



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年1月13日

投資研究週報

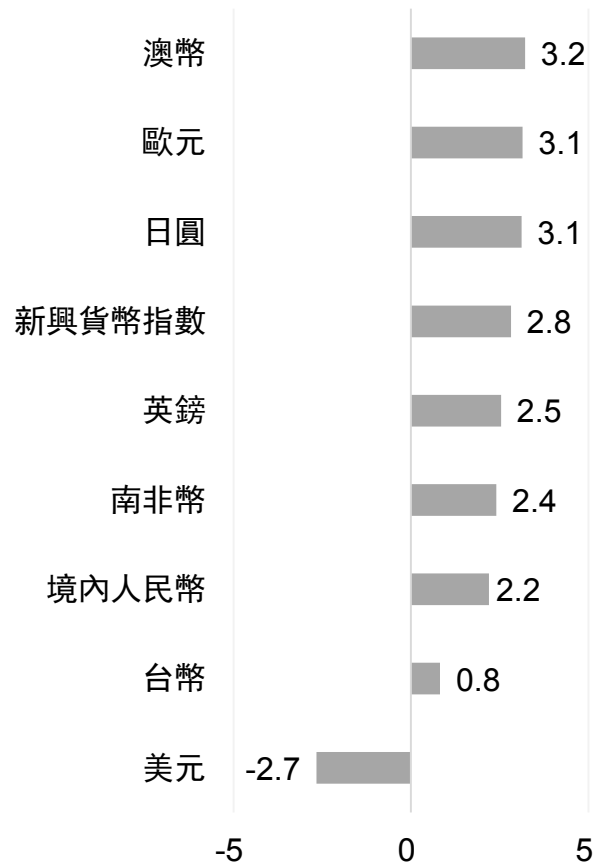
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

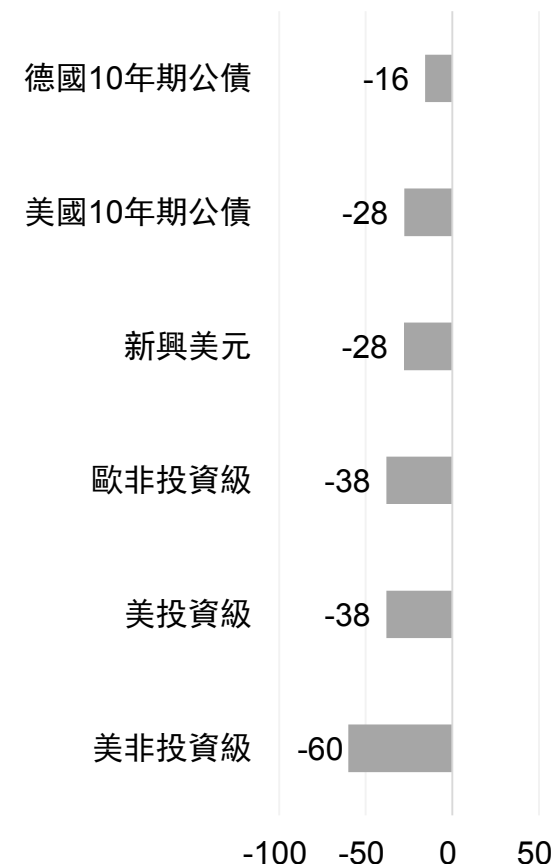
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/1/5~1/12。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 台積電法說幽暗中透曙光；美國通膨續降

1. 製造業持續去庫存，東北亞尤弱；但台積電法說會透曙光，**2023Q2落底、下半年恢復成長**。
2. 美國就業仍佳，但服務業PMI漸透疲態，有助就業市場降溫，也有利通膨回落。

► 中國管控政策丕變，政策外溢效果可期

2022年中國中央經濟工作會議具體揭示：

1. 提升「穩增長」的優先等級且不再提清零。
2. 增加「加大宏觀政策調控力度」字句。
3. 強調支持住房改善等產業以「擴大內需」。

► 利空鬆動有利短多延續，長線題材可留意

1. 地緣政治風險指數難回到大平穩時代，將扭轉**國防**開支的長期下降趨勢。
2. 全球人口老化趨勢持續，但**醫療**投入明顯不足。
3. 各國推動再工業化，但**舊經濟(如礦業)**投資欠缺。

股市

利空鬆動帶動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。標的而言，1)美、中利空鬆動，有利**轉機股**表現，**如亞、歐股**；2)長線題材方面，地緣政治與人口結構轉變，將帶動**國防、醫療等**的需求。

債市

景氣循環下行，通膨降溫，**總經格局有利美債殖利率長線偏下行**，可增加長天期債券布建。標的方面，仍以信用評等良好者、現金流良好者為先。

匯市

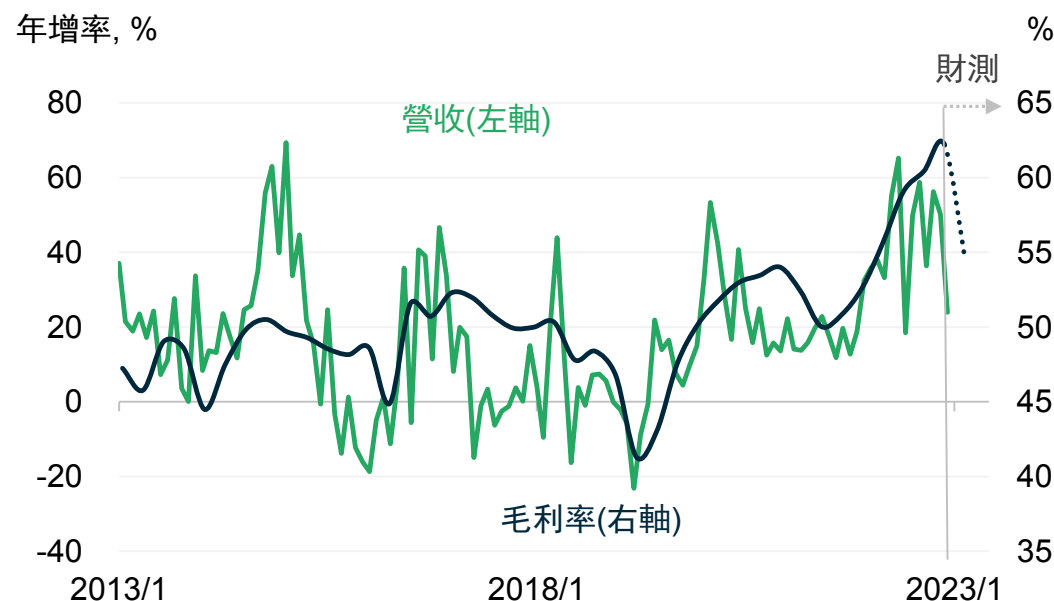
雖然上半年震盪過程難免，但全年而言，美國利率優勢鈍化，美元難再現去年強升走勢。中國防疫政策丕變、春節效應推升中、台兩國匯價，**宜利用春節效應趁早換匯**。

台積電：法說符合預期，「Q2」落底、「下半年」恢復成長

台積電公布去年Q4財報，雖然營收低於財測，毛利率則受惠台幣貶值、成本控管得宜，而由去年Q3的60.4%上升至62.2%，單季EPS11.4元再創新高。不過由於PC、手機去化庫存，上半年營收低迷，較去年同期將減少5~10%，景氣谷底同步出現。而下半年在庫存回到低檔、客戶應用3奈米先進製程的新產品開始量產出貨，營收將出現明顯的拉升，2023年全年將維持小幅成長，優於產業平均。

