



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

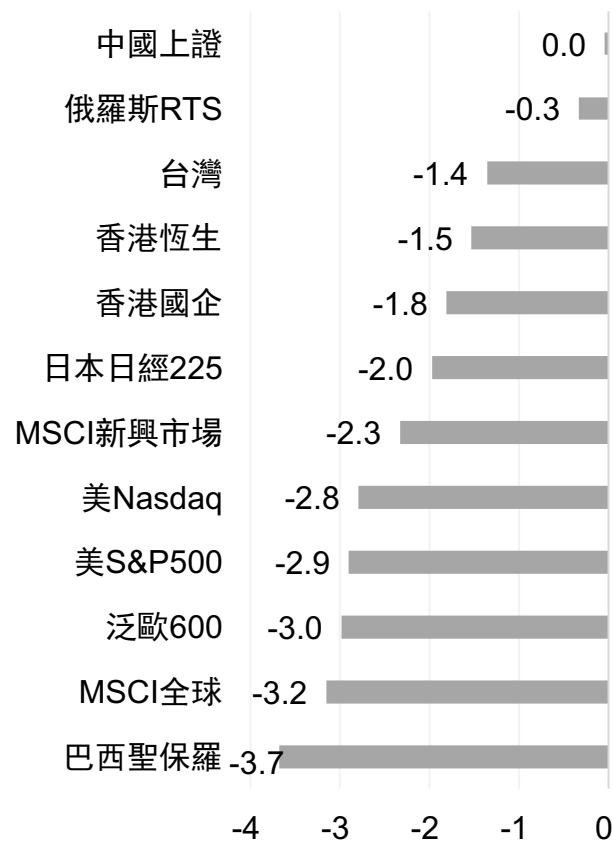
2023年9月28日

# 投資研究週報

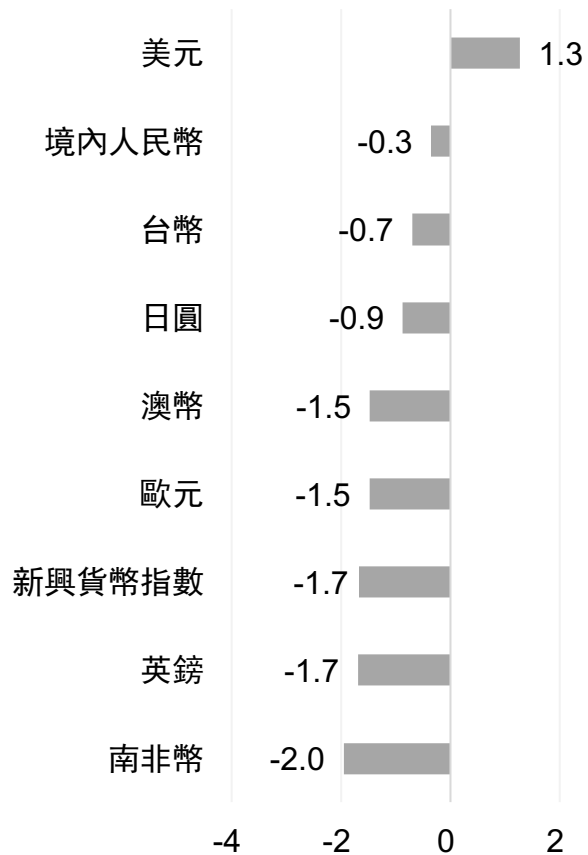
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 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：2023/9/20- 2023/9/27。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 本週焦點：美政府關門危機、油價走揚及央行鷹派言論，推升美10年公債緩步走揚，股市震盪偏弱

- 美10年債殖利率攀至4.6%，後續如何看：國會預算卡關、油價走揚及央行鷹派言論，使美10年債殖利率創16年新高。政治僵局及高利環境使景氣面臨下修，加上通膨續降，美債利率上方空間有壓。
- 蘋果銷售報佳音，支持製造業回溫態勢：美債利率高盤，使股市評價承壓，但製造業底部回升方向不變，且蘋果銷售優於預期，提供股市拉回分批布建契機。
- 中國持續推出刺激房市政策：恆大地產問題未了，不過中國穩定房市決心更加明確，如認房不認貸，有利短期信心回升，但中國經濟冷復甦及去槓桿方向不變下，股市上方空間有限。

### 2) 後續關注重點：

- 美國ISM數據、蘋果銷售狀況、預算法案進度。

## 策略思維

- 1) **股市：**美債利率走高下將持續壓抑評價修復行情，科技股短期仍顯震盪，但製造業庫存調整近尾聲，加上iPhone與華為手機銷售可望上修，提供股市拉回布建契機。
- 2) **債市：**美政治僵局與Fed鷹派言論，美債利率短線仍將高盤，然考量明年GDP下修的壓力，加上核心通膨降溫態勢延續，預期殖利率終將逐步回落。策略上，利率逢高仍視為布債契機。
- 3) **匯市：**歐元區景氣疲弱支撐美元短期高位；基本面仍在築底階段，使台幣近期仍屬弱勢。

