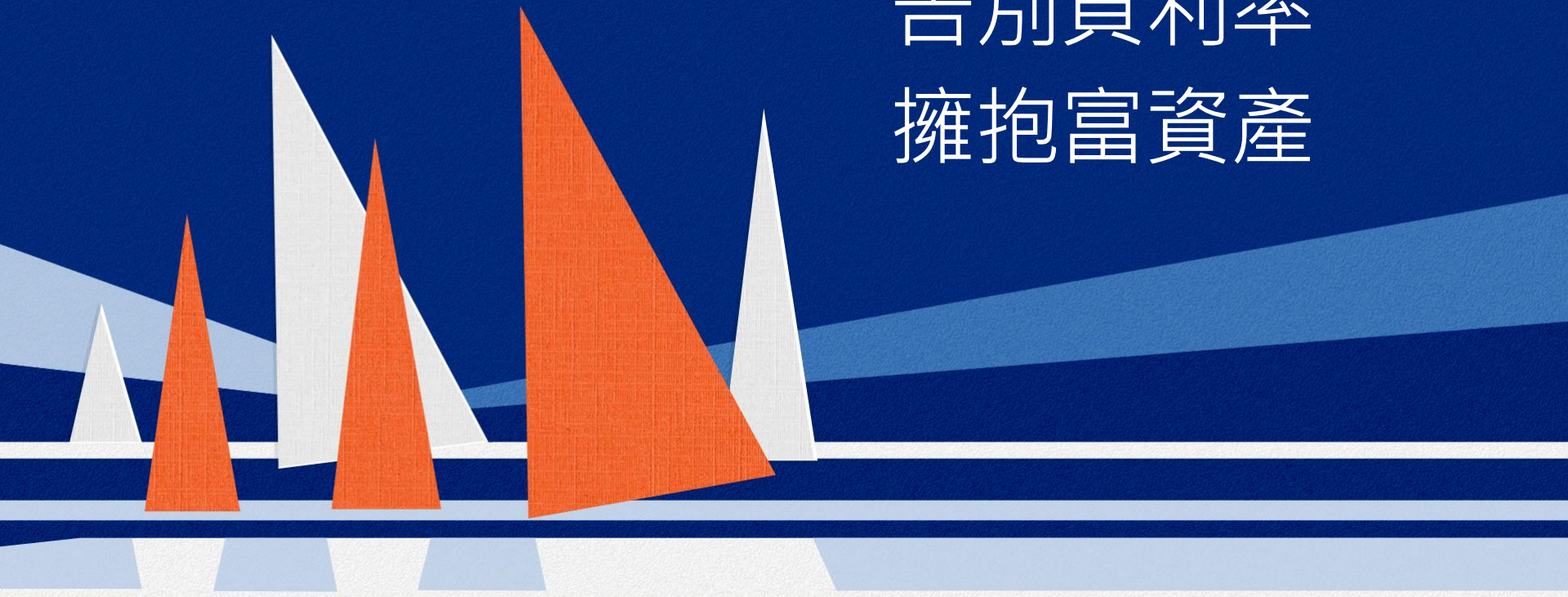





凱基證券
KGI SECURITIES

致力於您的 **富足人生**
財富管理 | 經紀 | 投資銀行 | 證券 | 其他服務

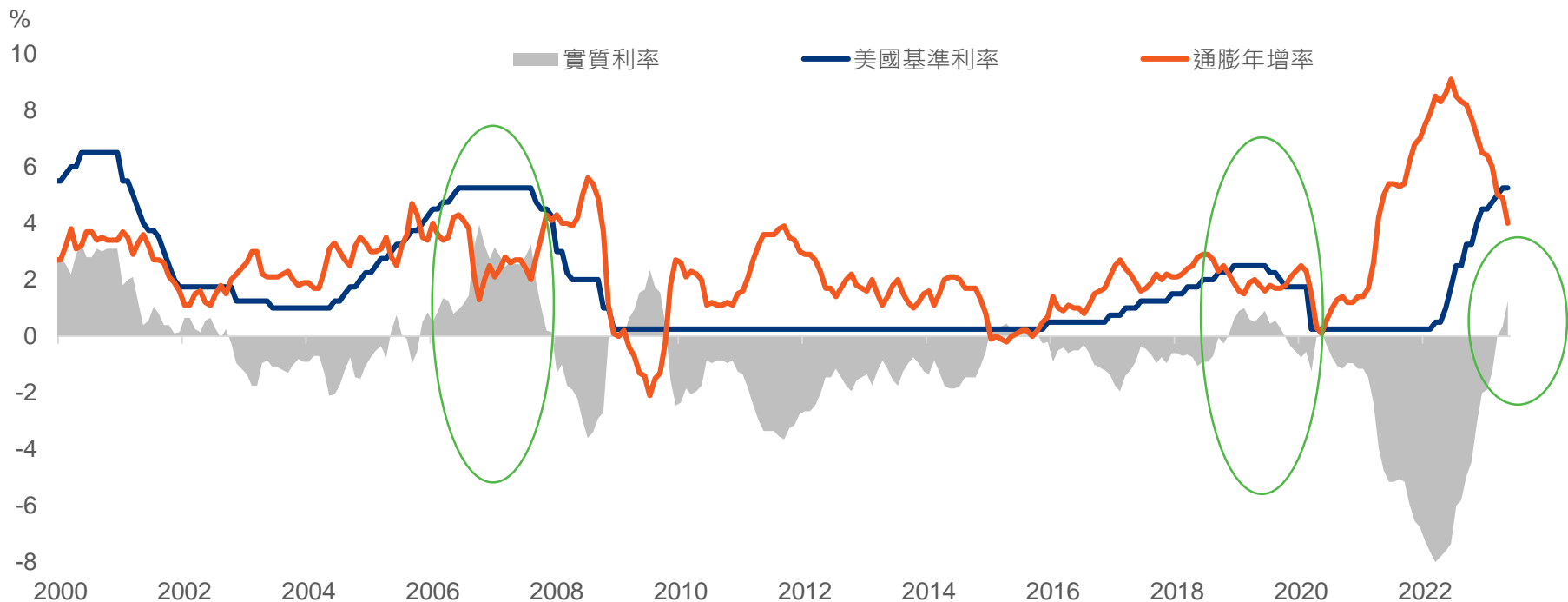
告別負利率 擁抱富資產



- 
- A stylized illustration of a sailing fleet on a sea. The sea is represented by horizontal bands of blue and white. Several sailboats are shown, with their sails in shades of orange and white. The background is a light, textured grey.
- 升息屆頂，衰退來臨
 - 資產配置如何調整？

美國實質利率轉正，升息步調趨緩

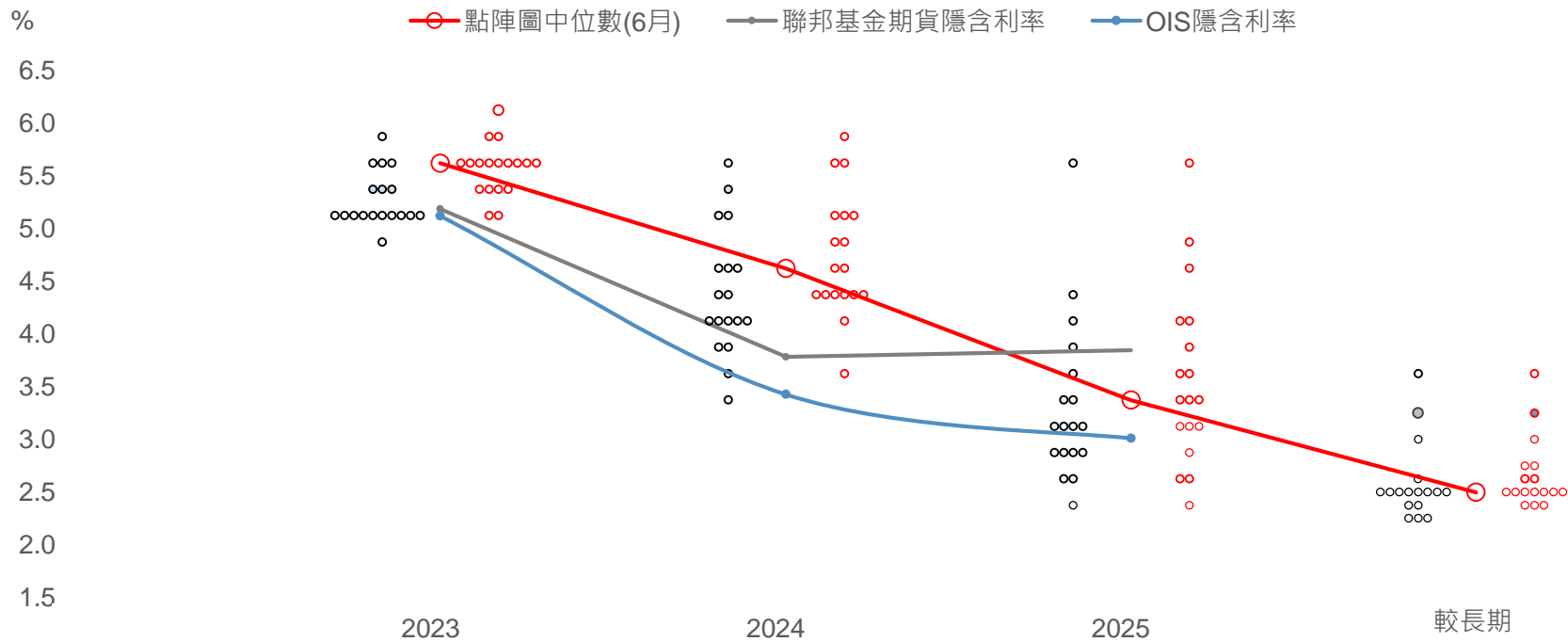
通膨放緩、實質利率為正，符合暫緩升息條件，聯準會強調未來依據經濟數據決定



資料來源：Bloomberg · 2023年6月16日

6月利率點陣圖暗示，年底前仍有兩碼升息空間

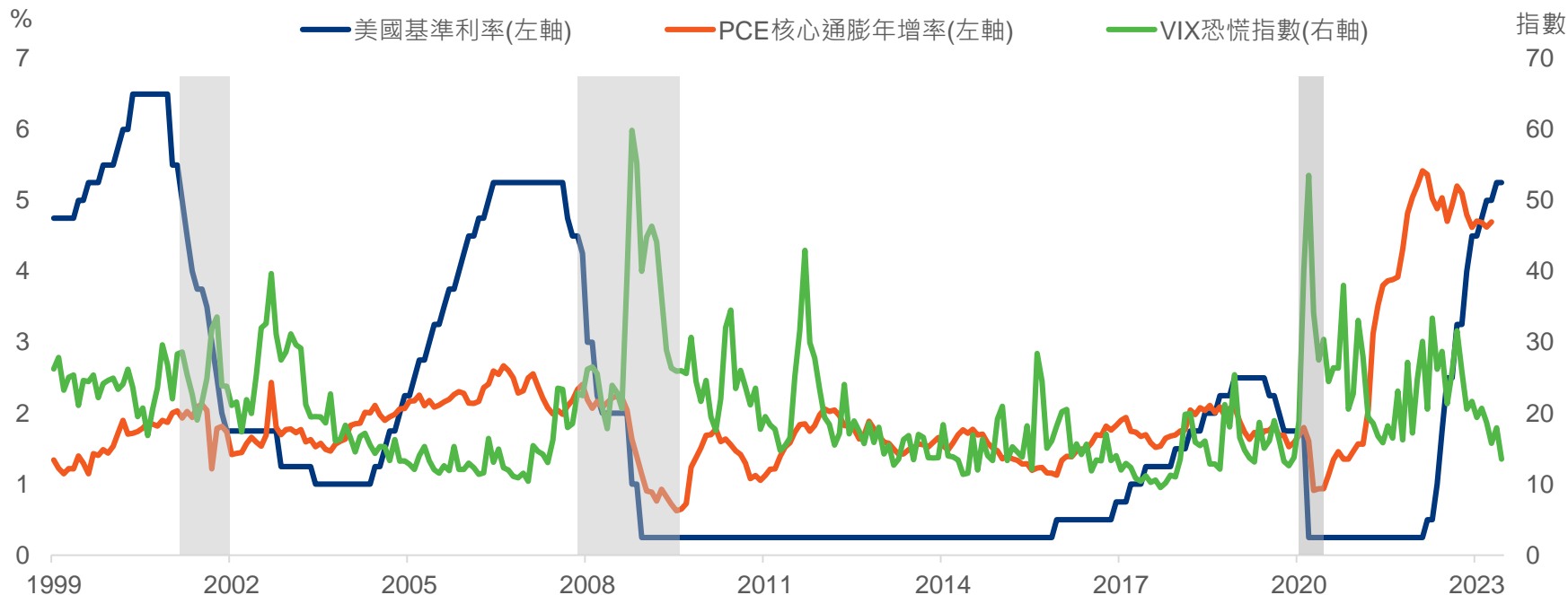
聯準會官員的利率預估，今年年底前升息2碼，和市場預期的1碼，有相當差距



資料來源：Bloomberg · 2023年6月16日

今年希冀降息，可能還言之過早

通膨放緩僅降息之充分條件，衰退與金融危機為降息之必要條件



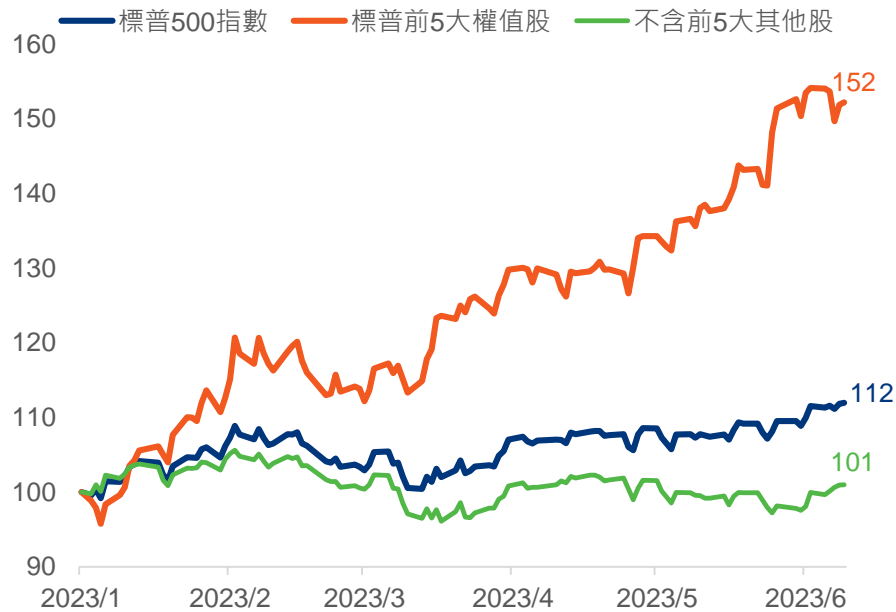
*註：灰底為機構NBER定義美國衰退期間；資料來源：Bloomberg · 2023年6月16日

