



國泰世華銀行
Cathay United Bank

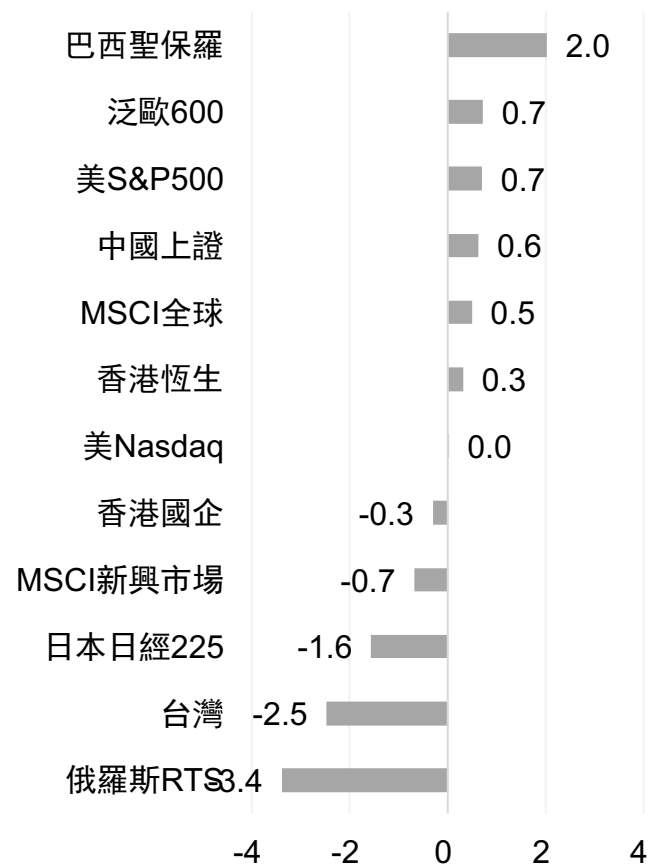
2022年12月30日

投資研究週報

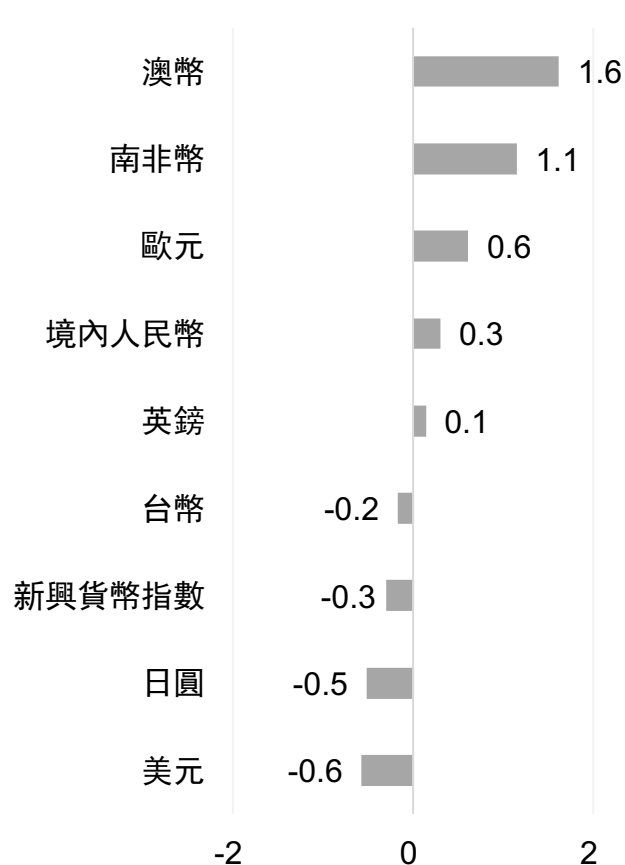
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

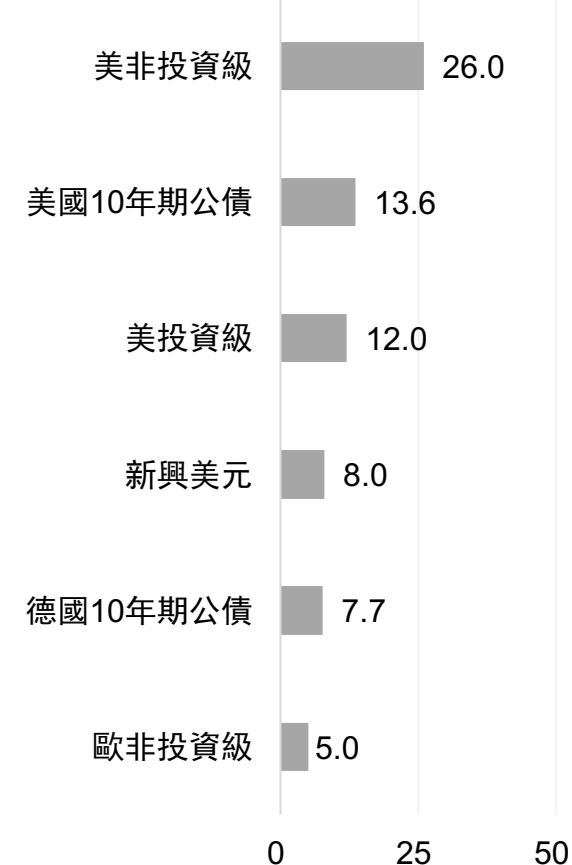
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/12/22- 2022/12/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 回顧2022年, 市場的3大利空迎向轉折

