



國泰世華銀行
Cathay United Bank

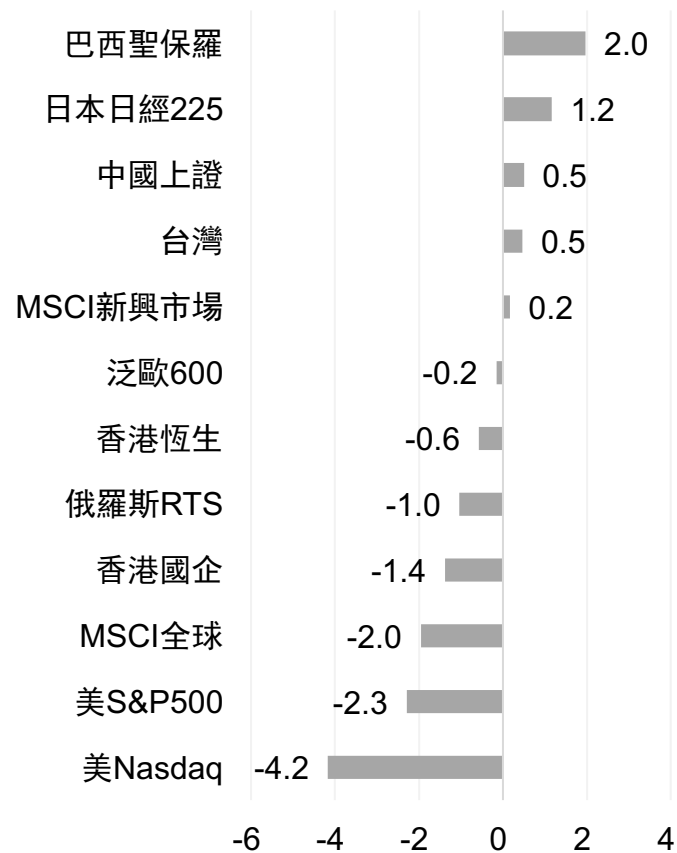
2022年11月4日

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：2022/10/27- 2022/11/3。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 聯準會步調將放緩，但上移利率高點

除繼續升息3碼至4%並縮表外，會議重點有三：

- 1)考量累積緊縮、通膨落後與金融市場，步調可能放緩。
- 2)利率高位可能會高於9月時聯準會預估(4.75%)。
- 3)通膨雖略緩但不宜過早放鬆，偏緊政策還會延續。

▶ 燈號將見藍燈，逐漸進入長線布局時機

景氣見藍燈，市場將較動盪，尤其在見到藍燈的後半年，台股下行幅度較大，但見到藍燈9個月後，股市表現將逐漸好轉。故景氣見藍燈反是逐漸進入長線布局時機，惟以「連續扣款6個月並持有滿1年」的績效為最佳。

▶ 美國期中大選，執政黨恐喪失議會優勢

11/8美國進行國會的期中選舉，通膨居高不下，執政黨面臨不利的處境。民調顯示民主黨將失去兩院優勢，後續白宮難祭出大型財政政策，雖無政策利多，但有利通膨降溫。

股市

景氣下行、企業獲利挑戰頻現，但景氣燈號將見藍燈，**台股逐漸進入長線布局的時機**。美股方面，即便龍頭股財報好壞紛呈，但**穩定現金流**的龍頭企業仍是安度景氣下行階段的優先選擇。

債市

日本央行賣美債、穩匯率，增添短線波動，但基本面與殖利率走勢持續背離，長線將難延續。操作上，1)短債方面，波動小且具息收優勢；2)長債方面，就業數據仍是較落後但最可靠指標，可隨就業趨弱布建。

匯市

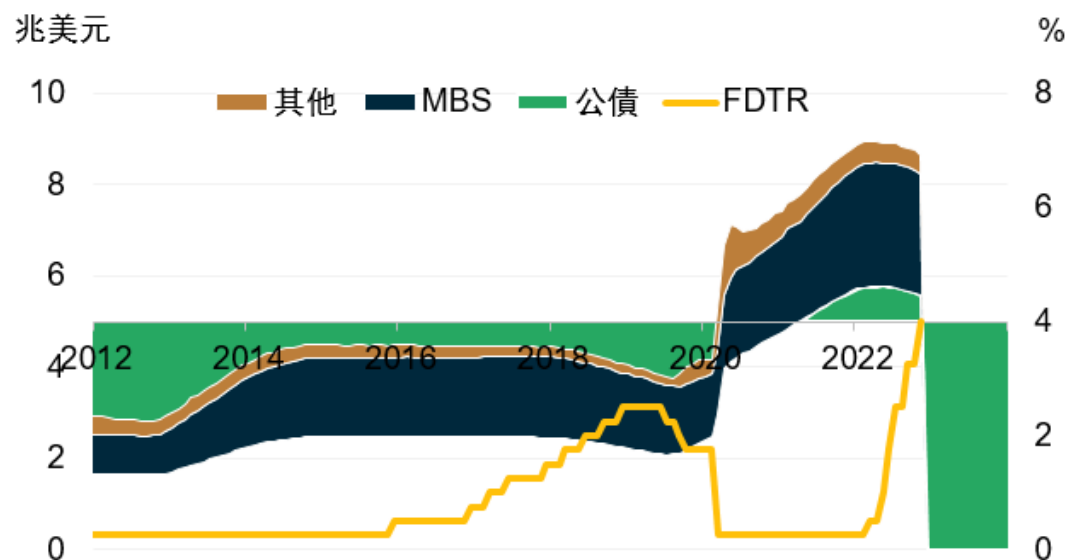
歐洲經濟孱弱，聯準會緊縮政策加持，**美元多頭仍延續**；但需注意歐洲央行也進入升息循環下，美、歐貨幣政策差距將逐漸縮窄，雖未能立刻扭轉美元多頭格局，**但震盪勢必加劇，增添追多風險**。

