



國泰世華銀行
Cathay United Bank

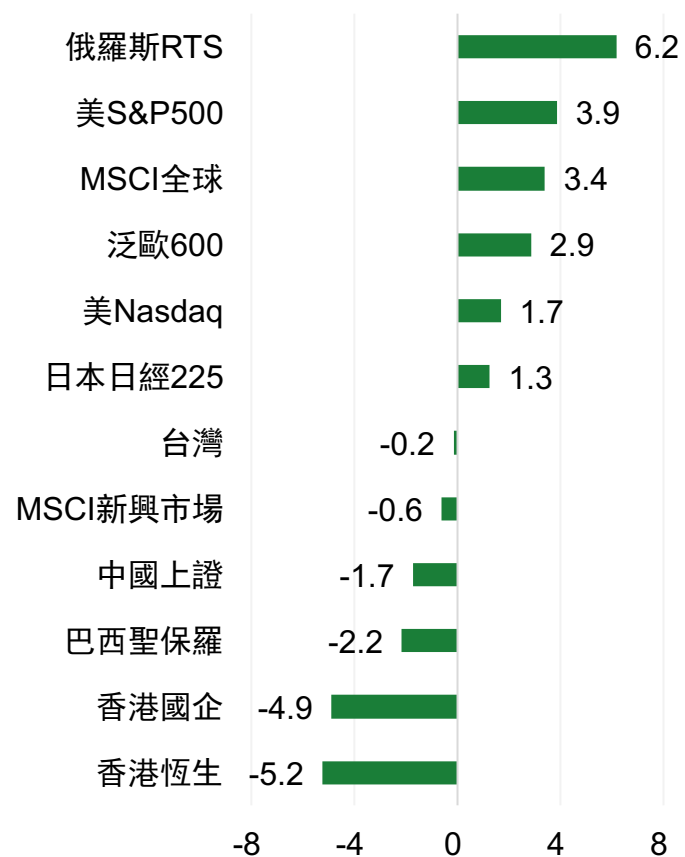
2022年10月28日

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

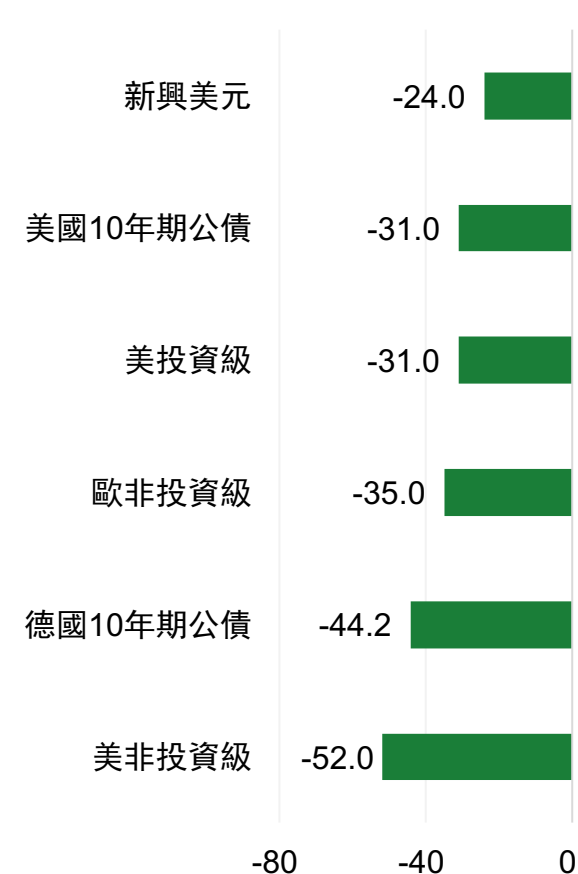
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/10/20- 2022/10/27。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 痛苦指數飆升，全球衰退機率升高

Fed快速升息下，預估未來1年美國衰退機率快速升高，歐洲通膨壓力較美國更重，ECB不得不加速升息因應，緊縮壓力下，歐洲恐更快迎來經濟衰退。

► 高利率下房市受害，Fed將調整升息步調？

新購屋民眾利息負擔大增，房市景氣急凍，下探疫情期間的低點，房價也連2月下滑，Fed衡量升息對經濟的衝擊，可能放緩升息步調。

► 升息近尾聲，債市仍宜分批布局

美國公債近期因流動性問題受到關注，不過類似英債閃崩的情形出現機率不高，預計升息於明年1Q進入尾聲，3m10y倒掛，景氣下滑機率升高，宜分批布局債市。

股市

股市受Fed緊縮政策壓抑，伴隨著經濟衰退陰影，獲利有進一步下修風險。市場期待政策方向調整帶動反彈，然而上漲空間恐有限。

債市

利率期貨暗示利率高點落在4.5~5%，經濟衰退風險升溫，Fed急速升息的態度有望鬆動，短債有鎖利優勢，長債則聚焦在經濟衰退下的資本利得空間。

匯市

地緣政治影響，人民幣貶勢牽動台幣跟貶，加上景氣下行，內外利空因素夾擊下，台幣匯價弱勢格局難逆轉。日幣隨美債殖利率影響稍降，貿易條件有望改善，貶勢應將放緩。

更高的通膨, 加速升息的環境, 歐洲面臨衰退壓力

全球通膨高漲, 而歐洲受俄烏戰爭推升能源價格影響, 衝擊更甚, 歐元區9月通膨9.9%、英國10.1%, 續創新高, 若以通膨加上失業率的痛苦指數來衡量, 歐元區和英國也雙雙超越美國, 代表民眾飽受物價高漲、就業困難的壓力, 將衝擊消費信心, 也將拖累經濟。

