



國泰世華銀行
Cathay United Bank

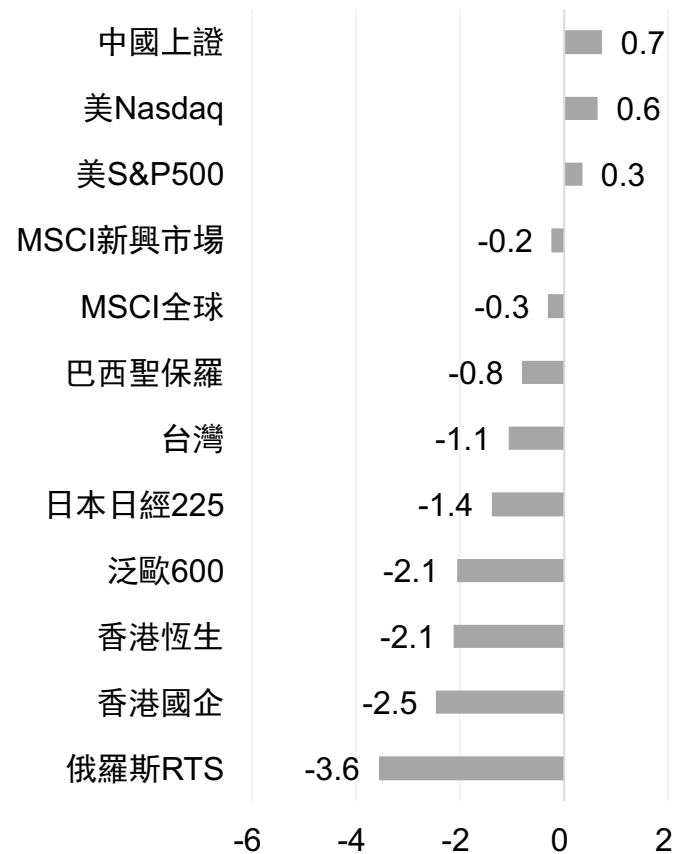
2023年7月7日

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：2023/6/29-2023/7/6。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► PMI雖疲但就業穩健，不致出現硬著陸

儘管美國製造業與服務業PMI持續處於低位，初領失業金也緩步上升，但絕對水準仍很低，就業僅從過熱轉為降溫，失業率極低之下，**不致出現經濟硬著陸。**

► 部位太過一致，“短線”行情震盪難免

- 1) 財報季將至，並傳拜登政府將進一步限制中國取得AI晶片，且月底聯準會將再升息，風險事件不少。
- 2) 加上Q2以來，基金經理人已從空頭回補轉為多頭加碼階段，且**多頭共識過於一致**，短線行情震盪難免。

► 獲利轉正，AI題材加持，“長線”迎接牛市

- 1) 就業穩健，今年不致出現硬著陸；**明年獲利**則有望重拾增長，整體盤勢有烏雲漸褪之勢。
- 2) AI伺服器進入軍備競賽時代，加上雲端需求長期增長，伺服器市場**長線需求穩固。**

股市

端午節前噴出行情在節後轉為溫吞，提醒投資人大漲後修正難免，宜避免追高徒增情緒困擾。惟長線而言，大盤獲利轉正+AI題材加持，下半年牛市可期。**現金流穩健、具護城河的『大型科技股』仍是最佳股市標的。**

債市

就業由過熱轉為降溫，通膨隨之放緩，加上Fed信貸調查也顯示放貸趨緊，**整體總經格局仍是有利殖利率長線偏下的趨勢。**短線市場雖不免震盪，但震盪中若逢殖利率反彈，都還是布建債券部位的好時機。

匯市

美元長線震盪趨貶趨勢仍舊未變，但近期因中、歐數據連袂走弱，不利歐元匯價，也給予美元指數短線支撐。端午節前雖受**外資大幅買超**予台幣支撐，但節後外資調節，台幣匯價不免隨之走貶。

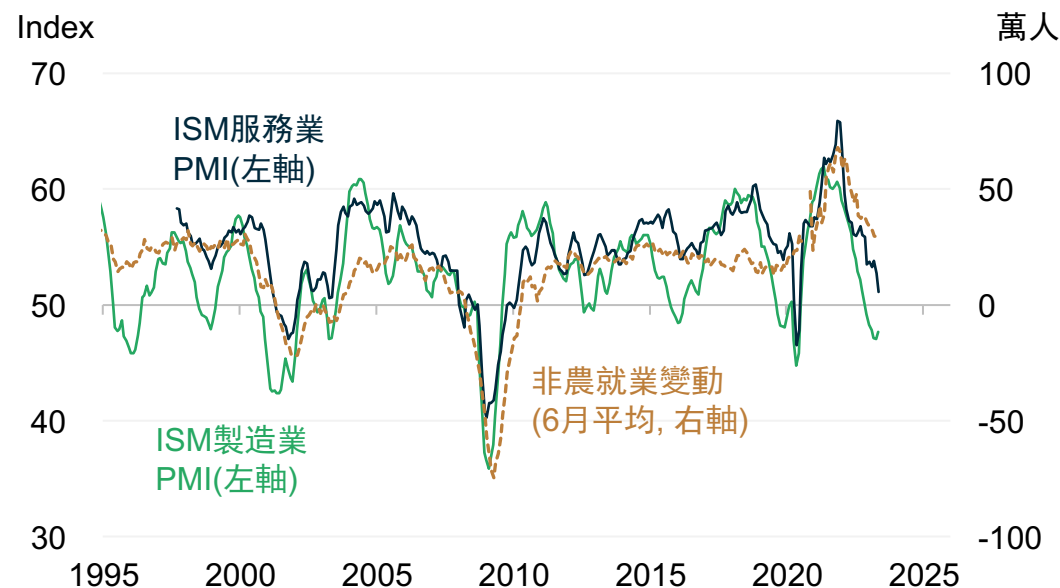
總經 | PMI雖疲但就業穩健，以目前失業率鄰近50年來低位，經濟尚不致出現硬著陸

