



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年4月14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。

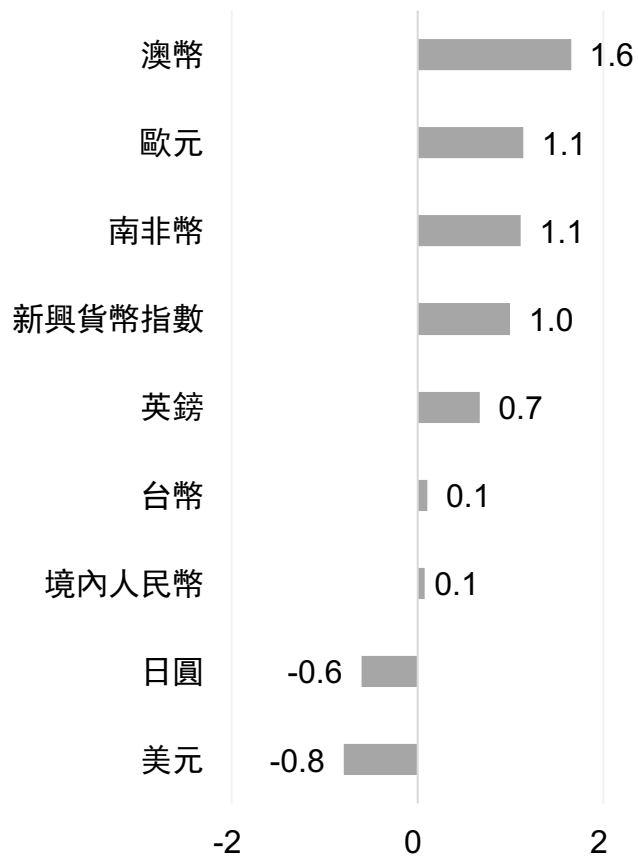
一週市場變化

主要股價指數一週報酬率(%)



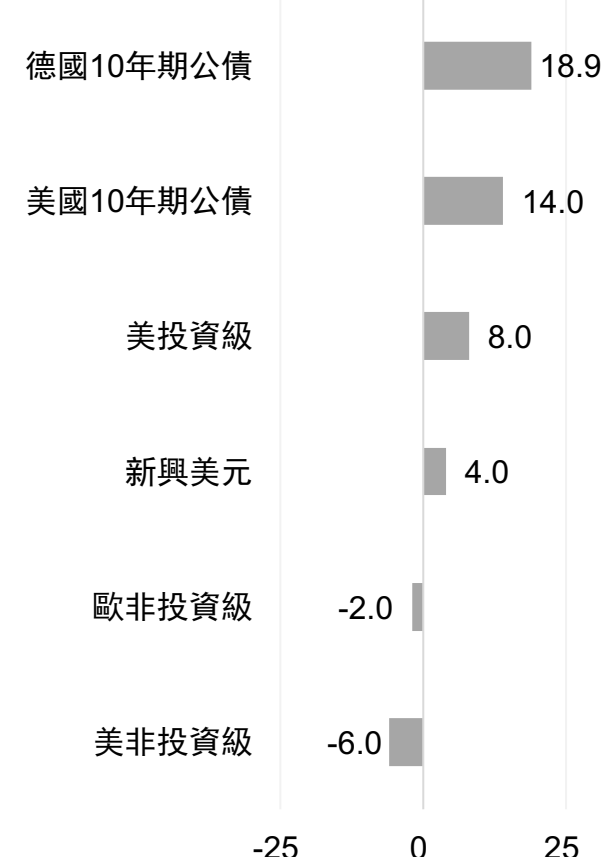
資料時間：2023/4/6- 2023/4/13。

主要匯率一週報酬率(%)



資料來源：Bloomberg。

債券指數一週利率變化(bps)



市場策略思維

▶ 勞動力仍具韌性，但已見放緩趨勢

初領失業救濟金人數緩步攀升、3月份新增非農就業人數為2021年以來最低，薪資年增也持續放緩等，多項指標指出勞動緊俏狀況已見緩解趨勢，將使通膨下降趨勢更加確立。

▶ 升息步入尾聲，不意味降息將開始

通膨續降、政策利率位於高位，以Fed最重視的PCE通膨來看，Fed已達到實質利率翻正的目標，暗示升息已屆尾聲。然參考過去升息暫停後的經驗，實質利率多維持在2%左右達半年以上，透露今年恐無降息空間。

▶ OPEC+意外減產下，油價前景看法為何？

參考OPEC+去年減產經驗，最終實際減產幅度僅達目標一半水準，預計本次也不脫過去的經驗。且需求面受到整體景氣拖累，加上原油庫存仍處兩年來高位，都將壓抑油價走勢。綜上，預期油價仍處在區間格局。

股市

Factset預估，今年Q1獲利增速相較去年Q4，將進一步下滑，主要反應企業去庫存的壓力。而ISM目前雖仍在緊縮，但考量企業庫存狀況也有所改善，且不排除去庫存將於上半年告一段落，有利企業獲利及股價築底。

