



國泰世華銀行
Cathay United Bank

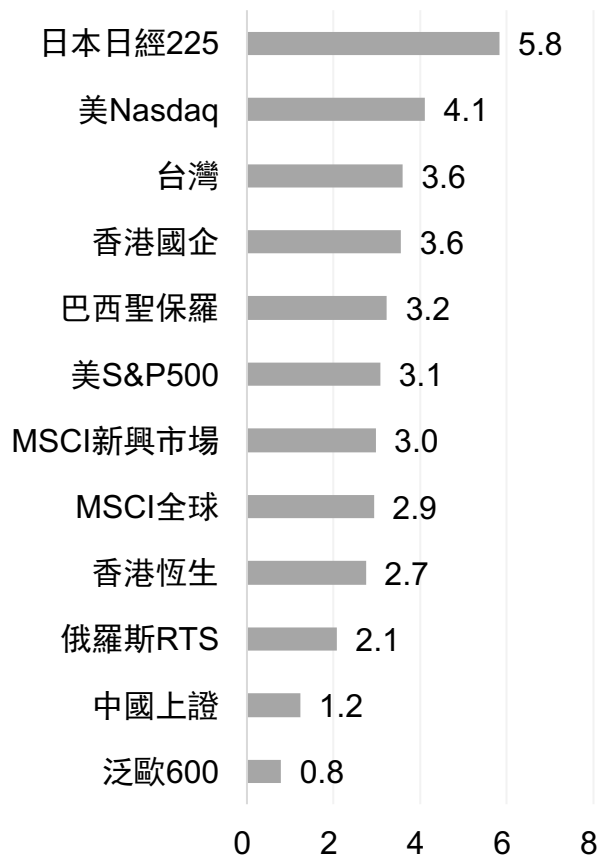
2023年6月16日

投資研究週報

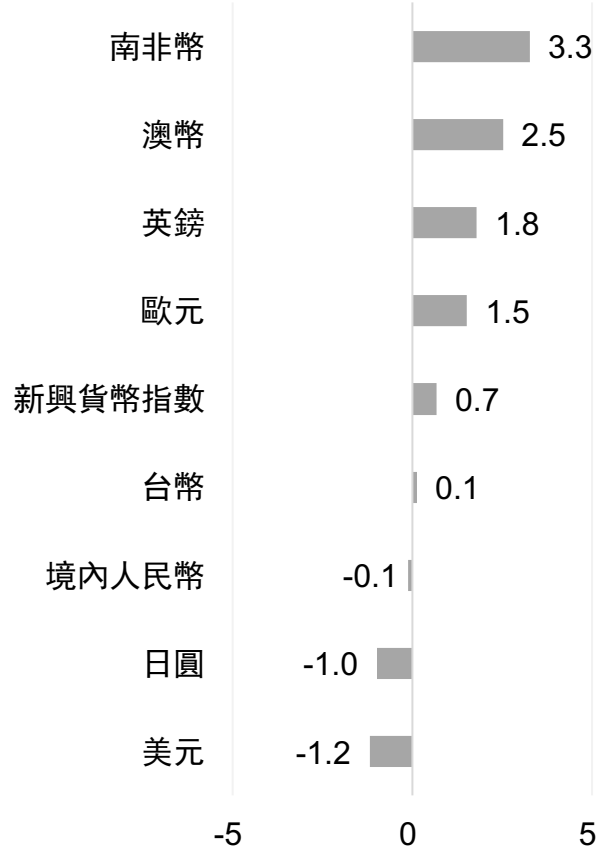
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/6/8- 2023/6/15。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 全球超級央行週，各國貨幣政策分歧

聯準會：暫停升息，調升點陣圖年底中位數2碼

歐洲央行：升息1碼，後續政策態度有所放緩

台灣央行：暫停升息，調降經濟預估，加強信用緊縮

人民銀行：調降7天期逆回購和MLF利率10個基點

► Fed暫停升息，後續政策走向怎麼看？

預期7月FOMC將再升1碼，但考量1)物價增速保持下行，且就業市場也逐步降溫，趨勢上與Fed期待一致；2)隨物價回落，Fed關注的實質利率攀升，對景氣壓力愈顯沉重，再升息兩碼的門檻偏高。

► 投資人情緒升溫，但股市過熱跡象隱現

美股今年漲勢集中，市場廣度偏低，加上AAII調查顯示散戶樂觀升溫，市場隱見過熱跡象。然而，庫存去化尾聲、升息循環也來到末期，利空淡化將給予大盤支撐。

股市

美國持續縮表加上7月恐再升息，大環境流動性收緊下，投資人樂觀情緒卻來到2021/11以來高位，短線留意漲多拉回風險。不過，庫存調整近尾聲，部分消費電子也露出曙光，逢大盤拉回可站買方思考。

債市

縱使考量Fed有再升息1-2碼的可能，升息也難脫尾聲，預期公債殖利率長線依舊偏下，不妨把握市場鷹派預期帶動殖利率走高之際布債。高利率對體質不佳企業影響仍在，配置上應選擇信用品質較佳者為先。

匯市

歐洲央行如預期升息1碼，美歐貨幣政策循環差異下，美元長線偏貶態勢未變。美國升息步入尾聲，支撐台幣匯價，但出口壓力短期仍重，將拖累基本面表現，有換匯需求者可利用外資匯入時機換匯。

