



國泰世華銀行
Cathay United Bank

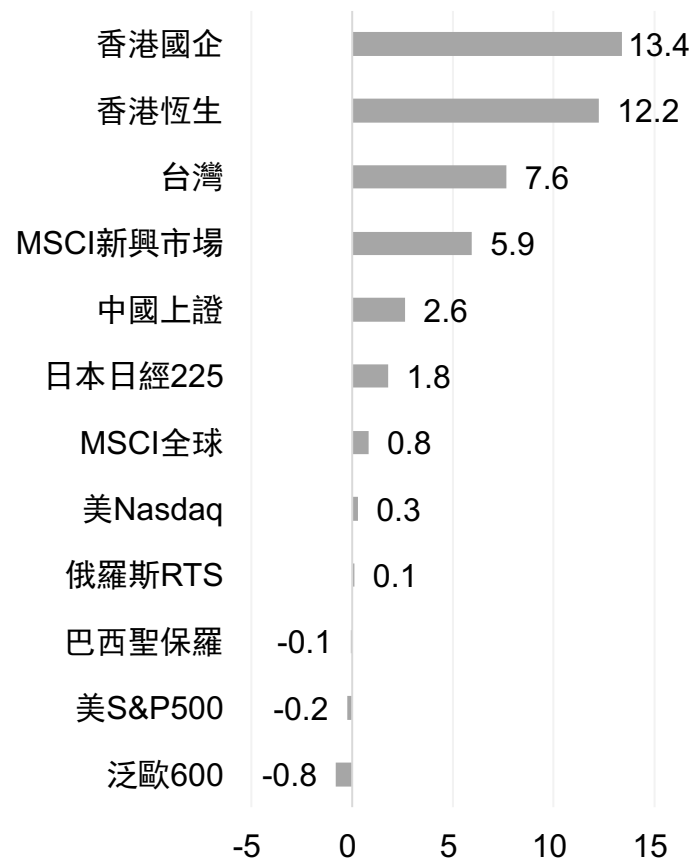
2022年11月18日

投資研究週報

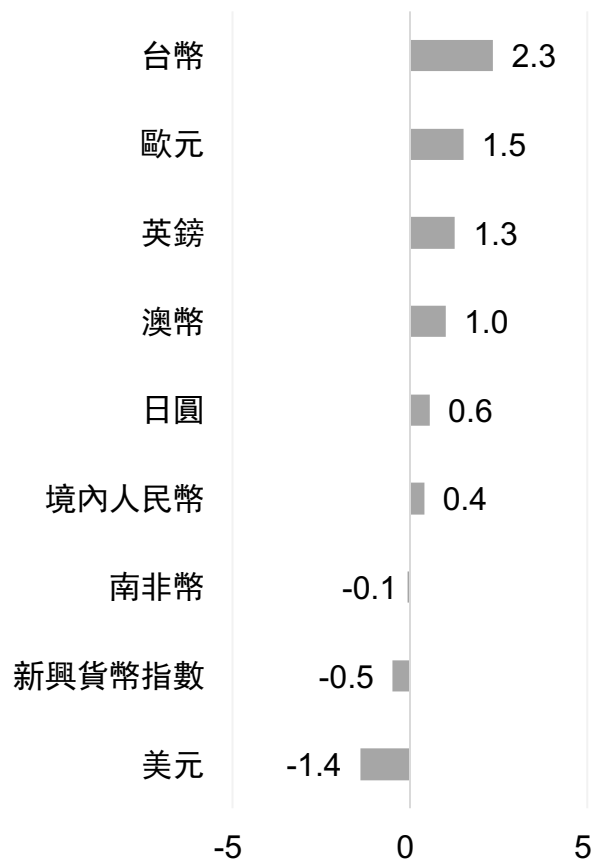
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

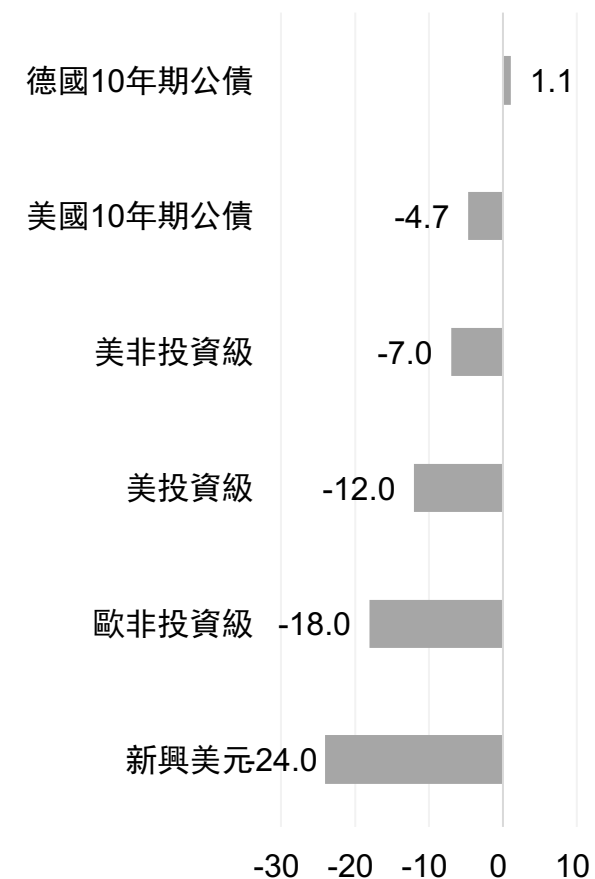
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/11/10- 2022/11/17。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 科技股帶頭反攻，偏空趨勢是否反轉？

