



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年9月23日

投資研究週報

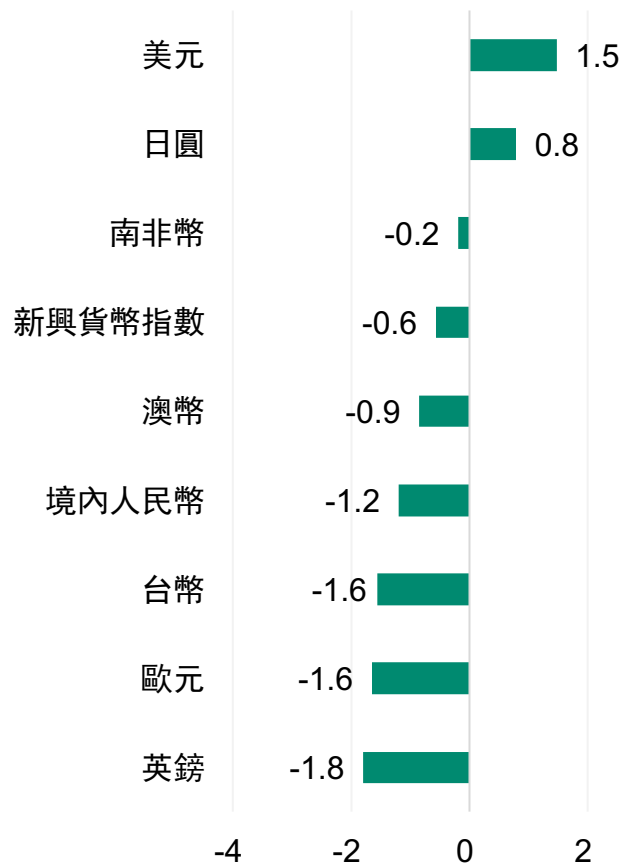
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

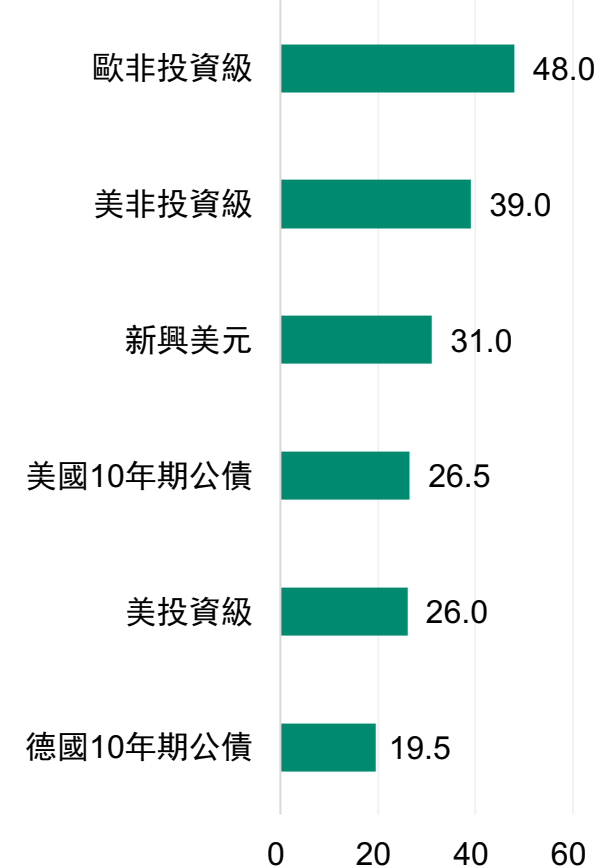
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/9/15- 2022/9/22。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Fed「升升不息」，利率3%+的時代來臨

升息未見終點，緊縮預期不宜太早放鬆，「Higher for longer」不只是一句口號，而是Fed看待市場的態度，未來非但沒有央行賣權，甚至要提防Fed打壓市場。

