



國泰世華銀行
Cathay United Bank

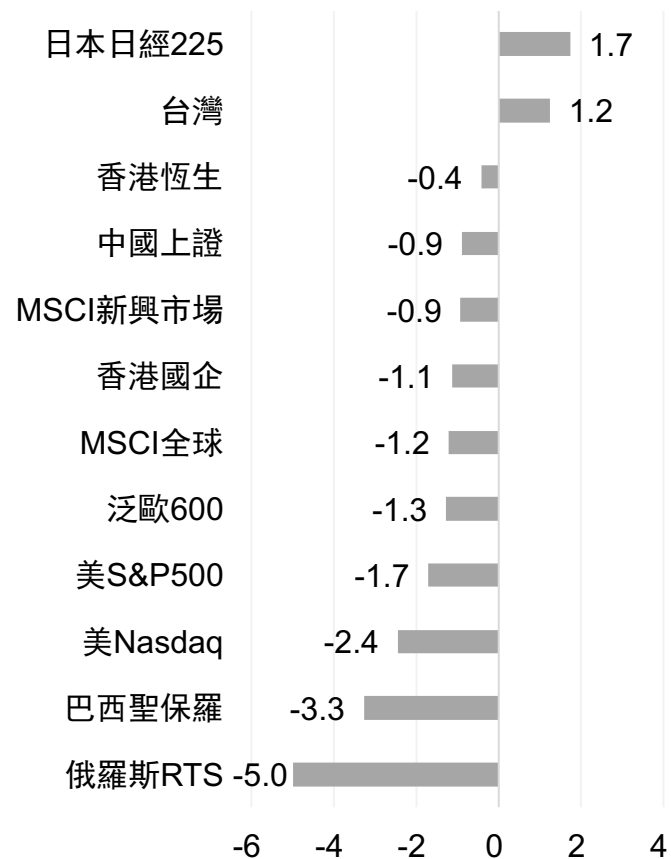
2022年12月16日

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：2022/12/8- 2022/12/15。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Fed放慢升息步伐，終端利率上調50基點

11月CPI延續下行，物價壓力稍降令聯準會本次FOMC放慢升息步伐，然服務類核心通膨展現黏性，且勞動市場依舊穩健，Fed調升利率終點50個基點，長債可留意經濟數據優於預期，推升利率之際布建。

► ECB與BoE同升2碼，美國利差優勢縮窄

歐元區與英國央行升息2碼，美貨幣政策優勢縮窄，但利差交易仍在，加上歐元區經濟相對疲弱，美元短期不易出現大貶格局。台灣央行再次升息半碼，考量景氣壓力沈重，本次應為升息尾聲，但基本面仍不利台幣。

► 獲利與資金面利空延續，股市追高宜慎

Fed延續緊縮政策，貨幣政策對評價面助益有限。升息對經濟衝擊逐步顯現，民眾消費降溫、製造業PMI在榮枯線下方，企業獲利具下修空間，明年1H股市上方有壓，可於短線高位調節部位。

股市

消費動能下滑、庫存去化持續，企業獲利尚處於下修階段；儘管Fed升息步調放慢，但偏緊金融環境壓抑本益比表現。明年1H股市仍有調整壓力，待下半年基本面較有利大盤走升，半導體、工業等具實質需求產業可逢低布局。

債市

物價壓力高峰已過、景氣仍在下行階段，皆不利長債利率走勢。策略上，短率受Fed持續升息影響，仍站穩4%上方，且具有價格波動較小優勢；聯準會緊縮政策之下，可待通膨或就業數據優於預期，推升殖利率之際布建。

匯市

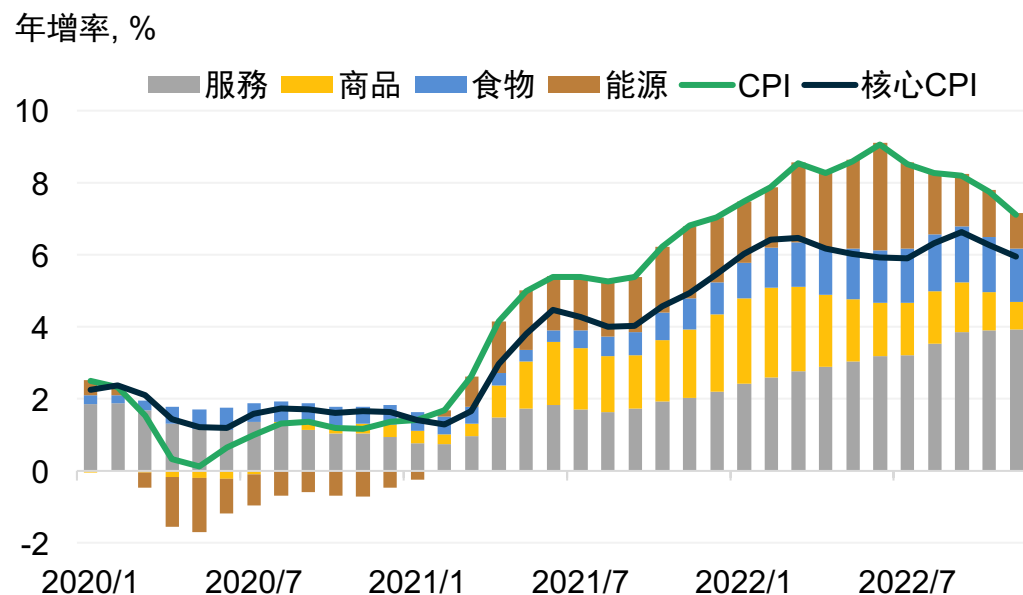
Fed升息腳步放緩，歐洲與英國央行皆升息2碼，美國貨幣政策利差優勢縮窄，美元短線高位震盪盤整，預期明年強勢格局不再。台灣出口動能疲弱，景氣逆風不利台幣匯價。

