



凱基證券

高利率難阻新屋夢 營建表現強

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年8月25日

本週焦點圖表

消費者信心指數仍持續回升，歷史經驗顯示後市可期

01 市場回顧

股市震盪表現，
美債殖利率觸及新高

02 熱門議題

- 全球央行年會暗示高利率時間更長
- 美國領先指標持續向下

03 投資焦點

成屋供給有限，
新屋開工、買氣表現佳

04 重要數據預告

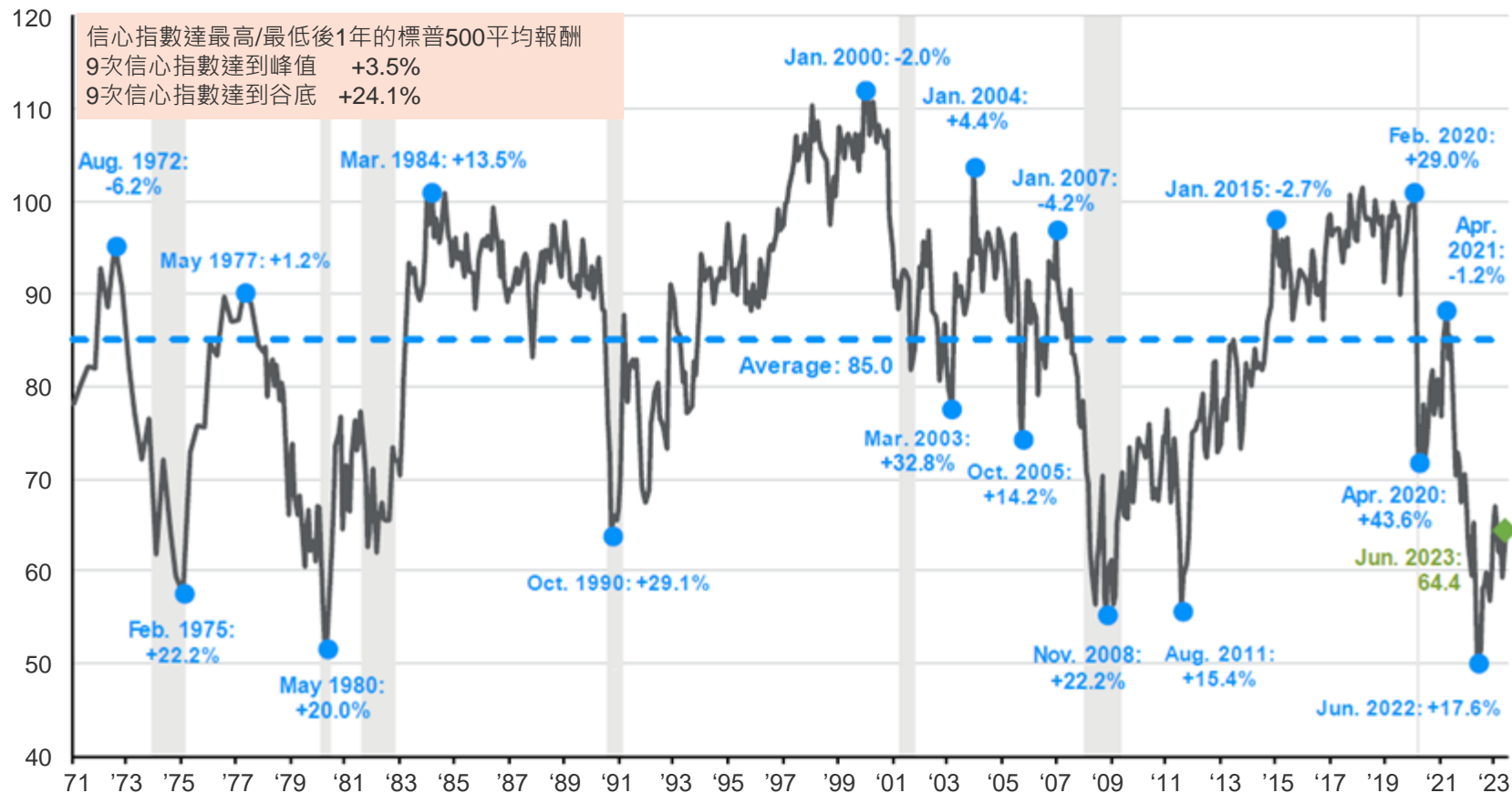
美國非農就業人數、
美國第二季GDP、
美國及歐洲物價指數

消費者信心指數仍持續回升，歷史經驗顯示後市可期

- ▶ 美國消費者信心受到2022年開始大幅升息的打壓而快速消退，並於2022年6月來到歷史上的最低點，隨後在通膨逐漸放緩、勞動力市場仍緊俏以及經濟表現有彈性的情況下逐步走升，但與平均值相比仍有不小距離。
- ▶ 過往50多年的歷史統計經驗可發現，每當美國消費者信心指數觸底後1年的標普500指數報酬平均超過2成，而消費者信心來到峰值後1年的報酬則僅有個位數表現。以目前消費者信心仍處歷史相對低檔來看，逢低布局不失良機，並視市場狀況靈活調整部位。

