSFT 4.45 11/03/45	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	高信評美國投資級企業債為主
到期日	2028年3月30日	2033年3月9日	2045年10月15日	2045年11月3日	規模	43,548.02 (百萬美元)	964.64 (百萬美元)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	A2/A/A	Aa3/-/A+	A2/A-/A-	Aaa/-/AAA	今年來報酬/ 近3年報酬	-4.42% / -39.22%	0.50% / -15.55%
最低申購金額/ 增額	150,000 / 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. Corporate Aaa - A Capped Index
票面利率	4.80% / 半年配	4.85% / 半年配	4.95% / 半年配	4.45% / 半年配	類型分布	1. 國庫券 99.23% 2. 現金或衍生性產品 0.77%	1. 銀行 35.78% 2. 非必需消費 14.31% 3. 科技 11.31%
YTM/YTC(%)	4.89 / 4.89	4.62 / 4.61	5.41 / 5.41	4.63 / 4.63	30天SEC 收益率(%)	4.28	5.24
特色	為全球知名豪華車 品牌，以生產高級 小客車為其主要業 務，其產品在全球 銷售，享有國際性 品牌知名度。按銷 量計算，賓士為 2022年 全球第二 大豪華汽車品牌。	為信用卡發卡機構 與付款解決公司， 協助客戶實現安全 與快速的消費體驗。 其該公司具競爭護 城河的商業模式創 造穩定現金流，持 續與其他機構擴大 業務合作。	全球最大娛樂傳媒 領導者，提供影視 娛樂、主題樂園、 渡假村、消費產品、 傳媒等業務。帳上 流動性加市場估未 來三年平均自由現 金流，可覆蓋未來 3年債務到期量。	為軟體和雲端服務 龍頭企業，除原先 商務應用外，新推 出AI服務業務，收 購動視暴雪股權擴 大業務延伸至消費 性市場，預期該公 司仍維持強勁營收 動能和穩定現金流。	前5大持股	1. Treasury Bond 2/15/2051 10.47% 2. Treasury Bond 8/15/2051 7.75% 3. Treasury Bond 11/15/2050 6.83% 4. Treasury Bond 2/15/2049 5.76% 5. Treasury Bond 11/15/2051 5.60%	1. BLK CSH FND TREASURY SL AGENCY 5.34 0.79% 2. ANHEUSER-BUSCH 0.38% 3. PFIZER. 0.24% 4. PFIZER 0.18% 5. MICROSOFT 0.17%

資料來源：單一債券為凱基證券，ETF為Money DJ，2023年8月18日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年8月17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8月16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7月升息1碼，未來貨幣政策動向，依經濟數據變化而定，歐洲亦有相關鴿派論述，英國央行持續緊縮政策以抗通膨。全球景氣雖下行但有上修趨勢，美股企業財報多優於預期，然股市高位，仍面臨修正風險。 ◆ 預估美股將呈震盪向上，建議以防禦型、高息股等為主，可把握股市修正、評價轉趨合理階段，布建長期配置部位，可搭配優質龍頭股、合理評價的成長股，以定期定額方式分散風險，非美地區的日本宜回檔布局，新亞長期展望仍佳，可做為資產配置的一環。 	<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、新亞</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10年期公債利率至今年新高，然聯準會升息近尾聲，侷限未來美元指數強度。 ◆ 日銀將指定殖利率無限量收購10年債的上限，從0.5%提高至1.0%，日圓先升後貶，考量美日央行政策調整方向轉變，預期長期日圓偏升發展。 	<p>美元高位盤整，日圓長期偏多</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)	政策利率：5.25% - 5.50% 最近會議(2023/7)：+25 bps 前次會議(2023/6)：維持利率不變	聯準會升息1碼，將基準利率調升至5.25%~5.5%，強調未來不再做景氣衰退評估論述，未來貨幣政策動向，依據經濟數據變化而定，今年不會調降利率。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。	31%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.75% 主要再融資操作：4.25% 邊際借貸機制：4.50% 最近會議(2023/7)：+25 bps 前次會議(2023/6)：+25 bps	歐洲央行升息1碼抑制通膨，但將「確保利率被提升至限制性水平」調整為「被設定於限制性水平」，暗示政策利率或接近頂峰。開始停止APP(資產購買計劃)的再投資，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底。	53%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：5.25% 最近會議(2023/8)：+25 bps 最近會議(2023/6)：+50 bps	英國銀行升息1碼以應對通膨，上調今年經濟成長率預估至0.50%，但下調明、後年經濟成長率預估至0.5%與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。	33%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/7)：維持利率不變 前次會議(2023/6)：維持利率不變	將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，但將指定殖利率無限量收購10年債的上限，從0.5%提高至1.0%。維持購買股票ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓。	133%

