



2023年8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.



## 基金績效

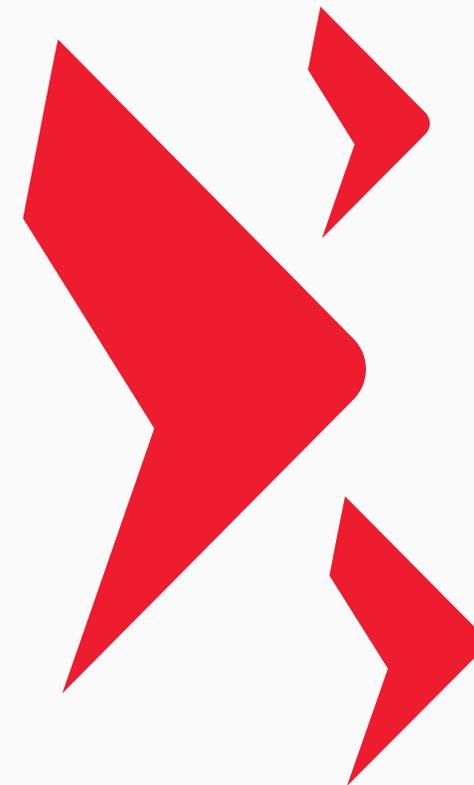
股債入息 (台幣級別)	3個月	6個月	年初以來	1年	2年	3年
報酬率 (%)	6.82	7.93	10.87	9.14	3.10	15.63
四分位排名	2	2	2	1	1	1



