



國泰世華銀行
Cathay United Bank

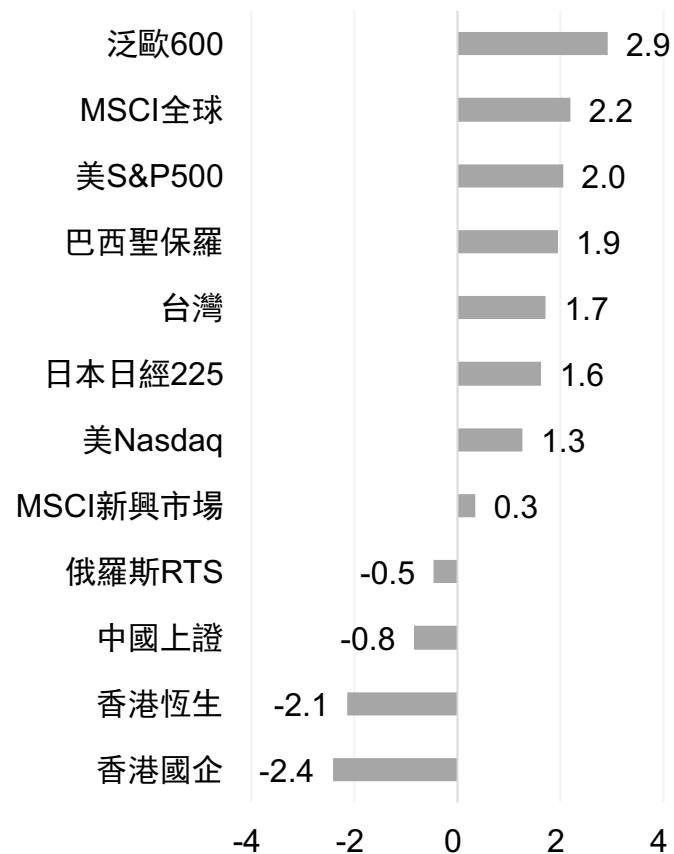
2022年11月25日

投資研究週報

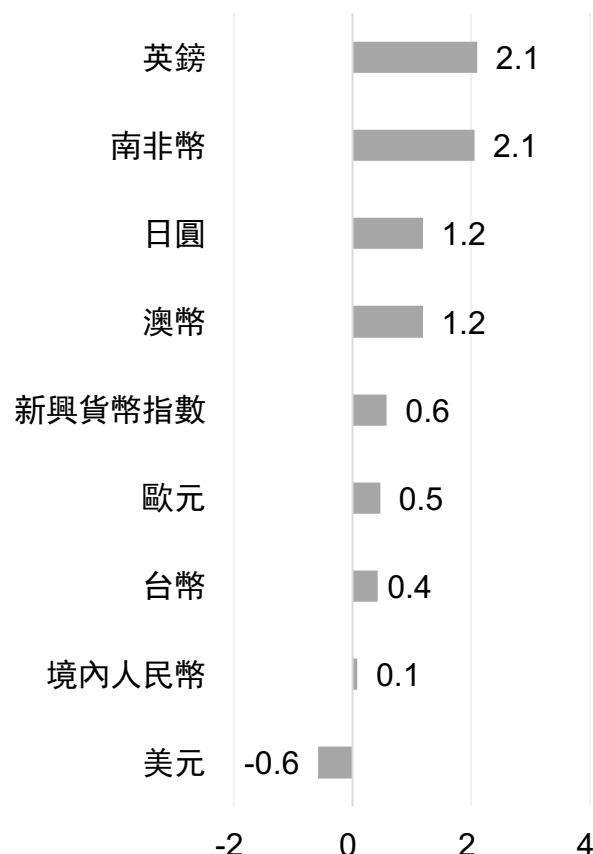
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