消費者信心持續谷底回升，歷史資料顯示後續市場表現可期

消費者信心指數達到峰值或處於谷底與1年後標普500報酬表現



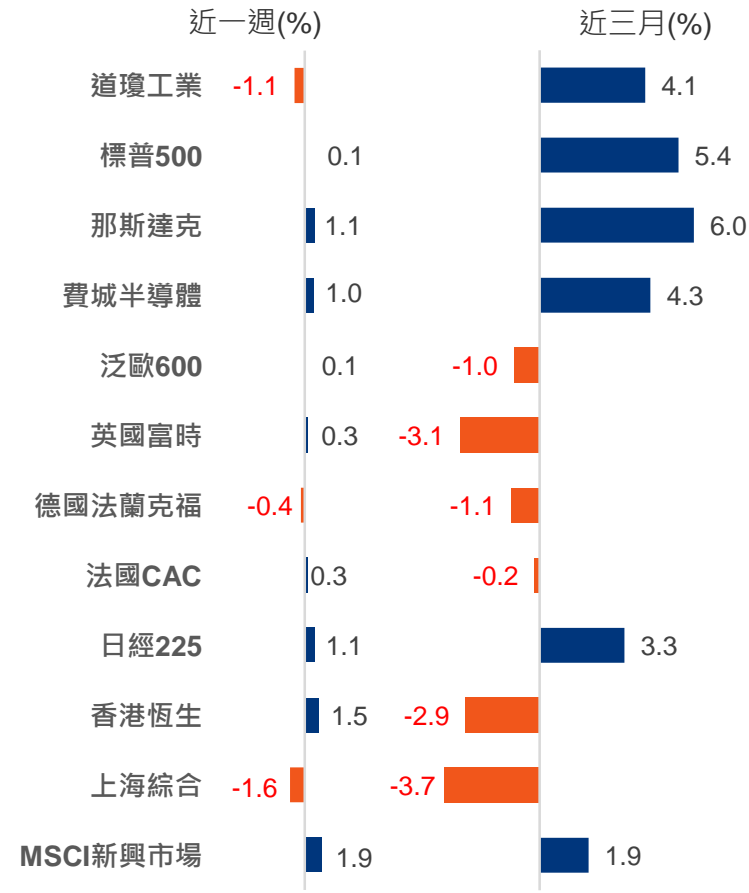
資料來源：J.P.Morgan Asset Management

市場回顧

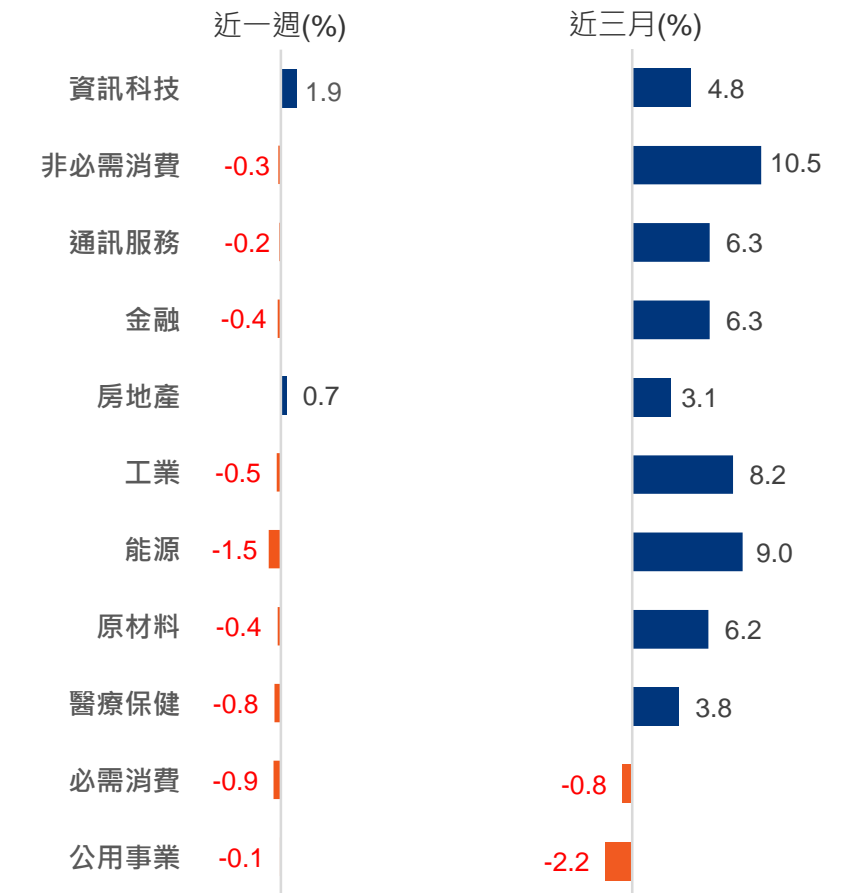
AI類股引領科技股表現，銀行類股續弱，股市震盪表現

- ▶ 本週主要市場在狹幅震盪表現，其中美國科技、半導體類股相對強勢，主要受惠財報所帶動。而受到中國恆大集團在紐約聲請破產保護、多家房企公司債務違約以及中國疲弱的經濟數據，持續引發市場對中國經濟復甦欲振乏力的擔憂，陸股近期表現相對全球市場偏弱。
- ▶ 受到最新成屋銷售報告激勵，房地產類股表現不弱，而AI概念股的領頭羊Nvidia也交出了不錯的財報及財測，帶領科技類股走高。其餘類股則普遍回檔，主因包括美國製造業及服務業的PMI下滑，引發市場對消費者需求及零售動能可能放緩的擔憂，以及多家地區銀行遭信評機構下調評級等利空因素。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

