



國泰世華銀行
Cathay United Bank

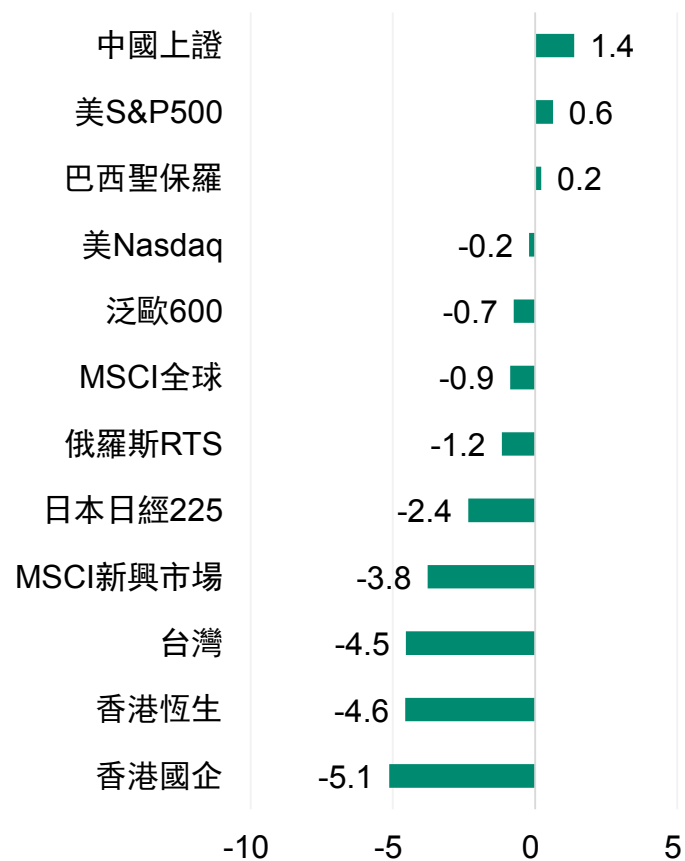
2022年9月8日

投資研究週報

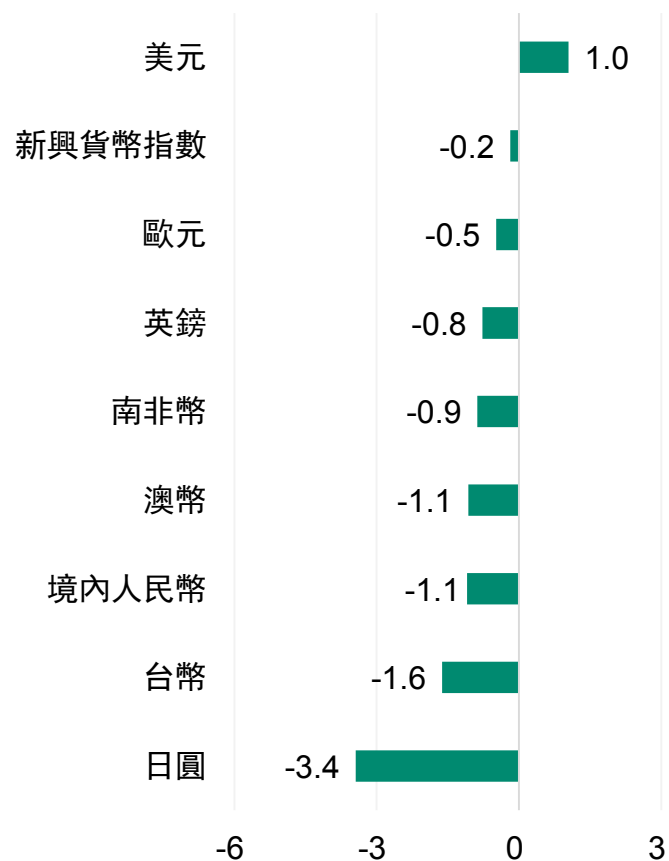
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

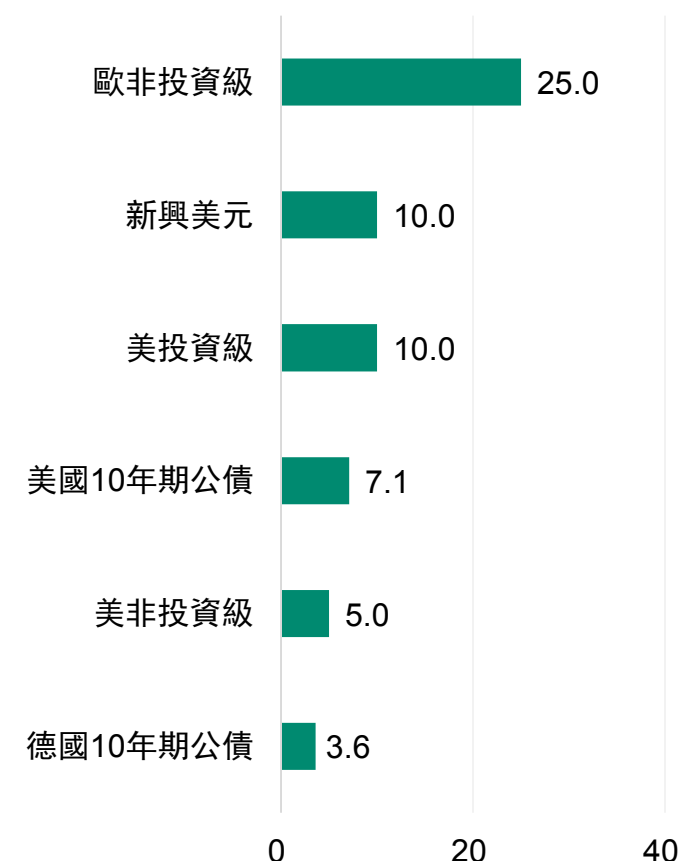
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/8/31-9/7。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 薪資增速仍高，就業數據難影響Fed決策

