



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

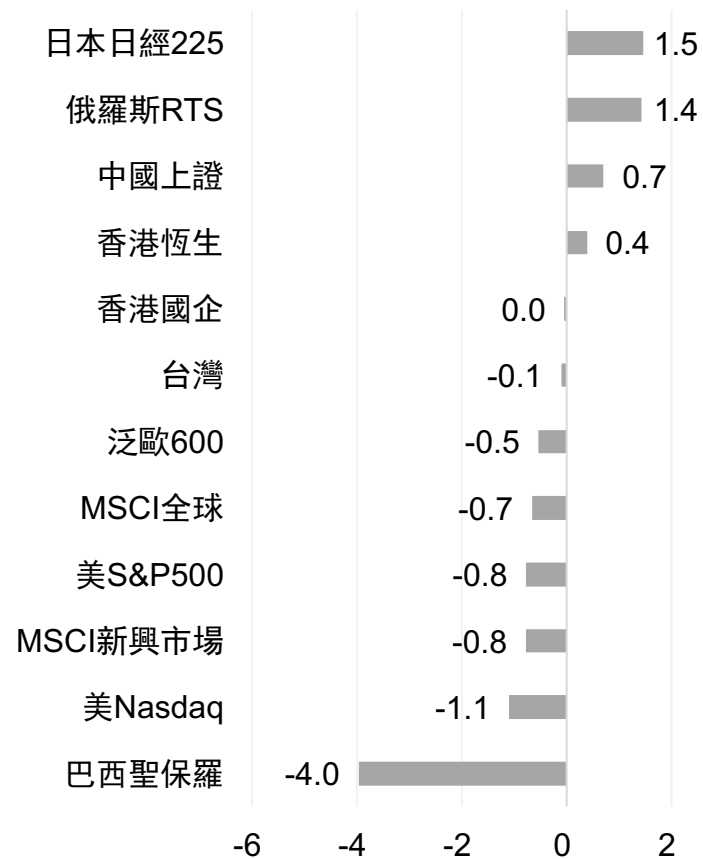
2023年3月3日

# 投資研究週報

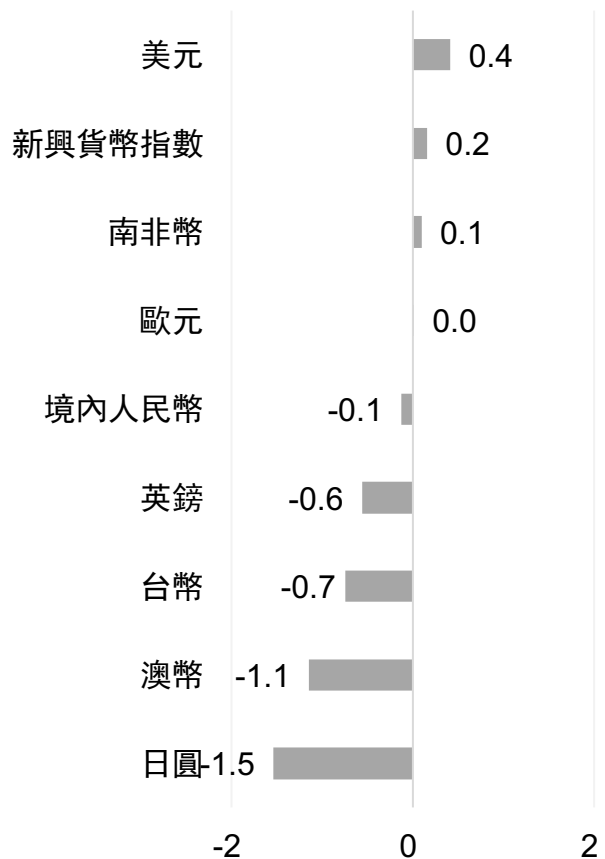
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

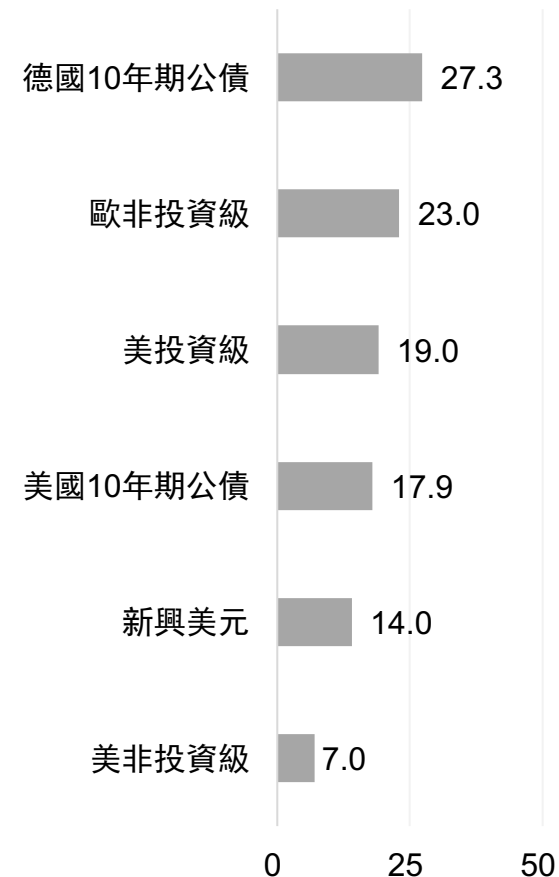
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/2/23- 2023/3/2。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 通膨升溫疑慮, Fed升息終點還有多遠?

