



2023年4月

瀚亞股債入息組合基金

(配息來源可能為本金)

鄭夙希

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw



基金績效

股債入息 (台幣級別)	3個月	6個月	年初以來	1年	2年	3年
報酬率 (%)	2.72	3.49	2.72	-2.45	-0.83	23.34
四分位排名	2	3	2	1	1	1



報告大綱

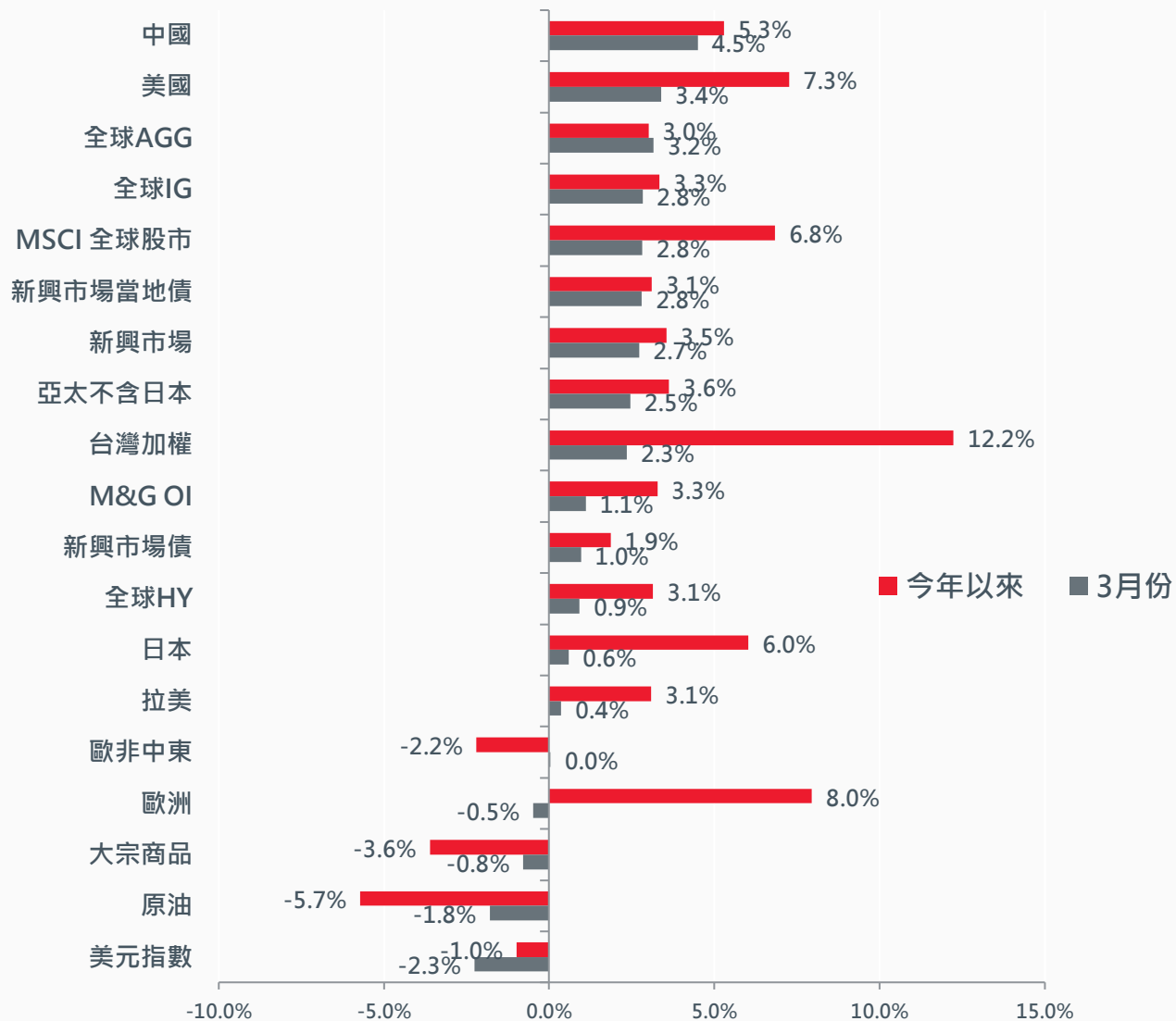
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





- ▶ 3月歐美銀行危機引發市場擔憂，全球金融資產歷經大幅震盪。
- ▶ 所幸銀行危機出現緩解，2月核心PCE低於預期，市場對FED降息預期居高不下，股債單月皆上漲約3%，美元指數走弱。

