



國泰世華銀行
Cathay United Bank

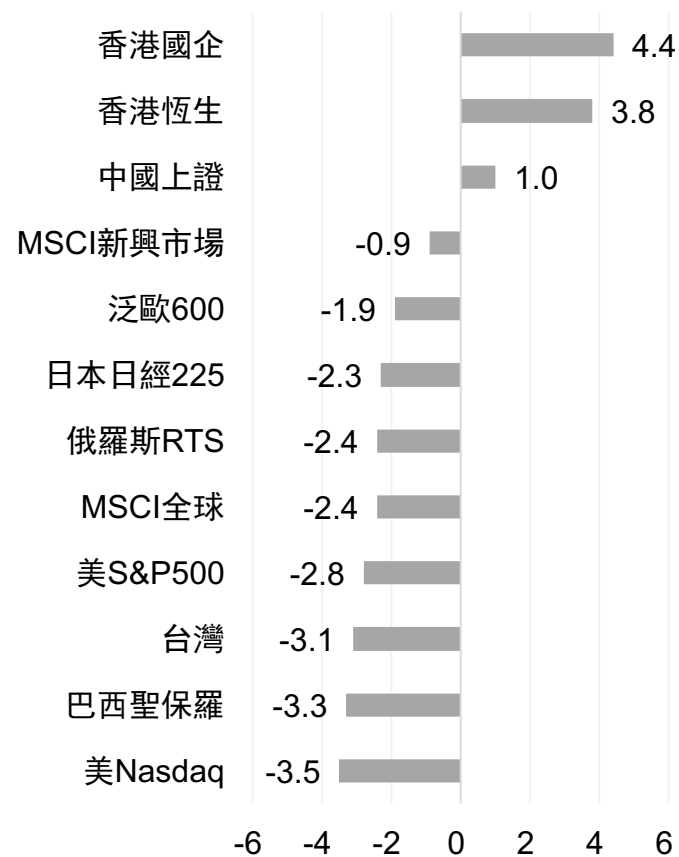
2022年12月09日

投資研究週報

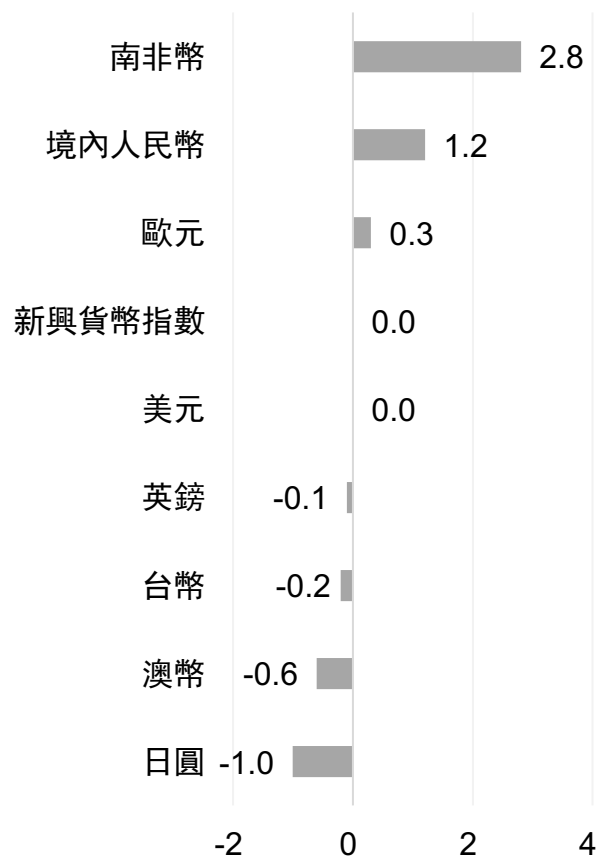
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

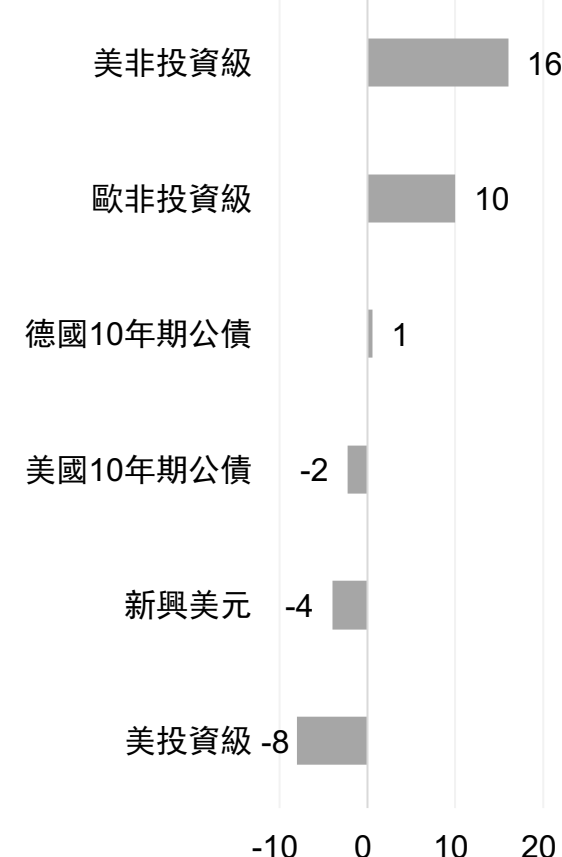
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/12/1- 2022/12/8。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► FOMC結束激進升息, 但鷹派論調不變

12/15會議留意的重點可能有三:

1. 結束激進升息, 但續升兩碼, 以維持具限制性政策。
2. 調升點陣圖, 本輪升息最高點將略高於9月預估。
3. 留意快速緊縮後, 政策落後的影響與不確定性。

