



國泰世華銀行
Cathay United Bank

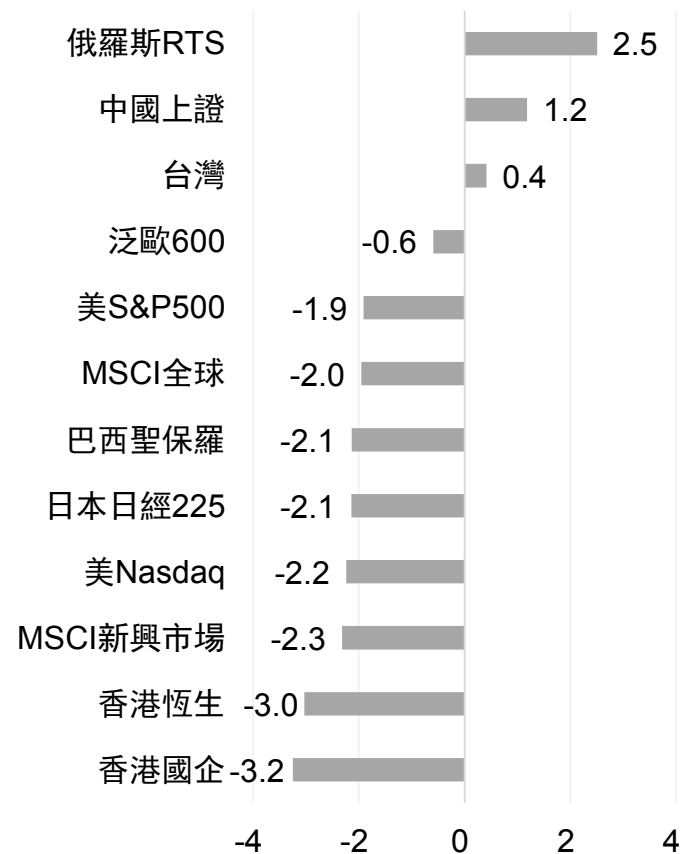
2023年2月24日

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：2023/2/16- 2023/2/23。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美債利率挑戰4%，市場擾動將上升

就業報告強勁，加上CPI降幅不如預期及官員鷹派言論，使市場預期升息延長至6月，推升公債利率挑戰4%，研判股市的波動也將逐步上揚。

► 利率上方有壓，逢高鎖利

高利率雖有助於壓抑通膨，但對經濟的衝擊卻更加深遠，加上景氣仍屬放緩階段，不利利率維持高位。此外，利率高點可望較貨幣政策提前見頂，應逢高鎖利，並拉高存續期間。

► 庫存調整近尾聲，股市拉回再布建

企業庫存調整壓力仍在，但統計過去庫存調整循環，有望於Q2告一段落。另外，企業獲利在下半年重回正成長，可待股市拉回後再布建。

股市

高利率對股市與經濟都將構成一定的挑戰，市場波動有增無減。不過，利空鬆動，加上庫存調整近尾聲與企業獲利回溫，提供股市下方支撐，拉回後應站在買方思考。區域來看，**歐洲具評價優勢，新興、台灣兼具評價與獲利成長優勢。**

債市

近期美國數據多強於預期，加上Fed官員鷹派發言不斷，催生短線殖利率反彈的可能，但**總經格局有利美債殖利率長線偏下行**，可利用殖利率彈升增加長天期債券布建。標的方面，仍以信用評等良好者、現金流良好者為先。

匯市

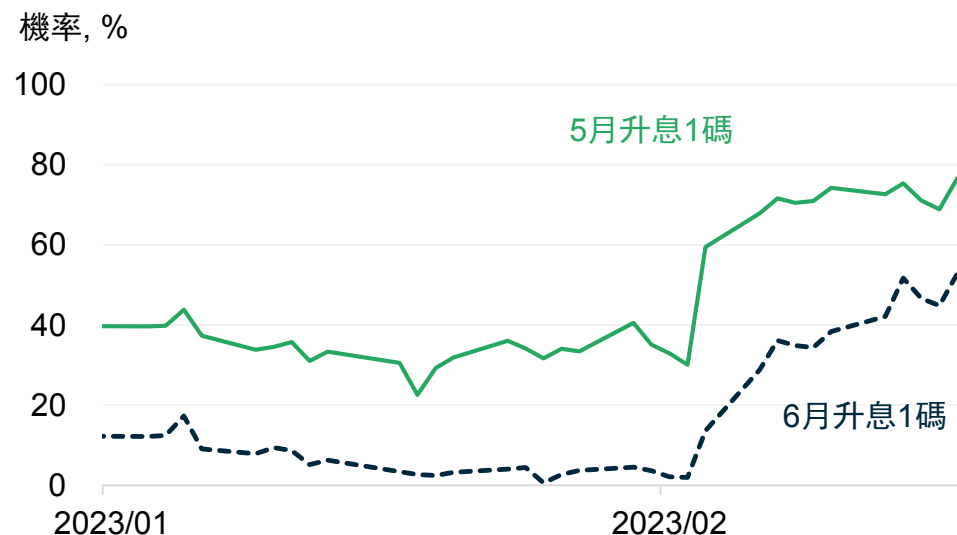
美元利差優勢縮窄，強勢美元難現。不過，市場將調整先前降息的過度預期，美元短期有望回彈。台灣外銷訂單持續萎縮，台幣有貶值壓力，把握換匯契機。

