



凱基證券

通訊服務財報亮眼 電信防禦性抗波動

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年9月8日

本週焦點圖表

美國通膨維持低位，勞動市場降溫，升息進入尾聲

01 市場回顧

油價上漲、公債殖利率高盤
股債市維持震盪

02 熱門議題

- 中國降印花稅、鬆綁房產限令，刺激政策頻發
- 美國製造業持續庫存去化，有助於經濟溫和增長

03 投資焦點

通訊服務財報亮眼，高速運算搭上AI概念與電動車應用

04 重要數據預告

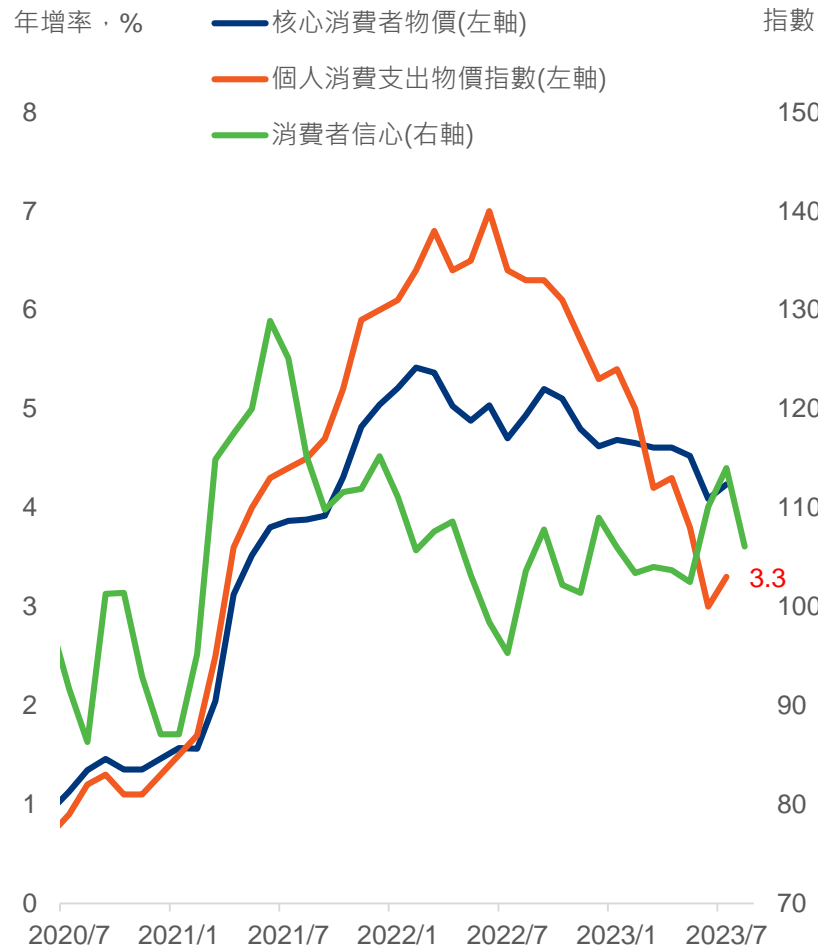
歐洲央行利率會議、
蘋果新機發表會、
美國CPI、PPI、零售銷售

美國通膨維持低位，勞動市場降溫，升息進入尾聲

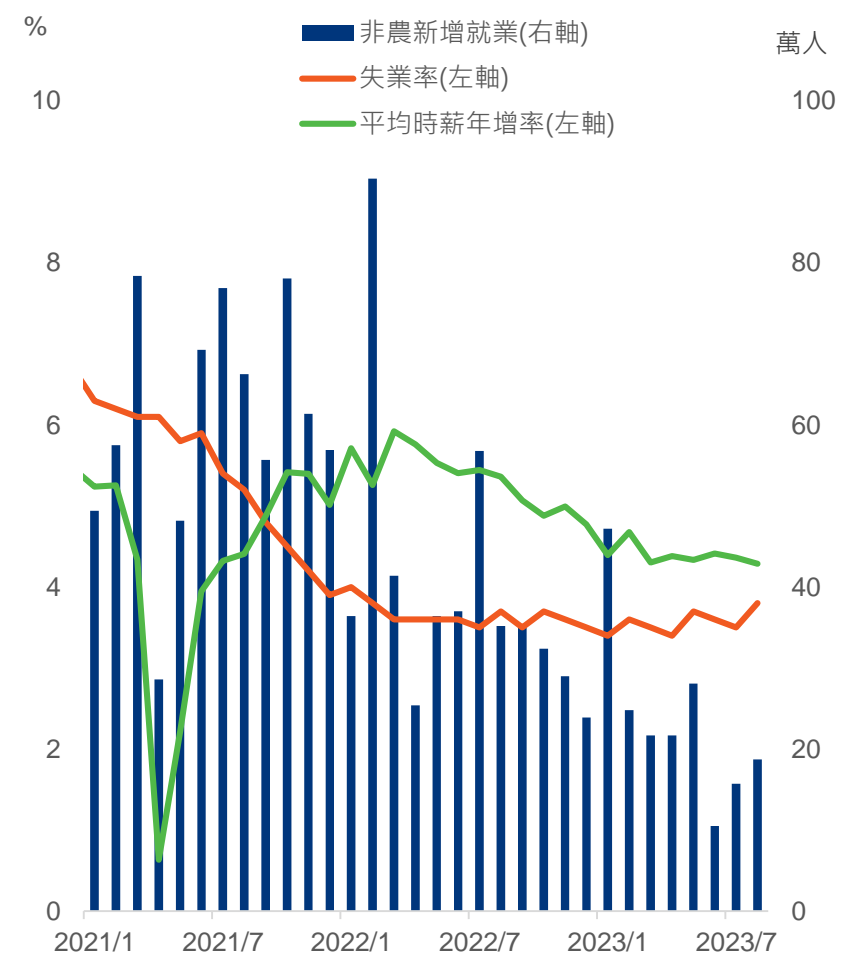
- ▶ 美國7月個人消費支出物價指數(PCE)年增率為**3.3%**，略高於前月的3%；核心PCE年增率**4.2%**，較6月**4.1%**小幅上升，反映通膨雖略放緩卻仍頑強。聯準會克里夫蘭銀行總裁發表鷹派言論，說明抗通膨雖已取得進展，但通膨仍高，**Fed**正試圖確定當前利率是否達限制性水準，和要維持多久才能讓通膨續降溫。市場預期聯準會9月將暫緩升息，11月利率動向充滿不確定性，美國**10**年期公債利率高點可能已過，但預期將維持高位一段時間，消費者信心下滑，或壓抑傳統第四季消費旺季的美股表現。
- ▶ 8月新增非農就業人數**18.7**萬，連續3個月低於**20**萬人，失業率從7月**3.5%**升至**3.8%**，平均時薪月增**0.2%**，創去年2月以來新低。勞動市場降溫，呼應升息進入尾聲，未來留意縮表速度。

