



國泰世華銀行
Cathay United Bank

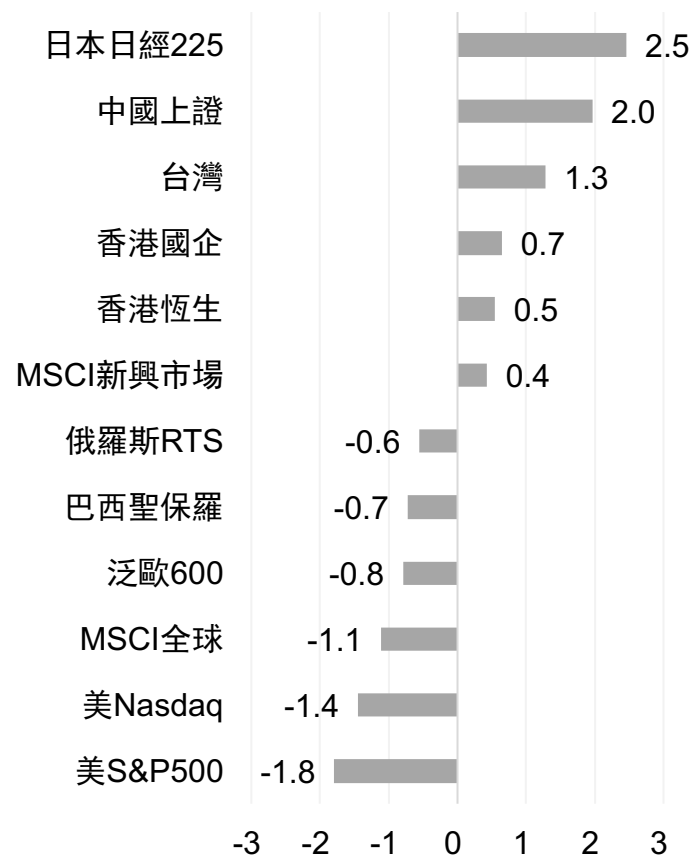
2023年5月5日

投資研究週報

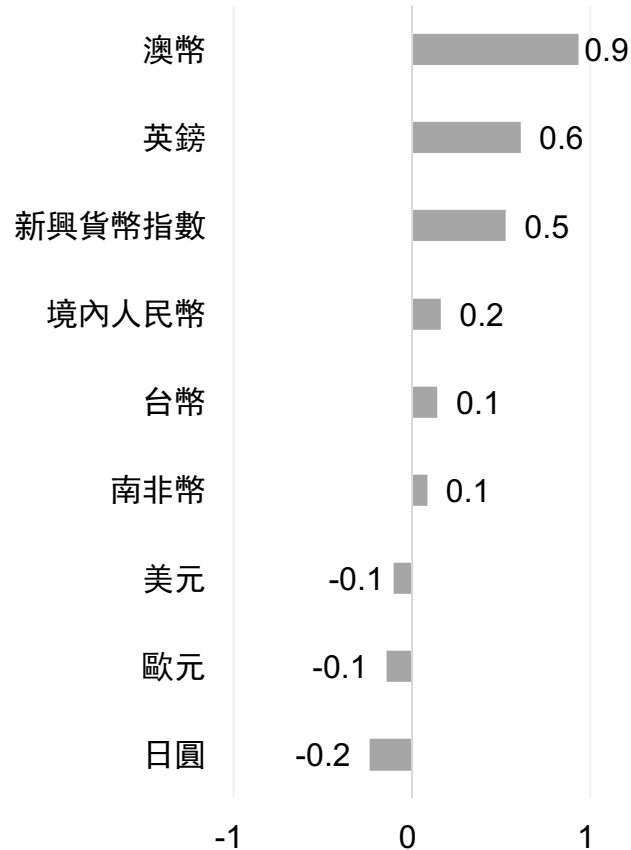
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

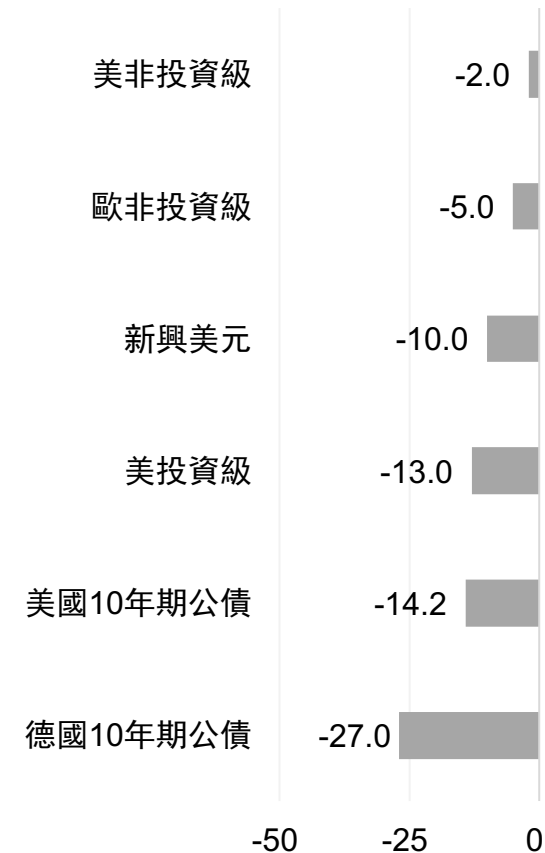
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/4/27-2023/5/4。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 聯準會如期升息1碼，研判升息屆頂

考量當前通膨水平仍舊偏高，聯準會再度升息1碼，不過，實質利率已明顯翻正，研判此波升息循環已告終。另外，針對銀行業問題，聯準會強調當前的銀行系統具有一定的韌性，不致引發系統性風險。

► 聯準會升息屆頂後，股票動能將回升

自去年以來，由於聯準會快速升息，導致股價大幅修正。不過，隨著升息暫緩，利率風險下降，有利股票動能逐步回升，但歷史經驗顯示，強勢族群並沒有一定的規律。

► 企業財報好壞參半，靜待庫存落底

美國大型科技股財報陸續公布，蘋果雖優於預期，但高通、聯發科等財報透露手機需求仍疲弱，庫存調整週期遞延。不過，ISM新訂單/庫存比已緩步回升，透露長線布局訊號，待股市拉回後再分批布建。