8月非農新增就業崗位下滑，失業率上升至3.7%，但失業率走揚因勞動參與率上揚，從職位空缺與薪資增速觀察，短期勞動市場供需仍緊，預期Fed持續鷹派基調。

► 能源衝突加劇，歐央緊縮不利美元多頭？

北溪一號無限期停工，歐洲電價壓力難見緩解，加強ECB本次升息力道。但相比美國，歐洲經濟受通膨與貨幣緊縮的衝擊更重，綜合來看，美元走勢將延續強勢。

► 人民幣破7指日可待，亞幣走勢同受牽連

中國內需低迷之下，人行政策易鬆難緊，美中貨幣政策持續分歧。加上出口增速隨全球景氣下滑，經常帳對匯市支撐漸弱，人民幣續貶機率揚升，對亞幣形成拖累。

股市

景氣下滑壓力未除，企業獲利增速恐延續下行；聯準會持續放鷹，金融情勢緊縮令本益比上方承壓。大盤隨基本面不確定震盪，長線布局可待拉回時聚焦績優大型股。

債市

ISM服務業指數與非農就業增長優於預期，加上Fed官員持續維持鷹派論調，推升美債利率走高。預期後續隨經濟數據逐步轉弱，殖利率將震盪偏下行，利率逢高可分批建置。

匯市

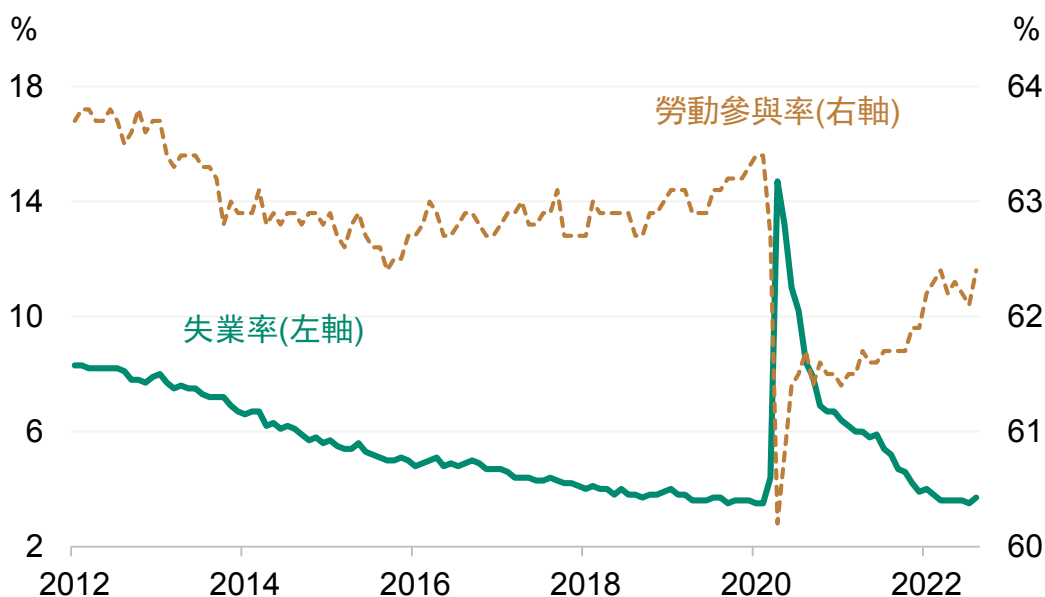
地緣衝突推升歐洲能源價格，通膨與緊縮環境加重歐洲景氣壓力，歐元以弱勢整理看待，令美元延續多頭格局。人民幣在美中政策分歧與出口降溫之下，貶勢不易扭轉。

美國薪資增速仍高, 就業數據鬆動難改Fed鷹派基調

8月美國非農新增就業人數下滑至31.5萬, 儘管在服務業支撐下, 數據仍優於分析師預期, 但已是今年最小增幅, 且較上月明顯下滑。除新增就業人數回落, 失業率也自3.5%小幅上升3.7%, 勞動力市場隱約可見降溫跡象。

