



國泰世華銀行
Cathay United Bank

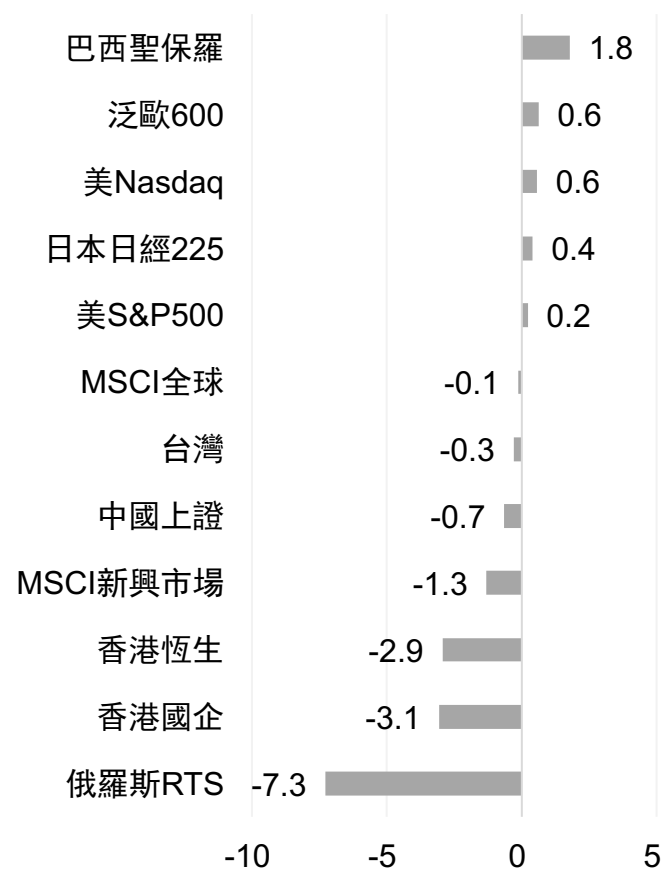
2023年2月17日

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

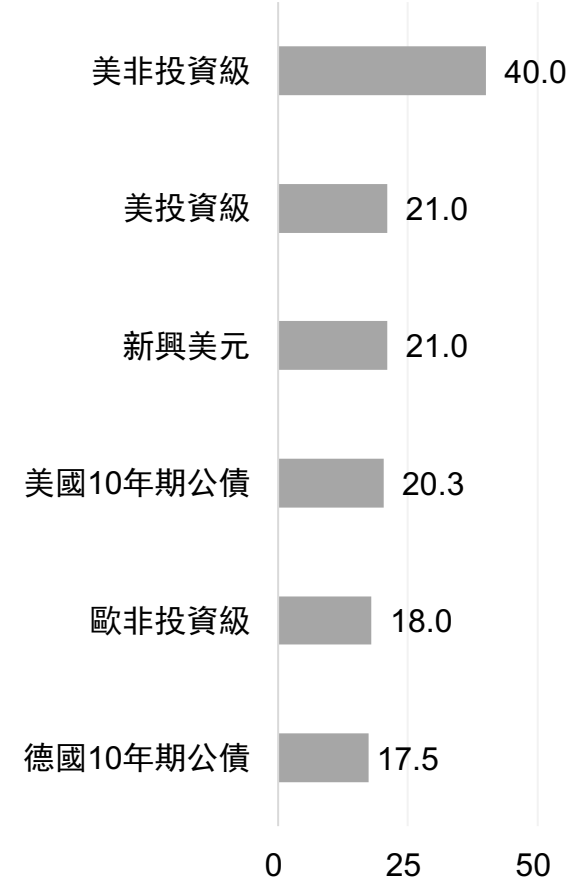
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/2/9~16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► CPI雖高於預期，但不影響通膨回落趨勢

1月份美國CPI略高於市場預期，不過整體而言，以CPI年增角度來看，及進一步檢視CPI細項，**預期通膨走降的趨勢不易改變。**

► 巴菲特防線鬆動!? 評價行情震盪難免

今年企業獲利平庸，但股市卻看回不回，主要得自於**評價面修復**，但評價行情震盪難避免，如**巴菲特減持台積電**的新聞即引發賣壓。盤勢雖漸有利股市，但追高總不免受價格震盪影響，仍宜以逢拉回布建為佳。

► 「利空鬆動」為市場帶來轉機

即便年迄今的漲勢有短線過熱之虞，但1)評價面擺脫Fed緊縮衝擊、2)中國政策轉變帶來原物料與旅遊需求外溢效果、3)歐洲受惠中國景氣回溫與能源價格降溫，**三大利空鬆動將持續為市場帶來轉機。**

股市

三大利空鬆動帶來轉機主軸，標的可聚焦：

- 1)科技股：受惠**通膨降溫**推升評價
- 2)新興股：**中國政策**轉變帶動原物料需求回升
- 3)歐股：自身能源價格降溫、外部**中國政策**外溢

債市

近期美國數據多強於預期，加上Fed官員鷹派發言不斷，催生短線殖利率反彈的可能，但**總經格局有利美債殖利率長線偏下行**，可利用殖利率彈升增加長天期債券布建。標的方面，仍以信用評等良好者、現金流良好者為先。

匯市

美國利率優勢鈍化，**美元難再現去年強升走勢**；日銀總裁更迭具話題性，但政策空間有限，日幣匯價仍繫於美元強弱。上半年台灣基本面仍弱，隨台股回升、反壓漸增，台幣難擺脫外資進出影響，加上台海地緣政治風險猶存，**外資大幅匯入之際，仍是換匯的可用之機。**

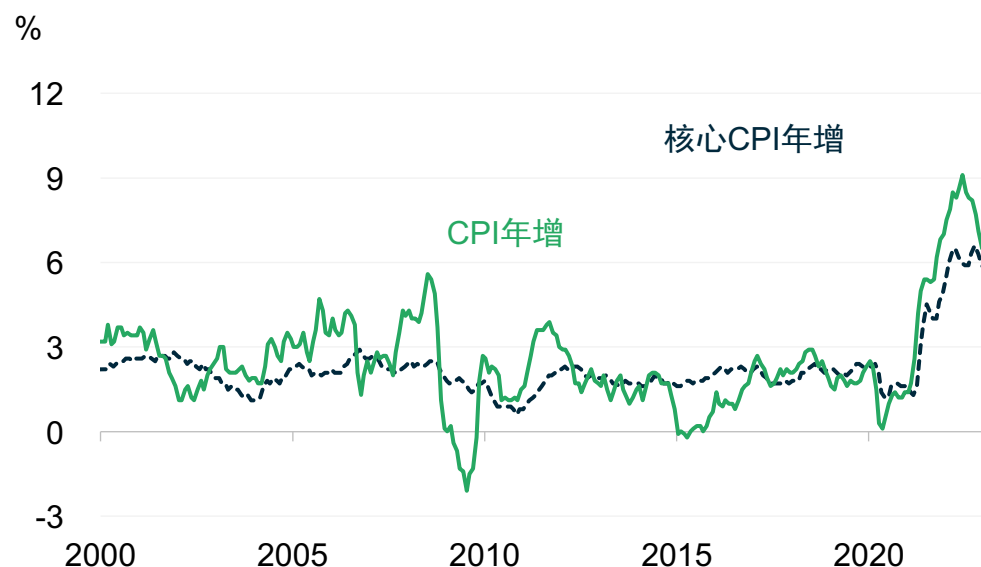
美國CPI：CPI數據雖略高於市場預期，但通膨回落的趨勢料將不變

1月份的CPI略高於市場預期，且月增速0.5%為近3個月新高。其中，通膨降速不如預期，主要受到

- 1) 能源類貢獻反彈、住房物價年增續升。
- 2) 為使CPI更能反映民眾實際感受到的通膨壓力，美國勞工統計局將CPI權重更新頻率加快為每年調整一次。而本次調升住宅服務通膨的計算權重，也是通膨降速不如預期的原因之一。

