

2023年07月28日

主題趨勢報

投資等級債

低通膨環境下的債市應對策略



報告摘要

- 隨著時間的推移、通膨放緩，利率將下滑
- 經驗顯示最後一次升息後，債市利率皆有明顯收斂
- 殖利率具吸引力，長期持續看好投等債表現

2023年07月28日

主題趨勢報

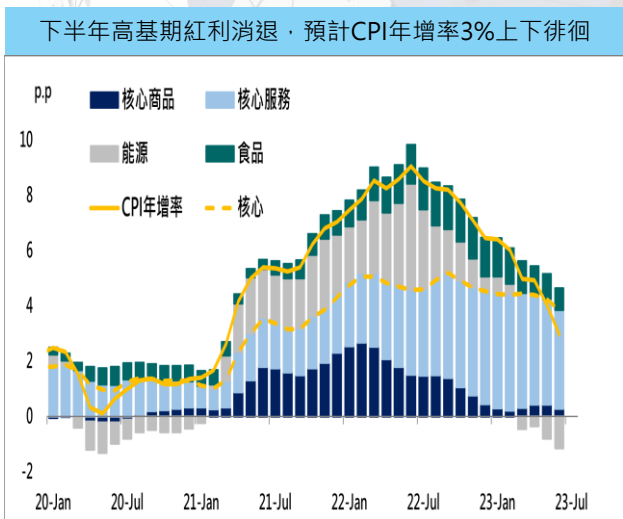
6月CPI 低於預期，下半年超級核心通膨降溫仍有挑戰

美國6月CPI年增率降至3.0%，核心CPI降至4.8%，均優於預期，CPI的溫和走勢對未來通膨持續降溫相當有利。

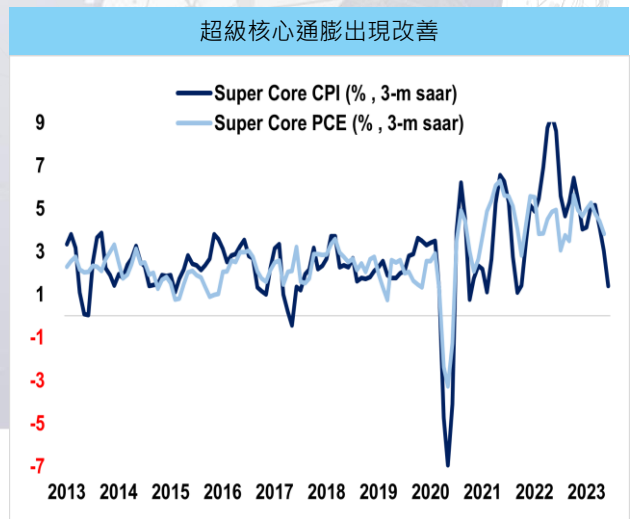
在核心類別中，核心商品價格mom下降0.05%，二手車價格下跌0.45%，同時按照行業數據二手車拍賣價格表明，未來幾個月應該會繼續下跌；核心服務價格mom僅上漲0.37%為2022年1月以來的最低水平，租戶租金(0.46%)和屋主等值租金(0.45%)持續走低。此外，除商品通膨大幅放緩，服務通膨也開始看到放緩跡象，Powell首選的核心服務排除住房指標(超級核心通膨)mom基本持平，是2021年9月以來的最低讀數，由3個月期的年化數據來看，也是首次跌破2.0%。

整體來看，儘管低於預期的6月CPI報告相當正面，也促使許多主流投行預期7月將會是最後一次升息，但如果經濟成長強於預期並且通膨比預期更具黏性，仍存在升息週期延長的風險。

如同Powell在7月FOMC會議上所提，6月CPI數據令人鼓舞，但這只是單一個月數據，仍需要看到通膨連續數月降溫的趨勢。尤其在高基期以及商品降溫的利多消退後，服務通膨的黏著性更高，下半年回到聯準會通膨目標的路途不會是一帆風順。原因是服務通膨與薪資掛勾，而現階段就業供需依舊失衡、薪資成長具僵固性，代表聯準會可能需要看到就業市場出現更多的放緩跡象，才能確立達到終點利率。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

