



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

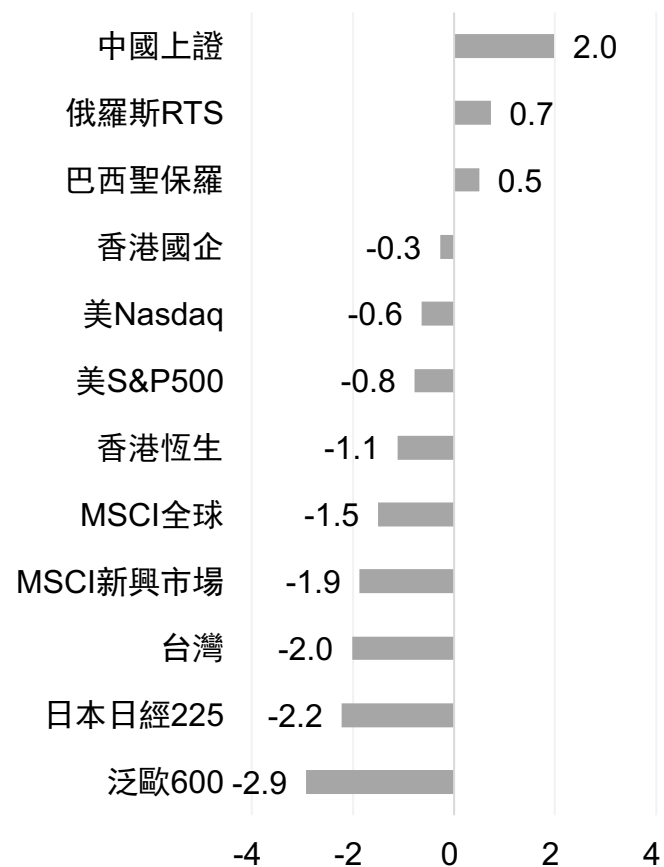
2023年8月4日

# 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：2023/7/27-2023/8/3。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 市場回顧：

短線：修正，包括『1)台灣股匯、2)美國股債皆雙雙下挫，僅3)美元逆勢走升』，因

- 股市：買進科技股的共識性過高，且AI概念股現股當沖率極高，短線過熱，台股多殺多即是典型狀況。
- 債市：1)美國就業數據佳為主因，2)日銀調整YCC上限及3)惠譽降評，則為籌碼與消息面助因。

長線：股債多方格局尚未扭轉，因

- 股市：1)美國就業穩健，硬著陸機率低；2)Q2財報不差，惟須注意獲利與營收優於預期比例分歧。
- 債市：美國信貸趨緊有助通膨降溫，殖利率長線趨降。

### 2) 後續看點

- 8/9 美國CPI：核心通膨仍延續放緩的趨勢，但下半年油價年增速將回升，是需要留意之處。
- 8/9、8/10 各有10年與30年美債標售。
- 8/24 央行年會：8月沒有FOMC會議，空窗期增加鮑爾於央行年會談話的重要性。

## 策略思維

- 1) 股市：“短線”共識性過高，行情震盪難免；“長線”而言，企業獲利不差但定價能力與現金流量重要性提高，現金流穩健、具護城河的『大型股』仍是核心標的。
- 2) 債市：通膨將持續降溫，Fed緊縮屆尾聲，殖利率延續下行趨勢，短線消化BOJ政策緊縮，為買進機會。
- 3) 匯市：數據不佳使ECB升息態度略顯保留，有助美元短線走勢；台幣先貶後升格局，短線受外資賣壓。

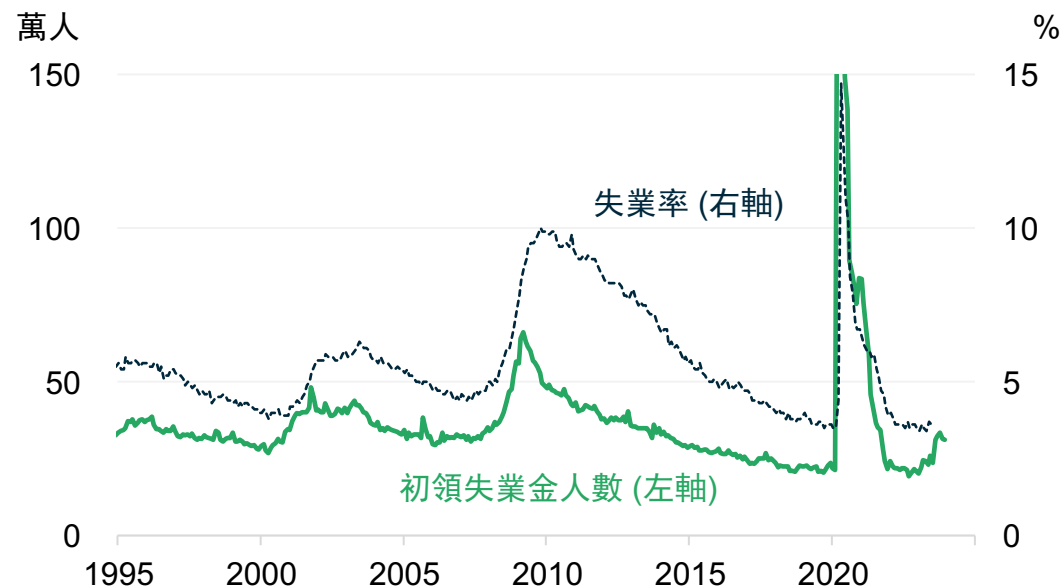


## 總經(1) | 美國就業依舊穩健，顯示其經濟韌性，但隨利差倒掛延續，過熱的就業將逐漸降溫

雖然美國製造業表現持續維持低位，但近期美國初領失業金人數較上月略有走降，顯示就業市場仍舊穩健。而就長期來看，**目前初領失業金的水準仍在極低的水準，尚不易看到失業率大幅攀升。**