AI浪潮+FOMO情緒，造就上半年股市亮麗行情

AI相關權值股領漲，帶動指數上揚，近月美股年增率轉正後，散戶看多加入股市助漲

今年S&P 500指數漲幅主要由前5大權值股所帶動

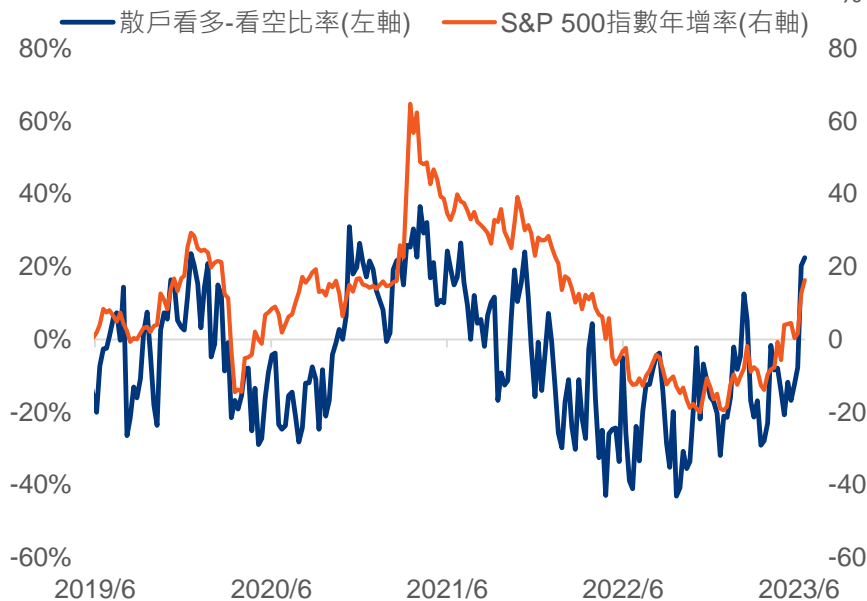
今年初=100標準化



資料來源：Bloomberg · 2023年6月14日 · 註：標普500指數前5大權值股分別為Apple、Microsoft、Amazon、Nvidia、Alphabet。

6月以後美股屢創近季新高，散戶投資人看多股市加入

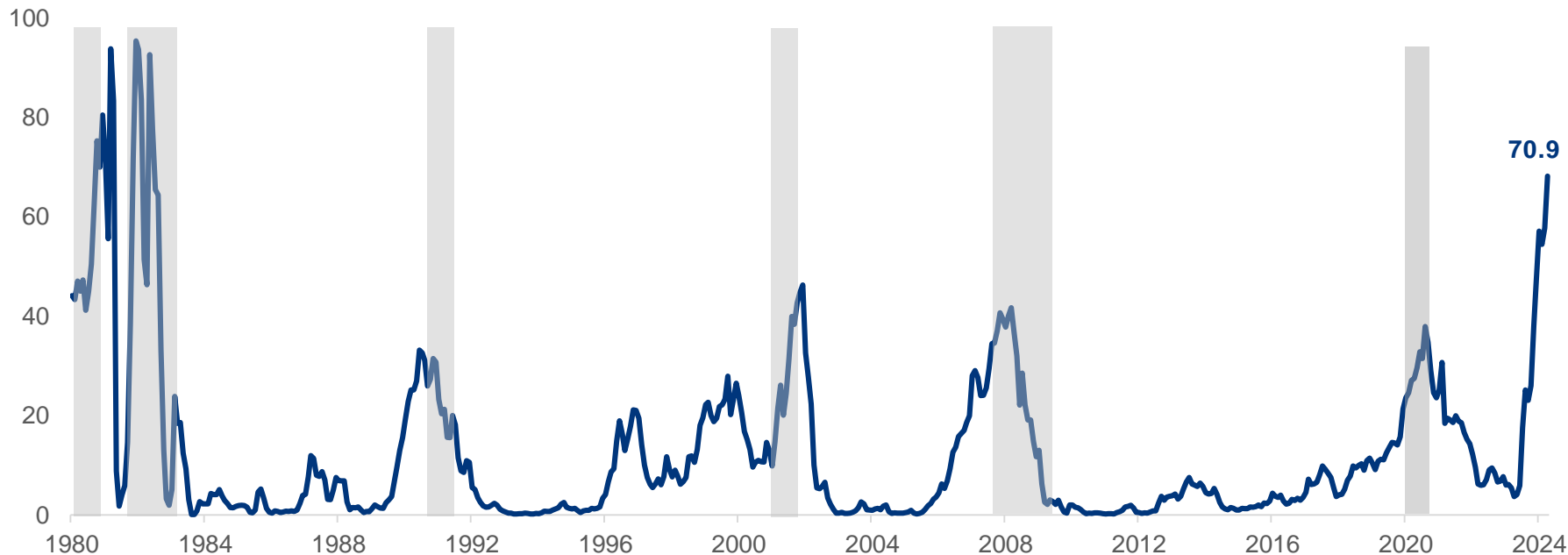
AAII散戶投資人對未來6個月股市看法，%



美國未來一年內發生衰退機率和股市一同創高

紐約Fed預測模型顯示，未來一年衰退機率由1個月前的68%上升至70.9%

紐約Fed模型預估1年內發生經濟衰退機率，%



*註：灰底為機構NBER定義美國衰退期間；資料來源：Bloomberg · 2023年6月19日

| | 未來3個月的看法 | | | 未來12個月的看法 | | | 理由 |
|-------------|----------|----|----|-----------|----|----|-------------------------------|
| | 看空 | 中性 | 看多 | 看空 | 中性 | 看多 | |
| 股市 | | | ● | ● | | | 股市震盪向上，經濟衰退拖累未來12個月的走勢 |
| 10年期政府債 | | | ● | | | ● | 實質利率走高有利中長端公債配置，明年2Q景氣衰退，有利美債 |
| 信用債 | | ● | | | | ● | 短期隨股市同步波動，高信評投等債財務體質佳，能禦景氣衰退 |
| 股市 | | | | | | | |
| 美國 | | | ● | ● | | | 美股獲利下行但優於預期，震盪向上至年底，明年景氣衰退下瀋 |
| 歐洲 | | ● | | ● | | | 獲利增長短期能維持股市，中期反應經濟衰退，可漸調節 |
| 日本 | | | ● | | ● | | 偏弱匯率、薪資成長推動內需與消費，日企改革調整體質亦有利 |
| 新興亞洲 | | | ● | | ● | | 中國經濟復甦分歧，人行下調利率施行寬鬆貨幣，政策力有期待 |
| 台灣 | | | ● | | ● | | AI狂潮推升台股迎來價值重估，硬體廠率先受惠國際資金回補 |
| 固定收益 | | | | | | | |
| 美國政府債券 | | | ● | | | ● | 聯準會提高終端利率與重申年底不降息，明年隨經濟放緩而偏多 |
| 美國投資等級 | | ● | | | | ● | 較高的利差被降低的政策利率所抵銷，短期投等債橫盤 |
| 美國非投資等級 | ● | | | ● | | | 中期經濟放緩和獲利疲軟，使非投等債的利差擴大 |
| 新興市場 | ● | | | ● | | | 匯率偏弱國與原物料生產國的風險，整體不利新興市場債 |
| 匯率 | | | | | | | |
| 美元 | | ● | | | | ● | 短期美元相對弱勢，升息預期有撐，避險需求使年底前重回升值 |
| 歐元 | | ● | | ● | | | 央行短期偏鷹支持，隨歐洲經濟放緩，歐元對美元的強勢將減弱 |
| 日圓 | | ● | | | | ● | YCC政策不變立場受抑，基本面好轉、觀光投資回流，未來偏升 |

資料來源：凱基證券整理

全球經濟成長展望惡化，是投資人未來的主要風險

| | 發生可能性 | 負面影響 |
|--|-------|------|
| 金融與經濟 | | |
| 通膨始終高於市場定價與央行預期，迫使央行持續升息 | 低 | 高 |
| 民族主義政策驅動下，中美貿易僵局惡化，中國經濟進一步放緩 | 低 | 中 |
| 對可持續新能源的投資，不足以彌補對舊能源投資的短缺 | 低 | 中 |
| 全球央行一致性採取緊縮貨幣政策，造成全球經濟衰退的影響已經浮現 | 高 | 高 |
| 地緣政治 | | |
| 中東地區政局不穩定，如伊朗可能威脅伊拉克或沙烏地阿拉伯的石油基礎建設，以分散國內政局動盪的注意力 | 中 | 中 |
| 臺海兩岸危機，緊張情勢升溫，以轉移中國對國內經濟成長疲軟的關注 | 低 | 高 |
| 網路攻擊，個人或組織惡意入侵其他個人或組織的資訊系統達成特殊目的 | 中 | 中 |

