



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

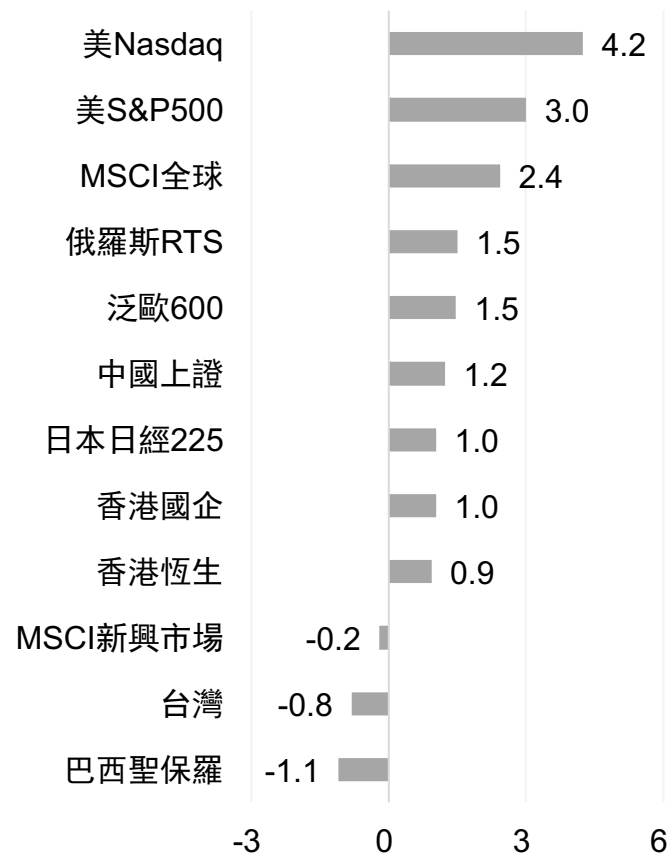
2023年9月1日

# 投資研究週報

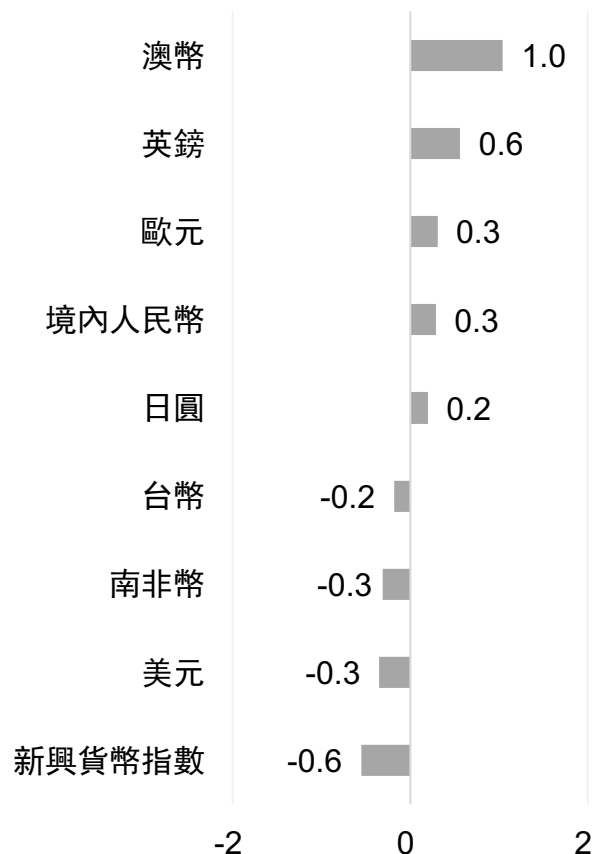
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

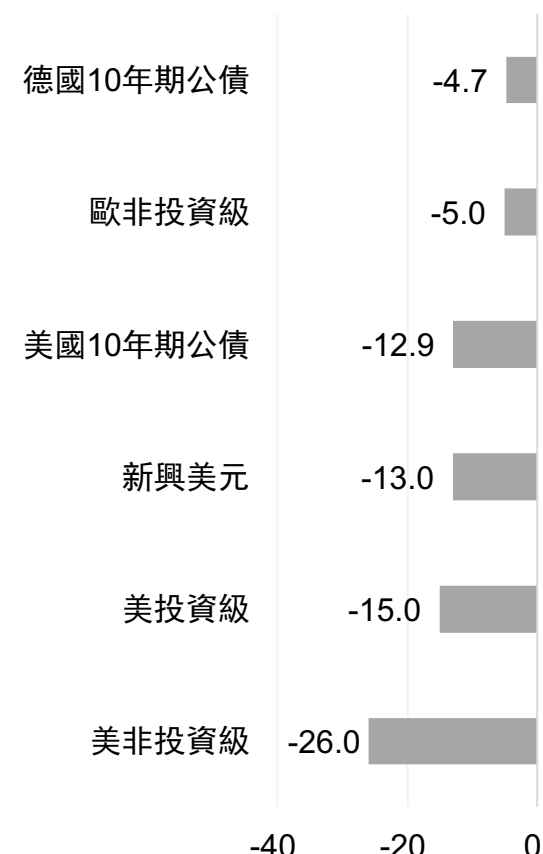
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/8/24- 2023/8/31。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 經濟具韌性, 景氣緩復甦:

