



國泰世華銀行
Cathay United Bank

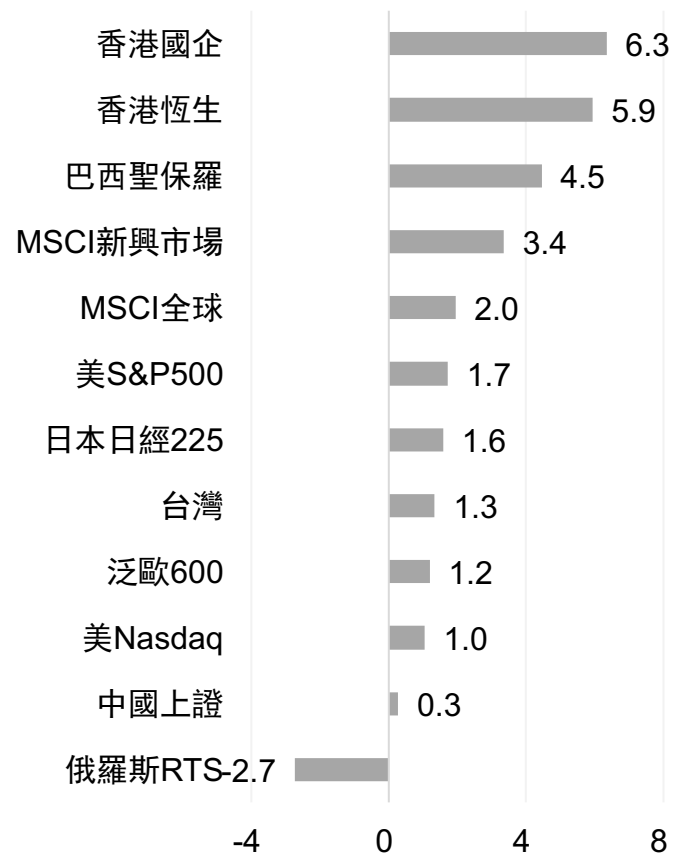
2023年6月9日

投資研究週報

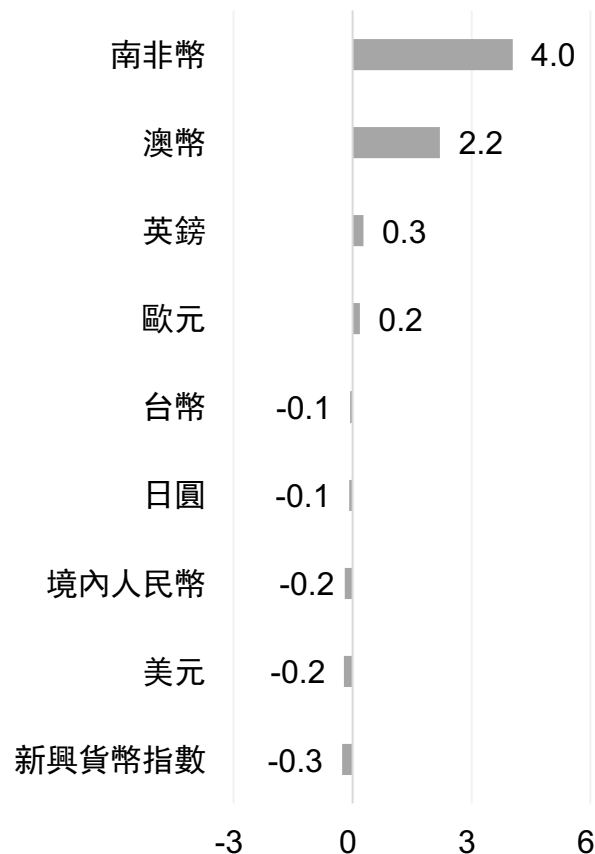
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

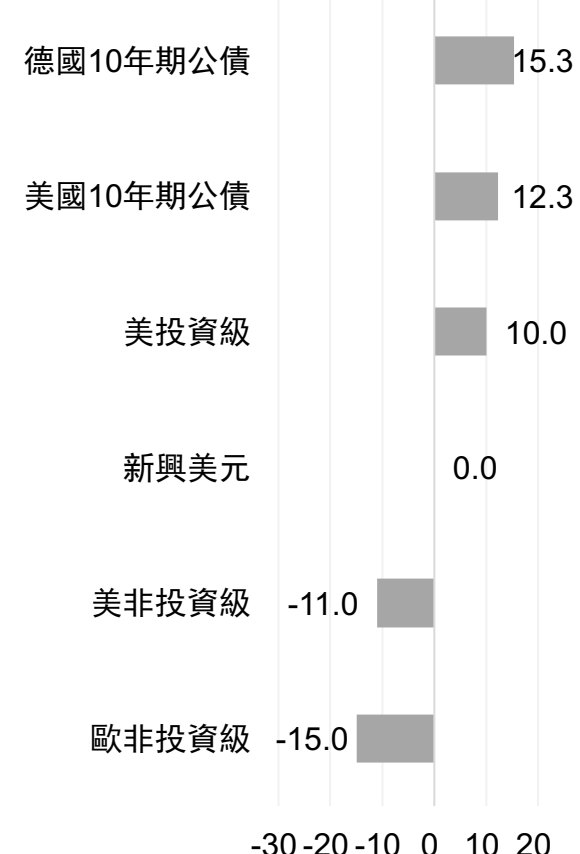
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/6/1- 2023/6/8。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美國勞動市場觀察

就業數據分化，5月非農增加超預期，同時失業率也攀升至3.7%。4月職缺數大增，不過產業卻呈現不同調，零售、醫療、公用事業需才孔急，製造業、資訊業職缺則下降。

► Fed 6月將會「Skip」升息？

5月CPI數據將於6/13公布，由於油價、商品、房價等基期因素，料通膨續降，支持Fed 6月暫停升息。「Fed傳聲筒」發文表示，Fed官員近期談話暗示6月之後仍有升息可能。

