



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年5月26日

投資研究週報

揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

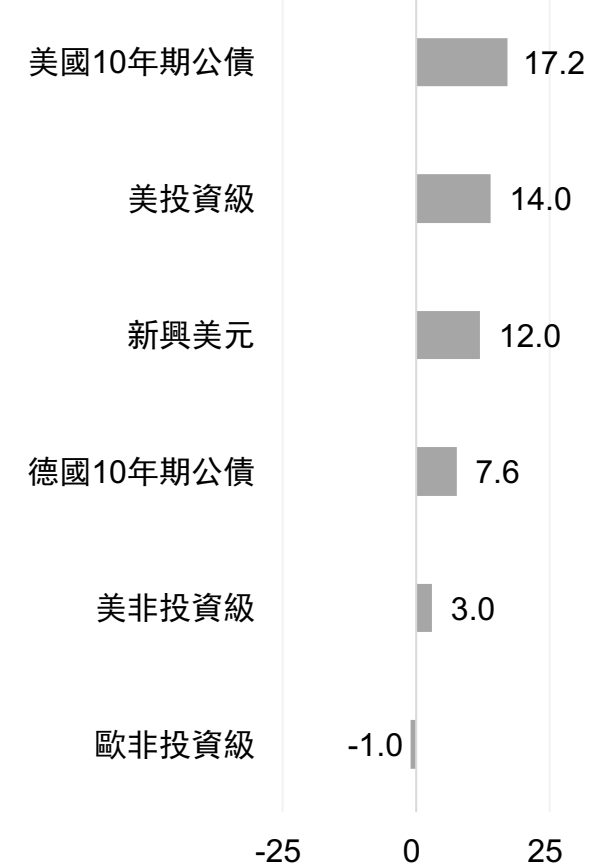
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/5/18- 2023/5/25。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 鮑爾暗示將暫停升息, 把握利率逢高契機

Fed主席鮑爾表示美國通膨遠遠高於2%目標, 但鑑於信用情勢更緊縮下可能無需繼續升息, 使殖利率長線偏下行趨勢更加確立。可把握短線舉債上限議題未平, 恐慌拋債情緒使殖利率走高的契機布債。

▶ 輝達財報亮眼, 透露著AI運用趨勢已成型

輝達財報優於市場預期, 且輝達藉由AI運用, 資料中心相關營收已可挑戰傳統PC霸主英特爾, 意味AI時代已來臨, 並以快於市場預期的速度推展。AI應用遍地開花下, 相關供應鏈將有望受惠。

▶ 日股強勢, 背後原因為何? 如何布局

日本掌握半導體關鍵技術, 且受惠巴菲特配置等題材支持下具長線利多, 然隨日股已來到30年以來高位, 且全球經濟前景仍不明朗的環境下, 追高風險較大, 採拉回分批布建仍是較穩健的做法。

股市

升息屆頂有利股市評價面外, 製造業景氣亦處於循環底部, 故研判股市再破底機會不高, 但是在經濟前景不明朗的環境下, 布局仍宜挑選具成長潛力的大型龍頭股, 拉回布建。

債市

升息難脫尾聲, 長線將有利公債殖利率逐步下行, 且經濟動能疲弱壓抑殖利率反彈空間, 債市布局應把握殖利率反彈契機。

匯市

中國經濟數據弱於預期, 通縮風險升高, 料人行仍將繼續寬鬆政策下, 將不利人民幣走勢。考量半導體循環, 今年上半年台灣整體企業的獲利動能仍然較弱, 台幣匯價恐呈「先貶後升」的格局。

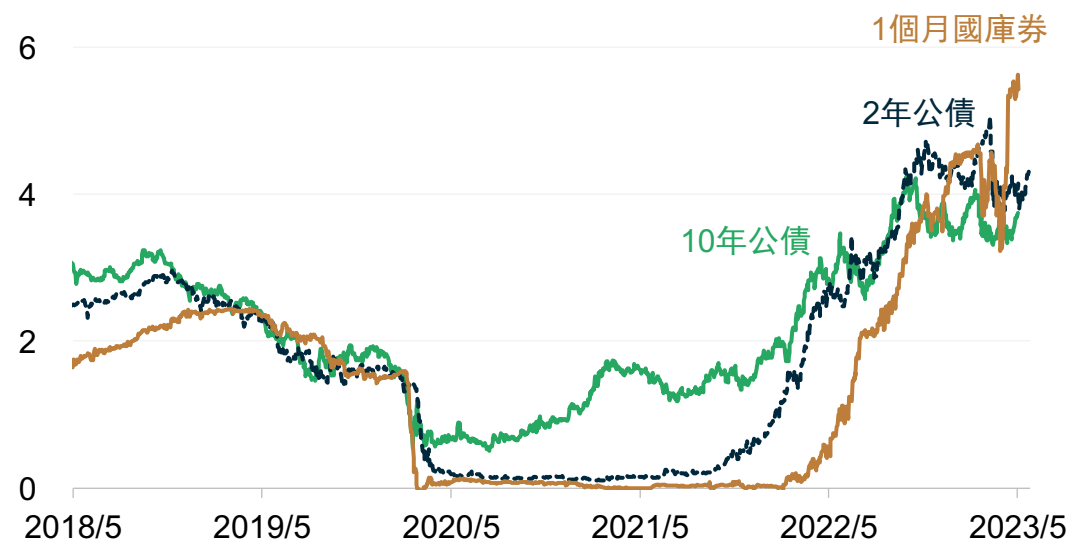
鮑爾暗示將暫停升息, 支持殖利率長線偏下行的趨勢

5月FOMC會議以來受到1)多數Fed官員表示不預期今年有降息空間, 甚至有部分官員表示不排除未來仍有升息空間的鷹派言論, 2)隨著美國財政部長葉倫預估可能觸及違約的日期X-date 6/1逐漸逼近, 引發公債債權人的恐慌下, 10年公債殖利率一路由3.4%來到3.8%。

關於貨幣政策: 而近期Fed主席鮑爾言論, 也明確提到美國通膨遠遠高於2%目標, 但鑑於信用情勢更緊縮下, 可能無需繼續升息, 釋出6月有望暫停升息的訊號, 意謂**隨升息近尾聲, 仍是支持殖利率長線偏下行的趨勢**。

