



國泰世華銀行
Cathay United Bank

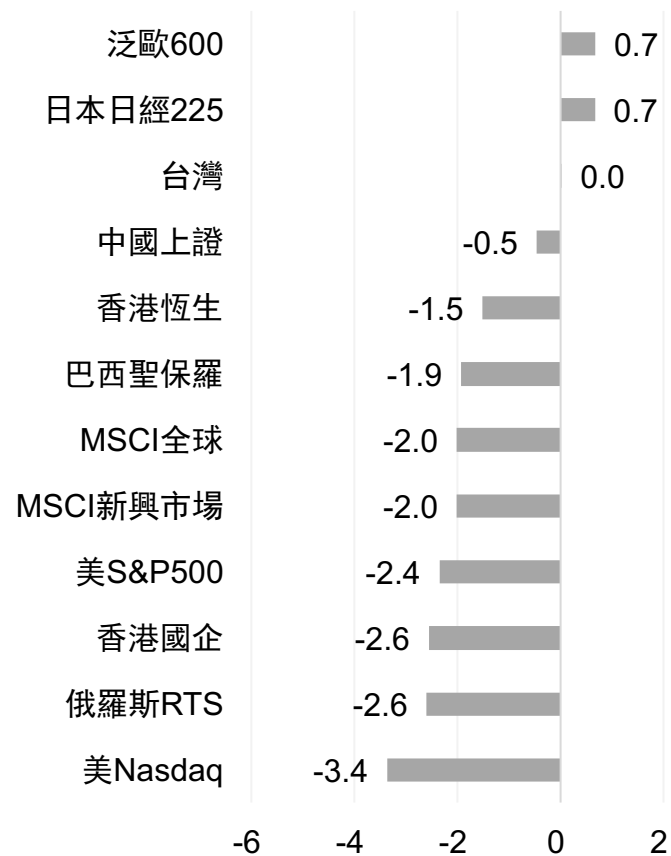
2023年2月10日

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

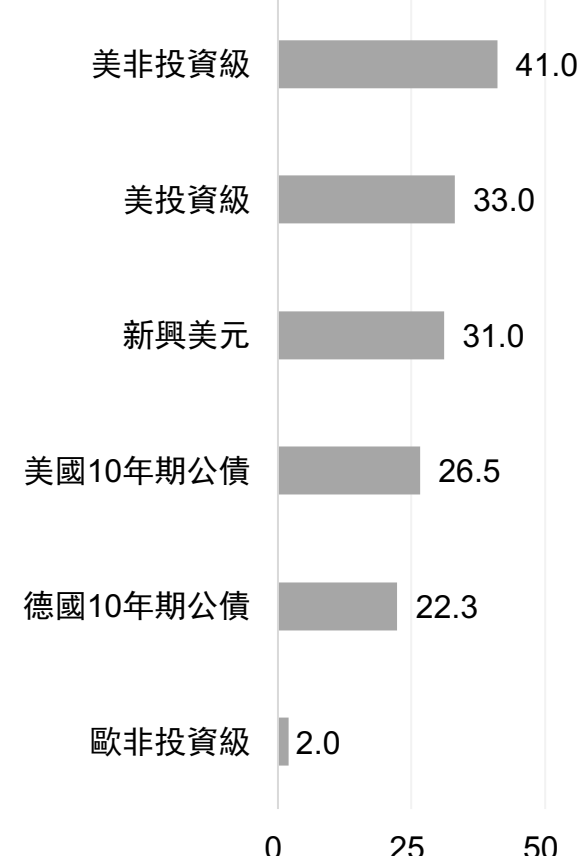
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/2/2- 2023/2/9。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 強勁非農，驚喜還是驚嚇？

