



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

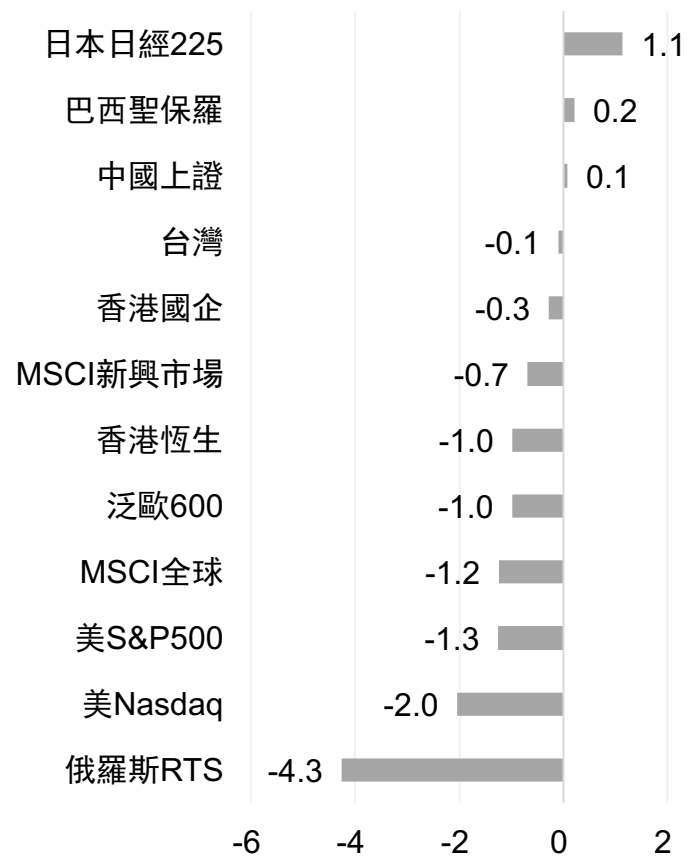
2023年9月8日

# 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

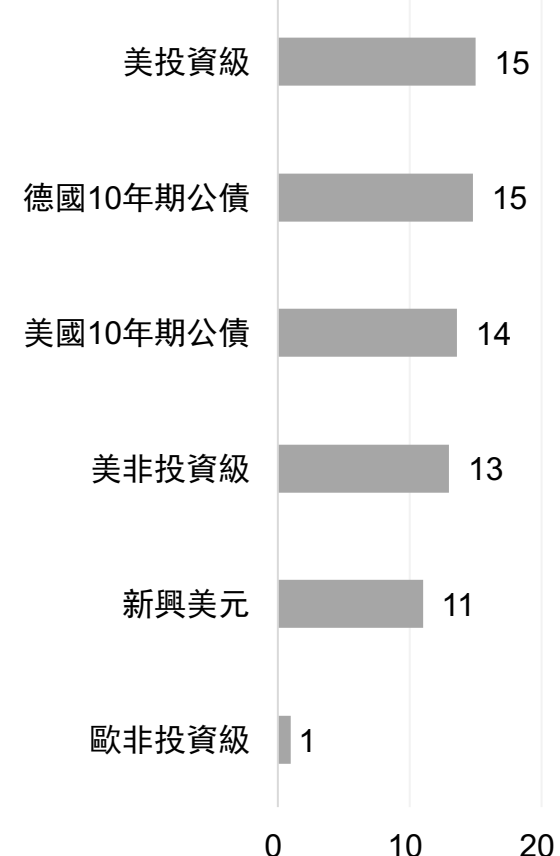
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/8/31-2023/9/7。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場回顧

- 市場變化：油價走揚，連帶推升美債殖利率、美元指數，台幣走貶，股市則陷偏弱格局，因
  - 1) 沙俄兩國延長減產舉措至12月底，使供需趨緊，油價、殖利率走揚。
  - 2) 美歐服務業PMI強弱分歧，加上美債殖利率彈升，推升美元指數。
  - 3) 股市共識性仍高，加上中國擬把iPhone禁令擴大至國營企業和政府支持機構，股市下跌。

### 2. 後續看點

- 數據：9/11(待定)中國社融、9/14美國CPI。
- 產業：9/13 蘋果發表會、9/24 微軟發表會。
- 央行會議：9/14歐洲央行、9/21台灣央行、9/21聯準會。

## 策略思維

1. 股市：短線共識性過高，盤勢偏整理；長線而言，現金流穩健、具護城河的大型股仍是核心標的。
2. 債市：短線債市噪音不少，但通膨持續降溫，Fed緊縮屆尾聲，殖利率延續下行趨勢。
3. 匯市：歐洲數據不佳有助美元近期走勢；中國因素不利台灣股匯，惟長線仍係先貶後升格局。

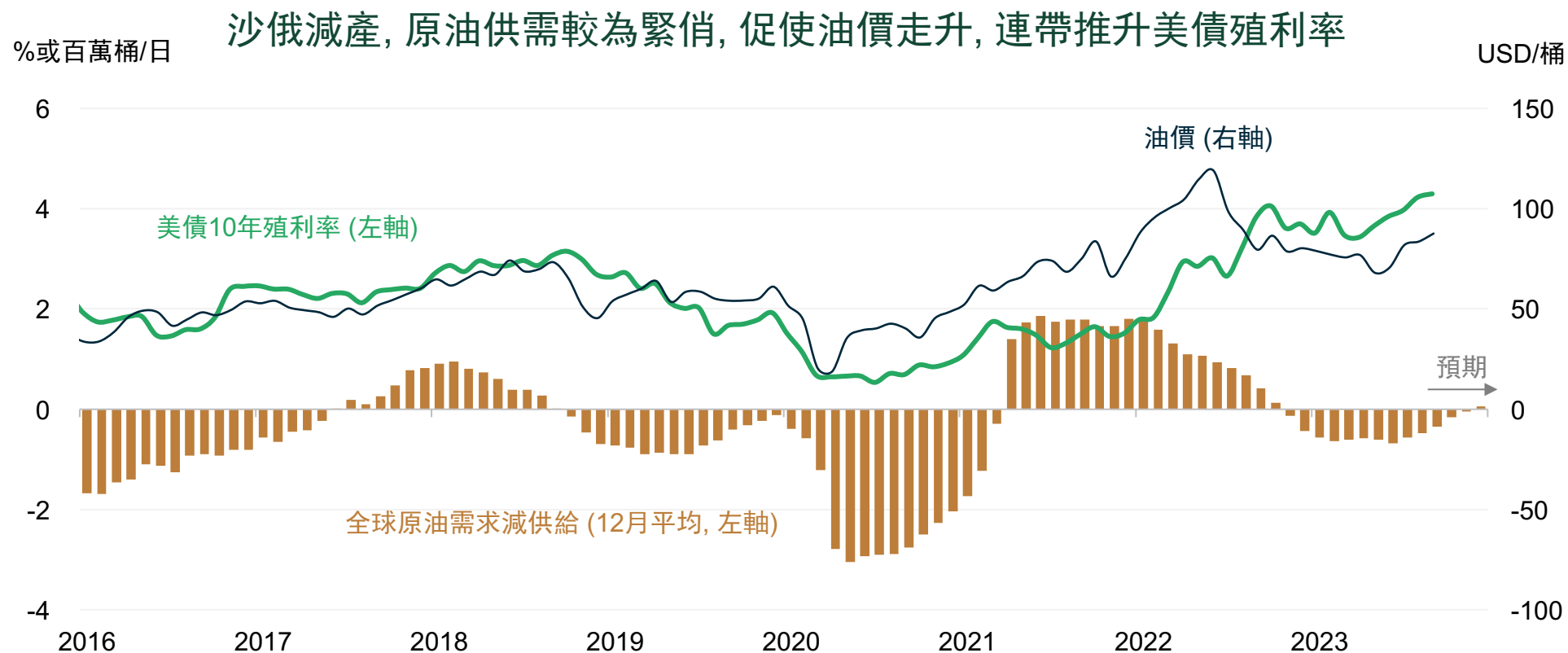




## Market Driver | 沙俄兩國延長減產舉措至12月底, 油價走揚, 並推升美債殖利率

OPEC+: 沙烏地阿拉伯官媒報導, 目前每日減產100萬桶的舉措將延長實施3個月, 至12月底。另外, 俄羅斯副總理Novak也宣布, 俄羅斯對全球市場的石油供應額外自願削減30萬桶/日的舉措將延至12月底。

