



國泰世華銀行
Cathay United Bank

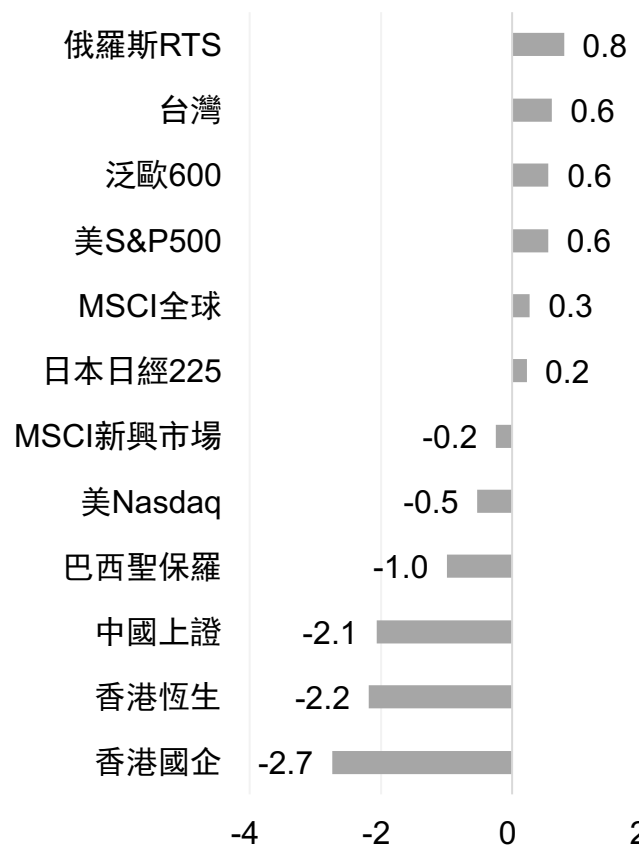
2023年7月21日

投資研究週報

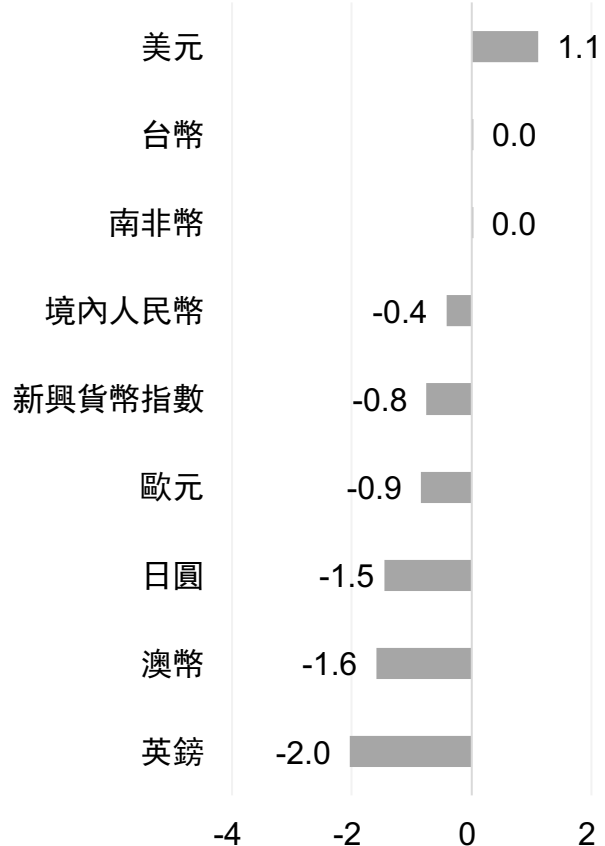
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

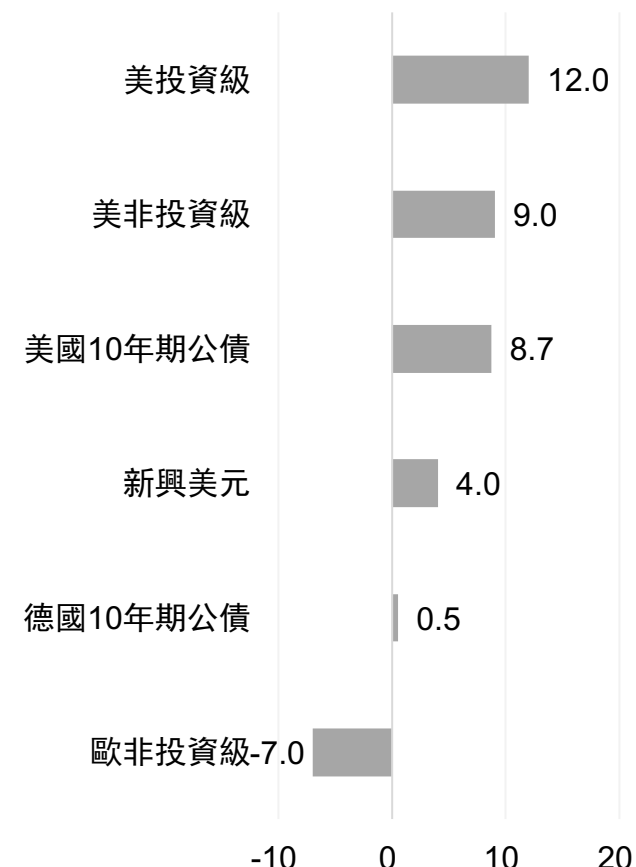
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/7/13- 2023/7/20。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

【市場焦點】

1) 財報季展開, 台、美重點企業怎麼說?