核心商品帶動美國通膨降溫, 明年CPI增速預期延續下行

美國11月物價壓力持續降溫, 年增率7.1%不僅較上月回落, 也低於分析師預期, 能源與商品價格對本月CPI幫助最大。景氣走弱令近期國際原油期貨價格呈弱勢格局, 美國汽油平均價格也從每加侖5美元跌至3.3美元。隨供應鏈問題改善, 美國汽車市場的供需狀況改善, 價格也明顯回落, 二手車價較去年同期下跌3.3%, 商品類通膨年增率自上月5.1%進一步跌至3.7%。

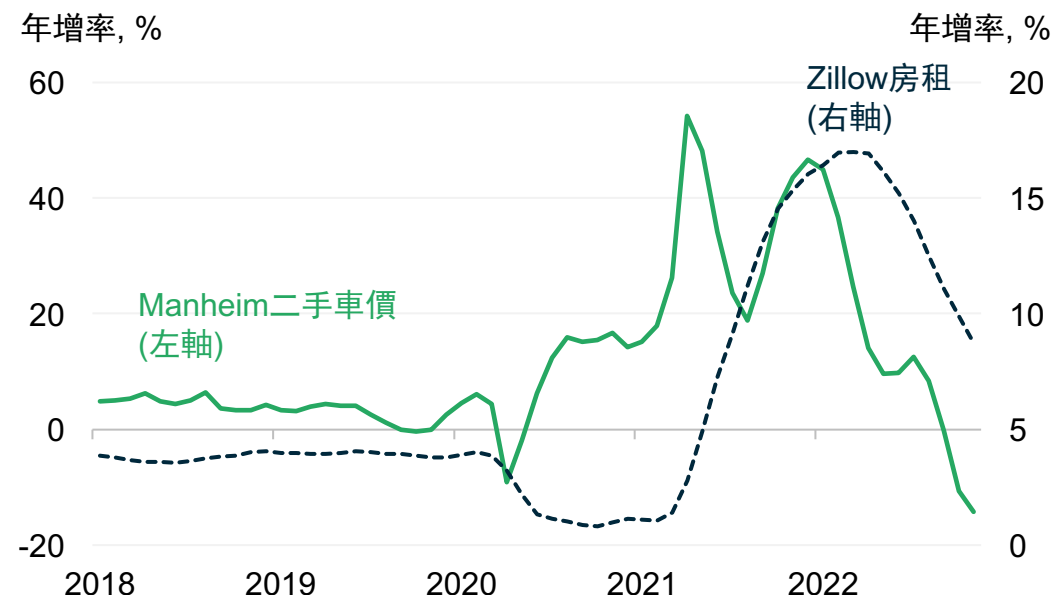
核心CPI也有所下滑, 但租金年增率達到7.1%, 帶動服務通膨小幅揚升。觀察Zillow房租價格指數的年增率已明顯從高位下滑, CPI的統計包含了新、舊租客支付的租金, 因此具有遞延效果。租金後續漲勢放緩, 加上商品價格走弱, 美國通膨預期在明年將持續下行。

11月CPI及核心CPI走弱, 商品與能源增速明顯下滑



資料來源: Bloomberg。

二手車與房租市價增速回落, 有助明年通膨降溫



資料來源: Bloomberg。

升息步伐尚未停歇, 但已步入尾聲

Fed放緩升息步伐至2碼, 將利率升至4.5%。**點陣圖顯示2023年還有3碼的升息空間, 將利率高點推升至5%-5.25%** (較9月預估高50個基點), 至2024年才有降息的空間。經濟展望部分, 反應更高利率帶來的影響, 下調明年經濟預估、上調失業率。

Powell會後記者中雖強調將繼續升息, 但也釋出已越來越接近升息目標、未來有望進一步放緩升息步調。利率期貨顯示, 預期明年升息幅度為2碼, 低於點陣圖顯示的高點外, 2023下半年還有2碼的降息空間。兩者都指出, **明年2月升息速度有望再降到1碼, 最後視通膨回落狀況, 3月或5月FOMC會議可能就是本次升息循環的終點。**

Fed政策利率展望



單位(%)		2023	2024	2025	長期
政策利率 (上限)	12月	5.25	4.25	3.25	2.50
	9月	4.75	4.00	3.00	2.50

資料來源: Bloomberg, Fed。

經濟預估

單位(%)		2022	2023	2024	2025	長期
實質 GDP	12月	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
	9月	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失業率	12月	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
	9月	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE	12月	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
	9月	5.4	2.2	2.2	2.1	2.0

資料來源: Fed。

債市方面, 升息動能放緩、景氣壓力加大, 長天期殖利率趨勢偏下

升息步調正式放緩至2碼, 且距離Fed點陣圖的高點僅剩3碼的空間, 升息步伐已然步入尾聲, 參考歷史經驗, **隨升息動能放緩, 公債利率多在升息見頂後偏下行。**

