



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

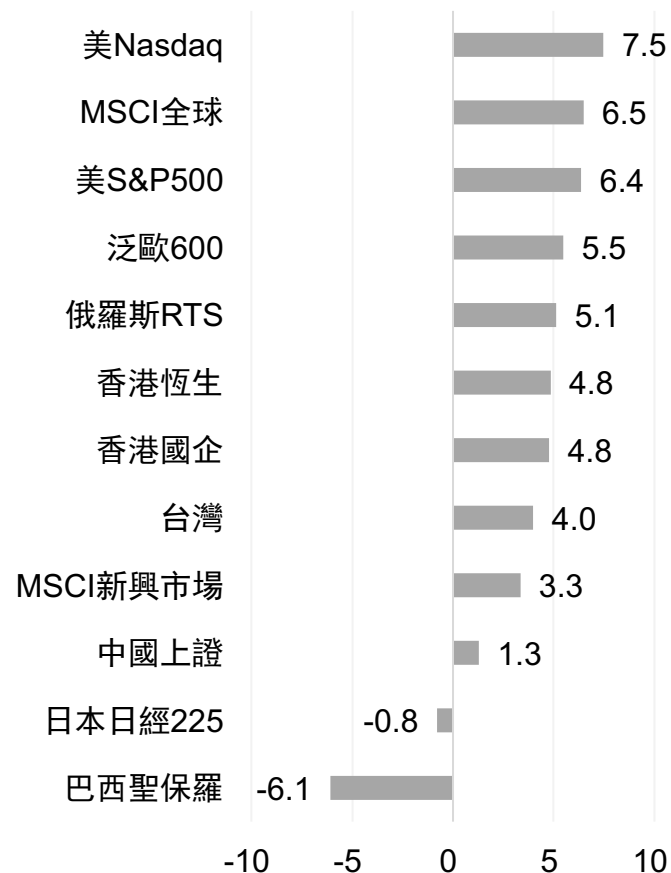
2022年11月11日

# 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：2022/11/3- 2022/11/10。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 通膨觸頂了嗎？

隨供應鏈緩解，二手車價格大幅回落，使10月核心CPI從前期6.6%降至6.3%，顯示通膨高點可能已過。此外，包括就業市場、房市都有鬆動的跡象，將限制通膨未來上漲的壓力。

## ► 拜登選舉失利，財政與能源政策受考驗

從美國期中選舉來看，民主黨將失去眾議院優勢，朝野對立將不可避免。市場預期，民主黨難以擴大財政支出，同時能源政策將有所調整。

## ► 雙11蒞臨，但消費將旺季不旺

中台韓陸續公布出口數據，均呈現衰退的困境，暗示需求將旺季不旺，使標普500企業獲利持續下修。短線情緒因通膨降溫有所改善，但年線下降趨勢並未改變，將是短線壓力關卡。

### 股市

美國通膨觸頂、朝野對立，有助短期市場情緒的修復，但景氣放緩與企業庫存調整壓力未除，**投資人應避免追高殺低，股市仍在築底階段。**中國股市在極度承壓後對防疫鬆綁訊息反應劇烈，但基本面下行方向並未改變。

### 債市

通膨可望觸頂，但水準偏高，Fed升息方向不變。不過，官員首度釋出升息放緩言論，加上景氣下滑壓力，甚至國會版圖的挪移，都將緩解利率未來急彈的壓力。操作上，**目前仍以短債為主，但未來應伺機增持長債。**

### 匯市

短線情緒明顯改善，驅動美元回落，非美貨幣走強。不過，歐洲經濟快速惡化壓力未變，將限制歐元上方空間。**台灣出口持續放緩，台幣後續貶值壓力未除。**

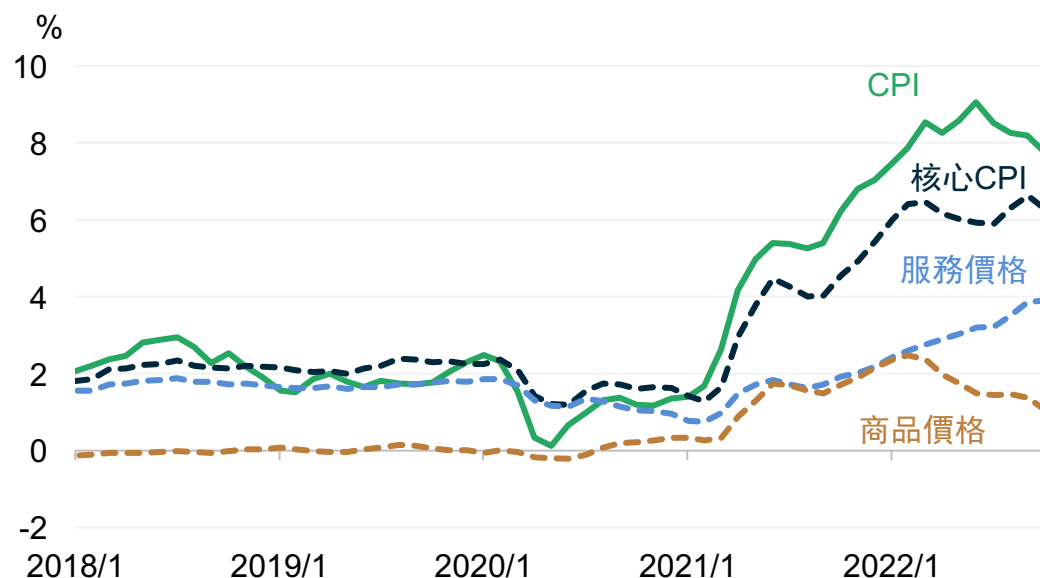


## 供應鏈改善與就業市場降溫，通膨可望觸頂

10月通膨報告顯示，隨供應鏈緩解，二手車價格大幅回落，同時交通運輸、瓦斯等費用也明顯下降，使CPI從8.2%下降至7.7%，核心CPI也從6.6%滑落至6.3%，均優於預期。此前，美國就業報告也顯示，薪資增速正逐步降溫。整體而言，隨供應鏈改善、薪資成長放緩，加上房市降溫，**預期美國通膨已觸頂。**

