



凱基證券  
KGI SECURITIES

# 美元回落誰受惠？ 新興亞洲壓力減

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年7月21日

## 本週焦點圖表

超級財報週，企業獲利與展望牽動股市

### 01 市場回顧

財報優劣分歧、經濟具韌性，  
股市高檔震盪

### 02 熱門議題

- 美歐央行緊縮差異，促使美元走弱
- OPEC預測全球經濟低度成長，上調能源需求

### 03 投資焦點

通膨下降，台韓、印度獲利增長題材，推升新亞股市上漲

### 04 重要數據預告

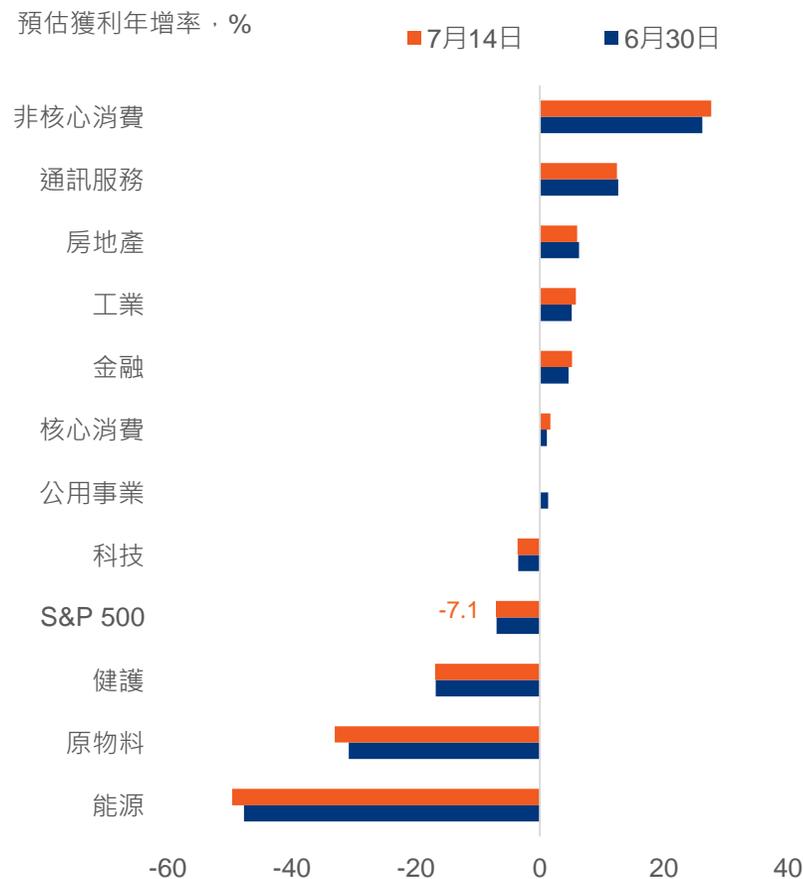
美國企業財報、美國聯準會、  
歐洲央行、日本央行利率會議、  
美國第二季GDP

## 超級財報週，企業獲利與展望牽動股市

- 根據最新Factset 7/14分析師預估，標普500第二季企業獲利盈餘將衰退7.1%，較此前公布的再度下修，反應預期銷售疲弱且利潤率遭壓縮。主要拖累的產業來自於能源，因油價較去年同期大幅下降所致，核心、非核心消費與工業、金融等產業，獲利上調。在市場悲觀看待財報表現下，若實際公布結果優於預期，將有利於股市反彈力道延續，但股市已來到相對高位，若企業展望不佳，獲利了結賣壓將更明顯。
- 美國6月ISM製造業顯示，庫存調整週期近尾聲，主因ISM新訂單與庫存比值反轉向上突破1，代表新訂單已超過存貨，市場需求轉佳。過去當新訂單存貨比值突破1後，美股表現多呈逐步走高，和多數分析師預估第二季企業獲利將見底，之後逐漸回升一致。

資料來源：FactSet、Bloomberg

### 第二季標普整體企業獲利持續下修



### 製造業去庫存近尾聲，或使企業獲利築底反彈



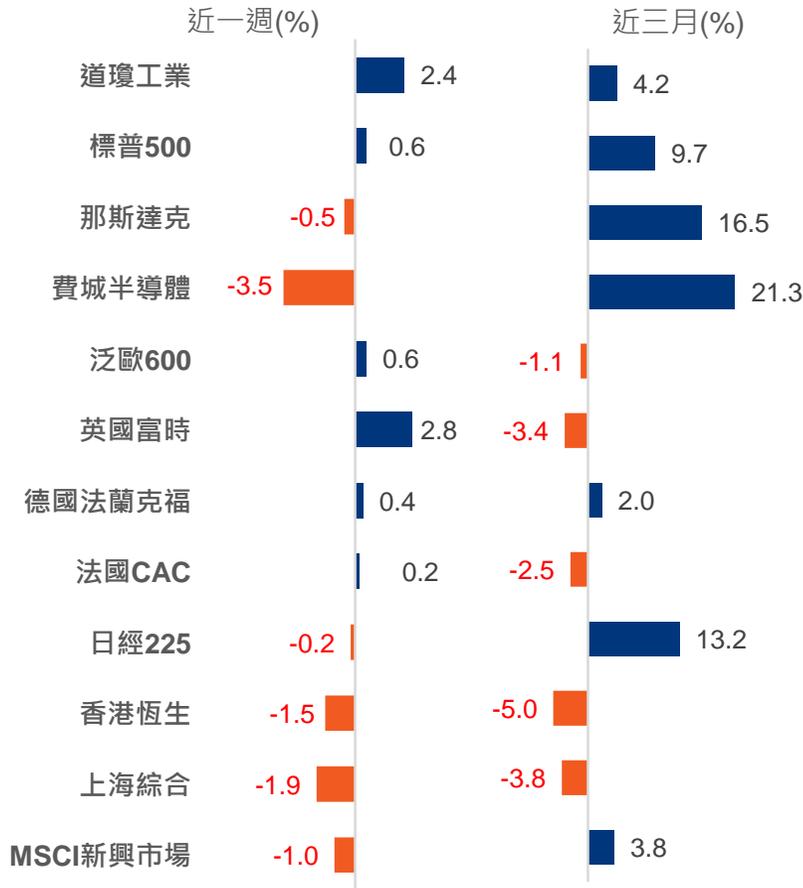
# 市場回顧

## 財報優劣分歧、經濟具韌性，股市高檔震盪

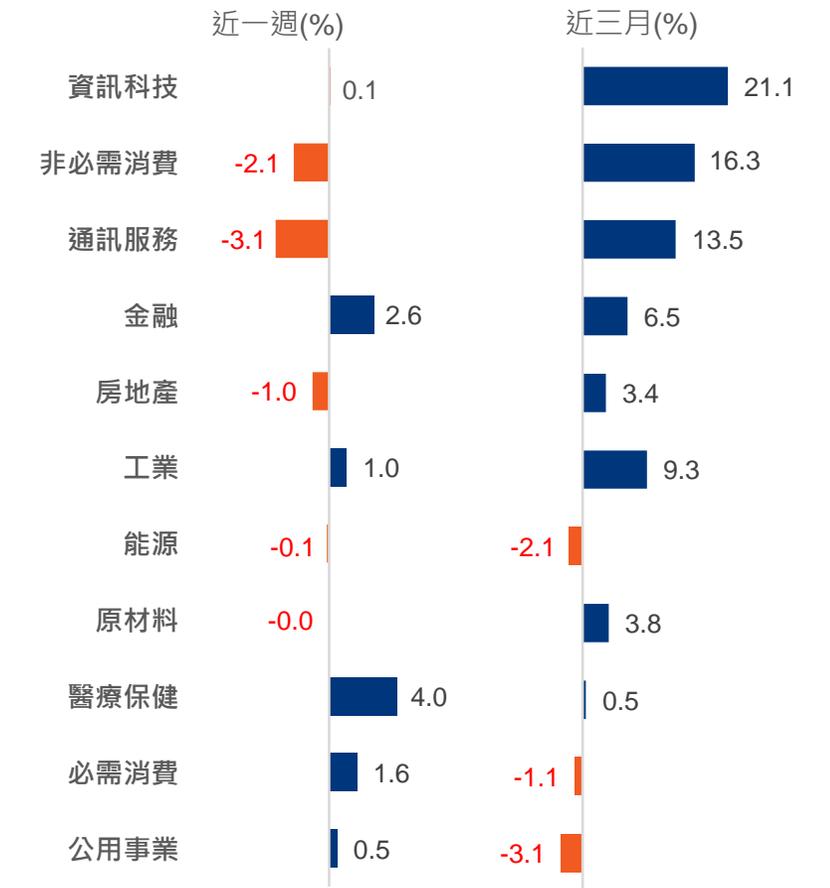
- ▶ 市場關注企業財報表現，來預判漲至高位的股市動能能否延續。企業財報表現分歧，金融股大多優於預期，包括摩根士丹利、美國銀行淨利優於預期，但高盛第二季度獲利下降，整體而言銀行業獲利平穩，通過漲幅逾2%，帶動道瓊工業指數上漲；但科技、大型權值股獲利不佳，使那斯達克和費半指數出現明顯修正，此波AI浪潮受到挑戰。
- ▶ 特斯拉公布的第二季毛利創4年新低，執行長馬斯克暗示還會進一步降價，引發股價大跌。網飛第二季盈餘雖擊敗分析師預估，但營收不如預期，股價亦挫；此外，台積電預測2023年營收恐下滑10%，第三季展望因AI需求不如PC等產業下修力道，除ADR大跌外，亦拖累相關類股如英特爾、輝達、超微下跌，資金再度湧向防禦類股。