► 台灣央行緩步升息，台美利差越拉越大

台灣物價壓力較輕，央行採取溫和升息半碼，一方面維持緊縮態度，一方面需兼顧經濟放緩的壓力，然而出口訂單下行，歐美需求不振，衰退陰影隱然浮現。

► 需求急凍，景氣在下行的路上

高物價令民眾消費卻步，財務狀況惡化也削弱消費力，需求不振下，去庫存之路漫長，企業3Q獲利面臨下修壓力。景氣寒冬下仍應選擇龍頭企業長期布局。

股市

股市逢低有反彈機會，但漲多又容易遭Fed打壓，震盪劇烈格局不變，且受到景氣下行影響，獲利有下修風險，預期報酬率偏低，宜精選大型龍頭股分批布局。

債市

利率期貨暗示利率將上4%，投資布局可以4%報酬率做為基準，短債具現金流概念。經濟下行風險升溫，長債則聚焦在經濟衰退下的資本利得空間。

匯市

台灣央行升息難以扭轉台美利差擴大的問題，且基本面及資金面皆不利台幣匯價，台幣弱勢格局不變。

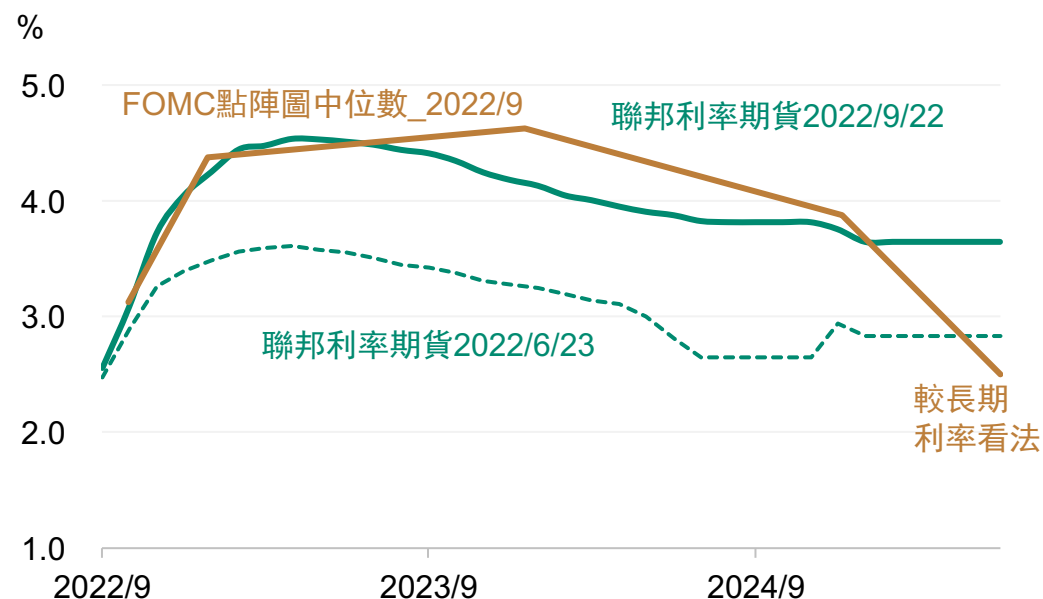


FOMC會議延續Jackson Hole的鷹派論調, 上調利率預測

Fed再度升息3碼, 將利率上調至3%-3.25%, 且點陣圖中位數顯示今年將再升息4-5碼至4.4%、2023年再升1-2碼至4.6%, 2024年有才有明顯的降息空間。但期貨市場顯示利率於明年上半年見高點, 下半年有降息2碼空間。

本次點陣圖中位數利率高點, 略高於市場預期4.5%來到4.6%, 因此數據公布後美股快速轉跌。最新經濟概要顯示, 在上調利率同時, 美國經濟壓力也在增加, 除了下調GDP預測外, 失業率將在明年明顯跳升。

升息預期較前次FOMC上升, 反應Fed鷹派態度



資料來源: Bloomberg。

經濟壓力升高, Fed下修GDP

單位(%)		2022	2023	2024	2025	長期
實質GDP	9月	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
	6月	1.7	1.7	1.9		1.8
失業率	9月	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
	6月	3.7	3.9	4.1		4.0

資料來源: Fed。

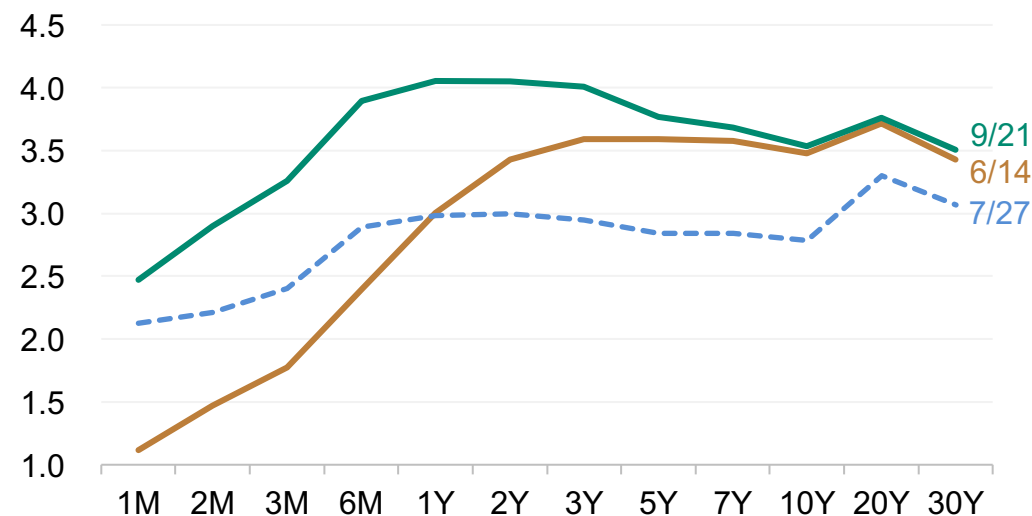
鷹派Fed推升利率，然經濟下行將壓抑長率走勢

通膨雖已見頂反轉，不過下降速度緩慢，距Fed目標區2%更有一大段距離。Fed緊縮初見成效，不願市場過早降息的預期破壞了抗通膨計劃，因此鮑爾強調利率將「Higher for longer」，短率隨升息預期大幅攀揚，2年債殖利率站上4%，長率則相對受到壓抑。

高利率壓抑經濟活動，也不利企業舉債，借貸成本增加也衝擊企業獲利及民眾消費能力，在聯邦利率較低點大幅攀升近3%之後，經濟衰退風險也隨之升高，依過去經驗，**經濟若出現衰退，Fed緊縮政策將難以為繼，因此Fed後續的升息力道將逐漸放緩。**