- 台積電上半年財報優於預期, 但**庫存調整延長至Q4, 全年營收衰退幅度擴大。**
- 美國高利率環境支撐銀行利差收益, Q2金融業獲利普遍優於預期。

2) 7月FOMC前瞻

- 聯準會在6月暫停升息後, **本次FOMC預期升息一碼**, 主席鮑爾保持鷹派口吻, 並重申今年不會降息。
- 考量美國物價增速將持續回落, 研判**7月過後再升息一碼的機率不高。**

3) 後續財報日程

- 7/26 德州儀器、Alphabet; 7/27 Meta、亞馬遜; 7/28 英特爾。

【策略思維】

1) **股市**: 科技與AI類股乖離過大, 適逢財報季期間, 留意企業獲利狀況使震盪加劇, 短線可留意落後族群。

2) **債市**: 即便7月再度升息, 但通膨降溫態勢延續, 貨幣緊縮難脫尾聲, 支持長線公債殖利率下行趨勢。

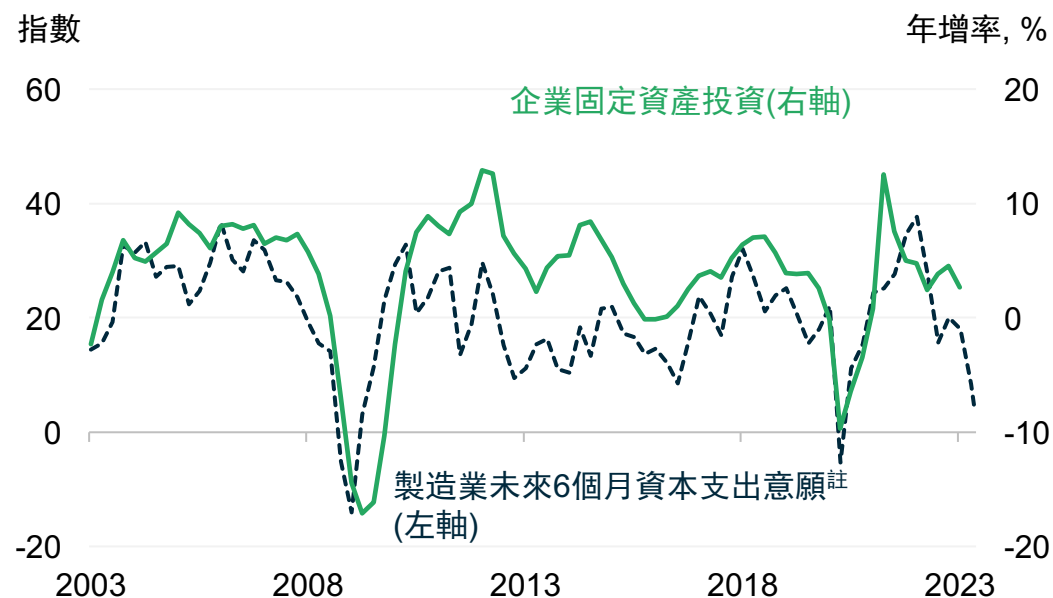
3) **匯市**: 亞幣前景有別, 中國弱勢復甦, 人民銀行寬鬆不利匯價; 台灣外銷訂單顯示出口回升仍需耐心, 台幣長線隨半導體循環呈現先貶後升格局。

美國民眾消費穩健，有利經濟衰退擔憂降溫

製造業庫存去化與聯準會強勢升息已逾一年，隨著升息步入尾聲，衰退與否持續成為市場關注重心。在需求尚未明朗、融資環境緊縮之際，製造業對未來的不確定性仍高，資本支出意願未見起色。

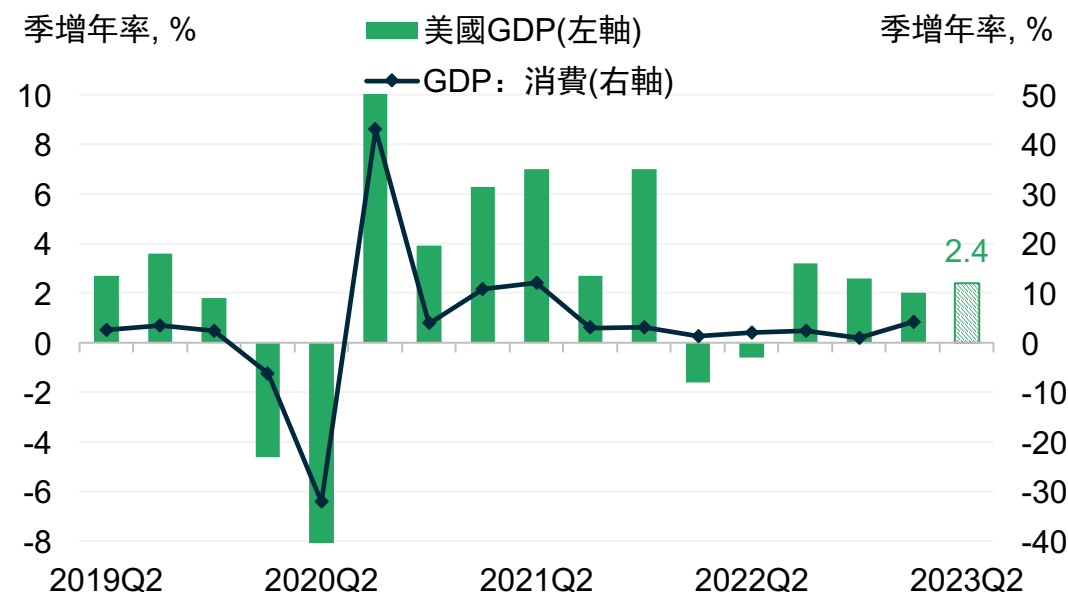
即便緊縮對景氣的影響或將逐漸浮現，然而，就業市場穩健下，民眾消費活動支撐美國經濟保持韌性。6月零售銷售雖然低於市場預期，但扣除汽車、汽油與建材等項目的零售銷售月增0.6%，**亞特蘭大聯邦準備銀行公布的Q2 GDP預估值達2.4%**。有鑑於此，預期經濟硬著陸的機率下降，相對溫和的循環下行或軟著陸為主要情境。