雖然近期美國製造業或服務業PMI，都持續維持低位，近期美國初領失業金人數也較年初略有上升。但就長期來看，**目前初領失業金的水準仍在極低的水準，尚不致令失業率大幅飆升。**

此外，從自然失業率(註)的角度來看，美國目前的失業率仍遠低於自然失業率，顯示目前就業市場仍處於過熱的狀態。因此，雖然ISM PMI暗示美國經濟將放緩，但**就業市場僅係由過熱轉為正常擴張，尚不致出現失業率大幅攀升的經濟硬著陸。**

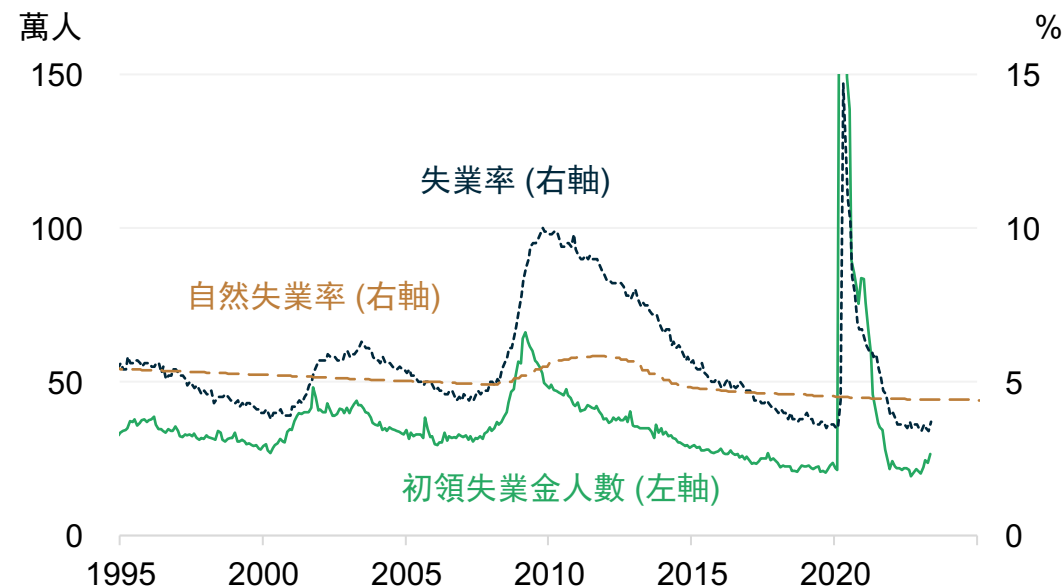
註：不會造成通膨上升的失業率，也是就業市場處於供需穩定的失業率。

PMI雖疲但就業仍穩，就業僅由過熱逐步回歸正常擴張



資料來源：Bloomberg。

初領失業金人數水準仍低，不致令失業率大幅飆升



資料來源：Bloomberg。

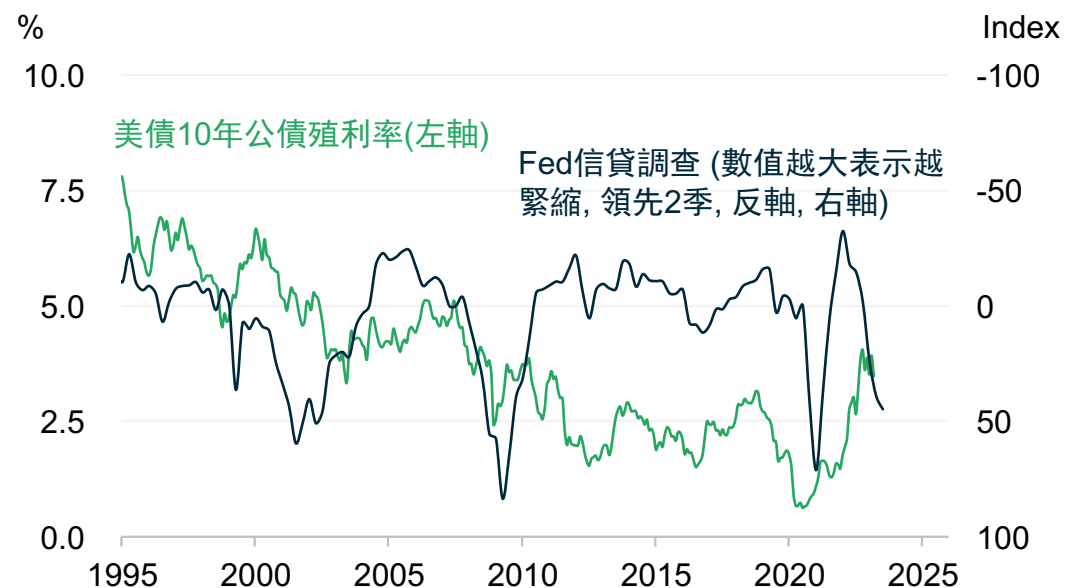
債市 | 信貸調查趨緊, 牽引殖利率長線偏下; 但受數據與官員談話影響, 殖利率短線走高

