



2023年5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 (%)	2.24	1.25	3.62	1.61	-2.21	13.96
四分位排名	2	2	1	1	1	1



報告大綱

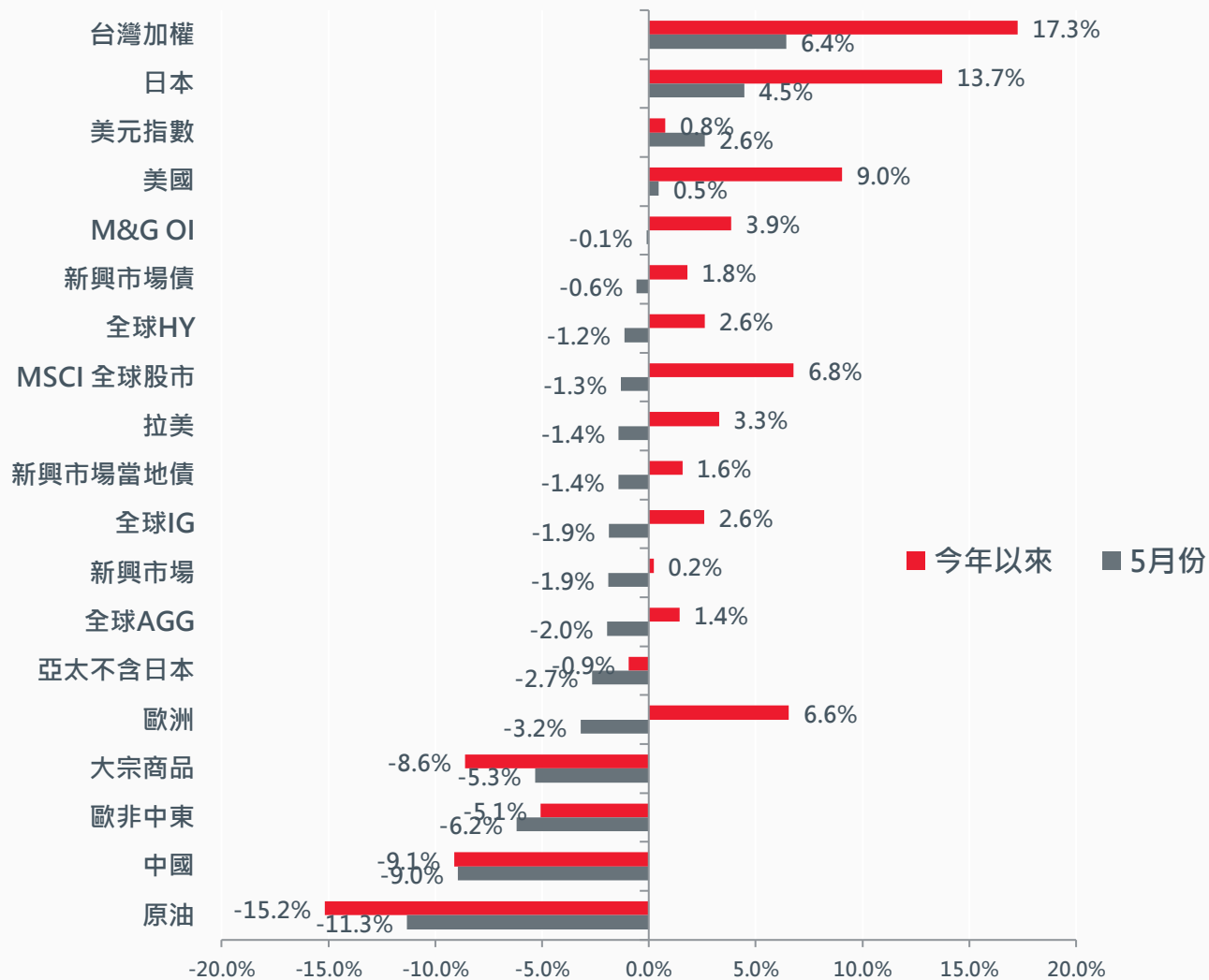
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