即便如此，鑒於近期**房市降溫與薪資增長趨緩**的狀況(參見下頁)，研判**通膨持續走降的趨勢仍未改變**。

CPI走勢



資料來源：Bloomberg。

CPI細項

單位(%)	權重 調整	最新 權重	CPI年增			
			202210	202211	202212	202301
食物	-0.3	13.5↓	10.9	10.6	10.4	10.1↓
能源	-0.9	6.9↓	17.6	12	7.3	8.7↑
商品	0.5	21.4↑	5.1	3.7	2.1	1.4↓
服務	0.7	58.2↑	6.7	6.8	7	7.2↑
-住宅(租金)	1.5	34.4↑	6.9	7.1	7.5	7.9↑
-醫療	-0.1	6.7↓	5.4	4.4	4.1	3.0↓
-交通	-0.3	5.8↓	15.2	14.2	14.6	14.6-

資料來源：Bloomberg。

美國CPI：通膨放緩趨勢不變，料3、5月Fed各升息1碼，惟近期數據與Fed人事將增添鷹派聲量

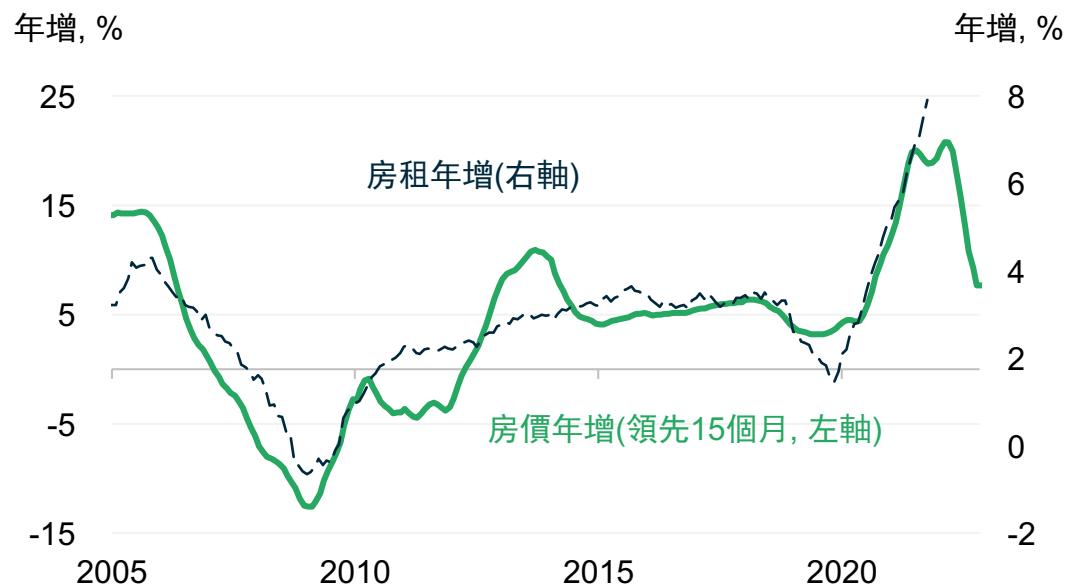
檢視影響CPI的重要因子：

1) 房租：占CPI權重達3成，約落後房價年增15個月，由於房價年增已於2022年初見頂，這意味著**住房通膨有望於上半年見頂回落**。

2) 薪資：此為Fed最關注的項目之一，因為扣除房租後服務類通膨主要受到薪資增速所主導，觀察時薪增長已見高回落，將有利服務類通膨趨緩。

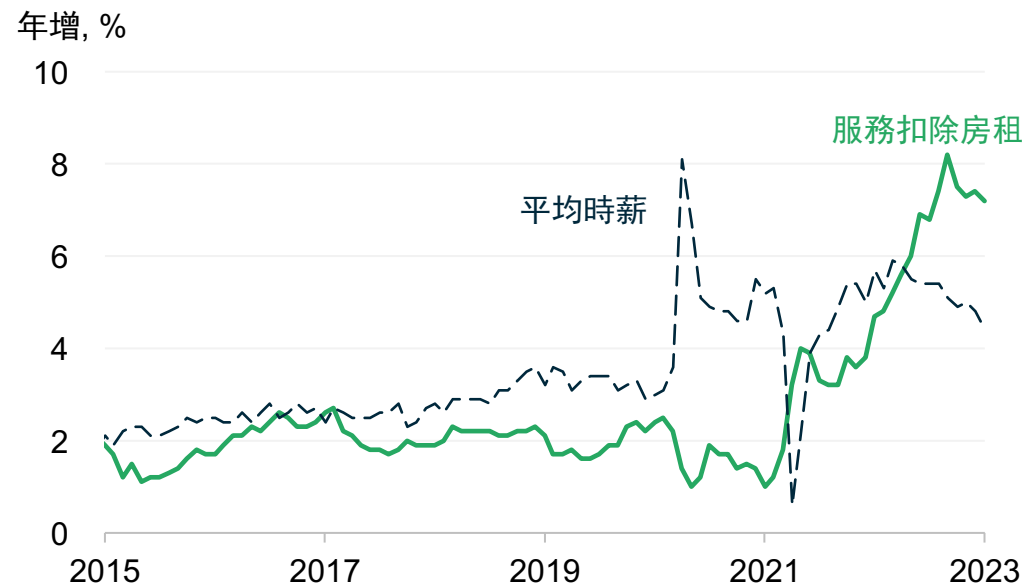
小結：雖然近期非農就業、零售銷售、CPI及PPI等數據皆高於市場預期，透露美國經濟韌性仍強；而略偏鴿派的Fed前副主席Brainard獲任命出掌國家經濟委員會，若報載芝加哥Fed總裁Goolsbee被提名為繼任副主席，則偏鷹派的克里夫蘭Fed總裁Mester將暫代投票權，**此將增添Fed內部鷹派聲量**。即便近期數據與Fed人事將增添鷹派聲量，但**預料並不改變後續通膨放緩的趨勢，因此預期3、5月Fed將各升息1碼**。