► 製造業景氣露曙光，AI題材性強

ISM製造業指數低迷，不過產業在去庫存的路上已漸漸看到曙光，下半年返校需求、iPhone新品、耶誕銷售旺季可期。AI應用面廣，可望帶動股市題材面表現。

股市

暫停升息有助股市評價修復，在經濟前景不明朗的環境下，大型股仍是市場增持首選，科技股則隨產業景氣落底及AI題材有望逐步墊高。

債市

聯準會雖仍保留升息彈性，但升息高點變化不大，公債殖利率下行格局不變，殖利率反彈應視為債市布局時機，可逐步拉長債券存續期間。

匯市

美國升息近尾聲支撐台幣，但台灣出口壓力大，或需等到Q4才有望轉折向上，對台幣基本面是一大拖累，匯價可能呈現先貶後升，有換匯需求者可利用外資匯入時機換匯。

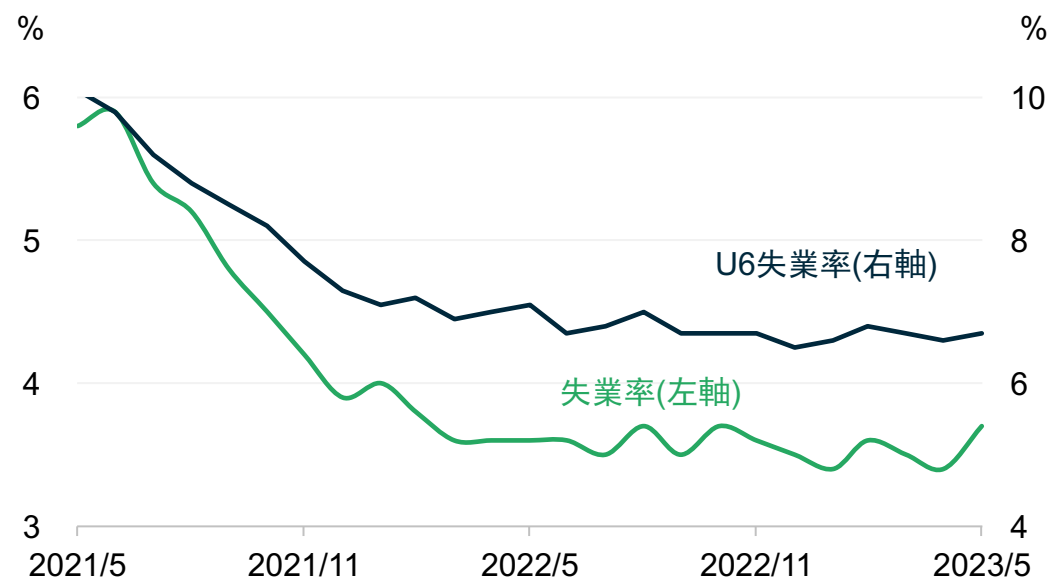


非農就業大增, 但失業率上升?

美國5月就業報告出現令人費解的矛盾現象：新增非農就業大增33.9萬人，然而失業率卻由4月的3.4%一口氣跳增0.3個百分點至3.7%，這究竟代表勞動市場是好轉還是惡化？首先，美國5月的勞動參與率持平62.6%，顯示整體勞動供給並沒有太大變化，但如果從廣義失業率，也就是U6失業率來觀察，5月與4月變動不大，代表失業率仍相對穩定。這是因為U6失業率涵蓋更大範圍的失業人口，如求職失敗(連續12個月)、能工作但暫時不找工作的人、兼職或臨時工等，通常更能代表真實的失業狀況。

由5月非農就業報告來觀察，5月新增就業最多的是休閒、健護、商業服務等行業，對應到目前製造業景氣低迷，製造業、資訊類新增就業人數也呈現明顯萎縮或負成長，不僅非農就業與失業數字出現分化，就業市場也明顯出現產業分化的狀況。

