



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

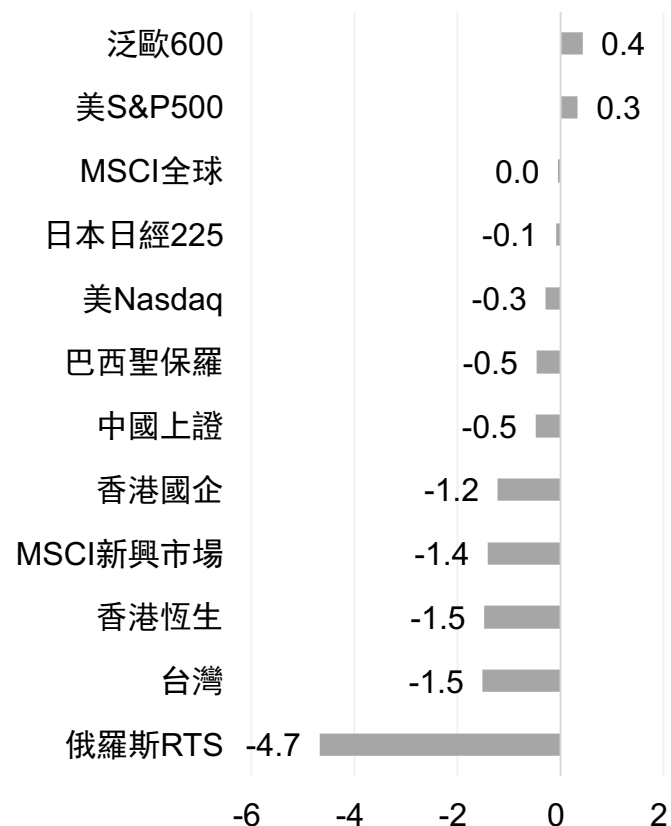
2023年6月30日

# 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

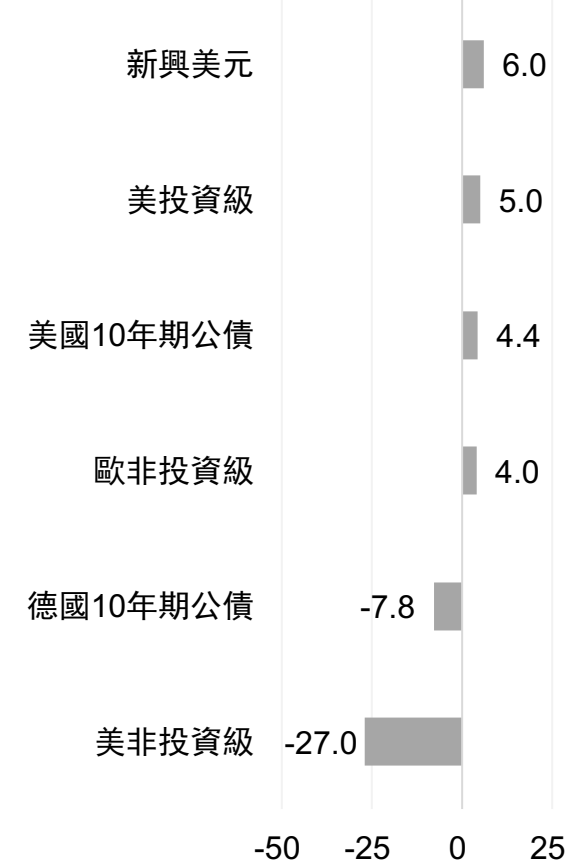
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/6/22- 2023/6/29。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 股市快速拉回，是警訊嗎？

美英央行釋出鷹派言論、製造業PMI放緩，加上短期乖離已大，使歐美股市快速拉回。考量庫存問題明顯改善、企業獲利逐步回溫，股市在下半年的拉回，可視為逢低布建的機會。

## ► 台幣貶破31，後續走勢如何看？

人民幣大貶、美英央行鷹派言論，加上台灣外銷訂單持續衰退，台幣短期貶值壓力仍在。不過，往年底看，半導體循環重啟，美元偏弱格局未變，台幣下半年有望較上半年強勢。

## ► 美歐製造業回落，景氣如何看？

後疫情時代下，製造業與服務業復甦不同調，經濟維持溫吞格局。今年上半年，解封熱潮使服務業相對熱絡，但下半年，製造業可望重啟週期循環而逐步升溫。

### 股市

聯準會持續縮表並升息，使資金流動性偏緊，加上股市短期乖離已大，研判後續將偏向盤整。不過，庫存調整近尾聲，企業獲利將回溫，逢大盤拉回可站買方思考。

### 債市

聯準會雖有再升息1-2碼的可能，但仍難脫尾聲，預期公債殖利率長線依舊偏下，利率的上彈，視為逢高布建契機。歐美製造業持續萎縮，利差有擴大壓力，配置上應選擇信用品質較佳者為先。

