



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

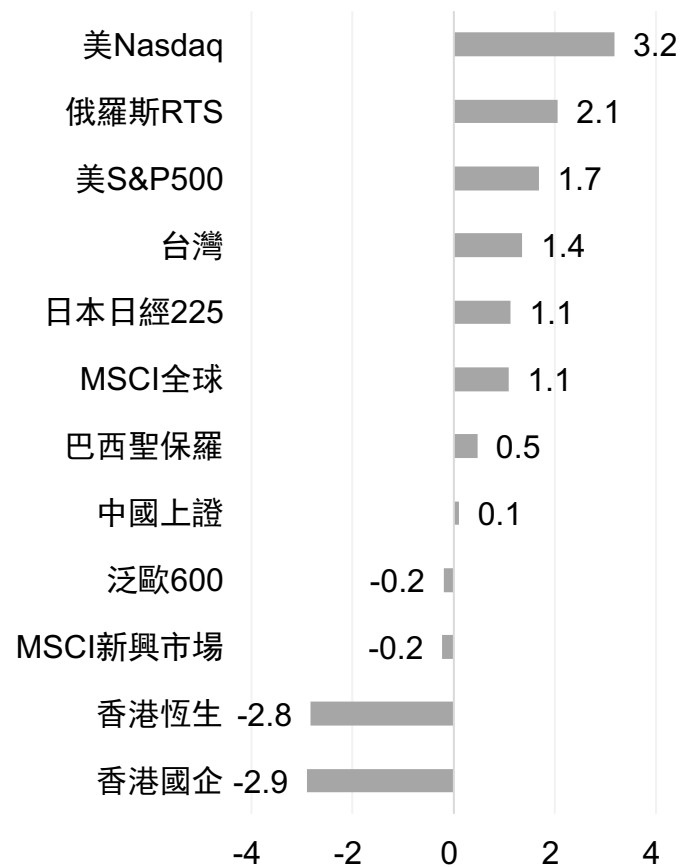
2023年6月2日

# 投資研究週報

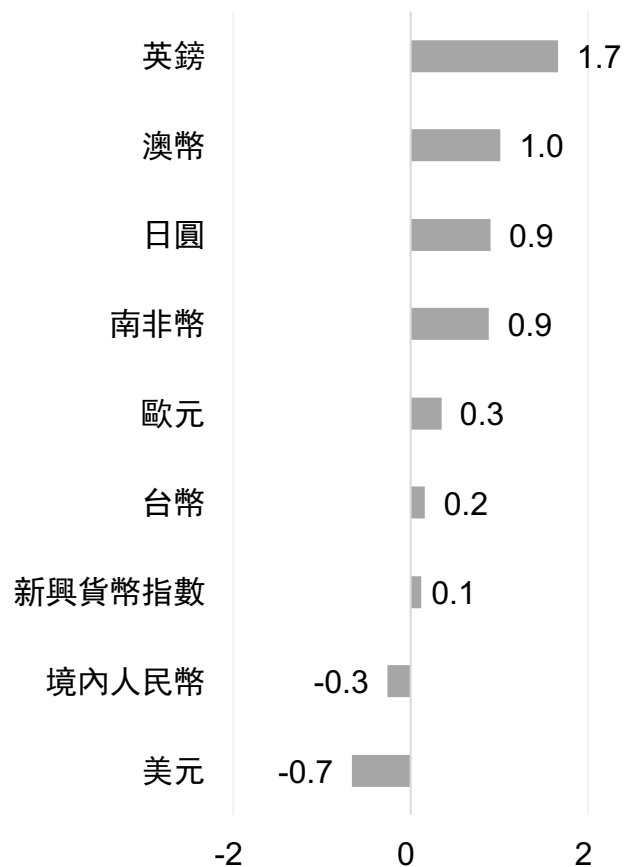
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

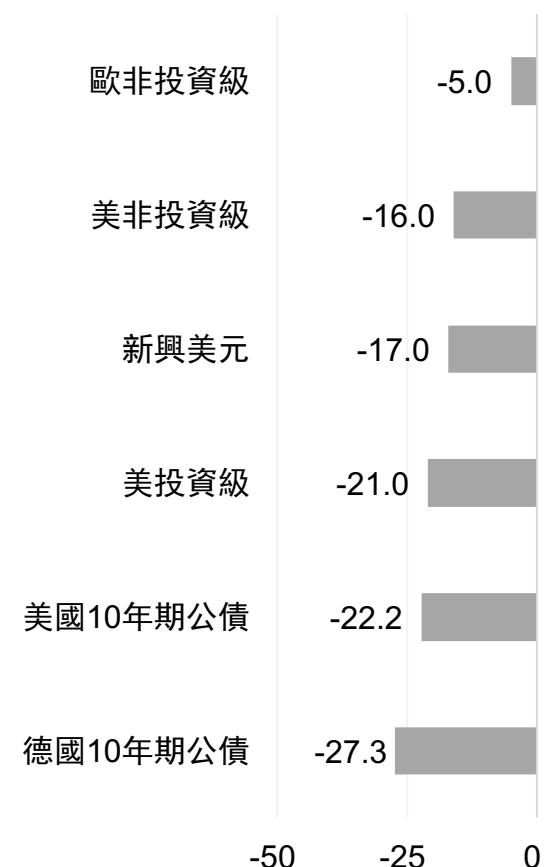
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/5/25-2023/6/1。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## ► 市場預期轉向, 但料Fed 6月仍將暫停升息

- 1) 近期股市樂觀的情緒恐會抵消部分升息效果的擔憂, 使降息預期快速回調外, 甚至出現了升息預期。
- 2) 通膨仍處降溫的趨勢, 預期6月暫停升息機率仍高。

## ► 明年獲利好轉、AI加持, 股市烏雲終退去

- 1) 明年獲利展望有重拾增長的態勢。加上評價有望隨殖利率走降而獲支撐。整體盤勢有烏雲漸退之勢。
- 2) 人工智慧引領風潮, 但投入成本極高, 現金流穩健、具護城河的『大型科技股』將最為受惠。

## ► 但提醒資金面受侷限, 仍是放大波動的因素

- 1) 製造業去庫存來到後期, 產業利空終將淡去, 也予股市支撐。
- 2) 目前通膨水準仍高, 資金面縮減力道高於過往, 在在都是放大股市波動的因素。

### 股市

近期股市上演噴出行情時, 提醒投資人反而要提防追在高點, 避免面臨漲多修正時, 徒增情緒困擾。惟長線而言, 人工智慧雖引領風潮, 但投入成本極高, 現金流穩健、具護城河的『大型科技股』將是最為受惠的標的。

### 債市

無論就通膨放緩, 抑或是長短利差的角度來看, 總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢。短線市場雖不免震盪, 但震盪中若逢殖利率反彈, 都還是布建債券部位的好時機。