- 就業穩健, 通膨放緩, Fed預計按兵不動。
- 輝達展望優於預期, AI一支獨秀, 掩蓋不了製造業景氣復甦較預期緩慢的事實。
- 利率較預期高, 獲利較預期差, 股價難脫整理格局。

### 2) 後續關注焦點:

- 科技新品發表(9/12蘋果iPhone發布會、9/21微軟秋季發表會)。
- 中國經濟數據及政策走向。

## 策略思維

- 1) **股市:** 評價因殖利率高位而回調, 獲利疲軟也使得追高意願降低, 股市整理壓力大。然景氣逐步復甦, 明年獲利水準優於今年, 且緊縮貨幣政策於今年告一段落, 股市下方空間有限, 拉回應站買方思考。
- 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。



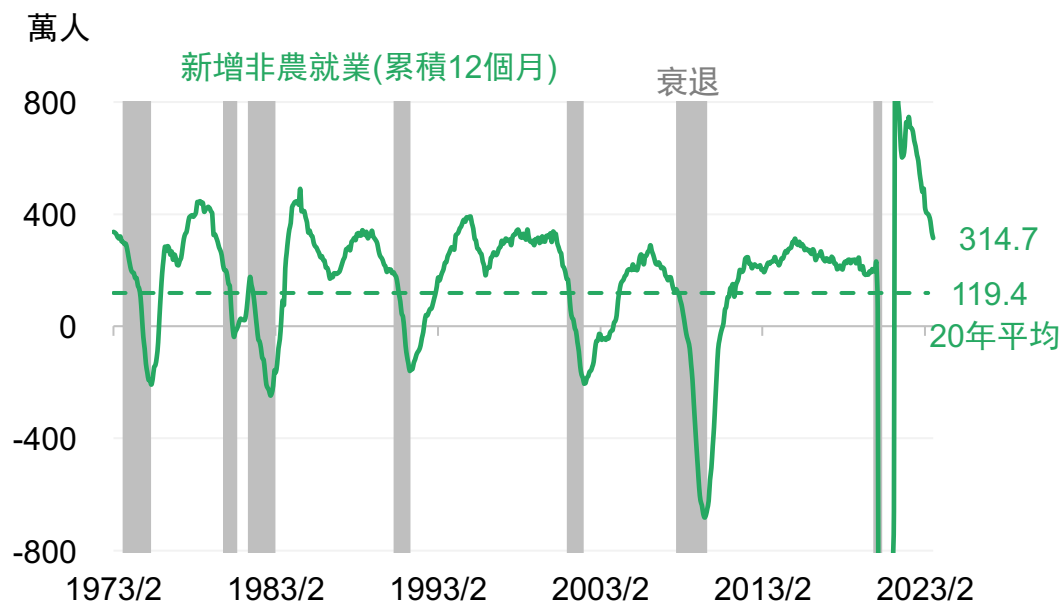


## 就業穩健, 通膨放緩, Fed預計按兵不動

聯準會主席鮑爾在Jackson Hole發言指出, Fed準備好在適當的情況下進一步升息, 並打算將利率維持在限制水平, 直到能夠確信能實現通膨目標, 暗示Fed短期並沒有降息打算。美國公債殖利率可能持續維持倒掛, 這代表Fed願意冒經濟衰退的風險來控制通膨, 若以**非農就業來觀察, 12個月累積人數自高檔回落, 不過仍高於近20年平均水準, 顯示就業市場熱絡, 若未來出現連續3個月低於10萬人, 才是就業惡化、經濟轉弱的警訊。**

鮑爾「鷹中帶鴿」談話後, 9月升息1碼機率上揚, 但整體市場大致仍預估Fed將按兵不動, 主要原因是近期通膨數據溫和放緩, 7月核心PCE雖較6月反彈, 然住房、餐飲、旅宿等服務類通膨已轉向下行, 且JOLTS職缺數下滑, 將帶動平均薪資走降, 預估通膨緩步下降趨勢不變, 後續觀察重點將是FOMC會議前將公布的8月CPI數據。

