



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

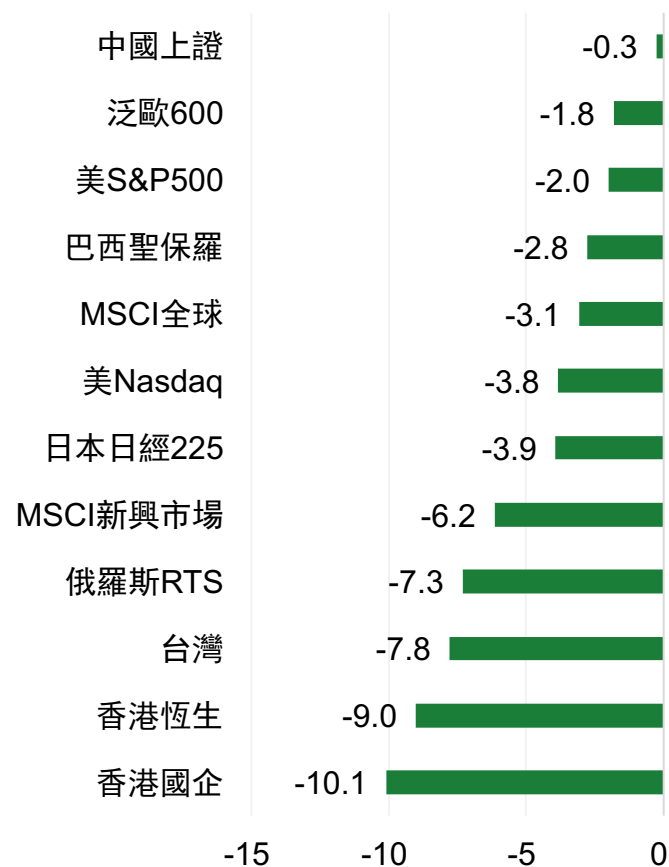
2022年10月14日

# 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

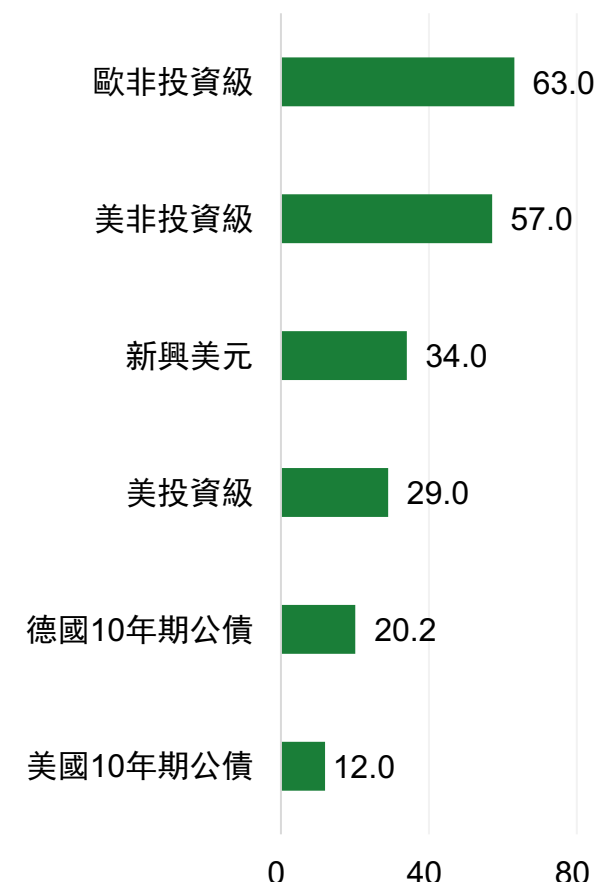
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/10/6- 2022/10/13。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## ► 數據面支持Fed鷹聲，市場震盪格局延續

9月CPI降幅未如預期，服務價格持續推升核心通膨，加上失業數據保持低位，Fed將延續鷹派升息基調，11月升息3碼幾成定局，金融情勢收緊將使市場震盪延續。

## ► 美對中禁令升級，半導體股加速測底

美國再對中國企業實施半導體禁令，管制高科技業對中出口技術、元件與設備，禁令擴及他國使用美國技術或設備製造的晶片，短期將衝擊半導體廠營收成長動能，且需留意中國後續反制行動，將不利科技股表現。

## ► 中共二十大登場，人事布局為首要看點

10/16召開的中共二十大以及緊接其後的一中全會，將展開習近平第三任期，大會觀察重點包含：1)黨章修改；2)中央政治局常務委員名單；3)動態清零是否調整。

### 股市

景氣前景未明，企業獲利遭逢下修；就業數據穩健，增添央行緊縮空間。除總經環境負向，美中禁令升級更令市場情緒承壓，股市短期延續偏空格局。欲建立長期核心部位，宜以龍頭及現金流穩定的公司為主。

