



國泰世華銀行
Cathay United Bank

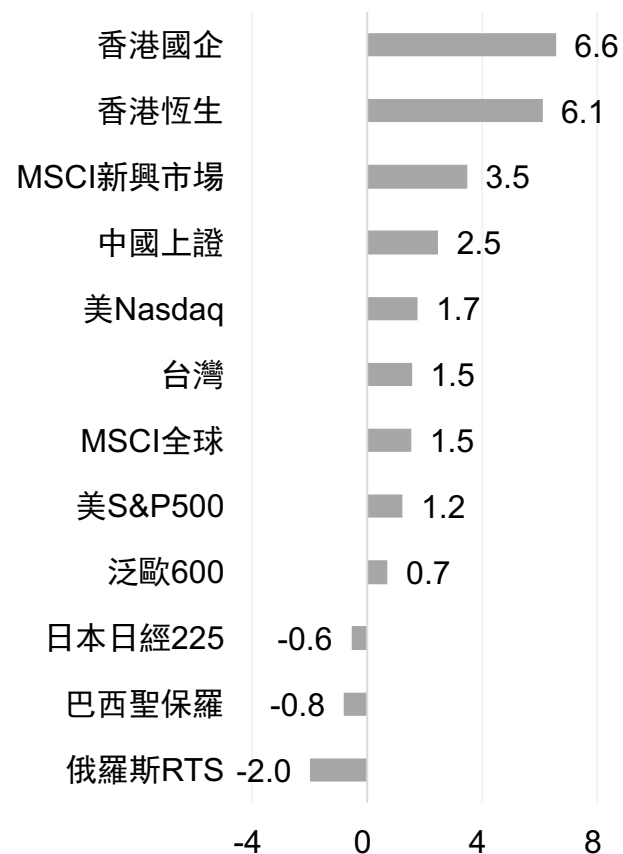
2022年12月2日

投資研究週報

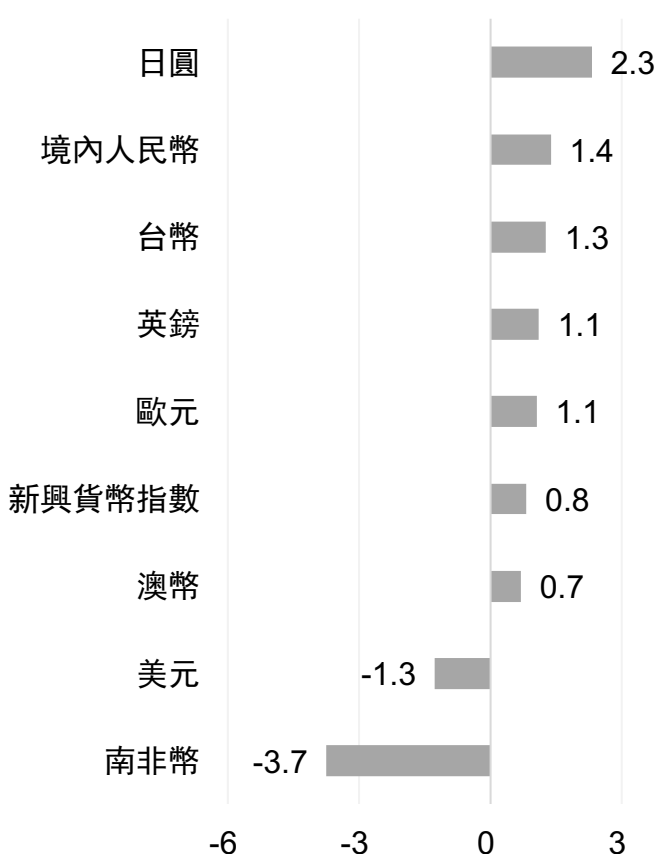
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

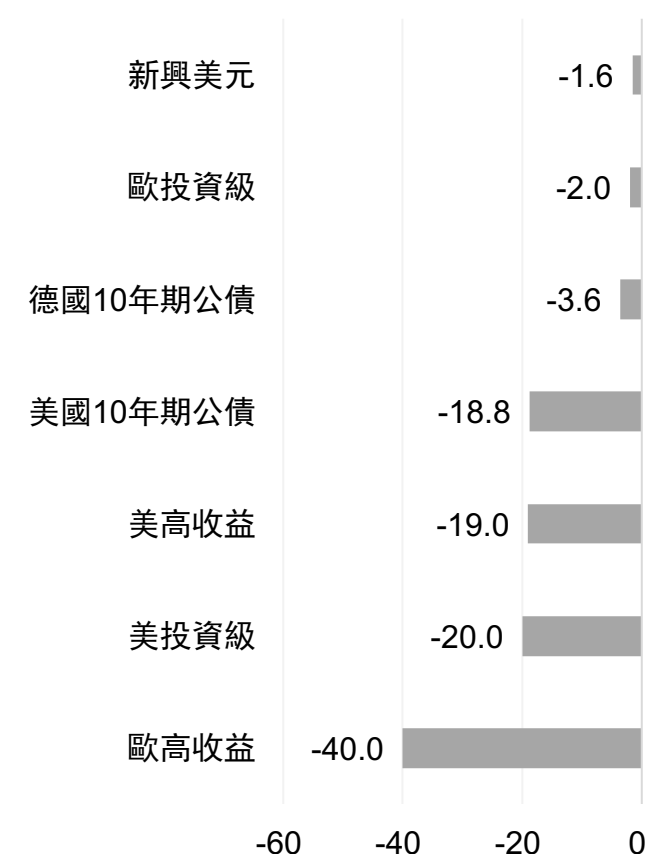
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/11/24- 2022/12/1。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 景氣下行階段，股市布局策略