資料來源：凱基證券，2023年6月17日



■ 資產配置如何調整？

- ▶ 槓鈴高息債，保本領息著重再投資
- ▶ 漸布績優股，防禦股搭合理成長股
- ▶ 多元降波動，非美市場與另類投資

經濟成長放緩，市場期待降息改善流動性

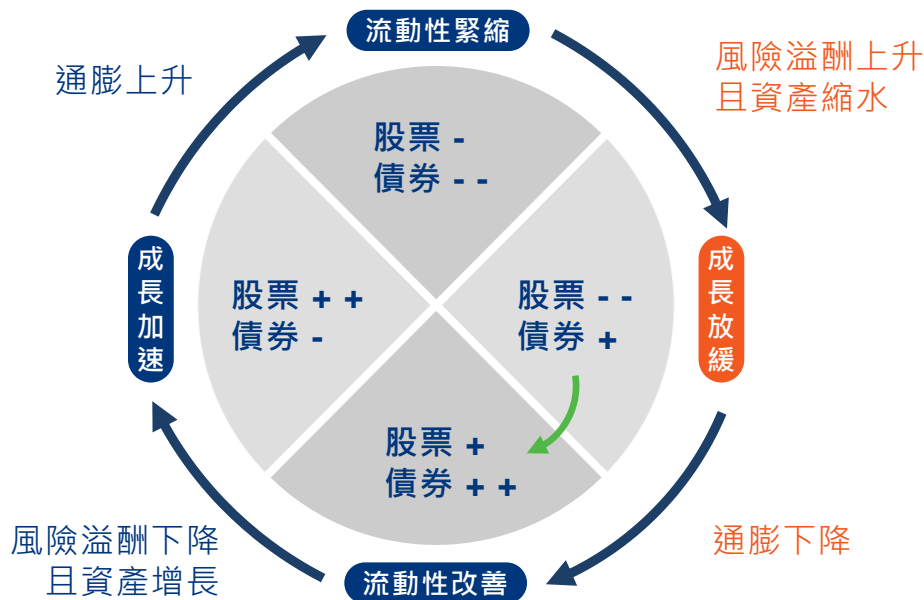
資產配置以債券及防禦、高息股為主，漸增合理評價成長股，並搭配多元另類資產

適合資產

科技、價值股、
新興市場股、不動產

適合資產

投資等級債、非投資級
債、新興債、景氣循環
類股、成長股、不動產



適合資產

大宗商品、必需消費及醫
療健護、防禦型及高息低
波動類股、中短期投資
級債

Now

適合資產

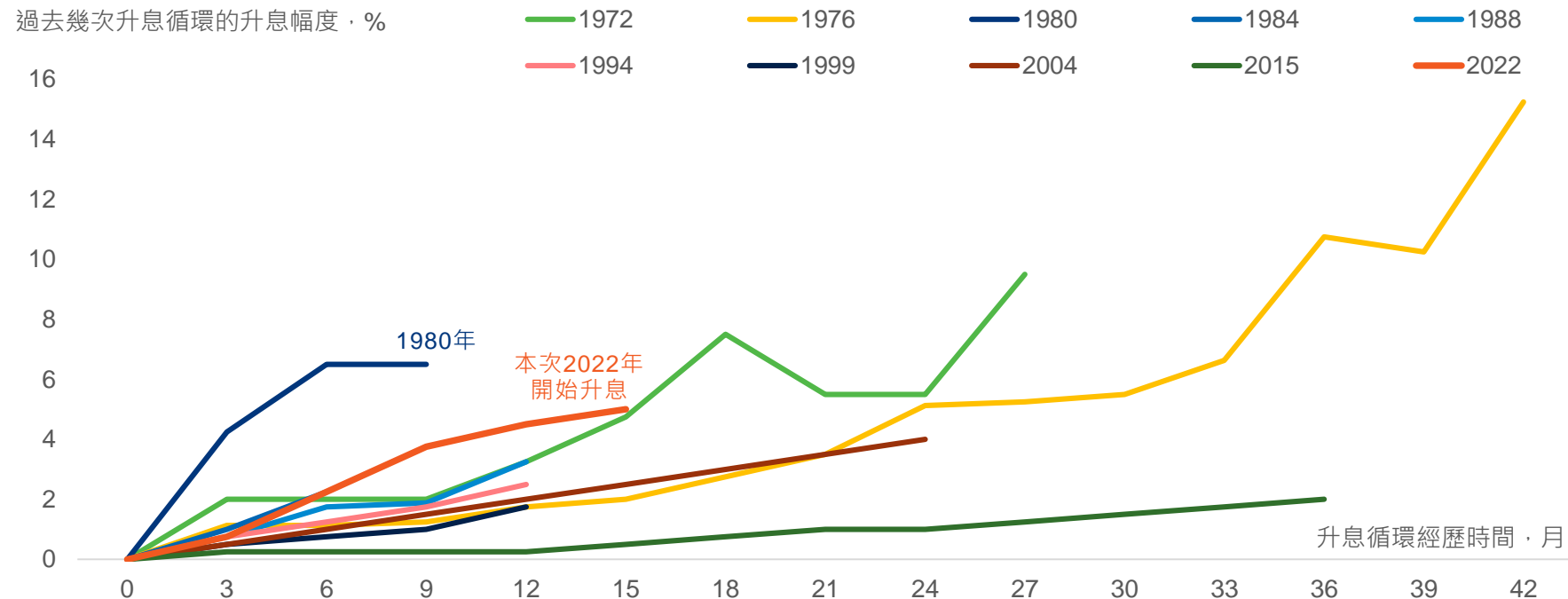
全球公債(長天期較佳)、
投資等級債、防禦型、高
息低波動類股、黃金

資料來源：Bridgewater、凱基證券整理

橘色代表現行市場狀況

通膨驟升導致的暴力式升息，過去少見

本次升息循環除了**1980年**外，斜率最為陡峭，把握難得一見的布局債券時機

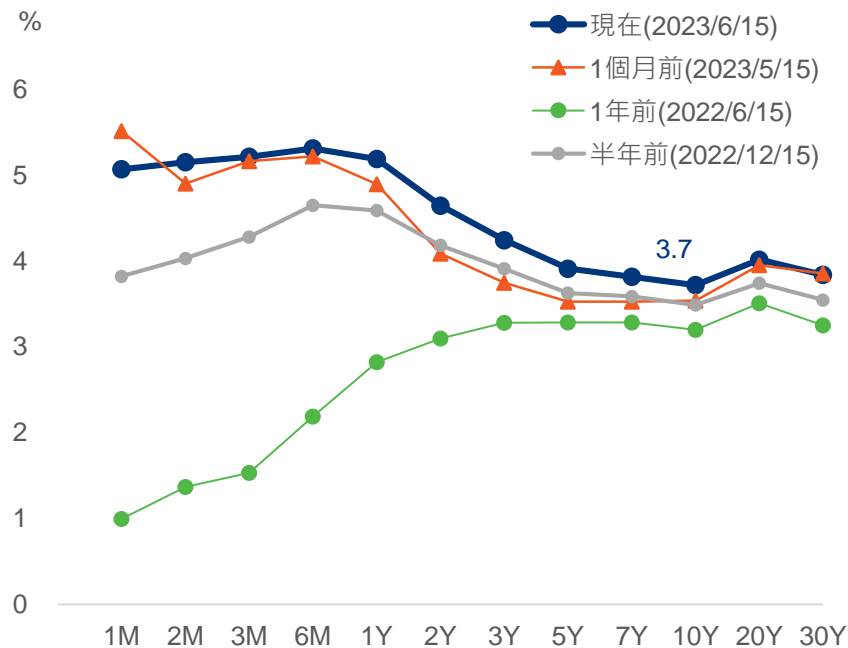


資料來源：Bloomberg，以每次升息循環開始利率和月份為零計算

美國升息若至終點，未來債券利率區間將下移

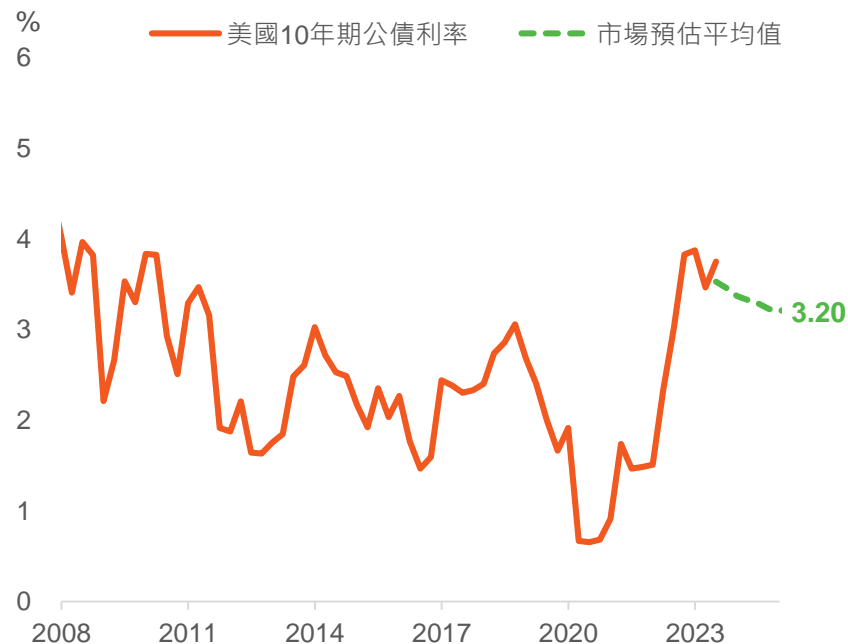
去年底美國10年期公債利率的高點4.25%，機構分析師預估明年底至3.20%

今年以來殖利率曲線持續倒掛，隨市場預期調整



資料來源：Bloomberg · 2023年6月16日

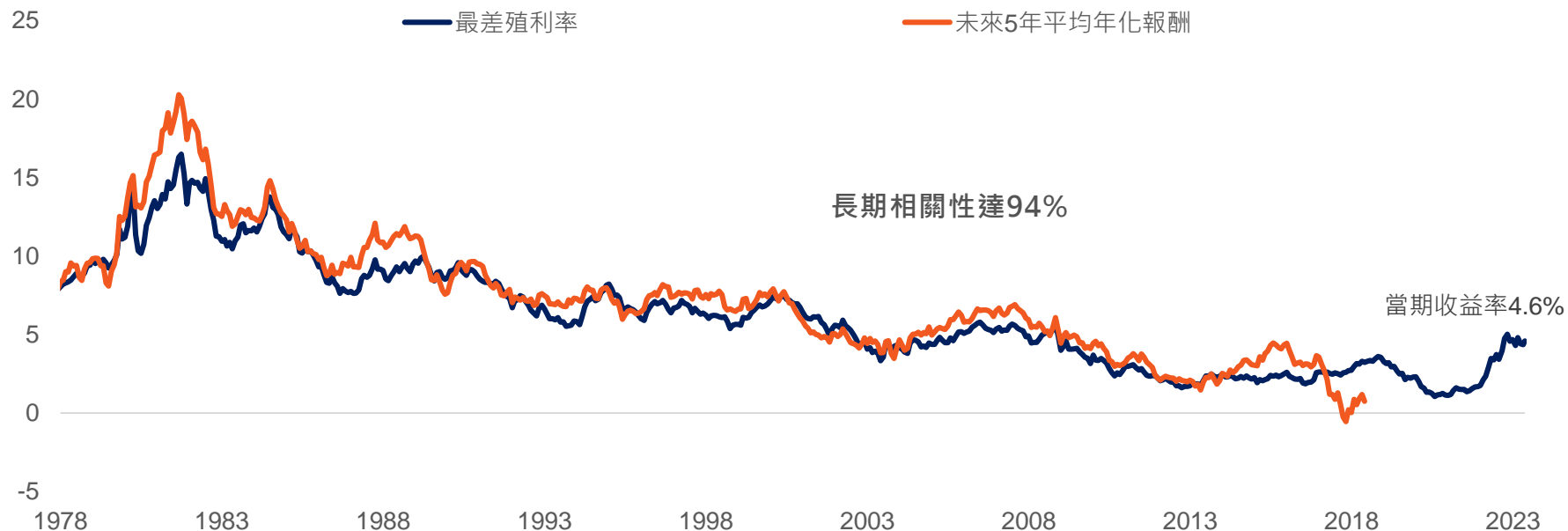
市場預期明年年底前，有降息可能



美國債券的起始殖利率和預估未來5年報酬率有高度相關

根據歷史經驗顯示，目前債券收益率幾乎就代表未來5年的債券預估報酬

美國綜合債殖利率與5年遠期平均年化報酬，%



資料來源：Bloomberg · 2023年5月25日 · 殖利率以彭博美國零和債券為主

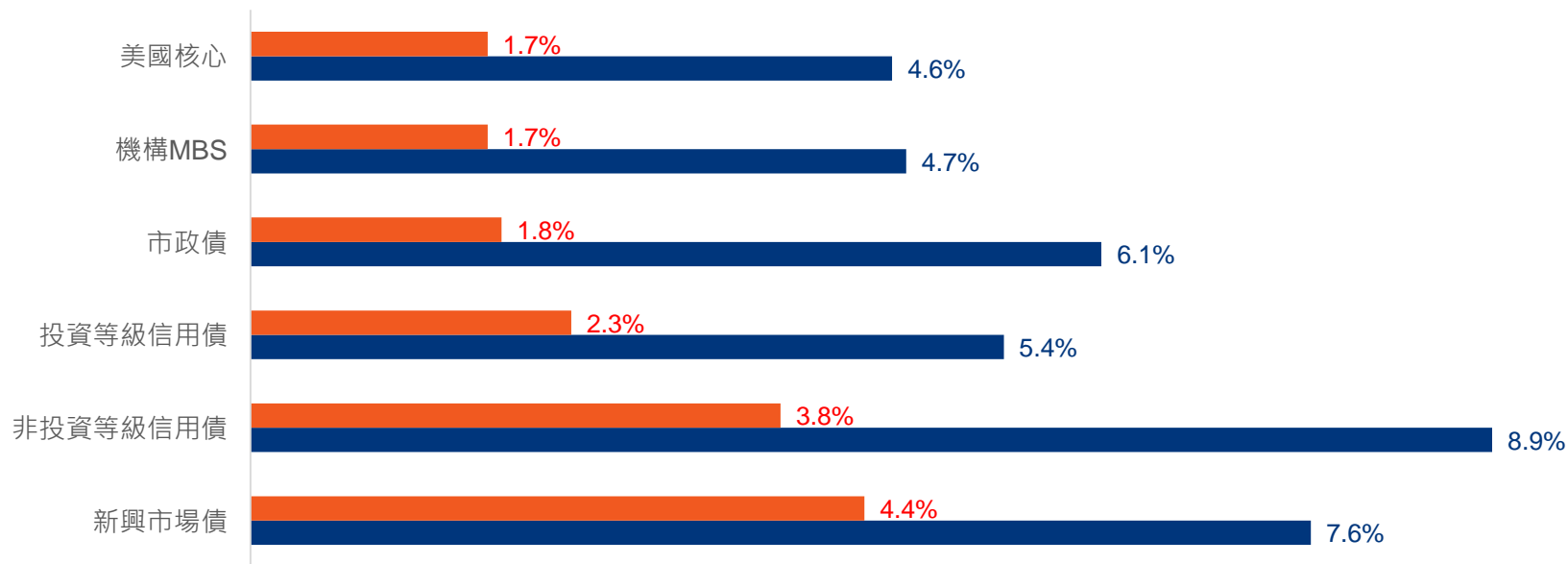
現階段債券相較一年前，更具投資吸引力