無論就通膨放緩, 抑或是長短利差、Fed信貸調查的角度來看, **總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢**。究其原因, 基期效果對於通膨降溫屬一大利多; 而長短利差倒掛下, 銀行業放貸意願轉保守, 將有利過熱的景氣持續降溫。

但近期美國10年期公債利率彈升了30個基點, 升破4%關卡, **主因有三**: 1)FOMC會議紀要、2)達拉斯Fed總裁談話釋出鷹派論調, 2)ADP就業數據大幅優於預期。

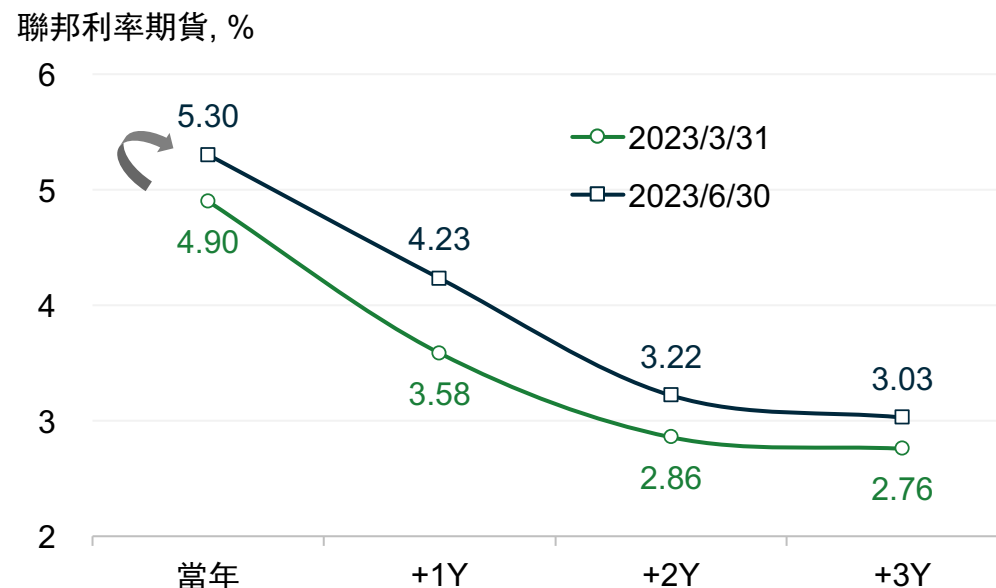
即使Fed今年仍有1-2碼升息的機會, 也難脫升息尾聲, 由6月點陣圖也可以觀察, 隨通膨回落, Fed預期明後年將有降息的空間。**債券布局上, 可把握利率彈升之際布債。**