美公債利率逼近4%，股市波動攀升

自強勁的1月就業報告公布後，CPI、PPI降幅也不如預期。與此同時，官員也不斷釋出鷹派言論，強調高利率水平將維持更長的一段時間或更高的利率水平，才能有效控制通膨。受此影響，除了3月、5月升息1碼的預期外，6月再度升息1碼的機率也突破5成。

受聯準會升息幅度預期上升影響，美國10年期公債挑戰4%的關卡，創3個月以來新高。過去1年以來，股市的波動與公債利率走勢亦步亦趨，研判利率對經濟與股市的衝擊仍在，投資人應避免追高。

通膨降幅不如預期，6月升息機率突破5成



資料來源：Fed watch tool。

公債利率走高，股市修正壓力浮現



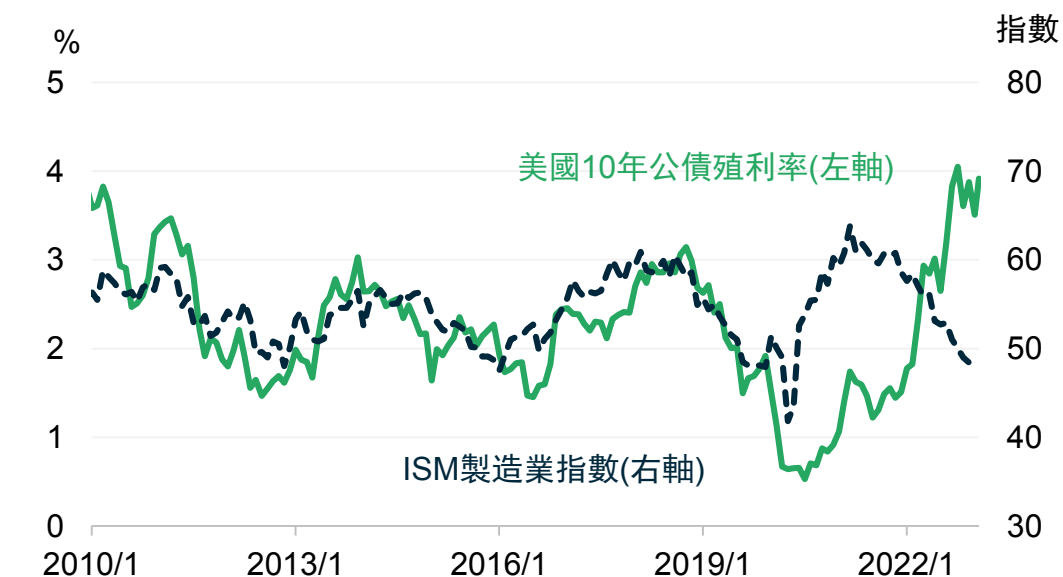
資料來源：Bloomberg。

景氣壓力限縮債市利率, 把握布債契機

美國就業市場緊俏, 有望避免經濟立即陷入衰退, 不過, 也讓通膨難以快速降溫, 使得聯準會不得不將利率維持更長的時間。短期美歐中的利空鬆動, 有助市場氛圍與經濟的改善, 但高利率對經濟的衝擊卻仍然存在, 經濟若無法維持高度成長, 很難抵擋高利率的衝擊。