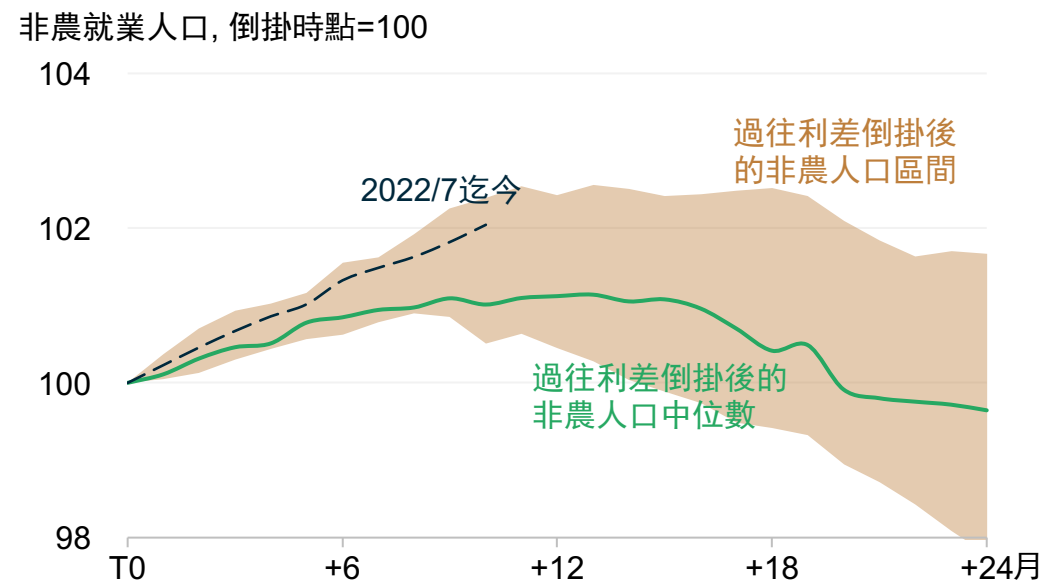
但就長期而言，**根據過往歷次長短利差倒掛後的經驗**，非農就業人口雖仍能維持一段時間增長，但隨時間拉長，就業熱度將有所降溫，這將有利目前過熱的美國就業市場回歸正常，也將有助Fed注目的核心通膨降溫，來年貨幣政策得以放鬆。

### 初領失業金人數仍低，就業市場依舊穩健



資料來源：Bloomberg。

### 但隨長短利差倒掛時間拉長，就業熱度將有所降溫



註：統計1978、1980、1982、1989、2000、2006、2019(但不含2020年疫情衝擊)。  
資料來源：Bloomberg。

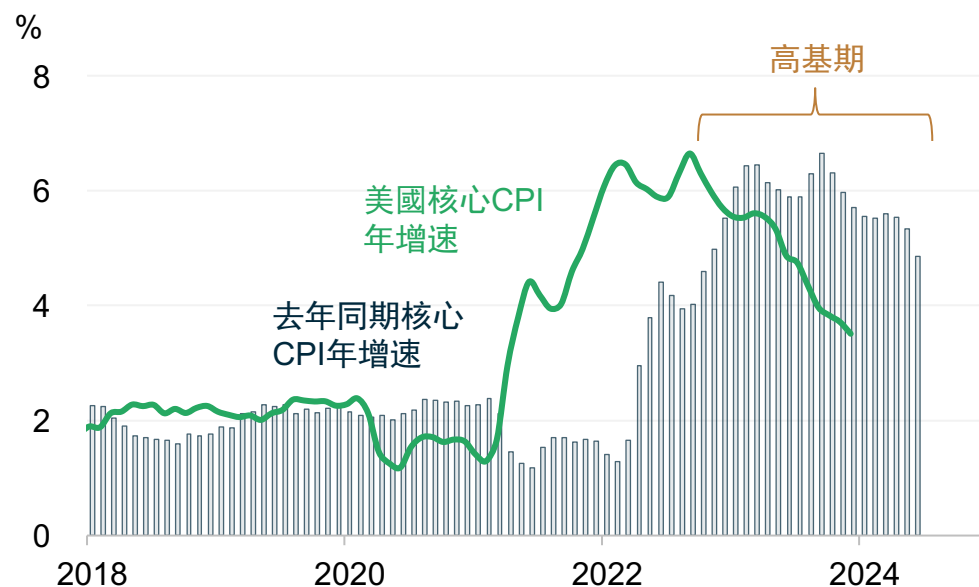
## 總經(2) | 核心通膨降溫趨勢依舊未變, 但需留意下半年油價年增速恐將回升

核心通膨：由美國近期公布的ISM服務業PMI數據來看，過熱的服務業持續處於放緩的過程中，隨著過熱的服務業景氣放緩，也將有助核心通膨持續降溫。此外，**明年Q1之前都屬於高基期階段**，有助延續核心通膨降溫的趨勢。

通膨預期：另一方面，需留意下半年開始，油價受基期下降所致，**油價年增速將有所回升**，這對通膨預期將有所支撐。

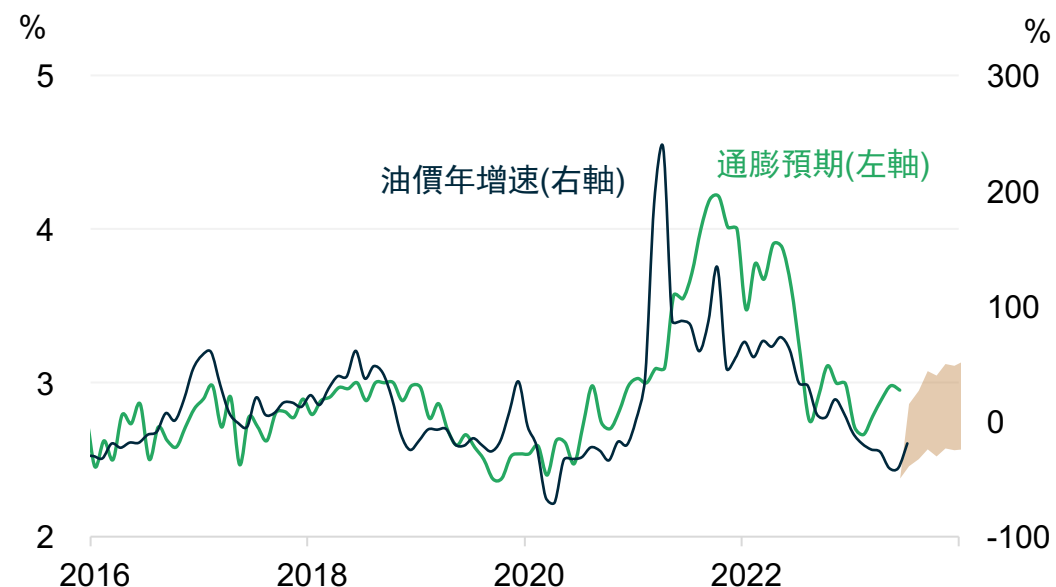
綜上，今年上半上述『二者同降』的狀況可能轉為下半年『一降一升』，鑒於Fed政策深受『核心通膨』與『通膨預期』影響，雖然目前CPI數據降溫趨勢延續，但**Fed維持高利率的狀況不易改變**，**官員的談話大多也將延續偏鷹立場**。