### 匯市

美歐貨幣政策循環差異下, 美元指數趨貶大方向未變, 但須留意短線震盪波動難免。中國恐陷通縮風險, 人行無可避免繼續寬鬆政策, 基本面壓力仍不利人民幣走勢。

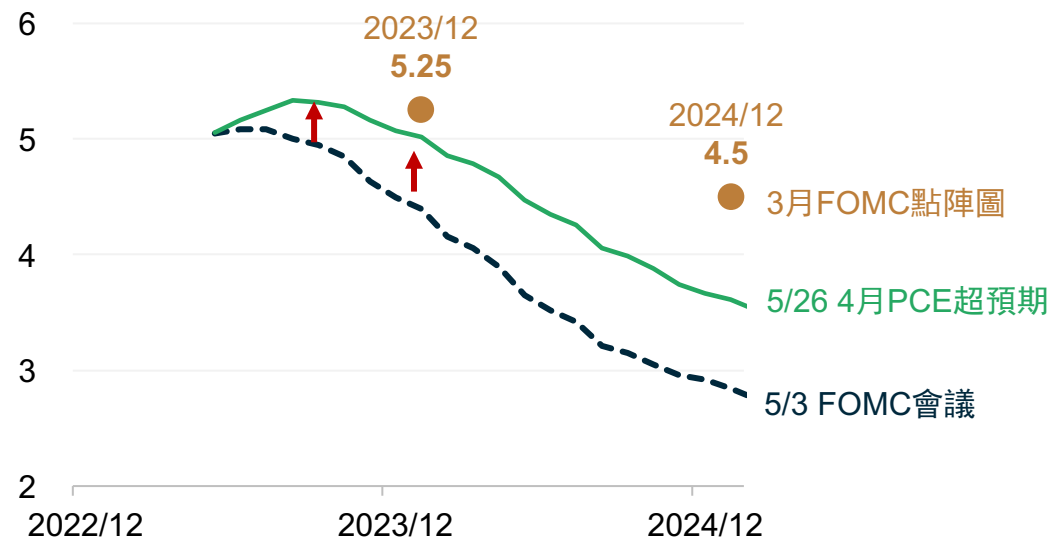
## FOMC前瞻：市場預期轉向，但料Fed 6月仍將暫停升息

近期Fed官員談話及5月FOMC會議紀要皆透露，多數Fed官員不預期今年有降息空間，甚至有部分官員發表不排除未來仍有升息空間的鷹派言論，加上4月份PCE數據不僅高於預期且高於前期，及近期股市樂觀的情緒恐會抵消部分升息效果的擔憂，**使降息預期快速回調外，甚至出現了升息預期。**

另一方面，隨著時序往後，利率高位的時間維持愈久、**信用緊縮的壓力愈見明顯下，料Fed再升息的門檻也越高**，且Fed不少官員也呼籲需要更多時間觀察經濟數據的變化。而在6月FOMC會議前，仍可觀察6/2的非農數據，及6/13的CPI數據，**若數據皆雙雙低於前期，持續維持減弱的趨勢，預期6月暫停升息的機率仍高。**

### 降息預期快速回調外，甚至出現了升息預期

美國利率期貨，%



資料來源：Bloomberg。

### 重點關注FOMC會議前兩份重要數據

			前期	
			非農(萬)	25.3
			失業率(%)	3.4
			5月就業報告	
5/26(五)	6/2(二)	6/13(二)	★6月FOMC	
4月PCE			5月CPI	6/15(四)
單位(%)	4月	前期	單位(%)	前期
PCE	4.4	4.2	CPI	4.9
核心PCE	4.7	4.6	核心CPI	5.5

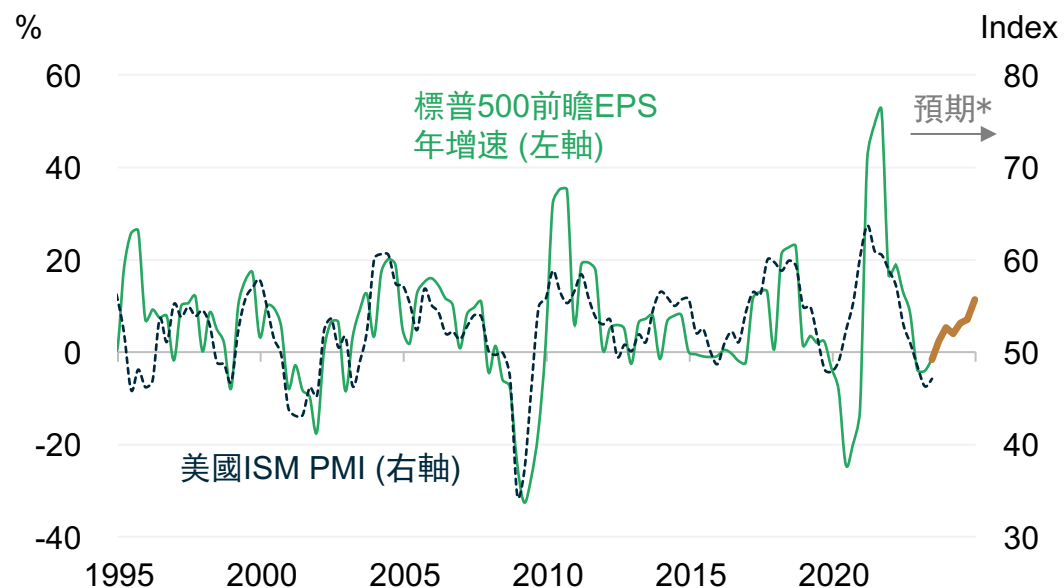
資料來源：Bloomberg。

## 股市(1) | 今年EPS展望雖保守, 但明年有望重拾動能, 且殖利率較去年走降, 後市應見烏雲退去

美股大盤：就標普500而言，雖然今年企業獲利較為乏力，展望亦多保守，但隨著Fed升息屆尾聲、通膨逐步走降，在在有利總經環境逐步改善，且透過Bloomberg的調查可看出，大多數機構普遍預期下半年獲利狀況將逐漸改善，而展望明年，獲利更有重拾增長動能的態勢。此外，評價面有望隨殖利率走降而獲得支撐。因此，整體盤勢有望隨著時序往後，而逐漸有烏雲漸退之勢。

