



國泰世華銀行
Cathay United Bank

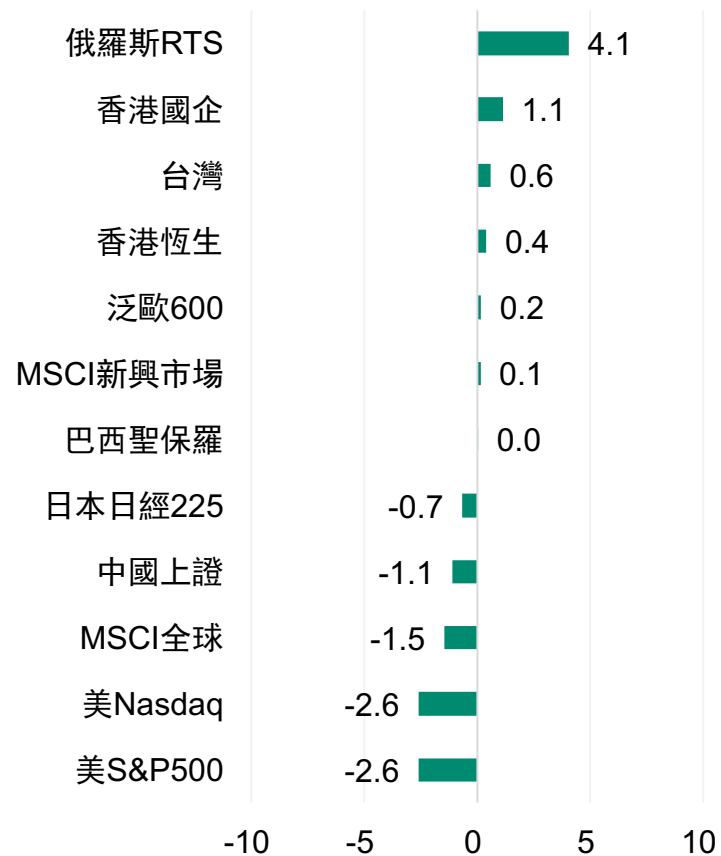
2022年9月16日

投資研究週報

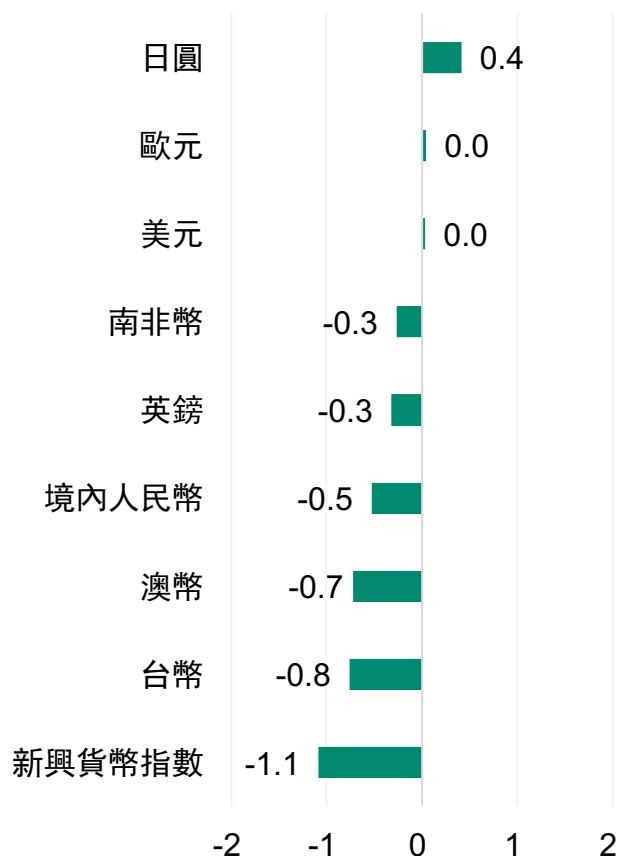
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

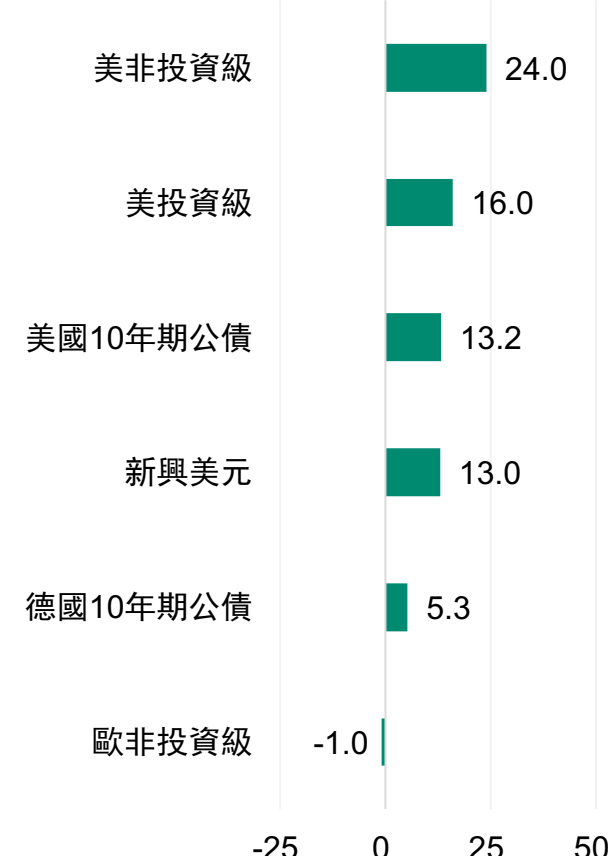
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/9/8-9/15。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 9月FOMC將再升3碼，點陣圖偏上預期

