



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

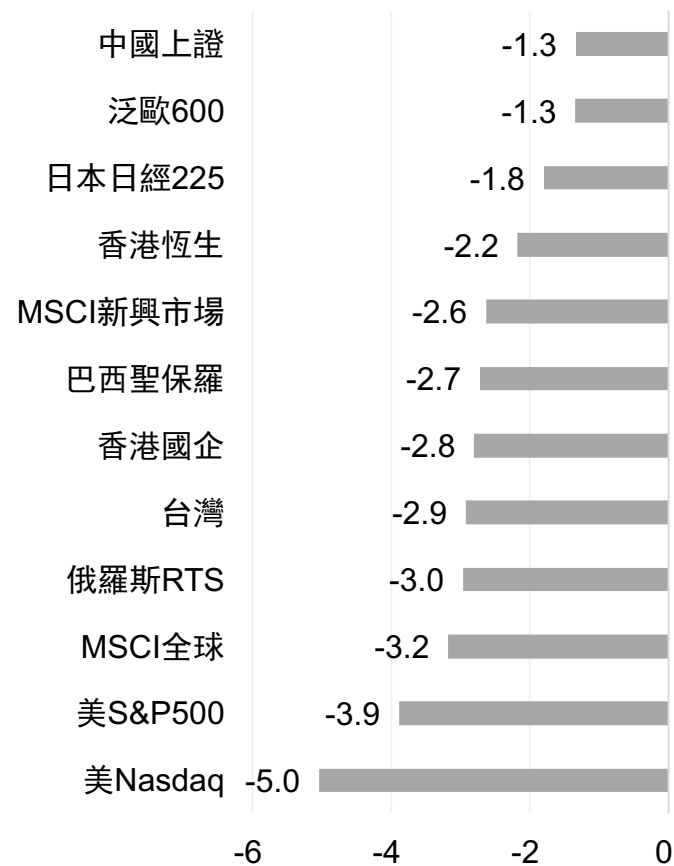
2023年9月22日

# 投資研究週報

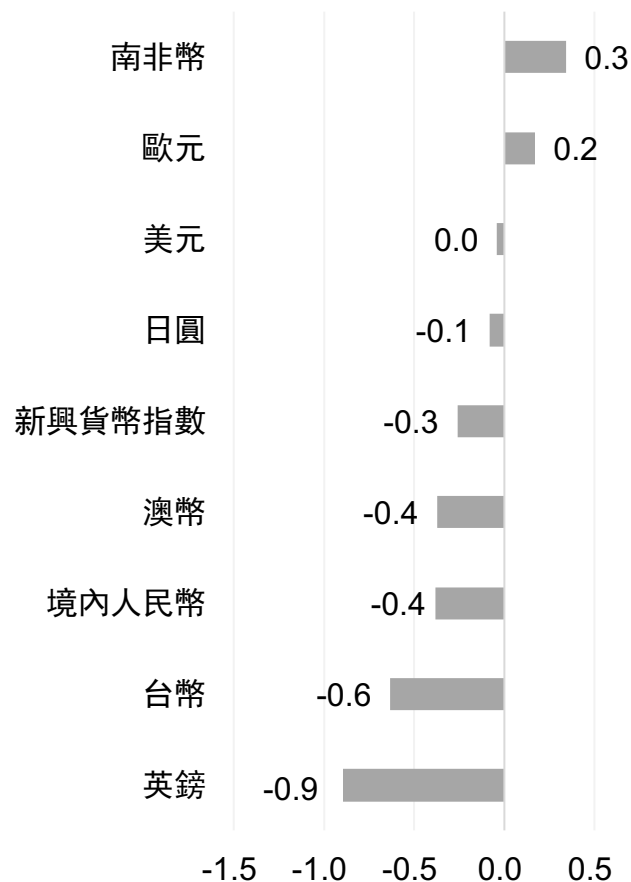
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

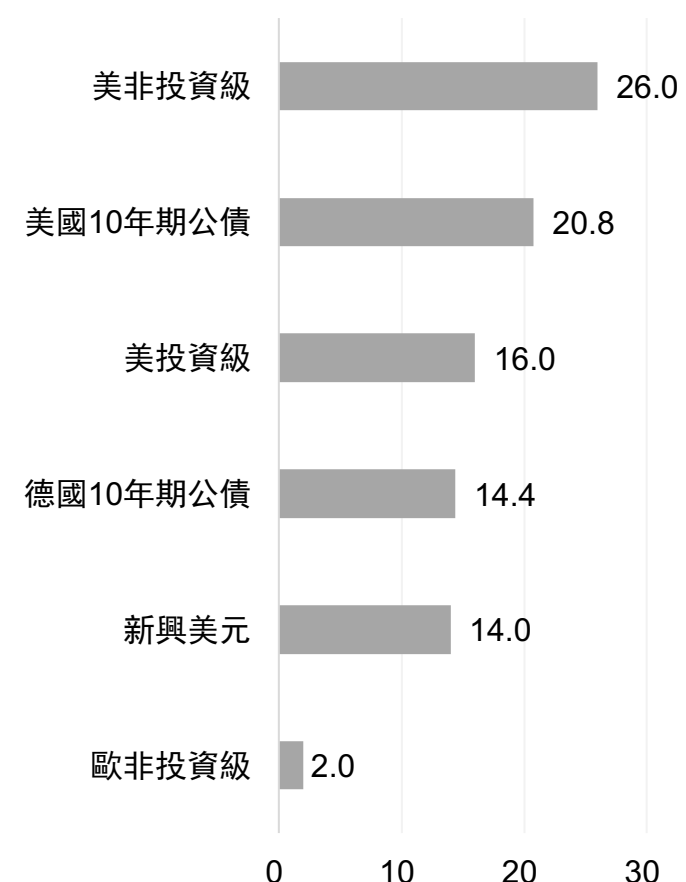
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/9/14- 2023/9/21。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## 市場焦點

