



凱基證券

# 美債利率再創高 關注風險與機會

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年9月22日

## 本週焦點圖表

聯準會暫停升息，鷹派論調擾動一池春水

### 01 市場回顧

美債利率震盪走升，  
市場波動續存

### 02 熱門議題

- 中國人行續寬鬆，人民幣貶勢暫緩
- 日本央行不變應萬變，關注投資機會

### 03 投資焦點

美債利率創高，  
創造新一波配置契機

### 04 重要數據預告

中國製造業&服務業PMI、  
美國耐久財訂單、經濟成長  
率、PCE物價

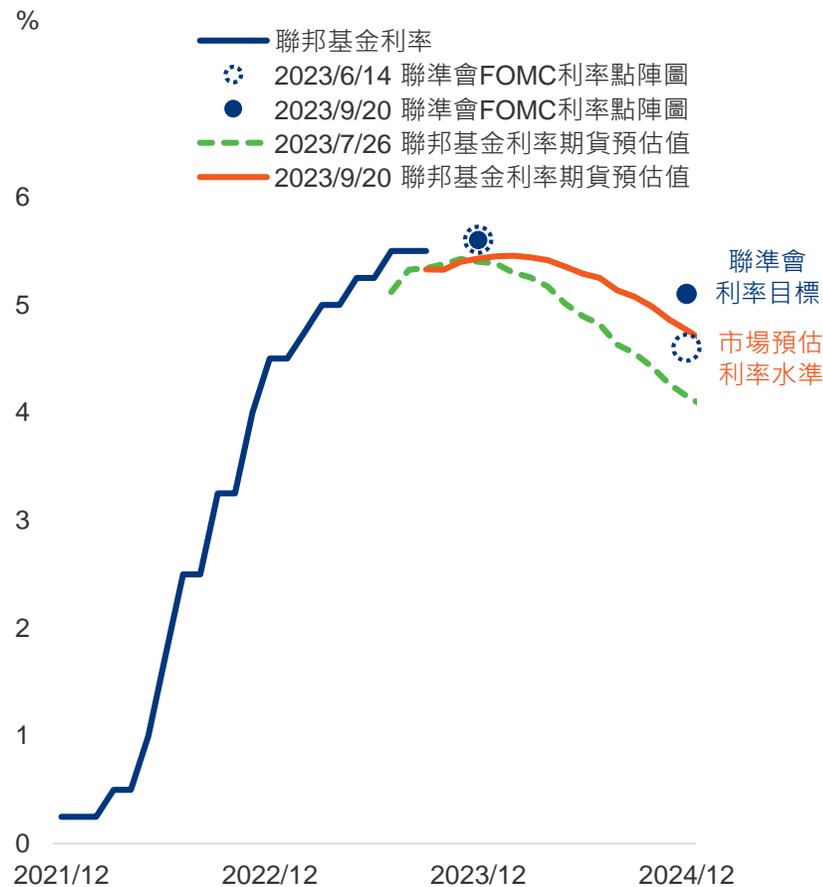
## 本週焦點圖表

# 聯準會如預期暫停升息，鷹派論調擾動一池春水

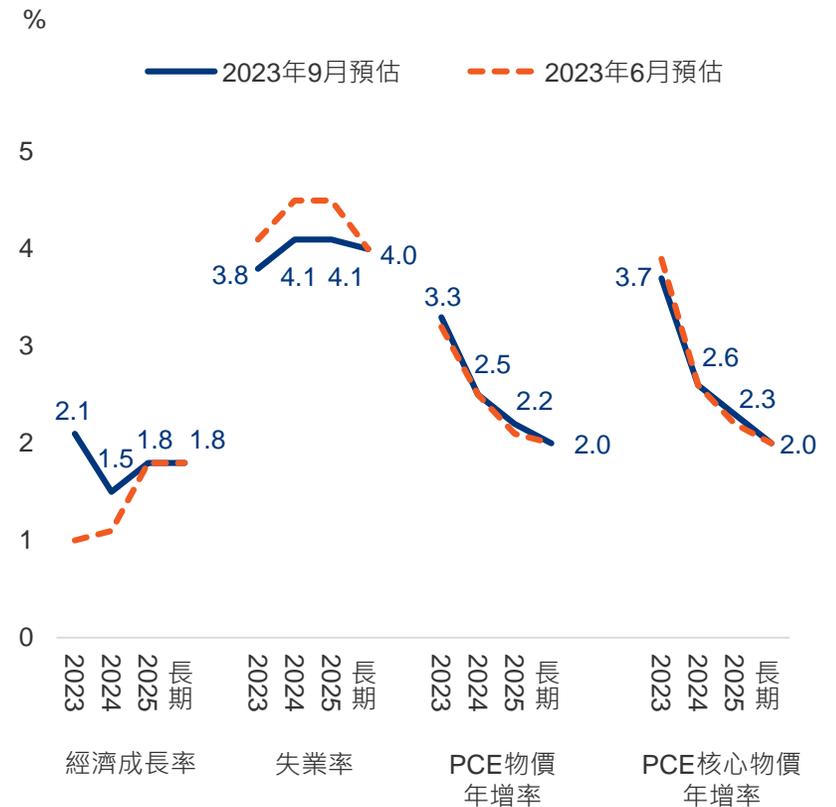
- ▶ 聯準會如預期暫停升息，維持今年利率預估，但上調明年利率預估，形成維持高利率更久時間的鷹派前瞻指引。另上修今年經濟成長率至2.1%(前值為1.0%)與調降失業率至3.8%(前值為4.1%)，核心個人消費支出物價(PCE)下調至3.7%(前值為3.9%)，聲明稿強調美國經濟穩定擴張，就業雖放緩但強勁，通膨風險仍存。
- ▶ 聯準會主席鮑威爾會後記者會上重申仍視經濟數據為決策依據，景氣軟著陸為目標。市場預估降息最快明年下半年才可能發生，短線對美元指數帶來支撐效果，股市可把握修正、評價轉趨合理階段，可分批布局優質龍頭股及長期趨勢題材；聯準會升息近尾聲，主要成熟國家與中國景氣有下行可能並拖累美國，以美國公債或投資級債為首選。