1月非農就業遠高於預期，美國經濟軟著陸機率增；市場擔心的是，就業市場熱絡可能使薪資通膨居高不下，而讓聯準會維持鷹派。

► 間諜氣球、稀土禁令，美中關係再緊張

美國發現中國高空偵察氣球疑似在美國領空蒐集敏感情資，國務卿布林肯訪中行程取消；中國擬限制出口稀土技術，反制美、日、荷對中的半導體設備禁令。

► 股市評價修復領先基本面落底

殖利率偏下行，有利股市評價修復；ISM製造業新訂單指數創新低，不過訂單/庫存比則有築底跡象，評價面領先基本面好轉，股市拉回時可留意逢低布局的機會。

股市

股市反映金融環境轉鬆的評價修復，但基本面下行，企業獲利下修，仍需留意追高風險，由於下半年景氣好轉，可逐步提高股市比重。

債市

就業市場強勁，推高聯準會5月升息機率，公債殖利率有反彈機會，然而通膨壓力續降，Fed升息將進入尾聲，應把握利率走高時的布局機會。

匯市

美元貶多仍有反彈空間，但由於美、歐之間貨幣政策的消長，長線美元走勢將趨弱；除了美元指數最大成份歐元將受惠外，商品貨幣亦將受惠原物料價格而走揚。

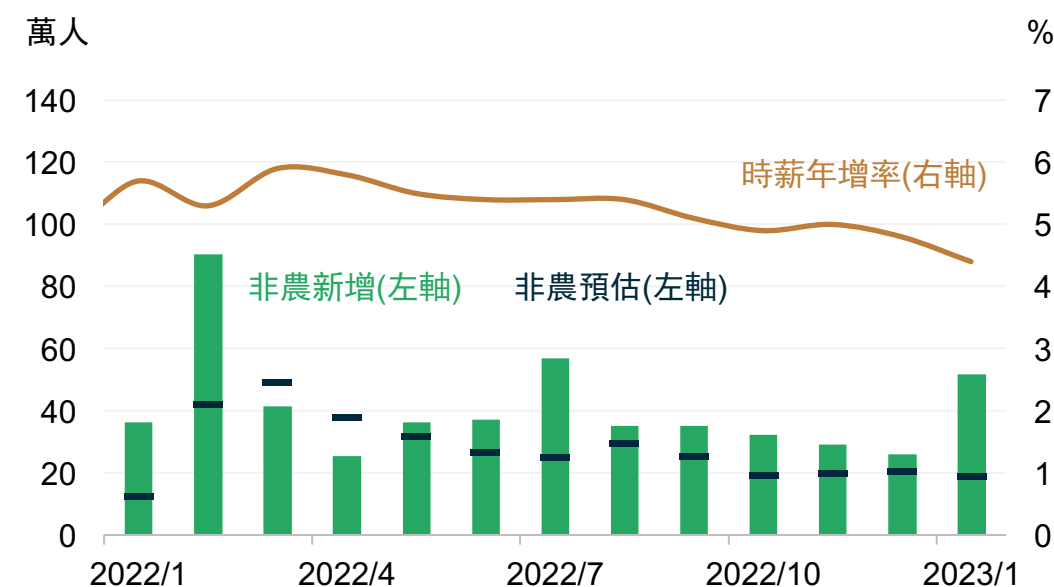


強勁非農就業數據，是驚喜還是驚嚇？

1月非農就業大增51.7萬人，遠高於近10年平均16.5萬人，就業市場優於預期，經濟似乎未如市場預期進入衰退，而是有機會呈現軟著陸。然而市場擔心的是，就業市場熱絡可能會使得薪資通膨居高不下，讓聯準會維持鷹派。不過由左圖可以看出，1月薪資增速持續放緩趨勢不變，有望回到長期平均水準。

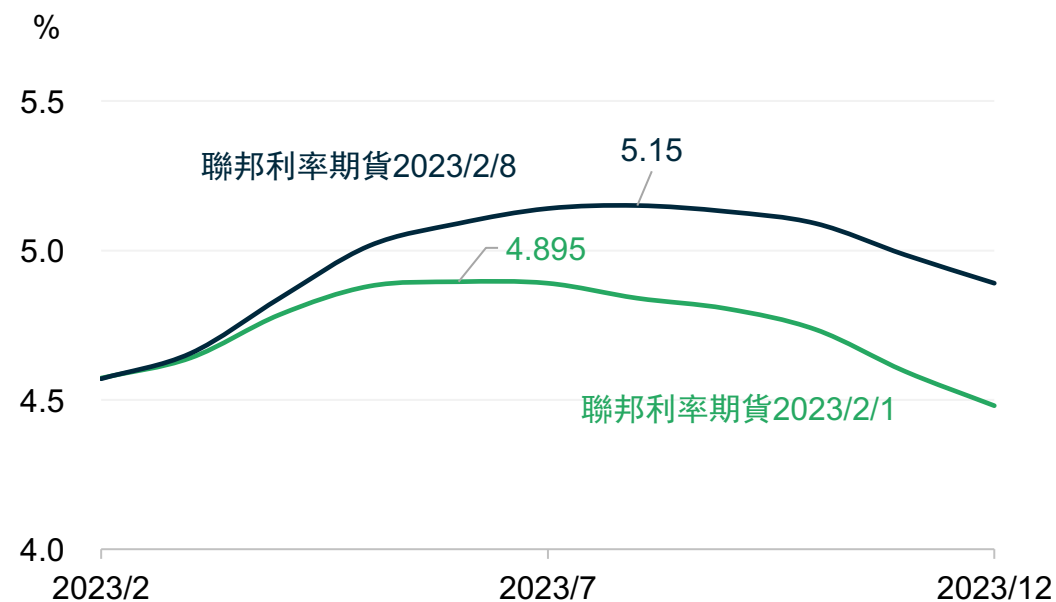
強勁的非農數據，加上鮑爾重申將進一步升息，Fed官員也齊聲放鷹，公債殖利率應聲上漲，市場預期5月升息機率升高；由聯邦利率期貨觀察，升息的高點較一週前上升逾20個基點。

1月非農就業大增，軟著陸機率增加



資料來源：Bloomberg。

強勁非農數據後，市場預期終點利率升高



資料來源：Bloomberg。

布林肯取消訪中，美中各自出招

中國偵察氣球在美國上空被發現，美國出動F-22並動用飛彈將其擊落，美國國務卿布林肯因而取消訪中行程，並指間諜氣球侵犯了美國主權和領土。事實上，上月底美國與荷蘭、日本達成協議，限制先進半導體設備出口中國，對中國半導體發展再度出重手打擊。

中國也不甘示弱，中國商務部公布新修訂的《中國禁止出口限制出口技術目錄》徵求意見，其中第11項禁止稀土的提煉、加工、利用技術出口。中國稀土產量佔全球近6成，雖然中國並未限制稀土出口，但此一措施仍可能壓制海外稀土供應彈性，有利中國稀土產業控制力的提升。**美中關係再緊張，短期中概股表現恐受影響。**

