



國泰世華銀行
Cathay United Bank

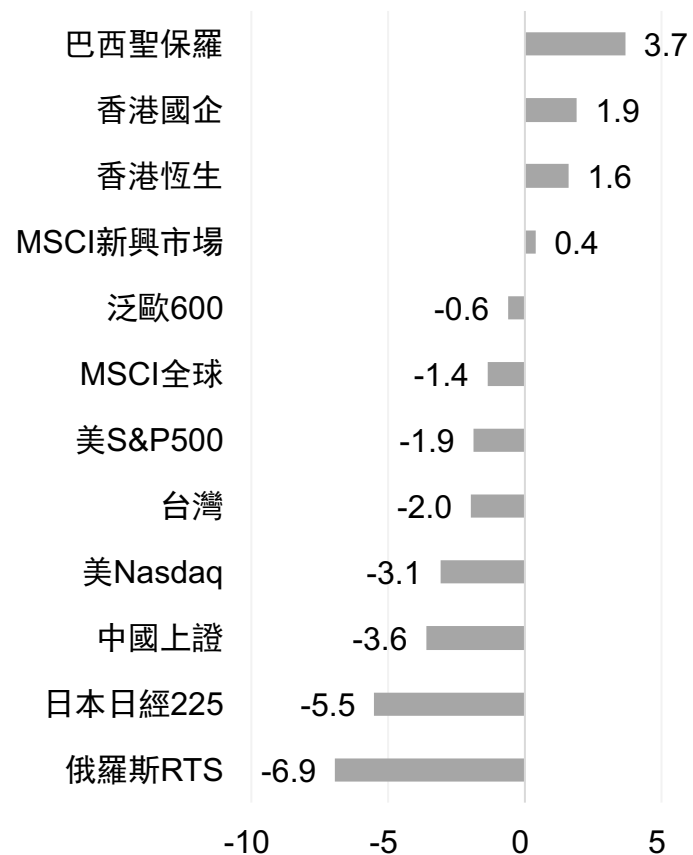
2022年12月23日

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

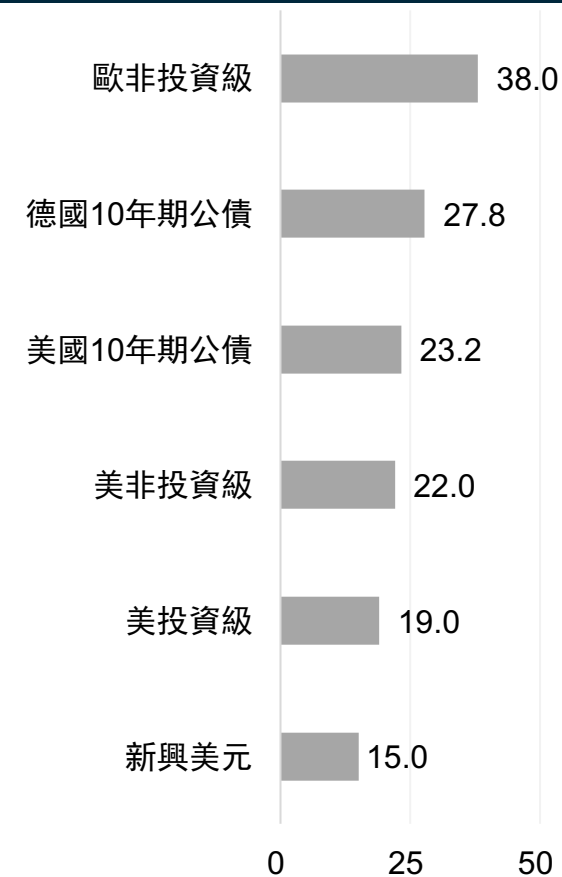
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/12/15- 2022/12/22。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 日央調整貨幣政策，引發金融市場震盪

日央意外放寬10年公債殖利率波動區間上限，變相緊縮貨幣政策，造成日圓驟升，日債利率跳漲。台灣外銷訂單下滑不利台幣，善用台幣升值之際換匯。

► 日債牽動美債利率上彈，但上方壓力重重

日本央行意外緊縮，加上全球主要央行持續緊縮，可望帶動美債利率近期反彈。不過，通膨降溫態勢未變，加上景氣下滑壓力未除，對長債利率構成上方壓力。

► 年底假期交易清淡，股市不應樂觀預期

年底假期效應，交易量萎縮，加上主要央行維持緊縮態度及經濟數據放緩壓力，股市在反彈之後，也將面臨年線反壓，目前股市仍處築底階段。

股市

美國房市快速降溫，製造業景氣也連續2個月陷入萎縮，使Q4獲利面臨負成長壓力，加上股市年線反壓仍大，目前不宜躁進。但明年中旬，庫存調整近尾聲，股市有望落底，提供長線布局契機。