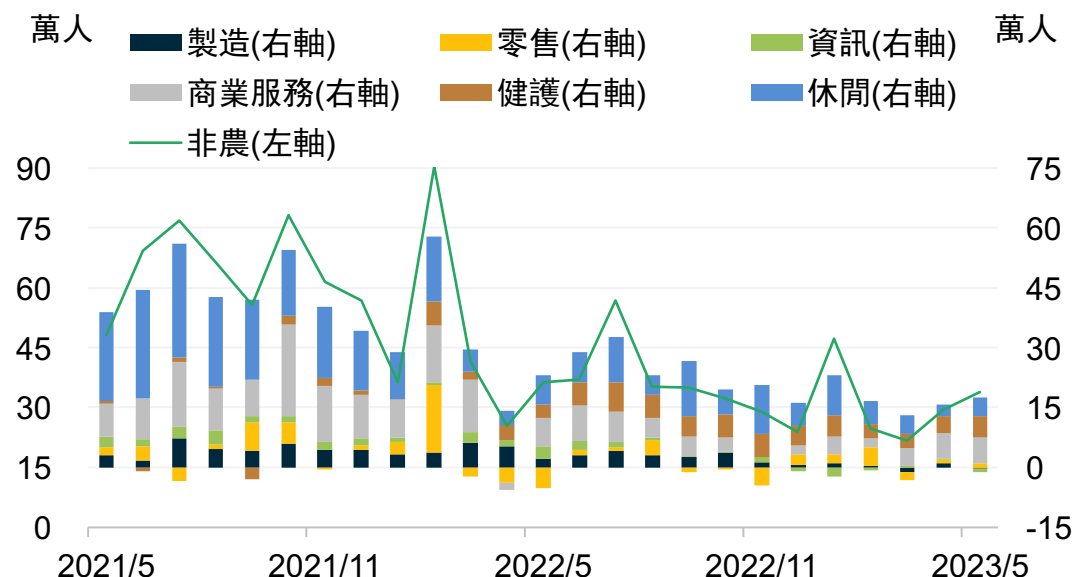
5月失業率跳增0.3%，但廣義失業率則持穩



註：U6失業率相較一般定義的失業率，額外包括以下人口：1)連續12個月求職失敗後不再找工作；2)能工作但目前不去找；3)返回學校而不工作；4)兼職或臨時工。

資料來源：Bloomberg。

休閒、健護為主要帶動非農就業增加的行業



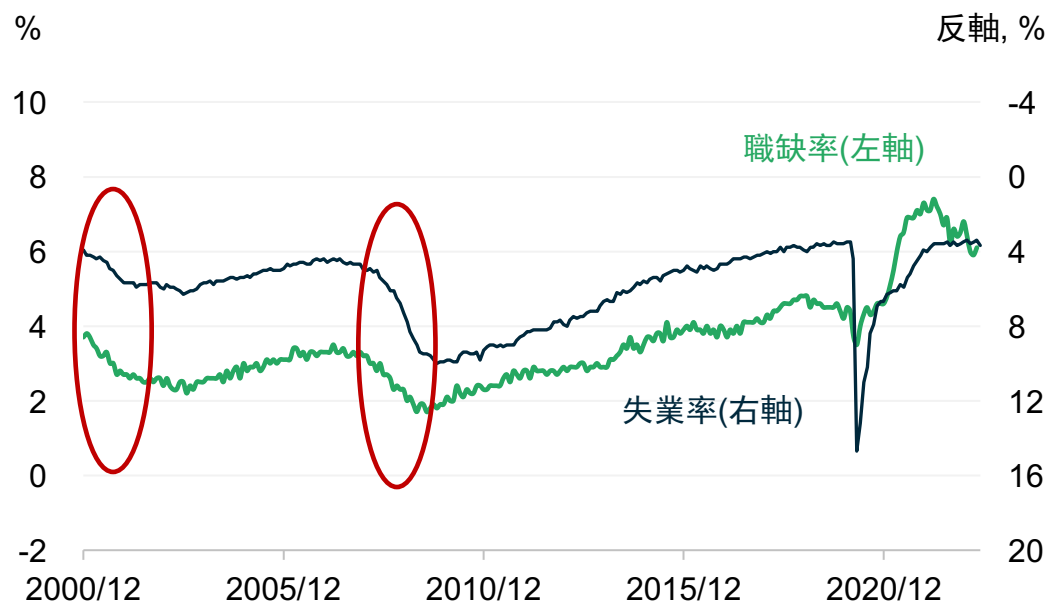
資料來源：Bloomberg。

職缺數下滑與失業率脫勾, 但有望帶動薪資增速下降

美國勞工部公布的職位空缺數過去與失業率有一定同向的關係, 職缺數上升, 通常代表就業市場需求強勁, 失業率易下降, 而當景氣下行時, 廠商一方面削減職缺數, 一方面也開始裁員, 推動失業率上升, 然而後疫情時代似乎改變了這樣的規律: 由於勞動力不足, 特別是服務業, 包含教育、健護、休閒等職缺數居高不下, 即使整體職缺率自2022/3逐步下滑, 失業率似也沒有出現大幅上升的現象。

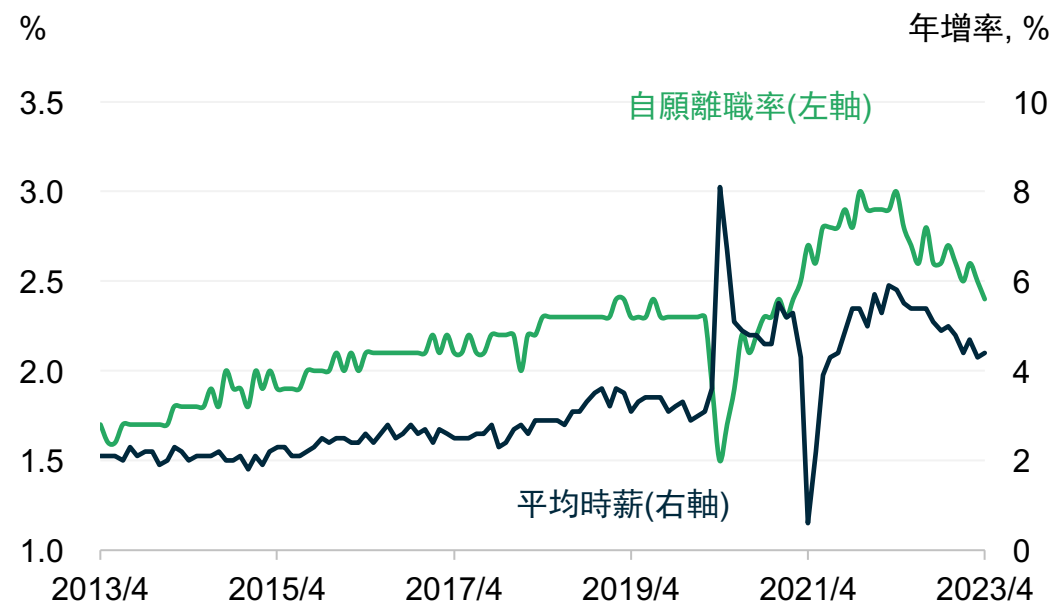
就業市場偏緊, 職缺機會多, 民眾可透過換工作來尋求更高薪資, 這通常會反應在自願離職率, 該數值走高, 將推動薪資增速往上。由於製造業景氣低迷, 經濟動能不繼, 自願離職率已明顯下滑, 薪資再度大幅攀升的機率已不大, 這對於薪資-通膨的上升螺旋而言, 壓力將大大減輕。

近一年職缺率下滑並未帶動失業率同步大幅上升



資料來源: Bloomberg。

薪資增速下降將有助於通膨壓力減輕



資料來源: Bloomberg。

料6月FOMC會議將暫停升息, 但將維持鷹派論調, 保留未來再升息的彈性

在高於預期的4月PCE通膨數據及5月非農就業數據公布後, 無疑添增Fed決策的難度, 但觀察Fed官員於FOMC會議緘默期前的發言, 不難發現, 不少官員傾向於6月「跳過(Skip)」升息, 爭取更多時間觀察貨幣政策對於經濟的影響, 原因不乏, 1)近期公布的數據亦非全然走強: 被視為經濟領先指標的ISM製造業PMI及服務業PMI, 5月皆雙雙走弱、失業率數據彈升也與非農數據分歧。2)**具有領先性的ISM的價格分項持續呈現回落的態勢。**

為了避免因數據短期波動貿然升息, 反而造成經濟快速下挫的風險, 投研預期Fed將在6月暫息升息, 換取更多時間觀察經濟數據變化, 但同時, 將釋出偏鷹派論調, 保留若通膨回落不如預期, 再度啟動升息的彈性。

Fed官員近期談話&發表的文章

6/1 Harker*
(費城)

- 認為貨幣政策已接近可以轉向保持利率穩定, **傾向6月「跳過」升息**, 欲爭取多一點時間觀察, 但若發現目前升息幅度不足以抑制通膨的話, 也隨時準備再升息。

6/1 Bullard
(聖路易斯)

- 在激進升息後, 目前**利率已進入對經濟有足夠限制性水準的區間的下緣**。貨幣政策已比一年前在更好的水準。

5/31 Jefferson*
(Fed副主席人選)

- 6月暫停升息, 不應被視為FOMC緊縮週期已經結束**, 應被視為FOMC收集更多就業及通膨數據, 而目前兩者都保持強勁。

5/31 Bowman*
(Fed理事)

- 預期較低的租金將會逐漸反映到通膨當中, 但先前走弱、但於近期作反彈的房價可能添增對抗通膨的風險。

5/26 Mester
(克里夫蘭)

