



國泰世華銀行
Cathay United Bank

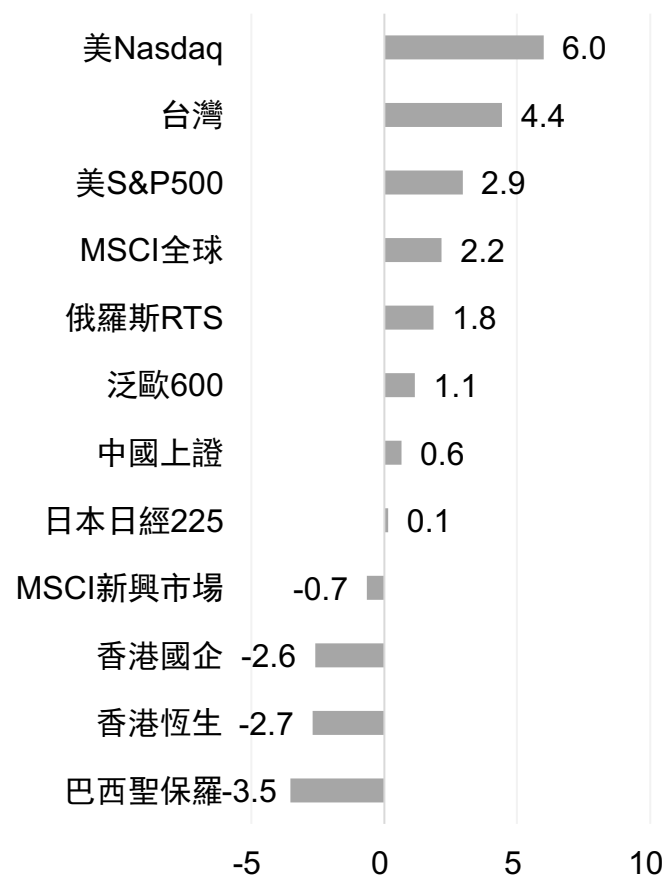
2023年2月3日

投資研究週報

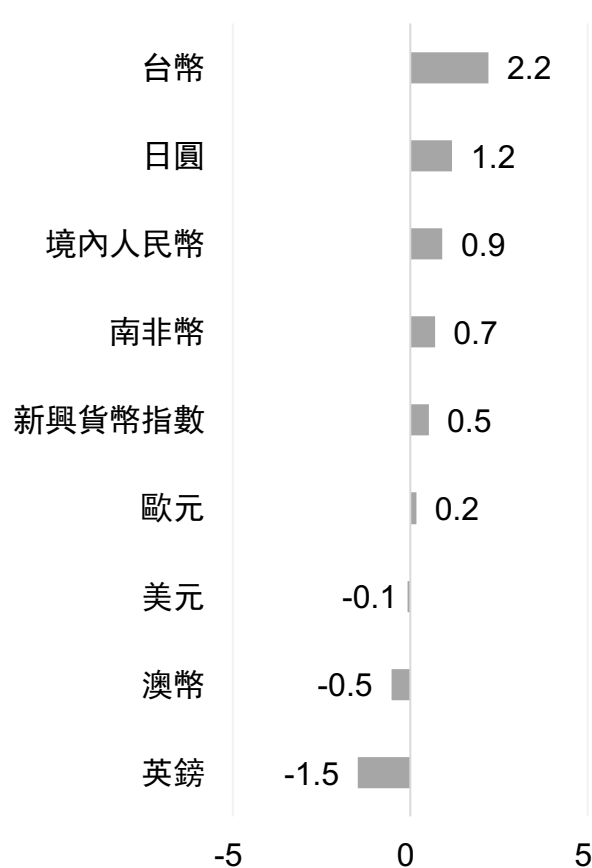
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/1/26- 2023/2/2。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨改善, 3月FOMC可望是升息終點

通膨壓力有所改善, 但就業市場依舊緊俏, 聯準會如期升息一碼, 但口吻已有鬆動, 研判3月FOMC會議將是升息終點。緊縮循環可望近尾聲, 預期利率高點已過, 且美國與各國利差縮窄, 美元未來偏弱看待。

► 利率風險下降, 上演評價修復行情

隨升息循環近尾聲, 利率風險有所下降, 可望上演評價修復行情, 此外, 市場焦點將轉移至個別公司的狀況。與電腦、手機連動度高的企業, 財報仍有下修壓力, 不過, 雲端、電動車等產業, 未來仍保持強勁成長動能。

► 基本面依舊疲弱, 成為股市上方壓力

歐洲製造業PMI有所反彈, 但持續萎縮, 美國ISM製造業指數持續下探, 暗示全球基本面偏弱。因此, 即使股市短期有望反彈, 仍須做好風險控管。

股市

利率風險有所下降, 有助風險性資產評價面的修復, 加上中國利空鬆動, 有助股市未來數月延續反彈格局。不過, 以長線配置的角度來看, 仍應擇優布局, 以雲端產業、技術領先企業為主, 消費性電子族群仍有下修壓力。

債市

升息即將屆頂, 公債殖利率上行空間有限, 信用債則可能受到景氣下行而導致利差擴大, 投資級債的表現, 相較於非投資級債而言較為穩健。

匯市

美國對歐、英、日貨幣政策差距逐漸縮窄, 美元較難再現強升走勢, 同時非美貨幣有望回升。台幣受到外資回補影響, 近期偏強呈現, 但政治風險與基本疲弱, 形成後續貶值壓力。

