



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年10月13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。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 市場對以巴衝突反應平淡, 但仍須留意戰事擴大風險

- 以色列受到攻擊後, 也對加薩進行回擊並封鎖, 同時黎巴嫩也對以色列北部進行攻擊, 戰事有擴大的跡象。由於目前戰事侷限在加薩, 市場反應平淡, 但仍需留意戰事擴大的風險。

### 2) 美債利率上下擺盪, 但核心通膨降溫及聯準會鴿派言論緩解利率上彈壓力

- 美國10年期公債殖利率近期上下擺盪, 但核心CPI降溫加上聯準會官員釋出鴿派言論, 使得Fed今年再度升息的機率偏低, 緩解利率上彈壓力。

### 3) 後續關注焦點:

- 以巴衝突狀況、10/19台積電法說會、美國企業財報-10/17美國銀行及高盛、10/18特斯拉。

## 策略思維

1) **股市:** 評價面因殖利率高位而回調, 然景氣逐步復甦, 庫存調整告一段落, 加上股市自高位拉回幅度已來到5~10%區間, 應站買方思考。

2) **債市:** 聯準會傾向維持高利一段時間, 而非進一步升息, 加上通膨持續緩解, 研判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:** 庫存調整告一段落, 加上台灣出口升溫, 有利台幣後續回升, 但美元指數仍維持相對高位, 將限縮後續升值幅度。



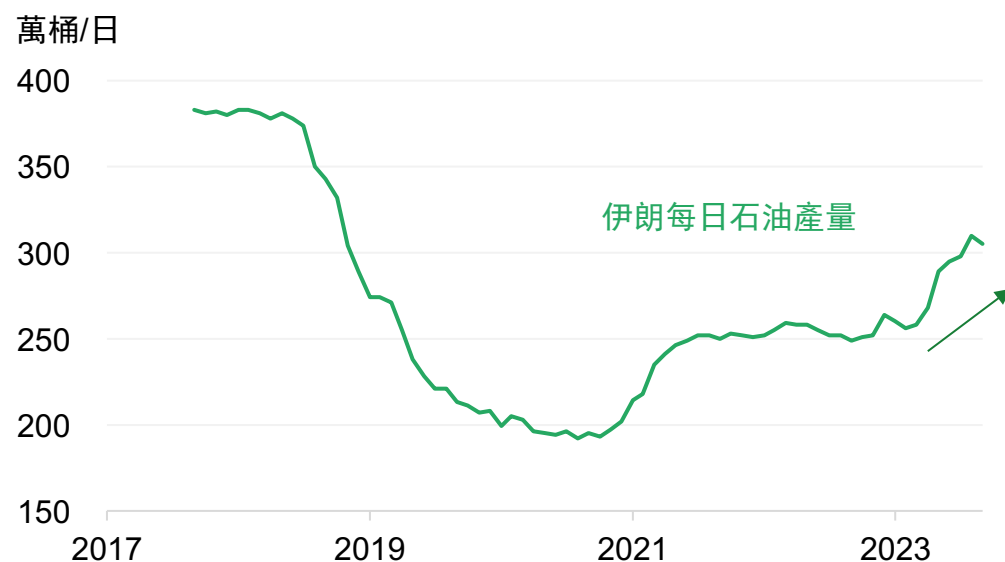


## 需求減緩下，抵銷地緣風險對油價的衝擊

以巴衝突持續，造成地緣風險上升，西德州原油一度大漲5%，不過，目前戰事侷限在加薩走廊，且雙方武力懸殊，預期對油價推升效果有限。由於以巴都非產油國，伊朗才是關鍵。受到能源解禁影響，伊朗原油每日產量已從250萬桶，提高至300萬桶，若禁令重啟，油價才有較強的上漲動能。