- 1)通膨見頂回落
- 2)Fed升息有望邁入尾聲
- 3)中國棄「清零」, 轉而支持「經濟」

► 中政策轉彎, 疫情陣痛難免, 經濟顯生機

參考台灣經驗, 解封後確診病例急速攀升, 並於1-2個月後達到高峰。預期中國疫情有望於2023Q1見高回落下, 經濟亦有望於同期打底。

► 長率趨勢偏下行, 把握利率彈升布局契機

- 1)評價面: 公債利率為近十年來最高, 大幅高於股利率
- 2)基本面: Fed升息屆尾聲, 景氣及通膨開始降溫
- 3)資金面: 外國投資人錢進債市的意願逐漸升溫

股市

在高通膨及利率急升之後, 全球景氣快速降溫, 企業仍在面臨去庫存的挑戰。2023年上半年隨庫存調整近尾聲, 股市有望落底, 提供長線布局契機。

債市

10年公債與3個月國庫券的利率已於2022/11倒掛, 暗示著經濟步入衰退的風險增溫。長線而言, 預期長率將隨景氣偏下, 短線可把握殖利率彈升契機, 增持債券部位。

匯市

日本央行變相升息, 美日利差縮窄, 日圓後續緩升, 加深美元作頭態勢。台灣景氣燈號持續低迷不利台幣, 若有換匯需求, 可趁早進行。

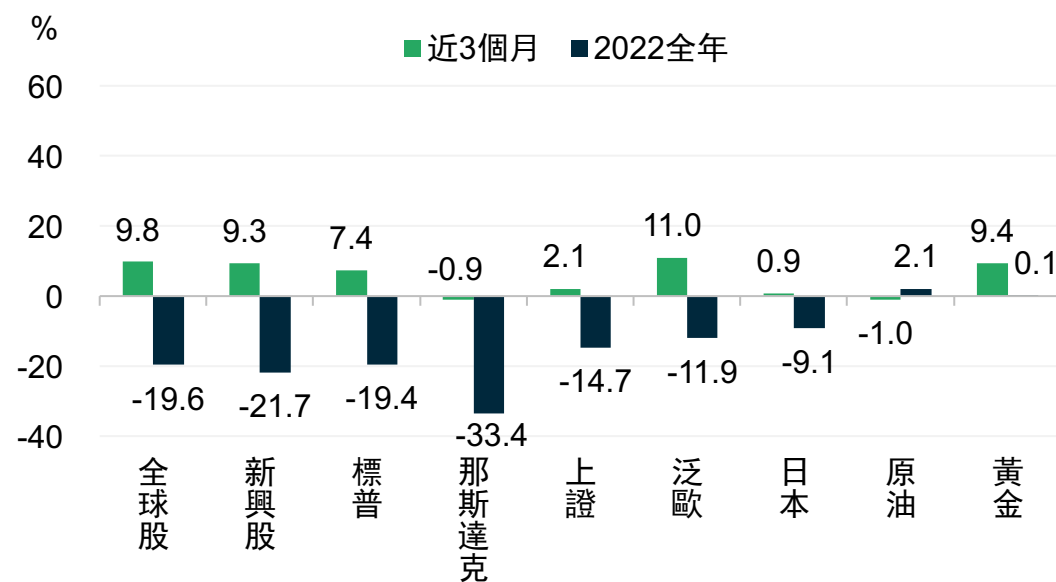


回顧2022年, 市場的3大利空迎向轉折

2022年受到疫情引發的供應鏈問題、俄烏戰爭惡化通膨情勢影響, 各國央行不得不採取急速升息的方式來遏制通膨, 使債市經歷利率快速走升、股市也經歷評價重置而大幅回落, 美元則隨殖利率走強。所幸, 在迎向2023年之際, 通膨、利率、中國清零3大利空已出現轉折:

