



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年4月21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

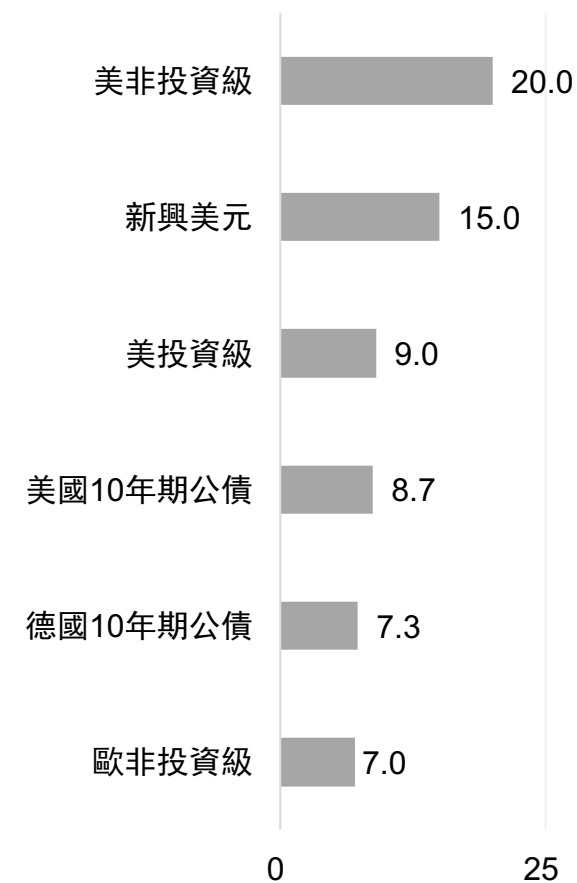
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/4/13- 2023/4/20。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## ► 美國財報季開跑，銀行業展望仍偏保守

美國金融業領頭財報季，儘管摩根大通、美國銀行等大型銀行獲利優於預期，顯示破產危機未進一步擴散，但後續放款業務動能趨緩，預期金融業展望仍偏負向。

## ► 台積電下修年度營收，維持資本支出規模

因終端市場疲弱，台積電庫存調整將延長至Q3，台積電今年營運目標由成長調降至小幅衰退。今年資本支出規模維持與前次相同，顯示公司仍看好明年成長動能。

## ► 中國Q1經濟亮眼，復甦提供大盤支撐

中國Q1 GDP年增高達4.5%，消費與基建投資數據亮眼，房地產銷售狀況有所回穩，景氣及信心復甦支撐大盤走勢，消費對奢侈品與原物料的外溢效應有望延續。

### 股市

美國金融業Q1獲利相對穩健，利空鈍化帶動股市震盪上行。中長期來看，庫存狀況有望於下半年改善，有利股市步入築底階段，惟獲利增速處下行階段，且近期標普500本益比回到10年平均值上方，可待股價拉回時分批布建。

### 債市

美國銀行業擔憂緩解，加上聯準會官員鷹派發言，帶動近期公債殖利率回升。然，通膨降溫態勢延續，升息也即將見頂，支持殖利率長線偏下，逢反彈可逐步拉長債券天期。

### 匯市

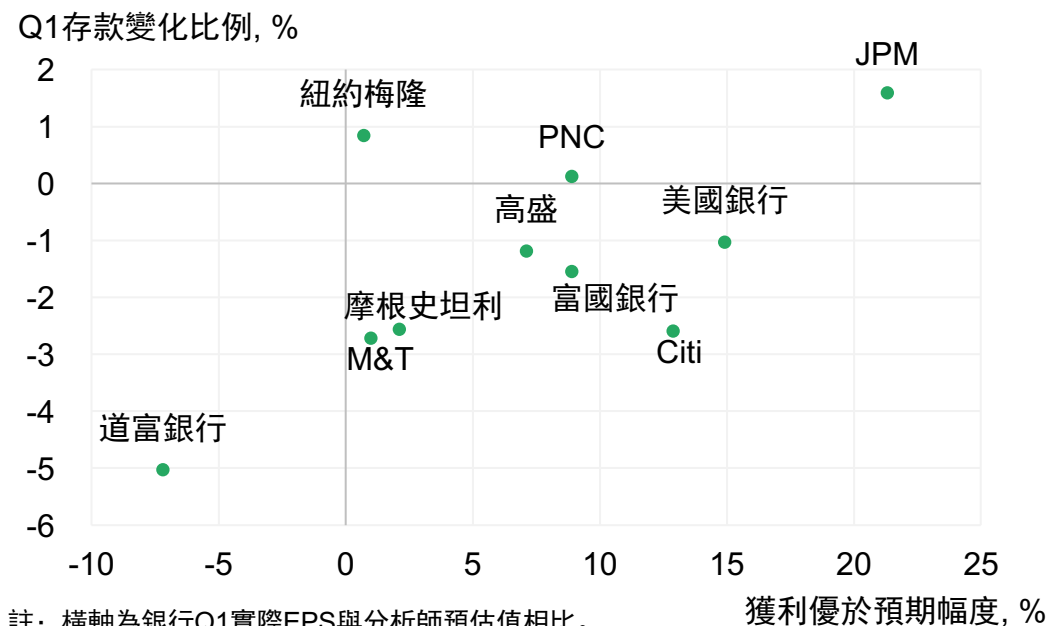
近期風險氣氛擺盪牽引美元短線走勢，長線而言，貨幣政策差異令美元震盪趨貶的趨勢未變。中國經濟回升帶動鐵礦砂需求，加上澳美兩國利差回升，支撐澳幣匯價走勢。

