



凱基證券

電力公司債現機會

Electrifying Bond Opportunities

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年10月7日

01 本週焦點圖表

ISM製造業低於榮枯線，
股債平衡降風險



02 市場回顧

數據與事件紛擾，
金融市場震盪難消



03 熱門議題

政策放水撐信心，
聚焦中國股市



04 投資焦點

美國用電續增長，
防禦首選電力債

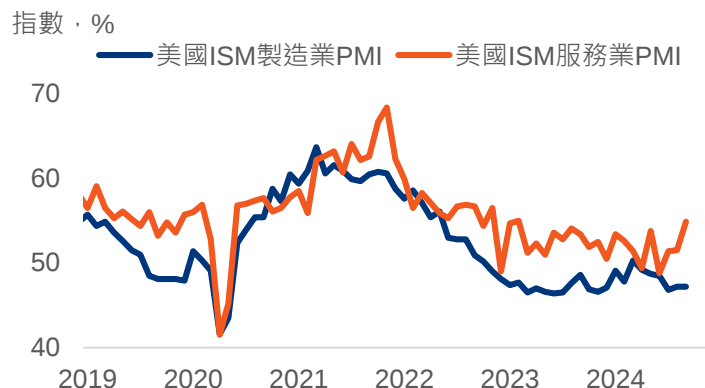


本週焦點圖表

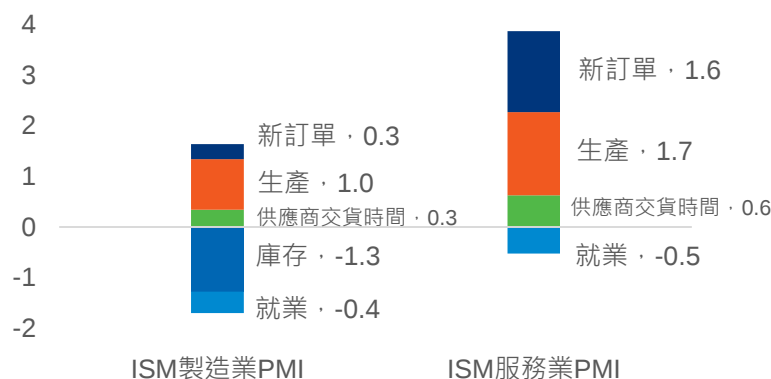
ISM製造業動能仍緩，平衡配置降風險

- ▶ 美國9月ISM製造業PMI為47.2，略低於市場預期的47.5，顯示美國整體製造業景氣仍顯疲弱，其中新訂單指數由8月的44.6回升至46.1，但新出口訂單近月表現一路滑落，僅雇用指數回升，顯示製造業需求端仍持續放緩、但放緩的程度減速；9月ISM服務業PMI公布為54.9，高於市場預期51.7，但物價上升、雇用卻下滑。綜上顯示服務業表現相對製造業仍屬溫穩，緩解經濟衰退的擔憂。
- ▶ 聯準會降息與中國人行放水，投資人對景氣陷入衰退擔憂稍退。展望後市，有鑑於當前美國景氣放緩趨勢成形，接下來美國總統大選仍存在不確定性，金融市場波動有回升可能，預期未來盤勢呈高位震盪整理格局。檢視過往製造業PMI轉弱時期，優質債券如美國公債相對股票有較佳表現，未來除增加防禦型產業配置穩定投資組合，另可透過股債平衡布局降低風險。