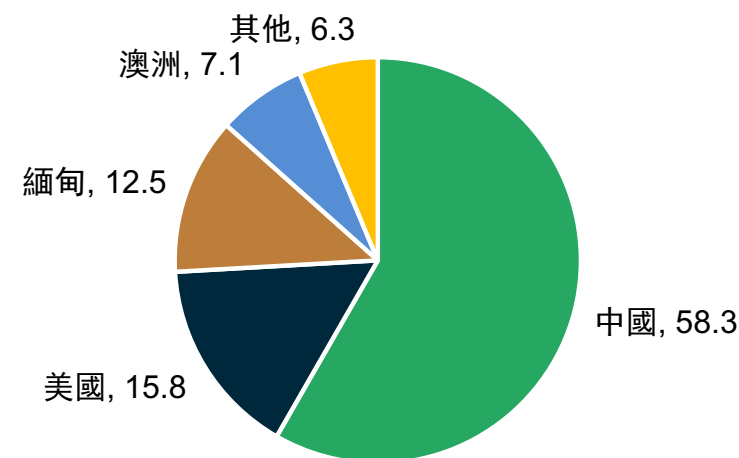
間諜氣球將使美中關係再趨緊張



資料來源：Bloomberg。

中國稀土產量佔全球近6成

2020年全球稀土產量佔比(%)



資料來源：美國地質調查局。

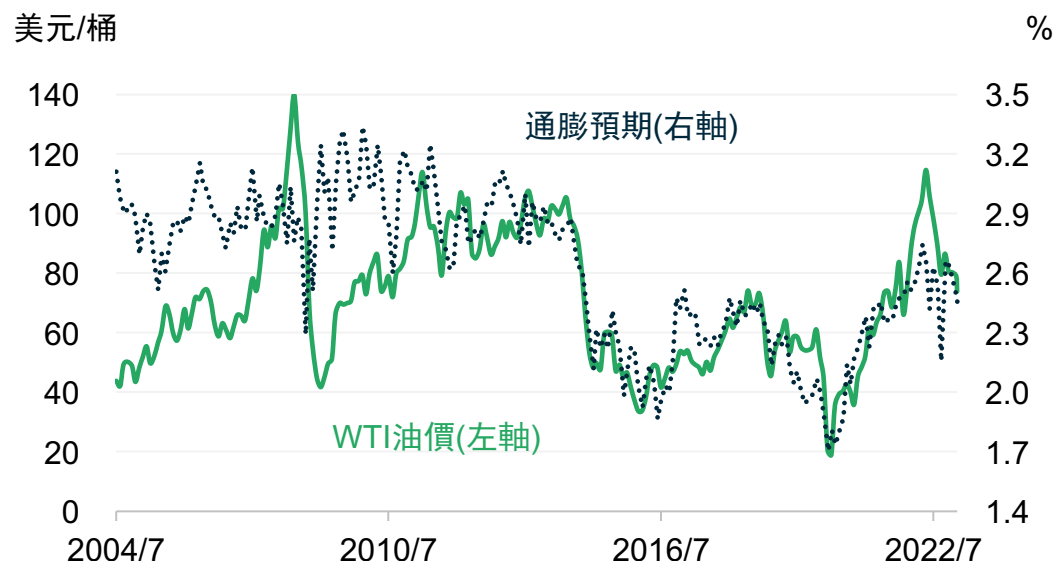
債市 通膨放緩態勢難扭轉, 把握殖利率逢高契機布債

通膨放緩態勢難以扭轉：1月非農就業高於預期帶動10年債利率由近期低點3.4%反彈，不過薪資增速降溫，包括商品價格、房租也有望呈現下降，以油價為例，在基期較高，油價偏弱勢下，可望帶動通膨回落，預期利率仍將震盪偏下行。

經濟展望優於預期，有助信用利差平穩表現：美國就業人口增加，但薪資增速仍緩降的背景，加上歐洲暖冬、中國解封助陣下，使經濟軟著陸的可能性增加、IMF也調升各國的經濟展望，料將限縮信用利差大幅飆升的空間。

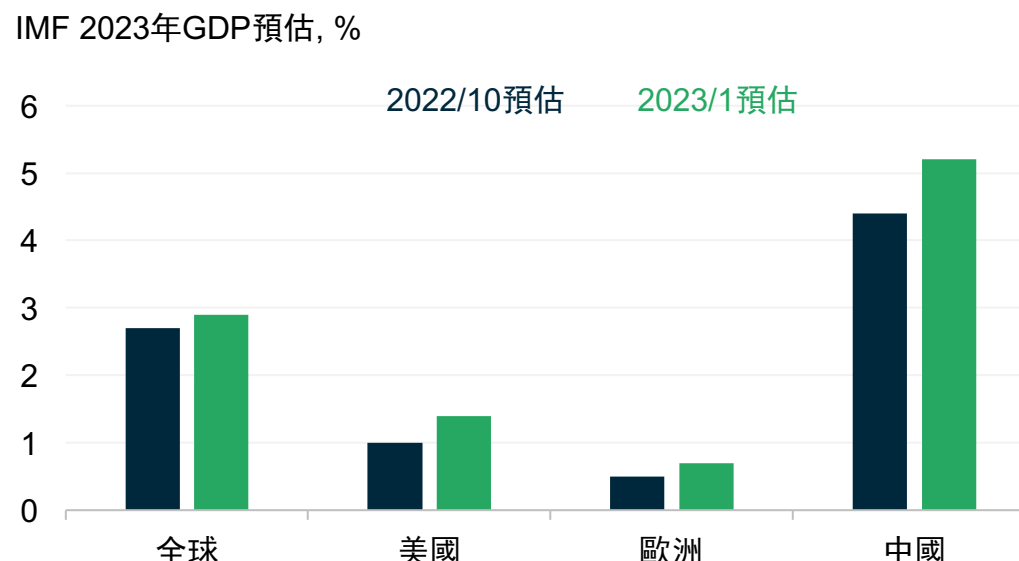
整體而言，**預期通膨放緩態勢難以扭轉，Fed升息漸近尾聲下，應把握殖利率逢高契機布債。**