11月ISM製造業指數降至50以下，歷史上在景氣收縮期間，雖然短期基本面弱勢，股市上漲空間不大，但隨著時間拉長，通常是中長期較佳買點。

► 就業市場降溫，美國通膨有望回落

美國10月JOLTS職缺數較9月減少35.3萬，職位空缺率降至6.3%，美國就業市場降溫，避免了工資-通膨螺旋上升的情形。

► 升息放緩、中國解封，風險氣氛好轉

鮑爾暗示升息放緩，市場定調12月將升息2碼，有助評價修復；中國逐步鬆綁防疫，降準、房地產等經濟三支箭有助投資人情緒好轉。

股市

通膨降溫、升息速度放緩，有助市場情緒修復，但**基本面下行趨勢未變，股市仍需反覆整理，投資人應做好風險控管**，待基本面回穩，再加大增持力度。

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，IG投資級債的表現，相較於非投資級債而言較為穩健。

匯市

台幣中線偏弱格局尚未扭轉，包括基本面下行、聯準會持續升息皆不利台幣，短期台幣反彈，**若有換匯需求者，可隨風險氣氛好轉伺機進行換匯。**

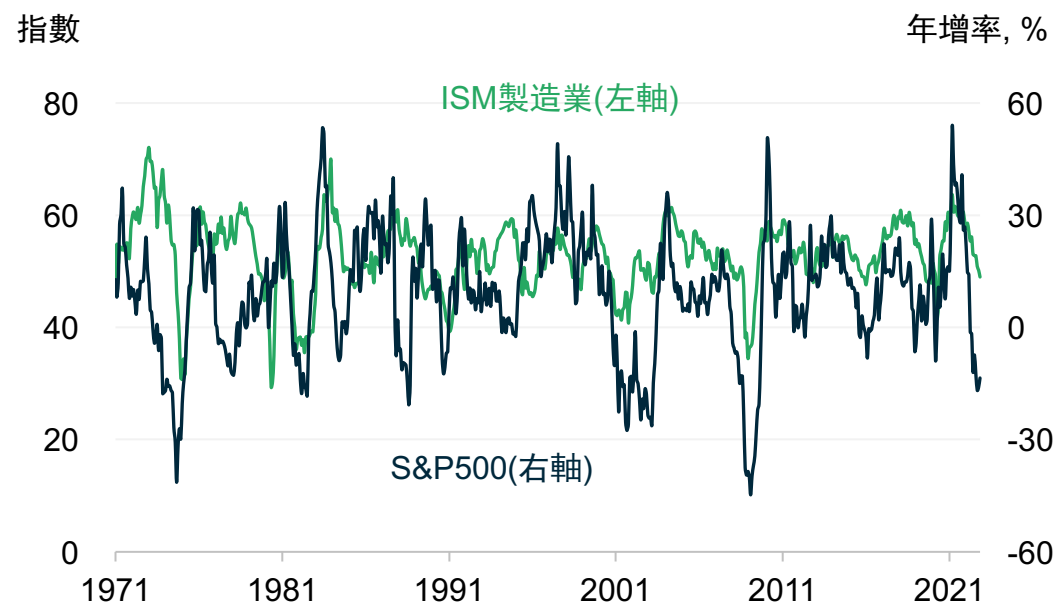


ISM指數下行, 景氣接近衰退的邊緣

11月ISM製造業指數降至49, 跌落榮枯線代表景氣接近衰退的邊緣, ISM指數與股市的走勢有相當高的關聯性, 尤其當ISM跌破50, 進入景氣收縮階段, 通常也是股市下跌, 進入低檔區徘徊的時候。這暗示未來的一段時間, 基本面可能沒有什麼好消息。