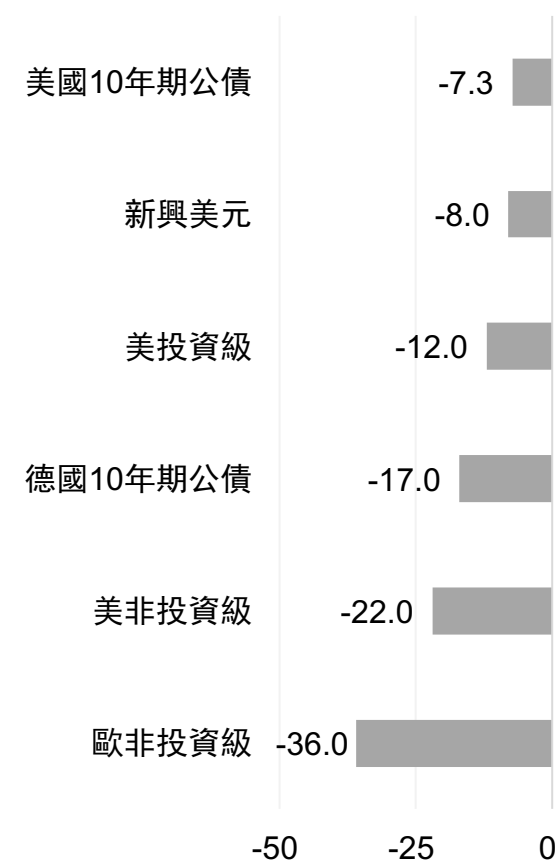
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/11/17- 2022/11/24。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨、利率見轉折，帶動市場氣氛改善

美國通膨降溫、Fed升息步入尾聲及中國政策鬆綁，恐慌指數從30的水平，快速滑落至20附近，投資人風險偏好情緒明顯改善，短期有助評價修復。

► 隨升息步調邁入尾聲，長債布局時點浮現

歷史上，公債利率多在升息見頂後偏下行。市場預期Fed將於明年上半年暫停升息，代表未來幾個月，應把握最後升息動能推升殖利率之際，伺機布局長債。

► 股市否極泰來？企業獲利下修仍為壓力

隨升息走入尾聲，緊縮不確定性下降，評價面修復有助股市反彈，惟須留意基本面尚未落底，經濟數據與企業獲利走弱、市場資金持續收緊下，股市仍難言落底。

股市

短期市場情緒修復有助評價面改善，但基本面下行趨勢未除，技術面有年線壓力，預期**股市後續仍有回檔壓力，投資人應避免追高殺低，待股市回落、基本面回穩之後，再加大增持力度。**

債市

通膨轉降但仍在高位，Fed緊縮態度不易改變下，長率短期再大幅下挫的機會不大，無需急於追價。策略上，**短債具穩定現金流優勢；長債可隨升息步調邁入尾聲，最後推升利率之際，伺機布局。**

匯市

近期軋空行情帶動台灣股匯雙漲，但自身基本面逆風、聯準會依舊升息下，**台幣中線偏弱格局尚未扭轉，有換匯需求可利用台股走強時進行。**

市場氛圍改善帶動評價修復，美債殖利率回落扮演關鍵角色

美國通膨降溫、Fed升息腳步放緩及中國政策鬆綁，帶動短線市場氛圍改善，投資人恐慌指數從30的水平，快速滑落至20附近。AAII散戶投資人情緒調查中，看多股市未來6個月表現的比例，也由16%升至30%。