### 核心通膨受助於高基期效果, 降溫趨勢依舊未變



資料來源：Bloomberg。

### 需留意下半年油價受基期下降所致, 年增速將有所回升



註：陰影為假設油價每桶60-100美元下的油價年增速走勢。

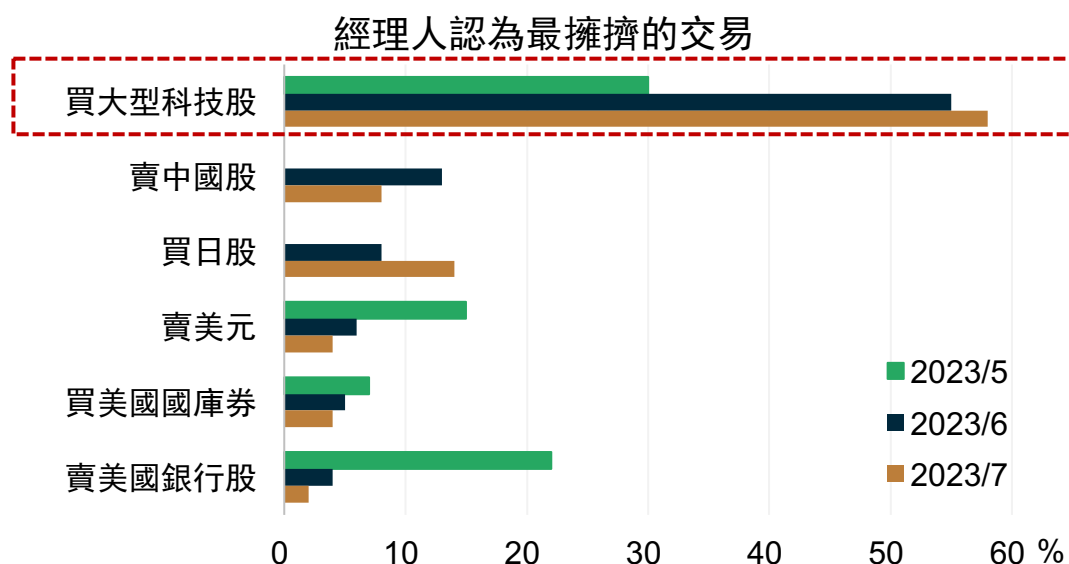
資料來源：Bloomberg。

## 股市(1) | 短線則需留意多頭部位過度擁擠，台股多殺多即是典型狀況

從美銀調查經理人部位曝險的態度來看，可觀察到近三個月來的調查都顯示，**經理人的多頭共識相當集中**，且逐月攀升，因此短線行情仍偏震盪，提醒投資人宜避免追高、All-in，徒增情緒困擾。

另方面，以台股的AI指標股—Q公司為例，近期**現股當沖率已然達到六成**，**投機氣氛明顯過熱**。綜上二者，在在都透露由AI概念領漲的科技類股，短線存在不小的修正可能。

### 經理人調查顯示，多頭共識性高度一致



資料來源：BOA。

### 台股AI指標股為例，現股當沖率達六成，投機氣氛過熱



資料來源：Bloomberg。

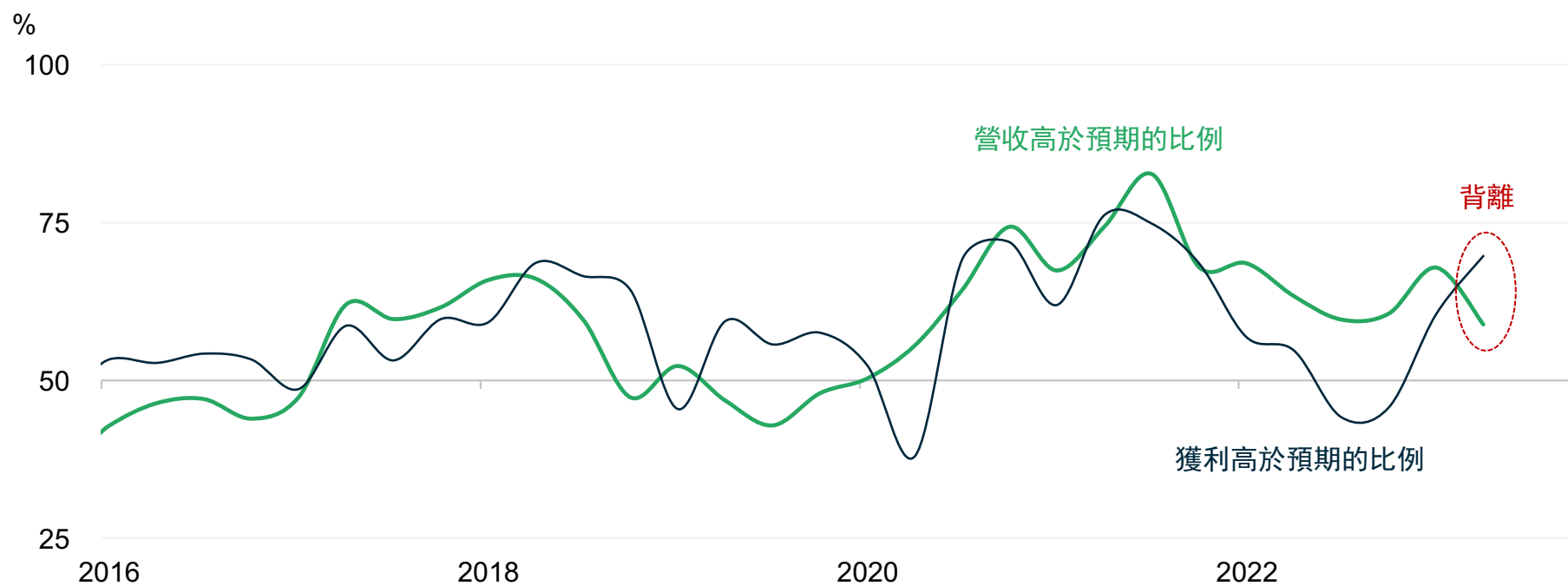
## 股市(2) | 財報的營收與獲利差異透露定價、現金流之重要性；短線則需留意多頭部位過度擁擠

美股標普500財報季表現：

截至目前公布的Q2財報仍舊不差，延續自去年下半以來的回升趨勢。惟需留意企業營收與獲利高於預期的比例分歧，這透露出企業定價能力(利潤率高)與現金流穩健與否(有利股票回購)皆對獲利有所影響。