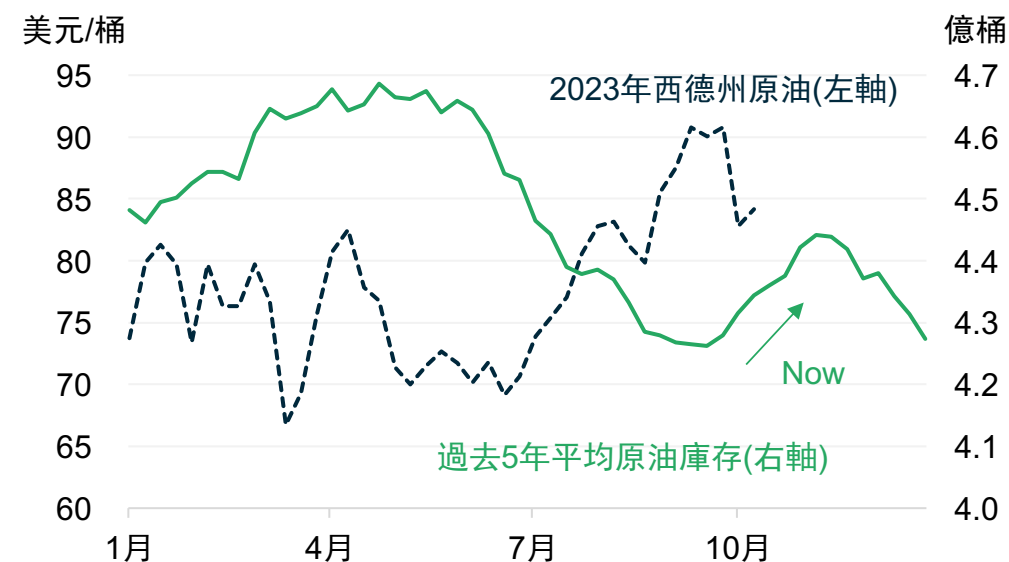
以原油的需求循環來看，**隨著夏季用油季結束，報復性旅遊也告尾聲，能源需求強度也將減緩，往往是原油庫存回升階段，將不利油價維持高位。**因此，若地緣風險再度升溫，油價走高，投資人仍不宜追高。

### 能源解禁後，伊朗石油產量攀升



資料來源：Bloomberg。

### 傳統用油旺季已過，需求減緩往往導致庫存上升



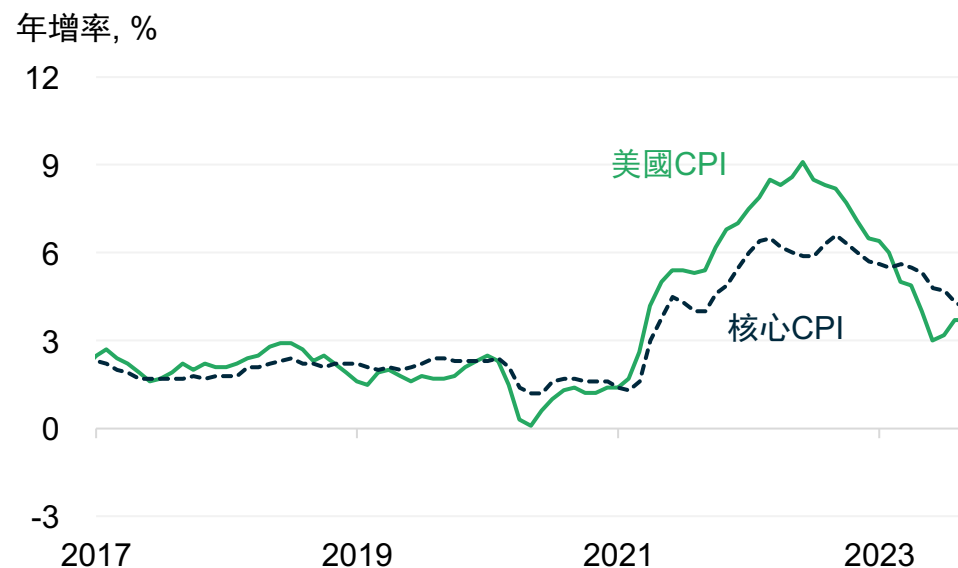
資料來源：Bloomberg。

## 通膨仍具黏滯性，但核心通膨持續在放緩

美國9月最新通膨數據顯示，隨著油價紅利消退，美國CPI保持在3.7%左右，但受到供應鏈緩解、美國房市降溫等因素，9月核心CPI持續下降，並創下一年來的新低4.1%。**整體而言，通膨仍具黏滯性，但放緩趨勢不變。**