資料來源：Bloomberg，2023年7月21日

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)

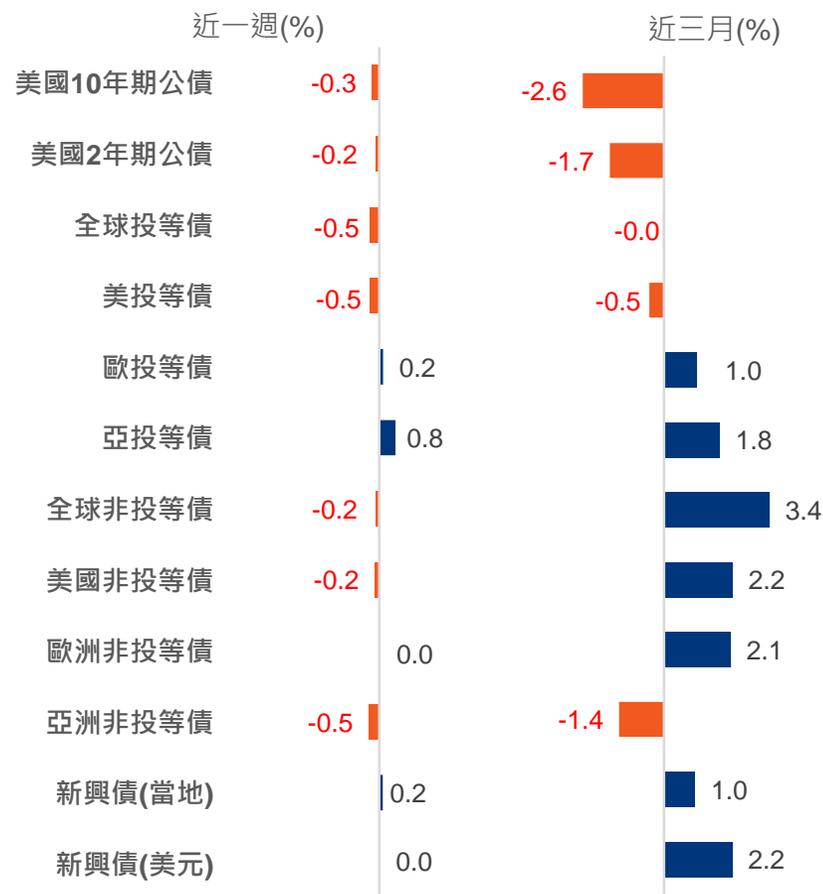


# 就業市場熱絡，利率揚升使債市震盪整理

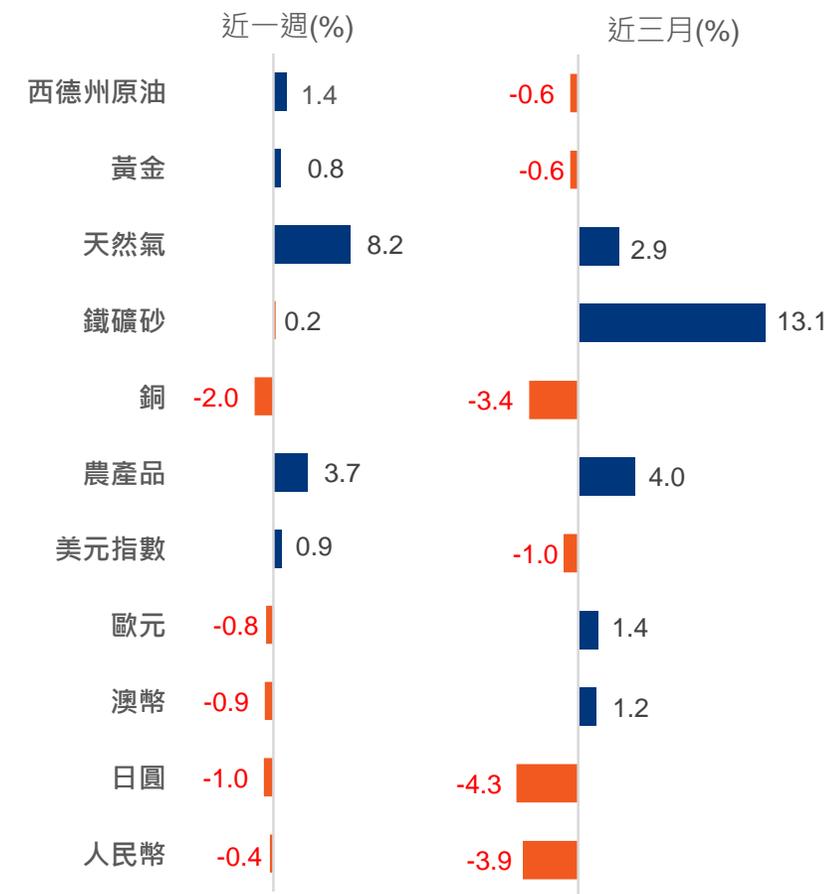
- 美國首次申請失業救濟金人數續減至22萬8千人，為近2個月低點，低於市場預估的24萬人，顯示美國就業市場依舊充滿韌性，有助消費表現，並支撐美國經濟或可能軟著陸，美國10年期公債殖利率在3.8%附近震盪，債市通週於平盤整理。儘管市場對下週聯準會升息1碼預期篤定，但後續高利率時間維持長短，仍充滿變數。
- 隨美元指數先貶後升，商品價格漲幅收斂。全球最大礦商必和必拓公布財報顯示，公司預估今年銅產量可年增9%；第二大礦企力拓亦預期，今年鐵礦石生產量維持不變，接近高標水準；巴西淡水河谷第二季鐵礦砂產量年增6.3%，較前季增長18%。多數礦企產量增加，原物料股獲支撐，但價格仍需視中國未來復甦狀況與美元強度而定。