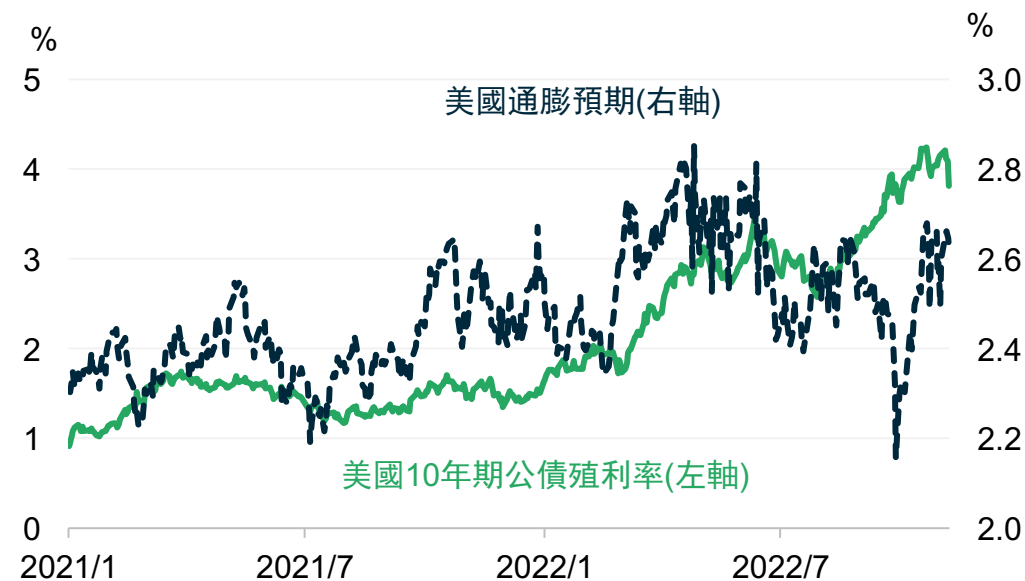
美聯準會官員不斷重申，目前的通膨水準偏高，升息方向不變，即使後續腳步放緩，仍不應有降息預期。不過，官員首度釋出升息放緩言論，加上景氣下滑壓力，甚至國會版圖的挪移，都將緩解利率未來急彈的壓力，尤其，**聯準會的傳聲筒Nick Timiraos也透露，12月只會升息2碼。投資人可隨公債利率走高而逐步增持投資等級債，目前仍以短債為主，但未來應伺機配置長債。**

### 供應鏈緩解，通膨可望觸頂



資料來源：Bloomberg。

### 通膨預期趨緩，公債利率急彈壓力下降



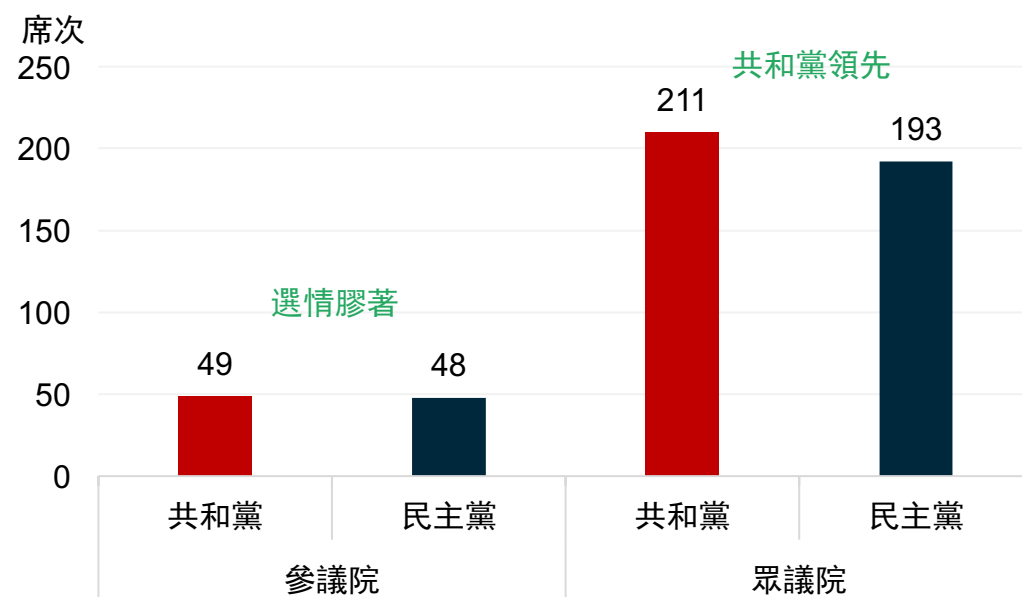
資料來源：Bloomberg。

## 拜登政府失去國會優勢，部分政策備受考驗

根據統計，共和黨在眾議院以211:193，取得明顯領先。然而，參議院選情陷入膠著，民主黨以48:49小幅落後，但從剩餘選區來看，最終可能以50:50收場。由於副總統具有關鍵投票作用，持平後仍有利民主黨。

由於拜登政府失去國會優勢，未來包括財政、能源、外交政策，都將面臨一定的挑戰。首先，預算杯葛將不可避免，但有助政府赤字縮小。其次，拜登政府對傳統能源業的管制，有機會獲得鬆綁。整體而言，以選情結果來看，民主黨失去國會優勢，有助緩解市場對利率急漲的擔憂。

### 共和黨掌控眾議院後，朝野將對立



資料來源：RealClear Politics。

### 拜登政策面臨考驗

	目前方向	未來方向	資產的影響
財政政策	擴大財政	控制財政支出、降低預算赤字	降低公債利率上彈壓力
能源政策	大力推動清潔能源、加入氣候峰會	鬆綁傳統能源業管制	有利能源股評價上升
外交政策	全力支持烏克蘭	仍舊支持烏克蘭，但幅度有所下降	有助降低歐洲地緣風險

