



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年7月28日

投資研究週報

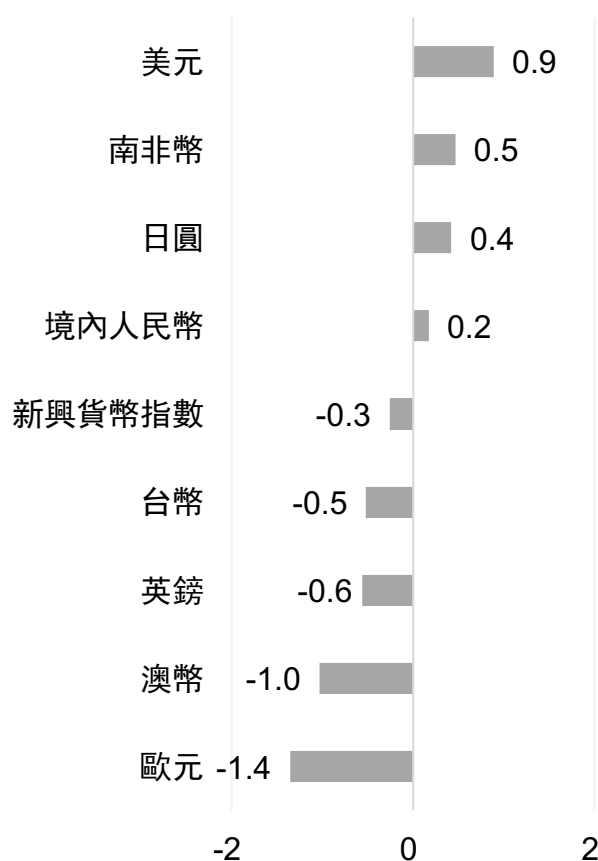
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/7/20- 2023/7/27。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 日銀貨幣政策逐步緊縮, 但聯準會升息循環已近終點

- 日銀變相調整殖利率控制曲線YCC上下界, 暗示貨幣政策逐步緊縮, 日圓長線偏升。
- 聯準會如預期升息1碼, 政策利率來到5.5%, 考量CPI已降至3%, 研判升息循環已到終點。

2) 企業財報顯示, 庫存壓力仍在, 但已在循環調整尾聲

- 半導體風向球的德州儀器財報顯示, 去庫存壓力仍在, 但已來到循環尾聲。
- 微軟、谷歌、臉書加大AI資本支出, 長線值得期待。

3) 中國政府釋出積極訊號, 創造陸股短線波段行情

- 7/24中央政治局會議後, 政府針對貨幣政策、房市、消費、金融市場, 提出多項利多。
- 陸股因政策利多, 有望創造波段行情, 但長線結構性問題仍存。

策略思維

1) **股市**: 日銀緊縮貨幣政策, 為股市短期擾動, 但後市仍值得期待, 包括1)庫存調整近尾聲, 基本面將逐步好轉, 2)中國推出多項刺激政策, 創造陸股波段行情。

2) **債市**: 日本公債利率走高, 可能推升美債利率, 不過, 美國通膨降溫態勢不變, 聯準會升息循環已至終點, 支持長線公債殖利率下行趨勢。

3) **匯市**: 日銀貨幣政策的節奏雖然較為落後, 但逐步往緊縮方向調整, 美日利差將有所收斂, 日圓長線趨升。



日銀變相緊縮貨幣政策, 美日利差趨窄, 日圓長線趨升

BOJ(日銀, 日本央行)利率會議重點: 1)短率: 維持政策利率-0.1%不變。2)長率: 10年期日本公債殖利率目標0%不變, 殖利率控制政策**波動區間 +/-0.5未變但僅作參考之用, 額外設定實際上限於1%**。3)QE: 維持購買ETF、日本房地產投資信託基金(J-REITs)、商業票據與公司債的上限不變。

針對今次政策調整, 主要考量債務、人口長期負增長, 使長期通縮沉痾難解, 除去2014、2019年因調升消費稅導致CPI揚升外, 物價多數時間都面臨通縮的困擾。**今年來, 核心核心CPI、薪資增長年增速仍高, 加上考量YCC對日債市場流動性不佳的影響, 日銀因而有不得不調整YCC政策的壓力。**

