



國泰世華銀行
Cathay United Bank

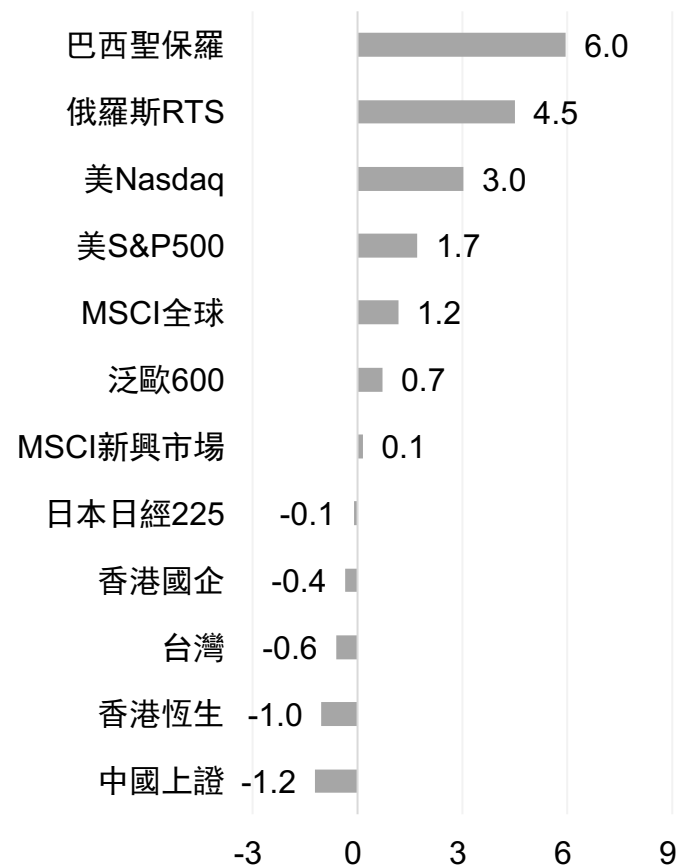
2023年5月12日

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：2023/5/4-2023/5/11。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 服務價格牽動通膨回落，有助6月暫停升息

4月CPI延續下行，租金價格回落，加上Fed更為關注的服務扣除租金價格也開始下滑，有利聯準會在6月暫停升息。但商品價格增速有所反覆，研判下半年通膨難以降至政策目標。

► 需求走弱但就業有撐，Fed今年降息不易

通膨降溫與銀行放貸緊縮，支持Fed暫停升息步伐。但資深放款人員調查顯示，在放貸緊縮同時，企業與民眾的借款需求也同步減弱。所幸就業數據穩健，勞動力供需缺口處於相對高位，Fed下半年降息不易。

► 殖利率長線偏下，把握升息觸頂的布債契機

考量總經環境下行與升息屆頂後利率變化，長線殖利率偏下態勢未變，相較股市因獲利前景未明而走勢震盪，債券表現更為穩健，宜把握利率逢高之際建置部位。

股市

企業財報多對Q2展望保守，景氣及需求低檔沉潛，大盤震盪靜待獲利露出曙光。標的選擇上，藍籌股營收相對穩健，財務體質調整更具效率，景氣尚未明朗之際，布局以大型龍頭股為重。

債市

5月FOMC可能是美國最後一次升息，歷史經驗顯示，殖利率長線偏下行的態勢不易扭轉。配置上短債具殖利率高且波動小優勢、長債則具資本利得空間，可透過長短債槓鈴配置，把握布債契機。

匯市

美國通膨增速延續回落，相對Fed升息觸頂，ECB尚有升息壓力，美歐利差收窄下，美元不若去年強勢。考量今年上半年台灣企業的獲利動能偏弱，台幣匯價易受台股牽動。



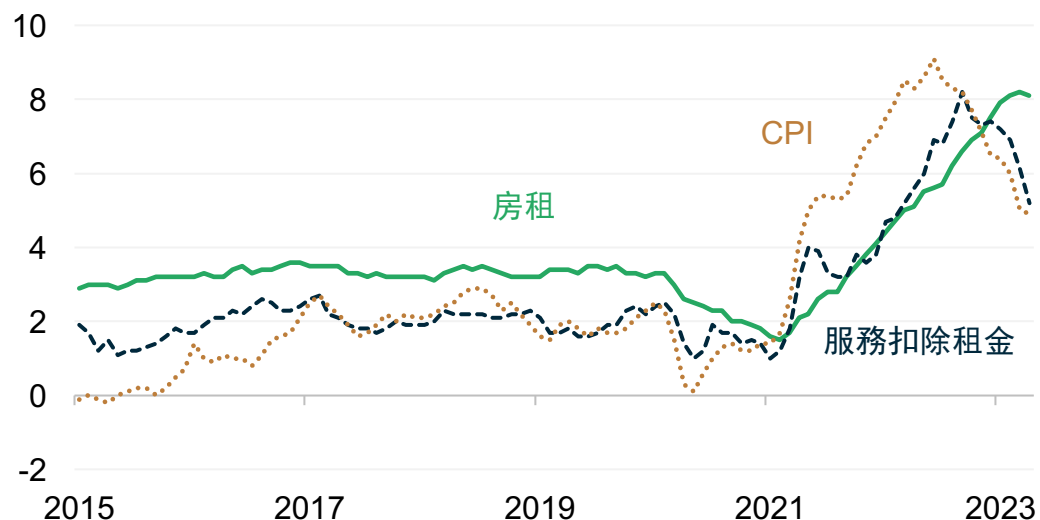
服務價格帶動通膨降溫，有助6月聯準會暫停升息

美國物價壓力延續放緩趨勢，4月CPI年增率自5.0%降至4.9%，為兩年來首度降至5%下方。除了能源價格保持負增長外，核心CPI小幅下滑，自5.6%降至5.5%。核心CPI當中，房租增速自8.2%小幅走低至8.1%，扣除租金的服務價格增速從6.1%大幅回落至5.2%；二手車價因為基期因素出現反彈，導致核心商品價格從1.5%升至2%。