資料來源：Bloomberg

美國通膨放緩、消費信心回落



非農新增就業人數連續3個月低於20萬人之下



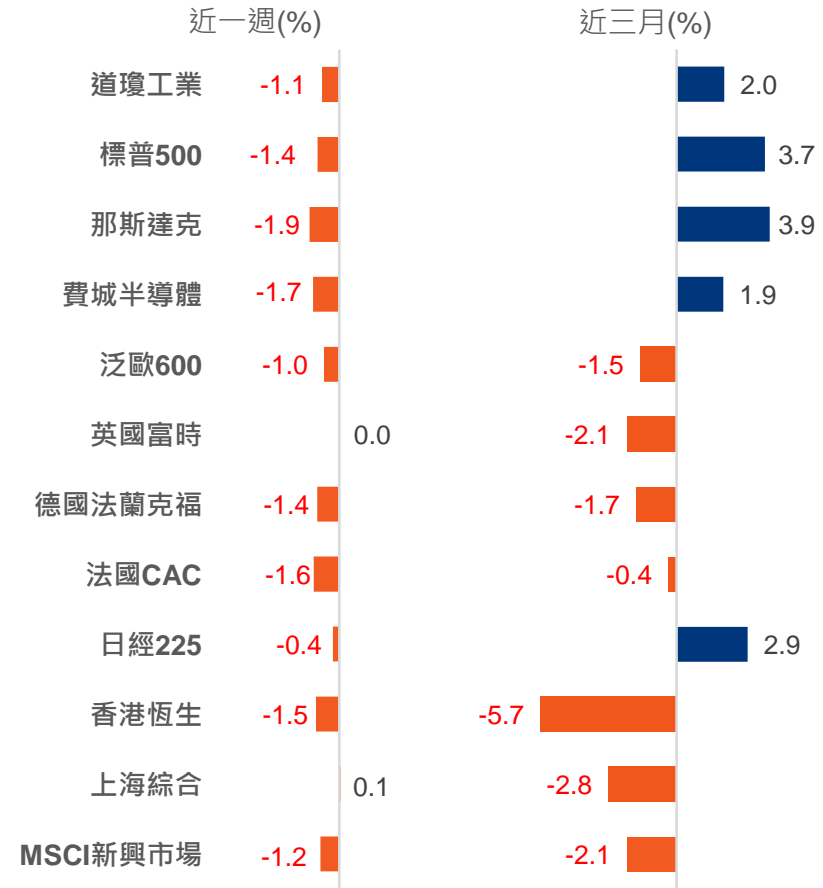
市場回顧

美債利率走高，科技、成長股回落

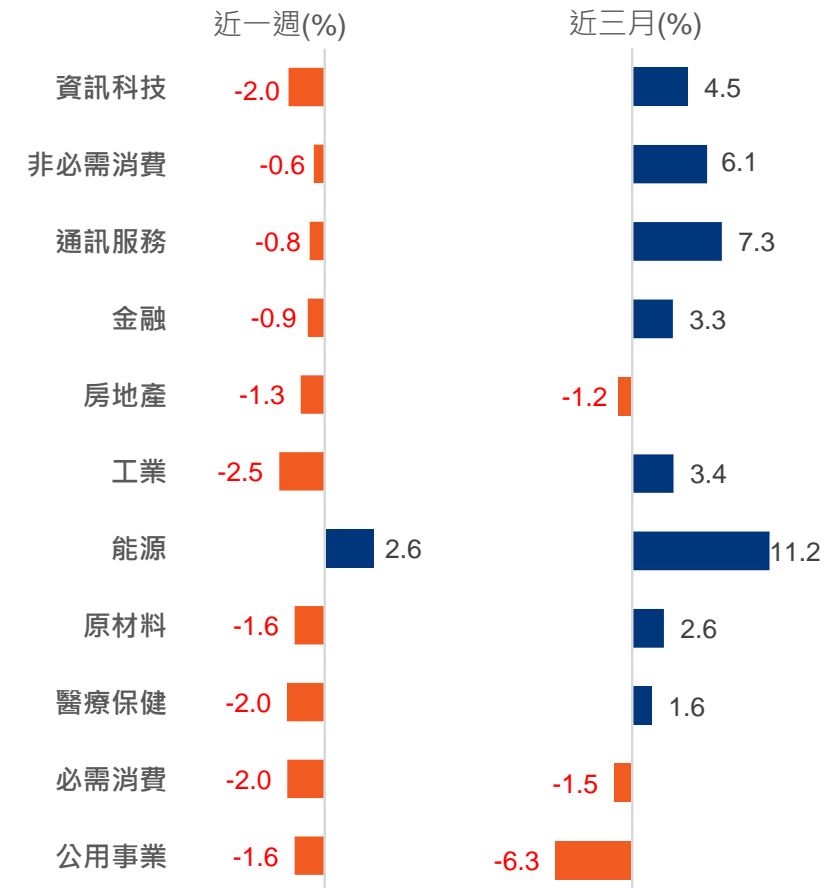
- ▶ 美國8月ISM非製造業指數從前期52.7升至54.5，創今年2月以來新高，其中價格指數連續2個月上升，顯示通膨不易控制，加上能源價格走強，推升美國10年期公債利率高盤，中國對蘋果手機實施政府官員限用令，使成長股、科技股承壓。中國8月出口年減8.8%，國內外需求疲弱，華為新手機晶片展現技術突破，可能引發美國加重科技制裁力道，陸股反彈受抑。
- ▶ 沙國和俄羅斯聯合減產，並延長時間到今年底，加上美國原油庫存下滑，激勵油價大漲，能源類股受惠走強。中國對蘋果手機禁用令可能擴大至國企及國家機構，衝擊蘋概及晶片股；美國市佔率居冠的網路電視機上盒業者Roku，第3度大規模裁員，有助削減成本、提高獲利，股價大漲對通訊服務類股形成支撐。