## 報告大綱

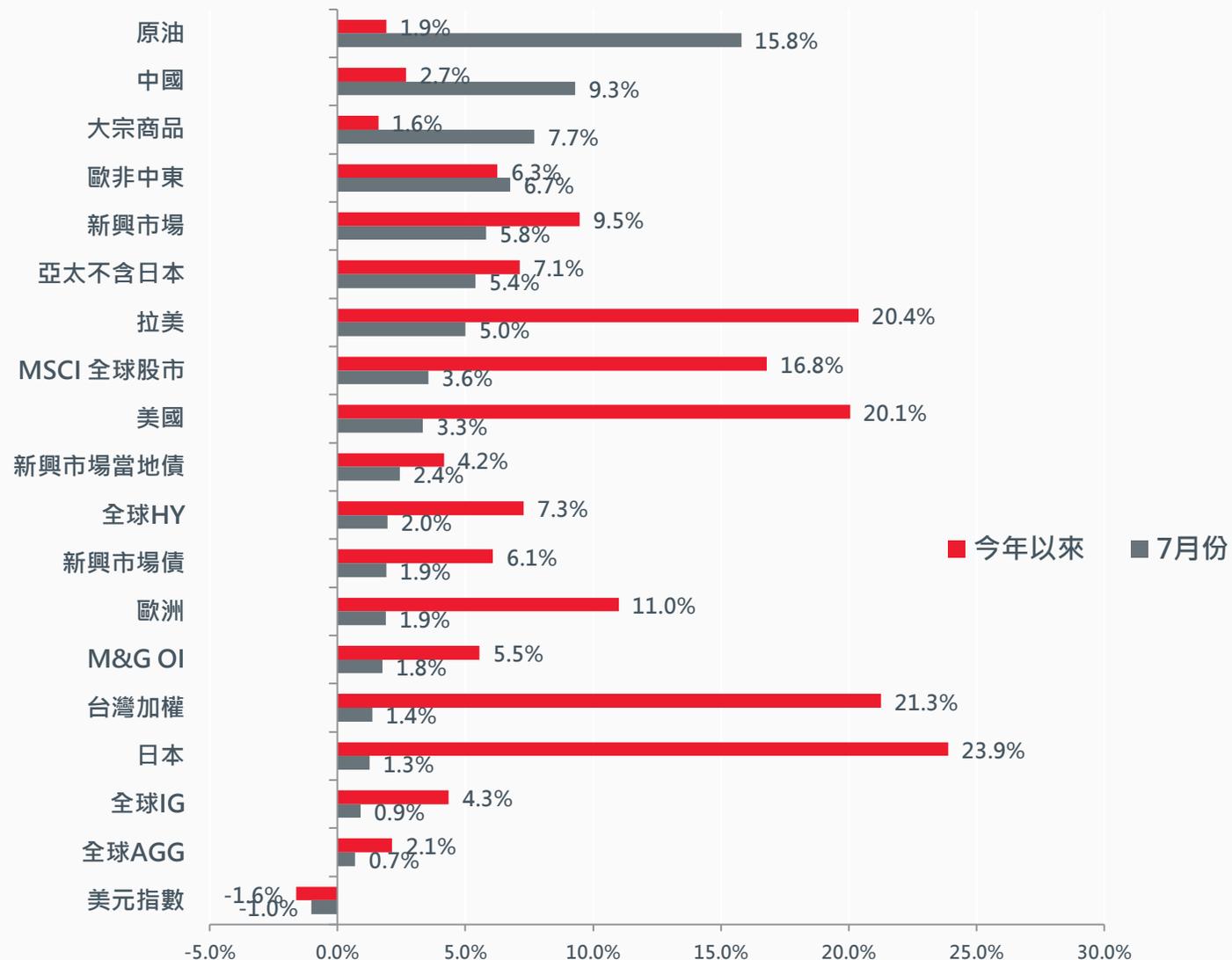
---

1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略



## 全球主要資產表現

- ▶ 7月回顧：歐美央行如期升息1碼，BOJ意外微調YCC 政策，美國經濟增長韌性猶存，全球股票走高、美債殖利率持平，美元走弱。
- ▶ 中國陸續推出多項刺激措施，激勵大宗商品、中國與新興股市漲幅領先。



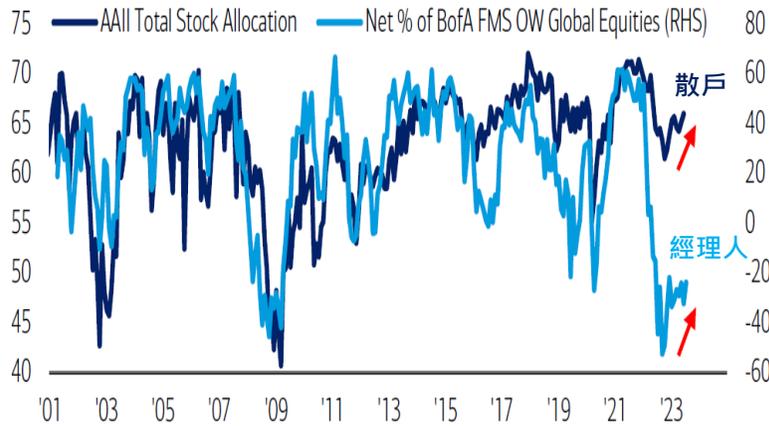
資料來源：Bloomberg, 2023/07/31



- ▶ 7 月份美銀美林全球基金經理調查報告顯示經理人風險偏好略持謹慎。
- ▶ 24%經理人維持對全球股票採UW配置，看空比例已較年初大幅減少。相較之下，美國散戶將66%部位放在股票，為今年以來最高的水準。
- ▶ 經理人的平均現金部位由上月的 5.1%回升至5.3% (最高水準為去年10月的6.2%)。
- ▶ 68%經理人預期經濟軟著陸，顯著高於預期經濟硬著陸的21%。
- ▶ 經理人認為最大尾部風險(tail risk)：高通膨使得央行採取鷹派政策(45%)、銀行信貸問題及全球經濟衰退(18%)、地緣政治惡化(15%)。

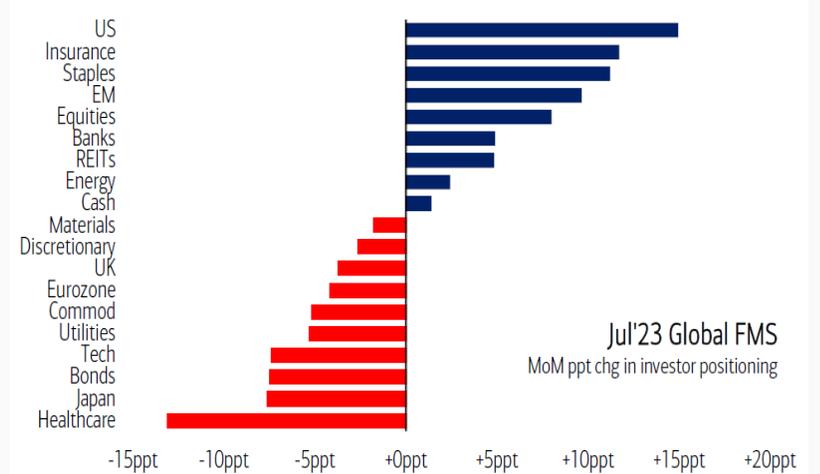
## 全球基金經理人調查

經理人對全球股市維持UW配置，美國散戶則對股票配置進一步拉高



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg; AAI = American Association of Individual Investors