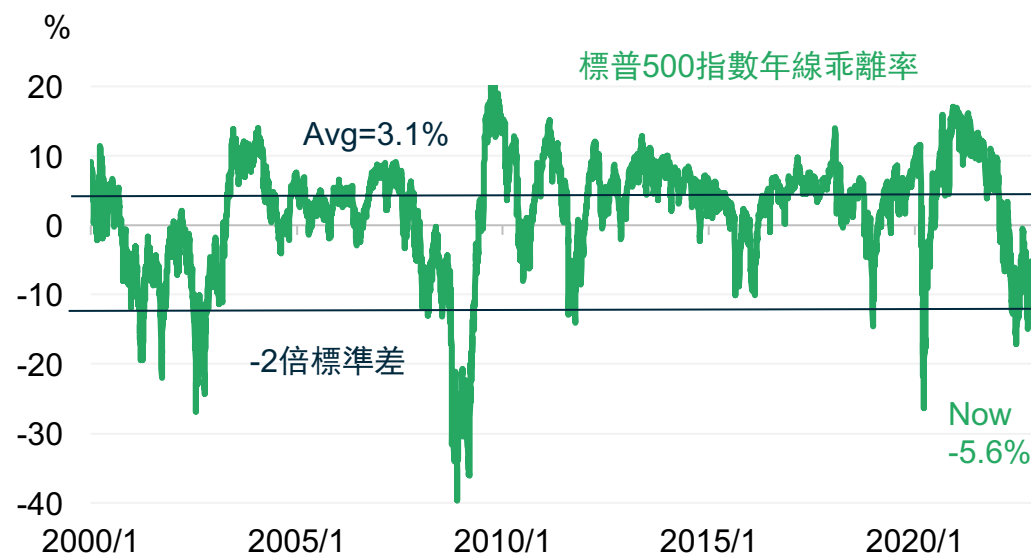
資料來源：Bloomberg。

## 通膨降溫與選情結果有助短期氛圍改善，但企業獲利下修態勢未變

受到10月通膨降溫，加上選情結果，大幅化解投資人對利率彈升的擔憂，使得投資人的風險偏好明顯改善，驅動股市反彈。以標普500指數而言，因為先前過度壓抑，乖離率超過2倍標準差，目前結果確實有助乖離率的收斂，短期指數不排除有5-10%的反彈，不過，年線趨勢仍偏下，表示整體股市仍在築底階段，應做好風險調控。

企業將陸續公布3Q財報，根據最新統計，3Q財報難以樂觀預期，3個月前，市場預估仍有10%的成長，不過，隨著景氣放緩壓力持續升溫，目前預估可能僅2%的成長，往4Q來看，甚至是負成長。