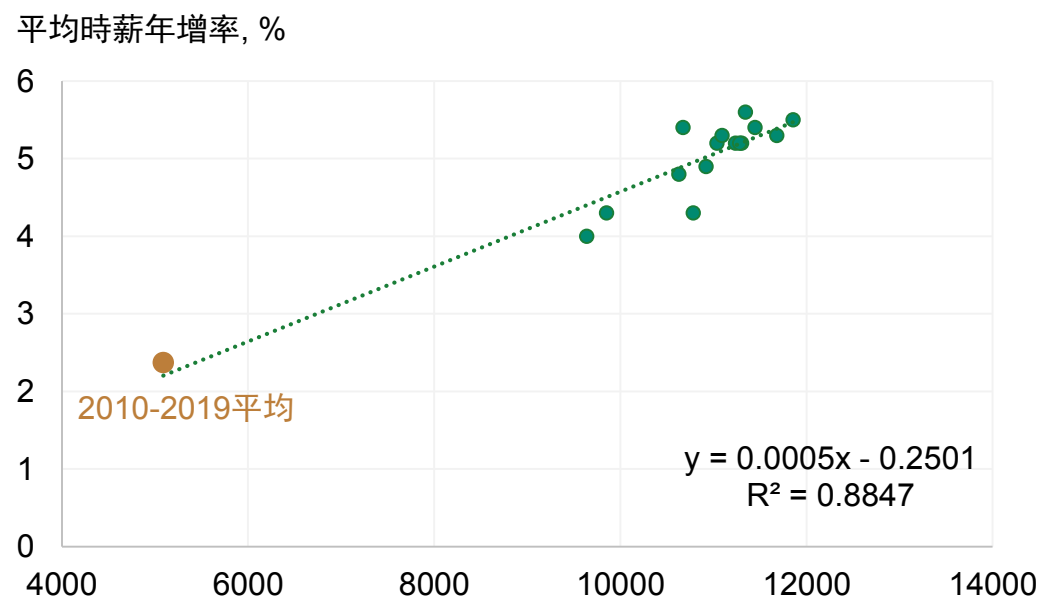
但本次就業數據鬆動恐難以更改Fed鷹派升息的基調, 因為失業率上升伴隨著勞動參與率增加, 疫情期間因為補貼或退休等因素流失的勞動力, 正重回就業市場。更重要的是, 觀察職位空缺與時薪增速, 需求旺盛造成的薪資通膨仍在持續, 8月時薪年增率維持在5.2%高位, 換言之, **聯準會擔心的薪資—物價螺旋上升壓力尚未解除, 預期Fed鷹派態勢短期內不會轉變。**