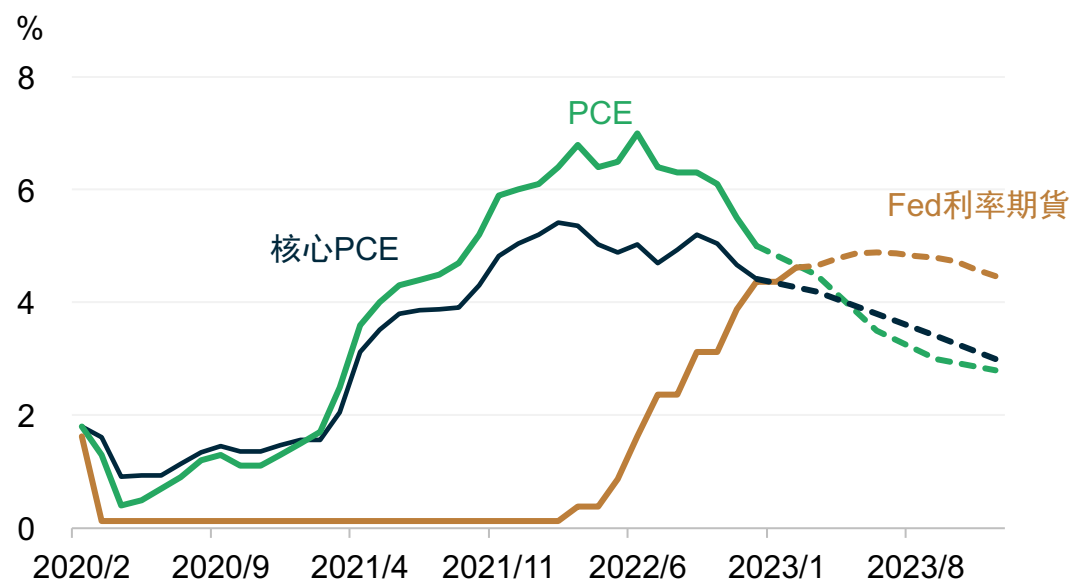


3月的FOMC會議有望成為本次升息循環的終點

Fed升息1碼, 將利率升至4.75%。會後記者會首次提及**通膨已經開始出現緩解的跡象(disinflation)**, 在目前通膨快速滑落的背景下, 意謂著暫停升息可能更快到來。**市場預期3月FOMC會議再升息1碼後暫停升息, 且持續認為下半年有2碼的降息空間。我們預期3月停止升息的原因如下:**

- 1) PCE加速下滑, 預期3月FOMC在升息1碼後, 實質利率將轉正, 符合Powell先前提出暫停升息條件之一
- 2) 最新的僱傭成本(ECI)增速低於預期, 有望化解Fed近期最關注的服務通膨壓力
- 3) 3月FOMC會議前將公布2份就業及3份通膨數據, 在俄烏戰爭高基期影響下, 通膨將進一步回落, Fed繼續升息的必要性將減小