總體而言，除了整體CPI增速持續回落之外，**租金價格開始下行，加上Fed更為關注的服務扣除租金價格也開始下滑，有利於Fed在6月暫停升息**。然而，服務價格增速黏性較大，加上二手車價浮現反彈跡象，通膨恐難在今年回到2%政策目標附近。

除了能源價格持續負增長，服務價格也開始回落

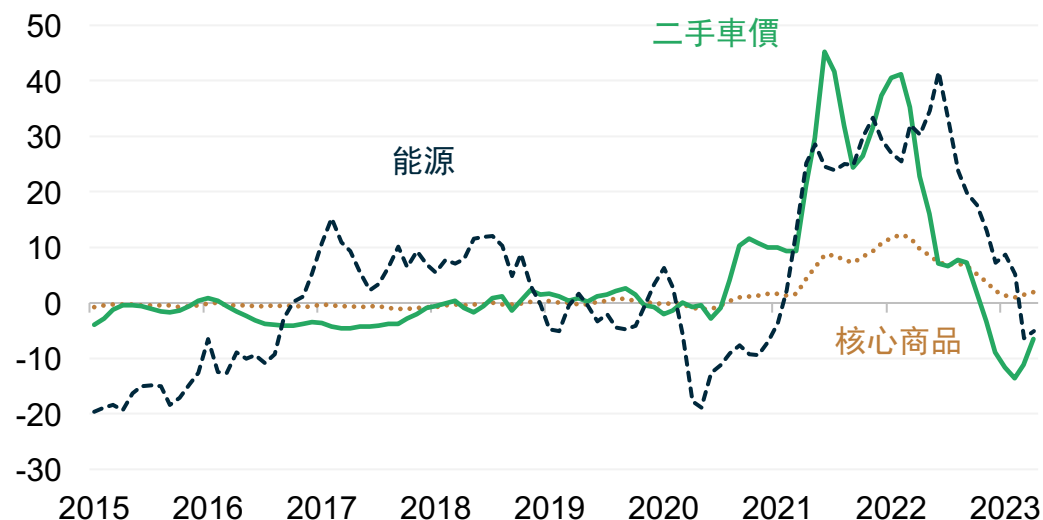
年增率，%



資料來源：Bloomberg。

商品價格增速因二手車價浮現反彈跡象

年增率，%



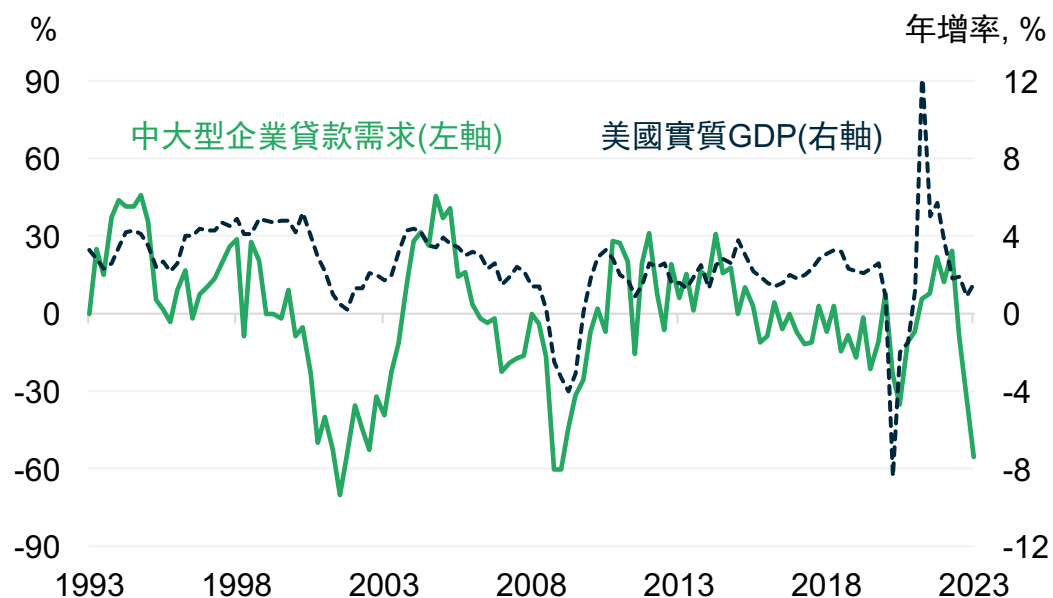
資料來源：Bloomberg。

考量景氣與物價展望，今年降息機會不高

CPI增速持續下滑，但今年降至3%以下機率較低，若Fed要啟動降息，恐需見到經濟增速大幅下滑或是金融業出現系統性風險。根據聯準會最新資深放款人員調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)數據，銀行放款與企業借款的意願都持續惡化，中大型企業的淨借款意願比例由-31.3降至-55.6，反映高利率對金融與企業的負面影響發酵，經濟活動降溫的態勢仍未扭轉。