8月以來Fed形塑不樂見市場“過早的降息預期”的形象，加上本月CPI為8.3%，高於預期，讓市場預期Fed將會加大升息力道，料9月將再度升息3碼。

► Fed不易轉鬆，提供債市分批布局機會

Powell祭出利率Higher for longer的指導方針，預期Fed不易轉鬆下，年底前使殖利率維持高檔震盪。但隨利率升到中性利率上方後，緊縮效果將陸續顯現，對景氣敏感的長債利率，明年下行的拉力將加大。

► 內憂外患下，台幣難逃弱勢格局

台幣內有利差、基本面、資金流不利因素，外有人民幣貶值牽引整體亞幣趨弱，使台幣匯價依舊呈現弱勢格局，未來一季有機會測試前波低點。

股市

金融情勢緊縮的大環境下，不利股市表現，但隨通膨、Fed升息不確定性、企業獲利的不安情況，較上半年均有緩解，美股短期要再進一步創新低的可能性下降，整體股市維持盤整格局。

債市

一場鷹派緊縮及景氣下行的拉鋸戰，預期時間將是站在景氣下行這方，且待利率達到中性利率上方之後，緊縮效果將更明顯，因此與其靜待高點，不如在利率位於高檔之際，分批布局債券。

匯市

日幣弱勢未扭轉，FOMC前雖有利短線動能往空方續推，但長線美日利差影響恐屆極致、日方不樂見匯價遽貶，後續貶勢應將趨緩。

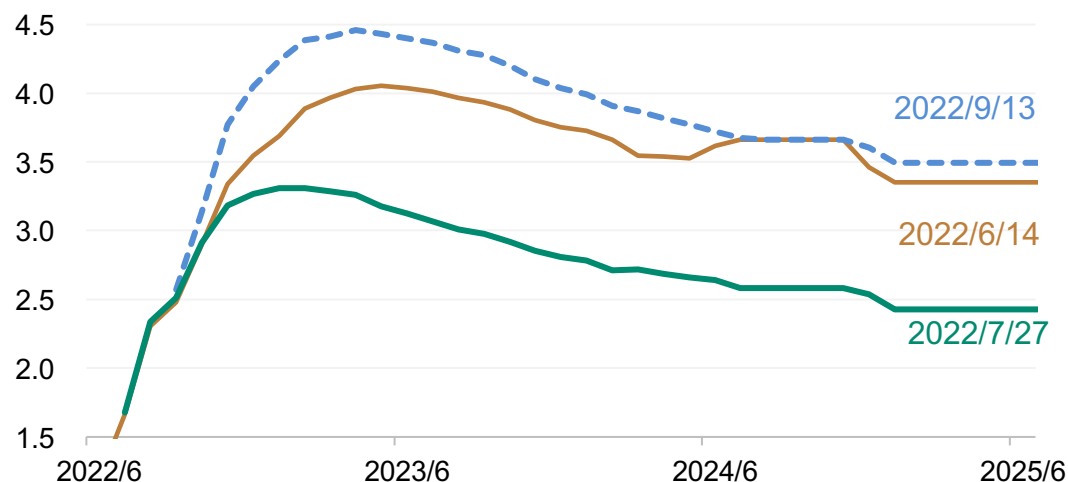
FOMC預覽：9月將再升3碼，點陣圖將再度上移

8月以來Powell藉由Jackson Hole會議發言，形塑Fed不樂見市場“過早的降息預期”，預期Fed於9月會議也將延續偏鷹派的論調：

- 關於升息：本月CPI數據公布之後，使市場相信Fed短期將會加大升息力道，**料9月將再度升息3碼，至3.25%**。且參考Powell最新祭出**利率Higher for longer的指導方針**，預期本次將看到點陣圖再度上移，**其中2022年及2033年的利率預估中位數將進一步上移。**
- 關於縮表：縮表將依先前規劃，自9月開始，將每月縮減上限由475億(公債300億；MBS175億)，**倍增至每月950億(公債600億；MBS350億)。**