美國PCE數據走揚, 服務支出與二手車價增添通膨反覆疑慮, 考量Q2時政策利率將高於PCE增速, 實質利率轉正後, Fed達成緊縮目標, 預期升息步伐止於上半年。

## ► 股市評價修復暫歇, 但庫存調整持續推進

Fed緊縮預期令美債利率走揚, 評價修復行情放緩。然而, 2月ISM製造業PMI顯示, 儘管指數仍在低位, 但新訂單/庫存比值已見轉折, 利空鈍化提供股市下方支撐。

## ► 兩會正式召開, 人事與經濟目標落地

二中全會落幕, 兩會將於3/4-5召開, 依據二中全會結果, 本屆兩會重點關注: 1) 國家機構領導人選名單; 2) 2023年GDP等經濟目標; 3) 黨和國家機構改革方案。

### 股市

利率走升令金融情勢再度收緊, 股市震盪幅度恐進一步放大。然, 2月ISM製造業庫存指數回落, 顯示企業營運持續改善, 股市下方風險可控, 利空鬆動為下半年帶來轉機。

### 債市

聯準會鷹派緊縮預期, 推升10年債殖利率站回4%, 但考量通膨長期預期持穩, 且利率多在升息結束前見頂, 可將此視為布債契機。景氣下行之際, 布局宜聚焦營收穩健標的。

### 匯市

Fed緊縮預期帶動美元反彈, 但德、法、西等國通膨反覆, ECB跟進升息令利差拉近, 美元長線走勢趨弱。BoJ寬鬆表態令日幣短線隨美國雙率走升而趨弱, 然美日利差長線逐步收窄將有利日幣回升。





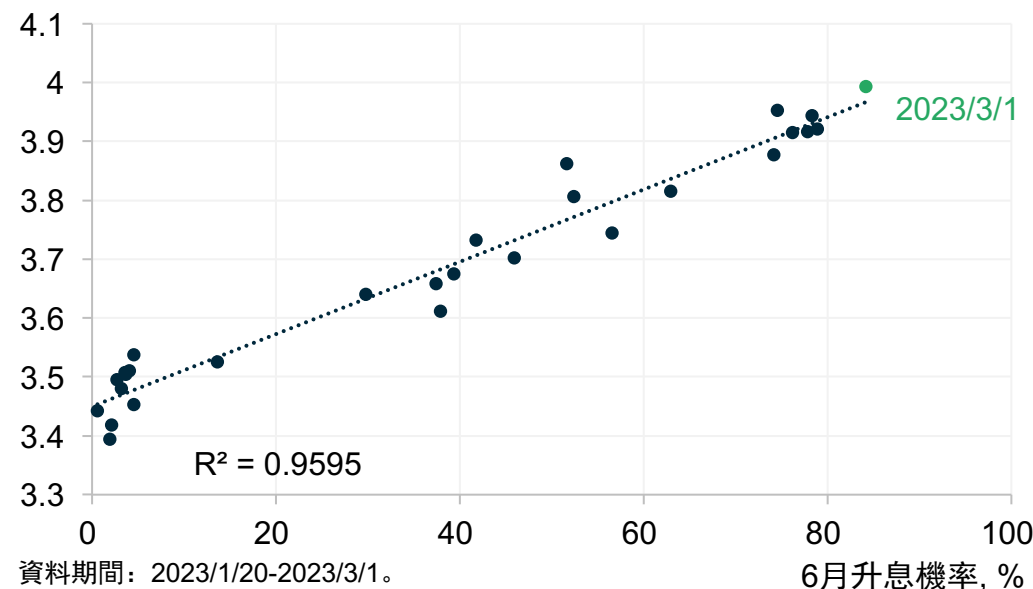
## 美國通膨回落不如預期, Fed政策快速轉向期待落空

勞動力市場緊俏, 通膨數據回落不如預期, 市場對終端利率的預估值快速走升, 聯邦利率期貨顯示, 6月FOMC升息的機率已超過8成, 達到5.25%-5.5%區間。升息預期推升美國公債殖利率, 長短天期利率同步上行, 10年期公債殖利率站上4%, 金融情勢指數再度趨於緊縮。

除1月PCE數據反彈, 美國通膨不確定性隱憂浮現, 一方面, 主席鮑爾在上次FOMC提及, 目前最關注的服務扣除租金增速仍在向上; 另一方面, 近期美國二手車價格降幅開始收窄, 也為商品價格回落增添變數。令聯準會官員如Kashkari、Bostic近日接連發表鷹派談話, 支持加大緊縮力道。