股市

美國企業財報好壞參半，區域銀行問題再起，加上中國製造業PMI回落，使近期股市陷入震盪。長線而言，庫存調整進入尾聲，靜待股市**拉回再布建**；標的方面，則以**現金流穩健的大型龍頭股**為優先選擇。

債市

過去升息屆頂到降息平均時間為8.5個月，**觀察升息屆頂後6個月，無論是10年還是2年公債殖利率都是走降**。因此，即便今年降息可能性不高，仍應把握布債契機。

匯市

歐洲央行仍有升息壓力，將使美歐利差進一步收斂，支持美元長線偏弱。不過，台幣受「半導體循環」影響更甚，加上外資近期賣超調節，使台幣近期與美元脫鉤。**往下看，庫存調整近尾聲，台幣較上半年偏強呈現。**

Powell暗示：5月升一碼後，有望升息屆頂

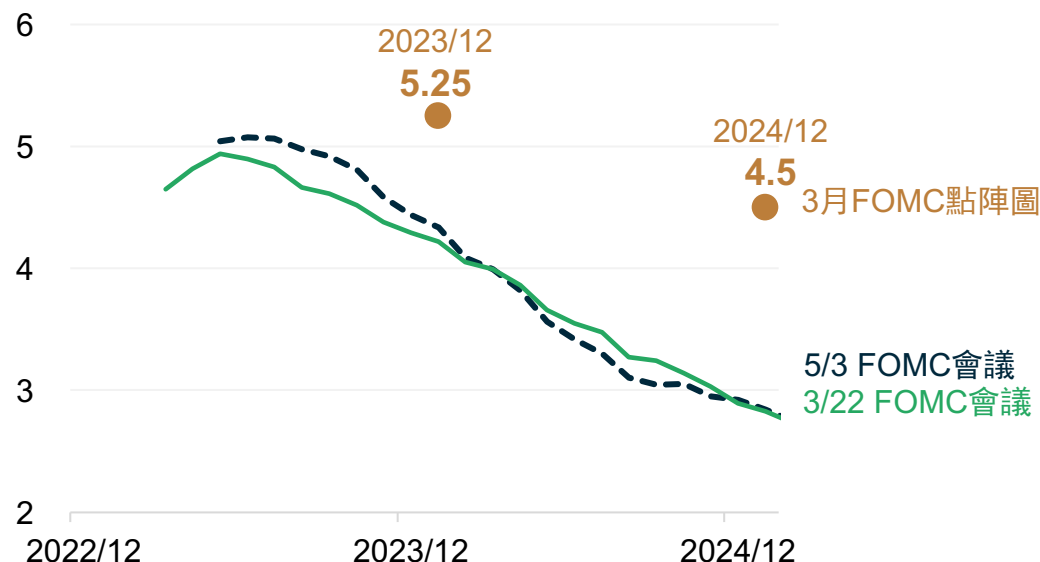
Fed升息1碼，將利率上限升至5.25%，維持現行縮表計畫。政策聲明中「一些額外緊縮是合適的」口吻調整為「評估額外緊縮是否合適」、並刪除「未來的升息腳步」字眼，**暗示本次升息後有望升息屆頂**，但Powell表示**不預期今年有降息空間**。

研判5月升息1碼後，有望升息屆頂的原因有：

- 1) Powell先前提出升息屆頂的條件之一，升息至實質利率翻正的目標已達成，最新政策利率區間5-5.25%，已大幅高於最新PCE。
- 2) 近兩個月的銀行事件可能造成公司或個人的信用情勢收緊，進而產生類似升息的影響將持續。
- 3) 3月以來公布的經濟數據大致符合預期，故預期Fed政策路徑應與3月點陣圖差異不大。