### 債市

9月物價增速延續回落，但就業數據與核心通膨仍支持聯準會鷹派升息，債市波動程度高踞。然而，景氣壓力顯著，今明兩年經濟增長持續遭到下修，長率上方空間受壓。短債具有穩定息收優勢，長債則著眼長期的資本利得空間。

### 匯市

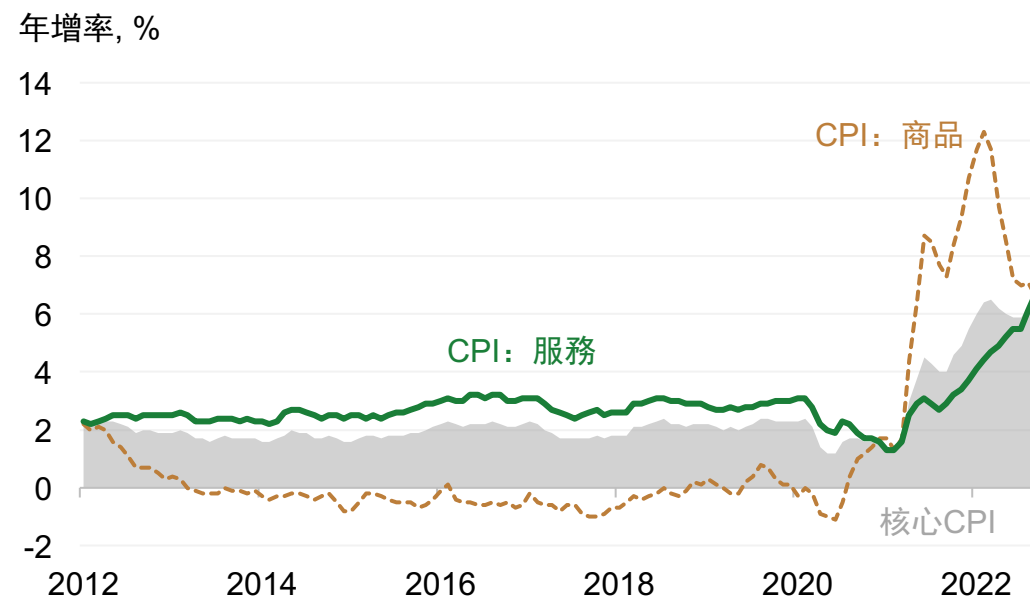
聯準會鷹派立場尚未放鬆、俄烏地緣政治風險再次升溫之際，有利美元多方格局延續。BoE無意延長債市干預，英鎊重回貶勢，景氣展望前景不佳，使匯價長線偏弱看待。

## 核心通膨持續走揚, Fed鷹聲將使市場震盪延續

美國公布9月消費者物價指數, CPI年增8.2%, 較上月8.3%小幅回落, 但高於市場預期8.1%; 核心CPI年增6.6%, 較上月6.3%上升。儘管汽車等商品價格有所回落, 商品價格增速自7.1%降至6.6%, 但服務類通膨年增6.7%, 房租、醫療、交通等項目皆顯著走揚, 食品價格同樣維持高盤。

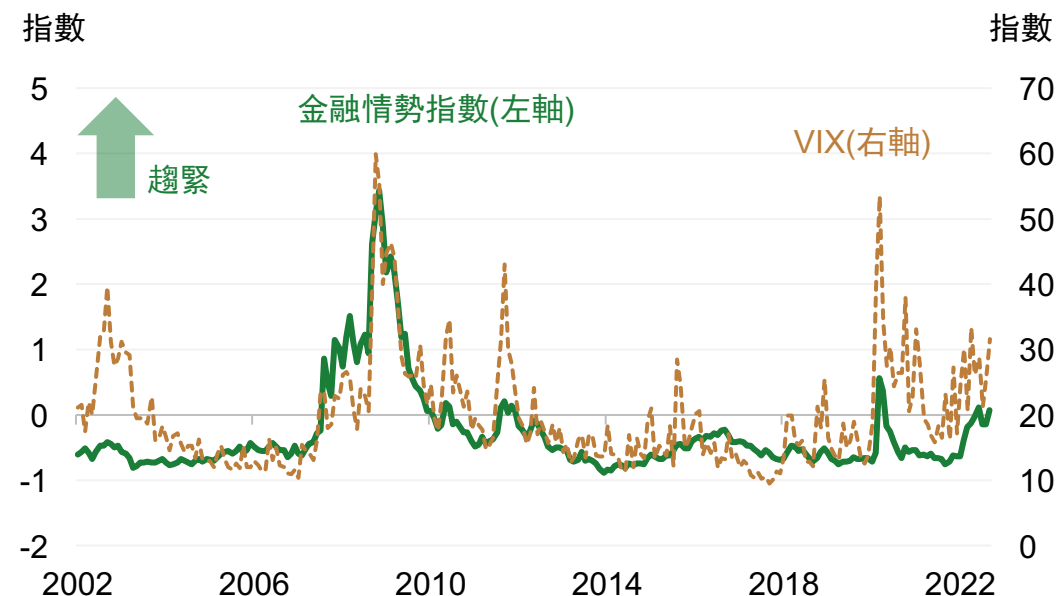
勞動力市場方面, 美國8月職位空缺數從1117萬降至1005萬, 但9月失業率小幅回落至3.5%, 顯示就業市場雖有放緩跡象, 卻未造成失業狀況明顯惡化, 時薪年增率5%也仍在高位。對聯準會而言, 物價壓力仍遠高於長期目標, 勢必將維持其鷹派基調, 除11月幾乎確定升息3碼, 12月升息三碼機率也超過6成, 金融情勢收緊將使市場震盪走勢延續。