現階段債券具有較高收益，風險趨避下可能獲取資本利得潛力

各固定收益殖利率水準，%

■ 2021/12/31

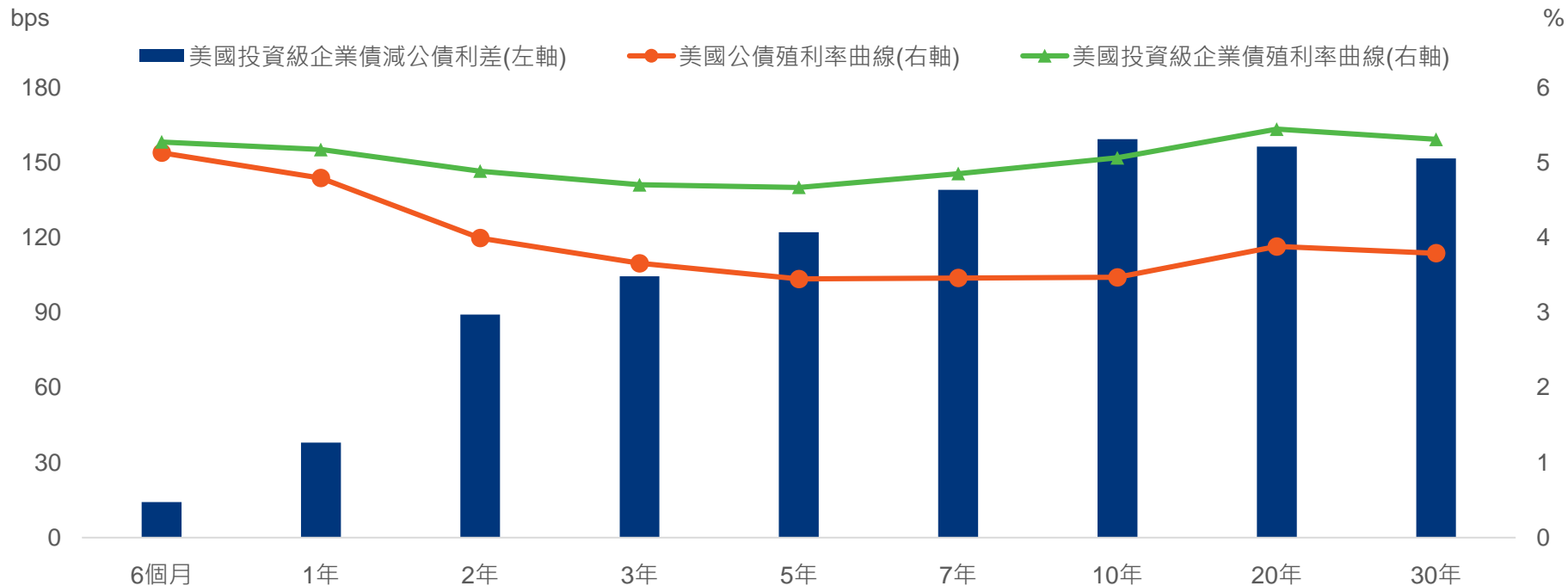
■ 2023/5/19



資料來源：Bloomberg，2023年5月25日；美國核心債券以Bloomberg US Aggregate、機構MBS以Bloomberg MBS Fixed Rate Index、市政債以Bloomberg Municipal Bond Index、投資等級債以Bloomberg US Credit Index、非投資等級債以ICE BofA US HY BB-B Rate Index、新興市場債以J.P.Morgan EMBI Global為主

暴力升息後，短天期公債利率甜，長天期信用債佳

公債殖利率曲線倒掛，有利短天期公債；投資等級債含信用貼水，越長天期利差擴大，報酬佳

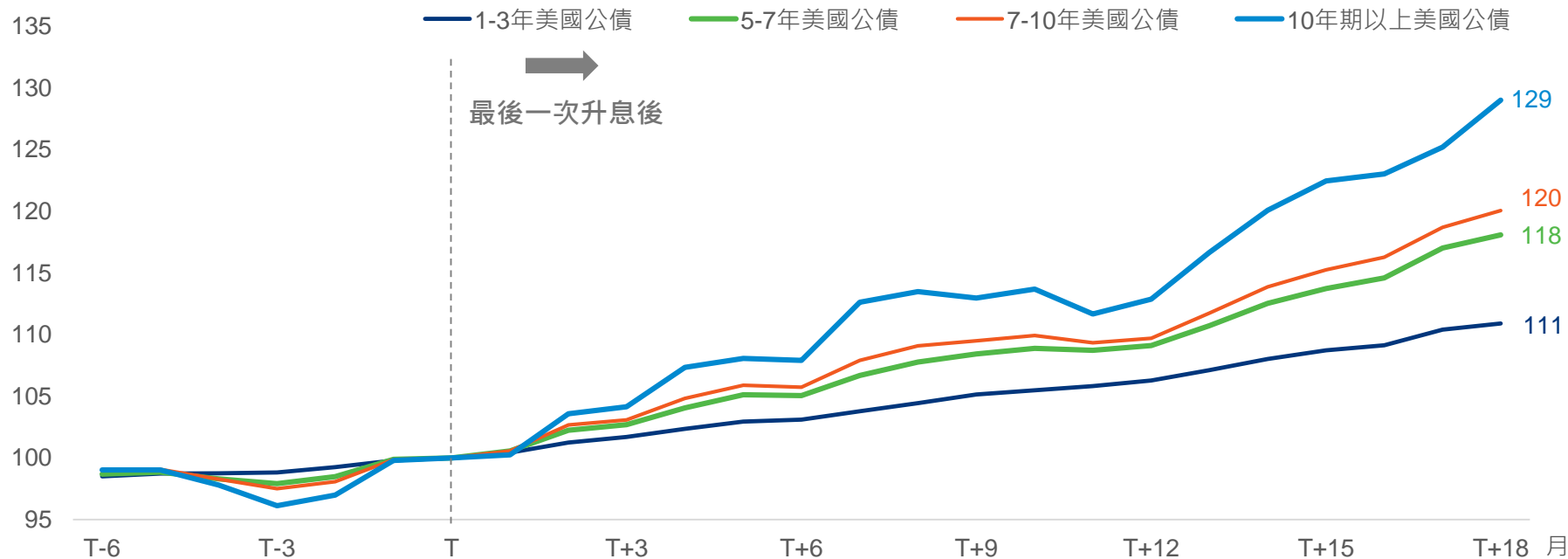


資料來源：Bloomberg · 2023年5月25日

最後一次升息後，未來債券報酬誰最多？

長天期債券存續期間長，未來具有較多資本利得空間

最後一次升息T=100，指數標準化平均

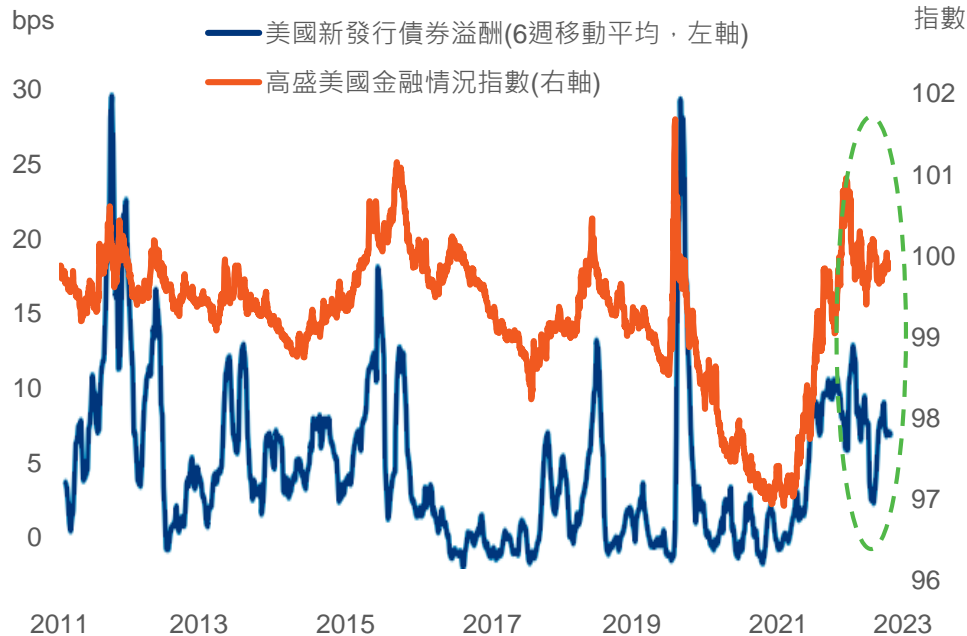


資料來源：Bloomberg，以2000年5月、2006年6月和2019年1月為標準100計算。

新發行的信用債，具高息、高溢酬，價格更穩定

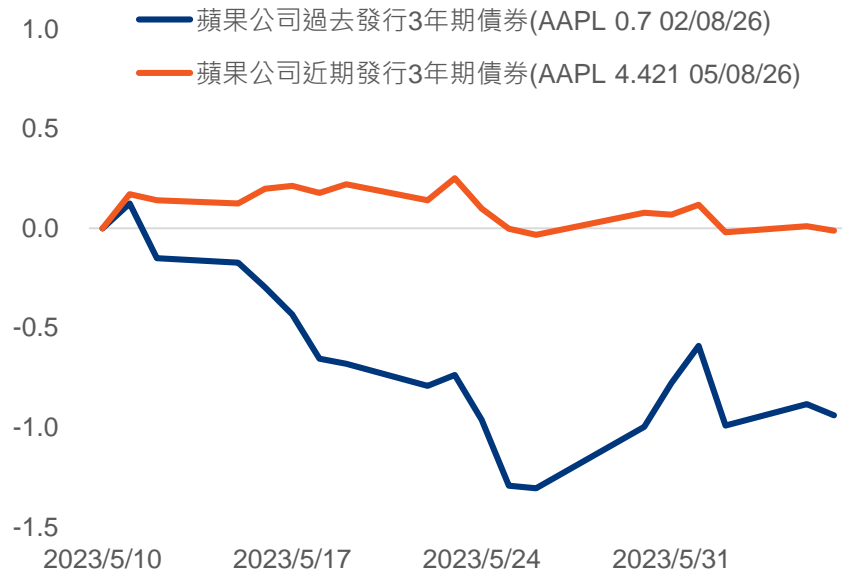
企業新發行債券需付出較高溢酬，即使是同一間企業發行債也以新券的利率較高、價格穩定，流動性更佳

金融風險升溫下，企業新發行債券需付出較高的溢酬



新券利率高，市場需求大有助價格較穩定

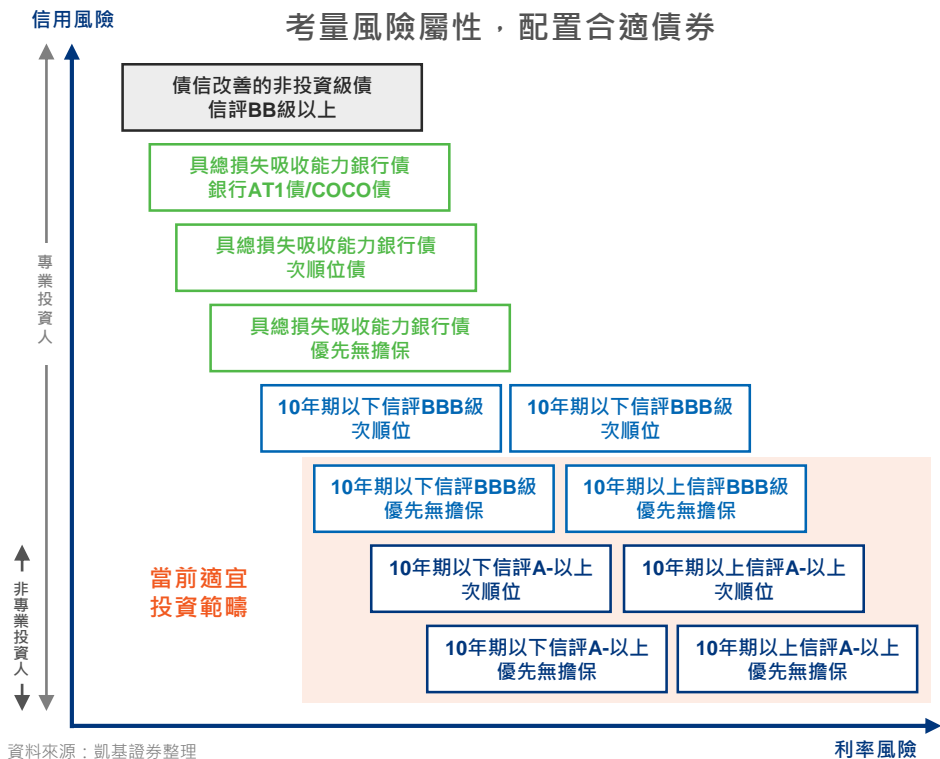
新券發行以來債券價格表現, %



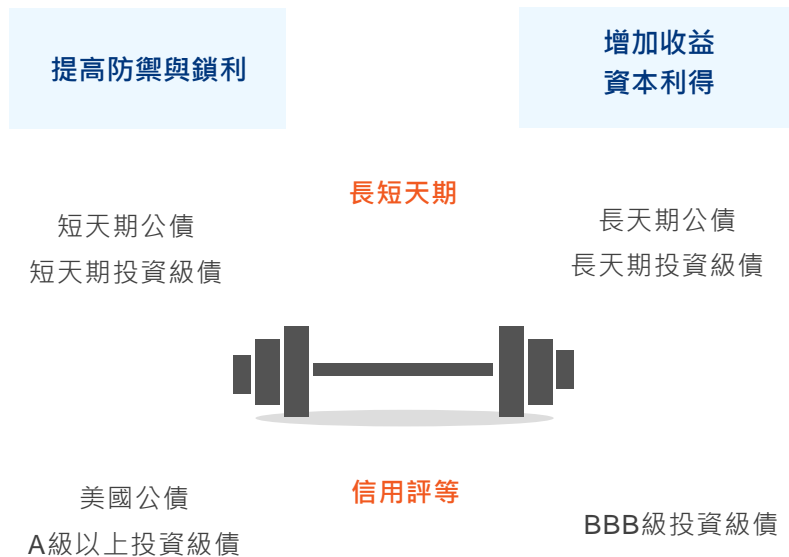
資料來源：Bloomberg · Barclays。註：金融情況指數指將利率、匯率等多種金融變數對當前及未來經濟情勢之影響，編製而成的單一指標，高盛金融情況指數數值越高代表金融狀況風險越高，反之則越低。

