



國泰世華銀行
Cathay United Bank

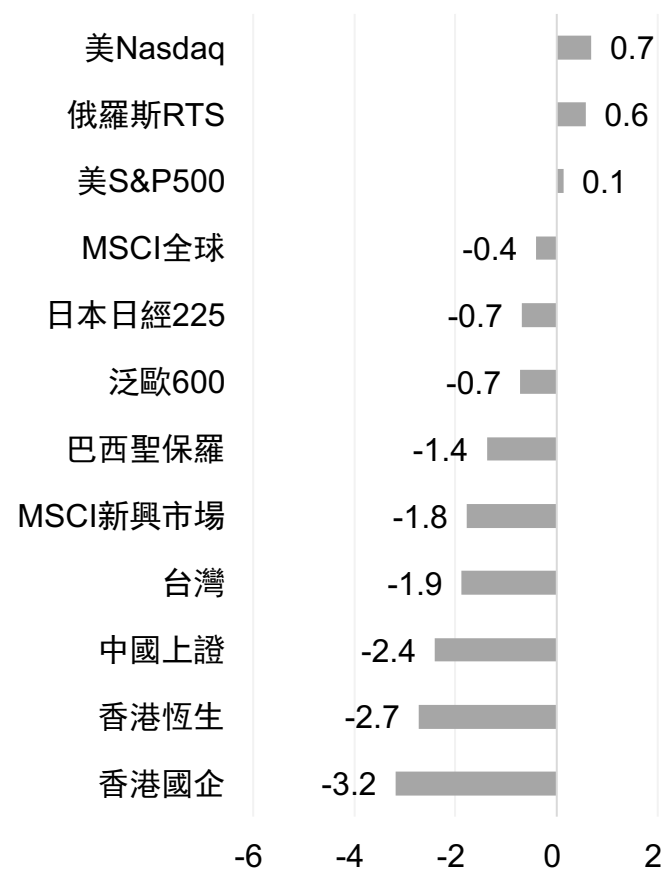
2023年4月28日

投資研究週報

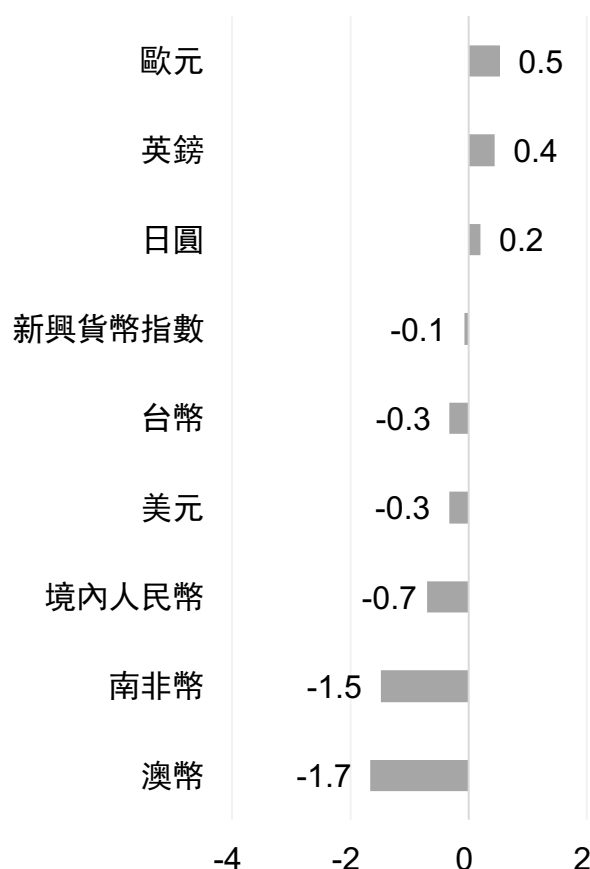
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/4/20-2023/4/27。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 聯準會前瞻：料5月再升1碼，後將暫停升息

- 1) 聯準會料將再升息1碼，之後有望暫停升息。
- 2) 但目前通膨仍高於過往大多數時間，加上失業率仍低，通膨不易快速回到2%下，今年降息可能性不大。

► 總經參差，但非如去年全面利空充斥

- 1) 通膨：6月前通膨蠻高機會仍維持迅速降溫的趨勢。
- 2) 中國：四馬訪中揭示外交緩和、吸引外資等轉變。
- 3) 製造業：去庫存已步入後半段，但總經前景非一片坦途，信貸收縮仍會壓抑需求復甦力道。

► 股市受評價推升，惟目前環境波動仍較劇烈

- 1) 美國大型科技股穩健，AI仍是主要題材；地區性銀行則存隱憂，但不致釀成系統性風險。
- 2) 中國遭逢利空，惟流動性與景氣復甦仍予大盤支撐。
- 3) 台股動能不繼，景氣低檔，但可視為分批布局的機會。

股市

近期股市震盪加劇，包括美、台、中港等出現漲多修正的狀況，也凸顯缺乏獲利與資金面加持下，盤勢波動較劇的特徵。惟長線而言，拉回布建仍是今年較佳策略；標的方面，則以現金流穩健的大型龍頭股為優先選擇。

債市

無論就通膨放緩，抑或是長短利差的角度來看，總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢。短線市場雖擔憂債務上限風險，但市場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

美元雖趨貶，但台幣受「半導體循環」影響更趨弱勢，有換匯需求，外資匯入時仍是可用之機。金價方面，近期挑戰2022年初高位未果，走勢陷入整理，但長線而言，隨聯準會進入升息循環尾聲將有利金價表現。

FOMC前瞻：5月再升一碼後，有望暫停升息，但不預期今年有降息空間

通膨續降、政策利率位於高位，以Fed最重視的PCE通膨來看，Fed已達到實質利率翻正的目標，也就是政策利率已高於通膨數據。且參考近期Fed官員談話，多位官員表示5月再升息1碼後，將在年內維持利率不變，都強化**Fed在5/4的利率會議再升息1碼後，就有望暫停升息，但不意味今年有降息空間的想法。**

參考1994年以來四次升息的經驗，升息屆頂後，平均維持政策利率不變達8.5月後才降息。若考量本次升息循環，面臨高通膨的特殊背景，截至3月CPI仍高達5%，高於前四次暫停升息時的通膨水準，且失業率也是歷來最低，意味通膨不易快速回到Fed目標外，**也意味今年降息可能性並不大。**

Fed官員近期談話

4/18 Bullard (聖路易斯)	• 美國勞動力仍強勁、銀行擔憂消退的背景下，不認為美國會步入衰退，因此未來 仍有升息的必要。
4/20 Williams* (FOMC副主席)	• 通膨仍然過高，將使用貨幣政策工具來恢復價格穩定。 • 雖然通膨很高但已看到降溫跡象，預計年底PCE將降至3.25%，並在未來兩年內再次達到2%的目標。
4/20 Goolsbee* (芝加哥)	• 信貸收緊或導致通膨及經濟減慢，取代對更緊縮貨幣政策的需要，並呼籲在政策制定方面 保持審慎和耐心。
4/20 Mester (克里夫蘭)	• 預計聯邦基金利率 將超過5% ，且維持實質利率為正一段時間。預期年底通膨有望回落到3.75%。
4/21 Harker* (費城)	• 已接近升息尾聲， 利率升至峰值後會在今年內維持。 預計今年通膨將下降至3%至3.5%。
4/21 Bostic (亞特蘭大)	• 預計Fed將再升息一次，然後停下來觀察政策緊縮對經濟的影響。 利率上調至峰值後，將維持利率不變。