5月以來美國公債殖利率震盪走高

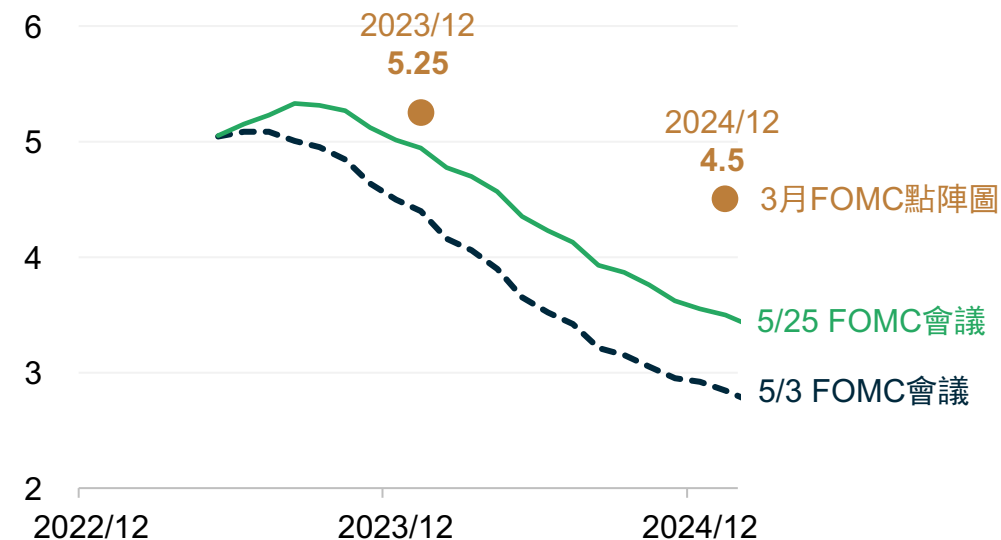
殖利率, %



資料來源: Bloomberg。

多數Fed官員不預期今年有降息空間, 降息預期有所降溫

美國利率期貨, %



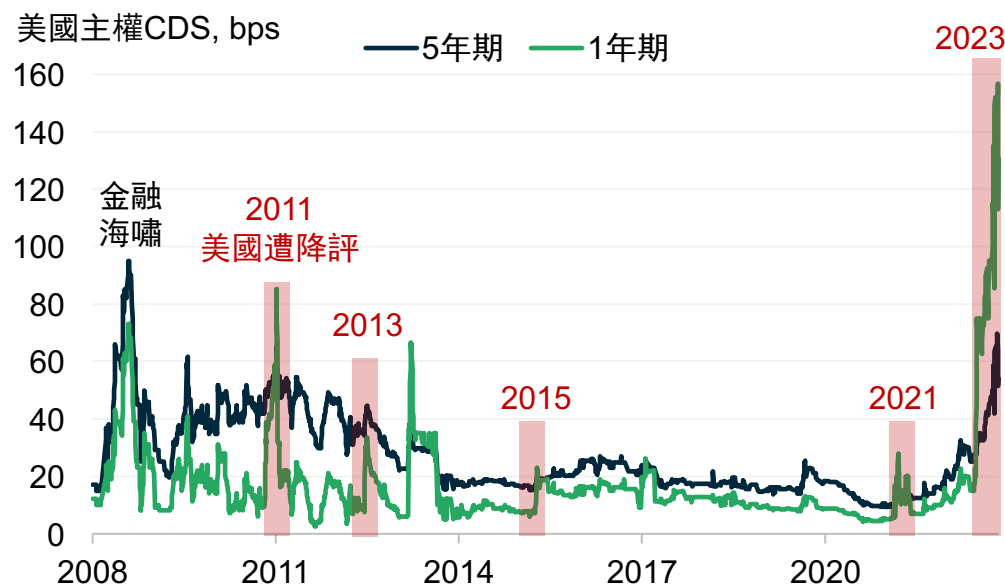
資料來源: Bloomberg。

舉債上限議題延續, 市場波動難免, 或提供債券布債契機

舉債上限議題未了, 持續為市場的擾動因素之一, 除了各年期美國主權債的CDS紛紛走高外, 債權人的恐慌情緒也反應在債券利率上, 尤其在到期日接近6月初, 也就是目前預估X-date坐落處的國庫券殖利率飆升最快。

然觀察, 1)歷史上美國寧可政府關門也極力避免美債違約。2)雖在觸及違約日前, 市場波動加大恐難避免, 然參考2011年美國因舉債上限遭降評, 市場仍是湧入美債避險。提醒目前持有美債者無須過度擔憂, 且不妨可以把握**短線紛擾帶動殖利率走高的契機布債**。