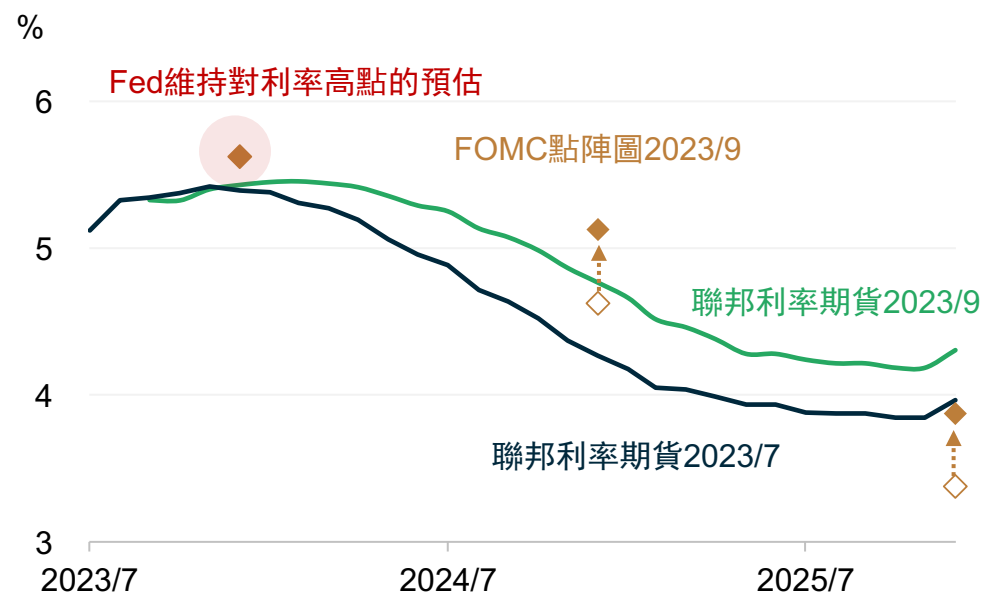


## 美10年公債殖利率為何創16年來新高？

美10年公債殖利率攀至4.6%，續創16年來新高，主因有四，1)Fed釋出需要利率維持Higher for longer, 2)美政府關門危機，市場擔憂美債信受到波及，3)油價再創今年以來新高。

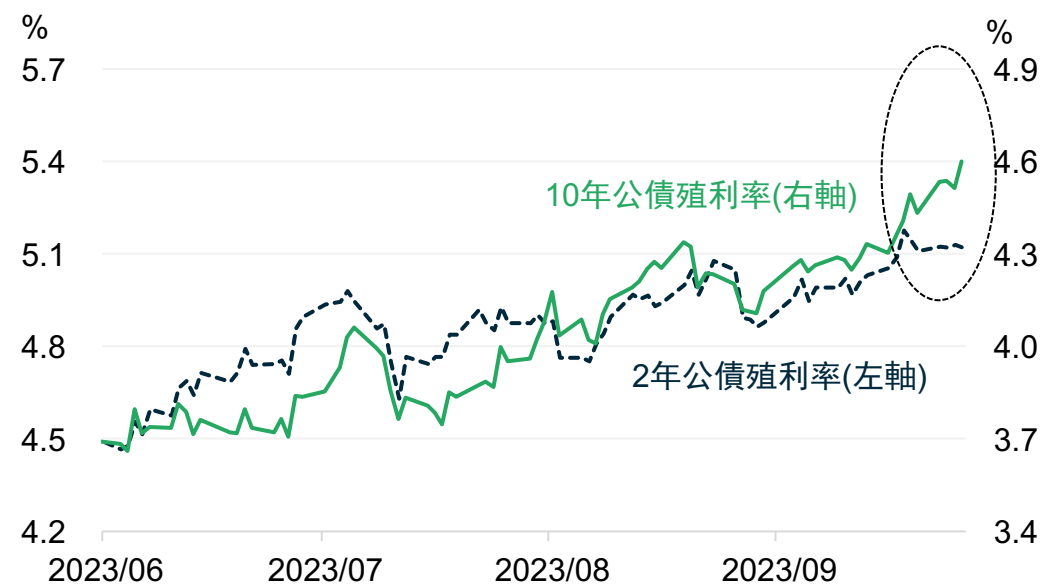
以金融市場表現來看，美10年公債殖利率雖持續走揚，但2年期公債殖利率卻從高點回落，顯然市場並不是擔心聯準會再度升息1碼的風險，比較可能是受到事件面所主導，例如，摩根大通執行長表示，預期聯準會政策利率可能上揚至7%，進一步加深市場對債市的擔憂。