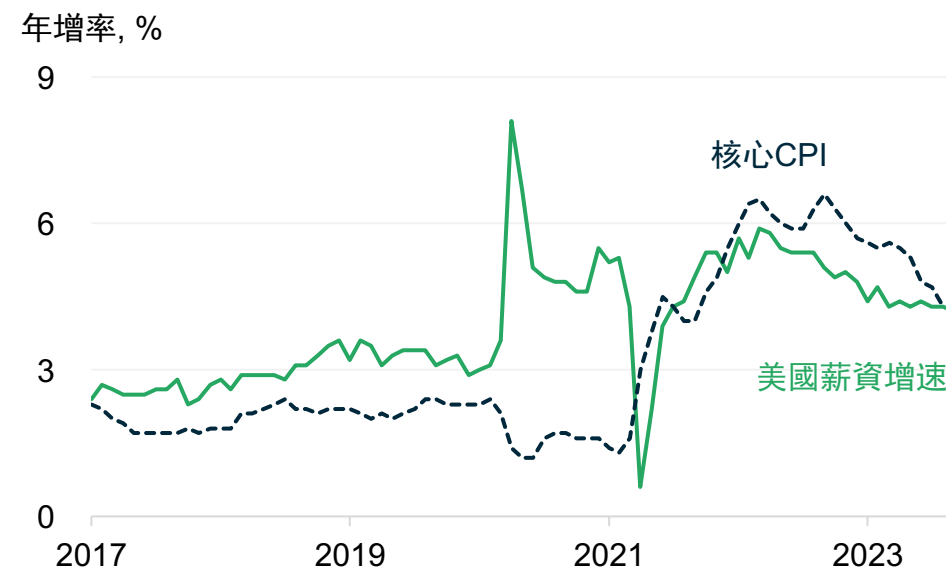
美國就業市場仍相對強韌，9月非農就業人數增加了33.6萬人，遠高於市場預期，但就業市場緊張程度其實也有所緩解，包括失業率逐步上升，薪資增速也從6%下降至4.2%，有助壓抑通膨上升。

### 通膨仍具黏滯性，但核心通膨持續在放緩



資料來源：Bloomberg。

### 薪資增速放緩，緩解通膨壓力



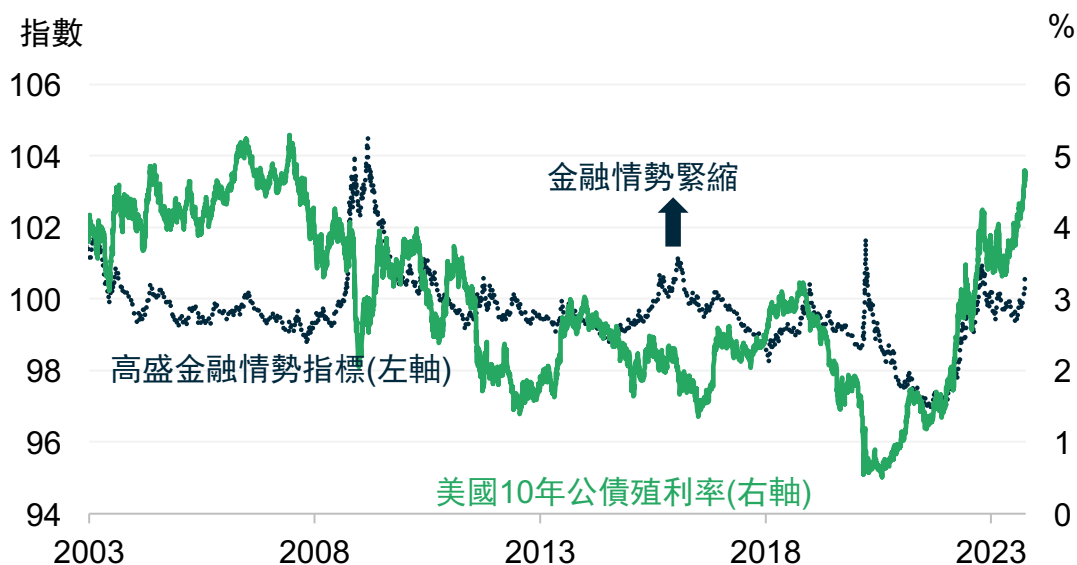
資料來源：Bloomberg。

## 通膨降溫與聯準會官員談話, 緩解美債利率上彈壓力

隨長天期公債殖利率攀至十幾年來新高, 造成金融情勢的緊縮, 已具有進一步升息的效果, 並對經濟產生抑制的效果, 使得聯準會官員相繼釋出鴿派言論, 造成公債利率的回落。