## 銀行財報多數優於預期，惟緊縮環境不利放貸業務成長

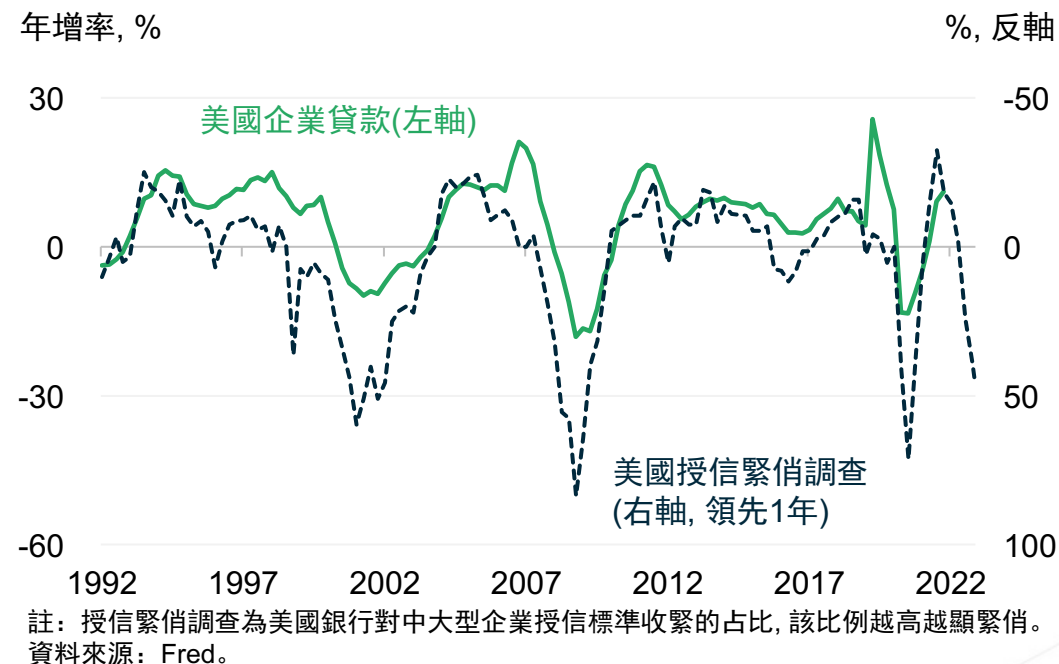
美國銀行業率先公布財報，市場聚焦存款流失與獲利狀況。首先，由於存款利率高漲及先前的信用事件，確實造成多數銀行的存款有流失的狀況，即使摩根大通意外受惠(增加371億美元)，**但整體銀行業存款較上季流失約6700億美元(約3.7%)。**

其次，就獲利而言，受惠於銀行放貸利差擴大及貸款活動升溫，多數銀行Q1獲利優於預期，其中商業銀行的獲利狀況明顯優於投資銀行，如摩根大通財報獲利成長五成，高盛因為投資活動銳減使獲利衰退近2成。**貸款支撐Q1獲利表現，但聯準會升息影響逐漸浮現，銀行從業人員對放貸也愈趨謹慎，預期後續放款成長性放緩，銀行業的中期展望仍偏保守。**

### 利差及放貸回升，銀行Q1獲利多優於預期



### 放款業務放緩，預期後續獲利增速下行

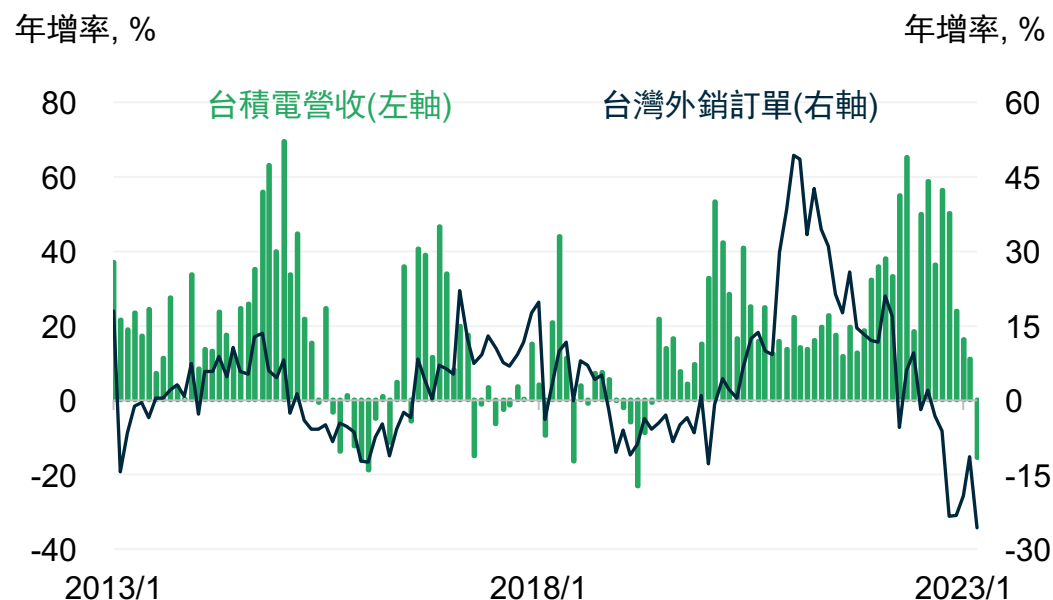


## 台積電下修年度營收, 看好長期AI需求, 維持資本支出規模在320~360億美元

台積電Q1財報優於預期, 主要受惠於毛利率53.6%高於前次法說預估, 由於終端市場疲弱, 庫存調整將延長至Q3, 台積電今年營運目標由成長調降至小幅衰退。下半年成長動能不若上次法說會樂觀, 較上半年成長僅25%, 符合市場預期。

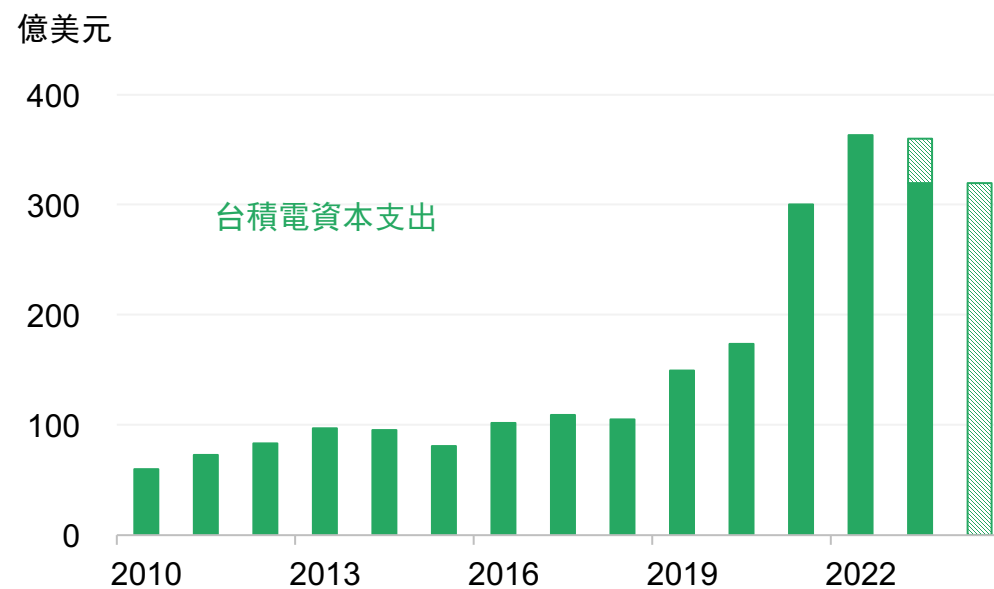
台積電今年資本支出規模維持跟前次法說相同, 似乎未受半導體產業趨勢下行的影響, 顯示公司仍看好明年成長動能, 而長期包括AI、智慧型手機等需求強勁, 將支持年成長15~20%的長期目標, 這還未完全涵蓋生成式AI帶來的龐大需求。此外, 台積電與Nvidia、ASML及Synopsys在GPU和cuLitho方面密切合作, 在下一代晶片製造上將能持續居領導地位。

