



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年8月11日

# 投資研究週報

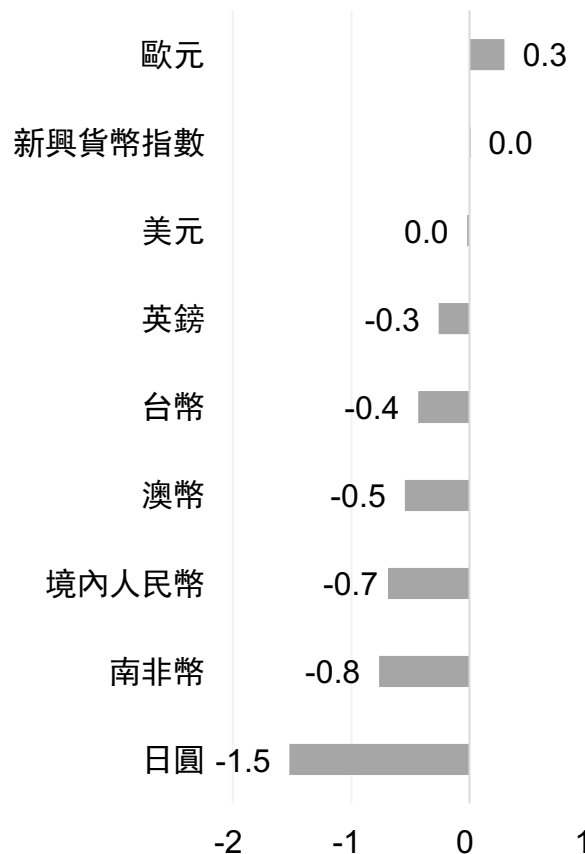
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

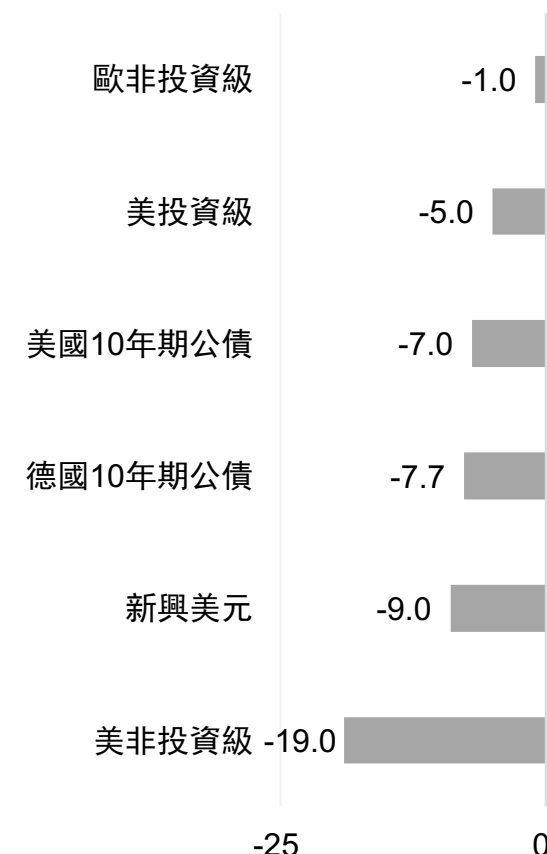
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/8/3- 2023/8/10。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 美公債利率短期高位震盪, 但長線下滑趨勢不變

- 油價基期紅利消退使7月CPI小幅回升至3.2%, 但核心CPI持續緩步下降
- 美政府擴大舉債推升近期利率走揚, 但尋息需求、降息預期及通膨降溫, 公債殖利率長線偏下

### 2) 庫存調整近尾聲, 企業獲利將逐步增溫

- 企業財報大致底定, Q2獲利年增率上修至-5.2%, 優於預期比例回升至8成
- 短期資金過度集中, 加上評價快速拉高, 將帶來漲多回調壓力

### 3) 未來關注風險

- 中國房企碧桂園存有違約風險, 同時中國經濟面臨通縮壓力
- 穆迪下調中小銀行評等為短期擾動, 不致構成銀行危機

## 策略思維

1) **股市：**短線資金過度集中，加上AI熱潮有所降溫，市場震盪難免。往年底看，股市拉回仍可布建，主因1)庫存調整近尾聲，靜待需求回升，2)企業獲利將重回正成長態勢。