信貸調查趨緊, 牽引美債殖利率長線走勢偏下



資料來源: Bloomberg。

數據與官員談話推高升息預期, 給予殖利率短線支撐



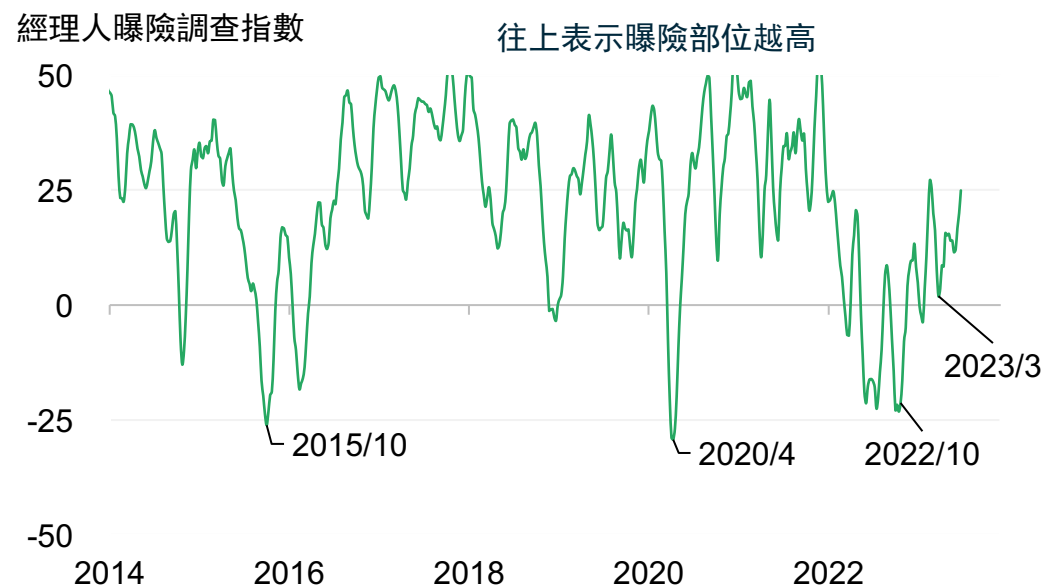
資料來源: Bloomberg。

股市(1) | 市場共識性極高，部位太過一致，“短線”行情震盪難免

美國財報季將至，市場關注美國企業的獲利表現和前景展望。然而，除了財報外，還有其他風險事件可能影響市場走勢，其中之一就是美國對中國的AI晶片出口管制。據外媒報導，美國商務部最快可能在7月初採取行動，禁止輝達和其他晶片製造商在未獲得商務部許可證的情況下，向中國客戶出口AI晶片，這無疑將對市場投入不確定性。另一個風險事件則是月底美國聯準會的利率決策會議，除宣布再次升息1碼，後續仍有再升息的機會，這也持續對市場資金面形成侷限。

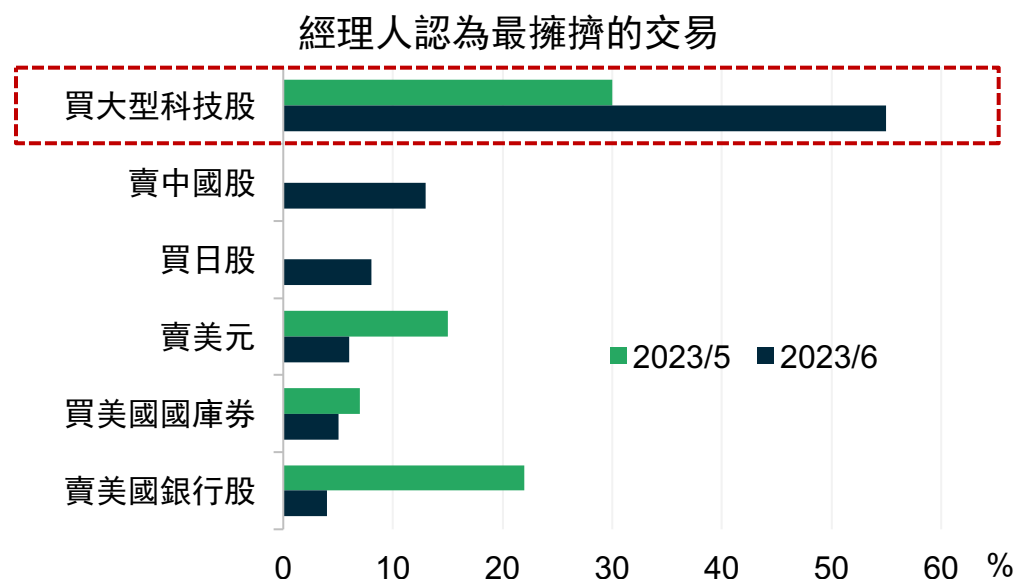
面對這些風險事件，漲多後修正難免。尤其Q2以來基金經理人已從空頭回補轉為多頭加碼，加上多頭共識過於一致，短線行情震盪難免。因此，提醒投資人短多後修正難免，宜避免追高徒增情緒困擾。

Q2以來，基金經理人部位已由空頭回補轉為多頭加碼



資料來源：Bloomberg。

經理人調查顯示，多頭部位的共識性高度一致



資料來源：BOA。

股市(2) | 大盤獲利將轉正，雲端需求為伺服器長線支撐，且有AI題材加持，股市“長線”審慎樂觀

就標普500而言，雖然今年企業獲利較為乏力，展望亦多保守，但隨著Fed升息屆尾聲、通膨逐步走降，在在有利總經環境逐步改善，且大多數機構普遍預期下半年獲利狀況將逐漸改善，而展望明年，獲利更有重拾增長動能的態勢。

而受惠於雲端運算、AI等應用需求推升，伺服器長線需求穩固，將成為科技股的重要支撐力量。據TrendForce統計，2023年全球AI伺服器出貨量將近120萬台，占整體伺服器出貨量約8%，年增速快速增長，將成為未來成長的重要驅動力。而隨著AI晶片的出貨量和價格同步上揚，AI伺服器的平均銷售單價也將提高。

