



國泰世華銀行
Cathay United Bank

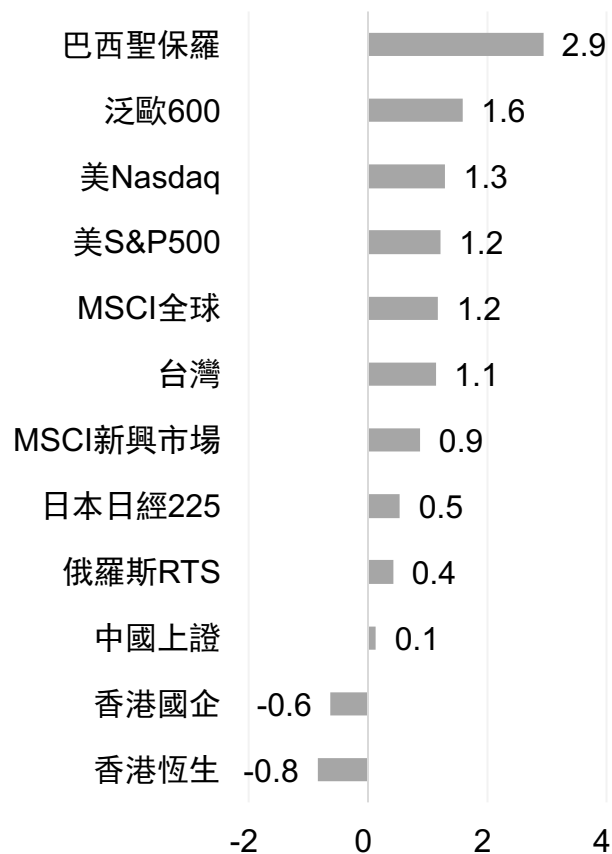
2023年9月15日

投資研究週報

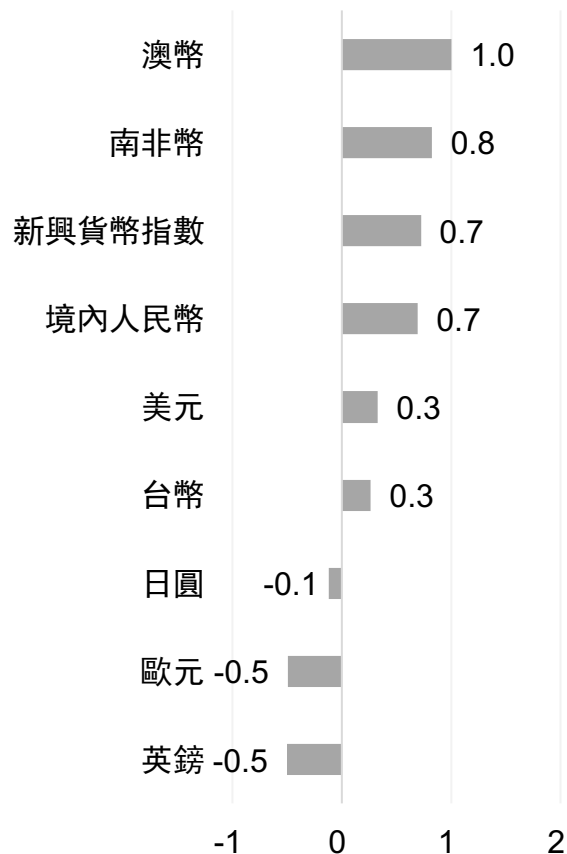
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/9/7- 2023/9/14。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 盤勢回顧：市場靜待FOMC會議, 美股及美債延續盤整走勢

- 油價走揚導致CPI小幅走高, 但Fed更關注的核心CPI持續緩降, 料將為Fed爭取時間觀察數據變化, 預期**9月FOMC會議將暫停升息, 但保留未來1碼的升息空間**。
- 歐洲央行雖然再**升息1碼, 但論調轉鴿**, 增添近期歐元匯價逆風。
- 蘋果新機光芒未能掩蓋中國擬擴大iPhone禁令的疑慮, 短期添增美股擾動。

2) 後續關注焦點:

- 央行會議: 9/21美國(Fed)、9/21台灣(CBC)、9/22日本(BoJ)。
- 產業: **9/24微軟發表會**。

策略思維

- 1) **股市**: 美國8月ISM製造業的新訂單/存貨比已是第3個月站穩1, 意謂著製造業去化庫存已近尾聲。短期利率高位仍將擾動市場, 但股市拉回應站買方思考。
- 2) **債市**: 利率高位時間將有所延長, 但貨幣政策近尾聲終將有利殖利率回落。策略上, 可採槓鈴式配置, 同時享有短債及長債的優勢。
- 3) **匯市**: 歐洲數據不佳, 但利差走向將提供歐元長線支撐; 台幣長線有望隨基本面打底後回升。



焦點 | 油價走揚導致CPI小幅走高, 但Fed更關注的核心CPI持續緩降

8月份CPI為3.7%，高於前期與市場預期，主要受到8月以來油價走高及基期紅利消退影響，不過觀察Fed重點關注的核心CPI則持續走降。細看組成：

1)能源：受到OPEC及俄國延長減產至年底影響，油價走揚，但展望明年，隨停產協議終止、高油價有望使供給緩步開出下，料油價仍將呈現區間走勢。2)服務-房租：由房價走勢來看，預期房租通膨放緩有望延續至明年上半年，3)服務-薪資：薪資通膨則有望隨勞動力緊俏程度緩解，料將支持核心通膨放緩態勢。