金融市場: 日銀變相緊縮貨幣政策, 已驅動日本10年期公債殖利率突破0.5%, 可能帶動美債利率走揚, 不過, 美日貨幣政策分化, **美日利差將逐步縮窄, 日圓長線偏升。**

日銀變相緊縮, 日本10年公債利率突破0.5%



資料來源: Bloomberg。

美日利差仍係主導日圓走勢的關鍵



資料來源: Bloomberg。

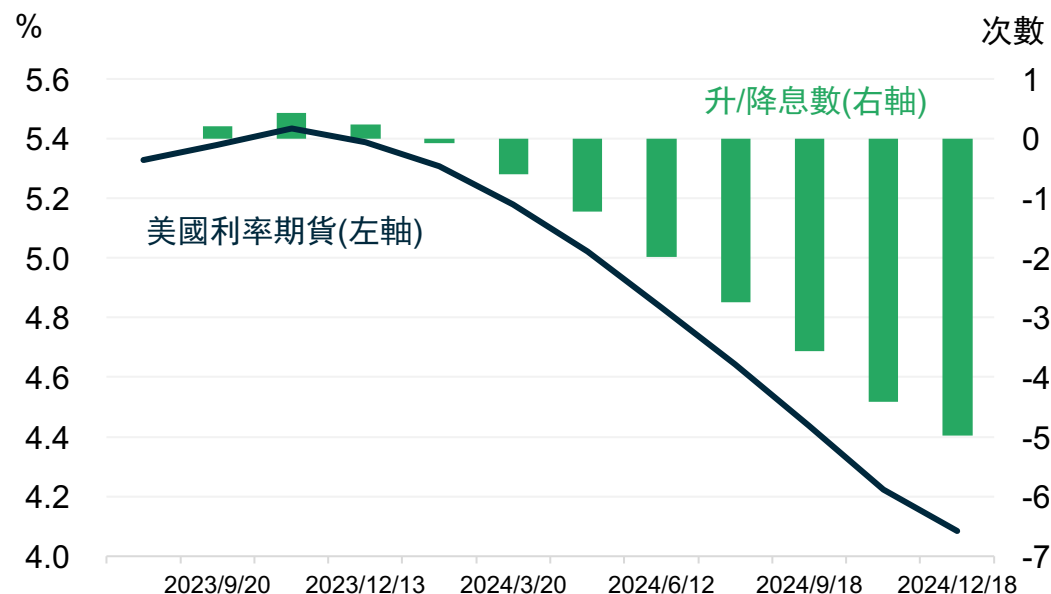
7月升息1碼, 有望成為本輪升息的最終站

政策摘要: **升息1碼至5.25-5.5%**, 維持現行縮表計畫。Fed主席Powell仍保留未來升息可能, 且不預期今年有降息空間。

市場解讀: 利率決策大致符合市場預期, 利率期貨與前日變動不大。市場**預期7月有望成為本輪升息的終點**, 反映在通膨持續降溫的環境, Fed再啟動升息的門檻將越高。

