



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年11月17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

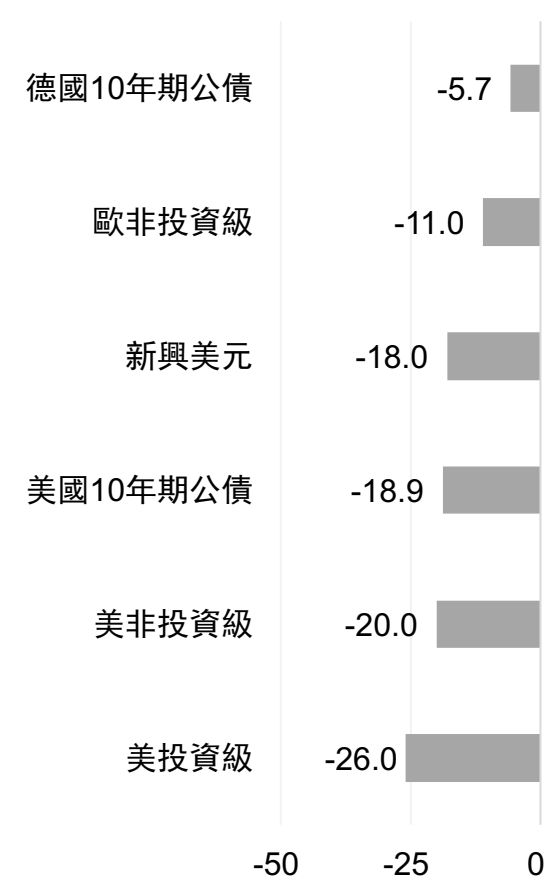
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/11/9-16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場回顧

- 1) 美國CPI低於預期, 聯準會12月停止升息機會增加, 大大激勵股債、非美貨幣走勢。
- 2) 拜習會達成恢復軍事接觸、遏止芬太尼等協議, 惟今年以來雙方會晤對股市推升效果不彰。
- 3) 穆迪調降美國債信展望至「負面」, 11/17後美國將再度面臨政府關門風險。

2. 後續看點

- 總經趨勢：美國實質利率與放貸條件偏緊, 後續投資與耐久財消費將趨於降溫。
- 數據方面, 歐美等國陸續公布Markit PMI初值, 12/8美國非農就業。
- 央行會議：12/14 聯準會、12/14 歐洲央行、12/19 日本央行。

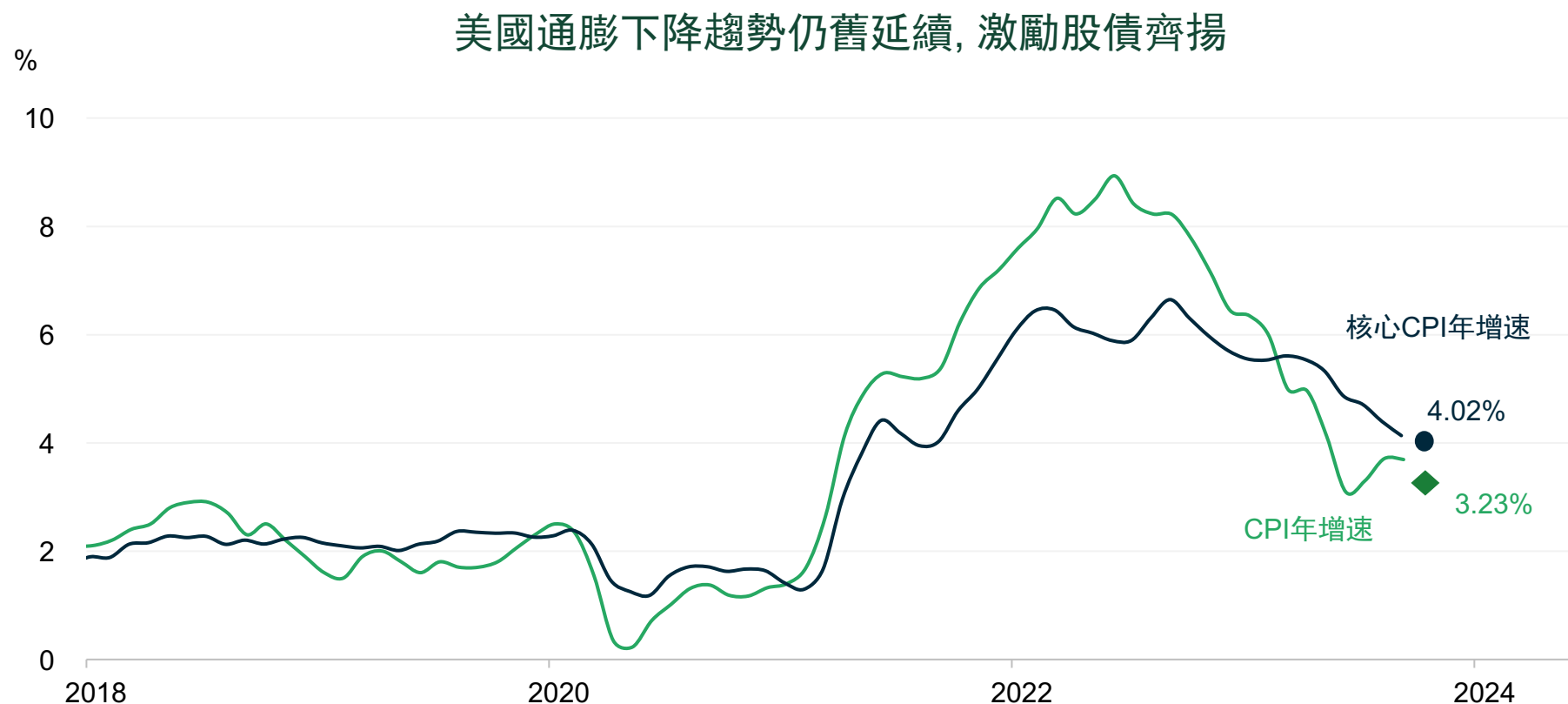
策略思維

1. 股市：短線急漲莫追；長線而言, 仍以現金流穩健、具護城河的大型股為優先挑選標的。
2. 債市：Fed緊縮屆尾聲, 有利長線殖利率偏向下行趨勢, 標的仍以信評佳者為先。
3. 匯市：升息屆頂, 美元盤頭, 長線偏弱；半導體、出口動能築底回升, 台幣長線格局「先貶後升」。



Market Driver | 美國通膨下降趨勢仍舊延續, 大大激勵市場情緒

美國公布10月CPI數據, 仍維持下降的趨勢, 並雙雙低於市場預期。觀察分項目表現, 核心通膨下降的速度仍舊比較慢, 主要受到受租金、業主等效租金、車輛保險、醫療、娛樂和個人護理等因素的支撐。數據公布後, 「Fed 傳聲筒」之稱的財經記者**Nick Timiraos**撰文表示, **Fed可能在12月12-13日的下次會議上保持利率不變, 大大激勵市場情緒。**