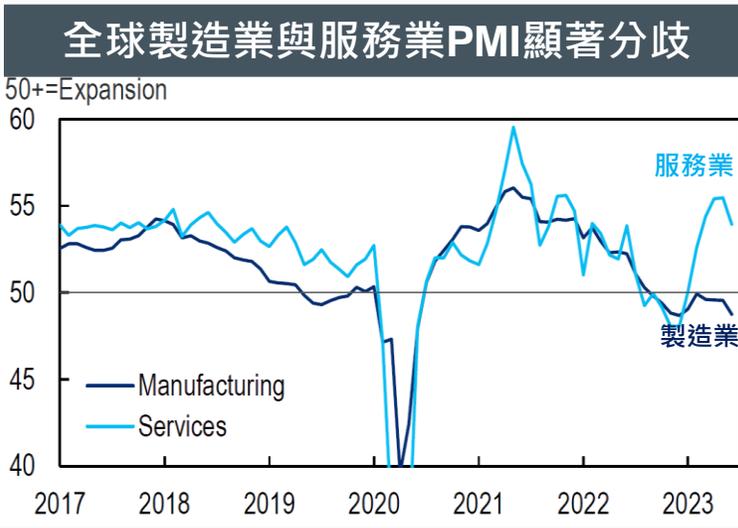
相比6月，7月減碼醫療、日本、債券以及科技，加碼美股、保險、必需消費、新興市場



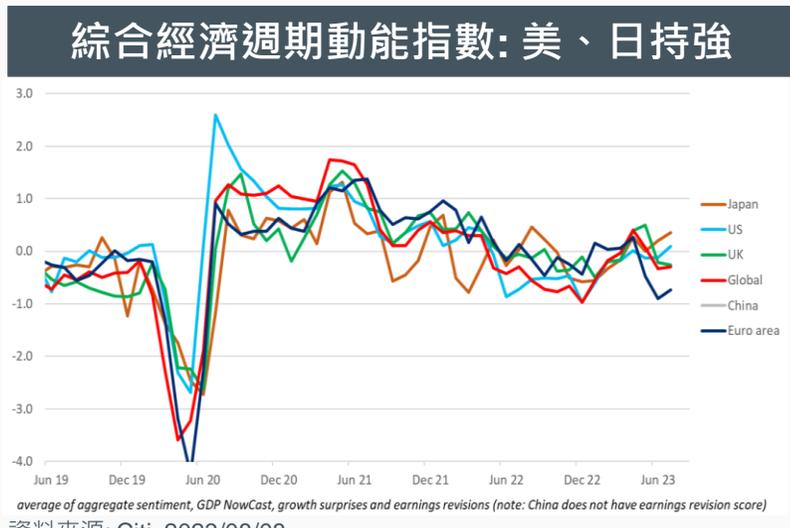


- ▶ 7月全球PMI數據顯示全球經濟增長進一步放緩。製造業維持低迷，服務業轉弱。
- ▶ 區域上，美國與日本增長動能相較於歐洲與中國仍顯強健。
- ▶ 全球商品通膨快速回落，服務通膨緩慢下滑，央行可能會將高利率維持較長一段時間。

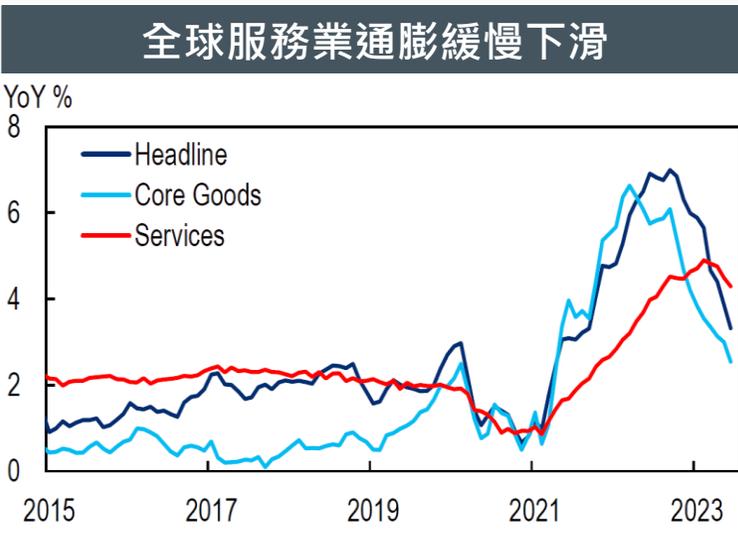
## 全球經濟動能放緩，通膨回落



資料來源: Citi, 2023/07/28



資料來源: Citi, 2023/08/08



資料來源: Citi, 2023/07/28

### 利率期貨顯示英國以外的主要DM央行將不再進一步升息

Futures Market Expectations of Policy Rate Changes (ppt)						
	US	Eurozone	Japan	Canada	Australia	UK
8/31/2023	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9/30/2023	0.04	0.08	0.01	0.08	-0.01	0.21
10/31/2023	0.04	0.14	0.02	0.17	0.03	0.21
11/30/2023	0.10	0.14	0.02	0.17	0.12	0.40
12/31/2023	0.06	0.16	0.05	0.17	0.12	0.45
1/31/2024	-0.02	0.13	0.05	0.19	0.12	0.45
2/29/2024	-0.02	0.13	0.05	0.19	0.08	0.52
3/31/2024	-0.14	0.09	0.05	0.18	0.11	0.50
4/30/2024	-0.14	0.00	0.05	0.17	0.11	0.50
5/31/2024	-0.29	0.00	0.05	0.17	0.06	0.54
6/30/2024	-0.47	-0.11	0.05	0.08	0.04	0.45
<b>Max</b>	<b>0.10</b>	<b>0.16</b>	<b>0.05</b>	<b>0.19</b>	<b>0.12</b>	<b>0.54</b>