2) **債市：**美財政部擴大舉債、日銀調整貨幣政策，使利率近期維持高位，不過，美國通膨降溫態勢不變，聯準會升息循環已至終點，支持長線公債殖利率下行趨勢。

3) **匯市：**外資短線調節，使台幣近期偏弱，但出口見改善跡象，加上美元長線偏弱，台幣可望先貶後升。



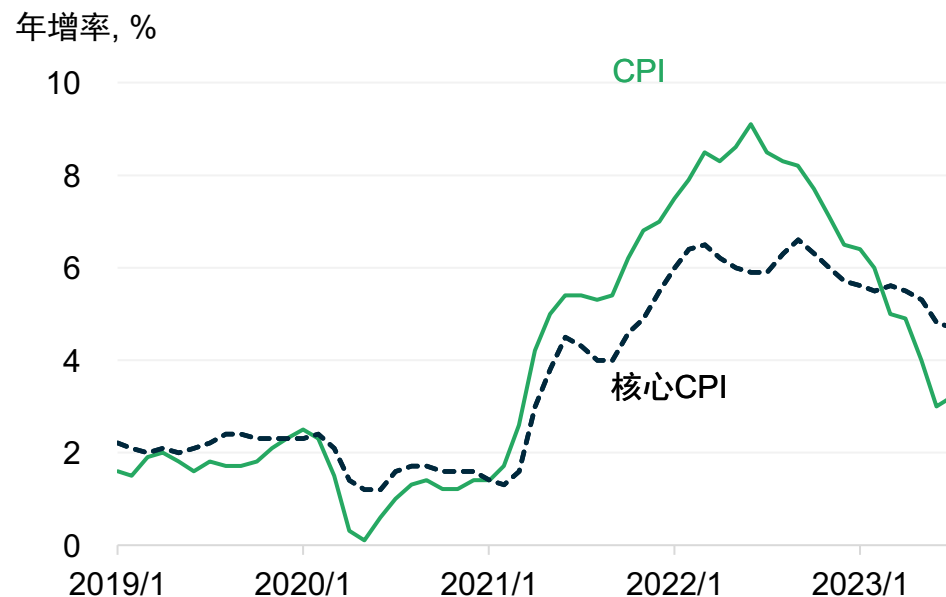


## 核心通膨持續下滑, 但速度放緩

根據最新統計, 7月CPI年增率從前期3%小幅反彈至3.2%, 但核心CPI持續下滑至4.7%, 主因為油價基期紅利消退, 導致CPI意外反彈, 但租金下滑、新車價格下跌等因素, 使得核心CPI持續降溫。

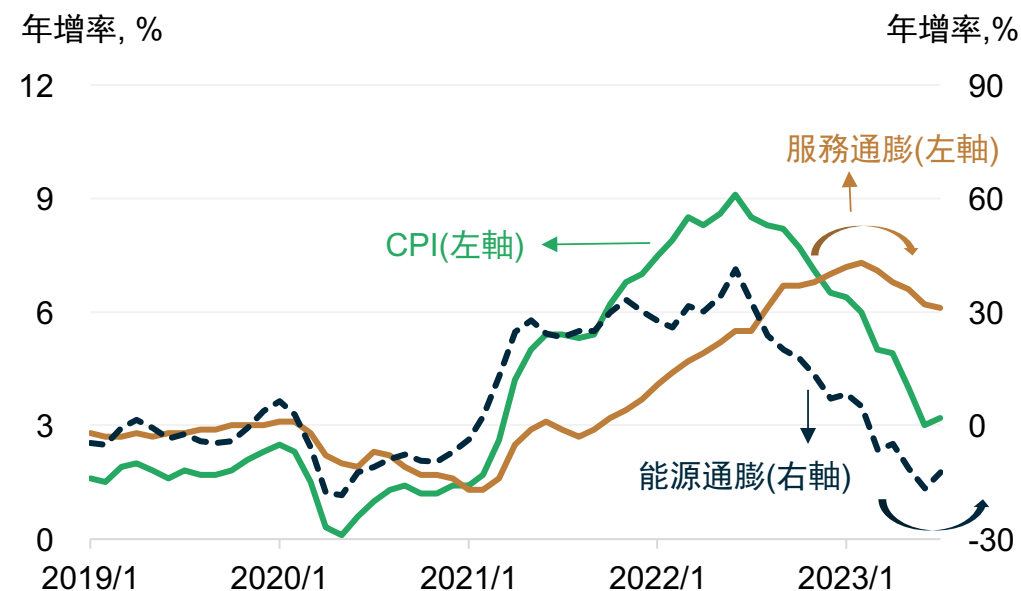
展望後市, 油價緩步墊高, 商品價格降幅將逐步收斂, 但高利環境對民眾消費、房市的衝擊持續在發酵, 甚至供應鏈也有所改善, 預期服務通膨仍將持續下滑, 有利核心CPI維持下滑態勢。