### 匯市

聯準會升息預期下，提供美元短期一定支撐，不過，美國升息步入尾聲，長線趨貶方向未變。台幣短期受人民幣拖累而偏弱，但下半年因庫存調整結束，有望擺脫偏弱格局。

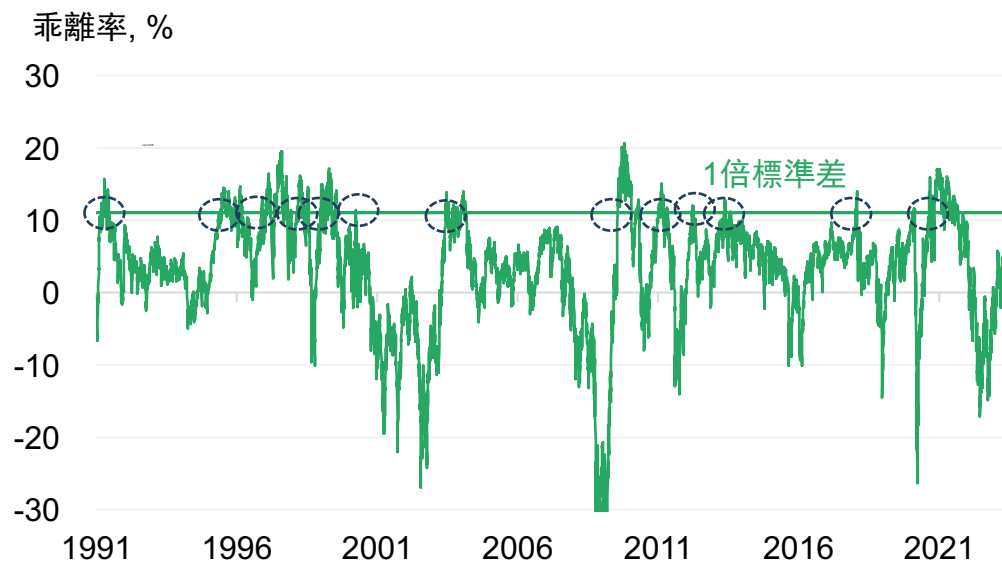


## 股市快速拉回，是警訊嗎？

自5月底以來，因輝達財報大幅優於預期，使得AI熱潮驅動標普500突破4400點，道瓊也攀至34000點關卡。不過，自6月FOMC以來，官員頻頻釋出鷹派言論，甚至還有2碼升息可能，加上股市乖離稍大，使得歐美股市都有快速拉回、連跌數日的現象。

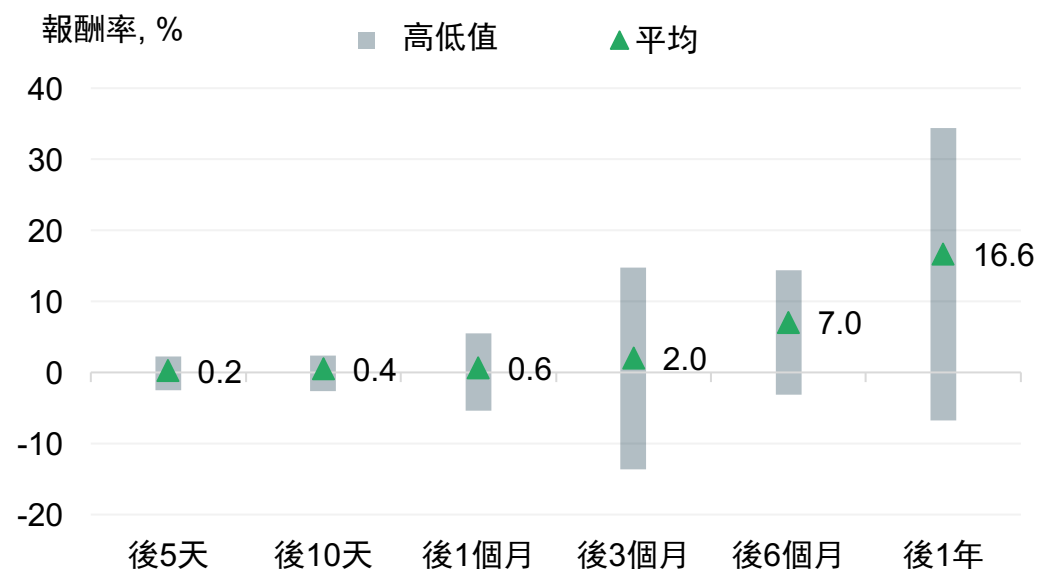
以盤勢來看，目前標普500指數離200日線的乖離率最高來到1倍標準差，依照過往的經驗，後續股市表現偏向糾結盤整，以平均報酬來看，在未來3個月內，股市難有明顯漲幅。此外，歷經3週空單大幅回補20萬口後，股市軋空行情也暫告休息。