9月美國製造業活動仍緩，然服務業稍有回升

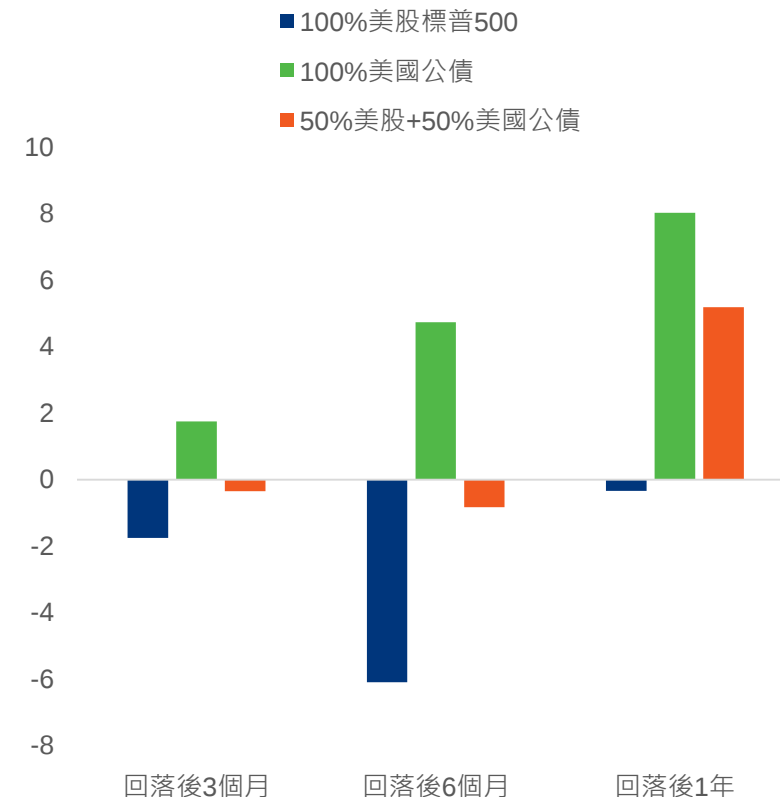


9月與前月變化與各分項貢獻度



製造業PMI下滑，透過股債平衡配置減緩修正風險

美國製造業PMI見高回落後，股債配置總報酬中位數，%



資料來源：Bloomberg，2024年10月3日，右圖統計2001/1/1至2023/12/31期間，美國ISM製造業PMI高位回落階段

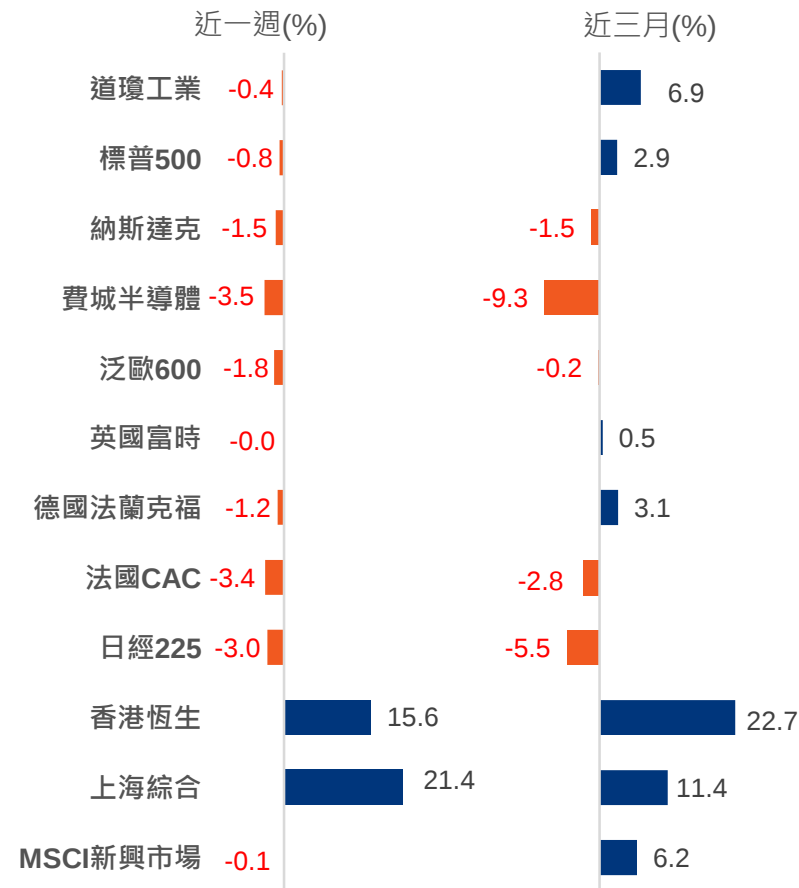


市場回顧

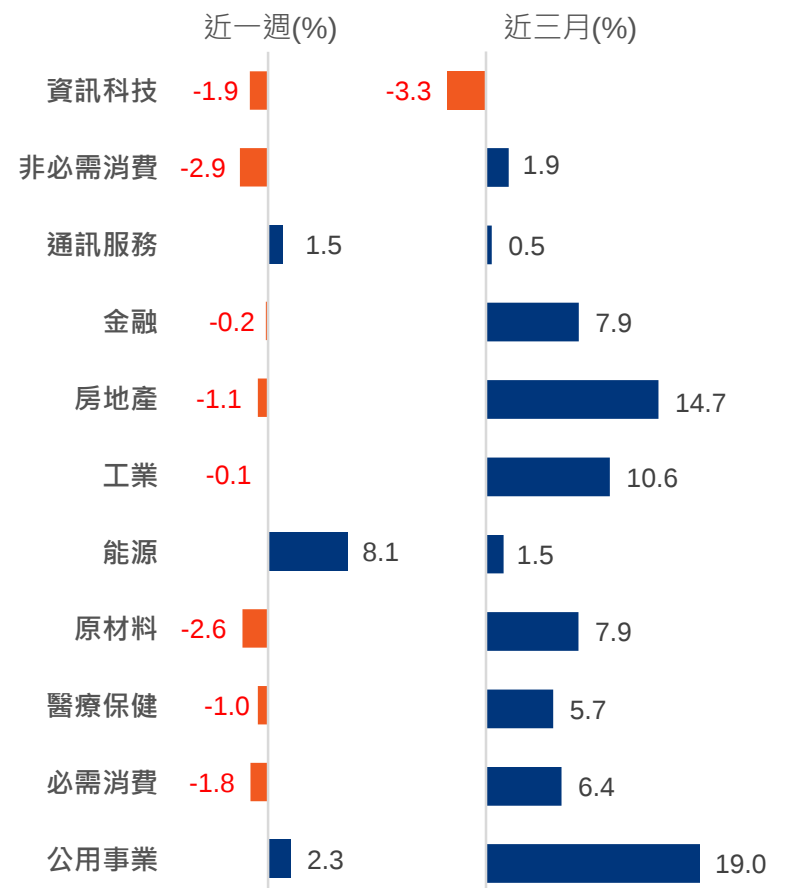
歐美製造業數據不振與中國刺激政策，股市兩樣情

- ▶ 美國公布製造業數據仍顯疲軟，服務業活動仍旺盛，但物價上升、雇用卻下滑，加劇市場對於好消息就是壞消息擔憂，美股波動再起，四大指數修正。歐洲9月製造業與服務業PMI皆較前月走低，疊加中東地緣衝突升溫，歐股普跌。中國因人行推出降息與房市寬鬆政策刺激經濟與釋放流動性，陸股與港股近週漲勢強勁。
- ▶ 伊朗針對以色列進行近200枚彈道飛彈空襲，市場預期以色列可能襲擊伊朗能源設施作為反擊，地緣衝突加劇，能源類股走揚，市場避險情緒推升防禦類股表現，如公用事業與通訊服務類股相對穩健。微軟陷入反壟斷指控，瀏覽器被控訴不公平競爭，另蘋果傳出iPhone 16新機首週銷量年減12%，疊加特斯拉第3季交車量為46.2萬輛，雖比去年同期成長6.4%但低於市場預期46.9萬輛，拖累美國科技與非必需消費類股走跌。

各地區指數表現(%)



美股各行業指數表現(%)