資料來源：Bloomberg，2023年7月21日

## 各類債券表現(%)



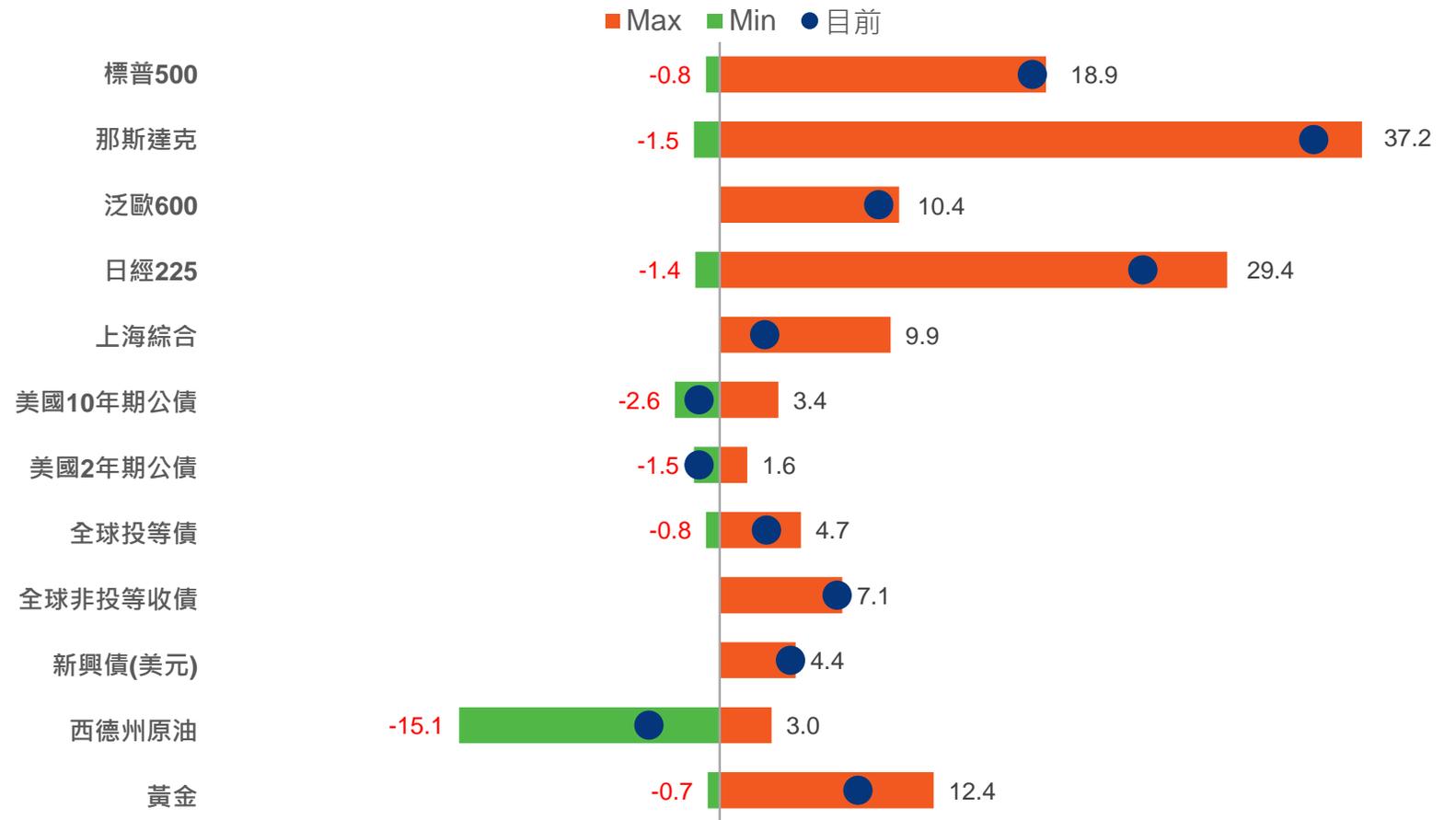
## 各類商品及貨幣表現(%)



# 美國通膨降溫、股市仍強，債市隨風險偏好非投資級、新興債上漲

- ▶ 美國近期公布的CPI、PPI、零售銷售等數據都出現明顯降溫，甚至低於市場預期，強化投資人認為7月聯準會升息1碼後，將暫緩升息的預期，激勵今年全球股市偏強。然，財報陸續公布，美股指數高檔承壓回落，歐、日指數呈現高檔震盪。由於下週將公布聯準會利率決議，連動度較高的美國長短天期公債殖利率，維持全年平盤附近震盪，非投資等級債與新興債，隨市場風險情緒改善而走高。
- ▶ 西德州油價受到OPEC樂觀預測石油需求，與主要成員國宣布自主減產計畫，持續反彈。黃金價格已從今年高檔修正，近期因美元指數一度跌破100，使得黃金價格重新站回支撐。

