



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年10月27日

# 投資研究週報

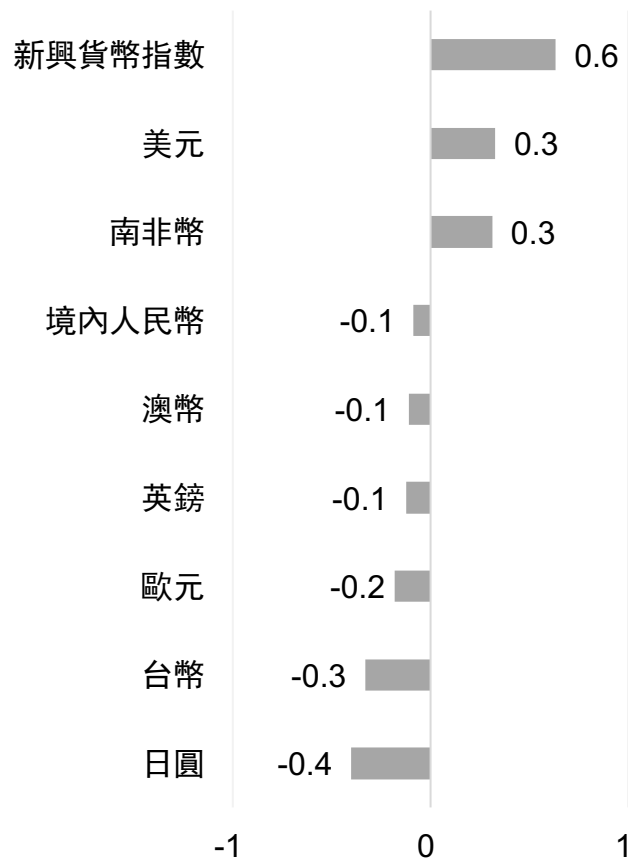
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

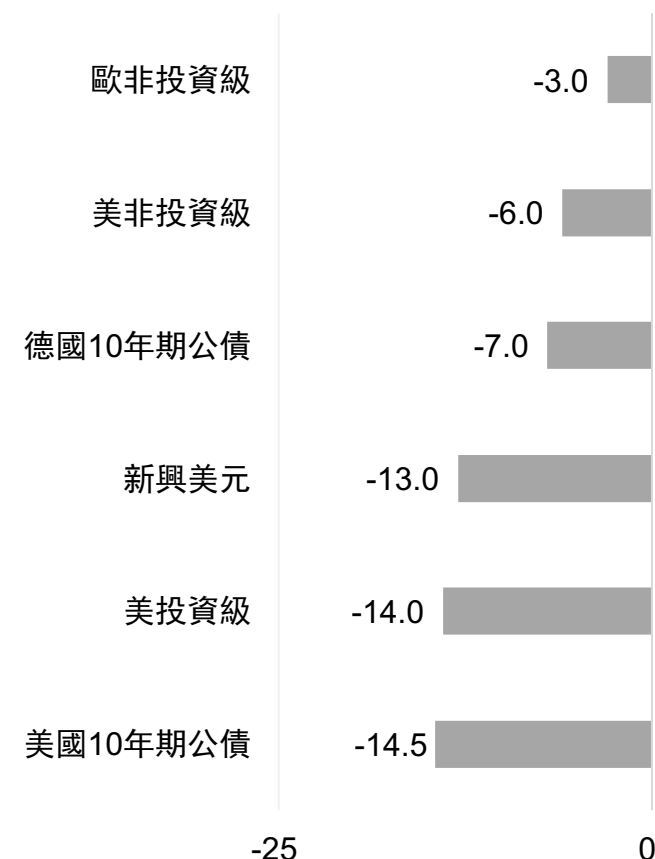
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/10/19- 2023/10/26。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 本週焦點：

- 科技股遭逢賣壓，財報季表現如何？微軟、亞馬遜等科技巨頭獲利表現不俗，但谷歌雲端業務下滑、德州儀器財測不佳，加上美10年債利率持續在5%附近高位整理，使得市場氣氛偏向謹慎。
- 央行會議登場：Fed本次會議料維持利率不變，但保留後續升息空間；歐元區經濟壓力顯重，ECB如預期暫停升息，並維持被動縮表的執行。
- 中國兆元刺激：Q4增發1兆特別國債，中央帶頭加槓桿意在拉抬信貸，研判仍不足以打開多頭行情。

### 2) 後續看點

- 央行會議：10/31 日本央行、11/2 聯準會、11/2 英國央行。
- 經濟數據：美國ISM製造業指數、美國新增非農就業、中國官方製造業PMI。

## 策略思維

- 1) **股市：**高利率與財報展望使短線盤勢有壓，長線仍以現金流穩健、獲利成長高的大型股為優先布局標的。
- 2) **債市：**美國經濟數據強勁，公債供需問題亦添債市擾動，但Fed緊縮已屆尾聲，長線殖利率仍偏下行趨勢。
- 3) **匯市：**ECB停止升息、美債利率居高位，不利短線歐元匯價。台灣基本面築底，惟資金匯出添台幣壓力。