2023年07月28日

主題趨勢報

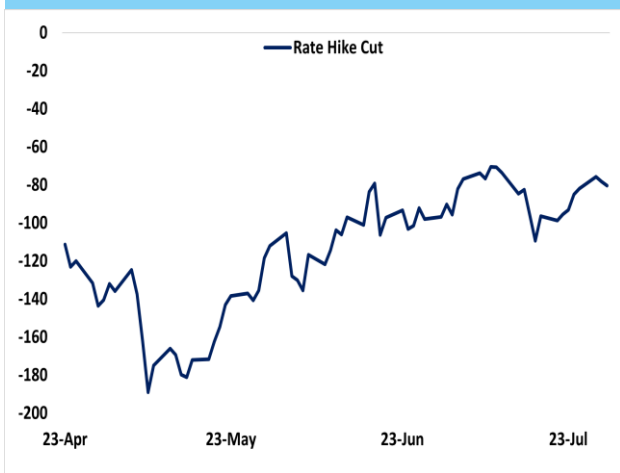
遠期通膨增溫，2024年下半年降息預期存在上修空間

近期美國公債殖利率快速的反彈，一部分是因為在6月優於預期的CPI數據後，7月是最後一次升息的可能性大增，市場參與者不想錯過在確立最後一次升息後的漲幅，另一方面市場正在消化2024年上半年大幅寬鬆政策預期，而這也使得10年期公債短期估值再次顯得昂貴，按公允價值模型來看當前溢價24.25bps，驅動溢價主因為遠期通膨預期升溫。

美國10年期公債殖利率已從近期高點4.06%下降至3.85%，回落至6月時水平，雖然2023年下半年的市場利率預期逐漸回歸到2月以來保持的聯準會年內不降息觀點，但降息預期往往只會被市場所延後，OIS利率市場已經預期在2024年上半年之前，FOMC將實施大約80bps的降息政策。

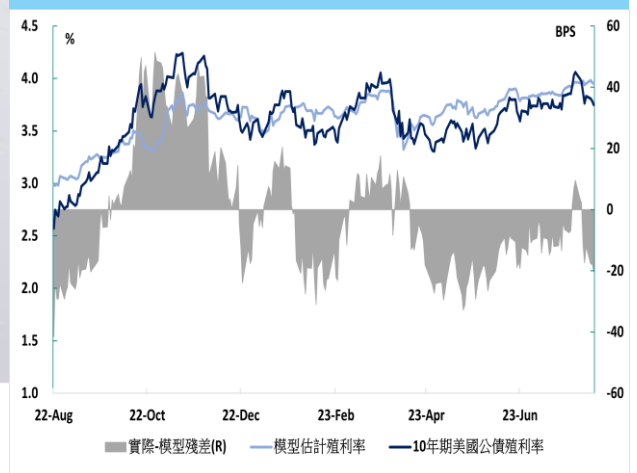
預計核心通膨在年底時將放緩至3.6%，也就是說年內回落到聯準會目標區間3%以內顯然是相當有難度，同時經濟軟著落才是基本情境。若按照上述情況去做推論，並參考歷史經驗，總結出在失業率接近中性水平時，聯準會至多在每一季度各降息1碼，也就是在2024年上半年只會降息50bps，而這顯然與市場預期的80bps有所落差。因此若往後出現經濟比預期所想的更強勁或是超級核心通膨比想像中更頑固的證據，預計市場對明年初降息的信念將受到挑戰。