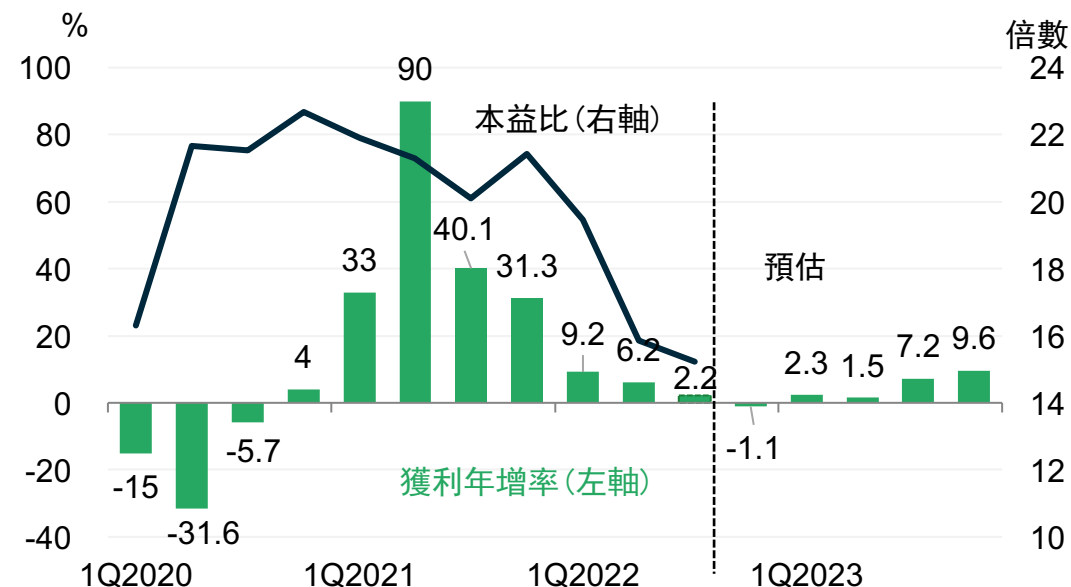
### 選情結果有利乖離率的收斂，但年線仍為關卡



註：年線為標普500指數250日價格平均。

資料來源：Bloomberg。

### 企業獲利持續面臨下修壓力



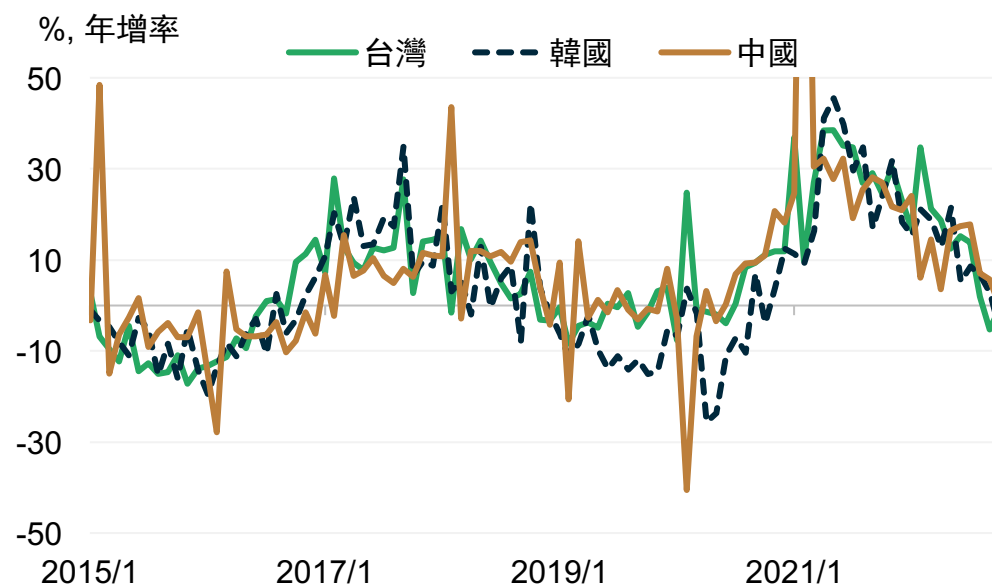
資料來源：Factset。

## 中台韓出口持續緊縮，預期消費將旺季不旺

繼韓國之後，中國與台灣也相繼公布10月出口數據，均呈現衰退的窘境，其中中國動態清零防疫措施，使韓國出口大受衝擊，10月衰退5.7%。台灣受惠新款手機出貨，使得出口降幅低於預期，但也連續2個月負成長，官員強調，未來仍將持續走緩。

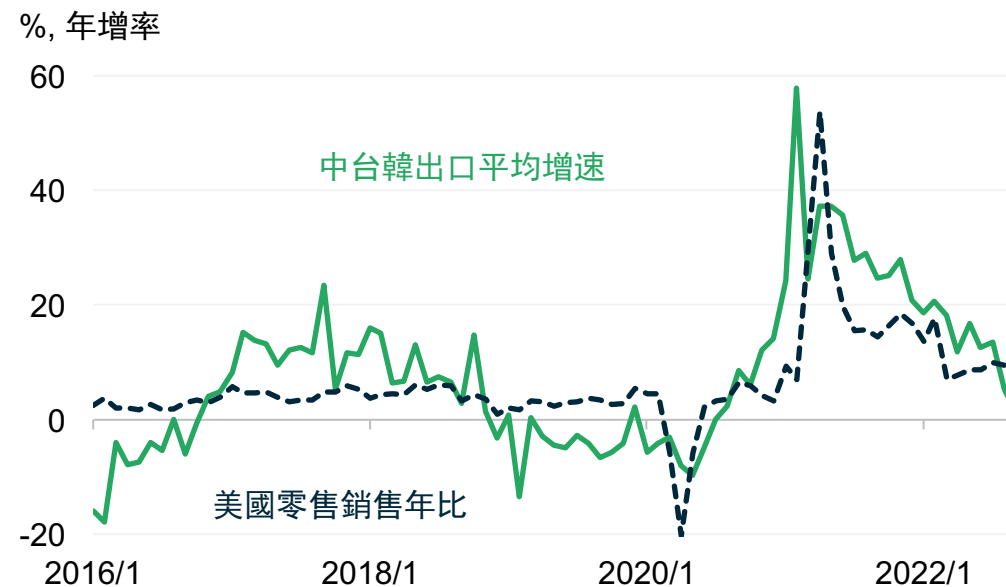
時序邁入11月，將進入傳統消費旺季，包括雙11購物節、感恩節，**不過，由於通膨高漲壓力，美國民眾消費信心持續低落，加上中台韓出口萎縮等現象，研判年底消費將旺季不旺。**

### 中台韓出口持續萎縮，隱含終端需求疲弱



資料來源：Bloomberg。

### 台灣出口放緩，暗示需求將旺季不旺



資料來源：Bloomberg。

## 資金緊縮環境下，金融危機事件仍將頻傳

繼5月LUNA加密貨幣崩跌之後，全球第三大加密貨幣交易所FTX也驚傳破產危機，且資金缺口高達80億美元。由於競爭對手幣安因故退出併購後，導致風暴擴大，比特幣單日大跌15%，FTT幣甚至崩跌85%。FTX的危機，也衝擊相關投資人，包括紅杉資本、貝萊德、老虎環球、軟銀集團。

今年以來，東協各國在供應鏈移動中成為大贏家，印度、印尼、新加坡、泰國股市都表現亮眼，但越南股市卻逆勢下跌，跌幅逼近4成，主因為資金外逃，引發越南盾大貶，房市也快速降溫，造成銀行擠兌現象。另外，越南也步入中國的後塵，領導人打破慣例連任3屆，引發外資對集權的擔憂。