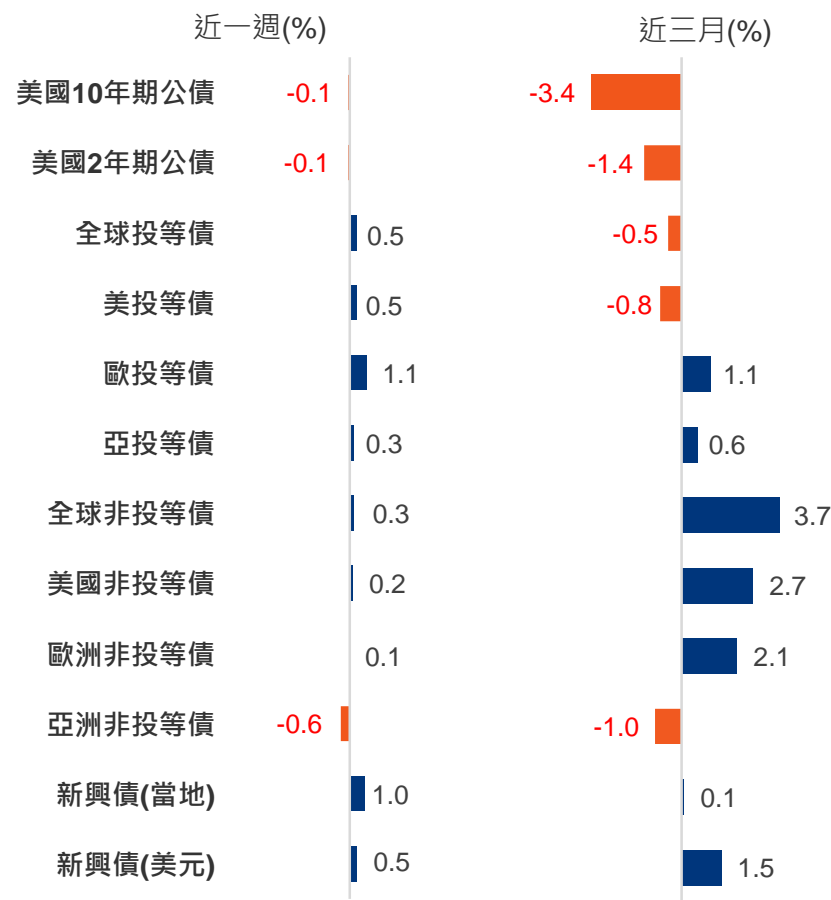


資料來源：Bloomberg · 2023年8月25日

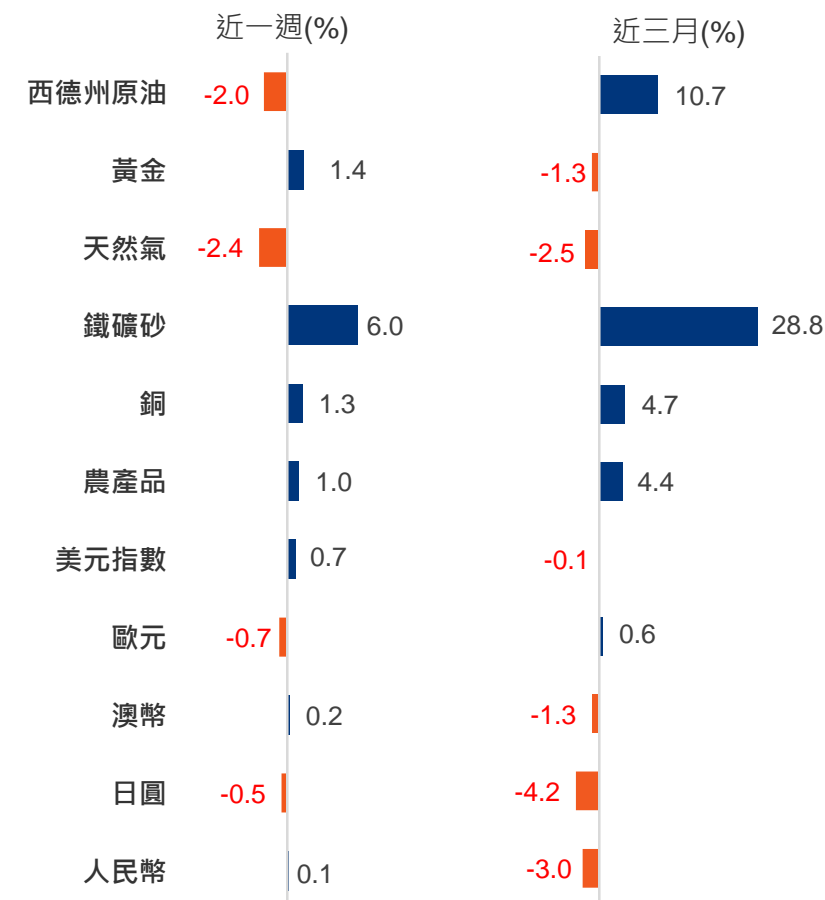
美債殖利率觸及新高，高利率環境將持續更長時間

- ▶ 本週10年期美債殖利率曾突破4.34%，創2007年11月以來新高，30年期美債殖利率也創2011年4月以來的最高水平，公債近期表現偏弱。而優於預期的美國經濟數據，和最新的FOMC會議紀要偏鷹派言論，皆打擊市場預期聯準會將在年底降息的希望。
- ▶ 美國石油協會最新月報顯示，7月份石油需求下降，主因汽油以及航空煤油等燃料需求減少，油價近期小幅回檔。中國救市帶動商品房銷售以及二手房成交套數，鋼鐵市場受到激勵，進而推升鐵礦砂報價。市場震盪亦提高了美元避險需求，近期非美貨幣走勢震盪偏弱。日本量化寬鬆的局面尚未轉變，日圓持續走弱。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

