



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

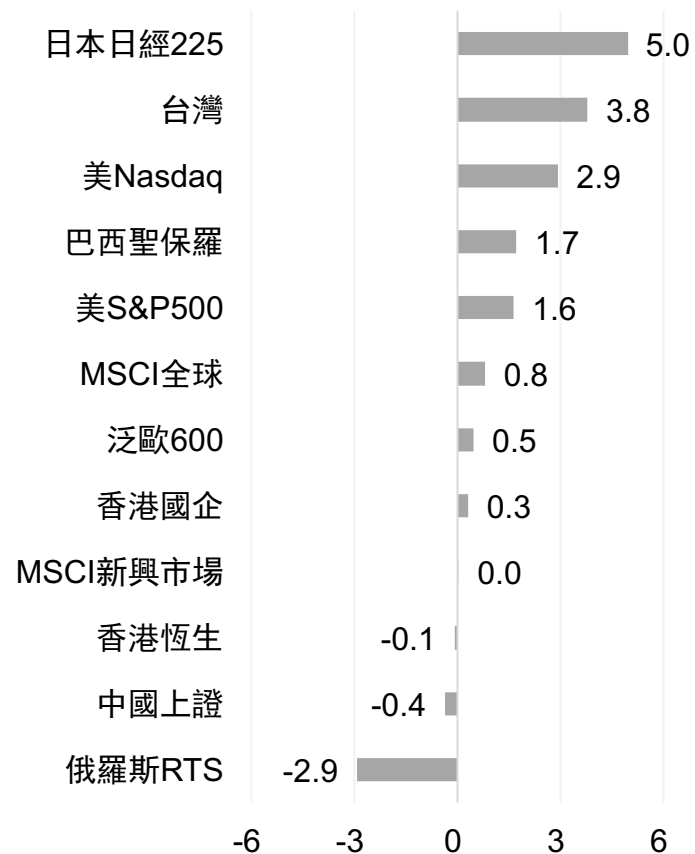
2023年5月19日

# 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

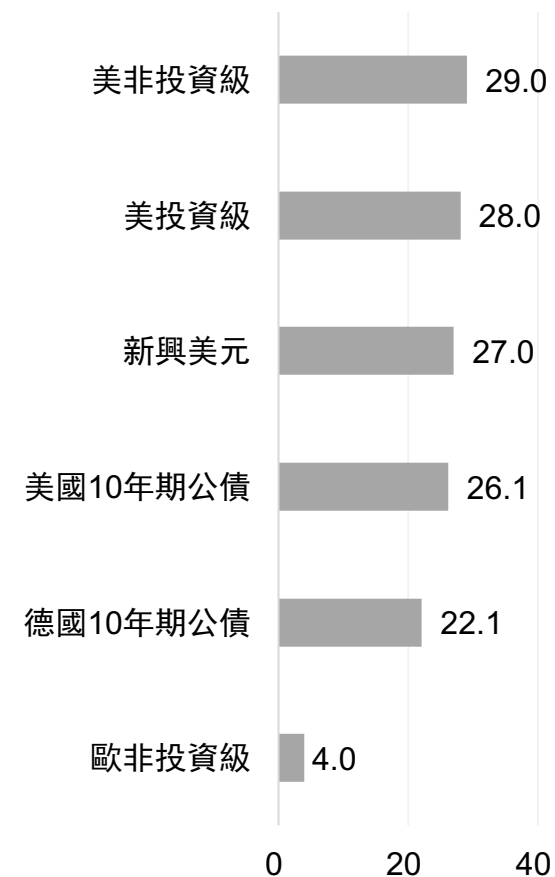
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/5/11- 2023/5/18。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 美國債務上限引關注

「X-date」逼近，市場關注國會能否解決債務上限的問題，短期市場難免擾動。雖然美國過去也曾發生政府關門及債信降評事件，但發生債務違約機率低。

## ► 經濟穩中透弱，Fed升息暫告段落

就業市場吃緊，經濟暫無衰退疑慮，但是成長動能轉弱，下半年GDP季增率恐掉落負值。Fed升息屆頂，對於金融市場而言是個好消息，有利評價修復行情持續。

## ► 長短利差倒掛仍是債券布局良機

長短利差倒掛提醒大家，這仍然是債券布局良機。因為結束倒掛，往往是降息帶來的長短利率同步下滑，而非利率上升。

### 股市

暫停升息對於股市而言將有利評價修復，股市回測低點機率降低，但是在經濟前景不明朗的環境下，企業體質強弱的差異將更為明顯，布局宜挑選具成長潛力的大型龍頭股。

### 債市

升息屆頂，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。債市布局仍可待殖利率反彈時進行。

### 匯市

Fed升息尾聲、美元不若去年強勢，台灣央行則仍關注通膨，保持升息彈性。上半年企業獲利較弱，台幣隨台股擺盪，但長線基本面走向有利於台幣匯價。



## 美國債務上限「X-date」逼近, 美股表現引關注

美國債務上限「X-date」逼近, 財政部長葉倫表示6/1即是最後期限, 若國會不能解決債務上限的問題, 將導致政府停擺、甚至債務違約, 並引發經濟危機。眾議院議長麥卡錫表示, 若談判有所進展, 預計眾議院在未來的一週將針對兩黨達成的妥協方案進行投票。