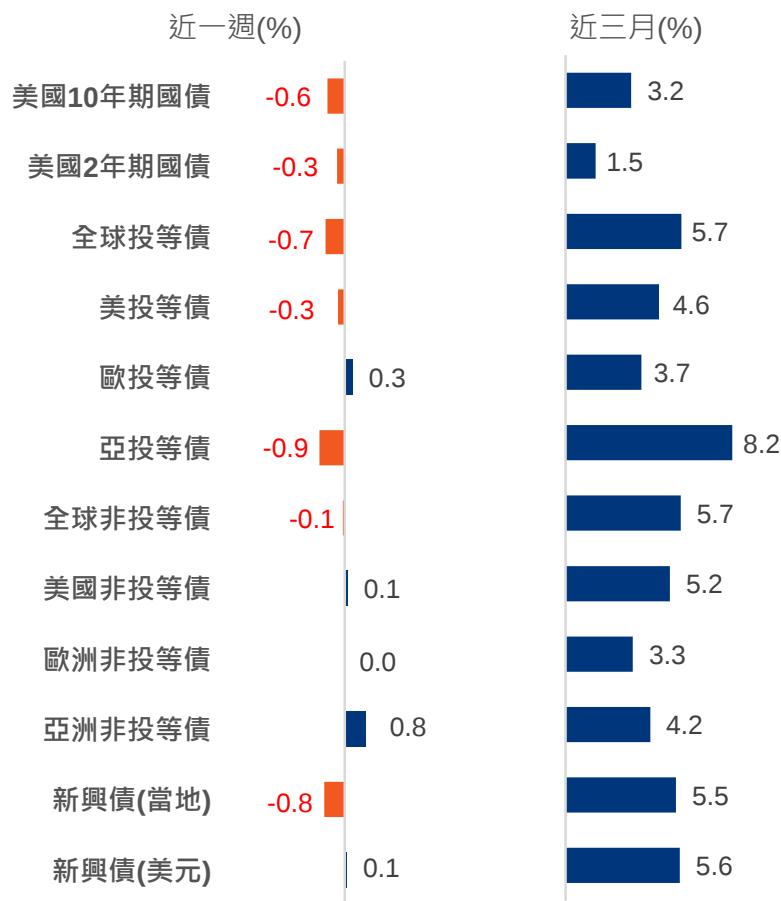


資料來源：Bloomberg，2024年10月3日

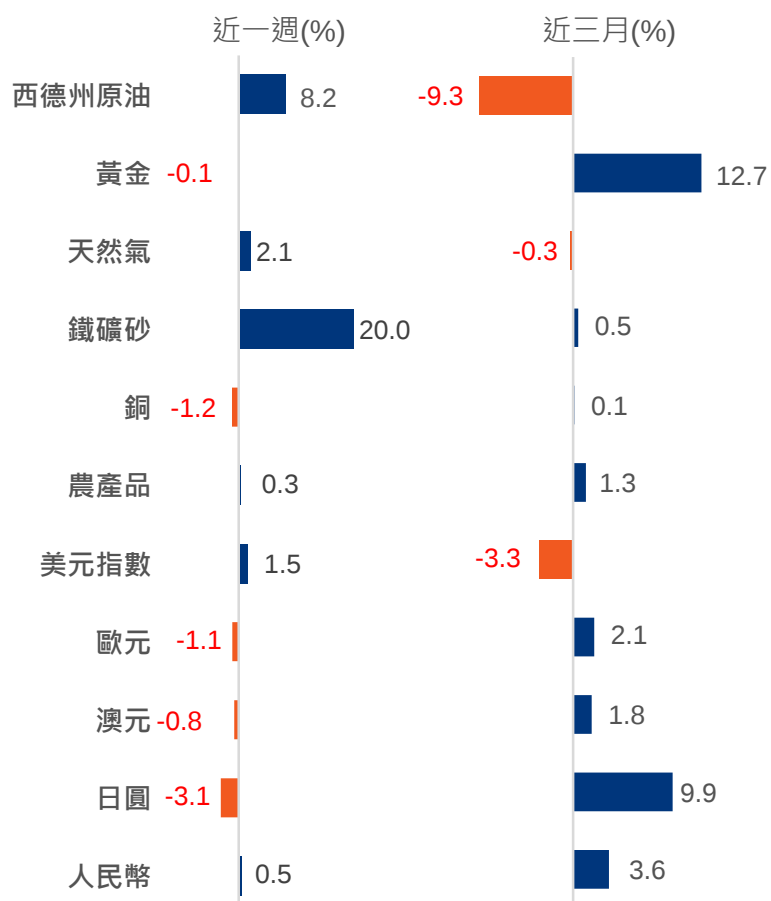
美國服務業佳，推升債券殖利率創近月高，中東地緣風險激勵油價

- ▶ 受新訂單強勁成長帶動，美國9月ISM非製造業PMI上升至54.9，優於預估值51.7，創2023年2月以來新高。儘管本週首次申請失業救濟金人數較前週增加6,000人次，仍不減市場對經濟軟著陸的期待，市場對聯準會11月降息2碼預期降溫，預期降息1碼機率為67.5%，12月再降1碼機率為45.1%，美國10年期公債殖利率上彈至3.85%，創8月30日以來新高；2年期公債殖利率上漲至3.71%，處於9月5日來最高點，債市普遍下跌，僅亞洲非投等債漲幅較顯。
- ▶ 伊朗以飛彈空襲以色列後，中東局勢緊張讓油價大漲。美國總統拜登對記者表示，正在「討論」以色列襲擊伊朗煉油設施的可能性，位於哈爾克島的伊朗最主要原油出口港可能成為以色列國防軍的攻擊重點，西德州原油本週上漲8.2%。中國推出寬鬆貨幣政策與大力刺激房市，激勵鐵礦砂價格大漲，近週反彈幅度高達20%。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2024年10月3日

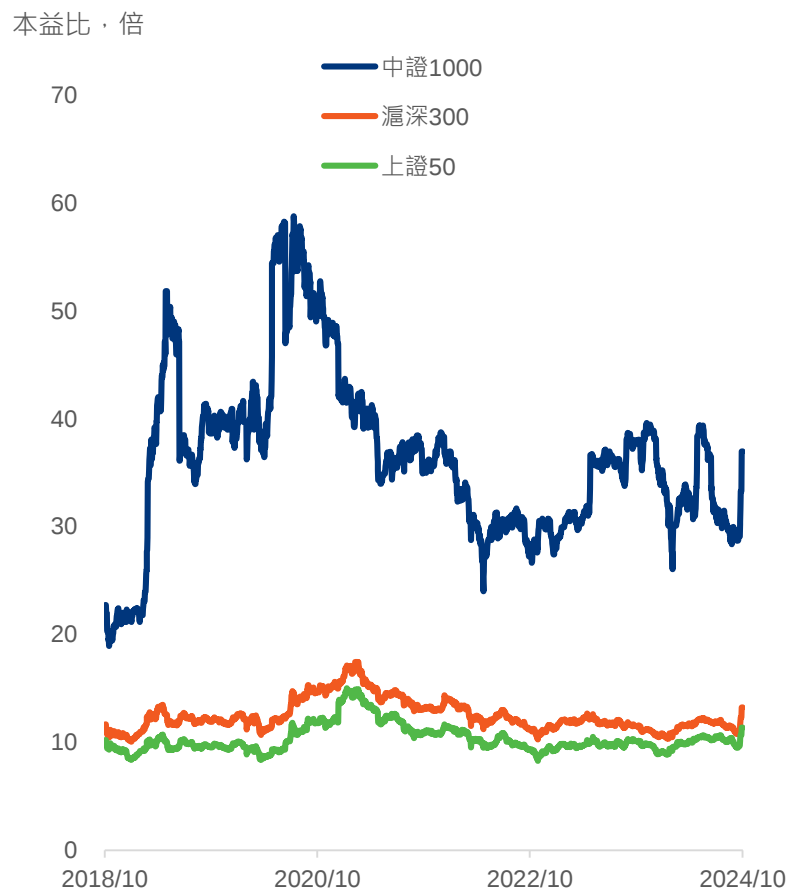


政策放水撐信心，聚焦中國股市

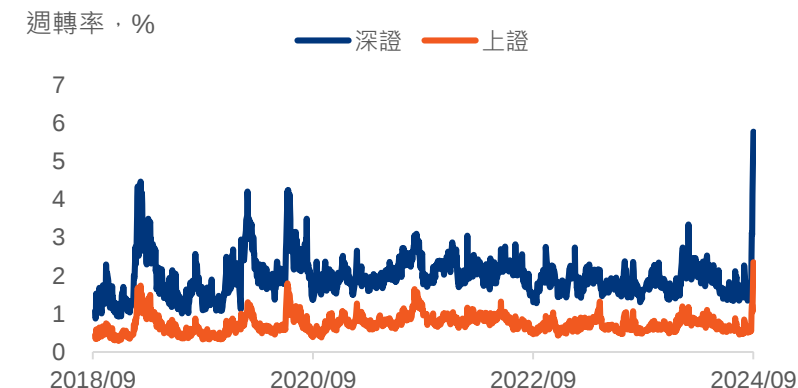
- ▶ 中國政府於9月24日推出多項政策利多，包含降息降準，並首創「結構性貨幣政策工具」，首期供證券、基金和保險公司互換便利規模達5,000億元人民幣，且從互換便利獲得的資金只能投資於股市，而先前A股在成交量、換手率及估值均處於歷史低點，在政策利多推出後，帶動股市大幅上漲，包含成交金額、換手率等皆創近期高點。
- ▶ 創設證券、基金及保險公司互換便利及創設回購專項再貸款為本波A股上漲最大動能。由於先前存款利率持續走低及房價下行，且股市維持低迷，流動性多卡在國債市場，透過該互換便利，符合資格之機構可透過自身擁有的債券、股票ETF、滬深300成分股作為抵押，從人行手中換入國債、央行票據等高流動性資產，並進一步抵押予商業銀行，後續將取得之流動性投入股市，進一步推升股市成長動能；惟欲介入中國股市者，應以短期戰術或衛星配置操作為宜。