9月會議紀錄提到, 雖然進一步升息是適當的, 但未來貨幣政策決策和溝通的重點應該從將『政策利率提高到多高』, 轉向將『政策利率維持在限制性水平多久』。根據利率期貨顯示, 年底再度升息的機率已從先前的55%, 降至30%附近。整體而言, 利率長線下滑趨勢不變, 利率逢反彈視為布局時點。

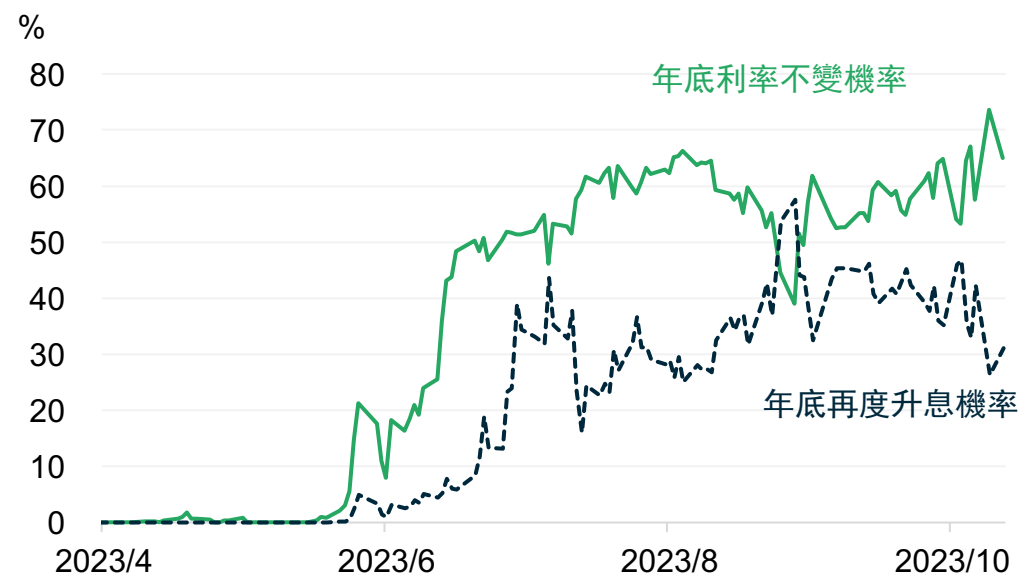
### 長債利率走揚, 已達到金融緊縮效果



註: 高盛金融情勢指數升高代表金融環境趨緊, 指數包含無風險利率、匯率、股票估值、與信用利差的加權平均。

資料來源: Bloomberg。

### 聯準會傾向利率不變, 年底升息機率偏低



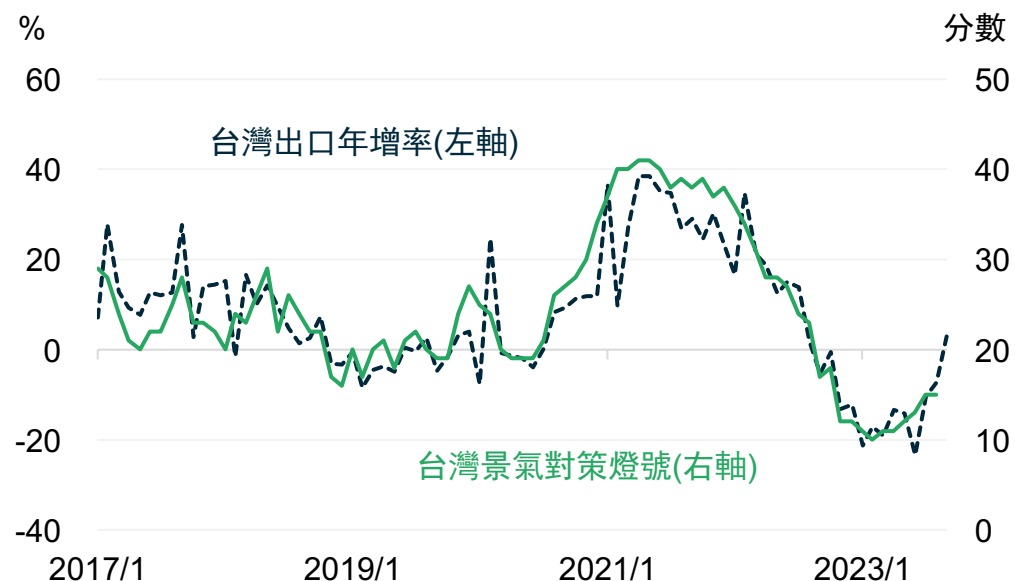
資料來源: FedWatch tool。

# 台幣 出口回升有利台幣走強, 但美元強勢限縮漲幅

根據統計, 在新品拉貨及低基期效應下, 台灣9月出口達388.1億美元, 年增率從前期-7.3%回升至3.4%, 不僅終止連12黑且大幅優於預期, 其中, 人工智慧的運用及手機新品發表, 是驅動出口回升的主因。對應到景氣對策燈號, **9月有機會變燈為黃藍燈, 最遲為Q4變燈。**