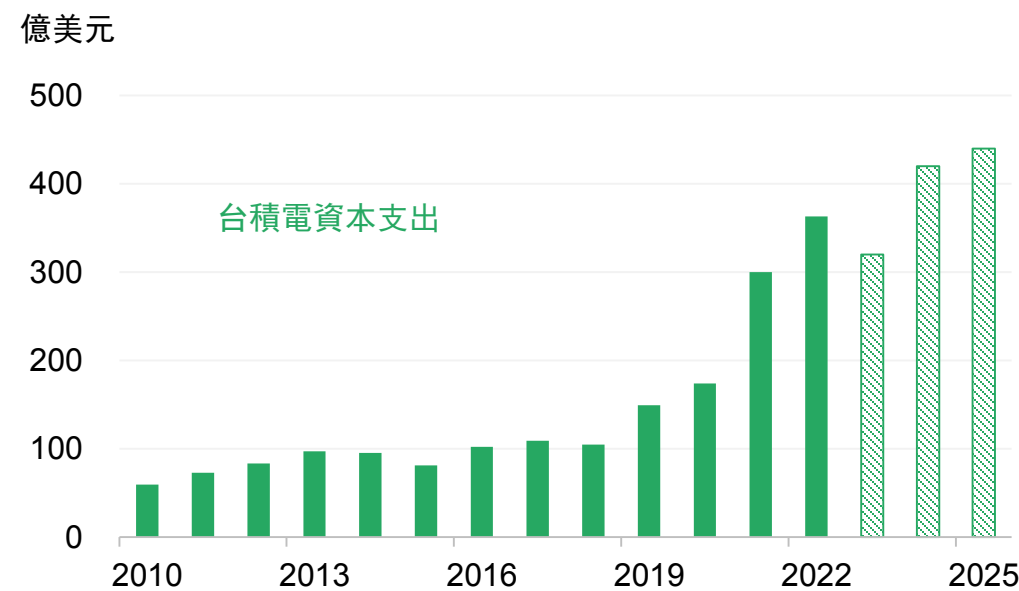
台積電繼去年Q3法說會下修2022年資本支出10%後，2023年資本支出進一步下修至320~360億美元，反應產業景氣調整，不過受惠AI、HPC等需求仍成長，台積電長期仍將持續增加資本投資，半導體景氣短空長多。

台積電H1產能利用率不樂觀，毛利率將同步下滑



資料來源：Bloomberg。

2023年台積電資本支出預估下修



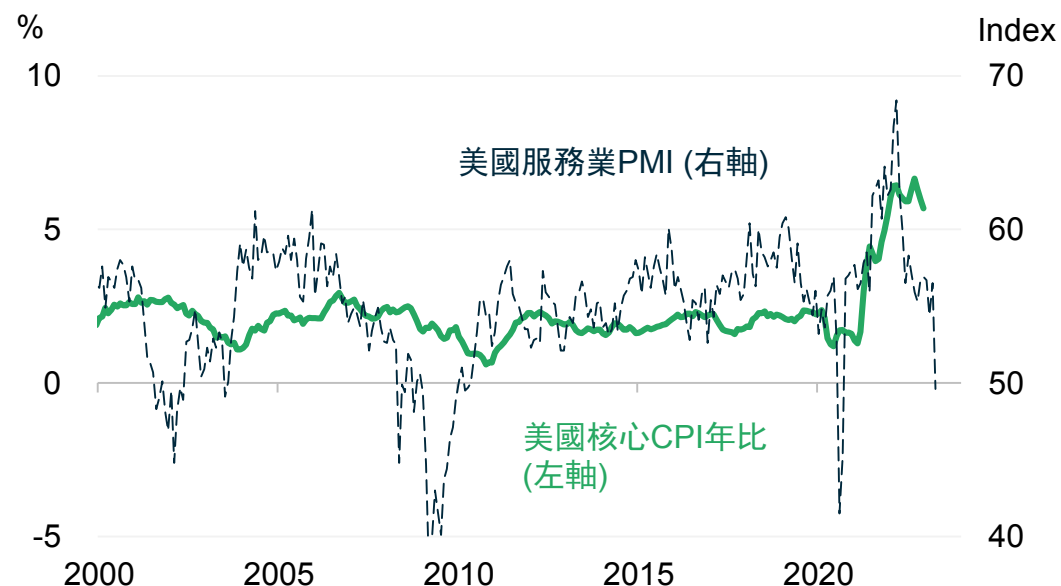
資料來源：高盛, Bloomberg。

美國：就業仍佳，但美國服務業PMI漸透疲態，有助部分服務業人力需求及通膨降溫

去年12月非農就業人數增加22.3萬人，雖然就業增長人數仍高於預期，但薪資成長降溫訊號令市場受到鼓舞。原因在於，**就業與薪資增長放緩有助聯準會最關切的核心通膨走降**，以12月公布的核心CPI來看，年比持續較上月下降，此為聯準會所樂見。

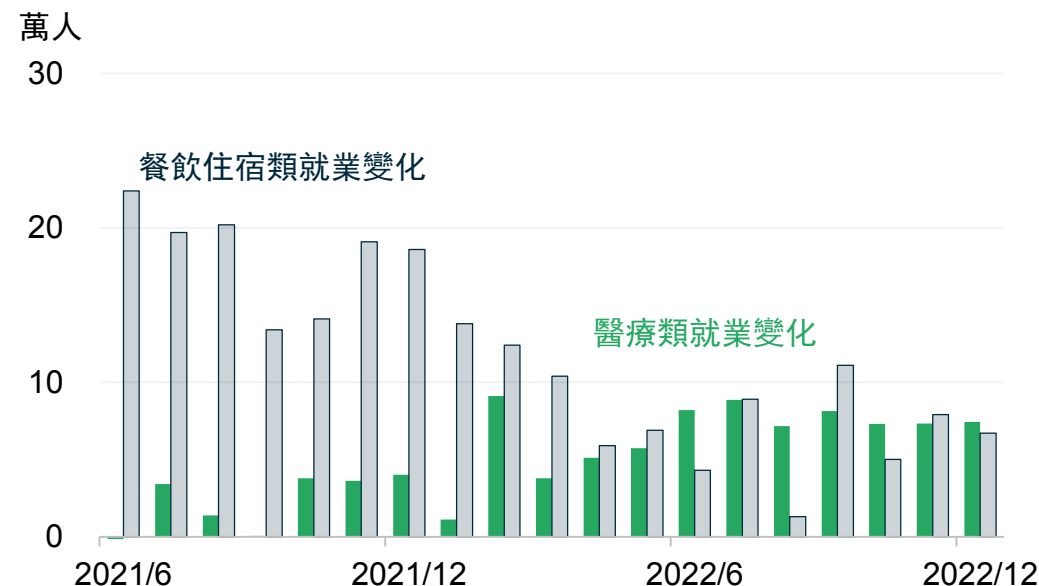
就產業別而言，揮別疫情以來，服務業就業持續回升，但2022年下半以來服務業就業動能逐漸放緩，與ISM服務業PMI走勢一致。更細部來看，增長放緩主要來自於循環性較為明顯的產業，如餐飲、住宿等產業；但另一方面，**醫療與社會照顧類**的就業增長持續熱絡，主要受到**疫情、人口老化等的結構性支撐**，這也將導致非農就業降溫速度有所放緩，使得就業與經濟增長的關係較過往略為下降，因此本次的景氣下行導致的失業狀況可能不如過往嚴重。

美國服務業PMI漸透疲態，有利通膨壓力續降



資料來源：Bloomberg。

餐飲等循環性就業已見降溫，但醫療類則有結構支撐



資料來源：Bloomberg。

中國：中央經濟工作會議具體揭示20大後風向轉變，即便解封騷動難免，但有利消除政策面利空

雖然中國債務性結構問題仍在，對民營經濟與資本打擊令企業膽顫，但**20大後風向略見轉變**，其中

1. 外交關係應將趨緩：1)布林肯年初將訪華，至少有助2023上半年美中關係穩定；2)習近平已出訪，中國將設法改善對歐、澳、日關係。
2. 2023年內循環成為經濟支撐：外循環隨美、歐需求趨弱，內循環對穩增長的重要性更為提升。

不同於2021年，**2022年中國中央經濟工作會議**具體揭示：1)「**穩增長**」的優先等級，改變穩就業居首且不再提清零；2)增加「**加大宏觀政策調控力度**」字句，意味今年政策刺激力道應不會低於去年；3)強調支持住房改善、新能源汽車、養老服務等產業以「**擴大內需**」，及支援平臺發展。