註：*今年具由投票權的成員或理事。

資料來源：Bloomberg。

暫停升息後，多維持半年以上才降息，何況目前通膨仍高

升息 起始	暫停 升息	開始 降息	暫停升息 到開始降息 月份數	暫停升息月份	
				CPI(%)	失業率(%)
1994/2	1995/2	1995/7	5	2.9	5.4
1999/6	2000/5	2001/1	8	3.2	4.0
2004/6	2006/6	2007/9	14	4.3	4.6
2015/12	2018/12	2019/7	7	1.9	3.9
			平均時間： 8.5	2023/3 CPI： 5.0	2023/3 失業率： 3.5

註：取過去1994年以來四次升息循環經驗。

資料來源：Bloomberg。

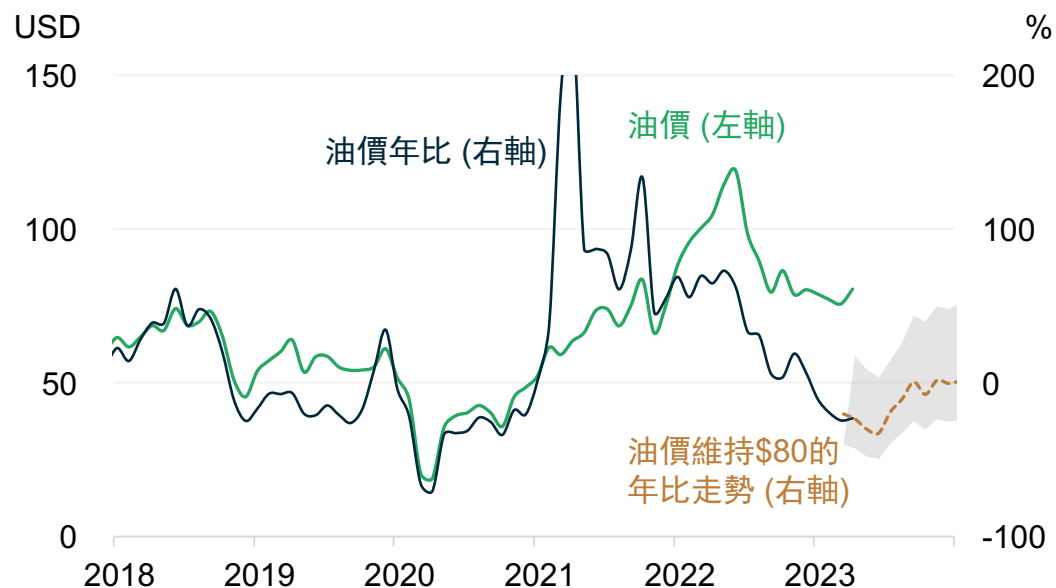


總經焦點(1)：6月前通膨蠻高機會仍維持迅速降溫的趨勢

今年6月前最為有利通膨迅速降溫的趨勢，因：

1. 油價與年比走勢：去年俄烏戰爭令油價大漲，但去年的高基期卻使得今年油價對通膨的影響褪色。即便油價後續持續維持在每桶80美元，油價年比仍會在負值至0之間，因此各國央行將不致重蹈去年油價大漲的擔憂。
2. 美國CPI與基期走勢：就美國整體CPI來看，除了目前CPI處於高基期，加上6月之前都屬於基期竄升階段，有利延續通膨降溫的趨勢，**因此今年6月之前『通膨』蠻高機會仍維持迅速降溫的趨勢。**

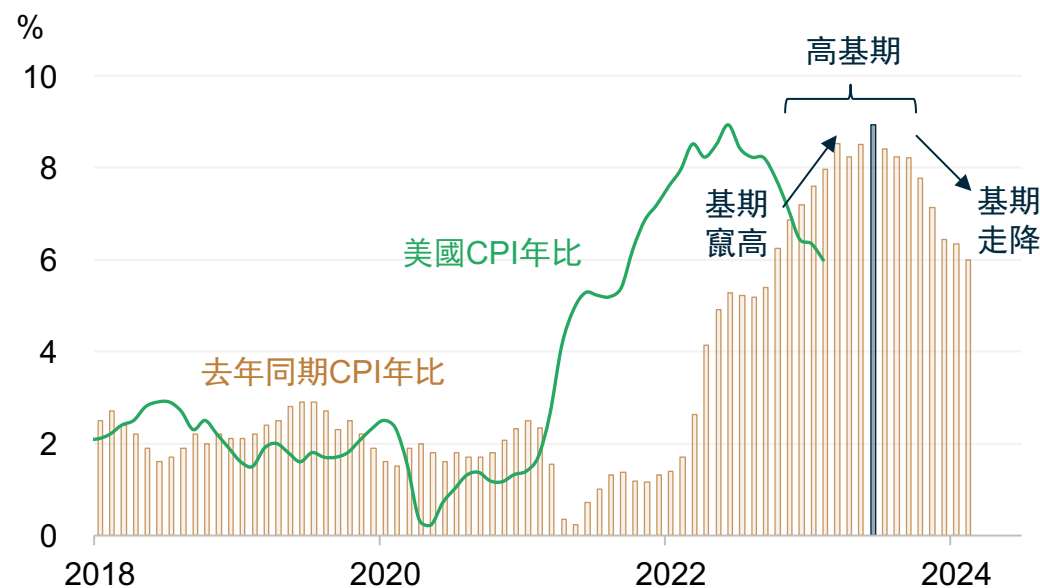
去年高基期影響，油價對今年通膨的影響相對較低



註：陰影處為油價\$60~100下的年比走勢。

資料來源：Bloomberg。

受惠高基期效果，6月之前最有利通膨迅速降溫的趨勢



資料來源：Bloomberg。

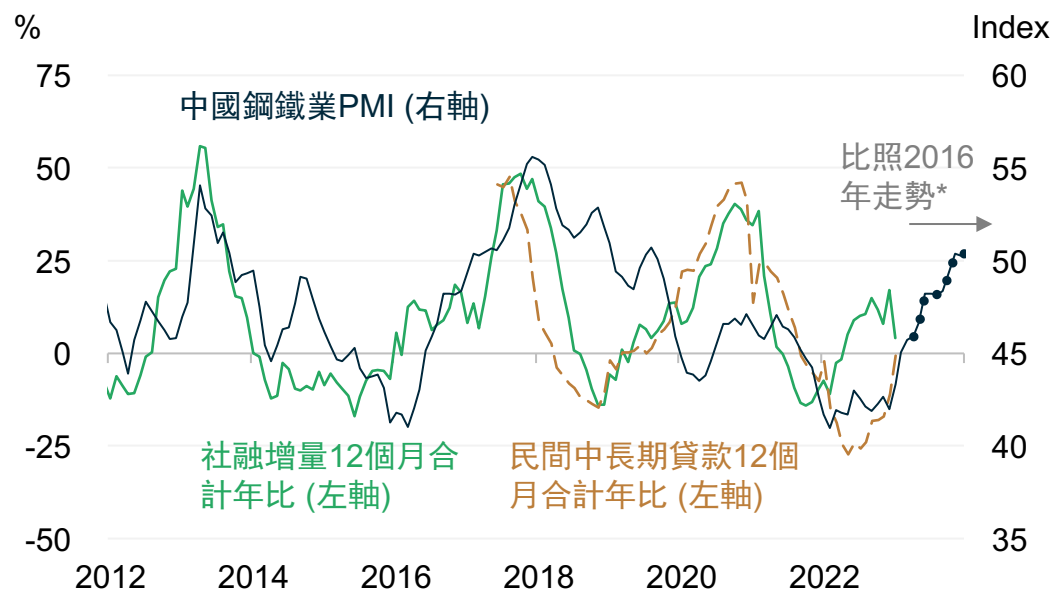
總經焦點(2): 「四馬訪中」揭示官方亟欲緩和國際關係、恢復民企信心、吸引外來投資等轉變