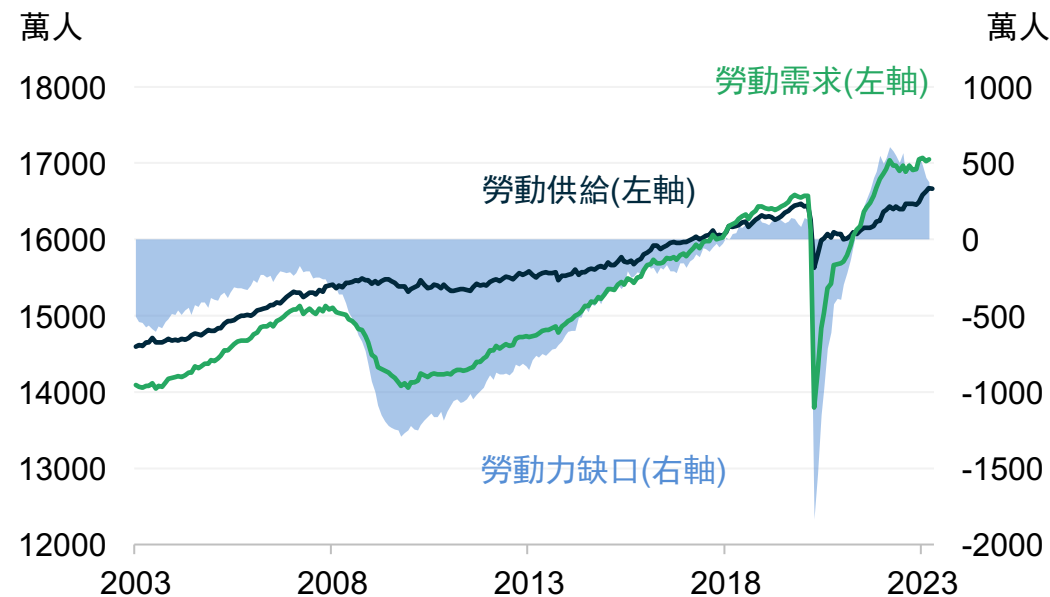
景氣仍未回穩之際，企業解雇與職位空缺等就業數據也逐步放緩。然而，4月新增非農就業25.3萬人、勞動力缺口在300萬以上、失業率回落至3.4%，都顯示**就業市場尚存韌性，加上聯準會對銀行危機的積極應對，應不致產生系統性風險。**綜上，**考量景氣展望與物價回落速度，預期6月將暫停升息，但今年降息機會著實不高。**

聯準會調查顯示企業貸款需求不振



資料來源：Bloomberg。

勞動力缺口下降但仍在相對高位



註：勞動力需求=職位空缺數+在職人數。

資料來源：Bloomberg。

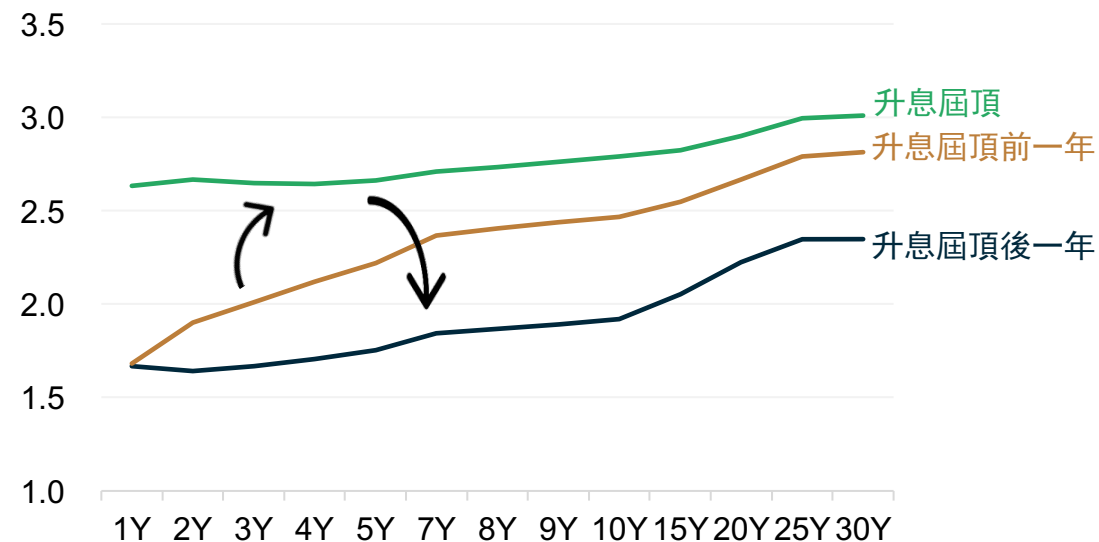
長線殖利率偏下態勢未變，把握殖利率仍具吸引力之際布債

歷史經驗顯示，公債殖利率往往在升息屆頂後偏下行，以2018年升息屆頂前後的殖利率曲線變化可觀察，殖利率受到升息推升下走高，其中短率受升息推升效果更為明顯，而殖利率曲線整體則會在升息屆頂後偏下行，其中短率回落亦會較明顯。

目前普遍預期今年5月可能就是Fed最後一次升息，意謂殖利率長線偏下行的態勢恐難扭轉。然而，即使本輪殖利率高點可能已過，目前殖利率水準仍高於去年，更大幅高於2018年升息屆頂時的殖利率水準，顯示債市殖利率仍具一定優勢，短線可趁非農等經濟數據優於預期，推升殖利率之際布債。目前殖利率仍倒掛，短債具殖利率高且價格波動小的優勢、長債則具有資本利得空間或長期鎖利的優勢，不妨可透過長短債槓鈴配置，把握最後布債契機。

