



2023年6月

瀚亞多重收益優化組合基金

(本基金得投資於非投資等級之高風險債券基金且配息來源可能為本金)

鄭夙希

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw



報告大綱

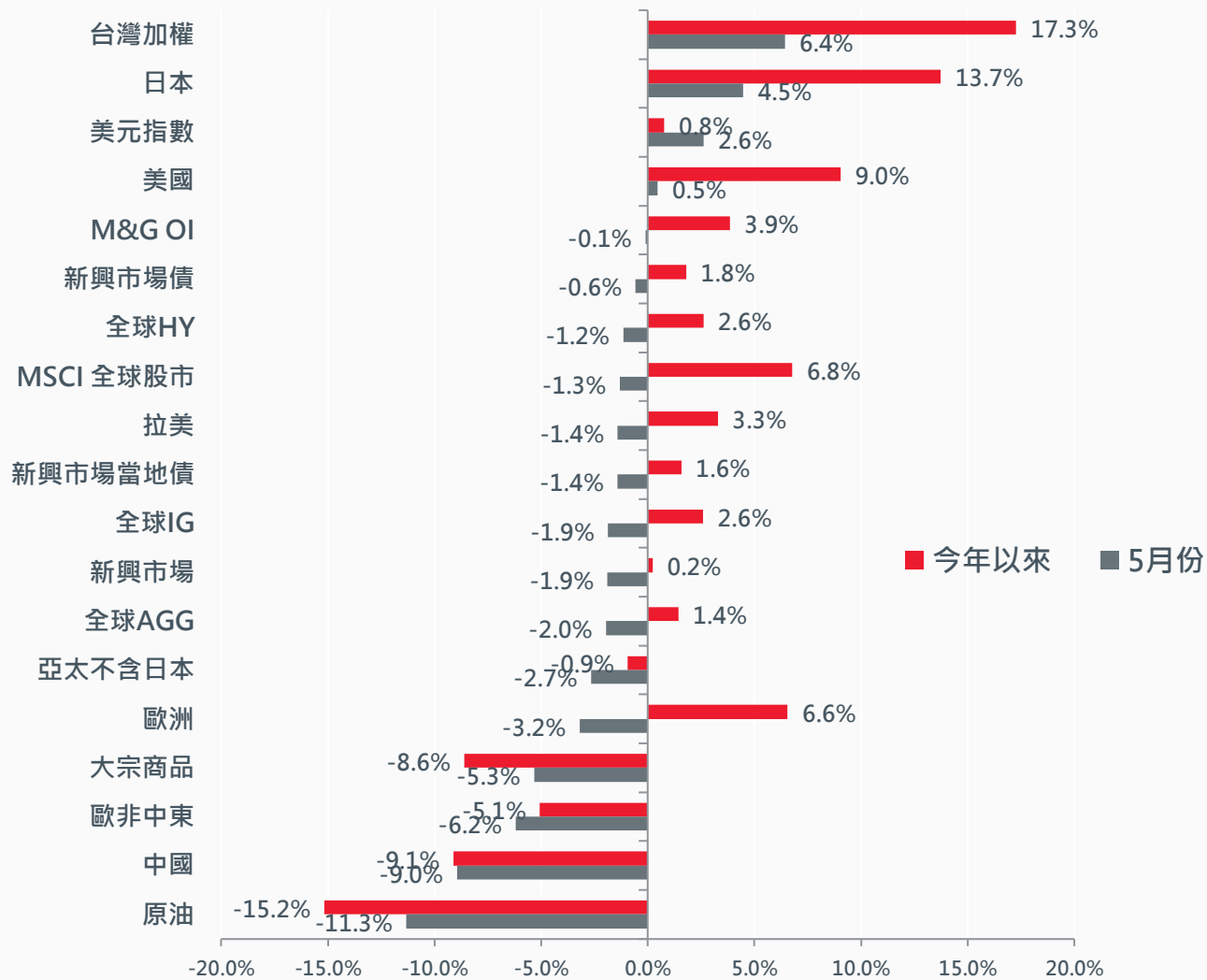
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