美國通膨降溫、升息預期趨緩，中國放寬防疫管制，投資人情緒改善，軋空行情使美股近期急升。但資金面緊縮、企業獲利持續下修，股市偏空結構尚未反轉。

► 雙率強升行情降溫，美元多頭格局告終？

通膨降溫使市場氣氛好轉，美債利率及美元走勢回落。Fed緊縮態度延續，料殖利率將維持高盤走勢。基本面對歐、日仍是逆風，美元格局仍未扭轉，尚在盤頭過程。

► 經濟持續疲弱，中國鬆綁內需兩大掣肘

隨疫情升溫，中國10月景氣續弱，經濟指標與新增社融全線下滑。迫使官方近期接連推出疫情與房地產的鬆綁政策，內需兩大掣肘獲得釋放，有助市場情緒回穩。

股市

中國放寬疫情與房市管制、美國通膨降幅超乎預期，加上美股淨空單部位高踞，激勵短線市場反彈。但**企業獲利仍面臨下修壓力，加上市場資金持續收緊，基本面下行趨勢延續，中期偏空結構未變。**

債市

美國CPI與PPI下滑，通膨可望觸頂，然Fed緊縮態度於明年上半年前不易改變下，料殖利率將維持高盤走勢，短期再大幅下挫的機會不大。操作上，**目前仍以短債為主，隨升息步調邁進尾聲，布局天期可考慮緩步拉長。**

匯市

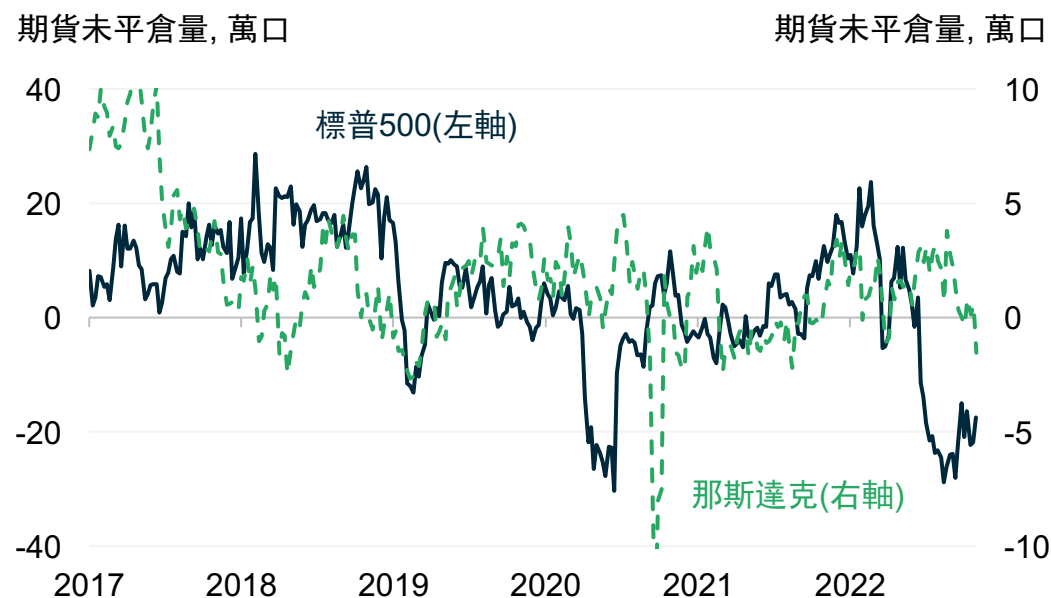
美國升息幅度預期降溫、市場情緒轉佳，令美元指數轉貶，但**歐洲物價壓力未減、貿易盈餘下滑，美元處於盤頭過程，空頭格局尚未扭轉。**中國內外政策轉變下，利空有所鬆動，氛圍改善將有利減緩人民幣貶勢。

通膨降溫與中國防疫鬆綁, 投資人風險偏好揚升

繼美國消費者物價明顯回落, 生產者物價指數PPI也從8.5%下滑至8%, 連四個月下跌, 投資人對升息高點的預期下降, 利率期貨顯示, 聯準會終端利率(terminal rate)較CPI公布前降低1碼, 歐洲央行及英國央行的終端利率也分別下滑1碼及2碼。

