



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年9月30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

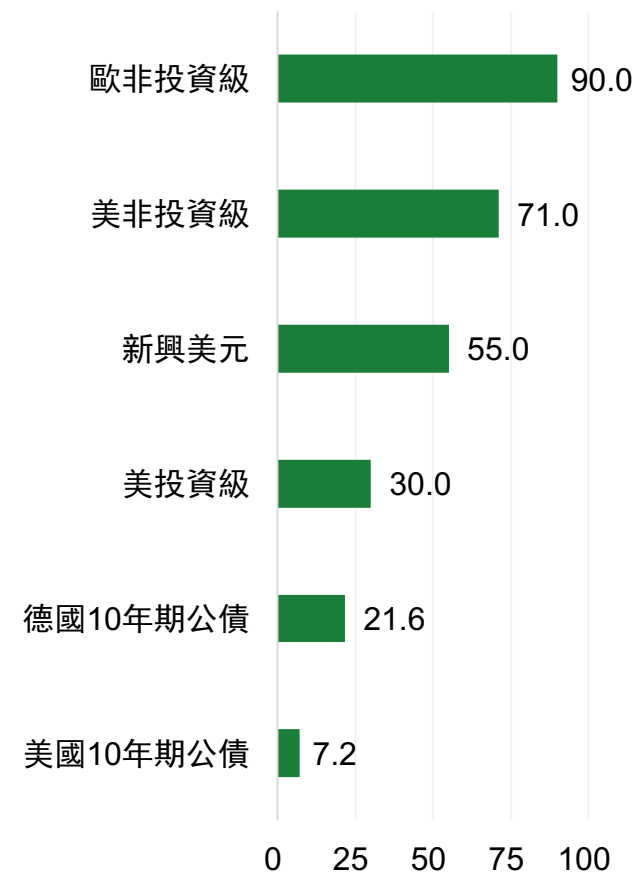
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/9/22- 2022/9/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 英國減稅案觸發賣壓，市場氣氛更趨保守

英國推出減稅法案，**市場擔憂財政惡化**，且央行對抗高通膨之際，進行財政擴張，恐使央行緊縮政策事倍功半，延長高通膨的時間，新王查理夜恐難寐。除了英鎊重貶並帶衰歐系貨幣，英美債市亦受重創。

► 英國央行被迫救市，但短線市場波動難降

英國央行被迫延後一個月縮表，並進行兩週無限量購買**長債**，使得長率有所回落。但近期政策紛亂，短線市場波動難降。長線而言，景氣確將趨緩，也將牽引通膨降溫，因此總經格局確實將使長端殖利率有所承壓。

► 美元多頭未變，亞洲會否重演金融風暴？

俄烏戰爭重創歐洲，貿易條件惡化對匯價影響明顯提高，**4Q美元多頭尚難撼動**。中國債務積重難返，人民幣破7僅是過程；其餘亞幣基本面優於1997-98年，匯價隨景氣、人民幣下行，**但應不致重演債務型金融風暴**。

股市

評價修正壓力在，獲利下修陰影隱現，**盤勢難見V轉**，短線壓力仍大，**宜分批逢低布局**。標的方面，具有穩定獲利、現金流的龍頭企業為首選；小型企業雖偶有反彈行情，但風險仍高。

債市

近期政策紛亂下，**短線債市波動難降**，但**長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變**，其中1)短債方面，波動小且市價波動也不會抵銷息收優勢；2)長債方面，就業數據仍是景氣轉差較落後但最可靠指標，可隨就業趨弱逐步布建。

匯市

中國之外的亞洲國家基本面改善，**應不致重演債務型的亞洲金融風暴**，但**亞幣仍舊偏弱**。台幣而言，景氣對策信號分數往2012年、2016年低位邁進機率高，加上美台利差牽引資金外流，**台幣偏弱勢格局**。