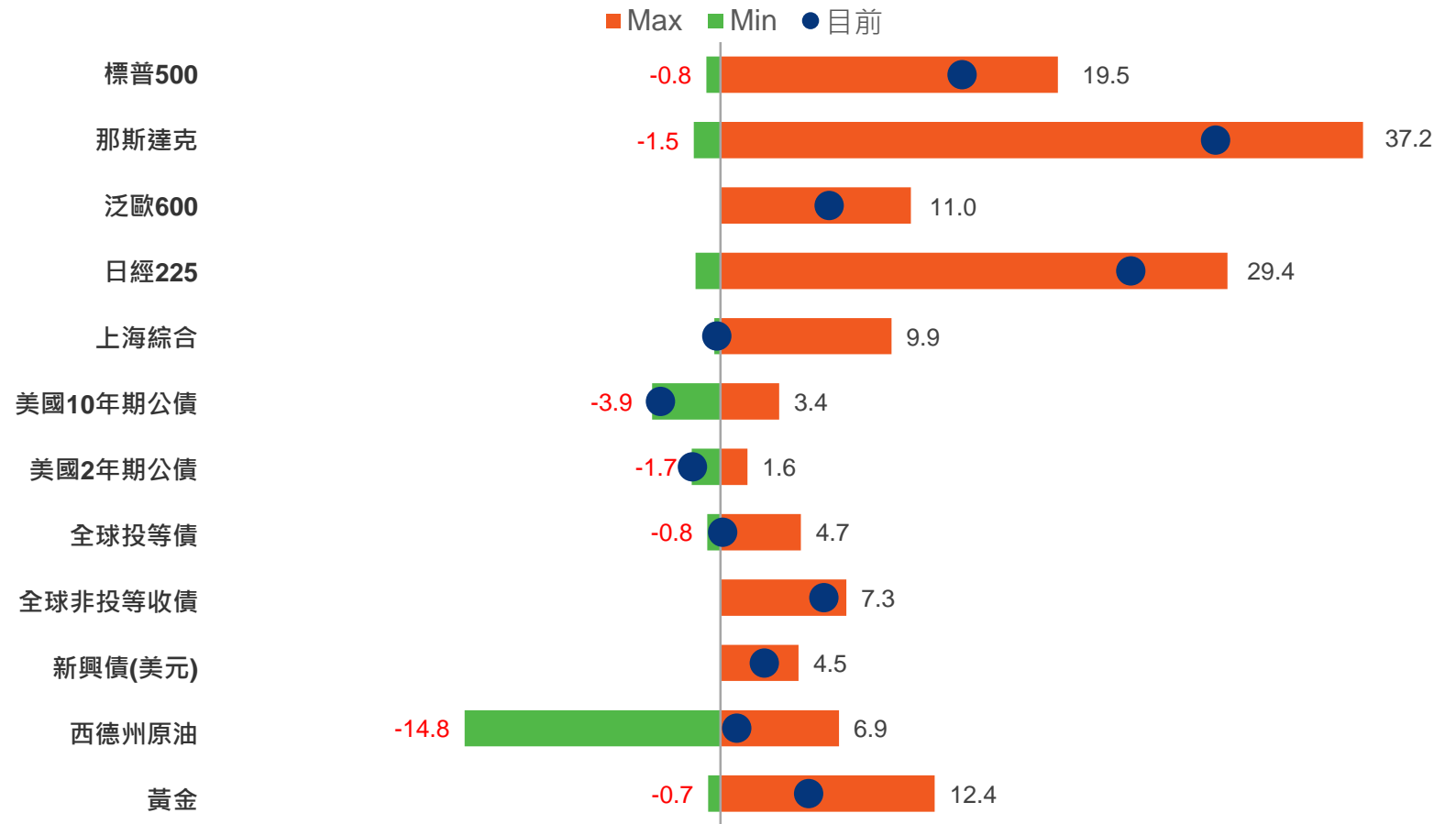


資料來源：Bloomberg，2023年8月25日

經濟數據佳，美國公債殖利率創今年新高，股債表現回落

- 今年以來美國經濟數據與企業獲利多優於預期，美國股市震盪走揚；日本企業獲利為美國以外地區持續上修者，支持日股漲勢；儘管中國政府陸續推出救市政策，然經濟持續疲軟且房產業受挫較深，陸股跌至今年低位。美債受財政部大額發債與信評機構調降主權信評，疊加近期經濟數據仍強，美國公債殖利率創今年新高後使價格表現續弱；全球非投資級債因景氣衰退問題下降，高票息持續挹注年至今表現。
- 受中國景氣不振，市場擔憂原油終端需求，油價回升至今年高位後回落，但產油國減產造成供需吃緊預期，西德州原油於每桶80美元附近震盪。美元指數與美國公債利率挑戰今年高位，金價持續區間整理。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg，2023年8月25日

成熟市場

60日線

標普500指數漲多拉回，尋求站回季線上方



那斯達克指數上漲偏離季線後回落，尋求季線支撐



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25日

新興市場與商品

—— 60日線

上綜指數季線下彎，指數跌破短期前低找底部支撐



新興市場跌破季線，區間底部築底回彈



黃金價格走勢偏稍弱，1900美元關卡尋求支撐



西德州原油創高回落，挑戰站穩80美元整數關卡



資料來源：Bloomberg · 2023年8月25日

熱門議題

Jackson Hole會議在即，聚焦官員談話與潛在政策動向

- ▶ Jackson Hole全球央行年會於8月24日至26日舉行，考量近期美國景氣仍強且通膨高於政策目標，市場關注聯準會主席鮑威爾談話與潛在政策動向。檢視過往聯準會主席於會中曾談及貨幣政策變化，如去年鮑威爾在會議上提到政策調整方向，將採更鷹派的貨幣政策立場；而2020年疫情期間，鮑威爾則於線上會議中闡述聯準會的靈活平均通膨目標(FAIT)政策框架。
- ▶ 本次鮑威爾將於25日發表談話，除聯準會主席外，許多其他國家央行官員也將出席並發表談話，如歐洲央行總裁拉加德也將發表演說。檢視過往全球央行年會後，美國10年公債利率緩升且殖利率曲線趨陡峭，若聯準會主席鮑威爾發表鷹派談話，可能進一步推升投資人對升息的預期與金融資產評價再調整。

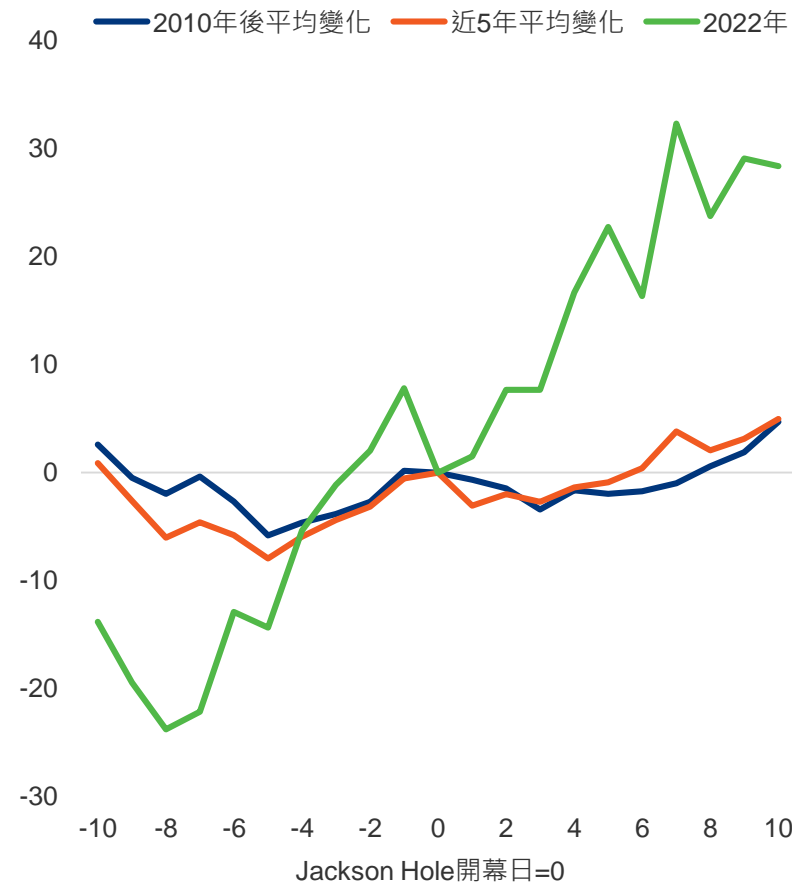
資料來源：Bloomberg

全球央行年會聚焦聯準會主席談話

關注重點	相關內容
舉行時間 / 地點	<ol style="list-style-type: none"> 1980年代後於每年8月底舉辦，今年於8月24日至26日舉行，第一天將公布議程並舉行歡迎晚宴，隨後兩天進行會議議程。 堪薩斯市聯邦準備銀行主辦於懷俄明州的Jackson Hole。
年會主題	<p>全球經濟的結構轉變：今年主題將探討影響全球經濟的幾項重大發展。隨貨幣政策快速調整以因應疫情變化與主權債務大幅增加，會中將分享這些發展如何影響未來的經濟和貨幣政策環境。</p>
市場關注全球央行年會的原因？	<ol style="list-style-type: none"> 過往聯準會主席談話曾暗示政策路徑變化 如：2022年鮑威爾在會議上談及調整政策方向，將採更激進的貨幣政策立場； 2020年鮑威爾於線上會議中闡述聯準會的靈活平均通膨目標(FAIT)政策架構； 2011年主席柏南克在當年9月會議上暗示扭轉操作(Operation Twist)政策。 除聯準會主席談話外，許多其他央行與會官員也將出席並向媒體發表講話。
對金融市場潛在影響	<p>檢視過往全球央行年會後，美國公債利率普遍走升且殖利率曲線多趨陡峭，考量近期景氣數據仍強且通膨高於政策目標，若聯準會主席鮑威爾發表鷹派談話，可能進一步推升9月和11月FOMC會議的升息預期。</p>

