

2023/05/25

## Fund Portfolio

環球股債平衡型基金

### Team

第三組

### Mentor

林承澍、徐子婷

### Members

許瑋恒、楊詠嘉  
羅宜佳、許碩展  
彭宥天、卓建佑

NCCU  
MUTUAL  
FUND CLUB

FUND

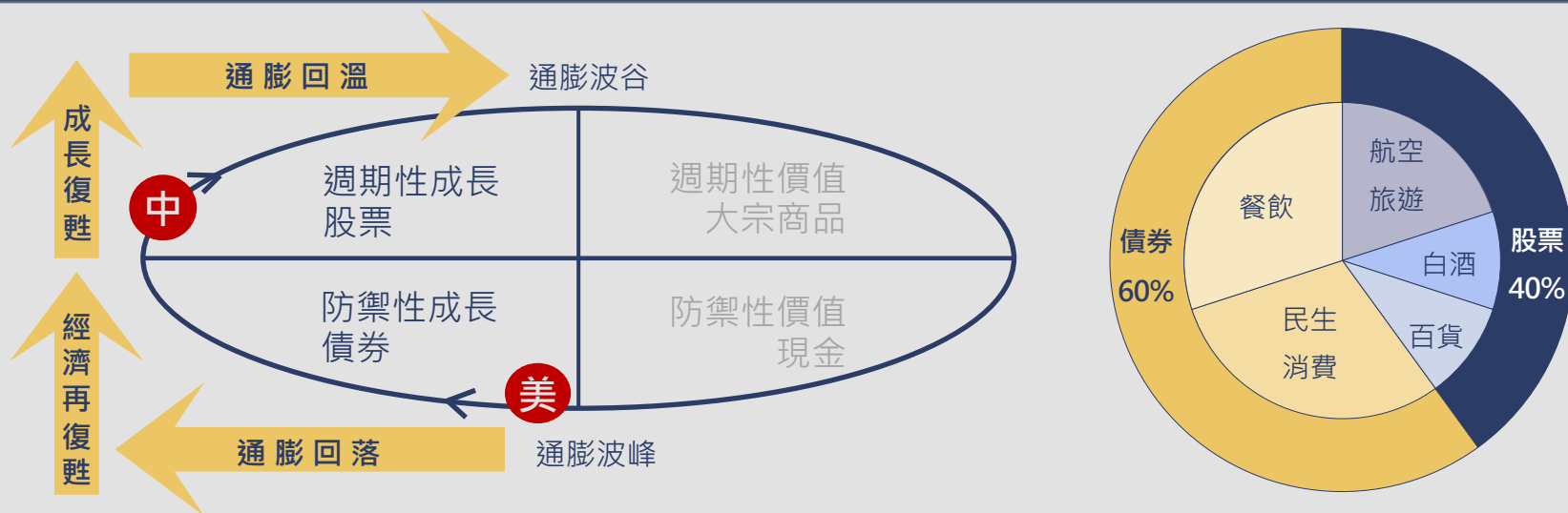
FINAL PROJECT

Fund Portfolio  
Fund Portfolio  
Fund Portfolio

NCCU

# 結論：中美經濟體反向走勢，創造股債雙多頭格局

中國位於復甦起點，擴張性政策將持續帶來財富滲透效果，靜待週期性成長啟動



美國通膨具備高黏滯性，經濟下行與通膨黏滯角力之下，市場將進入衰退交易

- 本基金奉行**股債平衡型配置**，以中國、美國經濟循環點位不同，分別進行股票與債券配置
- **中國**：社零已恢復至疫前水平，CPI 增幅收窄，整體經濟呈現弱復甦趨勢，其中又以接觸型消費、餐飲業收入與商品貢獻程度高，**配置第三級產業 A 股時機浮現**
- **美國**：通膨黏滯性明顯，聯準會 2023 年內降息可能性低，且零售銷售與個人實質支出 MoM 下行趨勢明確、PMI 與美國領先指標皆持續走低，因此美國經濟具備下行風險，故**配置穩健與高評級長天期債券**，最大化殖利率下行後的資本利得

# 配置背景

中國總經

美國總經

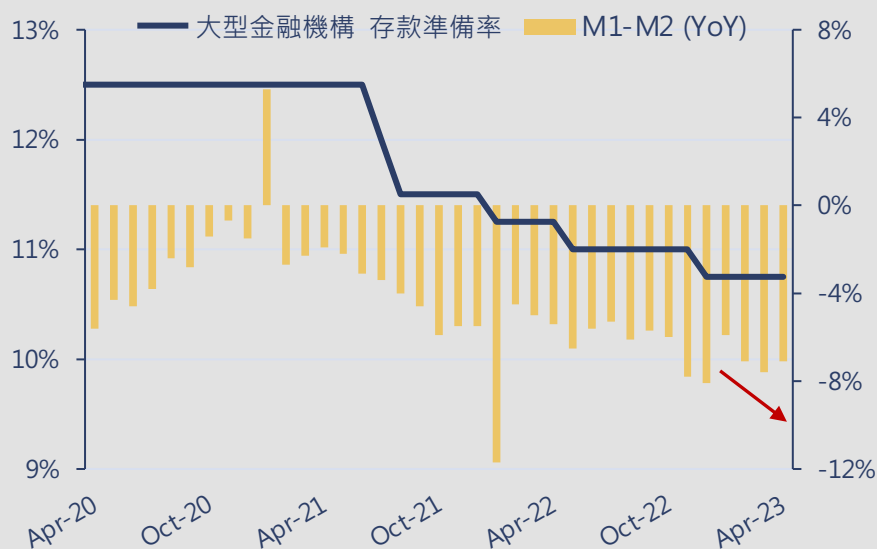
投資策略

配置比例

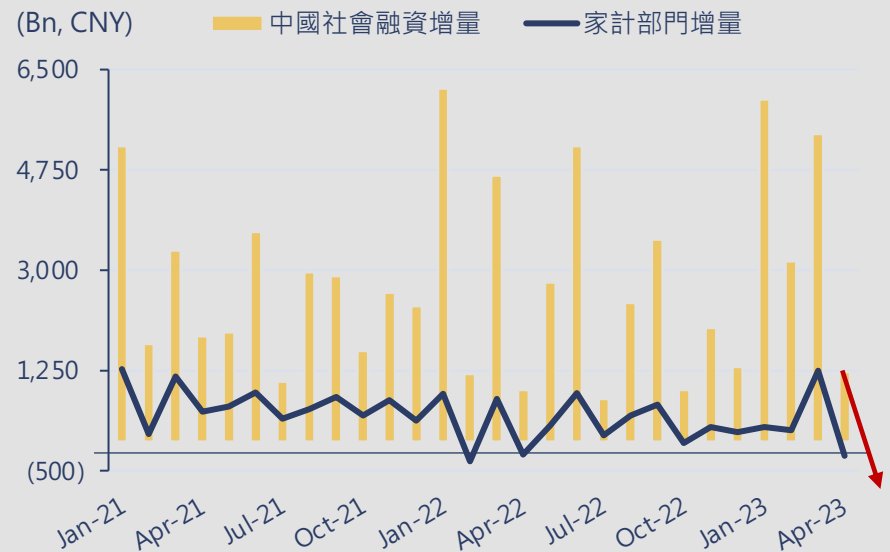
# 中國民間信心尚未完全回復，預計人行將降息以保經濟勢頭

- 疫情期間中國與全球緊縮趨勢相反，中國大型金融機構自 2020 年存款準備金率 12.50% 持續下調，截至 2023 年 3 月共降 7 碼，達 10.75%，目的在於維持市場資金流動性寬鬆
- 中國 4 月 M2 YoY 報 12.4% ( 前值 12.7% )，M1 - M2 達 -7.1%，剪刀差走闊，顯示現今中國民間對未來持保守看待
- 1Q23 中國社會融資增量達 14.5 兆人民幣，然而 4 月數據顯示人民貸款意願低靡，家計部門融資增量轉負，結合各地存款利率下調，可預見人行具有調降 MLF 報價空間，以刺激境內流動性需求