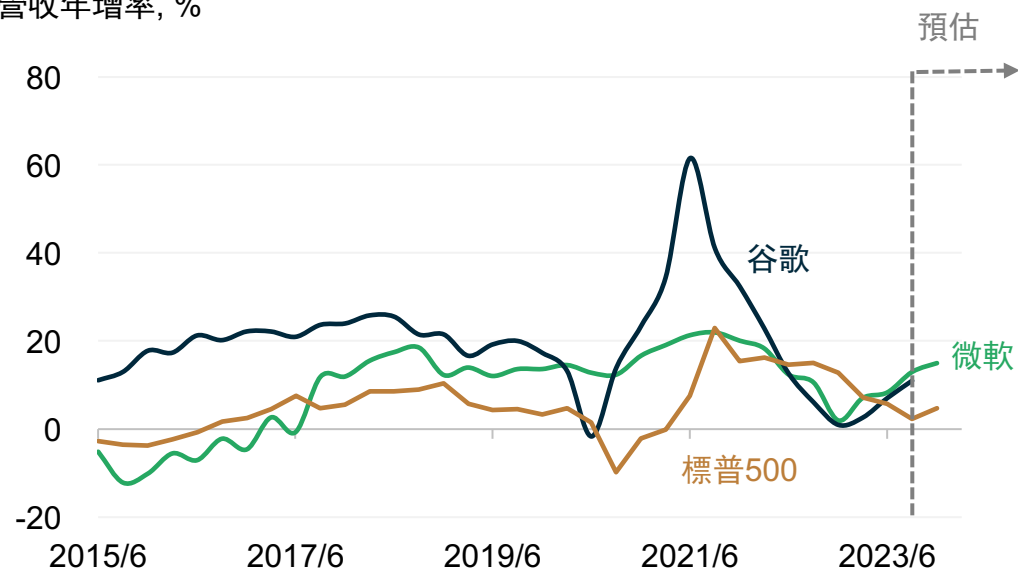
## 美股財報 | 龍頭科技公司財報正向, 雲端發展為市場關注焦點

科技龍頭陸續公布財報, 其中微軟表現優於預期, Q3營收年增13%、獲利年增27%, 雲端業務成長動能加速, Azure公有雲營收年增29%高於預期, 且Q4將維持28%的高成長, 帶動Q4整體營收年增15%, 生成式AI部份, 在OpenAI加持下, Azure OpenAI服務的用戶由7月1.1萬戶快速成長至1.8萬戶。微軟估計目前約3%的成長率與AI相關, 而微軟365 Copilot AI附加元件將自11/1起向大型企業開始收費, 每人月費30美元。

谷歌Q3營收亦恢復雙位數成長動能, 然而雲端營收年增22.5%, 低於市場預期, 盤後股價下跌。**整體而言, 科技龍頭企業營收成長性優於大盤, 仍將是股價拉回時首選, 而雲端、AI成為兵家必爭之地, 相關投資仍將是市場主流。**