資料來源：Bloomberg，2023年9月7日

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

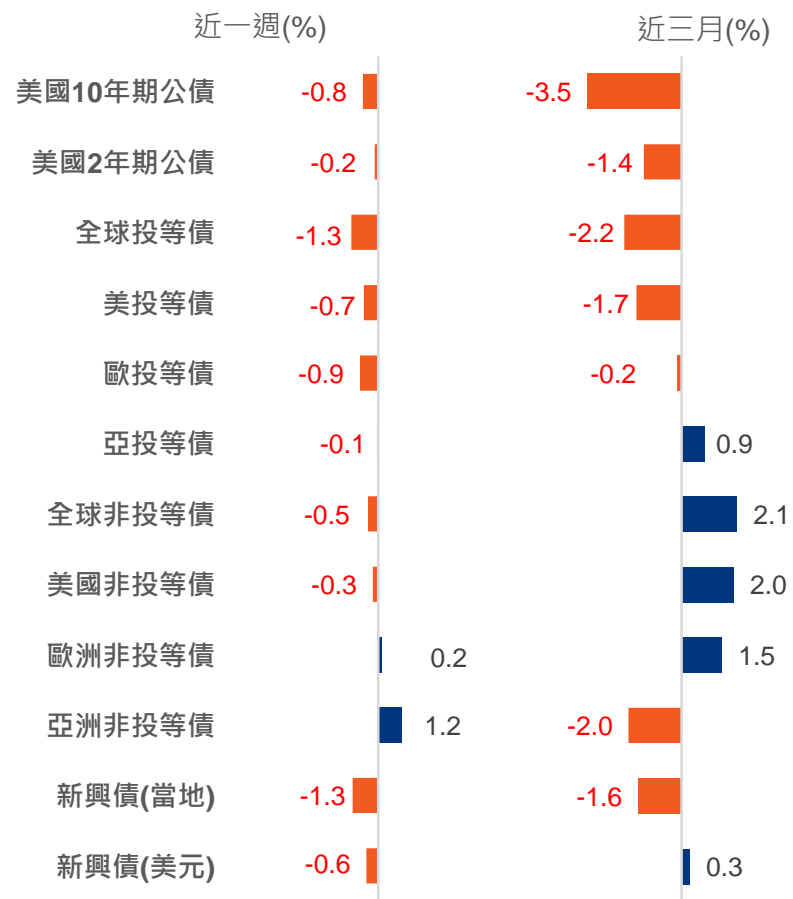


通膨難降、利率高盤，美元指數走強、金屬承壓

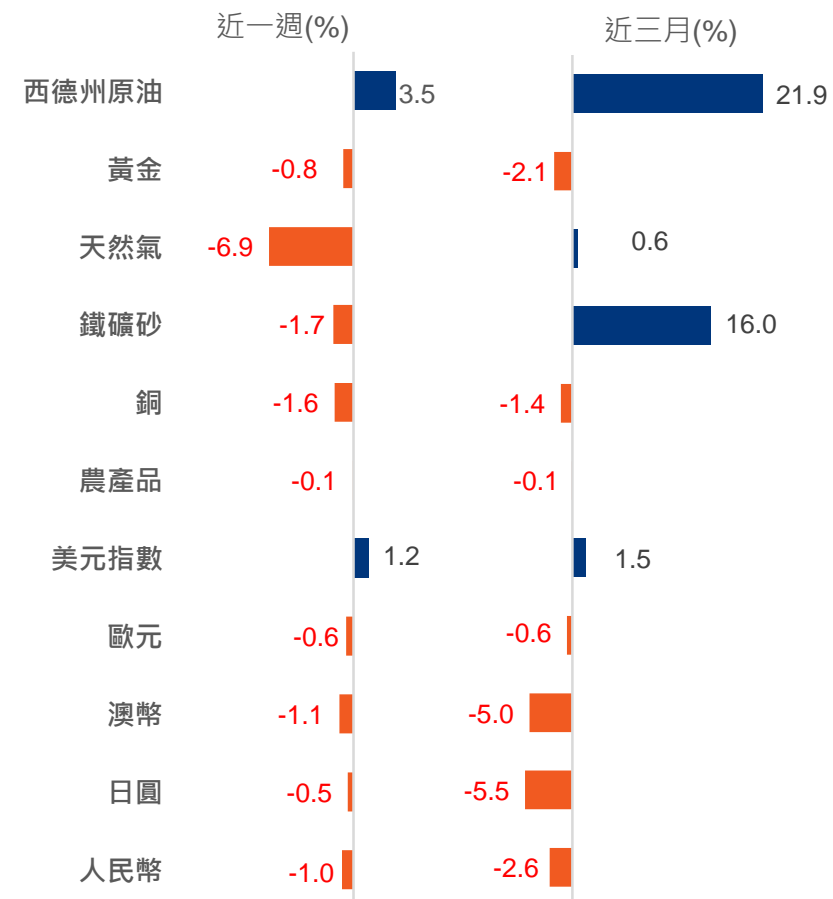
- 美國經濟數據穩健，油價上漲恐使通膨復燃，首次申請失業救濟金人數較前週減少1.3萬人，創今年2月中以來新低，美債利率逼近8月的高點，債市普遍承壓。市場關注9月20日將召開的FOMC會議，利率期貨顯示投資人預估9月利率保持不變的機率約93%，11月升息1碼的機率上升至45.2%。此外，也將關注利率點陣圖對未來的利率預估路徑是否調整。
- 沙烏地阿拉伯從7月開始每日減產100萬桶石油生產，並延長減產時間至年底，俄羅斯也跟進延長每日減產30萬桶的計畫，西德州油價上漲來到每桶87美元。美國高利率或將維持更久，公債利率與美元指數偏升，加上歐洲經濟表現疲軟，德國7月工業生產月減0.8%、工業訂單月減11.7%，歐元走貶、非美貨幣續弱，金屬價格承壓。

資料來源：Bloomberg，2023年9月7日

各類債券表現(%)



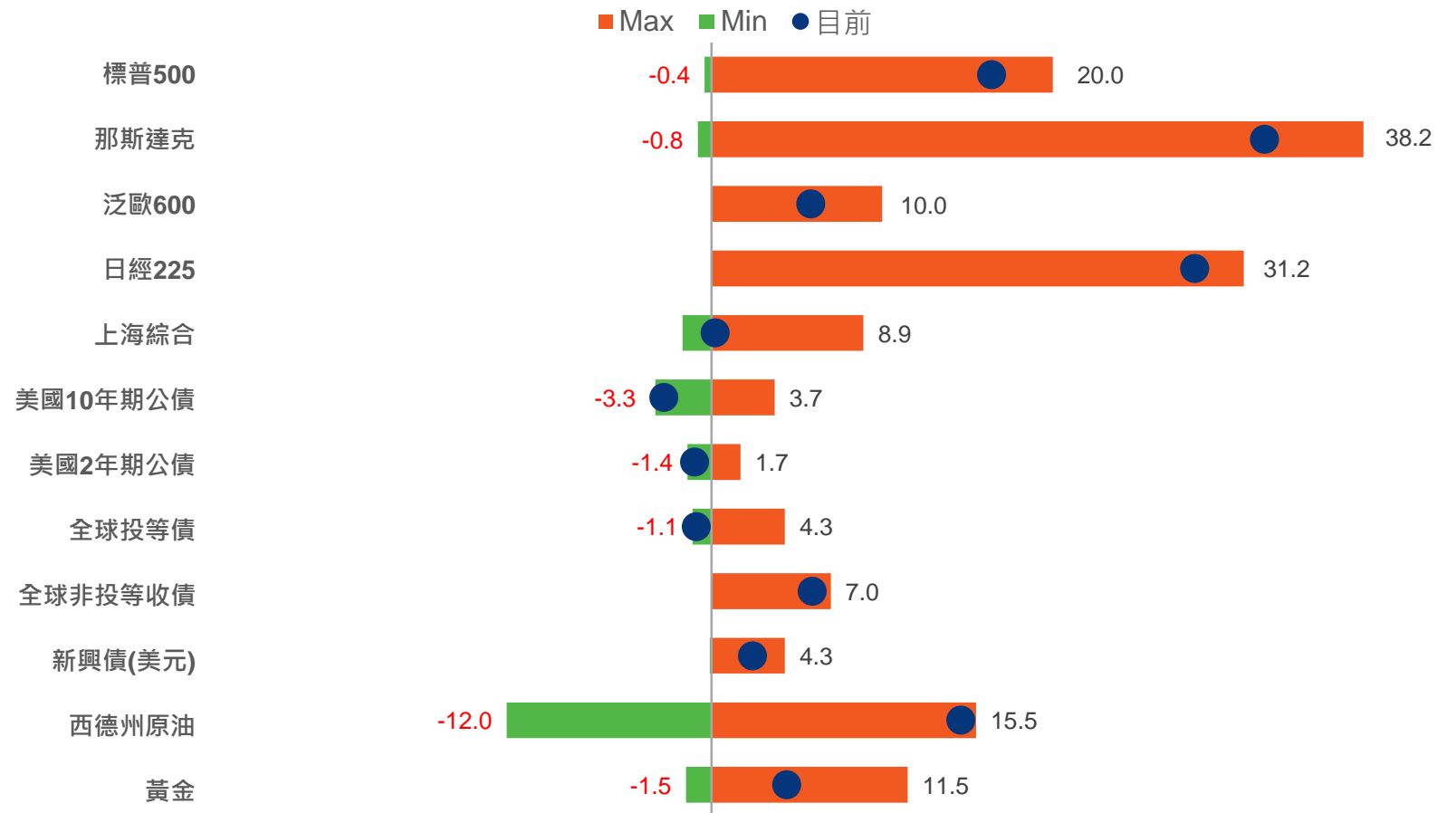
各類商品及貨幣表現(%)



美國公債殖利率續創今年新高，股債表現回落

- ▶ 今年以來隨美國經濟數據保持強勁，美國股市震盪走揚；日本企業獲利為美國以外地區持續上修者，支持日股漲勢；儘管中國政府陸續推出救市政策，然經濟持續疲軟且房產業低迷不振，陸股今年表現疲軟；歐股也受中國需求不振拖累，回吐今年一半漲幅。美債受財政部大額發債與關門議題再起，美國公債殖利率續創今年新高；全球非投資級債隨股市同步走揚，高票息持續挹注年至今表現。
- ▶ 儘管中國景氣不振，OPEC產油國持續保持減產軌跡，市場預估第四季將維持供需略緊情況，油價創今年來新高，西德州原油突破每桶85美元挑戰90美元關卡。美元指數與美國公債利率挑戰今年高位，金價弱勢區間整理。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg，2023年9月8日