## 解封、政府救市，尚未快速拉升市場信心



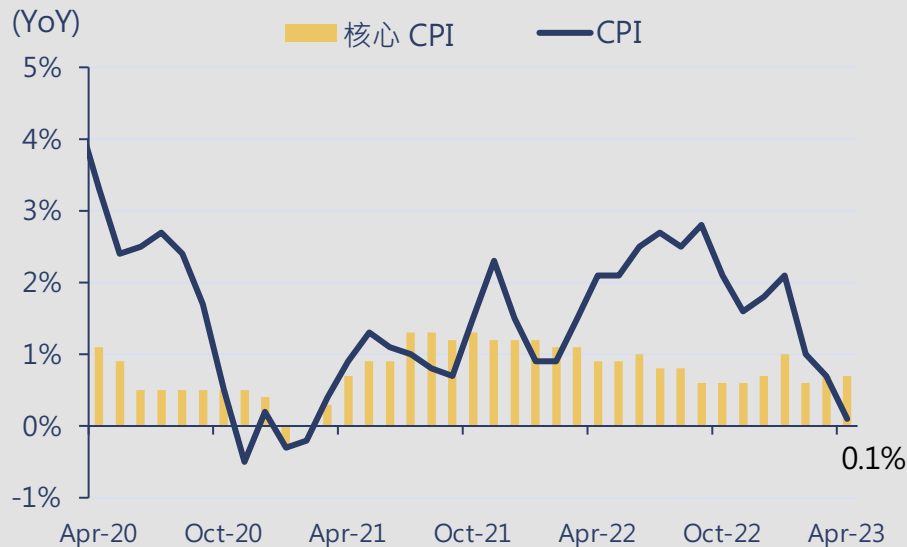
## 民間信貸負增長，反映人民加槓桿意願低



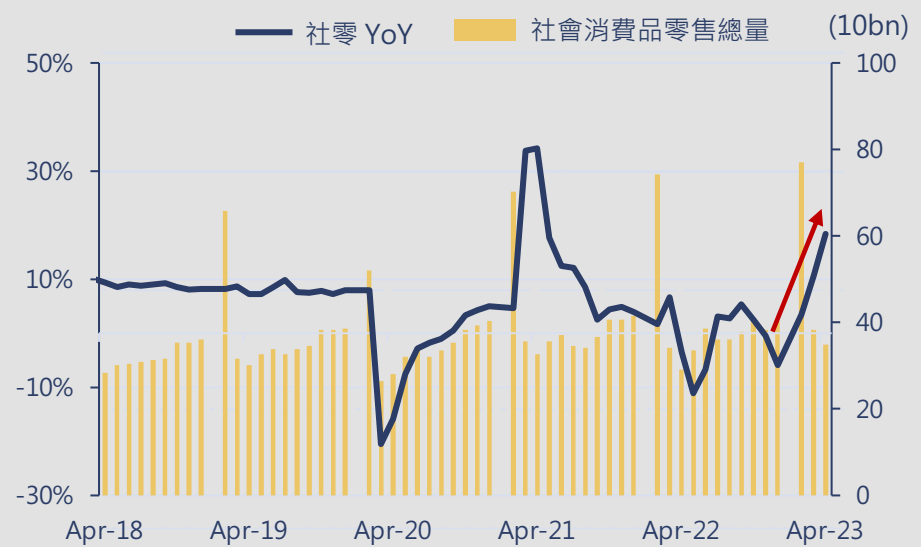
# 中國 CPI 增幅收窄，隱含強供給弱需求，財富滲透率不佳

- 中國 2023 CPI 同比漲幅持續下探，至 4 月 CPI 報 0.1%（前值 0.7%、預期 0.4%），1Q23 非食品價格持續上行：機票價格上漲 30.6%，旅宿價格上漲 6.5%，服裝價格上漲 0.8%，顯示出行需求擴大
- 中國民間消費占 GDP 38%，4 月社零年增率大幅向上但低於預期，報 18.4%（前值 10.6%、預期 21%），社零細項亮點為餐飲收入 YoY 達 43.8%、商品零售 YoY 達 15.9%
- 通膨與社零呈反向趨勢：社零反應高收入階層消費回溫，但民間基礎需求通膨仍處低溫

## 疫後需求回暖力道不及預期，CPI 增幅有限



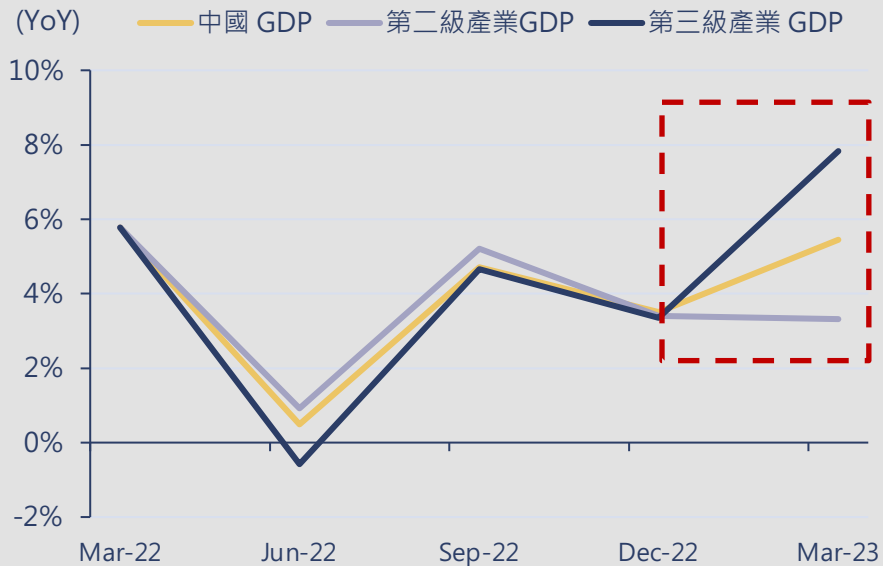
## 1Q23 社零總量已高於疫情前水平



# 中國經濟弱復甦格局確立，第三級產業配置窗口浮現

- 1Q23 GDP 年增率回升至 4.5% ( 前值 2.9%、預期 4.0% )，其中住宿與餐飲貢獻 13.5%、批發零售和交通運輸分別貢獻 5.5% 和 4.8%，**第三級產業**需求回溫態勢更勝於第一與第二級產業
- 中國民間需求尚處**弱復甦**格局，上證 A 股本益比水位位於平均至 -1 個標準差內，**第三級產業 A 股**配置窗口浮現

## 第三級產業復甦速度較快



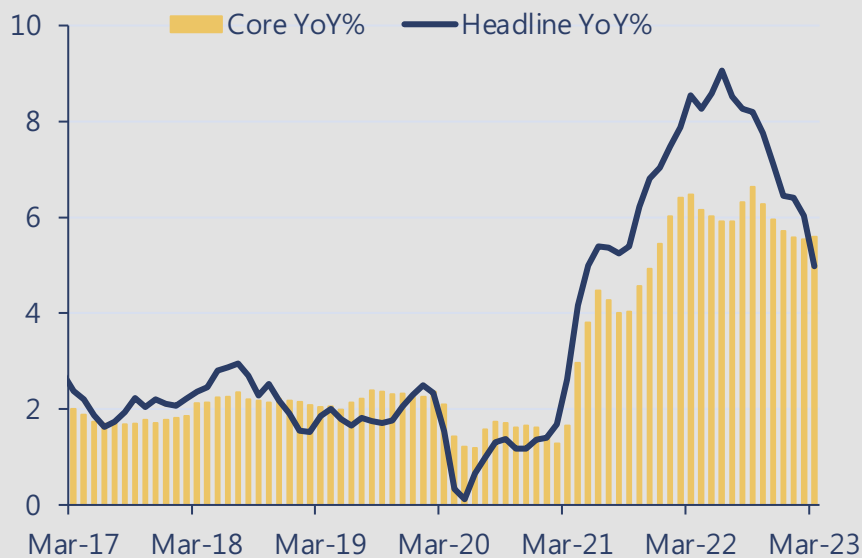
## A 股本益位於 -1 個標準差，可逢低入場



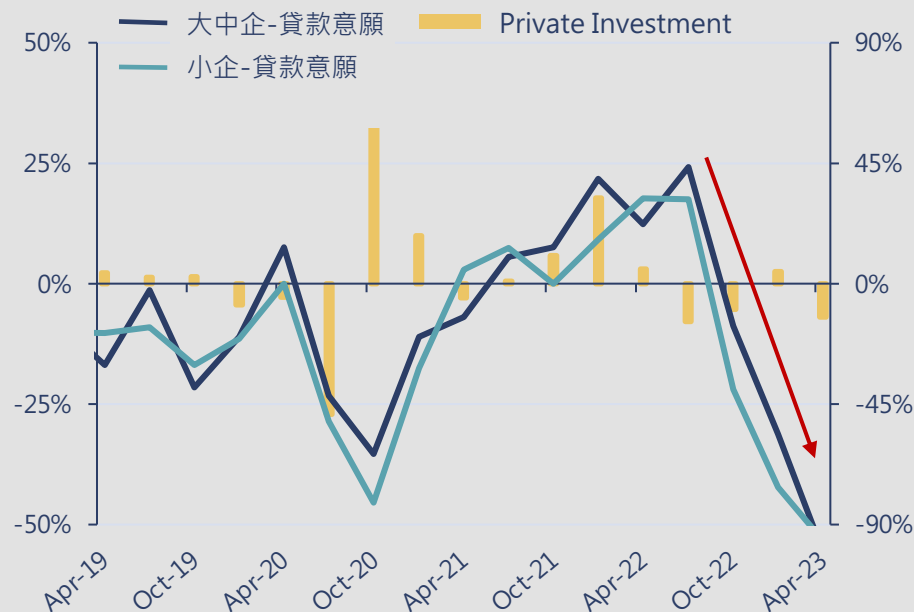
# 通膨黏滯性將使利率高原期拉長，企業投資意願下滑

- 勞動市場緊縮使通膨具備黏滯性，在通膨與經濟成長的角力中，預期聯準會將以穩定物價為優先，因此推測年內不會降息
- 利率抬升以及維持高原期將打擊投資，1Q23 投資季增率衰退突破雙位數。且在最新的 SLOOS 調查報告中，企業向銀行貸款意願有明顯收縮的趨勢，顯現高利率環境已對投資造成壓抑，且信貸供給面與需求面也進一步緊縮