### 科技龍頭領先標普500恢復營收成長動能

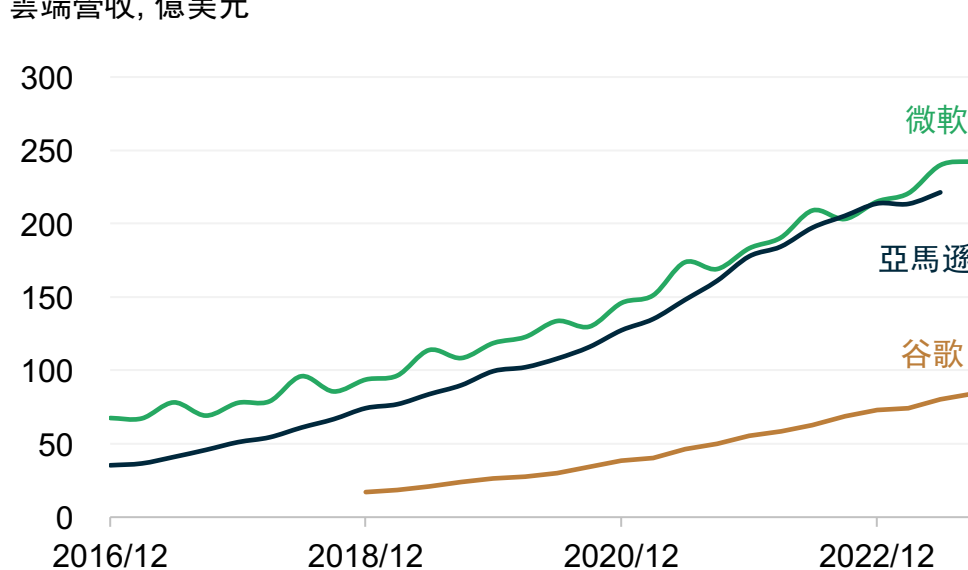
營收年增率, %



資料來源: Bloomberg。

### 微軟穩居雲端服務龍頭

雲端營收, 億美元



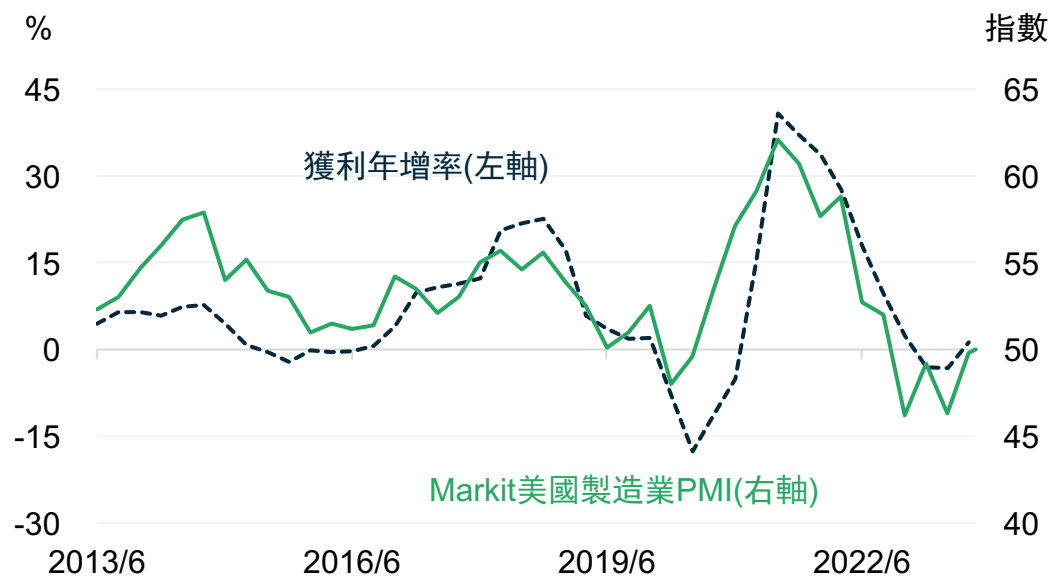
資料來源: Bloomberg。

## 股市 | 公債利率走揚與企業獲利改善相互拉鋸，股市短期呈弱勢盤整格局

谷歌雲端業務下滑、德州儀器財測也不佳，加上美10年期公債殖利率持續在5%附近高位整理，使得市場氣氛持續偏向謹慎，標普500指數跌破4200關卡，並創5個月來新低。

不過，就整體企業財報表現而言，企業獲利持續上修，截至10/25，在已公布的30%企業中，優於預期比例逼近8成，同時獲利年增率上修至2.6%，有望終止連3季衰退的困境。另外，10月Markit美國製造業PMI也從前期的49.8，重回擴張區間50，擺脫連5個月萎縮的頹勢。因此，**近期股市雖偏弱震盪，但基本面持續改善下，股市拉回後仍可分批布建。**

### 製造業景氣回溫，有利企業獲利改善



資料來源：Bloomberg。

### 公債利率高位，持續打壓股市評價



資料來源：Bloomberg。

## FOMC前瞻 | 11月利率或維持不變, 但保留未來升息空間

在進入11月FOMC會議前, 多名聯準會官員均發表談話, 整體態度上對於本次會議決策偏向鴿派。其中聯準會主席鮑爾於10/19談到: 目前離2%通膨目標仍有段距離, 金融環境保持在限制性區間, 才能抑制通膨, 強調聯準會將「謹慎行事」; 而近期美國經濟數據強勁, 使10年期公債殖利率攀升至5%附近, 已達到緊縮效果, 也暗示目前升息的必要性降低, 但不代表升息循環已告終。相較於「再升幾碼」, 聯準會更看重於高利率「維持多久」, 但倘若未來經濟環境依然強韌、甚至通膨數據出現反彈跡象, 不排除有再度升息的機會。

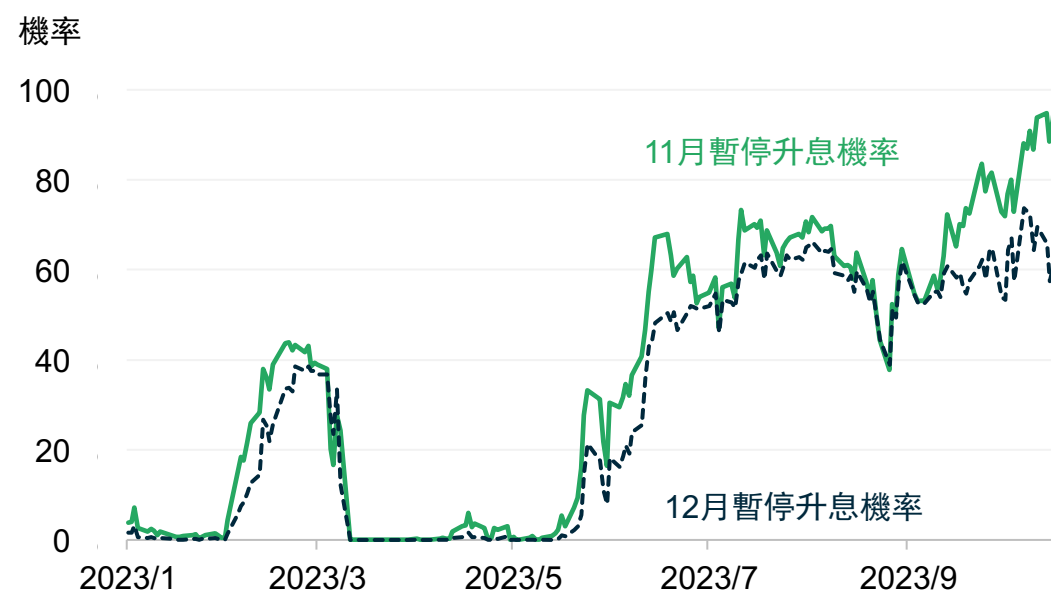
展望未來, 將視經濟數據變化以決定政策利率走向: 1)油價對通膨的影響、2)就業市場能否降溫、3)消費者支出是否緩和, 以觀察經濟動能有無轉弱, 在整體經濟出現放緩跡象下, 才有機會見到初步的降息訊號。