前次升息屆頂前後，公債殖利率變化

公債殖利率，%

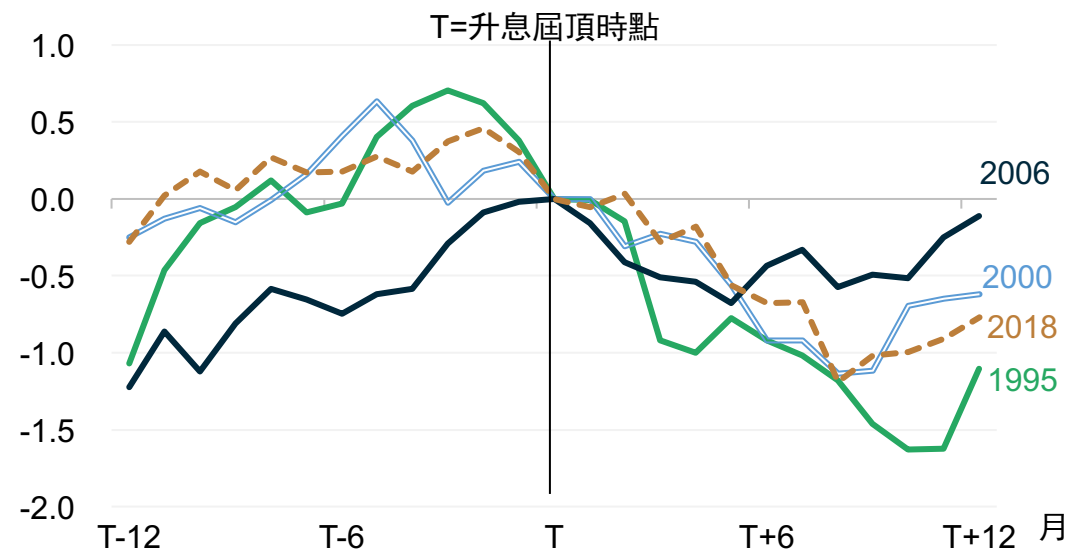


註：前次升息屆頂為2018/12/19。

資料來源：Bloomberg。

公債殖利率多於升息屆頂後偏下行

美國10年期公債殖利率變動，%



資料來源：Bloomberg。

預期景氣難擺脫高利率拖累，信用債布局以投資級債為主

升息屆頂，且在貨幣緊縮、利率高位的环境，景氣難脫高利拖累下，往往有利公債利率偏下行，另一方面，卻意謂企業經營面臨的挑戰恐有增無減，信用利差存在走升的疑慮。

觀察過去Fed政策利率見頂後，投資等級債表現往往優於非投資等級債，意謂著在升息屆頂後，公債利率同樣回落的背景下，投資等級債信用利差往往較非投資等級債利差持穩。因此在升息屆頂之際，債券利率逢高布局的同時，公司債的挑選上宜以獲利、金流穩健的投資級債為主，更能抵禦景氣及恐慌的壓力。