- 通膨過高且頑固, 故尚不能排除6月升息的可能。

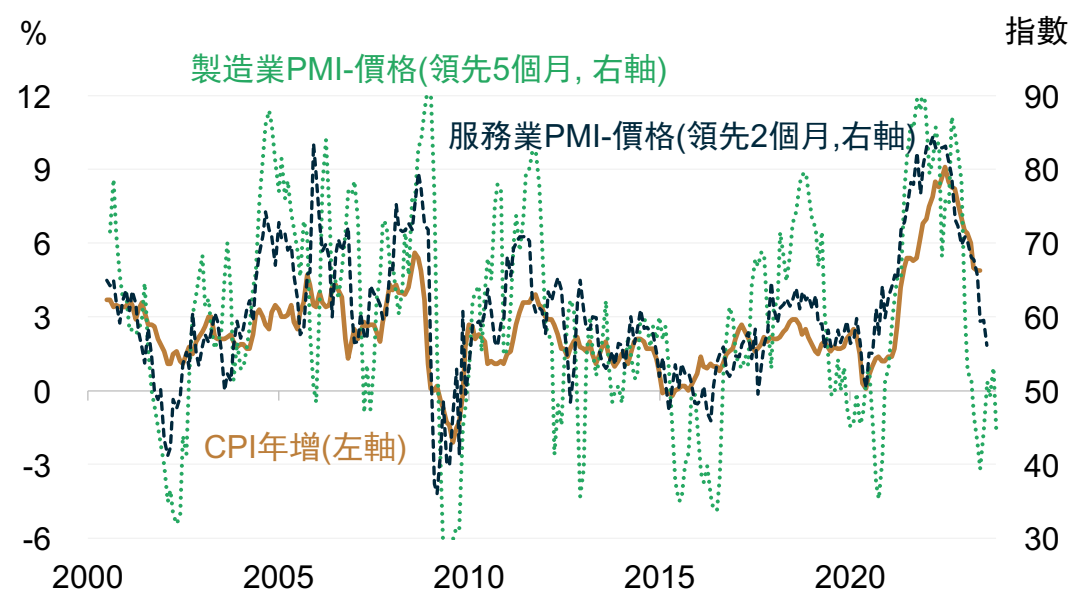
5/25 Collins
(波斯頓)

- Fed已達到或接近暫停升息的時點**。雖然通膨水準仍高, 但也有一些跡象指出通膨壓力正在緩解。

註: *今年具由投票權的成員或理事。

資料來源: 國泰世華銀行投研團隊整理。

具領先性的價格指標顯示, 通膨有望維持下降趨勢



註: 統計2000/1~2023/5, ISM製造業PMI價格分項(領先5個月)與CPI相關性為0.6;
ISM服務業PMI價格分項(領先2個月)與CPI相關性為0.79。

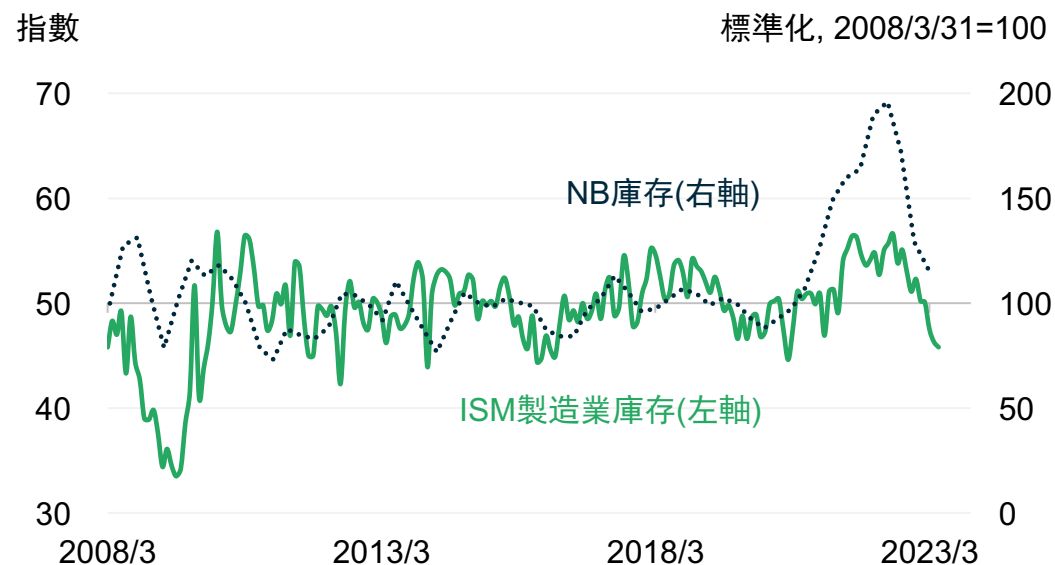
資料來源: Bloomberg。

庫存去化見曙光，靜待換機需求顯現

5月ISM製造業指數回落至46.9，新訂單指數再度掉到42.6，製造業景氣仍持續低迷，不過庫存指數回到45.8的低檔水準，顯示庫存偏高的問題已緩解，由筆電庫存也可以看到相同的趨勢，近期筆電廠法說也透露，最壞情形已經過去，下半年訂單有機會較上半年改善。

美國製造業庫存逐步回到健康水位，代表自去年以來的庫存調整將告一段落。以筆電為例，上半年出貨量掉落谷底，下半年出貨動能好轉，雖全年度較去年仍呈現衰退，不過消費性產品通常受惠新品效應，3~4年有一波換機潮，若以筆電前波出貨高點在2021年來看，2024年有望迎來換機潮，消費電子展望轉佳，將推動科技股走強。