全球主要資產表現



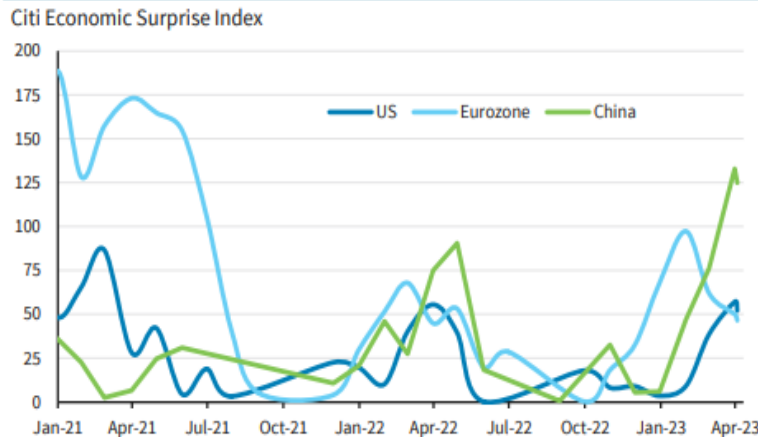
資料來源：Bloomberg, 2023/03/31



全球經濟成長放緩

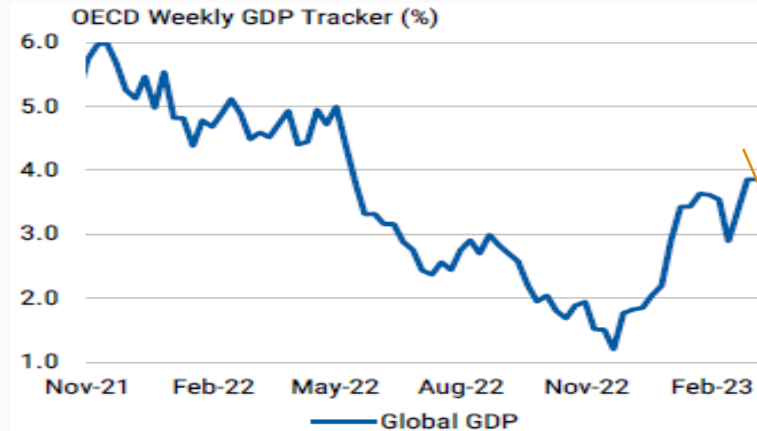
- ▶ 統計截至4/1，OECD每週GDP經濟追蹤顯示全球經濟成長走緩。
- ▶ 3月份，歐元區經濟意外指數持續回落，中國及美國明顯上升。
- ▶ 美國2月PCE通膨、3月ISM製造業(46.3)與非製造業指數(51.2)均低於預期。

花旗經濟驚奇指數



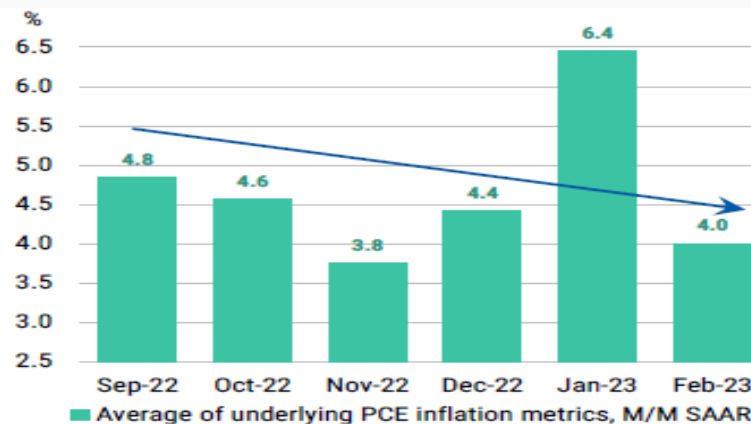
資料來源: Barclays, 2023/04/04

OECD每週GDP經濟追蹤 (4/1: 2.5%)

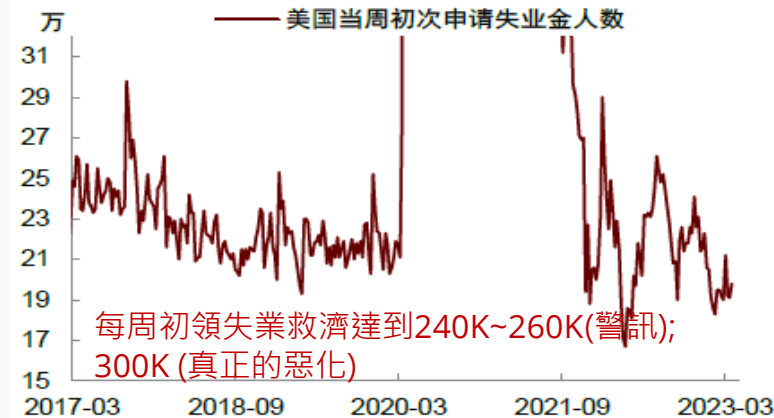


資料來源: Morgan Stanley, 2023/03/31

美國核心PCE、trimmed-mean PCE 和 PCE通膨中位數之平均值 (MoM年化)