債券槓鈴訴求多元配置，降低利率風險、同時鎖利

非專業投資人選高信評債，專業投資人可採長短天期、信用評等槓鈴搭配，降低債券投組波動



債券槓鈴策略降低風險

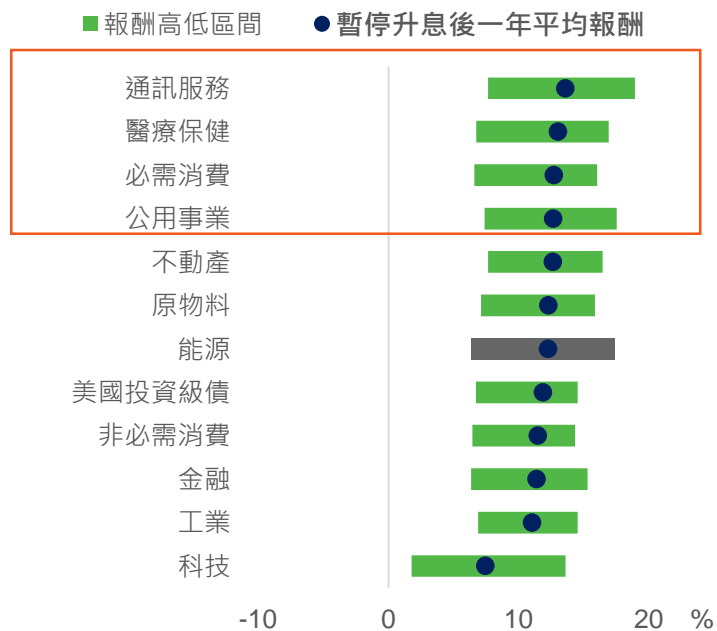


資料來源：凱基證券整理

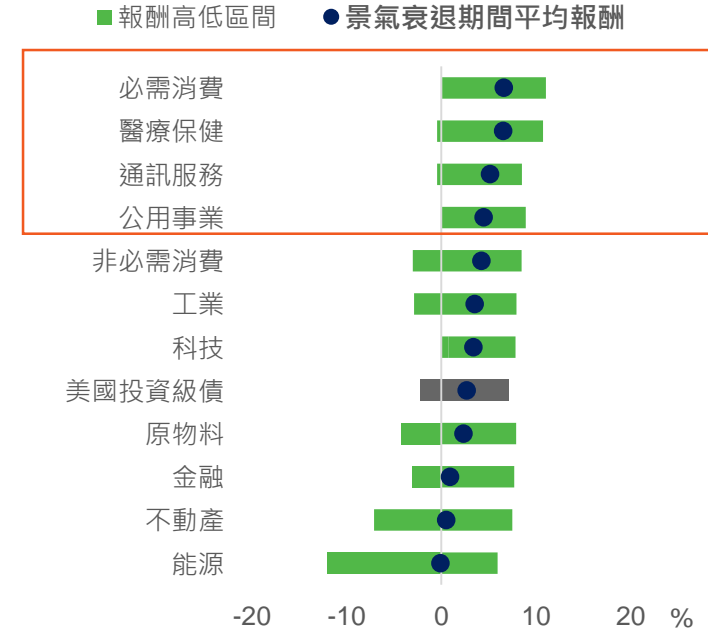
暫停升息或衰退期間，防禦型投資級債表現突出

不論是暫停升息，或是進入景氣衰退時期，防禦型的投等債報酬最佳

暫停升息後一年，防禦型產業的債券報酬佳



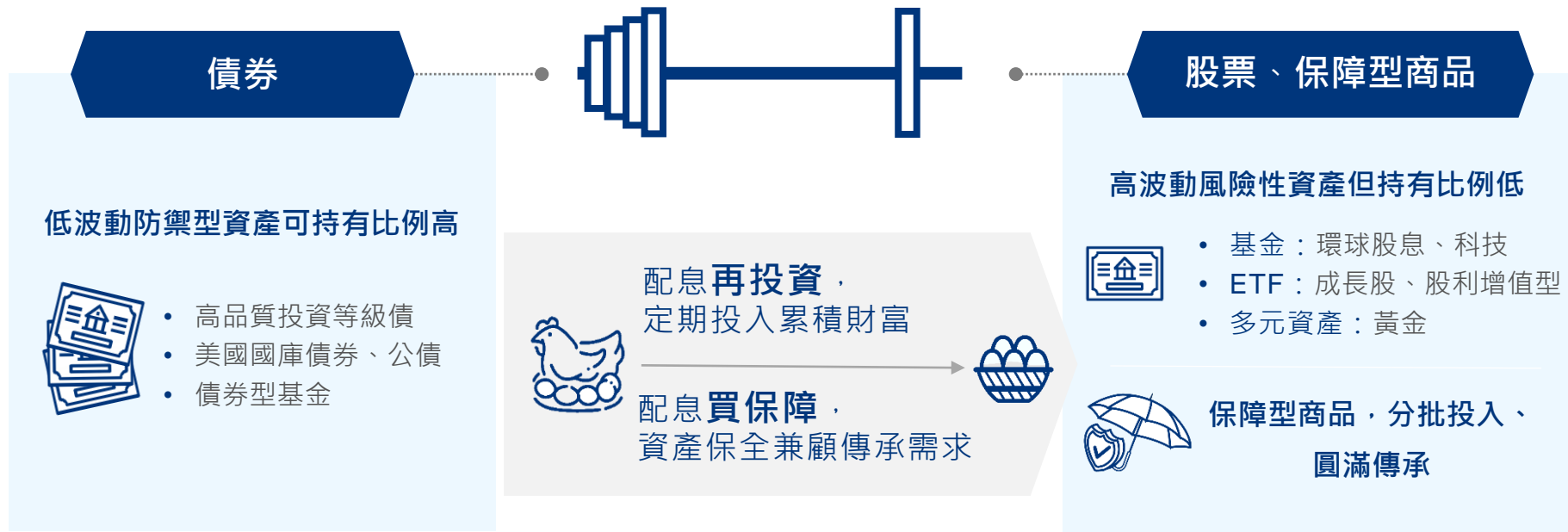
美國過去衰退期間，防禦型產業的債券報酬穩健



資料來源：Bloomberg。註：暫停升息後一年以2000年5月、2006年6月和2019年1月為標準統計；景氣衰退時期以2001/2至2001/11、2007/11至2009/6、2020/2至2020/4統計

存債取息，利滾利、再投資

債券配息再投資股票、另類資產甚至保障型商品，固本與創富兩者兼備

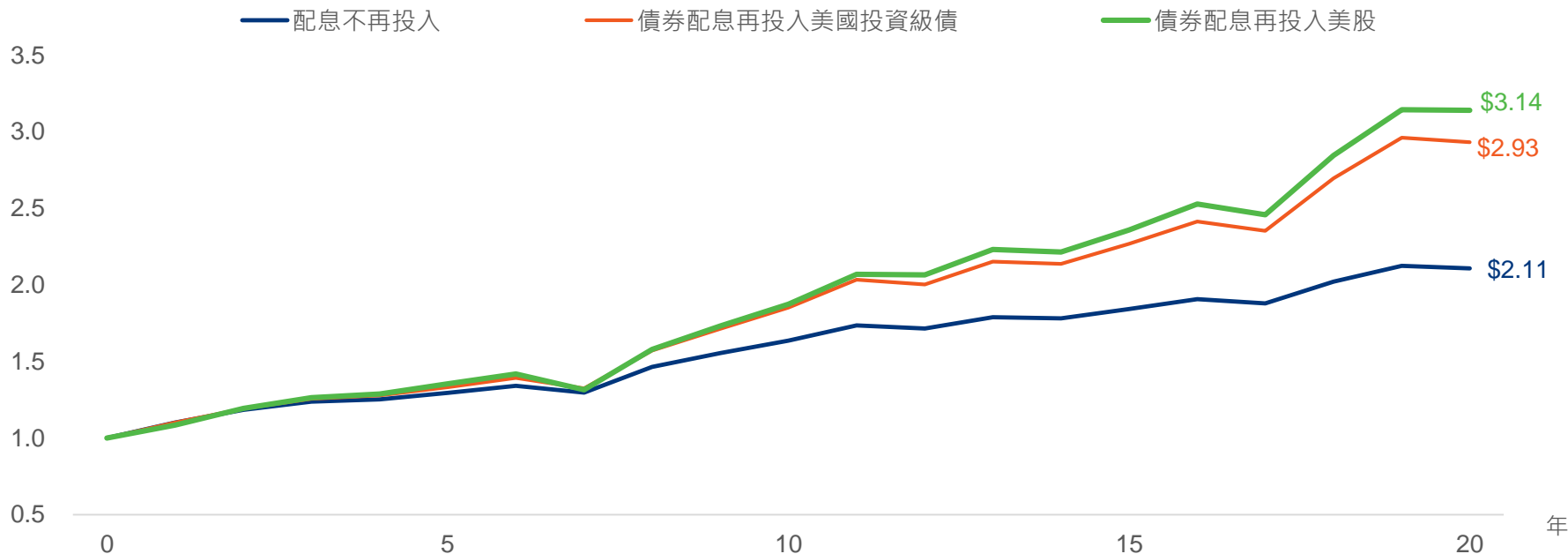


資料來源：凱基證券整理

債券配息再投資，複利效果威力增

配息再投資與不投資的長期總報酬差異顯著，投入股票累積金流相對更豐沛

投資美國投資等級債長期累積現金流，百萬元



資料來源：Bloomberg，以開始投入1百萬美元計算，投資人因不同時間進場，將有不同的投資績效，過去績效亦不代表未來績效之保證。

停止升息後，投資級債表現優於非投等債

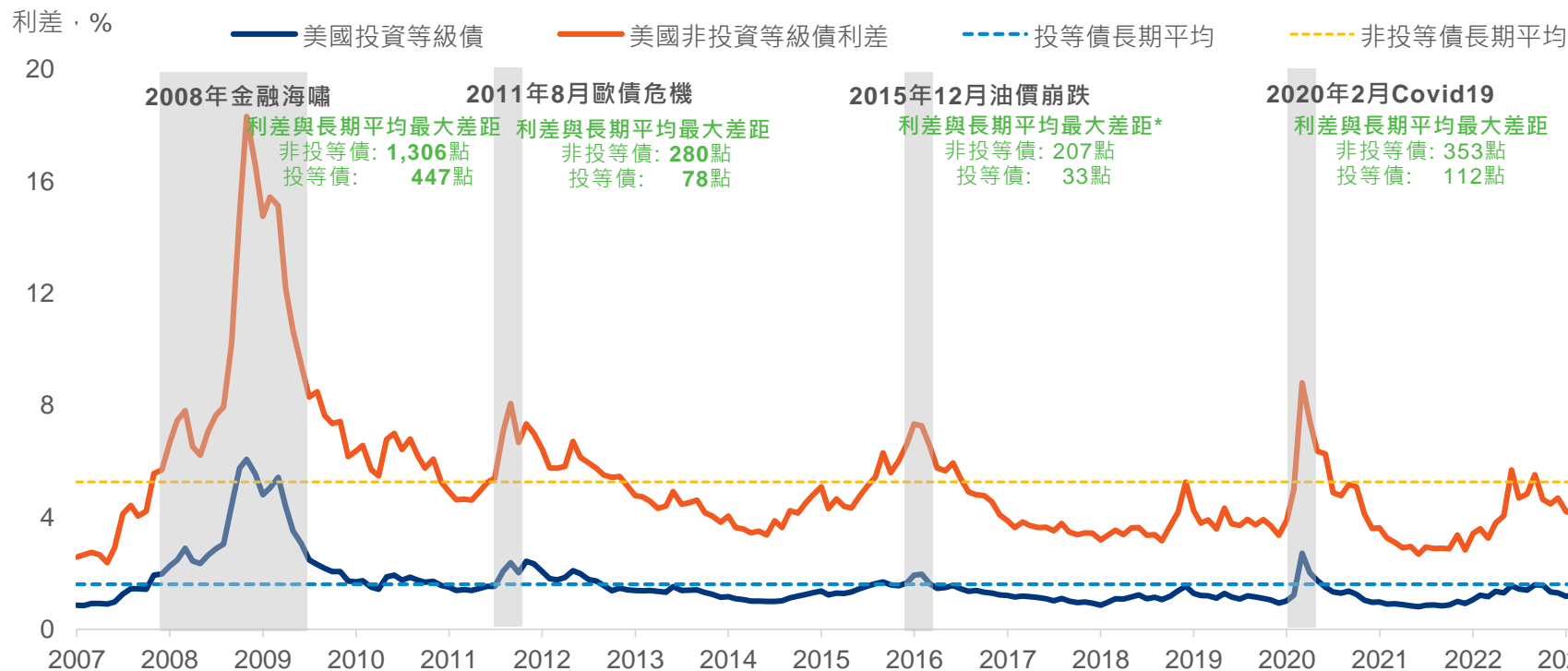
升息見頂、經濟成長由放緩轉向衰退，公債殖利率下滑，投等債信用利差較非投等債利差穩健