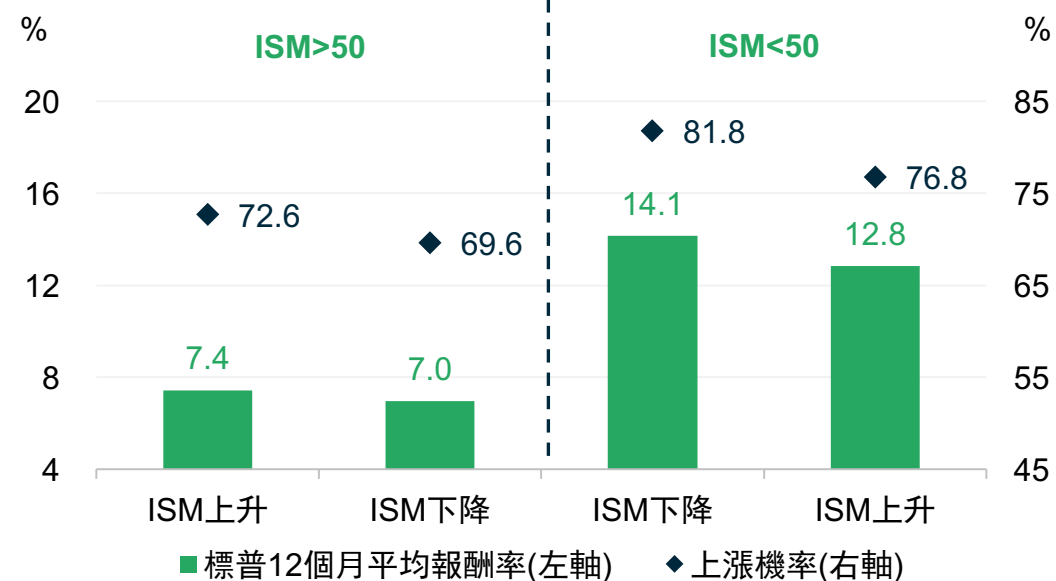
不過, **ISM指數在50之下或許是股市長期布局的時機, 統計標普500指數在ISM指數50以下時進場投資, 一年後的平均報酬率和正報酬機率皆較ISM指數在50以上來得高。**

ISM指數跌破50代表製造業景氣進入收縮階段



資料來源: Bloomberg。

ISM指數在50以下或為長期布局的時機



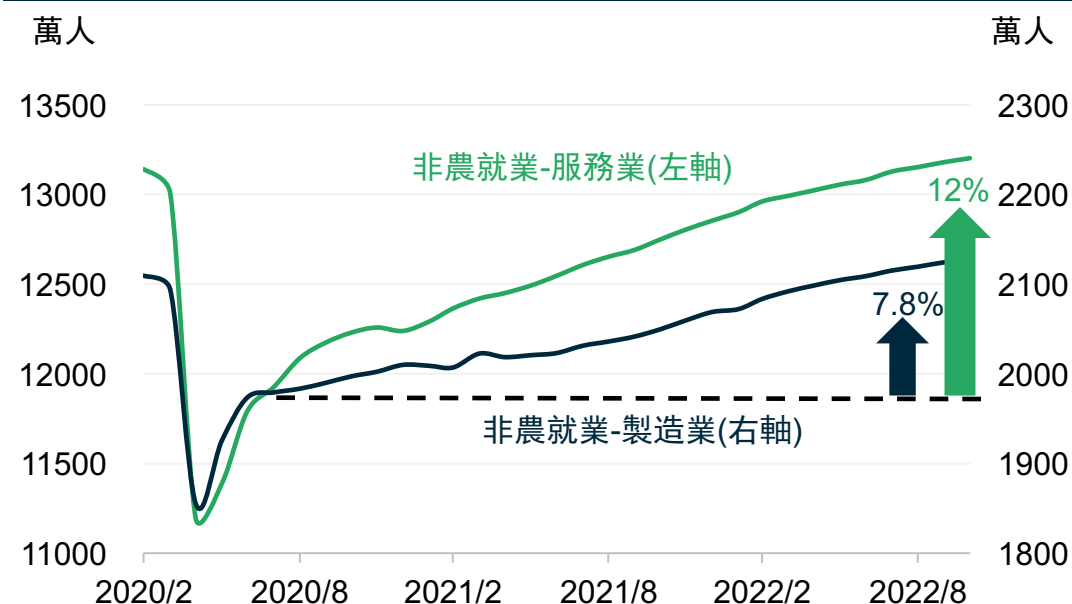
資料來源: Bloomberg。

就業市場降溫, 美國通膨有望回落

服務業就業人口的增長速度在疫情後明顯高於製造業, 這也造成了職缺數異常偏高的情況, 餐飲、旅遊、運輸及其他專業服務行業持續面臨缺人的情況, 相對的, 許多科技業已開始進行裁員。