### 短期雜音與乖離偏大，股市有回檔壓力



註：指數為標普500指數，乖離率為200日線的乖離率。  
資料來源：Bloomberg。

### 未來3個月內，股市報酬偏糾結



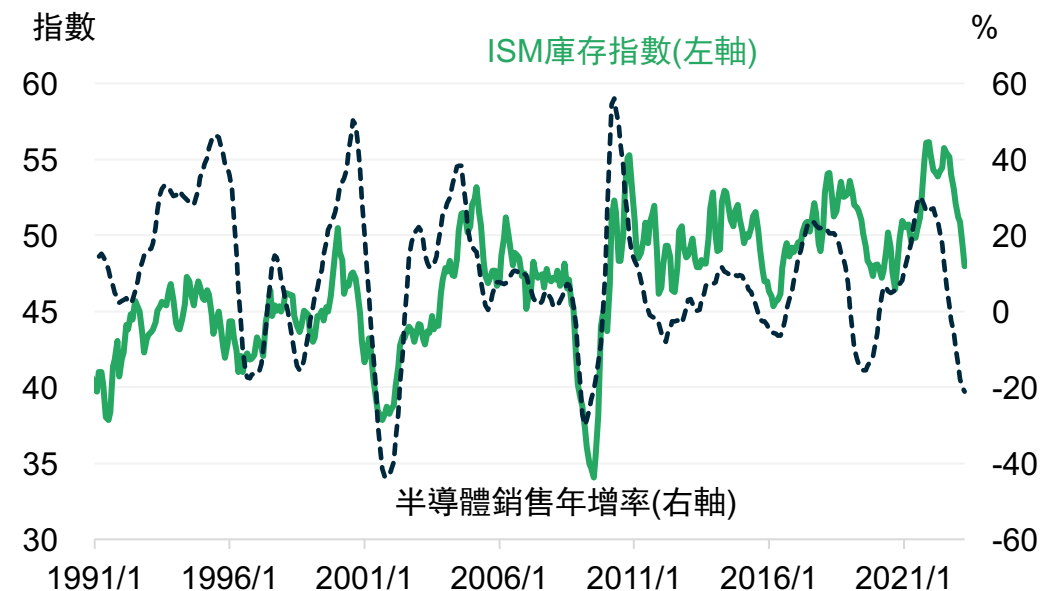
註：報酬指自1990-2022年間，有17次乖離率超過1倍標準差後的平均表現。  
資料來源：Bloomberg。

## 庫存調整近尾聲、企業獲利回溫，提供下半年布建契機

上述雜音干擾，使得後續股市可能走的相對震盪，不過從基本面來看，**未來股市若有拉回，應站在買方思考，主因包括1)庫存偏高問題已明顯改善，顯示庫存調整已來到尾聲；2)歷經兩季企業獲利的負成長後，預計下半年企業獲利有望重回正成長軌道。**

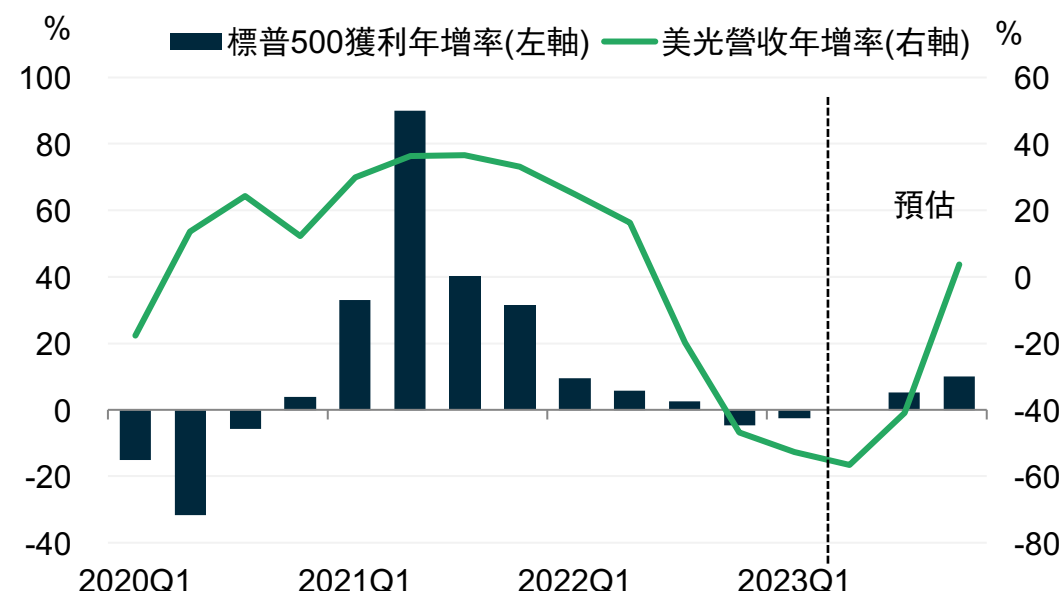
以美光最新財報來看，Q2營收年增率已從上季-57%收斂至-41%，庫存Q2也季減20%，後續有望逐步升溫。就標普500整體獲利來看，今年將呈現先蹲後跳的格局，明年甚至有雙位數的成長，提供股市拉回布建的契機。