2024年上半年降息預期來到80bps



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

低於預期的CPI推動美國10年期公債估值轉為溢價



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

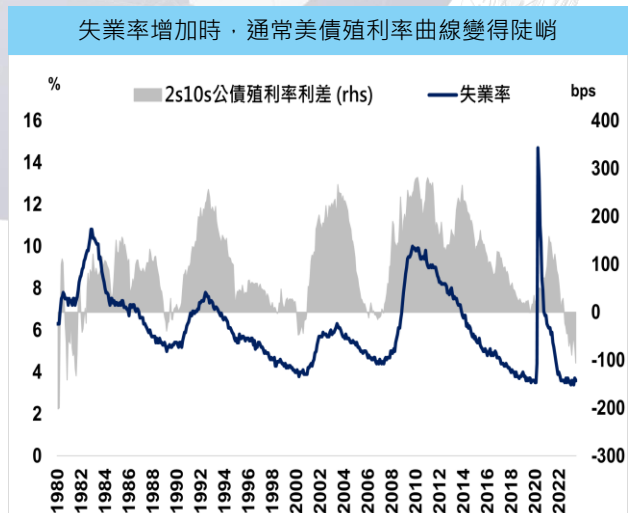
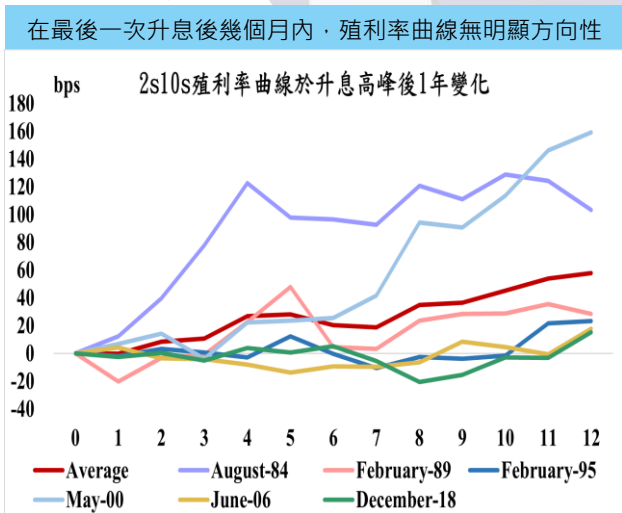
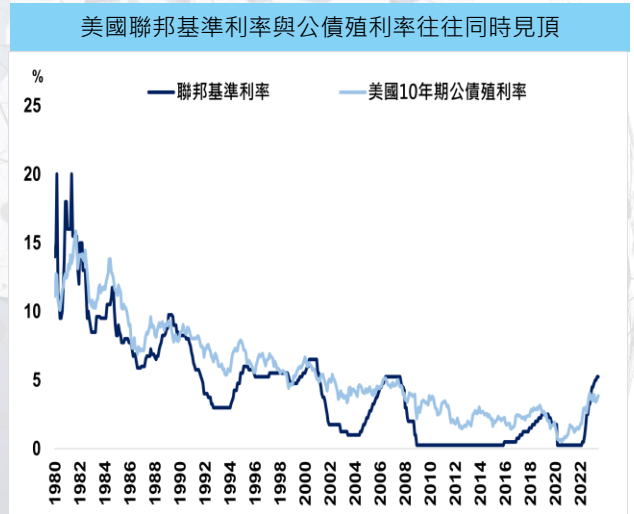
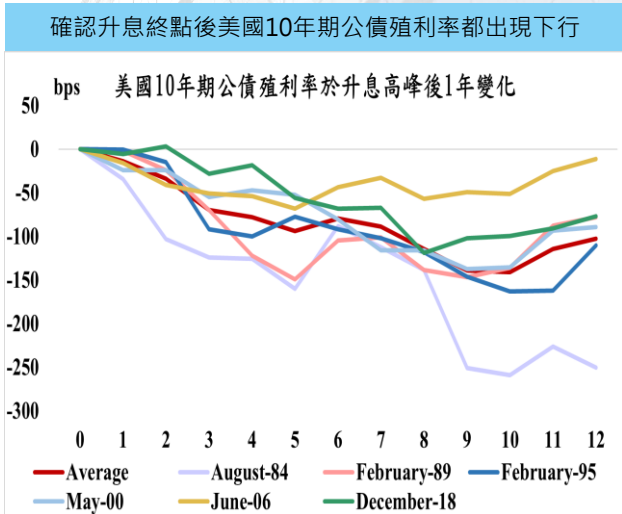
2023年07月28日

主題趨勢報

歷史最後一次升息後殖利率表現

10年期公債殖利率往往與政策利率一同見頂。參考自1980年代以來在聯準會最後一次升息之後的經驗，無論經濟是出現了硬著陸或是軟著陸，10年期公債都出現了一定程度的反彈(平均而言3個月內下滑70bps)。1984年升息結束時，失業率出現一段時期的上升，同時利率下降的幅度也最大；1995年傳統上被視為軟著陸的案例，升息結束後10年期公債同樣出現顯著反彈。

在最後一次升息後殖利率曲線的變化則取決於之後的經濟情勢。在1984年、2000年曲線變得最為陡峭，而這兩次週期皆為硬著陸。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2023年07月28日

主題趨勢報

7月如預期升息1碼，持續看好美國公債

7月FOMC一如預期升息1碼將區間上調至5.25-5.5%。此次聲明和記者會Powell並未就9月份會議的政策路徑給出明確指引繼續升息或按兵不動都有可能，未來的貨幣政策決策將是逐次會議(meeting by meeting)，僅特別強調到9月份的會議之前還有兩份CPI 報告和兩份就業報告。