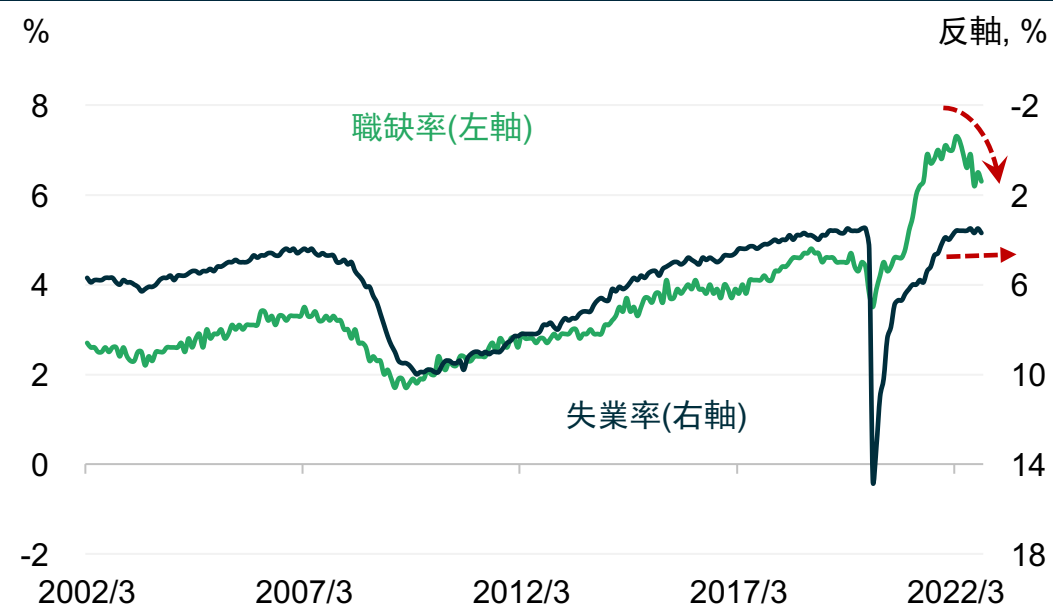
美國10月JOLTS職缺數降至1033.4萬, 較9月減少35.3萬, 職位空缺率降至6.3%, 自願離職率也降至2.6%, 平均每個失業者可對應1.7個職缺數, 較上月1.9個下降, 美國就業市場降溫, 避免了工資-通膨螺旋上升的情形。過去職缺數的下降和失業率上升亦步亦趨, 不過今年以來打破了過去的情形, 顯示聯準會仍有機會在失業率未出現大幅提升的情況下降低通膨。

疫情後, 服務業就業人口以較快的速度增加



資料來源: Bloomberg。

失業率並未隨職位空缺率下滑而上升



資料來源: Bloomberg。

歐洲未來升息壓力恐高於美國，美元漲勢趨緩

不論是歐元區或英國，10月通膨都繼續在雙位數上方，觀察其中影響最大的是能源相關的項目，包括天然氣和電力等，不過由於近期天然氣價格已有回落，考量CPI落後商品價格反應，未來數月，歐洲通膨有望見頂。

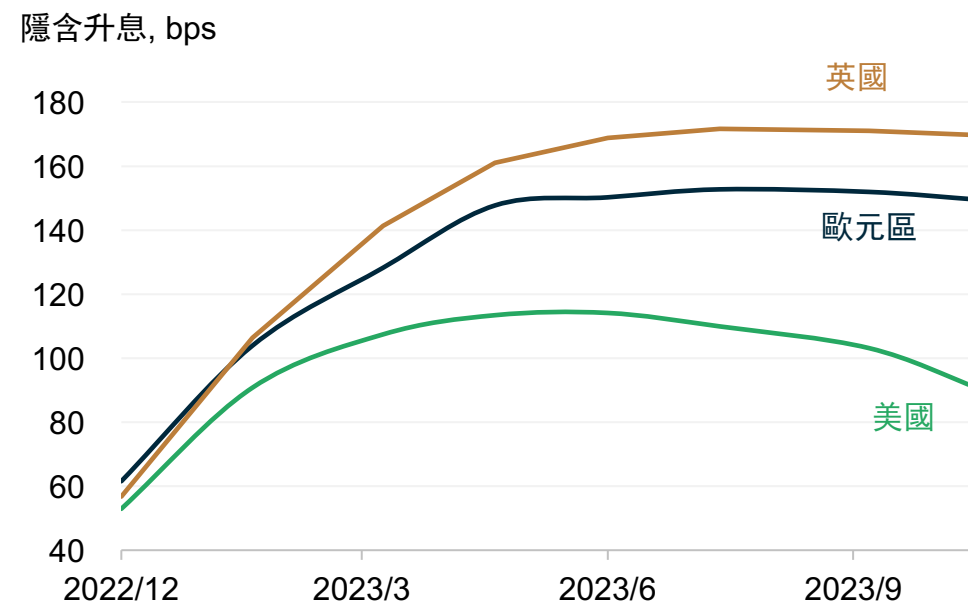
受到俄羅斯禁運天然氣影響，能源價格高漲對歐洲影響超越其他國家，也使得歐洲央行跟上聯準會的緊縮步伐，加速升息，利率期貨顯示，美國12月升息兩碼的機率較升息3碼提高，到明年上半年預計共再升息4-5碼，然而歐元區和英國則仍有升6-7碼的空間。**美國緊縮貨幣政策的優勢不再，或將使強勢美元升勢趨緩。**