### Fed傾向調控利率維持高位的時間，而非進一步升息



資料來源：Bloomberg。

### 美長債利率與短債利率短線出現分歧



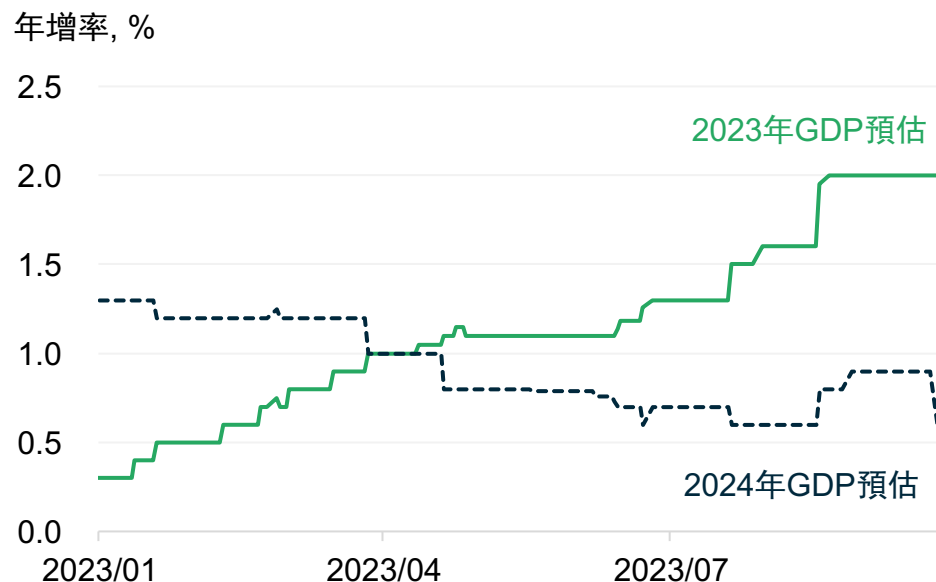
資料來源：Bloomberg。

## 經濟下修壓力與通膨降溫，美債利率上方有壓

以過去的經驗來看，**政治僵局的結果往往就是預算的削減，加上聯準會的高利政策影響，市場對2024年GDP增長預期持續在下修**，投行近期也預估，若政府關門持續，美國今年Q4的成長率，可能從前季的3.1%滑落至1.3%。信評公司穆迪也指出，政治僵局不影響償債能力，**但政府脆弱的治理能力，可能影響信用評等。**

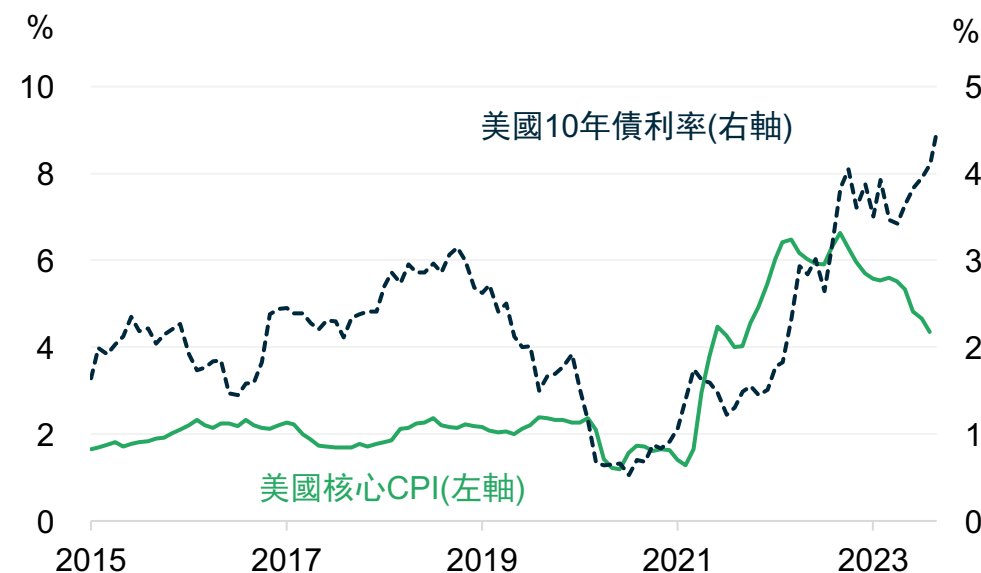
此外，美國學生貸款也將於10月開始償還，將使部分民眾的消費力下降，有助通膨維持下降態勢。整體而言，**經濟成長力道趨緩，通膨維持下降態勢，都限制美10年公債殖利率上方空間。**