融資成本緊縮環境下，企業資本支出意願偏弱



註：製造業未來6個月資本支出意願為NY Fed公布的紐約州製造業指數分項。
資料來源：Bloomberg。

美國民眾銷售穩健提供經濟支撐



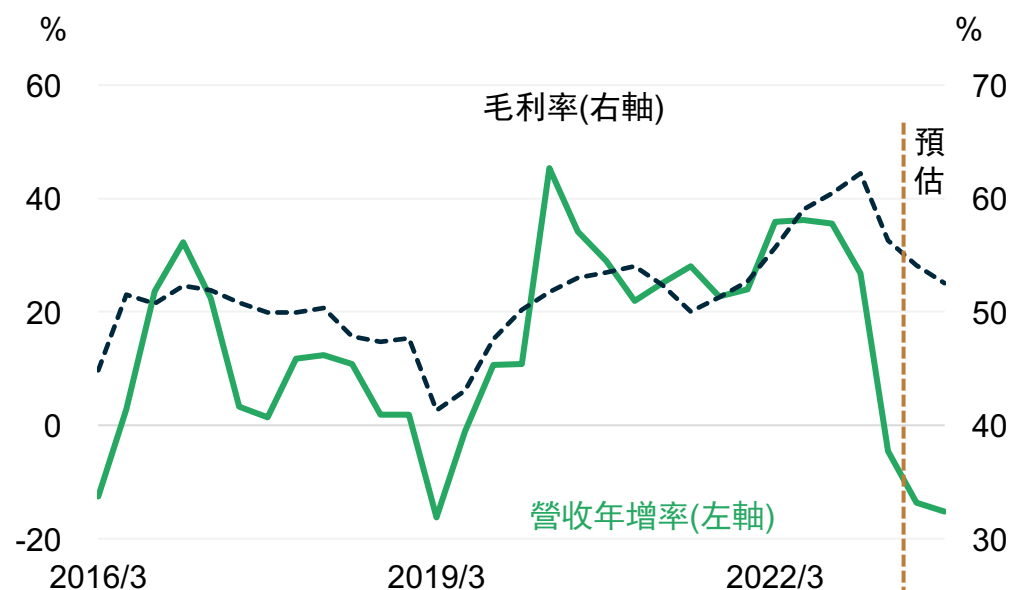
註：2023 Q2為亞特蘭大聯邦準備銀行GDP Now估算。
資料來源：Bloomberg。

台積電Q2營收優於預期, 但Q3展望不佳

台積電公布Q2財報, EPS為7.01元, 毛利率為54.1%, 小幅優於預期。不過, 展望Q3, 由於總體經濟動能疲弱, 客戶看法保守, 預估毛利率降至51.5~53.5%, **營收年增率進一步滑落至-15%, 研判庫存調整可能延續至Q4, 2023年營收衰退幅度從4-6%, 擴大至10%**。近期市場關注的AI, 需求確實強勁, 將擴大先進封裝產能, 因此維持今年的資本支出規模320-360億美元, 長期複合成長率也維持在15-20%間。

AI發展快速, 各家AI服務商首先需建置自家AI模型, 以應付大量算力, 也造成輝達GPU供不應求的盛況, 連帶台股供應鏈將受惠, 且AI伺服器未來幾年將維持7成以上的成長, 最快Q3就能看到營收貢獻明顯提升。