後續雖靜待兩會(3/5)人事鋪排、政策落地，但政策轉變已帶來對股市的激勵，而更值得注意的是，**中國政策轉變將帶來『外溢效果』**。

解封後的騷動難免，卻是「走向疫後」必經之路

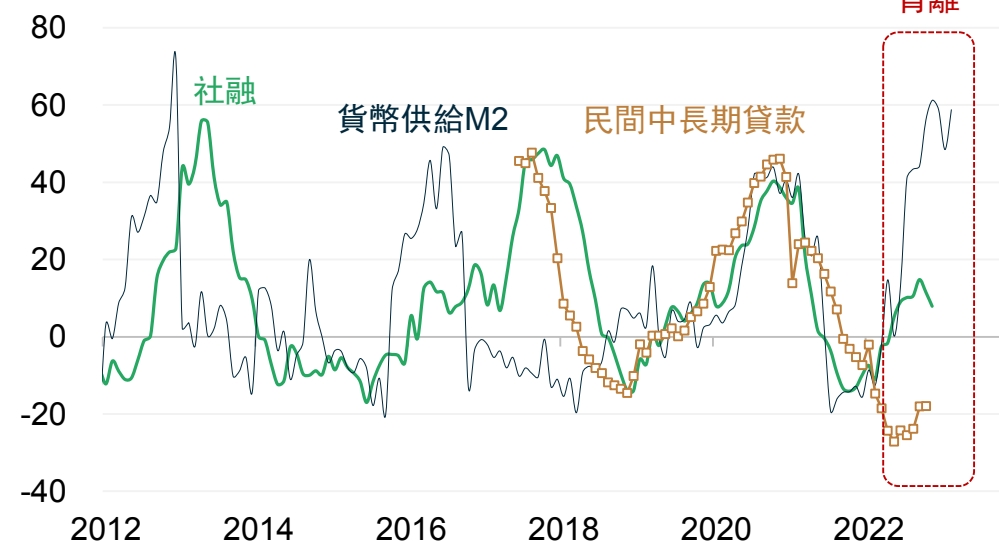
Google搜尋熱度



資料來源：Bloomberg。

去年貨幣政策效果受到封控所抵銷，但今年將有所轉變

12個月增量合計年比，%



資料來源：Bloomberg。

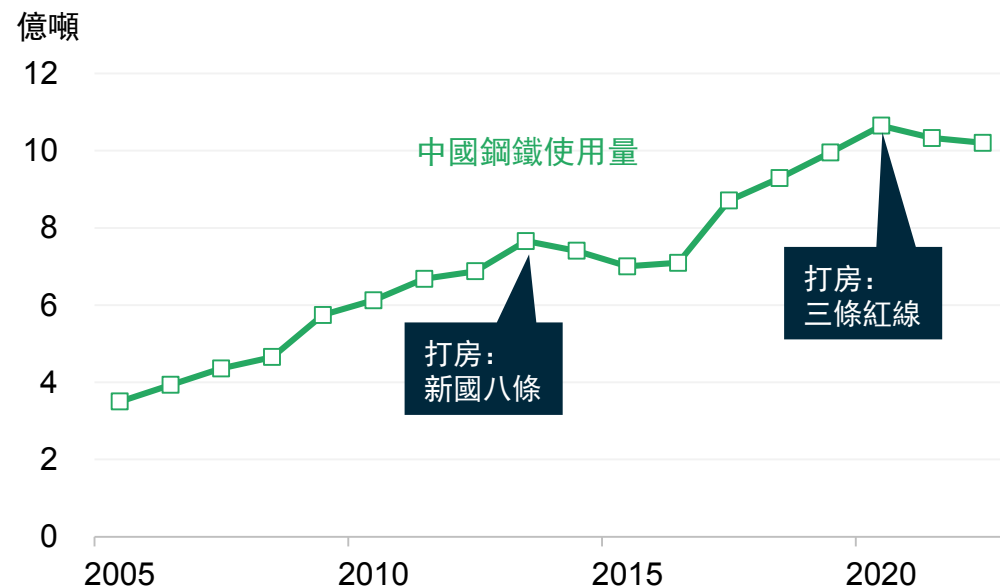
中國：20大後管控政策丕變，除激勵自身股市，外溢效果更值得關注

去年20大後，人行和銀保監會聯合祭出**16條措施救房市**，內容包括鼓勵金融機構和開發商自主協商，對於開發貸款、信託貸款等融資，未來半年內到期的，可允許展期一年；同時，支持各地調降個人房貸首付比率和貸款利率，此被媒體稱為是「史詩級房產救市」。

此外，新冠防疫政策上也出現大轉向，**發佈「新十條」措施，不再提及堅持「清零」政策**；尤有甚者，更進一步宣佈將從今年1/8開始放開疫情爆發以來實施的邊境管控措施。

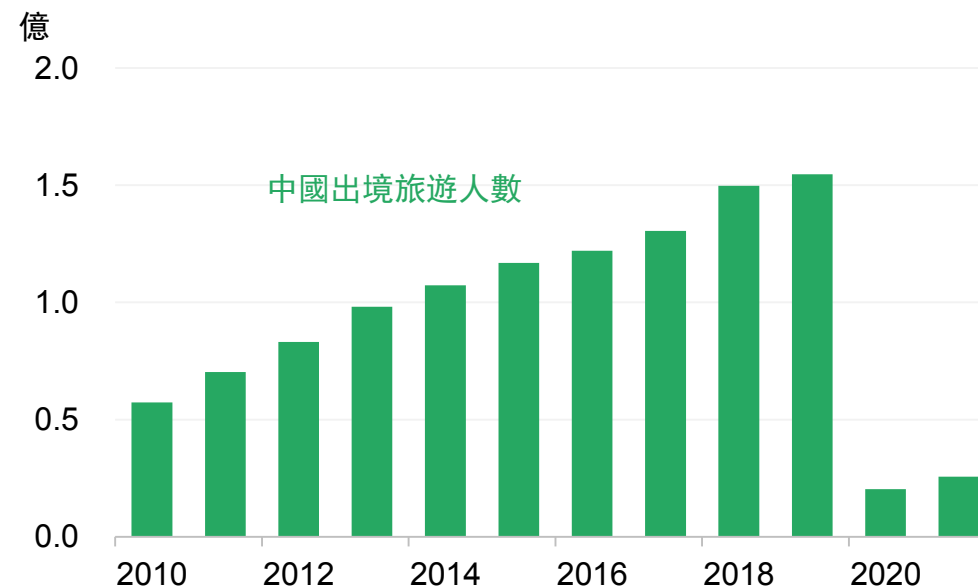
政策轉變可望為受到政策壓抑的產業帶來『外溢效果』，如**國際原物料(新興)、旅遊精品(歐洲)、手機(台韓)**等產業表現皆可望獲得激勵。