債市

通膨逐步下降，公債殖利率的高點可能不易再出現，面對殖利率下行趨勢，仍可逢殖利率反彈布局，並逐步拉長債券天期。

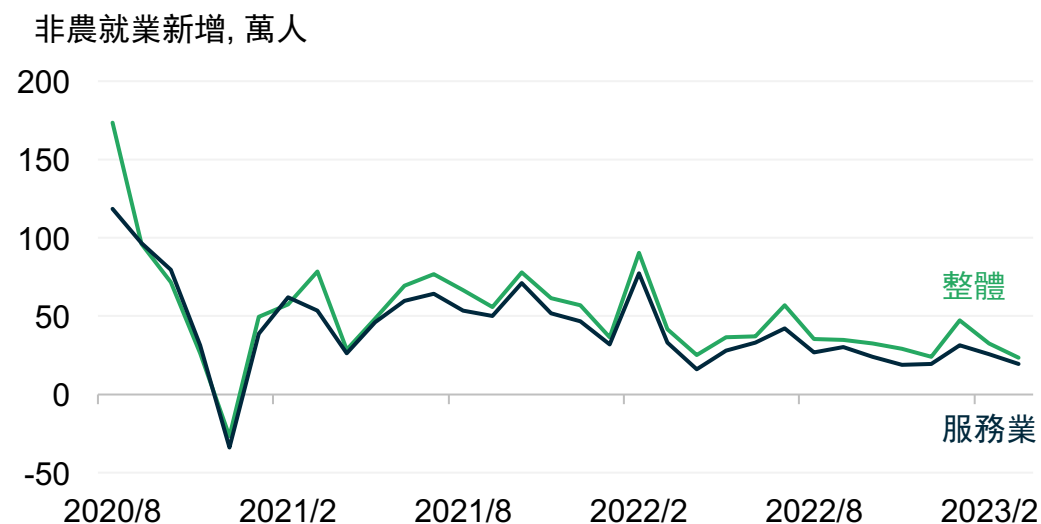
匯市

Fed接近升息尾聲，台灣央行仍升息因應通膨，長線基本面走向將逐漸改善，惟今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，台幣不易出現2019-21年的直線升值走勢，短線易隨台股起伏。

勞動力仍具韌性，但已見放緩趨勢

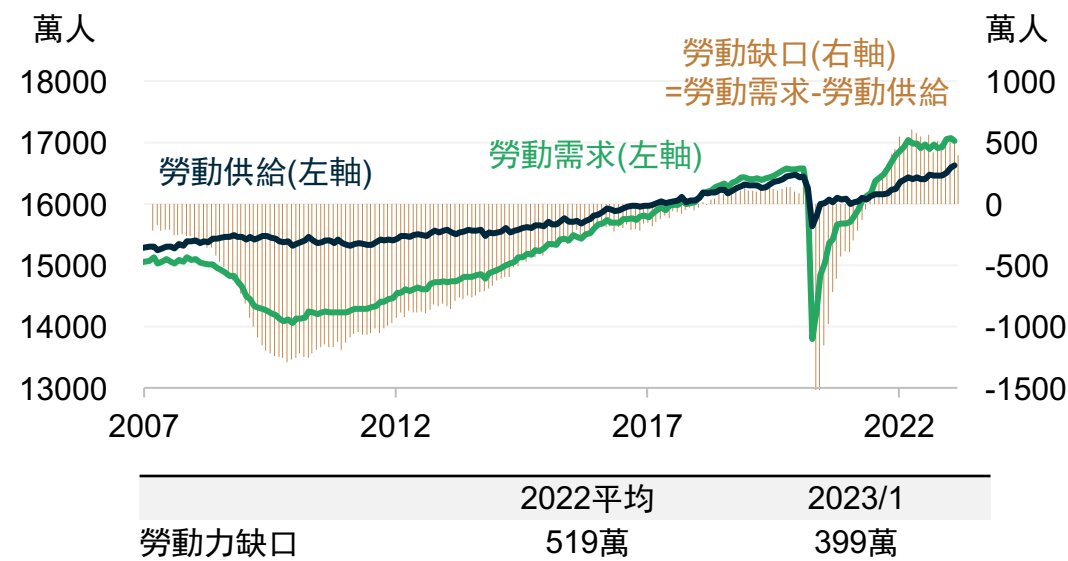
美國3月失業率為3.5%，持續維持在歷史低檔，非農新增就業人數23.6萬，仍略高於過去10年平均，因此若以絕對水準來看，美國勞動力市場仍具韌性。但就趨勢而言，初領失業救濟金人數緩步攀升、疫後重啟快速增加的服務就業也有所降溫，帶動3月份新增非農就業人數來到2021年以來最低。綜合考量美國勞動力供需變化，疫情後由於結構性的改變，目前美國勞動力仍處於供不應求的狀態，勞動力存在巨大缺口，所幸缺口隨時序往後，有逐步縮小的趨勢，去年缺口逾500萬人，今年最新數據已回落到400萬人以下。不難觀察，**多項指標指出勞動緊俏狀況已見緩解趨勢。**

非農新增就業人數已見放緩



資料來源: Bloomberg。

勞動缺口逐步縮小，顯示勞動力緊俏程度有所緩解



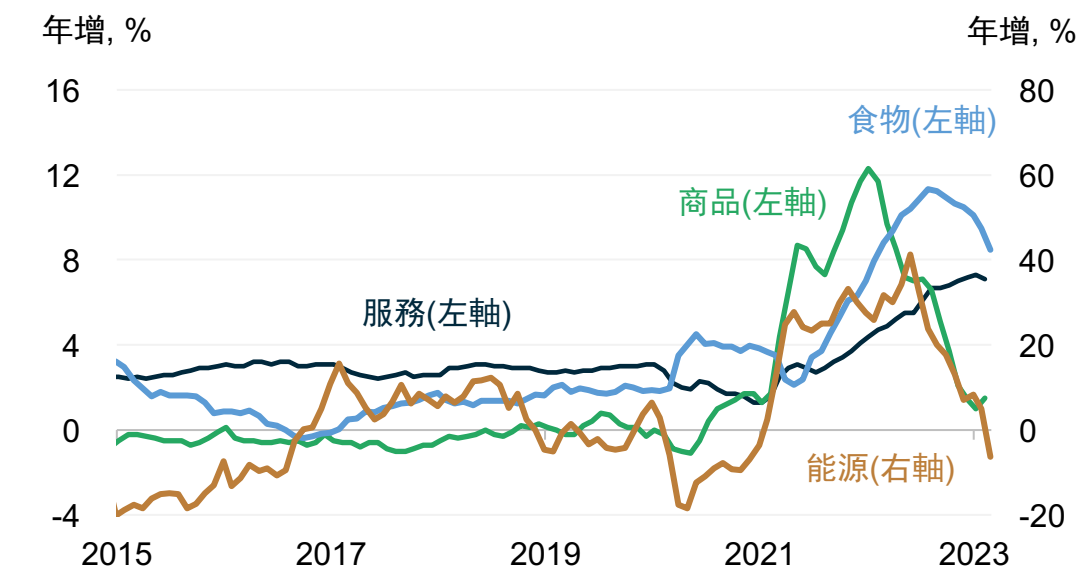
註：勞動供給取勞動人口數，勞動需求取職缺數加就業人口數。
資料來源: Bloomberg。