截至3/24當周初請失業金人數上升至 19.7萬人

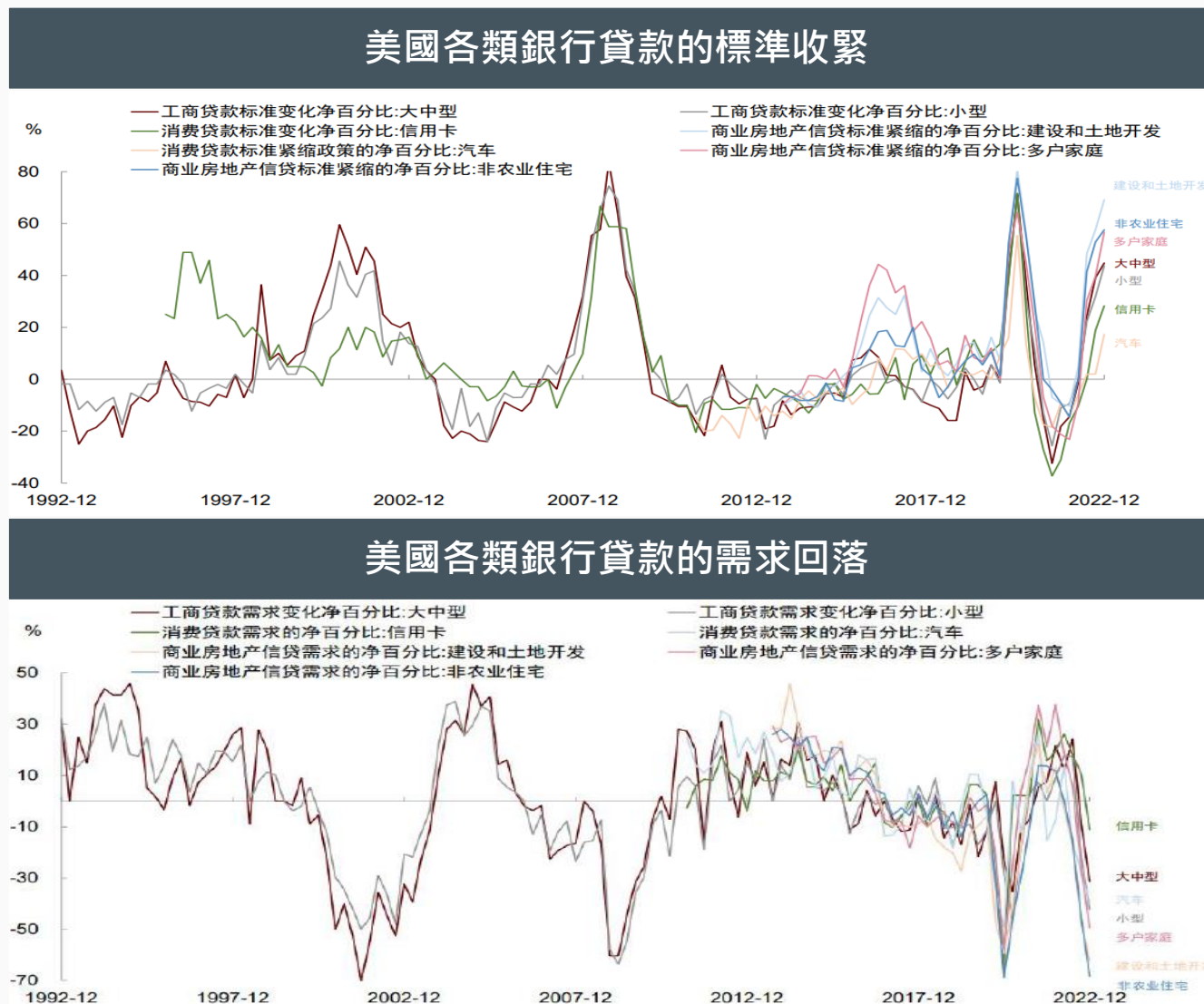


資料來源: 中金公司, 2023/04/03



加強金融監管，加大 經濟下行風險

- ▶ 矽谷銀行倒閉事件後，美國金融監管勢必趨嚴，意味著信貸條件進一步收緊: 1. 銀行為降低風險敞口而自發縮減資產負債表， 2. 金融監管所帶來的緊縮效應。
- ▶ 無論是銀行自發性還是金融監管帶來的緊縮效應，都會對經濟產生負面影響。