經濟面：回顧去年底中國中央經濟工作會議，除了提高「穩增長」優先順位，不再提「清零」，還增加「加大宏觀政策調控力度」的說法，都揭示刺激經濟復甦的意圖。而中國人行宣布於3/27全面降準1碼，此舉早於金融市場預期，更顯示政策制定者希望**繼續刺激經濟的實際作為**。

政治面：20大後，先是習近平開始出訪外國，而近期馬克宏晤習近平、馬雲返國、馬斯克見寧德時代高層等，都是中國官方亟欲緩和國際關係、恢復民企信心、吸引外來投資之舉，也可觀察到**中國地緣緊張程度已較20大後有所降溫**。

綜上，2021-22年中國的長下行趨勢雖造成全球增長不小影響，但去年底以來政治主導下的『中國轉變』仍處於現在進行式中。

去年底以來，中國官方政策支持經濟的態勢依舊延續



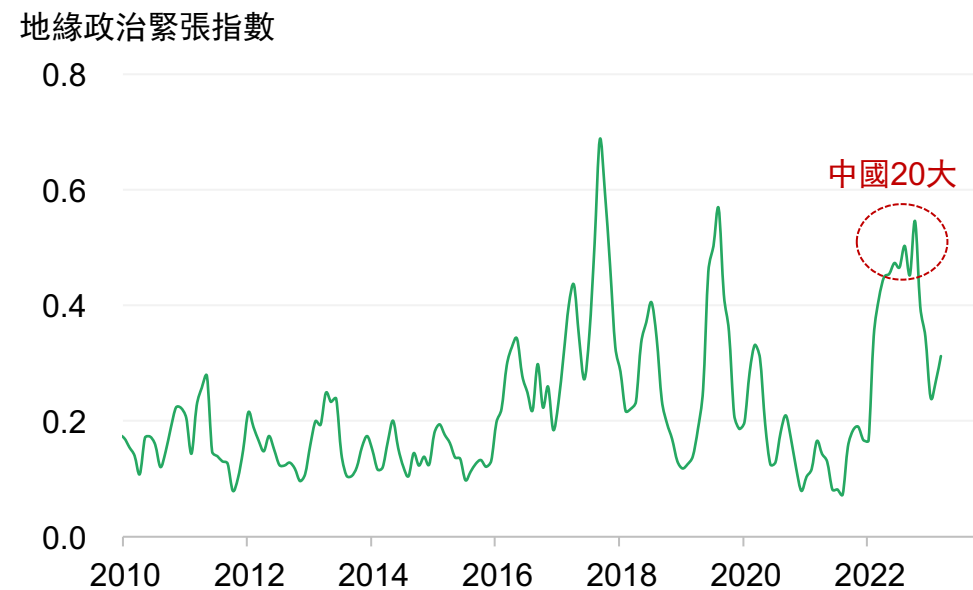
註：*表比照2016年走勢。

資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

去年底20大後，中國地緣緊張程度有所降溫



註：該指數越高表示越緊張。

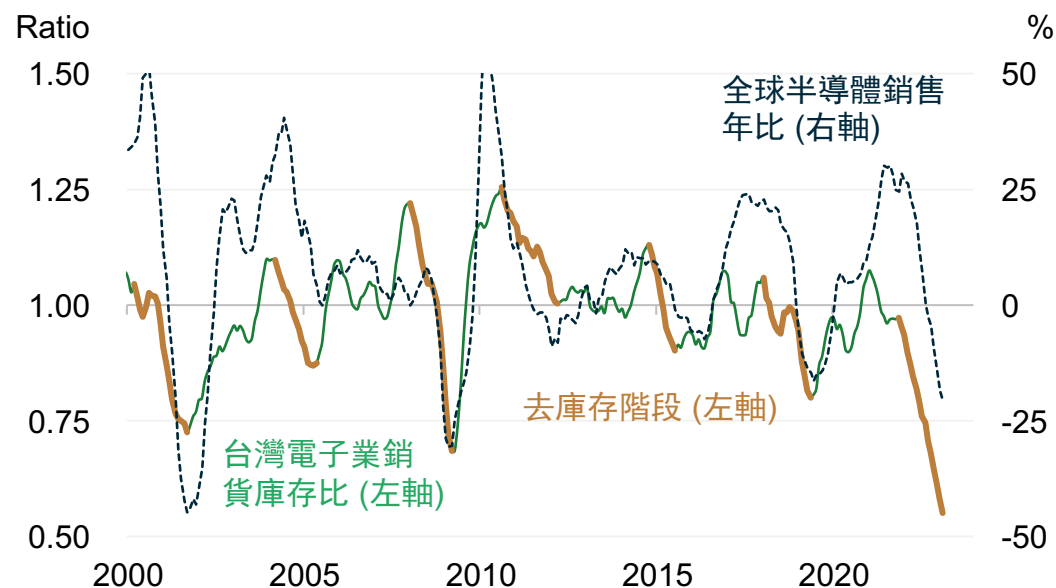
資料來源：Bloomberg。

總經焦點(3)：去庫存已步入後半段，但總經前景非一片坦途，信貸收縮仍會壓抑需求復甦力道

由於台灣電子產業居於全球關鍵位置，因此台灣的銷貨/庫存比具有高度參考意義。回顧過往20年以來的六次(不計本次)去庫存循環，**持續時間約介於9-19個月**，因此就電子業角度來看，**今年確實已在去庫存的後半段**，蠻可能於Q2-Q3間屆尾聲。