資料來源：Bloomberg · Fed

### Fed上調明年利率預估，市場預期降息往後延



### 聯準會上調今年經濟成長&下調失業率預估

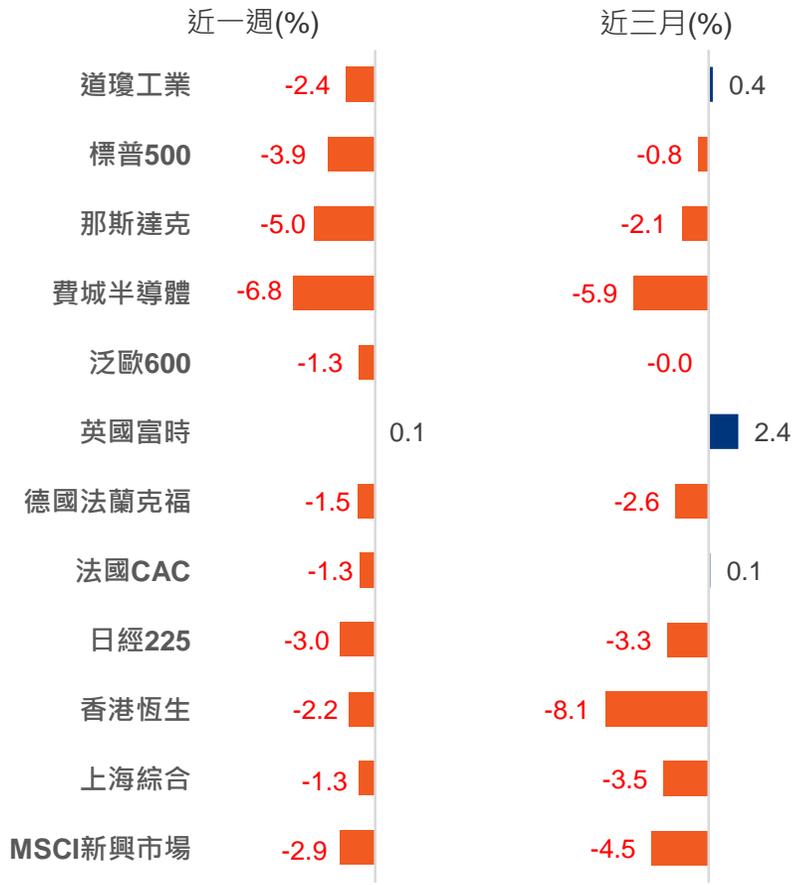


# 市場回顧

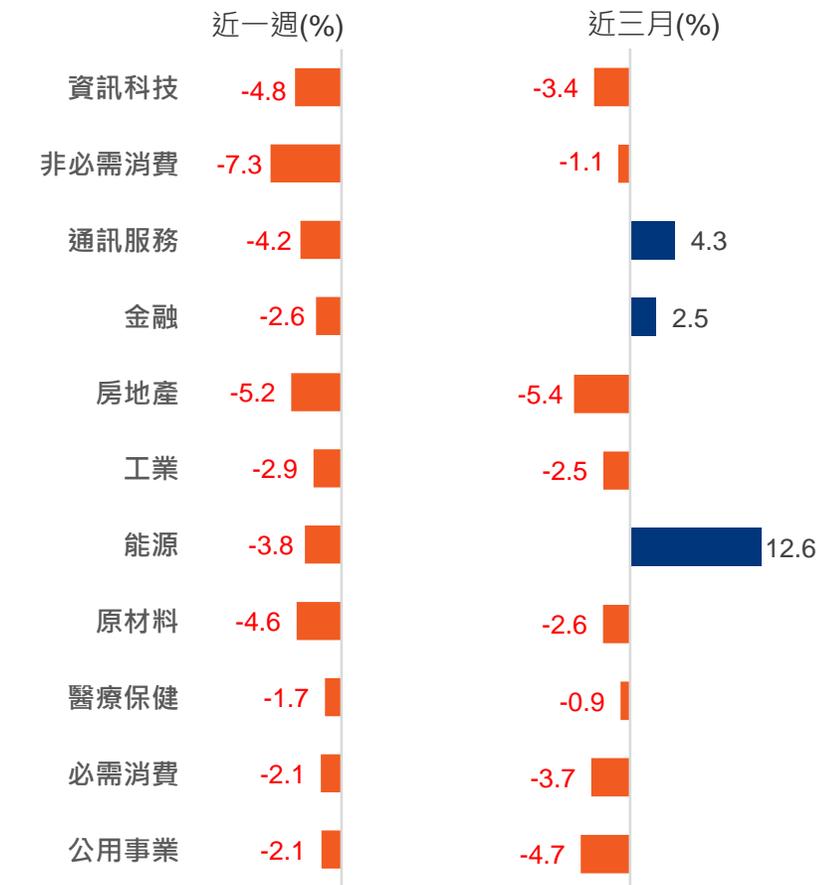
## FOMC鷹派指引，利率創高壓抑股市表現

- 9月FOMC利率會議如預期暫停升息，聯準會上調明後年利率預估水準，隱含明年預估降息幅度縮減，強化市場對高利率將維持更久的預期，投資人風險趨避情緒升溫，美股走跌。聯準會維持高利率環境支持美元續強，資金撤出非美成熟股市，僅英國因通膨有所降溫與央行暫停升息相對抗跌，新興股市亦下挫。
- 聯準會鷹派利率指引，市場波動驟升，醫療、必需消費與公用事業等防禦型類股為近一週跌幅相對較低族群。美國經濟相對其他國家仍佳，金融與能源等循環類股跌幅較輕，而對利率敏感的大型科技股、通訊服務及房地產類股跌幅顯重，非必需消費類股亦顯疲軟。