### 6月升息預期快速走升, 推升10年債利率站回4%

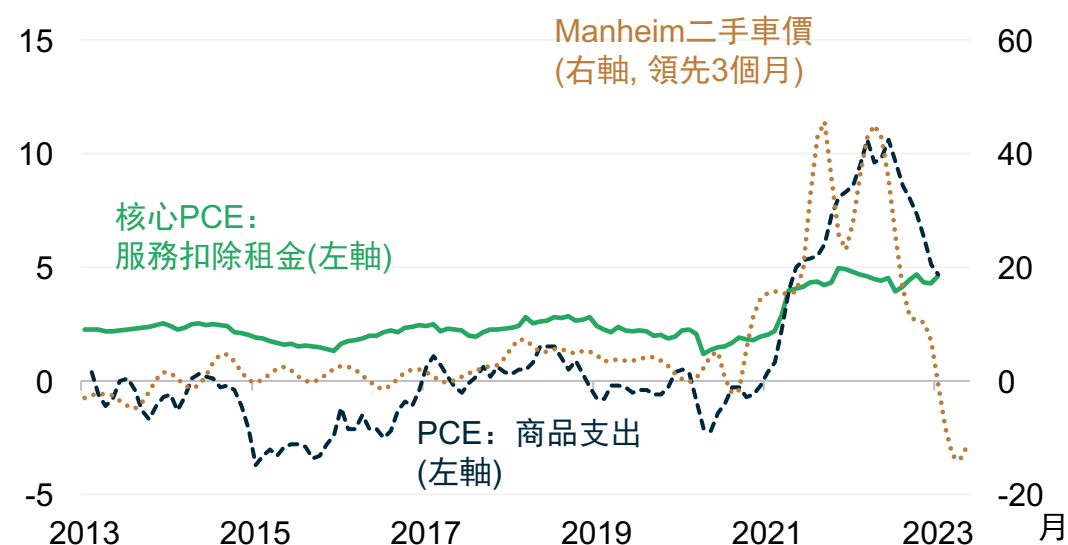
美國10年債利率, %



### 服務支出增速仍在高檔, 二手車價降幅也開始收窄

年增率, %

年增率, %



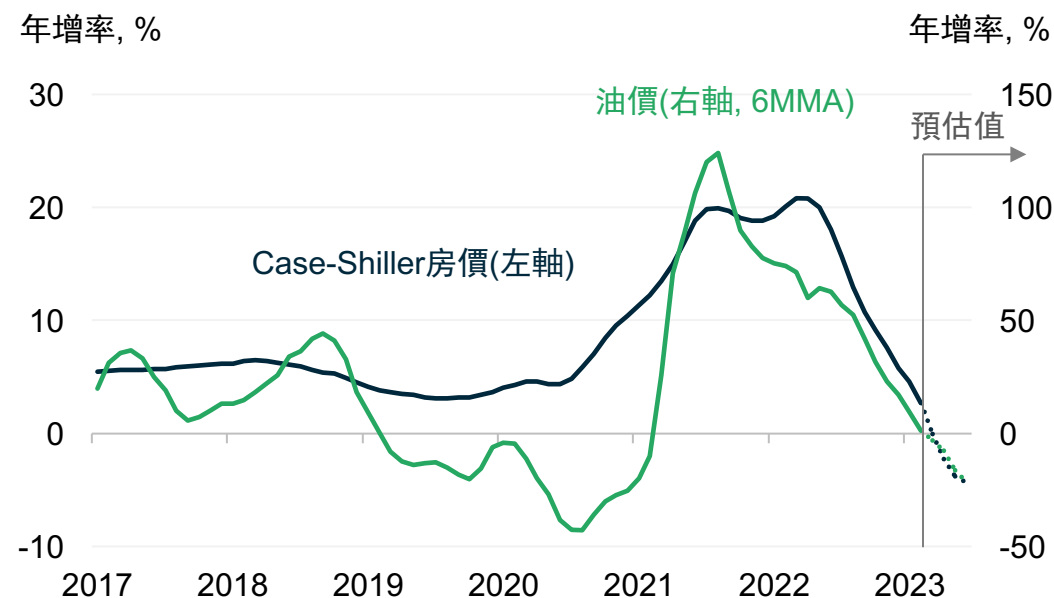
資料來源: Bloomberg。

## 預期Q2 PCE將低於政策利率，聯準會升息終點仍落於上半年

通膨反覆風險升溫下，Fed官員調整偏鴿口吻，投資人也對於升息的路徑作出修正，除了6月升息之外，7月、甚至9月升息的討論也漸漸浮現。然而，以物價指數中的兩個重要分項——租金與能源為例，能源價格相對去年上半年油價破百時期，將呈現負增長走勢；房價在連續數月修正以後，租金增速見頂回落也是高機率事件，因此，預期整體PCE與CPI的年比走勢皆會延續下行。

