



凱基證券  
KGI SECURITIES

# 科技拐點將至？ 訂單、庫存展曙光

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年7月7日



## 01 市場回顧

美國製造業PMI下滑符合預期，拐點是否來臨備受討論

## 02 熱門議題

美股財報季將至，觀察盈餘落底轉折，特斯拉出貨超預期

## 03 投資焦點

半導體AI相關庫存去化良好，帶動市場預期科技業庫存改善

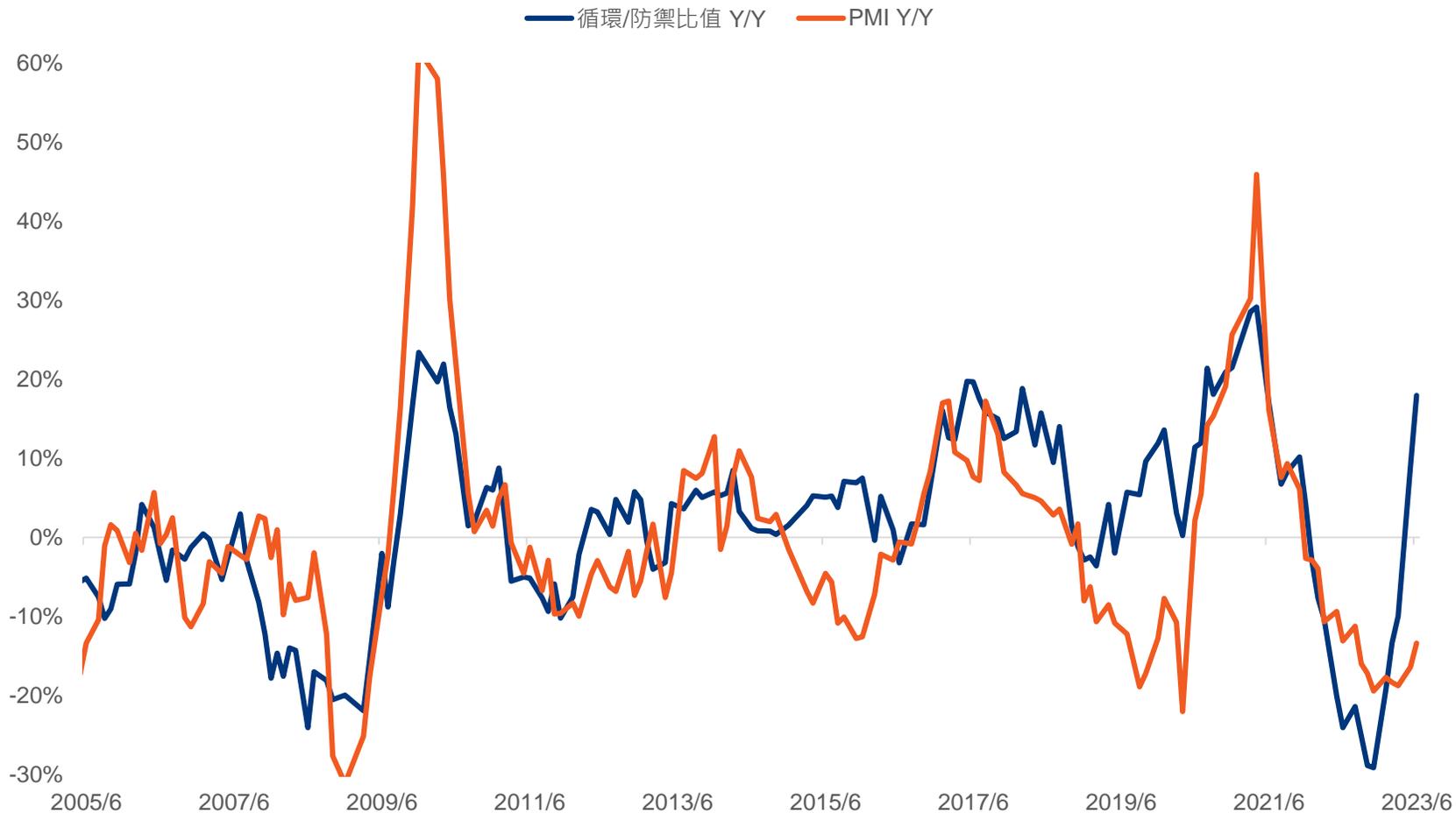
## 04 重要數據預告

德國CPI、美國CPI、中國進出口、英國GDP

# 美國製造業PMI下滑符合預期，拐點是否來臨備受討論

- ▶ 6月美國製造業採購經理人指數(PMI)自5月的46.9降至46.0，大致符合彭博分析師預期，連續第8個月呈現萎縮。新訂單從42.6上升至45.6，其他就業、價格、庫存都呈現收縮，整體景氣下半年似仍偏低迷。
- ▶ 但比較有趣的是，過去美國製造業PMI與循環/防禦股比值，兩者年增率相關性高。觀察循環/防禦比走勢，在2020年衰退期間，循環防禦股比值走勢領先PMI反彈後，PMI年增率也谷底翻揚，在過去週期，兩指標也並無長期反向。本次背離表現令部分投資人思考，6月PMI是否已處相對低點，拐點是否來臨，後續可觀察即將公布的通膨數據與財報表現。