資料來源：Bloomberg

財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2023/8/15	家得寶公司(HD)	42.2B	42.9B	4.46	4.65	V	V
2023/8/16	思科系統股份有限公司(CSCO)	15.05B	15.2B	1.06	1.14	V	V
2023/8/16	TJX公司(TJX)	12.4B	12.8B	0.76	0.85	V	V
2023/8/16	新思科技公司(SNPS)	1.48B	1.49B	2.74	2.88	V	V
2023/8/16	目標百貨公司(TGT)	25.33B	24.8B	1.47	1.8		V
2023/8/17	應用材料(AMAT)	6.15B	6.43B	1.74	1.9	V	V
2023/8/17	沃爾瑪公司(WMT)	159.76B	161.6B	1.69	1.84	V	V
2023/8/18	雅詩蘭黛(EL)	3.51B		-0.0371			
2023/8/18	迪爾(DE)	14.12B		8.2			

資料來源：Investing.com

重要經濟數據 / 事件

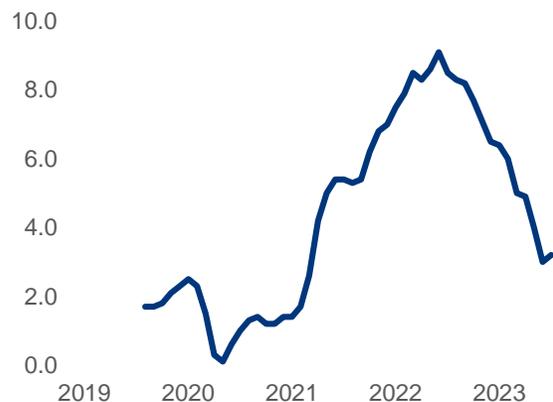
► Aug 2023

<p>14 Monday</p>	<p>15 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國7月工業生產指數年增率 (實際:3.7% 預估:4.4% 前值:4.4%) • 美國7月零售銷售月增率 (實際:0.7% 預估:0.4% 前值:0.3%) • 美國7月核心零售銷售月增率 (實際:1.0% 預估:-0.3% 前值:0.2%) 	<p>16 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月建築許可(實際:1.442M 預估:1.463M 前值:1.441M) • 美國7月工業生產指數年增率 (實際:-0.23% 預估:-0.10% 前值:-0.78%) • 美國7月工業生產指數月增率 (實際:1.0% 預估:0.3% 前值:-0.8%) 	<p>17 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國8月費城聯儲製造業指數 (實際:12.0 預估:-10.0 前值:-13.5) 	<p>18 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐洲7月CPI年增率 (預估:5.3% 前值:5.5%)
<p>21 Monday</p>	<p>22 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月成屋銷售 (前值:4.16M) 	<p>23 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐元區8月製造業PMI(前值:42.7) • 美國8月服務業PMI (前值:52.3) • 美國8月製造業PMI(前值:49.0) • 美國7月新屋銷售 (前值:697K) 	<p>24 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國7月核心耐用商品訂單月增率 (前值:0.5%) • Jackson Hole全球央行年會 (8/24-8/26) 	<p>25 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國8月密西根大學消費者預期指數 (預估:67.3 前值:68.3) • 美國8月密西根大學消費者信心指數 (預估:71.2 前值:71.6)