油價偏弱，通膨預期有望回落，將帶動利率偏下行



註：通膨預期採用5y5y。
資料來源：Bloomberg。

經濟展望優於預期，有助信用利差平穩表現



資料來源：IMF。

美元 聯準會利差優勢鈍化, 貶多雖有反彈空間, 但長線而言, 美元走勢將較去年趨弱

美歐貨幣政策：1)FOMC於2月雖繼續升息, 但僅升息1碼, 主席鮑爾更於記者會中提到「disinflation process」字眼, 明確顯示Fed揮別激進升息；2)ECB(歐洲央行)於2月繼續升息2碼, 並明確表達3月將續升2碼的前瞻指引, 此外, 重申需要升息至足夠高的水準, 以對景氣產生限制。綜觀兩大央行貨幣政策, 美國激進升息在先, 歐洲落後跟進, 因此後續二者政策利差將進一步拉近, 使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。

美元指數：美元受11月以來風險氣氛回揚、通膨降溫所壓抑, 然而當股市回落時, 避險情緒仍將給予美元指數支撐。全年而言, 美國通膨趨緩, 聯準會激進升息的政策節奏不再, 美元走勢將較去年趨弱。除歐系貨幣將有所回升, 受惠原物料價格回升的澳、紐幣亦將受惠。日本將任命曾任央行政策委員的經濟學家植田和男(Kazuo Ueda)接任央行總裁, 日銀繼去年底調整利率控制上限後, 預期美日利差將進一步縮小, 將推動日圓走強。

美、歐政策利率逐漸拉近, 聯準會優勢鈍化



資料來源：費城聯邦準備銀行。

景氣影響, 利差優勢鈍化, 美元走勢將較去年趨弱



註：主要國家包括德、日、英、加、澳。

資料來源：Bloomberg。

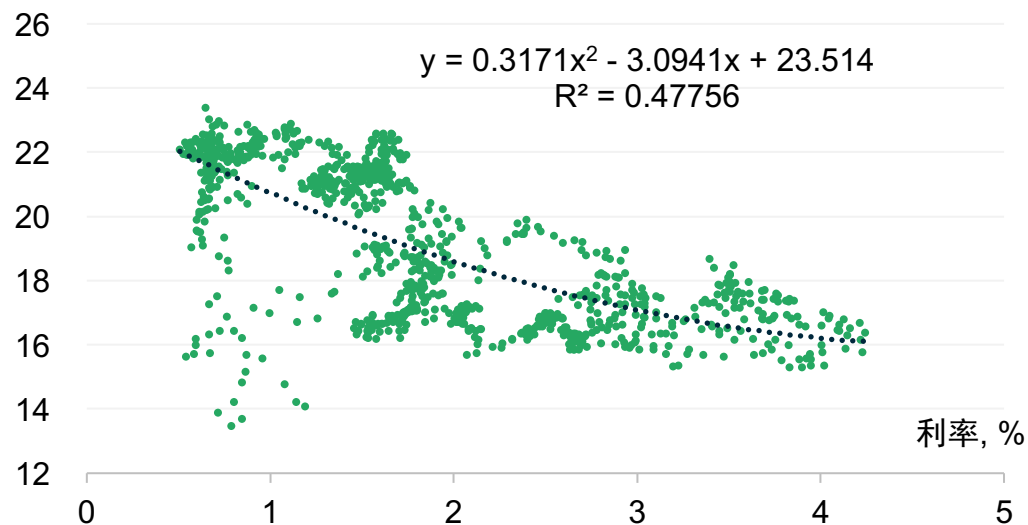
美股 殖利率往上空間有限, 股市評價修復

鮑爾雖然堅持升息立場, 但對於近期金融市場狀況(FCI)由緊縮轉趨寬鬆並未出言打壓, 這使得市場對於美股評價面落底產生了更大的信心, 若以標普500指數於去年10月底點3577點來看, 本益比約15.3倍, 由於**利率偏下行、EPS則有下修空間, 未來本益比再破底的機率不高, 逢指數拉回時可觀察10年平均本益比(17.3倍)的支撐效果。**

評價面修復主導本波反彈, 因此領漲族群也由防禦股轉向成長股, 然而景氣偏弱, 產業表現分歧, 類股表現也將出現強弱差別, 未來布局宜針對跌深及高成長的領域多加著墨。

