



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年8月18日

投資研究週報

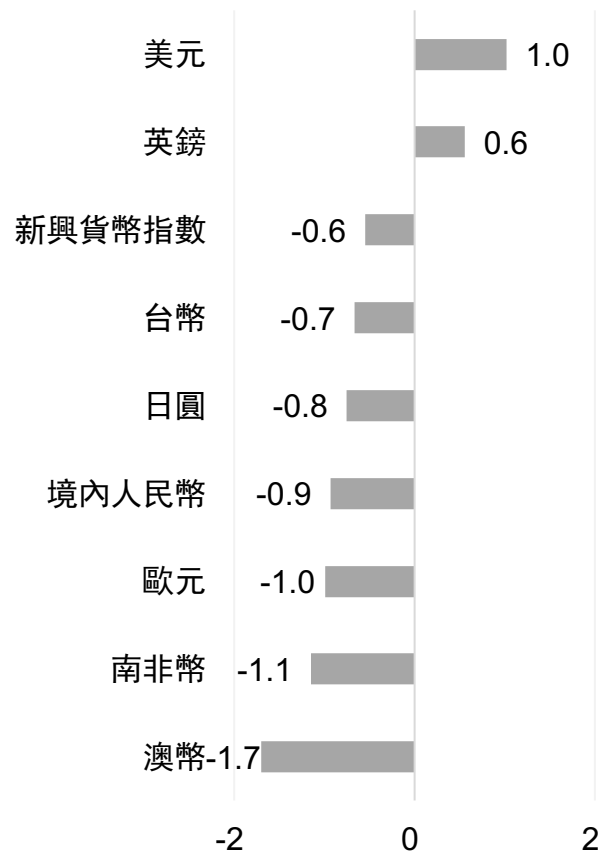
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

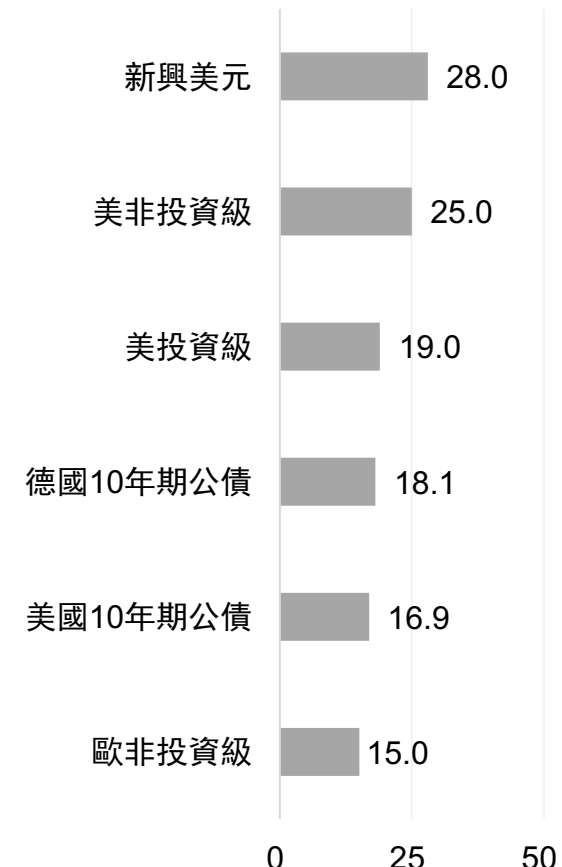
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/8/10- 2023/8/17。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) Prime Day與返校需求助攻, 消費及籌碼面推升公債利率

- 美國消費數據回暖, 加上日債利率及美債供給等籌碼面因素擾動, 帶動殖利率短線上行。
- 股市評價面受利率高盤影響, 大盤恐面臨回調壓力, 逢拉回可分批布局。

2) 中國房市逆風不斷, 違約風暴蔓延但不致重創銀行體系

- 前有碧桂園違約, 後有中融與遠洋暴雷, 地產風暴未歇, 但不致衝擊銀行體系。
- 考量債務重擔難解, 降息政策使人民幣偏空看待, 循環面則不利股市表現。

3) 後續關注焦點

- Jackson Hole全球央行年會登場, 考量通膨放緩態勢明確, 料Powell放鷹機率不高。
- 各國陸續公布8月份PMI數據, 留意美歐製造業底部訊號; AI龍頭輝達於8/23發布財報。

策略思維

- 1) **股市:** 科技股部位過度集中, 利率攀升使評價面承壓, 股市短線面臨調整壓力。然而, 考量製造業循環築底向上, 股市回調無須過度恐慌, 多頭格局不變之下, 可視為布局契機。
- 2) **債市:** 受到日債利率及美債供給等籌碼面因素帶動, 加上7月份零售數據高於預期, 10年債利率偏上, 不過利率長線仍受經濟及貨幣政策主導, 考量通膨放緩態勢明確, 往明年利率下行力道有望逐步顯現。
- 3) **匯市:** 短線風險氣氛不利台幣, 但隨美國升息循環尾聲與全球半導體銷售改善, 長線匯價有望逐漸回升。

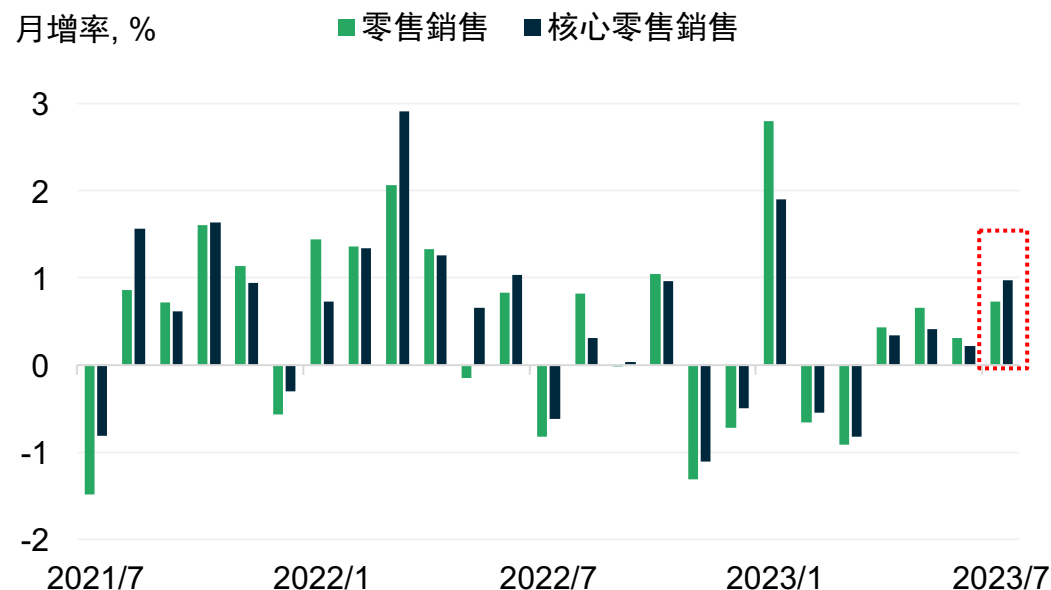


亞馬遜Prime Day與返校需求助攻，就業與消費動能支撐美國Q3經濟表現

美國7月零售銷售月增0.7%，優於市場預估值0.4%，扣除汽車的核心零售銷售，以及用於計算GDP的控制組零售銷售皆月增1%，寫下過去半年的最高增速。儘管電子產品與傢俱表現依舊不佳，但是在美國就業市場穩健、亞馬遜Prime Day活動與返校需求的推動下，消費動能則是意外強勁，服飾、電子商務、運動用品表現亮眼，餐飲消費月增1.4%也表現不俗。

