



國泰世華銀行
Cathay United Bank

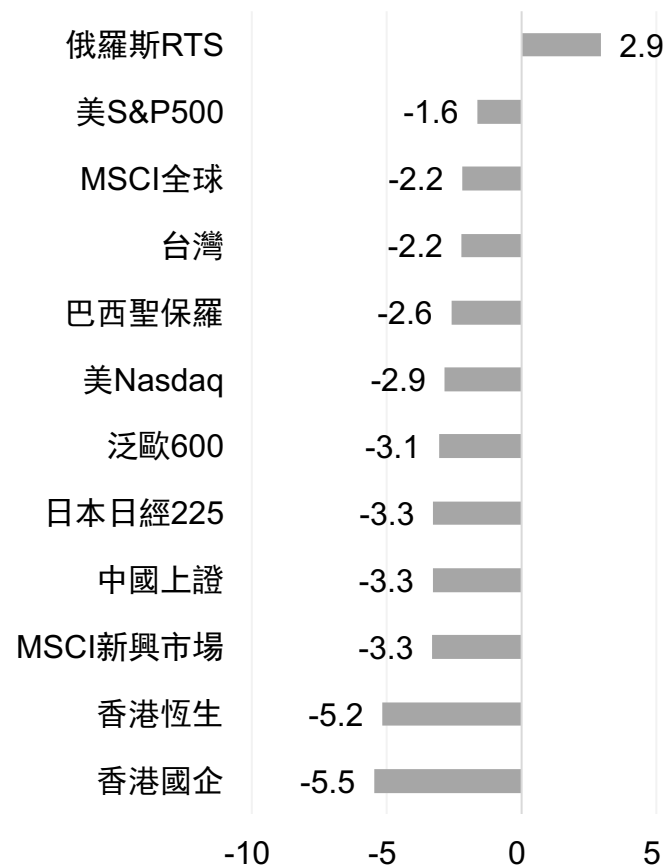
2023年10月20日

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

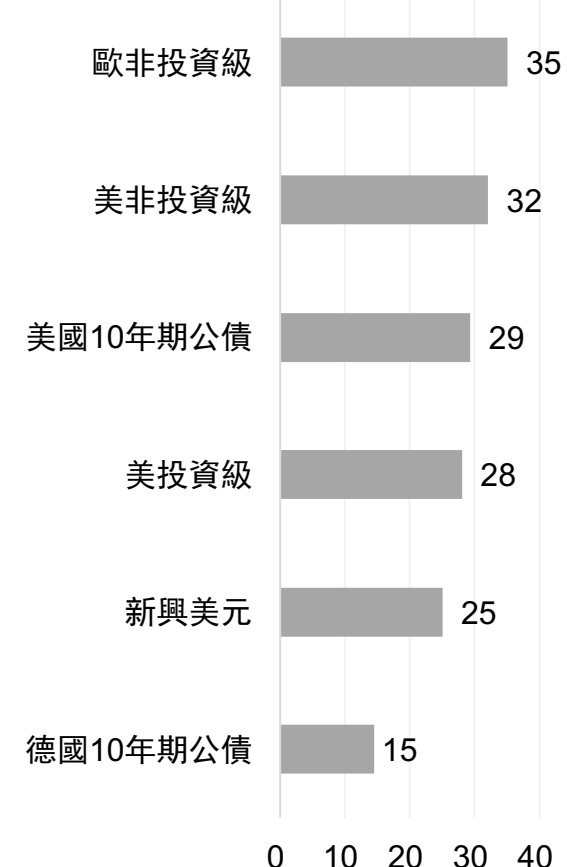
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/10/12-19。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場回顧

- 市場變化：10月上旬反彈後，技術面有壓，通週呈現股債同跌，因
 - 1) 以巴衝突擴大，中東局勢持續不安，予以油價下方支撐，不利通膨降溫。
 - 2) 鮑爾談話鷹鴿互陳，但不阻礙美債長天期殖利率延續上升動能，同時不利股市評價。
 - 3) 財報季來臨，如台積電法說會，且拜登政府宣布擴大晶片與設備出口限令，壓抑科技股表現。

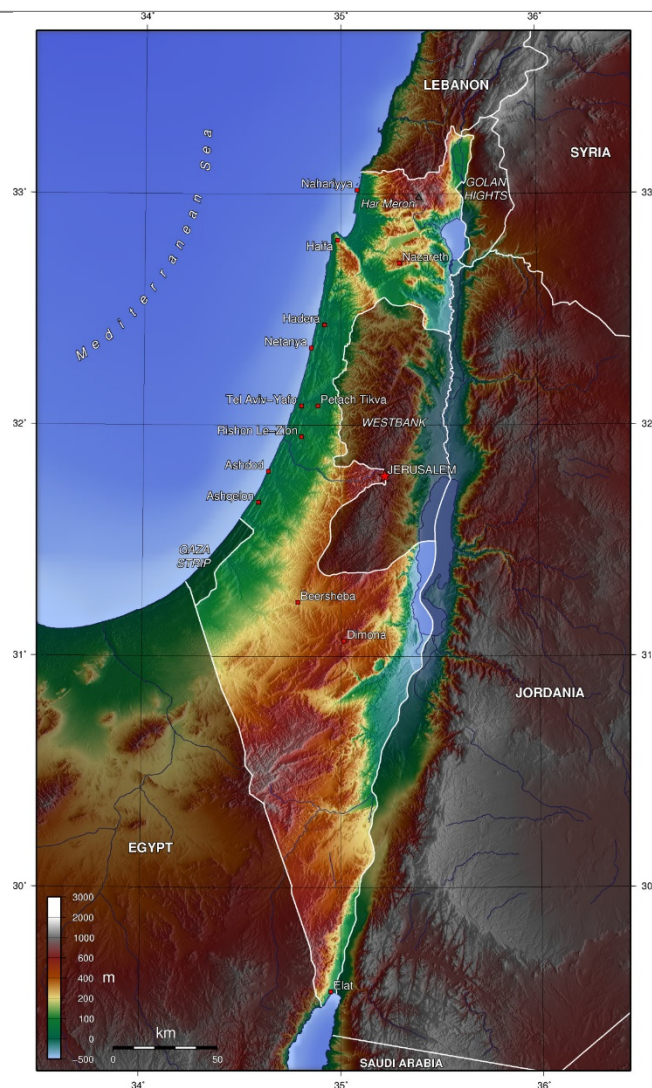
2. 後續看點

- 數據：10/24 Markit PMI初值。
- 財報：微軟等巨型公司公布財報，製造業PMI轉折往上，揭示整體企業獲利動能應逐漸改善。
- 央行會議：10/26 歐洲央行、10/31 日本央行、11/2 聯準會、11/2 英國央行。

策略思維

1. 股市：短線盤勢有壓，長線而言，仍以現金流穩健、具護城河的大型股為優先挑選標的。
2. 債市：短線債市噪音不少，但Fed緊縮屆尾聲，長線殖利率偏向下行趨勢。
3. 匯市：地緣緊張支撐美元延續偏強震盪；半導體循環築底，台幣長線格局仍係「先貶後升」。