資料來源: Bloomberg。

Market Driver | 拜習會達成恢復軍事接觸、遏止芬太尼等協議，惟雙方會晤對股市推升效果不彰

拜習會看點包括軍事(核武軍控^註)、地緣(俄烏、中東、環太平洋)、民生(關稅、科技限制、芬太尼)。雖然市場期待美中出現轉圜，但會前美國國務卿布林肯已定義此番會晤為「**負責任地管理競爭 (responsibly manage competition)**」，因此**雙方關係難有結構性改變**(中國追求台海、南海內海化；美國維持開放自由的印太— Open and Free Indo-Pacific)。

據中央社，**會後重點包括**：1)軍事方面，恢復軍事接觸，並確保AI不涉核武；2)地緣方面，拜登籲北京勿介入台灣事務，習近平重申台灣問題始終是中美關係最重要、最敏感的問題；3)針對芬太尼販賣，雙方同意成立禁毒工作小組。

註：11/6已在華府舉行**核武軍控**對話，因中國發展核武速度加快。截至5月，已擁有超過500枚可用於作戰的核彈頭，2030年前可能增至1000枚。

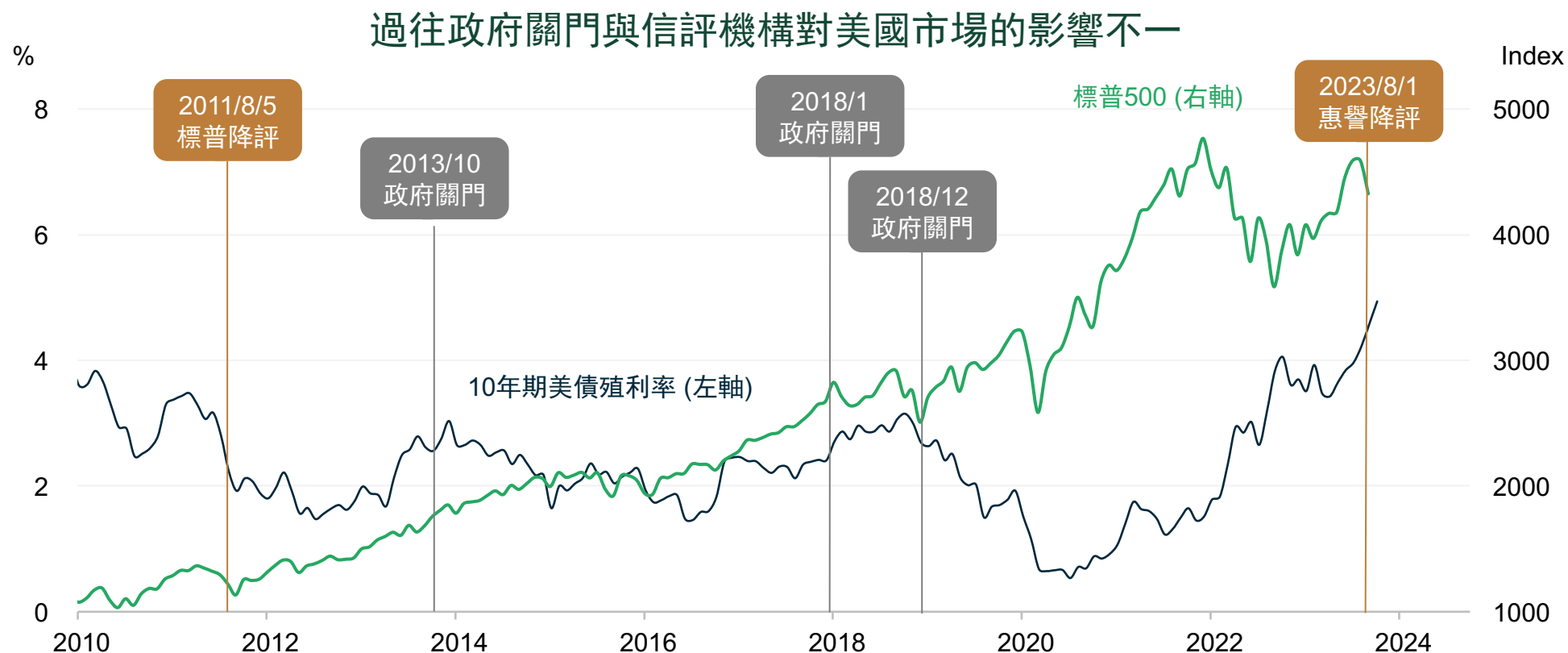
統計今年以來，美中官員多次會晤，大多對股市推升效果不彰

地點	日期	會議名稱	美國代表	中國代表	有無共同聲明	會後30日的滬深300漲跌，%
華府	2023年1月25日	中美商務部長會面	美國商務部長雷蒙多	中國商務部長王文濤	Yes	-7.1
北京	2023年2月14日	中美外交部長會面	美國國務卿布林肯	中國外交部長王毅		-3.1
底特律	2023年5月26日	APEC部長會議	貿易代表戴琪	中國商務部長王文濤	Yes	0.3
新加坡	2023年6月3日	香格里拉亞洲安全峰會	美國國防部長奧斯汀	中國國防部長李尚福		-0.1
北京	2023年6月18日	布林肯訪中行	美國國務卿布林肯	中國國家主席習近平		1.2
北京	2023年7月9日	中美財政事務會議	美國財政部長葉倫	中國財政部長劉昆		-2.8
舊金山	2023年11月15日	APEC領袖峰會	美國總統拜登	中國國家主席習近平		--

資料來源：國泰世華投研團隊整理。

美國 | 信評機構與政府關門等財政利空對美國市場的影響不一

信評公司穆迪於11/10將美國信評展望由「穩定(stable)」降為「負向(negative)」，主因政府償債成本大幅增加及政治兩極化。此外，美國國會先前通過的臨時支出法案將於本月17日到期，若國會在這一天結束時沒能通過年度預算或新的臨時支出法案，美國政府一些機構將於18日起暫停運作。雖然財政面訊息往往聲量頗大，但對金融市場影響則不一，且近年來有鈍化並僅為短期的現象。



資料來源: Bloomberg。

美國 | 據過往歷史, 信評影響、政府關門等財政紛擾大多僅為市場帶來短期紛擾

除面臨信評機構Moody's下調展望外, 美國政府再度遭遇關門風波, 而新科眾議院議長Mike Johnson於11/11提出兩階段撥款的臨時經費法案, 以避免陷入關門的窘境, 倘若關門將使部分政府部門停擺。

惟參考歷史上對金融市場的影響: 1)2011/8標普、2023/8惠譽降評期間: 美國公債收益區間波動向上; 2)數次政府關門後: 標普500指數僅短期擾動, 顯示降評與關門風波較難掀起金融市場新風暴。雖美國處高利率環境, 但整體經濟環境依舊強勁, 故預期此次穆迪下調展望、政府關門風波給予市場的風險將有限。