### 台積電預估Q2營收續降, 庫存調整至Q3



資料來源: Bloomberg。

### 著眼於長期成長, 2023年資本支出維持320~360億美元



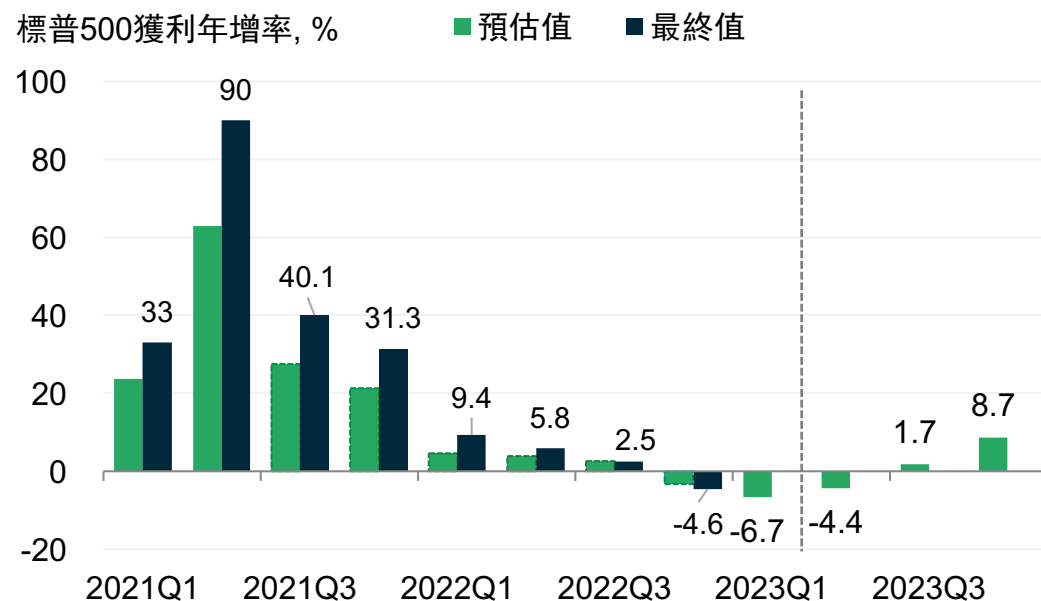
資料來源: 台積電, 高盛。

## 企業獲利有望於下半年好轉，逢股市拉回可分批布建

美國銀行業財報雖優於預期，但製造業景氣持續萎縮下，使得整體企業獲利仍處在下行階段，反映**近期股市回彈，主要建立於評價修復，而非獲利狀況好轉**，例如，Factset預估標普500的Q1獲利增速可能從Q4的-4.6%，再度下滑至-6.7%，並有望在下半年緩步向上。

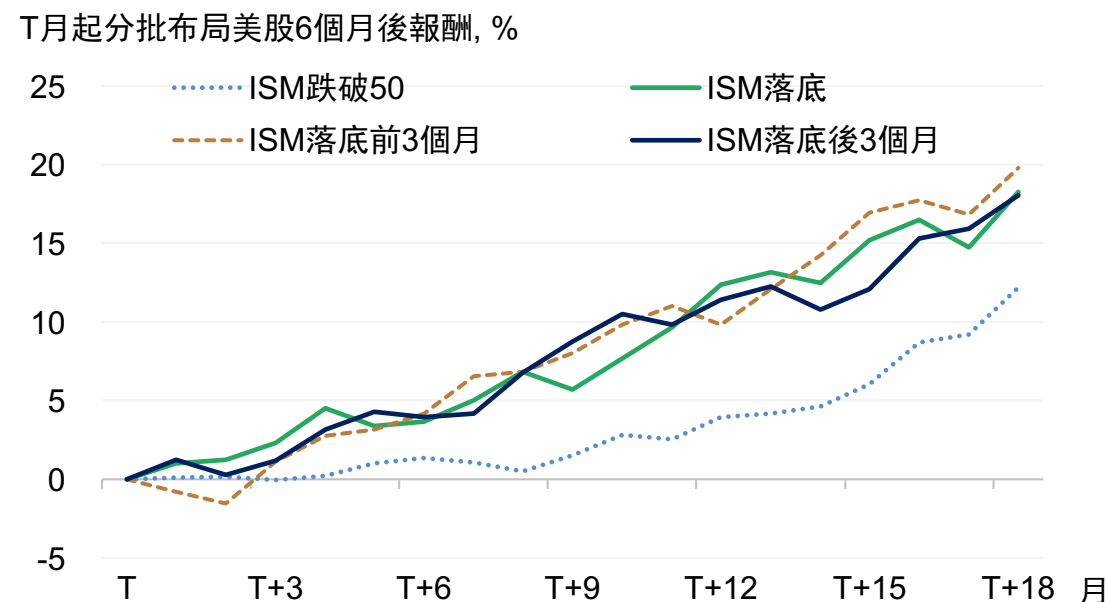
投資策略上，股市低點常與景氣底部一起出現，相較於ISM製造業指數跌破50後隨即進場布局，其部位報酬震盪期較長，且績效相對落後，**在ISM PMI觸底前後3個月進場布局，整體投報率有效提高且波動相對較低**。以目前的環境來看，由於中國景氣復甦，勞動力市場依舊穩健，**研判製造業景氣有望於下半年步入築底階段，因此，未來股市若有進一步拉回，可適時分批布建**。