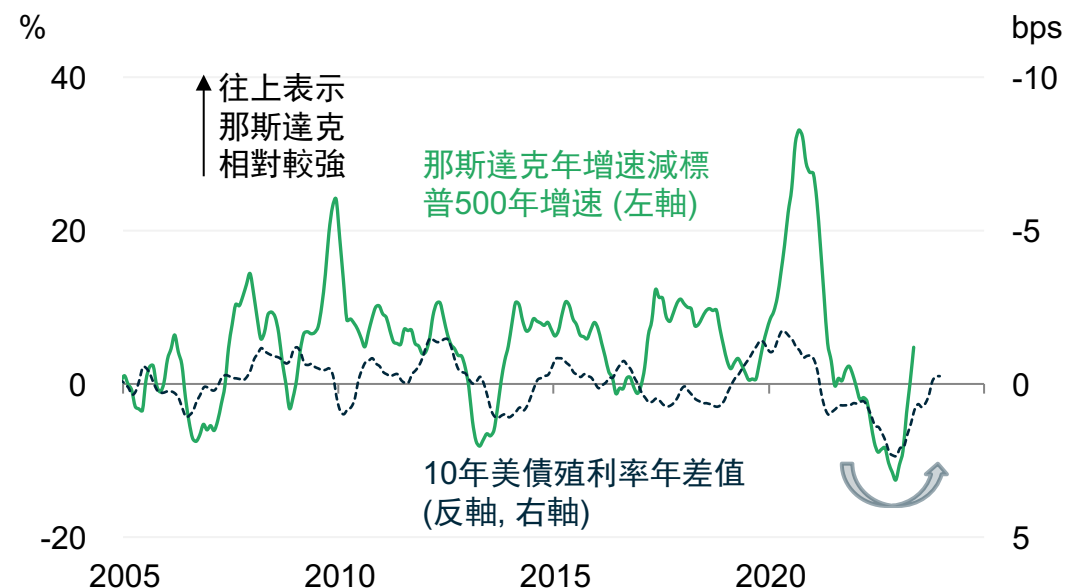
類股方面：科技長期引領人類文明走勢，科技股也在90年代後成為拉動大盤的主要動能。誠然，科技股因股利率普遍較低而容易受到殖利率波動影響，但鑒於升息已屆尾聲，且在去年殖利率高基期之下，今年下半只要殖利率低於去年高位，年差值都會維持走降，格外有利科技股走勢。

### 儘管今年EPS展望較保守, 但明年有望重拾增長動能



註：\*Bloomberg預期。  
資料來源：Bloomberg。

### 受惠於殖利率回落, 科技股將格外受惠



資料來源：Bloomberg。

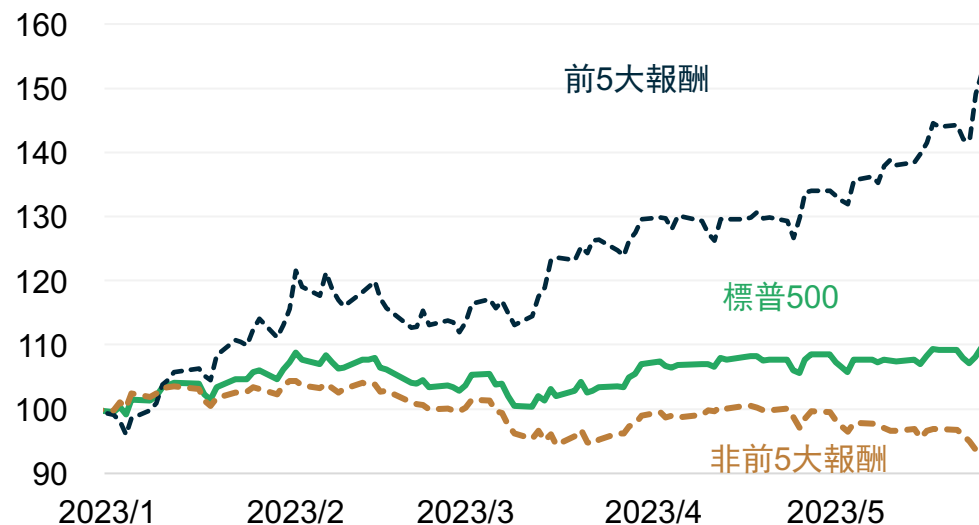
## 股市(2) | AI引領風潮, 但投入成本極高, 現金流穩健、具護城河的『大型科技股』將最為受惠

自Open AI發布chatGPT以來, 造成市場對人工智慧的追捧, 而輝達最新財報更加確認, 已有不少廠商採用該公司的GPU, 建構大型語言模型, 並持續研發新一代的聊天機器人。受此影響, 相關類股強勢上漲, 包括輝達年至今上漲逾150%, 谷歌、微軟、亞馬遜也有40%的漲幅。

以標普500指數的成分結構來看, 今年約有10%的漲幅, 但主要都是由市值前5大公司所貢獻, 若撇除前5大, 其實標普500指數是呈現小跌的狀態, 會造成這樣現象, 主因就是目前只有大型企業擁有足夠的資金與技術去進行研發。因此, AI風潮雖熱, 但目前布局仍以產業龍頭的大型企業為主。