8月失業率與勞動參與率同步上揚



資料來源: Bloomberg。

疫情後的缺工現象推升美國時薪增速



註: 資料時間2010-2019每月平均, 2021/6-2022/8。

資料來源: Bloomberg。

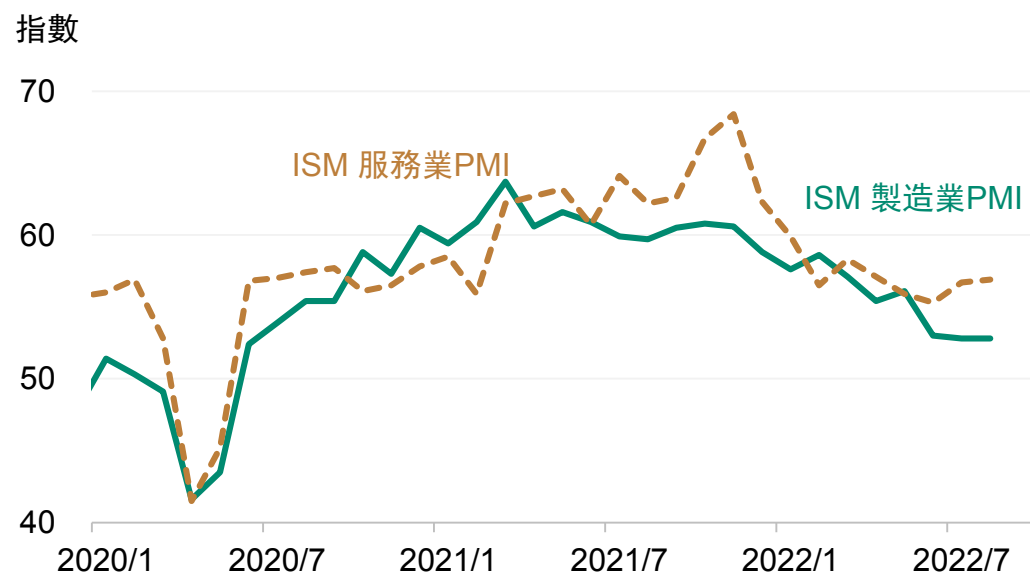
職位空缺, 千人

近期緊縮預期為推升殖利率的主力，但往後將成景氣壓力，料殖利率高盤後將偏下行

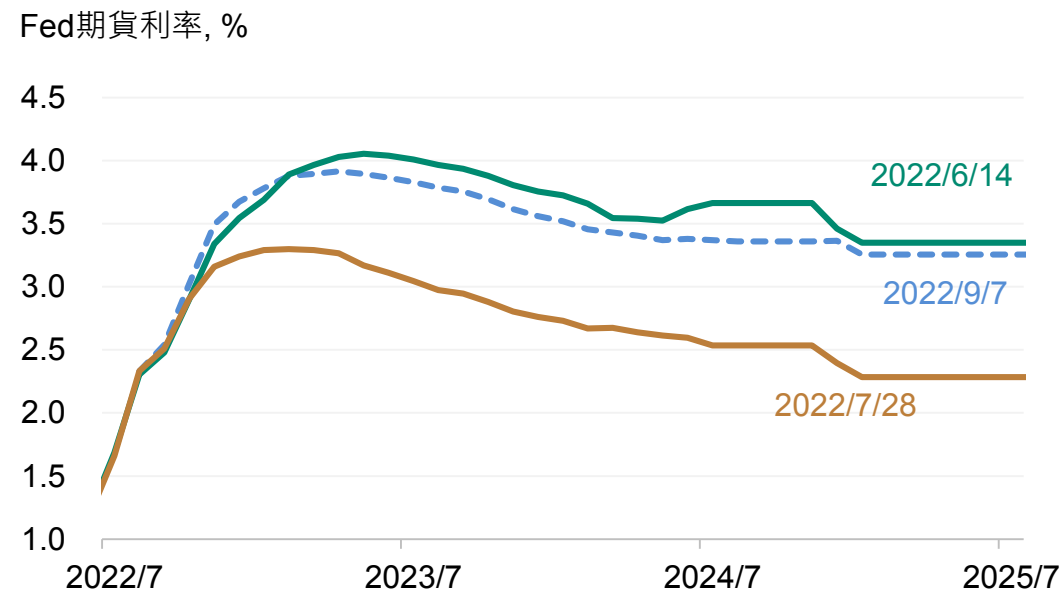
近期美債殖利率快速彈升，歸納主因，1) Fed展現緊縮決心，且美國經濟數據尚未全面轉弱下，市場預期Fed將具有更多升息空間，**目前預期9月將升息3碼，11-12月分別再升息2碼、1碼，年底前利率預期上調至3.75-4%**，2)近期歐洲殖利率走高連動美債殖利率走勢。

不過，雖然近期公布的ISM製造業、服務業PMI數據表現紛紛優於預期，但相較年初景氣仍是處於下行趨勢，且近期推升殖利率的因素，往後料將成為全球景氣壓力、殖利率下行的理由。預期後續隨經濟數據逐步轉弱，殖利率將震盪偏下行。故**不妨趁緊縮預期推升殖利率之際，逢高布局公債或投資級債，料未來1-2年殖利率下行機率高，持有長債可伺機賺取資本利得。**

美國經濟數據尚未全盤走弱



市場預期Fed將具有更多升息空間



國際油價回落, 但歐洲能源問題恐難降溫

因應市場需求的下滑, OPEC同意自10月起每日減產10萬桶。整體而言, 減產僅是象徵性的調整, 因為減產幅度相對全球消費佔比僅0.1%, 由於全球景氣放緩壓力更甚, 油價若遇短彈, 應適度減持。

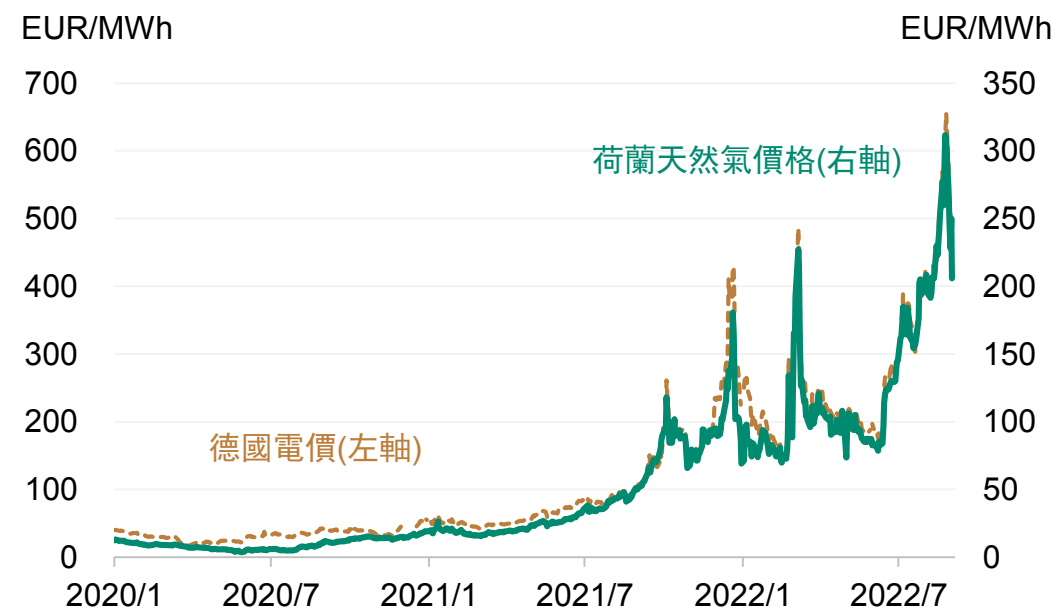
不過, 即使能源價格回落, 歐洲天然氣也拉回修正, 但歐洲的能源危機恐難解除, 包括1) 與俄羅斯的地緣風險難以消除; 2) 先前投資不足, 短期供需難以平衡; 3) 歐洲電價較1年前已翻漲數倍。