## 服務通膨推動核心通膨，並具高黏滯性



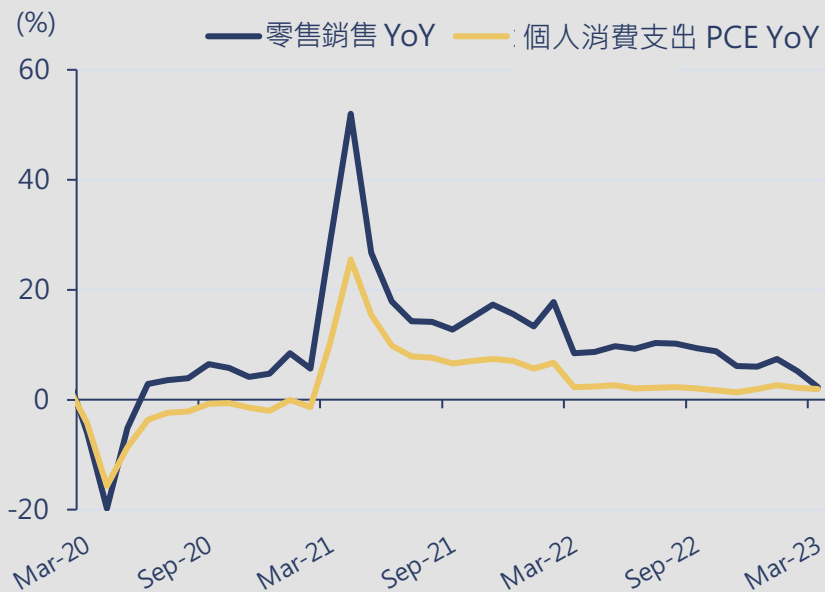
## 企業貸款意願快速下降



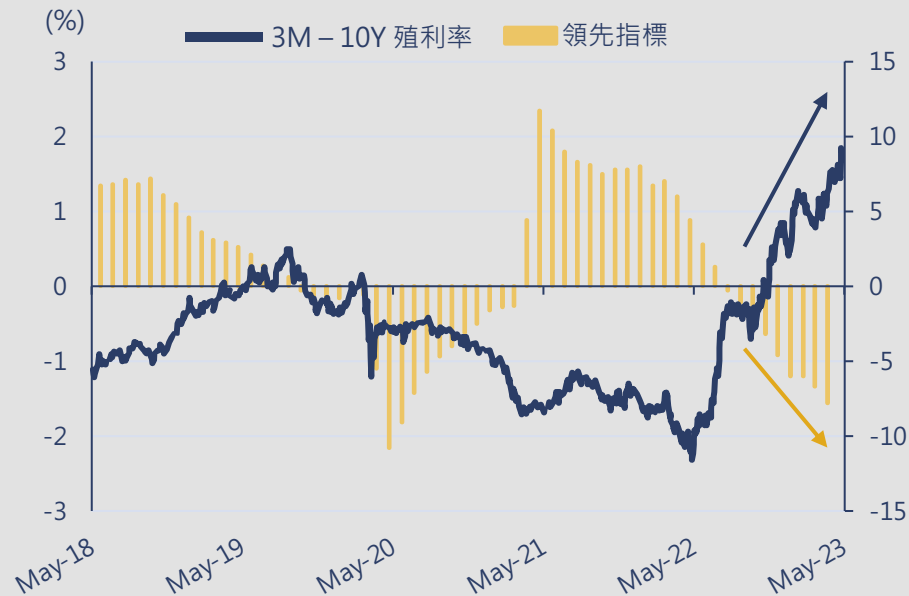
## 消費動能無以為繼，多項指標指向美國經濟衰退

- 美國為消費大國，經濟約七成來自於消費，而消費主要動能有三，分別為超額儲蓄、消費信貸以及工資增速。超額儲蓄預計最快將於 7 月耗盡，最新 SLOOS 報告也顯示銀行正全面收緊信貸條件，因此消費動能已去其二
- 美國公債利差自 2H22 開始不斷擴大，經濟領先指標也一路下行，顯現美國經濟將逐漸走向衰退

### 零售銷售與消費支出明顯放緩



### 公債利差擴大 經濟領先指標下行

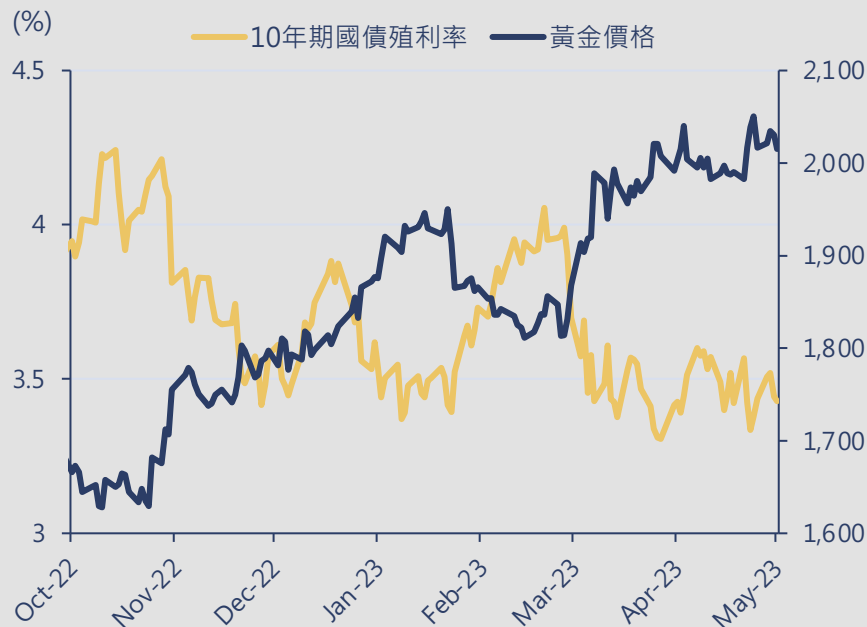




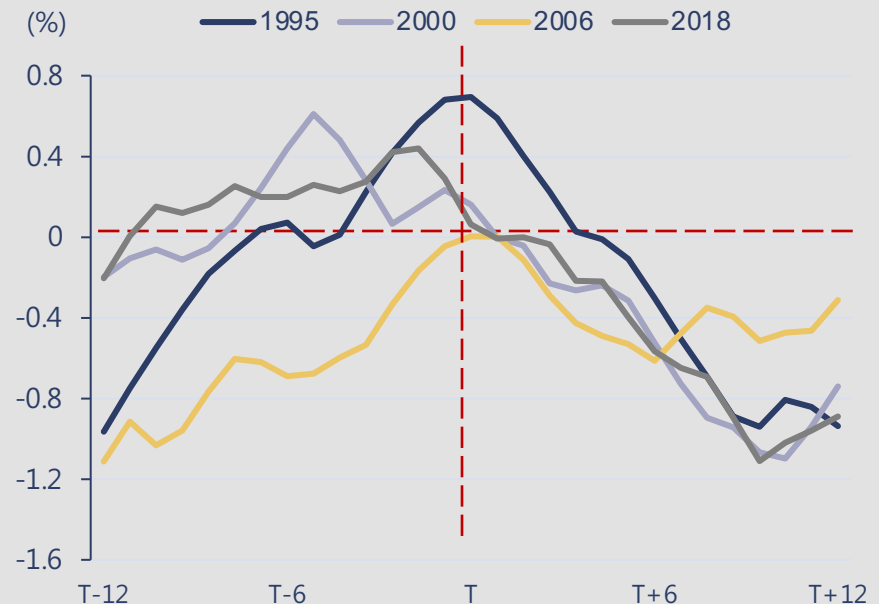
# 市場進行衰退交易，升息尾聲長天期債券投資價值浮現

- 5 月 FOMC 會議再度升息一碼，完成利率點陣圖的目標利率，暗示升息來到終點，市場開始進行衰退交易，黃金價格自年初開始顯著上漲，10 年期國債殖利率下跌
- 觀察過去 4 次升息周期，升息循環結束後長天期國債利率皆下行，為長天期債券資本利得創造機會
- 投等債在升息循環結束後表現良好，其中以民生必需消費產業債券表現最穩定，較不易受經濟週期下行影響