### 累積非農就業仍在高檔



資料來源: Bloomberg。

### JOLTS職缺率下滑, 將帶動平均薪資走降



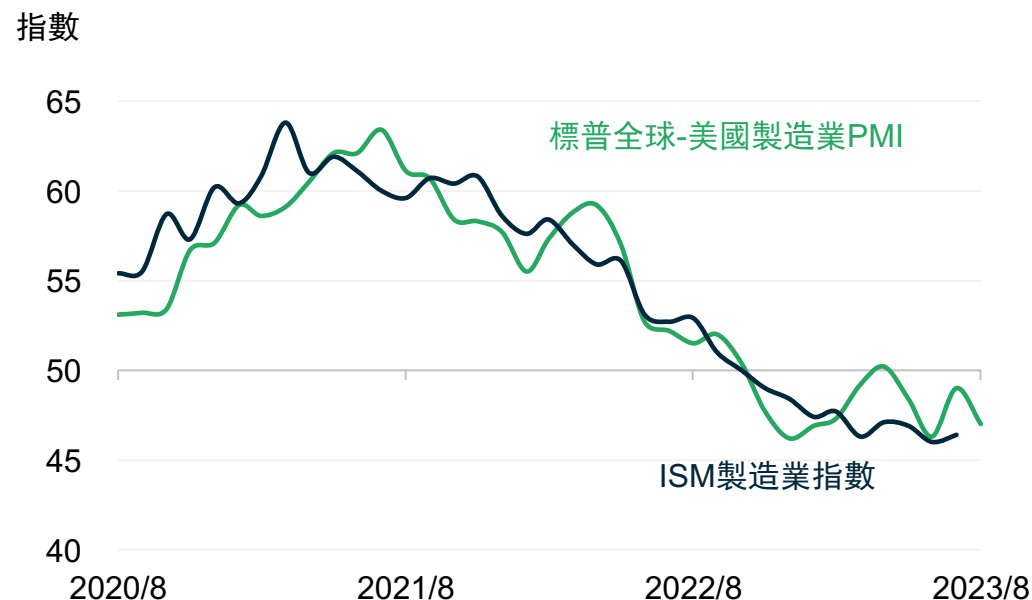
資料來源: Bloomberg。

## 製造業景氣復甦較預期緩慢, AI獨木難撐大廈

ISM製造業指數自2021/3高點以來一路走低, 迄今已下行30個月, 超過景氣下行週期平均24個月, 且自2022/11指數跌破50以來, 也已經過10個月的時間, 製造業景氣復甦較預期慢, 一方面是因為下游通路端面臨庫存去化的問題, 一方面也因為疫情解封後, 消費者更加積極將支出安排到旅遊、聚餐、文化娛樂活動等服務類產業, 排擠了商品採購的需求。

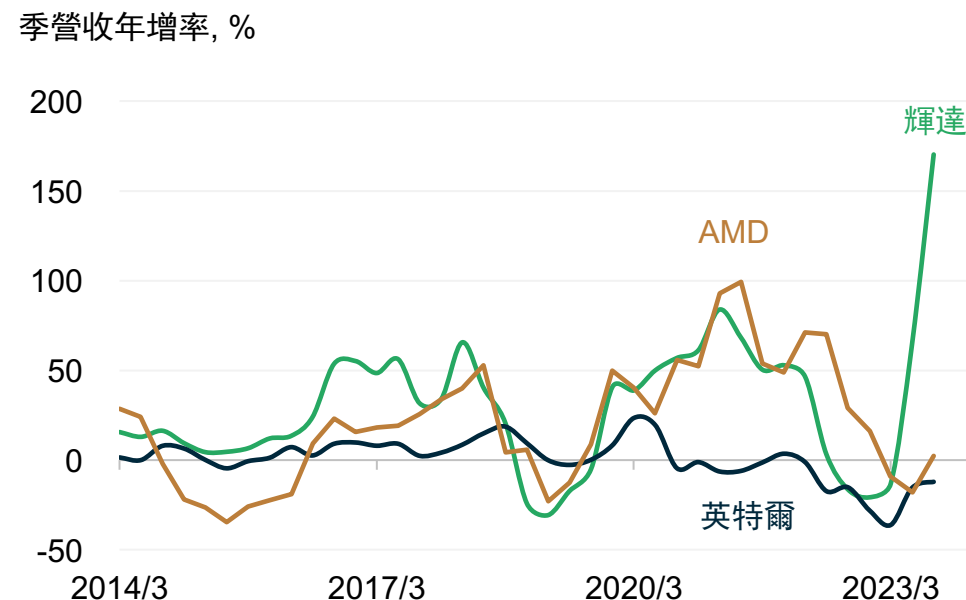
輝達財報驚喜確立了科技巨頭對於AI的投資, 顯示AI需求將延續更長時間, AI趨勢將隨著更多軟體應用推出而方興未艾。然而除AI外的產業復甦緩慢, 甚至有需求被AI排擠的疑慮, 短期AI相關題材已有利多出盡的跡象, 宜靜待籌碼面沉澱再行介入。