### 標普500獲利增速預期於下半年轉佳



資料來源：Factset。

### 美股於ISM PMI築底階段的布局表現



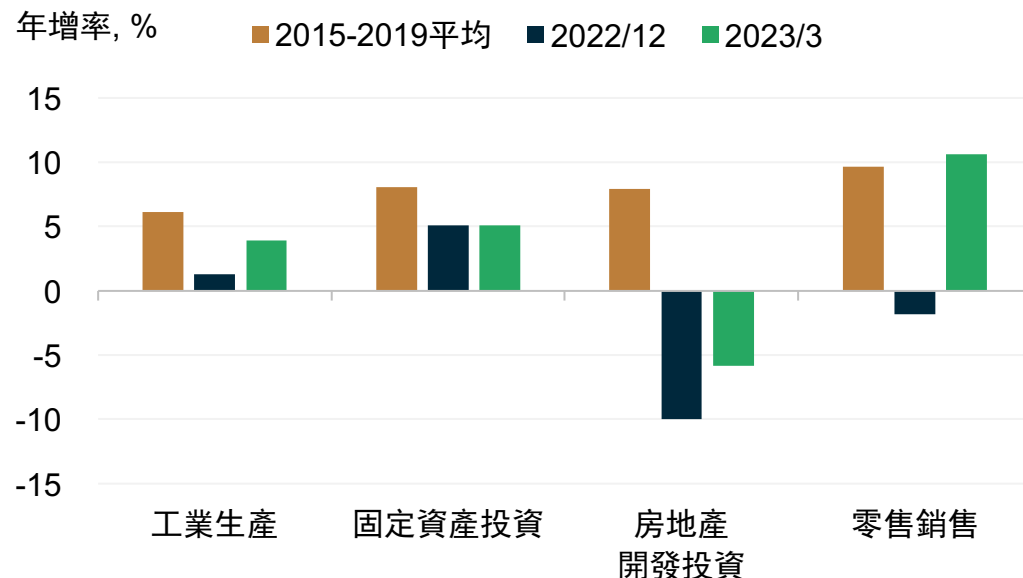
註：樣本為1990至今，以ISM PMI跌破50的10次製造業循環區間。  
資料來源：Bloomberg。

## 中國Q1經濟數據超預期回升，信貸與景氣循環支撐大盤表現

中國Q1經濟數據普遍優於市場預期，除了GDP年增率達到4.5%外，3月零售銷售年增高達10.6%，無論從年增率或者是改善幅度看來，皆優於工業生產與固定資產投資，顯示本次經濟循環不同以往，疫情期間備受壓抑的餐飲等服務性消費表現最為強勁，加上政策支持令基礎建設投資維持高位，抵銷工業生產不如預期的影響。

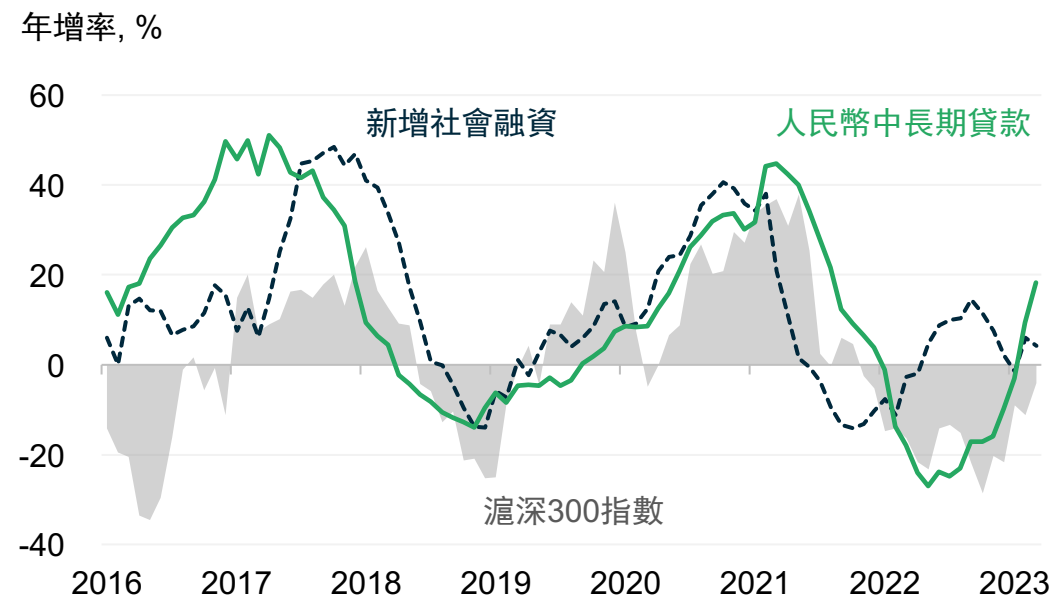
後市展望：美歐景氣仍處於築底階段，外需不足恐影響後續出口與工業生產表現，但是消費與基建投資的動能有望延續，加上社融數據的總量與結構持續改善，**企業與民眾的中長期貸款增速上行，顯示信心面獲得修復，預期全年5%GDP達標無虞，經濟與信心面回穩也支撐中國股市表現。**

### 消費復甦帶動Q1 GDP年增優於預期



資料來源：Wind。

### 中長期貸款持續回升，隱含企業與民眾信心轉佳



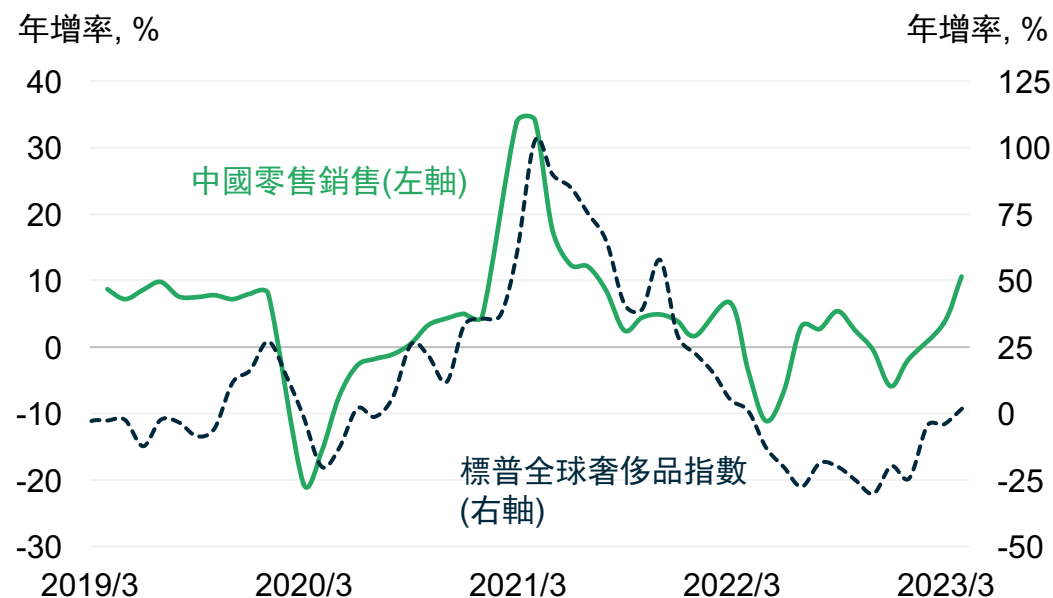
資料來源：Wind。

## 中國消費與房市復甦，產業外溢效果有望延續

中國經濟表現超預期，除了支撐境內外股市，外溢效果同樣值得留意，解封後的強勁消費拉抬近期奢侈品類股外，房地產溫和復甦也有望支撐礦業類股表現。消費方面，3月全國失業率回落至5.3%，加上2022年3-5月受到封城影響，消費基期較低，有助Q2消費增速延續高位。