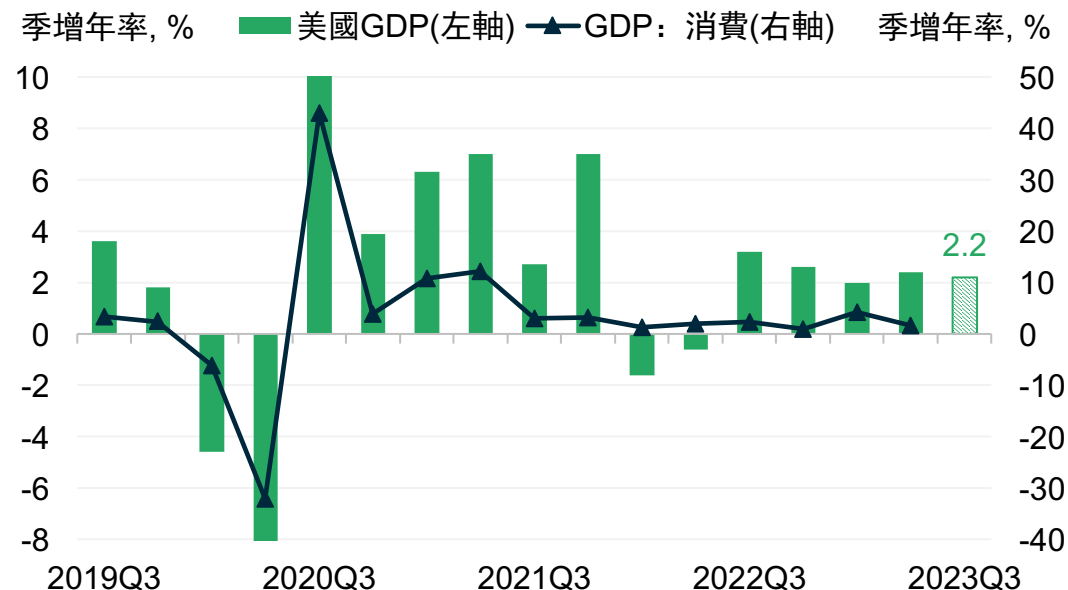
7月零售銷售回暖，服務消費保持韌性之外，初領失業救濟金人數處於低位，整體而言，疫情後美國製造業與服務業景氣循環交錯的狀況持續，製造業築底之際，服務消費仍提供經濟支撐，加上家庭與企業的資產負債表穩健，美國經濟走向逐步放緩，但不致於硬著陸的路徑。

亞馬遜Prime Day與返校需求助攻消費



資料來源：Bloomberg。

消費保持韌性，可望支撐Q3經濟表現



註：2023Q3預估值為高盛、大摩、小摩三家預估值平均。

資料來源：Bloomberg。

美債利率短線上升動能強，但長線來看，料將隨政策利率緩步回落

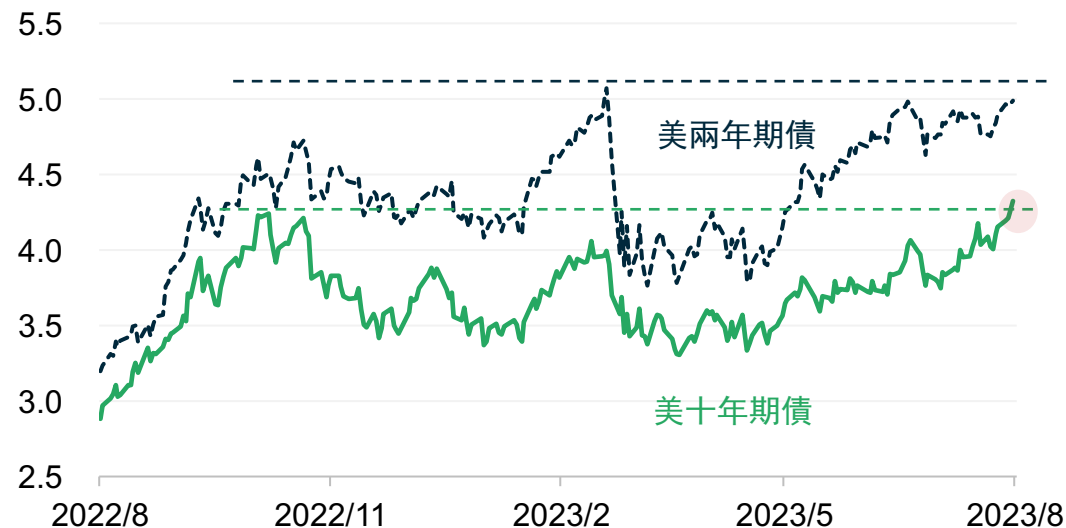
本波美債利率受到1)日債利率走升及美債供給增加等籌碼面因素擾動，2)經濟數據優於預期，市場對於衰退擔憂減退，使長短利差倒掛程度有所收斂，3)美前財長Larry Summers發表看空長債的言論等，**長債利空因素齊發下，推升十年債站上4.2%，預期將使長率高盤的時間延長。**

不過歷史經驗顯示，美債利率**長線仍主要受到經濟及貨幣政策主導**，考量1)在高利環境下將限縮景氣上方空間，2)FOMC副主席Williams亦暗示隨通膨回落，實質政策利率漸高，明年將有降息空間，**預期越往明年走利率下行的力道也將逐步顯現。**

