



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

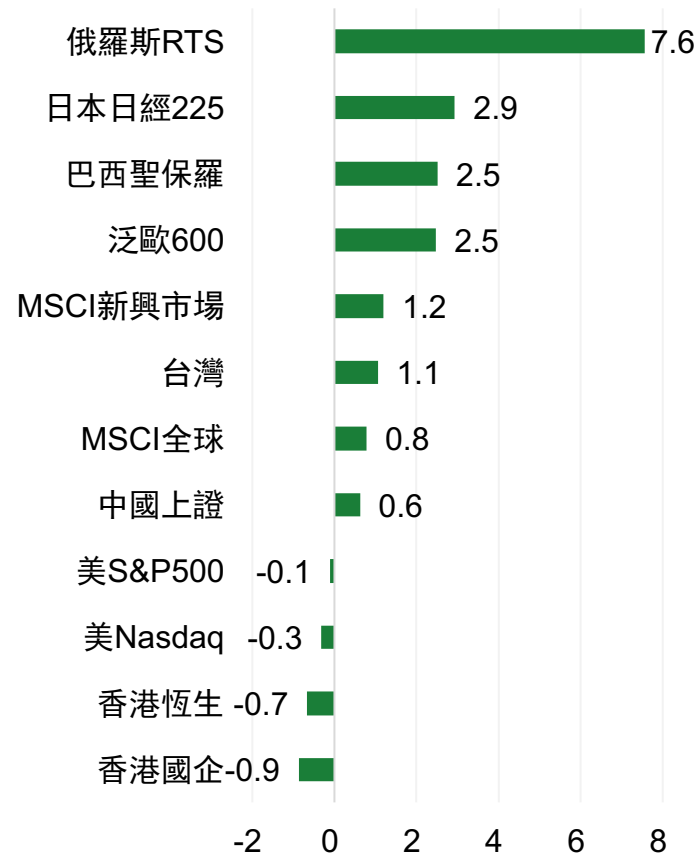
2022年10月21日

# 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

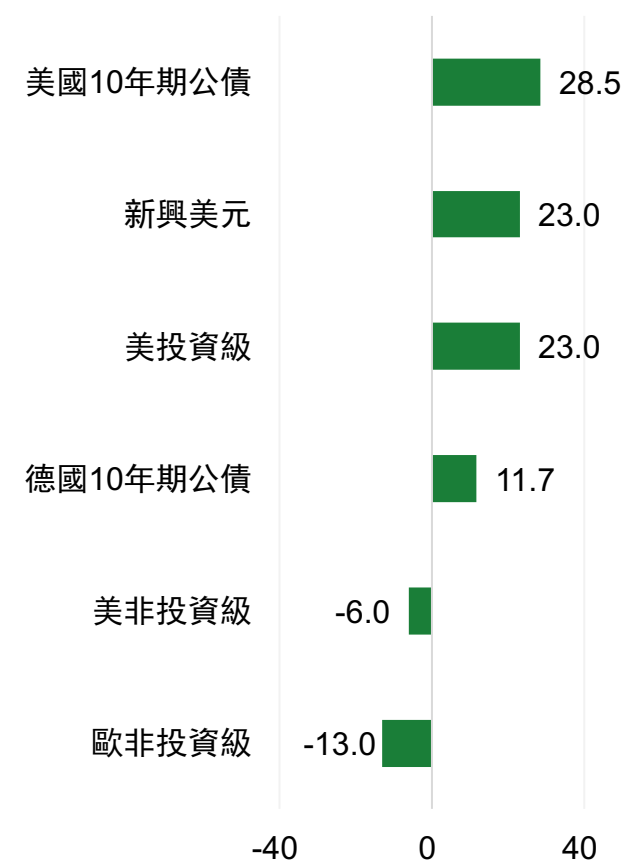
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/10/13- 2022/10/20。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## ► 美債利率波動仍大，布局以中短天期為主

各年期公債利率來到15年來高位，惟9月通膨數據降速不如預期下，與Fed政策工具連動度最高的債市，利率波動不易下降。綜合考量下，債券策略上可以中短天期為主，可兼具息收及價格波動小優勢。