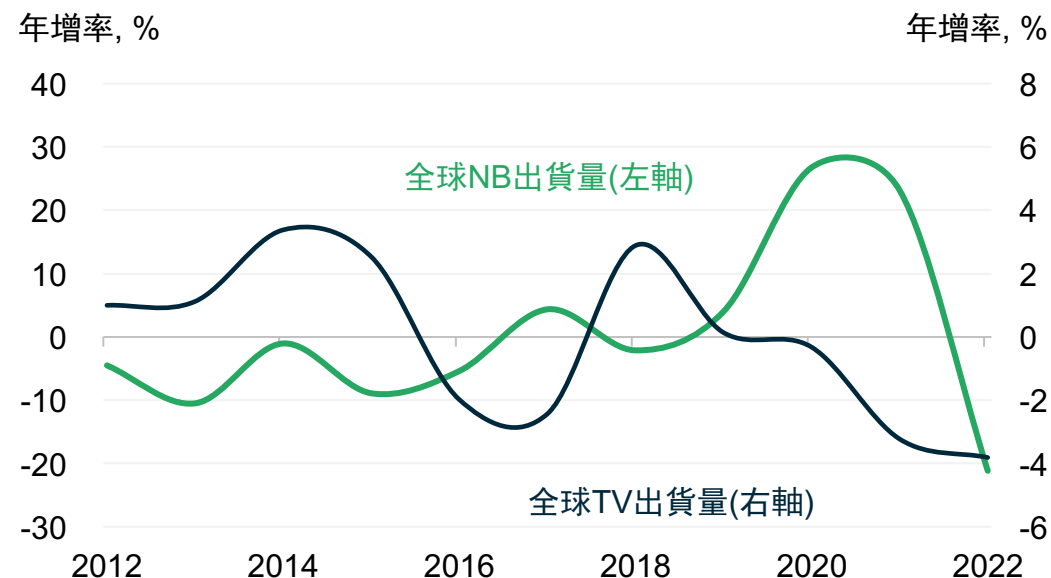
NB乃至製造業庫存偏高的問題已緩解



註：NB庫存取宏碁、華碩平均。

資料來源：Bloomberg。

消費性產品通常3~4年迎來一波換機潮



資料來源：Bloomberg。

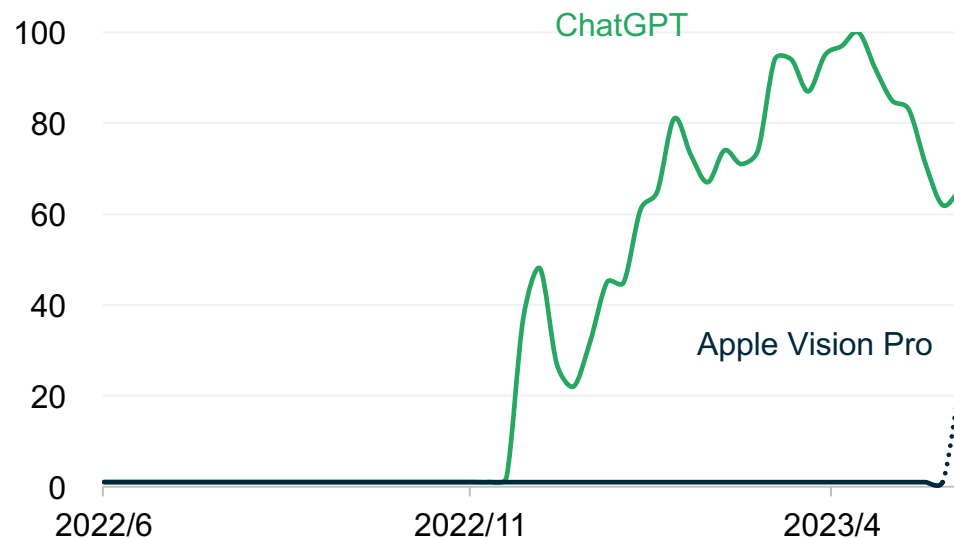
繼PC、網路、智慧型手機後，科技投資將迎來AI時代

蘋果推出萬眾矚目的混合實境(MR)頭戴式裝置Vision Pro，高規格的先進技術代表十年來的研發成果，但定價逾台幣十萬元，是否能普及不禁引發市場質疑，也使得蘋果股價開高走低。事實上，目前最具吸引力、可預見能改變人類生活的技術還是「生成式AI」(AIGC)。曾經，微軟用「Office」改變了「辦公室」的定義；現在，AI已經能自行生成圖像、音樂、文章、程式碼；未來，AI應用更會從實驗室、大企業正式進入一般民眾的生活與工作，全面改寫個人生產力的定義與流程。專家預估，AI應用可能在2年內催生數十萬個App，應用範圍與商機將大大突破我們既有的想像。

AI投資潛力十足，但是否有泡沫化危機？少數個股短期在資金大舉追捧之下，股價一旦拉回難免跌勢凶猛，應避免過度集中的資金風險，或可用少量資金分散布局，等待股價明顯拉回，或下一波贏家誕生時再積極加碼。

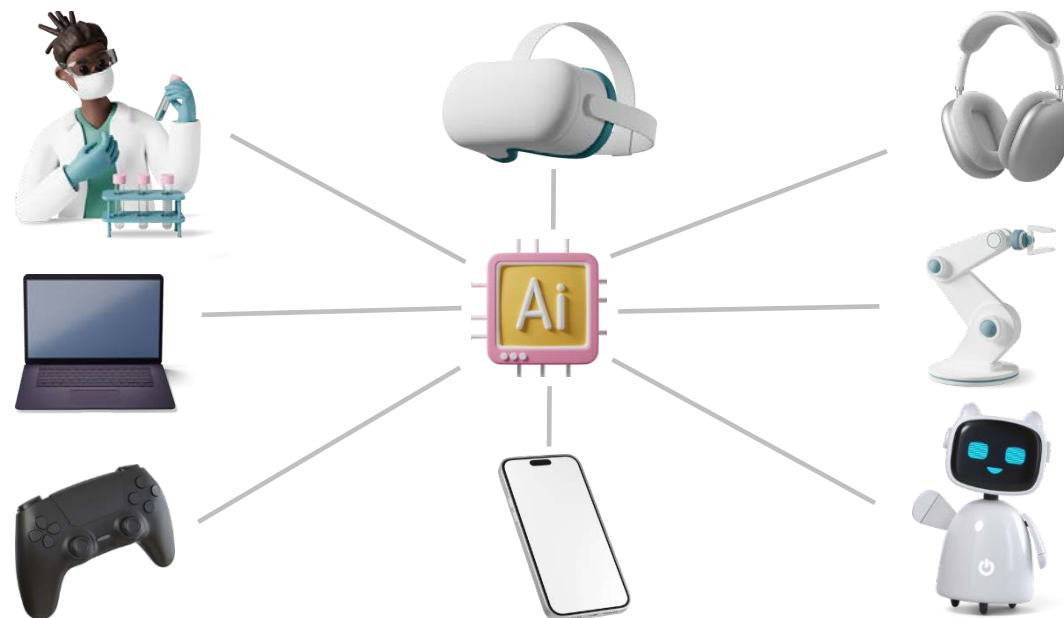
ChatGPT熱度不減，Vision Pro價格有距離感

搜尋熱度



資料來源：Google Trends。

AI將為所有消費電子產品「賦能」



圖庫來源：Ouch by Icons8。

美股 大型股引領行情, 評價面修復及獲利成長領先是主因

標普500指數今年以來漲幅約10%, 若計算包含蘋果、微軟、輝達、谷歌、亞馬遜、特斯拉、臉書等7檔大型股的市值漲幅達到49.1%, 扣除掉這7檔, 其他標普成份股的漲幅僅0.8%, 漲勢集中在少數個股, 除了大型股獲利回升速度較快之外, AI題材、以及預期升息見頂帶來的評價修復, 透過被動基金挹注到大型股也是原因之一。