氛圍改善反映在資產表現上，11月以來，全球股市彈升，非美貨幣走強，投資人風險偏好明顯揚升。背後**帶動評價修復的要角，則是來自於美債利率回落。**

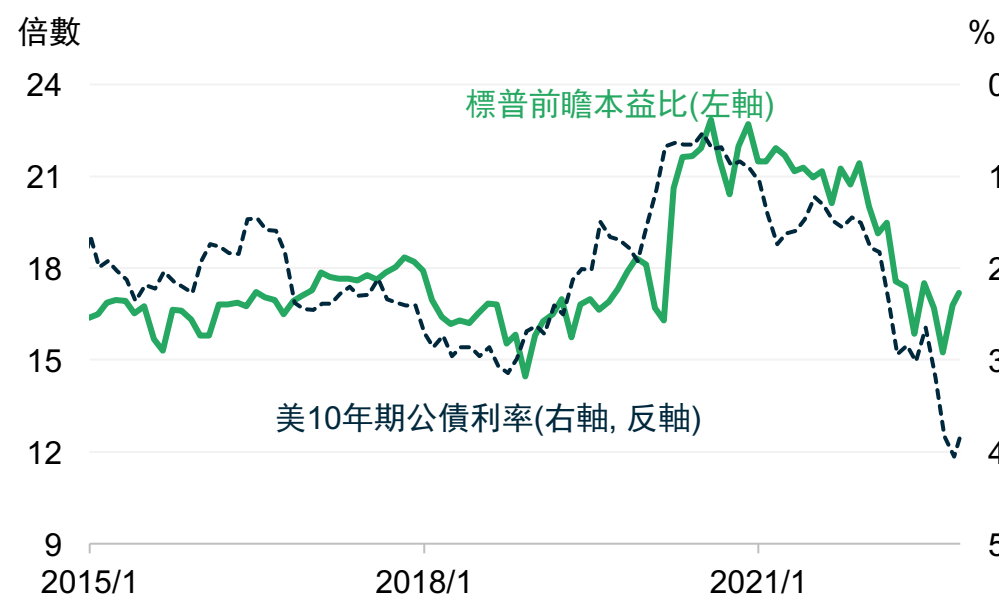
市場氛圍改善，帶動短期評價修復



註：統計2021/1/1~2022/11/22的月資料，相關性=-0.68。

資料來源：Bloomberg。

美債利率回落扮演評價修復要角



註：統計2015/1~2022/10的月資料，相關性=-0.67。

資料來源：Bloomberg。

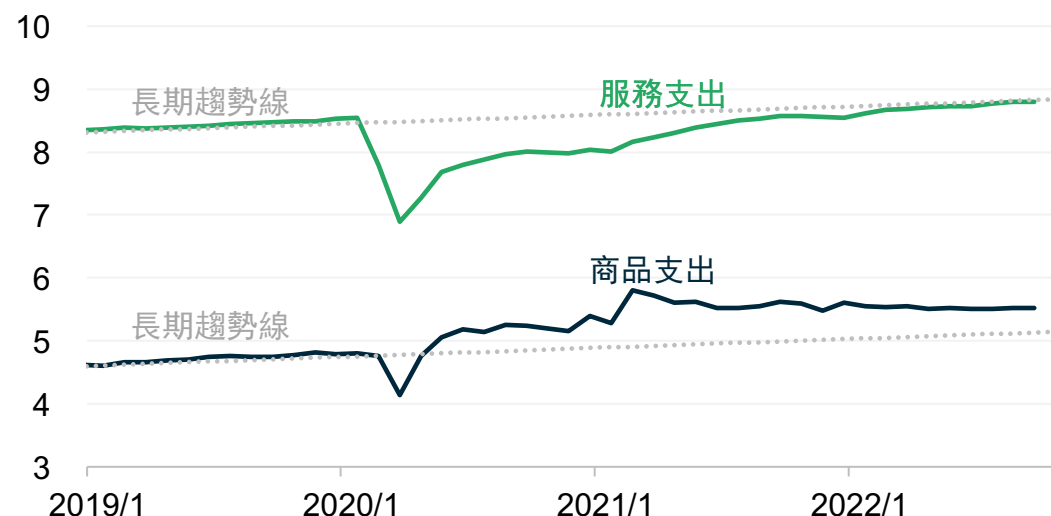
通膨降溫、Fed升息步入尾聲，債市兩大利空見轉折

隨1)商品需求降溫，航運價格自高點回落逾7成，標準貨櫃價格由上萬美元，至今已跌破3000美元，2)服務消費支出則大致回歸至長期趨勢軌道，支出動能明顯放緩下，預期驅動解封行情已告一段落，加上3)物價基期墊高之下，**明年上半年通膨回落幅度有望加大**。

Fed今年以史無前例的速度升息後，利率來到高位，且通膨也出現轉折下，預期明年升息將步入尾聲。但須留意，經歷疫情期間供應斷鏈的衝擊後，供應鏈在地化的趨勢、美國勞動力市場仍穩健等因素，料通膨明年仍難回到Fed目標，代表明年升息雖步入尾聲，但Fed緊縮態度卻不易改變。