Market Driver(中東) | 以色列、巴勒斯坦衝突擴大, 中東局勢持續不安



圖示來源: Wiki。

阿拉伯-以色列 衝突

- 1947-49 以色列獨立戰爭
- 1956 蘇伊士運河危機
- 1967 六日戰爭
- 1973 贖罪日戰爭
- 2006 黎巴嫩戰爭
- 2023 以哈(Hamās)戰爭

和平 協定

- 1978 大衛營協議
→ 以、埃和解
- 1993 奧斯陸協定
→ 以色列和巴解組織
相互承認
- 2020 亞伯拉罕協議
→ 2020 以色列和阿
聯關係正常化
→ 2022/7 西方四方
安全對話
West QUAD
(印度、以色列、阿聯、美國)

哈瑪斯的 目的

- 種族報復
- 哈瑪斯-法塔的
競爭關係
- 顛覆以阿和解
→ 後續觀察:
1) 戰爭會從加薩走廊
延伸到黎巴嫩嗎?
2) 遜尼與什葉派的
戰略競爭。
3) 增添美方維持國
際秩序的重擔。

Market Driver(中東) | 以巴衝突擴大的情境分析

截至10/17, 以巴衝突已造成4200人的死亡, 且至少有60萬難民撤離加薩, 為此, 各國領導人也陸續抵達以色列進行會談, 美國總統拜登已表態, 不支持以色列佔領加薩, 希望避免中東戰事擴大。

基於人道立場, 各國有意避免情勢擴大, 但也不排除情勢有惡化的風險, 若黎巴嫩與敘利亞也加入參戰, 可能讓戰事進一步惡化, 油價不排除還有上彈壓力。尤其, 若在極端的情境下, 伊朗直接參戰, 國際油價可能還有大幅上彈的空間, 同時, 全球經濟成長將下滑1%

以巴衝突演變的情境分析

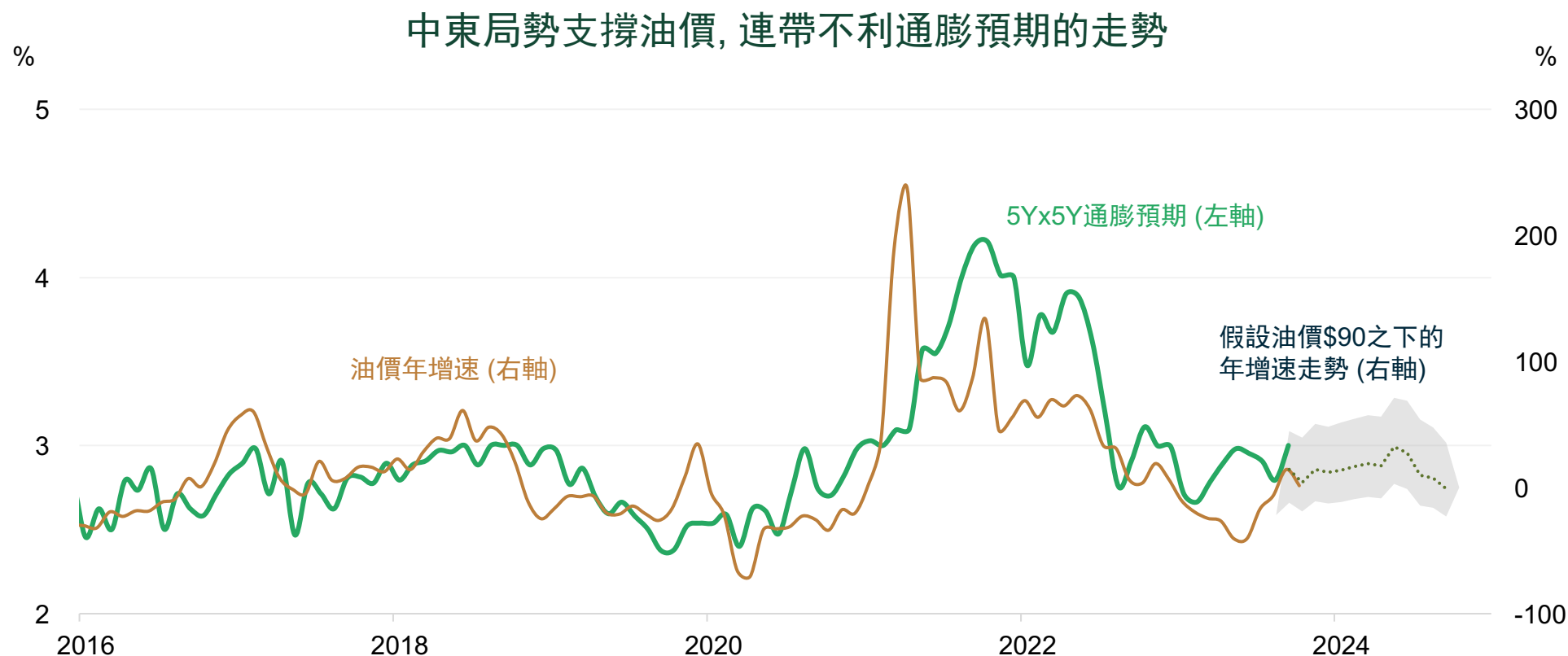
		戰事狀況	市場恐慌的影響 (VIX)	油價影響 (美元/桶)	全球經濟的影響	全球通膨的影響	其他
情境一	加薩衝突	侷限在加薩走廊	--	+4	-0.1%	+0.1%	--
情境二	情勢擴大	黎巴嫩與敘利亞加入	+8%	+8	-0.3%	+0.2%	--
情境三	全面惡化	伊朗直接參戰	+16%	+64	-1.0%	+1.2%	黃金、公債受益