成熟市場

60日線

標普500指數跌破季線支撐，價格挑戰力守上升通道下緣



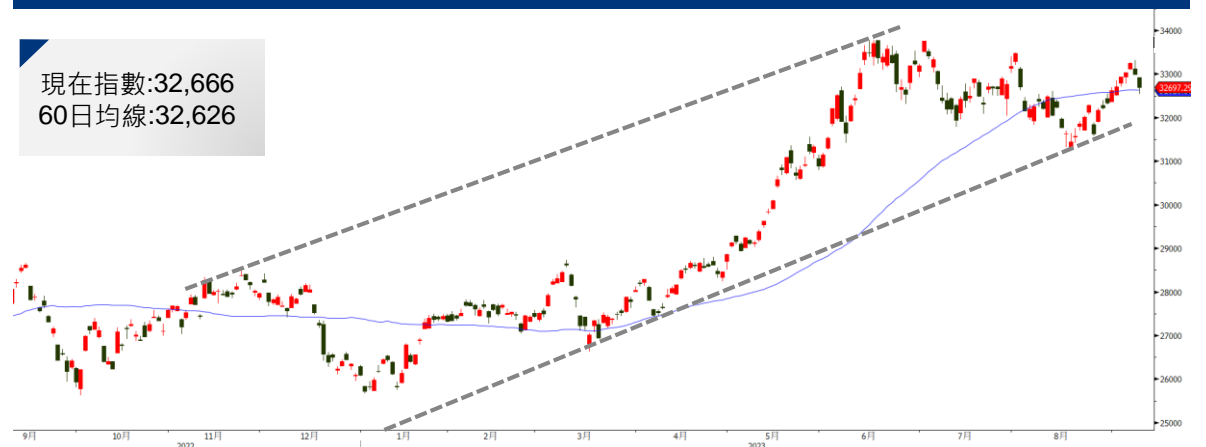
那斯達克指數漲多拉回，跌破季線支撐且有跳空缺口



泛歐600指數季線下彎，股價高檔回落季線之下



日經225指數回檔至上升通道下緣反彈，回測季線關卡



資料來源：Bloomberg · 2023年9月8日

新興市場與商品

60日線

上綜指數呈下降通道，指數延季線壓力下行



新興市場反彈近季線遭遇壓力，回測底部支撐



黃金價格測試季線不過，跳空缺口仍為強力支撐



西德州原油突破今年高點與85美元關卡，季線底部翻揚



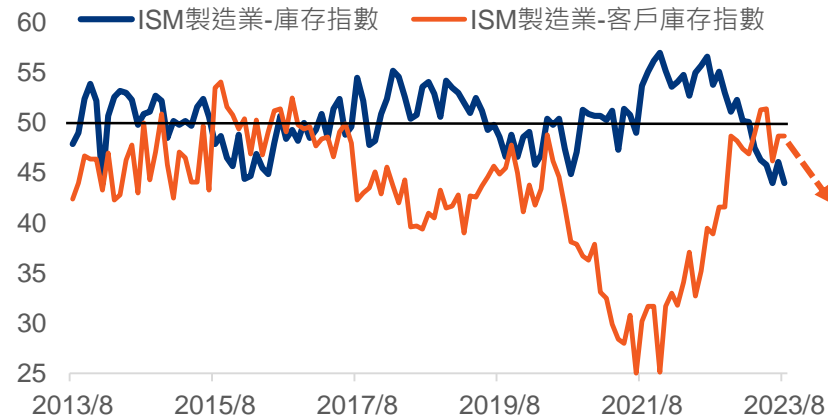
資料來源：Bloomberg · 2023年9月8日

熱門議題

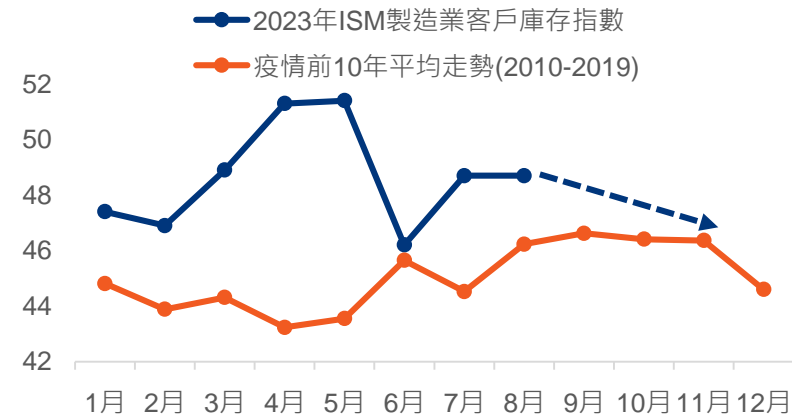
美國製造業持續庫存去化，有助於經濟溫和增長

- ▶ 8月美國ISM製造業數據由46.4上升至47.6，優於市場預期。雖然指數仍處於景氣榮枯線50之下，但觀察反映上游廠商庫存變化的庫存指數降至44，已來到2014年2月以來的最低水準，顯示上游庫存去化已近尾聲；而客戶端存貨指數本月雖維持在48.7，仍高於近10年平均水準(43.3)，但若按疫情前的經驗觀察，客戶庫存可望於冬季獲得進一步去化，並帶動製造業景氣緩步回升。
- ▶ 綜上所述，在美國非製造業PMI回到半年高點，加上製造業庫存去化順利，帶動製造業景氣有機會緩步復甦下，有助於美國經濟於未來一段時間繼續維持溫和增長的態勢。美股長線偏多看待，逢拉回可分批漸布。