中國鋼鐵需求受房市政策打擊，今年應見改善



資料來源：Bloomberg。

疫情以來，中國出國旅遊人數驟減，Reopen後勢將回升



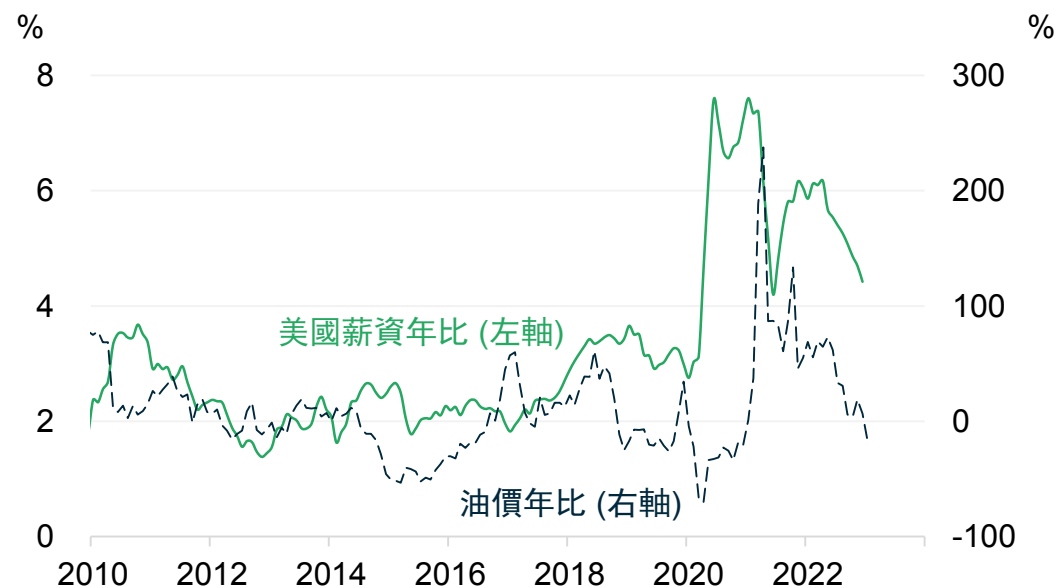
資料來源：Bloomberg。

債市方面, 油價、工資增長降溫, 有利後續通膨舒緩, 實體經濟趨弱也有利殖利率下行趨勢

隨景氣壓力加大, **1)油價滑落**, 加上高基期影響, 後續能源價格對通膨影響將持續降低。勞動市場方面, 先前Fed主席Powell明確表示希望看到工資增速放緩, 冀能回到疫情前薪資年增約2~3%的水準; 現況而言, **2)就業市場降溫已逐漸反應到薪資上**, 其增長動能已遠不若去年上半。**3)長短利差反轉**的幅度持續, 除論示投資人對前景看淡, 同時不利銀行業放貸意願, 將壓抑後續實體經濟表現。

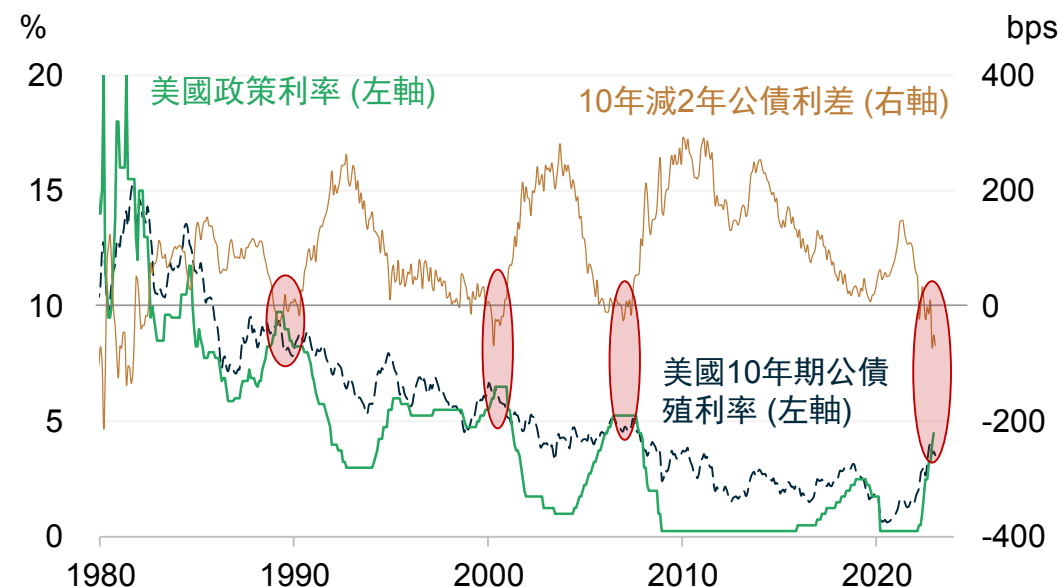
通膨與景氣回落的趨勢下, 將持續壓抑長債利率走勢, 後續每逢Fed官員強調緊縮論調(Higher for Longer), 或有數據推升利率之際, 皆是逢高布建長債的機會。

油價、工資增長降溫, 有利美國通膨舒緩



資料來源: Bloomberg。

長短利差大幅反轉, 不利後續實體經濟並予長率壓力



資料來源: Bloomberg。

匯市方面, 利率優勢鈍化, 美元難再現強升走勢; 季節性與市場氣氛好轉為近期中、台匯率助攻

美元指數：日本央行表態1/18政策會議將評估寬鬆政策副作用，並將採取行動改善公債市場運作，而歐洲央行也已進入升息循環；加上近日市場風險氣氛不差，在在壓抑短線美元走勢。雖然上半年聯準會官員將持續強調緊縮論調(Higher for Longer)，可能加劇美元震盪走勢，但**全年而言，美國利率優勢鈍化，美元難再現去年強升走勢。**

中、台兩國匯率：去年以來，去庫存影響東北亞電子業接單，但依過往經驗，出口商在年底至隔年初的春節效應，仍將使拋匯力道加強，而近期風險氣氛良好更為中、台匯率助攻。但**1)中國方面**，囿於債務與經濟結構困境，中國人行難避免寬鬆政策，應屬人民幣匯價長線隱憂；而**2)台灣方面**，春節效應有利台幣季節性偏強，但上半年台幣隨台股震盪機會仍高(基本面逆風、電子業接單不佳)。**若有換匯需求，春節效應是值得利用的機會。**

美國利差優勢鈍化, 美元強升背景不再



註：主要國家包括德、日、英、加、澳。

資料來源：Bloomberg。

年節季節性與市場氣氛好轉為近期中、台匯率助攻



註：統計2016-2021年中、台兩國匯率平均月升貶幅。

資料來源：Bloomberg。

股市方面, 目前景氣雖仍拖累企業獲利下行, 但股市長線行情不淡, 類股表現則趨向多元

企業獲利受到景氣下行影響, 增長速度面臨下修。以美股標普500為例, 隨美國PMI先行跌落榮枯線50之下, 標普500的獲利增長確實有進一步跌入負增長的可能。但鑒於**1)美國家計資產負債表仍舊健康**, 而**2)就業市場受惠於人口結構轉變(全球性缺工)**應不致大幅惡化; **3)中、美兩大利空進一步鬆動**, 包括中國疫情政策丕變、美國通膨降溫。

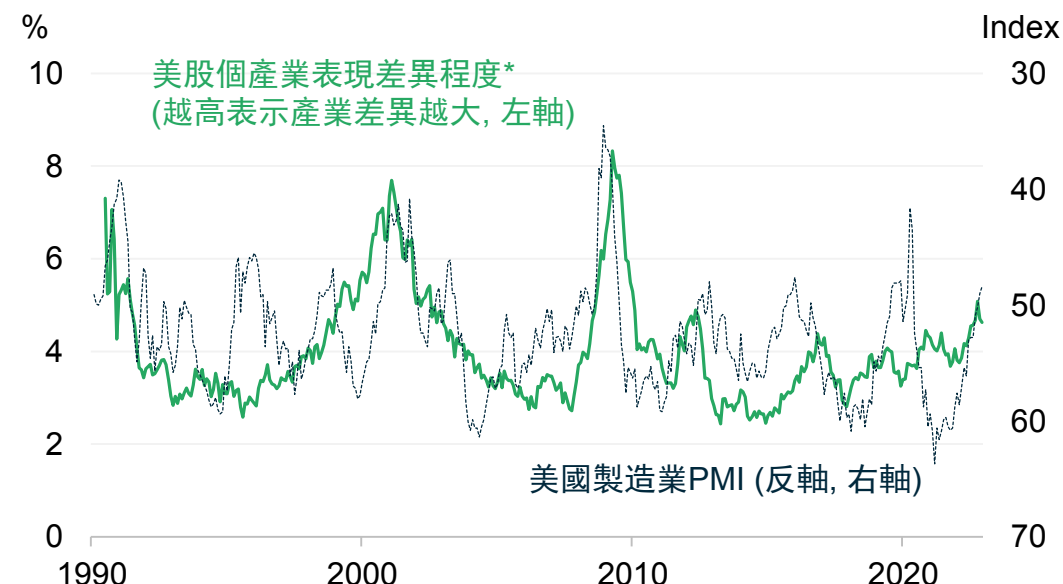
鑒於上述, 就指數而言, 上方漲幅雖暫受基本面侷限, 但下方跌幅則無須太過悲觀, 「**上有壓、下有撐**」的震盪走勢應是今年築底的必經過程。另一方面, 指數表現空間雖受限, 但**地緣政治、人口結構轉變下**, 過往科技股獨強將轉為各產業多點開花。