聯準會延續緊縮，盡收游資仍是貨幣政策之首要，但公債市場流動性確已受到QT影響

除繼續升息3碼至4%並縮表外，會議重點有三：1)考量累積緊縮、通膨落後與金融市場，步調可能放緩。2)利率高位可能會高於9月聯準會的預估值(4.75%)。3)通膨雖略緩但不宜過早放鬆，偏緊政策還會延續。

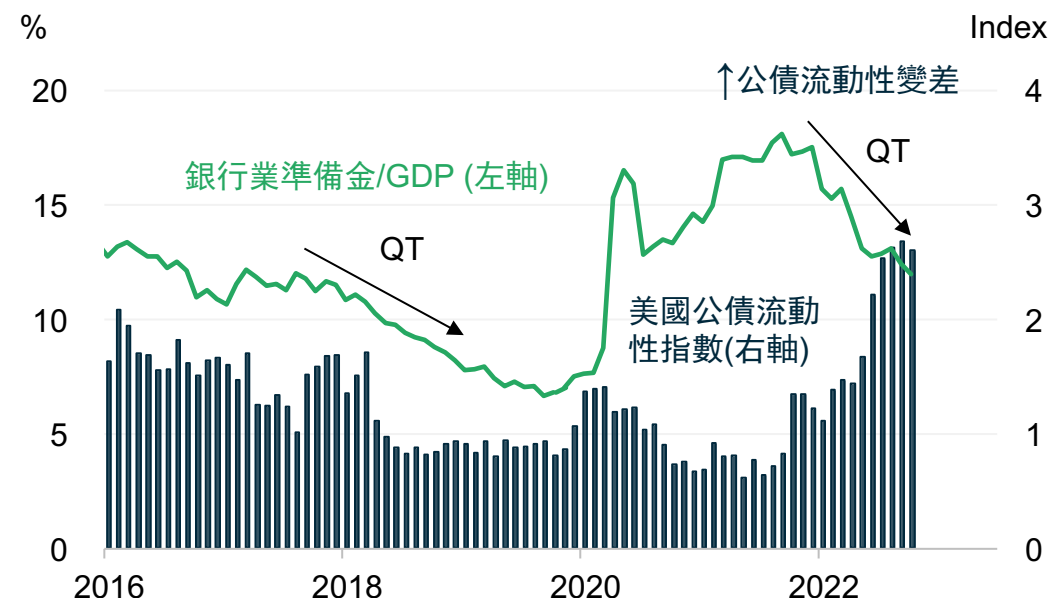
然而，**公債市場流動性明顯轉差**，除受QT的影響，使銀行準備金/GDP比前次QT時更快速的下降；先前英國減稅案衝擊退休基金等實質買盤，也造成各機構的資產負債表受損。綜上，雖然本次會議政策舉措變化不大，但緊縮政策逐漸發酵，且債市流動性明顯轉差，**因此聯準會於本次聲明中加進考量“累積緊縮、通膨落後與金融市場”的文字，以增加未來政策的彈性。**

聯準會持續升息、縮表的緊縮政策



資料來源：Bloomberg。

縮表(QT)確已影響到公債市場的流動性



資料來源：Bloomberg。

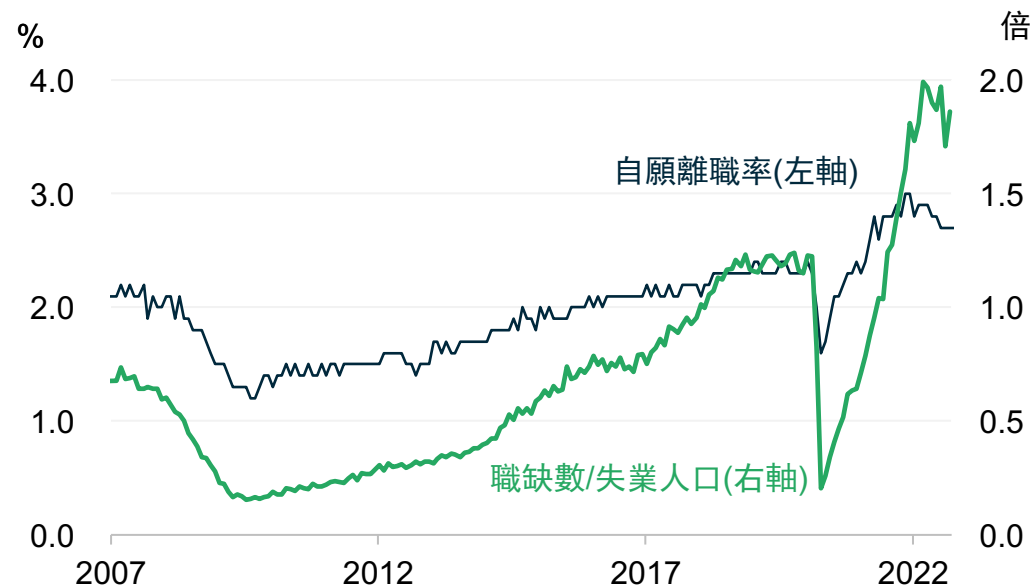
債市方面, 除受聯準會影響, 短線存在市場面擾動; 長線而言, 基本面則為殖利率上方壓力