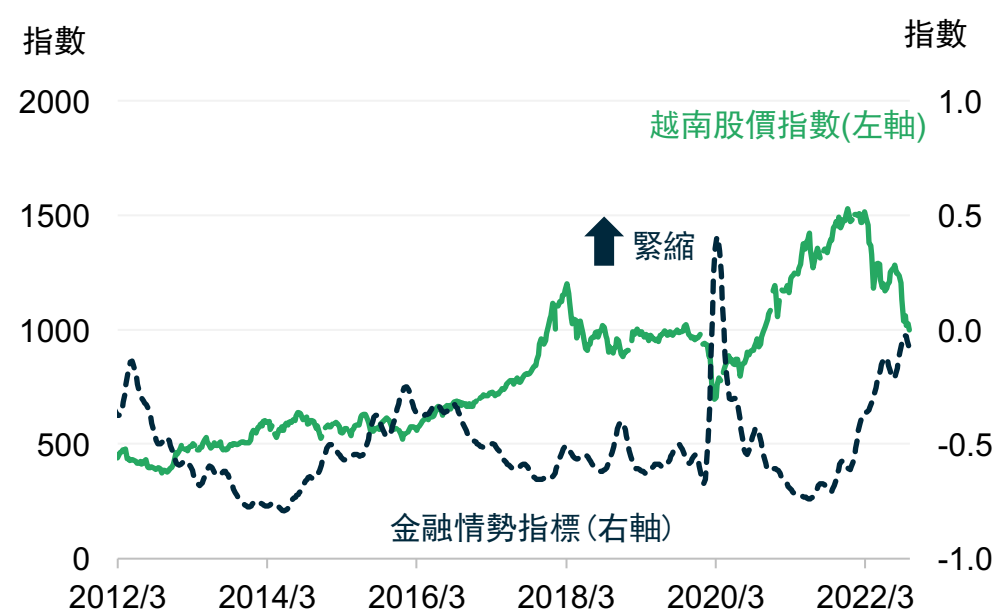
整體而言，在金融緊縮環境下，金融事件將有增無減。

### 資金緊縮環境下，加密貨幣明顯承壓



資料來源：Bloomberg。

### 越南政治不確定性，引發外資外逃



資料來源：Bloomberg。



## 能源 能源股除獲利上升外，評價也上調

今年以來，因為利率急彈與景氣放緩壓力，使企業獲利與評價面臨下修的壓力，不過，能源股受惠油價高漲影響，反而逆勢持續上修財報，如艾克森美孚、雪佛龍。因為拜登政府失去國會絕對優勢，有助緩解政府對傳統能源業管制，進而帶動評價的上修。

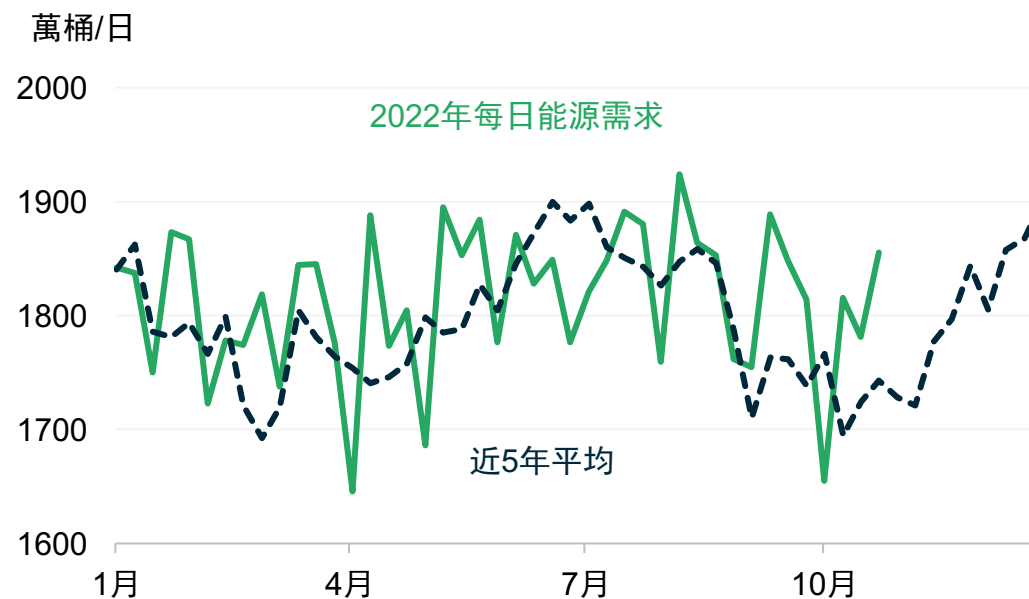
時序邁入年底，又將是傳統冬季取暖需求的旺季，市場對能源的需求將進一步拉高。此外，OPEC意外減產，加上先前投資不足的情況下，油價底部獲得支撐，將使能源股的獲利維持高位。

能源股除獲利上升外，評價也上調



資料來源：Bloomberg。

冬季取暖因素，驅動能源需求上升



資料來源：Bloomberg。

## 科技 電腦產品需求不如預期，廠商寄望年終銷售旺季去化庫存

全美零售協會(NRF)預估，今年11~12月的假日零售額將較去年成長6~8%，達到9426~9604億美元，高於過去十年假日零售平均成長4.9%，然而若扣除仍在8%以上的CPI年增率，實質成長率將由正轉負，而依過去經驗，這通常在經濟衰退時期發生。

民眾在高物價排擠之下，針對科技產品的消費意願恐來到近年新低。根據調查，各大零售商已在線上展開折扣促銷，部份商品打折幅度超過兩成，其中又以電腦、電器與玩具折扣幅度最大，分別來到32%、27%與22%，高於去年同期折扣10%、8%與19%。顯示電腦產品出清庫存的壓力最大，然而由於後疫情時期back to school、back to office，對於電腦需求明顯降低，將延長科技硬體庫存去化的時間。