資料來源：Bloomberg · 2023年5月25日

漸入衰退，企業債的利率風險轉變為信用風險

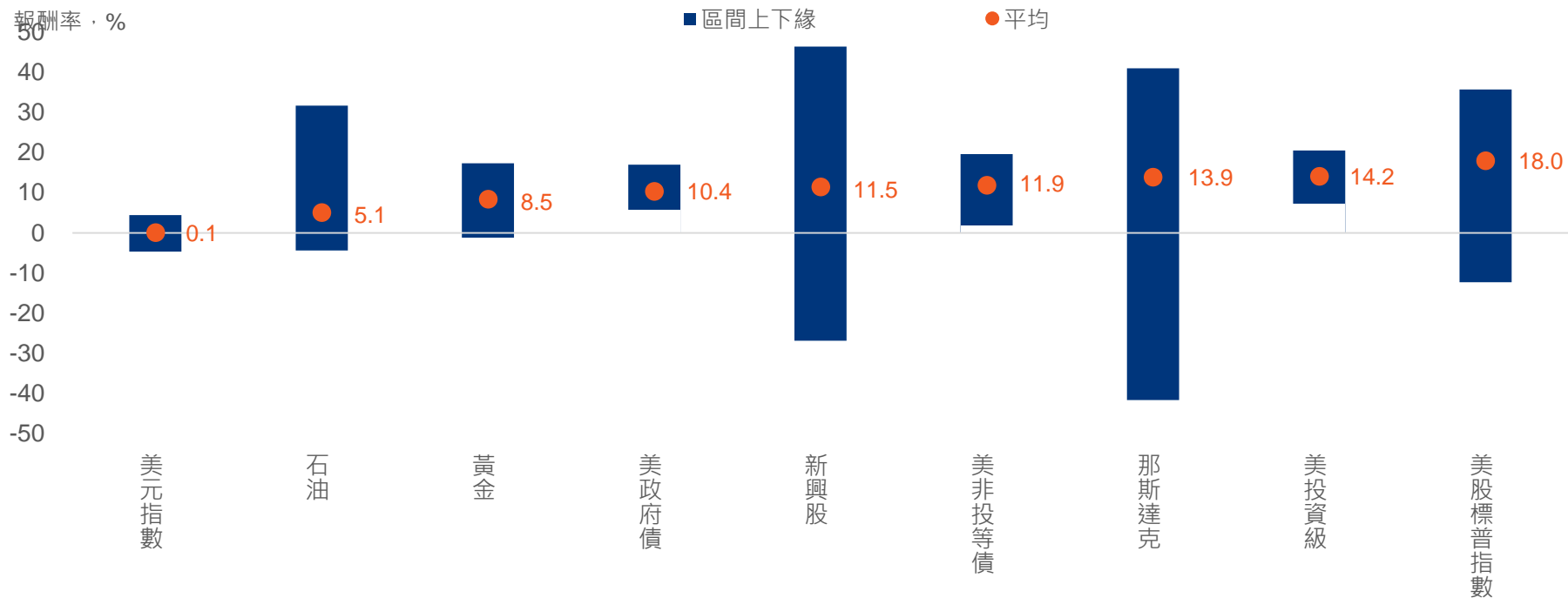
景氣越差，信用債越可能面臨利差擴大，非投資等級債利差擴大的幅度遠高於投等債



註：利差與長期平均最大差距，為過去金融風險事件發生時，投資等級債利差擴大的最高點，減去投資等級債利差長期平均值，非投資等級債亦然。資料來源：Bloomberg，2023年6月26日

美國升息觸頂後一年，美股和投資等級債表現俱佳

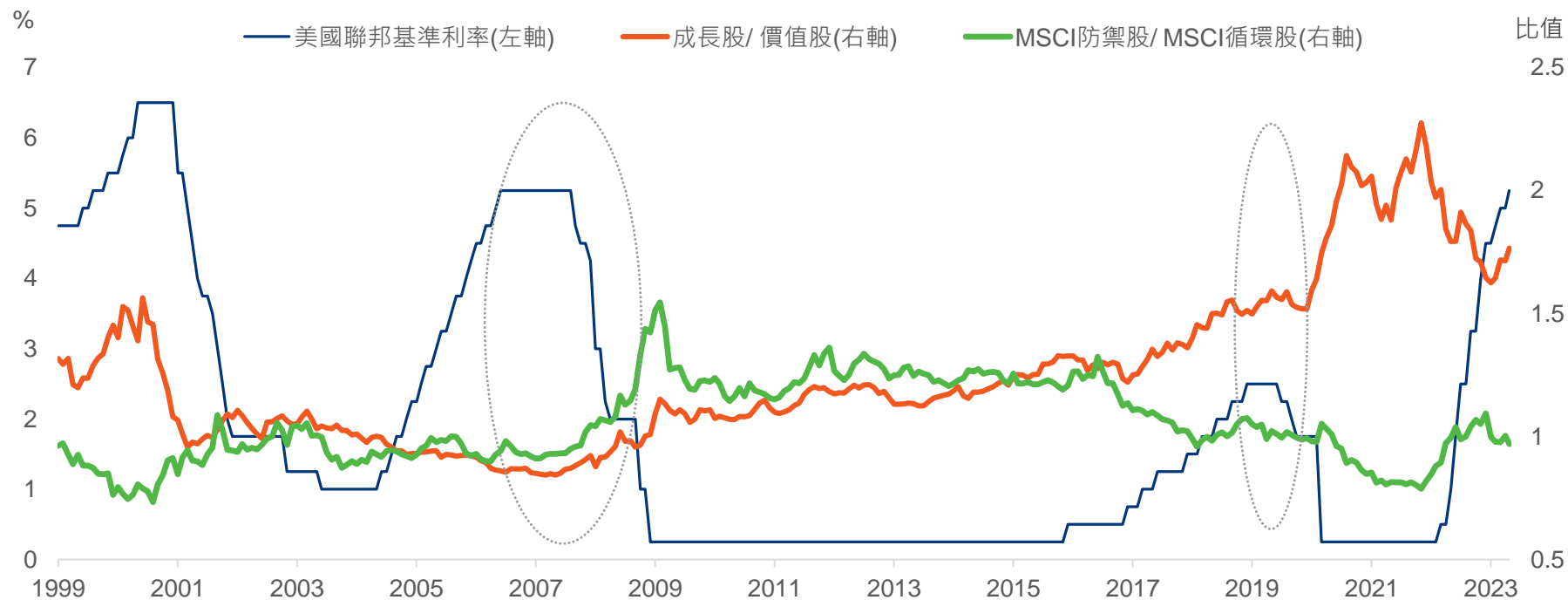
統計過去4次，最後升息1年後，美股和美國投等債表現最佳



資料來源：Bloomberg · 註：統計過去4次，升息屆頂時間為1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。