### 高利率環境，已使2024年GDP面臨下修壓力



資料來源：Bloomberg。

### 核心通膨持續降溫，將壓抑利率上方空間



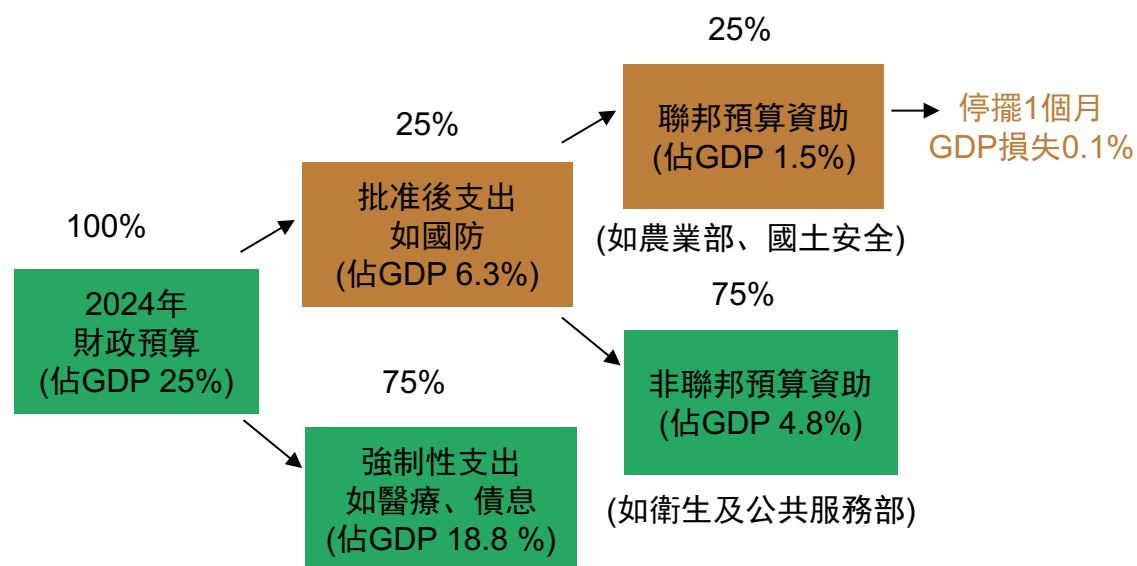
資料來源：Bloomberg。

## 美國政府關門實質衝擊有限，但留意信評變化

美國會若無法在9/30前通過2024年6.9兆美元的財年預算(佔GDP約25%)，部分政府單位將面臨關門的風險。以美國預算支出的形式來看，分為批准後支出(佔25%)、強制性支出及公共債務利息(佔75%)，其中，批准後支出又分為聯邦預算資助(佔25%)與非聯邦預算資助(佔75%)。以實際衝擊來看，若因預算無法順利通過，可能有部分政府機構被迫停擺，但佔GDP比重僅1.5%，尤其，這可能是暫時性停擺，對GDP的衝擊可能僅0.1%。

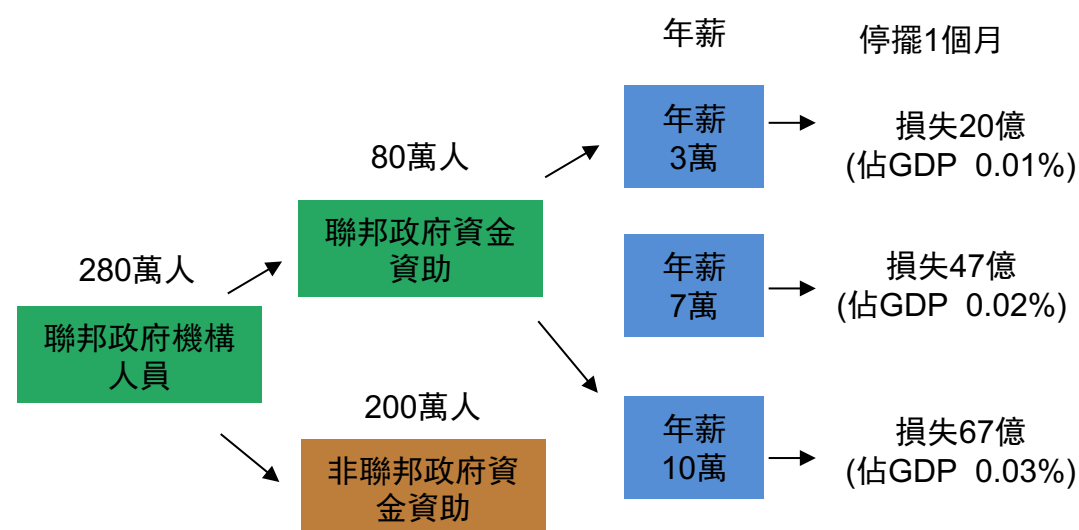
以政府的人員的結構來看，若因政府卡關，在280萬的聯邦人員中約有80萬人次無薪可領，但預期對經濟的衝擊可能也低於0.1%。整體而言，國會僵局導致預算卡關，造成經濟影響可能是可控且暫時的，但仍須留意市場的恐慌及信用降評的風險，如穆迪降評的警告。