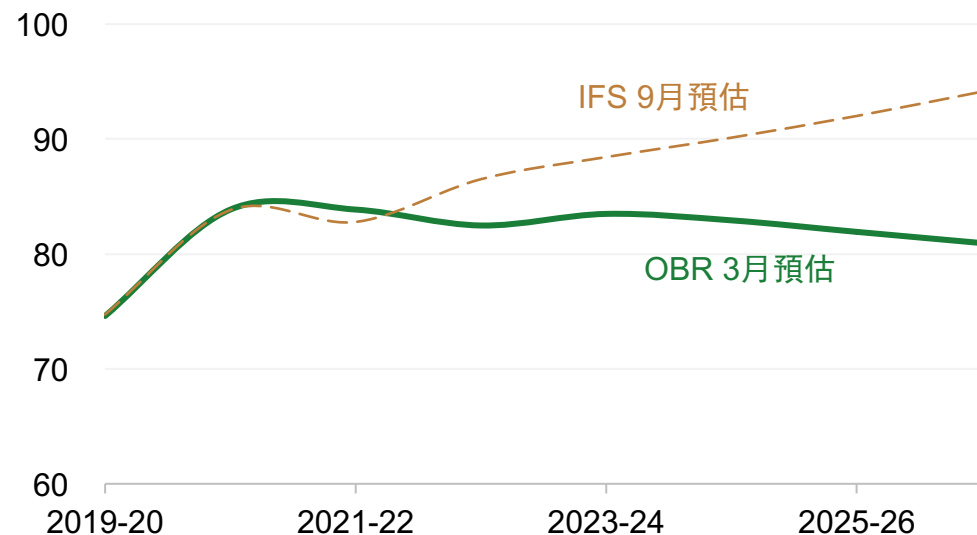
英國推出減稅與能源補貼法案，市場擔憂財政惡化，高通膨時間更延長，觸發全球債市賣壓

9/23英國新內閣推出減稅與能源補貼法案，減稅內容包括：取消將公司稅率提高到25%的計劃(維持19%)、個人所得稅基本稅率從20%降至19%、取消個人所得稅率最高45%的級距、增加印花稅免稅額度；能源補貼則是為每戶補貼能源費用，使今年至2024年9月前，家庭用戶的能源費用上限為一年2500英鎊(額外增加979億英鎊的公債)。

該法案將使未來五個財年債券供給，每年平均額外多增約758億英鎊。**市場擔憂財政惡化，央行緊縮政策事倍功半，高通膨時間延長**，加上退休基金槓桿交易影響下，觸發債市多殺多的賣壓。