過往全球央行年會後利率普遍上行，但幅度和緩

全球央行年會開幕前後期間美國10年公債利率變化，基點

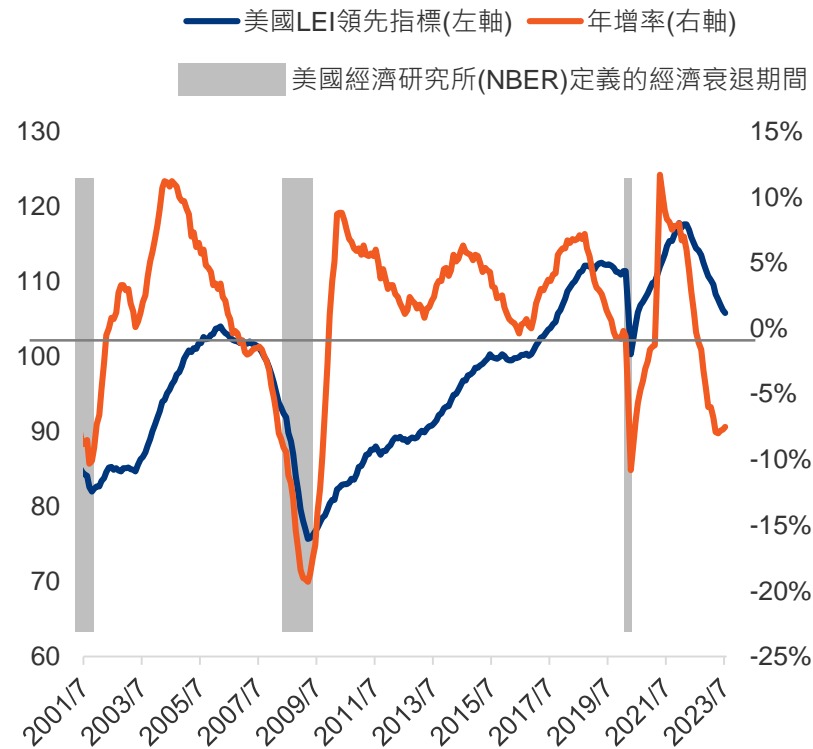


美國領先指標持續向下，主要正向貢獻僅房市與股價表現

- ▶ 領先指標已連跌16個月，且負向的年增率也有擴大的情況，但美國仍未步入衰退，除了勞動市場熱絡外，經濟表現亦堅挺。而美國諮商局預測，隨著領先指標持續走弱，後續可能會有相對溫和的衰退發生。而若經濟進一步惡化，有機會使目前的緊縮貨幣政策有轉鬆的機會。
- ▶ 在領先指標分項中，大部分項目皆有惡化的情況，尤其消費者對商業狀況的預期、製造業新訂單等持續為最大負貢獻的來源。而正向貢獻主要為標普500股價的強勢以及房市營建許可表現。而就業、個人收入和平均工時等項目則有微幅減弱的情況，暗示勞動市場迄今的強勁表現可能無法一直延續下去，相關數據的變化為聯準會制定貨幣政策的重要參考。

