



國泰世華銀行
Cathay United Bank

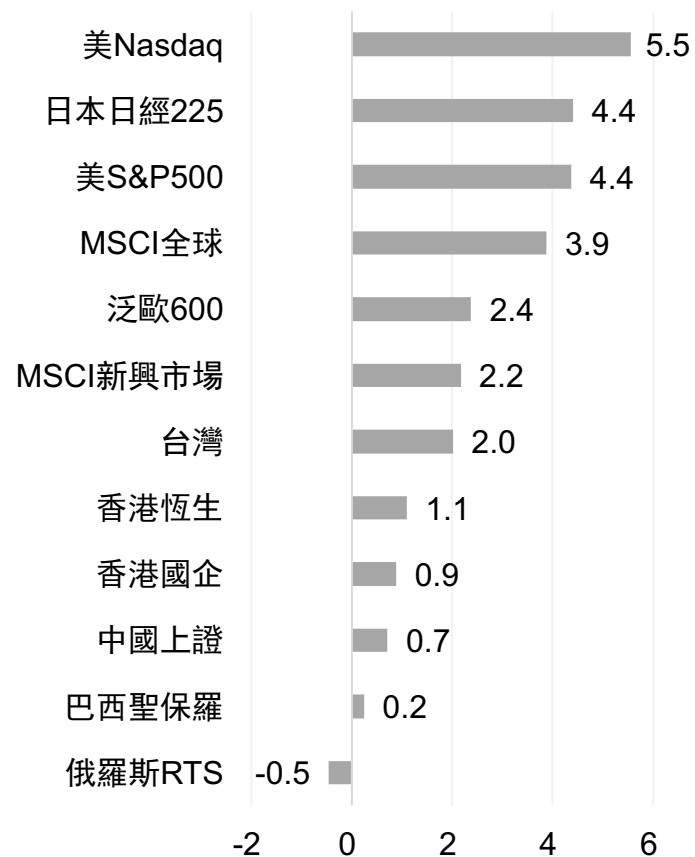
2023年11月3日

投資研究週報

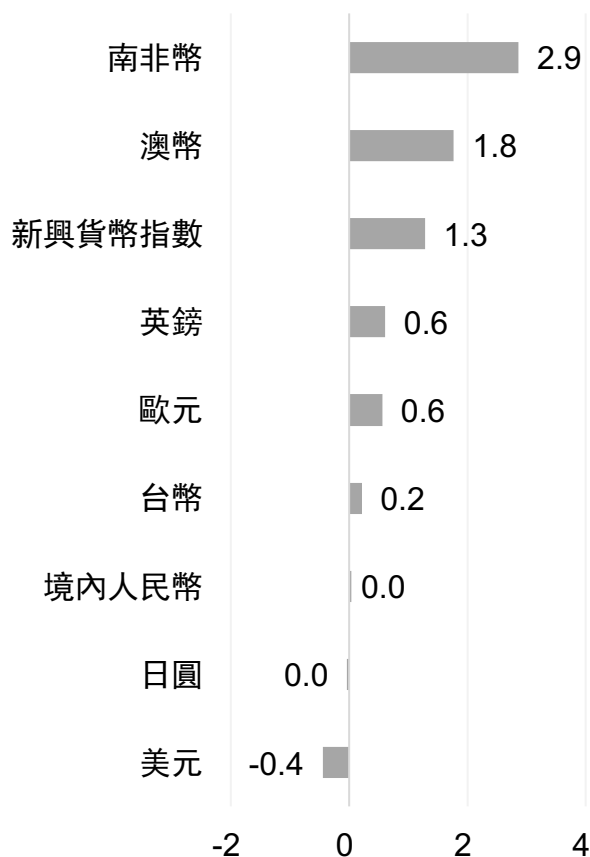
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

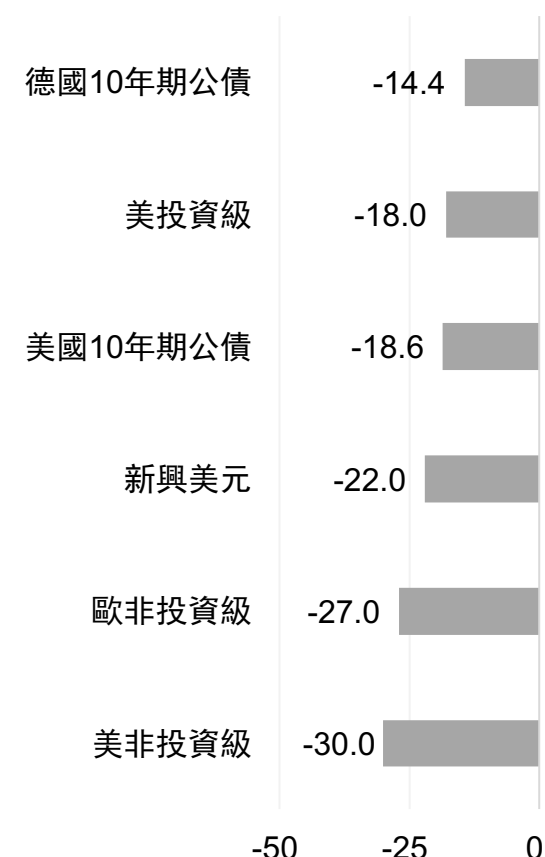
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/10/26- 2023/11/2。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 市場聚焦聯準會FOMC會議：