## 市場開始進行衰退交易



## 公債殖利率於歷史升息週期尾聲開始下行



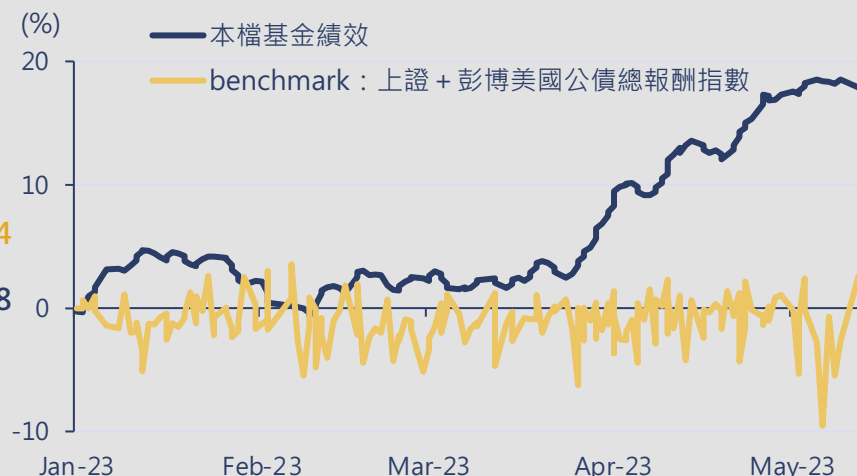
# 中股美債平衡配置：沖淡風險並降低波動度 穩步創造積極報酬

- 本基金奉行的資產配置策略為平衡型基金，投資於中國和美國世界兩大經濟體，以其經濟循環點位不同，分別進行股票與債券配置：
  - (1) 因應**中國**接觸形產業復甦態勢，配置**第三級產業 A 股**
  - (2) 預期**美國**經濟下行可能性上升，配置**高評級長天期債券**，最大化殖利率下行後的資本利得
- 透過產業分析和公司基本面分析，除了基本避險策略，選取長天期債券，在景氣衰退、利率將下行的基礎下，主動尋求高存續期帶來的高價格波動，賺取資本利得，並定期追蹤績效並調整配置比例，在總經脈動下建構最佳報酬

## 利用中股與美債配置，有效降波動度

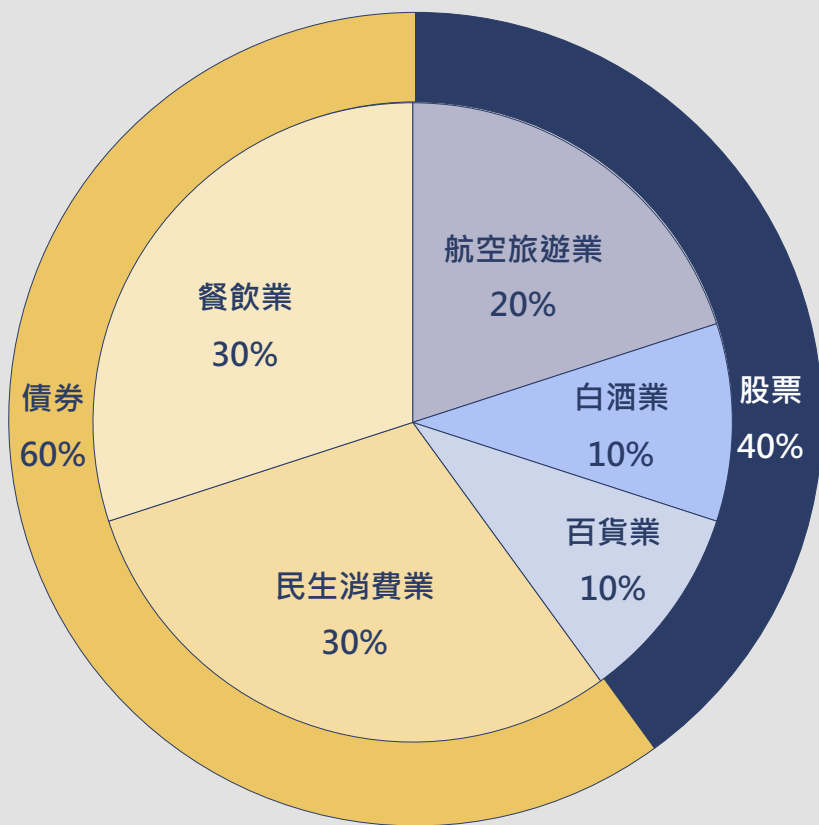


## 本檔基金回測 YTD 報酬 17.7%



# 環球股債平衡型基金

## 基金簡介



### 中股：40%

吉祥航空	10%	SHA 603885
春秋航空	5%	SHA 601021
攜程集團	5%	HK 9961
貴州茅台	10%	SHA 600519
小商品城	10%	SHA 600415

### 美債：60%

The Procter & Gamble Co.	15%	KO 4.2% 03/05/51
Walmart Co.	15%	PG 3.6% 03/25/50
McDonalds Co.	15%	MCD 4.6% 09/09/32
The Coca-Cola Co.	10%	WMT 4.5% 04/15/53
Starbucks Corp.	5%	SBUX 4.8% 02/15/33

# 標的分析

中國產業

中國 A 股

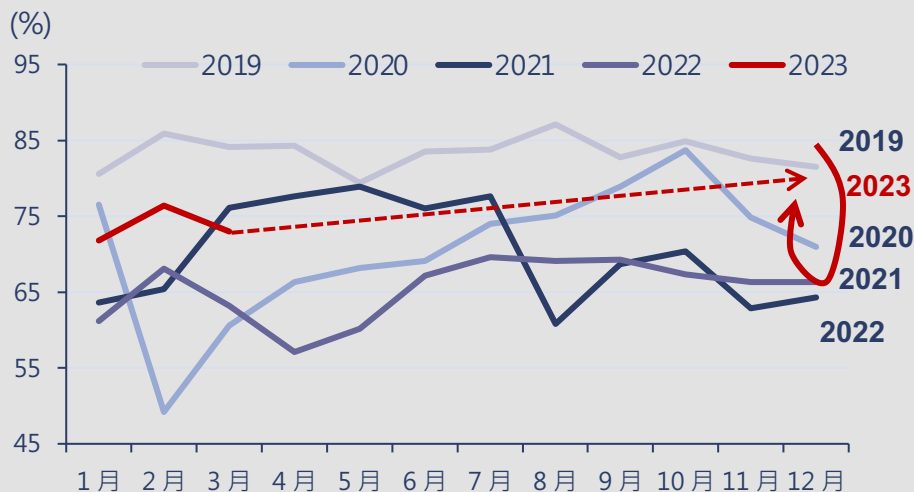
美債趨勢

美公司債

# 旅宿需求上行，航空業復盤 2000 年以來最佳投資時點

- 承中國旅遊潮復甦，1Q23 中國前五大航空公司客座率呈現谷底反彈，其中國內航班復甦速度又勝過國際線，對主打國內航班的低成本民營航空屬一大利多
- 民營航空相較於國航，在「成本控制」及「機票定價」層面佔有優勢，中國民航兩大龍頭春秋航空、吉祥航空，近年來積極擴張機隊規模及航線佈局，搶攻中國高低線城市市占率
- 近 6 個月原油價格回跌，西德州原油跌幅 20.1%、布蘭特原油跌幅 21.8%，預計單位燃料價格將持續放緩，航空業費用前景樂觀

## 中國國內航線客座率呈現谷地反彈



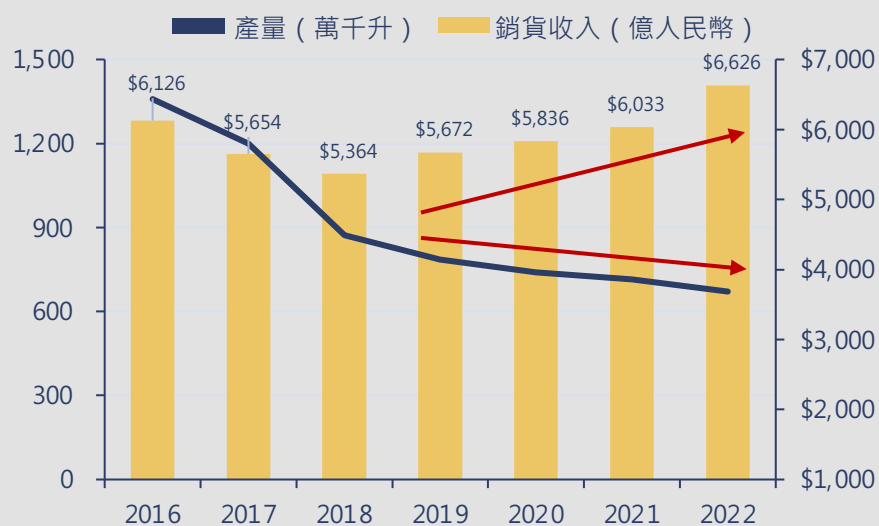
## 民航低成本優勢，且疫後復甦速度領跑國航

整體比較指標		三大國航	吉祥航空	春秋航空
相較 2019 年同期	可用座公里 ASK	-18.2%	<b>+18.0%</b>	<b>+10.4%</b>
	旅客周轉量 RPK	-29.2%	<b>+11.9%</b>	<b>+5.5%</b>
同比去年三月	可用座公里 ASK	+168.1%	+118.5%	+90.1%
	旅客周轉量 RPK	+210.4%	+178.9%	+148.3%