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2023年7月21日

# 成熟市場

60日線

標普500指數漲多拉回，後續觀察修正幅度



那斯達克指數上漲大幅偏離季線，恐乖離過大



泛歐600指數重新站回季線之上



日經225指數隨全球股市回檔，漲勢暫歇



資料來源：Bloomberg · 2023年7月21日

# 新興市場與商品

60日線

上綜指數季線下彎，近期偏弱整理



新興市場尚處季線之上，近期出現回檔



黃金價格重拾漲勢，站回季線之上尋求支撐



西德州原油持續反彈，短期稍強



資料來源：Bloomberg · 2023年7月21日

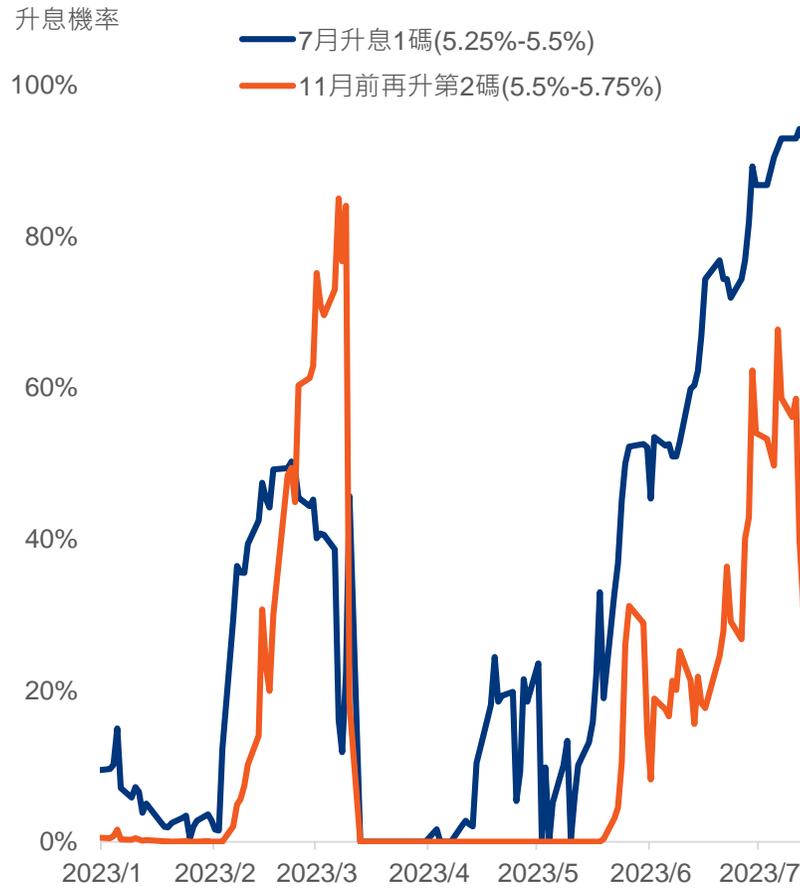
## 熱門議題

## 下週美歐央行緊縮差異，侷限美元強度

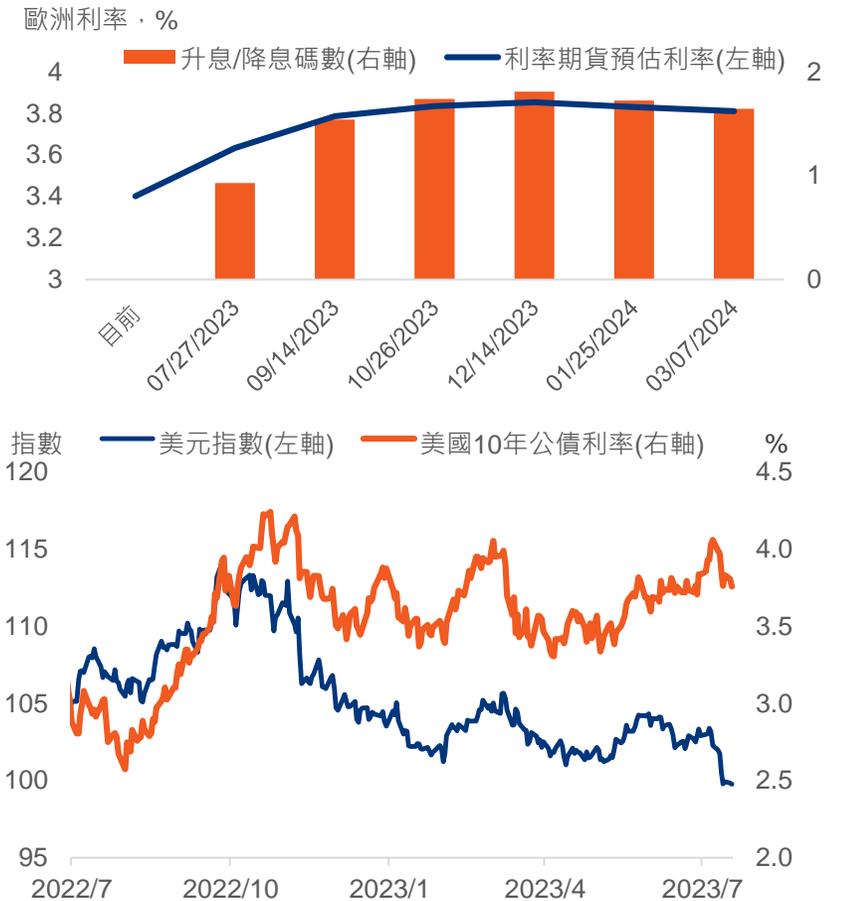
- ▶ 美國6月通膨年增率3%，低於原先預期，市場對聯準會今年年底前，再升息第2碼的預期迅速降溫，使美國10年期公債利率由超過4%的高位，迅速回落至3.8%附近，帶動美元指數一度跌破100美元重要關卡，日圓短暫回到138兌1美元。市場關注焦點從升息幅度，轉變到央行對之後貨幣政策的態度和各國間差距。
- ▶ 另一方面，6月歐洲通膨仍高達5.5%，剔除食品與能源的核心CPI年增率，從5月的5.3%回升到5.4%，使央行仍將持續緊縮，利率期貨預估下週歐央升息1碼後，年底前仍有升息1碼空間。美歐央行緊縮差距使美歐公債利差縮窄，侷限美元指數下半年強度，但未來若景氣衰退、或美國股市大跌，美元指數可能因避險需求獲得支撐。

資料來源：Bloomberg

## Fed今年年底前，升息第2碼的預期大幅下降



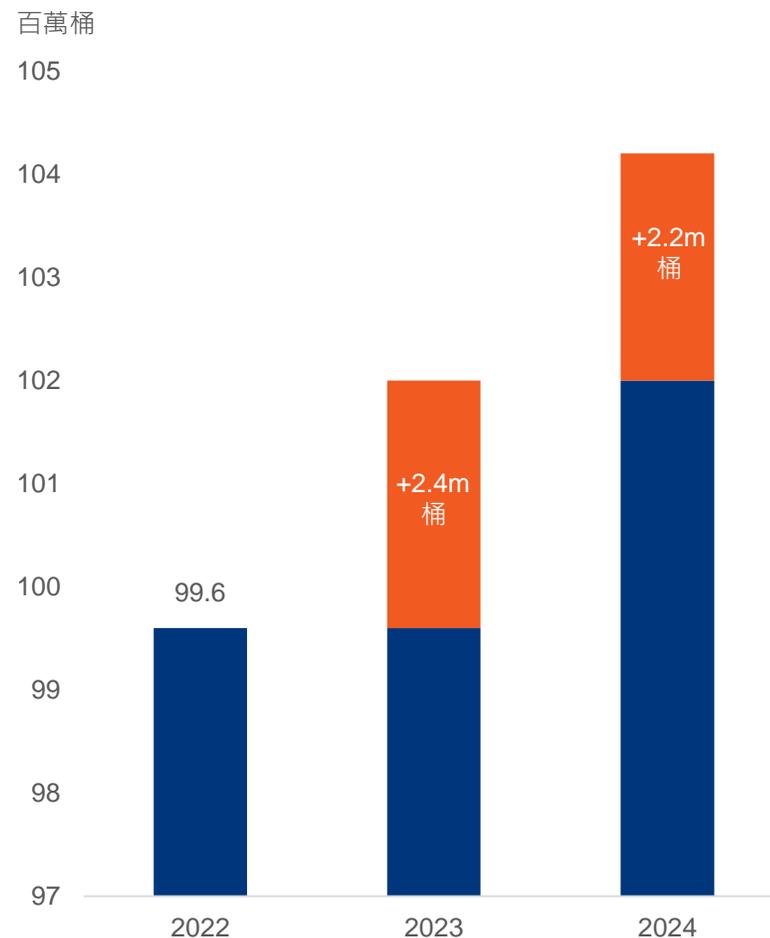
## 歐央年底前或升2碼，美債利率帶動美元回落



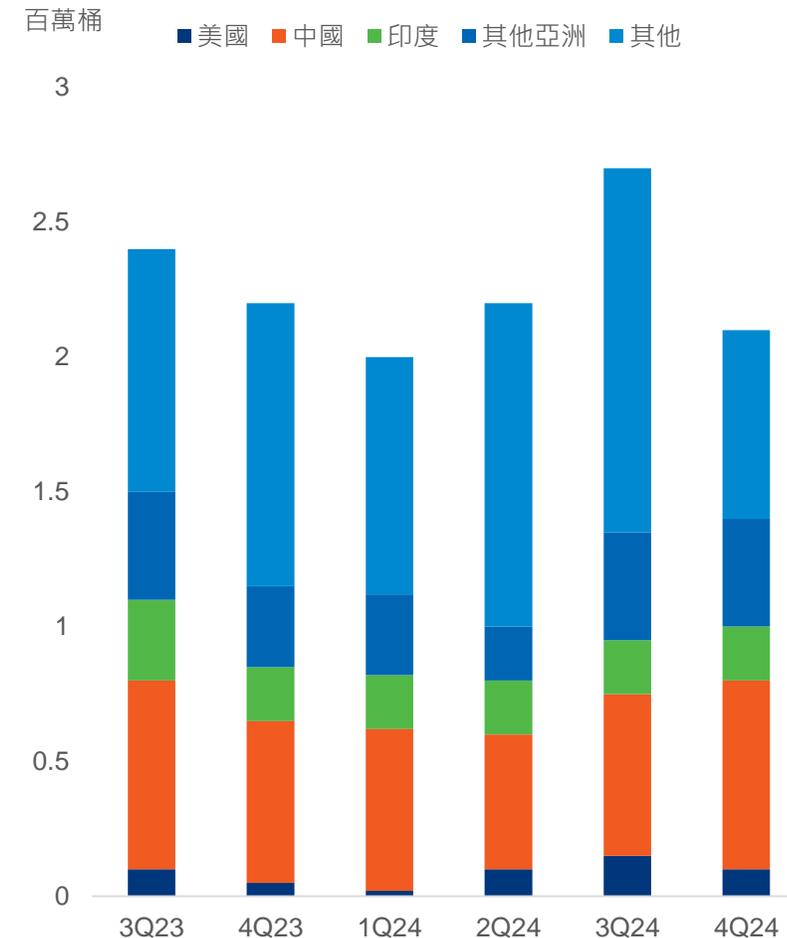
# OPEC發布石油需求預測，經濟維持低度成長，上調全球需求

- ▶ OPEC預測2024年全球石油需求量將達到日均1.042億桶，較2023年1.02億桶增加225萬桶，年增約2.2%。此數據已超過美國能源部過去紀錄，2019年疫情前高點需求為日均1.008億桶，代表全球市場需求仍穩固。此次OPEC報告針對需求也較上月預估上調，主要原因為OPEC看到中國今年第二季石油需求量有所增加。若中國、印度等主要石油消費國，仍受政策刺激經濟保持健康成長，將有助於油價維持穩定。
- ▶ 就供給部分，由於OPEC主要成員國接連宣布自主減產計畫，市場預計今年與明年石油產量約達日均1.011億桶與1.026億桶，整體呈現供需略緊的模式。