### 近期公債殖利率走高, 使金融環境緊縮



註: 高盛美國金融情勢指數升高代表金融環境趨緊。  
資料來源: Bloomberg。

### 金融環境緊縮下, Fed升息必要性降低



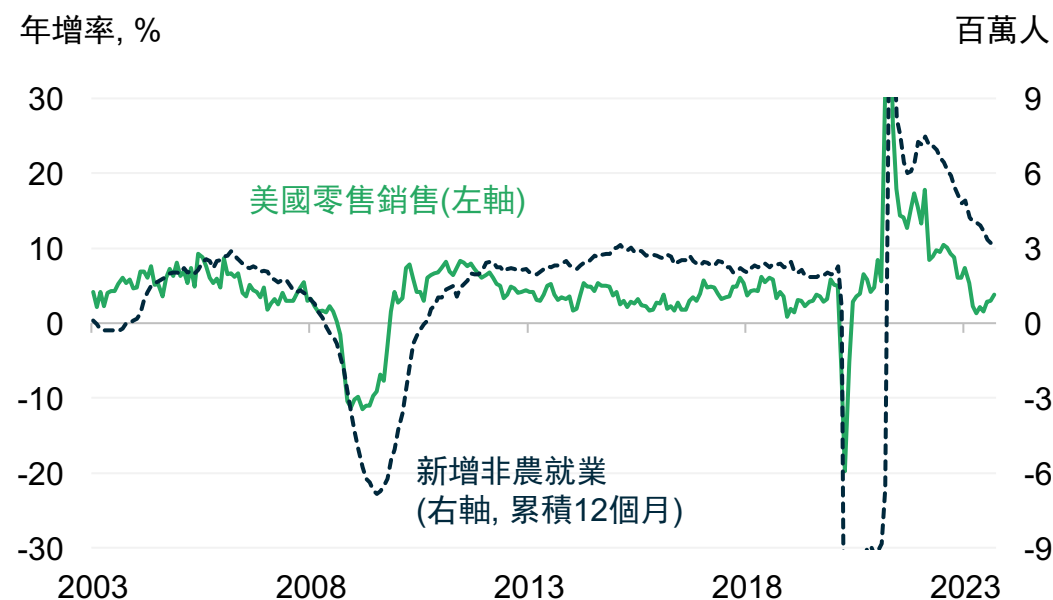
資料來源: FedWatch tool。

## 消費隨就業緊俏程度趨緩，景氣動能料溫和降溫

美債殖利率波動程度放大，10年債利率數次突破5%，除了財政赤字導致發債需求上升，美國經濟穩健使聯準會鷹派發言更為重要。美國Q3消費與GDP意外強勁，一方面源自堅實的就業及民眾在疫情期間累積的超額儲蓄，另一方面則受益於明星演唱會等文化活動。