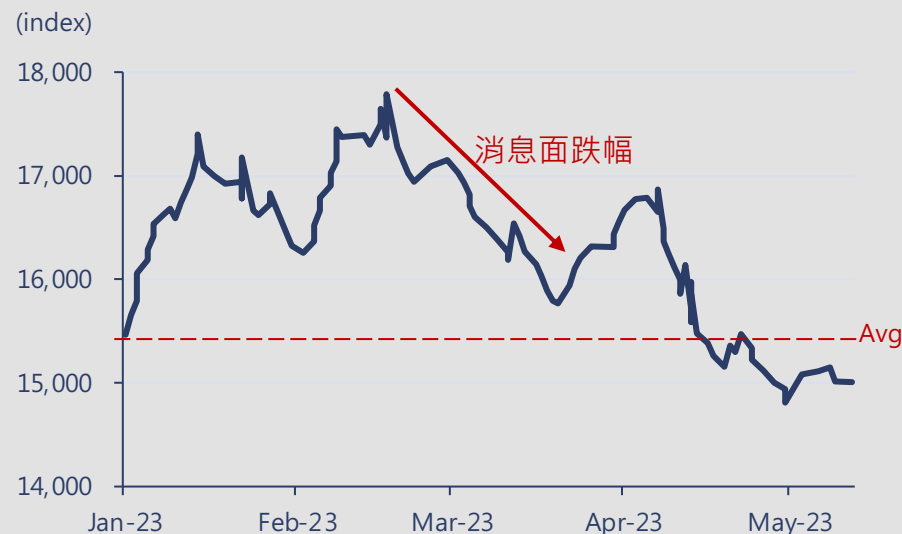
# 白酒產業受禁酒令衝擊，奢侈酒品牌地位較為穩固

- 疫情解封下，4 月社零細項餐飲收入 YoY 43.8%，然年初中國再祭禁酒令，2 月中國白酒板塊全線殺跌，後有所收窄，截至 5 月中證白酒指數低於均值
- 由於中國尚處弱復甦週期，財富滲透率尚未顯著，儘管有禁酒令，高價酒或國酒品牌股價較不受消息面影響，且**中國白酒市場長期供不應求**，將受惠於產業結構轉型與階梯式定價，將先由高價酒帶動營收穩定增長，中期（2024 年）平價系列酒對營收貢獻度可期

## 中國規模級以上白酒長期供不應求



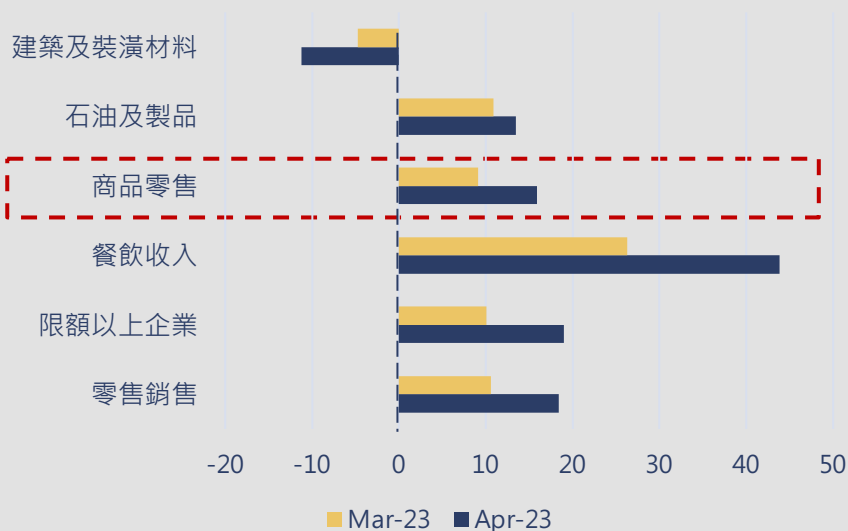
## 現今中證白酒指數低於歷史均值



# 小商品出口供應鏈前景看好，政策挹注一帶一路 B2B 電商

- 疫情解封後，4 月社零細項商品零售 YoY 達 15.9%，全球最大型小商品批發「義烏市場」景氣回升，日均客流量超過 20 萬人次，且由 1Q23 外商採購大幅躍升，且常駐外商人數已恢復至疫情前 73%，可見海外客商加速回流
- 中國對外發展強調一帶一路經濟政策，一帶一路沿線國家及 RCEP 區域持續為義烏市場帶來商機，國內外市場擴建及市場化定價策略，使一帶一路相關 B2B 市場強勢成長，將持續受惠於減免政策，順勢成長

## 社會零售細項中，商品零售恢復良好



## 政策挹注義烏市場，龍頭地位確立

市場採購貿易	優勢
鼓勵不具備國際貿易能力的中小商戶參與	進入門檻低
歸類通關，按大類申報	通關效率高
出口免稅申報，不需要開發票	申報手續簡便
允許多主體收匯，鼓勵採用人民幣結算	外匯管理靈活

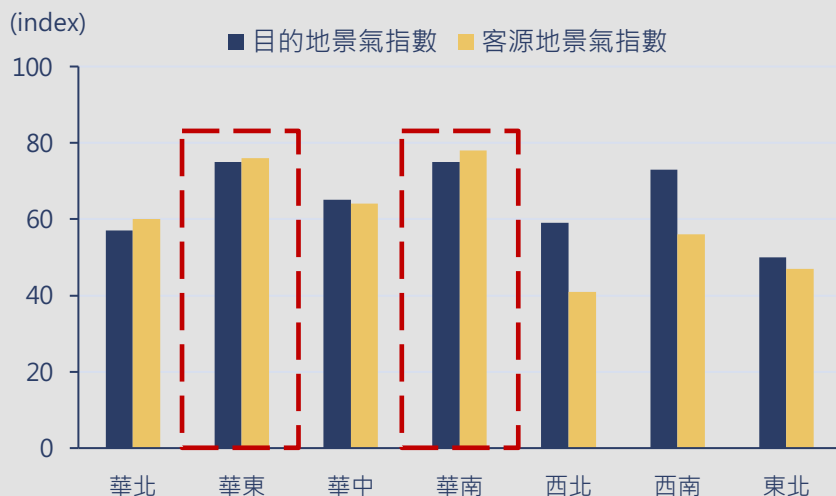
# 配置吉祥航空，2023 年自谷底反彈，站穩民航時刻總量佔比

- 吉祥航空以上海為主基地（佔 64% 旅客）、南京為輔基地（佔 15% 旅客），形成集團雙品牌「主輔基地」戰略，覆蓋高中低客戶群
- 提升機隊規模至 110 架，正式於解封後放量，最新公布客座率達 81.8%，優於同業平均 74.7%
- 油價佔吉祥航空成本 31%，預期國際油價回落可帶動淨利上升

## 吉祥航空於中國主要機場時刻佔比表現亮眼

地區/主要機場	時刻佔比	表現
上海浦東機場	12.98%	僅次中國三大國航
上海虹橋機場	9.8%	僅次中國東航、南航
南京祿口機場	10.86%	僅次中國三大國航
廣州白雲機場	3.82%	優於春秋航空

## 中國國內旅遊復甦可觀，又以華東華南為首



## 吉祥航空淨利率表現於 1Q23 疫後轉正





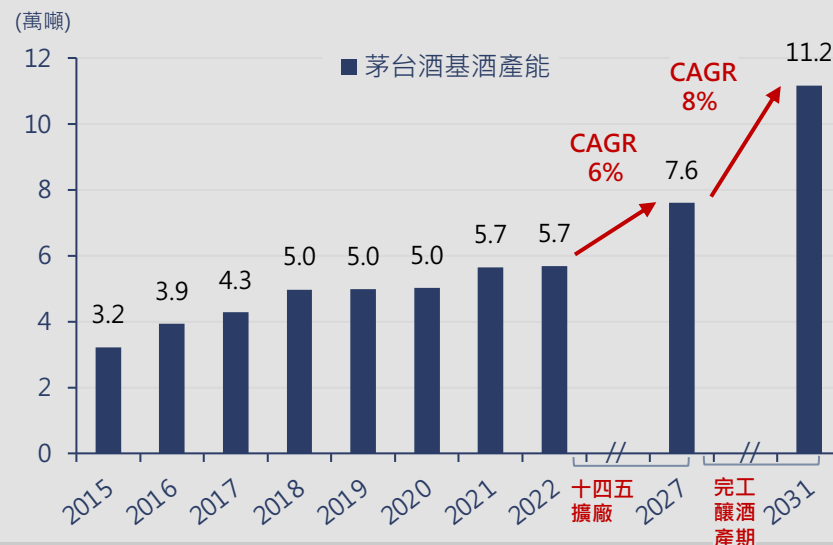
## 配置貴州茅台，看好產業結構升級及銷售渠道改革，有望量價齊揚

- 中國白酒市場長期供不應求，且代銷通路貨源不穩、泛有囤貨行為，茅台酒價格炒作現象
- 貴州茅台旗艦系列「茅台酒」佔營收 85%，且受惠於十四五擴廠計畫成功，中華片區預計於 2027 年放量，每年貢獻 1.98 萬噸茅台酒產能，為貴州茅台年度淨利潤貢獻 37.8 億，亦緩解中國整體白酒市場供需失衡
- 貴州茅台受惠於直銷毛利率較批發代理高出 6%（達 96.12%），貴州茅台直銷通路佔比於 2023 年突破五成；除實體店面外，2022 年貴州茅台直銷電商策略成功、上線至今已貢獻約 85 億營收