## OPEC預期23-24年石油需求複合成長率約2.3%



## 中國、新亞等國石油消費佔全球約50-60%



資料來源：IMF、Bloomberg

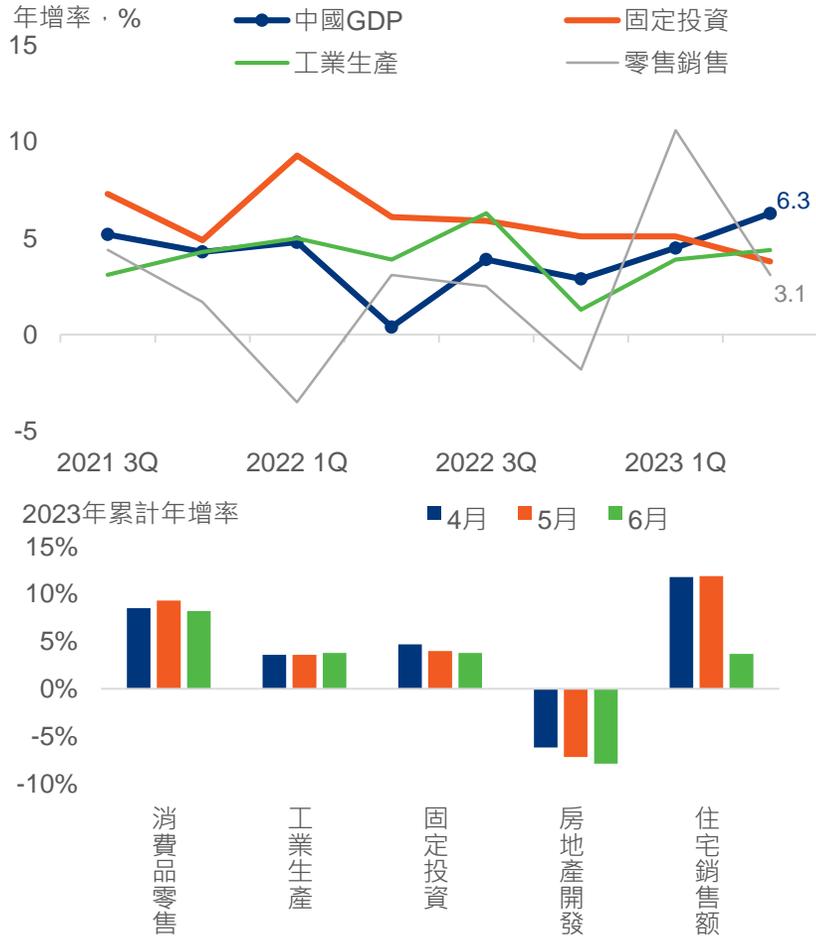
# 投資焦點

## 中國經濟放緩，新亞與美國景氣連度高的國家較佳

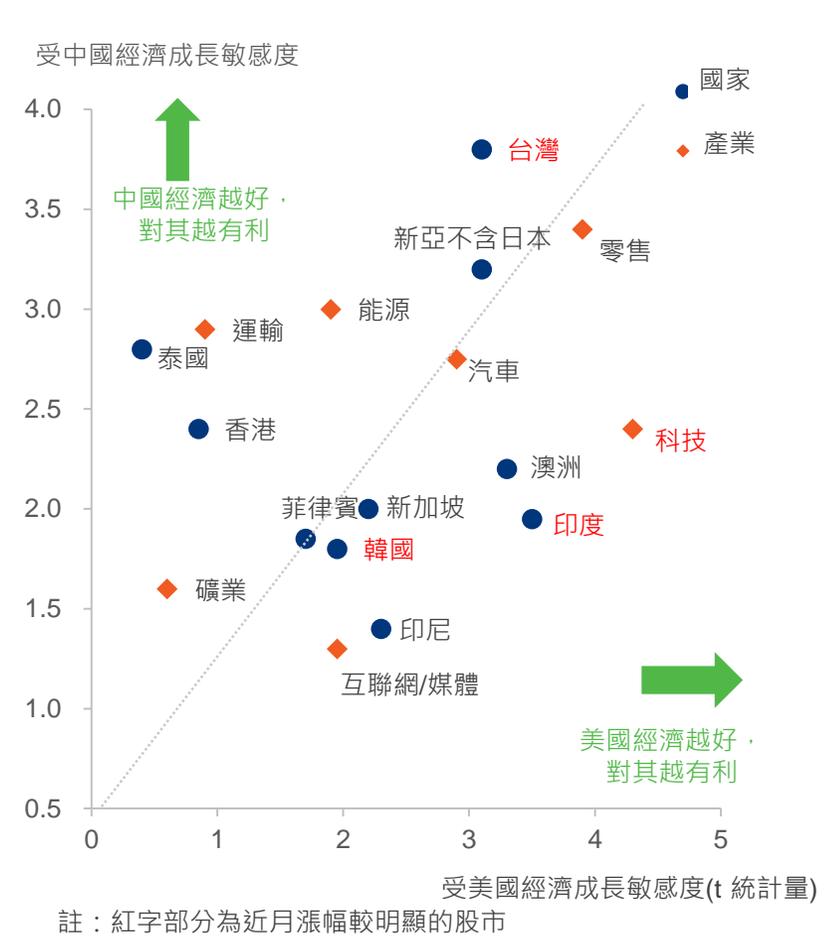
- ▶ 中國公佈第二季GDP年增6.3%，雖高於第一季的4.5%，但低於市場預期的7.3%，季增率僅增0.8%，遜於第一季的2.2%，顯示經濟疲弱。拖累主因內部包括：零售消費額增速3.1%趨緩，房地產投資偏弱不振，和青年失業率高達2成等有關；外部因素包括：全球終端需求疲弱，和美中角力等。中國解封帶來的經濟效益消退，預期7月底政治局會議可能會推出小規模的財政刺激救市。
- ▶ 美中兩國為多數新興國家主要出口國，因此美中的經濟發展盛衰，對新興市場影響甚鉅。目前美國雖經歷大幅升息，但經濟展現韌性，景氣溫和復甦，對台韓和印度、科技等有利；中國影響香港、泰國、能源、礦業等較多，有待中國後續以基礎建設、房市振興與消費補貼等措施提振。