依照過去經驗, 即使舉債達上限, 美國政府往往會採取停發軍人、公務人員薪資, 暫緩醫療福利, 也就是「政府關門」的方式, 來逼迫在野黨妥協, 以及避免債務違約。預料在國會兩黨順利達成共識前, 對美股、美債仍有一定干擾。

### 美債CDS短期有攀高現象



資料來源: Bloomberg。

### 2000年以來美國政府關門期間美股表現

政府關門日期	持續天數	期間美股表現(%)		
		前1個月	期間表現	後1個月
2013/10/1~2013/10/17	17	3.8	2.3	3.4
2018/1/20~2018/1/22	3	4.9	0.8	-4.6
2018/2/9~2018/2/9	1	-6.1	1.5	6.4
2018/12/22~2019/1/25	35	-8.8	10.3	4.9
平均	14	-1.5	3.7	2.5

資料來源: Bloomberg, 國泰世華投研團隊彙整。

## 土耳其大選陷膠著，里拉貶勢難止

土耳其總統大選，現任總統艾爾多安在第一輪投票中領先，但因得票率未過半，將於5/28進行第二輪投票，政治不確定性造成土耳其里拉大幅貶值至歷史新低，土耳其國債CDS也因此而出現彈升。

土耳其近憂慮不斷，土耳其經濟在2月的強震後元氣大傷，重建復甦之路漫長，但通膨問題嚴重，4月CPI年增率仍高達43.7%，物價高漲使得生活成本大增，衝擊民眾消費能力，而土耳其政府長期以來，採取降息來刺激經濟的貨幣政策，加速資金外逃，里拉相關資產貶值壓力仍難以扭轉。

### 土耳其CDS再度因政治不確定性而攀升



資料來源：Bloomberg。

### 土耳其里拉大幅貶值



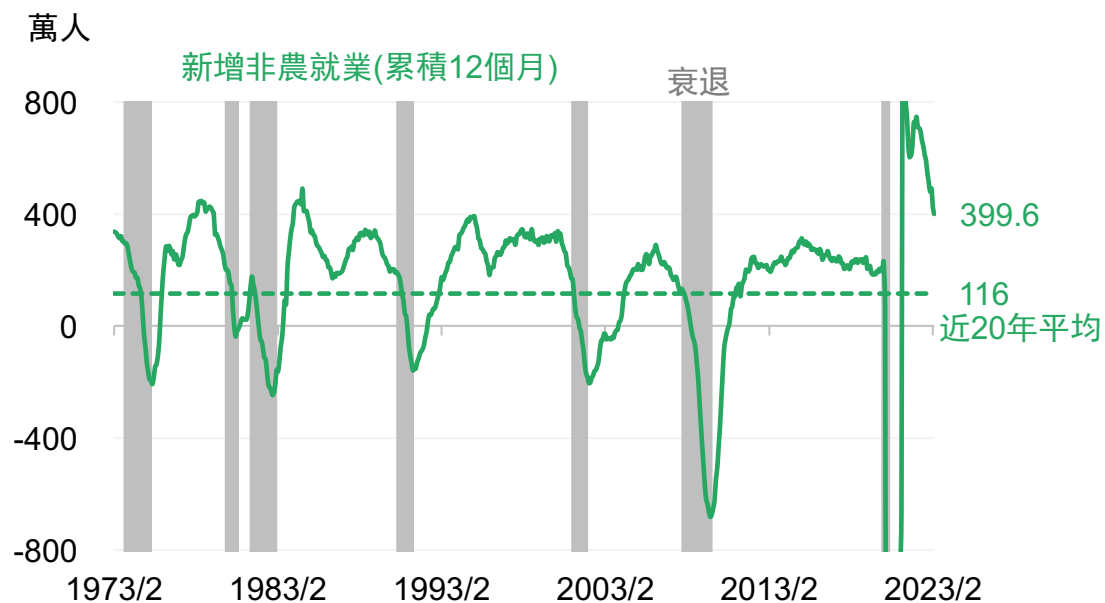
資料來源：Bloomberg。

## 美國就業市場穩住經濟，但趨勢轉弱影響消費動能

美國就業市場維持熱絡，4月新增非農就業25.3萬人，累積12個月新增非農人數高達399.6萬人，遠高於長期平均的116萬人，觀察過去資料，累積新增就業人數若大幅往下，並低於長期平均值，往往代表經濟步入衰退，**現階段的就業市場由於職缺數居高不下，失業率降至3.4%歷史低檔，短期內若非出現金融事件及系統性風險，發生衰退的機率不大。**