市場表現: OPEC+消息影響下, 油價應聲走揚, 也同步推升美債殖利率走勢。

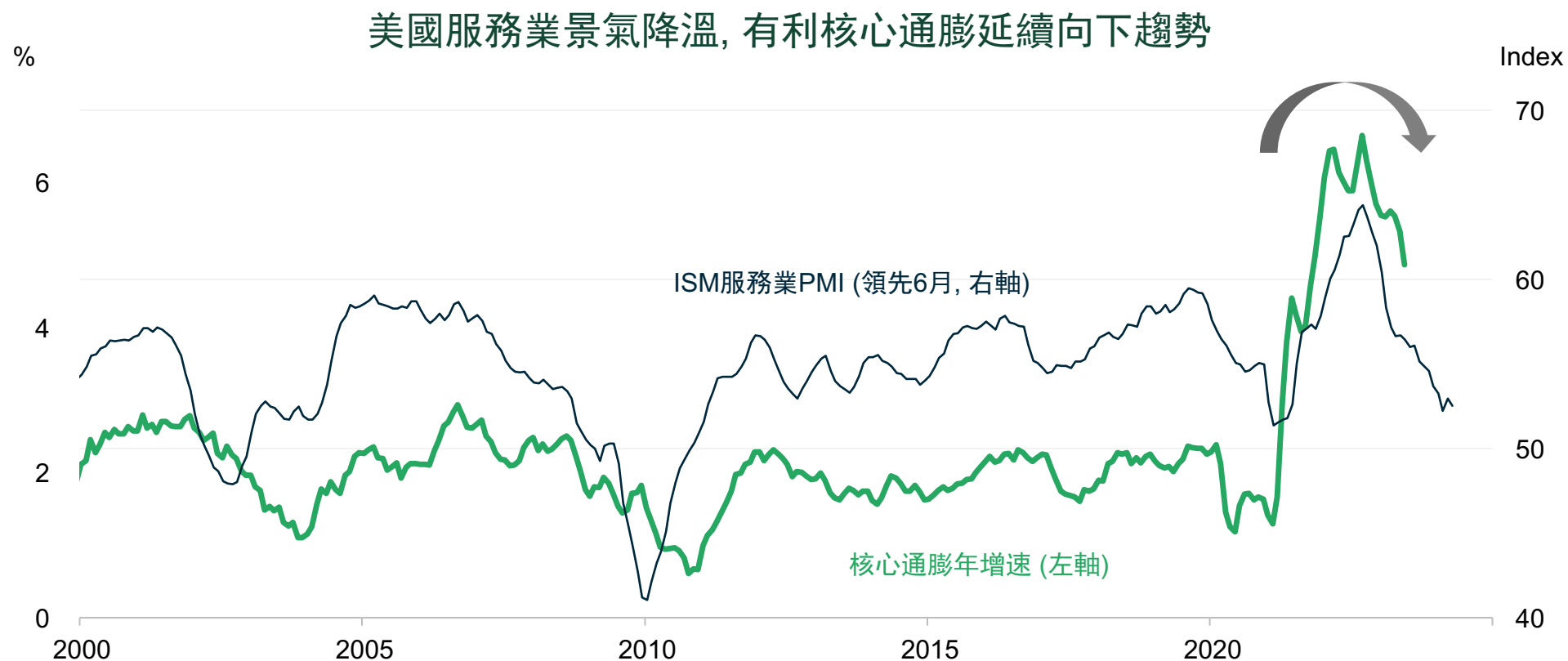


資料來源: Bloomberg, EIA。

## 後續看點(1) | 油價回升雖令通膨擔憂再現, 但服務業降溫下, 美國核心通膨應能持續下降趨勢

雖然下半年開始, 油價受基期下降所致, **油價年增速將有所回升**, 這可能使市場擔憂通膨預期有所回升。

但就美國近期公布的ISM服務業PMI數據來看, 過熱的服務業持續處於放緩的過程中, 隨著**過熱的服務業景氣放緩**, **也將有助核心通膨持續降溫**。此外, 明年Q1之前都屬於高基期階段, 有助延續核心通膨降溫的趨勢。



資料來源: Bloomberg。

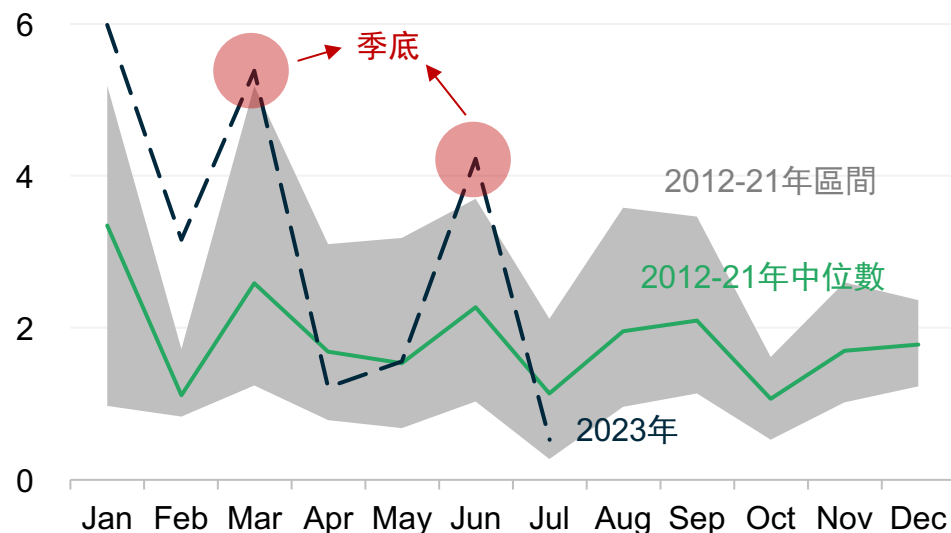
## 後續看點(2) | 中國社融顯示冷復甦狀況依舊, 由於中國體量甚鉅, 確實影響半導體市場復甦動能

中國社融: 7月人民幣新增貸款和社融增量斷崖式下滑, 加上信用事件屢屢爆發, 不免令市場擔憂。8月社融增量較上月回升, 但仍難擺脫冷復甦下, 銀行放款貸不出去的窘境, **多半僅能將增量集中於季末考核時。**