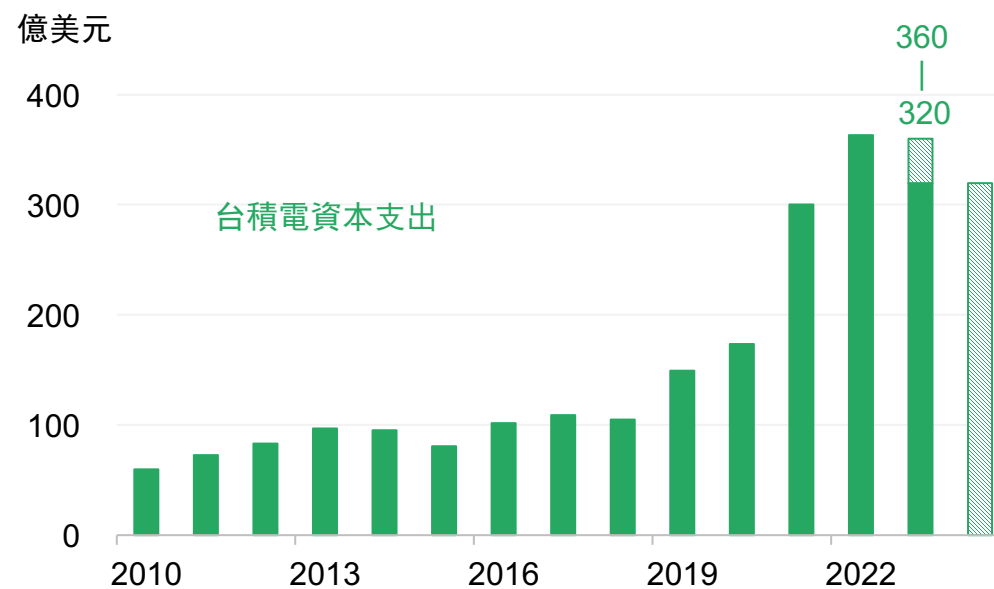
台積電預估Q3營收續降, 庫存調整至Q4



註: 預估值為台積電評估數據。

資料來源: TSMC, Bloomberg。

著眼於長期成長, 2023年資本支出維持320~360億美元



註: 虛線表示台積電預估值。

資料來源: 高盛, Bloomberg。

科技與AI族群乖離過大，財報季恐震盪加劇，短線可留意落後族群輪動

銀行股領跑美國財報季，大型銀行受惠升息帶來的利差收益，除了著重投資銀行與證券交易業務的高盛、大摩之外，淨利息收入普遍較去年同期有雙位數成長，也帶動EPS優於市場預期，推升銀行股近期走勢。

AI族群因資金匯聚，出現股價飆漲的現象，以那斯達克指數為例，指數與200日平均線的乖離程度已經接近過去10年的2倍標準差，乖離過大之下，投資人對利空消息反應較為敏銳，短線不宜追高，布局上可著眼其餘股價位階較低族群，但長線科技股體質與展望仍佳，未來拉回時仍是配置首選。

科技股乖短線乖離過大，追高宜慎

那斯達克乖離率，%

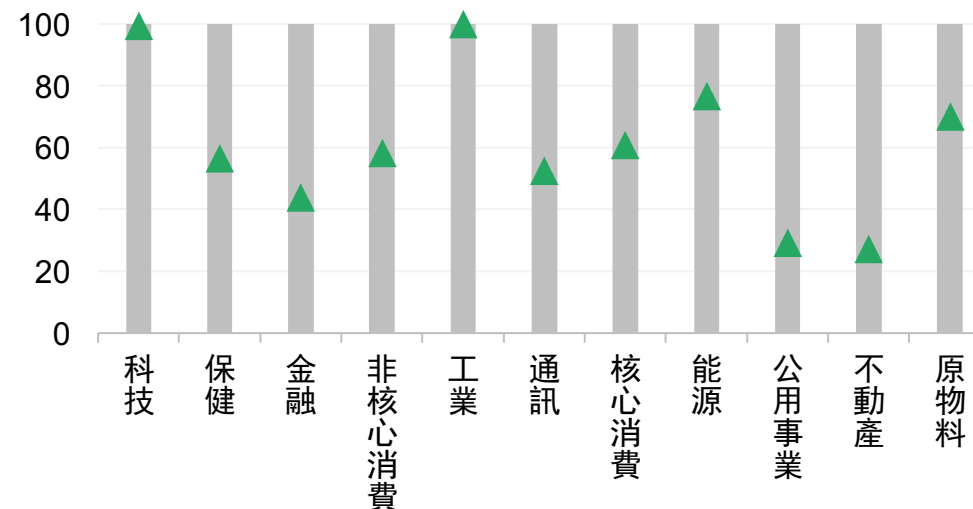


註：乖離率採用收盤價與200日移動平均線相差比例。

資料來源：Bloomberg。

除科技股長線看俏，落後族群亦有望補漲跟上

股價百分比位階，% ■ 過去兩年高低點 ▲ 目前



註：資料為標普500子產業指數，資料時間為2021/6至今指數價格。

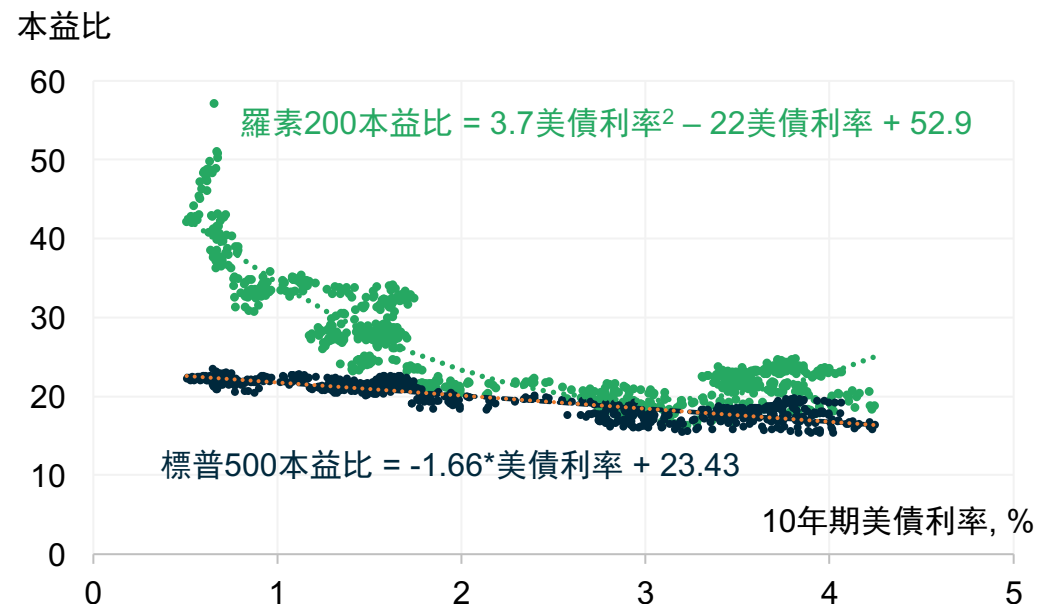
資料來源：Bloomberg。

利率回落有利評價回升, 但公司基本面有別, 小型股走勢更顯震盪

美國通膨回落至3%, 大幅低於預期, 帶動美債利率回落, 美元指數跌破百元關卡, 使市場氛圍更加樂觀, 帶動風險性資產全面走揚。從過去的經驗來看, 利率的回落, 有利股市估值的提升, 尤其是小型股, 因為beta更大, 加上基期較低, 短期可望有亮眼的表現。