資料來源: Bloomberg。

Market Driver(中東) | 中東局勢不安, 予以油價下方支撐, 不利通膨降溫

中東局勢持續不安, 以色列與巴勒斯坦之間的緊張關係仍未緩解, 加上俄烏戰爭仍在持續, 導致近期油價維持高檔。油價上漲將推升全球通膨壓力, 不利於通膨降溫。

簡單以90美元的油價做估算, 今年底至明年上半年的油價年增速大致維持5-30%的年增幅, 這恐使後續通膨預期的走勢易升難降。

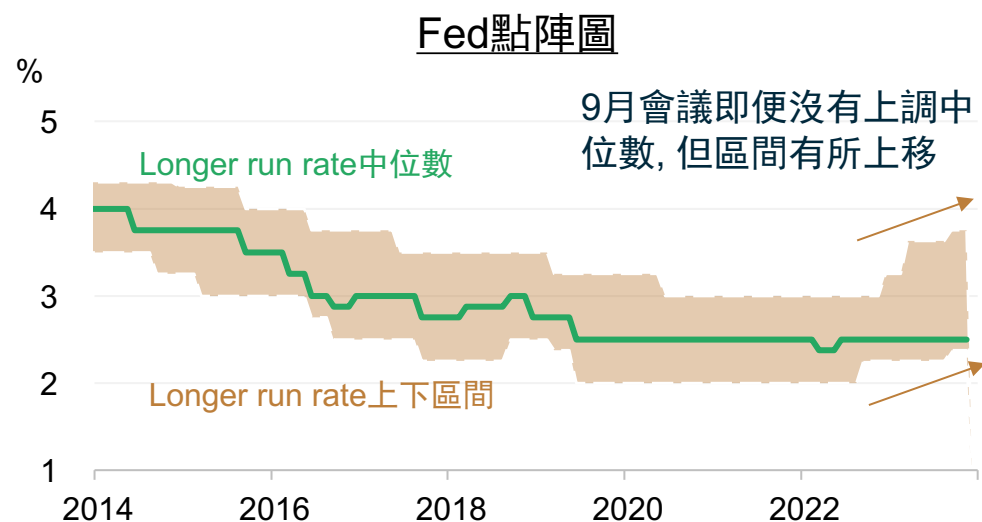
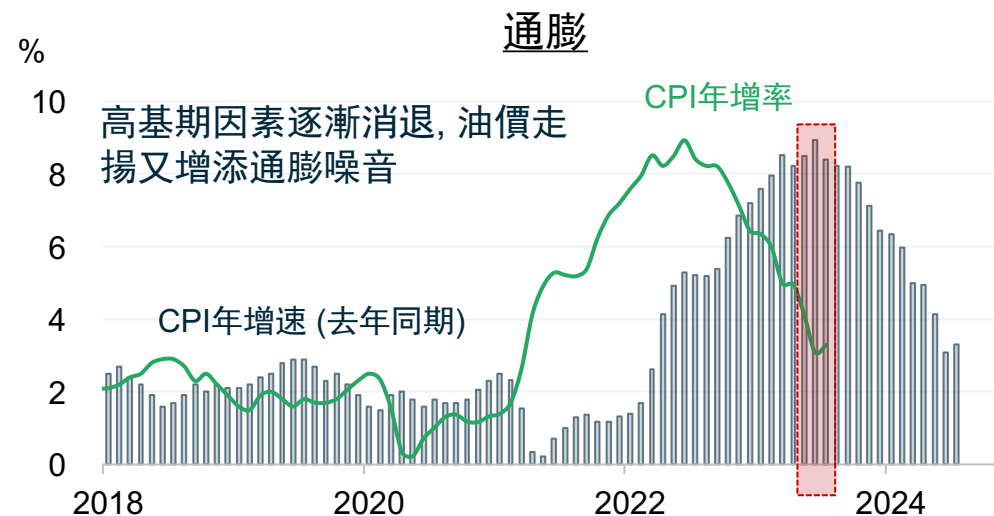


註: 陰影為油價於\$70-120間的年增速走勢。

資料來源: Bloomberg。

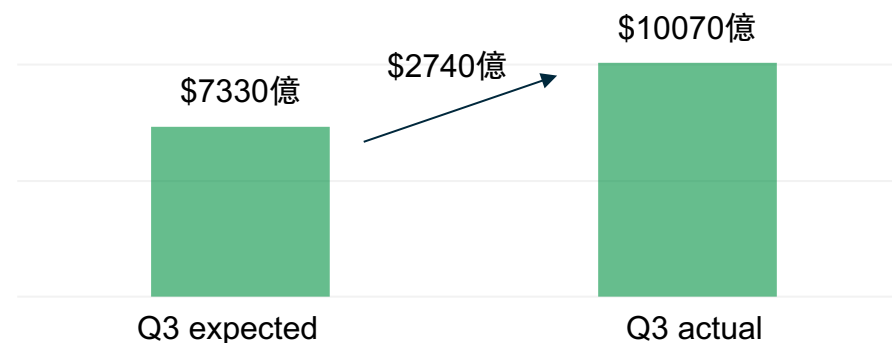


Market Driver(債市) | 四大因素不利近期美國債市, 殖利率延續上升趨勢



美國財政

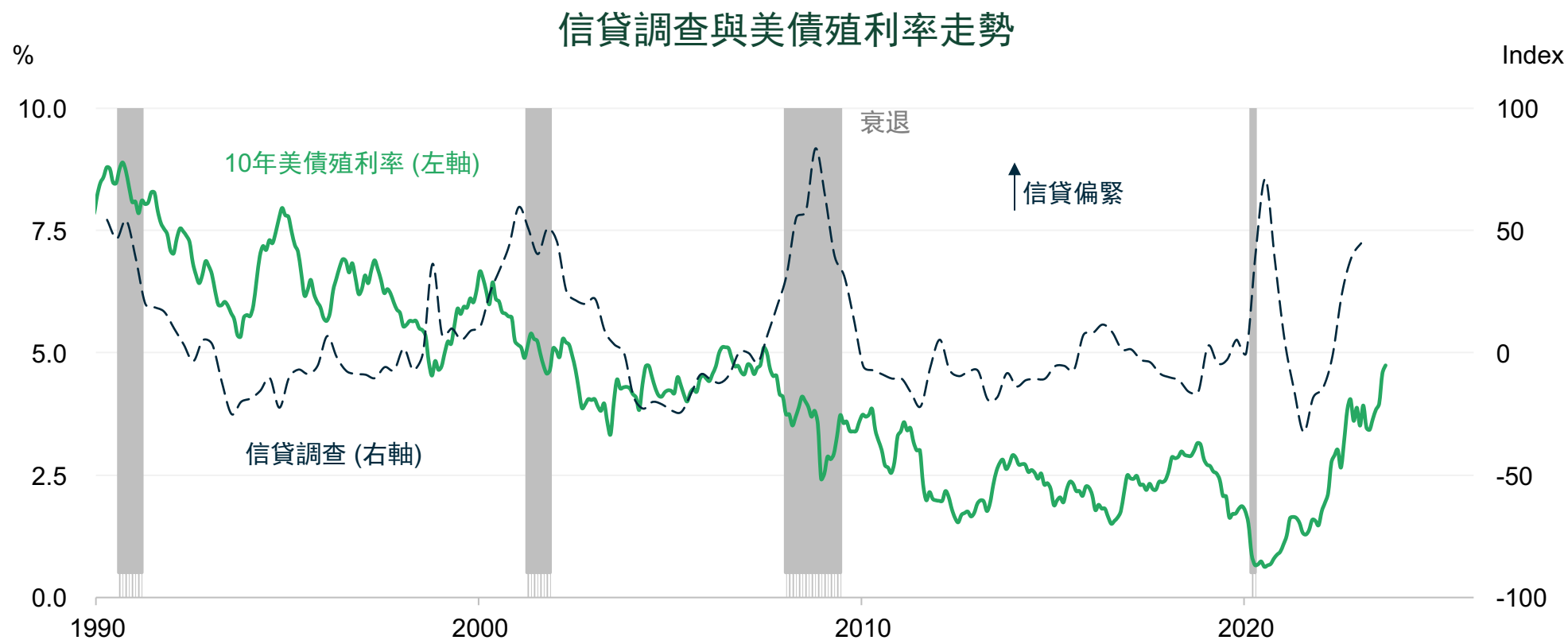
美國公債發行較原先預估有所增加



後續看點(債市) | 雖然債市波動加劇, 但長線偏向下行, 逢高仍有利長線布建

近期債市波動加劇的原因: 1)美國經濟數據仍多良好、2)油價走揚增添通膨擔憂、3)Fed點陣圖的長期利率(longer-run-rate)區間上移、4)美國財政部發債高於預期。