- ▶ 5月，美國債務上限擔憂與升息周期可能延長拖累全球主要股債市。
- ▶ AI題材發酵下，美股與台股表現相對強勁。日股因基本面前景佳延續強勢。
- ▶ 面對經濟數據疲弱，陸股、歐股與歐元呈現較大回檔修正。

全球主要資產表現



資料來源: Bloomberg, 2023/05/31

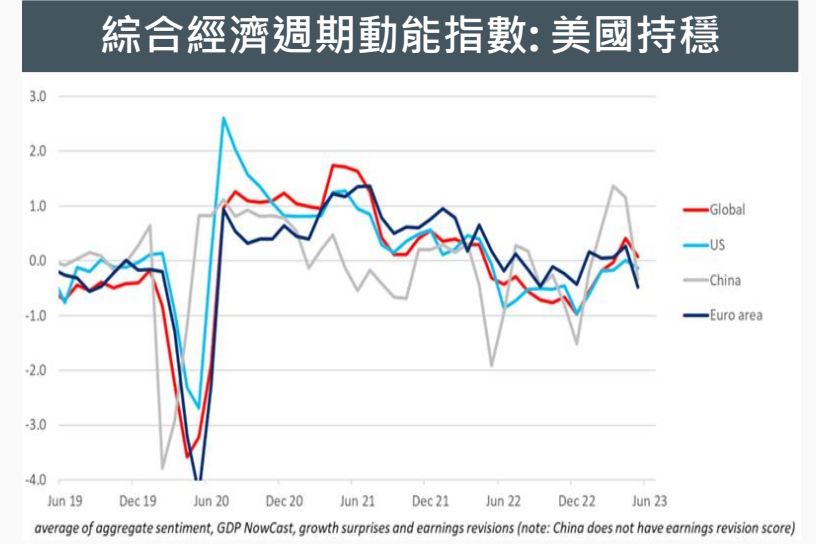


- ▶ 從去年下半年起，G10國家經濟驚奇指數持續上升直到今年4月見頂，目前呈現負值並低於通膨驚奇指數。

經濟低於通膨驚奇



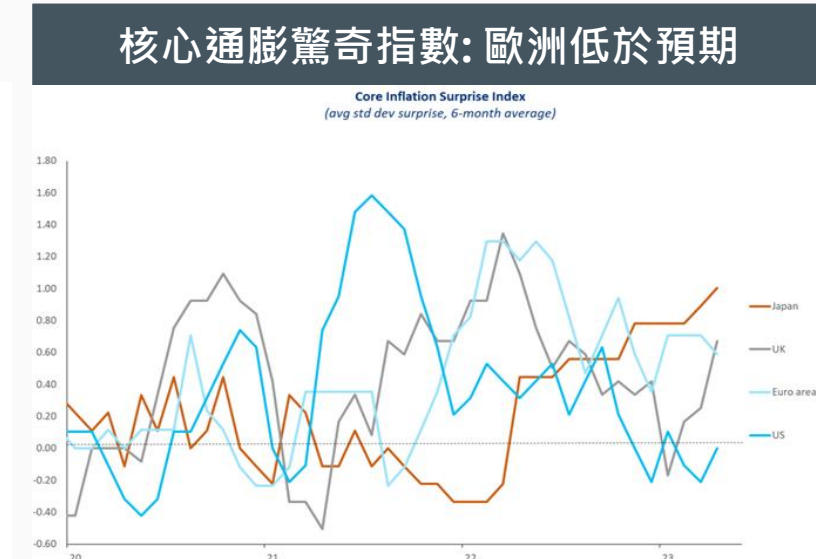
資料來源: Morgan Stanley, 2023/06/04



資料來源: Citi, 2023/06/10



資料來源: Bloomberg, 2023/06/09



資料來源: Citi, 2023/06/09



FED更趨鷹派

- ▶ 6月FOMC會議，符合市場預期，維持利率不變，但內容比市場預期的還要鷹派，反映優於預期的經濟和較慢的通膨下降速度。
- ▶ 點陣圖暗示今年剩餘的4次會議中還要再升息2次，而不是市場預期的1次。
 - ▶ 18位決策者中，在有一半預計今年剩餘的4次會議中再升息2次，3位預計會升至更高水平，其中一位認為會上升到6%以上。
- ▶ 市場定價：利率期貨市場預計7月升息的可能性為63%。
- ▶ 央行將保持升息靈活性，一旦經濟數據不符合央行預估方向，政策隨時改弦易轍。

CME利率期貨反映未來FFR所處區間機率

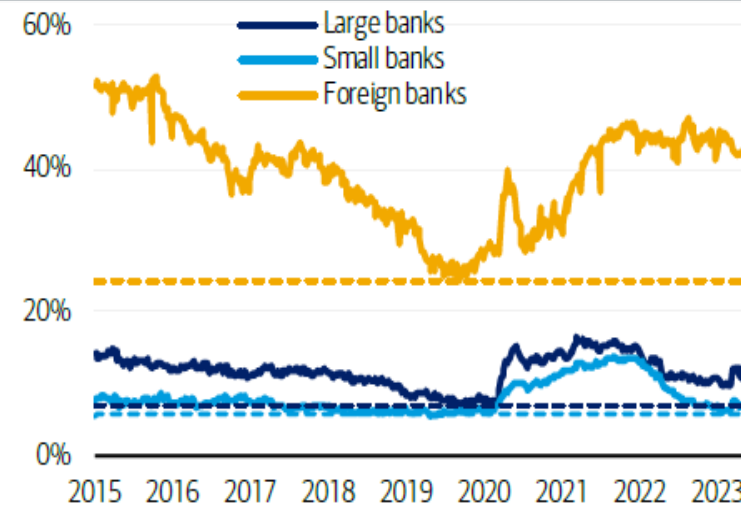
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.5%	64.5%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	59.0%	12.3%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	52.9%	21.7%	2.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	45.5%	29.4%	7.2%	0.