- ▶ 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

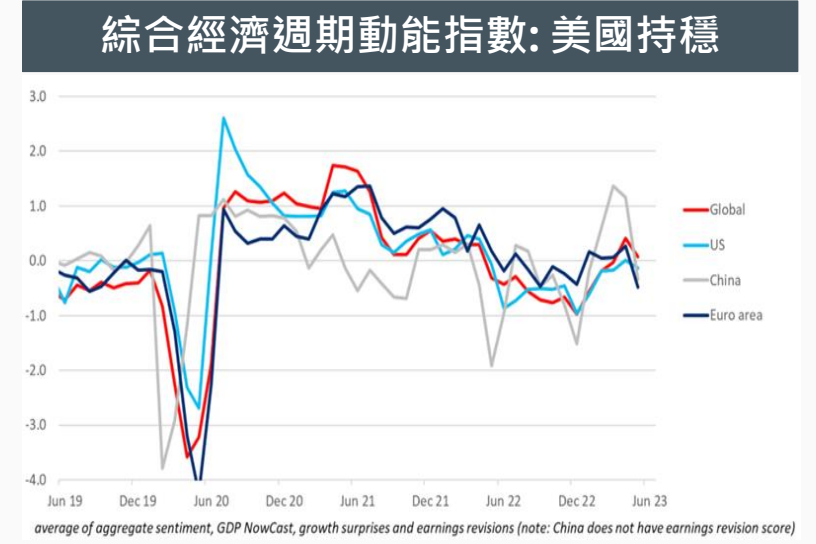


- ▶ 從去年下半年起，G10國家經濟驚奇指數持續上升直到今年4月見頂，目前呈現負值並低於通膨驚奇指數。

經濟低於通膨驚奇



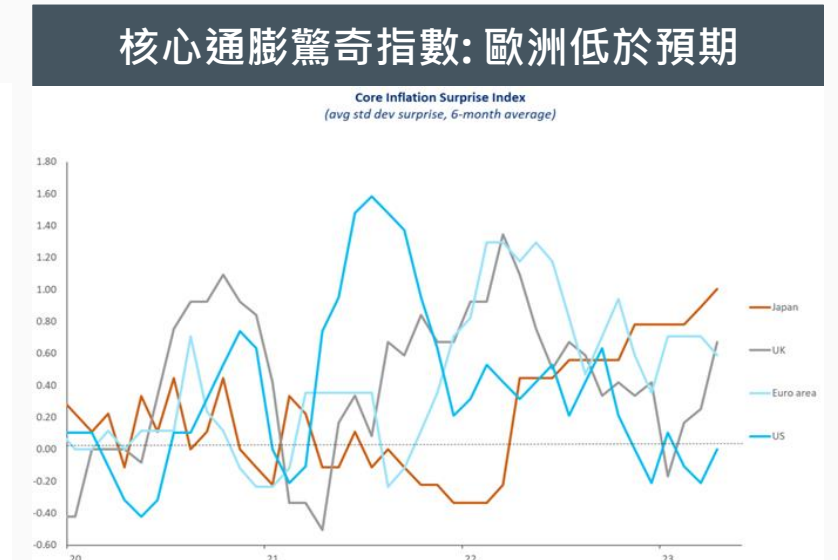
資料來源: Morgan Stanley, 2023/06/04



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

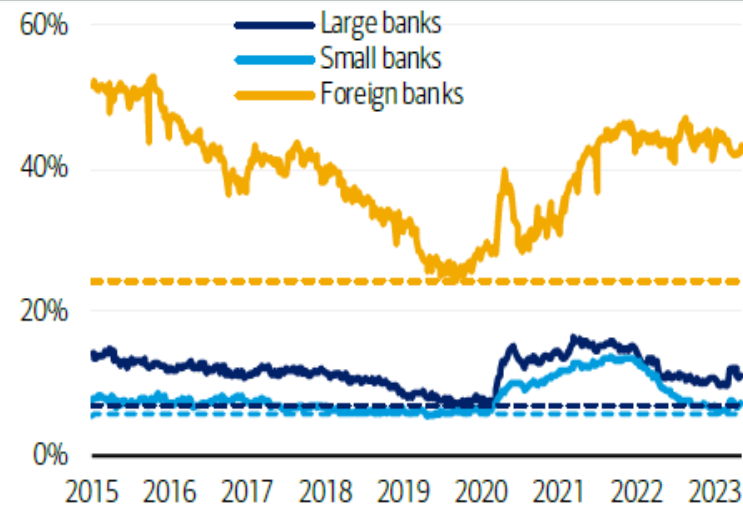
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.5%	64.5%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	59.0%	12.3%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	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