不過, 就基本面來看, 小型股的營收與獲利仍相對不穩定, 以ARKK為例, 不少股票側重在比特幣與疫情紅利概念股, 隨疫情消退, 這兩大族群的營收增長很難重返過去的榮景。因此, 操作上仍以大型成長股為主。

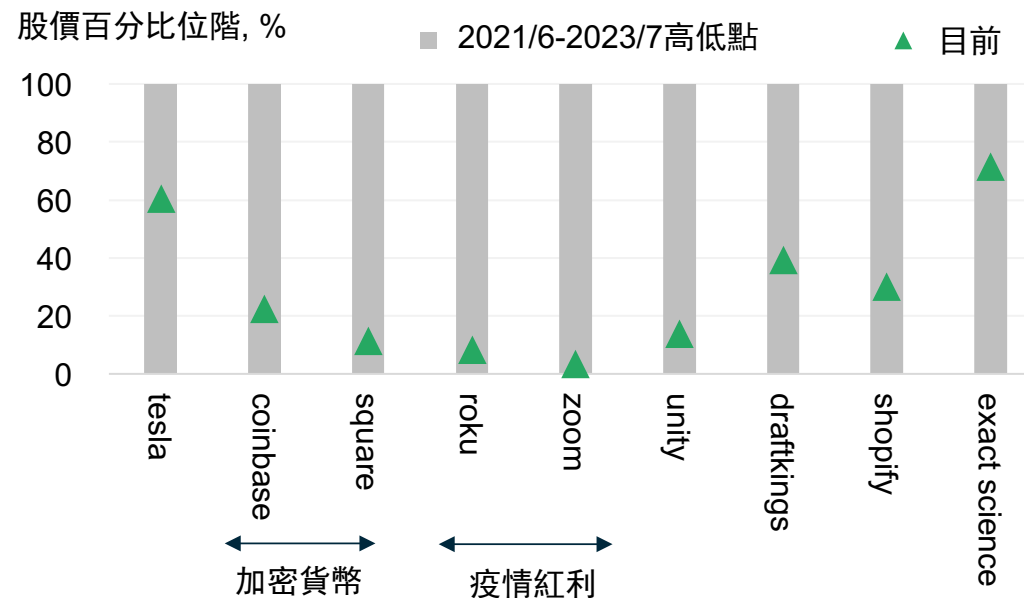
利率回落, 有助評價面修復



註: 資料期間為2020/7-2023/7。

資料來源: Bloomberg。

加密貨幣、疫情紅利概念股, 難回過去榮景



註: 取ARKK權值股。

資料來源: Bloomberg。

FOMC前瞻：7月將升息1碼，官員將維持鷹派論調，但預期7月後再升息的機率不高

考量5月以來持續強勁的勞動力數據，Fed僅因6月CPI超預期下降而轉向的機率不大，且觀察Fed官員於7/12通膨數據公布之後的發言也預告，**7月將再度升息1碼**，將政策利率提升至5.25-5.5%。

投研預期下半年通膨降溫速度將放緩，認為Fed官員為了爭取更多時間觀察經濟數據變化，將會維持鷹派論調，表示7月升息1碼後仍有升息的可能。不過，**考量Fed已將升息速度由每次會議升息一次，調降至每兩次會議升息一次，再加快升息的速度恐會增加Fed溝通難度**，故**預期9月連續升息機率並不高**，且隨時序往後，通膨持續下降下，Fed再啟動升息的門檻將越高。