外溢影響: 由於中國佔全球半導體銷量比重約達29%, 因此冷復甦的情況確實會對半導體銷售投下變數, 而**8月股市不振也是在反應這項利空。**

### 冷復甦下, 今年信貸增量多集中於季末考核時

社融增量, 兆人民幣



資料來源: Bloomberg。

### 冷復甦確實影響半導體市場復甦動能

%

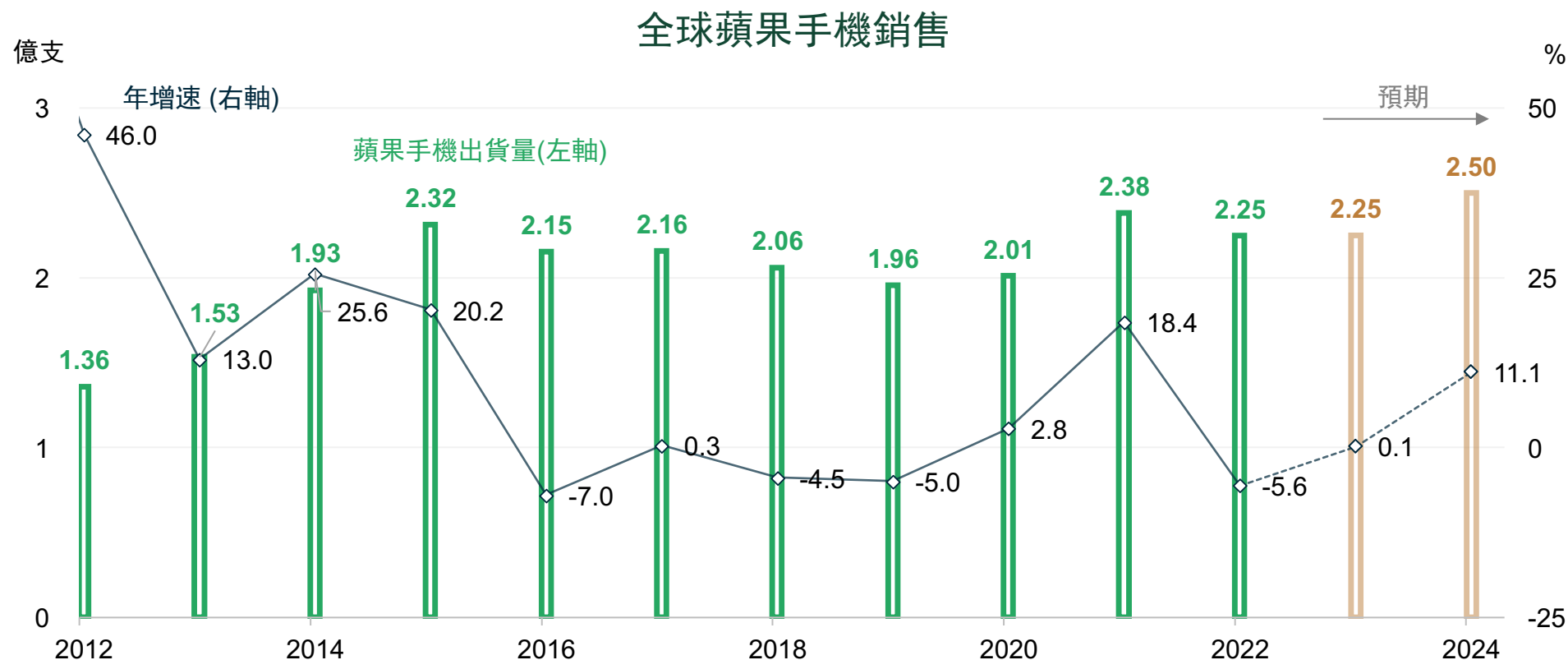


資料來源: Bloomberg。

## 後續看點(3) | 中國冷復甦並傳蘋果禁令, 使市場看淡手機銷售, 但『拉低期待』未嘗不是好事

傳中國擬把iPhone禁令擴大至國營企業和政府支持機構, 消息衝擊蘋果股價。但此禁令對中國經濟恐是雙面刃, 因為中國市場雖占蘋果營收的1/5, 但大部分iPhone係由中國工廠生產, 一旦蘋果出貨量下降, 勢必影響自身就業。惟若政治因素主導使禁令影響擴大, 則難免衝擊供應鏈營收。

另方面, 9/13凌晨1點將舉行新品發表會, 中國冷復甦等影響下, 目前市場對iPhone出貨量看法保守, 但據研究<sup>(註)</sup>指出, iPhone 15 Pro Max將打破市場保守預期, 2023年、2024年可望出貨2.25、2.5億支。因此盤面消息面雖屬不利, 但新品發表會仍應有助供應鏈營收表現。



註: 香港天風國際證券。

資料來源: Bloomberg。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

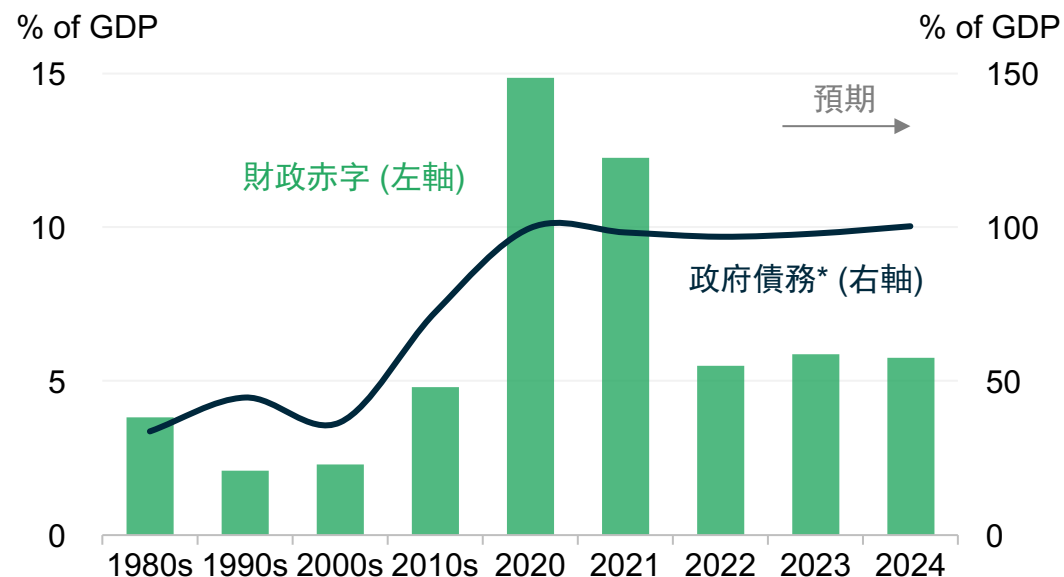
## 債市 | 國防、醫療等開支雖使財政赤字高於以往, 但「景氣降溫」將有利殖利率走降

債券供給：未來幾年將增加，主要因為美國政府應對新冠疫情和刺激經濟，大幅增加了財政赤字，也導致後續幾年**利息支出**上升。除此之外，地緣緊張與人口老化也增加了未來幾年的**國防與醫療支出**。

債券需求：目前美國經濟正處於過熱的狀態，通膨壓力和利率預期都在上升，這對債券市場是不利的。但是，隨著聯準會收緊貨幣政策，美國過熱的經濟增長將放緩，**通膨壓力也將下降，這將有利債券的買需**。

綜上，雖然結構面來說，美債供給確將有所增加，但債券需求力道也將隨景氣降溫而回升，因此，**美債殖利率長線將呈現下降的趨勢**。

### 國防、醫療等使財政支出高於以往



註：\*此處政府債務不含Fed所持有的部分，Fed於2022年底持有公債佔GDP比約22%。

資料來源：CBO。

### 景氣降溫帶動通膨趨緩，有利殖利率走降



資料來源：Bloomberg。

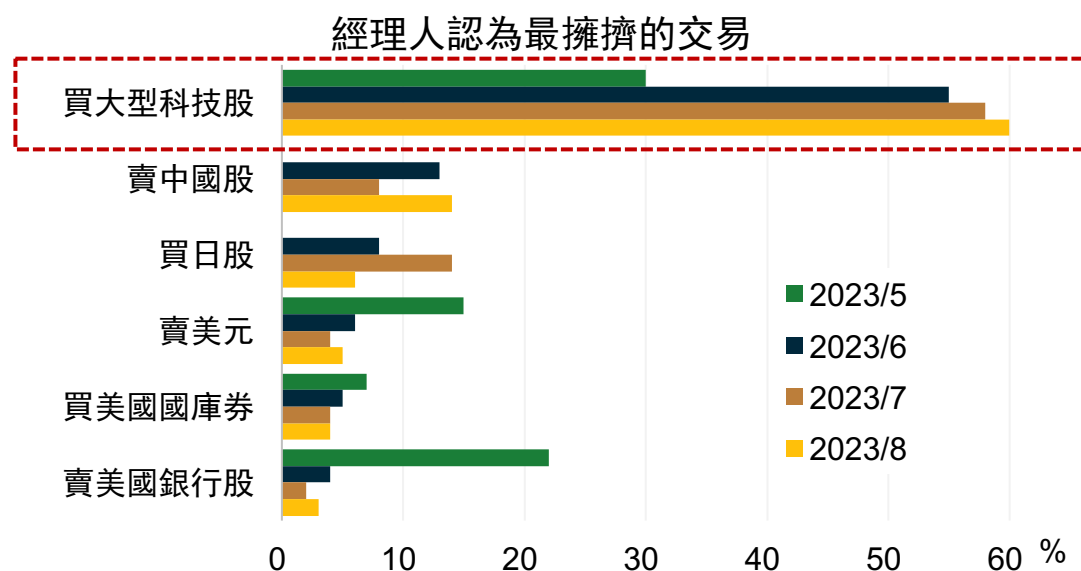


## 股市 | 短線仍留意多頭共識過高, 下跌過後盤勢需要時間整理, 長線則有基本面支撐

從美銀調查經理人部位曝險的態度來看, 可觀察到5月以來的調查都顯示, **經理人的多頭共識相當集中**, 且逐月攀升, 因此在8月下殺後, **近期盤勢可能呈現整理格局**, 提醒投資人宜避免追高。

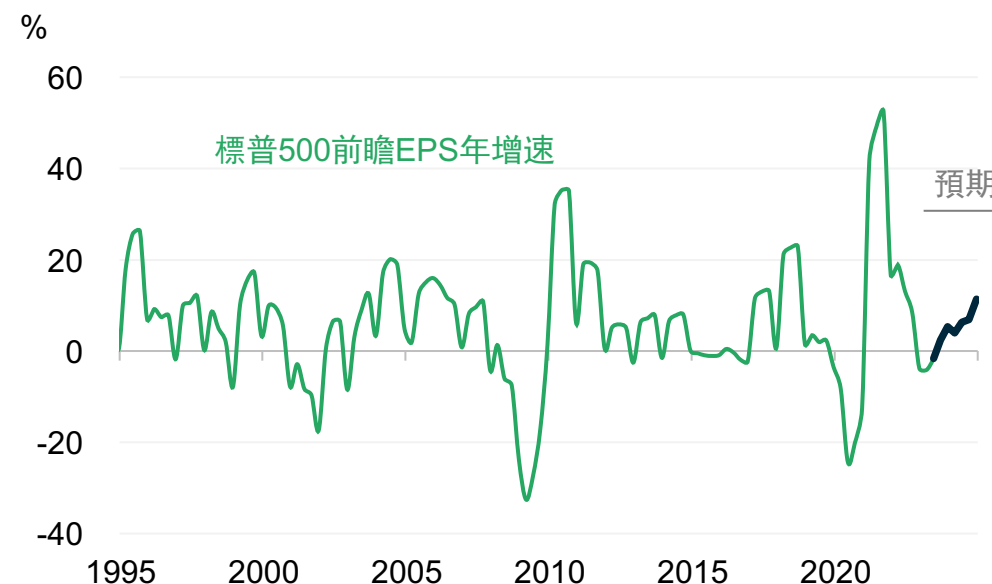
所幸, 下半年企業獲利增長年增速可望逐步好轉, 長線而言, 企業基本面有撐, 美股仍是逢低布建的優先選擇。