### 美國實質銷售動能下滑暗示經濟衰退

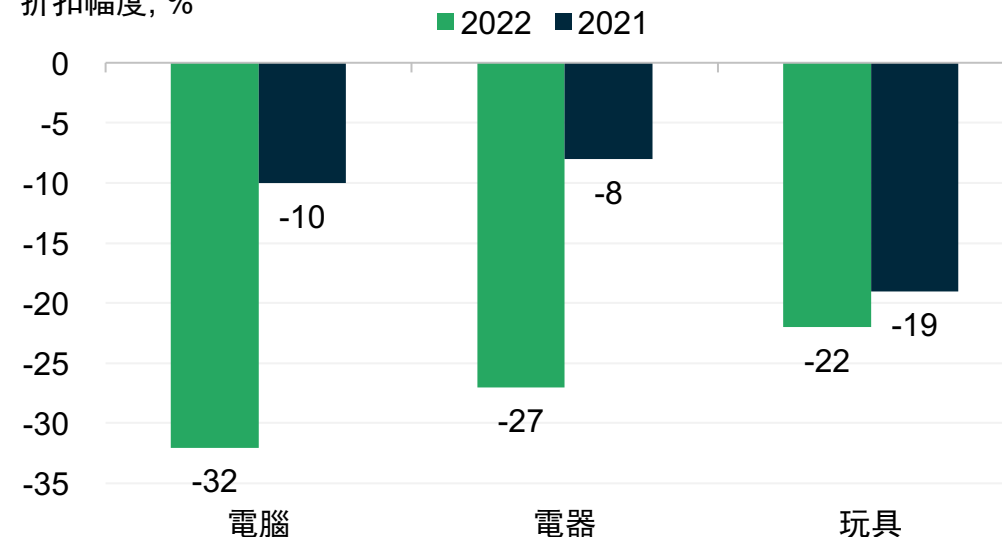
年增率差值, %



資料來源: Bloomberg。

### 零售商折扣力道高於去年

折扣幅度, %



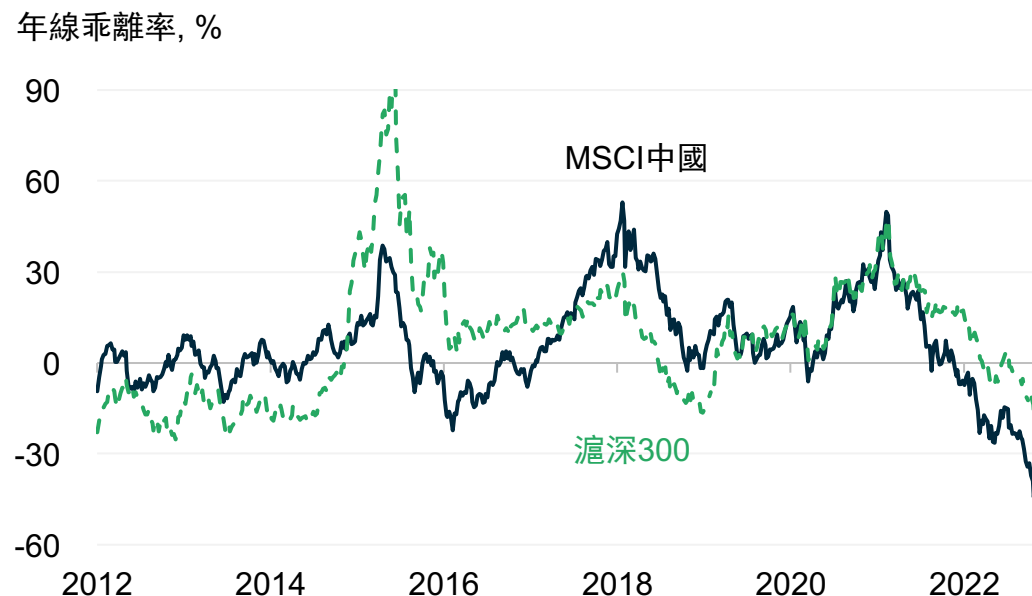
資料來源: Adobe Analytics。

## 中國 基本面弱勢尚未扭轉, 股市延續盤整格局

中概股與A股乖離程度已高, 評價與情緒降至低點後, 大盤對消息面反應劇烈。近期清零鬆綁消息頻頻傳出, 加上美國對中國ADR的審計工作順利, 推升中港股市反彈行情。由於防疫放寬消息紛亂, 官方也表態動態清零不動搖, 未來行情能否延續, 仍仰賴基本面的改善狀況。

美國貨幣政策動向以及中國經濟復甦狀況, 為基本面影響中港股市反轉的首要因素。聯準會11月FOMC保持鷹派口吻, 美國公債殖利率與美元強勢格局延續; 10月新增社融大幅弱於預期, 出口年增率下滑至-0.3%, 數據面顯示內外需求不振, 中國景氣循環仍在底部。投資人情緒短期受清零鬆綁等消息面提振, 但基本面弱勢格局未變, A股與中概股長期展望維持保守。