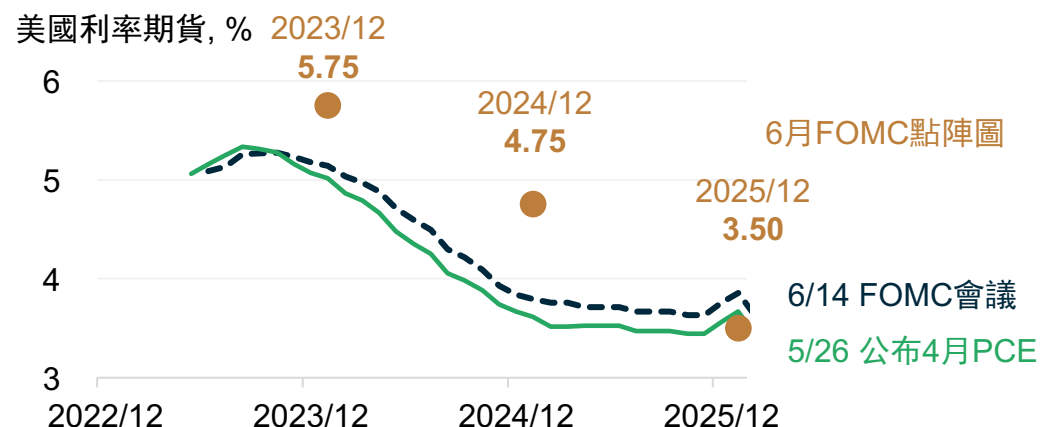
Fed: 6月暫停升息, 7月將可能再升息1碼

貨幣決策: **Fed本次維持利率於5.25%**, 維持現行縮表計畫, 以爭取更多時間觀察貨幣政策的遞延效果。

前瞻指引: **點陣圖上移**, 顯示下半年還有2碼的升息空間, 且至2024年才有降息的空間。Fed主席Powell借此強調6月暫停升息僅是放緩升息步調, 多數官員認為今年有進一步升息的空間, 但尚未有定論。

市場解讀: 通膨降溫不如預期, Fed確有進一步升息的風險, **但利率期貨暗示市場預期Fed實際的升息空間將小於2碼。**

點陣圖顯示還有2碼升息空間, 但市場料實際升幅有限



單位(%)		2023	2024	2025	長期
政策利率 (上限)	6月	5.75	4.75	3.50	2.50
	3月	5.25	4.50	3.25	2.50

註: 紅字為上調, 綠字為下調。

資料來源: Bloomberg, Fed。

經濟預估: 上調今年GDP及核心通膨, 下調失業率

單位(%)		2023	2024	2025	長期
實質GDP	6月	1.0	1.1	1.8	1.8
	3月	0.4	1.2	1.9	1.8
失業率	6月	4.1	4.5	4.5	4.0
	3月	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE	6月	3.2	2.5	2.1	2.0
	3月	3.3	2.5	2.1	2.0
核心PCE	6月	3.9	2.6	2.2	-
	3月	3.6	2.6	2.1	-