投研認為7月為升息末站機率偏高, 但仍需重點觀察1) 夏季旅遊旺季期間的通膨走勢, 及2) 8/24的全球央行年會Powell的發言。

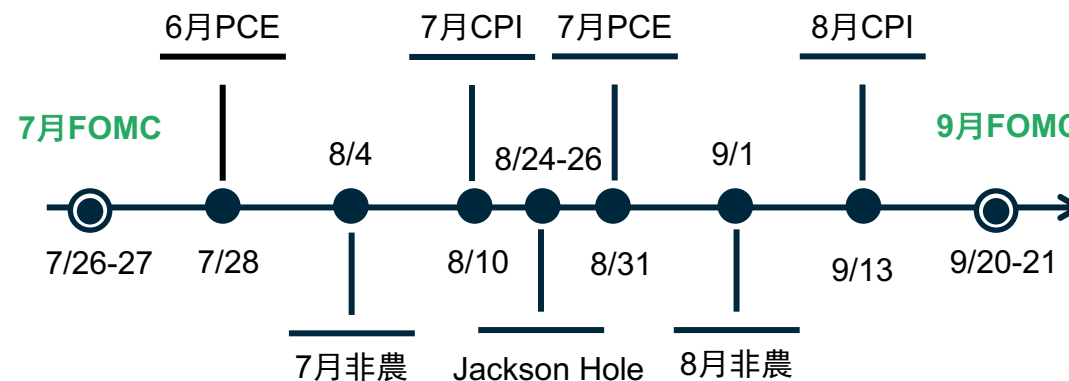
市場預期7月有望成為本輪升息的終點



註: 資料日期2023/7/26。

資料來源: Bloomberg。

9月FOMC會議前重要數據公布時程



註: 日期為台北時間。

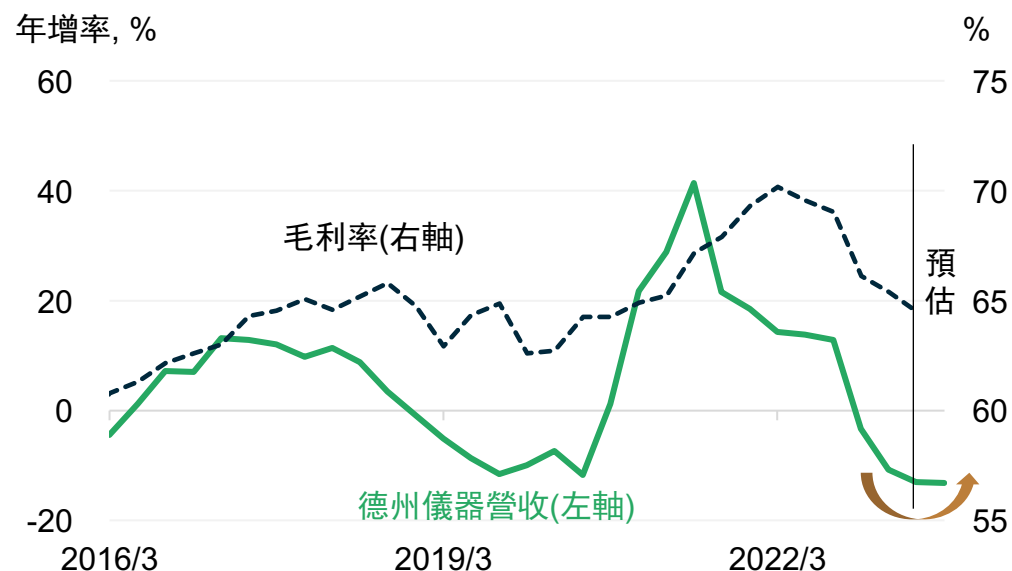
資料來源: Bloomberg。

財報透露去庫存壓力仍在, 但已來到循環底部

德州儀器的產品線涵蓋各領域, 從消費性電子(25%)、工業電子(40%)到車用晶片(20%), 使其享有「半導體業風向球」的美譽。公司表示, 由於各類電子產品需求復甦乏力, 已迫使客戶取消訂單, 尤其, 中國在清零政策結束後需求並未提升, Q2營收較去年同期衰退13%, 毛利率也因通膨壓力被侵蝕, 下滑至64.5%。展望Q3, 營收季增率預估為-3.7%至4.6%, 顯示市場需求變數仍大。