服務類通膨放緩，將為下半年通膨續降不可或缺的動力

3月份CPI年增為5%，低於預期，且較前月6%大幅下滑，而扣除能源和食品的核心CPI為5.6%，符合預期，但較前月5.5%略為走升。觀察今年上半年讓通膨回落的主力，是能源及商品，但往**下半年，隨著商品及能源的高基期助益淡化，整體通膨是否能持續放緩，服務通膨的走勢就是關鍵。**

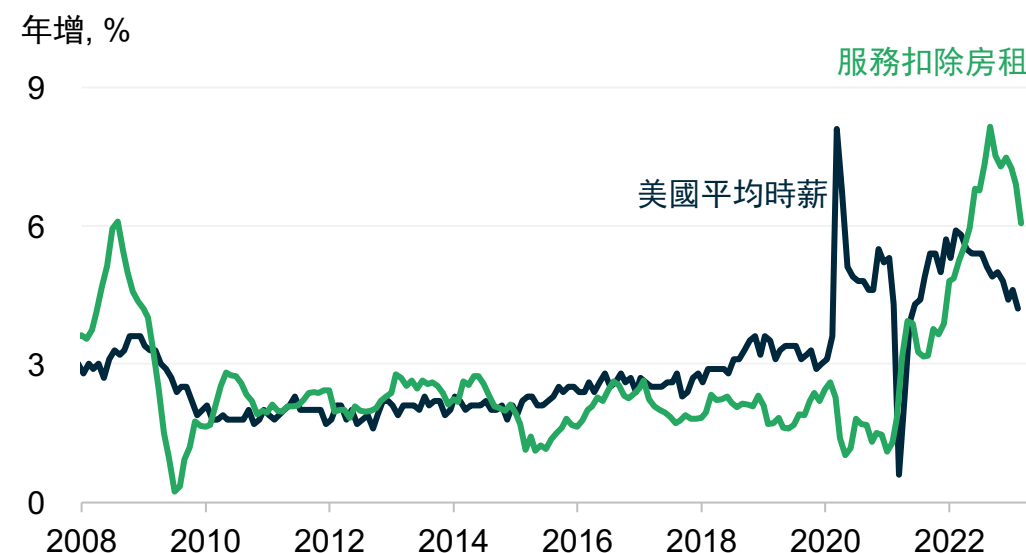
服務通膨中，房租通膨部分，觀察領先房租約1.5年的房價年增，已率先於2021年底見高回落，因此預期房租通膨有望在今年中左右觸頂回落，另一部分，Fed重點關注的--**服務扣除房租的通膨則主要受到薪資走勢主導，料也將持續受惠勞動市場放緩的趨勢。**

下半年通膨降溫趨勢需靠服務類接棒



資料來源：Bloomberg。

薪資放緩，有助服務類通膨降溫



資料來源：Bloomberg。

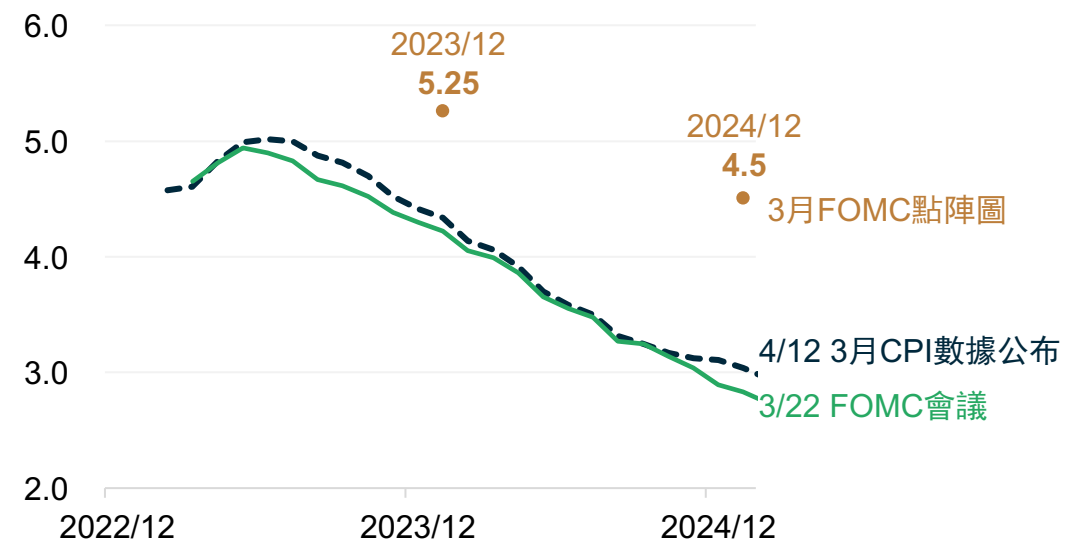
升息步入尾聲, 不意味降息將開始

通膨續降、政策利率位於高位, 以Fed最重視的PCE通膨來看, Fed已達到實質利率翻正的目標, 也就是政策利率已高於通膨數據。因此預期Fed在**5/4的利率會議再升息1碼後, 就有望暫停升息。**