綜上，大盤獲利年增長可望轉正，加上雲端需求對伺服器市場長線支撐及AI題材加持，股市“長線”審慎樂觀。

儘管今年EPS展望較保守，但明年有望重拾增長動能



註：*Bloomberg預期。
資料來源：Bloomberg。

雲端需求為伺服器長線支撐，AI則迫使廠商軍備競賽



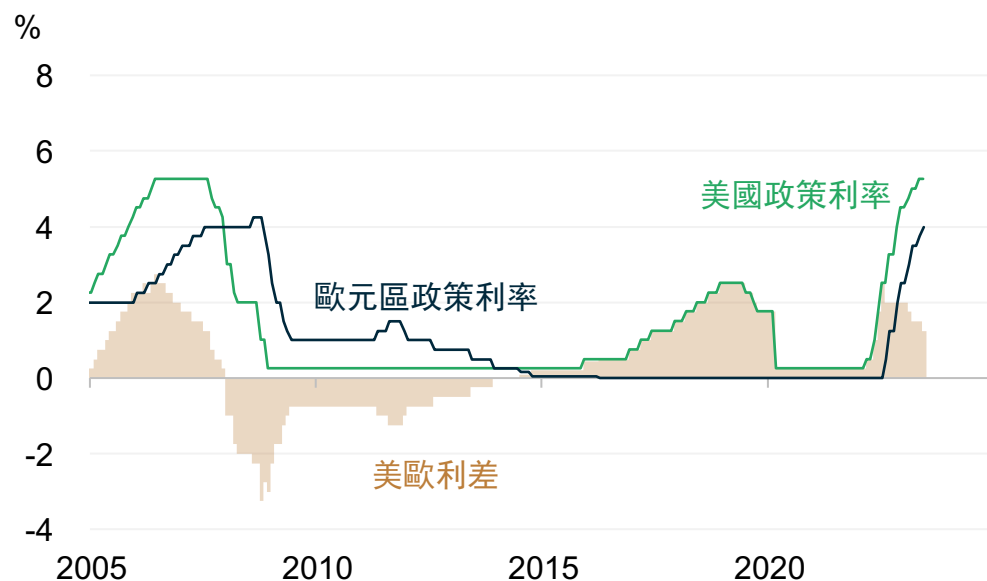
註：*Bloomberg, TrendForce預期。
資料來源：Bloomberg, TrendForce。

匯市(1) | 政策利率拉近, 美元趨貶大方向未變; 但近期美歐數據強弱分歧, 給予美元支撐

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。

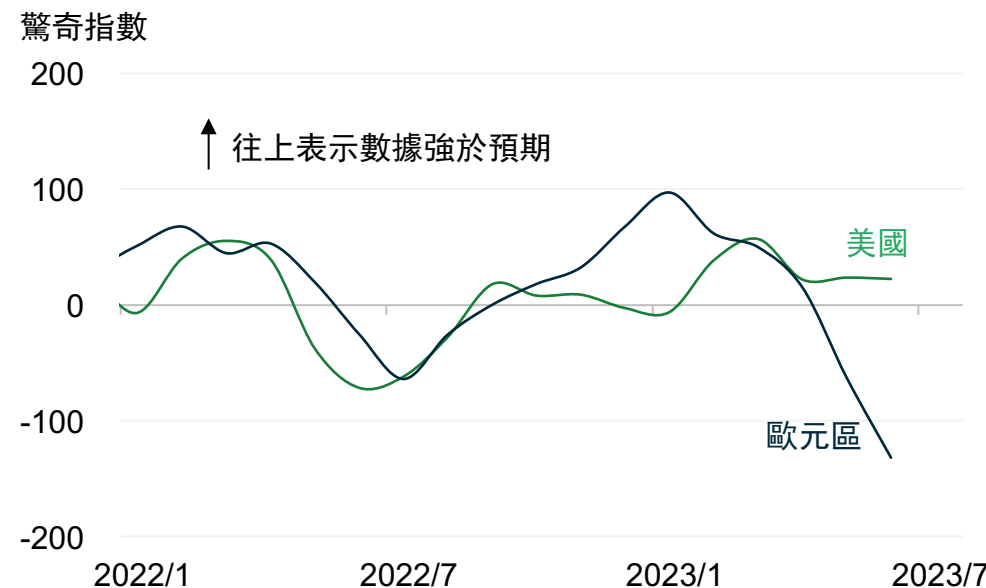
美元指數: 長線而言, 美元震盪趨貶的趨勢仍舊未變, 主要仍因美歐貨幣政策循環的差異所致。點位而言, 美元指數在100左右大致price-in目前利差水準, 但因美國先走進降息循環的機會較高, 所以一旦Fed確認開啟降息循環, 則美元有機會向下挺進。惟因近期美歐數據強弱分歧, 給予近期美元指數支撐。

美歐政策利率逐漸拉近, 美元趨貶大方向未變



資料來源: Bloomberg。

近期美歐數據強弱分歧, 給予近期美元支撐



資料來源: Bloomberg。

匯市(2) | 半導體循環牽引台幣匯價呈『先貶後升』格局, 近期則受外資買賣超主導短線走勢

基本面：根據財政部分析，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，**依照全球半導體銷售來看，下行動能尚未終結，這也使台幣基本面仍舊偏弱。**

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拖累，**台幣匯價應呈『先貶後升』的格局。**端午節前雖受到AI浪潮帶動**外資大幅買超**，給予台幣支撐，但大幅買超下台幣匯價僅呈現盤整震盪，隨端午節後，台股修正，基本面尚弱之際，短線台幣匯價不免隨之走貶。