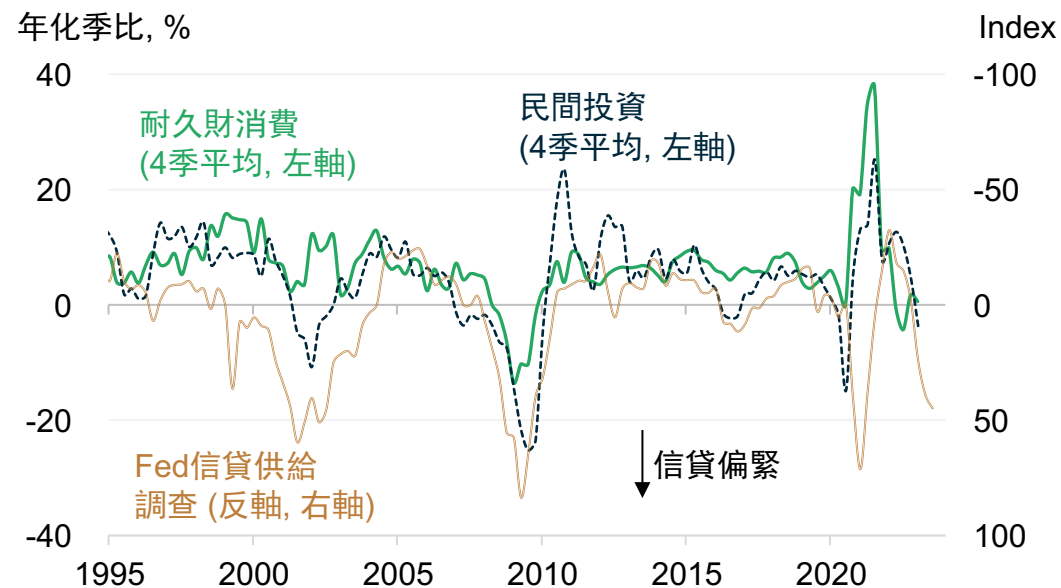
但要提醒，總經前景並非一片坦途。尤其信貸收縮仍將對終端需求造成影響，**尤其是耐久財消費與企業投資更易受其影響**，在在都會壓抑製造業景氣落底後的復甦力道。

今年製造業去庫存進入後半段



資料來源：Bloomberg。

循環性需求難避免受到美國信貸趨緊所影響



資料來源：Bloomberg。

美股焦點(1): 庫存調整時間遞延, 軟體公司財報較為穩健

年初以來, 受到利率風險下降, 加上信用事件暫告平息影響, 使得股市多數走揚, 尤其是半導體類股表現最為搶眼。然而, 半導體代工龍頭台積電指出, 庫存調整時間可能遞延到Q3, 使市場再度陷入震盪。以整體半導體業而言, 雖然各產品週期不一, 有快有慢, 但目前仍是處在去庫存階段。

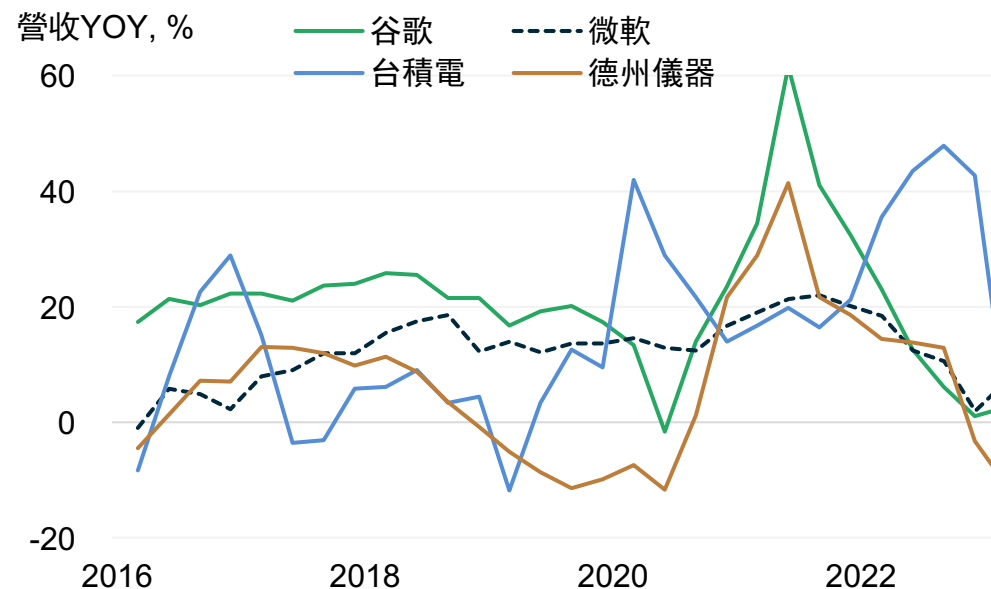
以近期科技股財報來看, 受到庫存調整持續影響, 硬體製造為主的公司, 營收仍面臨下滑的壓力, 包括台積電、德州儀器等。另一方面, 受到疫後解封影響, 消費成為市場主調, 微軟、谷歌的廣告業務也都有回溫的跡象, 此外, 雲端需求仍穩健, 使財報優於預期。另外, **AI應用已成形, 微軟加大Open AI的投資力道, 臉書也運用AI使業務改善, 市場也寄予厚望。整體而言, 庫存調整階段, 軟體公司表現可望較為穩健。**

台積電示警, 庫存調整時間遞延1季



資料來源: Bloomberg。

庫存調整階段, 軟體公司財報較為穩健



資料來源: Bloomberg。

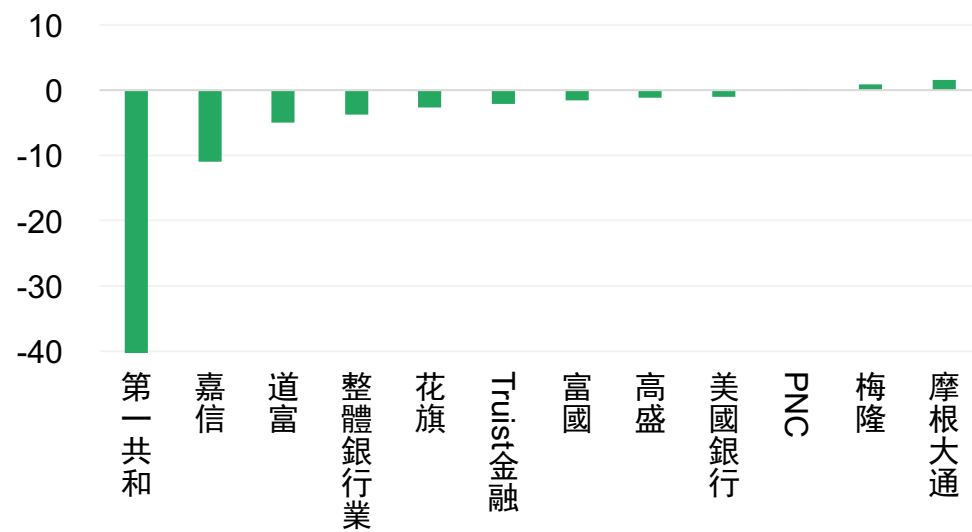
美股焦點(2)：銀行系統性風險不大，但區域銀行仍為潛在隱憂

受到聯準會與美國財政部的救市措施後，銀行業系統性危機暫告解除，但利差倒掛、景氣不確定性等因素，使資金流向貨幣基金的現象仍在，**整體銀行業仍面臨存款流失的壓力**。以區域銀行第一共和為例，即使獲得大行300億美元的存款援助，但Q1存款較上季最終仍流失719億美元，幅度高達40%，受此影響，財報公布後股價重挫近50%。

其次，就獲利而言，受惠於銀行放貸利差擴大及貸款活動升溫，多數銀行Q1獲利優於預期，其中商業銀行的獲利狀況明顯優於投資銀行，如摩根大通財報獲利成長五成。另一方面，第一共和、道富等區域銀行獲利面臨嚴重的衰退壓力。**整體而言，區域銀行的不確定性仍在，投資人仍應避開。**