資料來源：萬得資訊 Wind，2024年10月4日

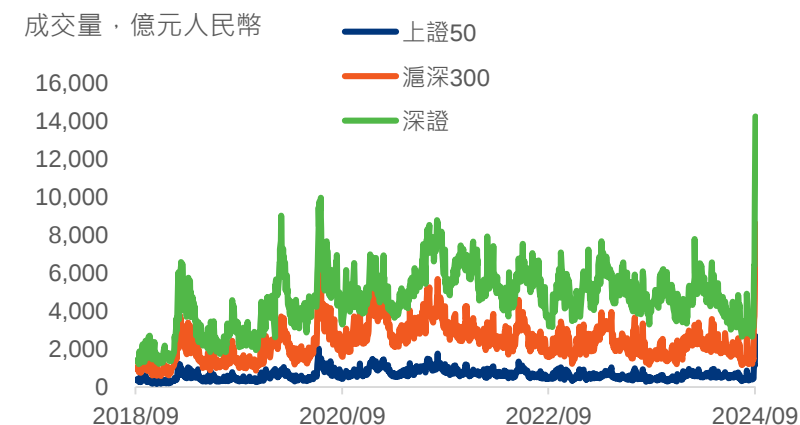
陸股本益比處歷史低點，政策推出後出現明顯翻揚



A股週轉率大幅上升，意即股市流動性改善



政策利多刺激投資，成交金額創2018年來新高

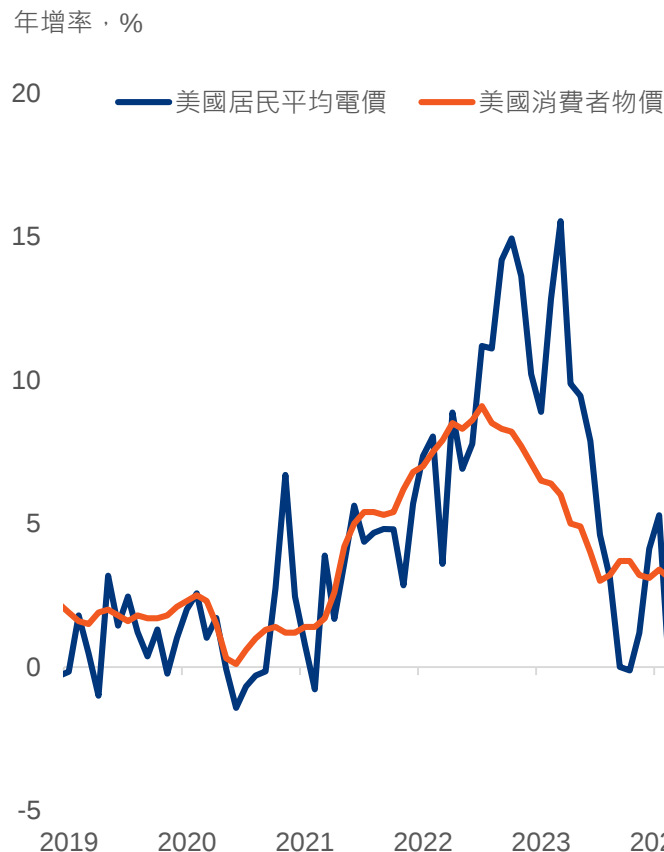


投資焦點

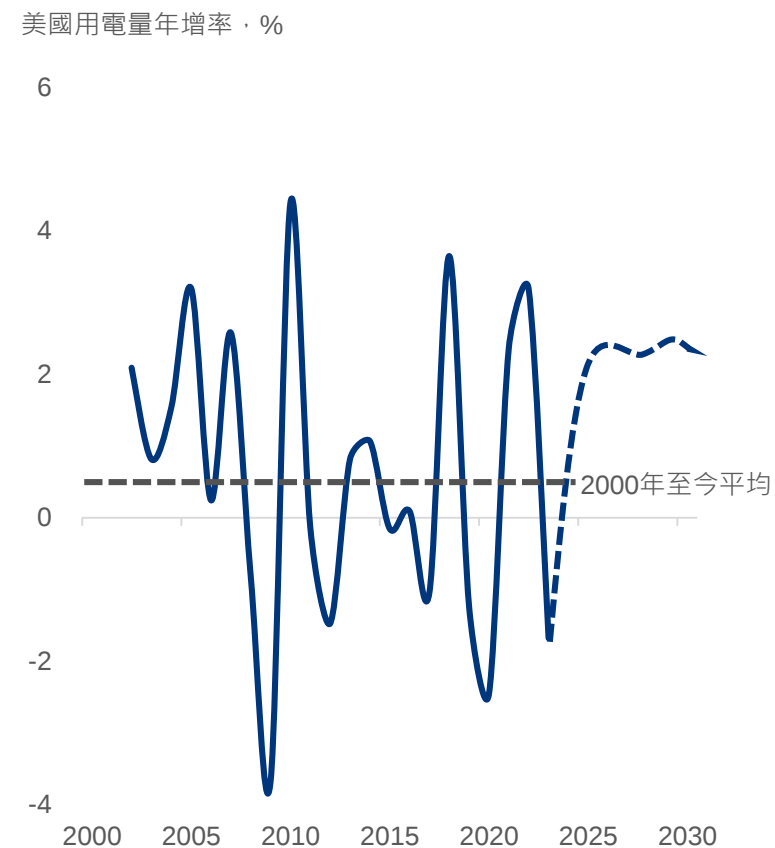
美國電價與用電量預估緩增，為公用事業主要利多

- ▶ 過去幾年美國當地電價平均年增近4%，主因包含：1)發電成本上升，自從2022年俄烏戰爭後天然氣價格暴漲，造成美國電力公司發電成本增加，2)電力運輸與配電網路等基礎設施，因汰舊換新設備所產生的資本支出，3)美國多數公用事業將通膨作為營運成本與調漲電價因素，美國電價與通膨走勢存高度相關性，亦為美國電價上漲成因，顯示公用事業具備一定程度的通膨轉嫁能力。
- ▶ AI資料中心持續建置，其中需要大量電力支持系統和設備。資料中心電力消耗主要來自系統設備、冷卻與電源調控系統，根據美國電力研究院 (Electric Power Research Institute, EPRI) 研究顯示，使用AI搜尋所消耗的電力為傳統網路搜尋的10倍，預估美國未來資料中心用電占整體用電量，將從4%倍增至9%之多，高盛證券預計2030年之前超大規模資料中心用電量成長160%，將推升美國用電量以每年2%以上的速度成長。