房租年增有望於今年上半年見頂回落



資料來源：Bloomberg。

Fed最在意的薪資通膨，有見高回落的跡象



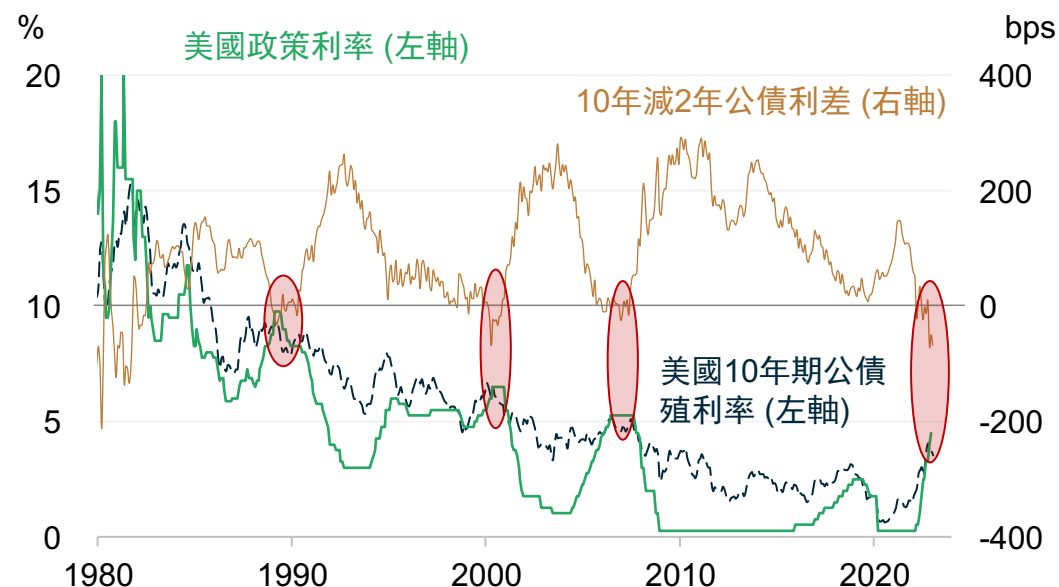
資料來源：Bloomberg。

債市：殖利率下行趨勢未變，但近期數據與Fed官員談話有利短線反彈，惟此係買進鎖利的機會

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**。究其原因，基期效果對於今年上半年的通膨降溫屬一大利多；而長短利差反轉下，除隱含投資人對前景謹慎，企業投資將不易擴張，同時也不利銀行業放貸意願，將有利過熱的景氣持續降溫。

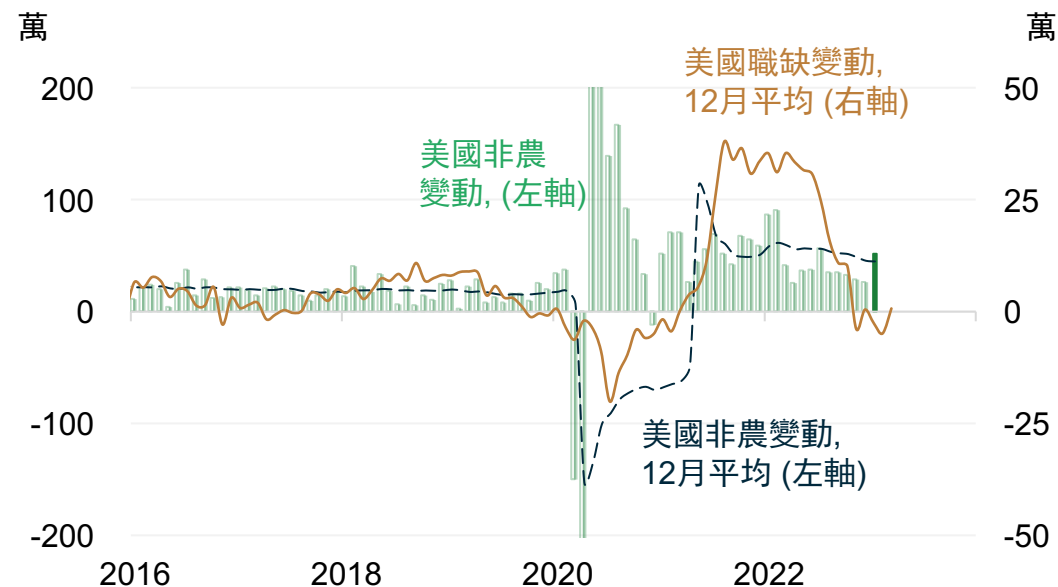
然而，就短線而言，因為**近期非農數據等經濟數據顯示美國經濟仍具韌性**，加上近期除Fed主席鮑爾談話鷹派參雜外，包括紐約Fed總裁威廉斯等眾多Fed官員接連釋出鷹派訊號，且Fed人士調整將增加內部鷹派聲量，確有滋養短線殖利率反彈的可能，惟此不啻為**殖利率逢高買進、鎖利的機會**。

長短利差仍處反轉狀態，對實體經濟仍是壓抑的作用



資料來源：Bloomberg。

即便近期非農仍強，但職缺緊俏狀況確已不若去年



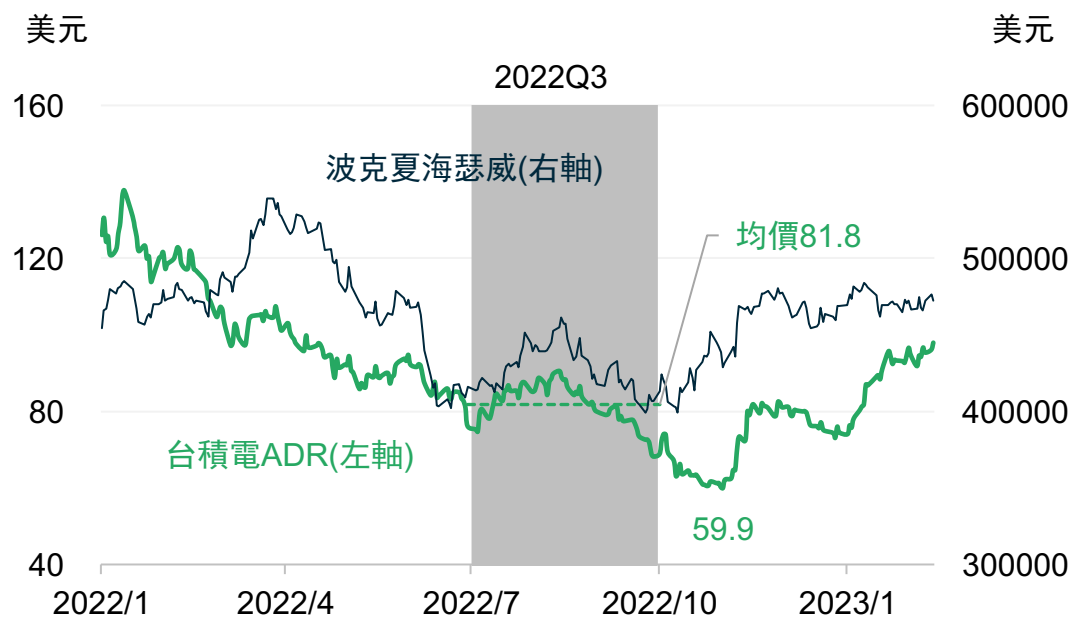
資料來源：Bloomberg。

股市：巴菲特大賣台積電，股神防線鬆動？

美股公布去年Q4大型機構「13F持股報告」，股神巴菲特大賣台積電ADR 5176.8萬股，佔持股86.2%，巴菲特去年Q3首次大買台積電，短期內又大量出脫，令市場感到錯愕。究其原因，半導體庫存壓力、美國要求半導體赴美設廠造成的供應鏈移轉，都可能是巴菲特減持台積電的原因，而去年Q4巴菲特整體持股呈現減碼，看壞今年美國經濟前景也是可能的原因。