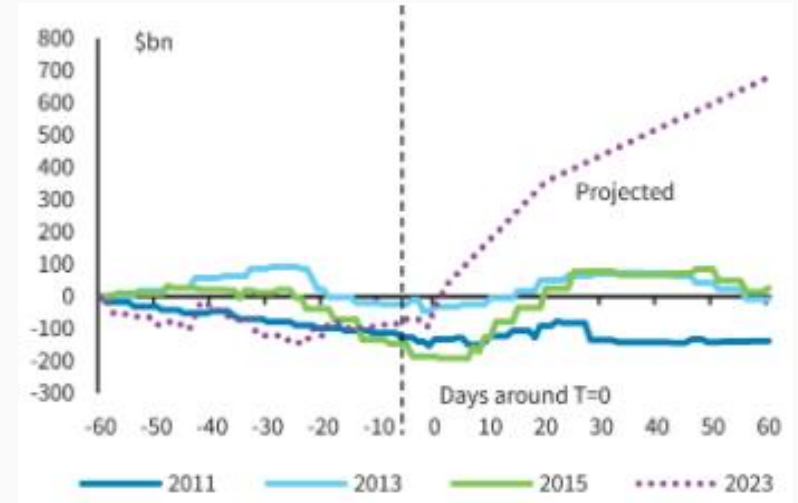
- ▶ 美國債務上限提高後，市場焦點轉向補充財政部賬戶(TGA)對市場流動性的衝擊。
- ▶ 美國財政部表示將在9月前將TGA恢復到正常水平。市場預估在6~8月期間國庫券淨發行規模5000億~1兆美元(2015-2019年: 國庫券平均每年發行2,000億美元)。
- ▶ 補充TGA(國庫券發行) 導致隔夜附買回操作(ON RRP*)或銀行存款準備金下降。
- ▶ 流動性衝擊小：貨幣基金調降ON RRP部位投向收益率較高的國庫券。
- ▶ 流動性衝擊大：投資人由存款投向國庫券，小型銀行資金外流壓力加大，銀行系統性風險壓力可能再次上升。

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

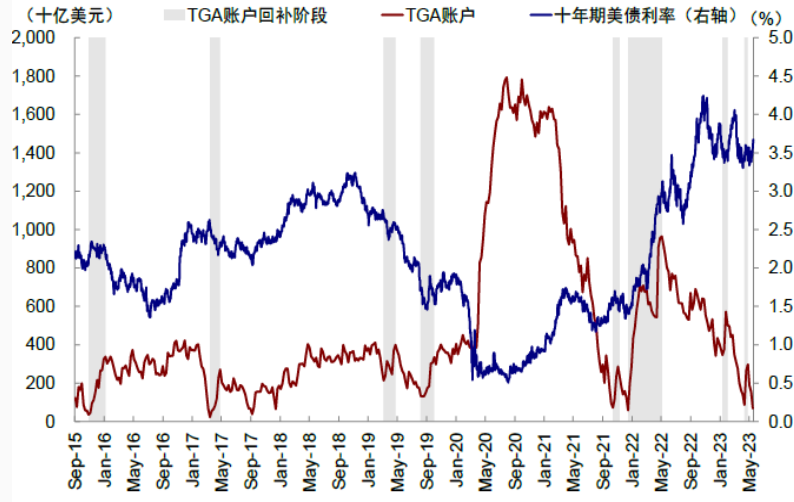
*註:聯準會隔夜附買回操作 (overnight reverse repurchase agreement, ON RRP)運作方式為聯準會將美國公債、機構債或MBS售予不能存準備金的合格交易對手(大型銀行、貨幣市場基金、政府金融存款機構)，隔日買回證券並支付一日的利息做為隔夜利率，用以吸收短期過剩的流動性，以避免利率跌破央行目標下緣。