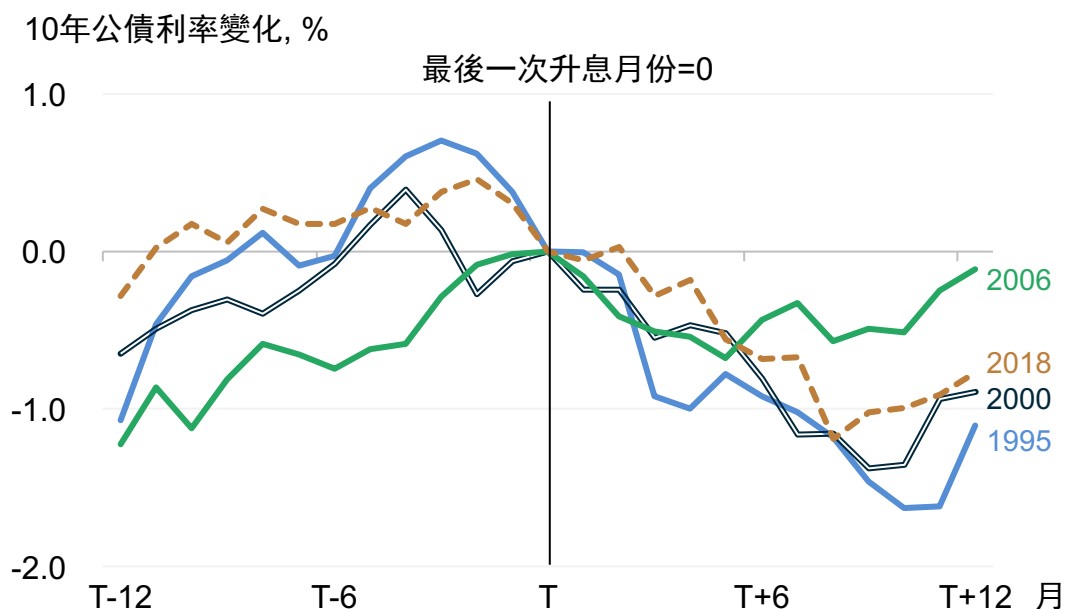
然, 本次升息循環有個特殊之處, 過去景氣下行壓力往往在升息屆頂後才陸續顯現, 然而觀察作為景氣衰退的先行指標—長短利差, 卻在目前仍在升息之際就已發出警訊, **顯示經濟衰退的壓力, 較過往升息循環更早出現, 將對殖利率產生下行的拉力。**

整體而言, **升息動能放緩, 但利率維持在對經濟有抑制性的水準、景氣下行、通膨回落的背景下, 將壓抑長期利率走勢。** 布局策略上,

1)短債: 仍站穩在4%以上, 著重穩定現金流, 價格波動小的優勢;

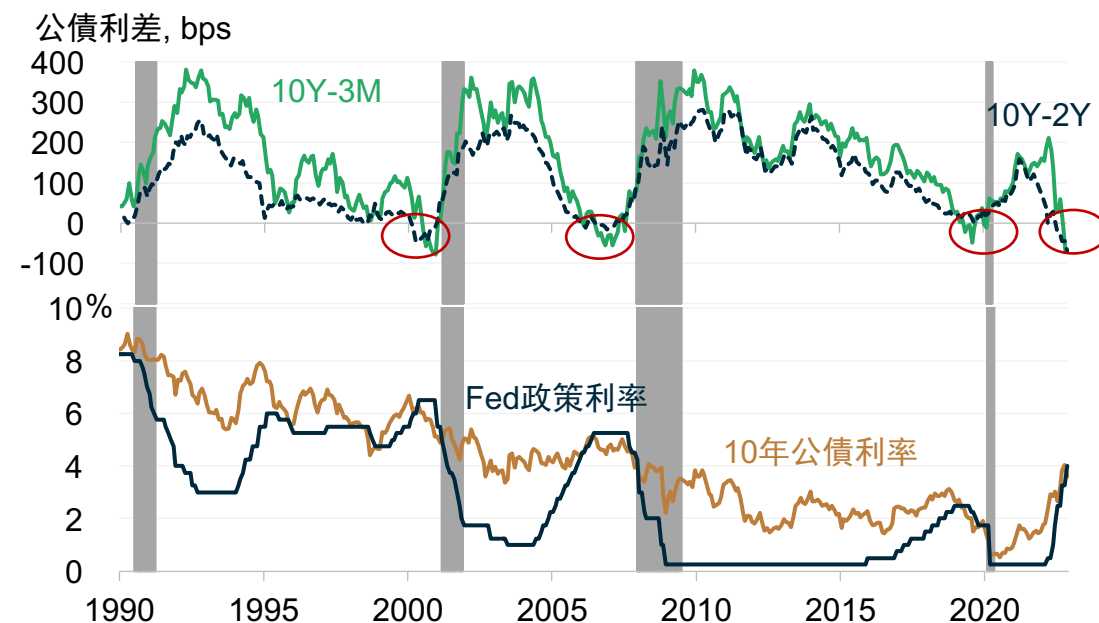
2)長債: 長債放眼未來1~2年, 則有資本利得的空間, 留意經濟數據優於預期推升殖利率之際, 利率逢高布建。