石油價格與天然氣價格走勢分歧



資料來源: Bloomberg。

歐洲電價居歷史高位, 能源危機難解



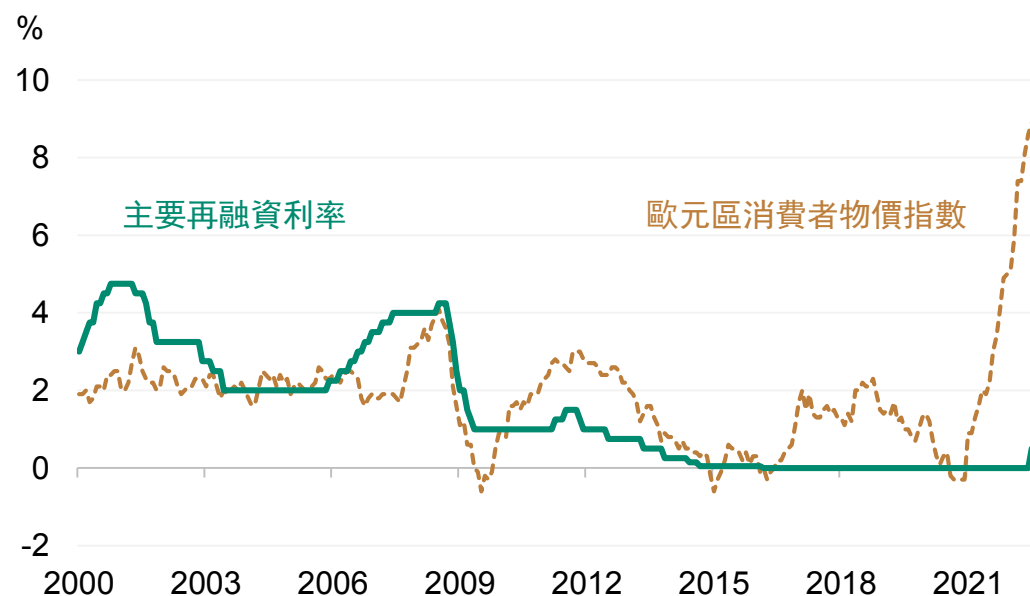
資料來源: Bloomberg。

ECB大幅升息應對物價壓力，但衰退風險使歐元延續弱勢格局

歐洲與俄羅斯能源僵局難解，天然氣價格暴漲暴跌，8月歐元區消費者物價指數達歷史高峰9.1%，核心物價指數也高達4.2%，迫使歐洲央行不得不走向更為鷹派的貨幣政策，除本次持續大幅調升三大政策利率，預期升息步調將延續至年底。

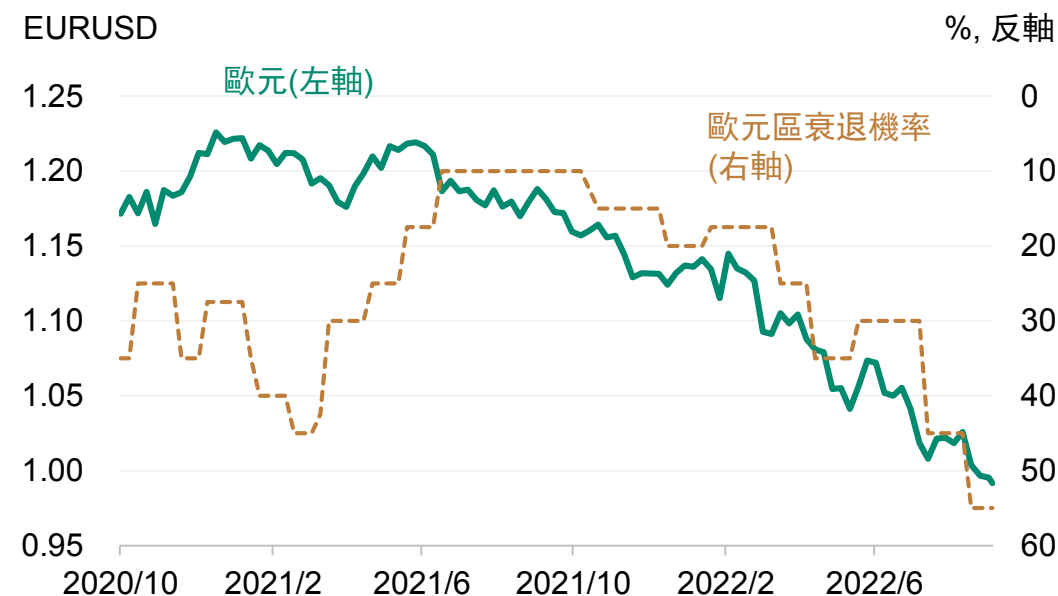
歐元區升息腳步開始跟上美國，但預估經濟的潛在影響更為嚴重，相較美國汽油價格已從每加侖5美元降至4美元以下，歐洲各國的電價則是持續高漲，恐至2023年都難以降溫，物價壓力加上貨幣緊縮，對消費與生產的抑制效果將明顯高於美國。因此，儘管升息使未來美歐利差縮窄，但**景氣展望有別，衰退壓力將使歐元呈現弱勢整理格局，也令美元維持多頭格局。**