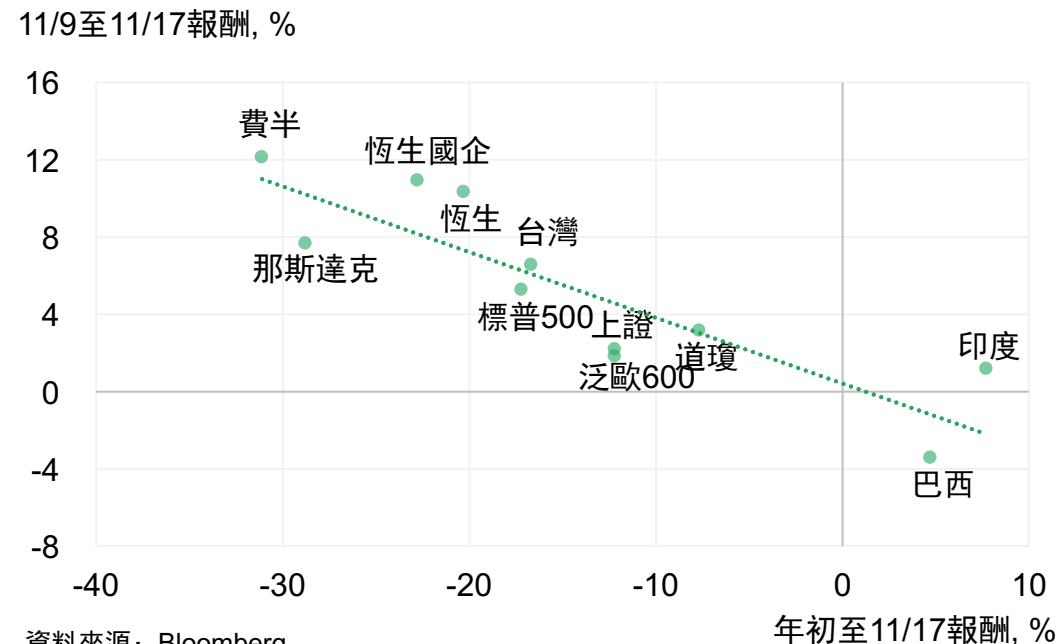
中國提早放寬疫情與房市管制、通膨降溫幅度超乎預期, 加上美股空頭回補, 三大催化劑激勵股市翻揚, 市場風險偏好揚升與空單回補助漲股市。
短線反彈行情浮現, 資金湧入科技股、港股等跌深標的, 漲幅高過道瓊等相對穩健標的, 年至今表現出色的印度與巴西漲幅明顯落後, 指數上攻年線之際, 須留意基本面惡化狀況。

指數期貨淨空單部位極高, 空單回補助漲美股



資料來源: Bloomberg。

各市場年初至今報酬與本次反彈幅度



短期市場氛圍改善，但景氣走緩令震盪盤勢延續

短期因為美國通膨降溫，及中國政策鬆綁，激勵股市急漲。但就基本面而言，包括ISM下滑、房市降溫及消費信心低落等，研判美國景氣放緩態勢並未改變，市場預估2023年GDP成長率持續下修，可能僅0.4%，不排除有負成長的可能。

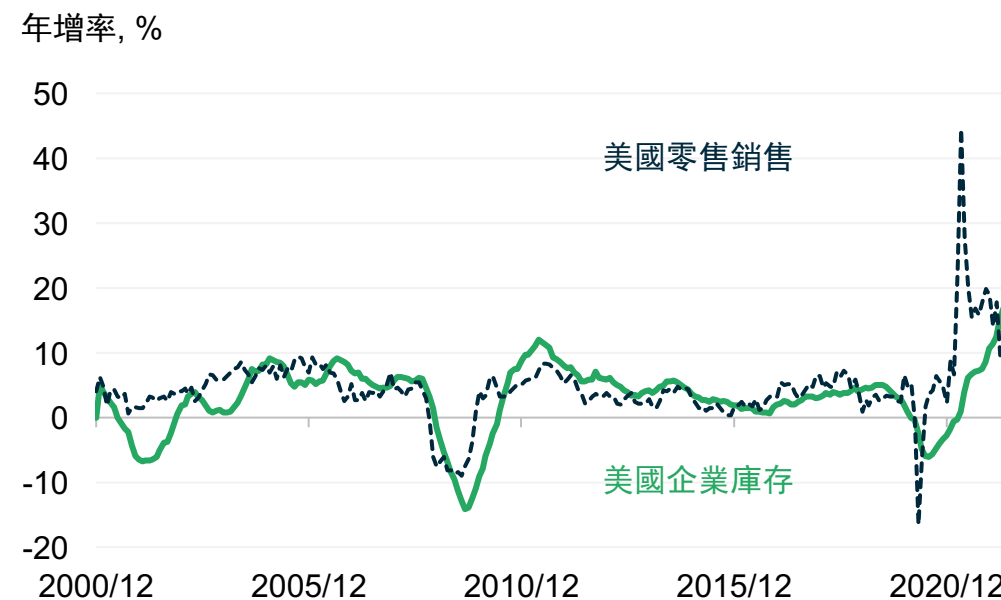
另外，由於需求快速放緩，導致企業庫存急速攀升，如韓國三星3Q庫存來到57兆韓圓，較疫情前高出90%，樂金庫存較疫情前也高出46%，顯示企業仍需要時間作庫存調整，市場預期庫存到明年中才有望回到供需平衡狀態，此前，企業獲利仍將面臨下修的壓力，加上Fed維持緊縮基調，市場資金活水收緊，基本面仍未落底，股市震盪走勢延續。