由於評價修復受到Fed升息步調影響, 將放大股市波動, 而**基本面預計於Q2落底, 企業獲利成長率將於下半年轉正, 獲利由大型股領軍的情形可望逐漸蔓延至其他基本面領先復甦的族群, 科技、半導體、AI受惠股逢拉回仍值得關注。**

今年以來7檔大型股漲幅遠勝標普

今年以來漲幅, %

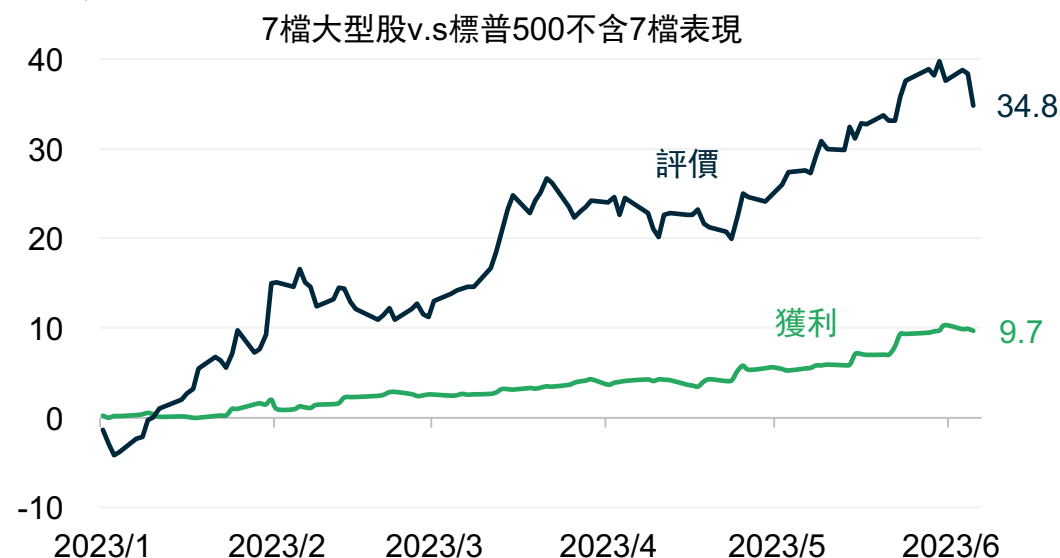


註: 7檔大型股為蘋果、微軟、輝達、谷歌、亞馬遜、特斯拉、臉書。

資料來源: Bloomberg, 截至2023/6/7。

7檔大型股評價上升及獲利增速度皆優於大盤

增幅, %



註: 獲利為預估未來12個月數值, 評價為預估本益比。基準日為2022/12/30。

資料來源: Bloomberg, 截至2023/6/7。

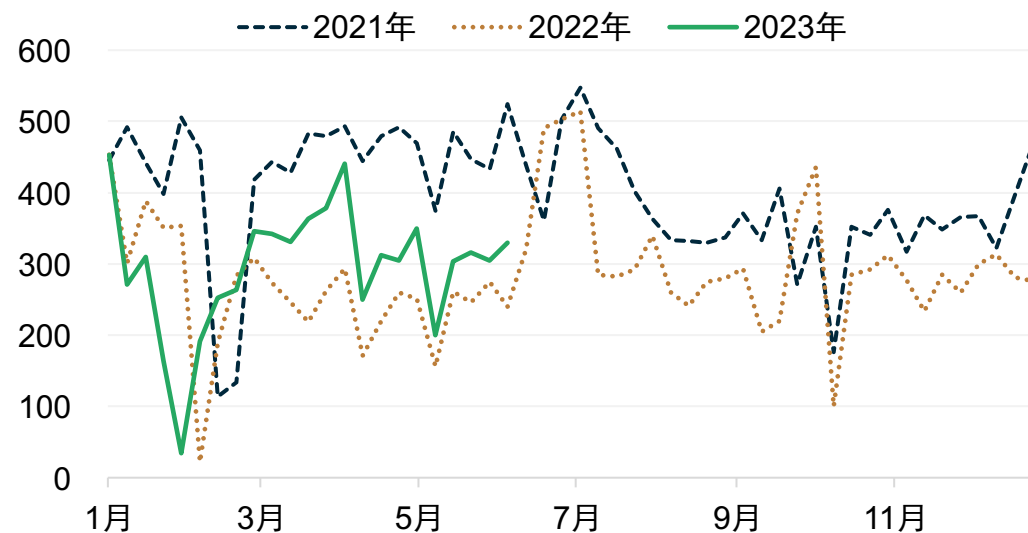
中國 內外需求延續低迷，但貨幣政策有望進一步放寬，大盤呈震盪格局

5月中國進出口雙雙落入負成長，出口年減7.5%，降幅遠大於市場預期，外需不振之下，5月製造業表現難以樂觀看待。另外，根據高頻數據觀察，中國房地產在經歷Q1的復甦後，民眾購房意願出現回落，從30大中城市的每週成交數據來看，距2021年仍有顯著差距，一線與部分二線城市的熱度較高之外，多數三四線城市沒有明顯起色，生產與投資端的低迷狀況尚未扭轉。

在市場面，鑒於經濟復甦效果不如預期，**內外需求不足的情況下，限制整體市場的上行動能。不過，官方已要求大型銀行調降存款利率，顯示景氣冷復甦之際，政策面的支持不會缺席，加上循環面始終較去年改善，股市下方風險有限，研判大盤走勢延續震盪格局。**