### 製造業景氣復甦延後



資料來源: Bloomberg。

### AI需求強勁, 但獨木難撐大廈



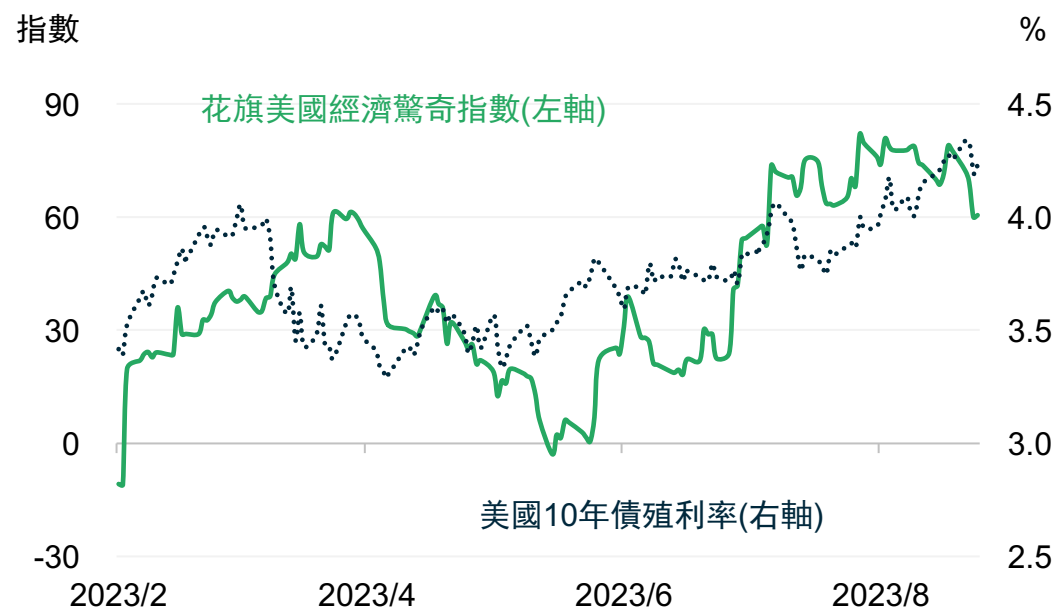
資料來源: 輝達財測, Bloomberg。

## 短期面臨利率維持高位、評價下修, 股價難脫整理格局

股市今年來漲勢基於評價修復以及對2024年獲利展望樂觀所帶動, 然而Fed維持利率高位, 且10年債殖利率隨著經濟優於預期而回升到4%之上, 美股評價因而回調, 這是近期股市拉回的因素之一, 此外, 受到高利率限制需求, 以及去化庫存帶來的獲利下修, 也使得股市追高意願降低, 接下來面臨的整理壓力較大。

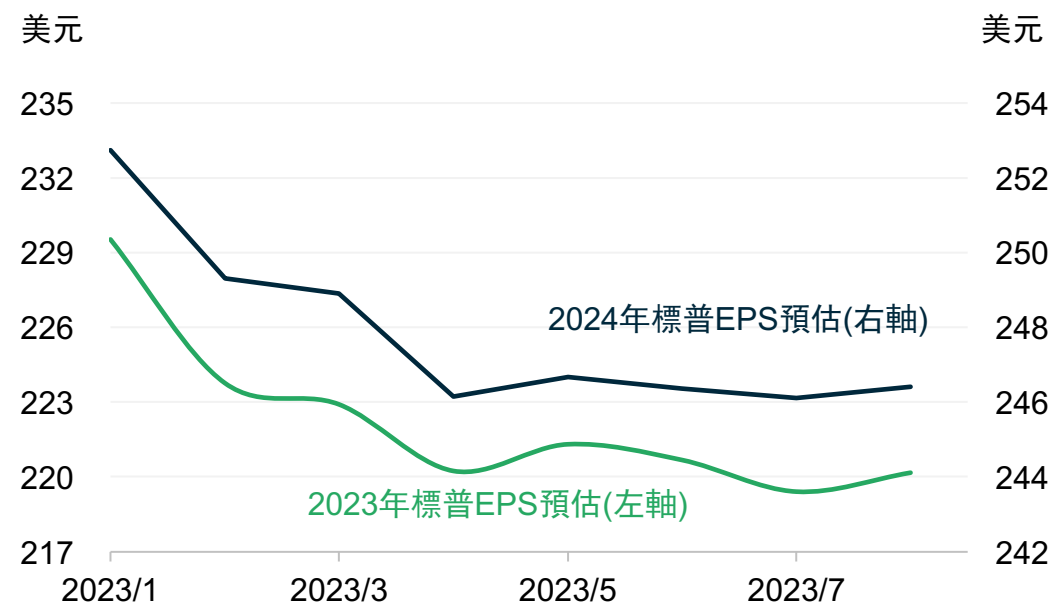
不過, 若以景氣逐步復甦, 明年獲利水準優於今年, 且緊縮貨幣政策於今年告一段落、明年有望轉向的角度來觀察, 股市下方空間有限, 拉回應站買方思考。