註: 紅字為上調, 綠字為下調。

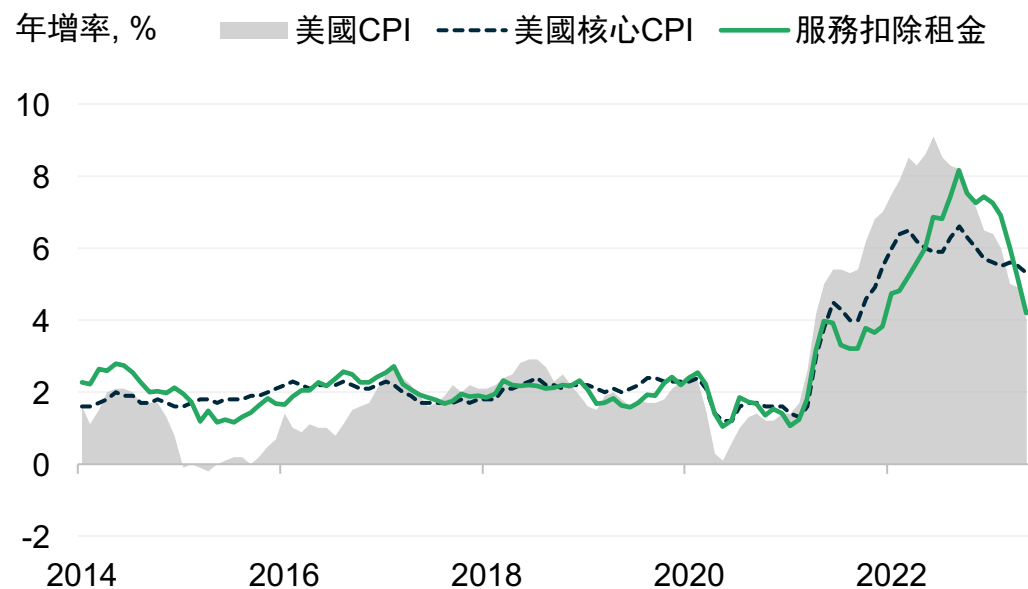
資料來源: Fed。

7月不排除再次升息, 但隨時序往後, Fed升息的門檻將越高

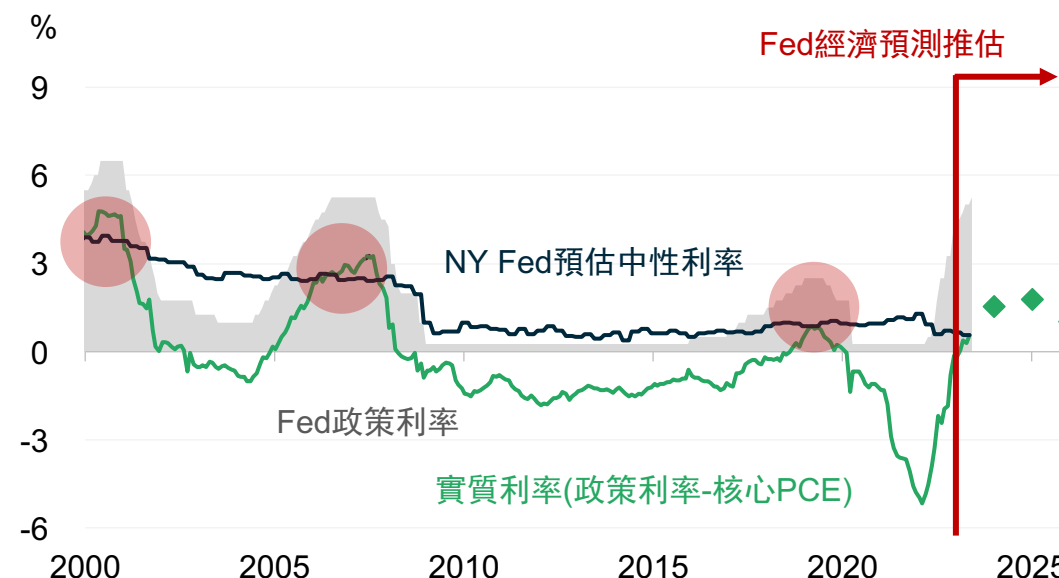
美國5月份通膨持續降溫, CPI年增率自4.9%降至4%, 核心CPI也從5.5%下滑至5.3%, 聯準會最為關注的服務扣除租金增速同樣走弱。在能源價格年減11.7%帶動下, CPI略低於市場預期值4.1%, 惟核心CPI小幅高於市場預期。往Q3看, 預期能源價格將帶動Headline CPI增速持續回落, 在核心部分, 商品價格增速因為基期影響而走勢持平, 但房屋租金增速已見轉折, 預估後續將成為核心通膨降溫的重要推手。

7月不排除Fed再次升息, 但隨時序往後, 預期升息門檻將越高的原因有二: 1) 物價增速保持下行, 就業市場也逐步降溫, 趨勢上與Fed期待一致。2) 隨物價回落, Fed關注的實質利率(政策利率扣除通膨)攀升, 對景氣壓力將愈顯沉重。

5月Headline及核心CPI增速進一步走弱



當實質利率高於中性利率時, Fed較難維持利率高位



註: 中性利率也可稱為自然利率(Natural Rate of Interest), 意指不會助長或限制經濟增長, 且通膨能維持穩定的利率。利率高於該水準則被視為對經濟及通膨有抑制效果。

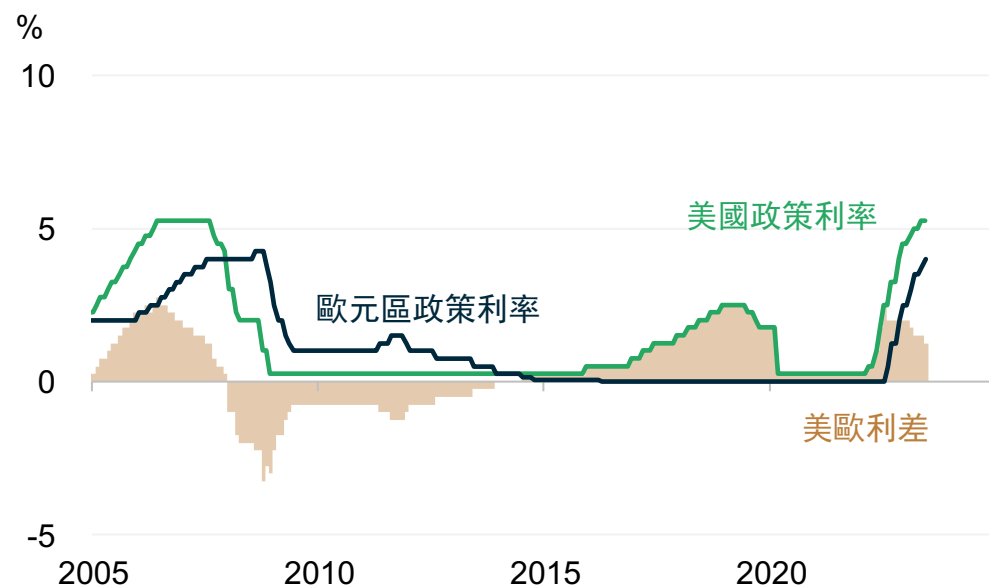
資料來源: Bloomberg。

歐洲央行：如市場預期升息1碼，美歐貨幣政策循環差異下，美元長線震盪趨貶趨勢未變

ECB利率會議：如市場預期升息1碼，聲明中仍強調通膨的風險（呼應總裁拉加德日前發言，稱核心通膨仍顯著高於央行2%目標，央行需要繼續緊縮貨幣政策）。整體來看，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。**