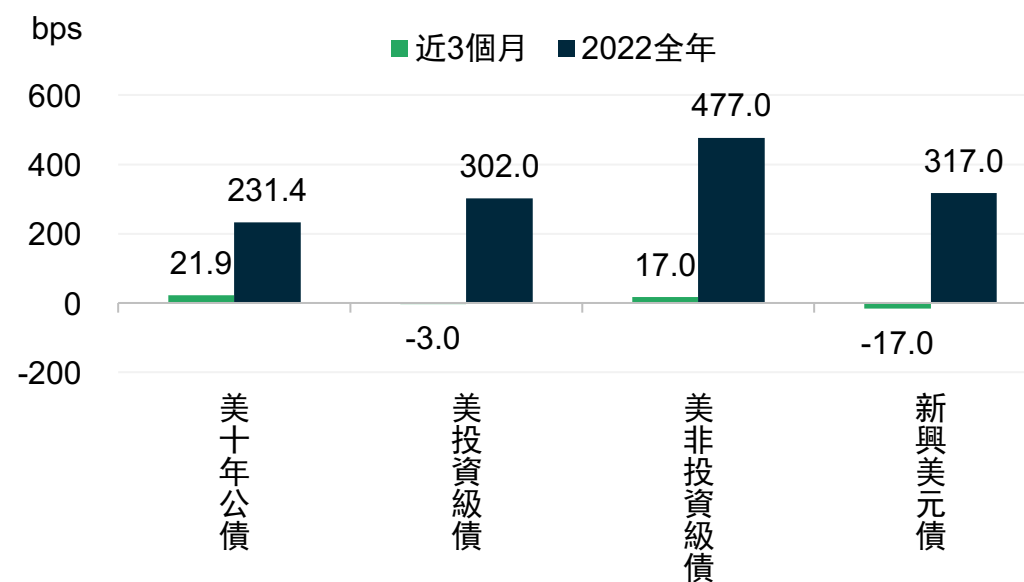
- 1) 全球央行緊縮下, 通膨終於在2022年底見到初步成效。
- 2) 隨通膨開始降溫, 雖不意味緊縮政策將轉鬆, 但Fed點陣圖亦暗示升息步伐即將屆頂。
- 3) 全球透過景氣降溫降通膨之際, 中國卻一改「清零」政策, 轉而大力支持「經濟」。

股市、原物料表現



資料來源: Bloomberg。

債市表現



資料來源: Bloomberg。

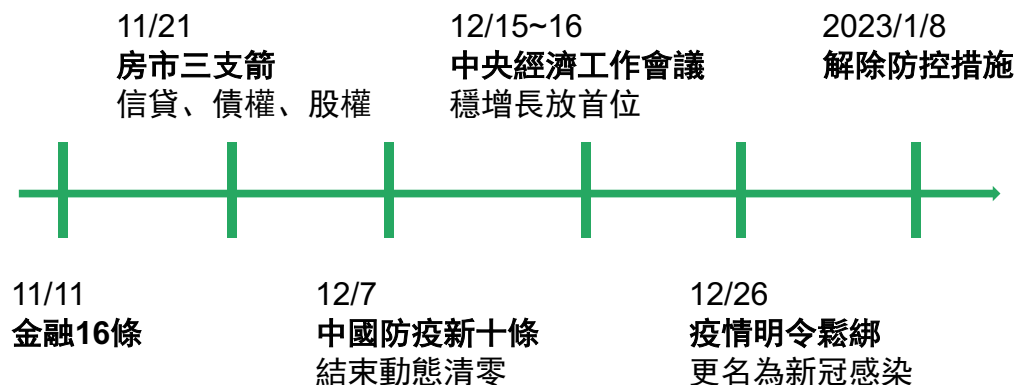
中國政策為何急轉彎?棄「清零」,轉而支持「經濟」

自2020年疫情爆發以來,中國一再堅持清零政策,加上金融監管及中美貿易戰影響,使得中國經濟面臨嚴峻挑戰。不過近期中國政策開始轉向,包括12/16中央經濟工作會議改以「穩增長」為首位,12/26甚至明令將新冠肺炎改為新冠感染,且於1/8起取消防控措施。政策轉彎背後可能的考量:

經濟面: 疫情至今,中國經濟三架馬車投資、消費、出口本來僅剩出口苦撐,然全球經濟前景低迷,對中國11月出口年增率已降至-8.9%,顯示2023年中國「外循環」恐難以為繼,因此轉戰國內消費驅動的「內循環」就有其必要性。