## ► 逐利而居，換匯存美元風險何在？

今年以來美元強勢，美元利息走高，吸引不少投資人換匯存美元定存。不過台灣央行總裁提醒，若未來Fed政策轉向，需小心匯率反轉風險。

## ► 中國20大後，陸股該何去何從？

中國在全國代表大會之後，政策推行力度往往放緩，加上本次中共領導人習近平於20大開幕發言，對經濟著墨有所減少，且重申清零方針下，預期短期政策面激勵股市機會不大，股市受到景氣影響將更為顯重。

### 股市

美金融業財報打頭陣，雖獲利表現仍較去年同期下滑，但優於預期，提振股市。不過在聯準會鷹派態度不改下，股市雖有反彈機會，但re-rating空間不大，仍應以獲利穩健、具現金流的大型龍頭股，做為長期布局的選擇。

### 債市

長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變，預期隨製造業PMI進一步走低，甚至有步入衰退的疑慮下，十年債利率上行動能將有所減緩、甚至下行，料今明兩年應是殖利率的相對高位。

### 匯市

美日利差影響下，日幣弱勢並未扭轉，但日方不樂見匯價遽貶，後續貶勢應將趨緩。台灣後續若景氣對策信號分數往2012年、2016年的低位邁進，加上美台利差影響，則台幣弱勢格局尚難改變。

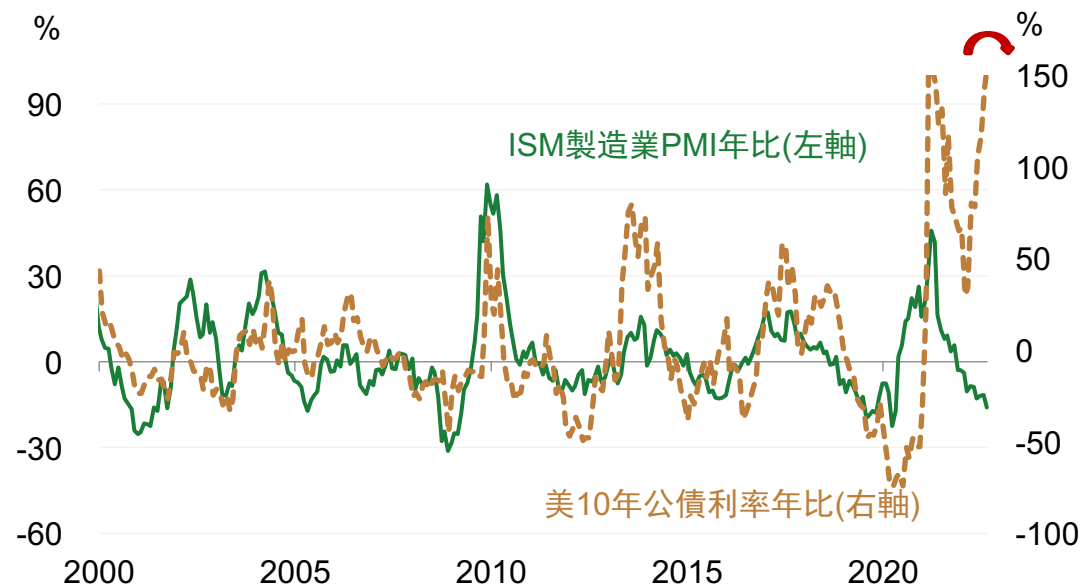
## 長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變，留意短線利率波動仍大，布局以中短期債為主

9月CPI年增仍位於8.2%高位，且通膨降速不如預期，核心通膨甚至進一步走高下，**Fed鷹派態度不易轉向，而與Fed政策工具(Fed利率、縮表)連動度最高的債市，預期未來1-2季債市利率波動不易下降。**