### 近期公債殖利率因經濟優於預期而走升



資料來源: Bloomberg。

### 美股獲利較年初下調, 推升股市動能有限



資料來源: FactSet。

# 信用債 公債利率走揚，推升債市評價面吸引力，布局以投資級債為主，非投資級債為輔

公債：美國經濟數據持續展現韌性，使市場對於利率維持Higher for Longer的預期升溫，推升公債利率突破去年高點。不過，考量**勞動力市場緊俏程度緩解**、通膨降溫態勢延續、Fed升息步調已近尾聲，縱使降息時程有所延後，意謂**利率高位時間將有所延長，但預期公債利率終將逐步回落**。

信用面：Fed維持利率Higher for longer，意謂著企業融資困難度及融資成本壓力仍大，歷史經驗顯示**體質較弱的企業在逆風的環境面臨的挑戰也越大**。不過，美國就業市場持續穩健下，透露美國經濟具韌性、大幅衰退的風險不高，料將**限縮信用利差大幅彈升的風險**。

策略上，雖8月以來公債利率大幅彈升，但信用利差並未同步走擴，顯示投資人對於企業債信持續具信心。投資等級債除了可累積配息外，在Fed啟動降息後則還有資本利得空間；若想提高息收者，可適度配置非投資等級債，但留意報酬將以息收為主。

公債利率推升了信用債吸引力



資料來源：Bloomberg。

美衰退疑慮淡化下，限縮信用利差大幅彈升風險



資料來源：Bloomberg, Federal Reserve Bank of Philadelphia。

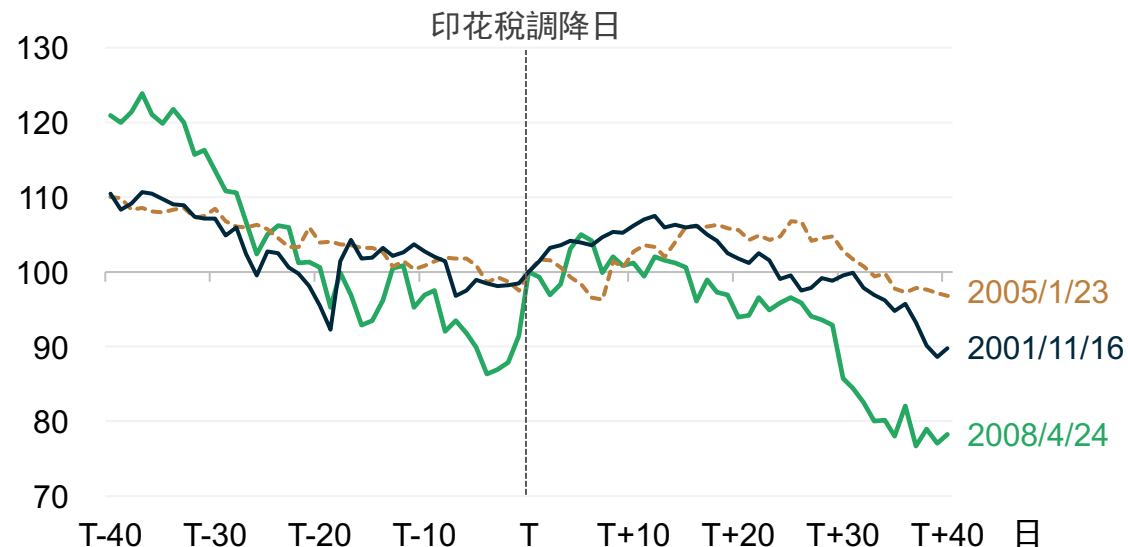
# 中國 印花稅調降提振市場情緒，基本面仍顯疲弱下，股市不易突破震盪格局

為提振市場情緒，中國官方宣布自8/28起下調證券印花稅，由千分之1調降為千分之0.5，並同步推行1)優化IPO、再融資制度，2)規範股份減持行為，3)調降融資保證金比例等措施，政策力道較強，使A股與港股出現止穩跡象。調降印花稅彰顯官方對股市托底的意向，但觀察2000年之後三次印花稅調降經驗，短線確實有助市場止穩，但長線看來仍難以扭轉大盤趨勢。

除證券交易相關政策外，官方調降外匯存款準備金率2個百分點，由現行的6%下調至4%，穩匯率的意圖明顯。房市部份，認房不認貸與存量房貸利率也陸續調整，不過相關政策對房地產效果尚未顯現，觀察下半年至今，**30中大城市房地產成交狀況持續低迷**，顯示基本面復甦仍待時日，預期大盤下有支撐，但上方壓力也不易突破，走勢延續區間擺盪。