### CPI反彈, 但核心CPI持續降溫



資料來源: Bloomberg。

### 服務通膨與能源通膨出現轉折點



註: 美國CPI分項中, 能源權重7%, 而服務通膨權重58.3%, 其中房租租金權重34.7%。  
資料來源: Bloomberg。

## 公債利率短期維持高位，惟長線下滑趨勢不變

近期財政部債券標售不理想，加上此前就業數據穩健、財政部提高發債規模及日本央行調整貨幣政策因素，使得美國10年期公債殖利率近期維持在4%上方作整理。不過，長線公債仍舊偏下，主因有1)通膨下降速度趨緩，但下滑趨勢不變，2)追求穩定息收的大型保險公司，仍將很大的比重放置在債券市場，3)市場預期明年中下旬，聯準會可望啟動降息。

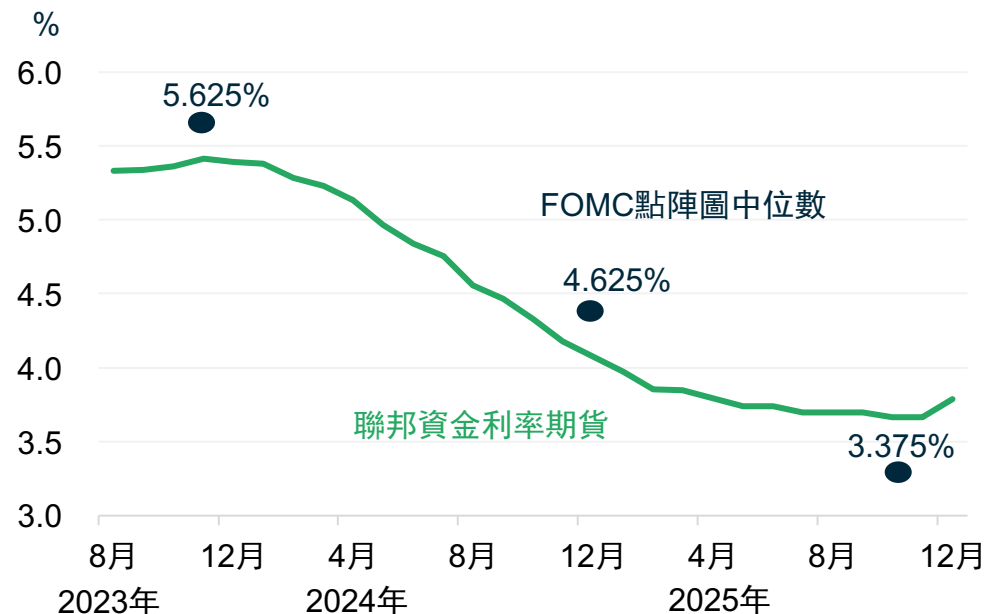
值得注意的是，聯準會雖可望降息，但難以回到過去零利率環境，資本利得空間相對受限。