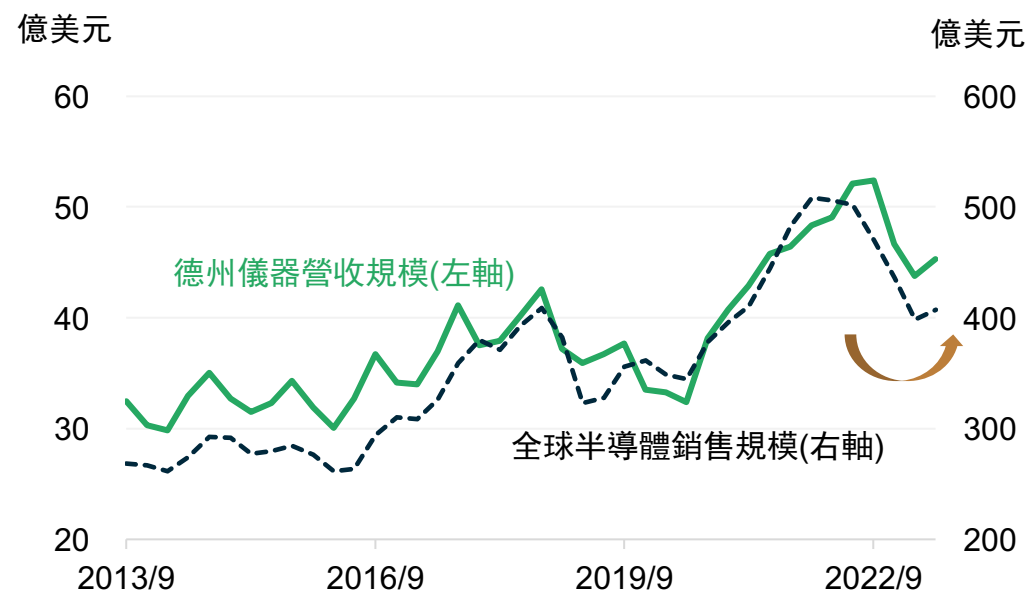
以整體半導體銷售狀況來看, 整體銷售規模離先前高峰雖然有落差, 但最差情況可能已過, 包括蘋果將發表新機、返校需求, 甚至明年的換機潮等因素, 預估整體銷售規模將緩步墊高, 但可能僅個位數成長。

德州儀器財報不佳, 透露需求疲弱態勢



資料來源: Bloomberg。

去庫存壓力仍在, 但已在循環尾聲



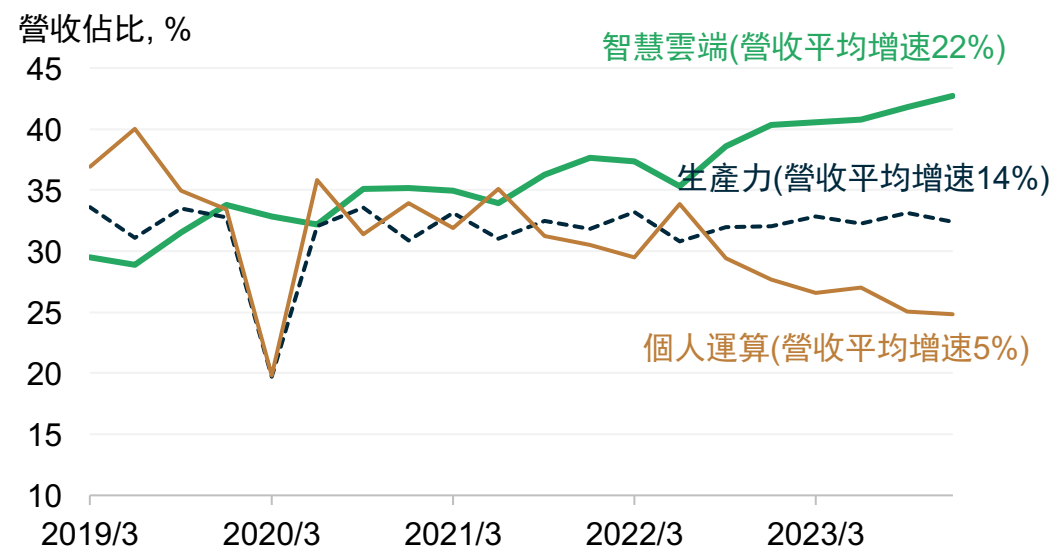
資料來源: Bloomberg。

AI長線可期, 企業加大資本支出

今年上半年, 整體半導體需求雖仍疲弱, 但受到AI題材發酵, 相關類股漲幅驚人, 其中開發ChatGPT的微軟, 成為AI的風向球。由於Azure平台增速從前期31%, 下降至27%, 使得盤後股價下挫, 不過, 就營收佔比來看, 智慧雲端佔整體營收比重已攀至歷史新高42%, 顯示雲端產業已成為未來趨勢, 加上微軟後續也將推出整合AI後的Copilot, 將使雲端事業持續成長。