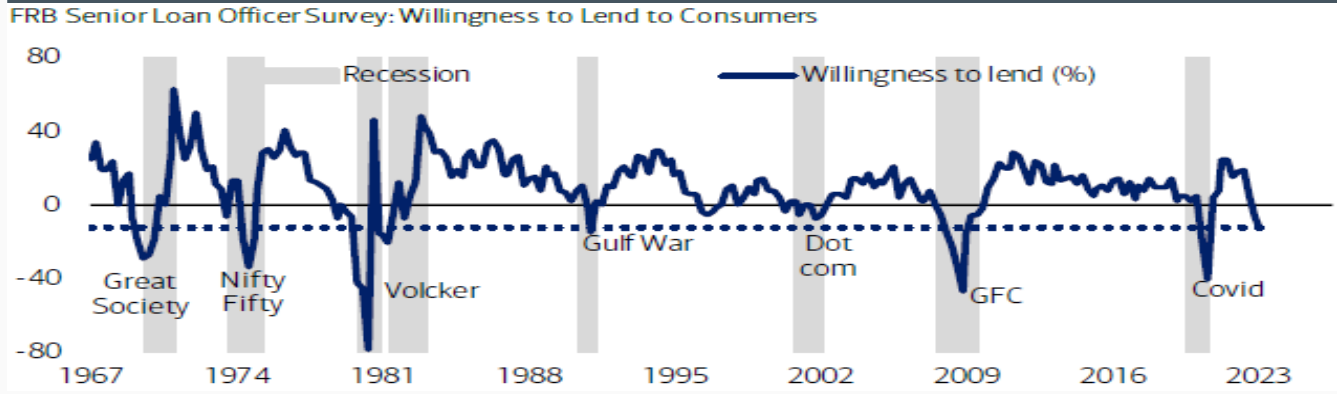
資料來源: 中金公司, 2023/04/03



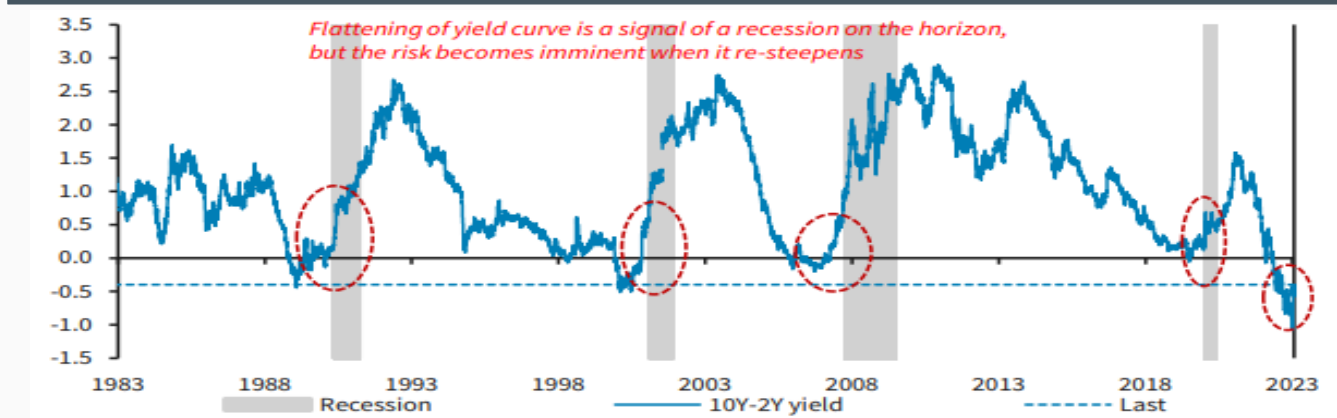
衰退訊號增強

- ▶ 150年的歷史顯示了經濟陷入衰退的關鍵指標：1. 殖利率曲線倒掛後變陡(✓)，2. 信貸條件收緊(✓)，3. FED被迫降息(尚未)。
- ▶ 以目前這樣緊縮的信貸狀況，意味著經濟衰退恐無法避免(7次中有7次)。
- ▶ 殖利率曲線倒掛是預告經濟將要衰退的典型指標，但倒掛之後的急劇重新變陡(正如3月份走勢)才是真正的風險，因為這往往預告著衰退時點近。