- 聯準會再次暫停升息，對於結束升息循環仍不願鬆口。
- 殖利率更高，金融情勢趨緊，升息機率降。
- 10月ISM製造業指數及就業數據顯示美國經濟呈現分化。
- 科技股財報憂喜參半，高殖利率下股價恐維持高波動。

2) 後續關注焦點：

- 重量級財報表現。
- 中國雙11及歐美年底旺季消費預期。

策略思維

- 1) **股市：**公債殖利率回落，股市應聲反彈，原則上仍維持「殖利率回落，有利評價修復」的模式，加上Q3起庫存落底，企業獲利逐季上揚，股市下檔支撐將轉強，看好優質大型股。
- 2) **債市：**殖利率維持高檔，有助於金融環境緊縮，為聯準會所樂見，也降低聯準會升息的必要性，因此殖利率再往上空間不大，宜把握殖利率高點布局。
- 3) **匯市：**出口漸轉佳將有利台幣。隨美國升息循環尾聲與全球半導體銷售改善，長線匯價有望逐漸回升。

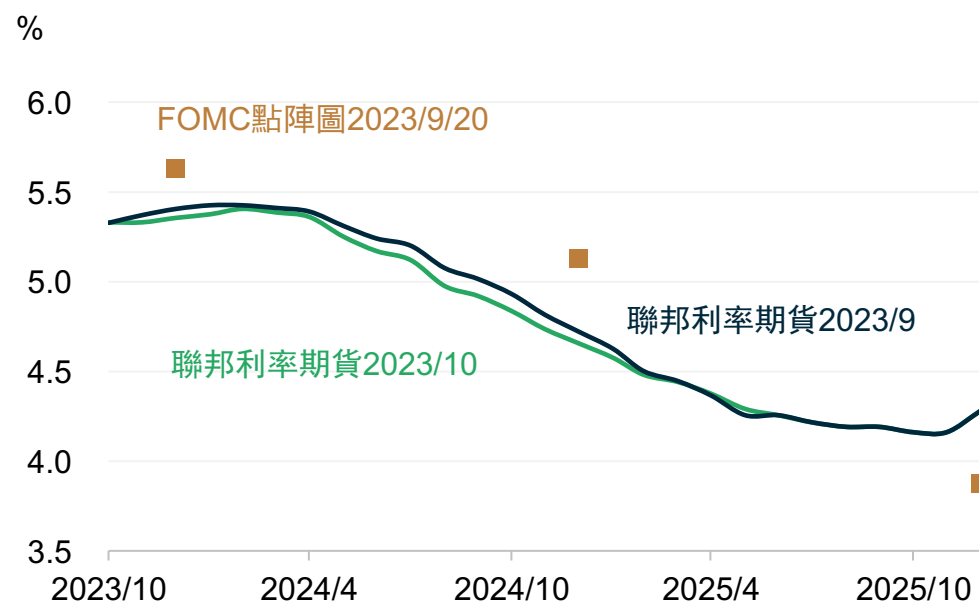


聯準會再度暫停升息, 是否結束升息循環仍取決於經濟數據

聯準會11月FOMC會議宣布維持利率不變, 鮑爾會後聲明表示, 通膨已取得大幅進展, 但距離回到2%仍有一段路要走, Fed將觀察接下來的經濟數據變化, 來採取下一步行動, 而美國經濟仍具有韌性, 聯準會有望在不出現經濟衰退的前提下使通膨降溫。

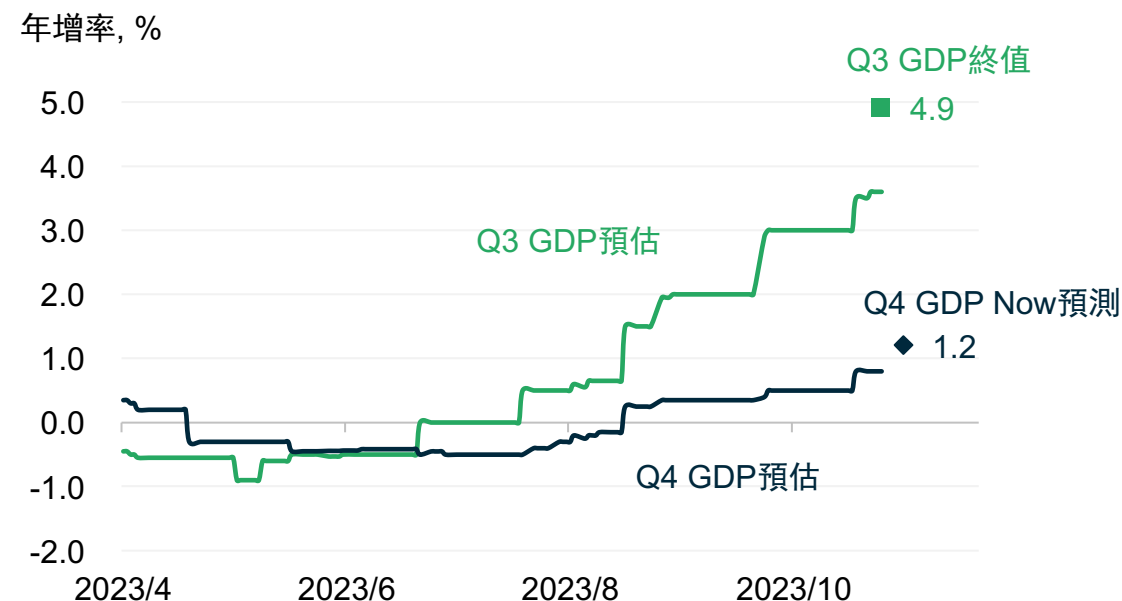
市場對於Fed態度已漸形成共識, 亦即「Higher for longer」, 即使升息循環已經接近尾聲, 但聯準會也不會在短時間內降息, 特別是美國經濟衰退機率大幅下降, 政策利率將維持高檔更長時間。而下半年美國經濟表現優於預期, 推升10年債殖利率往上, 而2年債殖利率則由於升息機率降低而維持狹幅震盪。