### 庫存調整已近尾聲



資料來源：Bloomberg。

### 企業財報，有望於下半年翻正



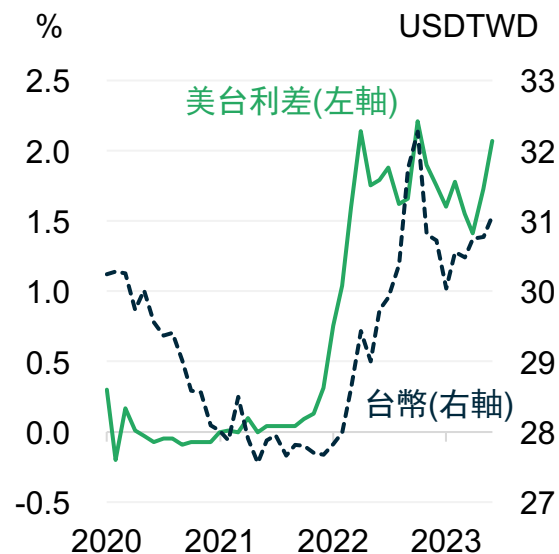
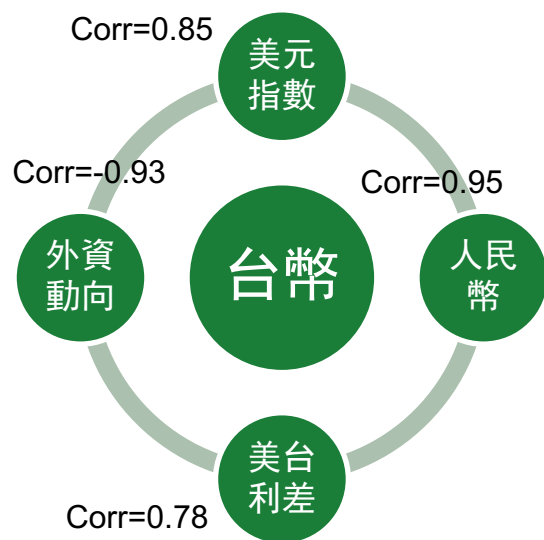
資料來源：Bloomberg。

## 台幣貶破31，後續走勢如何看？

聯準會鷹派言論、人民幣走弱、台灣外銷訂單持續大幅萎縮、台股端午後補跌等因素，使台幣貶破31關卡，創近7個月來新低。以時間點來看，未來兩次FOMC會議前，因升息預期，加上庫存調整遞延等因素，台幣短期仍偏弱勢看待。

不過，往年底來看，美元偏弱格局未變，供應鏈重啟拉貨等因素，台幣有望轉強，形成「先貶後升」的格局。值得注意的是，中國貨幣政策較各國寬鬆，人民幣即使未來反彈，但仍將偏弱。

### 影響台幣因素



註：相關係數指2022/1~2023/6的相關係數。

資料來源：Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

### 人民幣下挫，加大台幣貶值壓力



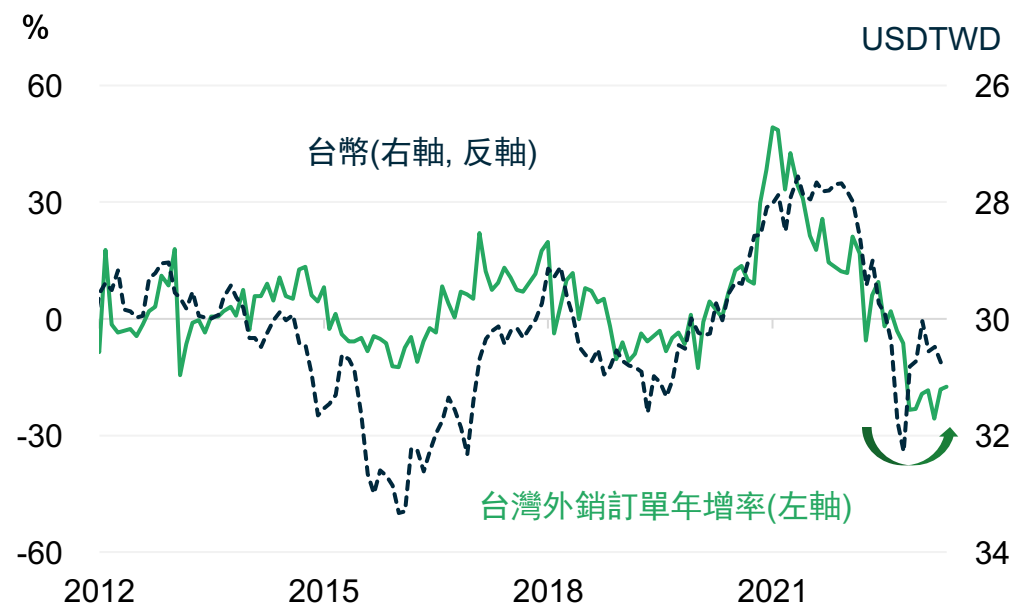
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 受『半導體循環』負面影響，台幣匯價應呈『先貶後升』的格局

基本面：根據財政部分析，**全球通膨陰影、中國疫後冷復甦、廠商持續庫存調整**是台灣出口減少的三大主因，但主計處也表明到**今年Q4，有望看到出口轉折向上**，回到成長軌道。

匯價：近期聯準會鷹派言論，提供美元支撐，但Fed接近升息尾聲，美元偏弱格局未變，有利支撐台幣匯價；此外，**考量「半導體循環」**，今年迄今出口與製造業表現仍舊疲弱，對台幣的基本面是一拖累，但往年底來看，基本逐步升溫後，有利台幣逐步轉強。

