



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年10月7日

# 投資研究週報

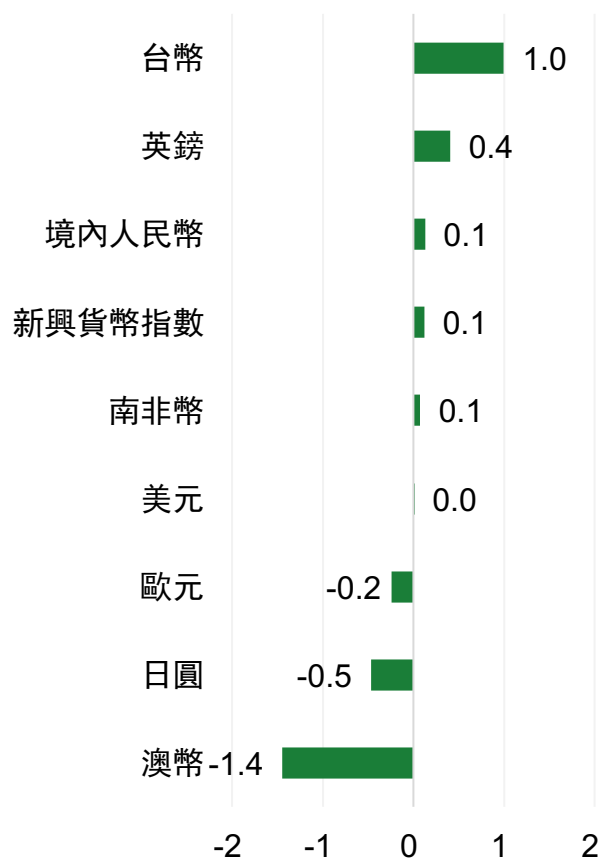
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

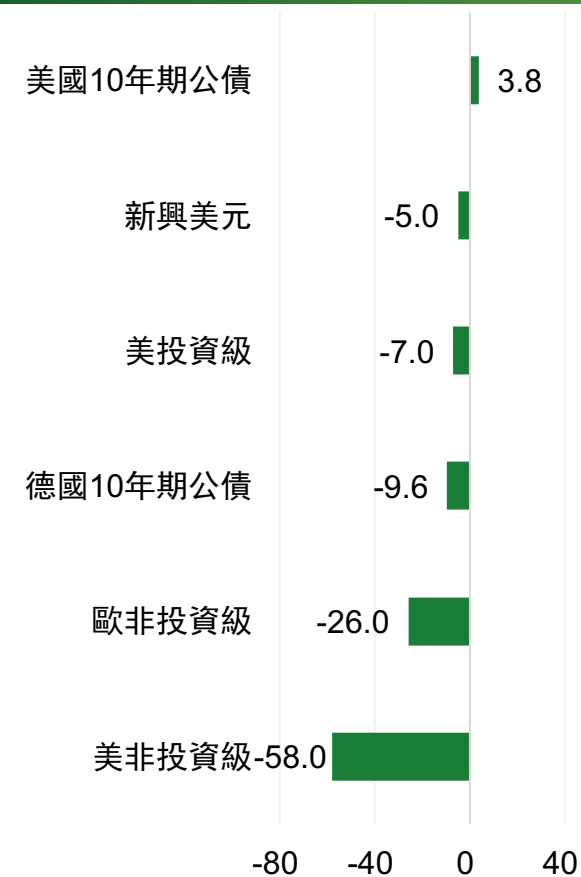
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/9/29- 2022/10/6。

資料來源：Bloomberg。



# 市場策略思維

## ► 瑞士信貸倒閉風險低，但嚴防外溢效果

由於瑞士信貸現金部位充裕，且CET1資本適足率符合法規，研判公司破產可能性低，目前視為個別公司的問題。不過，景氣放緩階段，須嚴防外溢效果。

## ► 景氣放緩態勢更趨明顯，壓抑公債利率

美國ISM製造業指數逼近50榮枯線，加上職缺數大幅滑落，凸顯景氣放緩壓力未止。另外，企業削減資本支出，暗示對未來的擔憂，將壓抑公債利率上方空間。

## ► OPEC減產，有助油價控制下檔風險

OPEC意外減產，有助油價下檔支撐，不過，OPEC實際減產效果，可能不及宣稱的水平。尤其，需求放緩態勢未變，預期油價維持盤整格局。

### 股市

景氣下滑與央行緊縮態勢未變，股市熊市格局未變。短期股市乖離過大，有機會醞釀反彈契機。股市比重過高者，可趁股市回彈之際調降，若想建立長期核心部位，仍以龍頭及現金流穩定的公司為主。

### 債市

通膨尚未明顯降溫前，聯準會仍可能大幅升息，利率仍有上彈可能。不過，景氣放緩態勢更加明顯，長債利率上方空間受壓。短債具有穩定息收優勢，長債未來具有較高的資本利得空間。

### 匯市

日圓失序財務省出手、英鎊暴跌後BoE干預，種種因素下，使得美元漲多回落，非美貨幣短期有機會回升。不過，聯準會升息步伐未緩前，美元維持偏強格局。

## 瑞士信貸事件, 突顯金融體系的脆弱

自2008年金融海嘯以來, 全球對金融監管的要求提升, 檢視目前瑞士信貸資本水準狀況如下(以下皆用瑞士法郎): 1)目前瑞士信貸2023年前到期債約259億, 但帳上現金類資產就高達1595億, 顯示**短期瑞信債券違約風險不高**。2)依據Basel III規定, 若CET1資本未達一定比例, AT1資本將面臨減損的風險, 然目前瑞信離觸發條件仍有178億的緩衝, **AT1資本遭到減損的風險亦有限**。3)且若CET1比率符合標準, 考量目前瑞信累積保留盈餘仍有291億, **顯示除非瑞士主管機關介入, 瑞信AT1無法付息的風險亦低**。