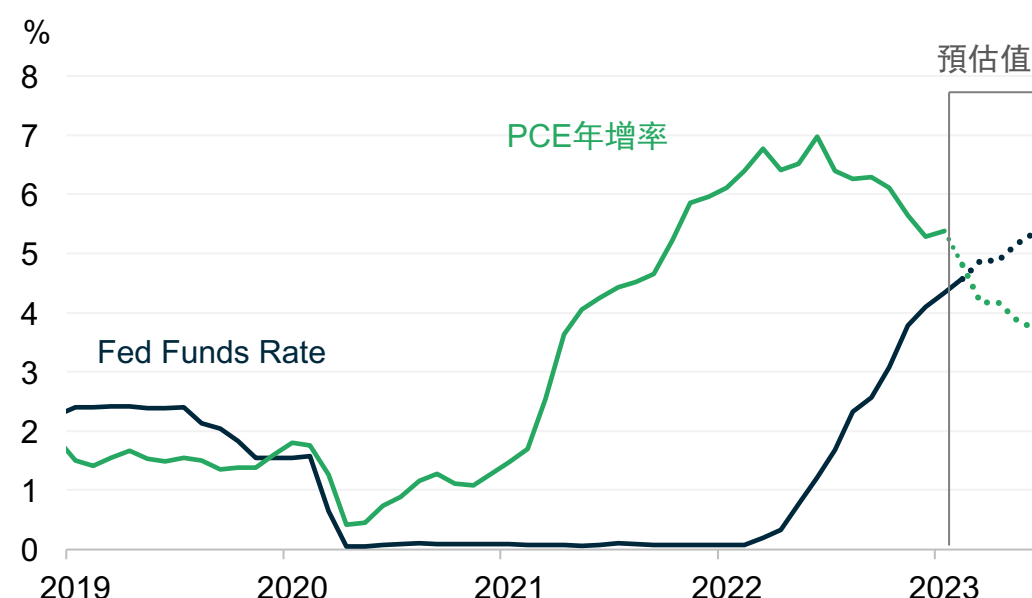
隨著聯準會在3、5、6月的FOMC各升息一碼，在租金與油價持穩的假設下，估算美國實質利率將在Q2轉正，達成聯準會達成充分緊縮的政策目標。因此，即便近期通膨有所回溫，預期聯準會將於6月後暫停升息。

### 基期效果將影響油價及房價年比持續回落



註：油價以西德州原油價格80元計算，  
資料來源：Bloomberg。

### 考量油價與租金權重，Q2物價增速將低於政策利率



註：Fed funds rate為利率期貨預估值，PCE預估值依平均汽油價格4美元/加侖計算。  
資料來源：Bloomberg。

## 債市：近期鷹派預期推升殖利率之際，應視為布債契機

2月以來公布的經濟數據表現強勁，大幅優於預期的非農數據、持續低於歷史平均的初領失業救濟金人數，加上高於預期及前期的PCE數據，推升市場的緊縮預期，而升息高點恐更高且終點恐延後的擔憂下，帶動10年債利率站上4%。

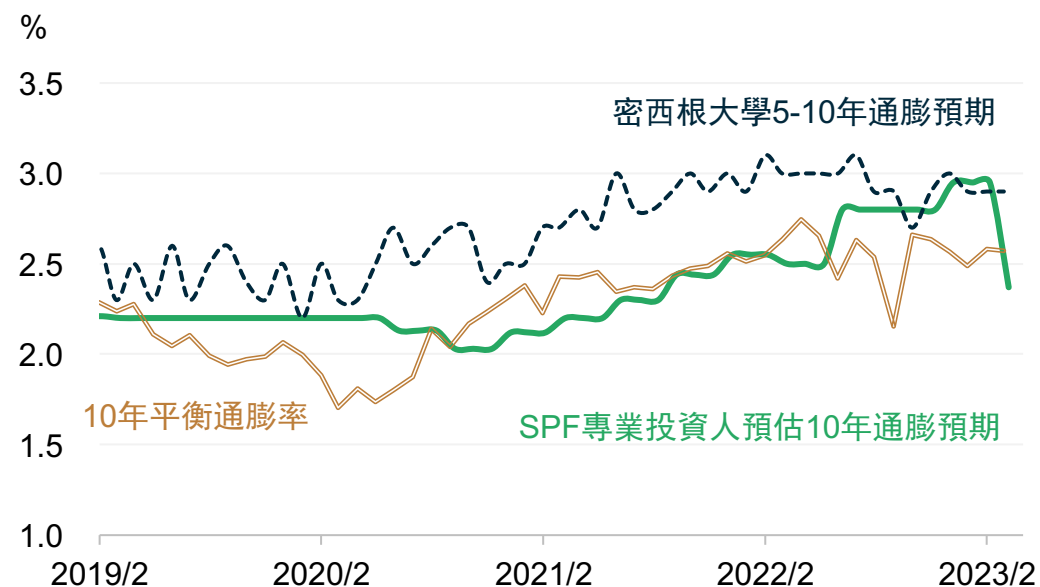
然，鷹派預期推升殖利率之際，應視為布債契機，原因有三：1)政策利率已位於高位，且市場已反映今年再升3碼的升息預期，料**政策利率進一步走高的空間有限**，2)短期通膨走勢雖仍有震盪，但以長期通膨預期來看，**市場持續認為通膨終將回落至2~3%**，3)歷史上來看，**債券殖利率多在升息屆頂前見高**。因此應趁**政策利率高點可能延後的預期**，**推升債券殖利率之際，布局債市**。