► 盤勢“中空”未變, 但“長多”可期

1. 「短多」受惠美中利空鬆動、年末偏多慣性, 但上方反壓頗大, 宜趁短多調整部位。
2. 「中空」未變, 基本、資金面不利**明年上半**盤勢。
3. 「長多」可期, **明年下半**總經面將較有利股市回升。

► 楊總裁暗示經濟與通膨雙降, 政策轉保守

12/15理監事會可留意重點有三:

1. 政策利率可能升息半碼
2. 明年的經濟增長與通膨預估將有所下調
3. 信用管制可能不變

股市

企業獲利挑戰仍存, **拉回布建仍是較穩健的做法**。標的而言, 1)短線利空鬆動的轉機股, 如中、港、台、韓等動能最強; 2)長線而言, **實質需求支撐**的舊經濟概念股, 如工業、硬體、工業金屬等, 具有優勢。

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。短債方面, 價格波動小, 且具息收優勢, **有閒置資金可優先考慮買進短債**; 長債方面, 短線追多宜謹慎, 但**長線趨勢偏下**, 逢高可增加長天期債券布建。

匯市

美國利率政策優勢鈍化, 雖然明年上半美元處盤頭過程, 高位震盪、波動難免, 但**就明年全年而言, 聯準會進入升息循環尾聲, 將有利非美貨幣表現**。

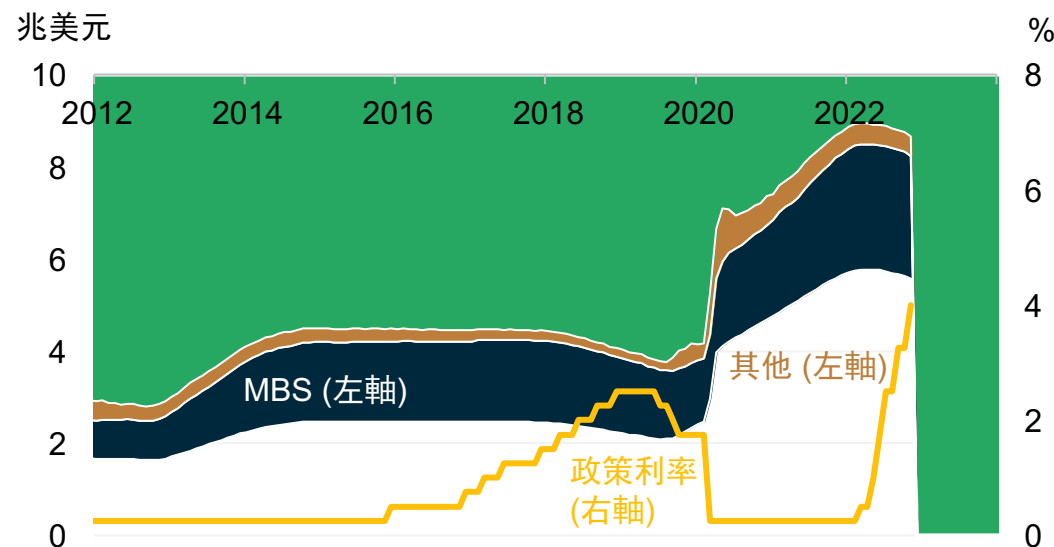
FOMC：結束激進升息的陰霾，但繼續升息兩碼，並調升點陣圖預估

12/15 FOMC會議留意的**重點可能有三：**

- 1) 考量累積緊縮、通膨落後與金融市場，步調可能放緩。
- 2) 本輪升息的利率最高位可能會高於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。

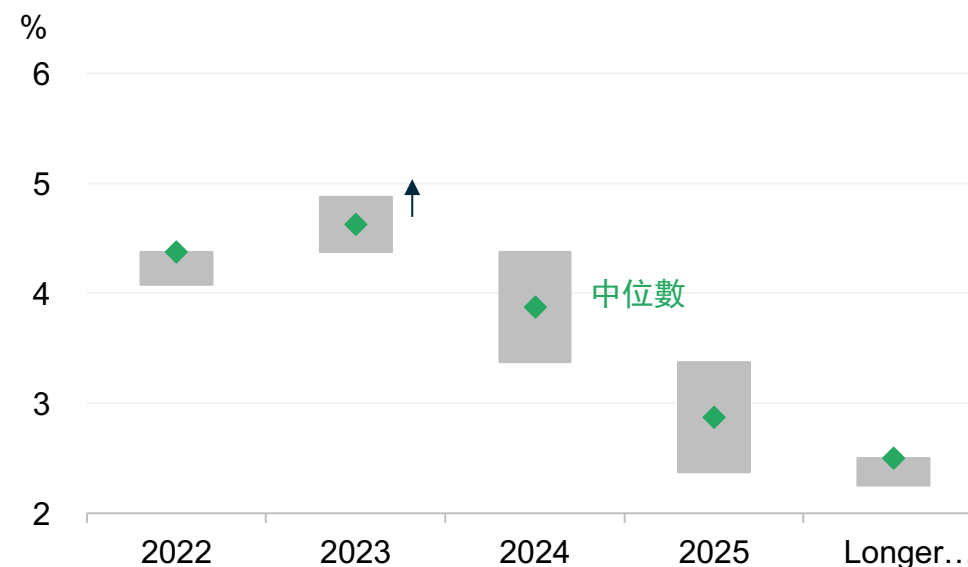
此外，參考10月中旬至11月下旬所調查的經濟褐皮書顯示，企業受到高通膨和高利率影響，對經濟前景的看法變得更悲觀。因此，前次聲明加進“**考量累積緊縮、通膨落後與金融市場**”的文字，除將保留外，本次聲明論調應較先前更多著墨經濟下行的部分。