但須提醒, 升息步入尾聲, 不意味降息將開始。從歷史經驗來看, Fed升息暫停後, 多將實質利率維持在2%長達半年以上, 而目前市場預估年底PCE通膨大概落在在3~3.5%的水準來看, **Fed在年底前可能沒有太多降息的空間。**

升息步入尾聲, 不意味降息將開始

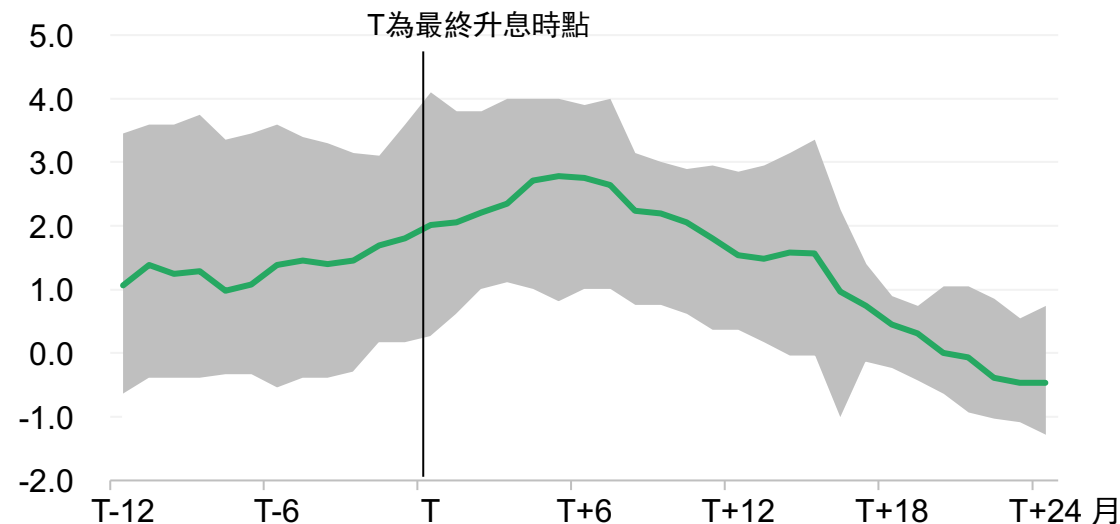
美國利率期貨, %



資料來源: Bloomberg。

過去暫停升息後, 實質利率平均將維持於2%半年以上

過去三次暫停升息後實質利率走勢, %



註: 取2000年、2006年、2018年三次升息的經驗。實質利率取Fed政策利率減PCE年增。
資料來源: Bloomberg。

大環境有利債市，殖利率若有上彈應把握布債契機

年初，因經濟數據優於預期及官員鷹派談話，美國10年期公債利率一度突破4%，但金融信用事件，讓公債利率又快速回落。展望未來，**通膨下滑趨勢並未改變，且升息即將見頂下，都支持美國10年期公債殖利率長線偏下。**

3月份金融信用事件，一度讓市場預期今年有近4碼的降息預期，而目前觀察區域銀行股價止穩，銀行向Fed借貸資金有所減少，都顯示銀行風暴已告一段落，加上觀察目前美國勞動力仍穩健，人人有工作、有消費下，預期通膨會呈現緩步回落而非急墜式回落，將使Fed今年恐無太多降息的空間。**故短線而言，若逢市場調升降息預期帶動殖利率回升之際，應把握布債契機。**