半導體循環目前延續下行，半導體銷售仍為年減



資料來源：Bloomberg。

端午節後，外資由買轉賣，牽引台幣偏弱



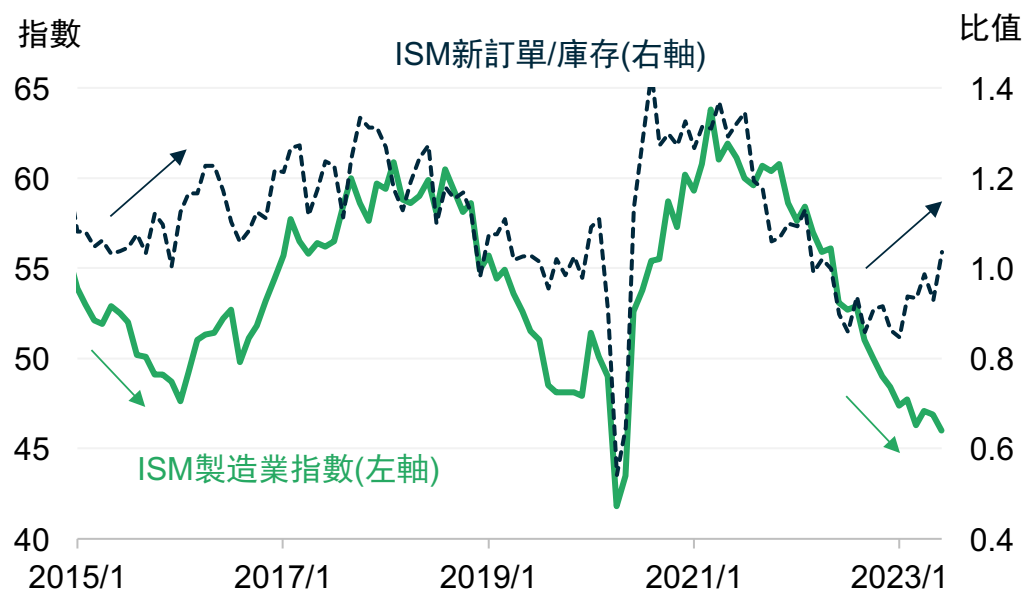
資料來源：Bloomberg。

美國 新訂單/庫存比正式突破1, 股市中長線買點浮現

美國6月ISM製造業報告顯示, 因整體經濟放緩, 生產、就業、庫存指數同步下降, 使得ISM製造業指數連續第7個月萎縮, 但就產業循環來看, 目前庫存調整週期已來到尾聲, 甚至準備迎接下一波的循環, 如ISM新訂單/庫存指數已正式突破1的關卡。

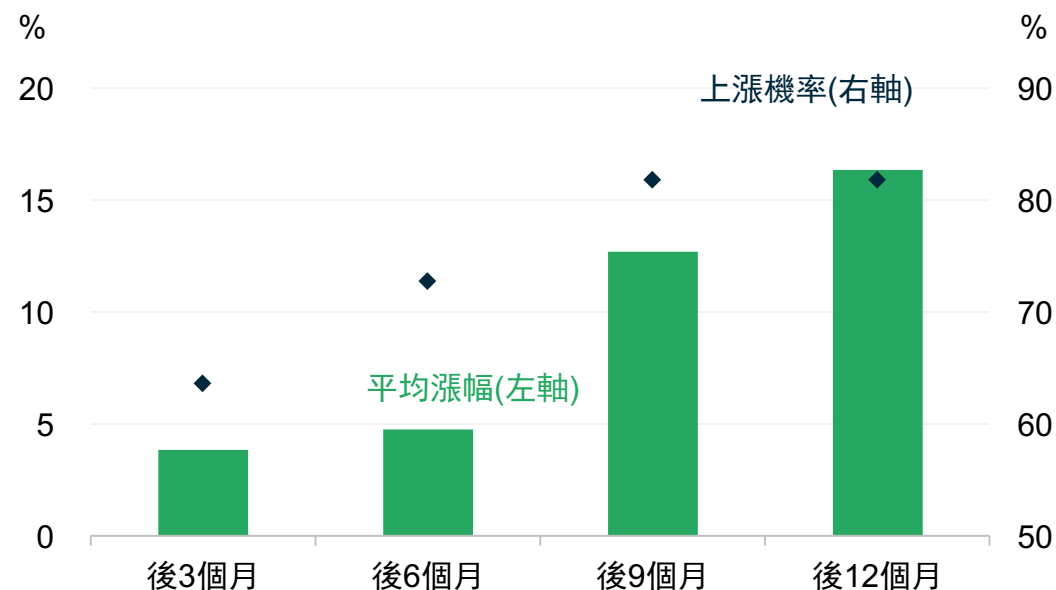
新訂單/存貨比是衡量製造業需求與供給的平衡程度的一項領先指標, 當新訂單/存貨比高於1時, 表示新訂單超過存貨, 意味著市場需求旺盛, 有利於經濟增長。依照過去經驗, 當新訂單/存貨比站上1後, 美股表現呈現逐步走高, 且上漲機率也隨著時間拉長而上升。