區域銀行存款流失問題仍為隱憂

存款餘額季變動, %

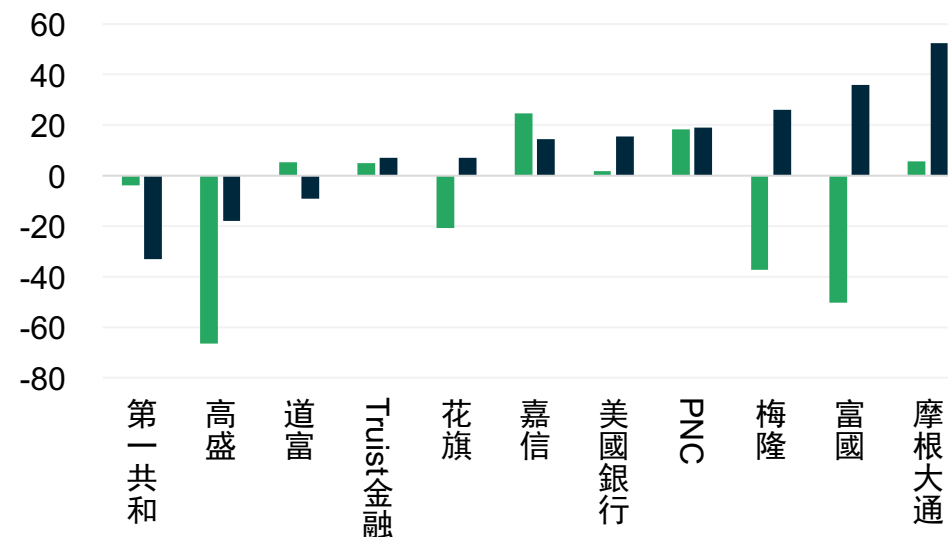


資料來源：Bloomberg。

區域銀行獲利能力明顯偏弱

獲利增速, %

■ 22Q4年比 ■ 23Q1年比



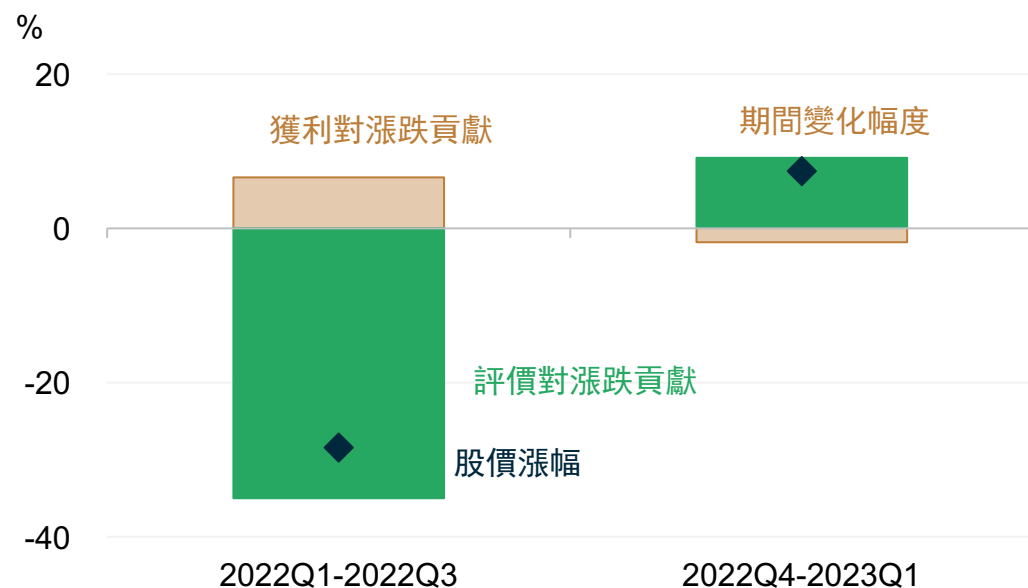
資料來源：Bloomberg。

美股 評價行情主導走勢, 但目前情境下, 行情變化較劇烈, 『拉回布建』還是較佳策略

今年以來全球股市大多一改去年頹勢, 但以美股為例, 上揚的貢獻主要來自於評價上升的帶動, 而企業獲利的貢獻則呈現小幅拖累。依股市評價、企業獲利對股市漲跌的貢獻來劃分, 可分為4種情境, 目前處於評價正貢獻、獲利負貢獻的情境, 而過往在此情境下, 股市波動往往還是較為劇烈。

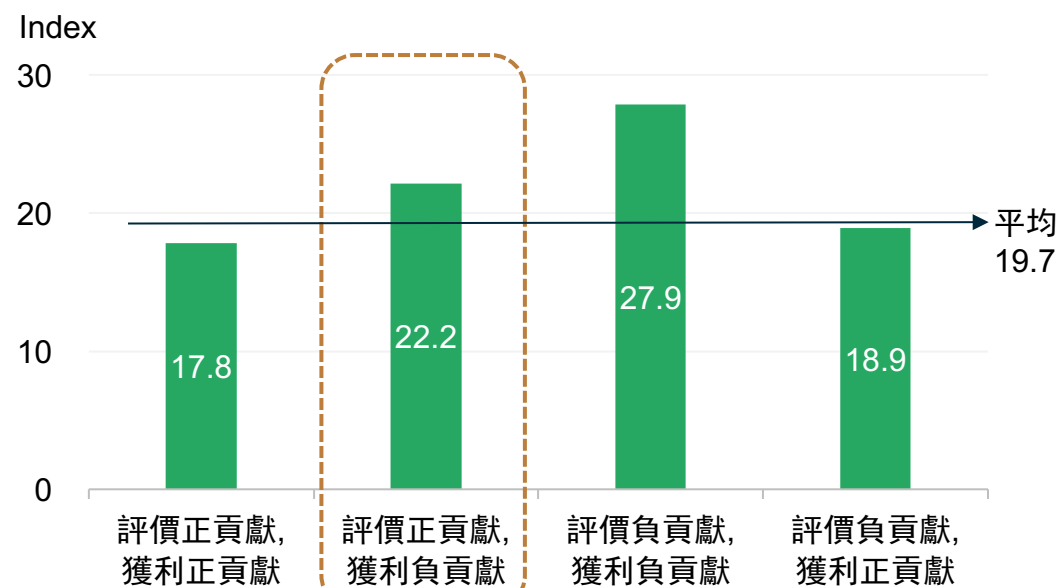
因此, 股市類股與波段變化速度還是比較快, 對於一般投資人而言, 待股市「拉回布建」還是較佳的操作策略。

今年以來美股受惠評價帶動上揚



資料來源: Bloomberg。

但檢視目前情境下的VIX表現, 可知行情變化還是較劇烈



註: 期間1990-2022年。
資料來源: Bloomberg。

台股 景氣來到相對低檔, 分批布局可望提高勝算

台經院下修2023年台灣GDP年增率至2.31%，首季GDP可能出現負成長，且外銷訂單狀況疲弱，已連續6個月負成長，且自2022/11以來甚至出現年減雙位數的低迷表現，僅靠民間消費為主要支撐動能，基本面「外冷內溫」，台股3月以來也呈現動能不繼，高檔久盤、甚至轉為下跌的走勢。