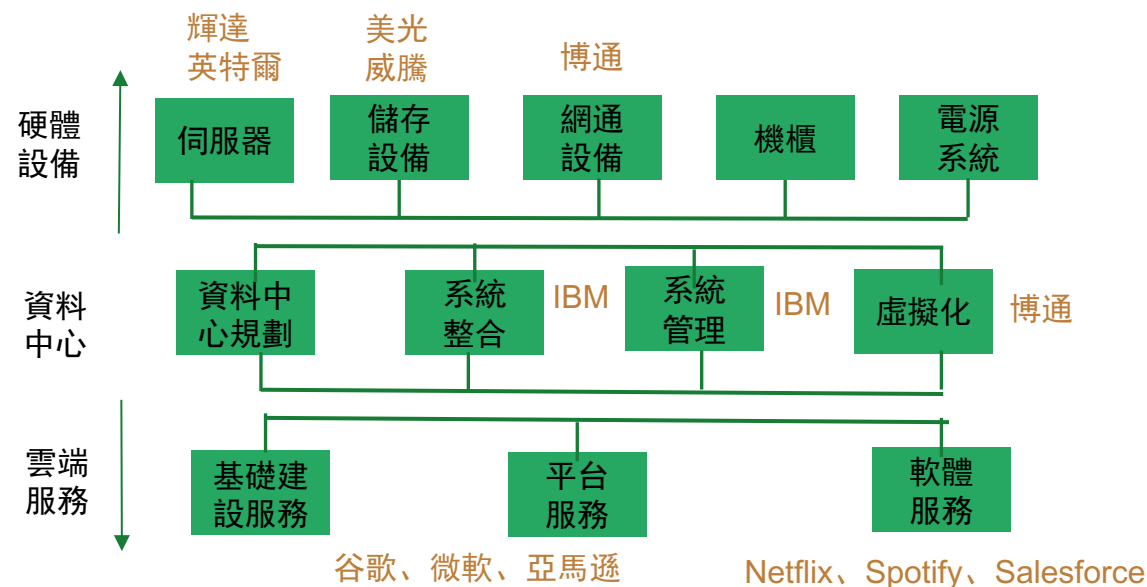
### AI熱潮, 大型龍頭股表現格外突出

報酬標準化, 2022/12/30=100



資料來源: Bloomberg。

### 雲端運算產業鏈與相關個股



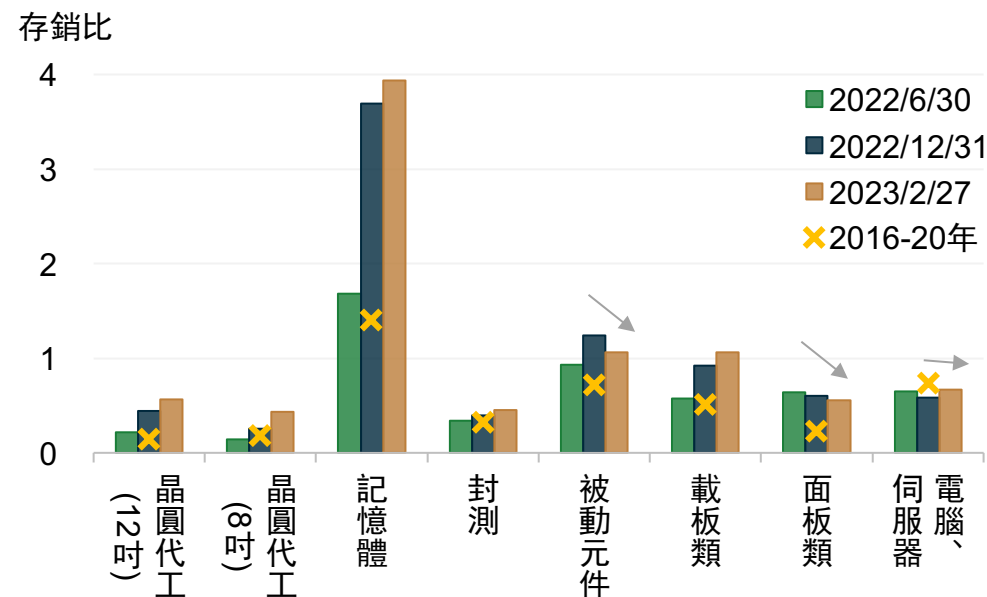
資料來源: 國泰世華銀行投研團隊整理。

## 總經焦點(1): 製造業庫存去化已屆後期, 產業利空終將淡去, 加上AI加持, 將予股市支撐

就各產業存銷比來觀察, 雖然多數存銷比仍高於過往, 但部分產業存銷比已有見頂跡象, 也給予相關類股下方支撐。就整體電子業而言, 全球製造業雖仍面臨去庫存的壓力。然而, 以過往去庫存時間約9-19個月, 往下半年走, 去庫存的过程無疑越來越接近尾聲, 這對於股市來說也是一個正面的訊息。就美國的製造業來看, 由於美國製造業週期晚於台灣, 因此日前公布的5月ISM製造業PMI也延續下降的態勢, 尤其新訂單分項仍舊顯示出整體需求仍不振的跡象。

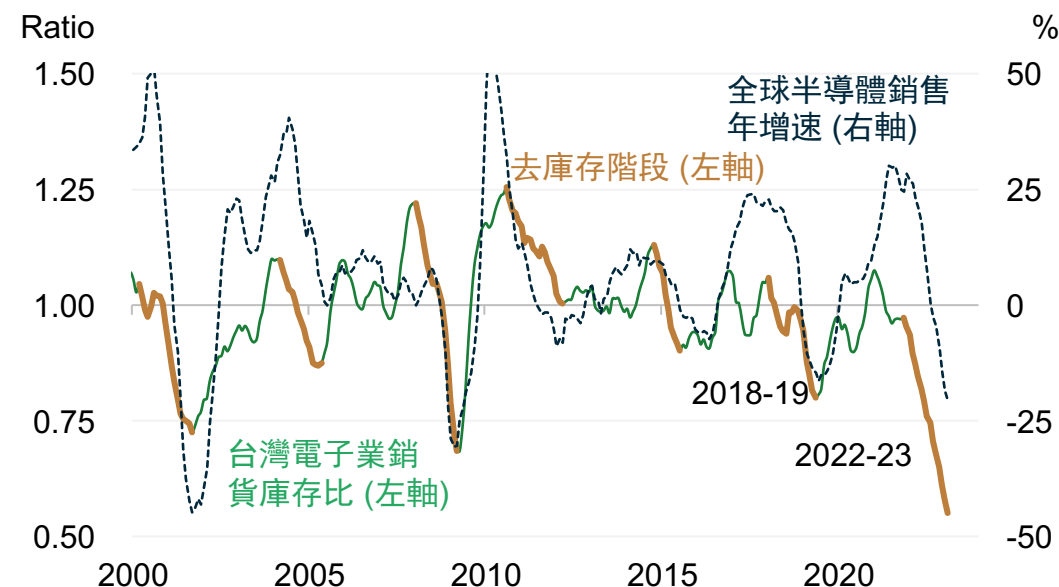
即便如此, 市場目前大多對上述利空已多有預期, 相對而言, AI帶來的新需求則成為今年需求端的意外之喜。因此, 雖然高通膨使央行政策仍舊偏緊, 資金面仍受壓抑, 但去庫存狀況逐漸進入尾聲, 瀰漫去年的產業利空終將淡去, 也予股市支撐。