由美國消費動力來看，由於8月零售銷售0.6%，高於預期，主要也受到能源價格走升影響，另外前期數據也遭下修，而展望未來，隨美國旅遊旺季結束、民眾超額儲蓄持續消耗、美國學貸還款將於10月重啟，預期也將為通膨回落的另一助力。

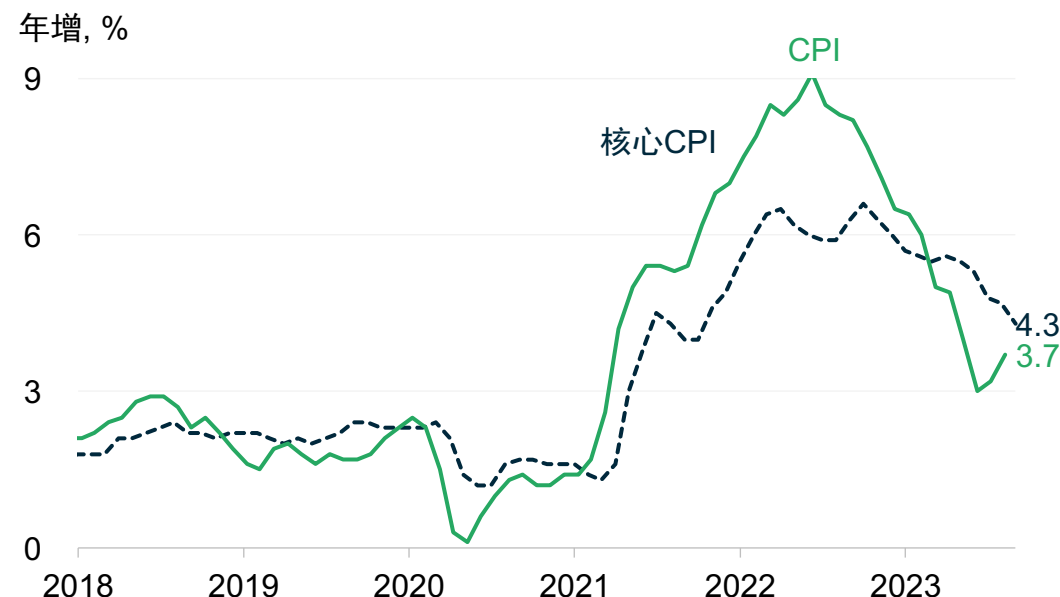
油價走升、基期紅利消退增添通膨波動



註：陰影為假設油價每桶60~100美元下的油價年增速走勢。

資料來源：Bloomberg。

CPI高於前期, 但核心CPI持續緩降



資料來源：Bloomberg。

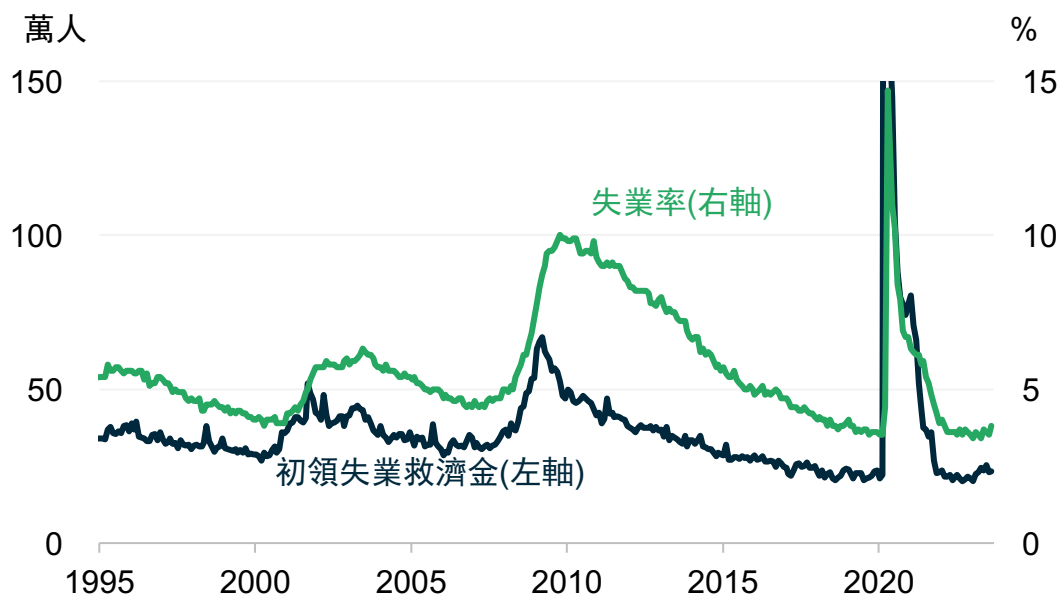
FOMC前瞻 | 9月暫停升息, 但保留年底前1碼的升息空間

經濟數據持續展現韌性的同時, Fed關注的核心通膨則維持降溫態勢, 料將為Fed爭取更多時間觀察貨幣政策對於經濟的遞延影響, 預期:

- 1)利率決策: 9月將暫停升息, 為Fed爭取更多時間觀察數據。
- 2)利率點陣圖: 最新利率點陣圖持續透露年底前有1碼的升息空間, 為Fed保留未來政策彈性。
- 3)FOMC主席Powell談話: 料將延續於Jackson Hole全球央行年會的論調, 更平衡的看待「通膨僵固性」及「過度緊縮」的風險。