### 經理人共同追逐科技股的共識仍未退散



資料來源: BOA。

### 企業獲利增長可望逐步好轉, 基本面有撐



資料來源: Bloomberg。

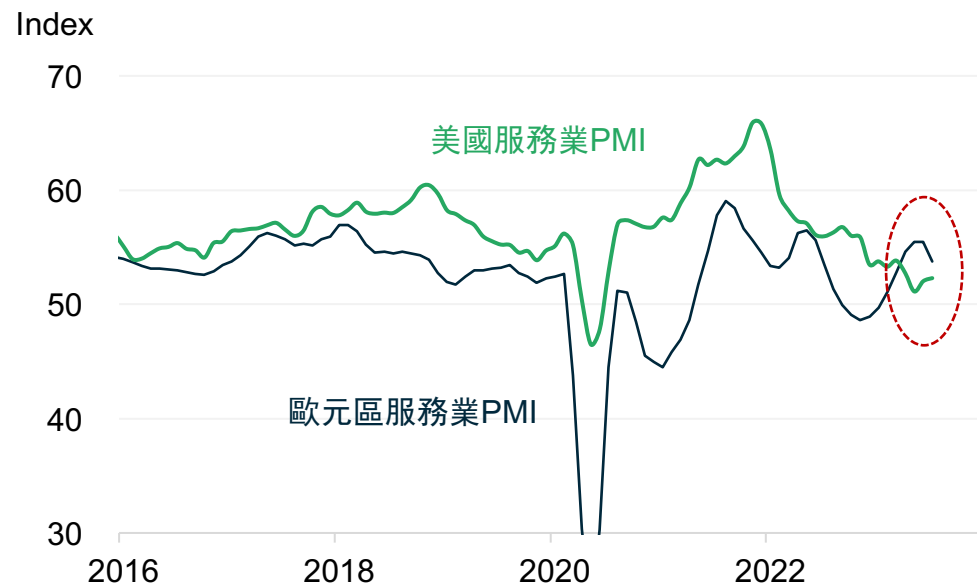
## 匯市 | 數據走疲限縮ECB鷹派論調, 支撐短線美元走勢, 惟美歐政策利差仍主導美元長線趨弱

貨幣政策：美國激進升息在先，歐洲落後跟進在後，後續二者政策利差將進一步拉近，使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

美元指數：

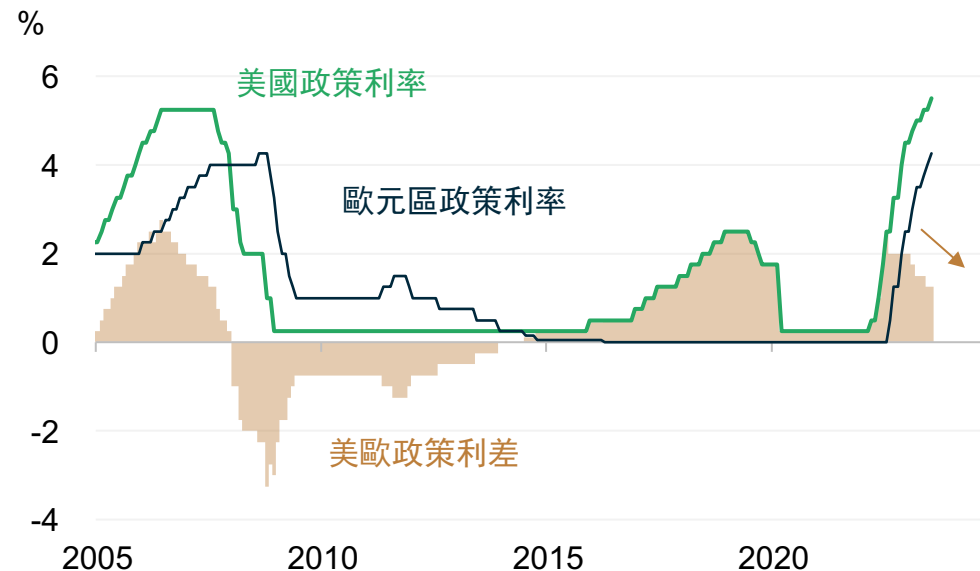
- 1)短線而言，中國冷復甦、信用事件頻傳，連帶使歐元區景氣受到影響，增添近期數據面逆風，也將使**ECB(歐洲央行)**會議的論調可能較先前往鴿派**偏移**，相對而言，美國服務業則具有韌性，**不利歐元短線走勢 (i.e. 有利美元)**。
- 2)長線而言，**美元弱勢格局**尚未改變，主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。點位而言，美元指數目前震盪區間大致已price-in美歐利差水準，但**因美國先走進降息循環的機會較高**，因此待Fed確認開啟降息循環，則美元有可能進一步走弱。

### 美國服務業PMI有所止穩，但歐元區情勢則有所惡化



資料來源：Bloomberg。

### 長線而言，美歐政策利差仍係主導匯價主因



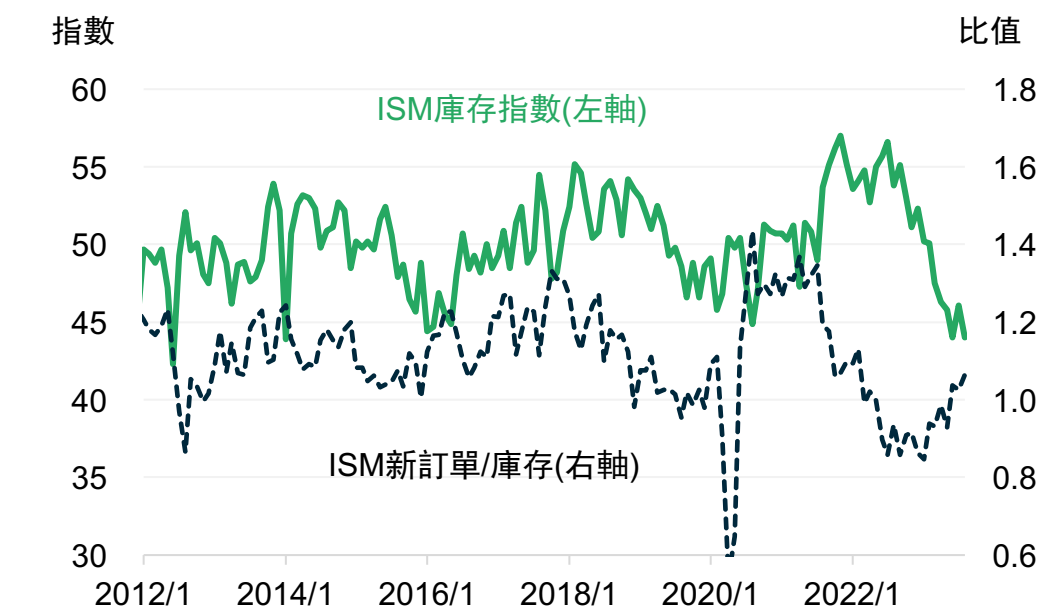
資料來源：Bloomberg。

# 美國 庫存問題持續改善，支撐股市拉回作布建

聯準會雖不急於降息，但對於升息與否仍保留彈性，使美10年公債殖利率維持在4%上方作高盤，進而限縮評價修復空間，使得美股大致維持高檔盤整格局。不過，就基本面而言，庫存問題已明顯改善，使得ISM新訂單/庫存比已連續3個月站穩1，可視為長線布局買點。