美國製造業PMI下滑，PMI指標與美國循環防禦比值相關性高，景氣下半年有望改善



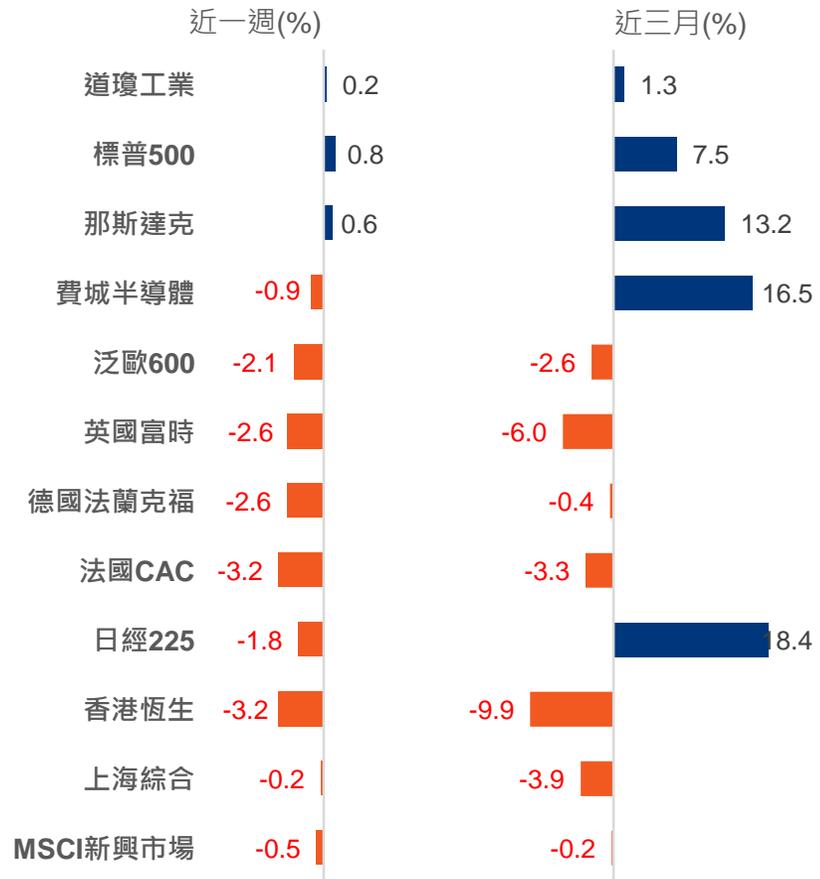
資料來源：Bloomberg

# 市場回顧

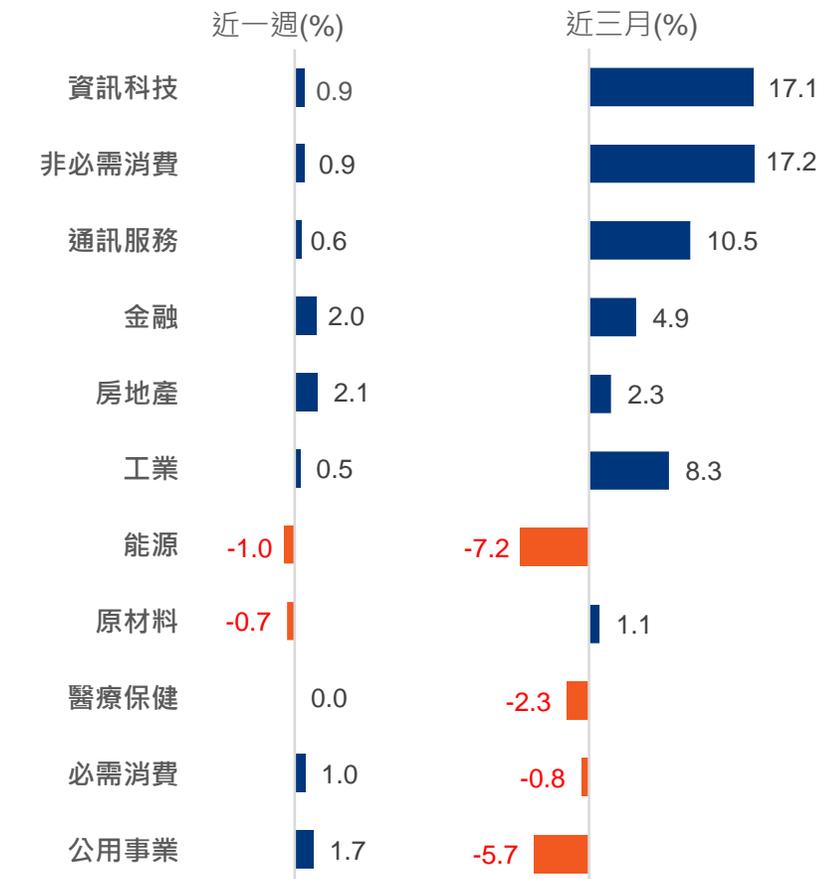
## 美就業數據強勁，引發獲利了結潮，全球股市疲軟

- ▶ 美國市場開高走平，ADP新增就業的強勁表現，使市場開始擔憂下週美國CPI公布，是否會有超預期的強勁表現，進而推升聯準會升息預期。因此，在數據公布前夕股市出現獲利了結賣壓；近一週美國三大指數漲幅收斂，費城半導體指數因中美近期科技戰有升溫情況，表現弱於三大指數。
- ▶ 歐洲除了受到美國數據影響外，英國當地缺工狀況明顯，降通膨難度高，英國央行恐被迫繼續升息。通膨狀況可能擴散至歐洲，壓抑股市表現。陸港股則持續受到中美科技戰拉鋸影響表現疲軟。日本股市受國際市場拖累略有修正，但最新公布的民眾每月薪資年增率達2.5%，優於市場預期，顯示日本經濟持續好轉。