景氣影響下, 標普500企業獲利增長仍偏下行



資料來源: Bloomberg。

總經環境轉變下, 各產業類股表現趨向多元



註: *以四分位差代表美股個產業表現差異(離散)程度。

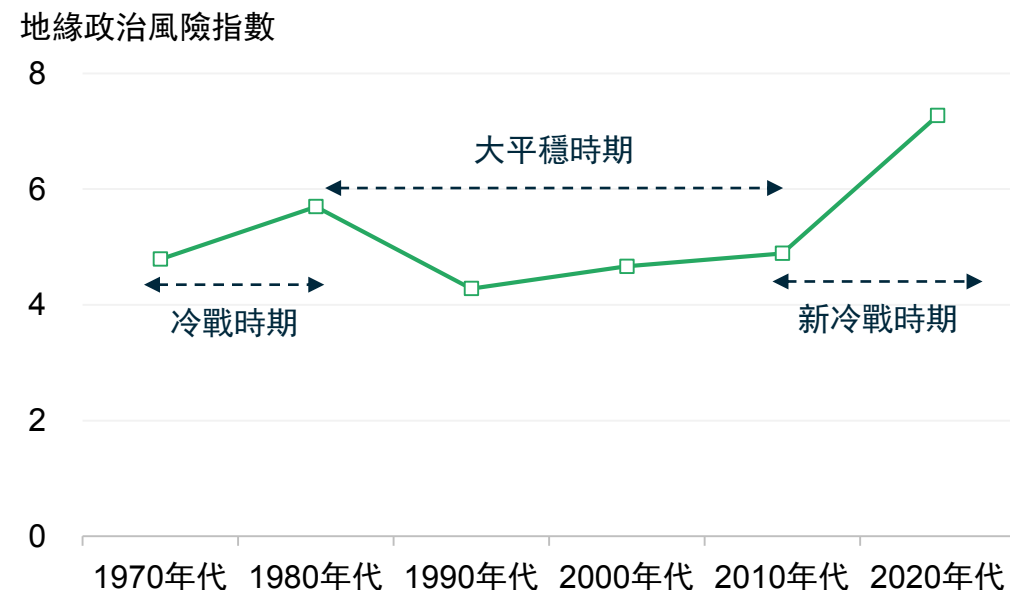
資料來源: Bloomberg。

國防 地緣政治難回到大平穩時代, 國防開支的長期下降趨勢將難延續

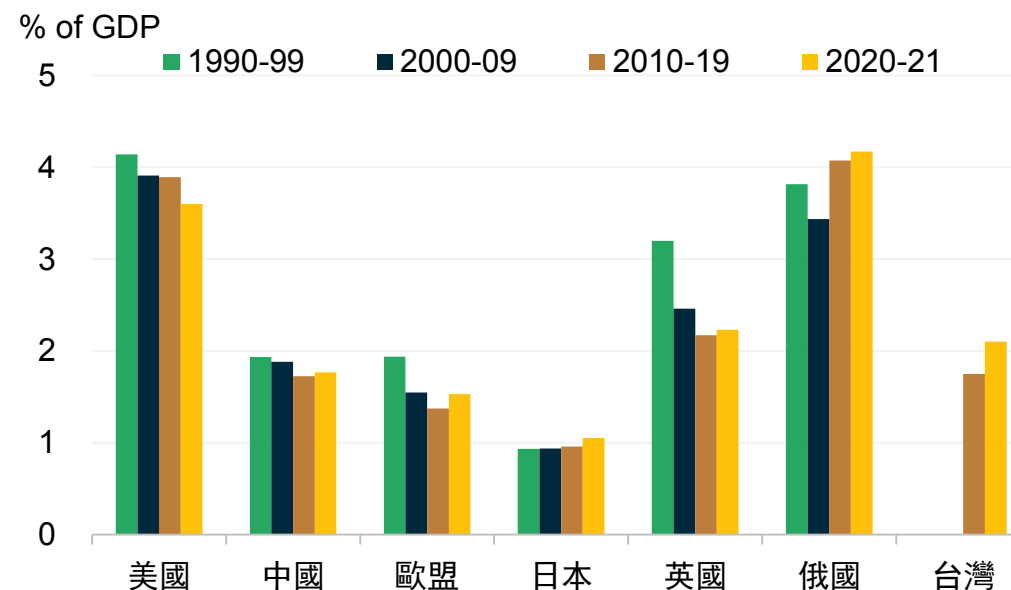
回顧美國歐巴馬任內, 顏色革命、南海爭端、俄國入侵克里米亞等接踵而至, 已然暗示地緣政治秩序有所鬆動。待川普、拜登繼任, 更揭櫫新冷戰昭然而至。即便美中領袖為避免擦槍走火, 於去年11月拜習會, 回到鬥而不破的底線, 但地緣政治難回到大平穩時代已是既定事實。

鑒於全球地緣框架秩序鬆動, 過往國防開支極低的歐、日兩區域已先後見到轉變。去年11月, **歐盟國防部長會議**決議繼續支援烏克蘭外, 計畫在3年內增加700億歐元的國防支出, 以補足2008年至2018年期間的國防缺口。去年12月, **日本首相岸田文雄**批准國家安全保障戰略等3份文件, 明訂未來5年大幅度提高防衛支出(2023年度增加防衛預算26.3%, 至2027年度, 國防經費將達日本GDP的2%)。

自歐巴馬後期, 地緣摩擦已然增加, 難回大平穩時代



國防開支的長期下降趨勢恐難延續

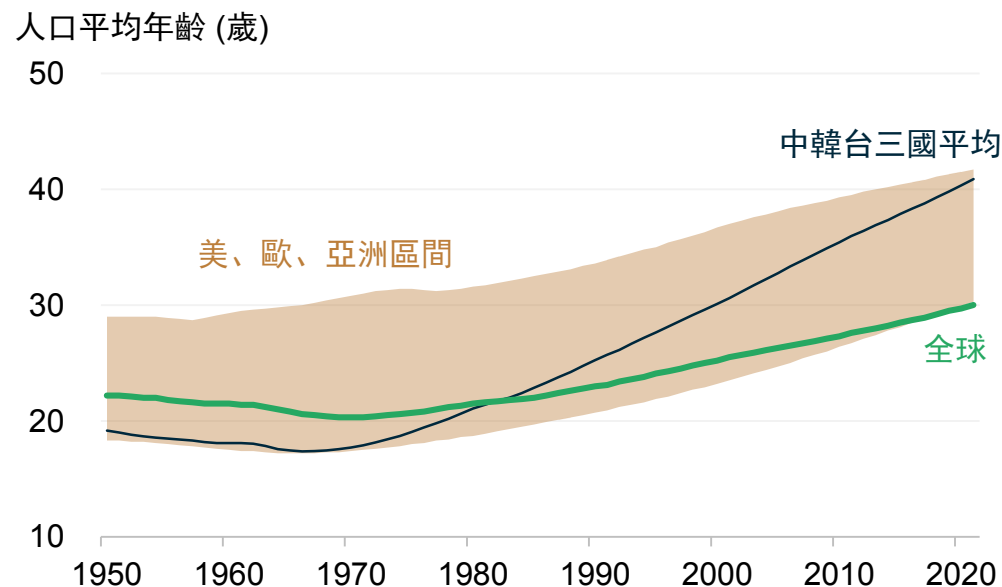


醫療 全球人口老化趨勢持續，東亞人口老化極為快速，但醫療資源投入明顯偏低

引述「末日博士」羅比尼點出的十大危險趨勢之一，即是人口老化的問題。聯合國《世界人口展望》也表達對人口老化的憂心，表示每個國家的**老齡人口數量和比例增加，已成普遍的趨勢。**