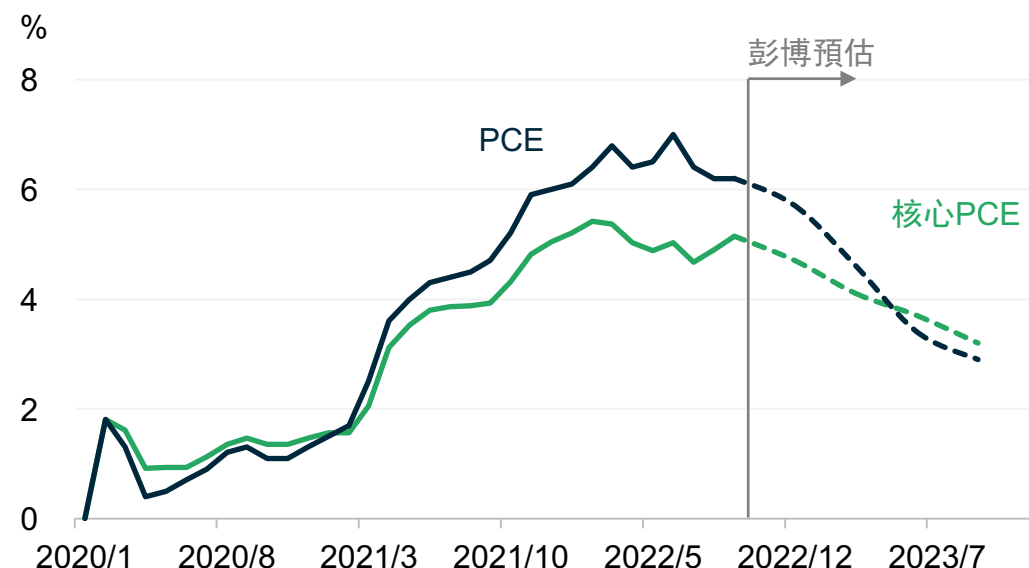
服務支出成長動能放緩，預期解封行情已告一段落

美國實質個人消費金額(年化), 兆



註：長期趨勢線取2010年~2019年的簡單回歸，服務、商品趨勢線R-square皆為0.98。
資料來源：Bloomberg。

隨物價基期墊高，明年上半年通膨滑落幅度將加大



資料來源：Bloomberg。

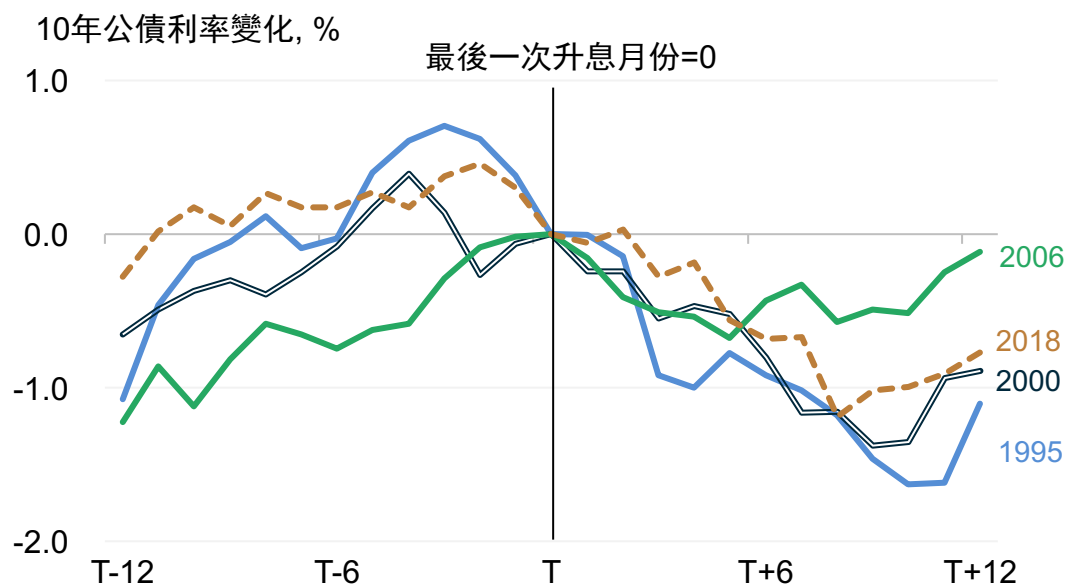
隨升息動能放緩，伺機布局長債時點浮現

歷史上，**公債利率多在升息見頂後偏下行**，本次升息循環而言，市場預期Fed將於明年上半年暫停升息，意味殖利率逢高伺機布局長債的時間浮現。

另一方面，考量到目前美國勞動力市場仍穩健、通膨仍位於高位等因素，將使通膨明年難回到Fed目標的預期下，**料Fed態度不易反轉、降息的空間及幅度有限下**，殖利率急降的可能性較低，但若經濟出現急挫，甚至步入衰退的狀況下，債券利率將有較大的下行的空間。