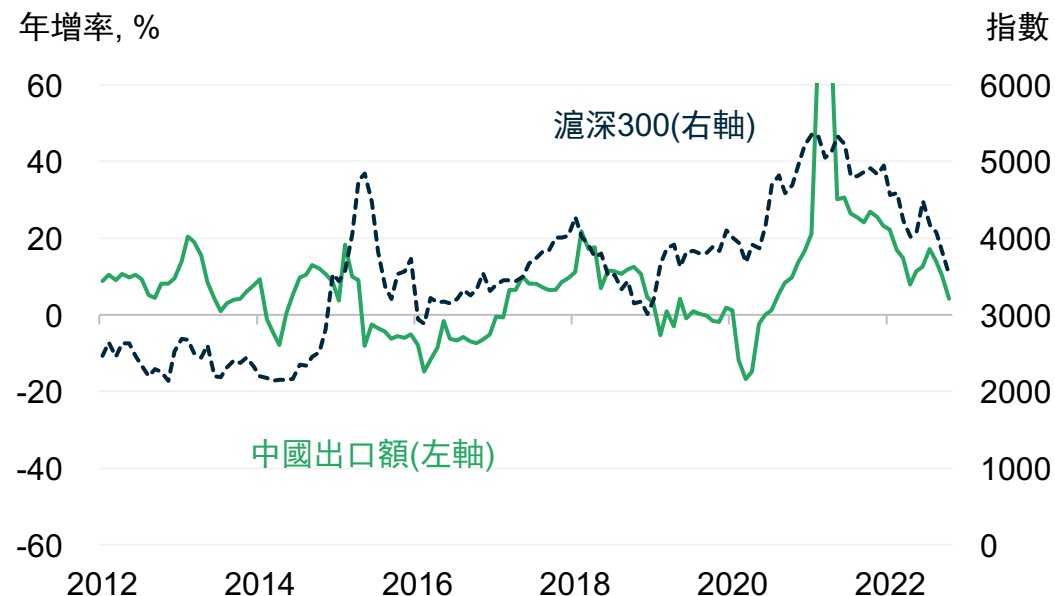
### 中概股與A股年線乖離大, 股價對消息面反應劇烈



註: 年線取200日移動平均。

資料來源: Bloomberg。

### 美歐商品需求下滑, 出口增速持續走弱



註: 中國出口額為美元計價的出口金額年增率, 取3個月移動平均。

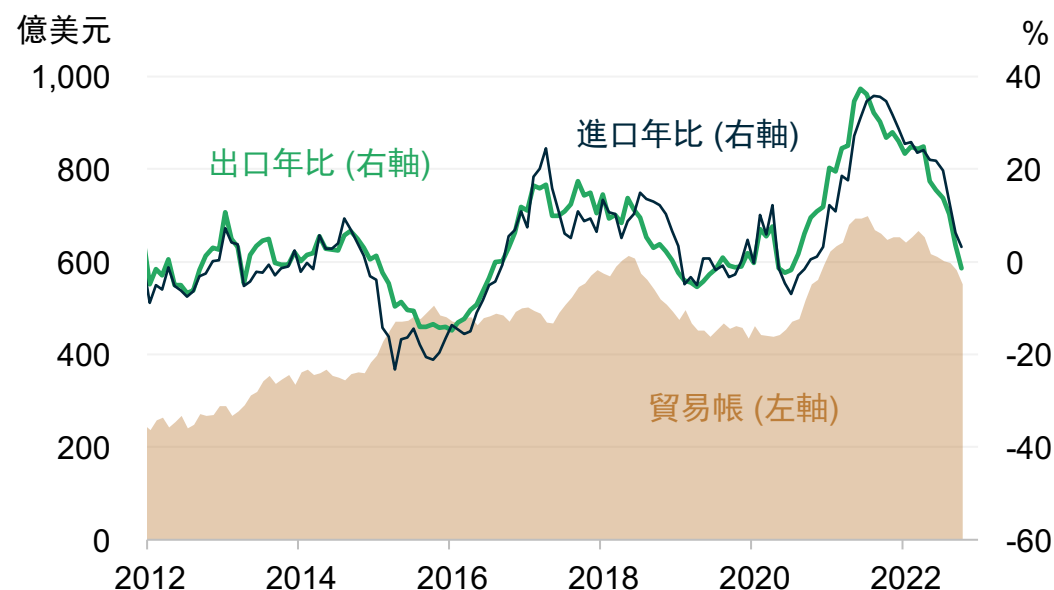
資料來源: Bloomberg。

# 匯市 台灣貿易盈餘持續降低，台幣匯價弱勢格局尚未改變

財政部公布10月出口金額399.3億美元、年減0.5%，連2黑，主要受到全球需求疲弱抑制出口動能所致。財政部表示，雖然手機新品上市促使電子零組件拉貨強勁，發揮止跌作用，使整體出口衰退幅度收斂，但不至於改變出口走緩的事實。**財政部推估，4Q出口有可能落入負成長**。以區域而言，中國受封控、房市低迷衝擊，導致台灣對中、港出口表現相對其他市場，表現明顯偏弱。

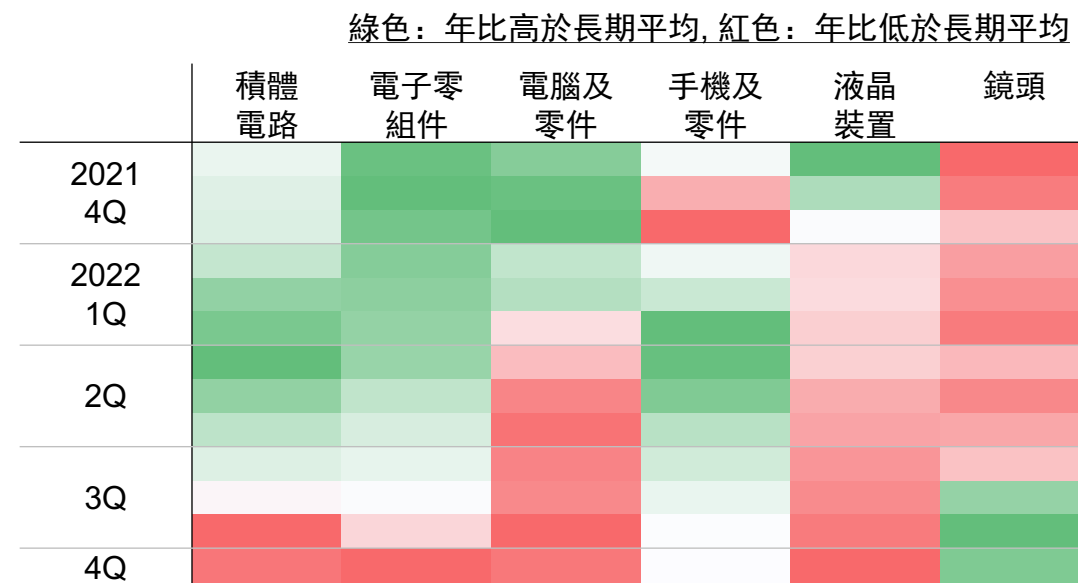
以電子類項目來看，去庫存影響仍未結束，電子項目年比普遍低於長期平均增長水準(2017-21年)。在貿易盈餘縮降低的趨勢下，過往常見4Q出口商拋匯，支持台幣的力道可能不若過往，因此，**短線台幣匯價雖隨台股回升，但偏弱格局尚未扭轉**。

## 進出口年比持續走降，而貿易帳盈餘持續降低



資料來源：Bloomberg。

## 去庫存下，電子業各類別出口增長多低於長期水準



資料來源：Bloomberg。



# 匯市 通膨走緩為美元強升暫畫句號, 但美元處在盤頭過程, 震盪難免

俄烏戰爭利空鈍化, 但金融業非投資級對投資級利差尚未出現扭轉跡象, 包括德國能源價格高漲、出口減緩而面臨貿易帳盈餘下降窘境。

日本方面, 財政部穩定匯率下, 成果逐漸浮現, 但貿易盈餘下滑的問題與德國雷同。雖然短線風險氣氛好轉, 美元指數轉貶, 但兩國基本面對於歐元、日幣匯價仍是逆風, 空方格局尚無法立刻扭轉。