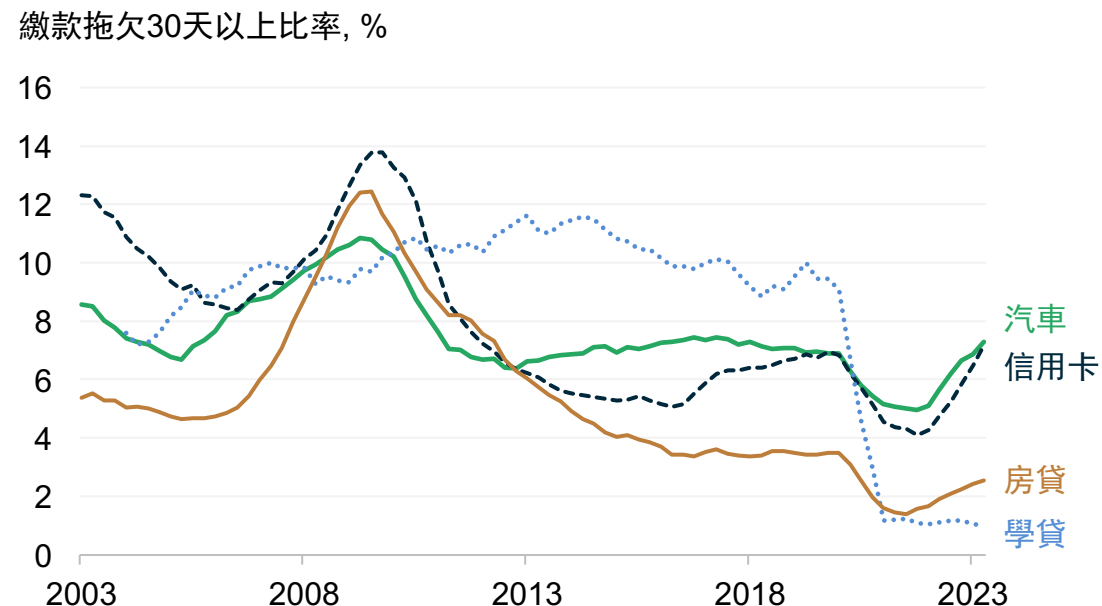
扣除明星效應帶動的消費持續性較低，在勞動力市場方面，儘管失業率仍在低檔，但勞動參與率上升、自願離職率下降等數據，顯示就業市場的緊張程度正逐漸緩解。與此同時，根據聯準會調查顯示，多數民眾在疫情期間累積的超額儲蓄已所剩無幾，同樣降低了高消費的延續性。綜合來看，**金融環境緊縮的影響發酵、消費動能隨著就業緊俏程度而逐漸放緩，預期後續美國經濟成長率呈現溫和降溫態勢。**

### 就業緊張減緩，薪資增速與消費動能承壓



資料來源: Bloomberg。

### 銀行貸款拖欠率上升，反映民眾資金壓力攀升



資料來源: NY Fed, Bloomberg。

## 債市 | 升息循環逐步進入尾聲，利率高位宜布局高信評債

在美國經濟保持韌性下，無論升息與否，預計Fed都將維持政策利率higher for longer態勢，短期內市場將處在高利率的環境。長線來看：1)就業緊張情勢緩解、消費動能降溫，2)核心通膨持續滑落，升息循環終將步入尾聲，2024下半年仍有機會見到降息訊號。

債市策略：由於近期經濟數據普遍優於預期，讓市場擔憂高利環境將維持得更久，導致美國10年公債殖利率走高，同步帶動近期企業信用利差擴張。近一週以來，美國非投等債利差擴大超過30個基點，相較之下，信用評級較高的投資等級債利差走勢更平穩，反映在高利環境下，非投資等級企業面臨的營運與融資風險更高，因此在債種選擇上，仍以投資等級債為核心配置。