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	24.3%	41.5%	23.9%	5.6%	0.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	16.7%	35.0%	30.6%	12.5%	2.4%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	17.7%	34.7%	29.6%	12.0%	2.3%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.6%	28.6%	31.4%	18.3%	5.7%	0.9%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.9%	24.5%	30.7%	21.6%	9.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	21.9%	29.6%	23.3%	11.2%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	1.0%	6.1%	17.5%	27.1%	25.4%	15.2%	6.0%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.6%	4.3%	13.5%	23.7%	26.0%	18.8%	9.2%	3.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%



債務上限提高後，流動性風險有待觀察

- ▶ 美國債務上限提高後，市場焦點轉向補充財政部賬戶(TGA)對市場流動性的衝擊。
- ▶ 美國財政部表示將在9月前將TGA恢復到正常水平。市場預估在6~8月期間國庫券淨發行規模5000億~1兆美元(2015-2019年: 國庫券平均每年發行2,000億美元)。
- ▶ 補充TGA(國庫券發行) 導致隔夜附買回操作(ON RRP*)或銀行存款準備金下降。
- ▶ 流動性衝擊小：貨幣基金調降ON RRP部位投向收益率較高的國庫券。
- ▶ 流動性衝擊大：投資人由存款投向國庫券，小型銀行資金外流壓力加大，銀行系統性風險壓力可能再次上升。