庫存調整近尾聲, 新訂單/庫存正式突破1



資料來源: Bloomberg。

新訂單/存貨站上1後, 美股表現漸入佳境



註: 統計1973年以來11次ISM景氣由谷底反彈, 新訂單/存貨站上1後美股表現。
資料來源: Bloomberg。

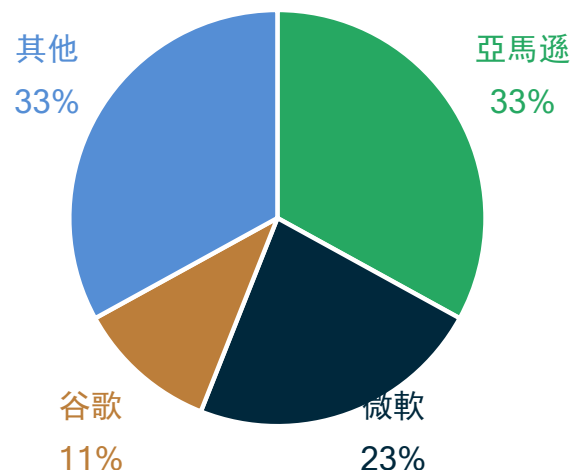
科技 新一波AI晶片禁令，將確保領導廠商長期榮景

美國商務部研擬新一波對中國晶片禁令，鎖定輝達旗下A800晶片在內的AI晶片，需經許可才能銷售至中國，甚至將限制出租雲端服務給中國AI公司，其目的在削弱中國發展AI技術的能力。ChatGPT爆紅，造成生成式AI需求大增，研究機構預估未來5年相關營收將以58.4%的年複合成長率高速成長，對於硬體的投資將聚焦在繪圖晶片GPU以及AI伺服器。

強勁的AI需求一方面帶動先進半導體成長動能，另一方面晶片禁令也限制了中國半導體的發展速度以及競爭能力，將擴大目前領先者的優勢，確保先進半導體的榮景能維持更長時間，相關訊息短期而言雖然對科技類股造成衝擊，但若以去年首波對中晶片禁令下，輝達自行評估將影響4億美元銷售來看，佔輝達營收比重約1.5%影響有限，在AI投資方興未艾，且領導廠商優勢擴大之下，相關禁令應是短空長多。

亞馬遜、微軟、谷歌位居雲端服務市佔前3大

雲端服務2022Q4市佔率



資料來源：Synergy Research。

未來5年生成式AI營收高速成長



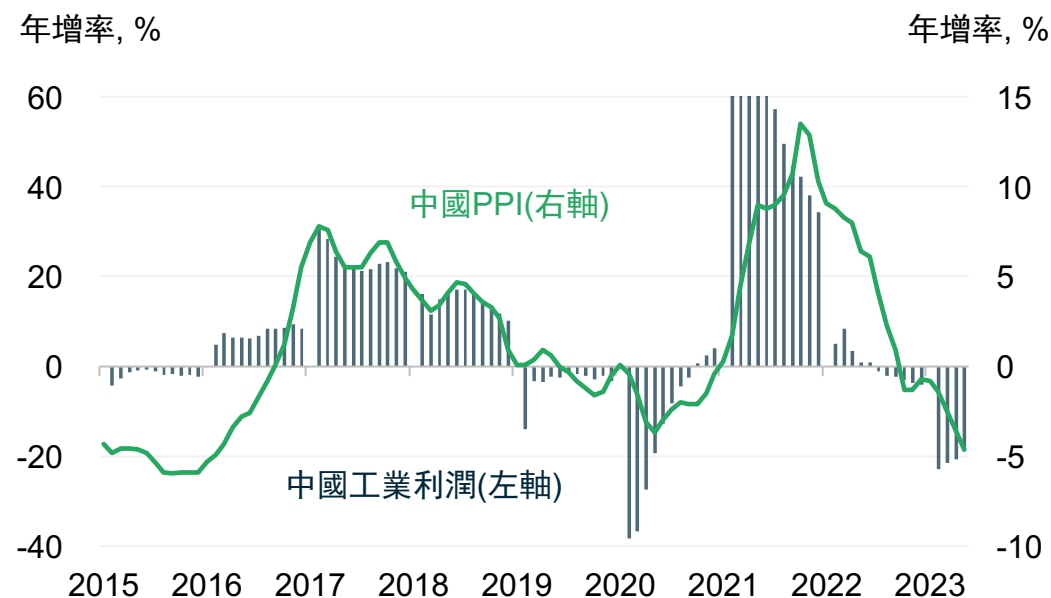
資料來源：Bloomberg。

中國 PMI顯示企業信心有待提振，市場維持震盪格局

總經面：中國5月工業企業的利潤年減18.8%，PPI與工業生產都還在下行，價量不振的情況下，獲利狀況有賴需求回穩。觀察6月份PMI，製造業PMI從48.8小幅上升至49，分項中新訂單及新出口訂單皆在榮枯線下方，非製造業PMI從54.5降至53.2，顯示企業信心不足的狀況充斥於多數產業。