### 多數存銷比雖仍高於過往, 但部分產業已有見頂跡象



資料來源: Bloomberg。

### 整體電子業去庫存確實也已來到後期



資料來源: Bloomberg。

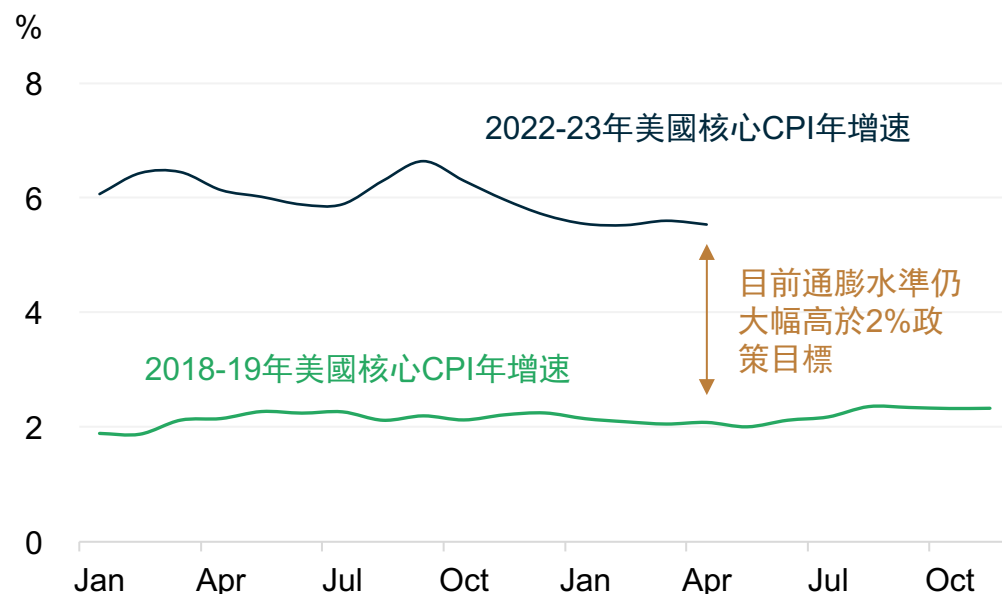


## 總經焦點(2): 但需提醒, 通膨仍高, 資金縮減力道高於過往, 仍是放大股市波動的主要因素

目前通膨水準仍高, 資金面縮減力道高於過往, 仍是放大股市波動的因素。一方面, 高通膨會削弱消費者和企業的購買力和投資意願, 進而拖累企業的盈利能力和股價表現。

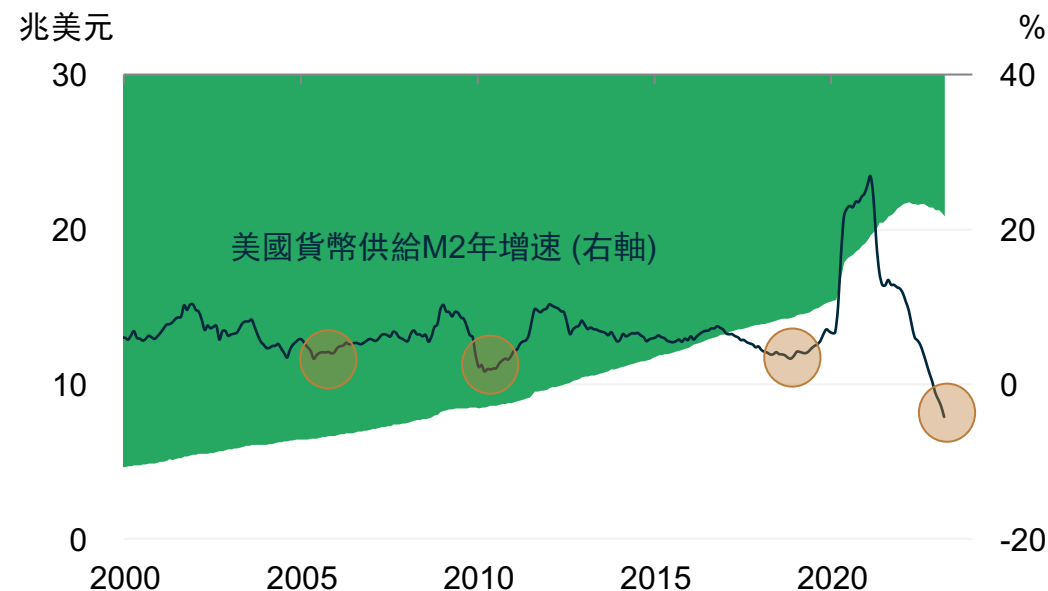
另一方面, 伴隨高通膨下的資金面緊縮, 則會提高市場的折現率, 限縮股票的估值水準。因此, 在這種情況下, 當股市上演噴出行情時, 投資人反而要提防追在高點, 避免面臨漲多修正時, 徒增情緒困擾。

### 比較今昔通膨狀況, 今次通膨尚離2%目標路途迢迢



資料來源: Bloomberg。

### 囿於高通膨, Fed延續縮表, 資金面縮減力道高於過往



資料來源: Bloomberg。

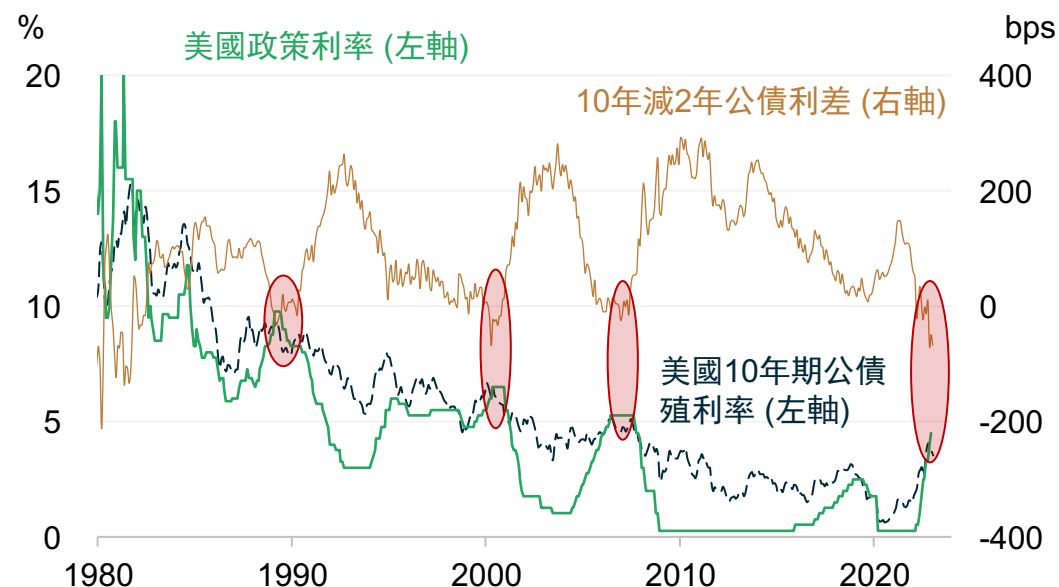


## 債市 | 升息屆頂, 通膨續緩, 皆有利公債殖利率走降, 惟此時應格外注重『債券品質』

公債：無論就通膨放緩，抑或是長短利差的角度來看，**總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢**。究其原因，基期效果對於通膨降溫屬一大利多；而長短利差倒掛下，銀行業放貸意願轉保守，將有利過熱的景氣持續降溫。