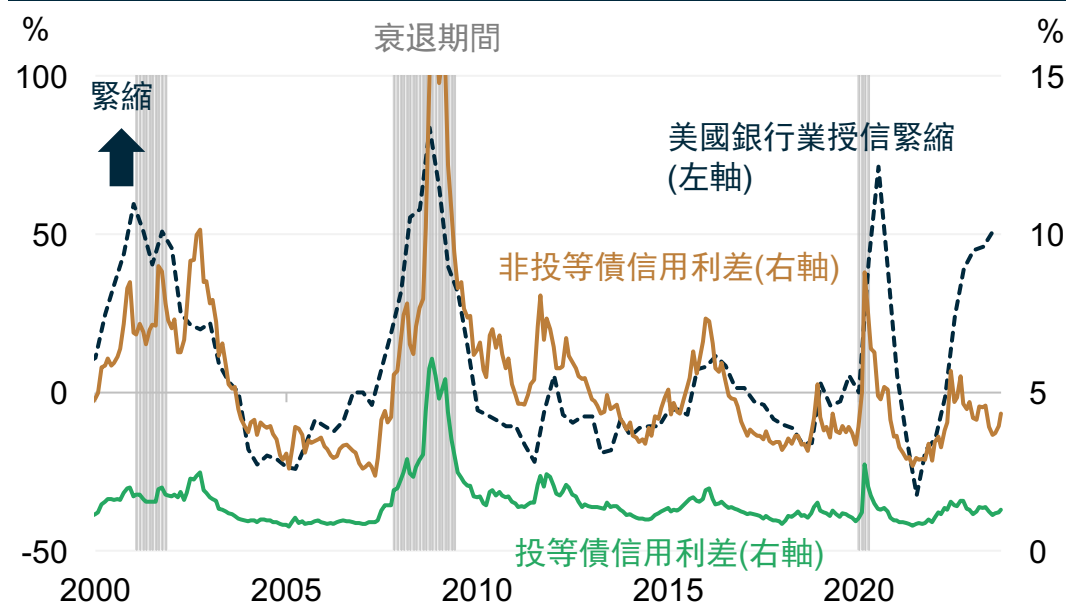
### 經濟數據優於預期，長債殖利率高位擺盪



註：花旗經濟驚奇指數>0表示經濟數據普遍優於市場預期。

資料來源：Bloomberg。

### 高利環境下，非投等債信用利差擴張幅度較大



資料來源：Bloomberg。



## 歐洲央行 | 歐洲央行(ECB)料維持利率不變, 並強調延續高利率的時間

歐洲央行(ECB)利率會議重點：1)政策利率不變，存款機制利率為4%、主要再融資利率為4.5%、邊際貸款利率為4.75%，與經濟學家預期相符，聲明中重申，在足夠長的時間內把借貸成本維持在這一水準，將能讓CPI漲幅回到2%的目標做出「重大貢獻」。2)維持7月後被動縮表的執行，完全停止APP再投資；PEPP再投資期限至少到2024年底。3)至於未來的政策路徑，拉加德強調，討論降息為時過早，現在不是提供前瞻性指引的時候。目前ECB必須保持穩定、堅守立場，且「暫停升息不意味著永遠不會再升息」。

歐元匯價：長線而言，歐美政策節奏差異主導利差走向，為歐元長線支撐。短線方面，ECB停止升息，對於區域內股、債市為利多，但在Fed不敢輕言寬鬆、美債殖利率仍居高檔下，對歐元短線匯價仍屬不利。

### ECB維持利率不變, 重申延續高利率時間



資料來源：Bloomberg。

### 歐美政策節奏差異主導利差走向, 為歐元長線支撐



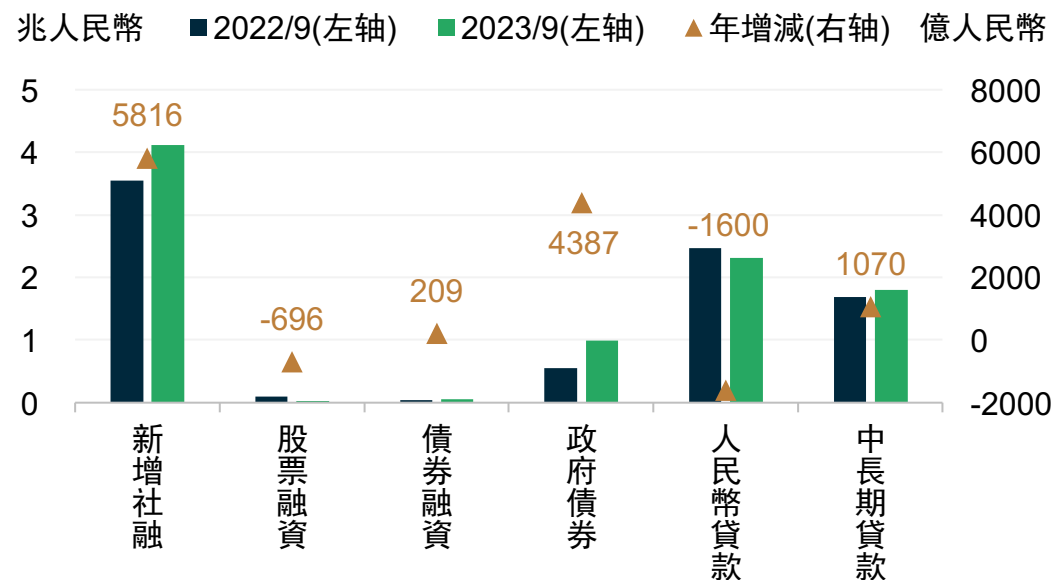
資料來源：Bloomberg。

## 中國 兆元公債計劃有望提振短線股市情緒，預期尚不足開啟多頭行情

在房地產動能疲弱、民間信心不足、碧桂園境外債違約等重重困境下，境內外股市進一步走弱，上證指數一度跌破3000點關卡，滬深300失守去年底低點。為防止市場信心潰堤，時隔不到兩週，國家隊中央匯金於10/23再度出手購買ETF，比中央匯金更為關鍵的是，中央將在Q4增發特別公債1兆人民幣，用於防洪治理、災後重建等八大方面，填補財政資金缺口並著重對基礎建設支持。