## 近三次上證指數於調降印花稅前後走勢

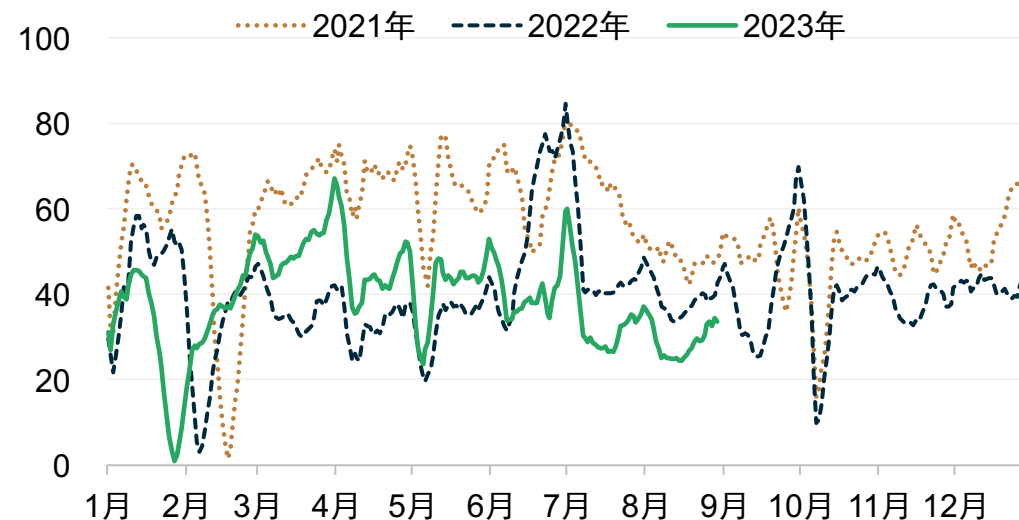
上證指數，以T=100標準化



資料來源：Wind。

## 下半年中國房地產成交狀況持續低迷

30中大城市房地產日成交面積，萬平方公尺



註：成交面積取7日移動平均。

資料來源：Wind。



# 台股 基本面復甦緩慢，聚焦科技新品買氣

台灣出口連11黑，庫存問題雖告一段落，但3C產品需求弱，加上中國經濟拖累，下半年復甦可能要等到Q4，就現階段而言，僅有搭上AI需求的產品明顯成長，然而AI相關個股漲幅已大，在輝達財報後多呈現利多不漲的盤整格局，對股市的推升力道有限。

台灣電子業主要生產基地在中國，出口金額在海外生產的比重長期在50%上下，然而在美國對中的晶片禁令發酵下，AI相關產品勢必轉回台灣生產，若考量美國「去中化」戰略持續，產業鏈逐漸由中國移出趨勢不變，台灣受中國經濟影響的比例將逐步降低。**電子業在基期降低，庫存去化完畢後，股價再跌空間有限，可重點觀察接下來蘋果、微軟等巨頭的新品發表，若市場買氣回籠，股價可望提前反應。**

## 台灣出口連11黑，只有搭上AI需求的產品大幅成長



資料來源：財政部, Bloomberg。

## 中國經濟拖累，景氣復甦弱於預期



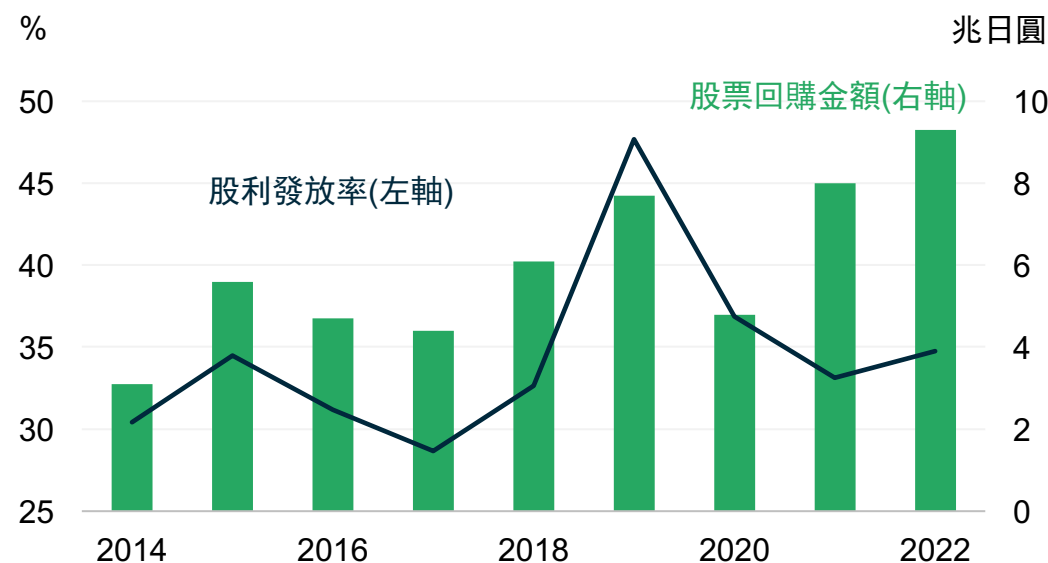
資料來源：經濟部。

# 日本 公司治理改革有成, 展望後續政策能否刺激股市

在東京證交所推動公司治理改革計畫後, **透過增加股利發放率與股票回購額, 上市企業體質獲得改善**。自2022/12至2023/7為止, TOPIX指數成分中PBR<1倍之產業別占比已從58%降至45%, 反應在股市上, 東證股價指數今年4-6月漲幅達到了15%, 除了經濟基本面因素外, 部分應歸功於治理改革計畫的成效, 結構性質上的改變推升了波段區間的上漲動能。

