



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年8月25日

# 投資研究週報

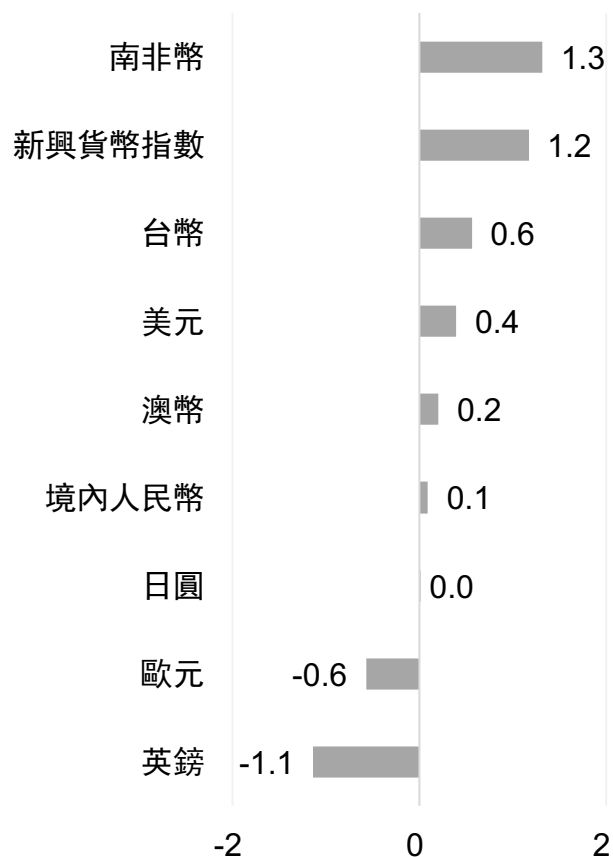
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 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：2023/8/17- 2023/8/24。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) Jackson Hole vs Jensen's Call:

- 債市：觀察日債利率彈升對美債利率影響似乎有所鈍化，且長債標售需求回穩。**長線**利率走勢仍將回歸基本面及貨幣政策走勢，而經濟數據持續穩健下，預期**利率維持高位時間將延長**，但**終將隨通膨趨降**，市場靜待Powell於全球央行年會釋出的貨幣政策訊號。
- 股市：輝達營收翻倍透露**AI趨勢明確**，且台灣外銷訂單年減大幅收斂，顯示**半導體循環性調整近尾聲**下，股市**長線偏多**看待，然短線須留意部分AI營收、貢獻度偏低的科技股評價偏高的風險。

### 2) 後續關注焦點:

- 美國就業數據(職缺/小非農/非農/失業率)：關注勞動力緊俏狀況是否持續緩解，及薪資通膨走勢。
- 美國PCE數據：適逢暑假旅遊旺季期，不排除PCE數據將有波動風險。

## 策略思維

- 1) **股市**：利率高位震盪使評價面承壓，股市短線面臨調整壓力。然而，考量製造業循環築底向上，股市回調無須過度恐慌，多頭格局不變之下，可視為布局契機。
- 2) **債市**：利率高位時間有所延長，但殖利率將逐步回落想法未變，策略上，既有部位仍可續抱、未把握到去年殖利率高點者，應是難得一見的布局契機。
- 3) **匯市**：短線外銷訂單動能仍疲不利台幣，但隨美國升息循環尾聲與全球半導體銷售改善，長線匯價有望逐漸回升。