殖利率走勢: 長線偏向下行, 主要因為信貸趨緊, 後續美國經濟動能終將降溫, 連帶將使得通膨有所放緩。



資料來源: Bloomberg。



Market Driver(股市) | 晶片禁令升級2.0, 美中科技戰未停歇

拜登政府10/17宣布擴大晶片、晶片設備出口禁令, 停止向中國出口由輝達等公司的先進人工智慧晶片, 主要目標是限制中國獲得AI和軍事領域的先進晶片, 新規將於30天內生效, 並擴大出口限制到包括伊朗和俄羅斯在內等40多個國家, 此外, 兩家由輝達前員工於中國設立的半導體公司「**摩爾線程**」和「**壁仞科技**」被列入黑名單。新措施主要是填補去年10月禁令的漏洞, 未來至少每年更新一次。

晶片禁令擴大, 輝達首當其衝, 因為至少7款晶片將受到影響, AMD、英特爾也可能受衝擊, 不過**由於美中科技戰已不是新聞, 企業針對禁令亦有長期因應方針, 短期縱因出貨排程及產品設計將造成影響, 也無法改變AI晶片需求爆發, 供不應求的情形, 相關概念股仍值得逢低布局。**

現行禁令		晶片禁令2.0(2023/11生效)	
1. 高階晶片管制	限制高階技術的晶片或生產設備出口中國	1. 擴大晶片限制	新規移除了互連速度限制並聚焦運算效能, 將禁令擴大至輝達為中國打造的降規版晶片A800、H800及L40S
2. 人才禁令	限制美國公民協助中國研發高階晶片	2. 新增出口國家	增列伊朗和俄羅斯在內等40多個需要申請先進晶片出口執照的國家, 以防晶片繞道進入中國
3. AI 禁令	禁止輝達及其他廠商的AI晶片出口中國	3. 新增黑名單	將中國晶片設計商「摩爾線程」、「壁仞科技」列入貿易黑名單
4. 雲端服務禁令	限制雲端服務商向中國AI公司出租雲端服務	4. 定期檢視	晶片管制規定至少每年都會更新一次, 目的是限制中國的軍事發展

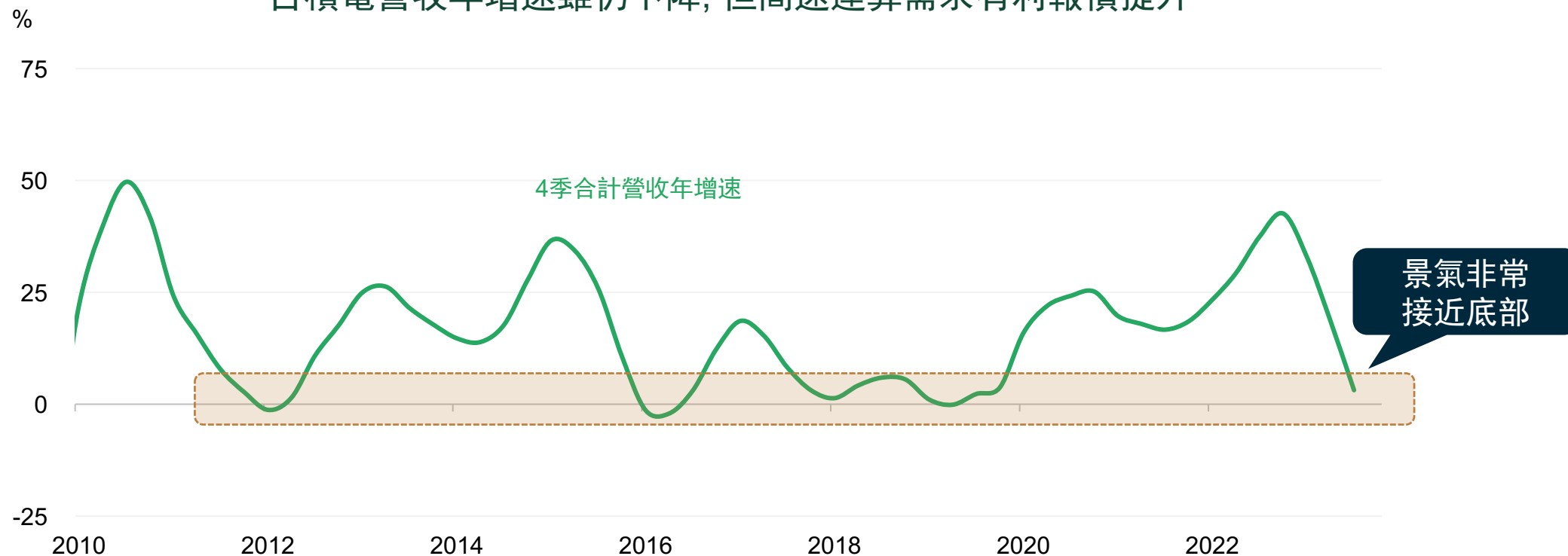
資料來源: 國泰世華銀行投研團隊彙整。

Market Driver(股市) | 台積電Q3美元營收符合預期；魏哲家表示景氣接近底部，但難說強勁復甦

法說會：1)Q3營收約5467億台幣，稅後純益約2110億台幣，EPS為8.14元；**毛利率與營利率優於預期**。2)7奈米營收比重下降，但5奈米以下比重上升，反應**高速運算抵銷手機需求下降**；**景氣接近底部但難言強勁復甦**。3)今年資本支出**維持320億美元，未再度調降**，70%用於先進製程。

台灣股匯：**1)台股長線而言將受惠於製造業，尤其是半導體循環的復甦**，惟短線評價波動仍將使股市走勢較為震盪；2)長線而言，**台幣長線隨半導體循環呈「先貶後升」格局**；但短線而言，宜留意外資進出影響，**短線匯價易隨台股震盪，也難避免美債殖利率走揚的影響**。