舉債上限議題未了, 添增市場的波動

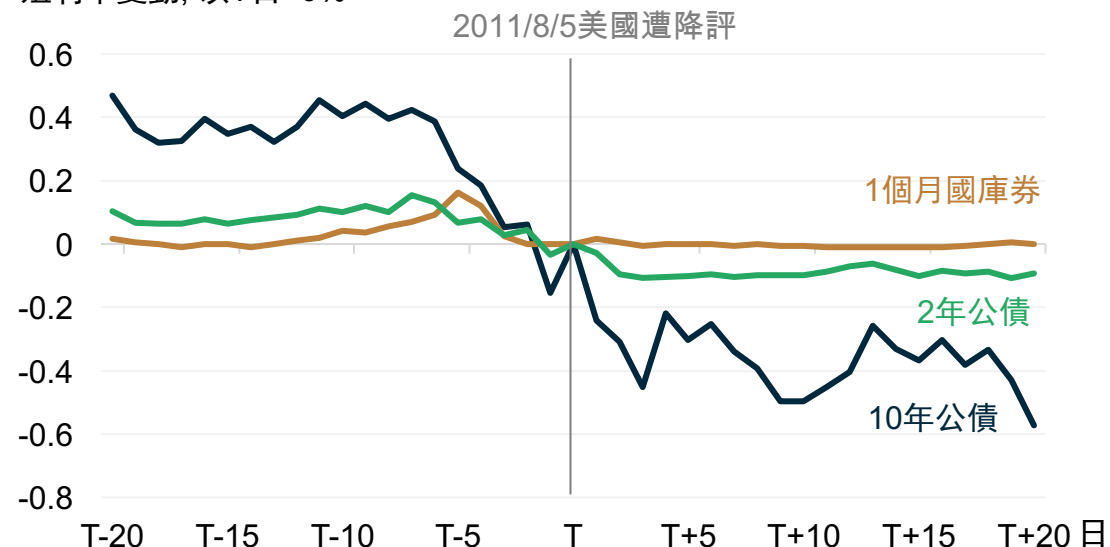


註: 紅字標記處為舉債上限議題引發市場動盪時。

資料來源: Bloomberg。

美國2011年因舉債上限遭降評後, 市場仍是湧入美公債

殖利率變動, 以T日=0%



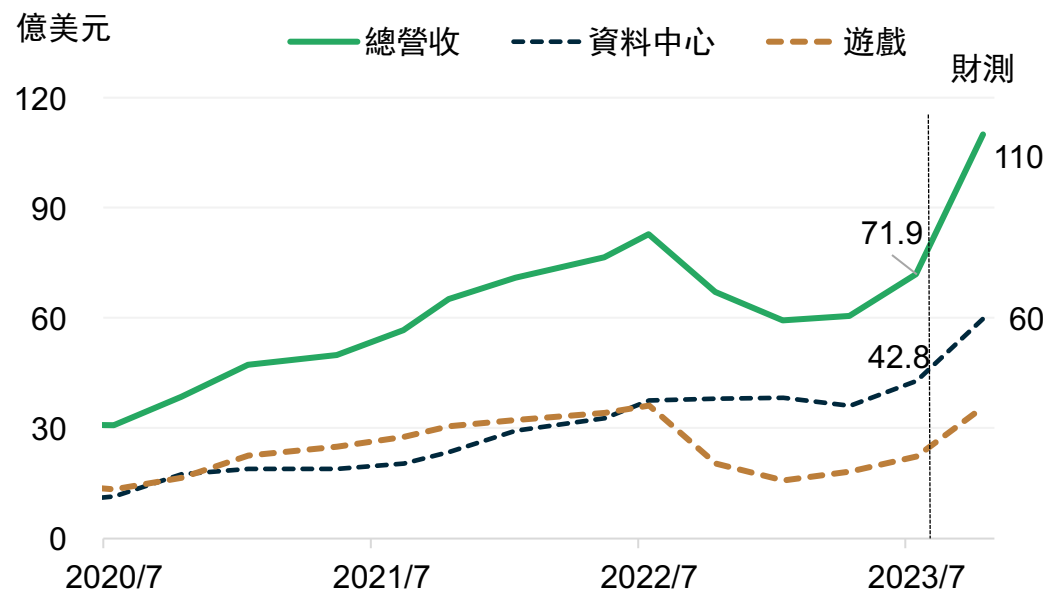
資料來源: Bloomberg。

輝達財報大幅優於預期, 透露AI應用已經如火如荼的展開

ChatGPT問世後, 能夠以文字和人類對答如流的能力, 打破眾人以往對於機器人總是生硬回答的印象, 在短短2個月內就突破1億用戶, 成為史上最快, 也引發市場對於AI可能的應用有了更多想像。

而在AI繪圖晶片及資料中心(AI伺服器)具有領先地位的輝達, Q1財報顯示營收與EPS分別為71.9億美元與0.83美元, 均優於預期外, 對本季營收動能預估達110億美元, 也大幅優於市場預期的71億美元, 透露著AI運用趨勢已成型, 並正在以快於市場預期的速度推展, 且不論AI的應用場景如何展開, AI繪圖晶片和半導體廠商都將是實質的受惠者。