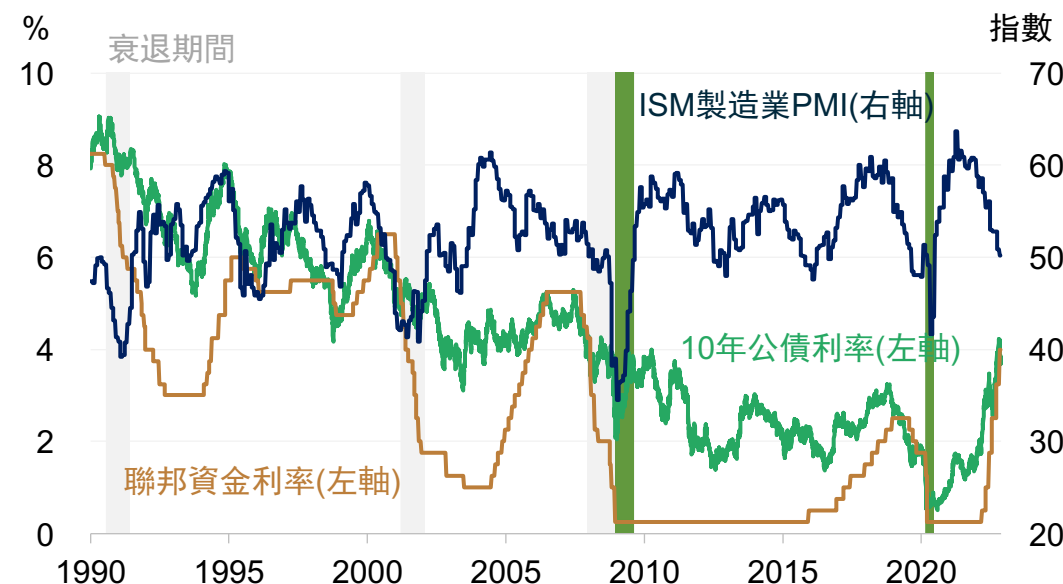
策略上，**隨升息進入尾聲，利率逢高，可趁勢拉長債券的配置天期**，增加公債、投資等級債的部位，預期隨景氣下行壓力加大，將有資本利得的空間。

公債利率多在升息見頂後偏下行



資料來源: Bloomberg。

若經濟出現急挫，債券利率將有較大的下行的空間



資料來源: Bloomberg。

企業獲利仍處下修態勢，股市尚未否極泰來

短期市場氛圍的改善，有助股市評價修復，然較長線的基本面趨勢持續惡化，10月份製造業PMI位於景氣枯榮線邊緣，為50.2，且11月可能進一步跌破50，**企業獲利面下修壓力加大下，預期股市後續仍有回檔壓力。**

歷史上，ISM製造業PMI由高點至低點的期間，平均為24個月，最長則是1990年的37個月。本波製造業PMI自2021/3高點反轉向下，已邁入第20個月，不排除景氣下行已來到後半場。統計過去7次製造業PMI自高點下行24個月後進場美股，並持有1年，不論是上漲機率和平均漲幅皆可期，因此**雖然短期股市可能隨景氣有下跌的可能，但股市拉回無須過度悲觀，可以留意中長期布局的買點。**