### 儘管商品價格回落, 但服務價格持續推升核心通膨



資料來源: Bloomberg。

### 金融情勢持續收緊, 市場波動幅度高踞



註: 金融情勢指數為芝加哥聯邦準備銀行依股、債、貨幣市場數據, 製作而成的綜合衡量指標, 該指數越高表示金融環境越緊俏。

資料來源: Bloomberg。

## 晶片禁令影響深遠，半導體加速測底

繼8/31對AMD、NVidia發出通知，禁止所有用於AI高速運算HPC及數據中心的晶片銷往中國，10/7美國商務部再對中國企業實施半導體禁令，嚴格管制美國所有高科技業對中國出口半導體技術、元件與設備，禁令擴及他國使用美國技術或設備製造的晶片，目的在防範中國將這些高階晶片用於軍事用途，事實上則是全面扼殺中國科技業發展，雙方經濟戰一觸即發。

中國是全球最大的晶片消費國，然而自給率不足2成，在半導體禁令之下，中國取得高階晶片及設備受限，**短期將衝擊半導體營收成長動能，且需留意中國後續反制行動，將不利科技股；長期中國則被迫走向晶片自給之路，就供應端制衡中國廠商角度，產能移轉對中國以外半導體廠而言或為短空長多。**

### 最新晶片禁令全面封殺中國AI及超級電腦發展

項目	內容
美國企業出口管制	禁止美國企業對中國出口 <b>16或14奈米以下邏輯晶片、18奈米以下DRAM晶片、128層數以上NAND Flash晶片</b> ，或用以製造相關晶片的元件或設備。
外國企業出口禁令	限制美國以外地區企業，若採用美國技術或設備製造上述半導體產品，將不得出口給中國。
人才禁令	限制美國公民協助中國半導體產業研發高階晶片。
制裁清單	除了將商湯、大華、海光等28家中國機構列入實體清單，並新增包含長江存儲在內的31家機構進「未經核實清單」。

資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

### 半導體業績年增率將由正轉負，股價尚待落底



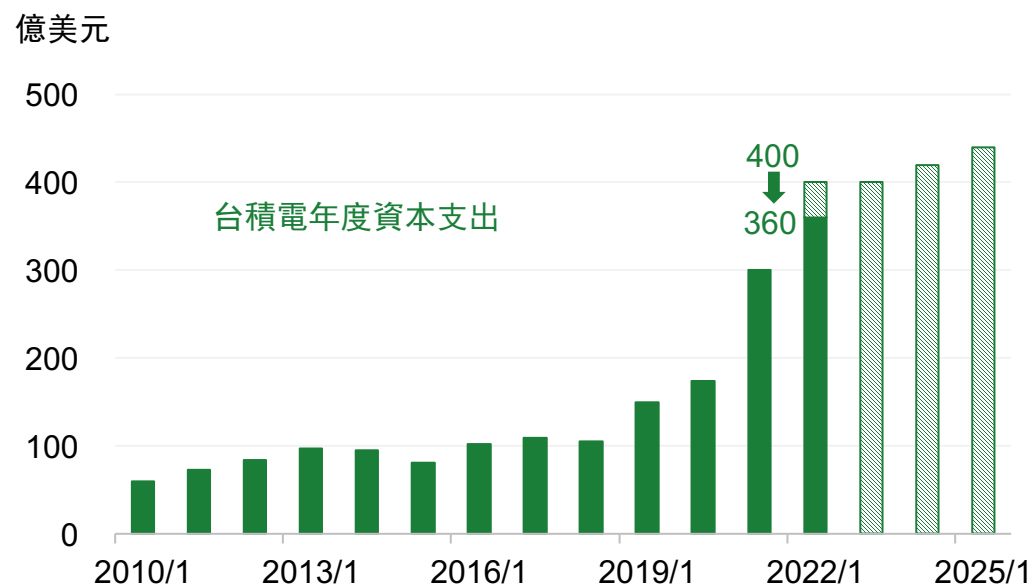
資料來源：Bloomberg。

## 台積電下修今年資本支出，維持2023年成長預期

台積電10/13舉行3Q法說會，受惠台幣貶值，毛利率60.4%高於預期，單季EPS 10.8元，年增79.7%。不過市場關注焦點落在科技業庫存調整及美國對中晶片禁令的影響，總裁魏哲家表示，手機、PC等消費電子產品需求不振，預估未來幾季將進行庫存調整，HPC、車用晶片需求雖相對穩定，但公司也密切注意客戶的狀況，並下調2022年資本支出規模由原訂400億美元下修至360億美元。