信貸標準變得如此嚴格下，經濟通常已陷入衰退



每次衰退之前的是un-inversion，10Y-2Y殖利率曲線倒掛後急劇變陡

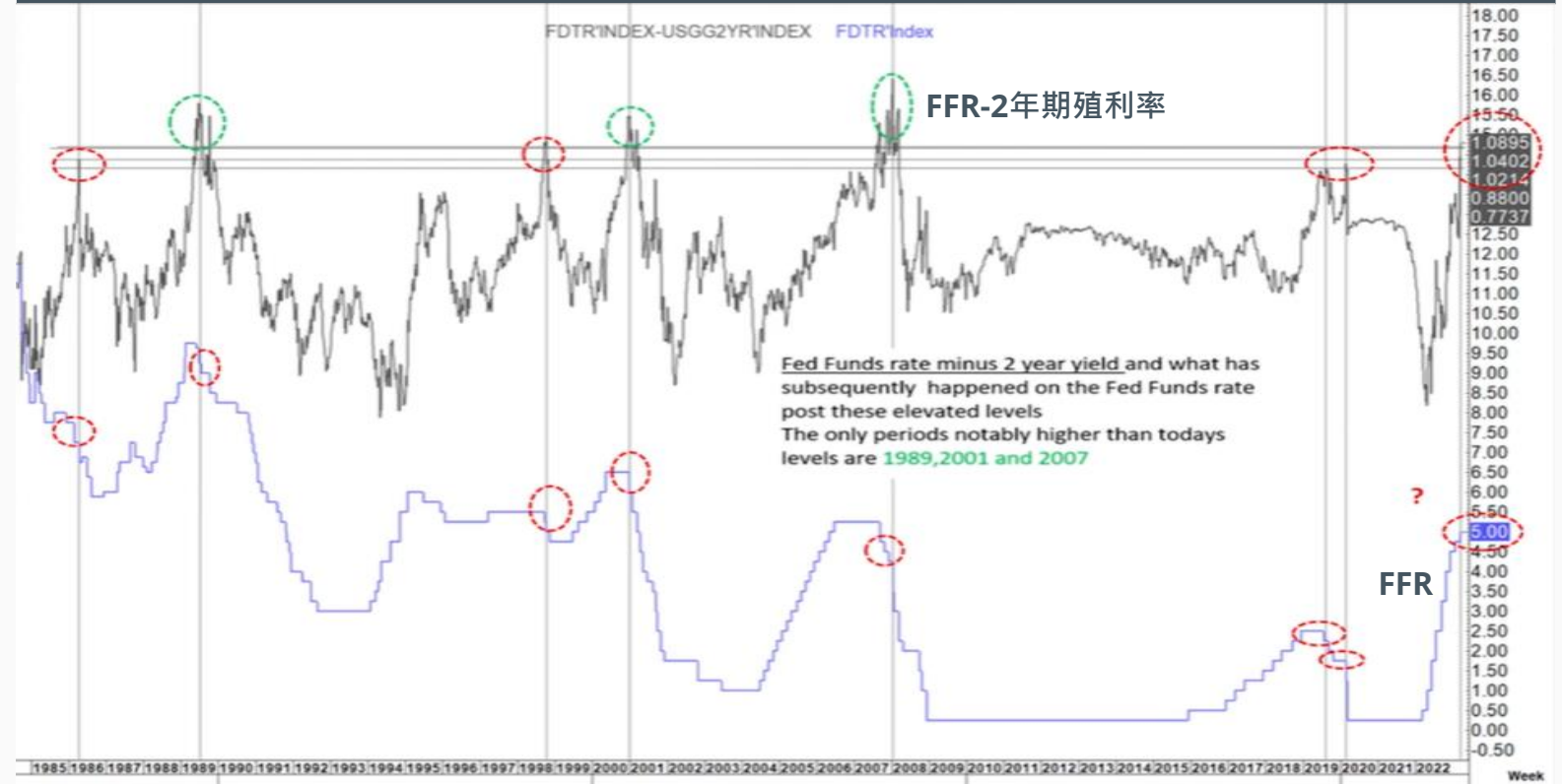




- ▶ FED預估今年底的FFR=5.1% vs.市場定價=4.0% (3月最後一次升息，年底前降息3次)，市場可能反映: 對經濟前景非常悲觀、目前信貸緊縮情勢=1~2升息、風險規避
- ▶ 觀察過去降息的條件，通常是經濟衰退、通縮風險或是金融系統性風險。由於銀行業風波剛剛發酵，影響有多大尚不可知，且通膨水準仍高，除非金融市場大幅惡化，FED不太可能短短幾周內降息，而是更有可能是將利率維持“less higher for longer”。