預期Fed 9月點陣圖將再度上移

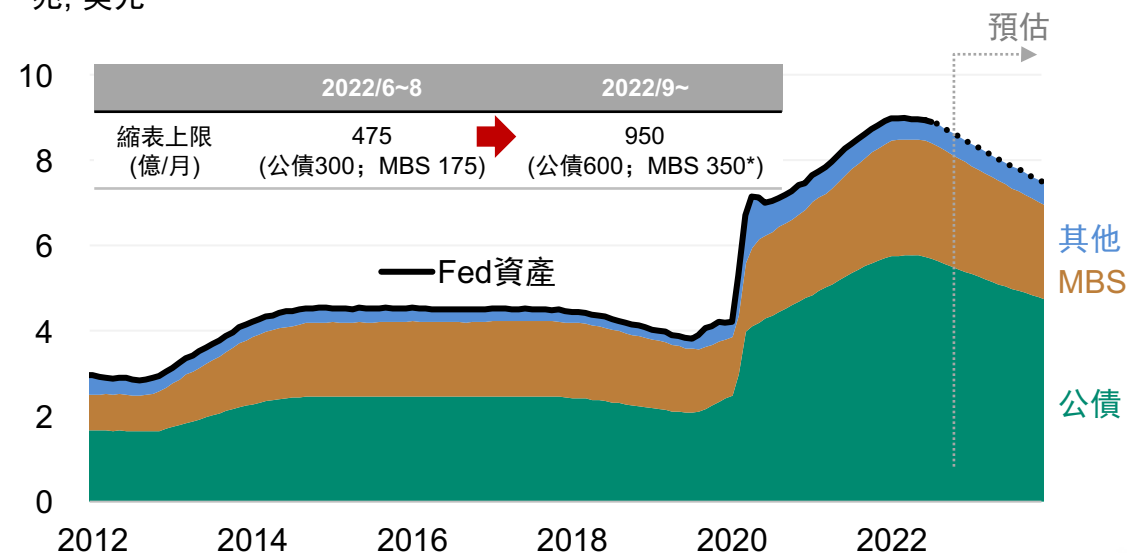
美國利率期貨，%



資料來源：Bloomberg。

預期9月縮表速度將依規劃倍增

兆，美元



註：*NY Fed預估MBS提前償還金額，至2023年底前多小於300億/月。
資料來源：Fed，國泰世華銀行投資研究團隊彙整。

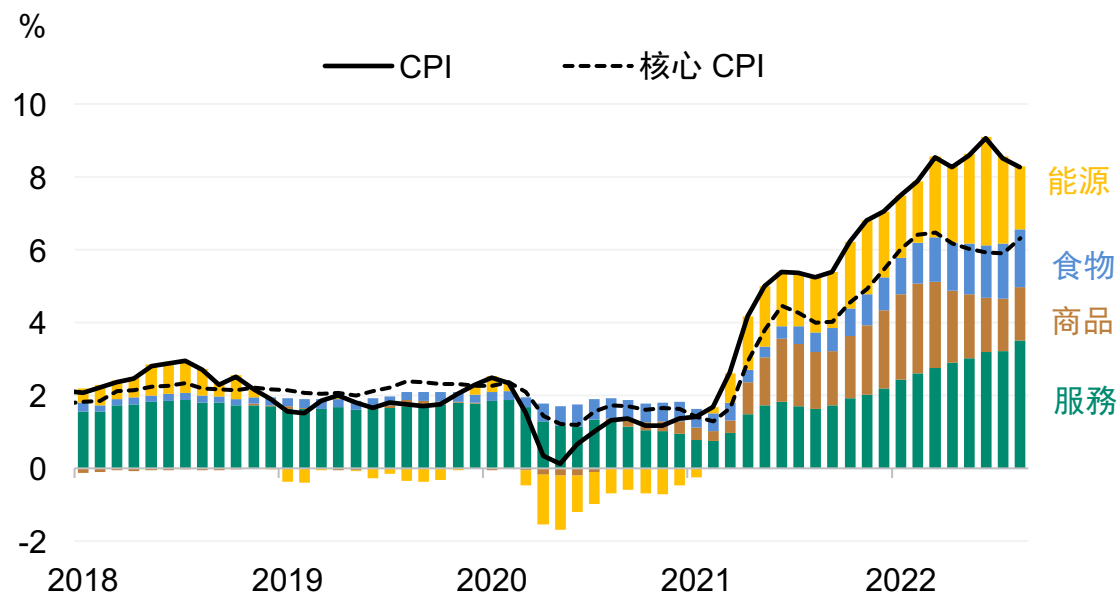
租金及薪資壓力，使美國通膨未來一年難回Fed舒適圈

檢視美國8月CPI可發現，能源通膨壓力已大幅走降，且食物、商品通膨，將有望隨著原物料的價格傳導至下游而走低。**因此預期最終影響Fed決策關鍵，將是有易漲難跌特性、且持續走升的一服務通膨(如房租)走勢。**

以8月CPI為例，8.3%的通膨，單就服務類通膨就貢獻了近4個百分點，意思就是，即使其他項目通膨歸零，**僅目前的服務通膨也將使CPI遠高於Fed的舒適圈，更何況服務通膨漲勢尚未停歇。**

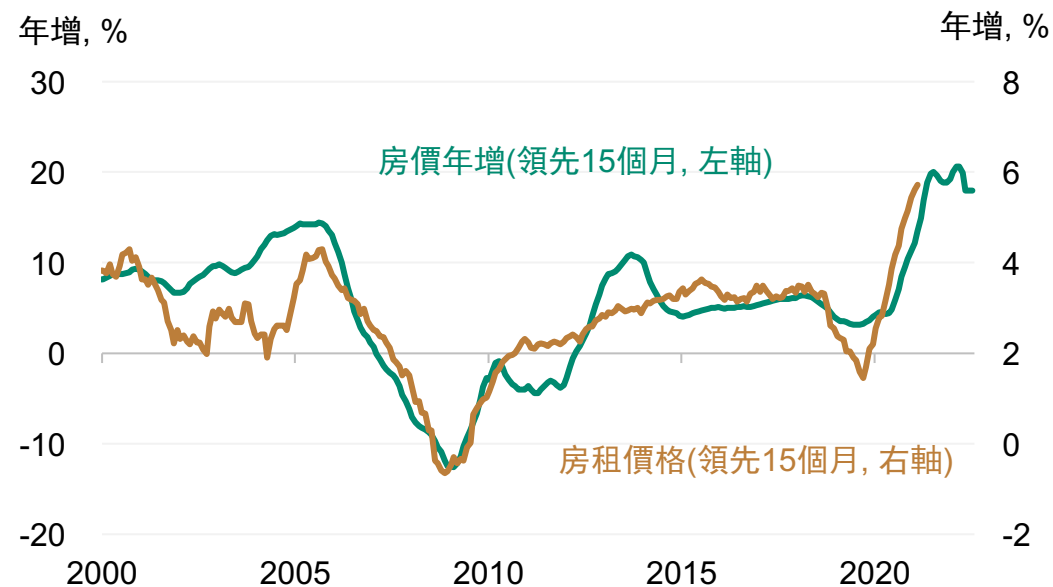
推測Fed將需要待服務通膨有見頂回落跡象後，政策才有比較大的轉鬆空間。以服務通膨中佔比近6成的房租通膨走勢來推估，預期須待明年中左右服務通膨才有望見頂，因此料**Fed緊縮態度恐難在明年中前大幅轉鬆。**