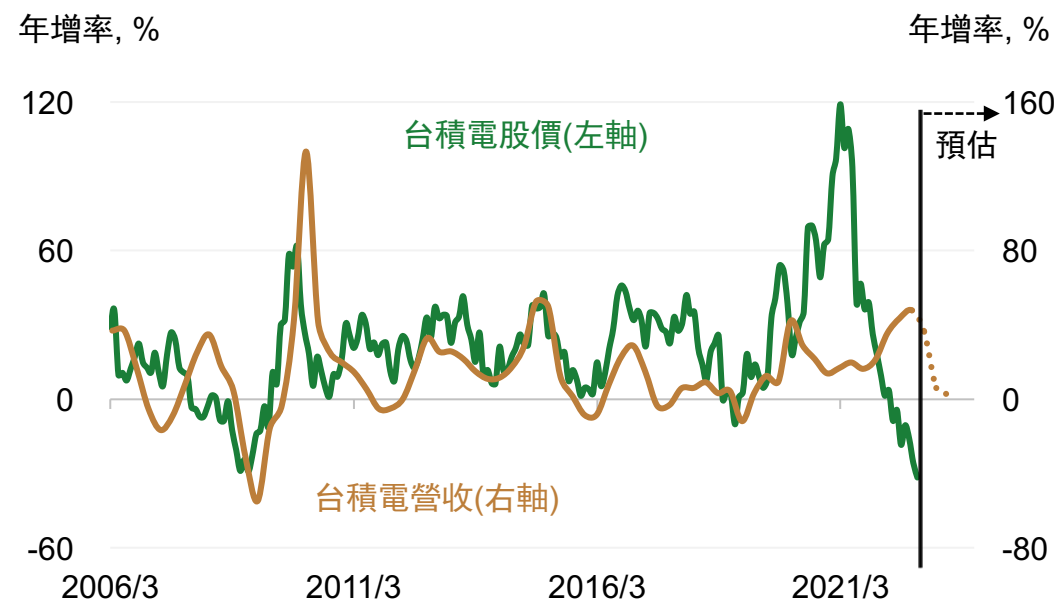
晶片禁令部份，台積電取得南京廠一年豁免權，公司評估先進製程客戶受到禁令的影響有限且可控，也密切注意事件發展。由於3奈米製程將自明年起逐步量產，2023年仍將維持成長，較市場預估為佳。**台積電營收動能由高點回落，預估明年上半年落底，股價在提前反應下領先破底、拖累台股。短期受需求降溫與美國對中禁令影響，台股低盤走勢不易扭轉，若著眼長期上漲空間，宜以分批方式逢低布局。**

### 台積電法說會下修2022年資本支出



資料來源：台積電，高盛。

### 台積電營收3Q見高點，預計明年上半年見低點



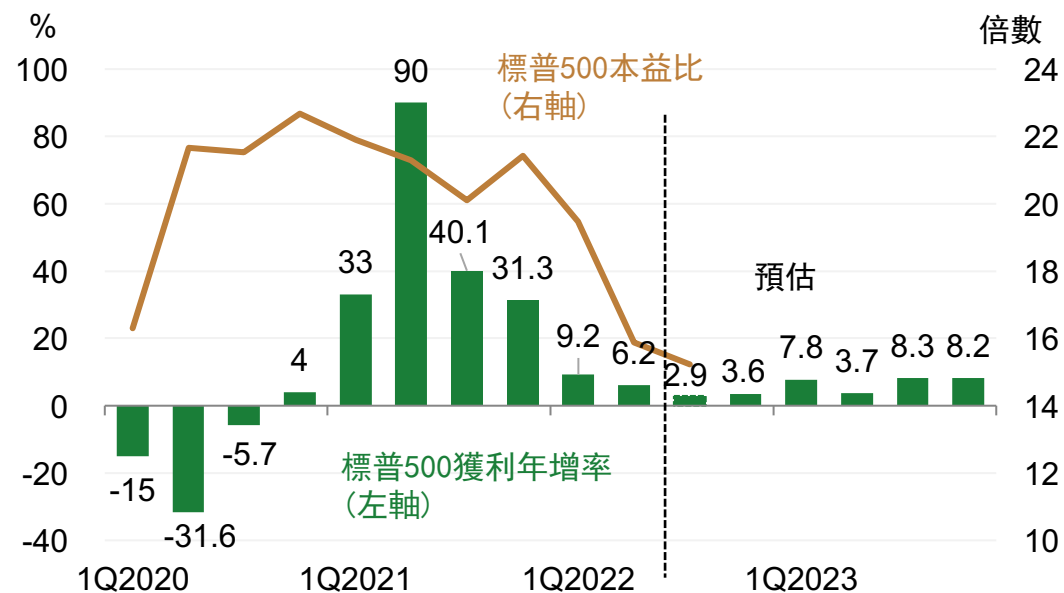
資料來源：Bloomberg，高盛。

## 企業獲利持續下修，難以樂觀預期

時序邁入10月中旬，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，目前預估可能僅個位數成長，約3%**。從產業面來看，除能源因為油價飆漲，導致獲利上修外，其餘各產業的獲利則全面下修，尤其，市場關注的科技業獲利，預期將從成長5.5%，轉為衰退3.8%。