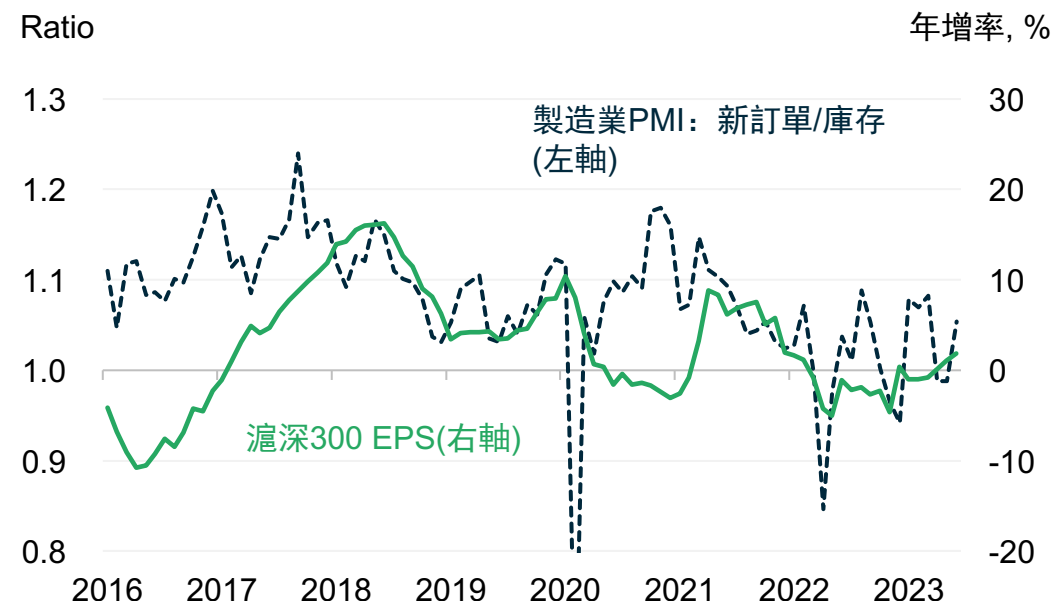
市場面：中國央行在6月降息之後，Q2貨幣政策會議重新提及「逆週期調節」，預期將維持寬鬆貨幣環境，不過目前中國經濟陷入流動性陷阱，貨幣政策效果有限之下，投資人關注重心在於財政基建措施與房地產管制放寬。**後市展望方面，考量評價面處於相對低位，大盤下檔有撐，但如果政策的力道沒有大幅超過市場預期，預期盤勢將延續目前的震盪格局。**

價量萎靡，中國企業獲利仍未擺脫底部



資料來源：Wind。

製造業PMI低盤，顯示企業信心有待提振



資料來源：Bloomberg。

公司債 殖利率持續具有吸引力, 但布局應以優質企業債為主

今年以來公司債殖利率表現平穩, 且受惠穩定息收下, 整體公司債報酬表現良好。展望下半年, 在Fed維持利率Higher for longer的緊縮貨幣政策下, 經濟增速進一步放緩風險仍在, **預期非投資級的公司債跌價風險將較投資級債更大, 因此債市投資上, 仍應以高品質的公司債為主。**

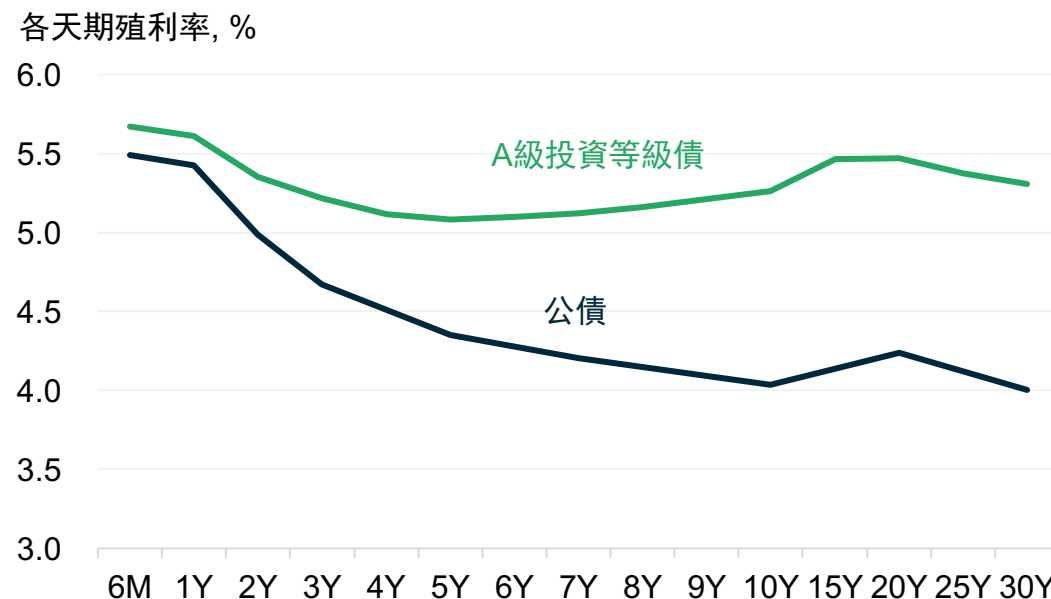
以美國投資級債指數來看, 目前殖利率處於近14年以來高位, 兼顧信用風險波動小, 及殖利率高位的優勢, 具一定吸引力。**考量公司債殖利率曲線倒掛程度低於公債, 以A級投資級企業債為例, 公司債相較公債的吸引力將隨天期拉長而加大。**

投資級債殖利率處於近14年以來高位, 具一定吸引力



資料來源: Bloomberg。

公司債相較公債的吸引力隨天期拉長而加大



資料日期: 2023/7/6。

資料來源: Bloomberg。



Jul 2023

10	Monday	11	Tuesday	12	Wednesday	13	Thursday	14	Friday
中國CPI 中國PPI 美國批發銷售 加拿大營建許可		美國中小企業樂觀指數 德國ZEW經濟景氣指數 英國失業率 澳洲商業信心指數		美國6月CPI 日本核心機械訂單 加拿大利率決策 紐西蘭利率決策		美國PPI 中國貿易帳 韓國利率決策 英國貿易帳		美國密大消費者信心指數	

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