通膨雖見高滑落，但仍難回到Fed目標



資料來源：Bloomberg。

房租通膨最快到明年中之後，才有望放緩



資料來源：Bloomberg。

緊縮預期為近期推升殖利率的主力，但往後將成拖累長率的景氣壓力

8月通膨數據高於預期，使升息預期高點突破4%，當日一舉帶動2年債利率彈升18個基點，且根據Powell於央行年會祭出利率Higher for longer的指導方針，**預期與Fed利率亦步亦趨的短率，有機會突破此水準。**

另外，影響長率的面向則更多元，除了反應升息預期，也相當程度反映投資人對未來景氣的看法。截至9/16，在升息、短率創前高之際，10年利率仍未破前高，使長短利差近一步擴大，顯示在**面臨加速升息及加速縮表之際，避險買盤已開始為未來景氣大幅趨緩、甚至步入作準備。**

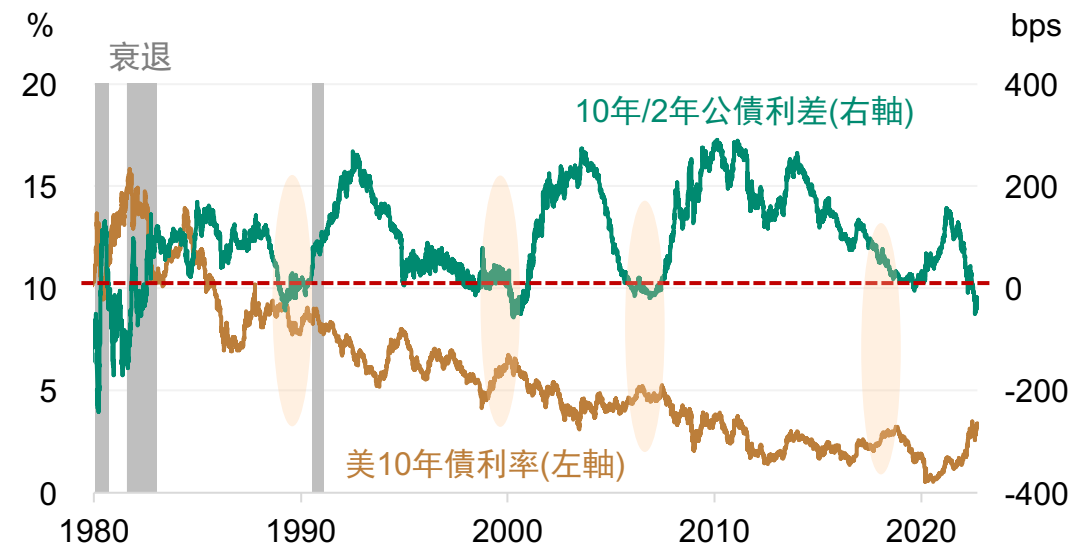
一場鷹派緊縮及景氣下行的拉鋸戰，預期時間將是站在景氣下行這方，且待利率達到中性利率上方(2.5%)之後，緊縮效果將更明顯，**因此與其靜待高點，不如在利率位於高檔之際，分批布建債券。短債具有攻守兼備優勢，長債放眼未來1~2年，則有資本利得的空間。**

短率受到升息預期的推動的效果較大



註：統計期間為年今，截至2022/9/15的日資料。
資料來源：Bloomberg。

長短利差擴大，往往預告長率走勢轉向



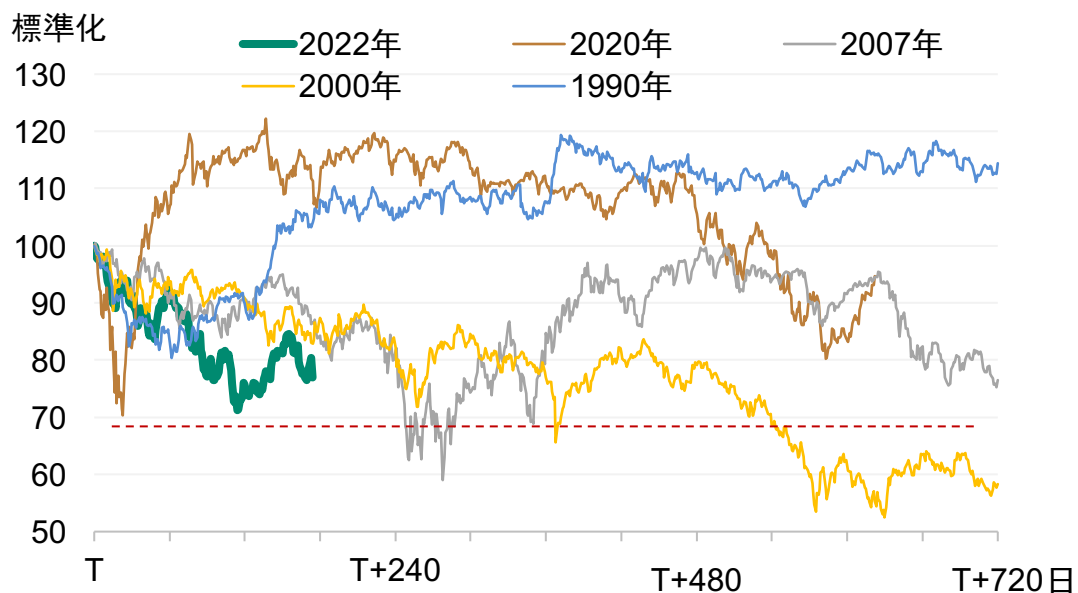
資料來源：Bloomberg。

景氣放緩與升息壓力，股市維持盤整格局

年初以來，受到市場通膨升溫，導致央行快速緊縮，同時，景氣持續降溫的情況下，導致標普500指數一度下跌23%，同時評價面的本益比也一度修正30%，跟過往衰退情境相比，已有一定程度的反應。此外，通膨、Fed升息步伐及企業獲利的不安情況，較上半年均有緩解，短期要再進一步創新低的可能性已下降。