債市

由於通膨將逐步放緩，加上景氣放緩態勢未變，預期美國10年期公債殖利率高點已過。操作上，若公債利率持續上彈，應提高債市佈局力道，尤其長債部位，未來更具資本利得空間。

匯市

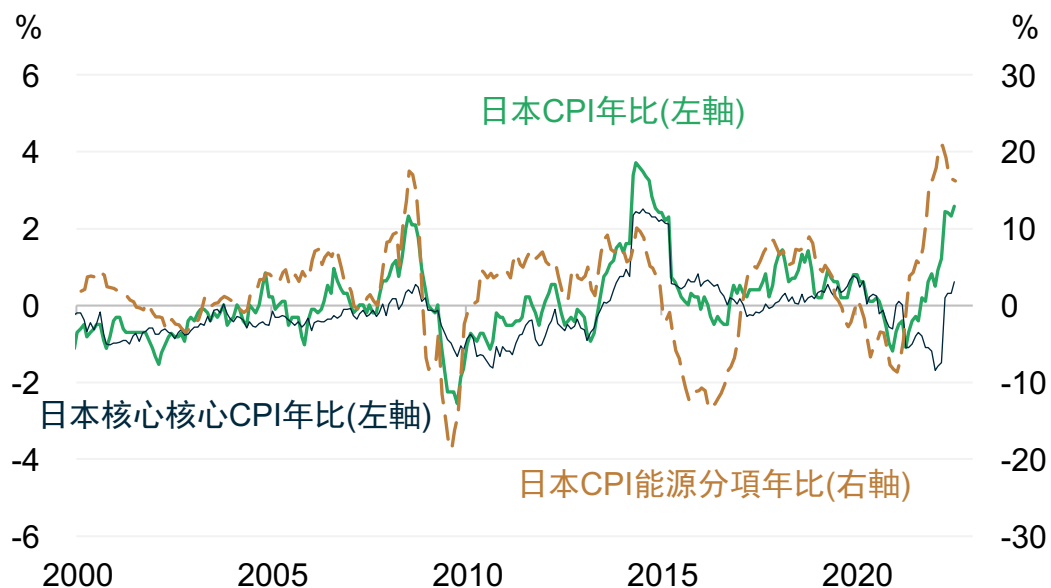
日本央行變相升息，美日利差縮窄，日圓後續緩升，加深美元作頭態勢。台灣外銷訂單面臨大幅下滑壓力，不利台幣，把握台幣升值換匯契機。

日本央行意外放寬10年公債殖利率波動區間上限, 由0.25%上調至0.5%

12/20日本央行(BoJ)利率會議重點: **意外放寬10年公債殖利率波動區間上限, 變相緊縮貨幣政策。**

- 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, 但**放寬10年公債殖利率波動區間由 $\pm 0.25\%$ 至 $\pm 0.5\%$** , 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。
- 政策變動緣由: 今年以來, 受到俄烏戰爭推升能源價格所致, 連年低通膨的日本也難逃通膨虎爪, 也直接衝擊岸田內閣的民調支持度。日前報載, 由於現任央行總裁黑田東彥將於**明年4月任期屆滿**, 首相岸田文雄將檢討現行貨幣政策。因此, **可將本次政策調整視為央行對內閣與民意的回應。**
- 市場反應: 日本央行變相緊縮貨幣政策, 帶動近期日圓空單回補, 使日圓急升, 也預告**日圓未來續貶的可能性已大幅降低。**

今年以來, 日本通膨確實已有所上升



資料來源: Bloomberg。

日債殖利率彈升, 帶動美日利差縮窄、日圓升值



資料來源: Bloomberg。

外銷訂單持續回落，台幣仍有貶值壓力

台灣公布11月外銷訂單，訂單金額501.4億美元，月減9.5%，年減23.4%，是連續第3個月負成長，寫下2009年4月金融海嘯以來最大減幅。除受到全球通膨升息、客戶調整庫存外，中國封控之亂及上年同期基期較高等因素皆是負面影響。