- 1) 本週焦點：美日台央行維持利率不變，但相對於台、日態度保守，美國聯準會展現鷹派口吻
  - FOMC：保持政策利率不變，點陣圖2023年利率中位數維持，保留升息一碼空間，但**2024年預估降息碼數由4碼轉為2碼，2025年利率也有所上調，政策口吻轉趨鷹派。**
  - 台灣央行：CPI年增率水準仍舊偏高，但考量產出缺口為負值，貨幣政策並無進一步收緊。
  - 日本央行：短率維持在-0.1%，長率10年期公債殖利率0%目標不變，YCC上限1%未調整。
- 2) 後續關注重點：
  - 美國聯合汽車工會(UAW)已展開罷工行動，預估對經濟衝擊有限，但商品通膨具潛在風險。
  - 美國國會對2024年支出預算意見分歧，若9月底前兩黨無法達成共識，10/1存在關門可能。

## 策略思維

- 1) 股市：美債利率高盤壓抑評價修復行情，科技股拖累美股高位回調，但製造業庫存調整近尾聲，近期iPhone與華為銷售成績亮眼，消費性電子換機潮有望帶動企業獲利重回成長，提供股市拉回布建契機。
- 2) 債市：油價攀升與美國基本面穩健，美債利率高位時間將有所延長，然考量勞動力市場緊俏程度緩解、通膨降溫態勢延續，預期殖利率終將逐步回落。策略上，利率逢高仍視為布債契機。
- 3) 匯市：歐元區景氣疲弱支撐美元高位，政策差異不利長線匯價；基本面仍在築底階段，使台幣仍屬弱勢。



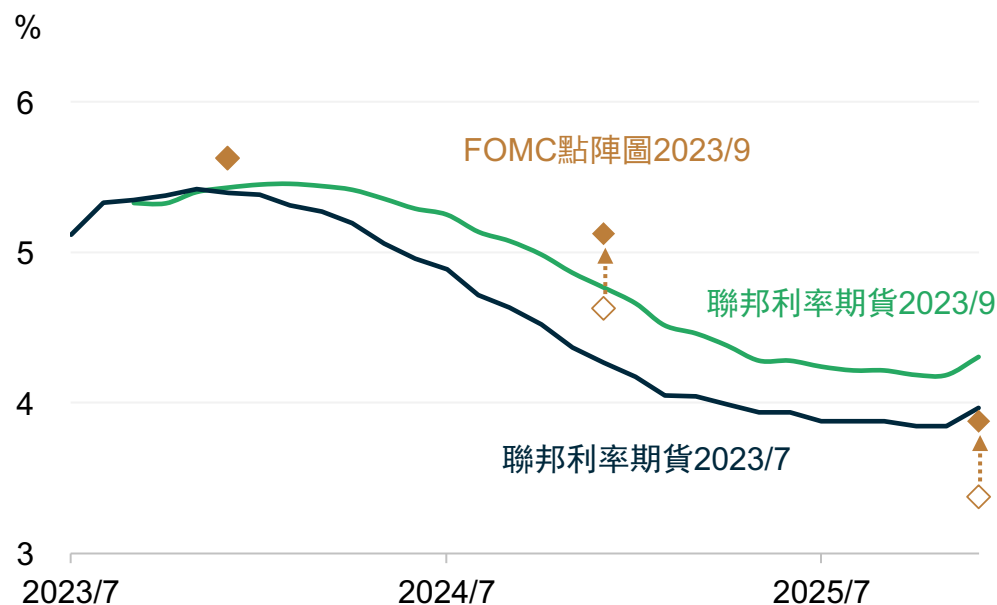
## 美國聯準會：點陣圖顯示明年降息空間縮窄，政策利率「Higher for longer」

FOMC：9月暫停升息，點陣圖方面，除了失業率預估值下調、上修今明兩年GDP之外，**2023年利率中位數維持不變，保留升息一碼空間，但2024年降息碼數由4碼轉為2碼**，2025年也有所上調，政策口吻轉趨鷹派。

由近期公布的8月核心CPI可發現，服務類通膨降溫趨勢持續，將有利於通膨水準持續朝Fed目標2%前進。此外，就業市場降溫，由職缺數、自願離職率下滑可看出來，薪資-物價的通膨螺旋的疑慮降低，將增加Fed維持利率不動的政策空間，但須留意近期油價、UAW罷工事件造成通膨擾動。

Fed維持利率「Higher for longer」，使得市場對於利率的共識逐漸朝向Fed的政策方向移動，由於通膨距Fed目標仍有一段距離，未來2季恐無降息空間，這也使得公債殖利率維持高檔。預估降息時機要等到通膨回到Fed認為「有機會回到目標區間」時，殖利率方可望同步轉折向下。