市場面: 日本等央行干預匯率額外增加美債賣壓造成籌碼面擾動, 短線債市波動較大對買方確實是困擾。

基本面: 美國就業仍屬穩健, 包括職缺數目前為失業人口近兩倍、自願離職率尚處高位。惟Fed關注的景氣衰退指標——10年公債與3個月國庫券利差, 也已出現倒掛, 透露景氣衰退可能性升溫。因此, 景氣趨緩引導公債殖利率向下想法未變, 料10年債利率上行動能將有所減緩, 未來數月應是殖利率的相對高位。

操作面: 短債具穩定現金流、價格波動小的優勢; 長債則著眼未來景氣轉折時的資本利得的空間。

勞動力市場降溫但仍強勁, 使Fed緊縮不易改變



資料來源: Bloomberg。

景氣衰退疑慮升溫下, 將使債券殖利彈升力道有所減



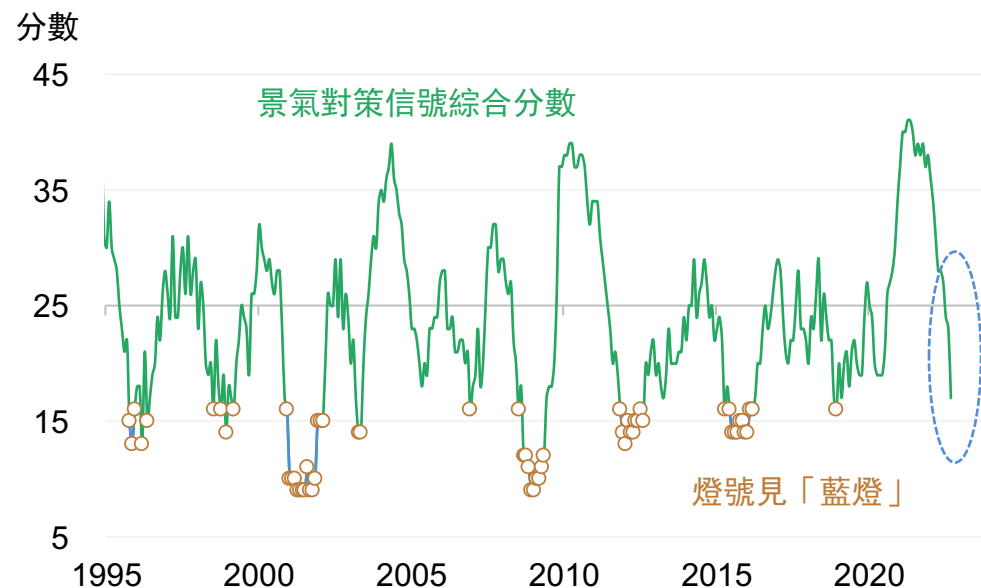
資料來源: Bloomberg。

股市方面, 景氣對策信號恐難避免「藍燈」, 台股將逐漸進入長線布局的時機

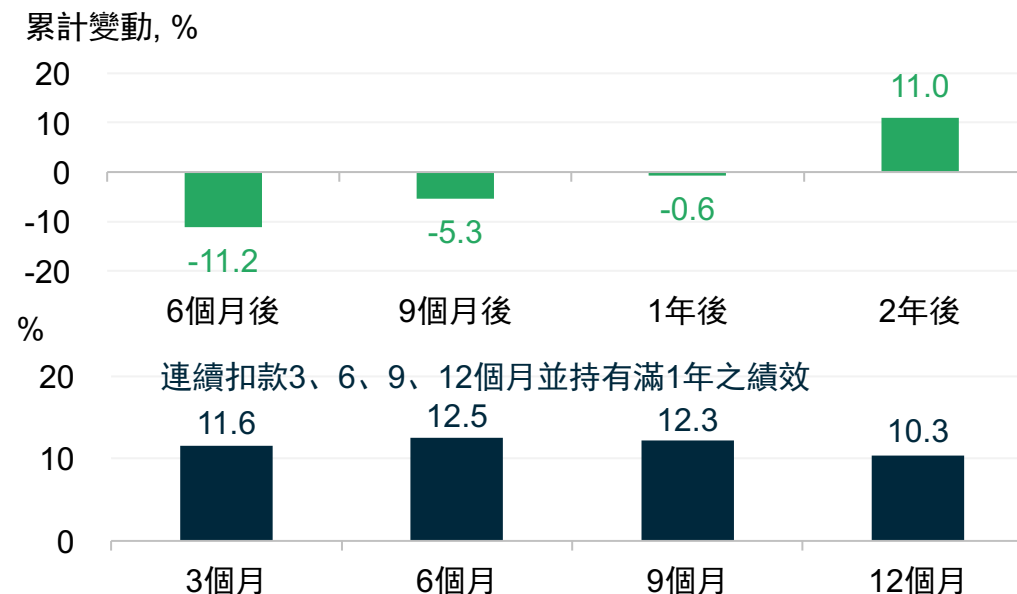
國發會公布9月景氣對策信號判斷分數17分, 比上個月劇減6分, 燈號由綠燈轉為黃藍燈, 顯示景氣走緩。除了歐美需求下滑, 後續數月個別分項的基期都偏高, 因此**未來一段期間, 景氣對策信號恐難避免見到藍燈。**