在升息屆頂後，IG債表現往往優於HY債

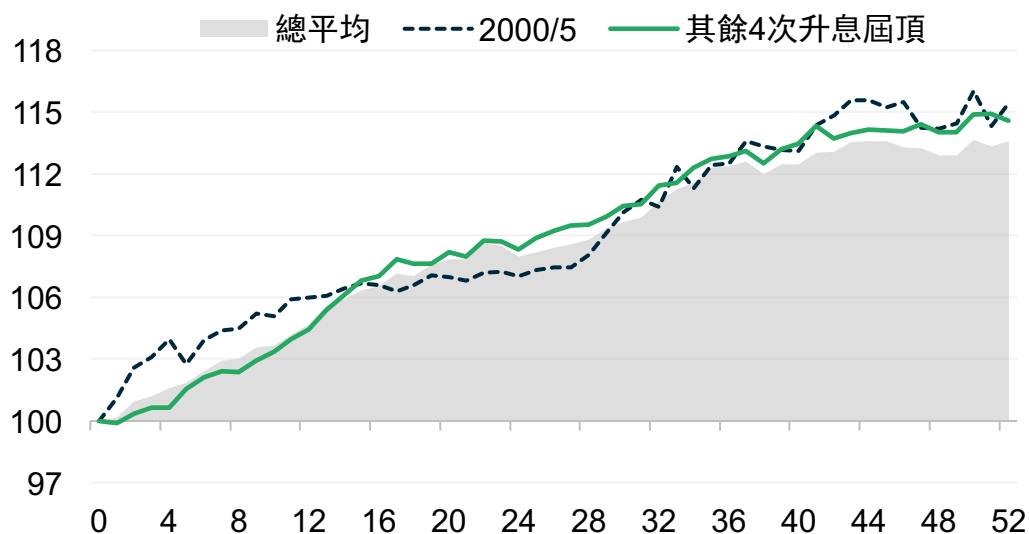
IG報酬走勢/HY報酬走勢



資料來源：Bloomberg。

美國投資級債於升息屆頂後走勢偏上

以升息最後一週價格為100標準化



註：最近五次升息觸頂為1989/2、1995/2、2000/5、2006/6、2018/12。2000/5後一年內出現衰退，因此獨立觀察走勢。

資料來源：Bloomberg。

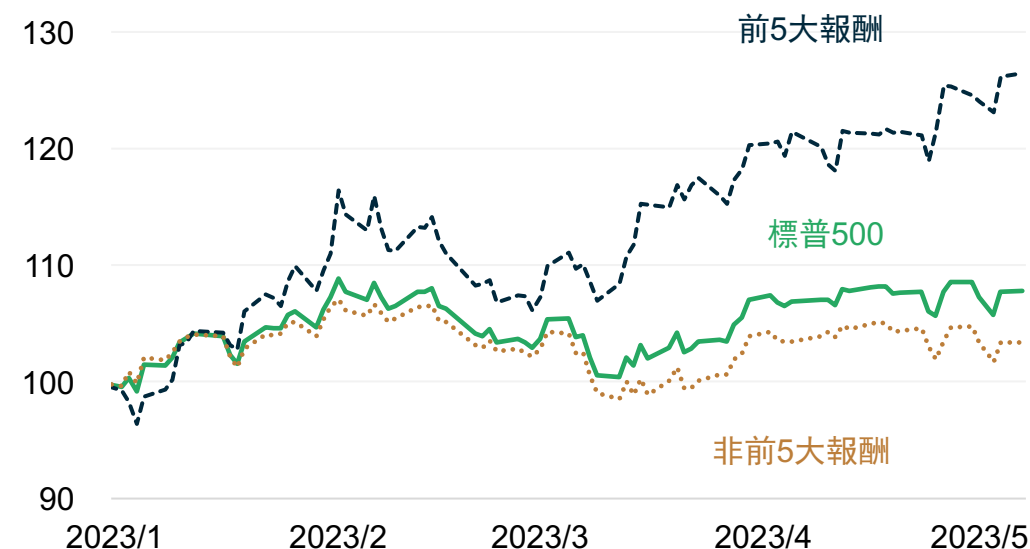
景氣放緩階段，大型股企業獲利較小型股穩定

受到升息屆頂影響，市場揣測利率風險下降，公債殖利率也自高點回落，使今年美股表現不差，相對2022年的低迷，年至今報酬約7-8%。但細拆成分股來看，主要都是由大型權值股支撐，包括龍頭股蘋果上漲32%、微軟收高28%，即使受到微軟挑戰的Alphabet，年至今也有21%的漲幅。另一方面，非前5大權值股的年至今報酬僅2-3%。

從企業財報角度來看，受到景氣放緩影響，標普500指數EPS自去年中以來面臨嚴重下滑壓力。不過，自今年3月以來，因為銀行危機趨緩、利率回落等因素，**企業獲利展望已見改善跡象，相對於藍籌股，羅素2000等中小企業的獲利預估卻持續下修。有鑑於此，現階段景氣放緩態勢延續，目前股市布局仍以大型企業股票為重。**