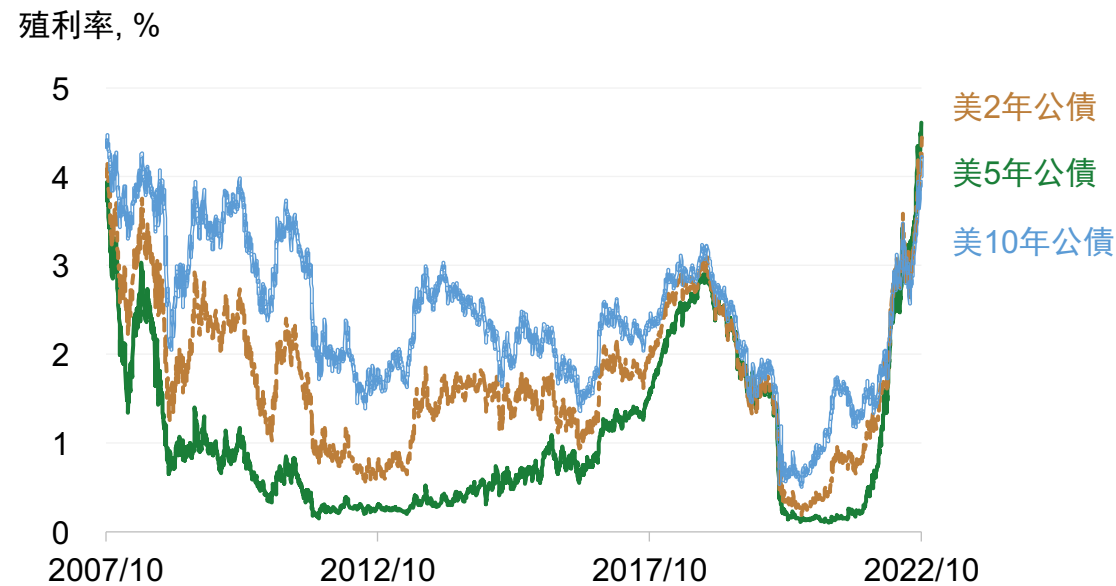
債市想法：**長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變**，觀察過去製造業PMI與10年債利率的年比走勢多亦步亦趨，但目前卻大幅背離，預期隨製造業PMI進一步走低，甚至有步入衰退的疑慮下，10年債利率上行動能將有所減緩、甚至下行，**料明年兩年應是殖利率的相對高位。**

布局想法：綜合考量利率波動短期不易下降的風險，及各年期公債利率已經來到過去15年來新高的優勢，**策略上可以選擇10年以下的中短天期債券，除息收優勢外，具價格起伏也較小的特性。**

### 預期隨長線景氣趨緩，債券利率上行動能將有所減緩



### 各年期公債利率已來到過去15年來的高位

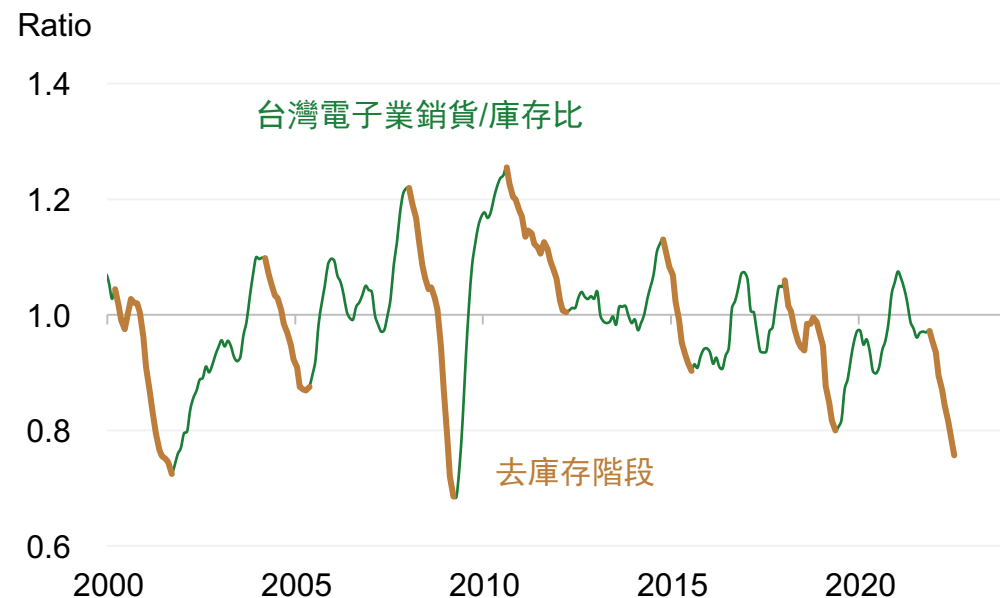


## 去庫存壓力在，景氣對策信號見到藍燈機會不低，台幣匯價仍偏弱勢格局

由於疫情以來，廠商擔憂供應鏈壅塞，大量重覆下單，但遇俄烏戰爭、通膨失控、央行緊縮，疫情期間消費榮景不再，使景氣循環不得不走向去庫存的階段。統計過往產業去庫存的時間約介於9~19個月間，本次若以2021/10起算，往後推15個月，可觀察2023年上半可能完成本輪的去庫存週期，大致與台積電在法說會說法一致。此前，**產業去庫存的背景下，對台幣匯價仍屬利空。**