小型銀行現金資產比率接近2019年低檔



資料來源：BofA Global Research, 2023/05/25

這次國庫券淨發行規模可能創歷史新高



資料來源：Barclays, 2023/06/08

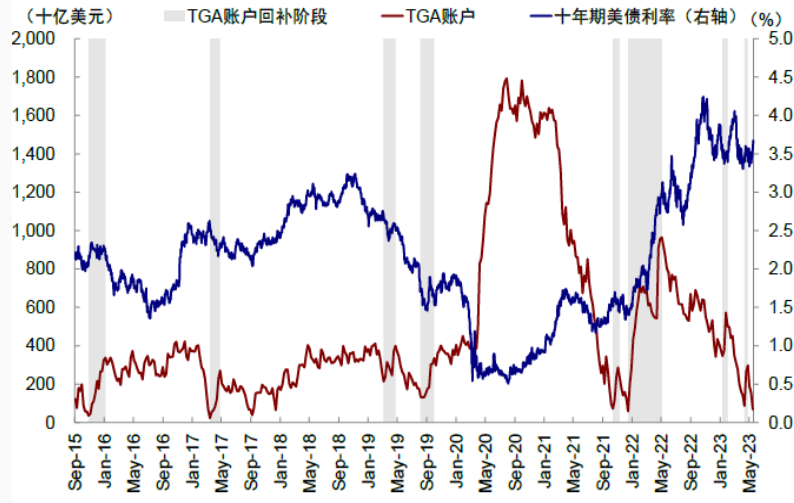
*註:聯準會隔夜附買回操作 (overnight reverse repurchase agreement, ON RRP)運作方式為聯準會將美國公債、機構債或MBS售予不能存準備金的合格交易對手(大型銀行、貨幣市場基金、政府金融存款機構)，隔日買回證券並支付一日的利息做為隔夜利率，用以吸收短期過剩的流動性，以避免利率跌破央行目標下緣。



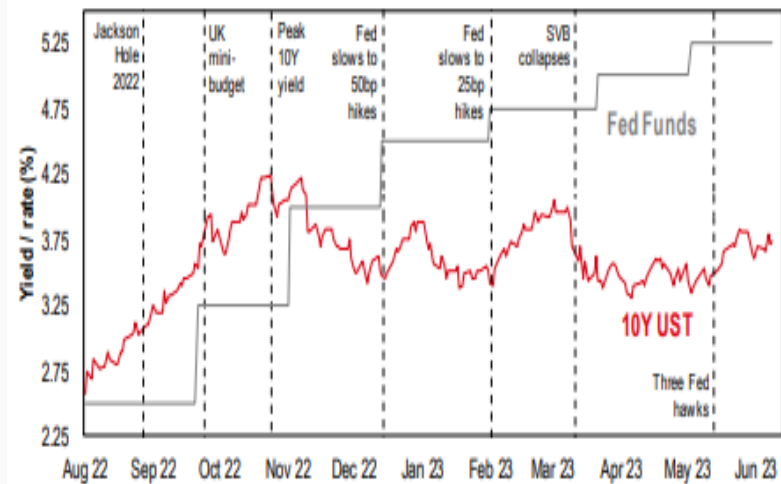
美債高檔震盪

- ▶ FED升息週期可能延長，同時升息步調放緩/衰退風險上升令殖利率上行空間受限。
 - ▶ 統計去年10/24 (10年債殖利率高點)至今，FED升息200bps (升息速度正在放緩)，而10年債殖利率則下降50bps。
- ▶ Q3國庫券大量發行多少會消耗市場流動性，或將推升美債殖利率，儘管歷史經驗顯示TGA補充期間與美債連動關係並不穩定。
- ▶ 短線上，市場正在消化高於FED鷹派的升息立場，但短債放空部位也相對擁擠，預料殖利率呈現高檔震盪。