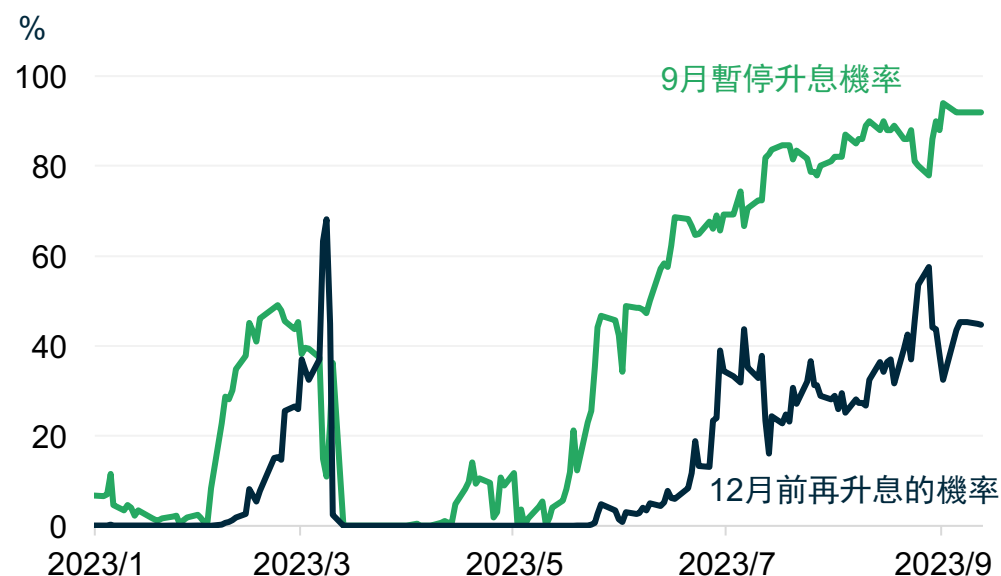
整體而言, Fed會保留進一步升息彈性, 但隨通膨持續回落, 預期Fed政策將會更傾向維持利率於高位(Longer), 而非進一步提高利率(Higher)。

經濟展現韌性, 而核心通膨維持降溫態勢



資料來源: Bloomberg。

9月暫停升息呼聲高, 但不排除年底仍有再升息可能



資料來源: FedWatch。

債市 | 經濟韌性及油價走揚將使利率高盤時間延長，但長線殖利率終將受惠升息步入尾聲

美國經濟數據展現韌性及油價走揚，Fed將利率政策維持Higher for Longer的預期下，也將使美債殖利率高盤時間延長。

不過，考量勞動力市場緊俏程度緩解、通膨降溫態勢延續，意味Fed升息已近尾聲，不排除9月利率點陣圖將持續透露明年Fed有降息空間。**因此縱使利率高位時間將有所延長，但長線而言公債殖利率終將隨政策利率逐步回落。**

參考歷史經驗，暫停升息多維持半年以上才降息，考量目前經濟仍具韌性、通膨位階仍高下，預期降息時間可能落於明年中以後，且降息幅度可能不大下，**未來1年資本利得的空間仍相較有限**。策略上，利率倒掛下，短債具高利率及價格波動小的特性，持續具有吸引力，而希望可以長期鎖利在利率高位者，亦可於利率高位時分批加碼長債，或**透過槓鈴式配置，同時享有短債及長債的優勢**。

升息屆頂後，多維持半年以上才降息，何況目前通膨仍高

升息 起始	升息 屆頂	開始 降息	升息屆頂 到開始降息 月份數	升息屆頂月份 CPI(%)	失業率(%)
1994/2	1995/2	1995/7	5	2.9	5.4
1999/6	2000/5	2001/1	8	3.2	4.0
2004/6	2006/6	2007/9	14	4.3	4.6
2015/12	2018/12	2019/7	7	1.9	3.9
平均時間：			8.5	2023/8 CPI: 3.7	2023/8 失業率: 3.8

註：取過去1994年以來四次升息循環經驗。

資料來源：Bloomberg。

長線而言，殖利率終將受惠升息步入尾聲



資料來源：Bloomberg。

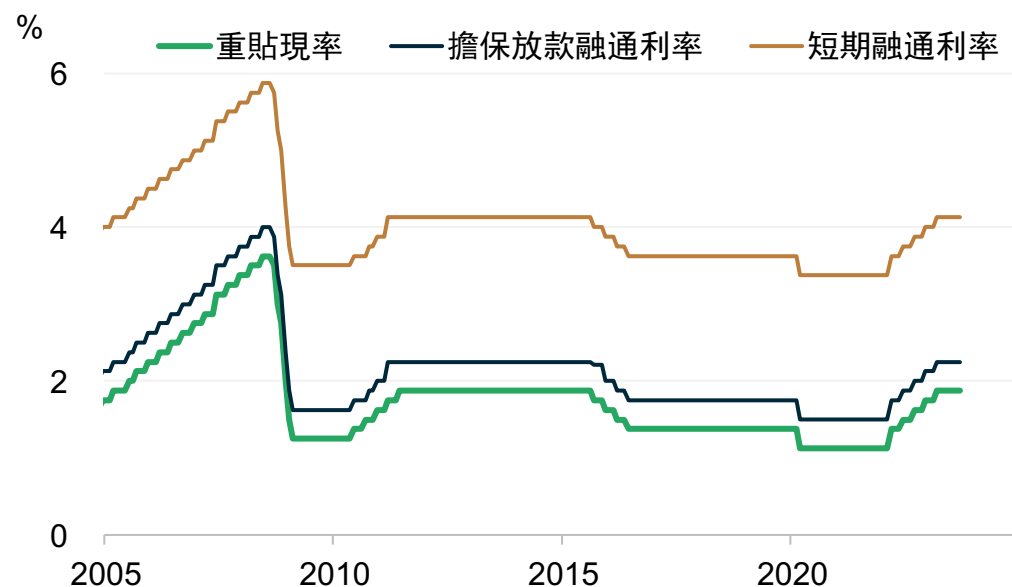
台灣央行 | 雖然CPI水準仍舊偏高, 但考量景氣具不確定性, 本次會議應維持利率不變