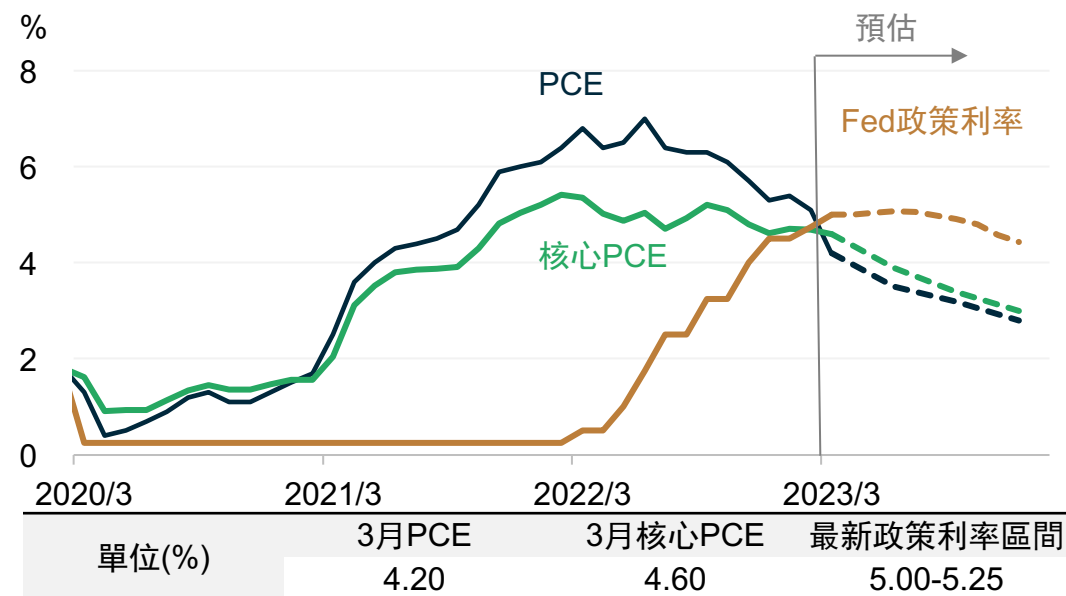
Fed政策利率展望

美國利率期貨，%



資料來源：Bloomberg, Fed。

Fed實質利率為正的目標已達成



註：實質利率=名目政策利率-通膨率。資料截至2023/5/3。

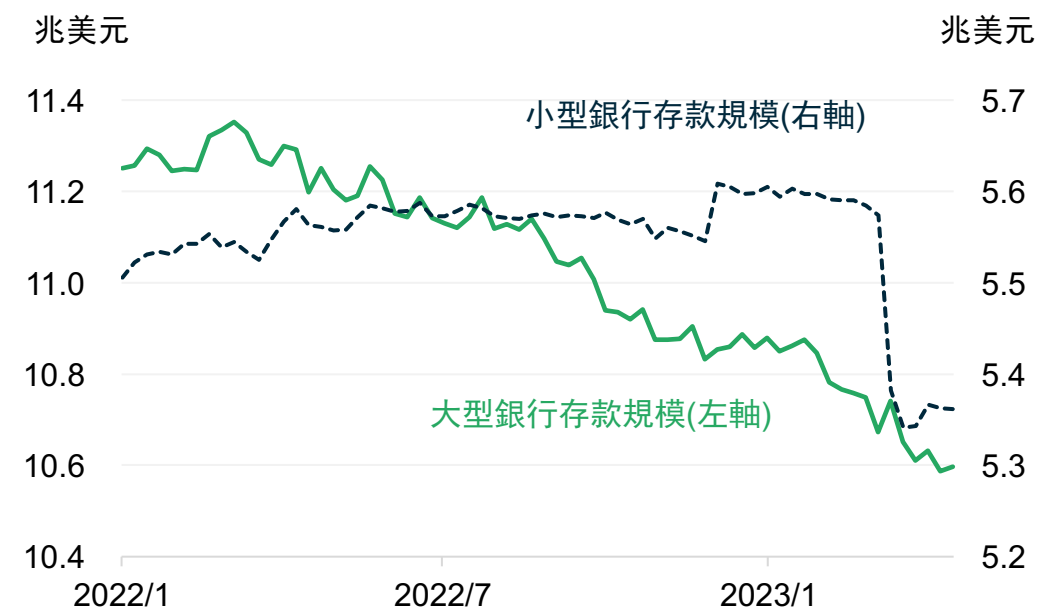
資料來源：Bloomberg。

區域銀行風波猶存, 但不致構成系統性風險

摩根大通雖併購了第一共和銀行, 暫時緩解區域銀行的擔憂, 但西太平洋銀行與西方聯盟銀行的股票再度遭到投資人拋售, 引發市場對區域銀行的擔憂。以美國銀行的存款狀況來看, 無論是大銀行或小銀行, 均有面臨存款流失的壓力, 但小銀行因資產規模較小、客戶屬性過於單一, 一旦市場恐慌, 存款金額很有可能在短期內就面臨大幅流失的壓力, 進而影響營運。

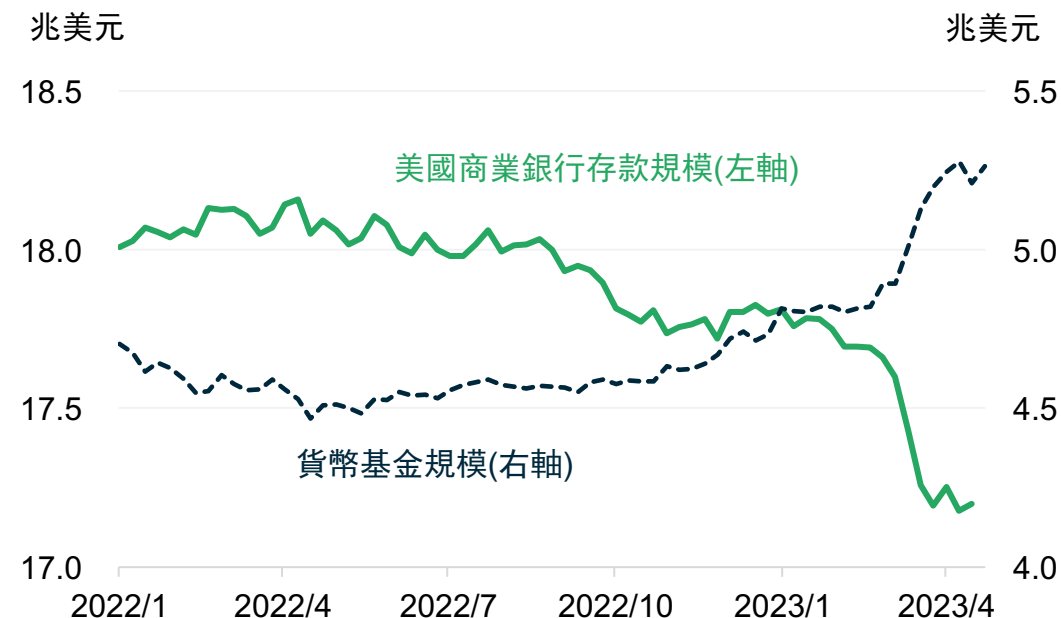
展望未來, 由於聯準會政策利率短期內將居高不下, 投資人仍有很大的誘因將資金轉往貨幣基金。根據統計, 年至今, 商業銀行存款已減少6000億美元, 但貨幣基金卻增加了5000億美元。**就現階段而言, 應避開區域銀行, 不過, 研判發生系統性金融危機的可能性不大。**