台灣目前出口偏弱，但下半年較上半年回升



資料來源：Bloomberg。

美元偏貶趨勢未變，有利台幣後續走強



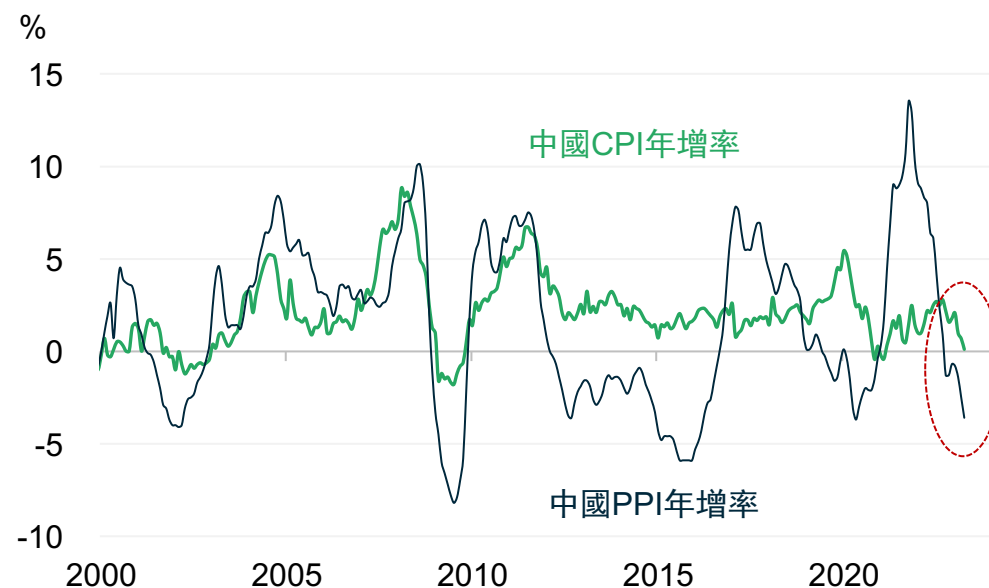
資料來源：Bloomberg。

# 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，包括疫情封城貽害、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，這些負面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，在全球主要央行貨幣仍舊緊縮的政策背景下，人行如果繼續寬鬆政策，美中利差恐更進一步拉開，將對人民幣匯價持續形成壓力。

## 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。

## 美中利差拉大，不利人民幣匯價



註：美中利差指美國與中國的10年期公債殖利率的差距。

資料來源：Bloomberg。

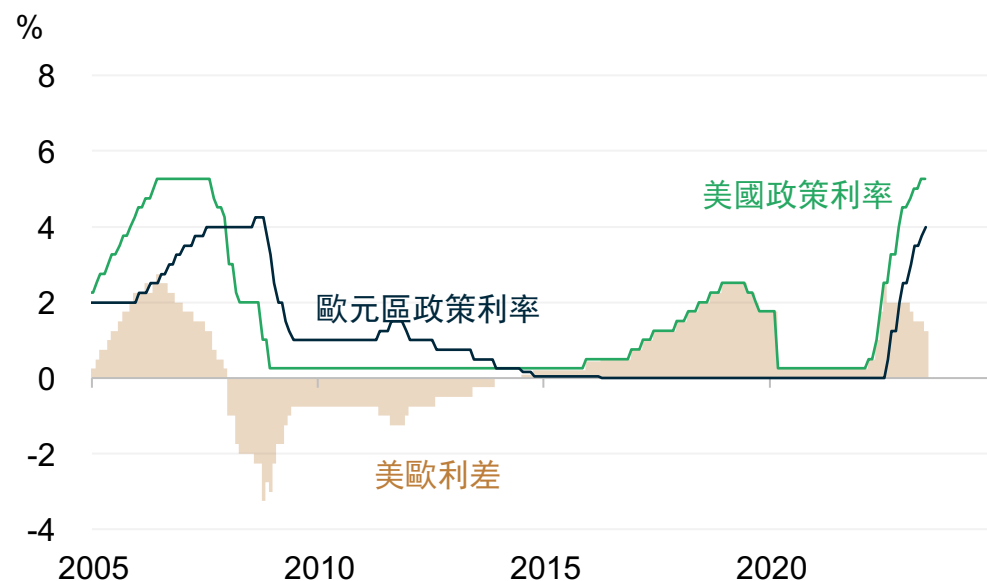


# 美元 美歐貨幣政策循環差異下，美元指數趨貶大方向未變，但須留意短線震盪波動難免

貨幣政策：美國激進升息在先，歐洲落後跟進在後，後續二者政策利差將進一步拉近，使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