台灣理監事會議將於9/21召開, 政策利率維持不變的機率較高, 但仍將表示對通膨的關注及data-dependent的態度, 以下是兩項主要的考量因素:

1. 景氣: 今年以來, 受到高基期、去庫存與中國冷復甦的影響, 台灣出口低迷, 雖然普遍預估Q4出口受惠於旺季需求和新產品上市, 應能有所好轉。不過, 中國經濟冷復甦仍是一個不確定因素, 仍可能影響後續出口的成長動能, 這也限縮進一步調高利率的可能性。
2. 物價: 另一方面, 上月CPI雖然回升, 但國際油價近期持續走高, 可能帶動進口物價上揚, 將使得央行對通膨仍舊保持審慎的態度。

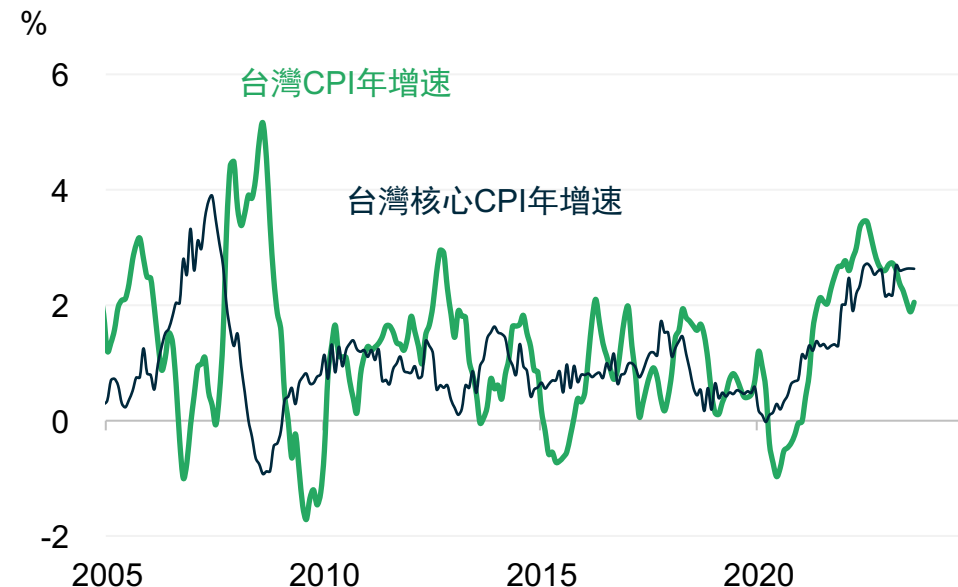
台幣匯價: 短線雖因人民幣、日圓帶動走升, 但基本面仍築底階段, 使匯價仍屬弱勢; 長線而言, 半導體銷售年減幅度將會逐步改善, 有利Q4匯價。

政策利率可能維持不變



資料來源: Bloomberg。

台灣通膨水準雖有降溫, 但較過往相比, 仍屬偏高



註: 3月平均。

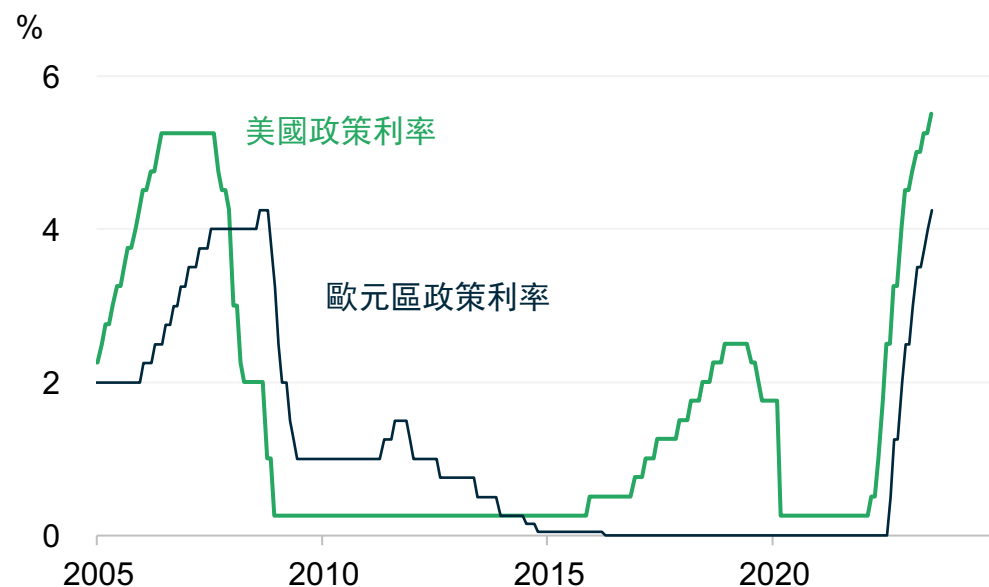
資料來源: Bloomberg。

歐洲央行 | 雖然再升息1碼, 但論調轉鴿, 增添近期歐元匯價逆風

歐洲央行(ECB)利率會議重點: 1)三大利率升息1碼, 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%; 但**聲明轉鴿, 由強調「升息至充分高的水準」, 變成強調「在長期內維持限制性利率水位」**。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)下調經濟成長, 但上調整體通膨的預估。