銀行業面臨存款流失壓力



資料來源: Bloomberg。

高利環境下, 資金流往向貨幣市場



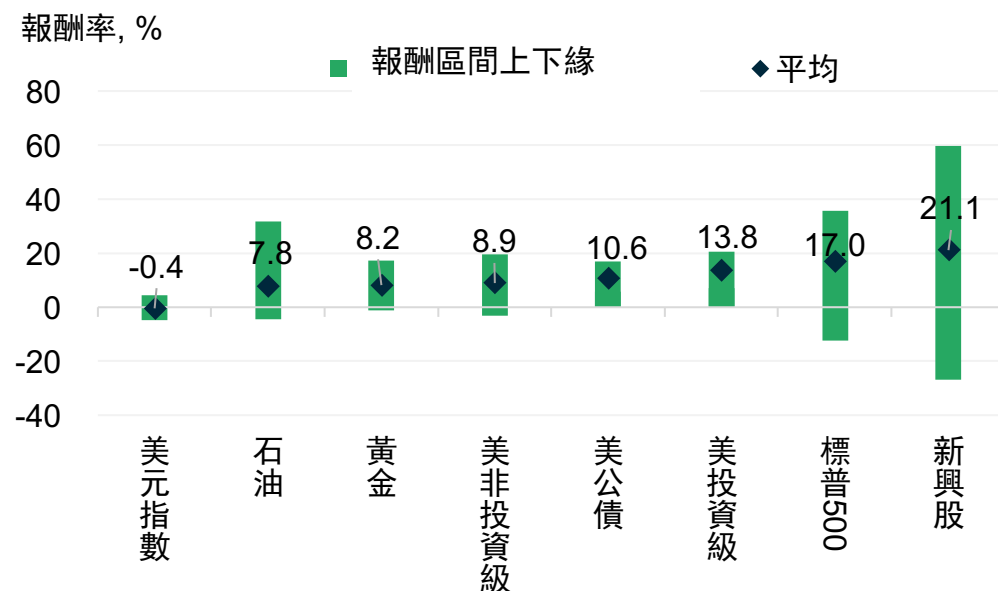
資料來源: Bloomberg。

聯準會升息屆頂後，股票動能有望逐步回升

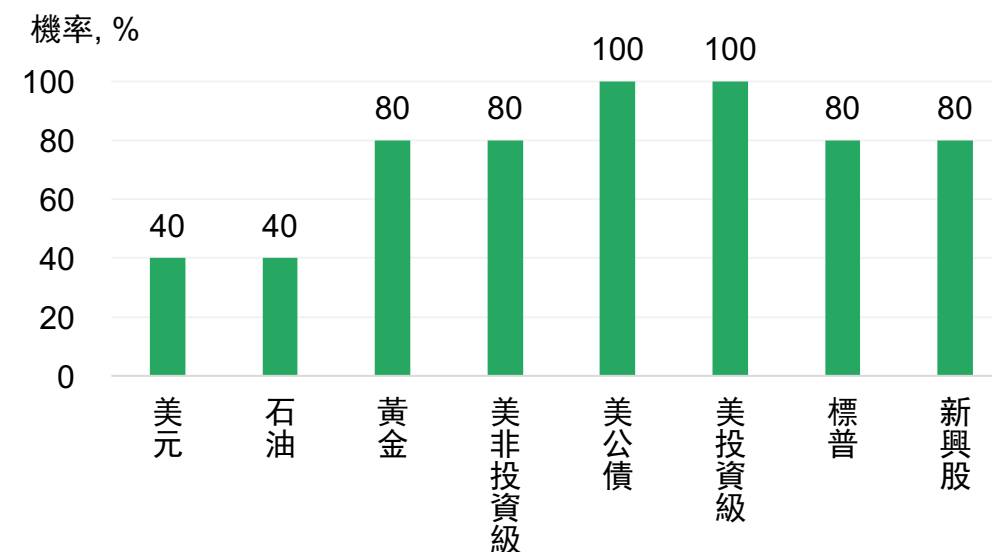
隨實質利率轉正，聯準會可望升息屆頂，受此影響，市場預期利率風險也將隨之下降，有助風險性資產的表現。**以過去5次經驗來看，在升息屆頂後1年，股票的平均報酬可達雙位數，其中新興市場因為美元偏弱，報酬可望優於成熟市場**，商品市場雖也受惠，但上漲力度不及股市。

至於債券收益，包括**公債及投資等級債**，平均績效低於股票，但風險也相對較低，虧損的機率較小；不過，非投資級債的平均報酬與勝率並沒有同步上升，目前仍不宜拉高比重。

升息屆頂後1年，各資產報酬表現



升息屆頂後1年，各資產正報酬機率



註：過去5次升息屆頂時間分別為1989/2/24、1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。
資料來源：Bloomberg。

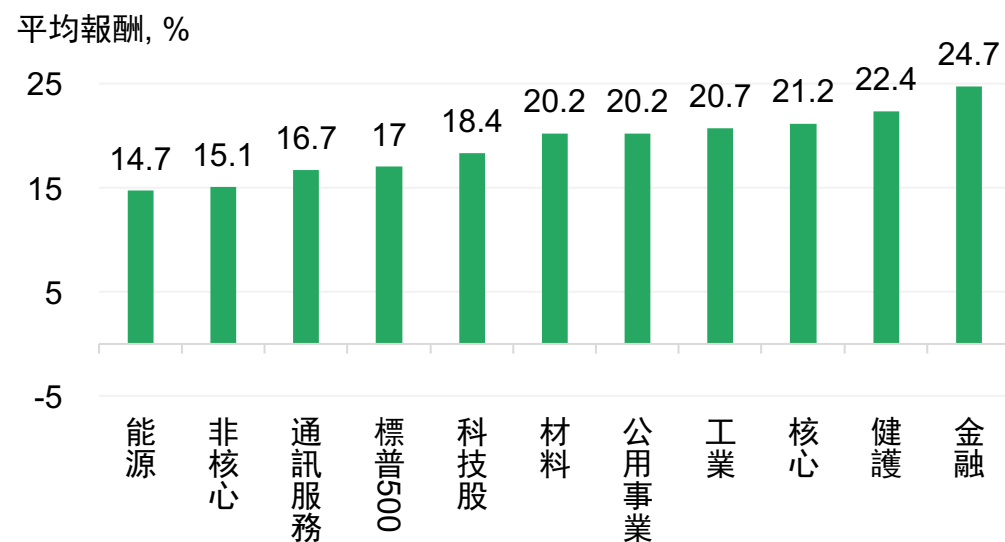
註：過去5次升息屆頂時間分別為1989/2/24、1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。
資料來源：Bloomberg。

過去升息屆頂後1年，各期間強勢類股族群不一

依照過去的經驗來看，**股票的平均報酬雖優於債券，但若想進一步找出最為強勢的類股族群，卻沒有一定的規律。**例如，1995年科技股雖成為強勢族群，但2000年的網路泡沫衝擊下，即使聯準會升息屆頂，仍難逃修正壓力，此時公用事業成為最強勢族群。另外，金融股過往的平均績效雖是最好的，但2006年的次貸風暴重擊銀行業，使該類股成為最弱勢的族群。

以近期市場而言，銀行業面臨存款流失壓力，並收緊放貸業務，均不利營運表現，使金融類股大幅波動。因此，單就升息暫緩，難以歸納出強勢類股族群。**對應到操作上，目前應多元、分散配置。**