新減稅與能源補貼法案恐使英國財政大幅惡化

英國公債佔GDP比, %



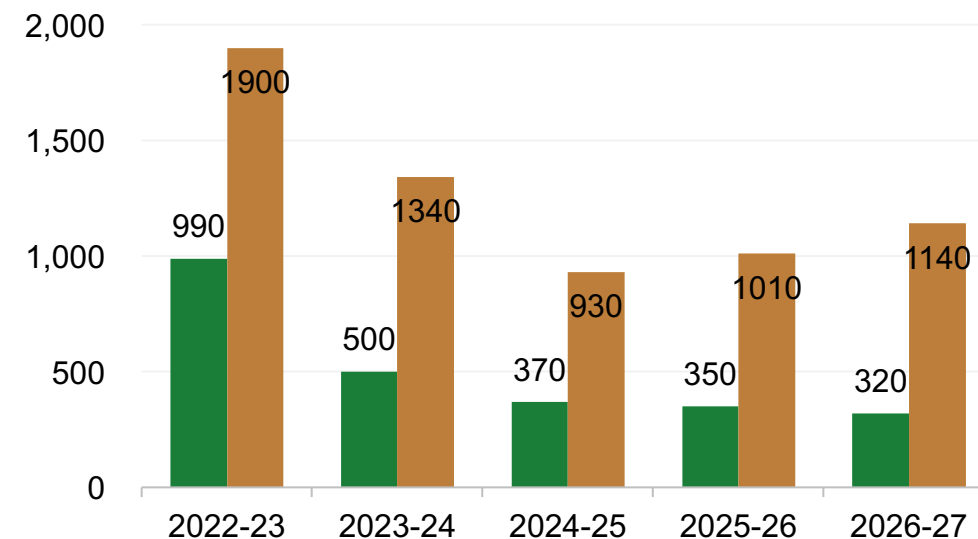
註：英國政府財政年度為4月至隔年3月。

資料來源：IFS。

未來五個財年英債發行量較3月時預估近乎翻倍

財政部發債淨需求, 億英鎊

■ OBR 3月預估 ■ IFS/citi 9月預估



註：預算責任辦公室(OBR), 為受英國財政部贊助, 專責預算分析的獨立機構。

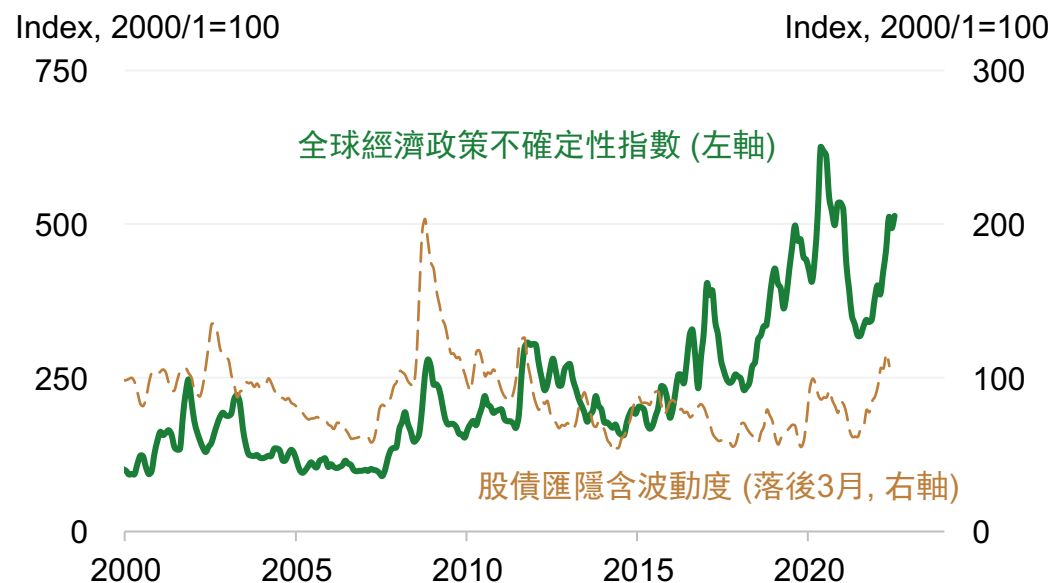
資料來源：IFS。

市場波動高於以往，對短線進出者確是困擾，但長線景氣趨緩引導長率向下的想法則未改變

英國加大財政政策力度，美國數據相對具韌性，使得英美等主要公債殖利率連袂攀升。惟英國央行被迫延後一個月縮表，並進行兩週(至10/14)無限量購買長債，已使長率有所回落。近期政策紛亂下，短線市場波動較大，但長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變，其中

1. 對持有短債者，波動小並先享有息收。以2年債為例，目前報價4.3%(意味著年收息)，存續期間約1.9年，意味著即使如點陣圖所述，再升息1.5%，僅使債券部位出現未實現損失約 $1.9 \times 1.5\% = 2.85\%$ (為10年債的1/5)，仍低於息收，且未實損將隨到期而消失。
2. 想伺機購進長債者，就業數據是較落後但最可靠的指標，可隨就業數據轉弱，逐步拉長債券部位天期。
3. 目前已持有長債者，需待景氣轉惡，雖然時間可能較長，但後市全球景氣衰退風險已然不低，一旦進入衰退，景氣將引導殖利率向下。