年初以來，權值股支撐大盤表現

股價標準化, 2022/12/30=100



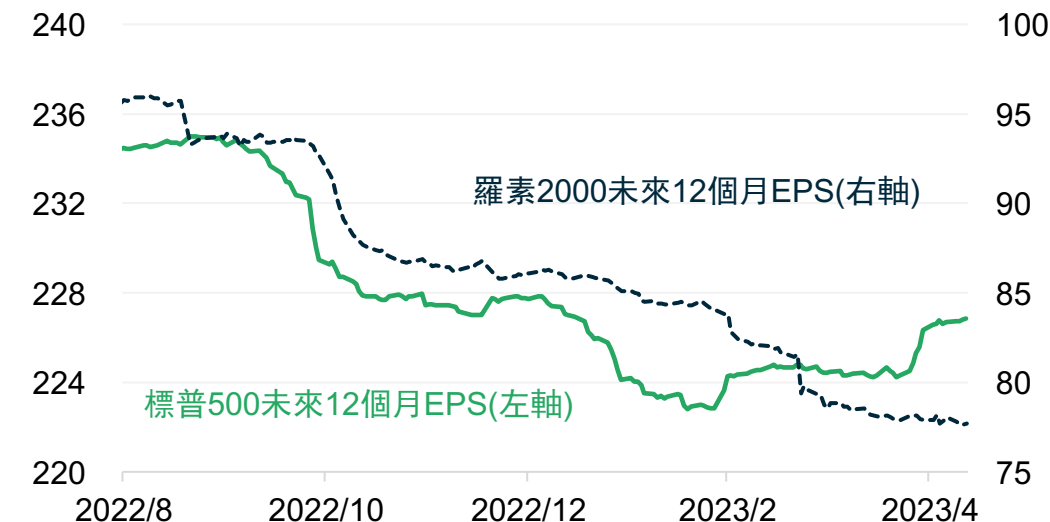
註：標普500前五大指蘋果、微軟、Alphabet、亞馬遜、波克夏。

資料來源：Bloomberg。

景氣下行階段，中小型股獲利展望持續下修

美元/股

美元/股



註：未來12個月EPS取彭博統計分析師預估值中位數。

資料來源：Bloomberg。

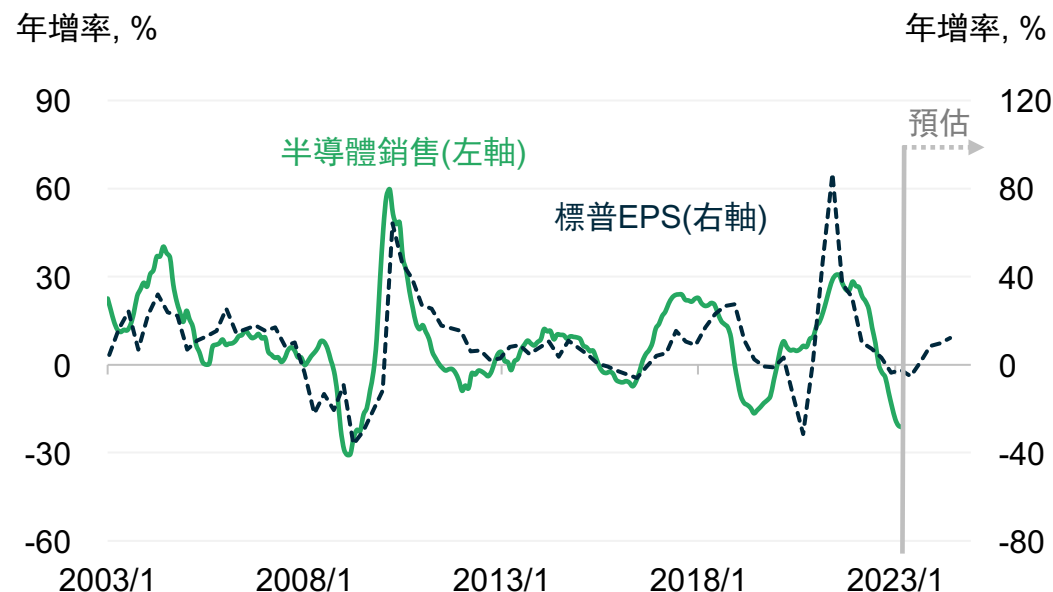


科技 景氣低檔沉潛待變，龍頭股表現穩健

製造業景氣進入收縮階段，半導體族群在疫情期間享受供不應求和漲價的紅利，如今則面臨嚴重的庫存調整，由全球半導體銷售金額也可以發現，3月銷售年增率降至-21.3%，逼近金融海嘯的低點，宣告半導體景氣已處於循環的底部區域。

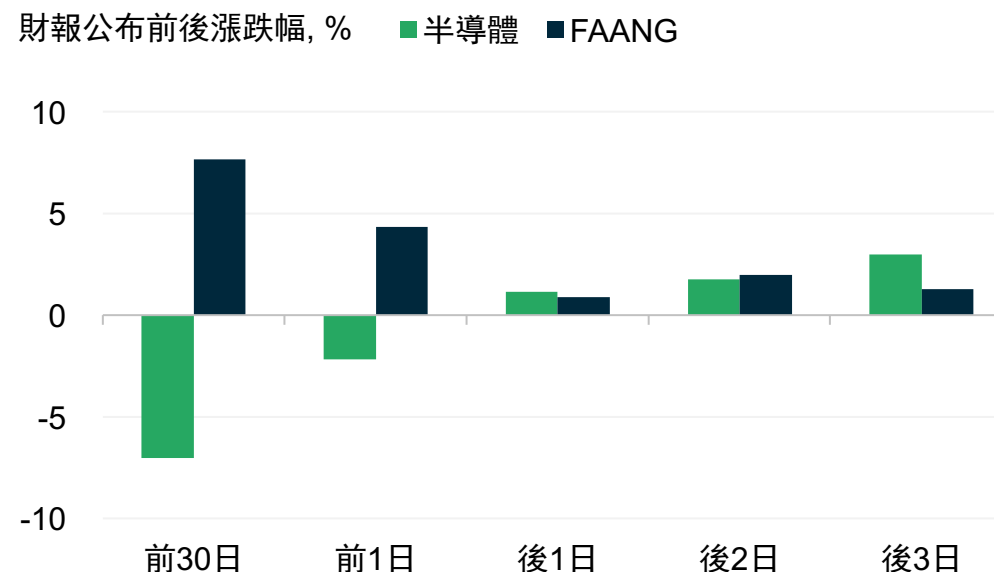
半導體景氣低迷，包括超微、英特爾、高通等晶片大廠紛紛於法說會釋出獲利衰退、Q2景氣展望低迷的訊息，然而股價在財報前後的表現，卻呈現先下後上，利空鈍化的情形。由於下半年的景氣有望較上半年好轉，我們對於科技股的看法也逐漸轉為正向，可利用利空拉回時分批進場，然而在景氣低檔時期，獲利表現仍以龍頭股表現相對穩健，為布局首選。