### 2月以來公布的經濟數據表現強勁，強化緊縮預期



資料來源：Bloomberg。

### 市場預期長期通膨仍在2~3%



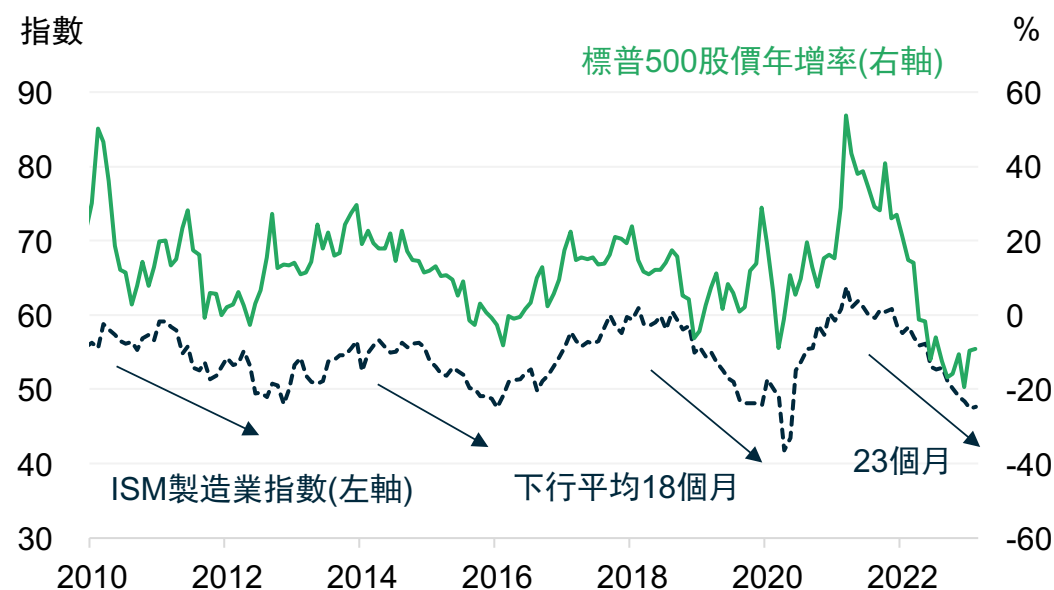
資料來源：Bloomberg。

## 股市：景氣雖仍在下行階段，但已見轉折跡象

製造業景氣雖仍未見起色，不過自ISM高點起算，指數已下行23個月，超過金融海嘯以來景氣平均下行18個月的水準，若無其他意外，製造業景氣有望於Q2落底，股市提前見低點的機率高。

邁入2023年之後，中國防疫政策大轉向，歐美通膨也見高回落，有助景氣回穩。**2月ISM庫存持續下降，新訂單指數更是從前期42.5，明顯回升至47，使得新訂單/庫存比已從此波低點0.85，回升至0.94，再下降的空間不大，暗示景氣也處在打底階段。因此，股市若明顯拉回，可視為布建契機。**