政經環境異於過往，市場波動升高也己成為常態



註：股債匯隱含波動度為美股、美債、主要匯市隱含波動的平，2000/1=100。
資料來源：Bloomberg。

長線景氣趨緩，將引導長率走勢向下



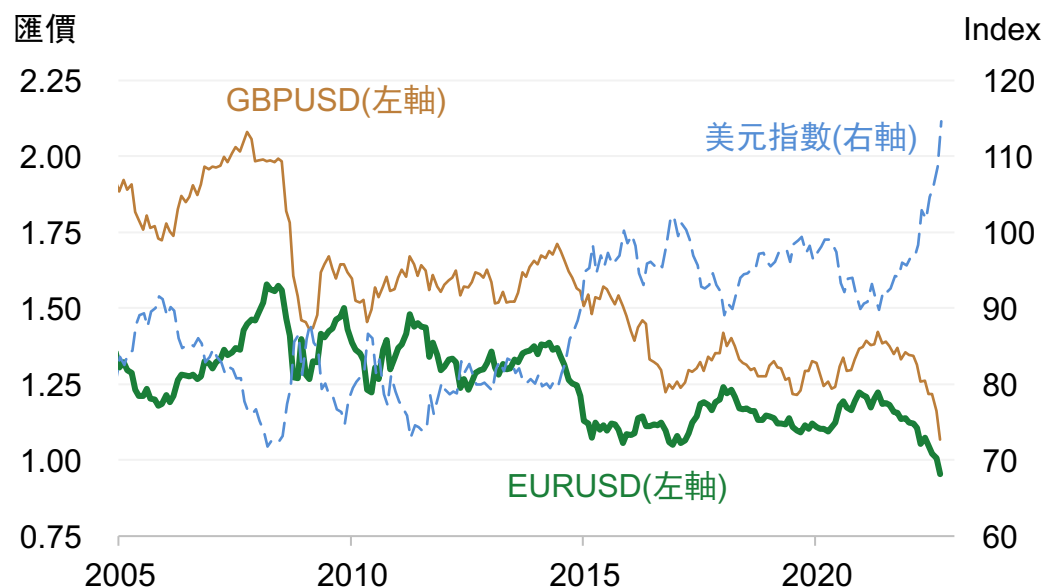
註：虛線為CBO預估。
資料來源：Bloomberg, CBO。

英國減稅法案觸發英鎊賣壓，並拖累歐元下行，美歐景氣下行速度有別，美元多頭尚未逆轉

日前英國內閣減稅法案觸發英鎊賣壓，風險趨避下，拖累歐系貨幣同步走貶。Flight-to-safety氣氛濃厚下，更支持美元短線走勢。雖然美元近期漲勢有過快之虞，但回顧歐債危機時的歐元區製造業PMI走勢，目前49.6的水準尚非低位，後續若進一步下探將使歐元維持弱勢格局（美元多頭）。

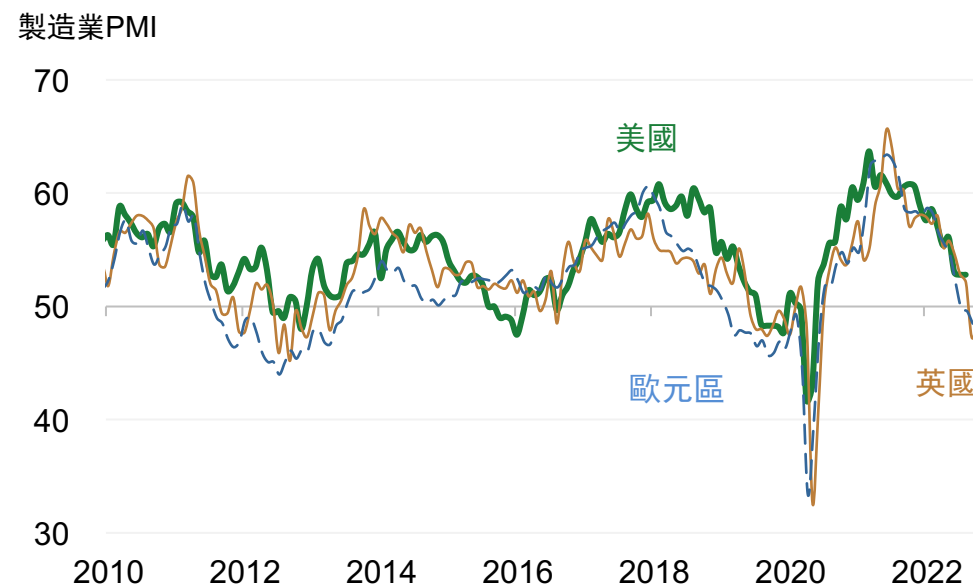
長線而言，俄烏戰爭對歐洲衝擊甚於美國，美歐景氣下行速度有別。此外，Flight-to-safety氣氛恐隨基本面弱化而延續，能源問題使歐元區貿易條件仍舊惡化，故美元多頭尚難逆轉。