策略上，殖利率上方有壓的想法未變，因此逢債市利空齊發之際，更是思考利率逢高分批加碼的時機。

長債利空齊發，十年債利率突破前高

公債殖利率，%



資料來源：Bloomberg。

FOMC副主席：不樂見實質利率續升，暗示明年有望降息



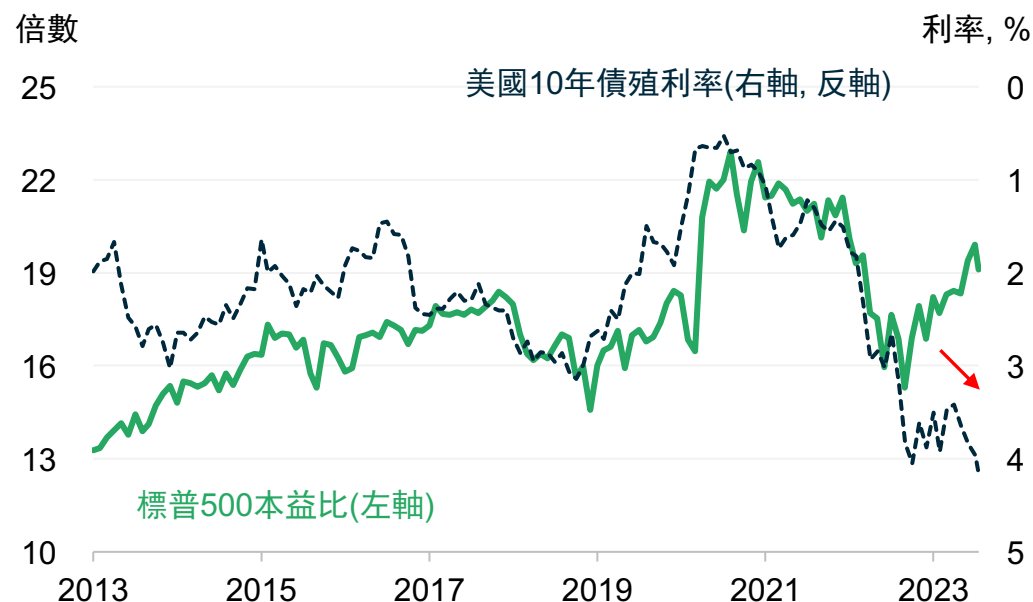
註：實質利率取Fed政策利率減PCE年增率。通膨預估採彭博預估值。
資料來源：Bloomberg。

利率高盤壓抑短期評價，庫存調整結束後有利股市逐步回升

美國財政部擴大舉債、日銀調整貨幣政策等因素，帶動公債利率反彈，加上美國零售銷售好於預期，顯示美國消費動能仍旺，驅動美國10年期公債殖利率站上4.2%，創近期新高，受此影響，P/E承壓，股市面臨修正壓力。

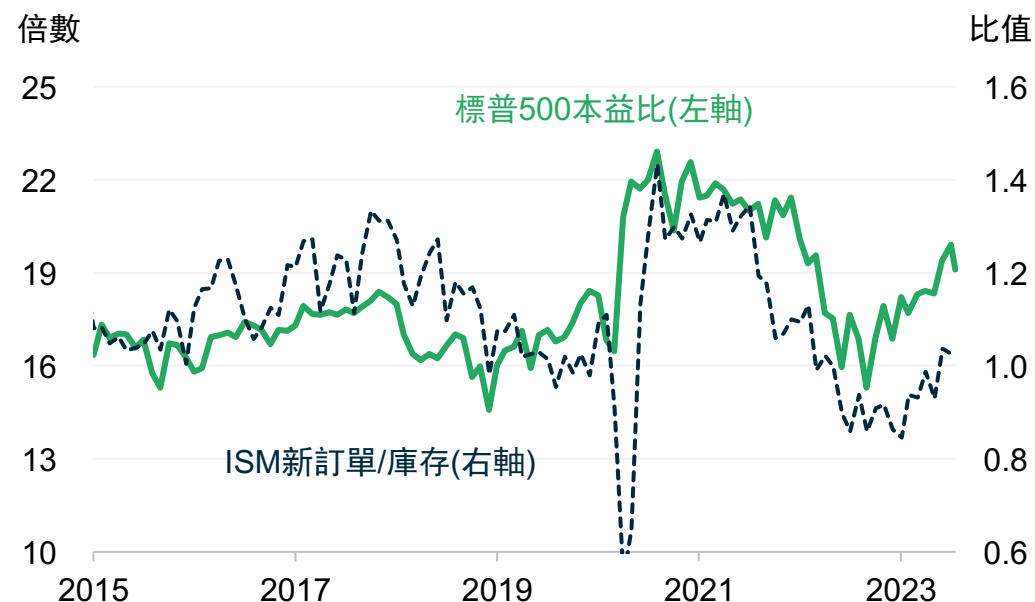
不過，以產業循環來看，庫存調整已告尾聲，ISM新訂單/庫存已打底回升並突破1，有利景氣逐步回升。整體而言，近期股市的回調，視為漲多拉回，從過去的經驗來，股市在多頭階段，往往也有5-10%的拉回調整，隨大盤回調可視為逢低布局契機。

公債利率上彈，使短線評價面承壓



資料來源: Bloomberg。

庫存調整結束後，有利大盤逐步回升



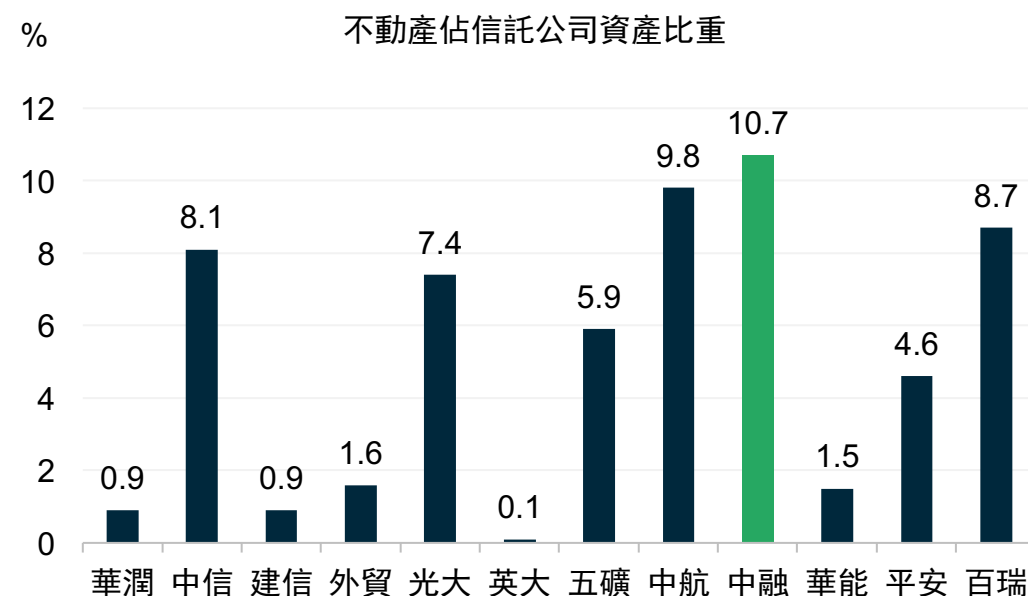
資料來源: Bloomberg。

建商流動性問題難解，違約風暴蔓延但不致重創銀行體系

繼房地產龍頭民營企業碧桂園的2250億美元境外債券利息無力償付、央企遠洋集團爆出違約，中融信託發行的信託產品也遭受拖累，房地產企業佔其信託資產的比重已逾10%，建商銷售與融資困難的情況下，流動性問題也波及影子銀行。民間信心不足下，7月房市動能持續萎縮，交易清淡使建商資金回收效率不佳，三條紅線的約束難解，整體房市遲遲未擺脫負面循環，建商流動性不足導致後續債券及信託產品違約風險仍存。