台積電營收年增速雖仍下降，但高速運算需求有利報價提升

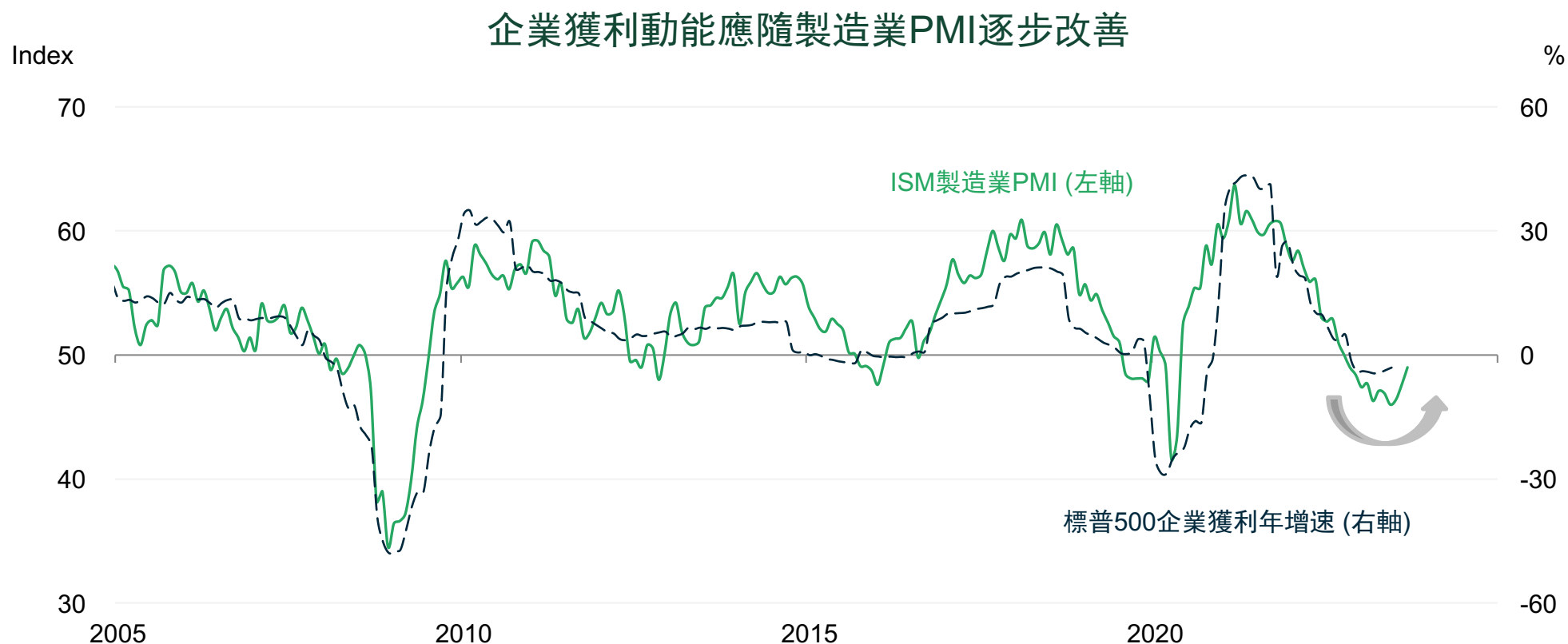


資料來源：Bloomberg, 台積電。

後續看點(股市) | 製造業PMI轉折往上, 有利企業獲利動能改善, 股市評價雖有壓, 但基本面有撐

美國ISM製造業PMI於2021年底開始下降趨勢, 所幸, 近期製造業PMI已見回升, 且為連續兩個月擴張。ISM製造業PMI的回升表明, 美國製造業的活動有所改善, 將有助於企業提高產出和銷售。這將直接反應在標普500企業的獲利上。

因此, 雖然高利率的環境將添增股市評價壓力, 但標普500企業獲利年增速逐步改善, 可望形成股市下方支撐。



資料來源: Bloomberg。

後續看點(匯市) | 歐洲央行(ECB)料維持利率不變, 並強調延續高利率的時間

雖然以哈衝突之際, 歐洲央行管委會成員Galhau表示對油價保持警惕。另方面, 歐洲央行管理委員會成員Klaas Knot日前參與研討會時也表示, 現在宣布戰勝通膨還為時過早, 但越來越多的證據顯示貨幣政策收緊正在傳導至歐元區經濟內部, 因此政策仍必須保持謹慎。

因此, 歐洲央行(ECB)料維持利率不變, 並強調延續高利率的時間。儘管ECB停止升息下, 對於區域內股、債市為利多, 但在Fed不敢輕言寬鬆、美債殖利率仍具上升動能下, 對歐元短線匯價仍屬不利。

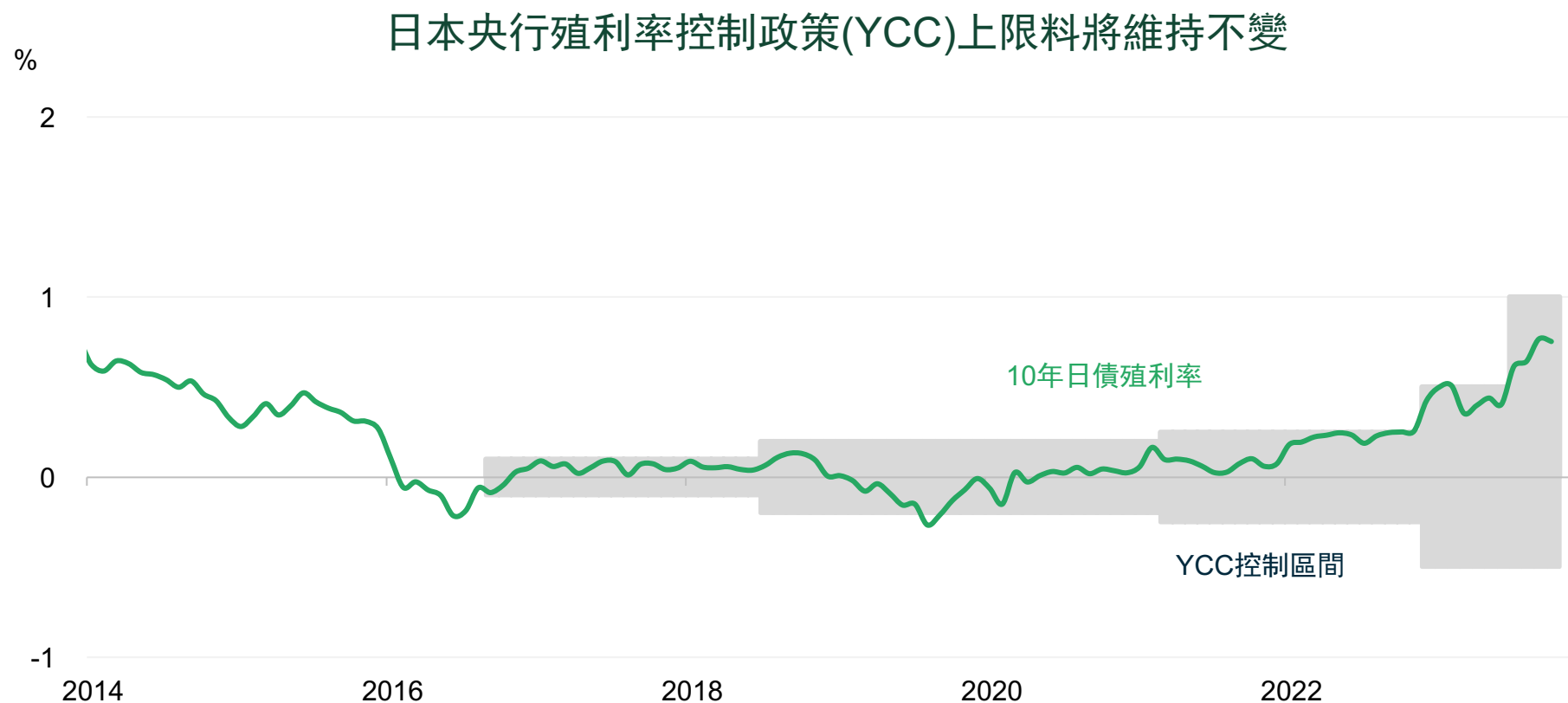


資料來源: Bloomberg。

後續看點(匯市) | 日本央行(BOJ)料維持現行政策不變, 但長線政策仍將逐漸往緊縮的方向移動

今年以來, BOJ雖然在行動上漸漸調整貨幣政策, 往緊縮方向偏移, 但口頭上維持寬鬆的態度仍舊延續。如日前BOJ總裁植田和男表示, 日本經濟正迎來薪資、物價能否實現良性循環的關鍵時刻, 因此有必要持續實施以「殖利率曲線控制(YCC)」為主軸的大規模貨幣寬鬆政策。