### 核心通膨持續降溫，有利公債利率下滑



資料來源：Bloomberg。

### 明年降息預期高漲，不利公債維持高位



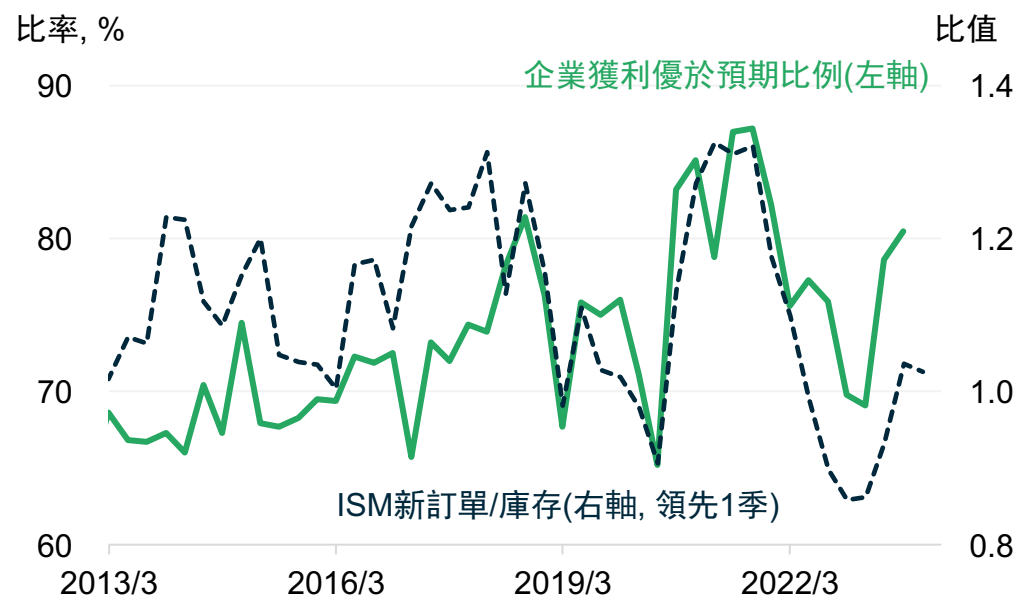
資料來源：Bloomberg。

## 庫存調整近尾聲，企業獲利將逐步改善

時序邁入8月，企業財報公布已邁入尾聲，根據最新統計，Q2獲利較去年同期成長衰退5.2%，可能創2020年最大衰退幅度，但市場早已預期，且此前也早已下修財測，使得優於預期的比例也逐步回升到8成，這也是激勵今年股市上漲的原因。

不過，隨著股價走高，短期評價也明顯高於10年的均值，加上公債利率再度回彈，都將使股市短期有漲多回落的壓力。但景氣面而言，庫存調整已近尾聲，ISM新訂單/庫存比已連2個月站上1，提供股市中長期拉回布局契機。

### 庫存調整近尾聲，企業獲利也將改善



資料來源: Bloomberg。

### 殖利率攀高，將對股市評價形成壓力



資料來源: Bloomberg。

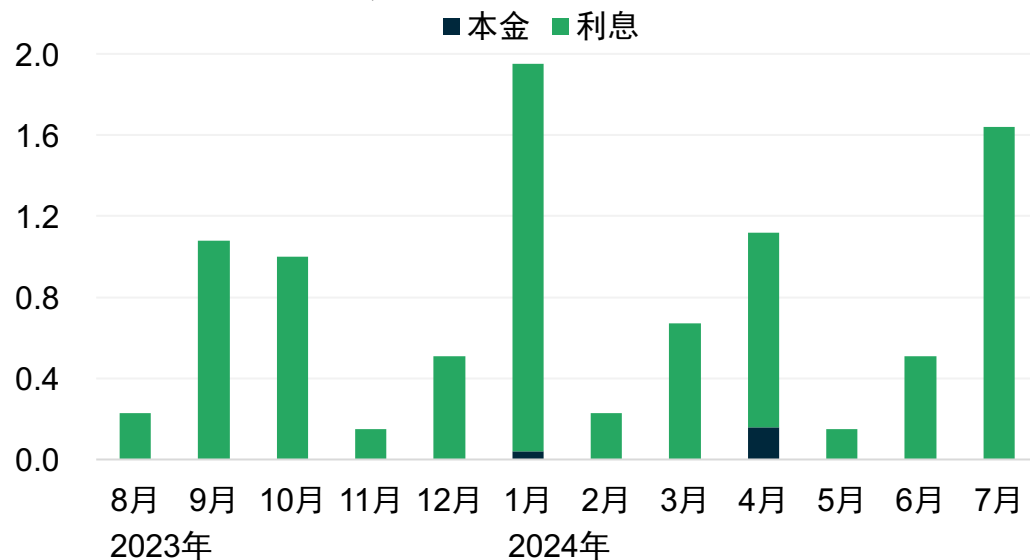
## 碧桂園債務危機與中國經濟通縮壓力, 需持續關注

中國龍頭建商碧桂園於8/8證實, 8月須支付的2250萬美元債券利息無法按時繳交, 雖有30天寬限期, 但後續違約風險仍大, 展望未來, **財務壓力更為沉重, 尤其在2024/1有近2億美元利息費用**, 顯示危機遠未結束。與此同時, 中國經濟本身面臨更大的通縮風險, 7月CPI為-0.3%, 繼2021年後再度為負值。

金融市場: **隨中央政治局會議後, 管制鬆綁與政策力道加強, 短線大盤走勢有望受到提振, 但大型建商的債務再度暴雷, 加上中國經濟的結構性問題難解**, 及出口外需不振, 研判股市難見牛市行情, 操作以波段行情視之。