房市大環境雖不樂觀，但應不致對銀行體系造成次貸危機般衝擊，因為中國的主要風險來源是建商，產品為土地建築融資，**加上2017年至今銀行對建商融資逐漸收緊，地產相關放款佔總放款比重不高，且各大行一級資本體量充沛，即使建商債務惡化，對銀行體系的衝擊應較為可控。**

建商與信託公司違約恐未止歇



註：上述為中國信託資產前12大信託公司。

資料來源：Wind。

大型銀行對建商放款佔比不高，整體銀行風險可控

	房地產放款 (億人民幣)	佔總放款比例	逾期放款比率	一級資本 (億人民幣)
工商銀行	9,765	4%	6.1%	31,211
建設銀行	8,884	4%	4.4%	27,065
中國銀行	13,597	7.8%	7.2%	19,913
農業銀行	8,915	4.5%	5.2%	22,154
交通銀行	5,199	7%	2.8%	8,402
郵政儲蓄銀行	2,115	3%	1.5%	6,799
招商銀行	3,760	6%	4.1%	7,994
平安銀行	2,835	9%	1.4%	3,434

註：資料時間為2022年底。一級資本包含股東權益和保留盈餘。

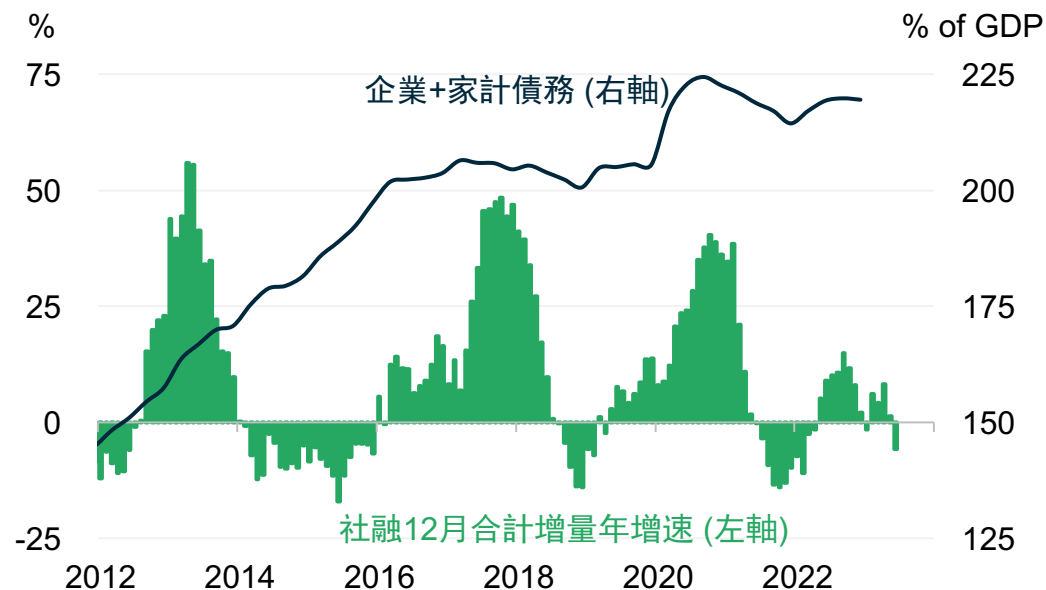
資料來源：Bloomberg, 銀行年報。

債務重擔尤甚過往，面臨資產負債表衰退，人行僅能寬鬆以對，人民幣匯價長空看待

基本面：7月份人民幣貸款增加3459億元，社會融資規模增量為5282億元，人民幣新增貸款和社融增量大幅低於市場預期，其中新增人民幣貸款更是創近14年新低。整體反映經濟復甦力道不足，內需仍舊不強，也迫使人行調降中期借貸便利(MLF)利率及逆回購利率，分別調降0.15%與0.1%。

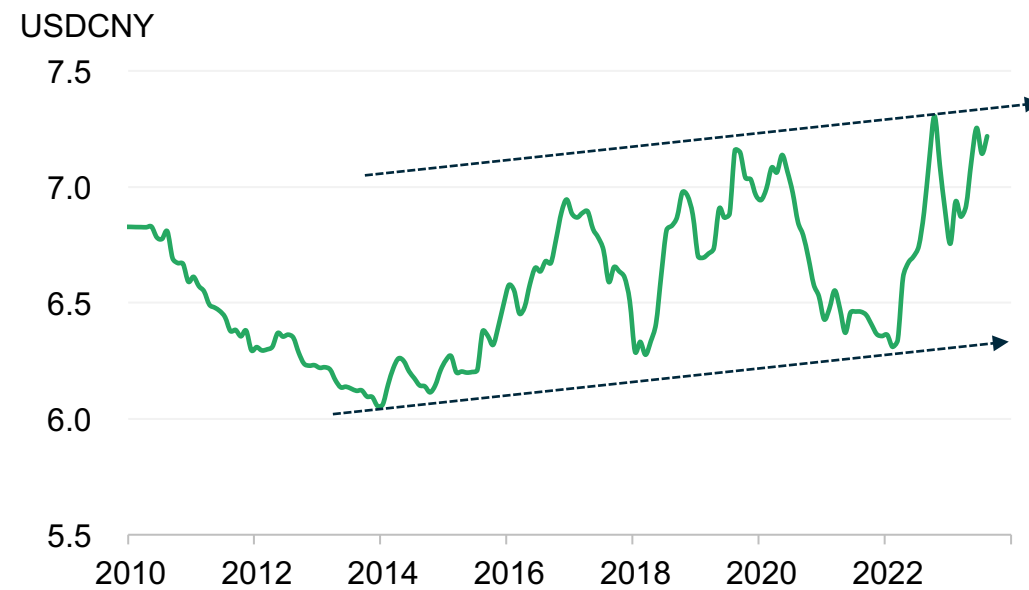
人民幣匯價：因碧桂園、中融信託信用事件利空接踵而至，氣氛不利人民幣，短線觀察人行能否防守2022/11月低價；長線呈現長空格局，因學理上，應對資產負債表衰退，應貨幣、財政同步寬鬆，搭配大幅貶值，可縮短長痛時間；但因官方既要推人民幣國際化，又怕外資FDI持續流失，使得貨幣政策仍僅保守因應，將延長經濟調整時間。