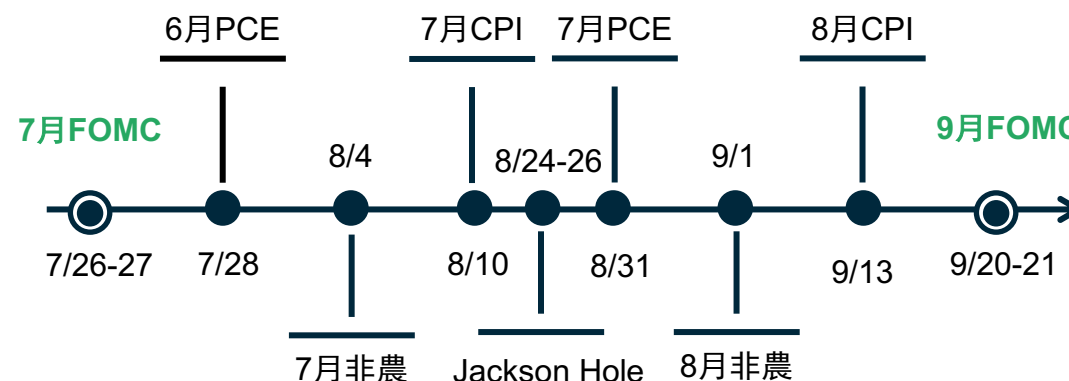
Fed官員近期談話

- | | |
|-------------------------|--|
| 7/14 Goolsbee*
(芝加哥) | • 通膨雖然仍高於目標，但趨勢好轉。重申Fed正走在使通膨降至2%，而不引起衰退的黃金道路(Golden path)。 |
| 7/14 Waller*
(Fed理事) | • 不能只憑6月通膨數字就斷定高通膨消退，並傾向在 今年剩餘的四次會議再升息2次，每次上調1碼 。 |
| 7/13 Daly
(舊金山) | • 儘管6月通膨數據有改善，但宣告戰勝通膨為時過早， 預期年底前可能將再升息2次 。 |
| 7/11 Williams*
(紐約) | • Fed尚未結束升息 。經濟尚未感受到過去升息帶來的所有影響，但表示就業市場的供需正在趨於平衡， 不認為美國會陷入衰退 。 |
| 7/10 Mester
(克里夫蘭) | • 為了確保通膨能持續且及時回到2%，預期利率需進一步上調。 |
| 7/10 Bostic
(亞特蘭大) | • 儘管通膨仍高，但 認為Fed可以保持耐心，因為利率已明顯處於限制性水準 。 |

註：*表示2023年具有投票權的Fed官員。

資料來源：Bloomberg。

9月FOMC會議前重要數據公布時程



註：日期為台北時間。

資料來源：Bloomberg。

債市 把握利率高位時機布債, 首選公債及基本面佳的投資級債

公債：在通膨下降趨勢延續、及升息近尾聲的環境中，預期公債利率上行空間有限，**長線趨勢將偏下行**。

信用面：Higher for Longer的利率政策影響將陸續顯現，以利息保障倍數為例，因企業多在低利期間大量發債的緣故，目前利息保障倍數仍維持在歷史高位，然已經連兩季下滑，且預期平均年限大約在3-4年左右的**非投資級債**，**將更快面臨在高利率環境再融資的挑戰**，相較之下平均年限為7-8年的投資等級債，利息成本快速飆升風險則相較有限。

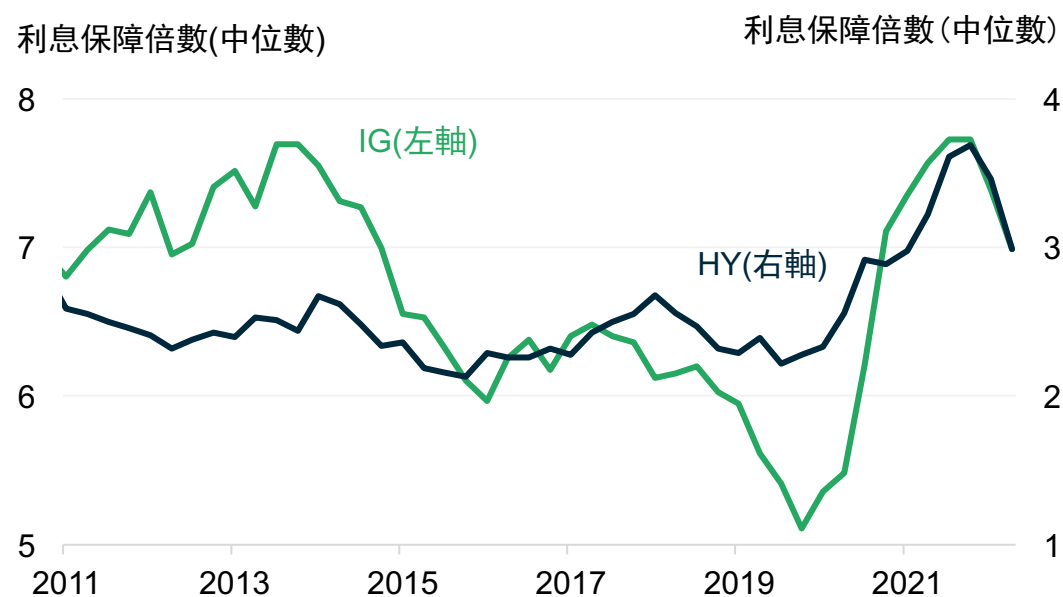
策略上，高政策利率的環境之下提推升了債市吸引力，但預期對非投資級企業帶來的挑戰也將較大，因此**債市布局仍應以公債及基本面佳的投資級債為主，非投資等級債為輔**。

高利率環境推升了債市吸引力



資料來源：Bloomberg。

隨債務先後到期, HY利息保障倍數下滑壓力顯重



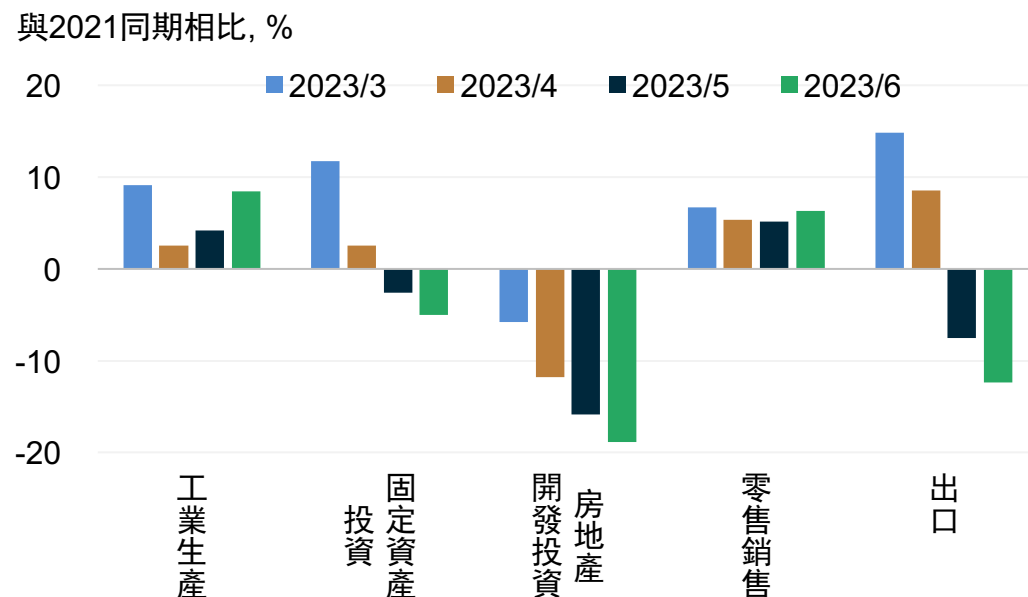
註：利息保障倍數= 稅前息前純益(EBIT) / 利息費用，衡量公司支付利息的能力。
資料來源：Bloomberg。