利率見頂下滑, 有利股市評價修復

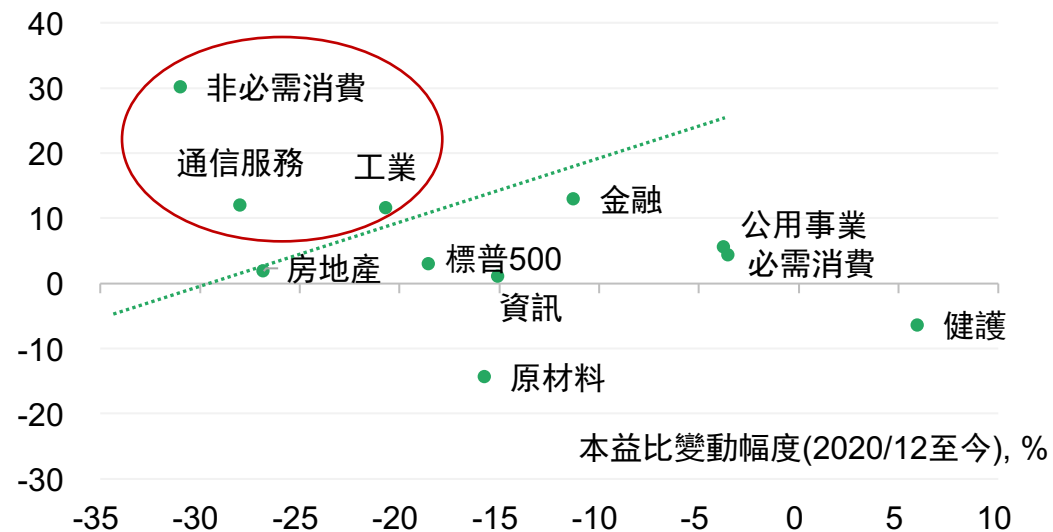
前瞻本益比, 倍



資料來源: Bloomberg。

股市評價修復, 跌深&高成長有望表現突出

2023年獲利年增率, %



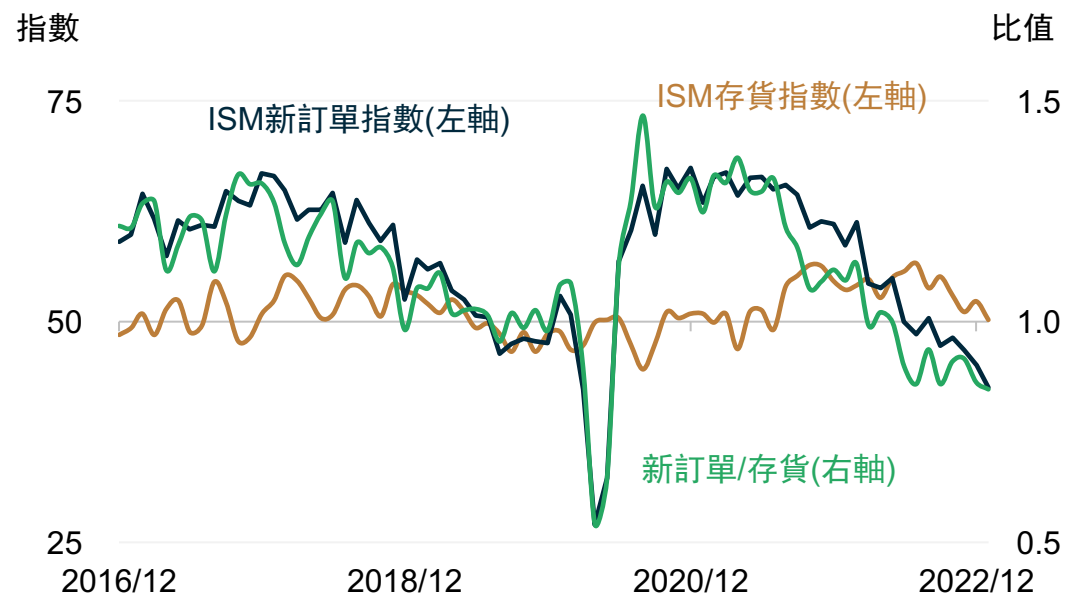
資料來源: Bloomberg。

美股 ISM製造業指數探底, 新訂單未見好轉

美國1月ISM製造業指數續降至47.4, 企業持續清庫存, 經理人心態保守, 其中新訂單指數再創疫情以來新低42.5, 製造業景氣難言落底, 不過新訂單指數創新低, 新訂單/存貨比則與去年低點相去不遠, 庫存問題已有所緩解, 若上半年庫存回到低檔, 後續企業新訂單有望帶動製造業景氣好轉。

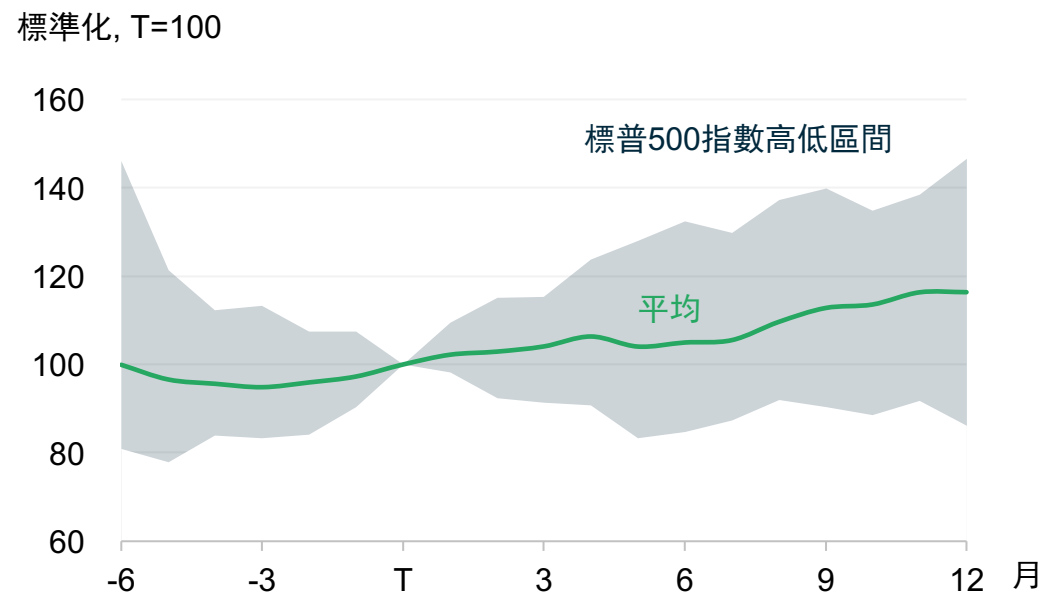
新訂單/存貨比大於1, 代表接單大於庫存, 景氣有望呈現好轉, 若統計1973年以來11次景氣下行階段, 若以新訂單/存貨比自下方突破1的月份為基準, 進場投資美股, 後3個月、6個月、1年的平均報酬率分別為3.8%、4.7%、16.4%, 且正報酬率機率64%、73%、82%也呈現逐步向上, 這代表投資人可耐心等待景氣好轉的訊號來臨。