### 美國政府預算支出停擺，對經濟的影響



註：根據白宮2024年財政預算書顯示，支出規模達6.9兆美元，佔GDP比重達25.3%  
資料來源：白宮、GS。

### 聯邦政府部分人員停工，對經濟的影響



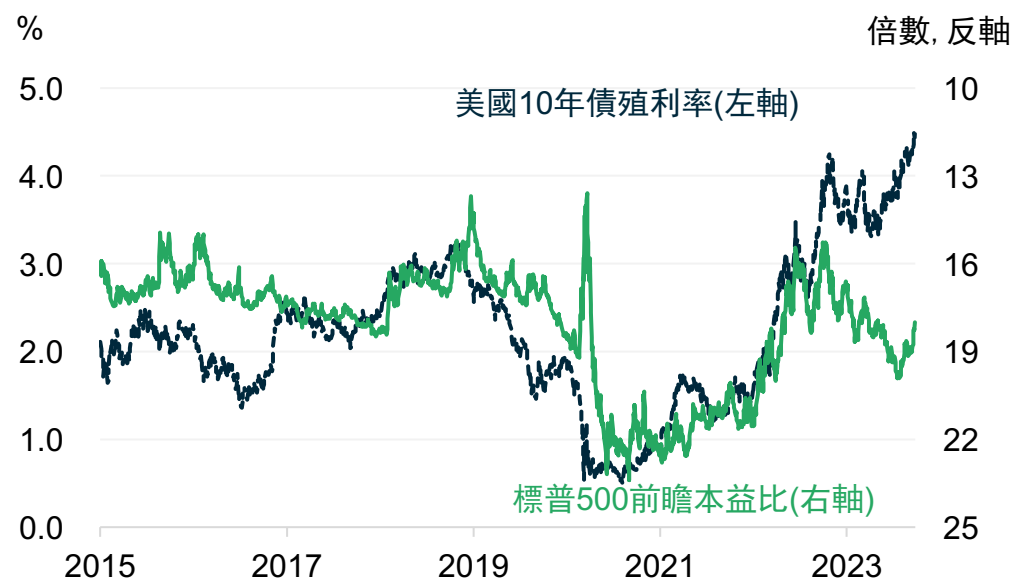
資料來源：GS、諮商局。

## 股市評價受到壓力, 但蘋果銷售優於預期, 支持製造業景氣回溫態勢

受到美債利率持續高盤影響, 年初以來的評價修復行情持續受到打擊, 使股市近期陷入震盪。所幸蘋果銷售優於預期, 加上製造業景氣回溫態勢, 仍提供股市拉回布建契機。

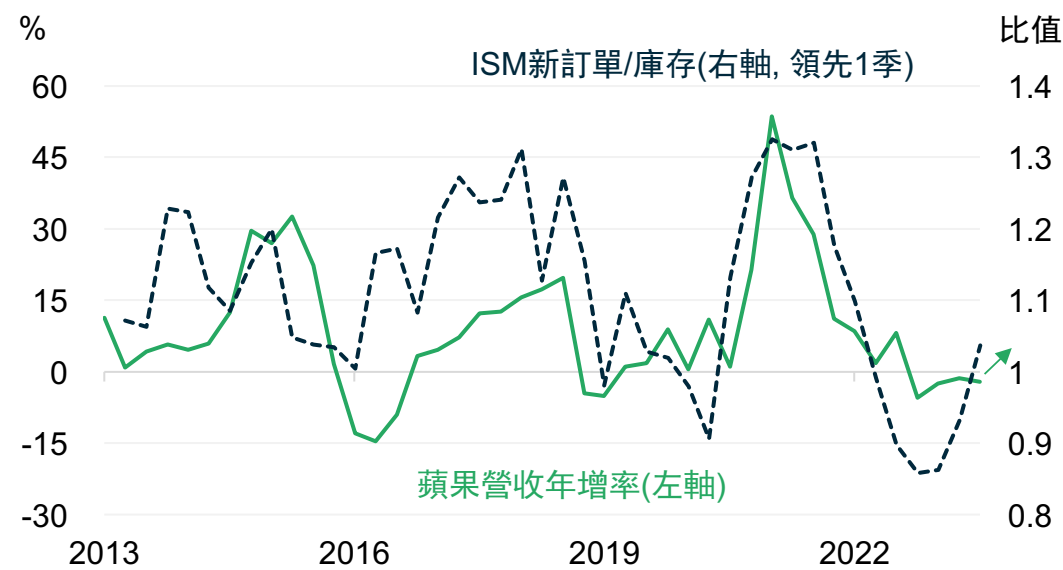
以標普全球製造業來看, 新訂單/庫存比也從底部回升且逼近1, 與美國ISM的走勢一致。另外, 蘋果手機自9/22開賣以來, 已造成熱烈搶購, 市場持續上修銷售預估, 以蘋果營收來看, 預估今年Q4有望重回正成長, 擺脫過去連4季衰退的格局。近期傳聞iPhone 15 Pro系列有過熱的傳聞, 留意消息面對手機銷售的影響。