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

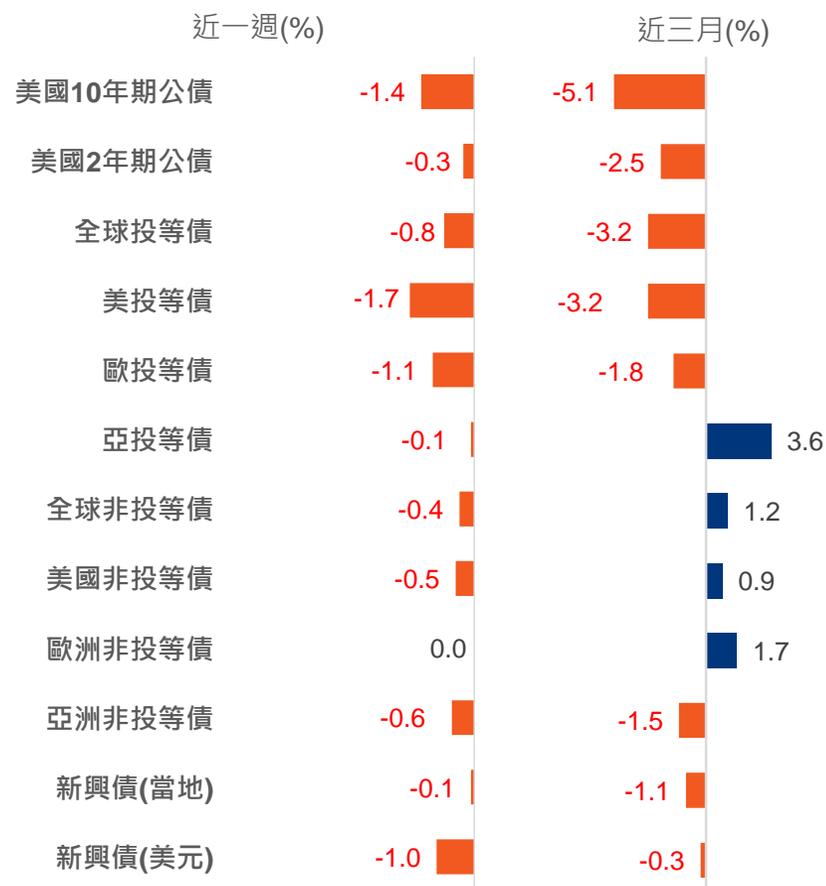


資料來源：Bloomberg · 2023年7月7日

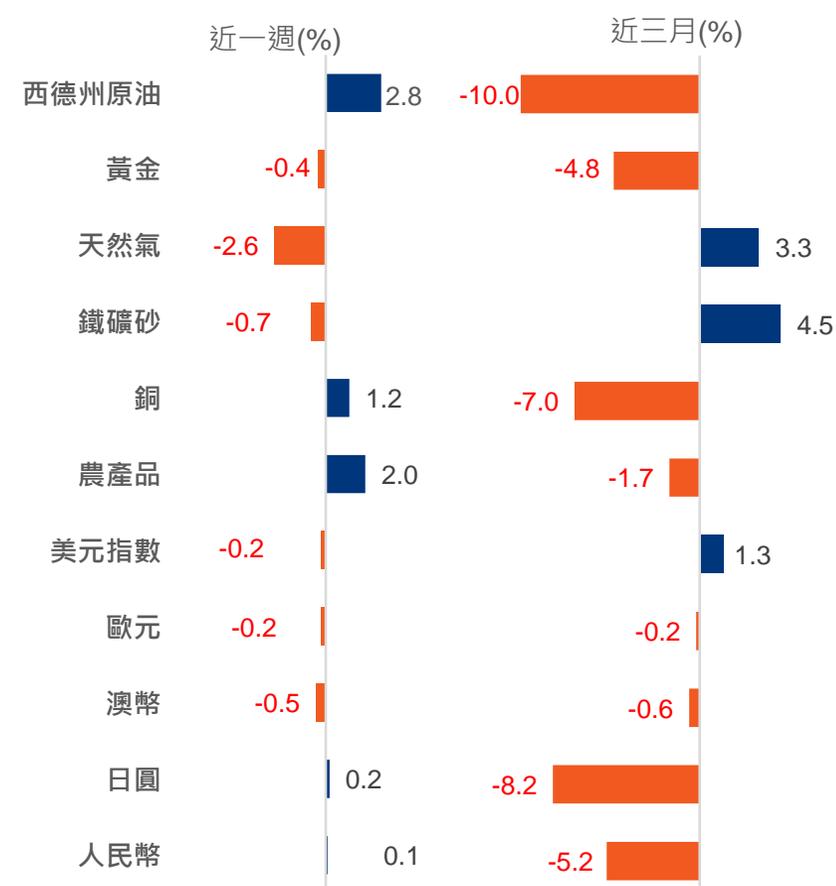
# 美經濟數據強勁，CPI將公布使市場觀望心態濃厚，債券承壓

- ▶ 美國公布最新就業數據意外強勁，ADP就業報告顯示，上月美國企業新增職缺數為一年來最多，服務業創近4個月來最快增幅。樂觀的經濟數據使市場擔憂，下週美國CPI是否超預期強勁，債券殖利率回升，連動性最高的美國10年期公債與美國為主的投等債，單週跌幅最大。非投等債的部分，受惠新興市場國家降息刺激經濟表現，跌幅相對較低。
- ▶ 受到油價持續低迷影響，7月3日OPEC+雙巨頭沙烏地阿拉伯與俄羅斯宣布新一輪減產計畫，支撐油價反彈。主要貨幣本週皆呈現小幅震盪整理，市場等待美國CPI數據，觀望氣氛濃厚。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

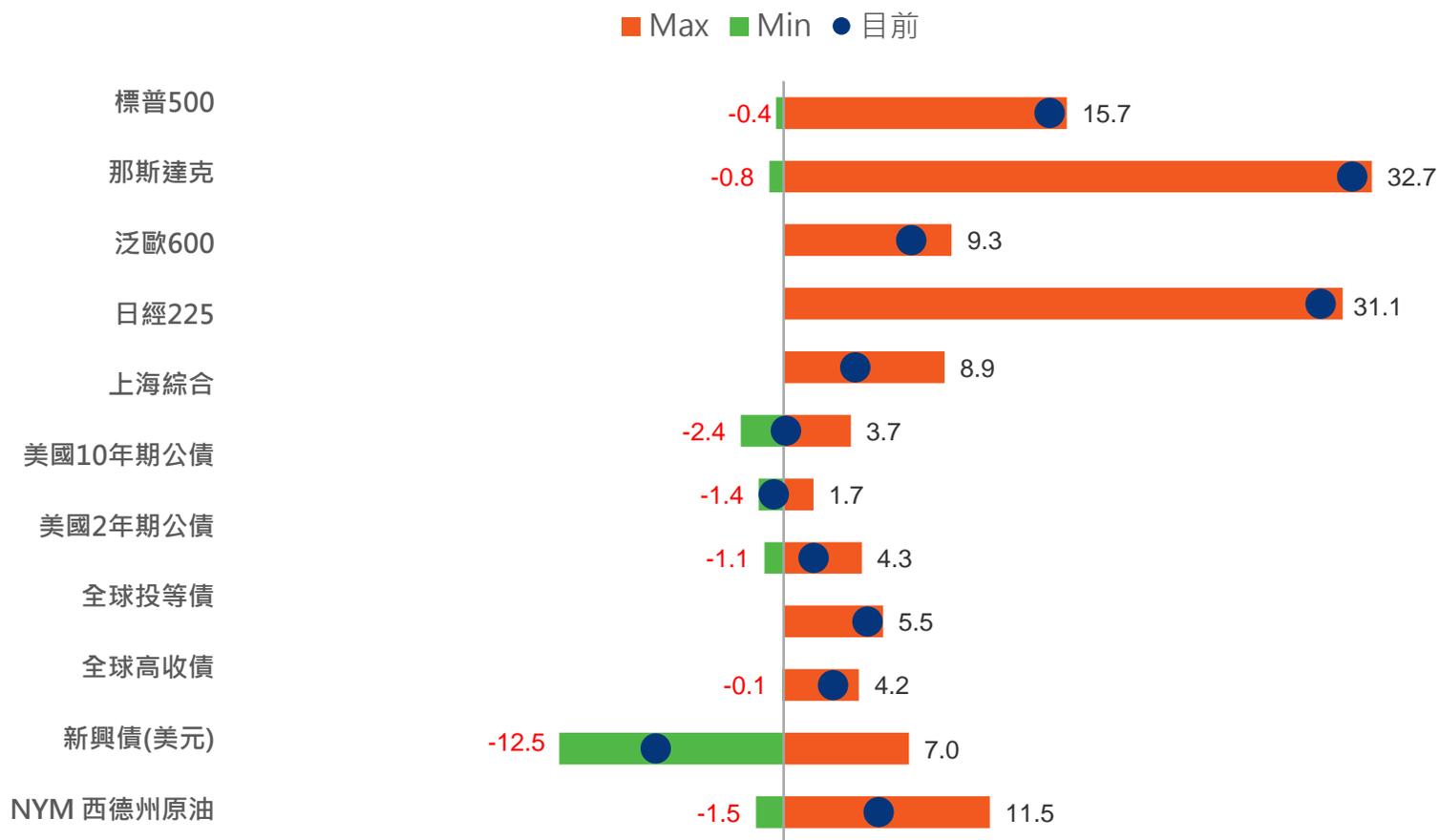


資料來源：Bloomberg，2023年7月7日

# 美國就業市場火熱，通膨與升息預期上升，股債承壓

- ▶ 美國對出口中國晶片再次提出管制，使科技股漲勢受抑，加上ADP就業數據大幅優於預期，引發市場對聯準會可能再度升息的預期。美股呈現高檔震盪，那斯達克等科技股回吐漲幅，亞洲股市同步走弱，日經指數小幅拉回整理，陸股持續偏弱表現，投資氛圍轉趨保守。
- ▶ 對美國貨幣政策敏感的2年期公債殖利率上彈至5%，創3月8日以來新高，10年期公債殖利率重回4%，為今年以來次高水準，就業火熱、通膨難控，升息預期轉強，使債市普遍承壓。美公債利率向上，擴大美國與他國利差，美元指數再度走強，商品價格回落，黃金於每盎司1910美元盤整，西德州油價反應減產和景氣下滑拉鋸，弱盤於每桶72美元。

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg，2023年7月7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指數出現較大修正，回落季線之下