資料來源: BofA Global Research, 2023/08/04



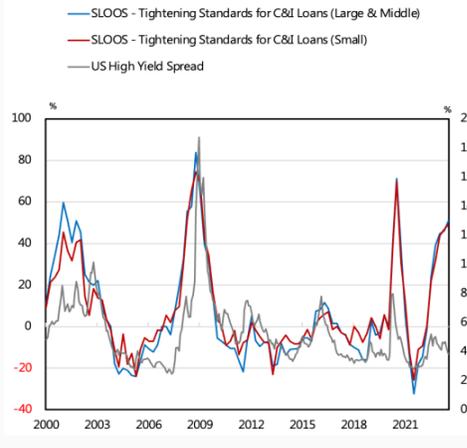
## 貸款標準進一步收緊

- ▶ 7月底公布的FED和ECB的銀行貸款調查均顯示銀行業Q2貸款標準進一步收緊、貸款需求維持疲弱，延續Q1的趨勢。
- ▶ 銀行業者預估今年下半年仍將進一步收緊所有貸款類別的標準，主因經濟前景不利或更加不確定性，抵押品價值和貸款信貸品質料將惡化。
  - ▶ 2大商業房地產抵押貸款REIT基金公司Blackstone和KKR在今年上半年已停止向業主提供新的貸款。
- ▶ 美國企業債將會逐步感受到資金收緊的情況，尤其明年企業再融資需求大幅上升，受到高利率/信貸緊縮影響將更明顯。