升息屆頂後1年，各類股平均報酬



註：統計過去4次升息屆頂時間，分別為1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。
資料來源：Bloomberg。

升息屆頂後1年，各類股績效排序

排序	科技	通訊服務	健護	金融	非核心	核心	工業	能源	公用事業	材料
1995年	2	6	1	3	9	4	5	8	10	7
2000年	10*	9*	7	2	8*	3	5	6	1	4
2006年	4	1	7	10	6	9	8	3	5	2
2018年	1	2	9	3	5	6	4	10	7	8
平均報酬	7	8	2	1	9	3	4	10	5	6

註1：表格中的數字，表示該時間內各類股績效的排名高低，1表示績效最好，另外，*代表當期報酬為負值。

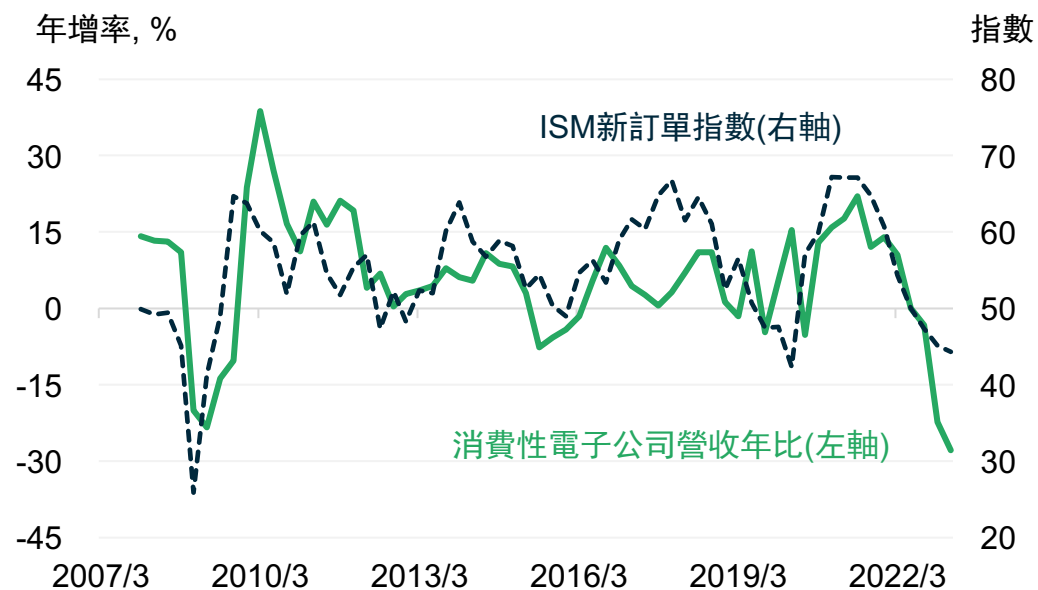
註2：過去4次升息屆頂時間分別為1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。
資料來源：Bloomberg。

美股 目前企業獲利好壞參半, 下半年有望好轉

美國大型科技股財報陸續公布, 蘋果因品牌優勢, 財報意外優於預期, 不過, 高通、聯發科等手機晶片大廠表示, 整體需求仍偏弱, 另外, 英特爾、德儀等PC零組件大廠透露相同結論, 整體庫存調整週期進一步遞延。

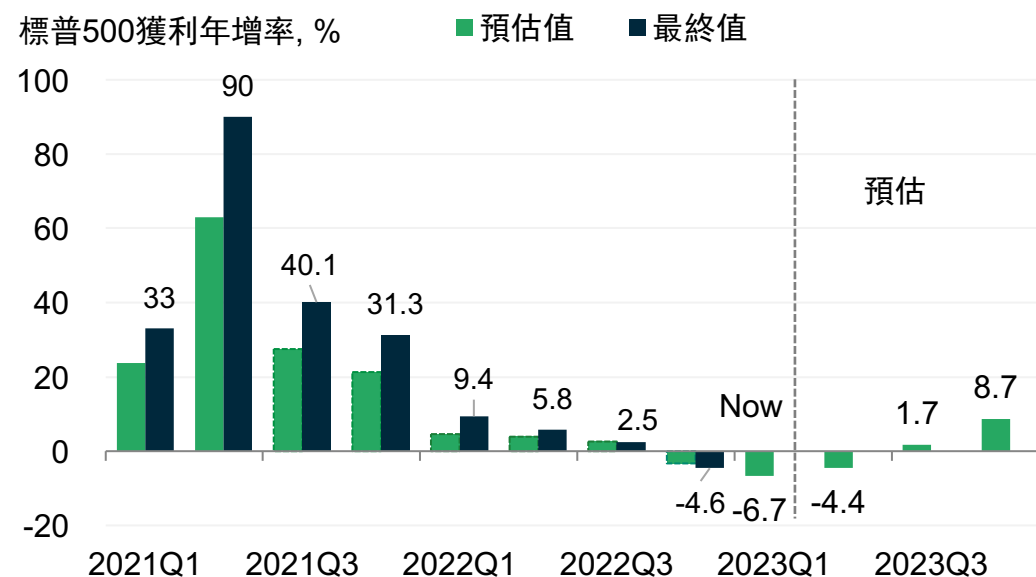
根據統計, 市場預估標普500首季獲利將較去年衰退6.7%, 創2020年以來最差表現, 且Q2獲利也將呈現衰退狀態。整體而言, 預估下半年獲利才有望回溫。因此, 可以待股市回落後再分批布局。