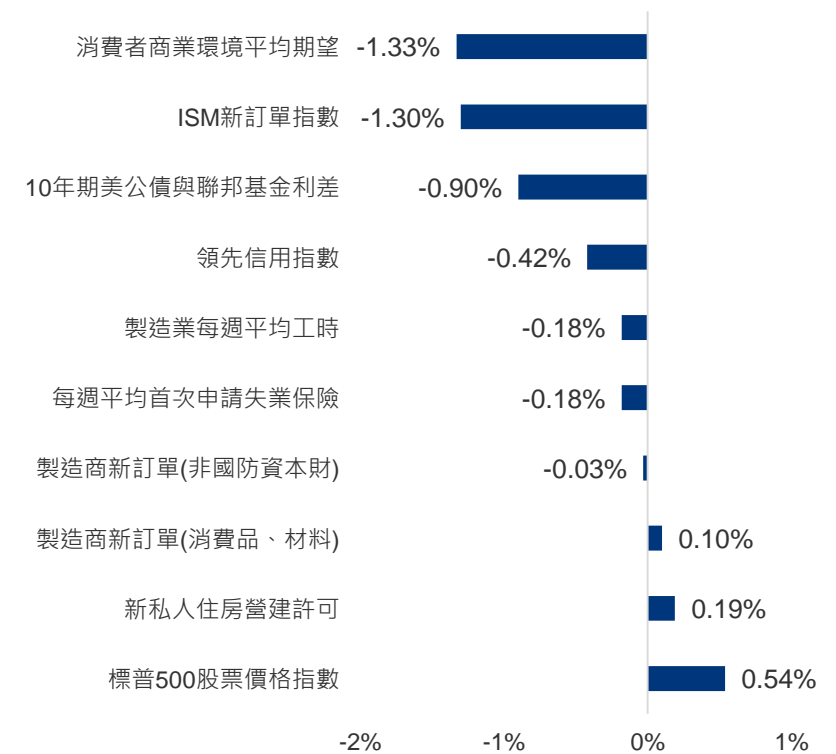
領先指標持續下降

美國領先指標走勢及年增率變化



僅營建、股價指數為相對較強勢項目

美國領先指標組成及近6個月貢獻度，%



資料來源：Bloomberg

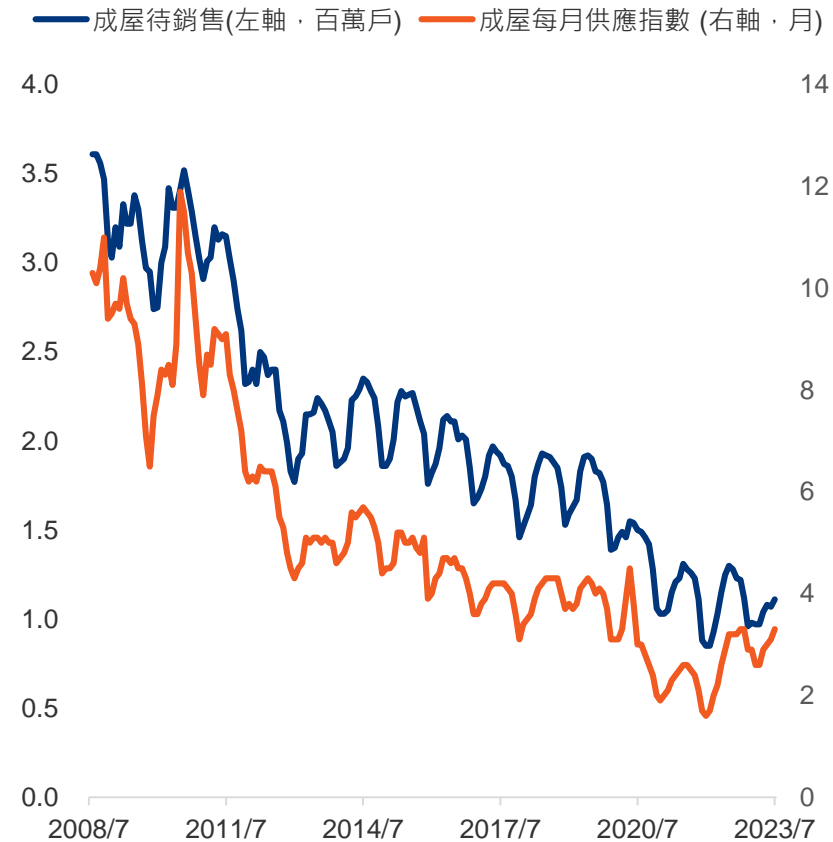
投資焦點

成屋供給有限，新屋開工大幅成長並優於預期

- ▶ 美國自2008金融海嘯去槓桿開始，住宅投資始終沒有達到過去的標準，也使房市有供需不均衡的結構性問題。最低時市場上的成屋庫存僅1.6個月即會被售光(2022年初)，而這一波大量購房的時間點集中在2020年至2021年，也讓營建商加緊腳步增加供應。
- ▶ 住房需求的領先指標營建許可自年初開始觸底回升，買家受到成屋庫存偏低而選擇新建住宅，且近期新屋不論在開工或是許可件數都有止跌回升跡象，其中最新公布的7月新屋開工月增3.9%，高於市場平均預估的1.1%，表現最為亮眼。先前受升息及高利率打壓的住房銷售已有止穩的跡象。

成屋供給趨緊，待售數來到相對低檔

成屋待銷售及供應狀況



新屋開工及營建許可漸止穩

美國新屋開工及營建許可數



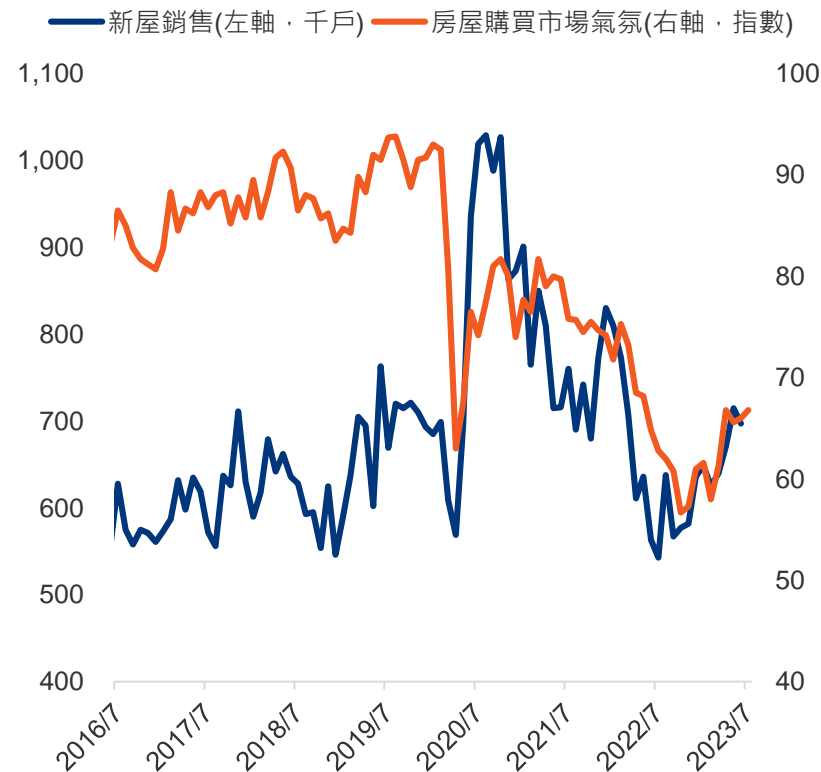
資料來源：Bloomberg

房屋購買市場氣氛谷底回升，高價新屋買氣轉佳

- ▶ 美國新屋銷售自2022年7月即觸底回升，雖銷量出現四個月來首次下滑，然而已恢復至疫情前的水平。且儘管銷量略有下降，但由於成屋庫存有限，因此近期新屋銷售動能也有漸趨熱絡的跡象，住宅建築商的信心也處於一年多來最高水平。
- ▶ 若從價格來看，整體新屋售價中值約為41.5萬美元，已較2022年同期下跌，有助房屋銷售動能改善。而觀察價格區間可發現，中高價位的新屋銷售佔比有提高的趨勢，顯示目前新屋市場處於價、量齊揚的情況，在成屋供給有限的情況下，對於新屋的購買力道會有一定的保護。