惟近期股市因中國經濟數據疲軟、美債殖利率攀升、與獲利了結賣壓出籠等影響而震盪。然而, 隨東京證交所政策面上的要求, **結構性改善有望成為中長期趨勢, 上市公司體質的改善支撐股市下檔空間**, 後續觀察年底在政策面上能否為股市提供新催化劑。

股利發放率與回購金額逐步成長



註: 年份採用日本財政年度: 當年4/1-隔年3/31。

資料來源: Bloomberg、東京證交所。

年底政策面展望

催化劑	時間	展望
東證交易所: 企業改革計畫報告	2023年秋季-FY24 H1財報公布前	檢視治理改革計畫成果。
春鬥勞資談判初步立場	2023年10月第三週	日本工業聯合會發表對於薪資調升初步態度。
FY24 H1: 財報季公布	2023年10月底至11月中	關注企業上半年盈利狀況: 股息發放與股票回購情形。
新NISA制度實施	2024年1月	個人免稅投資帳戶(NISA)制度上路, <b>提高家庭資產投入股市中的比例。</b>

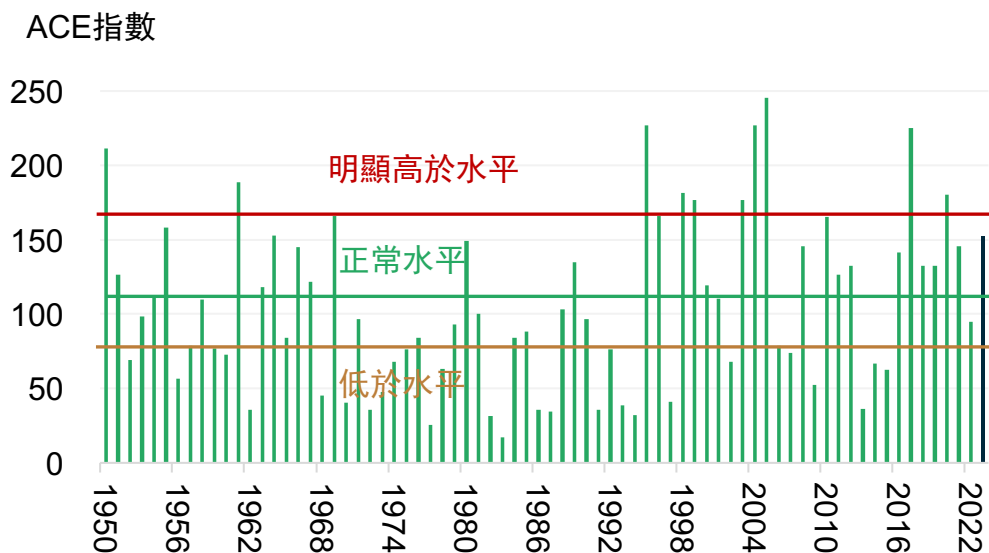
資料來源: 東京證交所。

## 能源 颶風因素及供需改善，油價緩步墊高

中國經濟數據放緩、美債利率高盤，使西德州原油回落至每桶80美元下方，不過，隨著中國陸續推出刺激政策，美債利率在Powell演說後也回落，加上美國墨西哥灣近日再度面臨颶風Idalia侵襲，使油價重新站回80美元。此前，美國國家海洋暨大氣總署NOAA 8/10最新報告顯示，由於海平面溫度升高，預計今年(6/1-11/30)颶風活動(次數與威力)將有60%的機率高於過往平均，遠高於5月份預估的30%。

展望油市供需狀況，就業市場穩健，讓美國經濟避免衰退，加上製造業景氣逐步升溫，有利能源需求回升，另一方面，過去9個月以來，石油輸出國組織與盟國已三度宣布減產，將使供給下滑。目前美國商業原油庫存持續下降，暗示需求持續在升溫，有利西德州油價往區間上緣挪移。