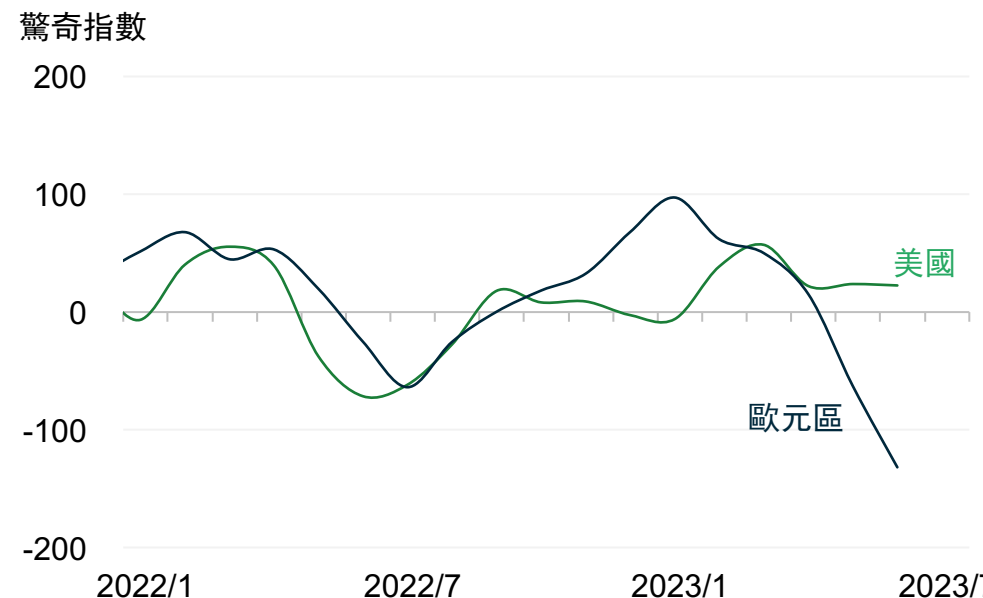
美元指數：去年底以來美元便開啟連串貶勢，惟風險氣氛擺盪仍將牽引美元短線走勢。**長線而言，美元震盪趨貶的趨勢仍舊未變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。**但近期短線走勢來看，因為歐洲經濟與中國連動性高，近期中國與歐元區數據連袂走弱，歐元區數據更屢屢弱於預期，不利歐元匯價，也給予美元指數近期支撐。

美歐政策利率逐漸拉近，美元長線趨貶



資料來源：Bloomberg。

歐元區數據弱於預期，予以美元近期支撐



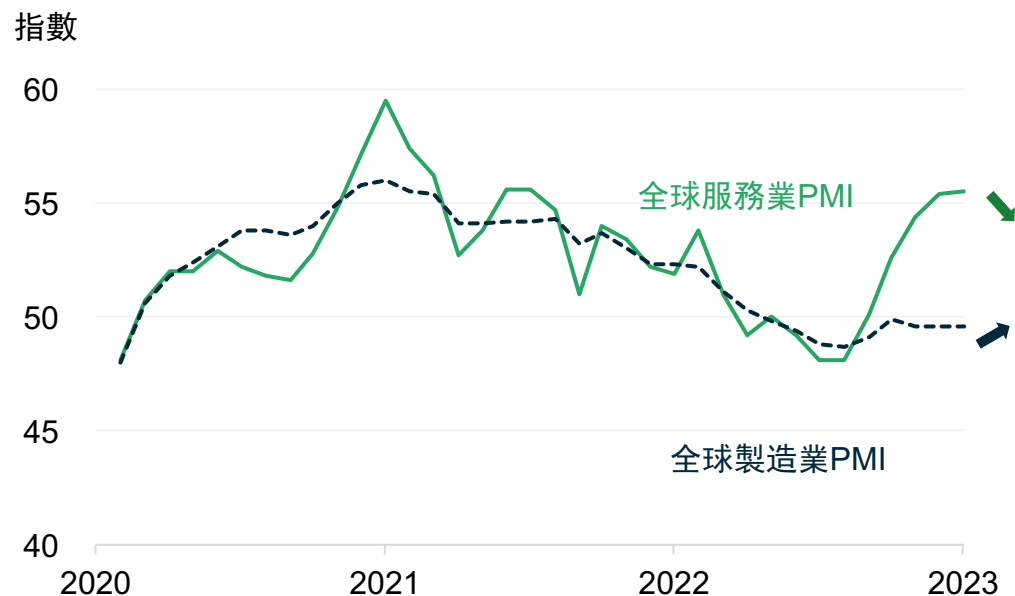
資料來源：Bloomberg。

## 美國 製造業與服務業交替循環，經濟呈現溫吞格局

標普全球最新數據顯示，美國6月Markit製造業採購經理人指數意外下滑，歐元區PMI甚至降至3年來新低43.6，日本製造業PMI也回落至萎縮狀態，使市場再度擔憂經濟衰退的風險。

整體而言，製造業PMI下滑主要是受到庫存調整遞延影響，但疫後解封的旅遊熱潮依舊，各國出遊人數仍不斷攀高，使得全球服務業PMI目前仍維持在相對高位，提供經濟一定支撐。值得注意，**往下半年看，隨夏季出遊熱潮退，服務業PMI可能轉弱，但製造業PMI可能因庫存調整結束而回升，使得經濟呈現溫吞發展格局。**

### 服務業熱度，緩解製造業下滑壓力



資料來源：Bloomberg。

### 全球解封熱潮仍在



資料來源：Bloomberg。

## 科技 傳美對陸將祭新禁令, 進一步限制AI晶片出口

華爾街日報指出, 繼去年禁令切斷中國取得輝達和超微生產的高階AI晶片後, 美國商務部可能進一步限制向中國銷售AI晶片, 最慢在7月中葉倫訪中行程後就會採取行動, 預料其目的在削弱中國發展AI技術的能力, 輝達、超微將首當其沖。去年美國禁令後, 輝達改以規格較低的產品A800出口中國, 取代原本用於AI運算的A100。而商務部考慮的新限制將禁止未經許可逕行銷售A800, 也考慮限制向中國AI公司出租雲端服務。