景氣放緩，美國GDP下修態勢尚未結束



資料來源：Bloomberg。

企業庫存仍需時間去化



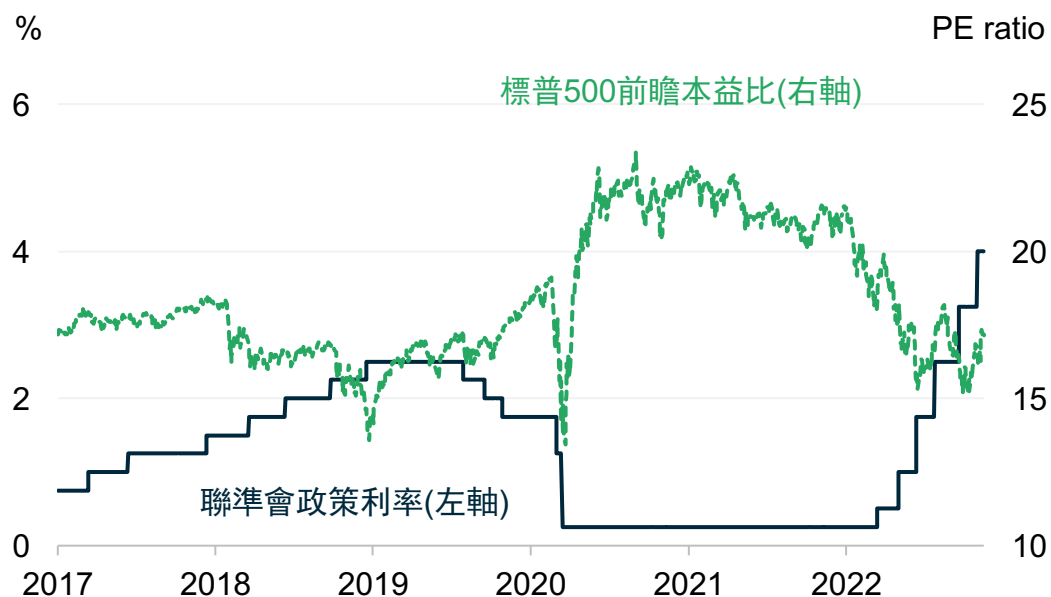
資料來源：Bloomberg。

長期來看, 隨升息步入尾聲與庫存去化, 美股將漸趨築底階段

回顧今年市場疲弱主因, 超預期的物價壓力, 導致央行強勁升息縮表, 股市評價快速回落。在物價增速放緩之際, 投資人也預期聯準會升息循環逐漸走入下半場, 儘管通膨數據仍舊高於Fed目標, 但利率期貨顯示, 升息高點有望落在明年上半年, 後續市場的交易重心將從流動性收緊轉向景氣與企業獲利變化。

短期大盤方向尚不明確, 股市波動幅度居高不下, 下行的經濟數據與企業獲利使股價有拉回測底可能。然而, **隨升息走入尾聲, 緊縮不確定性下降, 市場更著重關注企業庫存調整狀況, 研判明年美股漸趨築底階段, 長期走勢無須過度悲觀。**

美國升息循環與股市本益比走勢



資料來源: Bloomberg。

美股可望在新訂單庫存比觸底後回彈



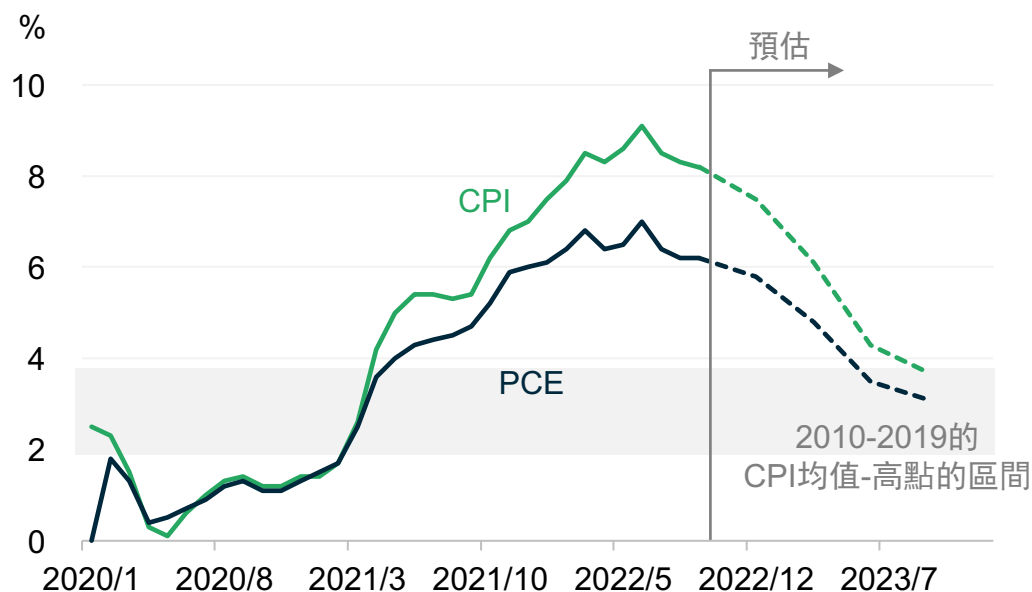
資料來源: Bloomberg。

公債利率多於升息停止前屆頂，隨升息步調邁進尾聲，可考慮緩步拉長布局天期

未來數月殖利率再大幅下挫機率低，債市布局無須追價：通膨雖降溫，但仍處高位，且Fed官員也一再表示，升息仍有一段路要走。預期Fed緊縮態度於明年上半年前不易改變下，料殖利率將維持高盤走勢，短期再大幅下挫的機會不大，提醒無須在利率大幅滑落之際急於追價。