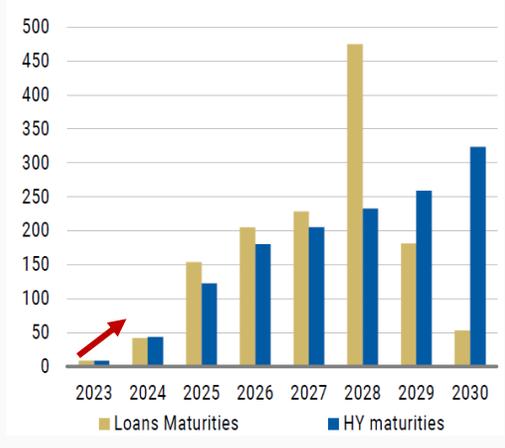
### 美國銀行業對大中型企業工商貸款的放貸標準 vs. 貸款需求



### 工商貸款的放貸標準 vs. 美國HY利差



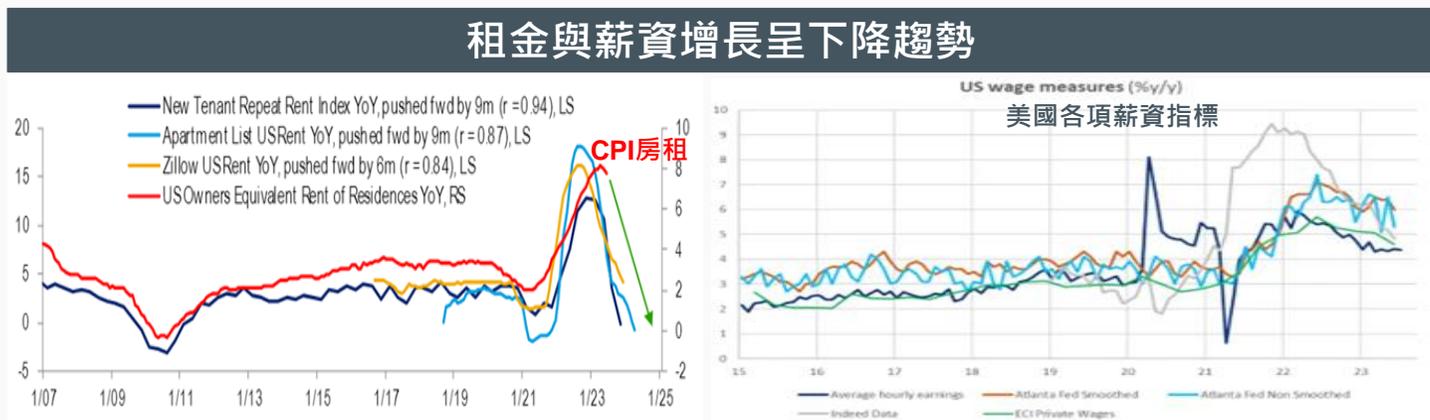
### HY與槓桿貸款的到期金額





- ▶ 繼6月名目CPI快速從4%降至3%以後，預計7月名目CPI因基數下滑和能源價格反彈，YOY小幅上升3.2%；核心CPI將從 4.8%回落至~4.6% (市場預期 4.8%)，二手車價格下跌為主要貢獻。
- ▶ 二手車、房租加速回落，核心CPI可望在Q3快速下行，預計9月回到~3.5%，意味著FED在9月升息機率不高。潛在通膨黏性壓力來自薪資增長與能源(近6周油價+20%)。
- ▶ 目前利率期貨反映7月是聯準會本輪緊縮周期最後一次升息，明年3月開始降息。

## Q3 通膨快速下行



資料來源: BofA Global Research, 2023/08/04

## CME利率期貨反映未來FFR所處區間機率

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.5%	13.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.7%	27.6%	2.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	66.7%	25.9%	2.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	28.6%	51.1%	16.9%	1.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	41.0%	32.3%	8.4%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	15.5%	39.3%	32.9%	10.0%	1.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.1%	27.2%	36.2%	21.6%	5.7%	0.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.4%	22.9%	34.2%	24.9%	9.3%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	5.4%	20.1%	32.3%	26.5%	11.9%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	3.8%	15.6%	28.5%	28.2%	16.4%	5.8%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	2.6%	11.6%	24.1%	28.3%	20.5%	9.4%	2.8%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

資料來源: CME, 2023/06/30



## 美公債供應壓力

- ▶ **Q3供給大增，仍在預期之內**：美國財政部7月底宣布Q3淨借款規模上調1.007兆美元，高於5月預測7330億美元，但仍落在市場預估5000億~1兆美元的區間上緣。
- ▶ **2024年擴大發債規模**：財政部表示未來幾個季度可能會進一步提高發債規模，規模將取決於財政狀況和FED縮表的持續時間。多家券商預估明年發債規模從今年的1兆大增至2兆美元，換算成10年期公債等值，JPM估計規模YOY+30%達3兆美元。
- ▶ **需求不確定性**：由於YTD美國債券基金的資金流入強勁，全球債券基金對美債存續期採加碼配置，後續投資需求的買盤力道或有限。此外，目前美國公債市場來自更多的對價格敏感的買家，大規模標售可能會導致收益率走高。
- ▶ **結論**：假設未來幾個季度的發債規模大幅增加，且FED持續QT，將考驗市場對美債的消化能力。另一方面，若公債殖利率進一步走升，金融情勢跟著緊縮，或許會引發FED提前降息的預期。

美國公債的預計拍賣規模(單位10億美元)，本季拍賣規模高於上一季，也略高於市場預期

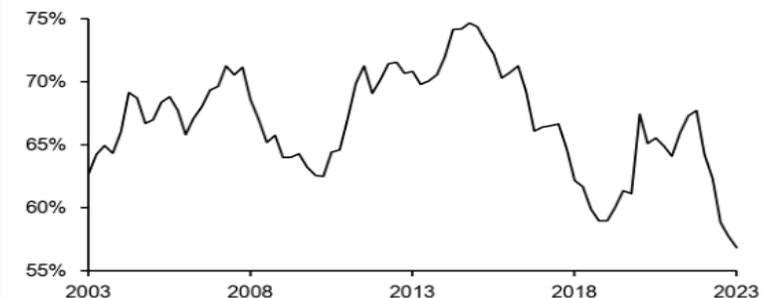
	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
May-23	42	40	43	35	35	15	21	22
Jun-23	42	40	43	35	32	12	18	22
Jul-23	42	40	43	35	32	12	18	24
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26

美國公債的預計拍賣規模vs. MS預估 (單位10億美元)

Month	2y	3y	5y	7y	10y	20y	30y	FRN
Aug-23	+1	-	+1	-	+1	-	-	-
Sep-23	+3	+2	+3	+1	+1	-	-	-
Oct-23	+3	+2	+3	+1	+1	-	-	-

對價格不敏感的公債買家(FED\*、銀行與海外投資人)持有美債佔在外流通餘額的比例已降至57% (Q1 2023)

SOMA, US commercial bank, and foreign combined share of marketable Treasury debt outstanding; %



資料來源: JP Morgan 2023/06/23. \*註：SOMA 帳戶指的是 FED 公開市場操作帳戶，FED 一般透過調整 SOMA 帳戶內的投資組合，可分為永久性操作 (買賣斷交易) 及暫時性操作 (附買回交易或附賣回交易)，以調整銀行體系內的資金水平。