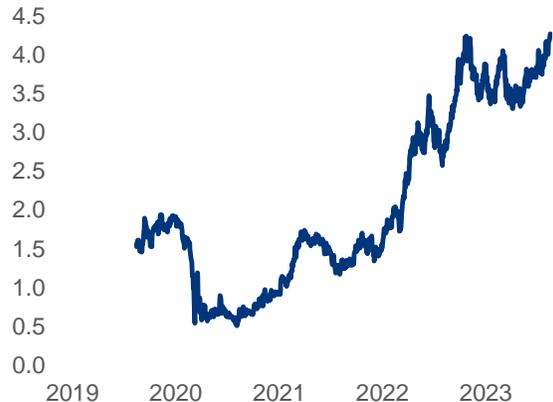
資料來源：Investing.com

附錄

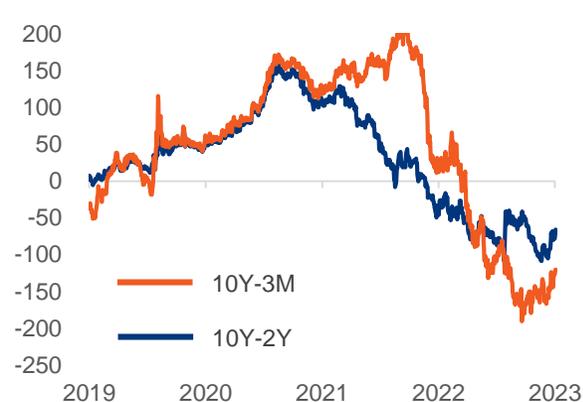
美國物價指數年增率(%)



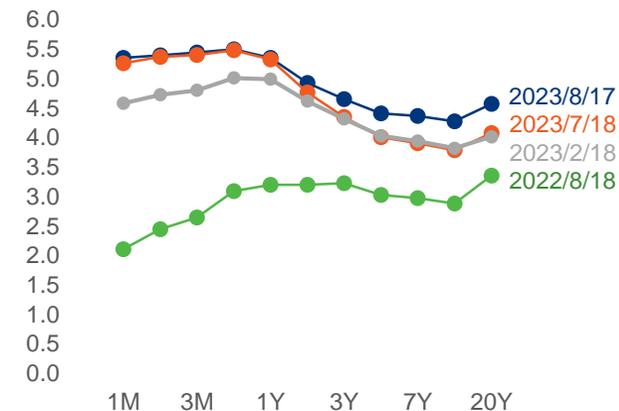
美國10年期公債殖利率(%)



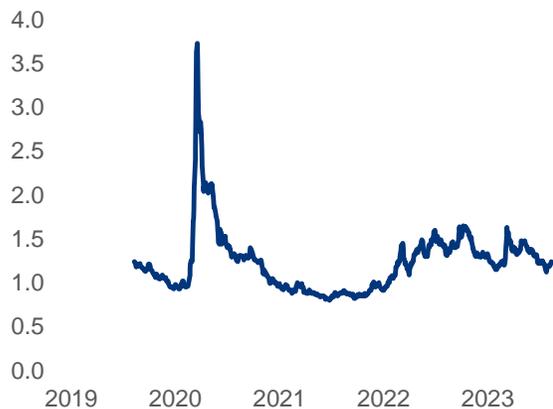
美國公債利差(bps)