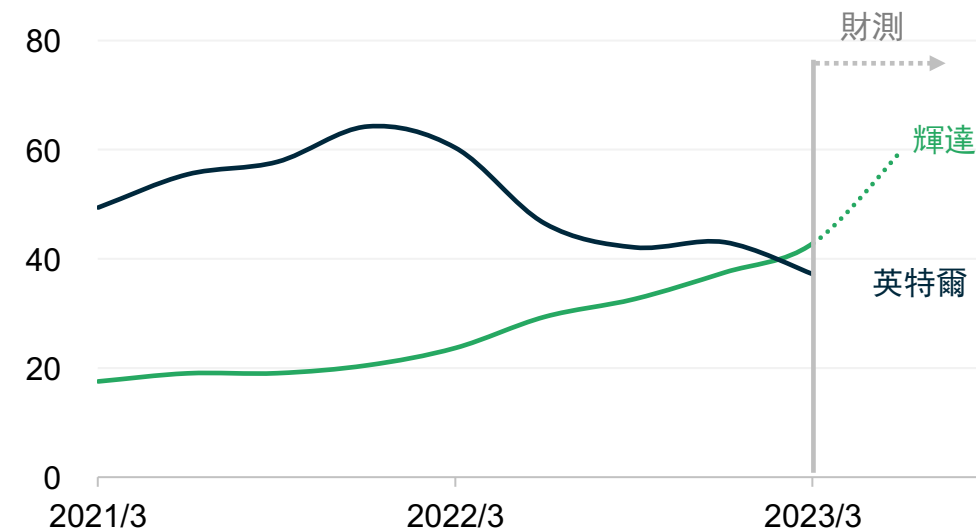
受惠資料中心, 驅動輝達營收快速增長



資料來源: Bloomberg, 輝達。

輝達藉由AI運用, 挑戰傳統PC霸主, 意味AI時代已來臨

資料中心營收, 億美元



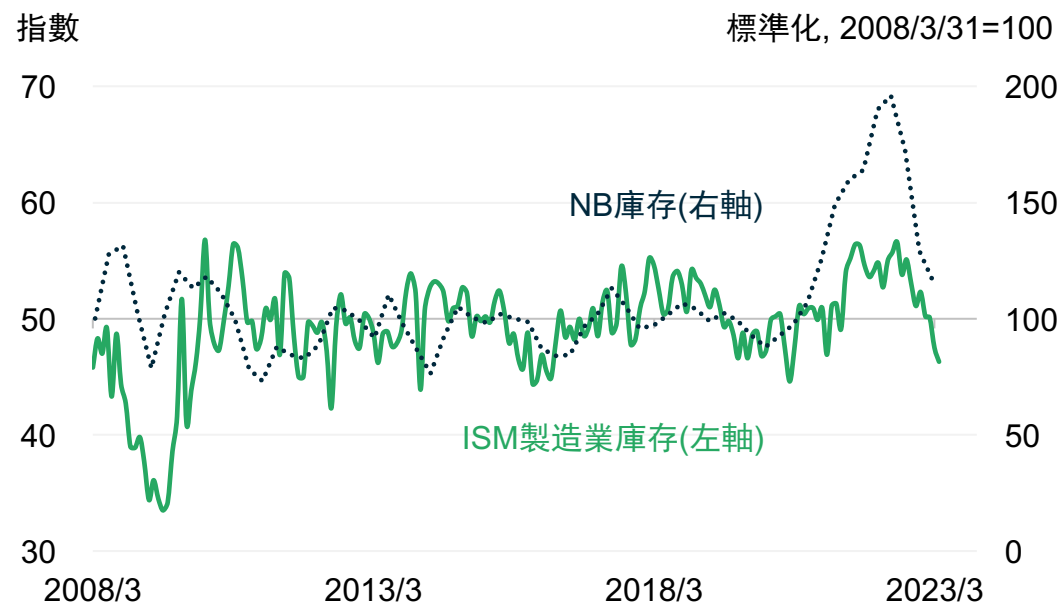
資料來源: Bloomberg。

製造業庫存問題緩解，疫情紅利消退後首當其衝的產業有望迎來轉折

整體製造業庫存問題緩解，就連疫情紅利消退後，又較缺乏新應用的成熟產業——筆電為例，雖然庫存水準還未回到最健康的狀態，但去庫存也已見成效，加上消費性電子產品受惠具有一定使用年限，以NB來看大約每3年就會有換機的需求，以前次出貨高峰為2021Q4來看，已出現連兩年下滑，2024年NB市場似有成長空間，相關類股也有望提前反應。