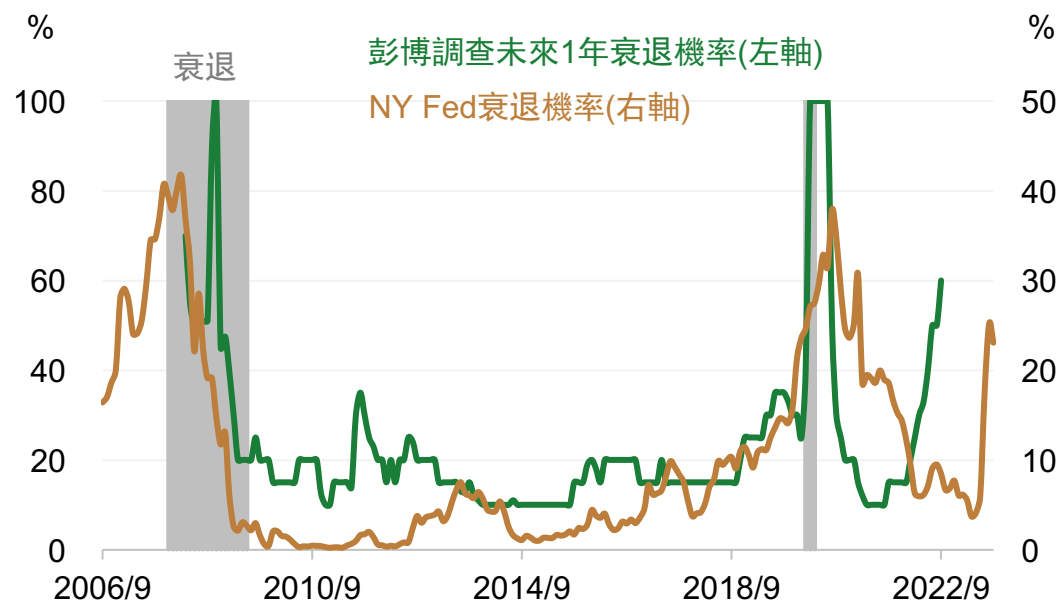
然而在高通膨之下, 歐洲央行及英國央行不得不跟隨聯準會的腳步進行升息, 週四的利率決策會議ECB升息3碼, 預料與下週的FOMC會議幅度相當, **由於通膨問題更加嚴重, 市場預期明年歐洲兩大央行升息幅度將高於Fed。這將對歐洲的經濟形成進一步的衝擊**, 高盛預估, 2023年歐元區和英國GDP將分別衰退0.4%和0.3%, 低於美國的年增1%, 且自2022年4Q起即開始衰退。而根據彭博調查中位數, 美國未來1年衰退機率也快速升高至60%。