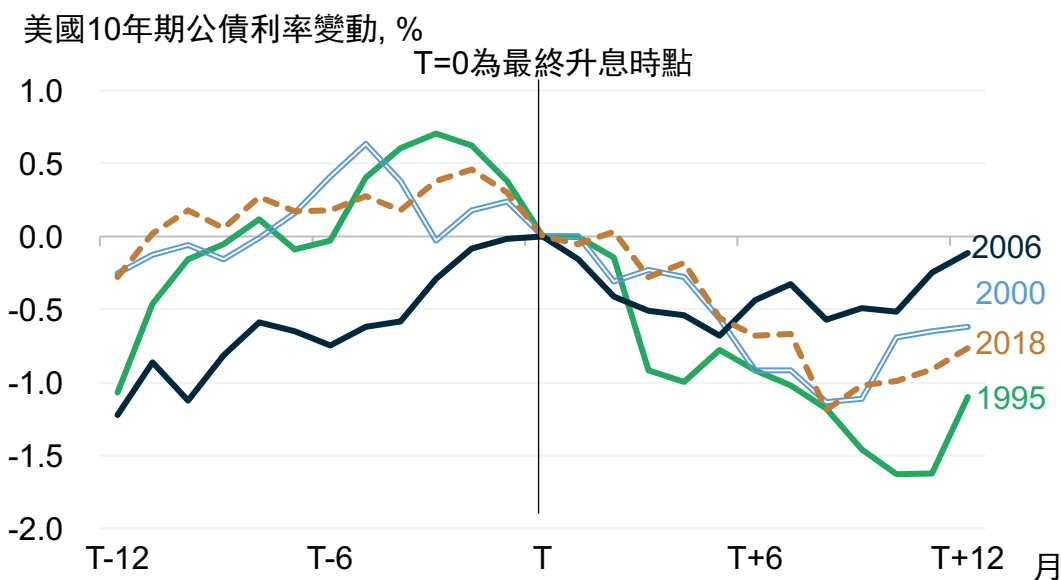
通膨預期持續回落，成為利率上方壓力



註：通膨預期取美國十年期平衡通膨率。

資料來源：Bloomberg。

公債利率往往在升息屆頂後偏下行



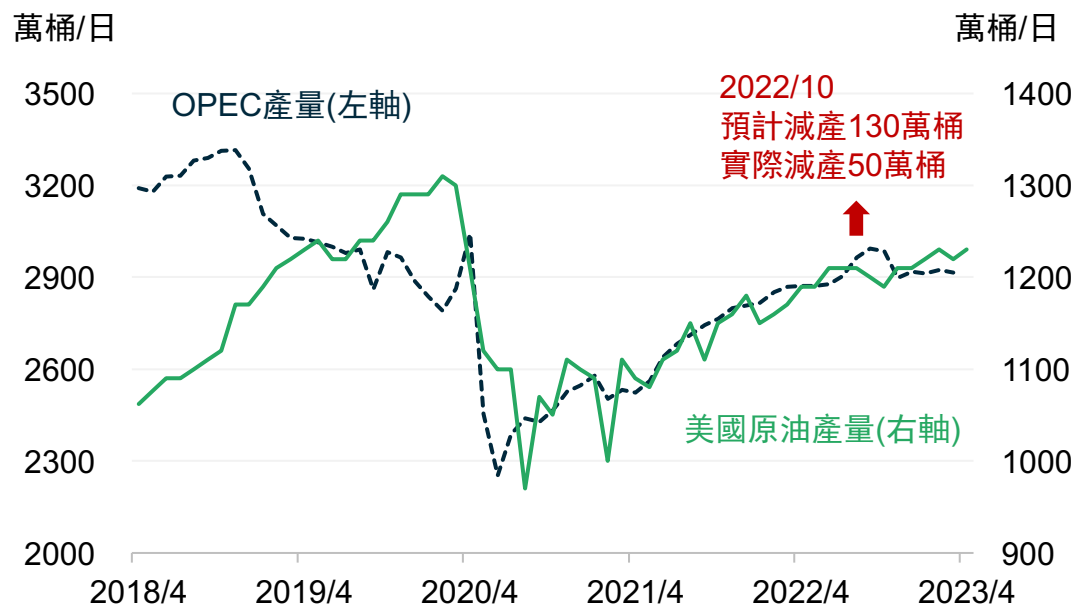
資料來源：Bloomberg。

OPEC+減產提供油價下檔支撐, 但也難有飆升的條件

4/2 OPEC+意外宣布, 從5月起到底今年底, OPEC成員將自願減產116萬桶, 加上俄羅斯年初宣布減產的50萬桶, 總計減產規模達166萬桶。此外, 美國可能回補戰備儲油, 使油價近兩週以來漲幅達20%, 市場甚至預期將挑戰百元關卡。

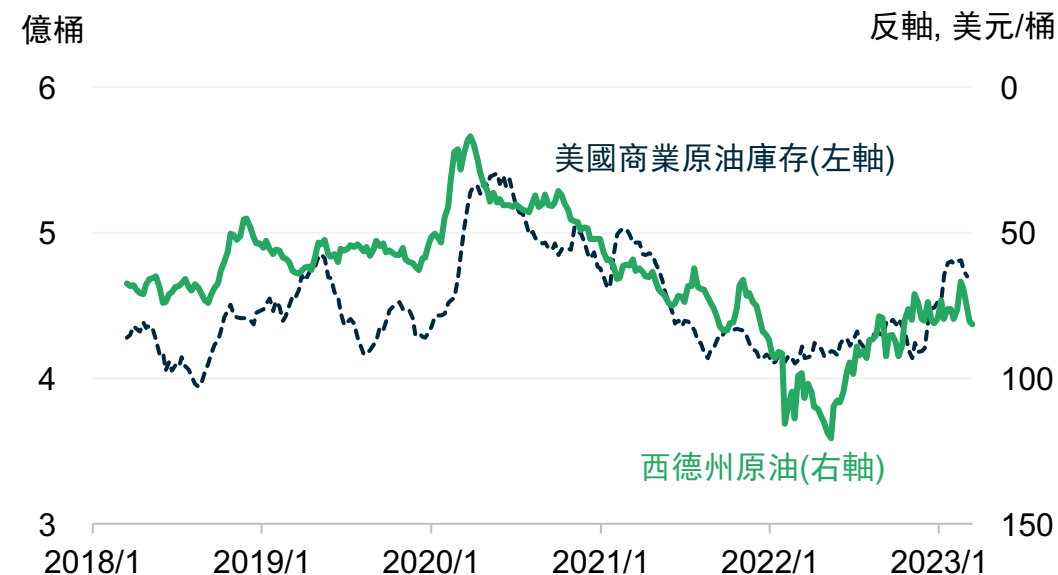
然投研預期近期油價仍處在盤整格局, 原因包括1)OPEC的減產宣言, 往往大於實際結果, 觀察去10月也曾發表減產百萬桶的減產宣言, 但實際減產幅度未達一半水平。2)美國原油產量持續緩步上揚, 3)目前需求面偏弱, 如ISM仍在萎縮狀態。4)目前商業原油庫存仍處在兩年來新高。值得注意的是, 若時間來到年中, 夏季用油需求回升, 預期油價才較有表現空間。