能源價格推動歐洲央行加大升息步伐



資料來源：Bloomberg。

歐元區衰退機率攀升，壓抑歐元走勢



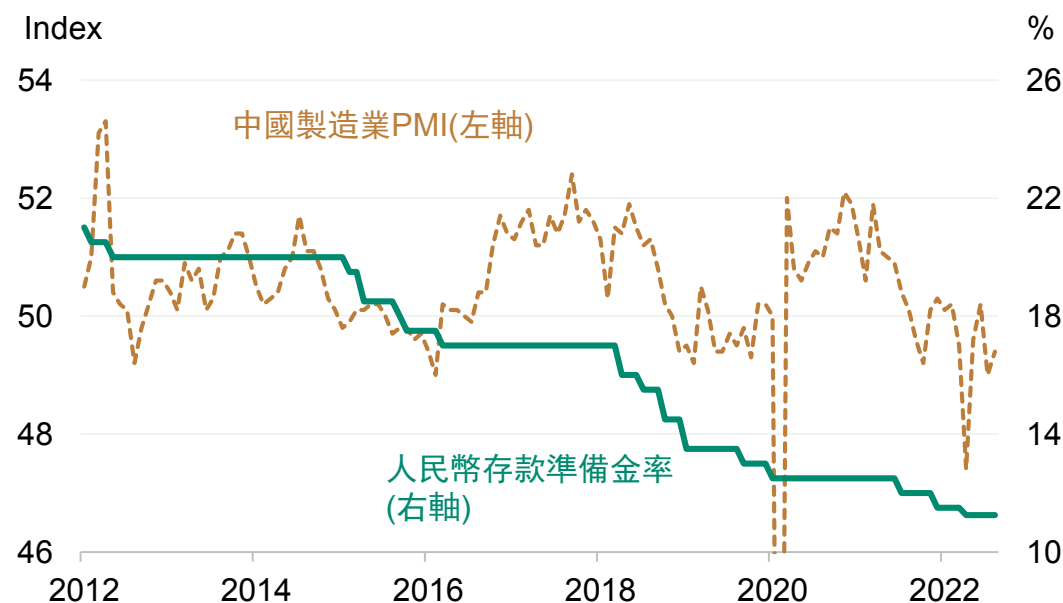
註：歐元區未來一年衰退機率，為彭博統計各家分析師預測值之中位數。
資料來源：Bloomberg。

調降外匯存款準備金率難以扭轉趨勢，人民幣貶壓顯重

為緩解人民幣近期急貶壓力，中國人民於9/5宣布調降外匯存款準備金率2%，期盼透過增加外匯供給，減輕單邊貶值壓力。參考今年4月底的外匯存款準備金率調整，人民幣實際止跌在5月疫情趨緩之後，政策推出的訊號效用更強，中長期走勢仍視基本面變化。

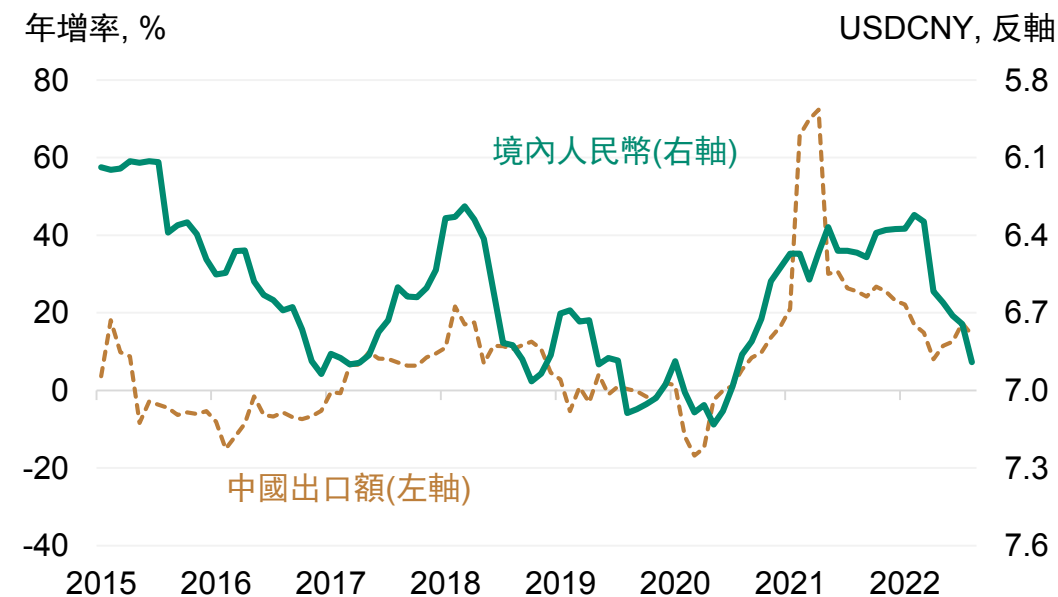
當前基本面仍存在諸多不利因素：1) 疫情反覆與房地產降溫，人行為支持實體經濟，將維持寬鬆貨幣政策，令美中貨幣政策走勢分歧；2) 全球景氣降溫，8月出口年增率自18%大幅回落至7.1%，經常帳對匯市支撐漸弱。**短期在人行積極穩匯之下，貶值力道可望放緩，但中長期經濟基本面仍使人民幣趨貶壓力沉重。**