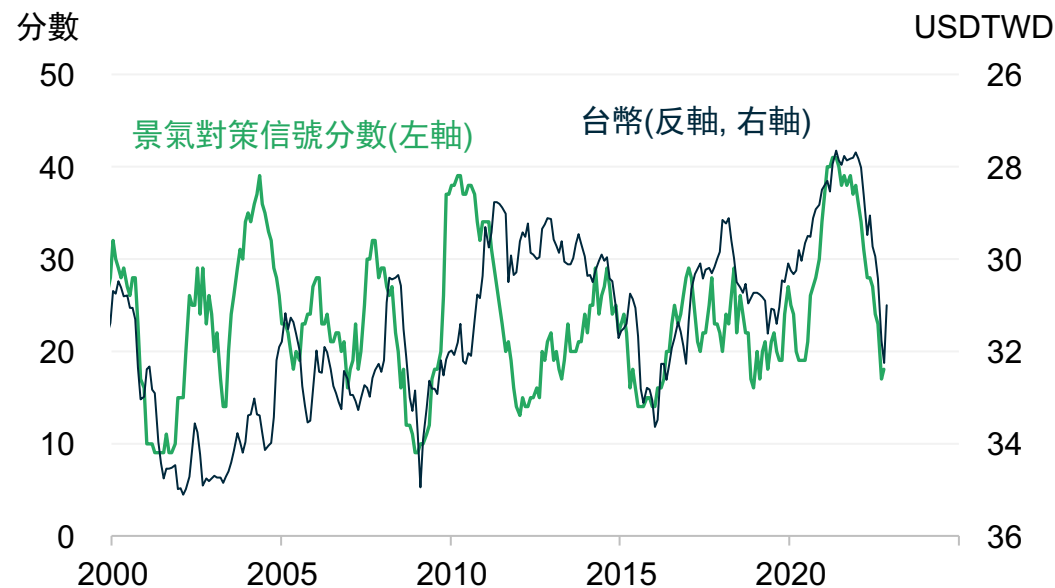
台幣匯價：台幣目前雖仍受惠出口商年底拋匯，但日本央行會後明顯已令台股短多受阻，此將不利台幣匯價。中線而言，基本面逆風、聯準會依舊升息下，台幣偏弱格局尚未扭轉。短線上，台幣隨台股走強機率仍高，但基本面仍恐壓抑台幣Q1走勢。全年而言，電子業去庫存可望在明年中屆尾聲，明年下半較有利台幣匯價。

外銷訂單年比連三黑，尚未有觸底跡象



資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號應尚未見底，基本面仍壓抑台幣匯價



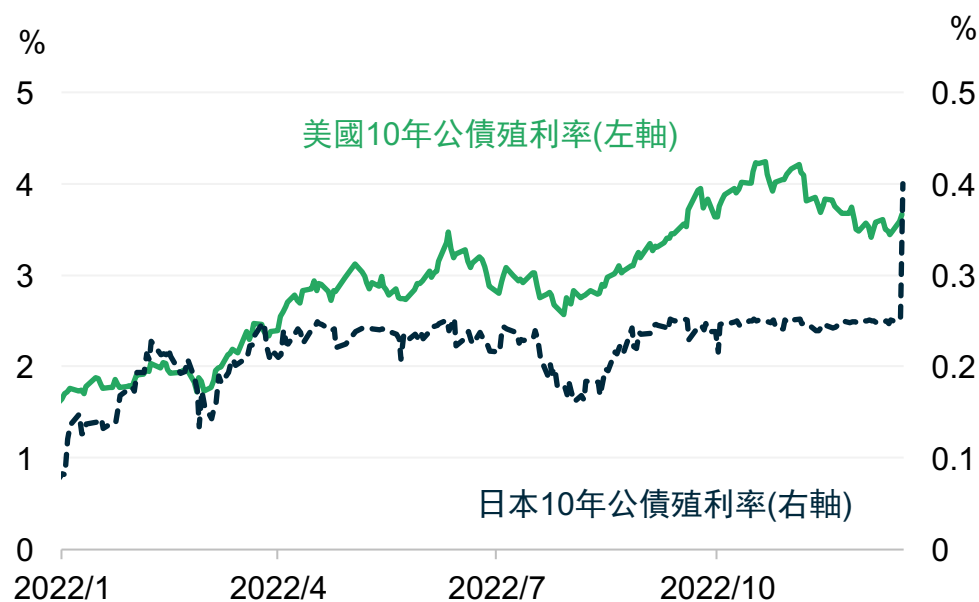
資料來源：Bloomberg。

日本及主要央行緊縮，公債利率短線有機會上彈，但上方壓力重重

日本央行意外轉向，加上利差交易驅動日圓急升，日本公債殖利率從0.25%上彈至0.4%。美國10年期公債殖利率除受到日債利率彈升外，Williams、Daly、Mester等Fed官員重申支持緊縮，使得利率近期上彈30個基點，挑戰3.7%關卡。