公債利率多在升息見頂後偏下行



資料來源: Bloomberg。

升息動能減弱、景氣壓力加大, 長債殖利率偏下



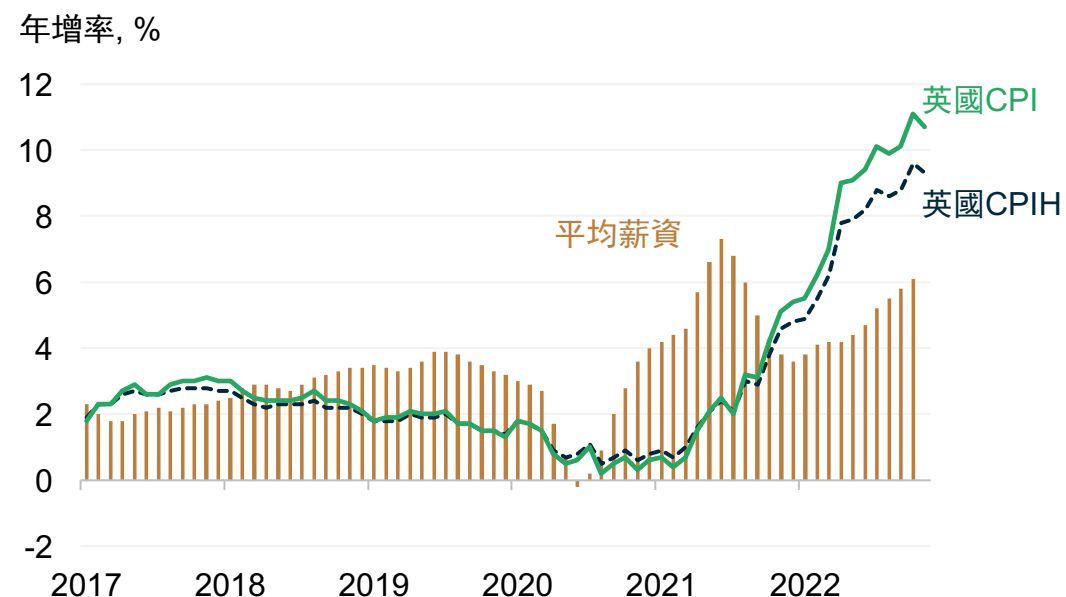
資料來源: Bloomberg。

英國11月物價壓力略減, 央行升息2碼並保持緊縮基調

11月英國物價增速下滑, 計入房屋成本的CPIH年增率自9.6%降至9.3%, CPI增速自11.1%回落至10.7%, 核心CPI也小幅下滑。與美國物價走勢相似, 升息與高物價的影響浮現, 商品價格增速有觸頂跡象, 能源價格回落下, 交通類支出增速放緩, 但服務價格增速與上月持平, 支撐物價仍在高位。

英國央行本次升息幅度較11月放緩, 政策利率調升2碼至3.5%, 考量目前通膨居於高位、薪資增速高達6.1%, 通膨壓力仍存, 總裁貝利於MPC會後表示, BoE仍需維持緊縮政策, 預期2023年仍有升息空間。然而, 本次會議投票結果分歧, 六位票委中有三名持反對意見, 且口吻不若前次鷹派, 升息循環可能於明年上半年屆頂。