景氣復甦緩慢，貨幣政策易鬆難緊



資料來源：Wind。

出口增速下滑不利人民幣走勢



註：出口額年增率取3個月移動平均。

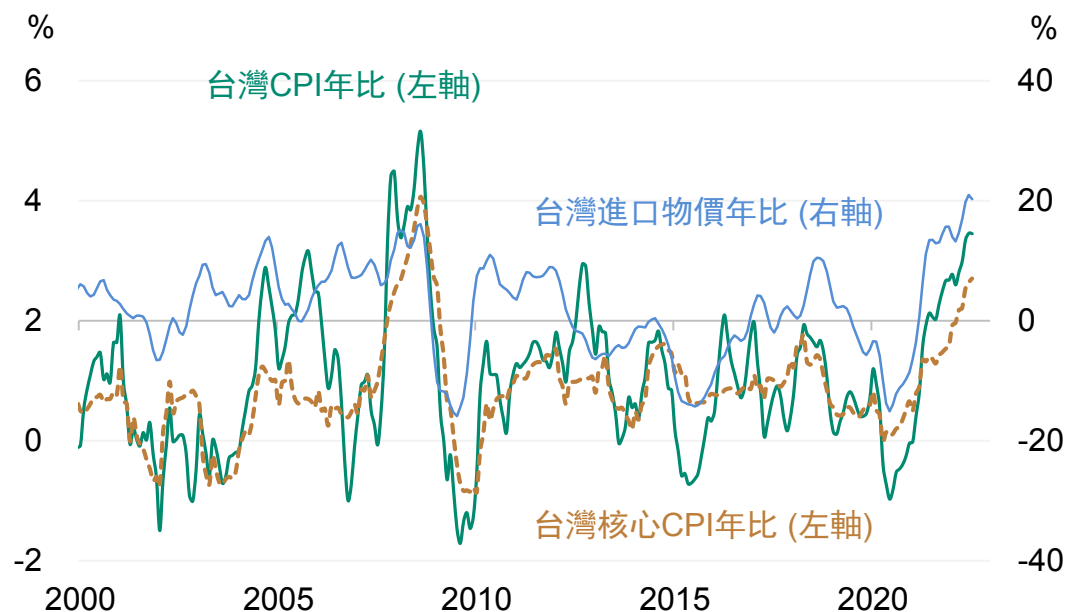
資料來源：Wind。

匯市 國內通膨仍高，仍使台灣央行政策偏向緊縮，但政策利率難追趕聯準會步伐

主計總處發布8月CPI，終結先前連續5個月處在3%之上的偏高水準，回落至2.66%。主因水果漲幅仍高，加以外食費、肉類、蛋類、油料費、房租及家庭用品價格上漲所致，但蔬菜與通訊設備價格下跌，抵銷部分漲幅；若扣除蔬果及能源，核心CPI上漲2.73%。

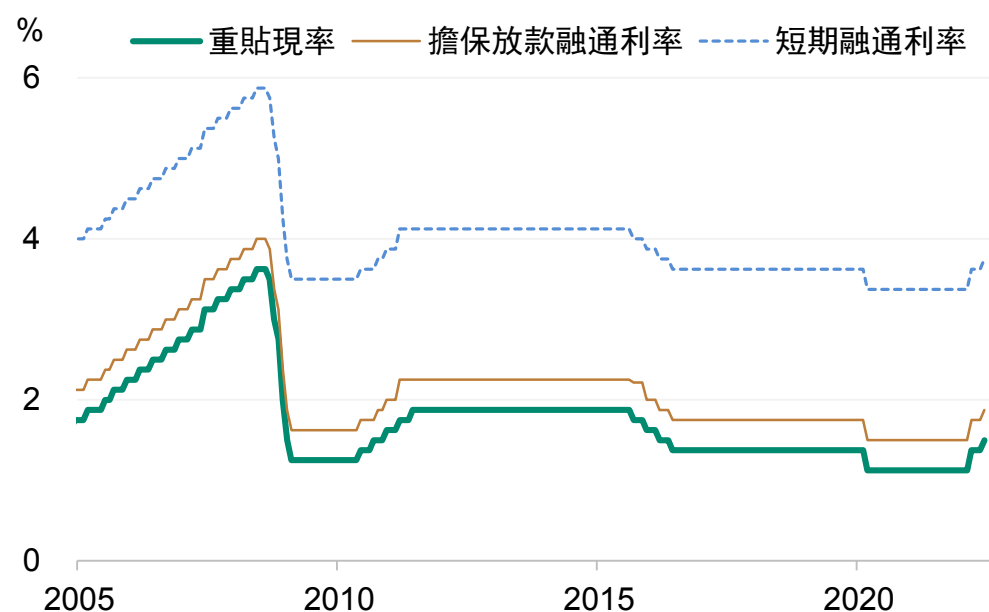
雖然8月CPI回落，但台灣央行難因一次性數據回落即結束升息循環。惟台灣景氣確有趨疲下，將使得台灣央行升息幅度仍有所受限，**預料9月理監事會議也僅能升息半碼應對**。因此，就政策利差觀點，仍難仰賴台灣央行升息對抗台幣貶值，**整體態勢仍舊不利台幣，弱勢緩貶格局未變**。