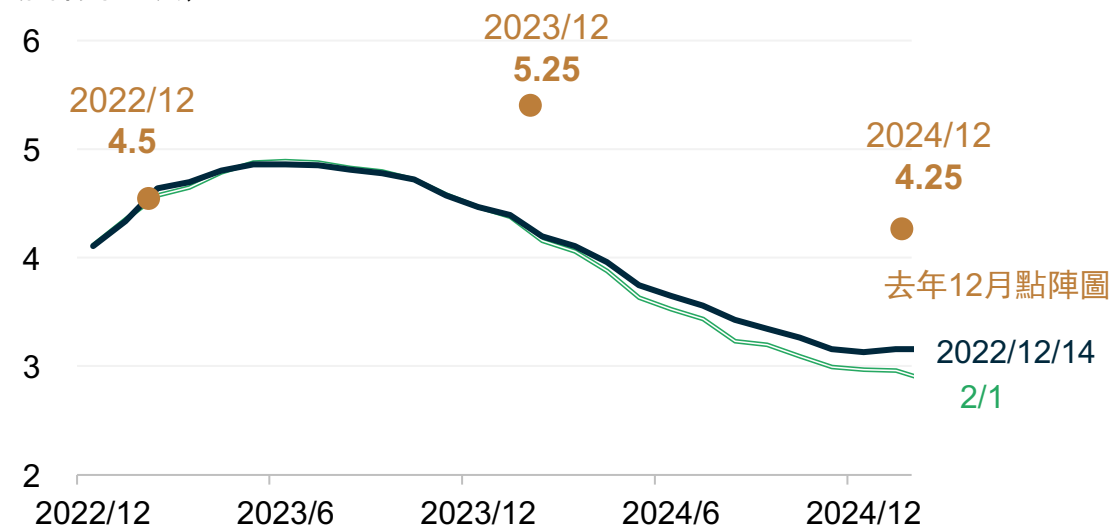
實質政策利率轉正在即, 升息循環將告一段落



資料來源: Bloomberg。

市場預期3月將是Fed最後一次升息, 下半年有降息預期

美國利率期貨, %



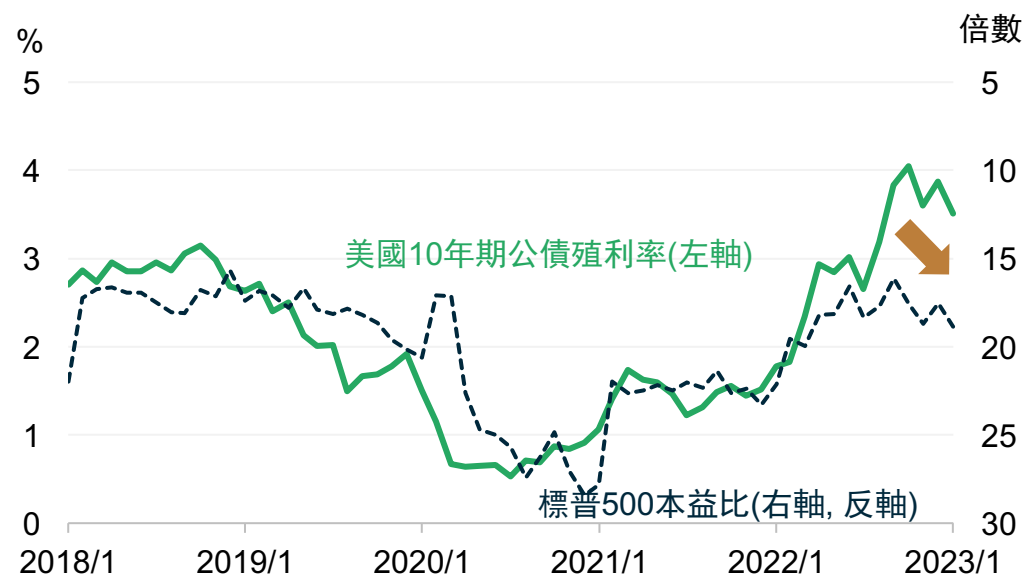
資料來源: Bloomberg, Fed。

美債利率的回落, 有利評價面的修復

隨聯準會升息腳步放緩, 甚至可望暫停升息, 使美債利率與美元指數均同步下滑, 有利風險性資產的表現, 不排除未來數月股市可望維持反彈格局。2022年聯準會快速升息, 股票大幅修正的理由就是評價面大幅下修; 反之, 若利率風險下降, 將有助股票的評價上修。

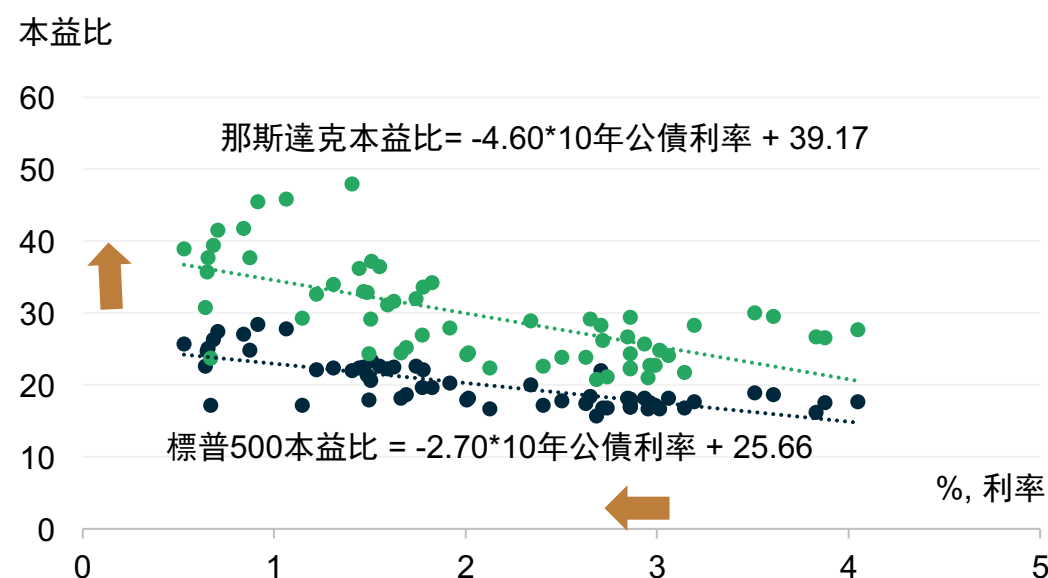
另外, 由於不同資產屬性, 對利率敏感度也有所不同, 因此, 對利率評價修復的程度也有所不同。例如, 科技股的beta值可能是標普500指數的1.7倍, 研判未來反彈幅度更勝於標普500。甚至, 由於美元指數的回落, 新興市場的反彈幅度, 也可能高於成熟市場。