歐洲痛苦指數更勝美國, 帶來更大的緊縮壓力



資料來源: Bloomberg。

美國未來1年衰退機率急速升高



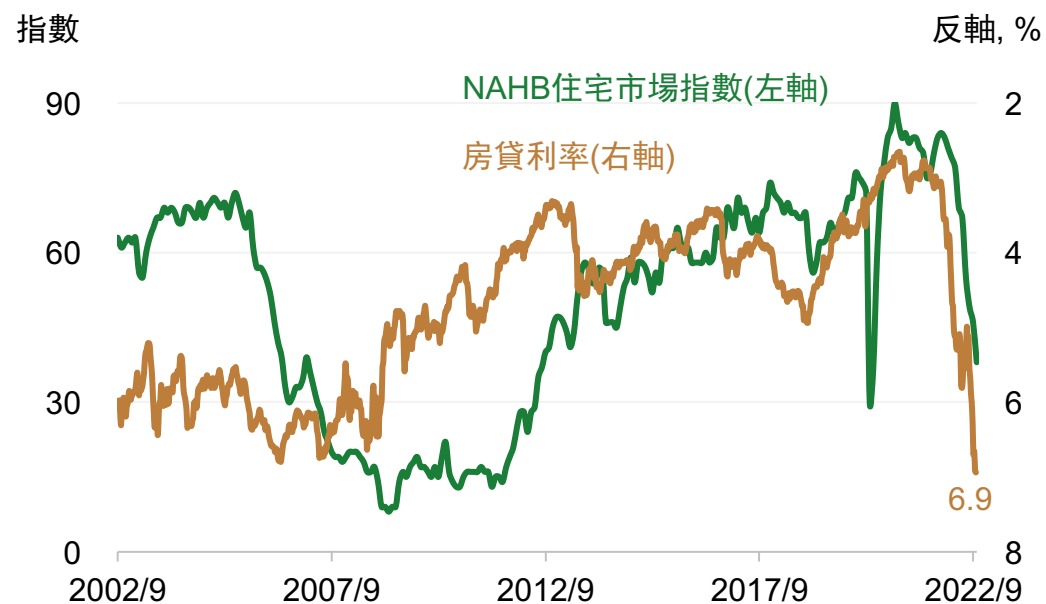
資料來源: Bloomberg。

高利率下房市首當其衝，住宅市場指數下探疫情期間水準

美國30年房貸固定利率衝高至6.9%，突破2007年的高點，新購屋民眾利息負擔大增，也造成房市急凍，針對建商進行問卷調查的NAHB住宅市場指數10月降至38，下探疫情期間的低點水準，新屋銷售及成屋市場也都呈現相同的悲觀氣氛。

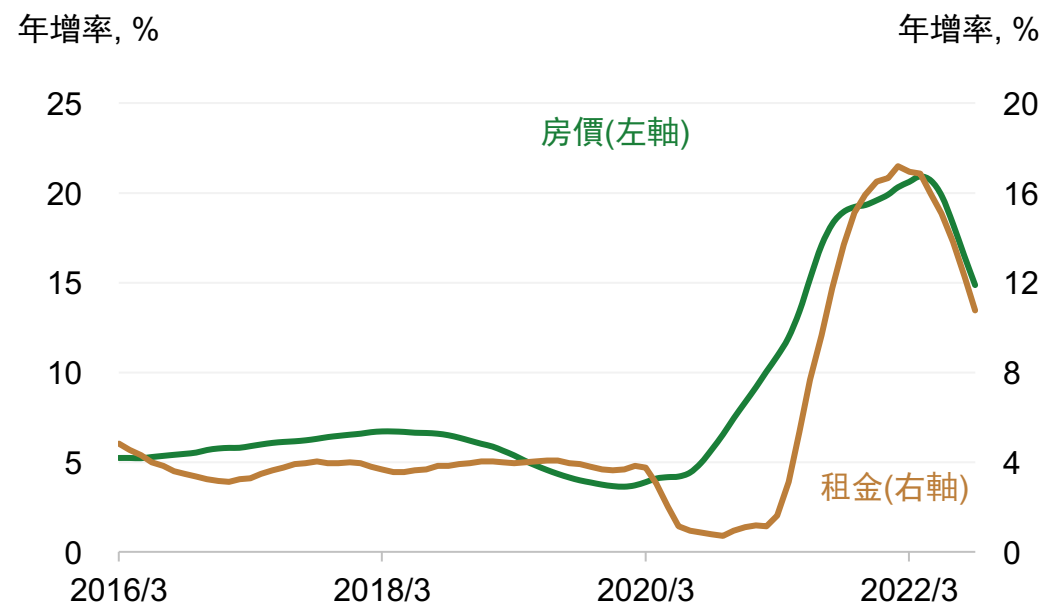
凱斯席勒美國房價指數顯示，8月房價年增率13%，月增率則連兩月下滑，而根據住房網站Zillow的調查，美國房價、租金已連續幾個月在高檔橫盤整理，年增率也明顯下滑，Fed快速升息的效應已率先在房市發酵，雖有助於通膨回落，但對於房地產商的衝擊也不小。