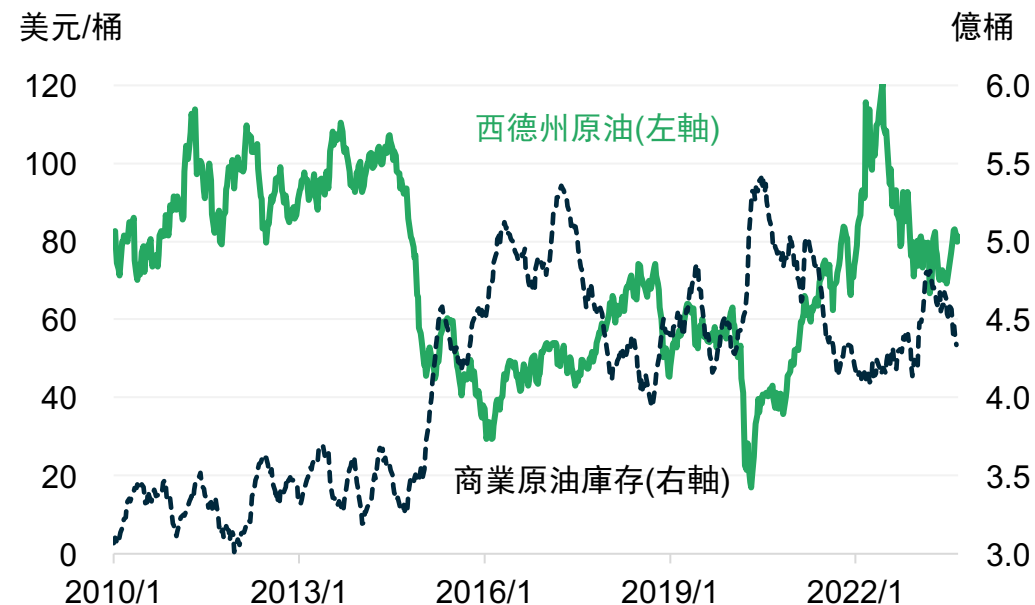
### 今年氣候異常，可能導致颶風活動增溫



註：累積氣旋能量(ACE)是機構用來表示熱帶氣旋在其生命週期內釋放的能量的指標，若高於159，表示颶風活動頻繁，若低於73，表示颶風活動貧乏。

資料來源：wiki, NOAA。

### 原油庫存持續下降，有利油價回升



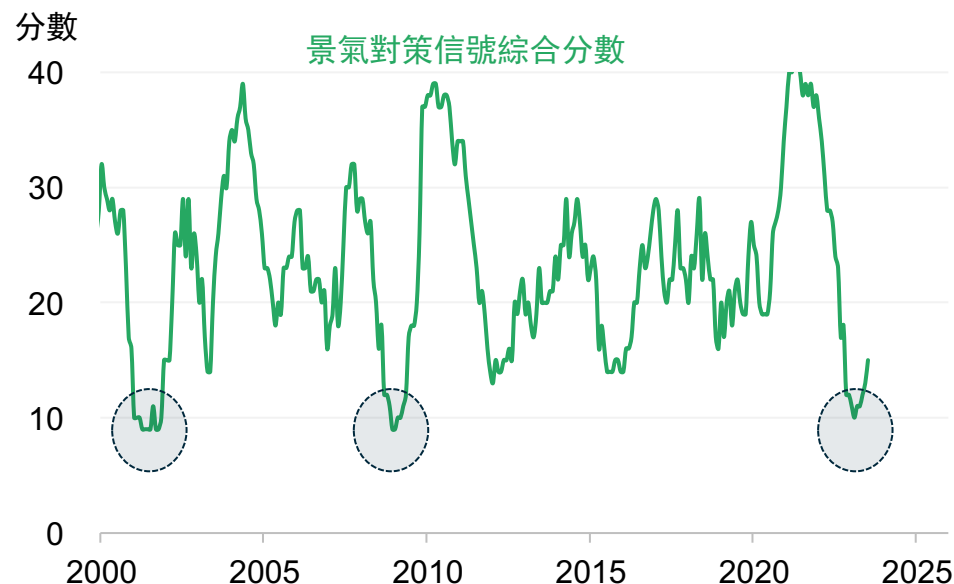
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 燈號連9藍，但國發會稱現階段落底、Q4變燈機會高；短線股市主導，長線先貶後升格局

台灣景氣燈號：國發會公布7月景氣燈號連續9個月亮出藍燈，但判斷分數增加2分、升至15分，距離黃藍燈的分數區間下緣17分，只剩2分的距離。進一步觀察7月景氣燈號的9項構成項目，股價指數由綠燈轉呈黃紅燈，貨幣總計數M1B由藍燈轉呈黃藍燈，分數各加1分，其餘7項燈號不變。**國發會指出，景氣落底訊號浮現，估Q4有望脫離藍燈。**

台幣匯價：1)**中國官方出手救市**，風險氣氛好轉使台幣止穩。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。2)**長線先貶後升**，因即便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。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；惟美台利差仍鉅，台幣即便回升，空間亦有限。

## Q4變燈機會高，但中國因素可能影響上行動能



資料來源：Bloomberg。

## 短線匯價仍係受股市金流主導



資料來源：Bloomberg。



# Sep 2023

4	Monday	5	Tuesday	6	Wednesday	7	Thursday	8	Friday
歐元區Sentix投資者信心 美國、越南休市		美國工廠訂單 美國耐久財訂單 歐元區HCOB服務業PMI 中國財新服務業PMI 日本自分銀行服務業PMI		美國ISM服務業指數 美國標普全球服務業PMI 歐元區零售銷售 德國工廠訂單		美國初領失業救濟金 歐元區GDP 德國工業生產 中國進出口 巴西休市		德國CPI 日本GDP 台灣進出口	

## 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