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

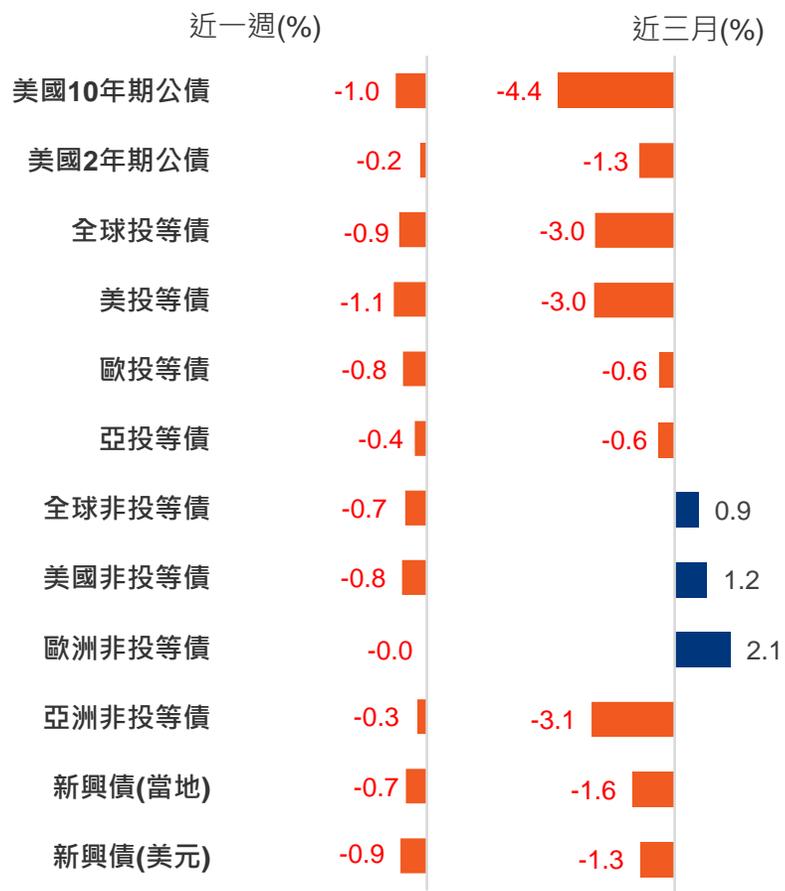


資料來源：Bloomberg · 2023年9月22日

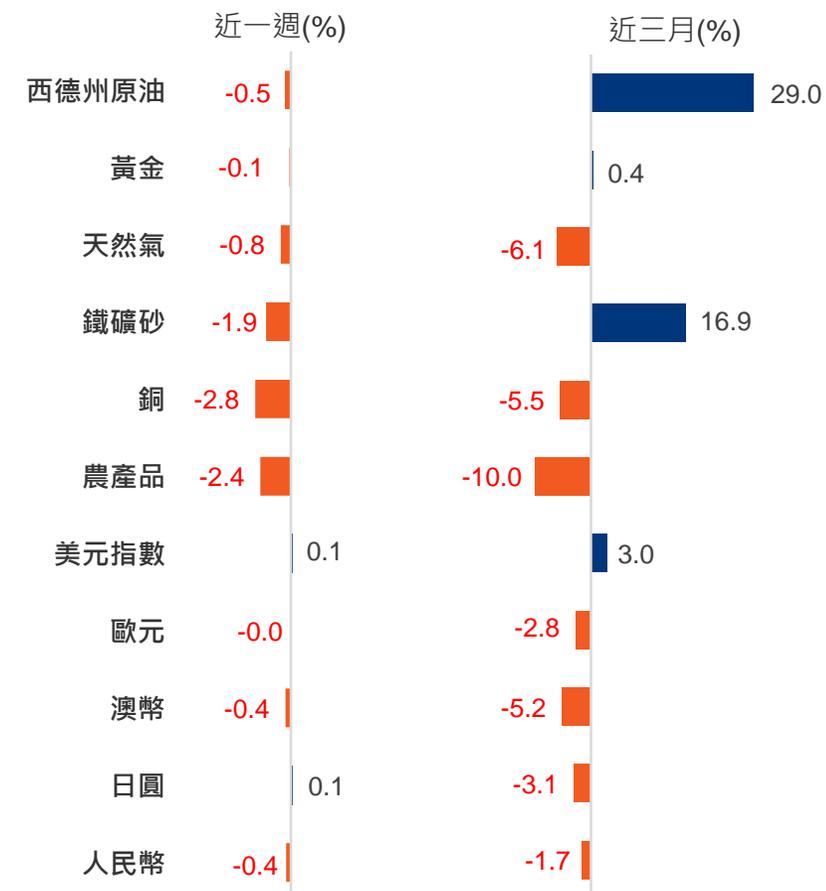
# 美債利率突破前高，債券市場普跌，美元偏強，大宗商品回落

- ▶ 聯準會鷹派利率指引，其它主要央行亦表示將維持高利率水準以抑制通膨。本週美國公債殖利率突破前高，全球債市普遍走跌，僅受美公債利率影響較低且存續期偏短的歐洲非投等債跌幅較輕。FOMC會議後市場預估11月美國升息一碼的機率約3成，市場預期最快要明年下半年降息，後續留意經濟數據變化與新任聯準會官員政策態度。
- ▶ 美歐主要央行強化緊縮政策立場，高利率環境可能衝擊經濟與抑制需求，投資人偏好趨於謹慎，疊加中國經濟疲軟乏力且銅庫存持續增加，鐵礦砂與銅價等大宗原物料承壓，而美國原油庫存上週減少了210萬桶，油價僅小幅下跌。聯準會鷹聲嘹亮支持美元指數偏強，非美貨幣多走貶。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



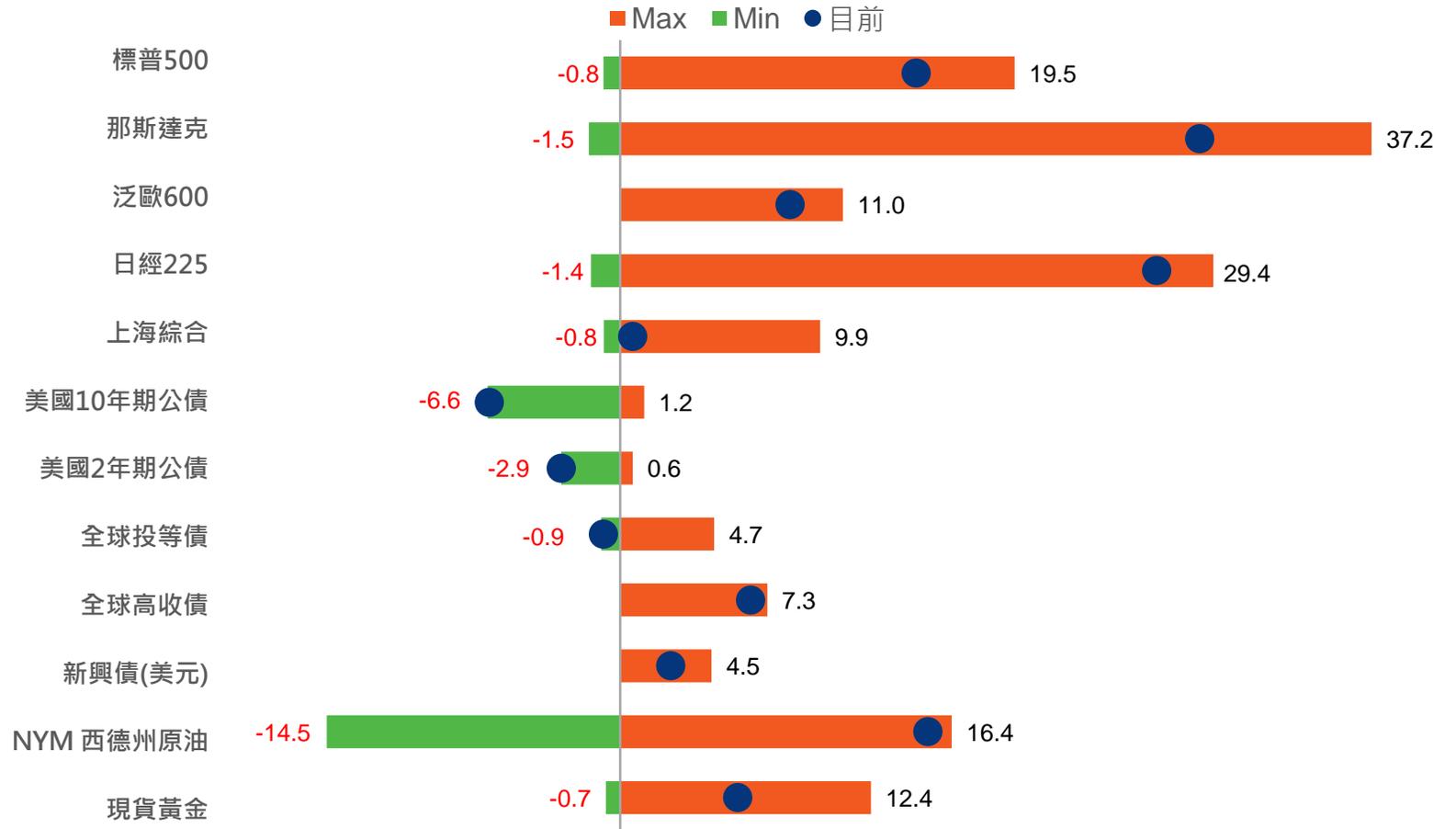
資料來源：Bloomberg，2023年9月22日

# 聯準會鷹派不升息，公債殖利率創高，股債市承壓

- ▶ 美國聯準會雖暫停升息，但暗示年底前仍有升息1碼預期，並上調明年利率預估幅度至5.1%，明年降息幅度縮減至2碼、延後至下半年才可能啟動。美國利率將維持更高、更久時間，使美國公債殖利率衝高，美國股、債承壓，美國長短天期公債價格下探至今年新低，全球投等債同步回落。歐洲央行雖升息1碼，但釋出升息已屆頂的鴿派論調，歐股跌幅較輕，寬鬆政策使日股自高檔修正幅度相對美股和緩。
- ▶ 沙烏地阿拉伯能源部長表示，減產主因為中國原油需求存在不確定性，及歐洲製造業放緩，非政治因素與單純提高價格，並預期今年第4季原油供需缺口將縮窄，西德州油價隨全球股市修正，呈現高檔震盪。美元指數續強，加上美國公債利率屢創新高，金價偏弱盤整。