就企業獲利而言，由於通膨已明顯衝擊消費信心，企業面臨去庫存調整壓力，使今年企業獲利仍有持續下修壓力。不過，最新統計來看，2023年標普500企業獲利仍保有個位數的成長。因此，若評價未進一步走低，加上明年獲利小幅成長下，研判短期股市進一步創新低的可能性不大，整體股市維持盤整格局。

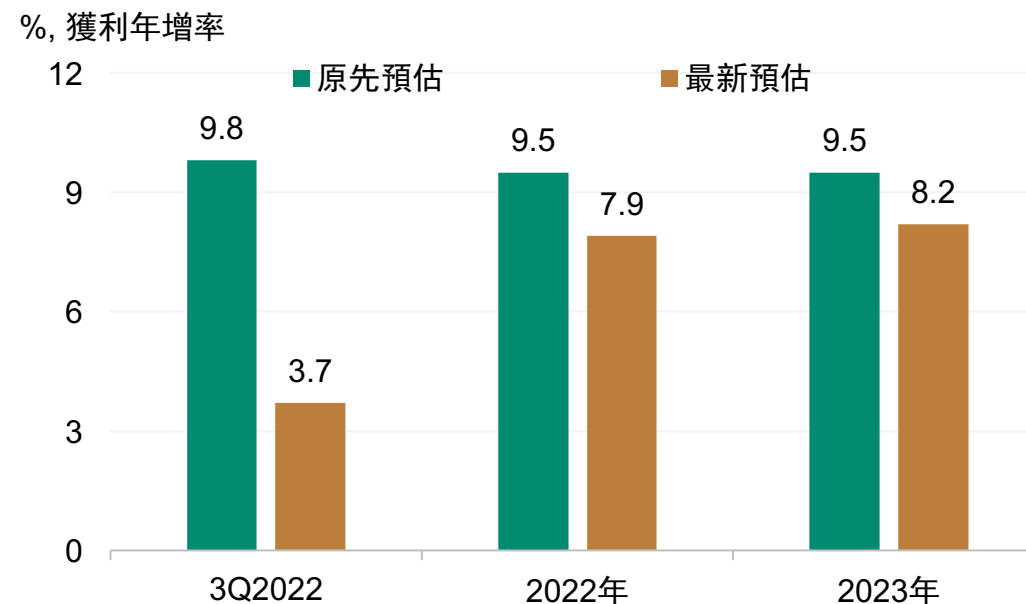
短期本益比再創新低的可能性不高



註：T為股市波段的高點。

資料來源：Bloomberg。

企業獲利仍有下修壓力，明年僅個位數成長



資料來源：Factset。

科技 科技上游去庫存，寄望iPhone銷售優於預期

在各類消費電子產品皆因需求疲軟，而面臨旺季不旺、出貨量年比衰退的情形下，iPhone14成為全球科技產品的最後希望，由於蘋果在新品發布前並未下修iPhone 9000萬台的備貨目標，iPhone的銷售狀況成為市場關注的焦點。**依據目前的狀況，即使在價格全面調漲的情形下，高階iPhone首週的預購狀況仍然不錯，其中Pro及Pro Max賣到缺貨，至少要6~7週才會到貨，高階iPhone相關概念股可望受惠。**

iPhone銷售狀況決定全年出貨量能否維持成長，不過由於單價提升，蘋果營運可望維持高檔不墜。然而新品利多已預先反應，將使得概念股表現空間不大。若銷售成績優於預期，方有機會帶動供應商後續追加訂單，也有助上游零組件的庫存去化，加速科技業營運回溫。

iPhone14預購不弱，有望支撐iPhone出貨量不墜



資料來源：高盛。

iPhone14高階機種熱賣

機型	價格(USD)	平均漲幅(%)	缺貨狀況
iPhone14	799	12.3*	有現貨
iPhone14 Plus	899	10.9*	等待2週
iPhone14 Pro	1099	8.4	等待6週
iPhone14 Pro Max	1499	7.7	等待7週

註：iPhone14停產小尺寸的mini系列，iPhone 14價格漲幅係與去年iPhone13 mini新機比較，iPhone13 Plus與去年iPhone13比較，iPhone14 Pro及Pro Max則與去年iPhone13同款比較。