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7日

# 新興市場與商品

60日線

上綜指數季線下彎，呈箱型區間來回



新興市場尚處季線之上，震盪整理



黃金價格走勢偏弱，1900美元關卡或有支撐



西德州原油低位盤整，持續挑戰季線壓力



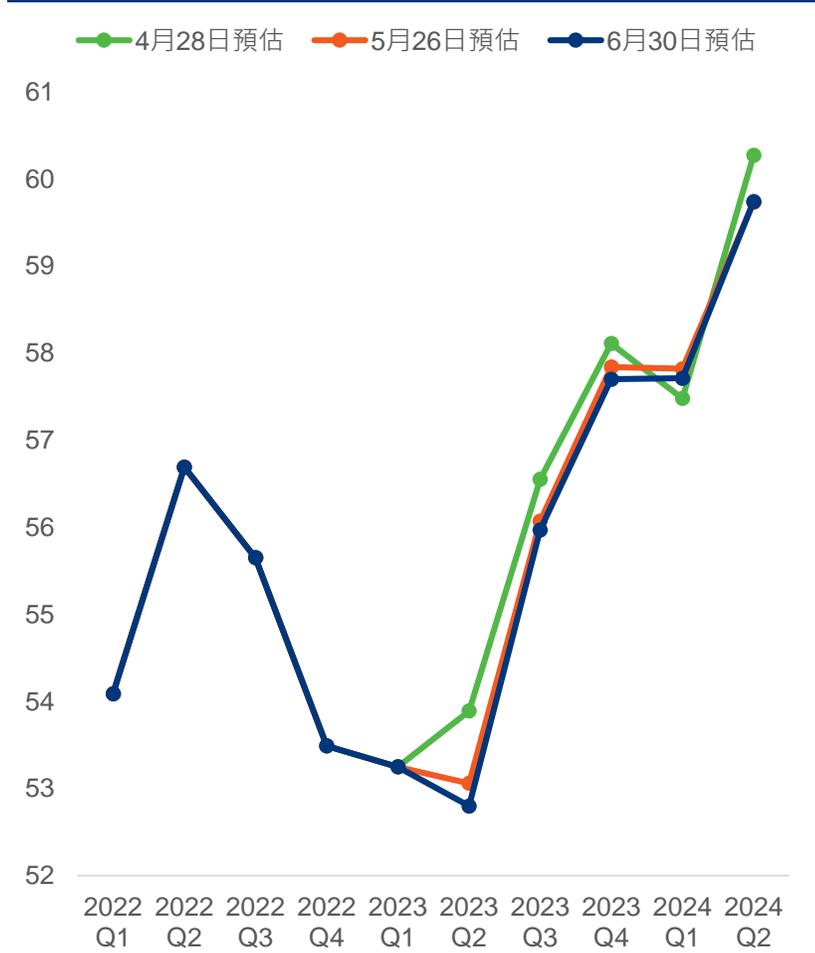
資料來源：Bloomberg · 2023年7月7日

熱門議題

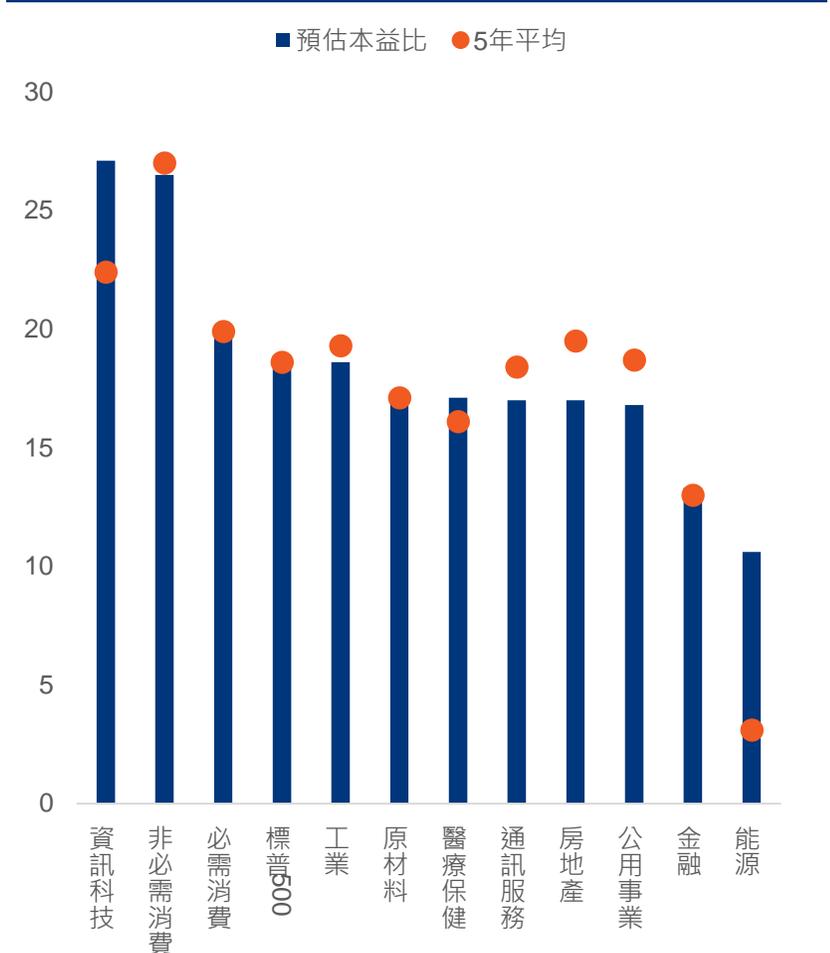
# 美股第二季財報陸續公布，市場料下半年將迎來盈餘轉折

- ▶ 美股第2季財報即將於7月中陸續開始公布，根據研調機構Factset最新公布的預估數據，預期標普500的EPS將於第二季出現落底，之後4季開始逐季走高。但若與4月、5月底時所公布的數值相比，數據稍向下修，暗示著市場仍預期美國經濟動能朝放緩邁進，但獲利在第2季出現谷底的態勢趨向明朗，後續將持續關注各企業財報公布之結果，及指引是否出現調整。
- ▶ 另一方面，觀察標普500指數各產業本益比狀況，目前除資訊科技、能源類股高於5年平均幅度較為明顯外，其餘產業指數本益比與5年平均相當或處於平均之下，整體並未出現過高的情形。在EPS落底、整體本益比評價未過高的狀況下，預料下半年美股仍有上漲機會。