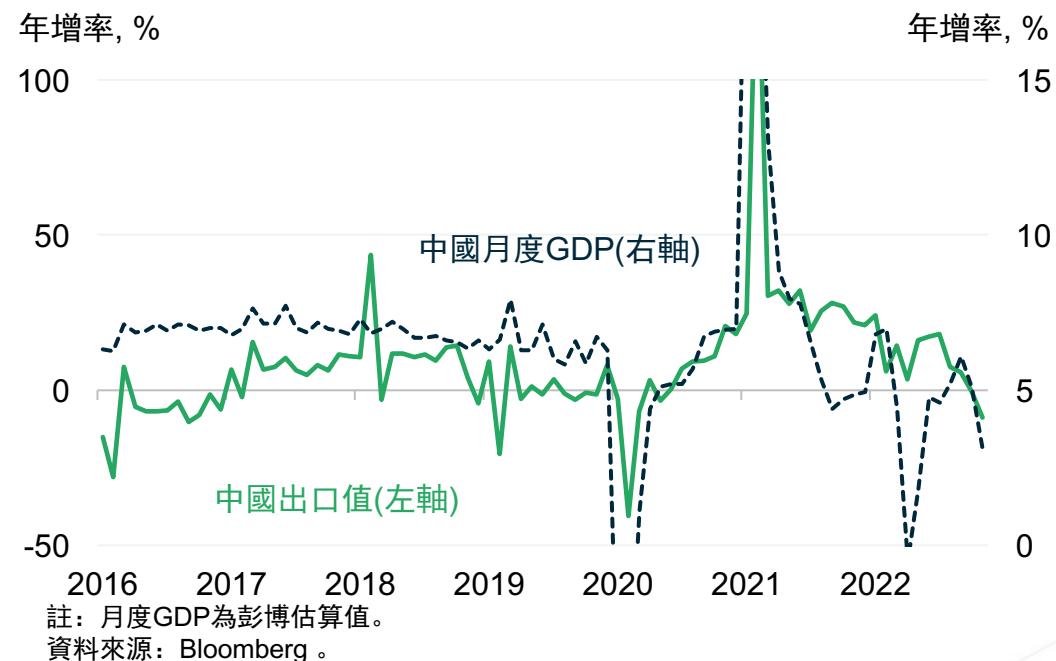
政治面: 除白紙運動的抗爭反應中國民眾對清零的心聲,應有起推波助瀾的效果外,2022年適逢中共領導層換屆,新官將於2023/3後陸續上任,如何為新官上任鋪路可能也是背後考量。