### 殖利率走高, 使股市本益比承壓



資料來源: Bloomberg。

### 蘋果手機銷售優於預期, 支持製造業復甦態勢



資料來源: Bloomberg, GS。

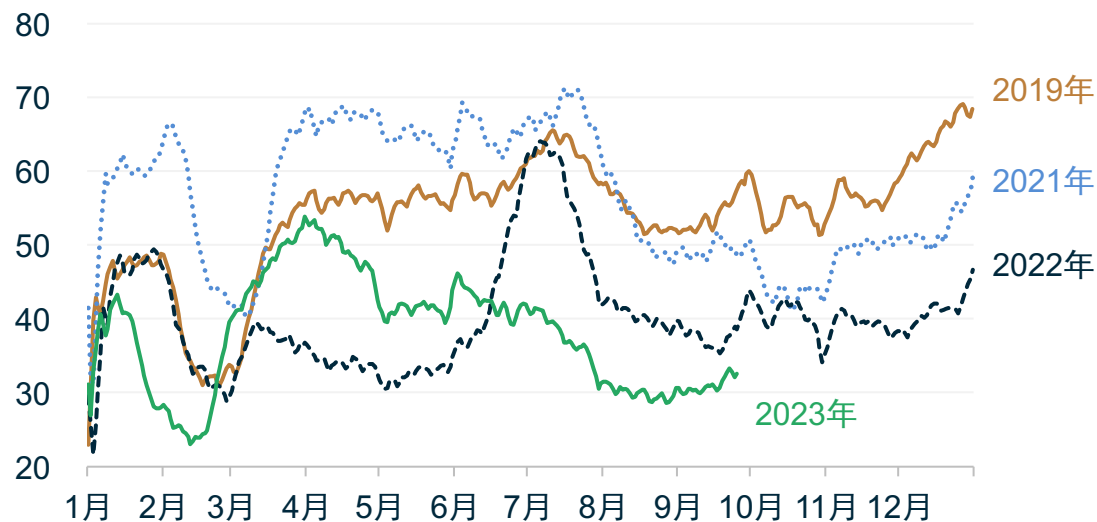
## 廣州打響限購鬆綁第一槍，但恆大領跌房地產類股顯示市場信心仍弱

中國房地產政策再度加碼，除南京、合肥等二線城市取消限購，廣州也放寬了限購規範，限購區域縮小至核心區域，打響一線城市鬆綁限購第一槍，官方提振房市信心的意圖明確，後續其餘一線城市有望跟進。近期房地產政策推行頻率較高，但力道則略顯溫和，整體成交狀況延續疲弱，30中大城市成交面積相較於2021年甚至疫情前仍有不小差距，對房市的實質效益仍有待發酵。

政策與經濟底部浮現，帶動8月工業企業利潤反彈，提供股市下方支撐，但觀察恆大許家印遭軟禁消息使房地產類股承壓，市場情緒仍顯脆弱，加上基本面內外部挑戰仍存下，投資人信心與景氣尚未擺脫底部，上行動能偏弱，料大盤延續區間擺盪。

### 中國房地產銷售復甦腳步緩慢

30中大城市房屋成交面積，萬平方米



註：房屋銷售面積取30日移動平均。

資料來源：Wind。

### 製造業景氣築底，工業利潤反彈提供股市下方支撐

年增率，%



資料來源：Wind。

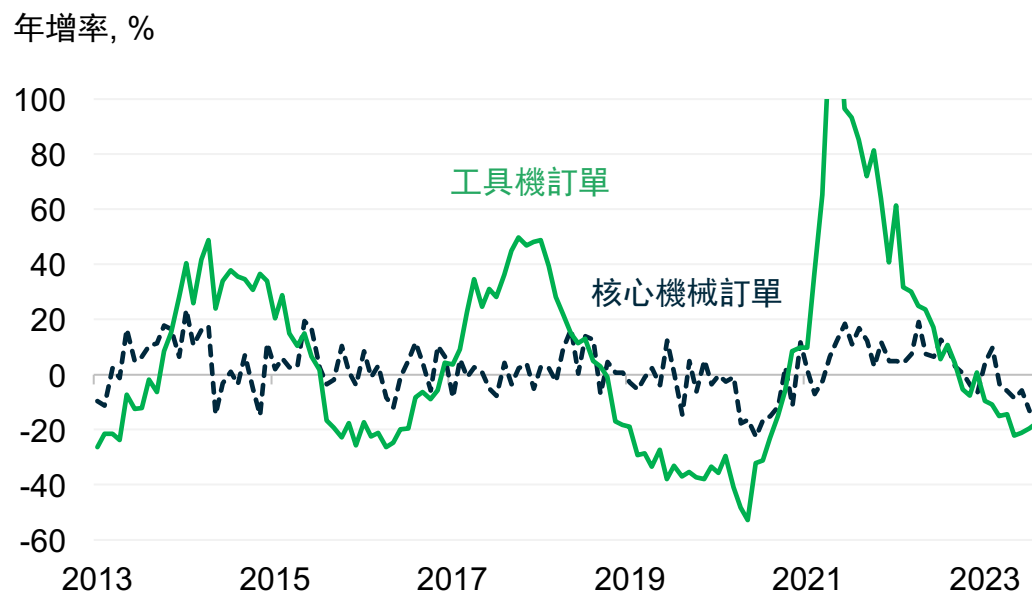


## 日本 訂單萎縮、高利環境使日股短期波動，長線利多看法不變

根據日本9月PMI指數，無論是暑期動能亮眼的服務業，或是待復甦的製造業活動皆放緩；而從訂單數據中觀察，具有投資領先指標的核心機械與工具機訂單仍萎縮，顯示目前製造業尚未見到復甦曙光，對於年底前的企業獲利前景保守看待。

9月FOMC會議暫停升息，但在保留升息可能性下，10年美債殖利率突破4.6%，同步帶動日本10年公債殖利率攀至0.74%，引導日美利差擴大，使日圓已下探至149位階。在日圓持續走貶下，短線上日股拉回可能吸引低接買盤湧入，但企業基本面疲軟將使股市上漲失去動能，近期投資人須留意不宜過度追高。長線上，隨日本總經環境改善，待全球去庫存化進入尾聲、製造業復甦後才有望使日股出現上行空間，長期利多看法不變。