歐元匯價: 短線而言, 中國冷復甦、信用事件頻傳, 連帶使歐元區景氣受到影響, **增添近期歐元匯價逆風, 也使得美元Q4走勢恐仍有撐**; 但長線而言, 歐美政策節奏差異主導利差走向, 為歐元長線支撐。

ECB升1碼, 但後續強調維持高利率的期間



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。

焦點 | 蘋果新機光芒未能掩蓋中國擬擴大iPhone禁令的疑慮, 短線美股延續震盪走勢

iPhone新機發表後市場反應平淡, 蘋果股價持續弱勢。今年以來中國手機銷售疲弱, 拖累iPhone出貨量, 加上近期中國傳出禁止公務員使用iPhone手機, 且華為新機採自主研發晶片, 有望繞過美國制裁, 奪回部份市佔, 預估將影響蘋果新機買氣, iPhone 2023年出貨量預估將與2022年持平。

觀察蘋果往年股價走勢, 在9月新機發表會之前的7月和8月上漲機率較高, 平均漲幅也是全年最高的兩個月, 而9月份下跌機率達八成, 平均跌幅2.8%, 不過9月過後, 10月、11月上漲機率都高於5成, 顯示若長期基本面看好, 股價在9月份拉回之際, 反而是伺機布局的時機。

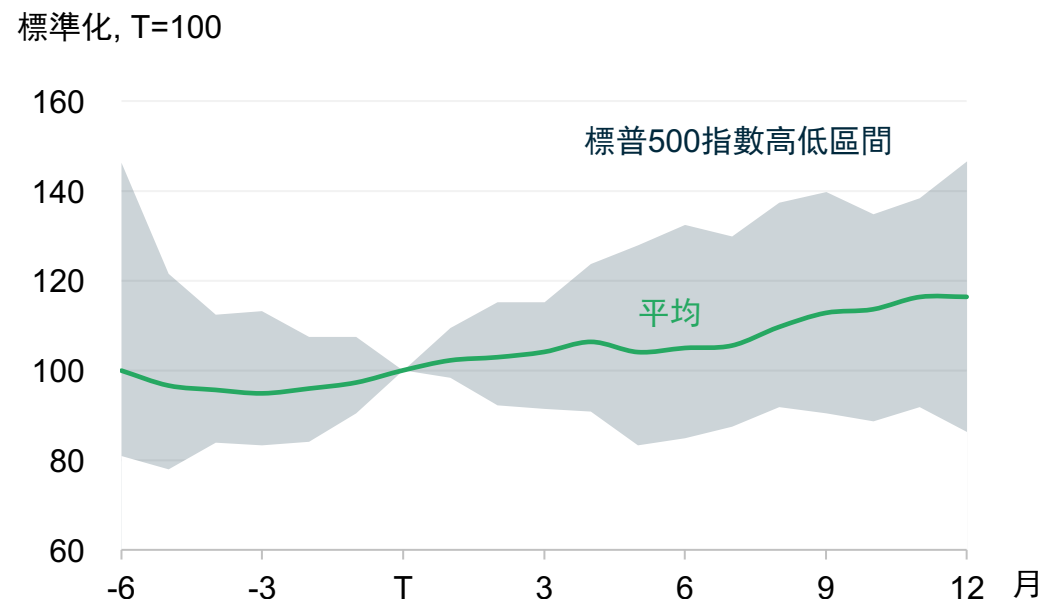
以美股大盤而言, 短期尚未能脫離震盪走勢, 惟觀察美國8月ISM製造業的新訂單/存貨比已是第3個月站穩1, 意謂著製造業去化庫存已近尾聲。儘管利率高位問題在未來一段時間仍將擾動市場, 但股市拉回應站買方思考, 未來半年視為分批進場契機。

9月是一年之中蘋果上漲機率最低的月份



資料來源: Bloomberg。

新訂單/存貨重新站上1可視為進場訊號



註: 統計1973年以來11次ISM景氣由谷底反彈美股表現, T=新訂單/存貨站上1的月份。

資料來源: Bloomberg。

台股 營收動能逐步轉強, 布局明年具成長性族群

台灣製造業景氣低迷, 8月份製造業PMI 45.5仍低於50的景氣榮枯線, 也使得最近台股的上漲動能消失, 由八月份營收觀察, 電子業營收年增率普遍由負翻正, 但是權值股的台積電及其他晶圓代工仍舊維持兩位數的衰退幅度, 依台積電法說會釋放的訊息來看, 要等到Q4營收成長動能才會轉強。台股可望逐步轉強, 可留意逢低布局的機會。

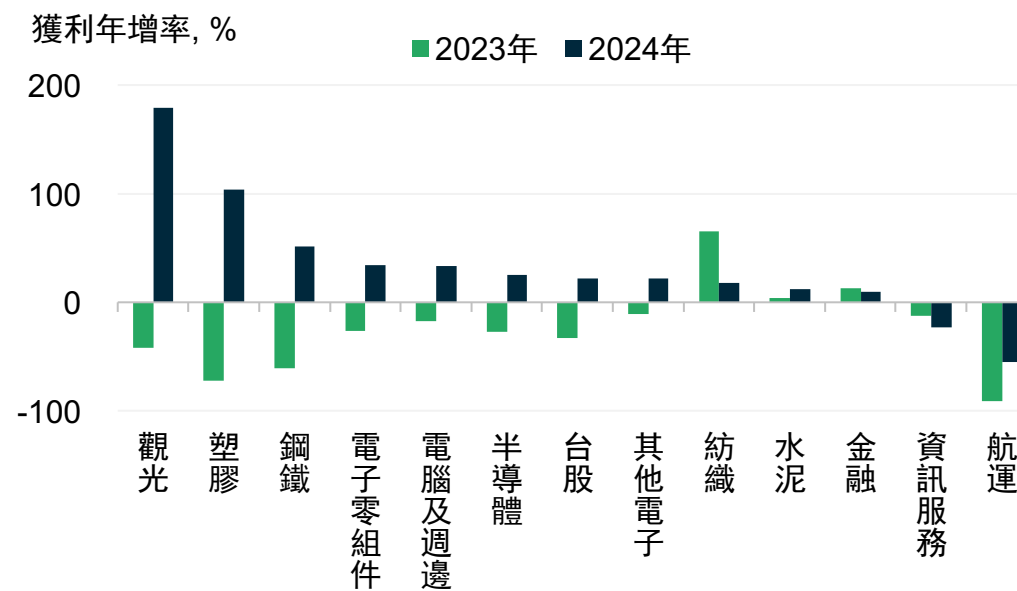
觀察**2024年獲利成長動能**, 台股將由今年的負成長轉為正成長**22.3%**, 而以類股來看, 觀光、塑膠、鋼鐵等產業今年獲利衰退, 由於基期較低, 預期未來的成長幅度較高, 而主要電子相關類股的成長性也不錯, 可聚焦布局。