以台幣走勢而言, 隨年底出口動能的回升, 若市場更加確信聯準會傾向維持利率不變下, 將有利台幣後續逐步轉強。值得注意的是, **台幣雖有機會轉強, 但美歐經濟強弱差異, 美元指數可望維持相對強勢, 也限縮台幣升值空間。**

## 出口動能回升, 最遲Q4轉為黃藍燈



資料來源: Bloomberg。

## 美元指數相對高位, 限縮升值幅度



資料來源: Bloomberg。

# 科技 半導體基本面有撐, 大型科技龍頭股表現值得關注

美股今年以來表現亮眼, 其中以蘋果、微軟、輝達為首的7大科技龍頭表現最為突出, 而觀察科技龍頭與10年公債殖利率走勢可發現, 當殖利率結束上升階段, 開始進入橫盤或下行趨勢時, 科技龍頭股股價明顯優於其他美股的表現, 而本波10年公債殖利率受到Fed態度及經濟強於預期而推升, 若升勢告一段落並開始轉趨下行, 將有利大型科技龍頭的相對表現。

半導體銷售落後製造業景氣落底, 而營收年增率自5月起翻揚, 明年有望轉為景氣上行, 而半導體類股股價與營收走勢幾乎同步, 因此未來基本面轉強將形成股價下檔支撐, 對相關科技族群維持逢低布局看法。