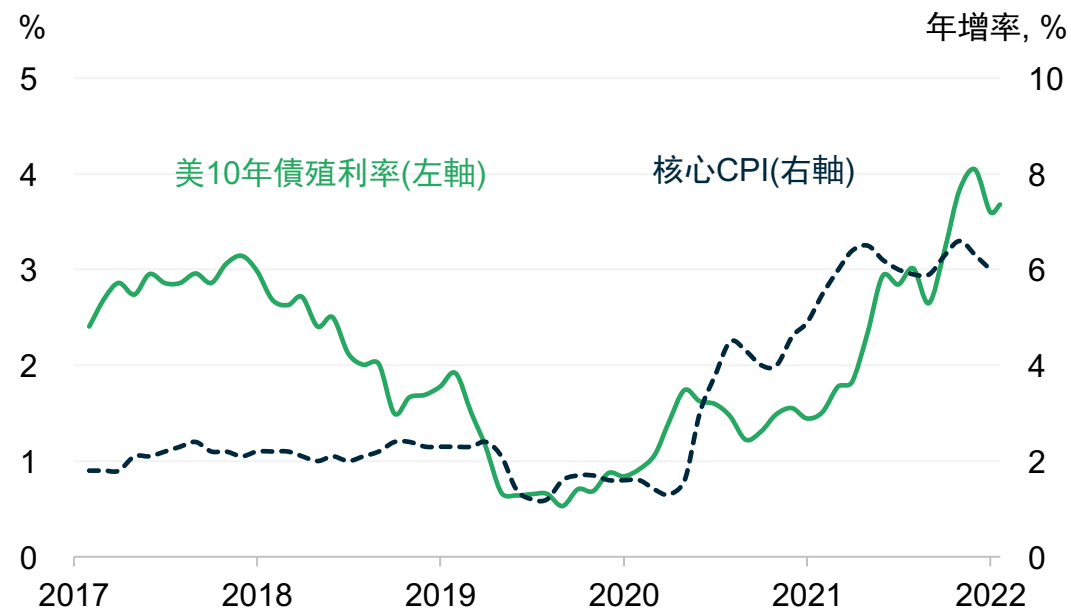
展望未來，由於通膨將逐步放緩，加上景氣放緩態勢未變，**預期美國10年期公債殖利率高點已過。操作上，若公債利率持續上彈，應提高債市佈局力道，尤其長債部位，未來更具資本利得空間。**

日債利率彈升，帶動美債利率上揚



資料來源：Bloomberg。

通膨降溫，將使公債利率上方承壓



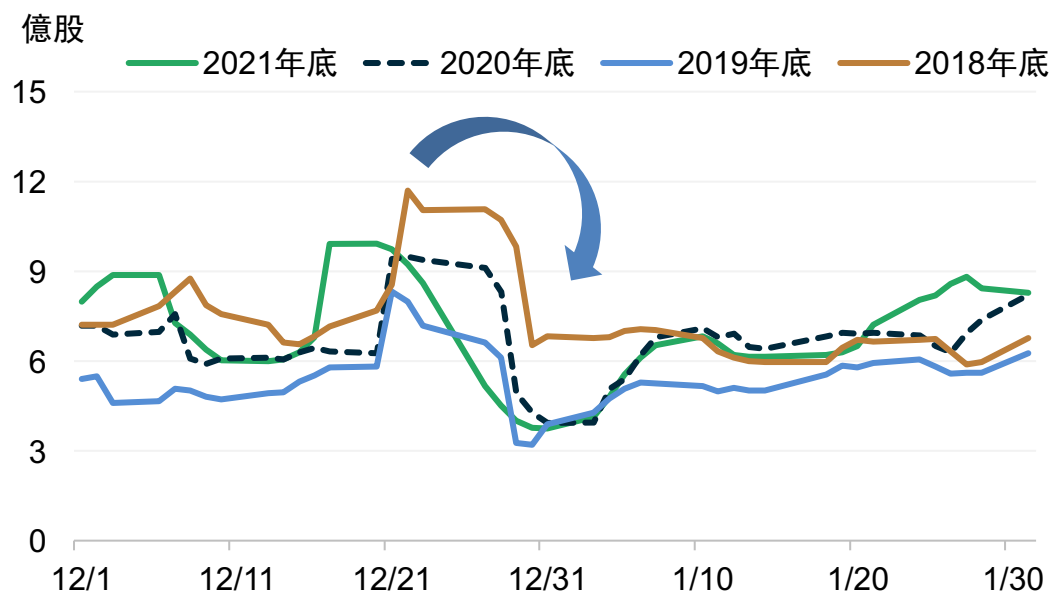
資料來源：Bloomberg。

假期效應使交易低迷, 加上基本面放緩, 股市仍處築底階段

時序邁入年底, 聖誕假期及跨年效應, 使市場成交量趨向低迷, 股市難有表現。此外, 從基本面來看, 標普全球美國製造業PMI已連續2個月步入萎縮, 並創1年來新低, 研判整體企業獲利將受拖累。根據Factset預估, **標普500指數Q4獲利將是2020年以來首度負成長。**