資料來源：Bloomberg，2023年9月22日

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



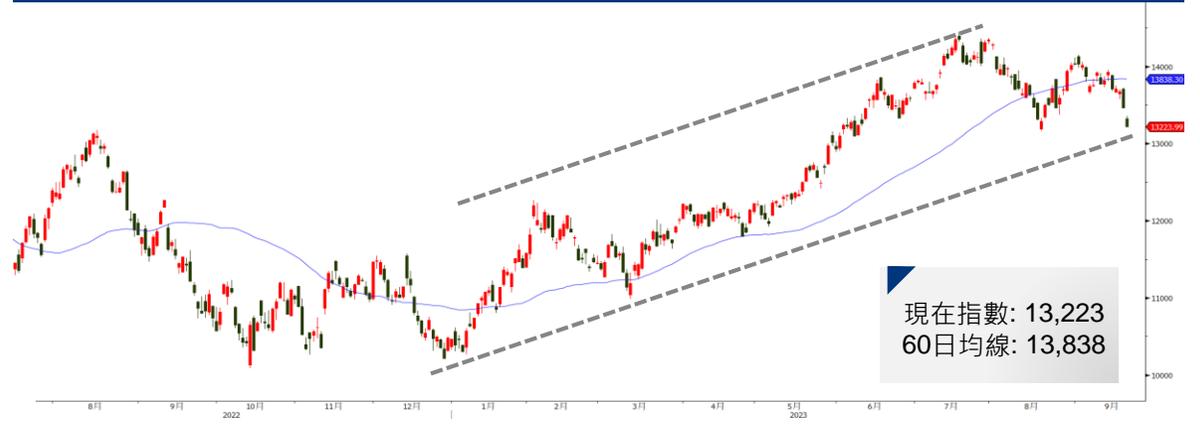
# 成熟市場

60日線

標普500指數跌破季線，短期偏弱



那斯達克指數跌破季線，尋求底部支撐



泛歐600指數沿季線整理，呈區間震盪格局



日經225指數隨全球股回檔，回測季線關卡



資料來源: Bloomberg · 2023年9月22日

# 新興市場與商品

60日線

上綜指數季線下降趨勢，前波低點為觀察指標



新興市場挑戰季線未果，呈低檔整理格局



黃金價格反覆測試季線，若站穩季線或將反彈



西德州原油漲多拉回，趨勢向上短期仍強



資料來源：Bloomberg · 2023年9月22日

## 熱門議題

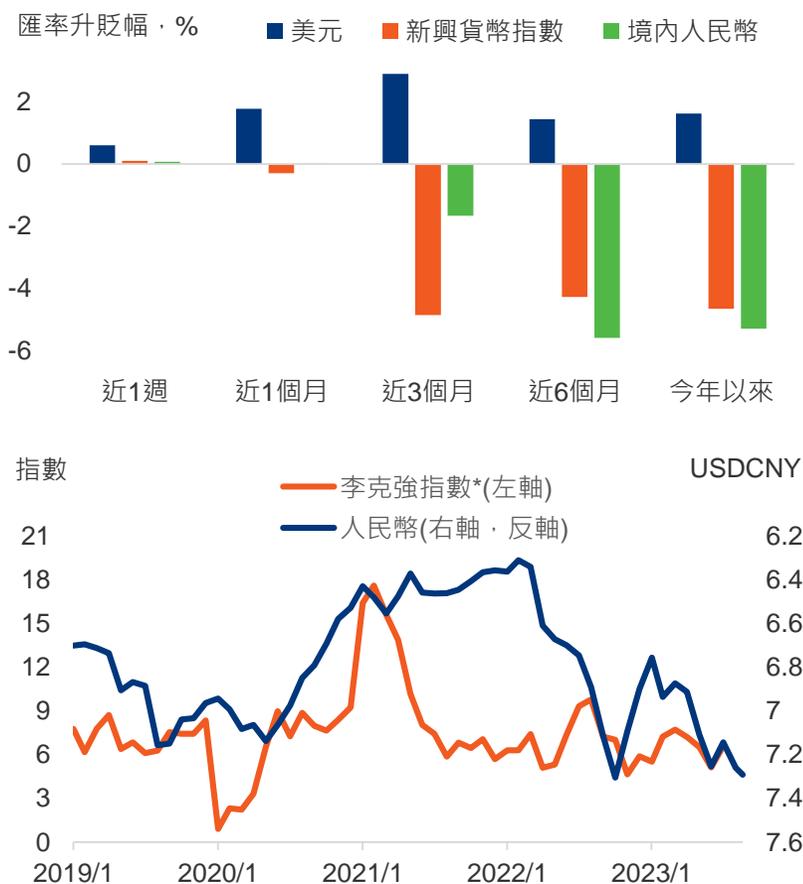
## 中國降準釋放流動性，新行長穩匯人民幣貶勢暫緩

- ▶ 中國人行宣布，自9月15日起調降金融機構存款準備金利率，平均存準率自7.6%降至7.4%，預估將釋放5,000到6,000億人民幣的中長期資金，以因應即將到來的繳稅、長假和貸款發放、專項債等龐大資金需求。觀察過去，季末DR007利率(銀行同業7天期回購利率)皆有上升現象，人行此舉將緩解市場流動性擔憂，並延續寬鬆貨幣政策立場。
- ▶ 今年以來，中國經濟表現疲弱，寬鬆貨幣政策加速國內資金外流，人民幣一度貶至近年新低7.35。隨新任人行行長潘功勝繼任，其過去穩匯背景，與近期下調外匯存準率等多項穩匯措施，使近期儘管美元續強，但人民幣已初步呈現止穩跡象。後續觀察經濟托底改善情況，牽動人民幣走勢，近期可能呈現7.3附近盤整格局。