美歐政策利率逐漸拉近，Fed獨走優勢持續鈍化



資料來源：Bloomberg。

美歐政策利差收斂，牽引美元長線震盪趨弱



資料來源：Bloomberg。

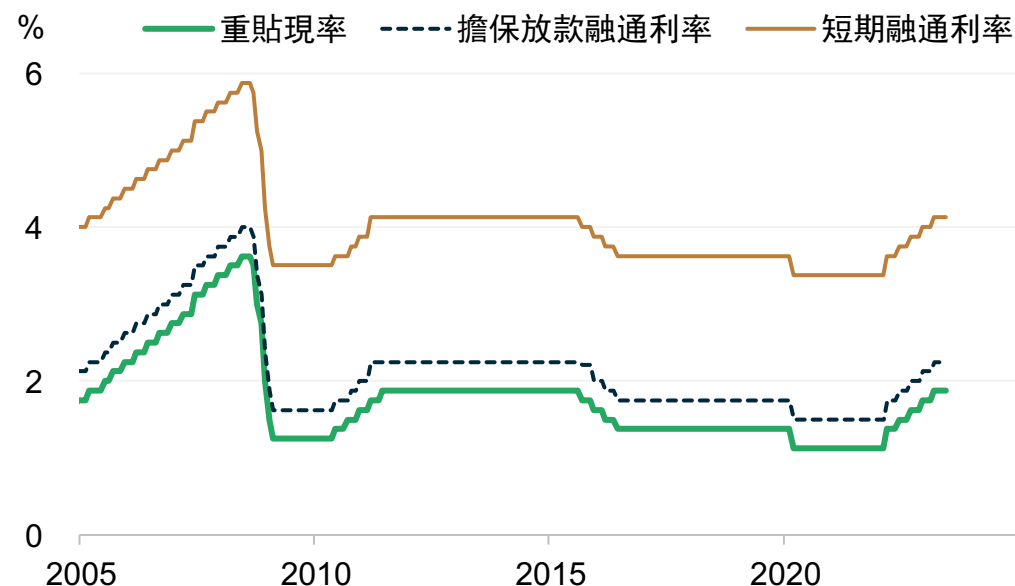
台灣央行：出口「連九黑」，景氣具不確定性，央行維持利率不變

理監事會重點：1)重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變；2)下調經濟增長(由2.21%至1.72%)，上調CPI預估(由2.09%至2.24%)；3)信用管制方面，本次修正新增規範自然人特定地區第2戶購屋貸款最高成數上限為7成。

本次維持政策利率不變，原因在於，考量下半年國內通膨緩步回降，Q4通膨可望降至約2%；此外，國際經濟面臨不確定性，國內經濟成長放緩大於先前預測，故維持政策利率不變，以檢視緊縮貨幣政策之累積效果。

匯價：因Fed接近升息尾聲，有利支撐台幣匯價；但考量今年迄今出口與製造業表現仍舊疲弱，對台幣的基本面是一拖累，台幣匯價應呈『先貶後升』的格局。然近期主要受到AI浪潮帶動外資大幅買超，給予台幣支撐，惟有換匯需求者，利用外資匯入時進行換匯將是較佳時刻。

政策利率維持不變



資料來源：Bloomberg。

台灣出口連連負增長，景氣具不確定性



註：取3個月移動平均。

資料來源：Bloomberg。

債券 升息循環難脫尾聲下，殖利率逢高仍是債券布局契機

公債：縱使考量Fed有再升息1-2碼的可能，**升息也難脫尾聲**，依過往經驗升息屆頂後長債利率偏下，主席鮑爾也表示，一旦通膨回落的趨勢進一步確立，**Fed將會考慮降息**。故預期公債殖利率長線趨勢依舊下行，**不妨可把握市場鷹派預期帶動殖利率走高之際布債**。

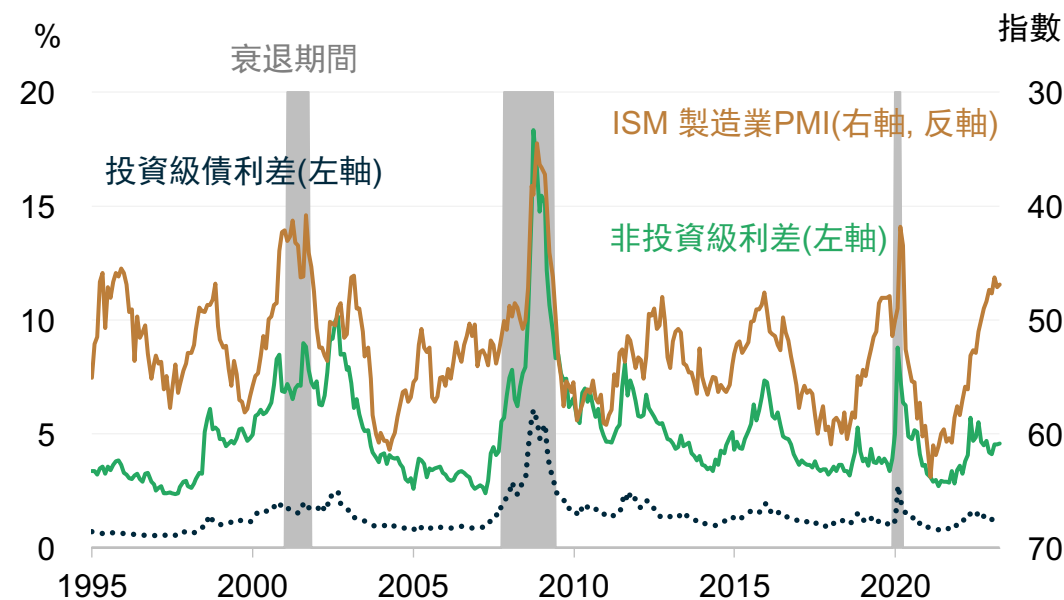
信用債：目前利差以絕對水準而言並不算高，在高利率對景氣仍有壓力的環境，企業需求復甦尚不穩健，體質不佳的企業信用利差仍有進一步上揚的空間，為降低利差波動風險，配置上應選擇信用品質較佳者為先。

升息循環難脫尾聲下，將支持公債長線下行趨勢



資料來源：Bloomberg。

景氣仍有壓的環境，須留意債券品質



資料來源：Bloomberg。

美股 資金緊縮壓力仍存, 短線市場有過度樂觀之虞

美國債務上限安然度過, 加上聯準會暫停升息, 推升美股上半年表現亮眼, 藍籌科技股走勢尤其強勢, 然而景氣尚未擺脫谷底, 投資人多空思路分歧之下, 整體市場廣度不足, 單邊上漲行情不易維持。