## 大型科技股在殖利率下行階段較具優勢



註: 7檔科技龍頭為微軟、蘋果、亞馬遜、谷歌、特斯拉、輝達、Meta。  
資料來源: Bloomberg。

## 半導體景氣循環谷底翻揚



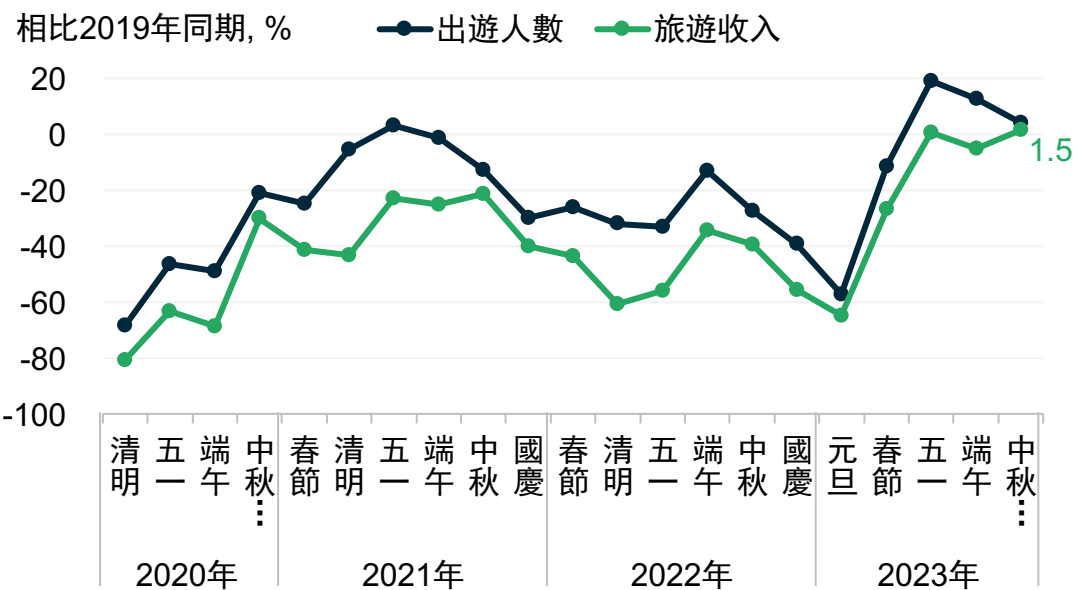
資料來源: Bloomberg。

# 中國 國家隊資金難以扭轉長期趨勢, 大盤料延續整理格局

在中秋與十一長假期間, 中國民眾消費活動稍見回穩, 較2019年同期相比, 假期出遊人數成長4.1%, 旅遊收入也有所改善, 相較於2019年同期小幅增長1.5%。另一方面, 國有獨資公司中央匯金宣告, 將增持四大銀行股票, 力求扭轉市場信心, 不過從過往6次經驗看來, 國家隊進場僅能短暫提振市場情緒, 中長期走勢仍仰賴景氣與企業獲利表現。

綜合來看, 政策與國家隊資金提供股市支撐, 但消費動能並未擴散至房地產市場, 即便中央與地方政府的調控政策接連推出, 銷售狀況在黃金週仍顯乏力, 房地產與企業信心尚未擺脫底部區間, 加上債務結構問題拖累投資人信心, 研判大盤上行動能偏弱, 料陸港股短期難以突破整理格局。