國內通膨仍高，仍使台灣央行政策偏向緊縮



資料來源：Bloomberg。

台灣央行雖也將升息，但政策利率難追趕聯準會步伐



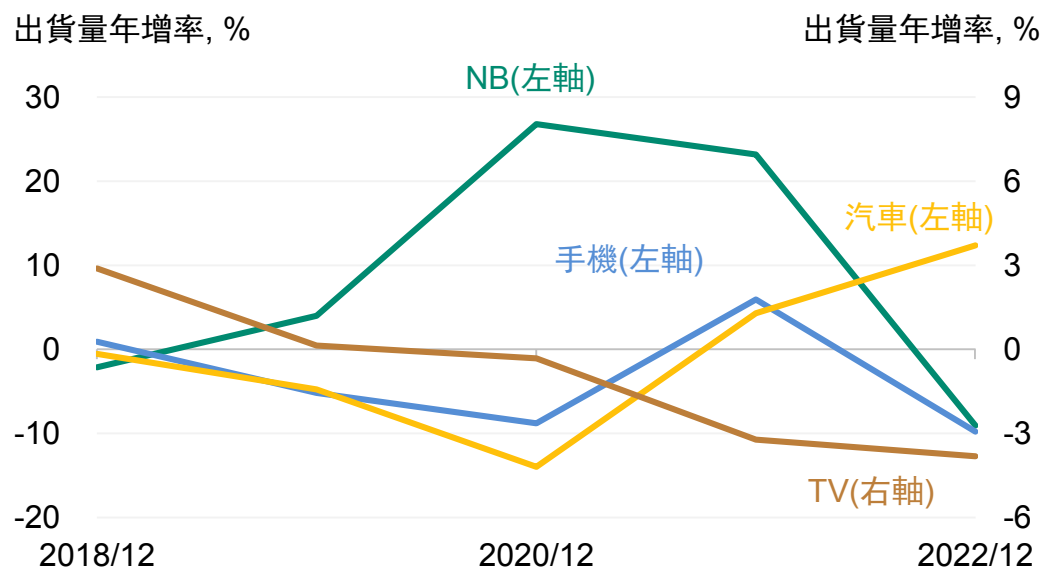
資料來源：Bloomberg。

科技 半導體砍單潮襲來，下半年企業獲利出現下修潮

消費電子產品因疫情紅利消退、高通膨打擊需求、以及中國疫情影響，出貨由盛轉衰，且連最為緊缺的半導體也將同步受到影響，成熟製程近期累計跌幅達2成，在砍單風暴下，後續仍有持續修正空間。即使如此，仍有產業逆勢成長，因車用晶片供給舒緩，汽車出貨量可望連兩年正成長，其中電動車在綠能趨勢下更是全球產業焦點。

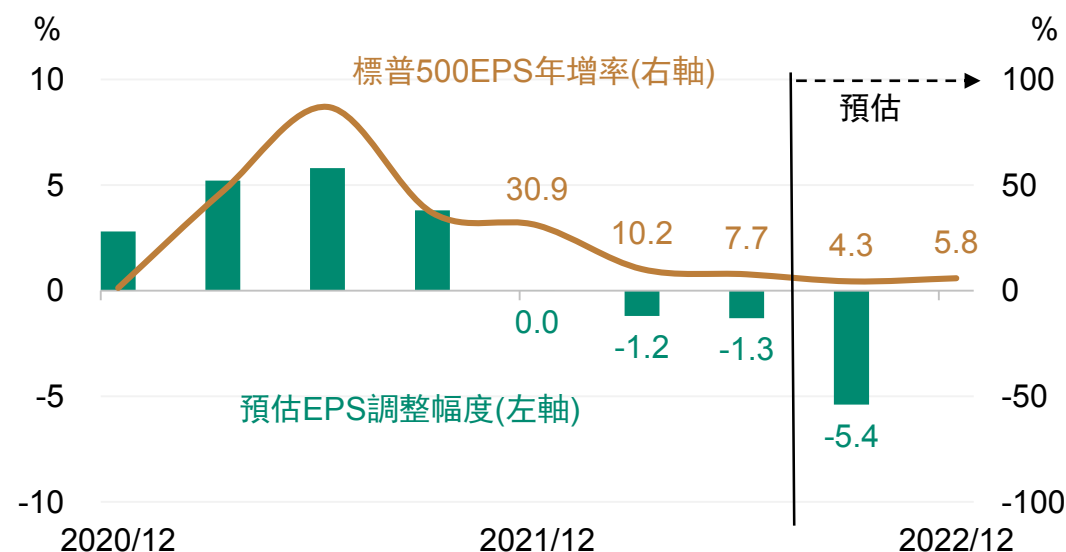
民眾消費乏力、科技景氣下行，將影響企業獲利，近期分析師紛紛下調3Q EPS，幅度為疫情來最大，下半年獲利下修潮恐蔓延，**基本面下行階段，股市缺乏上漲動能，再加上Fed緊縮政策壓抑評價，股市恐陷橫盤格局。**

消費電子出貨衰退，僅汽車因晶片供應改善而成長



資料來源：Bloomberg。

企業獲利下修將對股市形成壓力



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。

Sep 2022

12	Monday	13	Tuesday	14	Wednesday	15	Thursday	16	Friday
英國工業生產 日本工具機訂單 中國、香港休市		美國CPI 日本PPI 德國CPI 德國ZEW		美國PPI 英國CPI 日本工業生產 歐元區工業生產		英國央行 日本貿易收支 美國零售銷售 美國工業生產 美國初領失業金人數		歐元區CPI 中國工業生產 中國零售銷售 中國固定資產投資 美國密大消費者信心	

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