操作上, 美元處於盤頭過程, 震盪盤難免。匯市趨勢延伸性將不同過往一年, 追多或追空的難度將有所提升。

## 今年以來歐、日兩經濟體貿易條件惡化, 拖累匯價

貿易條件



資料來源: Bloomberg。

## 美國通膨舒緩, 利率優勢將逐漸降低



資料來源: Bloomberg。

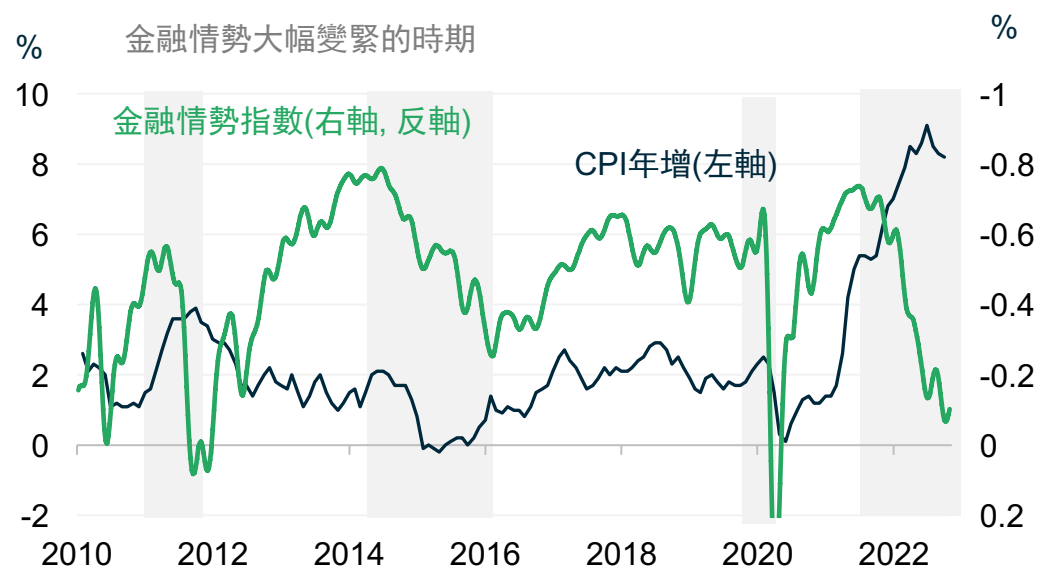
# 債券 升息步調有望放緩，短債布局上與其靜待利率高點，不妨思考先買先收息的優勢

10月CPI通膨雙雙放緩超預期，顯示Fed緊縮政策效果正在發酵，且若未來通膨如預期甚超預期放緩下，意謂1) **升息步調有望放緩，未來等待Fed升息至高點的時間拉長**，2) **經濟景氣持續下行的環境中，Fed未來升息步調不確定高，且或有下調的空間**。債市布局策略如下：

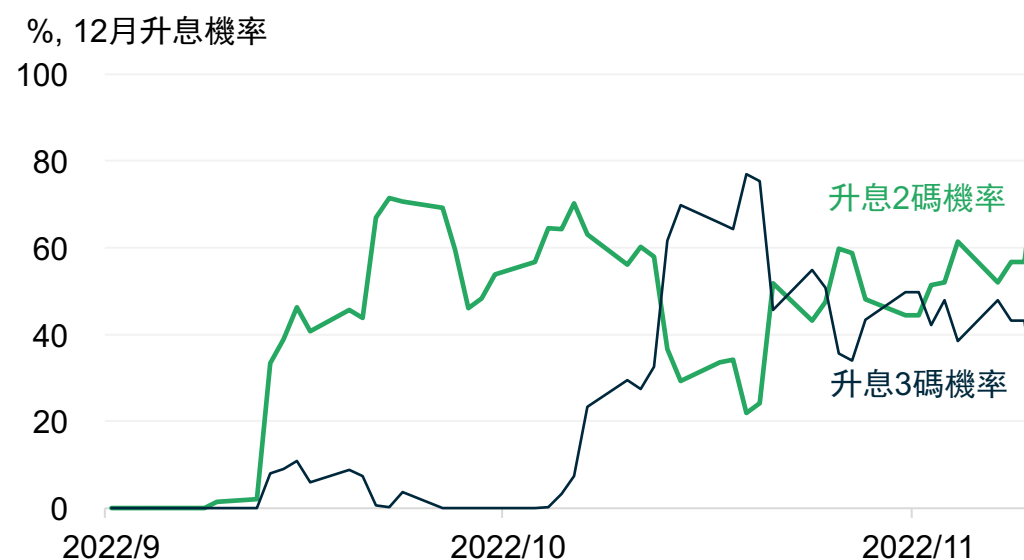
短債：**與其靜待利率高點，不妨趁短率已多反應升息預期之際進場布局**，為客戶在動盪的環境中創造穩定的息收。

長債：長線隨景氣趨緩而偏下行想法未變，但須留意目前通膨位階上仍處高位，且具有價格僵固性的服務類通膨尚未明顯放緩下，利率波動仍大。擔心價格波動者，**考量就業數據是景氣變化較落後但最可靠的指標，布局上，可隨就業數據轉弱，逐步拉長債券部位天期**。

## 金融市場維持緊縮氛圍，有助通膨緩步降溫



## Fed升息步調有望放緩



註：資料截至2022/11/10。  
資料來源：Bloomberg。

Nov 2022

14	Monday	15	Tuesday	16	Wednesday	17	Thursday	18	Friday
英國房價指數		美國PPI 日本3Q GDP 德國ZEW調查 歐元區3Q GDP		英國CPI 美國零售銷售 美國工業生產 美國產能利用率 日本核心機械訂單		日本貿易收支 美國新屋開工 美國營建許可 美國初領失業金人數		日本CPI 英國零售銷售 美國成屋銷售 美國領先指標	

## 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