## 惠譽調降美債信評

- ▶ 惠譽下調美國債信評等至 **AA+**，反映了美國財政赤字惡化問題。
- ▶ 市場反應相對平靜，主因已有前例可循(標普2011年降評)，且降評後仍保留在所有主要基準指數中，以及美債的流動性與避險需求具有不可取代特殊性。
  - ▶ 與AAA評級相比，美國的財政指標更接近其他 **AA** 評級主權國家。
  - ▶ 主權國家AAA評級的國家中，包括德國、丹麥、荷蘭、瑞典、挪威、瑞士、和澳洲等，AAA級主權債發行量都遠低於美國。
- ▶ 後續關注的是，不是對美國政府是否有能力償還債務的擔憂，來自利率快速上升引發的債券投資組合按市值計價的虧損而衍生出流動性危機。

### 全球主要成熟國家的主權信用評等衡量

Comparison of credit metrics of various DM sovereigns;

Country	2023 deficit as % of GDP	General Govt net debt as % of GDP*	Rev. as % of GDP	Exp. As % of Rev.	Debt Affordability Ratio	5y Govt/OIS spread	S&P		Moody's		Fitch	
							Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
Norway	25.3	-68.4	65.7	0.62	-2.63		AAA	Stable	Aaa	Stable	AAAu	Stable
Sweden	0.0	7.1	46.9	1.00	0.82	-51	AAAu	Stable	Aaa	Stable	AAAu	Stable
Netherlands	-1.9	39.5	43.1	1.04	0.53	-31	AAAu	Stable	Aaa	Stable	AAAu	Stable
Germany	-3.7	46.7	47.0	1.08	1.17	-52	AAAu	Stable	Aaa	Stable	AAAu	Stable
Denmark	1.4	5.0	50.8	0.97	-0.79	0	AAAu	Stable	Aaa	Stable	AAA	Stable
Australia	-3.1	35.9	36.0	1.08	2.80	-14	AAAu	Stable	Aaa	Stable	AAAu	Stable
<b>United States</b>	<b>-6.3</b>	<b>95.5</b>	<b>31.9</b>	<b>1.20</b>	<b>6.57</b>	<b>23</b>	<b>AA+u</b>	<b>Stable</b>	<b>Aaa</b>	<b>Stable</b>	<b>AA+u</b>	<b>Stable</b>
Finland	-2.5	34.5	52.1	1.05	-0.16	-27	AA+	Stable	Aa1	Stable	AA+	Stable
Austria	-2.7	56.4	49.7	1.05	1.31	-16	AA+	Stable	Aa1	Stable	AA+u	Neg
France	-5.3	99.4	52.7	1.10	3.49	-13	AAu	Neg	Aa2u	Stable	AA-u	Stable
Belgium	-5.2	93.2	50.8	1.10	2.53	-22	AAu	Stable	Aa3	Stable	AA-u	Neg
Britain	-5.8	95.1	39.2	1.15	8.99	-44	AAu	Stable	Aa3u	Neg	AA-u	Neg
Israel	-1.2	55.2	35.2	1.04	6.66		AA-	Stable	A1	Stable	A+	Stable
Japan	-6.4	161.0	35.7	1.18	0.97	-16	A+u	Stable	A1	Stable	Au	Stable

## 穆迪下調美國中小銀行信評

- ▶ 穆迪下調10家美國中小銀行信評，將6家較大型的銀行評級列入潛在降評的觀察名單，並將11家主流銀行的前景展望從穩定改為負面。
- ▶ 此次降評基於穆迪認為美國明年將陷入衰退，中小銀行業將面臨的更大獲利壓力，包括：融資成本上升以及商業房地產貸款風險上升。
- ▶ 市場反應不算大，因3月銀行危機後，投資人對區域銀行的獲利前景已抱持謹慎看法：8/8降評當天，SPX跌0.4%，SPX銀行股跌1%，區域銀行股-1.21%。
- ▶ 結論：部分中小型銀行被下調評級，很大程度反映獲利能力擔憂，而非銀行系統已面臨重大風險。穆迪強調美國銀行業仍然強勁，也是全球評級最高的銀行體系之一。