8月景氣對策信號分數續降，燈號已瀕臨藍燈，後續分數續降、見到藍燈的機率不低。**後續若景氣對策信號分數往2012年、2016年的低位邁進，加上美台利差影響，則台幣弱勢格局尚難改變。**

### 產業庫存去化尚未結束，仍屬台幣利空



資料來源：Bloomberg。

### 景氣對策信號底部尚未浮現，台幣仍偏弱勢格局



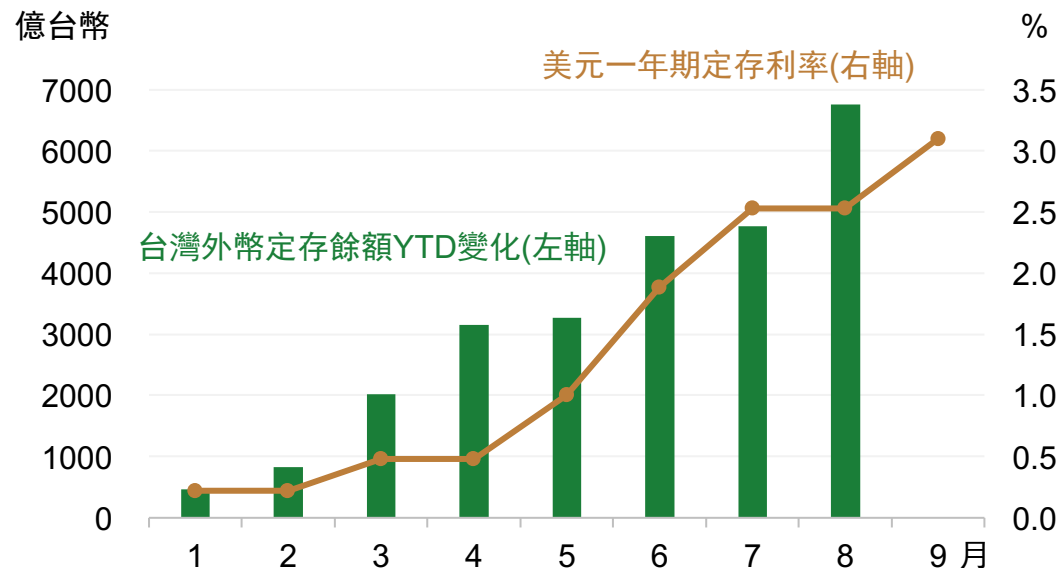
資料來源：Bloomberg。

## 台灣央行總裁楊金龍示警：一旦美國停止升息，甚至降息...屆時要小心匯率反轉

今年以來，隨美元利息走高，吸引不少投資人換匯存美元定存，反映在整體銀行的美元定存部位，今年截至8月底已增加6700多億台幣。不過換匯存美元定存並非完全無風險，近期台灣央行總裁楊金龍也示警：「一旦美國停止升息，甚至降息，將會導致市場出現變動，屆時要小心匯率反轉。」