信評機構降評前後, 公債報酬區間波動向上

標準化報酬



資料來源: Bloomberg。

歷史上數次關門, 僅對股市造成短期紛擾

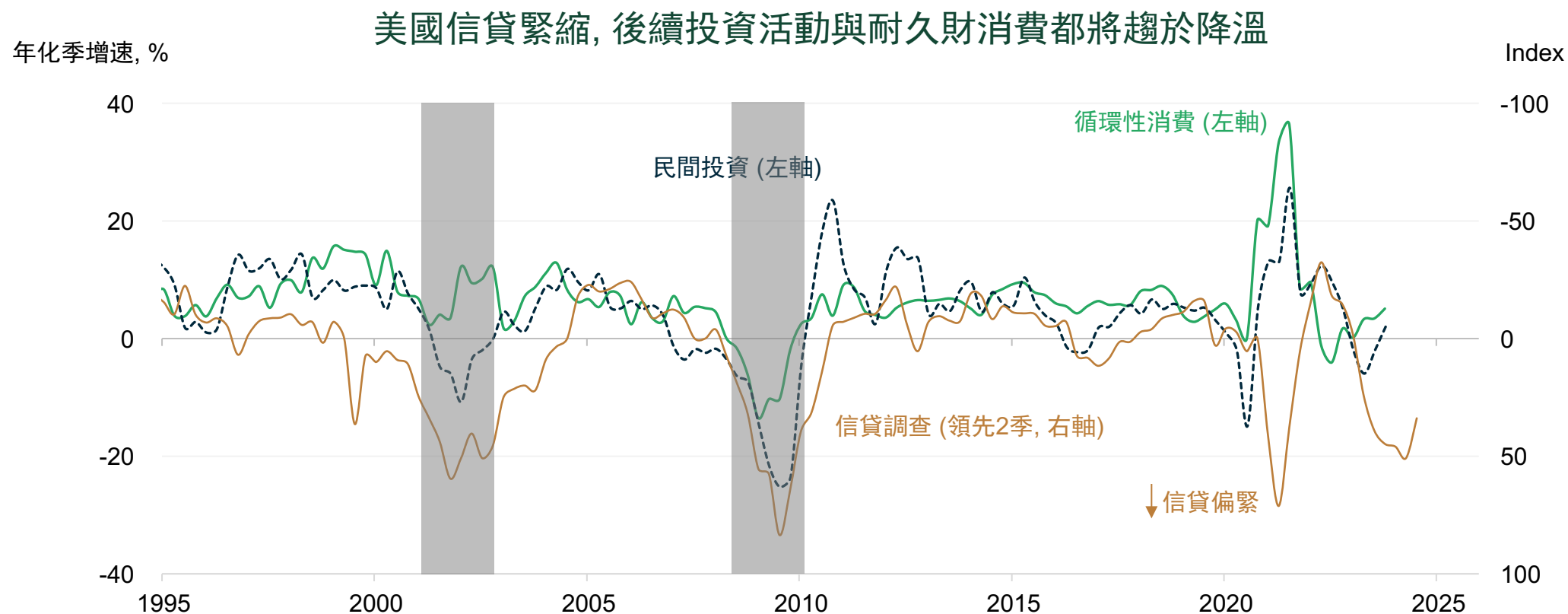
%



資料來源: Bloomberg。

後續看點(總經) | 美國信貸緊縮, 後續投資活動與耐久財消費都將趨於降溫

依照過往經驗, 美國民間企業投資與循環性消費往往與銀行放貸鬆緊程度亦步亦趨, 尤其2002年、2008年兩次衰退時期都面臨著信貸緊縮, 消費與投資動能大幅惡化的情況; 雖然2020年疫情導致的景氣急凍因央行及時伸出援手、大幅寬鬆, 而與過往情況有所不同, Q3新公布的信貸供給調查雖較前期略為轉鬆, 但絕對值而言仍是偏緊, 且在**Fed仍持續強調Higher for Longer**下, 後續投資活動與循環性消費仍應將趨於降溫。



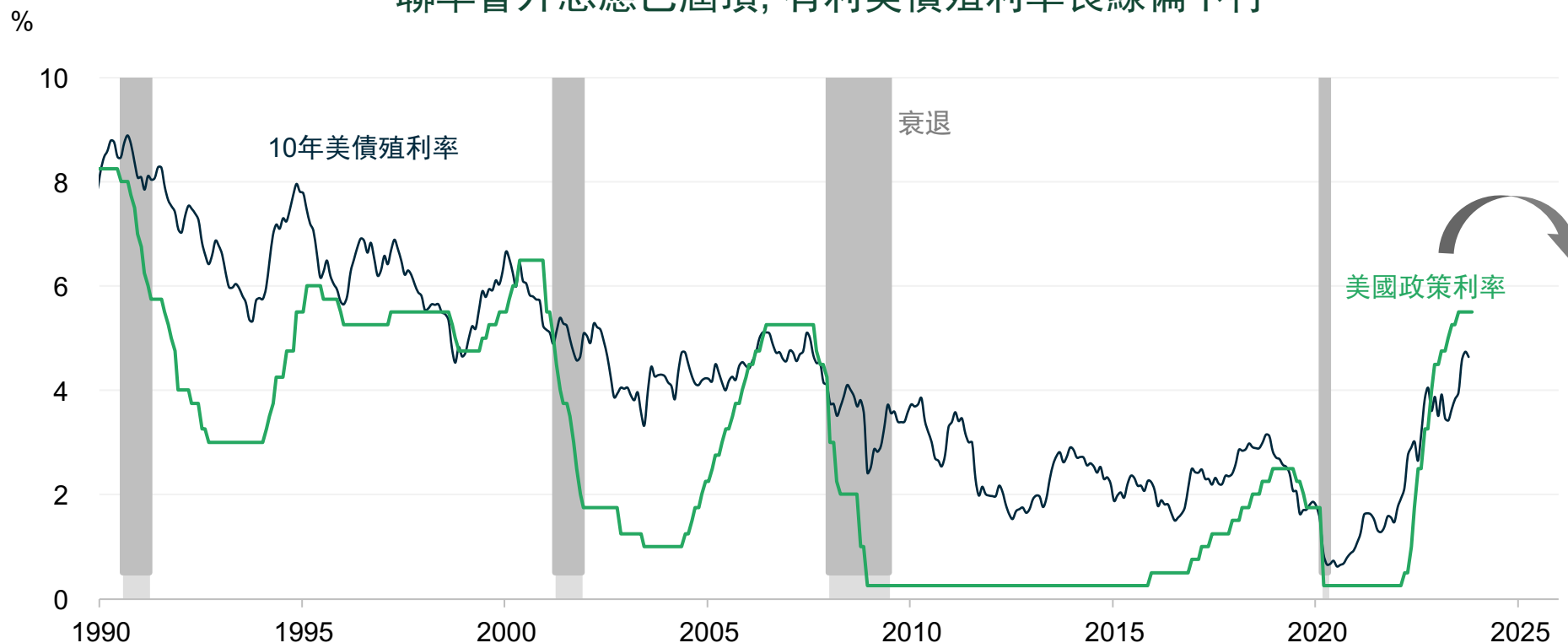
資料來源: Bloomberg。

後續看點(債市) | 債市近期波動加劇, 但景氣從過熱走向降溫, 將牽引長線偏向下行

近期美債波動仍劇, 但**殖利率走勢方向丕變**, 原因在於: 1)就業數據放緩、2)地緣因素未有惡化使油價回落、3)FOMC暗示升息可能屆頂、4)美國Q4財政部發債低於預期(較先前估計降低約760億美元)。在債市過度悲觀下, 上述原因觸發空單回補, 殖利率大跌。