市場對於利率路徑預期無太大變化



資料來源: Bloomberg。

美國經濟優於預期, 支持長債殖利率不墜



資料來源: Atlanta Fed, Bloomberg預估中位數。

金融情勢更加緊縮, 降低Fed再度升息的必要性

美國10年期公債殖利率自6月以來快速攀升, 造成金融情勢往緊縮方向前進, 多位聯準會官員先前曾表示, 長債殖利率上揚約50個基點, 其緊縮的效果相當於升息1~2碼, Fed可因此而略過一次升息。由過去經驗來看, 金融狀況緊縮對於壓抑通膨有一定效果, 但時間上則有遞延性, 因此若未來一段時間, 長債殖利率維持高檔, 而通膨呈現緩步下降, Fed再度升息的機率將隨之下降。

雖然Fed不願鬆口結束升息, 且經濟維持熱絡, 但FedWatch tool則顯示未來幾次會議升息機率皆低於5成, **升息近尾聲的事實漸成為市場共識, 即使Fed短期沒有降息打算, 殖利率再往上的空間也有限。**

金融情勢緊縮將有助通膨降溫



資料來源: Bloomberg。

Fed再度升息機率降低, 殖利率高點不遠



資料來源: Bloomberg。

美國勞動市場維持強勁，年終消費動能不墜

疫情過後，美國勞動市場始終維持吃緊狀況，職缺數居高不下，非農就業人數高於長期平均，顯示在部份產業仍面臨人才不足的情形，這也造成不論是失業率、初領失業金人數一直在低檔盤旋。勞動市場維持強勁，支撐美國民眾所得及支出不墜。

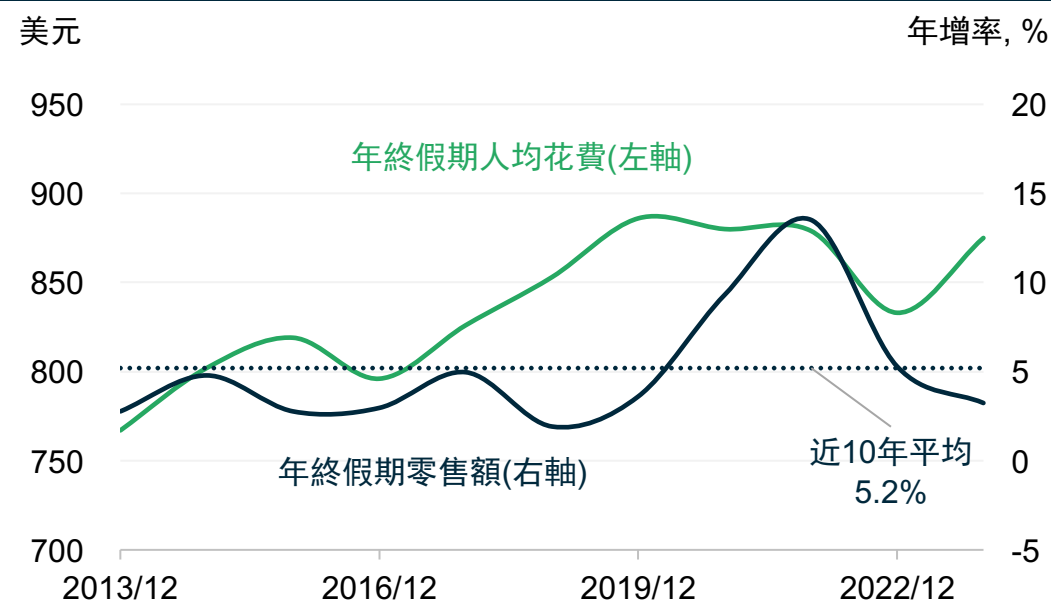
根據美國零售協會(NRF)調查，2023年年終假期消費，美國民眾每人平均預計花費875美元，高於2022年的833美元，其增幅略高於今年平均通膨水準，代表一般民眾消費並未縮手，而NRF預估，**年終11~12月假期期間，零售金額有望達到9573~9666億美元，創下歷史新高，消費動能不墜，代表美國經濟Q4仍將表現不俗。**