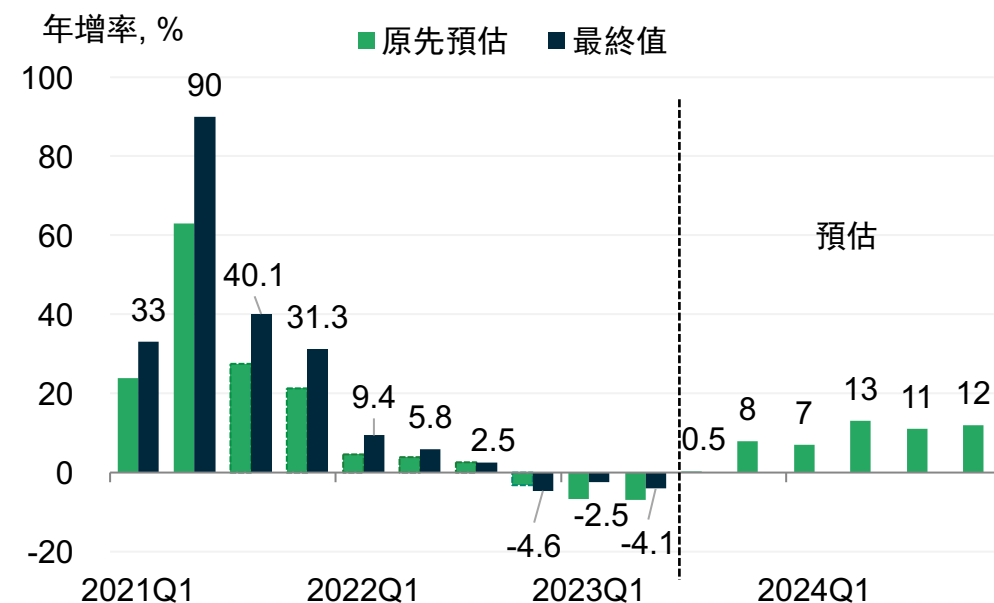
就企業獲利而言，自去年底以來，因為庫存調整問題，使得企業多降價求售，加上高利率影響消費，使得標普500指數企業獲利面臨連3季的衰退。展望未來，庫存問題已大致改善，加上AI熱潮再起，預期獲利將逐步回溫，明年甚至有雙位數的成長。值得注意的是，蘋果、谷歌將發表新機，但目前市場對銷售仍偏向保守，若後續銷售高於預期，股市才有較大的上漲動能。

庫存持續改善，新訂單/庫存連續3個月突破1



資料來源：Bloomberg。

標普500企業獲利將逐步升溫



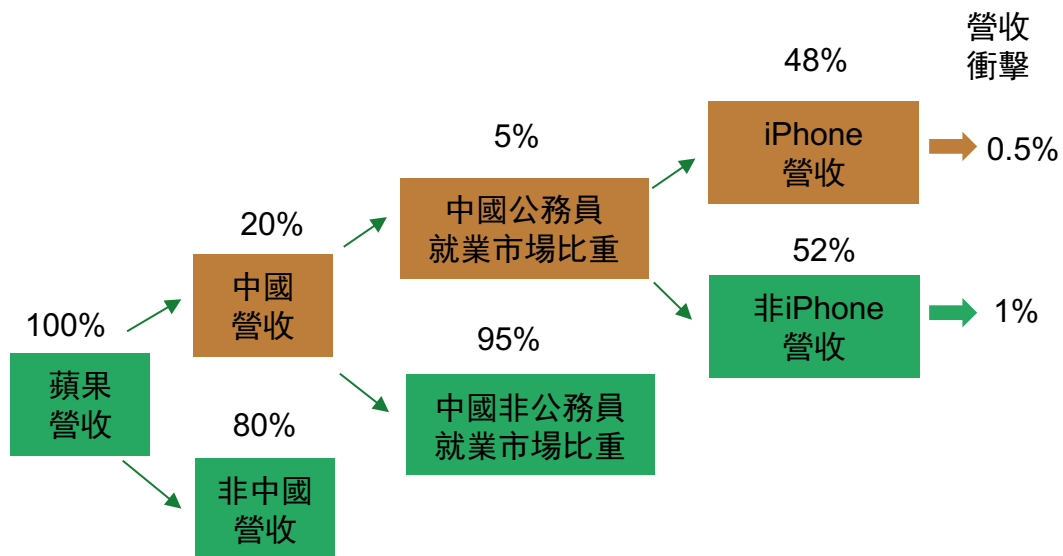
資料來源：Bloomberg、Factset。

## 美國 美中科技對抗下，蘋果短期也難逃地緣風險的衝擊

媒體報導，中國政府可能下令，中央政府機關的公務員，不得利用iPhone或其他外國品牌裝置執行公務、或將之帶到辦公室。受此影響，蘋果股價連2日重挫，累計跌幅超過6%。以蘋果營收結構來看，中國營收佔比約2成，但中國公務員佔比約5%，若禁令被落實，預估營收衝擊約有0.5-1%的影響。不過，市場更加擔心，禁令是否擴大至一般民眾，在禁令明朗前，蘋果股價短期仍有修正壓力。

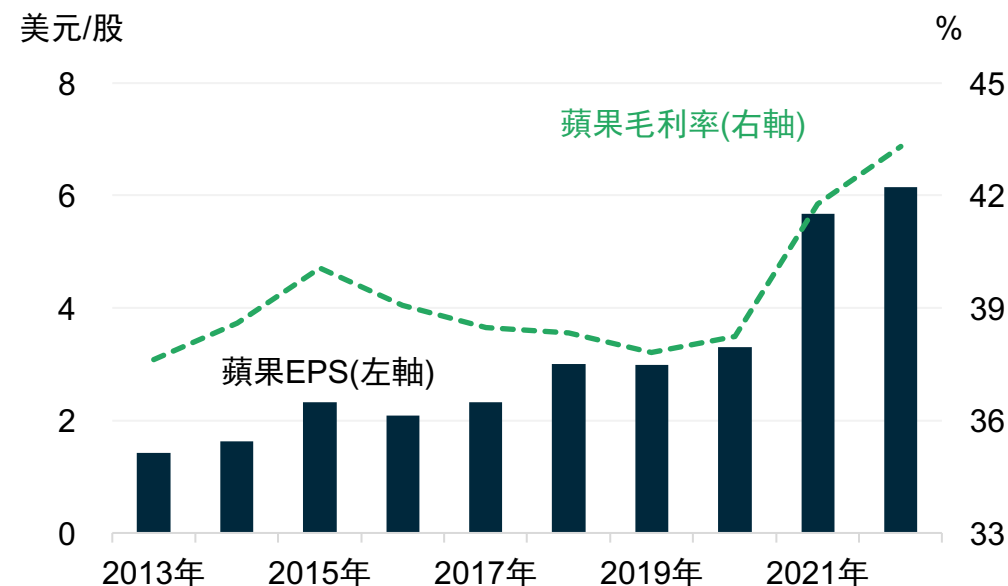
依照過往經驗，**特斯拉在2021/3也因資安疑慮，面臨公務員禁用的命令，公司一度有30%的跌幅，但不改公司長期趨勢。**此外，以蘋果的財務條件，**明顯優於特斯拉，預估股價跌幅應相對可控，股市若有1成的跌幅，仍應站在買方思考。**

### 蘋果營收分布



註：2022年中國就業人口約7.6億人，公務員人數約4千萬  
資料來源：蘋果官網、中國人力資源與社會保障部。

### 蘋果財務體質健全，不改長線成長趨勢



資料來源：Bloomberg。



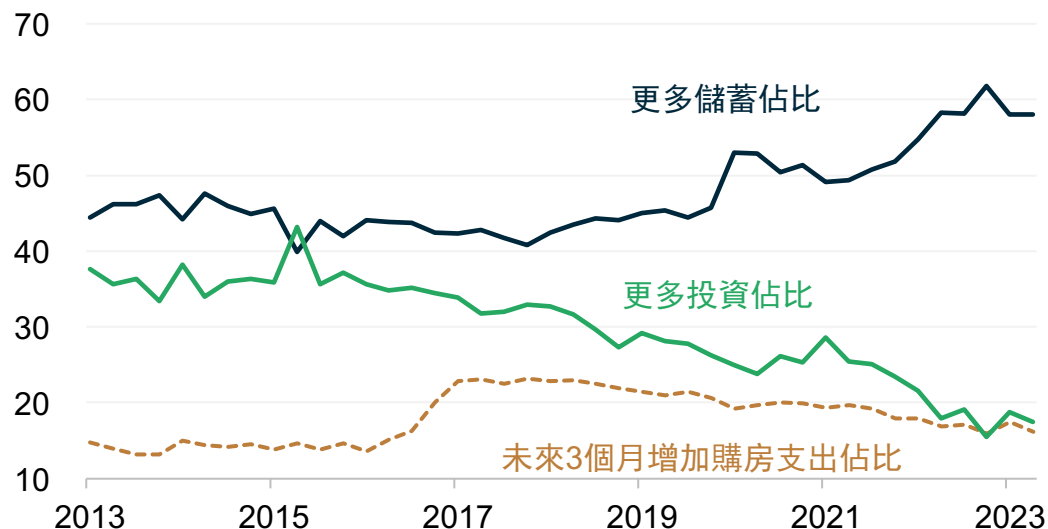
## 中國 政策提振景氣與信心效果有限，股市維持區間擺盪

在印花稅調降措施推行之後，房地產利多消息緊接其後，北上廣深等一線城市先後宣布「認房不認貸」，只要家庭成員在該地區名下沒有房產，都可以依照首購條件向銀行申請房貸，降低民眾買房負擔。依照8/31發布的「關於降低存量首套住房貸款利率有關事項通知」，下一步將放寬已購戶的房貸負擔，期待民眾釋放更多消費活力。