就評價而言，隨獲利下修，標普500的本益比也明顯下修，調整幅度達4成。不過，**由於聯準會目前仍採緊縮步調，短期利率也難以回落，加上未來獲利都僅個位數成長，研判本益比未來也難以大幅回升。**

### 美股企業獲利高成長年代已過



資料來源：Bloomberg, Factset, Refinitive。

### 利率上彈期間，壓抑本益比未來修復空間



資料來源：Bloomberg。



## 債市 預期Fed緊縮態度不變下，殖利率將維持高盤走勢

參考Fed官員近期的言論，預期在11月FOMC前，任何數據都不致改變Fed激進升息想法(3碼)。Fed副主席Brainard支持繼續升息，但也表示升息已開始產生影響，提醒升息的影響傳導至經濟仍需時間，目前密切觀察經濟的變化、全球風險，及避免升息過度。Powell曾表示，至少升息到各年期實質利率(利率-通膨>0)為正，以目前市場預估CPI回落至接近Fed利率水準(4-5%)，最快可能要等到明年中之後。

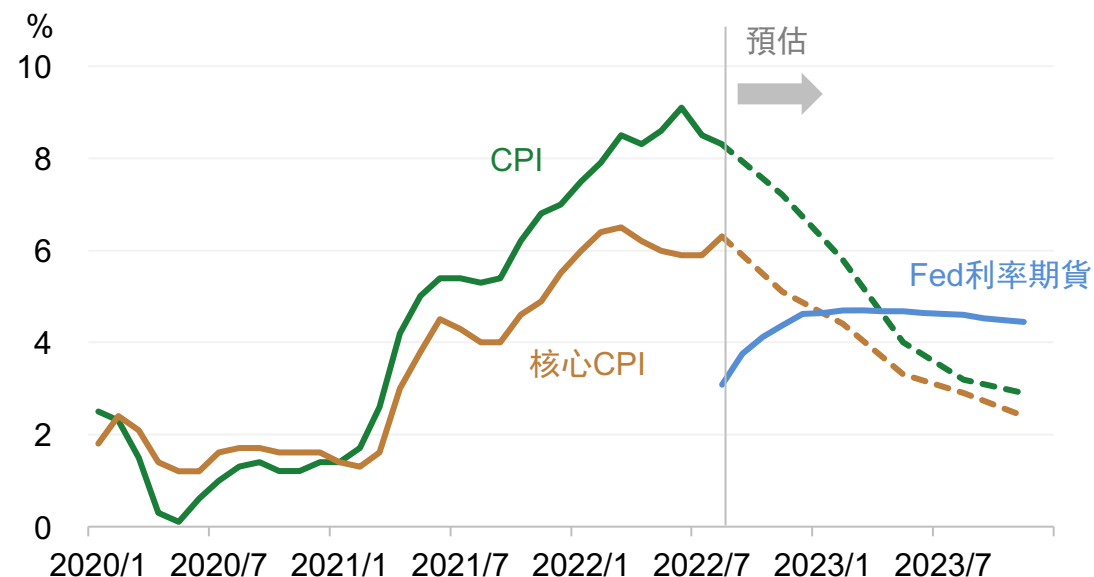
債市想法：長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變，預期今明兩年應是殖利率的相較高位，但考量Fed緊縮態度短期不易轉向，債市波動難降，布局可以短天期債券為主，波動較小且市價起伏也不易抵銷息收優勢。

### 近期Fed票委的談話內容

- |                               |  |
|-------------------------------|--|
| 10/11 Brainard<br>(Fed副主席)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>重申貨幣政策將在一段時間內採取限制性措施。</li> <li>各國央行同時緊縮，海外需求走軟可能會波及美國。正在密切留意經濟前景演變與全球風險。</li> </ul>                           |
| 10/7 Williams<br>(FOMC副主席/紐約) | <ul style="list-style-type: none"> <li>需要進一步提高利率，並將利率提至通膨水平之上，因此明年利率最終可能來到4.5%左右。</li> <li>美國擁有非常強勁的勞動力市場。不過因為經濟正在放緩，或許勞動力市場並沒有我們看到的那麼強勁。</li> </ul> |
| 10/7 Mester<br>(克里夫蘭)         | <ul style="list-style-type: none"> <li>認為沒有足夠證據可說服Fed，可以開始放慢升息步調。不認為明年會降息。</li> <li>預期Fed將需要升息的幅度，比許多同事預期的要高。</li> </ul>                             |
| 10/7 Waller<br>(Fed理事)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>下次會議前發布的任何就業和通膨數據，不足以改變他和多數Fed官員對11月再次大幅升息的看法。</li> <li>目前通膨尚未取得具有意義且持久的進展，Fed 明年初必須繼續升息。</li> </ul>          |