中國人行今年二度降準，釋放資金流動性



新任行長就職與經濟築底，人民幣貶勢暫緩

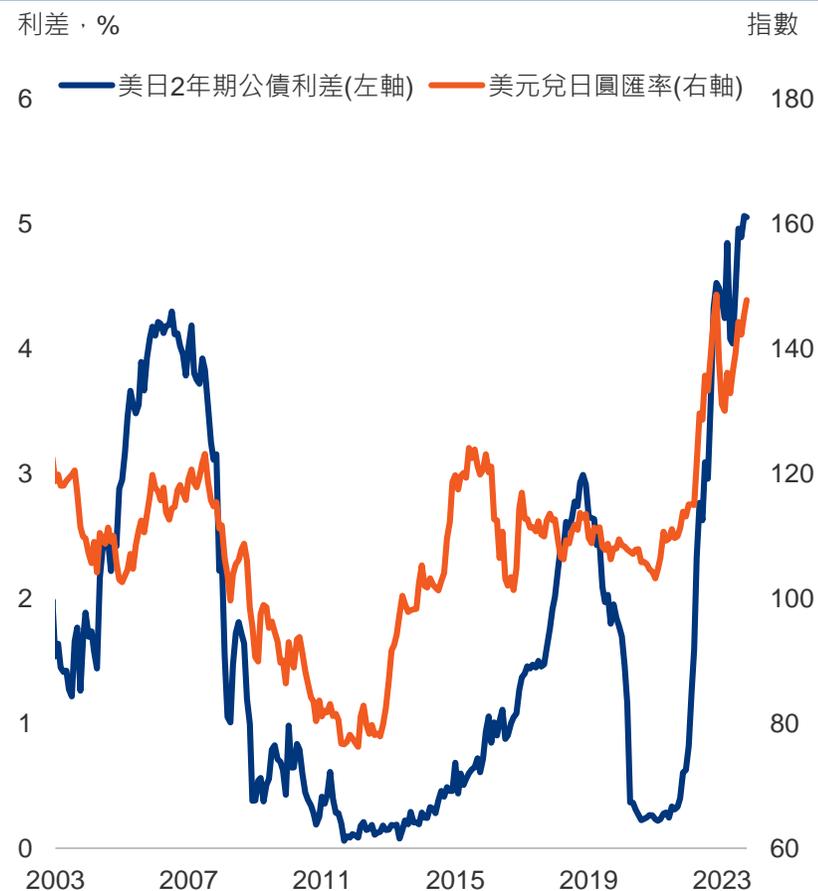


資料來源：中國人行、Bloomberg。\*註：中國前任國務院總理李克強以「鐵路貨運量」、「用電量」及「銀行貸款發放量」衡量經濟發展狀況的指標。

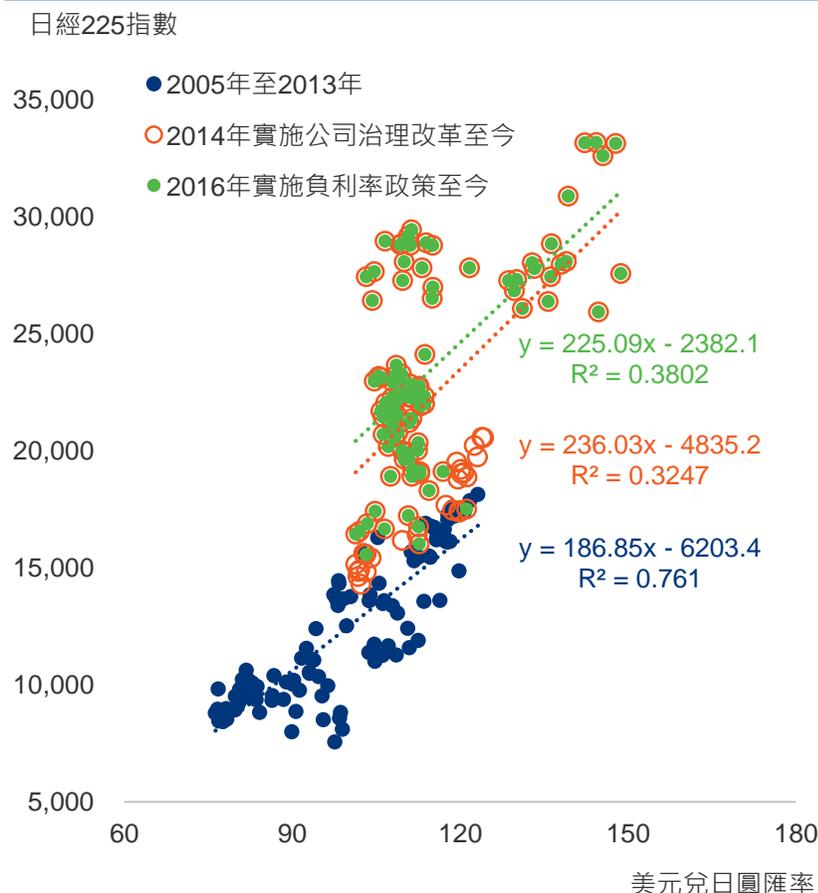
# 日本央行不變應萬變，關注利差變化與日股投資價值

- ▶ 日本央行如市場預期維持利率決議及殖利率曲線控制(YCC)政策不變，並表示如有必要將毫不猶豫加碼寬鬆，展望年底前日本央行貨幣政策收緊幅度不大，而聯準會年底前可能再度上調聯邦基金利率，美日利差收斂空間有限，料日圓短期將持續弱勢整理，後續關注日本央行對通膨展望，以及央行總裁對於政策措辭變化。
- ▶ 檢視日本央行施行負利率政策與日本政府啟動公司治理改革後，日圓對日股影響力下滑，另政策改革亦顯著提升日本企業競爭力與改善股東權益，進而提升日股投資價值。考量日本央行維持寬鬆環境仍有利日本當地經濟復甦，並吸引觀光、投資下，日股逢拉回仍可分批布局，建議可挑選匯率避險產品進行投資。

## 日圓動向關注貨幣政策與美日利差



## 日股結構性改革，日圓對日股影響力稍退



資料來源：Bloomberg

## 投資焦點

## 美債殖利率再突破，股債評價與相關性再調整

- ▶ 美國經濟優於預期，通膨仍居聯準會政策目標水準之上，美公債殖利率升破前高，此外，美股在AI浪潮與物價增速趨緩下，推升股票評價再調整，同時讓美股盈餘收益率下滑。檢視過往美投資級債殖利率高於美股盈餘收益率，未來一年美投資級債總報酬相對優於美股，考量現階段美債殖利率已超過美股收益率，以長線穩健為主投資人可增加高信評債抵禦波動。
- ▶ 去年股債雙殺肇因於美國通膨升溫，但隨著今年以來通膨緩降，股債兩者相關性從高位回落，同時相對去年全年聯準會已升息逾400個基點以上，後續美國再升息空間已相對有限。考量當前實質利率已回到2008年來新高，隨美股短線出現修正，適度配置投資級債，分散投資組合相關性。

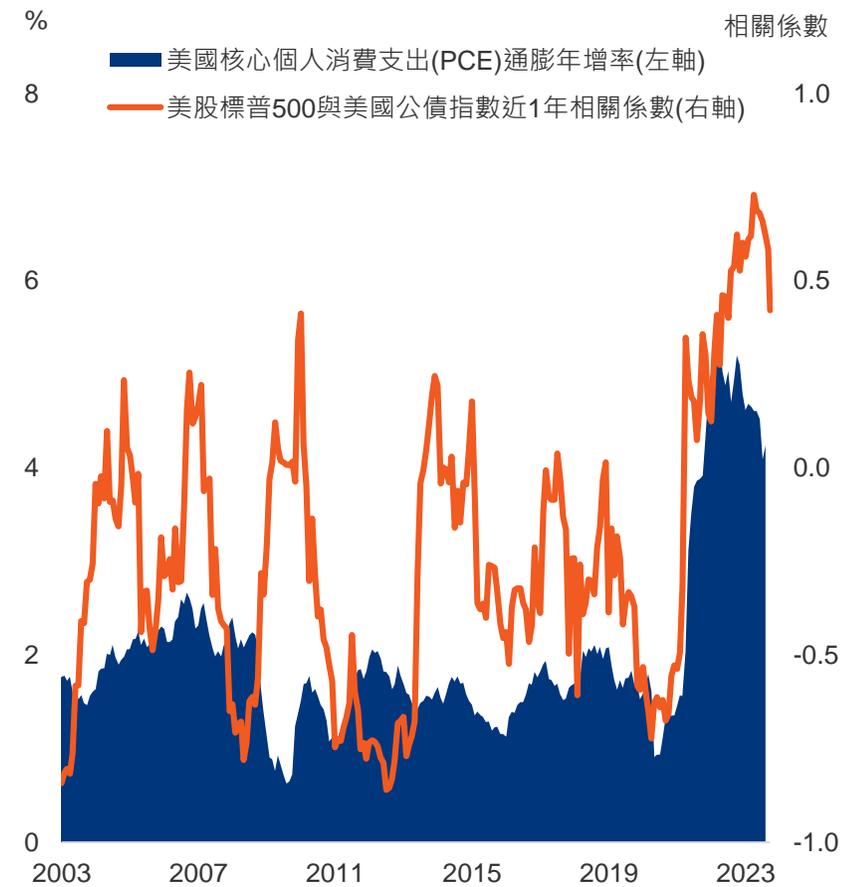
當前美股收益率已低於美國投資級債



過往收益率低於美投資級債時，美股相對走弱



通膨降溫後，有助股債相關性轉向反向關係

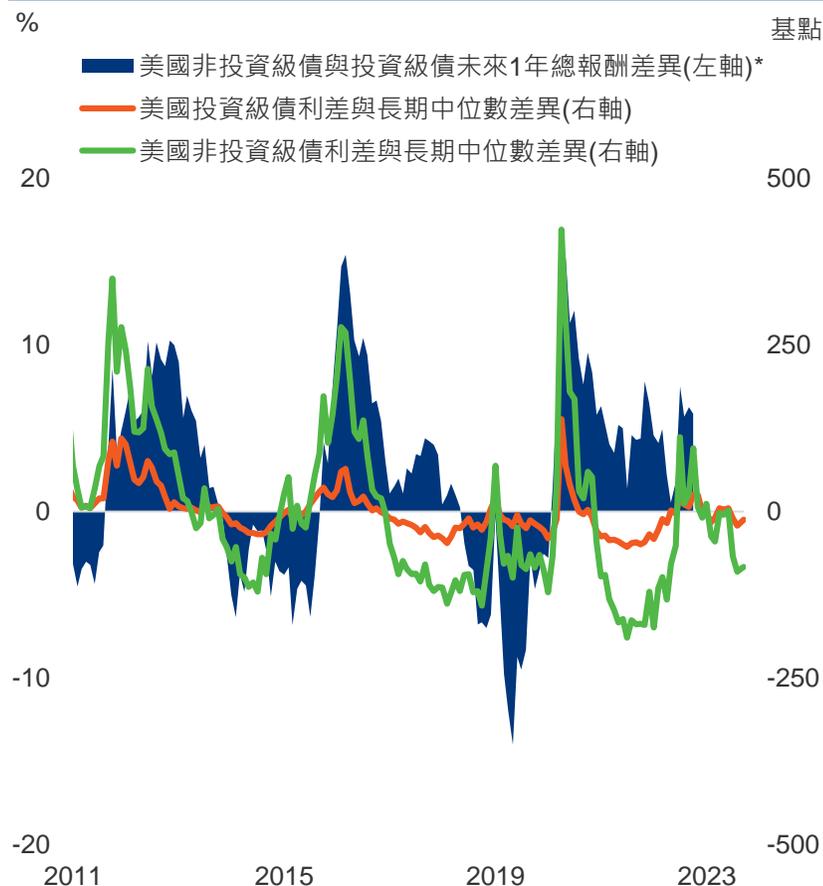


資料來源：Bloomberg，註：美國投資級債指數是以Bloomberg US Corporate Total Return Index(LUACTRUU)，美國公債指數是以Bloomberg US Treasury Total Return Index(LUATTRUU)為代表