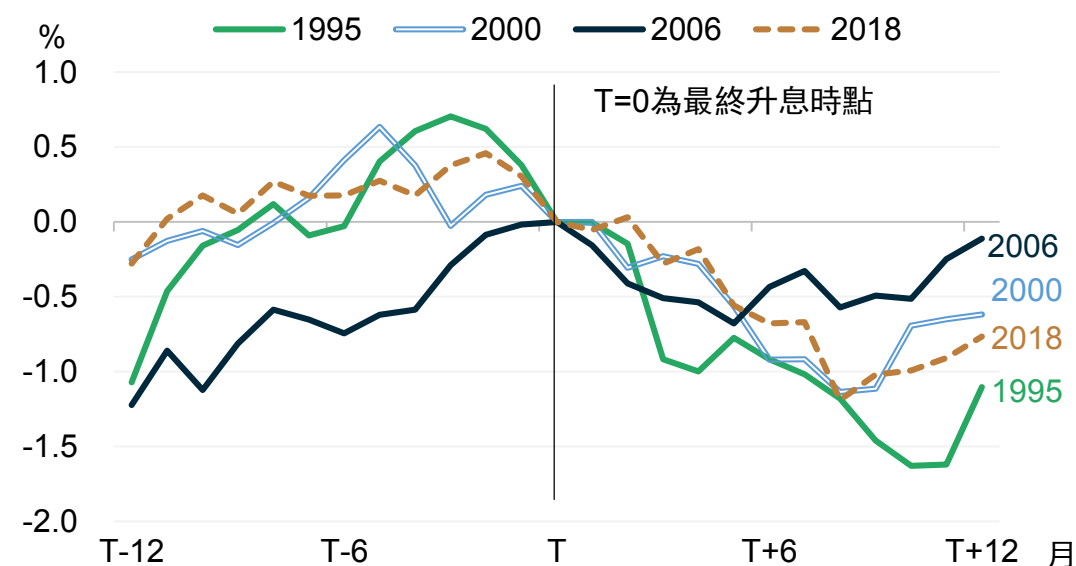
從過去的經驗來看, 一旦景氣放緩, 利率面臨下滑的壓力。此外, 即使升息終點遞延, 但也已來到升息末期, 研判公債利率的高點有望提前見頂。因此, 公債利率的走揚, 可視為長線布債的契機。

景氣壓力, 限縮利率上方空間



資料來源: Bloomberg。

升息即將見頂, 公債利率可望觸頂回落



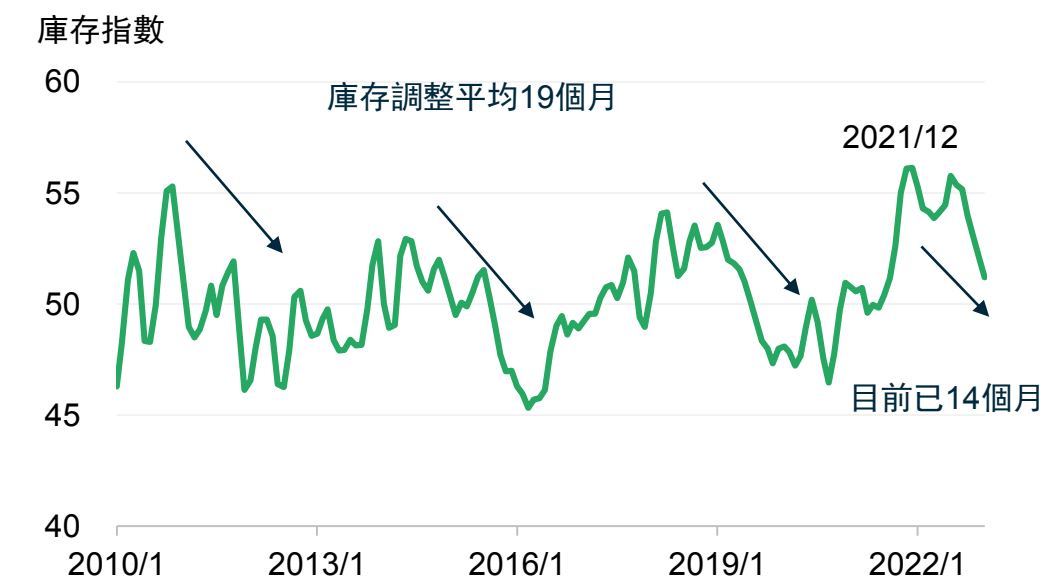
資料來源: Bloomberg。

庫存調整近尾聲，股市拉回可布建

隨疫情紅利消去後，緊接著就是需求不足，產業面臨去庫存調整的壓力，觀察過去，庫存調整約19個月，而此波庫存調整自2021/12以來，已邁入第14個月，預估Q2有望告一段落。台積電總裁魏哲家也指出，2023年上半年雖還有庫存調整壓力，但預期下半年有望回升。此外，ChatGPT的熱潮，掀起科技大廠對AI的軍備競賽，有助晶片需求提升。