殖利率走勢: 長線而言, 鑑於信貸供給已然趨緊, **美國投資活動與循環性消費動能終將降溫**, 連帶將使得通膨有所放緩, 將能壓抑長債殖利率走勢。

聯準會升息應已屆頂, 有利美債殖利率長線偏下行

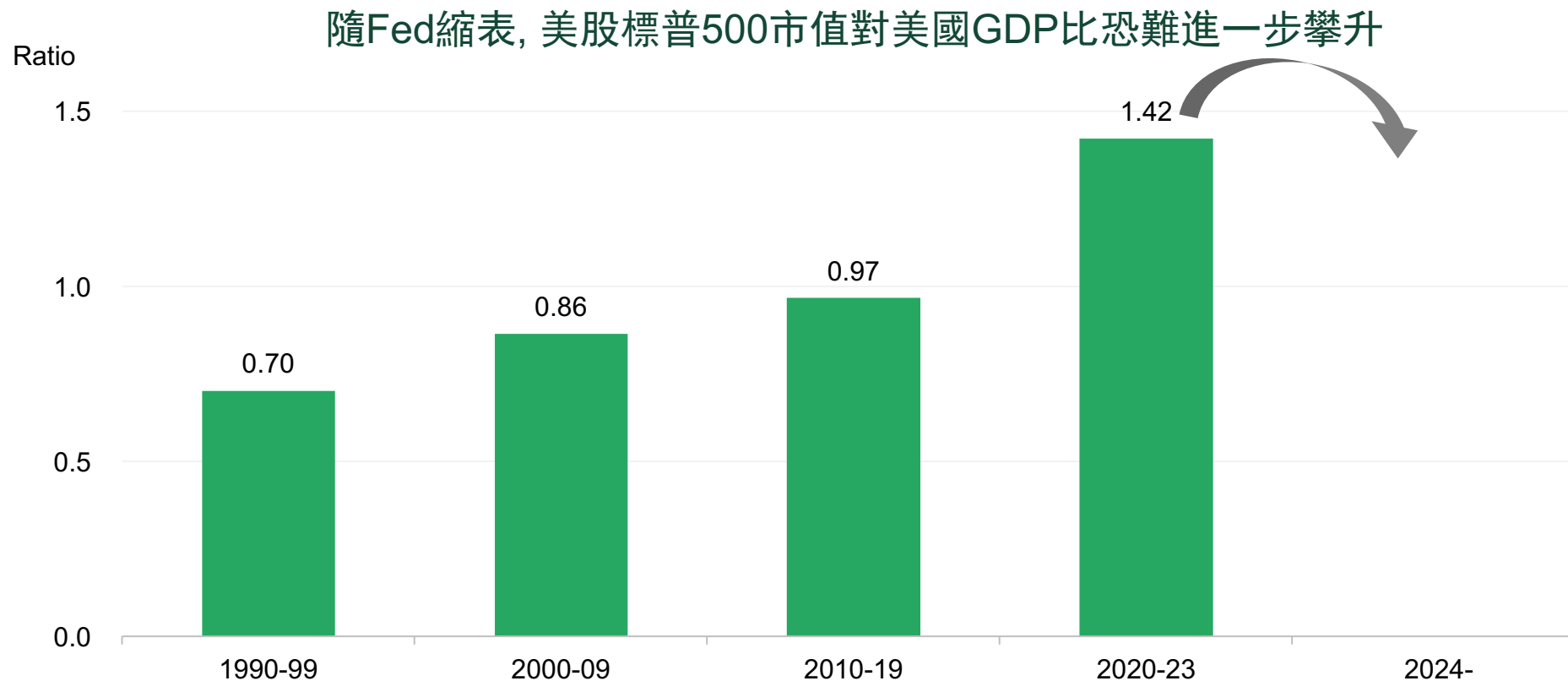


資料來源: Bloomberg。

後續看點(股市) | 雖然Fed升息屆頂, 但縮表仍延續, 不利資金面, 對股市評價仍有影響

雖然Fed升息屆頂, 但縮表仍延續, 從去年開始縮表(QT)迄今, 已脫手約1兆美元債券, 央行的債券部位持續減少, 迫使美國財政部更仰賴民間部門吸收聯邦債務, 不利股市資金面, 長線而言, 將對股市評價形成壓抑。

以巴菲特指標(標普500市值對GDP比)來看, 自從疫情央行大放水以來, 已然攀升至近30年來高位, 近期雖因美國CPI帶來一波嘎空行情, 但**隨Fed持續縮表, 股市評價仍會受到影響。**