利率的回落, 有助評價面修復



資料來源: Bloomberg。

科技股敏感度大, 反彈幅度大



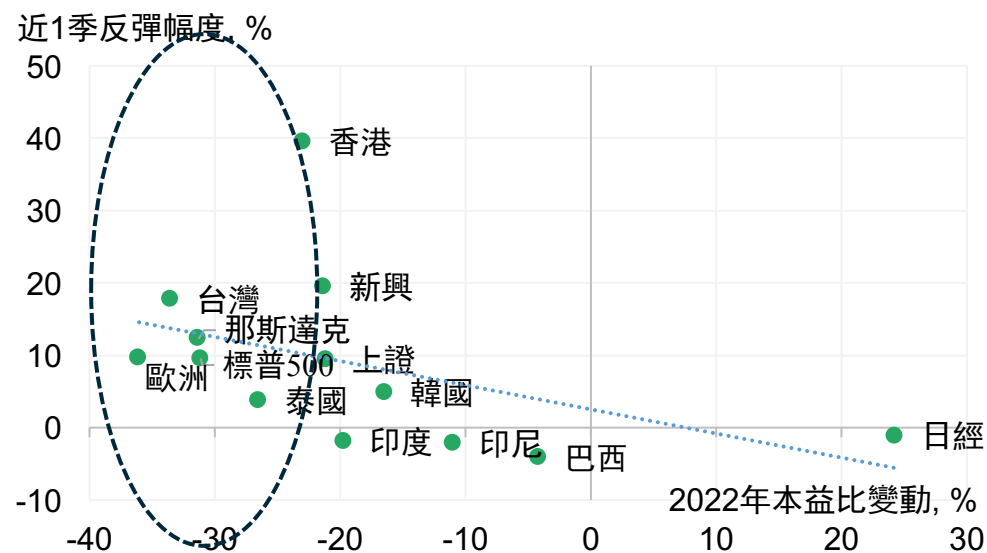
資料來源: Bloomberg, 2018/1~2023/1。

市場氛圍主導下，有望上演評價修復行情

繼聯準會放緩升息步調後，英國後續也將重新評估後續升息步伐，使得主要國家的公債利率水平持續下滑，有利評價的修復，**尤其是2022年評價面修正較大的區域，有望大幅上演評價修復行情**。以區域來看，美國、台灣，去年評價跌幅超過3成，近期反彈幅度也相對大。

就類股而言，**科技、通訊服務、非必需品等族群，去年評價的修正幅度也逾3成，近1季的反彈幅度也相對亮眼**。科技股與通訊服務可能是受惠利率敏感度，非必需品消費族群可能受惠解封行情驅動。

本益比修正幅度較大的區域，反彈幅度較大



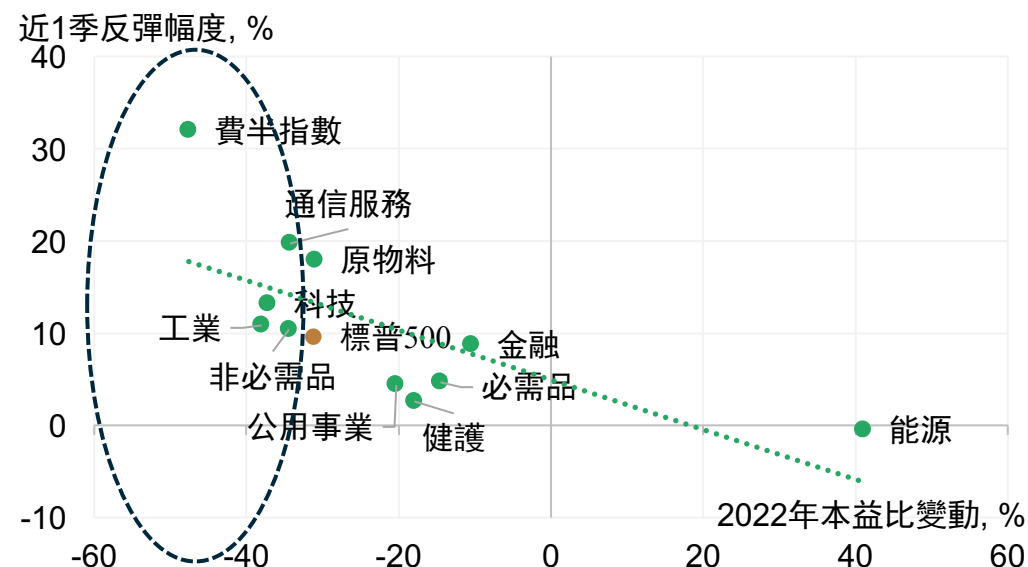
註：2022年本益比變動為2022/1/3與2022/10/12的高低變化，近1季股價漲幅為2022/11至今的股價漲幅。