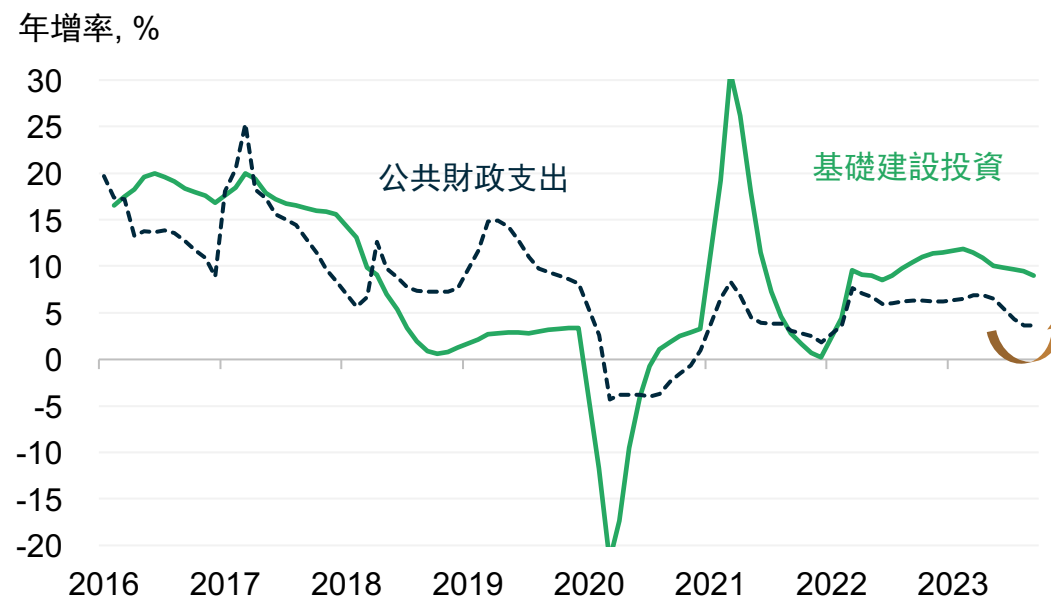
增發大規模公債對社融與GDP數據有顯著效益，將確保全年經濟增速達標。在股市方面，短期悲觀情緒將獲得緩解，中上游基建相關產業受惠，然而，基建對民間信心與債務問題的幫助有待觀察，在房地產下行循環的助益也較為有限，預期大盤下方風險漸縮，但仍不足以打開多頭行情。

### 民間動能不足，社融與景氣仰賴政府發債支撐



資料來源：Bloomberg。

### 兆元公債將帶動基礎建設與固定資產投資增速



註：數據為3個月移動平均。

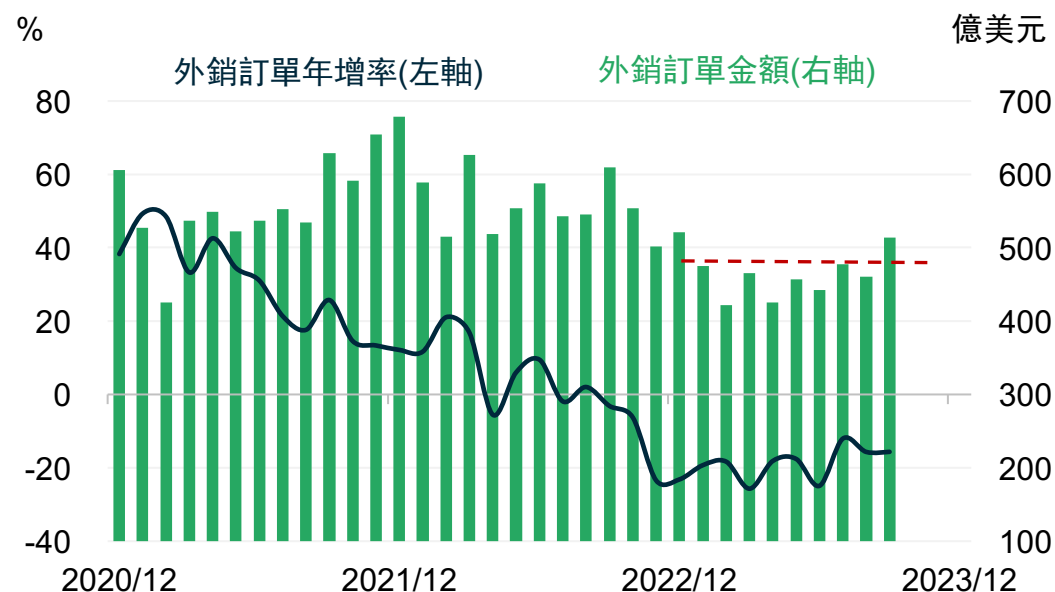
資料來源：Bloomberg。

# 台灣 外銷訂單漸入佳境，景氣對策信號有望好轉，台股可逢低布局

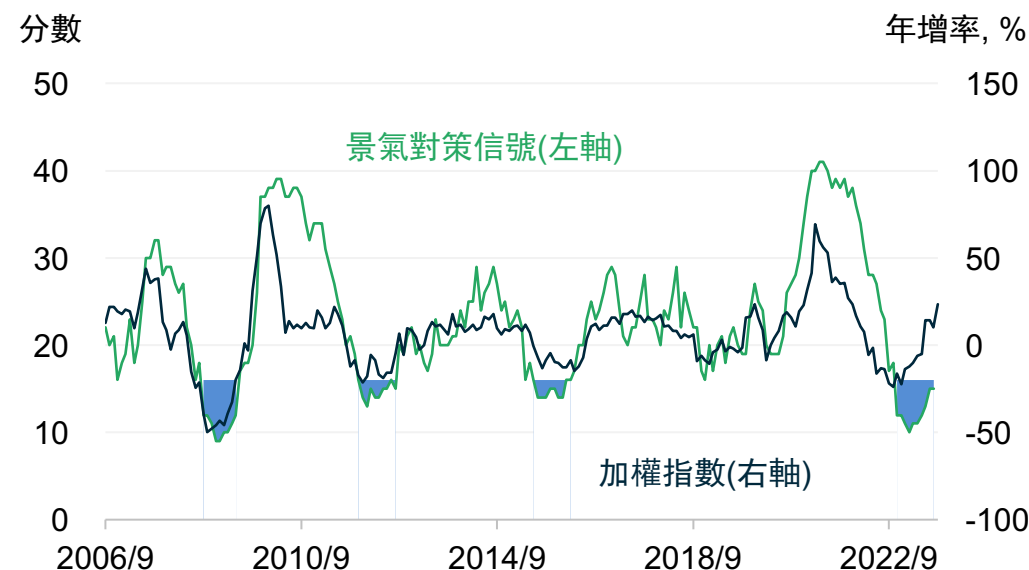
台灣9月出口增速由負轉正，不過9月外銷訂單仍呈現雙位數年減，顯示景氣復甦力道仍不明朗，不過若以外銷訂單金額來看，9月訂單金額514億美元已達今年新高，外銷訂單漸入佳境，也符合台積電「景氣非常接近底部」的看法。