景氣燈號雖將見藍燈, 市場動盪難免, **尤其在見到藍燈的後半年, 台股下行幅度往往較大,**但在見到藍燈的9個月後, 股市表現將逐漸好轉。因此, 利用低檔進行**分批布建**是較佳的策略。尤其觀察連續扣款3、6、9、12個月並持有滿1年之績效, 可見到以「**連續扣款6個月並持有滿1年**」的績效為最佳。

分數迅速下降, 景氣對策信號恐難避免藍燈



統計1995年以來, 景氣現藍燈後的台股表現

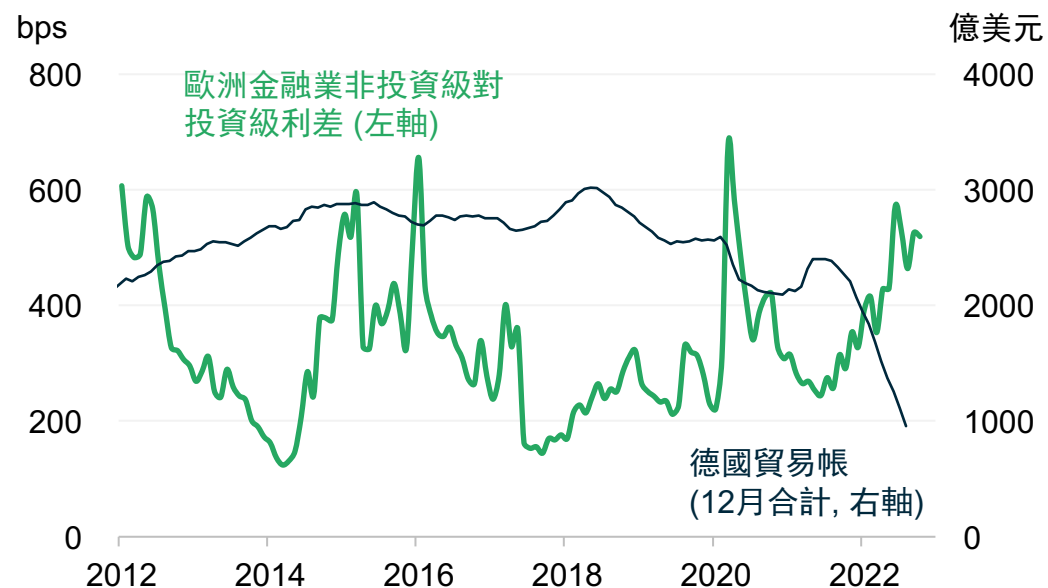


匯市方面，俄烏戰爭對歐洲影響仍在，美元多頭尚未扭轉，但需注意貨幣政策優勢將逐漸縮小

俄烏戰爭以來，對歐洲的負面影響持續仍在，其中金融業非投資級對投資級利差一路攀升，迄今尚未出現趨勢扭轉的跡象；另一方面，最具出口優勢的德國則面臨貿易帳盈餘持續下降的窘境，主要因為能源價格高漲，推升進口成本，雪上加霜的是，出口受到全球製造業景氣趨緩、中國經濟嚴重下行的重創。

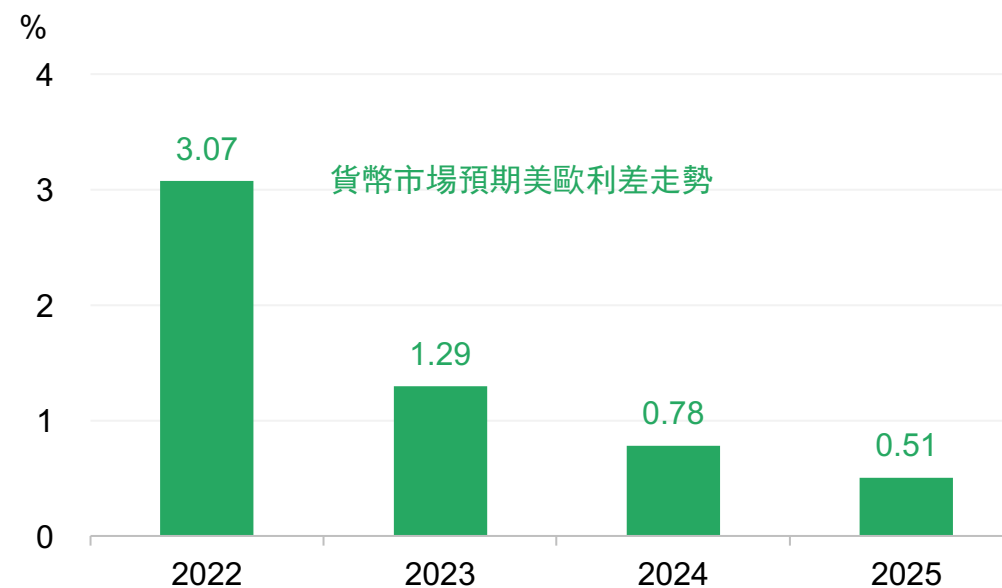
除歐洲經濟孱弱，聯準會緊縮政策加持，**美元多頭仍延續**；但需注意歐洲央行也進入升息循環下，美、歐貨幣政策差距將逐漸縮窄，雖未能立刻扭轉美元多頭格局，**但震盪勢必加劇，增添追多風險**。