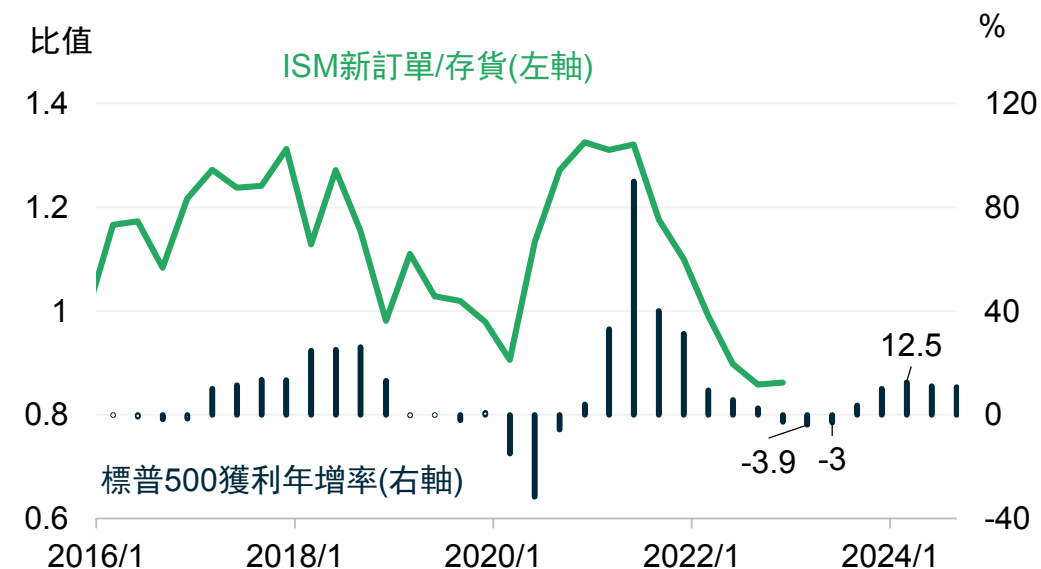
就企業獲利而言，2022Q4獲利已創疫情以來首度負成長，市場預期2023上半年獲利亦難以樂觀，不過，下半年之後將重回正成長，明年甚至有8-12%的成長，將明顯優於今年。加上股市可望提前反應，因此，股市的拉回應視為布建的契機。

庫存調整有望於Q2落底



資料來源：Bloomberg。

企業獲利將逐步回升，提供回檔支撐



資料來源：Bloomberg, 路透社。

評價修復機會仍存, 但短期英國、台灣、新興市場具評價偏低優勢

近期美債利率的回彈, 使年初以來的評價修復行情暫緩, 不過, 研判美債利率長線下降趨勢未變, 未來評價仍有修復空間。今年以來的利率風險下降, 讓標普500的本益比從16倍回升到10年的平均18倍附近, 展望未來, 隨利率走揚, 若評價往17倍或16倍靠近, 可視為布局的契機。

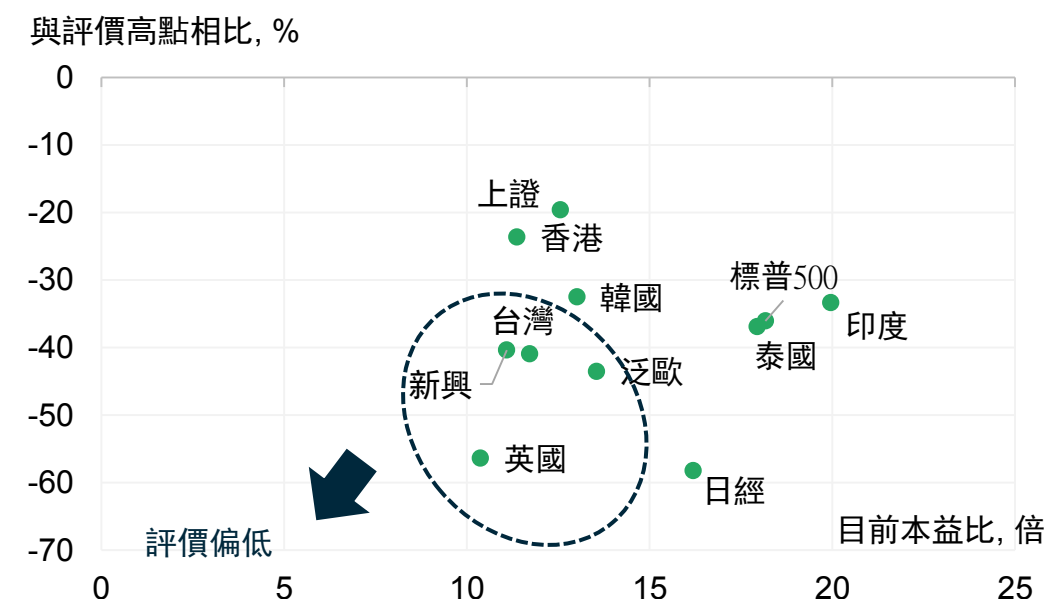
從主要國家的評價面來看, 英國最具評價優勢, 因為本益比最低且與先前的高點仍有相當的落差, 其次包括新興、台灣、泛歐等區域, 都具有評價偏低優勢。美股雖也具評價修復空間, 但本益比相對偏高。