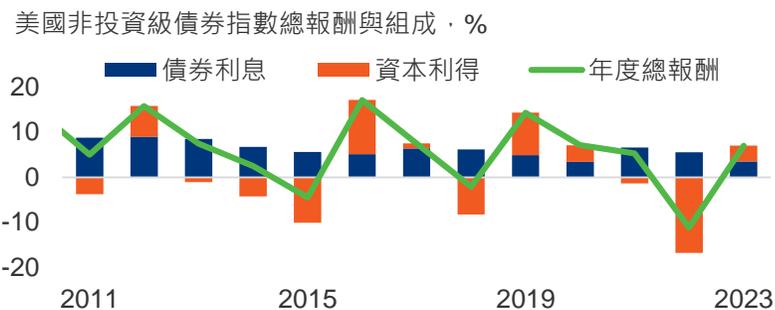
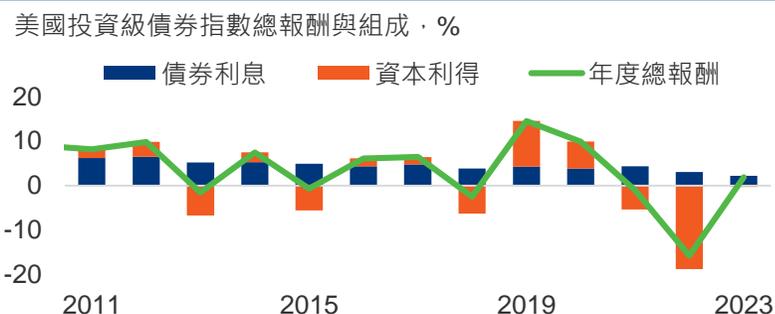
# 美投資級債下跌隔年多為正報酬，聚焦長線投資機會

- 今年以來美國經濟持續優於預期的表現，讓信用利差緩步收斂，其中又以信評較低的非投資級債利差收斂幅度較大，造成當前信用債利差與長期中位數呈現負乖離狀態。考量過往非投資級債利差負乖離過大，投資級債往往有相對較佳表現，以當前利差收斂空間相形有限，高信評的投資級債為相對較佳的選擇。
- 過往美國信用債受惠穩定孳息，除了去年因通膨驟升造成美投資級債連續兩年負報酬外，過往少有連2年負報酬且跌幅相對低，考量投資級債當年負報酬表現而隔年正報酬機率高，疊加利率風險為短線主要擾動因子，未來一季債市投資策略，仍先以短天期債券鎖利，隨利率上行後再增持長天期債券的長短天期平衡配置為主。

### 當信用債利差偏低時，投資級債表現較穩健



### 高票息為報酬主要組成，下跌隔年多為正報酬



總報酬 (%)	當年為下跌年度 平均報酬	下跌年度後 隔年平均報酬
美國投資級債	-2.1	6.2
美國非投資級債	-10.9	29.9

資料來源：Bloomberg，註：美國投資級債指數是以Bloomberg US Corporate Total Return Index(LUACTRUU)，美國非投資級債指數是以Bloomberg US High Yield Total Return Index(LF98TRUU)為代表

# 美債利率創高，聚焦配置投資級債機會

單一債券				債券ETF		
債券名稱	禮來公司 (LLY 5 02/27/26)	萬事達卡 (MA 4.85 03/09/33)	微軟公司 (MSFT 5.2 06/01/39)	標的名稱	iShares 7-10年期美國公債 ETF (IEF)	iShares AAA至A級公司債 ETF (QLTA)
商品風險等級	R1	R1	R1	商品風險等級	R5	R5
資格	非專業投資人	非專業投資人	非專業投資人	持債特色	持有中長天期美國公債為主，平均存續期7.4年	主要持有高信評美國投資級企業債，平均存續期6.9年
到期日	2026年2月27日	2033年3月9日	2039年6月1日	規模	28,524 (百萬美元) (2023/08/31)	935 (百萬美元) (2023/08/31)
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	A1/-/A+	Aa3/-/A+	Aaa/-/AAA	今年來報酬/ 近3年報酬	-1.34% / -20.03%	1.14% / -15.00%
最低申購金額/ 增額	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	10,000 / 1,000 USD	基準指數	ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond Index	Bloomberg U.S. Corporate Aaa - A Capped Index
票面利率	5.00% / 半年配	4.85% / 半年配	5.20% / 半年配	類型分布	1. 國庫券 99.49% 2. 現金或衍生性產品 0.51%	1. 銀行 35.99% 2. 非必需消費 14.34% 3. 科技 11.23%
YTM/YTC(%)	4.64 / 3.05	4.67 / 4.67	4.55 / 4.55	30天SEC 收益率(%)	4.21	5.38
特色	居於領導地位的全球性製藥公司，市值規模為全球藥廠排名第一。產品橫跨思覺失調症、糖尿病照護、治療肥胖症、阿茲海默症疾病、免疫系統疾病，各類癌症治療疾病提供治療藥物。	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。其該公司具競爭體態。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。	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 Note 11/15/2031 19.12% 2. Treasury Note 2/15/2032 15.94% 3. Treasury Note 8/15/2031 13.90% 4. Treasury Note 8/15/2030 10.83% 5. Treasury Note 2/15/2033 9.27%	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9月22日，單一債券殖利率(YTM/YTC)報價日期為2023年9月21日，30天SEC收益率為該基金近30天的年化配息率且報價日期為2023年9月19日，僅供參考。此表僅列較具代表性標的的參考，欲申購的投資人須符合風險承擔度條件，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"> <li>◆ 美英等主要央行聯袂暫緩升息，但聯準會鷹派立場，暗示年底仍有升息機會，明年下半年才有降息可能。政策利率將維持更高、更久的時間，使短期股市評價調整壓力持續、震盪加劇。</li> <li>◆ 年底升息循環告一段落，企業獲利今年見底、明年改善，預期美股將震盪向上。現把握股市修正、評價轉趨合理階段，建立長期配置部位，以優質龍頭股為主，並採定期定額長期趨勢題材，非美地區的日本、印度可為部分衛星配置。</li> </ul>	<p>策略風格：優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p> <p>產業：科技、醫療保健、必需性消費</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 聯準會維持今年利率點陣圖預估，延後明年降息時間與降息可能幅度縮減，預期近期美國10年期公債利率將偏高整理。惟目前接近美國升息循環尾端，中長期公債殖利率來到相對高原區，美債仍具配置價值，可把握短天期公債高息鎖利，並逢利率彈升，增加長天期債券部位。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>	<p>期間：中短天期債鎖高利、重防禦， 漸增長債部位，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"> <li>◆ 歐洲央行釋出升息見頂論述，偏鴿立場與疲弱經濟，使歐元走弱，聯準會鷹派調整明年利率途徑預估，將使美元近期高檔有撐。</li> <li>◆ 日本央行維持利率不變，但總裁植田和男近期談話偏鴿，預期年底前，日銀緊縮貨幣政策幅度有限，考量日央退出寬鬆刺激仍需一段時間，短期日圓低檔震盪、中性看待；明年若解除負利率，將刺激日圓轉強。</li> </ul>	<p>美元高檔有撐，日圓短期低盤、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(2023/9)：維持利率不變 前次會議(2023/7)：+25 bps	聯準會9月維持利率不變，基準利率保持在5.25%~5.5%。利率點陣圖顯示，今年利率預估中位數和6月5.6%一致，但上調明、後年利率預估幅度50個基點至5.1%與3.9%，強調聯準會將視景氣數據作為未來升息依據。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。	30%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：4.00% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75% 最近會議(2023/9)：+25 bps 前次會議(2023/7)：+25 bps	歐洲央行升息1碼抑制通膨，實施更嚴格的融資條件來抑制內部需求，並暗示基準利率已經達到關鍵水準，未來決策將確保基準利率維持在限制性水準夠長的時間，並依據經濟數據做調整。APP(資產購買計劃)的再投資已停止，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(2023/9)：維持利率不變 最近會議(2023/8)：+25 bps	英國銀行9月維持利率不變，今年經濟成長率預估至0.50%，但明、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(2023/9)：維持利率不變 前次會議(2023/7)：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%，指定殖利率無限量收購10年債的上限至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。	134%