因此，投資人選股仍應以**具高定價能力、現金流豐沛的企業為主**，如大型科技、大型能源企業。

### 企業獲利與營收高於預期的比例有所分歧



資料來源：Bloomberg。

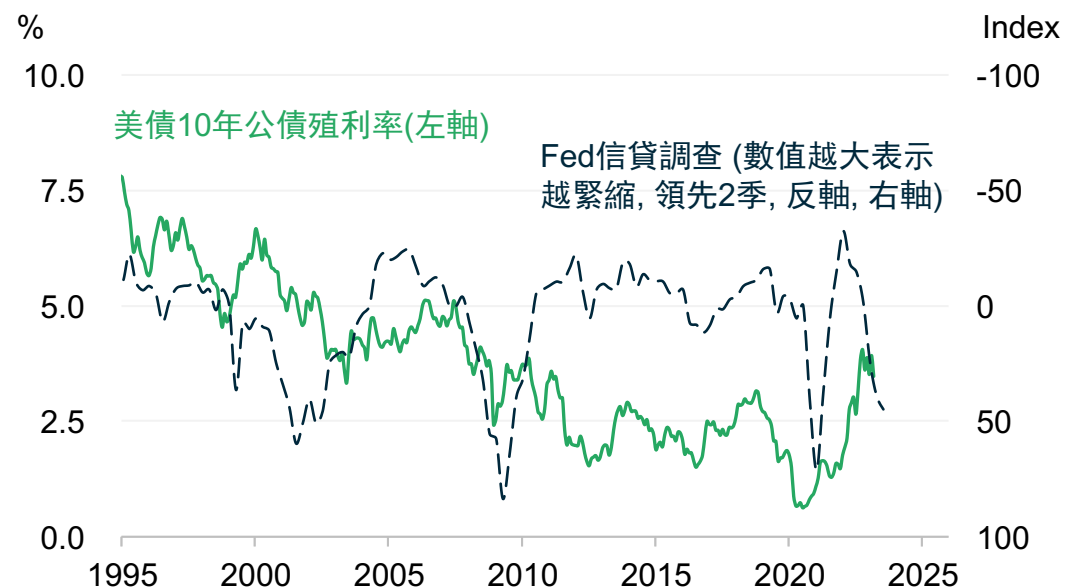
## 債市(1) | 基本面支持殖利率長線趨下，短線BOJ政策調整與惠譽降評則為籌碼與消息面的擾動

無論就通膨放緩，抑或是長短利差、Fed信貸調查的角度來看，**總經格局仍舊是利殖利率長線偏下的趨勢**。究其原因，基期效果對於通膨降溫屬一大利多；而長短利差倒掛下，近日最新公布的銀行業放貸意願仍是保守，將引導過熱的景氣持續降溫。

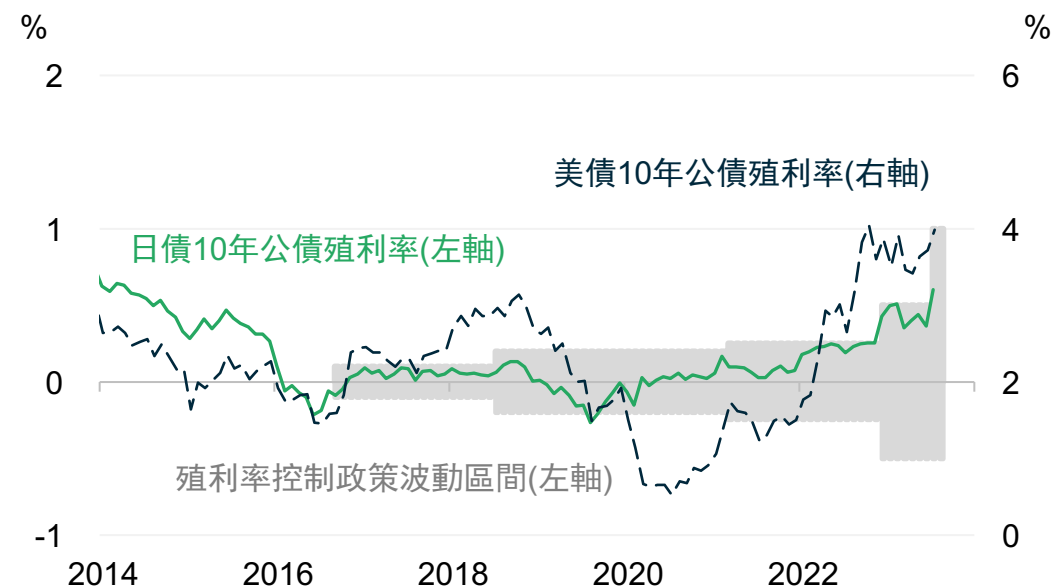
短線美債殖利率有所彈升，**主因係**1)美國GDP、就業數據仍佳；2)BOJ(日本央行)調整殖利率控制政策上限(註：日本退休金、壽險為美債大量實質買盤，日債殖利率上升將降低美債需求，造成籌碼面影響)、3)惠譽降評增添債市消息面利空，為籌碼與消息面**助因**。

即便Fed對9月升息與否抱持data dependent的態度，但終究難脫升息尾聲，且隨通膨降溫，預期Fed明後年將有降息的空間。**債券布局上，可把握短線擾動使利率彈升之際布債。**

### 信貸調查趨緊，牽引美債殖利率長線走勢偏下



### BOJ調整貨幣政策，增添短線美債殖利率上行柴火





## 債市(2) | 美國主權遭惠譽降評, 預期對債市實際衝擊有限

8/2惠譽以財政情勢不斷惡化、政府債務高位並持續擴大、且頻頻以政治攤牌方式於最後一刻才解決債務上限問題等理由, 下調美國長期外幣信評等級, 由最高的AAA降至AA+, 不過投研預期對債市衝擊有限:

- 1) 美國財政赤字是眾所皆知的議題, 惠譽本次降評並未反映新的財政問題。
- 2) 美國主權債的CDS並未明顯走揚, 顯示投資人對美國償債能力並未因此動搖。
- 3) 參考美國2011年遭標普降評的經驗, 當時甚至同時遭到舉債上限危機的夾擊下, 市場風險氣氛轉變, 股市波動巨大, 但反而與信評直接相關的美國公債, 在市場恐慌尋求避險之際更受到青睞。