預期標普500的EPS將於第二季出現落底



目前多數標普500產業本益比在5年均值之下

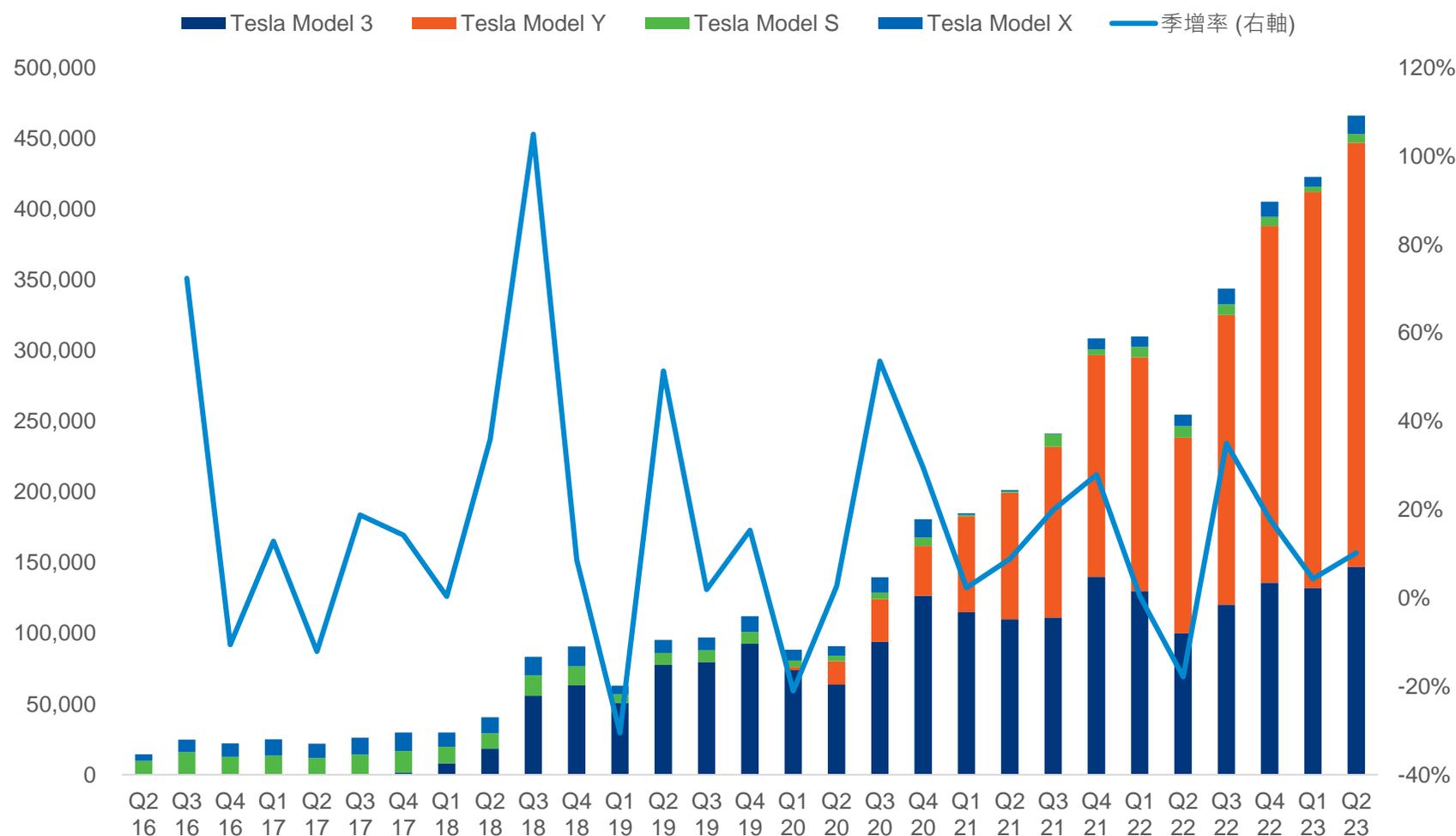


資料來源：Factset，截至2023年7月6日

# 特斯拉訂單交車數創新高，電動車市場需求保持強勁

- ▶ 特斯拉公布第二季全球汽車銷量達創紀錄的466,140輛，季增率達10.2%，大幅超過Bloomberg調查分析師預期的448,350輛。可以看到儘管特斯拉最主要市場—中國的經濟復甦乏力，特斯拉仍繳出強勁成長，同時中國暢銷汽車品牌比亞迪也創下最佳銷售，兩者顯示電動車的長期需求為趨勢，終端需求強勁也帶動供應鏈整體表現。
- ▶ 銷售數據也顯示，特斯拉執行長馬斯克企圖透過降價提高銷量的策略，有達到預期效果，季增率從單位數成長再度攀升為雙位數。除了訂單數增加，特斯拉新車產量與交付量之差，也從第一季的18,000輛下降到13,560輛，隱含庫存去化健康。平價車款的強勁成長有助於特斯拉持續穩固市佔。

平價車款Model 3與Model Y的市場需求火熱，電動車市佔率持續領先



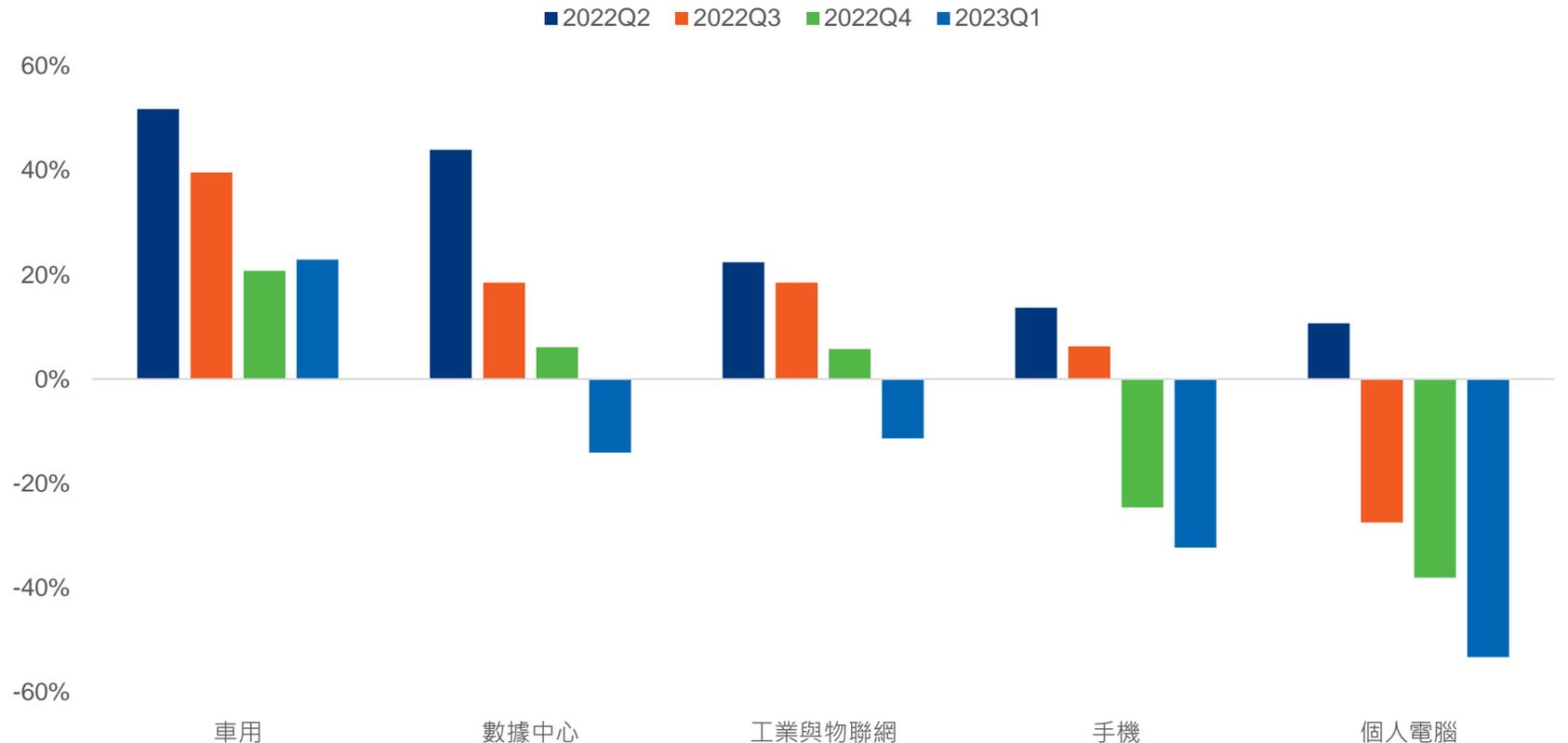
資料來源：Bloomberg

## 投資焦點

## 科技產業終端銷售，車用成長力道仍強，後續需看AI帶動

- ▶ 半導體為科技類股中最重要一環，將科技類股細分為五大子產業可以看出，為何去年科技回檔如此劇烈。科技產業終端銷售數據年增率不斷下滑至年減，其中又以通路消費為主的手機與個人電腦表現最差，僅車用因電動車需求暢旺，持續保持近20%的高雙位數成長。近期特斯拉、比亞迪等電動車廠公布訂單交車輛都創新高，顯示車用成長力仍強。
- ▶ 此情況可能隨NVIDIA超樂觀財測而改變，AI潛在需求有望先反轉數據中心的硬體需求，再擴散至物聯網相關的軟體需求，相關資本支出進而使整體科技業重回成長軌道。但需密切關注接下來財報公布狀況，潛在需求轉化實質訂單能力。