實體需求偏弱, 企業財報有待考驗



註: 消費性電子公司主要包括手機與PC晶片大廠, 包括高通、聯發科、英特爾、德儀。
資料來源: Bloomberg。

標普500獲利增速預期於下半年轉佳



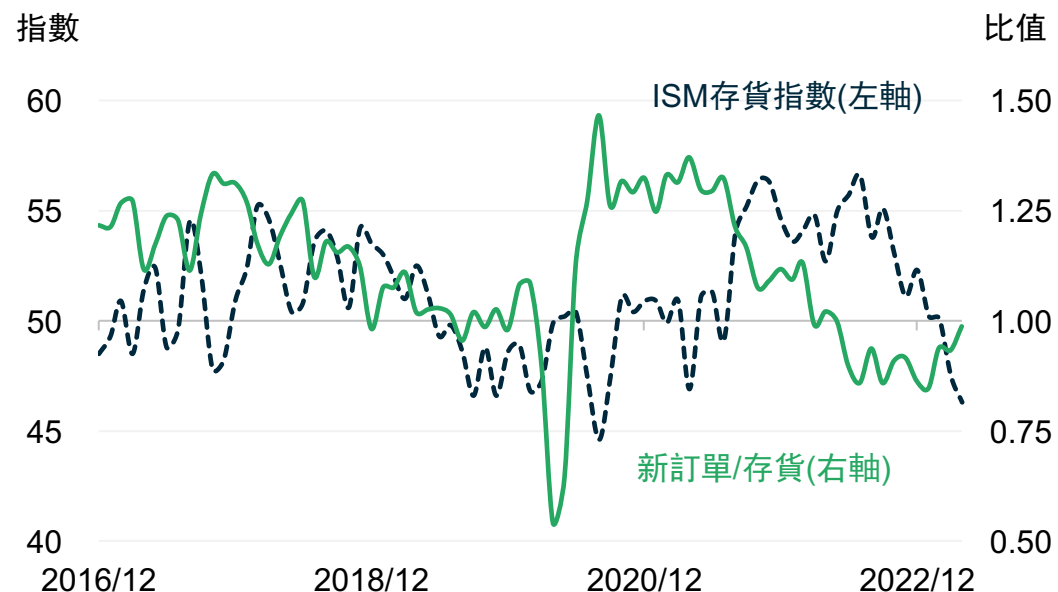
資料來源: Factset。

美股 新訂單/存貨比回升, 暗示景氣落底待變

製造業景氣下行, 拖累股市表現, 然而, 近期有些訊號顯示, 製造業的景氣可能已在景氣底部, 未來有望逐步復甦。新訂單/存貨比是衡量製造業需求與供給的平衡程度的一項領先指標, 當新訂單/存貨比高於1時, 表示新訂單超過存貨, 意味著市場需求旺盛, 有利於經濟增長。

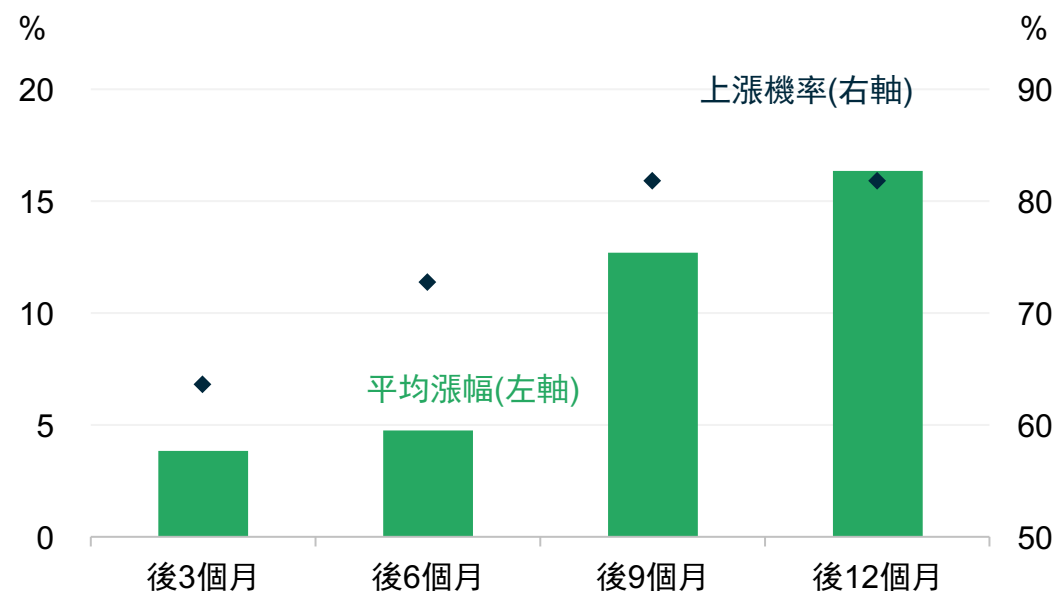
美國4月ISM製造業的新訂單/存貨比回到0.99, 這意味著美國製造業去化庫存已近尾聲, 股市有望漸入佳境, **依照過去經驗, 當新訂單/存貨比站上1後, 美股表現呈現逐步走高, 且上漲機率也隨著時間拉長而上升**, 因此, 雖然需求回升緩慢, 基本面仍有雜音, 仍可利用股市拉回時逐步增持, 等待景氣走揚。

製造業去化庫存已有一定成效, 等待需求回升東風



資料來源: Bloomberg。

新訂單/存貨站上1後, 美股表現漸入佳境



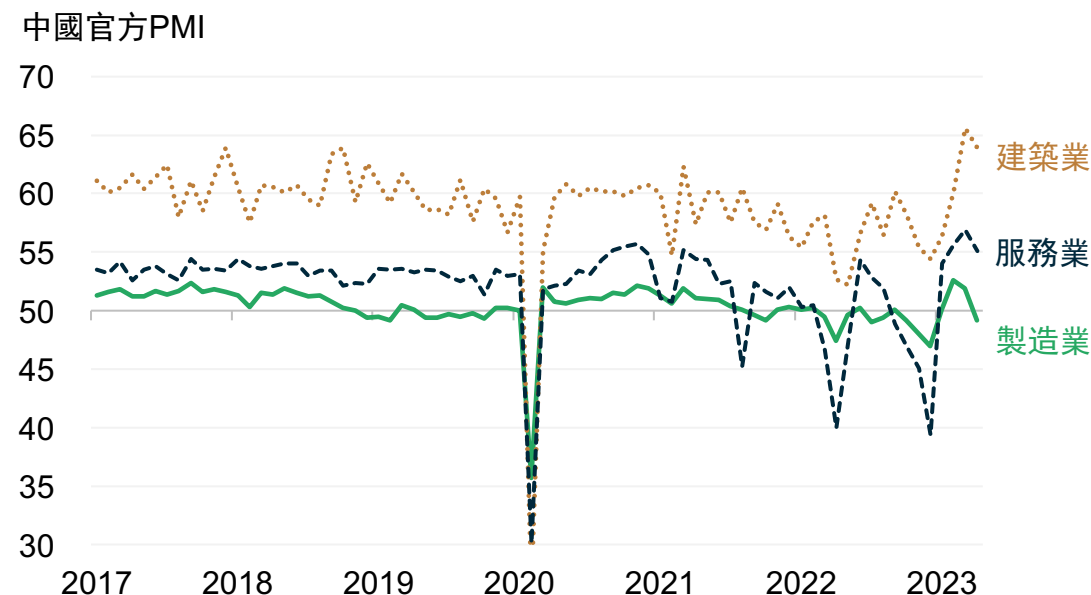
註: 統計1973年以來11次ISM景氣由谷底反彈, 新訂單/存貨站上1後美股表現。
資料來源: Bloomberg。