歷次信貸循環屢屢堆高債務負擔



資料來源：Bloomberg。

人民幣匯價長空看待



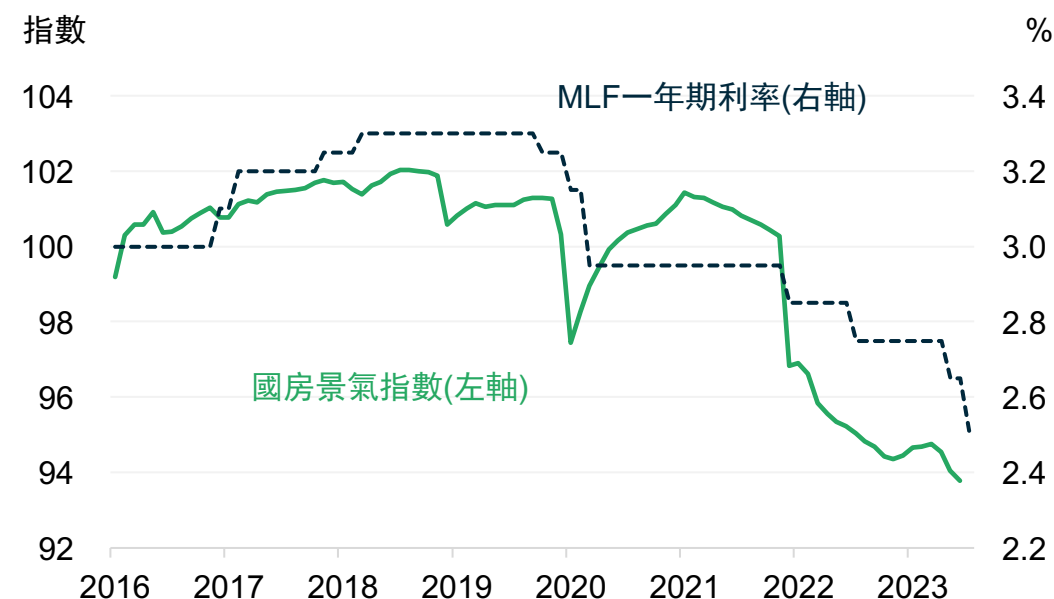
資料來源：Bloomberg。

人行意外降息打開政策空間, 但循環面仍舊不利股市表現

政策面：為呵護市場信心與提振需求，中國人行在8/15意外下調7天期逆回購與一年期MLF利率，預期貸款市場報價利率(LPR)將接續下調，存款準備金率的也存在調降空間。同時，為了解決房地產面臨的流動性問題，一、二線城市的限購、限售等管制鬆綁，存量房貸(已購戶)利率調整都有望推出，在供給面，若碧桂園以外的建商持續傳出違約消息，建商融資政策的鬆綁也值得期待。

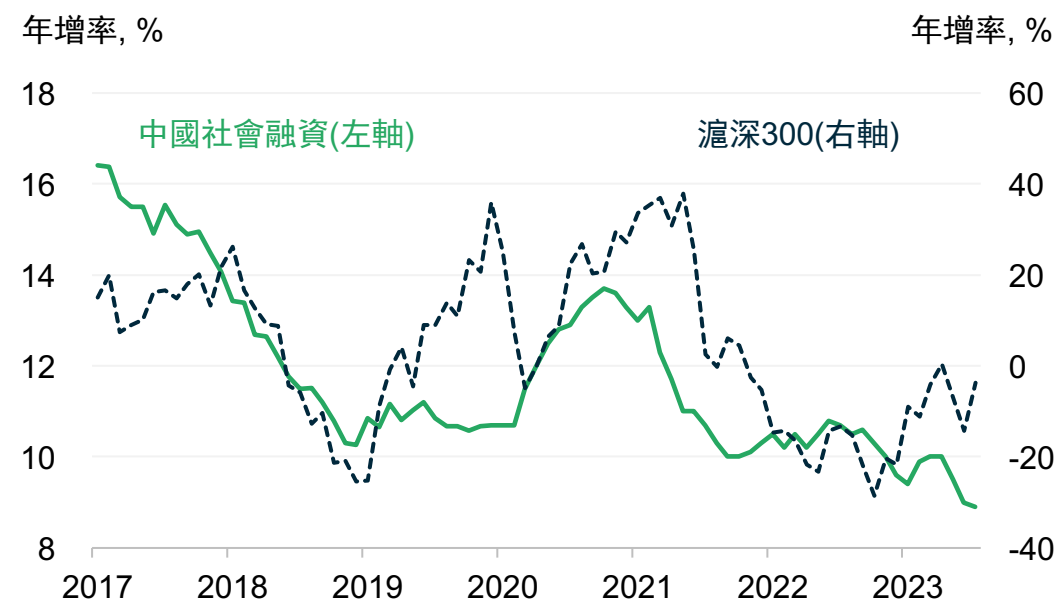
市場面：負面消息頻傳加上短暫政策空窗，讓市場情緒轉趨悲觀，中央政治局後的漲幅已悉數回吐。後市展望方面，**考量政策態度仍顯積極，人行降息有望開啟新一輪政策推出，市場情緒或有提振，然而，投資、購屋意願低迷不易扭轉，循環面仍舊不利股市表現，研判盤勢延續弱勢震盪。**

內外需求與信心不足, 人民銀行再度降息



資料來源：Wind。

循環面尚未支持陸股走出多頭格局



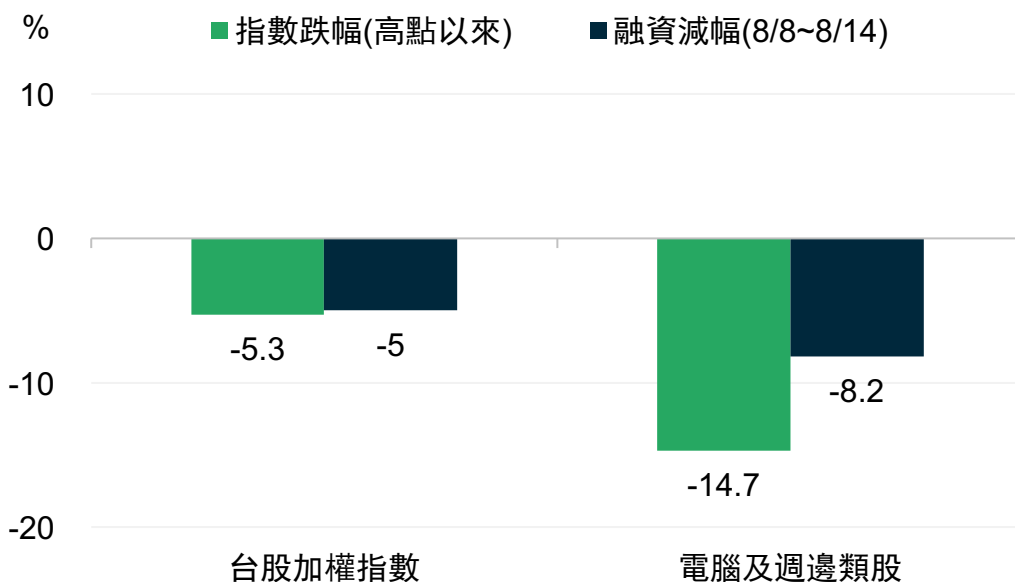
資料來源：Wind。

台股 AI難撐大局, 台股弱勢盤整

台股受到外資匯出, 以及中國碧桂園、中植系信託爆雷衝擊, 指數下探半年線, 測試16300點支撐, 電腦及週邊類股受惠AI伺服器出貨, 儼然成為台股的AI類股, 但今年以來此一類股融資張數由21萬張暴增2.2倍至67萬張, 在股價漲多之後, 稍有風吹草動, 拉回幅度也特別大, 受籌碼面影響, 整理時間恐拉長。