### Fed點陣圖中位數上調明後年利率預測



資料來源：Bloomberg。

### 美國兩大核心通膨指標皆呈現下降趨勢



資料來源：Bloomberg。

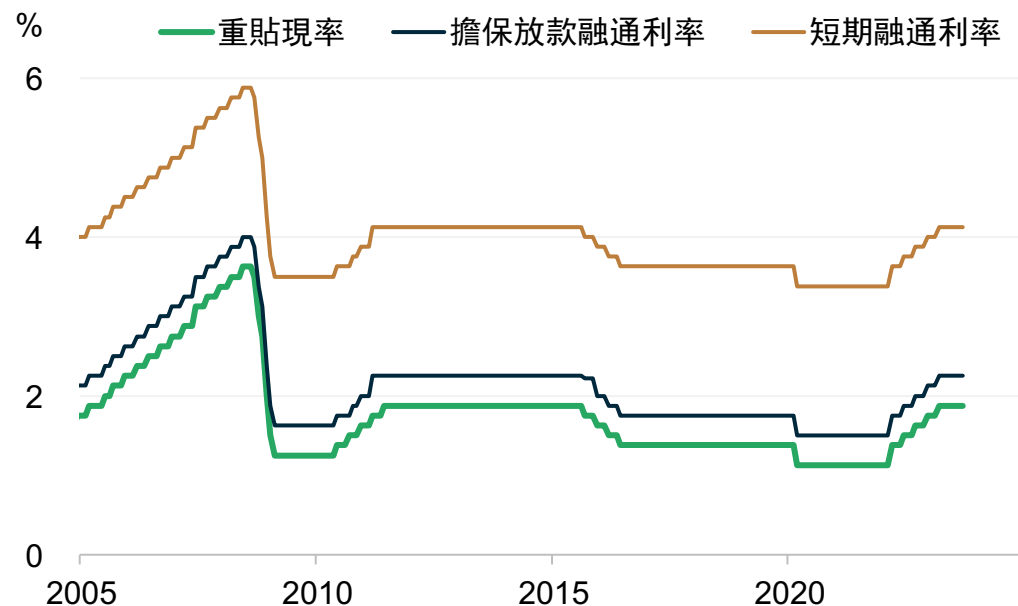
## 台灣央行：雖然CPI水準仍舊偏高, 但考量產出缺口為負值, 本次會議維持利率不變

理監事會議重點：1)重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變；2)下調經濟增長(由1.72%至1.46%)及CPI預估(由2.24%至2.22%)。

維持政策利率不變，原因在於，國內通膨緩步回降，明年通膨可望降至2%以下；主要央行大幅升息之累積效應持續發酵，中國經濟下行風險升高，台灣自身則面臨今、明兩年產出缺口為負值的情況。故維持政策利率不變，以檢視緊縮貨幣政策之累積效果。

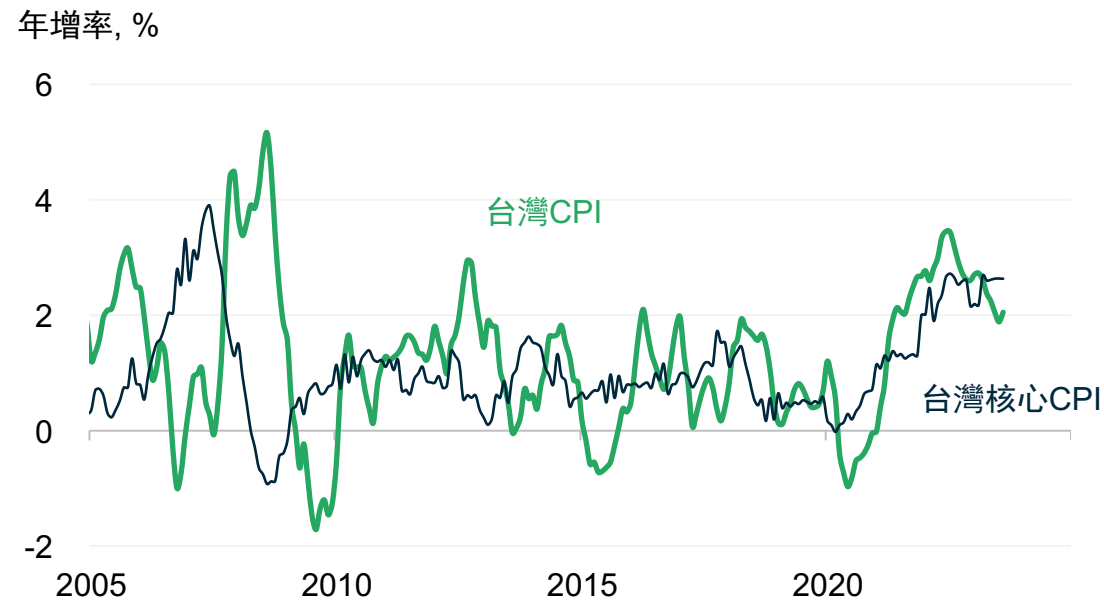
台幣匯價：基本面仍在築底階段，使匯價仍屬弱勢；長線而言，半導體銷售年減幅度將會逐步改善，有利Q4匯價。

### 台灣央行維持政策利率不變



資料來源：Bloomberg。

### 台灣通膨水準雖有降溫, 但較過往相比, 仍屬偏高



註：3月平均。

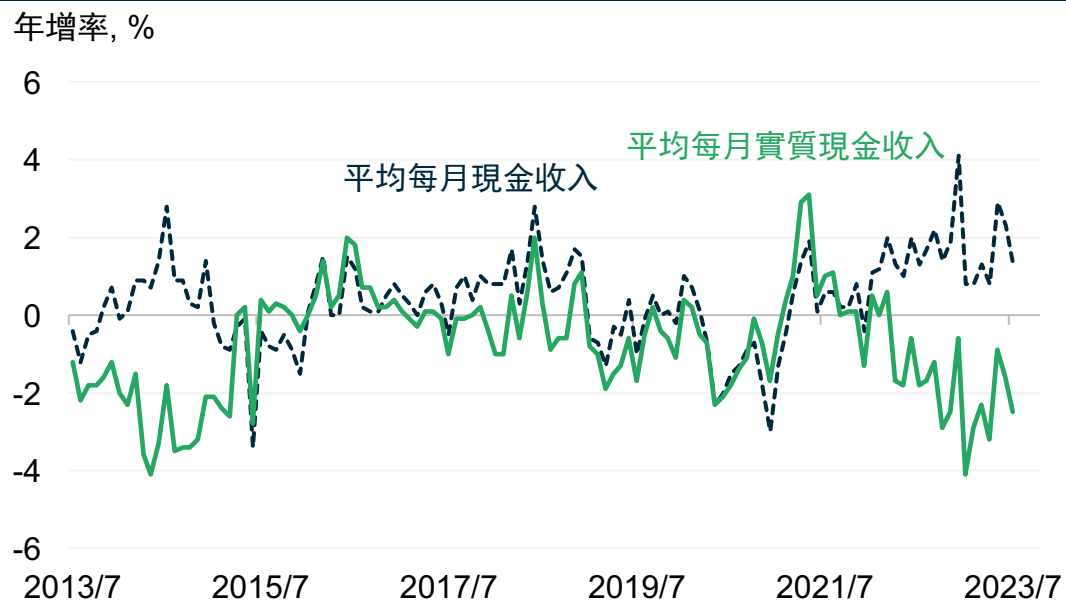
資料來源：Bloomberg。

## 日本央行：9月維持寬鬆政策，明年逐步朝緊縮邁進

貨幣政策會議重點：**1) 短率維持在-0.1%、2) 長率10年公債殖利率0%目標不變、3) YCC上限1%未調整**，聲明指出會維持寬鬆政策直到通膨2%目標成為常態。惟先前日銀總裁發表鷹派言論後，日10年債殖利率已突破0.7%，持續往YCC上限逼近，預期政策面將逐步朝緊縮邁進。