中國 下半年景氣狀況不易反轉，大盤延續震盪格局

經濟面：中國6月及Q2經濟成績黯淡，Q2 GDP年增率在基期效應下仍有6.3%，但明顯不如市場預期。從6月各項數據看來，內外需求疲弱的狀況仍未改善，外需出口年減幅高達雙位數之外，房地產對內需投資的拖累愈發沉重，消費動能有所回升，但幅度並不顯著。展望下半年，在房住不炒的框架下，民眾與建商對房市的信心不足，加上青年高失業率對消費的負面影響，預期景氣低迷的狀況不易扭轉。

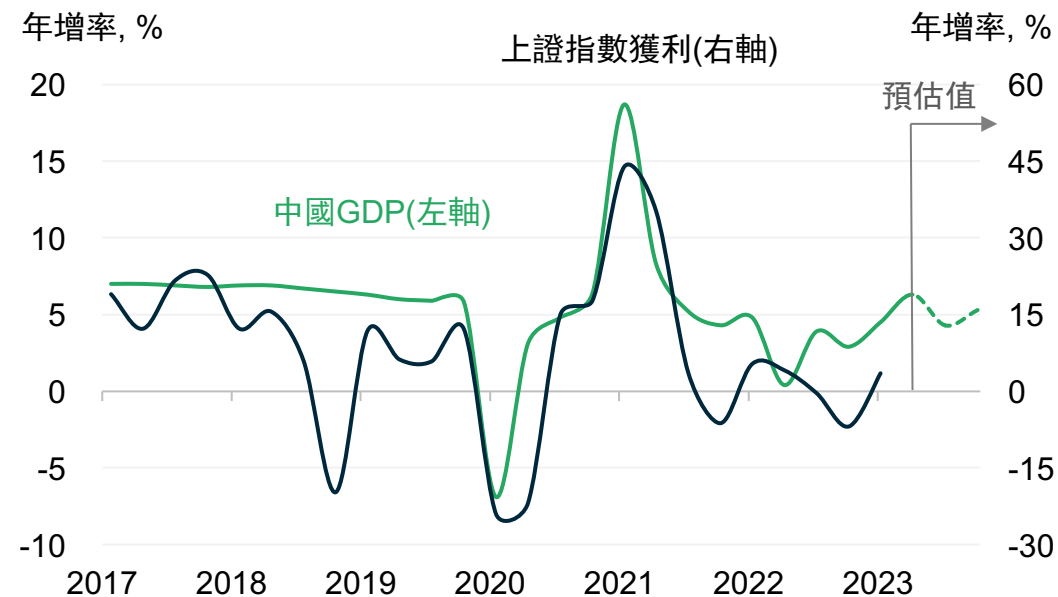
市場面：發改委消費刺激遲遲未能落地，投資人靜待7月中央政治局會議。整體而言，**經濟復甦乏力，企業獲利展望難言樂觀，將使大盤上行動能承壓。不過，指數本益比處於近年低位，加上寬鬆政策支撐，股市下方風險有限，研判指數仍將保持區間橫盤。**

6月主要經濟數據延續弱勢



資料來源：Wind。

預期下半年企業獲利增速持續低盤



註：預估值採取Bloomberg統計券商預估值平均數。

資料來源：Wind, Bloomberg。

人民幣 經濟冷復甦，通縮風險高，人行被迫續行寬鬆，不利人民幣長線走勢

中國經濟遭遇多重挑戰，包括疫情導致的封鎖損失、房產走低、外資流出等，這些因素都對中國經濟產生了嚴重的衝擊，這些負面衝擊也在中國物價的表現上有所反應，**整體形塑出經濟冷復甦的態勢。**