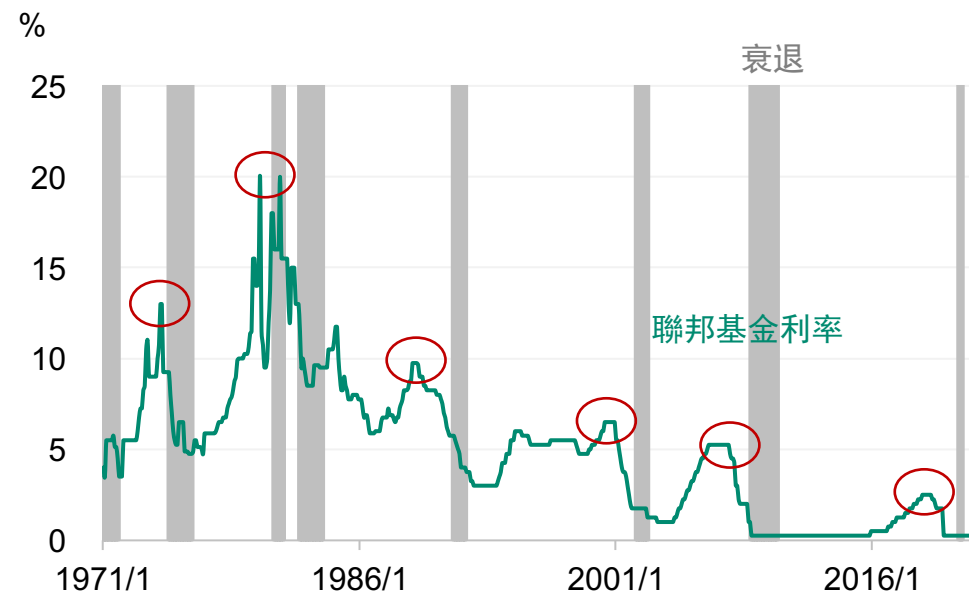
短率隨升息預期走高，長率則反應對景氣的擔憂

公債殖利率，%



資料來源：Bloomberg。

Fed通常在衰退前12個月就會展開降息



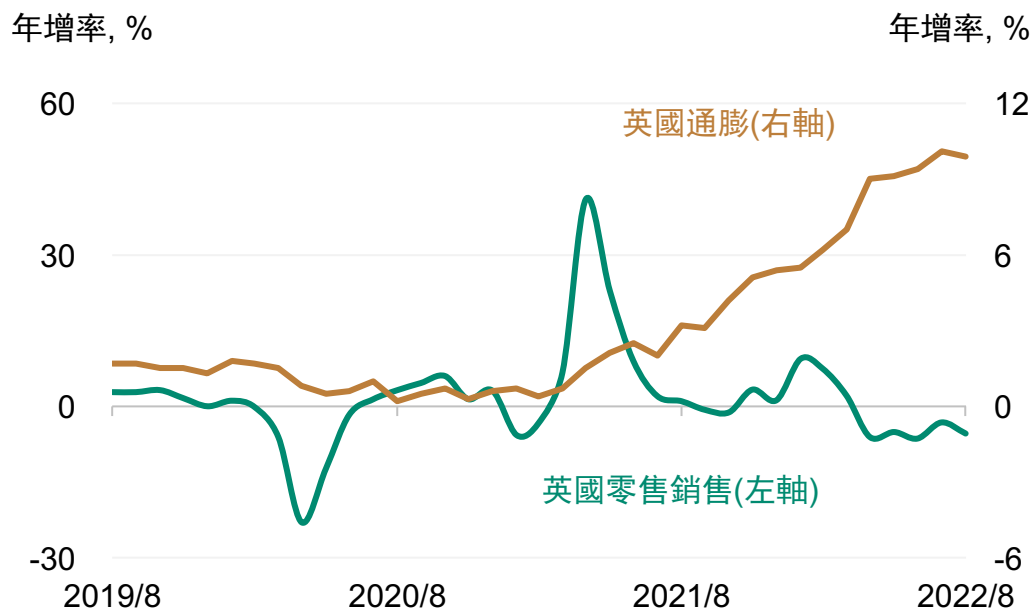
資料來源：Bloomberg。

英國央行承認經濟衰退將開始；日本政府出手干預日圓

英國央行再度升息2碼至2.25%，官員表示通膨壓力可能在10月創新高達13.3%，主因是天然氣價格飆升，由於生活物價高漲，民眾消費縮手，零售銷售年增率自4月起由正轉負，經濟動能弱，央行也預估4Q進入衰退，並將持續長達1年。為遏制通膨，首相特拉斯宣布了一系列能源補貼計劃，預計將家庭能源帳單限制在每年2500英鎊，有望為單一家庭每年節約1000英鎊的能源支出。

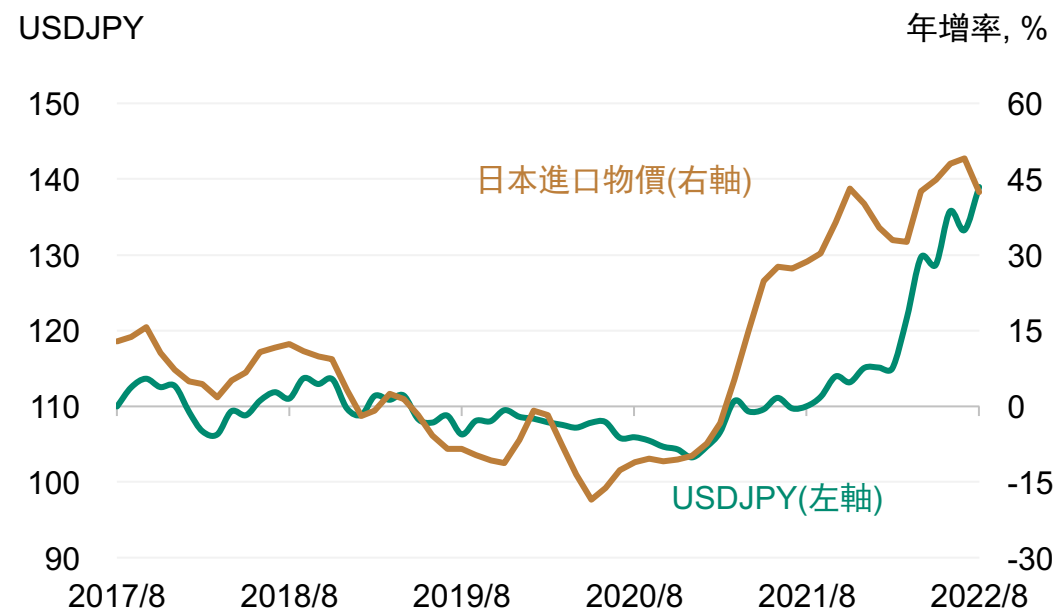
日本央行維持寬鬆貨幣政策，9/22利率會議宣布，維持政策利率在-0.1%不變，並維持10年期日本國債收益率目標在0%左右，符合市場預期。不過日圓大幅貶值，已使得進口物價再度飆升，連帶影響日本CPI年增率走高，雖然3%的通膨率相較歐美各國仍舊屬於偏低水準，但日本財務省9/22進場干預，日本政府已無法再若無其事的放任日圓貶值。