房地產方面，儘管3月房地產開發投資從-5.7%降至-5.8%，但是銷售狀況有所改善，3月房屋銷售金額年增率回到正成長，完工面積大幅改善，民眾中長期貸款也較去年同期增加，顯示市場氛圍與民眾購屋信心揚升，後續企業投資與買地狀況有望緩步回穩，對銅、鋁等基本金屬需求形成支撐。

### 疫情後中國消費動能影響全球奢侈品企業業績



資料來源: Bloomberg。

### 中國房地產復甦可望提供工業金屬支撐



資料來源: Bloomberg。

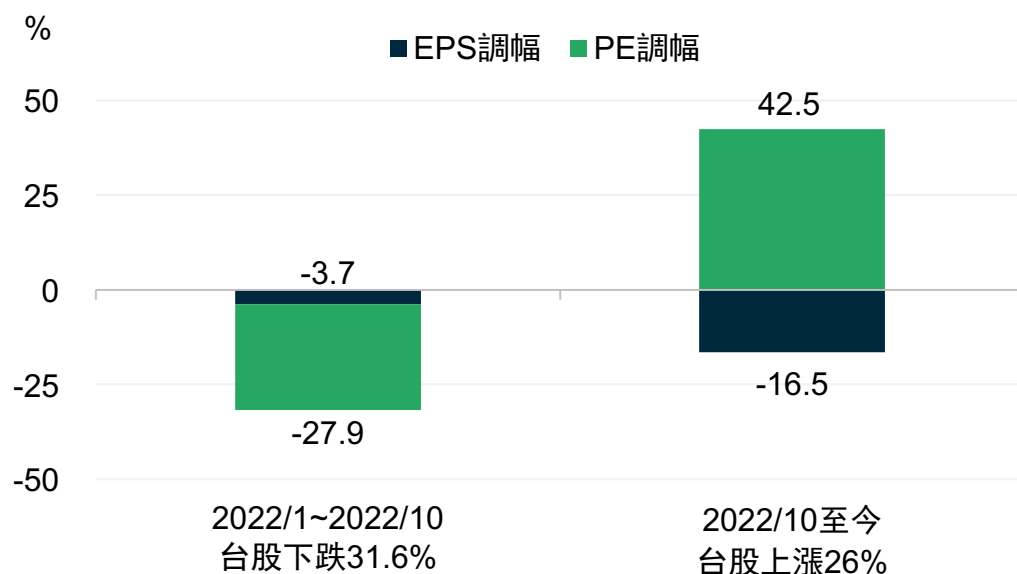


# 台灣 評價回到合理水準，具題材產業個別表現

自去年10月以來，台股預估EPS向下修正約16.5%，因此本波股市反彈幾乎完全是來自評價面的修復，或許在去年的下跌中，已部份反應基本面的下行趨勢，而隨著美、台央行升息接近尾聲，接下來不易再出現評價大跌的狀況，且美元由強轉弱，也有利外資回流台股。不過，在**台股本益比已回到10年平均水準14倍以上之後，低估值的優勢消失，若基本面跟不上股價漲勢，很容易出現快速拉回的情況。**

台灣景氣對策燈號連4藍，製造業PMI仍處於收縮階段，雖然包括NB、面板在內3月出現急單現象，然而在歐美需求放緩，科技新品效應不明，電子業即將面臨「五窮六絕七上吊」的產業淡季，而上游半導體廠如台積電、聯發科仍處於營運下修階段，預估台股仍處於區間盤整格局。具特殊題材如AI、資安、軍工、儲能等行業股票成為匯聚人氣的代表，有個別表現空間。

## 台股本波上漲主要來自評價回升，基本面仍在下修



註：EPS調幅係預估未來12個月EPS變動幅度，PE調整幅度為股價漲跌幅-EPS調幅。  
資料來源：Bloomberg。

## 台股本益比回到長期平均之上，低估值優勢消失



資料來源：Bloomberg。

# 債市 銀行擔憂緩解, Fed官員鷹派發言, 把握殖利率回升契機布債

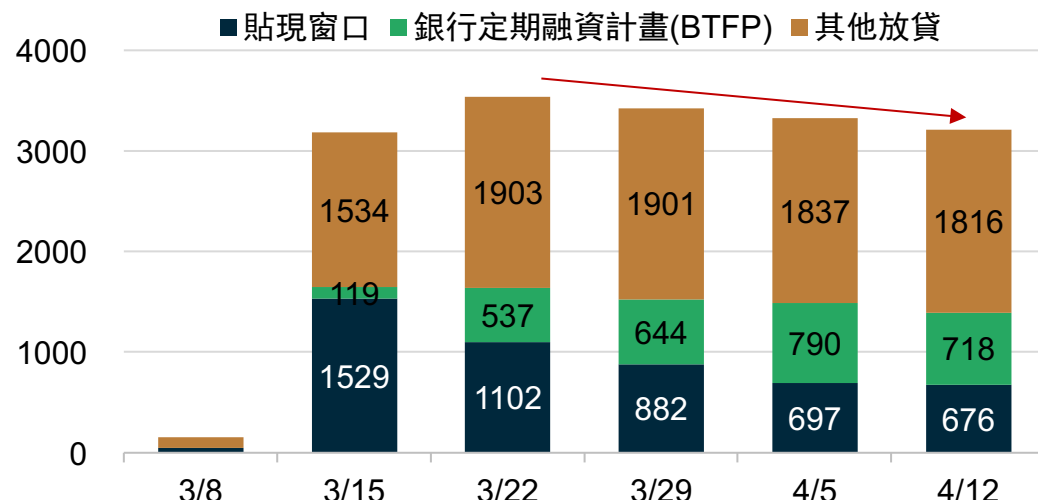
美國四大商業銀行, 包含摩根大通、美國銀行、花旗集團及富國銀行, 受惠Fed升息帶動淨利收入大幅走升, Q1財報皆優於預期, 且觀察Fed放貸至銀行業的金額, 近幾週也出現走降的態勢, 都逐步緩解市場對於銀行的擔憂。

另外, Fed中最鷹派的官員Bullard表示, 美國勞動力仍強勁、銀行擔憂消退的背景下, 美國應不會步入衰退, 因此未來仍有升息的必要。另一位亞特蘭大聯邦準備銀行總裁Bostic也認為, 美國經濟動能仍強、通膨仍過高, 仍需要再升息1碼, 且預期Fed會維持該利率相當長的時間。