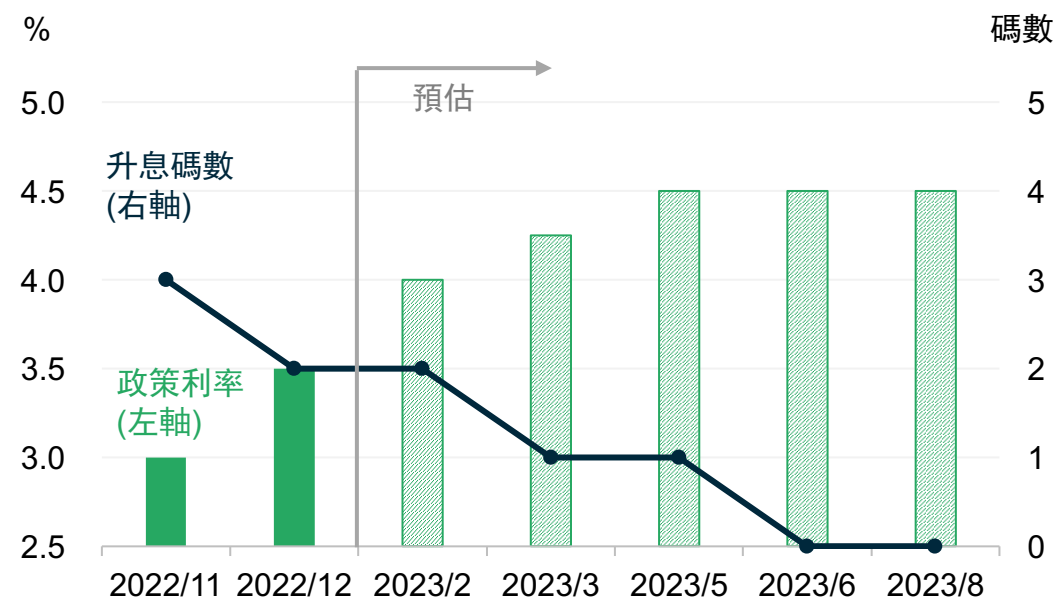
11月英國CPI數據回落, 但薪資增速仍高



註: CPIH是在CPI基礎上, 多考慮房貸、保險等房屋相關成本。

資料來源: BoE, Bloomberg。

英國央行2023年仍具升息空間



資料來源: Bloomberg。

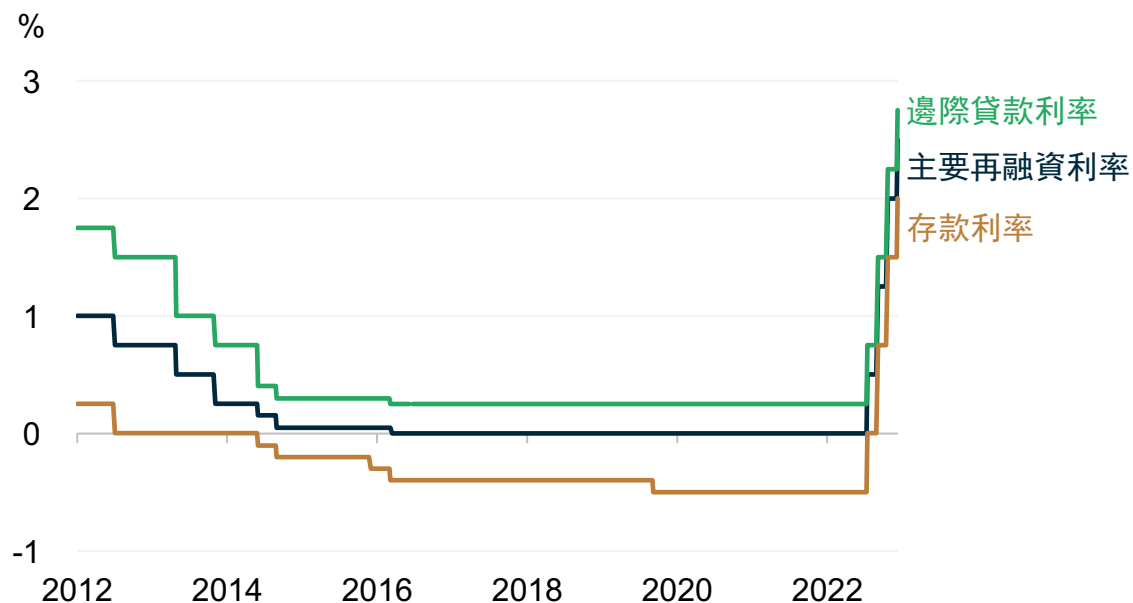
歐洲央行升息2碼、明年3月起縮減購債，並預告未來一段時間維持升息2碼

12月歐洲央行會議重點有三：1)三大政策利率調升2碼；2)預告APP明年3月起縮減規模；3)調升今明兩年的通膨並下調明年經濟成長預估。

在連續兩次升息75個基點後，隨著歐洲經濟動能放緩，能源價格也從高位回落，11月CPI年增率自10.6%降至10%，歐洲央行本次升息幅度調降至2碼，並將2023年經濟成長預估自0.9%降至0.5%，今明兩年的物價增速預估直接上調。

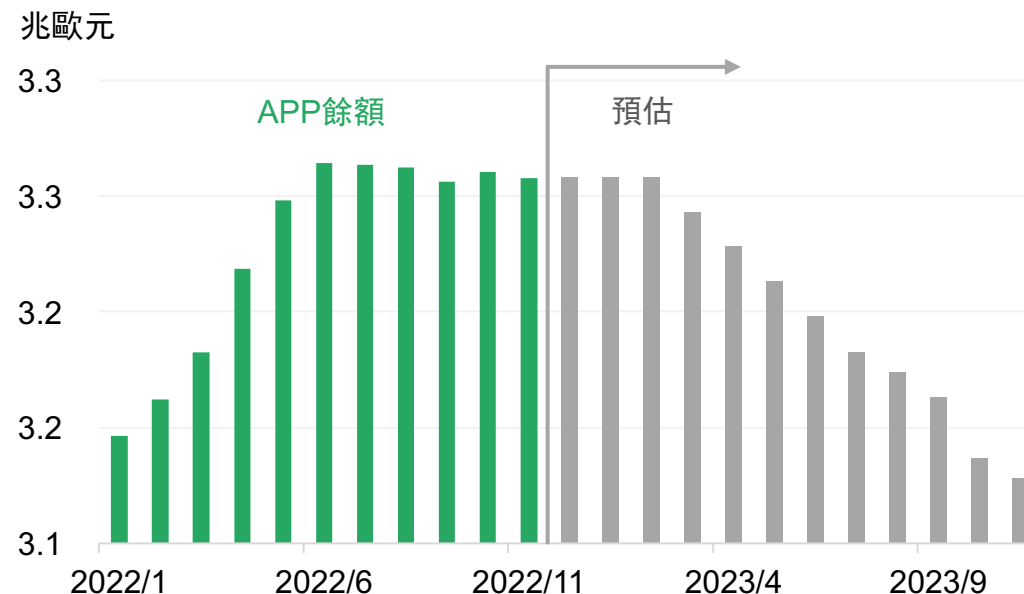
除了調升政策利率，本次會議也對縮表給出前瞻指引，預告資產購買計畫(APP)將於2023年逐步縮減，3月起每月縮表150億歐元，詳細的操作方式將於2月會議公告。**ECB總裁拉加德會後釋出鷹派訊號，表示歐央仍需要穩定大幅升息，並在未來一段時間內保持50個基點的升息幅度。**

歐洲央行調升政策利率2碼



資料來源：Bloomberg。

資產購買計畫(APP)於明年開始縮減



註：APP預估值為2023/3-6每月縮減150億，2023下半年每月到期僅續做一半估算。

資料來源：ECB, Bloomberg, 國泰世華銀行預估。

聯準會利率政策優勢鈍化, 明年「美元」較難再現強升走勢

根據美、歐兩大央行12月利率決策會議結果, 兩大央行如預期皆升息2碼, 尤為重要的是, **聯準會正式揮別3碼以上的激進升息**, 雖然明年上半年可預見聯準會仍將持續升息, 但鑒於歐洲央行升息循環總較聯準會步伐落後, 因此明年兩大經濟體的政策利差將有所縮窄。