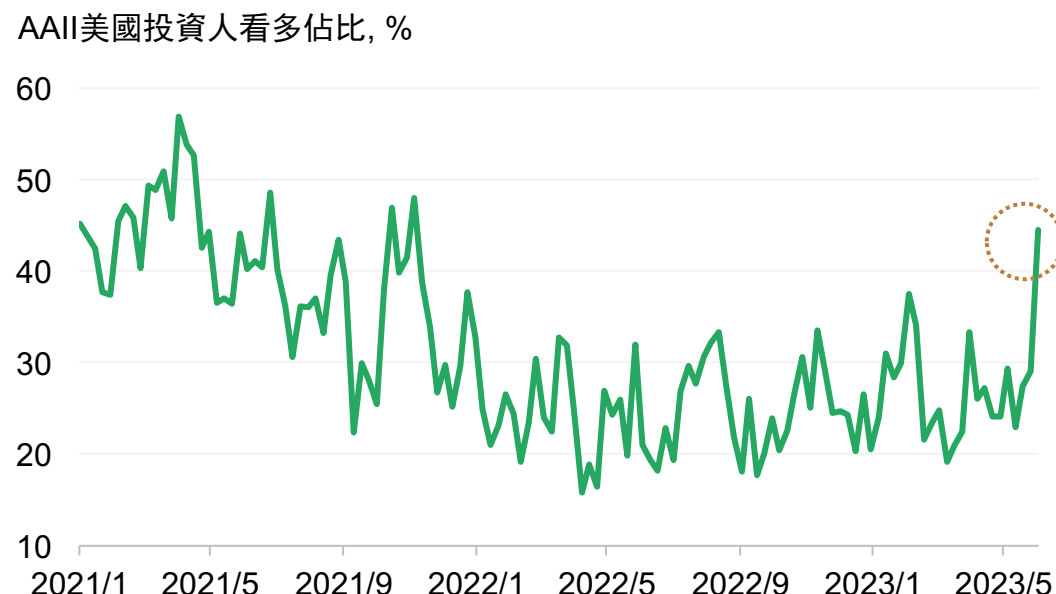
面對大環境流動性收緊, 美國投資人樂觀情緒也來到2021/11以來高位, 但市場資金聚焦AI相關題材, 大盤廣度不足時期常見市場波動偏大, 大盤漲勢的續航性也較低。另外, 科技股對利率敏感度較高, 目前7月升息疑慮仍存, 10年債利率高位震盪, 同時標普500本益比也超過19倍, 若經濟數據進一步推高升息預期與公債殖利率, 評價面有拉回可能。

資金緊縮壓力仍存, 美債殖利率高位震盪



資料來源: Bloomberg。

市場樂觀情緒升溫, 散戶看漲比例來到1年半新高



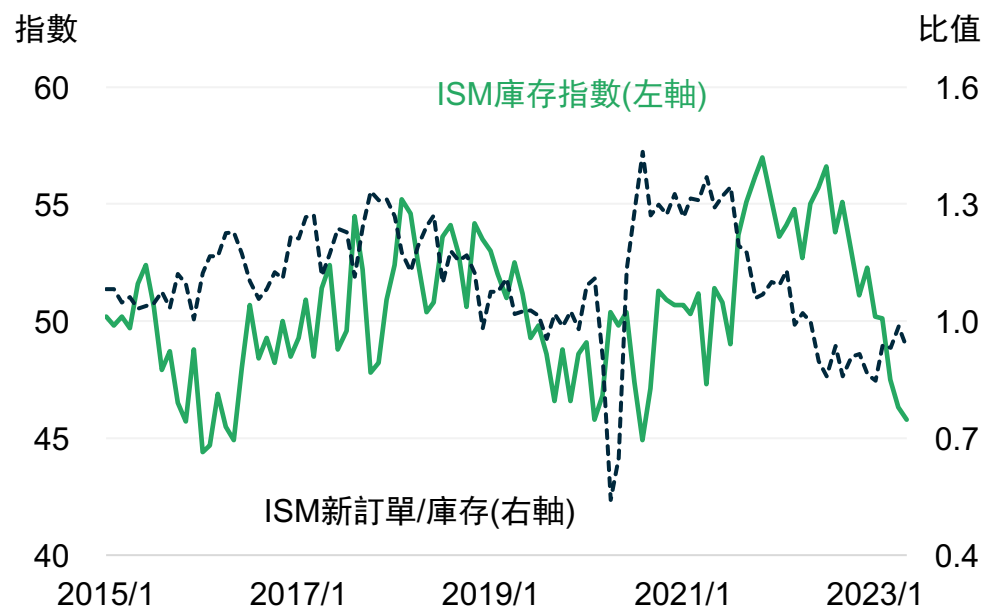
資料來源: Bloomberg。

美股 庫存調整近尾聲，利空鈍化下拉回宜站買方思考

隨疫情紅利消退，庫存問題逐步浮現，不過，自去年中以來，企業不斷降價促銷，使庫存問題也明顯改善，5月ISM庫存指數也來到2年多來新低。至於需求面，整體而言仍偏弱，不過各產業狀況不一，如AI引發雲端伺服器需求明顯回升，使得ISM新訂單/庫存比有望逐步走揚。