中國 服務業與製造業分化, 短線震盪整理無需過度悲觀

中國Q1總經數據大幅反彈, 但4月經濟活動有降溫跡象, 官方製造業PMI意外從51.9降至49.2, 包含新訂單與生產分項都出現明顯回落。主要包含以下因素: 1)疫情期間累積的訂單與趕工, 造成今年前三個月的高基期影響。2)需求復甦分化, 經濟活動集中在消費與政府推動的基礎建設, 服務業與建築業PMI都處於高位, 製造業則囿於海外經濟疲弱, 需求仍顯不足。

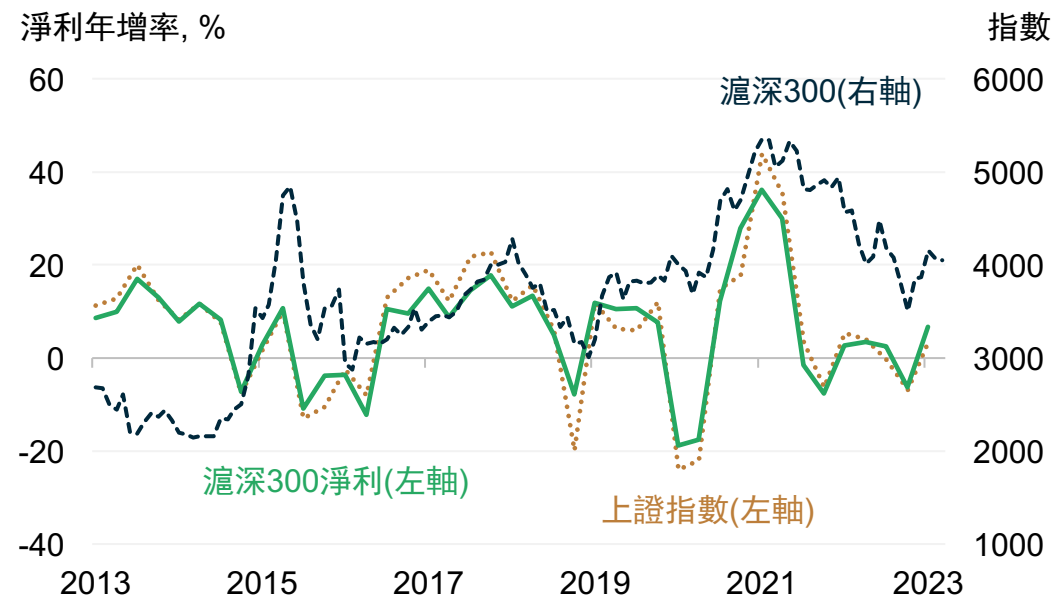
在市場面, 隨著經濟數據回落, 加上美國區域銀行危機導致市場震盪, 中國股市短線趨於盤整格局。然而, 經濟修復有利企業獲利回穩、中央政治局會議的論調保持積極, 以及美元長線偏弱的環境下, 指數大幅下行風險有限, 中期展望維持正向。

4月中國PMI顯示產業復甦分化



資料來源: Wind。

A股企業Q1淨利增速小幅轉正



資料來源: Wind。

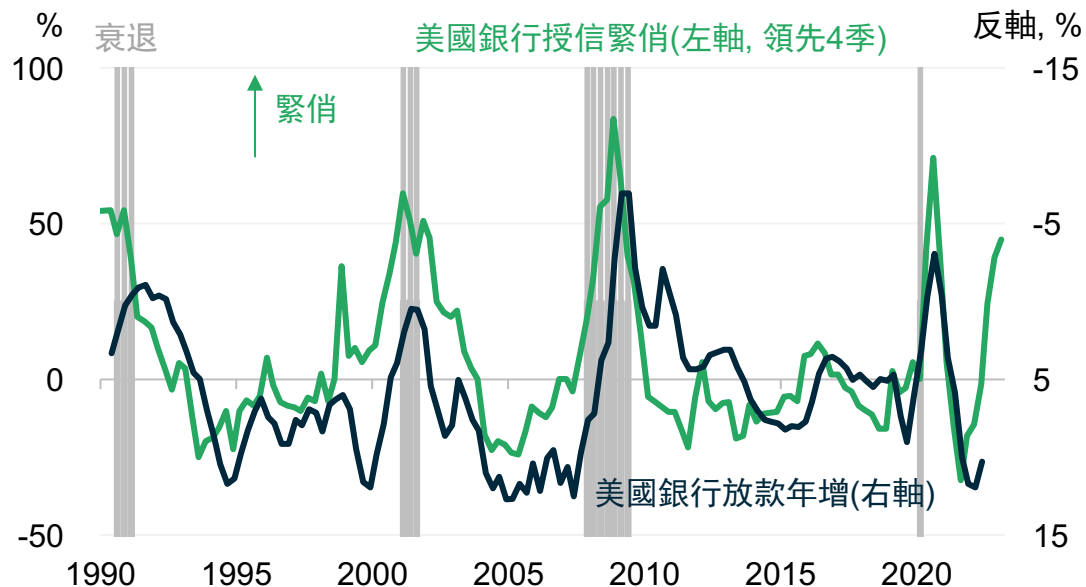
信用債 利率高位，貨幣遞延效果發酵下，債市布局以信用品質佳者為優先

自3月SVB銀行倒閉以來，2個月內美國已經倒3間銀行，不過在政府介入並表示會用盡一切工具避免金融危機發生後，本次第一共和遭收購事件，市場似乎已不似3月時恐慌，Powell亦表示在風險核心的3家銀行遭處置後，也代表銀行最緊張的時刻已過去。然借鏡本次經驗，仍須警惕在**資訊傳遞飛快的環境**，及**面臨高利率環境下，體質欠佳的企業面臨的挑戰較以往更大**。