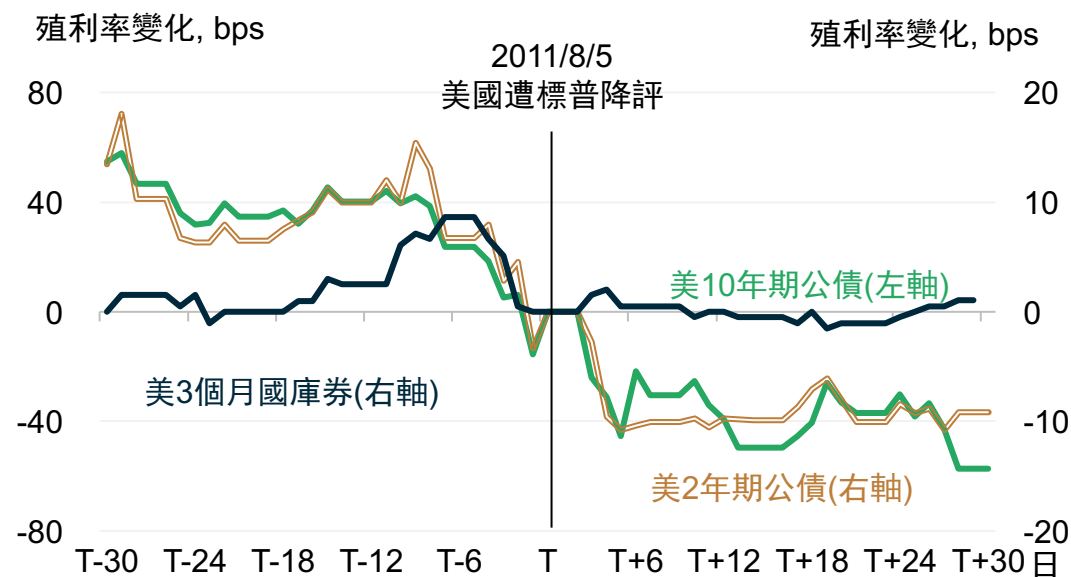
### 美國雖遭惠譽降評, 但市場對美債的信心未因此動搖

美國主權5年期CDS, bps



資料來源: Bloomberg。

### 參考2011年美國遭降評經驗, 美公債吸引力不減反增



註: T=2011/8/5(美國時間)。

資料來源: Bloomberg。

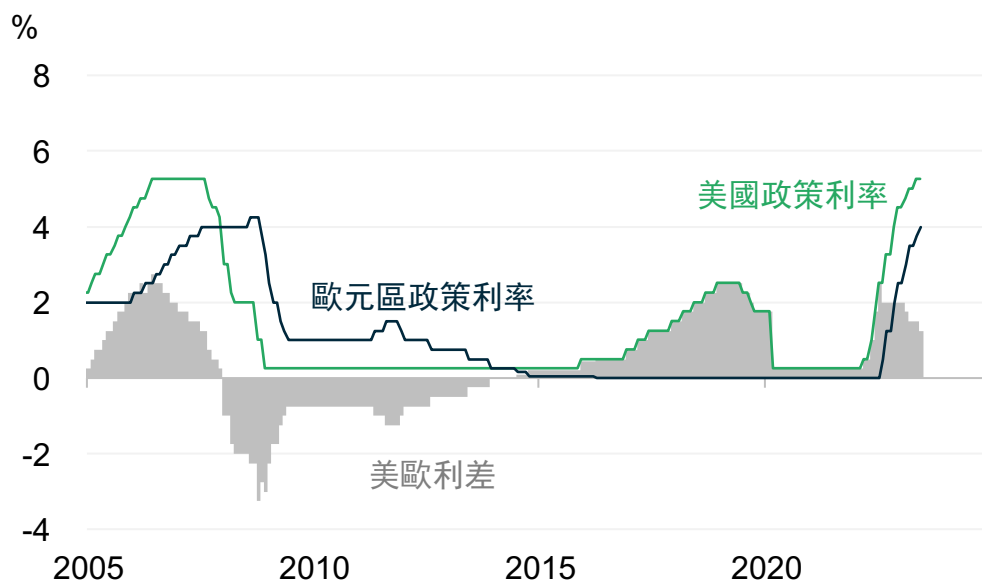
## 匯市(1) | 貨幣政策循環差異下，美元弱勢格局尚未改變，但短線歐元面臨逆風

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：

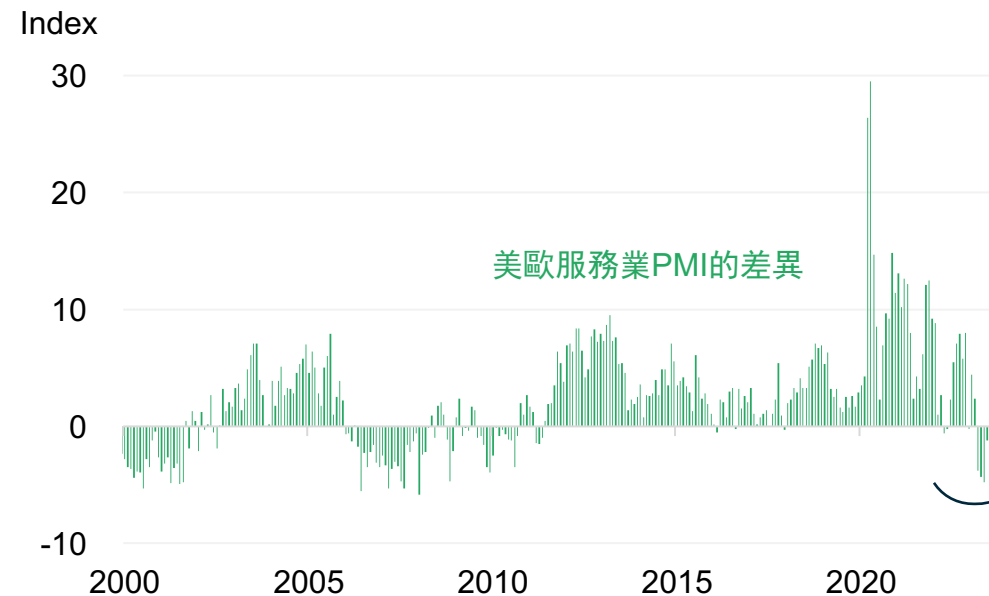
- 1)長線而言，美元弱勢格局尚未改變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。點位而言，美元指數在100左右大致price-in目前利差水準，但因美國先走進降息循環的機會較高，所以一旦Fed確認開啟降息循環，則美元有可能進一步往95方向挺進。
- 2)短線而言，中國冷復甦、法國暴動所致，歐元區服務業頗受影響，美國服務業則相對有撐，增添近期數據面的逆風，加上歐元籌碼面累積過多，不利歐元短線走勢 (i.e. 有利美元)。