隨著天然氣價格回落，歐洲通膨有望見頂



資料來源: Bloomberg。

明年歐洲潛在升息空間高於美國



資料來源: Bloomberg。

鮑爾演說後市場預計Fed將放緩升息步調, 市場氣氛好轉

鮑爾11/30演說, 暗示Fed將放慢升息步調, 雖然他重申Fed將尋求各天期的實質利率轉為「大幅度的正值」, 且將堅持緊縮政策直到通膨回到目標水準, 但是市場仍偏鴿解讀, 預期12月升息幅度將由3碼降至2碼, 利率期貨也顯示升息高點較上個月下降約20個基點, 利率高點見頂為市場創造了樂觀的氛圍。

今年以來聯準會急速升息, 推升實質利率, 使得美股評價面大幅修正, 隨著升息預期見頂, 有助於評價修復及股市反彈, 然而基本面偏下行, 持股部位仍應做好風險調控。

升息預期放緩, 利率高點似有見頂跡象



資料來源: Bloomberg。

實質利率降, 有利股市評價回升



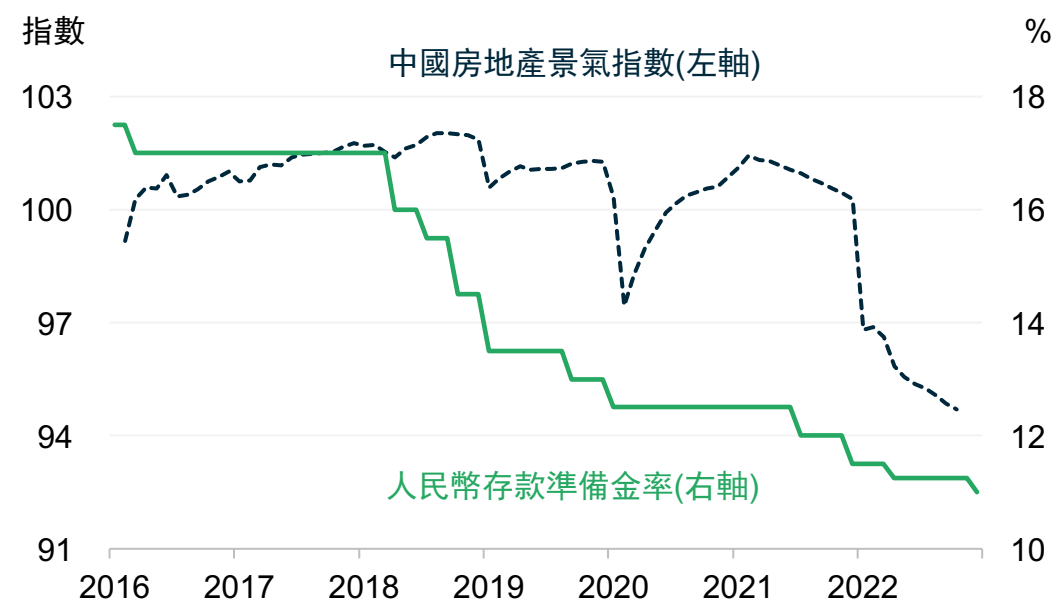
資料來源: Bloomberg。

中國利多政策頻出，有利股市短期反彈

國務院聯防聯控機制於11/29召開新聞發布會，國家疾控局表示，「堅持第九版、落實二十條優化措施」、封控管理要「快封快解、應解盡解」，將持續整治層層加碼。官方一方面確保疫情不全面失控，但另一方面也在逐步放寬管制，期盼減輕人民負擔。

在疫情防控之外，北京當局為支撐經濟，全面降準、房地產企業三支箭等利多政策推出，有利提振投資人情緒，加上目前指數與年線負乖離幅度偏高，短線仍有反彈契機。然而，儘管官方政策令經濟下行風險有限，但企業與民眾信心疲弱，基本面持續處在築底階段，11月官方製造業PMI加劇走弱至48，循環面恐壓抑股市上行動能，大盤格局尚未翻多。