受到銀行擔憂緩解, 及Fed官員鷹派發言下, 使市場今年的降息預期有所減緩, 帶動公債殖利率回升, 應視為布債契機。

## Fed放貸至銀行的金額逐步走低, 緩解市場對銀行的擔憂

Fed放貸至銀行的金額, 億美元

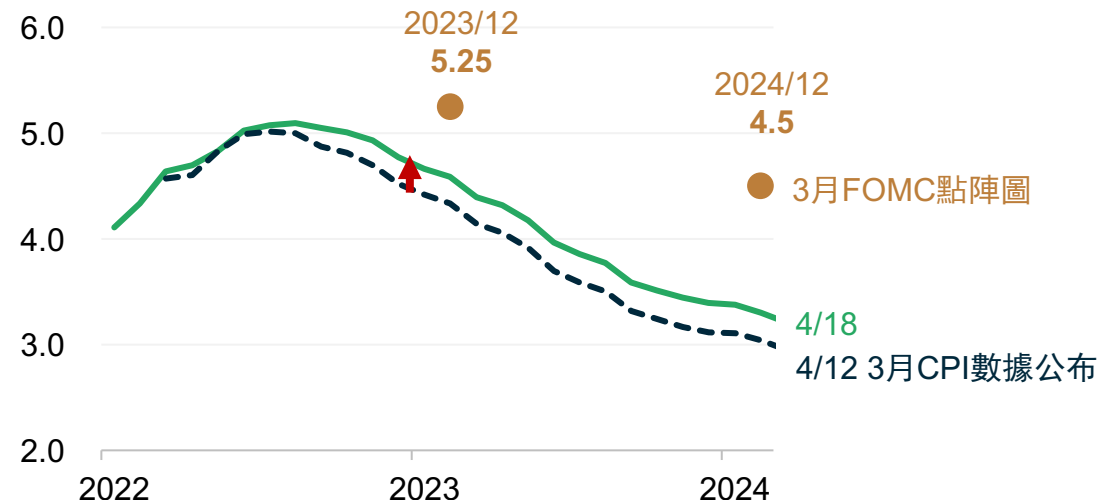


註: Fed提供給銀行的融資管道中, 貼現窗口提供90天以內的貸款; 銀行定期融資計畫(BTFP)為向具有公債等抵押品(100%面額)的存款機構提供達一年的貸款。

資料來源: Bloomberg。

## Fed官員鷹派發言, 淡化市場的降息預期

美國利率期貨, %



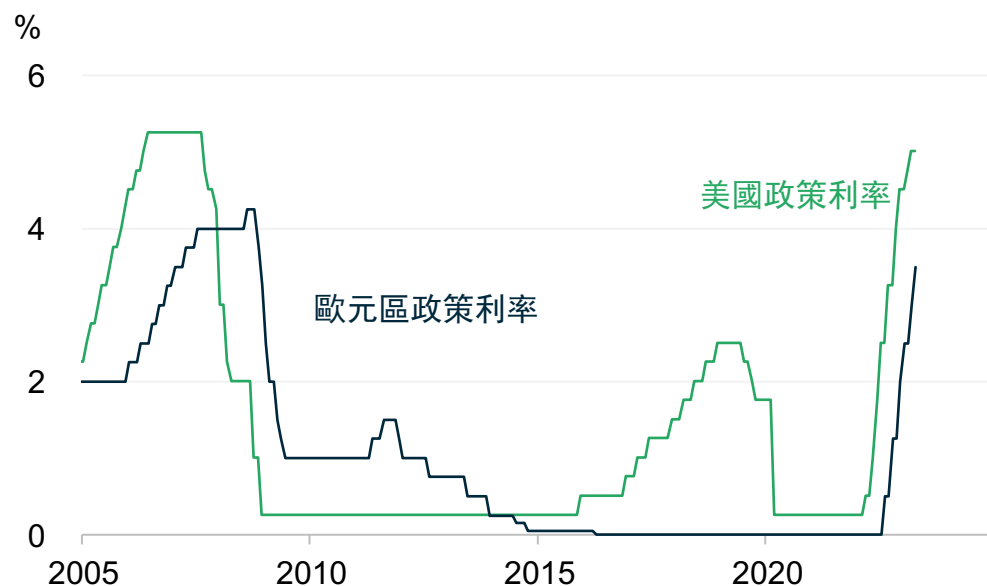
資料來源: Bloomberg。

## 美元 美歐貨幣政策循環差異下，美元指數震盪趨貶趨勢未變

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：去年底以來美元便開啟連串貶勢，惟風險氣氛擺盪仍將牽引美元短線走勢。**長線而言，美元震盪趨貶的趨勢仍舊未變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。**美元指數近期走勢大致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走弱。

### 美歐政策利率逐漸拉近



資料來源：Bloomberg。

### 政策利差收斂牽引美元震盪趨弱



註：美歐政策利差的點圖為Bloomberg遠期OIS利差。

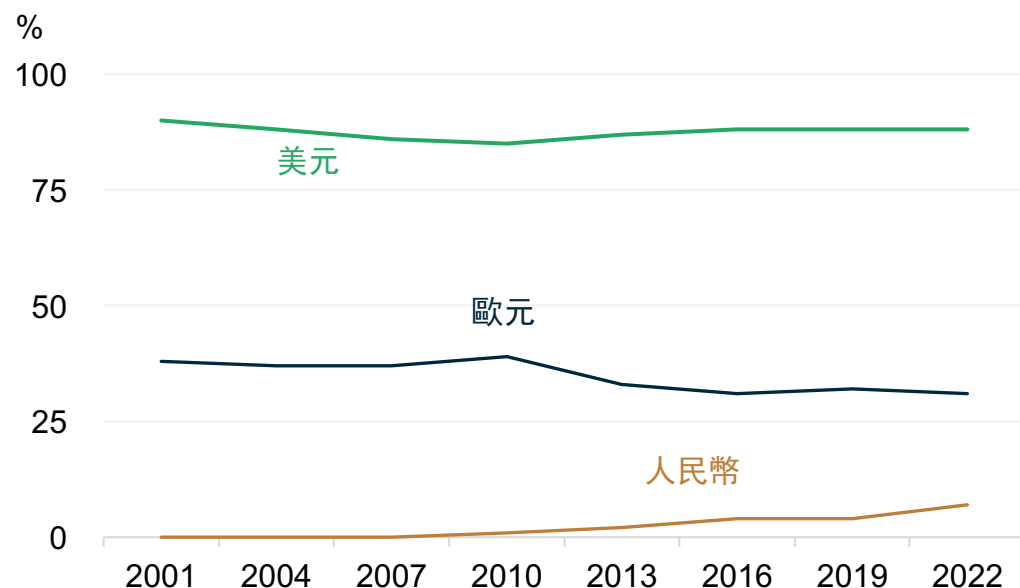
資料來源：Bloomberg。

## 美元 今年美元走勢雖偏貶，但人民幣仍難取代美元，因『資本帳』沒開放，是人民幣的致命傷

據國際清算銀行(BIS)統計，2022年全球外匯市場每天的交易額約為7.5兆美元，其中美元佔了88.5%，而人民幣僅佔了7%(即便2022年因俄羅斯等國增加使用而從長期約4%水準躍升)。同樣地，在全球外匯儲備中，美元也佔了絕大多數。據IMF統計，在2022年Q3，全球外匯儲備總額約為12兆美元，其中美元佔了近六成，而人民幣僅佔了2.7%。上述皆意味著**美元仍是外匯市場的主導貨幣，而人民幣則還有很長的路要走。**