美國經濟雖仍有強勁就業市場支撐，不過隨著失業人數上升，就業市場也有由盛轉衰的現象，而民眾消費與薪資收入息息相關，物價高漲，更壓抑民眾消費動能，下半年經濟恐在消費轉弱下欲振乏力。

### 美國非農數據顯示就業市場仍十分熱絡



資料來源：Bloomberg。

### 失業人數逐漸攀高，消費動能恐進一步走弱



資料來源：Bloomberg。

## 下半年經濟動能弱，但仍有機會軟著陸

亞特蘭大聯邦準備銀行根據多項經濟數據，設計GDP預估模型GDPNow, Q1GDP(季增年率)預估值最高曾高達3.5%，然最終僅成長1.1%，顯示經濟數據呈現多空分歧，穩中透弱，目前製造業景氣處於谷底階段，接下來有望落底彈升，但若就業市場加速下滑，經濟轉弱的疑慮仍然不小。

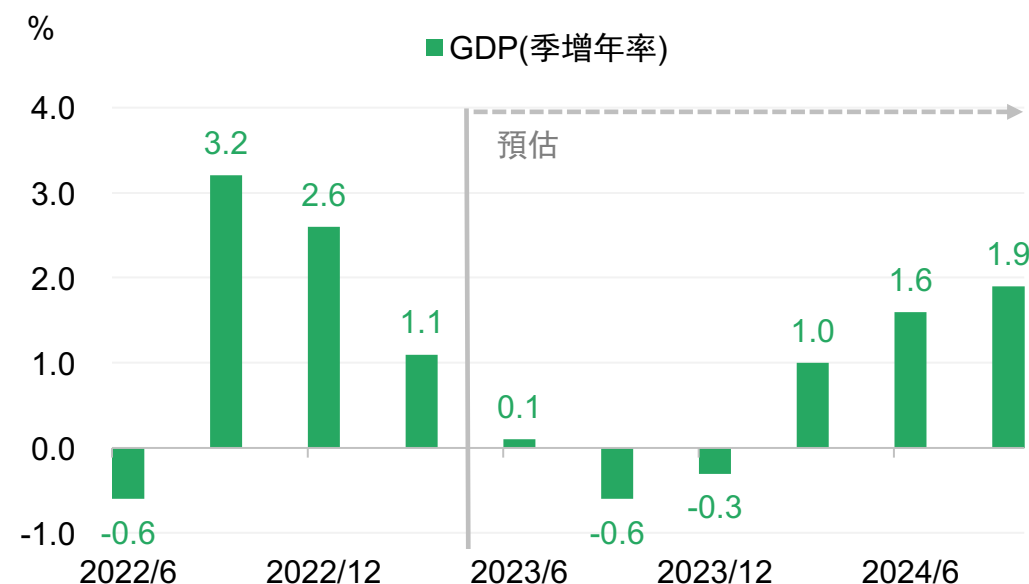
通膨緩步降溫，聯準會仍打算維持高利率抑制經濟，進而避免高通膨死灰復燃。在信貸收緊、企業利息負擔加重的情形下，勢必影響民間投資及製造業表現，根據彭博預估，下半年的GDP季增年率將出現負成長，但有望於Q3落底，若能在不造成衰退的情況下使通膨下降，可以說軟著陸將是最佳的結果。

### 製造業景氣仍處於收縮階段



資料來源：Bloomberg。

### 下半年GDP出現負成長，但有望於Q3落底



資料來源：Bloomberg。

## 升息屆頂，公債殖利率偏下行，評價修復持續

Fed 5月升息1碼至5.25%後，多位Fed官員出面表示，將暫時按兵不動，觀察通膨及就業市場表現，若6月Fed確定暫停升息，將有利公債殖利率自高檔回落，美股評價修復行情也有望繼續，至少再回到2022/10本益比低點15.3倍的機率已不高。

標普500指數目前本益比水準約18.5倍，疫情期間由於Fed無限量QE政策，Fed資產負債表規模一口氣自3.8兆美元拉高到9兆，資金泛濫下，標普本益比最高達23.5倍。隨著利率來到高檔，且Fed持續進行QT(量化緊縮)，本益比雖不易回到歷史高點，但由於Fed總資產仍高達8.5兆美元，遠高於QE1~QE3時期，如此高的資金水位仍足以推升美股評價持續反彈。