銀行調查也顯示對企業授信條件越見緊俏，意謂企業融資困難度提升，加上高利率環境也代表企業融資成本攀升下，不難預期銀行放款增速將進一步放緩，並對企業乃至實體經濟有一定的降溫效果。

然而，景氣降溫有利公債利率回落，但須留意企業面臨的挑戰可能也將有增無減，因此債市的布局上，仍應以信用品質佳者為優先。

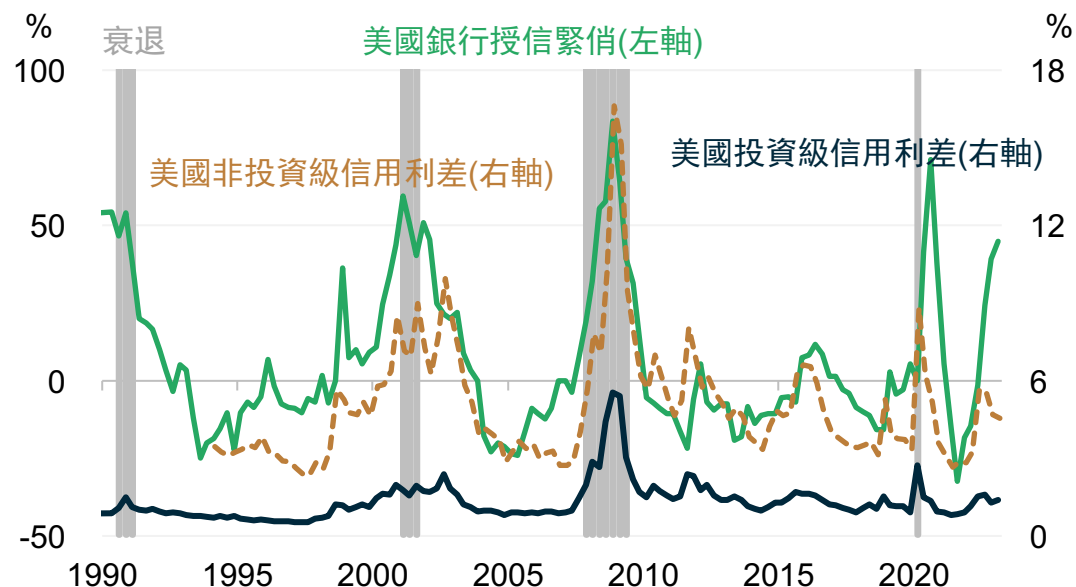
美國銀行授信條件趨緊俏，將使實體經濟降溫



註：取過去1994年以來四次升息循環經驗。

資料來源：Bloomberg。

授信條件趨緊也意謂著企業面臨的挑戰有增無減



註：取過去1994年以來四次升息循環經驗。

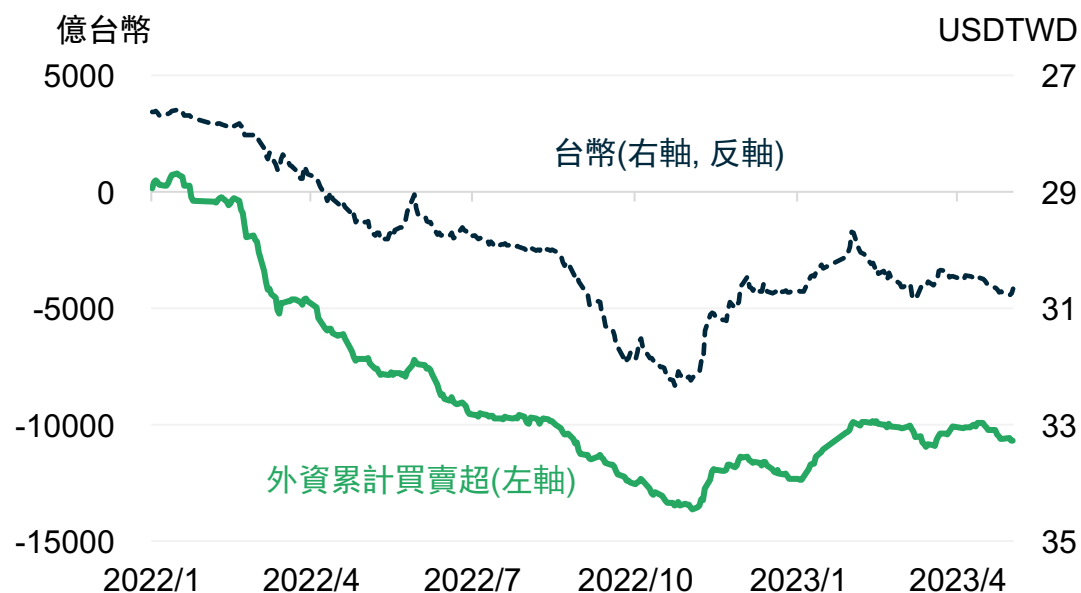
資料來源：Bloomberg。

台幣 台股修正、外資調節, 台幣短線隨市場氛圍擺盪

美元：Fed與ECB本月相繼升息1碼，不過，歐洲央行稱通膨壓力仍大，仍可能進一步升息。以利差角度來看，由於美歐利差可望持續收斂，支持美元長線偏弱呈現。

台幣匯價：長線而言，基本面走向有利於台幣匯價，因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢。但就短線而言，外資的買超情況已有所改變，且考量「半導體循環」，今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，短線易隨台股起伏。對於要換匯的客戶，趁外資匯入時換匯，還是較佳時機。

台股修正、外資調節, 台幣隨市場氛圍擺盪



資料來源：Bloomberg。

台幣近期因內部因素, 短線與美元脫鉤



資料來源：Bloomberg。

May 2023

8 Monday 台灣進出口	9 Tuesday 中國進出口	10 Wednesday 美國CPI	11 Thursday 美國PPI 中國CPI 中國PPI 英國央行利率會議	12 Friday 印度CPI 印度工業生產 英國Q1 GDP 美國密大信心指數 中國社會融資總額
----------------------	-----------------------	--------------------------	---	---

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