預計7月將會是本輪升息循環最後一次升息，預計接下來的CPI數據將持續放緩，因此FOMC將得以在9月停止升息以放緩步伐，直至11月時通膨將放緩至沒必要進行最終升息，此外繼續預期到年底之前Fed都不會降息。

總結來說，維持美國公債正向評等且預計10年期公債殖利率年底目標價3.5%。相信隨著時間的推移、通膨放緩，利率將呈現下降的趨勢，但下滑的路途可能會崎嶇不平，如同前面所提市場需要美國經濟持續放緩的證據才能確保9月、11月不會重啟升息，而目前這一證據似乎還不太足夠，因此短期內利率仍有重返3.9-4.0%區間的機會。

給予10年期公債殖利率年底目標價3.5%



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2023年07月28日

主題趨勢報

投資等級債操作建議

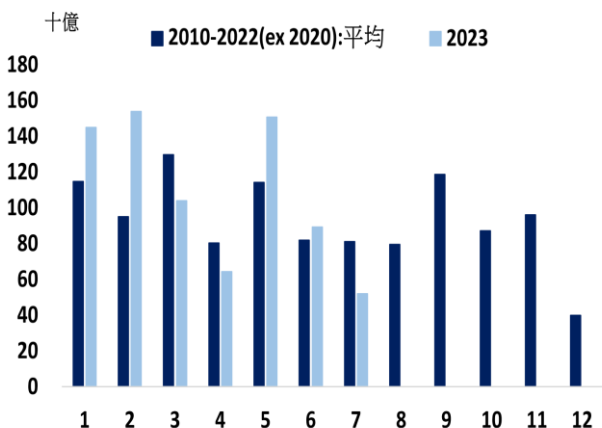
彭博公司債指數利差已縮窄至118bps，反應強勁的技術面(發行季節性放緩、資金流入)、穩固的基本面(財務體質穩健)以及經濟衰退風險放緩等因素。

在利差方面，近期強韌的經濟數據與2月時的重新加速形成對照，當時強勁的數據結果造成IG利差走擴，因為當時市場以聯準會更鷹派的態度去做定價，而6月以來IG利差反而趨向穩定，而這反應的正是對軟著陸的樂觀態度。

總體而言，在通膨不再是緊迫性問題的環境下，此次FOMC基本也確認7月很可能是本輪升息循環最後一次升息，很難說IG利差會大幅走擴，但某方面來說也已經走到下限區間(鄰近2月時的低點)，估值上也不算特別有吸引力。此外，8月通常是IG利差季節性表現較弱的月份，因為投資者普遍預計9月是傳統的大量發行債券月份，鑑於過去兩個月利差已經有所緊縮及從估值的角度來看，8月利差走擴可能性較高。

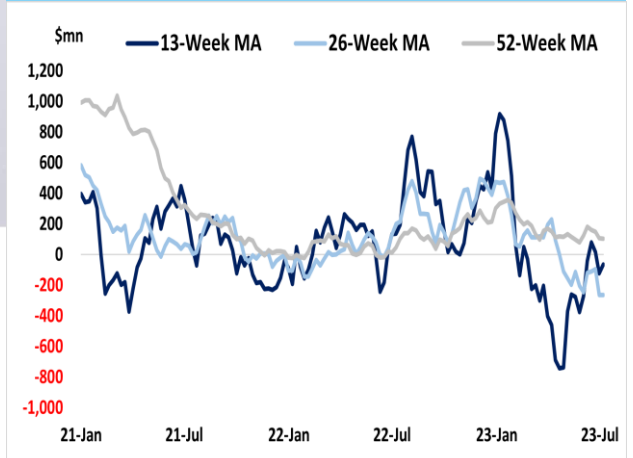
然而近幾個月可觀察到，無論利差的估值如何，這並不是當前投資者最關心的，以歷史走勢來看絕對性的高水平殖利率持續地吸引資金流入，而且IG殖利率確實距離高峰並不遠。尤其在面對到2024年美國經濟輕微衰退的潛在情境時，即使以IG中評級最低的BBB級來看，擴大的利差也足以被下降的利率所抵銷，加上通膨放緩趨勢確立下，利率長線走低環境將有利債券布局，故建議投資人就中長線角度，適度持有投資等級債部位，並掌握債券息收累積及潛在資本利得空間的機會。

季節性上9月是投等債發行高峰



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

近期投等債ETFs資金持續流入



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理