資料來源：Bloomberg、Goldman

### 中國第二季經濟成長不如預期



### 不同國家和產業對中、美經濟成長敏感度差異

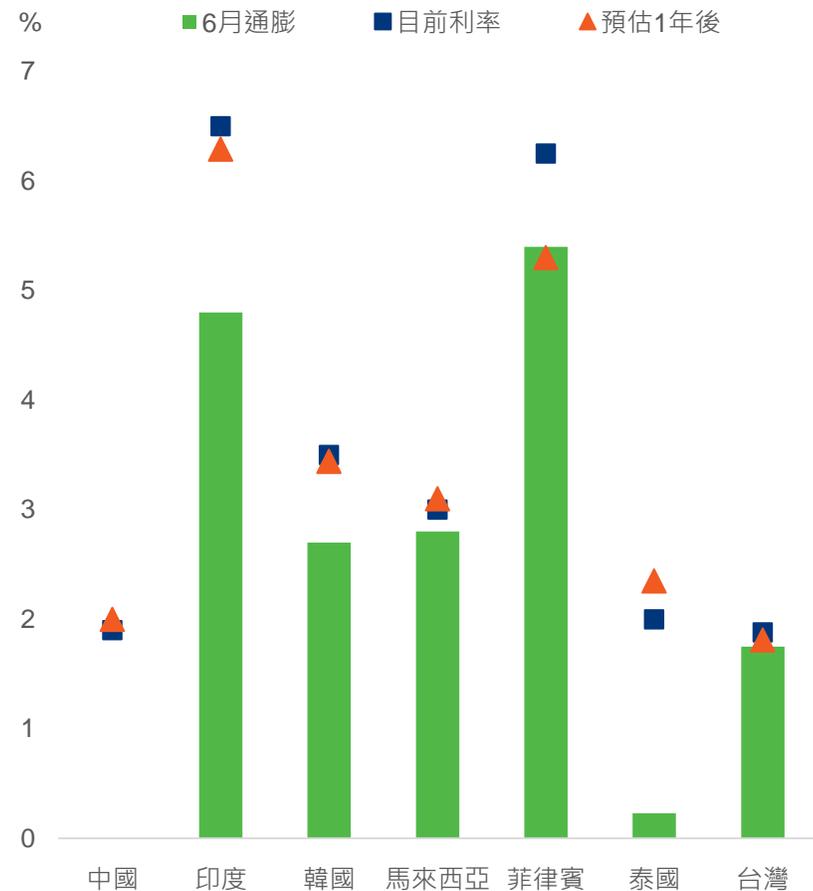


# 通膨降溫貨幣政策轉趨觀望，聚焦台韓、印度獲利增長題材

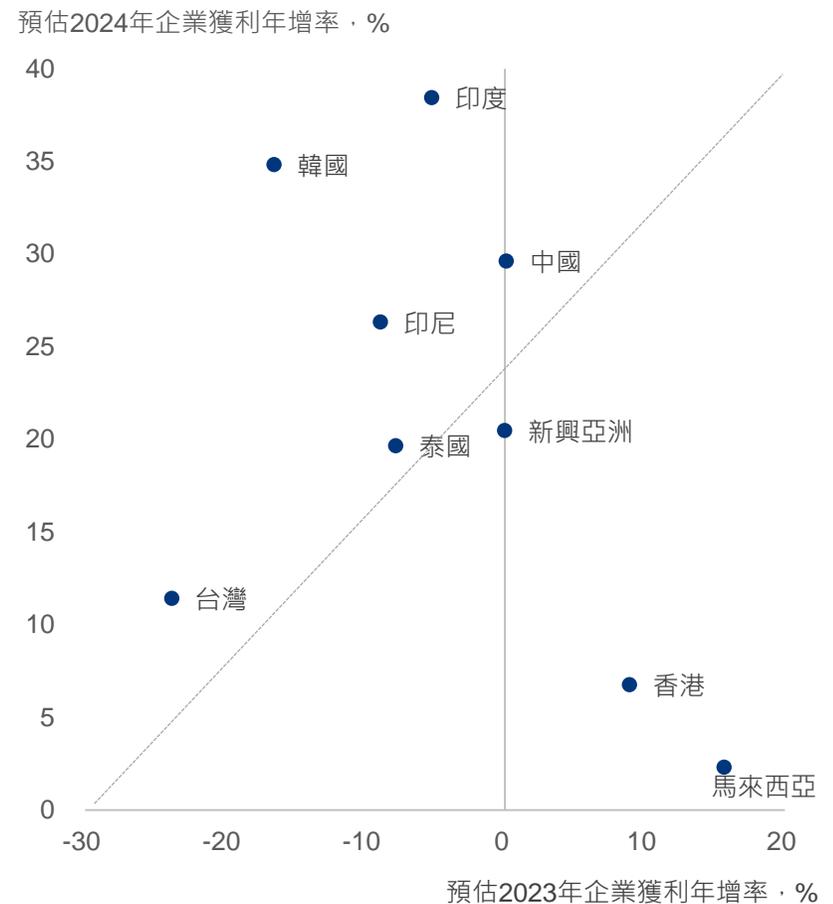
- ▶ 影響新興市場物價主要權重為能源與糧食價格，尤其亞洲國家多為能源進口國，油價下跌對通膨降溫帶來明顯效果。此外，預期美國聯準會再升息1至2碼後，即暫緩升息，市場預期新興國家貨幣政策將隨美國，進入溫和觀望階段，觀察一年後的利率預估，多持平或低於當前利率水準。美元指數強度減弱，緩解新興貨幣貶勢，輸入性通膨壓力獲得減緩，可支配所得上升，有利內需為主的新興國家。
- ▶ 今年因全球終端電子消費需求減弱，台、韓指數今年預估企業獲利較去年衰退，但明年將大幅改善，重回正成長。印度、印尼兩國人口紅利持續，勞動參與率上升，且為內需型經濟，連續今明兩年企業獲利預估穩健；而中國則需靜待景氣修復，與投資信心回溫，宜以整體新亞投資分散風險。

資料來源：Bloomberg

### 新興亞洲通膨降溫，貨幣政策轉趨觀望



### 台、韓與印度具有獲利增長題材



# 新興亞洲經濟溫和成長，適合做為資產配置的一環

標的名稱	富達亞太入息基金	統一大東協高股息基金	摩根士丹利亞洲永續股票基金
適合投資人	主要投資總部設在亞太，在其從事大部分業務之公司的收益型股權證券，適合看好亞洲與穩定配息投資人	透過由Smart Beta機制篩選出高股息個股，掌握股價上漲因子，為同時追求成長與穩定的投資組合	以印度為大宗，看好東協及台灣科技股，績效穩健適合看好南亞與亞洲科技股的投資人
規模	414.57百萬(美元) (2023/6/30)	5.08億元(台幣) (2023/06/30)	3千萬(美元) (2023/5/31)
近3月報酬/ 今年以來報酬	0.70% / 4.14%	2.23% / 6.82%	5.51% / 9.58%
基準指數	MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index	無	MSCI亞洲不含日本淨指數
區域分布	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 台灣 18.93%</li> <li>2. 中國 17.70%</li> <li>3. 香港 15.04%</li> <li>4. 南韓 10.83%</li> <li>5. 澳洲 9.78%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 美國 21.07%</li> <li>2. 泰國 13.75%</li> <li>3. 印尼 12.98%</li> <li>4. 中國 11.24%</li> <li>5. 馬來西亞 6.42%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 印度 31.80%</li> <li>2. 台灣 19.51%</li> <li>3. 中國 13.87%</li> <li>4. 韓國 11.67%</li> <li>5. 印尼 9.28%</li> </ul>
產業分布	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 金融 21.43%</li> <li>2. 資訊科技 18.39%</li> <li>3. 核心消費 12.42%</li> <li>4. 房地產 11.50%</li> <li>5. 公用事業 10.35%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 存款 10.17%</li> <li>2. 上市電子零組件 1.87%</li> <li>3. 上市光電 1.35%</li> <li>4. 日本 1.15%</li> <li>5. 上市化工 0.94%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 金融 34.88%</li> <li>2. 資訊科技 28.89%</li> <li>3. 非必需消費品 10.64%</li> <li>4. 工業 5.39%</li> <li>5. 日常消費品 5.07%</li> </ul>

資料來源：Money DJ · 2023年7月21日

# 市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美國聯準會6月暫停升息，整體金融緊縮程度略有放鬆，而歐洲與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，美股獲利下行雖尚未結束但優於預期。美股將優於循環性較強的歐股與新興市場，且評價有撐，預估美股將呈震盪向上。建議以防禦型、高息股等為主，隨聯準會暫緩升息，利率持續下降，可搭配優質龍頭股、合理評價的成長股以定期定額，拉回加碼方式長期布局，非美地區的日本回檔布局。</li> </ul>	<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、新亞</p> <p>產業：必需性消費、醫療保健、科技</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 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，並增加長天期債券部位。</li> <li>◆ 全球景氣雖下行但有上修趨勢，整體金融緊縮程度略有放鬆，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。</li> </ul>	<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"> <li>◆ 美國聯準會升息近尾聲，美國10年期公債利率高位回落，美歐公債利差縮窄，侷限未來美元指數強度。此外，過去每當日圓淨投機部位降至低點時，日圓就會反彈，加上外資持續流入，有利未來日圓偏升。</li> </ul>	<p>美元高位盤整，日圓偏多</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)	<p>政策利率：5.00% - 5.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>聯準會暫停升息將基準利率維持在5.0%~5.25%，並上修GDP目標、重申持續對抗通膨、暗示升息尚未結束，並排除短期內降息可能性。政策利率從先前預估中位數5.1%上調至5.6%。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。</p>	32%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：3.50%</p> <p>主要再融資操作：4.00%</p> <p>邊際借貸機制：4.25%</p> <p>最近會議(2023/6)：+25 bps 前次會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>歐洲央行升息1碼以抑制通膨，重申以經濟與金融數據決定升息步調。從2023年3月開始將被動縮減資產購買計劃(APP)規模，2023年7月停止APP計劃。疫情緊急購債計劃(PEPP)將持續到2024年底。官員現在對於通膨前景不滿意，還沒有考慮過、討論過可能跳過或暫停升息。</p>	57%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.00%</p> <p>最近會議(2023/6)：+50 bps 最近會議(2023/5)：+25 bps</p>	<p>英國銀行升息2碼以應對通膨，預估今年經濟成長率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。</p>	35%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/4)：維持利率不變</p>	<p>延續上次會議決議，維持基本利率-0.1%不變。10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，每個工作日以0.5%固定利率持續購買10年期政府公債。維持購買股票型ETF為12兆、J-REITs為1,800億日圓上限，商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓的決定。</p>	132%