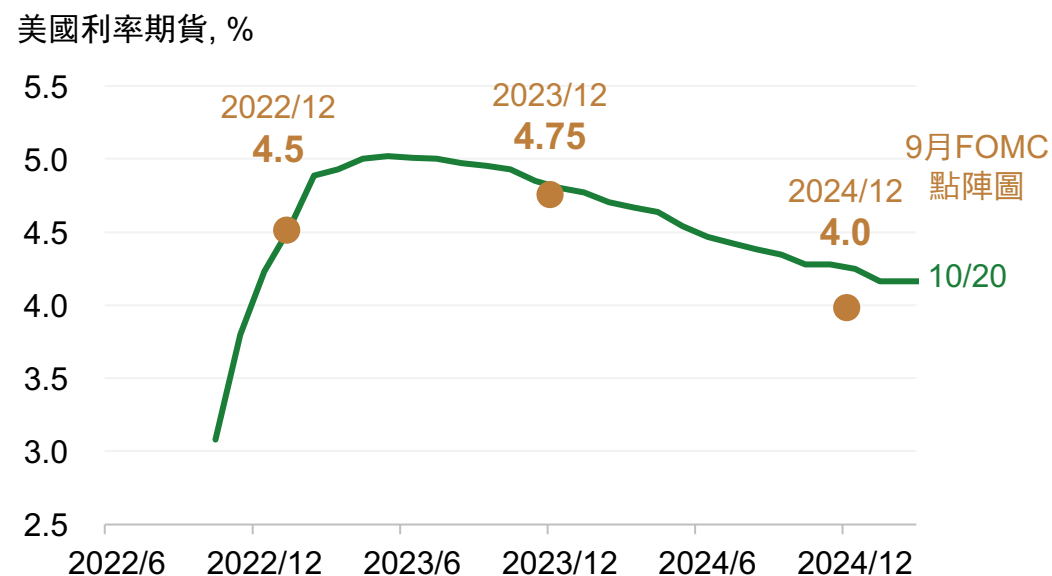
最新利率期貨顯示，年底前Fed還會升息兩次、約5~6碼，明年上半年再升息1~2碼後，升息步調有望停頓，甚至出現降息。另外，若明後年Fed政策有望反轉，須留意定存到期後，要再續存，可能面臨再投資利率走降的風險。若客戶欲放大目前利差優勢，也可以透過拉長投資年限，透過債券達到鎖利的效果。

### 今年以來美元定存蔚為風潮



註：美元定存利取台灣銀行一年期定美金定存利率。  
資料來源：台灣央行，台灣銀行。

### 台灣央行總裁：一旦美國停止升息...小心匯率反轉



資料來源：Bloomberg。

## 財報佳有利反彈，但評價壓力使得反彈空間受限

串流影音大廠Netflix公布3Q財報，單季EPS3.1元優於預期，受惠新增訂戶數240萬戶，大幅優於預估的100萬戶。事實上，Netflix因疫情帶動的訂戶數成長已於今年初破滅，並於5、6月兩度宣布裁員，3Q獲利優於預期反應了裁員4%帶來的成效。

Netflix自2021/11高點一度大跌76.3%，遠高於獲利的下滑幅度，標普500企業也有相同的情形，根據彭博中位數，標普前瞻EPS自年初高點下修約1.9%，不過股價自高點以來跌幅則高達25.4%。除了對於明年獲利展望有疑慮之外，最主要仍反應評價的下修，而由於聯準會堅持利率「Higher for longer」，評估股市雖有反彈機會，但re-rating空間不大。不過隨標普前瞻本益比已來到15.6倍，低於過去30年平均16.7倍，評價面已不算貴，以獲利穩健、具現金流的大型龍頭股而言，仍是長期布局具潛力的標的選擇。

### Netflix獲利優於預期，但下滑趨勢不變



資料來源：Bloomberg。

### 利率攀升使得股市本益比持續受到壓縮



註：實質利率採用TIPS。  
資料來源：Bloomberg。



## 中國 全國代表大會後政策效果減弱，基本面偏弱使陸股上方受壓

中共二十大在10/22落幕，一中全會也公布最新常委名單，全國代表大會歷來以人事與黨章調整為重，經濟方針較少著墨。觀察十五大以來，歷次全國代表大會前後股市變化，出於穩定經濟與政局環境目的，大會開始前多有激勵政策祭出，大盤走勢也多數偏向上行，惟今年全球緊縮與景氣下行之際，拖累中國股市表現。而在全國代表大會之後，政策推行力度放緩，大盤走勢缺乏明顯方向，景氣環境的影響更為顯著。

從外部環境看來，美歐央行緊縮與資金flight-to-safety，美元偏強格局反映於資本市場，資金面及市場情緒持續受到壓抑；在內部經濟環境，**儘管9月社融數據超出市場預期，企業長期貸款回升，提供股市下方支撐，但地產與消費層面的復甦尚不顯著，社融的延續性仍有待觀察，加上海外市場的影響短期不易緩解，研判大盤維持弱勢震盪格局。**