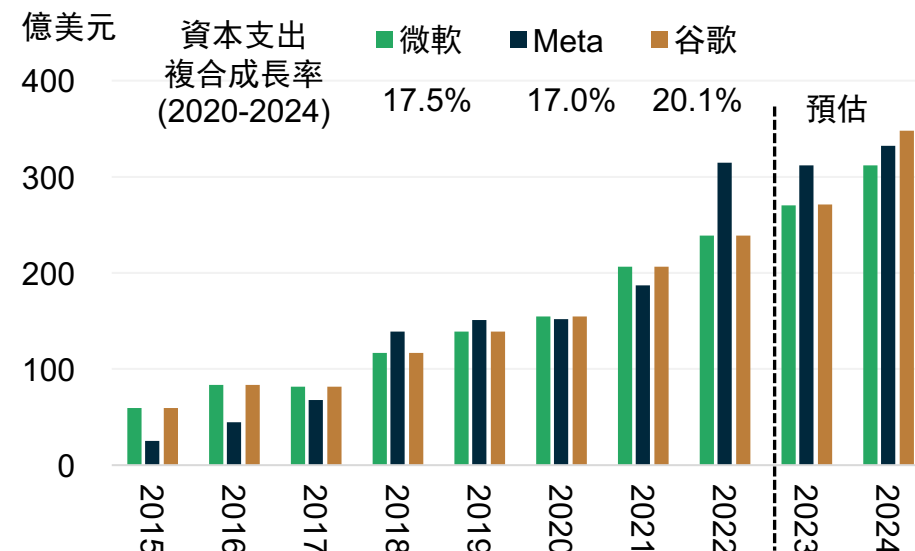
無獨有偶, 除了微軟加大資本支出外, 谷哥也提高資本支出力道, 加速AI研發, 2020-2024年的複合成長率逾17%。此前, 台積電、輝達已透露, 人工智慧未來複合成長率可能超過50%。

AI風潮下, 將推升雲端需求高速成長



註: 微軟營收主要分三大區塊, 智慧雲端事業主要有Azure平台, 生產力事業主要商用office、CRM軟體, 個人運算主要有window、筆電、遊戲。營收平均增速為近3年數值平均。
資料來源: Bloomberg。

著眼於長期成長, 微軟加大資本支出力道



資料來源: Bloomberg。

北京當局釋出積極訊號，短線有波段機會，但不易突破年初高位

政策面：7/24中央政治局會議召開，明確指出經濟面臨新的挑戰，並對財政貨幣、消費、外匯、房地產等諸多面向都有所著墨。具體而言，除了在消費面指出汽車、電子產品、家居等大宗消費，對於房地產、地方債、資本市場都有新的論述。其中**房地產未提及「房住不炒」、適時調整優化房地產政策、積極推動城中村改造等**，都讓萎靡不振的房市重拾想像空間。總結而言，政策方向的確愈發寬鬆，但實際落地情況與成效仍有待觀察。