聯準會結束激進升息，但繼續緊縮政策



資料來源：Bloomberg。

9月點陣圖面臨上調，終點利率將是市場觀察重點



註：灰色柱狀為去除最高3名、最低3名的區間。

資料來源：Bloomberg。

盤勢：美中利空鬆動下的「短多」——過度悲觀下的校正回歸

回顧11月以來，**美中利空鬆動**^(註)，支持盤勢走出短多格局，但FOMC前理應漲多拉回整理。標的方面，可見到除了跌深的中港股最受惠於放鬆封控外，與中國連動性高的新興市場(韓台)、原物料同步受益。

註：

- 1)美國：**核心通膨放緩**，雖然水準尚高，但已與上半年通膨乍現時不同，物價基期墊高下，後續通膨應逐漸步下高位，有利聯準會結束激進升息。
- 2)中國：20大後情勢有所轉變。對內，**清零政策**透露放鬆外，先前嚴格打擊房企的狀況，也在人行和銀保監會聯合祭出16條措施救**房市**出現轉變；對外，20大前美國祭出嚴格的晶片管制法案，使美中競爭走向魚死網破的擔憂加深，但在拜習會晤互畫底線後，美中重回鬥而不破的狀態。

美國核心通膨略見放緩跡象



資料來源：Bloomberg。

中國官方內外風向轉變

		對內	對外
房市	防疫	<p>人行和銀保監會聯合祭出16條措施救房市，16條措施大致可分三項：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1)房企融資(第二箭)、 2)保交樓、 3)房企風險處置(第三箭) <p>註：「三支箭」的政策組合，為信貸、債券、股權三個融資管道，以支持民營企業。</p>	<p>拜習會議重點：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1)台海問題意見分歧 2)新冷戰不存在 3)反對核武威脅 4)回歸氣候危機合作 5)皆提面對面溝通暢通
		<p>放鬆疫情防控，如取消入境航班熔断機制，上海大眾交通工具無須出示核酸檢測證明。</p> <p>註：熔断機制，入境後核酸檢測結果為陽性的旅客人數達到5個的，暫停該公司該航線運行2週。</p>	

資料來源：中央社、工商。

盤勢：囿於基本面與資金面，「中空」未變；「長多」可期，越往明年下半將越有利股市

後市而言，**1)12月季節性雖仍有利“短多”，**但宜避免追高。**2)明年上半“中空”未變，**因基本面與資金面侷限^(註)，盤勢V轉不易，且留意EPS未下修仍是明年1Q的風險。**3)明年下半“長多可期”，**因通膨壓力逐漸降溫、去庫存循環大致走到明年中，越往明年下半，總體經濟環境將越有利股市基本面回升。

註：

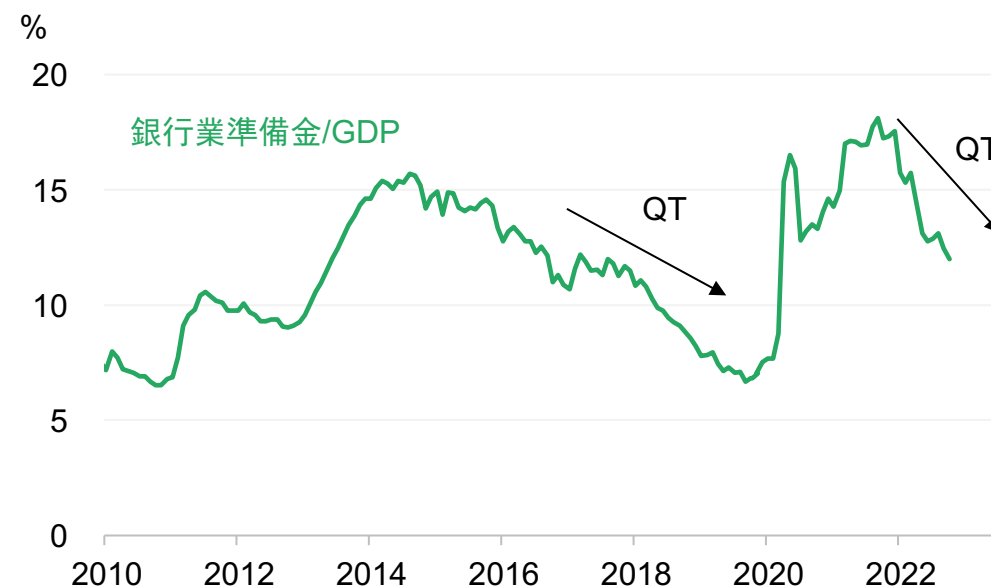
- 1)基本面：仍舊處於企業獲利下修的階段，且以目前的前瞻EPS \$223與Trailing EPS \$204相比，顯示市場可能未完全price-in企業獲利下修。
- 2)資金面：受QT(縮表)影響，銀行準備金/GDP比前次QT時更快速下降，在聯準會壓抑通膨、盡收流動性的前提下，資金面與2020-21年截然不同。

景氣下行，企業獲利仍在下行階段



資料來源：Bloomberg。

隨QT進行，資金面仍趨於緊縮



資料來源：Bloomberg。

股市方面，年末季節性具偏多慣性，但明年上半企業獲利面臨挑戰，逢高仍不宜過度樂觀

統計1980年至2021年標普500的各月份表現，平均而言，年末表現往往不差，搭配美中利空鬆動，確實帶動11月以來的軋空行情。

但就經濟增長的路徑來看，**景氣最嚴苛的考驗可能會落在明年上半**，這也往往將伴隨著企業獲利有較明顯的下修。因此，凜冬將至之際，隨股市位階墊高，投資人逢高仍不宜過度樂觀。