展望未來政策，觀察年底前「工資增長疲軟」是否改善：1) 10月開始實施的最低薪資調升的效果、2) 10月公布FY24 H1財報後，對於2024春鬥勞資談判初步立場、3) 12月冬季獎金發放情形，**若成長符合預期，日本政策轉向有望發生在2024年Q1**。而在進入緊縮的環境下，將推升市場對於日本10年公債殖利率的預期，超過目前YCC上限的可能性大，**因此在負利率政策轉正前，需先行調整YCC：取消或再度放寬上限**。展望日圓匯價，隨日本走向緊縮，而美國接近升息循環尾聲下，美日利差將逐漸收斂，對於**日圓走勢依舊維持先貶後升看法**。

### 名目薪資增速疲軟，實質薪資受通膨影響萎縮



資料來源：Bloomberg。

### 隨日銀逐步緊縮，美日利差終將收窄，日圓長線走升



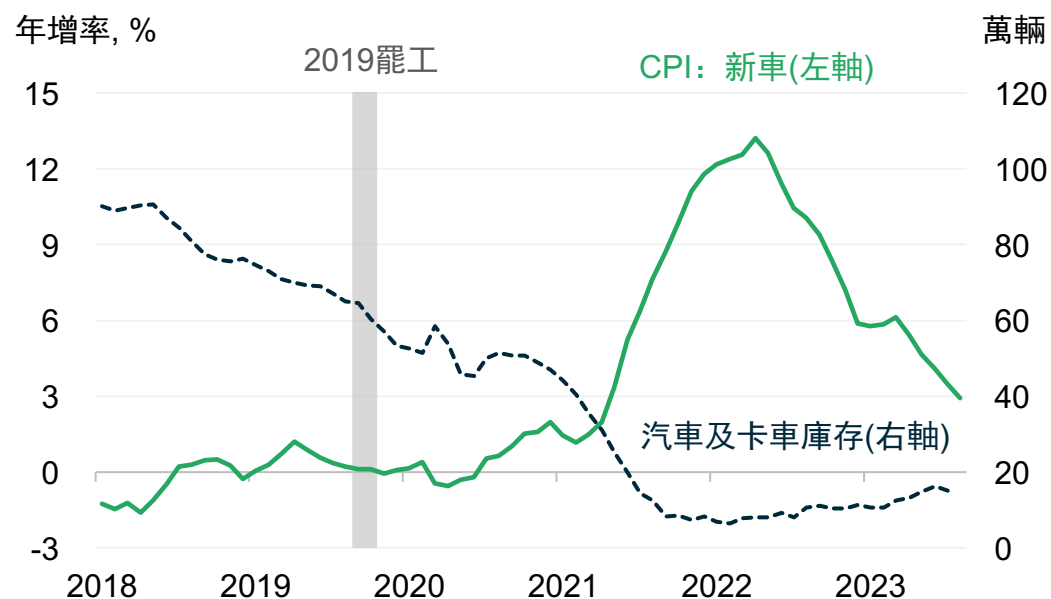
資料來源：Bloomberg。

## UAW罷工行動擴大，留意車價上漲帶動商品通膨走揚

**事件：**美國聯合汽車工會(UAW)與三大車廠通用、斯特蘭蒂斯和福特勞資協商失敗，已在工廠展開罷工行動。UAW此次協商的主要訴求包含薪資調整40%、週休三日、增加養老金等各項福利措施，儘管通用表示願意加薪16%，斯特蘭蒂斯也喊出20%調薪幅度，但UAW仍揚言擴大罷工範圍。

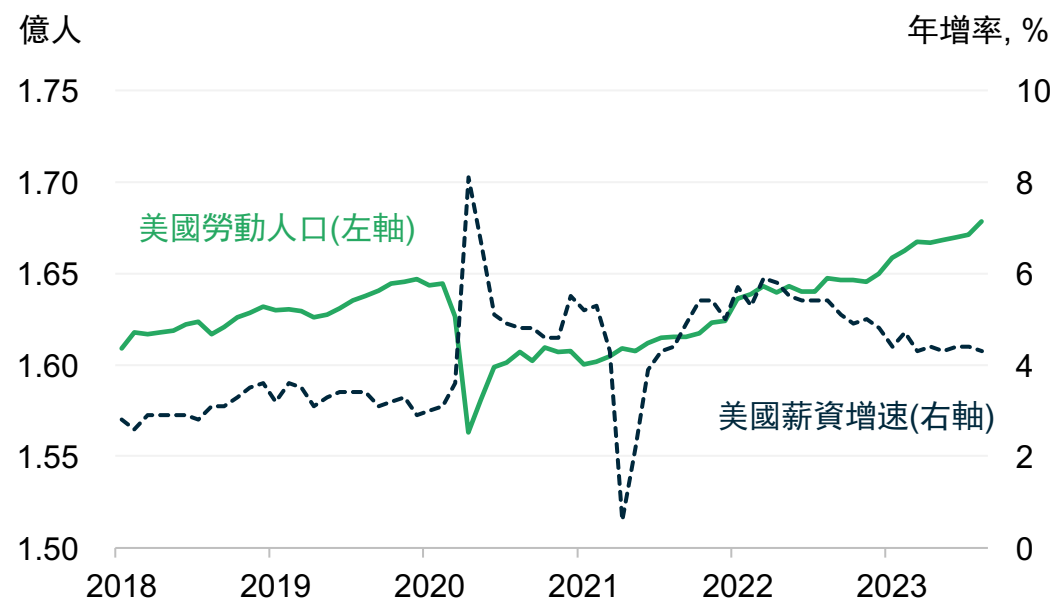
**潛在影響：**罷工事件對總經面影響可分為商品通膨與薪資服務通膨兩個部分。1)在通膨方面，**因為目前汽車庫存僅為2019年1/4，若罷工時間拉長恐影響商品通膨下行趨勢。**3)薪資方面，UAW會員總人數14.7萬人，佔總勞動人口比例極低，即使最終成功加薪40%，分攤至四年後，每年對整體薪資增速的提振效果也極其微小。綜合來看，罷工行動在服務通膨部分可忽略不計，但須留意對商品通膨與Q4 GDP負面影響。