英國減稅觸發英鎊賣壓，同步拖累歐元重貶



資料來源：Bloomberg。

俄烏戰爭對歐洲衝擊甚於美國，美歐景氣下行速度有別



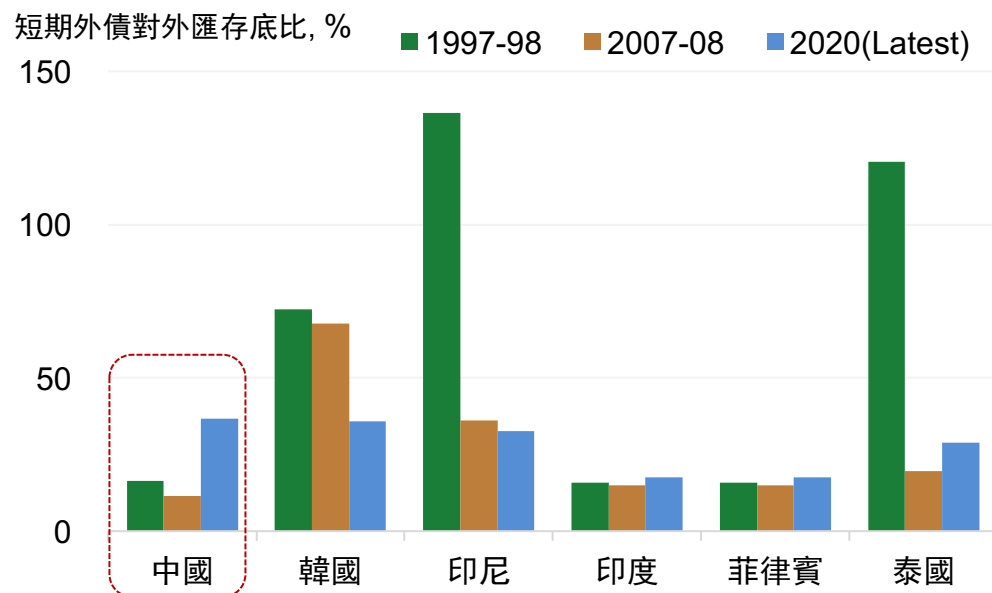
資料來源：Bloomberg。

亞幣 基本面改善，應不致重演東南亞金融風暴，但亞幣仍偏弱勢，台幣匯價也難例外

亞洲金融風暴的衝擊，使之後二十餘年亞洲各國大量積攢外匯存底，也使亞洲金融風暴時外匯存底不足以支付短期外債的風險有所改善。**近二十年唯有中國近期出現較明顯的惡化需值得關注**，其餘亞洲國家的現況比之1997-98年亞洲金融風暴時，則皆呈現改善。雖然不至於重蹈亞洲金融風暴時的債務型災難，但**景氣下行、聯準會緊縮政策仍是難以避免的利空**，也將使得亞幣匯價走勢延續偏弱格局。