物價壓力山大，英國民眾消費縮手



資料來源：Bloomberg。

日圓走貶下，進口物價進一步飆升



資料來源：Bloomberg。

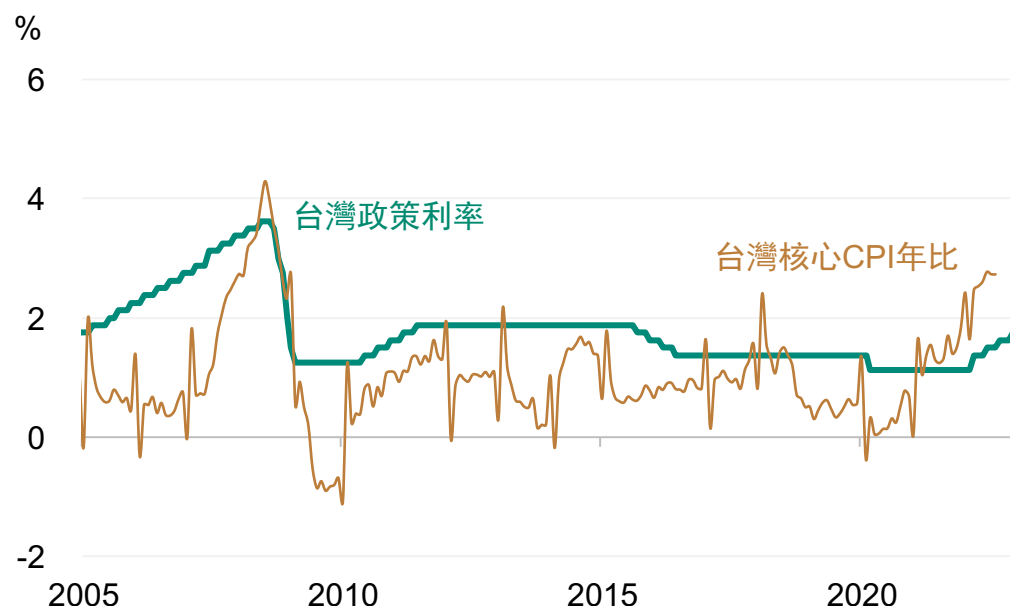
台灣央行維持升息半碼的節奏，但內外不利因素依舊，台幣匯價仍是弱勢格局

台灣理監事會議：調升政策利率半碼，並搭配調升存款準備率一碼，有助抑制國內通膨預期心理，達成維持物價穩定

- 1) 延續前次會議的升息步調，調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各**調升半碼**，分別由1.5%、1.875%及3.75%調整為**1.625%、2%及3.875%**。
- 2) 另調升新台幣活期性及定期性存款準備率各**一碼**。
- 3) 央行下調今、明年兩年經濟成長率，明年經濟成長率將降至2.9%，明年通膨則將降至2%之下。

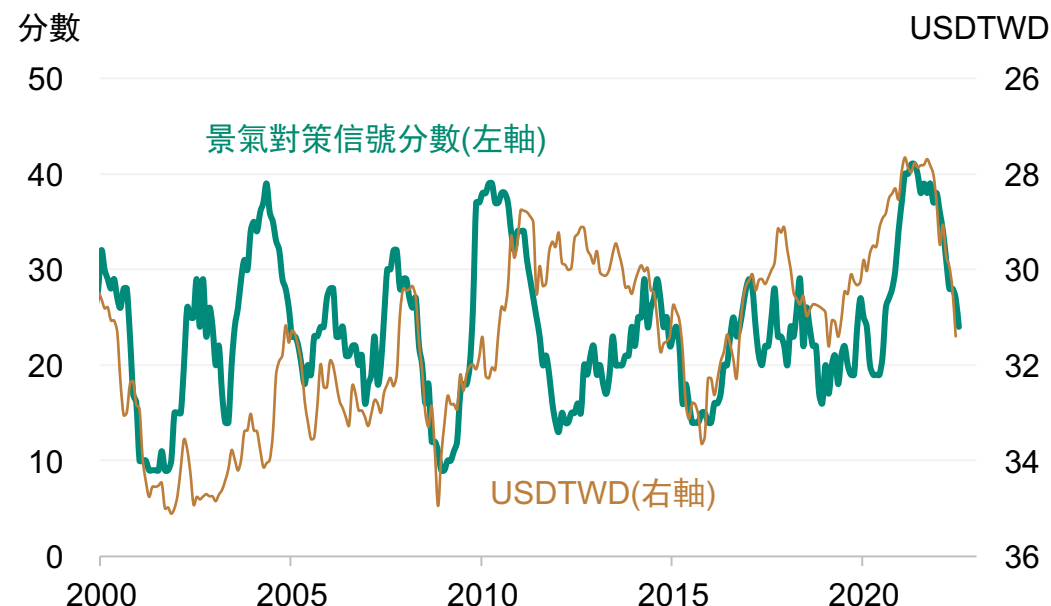
台幣匯價方面，除了美台利差外，台灣自身景氣動能仍放緩，以景氣對策信號來看，包括股價、出口等分項持續趨疲；外在則有人民幣貶值形成拖累，**未來一季台幣匯價依舊呈現弱勢格局**。

台灣央行持續維持升息半碼的節奏



資料來源：Bloomberg。

基本逆風依舊，台幣匯價仍為弱勢格局



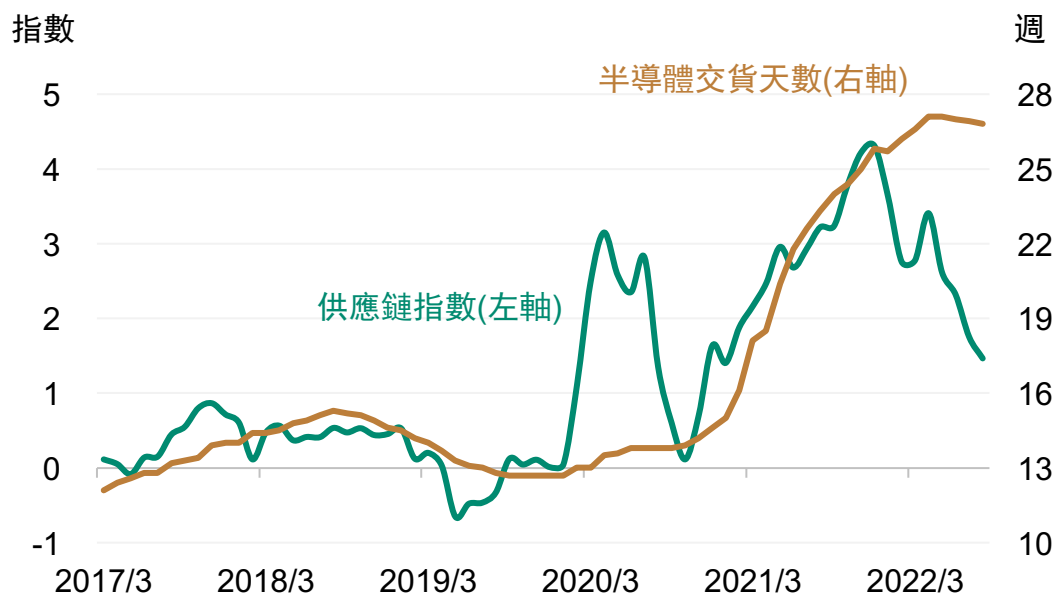
資料來源：Bloomberg。

供應鏈問題緩解，然租金持續推升通膨

原物料價格回落，由NY Fed統計的供應鏈指數也連4月拉回，顯示塞港、缺工、運輸中斷造成供應鏈吃緊的情況已明顯改善，就連交貨天期長，供應最為吃緊的晶片都呈現緩解，對於Fed來說，供應鏈問題是造成通膨高漲的一部份原因，且這部份並無法直接由Fed控制，因此供應鏈問題的改善，對於Fed專注對抗通膨有相當的助益。