### 未來1年碧桂園外債償付壓力沉重, 明年1月為最高峰

碧桂園每月債務償付金額, 億美元

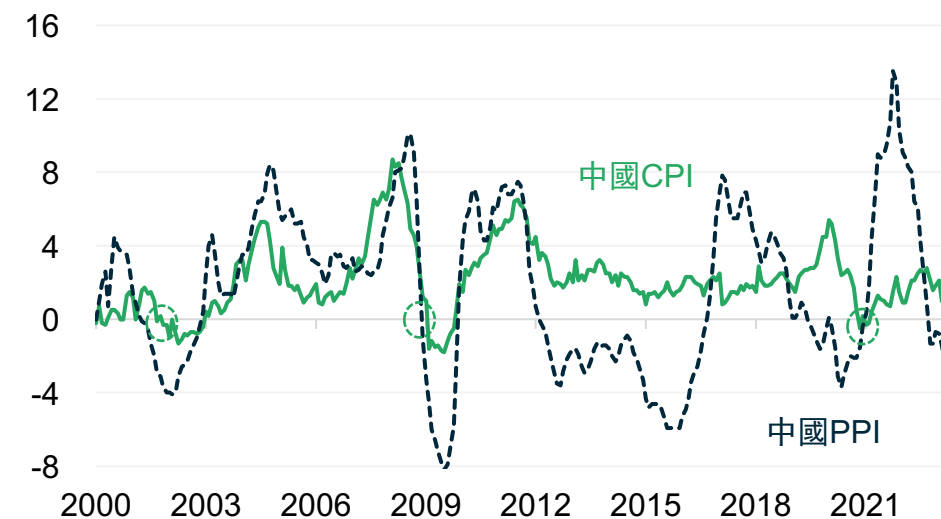


註: 僅包含境外發行債券。

資料來源: Wind。

### 中國面臨經濟通縮壓力

年增率, %



資料來源: Wind。

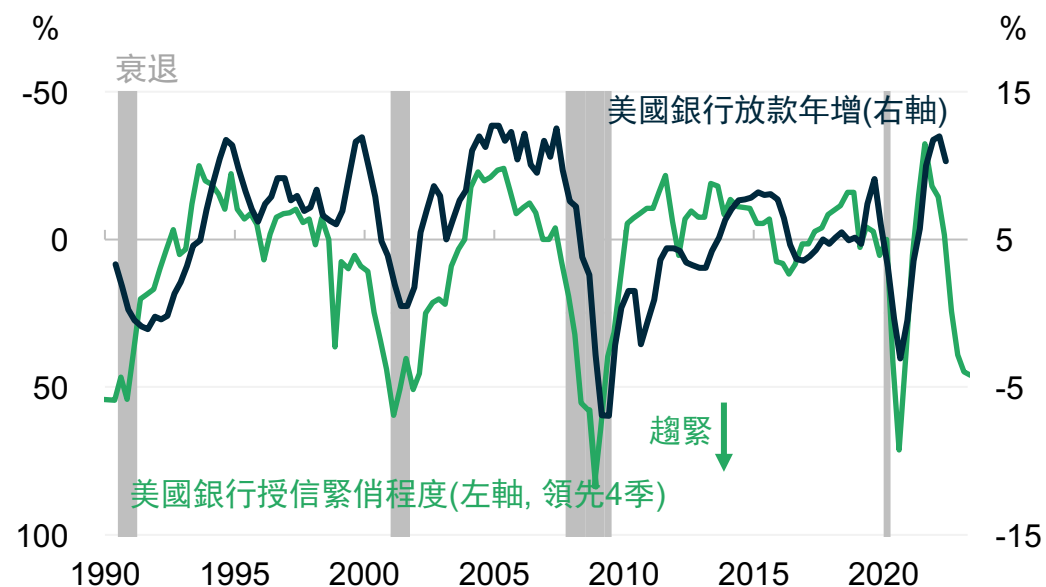


## 穆迪對中小銀降評為短期擾動,不致構成銀行危機

國際信評機構8/8指出,由於擔心美國將於2024年初面臨溫和衰退風險,加上商業不動產的降溫,對部分銀行構成一定壓力,因此,調降10家中小銀行評等,及6家大型銀行的展望。考量美國就業市場依舊穩健,投行也陸續調降美國衰退機率,此外,自3月區域銀行危機以來,聯準會釋出BTFP等政策,已讓銀行流動性危機大幅解除,預期穆迪的降評,對銀行業的衝擊有限。