### 美國汽車庫存水位偏低，罷工時間拉長恐推升車價



資料來源: Bloomberg。

### UAW會員佔整體勞動人口比例低，薪資增速影響有限



資料來源: Bloomberg。



## 美國政府關門疑慮再起，短期或衝擊經濟，但對金融市場的威脅不若舉債上限

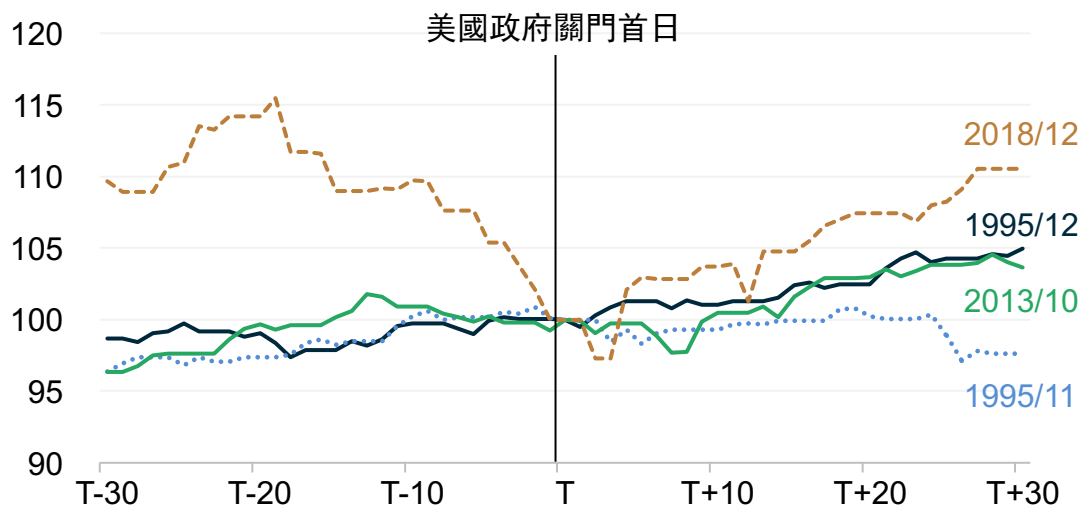
**事件：**美國若無法在9/30前通過2024年財年的預算，部分政府單位將面臨關門的風險。目前預算無法通過的分歧點在於，參議院堅持拜登和眾議院共和黨議長麥卡錫先前達成的1.59兆支出規模，但眾議院部分保守派則要求削減預算，且兩黨對提供烏克蘭援助、邊境安全的議題亦存在意見分歧。

**潛在影響：**若預算未及時通過，亦無法通過臨時支出法案避免政府關門的話，據估計公務人員放無薪假，加上私人部門的連鎖反應算在內，美國政府停擺期間，將衝擊Q4 GDP表現。另外，若官方經濟數據因此延後發布，則會使政策制定者(包含Fed)、企業等做決策時失去參考。

**金融市場反應：**相較年初的舉債上限問題，若未通過可能導致美國違約，引發全球金融市場巨震的風險不同，依過去政府關門的經驗來看，金融市場的反應並不大。股市多在政府關門後短暫拉回後震盪走高；債券利率則普遍下降。

### 美國政府關門前後，美股走勢

標普500指數標準化(T=100)

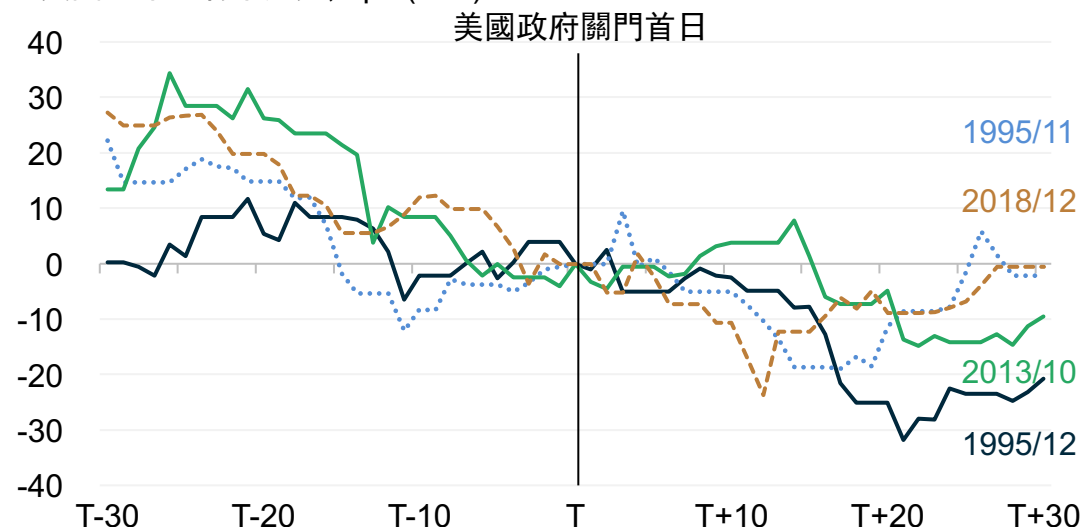


註：取1995/11/13-11/19(關門7天)、1995/12/15-1996/1/6(關門21天)、2013/10/1-10/17(17天)、2018/12/22-2019/1/25(共35天)，四次政府關門的經驗。