五大子產業終端銷售，除車用外其他子產業季營收年減，預期AI需求先帶動數據中心與物聯網

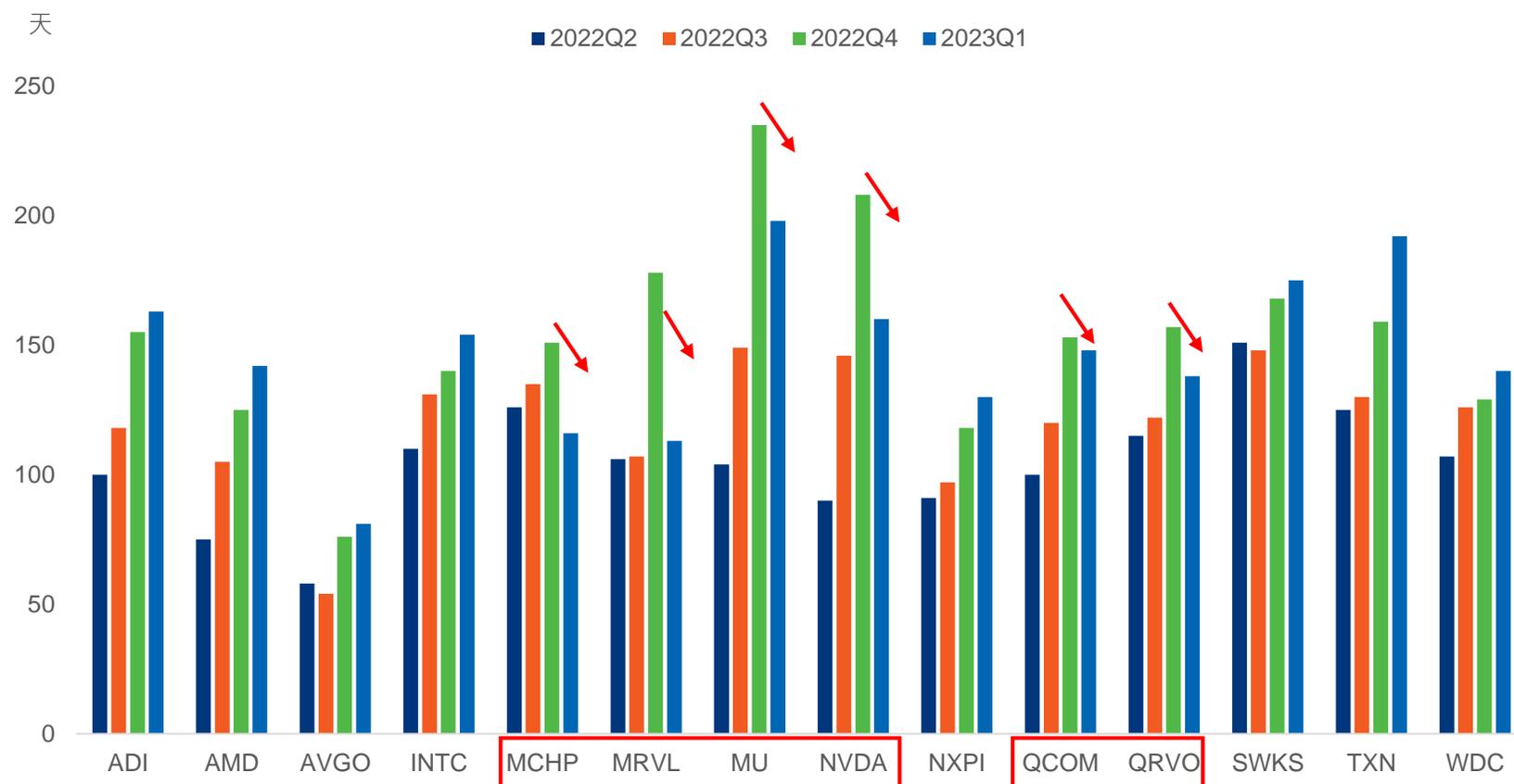


資料來源：Bloomberg、J.P. Morgan、凱基證券整理

# AI產業鏈庫存下降明顯，間接應證需求，需觀察存貨天數回長期平均速度

- ▶ 美國重要科技公司在去年因塞港提早備貨、景氣放緩造成的需求下降雙影響，各家不論產業上中下游存貨週轉天數皆不斷累積；然而，年初財報出現改善，首先AI需求的高階運算晶片庫存開始下降，記憶體相關公司雖然存貨週轉天數仍高，但供過於求狀況也看到改善。
- ▶ 雖然與AI產業鏈相關度低，或是尚未跨入領域的科技公司，存貨還是向上累積，但近期新聞發布會也陸續聽到開始跨入AI產業鏈，若AI相關需求持續發酵，接下來7月份開始的財報週應可看到科技業庫存正常化的情況更為普遍。

長期存貨週轉天數，AI相關存貨已經明顯下滑，若AI需求持續，庫存正常化有望擴散至整體科技業



資料來源：Bloomberg、J.P. Morgan、凱基證券整理

# 生成式AI題材推升科技類股評價，宜分批介入

標的名稱	iShares全球科技ETF (IXN)	Roundhill生成式人工智慧與科技主動型ETF (CHAT)	富達全球科技基金A股 (美元)
適合投資人	看好AI題材擴散至科技類股，穩健型的長期投資人 可避免單一題材，注重整體科技板塊	專注於生成人工智能和相關科技，看好AI未來強勁成長之積極型投資人	投資科技技術領先公司股票，預期標的受惠AI發展， 可定期定額或單筆投入
規模	3,707(百萬美元)(2023/06/30)	82 (百萬美元)(2023/06/30)	16,436 (百萬美元)(2023/5/31)
近3月報酬/ 今年以來報酬	3.40% / 37.93%	1.88% / 10.97% (2023/5/18成立)	6.87% / 19.77%
基準指數	S&P Global 1200 Information Technology Sector Index	主動型ETF，無基準指數	MSCI AC World Information Technology Index
產業分布	1. 軟體 31.76% 2. 半導體 29.68% 3. 電腦 27.74% 4. 電信 3.58% 5. 電子 2.20%	1. 平台 50.00% 2. 企業軟體 21.00% 3. 基礎建設 18.40% 4. 消費者軟體 8.50%	1. 半導體&半導體設備 22.57% 2. 軟體&服務 21.33% 3. 科技硬體&設備 15.88% 4. 媒體&娛樂 12.04% 5. 金融 6.61%
前5大持股	1. Apple (AAPL) 22.35% 2. Microsoft (MSFT) 19.74% 3. NVIDIA (NVDA) 4.80% 4. Broadcom(AVGO) 3.06% 5. 台積電 (2330) 2.94%	1. NVIDIA (NVDA) 7.89% 2. Microsoft (MSFT) 7.87% 3. ALPHABET (GOOGL) 7.38% 4. Baidu (BIDU) 6.09% 5. IFLYTED (002230 C2) 6.01%	1. Microsoft (MSFT) 5.55% 2. Apple (AAPL) 5.19% 3. AMAZON (AMZN) 3.63% 4. ALPHABET (GOOGL) 3.36% 5. ERICSSON (ERIC) 3.04%