### 訂單持續萎縮，基本面疲軟狀況未改善



資料來源：Bloomberg。

### 日圓持續走貶，近期可能吸引低接買盤湧入



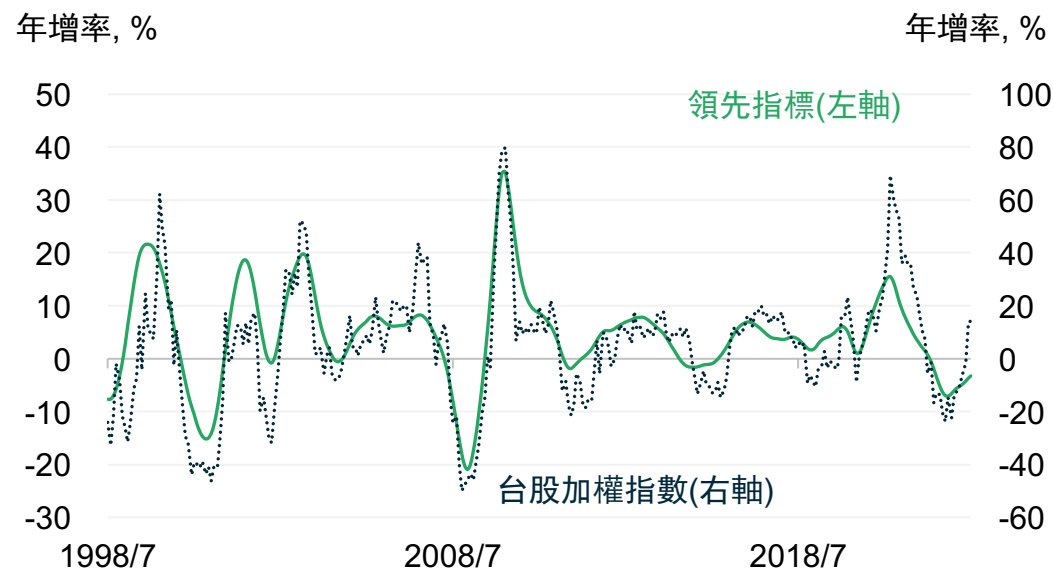
資料來源：Bloomberg。

# 台股 景氣今年落底, 明年可望隨半導體庫存去化完畢而翻揚

台灣景氣低檔盤旋已久, 雖然AI旋風帶來伺服器及相關零組件的一波熱潮, 不過在半導體庫存持續調節, 美歐需求不見起色, 中國經濟弱於預期的情形下, 8月外銷訂單連12黑, 央行也三度下修台灣今年GDP成長率至1.46%, 景氣前景不明, 也讓台股走勢顯得有氣無力。台灣7月領先指標90.99, 連5個月走降, 不過該指標年增率已自去年11月起連8月走揚, 若觀察台股長期走勢與領先指標相關性, 可以發現同步性相當高。

由於**領先指標涵蓋訂單、貨幣供給、就業、房地產、設備投資等面向, 長期而言景氣循環的特性相對明顯**, 若在領先指標跌破0的月份進場投資台股, 後1個月、3個月、6個月的表現普遍不佳, 但是若把時間拉長至1~2年, 則股市報酬率逐步揚升, 若持有時間達2年, 上漲機率高達78%。由於景氣今年落底, 明年翻揚的機率很高, 可利用台股近期拉回的機會布局。

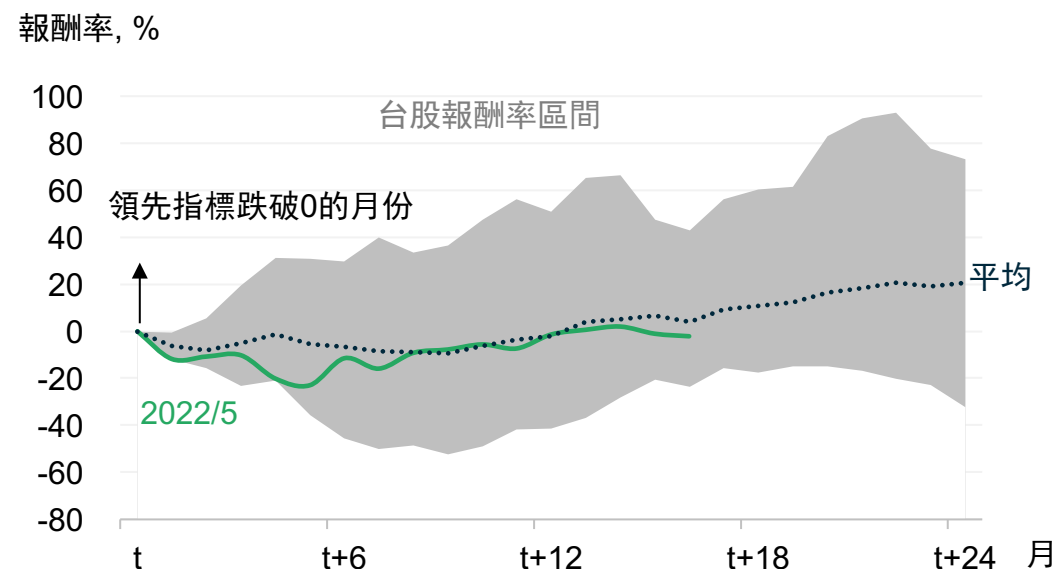
## 台股表現與領先指標走勢相關性高



註: 領先指標包含外銷訂單動向指數、M1B、股價指數、工業及服務業受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積、半導體設備進口及製造業營業氣候測驗點等7個項目