俄烏戰爭對歐洲金融業與貿易帳的負面影響仍在



資料來源：Bloomberg。

美、歐央行貨幣政策差距將逐漸縮窄



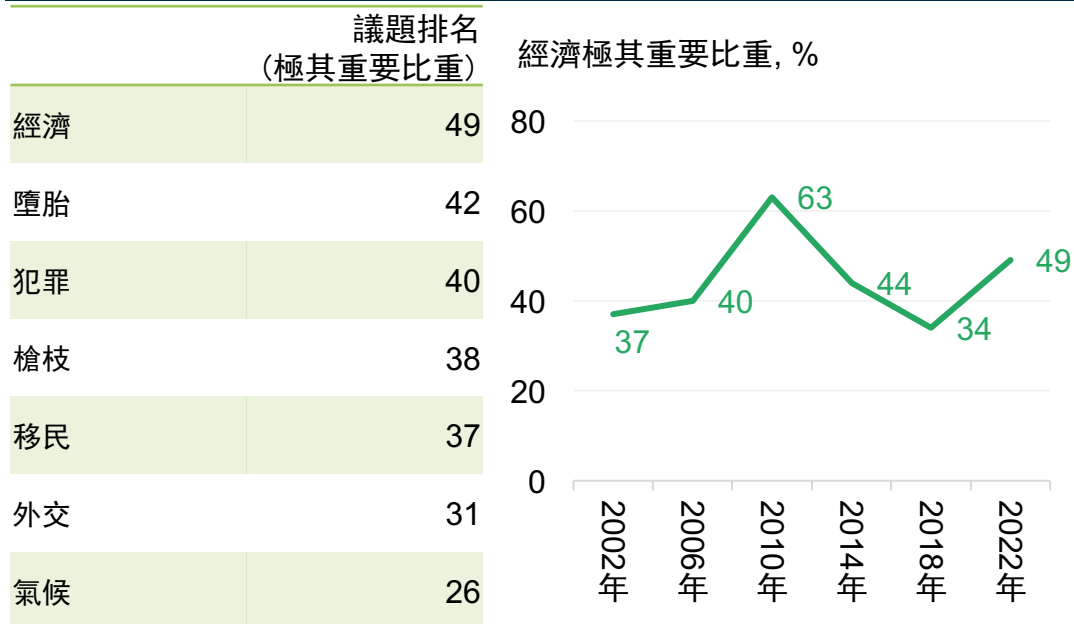
資料來源：Bloomberg。

美國 經濟問題衝擊民主黨選情，拜登政府將失去執政優勢

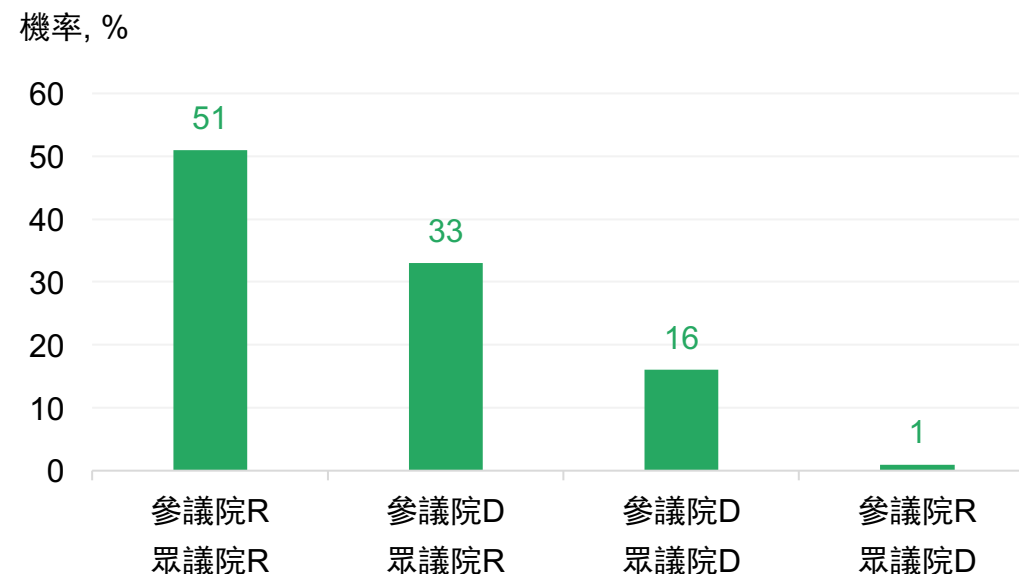
11/8美國進行國會的期中選舉，將改選全美35個州長、參議院100席中的34席以及眾議院全體435席。根據蓋洛普及皮尤調查指出，經濟仍是選民在乎的問題，如食品、汽油及房價等議題。由於美國通膨居高不下，使得執政黨目前面臨不利的處境。另外，拜登目前的民調支持度僅4成的情況下，都不利民主黨的選情。最新民調來看，民主黨將失去執政優勢。