資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

本益比修正幅度較大的類股，反彈幅度較大



註：2022年本益比變動為2022/1/3與2022/10/12的高低變化，近1季股價漲幅為2022/11至今的股價漲幅。

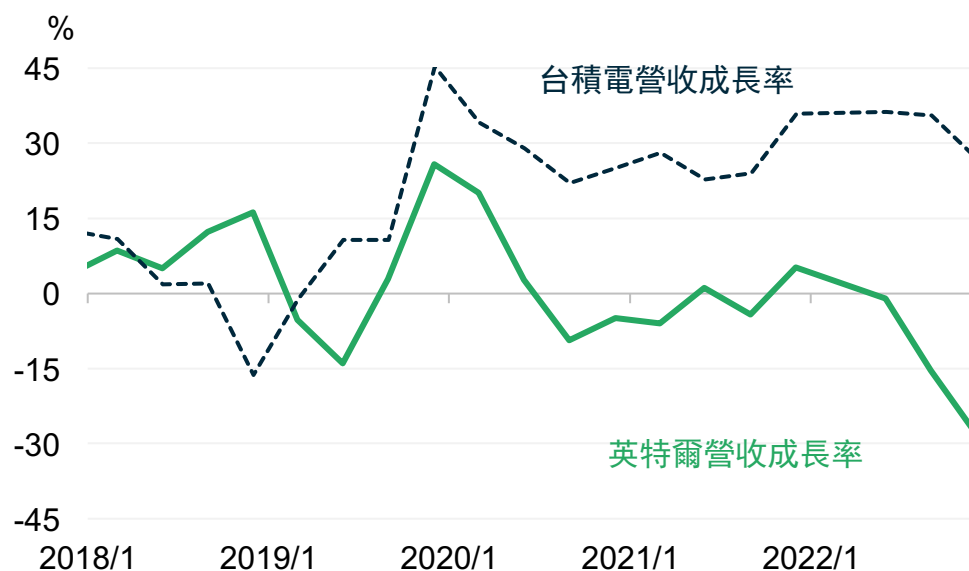
資料來源：Bloomberg, 2018/1~2023/1。

個別產業狀況，決定長線前景

截至目前為止，標普500企業財報可能創2020年以來最低增速-5%，顯示基本面仍偏弱。不過，值得注意的是，**隨利率風險下降，個別企業財報狀況成為主導個別股價的關鍵**。例如，台積電雖也面臨通膨壓力，毛利有所下滑，但因為技術領先，營收仍保有近3成的增長，但英特爾卻面臨嚴重虧損，且營收衰退逼近30%。

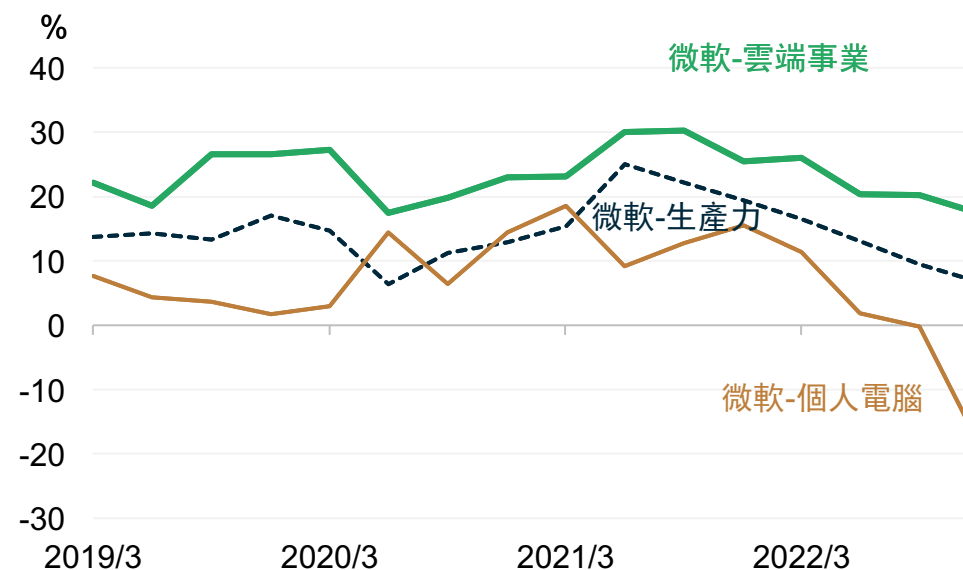
就產業前景部分，手機、PC等消費性電子仍將面臨重的庫存調整壓力，相關股票仍不適合作為長線配置標的。另一方面，雲端、電動車等產業，未來的成長性仍相當亮眼，相關族群回落後可加大布局力道。

技術強弱，決定公司未來成長性



資料來源：Bloomberg, 英特爾、台積電財報。

電腦庫存調整壓力仍在，雲端產業成長性仍大



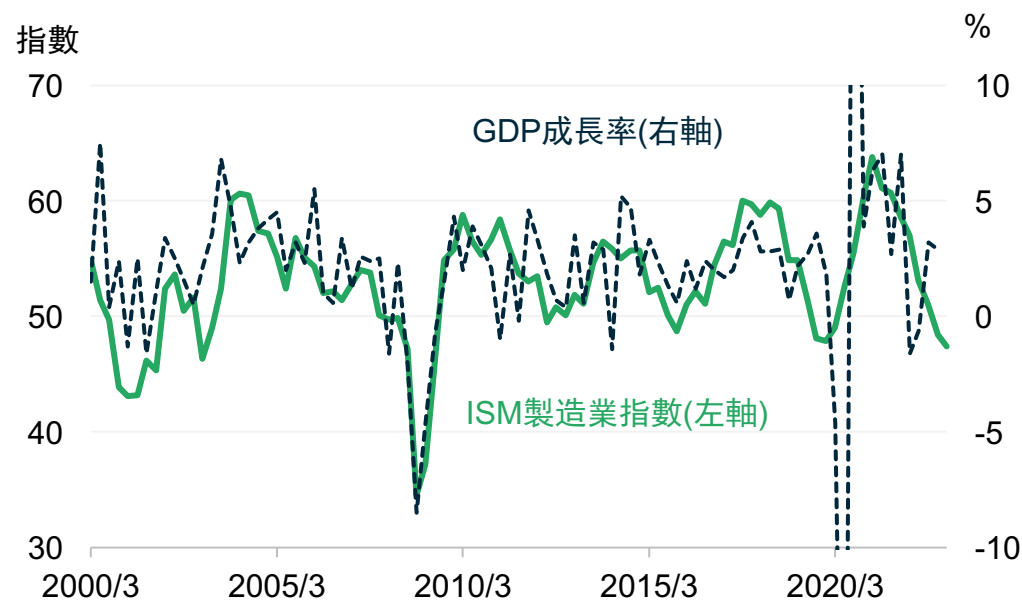
資料來源：Bloomberg, 微軟財報。

景氣放緩壓力仍在, 須做好風險控管

利率風險的下降, 雖有助風險資產的表現, 不過, 景氣下滑壓力依舊。美國去年Q4 GDP雖仍有2.9%, 但若扣除庫存、政府支出、進出口後, 經濟成長率僅0.2%, 創9季以來最低增速。