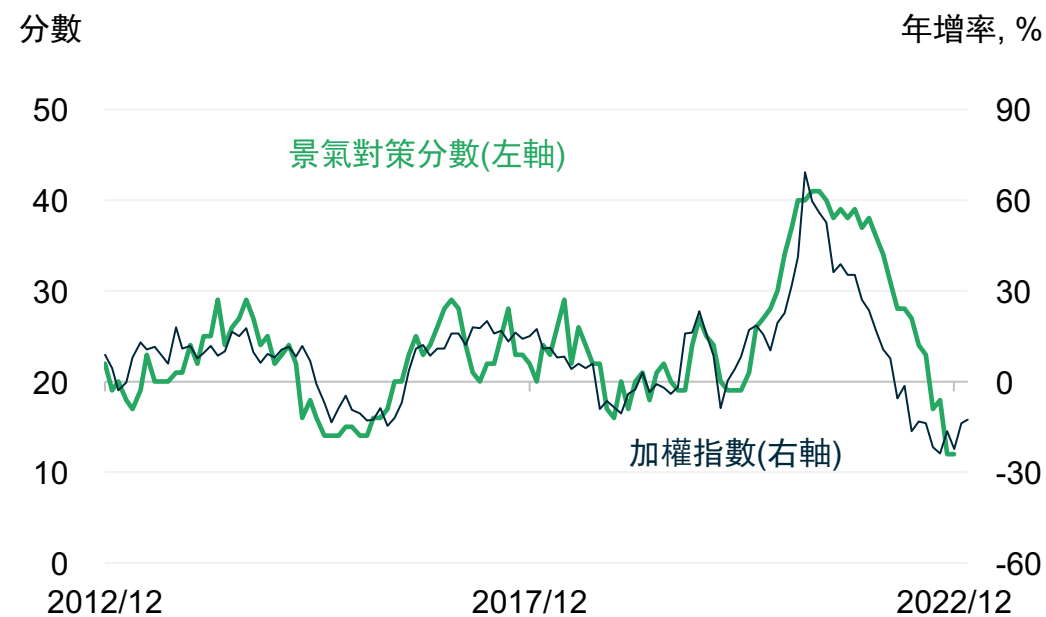
景氣下行，庫存去化預計上半年告一段落，股價領先基本面，不論是台積電或是台股，都不易回到去年10月低點。而在現階段對於景氣回升情形尚不明朗的情形下，股市先反應評價修復，待訂單回升後基本面才跟上，因此操作策略以逢低布局為主，若台股因巴菲特出脫持股而大幅修正，則可以逐步增持。

巴菲特去年Q4大賣台積電，錯失今年以來漲幅



資料來源：Bloomberg。

台股領先景氣落底



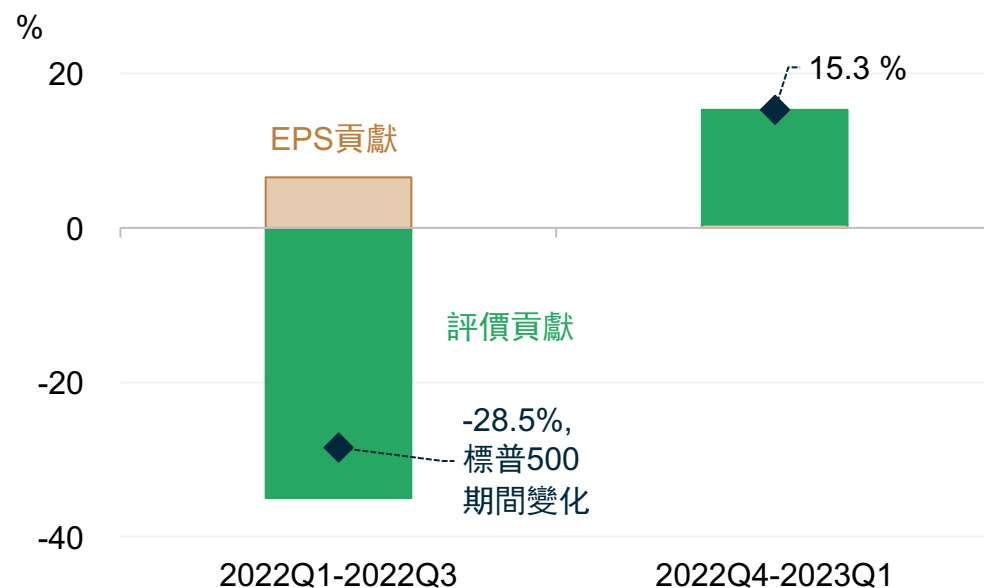
資料來源：Bloomberg。

股市：評價修復帶來無基之彈，但就總經而言，評價帶動的行情無可避免會伴隨較大的震盪

今年股市表現看回不回，投資人普遍有想伸手卻怕手燙之感，因此頻頻常以「無基之彈」稱呼之，究其原因，很大的程度來自於去年評價面受創過於嚴重之故。

以美股標普為例，即便企業獲利(EPS)仍舊成長，但前三季主跌段約莫3成的跌幅中，主要負貢獻都來自於評價下修的影響；相對而言，**去年Q4迄今逾1成的漲幅也得自於評價修復之功**。但須提醒，就目前總經環境而言，**評價帶動的行情無可避免會伴隨較大的震盪**。