### 美歐政策利率逐漸拉近，美元趨貶大方向未變



資料來源：Bloomberg。

### 近期美歐數據強弱分歧，給予近期美元支撐



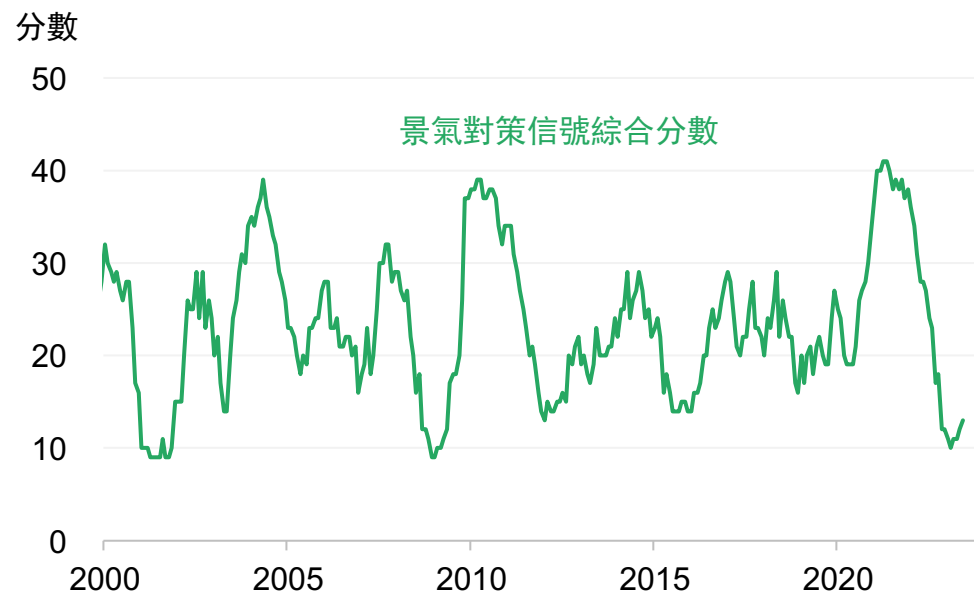
資料來源：Bloomberg。

## 匯市(2) | 台積電續下修營收展望, 再次確認半導體需求仍疲, 台幣仍係『先貶後升』格局

基本面：國發會日前發布6月景氣對策信號綜合判斷分數為13分，較上月增加1分，**燈號連續第8個月亮藍燈**。國發會表示，景氣領先指標持續下跌，同時指標轉呈微幅上升，顯示國內景氣止跌跡象略浮現，但**成長動能仍偏低緩**。這也與台積電法說會透露資訊一致，皆顯示景氣仍處築底階段，且據財測，2023年財測營收目標從YoY -4至-6%下修至YoY -10%，隱含**Q3拉貨力道不若過往兩年，且Q4營收恐小幅季減**。

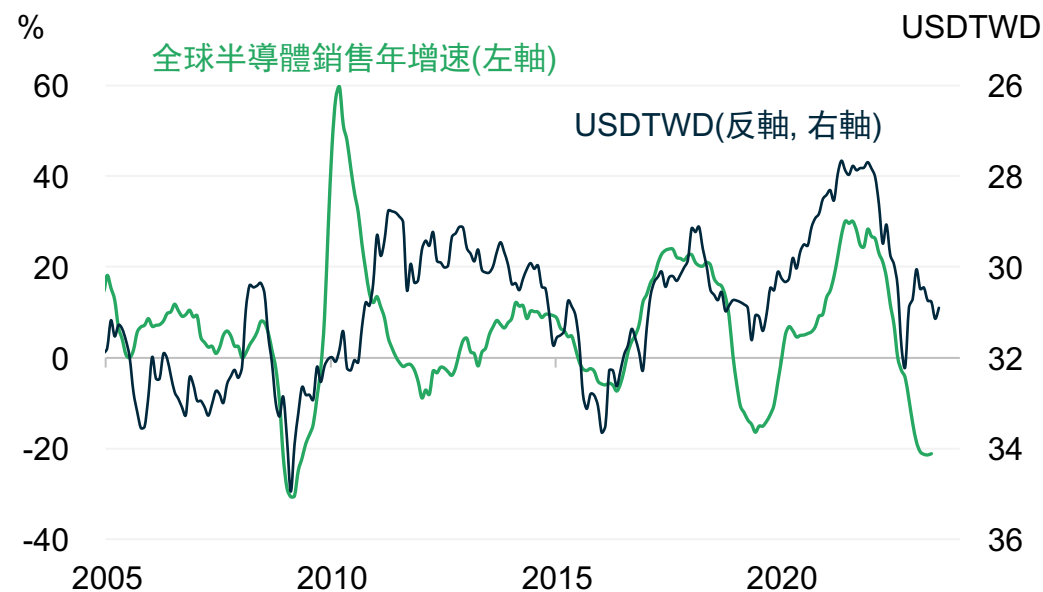
台幣匯價：長線而言，即便Fed將再升息，但也接近升息循環尾聲，**台幣長線隨半導體循環呈「先貶後升」格局**。但就短線而言，外資不再一味買超，加上目前半導體循環仍舊下行，較不利台幣，**短線匯價易隨台股震盪**。

### 景氣對策信號再現藍燈, 所幸綜合分數小幅上升



資料來源：Bloomberg。

### 整體半導體循環待築底, 台幣先貶後升格局未變



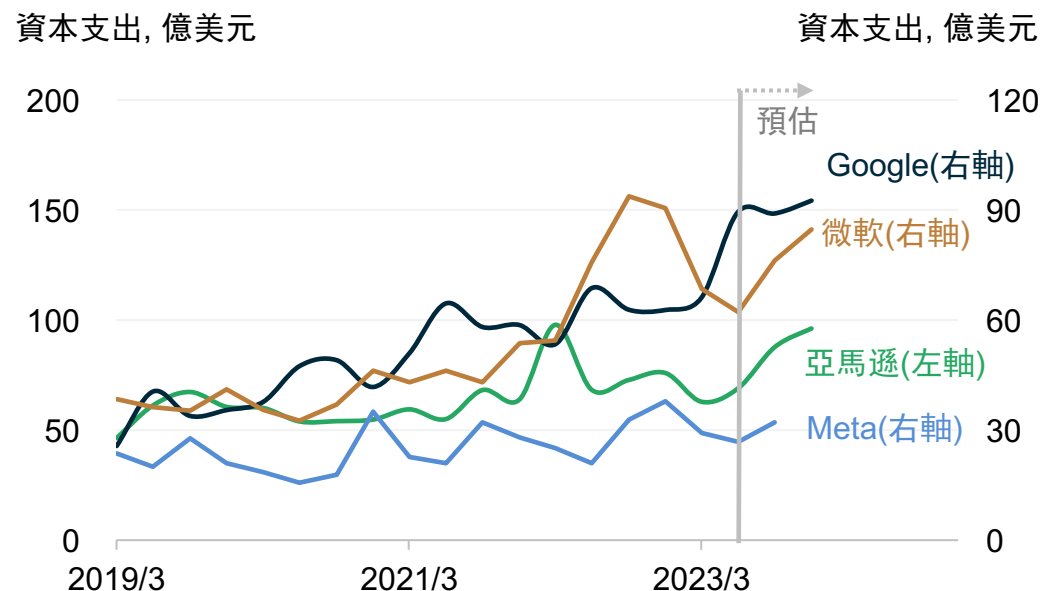
資料來源：Bloomberg。

## 科技 龍頭公司增加資本支出, 有望帶動未來營收

科技龍頭陸續發布Q2財報及營運展望, 整體而言符合景氣落底, 下半年緩步復甦的預期, 雖然基本面具備利空出盡的優勢, 但是美、歐高利率打擊需求, 中國經濟復甦乏力, 使得景氣回溫不如預期, 景氣行情還得再等等。