升息尾聲、景氣下行，著重防禦股、漸增成長股

升息尾聲以防禦股為主，到降息階段、利率下滑，對利率較敏感的成長股，有較大漲幅



資料來源：Bloomberg · 2023年5月25日 · 註：2000年的美國衰退期主要由網路泡沫破所引起，因此科技股到降息循環尾聲，才較有表現

成長股漲幅已高，考量價格是否合理

獲利持續成長且能盈利的企業，跌勢時相對抗跌，未來更具續漲動能

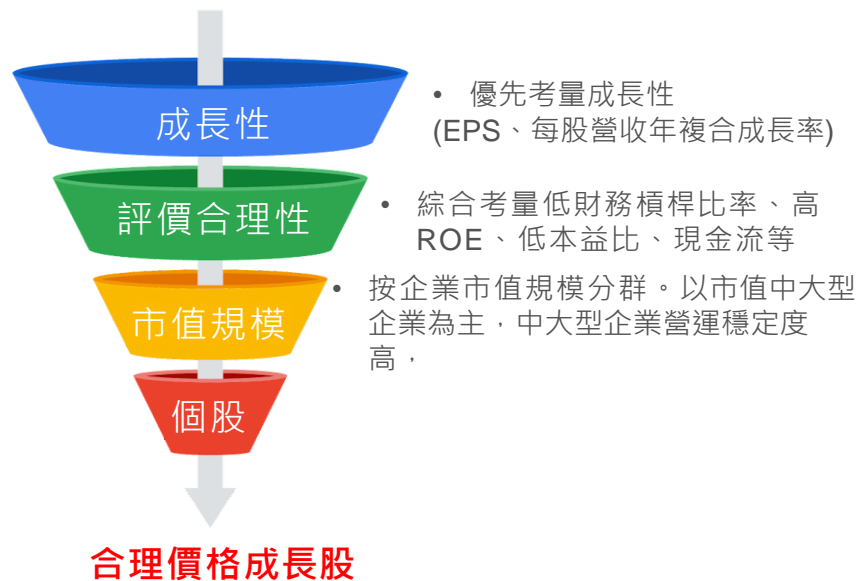
規模與獲利能持續成長的企業，相對抗跌經得起考驗

科技業是否有獲利對股價報酬表現的影響，%



資料來源：凱基證券整理

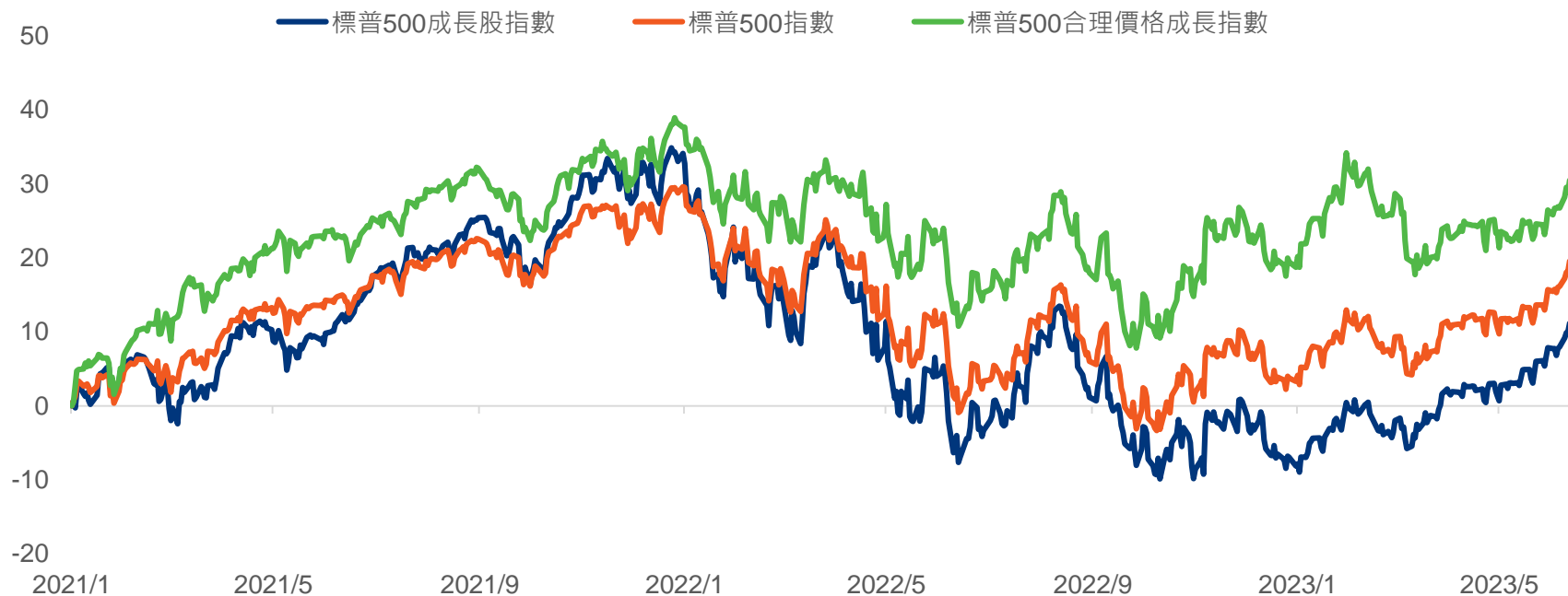
合理價格的成長股篩選要件



不確定性升高，合理價格成長股更易漲抗跌

合理評價的成長股可避免追漲的投資風險

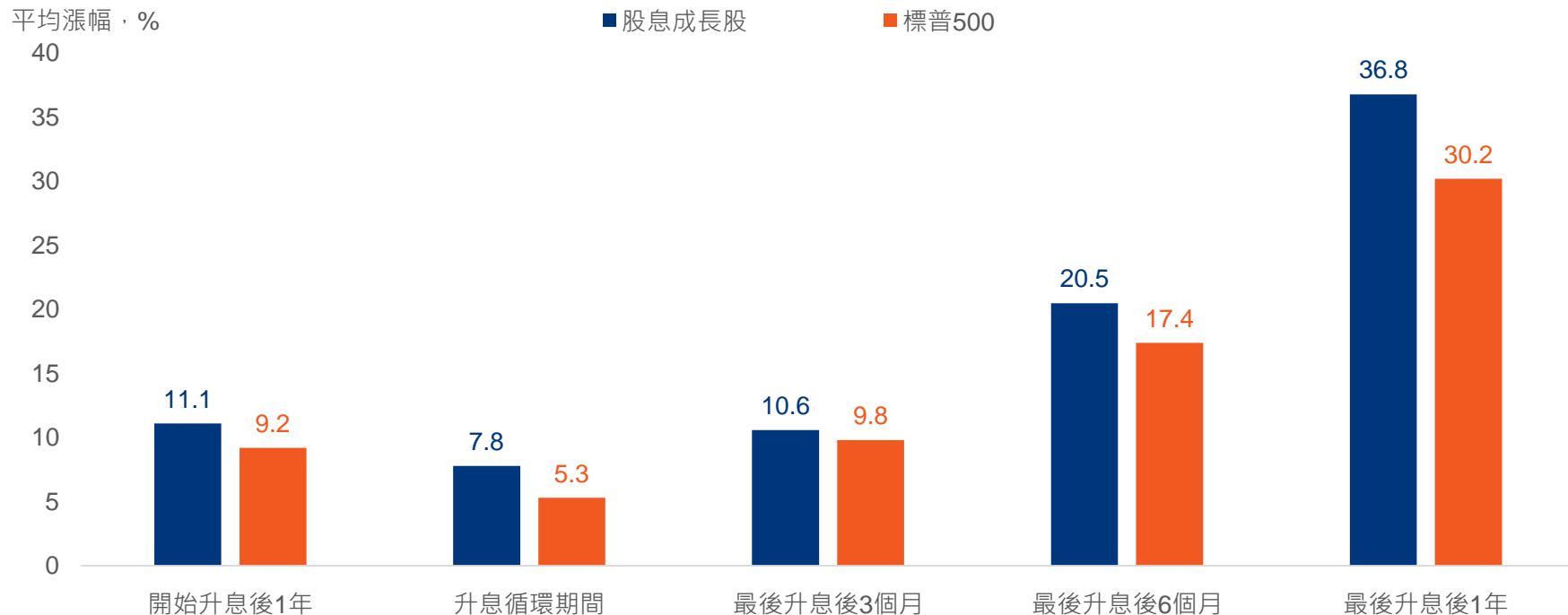
成長/評價因子對標普500指數的表現影響與走勢，%



資料來源：Bloomberg · 2023年5月31日

美國暫停升息期間，高息股漲幅亮眼

聯準會停止升息後，甚至景氣惡化時，股息成長股相較大盤表現更佳



資料來源：Bloomberg，富蘭克林坦伯頓，統計期間：1994-2022年

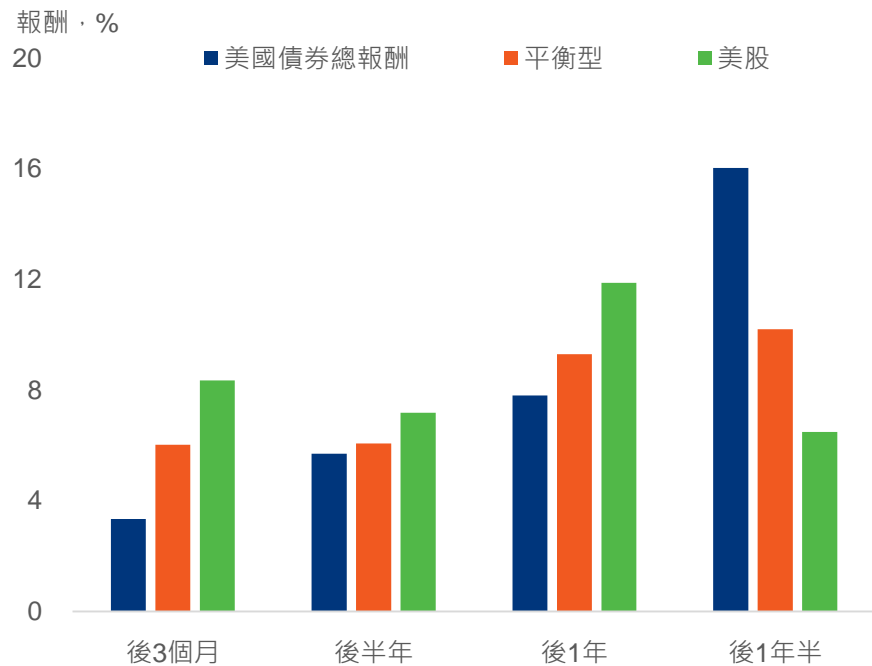
景氣衰退何時來？平衡型資產在多空不明時較佳

美國停止升息後，時間拉長平衡型資產表現平穩，甚至進入衰退時期亦是！

通膨出現降溫，美國股債相關性下降



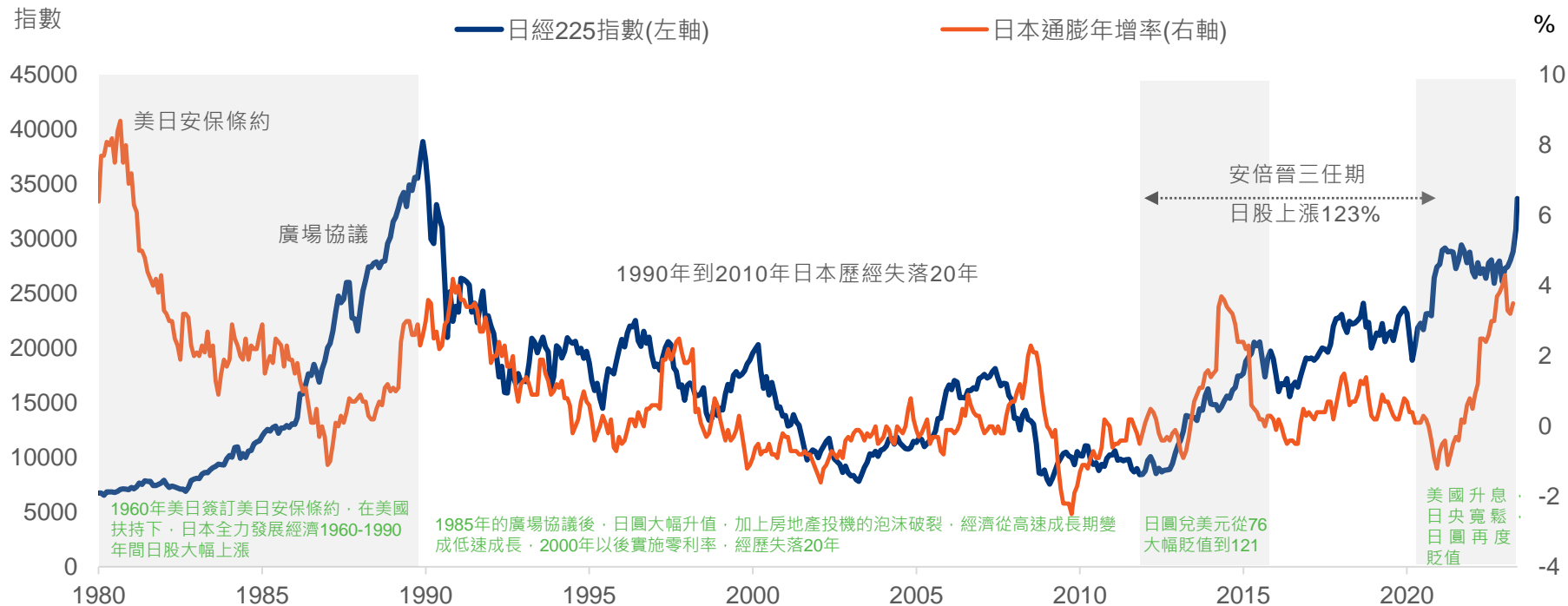
美國停止升息後，平衡型表現穩健



資料來源：Bloomberg，富蘭克林坦伯頓，左圖統計期間：1994-2022年，右圖平衡型為50%標普500指數+50%彭博美國複合債指數，衰退時間為2001/3、2007/12、2020/2計算

擺脫失落，日股重新王者歸來

除匯率貶值增加競爭優勢外，日本亦受惠中美角力下，重新成為美國在亞洲的重要同盟國

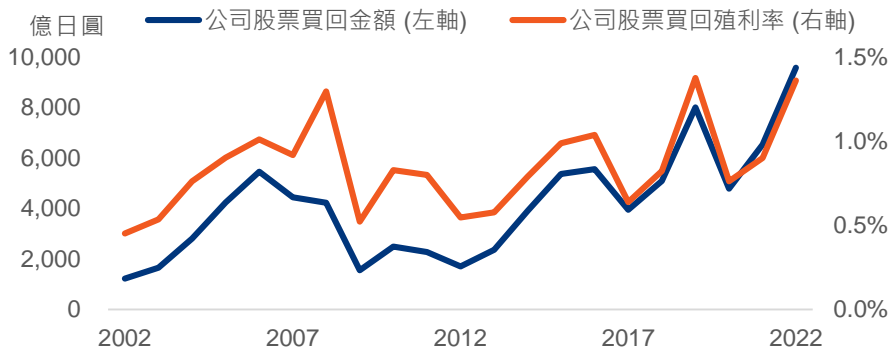
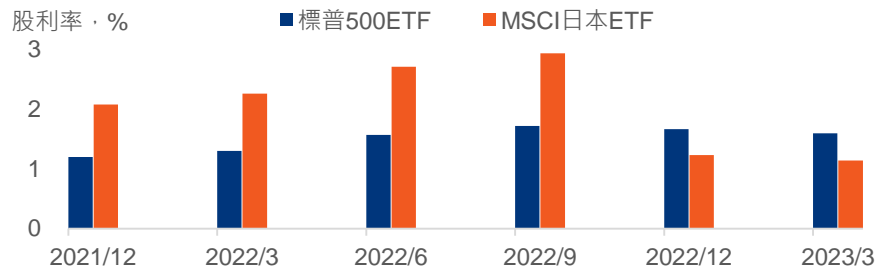


資料來源：Bloomberg · 1980/1/1-2023/6/16日資料。

日股這次不一樣的三大理由

日企改革提高股利率與股票回購、長期通縮轉變成通膨2%內需正循環、日股評價偏低

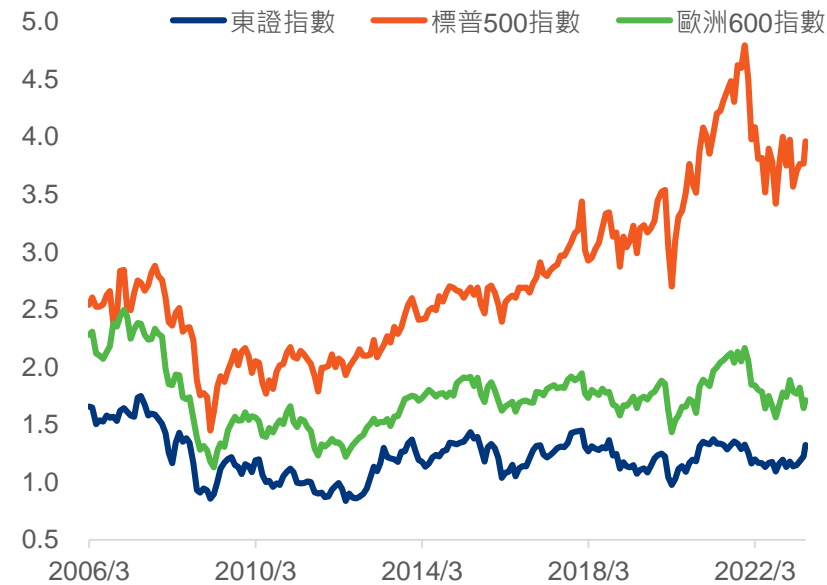
日本企業提高股利率與股票回購



資料來源：Bloomberg · 2023年6月16日

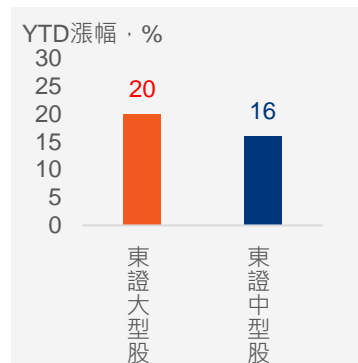
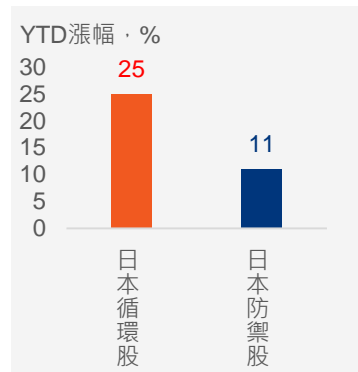
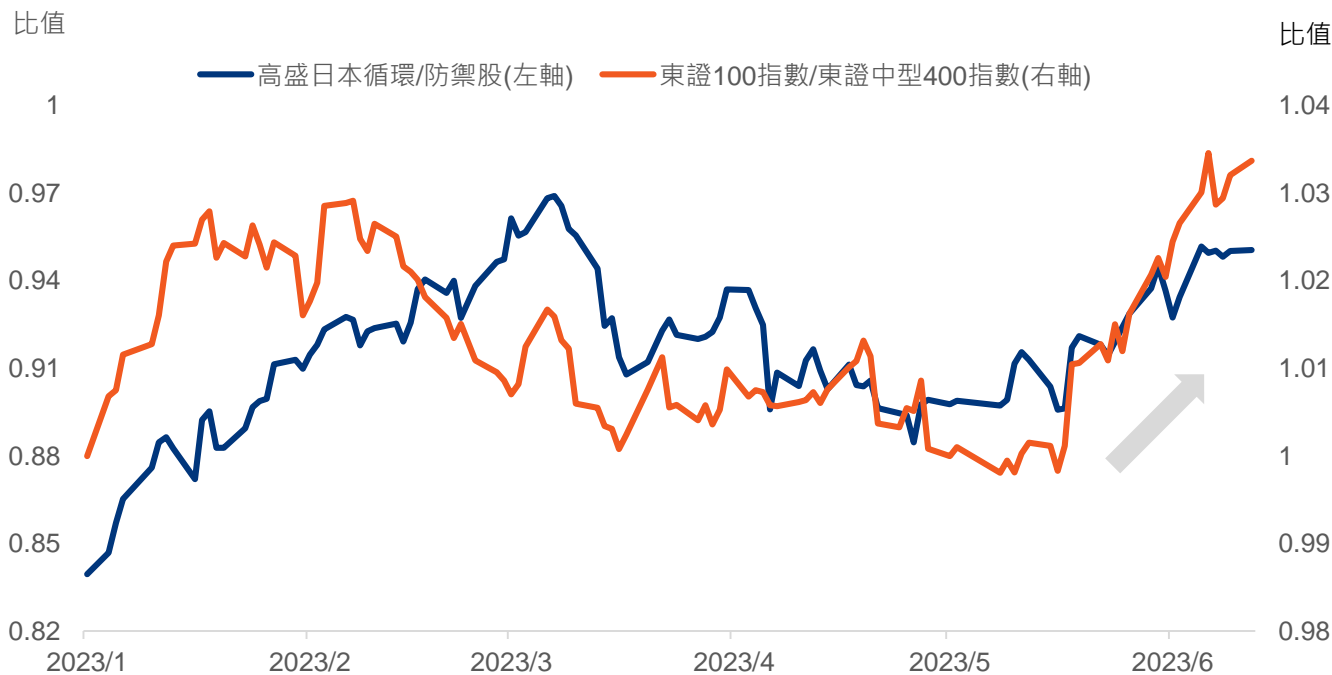
日股目前評價較美、歐股低