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

### 明年中前，Fed緊縮態度不易轉變



資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

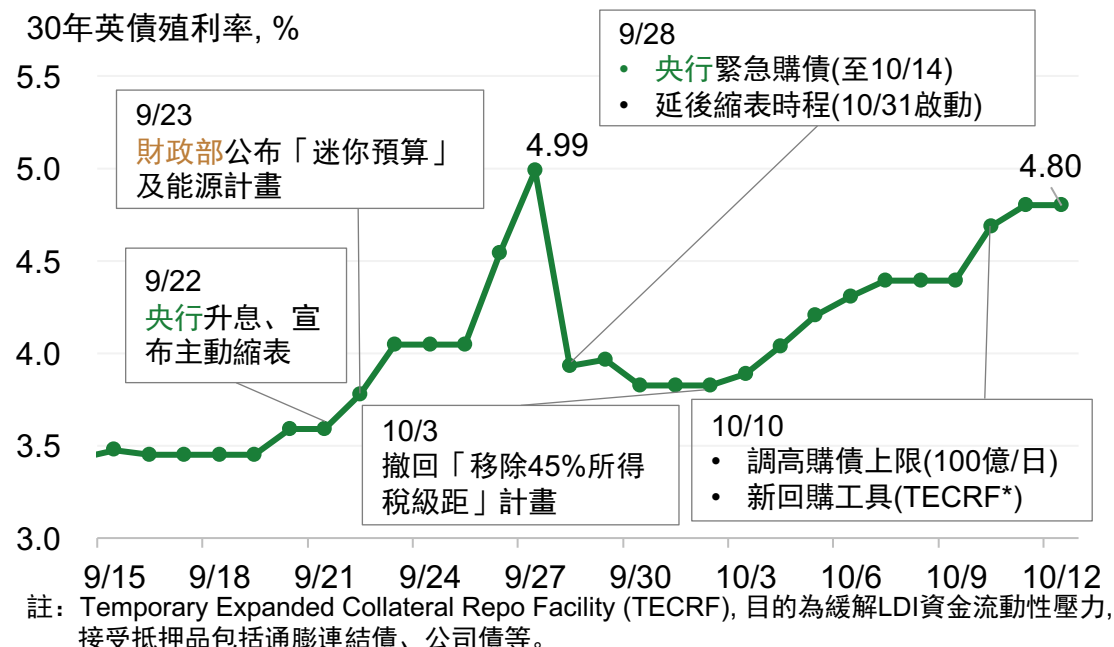


# 匯市 政策情境風險加大匯市波動，資金避險助推美元升勢

9/23英國新財政政策引發英債價格大跌，英國退休基金遭保證金追繳，亦使債券引發連鎖賣壓，牽連英鎊賣壓湧現。為維護金融穩定性，英國央行火速實施為期兩週購債救市，財政部也正商討放棄減稅計劃部分內容，英國財政最恐慌時刻可能已過，但景氣前景不佳，仍使英鎊長線偏弱看待。

英國財政之亂觸發金融穩定危機，政策情境風險凸顯利率飆升、全球金融環境愈顯脆弱。留意市場波動加大，資金flight-to-safety愈顯，通膨偏高令聯準會持續升息步伐未變，美國經濟體質也優於歐、英，支持美元多方格局延續。