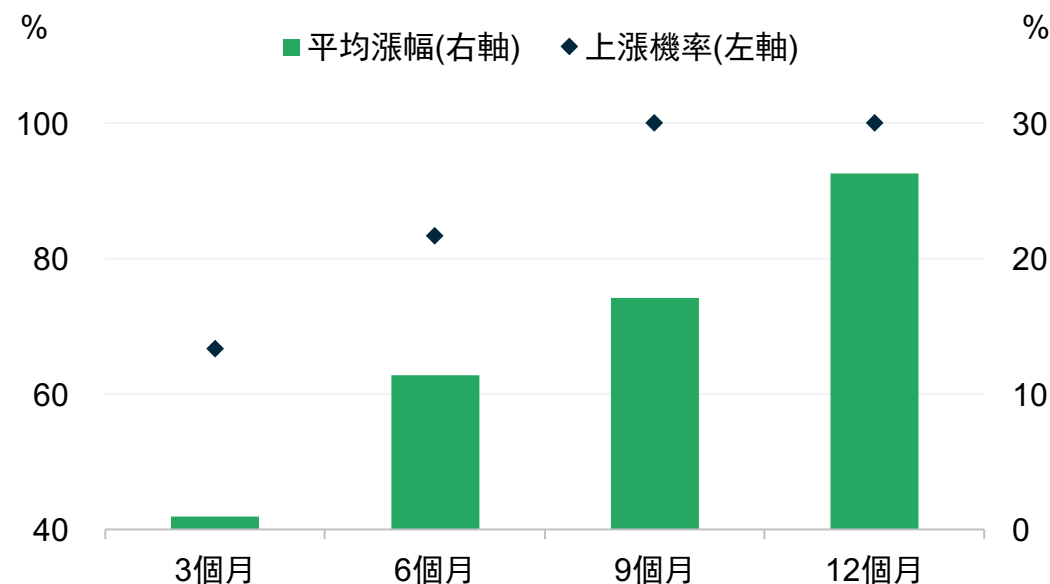
觀察過去外銷訂單低點往往與股價低點同步出現，因此**景氣來到相對低檔，通常也是股市中長期底部的位置**，若統計過去台灣外銷訂單下行循環，年減率首次超過10%的月份，自2001年以來共6次，若以當月底為基準進場投資台股，後3、6、9、12個月的正報酬機率逐步拉高，且隨著時間拉長，平均報酬率也大幅揚升，因此，近期隨著企業財報公布，利空衝擊股價的時刻，可採取逢低進場、分批布局的策略。

外銷訂單年減雙位數, 股市缺基本面動能



資料來源: Bloomberg。

基本面谷底布局, 長線勝率提高



註：統計自2001年以來，台灣外銷訂單年減首逾10%月份共6次，當月進場投資台股，後3、6、9、12個月正報酬機率及平均報酬率。

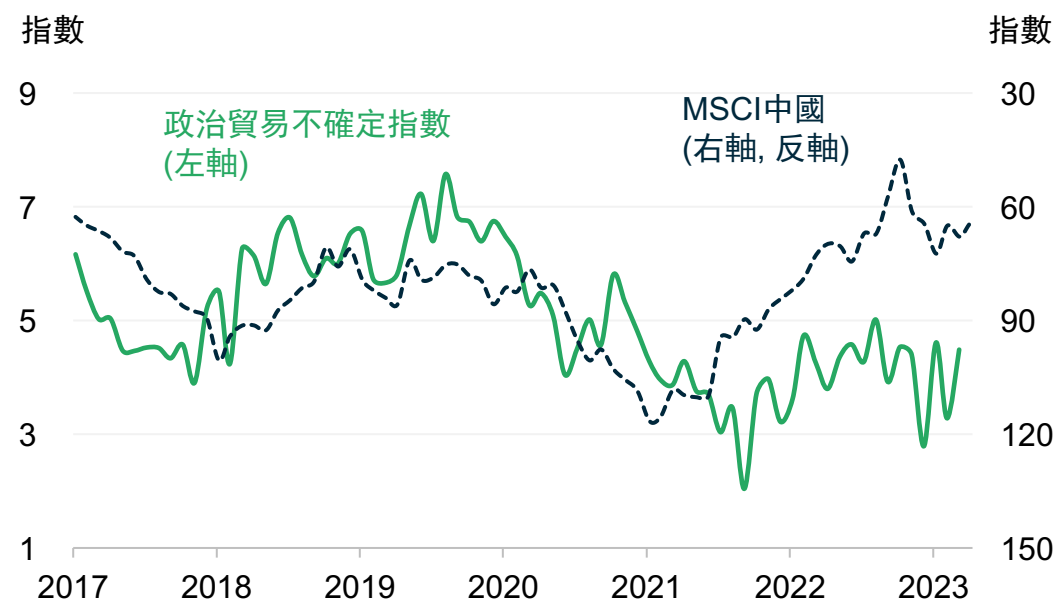
資料來源: Bloomberg。

中國 短線利空壓抑市場情緒，惟流動性與景氣復甦仍予大盤支撐

近來中國及香港股市同步出現回調，連向來穩健的境內A股也浮現修正壓力，背後驅動原因為：**1)美國總統拜登將簽署行政命令限制投資**，直接限制美國企業對中國高科技領域的投資，除半導體晶片外，AI、量子技術也將含括在內。**2)經濟復甦分歧**，鐵礦砂與中國鋼鐵價格下挫，顯示消費帶動的復甦尚未蔓延至建築領域。

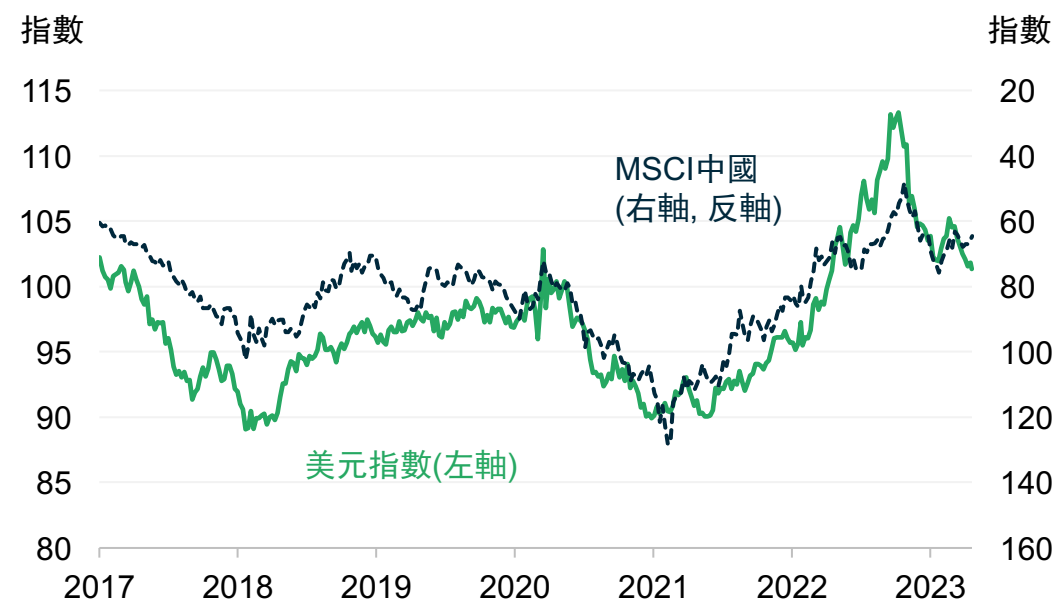
展望後市，經濟與金融數據支持復甦步伐延續，**政策對經濟的支持也維持相對積極**。另一方面，房市銷售數據轉佳，隱含地產投資前景無需過度悲觀，加上美元偏弱態勢有利新興市場資產表現，研判短線震盪拉回不致扭轉格局，市場大幅下行風險有限。