### 景氣下行週期，已超過前3次平均週期



資料來源：Bloomberg。

### 新訂單/庫存比值回升，庫存調整狀況有所改善



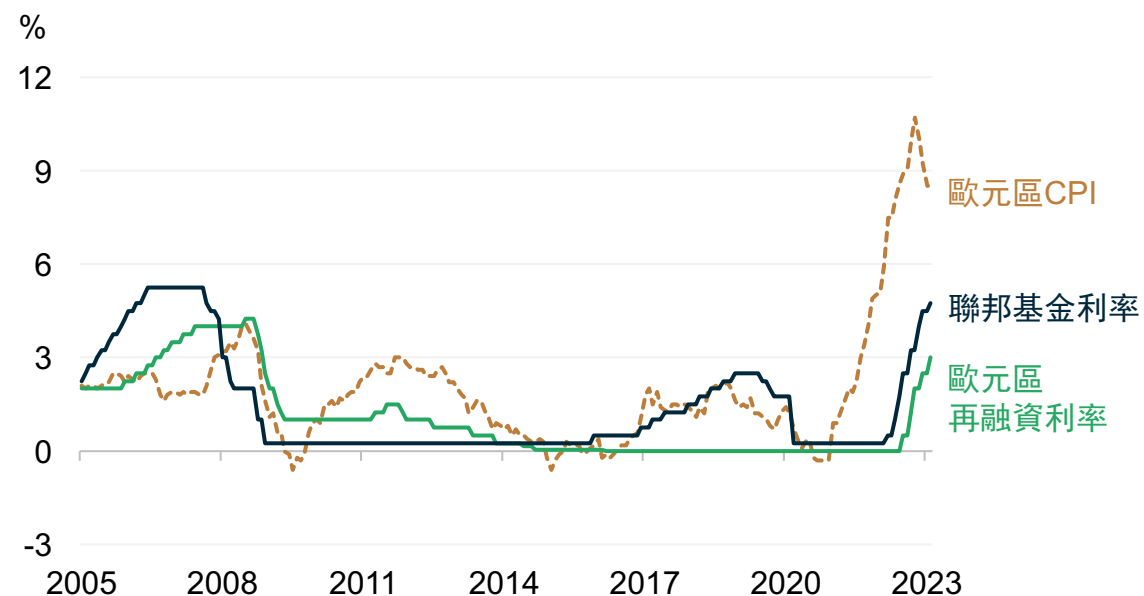
資料來源：Bloomberg。

## 匯市：緊縮預期激勵美元反彈，然長線貶勢難改；美日利差長線逐步收窄，有利今年日幣回升

美元指數：即便聯準會受物價影響，可能升高本輪升息終端利率，但通膨反覆的陰影不僅出現於美國，德、法等歐元區主要國家CPI增速於2月反轉向上，服務價格上升令物價回落不如預期，**ECB官員保持鷹派論調之際，3月將再次升息2碼。美元短線因升息預期反彈，不改長線趨貶走勢。**

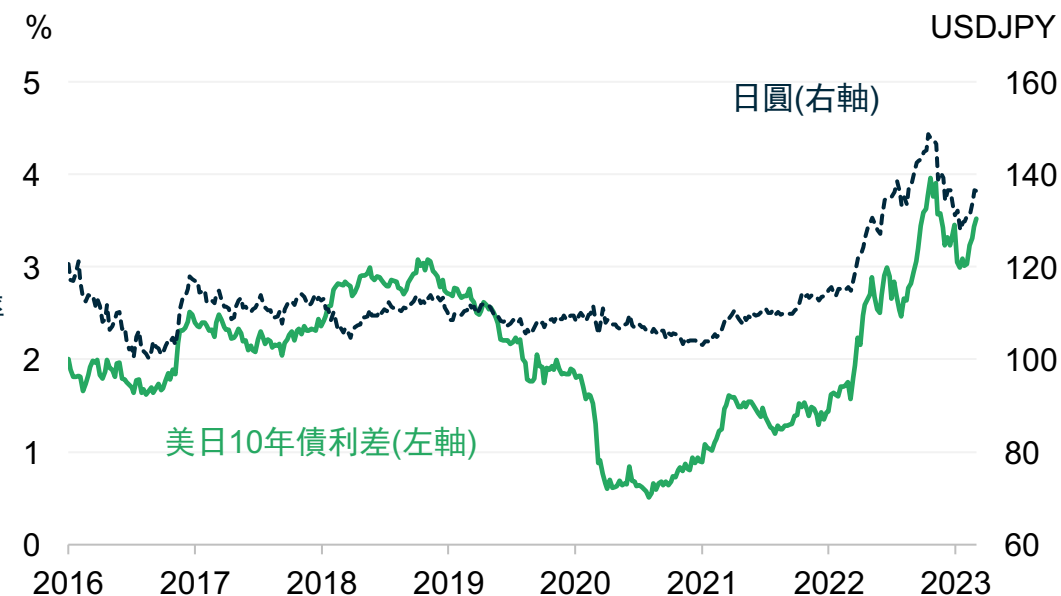
日幣匯率：在解封及海外遊客的消費帶動下，日本1月百貨銷售增速高達15.1%，連帶影響物價壓力走揚，CPI增速4.3%創下近40年高位。儘管物價已超出日本央行2%目標，然而，目前日本景氣壓力顯重，工業生產數據及製造業PMI仍未見底，BoJ新行長植田和男表示，寬鬆貨幣政策利大於弊，研判短期BoJ不易走向緊縮，**今日圓短線隨美雙率走強擺盪，然隨Fed進入升息末期，美日利差將逐步收窄，有利長線日幣匯價回升。**