科技產業庫存去化有一定成效下，可期待下半年景氣出現轉折，因此，未來半年視為分批進場契機，儘管舉債上限、升息議題未來一段時間仍將擾動市場，但股市拉回應站買方思考。

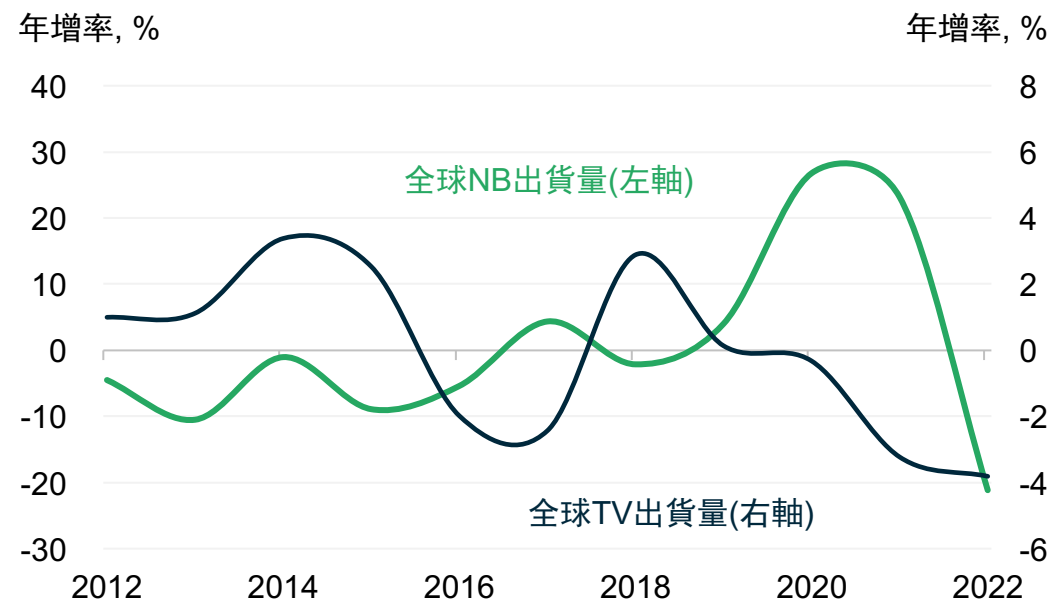
整體製造業乃至NB庫存偏高的問題已緩解



註：NB庫存取宏碁、華碩平均。

資料來源：Bloomberg。

消費性產品多具有一定使用年限，將有望受惠換機潮



資料來源：Bloomberg。

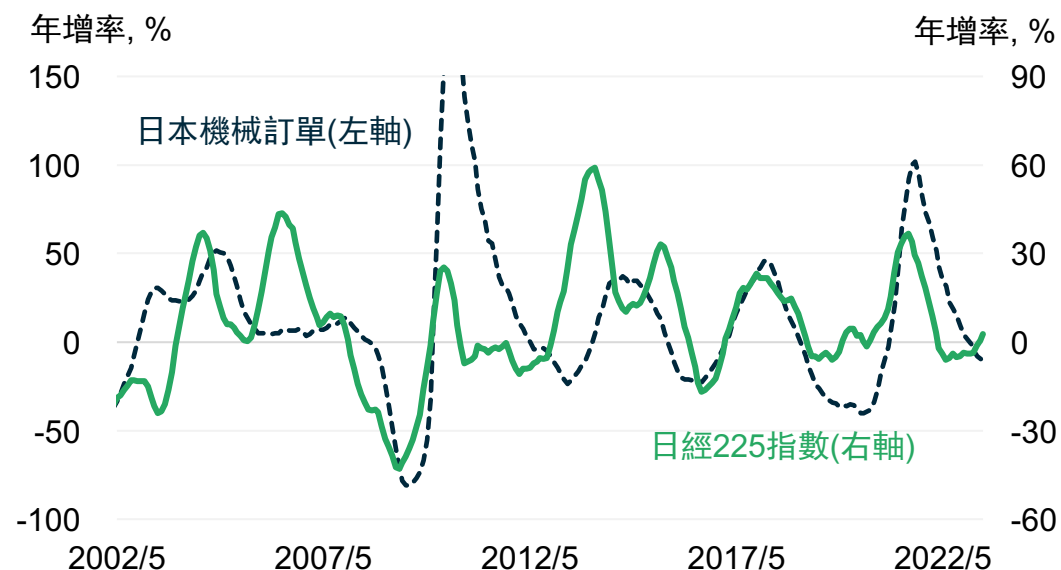


日股創30年來新高, 追價風險升高

巴菲特再度增持日股、日圓近期回貶至138, 加上日本企業近期也回補庫藏股, 使得日經225指數一舉突破3萬點大關, 創30年來新高。考量日本央行未來可能緊縮貨幣政策, 股價目前處在歷史高位, 及出口衰退等因素, 追價風險高。值得注意的是, **日本經濟產業省5/23宣布, 將23個半導體品類列入出口管理限制對象名單, 並於7/23開始實施。由於中國為日本最大出口國, 若中日關係惡化, 也將影響市場信心。**

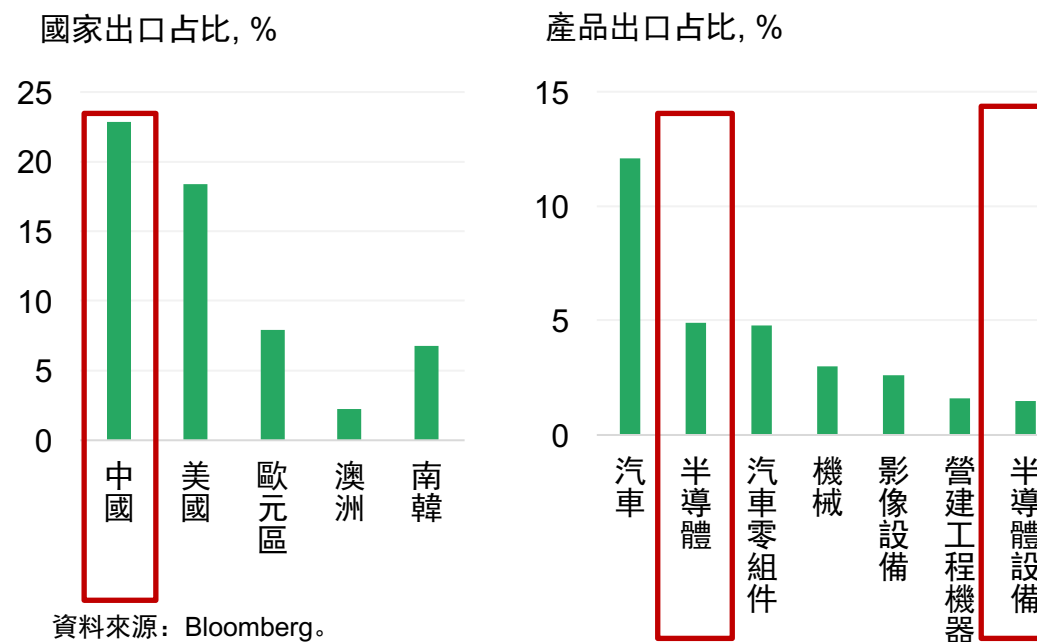
不過, 此波日股走強, 並非無稽之彈, 主因有三, 1)科技自主與人工智慧興起下, 日本企業掌握關鍵技術。2)巴菲特提高長線配置資金, 加大日股投資力度; 3)疫後解封的消費熱潮, 日本品牌、觀光類股可望受惠。因此, 日股長線仍不看淡。