目前FFR與2年期殖利率的差異=120bps，歷史顯示當此差異達到約120~140bps，代表降息時點將近(通常在數週內);前提通膨水平必須是低的

降息預期大幅超前



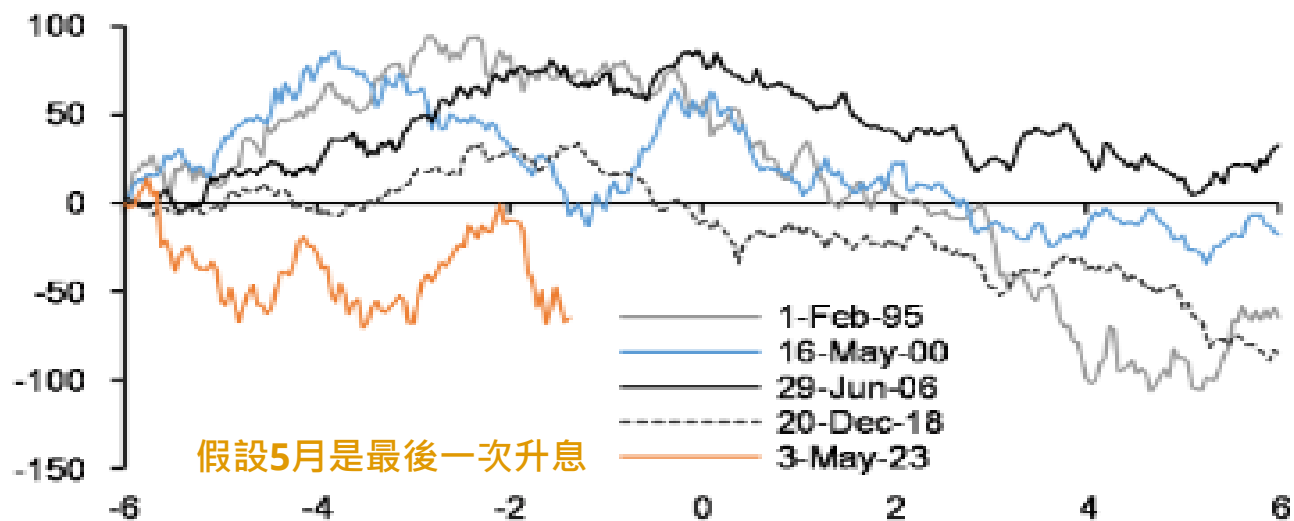
資料來源: Citi, 2023/03/23

美債可能反映過多的 降息預期

- ▶ 儘管這次公債價格大漲有理，短期內殖利率具有反彈風險，主因：
 - ▶ 市場可能反映過多的降息預期。
 - ▶ 銀行業風波初步止穩，FED流動性工具的借款幾乎沒有變化，存款外流已經放緩。
- ▶ 由於經濟增長前景轉弱，市場波動性仍然很高，公債反彈幅度應有限。根據目前2年/10年債利差水位，預估10年債殖利率或在3.5%附近震盪。

10年期美債在FED最後一次升息前後6個月的殖利率變化

Cumulative change in 10-year Treasury yields in the months around the last hike in a Fed tightening cycle*; bp





- ▶ 目前美國公債呈現牛市趨陡(bull-steepen) 走勢，短債殖利率的下跌幅度大於長債殖利率，如3月份所見，2年債殖利率下跌超過100 bps > 10年債殖利率所下跌的60 bps。
- ▶ bull-steepen是對風險性資產最為不利的利率環境。

2s10s殖利率曲線型態：主要資產的平均月報酬表現

	Average Monthly Returns in UST Curve Scenarios			
	Bull Steepen	Bear Steepen	Bear Flatten	Bull Flatten
EQUITIES				
MSCI ACWI	-0.8%	1.1%	0.5%	0.5%
S&P 500	-0.7%	1.2%	0.8%	0.8%
Eurostoxx 50	-1.5%	1.6%	0.9%	0.0%
TOPIX	-1.6%	1.3%	0.9%	-0.4%
FTSE 100	-1.0%	0.8%	0.4%	0.4%
MSCI EM	-1.8%	1.5%	0.5%	0.2%
RoW vs US	0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.6%
EQUITY SECTORS (vs MKT)				
US Discretionary	-0.3%	0.4%	-0.1%	0.1%
US Staples	1.3%	-0.8%	0.0%	0.3%
US Energy	0.5%	0.9%	0.4%	-1.1%
US Financials	-0.6%	0.5%	-0.1%	-0.5%
US Healthcare	2.1%	-0.6%	0.1%	0.3%
US Industrials	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.1%
US Tech	-0.7%	0.7%	0.8%	0.3%
US Materials	0.7%	0.4%	-0.2%	-0.7%
US Comm Services	-0.9%	-0.8%	-0.4%	0.1%
US Utilities	0.1%	-1.6%	0.0%	0.8%
US Real Estate	-0.1%	-1.2%	-0.2%	0.8%
FX				
DXUSD	-0.9%	0.1%	0.6%	0.1%
EURUSD	1.1%	0.0%	-0.6%	-0.1%
JPYUSD	1.3%	-0.8%	-1.1%	0.7%
AUDUSD	0.2%	0.2%	-0.2%	0.0%
CHFUSD	1.6%	-0.1%	-0.7%	0.3%
ZARUSD	-0.7%	-0.1%	-0.9%	-0.3%
BRLUSD	-1.0%	0.4%	-0.2%	-0.5%
KRWUSD	-0.1%	0.0%	-0.5%	0.3%
RATES				
UST 10Y	1.9%	-1.0%	-0.9%	1.8%
Bunds 10Y	1.2%	-0.6%	-0.3%	1.3%
JGB 10Y	0.5%	0.0%	-0.1%	0.5%
UST vs Bunds 10y	0.8%	-0.4%	-0.5%	0.5%
CREDIT (XS Returns)				
US Agg	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
US IG	-0.5%	0.4%	0.2%	-0.1%
US HY	-1.6%	1.2%	0.7%	-0.2%
US MBS	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
COMMODITIES				
Brent	1.1%	3.1%	1.8%	-0.6%
Gold	1.4%	-0.1%	-0.4%	1.1%
Copper	0.0%	2.4%	-0.3%	-0.1%

