



國泰世華銀行
Cathay United Bank

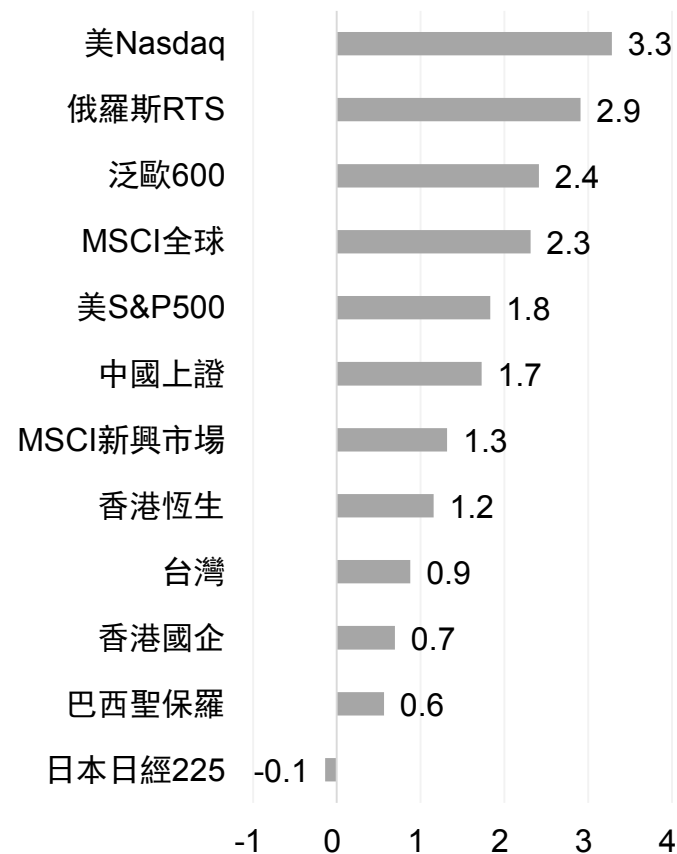
2023年1月19日

投資研究週報

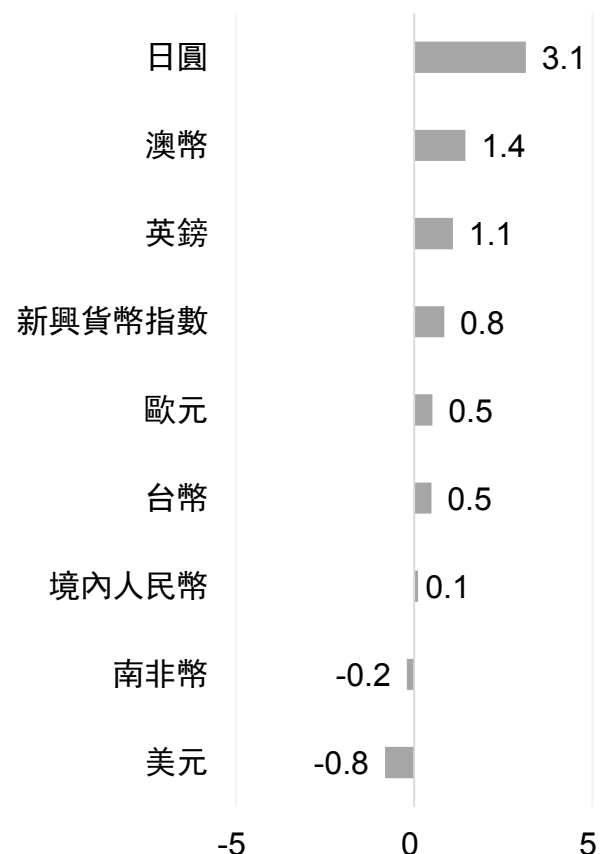
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

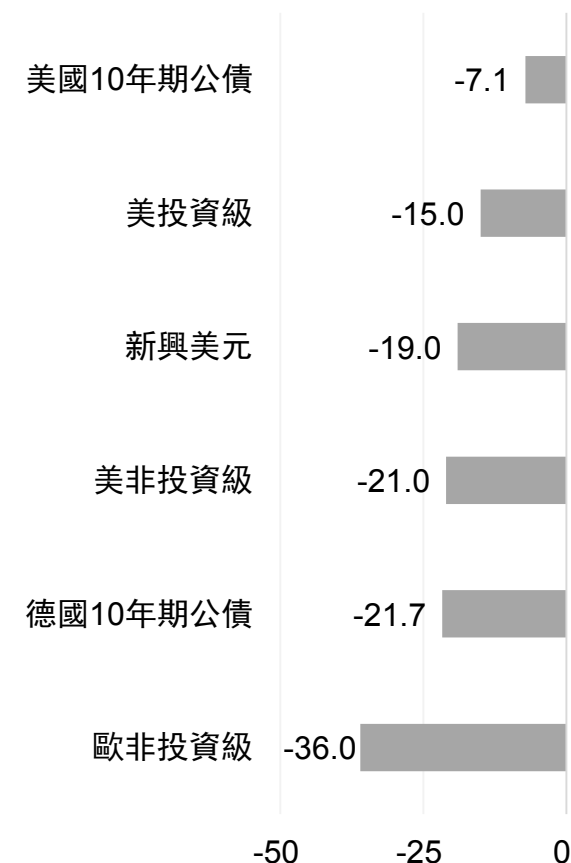
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/1/13- 2023/1/17。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 年節恰逢財報週，重點時程及財報預覽