新訂單指數創新低, 新訂單/存貨比則持穩



資料來源: Bloomberg。

新訂單/存貨重新站上1可視為進場訊號



註: 統計1973年以來11次ISM景氣由谷底反彈美股表現, T=新訂單/存貨站上1的月份。

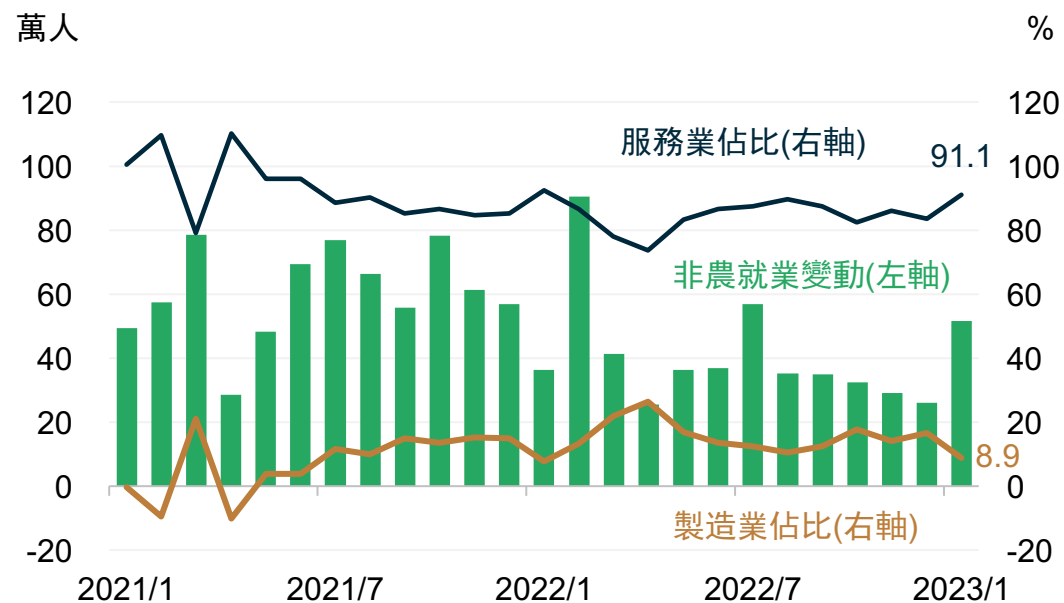
資料來源: Bloomberg。

美股 服務業景氣好轉, 為經濟帶來支撐

觀察1月非農新增就業佔比, 其中91.1%來自服務業, 其中又以休閒及飯店業、專業及商業服務業新增人數最多。相較於科技業裁員消息頻傳, 就業情形呈現一消一長, 顯示服務業景氣相對熱絡。

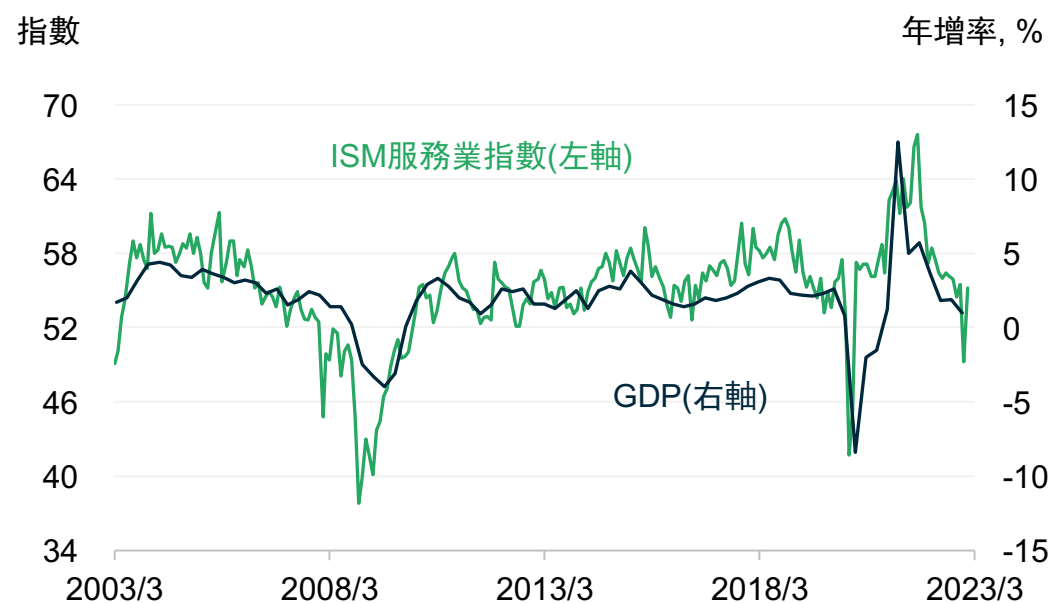
無獨有偶, 1月ISM服務業指數回升至景氣榮枯線之上, 表現明顯優於製造業, 服務業景氣回升, 對於經濟形成一定支撐。股市在評價修復、經濟好轉下, 潛在上漲空間增加。

1月非農就業主要由服務業帶動



資料來源: Bloomberg。

服務業景氣好轉, 為經濟帶來支撐



資料來源: Bloomberg。

新興股 美元走弱有利新興市場股市，把握修正後的反彈機會

聯準會升息不僅影響股市評價修正，也造成美元走強，資金回流美國，對於新興股可說是雙重受害，過去新興股市與美元通常呈現反向的關係，如今美元升勢告一段落，新興股市也有平反的機會。