股價淨值比(P/B)遠低於美、歐股



日股應該怎麼投資？

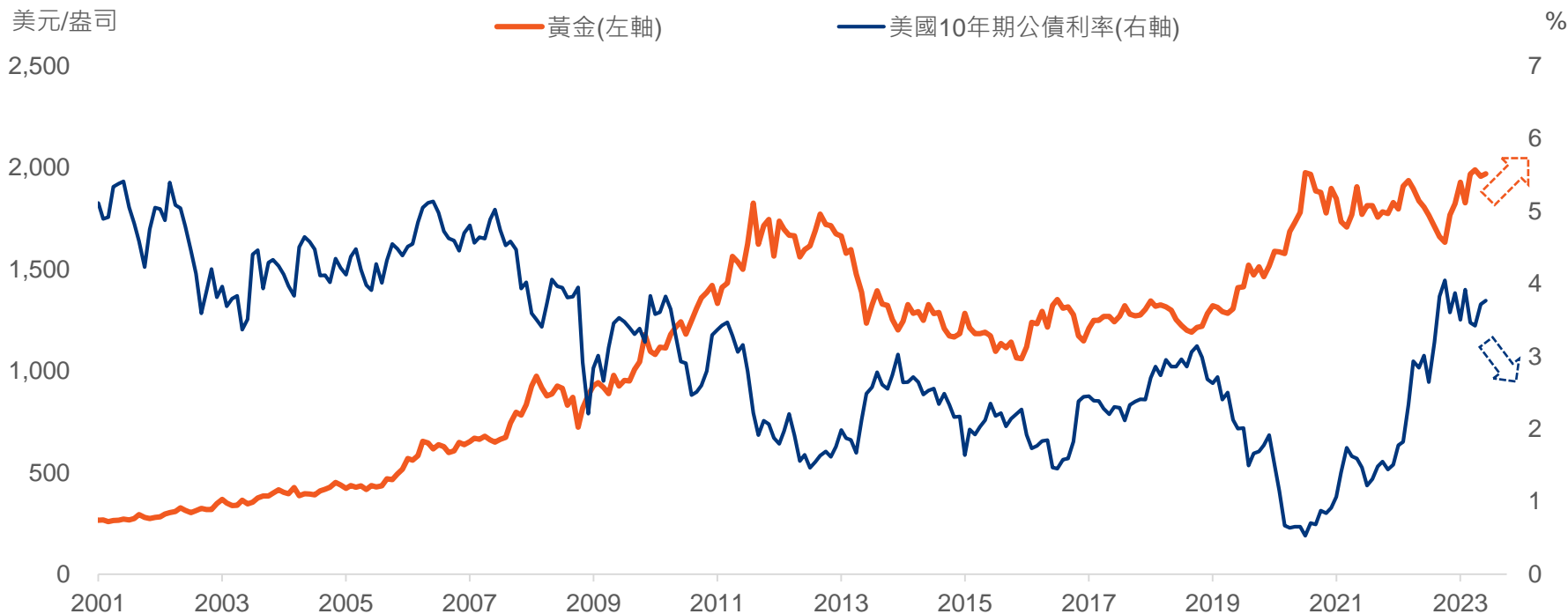
今年以來，外資著重大型股優於小型、循環股勝過防禦股



資料來源：Bloomberg · 2023年6月19日

另類投資黃金，景氣衰退下有更多元的選擇!

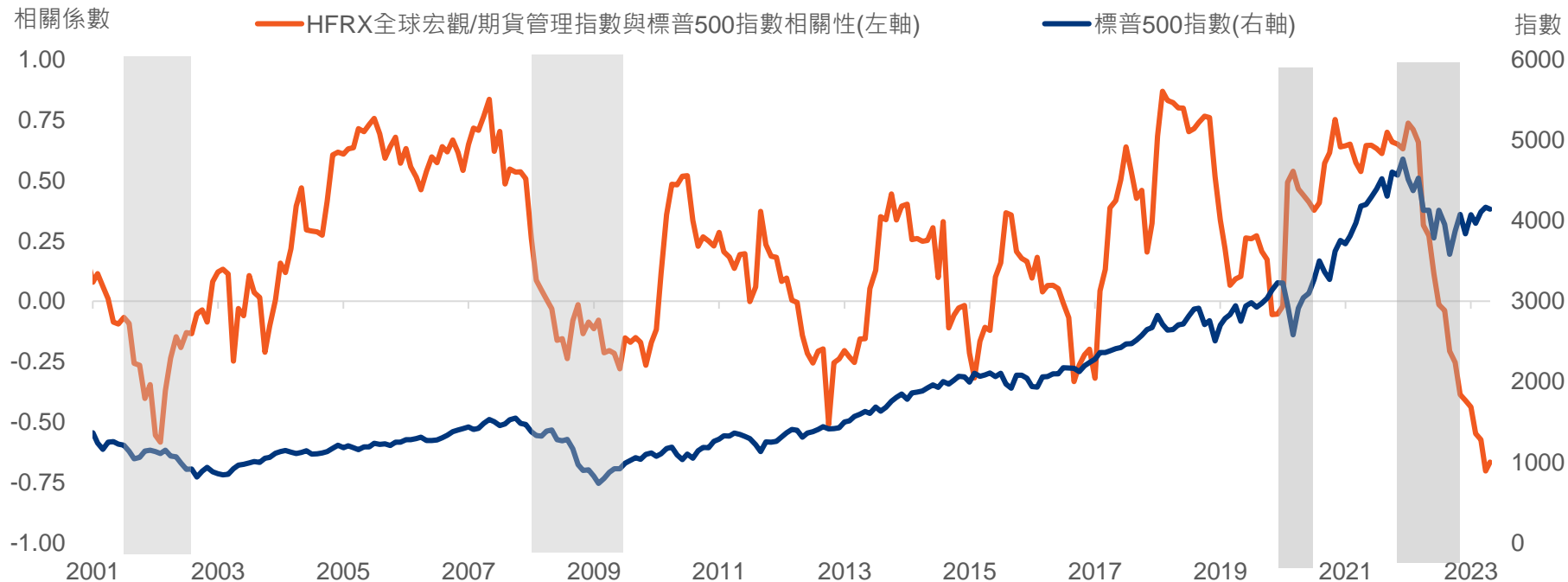
長期黃金和美國公債殖利率、美元皆呈負相關，若美國雙率未來下滑，將有利金價上漲



資料來源：Bloomberg · 2023年6月19日

股市大跌，多空操作避險的私募基金能降低波動

過去美股大跌時，總經/利率期貨避險基金與美股相關性極低



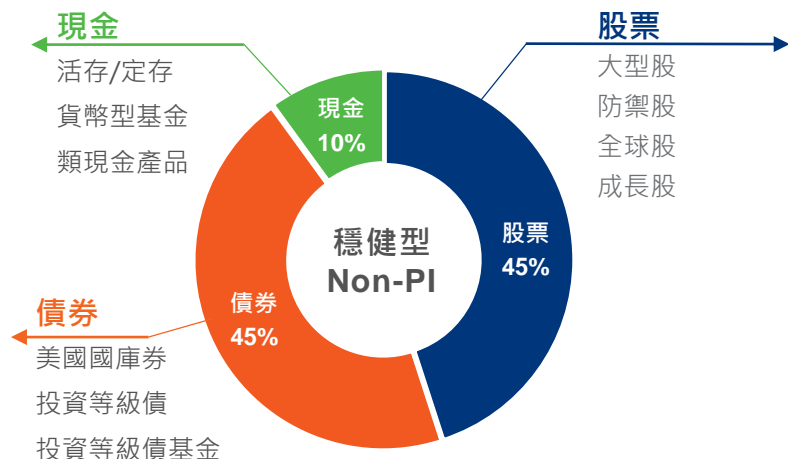
*註：灰底為美股大跌期間；資料來源：Bloomberg、凱基證券整理。統計2000年至2023年5月間，避險基金(HFRX Macro/CTA指數)及標普500指數變動的相關性。

下半年股票債券均衡配置，鎖定高信評、健全股債比

- ▶ 投資組合可將部分現金部位轉配投資級以上債券，股票部位以調整持股結構為主，進行國家、產業、風格的挪移。
- ▶ 升息尾聲、景氣漸緩，建議股票債券部位不宜偏廢、均衡配置，掌握機會並提高投資組合抗震力。

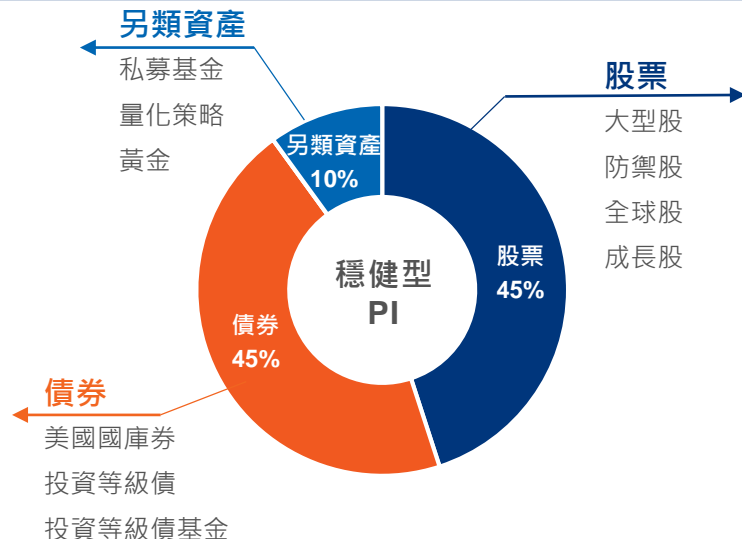
一般投資人(Non-PI)

投組配置與產品建議



專業投資人(PI)

投組配置與產品建議



資料來源：凱基證券整理

投資策略：擁抱高評債、著重積優股，多元配置穩增財富

| 市場議題 | 看法 | 投資策略 |
|------|--|--|
| 景氣 | <ul style="list-style-type: none"> 金融緊縮環境，通膨緩步降溫，聯準會6月暫停升息步調，美國升息循環進入尾聲。全球景氣朝衰退方向靠攏，製造業活動疲弱，企業去庫存與獲利下修的壓力猶存 | <p>策略風格：全球景氣放緩與企業獲利可能下滑，以高股息、平衡型基金、防禦型股為主。隨利率持續下降，可搭配優質龍頭股以定期定額方式分批布局，漸增合理評價成長股，非美地區日本、新興亞洲可多加留意。</p> |
| 政策 | <ul style="list-style-type: none"> 亞洲多數國家與美國的升息循環將告一段落，但歐、英央行持續緊縮，全球央行貨幣政策不同調。美、歐、日及英四大央行未來一年資產負債表持續收縮，金融市場資金偏緊、流動性或降 | <p>策略風格：景氣放緩、需求降低，高利率與金融業緊縮放貸，增加企業營運難度，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衰退風險；以短天期公債、投等債鎖利，把握利率上彈時機，增持長天期債券部位。</p> |
| 風險 | <ul style="list-style-type: none"> 美、歐通膨降幅緩慢，高利率將維持更久時間，金融情勢持續收緊，推升市場不確定性；中國經濟復甦疲軟，多數國家景氣仍有衰退機率 | <p>策略風格：股市評價漸高，市場波動度上升，企業獲利動能下滑，滾動式衰退環境下，股市著重防禦及高品質類股。債券以公債與高信評投資級債為宜，並增加另類投資、多元資產配置，避免單一區域或產業過度集中。</p> |

Q & A