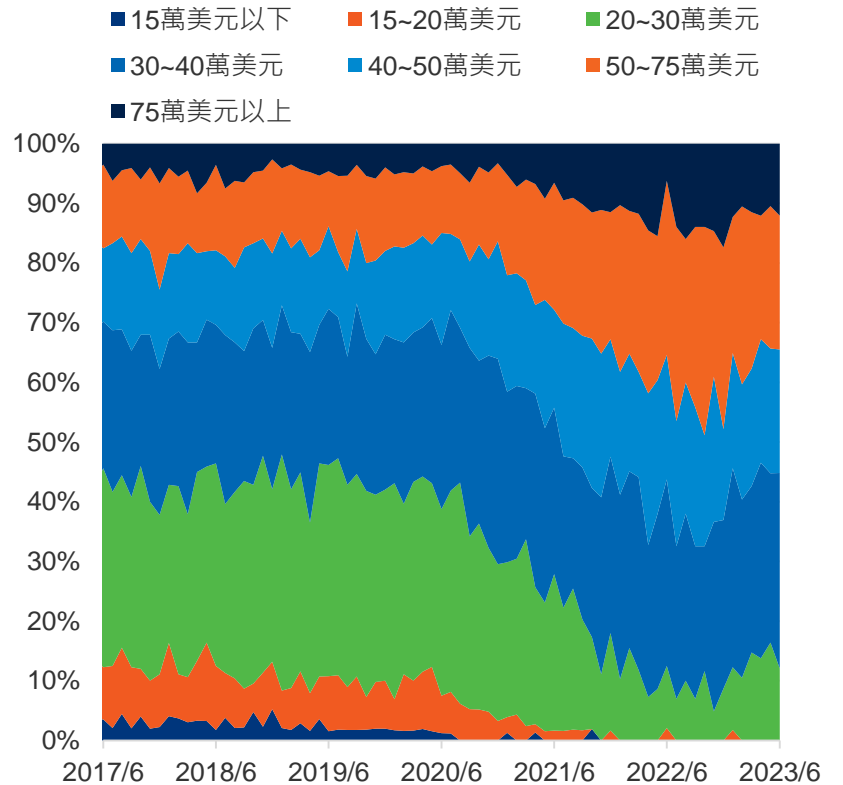
新屋銷售、房市細信心皆轉佳

新屋銷售及市場買房信心



高總價新屋買氣明顯提升

新屋銷售價格級距百分比



資料來源：Bloomberg

房市無懼高利率仍供不應求，美國營建商大發利市

標的名稱	iShares美國房屋建築業ETF (ITB)	SPDR標普房屋建商ETF (XHB)
適合投資人	以大型營建商為主，適合積極型的投資人，逢拉回可擇機布局	以建築材料及營建商為主，適合積極型的投資人，逢拉回可擇機布局
規模	2,548 (百萬美元) (2023/07/31)	1,466 (百萬美元) (2023/07/31)
近3月報酬/ 今年以來報酬	11.15% / 38.04%	10.50% / 31.61%
基準指數	Dow Jones U.S. Select Home Construction Index	S&P Homebuilders Select Industry Index
產業分布	<ol style="list-style-type: none"> 1. 家居建設 64.7% 2. 建築用品 14.4% 3. 家居裝潢零售 10.6% 4. 特殊化學用品 4.6% 5. 其他 5.7% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 建築用品 46.3% 2. 家居建設 31.7% 3. 家居裝潢零售 11.5% 4. 家具零售 3.7% 5. 其他 6.8%
前5大持股	<ol style="list-style-type: none"> 1. D R Horton Inc 15.08% 2. Lennar A Corp 12.24% 3. Nvr Inc 7.33% 4. Pultegroup Inc 7.17% 5. Sherwin Williams 4.63% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Carrier Global Corp 4.4% 2. Lennox International Inc 4.06% 3. Floor + Decor Holdings Inc A 4.01% 4. Carlisle Cos Inc 3.99% 5. Owens Corning 3.97%

資料來源：Money DJ · 2023年8月23日 · 基金月報

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 先前7月美國聯準會升息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。 	<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：科技、醫療保健、必需性消費</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。 ◆ 全球景氣下行，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
2023/8/18	雅詩蘭黛(EL)	3.51B	3.61B	-0.04	-0.07	V	
2023/8/18	迪爾(DE)	14.12B	15.80B	8.2	10.20	V	V
2023/8/22	羅威公司(LOW)	24.97B	25.00B	4.47	4.56	V	V
2023/8/22	美敦力公司(MDT)	7.57B	7.70B	1.11	1.20	V	V
2023/8/23	亞德諾公司(ADI)	3.1B	3.08B	2.52	2.49		
2023/8/24	輝達(NVDA)	11.13B	13.51B	2.07	2.70	V	V
2023/8/25	直覺公司(INTU)	2.64B	2.70B	1.43	1.65	V	V

資料來源：Investing.com

重要經濟數據 / 事件

► Aug 2023 – Sep 2023

<p>21 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國1年期貸款市場報價利率 (實際:3.45% 預估:3.40% 前值:3.55%) 	<p>22 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國7月成屋銷售 (實際:4.07M 預估:4.15M 前值:4.16M) 	<p>23 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 歐元區8月製造業PMI (實際:43.7 預估:42.6 前值:42.7) 美國8月服務業PMI (實際:51.0 預估:52.3 前值:52.3) 美國8月製造業PMI (實際:47.0 預估:49.3 前值:49.0) 美國7月新屋銷售 (實際:714K 預估:705K 前值:684K) 	<p>24 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國7月核心耐久財訂單月增率 (實際:0.5% 預估:0.2% 前值:0.2%) 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:71.1 前值:71.6)
<p>28 Monday</p>	<p>29 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月諮商會消費者信心指數 (前值: 117) 美國7月JOLTs職位空缺 (前值: 9.582M) 	<p>30 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> 美國8月ADP就業人數 (前值:324K) 美國8月成屋簽約待過戶指數月增率 (前值:0.3%) 美國第二季經濟成長季增年率 (預估:2.4% 前季: 2.0%) 美國第二季個人消費支出季增年率 (預估:1.6% 前季: 4.2%) 	<p>31 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國8月官方製造業PMI (前值:49.3) 中國8月官方非製造業PMI (前值:51.5) 歐元區8月CPI年增率 (前值:5.3%) 美國8月PCE年增率 (前值:3.0%) 美國8月核心PCE年增率 (前值:4.1%) 	<p>1 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> 中國8月財新製造業PMI (前值:49.2) 美國8月非農就業人口變動 (前值:187K) 美國8月平均時薪月增率 (前值:0.4%) 美國8月失業率 (前值:3.50%) 美國8月ISM製造業PMI (前值:46.4)

資料來源：Investing.com

附錄

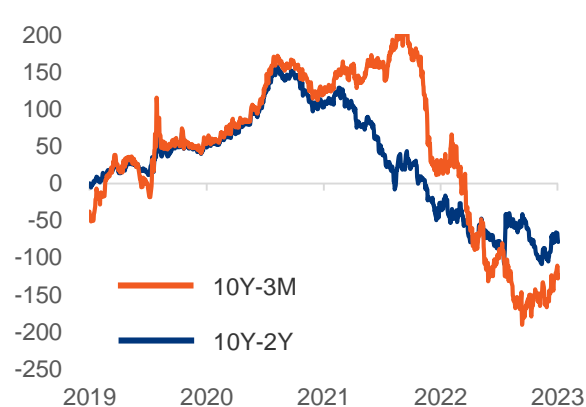
美國物價指數年增率(%)