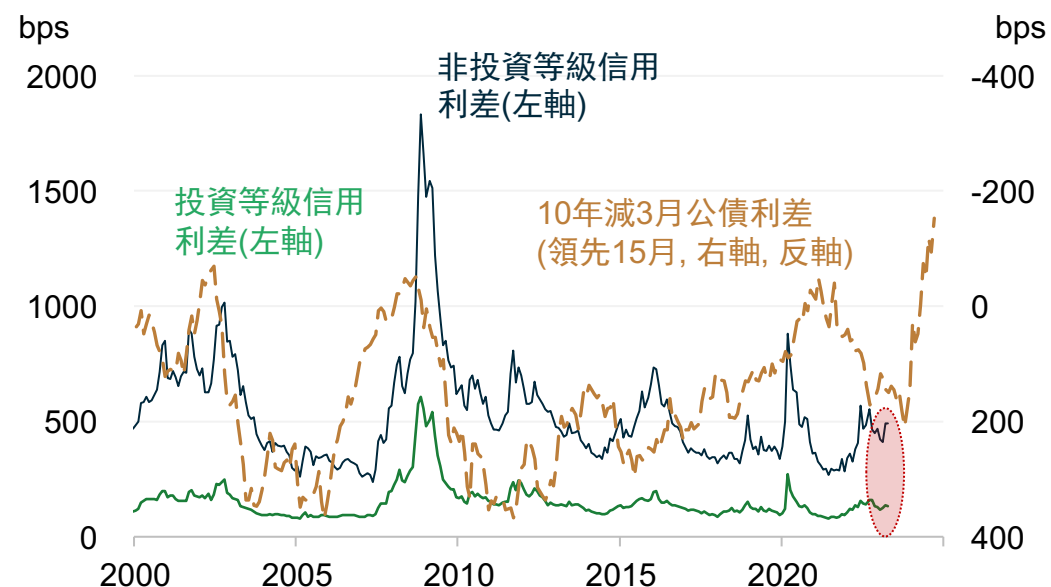
信用：就信用品質的角度而言，雖然今年美國地區性銀行事件已使信用利差略有反彈，但目前絕對水準並不算高，而依過往長短利差走勢來看，後續利差水準仍有上升的可能，**仍宜挑選信用品質較佳者為先**。

### 長短利差倒掛，將壓抑過熱的美國經濟，有利通膨降溫



資料來源：Bloomberg。

### 長短利差引領信用利差趨升，此時更需注意債券品質



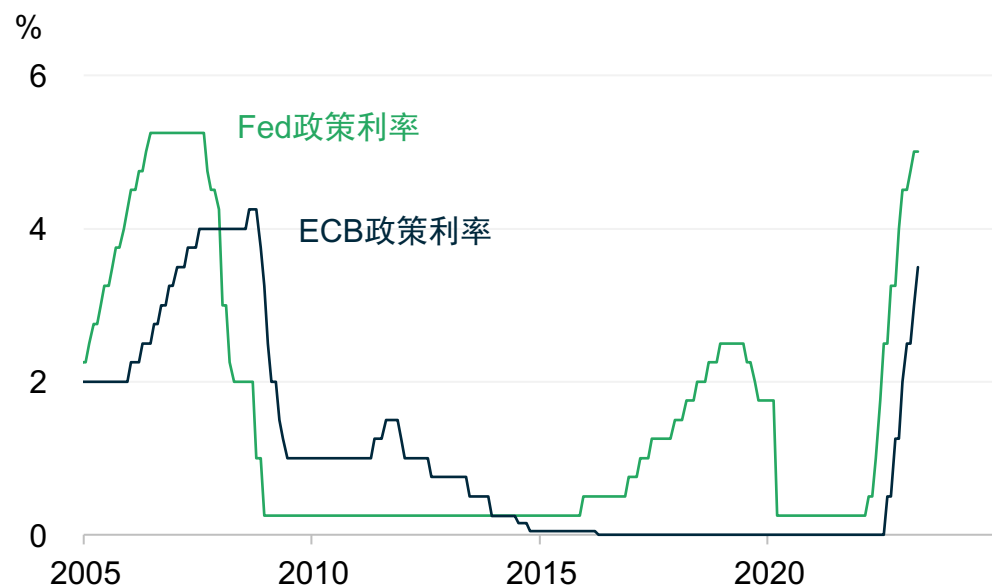
資料來源：Bloomberg。

## 匯市 | 美歐貨幣政策循環差異下，美元指數趨貶大方向未變，但須留意短線震盪波動難免

貨幣政策：美國激進升息在先，歐洲落後跟進在後，後續二者政策利差將進一步拉近，使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

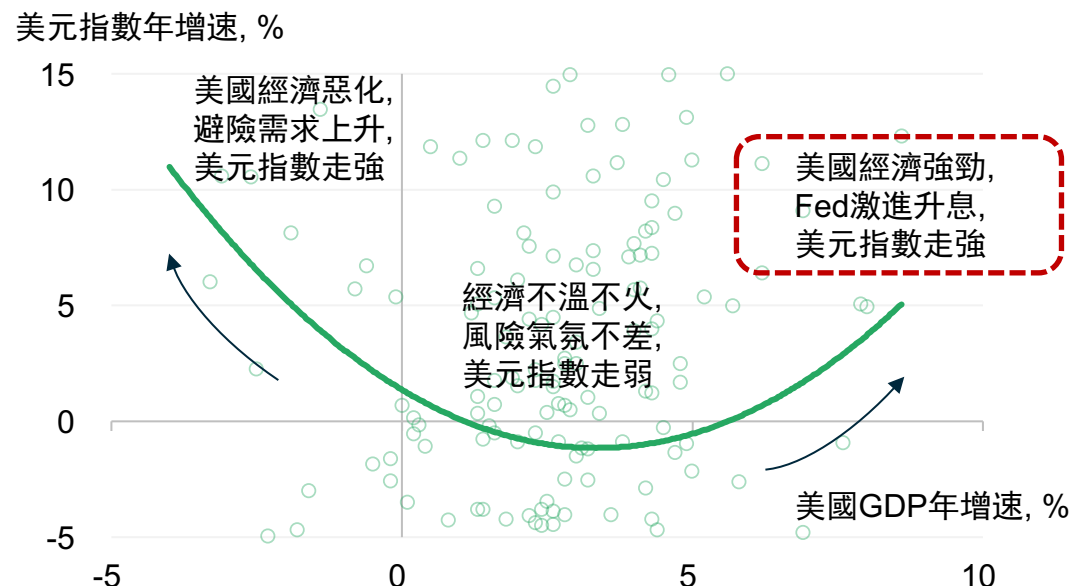
美元指數：去年底以來美元便開啟連串貶勢，惟風險氣氛擺盪仍將牽引美元短線走勢。**長線而言，美元震盪趨貶的趨勢仍舊未變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。**點位而言，美元指數在100左右大致price-in目前利差水準，但因美國先走進降息循環的機會較高，所以一旦Fed確認開啟降息循環，則美元有可能進一步往95方向挺進。惟因美元具有微笑曲線的特色，這表示美元常會受到經濟強勁或風險氣氛趨避所左右，因此**須留意偶有美國數據強於預期或風險氣氛不佳之際，可能推升美元指數形成波段漲勢，造成短線格外劇烈的波動。**