### Fed暫停升息有望激勵公債殖利率續降



資料來源: Bloomberg。

### 美股本益比難創新高，但仍有續彈空間



資料來源: Bloomberg。

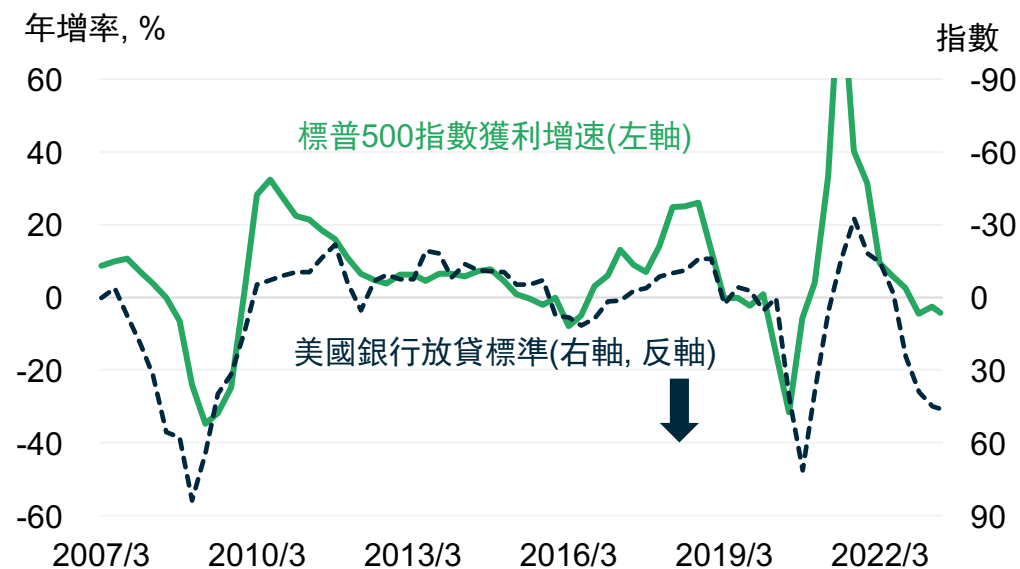


# 美股 銀行緊縮對企業獲利構成壓力, 不過, 製造業已逐步在打底

利率倒掛環境下, 銀行業持續緊縮放貸, 聯準會Q1資深放款人員調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)數據顯示, 銀行放款與企業借款的意願都持續惡化, 中大型企業的淨借款意願比例由-31.3降至-55.6, 反映高利率對金融與企業的負面影響正在發酵, 預期對企業獲利也帶來一定程度的影響。

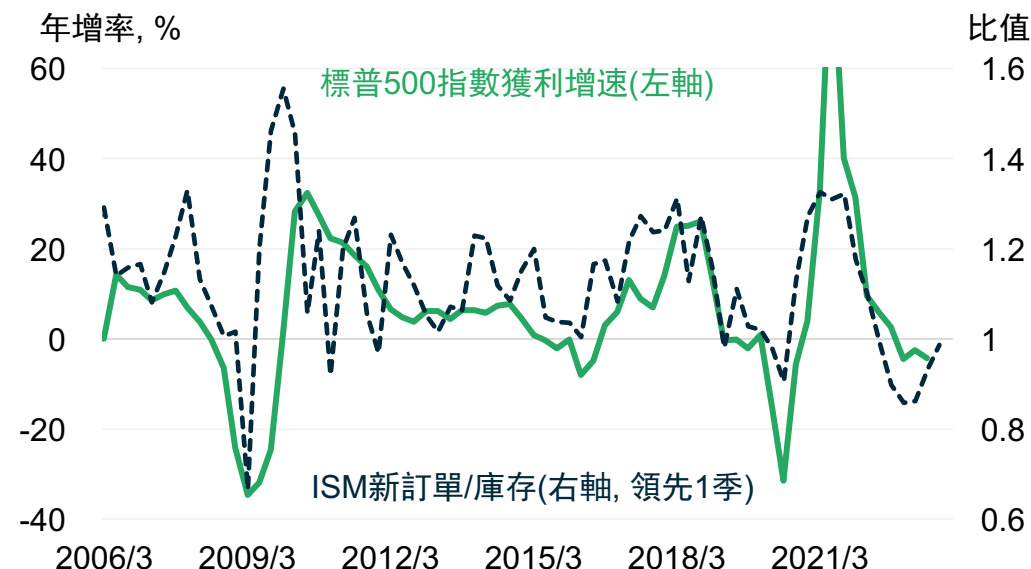
製造業自去年中以來確實受到高利環境與庫存調整影響, ISM製造業指數已連續6個萎縮, 不過, 隨庫存調整邁入尾聲, ISM新訂單/庫存比也有落底的跡象, 暗示整體景氣已處在打底階段。目前企業獲利雖不好, 但進一步惡化的可能性也低, 研判股市底部已過。