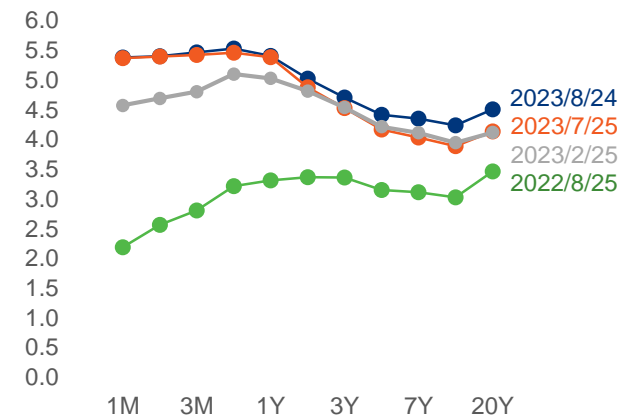
美國10年期公債殖利率(%)



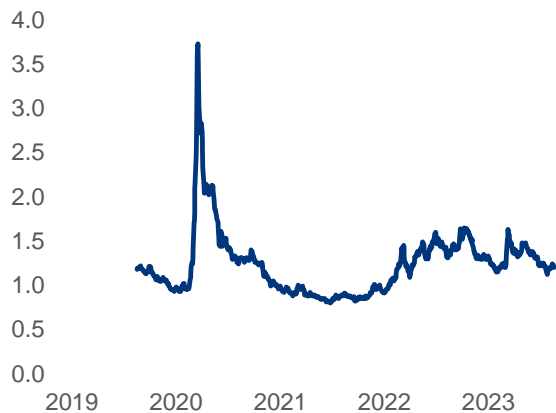
美國公債利差(bps)



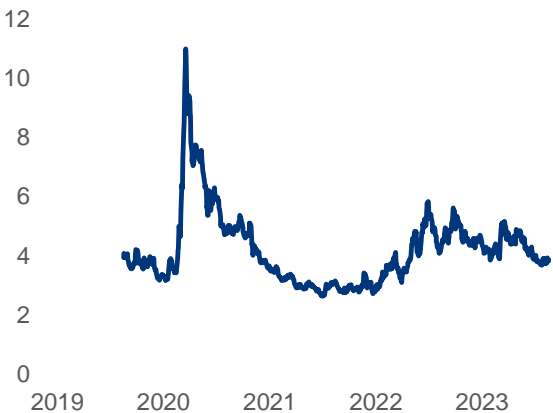
美國公債殖利率曲線(%)



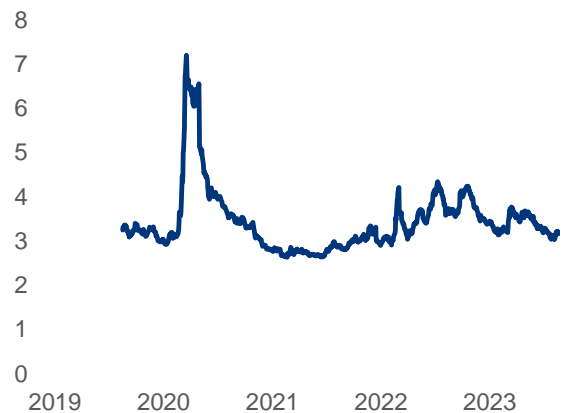
美元投資級公司債利差(%)



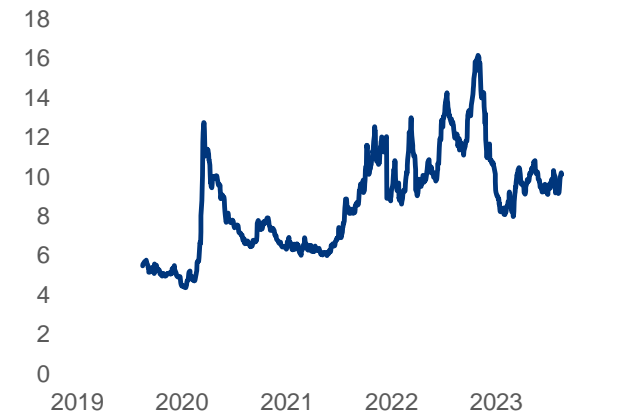
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



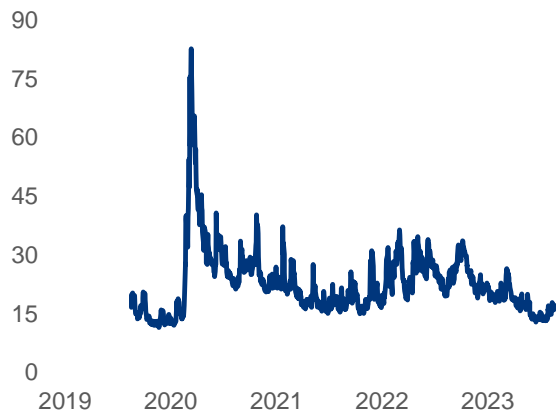
美元亞洲非投資級債利差(%)



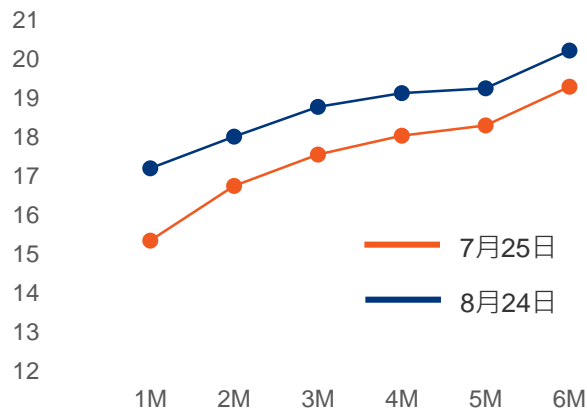
資料來源：Bloomberg · 2023年8月25日

附錄

VIX指數



VIX期間結構



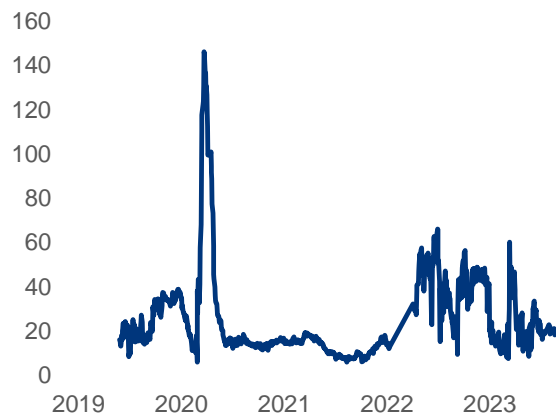
美國花旗經濟驚奇指數*



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8月25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。