資料來源：Money DJ，2023年7月6日，基金月報

# 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，而歐洲與英國央行則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，美股評價有撐，預估大盤震盪向上。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</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>◆ 通膨緩步下滑，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年期公債利率高位盤整，美歐公債利差縮窄，侷限短期美元指數強度，呈現高檔震盪。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。</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)	政策利率：5.00% - 5.25% 最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/5)：+25 bps	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。	32%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：3.50% 主要再融資操作：4.00% 邊際借貸機制：4.25% 最近會議(2023/6)：+25 bps 前次會議(2023/5)：+25 bps	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。	57%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：5.00% 最近會議(2023/6)：+50 bps 最近會議(2023/5)：+25 bps	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。	35%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/6)：維持利率不變 前次會議(2023/4)：維持利率不變	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。	132%

資料來源：Bloomberg

# 重要經濟數據 / 事件

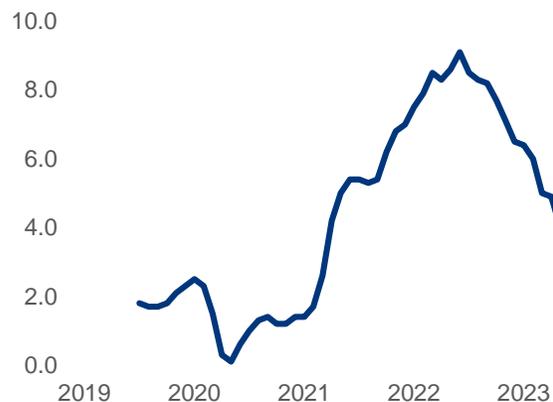
## July 2023

<p><b>3</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國6月ISM製造業PMI (實際:46.0 預估:47.2 前值:46.9)</li> </ul>	<p><b>4</b> Tuesday</p>	<p><b>5</b> Wednesday</p>	<p><b>6</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國6月非農業就業人數變化 (預估:230K 前值:278K)</li> <li>美國初請失業金人數 (預估:245K 前值:239K)</li> <li>美國6月服務業PMI (預估:54.1 前值:54.9)</li> <li>美國6月ISM非製造業PMI (預估:51.0 前值:50.3)</li> <li>美國5月JOLTs職位空缺數 (預估:9.900M 前值:10.103M)</li> <li>歐洲5月零售銷售月增率 (預估:0.2% 前值:0.0%)</li> </ul>	<p><b>7</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國6月平均每小時工資月增率 (預估:0.3% 前值:0.3%)</li> <li>美國6月非農就業人數 (預估:225K 前值:339K)</li> <li>美國6月失業率 (預估3.7% 前值:3.7%)</li> </ul>
<p><b>10</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中國6月居民CPI月增率(前值:-0.2%)</li> <li>中國6月居民CPI年增率(前值:0.2%)</li> <li>中國6月PPI年增率(前值:-4.6%)</li> </ul>	<p><b>11</b> Tuesday</p>	<p><b>12</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國6月核心CPI月增率(前值:0.4%)</li> <li>美國6月居民CPI月增率(前值:0.1%)</li> <li>美國6月居民CPI年增率(前值:4.0%)</li> </ul>	<p><b>13</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國6月PPI月增率(前值:-0.3%)</li> </ul>	<p><b>14</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國7月密西根大學消費者預期指數(前值:61.5)</li> <li>美國7月密西根大學消費者信心指數(前值:64.4)</li> </ul>

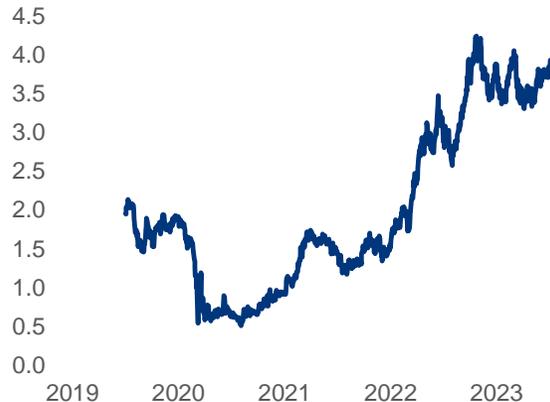
資料來源：Investing.com

# 附錄

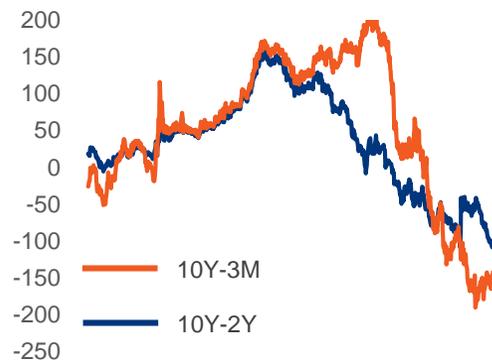
### 美國物價指數年增率(%)



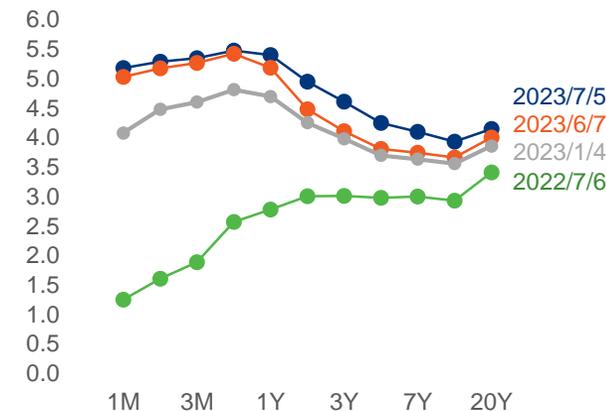
### 美國10年期公債殖利率(%)



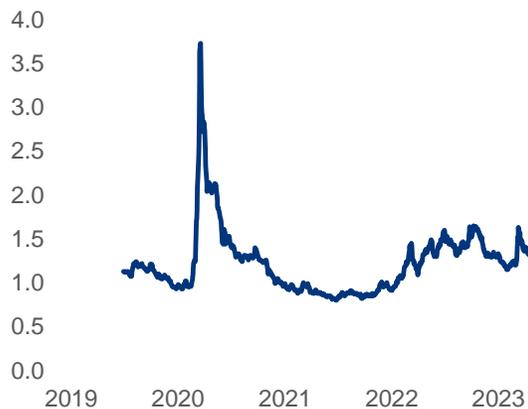
### 美國公債利差(bps)



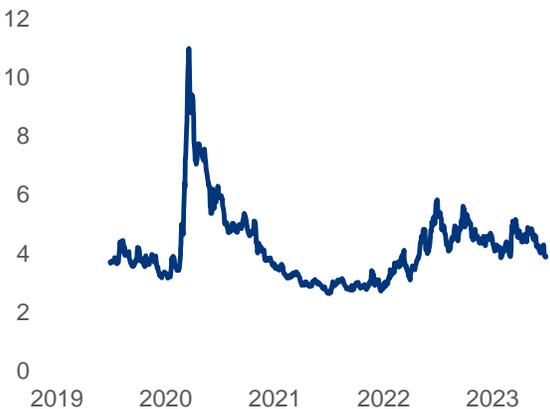
### 美國公債殖利率曲線(%)



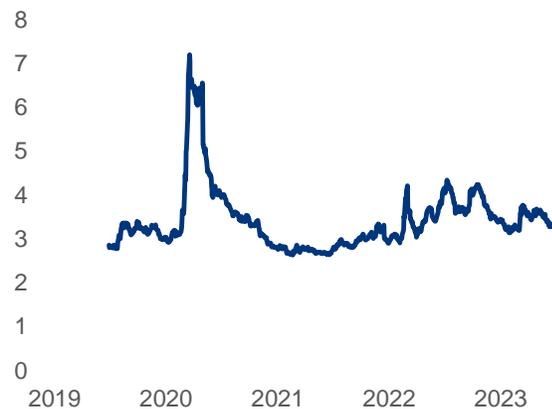
### 美元投資級公司債利差(%)