不過,根據聯準會SLOOS調查,美國銀行業Q2持續緊縮信貸,這對銀行獲利或經濟活動仍構成一定的壓力,因此,現在銀行股的配置上,仍以大型銀行為主。

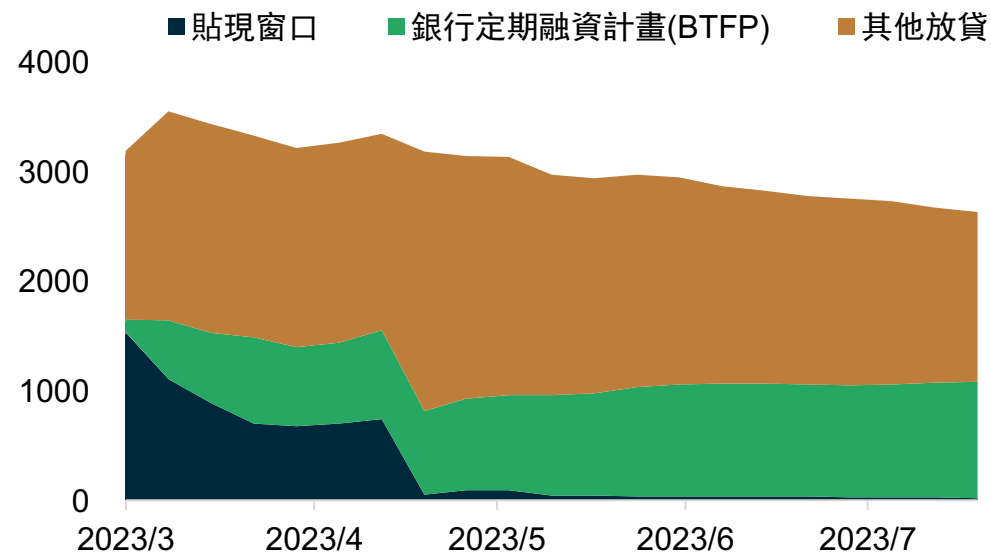
### 利率高位,貨幣政策的遞延壓力仍在



資料來源: Bloomberg, Fed。

### 銀行對資金需求逐步下降,顯示流動性問題已緩解

Fed放貸至銀行的金額, 億美元



資料來源: Bloomberg。

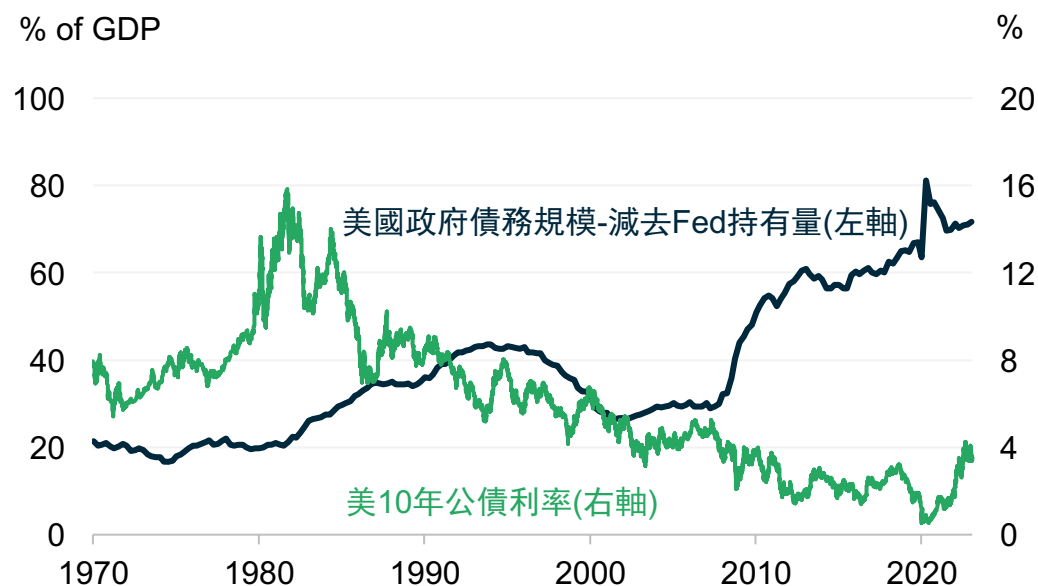


# 公債 美公債供給面疑慮添增債市擾動，惟歷史經驗顯示政府規模上升對殖利率影響有限

美國遭惠譽降評後，市場對美財政部發債關注度提升，添增短線公債籌碼面的擾動，惟由美國政府債務規模與美10年債殖利率過去50年的走勢來看，政府債務規模上升對殖利率的影響則相當有限。預期在美元仍是全球最主要的儲備貨幣的背景下，美公債將持續成為各國政府資金去化的去處。