TGA補充期間vs.10年期美債殖利率變化



FED升息步伐放緩，長債殖利率不易再大幅上升

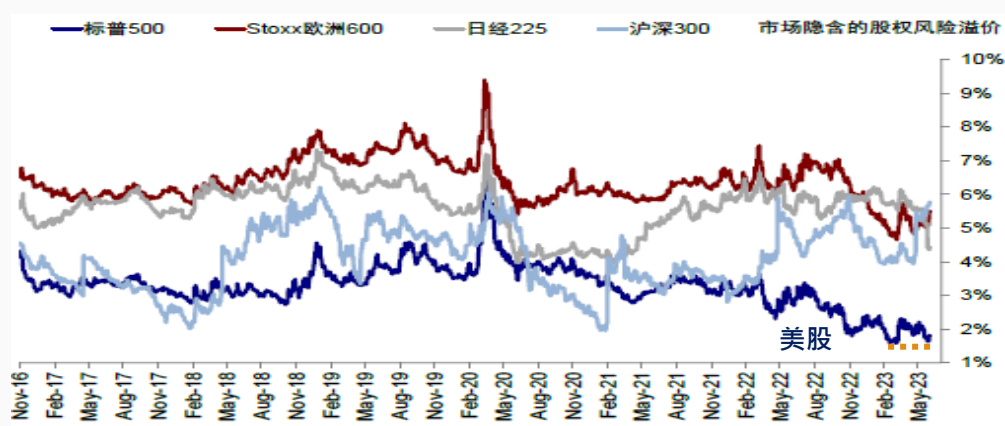




美股定價軟著陸

- ▶ 美股目前風險溢酬(盈餘殖利率-10Y債)僅有1.7%，反映經濟軟著陸機率上升。
- ▶ 短期市場情緒和部位已升至去年11月以來最看多的水平，上漲空間或有限。
- ▶ 美元計價的多元資產基金和美國股票基金的股票貝塔值仍然很低，表明股票曝險部位較低或配置偏防禦，股市大幅回檔機率不大。