房貸利率高漲，房市動能驟降



資料來源: Bloomberg。

房市降溫，租金、房價增速放緩



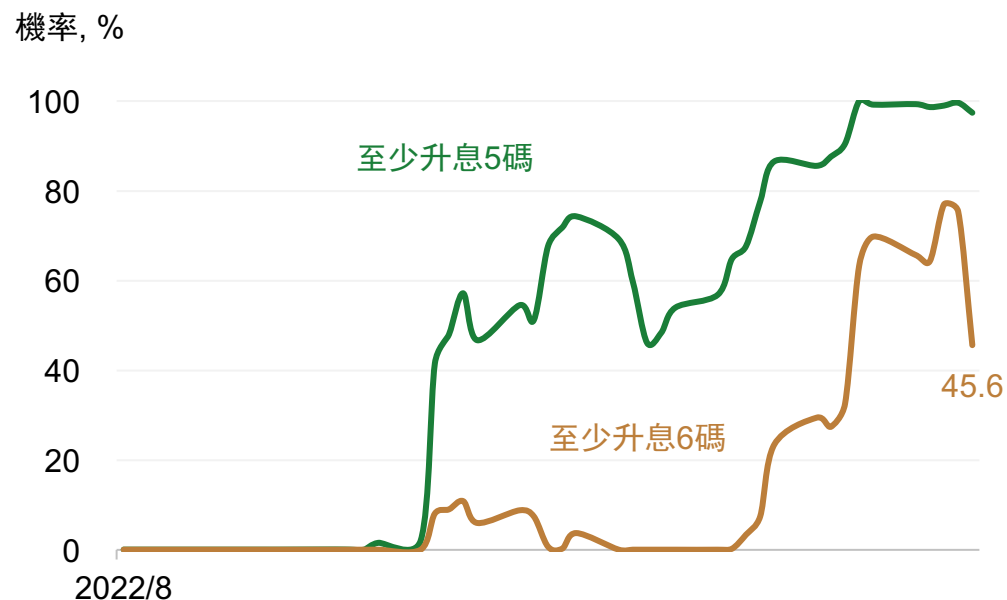
資料來源: Zillow Group。

FOMC會議前, 升息預期有所放緩

Fed官員已進入發言緘默期, 有「聯準會傳聲筒」之稱的華爾街日報記者Nick Timiraos 10/21撰文透露, 11月Fed將升息3碼, 但12月會議可能縮小升息幅度。這與先前舊金山聯邦準備銀行總裁Daly和聖路易聯準銀行總裁Bullard發言相呼應, 顯示Fed雖希望維持緊縮貨幣政策, 但是在利率已站上3%之後, 過度升息可能帶來的經濟殺傷力也成為Fed顧慮因素。

9月FOMC點陣圖顯示利率2022年底落在4.4%, 2023年底為4.6%, Fed官員也一再強調明年利率將高於今年、會維持高利率更長時間, 不過依據利率期貨顯示, 升息頂點可能在明年上半年出現, 高點預計在4.5%~5%之間, 後續經濟若出現較大滑坡, 或通膨壓力顯著下滑, 降息將是可預期的。

聯準會年底前升息6碼機率下降



美國政府關注公債流動性問題，失控風險應有限

全球金融市場動盪，連過去以最具流動性著稱的公債市場，受到1)過去最大買家—Fed正在進行縮表，2)美國銀行業受限於資本法規要求，對持有債券意願受限，3)在美元強升的背景，各國政府為了維穩當地貨幣，有賣美債籌措美元的需求等原因下，使美公債也出現流動性轉差的狀況。

不過在英債利率飆升引發流動性危機之後，各國對「金融穩定」的重視程度已顯著提升。葉倫表示目前公債交易量表現仍穩健，但將密切關注公債流動性惡化的問題，並已同步在研擬強化美債流動性的機制，包含回購公債等選項。**不可諱言，作為全球金融資產定價基礎的美國公債，流動性若枯竭對全球衝擊影響不容小覷，但在美國政府已經高度關注之下，預期美國公債流動性失控、引發金融風暴的風險應有限。**

市場動盪及大買家紛紛縮手下，公債流動性惡化



資料來源：Bloomberg。

美國正在加速研擬強化公債流動性的措施

考量中的方案	說明
擴大集中清算	<ul style="list-style-type: none"> 考量目前公債仍為OTC交易，若改為集中清算或有望減少交易對手風險，及增加債市的穩定度。
放寬銀行補充槓桿比率(SLR)的要求	<ul style="list-style-type: none"> 2019以來，在外流通的公債增加約7兆美元。然大型金融機構受到SLR影響，造市意願並未隨公債規模增加而擴大。 考慮透過放鬆SLR，將銀行準備金及公債排除在SLR標準之外，增加銀行增持債券的意願與能力。
回購債券	<ul style="list-style-type: none"> 透過發新債(流動性較高)，來買舊債，增加市場的流動性。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

公債 隨景氣雜音加大, 利率走升態勢有望放緩下, 債券殖利率可逢高鎖利

10/21 Fed傳聲筒表示, 部分官員已經開始考慮放緩升息步調, 並觀察今年升息步調對經濟放緩的影響, 避免過度升息導致經濟急遽下滑的風險, 10/26在景氣的疑慮下, 加拿大央行升息幅度低於市場預期, 且加拿大央行總裁表示緊縮階段接近尾聲, **不難發現快速緊縮的貨幣政策, 正在給全球的經濟帶來壓力。就連Fed最關注的長短利差指標——10年公債與3個月國庫券利率, 也出現倒掛, 對Fed而言, 將是難以忽略的經濟警示訊號。**