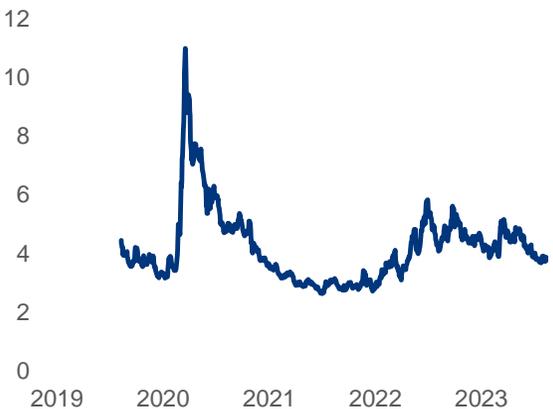
美國公債殖利率曲線(%)



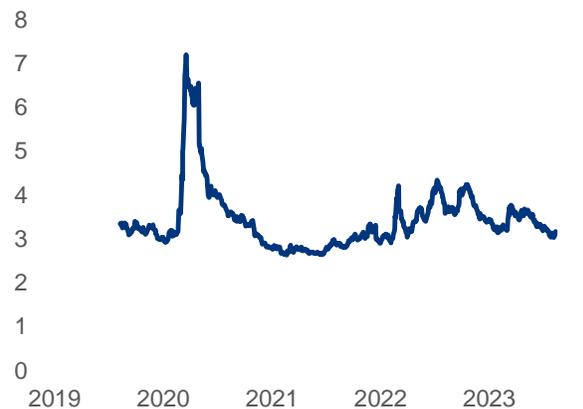
美元投資級公司債利差(%)



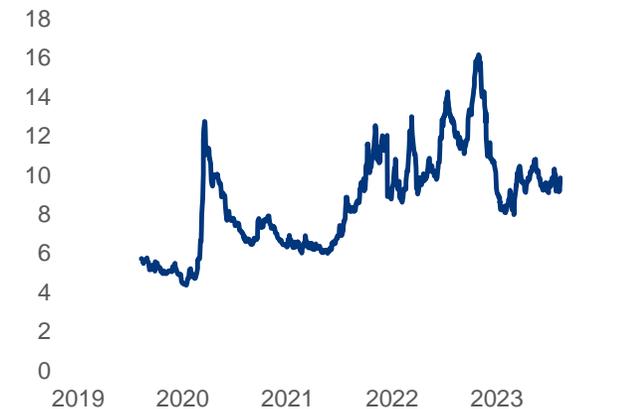
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



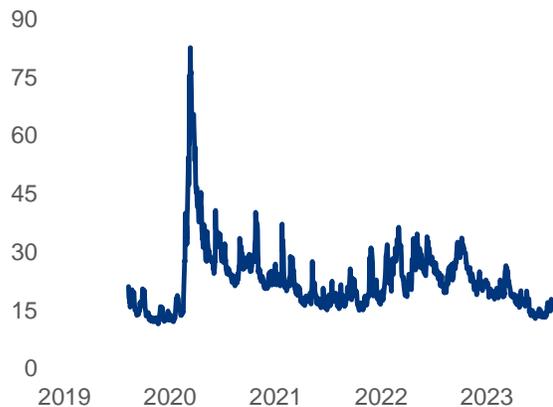
美元亞洲非投資級債利差(%)