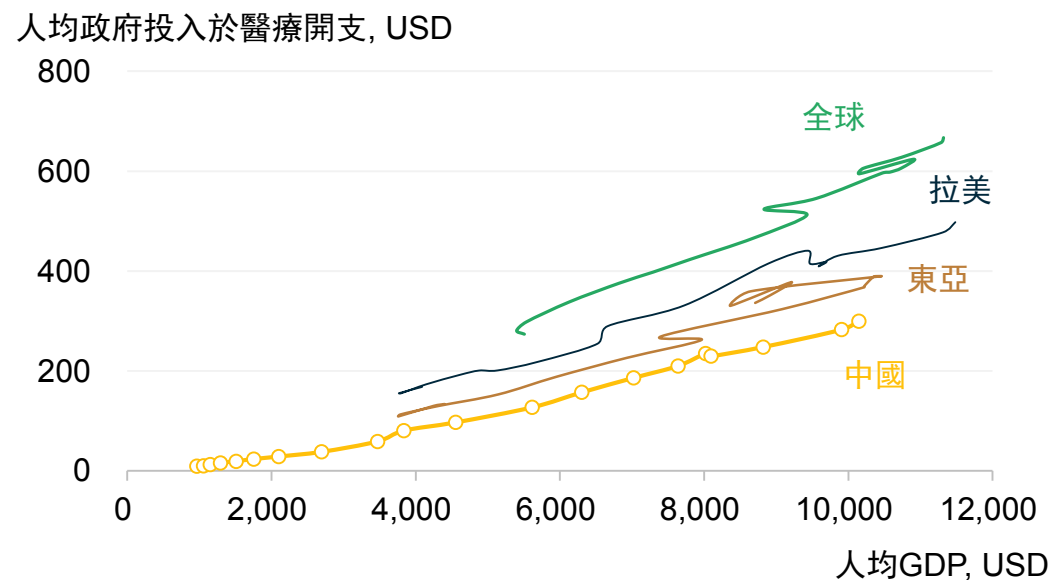
在此趨勢下，健康醫療的資源投入已難以逆轉，雖然政府債務可能隨之增加，但部分**如東亞儲蓄率偏高但醫療投入偏低的經濟體**，後續恐難避免提升醫療開支的投入，此亦支撐相關產業的增長。

全球人口老化趨勢持續，且東北亞老化速度更快



資料來源：Bloomberg。

東亞人口老化極為快速，但醫療資源投入明顯偏低



註：東亞不含日本

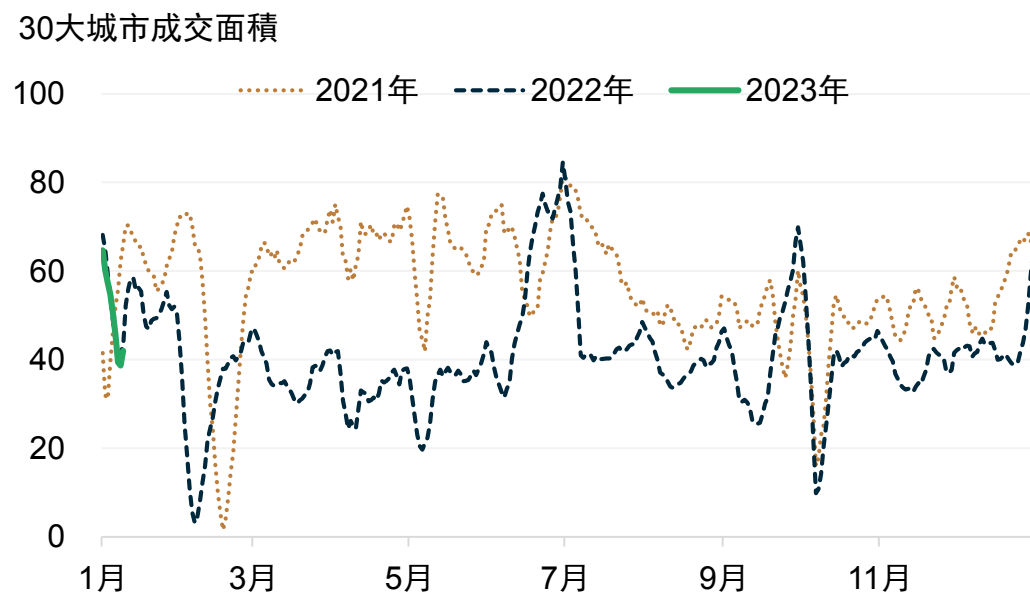
資料來源：世界銀行。

中國 官方政策擴及地產與網路平台產業，數據顯示民眾信心有所改善

防疫政策180度轉向之後，為求有效提振內需，中國官方持續推出對經濟的支持措施，過往兩年受到壓抑最嚴重的地產、消費、企業監管層面的政策都有明顯轉向。阿里巴巴、騰訊等網路平台企業，上市融資受限、業務推展處處受阻的情況浮現好轉跡象。隨著馬雲正式推出阿里巴巴管理階層，螞蟻金服的上市計畫再次搬上檯面，另一方面，銀保監會主席郭樹清也對外表示，未來將實施常態化監管，公平對待所有制企業。

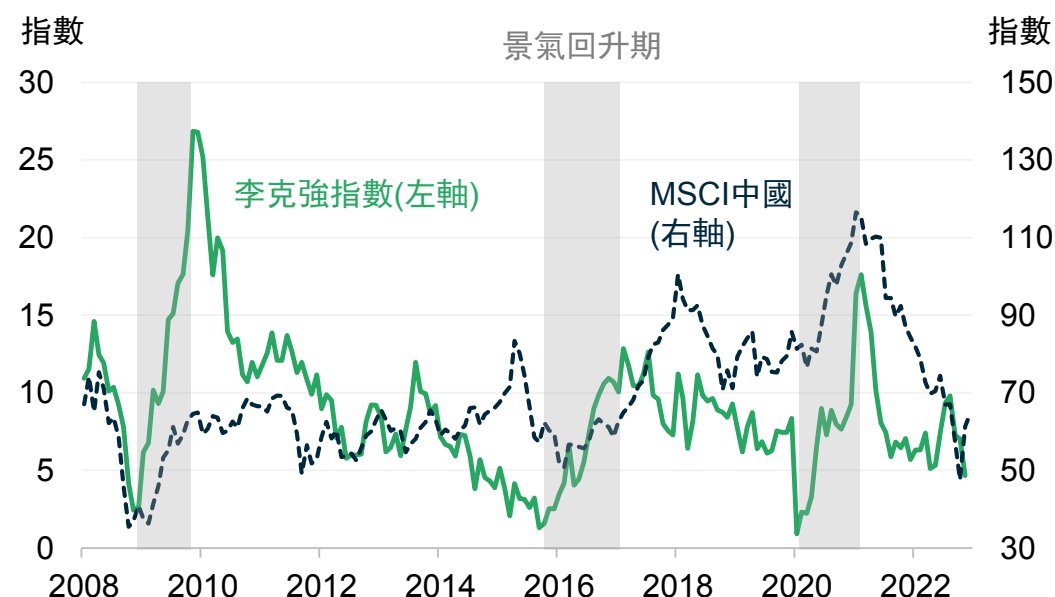
在地產端，11月中開始的各項政策初見成效，去年12月底至1月初的房市銷售數據出現改善跡象，30大城市成交面積小幅回穩，提振市場對房市改善的預期。景氣落底回升期待，加上產業監管力道放鬆，有利A股與H股走勢，觀察過往經濟活動觸底回升期間，大盤多有偏強表現。