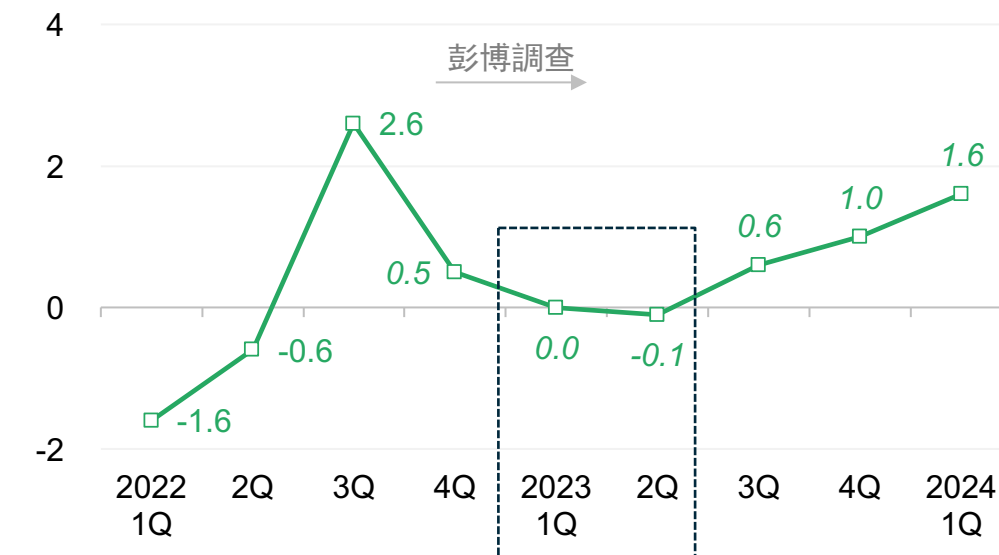
季節性慣性下，有利美股年末表現



資料來源：Bloomberg。

明年上半企業獲利面臨挑戰

實質GDP增長 (%，季比經季調年率)



資料來源：Bloomberg。

債市方面, 通膨與就業降溫, 長債殖利率趨勢偏下, 但短線追多宜謹慎

隨景氣壓力加大, 油價滑落, 加上高基期影響, 料對通膨影響陸續減弱, 除油價之外, 商品價格受供應鏈問題緩解已大幅回落; 房租部分, 觀察領先整體房租約一年的的新租金走勢已於今年中見頂, 因此**後續房租降溫將有助未來通膨走降**。

勞動市場方面, Fed主席Powell明確表示希望看到工資增速放緩, 相對於目前5%增長, 希望能回到疫情前薪資年增約2~3%的水準。現況而言, 就業市場確實已見到降溫, 但**受人口增速放緩、健康、移民減少等因素影響, 薪資增速回落尚待時間**, 連帶使Fed **Higher for Longer**立場還不易改變。

整體而言, 景氣下行與通膨回落的趨勢下, 將壓抑長債利率走勢, 若想鎖利未來應把握最後升息動能、Fed緊縮態度推升利率之際, 利率逢高布建長債, 未來1-2年有資本利得空間; 而短率仍站穩在4%以上, 具價格波動小、穩定現金流的優勢。

油價的高基期有利牽引明年「通膨預期」走降



資料來源: Bloomberg。

「就業市場」初見降溫, 後續將給予長率上方壓力



資料來源: Bloomberg。

匯市方面，利率政策優勢鈍化，美元較難再現強升走勢，來年將有利非美貨幣表現

短線而言，投資人過於同步押注美元多單、美債空單，一旦通膨降溫、聯準會激進升息將結束，部位竄逃立即導致美國雙率同步大跌。但歐洲經濟孱弱，美歐利差仍在，當部位調整後，仍舊會有利差交易的部位進駐，因此美元指數不易立即出現趨勢性的反轉。

但就中、長線而言，歐洲央行也將進入升息循環下，美、歐貨幣政策差距逐漸縮窄，美元較難再現強升走勢。雖然明年上半美元處盤頭過程，高位震盪、波動難免，但就全年而言，聯準會進入升息循環尾聲，將有利非美貨幣表現。

方向齊一、部位擁擠，乍見轉向即出現同步大跌



資料來源：Bloomberg。

美歐貨幣政策差距將逐漸縮窄，美元較難再現強升走勢



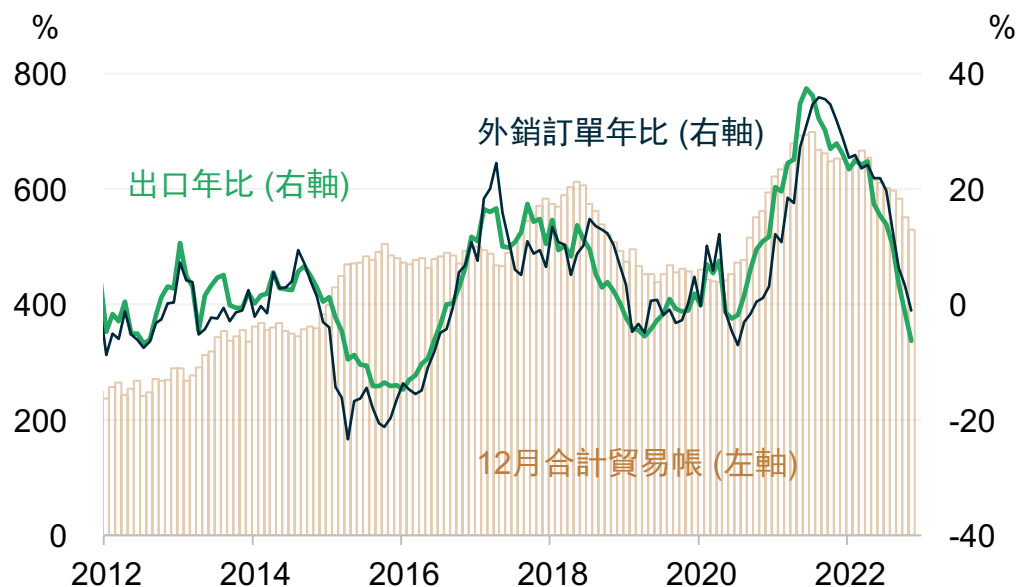
資料來源：Bloomberg。

台灣 11月出口動能仍舊偏弱, 4Q恐怕旺季不旺

今年出口呈現「開高走低」，上半年在電子、傳產同步拉抬下，帶動出口連續26月正成長，但在全球高通膨與聯準會激進升息的影響下，9月出口年增長開始翻黑。迄今，動能趨疲的趨勢尚未逆轉，台灣4Q景氣恐面臨旺季不旺的狀況。