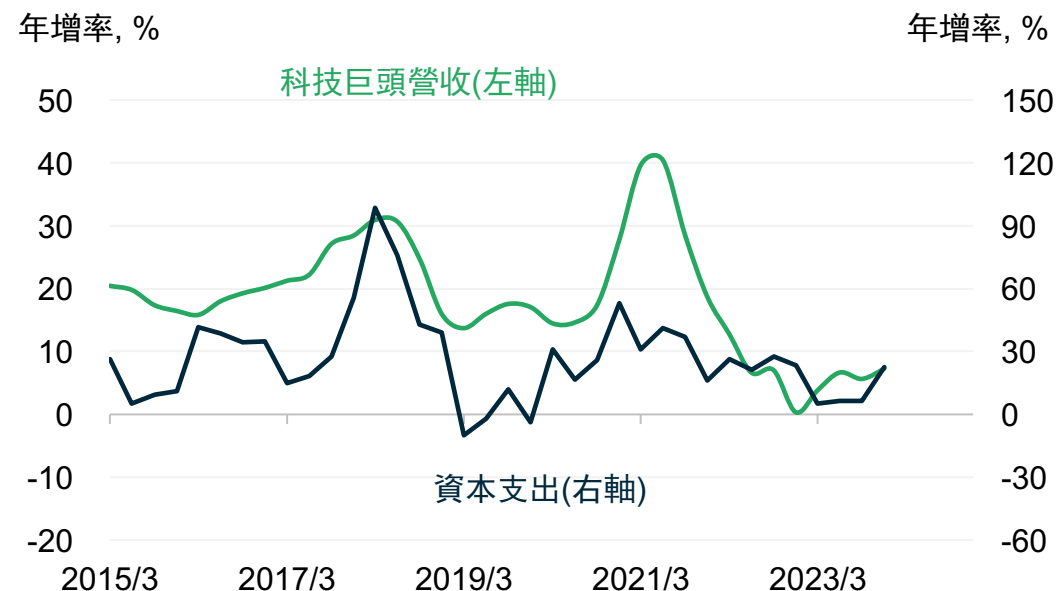
下半年科技新品除了iPhone15外, 就屬AI相關產品最令人期待。目前微軟已於Office365導入AI助理「Copilot」, Adobe也推出生成式AI模型「Firefly」, 都是快速可將AI變現的產品。此外, 由於生成式AI模型訓練需要大量算力, 也帶動伺服器需求, 全球雲端服務市佔前三大廠商亞馬遜、Google、微軟Q2皆拉高資本支出金額, 其中微軟因轉投資ChatGPT, Q2資本支出季增35.4%最大, Meta雖下修2023年資本支出, 也強調減少主要在非AI伺服器, AI伺服器仍然增加。由於**預期AI應用將蓬勃發展, AI軟體陸續推出, 對於AI伺服器及GPU的投資仍為兵家必爭, 宜逢回布局。**

### 雲端服務大廠拚AI, 資本支出逐季增



資料來源: Bloomberg。

### 科技巨頭增加資本支出, 有望帶動未來營收



註: 取蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等5家公司平均值。

資料來源: Bloomberg。



# 台股 外資賣超及AI概念股殺多，台股陷入整理

台股在17300點上方壓力沉重，除了長期在17000點以上的套牢賣壓形成台股天險之外，6月中以來**外資由買轉賣、台幣貶勢加劇，以及漲勢過度集中在AI概念股**，都使得台股漲勢難以為繼，多頭格局雖未破壞，但整理時間恐拉長。

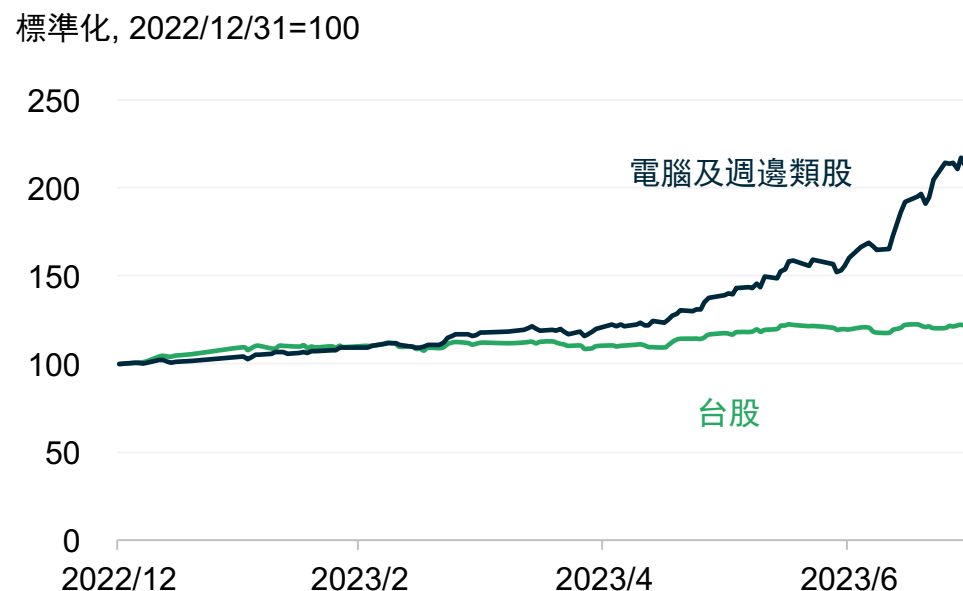
台積電法說對景氣落底的看法較原先延後，景氣復甦恐較市場預估更為緩慢，AI相關需求雖供不應求，但對整體景氣拉動仍有限，股市漲勢集中在少數類股，將使得股市整體波動幅度加大。由於長期景氣將由底部翻揚，外資今年來對台股維持資金淨匯入，將形成台股下檔支撐，長期展望仍不看淡。

## 外資自6月起轉為賣超，不利台股



資料來源：金管會, Bloomberg。

## 漲勢過度集中在AI概念股，對大盤幫助有限



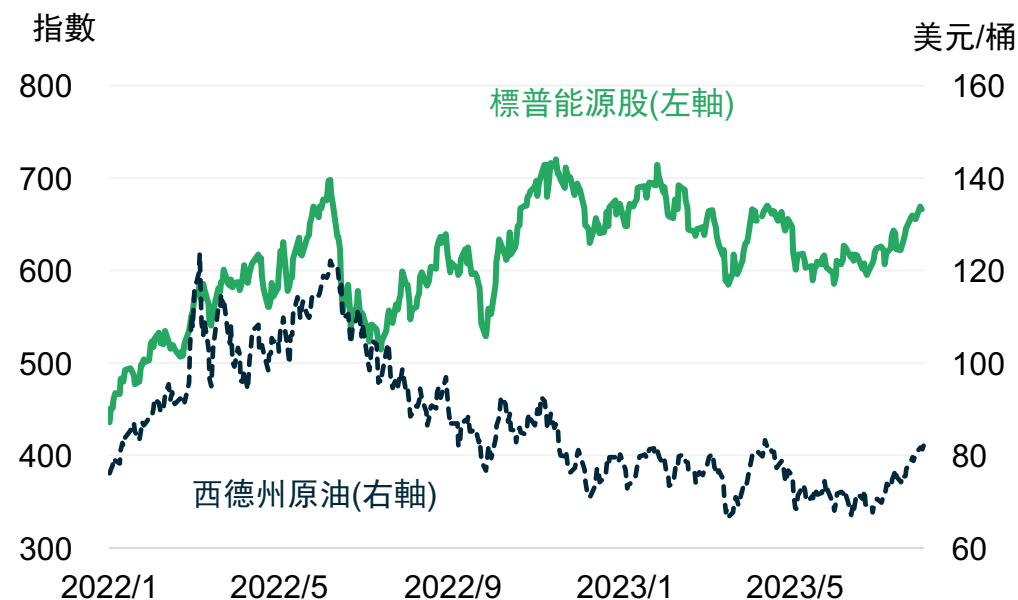
資料來源：Bloomberg。

# 能源 衰退風險下降, 有助油價及能源股表現

原油供需：美國就業市場穩健, Q2 GDP達2.4%, 大幅優於預期, 降低經濟衰退的擔憂, 也暗示能源需求高於預期。另一方面, OPEC二度宣布減產, 目前產量已從先前的高點3000萬桶/日, 逐步降至2850萬桶/日。整體而言, 供需逐步改善, 有利油價往區間上緣挪移。