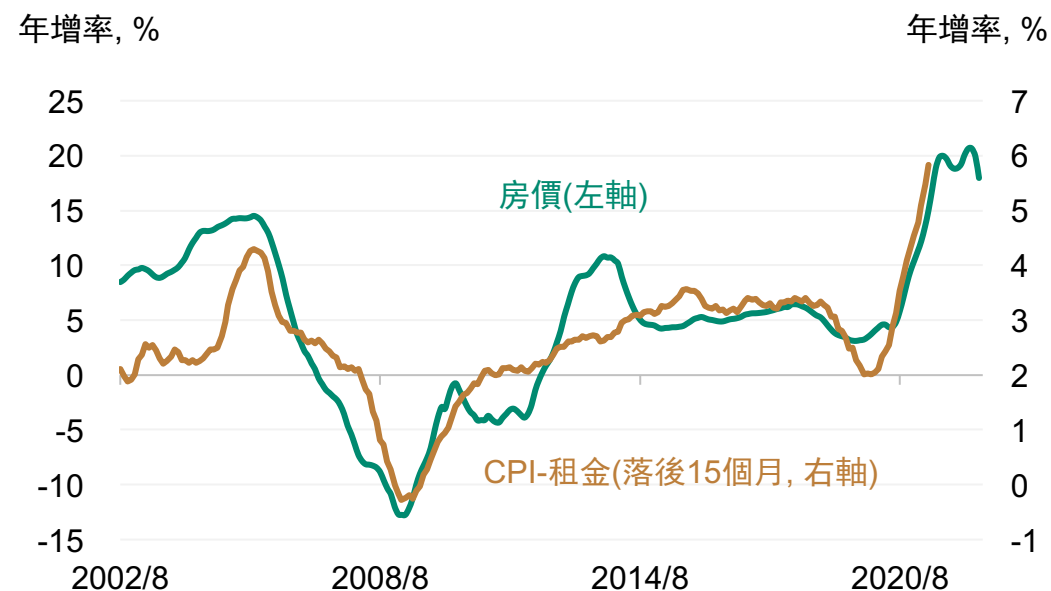
美國6月凱斯席勒房價指數仍上揚，年增率則連2月回落，由於CPI的租金項目走勢往往有落後房價的特性，可預期未來半年租金年增率仍將居高不下，雖然在Fed急速升息下，房市交易動能已明顯降溫，不過**由於房價具僵固性、且高利率增加房貸壓力，將進一步推升租屋市場，此部份恐將是通膨難以快速回降的主因。**

供應鏈問題緩解，連最吃緊的半導體也出現鬆動



註：NY Fed供應鏈指數，數值越大代表供應鏈緊張，數值下降代表供應問題緩解。
資料來源：NY Fed, Susquehanna。

租金落後補漲，持續推升通膨



資料來源：Bloomberg。

景氣下行, 企業獲利面臨下調

ISM製造業指數雖仍處50榮枯線之上, 但分項指標中新訂單與庫存比值下行趨勢不變, 尤其在物價高漲, 壓縮民眾消費能力下, 廠商同時面臨需求急凍和庫存偏高的問題, 去庫存壓力恐持續數季。

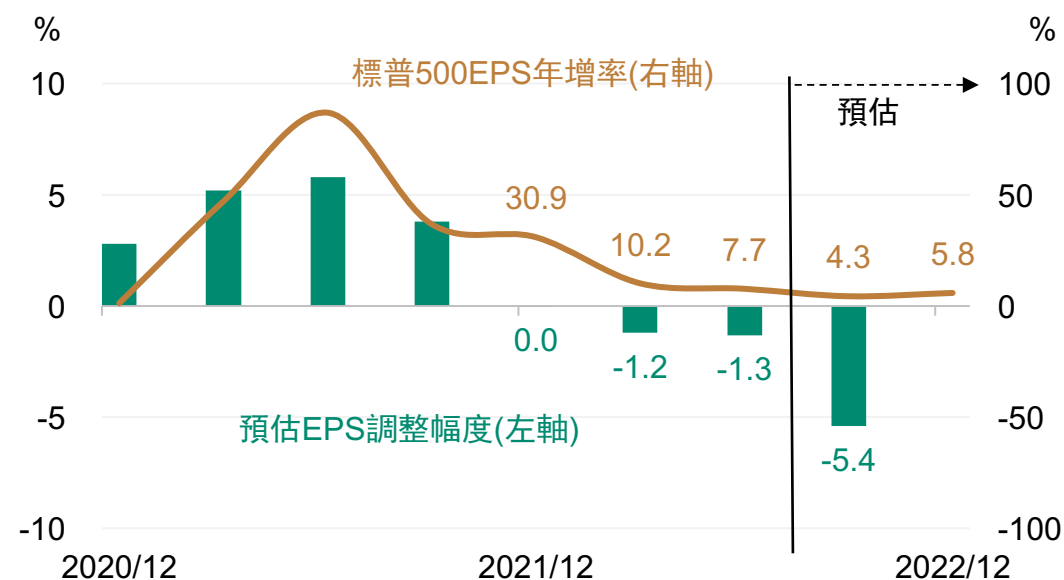
景氣持續下行趨勢, 企業獲利也面臨下調, 相較於2022/6, 分析師對於標普500企業季度EPS預估於7、8兩個月下修幅度達5.4%, 為2020/12以來, 季度前2個月對於季度EPS最大下調幅度, 顯示**分析師開始保守看待獲利趨勢, 未來股價在評價修正之外, 尚需留意獲利下修帶來的壓力。**