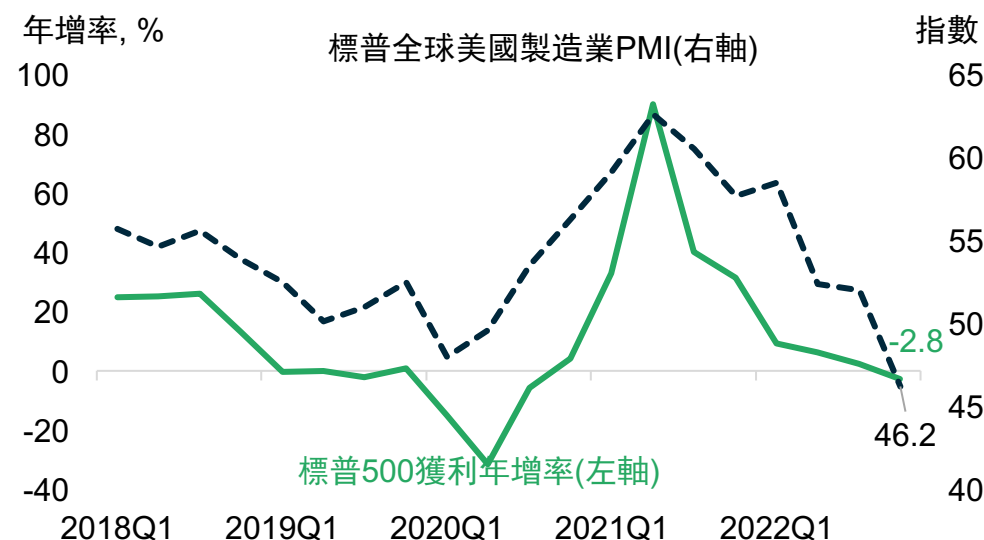
聯邦快遞財報顯示, 包裹量已連4季萎縮, 預期到明年上半年仍將持續萎縮。記憶體大廠美光最新季度營收年減五成, 並宣布裁員10%。**股市操作上, 短期面臨年線下彎壓力, 股市有回檔調整可能。待明年中, 庫存調整進尾聲, 長線投資價值浮現。**

年底假期效應, 成交量趨向低迷



資料來源: Bloomberg。

製造業景氣將拖累財報表現



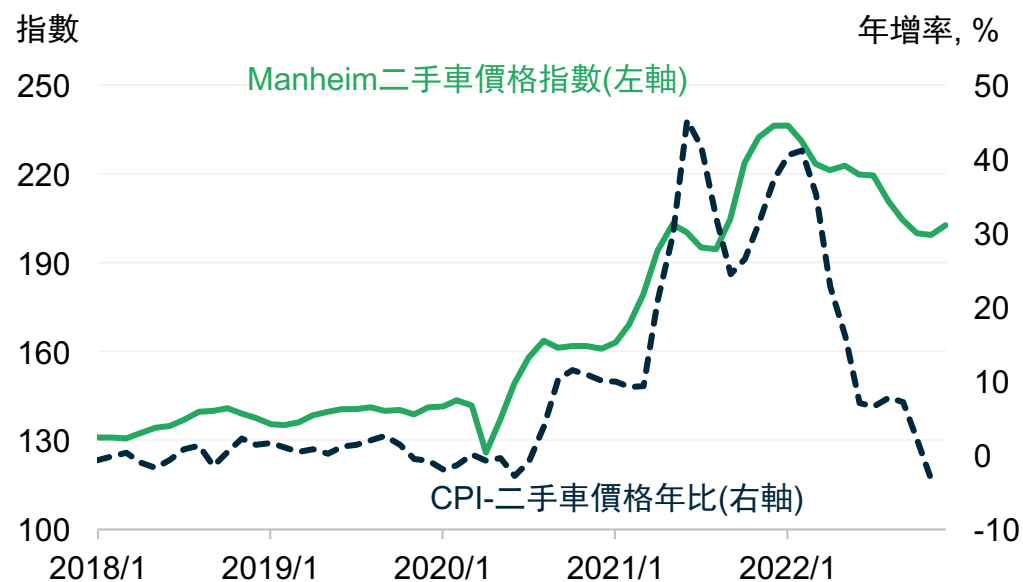
資料來源: Bloomberg。

美國 美國車貸為下個金融隱憂嗎?可能性低

隨供應鏈改善, 二手車價格明顯回落, 加上方舟投資長轉載文章指出, 車貸會是下一個危機, 同時特斯拉執行長馬斯克也認同此觀點, 使得車貸問題一時成為熱烈議題。整體而言, 二手車價格雖回落, 但仍高於疫情前水準, 不至大幅影響貸款人的還款意願。