### 採階梯式定價，覆蓋低至高消費需求

產品線	茅台酒	系列酒
2022 營收貢獻	107.7 bn	15.7 bn
營收占比	85%	12%
成長動能	產業結構升級	頻繁上市新品
營收成長 (YoY)	15.2%	24.7%
毛利率成長	0.04%	3.55%

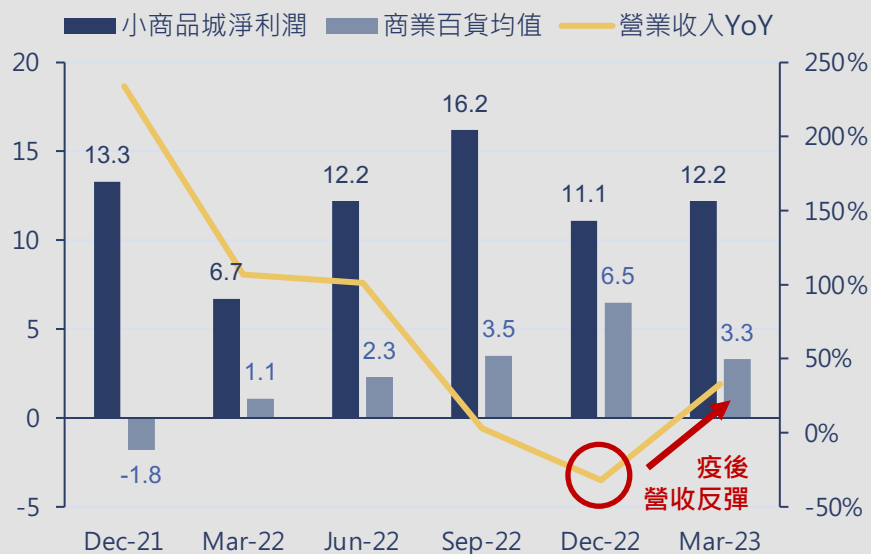
### 產業結構升級，預計於 2027 年放量



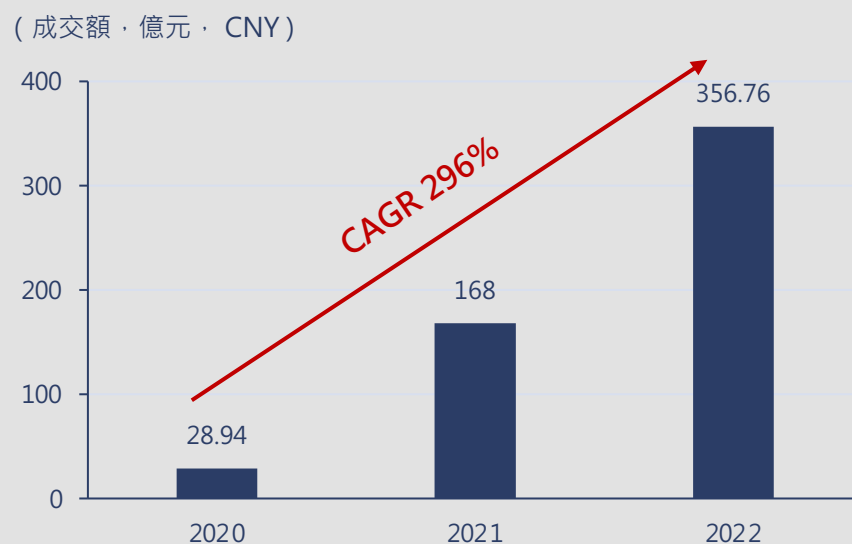
# 配置小商品城，市場經營壁壘深厚，電商平台受政策挹注

- 疫後中國兩會後政府加大促消費政策，經濟復甦帶動民眾消費動能轉強，同時國務院著重推行貿易數字化及跨境電商，加上 AI 的高效賦能，看好商貿零售業未來的發展
- 國資控股的小商品城收入主要來自市場經營與商品銷售，利潤則主要為線上電商平台與線下市場經營，義烏市場的經營穩固，加上 Chinagoods 平台逐步完善，有望帶動業績增量
  - 國內外市場擴建，帶動租金收入增加；推行市場化定價，租金有近一步上升的空間
  - Chinagoods 平台受益於金融科技加速，集交易、倉儲、支付為一體，帶動收費利潤空

## 淨利潤在商業百貨領域排名第一



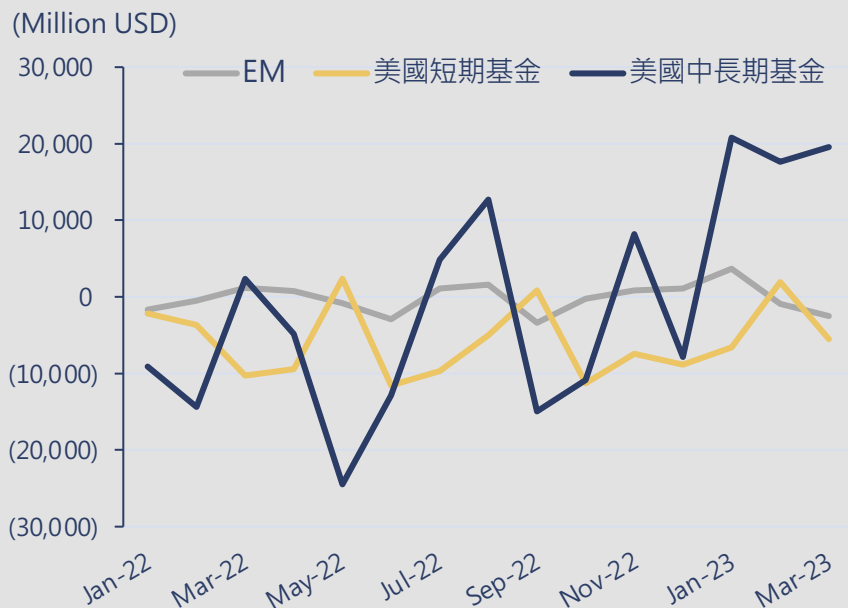
## Chinagoods 上線，平台成交額增長迅速



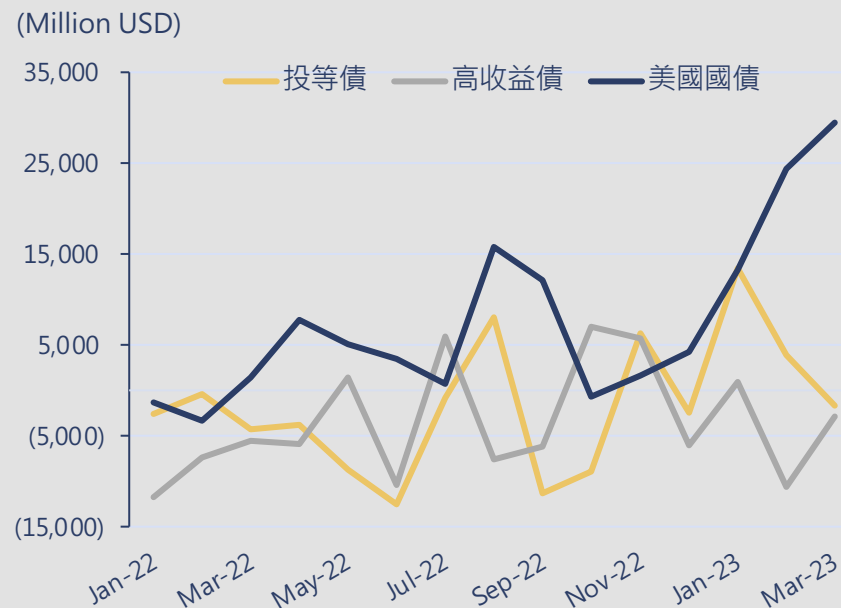
## 市場大量資金追捧國債，投等債投資價值浮現

- 美國中長期基金自 2022 年底快速攀升，每月資金流入量攀升至 200 億美元，短天期基金和新興市場基金資金流入量則逐漸呈現淨流出
- 依信用評級作區分，美國國債基金資金流入量自 2022 年底大幅攀升，短短一季內自 50 億美元上升至近 300 億美元，顯現市場避險情緒增溫，大量資金買入國債避險
- 投資等級債資金流入量處於盤整區間，相較於美國國債，投資等級債價值浮現