預期年節期間的總經數據變化不大，重點關注企業財測透露的產業前景。即將公布財報包含，車用及半導體類股-特斯拉、艾司摩爾、Intel、德州儀器。金融消費類股-Visa、Master等。

► BoJ率先起跑，年後多國央行會議接力

1)Fed：通膨續降，料2月再升1碼後，3月或5月有望停止升息。2)ECB：接棒Fed去年中旬的鷹派態度，表示仍有數次升息50個基點的空間。3)BoJ：最新決議維持現行政策不變，但市場預期貨幣轉向勢不可免。

► 美國舉債上限議題再起，如何看待？

探究過去舉債上限引發市場動盪的經驗，多發生在朝野分裂時期，舉債上限被作為政治籌碼，但無實際觸發違約過。本次亦處於國會分裂時期，雖不預期國會會釀下大禍，但須留意確實有不易快速落幕的風險。

股市

進入財報旺季，標普500可能出現自疫情以來，首度獲利負成長，不過市場似乎早已對較差的財報有所預期，利空鬆動帶動去年11月以來多頭延續，但景氣下行，拉回布建仍是較穩健的做法。

債市

升息即將屆頂，公債殖利率上行空間有限，信用債則可能受到景氣下行而導致利差擴大，投資級債的表現，相較於非投資級債而言較為穩健。

匯市

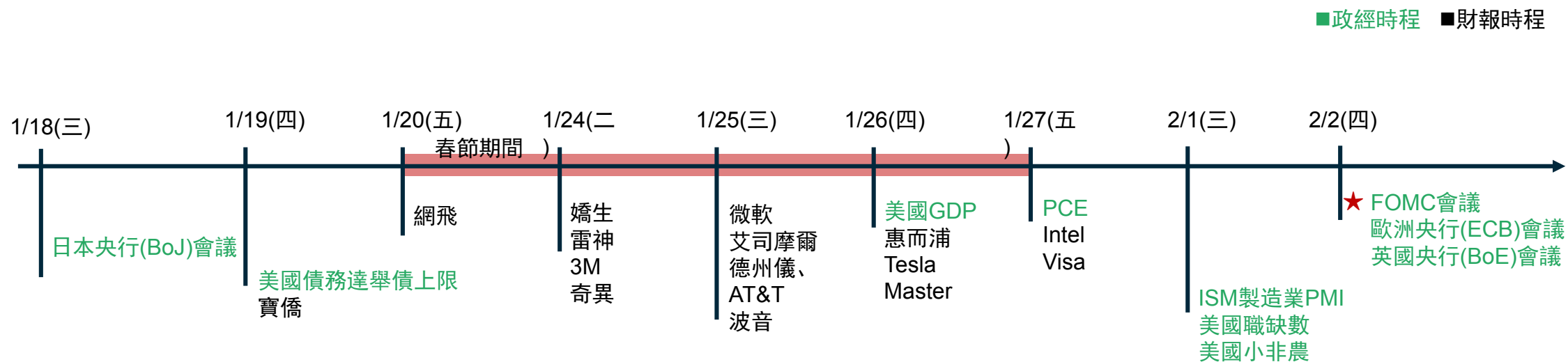
日本央行(BoJ)往緊縮方向前進，帶動美日利差縮窄、日圓升值。日圓升值牽引台幣，加上春節效應、外資回補，帶動台幣走升，欲換匯者可利用近期台幣偏強時進行換匯。

過年前後重要時程一覽

台灣春節休市8日(1/18~1/27), 休市前後重要時程一覽:

- 重要經濟數據: PCE、ISM製造業PMI、就業數據(小非農、美國職缺數)
- 重量級財報: 車用及半導體類股-特斯拉、艾司摩爾、Intel、德州儀器; 金融消費類-Visa、Master等
- 年後央行決策會議: FOMC利率決策會議、歐洲央行(ECB)及英國央行(BoE)的利率決策會議