美國當地電價隨通膨動態調整



美國用電量主要動能來自資料中心



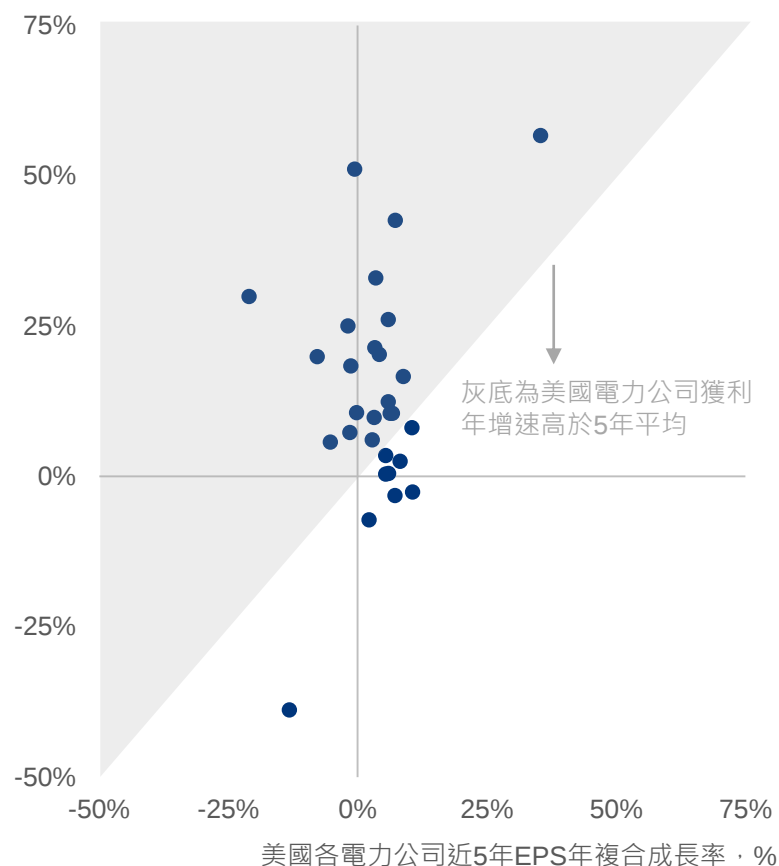
資料來源：Bloomberg，EPRI，GS，2023年後為預估值，註：超大規模資料中心(Hyperscale Data Center)為面積至少10,000平方英尺且超過5,000台伺服器的資料中心

公用事業債防禦特性，於降息時期表現佳

- ▶ 檢視美國電力公司獲利，受惠1)前述電價走升與發電需求增加，2)天然氣與煤炭等發電成本走低，3)透過AI技術增加發電與電力傳輸效率，支持多數電力公司企業獲利持續成長。此外，多數大型資料中心採用再生能源電力作為低碳排解決方案，除穩定度仍有挑戰的太陽能與風力發電外，核能發電亦成為大額穩定電力供給的關鍵。
- ▶ 聯準會已啟動降息，檢視過往降息期間，景氣多處於下行循環，公用事業因固定需求與相對穩定增長，能抵禦經濟波動並具有逆週期的防禦特性，公用事業債券亦因平均存續期間相對較長，為受惠利率下行的主要族群。此外，根據巴黎氣候協定所制定的低碳排放目標，因應能源轉型與再生能源需求，電力公司因改善基礎設施、拓展服務、電網升級等資本支出所產生的融資需求，高昂的債務融資成本亦有望因美國降息而改善。

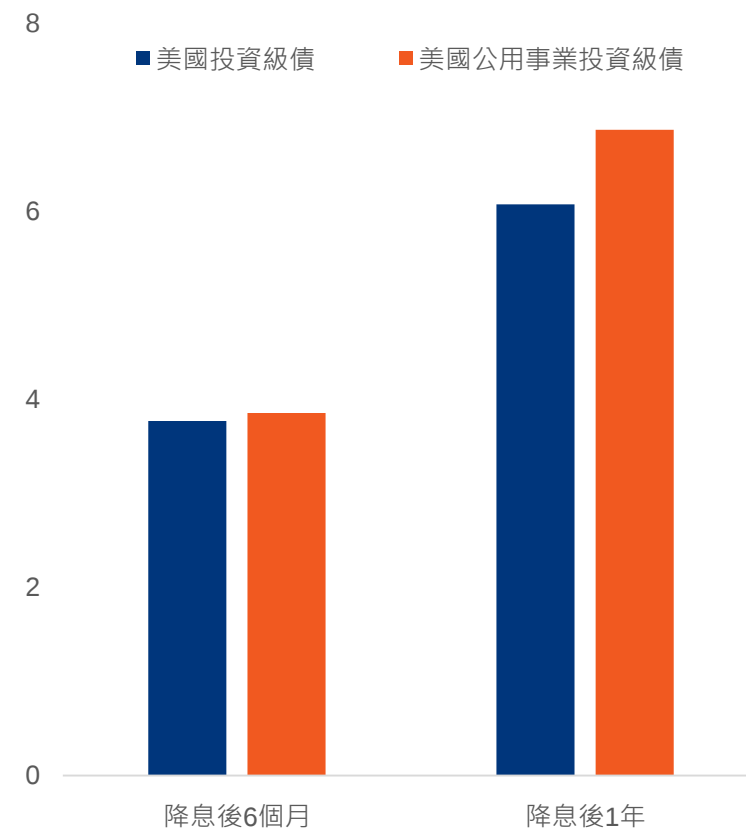
美國多數電力公司獲利年成長高於5年平均

美國各電力公司近一年EPS年成長率，%



過往美國降息時期，公用事業債券相對大盤較佳

2000年以來降息時期，債券總報酬表現，%



資料來源：Bloomberg，右圖統計2000/1/1至2023/12/31期間，美國啟動降息時期



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 聯準會開啟降息週期，美國總統大選前夕，預期股市未來波動仍劇，股權投資建議先以防禦型產業為主，公用事業、醫療保健與電信類股等能降低波動。 ◆ 中長期部位著重優質龍頭股，採定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材。	策略風格：中、大型股 區域：美國、歐洲、印度
債市	◆ 美國通膨與就業趨緩，經濟或朝軟著陸發展，預期聯準會後續觀察數據動態調整貨幣政策，把握現階段利率仍處高位，投資債券鎖利領息。美國公債殖利率曲線從倒掛轉向正斜率，經濟下行風險猶存，若衰退風險升溫，逢殖利率反彈向上，可漸布中長天期債券，並聚焦高信評企業債，以信評AAA至BBB級投資級債券最穩健，產業類別如金融、通訊、公用事業等利差相對較豐沛。	期間：中長天期債鎖高息 種類：公債、投資等級債
匯市	◆ 美國總統大選選情難料，聯準會降息週期預期延續至明年，對美元形成壓抑，美國財政部增加美債發行量使負債餘額成長，美元內在價值降低，將使美元強度減弱。 ◆ 日本央行欲使貨幣正常化，日銀持續緊縮貨幣政策，但美國聯準會開始降息寬鬆，美日2年期公債利差收窄，促使日圓偏升值方向發展。	美元強度將減弱 日圓偏升

SEP 2024

OCT 2024

30

Monday

- 日本8月工業生產月增率初值
(實際:-3.3% 預估:-0.5% 前值:3.1%)
- 中國9月製造業PMI
(實際:49.8 預估:49.4 前值:49.1)
- 中國9月服務業PMI
(實際:50.0 預估:50.4 前值:50.3)
- 中國9月財新製造業PMI
(實際:49.3 預估:50.5 前值:50.4)
- 中國9月財新服務業PMI
(實際:50.3 預估:51.6 前值:51.6)

1

Tuesday

- 美國9月標普全球製造業PMI終值
(實際:47.3 預估:47.0 前值:47.0)
- 美國9月ISM製造業PMI
(實際:47.2 預估:47.5 前值:47.2)
- 日本8月失業率
(實際:2.5% 預估:2.6% 前值:2.7%)
- 日本9月自分銀行製造業PMI終值
(實際:49.7 前值:49.6)
- 歐元區9月製造業PMI指數終值
(實際:45.0 預估:44.8 前值:44.8)

2

Wednesday

- 美國9月ADP就業變動
(實際:143k 預估:125k 前值:103k)
- 歐元區8月失業率
(實際:6.4% 預估:6.4% 前值:6.4%)