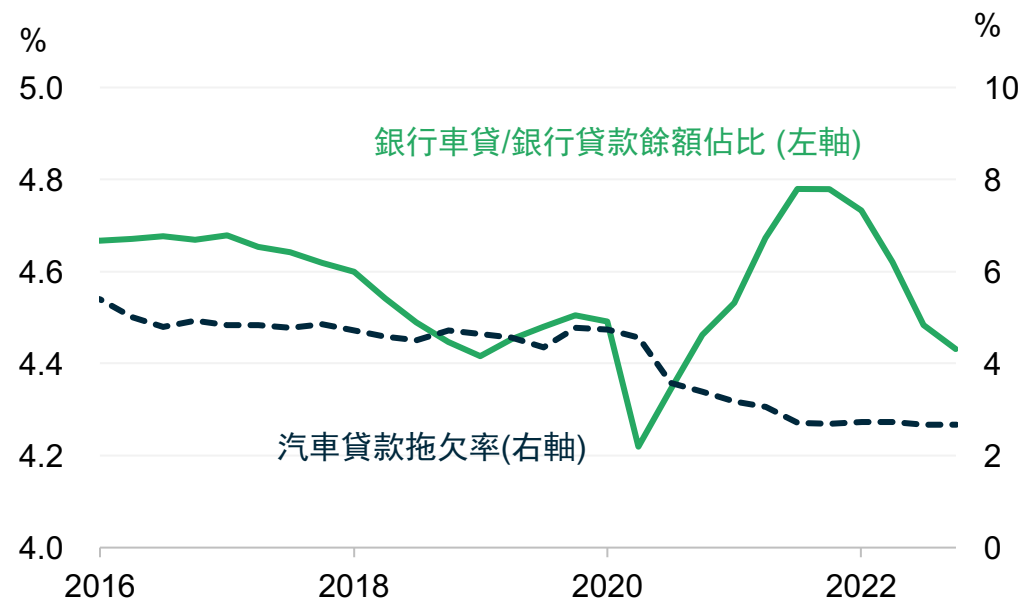
就銀行放款結構來看, 目前美國銀行業的汽車貸款總額為524億美元, 佔整體銀行放貸金額的4.3%, 且持續下降。另外, 就車貸的拖欠狀況僅2.7%, 並未有惡化的狀況。因此, 研判車貸問題要成為下個金融危機的可能性偏低。