隨升息步調邁進尾聲，可思考緩步拉長布局天期：債市布局上，**短債具有波動小，及先買先收息的優勢外；**長債部分，參考過去經驗，長率的高點往往在升息停止前見高。而目前市場預期Fed利率有望在明年中前停止升息，且景氣加壓下，**不排除未來數個月可能是長率相對高位，故長率逢高可以思考拉長公債及投資級債的布局天期，未來1-2年將有資本利得的空間。**

通膨仍處高位，料將支持殖利率高盤走勢



隨升息步調邁進尾聲，布局天期可考慮緩步拉長

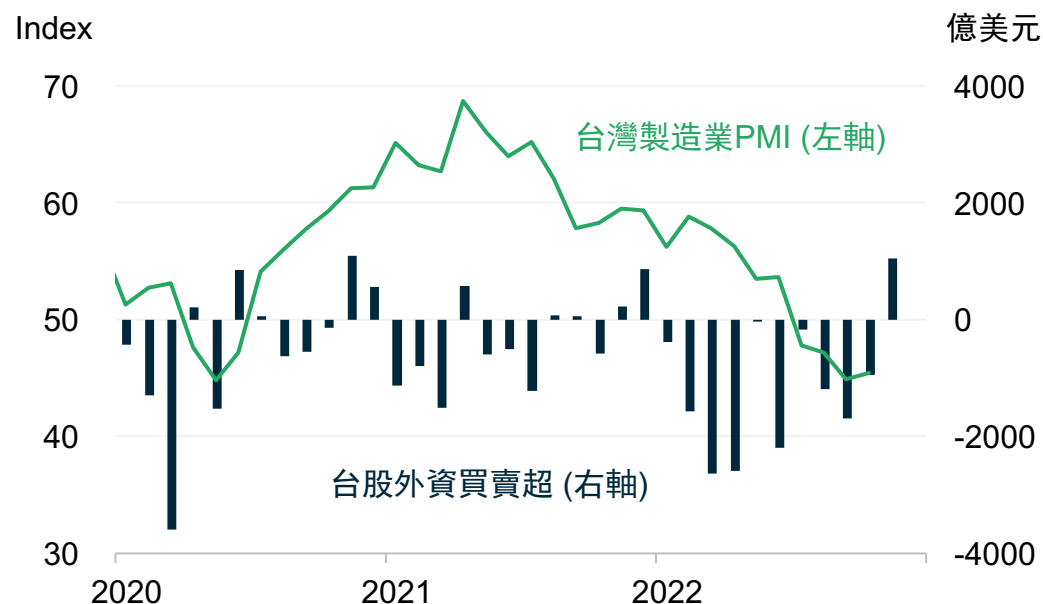


外資回補行情, 買超台股帶動台幣匯價, 台幣震盪盤頭

美國CPI降溫, 中國清零鬆綁, 美中會晤降低地緣緊張氣氛, 加上13F報告顯示波克夏3Q逢低買進台積電, 迫使外資大規模進行回補空單或過低配置的部位。外資一改連月賣超, 推動台灣股匯聯袂大漲。

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, 但改變不了貿易帳盈餘較去年下降的事實。依財政部推估, 4Q出口有可能落入負成長。景氣逆風尚未達尾聲下, 雖然近期台幣匯價隨外資買超股市而回升, 但尚未步入升值趨勢, 後續USDTWD走勢處於震盪盤頭的過程。