長線來看，美國經濟及Fed貨幣政策才是影響公債殖利率的關鍵，考量1)景氣在高利率及信貸環境趨緊的環境將逐步放緩，2)實質政策利率漸高，明年Q2-Q3聯準會可能有降息壓力，料將支持公債利率長線偏下的走勢。因此策略布局上，可把握消息及籌碼面因素推升殖利率之際，逢高鎖利。

## 歷史經驗顯示，美債務規模上升對殖利率走勢影響有限



資料來源：Fred。

## 長線來看，經濟及貨幣政策才是影響美公債利率的關鍵



資料來源：Bloomberg。

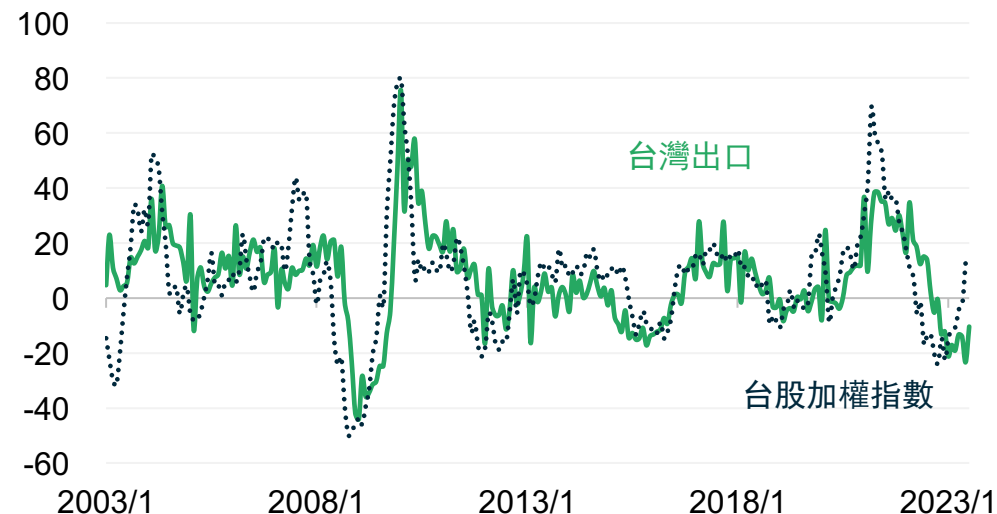
# 台股 出口年減幅漸縮小, 台股下檔有撐

台灣7月出口年增率-10.4%，出口連11個月負成長，其中電子零組件年減7.9%明顯較6月拉升，資通視聽產品由衰退轉為大幅成長54.1%，而傳產類產品受國際需求急凍、中國解封後復甦乏力，塑化、紡織、金屬製品跌幅在3成上下。財政部預估8月出口仍將出現衰退，11月由負轉正機率較大。

台灣電子業庫存回到健康水位，隨著返校需求及年底假期銷售旺季，加上AI興起，企業增加設備投資，可望帶動營收成長，由於**長期景氣由底部翻揚，明年台灣企業獲利將恢復正成長，形成下檔支撐**。外資在7月雖出現今年以來首度淨匯出，使得台股在17000點之上續航力不足，但外資對台股持股水位並不高，且全年對台股仍維持資金淨匯入，長期展望仍不看淡。