### 美、歐央行政策差距已縮窄，導引美元走勢偏貶



資料來源：Bloomberg。

### 留意偶有數據強於預期或風險氣氛不佳，將推升美元



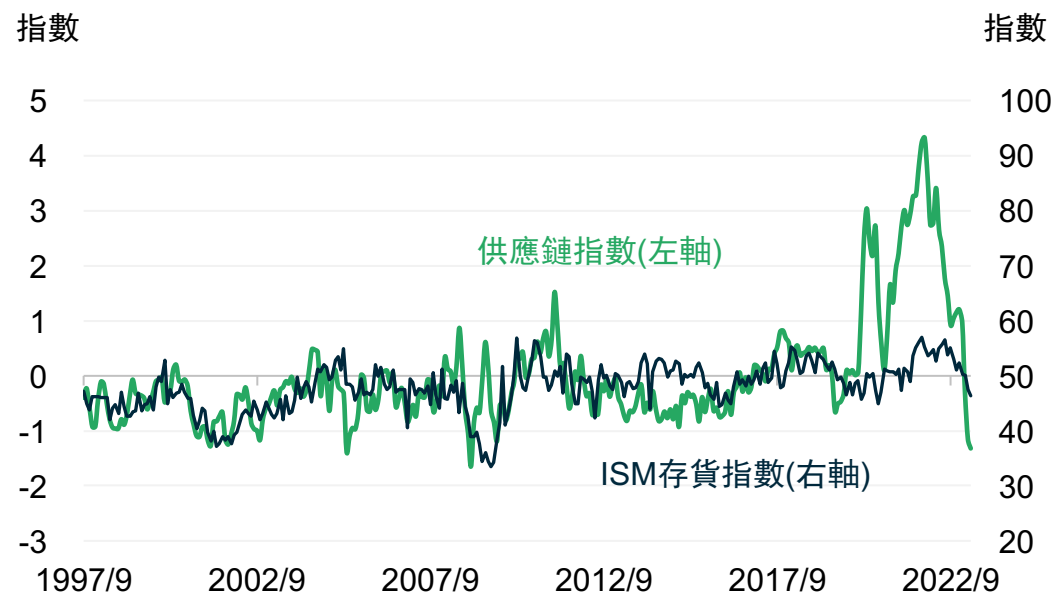
資料來源：Bloomberg。

## 科技 供應鏈恢復正常, 庫存回到健康水位, AI需求帶動投資

美國製造業庫存逐步回到健康水位, 代表自去年以來的庫存調整將告一段落, NY Fed公布4月全球供應鏈指數-1.32, 降至2008年金融海嘯以來最低, 顯示過去3年飽受供應鏈瓶頸所苦的全球廠商, 經營步調已逐步回歸正軌。股價最壞情形已過, 下半年在返校需求、聖誕旺季帶動下, 應能有季節性旺季可期。

近期AI話題再起, 除了輝達、台積電等晶片商將受惠AI伺服器需求之外, 由於生成式AI應用廣泛, 已掀起各行業新增需求, 根據Factset報告統計, 標普500大企業在首季法說中有110家提到AI, 彭博預估Q2標普企業資本支出將自低檔攀揚, 而代表科技為主的那指, 資本支出年增率更大幅攀升至39.9%, 顯示**企業已嗅到商機, 開始增加投資, 而科技類股表現更為積極, 在景氣低檔待變之際, 科技類股突圍具有關鍵意義, 有望帶動美股續揚。**

### 供應鏈恢復正常, 庫存回到健康水位



註: 供應鍊指數數值越大, 代表供應鍊更趨緊張。

資料來源: Bloomberg。

### Q2企業資本支出升溫, 科技廠表現突出



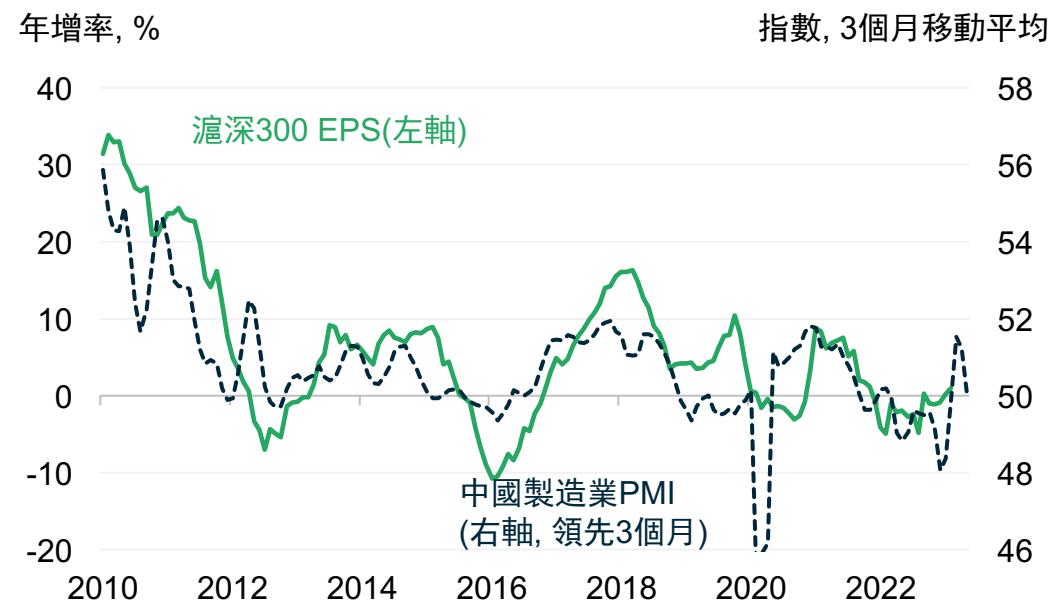
資料來源: Bloomberg預估。

# 中國 官方製造業PMI進一步回落, 預期大盤呈震盪格局

繼4月經濟數據回落, 中國5月製造業及非製造業PMI延續下行, 製造業PMI自49.2進一步下滑至48.8, 非製造業PMI則是從56.4降至54.5。整體而言, 製造業與服務業的分化依舊, 從細項來看, 製造業的新訂單與新出口訂單小幅回落, 顯示需求端疲弱的狀況仍未改善, 後續經濟增長有賴政策進一步施力, 抑或全球製造業需求回升, 推升外需出口動能。