春節前後重要時程



註: 台灣時間。

資料來源: Bloomberg, 美國財政部。

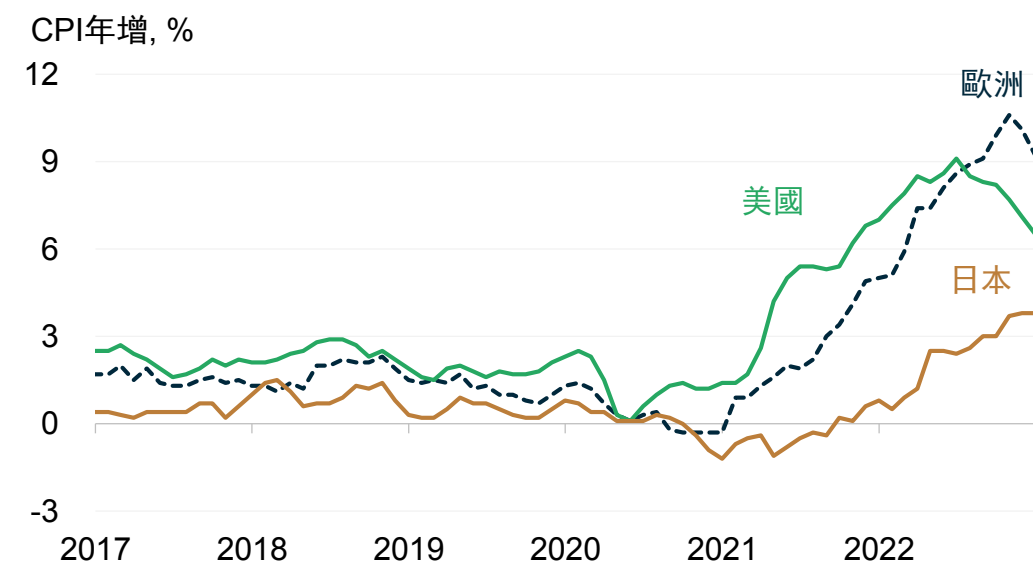


美歐日通膨走勢不同調, 央行動向看法?

預期過年期間經濟數據, 仍將難脫景氣下行態勢, 而各國貨幣政策異同, 主要將取決通膨走勢。各國通膨走勢及貨幣政策預期:

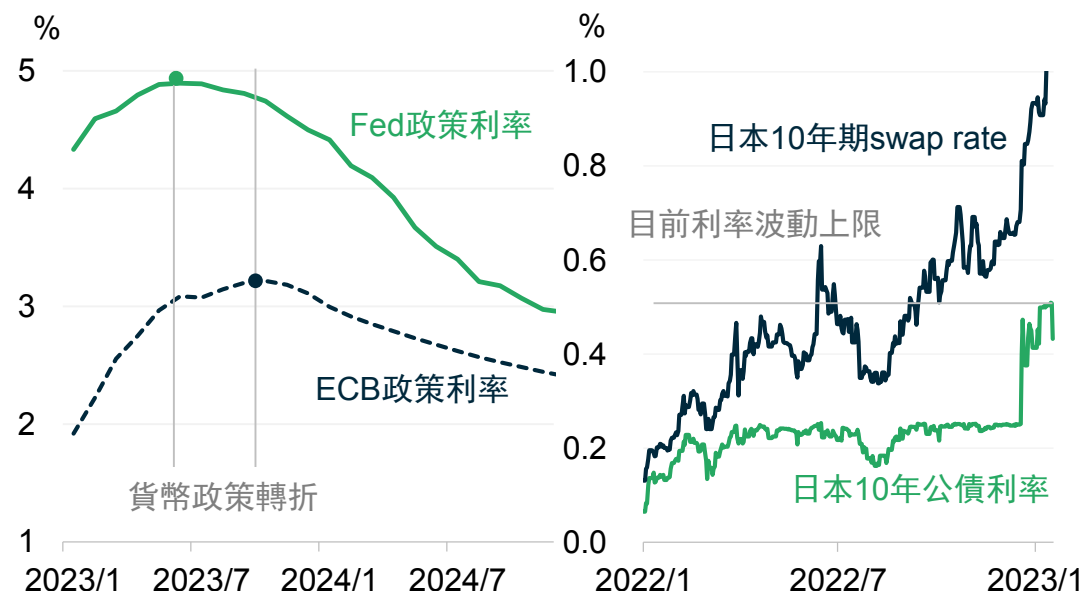
1. Fed : 通膨續降, 勞動力緩步降溫下, 將使Fed貨幣政策彈性增加, **料2/1 FOMC會議再升1碼後, 3月或5月將有望停止升息。**
2. ECB: 歐洲受惠暖冬, 天然氣價格回落至俄烏戰爭前水準, 通膨初見降溫。料**將接棒Fed去年夏末的鷹派態度, 去年12月ECB表示仍有數次升息50個基點的空間。**預期貨幣政策有望跟隨Fed腳步, 於明年下半年見頂。
3. BoJ : 最新決議維持現行政策不變, 但日本通膨續創新高, 且由日本10年期swap rate來看, 市場仍預期日本貨幣轉向勢不可免。