短線而言, 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。**

歐洲央行在聯準會之後步入加速緊縮之列



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。

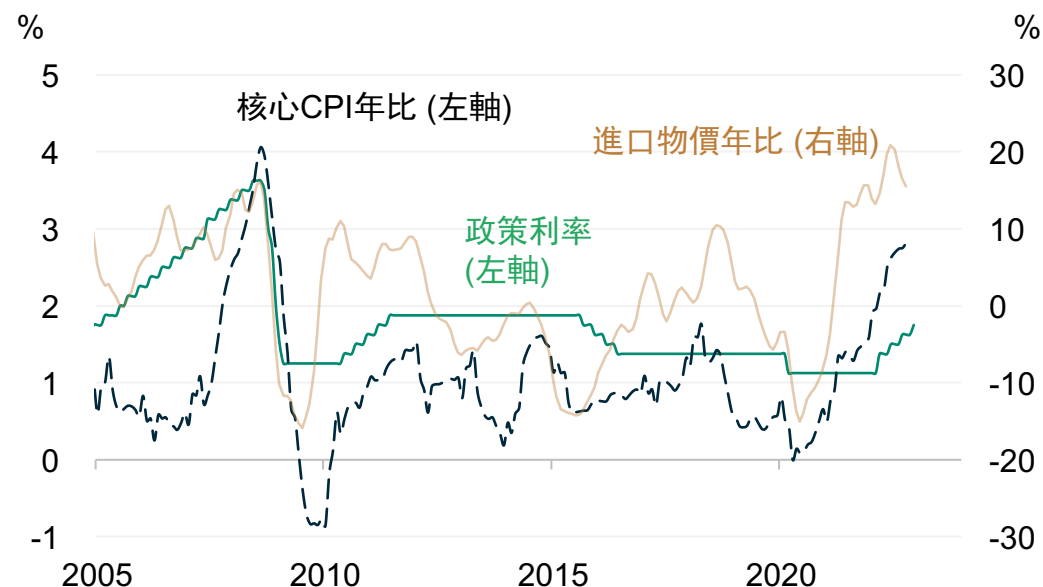
台灣央行理監事會續升半碼，但調降明年經濟成長預估

理監事會重點有三：1)政策利率升息半碼(重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各升半碼至1.75%、2.125%及4%)；2)下調明年經濟成長(由2.9%至2.53%)，CPI預估不變(1.88%)；3)信用管制不變。

央行本次調升利率旨在考量，雖然明年全球景氣走緩、下行風險續增，且近月國內CPI年增率回降，但全年仍將高於2%，研判本次升息可能是台灣央行的尾聲，若經濟情勢如預期偏弱，明年3/23可能停止升息。

台幣匯價：短線上，台幣隨台股走強機率仍高，但景氣燈號仍舊有壓，基本面仍恐壓抑台幣2023年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。

央行政策利率續升半碼



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。

利率回落有助評價修復，但無法扭轉獲利下修壓力

美國11月通膨持續回落且低於預期，驅動美國10年期公債殖利率回落至3.5%附近，有助股市評價的修復，也使標普500指數持續往年線做測試。短期不排除仍有機會突破年線。

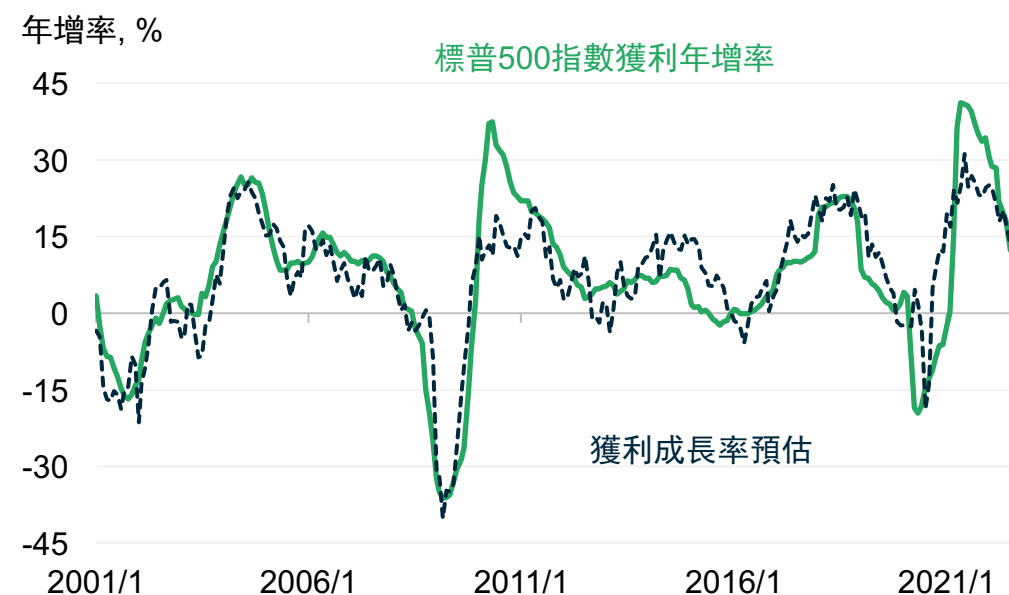
不過，考量景氣基本面持續放緩，包括製造業景氣陷入萎縮、美國房市新屋開工數明顯萎縮，加上消費者信心指數持續低迷，使得**企業獲利目前仍面臨下修的壓力，因此，現階段仍不宜追高。不過，往明年下半年之後，企業庫存調整告一段落，加上聯準會升息步調進尾聲，有助長線價值逐步浮現。**