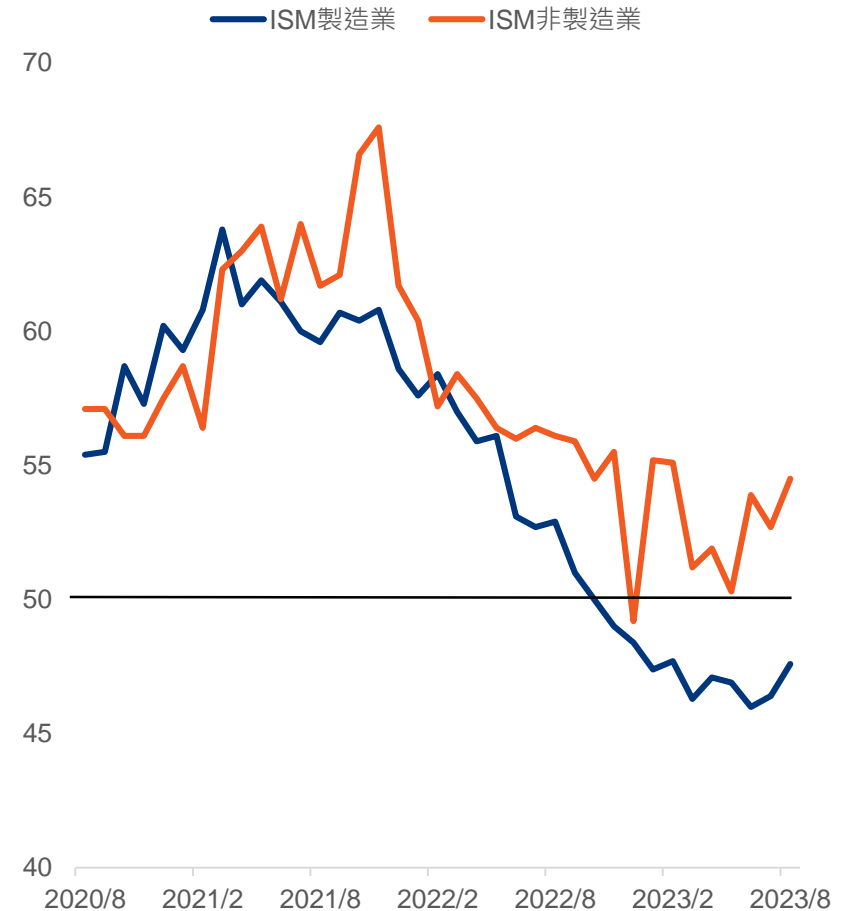
ISM製造業庫存指標顯示，上游去化已近尾聲



按疫情前經驗，客戶庫存後續可望進一步去化



ISM製造業緩步回升，有助支撐美國經濟



資料來源：Bloomberg，截至2023年9月6日

中國調降證券印花稅、認房不認貸，政策利多頻發，效果待時間發酵

- ▶ 中國政府為活躍資本市場、提振投資信心，宣布下調證券交易印花稅率，以減半徵收方式，由原本的千分之1調降為千分之0.5，同步推出優化IPO、再融資制度，並規範股份減持、調降融資保證金比例等組合拳措施，陸股與港股近期跌勢短暫止穩。然而，觀察過去幾次調降印花稅，短期雖有助股市反應政策利多上漲，但長線仍將回歸經濟基本面與企業實際獲利。
- ▶ 針對中國積弱不振的房地產市場，近期也推出「認房不認貸」、「調整存量房貸利率」等重磅政策，希望減輕民眾房貸負擔、刺激房市活動與促進消費；目前已看到多地區跟進放寬購房措施，中國房市下行壓力可望獲得緩解，短期住房相關類股獲得激勵，但整體指數持續上漲，仍需時等待產業帶動的外部效果。

資料來源：凱基投顧、中國人行

過去歷年調降證券印花稅後上證指數漲幅(%)

發布日期	調整幅度	T	T+1	T+5	T+10	T+20
1998/6/12	0.5%降至0.4%	2.65	-1.30	1	1.2	-0.62
2001/11/16	0.4%降至0.2%	1.57	1.40	4	4.02	7.65
2005/1/23	0.2%降至0.1%	休市	1.73	-1.69	1.76	0.90
2008/4/24	0.3%降至0.1%	9.29	-0.71	4.97	5.61	0.59
2008/9/19	雙邊徵收改單邊徵收	9.45	7.77	10.54	1.84	-4.83
2023/8/28	單邊徵收，0.1%降至0.05%	1.13	1.20	2.78		

近期中國房市利多政策頻發

時間	內容
7月18日	國家發改委指出「推動經濟提質增量，穩妥處置房地產、地方債等領域風險」
7月24日	中共政治局會議表示，適時調整改良房地產政策，因城施策用好政策工具箱，滿足剛性和改善性住房需求
7月27日	住建部表示，將降低購買首棟住房頭期款比例和貸款利率、改善住房換購稅費減免、個人住房貸款「認房不認貸政策」
8月25日	人行和金管總局公布，不再區分限購城市，首套房和二套房個人住房貸款最低首付款比例下限，統一為不低於20%和30%。
8月31日	自9月25日起，首套房個人住房貸款的借款人，可申請變更約定利率，亦可由銀行新發放置換存量貸款，調整幅度由借貸雙方協商，平均利率降幅約0.8%
8月31日	中證監放寬房地產上市公司再融資不受虧損限制，為接近1兆元人民幣市值的A股房地產公司再融資限制鬆綁。多個城市擴大公積金貸款，實施購房補貼、契稅返還、放開限售限購等政策

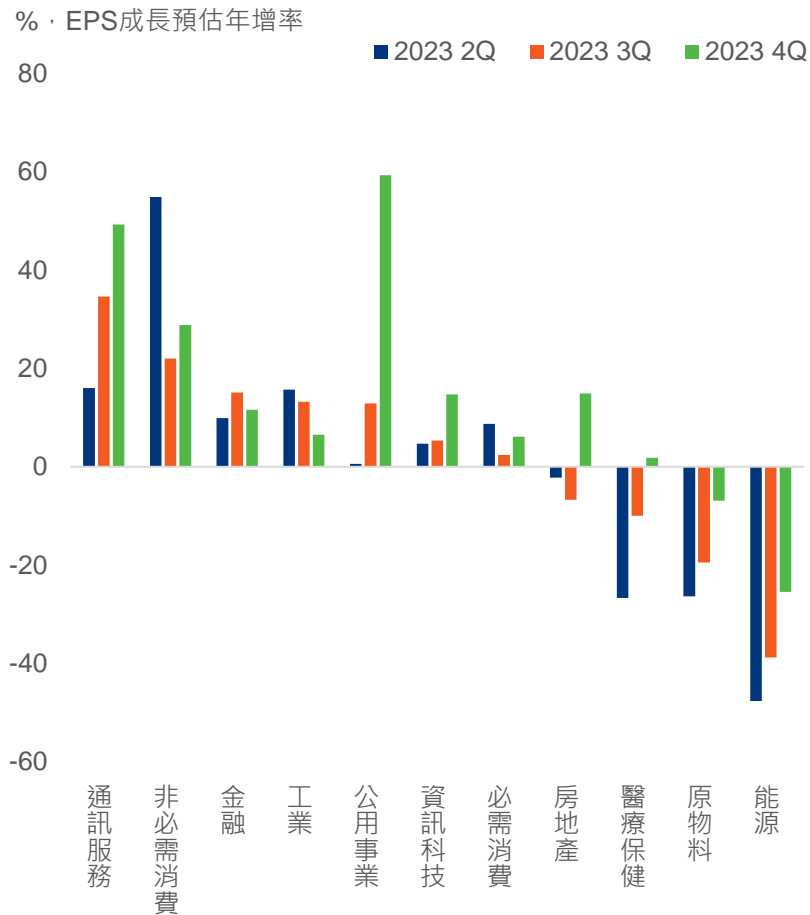
投資焦點

通訊服務財報亮眼，高速運算搭上AI概念與電動車應用

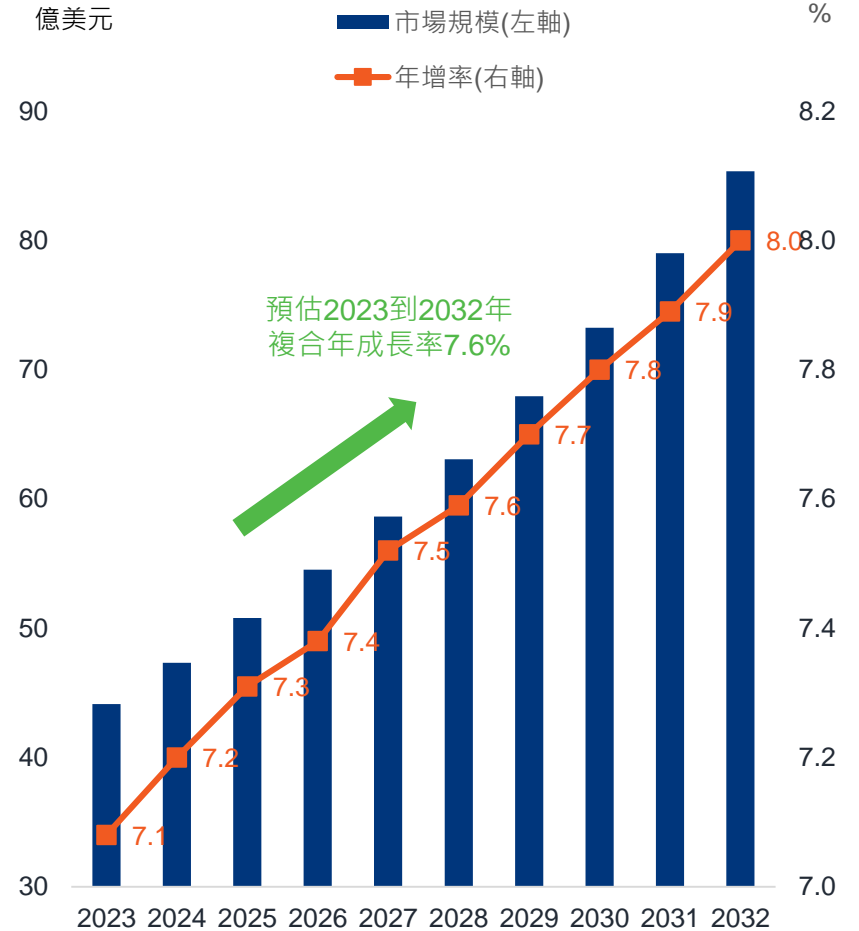
- ▶ 美股第二季公布的通訊服務企業財報亮眼，包含權值股臉書、Google營收年增率皆較前季加速成長，歸功於數位廣告需求復甦，與前兩季裁員的成本控管已獲成效，展望下半年各產業獲利預估，通訊服務是唯一獲利逐季成長，有利類股表現。
- ▶ 通訊服務包括媒體、電信、網路資訊，其中高效能運算應用市場加速發展，包括輝達宣布與Google締結人工智慧(AI)聯盟，讓Google雲端客戶有更多管道取得輝達H100繪圖處理器(GPU)提供的技術。輝達執行長表示，與Google合作可協助開發商加快建設能提升效率、降低成本的基礎設施、軟體與服務。此外，特斯拉也啟動1萬顆H100 GPU，協助訓練全自動輔助駕駛(FSD)系統，上述皆大幅提高網通設備商(如AT&T)的相關需求。