下半年台灣經濟除了AI成長動能最為明確之外, 製造業出口仍處低迷, 中國經濟弱於預期, 也使得外銷出口表現不佳, 除了電子業以外, 光學、化學、塑膠、電機等產品外銷至中國的比重較高, 恐因而受累。台股僅靠AI伺服器上下游產品恐難撐大局, 在半導體旺季延後報到下, 指數雖有機會逐步墊高, 但恐陷入季線及半年線間的弱勢盤整。

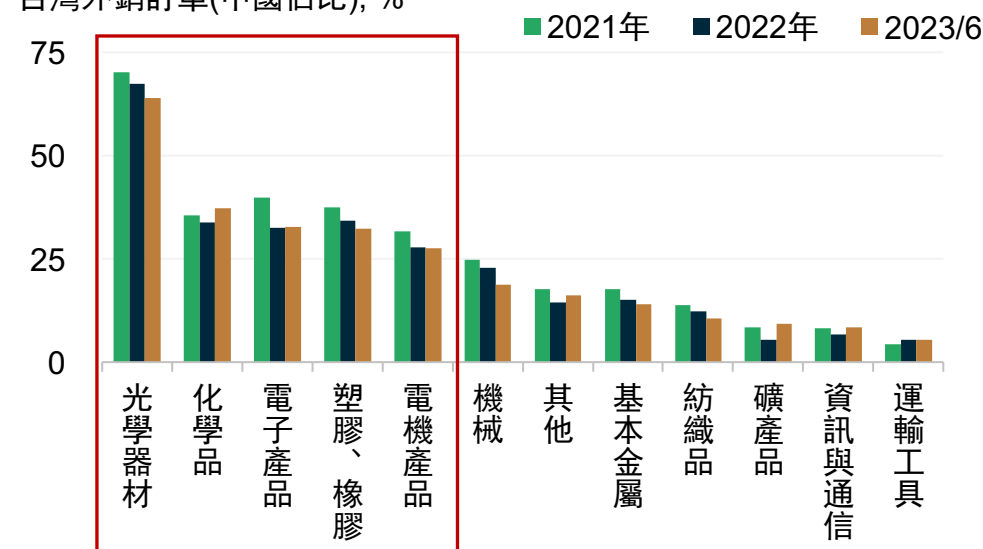
AI族群融資減幅不足, 整理時間恐拉長



資料來源: Bloomberg。

中國經濟弱於預期, 光學、化學等外銷受累

台灣外銷訂單(中國佔比), %



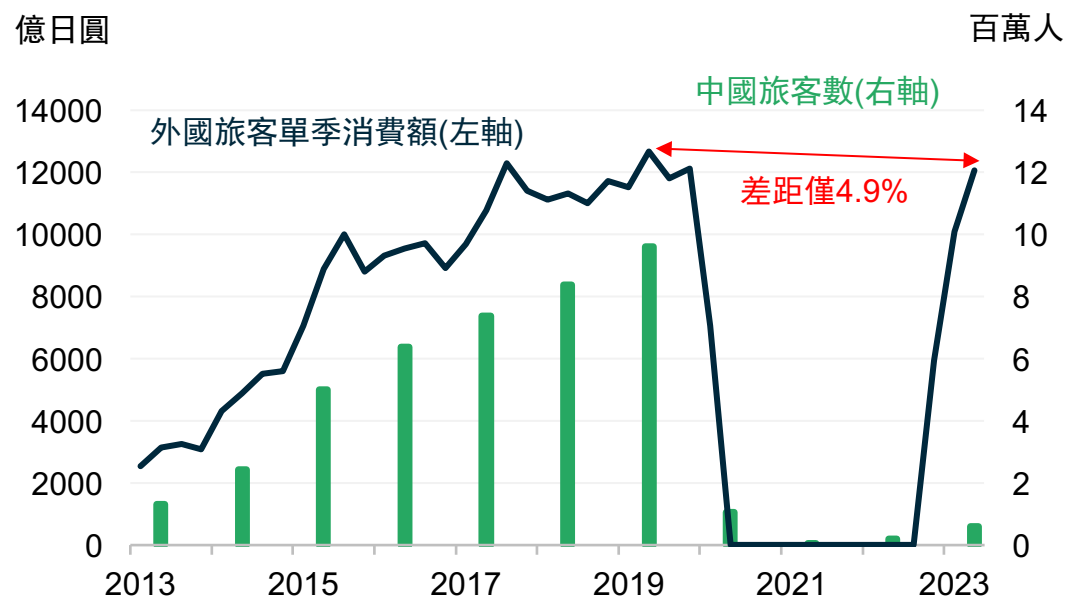
資料來源: 經濟部。

日本 GDP成長超出預期，陸客團開放有望接續觀光動能，日股長線看好

總經面上，內閣府公布第二季GDP季增年率6%，主要靠出口擴張、旅遊開放推升成長表現。消息面上，**中國政府於2023/8/10公告解除團體出遊禁令**，歷時三年再度開放。根據日本政府觀光局公布資料顯示，2023上半年旅客人數未及2019年同期人數的七成，中國旅客更是大幅減少，但2023 Q2外國旅客單季消費額已接近2019年同期高峰。在疫情前，中國旅客消費力占比為單一國家最大宗，預期陸客團將持續為日本觀光業輸入新量能，有望帶動旺季過後的旅遊潮，保持觀光熱度促進GDP成長。