- ▶ Bear-steepen: 長債殖利率上揚速度較短債快
- ▶ Bear-flatten: 短債殖利率上揚速度較長債快
- ▶ Bull-flatten: 長債殖利率的下跌幅度比短債快

Bull steepening 走勢下的資產平均表現

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: We define bull/bear using monthly change in US 10Y yields and steepening/flattening using monthly change in UST 2s10s curve. Data from 1995, using price returns for equities, FX and commodities, total returns for rates and

資料來源: Morgan Stanley, 2022/04/03



為何股市依舊強勁？

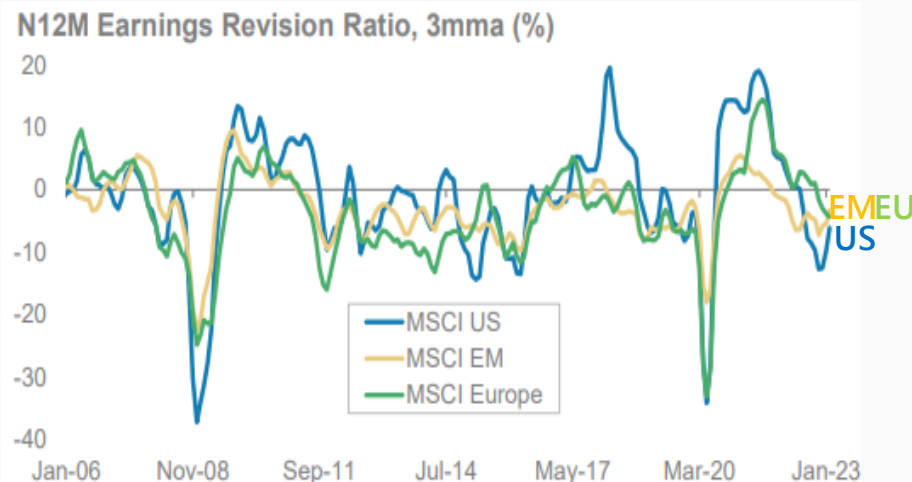
- ▶ 過去的升息週期結束後的幾個月裡，美股普遍上漲，顯示投資人強烈的FOMO (fear of missing out，怕錯過行情)心理依然存在。
- ▶ 在FFR達到峰值後的3個月裡，S&P 500 指數的平均報酬率為+8%，從+14%到-1% 不等，6次中有 5 次上漲。在 12 個月的基礎上，標準普爾 500 指數的平均回報率為 19%，在 6 次事件中有 5 次上漲，並且每次都上漲超過10%。





- ▶ 目前市場預期2023年S&P 500獲利成長已從年初的4%下修至1.8%，MS估算獲利或進一步回落至-10%。

未來12個月獲利預期: 美國近期呈現上修

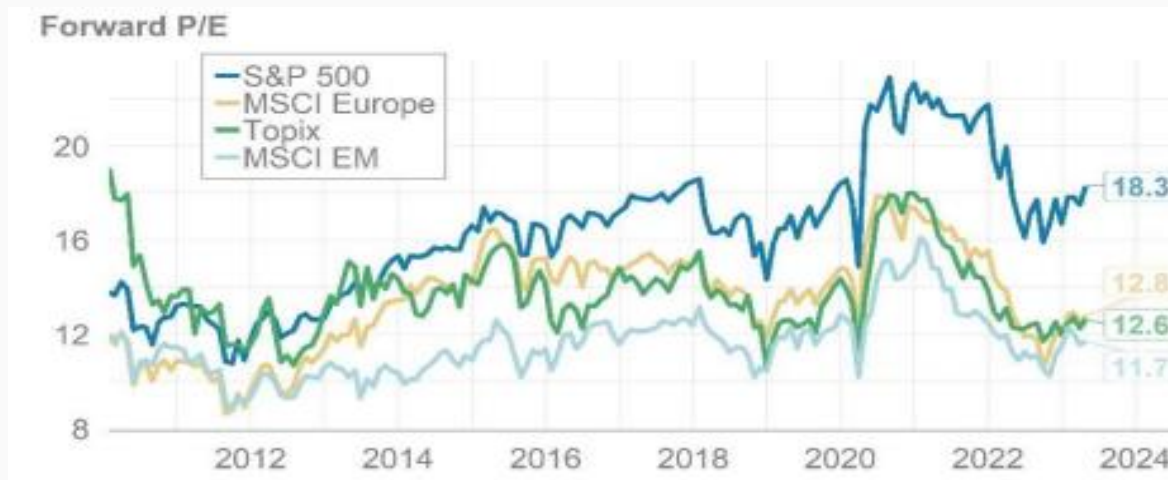


2023年獲利成長率 (MS估算)