資料來源：Refinitiv、凱基投顧、precedenceresearch

通訊類股第二季財報亮眼，獲利可望逐季上升



全球高效能運算(HPC)市場規模逐年成長

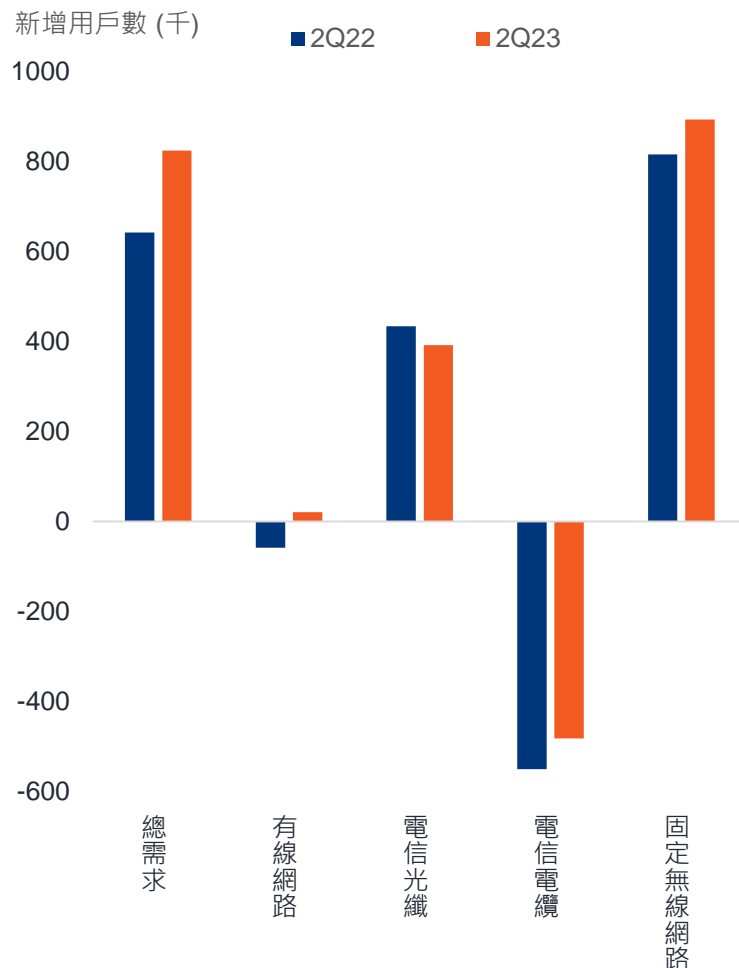


通訊服務類股評價合理，具落後補漲空間

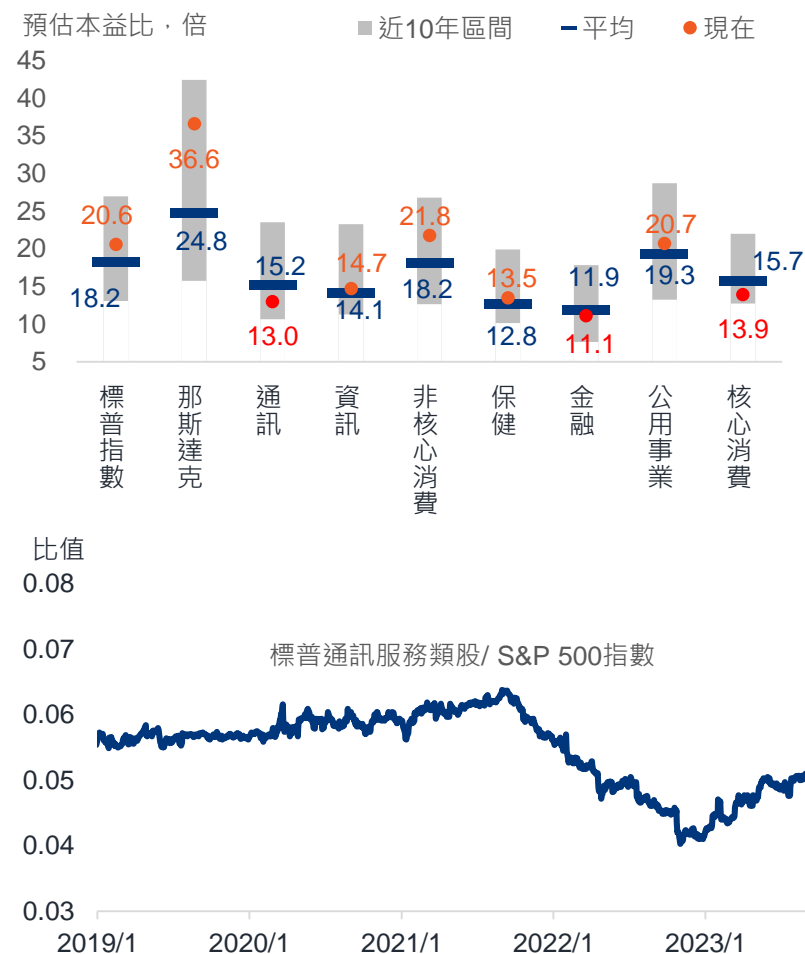
- ▶ 有線電視廠商激烈競爭的環境，在今年第二季度已趨於穩定，大多數廠商寬頻需求的增量，與去年同期相比略有改善，並重新定位商業獲利模式，以維持業績成長。例如康卡斯特自去年第二季以來，因同業競爭加劇，和家庭移動速度減緩，有線電視新增用戶數成長放緩，但靠著重新調整營運模式，透過價格調整和速度升級，增加每用戶的營收貢獻，在低成長的環境下，交出亮麗財報，今年上半年國內有線電視業務利潤率(EBITDA)創歷史新高。
- ▶ 今年以來美股大漲，多數產業評價已來到相對高位，目前僅通訊、金融、核心消費的產業預估本益比仍低於近10年平均。年至今通訊服務類股表現優於大盤，綜合考量下，通訊股不失為美股震盪加劇時的資金避風港。