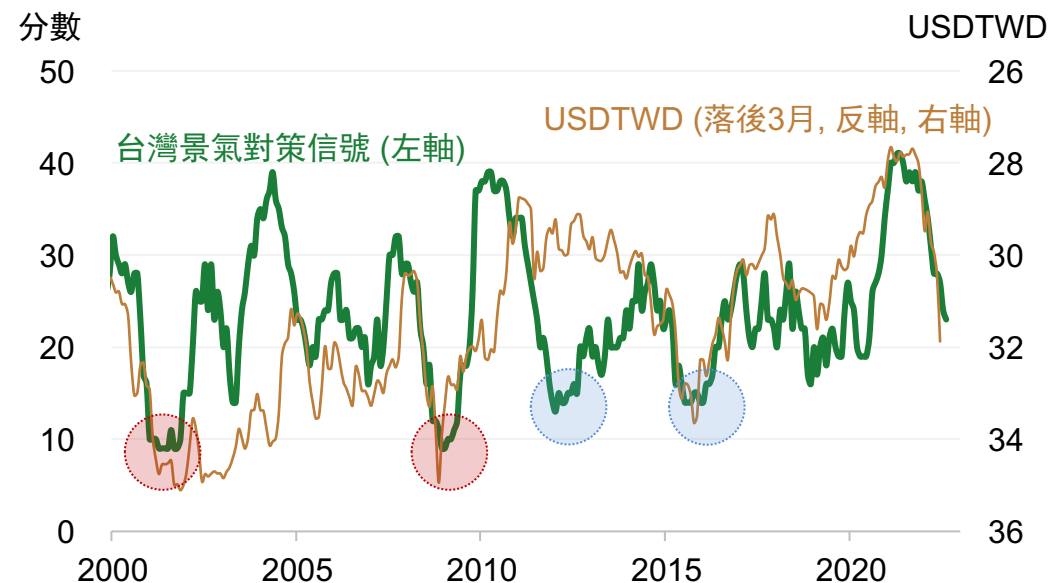
以台幣為例，8月景氣對策信號分數續降，燈號已瀕臨藍燈，且國發會也表示4Q挑戰會更大，因此後續分數續降機率仍高。**後續若景氣對策信號分數往2012年、2016年的低位邁進，加上美台利差影響，則台幣弱勢格局尚難改變。**