## 英國財政之亂，債市賣壓引發金融穩定擔憂



資料來源：Bloomberg, BoE。

## 政策情境風險加大波動，資金避險以美元為主



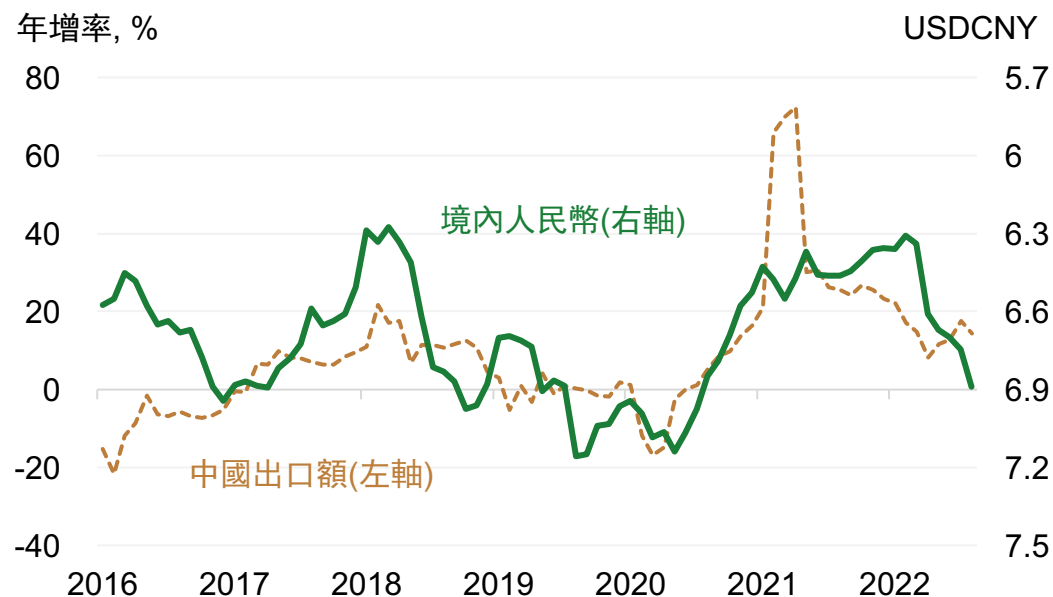
資料來源：Bloomberg。

## 匯市 出口動能降溫，人民幣走勢趨貶；美日利差走擴，日圓弱勢格局依舊

人民幣：隨美元重拾漲勢，亞幣走勢偏弱，境內人民幣重新挑戰7.2關卡。全球經濟動能放緩，航運價格快速走弱，需求降溫令中國出口增速也顯著下滑，8月年增率自18%降至7.1%，貿易順差對人民幣支撐漸弱。中國經濟循環仍處底部，**人民銀行以寬鬆貨幣環境刺激需求，出口下滑加上美中貨幣政策有別，美元多頭格局環境下，人民幣走勢偏弱看待。**

日圓：儘管日銀總裁表示不樂見日圓快速貶值，日銀亦出手干預匯價，然近期美債利率上行，兩國公債利差再度走擴，且黑田東彥重申將繼續實施寬鬆貨幣政策，以支持日本經濟復甦，首相岸田文雄也公開表態支持，**貨幣政策分歧使日圓弱勢格局依舊。**