3

Thursday

- 美國9月首次申請失業救濟金人數
(實際:225k 預估:221k 前值:219k)
- 美國9月標普全球服務業PMI終值
(實際:55.2 預估:55.4 前值:55.4)
- 美國9月ISM服務業PMI
(實際:54.9 預估:51.7 前值:51.5)
- 歐元區9月服務業PMI指數終值
(實際:51.4 預估:50.5 前值:50.5)

4

Friday

- 美國9月非農業就業人口變動
(預估:150k 前值:142k)
- 美國9月失業率
(預估:4.2% 前值:4.2%)
- 香港9月標普全球PMI
(實際:50.0 前值:49.4)

7

Monday

- 歐元區8月零售銷售年增率
(預估:1.0% 前值:-0.1%)
- 歐元區10月Sentix投資者信心指數
(前值:-15.4)

8

Tuesday

- 臺灣9月CPI年增率
(預估:2.00% 前值:2.36%)
- 臺灣9月PPI年增率
(前值:1.44%)
- 臺灣9月出口年增率
(預估:5.4% 前值:16.8%)

9

Wednesday

- 日本9月工具機訂單年增率初值
(前值:-3.5%)

10

Thursday

- 美國9月首次申請失業救濟金人數
(前值:225k)
- 美國9月CPI年增率
(預估:2.3% 前值:2.5%)
- 美國9月核心CPI年增率
(預估:3.2% 前值:3.2%)
- 日本9月PPI年增率
(預估:2.3% 前值:2.5%)

11

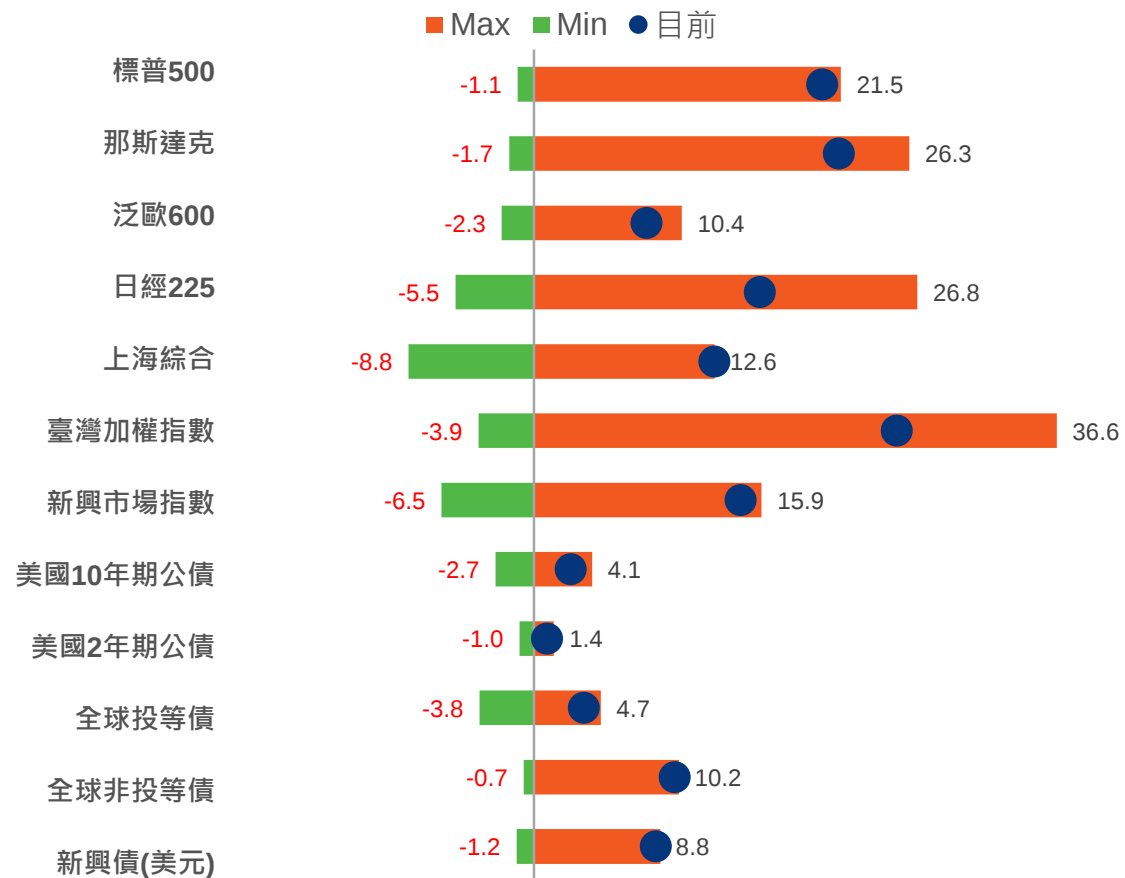
Friday

- 美國10月密大消費者信心指數初值
(預估:70.0 前值:70.1)
- 美國9月PPI年增率
(預估:1.7% 前值:1.7%)

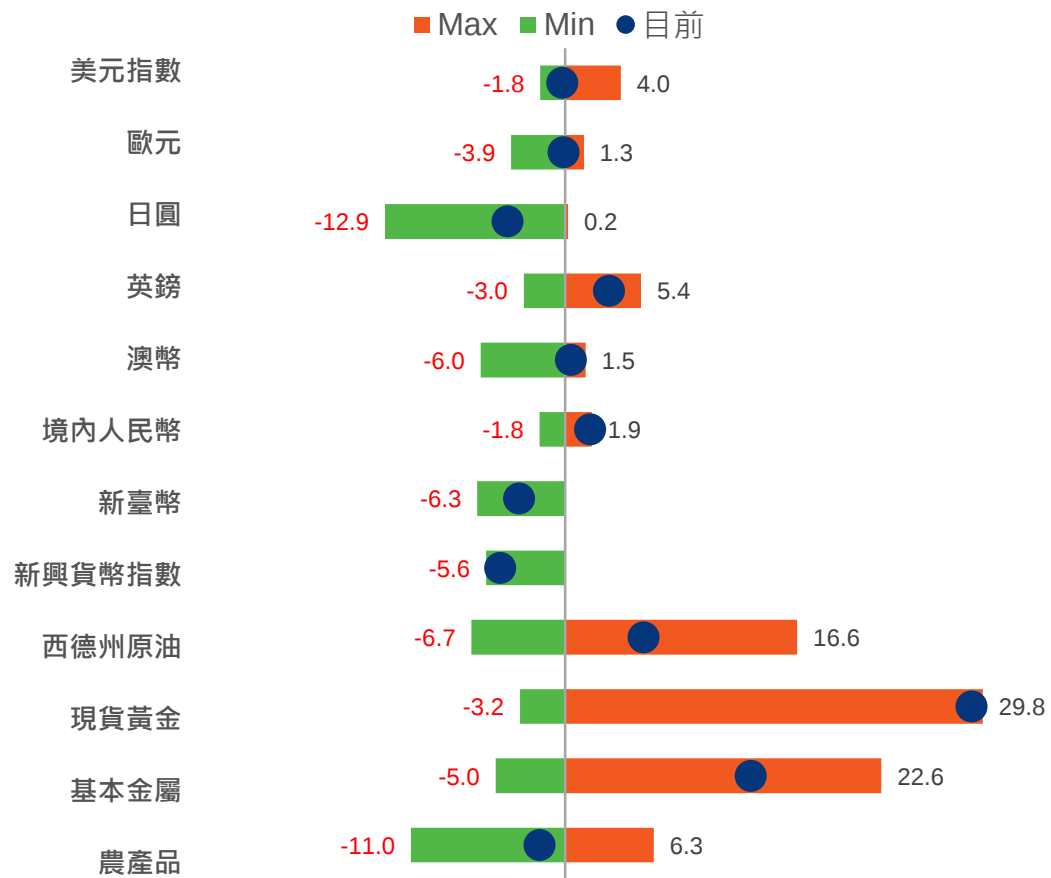
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