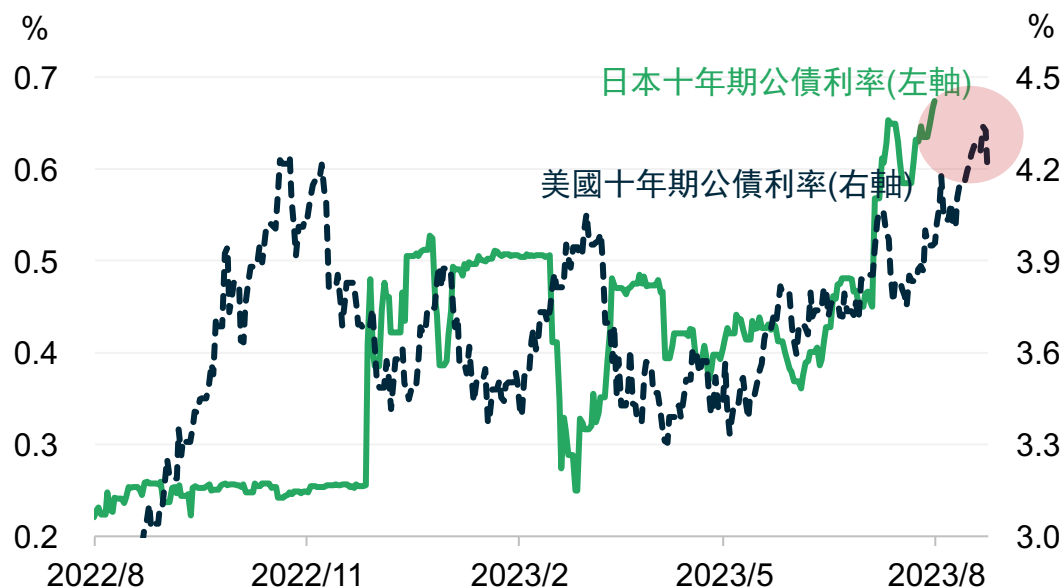


## 美債利率驚驚漲，殖利率展望如何看待？

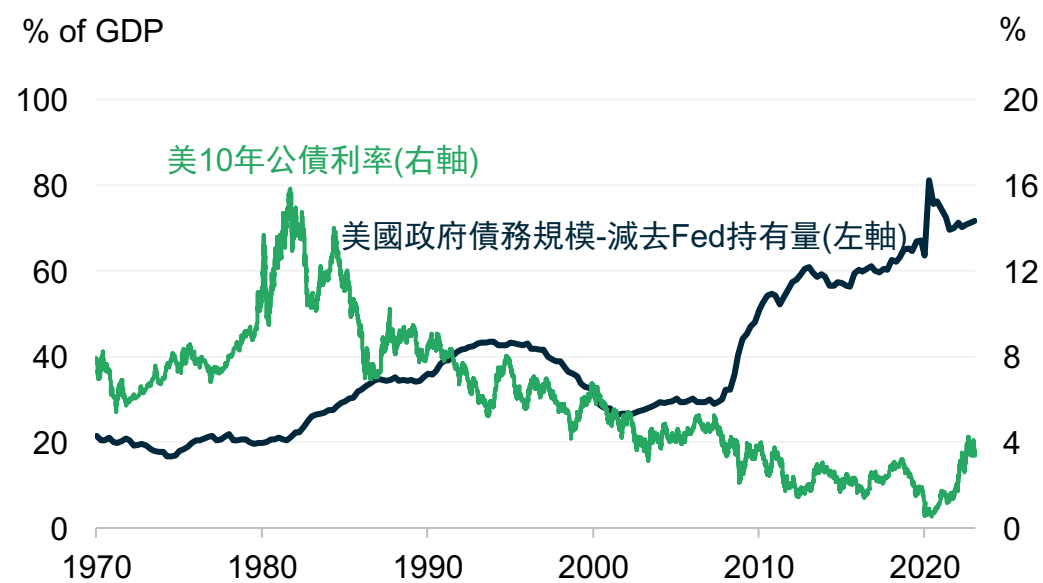
7月底以來美債利率受到1)日債利率走升及2)美債發債規模增加等籌碼面因素擾動，3)經濟數據優於預期，市場對於衰退擔憂減退，使利率維持Higher for Longer的預期升溫，**多重利空因素齊發下，使十年債利率一舉突破前高後，維持高盤震盪。**

然預期今年底前日銀再調整殖利率控制政策的可能性較低，加上近期日債利率彈升對美債利率影響似乎也有所鈍化，另就債券供給面因素來看，最新長債標售回穩，加上由歷史走勢來看，美國政府債務規模上升對美債利率的影響有限。**綜上，預期殖利率走勢終將回歸基本面及貨幣政策走勢。**

### 近期日債利率彈升對美債利率影響似乎有所鈍化



### 歷史經驗顯示，美債務規模上升對殖利率走勢影響有限

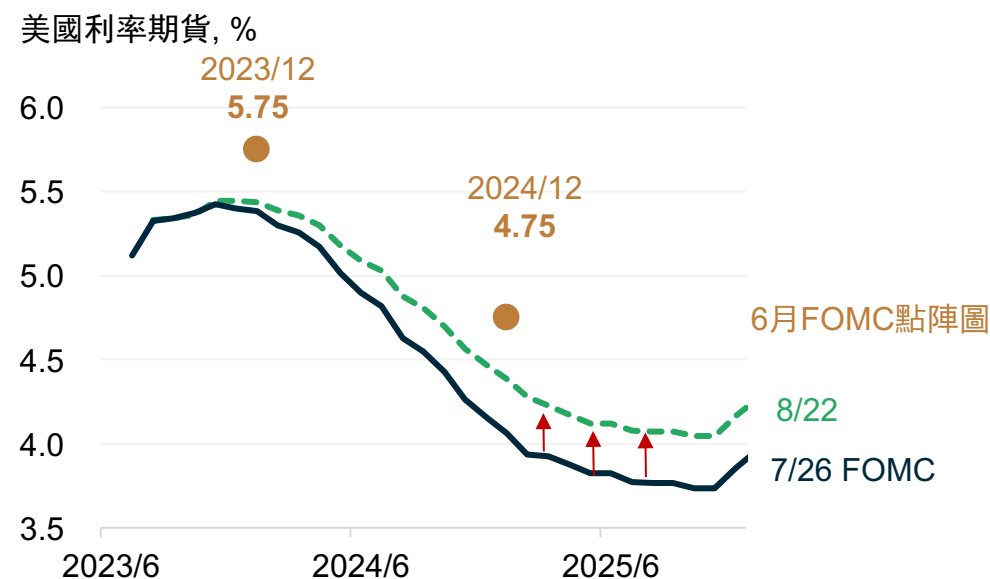


## 殖利率維持高盤時間延長，但未來仍將逐步回落

美國經濟數據持續展現韌性，意謂通膨降溫達目標的時程可能延長，使市場對於**利率維持Higher for Longer的預期升溫**，是近期推升殖利率的主要原因。不過縱使經濟數據強勁，以就業數據來看，緊俏程度仍有所緩解，且觀察近期通膨數據並未因此彈升，甚至已經連續數月超預期降溫下，料將限縮政策利率進一步向上空間，推測Fed政策重點將由**利率該「升多高」**，轉為**「維持高位多久」**。