失業人數仍在低檔，勞動市場維持強勁



資料來源：Bloomberg。

美國年終假期消費預估仍成長



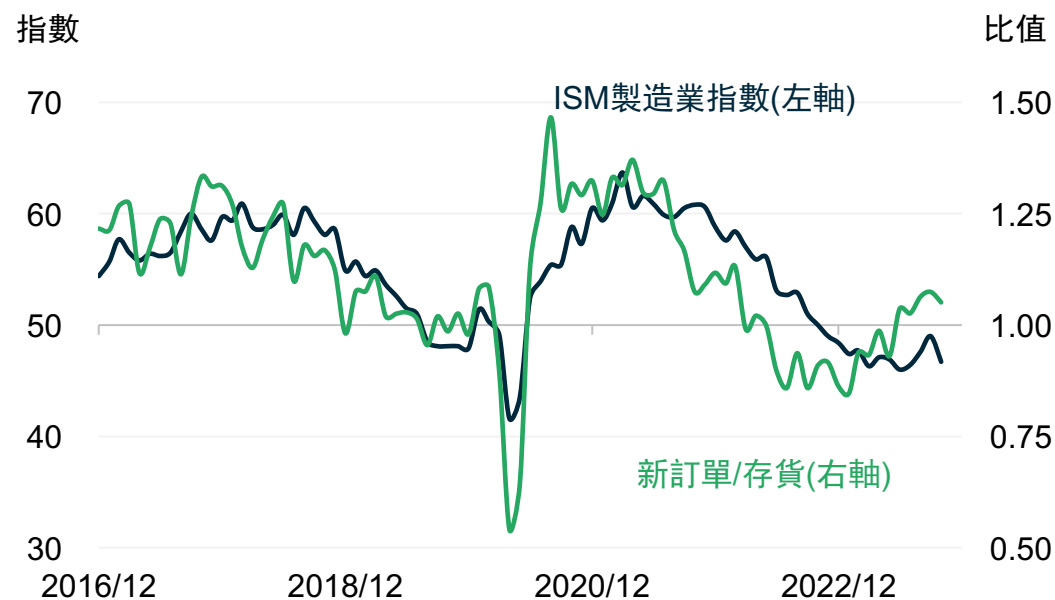
資料來源：NRF。

製造業復甦疲弱，股市在高利率環境下恐維持高波動

美國10月ISM製造業指數意外下滑至46.7，在歷經12個月的萎縮期間後，製造業存貨指數已來到近10年最低點，然而新訂單指數未見起色，顯示廠商心態保守，對於拉貨的意願十分低迷，製造業復甦疲弱，與勞動市場的強勁形成對比，這也代表美國經濟在不同行業呈現分化的走勢。

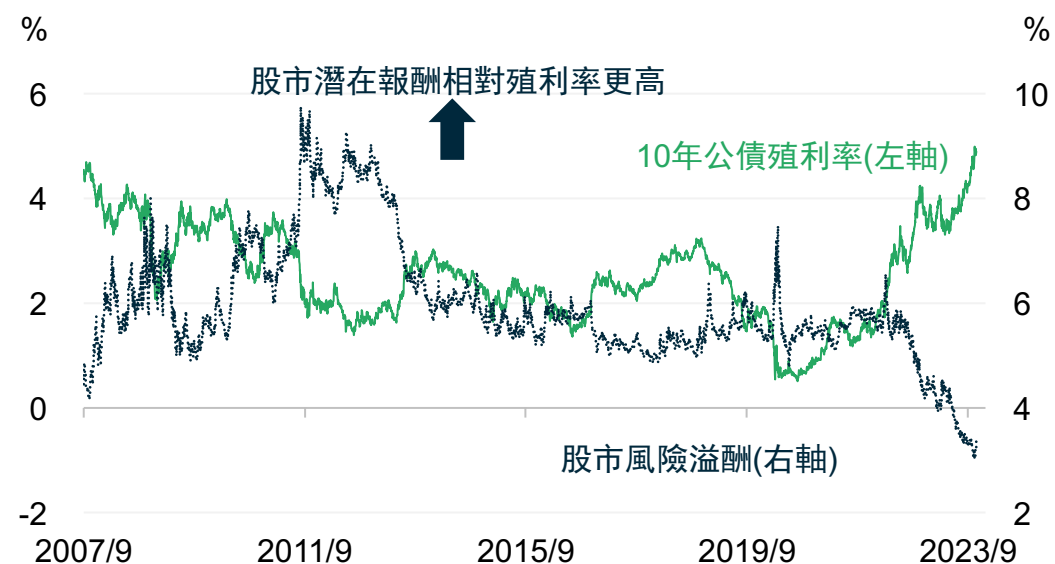
短期市場聚焦美國10年期公債殖利率變化，美股同步回檔修正，不過在經濟尚具韌性的情形下，美股拉回亦具支撐，不過需留意高殖利率造成股市高波動的情形。此外，目前長債殖利率接近5%，實質利率近2.5%，而**美股本益比約在17.5倍左右，股市風險溢酬僅3.3%創2006年以來新低，股市吸引力有限，擇股應聚焦優質成長股。**