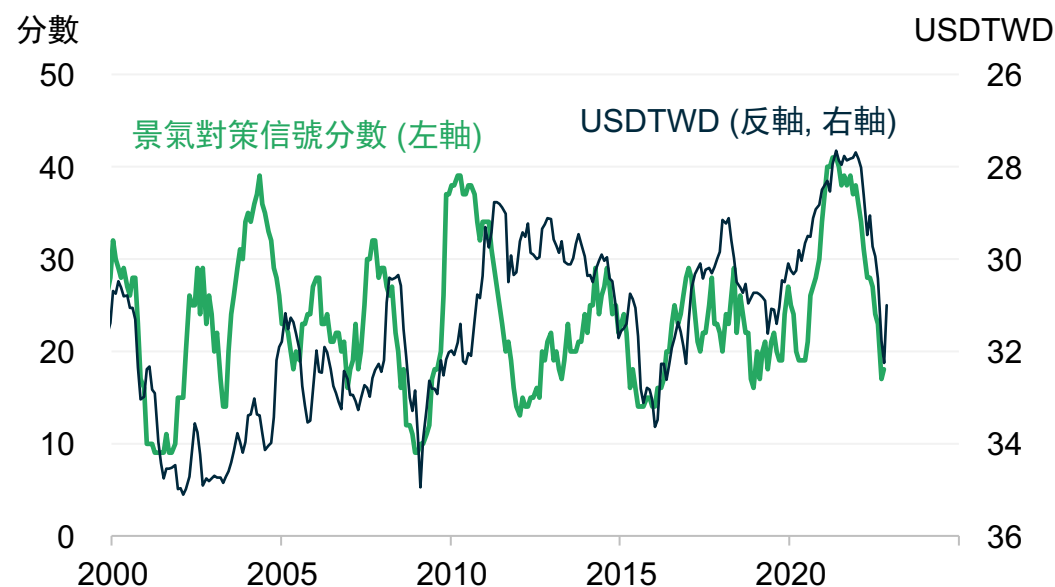
台幣匯價：鑒於11月~明年1Q仍有高基期挑戰，景氣燈號仍舊有壓。因此，**近期台股、台幣雖延續短線軋空後的上漲慣性**，但自身基本面逆風、聯準會依舊升息下，**台幣中線偏弱格局尚未扭轉**。短線上，台幣隨台股走強機率仍高，但基本面仍恐壓抑台幣1Q走勢。全年而言，**電子業去庫存可望在年中屆尾聲，明年下半較有利台幣匯價**。