貨幣、原物料市場YTD表現(%)

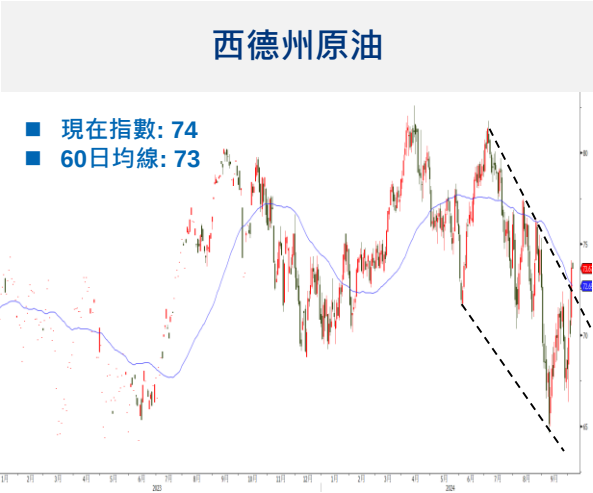
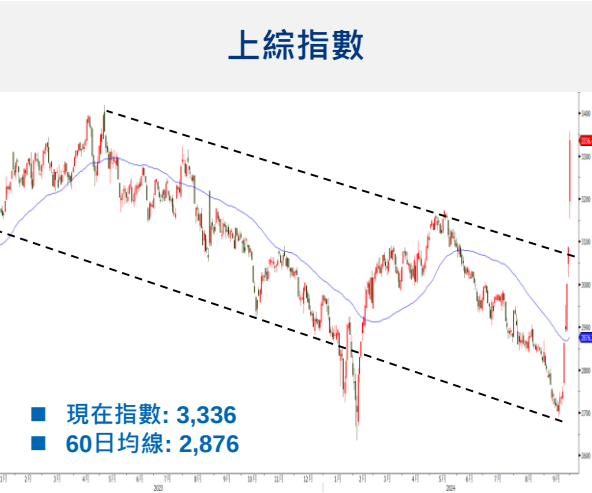
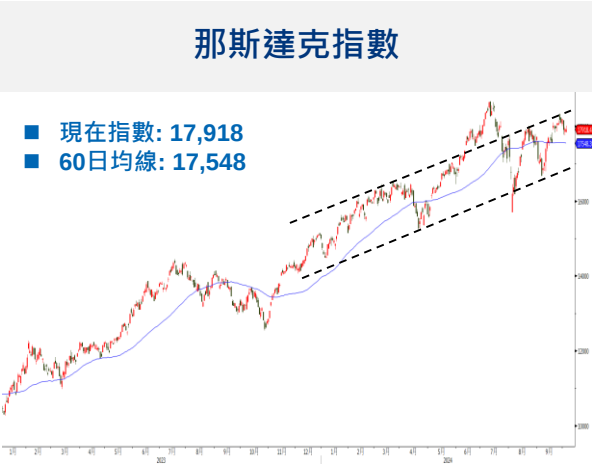


資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日



技術分析

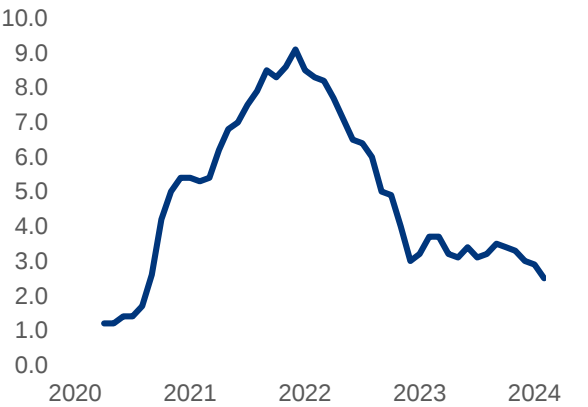
60日線



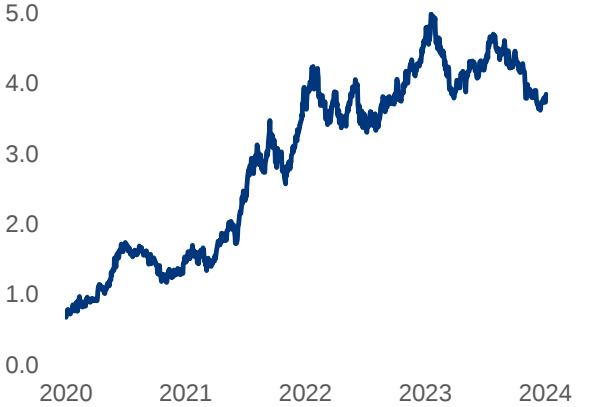
資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日

市場觀測

美國消費指數年增率(%)



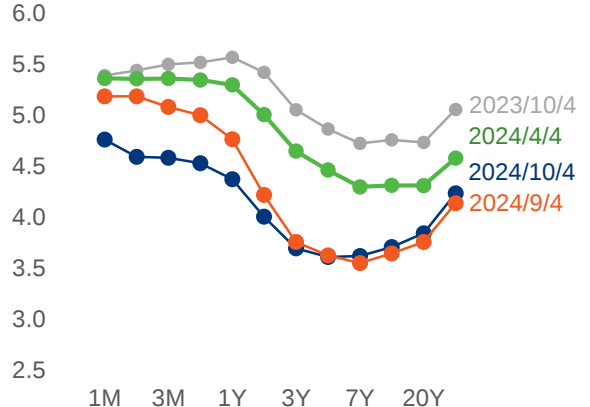
美國10年期公債殖利率(%)



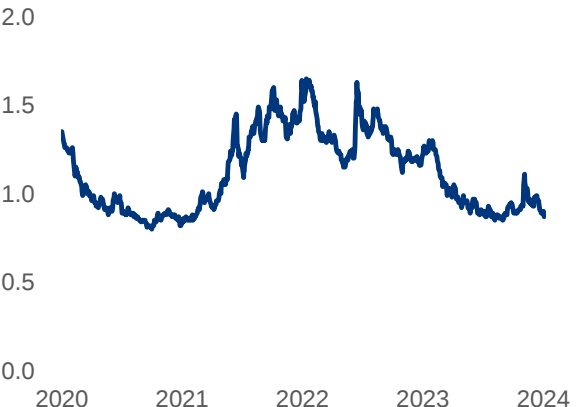
美國公債利差(bps)