美股風險溢酬回落至今年2月底點



資料來源：中金公司, 2023/06/5

6月全球經理人調查：對經濟前景與股票仍持謹慎態度

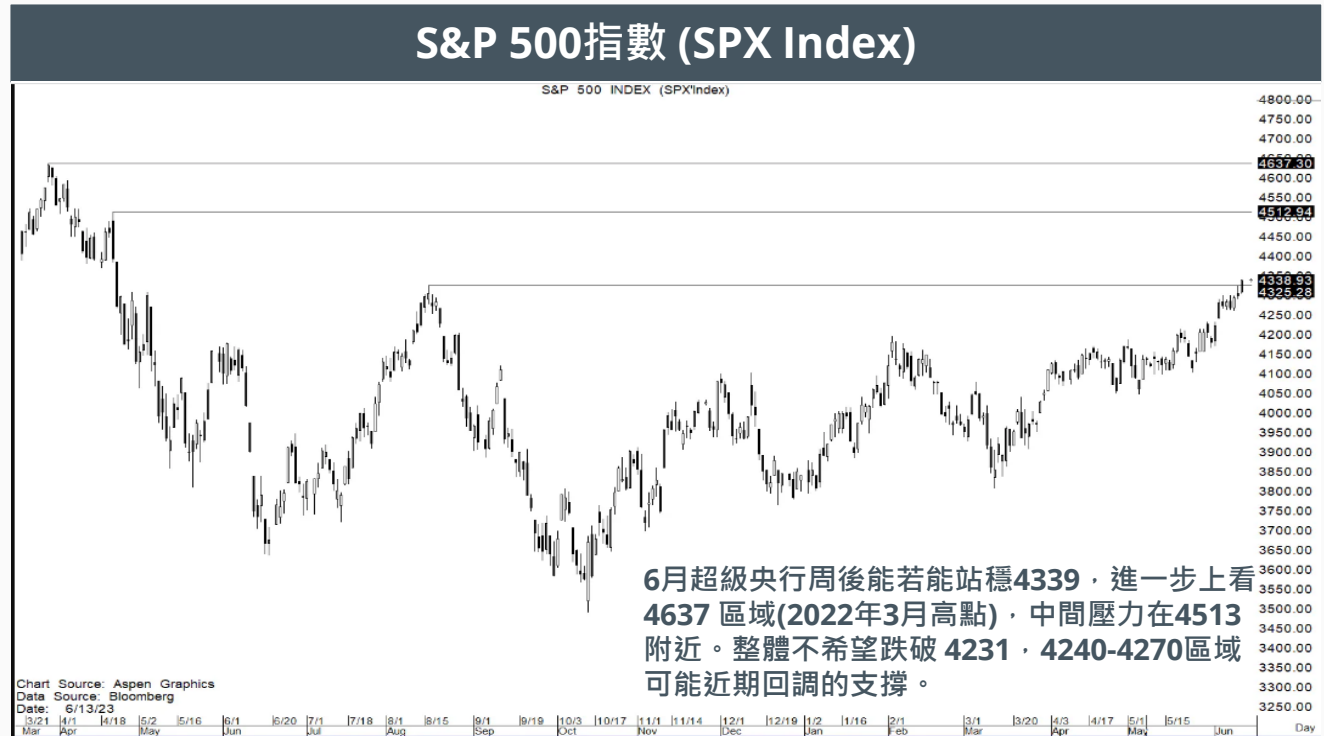


資料來源：BofA, 2023/06/13



S&P 500 進入牛市?

- ▶ S&P 500已較去年10月低位反彈20%後，接下來的走勢如何？過去70年期間，SPX出現10次牛市(不包含此次)：
 - ▶ 3個月後：8次出現上漲，平均漲幅7%。
 - ▶ 6個月後：8次出現上漲，平均漲幅16%，2次僅下跌1%。
- ▶ 股票輪動有利指數逐步墊高：截至6/12的過去5天，S&P 500漲1.5%，非必需消費類股漲3.9%，工業類股漲2.8%，科技股漲2%。
- ▶ 風險事件: SPX在每個CPI和FOMC公布日的平均波動約為+/-1.5%。
- ▶ 結論: 高通膨環境下，停止升息不見得對股市有利。升息結束後的3個月，正常通膨時期，指數上漲5~15%，高通膨時期(1969-1981)則平均下跌5%。

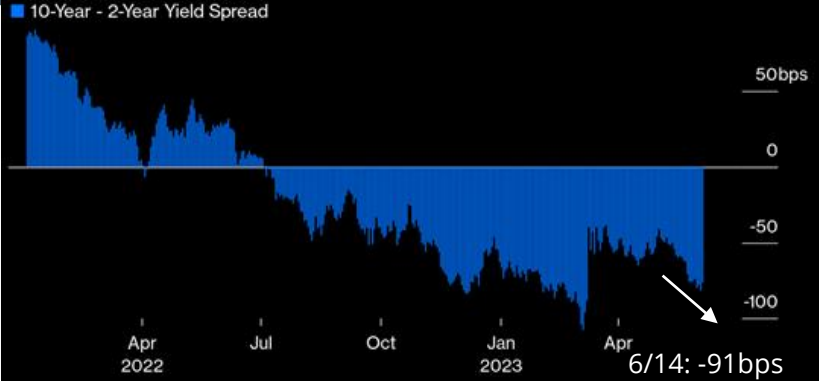




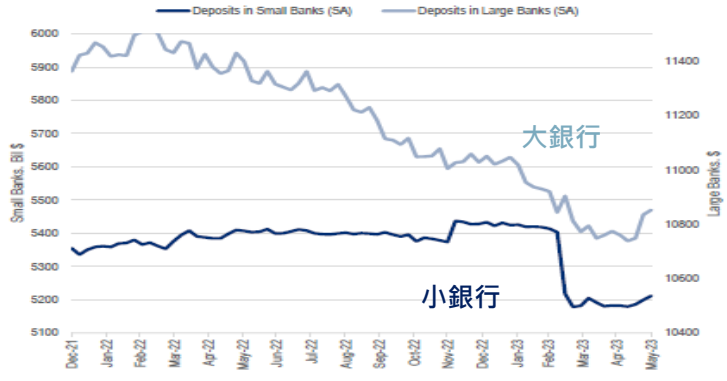
- ▶ 美國銀行業存款回流，從FED借入的貸款回穩，銀行流動性顯示已趨穩。
- ▶ 不過，存款回流至小型銀行的情況並不明顯。
- ▶ 高利率時間可能拉長，銀行危機是否捲土重來？從Gavekal Research真實金融狀況指數、收益率曲線和股價估值來看，區域型銀行尚未走出困境。