### 中長天期基金資金流入量上升



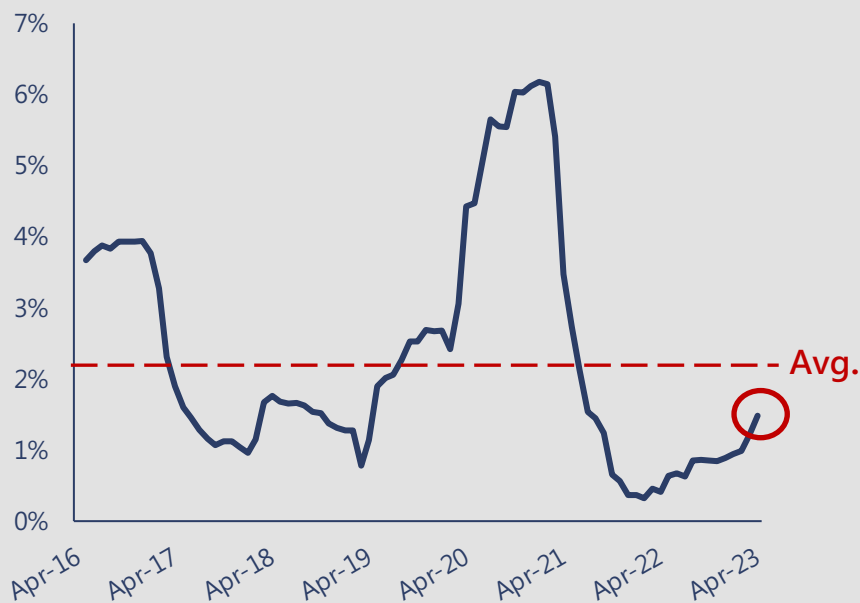
### 美國國債資金流入量大幅上升



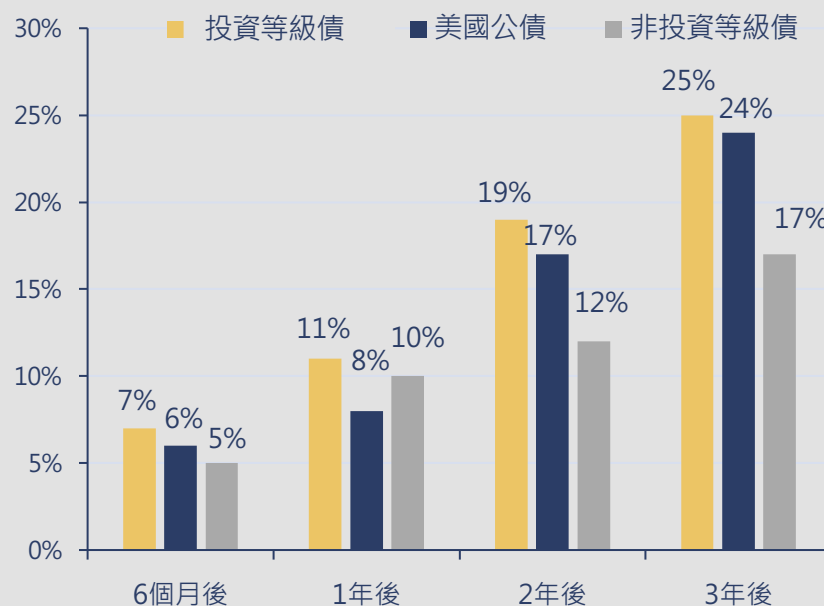
## 配置美國投等債，可享低風險與高報酬並行

- 2023 年 4 月美國公債違約率上升至 1.48%，雖有逐漸上升的趨勢，但目前整體違約率僅 1.48%，仍然低於疫情前水準，違約率上升主因為 2023 年 2 月美國金融業爆發危機所致
- Fed 前三次升息循環結束後，各期限內美國投資等級債報酬率，皆優於公債與非投資等級債，配置投資等級債，將為投資人追求更佳報酬

### 美國公司債違約率處於歷史低點



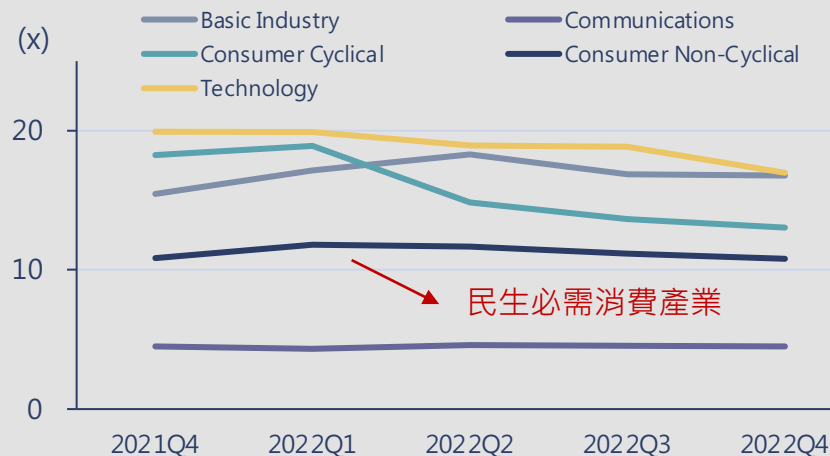
### 升息循環結束後，投等債報酬最優



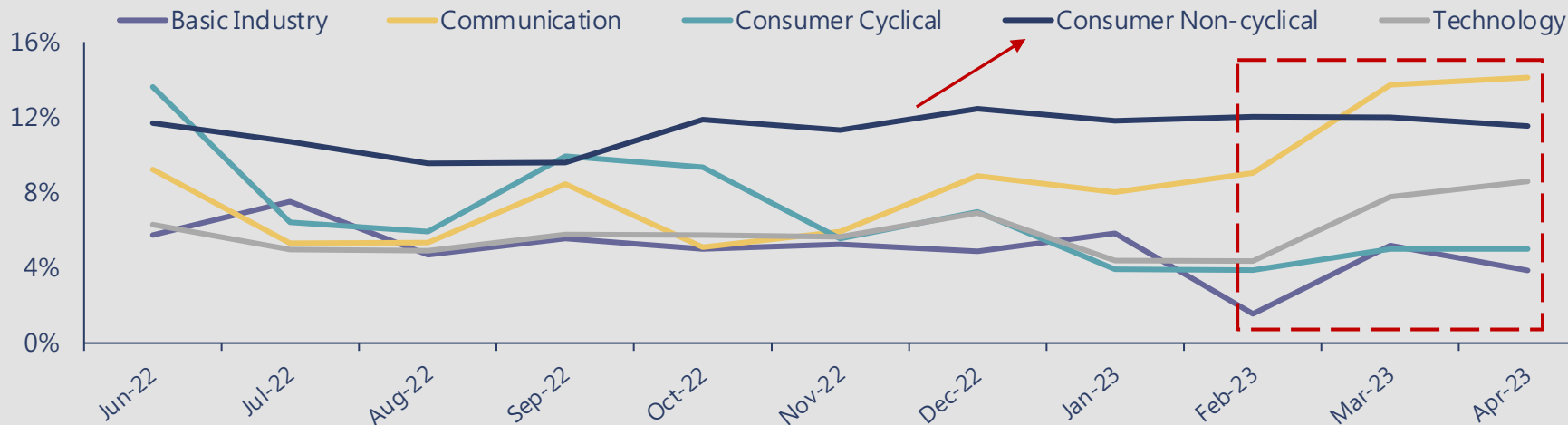
# 非循環性消費產業瀕臨違約比率、利息保障倍數皆維持穩定

- 非循環性消費產業利息保障倍數穩定，且瀕臨違約比率維持穩定，2023 年 4 月數據下降 0.55 個百分點至 11.54%
- 根據彭博瀕臨違約率模型數據，通訊業、科技業、循環性消費產業有明顯上升的趨勢，顯現非循環性消費產業即使在經濟衰退仍保有強勁的安全性

## 民生必需消費產業利息保障倍數穩定



## 多數產業瀕臨違約比率上升，民生必需消費產業持穩



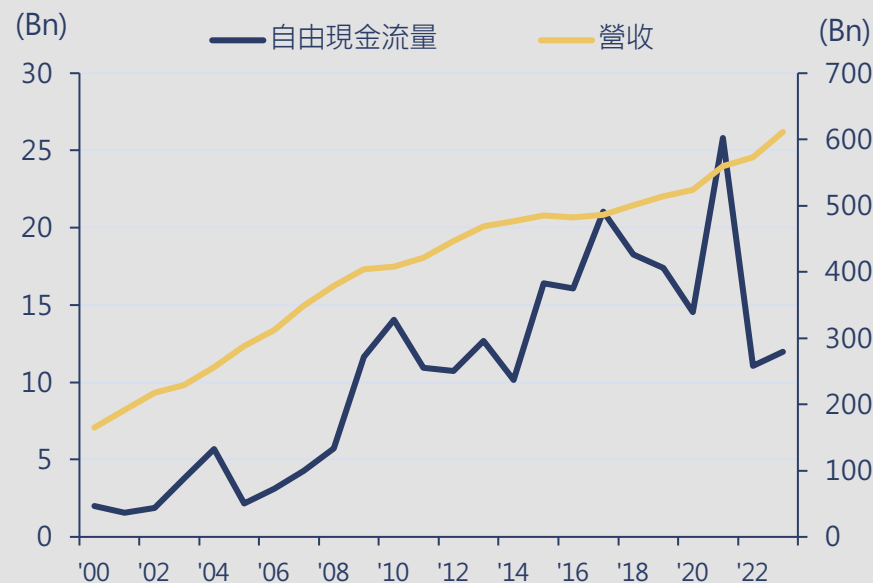
## 配置 Walmart 4.1% 04/15/33 AA，看好優良償債能力

- Walmart 為世界上最大的零售企業，自 1991 年發展至今已擁有 6,600 多家分店、總員工數 180 萬人、每周光顧人數達到 180 萬次
- 觀察公司的財務數據，在近 5 年以來，在流動性上保持穩定，債務權益比更是逐年下降，顯示沃爾瑪債務壓力減輕許多，具備優良償債能力
- 沃爾瑪作為基礎消費為主的零售商，因為民生必需品的支撐，在景氣下行階段較不受影響