10月ISM製造業指數意外下滑



資料來源：Bloomberg。

長債殖利率越高，股市吸引力越低



註：股市風險溢酬採用標普500預估本益比的倒數減去美國公債實質利率(TIPS)，風險溢酬越高代表股市潛在報酬相對無風險利率越高。

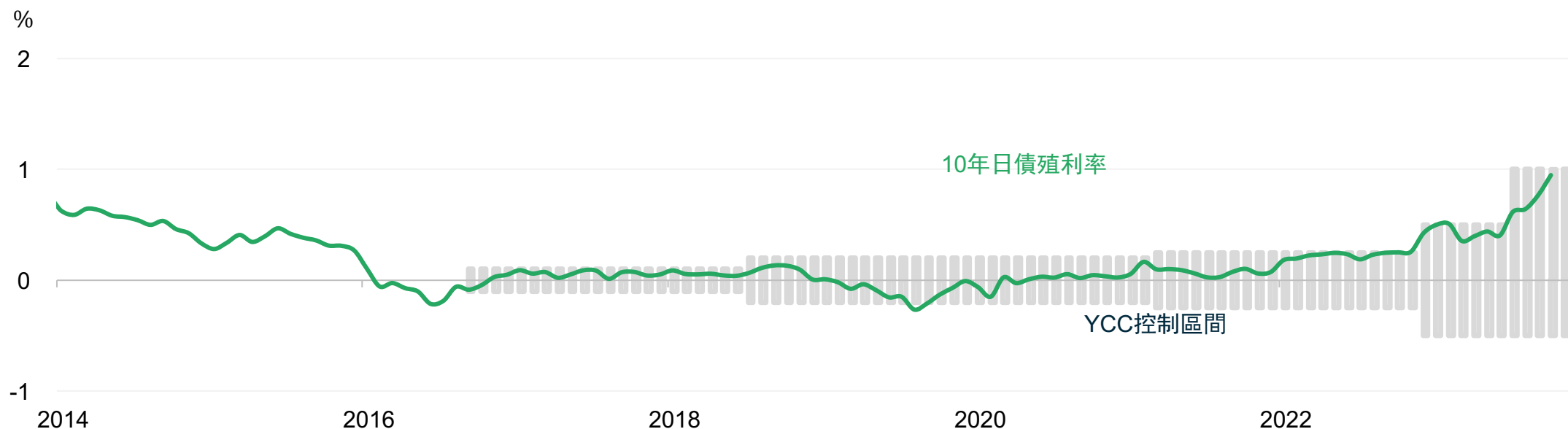
資料來源：Bloomberg。

日本央行(BOJ)僅稍放寬YCC政策, 日元失望走貶; 後續仍往緊縮方向移動, 有利日幣長線

日本央行(BOJ)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調整為 $\pm 1\%$, 但此上限改為「參考」**。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。

日幣匯價: 1)由於隔夜市場(10/30), 投資人已先行預期BOJ微調政策, 使日幣先行走升, 因此會後(10/31)日幣反呈現失望性走貶。2)長線而言, 儘管BOJ政策調整步伐緩慢, 但政策續往緊縮的方向不變, 將有利日幣長線回升, 惟近期美債殖利率上升趨勢尚未逆轉, 仍壓抑日幣近期走勢。