企業面臨去庫存, 景氣下行趨勢不變



資料來源: Bloomberg。

獲利下調, 對股市將形成進一步壓力



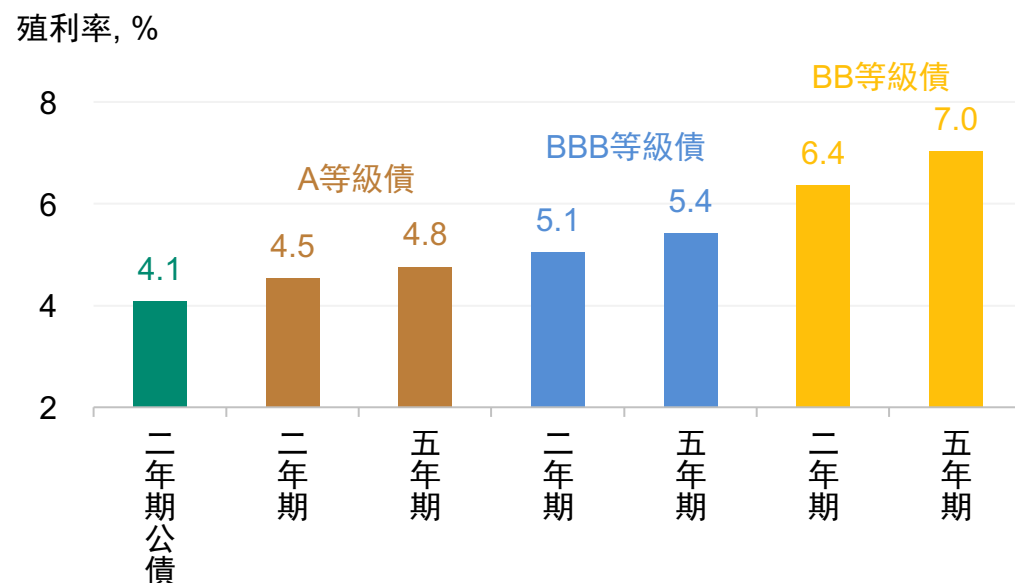
註: EPS調整幅度為季度前2個月分析師預估EPS與上季末預估值之差異。
資料來源: FactSet。

以上「4」對下駟 - 利率飆上4%的投資思惟

Fed今年以來已升息12碼，2年期公債殖利率突破4%，連帶推升短天期投資級債券殖利率上揚，雖然隨著聯準會升息逐步升至高點，短債利率仍有上揚的空間，不過在資產配置上，4%以上的利率已來到相對高檔，有現金流需求者可伺機進場。

標普500指數今年以來雖已大幅回檔，前瞻本益比也回到16.3倍，不過由於實質利率攀升，代表投資股市超額利潤的風險溢酬反降至5%以下，但債券殖利率則一路走高，此消彼長之下，債市吸引力將升高，以固定收益為主軸的投資策略將較具勝算。

短天期利率全面站上4%



資料來源: Bloomberg, 截至2022/9/22。

利率走高, 股市風險溢酬吸引力降低



註: 風險溢酬為標普預估本益比倒數減去實質利率(TIPS)。

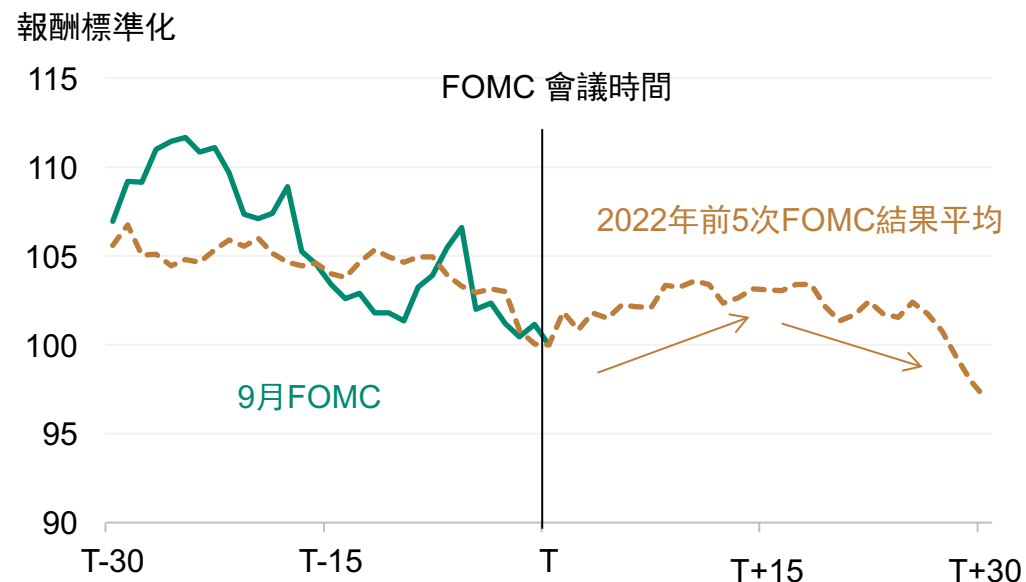
資料來源: Bloomberg。

美國 股市急跌後醞釀反彈，但整體股市仍屬築底階段。

年初以來，受到市場通膨升溫，導致聯準會快速緊縮，導致股市震盪難安，尤其，每當FOMC前夕，市場揣測Fed可能加大升息力道，使得股市偏弱表現，不過，統計年初以來，在FOMC會後有機會出現跌深反彈行情。

不過，對股市而言，目前仍處在築底階段，包括企業獲利因景氣放緩而持續下修，同時，美國公債利率持續上彈，使股市的評價受到打壓，目前股市仍處築底階段。股市若有反彈，持有比重過高者，可逢反彈適度調降。