另外, 1月ISM製造業指數持續走弱, 甚至下探至47.4, 已連續3個月在景氣榮枯線之下, 其中新訂單指數更是來到42.5, 將持續拖累財報表現。歐洲製造業PMI雖有所反彈, 但也處在萎縮狀態。

ISM製造業指數下滑趨勢未變, GDP仍難以樂觀



資料來源: Bloomberg。

ISM製造業指數將拖累財報表現



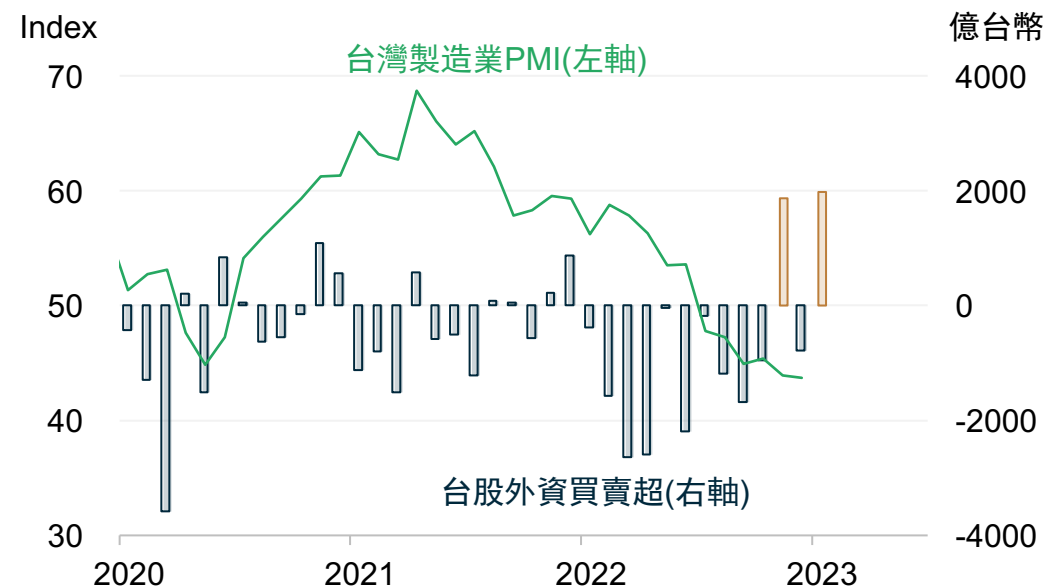
資料來源: Bloomberg。

台灣 春節效應在前, 外資回流、台股補漲在後, 台幣匯價暫由金流主導, 基本面影響降低

台灣基本面下行狀況尚未扭轉, 以製造業PMI為例, 受去庫存影響, 上半年電子業狀況仍屬不佳。然而, 春節前后台幣匯價維持強勁, 主要因年末至春節前的**春節效應浮現**, 加上去年底巴菲特防線浮現、中國疫情政策改弦易轍, **外資被迫認錯回補**。

全年而言, 美元不若去年強勢的背景下, 的確有利台幣擺脫去年弱勢, 但上半年電子業接單不佳的狀況較難逆轉, 此將影響台股上半年營收表現。而隨台股升至年線附近, 震盪機會也將隨之升高, 台幣匯價勢難擺脫台股震盪影響, **若有換匯需求, 可利用外資大幅匯入之際進行換匯**。另外, **台海兩岸的地緣風險, 仍可能造成台幣的貶值**。