美國對華禁令增添近期市場擾動



資料來源：Bloomberg。

美元偏弱格局提供陸港股市流動性支撐



資料來源：Bloomberg。

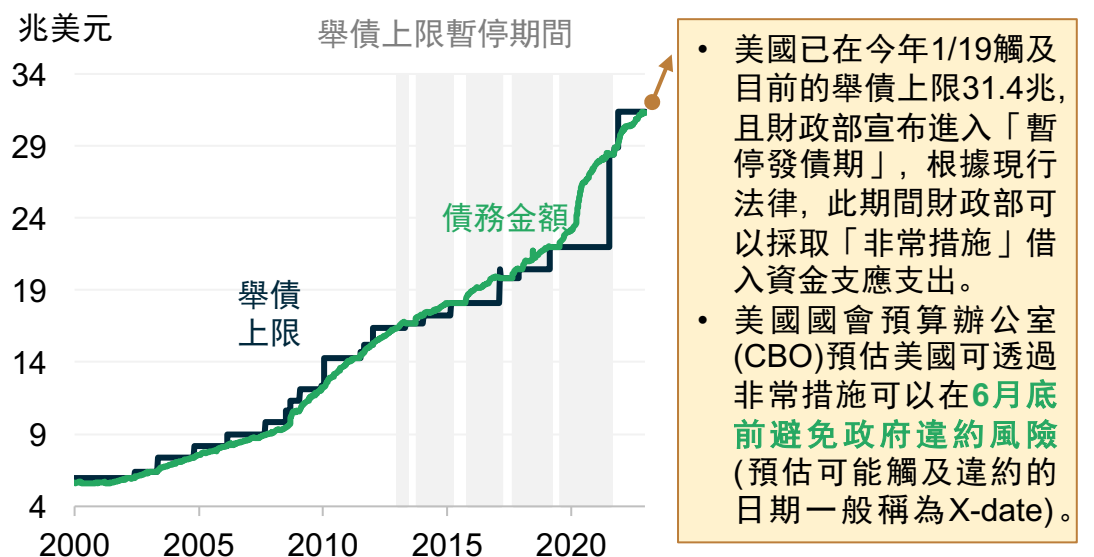
債券 美國舉債將觸及上限, 分裂國會下更增添短線市場不安, 但過往總在最後關頭化解危機

近期美國眾議院議長麥卡錫在推動一個「削減政府支出為條件, 換取提升舉債上限的計畫」, 但市場普遍預期即使眾議院通過, 但恐不易在民主黨掌握過半優勢的參議院通過, 且在白宮先前表示不會就提高債務上限進行談判的態度下, 再度使市場對於舉債上限無法提高的擔憂甚囂塵上。

在美國財政為赤字結構下, 且於現行法規未調整前, 舉債總額將難以避免一再觸及新的舉債上限。以歷史經驗來看, 曾因為太逼近可能違約的日期(一般稱為X-date), 而引發金融市場動盪, 2011年美國因此遭降評則是最慘痛的例子, 但未曾因為舉債上限議題實際引發債務違約。探究過去舉債上限引發市場動盪的經驗, 多發生在朝野/國會分裂時期, 政黨將舉債上限作為政治工具, 來換取預算政策調整的籌碼, 但真正觸發違約風險低。