儘管BOJ身口不一, 但貨幣政策逐漸偏緊的影響下, 將有利日幣長線回升, 惟短線美債殖利率上升動能仍在, 仍壓抑日幣短線走勢。



資料來源: Bloomberg。

美股 銀行股財報多優於預期, 提供落後補漲契機

標普500企業Q3財報季陸續開鑼, 銀行股率先公布, 包括摩根大通、富國銀行、花旗、美國銀行財報皆優於預期, 其中銀行規模最大的摩根大通, 無論是放款的利息收入或手續費的非利息收入, 皆大幅成長, 使得Q3營收增長達20%。利息收入因為利差的擴大, 加上備抵貸款損失明顯下降, Q3獲利年增39%。

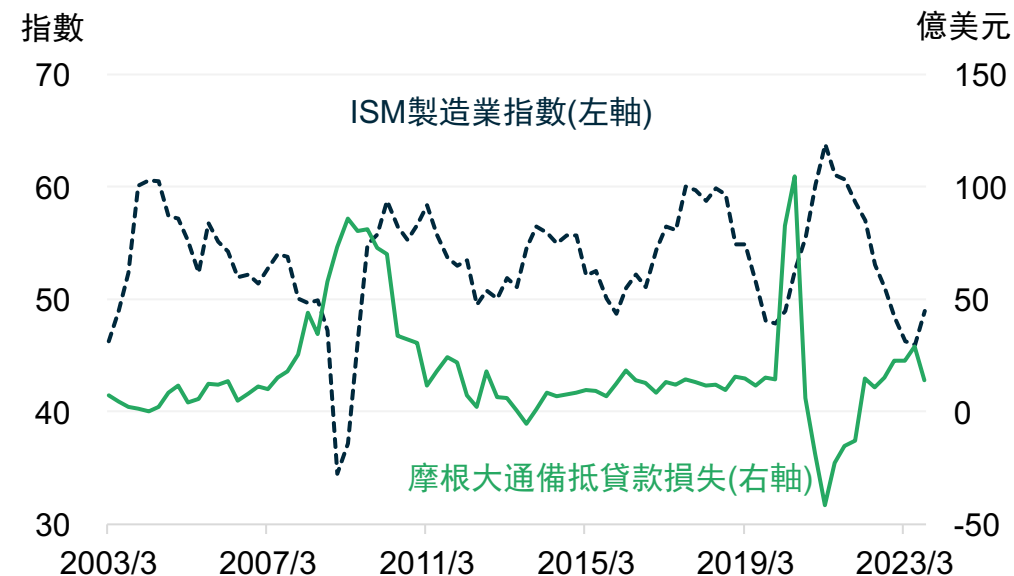
展望未來, 雖然利差優勢在後續將逐步收斂, 但在聯準會降息以前, 利差可望維持相對高位, 此外, 隨景氣逐步復甦, 企業活動升溫下, 貸款活動可望維持一定熱度, 預期銀行業獲利可望回溫。年初因為區域銀行危機, 也使大型銀行股表現相對大盤落後, 隨財報改善, 提供未來落後補漲契機。

公債利率走揚下, 驅動銀行利差擴大



資料來源: Bloomberg。

景氣逐步回溫, 摩根大通貸款損失可望逐步減少



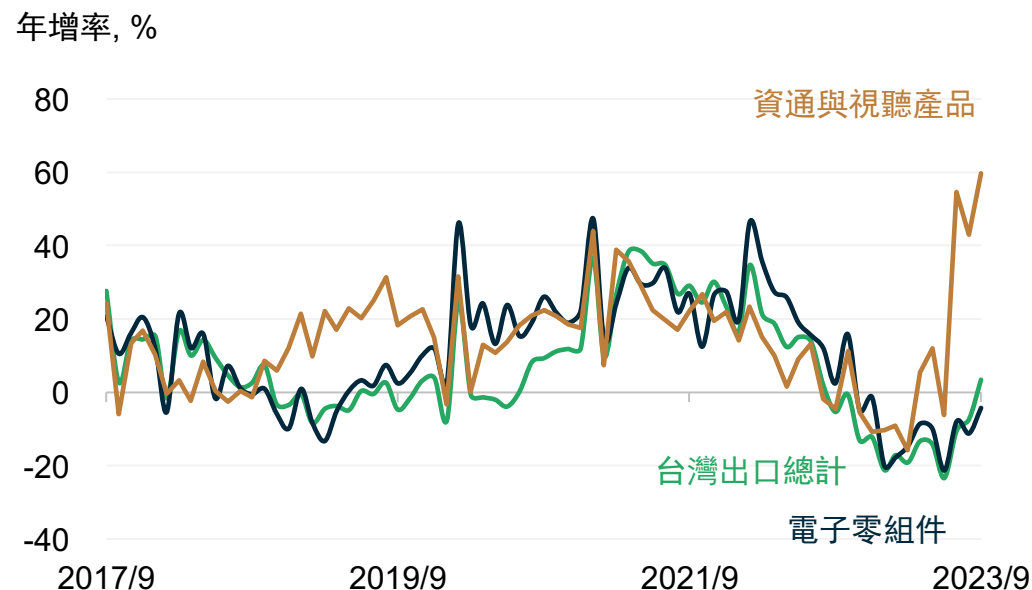
資料來源: Bloomberg。

科技 科技景氣漸入佳境，科技龍頭擇優布局

台灣出口可說是全球電子業的先行指標，9月出口年增率3.4%由負轉正，其中表現強勁的資通與視聽產品年增率高達59.8%，主要帶動成長的正是AI相關產品，由循環面來看，電子零組件(主要來自半導體)歷經16個月的下行，衰退幅度也從7月開始縮減，Q4有望轉為正成長，在AI及半導體相繼走出谷底，科技景氣可望漸入佳境。