	2023 EPS growth (MS Est.)
S&P 500	-11.0%
MSCI Europe	-10.0%
Topix	4.7%
MSCI EM	12.7%

美股獲利預測仍顯樂觀

目前美股未來12個月本益比為18.3倍，高於1990年以來均值



資料來源: Morgan Stanley, 2023/04/05



報告大綱

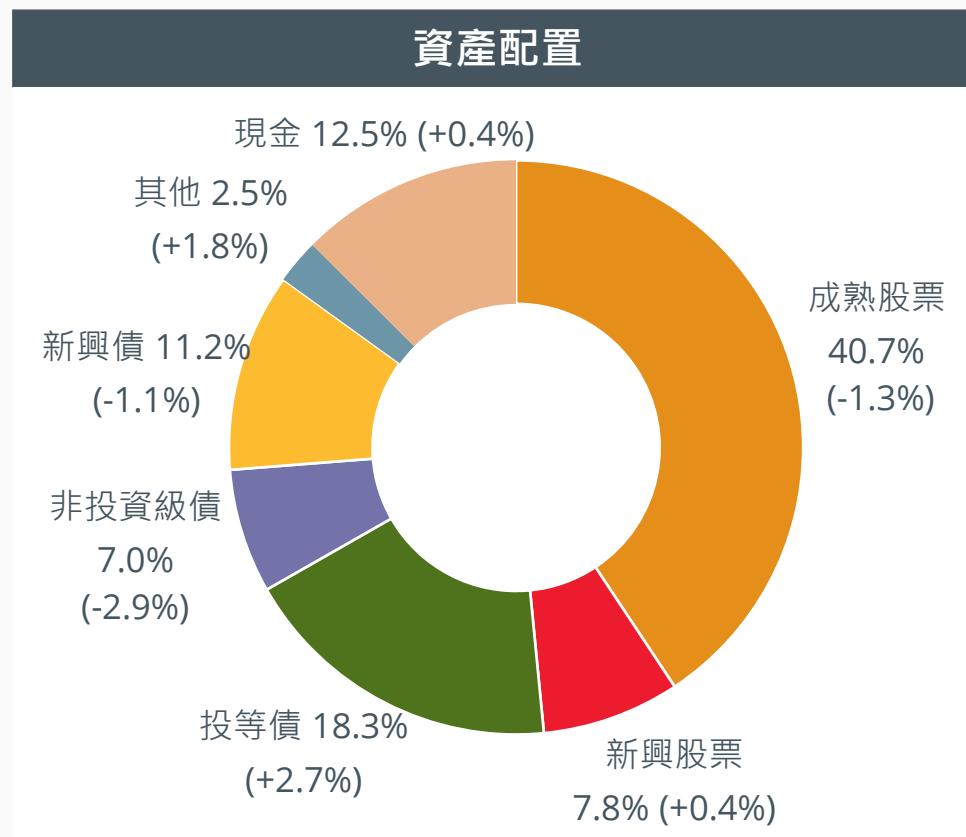
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





投資組合

- ▶ 基金規模 20.4億
- ▶ 投組配置調整：出清美國國防股與小型股轉入S&P 500、加碼全球公債/投等債、減碼HY



註：括號數字為與上月底的配置差異

匯率避險

幣別	避險比例 (%)
新台幣	15



投資結論與策略

- ▶ 美國和歐洲最近的銀行業動盪似乎已緩解，但這種壓力是否會捲土重來，以及它對增長、貨幣政策和金融市場（更不用說銀行業本身）的影響是投資人最關心的問題。
- ▶ 在矽谷銀行事件發生前，美國銀行信貸標準在收緊，貸款需求邊際下降。在矽谷銀行事件的發生將強化這一趨勢，意味著經濟衰退機率上升。
- ▶ **債券**：鑒於FED未來升息空間所剩不多，意味著公債殖利率下行趨勢較為明確，建議等待降息預期與避險情緒修正後是較好的介入機會，避免追高風險。展望信用債市，衰退疑慮加深或將使IG與HY信用利差維持較高水平，因此相對看好新興債市，主因評價、美元疲弱，且歐美銀行動盪對新興國家尚無直接影響。
- ▶ **股票**：美國經濟增長前景惡化，目前財測可能過於樂觀，加上評價相對全球昂貴，故維持非美股市優於美股。區域上，考慮減碼歐股，因景氣與獲利前景轉弱，且YTD累積漲幅相對大。
- ▶ **美元**：市場對於FED降息預期大幅拉高，導致美元迅速回落。今年以來，美元指數的空頭交易或已相對擁擠，短線或將有所反彈，美元下一階段的向下趨勢或許要看中國的增長。
- ▶ **投資策略**：目前看來，全球公債價格可能上漲太多，企業獲利存有被高估的風險，對於股債後市持謹慎態度，投組後續調整將視Q1財報發布的獲利展望與公債走勢。
- ▶ **近期觀察重點**：通膨、就業數據、油價與Q1企業財報

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，此外，匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。另，內容如涉新興市場之部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度亦可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。*本基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金配息組成項目揭露於本公司網站。

有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：基金資訊觀測站：<http://www.fundclear.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱。瀚亞投信獨立經營管理。