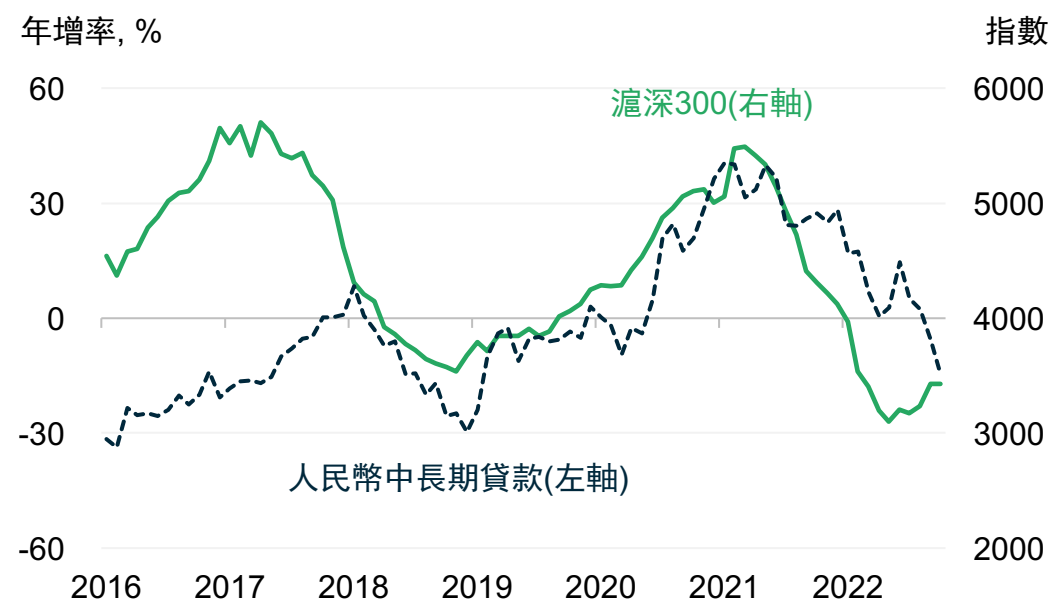
官方降準並放寬融資管制支持房地產企業



註：人民幣存款準備金率為大型金融機構存款準備金率。

資料來源：Bloomberg

信貸循環尚在築底，中港股盤整格局視之



註：人民幣中長期貸款取12個月累加後之年增率。

資料來源：Bloomberg。

信用債 隨Fed升息屆頂，信用債表現將取決於信用利差變化，布局以利差表現穩健高評價為主

預期隨升息見頂，景氣持續下行之際，公債利率往上動能趨弱下，未來信用債的表現將取決於信用利差的變化。目前非投資級(HY)利差不僅大幅低於衰退期間平均，表示若經濟步入衰退，HY利差將有大幅上行的空間。

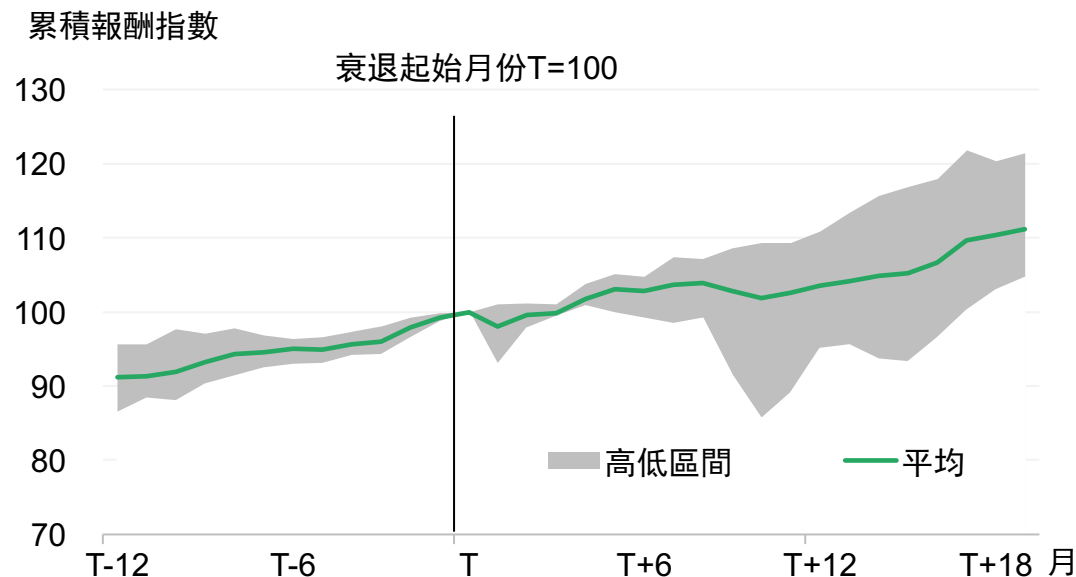
觀察HY信用利差擴大空間，與公債利率下行空間不對等下，料HY殖利率仍有上行壓力；投資級債(IG)則受惠於利差表現穩健，由過去衰退期間經驗來看，即使利差上行，多有望被公債利率下行抵銷，殖利率也多在衰退前見高。因此隨經濟下行壓力加大，布局上應以利差表現穩健的IG債為主。