### WMT 簡明財務表

	2019	2020	2021	2022
流動比率	0.79	0.97	0.93	0.82
速動比率	0.22	0.49	0.28	0.21
資產負債比	0.31	0.25	0.23	0.24
債務權益比	0.97	0.78	0.69	0.22
庫存周轉率	8.9	9.4	8.46	8.2
資產周轉率	2.3	2.29	2.3	2.5

### WMT 具備優越的付款條件，營運模式穩健



## 配置 P&G 3.6% 03/25/50 AA-，看好非景氣循環公司債穩健特性

- P&G 寶僑為全球最大日用消費品製造商，產品多為必須消費品，因此較不受景氣循環，每年營收、盈利率、淨利率穩定成長
- 自由現金流穩健，由於必需消費品通常不需要花太多費用研發或擴廠，因此資本支出相對低，應收帳款收現天數短，資金回收速度快
- 本檔債券為 P&G 發行的 30 年期投資等級公司債，債券票面利率為 3.6%，Moody、S&P、Fitch、皆給出 A 級以上信用評等

### P&G 寶僑簡易財務表

	2018	2019	2020	2021	2022
流動比率	0.83	0.75	0.85	0.7	0.65
速動比率	0.66	0.58	0.68	0.52	0.45
自由現金流	11,150	11,895	14,330	15,584	13,567
利息保障倍數	26.41	27.17	33.78	35.83	40.58
資產負債比	0.56	0.59	0.61	0.61	0.60
毛利率	49.71%	49.40%	51.18%	51.43%	47.65%

### 與同天期美國國債殖利率比較



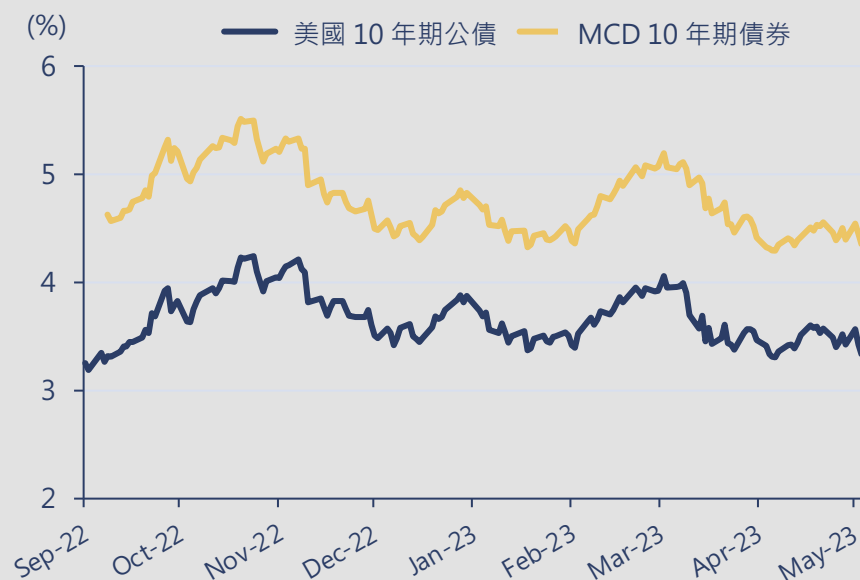
## 配置 MCD 4.6 09/09/32 BBB+，看好其現金流創造能力與穩健度

- MCD 是全球知名連鎖速食店，在超過 100 個國家擁有超過 4 萬家分店，MCD 的商業模式使得其擁有強大的現金流創造能力
- MCD 的流動比率和速動比率相較於疫情前有明顯上升的趨勢；淨負債比率和 DOAP 則有下降趨勢，表示其**負債狀況健康**，且和供應商的議價能力增加，在現金週轉方面表現佳
- MCD 10Y 公司債評級為 **BBB+**，截至五月殖利率為 4.4%，較美國 10Y 國債高出 110 ppts

### MCD 簡易財務比率

	2019	2020	2021	2022
流動比率	0.98	1.01	1.78	1.43
速動比率	0.97	1	1.75	1.41
利息保障倍數	9.15	7.02	9.70	8.48
淨負債比率	0.70	0.60	0.58	0.66
存貨周轉天數	1.84	1.97	1.91	1.90
應收帳款周轉天數	38.52	40.10	29.43	33.30
應付帳款周轉天數	57.43	65.98	55.02	55.26

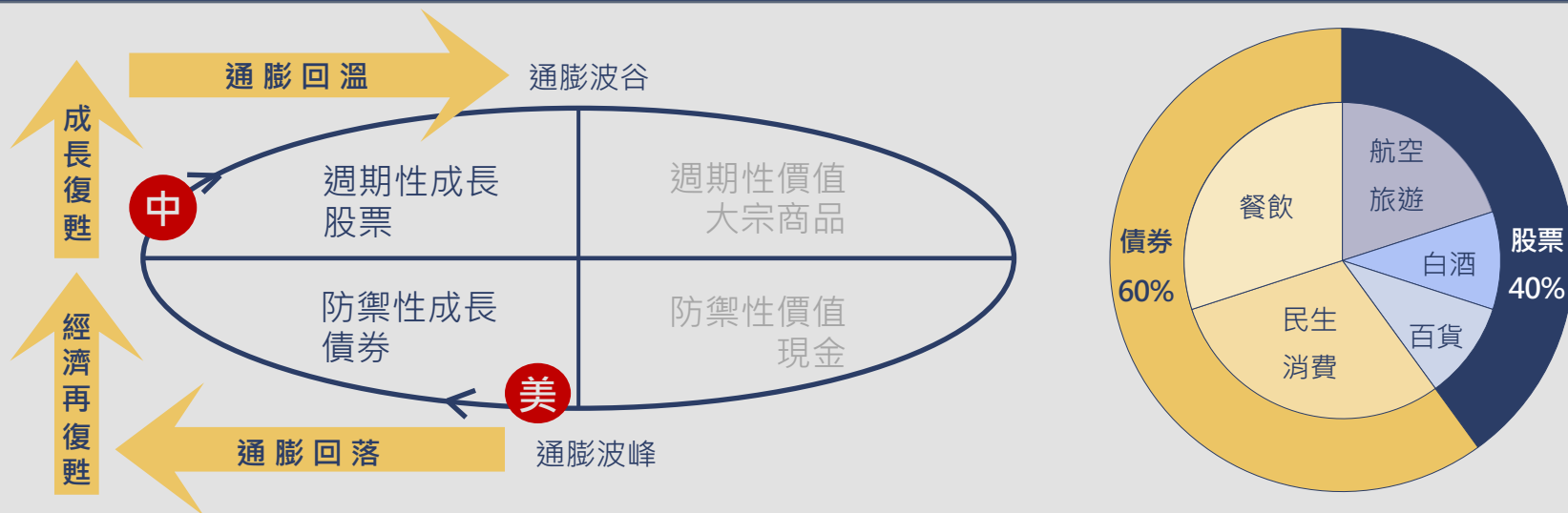
### 與同天期美國國債殖利率比較





# 結論：中美經濟體反向走勢，創造股債雙多頭格局

中國位於復甦起點，擴張性政策將持續帶來財富滲透效果，靜待週期性成長啟動



美國通膨具備高黏滯性，經濟下行與通膨黏滯角力之下，市場將進入衰退交易

- 本基金奉行**股債平衡型配置**，以中國、美國經濟循環點位不同，分別進行股票與債券配置
- **中國**：社零已恢復至疫前水平，CPI 增幅收窄，整體經濟呈現弱復甦趨勢，其中又以接觸型消費、餐飲業收入與商品貢獻程度高，**配置第三級產業 A 股時機浮現**
- **美國**：通膨黏滯性明顯，聯準會 2023 年內降息可能性低，且零售銷售與個人實質支出 MoM 下行趨勢明確、PMI 與美國領先指標皆持續走低，因此美國經濟具備下行風險，故**配置穩健與高評級長天期債券**，最大化殖利率下行後的資本利得