去年在對中禁令下, 輝達評估將影響4億美元銷售, 然而受惠AI晶片增求大增, 輝達截至4月底的季度data center營收達到42.8億美元, 首度超越伺服器CPU龍頭英特爾, 財測並預估下季datacenter營收將達到60億美元, 大增17.2億美元(或40.1%), 新增需求遠高於對中銷售禁令產生的影響, 在AI投資方興未艾之下, 輝達營收成長潛力仍值得期待, 相關訊息對科技類股而言應為短期衝擊。

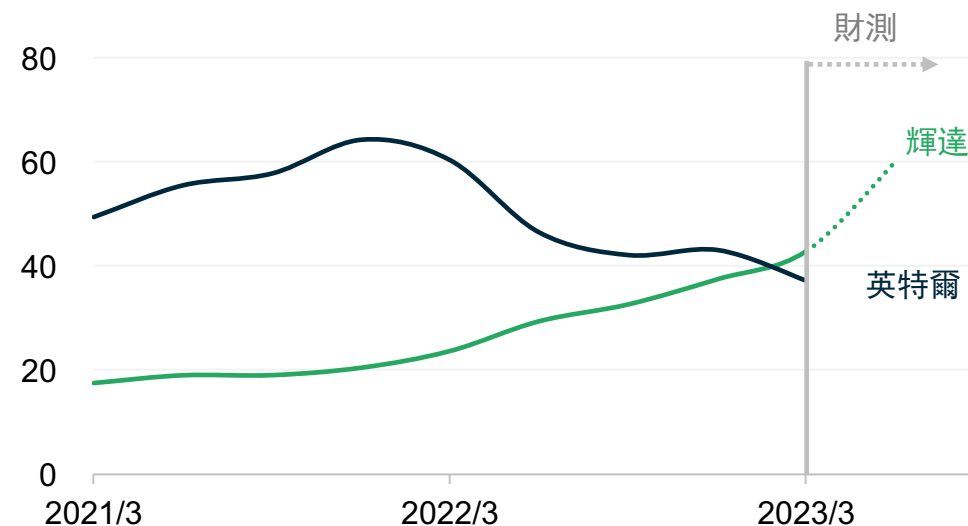
### 美追加對中晶片禁令, 意在壓抑中國AI發展

| 日期             | 內容  |
|----------------|---|
| 2022/10        | <ol style="list-style-type: none"> <li><b>晶片出口管制:</b> 禁止美國企業對中國出口16或14奈米以下邏輯晶片、18奈米以下DRAM晶片、128層數以上NAND Flash晶片, 或用以製造相關晶片的元件或設備。或外國企業採上述技術或設備生產之半導體產品。</li> <li><b>人才禁令:</b> 限制美國公民協助中國半導體產業研發高階晶片。</li> </ol> |
| 2023/7<br>(預估) | <ol style="list-style-type: none"> <li><b>AI晶片禁令:</b> 禁止企業未經許可對中國出口輝達及其他晶片商的AI晶片。</li> <li><b>雲端服務禁令:</b> 限制雲端服務商向中國AI公司出租雲端服務。</li> </ol>  |

資料來源: 國泰世華銀行投研團隊彙整。

### 輝達下季data center營收預估將大增17.2億美元

Data center營收, 億美元



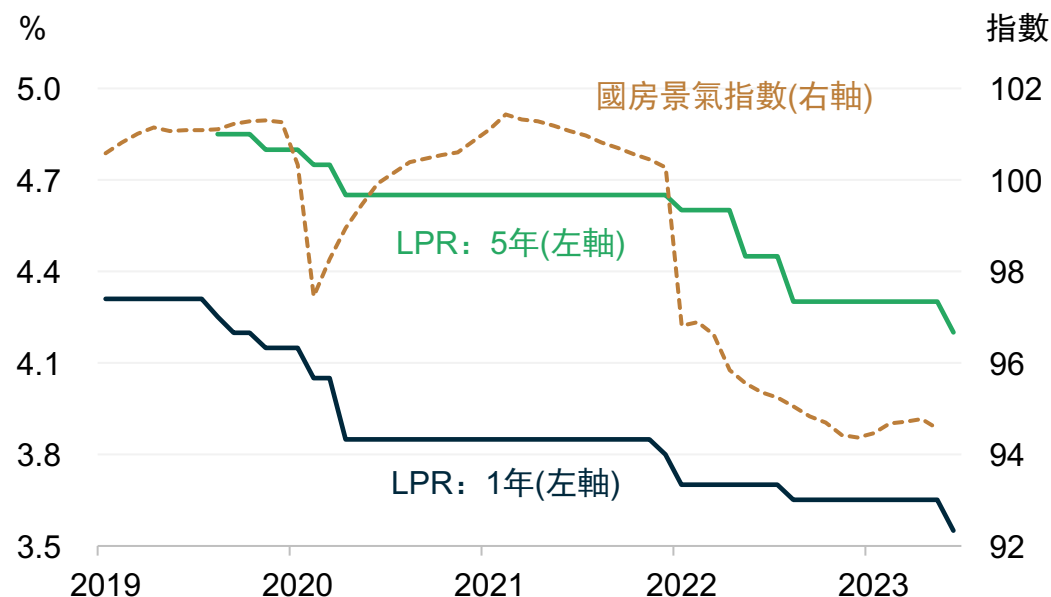
資料來源: 輝達, Bloomberg。

## 中國 寬鬆貨幣對景氣助益有限，股市延續區間擺盪

在逆回購及中期借貸便利(MLF)調降之後，中國人民銀行接續調降1年期與5年期貸款市場報價利率(LPR)10個基點，但由於居民槓桿率偏高、債務負擔沉重，使剛需的上升空間不足，另一方面，投資需求也受到房住不炒框架抑制，預期降息對房市銷售的幫助有限。