製造業景氣低迷, 影響台股上漲動能



資料來源: Bloomberg。

台股明年獲利成長率將由負轉正



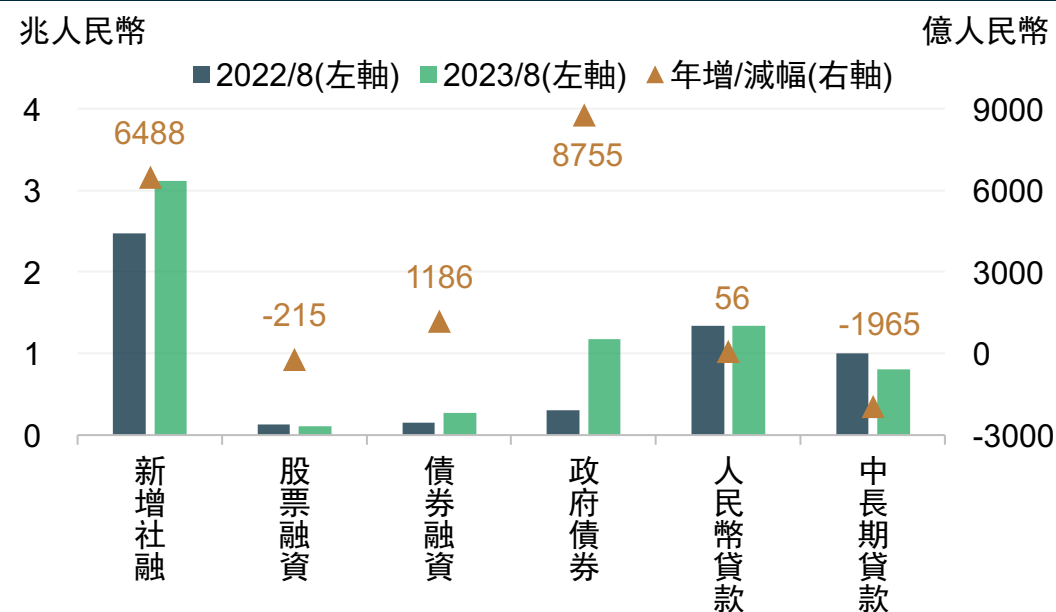
資料來源: Bloomberg。

中國 社融顯示需求尚未回穩, 人行降準延續寬鬆環境

人民銀行公布8月份金融數據, 新增社融與新增貸款量都優於市場預期, 但結構面並沒有顯著改善。從分項表現來看, 8月新增社融較去年同期增加6488億, 其中政府債券較去年同期增加8755億, 官方透過地方專項債加速發行以支持基礎建設, 但人民幣貸款較去年變化不大, 中長期貸款有不小幅度下滑, 民眾買房與企業資本支出的意願尚未回穩。9/14人行意外降準0.25%, 一方面銀行在季末資金需求旺盛, 貸款發放、專項債都需要銀行支持, 另一方面, 降息後寬鬆貨幣環境延續, 進一步釋放穩增長訊號。

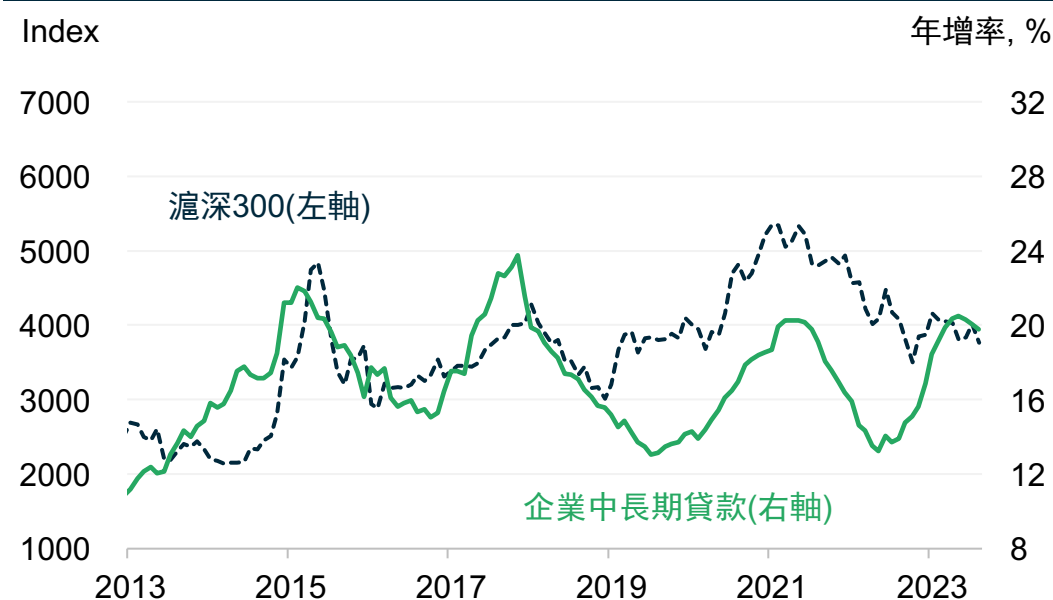
近期政策密集推出, 房地產與貨幣政策持續放寬, 但**考量民眾債務負擔沉重, 加上出口需求疲弱, 降準對實體經濟的傳遞效果較為有限**。往後看, **預期政策托底提供大盤下方支撐, 但上行動能不足, 盤勢將延續區間行情**。