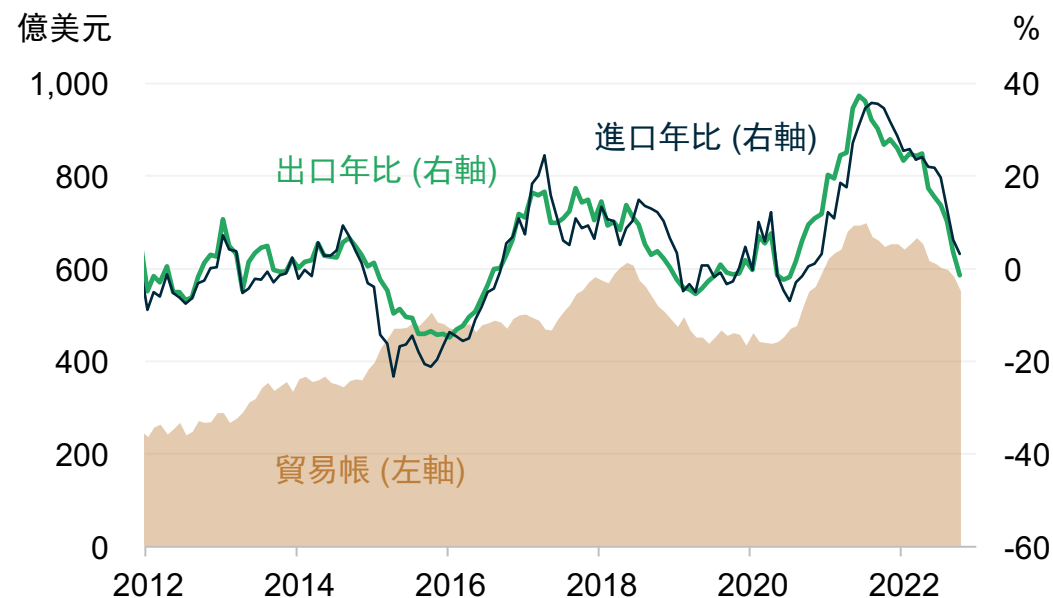
外資回補, 帶動台幣匯價回升



註: 外資買賣超資料截至2022/11/15。

資料來源: Bloomberg。

基本面仍是逆風, 貿易帳金流不若去年



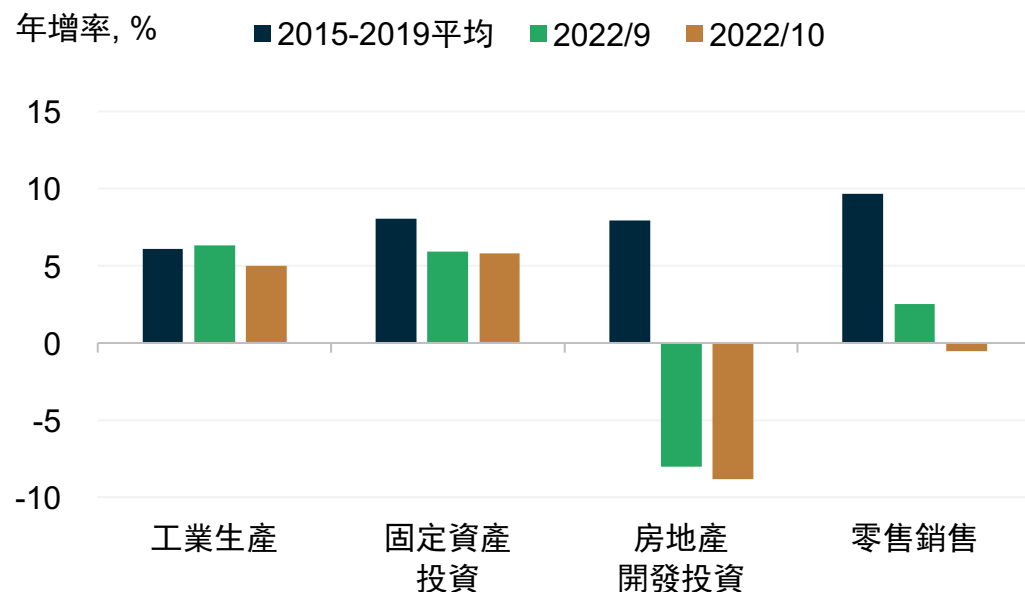
資料來源: Bloomberg。

中國10月供需兩面皆有回落，經濟表現延續下行

10月中國經濟供需兩方面皆有回落，疫情擴散衝擊消費、出口因外需壓力而走弱、地產信心持續疲弱，三方因素拖累數據表現，相較基礎建設與製造業仍有支撐，消費及地產投資情勢嚴峻。疫情反彈之下，社會消費品零售總額從年增2.5%降至年減0.5%，實體店面與汽車消費活動下滑顯著。

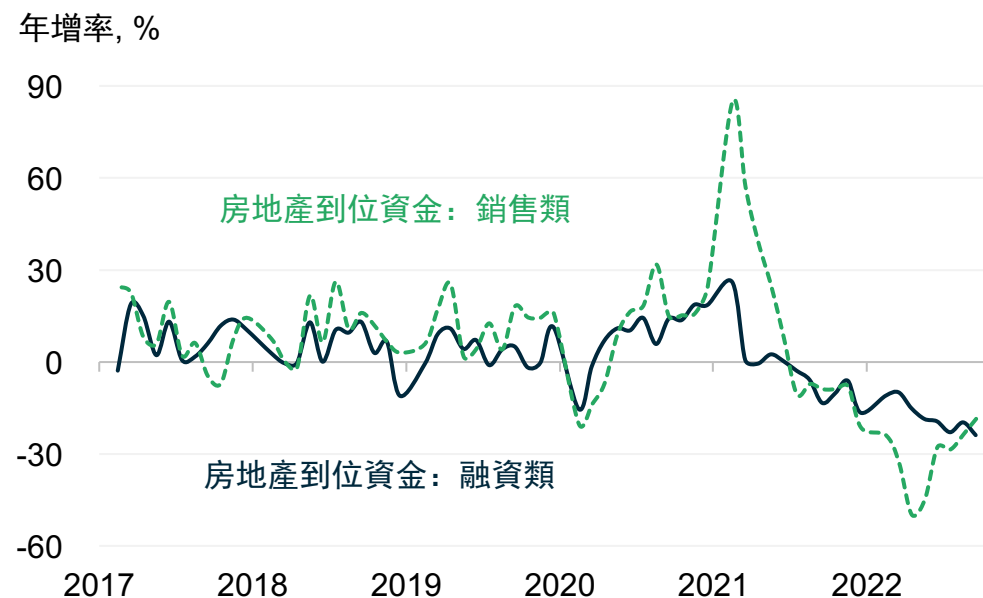
房地產在銷售、投資、融資端盡顯疲態。10月房屋銷售面積年減24%，較9月進一步走弱，顯示民眾財富縮水與購房意願不振；房地產開發投資年減8.8%，新開工面積與施工面積也處在低檔，房地產企業對房市前景態度保守。然而，**近期官方在供需兩端政策均有加碼，包含民企債權融資支持工具、11/11發布的16條措施，旨在協助房企債務展期與融資通暢。**政策於短期內實質提振有限，但**中長期將有助房企投資與銷售回暖。**