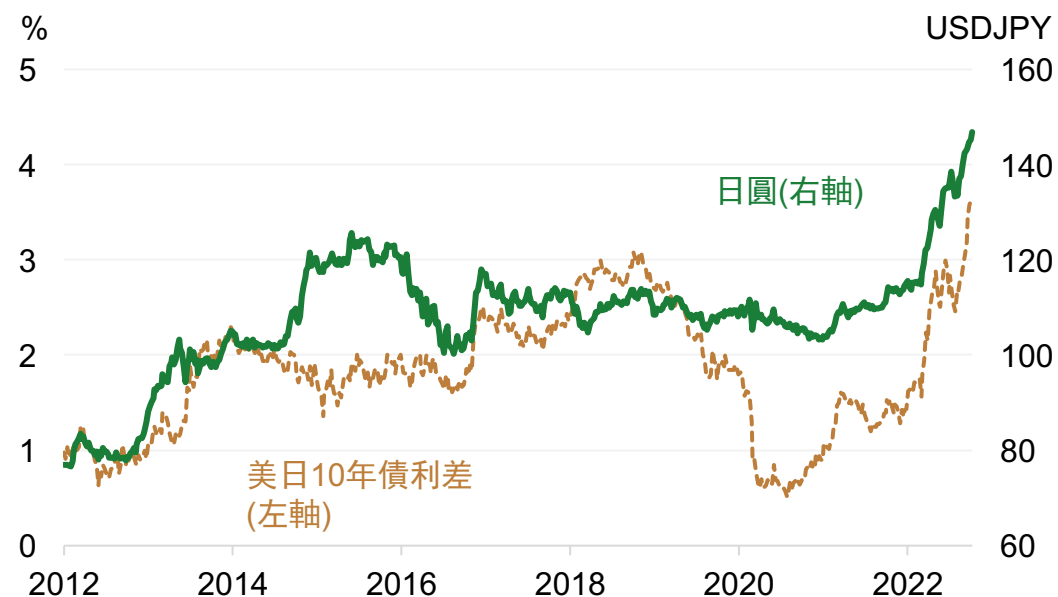
### 出口動能下滑，人民幣走勢趨貶



註：中國出口額取美元出口金額年增率的3個月移動平均。

資料來源：Bloomberg。

### 美日利差擴大，日圓貶勢依舊



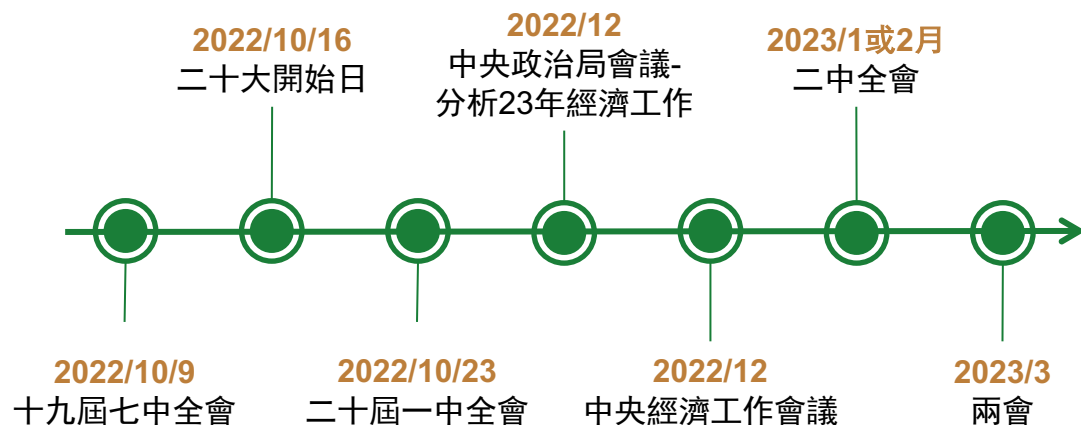
資料來源：Bloomberg。

## 中國 七中全會為二十大揭開序幕；基建拉動社融優於預期，但持續性仍有待觀察

十九屆七中全會甫於北京落幕，做為二十大前的最後準備工作，主要討論了習近平代表中央政治局的工作報告、中紀委的工作報告，以及中國共產黨章程(修正案)。而在10/16召開的中國共產黨二十大，以及緊接其後的一中全會，將正式展開習近平的第三任期。本次二十大的觀察重點包含：1) 黨章修改；2) 中央政治局常務委員七人名單；3) 其他諸如疫情等管控措施是否有調整意向。

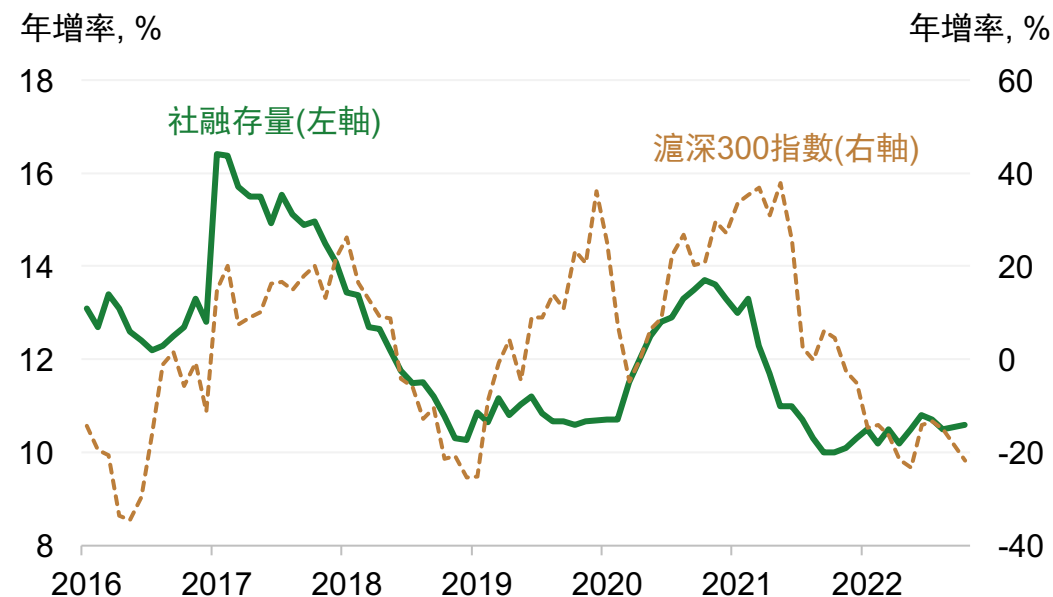
二十大著重在政治與人事布局，而在經濟層面，9月新增社融3.53兆人民幣，數據明顯超出市場預期，社融存量年增率也從10.5%小幅上升到10.6%。受益於6000億政策性金融工具對基礎建設的拉動，企業中長期貸款明顯改善，但房市的低迷仍壓抑著居民貸款增幅。**企業貸款的延續性有待觀察，但後續居民貸款與政府發債仍顯乏力，社融存量增速不易突破3Q高點，對股市的上行力道有所約束，大盤走勢維持弱勢震盪格局。**

### 未來半年中國重要會議時間軸



註：七中全會與二十大開始日為官方公告確定日期。  
資料來源：新華社，高盛，國泰世華銀行投研團隊整理。

### 基建拉動9月社融增量優於預期，持續性仍有待觀察



資料來源：Wind。

Oct 2022

17

Monday

日本工業生產

18

Tuesday

德國ZEW  
美國工業生產  
中國3Q GDP  
中國零售銷售  
中國工業生產  
中國固定資產投資

19

Wednesday

歐元區CPI  
美國新屋開工

20

Thursday

台灣出口訂單  
日本貿易收支  
美國成屋銷售  
美國首次申請失業金

21

Friday

日本CPI  
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