整體而言，在通膨降溫態勢延續、政策利率進一步向上空間限縮，縱使降息時程有所延後，意謂利率高位時間將有所延長，但殖利率終將逐步回落想法未變下，**債市策略上，既有部位仍可續抱、未把握到去年殖利率高點者，目前利率位階應是難得一見的布局契機。**

### 經濟數據展現韌性，利率Higher for Longer的預期升溫



資料來源：Bloomberg。

### 通膨連續數月超預期降溫，將限縮政策利率上調空間



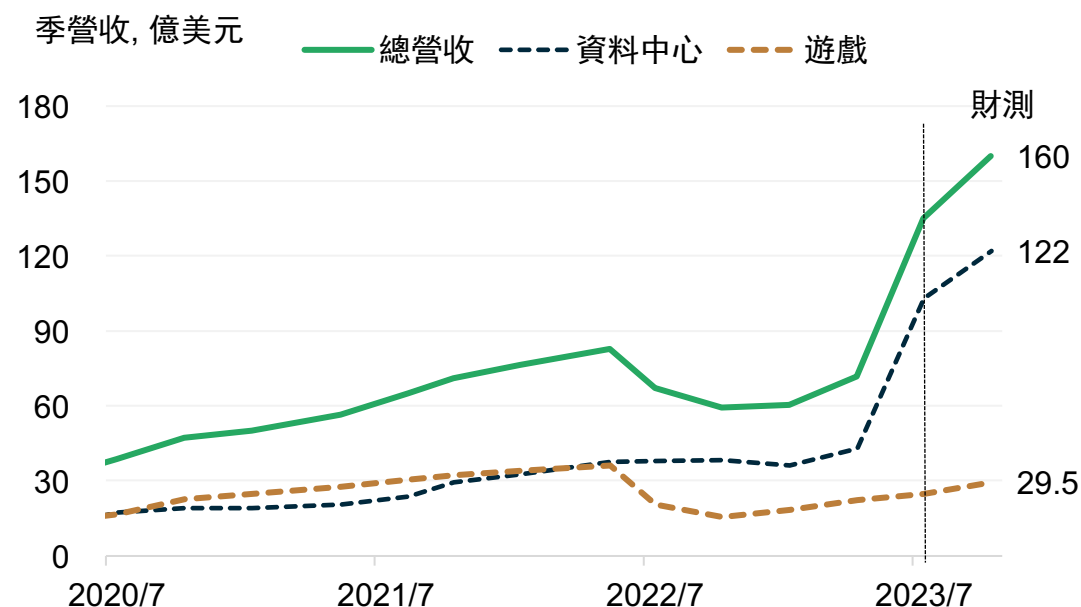
資料來源：Bloomberg。

## 資料中心高速成長，輝達財報優於預期

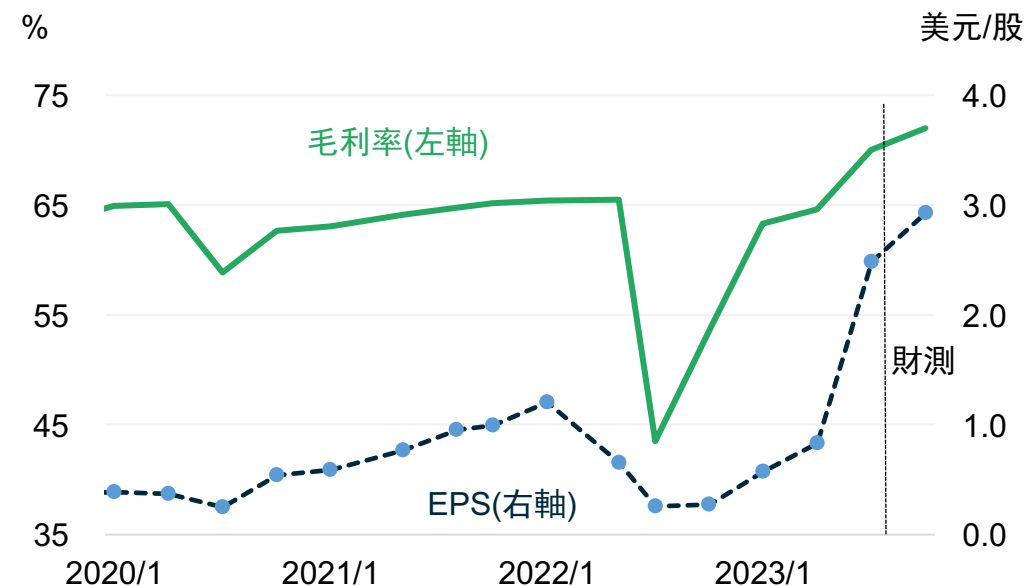
輝達財報遠優於預期，AI為營收成長主要動力：Q2營收與EPS分別為135億美元(年增101%，原財測110億美元)與2.48美元(年增854%，原財測1.8美元)，毛利率甚至站上70%，主因就是資料中心營收翻倍成長所致(年增170%)。展望未來，預估Q3為160億美元，毛利率續揚至72%，亦明顯高於市場預期，受此影響，且公司宣布250億美元庫藏股計畫，盤後股價上漲6.8%。