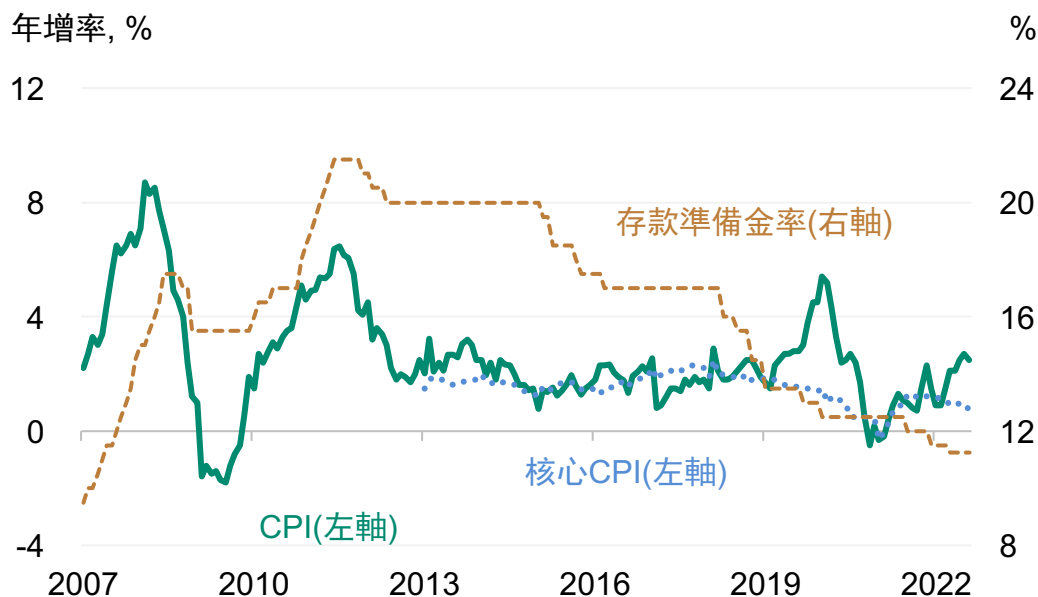
資料來源：Apple官網，截至2022/9/13，國泰世華銀行投研團隊彙整。

中國 寬鬆資金難以傳導至需求端, A股大盤上方承壓

國際原油價格走弱、生豬供應逐漸恢復, 中國8月物價壓力降溫, CPI年增率自2.7%下滑至2.5%, 核心CPI維持在0.8%。全球需求下滑, 國價油價展望不甚樂觀, 加上國內的消費短期恐將續弱, CPI在今年破3%機率下降, 通膨環境相對美歐平穩, 也提供中國央行寬鬆空間。

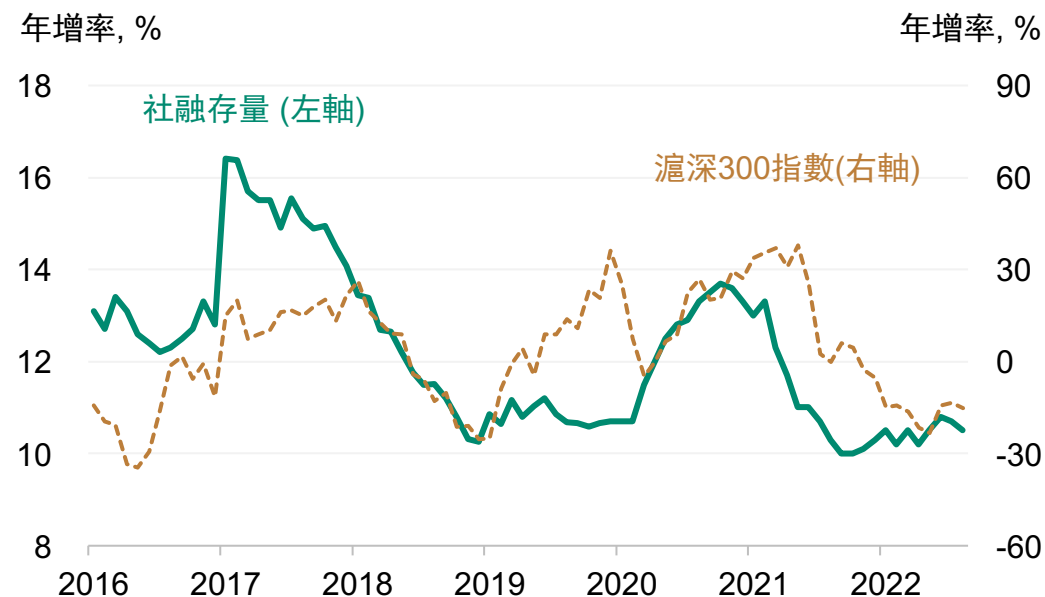
然而, 儘管中國央行將保持市場資金充裕, 但社融存量年增率較上月下滑, 顯示市場需求仍然偏弱, 流動性無法有效傳遞至民眾與企業端, 央行寬鬆效果不如預期。往後看, 隨著去年底新增社融基期較高, 加上政府債券的支撐力道減弱, 預期社融存量增速至年底緩步下降, 循環面走勢震盪, 也將壓抑A股大盤上漲動能。