## 銀行放貸緊縮, 不利企業獲利



資料來源: Bloomberg。

## 新訂單/庫存比回溫, 企業獲利下半年有望回升



資料來源: Bloomberg。

# 債市 長短利差倒掛幅度見頂縮窄，往往也是景氣壓力發酵之際，多伴隨殖利率回落

歷史經驗顯示，長短利差倒掛後往往伴隨經濟衰退的到來。而本次早在Fed升息之初長短利差就出現倒掛，惟考量本次景氣循環有許多特殊之處，舉例來說，製造業明顯已步入衰退，服務業卻受惠全球解封而持續擴張，且勞動力市場出現結構性改變，目前持續維持緊俏的狀況，都將加劇判斷經濟是否步入衰退的困難度。不過預期在利率高檔之際，縱使有望躲過衰退，前方經濟顛簸仍難避免。

然而今年2月開始，利差有開始縮窄的跡象，意謂著什麼？觀察歷史經驗，當利差倒掛幅度見頂後，往往也是景氣壓力發酵之際，短率隨市場開始預期有降息空間而大幅回落，長率則反映景氣壓力走低。反應到債市的投資上，雖可能意謂債市最甜布局時點已過，但前方景氣恐仍顛簸的環境中，仍不失為穩健的投資標的。

長短利差倒掛暗示景氣前方恐怕難有坦途



資料來源：Bloomberg。

倒掛幅度見頂後，多伴隨利率回落

單位 (%)	倒掛幅度見頂後6個月利率變化			倒掛幅度見頂後12個月利率變化		
	10y	2y	10y-2y	10y	2y	10y-2y
1980	-1.17	-3.37	2.20	0.71	-0.65	1.36
1989	-0.99	-1.22	0.23	-0.65	-1.05	0.40
2000	-0.20	-0.50	0.30	-1.09	-2.30	1.21
2006	0.43	0.30	0.13	-0.52	-1.61	1.09
2019	-0.35	-0.59	0.72	-1.50	-1.50	1.02
平均	-0.46	-1.08	0.72	-0.61	-1.42	1.02

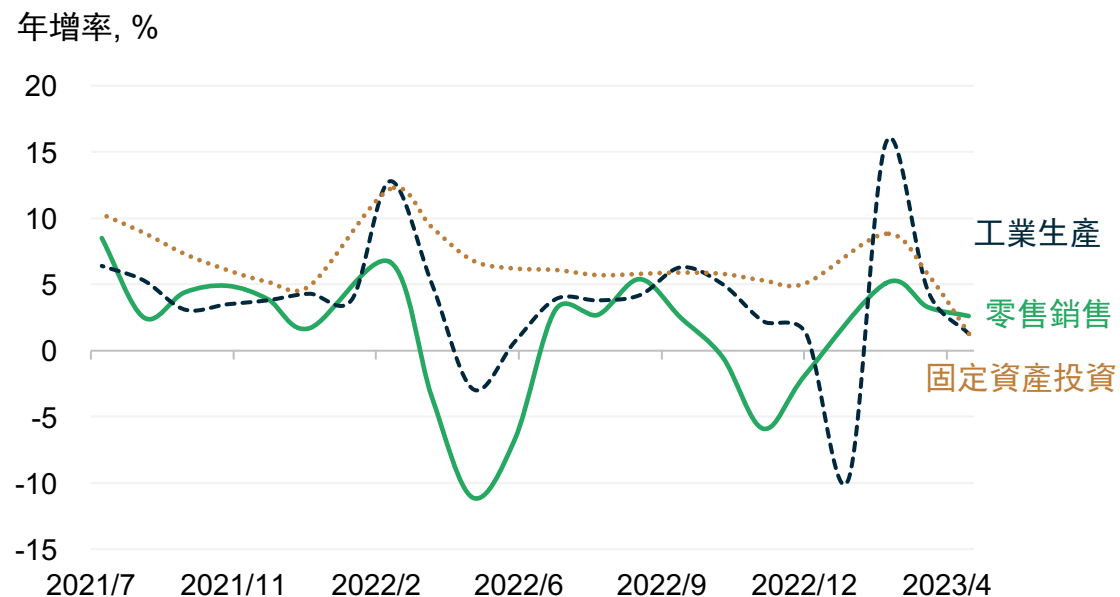
資料來源：Bloomberg。

# 中國 復甦之路遭逢逆風，但股市下行風險可控

經濟數據：近期經濟數據顯示，中國在4月的復甦動能放緩。即使零售銷售與工業生產延續增長、固定資產投資也是小幅回落，但主要受惠去年疫情封城的低基期效果，實際以2021年為基期的兩年複合成長率看來，銷售、生產與投資三項皆較3月下滑。除消費動能維持高檔，企業的生產與不動產投資疲弱。不過，有鑑於當前正處景氣循環初期，4月中央政治局會議也再度強調恢復和擴大需求的重要性，更多刺激政策或將陸續推出。

4月至今，A股市場波動程度放大，反映市場經濟修復的續航能力存疑，**考量目前需求仍不穩定，Q2大盤呈震盪盤整格局。後續展望方面，景氣復甦與政策的積極性有望延續，且評價面本益比在合理價位，股市下方風險有限，中期展望維持正向。**