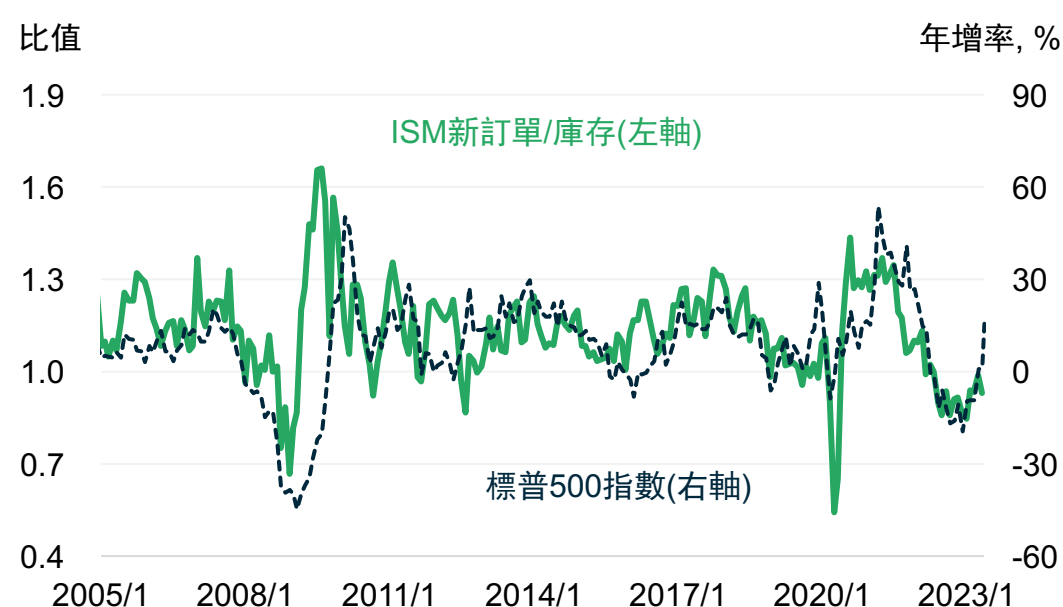
至於股市面，市場今年的企業獲利也普遍保守，標普500獲利可能零成長，不過，時序邁入下半年，受到AI熱潮的推波助瀾下，加上庫存問題也來到尾聲，市場明年的獲利預期均有緩步墊高的跡象。因此，短期股市雖不追高，但拉回後仍可布建。

庫存去化明顯改善，靜待需求回暖



資料來源：Bloomberg。

ISM新訂單/庫存比打底，提供股市支撐



資料來源：Bloomberg。

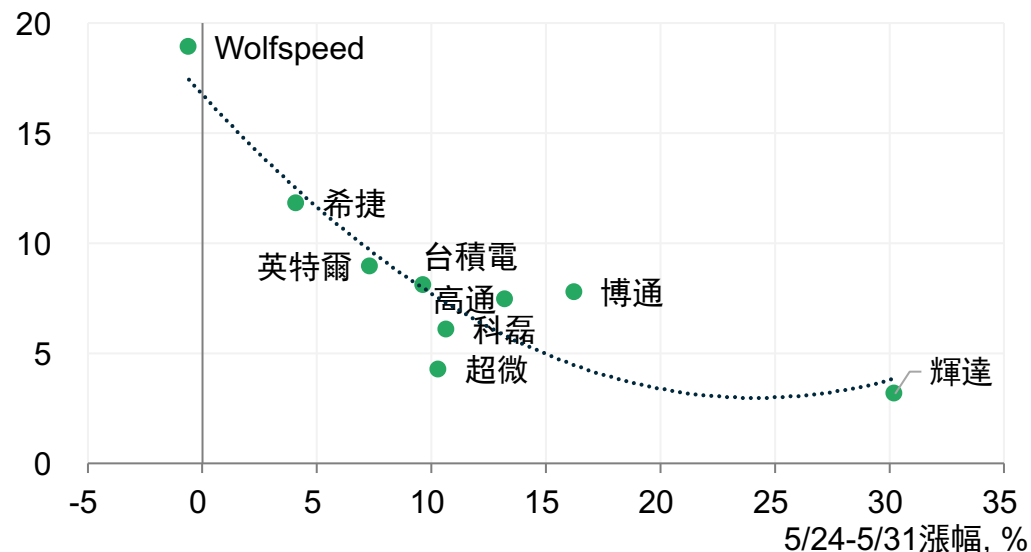
科技 消費電子已看到復甦曙光，基本面靜待下一波成長

經濟前景不明，衰退疑慮仍存，不過由歷史數據可以發現，即使製造業景氣已連7個月收縮，但觀察耐久財訂單卻維持在0軸之上，顯示資本投資並未受到景氣低迷影響，評估**本波景氣下行較可能屬於「循環性下行」，而非「結構性衰退」，也就是庫存調整結束後有望出現下一波景氣復甦。**

消費電子景氣在谷底，但近期多位科技大老紛紛表達慘況不再，已看到復甦曙光。台積電董事長劉德音表示，台積電明年將迎接下一波很好的成長，其他包括聯發科、大立光、宏碁、友達、威剛、華邦電均改口表示產業谷底已現。以NB產業為例，宏碁董事長陳俊聖認為，「通路庫存鬧鬼」的情況已過，現已進入轉折點，下半年有新訂單湧進。由營收角度觀察，NB產業營收年增率的最低點出現在1月，而半導體位於產業上游，庫存消化落後下游，預計營收Q2才落底，這其中台積電受惠AI需求，營收提前出現轉折向上，將確立基本面逐漸好轉，展開下一波成長的前景。