OPEC與美國原油產量狀況



資料來源: Bloomberg。

庫存偏高, 不利油價飆升



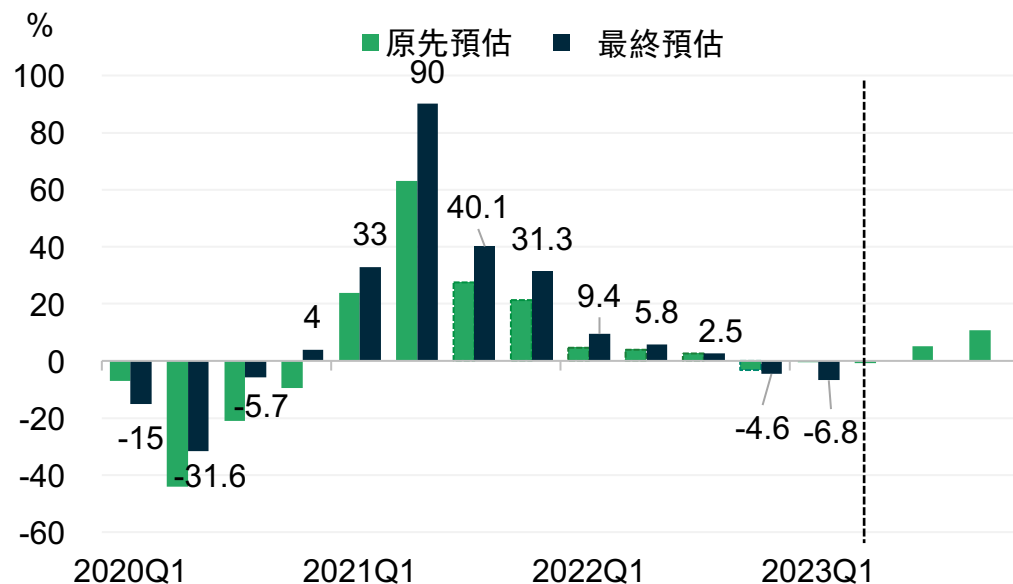
資料來源: Bloomberg。

企業獲利與製造業景氣仍在築底，股價亦然

時序邁入4月中旬，標普500指數將陸續公布企業財報，根據Factset預估，預估今年Q1獲利增速相較去年Q4，將進一步下滑，可能創2020年以來新低水平-6.8%，較3個月前的預估-0.6%還更為疲弱，主要反應的就是企業去庫存的壓力，3月ISM製造業再度回落，亦可略知一二。

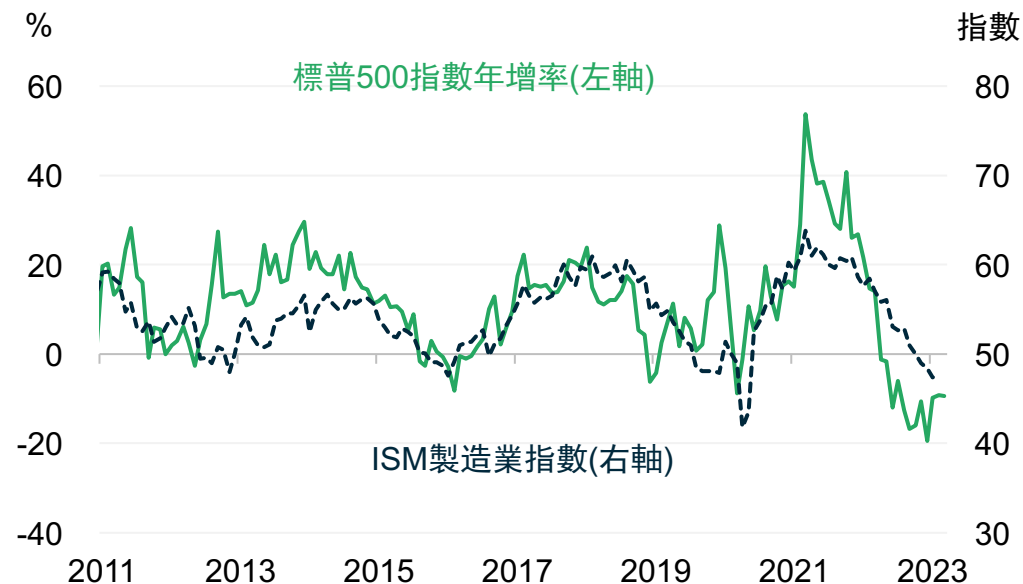
值得注意的是，ISM目前雖仍在緊縮，但考量企業庫存狀況也有所改善，包括筆電大廠的首季出貨量明顯優於預期，預期庫存問題有望上半年告一段落，下半年將有所增溫。至於股市方面，**短期股市已來區間上緣，不急於追價，待拉回後再分批布建。**