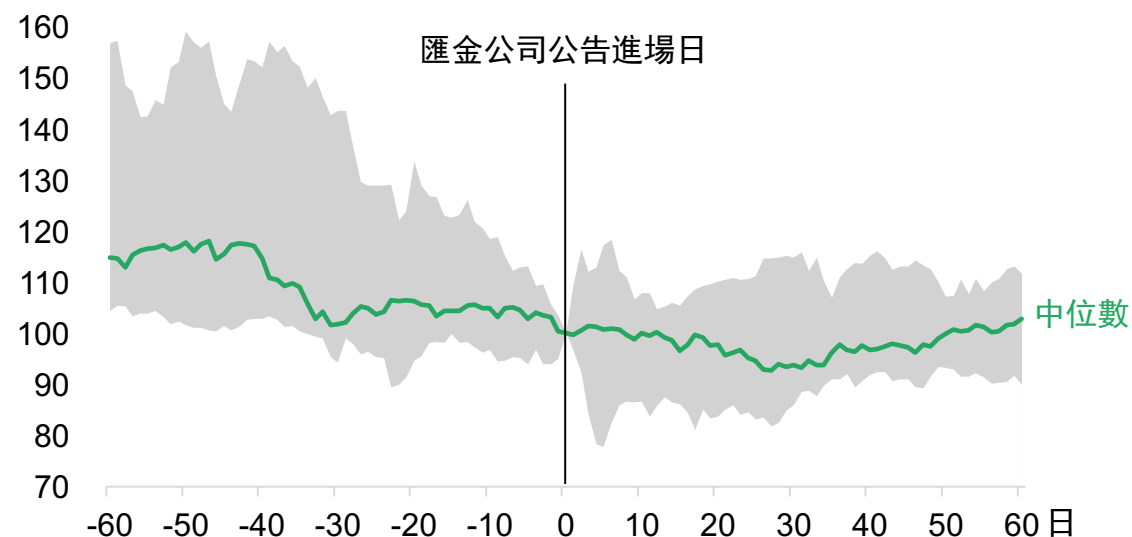
## 十一黃金週旅遊狀況恢復至2019年水平



資料來源: 中國文化旅遊部, Wind, 平安證券。

## 過往六次中央匯金進場後股市變化

滬深300指數, 以公告日為基準=100標準化



註: 為2008、2009、2011、2012、2013、2015總計6次中央匯金進場前後股價變化。

資料來源: Bloomberg。

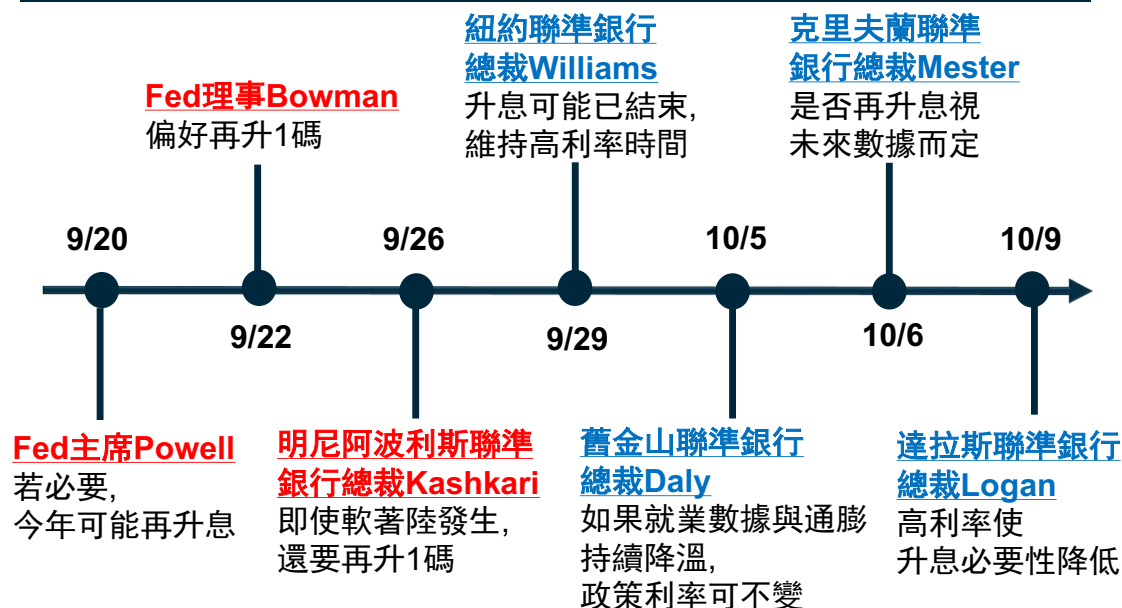


# 信用債 10年公債殖利率回落, 但在政策利率高位時間延長下, 債市布局應逢高鎖利

**近期Fed官員放鴿：**達拉斯Fed總裁Lorie Logan表示，美國長債利率上升使金融情勢趨緊，有助於經濟活動的降溫，讓Fed再度升息的必要性降低，**但將繼續維持利率higher for longer以限制金融環境。**反應在市場上，由於對Fed再度升息的擔憂有所消退，美國10年期公債殖利率已回落至4.6%。雖然Fed態度轉鴿，但不意謂降息時程將提前，**在Fed逐步走入升息循環尾聲下，研判目前利率點位來到了相對高點，利率上行空間有限。**

在政策利率高位時間延長下，現階段為布局債市的好時機。在投資策略上，信用評級高的企業仍是較為穩健的標的，在高利環境下，體質較差者面臨的風險更高，**因此在債券布局上，可增持投資等級債，非投資等級債部位為次要選擇。**

## 近期Fed官員言論逐漸轉鴿



註：紅色為鷹派言論，藍色為鴿派言論。  
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀投研團隊整理。

## 利率走勢higher for longer, 債市持續保有吸引力



資料來源：Bloomberg。

# Oct 2023

**16**

Monday

中國MLF利率

**17**

Tuesday

美國零售銷售  
美國工業生產  
德國ZEW調查  
美國NAHB房屋指數**18**

Wednesday

中國3Q GDP  
中國工業生產  
美國新屋開工  
美國營建許可數**19**

Thursday

美國成屋銷售

**20**

Friday

中國貸款利率  
美國領先指標  
台灣外銷訂單

## 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