### 歐元區主要國家通膨高踞，激進升息有利歐元表現



資料來源：Bloomberg。

### 美債利率走升，日圓短線隨美國緊縮而走貶



資料來源：Bloomberg。



# 中國 兩會聚焦人事與機構改革, 穩增長支撐企業獲利逐步修復

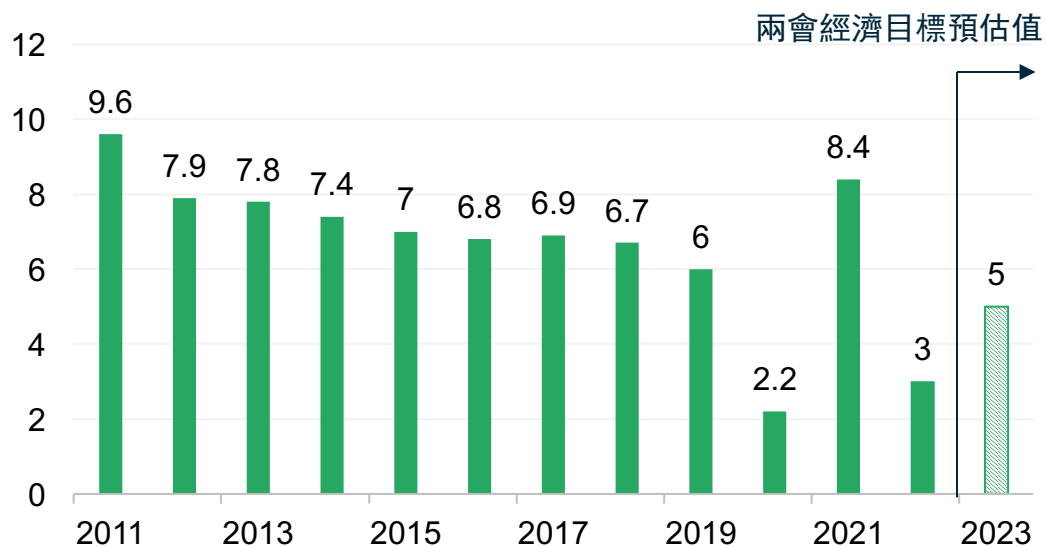
中國於去年二十大共產黨換屆, 緊接在二中全會之後, 將於3/4召開全國政協及全國人大會議, 本次兩會的觀察重點如下:

- 1) 國家機構領導人名單: 從國家主席、副主席、國務院總理、副總理等一系列國家機構領導人選公告, 人選名單已於二中全會提交。
- 2) 全年經濟目標: 公告全年GDP、財政赤字等年度目標, 預期全年經濟成長目標為5-5.5%, 並延續中央經濟工作會議的穩增長、擴內需基調。
- 3) 黨和國家機構改革: 二中全會同意將機構改革部分內容提交人大審議, 據傳, 公安部與國安部將整合為「中共中央內務委員會」。

兩會除了重要人事與國家組織改革, 在基建、消費、地產方面也有望推行更多寬鬆政策。短線市場受美國緊縮預期衝擊, 但觀察2月中國官方製造業及非製造業PMI大幅彈升, 反映企業對景氣展望正向, 獲利逐步修復提供股市支撐, 大盤中期表現正向看待。