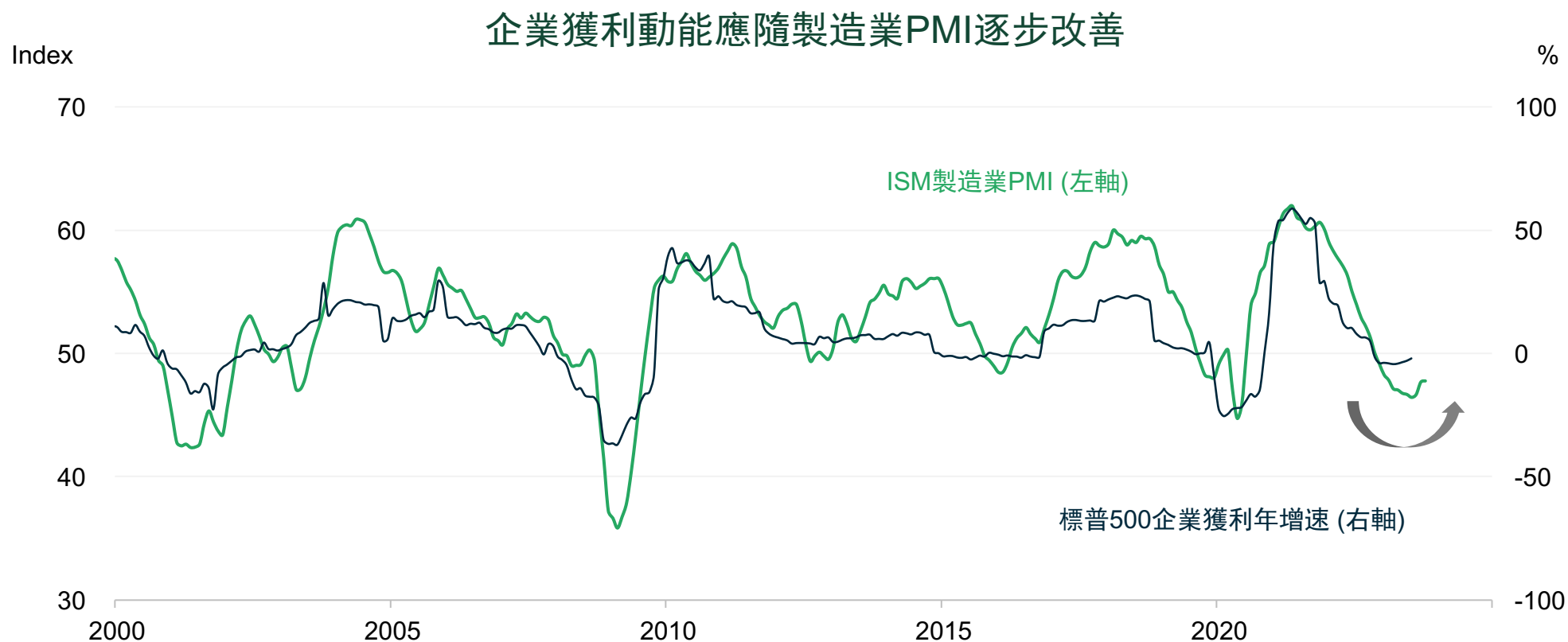


資料來源: Bloomberg。



後續看點(股市) | 股市評價雖有壓, 但基本面有撐, 有助企業獲利逐步改善

雖然10月ISM製造業PMI有所回落, 但**PMI築底回升的趨勢尚未逆轉**, 隨製造業活動改善, 將有助於企業提高產出和銷售。這將直接反應在標普500企業的獲利上。因此, 目前的總經環境雖然添增股市評價壓力, 但**隨標普500企業獲利年增速逐步改善, 可望形成股市下方支撐**。

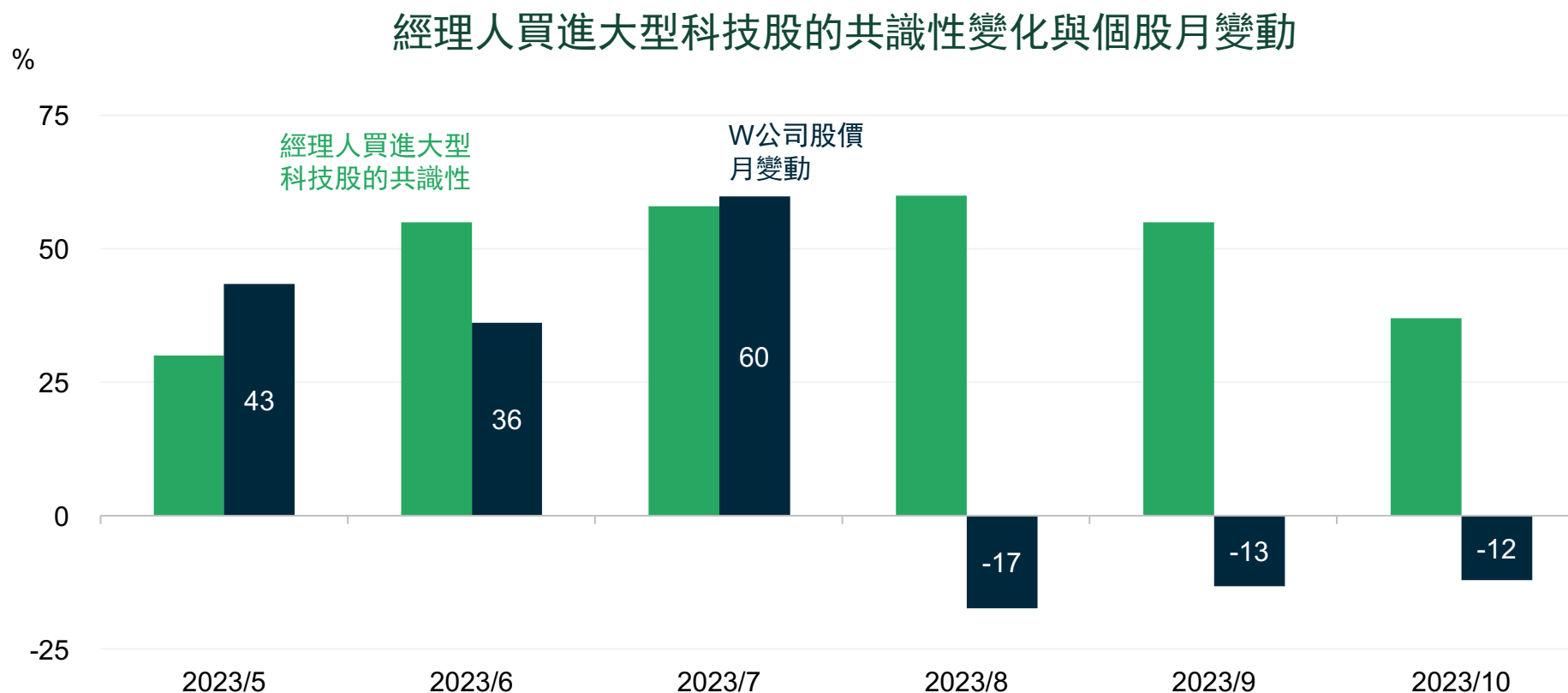


註: 資料為三個月平均。
資料來源: Bloomberg。



後續看點(股市) | 惟需注意當市場共識性過高時, 市場波動容易加劇, 宜避免追高

雖然基本面有撐, 有助企業獲利逐步改善, 有利支持美股表現, 但盤勢容易因短線情緒過卑過亢而波動加劇。以券商調查的經理人買賣共識為例, 今年當共識性過半時, 即便領漲大盤的強勢AI股也見頹勢, 因此, **當股市氣氛好轉時, 反而應該避免追高。**