日本長債利率漸朝1%, 若Fed升息循環結束的預期升高, 將有利日圓止貶反升



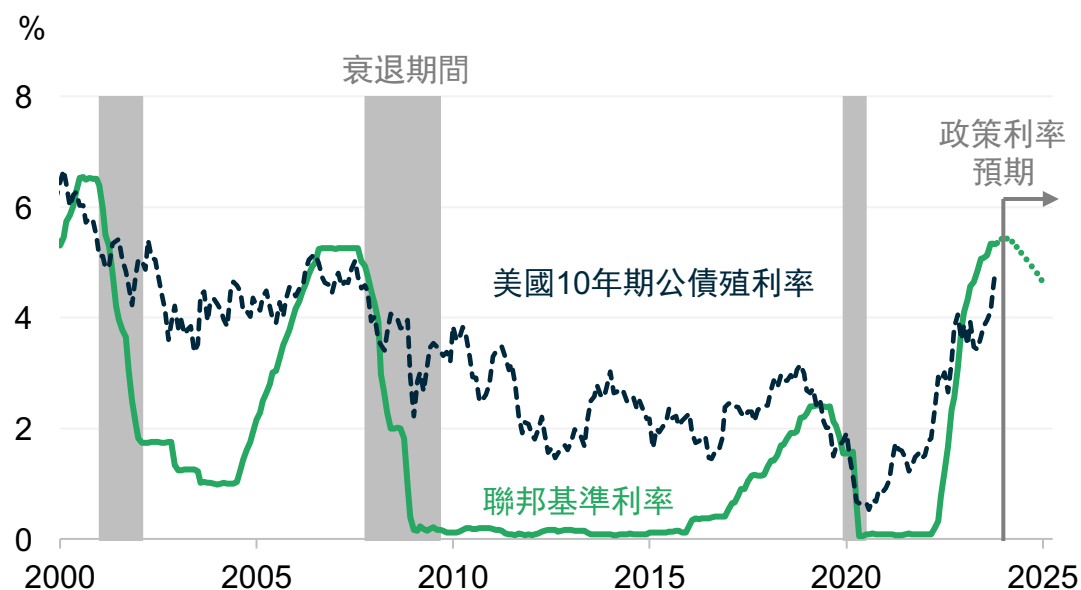
資料來源: Bloomberg。

債市 殖利率維持高位區間, 可逢高鎖利分批布局債市

11月FOMC會議暫停升息, 但主席鮑爾在態度上仍預留升息空間, 意謂著短期內政策利率還是會維持higher for longer趨勢, 保持利率在限制性區間一段時間, 經濟環境實現降溫後才有降息的機會, 未來政策利率走勢先上後下。在政策利率轉向前, 皆是入債市的甜蜜點位。

債市策略: 近期債市投資人恐慌情緒升溫, MOVE指數由9月中不到100點已竄升至130點, 使債券殖利率走高, 同步帶動信用利差有擴張跡象, 而對比投等債, 非投資等級債利差走擴幅度更大, 相對地所面臨的風險也更高, 因此在配置上, 仍建議投資人以信評等級較高的投等債為主較為穩健。

升息循環漸入尾聲, 政策利率走勢先上後下



資料來源: Bloomberg。

恐慌情緒升溫, 非投等債信用利差走擴顯著



註: MOVE指數升高代表美債流動性收緊, 債市恐慌情緒升溫, 使拋售壓力加大, 債券殖利率上升可能性提升。

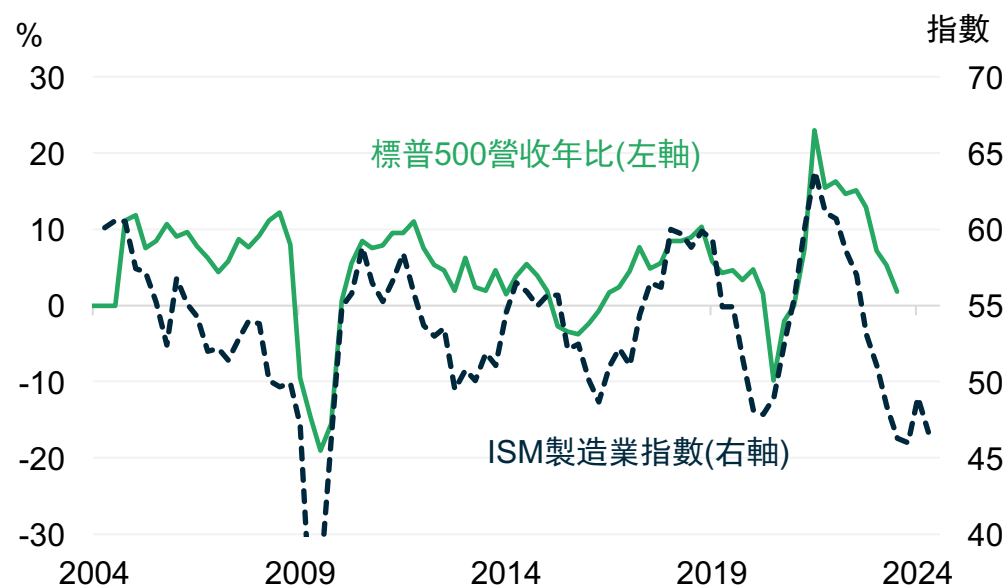
資料來源: Bloomberg。

美股 庫存調整不同調, 消費性電子族群可望率先回溫

受到美債利率高位盤整影響, 標普500指數持續受到打壓, 近3個月來已修正10%。不過, 11月FOMC會議再度維持利率不變, 市場解讀升息進入尾聲, 美債利率回落30個基點, 美股快速反彈5%, 整體而言, 高利環境下, 股市波動仍將偏大。但就基本面來看, 企業獲利持續在上修, 截至10/30, 已公布5成的企業財報, 獲利年增率已從先前預估的-0.4%, 上修至7.8%。