景氣放緩壓力，企業獲利仍處下修態勢

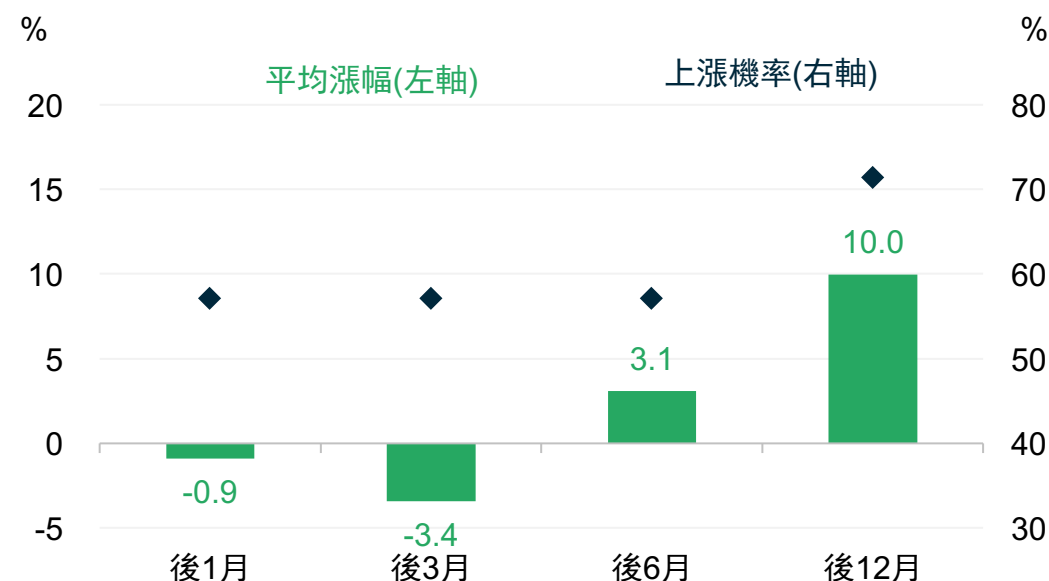


註：統計2000/1~2022/10的月資料，ISM製造業與EPS年增的相關性=0.68。

資料來源：Bloomberg。



ISM自高點下行24個月，標普500後市表現



註：統計1973年以來7次衰退時期，ISM製造業PMI自高點下行24個月後，標普500指數走勢。

資料來源：Bloomberg。

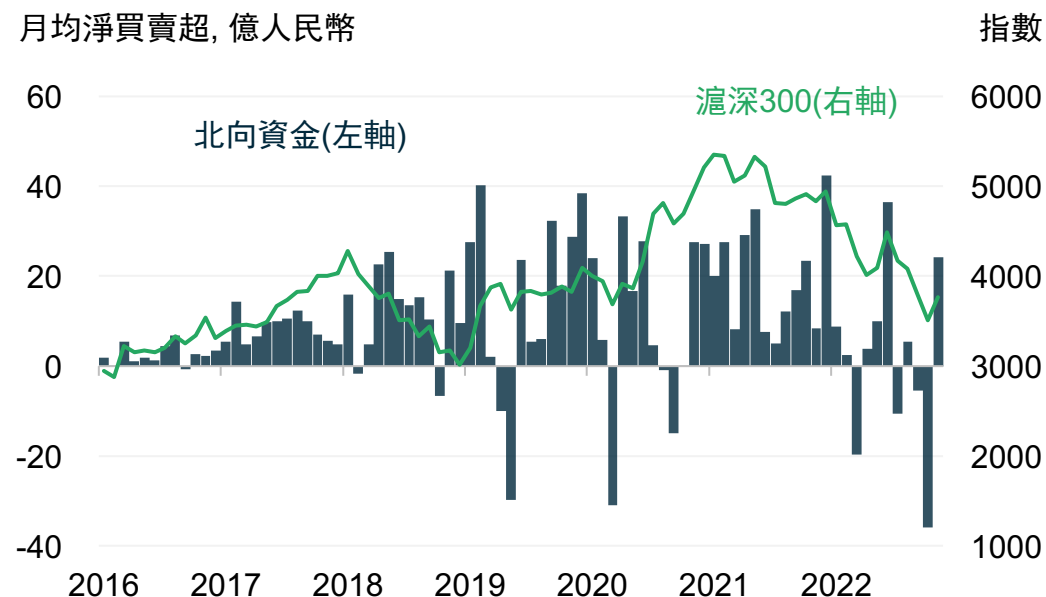
中國 疫情反覆且景氣仍在築底，股市尚未轉至多方格局

中國11月分別在房地產與防疫政策推出放寬措施，國務院也釋出降準訊號。金融16條支持建商的債務展期與融資管道，20條優化防疫措施令動態清零露出曙光，金融市場的悲觀情緒獲得釋放，股價回彈之際，北向資金也重新轉為淨買超。

然而，儘管中國對疫情管控的態度已開始轉向，但是當前確診人數超越4月高峰，各地防控政策也有反覆，優化措施公告後首先放寬的石家莊市為例，隨著新增確診人數攀升，近期又再度展開全員核酸與封控，顯示在確診人數下降、疫苗接種、醫療資源等各方面都準備完善前，解封恐難一步到位。