疫中國棄「清零」,轉而支持「經濟」



資料來源: 國泰世華銀行投研團隊整理。

全球需求下滑, 2023年中國「外循環」難以為繼

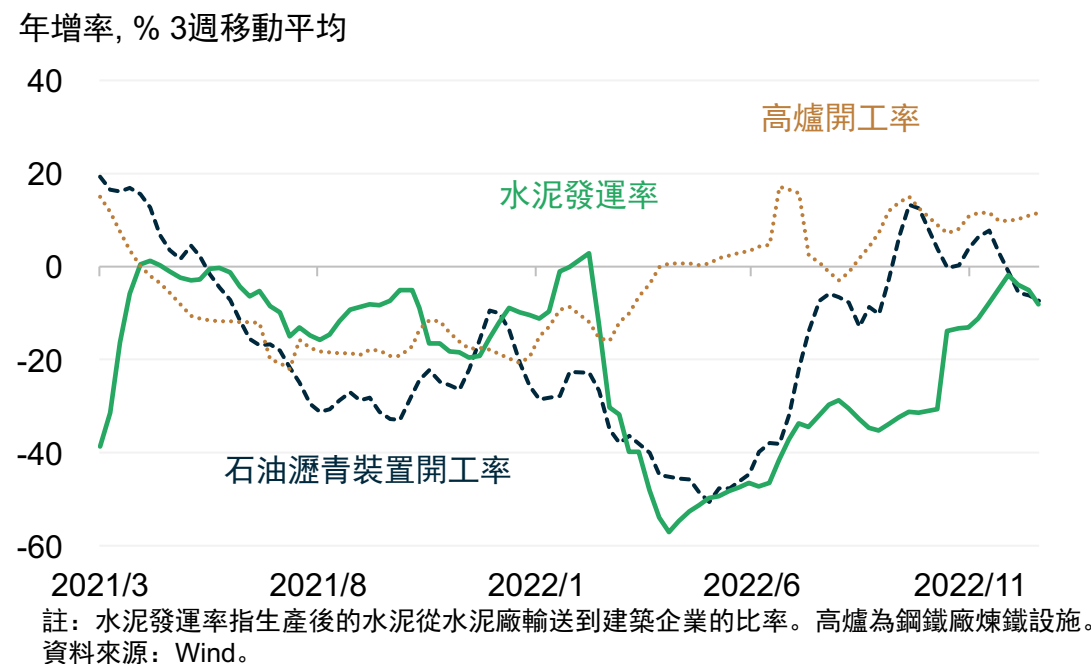


確診病例激增陣痛期恐難避免, 但政策轉向紅利亦可期

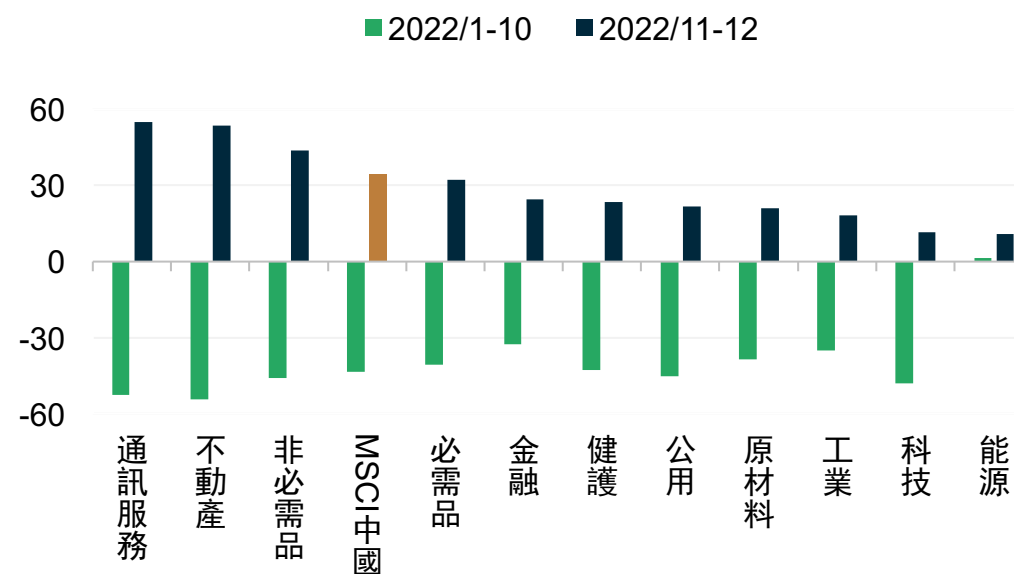
參考台灣自身經驗, 解封後確診病例急速攀升, 並於1-2個月後達到高峰。不難想見, 中國目前正在經歷確診人數激增的階段, 觀察中國11月逐步解封後狀況, 人員外出與勞動力供給受到衝擊之下, 開工、貨運等高頻數據開始受到影響, 但預期約在2023Q1中國疫情應有望見高回落下, 經濟將有望於同期打底。

整體而言, 明年愈往後將有望受惠疫情影響消退與基本面改善。在中央經濟工作會議將「穩增長」位階提高, 「提振內需」等政策方向定調下, 民眾出遊與實體消費回溫, 加上地方政府陸續發放消費補貼, 旅遊航空、消費等產業獲利增長可期, 而中央經濟工作會議點名的扶持重點住房改善、電動車、養老服務等產業亦有望受惠政策紅利。

勞動力短期衝擊難免, 但大方向仍持續好轉



政策支持下, 地產、非必需品短期動能強勁



資料來源: Bloomberg。

債市：長率終將隨景氣下行想法未變，把握近期美債利率走升的布局契機

近期債市隨日銀貨幣政策調整、中國解封帶動美債利率走升，但在三大利多支持下，應視為布局契機：

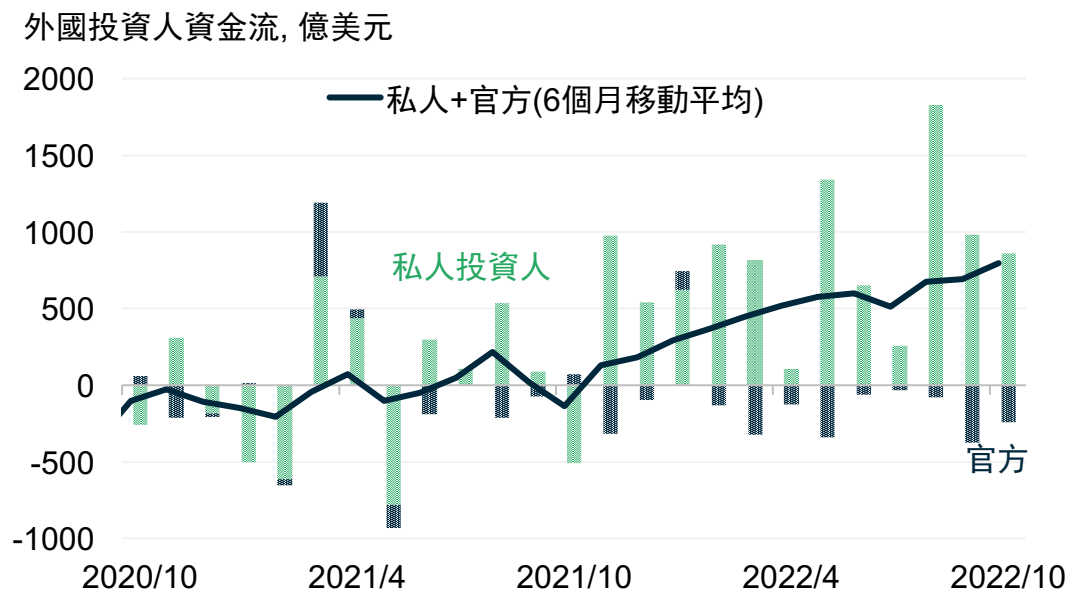
- 1) 基本面：Fed升息屆尾聲，景氣及通膨開始降溫，10年公債與3個月國庫券的利率已於2022/11倒掛，暗示著經濟步入衰退的風險居高不下，過去該指標倒掛時往往使10年債利率偏下行。**景氣降溫態勢難以扭轉下，長期利率長線來看將偏下行。**
- 2) 評價面：公債利率為近十年來最高，也大幅高於股利率。
- 3) 資金面：2022年部分央行在穩匯率需求下，降低持有的美國公債部位，然2023年預期美元有望較2022年走貶，料各國央行減持美債的力道也將有所轉弱。**另一方面，由資金流觀察，外國私人投資人對於持有債券的意願持續升溫。**