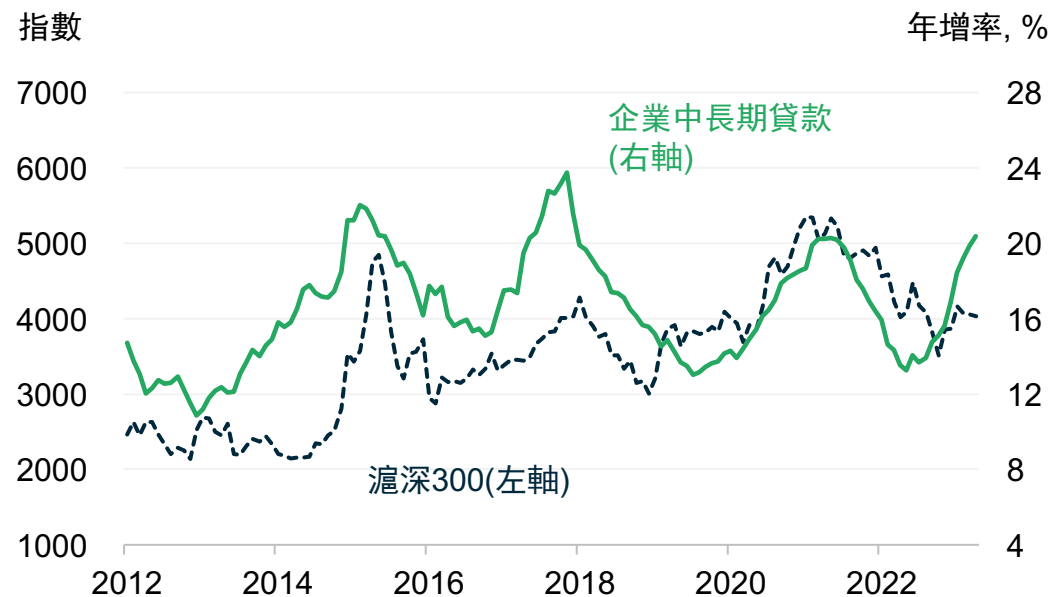
扣除基數效應後，4月經濟活動明顯降溫



註：2023年數據改以2021年為基期計算複合成長率。

資料來源：Wind。

企業中長期貸款在政策支持下保持上行



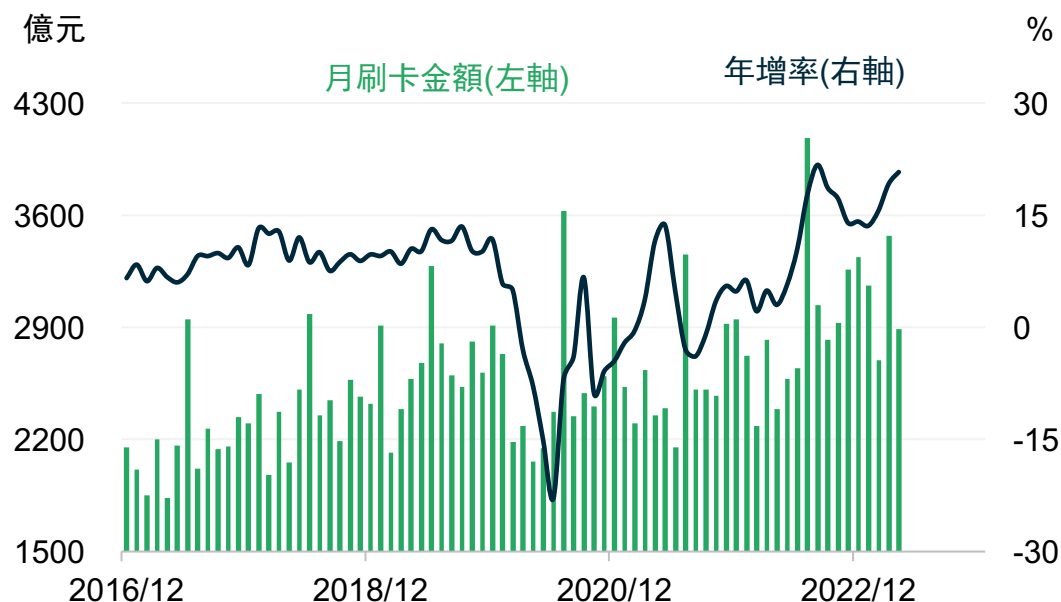
資料來源：Wind。

# 台股 指數站上萬六, 520後行情可期?

國發會公布景氣對策信號連五個月亮出代表景氣低迷的藍燈, 由於後疫情時代, 民眾更願意花錢在旅遊休閒上面, 加上物價居高不下, 排擠電子產品的銷售, 使得歐美商品需求不振, 台灣外銷訂單連7個月負成長, 廠商也面臨去庫存的壓力, 影響出貨動能及獲利表現。