資料來源：Bloomberg, 維基百科。

### 美國政府關門前後，美債利率走勢

美國十年殖利率走勢, bps (T=0)



註：取1995/11/13-11/19(關門7天)、1995/12/15-1996/1/6(關門21天)、2013/10/1-10/17(17天)、2018/12/22-2019/1/25(共35天)，四次政府關門的經驗。

資料來源：Bloomberg, 維基百科。

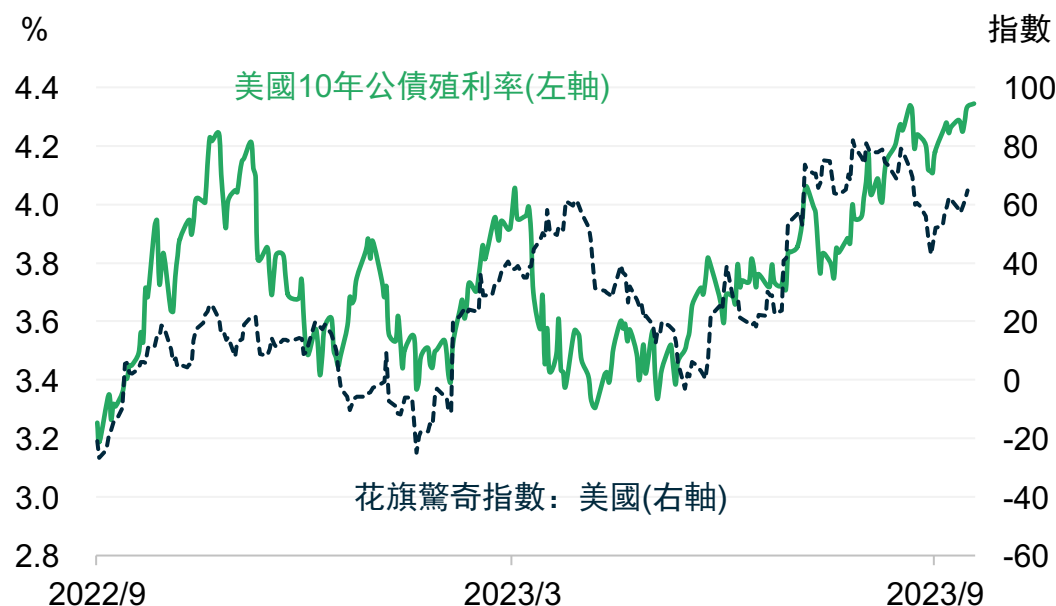


# 債市 聯準會釋出鷹派點陣圖，公債殖利率高位時間延長

Fed保留年底前升息1碼空間，從今明兩年失業率下調並上修GDP看來，經濟韌性較強也給予聯準會保持利率高位底氣，**利率到明年上半年之前「Higher for longer」的共識，造就高點鎖利機會**。而美國聯合汽車工會罷工，商品通膨升溫疑慮，油價受OPEC+減產協議延長至年底影響，年內恐保持強勢，在在增添短期通膨走勢與利率不確定性。

由於美國經濟穩健，衰退機率降低，加上通膨短期距Fed目標區間仍有距離，長債利率恐維持高檔震盪一段時間。然而，考量就業市場緊俏程度緩解，薪資、租金驅動核心通膨回落，隨物價壓力放緩，政策利率也難長期維持高位，公債殖利率終將回落。

油價震盪與經濟數據強勁推升利率走勢



資料來源：Bloomberg。

殖利率高位時間延長，但長線將隨政策利率回落



資料來源：Bloomberg。

# 美股 通膨預期升溫使公債利率高盤, 美股維持震盪格局

OPEC延長減產協議, 美國經濟衰退機率下降, 推升西德州原油一度突破每桶92美元, 創10個月來新高, 通膨預期也逐步攀至4個月來新高, 使得美國10年期公債殖利率近期持續在4.4%附近高盤。以通膨趨勢而言, 雖然通膨預期有所升溫, 但隨供應鏈問題改善、房市降溫等因素, 預期核心CPI仍將維持下降趨勢。

對於股市而言, 由於美國10年期公債殖利率維持高位盤整, 預期評價修復的行情仍將受到打擊, 短期股市仍難有表現。不過, 庫存調整近尾聲, 加上iPhone 15銷售高於預期, 高階款手機的等待時間拉長至7週附近, 反應手機需求高於先前預期, 提供未來股市拉回布建的理由。