升息動能減弱、景氣壓力加大，長債殖利率偏下



資料來源：Bloomberg。

外國投資人錢進債市的意願逐漸升溫



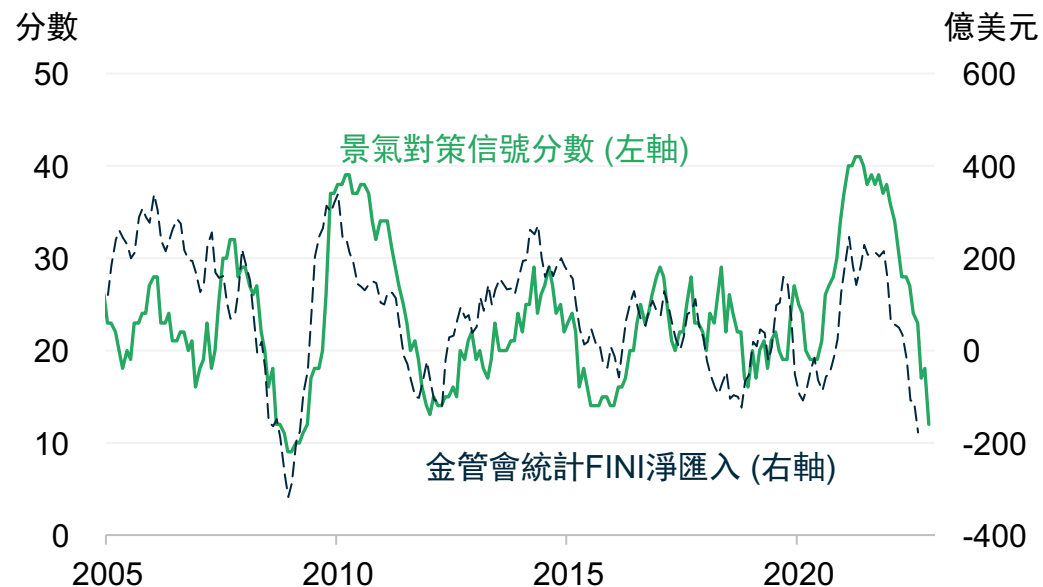
資料來源：TIC data。

匯市：製造業續弱，景氣對策信號分數持續低迷，基本面仍壓抑台幣匯價

景氣對策燈號：11月景氣對策信號綜合判斷分數為12分，較上月減少6分，燈號轉為藍燈。國發會表示，終端市場需求下降，加以產業鏈持續去化庫存，導致11月海關出口值、批發業營業額均較去年同期轉為衰退，機械及電機設備進口值增幅亦下滑，且生產面、金融面、信心面指標持續疲弱。

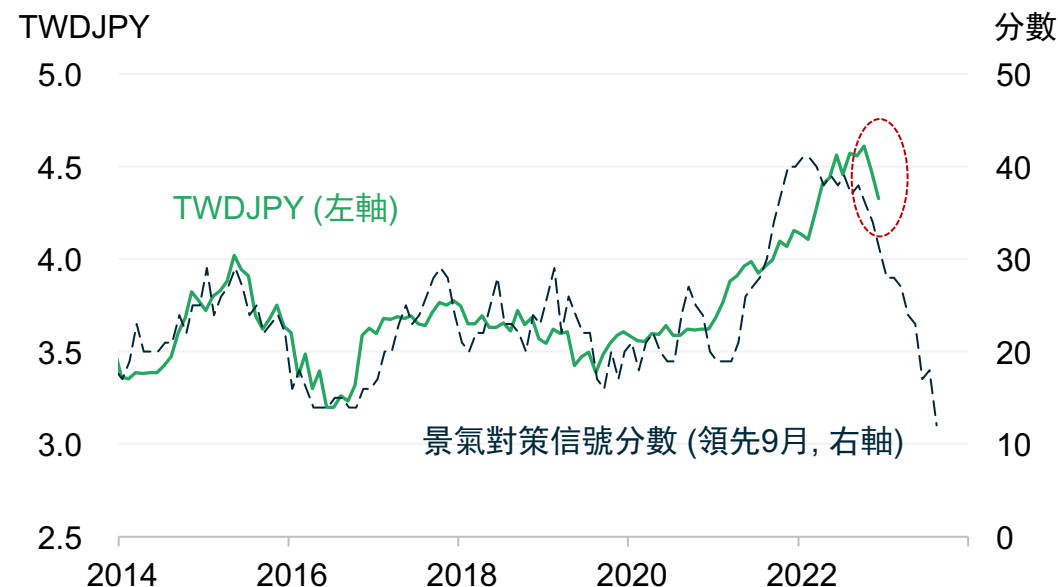
台幣匯價：台幣仍受惠出口商年底拋匯，但基本面逆風、台灣升息步伐受限下，**台幣偏弱格局尚未扭轉**，基本面恐仍壓抑台幣2023Q1走勢。全年而言，電子業去庫存可望在年中屆尾聲，明年下半基本面方較有利台幣匯價。另方面，日本央行意外放寬殖利率波動上限，等於變相緊縮貨幣政策，意外之舉將予日幣支撐。**若有換日幣需求，可趁早進行。**