房市高頻數據顯示，去年底成交狀況小幅改善



資料來源：Bloomberg。

景氣觸底回升期間，境內外股市偏強表現



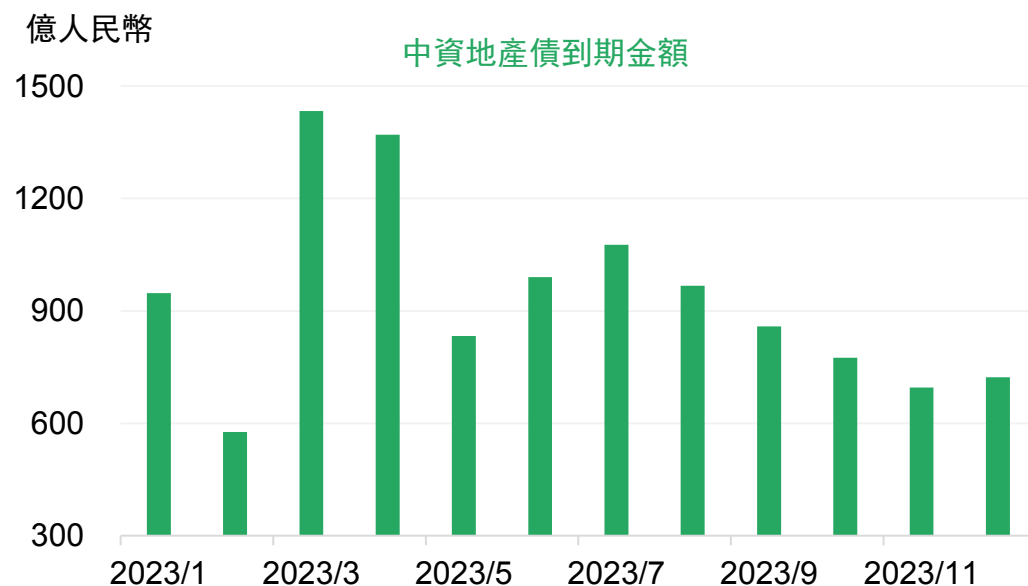
資料來源：Bloomberg。

中國 上半年房企債務顯重，惟景氣落底有利股市表現，操作上逢拉回可站買方思考

儘管北京當局對房地產融資管制有所放寬，甚至傳出「三條紅線」規範有望取消，但中國的債務問題仍是不容忽視的風險來源。各類型債務中，以房地產債與地方政府債務特別值得關注，**房地產企業在2023年的海內外債券到期金額約有1兆人民幣，且多數集中於1至4月**，在經濟復甦初期，不動產銷售狀況仍不穩定，建商面臨不低的違約風險，後續仍仰賴人行寬鬆政策因應。

綜上，政府加強政策力道之際，預期中國經濟可望緩步走出循環底部，A股與中概股同步受惠。利多拉動港股突破年線，A股也漲至年線附近，**操作上可待拉回再行布建，惟債務結構壓力猶存，佈局以衛星配置為佳。**

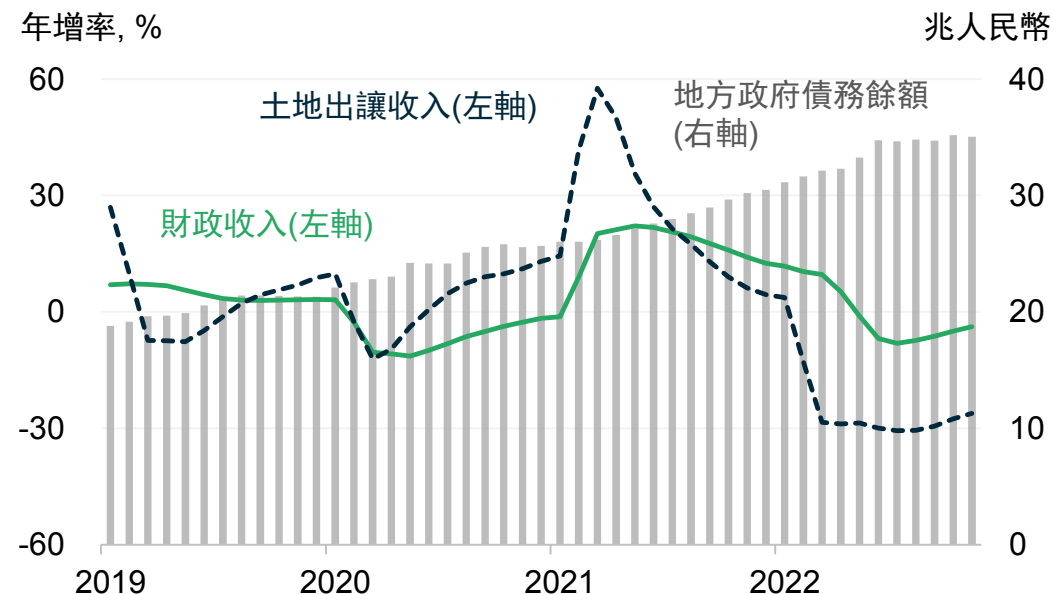
上半年地產債務到期壓力顯重



註：到期金額包含境內外發行債券。

資料來源：Bloomberg。

疫情期間地方財政壓力上升，債務壓力嚴峻



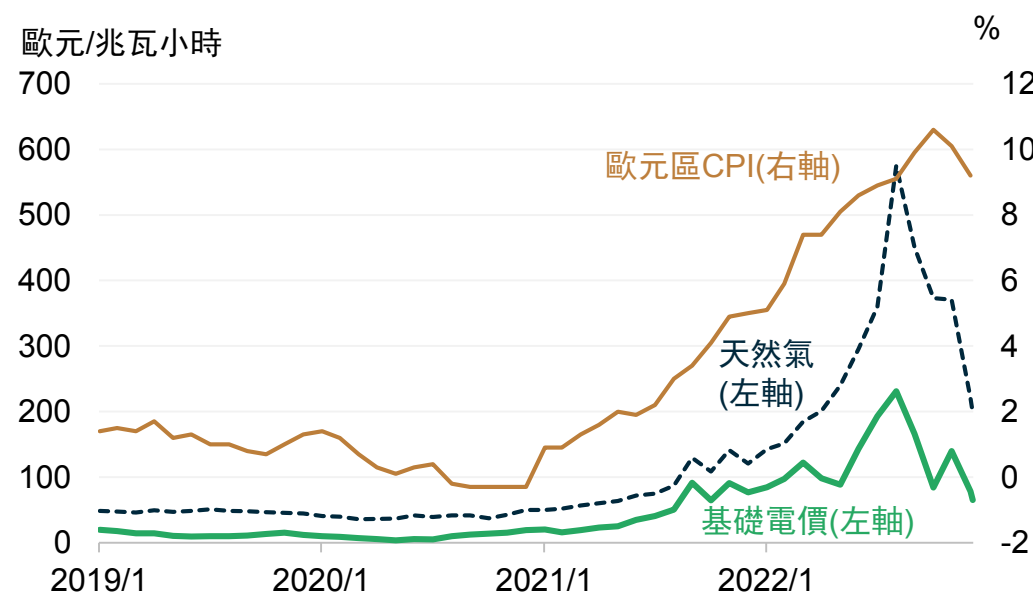
資料來源：Wind。

歐股 極度悲觀後，通膨緩解為歐洲帶來曙光

2022年俄烏衝突爆發以來，導致歐洲地緣風險不斷加大，除軍事威脅外，經濟制裁引發的外溢效果也不容忽視，包括天然氣、電價均來到歷史高位。所幸，暖冬影響，加上各國政府提前準備，使得能源危機獲得控制，天然氣、電價也明顯回落，受此影響，11月歐元區的通膨也自高點回落，有利ECB放緩升息步調。