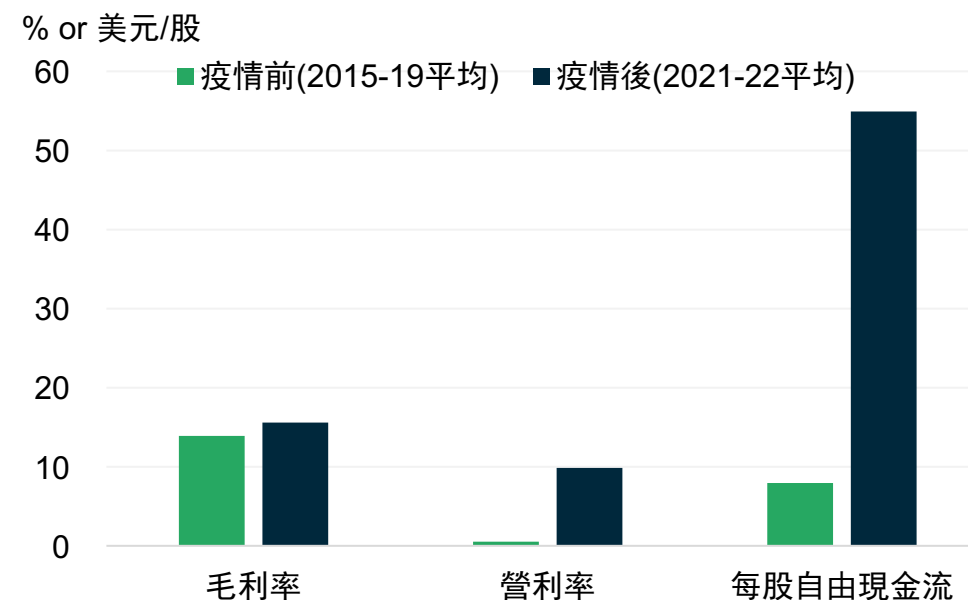
就能源公司而言, 雖然油價已從先前的高點每桶120美元, 滑落至70-80美元, 但能源公司體質也明顯改善, 包括能源開採成本下降、企業多角化、組織調整等, 使能源公司的營利率或自由現金流較疫情前明顯改善。綜合上述, 往年底看, 經濟風險下降, 有助油價及能源股表現。

衰退風險下降, 有助油價與能源股表現



資料來源：Bloomberg。

能源類股體質較疫情前大幅改善



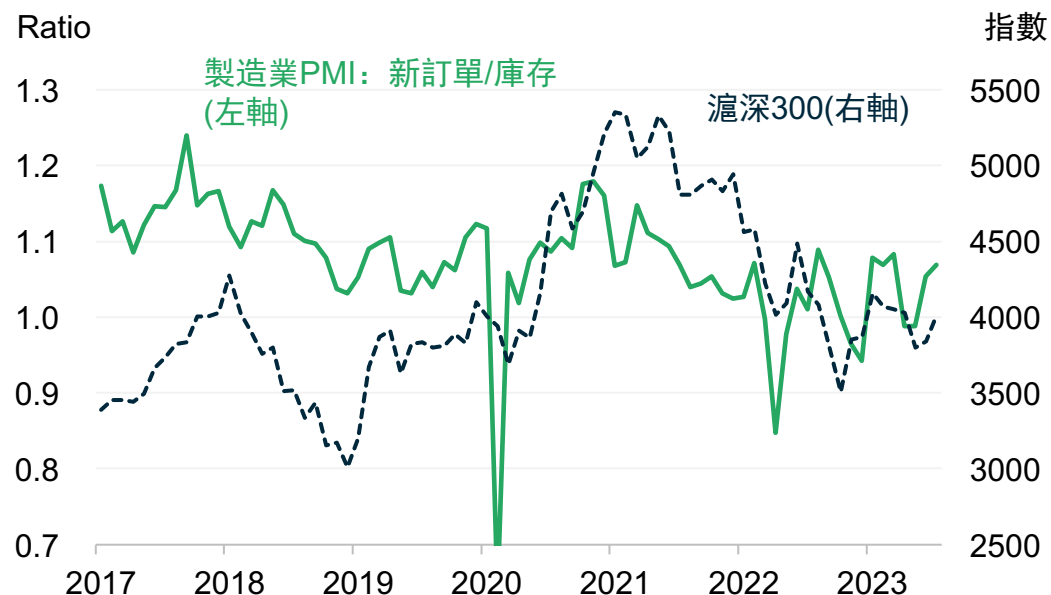
資料來源：Bloomberg。

## 中國 多方政策集中表態, 但外需與結構性問題使長線風險仍存

自7/24中央政治局對經濟釋出寬鬆訊號後, 在消費、房地產、科技領域都有措施推出, 力求提升房市熱度, 電子及汽車商品消費, 改善民營企業融資環境與經營信心。其中房地產作為短期提振經濟成長數字的關鍵產業, 除了中央提出降低首購貸款利率與成數、認房不認貸、城中村改建等措施, 合肥等地方政府也陸續響應。政策積極表態, 預期對景氣的支撐效果逐漸浮現, 7月製造業PMI雖仍在榮枯線下方, 但下方風險已有淡化。

股市方面, 政策接連推出之下, Q2飽受壓抑的市場情緒獲得釋放, 提供短線大盤支撐, 然而, 房地產的下行趨勢不易快速反轉, 青年就業與出口展望保守的狀況延續, 股市難見大多頭行情, 操作上以波段行情視之。

### 政策接連推出, 有望支持景氣築底



資料來源: Wind。

### 外循環乏力, 恐約束大盤上方空間



資料來源: Bloomberg。

# Aug 2023

7 Monday 日本領先指標 德國工業產出	8 Tuesday 美國中小企業樂觀指數 中國貿易帳 澳洲商業信心指數	9 Wednesday 中國CPI 中國PPI 中國社融增量	10 Thursday 美國6月CPI 美國初領失業金人數	11 Friday 美國PPI 美國密大消費信心 英國GDP初值 日本休市
---------------------------------	---	--	--	--

## 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