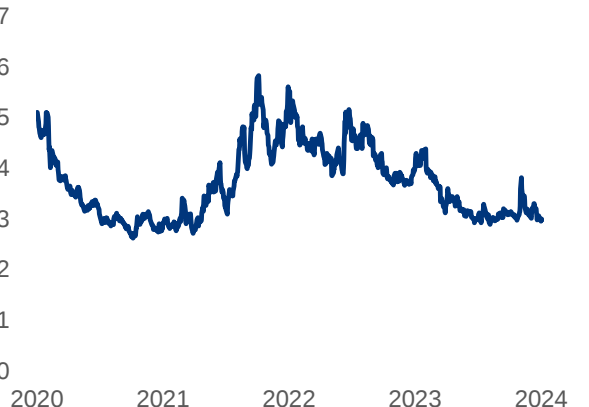
美國公債殖利率曲線(%)



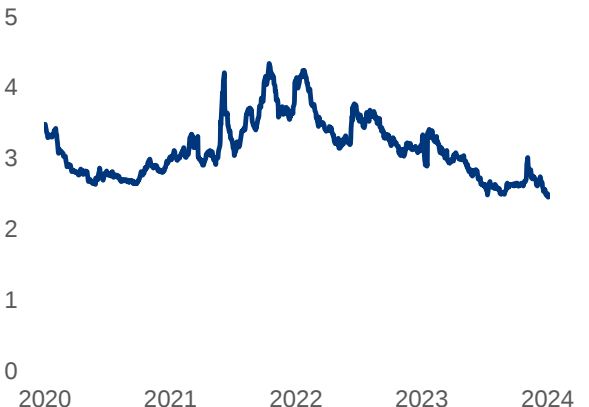
美元投資級公司債利差(%)



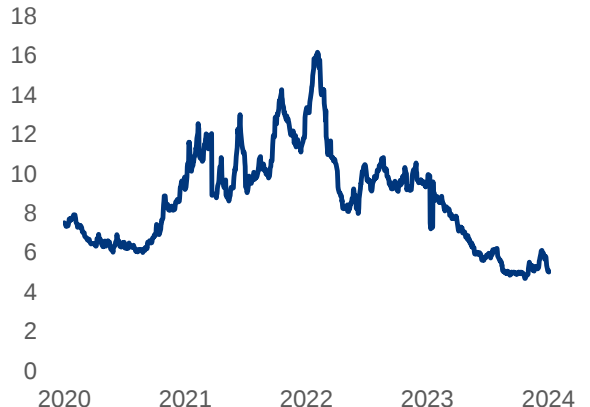
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

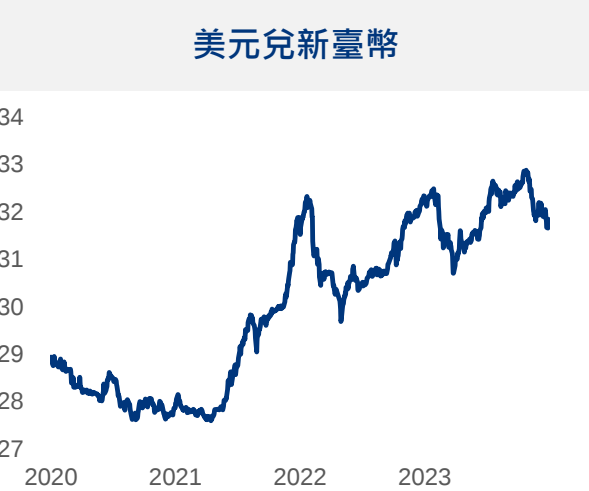
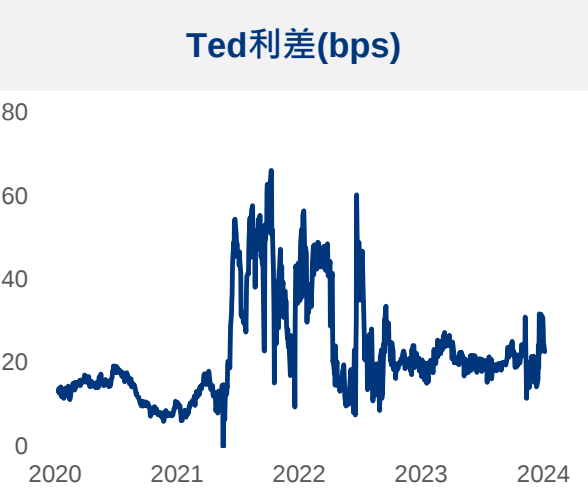
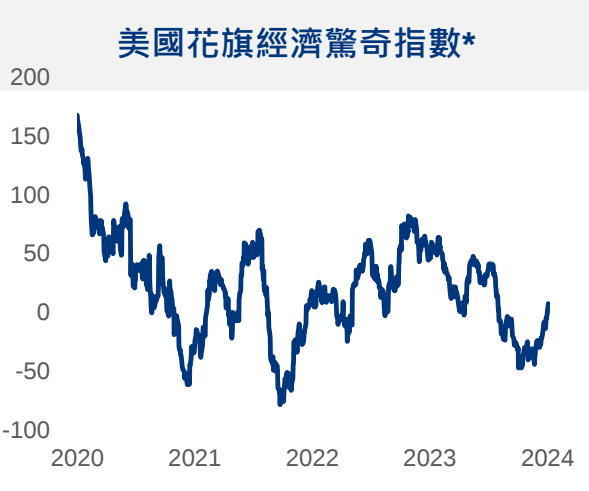
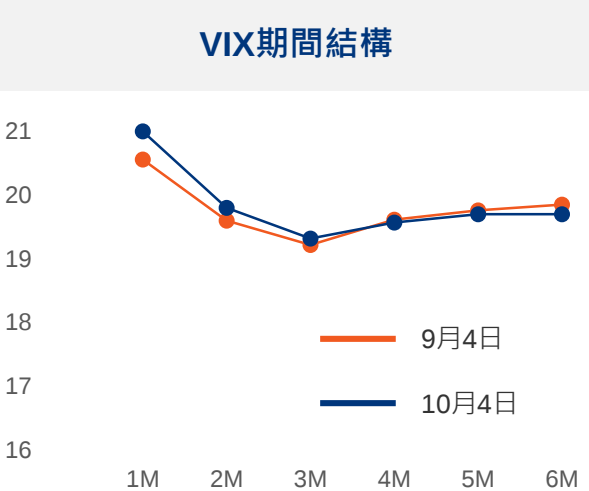
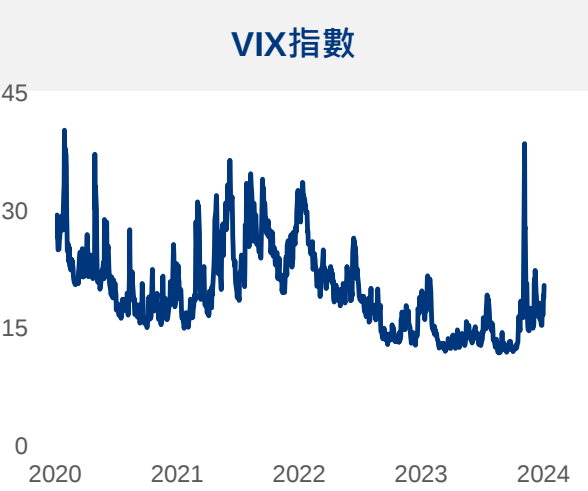


美元亞洲非投資級債利差(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日

市場觀測



資料來源：Bloomberg，2024年10月4日；*花旗經濟/通脹驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通脹與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通脹向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。