以輝達營收結構來看，由於雲端服務業者與互聯網公司相繼採用輝達晶片來建立生成式AI應用程式，刺激GPU需求成長，使輝達數據中心業務高速增長至100億美元，營收占比高達75%，創下單季新高，展望Q3，預估也將持續走強。不過，由於晶片生產採用台積電CoWoS先進封裝技術，產能受限，為未來營收動能能否快速增長的關鍵。

### 資料中心高速增長，輝達營收再創新高



### 輝達毛利率與獲利，進一步提升

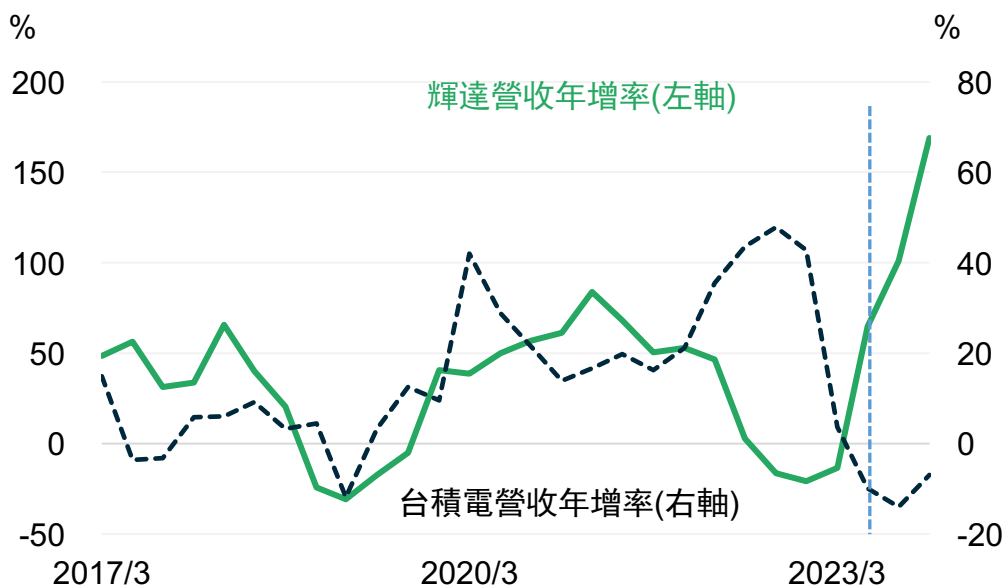


## 庫存調整近尾聲，但企業前景仍有優劣差別

以總經環境來看，ISM製造業指數已連續9個月萎縮，顯示景氣仍偏弱，然而，近期有些訊號顯示，製造業的景氣可能已在景氣底部，如ISM製造業的新訂單/存貨比已連續2個月站上1，這意謂著製造業去化庫存已近尾聲。

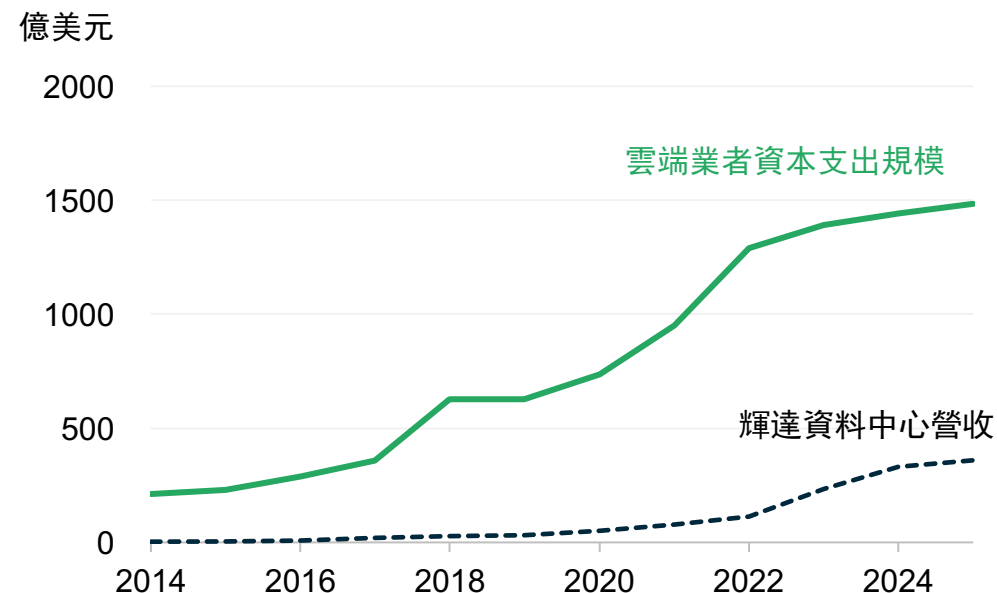
值得注意的是，AI帶動資料中心需求強勁，**各大雲端服務業者也提高資本支出**，**輝達長線仍將受惠**，但短期仍無法抵銷手機需求的疲弱，如台積電今年已2度下修營收預估，製造業落底時間可能遞延到Q3。**操作上，現階段仍以技術領先、大型企業為主。不過，庫存調整告尾聲，未來半年視為分批進場契機，儘管利率高位問題在未來一段時間仍將擾動市場，但股市拉回應站買方思考。**