在升息見頂後，IG債表現往往優於HY債



資料來源：Bloomberg。

投資等級債即使在衰退之際，多能穩健表現



註：統計1990/7、2001/3、2007/12、2020/2四次衰退經驗，月資料。

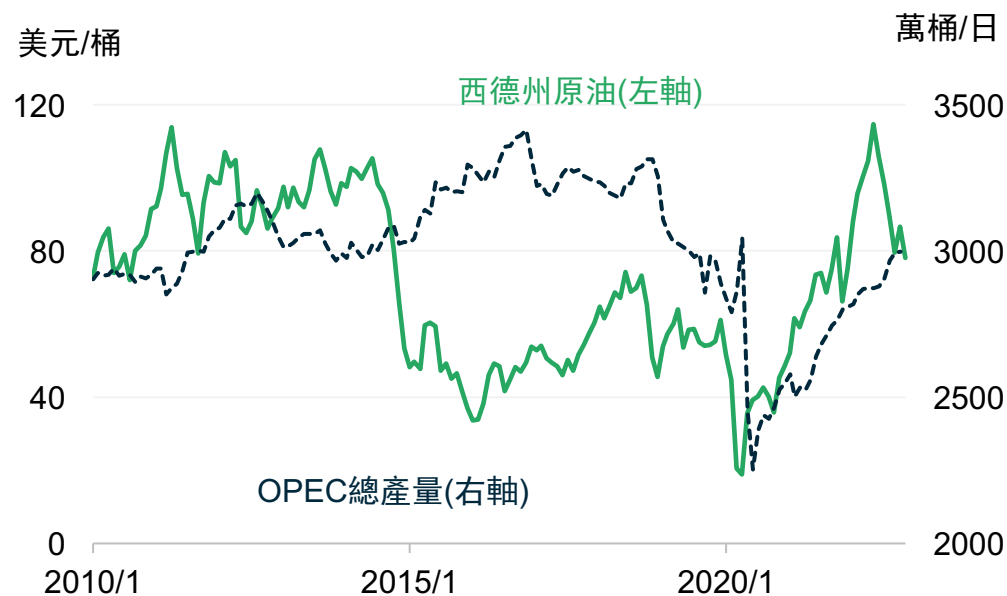
資料來源：Bloomberg。

能源 OPEC可能重申先前減產言論, 提供油價底部支撐

OPEC+將於12/4召開今年最後一次會議, 市場關注OPEC是否再度減產, **研判將重申10/5的結果, 而非進一步減產**, 因自上次會議以來, OPEC的整體產量非但沒有下降, 甚至小幅上升30萬桶, 與先前聲稱減產200萬桶的目標有明顯的差距。

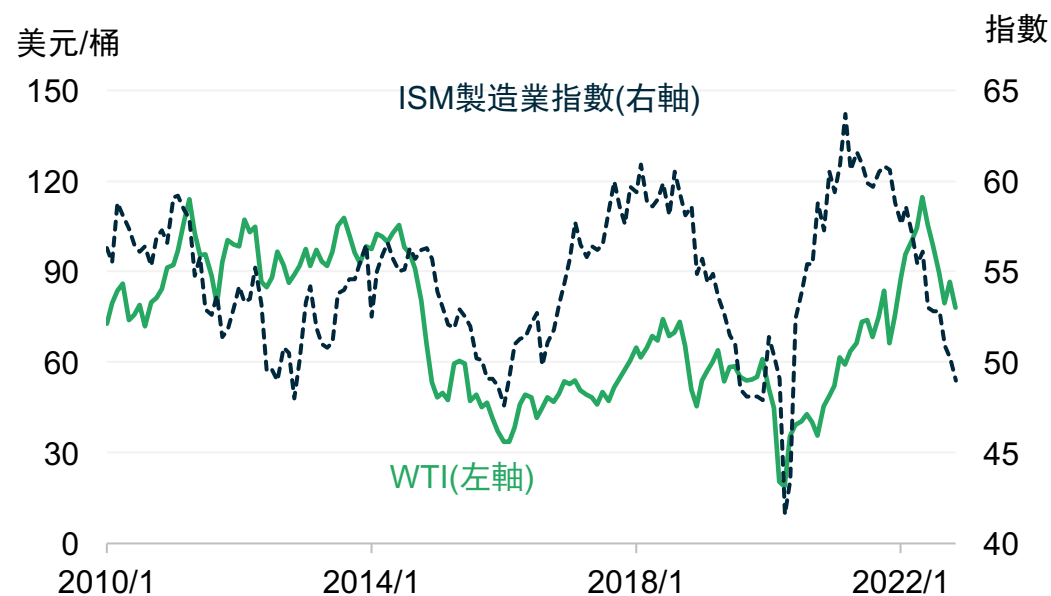
就油價走勢來看, OPEC的減產企圖有助緩解近期跌勢, 並提供下檔支撐, 不過, 景氣下滑態勢依舊, 尤其, ISM製造業指數進一步走低, 並跌破50關卡, 都將使油價上方承壓, 整體而言, 油價仍將處在盤整格局。