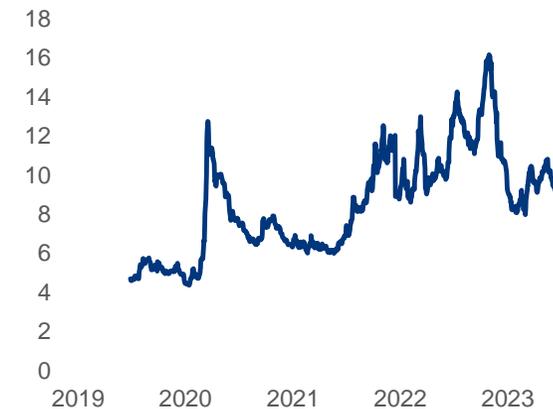
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



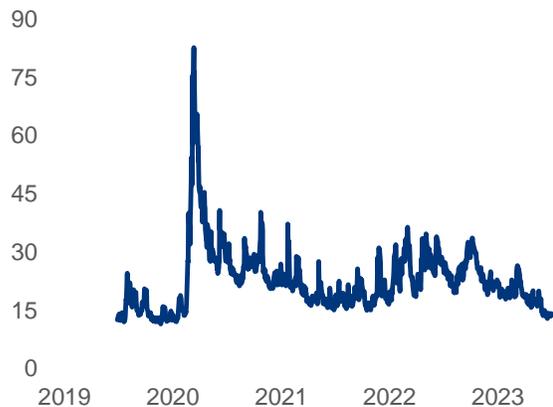
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



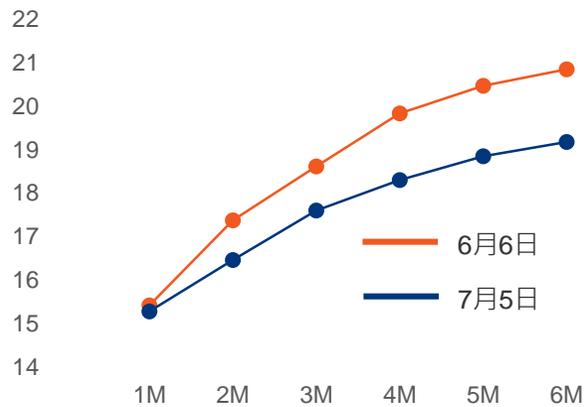
資料來源：Bloomberg · 2023年7月6日

# 附錄

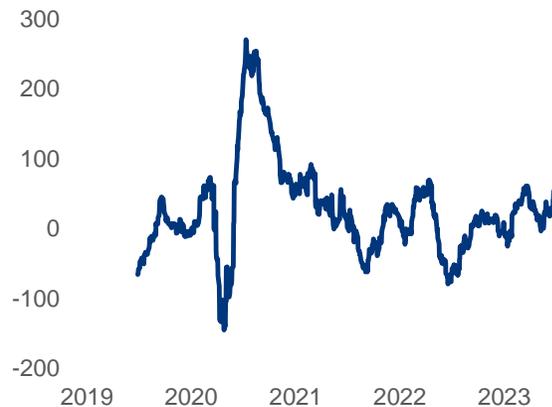
### VIX指數



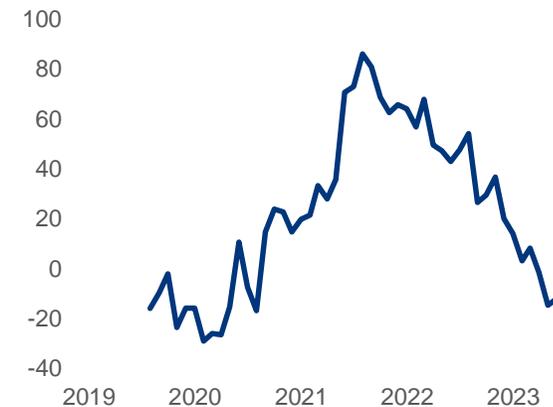
### VIX期間結構



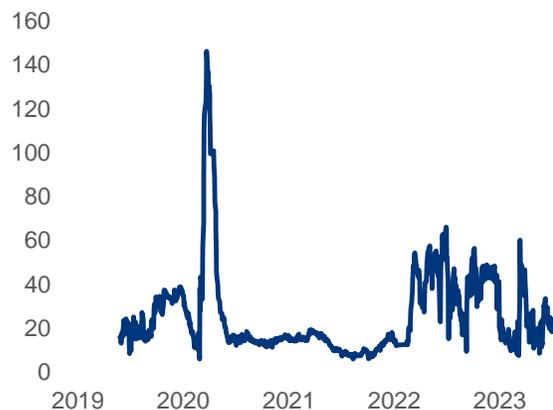
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



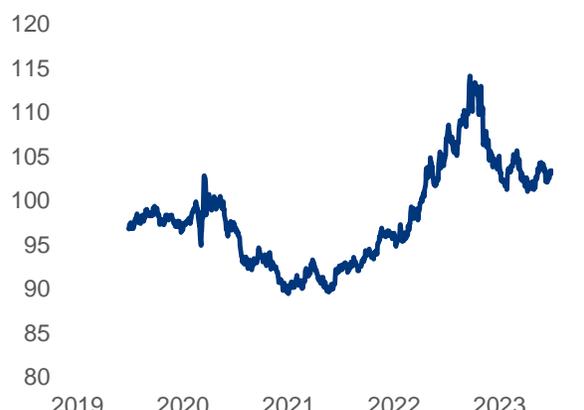
### 美國花旗通膨驚奇指數\*



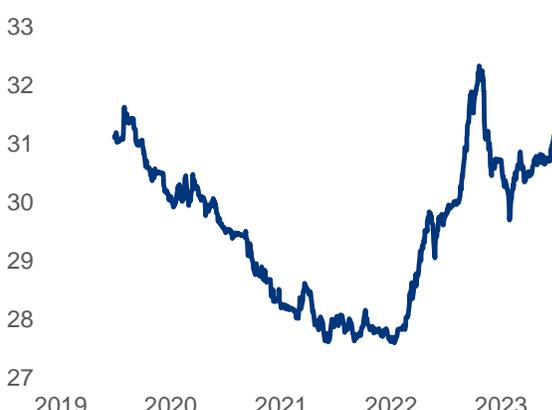
### Ted利差(bps)



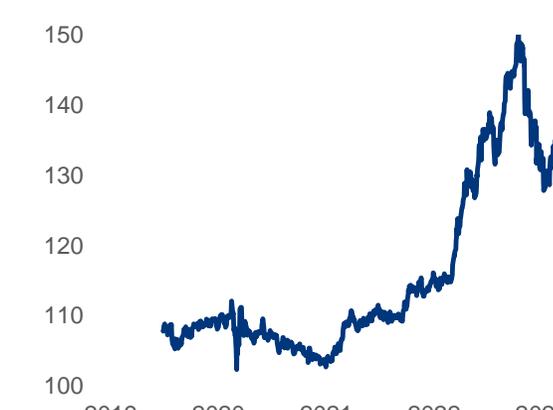
### 美元指數



### 美元兌新臺幣



### 美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2023年7月6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

The right side of the page features a decorative graphic. It consists of a large circle on the right, with a triangle on the left that overlaps the circle. The circle is divided into two halves by a vertical line. The top half of the circle is light gray, and the bottom half is dark gray. The triangle is dark gray and points towards the bottom-left corner.

## 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。