出口動能仍舊疲弱, 4Q恐怕旺季不旺



資料來源：Bloomberg。

基本面逆風仍在, 台幣震盪格局未變



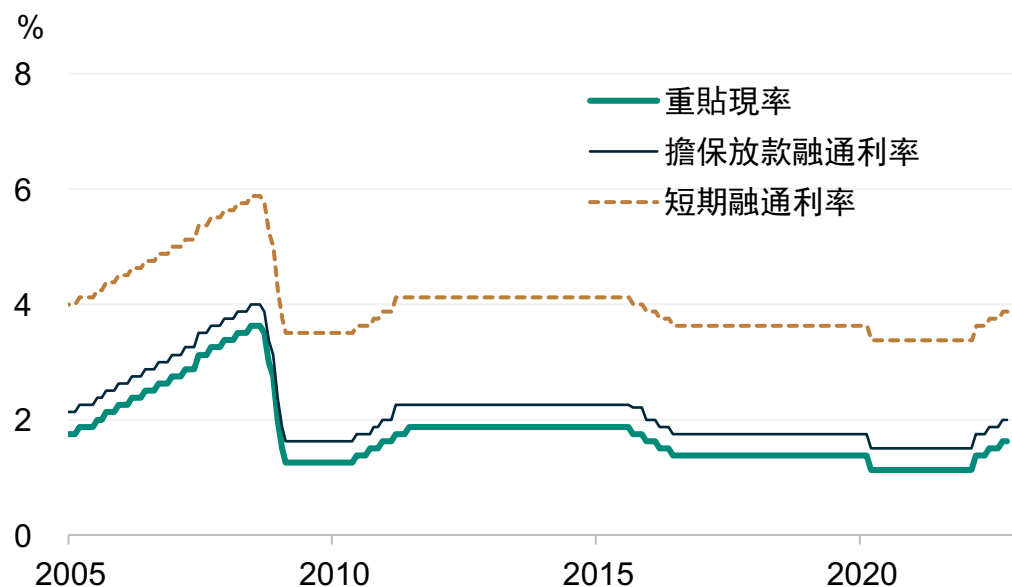
資料來源：Bloomberg。

台灣 理監事會料續升半碼, 但經濟與通膨預估可能雙降

12/15理監事會可留意重點有三：1)政策利率可能升息半碼；2)明年的經濟增長與通膨預估將有所下調；3)信用管制可能不變。

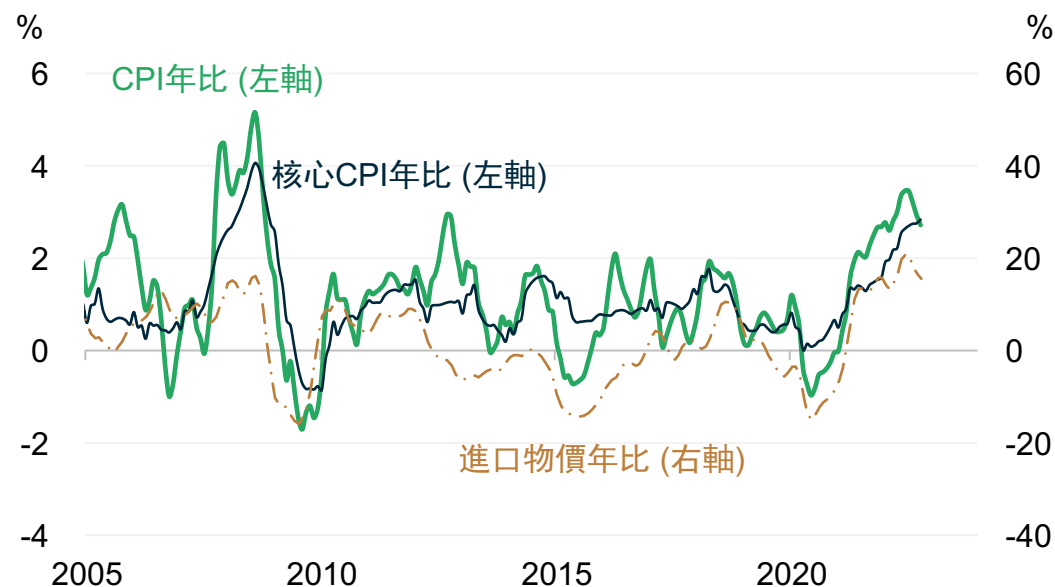
政策論述可能著眼於，輸入性通膨可能降溫，但通膨水準仍高於過往多數時間。若站在實質利率的角度(重貼現率減CPI年比)來看，台灣央行確有續升空間；但考量景氣對策燈號已接近藍燈，景氣動能確實堪憂，因此除了升息幅度僅能維持半碼外，更可留意本輪的升息循環可能就此暫畫句點。

央行政策利率可能續升



資料來源：Bloomberg。

進口物價已率先反轉, 但通膨水準仍高於過往



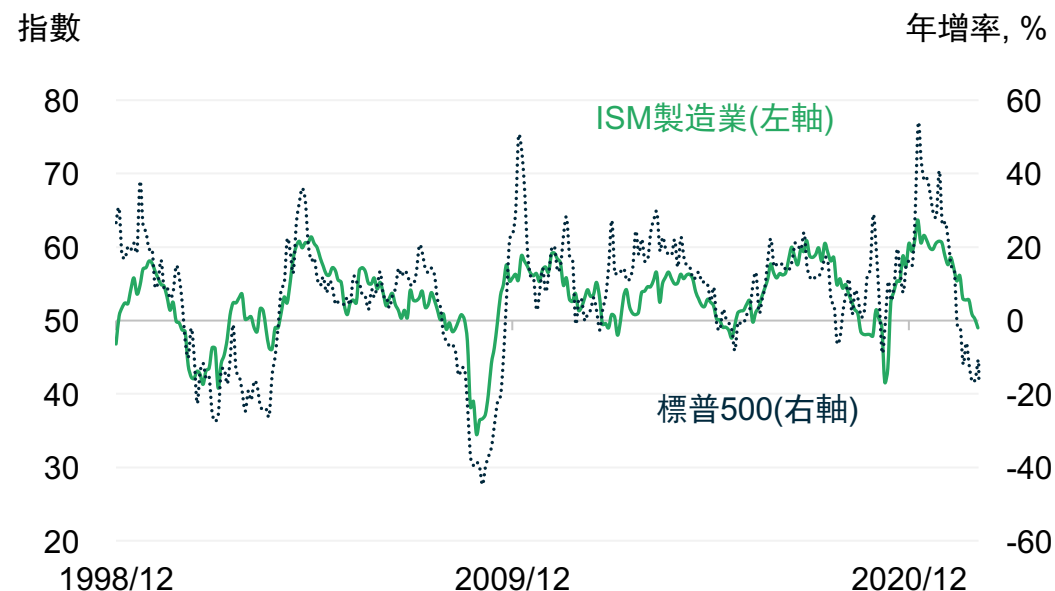
資料來源：Bloomberg。

美股 景氣下行，短期配置防禦股，長線布局明年獲利成長類股

美國11月ISM製造業指數跌至49，正式進入景氣收縮階段，面對Fed大幅升息，美國經濟衰退機率升高，而企業庫存偏高，訂單需求不振，未來一段時間ISM指數恐仍在低檔徘徊，股市將面臨企業獲利下修的壓力而持續低迷。

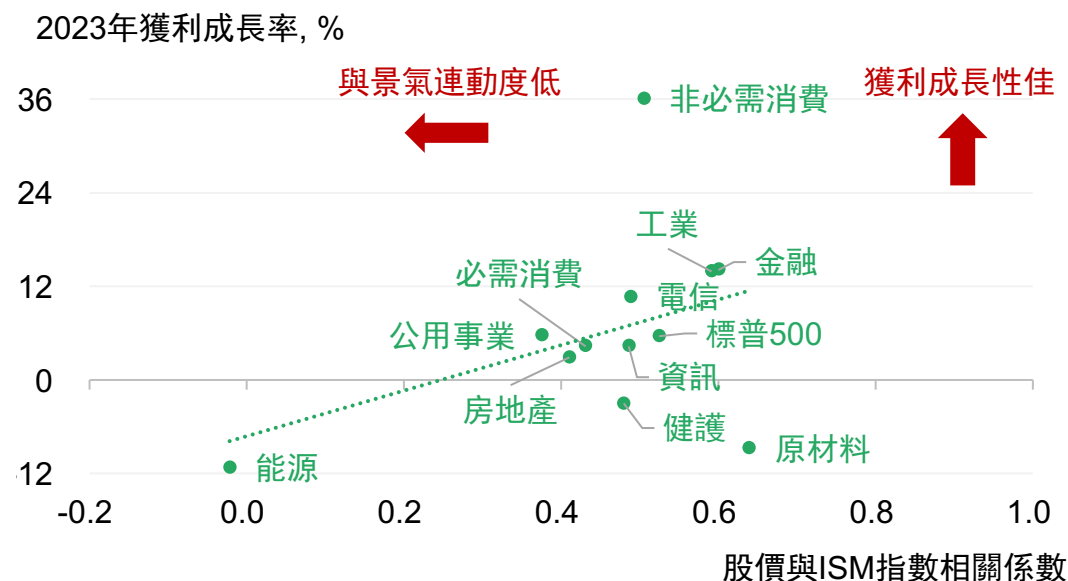
景氣下行階段，與製造業景氣連動度較低的公用事業、必需消費較受青睞，原因就是它們的獲利較不容易受到景氣波動的影響，而成為資金避風港，能源股雖然相關性也不高，但是今年的獲利基期高，明年將面臨獲利下滑的壓力，並非配置首選。若著眼於景氣落底後、長期布局的思維，可以考慮逐步增持非必需消費、金融、工業等明年獲利成長率高、且可望隨景氣落底領先上漲的類股。