資料來源：Goldman Sachs、Bloomberg

網路電信商的總業務需求仍上升



評價偏低、今年來通訊服務股表現優於大盤



通訊服務股具成長題材，電信防禦特性有補漲空間

標的名稱	SPDR通訊服務類股ETF (XLC)	iShares美國電信ETF (IYZ)
產品風險等級	RR5	RR5
投資偏好	看好通訊網路、影音串流或5G設備等長期發展	偏好傳統防禦型類股，長期穩定現金流使股價波動更低
規模	14,655.37(百萬美元)(2023/08/31)	305.01(百萬美元)(2023/08/31)
近3月報酬/ 今年以來報酬	9% / 41.75%	6.73% / 2.73%
基準指數	Communication Services Select Sector Index	Russell 1000 Telecommunications RIC 22.5/45 Capped Index
產業分布	<ol style="list-style-type: none"> 1. 互動媒體和服務 49.37% 2. 娛樂 22.61% 3. 傳播媒體 15.61% 4. 通訊服務 8.04% 5. 無線通信服務 4.37% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通信設備 40.83% 2. 有線及衛星 30.04% 3. 綜合電信服務 18.99% 4. 無線通信服務 4.06% 5. 電影及娛樂 3.47%
主要持股	<ol style="list-style-type: none"> 1. 臉書 25.41% 2. 谷歌 22.93% 3. 動視暴雪 4.72 % 4. 康卡斯特 4.65% 5. T-Mobile 4.34% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 思科 17.60% 2. 康卡斯特 15.55% 3. 威瑞森電信 11.82% 4. 特許通訊公司 4.25% 5. ROKU 4.22%

資料來源：Money DJ，2023年9月5日，基金月報；*此表僅列較具代表性標的參考，欲申購的投資人須符合風險承擔度條件，若需要更多資訊請上凱基證券官方網站/App查詢或洽詢您的服務專員

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 先前7月美國聯準會升息1碼，未來貨幣政策動向，依經濟數據變化而定，歐洲亦有相關鴿派論述，英國央行持續緊縮政策以抗通膨。全球景氣雖下行但有上修趨勢，美股企業財報多優於預期，然股市高位，仍面臨修正風險。 ◆ 預估美股將呈震盪向上，建議以防禦型、高息股為主，可把握股市修正、評價轉趨合理階段，布建長期配置部位，可搭配優質龍頭股、合理評價的成長股，以定期定額方式分散風險，非美地區的日本宜回檔布局。 	<p>策略風格：成長型、防禦型、優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本</p> <p>產業：科技、醫療保健、必需性消費</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通膨持續緩降，聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落，以短天期公債利率鎖利，並逢利率彈升，增加長天期債券部位。 ◆ 金融環境趨緊，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、高信評者更能抵禦景氣下滑、高利率環境的挑戰。 	<p>期間：中短天期債鎖高利、重防禦，增加長債部位，兼具資本利得與孳息收益</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國10年期公債利率至今年新高，然聯準會升息近尾聲，侷限未來美元指數強度。 ◆ 日銀將指定殖利率無限量收購10年債的上限，從0.5%提高至1.0%，日圓先升後貶，考量美日央行政策調整方向轉變，預期長期日圓偏升發展。 	<p>美元高位盤整，日圓長期偏多</p>

重要數據

主要國家央行利率政策

央行	利率政策	公開市場操作	資產負債表佔GDP比重(%)
美國聯準會 (FED)	政策利率：5.25% - 5.50% 最近會議(2023/7)：+25 bps 前次會議(2023/6)：維持利率不變	聯準會升息1碼，將基準利率調升至5.25%~5.5%，強調未來不再做景氣衰退評估論述，未來貨幣政策動向，依據經濟數據變化而定，今年不會調降利率。維持先前縮表計畫，每月減持公債與機構不動產抵押證券共950億美元。	31%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.75% 主要再融資操作：4.25% 邊際借貸機制：4.50% 最近會議(2023/7)：+25 bps 前次會議(2023/6)：+25 bps	歐洲央行升息1碼抑制通膨，但將「確保利率被提升至限制性水平」調整為「被設定於限制性水平」，暗示政策利率或接近頂峰。開始停止APP(資產購買計劃)的再投資，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底。	53%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：5.25% 最近會議(2023/8)：+25 bps 最近會議(2023/6)：+50 bps	英國銀行升息1碼以應對通膨，上調今年經濟成長率預估至0.50%，但下調明、後年經濟成長率預估至0.5%與0.25%。2022年11月英國政府已啟動縮表，開始進行公債主動出售，預計2023年加上被動縮表的部分，公債資產規模將減少800億英鎊。	33%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/7)：維持利率不變 前次會議(2023/6)：維持利率不變	將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，但將指定殖利率無限量收購10年債的上限，從0.5%提高至1.0%。維持購買股票ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓。	133%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

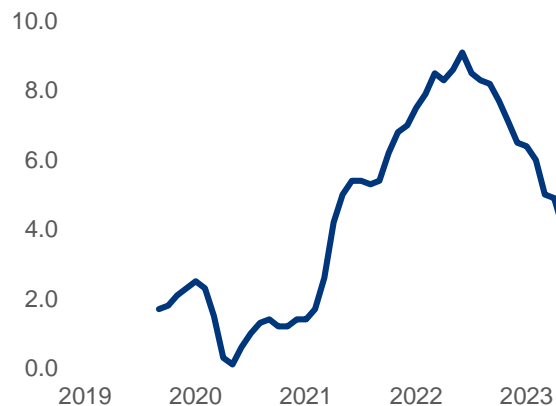
► Sep 2023

<p>4 Monday</p>	<p>5 Tuesday</p>	<p>6 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國8月服務業PMI (實際:50.5 預估:51.0 前值:52.3) • 美國8月ISM非製造業PMI (實際:54.5 預估:52.5 前值:52.7) 	<p>7 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國初請失業金人數 (實際:216K 預估:234K 前值:229K) • 美國單位勞動力成本第二季季增率 (實際:2.2% 預估:1.6% 前值:4.2%) • 歐洲GDP年增率 (實際:0.5% 預估:0.6% 前值:1.1%) 	<p>8 Friday</p>
<p>11 Monday</p>	<p>12 Tuesday</p>	<p>13 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐洲7月工業生產指數月增率 (前值0.5%) • 美國8月核心CPI月增率 (前值:0.2%) • 美國8月核心CPI年增率 (前值:4.7%) • 美國8月CPI月增率 (前值:0.2%) • 美國8月CPI年增率 (前值:3.2%) 	<p>14 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐洲9月存款便利利率 (前值:3.75%) • 歐洲9月利率決策會議 (前值:4.25%) • 美國8月核心零售銷售月增率 (前值:1.0%) • 美國8月PPI月增率 (前值:0.3%) • 美國8月零售銷售月增率 (前值:0.7%) 	<p>15 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國8月工業生產指數年增率 (前值:3.7%) • 美國9月密西根大學消費者預期指數 (前值:65.5) • 美國9月密西根大學消費者信心指數 (前值:69.5)

資料來源：Investing.com

附錄

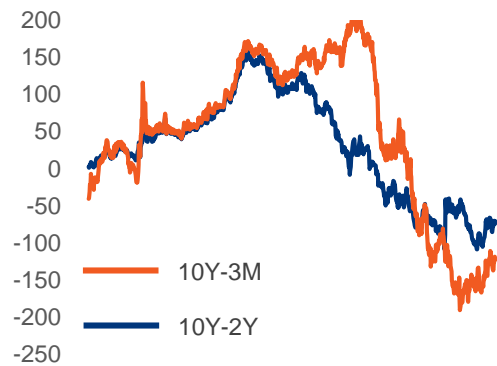
美國物價指數年增率(%)