物價壓力降溫, 提供中國央行寬鬆空間



資料來源: Wind。

資金面充裕, 但社融增速顯示需求持續疲弱



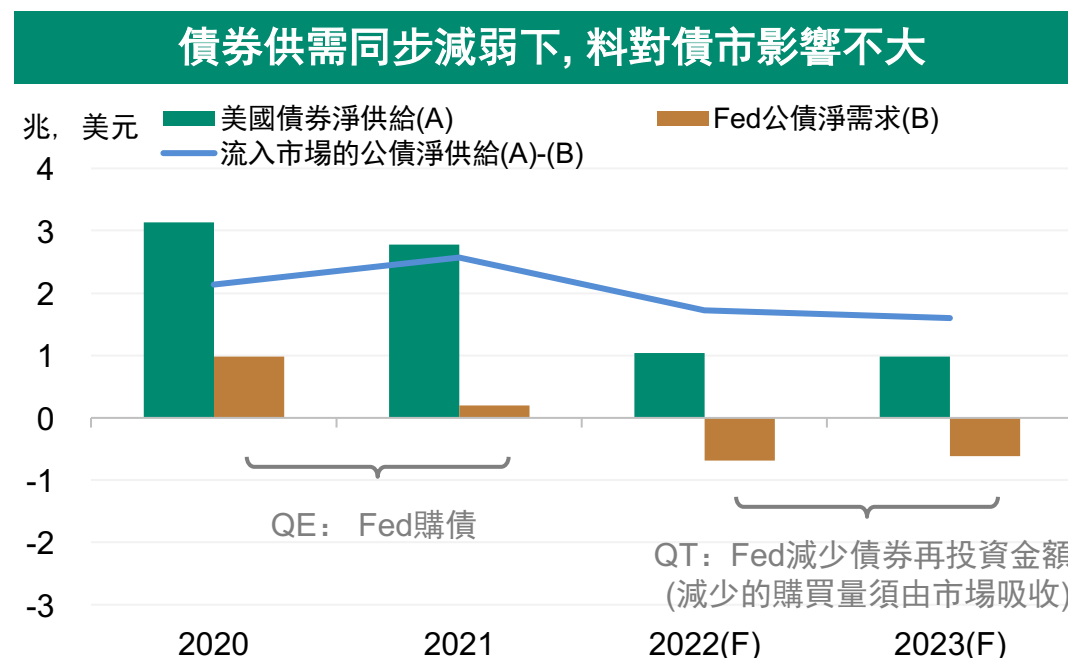
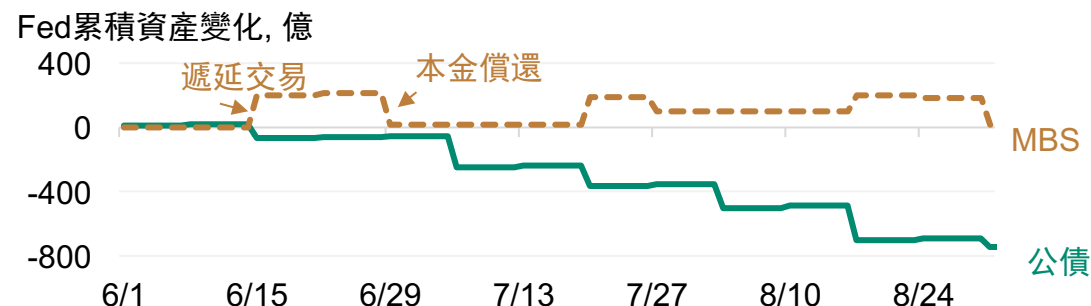
資料來源: Wind。

債市 9月展開加速縮表, 但預期全年債券供需同減, 對債市影響有限

6~8月以來公債每月平均縮減200億(上限為300億), 但MBS卻不減反增, 使市場開始猜測Fed是否將透過, 賣債或MBS的方式來加速縮表。但細究Fed MBS部位走升原因, 為遞延交易所致(MBS從交易規劃到實際交割通常有3個月的時間差)。預期1)9月開始縮表上限倍增後, 加上MBS遞延的購買交易將陸續減少, 估計MBS縮減的金額有望達到平均每月200~300億的水準、公債每月縮減規模將更貼近縮表上限, 2)緊縮效果往往置後顯現, 因此**不預期Fed剛擴大縮表上限及快速升息之際, 貿然祭出更激進的縮表作為一賣公債或是MBS。**

雖然縮表代表Fed對債券的需求減弱, 但隨著美國從疫情中恢復, 美財政部發債需求降低, 債券供給面也有所降低, **預期1)債券供需同步減弱、2)Fed仍採取佛系縮表--讓債券自然到期, 不再投資的方式, 對公債殖利率的推升效果將有限。**

縮表規劃與實際進度		
單位:億	公債	MBS
縮表 6~8月	300	175
上限 9月以後	600	300
月均縮表*	縮減229億	新增67億
實際狀況	小於上限的原因: <ul style="list-style-type: none"> 縮減效果受到部分抗通膨債的補償所抵銷 先前的遞延交易落至縮表期間 房貸利率走升, 提前還款金變小 	



註: 採用美國聯邦政府的財政年度。公債淨供給以CBO估計預算赤字進行預估; Fed公債淨需求9月後以每月最高縮減600億進行試算。

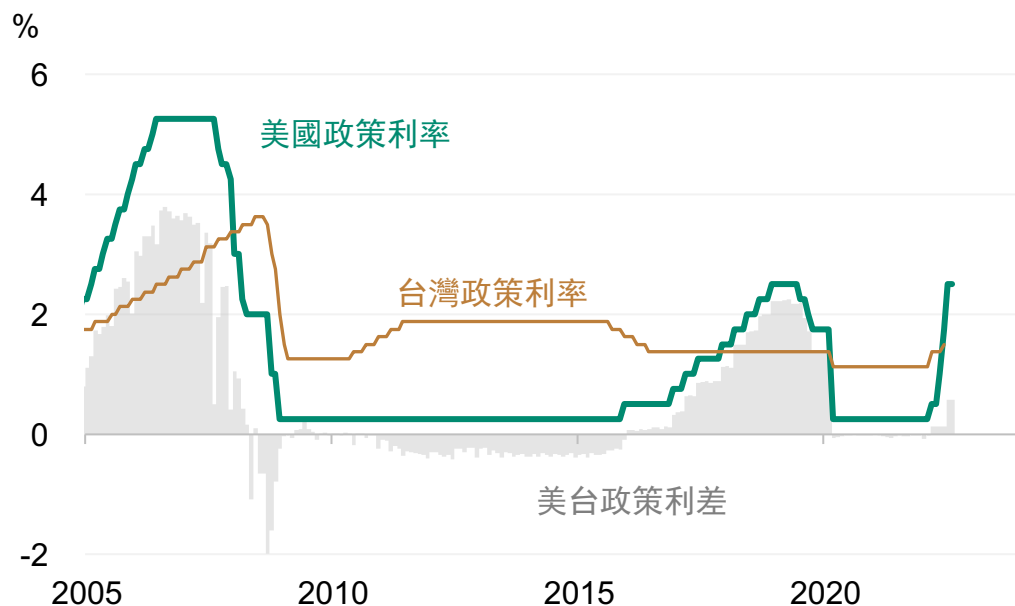
資料來源: Bloomberg, SIFMA Research, CBO、國泰世華銀行投研團隊預估。