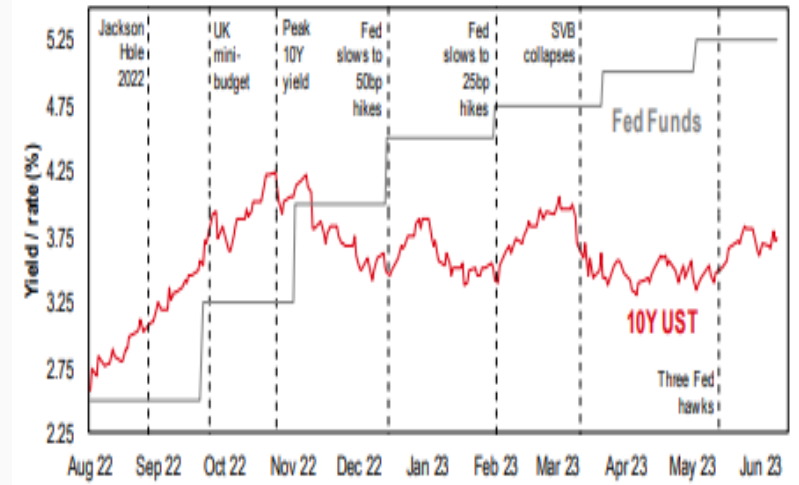
美債高檔震盪

- ▶ 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



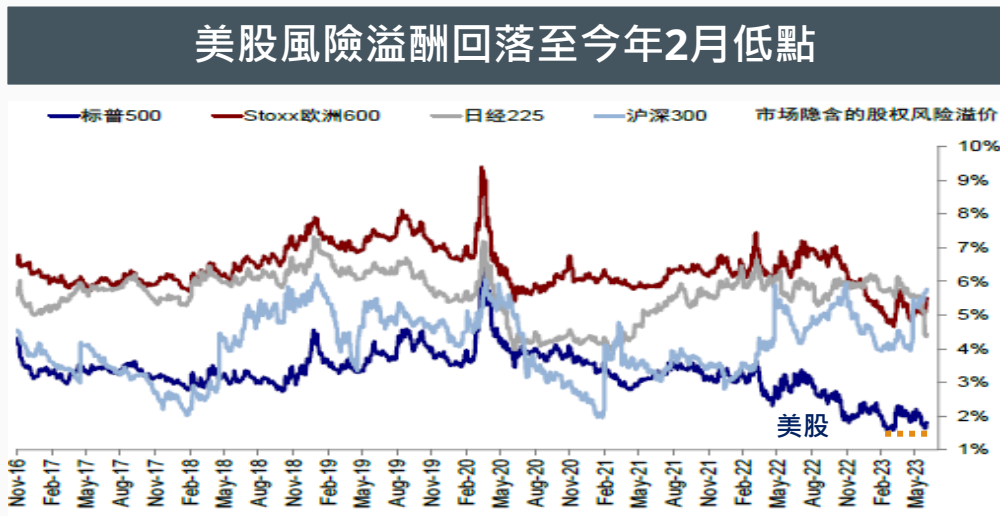
FED升息步伐放緩，長債殖利率不易再大幅上升





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。



資料來源：中金公司, 2023/06/5

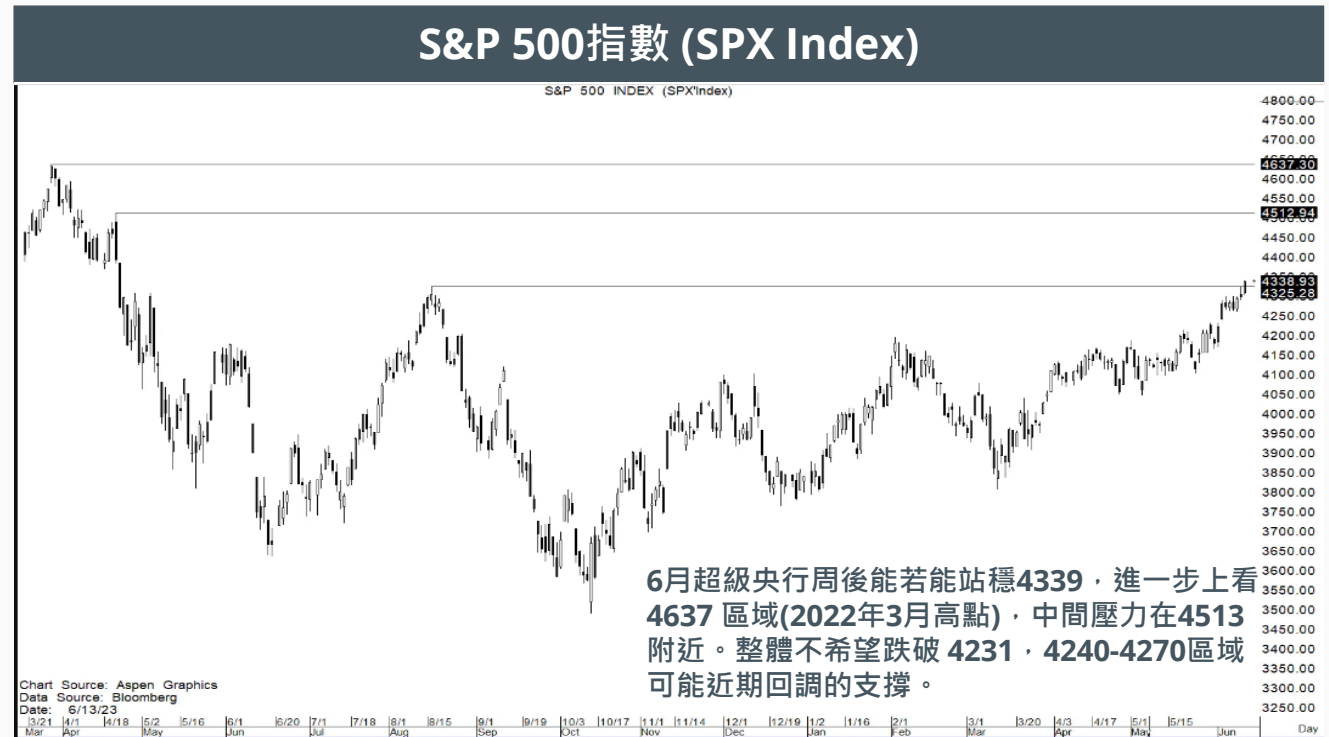