房地產政策放寬或有望提振銷售狀況，但刺激力度與範圍較小，難以比擬2015年棚改貨幣化直接撒幣的成效，民眾債務負擔沉重，加上出口需求不足，民間信心低迷的狀況恐難快速反轉，研判對於景氣與信用循環的提振效果有限。在股市方面，**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。**

### 景氣前景未明，中國民眾對投資意願保守

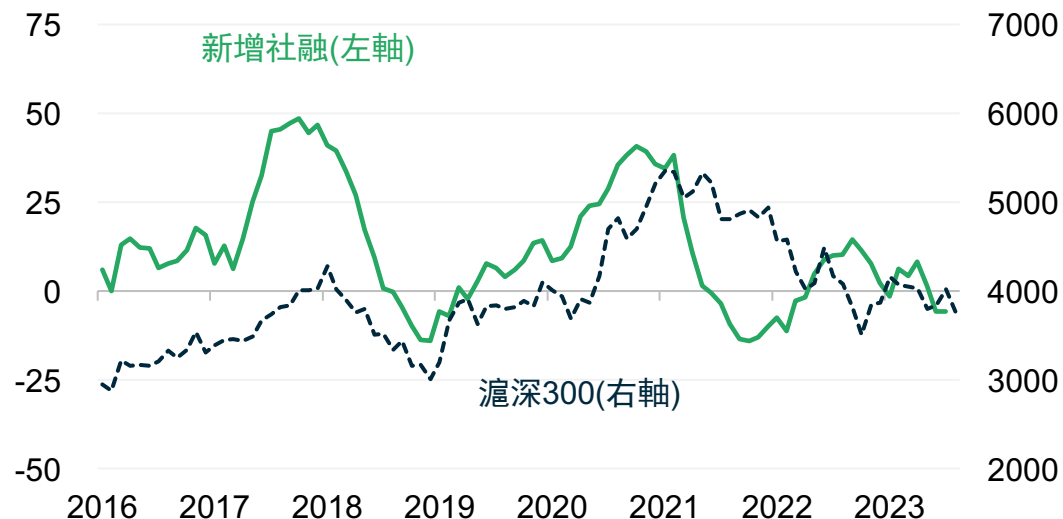
人民銀行儲戶調查，%



資料來源：Wind。

### 內外需求承壓，預期信用循環底部震盪

累積12個月年增率，%



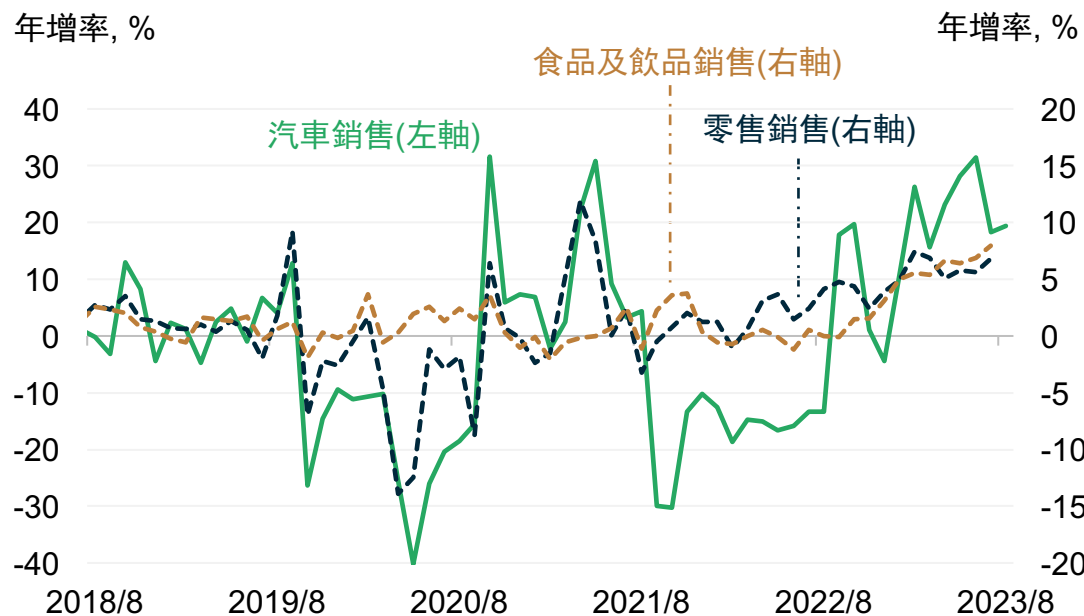
資料來源：Wind。

# 日本 經濟數據帶動漲勢，待製造業復甦後向上突破

日股一度站回33000點，主要歸功於近期公布的幾項利多經濟數據：①日本零售數據亮眼，細項中的食品、汽車銷售額大增，豐田更預估全年產量將突破1000萬台，運輸設備類股領漲股市。②美國通膨數據符合預期、勞動力市場降溫使投資人對於升息預期降低。③美國8月ISM製造業指數優於市場預期，出現回升跡象，然而仍處於萎縮區間。

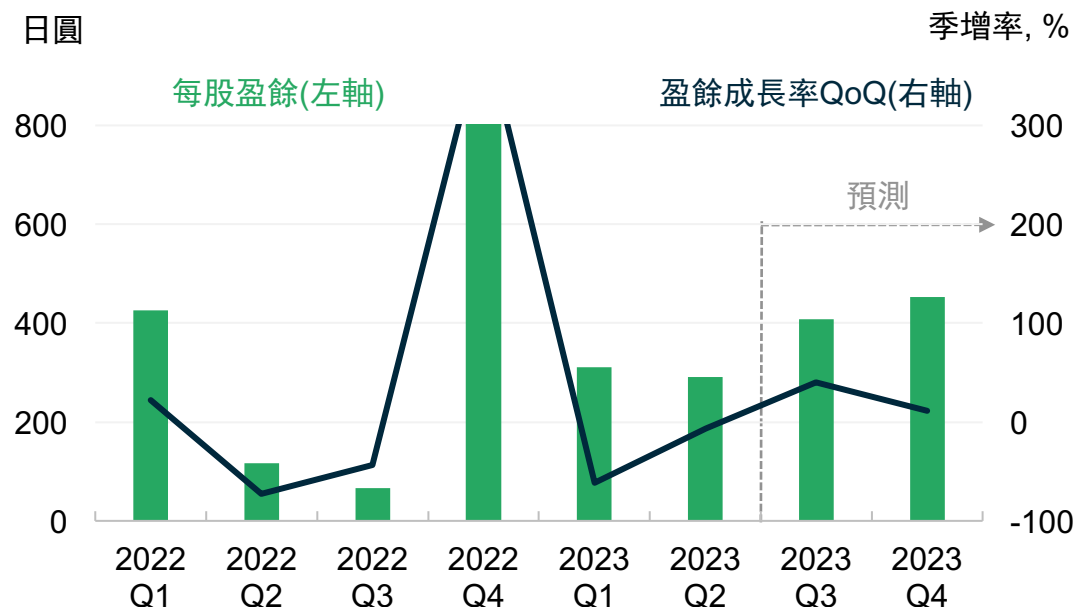
展望後市，現階段主要由服務、零售業帶動經濟成長。基本上，每股盈餘在疫情復甦後逐步成長，但目前科技業仍在築底階段，因此市場預期2023下半年增速將放緩。日股在今年上半年大漲後缺少新催化劑，短線上較難開啟新一輪牛市，近期漲勢可能為波段區間的回彈。長線而言，日本穩健的總經環境支撐了股市下檔空間，如回檔可逢低買進，預估在全球去庫存化進入尾聲、製造業出現復甦燈號後有望進一步向上突破。