資料來源：Bloomberg

# 重要經濟數據 / 事件

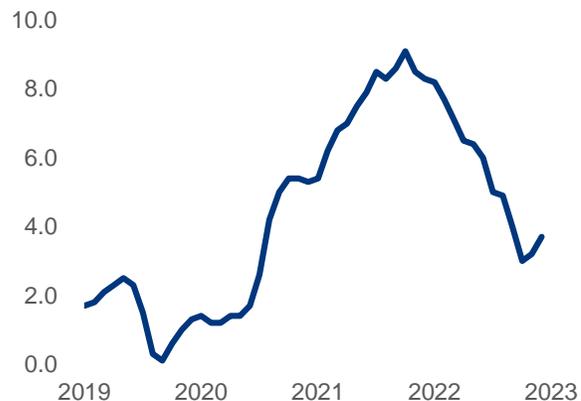
► Sep 2023

<p><b>18</b> Monday</p>	<p><b>19</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐洲8月CPI年增率 (實際:5.2% 預估:5.3% 前值:5.3%)</li> <li>美國8月建築許可 (實際:1.543M 預估:1.440M 前值:1.443M)</li> <li>歐洲8月核心CPI年增率 (實際:5.3% 預估:5.3% 前值:5.5%)</li> <li>歐洲8月CPI月增率 (實際:0.5% 預估:0.6% 前值:-0.1%)</li> </ul>	<p><b>20</b> Wednesday</p>	<p><b>21</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國利率決策會議 (實際:5.50% 預估:5.50% 前值:5.50%)</li> <li>美國初請失業金人數 (實際:201K 預估:225K 前值:221K)</li> <li>美國9月費城聯儲製造業指數 (實際:-13.5 預估:-0.7 前值:12.0)</li> <li>美國8月成屋銷售 (實際:4.04M 預估:4.10M 前值:4.07M)</li> </ul>	<p><b>22</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國9月服務業PMI (預估:50.6 前值:50.5)</li> </ul>
<p><b>25</b> Monday</p>	<p><b>26</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國建築許可 (預估:1.543M 前值:1.443M)</li> <li>美國9月諮商會消費者信心 (前值:106.1)</li> <li>美國8月新屋銷售 (前值:714K)</li> </ul>	<p><b>27</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國8月核心耐用商品訂單月增率 (前值:0.5%)</li> </ul>	<p><b>28</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國第二季GDP季增率 (預估:2.1% 前值:2.0%)</li> <li>美國8月成屋簽約房屋銷售月增率 (前值:0.9%)</li> </ul>	<p><b>29</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐洲9月CPI年增率 (前值:5.2%)</li> <li>美國8月核心PCE年增率 (前值:4.2%)</li> <li>美國8月核心PCE月增率 (前值:0.2%)</li> <li>美國9月密西根大學消費者預期指數 (預估:66.3 前值:65.5)</li> <li>美國9月密西根大學消費者信心指數 (預估:67.7 前值:69.5)</li> </ul>

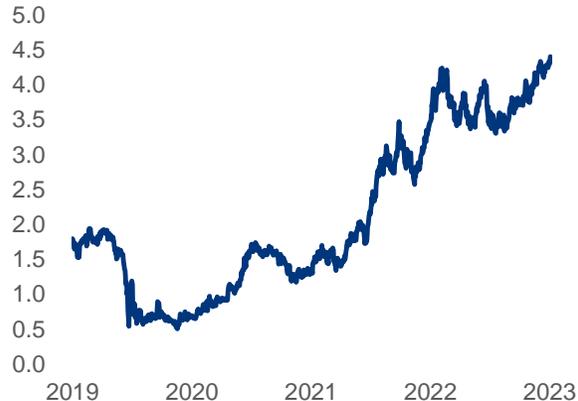
資料來源：Investing.com

# 附錄

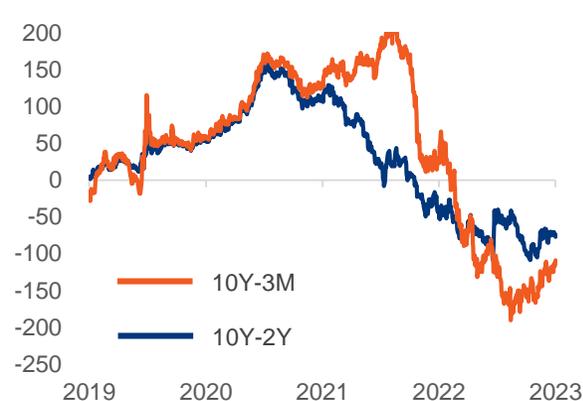
### 美國物價指數年增率(%)



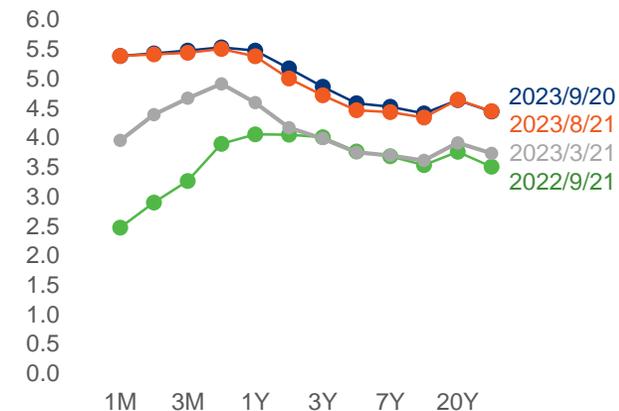
### 美國10年期公債殖利率(%)



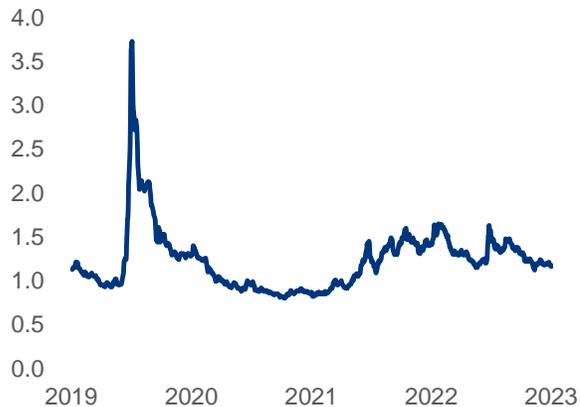
### 美國公債利差(bps)