值得欣慰的是, 受惠國境解封、普發6千等政策刺激下, 台灣4月刷卡金額維持高檔水準, 並較去年同期成長20.8%, 內需轉強也帶動部份產業表現較佳, 支撐台股不墜。然而推升台股的主力, 還得仰賴科技股表現, 近期電子股法說會顯示景氣不佳、獲利衰退的現況, 但普遍看好庫存陸續去化, 並對於下半年的需求維持樂觀, 因此, 雖然接下來電子產業將面臨「五窮六絕」, 仍值得留意拉回時逢低布局的機會。

## 國內消費動能強勁, 刷卡年增逾2成



## 外銷訂單連7黑, 景氣落底待變





# 台幣 美元雖弱勢，但台幣更受『半導體循環』負面影響，匯價恐呈『先貶後升』的格局

美國半導體產業協會(SIA)最新數據顯示，Q1全球半導體銷售額共計1195億美元，較去年Q4降8.7%，較一年前驟降21.3%。就各區域而言，全球所有區域3月半導體銷售額全面滑落，包括歐洲年減0.7%；日本年減1.3%；美國減少16.4%；亞太及中國分別減少22.2%及34.1%。鑒於台灣景氣狀況深受半導體循環受到影響，以景氣燈號來看，近期藍燈狀況仍延續，這也間接降低外資持續性流入的吸引力。

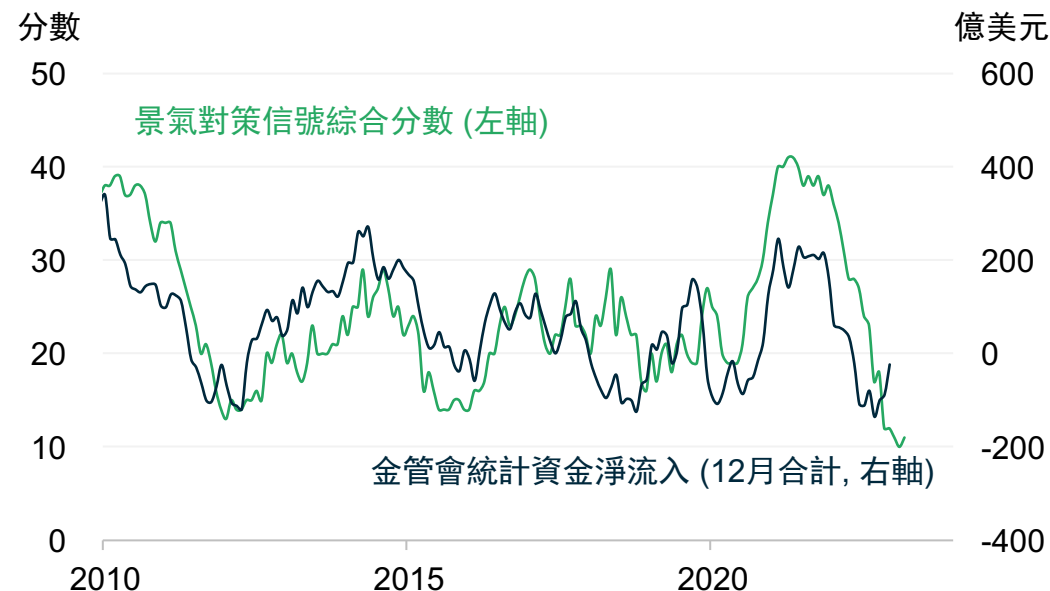
匯價：因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨，此有利支撐台幣匯價；但考量「半導體循環」，今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，易受台股牽引，匯價恐呈『先貶後升』的格局。