## 預計兩會將提出2023年的經濟成長目標

中國GDP成長, %

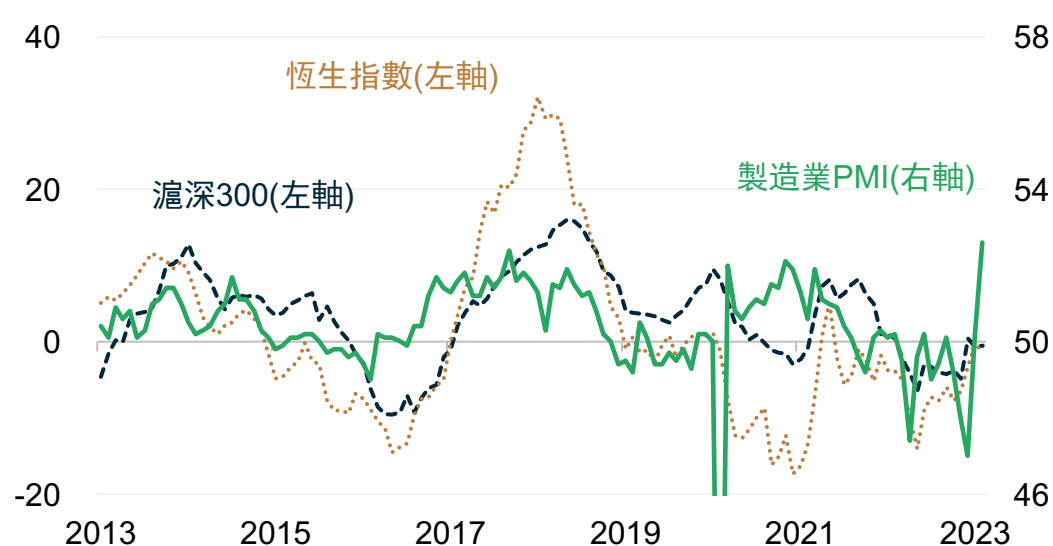


資料來源: Bloomberg。

## 製造業與非製造業PMI大幅走揚, 有助企業獲利修復

前瞻EPS年增率, %

指數



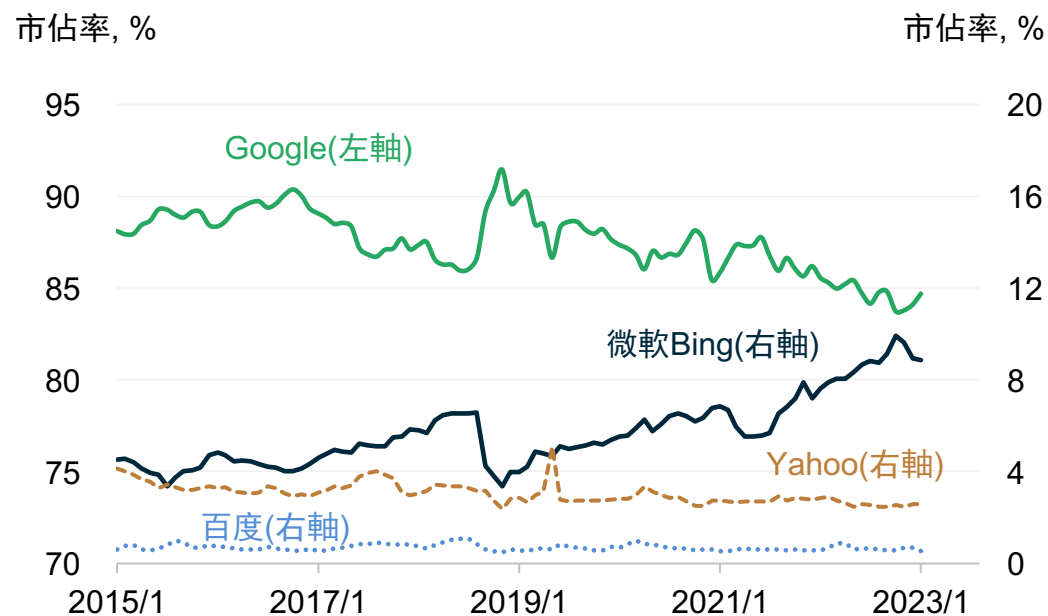
資料來源: Bloomberg。

## 科技 生成式AI將成科技龍頭新戰場，繪圖晶片和半導體廠商為實質受惠者

ChatGPT引爆生成式AI熱潮，除了ChatGPT在短短2個月內就突破1億用戶，成為史上最快，搭上ChatGPT熱潮的微軟Bing搜尋引擎也水漲船高。市調機構New Street Research估計，微軟需要超過2萬台Nvidia的DGX AI系統，才能滿足所有Bing使用者的提問需求，基礎設施支出約40億美元。若以Google搜尋引擎市佔率的規模估算，則投資額將高達800億美元。

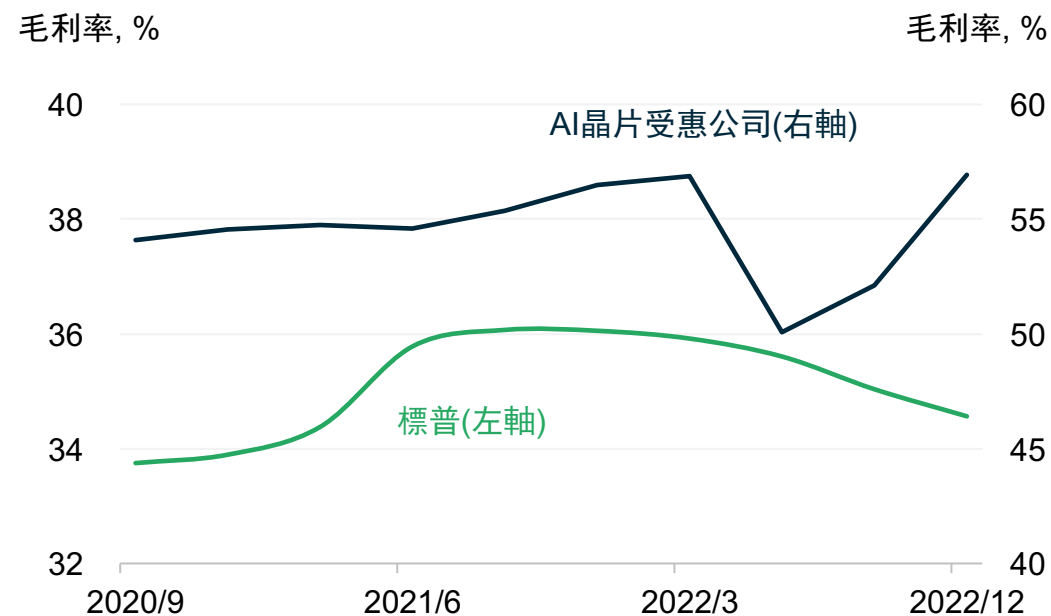
大量的用戶流量代表廣告收入及商機，而只有科技巨頭才有能力投資大規模的基礎設施，也才能在接下來的科技變革中繼續佔有優勢。**除此之外，不論AI戰場最終由誰勝出，在基礎設施的軍備競賽下，AI繪圖晶片和半導體廠商都將是實質的受惠者。**

### Google搜尋引擎市佔率逐漸遭微軟蠶食



資料來源：Bloomberg。

### AI晶片需求增強，半導體廠商將明顯受惠



註：AI晶片受惠公司毛利率取Nvidia、AMD、台積電三家公司平均。

資料來源：Bloomberg。



Mar 2023

6 Monday	7 Tuesday	8 Wednesday	9 Thursday	10 Friday
美國耐久財訂單 歐元區零售銷售 歐元區消費者信心	台灣CPI 台灣貿易收支 德國工廠訂單 中國貿易收支	歐元區GDP 德國工業生產 美國JOLTS職缺 美國ADP就業變動	中國CPI 日本GDP 日本工具機訂單	德國CPI 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