日本機械訂單萎縮, 透露全球經濟活動仍偏弱



資料來源: Bloomberg。

若中日貿易關係惡化, 將進一步衝擊出口

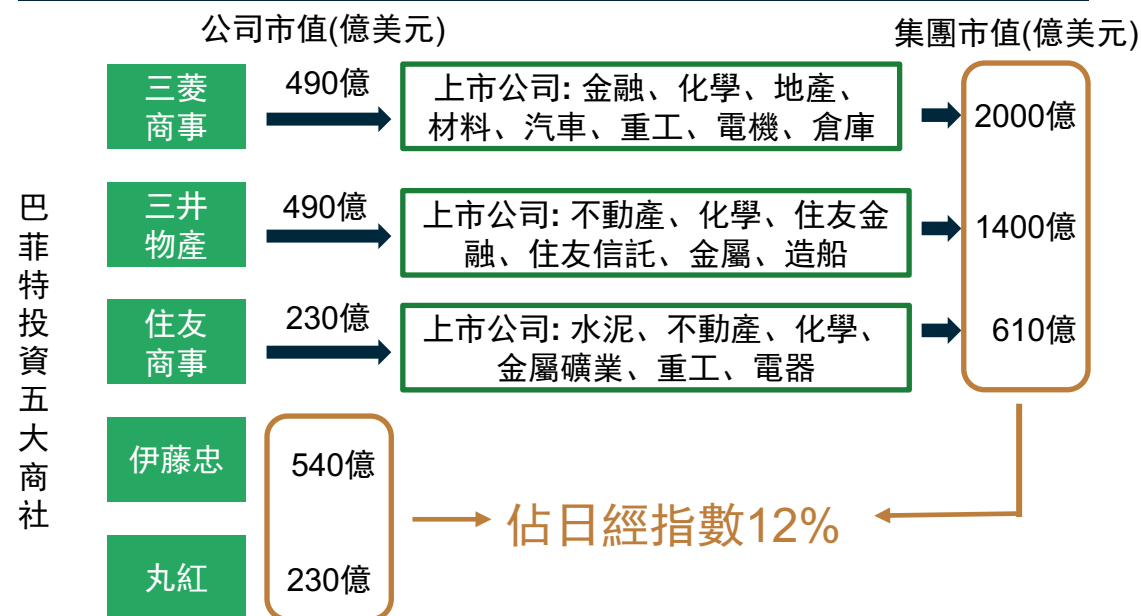


巴菲特增持、日本掌握關鍵技術，提供長線布局契機

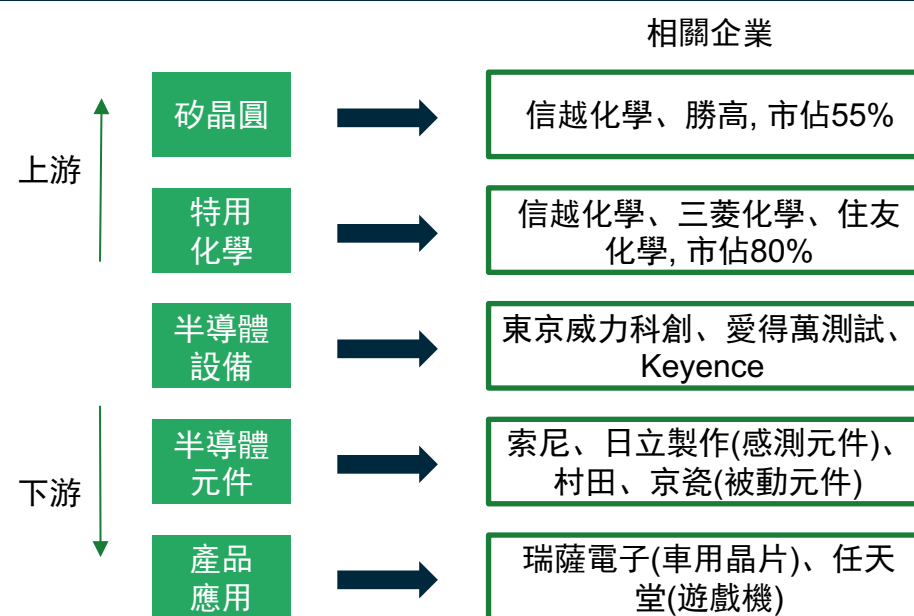
巴菲特於2020年首度入主日本五大商社，包括三菱商事、三井物產、住友商事、伊藤忠商事、丸紅，2023/4表態，將擴大投資，再度引發市場關注。五大商社不僅是5間上市公司，但背後也代表日本5大財閥，牽動的上市公司總市值達4600億美元，佔日經225指數的12%。由於巴菲特的投資邏輯主要是長線布局且側重基本面，因此，巴菲特的增持，將提供長線資金動能。

另外，自2018年川普發動貿易戰以來，各國開始注重關鍵技術與供應鏈的掌握，2020年的疫情衝擊，讓各國更加確認掌握技術的必要性，尤其是半導體技術。以各國半導體供應鏈的角色來看，日本雖在代工製造部份遠落後台灣、南韓，但就上游的原料、設備，卻是具有壟斷的角色，如信越化學在矽晶圓與特用化學的市佔率高達8成，東京威力在蝕刻設備上也高達7成。

巴菲特增持五大商社



日本企業掌握半導體關鍵技術



註：市值以5/25收盤價為基礎。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

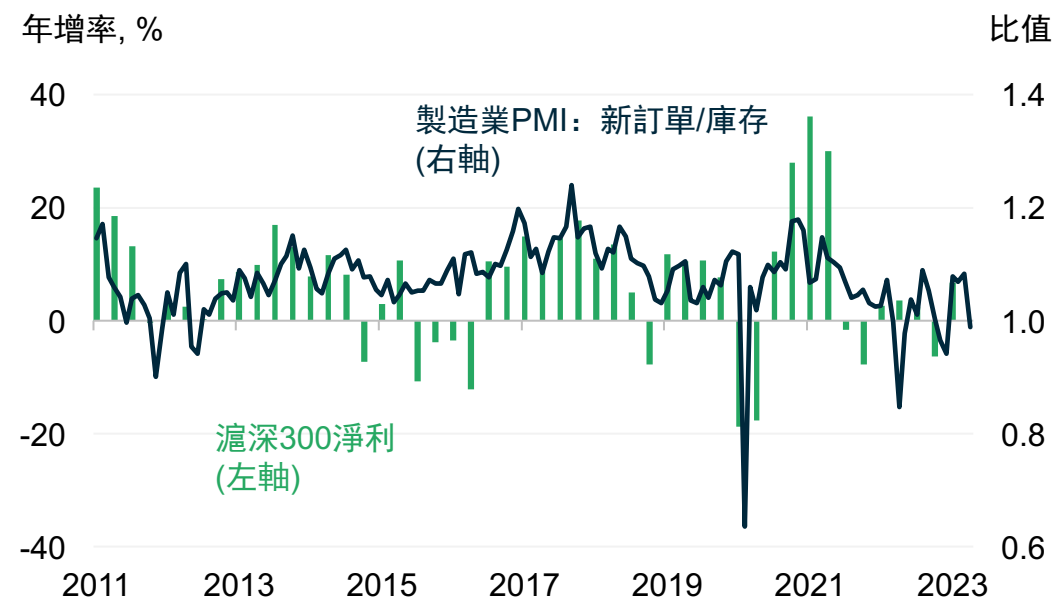
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

中國 經濟數據放緩添市場擾動, 寬鬆政策提供評價面支撐

4月各項中國經濟指標出現回落, 從製造業PMI、進出口、新增社融到生產投資等, 整體較前3月放緩之外, 也弱於分析師預估值。盡管消費活動亮眼, 但對總需求的提振效果不如預期, 使經濟復甦的不確定性上升, 大盤也回吐今年漲幅。