亞洲金融風暴後，各國對外風險已較遠90年代改善



資料來源：World Bank。

金融風暴機率較低，但景氣壓抑亞幣，台幣仍舊偏弱



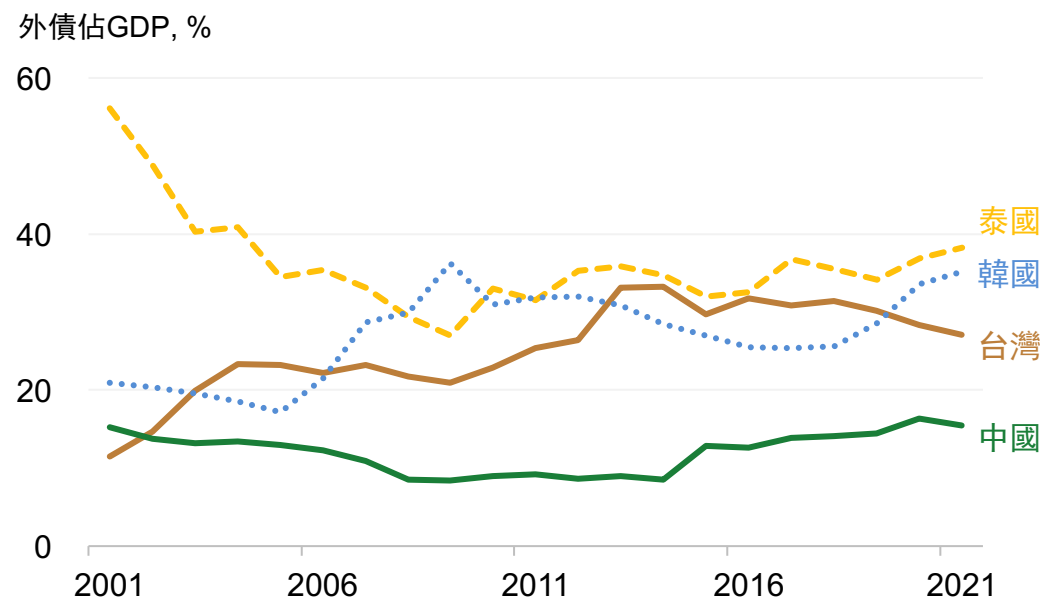
資料來源：Bloomberg。

中國 外債相對可控，但國內企業債務與地產壓力短期難解，基本面仍屬負面

美元強升使新興市場貨幣快速貶值，引發市場擔憂開發中國家償債壓力過重，其中，經濟體量、債務佔GDP比皆冠絕新興市場的中國尤其受到重視。中國的債務狀況自2008年後就快速惡化，整體債務佔GDP的比值已經超過260%，但受惠於高儲蓄率與大量外匯存底，**中國的外債狀況一直不算特別嚴重，外債佔GDP的比重僅約15%，低於泰、韓等其餘亞洲國家，外債受到美元升值的影響應相對可控。**

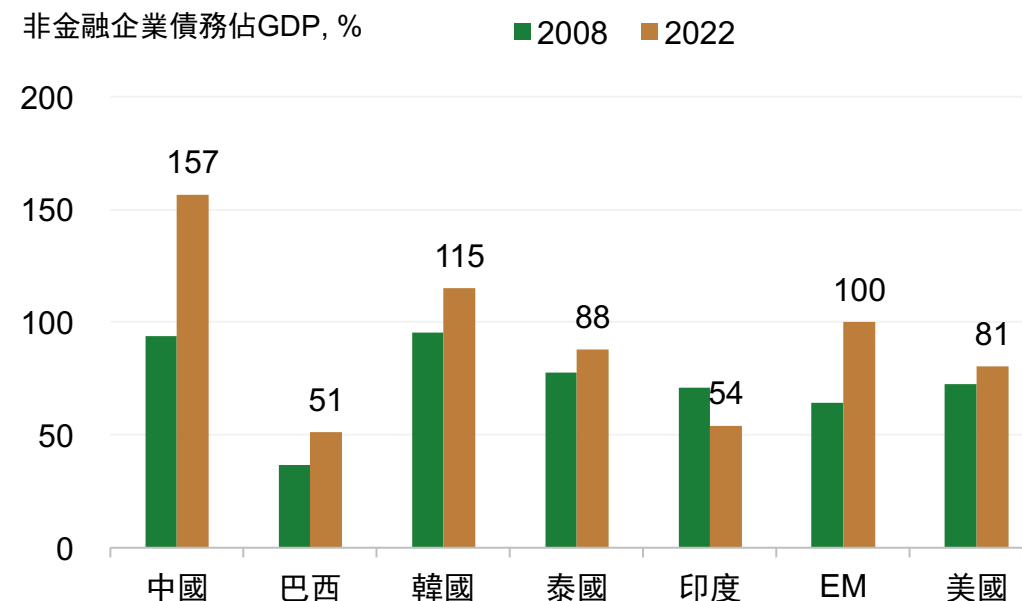
然而，更值得注意的是，不同於美歐等國家，中國的經濟刺激政策多依靠銀行借款給企業，當中又以國有企業為主，非金融企業債務佔GDP的比重不止顯著高過成熟國家，在新興市場中也是獨樹一幟。有鑑於當下經濟的疲弱，**短期或不致發生大規模金融危機，但類似於恆大違約或是今年的爛尾樓事件，後續仍有機會發生。**

新興市場外債佔GDP比重



資料來源：Bloomberg。

新興市場非金融企業債務佔GDP比重



註：2008為年底值，2022取1Q數據。

資料來源：BIS。

科技 評價修正壓力仍在, 獲利下修陰影隱現

Fed強勢升息, 高本益比的科技股首當其沖, 截至2022/9/26, 那斯達克指數前瞻本益比已下修至21.4倍, 計算自2020/8高點以來的本益比修正幅度高達37.6%。然而**隨著實質利率走高, 那指本益比隱含仍有下修空間, 若依2013~2019年平均本益比約為20倍來計算, 那指目前本益比仍高估約6.5%。**