標普500獲利預期狀況



資料來源：Bloomberg。

製造業景氣打底階段，股價亦然



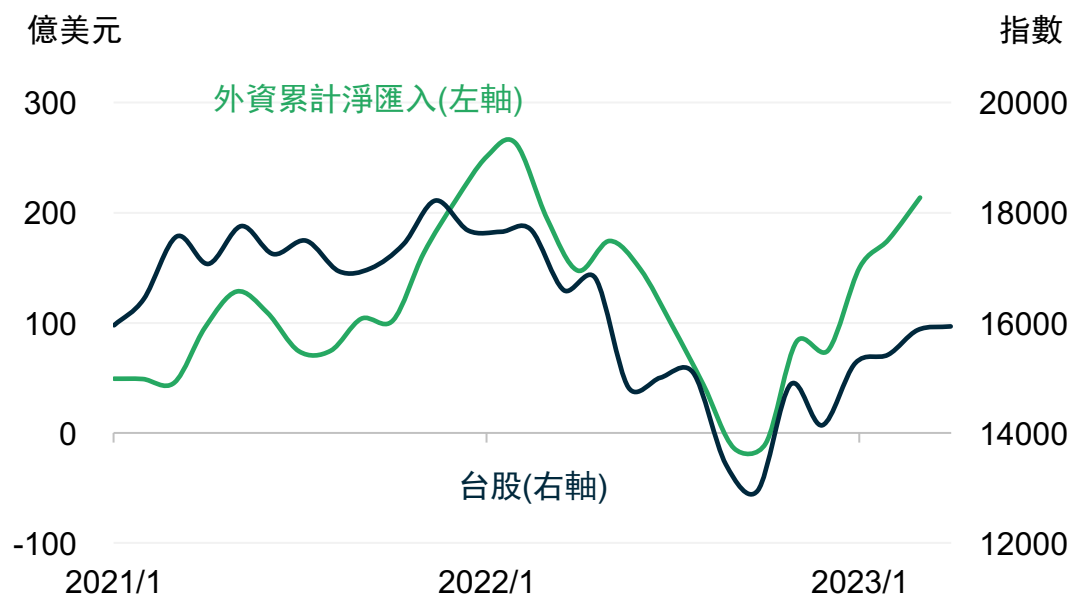
資料來源：Bloomberg。

台灣 景氣仍不明朗，投資布局宜保持耐心

台股自去年10月反彈以來表現強勁，且目前仍在相對高檔震盪，似乎不受景氣對策信號連4顆藍燈的影響，究其原因，台股受惠外資回流以及評價回升，股價似乎有提前基本面落底的味道。然而投資人仍希望尋找景氣復甦的跡象，以支撐股價進一步上漲。

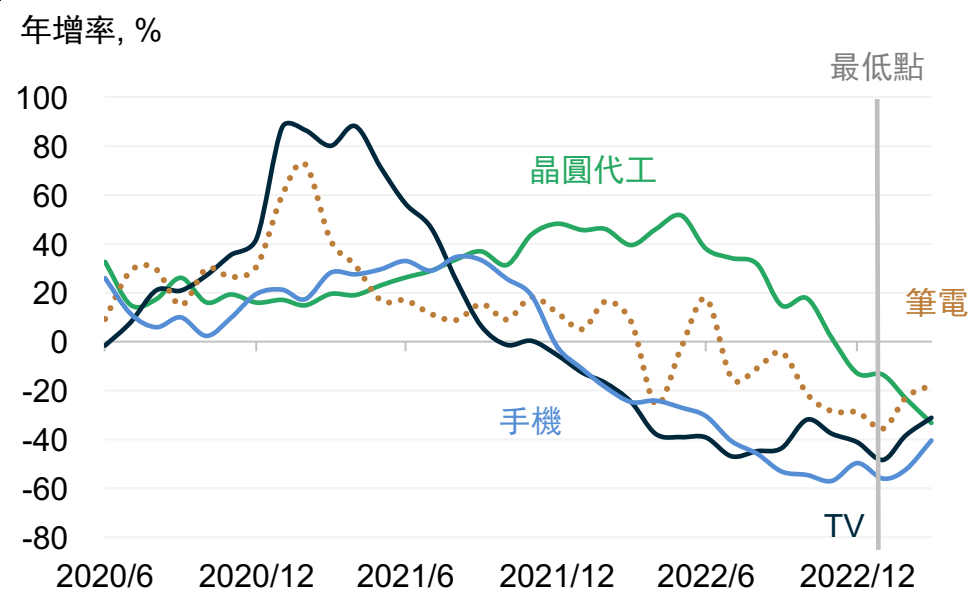
台灣3月製造業PMI回落至榮枯線下，顯示景氣仍不明朗，反應在產業的營收上則呈現強弱不一的表現，筆電、面板、手機零組件產業3月營收普遍較2月大幅成長，顯示庫存去化告一段落，出現回補庫存需求，年增率也自低檔向上，然而晶圓代工則呈現營收跌幅加大的趨勢。若參考外資券商普遍預估台積電營收低點落在Q2、下半年可望回升來看，或許保持一點耐心，景氣翻揚的時刻已經不遠。

伴隨著外資連兩季淨匯入，台股走勢穩健



註：統計自2021/1以來外資累計淨匯入金額。
資料來源：Bloomberg。

部份產業營收提前於1月落底



註：晶圓代工採台積電、聯電、世界先進、力積電營收年增率平均；NB採宏碁、華碩、仁寶平均；TV採友達、群創、彩晶平均；手機採PA廠穩懋、宏捷科、全新平均。
資料來源：Bloomberg。

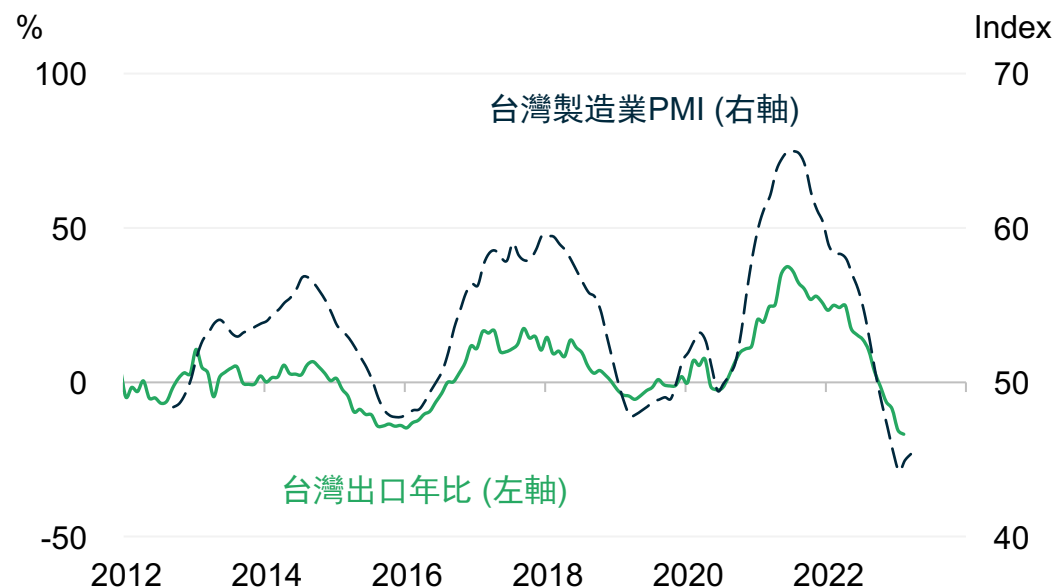
台幣 製造業築底, 出口仍具挑戰, 長線基本面雖逐漸改善, 但短線匯價走勢仍受台股的牽動