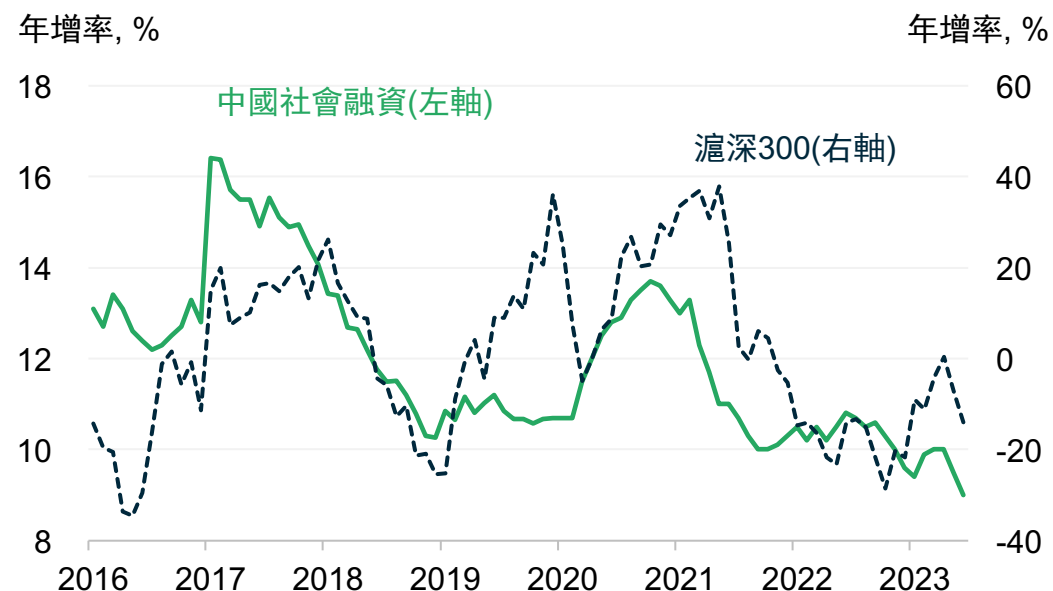
市場面：Q2大盤弱勢整理，隨著官方表態積極支持經濟，市場情緒獲得提振，下方風險淡化，股市短線有波段操作機會。然而，中央政治局會議強調的**房地產、地方債、金融機構風險仍存**，內外需求與房市低迷的現狀不易快速扭轉，研判指數上方難以突破Q1高位。

官方的政策口吻較4月更顯積極

2023/7/24 中央政治局會議重點內容		解讀
財政 貨幣 政策	加快地方政府專項債券發行和使用	地方債務重要性凸顯。預期延續現有政策方向，Q3仍有望降息降準
	有效化解地方債務風險，制訂實施一攬子化債方案 發揮總量和結構性貨幣政策工具	
消費	要提振 汽車、電子產品、家居 等大宗消費，推動體育休閒、文化旅遊等服務消費	具體指出後續消費政策方向。
房市	適應我國房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢， 適時調整優化房地產政策 推動 城中村改造 和“平急兩用”公共基礎設施建設	短期購屋限制存優化空間。 城中村改造恐難比肩棚改效果。
金融 市場	保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定 活躍資本市場，提振投資者信心	股、匯疲弱獲得重視，預期提供匯率工具及民營企業支持

資料來源：新華社，國泰世華銀行投研團隊整理。

地產政策鬆綁有利社融增速止穩



資料來源：Wind。

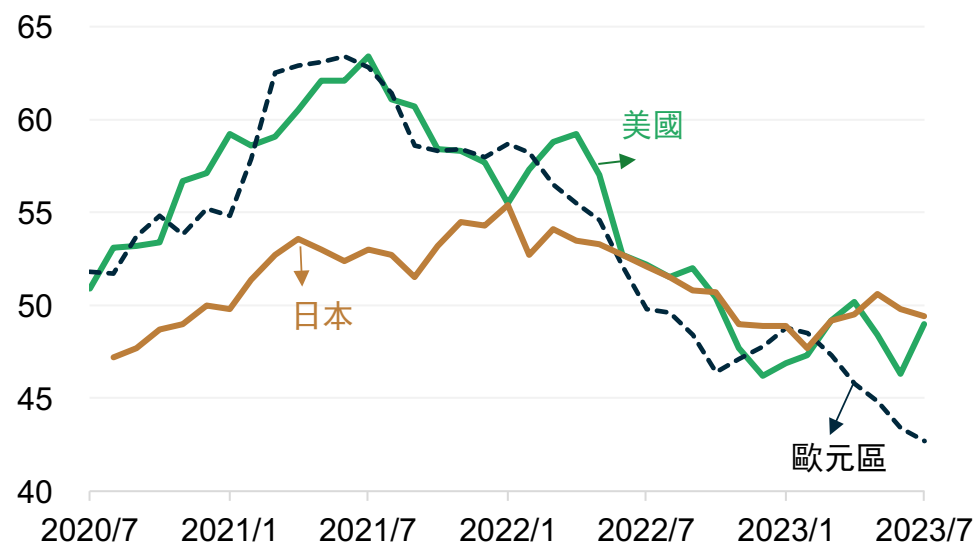
美國 製造業仍在築底, 但服務業將出現轉折點

根據標普公布最新7月製造業數據顯示, 受到需求不振影響, 歐元區製造業加速萎縮, 日本製造業指數也意外回落至50以下, 顯示整體能見度仍低。不過, 作為全球經濟龍頭的美國, 製造業PMI已有觸底回升的態勢。