對後續政策而言，由於政府失去絕對執政優勢，使未來的財政與貨幣政策都面臨協商壓力，**難出現大規模財政舉措，雖無政策紅利，但卻有利通膨降溫。**

選民對經濟問題關注度明顯提高



執政黨可能失去絕對執政優勢



註：R表示共和黨，D表示民主黨。

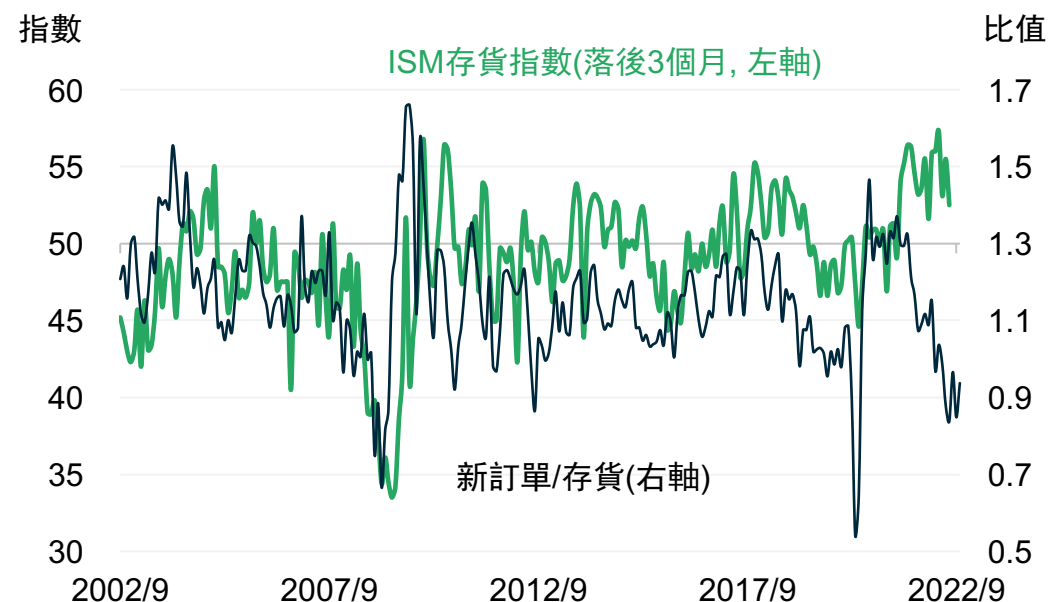
資料來源：FiveThirtyEight。

美國 景氣放緩衝擊龍頭企業，但蘋果、微軟、谷歌的競爭優勢不變，長線投資價值仍在

美國10月ISM製造業指數持續走低至50.2，接近景氣榮枯點，新訂單與存貨指數的比值雖小幅回升，但比值仍低於1，研判景氣谷底尚未到來。
依過去經驗，若存貨指數來到低檔，而新訂單/存貨比領先走揚，將可視為未來製造業景氣翻揚的跡象，不過，現在仍需時間來作庫存去化。

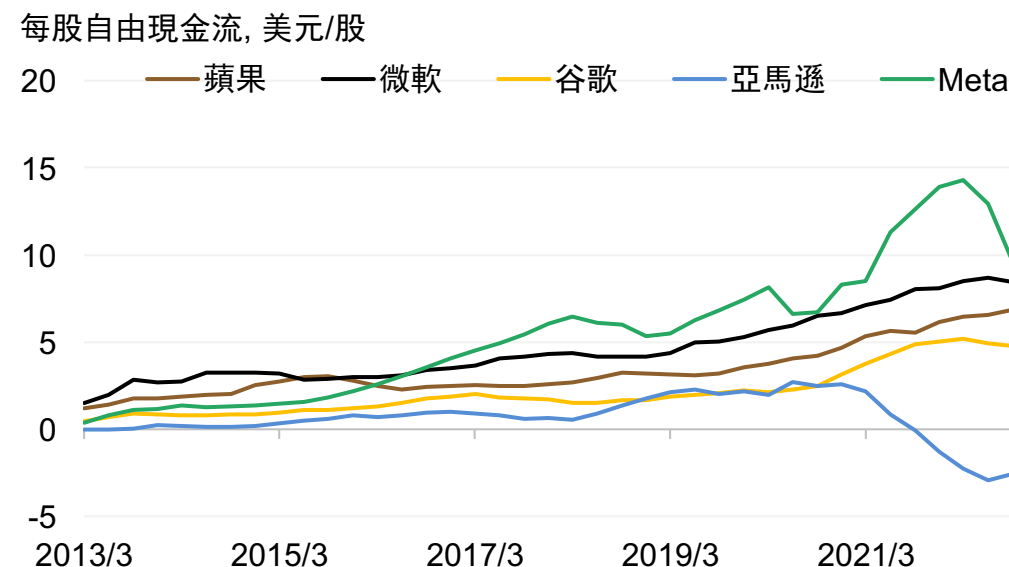
美國3Q財報近尾聲，龍頭企業也透露相似結果。蘋果、微軟難逃手機、電腦放緩壓力，不過，公司積極發展軟體服務或雲端業務，使3Q營收分別保有8%與11%的成長。景氣放緩也衝擊谷歌、臉書的線上廣告業務，臉書營收過於單一，且元宇宙事業仍是一大變數，未來持續面臨轉型壓力；雲端事業及搜尋引擎的獨佔性，支持谷歌長線發展。整體而言，景氣放緩之際，更需側重競爭力高且財務體質改善的公司。

製造業存貨方自高檔回落，景氣回升尚需時間



資料來源：Bloomberg。

蘋果、微軟、谷歌財務體質持續優化



註：自由現金流為營運現金流-資本支出。

資料來源：Bloomberg。

新興 股市金流有所分歧, 而「直接投資」的長期資金則沿趨勢而行

今年整體景氣偏向下行, 但**股市金流則有所分歧**, 其中製造業去庫存, 但原物料價格受俄烏戰爭推升, 使得中、韓、台等能源進口國貿易條件格外惡化, 也牽引股市金流偏向流出; 相對而言, 東協、巴西的股市金流則分別受惠於低基期、原物料出口而有所支撐。