債市想法: 升息步調有望放緩, 加上景氣下行力道增強下, 料今明兩年應是殖利率的相對高位。

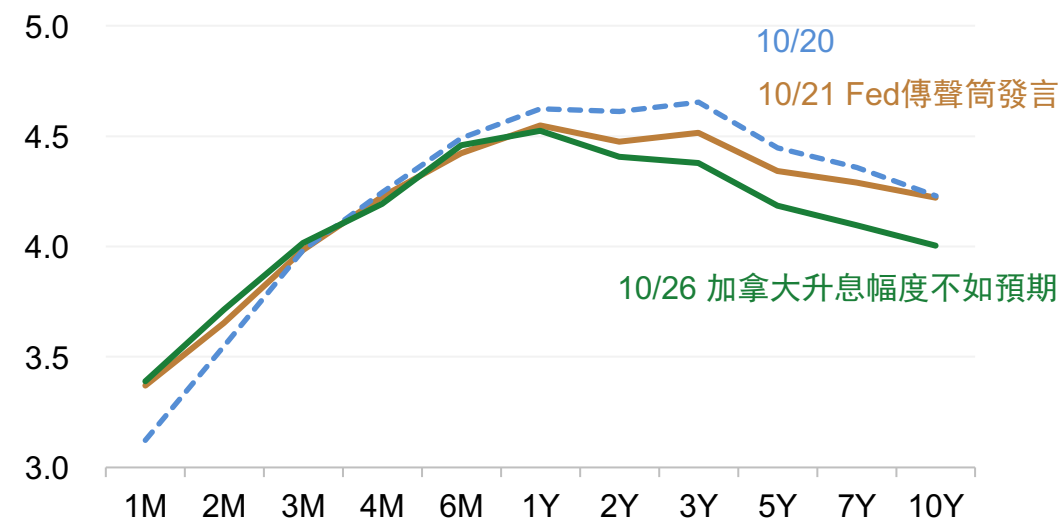
布局想法: **考量目前通膨仍在高位, 利率波動不易下降, 策略上可以選擇的中短天期債券, 除息收優勢外, 具價格起伏較小的特性。**

Fed最重視的長短利差指標, 也已出現倒掛



升息步調有望減速, 殖利率推升力道料將減弱

各年期公債殖利率, %



科技 利率回軟，股市出現反彈的空間，然企業獲利漸露出警訊

美股超級財報週，微軟等科技龍頭發布財報及營運展望，**整體而言，網路、軟體股財報表現憂喜參半，但以線上廣告為主的業務表現遠遜於雲端相關業務，而半導體公司如德州儀器、英特爾的獲利表現雖優於預期，但電子產品去庫存的壓力已逐漸蔓延至上游，其中又以PC相關的企業如英特爾受影響最大。**科技巨頭如Meta、英特爾的裁員訊息預料將是景氣下滑的警訊。

在景氣下滑時、企業採取縮減支出，降低財務負擔的方式來度過寒冬。不過由企業高層問卷調查可發現，企業首要選項仍是以推出新產品來吸引客戶，並順勢拉高產品訂價，其次才是裁員等緊縮政策，因此在預期未來進入經濟下行階段，仍應以具創新、技術優勢、且現金流穩健的大型龍頭公司進行布局。

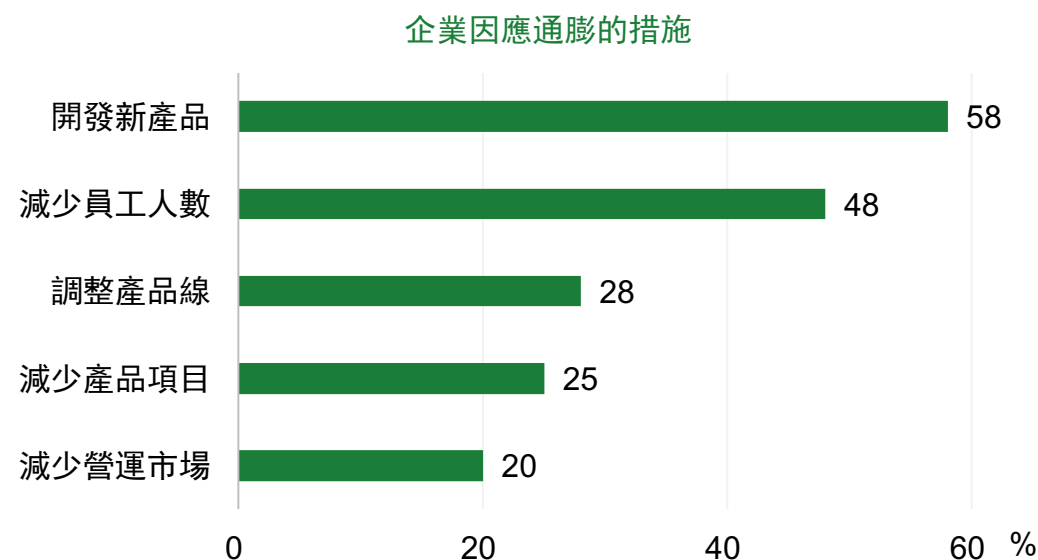
主要科技股財報表現

日期	公司	預估EPS(美元)	實際EPS	優於/劣於預期
10/25	Google	1.249	1.02	劣於預期
	德州儀器	2.385	2.47	優於預期
	微軟	2.291	2.35	優於預期
10/26	科磊	6.222	7.06	優於預期
	Meta	1.885	1.64	劣於預期
10/27	蘋果	1.264	1.29	優於預期
	亞馬遜	0.223	0.36	優於預期
	英特爾	0.331	0.59	優於預期