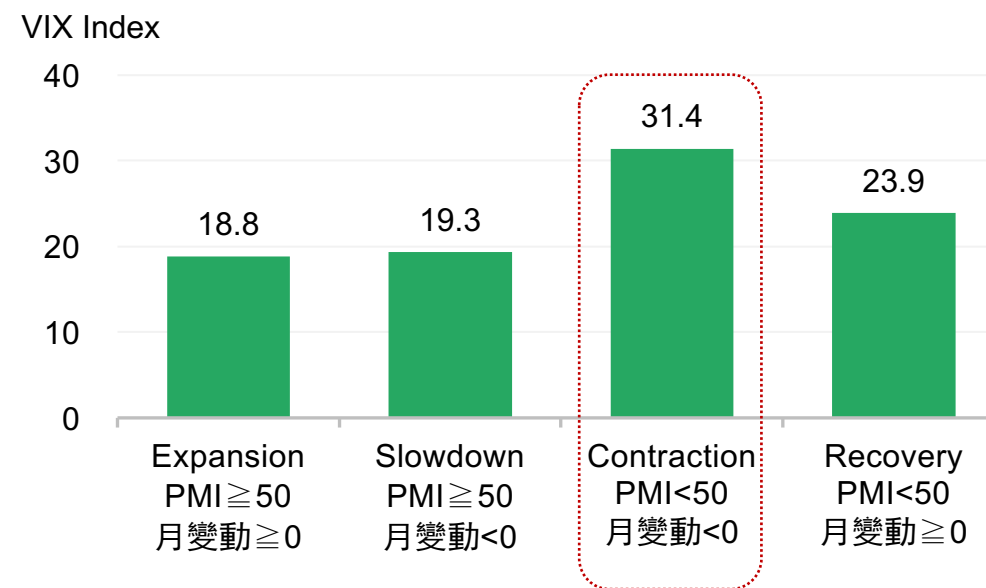
美股為例，去年Q4以來漲勢全然歸功於「評價修復」



註：2023Q1資料截至1/31。

資料來源：Bloomberg。

目前的總經環境波動較大，股市震盪恐仍難避免



註：期間2000~2022年。

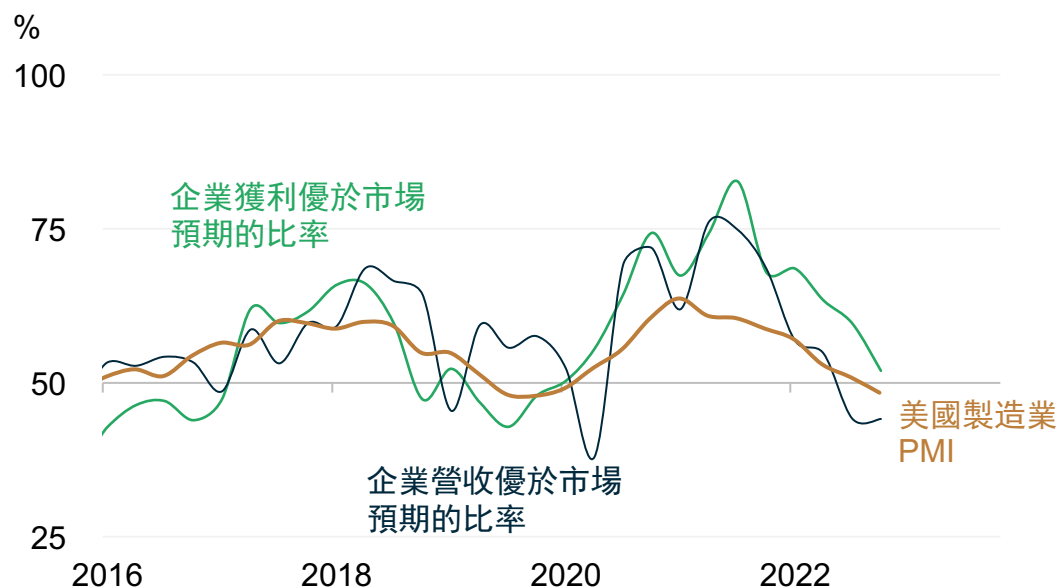
資料來源：Bloomberg。

股市：美股上季財報表現平庸，因此逢評價隨市場情緒有所波動時，不啻為逢低布建的時機

以美股標普500為例，上季財報表現實屬平庸，觀察企業表現優於預期的比率，明顯隨著景氣趨緩而降低；此外，截至上季，下降趨勢還未有反轉的跡象，因此現階段企業表現對於推升大盤的幫助恐仍不大。

在欠缺企業實質獲利幫助下，大盤推動惟賴評價推動，但鑒於從去年Q4迄今，評價已有顯著回升，因此立刻追高或可不必，但逢評價隨市場情緒有所波動時，不啻為逢低布建股票部位的時機。

標普500為例，獲利優於預期的比率明顯低於過往兩年



資料來源：Bloomberg。

評價已自去年低位回升，追高或可不必，宜逢修正布建

股價指數	目前價位*	前瞻EPS	本益比(目前)	本益比(2022/9)	本益比(2021/12)	本益比(長期**)
標普	4139	226	18.3	16.0	22.7	17.2
道瓊	34075	1952	17.5	15.4	18.7	16.0
那指	12584	530	23.7	20.6	30.2	19.5
費半	3055	148	20.6	14.0	21.7	16.3
日股	27480	1841	14.9	14.2	17.7	17.2
歐股	460	36	12.9	10.8	16.6	14.7
台股	15600	1110	14.1	9.2	13.8	14.4
滬深	4108	342	12.0	12.4	17.2	12.9
印股	60663	2702	22.4	20.6	25.0	18.4

註：*截至2023/2/9；**2010-2022年中位數。

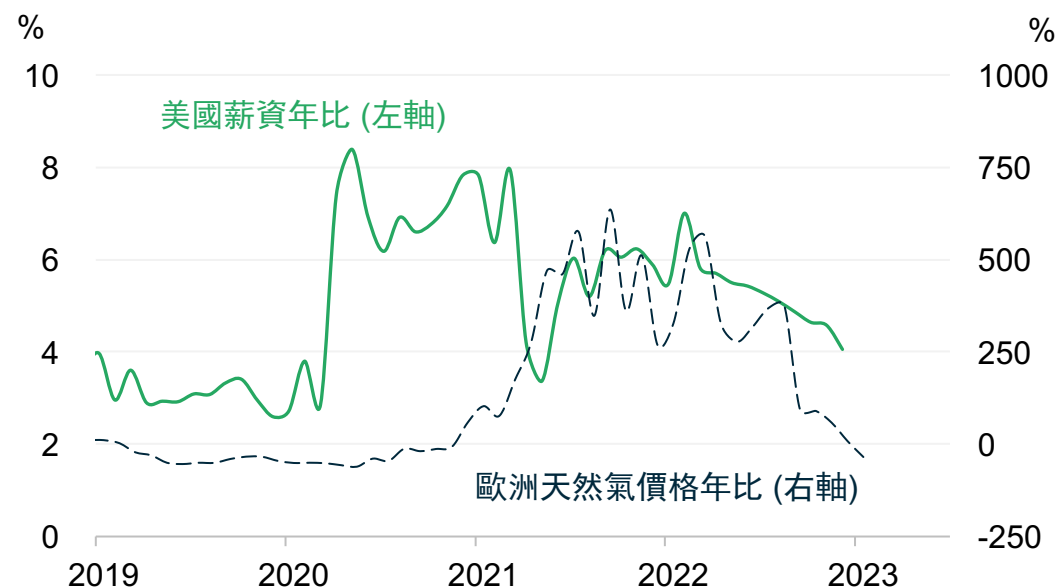
資料來源：Bloomberg。

股市：去年底以來漲勢雖有過熱之虞，但長線而言，「利空鬆動」實為市場帶來轉機

美、歐通膨：據近期非農就業報告，就業增長雖仍舊良好，但**未改變美國薪資增長放緩的趨勢**，將有助Fed緊縮步調屆頂。另方面，受俄烏戰爭影響，歐洲各國對去年冬季天然氣需求抱持戒慎恐懼態度，因此2022/8時便將儲存拉高到2021/10高位；此外，歐盟推動摺節用電、暖冬額外助拳，皆有利**歐洲天然氣價格回落**，為歐洲通膨降溫，降低俄烏戰爭衝擊。