全球半導體銷售仍處於衰退，頹勢尚未扭轉



資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號不支持資金大幅流入



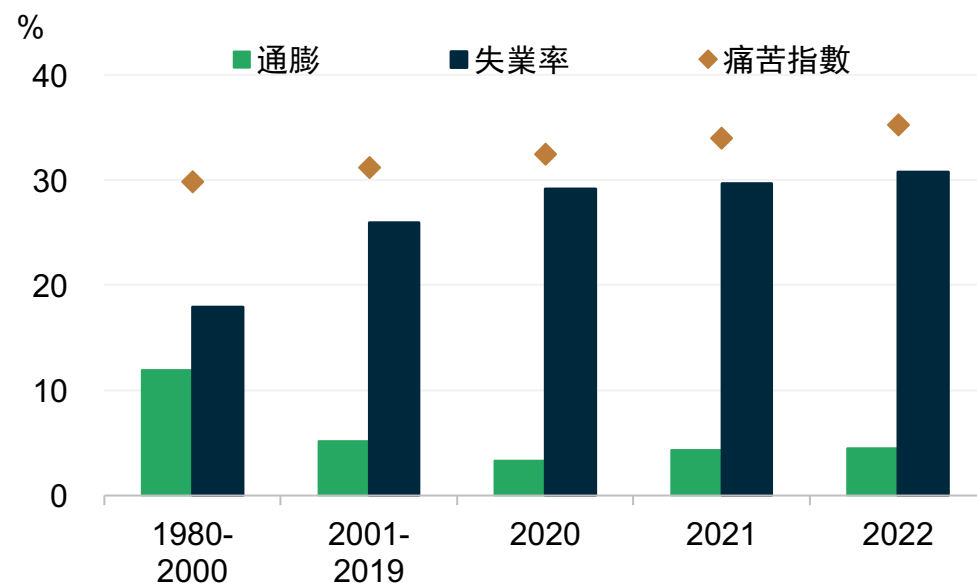
資料來源：Bloomberg。

## 南非 美元趨貶雖有利南非匯價，但自身結構性趨貶態勢仍難以逆轉，近日則受負面消息衝擊

就基本面而言，南非經濟主要原因在於政治、治安問題令企業投資不足，長期經濟增長趨緩，國內失業呈現結構性上升的趨勢。整體而言，**南非經濟並非循環性的擴張或衰退，而是存在結構性下行的問題。**

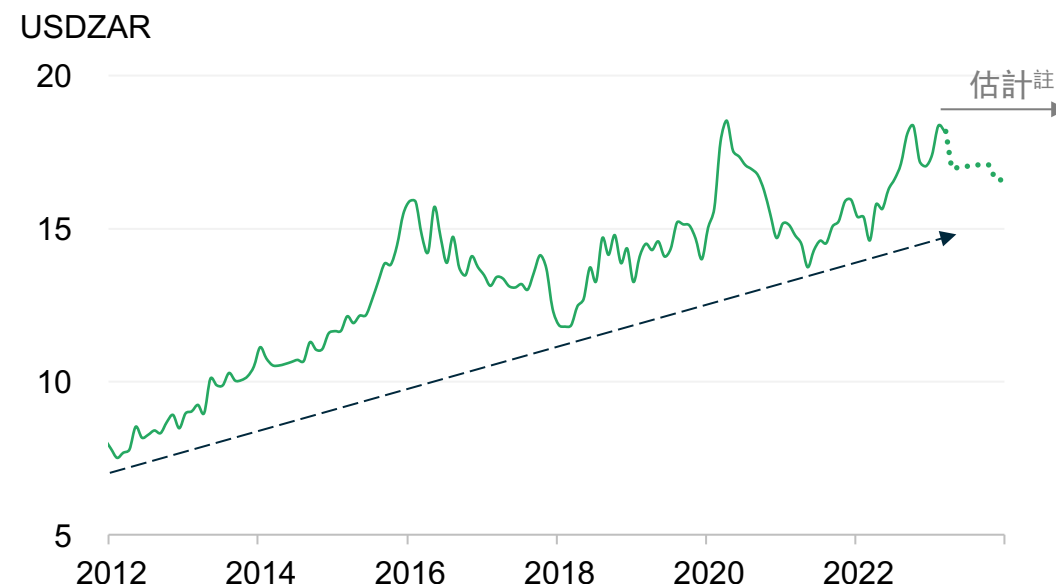
就匯價而言，近期主要受到**缺電、遭指稱出售武器給俄國等負面消息影響**，使短線匯價劇貶。長線而言，鑒於新興市場匯市不像主要貨幣，存在均值回歸的特性，因此挑選新興貨幣應避免趨勢性貶值的幣別，尤其**南非幣趨勢性貶值長期以來甚為顯著**，因此美國升息循環雖有機會屆頂反轉，引導美元指數偏弱震盪，但**南非幣結構性貶值趨勢仍難以逆轉。**

南非屬長期體質不佳的國家



資料來源：Bloomberg。

美元趨貶雖有利南非匯價，但長期趨貶態勢仍難以逆轉



註：USDZAR=-16.82+0.14x美元指數+0.0013x時間，時間為Excel內建編碼，R-sqr=0.97，期間1990-2022。

資料來源：Bloomberg。

# May 2023

22

Monday

歐元區消費者信心指數  
日本核心機器訂單  
台灣出口訂單

23

Tuesday

美國標普全球製造業PMI  
美國新屋銷售  
美國里奇蒙Fed製造業  
英國標普全球製造業PMI  
日本自分銀行製造業PMI

24

Wednesday

英國CPI  
德國ifo企業景氣指數  
日本工具機訂單  
台灣貨幣供給M1B

25

Thursday

美國FOMC會議紀錄  
美國初領失業金人數  
美國GDP  
美國成屋待完成銷售  
德國GDP

26

Friday

美國耐久財訂單  
美國核心PCE指數  
美國密西根大學市場氣氛  
英國零售銷售  
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