在政策支持下，中國經濟與股市進入築底階段，後市無須過度悲觀，惟疫情反覆且景氣仍有待政策更多支持，股市尚未轉至多方格局。

投資人情緒回穩，11月北向資金重回淨買超



石家莊所在的河北省疫情快速散播



註：新增確診人數為確診病例+本土無症狀感染。

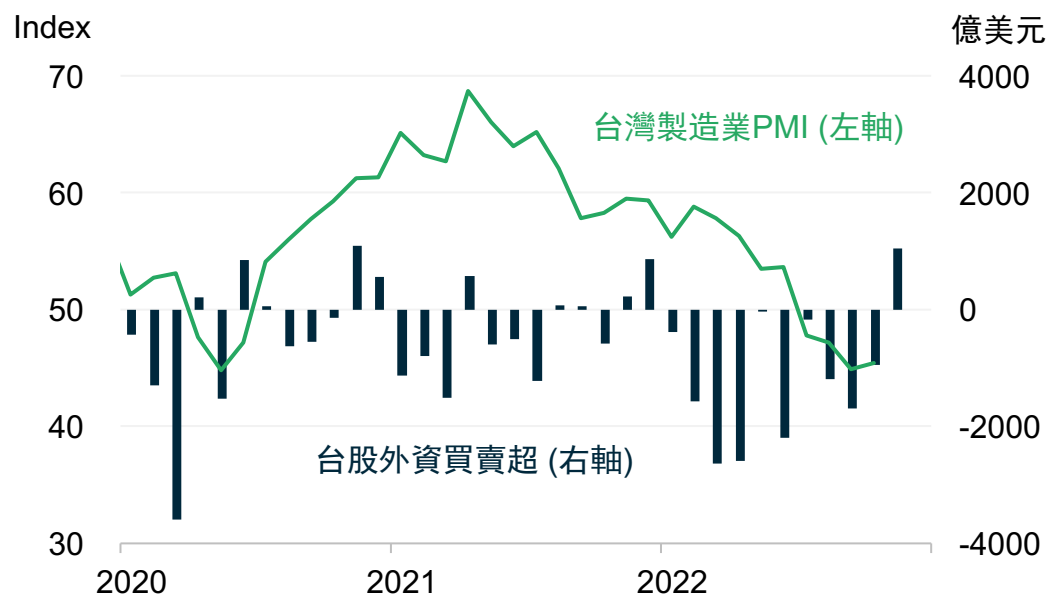
資料來源：Wind。

匯市 外銷訂單表現不佳, 台灣出口面臨旺季不旺, 台幣仍呈弱勢震盪格局

美、中利空鬆動, 迫使外資大規模進行回補空單或過低配置的部位, 推動台灣股匯聯袂大漲。但基本面而言, 台灣出口增長由高位盛極而衰, 近兩月外銷訂單更呈年比負增長的狀況。依經濟部統計處, 全球經濟受通膨及升息影響, 終端需求疲弱, 壓抑外銷訂單表現。因此, 全球景氣循環依舊趨疲下, 恐使得台灣出口面臨旺季不旺的窘境。

誠然, 近期軋空行情推升台股、台幣聯袂轉強, 但自身基本面逆風、聯準會依舊升息下, **台幣中線偏弱格局尚未扭轉。短線上, 台幣隨台股走強機率仍高, 就明年全年而言, 基本面仍恐壓抑台幣1Q走勢, 電子業去庫存可望在年中屆尾聲, 下半年較有利台幣匯價。**

外資回補, 帶動台幣匯價回升



註: 外資買賣超資料截至2022/11/15。

資料來源: Bloomberg。

外銷訂單年比續降, 出口恐有旺季不旺之虞



資料來源: Bloomberg。

Nov/Dec 2022

28	Monday	29	Tuesday	30	Wednesday	1	Thursday	2	Friday
歐元區M3貨幣供給		美國經濟諮詢會消費者信心 美國FHFA房價 歐元區消費者信心 日本零售銷售 日本失業率 台灣GDP 德國CPI		美國ADP 就業變動 美國個人消費 美國GDP 歐元區CPI 日本工業生產 中國製造業PMI		美國初領失業金人數 美國個人所得/支出 美國製造業PMI 美國PCE 中國財新PMI 台灣製造業PMI 日本製造業PMI		美國非農就業人口變動 美國失業率	

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牴觸之情事；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牴觸為由，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