區域型銀行隱憂猶存

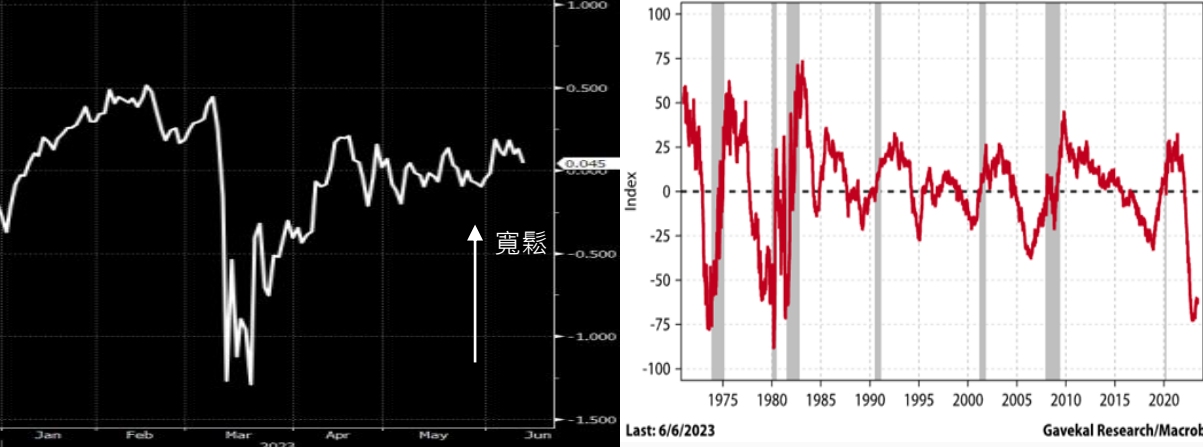
美國10年-2年期殖利率曲線近期倒掛加深



美國大型銀行存款持續增加



Bloomberg 美國金融狀況指數(左) vs. Gavekal Research 美國真實金融狀況(右)



- ▶ Bloomberg金融狀況指數衡量信用利差、S&P 500以及VIX等指標，更接近金融市場風險偏好的指標。
- ▶ Gavekal Research編制的真實金融狀況指數衡量了貨幣供應、殖利率曲線、銀行放貸標準、企業實際投資回報率以及住房負擔能力等。



報告大綱

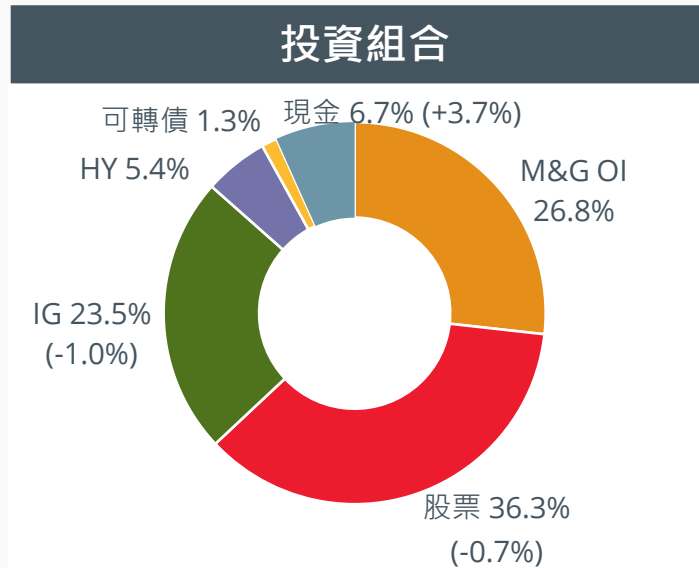
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