製造業續弱，景氣對策信號分數持續低迷



資料來源：Bloomberg。

日本央行極度寬鬆不再，台幣兌日幣走貶



資料來源：Bloomberg。

科技 庫存調整下行階段，宜耐心等待景氣落底

旺季不旺，加上淡季效應，使得企業整體庫存來到歷史高位，電腦、NB、手機大廠也大打價格促銷策略，但對庫存去化效果依舊有限，尤其，ISM製造業指數持續下滑，甚至跌破景氣榮枯線，凸顯需求疲弱問題短期也難以解決。

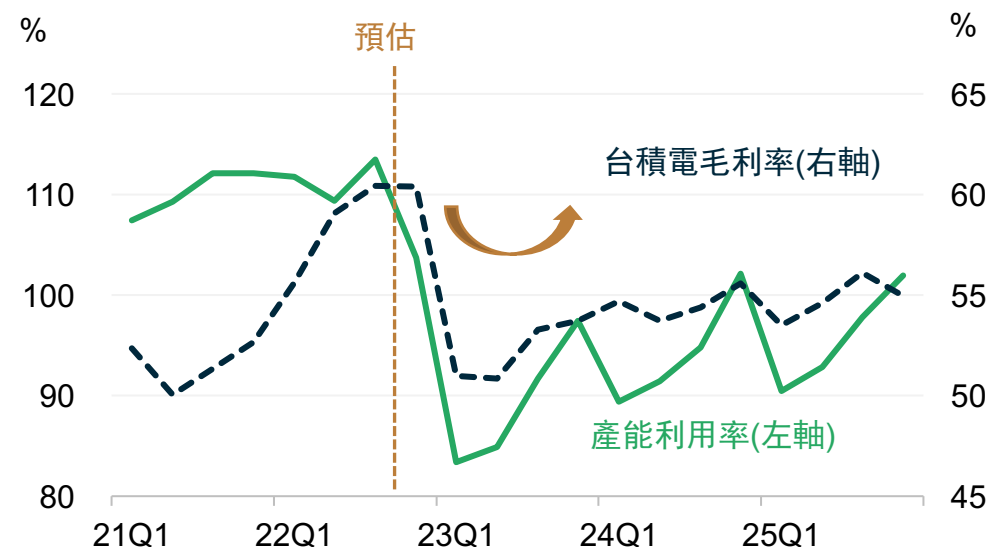
產業面，美光Q3營收衰退50%、大陸手機龍頭小米裁員5000人，都進一步呼應，科技業庫存壓力仍大，因此，即便台積電Q3業績仍舊強勁，但也無法消除市場的疑慮。展望未來，由於基期墊高，加上聯發科、超微、輝達也陸續砍單，預估台積電在2023Q1-Q2的整體產能利用率從110%降至90%。不過，往2023年下半年看，庫存調整有望告一段落。