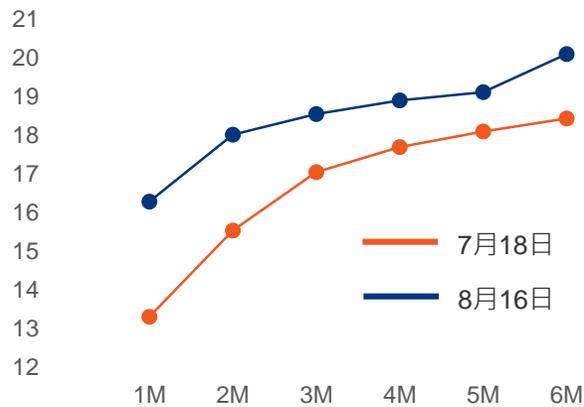
資料來源：Bloomberg · 2023年7月20日

附錄

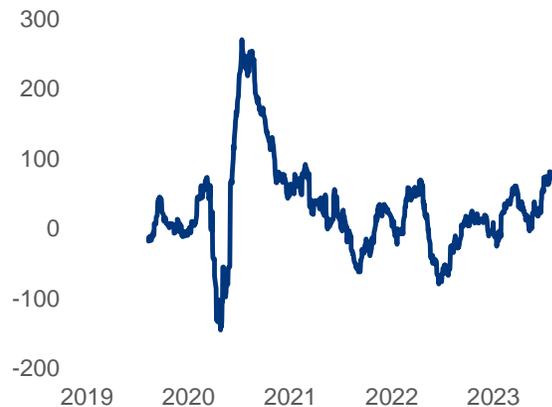
VIX指數



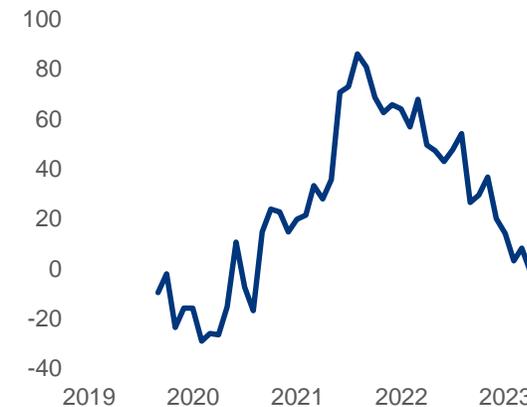
VIX期間結構



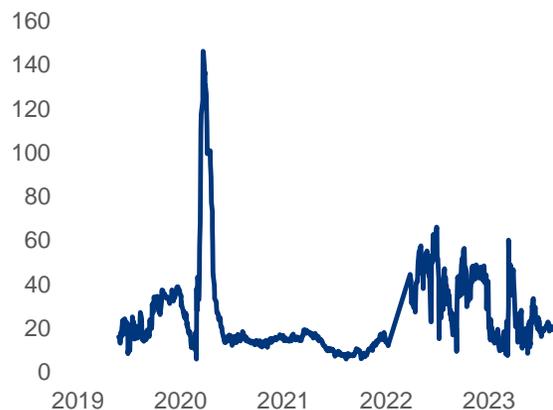
美國花旗經濟驚奇指數*



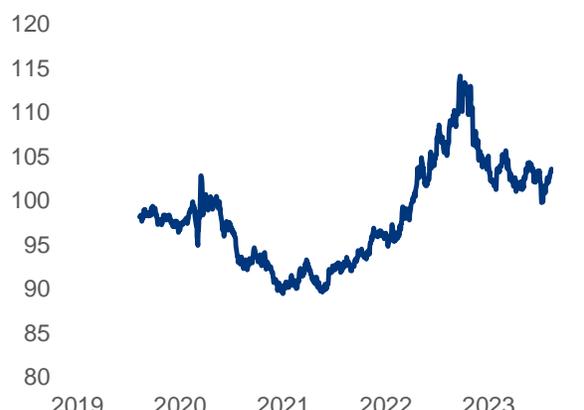
美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



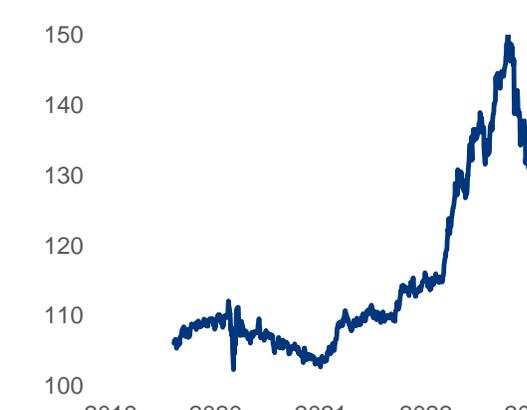
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年7月20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。