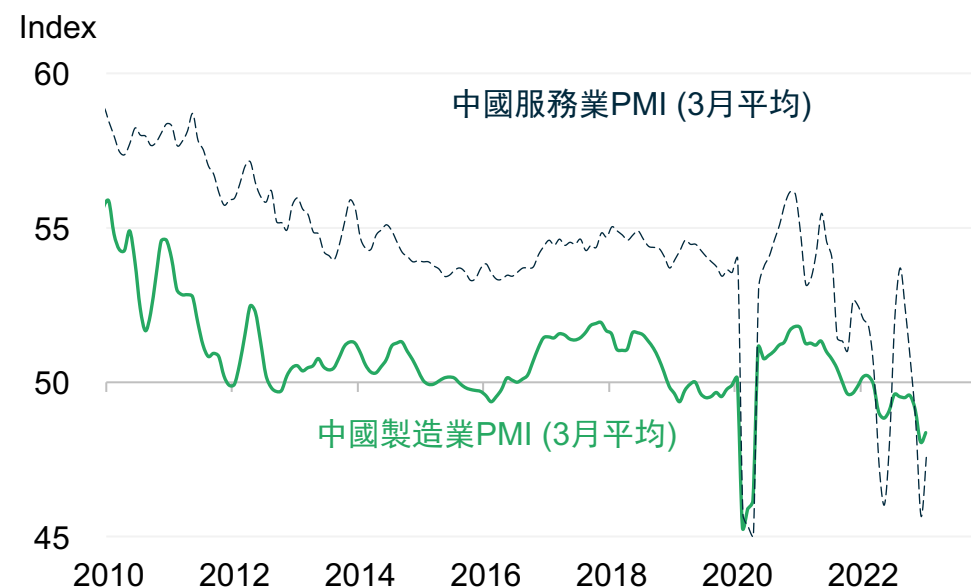
中國：**20大改風向**，中央經濟工作會議具體化轉變，後續政策仍待兩會召開，但中國景氣已然改善，而政策外溢則有利帶動新興、歐洲等經濟回升。綜上，去年底以來的漲勢雖有短線過熱之虞，但1)評價面擺脫Fed緊縮衝擊、2)中國政策轉變帶來原物料與旅遊需求外溢效果、3)歐洲受惠中國景氣回溫與能源價格降溫，**三大利空鬆動將持續為市場帶來轉機**。

主導美、歐通膨兩大因素—薪資與能源價格持續降溫



資料來源：Bloomberg。

中國疫情管控政策丕變，帶動景氣有所回溫



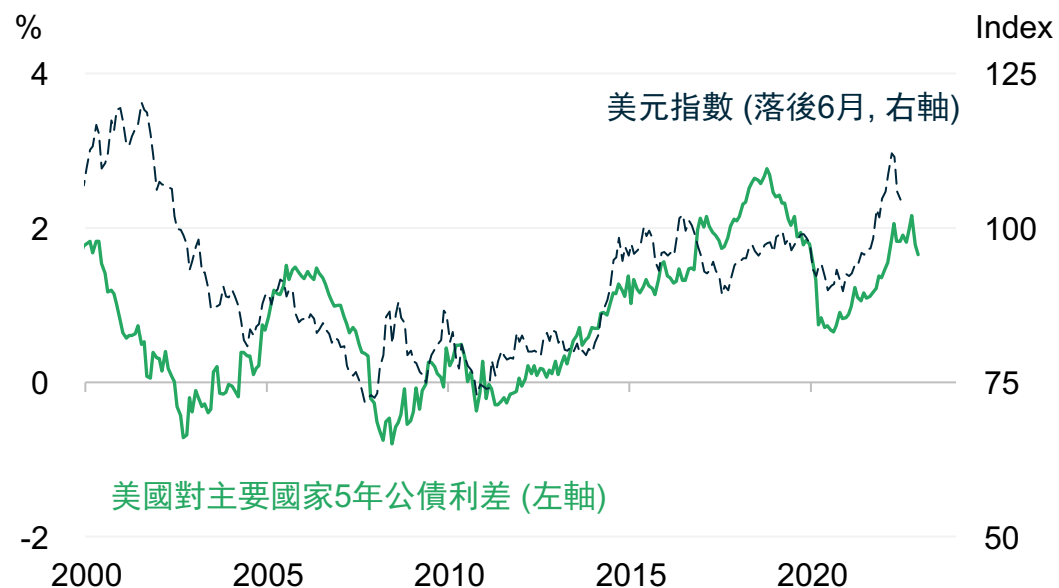
資料來源：Bloomberg。

匯市：美元長線趨弱，短線或見反彈；日銀總裁更迭，但政策依舊受限，日幣長線受美元牽動

美元指數：綜觀美歐兩大央行貨幣政策，美國激進升息在先，歐洲落後跟進，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**。全年而言，美國通膨趨緩，聯準會激進升息的政策節奏不再，**美元長線走勢將較去年趨弱**，惟自去年底以來貶勢過熱，短線或見反彈。

日幣匯率：因立場偏鴿派的現任副總裁雨宮正佳拒絕將接任日本央行(日銀)總裁，首相岸田決定任用植田和男接替。意外人事令當下日幣走勢勁揚，但隨**繼任總裁植田表態支持現行寬鬆政策**，日幣漲幅隨即消退。究其原因，日銀雖迫於通膨、恢復債市功能而需調整寬鬆政策，但人口結構導致長期通縮的沉疴難解，加上目前景氣下行之際，使得政策緊縮同時更需考量景氣與物價的平衡。因此，即便繼任總裁植田欲調整政策，但政策空間恐怕有限。**日幣長線仍係因美元趨弱而轉強，短線波動則難避免風險氣氛等國際匯市因素主導。**