美國二手車價格狀況



資料來源: Bloomberg。

美國車貸市場狀況良好, 不至構成系統性風險



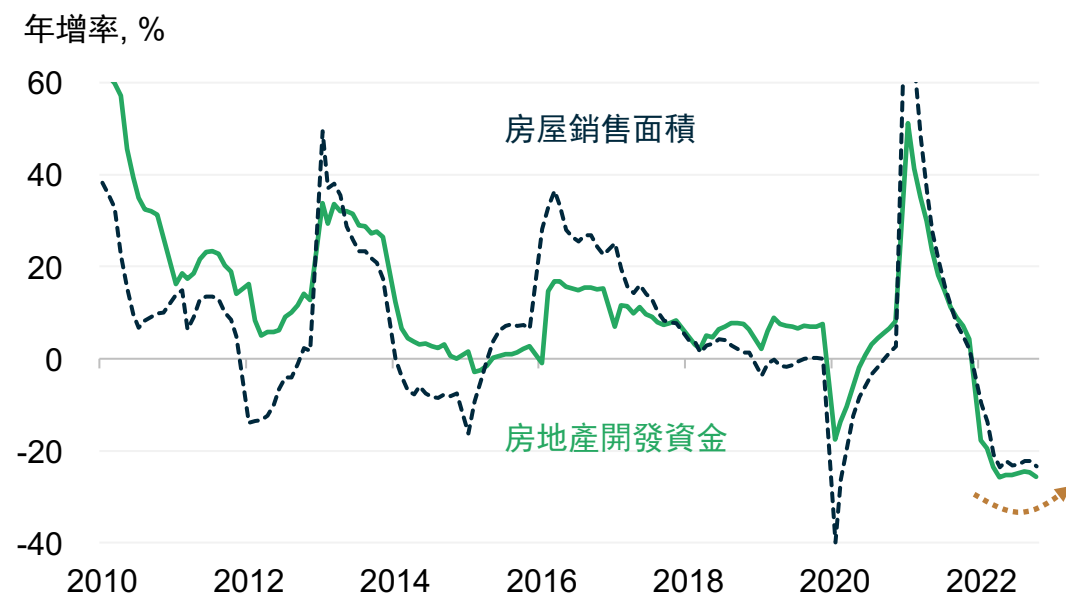
資料來源: Fed, NY Fed, St Louis Fed。

中國 官方再度力挺房市，股市配置優先布局解封與政策支持產業

中國房地產經歷一年半的大幅萎縮，官方著手刺激房市的政策不斷推出，繼三支箭落地、金融16條之後，12/16落幕的中央經濟工作會上，提出的重點內容包含：1) 擴大內需，將支持住房改善位列第一位；2) 保交樓、防風險，降低爛尾樓與資金斷鏈的違約機率；3) 重申房住不炒定位。國務院副總理劉鶴也對外表示，後續有新措施引導市場信心，預期建商的資金問題獲得緩解，已開工的建案加速完成，民眾的購屋行為則緩步回穩。

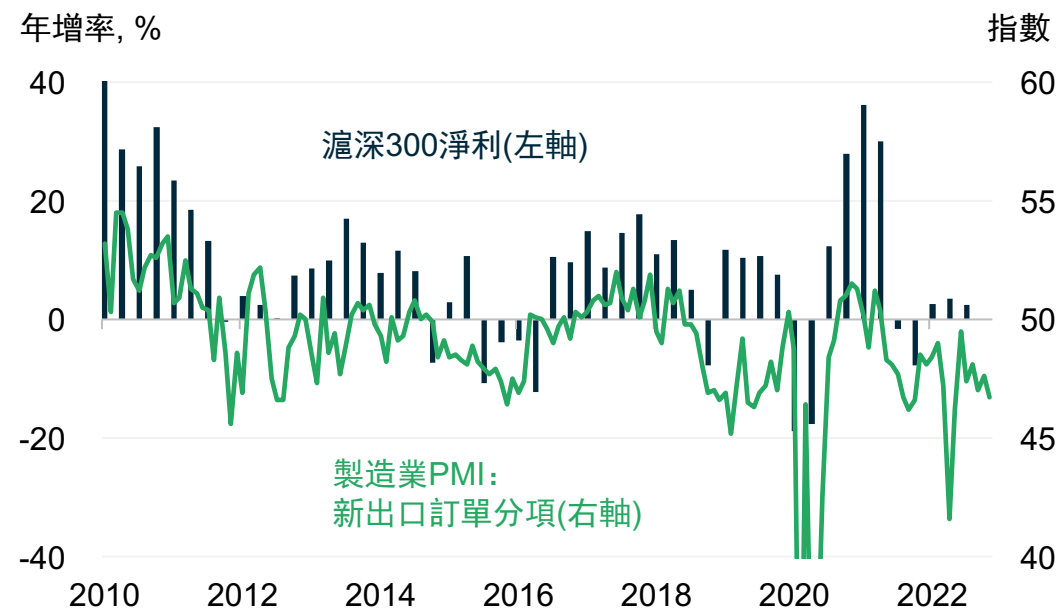
景氣復甦有待政策發酵，企業獲利尚未落底，令大盤觸及年線有壓，中長期隨基本面改善後，股市有望逐步走升。然出口下滑令明年產業復甦分化，**布局可優先挑選政策重點扶持的地產、科技自主領域**，另外，明年中國經濟首重恢復及擴大消費，地方政府已陸續發放消費券與消費補貼，**預期政策持續刺激之下，消費相關類股表現可期。**