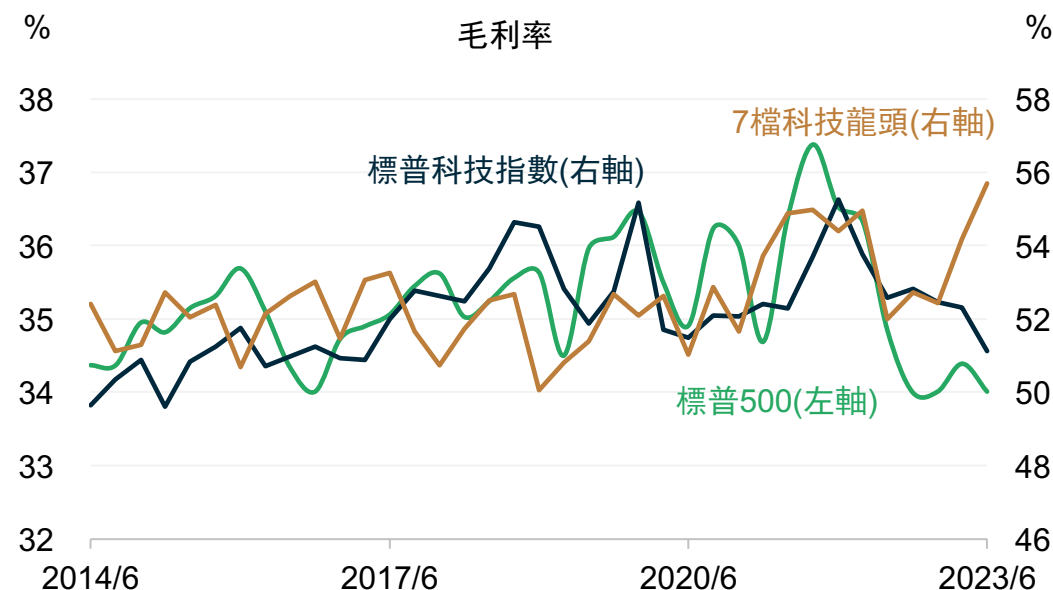
超級財報週即將登場，隨著ISM製造業指數翻揚，景氣可望逐漸好轉，標普500大企業以及標普科技公司Q2的毛利率仍在谷底，下半年往上反彈的機會較高，而今年以來引領美股漲勢的7大科技龍頭，則是不畏景氣寒冬，維持毛利率在高檔，顯示科技股仍以龍頭企業表現較佳，在近期指數拉回的過程中，可聚焦AI題材、大型科技股擇優布局。

AI領軍，台灣出口由負轉正



資料來源：財政部。

科技龍頭率先擺脫景氣低檔



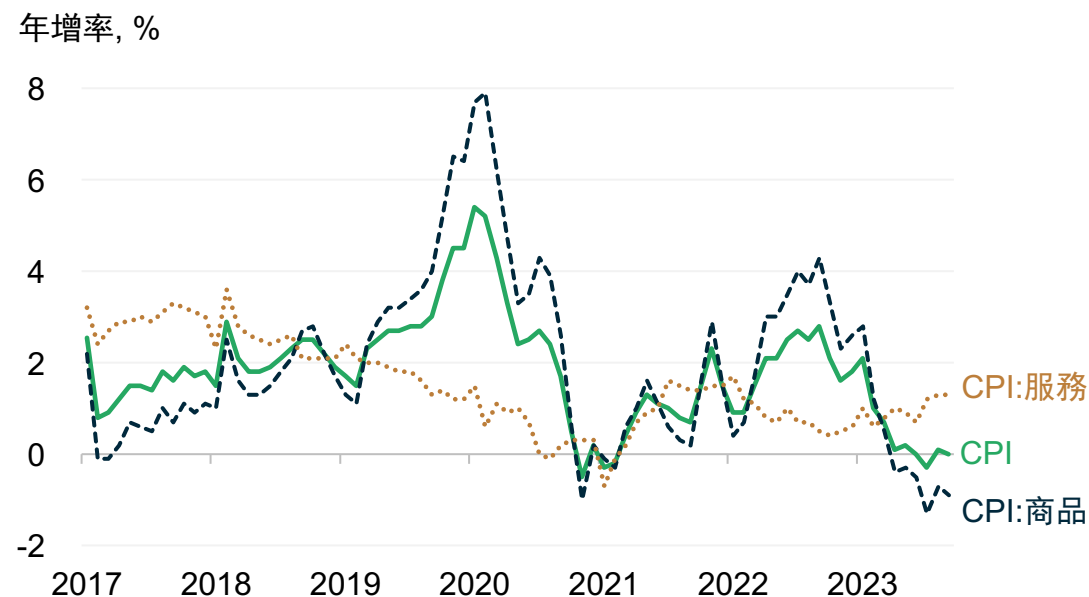
註：7檔科技龍頭為微軟、蘋果、亞馬遜、谷歌、特斯拉、輝達、Meta。
資料來源：Bloomberg。

中國 9月數據難掩經濟隱患, 股市上漲空間有限

中國Q3 GDP年增4.9%，高於經濟學家預估值4.5%，主因假期出遊帶動9月消費回升，國企也持續給予生產端支持。然而，即便政策與數據面優於預期，但市場卻未見起色，主因為：1)**國內需求不振**，9月CPI增速再次回落至0%、房地產拖累固定資產投資下滑，內需修復力道偏弱；2)**民間信心不足**，9月新增社融數據不差，但新增人民幣貸款與中長期企業貸款皆低於去年同期，M1年增率也一路走弱，顯示企業展望保守；3)**房地產違約風險**居高不下，房市成交量復甦緩慢，建商資金壓力沉重，碧桂園再度面臨債券違約風波。

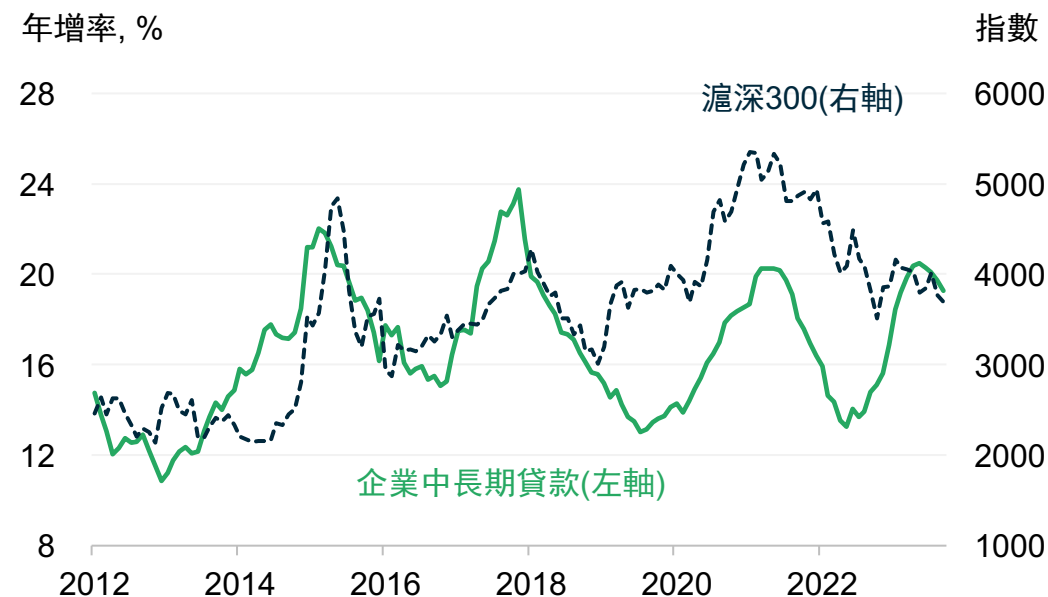
政策面態度明確，房地產、證券市場的放寬鬆措施持續祭出，經濟展現摸底狀態，研判股市下方風險有限，但**內需、民間信心、債務風險等挑戰不斷，市場情緒維持謹慎，整體上行動能偏弱，料陸港股短期難以突破整理格局。**