台灣製造業與出口：4/10台積電公布3月營收1454億台幣創17個月新低，並表示終端市場需求持續疲軟，此外，月初所公布的**製造業PMI**也較上月有所趨緩，顯示去年以來的庫存去化仍需要時間調整，PMI雖尚不致回到去年的下降趨勢，但**台灣出口**尚未擺脫高基期、終端疲弱的挑戰。

台灣CPI：3月CPI年比為2.35%，連續20個月高於2%的通膨警戒線，雖然通膨已從去年高位逐步下降，但**電價調整的影響仍待發酵下**，央行政策將審慎以對，仍維持偏緊縮政策立場。

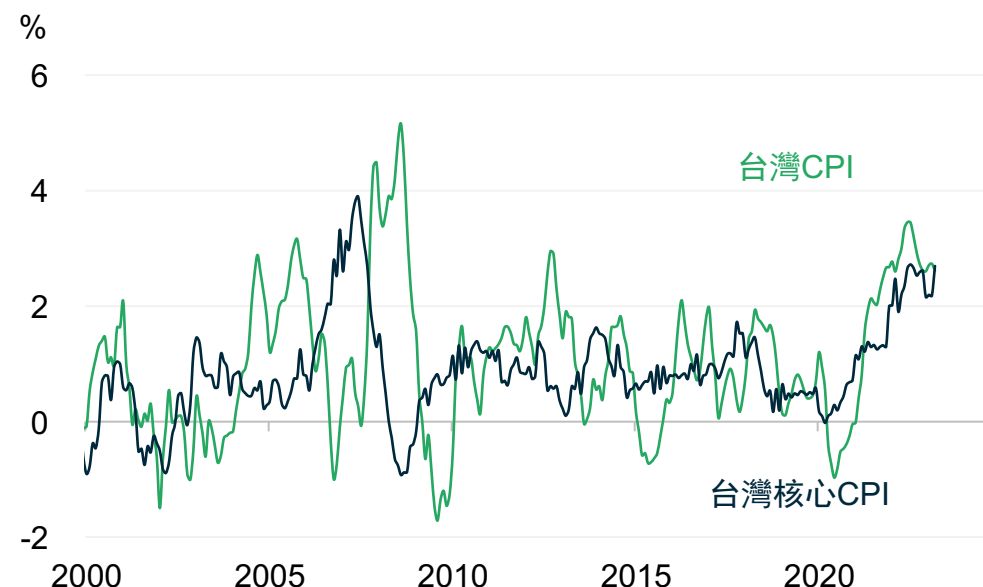
台幣匯價：長線而言，因Fed接近升息尾聲，台灣央行仍升息因應通膨，**長線基本面走向將逐漸改善**。但就短線而言，外資動向轉趨買賣紛陳，較無趨勢性方向；今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，短線易隨台股起伏。

製造業仍在築底, 台灣出口仍具挑戰



資料來源：Bloomberg。

台灣CPI年比仍處於高位



資料來源：Bloomberg。

附件 美台企Q1財報行事曆

■ 為台股, EPS單位為台幣; 其餘單位為美元												
項目	公司	實際 EPS	預估 EPS	優/劣 於預期	公司	實際 EPS	預估 EPS	優/劣 於預期	公司	實際 EPS	預估 EPS	優/劣 於預期
一	4/10 台塑石化	0.47	-0.19	優	4/17				4/24 可口可樂	-	0.65	-
	南亞塑膠	0.11	0.64	劣								
二	4/11				4/18 美國銀行	-	-0.65	-	4/25 惠而浦	-	2.07	-
					嬌生	-	2.51	-	Alphabet	-	1.11	-
					洛克希德馬丁	-	6.09	-	金百利克拉克	-	1.33	-
三	4/12				4/19 高盛	-	8.32	-	4/26 德州儀器	-	1.78	-
					Netflix	-	2.87	-	微軟	-	2.24	-
					摩根士丹利	-	1.68	-	波音	-	-0.88	-
					光寶	-	1.15	-	欣興	-	3.25	-
四	4/13 大立光	24.64	25.35	劣	4/20 特斯拉	-	0.86	-	4/27 Meta	-	1.99	-
					美國運通	-	2.70	-	默克藥廠	-	1.39	-
					美國鋁業	-	0.10	-	T-Mobile	-	1.48	-
					AT&T	-	0.59	-	艾伯維	-	2.52	-
					台積電	-	7.53	-	聯發科	-	8.55	-
五	4/14 達美航空	-	0.30	-	4/21				4/28 埃克森美孚	-	2.62	-
	摩根大通	-	3.38	-					亞馬遜	-	0.21	-
	花旗	-	1.66	-					雪佛龍	-	3.46	-
	嘉信理財	-	1.09	-					英特爾	-	-0.16	-

資料來源: Bloomberg。

Apr 2023

17 Monday 美國NAHB房屋市場指數 日本全球百貨公司銷售	18 Tuesday 美國新屋銷售 英國ILO失業率 德國ZEW調查預期 中國GDP 中國工業生產 中國零售銷售	19 Wednesday 英國CPI 日本產能利用率 日本工業生產 歐元區CPI	20 Thursday 美國初領失業救濟金 美國成屋銷售 台灣出口訂單 歐元區消費者信心指數	21 Friday 美國標普全球製造業PMI 英國GfK消費者信心 歐元區製造業PMI 德國製造業PMI 日本製造業PMI 日本CPI 印尼休市
--------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------

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