股市修正壓力非僅僅來自評價的修正, 聯準會緊縮政策將打擊經濟活力, 增加衰退風險, 而企業營收將同步下修, 屆時獲利衰退將為股價帶來另一波的修正壓力, 由於股價的谷底往往與營運的低點同步或提前出現, 目前仍應觀望等待, 或採分批方式逢低布局。

科技股評價修正壓力仍在



註: 實質利率採用TIPS。

資料來源: Bloomberg。

經濟衰退陰影浮現, 企業營收及獲利面臨下修壓力



註: 虛線部份為預估值。

資料來源: Bloomberg。

石油 颶風及減產預期有機會帶動油價反彈，但仍難逃景氣放緩壓力

受全球景氣放緩、企業庫存等壓力影響，市場揣測需求面將大幅下降，使得西德州原油自6月中以來大幅修正超過30%。展望未來，**由於景氣仍處向下格局，需求仍難以看到亮點，不排除油價仍有機會往下測試。**

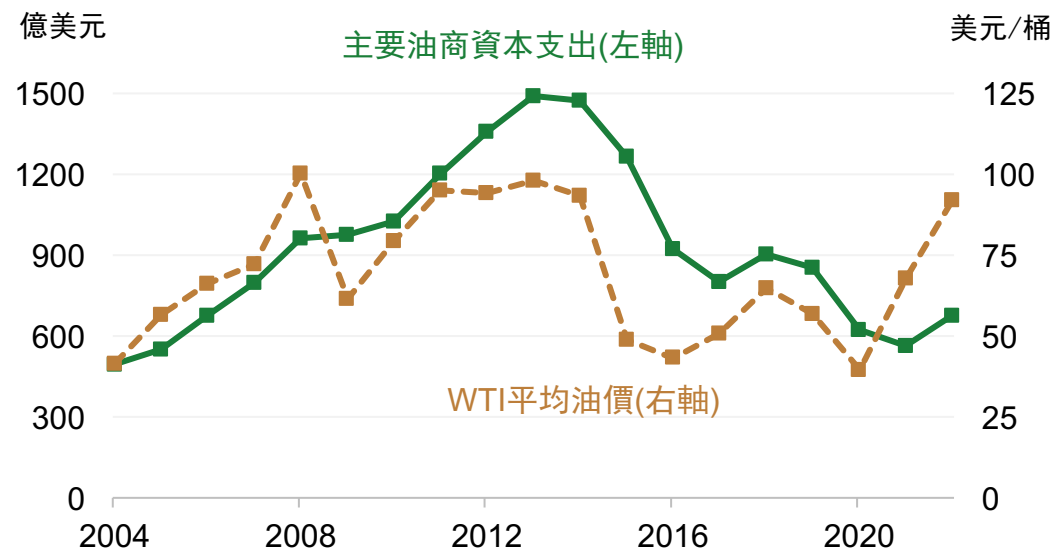
相較過去景氣放緩階段，目前能源供需仍處均衡狀態，此外，**油商已大幅削減資本支出，加上OECD原油庫存處低位的情況下，預期油價不致崩盤。**近期，超級颶風Ian侵襲墨西哥灣(佔美國原油產量15%)，俄羅斯呼籲OPEC減產，有機會帶動油價反彈，但上方空間仍壓力重重。

景氣放緩壓力，使油價上方持續承壓



資料來源：JP Morgan, Bloomberg。

油商大幅削減資本支出，提供油價底部支撐



註：全球6大油商為挪威石油、英國石油、艾克森、雪佛龍、埃尼、道達爾。
資料來源：Bloomberg。

Oct 2022

3 Monday	4 Tuesday	5 Wednesday	6 Thursday	7 Friday
美國ISM 製造業PMI 日本短觀前景調查 歐元區製造業PMI(終值) 中國休市 韓國休市 印度休市	美國工廠訂單 美國耐久財訂單 中國休市 香港休市	美國ISM服務業PMI 歐元區服務業PMI(終值) 中國休市	歐元區零售銷售 台灣CPI 中國休市	美國非農業就業人口變動 美國失業率 中國外匯存底 台灣貿易收支 中國休市

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