資料來源：BofA, 2023/06/13



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%。

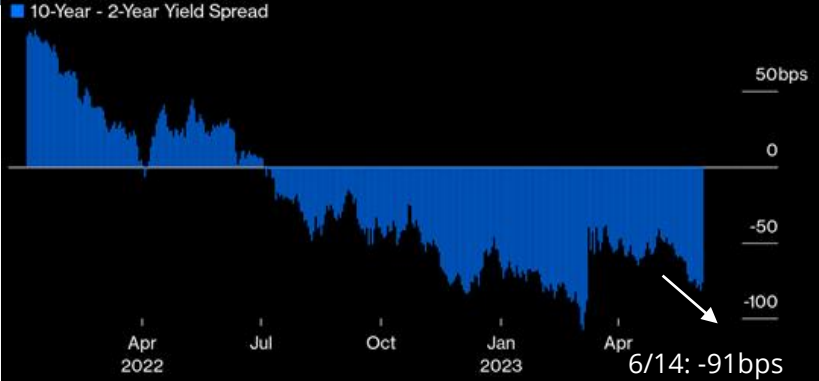




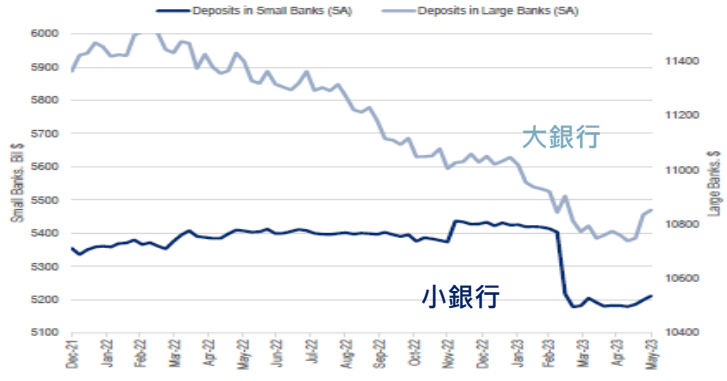
- ▶ 美國銀行業存款回流，從FED借入的貸款回穩，銀行流動性顯示已趨穩。
- ▶ 不過，存款回流至小型銀行的情況並不明顯。
- ▶ 高利率時間可能拉長，銀行危機是否捲土重來？從Gavekal Research真實金融狀況指數、收益率曲線和股價估值來看，區域型銀行尚未走出困境。