註：紅色表優於預期，綠色表劣於預期。

資料來源：Bloomberg。

通膨高漲壓縮獲利，企業採取自救措施



資料來源：KPMG。



台股 地緣政治風險升溫，景氣持續低迷影響台股

台積電執行長魏哲家一封員工信鼓勵員工多休假陪伴家人，市場解讀未來營運恐明顯下滑，日前台積電法說會也承認明年上半年6奈米、7奈米製程產能利用率將下滑，加上台海地緣政治風險升溫，外資加大賣超力道，讓台股持續下探低點。

台灣9月外銷訂單609.3億元，年減3.1%，光學、塑化、基本金屬、化學等行業衰退幅度逾2成，顯示除了電子業進入庫存調整的下行循環之外，其他製造業也受到歐美需求萎縮、中國防疫封控的影響。若以電子業庫存調整恐於明年上半年告一段落來看，雖然台股短期有望隨美國科技股進行反彈，中期仍處於反覆打底的階段。

地緣政治風險升溫，外資賣超台積電拖累台股

今年以來報酬率，%



資料來源：Bloomberg。

外銷接單低迷，景氣難言落底

%



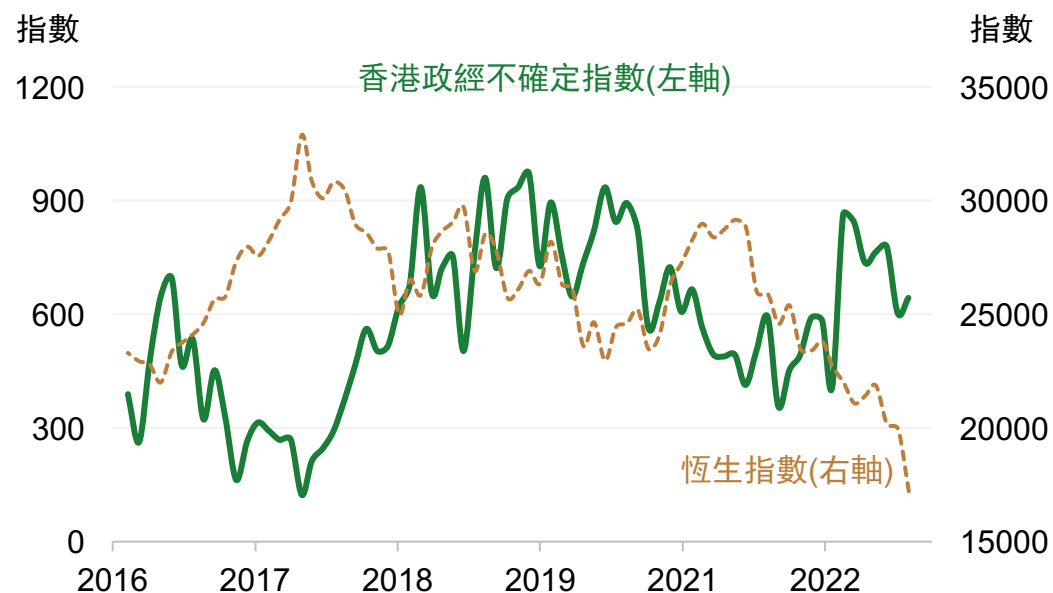
資料來源：Bloomberg。

中國 新領導班底增添政經不確定性，中國股市延續弱勢格局

二十大落幕，常委全數由習家軍佔據，且經濟專長的技术官僚幾乎消失。市場對於政策鬆綁的期待落空，10/24陸港股市同步重挫，阿里、騰訊等股價單日重挫逾10%，北向資金出現歷史紀錄賣超179億人民幣，顯示外資對政治與經濟前景的信心下降。政策當中，清零是否鬆綁最受投資人關注，但從近期官媒與習近平對清零正面表述，到鄭州、蘭州等地區疫情爆發，研判防疫措施短期難以大幅放寬。

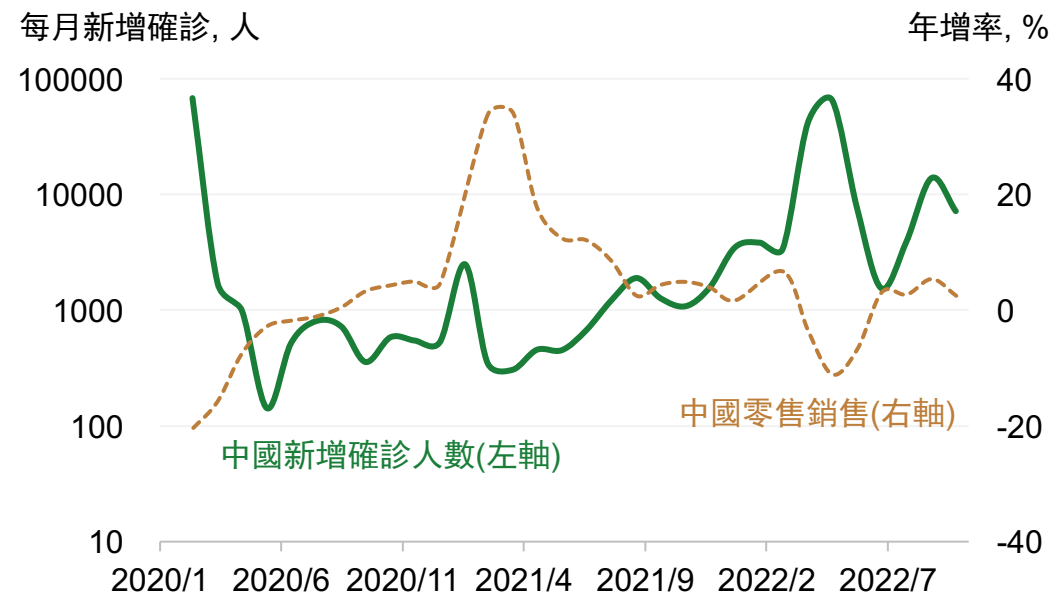
在股市方面，清零政策抑制消費活力、房市復甦步伐緩慢、出口動能隨海外經濟下行，市場主要擔憂仍存，預期A股短期維持弱勢震盪格局；中概股除面臨基本面逆風，海外下市與共同富裕等監管層面的不確定性偏高，後市展望弱於A股。