美通膨續降; 歐洲通膨初降; 日本通膨續升



資料來源: Bloomberg。

貨幣政策轉折有先後...意味美元難再現去年強勢



註: 資料日期2023/1/17。

資料來源: Bloomberg。

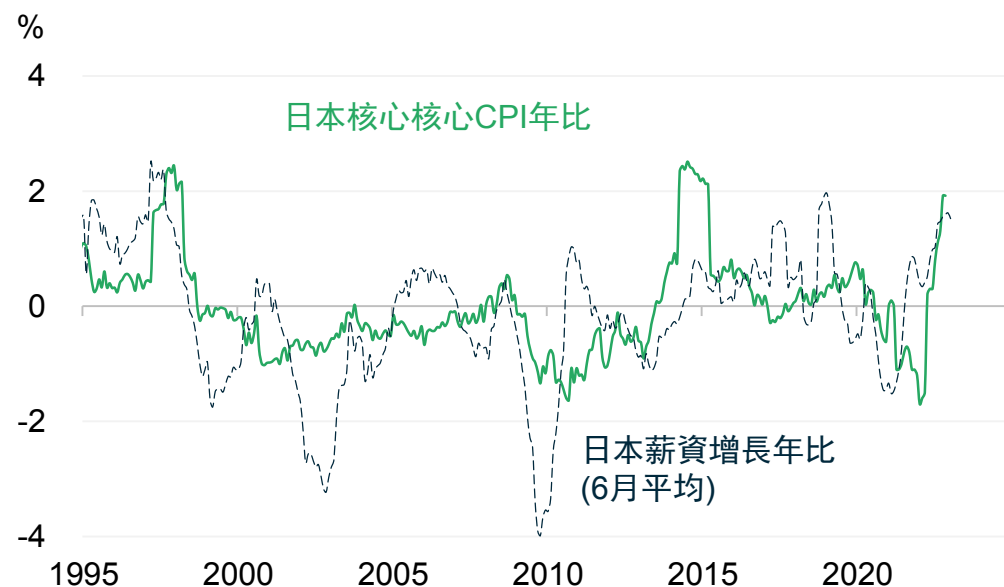
日本央行：事前雖傳檢討殖利率控制(Yield Curve Control, YCC)政策, 但本次會議未做政策調整

日本央行(BoJ, 日銀)利率會議重點：**維持現行政策不變。**

1. 會議內容：1)短期利率：維持政策利率-0.1%不變。2)長期利率：維持10年期日本公債殖利率目標在0%不變，**區間維持±0.5%不變**，不設定購買上限。3)資產購買：維持購買ETF、日本房地產投資信託基金(J-REITs)、商業票據與公司債的上限不變。
2. 市場猜測未來日銀將對YCC政策進行調整的原因：1)名目薪資成長減緩，通膨延續升勢，使得**實質薪資狀況堪憂**，日本岸田首相呼籲企業加速調薪，使得**3月春季工資談判成為焦點**，但這也將隱然成為日本通膨第二輪效應的動力。2)YCC政策下，**影響日本債券市場的正常運作。**

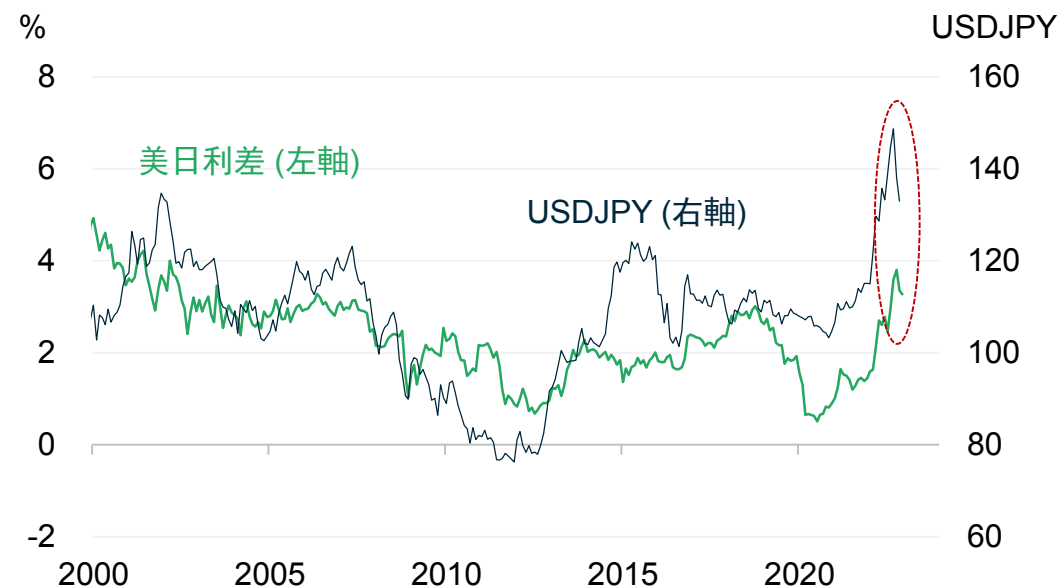
匯價：本次會議雖未調整政策，但繼去年末日銀**放寬殖利率波動上限**，後續調整勢不可免，未來日債殖利率補漲、美日利差回落機率仍高，將使**日圓匯價不若去年弱勢。**