利率回落, 有助評價面的修復



資料來源: Bloomberg。

主要區域評價狀況



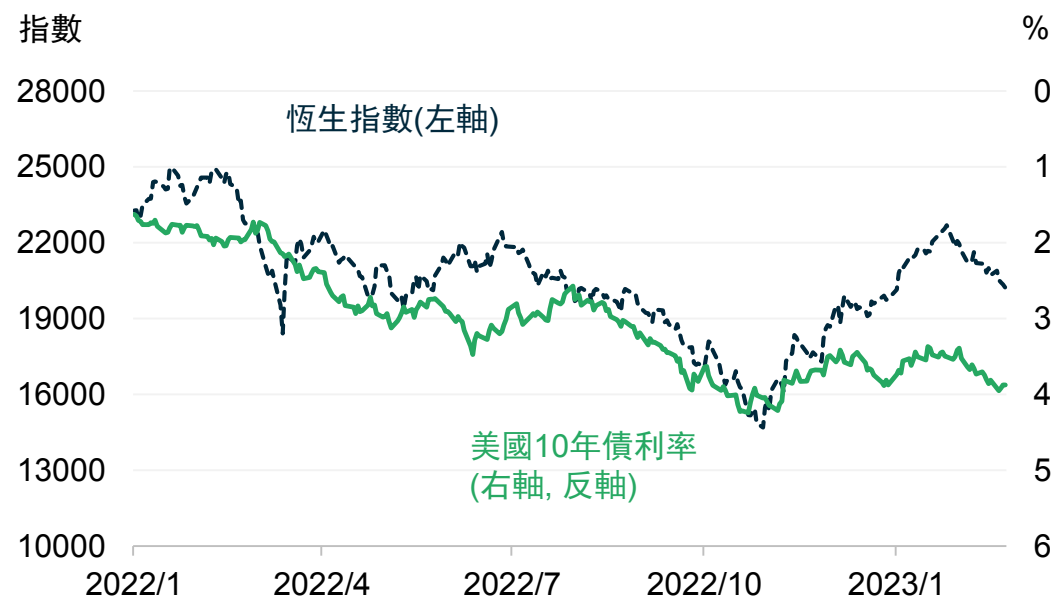
資料來源: Bloomberg。

中國 地緣政治與美債利率走升壓抑股價, 但經濟穩步修復可望提供支撐

2月以來, 受技術面與基本面情勢影響, 陸港股漲勢暫歇。股價經歷去年11月至今年1月的上漲, 投資人情緒與股市評價已經基本獲得修復, 後續漲勢將仰賴經濟復甦表現。另一方面, 美國就業與通膨數據高於預期, 緊縮預期再次升溫, 美債利率攀升與美元走強, 令港股本月調整幅度大於A股。

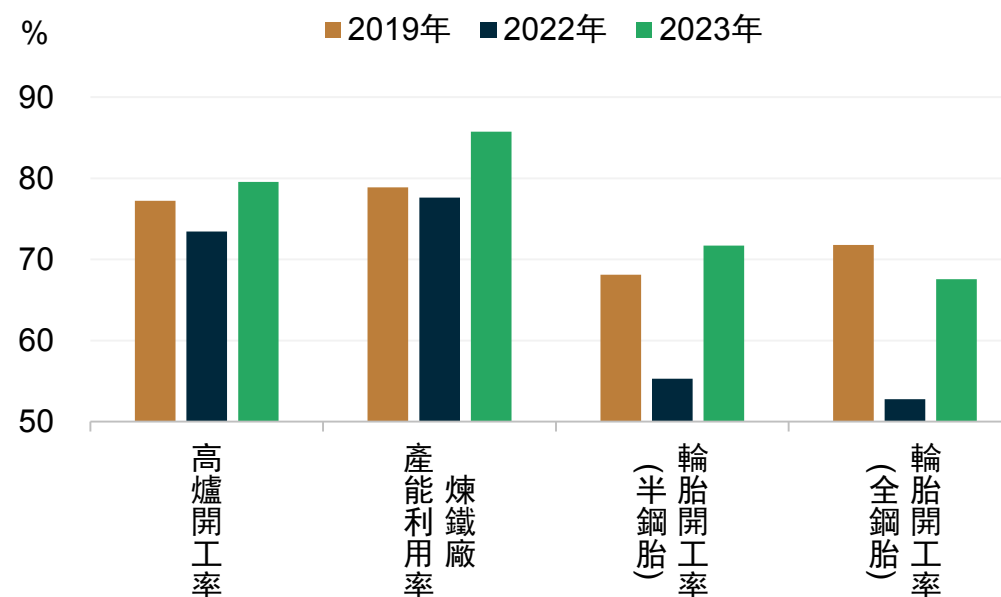
高頻數據顯示, 壅堵指數超越2019年同期, 民眾出行狀況已顯著回暖; 高爐開工、輪胎廠開工率等數據走揚, 工業生產穩步恢復; 地產數據方面, 30大中城市的房屋銷售有築底跡象。往前看, 短線或因美債利率走升與地緣政治不確定, 市場出現回調, 但隨著兩會將於3/4、3/5舉行, 預期擴大內需的政策主軸延續, 更多刺激政策有望推出, 經濟活動修復提供市場下方支撐。