政經的不確定性在二十大後有增無減



資料來源：Bloomberg。

短期防疫政策鬆綁機會不高，衝擊市場情緒



資料來源：Bloomberg。

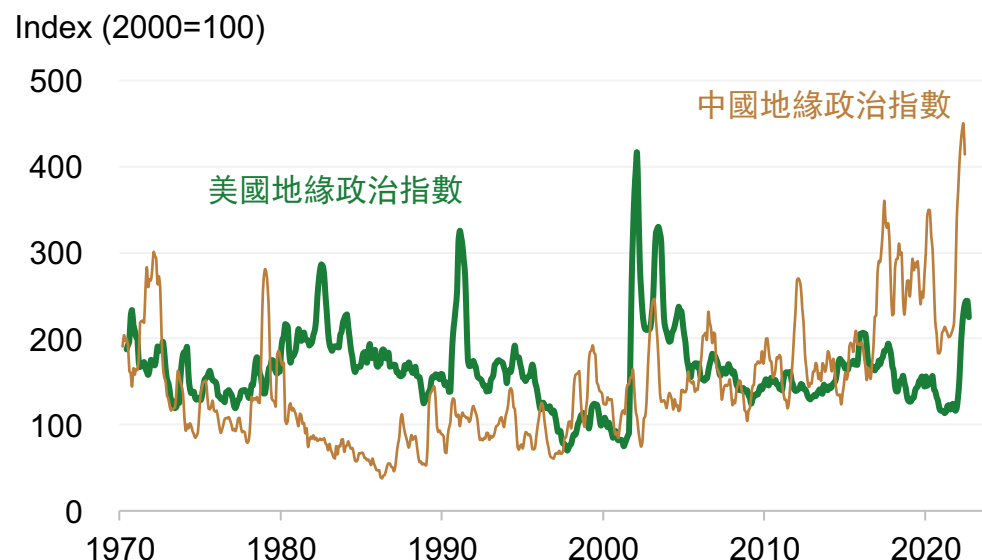
匯市 「習家軍」掌全局, 地緣政治緊張升高, 加上自身基本面趨弱, 台幣續呈弱勢格局

美中貿易以來, 美中從貿易、科技等方方面面針鋒相對, 兩造地緣政治緊張日益升高。尤其日前中國二十大後, 「習家軍」掌握新領導班子, 地緣政治影響下, 中港股匯大受衝擊, 尤其人民幣貶勢牽動台幣跟貶, 台幣匯價弱勢格局難逆。

此外, 國發會公布景氣對策信號較8月重摔6分, 燈號降至黃藍燈, 距離代表景氣低迷的藍燈只差一分。分項中, 海關出口降為綠燈, 工業生產降至最低迷的藍燈, 製造業銷售及營業氣候測驗點均維持藍燈, 這也顯示台灣基本面隨去庫存循環下行的狀況未變。