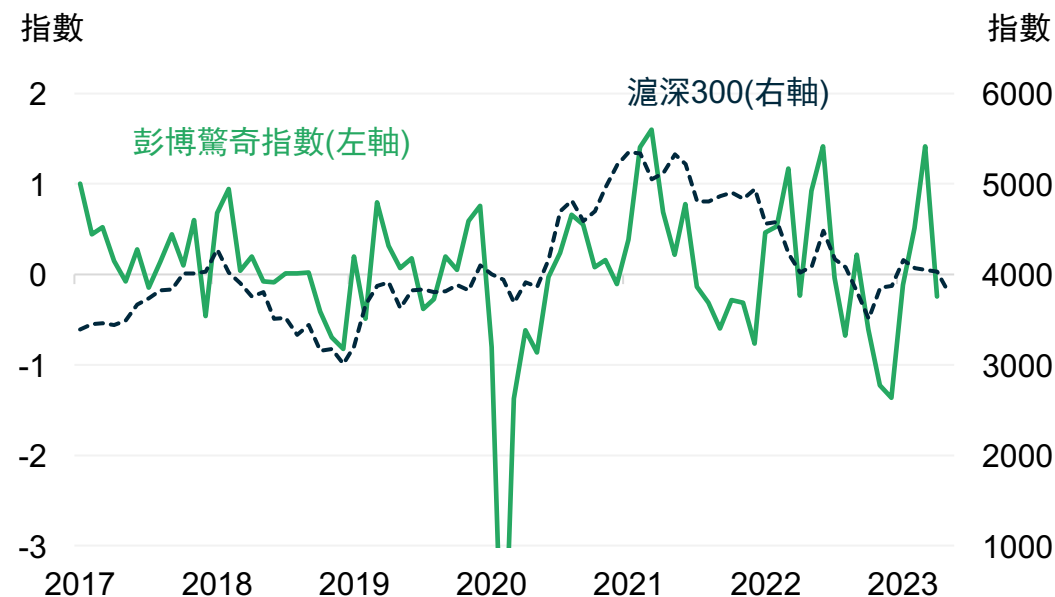
中國房地產銷售復甦放緩，距2021年仍有不小差距

中國30大中城市房屋成交面積，萬平方公尺



資料來源：Wind。

經濟溫和復甦使股市上行動能不足



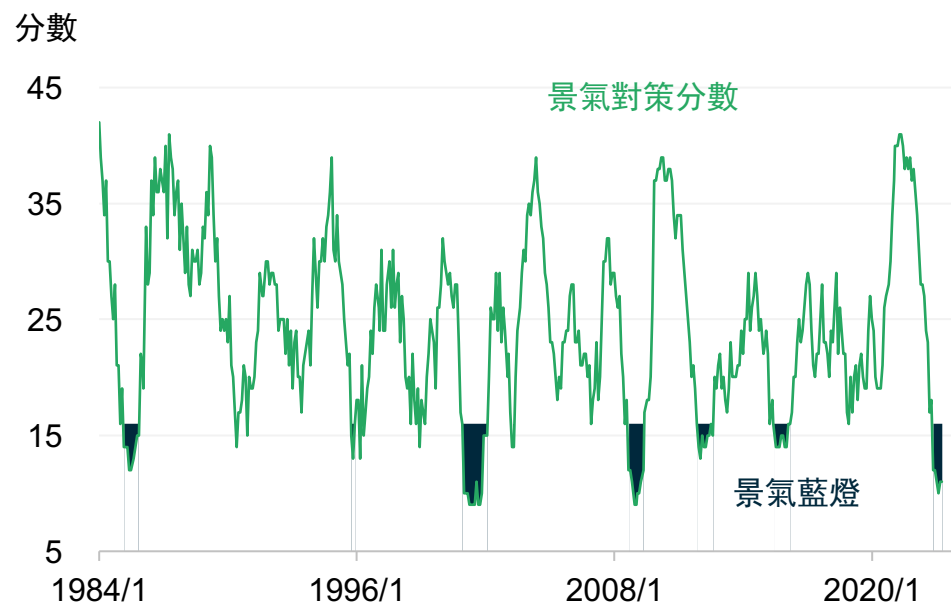
註：彭博驚奇指數統計經濟學家預估值與實際數據之差異，數值越高表示經濟優於預期。
資料來源：Bloomberg。

台股 AI行情啟動，股市領先景氣走揚

國發會公布4月景氣對策信號連六個月亮出代表景氣低迷的藍燈，雖然電子業面臨傳統淡季「五窮六絕」的考驗，不過即使在金融海嘯時期，對策信號分數頂多也只出現9顆景氣藍燈，**本波景氣谷底可望落在Q2到Q3之間，以股價領先基本面反應的情形下，台股行情將轉趨樂觀。**

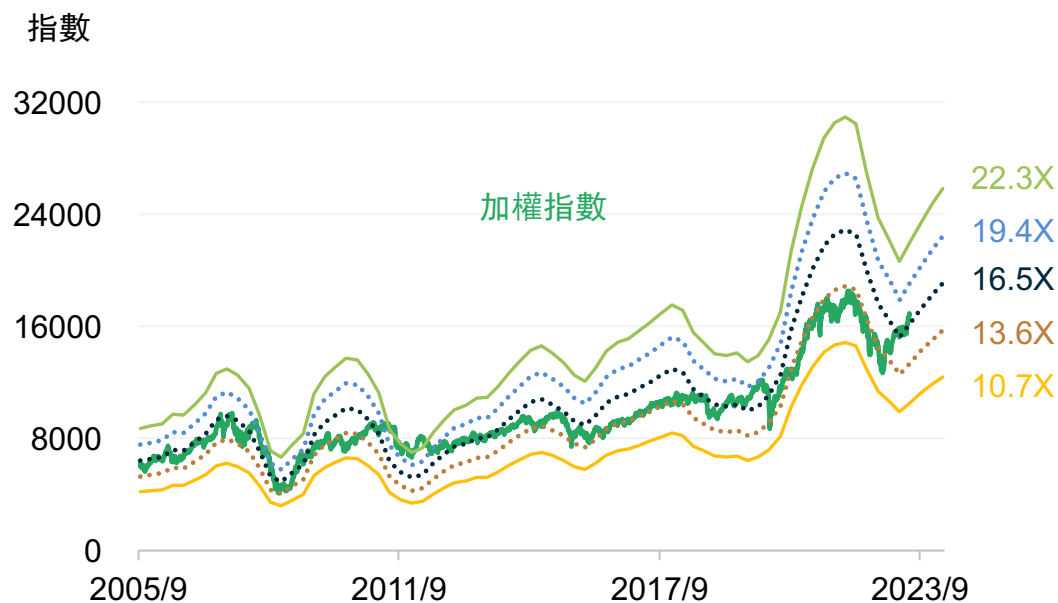
台股受惠AI題材與費半指數大漲，加權指數蓄勢挑戰萬七大關，似乎不受外銷訂單及出口景氣低迷的影響，由於AI伺服器帶來的需求增加，有望抵消庫存仍待時間去化的利空，台股已提前反應下半年旺季效應及樂觀的2024年獲利預估，若指數隨著Q2營收及財報利空發布出現拉回，可視為逢低布局機會。