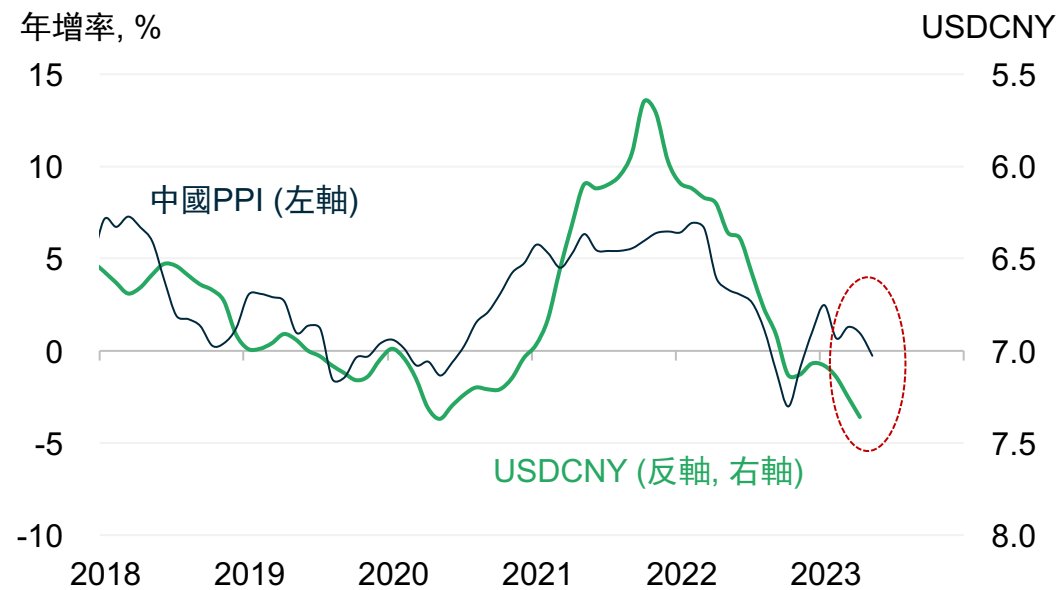
為了抵抗經濟下滑壓力和房市引發的金融危機，中國人行在今年已經多次採取了寬鬆政策，包括降低存款準備金率、提供流動性支援等。然而，這些措施尚未有效地刺激實體經濟和改善市場信心。且在全球主要央行貨幣收緊的政策背景下，**人行如果繼續寬鬆政策，更對人民幣匯價形成壓力。**

中國通膨持續下行，透露內需不振，恐陷通縮風險



資料來源：Bloomberg。

通縮風險下，人行將續行寬鬆，不利人民幣長線走勢



資料來源：Bloomberg。

台幣 製造業、出口仍具挑戰, 台幣長線呈『先貶後升』格局, 短線走勢則受台股牽動

台灣外銷訂單：經濟部公布6月外銷訂單金額441.8億美元，資通訊和電子產品表現不如預期，拖累6月接單金額年減24.9%，為連續10個月負成長；累計上半年接單金額為2685.7億美元，年減20.8%，創自2010年以來同期最深跌幅。經濟部統計處長黃于玲表示，Q3表現將較Q2成長，且AI科技、車用及高效能運算等應用可支撐部分接單動能。即便如此，高基期、庫存去化等因素仍在，因此要見到出口動能築底**回升恐還需要時間**。

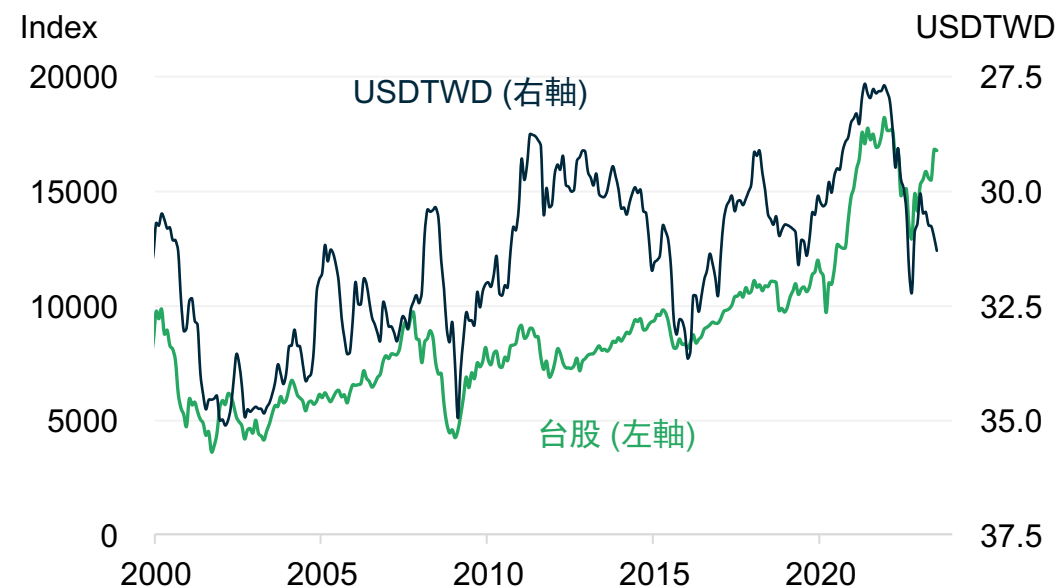
台幣匯價：長線而言，即便Fed將再升息，但也接近升息循環尾聲，**台幣長線隨半導體循環呈現先貶後升格局**。但就短線而言，外資不再一味買超，加上目前半導體循環仍舊下行，較不利台幣，**短線匯價易隨台股震盪**。

外銷訂單連10黑, 出口動能仍在築底的過程



註：資料為三個月均值。
資料來源：Bloomberg。

外資買賣超主導, 台幣短線跟隨台股震盪



資料來源：Bloomberg。



July 2023

24	Monday	25	Tuesday	26	Wednesday	27	Thursday	28	Friday
台灣失業率 台灣工業生產 美國採購經理人指數 日本採購經理人指數 歐元區採購經理人指數		德國IFO 南韓GDP 美國消費者信心		美國新屋銷售		美國GDP 美國FOMC ECB利率會議 中國工業利潤 德國消費者信心 美國初領失業救濟金		日本CPI 德國CPI 台灣GDP 美國個人收支 BOJ政策利率 美國密西根大學調查	

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