日本薪資增長隱然成為推動通膨的第二輪動力



資料來源：Bloomberg。

日銀往緊縮方向前進，帶動美日利差縮窄、日圓升值



資料來源：Bloomberg。

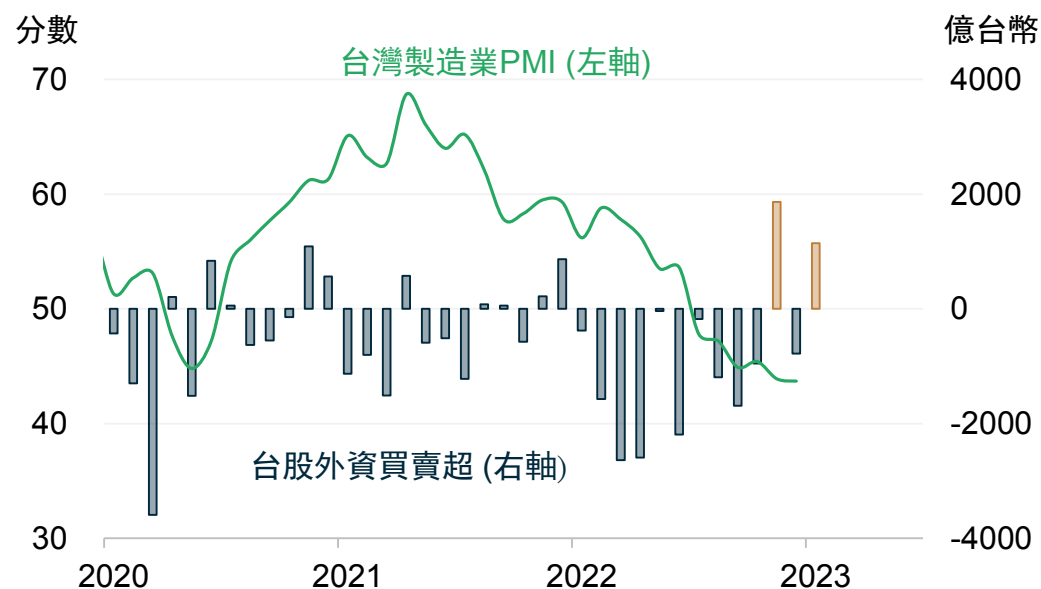
台幣：去庫存延續，但春節效應、外資回流，加上日幣強升牽引，台幣匯價暫與基本面脫鉤

據台積電、聯電兩大晶圓代工廠的法說會，不約而同表達上半年景氣較為黯淡的態度，聯電更明確點出Q1景氣能見度差的狀況；以製造業PMI為例，台灣製造業依舊受去庫存影響，**基本面仍處收縮狀態**。然而，去年底巴菲特防線浮現、中國疫情政策改弦易轍下，外資被迫認錯，**資金大幅回流**。

全年而言，美元不若去年強勢的背景下，的確有利台幣擺脫去年弱勢，尤其在1)**春節效應**、2)**外資買超**下，更為近期台幣走升的助力。此外，日本央行調整殖利率控制政策(等於變相緊縮)，3)**日圓匯價強升帶動比價效應**，為業已回升的台幣匯價更添柴火。

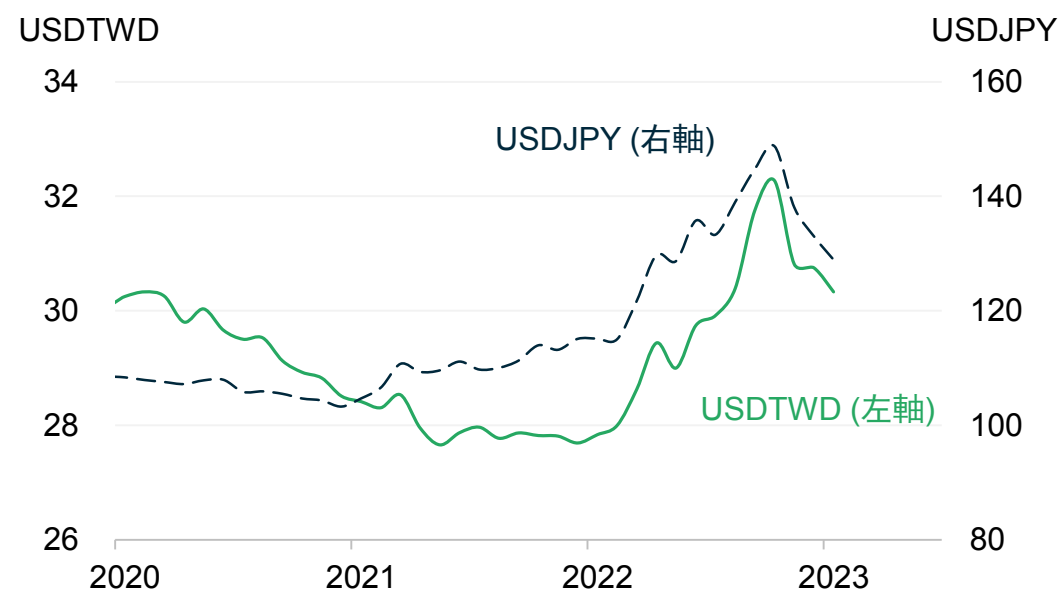
然而，上半年電子業接單不佳的狀況較難逆轉，此將影響台股上半年營收表現，而隨台股位階爬升，震盪機會也將墊高，台幣匯價勢難擺脫台股震盪影響，**若有換匯需求，春節效應是值得利用機會，可利用近期台幣偏強時進行換匯**。