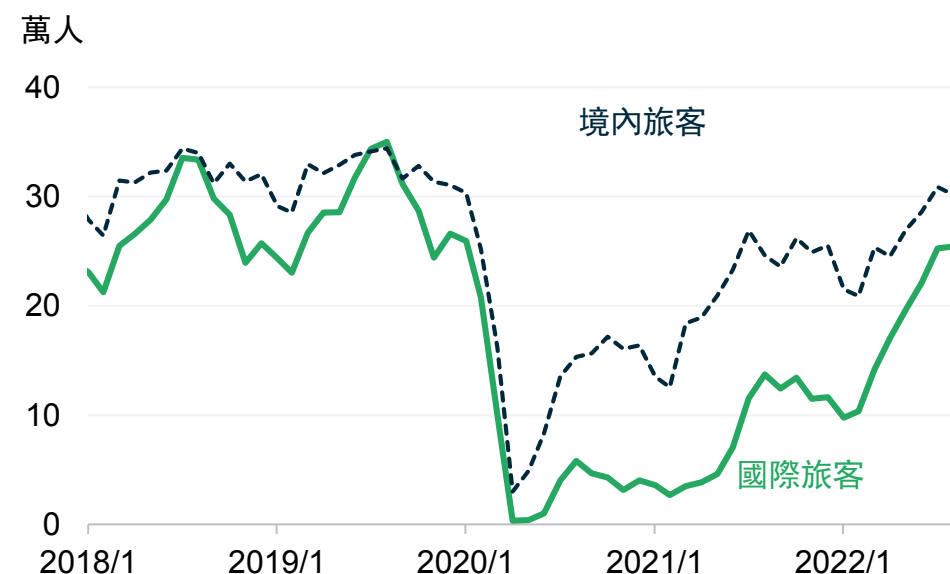
此外，各國陸續解封，連中國也明顯轉向，使得精品消費獲得關注。以LV、愛馬仕的企業營收與獲利來看，目前持續提升，且大幅超過疫情前水平，另外，中國加大基礎建設，力拓、嘉能可等原材料類股，也有望受惠，提供歐洲企業的基本面支撐。

天然價與電價回落，將緩解歐洲通膨壓力



資料來源：Bloomberg。

解封效應，歐洲國際旅客持續回升



資料來源：Bloomberg。

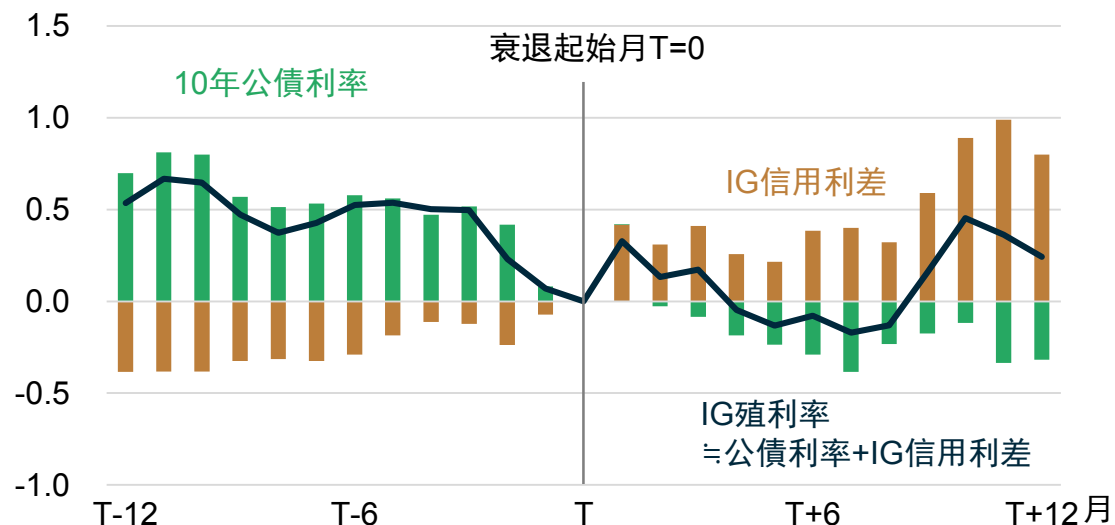
債券 信用債表現將轉由信用利差主導, 布局以金流穩健的高評級債為主

美國12月製造業PMI進一步下行, 已連續兩個月位於收縮區間, 而12月新增就業人數為22.3萬, 高於市場預期, 反映美國勞動力市場偏緊的結構, 但市場擔心可能會助長服務通膨的薪資增速則放緩。**預期時序愈往後, 景氣帶動通膨、公債利率震盪偏下行趨勢將愈明顯。**

信用債方面, 公司債殖利率主要受到公債利率及信用利差的走勢影響, 景氣下行往往引導公債利率下行, 但逆風的經營環境, 則使信用利差有擴大的風險。觀察過去景氣下行甚至步入衰退的經驗: IG信用利差上行壓力相較HY小, 使其信用利差上行的幅度, 有望被公債利率下行所抵銷, 因此IG殖利率多能在景氣下行有穩健表現; 而HY信用利差擴大的幅度多較公債下行的幅度大, 使其在景氣下行之際表現相較承壓。綜合以上, **信用債的布局上, 在景氣下行的環境中, 應以信評高、金流穩健的大型公司債為主, 能在鎖利的同時持盈保泰。**

IG殖利率多能在景氣下行有穩健表現

利率/信用利差平均走勢, %

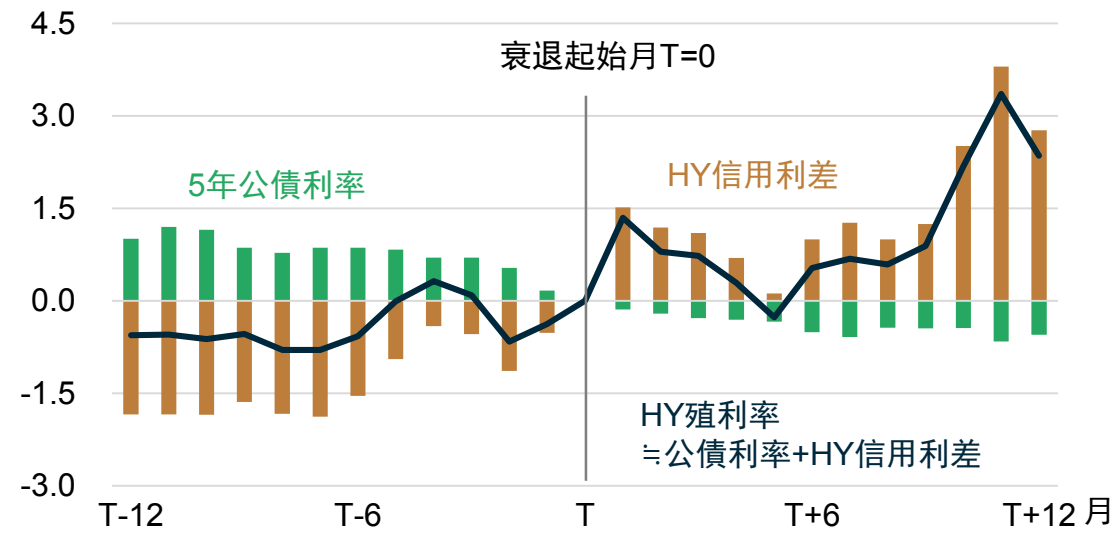


註: T取1990/7、2001/3、2007/12、2020/2四次經驗的信用利差/殖利率平均。

資料來源: Bloomberg。

衰退之際, HY信用利差擴大的幅度恐難被公債下行抵銷

利率/信用利差平均走勢, %



註: T取2001/3、2007/12、2020/2三次經驗的信用利差/殖利率平均。

資料來源: Bloomberg。

Jan 2023

16	Monday	17	Tuesday	18	Wednesday	19	Thursday	20	Friday
日本企業商品物價指數 美國休市		中國Q4 GDP 中國城鎮固定資產投資 中國社會消費品零售 中國規模以上工業增加值 英國失業率 德國ZEW經濟景氣指數 加拿大CPI		美國零售銷售 美國PPI 美國工業產出 日本央行政策利率 日本核心機械訂單 英國CPI 台股春節休市		美國費城聯準製造業指數 美國新屋開工 美國營建許可 日本進出口 澳洲失業率		美國成屋銷售 日本CPI 德國PPI 英國零售銷售 中國春節休市	

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