## 出口年減幅漸縮小, 台股下檔有撐

年增率, %

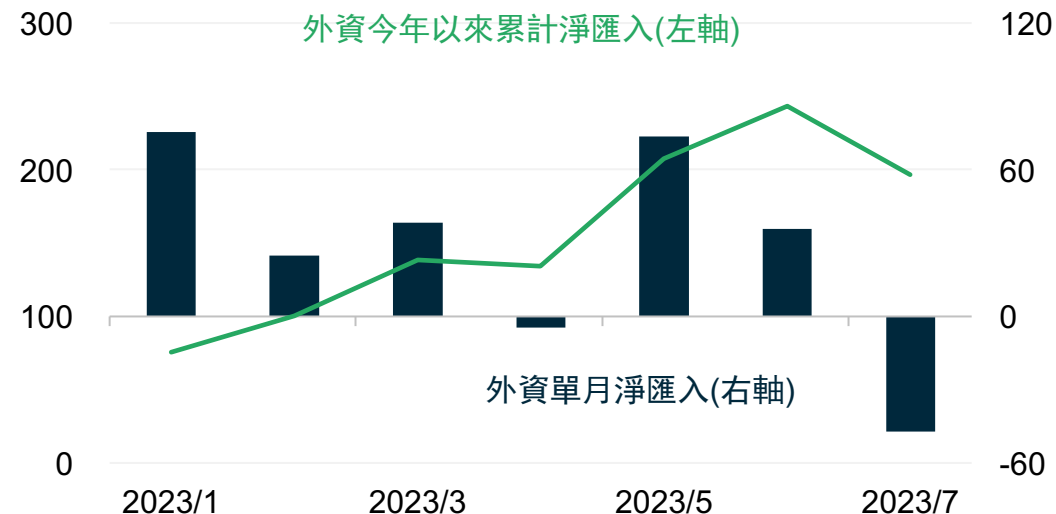


資料來源: Bloomberg。

## 外資6月轉匯出, 全年仍維持淨匯入

億美元

億美元



資料來源: 金管會, Bloomberg。

# 台幣 台灣出口連11黑, 下行趨勢尚未扭轉, 台幣仍係『先貶後升』格局

台灣出口：財政部公布7月出口值為387.3億美元，年減10.4%，連11個月負成長，財政部預估8月出口也可能是連12黑，但年減幅度有縮小趨勢，且可能至Q4出口才有機會轉正。財政部統計處長蔡美娜分析，7月出口受惠於AI新興應用需求及科技產品旺季來臨，跌勢減緩，但因1)貨幣緊縮壓力持續打擊投資信心，2)中國大陸內外需求偏弱，3)供應鏈庫存調整壓力未完全解除，因此出口表現仍不理想。

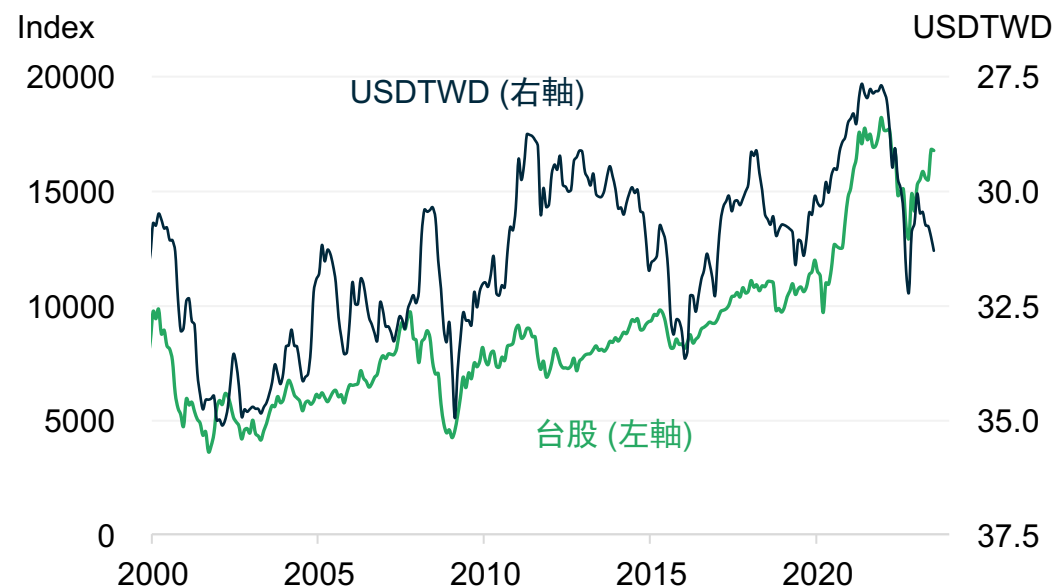
台幣匯價：長線上，即便Fed將再升息，但也接近升息循環尾聲，台幣長線隨半導體循環呈現先貶後升格局，Q3匯價偏弱、Q4逐漸回升的機會較高。短線上，風險氣氛較不利台幣，但近日隨台股已下修至季線，需留意若中國碧桂園信用事件影響擴大，可能連帶影響台灣股匯市。

台灣出口連11黑, 出口動能仍疲弱



註：資料為三個月均值。  
資料來源：Bloomberg。

外資買賣超主導台幣近期走勢



資料來源：Bloomberg。

# Aug 2023

<b>14</b> Monday 中國新增人民幣貸款 中國貨幣貸款	<b>15</b> Tuesday 德國ZEW調查 日本Q2 GDP 美國零售銷售 美國NAHB房屋市場指數	<b>16</b> Wednesday 美國新屋開工 美國營建許可 美國工業生產 歐元區Q2 GDP	<b>17</b> Thursday 日本進出口 日本核心機械訂單 美國初領失業金人數	<b>18</b> Friday 美國領先指標 台灣Q2 GDP
--	---	---	---	---

## 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