AI龍頭輝達漲勢暫歇，其餘半導體落後族群有望補漲

6月以來漲幅，%

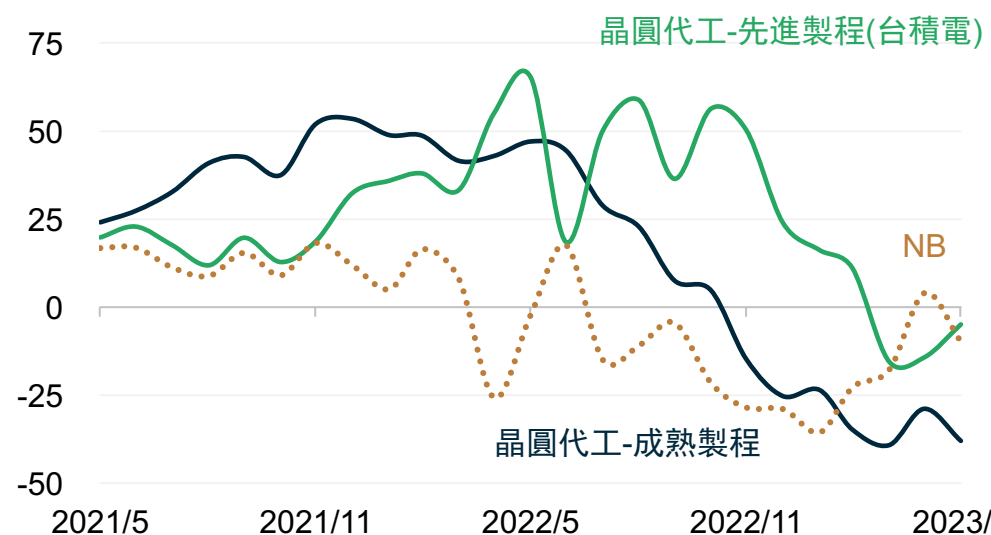


註：取費城半導體指數成分股。

資料來源：Bloomberg。

半導體營收落後NB見底，惟AI需求拉動先進製程好轉

營收年增率，%



註：晶圓代工-成熟製程採用聯電、世界先進、力積電平均；NB採宏碁、華碩、仁寶平均。

資料來源：Bloomberg。



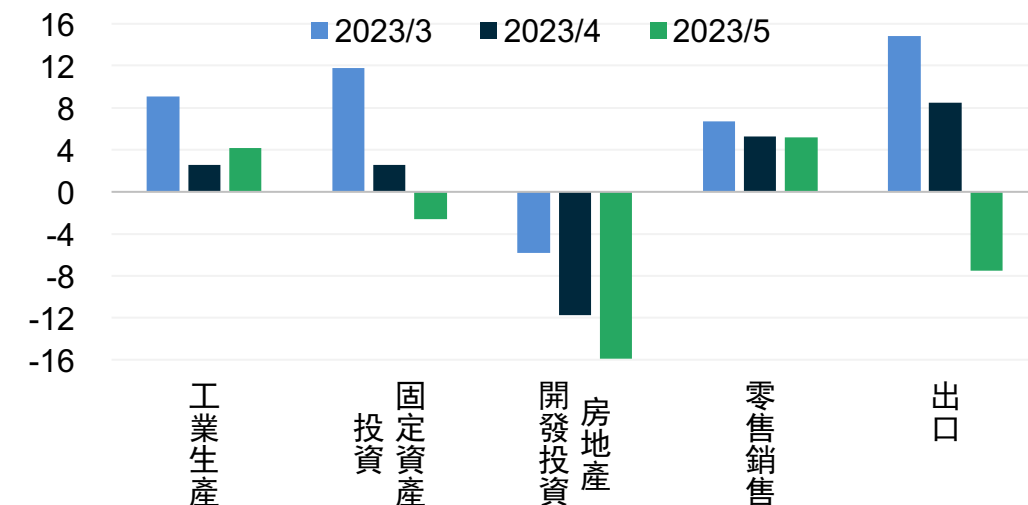
中國 人行降息提振市場信心，但後續地產與基建刺激力度更加關鍵

中國央行於6/13投放20億7天期逆回購，並下調利率10個基點至1.9%，MLF一年期利率也同步下調10個基點。人民銀行預料之外的降息，反映目前經濟復甦動能不足，內外需求下滑問題較為嚴峻，而社會融資存量增速走弱，預期偏弱導致貸款需求疲弱，央行降息意在提振市場信心。過往經驗看來，1年期與5年期LPR具下調空間，對映貨幣政策的更多穩增長政策也有望推出。

降息有助降低企業融資成本、改善投資人風險偏好，提供股市下方支撐，不過目前中國民眾與企業對景氣的信心低落，貨幣政策效果較為有限，重點仍在財政及地產政策，**基於房地產的房住不炒基調，以及地方財政隱患仍存，大幅度的刺激措施機會較低，也不易造就去年底至年初般的上漲行情，後續盤勢仍以區間格局視之。**

內外需求低迷，人民銀行降息提振市場信心

與2021年同期相比，%



註：除出口數據外，其餘四項為與2021年同期相比之增減幅度。出口因為受疫情影響較小，取2022年為基準之年增率。

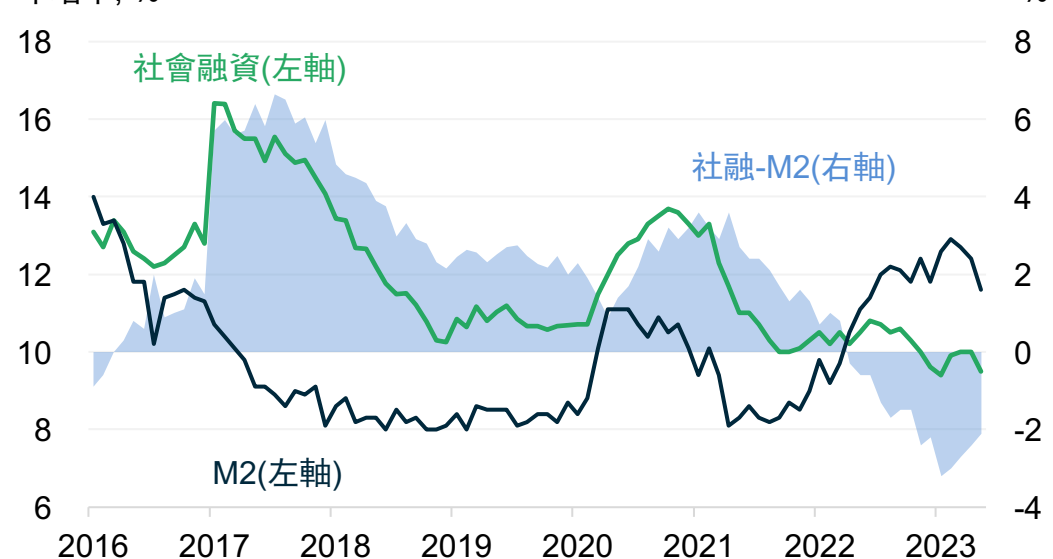
資料來源：Wind。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