## 零售數據亮眼，汽車銷量大增



資料來源：Bloomberg。

## 基本面增速放緩，股市上行空間有限



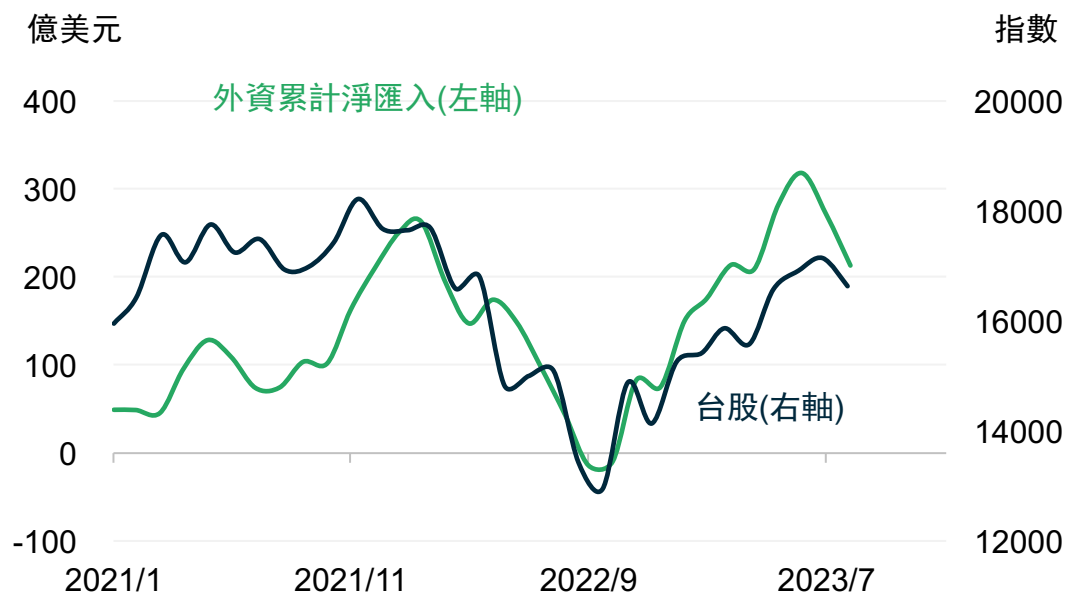
資料來源：Bloomberg。

# 台股 外資連兩月淨匯出, 台股宜著眼長線, 逢低布局

台股在季線下方整理, 受到外資連兩月賣超台股皆在千億台幣左右水準, 短期上漲動能受限, 金管會公布8月外資淨匯出台灣58.1億美元, 較7月淨匯出47.0億美元進一步增加, 也是去年9月以來最大單月淨匯出, 加上台幣走貶, 不僅令人擔心外資是否會進一步在台股提款。不過由於7、8月是現金股利發放高峰期, 外資匯出增加應屬合理, 且台股在AI帶動下權值股大漲, 也增加外資獲利了結的意願。

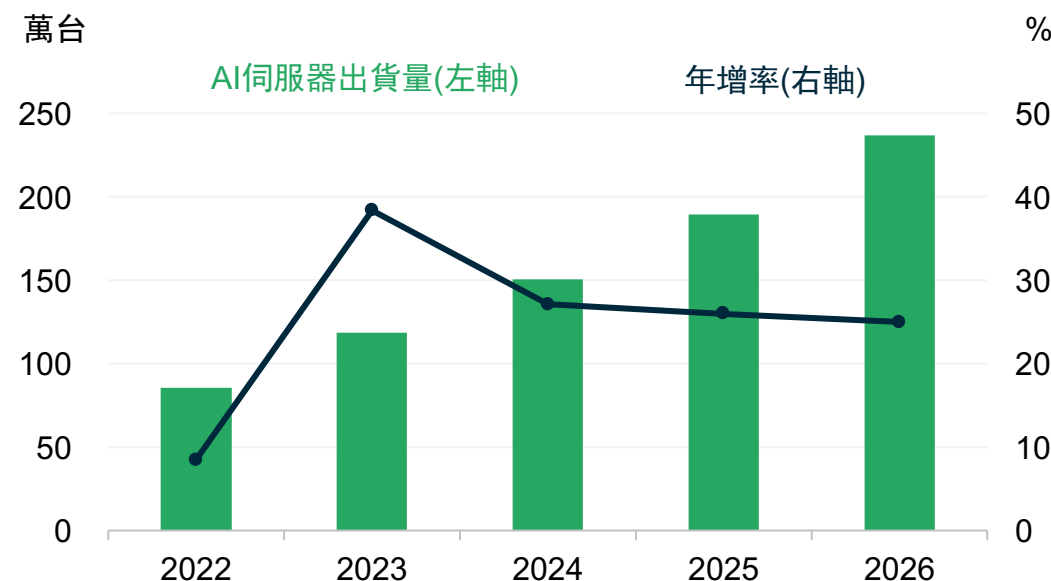
反觀AI相關個股在修正整理一段時間之後, 成交量降溫, 籌碼經過沉澱, 唯一的顧慮是**短線當沖比例仍然居高不下, 因此上漲動能仍較為受限**, 不過若著眼於AI需求成長性, AI伺服器的出貨量長期有20%以上的年成長率, 在供應鏈主要集中在台廠之下, 相關族群可逢低分批布局。

## 外資連兩月淨匯出, 台股驟失動能



資料來源: 金管會。

## AI需求穩定成長, 長期布局具空間



資料來源: TrendForce。

## 歐債 英國第二大城市伯明罕(Birmingham)宣布實質破產對歐系債券的影響？

英國第二大城市伯明罕於9/5發出「第114條通知」，約等同於已經實質破產，主要受到稅收減少、公共支出增加及7.6億英鎊的同工同酬龐大的索賠負擔下，無法平衡收支。不過伯明罕並不是英國第一個申請發出第114條通知的地方政府。**根據過往同類例子**，宣布破產的市議會將會修訂預算，**透過1)減少支出**(停止非必要支出、裁員等)，**2)增加稅收**或拍賣資產來因應，其中**必要支出部分包含貸款/債務利息、本金償還多不受影響**。

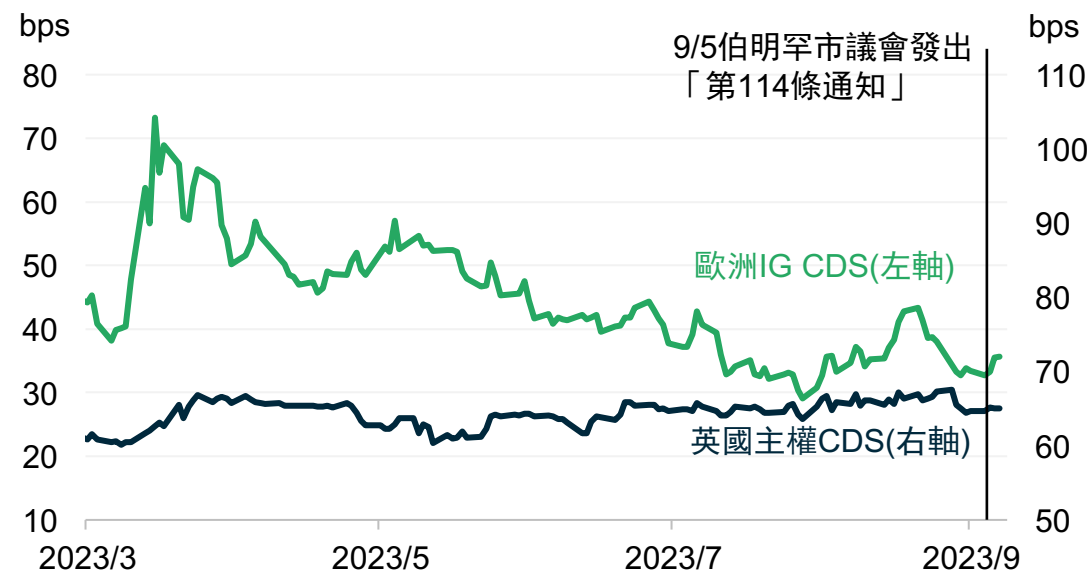
由市場反應來看，1)伯明罕發行的債券利率並沒有因為9/5破產消息而大幅波動。2)英國5年期CDS反應也不大(8月平均28.79，9/6為27.58)，顯示市場也不預期城市破產將大幅衝擊英國整體的經濟/債信，因此更不預期會衝擊到英國外的歐洲國家。總結，預期伯明罕城市破產事件，不致造成英國/其他歐洲國家的系統性風險，因此投資標的選擇上仍應回歸公司本身的體質(獲利狀況及資本適足率等)。