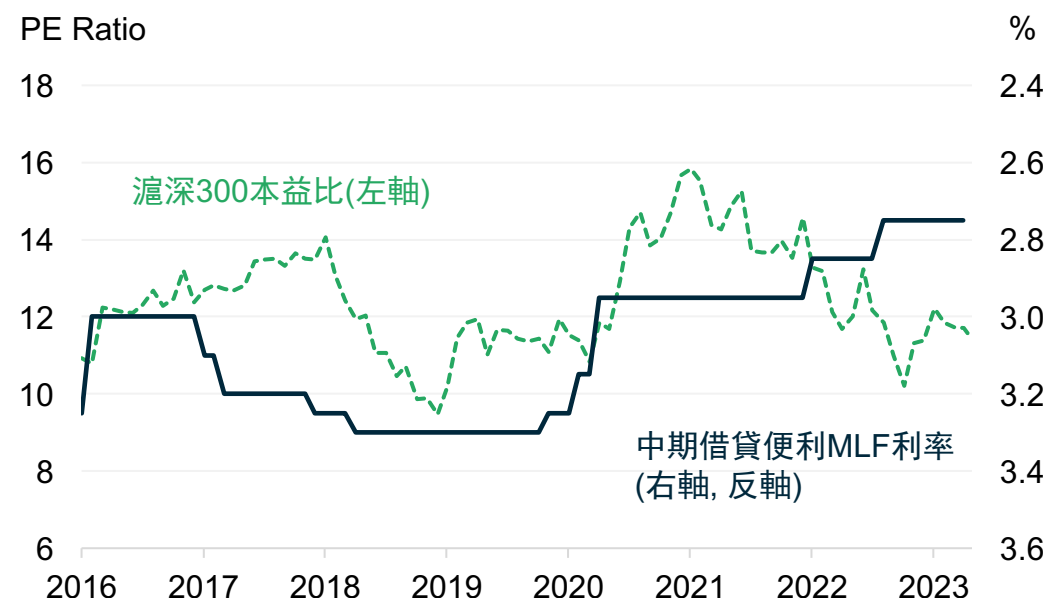
展望後市, 經濟增速出現回落, 加上日本跟進管制半導體設備出口至中國, 使投資人情緒偏弱, 預期A股短線延續震盪盤整格局。對下半年而言, 考量以下因素: 1)國務院總理李強在山東調研時強調, 要採取更有針對性措施擴內需穩外需, 研判政策面的積極性可望延續; 2)需求不穩的環境下, 貨幣政策也將保持寬鬆, 有望提振評價面表現; 3)景氣循環階段仍處於復甦階段。研判股市的下方風險有限, 全年展望保持正向。

4月成長動能降溫, 獲利復甦疑慮增添市場擾動



資料來源: Wind。

本益比位階偏低, 寬鬆政策提供下方支撐



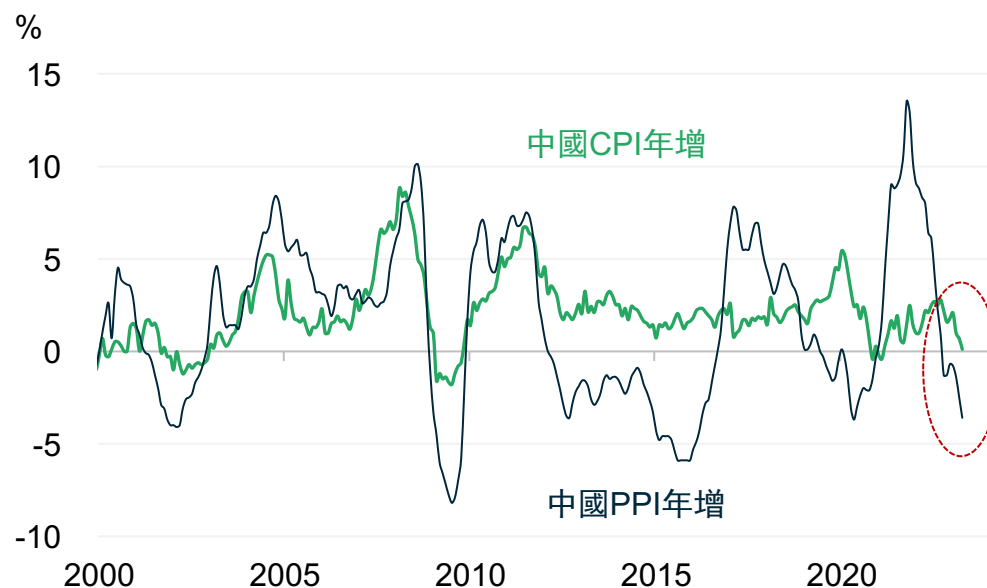
資料來源: Wind, Bloomberg。

人民幣 中國恐陷通縮風險, 人行無可避免繼續寬鬆政策, 基本面壓力仍不利人民幣走勢

中國面臨多重經濟困境, 包括房地產下行、外資撤離等, 這些因素都對中國經濟造成嚴重的影響, 這些影響也在在表現於中國物價的表現。

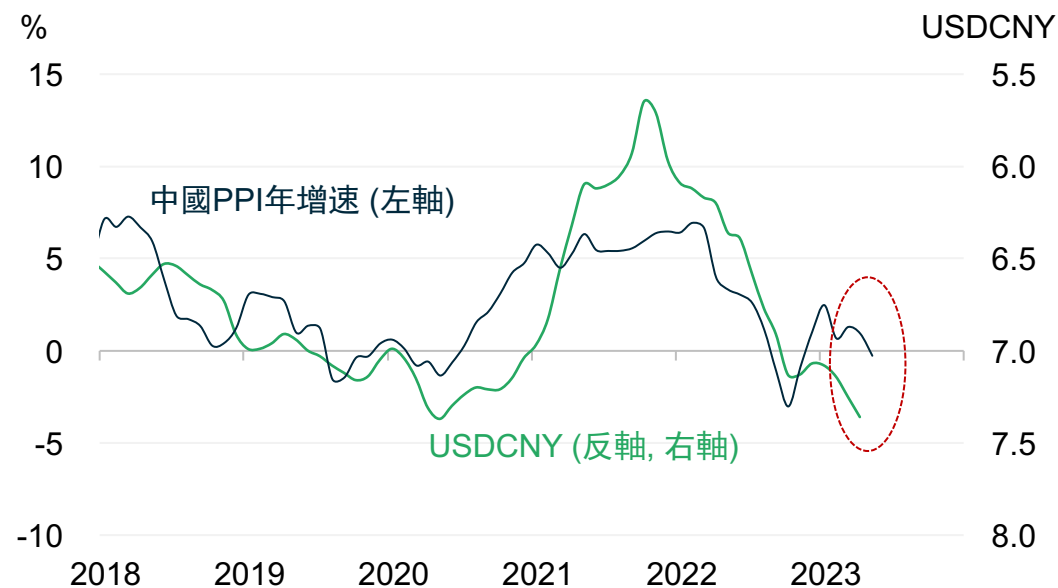
為了應對經濟下行壓力和房市帶來的金融風險, 中國人行在今年已經多次實施了寬鬆政策, 包括降低存款準備金率、提供流動性支持等。然而, 這些措施並沒有有效地刺激實體經濟和改善市場信心。且在全球主要央行貨幣緊縮的政策背景下, **人行續行寬鬆政策, 更將對人民幣匯價形成壓力。**