專項債大量增發推升8月新增社融



資料來源: Wind。

企業中長期貸款下滑, 投資意願仍顯低迷



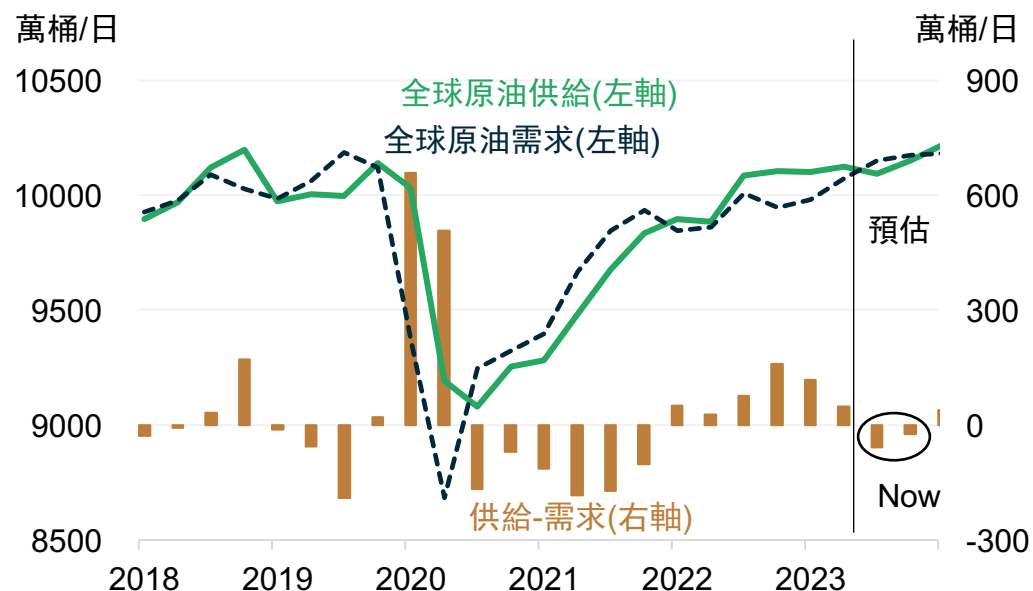
資料來源: Wind。

石油 供不應求狀況延續至年底，油價短期仍偏強

受到OPEC延長減產協議至年底影響，美國能源署EIA進一步下修全球原油供給量，預期供不應求狀況將延續至今年底，使得西德州原油突破每桶90美元，續創今年以來新高。

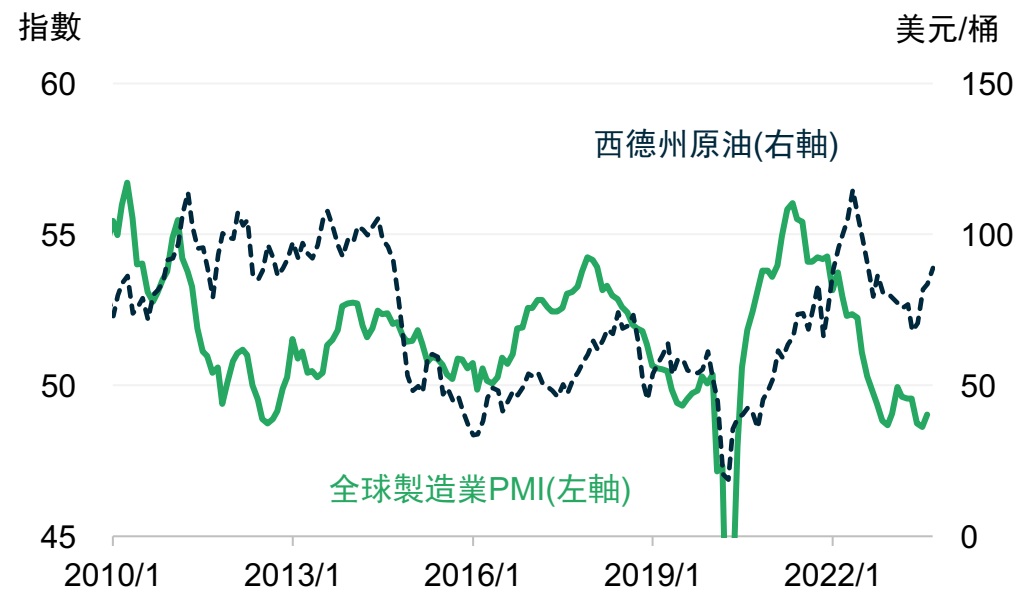
美國就業市場依舊強韌，使得美國經濟衰退的機率持續在下降，有利需求短期回升，有助能源短期維持強勢。不過，全球經濟表現仍相對分歧，歐洲、中國經濟明顯偏弱，將限縮未來油價漲幅，操作上不宜追高。