基本面仍屬弱勢, 但外資回補下, 資金率先回流



資料來源: Bloomberg。

台股補漲、外資金流主導下, 台幣暫隨台股偏強



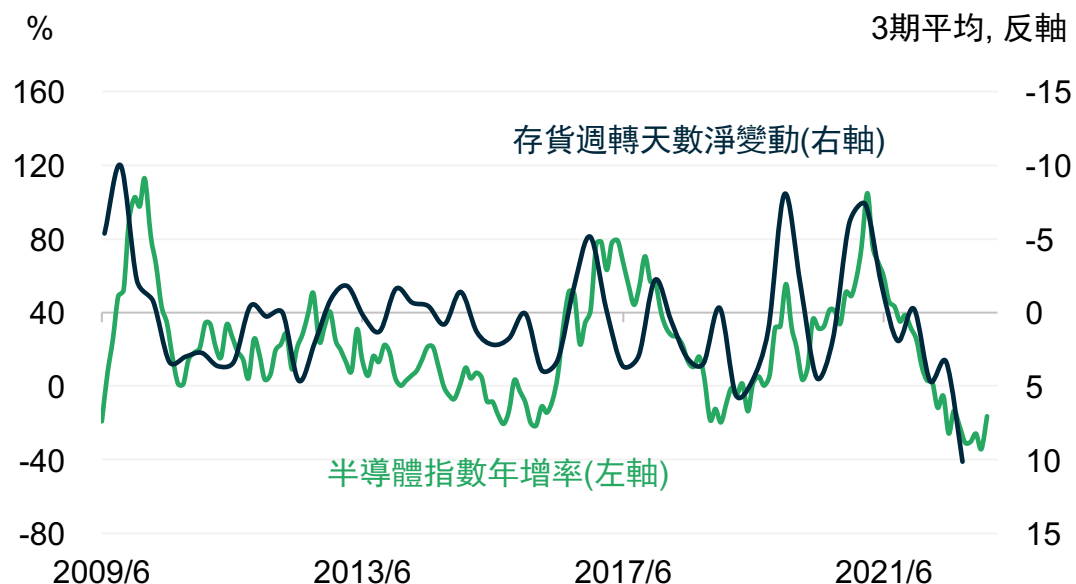
資料來源: Bloomberg。

科技 庫存問題難解, 上半年營收落底

英特爾去年Q4財報不佳, 且客戶需求不振, **Q1展望悲觀, 甚至面臨虧損壓力, 至少上半年都將面臨逆風**, 面對史上最大規模的庫存去化行動, 整體半導體產業都受到影響, 目前的存貨水準來到2008年以來新高, 而在廠商積極去化庫存下, 存貨週轉天數的增速可望趨緩, 長期而言, 反倒是股價逢低布局的時機。

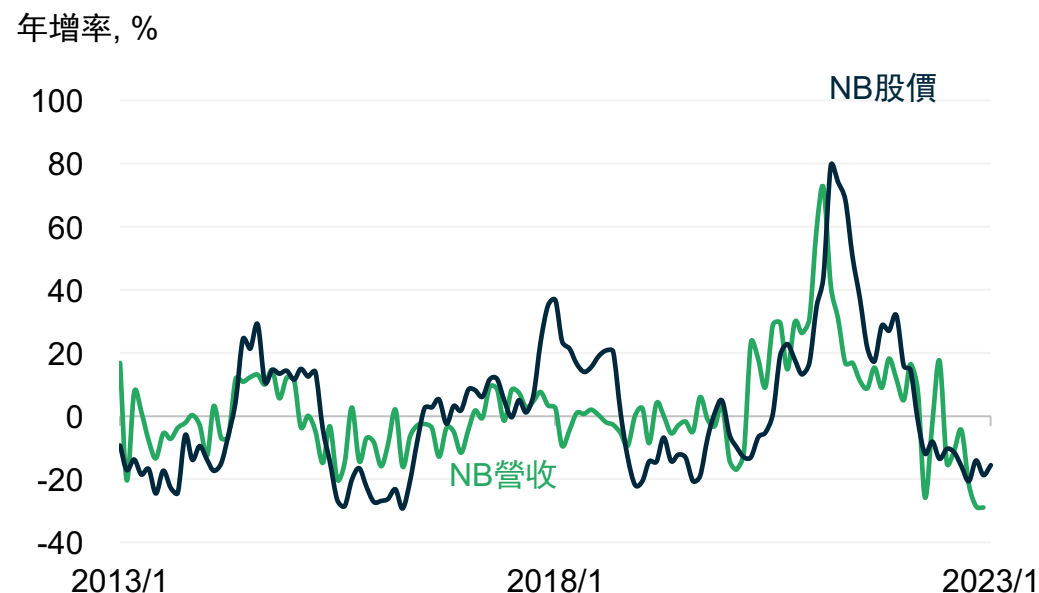
以目前需求最弱的NB而言, 廠商普遍從去年下半年開始清庫存, 雖然需求低迷, 營收仍難有起色, 但是本波修正若像台積電總裁魏哲家所說, 是「循環性」調整, 而非「結構性」問題, 則營收有望在上半年見低點, 下半年出現復甦, 這也與台積電的營收展望方向一致, 依照股價與營收同步的特性, 逢拉回可以分批布局。