註: W公司為緯創。
資料來源: Bloomberg。

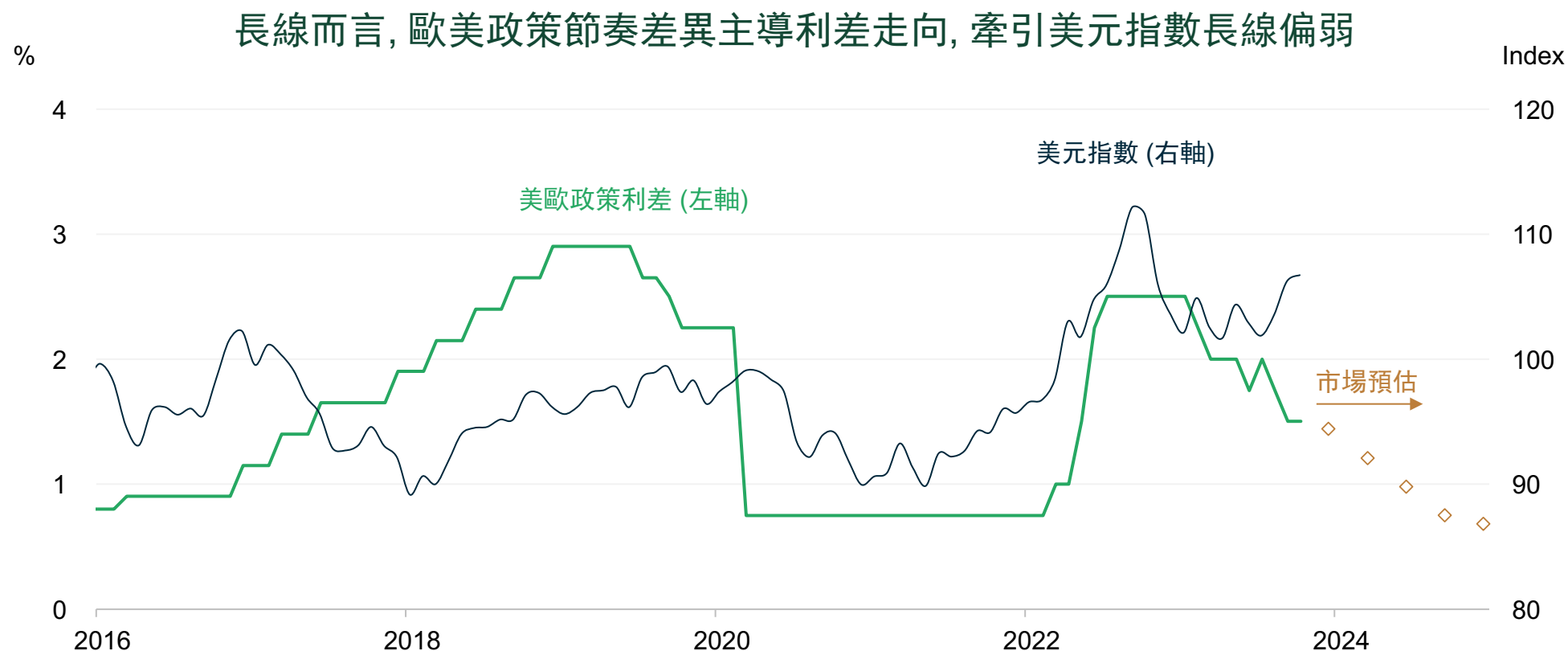


國泰世華銀行
Cathay United Bank

後續看點(匯市) | 歐美政策節奏差異主導利差走向, 牽引美元指數長線偏弱

美元Q4高位震盪, 但來年偏弱看待:

1. 短線方面, ECB停止升息, 雖為區域內股、債市利多, 但在Fed不敢輕言寬鬆、歐洲數據偏弱下, 對歐元短線匯價仍屬不利(有利美元指數)。
2. 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, 牽引美元指數長線偏弱。

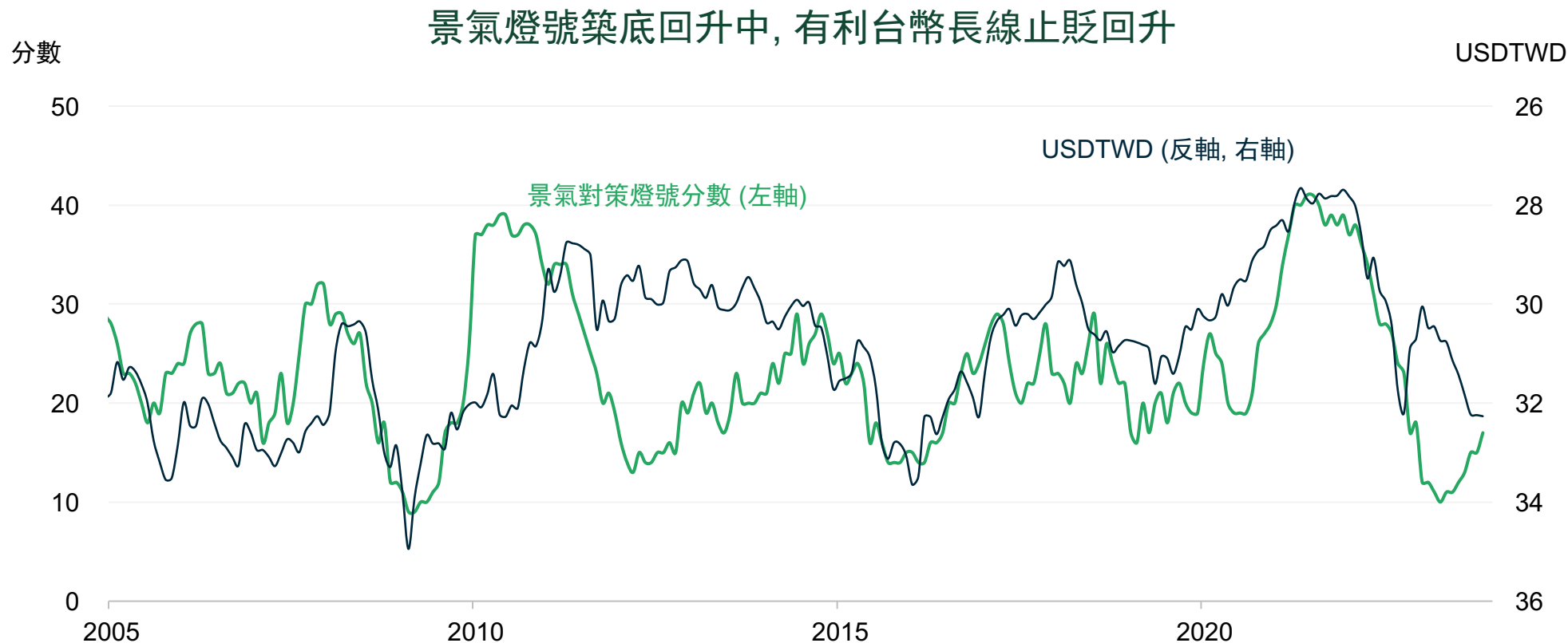


資料來源: Bloomberg。

後續看點(匯市) | 景氣築底回升, 基本面有利台幣匯價, 但留意大選不確定性上升

基本面：國發會先前公布景氣燈號終結連10藍，轉成黃藍燈。國發會表示9月景氣燈號亮出代表「轉向」的黃藍燈；搭配財政部公布的出口數據，10月跌幅已比前9月明顯收斂，並**預估11月出口有望重回正成長軌道，意味景氣正從谷底往上回升。**

匯價：1)長線而言，基本面逐步改善，將有利匯價回升；2)短線而言，美國CPI激勵雜幣漲勢，並帶動台幣大漲，後續**台幣短線可能於季線至半年線間擺盪；惟需留意台灣政治不確定性升溫，若明年政局有所變動，恐為台灣股匯隱憂。**