資料來源: Bloomberg, 2023/08/08



## 美債後市多空分歧

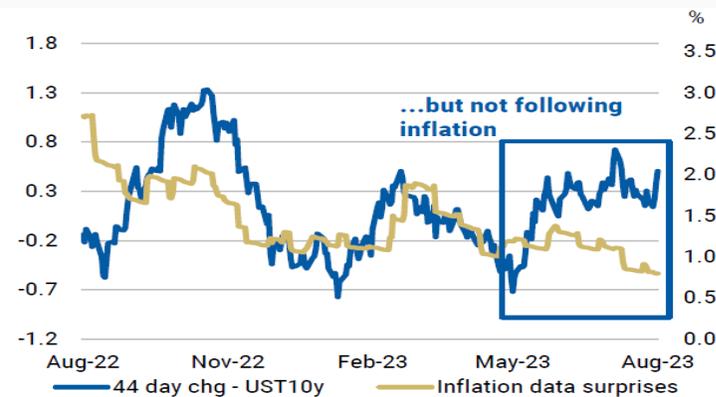
- ▶ 美國10年期公債殖利率突破4%，反映經濟成長多於通膨降溫，殖利率已近高點？
- ▶ 利多：通膨降溫趨勢確立、殖利率更具投資吸引力、美債標售需求高於預期
- ▶ 利空：8月是全年流動性第二低的月份、公債標售需求乏力、黏性通膨
- ▶ 美國經濟韌性或將墊高殖利率水準，預料10年期美債短期交易區間3.8%~4.3%。

### 10年債殖利率變化 VS. 經濟驚奇指數



資料來源: Morgan Stanley, 2023/08/04

### 10年債殖利率變化 VS. 通膨驚奇指數



### 避險基金與資產管理公司(asset managers)對美國長債看法呈現強烈差異



資料來源: Morgan Stanley, 2023/08/04



## 美股獲利展望佳

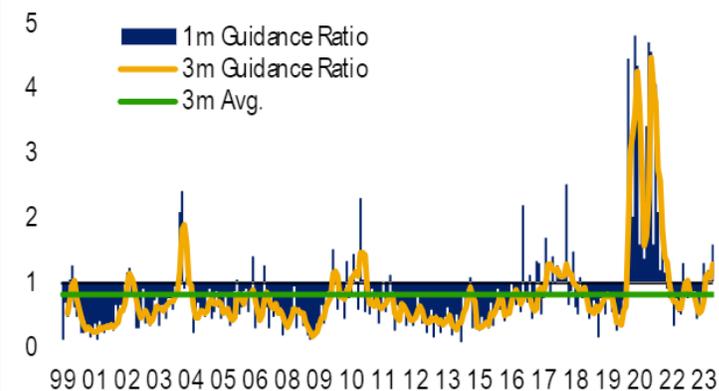
- 統計截至8/4，約有86%的S&P 500企業財報已公布，財報結果佳。
  - 優於預期的比例均高於歷史平均：獲利: 70%、營收: 50%、營收&獲利: 48%
  - 市場普遍預期S&P 500 Q2 EPS YOY-9%，目前上修至-5.4%。
- 獲利展望方面，市場預期美股獲利在Q3與Q4分別成長0.7%與8.3%。

### 非必須消費、科技與醫療Q2財報結果優

Sector	Total companies	Number Reported	% with EPS beat	% with Sales beat	% EPS & Sales beat
Cons. Disc.	53	42	86%	64%	55%
Cons.					
Staples	37	26	85%	54%	50%
Energy	23	21	33%	29%	10%
Financials	72	69	58%	61%	41%
Health Care	65	51	84%	82%	75%
Industrials	75	66	74%	68%	61%
Technology	65	49	86%	69%	65%
Materials	29	25	64%	20%	16%
Real Estate	31	31	65%	68%	42%
Comm. Svcs.	20	15	73%	40%	40%
Utilities	30	28	43%	46%	21%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>500</b>	<b>423</b>	<b>70%</b>	<b>60%</b>	<b>48%</b>