民眾與企業借貸意願不振，拘限貨幣政策效果

年增率，%



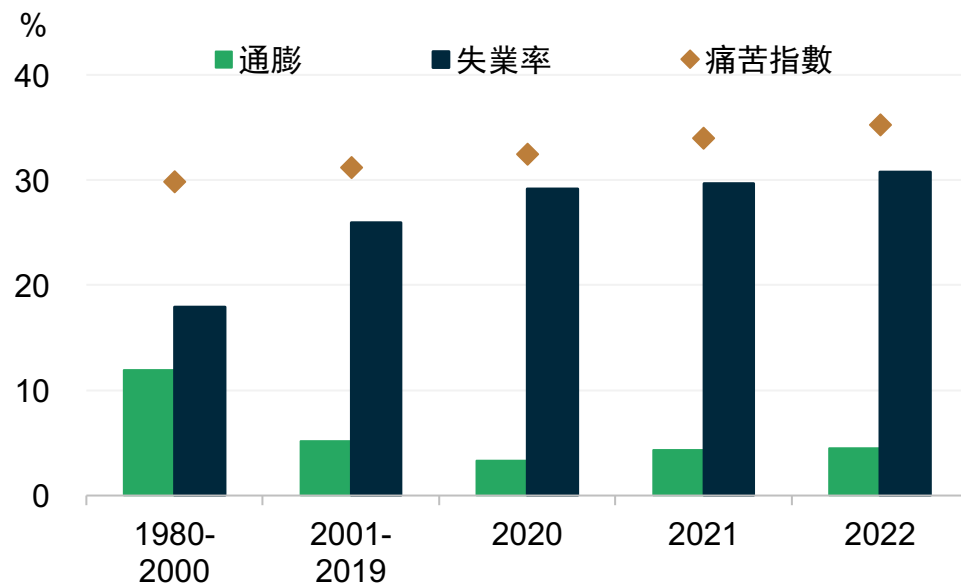
資料來源：Bloomberg。

南非幣 美元趨貶雖有利南非匯價，但自身結構性趨貶態勢仍難以逆轉

就基本面而言，南非經濟主要問題在於，政治、治安問題使南非企業投資不足，長期經濟增長趨緩，國內失業呈現結構性上升的趨勢。整體而言，**南非經濟並非循環性的擴張或衰退，而是存在結構性下行的問題。**

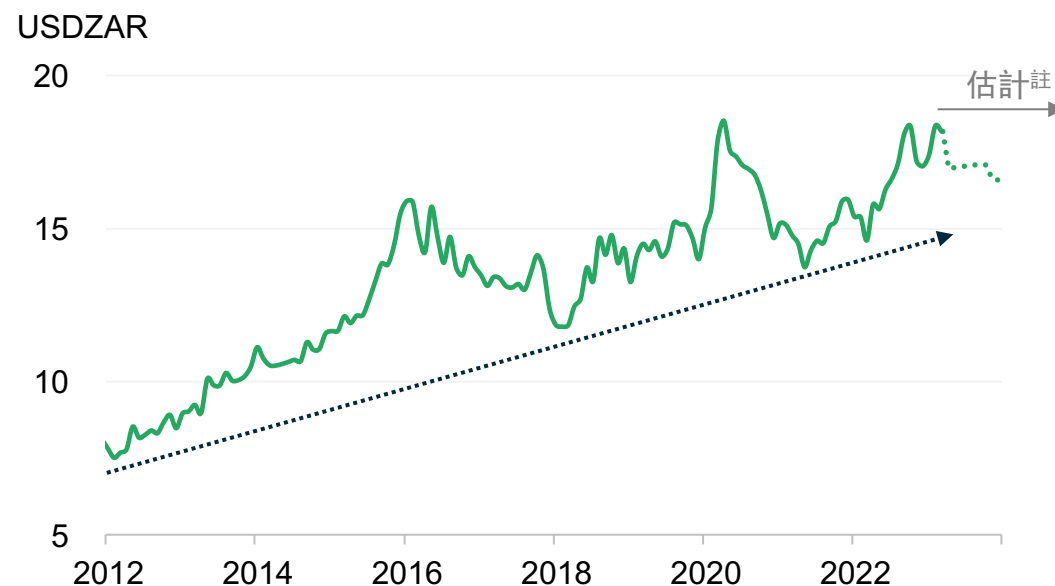
就匯價而言，主要國家匯率雖多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，尤其**南非幣趨勢性貶值的情況更為顯著**。雖然今年下半乃至明年，美國升息循環有機會屆頂反轉，引導美元指數偏弱震盪，但**南非幣結構性貶值趨勢仍難以逆轉**。

南非屬長期體質不佳的國家



資料來源：Bloomberg。

美元趨貶雖有利南非匯價，但長期趨貶態勢仍難以逆轉



註：USDZAR=-16.82+0.14x美元指數+0.0013x時間，時間為Excel內建編碼，R-sqr=0.97，期間1990-2022年。

資料來源：Bloomberg。

Jun 2023

19 Monday 美股休市	20 Tuesday 德國PPI 台灣出口訂單 美國新屋開工 日本工業生產 日本工具機訂單	21 Wednesday 英國CPI	22 Thursday 英國央行 美國成屋銷售 美國初領失業金 歐元區消費者信心 中、港、台休市	23 Friday 美國PMI 日本CPI 日本PMI 歐元區PMI 中、台休市
----------------------	---	--------------------------	--	--

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