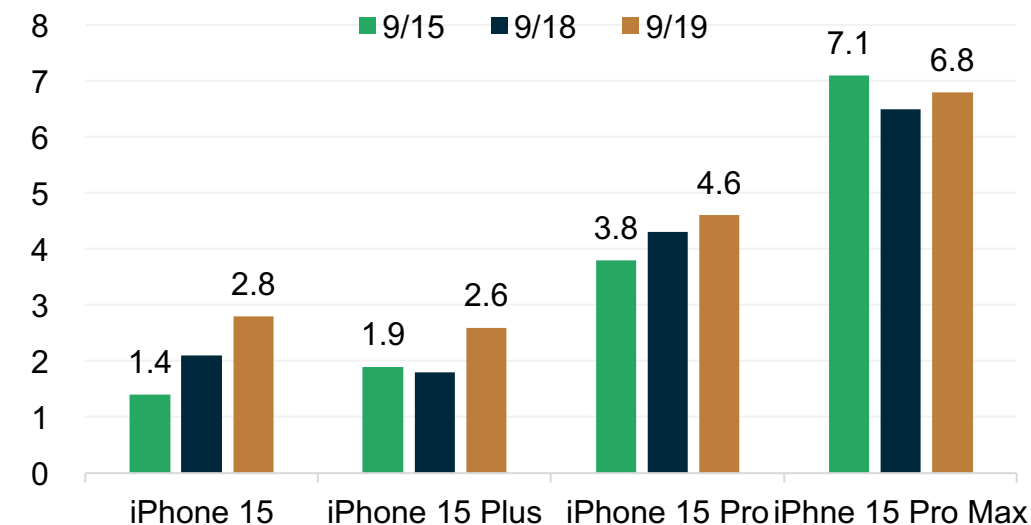
## 公債利率高盤下, 股市維持盤整格局



資料來源: Bloomberg。

## 蘋果新機銷售狀況好於預期

全球新機預購等待週數



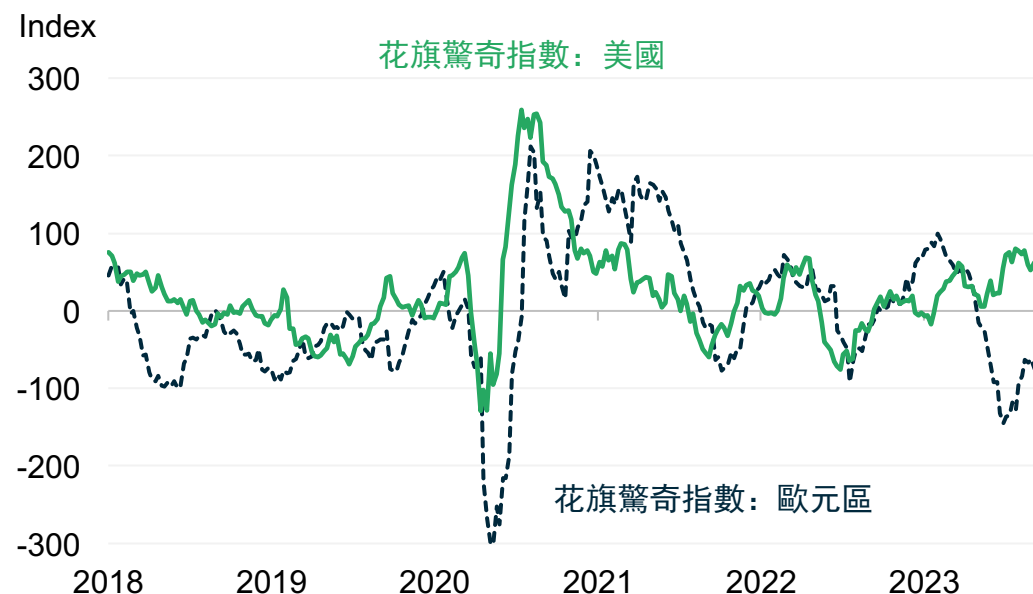
資料來源: GS, 蘋果官網。

# 美元 經濟乏力使歐元匯價遭逢逆風，短線美元高位有撐

繼ECB上週再次升息一碼，聯準會本次暫停升息無疑使美歐利差有所縮窄，然而考量1)ECB貨幣政策聲明轉鴿，轉為強調「長期維持限制性利率水準」；2)歐元區景氣疲弱，中國需求不振、汽車產業競爭嚴峻使德國製造業面臨沉重壓力，另一方面，**高通膨與高利率環境讓服務消費逐漸流失動力**，歐洲經濟乏力的狀況不利短期歐元匯價走勢，**Q4美元高位仍有支撐**。

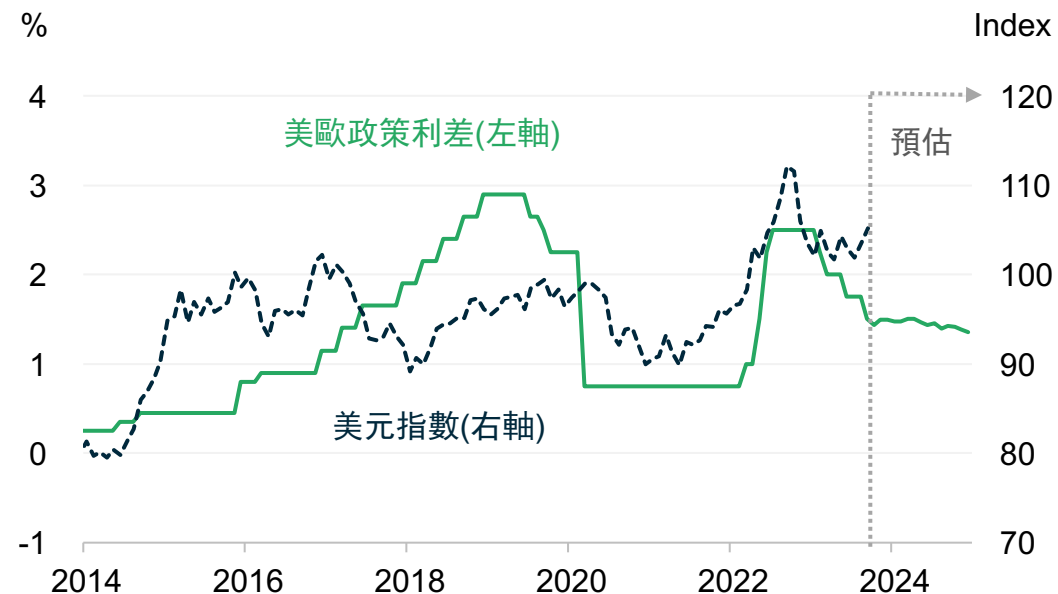
**長線而言，美元弱勢格局尚未改變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。**美元指數目前震盪區間大致已反應美歐利差水準，但因美國先走進降息循環的機會較高，因此待Fed確認展開降息循環，將有助美元進一步打開下行空間。