基本面雖仍不佳，但外資回補下，資金率先回流



資料來源：Bloomberg。

日圓隨日本央行態度而轉強，台幣難擺脫其牽引



資料來源：Bloomberg。

美股財報週開跑, 表現優於預期的機率高

美股進入財報密集公布期, 根據Factset預估, 標普500大企業去年Q4獲利年減3.7%, 這也是自2020年Q3以來, 標普500首度出現獲利年增率衰退的情形。不過截至2023/1/18, 標普500已有104家企業公布去年Q4財報, 其中72.6%的公司獲利優於預期, 在已公布的公司中, 獲利年增率達到6.6%, 明顯高於預估。

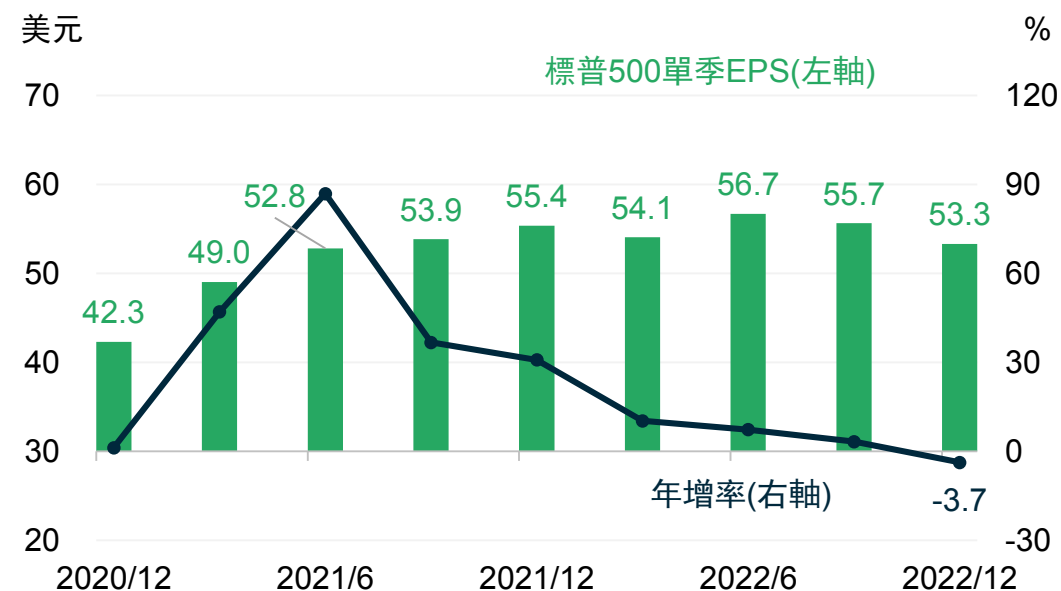
依過去經驗, 企業財報實際值通常會優於公布前的預估數字, 有助改善近期基本面下行對於股價的壓抑, 不過, 由於企業庫存問題仍待時間去化, 今年H1消費動能不振、營運動能低迷的情形仍是市場共識, 美股上檔有壓, 可逢高調節拉高現金部位, 保持整體部位的彈性。

美股進入財報密集公布期

日期	公司	實際 EPS	預估 EPS	優/劣於預期	日期	公司	實際 EPS	預估 EPS	優/劣於預期
1/17	高盛	3.32	5.51	劣	1/25	艾司摩爾	-	13.87	-
	摩根士丹利	1.31	1.23	優		德州儀器	-	1.98	-
1/18	聯合航空	2.46	2.12	優		微軟	-	2.31	-
	嘉信理財	-	1.09	-		AT&T	-	0.56	-
1/19	美國鋁業	-	-0.65	-	1/26	波音	-	0.48	-
	寶僑	-	1.59	-		IBM	-	3.57	-
1/20	Netflix	-	0.41	-		特斯拉	-	1.14	-
1/24	奇異	-	1.15	-		萬事達卡	-	2.58	-
	3M	-	2.37	-	1/27	美國航空	-	0.82	-
	雷神科技	-	1.24	-		VISA	-	2.00	-
	洛克希德馬丁	-	7.40	-		英特爾	-	0.19	-
	嬌生	-	2.23	-		雪佛龍	-	4.47	-
	威瑞森電信	-	1.18	-		美國運通	-	2.21	-