### 近3個月S&P 500企業給予EPS正向展望的比例為2021年以來最高

S&P 500 EPS guidance ratio (# of above- vs. below-cons. guides) -99-8/4/23

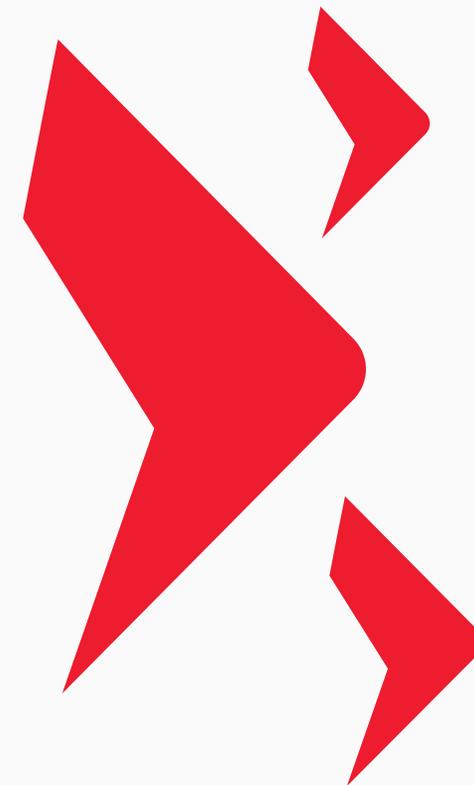




## 報告大綱

---

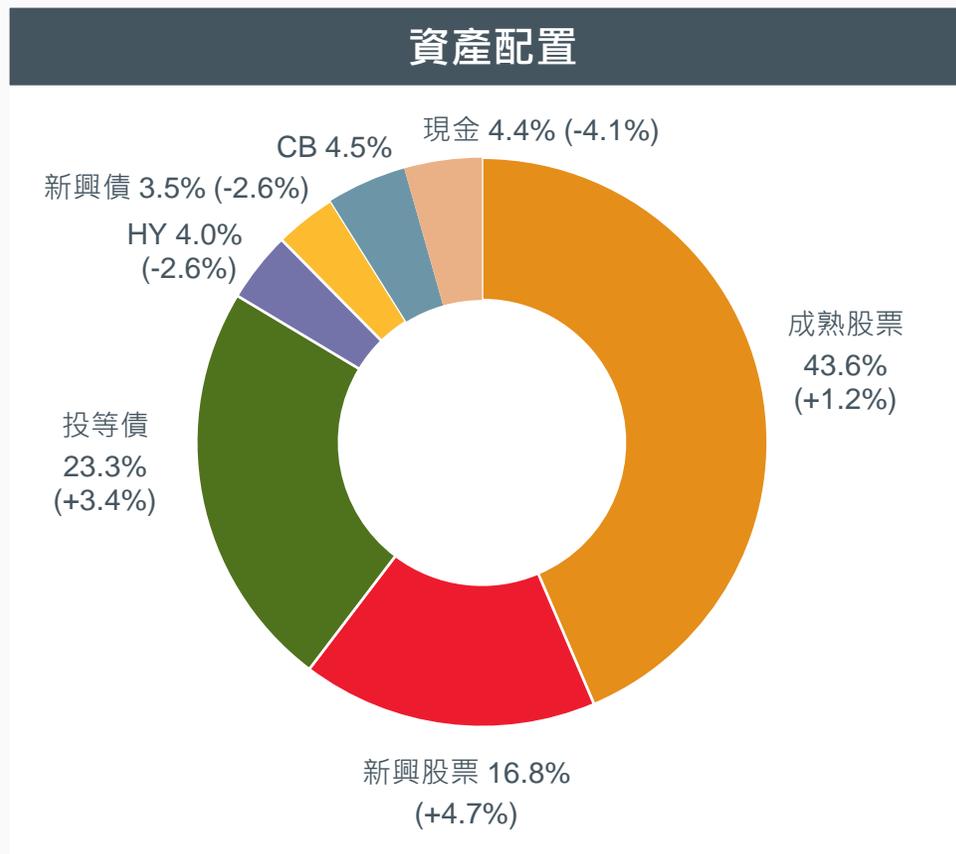
1. 市場回顧與展望
2. 基金投資組合與策略





## 投資組合

- ▶ 基金規模 22.8億
- ▶ 主要配置調整：加碼美股、台股、新興市場股票與全球公債；減碼信用債



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	14



## 投資結論與策略

- ▶ 全球經濟情勢變化不大，通膨放緩，製造業低迷，服務業也漸趨緩，整體景氣動能略降，然衰退跡象並不明顯。
- ▶ 當前處於聯準會貨幣政策空窗期，美國核心通膨快速下滑，經濟增長仍有韌性，導致市場對升息終點預測仍存有分歧。此外，市場流動性下降(美國財政部擴大發債)對金融市場的衝擊仍有待觀察，預計股債市場持續震盪。
- ▶ **債券**：隨著通膨降溫趨勢幾乎確立和FED升息接近尾聲，市場關注焦點轉向美國公債的標售結果。多空因素交錯下，預料10年期美債殖利率高檔區間震盪，殖利率較大的下行空間或需等待經濟放緩跡象更為明顯。展望信用債市，公債波動加大以及信貸緊縮環境或將使IG、HY與新興美元債利差維持較高水平。
- ▶ **股票**：目前為止，美股基本面維持穩健，財報結果與展望均優於預期，但在市場流動性轉弱以及美債殖利率處於4%之際，預料美股漲多將陷入盤整震盪，而中國股市的進一步上漲空間則需要觀察刺激政策實施進展與有效性。
- ▶ **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**：短線上，預計全球股市與債市均將呈現大幅震盪，通膨回落和經濟增長韌性或為市場提供下檔支撐。整體投組維持偏risk-on配置，後續視經濟、市場情勢調整投組。
- ▶ **近期觀察重點**：就業與通膨數據、國庫券標售狀況、歐美銀行體系壓力以及中國刺激政策。

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。