值得注意的是, 往下半年來看, 製造業可能觸底回升, 但服務業可能隨疫後解封旅遊消退而逐步淡化, 甚至往景氣榮枯線50的方向靠近。對於經濟而言, 由於製造業與服務業的分化, 使得經濟維持低度成長態勢, 但因就業市場強勁, 衰退的機率仍舊偏低。

製造業正在築底

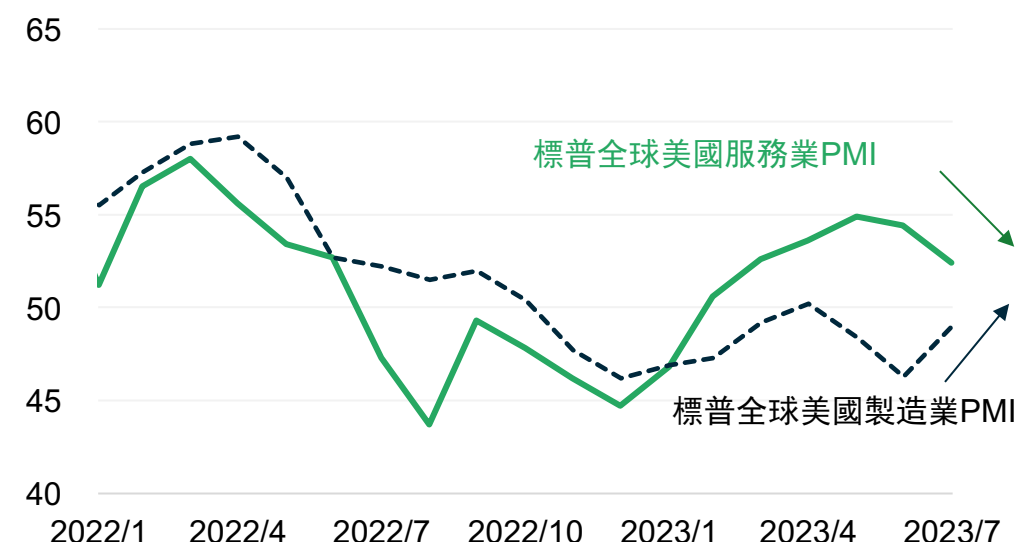
製造業指數



資料來源: Bloomberg。

服務業與製造業可能出現轉折

指數



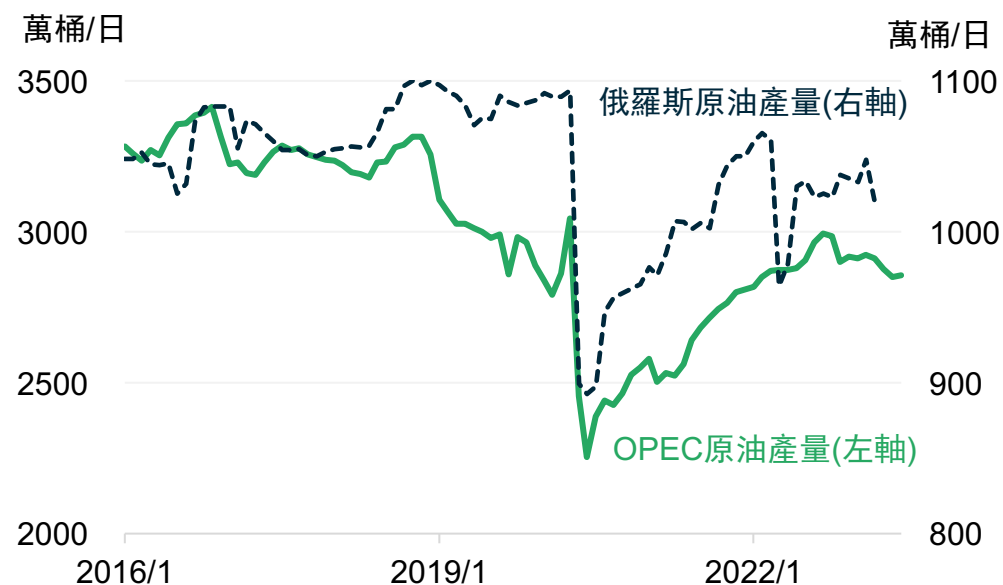
資料來源: Bloomberg。

能源 夏季用油旺季與OPEC減產，油價短期有所表現

需求面：通膨逐步回落，且美國區域銀行危機逐步消退，IMF上調今年全球的經濟成長預估，從2.8%提高至3%。此前，美國能源署EIA也預估，今年能源需求增量從160萬桶/日，提高至180萬桶/日。就時間點來看，夏季旅遊旺季到來，能源需求有望提高，有利油價表現。

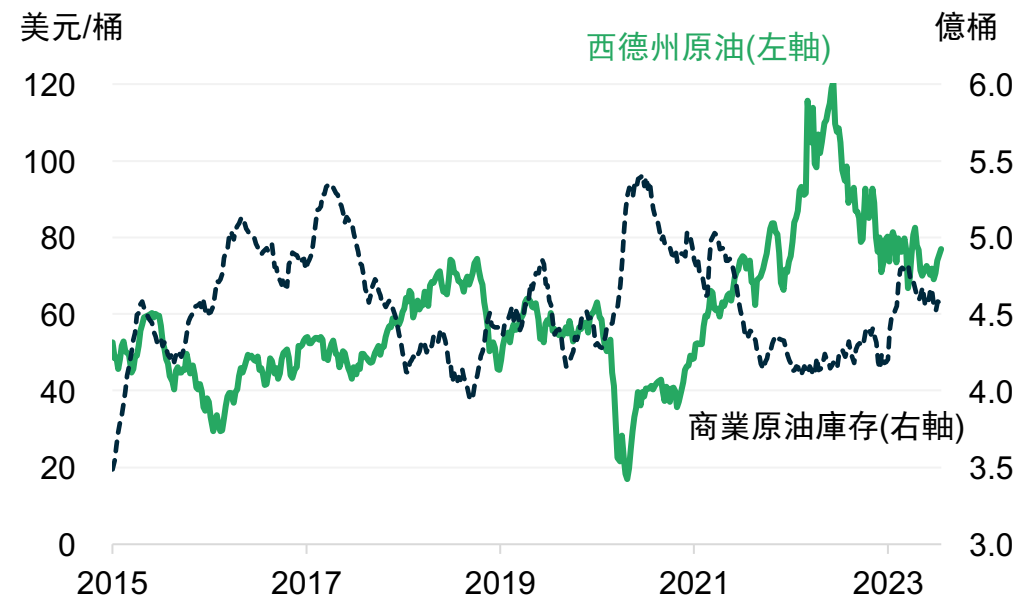
供給面：今年4月，OPEC已宣布自願減產160萬桶/日，而6月再度宣布擴大減產規模，顯示OPEC護油決心。以OPEC產量來看，已從先前的高點3000萬桶/日，逐步降至2850萬桶/日，減產進度雖緩，但仍逐步在落實。綜合上述，**預期油價底部已過，將往區間上緣挪移。**

OPEC擴大減產計畫，有利原油供需均衡



資料來源：Bloomberg。

庫存回落暗示需求上升，有利油價表現



資料來源：Bloomberg。

July/Aug 2023

31	Monday	1	Tuesday	2	Wednesday	3	Thursday	4	Friday
日本工業生產 中國官方製造業PMI 歐元區Q2 GDP初值 歐元區CPI	美國ISM製造業指數 中國財新製造業PMI 美國JOLTS職缺數	美國新屋銷售 美國ADP就業報告	英國利率決策會議 美國ISM服務業指數 美國初領失業金人數	美國就業報告					

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抵觸之情事；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抵觸為由，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