資料來源：Bloomberg

## 財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2023/7/14	富國銀行 (WFC)	20.1B	20.53B	1.18	1.25	V	V
2023/7/14	摩根大通銀行 (JPM)	39.15B	41.3B	3.96	4.37	V	V
2023/7/14	聯合健康集團公司 (UNH)	90.94B	92.9B	6.06	6.14	V	V
2023/7/14	貝萊德公司 (BLK)	4.48B	4.46B	8.43	9.28		V
2023/7/14	花旗集團 (C)	19.27B	19.4B	1.3	1.37	V	V
2023/7/18	美國銀行 (BAC)	25.02B	25.2B	0.84	0.88	V	V
2023/7/18	普洛斯 (PLD)	1.7B	2.45B	0.98	1.31	V	V
2023/7/18	嘉信理財公司 (SCHW)	4.63B	4.66B	0.72	0.75	V	V
2023/7/18	洛克希德馬丁 (LMT)	15.92B	16.7B	6.45	6.73	V	V
2023/7/18	摩根士丹利 (MS)	13.03B	13.5B	1.23	1.24	V	V
2023/7/19	Elevance健康公司 (ELV)	41.64B	43.4B	8.79	9.04	V	V
2023/7/19	美國合眾銀行 (USB)	7.17B	7.2B	1.06	1.12	V	V

資料來源：Investing.com

# 財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2023/7/19	高盛 (GS)	10.66B	10.9B	3.18	3.08	V	
2023/7/19	網飛公司(NFLX)	8.27B	8.19B	2.84	3.29		V
2023/7/19	國際商業機器(IBM)	15.58B	15.5B	2.02	2.18		V
2023/7/19	皇冠城堡公司(CCI)	1.86B	1.87B	1.05	1.05	V	
2023/7/19	特斯拉公司(TSLA)	24.29B	24.93B	0.79	0.91	V	V
2023/7/20	嬌生公司(JNJ)	24.67B	25.53B	2.62	2.8	V	V
2023/7/20	菲利浦莫里斯國際公司(PM)	8.75B	9B	1.5	1.6	V	V
2023/7/20	自由港麥克莫蘭銅金公司(FCX)	5.64B	5.74B	0.37	0.35	V	
2023/7/20	馬什麥克倫南(MMC)	5.77B	5.88B	2.12	2.2	V	V
2023/7/20	亞培(ABT)	9.69B	10B	1.05	1.08	V	V
2023/7/20	CSX Corp	3.73B	3.7B	0.49	0.49		
2023/7/20	直覺外科公司 (ISRG)	1.74B	1.76B	1.33	1.42	V	V

資料來源：Investing.com

# 重要經濟數據 / 事件

► July 2023

**17** Monday

- 中國6月工業生產指數年增率  
(實際:4.4% 預估:2.7% 前值:3.5%)
- 中國第二季GDP年增率  
(實際:6.3% 預估:7.3% 前值:4.5%)

**18** Tuesday

- 美國6月零售銷售月增率  
(實際:0.2% 預估:0.5% 前值:0.5%)
- 美國6月核心零售銷售月增率  
(實際:0.2% 預估:0.3% 前值:0.3%)

**19** Wednesday

- 歐洲6月CPI年增率  
(實際:5.5% 預估:5.5% 前值:6.1%)
- 美國6月建築許可  
(實際:1.44M 預估:1.49M 前值:1.49M)

**20** Thursday

- 美國7月費城聯儲製造業指數  
(實際:-13.5 預估:-10.0 前值:-13.7)
- 美國6月成屋銷售  
(實際:4.16M 預估:4.20M 前值:4.30M)
- 美國初請失業金人數  
(實際:228K 預估:242K 前值:237K)

**21** Friday

**24** Monday

- 美國7月服務業PMI(前值:54.4)

**25** Tuesday

- 美國7月諮商會消費者信心  
(前值:109.7)

**26** Wednesday

- 美國6月新屋銷售 (前值:763K)

**27** Thursday

- 聯準會貨幣政策利率會議  
(前值:5.25%)
- 歐洲7月存款機制利率(前值:3.50%)
- 歐洲7月主要再融資操作(前值:4.00%)
- 美國6月核心耐用商品訂單月增率  
(前值:0.6%)
- 美國第二季GDP季增率(前值:2.0%)
- 美國6月成屋待完成銷售月增率  
(前值:-2.7%)

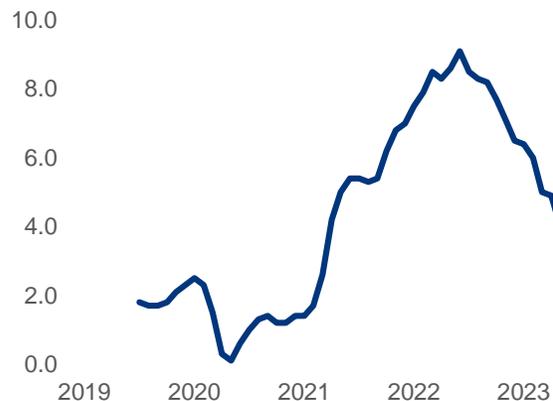
**28** Friday

- 美國6月核心PCE物價指數年增率  
(前值4.6%)
- 美國6月核心PCE物價指數月增率  
(前值:0.3%)
- 美國7月密西根大學消費者預期指數  
(預估:69.4 前值:61.5)
- 美國7月密西根大學消費者信心指數  
(預估:72.6 前值:64.4)

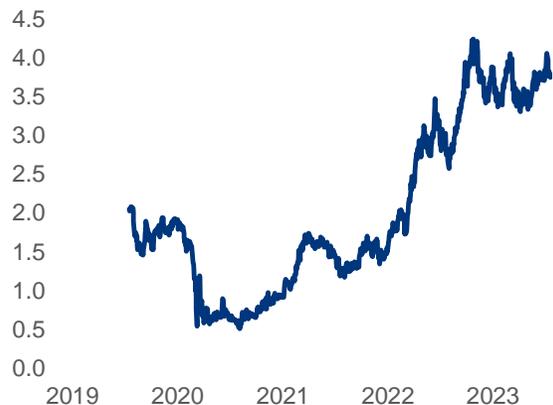
資料來源：Investing.com

# 附錄

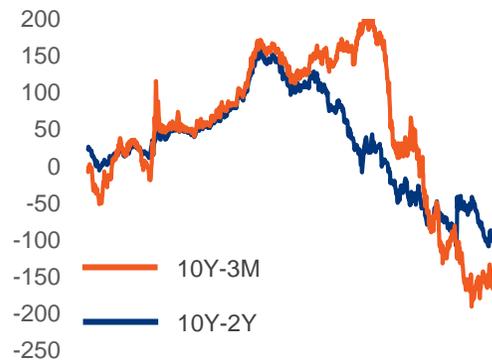
### 美國物價指數年增率(%)



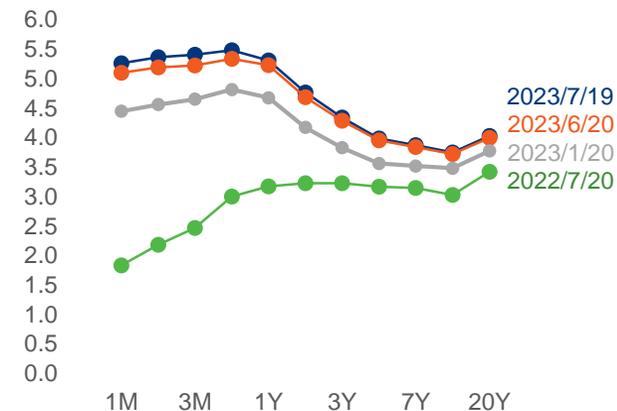
### 美國10年期公債殖利率(%)



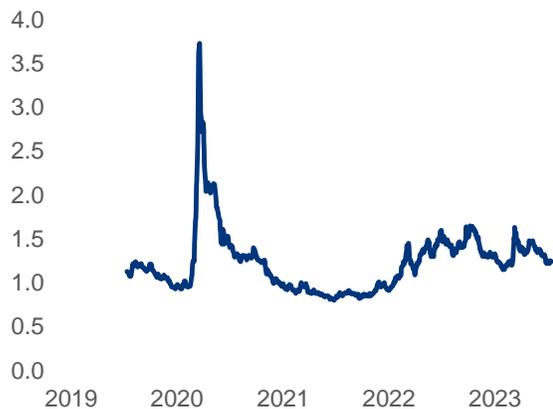
### 美國公債利差(bps)



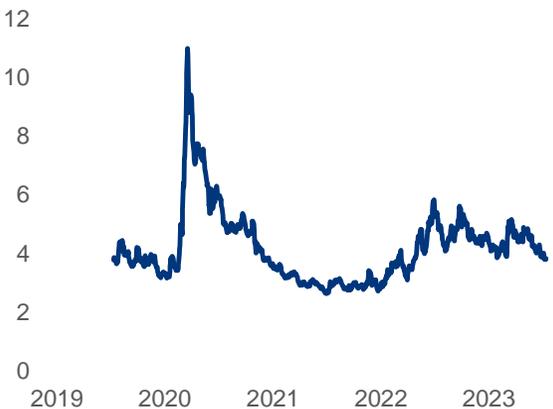
### 美國公債殖利率曲線(%)