本次在國會分裂的狀況下, 我們仍不預期國會會釀下大禍, 但提醒須留意市場短期擾動恐難避免。

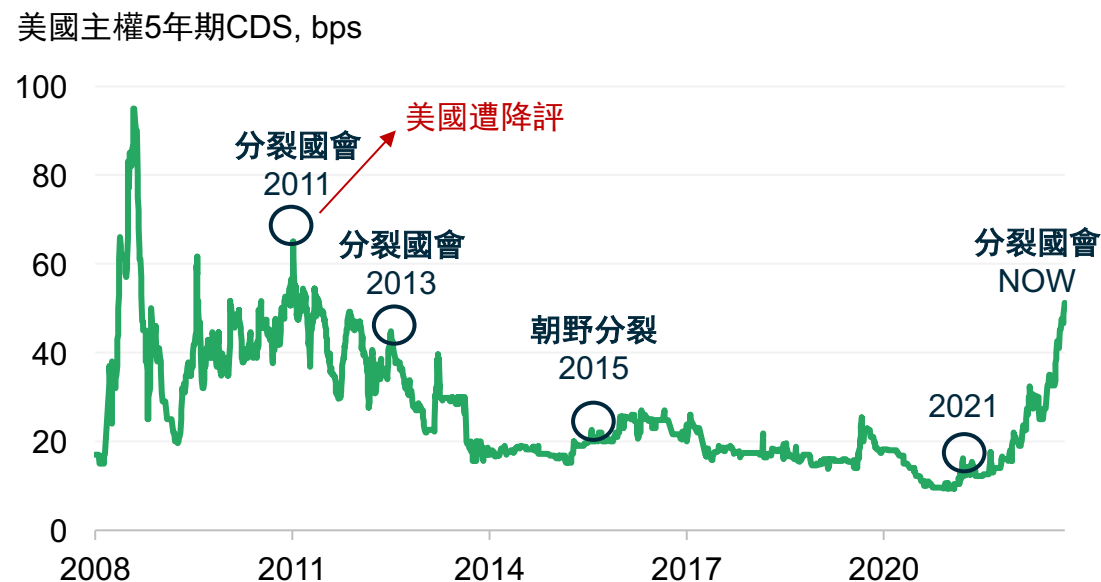
美國舉債將觸及上限, 但過往總在最後關頭化解危機



註: 歷史上透過提高或暫停某期間的舉債上限適用, 來避免負債觸及上限的問題。CBO預估採2023/2報告。

資料來源: Bloomberg。

惟短線而言, 分裂國會確實增添投資人不安



註: 圓圈處為舉債上限議題引發市場動盪時。

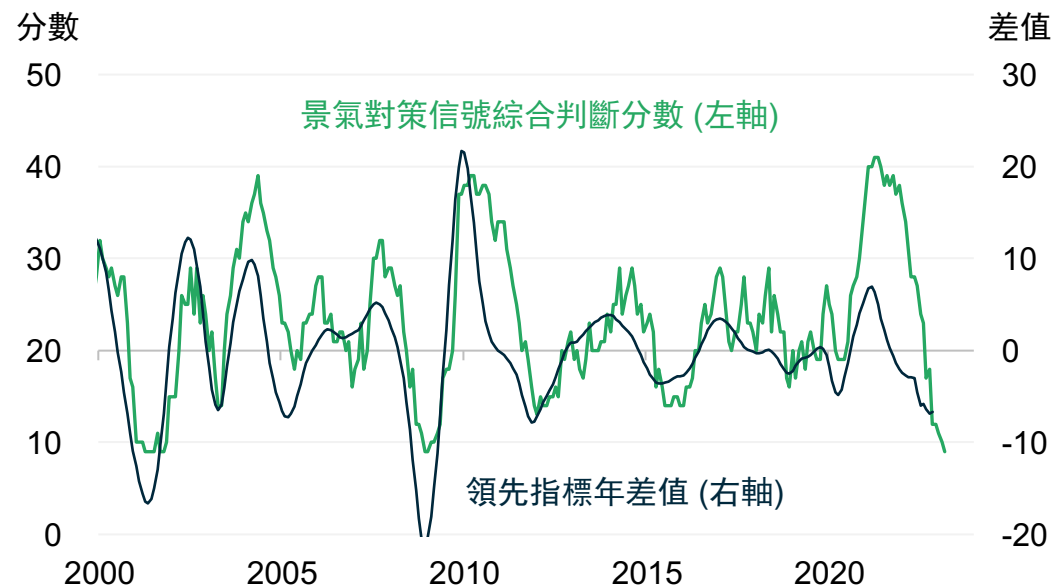
資料來源: Bloomberg。

台幣 美元雖趨貶，但台幣深受『半導體循環』影響更趨弱勢

景氣燈號：台灣3月景氣對策信號綜合判斷分數為9分，較上月減少1分，燈號續呈藍燈，代表景氣低迷狀況持續惡化。主要原因仍在於終端市場需求不振、產業鏈持續調整庫存等因素影響了台灣的生產、貿易等各個面向指標。

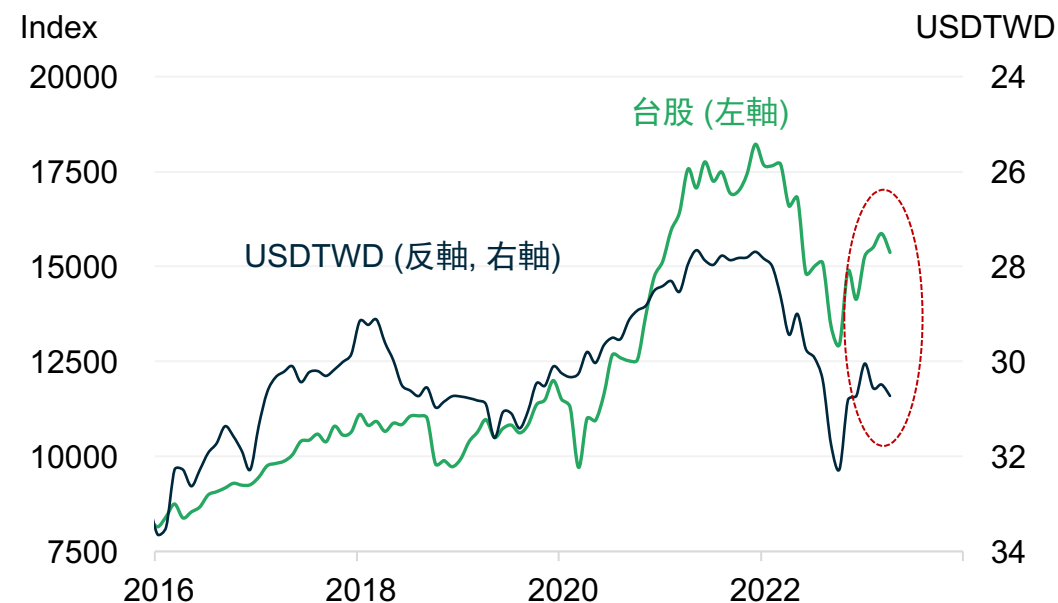
台幣匯價：長線而言，基本面走向有利於台幣匯價，因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨。但就短線而言，外資的買超情況已有所改變，且考量「半導體循環」，今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，短線易隨台股起伏。對於要換匯的客戶，趁外資匯入時換匯，還是較佳時機。

本月對策信號分數續降，顯示基本面動能仍舊偏弱



資料來源：Bloomberg。

台灣股匯連動性高，台股修正，台幣不免跟貶



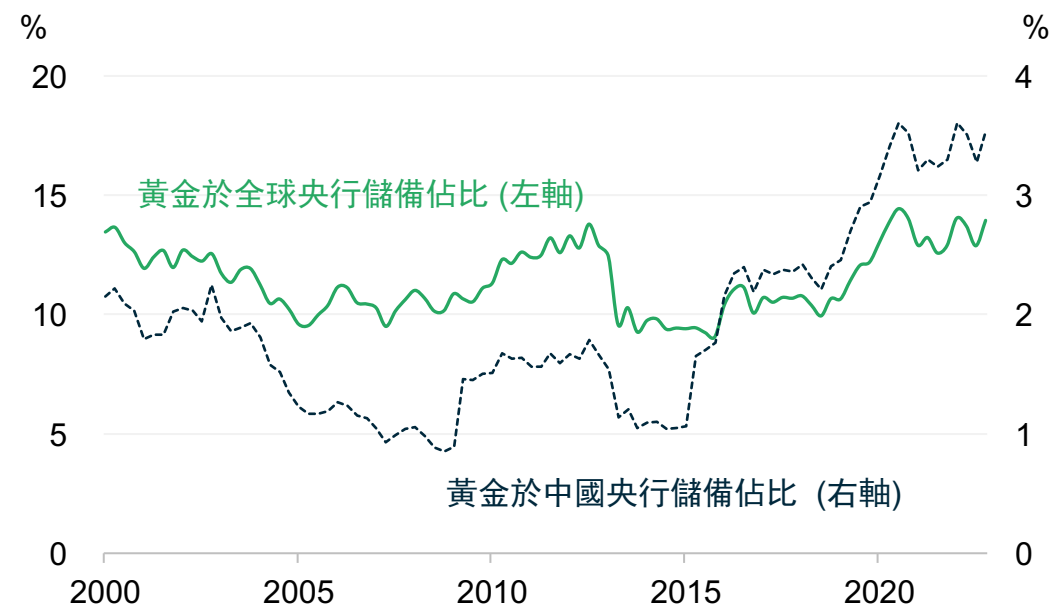
資料來源：Bloomberg。

黃金 全球央行提升黃金儲備，聯準會進入升息循環尾聲，將有利金價長線表現

央行儲備：近年疫情、戰爭等災禍不斷，國際政治不穩定的情況似乎見不到底線，使得黃金佔央行的儲備比重維持上升態勢，也給予金價實質買盤的需求，即便Fed連連升息，金價跌幅也有所支撐。

金價走勢：鑒於聯準會激進緊縮已然結束，且後續可能維持不變甚至降息，因此美債殖利率與美元指數大趨勢應延續下行。因此，雖然近期金價挑戰2022年初的相對高位未果，走勢陷入整理，但**長線而言，隨聯準會進入升息循環尾聲將有利金價表現，仍可待拉回後再行布建。**

貿易戰以來，央行的黃金儲備佔比持續維持高位



資料來源：Bloomberg。

聯準會升息循環將屆尾聲，有利金價長線走勢



資料來源：Bloomberg。

May 2023

1	Monday	2	Tuesday	3	Wednesday	4	Thursday	5	Friday
美國ISM製造業PMI 美國營建支出 中(5/1-3)、港、印度、德、 法、台等多國休市		美國JOLTS職位空缺 美國工廠訂單 中國Q1 GDP 歐元區CPI 澳洲央行利率決策		美國ISM非製造業PMI 美國ADP就業 歐元區失業率 日本5/3-5休市		美國FOMC利率決策 歐洲央行利率決策 中國財新製造業PMI 加拿大製造業PMI		美國非農就業 美國失業率 中國財新服務業PMI 德國工廠訂單 加拿大失業率	

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