景氣連6藍，接近海嘯時期連續9顆藍燈



資料來源：國發會。

台股已提前反應明年獲利走揚趨勢



註：台股本益比係以預估未來4季EPS計算，分別取近10年平均本益比、正負1倍及2倍標準差之本益比。

資料來源：Bloomberg。

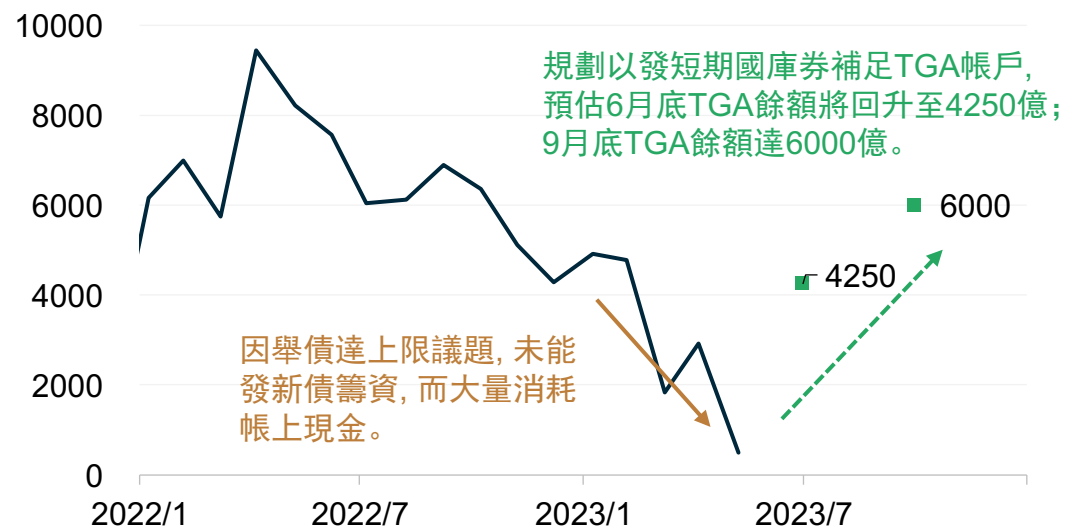
債券 舉債上限議題通過後, 美財政部將大量發債, 但以短期國庫券為主

由於債務上限將暫停到2025/1/1, 市場預估財政部將需要透過發債融資, 將現金帳戶(TGA, Treasury General Account)恢復正常的水準, 回補因舉債觸及上限期間, 財政部因不能發債, 而大量消耗的現金部位。小摩預期財政部融資規模可達1.1兆美金, 而龐大的發債規模引發市場的恐慌。

根據財政部6/7公布的TGA帳戶回補指引, 融資將會以短天期的國庫券為主(天期短於1年), 意謂對1年期以上的公債殖利率影響有限。另外, 1)財政部需在舉債上限議題通過之後回補現金帳戶, 為市場早已有所預料, 非突發事件。2)目前國庫券利率具吸引力, 若因大量發行使得殖利率進一步走升下, 料國庫券的大買家—貨幣市場基金進駐力道將加大, 預期國庫券利率無序彈升的風險亦不大。

財政部規劃透過發行短期國庫券, 回補現金帳戶

財政部TGA現金帳戶餘額, 億美元



資料來源: 美國財政部, Bloomberg。

若國庫券利率走高, 貨幣市場基金進駐力道將有望加大



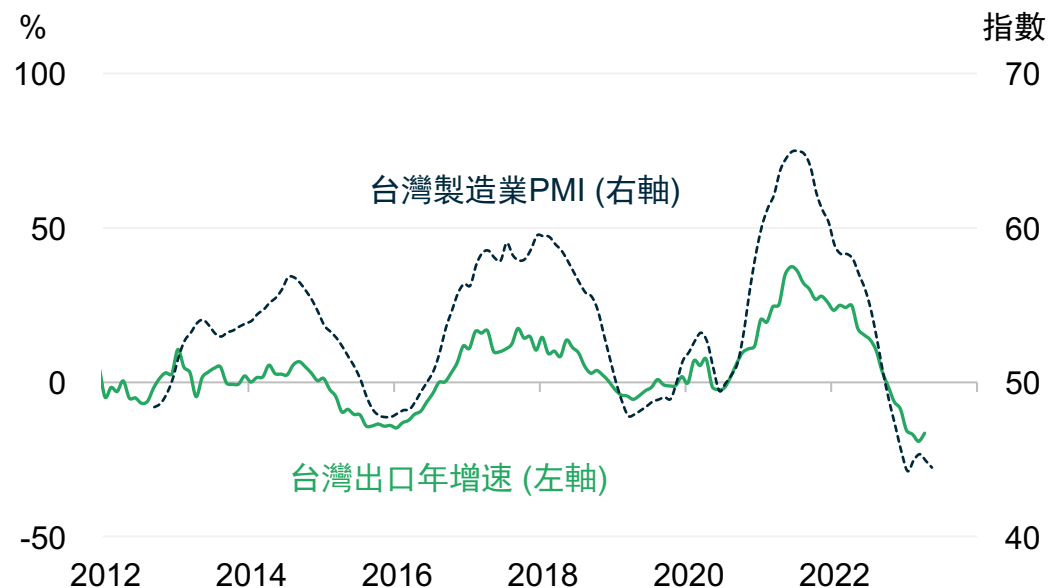
資料來源: Bloomberg。

台幣 受『半導體循環』負面影響, 台幣匯價應呈『先貶後升』的格局

基本面：根據財政部，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，而主計處也表明到**今年Q4，才有望看到出口轉折向上**，回到成長軌道。另方面，製造業PMI也同樣透露出終端需求疲弱的訊息。

匯價：因Fed接近升息尾聲，有利支撐台幣匯價；但**考量「半導體循環」**，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大拖累，**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，利用外資匯入時進行換匯將是較佳時刻。

台灣製造業PMI仍處收縮階段, 出口動能仍疲



資料來源：Bloomberg。

近期台幣匯價深受外資對台股買超支撐



資料來源：Bloomberg。

Jun 2023

12	Monday	13	Tuesday	14	Wednesday	15	Thursday	16	Friday
日本工具機訂單 日本PPI 南韓彭博6月調查 菲律賓休市		美國CPI 歐元區ZEW調查預期 德國CPI		美國PPI 歐元區工業生產 英國工業生產		美國FOMC會議 美國初領失業金人數 美國零售銷售 ECB利率會議 中國零售銷售 日本核心機器訂單 台灣央行會議		美國密西根大學市場氣氛 歐元區CPI 日本央行會議 南非休市	

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