### AI需求強勁，但無法帶動整體半導體需求提升



資料來源：Bloomberg。

### 輝達長線仍佳



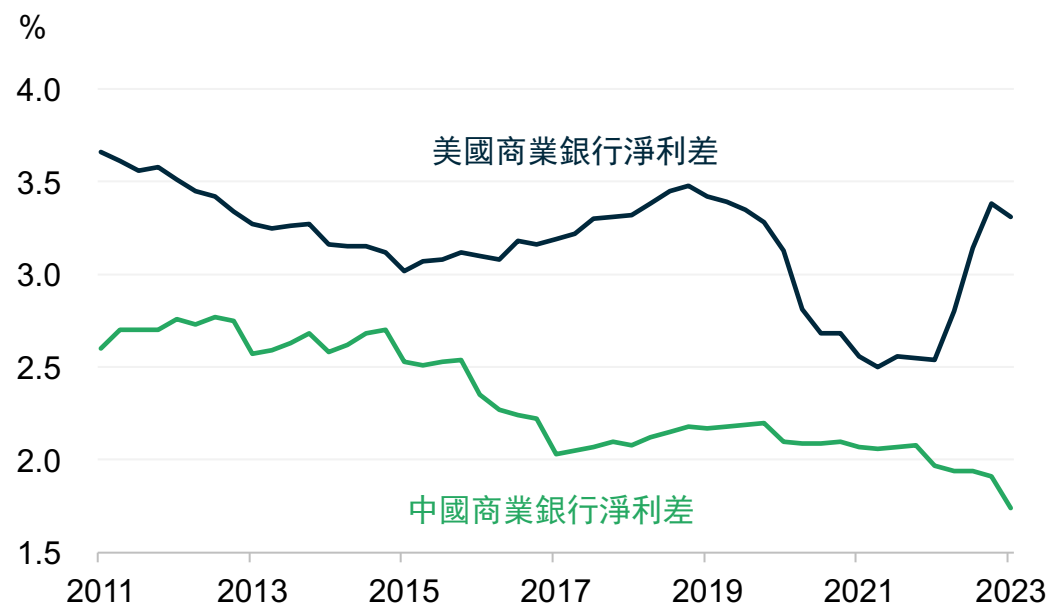
資料來源：高盛, Bloomberg。

## 中國 LPR非對稱下調, 政策刺激力道不如預期下, 股市延續偏弱震盪

政策：8/21中國下調1年期貸款市場報價利率(LPR)10個基點，但5年期LPR卻意外維持不變。當下房地產成交低迷、民眾信心不振之際，作為房貸利率基準的5年期LPR維持不變著實令市場意外。人行在二季度貨幣政策報告中專欄強調「合理看待商業銀行利潤」，中國銀行業的淨利差(NIM)在疫情後已降至歷史最低水位，推測為了維持銀行存放利差與獲利，因應地方債務與地產違約風險，才保持5年期LPR不動。

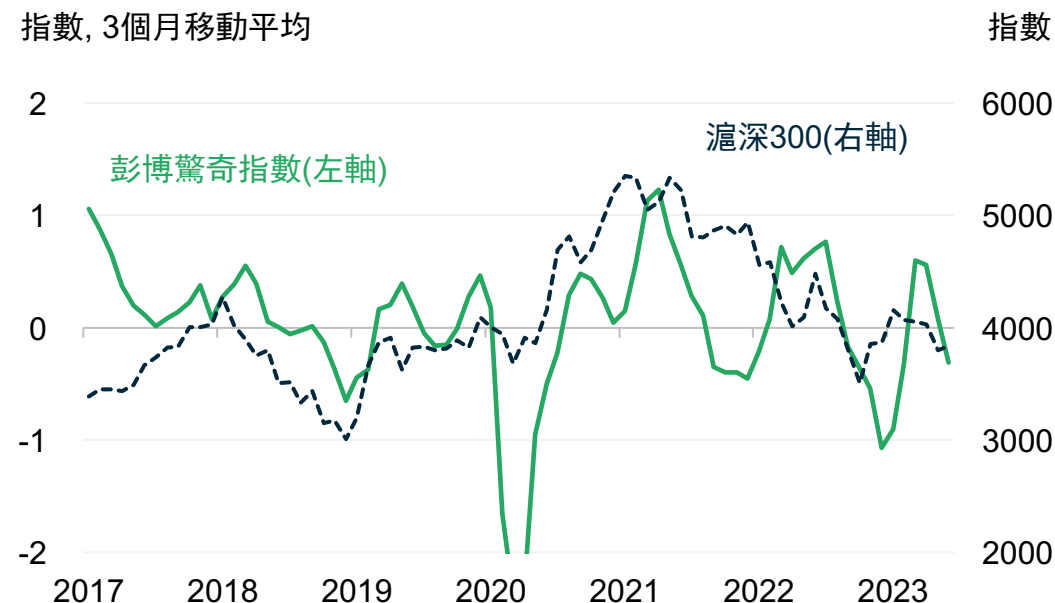
股市：房地產違約風險與經濟冷復甦，投資人對風險性資產信心不足，北京當局未推出令市場滿意的刺激政策(鬆綁建商融資規定、大幅下調存量房貸利率等)之前，股市不易見到趨勢性反轉。觀察官方目前推行的政策廣度有餘但強度不足，既想化解債務風險，又想保持銀行獲利，還想刺激民眾消費，整體政策力道偏溫和的背景下，基本面難以快速復甦，預期股市將延續弱勢震盪格局。