景氣對策信號分數連續亮出十顆代表景氣低迷的藍燈，已超越2008年金融海嘯時期連九藍的最長紀錄，隨著美國製造業景氣好轉、外銷訂單轉強，景氣循環有望自谷底翻揚，對股價表現將有正面激勵效果。

## 9月外銷訂單仍年減雙位數，但金額已創今年新高



## 景氣燈號連十藍，超越金融海嘯時期的最長紀錄



# 台幣 景氣燈號續亮藍燈, Q4有望好轉為黃藍燈, 但資金匯出添增匯價壓力

台灣基本面：台灣出口深受半導體循環影響，自2022年以來動能走降，不利台幣匯價。所幸，目前半導體銷售增速漸有築底跡象，搭配國發會認為景氣燈號於Q4可望由藍燈轉為黃藍燈，確實有利台灣基本面後續走向，待新訂單進一步回升，為出口動能點火。鑑於美歐高利率政策恐壓抑後續終端需求，市場對新訂單強度存在疑慮。

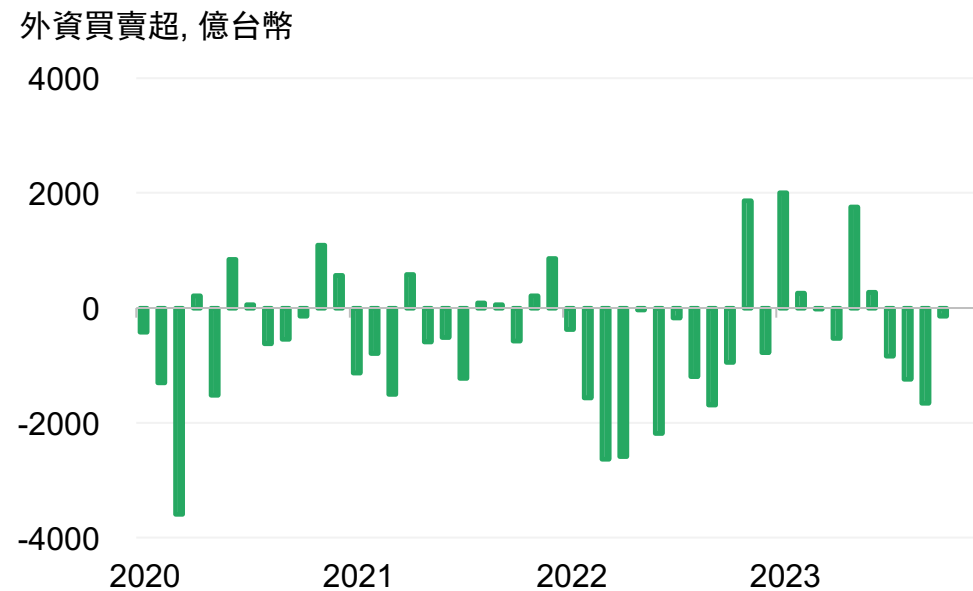
台幣匯價：基本面仍在築底階段，且近期美債殖利率急升、外資頻頻賣超，使匯價弱勢格局延續；長線而言，半導體銷售與出口年減幅度應能逐步改善，將有利匯價回升。

## 半導體景氣確實落底, 但市場對新訂單仍存疑慮



註：3月平均。  
資料來源：Bloomberg。

## 外資自7月以來連連賣超, 成為台幣匯價壓力



資料來源：Bloomberg。



# Oct / Nov 2023

<b>30</b> Monday 德國CPI 德國GDP 歐元區消費者信心	<b>31</b> Tuesday 日本央行 台灣GDP 歐元區GDP 中國官方PMI 日本失業率/工業生產	<b>1</b> Wednesday 美國ADP就業 美國ISM製造業指數 台灣/中國/南韓製造業PMI	<b>2</b> Thursday 美國FOMC 英國央行 德國失業率 美國工廠訂單 美國初領失業救濟金 巴西休市	<b>3</b> Friday 歐元區失業率 美國就業報告 美國ISM服務業指數 日本休市
--	---	---	---	---

## 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