中國10月經濟數據低迷，消費與地產為主要拖累



資料來源：Wind。

銷售與融資兩頭受阻，房地產企業資金鏈緊俏



註：房地產到位資金為房地產企業實際可用於房地產開發的各種資金來源。

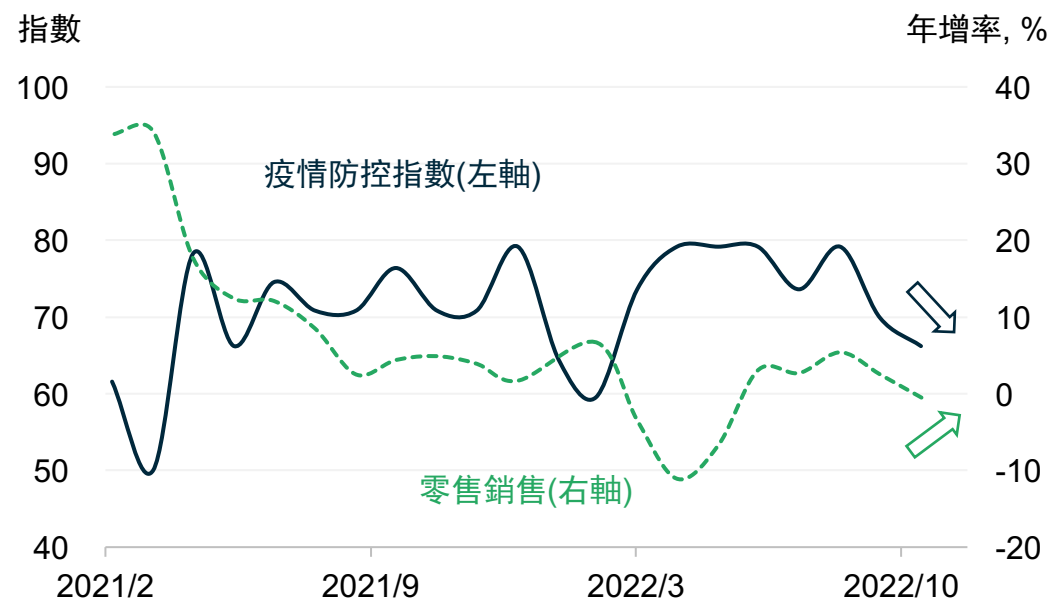
資料來源：Wind。

疫情防控與房企融資管控鬆綁，中港股評價面觸底回彈

除了房地產市場推政策支持，防疫政策鬆綁更為關鍵，11/12國務院公布進一步優化防疫工作的二十條措施，相較6月公告的第九版防控方案，在隔離天數、風險分類、密切接觸等層面都有實質上的放寬，除此之外，對高風險區的管制範圍也有縮小，如石家庄等地已有大幅鬆綁行動。

防疫政策可望提振消費動能，地產鬆綁有利信心回穩，除了經濟面兩大掣肘獲得支撐，更重要的是，**政策意外加碼，加上拜習兩人首度進行實體會談，二十大以來內外的悲觀情緒出現轉折**。展望後市，儘管出口下行與確診病例上升，**受惠於政策利多，景氣循環與市場氛圍逐步回歸正軌，本益比在歷史低位的中港股市將觸底回彈，在中國帶動之下，新興市場風險資產同步走升**。

二十項防疫優化實施後，有助後續消費動能回穩



資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

受惠官方鬆綁管制措施，評價面觸底回彈



資料來源：Wind。

匯市 中國經濟偏弱，但內外有所利空鬆動，將減緩人民幣貶勢

美歐等地區受到高通膨、俄烏戰爭等影響，需求大幅減退，中國出口難逃外需下行的影響，加上4Q面臨高基期，外銷動能恐將進一步下行。另一方面，受到嚴格清零政策的影響，內需更顯疲弱，民間中長期貸款增長力道延續去年以來的下行趨勢。

然而，20大後情勢有所轉圜。對內，清零政策透露放鬆外，先前嚴格打擊房企的狀況，也在人行和銀保監會聯合祭出16條措施救房市出現轉變；對外，20大前美國國際出嚴格的晶片管制法案，使美中競爭走向魚死網破的擔憂加深，但在拜習會晤互畫底線後，美中重回鬥而不破的狀態。