美債利率走升為中概股及港股帶來回檔壓力



資料來源: Bloomberg。

工業生產活動較去年穩步增長



註: 全鋼胎多用於貨車、客運等載重要求較高車種, 家用汽車一般使用半鋼胎。

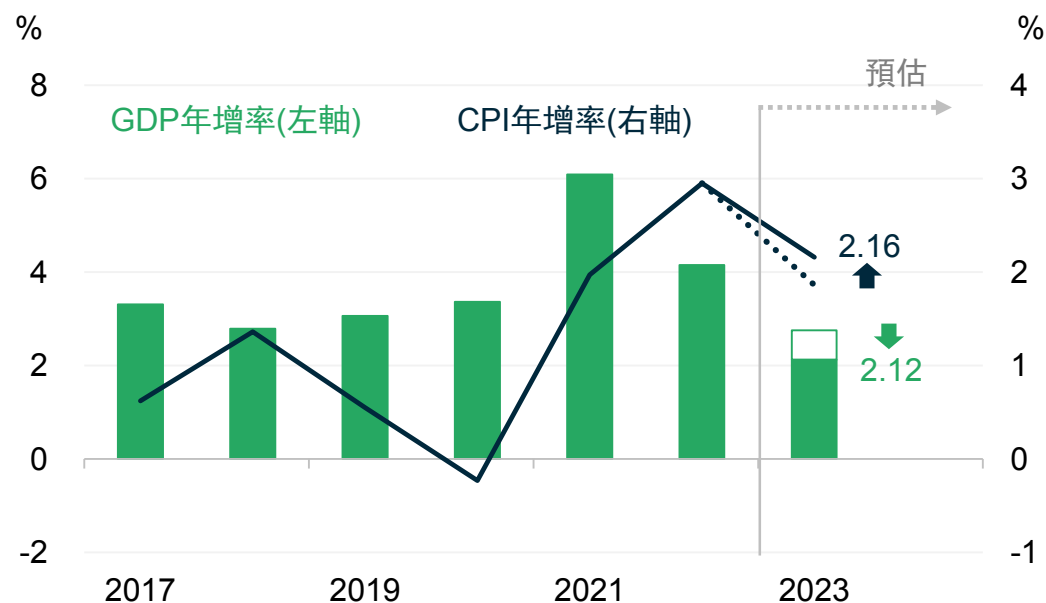
資料來源: Wind。

台股 外銷接單低迷, 主計總處下修經濟成長率預估

台灣1月外銷訂單475億美元, 較上月大減46.6億美元, 年增率-19.3%, 呈現連五黑, 廠商面臨客戶去化庫存, 以及電子傳統淡季, 加上去年上半年高基期, 外銷接單年增率近期都將在低檔盤旋。出口降溫, 主計總處22日下修今年經濟成長率至2.12%, 同時上調通膨預估0.3個百分點至2.16%, 物價壓力升溫, **3月央行理監事會議不排除有再升息半碼空間。**

以台股分類指數來觀察, 可以發現近期台股在金融股、傳產股、中小型股方面表現較為突出, 支撐台股不墜, 不過由於佔台股逾6成的電子股表現乏力, 暗示台股短期恐有拉回壓力。預估**庫存去化將在上半年告一段落, 且台股評價面隨美股自低檔拉升, 指數再回測去年10月底點機率不大, 可利用拉回時機分批布局。**

出口低迷, 台灣GDP面臨下修



資料來源: Bloomberg。

電子領先反轉向下, 暗示台股有拉回壓力



資料來源: Bloomberg。

債市 近期數據與Fed官員談話推升殖利率，但難反轉長率下行趨勢，把握利率走高的布局機會

2月以來經濟數據表現強勁，加上部分Fed鷹派官員，甚至拋出3月不排除升息2碼的言論，推升市場的升息預期，而目前3月、5月FOMC會議各再升息1碼，幾乎已成為市場共識，6月的升息機率也正在上升，同步推升債市利率走高。