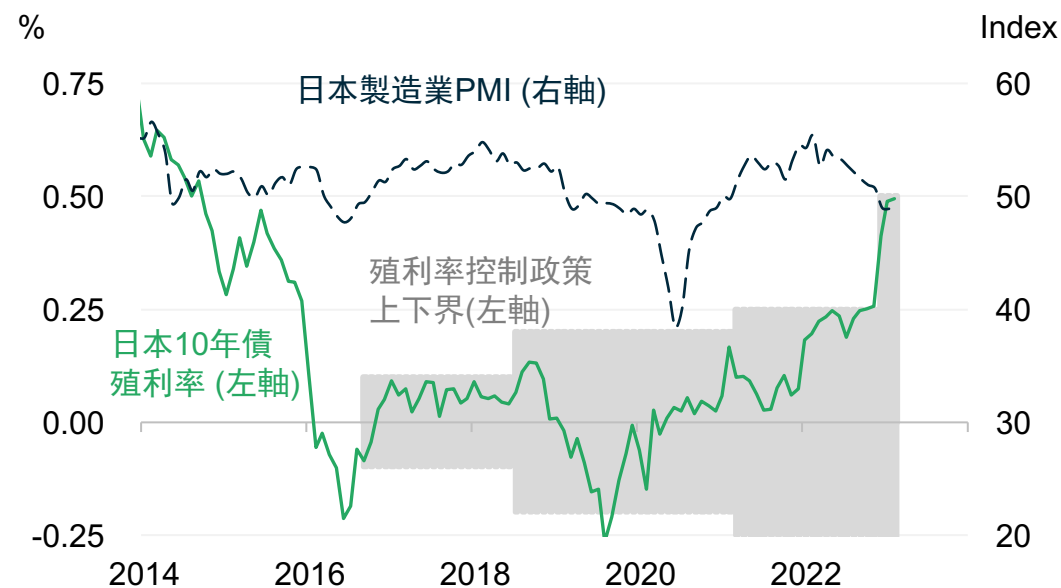
美國利差優勢鈍化，美元強升背景不再



註：主要國家包括德、日、英、加、澳。

資料來源：Bloomberg。

總裁更迭具題材性，但景氣下行，政策空間實屬有限



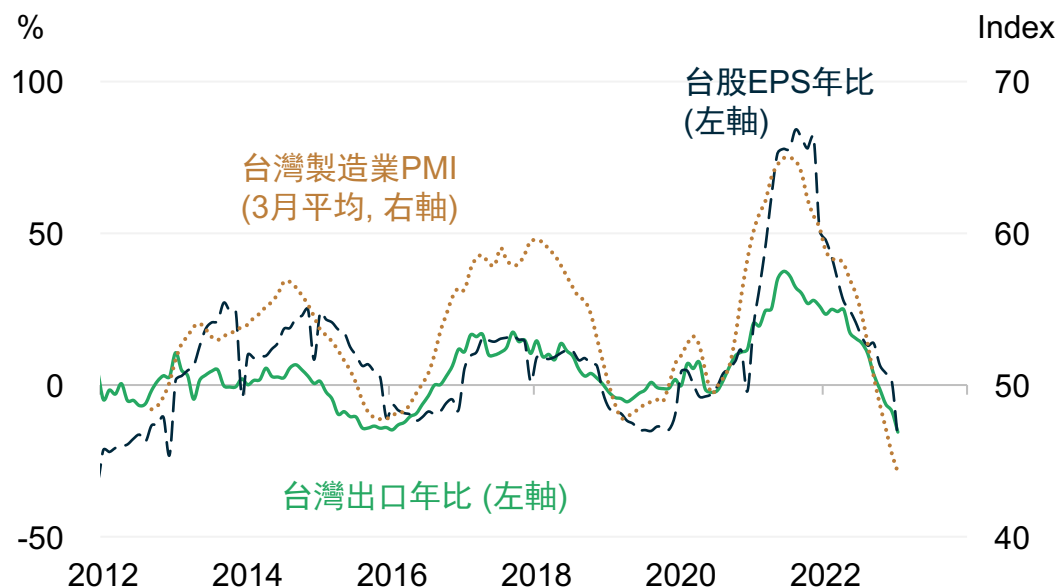
資料來源：Bloomberg。

匯市：台灣基本面仍疲，外資買賣不會是單行道，年初以來台幣雖獲外資推升，卻有利換匯

台灣基本面：受全球製造業去庫存、消費性商品需求低迷影響，台灣出口與製造業持續不振。其中，據1月進出口統計，由於步入外銷淡季，且春節長假集中在1月、工作天數較去年減少，使得出口年比連五月衰退；同樣受需求不振與春節影響，製造業PMI持續下行，分項中，客戶庫存進一步降低可謂基本面透露加速趕底的跡象，**可謂「烏雲漸散、靜待曙光」，惟現階段依舊不利台股獲利的表現。**

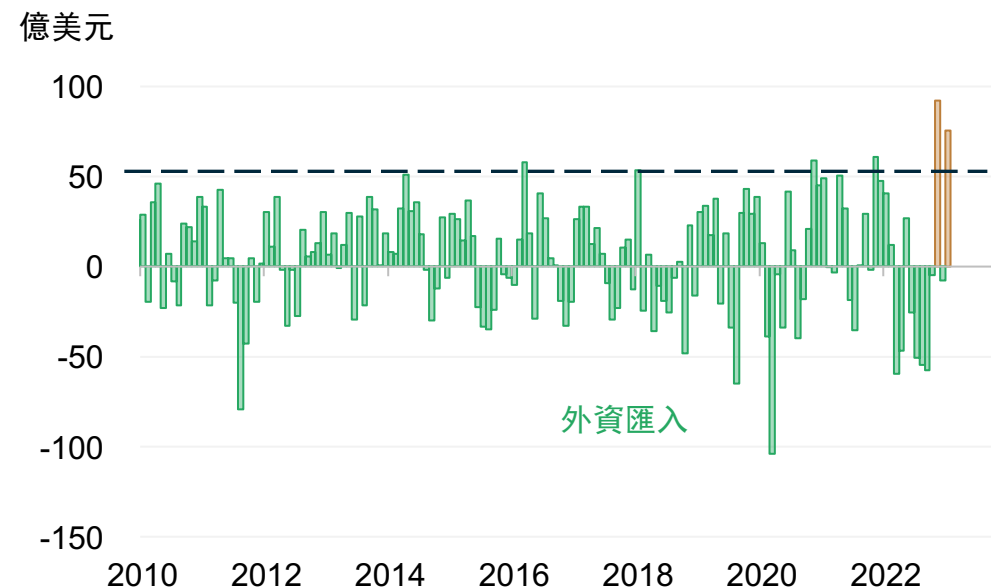
台幣匯價：美元不若去年強勢的背景下，的確有利台幣擺脫去年弱勢，但上半年電子業接單不佳狀況較難逆轉，將影響台股上半年獲利表現。而評價修復帶動台股升至年線附近，震盪機會也將隨之升高，台幣匯價勢難擺脫台股震盪影響；此外，台海地緣政治風險猶存，**若有換匯需求，可利用外資大幅匯入之際進行換匯。**

台灣基本面仍呈頹勢，依舊不利台股獲利動能



資料來源：Bloomberg。

外資回補部位，已出現兩個月巨幅的匯入



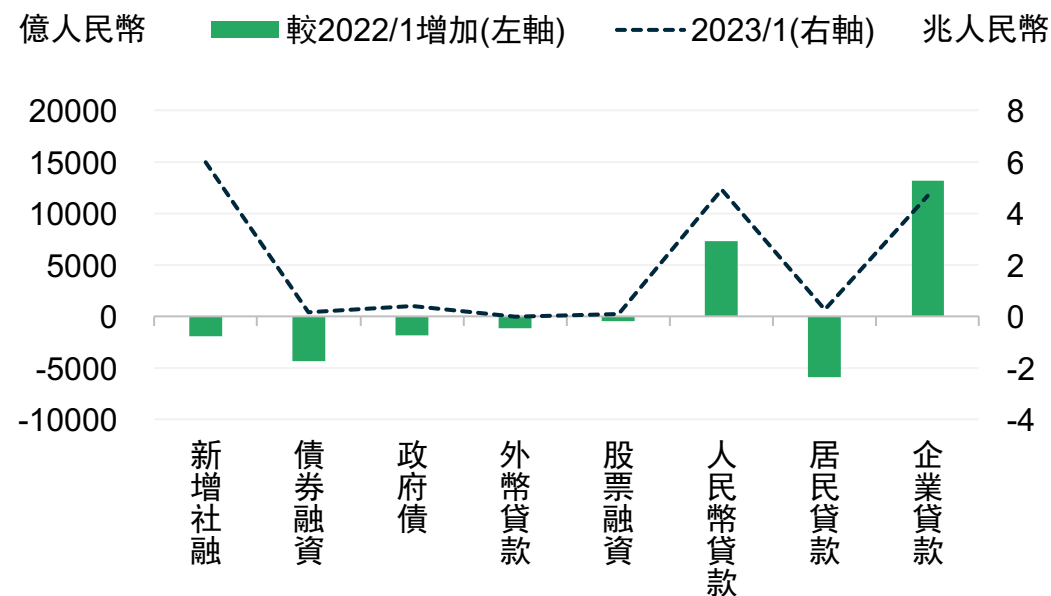
資料來源：Bloomberg。

中國 新增社融開門紅, 企業貸款提供經濟與股市支撐

中國經濟迎來開門紅, 1月新增社融5.98兆, 其中新增人民幣貸款4.9兆, 寫下歷史新高紀錄, 並較去年同期增加逾7000億人民幣, 整體社融結構有所改善, 觀察企業中長期貸款大幅上升, 研判受惠於保交樓與基礎建設帶動。然而, 居民貸款數據續弱, 新增貸款較去年同期明顯下滑, 與1月房地產數據下行表現一致, 除部分受春節影響外, 也印證中國房市的復原速度仍然偏慢, 有待政策進一步支持。