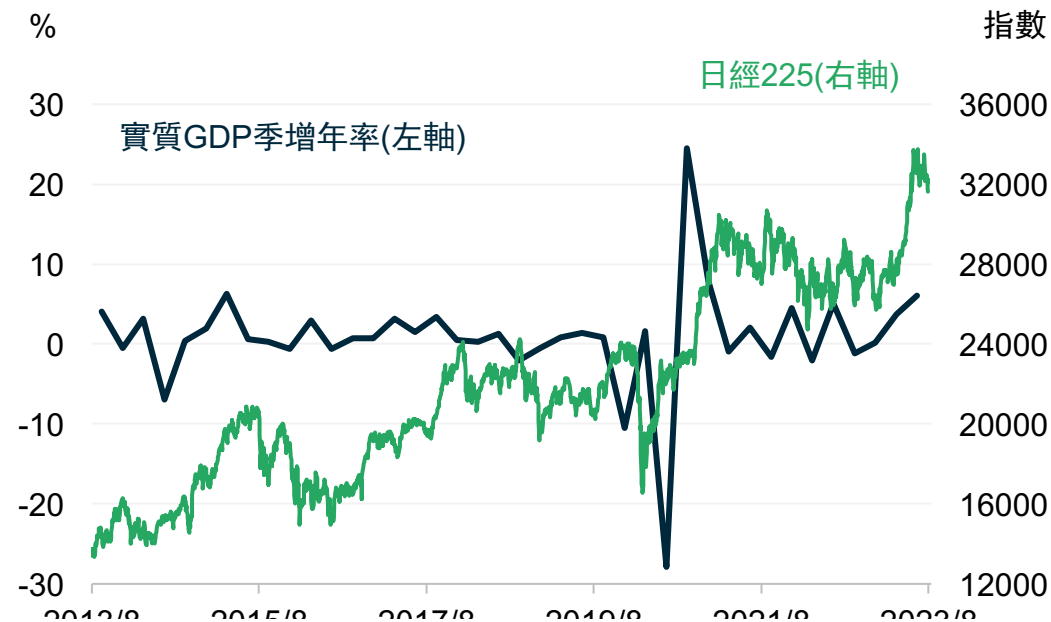
近期日股受中國疲弱經濟數據以及美國鷹派氛圍影響，股市表現震盪，但從消息面來看，陸客團的回歸有望支撐旅遊相關之服務、零售等週期性消費產業，長線而言對於日股前景依然利多。

中國旅客尚未回歸，但消費已接近2019年同期水準



資料來源：日本政府觀光局JNTO。

日股短線震盪，觀光帶動GDP支撐長線看好



資料來源：Bloomberg。

台幣 短線風險氣氛較不利台幣，長線呈『先貶後升』格局

短線：

偏弱看待，因1)風險氣氛較不利台幣。2)惟需留意若中國信用事件影響擴大，可能連帶影響台灣股匯市。

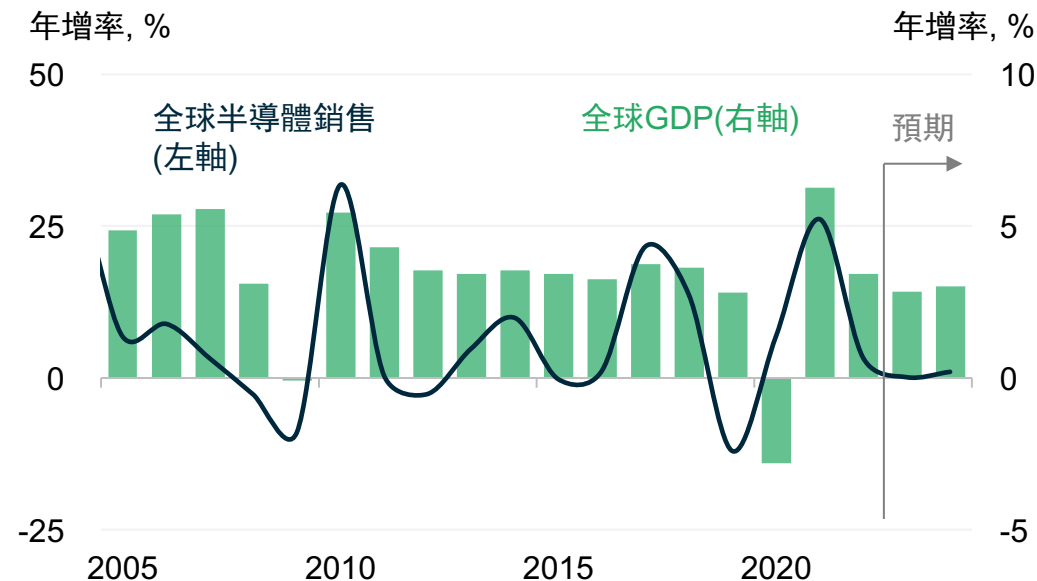
長線：

先貶後升，因1)即便Fed再升1碼，也將來到升息尾聲，隨時序往Q4走，市場將越聚焦至明年降息循環的開啟。2)下半年的半導體銷售雖仍疲弱，但以年增速角度，年減幅度將會逐步改善，將牽引台幣Q3偏弱、Q4逐漸回升；惟美台利差仍鉅，台幣即便回升，下半年匯價恐不易大幅升值。