不過我們預期殖利率上方空間有限、不易突破前高原因如下，1)房價降溫、油價高基期、薪資增速放緩等跡等，都將支持通膨回落。2)美國國會預算辦公室(CBO)最新的經濟預測報告顯示，持續預期高利率的遞延效果將壓抑今年經濟表現。整體而言，通膨回落的趨勢未變、景氣下行壓力未除下，Fed升息的空間實屬受限，因此布局上，可趁鷹派預期推升殖利率之際布債。

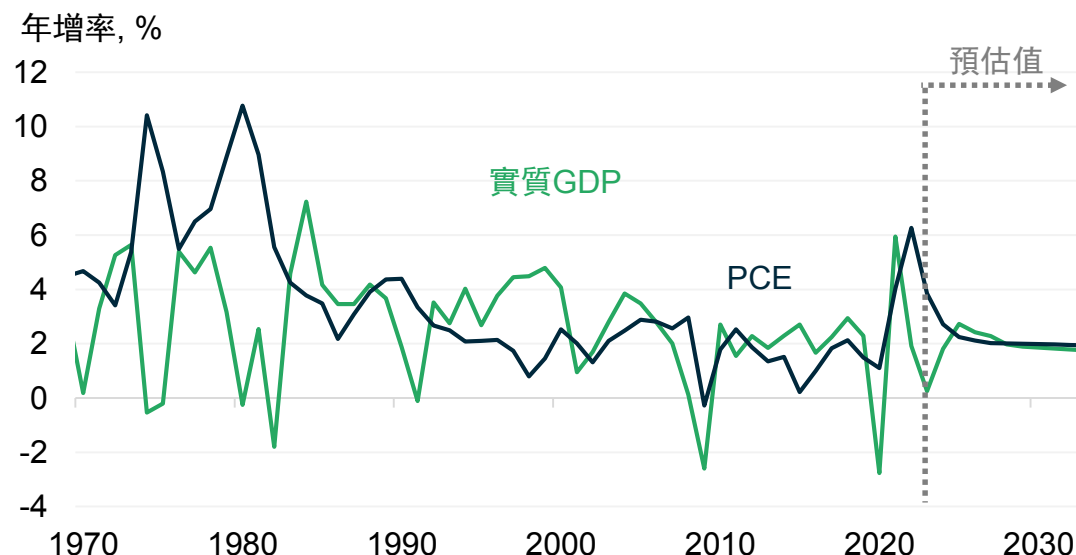
近期Fed官員的談話內容

- | | |
|--------------------------------|--|
| 2/17 Bowman
(Fed理事*) | <ul style="list-style-type: none"> Fed需要持續升息以抑制通膨。 到目前為止升息尚未使經濟放緩，借貸成本尚未達到足夠限制性的水準。 |
| 2/17 Barkin
(里奇蒙分行) | <ul style="list-style-type: none"> 支持繼續以25個基點的幅度升息，因可以根據經濟數據的變化靈活因應。 |
| 2/17 Mester
(克里夫蘭分行) | <ul style="list-style-type: none"> 需要將政策利率提高到5%以上，並保持在這水準一段時間，以抑制通膨。 早在1月會議就看到，升息50個基點的經濟理由。 |
| 2/17 Bullard
(聖路易斯分行) | <ul style="list-style-type: none"> 希望盡快將Fed的政策利率提高至5.375%，不排除在下個月的Fed會議上支持升息50個基點。 |
| 2/15 Williams
(FOMC副主席/紐約*) | <ul style="list-style-type: none"> 通膨回落到2%的目標仍需時日，可能需要「耗時幾年」 預期在2023年底Fed政策利率將介於5%~5.5%之間。 |