ISM製造業指數與標普股價走勢趨於一致



資料來源：Bloomberg。

景氣下行階段，選擇ISM指數相關性低的類股



註：相關係數採用ISM製造業指數及標普分類指數月收盤價12期均值。

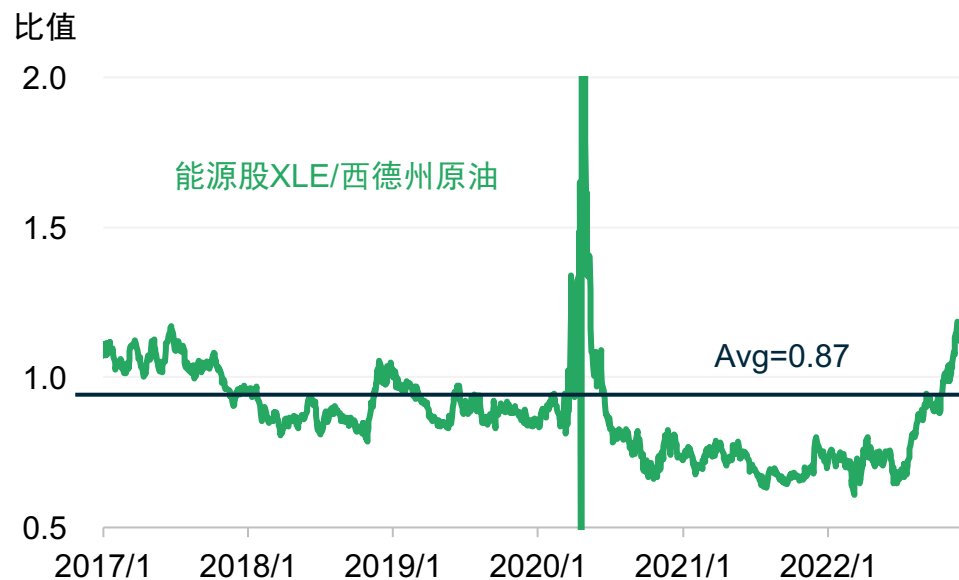
資料來源：Bloomberg。

能源 能源股與油價乖離過度，可適度調節

今年以來，因為烏俄衝突不斷，引爆能源危機，導致能源高漲，能源公司的獲利也不斷上修。因此，即便今年因為利率攀升，導致各類股明顯重挫，但能源類股仍逆勢收漲。截至12/7，油價已明顯回落，但能源股仍居高位。從相對走勢來看，能源股已有超漲的疑慮。

短期而言，由於能源股獲利基期墊高，加上烏俄衝突進入尾聲及景氣放緩壓力，油價難以維持在高位，預期能源股明年獲利增速可能呈現負增長，將不利能源股，因此可逢高適度獲利了結。就油市結構來看，由於油商已大幅縮減資本支出，限縮未來大幅增產能力，提供油價未來底部支撐。