民眾消費型態轉變, CPI低增長反映內需消費不振



資料來源: Wind。

企業信心不足導致借貸意願低迷



註: 企業中長期貸款為2007至今累積存量之年增率。

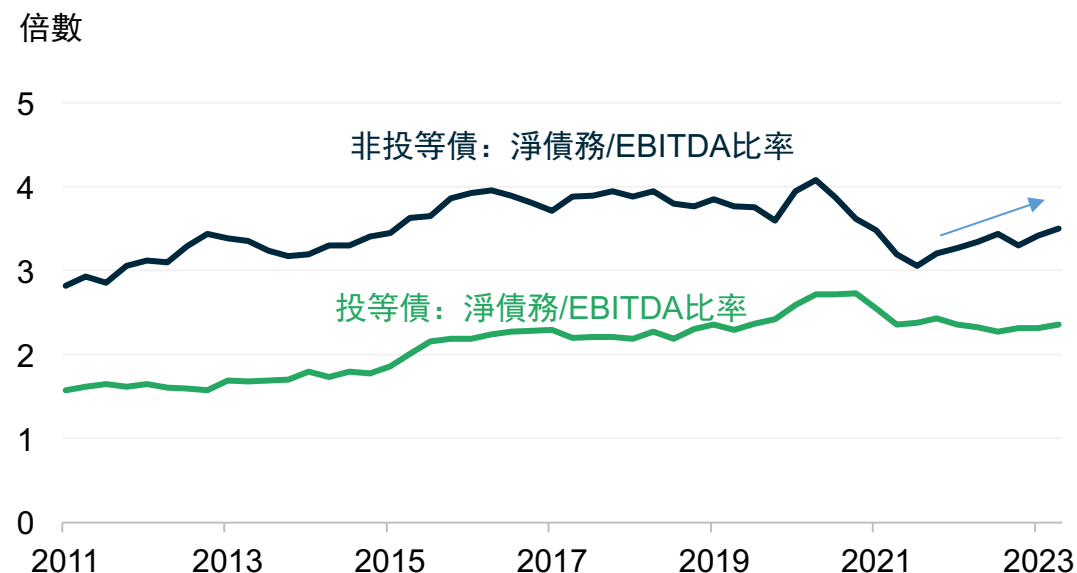
資料來源: Wind。

信用債 升息循環步入尾聲，利率走勢先上後下，布局以投等債為主

近期美國10年債殖利率波動幅度劇烈，在以巴衝突影響下，市場避險情緒升溫；而另方面部分經濟數據依舊強勁，優於市場預期，導致殖利率上下擺盪。觀察未來走勢：1)聯準會高利率環境時間延長、2)核心通膨仍持續降溫下，**利率趨勢維持先上後下不變**，待政策利率轉向後，美國高利環境情形將迎來反轉。

展望債市策略，雖最近公債殖利率波動較大，但聯準會於去年2月開始升息21碼後，現階段的高利點位仍是債市難得一遇的買點。惟在高利環境下，企業未來運營上遇到的難題更多：融資成本提高、商業計劃的實行更加困難，而對於體質較差的非投資級企業風險更大。因此在債種選擇上，對於投資人來說**信用評級高、體質穩健的公司償債能力更佳，仍是較安全的標的。**

高利環境下，非投資等級企業債務負擔加重



註：EBITDA為扣除利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。淨債務/EBITDA比率越高，企業需要的償還債務時間越長。

資料來源：Bloomberg。

隨升息循環步入尾聲，利率走勢先上後下



資料來源：Bloomberg。

台幣 半導體銷售年增速漸有築底跡象, 景氣燈號Q4有望好轉, 但資金匯出添增匯價壓力

台灣基本面：台灣出口深受半導體循環影響，自2022年以來動能走降，遂不利台幣匯價。所幸，目前半導體銷售年增速漸有築底跡象，搭配國發會認為景氣燈號於Q4可望由藍燈轉為黃藍燈，確實有利台灣基本面後續走向，待新訂單進一步回升，為出口動能點火。

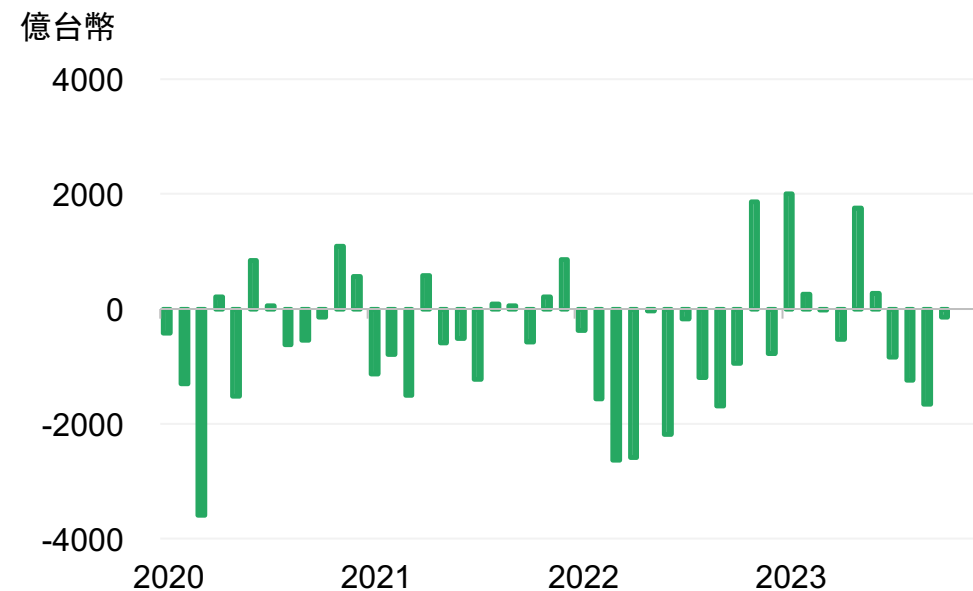
台幣匯價：基本面仍在築底階段，且近期美債殖利率急升，資金由匯入轉為匯出，使匯價弱勢格局延續；長線而言，半導體銷售與出口年減幅度應能逐步改善，將有利匯價。

半導體景氣確實落底, 但待新訂單點火迎春



註：3月平均。
資料來源：Bloomberg。

外資自7月以來連連賣超, 成為台幣匯價壓力



資料來源：Bloomberg。

Oct 2023

23

Monday

美國芝加哥全國活動指數
歐元區消費者信心指數

24

Tuesday

美國PMI
英國PMI
歐元區PMI
德國消費者信心指數
英國失業率
日本PMI

25

Wednesday

美國新屋銷售
德國IFO企業調查
澳洲CPI
加拿大利率會議

26

Thursday

ECB央行會議
美國成屋銷售

27

Friday

美國密大消費信心
中國工業企業獲利

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