公債利率回落有助評價修復



資料來源：Bloomberg。

景氣下滑壓力，標普獲利持續下修



註：標普500 EPS成長率_(t+3) = $-101.6 + 2.11 \cdot \text{ISM} - 0.70 \cdot \text{非投資級債利差}$, $R^2 = 0.72$ 。

資料來源：國泰世華銀投研團隊整理，Bloomberg，期間2001/1-2022/10。

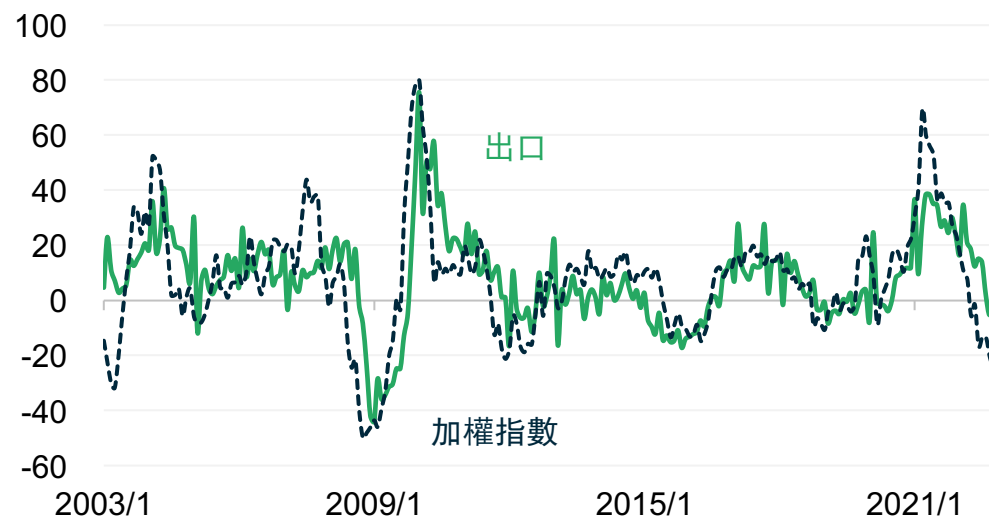
台灣 景氣低迷漸成共識，股市投資布局仍需耐心

台灣11月出口年增率-13.1，衰退幅度擴大，代表景氣加速探底，觀察台股加權指數則自10月下旬起展開一波反彈，顯示主導台股反彈的力量並非基本面，而是Fed放緩升息預期帶動的國際股市上漲及評價面反彈。

電子產業營收與出口方向一致，呈現衰退的走勢，且由於產業位置不同，各產業營收有陸續落底的現象，若考慮電子業庫存去化約需4-5季的時間，營收年增率最快明年下半年有望自谷底翻揚，營收落底前，研判股價因獲利修正而回檔的風險仍高，即便再大幅破底的機率不大，投資布局仍需耐心。

出口衰退擴大，景氣加速探底

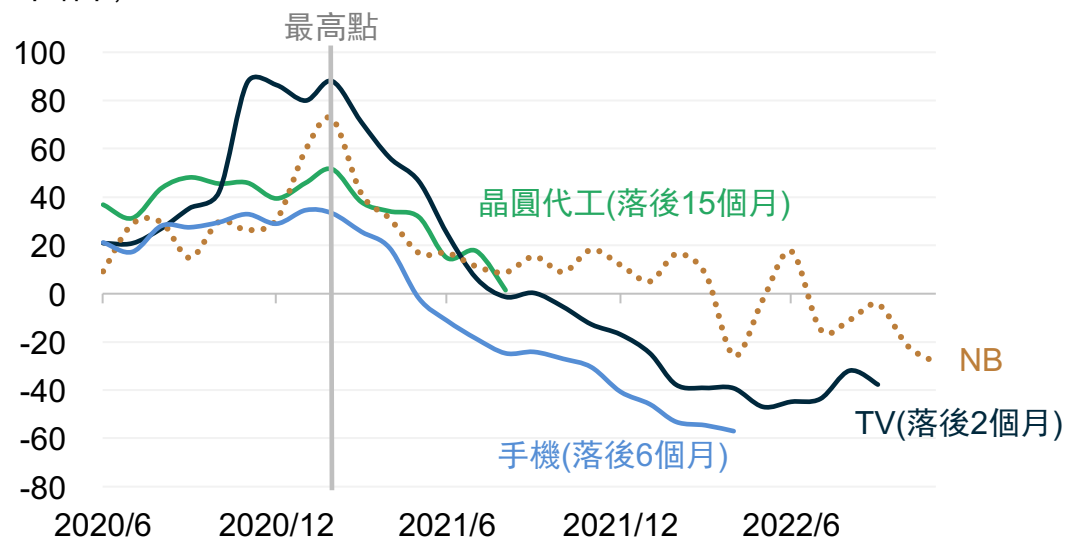
年增率, %



資料來源：Bloomberg。

電子各產業營收陸續落底，去庫存估約需4-5季

年增率, %



註：取相關個股月營收年增率平均值。晶圓代工取台積電、聯電、力積電、世界先進；TV取友達、群創、彩晶；NB取宏碁、華碩、仁寶；手機取PA通訊三雄穩懋、全新、宏捷科。
資料來源：XQ。