美歐經濟表現分歧，不利短線歐元走勢



資料來源：Bloomberg。

美歐貨幣政策差異，長線美元不易維持高位



註：利差預估值採用利率期貨差值。

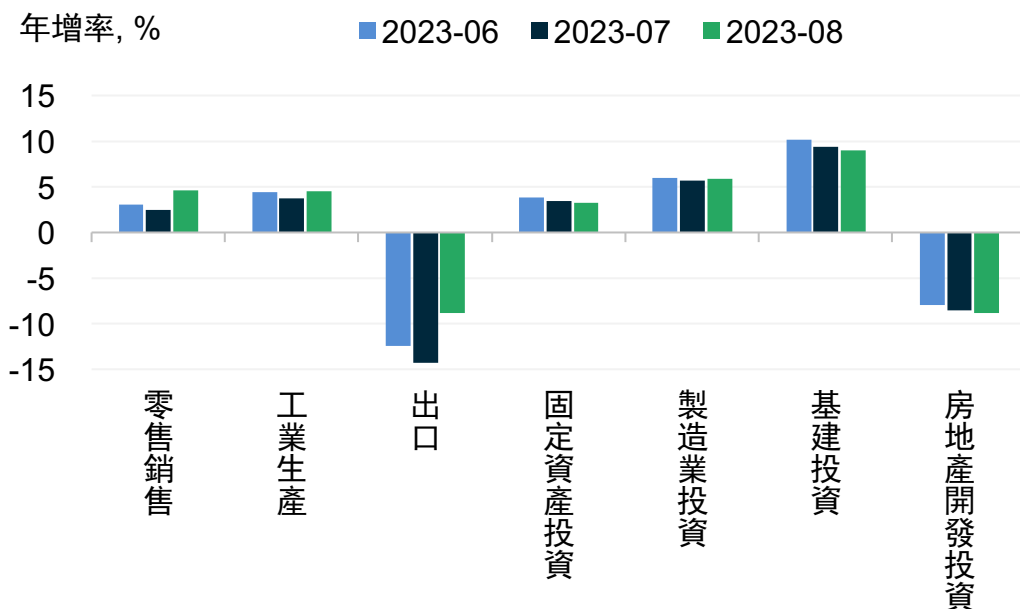
資料來源：Bloomberg。

# 中國 經濟部分回暖但持續性有待觀察，主要指數料延續震盪盤勢

8月官方對經濟支持力度明顯加強，部分經濟數據也有所改善，受惠暑假消費與低基期因素，零售銷售增速自2.5%上升至4.6%；在政策支持下，8月製造業PMI上揚也帶動工業生產反彈。不過房地產端的表現尚未有起色，房地產開發投資延續下行，除了一線城市外，30中大城市成交面積相比前幾年仍有落差，整體來說，政策對經濟的托底效果浮現，但房地產與外需等負面因素的不確定性仍高，經濟回暖的持續性有待觀察。

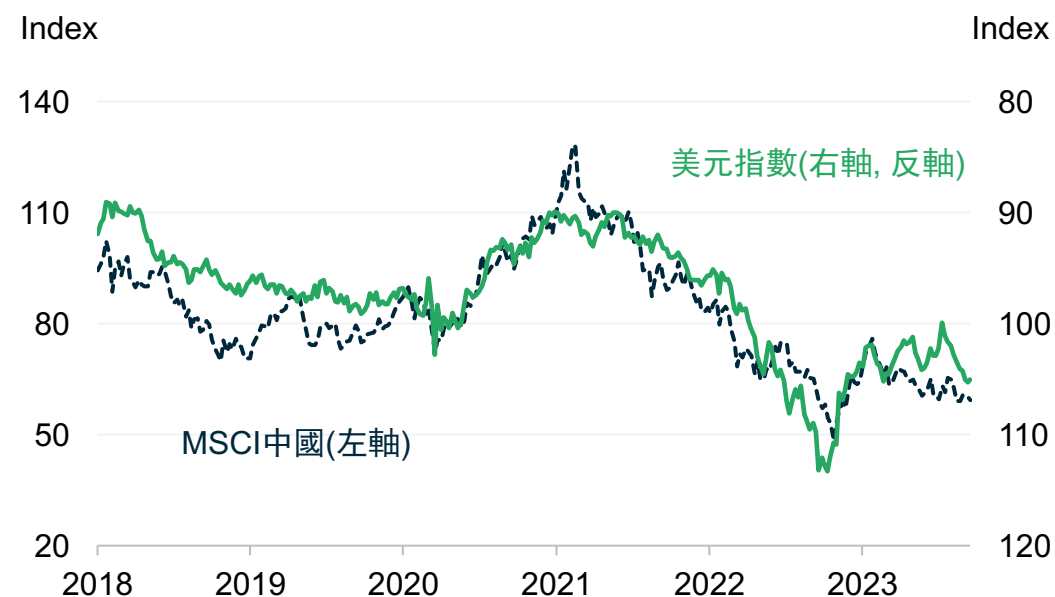
政策托底經濟有助市場情緒改善，但近期全球股市乏力加上美元走勢偏強，中國境內外股市欲振乏力。往後看，**預期政策托底提供大盤下方支撐，但債務問題的不確定性仍高，股市上行動能不足，主要指數料將延續震盪走勢。**

## 8月部分經濟數據改善，但持續性有待觀察



資料來源：Wind。

## 美元偏強環境下，中概股欲振乏力



資料來源：Bloomberg。



# Sep 2023

25	Monday	26	Tuesday	27	Wednesday	28	Thursday	29	Friday
德國IFO商業景氣指數		美國新屋銷售 美國消費者信心		美國耐久財訂單 日本工具機訂單 德國GfK消費者信心		德國CPI 德國零售銷售 歐元區消費者信心 美國初領失業金人數 韓國休市		歐元區CPI 日本失業率 日本零售銷售 日本工業生產 財新中國PMI 美國個人收支 台、韓、中休市	

## 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