雖然股市金流隨題材面時有變化, 但**「直接投資」的長期資金則趨勢未變**。自從2013年以來, 中國對企業資金的磁吸效應明顯出現轉折, 取而代之的是, **印度與東協的直接投資持續成長**, 顯示資金尋覓中國之外的迦南美地, 不因疫情或景氣變化而有改變。

股市資金多呈外流, 但資金流向略見分歧

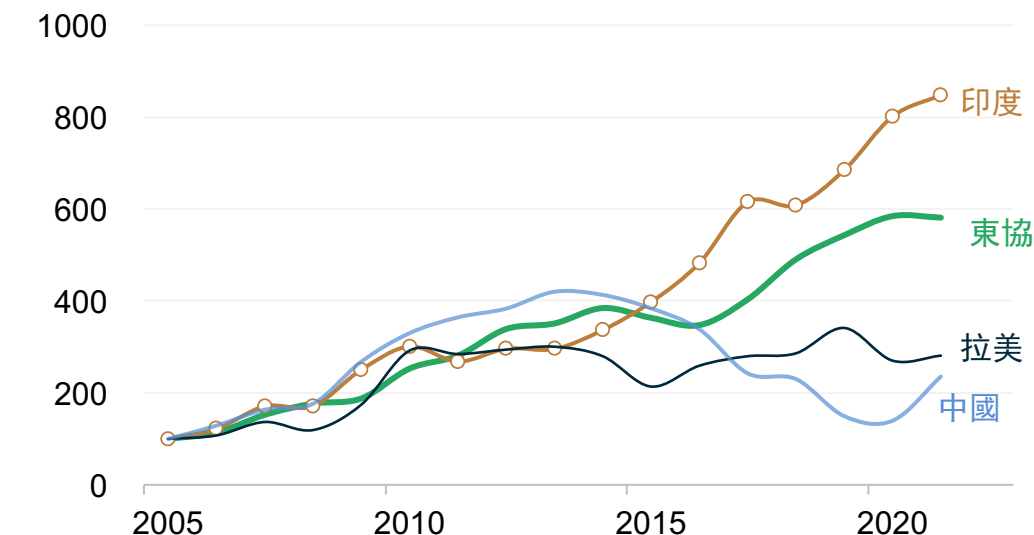
綠色：資金流入、紅色：資金流出

	2019		2020		2021		2022	
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	3Q
中國	紅	黃	黃	綠	綠	綠	紅	紅
韓國	綠	綠	紅	黃	黃	紅	紅	綠
台灣	綠	綠	黃	黃	黃	黃	紅	紅
印度	黃	黃	黃	綠	綠	黃	紅	紅
東協	綠	黃	紅	紅	紅	黃	綠	綠
巴西	黃	黃	黃	黃	紅	紅	綠	綠

資料來源：Bloomberg。

「直接投資」的長期資金則趨勢未變

2005=100



註：東協含新、馬、泰、菲、印；拉美含巴西、墨西哥。

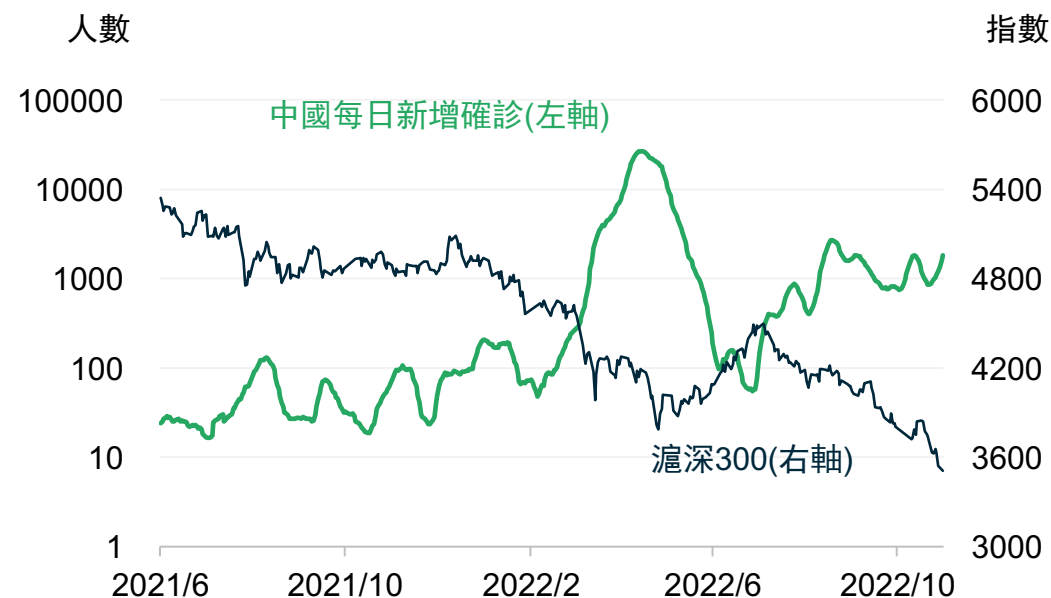
資料來源：IMF。

中國 防疫鬆綁傳聞提振近期股市，然長線仍存在基本面隱憂

近期中國疫情多地升溫，也加大股票市場波動，鄭州富士康事件尚未落幕，網上已留傳出官方已成立委員會，評估清零政策退場的情境，鄭州官方也宣告，解除原有管控區域，有序恢復正常生產生活秩序，激勵中港兩地股匯市在11/1大漲。