半導體景氣進入循環底部



資料來源：Factset, Bloomberg。

股價快速消化財報不佳的訊息



註：半導體數據為統計近期公布財報的大廠股價漲跌幅平均，包括超微、英特爾、高通、德儀、聯發科、台積電、三星。

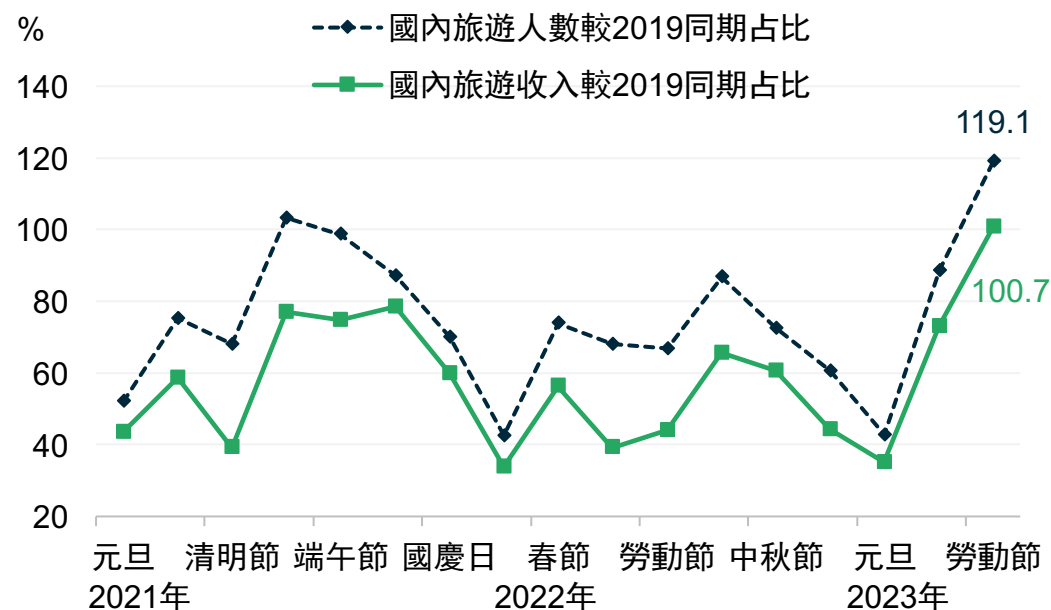
資料來源：Bloomberg。

中國 消費與生產活動拉鋸，短線以盤整型態為主

五一勞動期假期結束後，中港股票市場受惠假期旅遊數據亮眼，加上「中國特色估值」題材火熱，國企股成大盤走升主力。中國本次景氣循環不同以往，復甦主由消費帶動，五一假期旅遊人數與旅遊收入分別達到疫情前2019年的119%與100.7%，顯示當前消費動能暢旺，服務消費尤其受惠。

市場展望方面，在報復性消費與生產過後，因為服務業與製造業活動分歧，如4月進出口與物價增速皆明顯回落，顯示需求面尚待修復，使中港股市場情緒有所降溫，研判短線以盤整格局為主。然而，經濟基本面改善趨勢不變，加上聯準會升息屆頂有利美元下行，總經環境仍有利股市中期表現。

五一假期的消費狀況回升至疫情前水準



資料來源：中國文化和旅遊部。

外需與出口偏弱，製造業活動有所降溫



資料來源：Bloomberg。

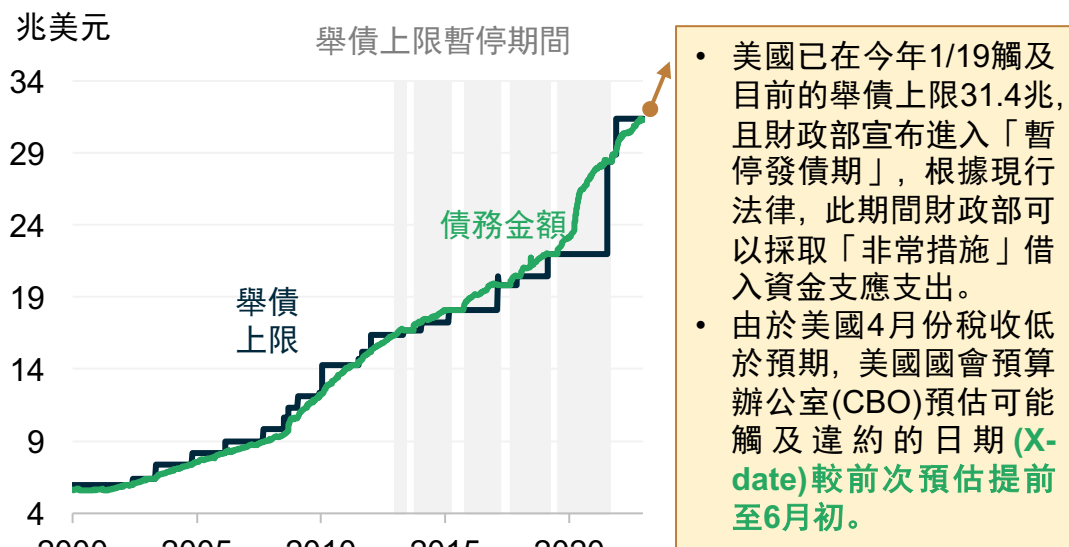
舉債上限 美國債務議題延燒，分裂國會更增添短線市場不安，但過往總在最後關頭化解危機

在美國財政為赤字結構下，且於現行法規未調整前，舉債總額將難以避免一再觸及新的舉債上限。以歷史經驗來看，曾因為太逼近可能違約的日期（一般稱為X-date），而引發金融市場動盪，2011年美國因此遭降評則是最慘痛的例子，但美國未曾因為舉債上限議題實際引發債務違約。

本次由於4月份稅收不如預期，美國國會預算辦公室(CBO)預估X-date恐提前至6月初，另一方面，政府遲遲未對舉債上限提高的方式取得共識，近期美國總統拜登5/9與國會參眾兩院領袖會面，討論提高舉債上限未果，並將另訂時間討論。

然，探究過去舉債上限引發市場動盪的經驗，也多發生在朝野/國會分裂時期，政黨將舉債上限作為政治工具，來換取預算政策調整的籌碼，但真正觸發違約風險低。本次在國會分裂的狀況下，我們亦不預期國會將釀下大禍，但提醒須留意市場短期擾動恐難避免。