### 中國銀行淨利差來到歷史低位, 約制人行降息幅度



資料來源：Bloomberg。

### 經濟復甦不如預期, 股市弱勢震盪



註：彭博驚奇指數統計經濟學家預估值與實際數據之差異，數值越高表示經濟優於預期。  
資料來源：Bloomberg。



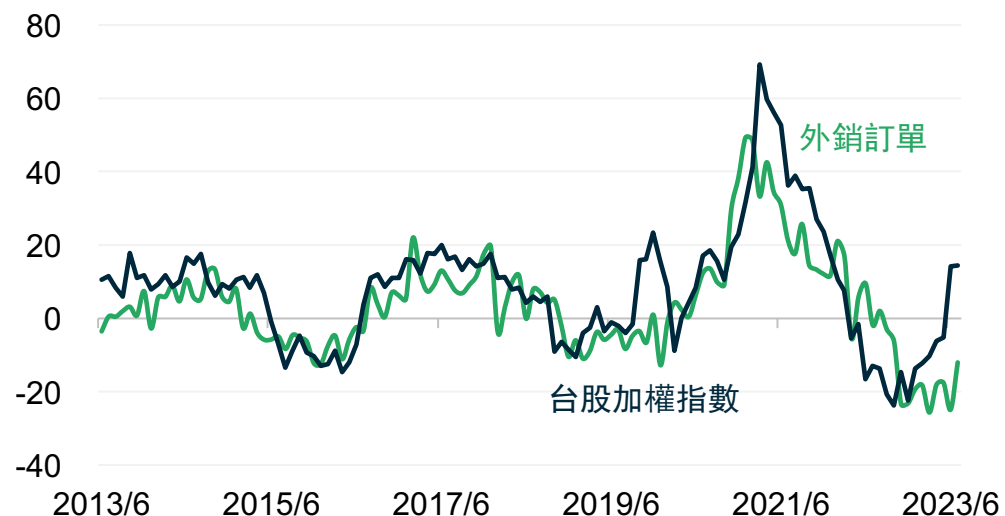
# 台股 基本面逐步翻揚, 台股下檔有撐

台灣出口連11黑, 且經濟部統計處預估要到11月才有機會翻正, 電子業Q3旺季不旺, 拖累台股跌落季線, 測試半年線支撐, 但由最新公布的**7月外銷訂單477.3億美元**來觀察, **金額創今年以來最高, 且年增率由6月的-24.9%回升至-12.0%**, 基本面逐步翻揚, 即使台股自高點拉回陷入盤整, 預料在年線上方也有強勁支撐。

電子業在AI需求爆發下帶動股價風潮, AI族群一支獨秀, 需觀察該族群在輝達財報後是否能持續創高, 將有利台股重新匯聚人氣、站回季線之上, 進而挑戰萬七關卡。否則由於台積電庫存去化延續至Q3, 半導體營收年增率落後其他電子產業翻正, 在權值股壓抑下, 台股恐難脫盤整格局。