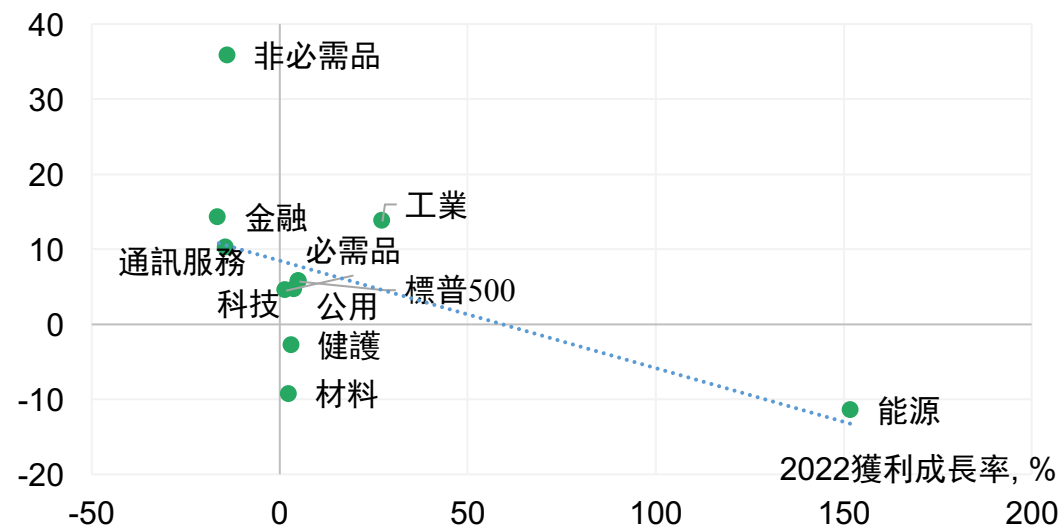
能源股相對油價已有超漲跡象



資料來源：Bloomberg。

能源股高獲利榮景不再

2023獲利成長率，%



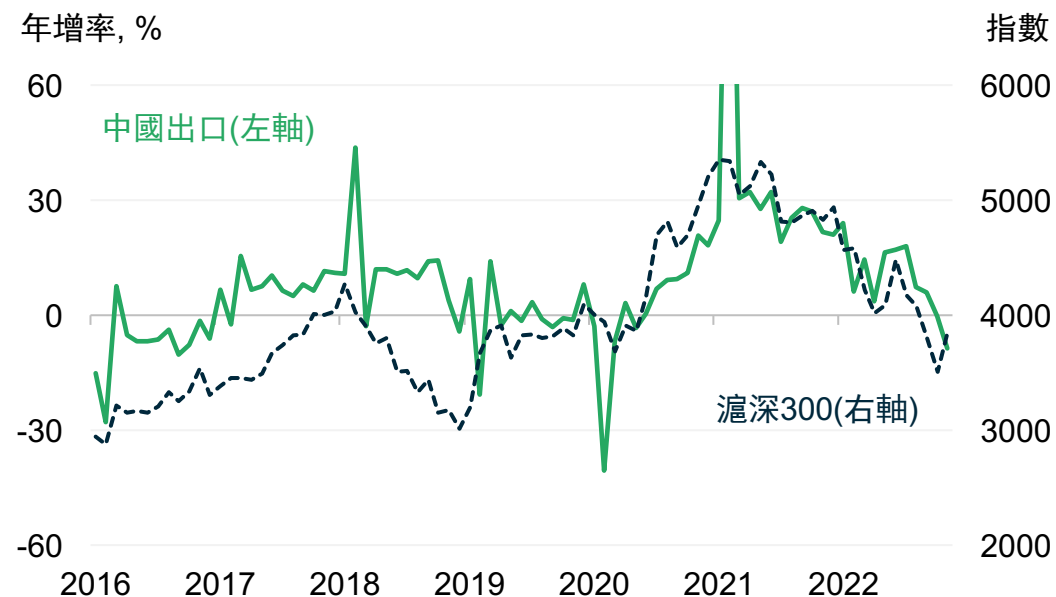
資料來源：Bloomberg, Factset。

中國 防疫政策持續鬆綁，中下游消費類股的基本面將逐步改善

繼二十條優化措施之後，國務院12/7再度公布優化防疫新10條措施。近期新增確診病例高踞，官方卻持續鬆綁防疫管制，顯示疫情在中國的影響已有結構性轉變，加上央行降準與房地產三支箭落地，投資人情緒修復推動中港股市走揚。

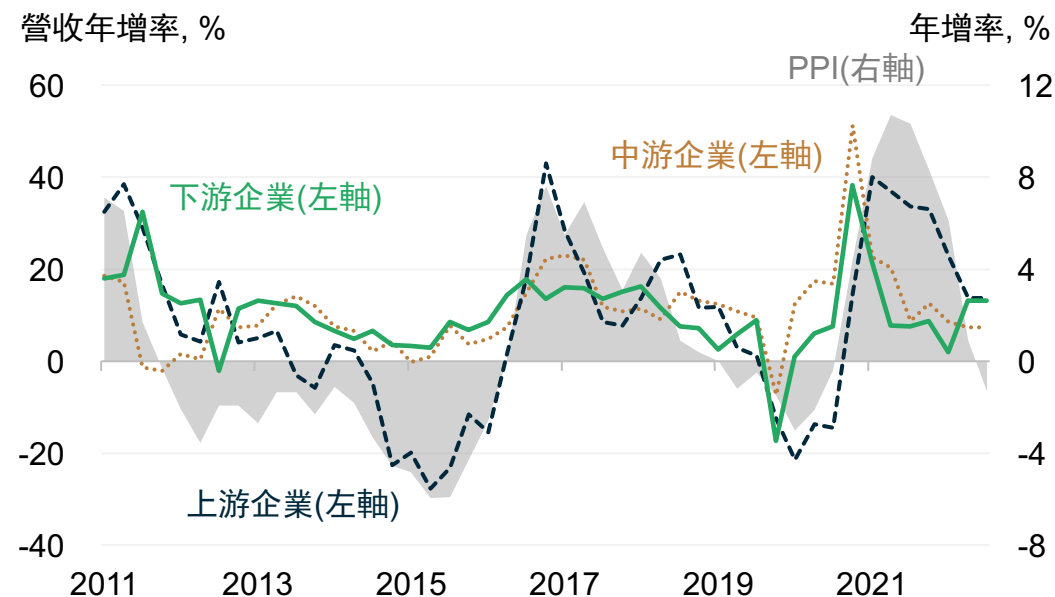
景氣與市場最悲觀時期已過，市場氛圍轉趨正向，但就基本面而言，內需復甦尚待發酵、外需持續惡化，11月中國出口大幅衰退，自上月-0.5%下滑至-8.7%，景氣仍處於築底階段，恐增添大盤震幅，短線不急於追價。受惠疫情防控鬆綁方向明確、生產者物價已明顯回落，後市可關注下游消費產業，民眾消費復甦與成本下降，基本面有望逐步改善；上游原物料與航運等產業受全球景氣影響較大，PPI持續走弱之下展望保守。

全球需求走弱，11月中國出口進一步下滑



資料來源: Bloomberg。

下游產業受惠物價回落與解封，基本面改善可期



註：上中下游企業營收採用中證上、中、下游指數計算。

資料來源: Wind。

Dec 2022

12	Monday	13	Tuesday	14	Wednesday	15	Thursday	16	Friday
英國工業生產		美國CPI 德國ZEW經濟景氣指數 德國HICP終值 英國失業率		日本四季度短觀 日本核心機械訂單 英國CPI 美國進口物價		FOMC會議 美國零售銷售 英國央行利率會議 中國工業增加值 中國社會消費品零售總額 中國城鎮固定資產投資 澳洲失業率		美國製造業PMI初值 德國製造業PMI初值 歐元區製造業PMI初值 英國零售銷售	

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