美台利差近高位，隨來年Fed降息，利差可望縮窄



半導體循環可望隨GDP增長於今年落底、明年回升

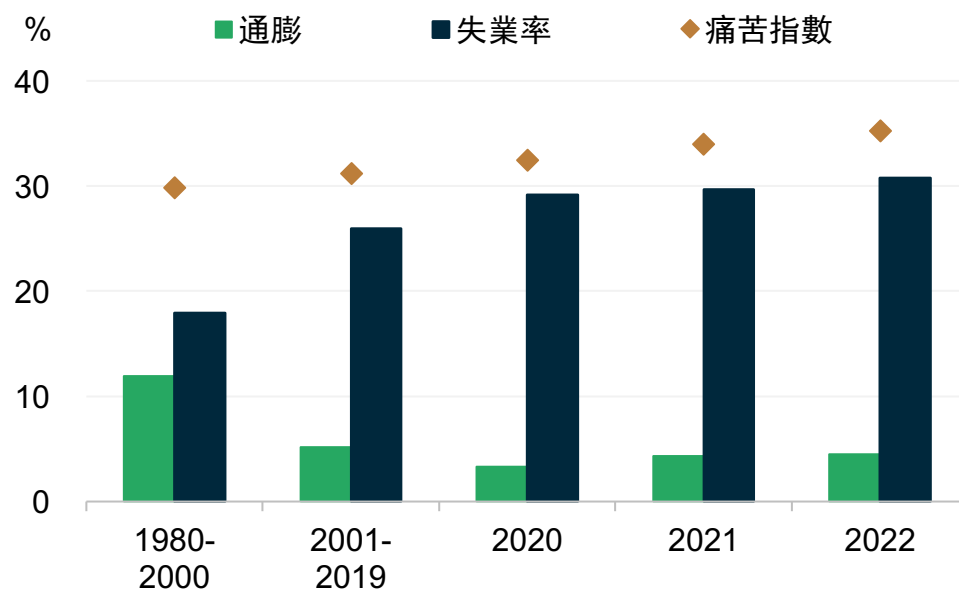


南非 美元趨貶雖有利南非匯價，但自身結構性趨貶態勢仍難以逆轉

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。**

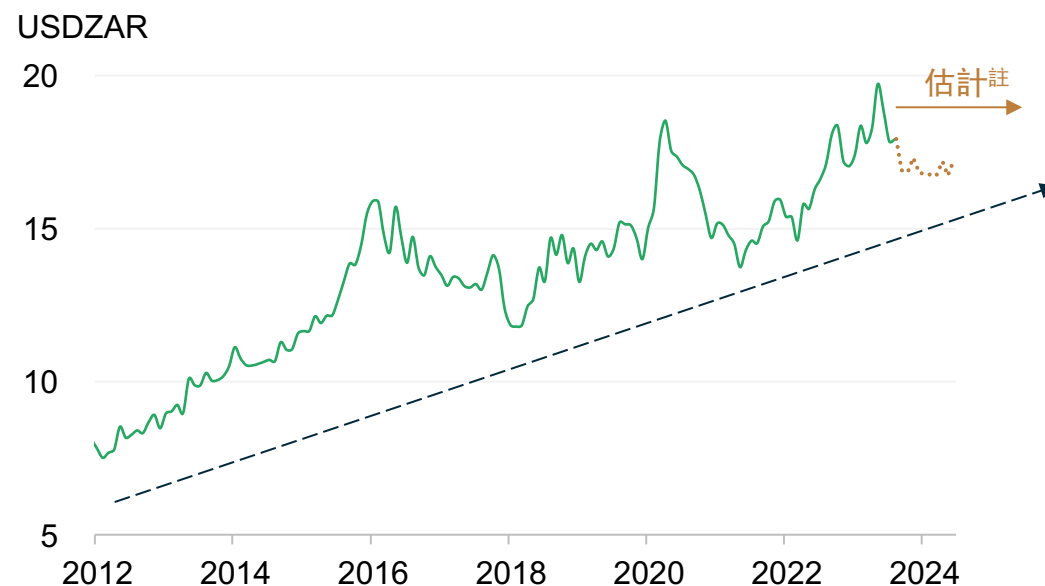
就匯價而言，主要國家匯率雖多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，而令匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，尤其**南非幣趨勢性貶值的情況更為顯著**。雖然今年下半乃至明年，美國升息循環有機會屆頂反轉，引導美元指數偏弱震盪，但**南非幣結構性貶值趨勢仍難以逆轉**。

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

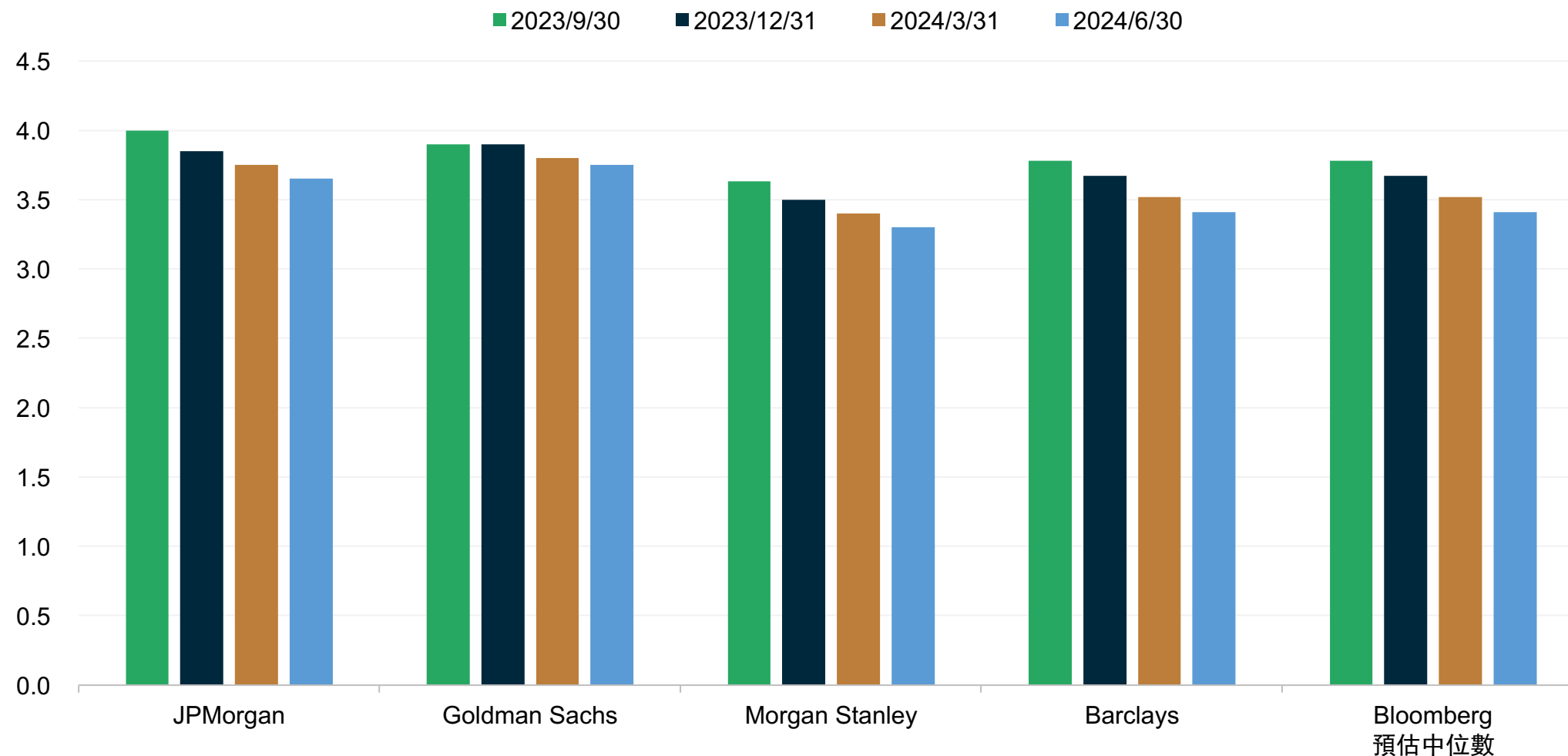


註：USDZAR=-16.82+0.14x美元指數+0.0013x時間，時間為Excel內建編碼，R-sqr=0.97，期間1990-2022。

資料來源：Bloomberg。

附件 主要券商對美十年公債的預估：普遍預期美債殖利率有下降空間

主要券商十年債點位預估, %



資料來源：JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays, Bloomberg。

Aug 2023

21 Monday 德國PPI 台灣外銷訂單	22 Tuesday 台灣失業率 美國成屋銷售	23 Wednesday 台灣工業生產 日本工具機訂單 日本自分銀行PMI 美國標普全球PMI 歐元區消費者信心 歐元區HCOB PMI	24 Thursday 南韓央行 美國耐久財訂單 美國初領失業金人數	25 Friday 日本CPI 德國IFO 德國GDP
-------------------------------------	--------------------------------------	---	--	---

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