OPEC可能重申上次會議結果, 企圖穩定油價



資料來源: Bloomberg。

景氣放緩壓力, 限制油價上彈空間



資料來源: Bloomberg。

匯市 軋空行情延續, 台灣股匯持續雙漲, 但燈號續呈黃藍燈, 台幣弱勢震盪格局尚未改變

10月景氣對策信號分數較上月增加1分, 來到18分, 燈號續呈黃藍燈, 暫時消除掉入藍燈的憂慮, 國發會說明, 主要受惠資料中心等新興科技應用需求持續, 消費性電子新品拉貨效應以及國內投資動能挹注, 帶動貿易面指標維持擴增所致。另方面, 半導體供應鏈、綠能及投資台灣三大方案延續, 維繫投資動能。

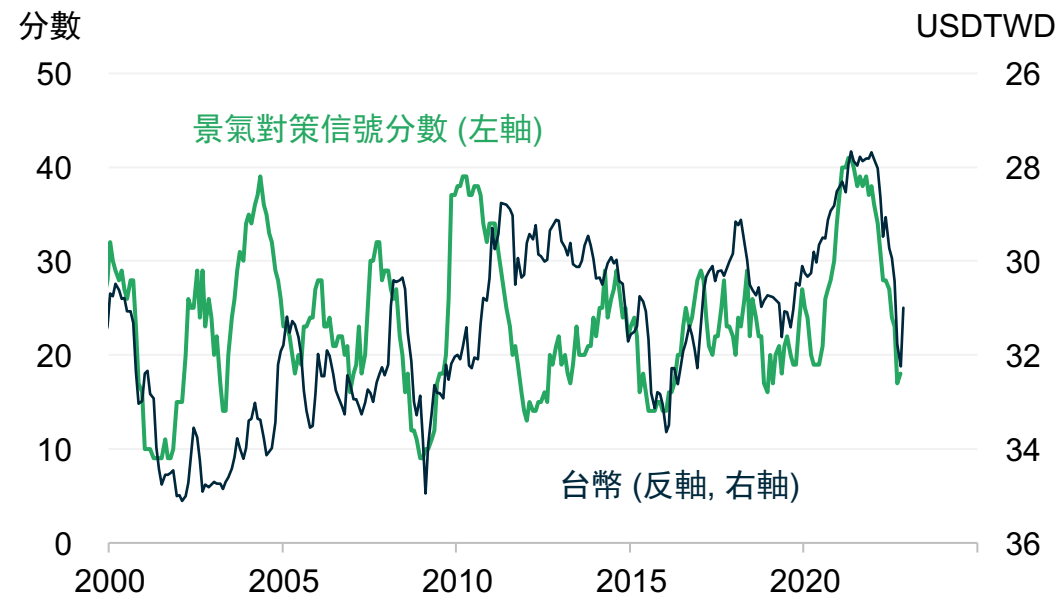
雖然外貿表現與設備投資暫時支持景氣燈號, 但鑒於11月~明年1Q仍有高基期挑戰, 景氣燈號仍舊有壓。因此, 近期台股、台幣雖延續軋空後的上漲慣性, 但自身基本面逆風、聯準會依舊升息下, 台幣中線偏弱格局尚未扭轉。短線上, 台幣隨台股走強機率仍高, 但基本面仍恐壓抑台幣1Q走勢。全年而言, 電子業去庫存可望在明年中屆尾聲, 下半年較有利台幣匯價。

軋空行情延續, 台灣股匯持續雙漲



資料來源: Bloomberg。

基本面逆風仍在, 台幣弱勢震盪格局未變



資料來源: Bloomberg。

Dec 2022

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
美國ISM服務業指數 美國工廠訂單 美國耐久財訂單 歐元區Sentix投資者信心 歐元區零售銷售 泰國休市	德國工廠訂單 台灣CPI	歐元區GDP 德國工業生產 日本GDP 中國進出口 台灣進出口	美國初領失業金人數	美國PPI 美國密大消費者信心 中國CPI

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