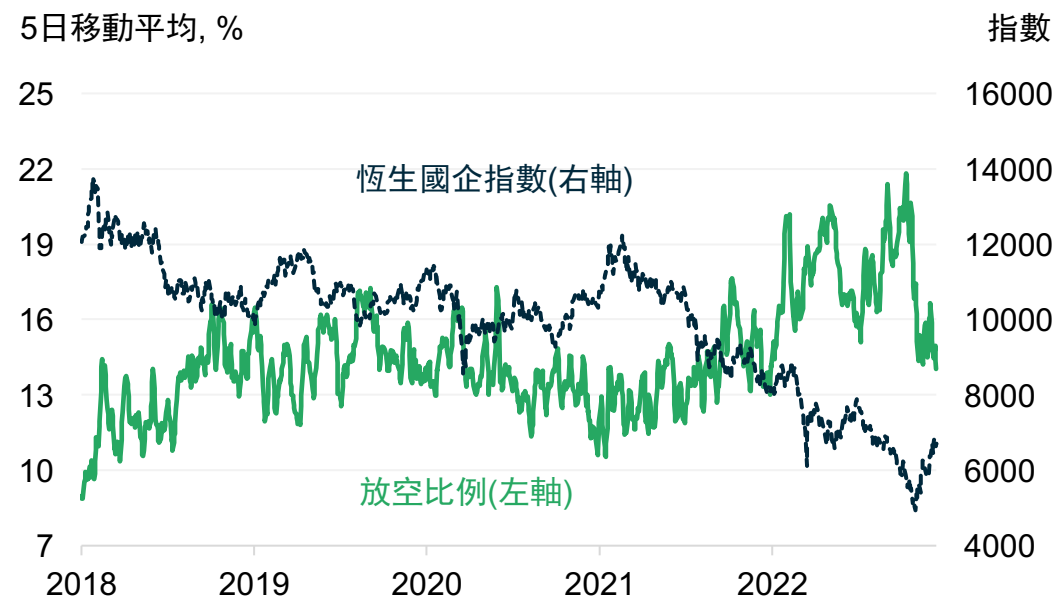


中國 投資人情緒已有改善，中長期隨基本面改善，股市有望緩步走揚

官方積極鬆綁防疫管制之際，中國11月經濟數據進一步走弱，地產投資與消費為最大拖累。金融數據方面，受民眾購房與消費意願不足影響，長短期的新增貸款較去年下滑，新增社融數據不如預期，社融存量的增速自10.3%降至10%，反映出市場資金無法有效傳導，內需持續疲弱。

地產三支箭落地、防疫政策180度反轉，快速推升投資人情緒，港股放空成交比例回落至平均水平，顯示市場看空情緒回穩，後續大盤走勢逐步回歸基本面變化。景氣仍處於築底階段，恐增添短線大盤震幅，中長線隨政策發酵，基本面改善後股市有望緩步走揚，布局產業可優先挑選解封受益的消費、醫藥，以及政策扶持核心的科技自主領域。

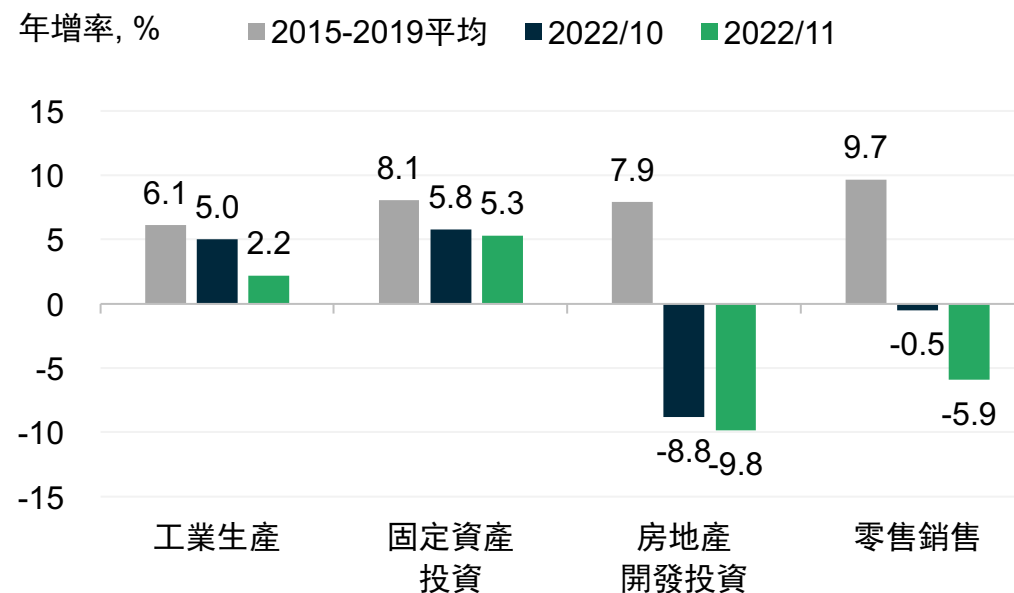
港股放空部位回復至平均水準



註：放空比例為港股當日放空金額除以大盤成交金額。

資料來源：Bloomberg。

政策效果有待發酵，基本面延續疲弱



資料來源：Wind。

Dec 2022

19	Monday	20	Tuesday	21	Wednesday	22	Thursday	23	Friday
德國IFO		日本央行 台灣出口 德國PPI 美國新屋開工 歐元區消費者信心		美國成屋銷售 美國消費者信心 日本工具機訂單 德國消費者信心		英國GDP 美國GDP 台灣失業率 美國初領失業金人數		日本CPI 美國個人收支 美國耐久財訂單 美國消費者信心	

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