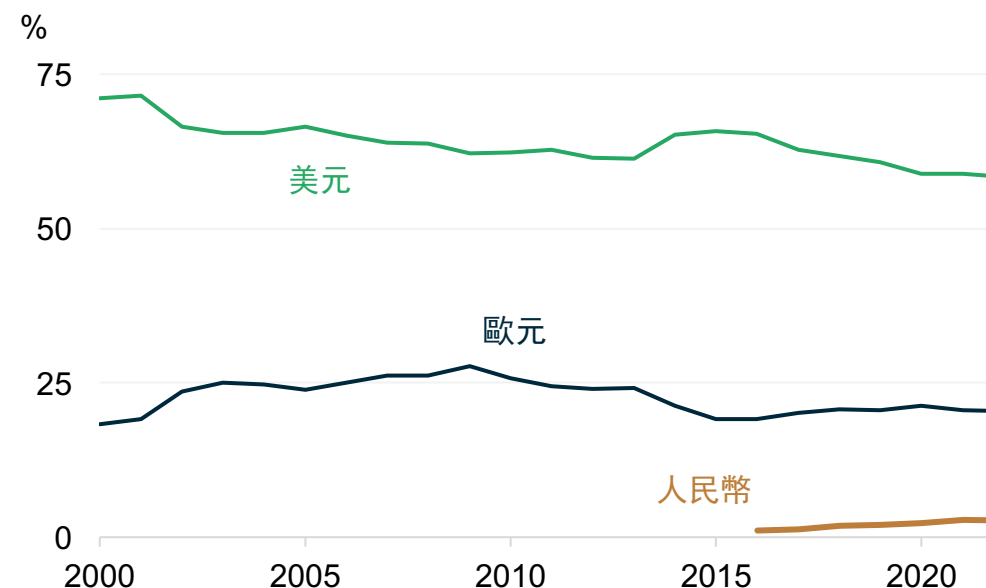
**更關鍵的是，中國資本帳至今沒有開放。**資本帳開放指的是一個國家或地區允許其居民和非居民自由地進行跨境資本交易，例如股票、債券、外匯等。但對於中國若要全面開放資本帳是一個很大的挑戰，因為它意味著要放棄對金融市場，尤其是外匯市場的掌握程度。綜上，美元和人民幣體制方面都存在巨大差距，人民幣要想取代美元成為世界主要貨幣恐還有很多困難和障礙要克服。

各種貨幣佔『外匯交易量』比重



資料來源：Bloomberg。

各種貨幣佔『外匯儲備』比重



資料來源：Bloomberg。



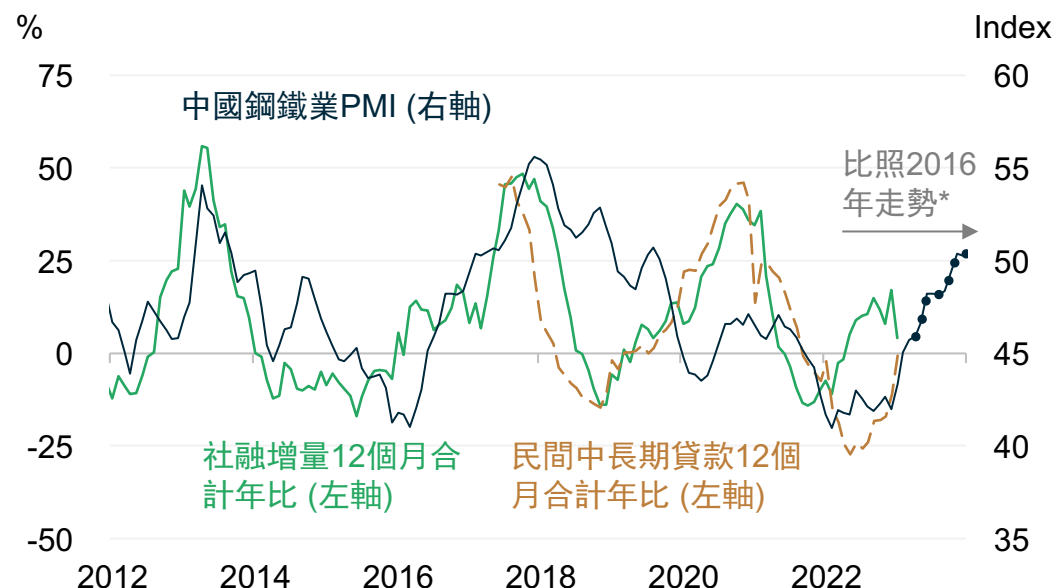
# 澳幣 中國信貸循環復甦，澳美利差回升，雙雙有利於澳幣匯價中長期走勢

澳幣匯價深受商品價格和國際經濟情勢影響，其中主要有兩個因素值得關注。

1. 中國因素：中國是澳洲最大貿易夥伴，對澳洲商品需求大。2023年，中國經濟將回升，對外開放，刺激信貸和消費。這對澳洲出口和澳幣有利。特別是鐵礦砂出口，因為中國鋼鐵產業需求旺盛。
2. 澳美利差：利差影響資金流向和匯市定價，由於未來一年，美國可能降息，而澳洲受惠中國經濟，可能保持利率不變，將有利澳幣匯價。