中國通膨持續下行, 透露內需不振, 恐陷通縮風險



資料來源: Bloomberg。

人行續行寬鬆避免通縮, 貨幣政策將不利人民幣



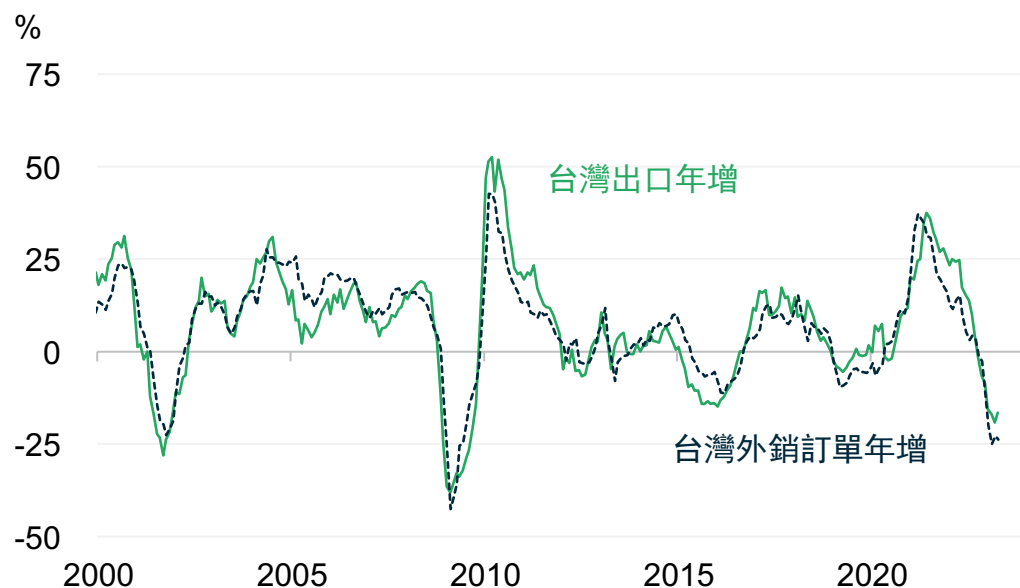
資料來源: Bloomberg。

台幣 外銷訂單仍舊呈現年減，但部分產業去庫存已有成效；台幣匯價則呈『先貶後升』格局

基本面：經濟部5/22公布4月外銷訂單424.9億美元，為歷年同月第三高，但年減18.1%、寫下連續8個月負成長；今年前4月訂單金額1787.1億美元，與去年同期相比，大減20.6%，不僅終結連續2年同期正成長，更是金融海嘯後、2010年以來同期最大減幅。但就各產業存銷比來觀察，雖然多數存銷比仍高於過往，但部分產業存銷比已有見頂跡象，也給予相關類股下方支撐。此外，國發會主任委員龔明鑫受訪時表示，整體看來，出口狀況依然不太好，但**最晚Q4可望看到明顯的復甦、反彈。**

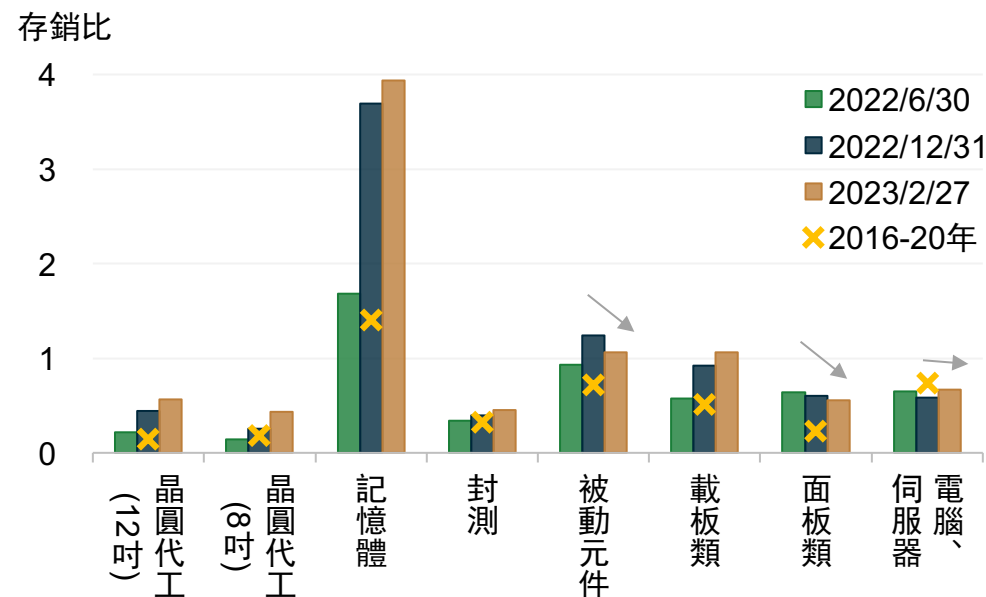
匯價：因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，此有利支撐台幣匯價；但**考量「半導體循環」**，今年上半年整體企業的獲利動能仍然較弱，易受台股牽引，**台幣匯價恐呈『先貶後升』的格局。**

近期公布外銷訂單數據，仍舊呈現年減的狀況



資料來源：Bloomberg。

多數存銷比雖仍高於過往，但部分產業已有見頂跡象



資料來源：Bloomberg。

May/Jun 2023

29

Monday

日本景氣動向領先指標
德國零售銷售
英國/美國休市

30

Tuesday

美國Case-Shiller房價指數
美國經濟諮詢會消費者信心
歐元區消費者信心指數
日本失業率

31

Wednesday

美國JOLTS職缺
韓國工業生產
日本零售銷售
日本消費者信心指數
德國失業人口變動
德國CPI
中國製造業PMI

1

Thursday

美國初領失業救濟金
美國ADP就業變動
美國ISM製造業PMI
歐元區CPI
歐元區失業率
台灣製造業PMI
中國財新製造業PMI

2

Friday

美國非農就業人口
美國失業率
韓國GDP
韓國CPI

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666