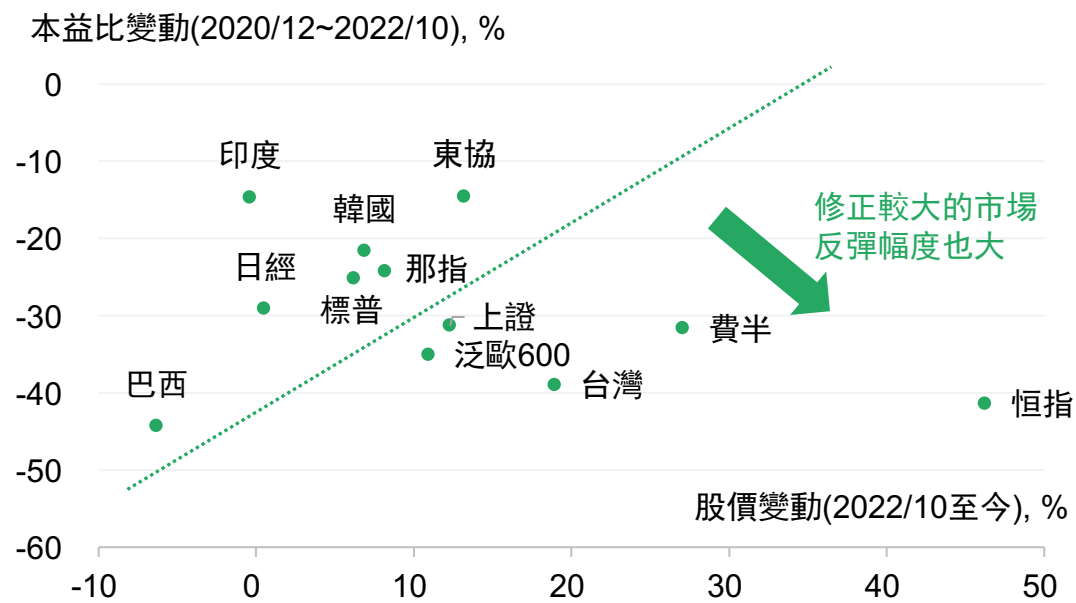
觀察去年10月全球股市低點以來，以港股、費半、台股反彈幅度較大，事實上包括歐股、上證在內，都是2021年以來本益比修正幅度較大的市場，由於升息趨緩、中國解封，新興市場經濟表現漸入佳境，這些受到聯準會升息影響大的市場，未來在Fed貨幣政策由緊轉鬆的過程中，評價修復的空間也較大。

美元走弱有利新興市場股市



資料來源: Bloomberg。

修正較大的市場有望反彈



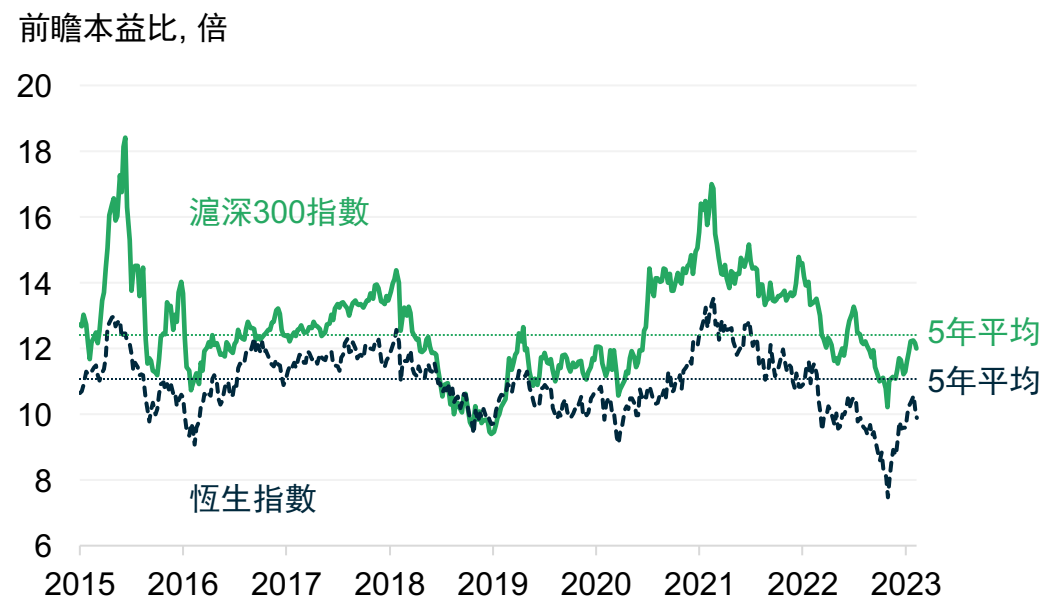
資料來源: Bloomberg。

中國 氣球事件加劇地緣風險, 然消費動能提升股市下檔支撐

歷經去年11月至今年1月的觸底反彈, 2月初中國與香港股市走勢震盪, 背後原因包含: 1)主要指數的本益比從谷底反彈至疫情前5年平均附近, 評價面修復告一段落; 2)地緣政治不確定性上升, 中國間諜氣球令美中緊張關係升溫; 3)美國就業數據亮眼, 勞動力市場緊俏影響升息預期, 美國雙率走升, 全球股票漲幅收斂。

往前看, 短線不確定性增加令大盤漲勢趨緩, 然而, 中國民眾疫情期間累積的超額儲蓄可望部分轉成消費動能, 地鐵、工業煤耗等高頻數據持續改善, 預期消費推動經濟修復, 有利股市提升下檔支撐。