資料來源: Bloomberg。

去年Q4獲利預估將出現近8季以來首次衰退



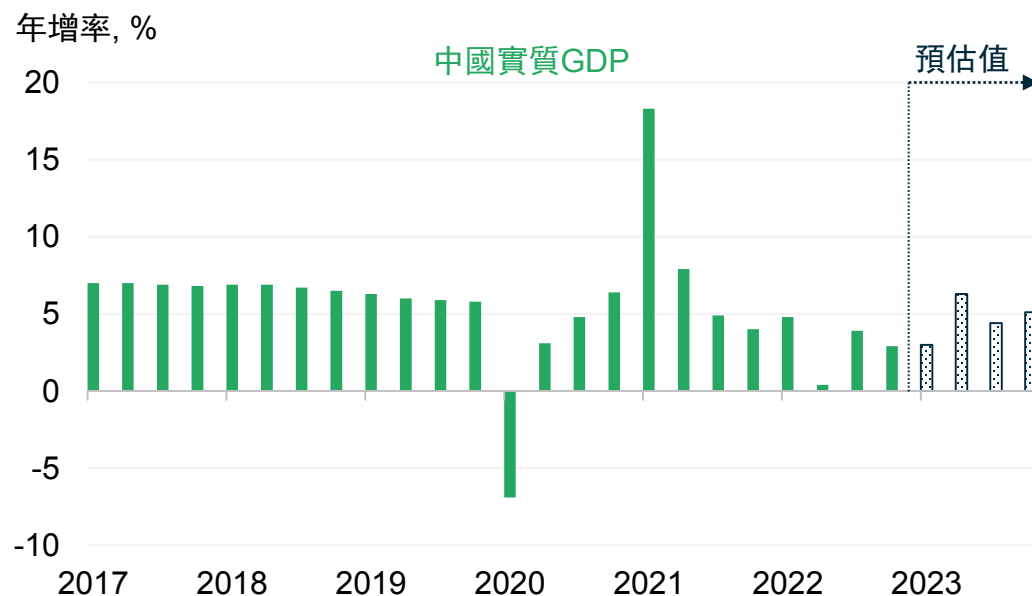
資料來源: Factset。

中國消費帶動經濟觸底回穩，股市有望延續偏多格局

歷經疫情封控對經濟的上沖下洗，中國2022全年GDP成長3%，2022 Q4 GDP年增2.9%，兩者皆優於市場預期。觀察12月數據，工業生產、固定資產與房地產投資都延續下行，但是在購車補貼到期、民眾搶購糧藥的提振下，社會零售總額的增速意外自-5.9%上升至-1.8%。往後看，春運前10日發送旅客數較去年成長將近5成，旅遊需求有望帶動相關服務消費支出，支撐經濟於Q1落底回穩，全年GDP增速可望回到5%上方。

景氣觸底露出曙光，滴滴出行恢復新用戶註冊也象徵監管行動暫歇，北向資金流入規模明顯擴大，兩會前陸港股市有望延續偏多格局，惟境內外指數已漲過年線，短線漲多可能出現盤整，操作上不急於進場追價。