### 全球風險趨避之下，中國股市上方受壓



資料來源: Bloomberg。

### 9月社融數據回升，但延續性仍有待觀察



註：人民幣中長期貸款取12個月累加之年增率。

資料來源: Bloomberg。



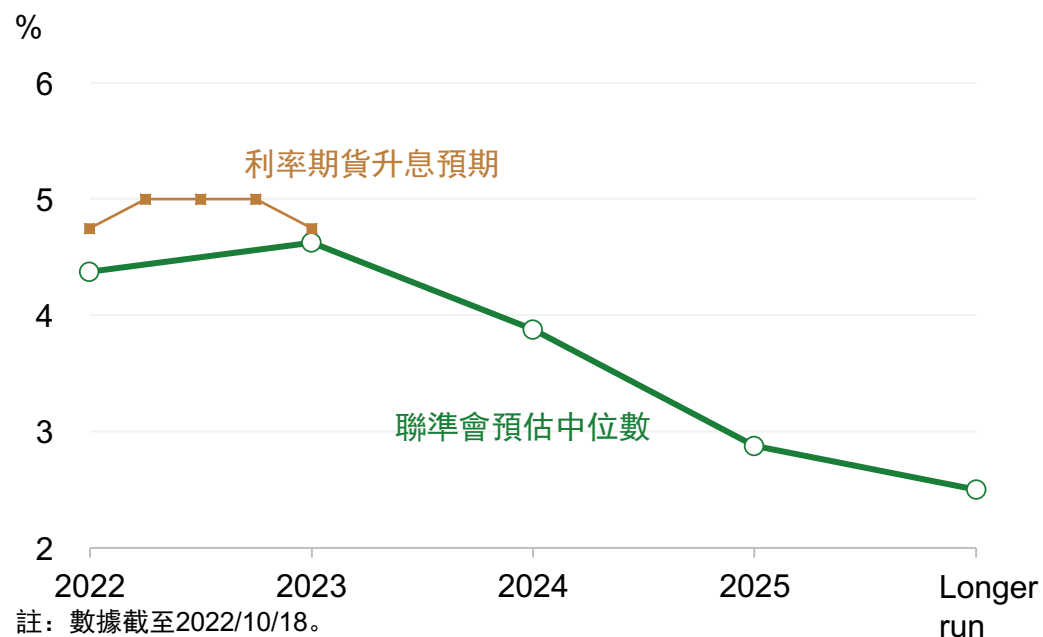
## 匯市 日幣延續貶勢，但市場已多price-in美升息預期，貿易條件有望改善，貶勢應將放緩

雖然日前日銀(日本央行)總裁黑田東彥強調，日本目前物價上漲未伴隨薪資成長，不同於歐美狀況，並重申維持貨幣寬鬆是適當的。然而，聯準會路徑在9月會議大致底定，而市場升息預期也隨9月高於預期的CPI數據而有所提升，使得**美國貨幣政策利多恐已蠻高程度被price-in**。

另方面，今年以來日本貿易條件隨油價高漲而受挫，但隨高基期效果，油價年比將由高位回落，日本貿易條件年比也將隨之改善，使日幣匯價利空略為減輕。

因此，雖然日幣弱勢尚未扭轉，尤其利差交易延續慣性向日幣空方續推，但日幣利空因素已近極致，且日本財長鈴木俊一再三重申密切關注匯價波動下，後續貶勢逐漸趨緩。

### 市場對聯準會升息預期已多反應



註：數據截至2022/10/18。  
資料來源：Fed, FedWatch。

### 油價高基期有助日本貿易條件年比改善



註：貿易條件指數= 出口價格指數/ 進口價格指數，出口一單位的商品可以交換到多少進口貨物，指數變大，表示貿易條件轉佳。  
資料來源：Bloomberg。

Oct 2022

24

Monday

美國標普全球製造業PMI  
 歐元區製造業PMI  
 德國造業PMI  
 日本製造業PMI  
 台灣工業生產  
 台灣失業率  
 印度/馬來西亞/新加坡休市

25

Tuesday

美國諮詢會消費者信心  
 美國FHFA房價指數  
 德國IFO預期

26

Wednesday

美國MBA貸款申請指數  
 美國新屋銷售  
 歐元區M3貨幣供給  
 日本景氣動向領先指標  
 印度/奧地利休市

27

Thursday

美國初領失業金人數  
 美國耐久財訂單  
 美國GDP  
 韓國GDP  
 德國GfK消費者信心指數  
 歐元區主要再融資利率

28

Friday

美國密西根大學市場氣氛  
 美國雇用成本指數  
 美國個人所得/支出  
 美國PCE  
 德國CPI  
 日本失業率  
 歐元區消費者信心指數

## 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