## 外銷訂單年增率逐步翻揚, 台股拉回有撐

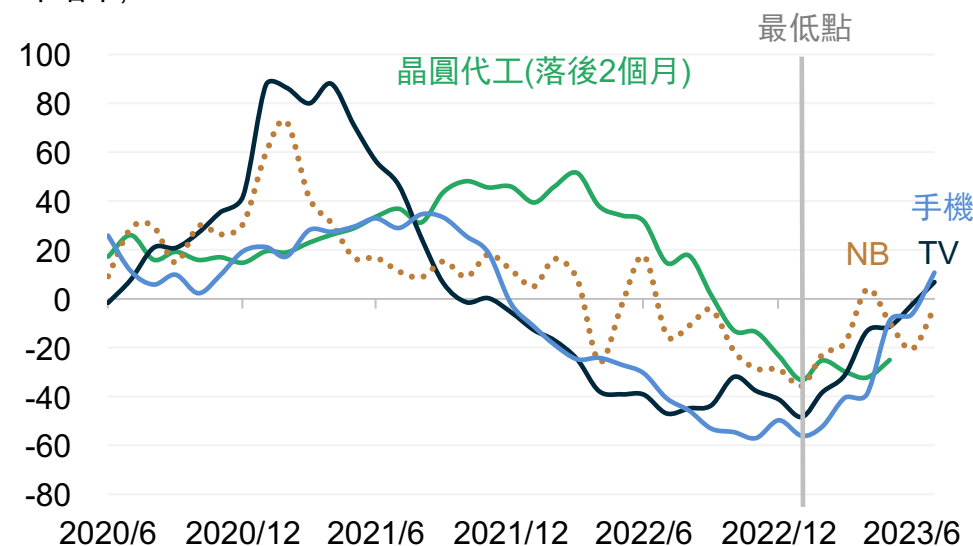
年增率, %



資料來源: Bloomberg。

## 電子業邁向復甦, 輝達帶動的AI需求扮領頭羊

年增率, %



註: 晶圓代工營收年增率採台積電、聯電、世界先進、力積電平均, TV業採友達、群創、彩晶平均, NB業採宏碁、華碩、仁寶平均, 手機業採穩懋、宏捷科、全新平均。

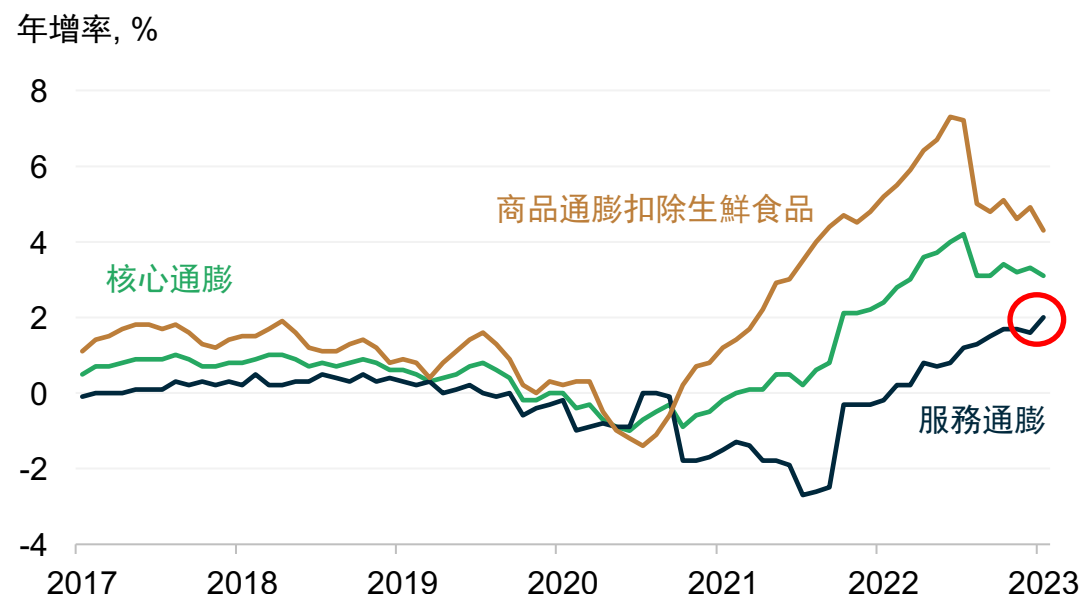
資料來源: Bloomberg。

# 日股 短線震盪, 長線經濟前景看好, 指數下檔有撐

消息面上：1)總務省8/18公布7月核心通膨年增率3.1%，漲勢有所收斂。商品通膨有所緩降，而靠觀光動能刺激的服務業增幅達到2%，反映出需求面的增長。2)為使消費水平跟上通膨增速，同時厚生勞動省決議調高最低時薪，為史上最大增幅。在需求面與薪資雙雙增長下，日本經濟逐漸朝**強勁內需與穩定薪資成長形成的通膨目標邁進，長線前景看好。**

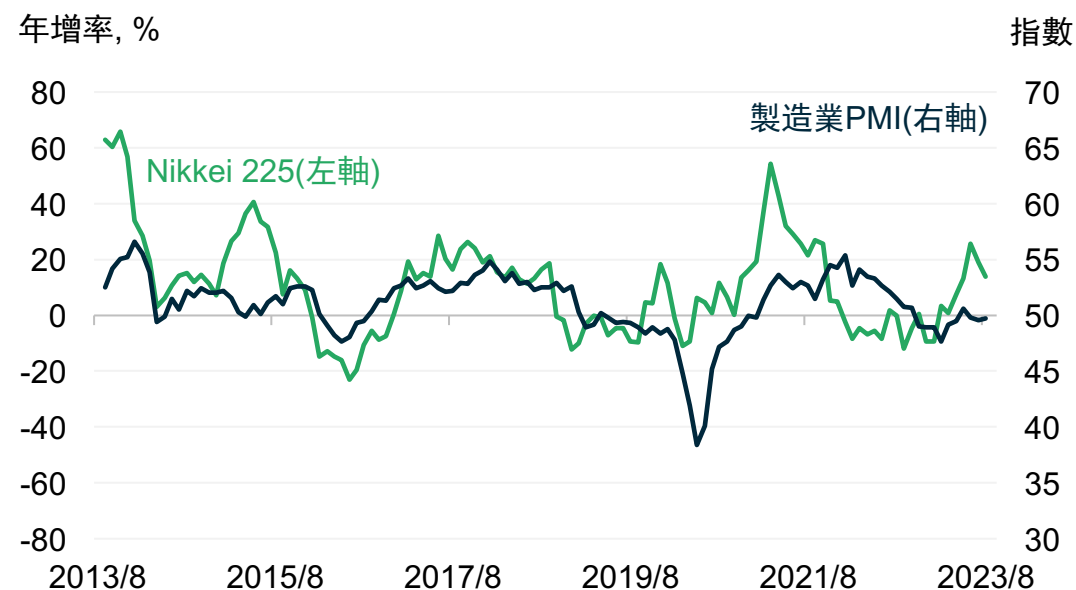
日股方面，8月PMI數據顯示了製造業仍疲弱，基本面無力支撐大盤短期內突破今年高點，使股市漲多收斂，短線區間震盪；然**對於日股長線偏多看法不變**，股市逢低拉回可分批布局。