中國經濟有望在Q1觸底回穩

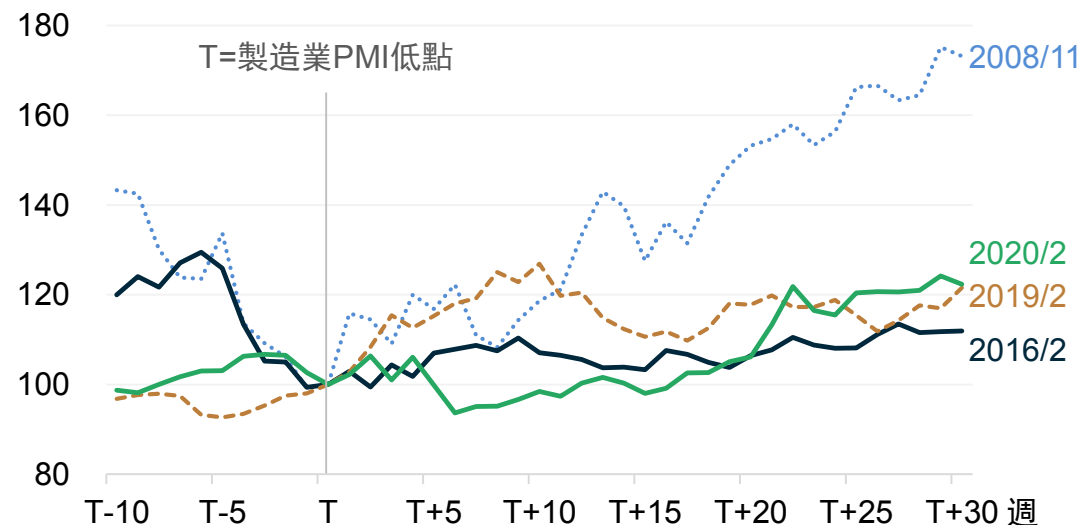


註：預估值為彭博統計經濟學家預估值中位數。

資料來源：Bloomberg。

景氣循環上揚階段，股市多呈正向表現

滬深300，以製造業PMI最低點=100標準化



資料來源：Bloomberg。

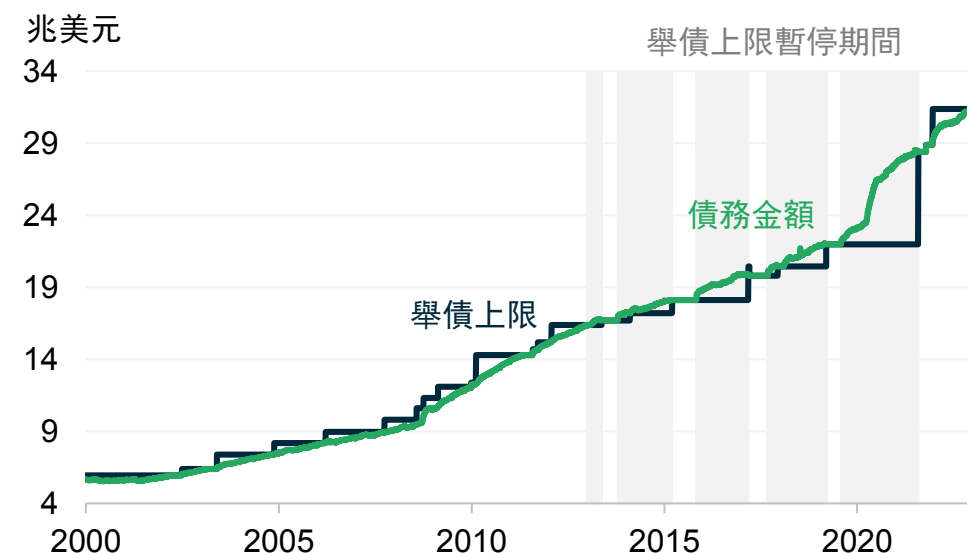
美國舉債上限議題再起, 如何看待?

美國財政部長Yellen表示**1/19可能觸及目前的舉債上限31.4兆**, 且一旦政府負債達到限額**將啟動非常措施支應支出**, 預估可以在6月前避免政府違約風險(預估可能觸及違約的日期一般稱為**X-date**), 但仍力促國會可以盡早提高舉債上限, 保護美國的信用和信心。

若美國財政赤字結構未改變, 必須靠舉債支應支出, **因此在現行法規未調整前, 舉債總額將難以避免一再觸及新的舉債上限**。以歷史經驗來看, 曾因為太逼近X-date, 而引發金融市場動盪, 2011年美國因此遭降評則是最慘痛的例子, 但**未曾因為舉債上限議題實際引發債務違約**。

探究過去舉債上限引發市場動盪的經驗, 多發生在朝野/國會分裂時期, 政黨將舉債上限作為政治工具, 來換取預算政策調整的籌碼, 但真正觸發違約風險低。**本次在國會分裂的狀況下, 雖不預期國會會釀下大禍, 但須留意舉債上限議題確實有不易快速落幕的風險**。

美負債將觸及上限, 但在非常措施支應下, 尚無立即風險



註：歷史上透過提高或暫停某期間的舉債上限適用, 來避免負債觸及上限的問題。
資料來源：Bloomberg。

舉債上限議題再起, 分裂國會下, 風波短期難解



資料來源：Bloomberg。

舉債上限 5大QA一次看

2021/12美國國會將舉債上限由28.9兆，上調2.5兆，來到31.4兆。不過美國財政部長Yellen表示1/19可能觸及目前上限，且一旦達到限額將啟動非常措施支應支出，預估可以在6月前避免政府違約風險，但仍力促國會可以盡早提高舉債上限，保護美國的信用和信心。有關舉債上限的5大QA一次看：

Q1：舉債上限是什麼？

- 舉債上限是政府舉債總和的法定上限，若觸及上限政府將無法發新債。

Q2：政府無法發債的影響為何？

- 美國目前財政預算皆是赤字，代表預期收入低於支出，因此若國會無法解決債務規模觸及上限的問題，則無法透過發債籌措資金履行義務、如償付債息等，將使美國債務有違約風險。

Q3：觸及舉債上限，政府是否有立即的違約風險？

- 若觸及舉債上限，財政部將會使用「非常措施」避免政府違約。非常措施如延遲付款、延後債券到期再投資、甚至可以贖回部分政府基金做為緊急支應所需、運用財政部的儲備現金等措施。
- 因此觸及舉債上限的日子，政府尚無立即違約風險，而政府真正會面臨違約風險的日子，則是非常措施預估將用盡日子，常被稱為X-date。

Q4：為什麼舉債上限議題會一再發生？對金融市場有什麼影響？

- 若美國財政赤字結構未改變，舉債總額將持續攀升。因此在現行法規未調整前，舉債總額將難以避免一再觸及新的舉債上限。
- 過去舉債上限議題引發較大市場動盪的經驗，多是在國會及朝野分裂的時期發生，政黨將舉債上限作為政治工具，來換取預算政策調整的籌碼。

Q5：歷史上舉債上限如何落幕？

- 結果論來看，歷史上美國未曾因為舉債上限議題引發債務違約，顯示國會多能在真正觸及違約前調整舉債上限。
- 但曾因遲遲未提高/暫停舉債上限，太過逼近X-date，引發金融市場動盪。最嚴重的一次經驗是2011年，因舉債上限議題，美國國家信評遭降評。

Jan 2023

23	Monday	24	Tuesday	25	Wednesday	26	Thursday	27	Friday
美國領先指數 歐元區消費者信心指數 台灣/香港/中國/韓國休市		美國標普全球製造業PMI 歐元區製造業PMI 英國製造業PMI 日本製造業PMI 德國製造業PMI 台灣/香港/中國/韓國休市		日本景氣動向領先指標 德國Ifo預期 台灣/香港/中國休市		美國初領失業金人數 美國耐久財訂單 美國新屋銷售 美國GDP 台灣/中國/澳洲休市		美國密西根大學市場氣氛 美國密西根大學通膨預期 美國個人支出/所得 美國PCE 日本東京消費者物價 台灣/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