除了房地產前景未明，解封後一直表現出色的消費也出現鬆動跡象，京東與阿里兩大集團都表示不再公布618購物節銷售詳細數字，端午連假的旅遊支出也不如2019水準。因此，相較於貨幣政策放寬，房地產進一步鬆綁與財政基建的刺激力道更為有效且重要。金融市場方面，**政策推出提供股市下方支撐，但經濟內外需求疲弱，企業獲利的改善幅度恐不如預期，也約制了中港股市的上行空間，研判整體盤勢將延續區間擺盪。**

### 房地產持續低迷，預期利率調降對房市激勵效果有限



註：國房景氣指數是全國房地產開發業綜合景氣指數的簡稱，以數值100為榮枯分界線。  
資料來源：Wind。

### 企業獲利改善幅度不大，恐約制大盤上行動能



資料來源：Wind。

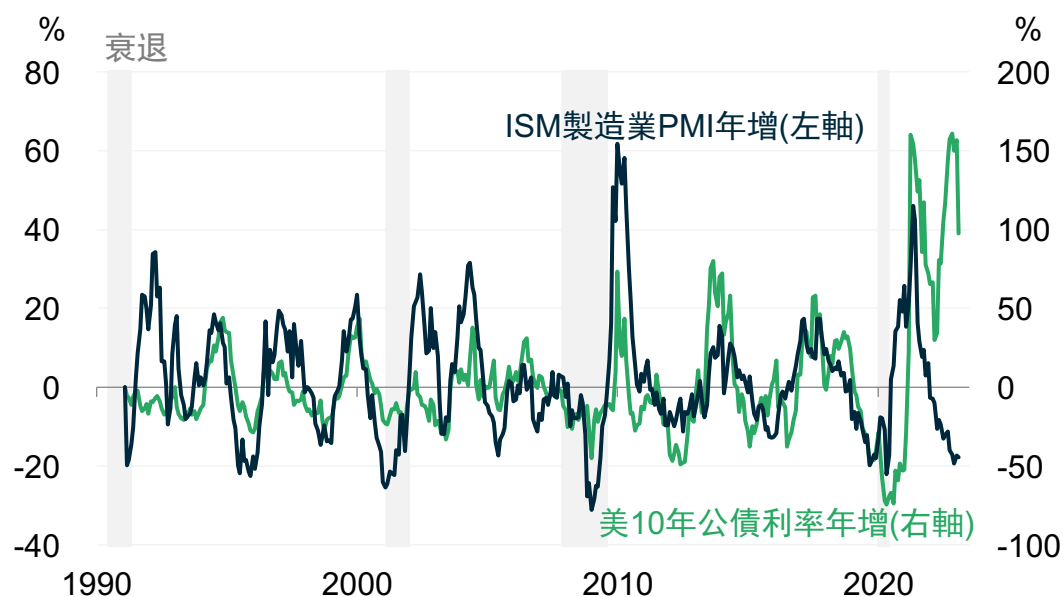


# 信用債 Higher for longer的利率政策提供布債契機, 但應以體質佳的投資級企業債為主

6月FOMC會議及Fed主席Powell近期的鷹派言論, 消弭市場今年的降息預期外, 還表示未來仍有1-2碼的升息空間, 而利率Higher for longer的方針也使近期公債持利率於高位震盪。然, 高利率意謂個人及企業的融資成本攀升, 料將對經濟有一定的壓抑效果, 加上通膨回落的趨勢持續下, **預期Fed緊縮政策難脫尾聲外, 明年將有望迎來降息的機會。**

觀察對景氣有具領先性的製造業PMI仍位於收縮區間且持續回落, 料將使1)公債利率偏下行。2)信用利差方面, 須留意**體質較差的企業面臨的挑戰將更大, 信用利差走擴的風險也更大。**因此在利率高位, 景氣下行壓力未除的環境, 債市布局應以體質佳的企業債為主。

景氣持續走弱下, 將使公債利率偏下行



資料來源: Bloomberg。

製造業PMI持續位於收縮區間, HY利差走擴風險仍大



資料來源: Bloomberg。

# July 2023

| 3  | Monday | 4             | Tuesday | 5                    | Wednesday | 6  | Thursday | 7                           | Friday |
|--|--------|---------------|---------|----------------------|-----------|--|----------|-----------------------------|--------|
| 日本短觀報告<br>台灣製造業PMI<br>中國財新製造業PMI<br>美國ISM製造業指數 |        | 南韓CPI<br>美股休市 |         | 歐元區PPI<br>財新中國服務業PMI |           | 台灣CPI<br>美國貿易收支<br>美國ADP報告<br>美國ISM服務業<br>美國JOLTS職缺數 |          | 台灣進出口<br>美國就業報告<br>日本景氣動向指標 |        |

## 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