全球能源供需狀況



資料來源：Bloomberg。

景氣雖將回溫，但不致構成需求大幅成長



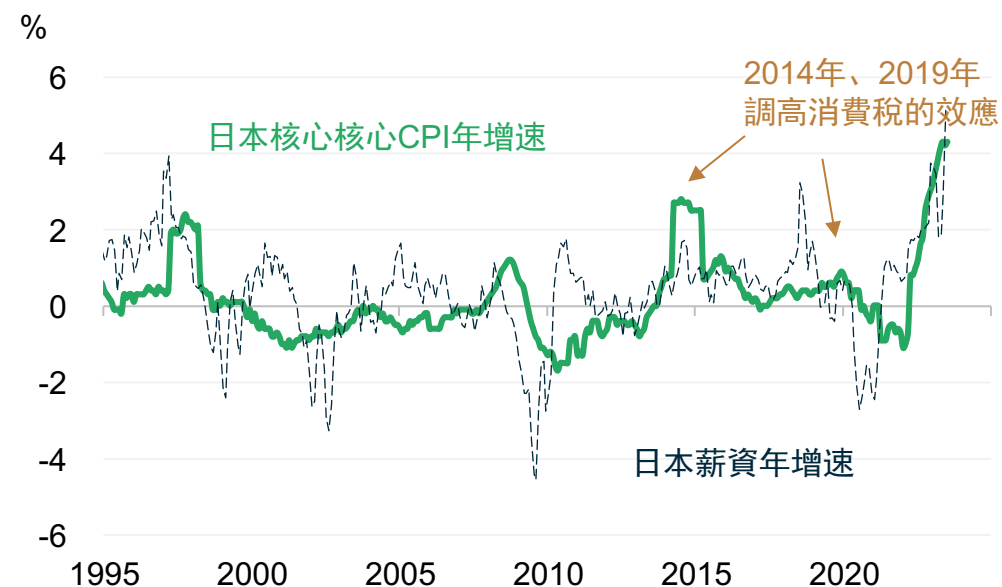
資料來源：Bloomberg。

日圓 聯準會升息屆末，日銀將落後緊縮政策，美日利差趨窄，日圓長線趨升

貨幣政策：《讀賣新聞》日前專訪日銀(日本央行)總裁植田和男，總裁表示，年底之前，日銀將有足夠數據判斷工資是否會繼續上升，這是銀行決定是否結束貨幣寬鬆政策的關鍵因素。**若確信物價和工資會持續上升，結束負利率將是可能的選項**；儘管如此，目前仍時候未到，但日銀認為工資水準提升的情況可望在年底前出現。

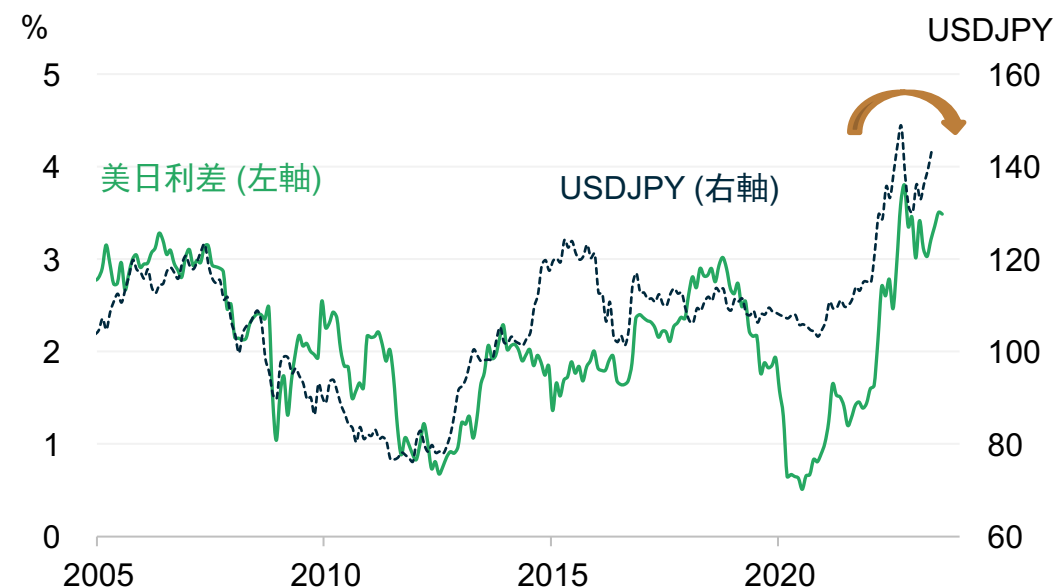
日圓匯價：聯準會升息屆末，日銀調整政策的節奏雖然較為落後，但終將往緊縮方向調整，故**美日利差將有所趨窄，日幣長線趨升**。

日本通膨續於高位，可能給予日銀總裁緊縮的底氣



資料來源：Bloomberg。

日銀政策將偏緊縮，應引導美日利差縮窄



資料來源：Bloomberg。

Sep 2023

18	Monday	19	Tuesday	20	Wednesday	21	Thursday	22	Friday
美國NAHB房屋市場指數 日本休市		美國新屋開工 歐元區CPI 印度休市		美國MBA貸款申請指數 英國CPI 台灣出口 日本出口		美國FOMC會議 美國初領失業救濟金 美國領先指數 台灣央行會議 歐元區消費者信心指數		美國標普全球製造業PMI 英國製造業PMI 歐元區製造業PMI 日本全國消費者物價指數 日本製造業PMI 日本央行會議 台灣失業率	

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