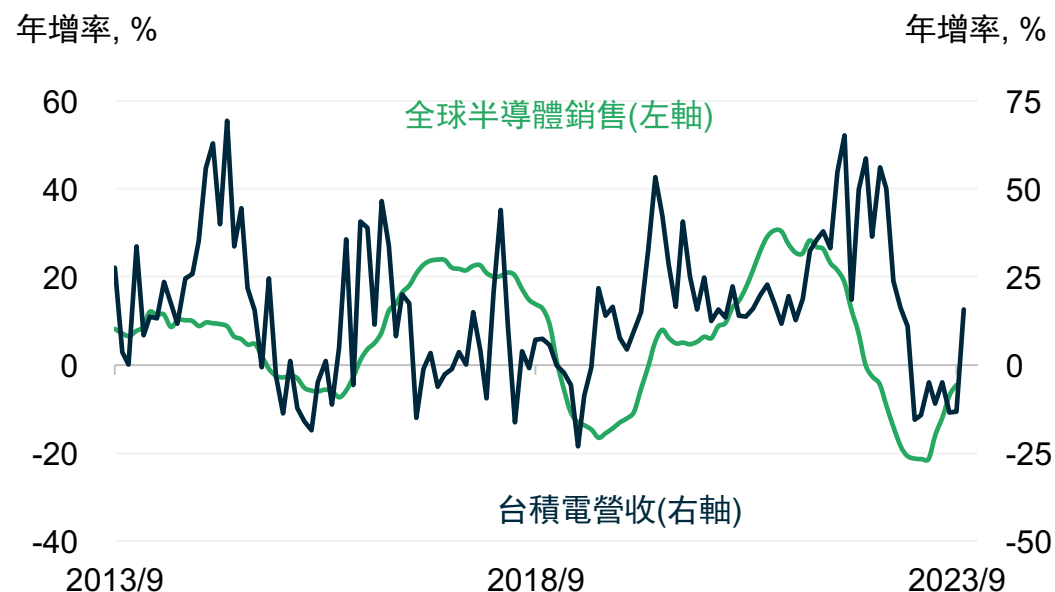
資料來源：Bloomberg。

科技 半導體循環見底, 科技股強者恒強

台積電公布10月營收2432億元, 創歷史新高, 年增率意外由負轉正, 成長15.7%, 除了蘋果手機晶片出貨之外, 輝達AI晶片預料將是主要貢獻的對象, 不排除因為美國政府對中國的晶片禁令, 造成AI晶片提前拉貨的現象。若依據台積電財測, Q4營收約落在6016億元~6272億元區間, 10月營收衝高, 有望帶動先進製程需求淡季不淡, 而本波半導體景氣下行循環也可望觸底回升。

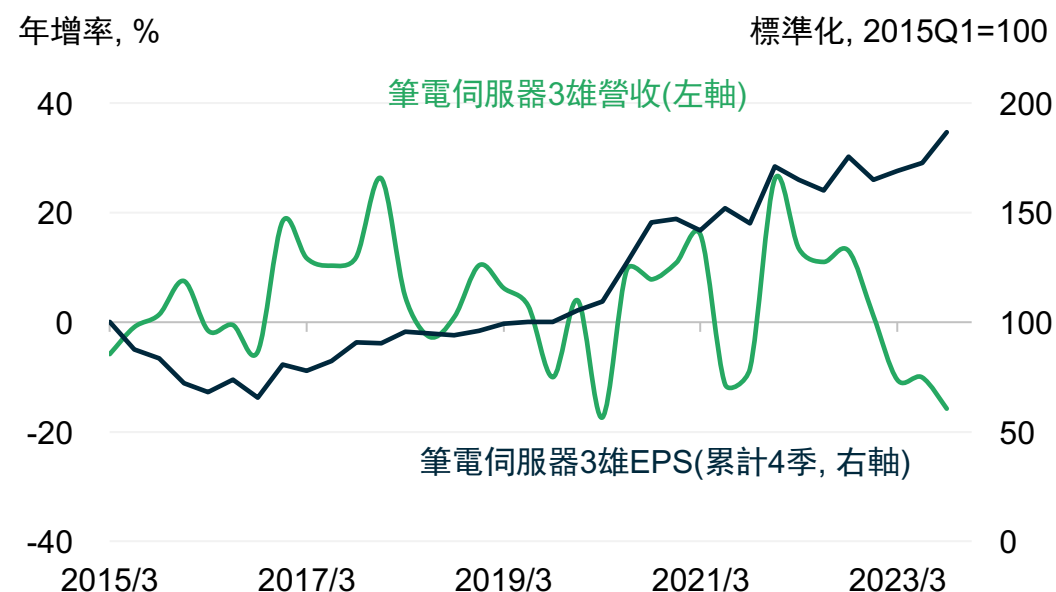
AI族群在8月輝達亮麗財報之後即陷入整理, 11/22將再度迎來輝達新一季財報, 由於AI晶片及伺服器需求仍強, 相關台廠陸續公布Q3財報, 可發現雖然營收受到今年筆電出貨不振影響而大幅衰退, 但AI伺服器帶來的獲利貢獻則推升每股獲利創新高。而微軟Office365 copilot自11月起收費, 市場看好微軟獲利前景下, 推升微軟股價領先標普500指數創歷史新高, 顯示**獲利及成長題材仍將是未來科技股主流**。