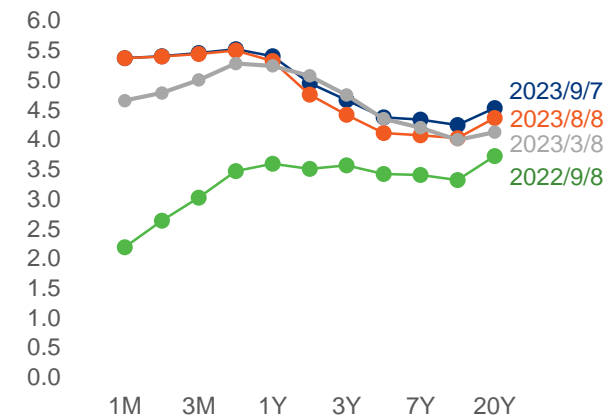
美國10年期公債殖利率(%)



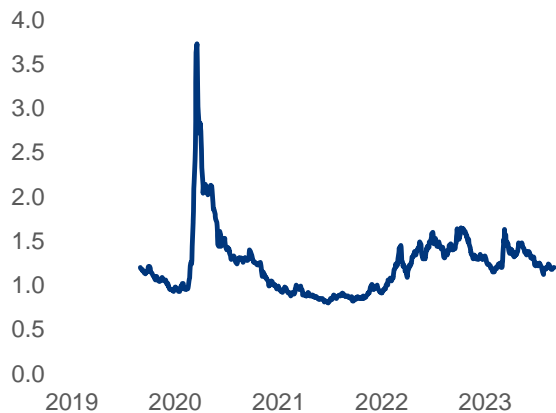
美國公債利差(bps)



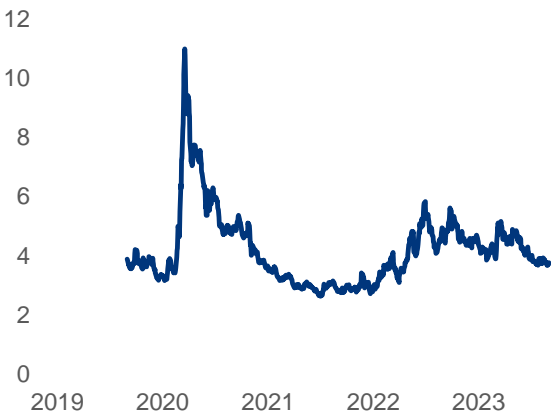
美國公債殖利率曲線(%)



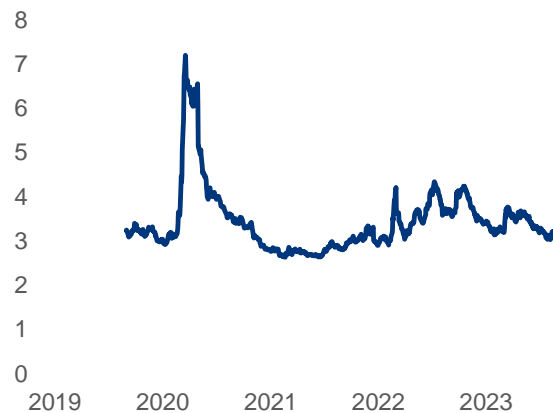
美元投資級公司債利差(%)



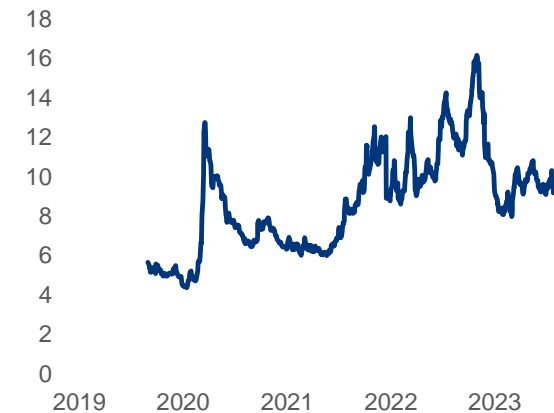
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



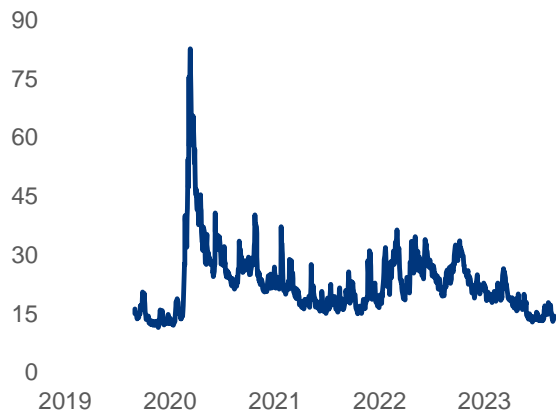
美元亞洲非投資級債利差(%)



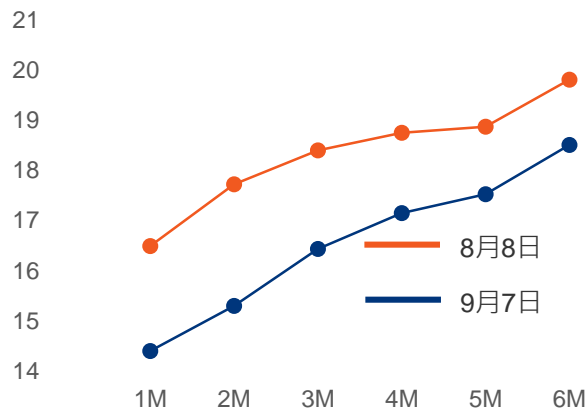
資料來源：Bloomberg · 2023年9月8日

附錄

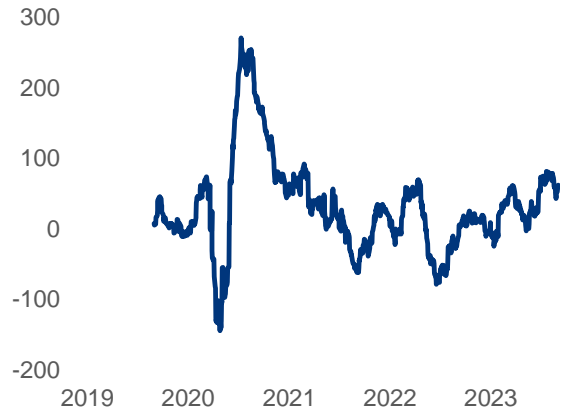
VIX指數



VIX期間結構



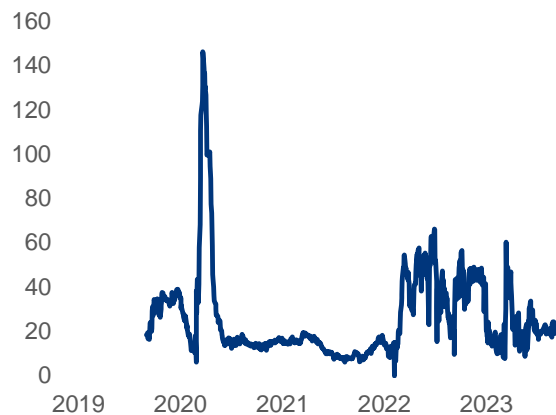
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



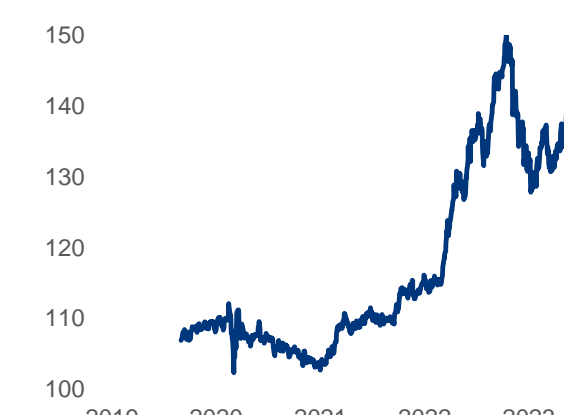
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2023年9月8日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表景氣好轉/通膨向上幅度超過市場預期



免責聲明

本文件由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本文件僅供參考，未經本公司批准同意，不得翻印或作其他任何用途。