區域型銀行隱憂猶存

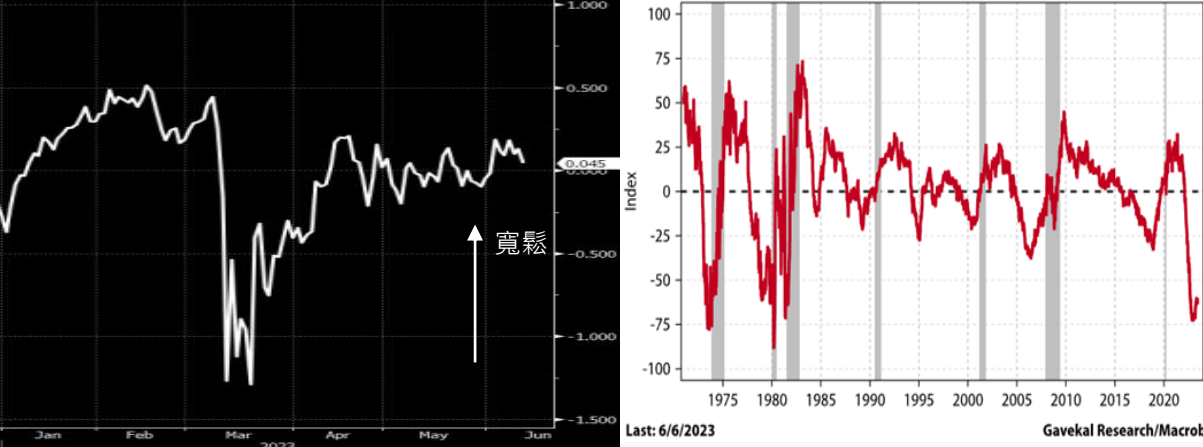
美國10年-2年期殖利率曲線近期倒掛加深



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

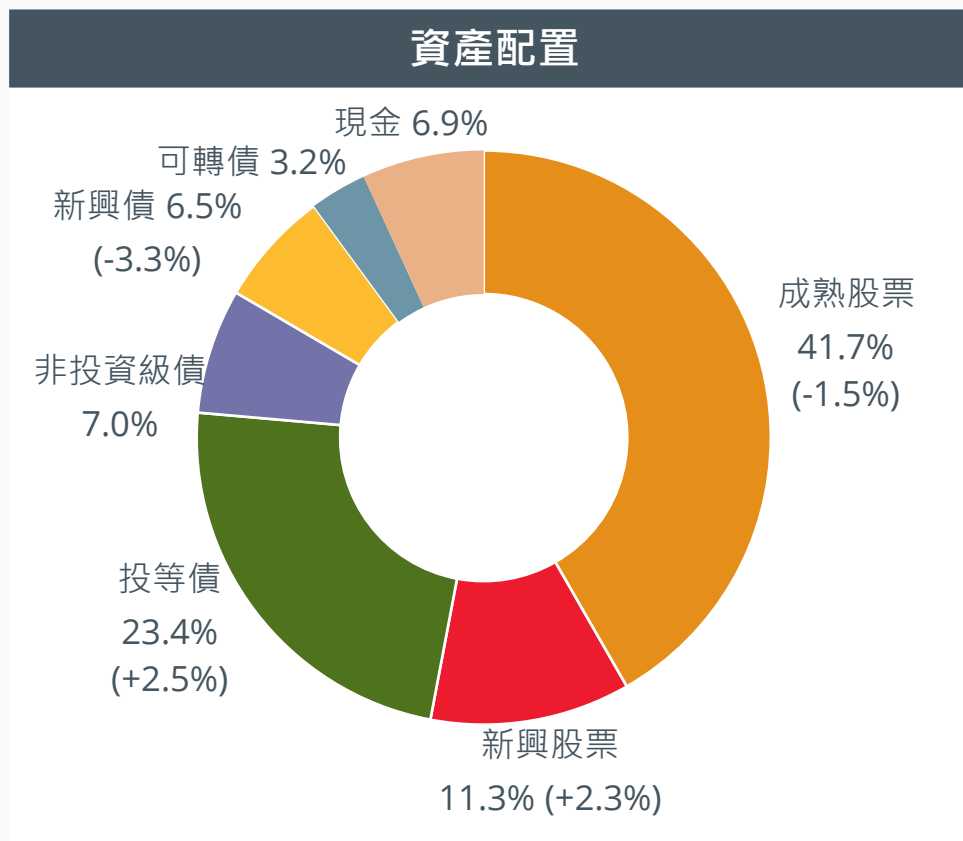
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





股債入息

- ▶ 基金規模 20.4億
- ▶ 主要配置調整：加碼全球大型成長股、日股、印度股、歐洲IG；減碼歐股、非美全球與新興當地債



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

- ▶ 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。