台積電10月營收驚喜, 半導體景氣谷底翻揚



資料來源: Bloomberg。

筆電伺服器廠商受惠AI, 獲利領先營收創新高



註: 取廣達、緯創、英業達3家財報平均。

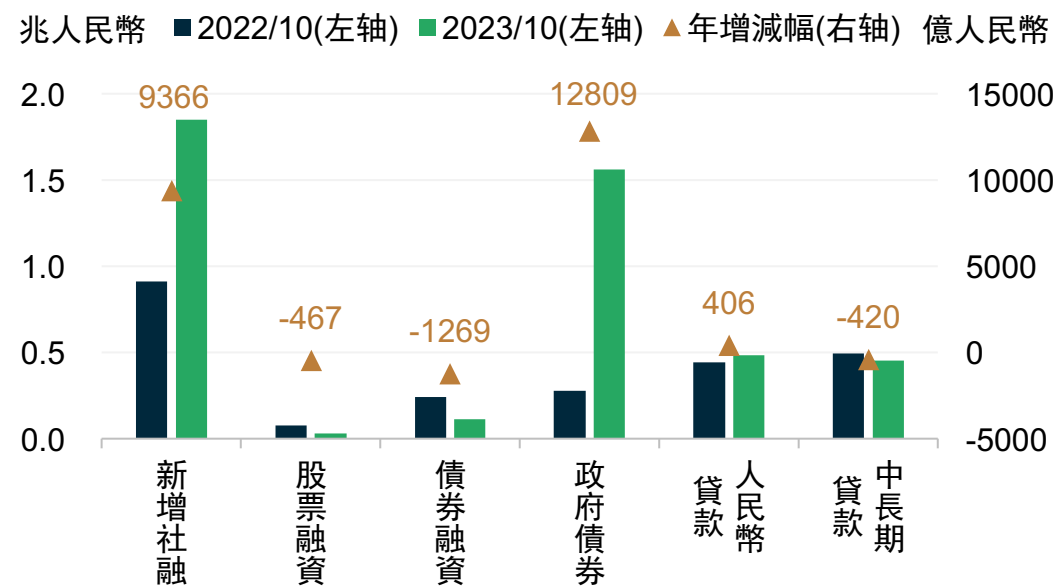
資料來源: Bloomberg。

中國 民間貸款需求持續疲弱，大盤上檔空間有限

基本面：10月新增社融1.85兆人民幣，優於市場預期且比去年同期增加逾9000億，總量表現不差但結構面不如人意。從社融分項可以發現，10月增量幾乎全數來自政府債券，主要是因為地方政府用於化解債務的再融資債券，實體經濟的貸款需求仍顯不足，無論是企業中長期貸款低於去年同期、M1與M2剪刀差擴大，抑或是固定資產投資增速持續下滑，都顯示經濟動能疲弱的情況改善有限。

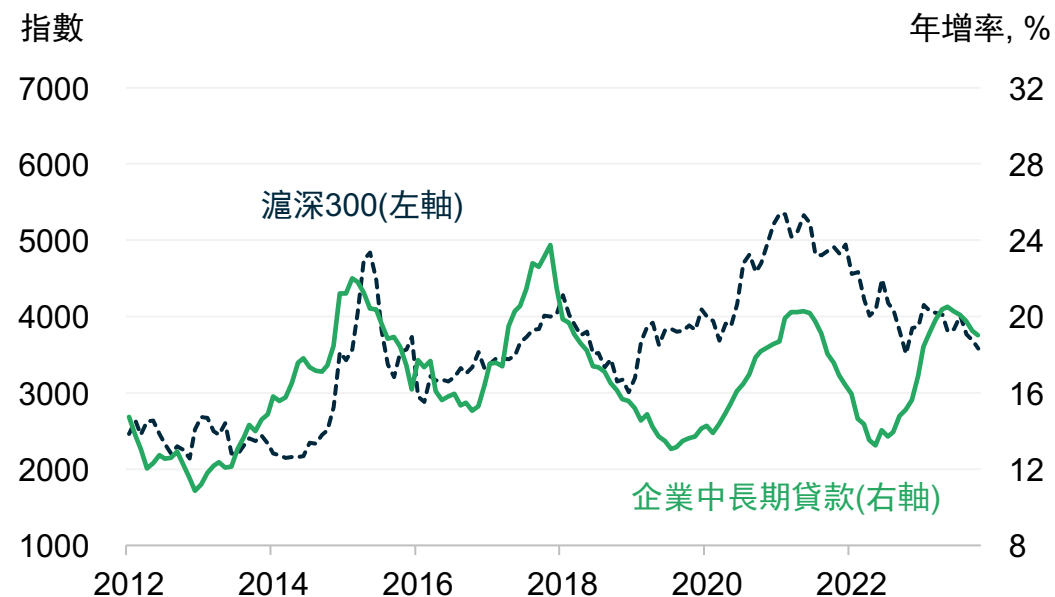
市場面：隨著兆元特別國債於11、12月陸續執行，將給予社融與基礎建設支撐，加上美中關係近期出現緩和，有助改善投資人情緒，進而提供股市下方支撐。然而，融資需求不足、經濟動能偏弱的情況遲遲未見改善跡象，盤勢料延續整理格局，大盤上檔空間有限。

政府發債推升10月社融，惟結構面改善有限



資料來源：Wind。

企業借貸意願低迷，不利大盤漲勢



資料來源：Wind。

原油 美國原油庫存連續4週走揚，油價仍將弱勢調整

以哈軍事衝突雖持續，但已有降溫的跡象，傳聞哈瑪斯同意釋放50名人質，甚至有每日停戰4小時的消息，使得油價漲勢難以維繫。以色列的貨幣謝克爾自低點已回升8%，離10/7軍事衝突前的水平已不到1%。

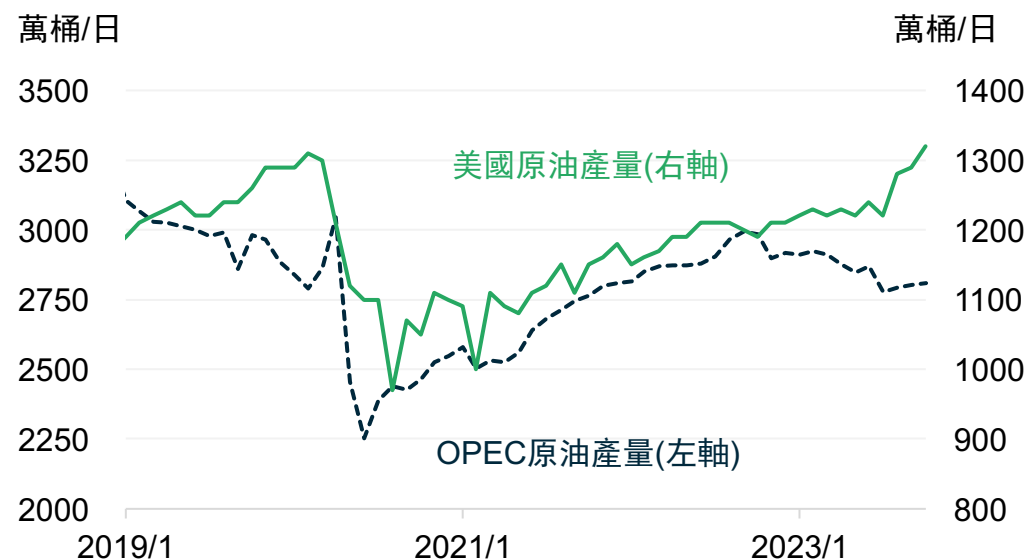
回到能源供需狀況，OPEC+雖然重申減產協議至年底，但美國商業原油庫存已逐步墊高，連續4週走高，加上美國原油產量創下歷史新高，將不利油價走勢。考量目前仍處在淡季，預期油價將偏弱。

庫存持續回升，暗示能源需求轉弱



資料來源：Bloomberg。

美國原油產量創新高，抵銷OPEC減產效果



資料來源：Bloomberg。

Nov 2023

20

Monday

美國領先指標
德國PPI

21

Tuesday

美國成屋銷售
加拿大CPI

22

Wednesday

美國耐久財訂單
美國密大消費信心
歐元區消費信心

23

Thursday

英國PMI
歐元區PMI
美國感恩節

24

Friday

美國PMI
日本PMI
日本CPI
德國IFO

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