半導體庫存天數創新高, 長期而言是布局時機



註: 半導體指數及產業資料採用Bloomberg Semiconductor top peers。
資料來源: Bloomberg。

NB產業預估上半年落底, 下半年有望回溫



註: NB產業資料取宏碁、仁寶、華碩三家平均值。
資料來源: Bloomberg。

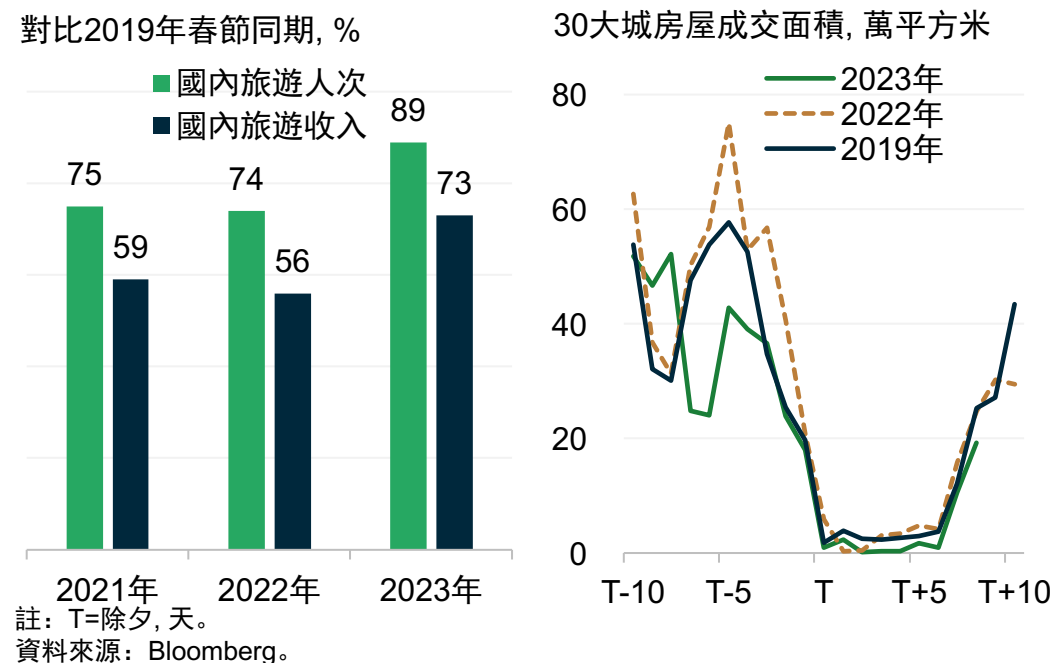


中國 消費活動與企業信心改善，中港股市有望延續偏多格局

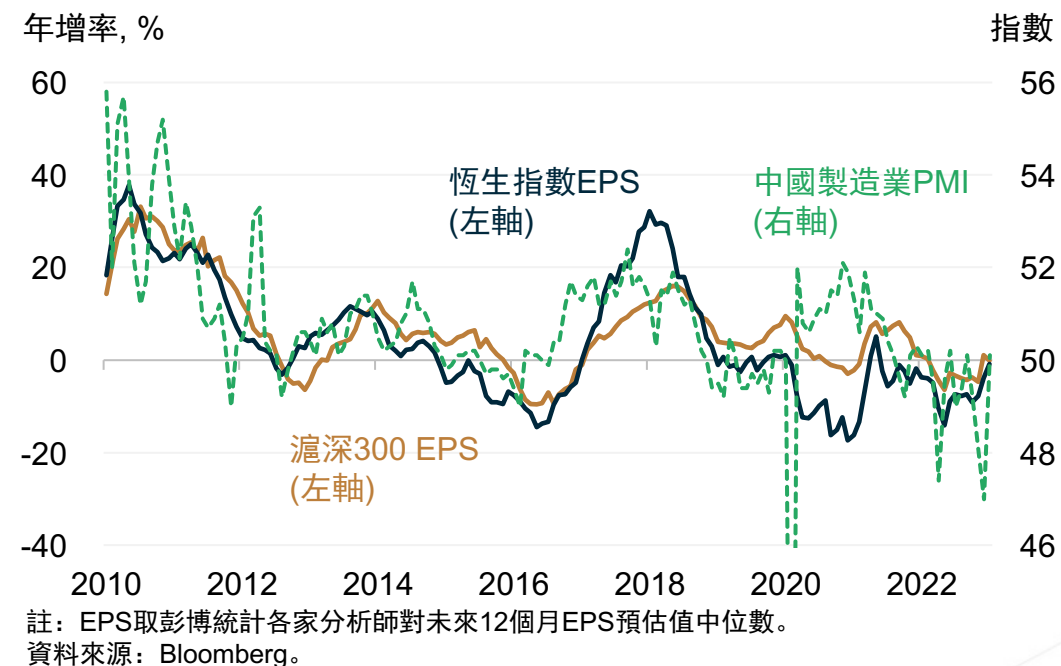
中國春節期間，實體消費活動復甦，移動、旅遊、電影等高頻數據都大幅成長，其中每日平均旅遊人數與旅遊收入，恢復至2019年同期的89%及73%。不過，汽車、房地產表現則相對平淡，30中大城市在除夕至初8的房屋銷售面積僅為2019年同期的6成。

疫後人潮回流與政策支持的环境下，企業信心顯著改善，1月製造業與非製造業PMI同步回到榮枯線上方，特徵包含：1)服務業修復優於製造業，服務業與製造業PMI分別為54.4與50.1；2)內需勝過外需，海外需求仍顯疲弱，新出口訂單分項仍在46.1低位。綜上而言，**消費活動與企業信心改善，支撐中港股市延續偏多格局，惟評價面已接近2015-2019年平均值，後續漲勢有賴更多政策以及經濟環境修復。**

春節期間旅遊消費明顯復甦，房市交易相對平淡



中國疫後復甦帶動PMI快速回到擴張區間



Feb 2023

6 Monday 歐元區投資信心 歐元區零售銷售	7 Tuesday 美國貿易收支 中國外匯存底 台灣進出口	8 Wednesday 日本貿易收支 美國MBA貸款申請	9 Thursday 台灣CPI/PPI 美國初領失業金人數	10 Friday 英國工業生產 英國Q4 GDP 中國CPI/PPI 美國密大消費者信心
-----------------------------------	---	---------------------------------------	---	--

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