### 伯明罕政府發行的債券並沒有因為破產消息而大幅波動



資料來源: Bloomberg。

### 英國主權CDS乃至歐洲企業債CDS反應皆不大



資料來源: Bloomberg。



# 新興債 中國房地產業陰霾未散，惟預期對新興債影響有限

中國房地產危機連環爆，民企地產龍頭碧桂園面臨違約風險、專門從事地產貸款再融資的資產管理集團-中植集團旗下的中融信託產品也無法兌付，及國企地產開發商遠洋集團也爆出美元債違約，給本已失去動力的中國經濟增添陰霾。然考量以下幾點，預期中國房地產陰霾對新興債衝擊有限：

- 1) **對中國銀行體系衝擊可控，不致引發系統危機**：除地產相關產業外，金融業以地產部位暴險高的資產管理公司衝擊最大，因銀行業對建商放款部位不高，且各大行一級資本充沛，即使建商債務惡化，對銀行體系的衝擊應較為可控。
- 2) **中國投資級債表現持續穩健**：以中國企業債來觀察，主要受衝擊的為地產債及非投資等級債，體質穩健的投資級債表現仍穩健。
- 3) **新興亞洲、整體新興債普遍對地產債(HY)暴險不高**：自恆大債務風暴爆發以來，多數新興債指數已大幅調降暴險於中國地產債(HY)的權重。

## 地產危機主要影響中國非投資級債，對投資級債影響不大

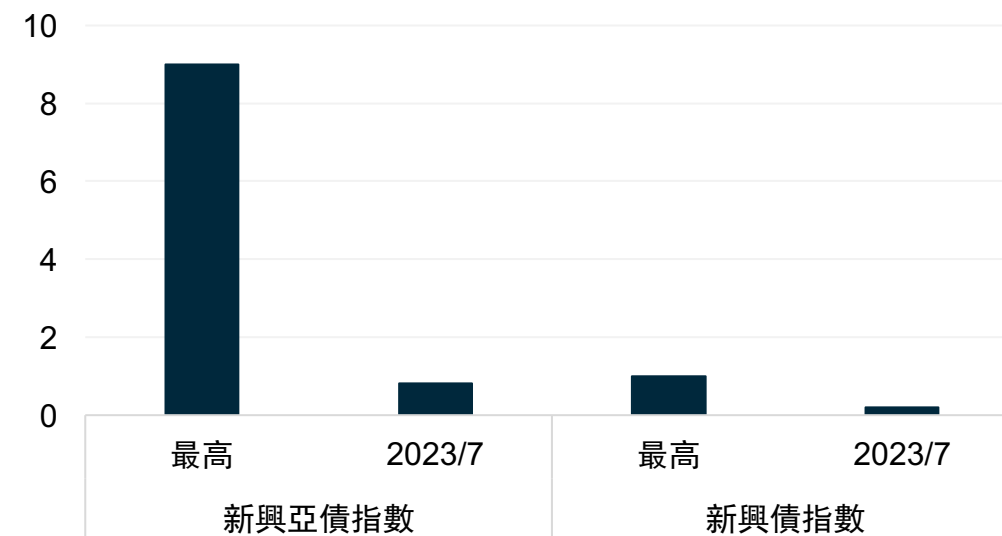
總報酬指數, 2020/8=100



資料來源：Bloomberg。

## 多數新興債指數早已大幅調降暴險於中國地產債的權重

中國非投資級地產債權重, %



資料來源：J.P.Morgan。

# 台幣 出口動能仍疲，台股偏弱，加上美元偏強，台幣呈現弱勢格局

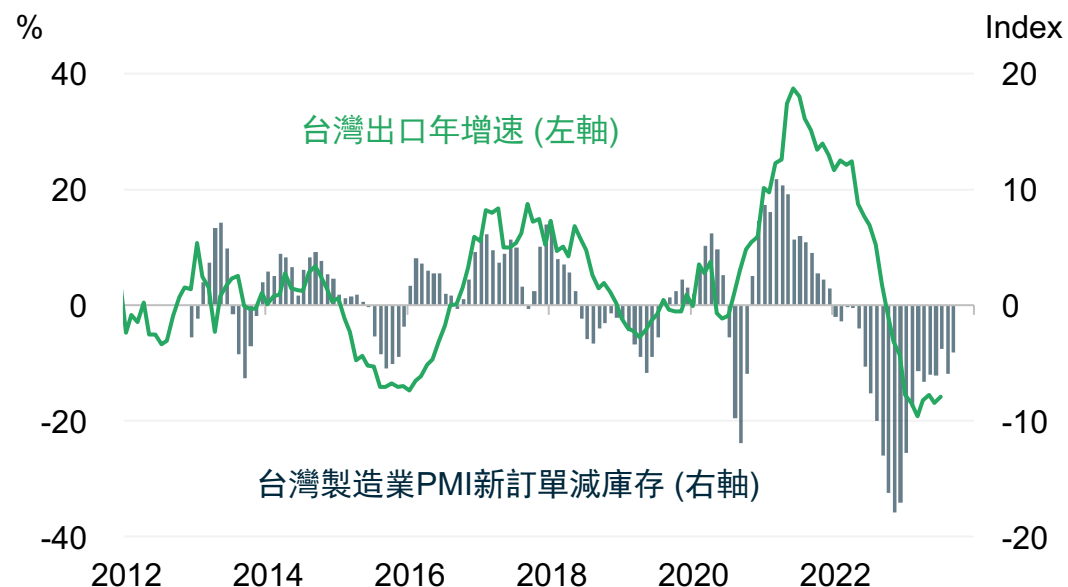
台灣出口：財政部將公布8月進出口統計，市場推估8月出口值約363~383億美元，年減幅約5%~10%，連12黑幾乎已成定局，但隨庫存調整漸入尾聲，加上AI、蘋果新機拉貨啟動，減幅較上月改善。

台幣匯價：

**短線偏弱看待**，因1)股市氣氛較不利台幣；2)中國冷復甦外，並傳恐對iPhone實施禁令，雙雙不利台灣股匯市。

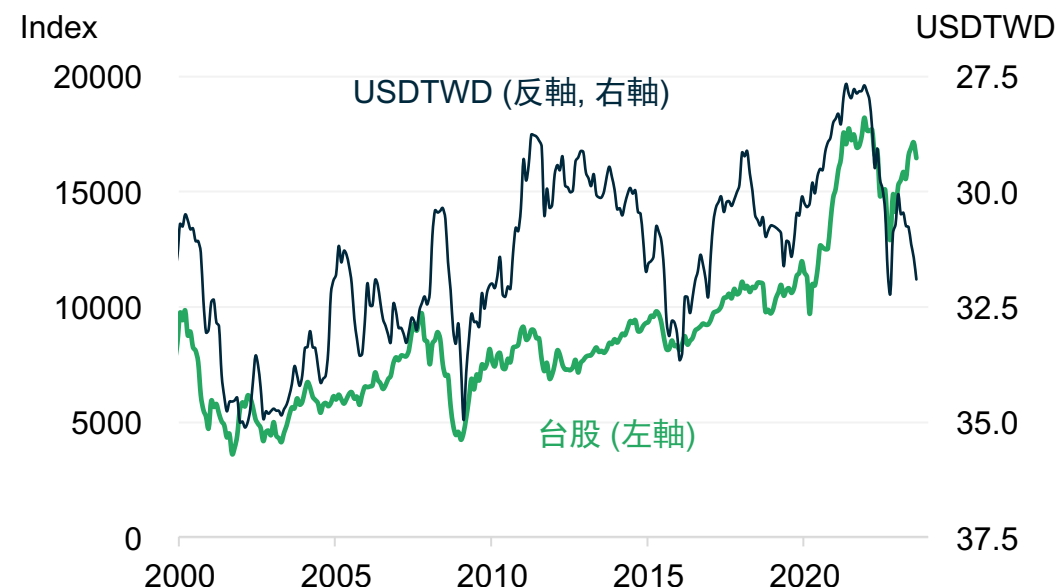
**長線先貶後升**，因1)即便Fed再升1碼，也將來到升息尾聲；2)下半年的半導體銷售雖仍疲弱，但以年增速角度，年減幅度將會逐步改善，將牽引台幣先貶後升格局。

## 出口年減幅有所收斂，但目前仍係築底階段



資料來源：Bloomberg。

## 台股偏弱、美元偏強，雙雙不利台幣



資料來源：Bloomberg。

# Sep 2023

<b>11</b> Monday 中國社融增量	<b>12</b> Tuesday 美國中小企業調查 德國ZEW企業調查 英國失業率	<b>13</b> Wednesday 美國CPI	<b>14</b> Thursday ECB會議 美國PPI	<b>15</b> Friday 美國密大消費信心 中國工業增加值 中國零售總額
-------------------------------	--	---------------------------------	---	--

## 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