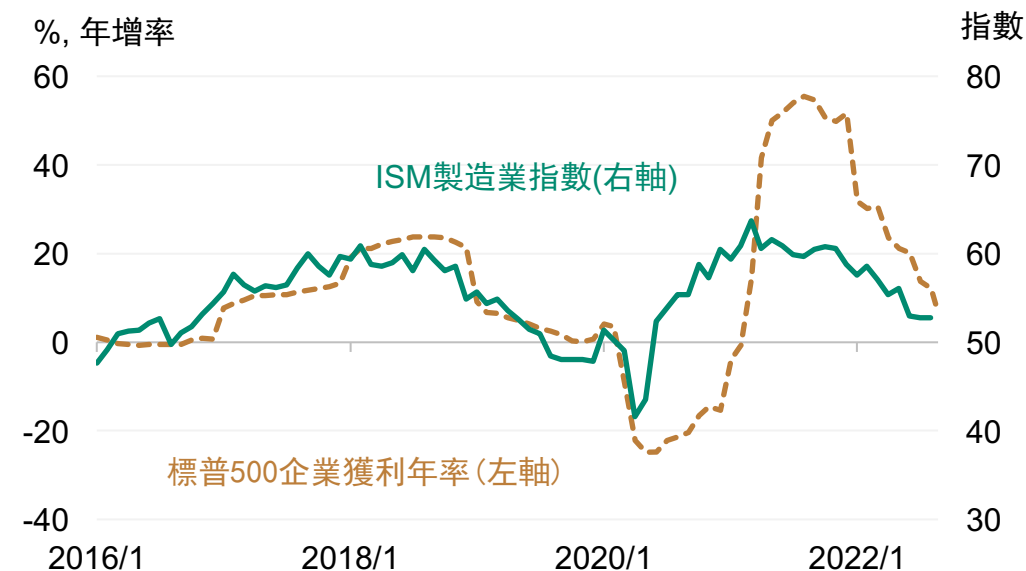
股市急跌後有望反彈



註：T日取今年來FOMC決議前一日，分別為1/25、3/15、5/3、6/14、7/26及9/20。

資料來源：Bloomberg。

景氣放緩與獲利下修壓力，股市仍處築底階段



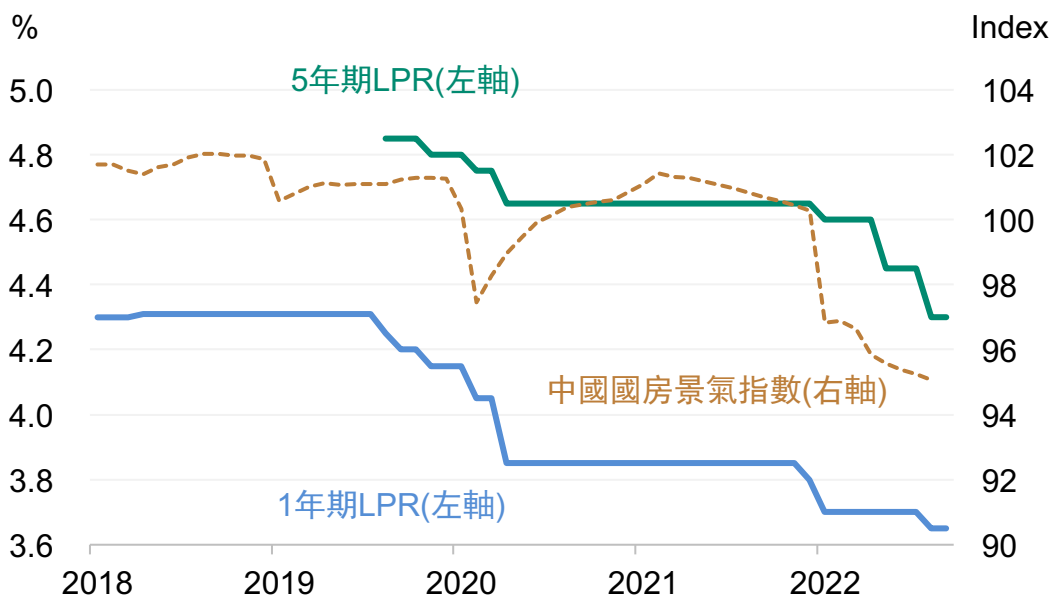
資料來源：Bloomberg。

中國 人行將維持寬鬆路線，但景氣未脫離底部階段，股市短期呈震盪偏弱格局

不同於全球央行先後收緊貨幣政策，今年中國資金環境一直保持寬鬆，除了物價壓力不高，CPI至今處於3%下方之外，需求疲弱仍是主要原因。往後看，景氣與房地產的復甦不佳，衡量房市熱度的國房景氣指數，8月尚在下行區間，而9月30大中城市銷售數據也顯著弱於去年同期，在地產未有明顯改善之前，預期中國央行將維持寬鬆基調，MLF與LPR等政策利率仍有調降空間。

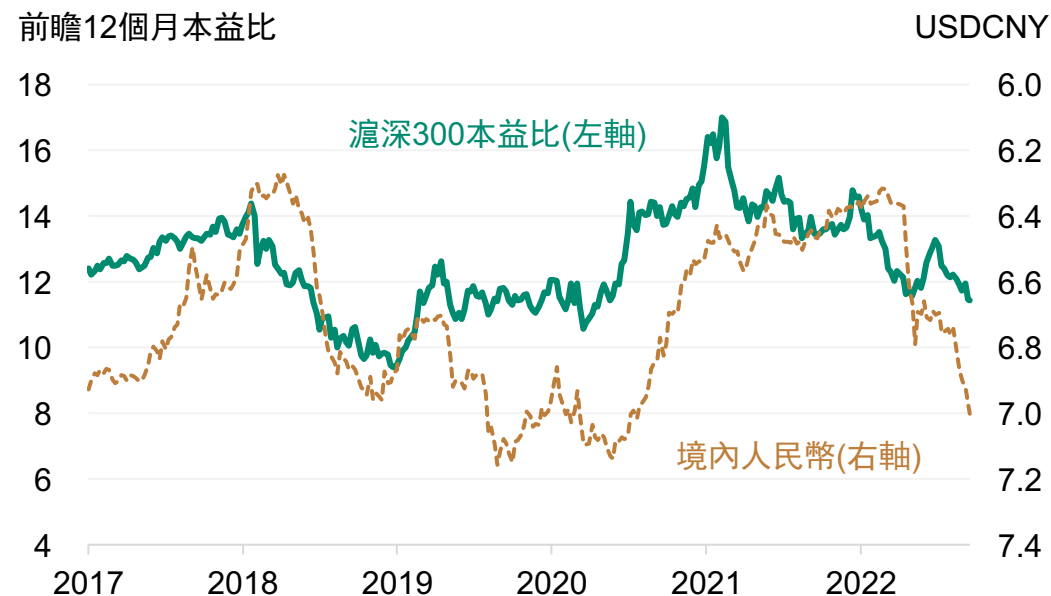
即便資金環境相對其他國家寬鬆，但需求端表現低迷，景氣循環一直未脫離底部階段，也讓人民幣一舉貶破7關卡，**在經濟展望沒有浮現明確改善訊號之前，人民幣與股市情緒仍將面臨壓力，陸港股市短期呈現震盪偏弱格局。**