註：*表示2023年具投票權。

資料來源：Bloomberg。

CBO：高利率的影響將逐漸顯現，帶動經濟及通膨回落



資料來源：美國國會預算辦公室(CBO), 2023/2經濟展望報告。



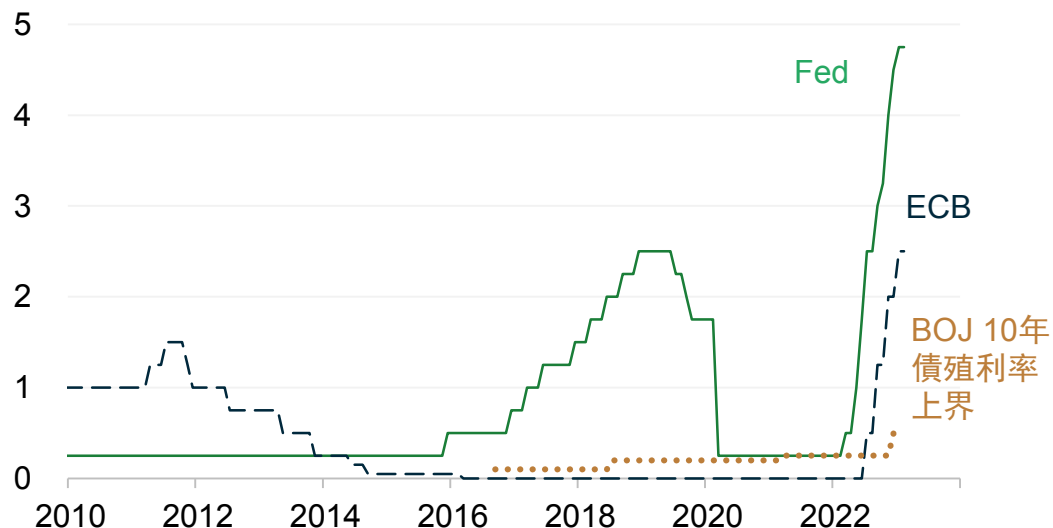
匯市 美元長線趨弱，短線或見反彈；台灣外銷訂單低迷，台幣匯價與基本面走勢仍背離

美元指數：Fed揮別激進升息，但歐(ECB)、日(BOJ)央行政策卻續往緊縮方向邁進；其中，1)ECB聲明將在3月續升2碼，2)BOJ則在新任總裁植田接任後可能繼續對YCC (殖利率曲線控制)政策進行調整，美與歐、日貨幣政策步伐將逐漸拉近。**全年而言，美元長線趨弱視之**，惟自去年底以來貶勢過大，加上近期Fed官員談話偏鷹，有滋養短線反彈的機會。

台幣匯率：經濟部統計處公布1月外銷訂單表現，訂單金額年減19.3%，為連5黑；通膨及升息影響仍是主因，使得終端需求仍顯低迷，客戶持續進行庫存調整。外銷訂單低迷對後續台股營收仍造成壓力，歷經外資大量回補後，台股回到年線附近，震盪機會也隨之升高，台幣勢難擺脫台股震盪影響；此外，台海地緣政治風險猶存，**若有換匯需求，可利用外資大幅匯入之際進行換匯。**

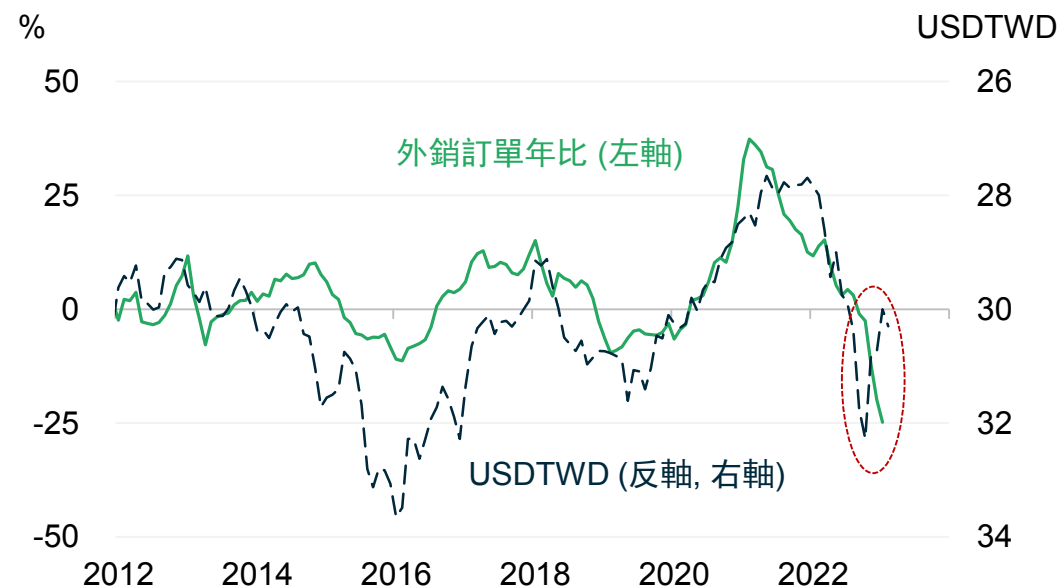
美與歐、日貨幣政策步伐將逐漸拉近，美元長線趨弱

政策利率，%



資料來源：Bloomberg。

外銷訂單不佳，台幣匯價與基本面仍有不小的背離



資料來源：Bloomberg。

Feb/Mar 2023

27	Monday	28	Tuesday	1	Wednesday	2	Thursday	3	Friday
美國耐久財訂單 台灣休市		日本工業生產 日本零售銷售 美國房價指數 美國諮商局消費信心 台灣休市		美國ISM製造業指數 中國官方製造業PMI		歐元區CPI		美國ISM服務業 中國財新製造業PMI	

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