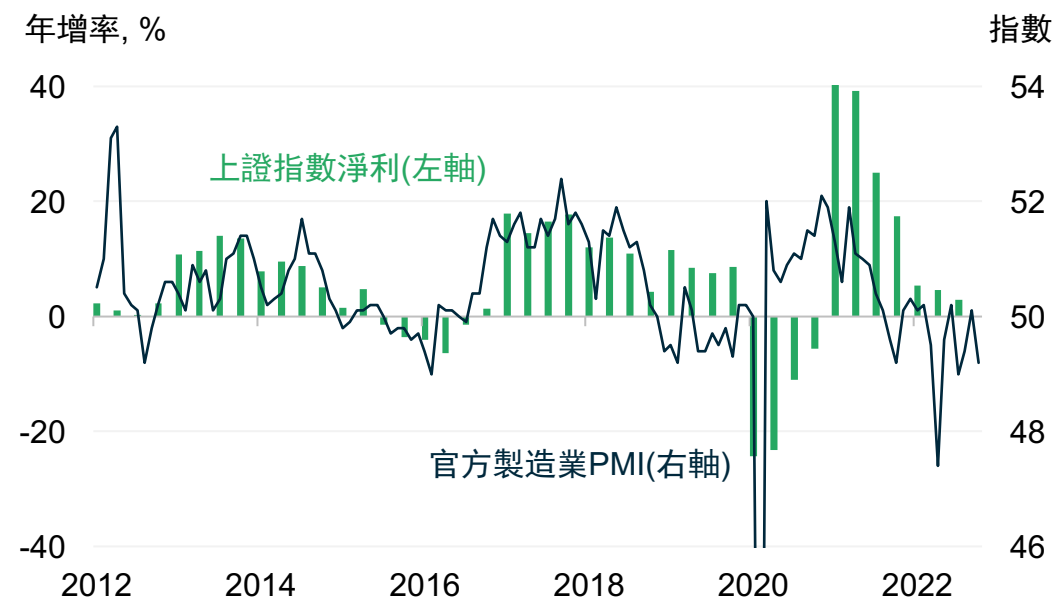
中國防疫政策在二十大後一直沒有鬆綁跡象，民間消費動能與投資人情緒在過去兩年飽受壓抑，市場走勢對疫情人數與政策的反應劇烈。後市展望方面，若清零政策逐步退場，加上拜習會可望改善短期貿易氛圍，股市跌深反彈行情可期，但**目前氣候已漸入秋冬，新增確診人數浮現上行趨勢，官方一次性大幅鬆綁的可能性低。若為漸進式或小幅放寬管制，對需求的提振效果有限，加上房市與出口顯弱，預期基本面弱勢格局延續，A股與中概股維持保守展望。**

近年中國股市隨疫情擺盪



資料來源：Wind。

需求前景走弱不利企業獲利展望



資料來源：Bloomberg。

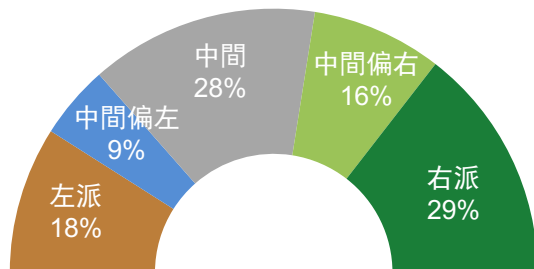
巴西 新政權的政治與經濟挑戰嚴峻；降息期待為低位本益比提供支撐

巴西總統大選第二輪結果出爐，勞工黨候選人——曾擔任過兩任總統的盧拉以些微差距獲勝。從1994至2018的7屆總統大選，選後1個月上漲與下跌的次數為4:3，選後並無顯著的助漲效應，加上盧拉本次獲勝的選情膠著，競爭對手波索納洛雖輸掉大選，但掌握國會眾議院的最多席次(99席)，偏右的黨派所占席次也高過左派，**新政府在稅改、財政政策的推動恐面臨阻礙，在政治不確定性偏高的情況下，預期本次大選也難見大漲行情。**

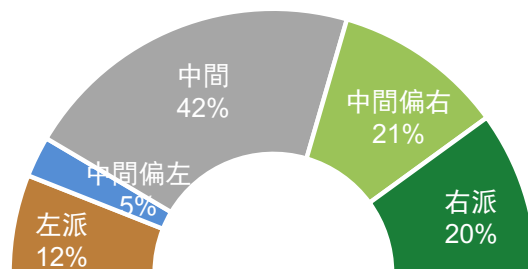
央行果斷的貨幣政策，讓巴西的升息循環領先走入尾聲，物價年增率自4月見高後，已連續5個月下滑，**市場也普遍預期再升息機率不高，明年下半年有機會進入降息循環，為偏低的本益比提供支撐。**然，全球大宗商品需求下滑，加上美元短期維持高檔，研判大盤走勢呈區間橫盤。

前總統主政的右派政黨佔國會多數席位

眾議院席次佔比, %



參議院席次佔比, %



資料來源：高盛。

巴西股指本益比處低位，降息期待提供底部支撐

聖保羅指數前瞻本益比



資料來源：Bloomberg。

Nov 2022

7 Monday 中國貿易帳 德國工業生產	8 Tuesday 美國中小企業調查 歐元區零售銷售 澳洲商業信心	9 Wednesday 美國批發銷售 中國新增社融 中國CPI 日本貿易帳	10 Thursday 美國CPI 美國初領失業金人數	11 Friday 美國消費者信心 英國GDP 英國貿易帳 德國CPI 香港GDP
--------------------------------	---	--	--------------------------------------	---

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