多重收益優化

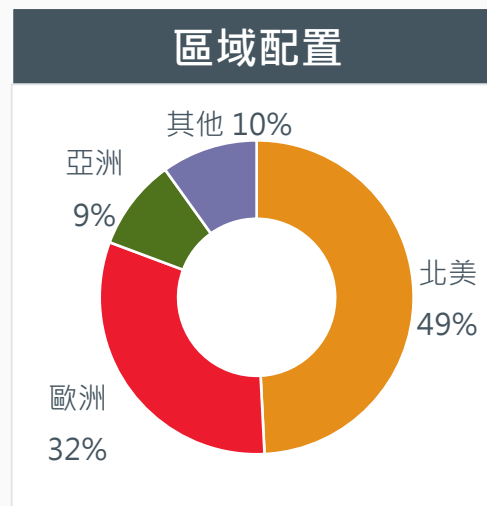
- 基金規模 63.9億
- 主要配置調整：減碼美國以外全球股票，轉入全球大型成長股；出清新興當地債



註：括號數字為與上月底的配置差異

資產分布

資產類型	持有比重 (%)
投資等級債	50
非投資等級債	5
可轉債	1
全球股票	30
全球股票(不含美國)	4
中、印股票	2
現金+貨幣基金	7



債券信評分佈

信評	比重 (%)
A以上	22
BBB	29
BB以下	7
持債平均信評	BBB

匯率避險

幣別	避險比例 (%)
新台幣	10
人民幣	38
澳幣	55
紐幣	53
南非幣	81



投資結論與策略

- ▶ 過去一年激進升息對美國經濟的滯後影響尚未全面發酵，經濟軟著陸、FED暫停與AI題材推升科技股/美股走揚。走走停停的升息政策以及國庫券大量發行為短線盤勢波動主要來源。
- ▶ **債券**：預期TGA帳戶補充主要來自隔夜附買回操作，有助緩和流動性流失壓力；此外，升息周期延長恐加深衰退與金融體系壓力的可能性，進而支撐公債需求(近期短中期美公債投標倍數高於預期)。多空因素交錯下，預料10年期美債殖利率高檔震盪。展望信用債市，衰退疑慮加深或將使IG、HY與新興美元債利差維持較高水平。
- ▶ **股票**：只要衰退預期不上升或是10年期美債殖利率不突破4%，成長股不至於逆轉趨勢，等待修正後的點位再行加碼。
- ▶ **美元**：歐洲和中國的經濟疲弱繼續支撐美元。美元下一個趨勢性轉弱有待歐洲/中國增長超乎預期或是聯準會緊縮政策轉向的預期升溫。
- ▶ **投資策略**：經濟與貨幣政策前景變數多，股債連動性已轉為負相關，投組維持股票搭配公債/投等債之啞鈴式投資策略，因應市場震盪。投組調整方面，靜待升息終點與國庫券規模大增之不確定性持續發酵，留意債市逢低加碼機會。股票方面，持續檢視持股並進行汰弱留強。
- ▶ **近期觀察重點**：G3央行開會結果、就業與通膨數據、國庫券標售結果以及歐美銀行體系壓力。

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。本基金得投資於非投資等級債券基金及新興市場債券基金，非投資等級債券基金之投資標的涵蓋低於投資等級之垃圾債券，故需承受較大之價格波動，而利率風險、信用違約風險、外匯波動風險也將高於一般投資等級之債券。新興市場債券基金之投資標的包含政治、經濟相對較不穩定之新興市場國家之債券，因此將面臨較高的政治、經濟變動風險、利率風險、債信風險與外匯波動風險。本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。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。