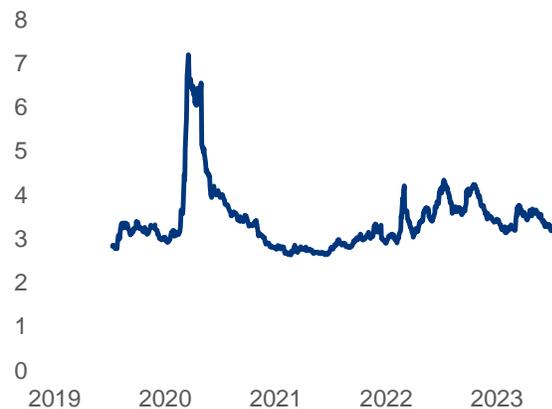
### 美元投資級公司債利差(%)



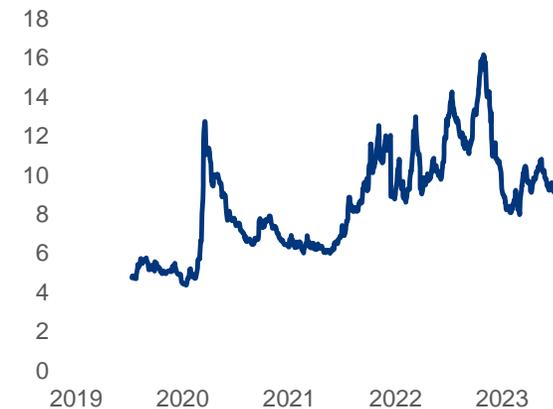
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



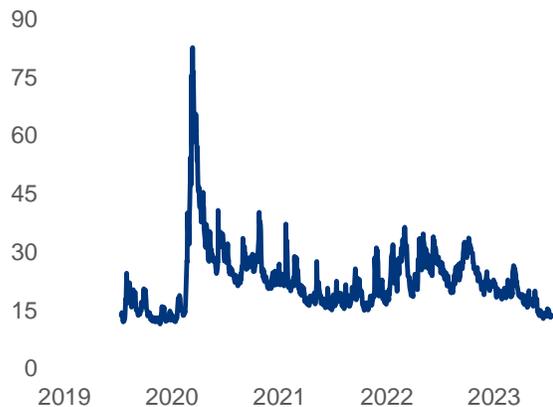
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



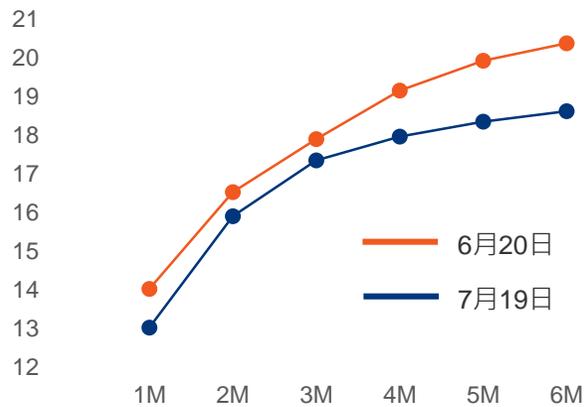
資料來源：Bloomberg · 2023年7月20日

# 附錄

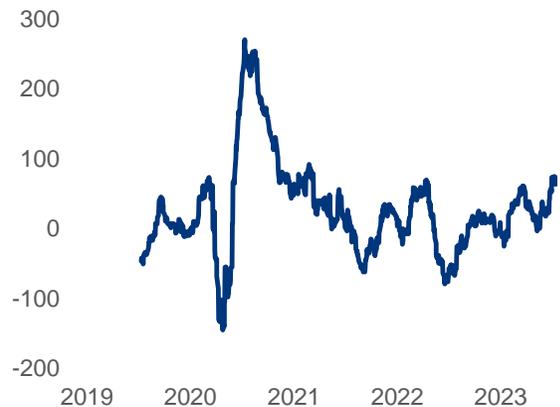
### VIX指數



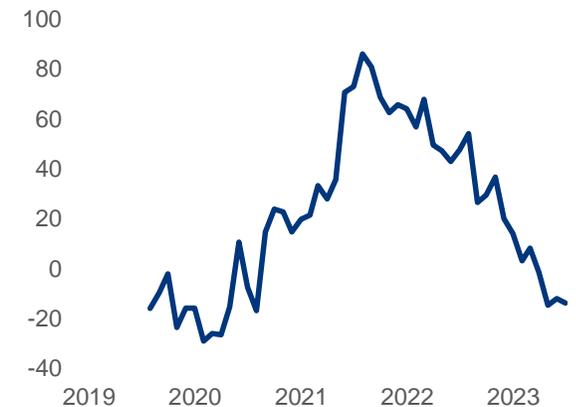
### VIX期間結構



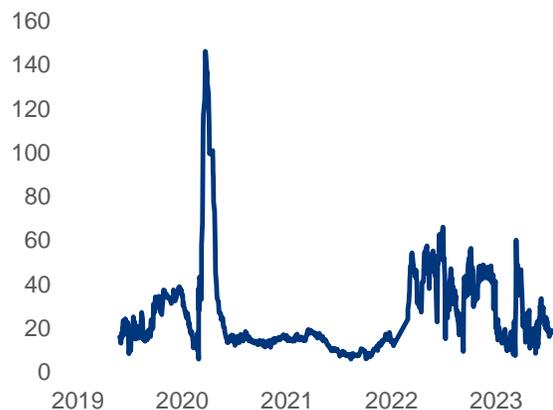
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



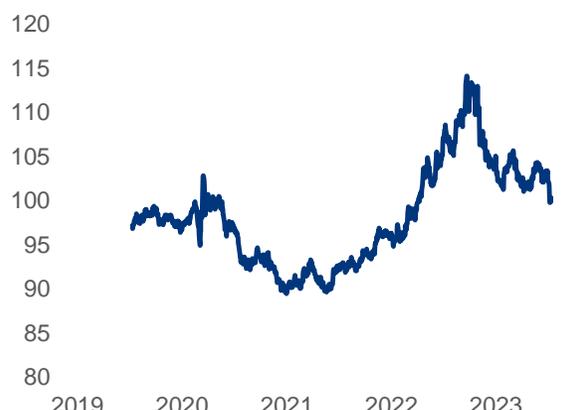
### 美國花旗通膨驚奇指數\*



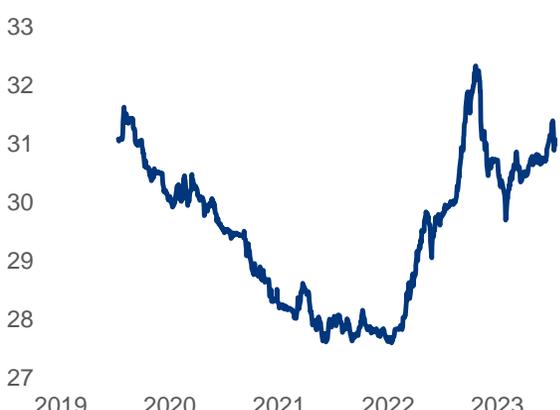
### Ted利差(bps)



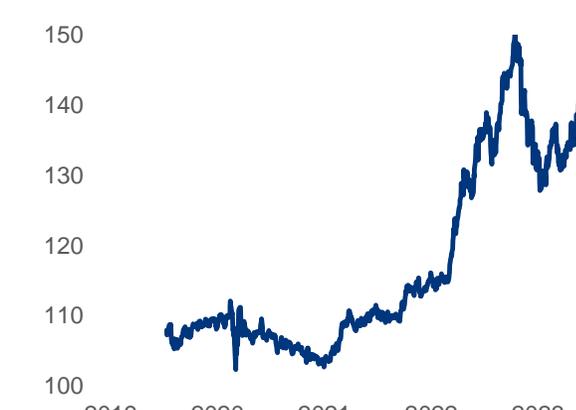
### 美元指數



### 美元兌新臺幣



### 美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年7月20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。