中國房地產在政策支持之下，明年可望止穩



資料來源：Wind。

出口壓力顯重，企業獲利恐尚未落底



資料來源：Wind。

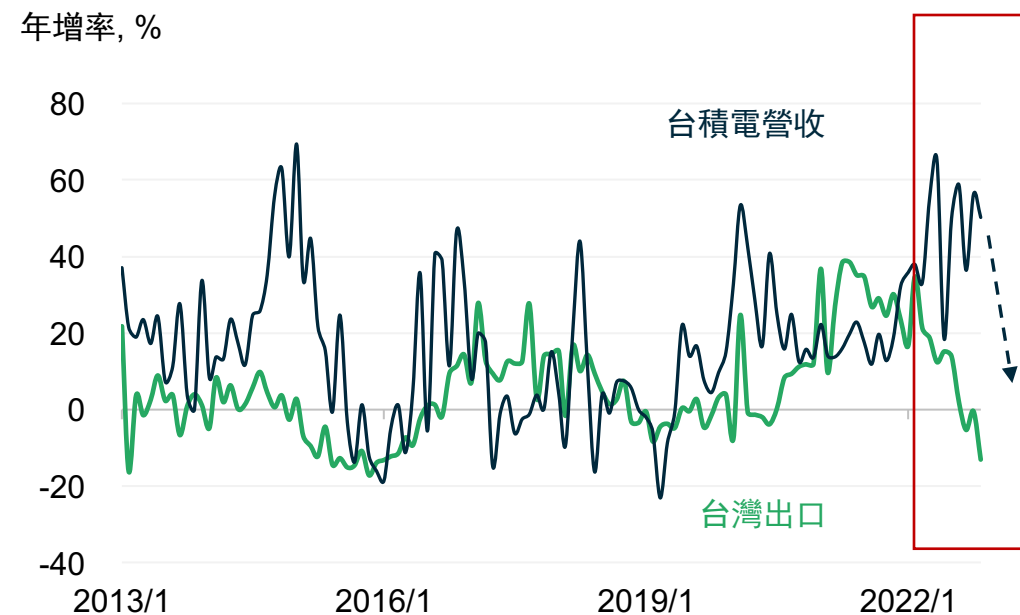
台灣 景氣下行階段，宜耐心等待景氣落底

台灣11月出口年增率-13.1%，衰退幅度擴大，然而「護國神山」台積電11月營收仍繳出年增50.2%的優異成績單，應該如何解讀？我們認為

- 1) 台積電為電子業上游，加上先進製程受景氣影響較小，因此反轉向下的時間較晚。
- 2) 台積電佔整體出口近20%，除台積電以外企業衰退更劇烈。
- 3) 在下游客戶需求減緩、庫存偏高之下，台積電營收也將反轉向下，預料明年Q1在淡季效應加乘下，產能利用率將明顯下滑。

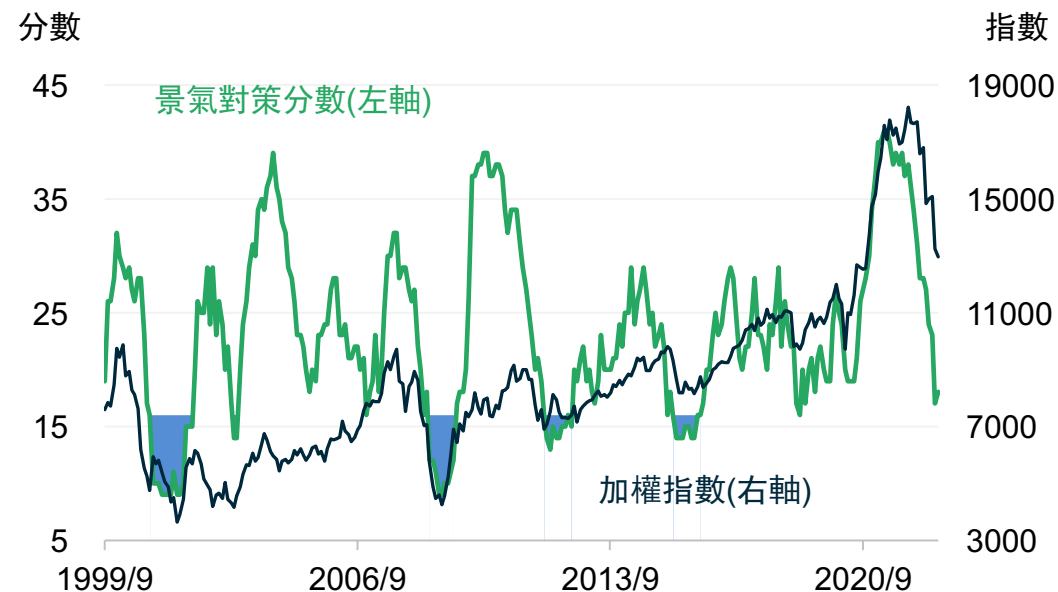
台灣景氣處於下行階段，景氣對策信號距離代表蕭條的藍燈僅差2分，且電子業的庫存調整預計要到明年上半年才會告一段落，景氣打底的過程中，股市即使不再破底，也需要時間整理，布局台股宜具備耐心，逢低分批進行。

台積電營收仍在高檔，但難逃大環境景氣下滑



資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號向藍燈逼近，未來將進入底部區



註：藍色區域為景氣呈現藍燈期間。

資料來源：Bloomberg。

Dec 2022

26

Monday

美國/英國/德國/法國/香港/新加坡休市

27

Tuesday

中國工業利潤
日本零售銷售
美國20大城市房價指數
英國/香港休市

28

Wednesday

日本工業生產

29

Thursday

美國初領失業金人數

30

Friday

南韓CPI
美國芝加哥PMI
韓國/巴西休市

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