景氣活動需求下滑，企業庫存去化仍舊緩慢



資料來源：Bloomberg。

台積電2023H1將面臨較大的庫存調整壓力



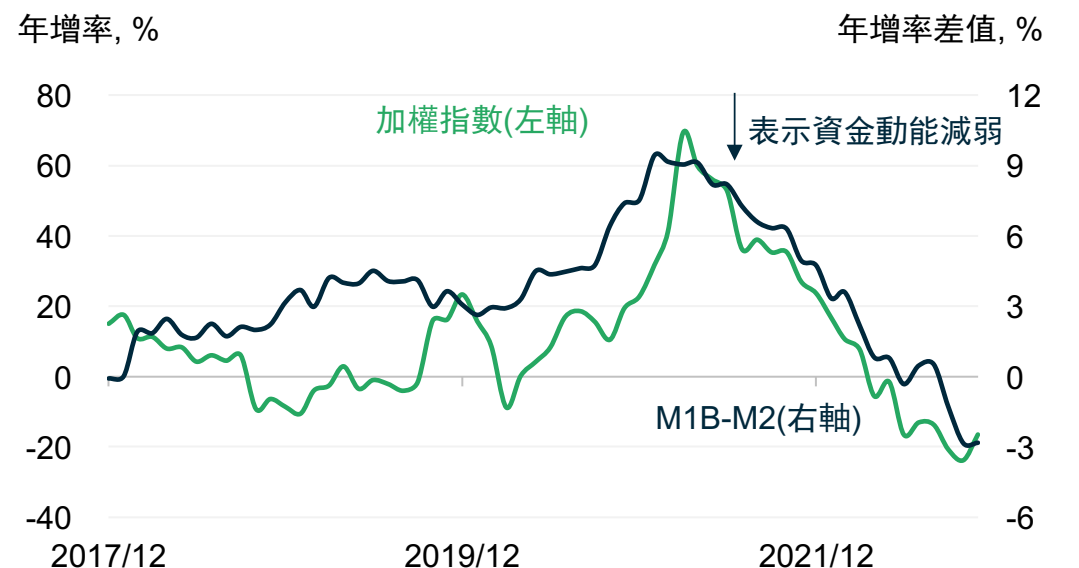
資料來源：高盛預估。

台灣 最壞時刻即將過去，布局宜有耐心

台灣央行12月再升息半碼，持續緊縮的貨幣政策逐漸反應在國內資金環境，代表股市資金活水的M1B年增率降至5年來新低，而M1B減M2與股市相關係數高達0.8，該數值在2021/1見頂後，台股年增率隨後也在2021/3自高點反轉，而目前尚未見到由負轉正，資金面對股市仍屬不利。

台灣11月景氣對策信號分數較10月大降6分，正式點亮代表蕭條的藍燈，景氣低迷，加上資金面不利，股市仍需時間整理打底，不過在景氣低檔往往也是台股相對低點。由於聯準會升息即將於上半年進入尾聲，台灣央行升息也可望告一段落，資金面最為緊縮的時間即將過去，待景氣落底，股市來到低檔，可逢低分批布局台股。

M1B減M2掉落負值，資金面不利股市



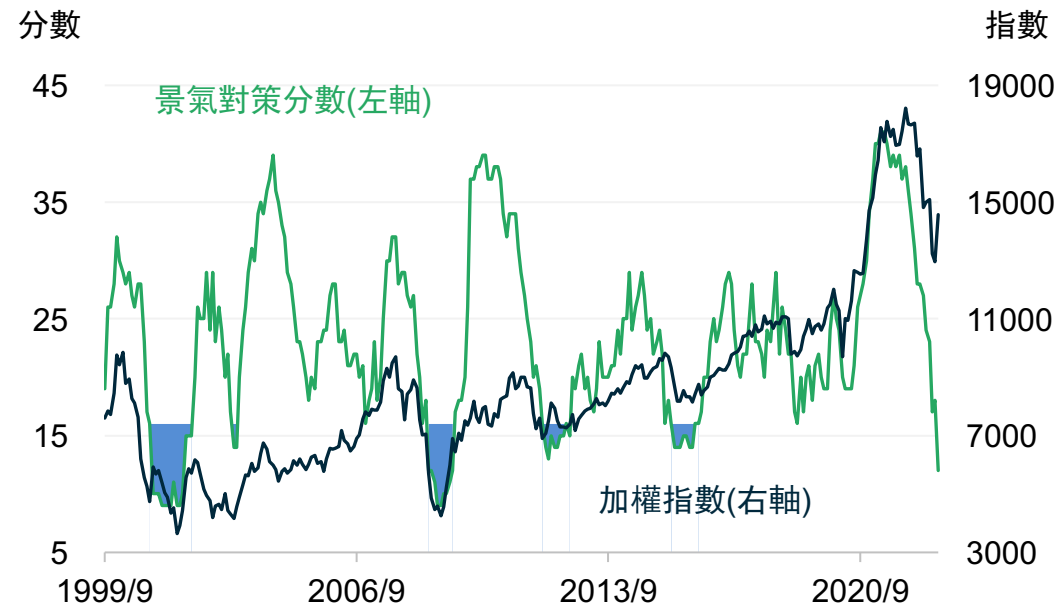
註：M1及M2貨幣供給的狀況，用來判斷市場的資金豐沛程度。當M1B年增率-M2年增率< 0，表示流動資金成長較定存慢。

資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

景氣對策信號大降6分，正式掉入藍燈區



註：藍色區域為景氣呈現藍燈期間。

資料來源：國發會，Bloomberg。

Jan 2023

2	Monday	3	Tuesday	4	Wednesday	5	Thursday	6	Friday
財新中國製造業PMI 南韓製造業PMI 德國製造業PMI 歐元區製造業PMI 台灣/美國休市		標普全球美國製造業PMI 英國製造業PMI 台灣製造業PMI 德國失業人口變動 德國CPI		美國ISM PMI 美國JOLTS職缺 日本製造業PMI 德國製造業PMI 歐元區製造業PMI		美國ADP就業變動 美國初領失業金人數 美國FOMC會議紀錄		美國非農 美國失業率 美國耐久財訂單 台灣CPI 歐元區消費者信心 歐元區CPI	

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