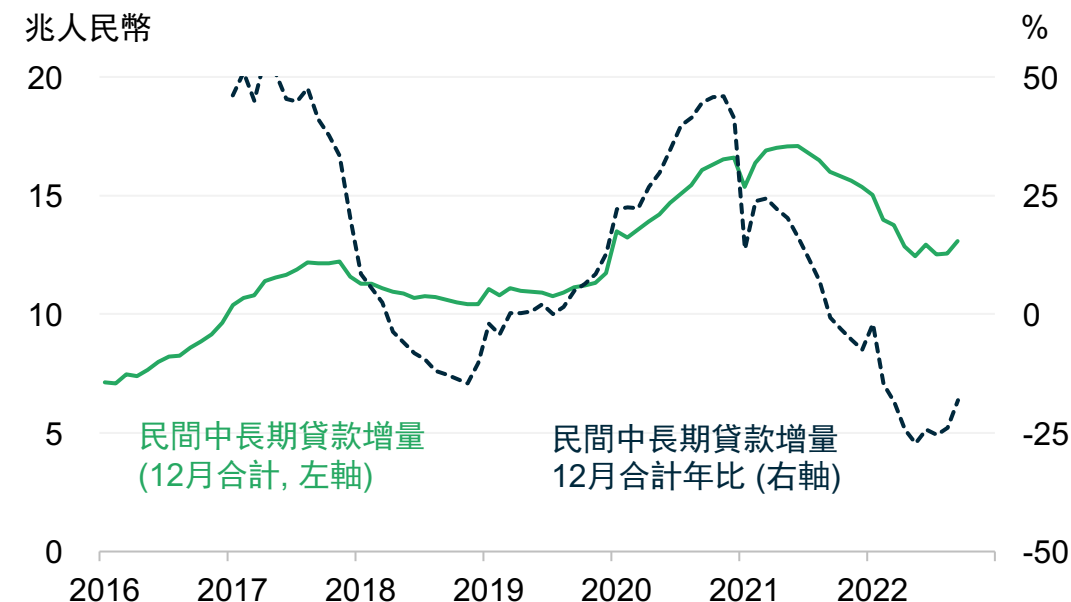
中共高層對內外政策轉變下，原先內外夾擊的利空有所鬆動，氛圍改善將有利減緩人民幣貶勢。

難逃外需下行，中國出口力道減緩



資料來源：Bloomberg。

20大前嚴格清零下，內需尤其疲弱



資料來源：Bloomberg。

台股 台積電大漲定軍心，後市加碼莫躁進

台積電獲得股神巴菲特加持，股價分別在11/11、11/15大漲8.3%、7.9%，同步拉抬台股自低檔翻升，這是否代表股市即將展開多頭行情？恐怕還沒有。依照過去經驗，台積電單日出現逾6.9%的漲幅，通常都是台股大跌過後，在相對低檔位置，但股市因仍在打底階段，短期並沒有因此而開始明顯的上漲趨勢，不過如果持有時間拉長至1年，上漲機率及平均漲幅將有明顯提高。

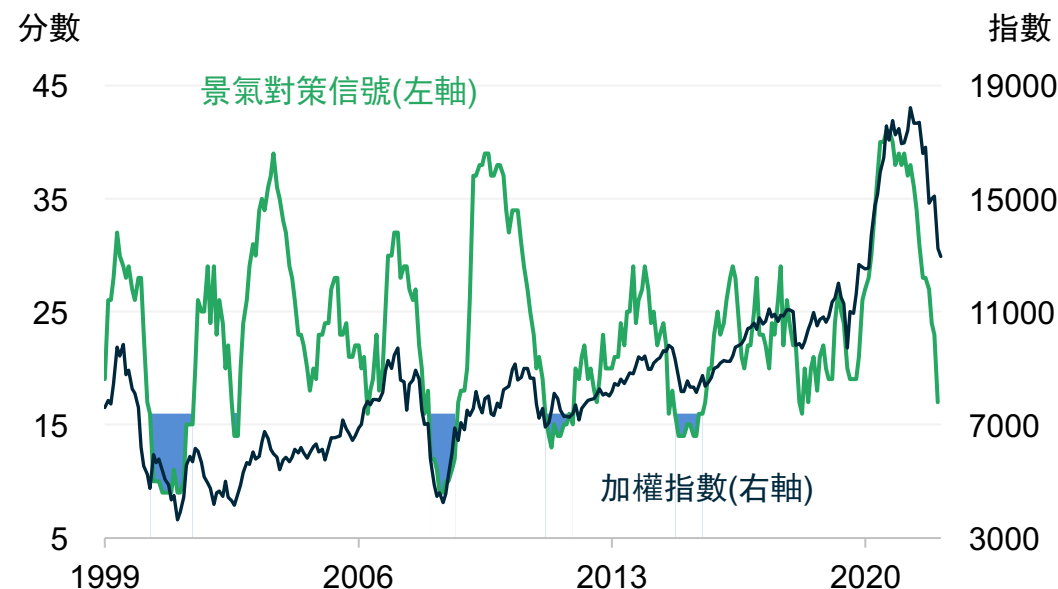
台灣景氣處於下行階段，景氣對策信號距離代表蕭條的藍燈僅差1分，暫無V型反轉的跡象，依照台積電總裁魏哲家的看法，電子業的庫存調整預計要到明年上半年才會告一段落，景氣打底的過程中，股市即使不再破底，也需要時間整理，布局台股可逢低分批進行。

台積電罕見出現單日大漲



註：1998/11以來台積電單日漲逾6.9%共22次(2015年漲跌幅限制由7%放寬至10%)。
資料來源：Bloomberg。

景氣落底前，股市仍需時間整理



註：藍色區域部份代表景氣對策信號分數來到16分以下的藍燈。
資料來源：國發會，Bloomberg。

Nov 2022

| 21 | Monday | 22 | Tuesday | 23 | Wednesday | 24 | Thursday | 25 | Friday |
|---------------|--------|-------------------|---------|--|-----------|-----------------------------------|----------|------------------|--------|
| 德國PPI 台灣出口 | | 台灣失業率 歐元區消費者信心 | | 美國PMI 歐元區PMI 台灣工業生產 美國新屋銷售 美國初領失業救濟金 日本休市 | | 德國IFO 日本PMI 日本工具機訂單 美國休市 | | 日本CPI 德國消費者信心 | |

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