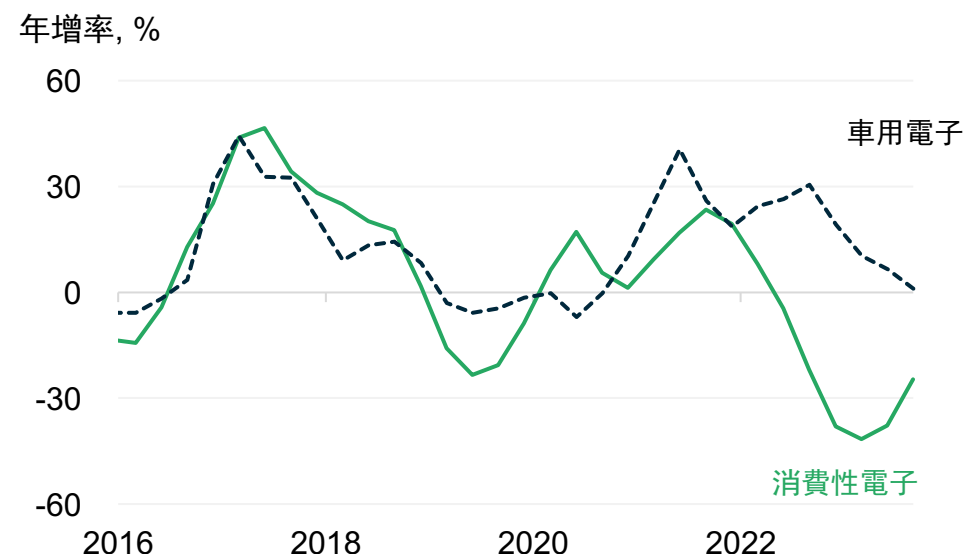
就類股表現來看, 相當分歧。ISM仍在打底階段, 庫存調整雖近尾聲, 但需求具有不確定性, 不同族群回溫速度有別。例如消費性電子歷經2年的調整, 目前的庫存已處在健康水位, 甚至歷經減產的措施, 英特爾、威騰展望相對樂觀。不過, 車用電子營收目前仍處在高峰, 加上缺車熱潮消退, 預期仍將面臨庫存調整壓力。

製造業景氣仍在打底, 營收回升需要時間醞釀



資料來源: Bloomberg。

庫存調整不同步, 消費性電子可望率先回溫



註: 車用電子為安森美、意法半導體營收年增率平均, 消費性電子為英特爾、美光、威騰營收年增率平均。

資料來源: Bloomberg。

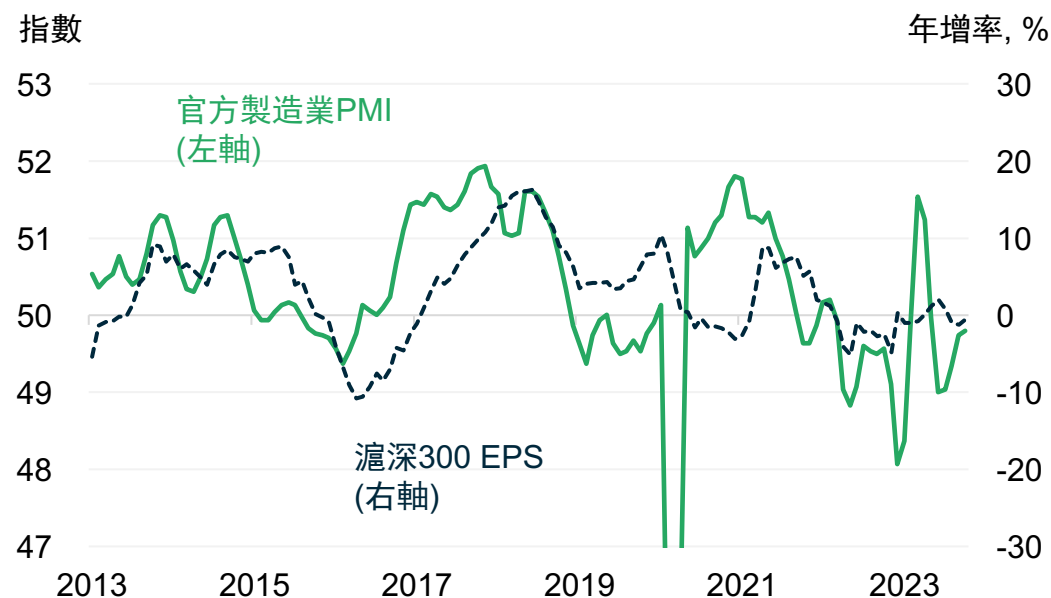


中國 景氣循環谷底擺盪，短線延續整理格局

景氣面：經歷9月官方製造業PMI短暫回到50上方後，10月最新調查值從50.2降至49.5，再度下滑至榮枯線下方，非製造業PMI也從51.7降至50.6，反彈趨勢未能延續。其中新訂單與新出口訂單分項同步下降，需求端乏力現象較為顯著。另一方面，Q2至Q3人均消費成長強勁，可能是受到疫後旅遊觀光所帶動，支出與可支配收入的增速出現分歧，加上目前就業環境不慎理想，Q4消費動能恐難延續強勁表現。

市場面：近期受惠1)政策積極度較高，特別國債將提振基建投資；2)中美對話頻率上升，地緣政治關係緩和，研判大盤下方風險可控。**考量景氣循環保持谷底擺盪，短線盤勢進入整理格局，債務與政策不確定仍高之下，股市中長期上檔空間有限。**