綜上，雖然短線風險氣氛對商品貨幣影響極大，但**趨勢而言，「中國」與「利差」兩項因素將有利支持澳幣匯價長線走勢。**

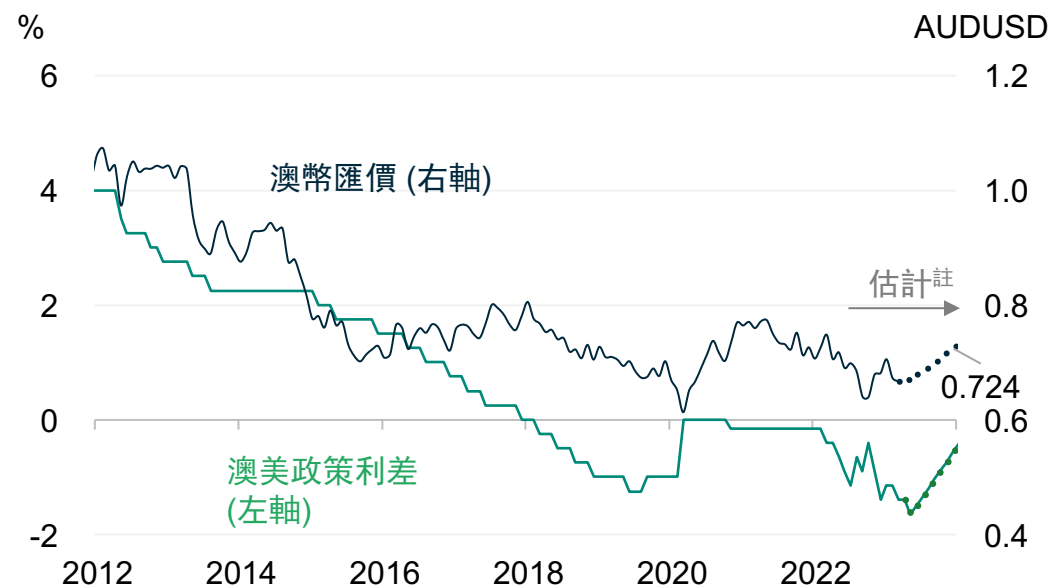
## 中國中長期信貸逐漸復甦，有助鋼鐵業PMI回升



註：\*表比照2016年走勢。

資料來源：Bloomberg。

## 中國復甦與澳美利差回升，澳幣匯價應能受支撐



註：澳美政策利差的點圖為採遠期OIS利差；

澳幣匯價=0.54+0.0041x鋼鐵業PMI+0.04x澳美政策利差, R-sqr=0.58。

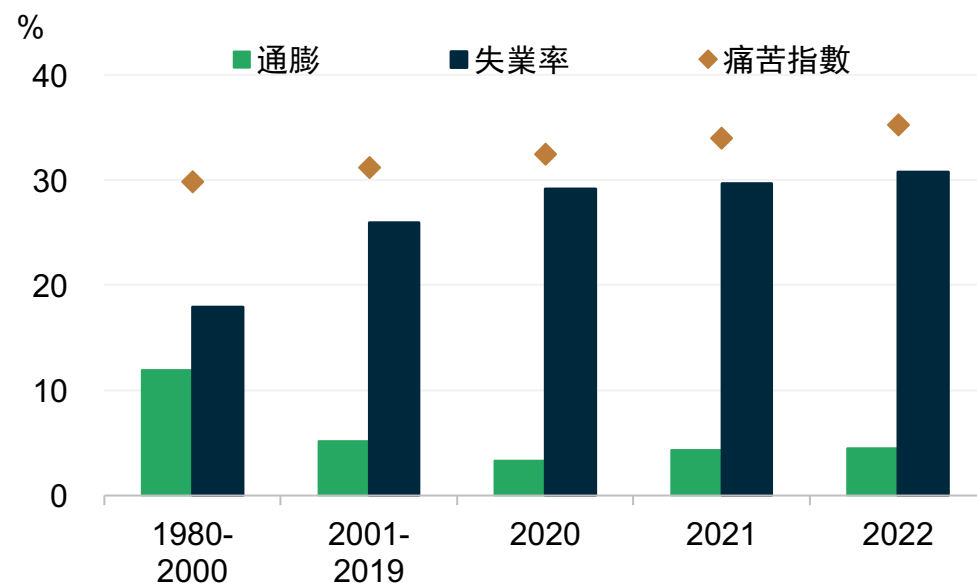
資料來源：Bloomberg。

## 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

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。**

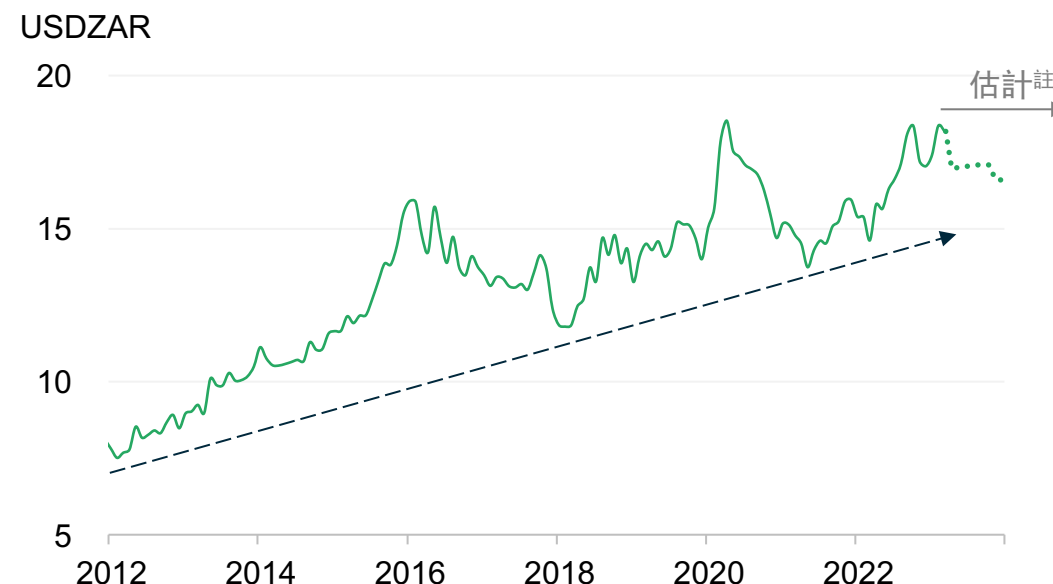
就匯價而言，主要國家匯率雖多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，而令匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，尤其**南非幣趨勢性貶值的情況更為顯著**。雖然今年下半乃至明年，美國升息循環有機會屆頂反轉，引導美元指數偏弱震盪，但**南非幣結構性貶值趨勢仍難以逆轉**。

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年。

資料來源：Bloomberg。

Apr 2023

24	Monday	25	Tuesday	26	Wednesday	27	Thursday	28	Friday
德國Ifo 台灣失業率 台灣工業生產		美國新屋銷售 美國消費者信心 澳洲休市		美國躉售存貨 美國耐久財訂單 德國消費者信心		美國GDP 歐元區消費者信心 美國初領失業救濟金		台灣GDP 歐元區GDP 日本失業率 日本零售銷售 日本工業生產 日本央行會議 美國個人收支	

## 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