匯市 美台利差持續上行，基本面、資金流仍舊不利台幣，匯價弱勢格局未變

1. 景氣趨疲，台灣央行升息幅度將有所受限，預料9月央行理監事會議也僅能升息半碼應對。因此，就政策利差觀點，**台灣央行難追趕聯準會步伐，難仰賴升息對抗台幣貶值。**
2. 台灣製造業PMI未見起色，資金面則見外資連續三個月匯出的狀況，而以全年迄8月為止，僅3個月呈現淨匯入。因此，**基本面、資金流也不利台幣匯價表現。**

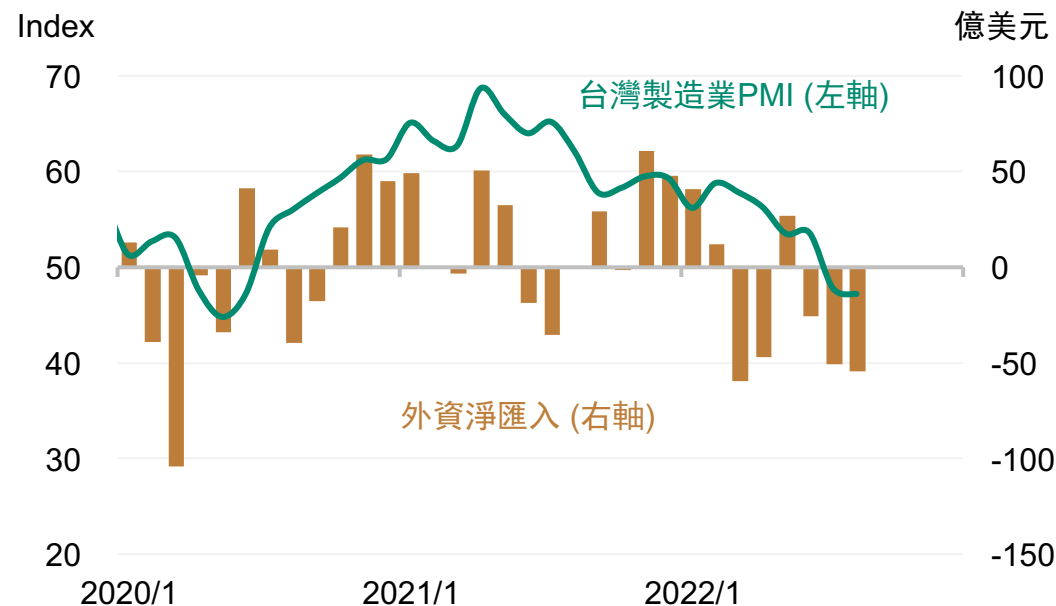
綜上，內有利差、基本面、資金流不利因素，外有人民幣貶值牽引整體亞幣趨弱，台幣匯價依舊呈現弱勢格局。就點位而言，未來一季大環境仍處於聯準會強力緊縮(frontloads)、去庫存壓抑台股下，**台幣匯價交投區間有機會往前波低點測試。**

台灣央行升息幅度受限，美台政策利差持續上行



資料來源：Bloomberg。

基本面、資金流仍舊不利台幣匯價



資料來源：Bloomberg, 金管會。

匯市 利差影響恐屆極致，日方不樂見匯價遽貶，日幣弱勢格局雖未扭轉，但後續貶勢應將趨緩

雖然央行年會時，聯準會主席鮑爾重申打擊通膨的鷹派立場；但另一方面，日本核心核心CPI年比仍低，日銀(日本央行, BOJ)偏鴿政策尚難易弦更張，也使得今年以來日幣縱然偶有反彈，但弱勢格局依舊。然而，聯準會政策循環確已屆後期，預期升息的幅度變化已不大，使得**美日利差的影響恐已蠻高程度被反應**；而美國公債殖利率漸也與名目GDP增長有所背離，此將加重美國長天期公債殖利率壓力，削弱美日利差的影響。

此外，鑒於USDJPY年比已然高於安倍三支箭時幅度，加上央行年會後日幣出現遽貶，也迫使民調直落的首相岸田文雄與日銀總裁黑田東彥會晤後，並由黑田東彥罕見地表示「日圓快速貶值是不可取」的言論，並傳出「匯率檢查」。透露出**日銀即便貨幣政策不變，但也不樂見貶勢過快的立場**。

綜上，日幣弱勢未扭轉，FOMC前有利短線動能往空方續推，**但美日利差影響已近極致，且日方不樂見匯價遽貶，後續貶勢應將趨緩**。

今年美債殖利率走勢與名目GDP增長已呈現背離



美日利差對USDJPY的影響恐已屆極致



Sep 2022

19	Monday	20	Tuesday	21	Wednesday	22	Thursday	23	Friday
美國NAHB房屋市場指數 日本、英國休市		美國營建許可 美國新屋開工 台灣出口訂單 日本消費者物價		美國MBA貸款申請指數 美國成屋銷售		美國FOMC會議 美國初領失業救濟金 美國領先指數 台灣失業率 台灣基準利率 日本日銀政策利率 歐元區消費者信心		美國標普全球製造業PMI 歐元區製造業PMI 德國製造業PMI 英國製造業PMI 英國GfK消費者信心 台灣工業年比 日本休市	

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