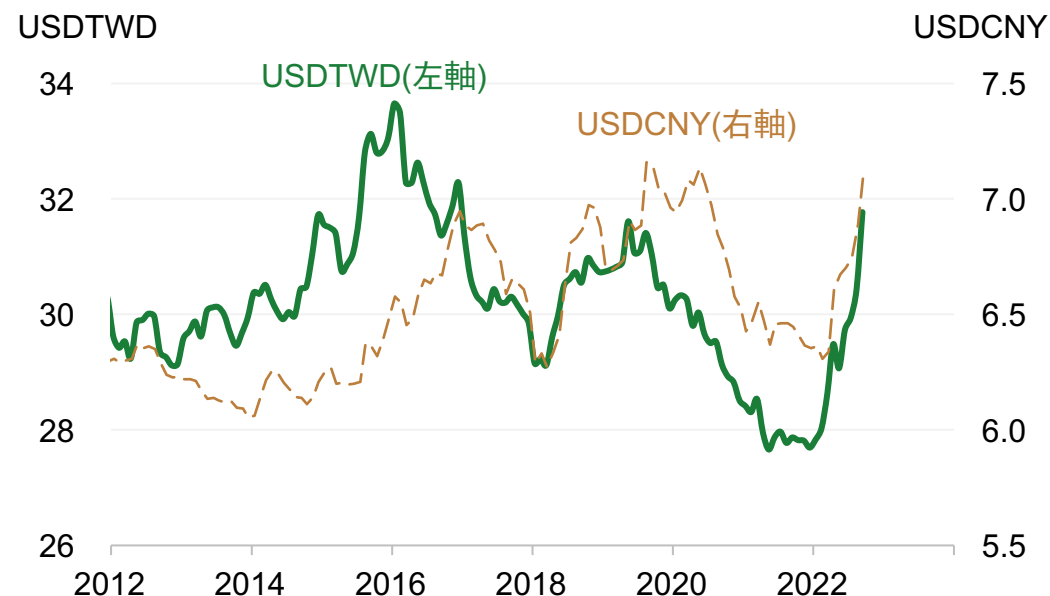
因此, 在外、內利空因素夾擊下, 即便**台幣匯價貶幅已大, 但弱勢格局仍舊未變。**

貿易戰以來, 美中地緣政治日趨緊張



資料來源: Bloomberg。

人民幣匯價同步拖累台幣走勢



資料來源: Bloomberg。

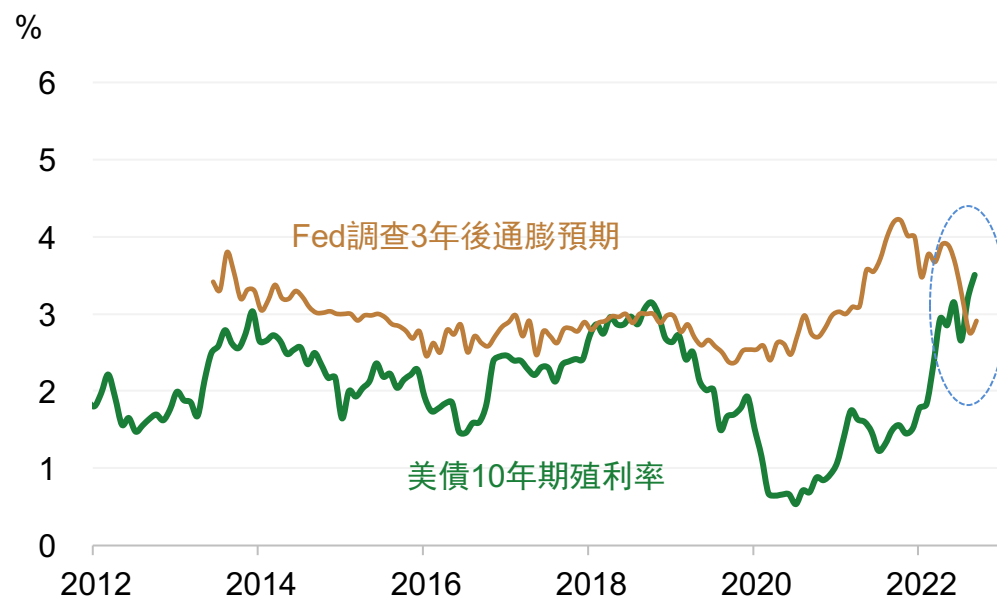
匯市 日幣弱勢雖未逆轉, 但後續美債殖利率影響稍降, 貿易條件有望改善, 貶勢應將放緩

近期美債殖利率受流動性影響持續推升, 但美國財政部恐難坐視債市流動性惡化, 必須有對應政策回應。另方面, Fed調查通膨預期走勢已出現明顯背離, 待流動性問題解緩, 殖利率走勢難與通膨預期長時間背離, 此將減輕日圓壓力。

此外, 今年以來日本貿易條件隨油價高漲而受挫, 但隨高基期效果, 油價年比將由高位回落, 日本貿易條件年比也將隨之改善, 使日幣匯價利空略為減輕。

雖然日幣弱勢格局尚未完全扭轉, 但日幣利空因素已近極致, 且日本財長鈴木俊一再三重申密切關注匯價波動下, 後續貶勢逐漸趨緩。

市場對聯準會升息預期已多反應



資料來源: Bloomberg, Fed。

油價高基期有助日本貿易條件改善



資料來源: Bloomberg。

Oct / Nov 2022

31

Monday

美國達拉斯製造業活動指數
美國芝加哥經濟活動指數
歐元區CPI
歐元區GDP
中國製造業PMI
日本工業生產

1

Tuesday

美國ISM製造業指數
日本製造業PMI
中國財新製造業PMI

2

Wednesday

美國ADP就業變動
歐元區S&P製造業PMI
德國出口
巴西休市

3

Thursday

FOMC利率決議
美國ISM服務指數
美國耐久財訂單
美國工廠訂單
美國初領失業金人數
中國財新服務業PMI
日本休市

4

Friday

美國非農就業人口
美國失業率
日本服務業PMI
德國工廠訂單

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