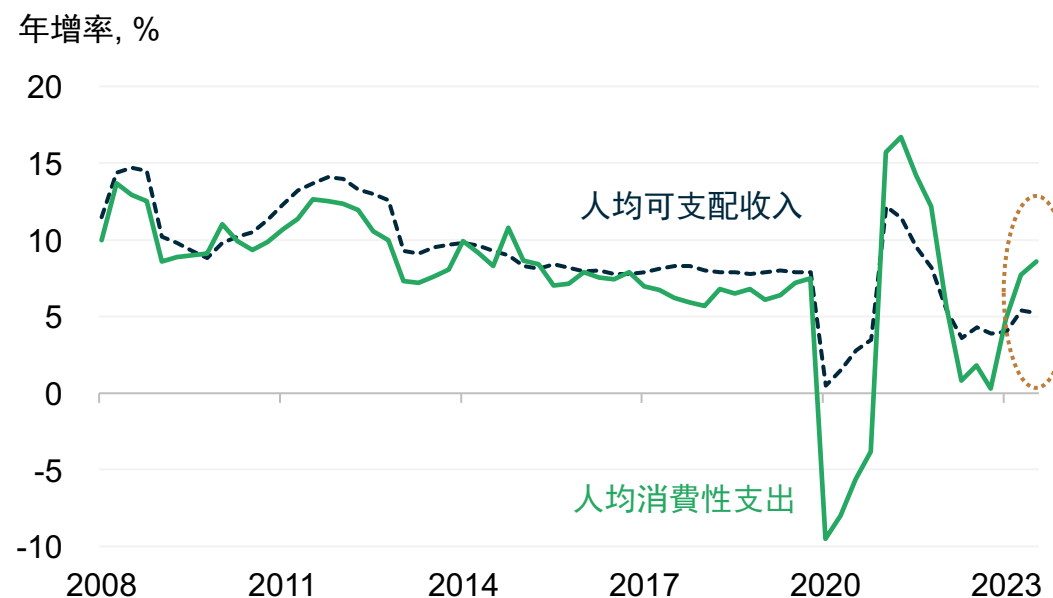
製造業PMI回落，需求與獲利展望乏力



註：1)製造業PMI取3個月移動平均。2)滬深300 EPS為前瞻12個月EPS預估值。

資料來源：Wind。

收入增速不如消費支出，Q4消費恐難保持強勢



資料來源：Wind。

台幣 半導體景氣雖將落底，但總統暨立委大選將屆，不確定性上升，外資連連賣超台股

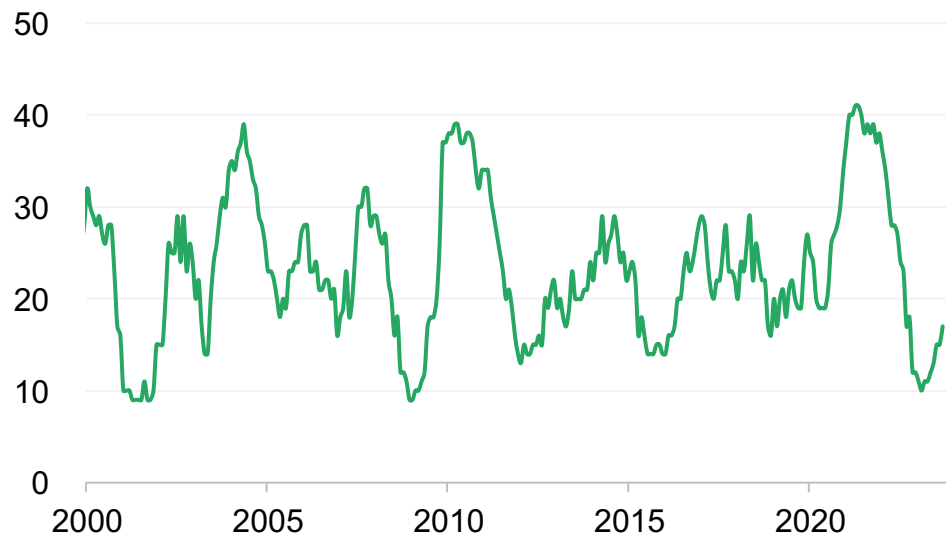
基本面築底：國發會近期公布9月景氣燈號脫離低迷藍燈，終結連10藍，轉成黃藍燈，綜合判斷分數為17分，較8月增加2分。國發會表示9月景氣燈號亮出代表「轉向」的黃藍燈，意味景氣正從谷底的藍燈往上，惟需注意產業間景氣回升先後有別，顯示當前景氣處於「不均衡復甦」。

政治不確定性上升：由於總統暨立委大選將屆，但民調態勢仍不明朗，不確定性無異隨日程接近而升高，而整體外資也無視基本面築底的事實，呈現連四月大幅賣超、月K連三黑的情況。

匯價：就基本面而言，隨半導體銷售逐步改善，將有利匯價回升，即便Fed仍不輕言寬鬆，但升息屆頂，對台幣的壓抑也將逐漸減輕；惟需留意台灣政治不確定性升溫，外資不易出現大幅買超，恐為台灣股匯隱憂。

景氣燈號分數持續改善

景氣燈號分數



資料來源：Bloomberg。

半導體景氣雖逐漸落底，但外資卻連四個月賣超台股

億台幣



資料來源：Bloomberg。

Nov 2023

6

Monday

歐元區Sentix投資者信心
歐元區HCOB服務PMI
德國工廠訂單
日本自分銀行服務PMI

7

Tuesday

歐元區PPI
德國工業生產
中國進出口
台灣進出口
台灣CPI

8

Wednesday

歐元區零售銷售
德國CPI
日本景氣動向領先指標

9

Thursday

美國初領失業金人數
中國CPI
中國社會融資

10

Friday

美國密西根大學市場氣氛
英國工業生產

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