房地產景氣持續低迷，LPR仍有調降空間



註：國房景氣指數是全國房地產開發業綜合景氣指數簡稱，以100為分界，100之下景氣不佳。
資料來源：Wind。

基本面與匯價疲弱，股市情緒低迷



資料來源：Wind。

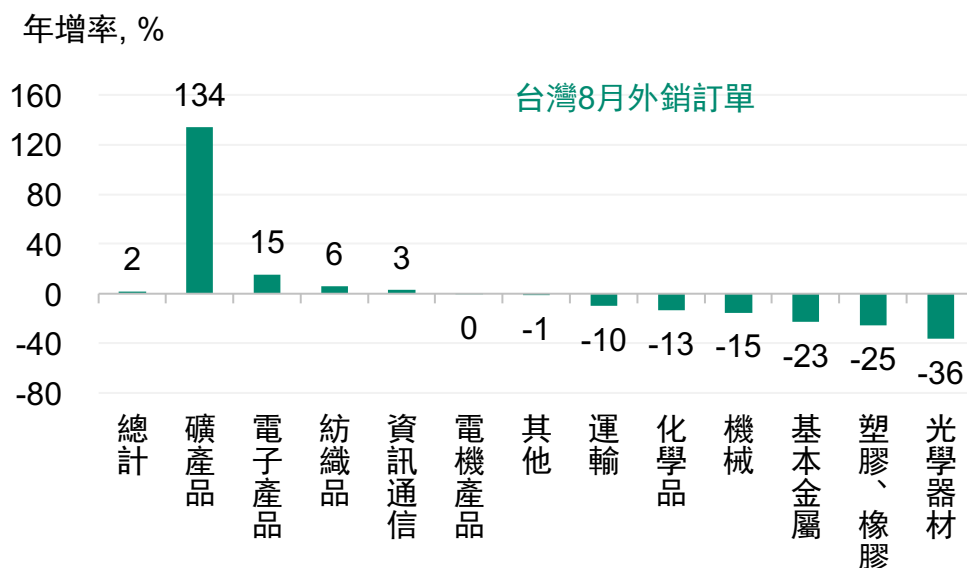


台股 需求不振，外銷接單動能疲弱

台灣8月外銷訂單年增2%，意外由黑翻紅，不過由分類項目觀察，電子產品、資通信產品年增率分別達到15%、3%，預估是由蘋果新款手機出貨帶動，然而**由於歐美需求下滑，其餘各類產品訂單年增率多呈現雙位數衰退，景氣下滑的情形越來越普遍。**

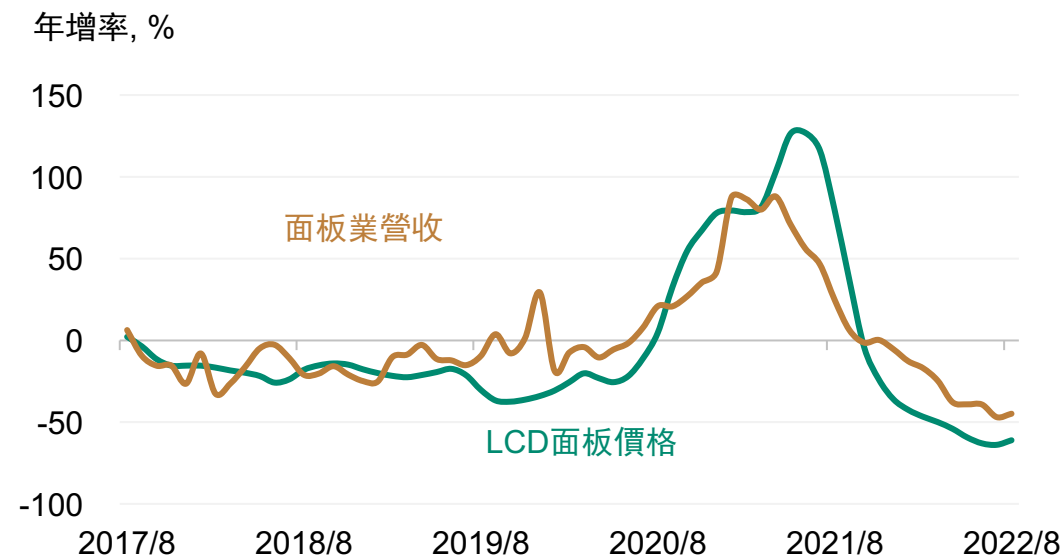
由面板營收及價格走勢觀察，在疫情紅利逐步消退之後，不僅價格跌落原點，營收也出現近5成的衰退，科技業除了去庫存的問題外，更嚴重的是面臨需求下滑，且不知何時回溫的情形，台股雖有蘋果新機熱銷的利多，不過整體景氣仍難言落底，宜保守觀望。

iPhone銷售帶動電子產品接單成長



資料來源：經濟部。

需求低迷，產品庫存問題將進一步加劇



註：面板業營收取友達、群創、彩晶月營收年增率平均值。面板價格採用55吋TV面板。
資料來源：XQ, Bloomberg。

Sep 2022

26

Monday

美國達拉斯製造業活動指數
美國芝加哥經濟活動指數
德國ifo企業景氣指數
日本製造業PMI

27

Tuesday

美國耐久財訂單
美國凱斯席勒房價指數
美國經濟諮商局消費者信心
美國新屋銷售
德國零售銷售
日本工具機訂單
中國工業利潤

28

Wednesday

美國成屋待完成銷售
日本景氣動向領先指標

29

Thursday

美國初領失業金
美國GDP
歐元區經濟信心指數
德國CPI

30

Friday

美國核心PCE指數
美國密大消費者信心
歐元區CPI
英國GDP
日本工業生產
中國製造業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