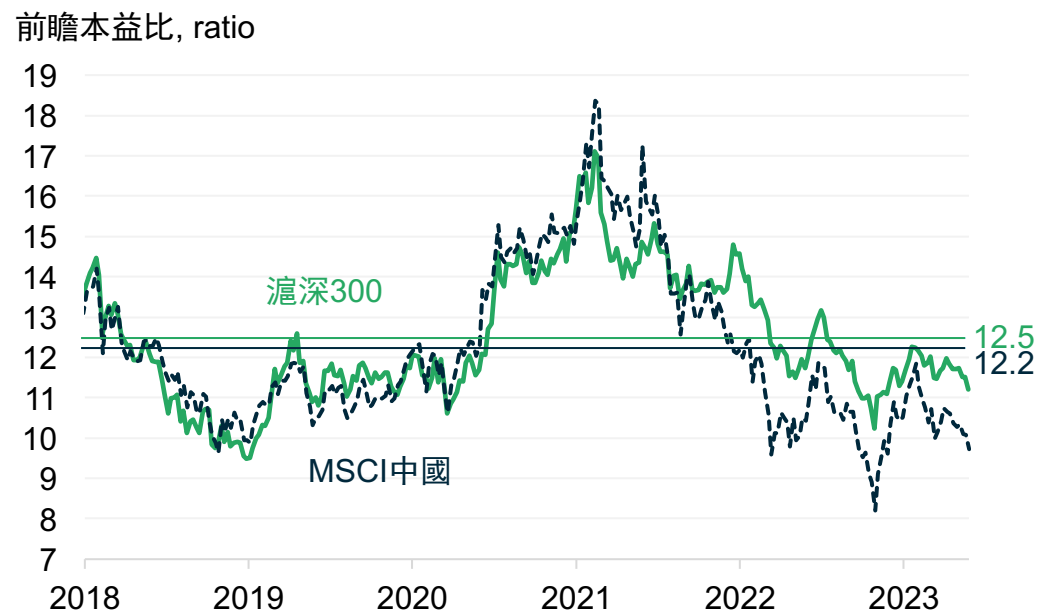
經濟表現不如市場預期, 加上產業面缺席科技與AI題材助攻, 使中國境內外股市承壓。後市展望方面, 中國A股與境外上市的中概股前瞻本益比跌至近年低位, 市場已反映較多悲觀情緒, 下方風險有限, 但囿於經濟增長動能不如預期, 大盤預期維持震盪格局。

## 景氣復甦腳步偏慢, 中國大盤呈現震盪格局



資料來源: Wind。

## A股及中概股本益比來到近年低位



註: 橫線為2018年至今前瞻12個月本益比平均值。

資料來源: Bloomberg。

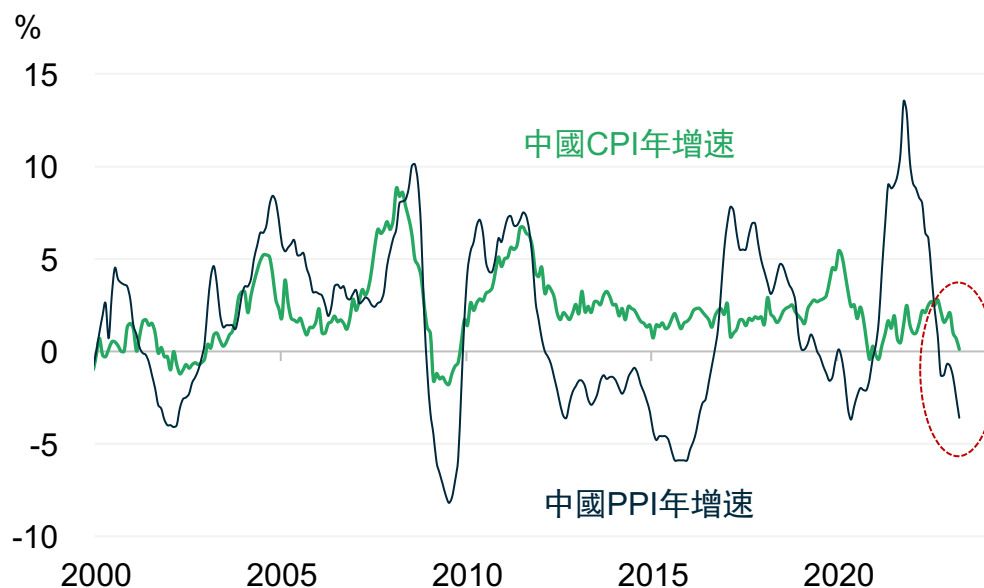


# 人民幣 中國恐陷通縮風險，人行無可避免繼續寬鬆政策，基本面壓力仍不利人民幣走勢

中國面臨多重經濟困境，包括疫情封城貽害、房地產下行、外資撤離等，這些因素都對中國經濟造成嚴重的影響，這些負面影響也在在表現於中國物價的表現。

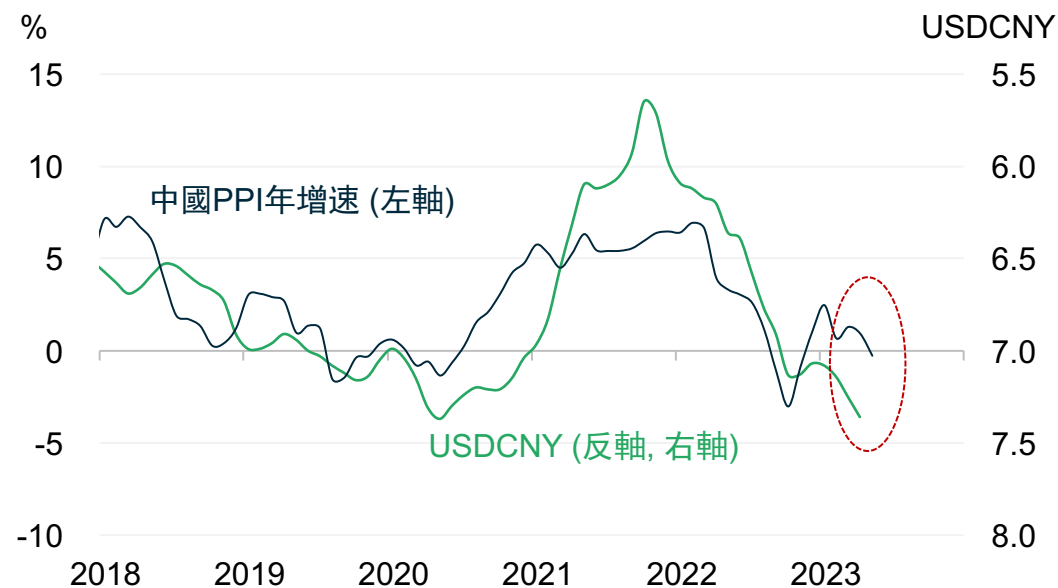
為了應對經濟下行壓力和房市帶來的金融風險，中國人行在今年已經多次實施了寬鬆政策，包括降低存款準備金率、提供流動性支持等。然而，這些措施並沒有有效地刺激實體經濟和改善市場信心。且在全球主要央行貨幣緊縮的政策背景下，人行如果繼續寬鬆政策，更將對人民幣匯價形成壓力。

## 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。

## 人行續行寬鬆避免通縮，貨幣政策將不利人民幣



資料來源：Bloomberg。

Jun 2023

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
中國財新服務業PMI 德國貿易收支 英國服務業PMI 歐元區PPI 美國工廠訂單 美國ISM服務業PMI 泰、馬、紐休市	台灣CPI 台灣PPI 歐元區零售銷售 韓國休市	中國貿易收支 台灣貿易收支	美國消費信貸 日本經常帳餘額 日本經濟景氣觀測調查 巴西休市	中國CPI 中國PPI 中國社會融資 韓國國際收支

## 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