資料來源: 國發會。

## 股市報酬率有望隨領先指標逐步上揚



註: 統計1990年以來領先指標年增率共9次跌破0, 股市後2年報酬率表現。

資料來源: 國發會, Bloomberg。

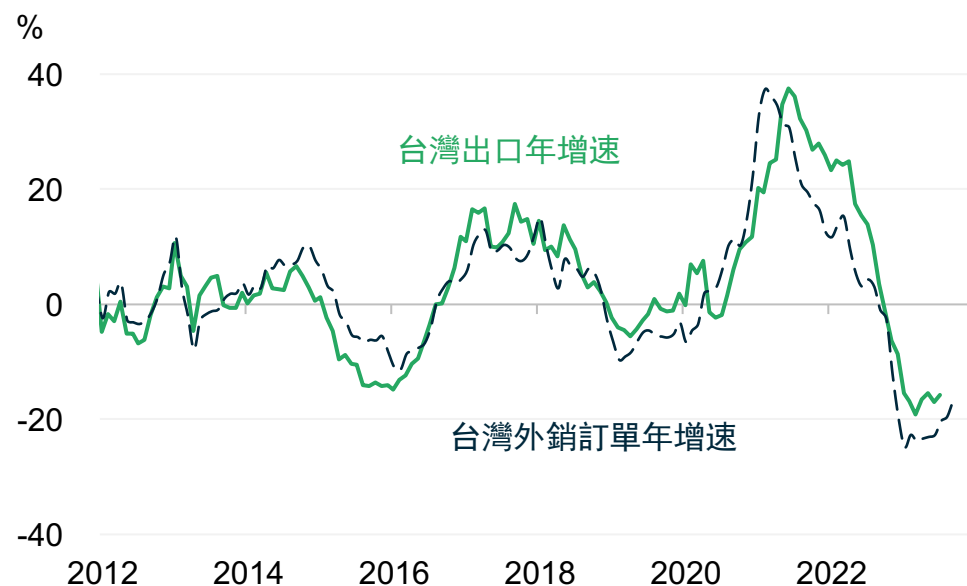


# 台幣 外銷訂單連12黑, 出口動能待築底回升, 台幣短線延續偏弱格局

台灣外銷訂單：經濟部日前公布8月外銷訂單為460.4億美元，年減15.7%、連12黑，今年前8月接單年減達19.1%，創近13年來同期最大減幅，經濟部表示，Q4受惠於消費新品上市等挹注，接單有望逐季成長，不過全年表現仍難逃衰退格局。**展望9月訂單，經濟部預估，接單金額為500至520億美元**，儘管回升到500億美元大關，不過年減連13黑的情況已成定局。

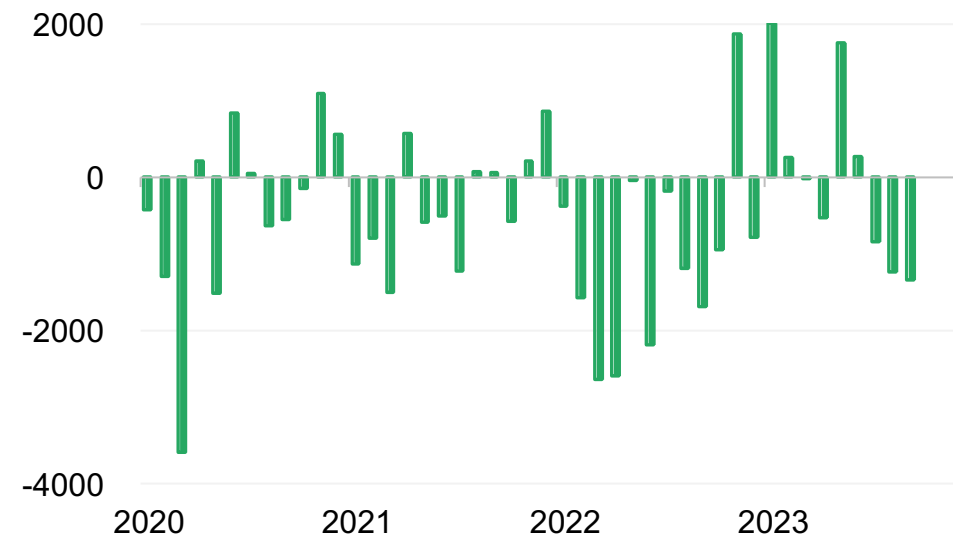
台幣匯價：基本面仍在築底階段，加上**近期美債殖利率急升，外資頻頻賣超台股，使匯價弱勢格局延續**；長線而言，半導體銷售與出口年減幅度應能逐步改善，將有利匯價回升。

## 經濟部雖估計Q4動能將回溫，但全年仍難逃負成長



## 外資連三個月賣超台股，匯價隨之走貶

外資買賣超，億台幣



# Oct 2023

2

Monday

日本短觀報告  
英國房價指數  
美國ISM製造業指數  
台灣製造業PMI指數  
印度、中國、香港休市

3

Tuesday

日本貨幣供給  
中國、香港休市

4

Wednesday

美國ISM服務業指數  
美國汽車銷售  
中國、香港休市

5

Thursday

台灣CPI  
美國貿易收支  
中國、香港休市

6

Friday

美國就業報告  
中國、香港休市

## 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