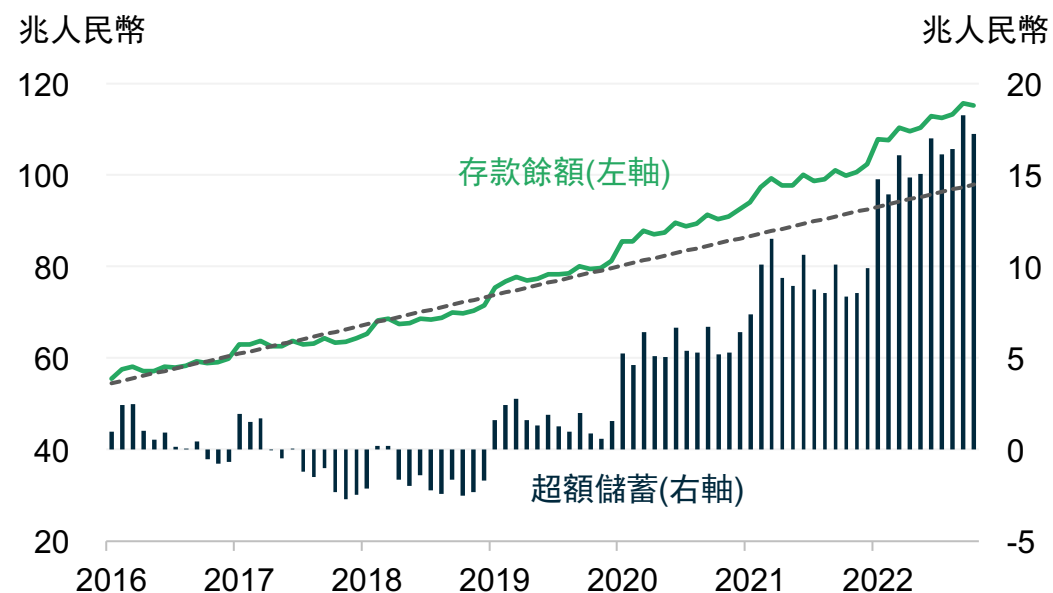
中國股價指數本益比接近2015-2019平均面臨壓力



註: 5年平均為疫情前2015-2019年指數本益比的平均數。

資料來源: Bloomberg。

中國民眾疫情期間累積超額儲蓄



註: 超額儲蓄計算方式為當月存款餘額扣除2016-2019回歸趨勢線計算值。

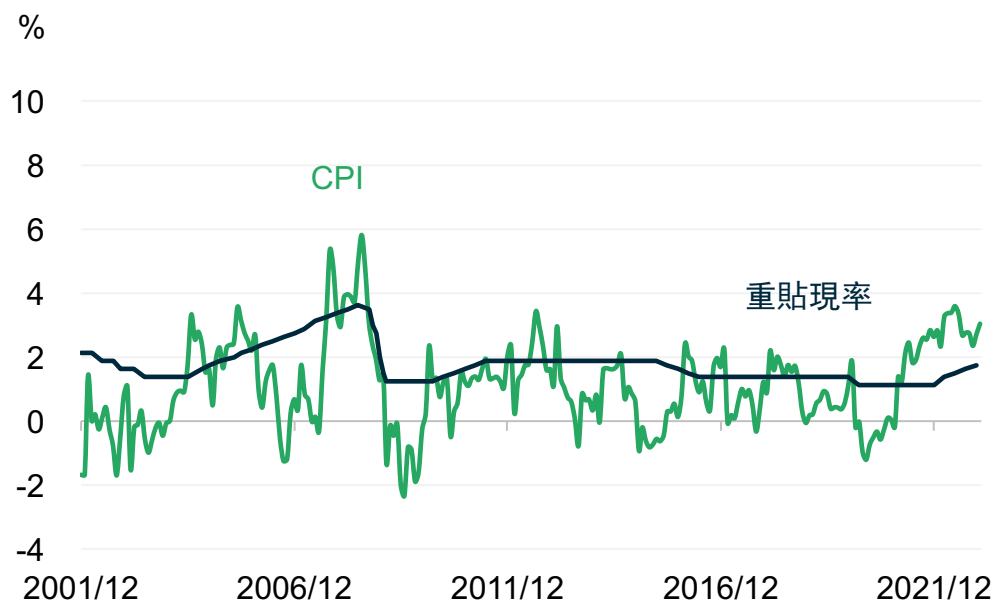
資料來源: Bloomberg。

台灣 1月CPI突破3%，3月央行會議不排除有升息半碼空間

台灣1月CPI年增率3.04%，再次突破3%，除了因春節效應拉高採購需求及服務費加價因素外，主計總處進行CPI權數修訂，調高食物類及居住類等權重也是原因之一。雖然歐美通膨降溫，但台灣食品、旅遊、房租等物價上揚壓力大，央行3月理監事會議仍不排除有升息半碼空間。

本波台股自12666低點反彈，主要受惠聯準會升息趨緩、外資由匯出轉匯入，並回頭買超台股的助益。台灣1月出口年增率-21.2%，出口連5黑，景氣對策信號也連兩個月落在代表低迷的藍燈，基本面預料在上半年落底，下半年景氣有望回溫，可利用漲多拉回的機會分批布局。

物價再度走高，3月央行會議有升息壓力



資料來源：Bloomberg。

外資匯入激勵台股強彈



資料來源：Bloomberg。

Feb 2023

13	Monday	14	Tuesday	15	Wednesday	16	Thursday	17	Friday
		美國CPI 歐元區GDP 日本GDP 日本工業生產		美國零售銷售 美國工業生產 歐元區工業生產 英國CPI		美國初領失業金人數 美國新屋開工 美國營建許可 日本核心機器訂單 日本進出口		英國零售銷售	

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