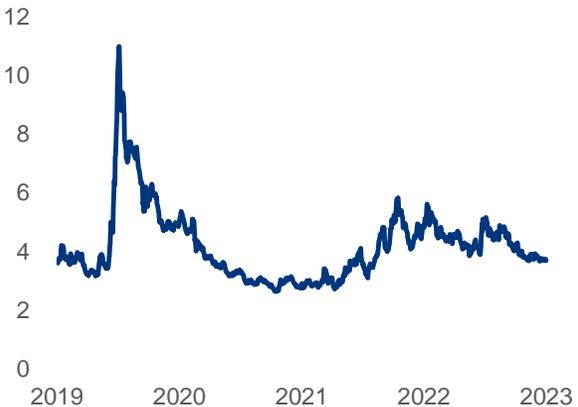
### 美國公債殖利率曲線(%)



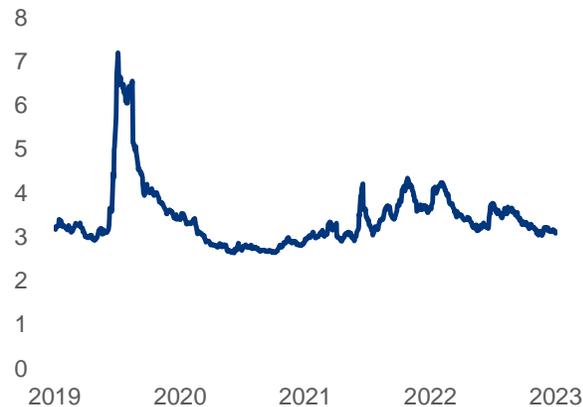
### 美元投資級公司債利差(%)



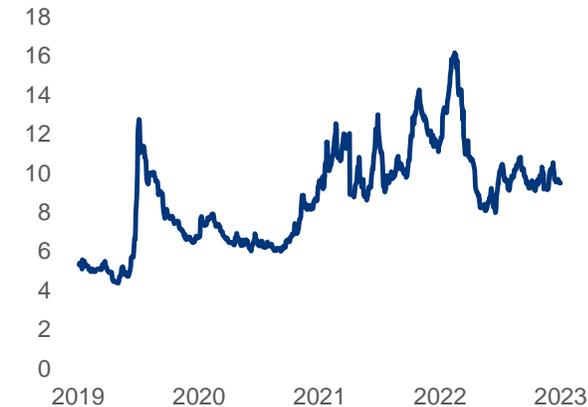
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



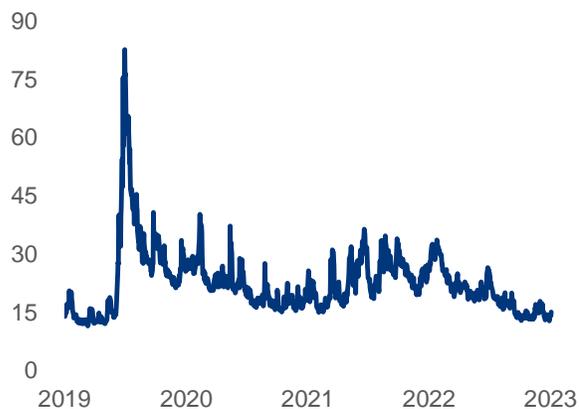
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



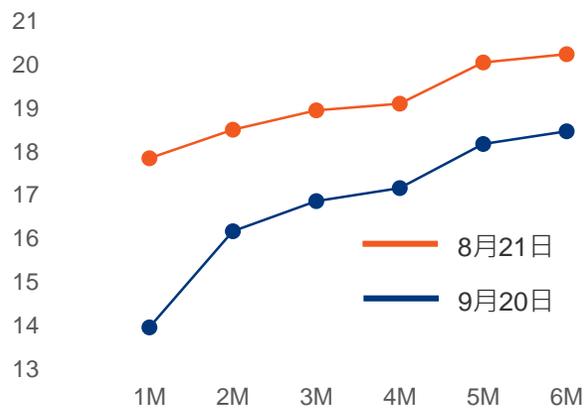
資料來源：Bloomberg · 2023年9月21日

# 附錄

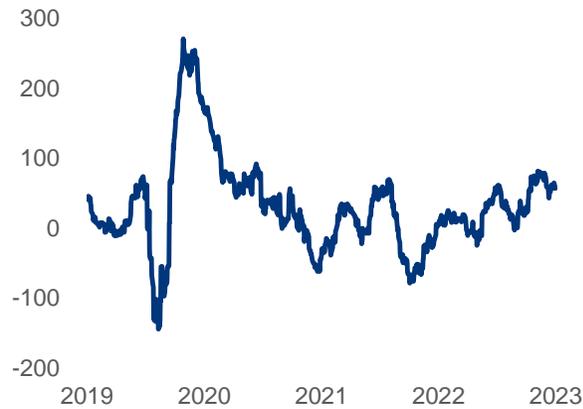
### VIX指數



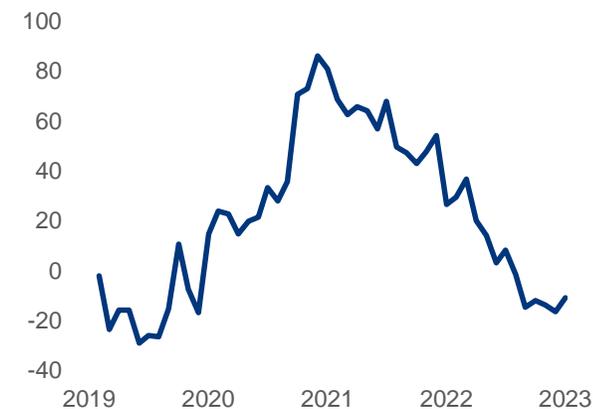
### VIX期間結構



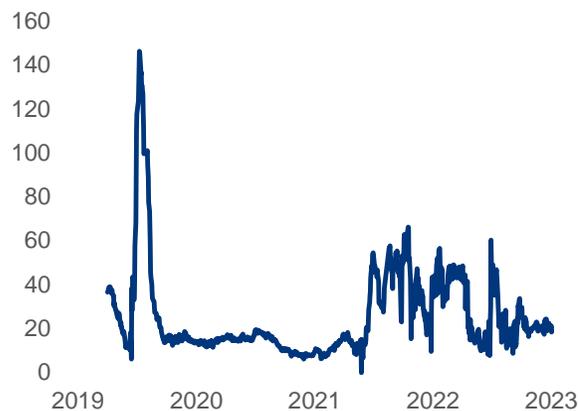
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



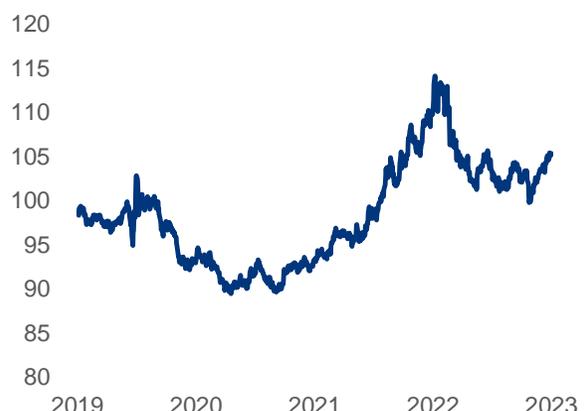
### 美國花旗通膨驚奇指數\*



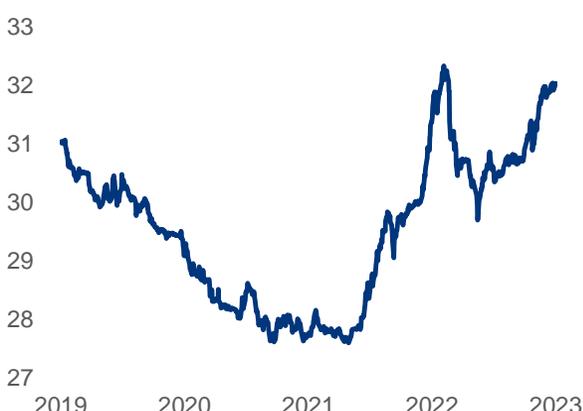
### Ted利差(bps)



### 美元指數



### 美元兌新臺幣



### 美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年9月21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。