美國舉債議題再起，但過往總在最後關頭化解危機



註：歷史上透過提高或暫停某期間的舉債上限，來避免負債觸及上限的問題。CBO預估採2023/5報告。

資料來源：Bloomberg。

惟短線而言，分裂國會確實增添投資人不安



註：黃字標記處為舉債上限議題引發市場動盪時。

資料來源：Bloomberg。

台幣 台灣出口動能仍舊疲弱, 主計總處稱Q4才有望看到出口轉折向上、回到成長軌道

基本面：財政部近期公布，4月出口連8個月低於去年同期，並指出上半年出口仍面臨相當大的壓力，年減可能會創2008至2009年全球金融海嘯後近14年來最大跌幅。財政部分析，**全球通膨陰影、中國疫後冷復甦、廠商持續庫存調整**是台灣出口減少的三大主因。此外，資通與視聽產品中的**電腦零組件**，出口年增39.7%，是近14個月來最大的年增幅；針對此現象，也確實掌握到相關廠商的有利說法，點出PC(個人電腦)需求有回升，這也顯示出去年以來先進行去庫存的商品類別已率先回升。然，**主計總處也表明到今年Q4，才有望看到出口轉折向上、回到成長軌道。**

匯價：因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨，此有利支撐台幣匯價；但**考量「半導體循環」，今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，台幣匯價易受台股牽動。**

台灣出口動能仍疲，但下行趨勢尚未扭轉

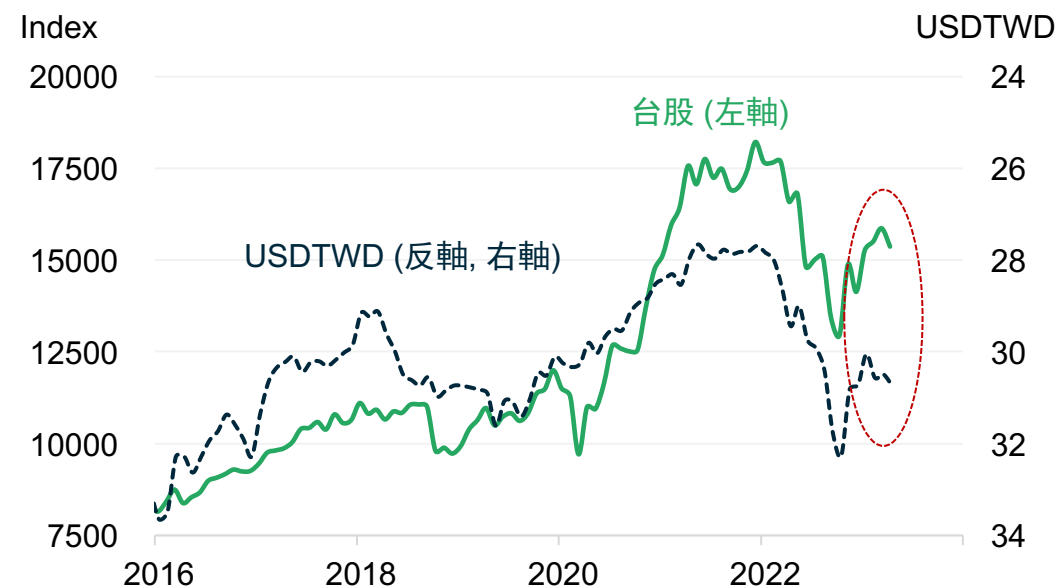


註：3月均值。
資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

台幣匯價易受台股牽引



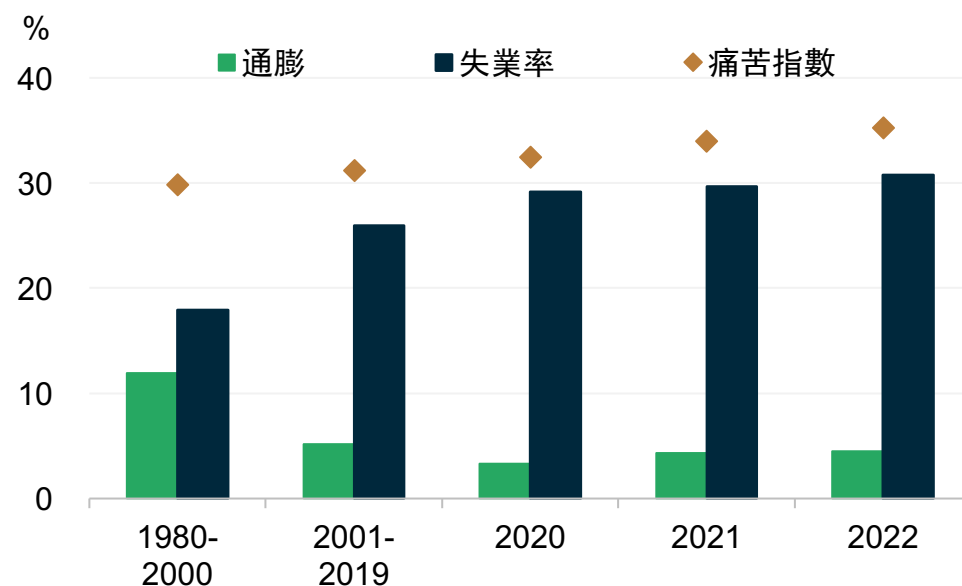
資料來源：Bloomberg。

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: $USDZAR = -16.82 + 0.14 \times \text{美元指數} + 0.0013 \times \text{時間}$, 時間為Excel內建編碼, $R\text{-sqr} = 0.97$, 期間1990-2022年。

資料來源: Bloomberg。

May 2023

15

Monday

日本PPI
歐元區工業生產
美國紐約州製造業指數

16

Tuesday

德國ZEW
歐元區GDP
美國零售銷售
美國工業生產
中國工業生產
中國零售銷售
中國固定資產投資

17

Wednesday

歐元區CPI
日本GDP
日本工業生產
美國新屋開工

18

Thursday

美國成屋銷售
美國申請失業救濟金人數

19

Friday

日本CPI

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