## 核心通膨收斂, 服務通膨達2%反映出需求增長



資料來源: Bloomberg。

## 日股尚待製造業復甦, 短線走勢震盪



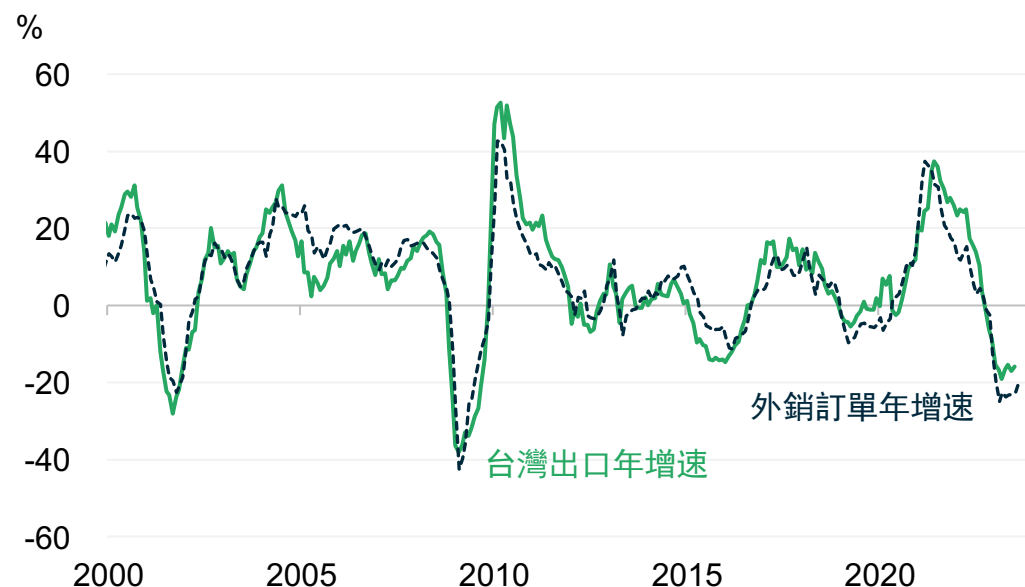
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 出口動能仍疲，但減幅改善，台幣長線呈『先貶後升』格局，短線氣氛不利匯價

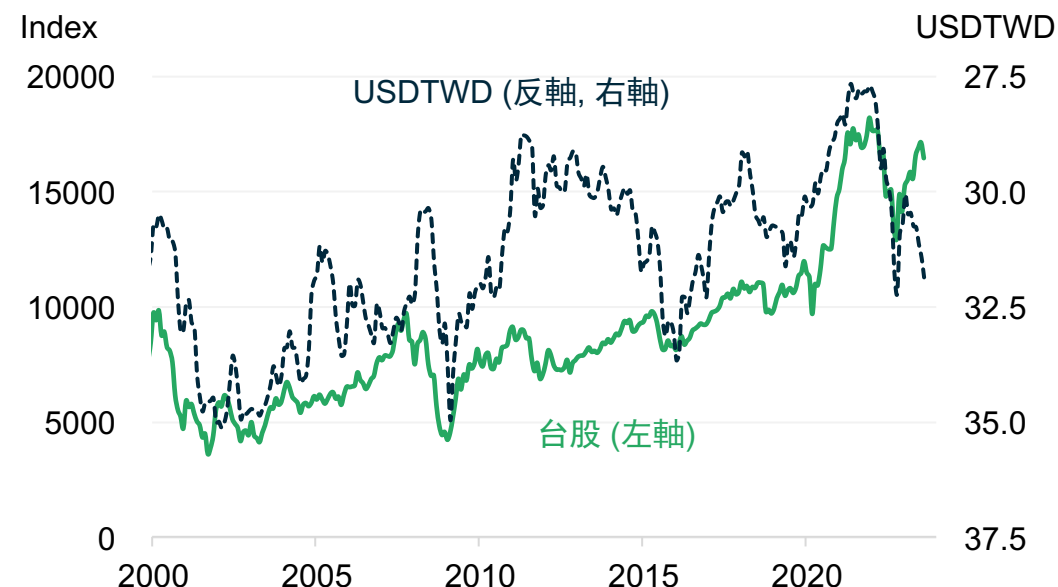
台灣外銷訂單：經濟部公布7月外銷訂單統計，較去年同期減少12%，連續11個月負成長，但年減幅已有收斂；累計今年前7月外銷訂單較去年同期減少772.5億美元、年減19.6%。

台幣匯價：**短線偏弱看待**，因1)風險氣氛較不利台幣。2)惟需留意若中國信用事件影響擴大，可能連帶影響台灣股匯市。**長線先貶後升**，因1)即便Fed再升1碼，也將來到升息尾聲，隨時序往Q4走，市場將越聚焦至明年降息循環的開啟。2)下半年的半導體銷售雖仍疲弱，但以年增速角度，年減幅度將會逐步改善，將牽引台幣Q3偏弱、Q4逐漸回升。

外銷訂單連11黑，出口動能仍在築底的過程



中國信用事件頻傳，不利台灣股匯市氣氛



# Aug/Sep 2023

28	Monday	29	Tuesday	30	Wednesday	31	Thursday	1	Friday
日本景氣動向領先指標 歐元區M3貨幣供給 英國休市		美國諮詢委員會消費者信心 美國Case-Shiller房價指數 美國FHFA房價指數 美國JOLTS職缺 日本失業率 德國GfK消費者信心指數		美國ADP就業變動 美國個人消費 美國GDP 德國CPI 日本消費者信心指數 歐元區消費者信心指數		美國初領失業救濟金 美國PCE 日本工業生產 歐元區CPI 歐元區失業率 中國製造業PMI 馬來西亞休市		美國非農業就業 美國失業率 美國ISM PMI 台灣製造業PMI 日本製造業PMI 中國財新PMI 越南休市	

## 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