後市展望方面, 房地產開發與民眾購屋信心恢復速度較慢, 信貸大幅走強的趨勢不易維持, 但中央已要求今年專項債的發行進度提前, 基礎建設對企業中長期貸款的支撐延續, 耗煤量等高頻數據也指向工業生產回暖, 儘管短期因為地緣政治與美元上行等因素出現盤整, 然經濟活動修復有望對股市形成支撐。

1月新增社融結構改善, 企業貸款大幅增加



資料來源: Wind。

基建有望帶動企業中長期貸款維持高位



資料來源: Wind。

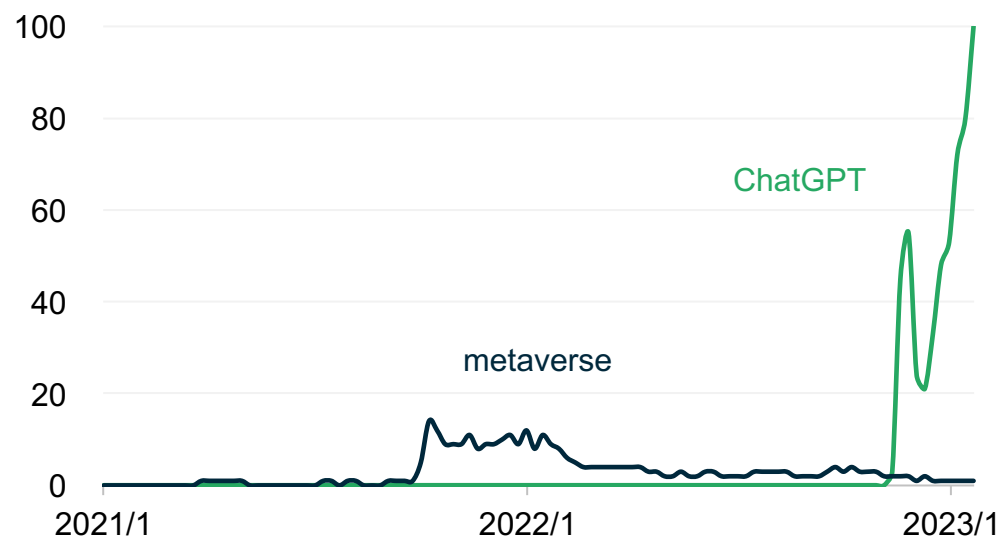
科技 「生成式AI」大爆發, 元宇宙既視感?

新創公司OpenAI以其自然語言聊天機器人-ChatGPT爆紅, ChatGPT不僅可以與使用者流利、完整的對答, 結合搜尋引擎後更能讓使用者精確的找到所需解答。做為OpenAI的股東, 微軟結合ChatGPT到自家Azure雲端平台、Bing搜尋引擎及Edge瀏覽器提供服務, 想像空間十足。生成式AI大爆發使得科技龍頭紛紛投入競爭, 姑且不論其獲利模式是否能獲得消費者買單, 但背後帶來的商機讓人不能小覷。

ChatGPT獲得大眾關注後, 註冊用戶快速突破1億人, 相較過去同樣曾引爆話題、但缺乏實際產品的元宇宙, 不可同日而語, OpenAI初期以1萬個Nvidia GPU訓練, 推出全新ChatGPT Plus訂閱服務後, ChatGPT訓練模型也提升至2.5萬個Nvidia GPU。專家評估Google若將AI模型整合至搜尋引擎, 估計需要51.3萬台A100 HGX伺服器及410.2萬個A100 GPU, 估計資本支出高達1000億美元, 將推升GPU、雲端運算、儲存服務等產業。

ChatGPT可應答自如, 生成式AI爆紅

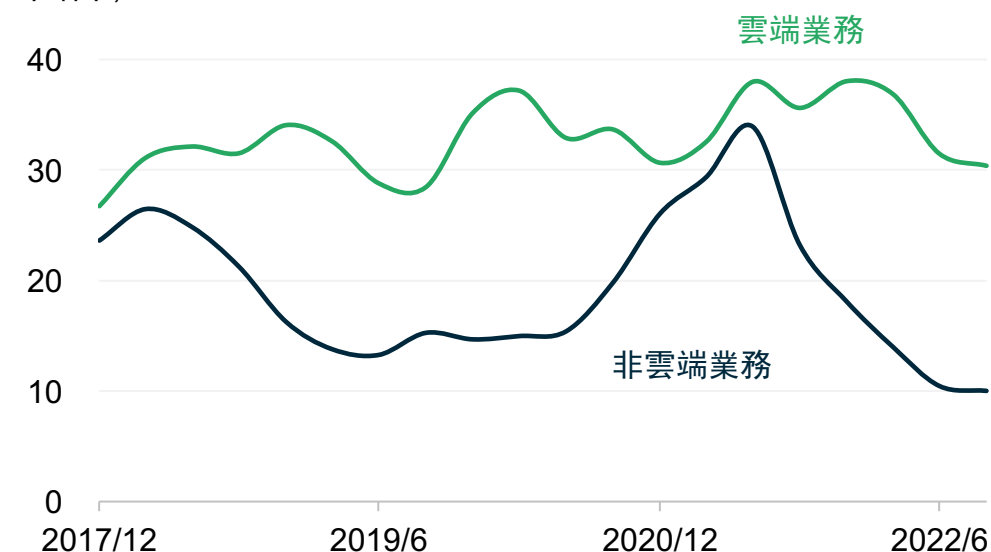
Google美國搜尋熱度



資料來源: Bloomberg。

新應用將推動雲端業務持續高成長

年增率, %



註: 雲端及非雲端業務成長率取亞馬遜、微軟、Google三家平均值。
資料來源: Bloomberg。

Feb 2023

20

Monday

中國貸款市場報價利率
歐元區消費者信心指數
台灣出口訂單
美國休市

21

Tuesday

美國成屋銷售
美國製造業PMI
美國服務業PMI
歐元區製造業PMI
歐元區服務業PMI
日本製造業PMI
日本服務業PMI

22

Wednesday

德國CPI終值
德國IFO商業預期指數

23

Thursday

韓國利率決策會議
歐元區CPI終值
美國GDP比修正值
FOMC會議紀錄

24

Friday

美國密大消費者信心
美國新屋銷售
美國個人收入
日本CPI
德國消費者信心指數

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