不過, 對於金融市場而言, 仍需慎防是否擴及其他公司。尤其, 目前景氣仍處在下行階段, 投資人一定會放大解讀。

### 瑞信目前吸收損失的緩衝空間仍多

CET1金額, 億瑞士法郎

CET1 ratio

瑞信2Q 13.5%

370

離AT1資本面臨減損  
還有**178億**緩衝

192

CET1 ratio

轉換條件

7%

瑞信  
2022年2Q

依觸發條件  
換算後的金額

### Basel III小字典

1. Basel III認定的自有資本包括普通股權(Common Equity Tier 1, CET1)、額外第一資本(Additional Tier 1 Capital, AT1)及第二類資本(Tier 2, T2), 主要目的為吸收損失。
2. CET1求償順位居末, 損失發生時須優先吸收損失。
3. AT1求償順位僅高於CET1, 當CET1比例低於觸發條件, AT1將面臨資本減損或債轉股。
4. 實際適用的資本要求比率, 依國家、銀行規模等有所不同。

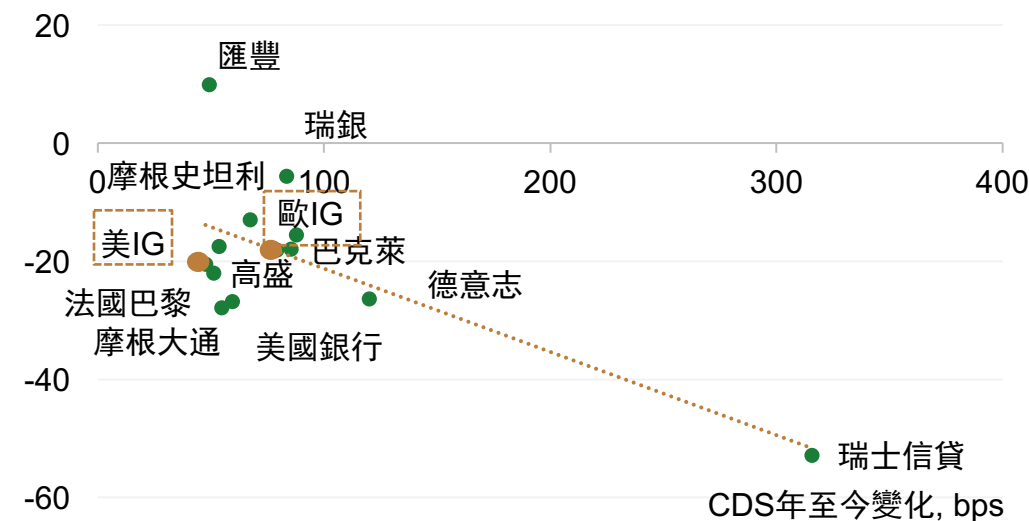
資料來源: 瑞士信貸。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

### 個別公司債務問題, 慎防蔓延至金融市場

股價YTD, %



註: 資料更新至2022/10/6。

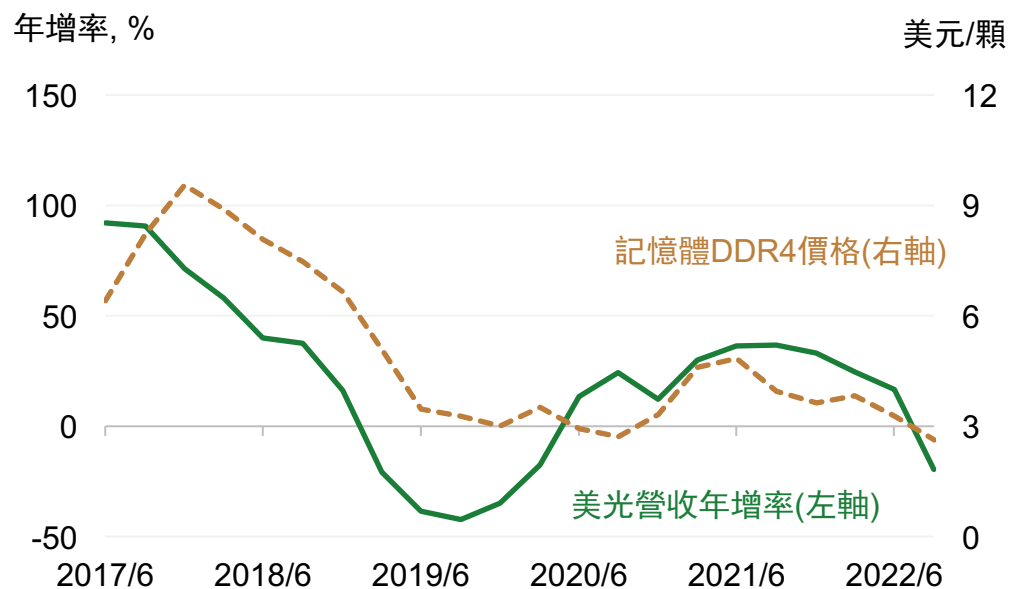
資料來源: Bloomberg。

## 美光下調半導體資本支出，預告半導體產業持續庫存調整

因通膨高漲、利率上升、地緣風險及中國封城等因素，各大研調相繼指出，2022年個人電腦可能衰退15%，手機也約有6%的下滑，導致記憶體的价格持續下滑。以記憶體大廠美光為例，除營收較去年同期衰退20%、毛利率下降7.8%外，也宣布削減明年資本支出，降幅高達30%。另外，海力士甚至可能削減8成的資本支出。

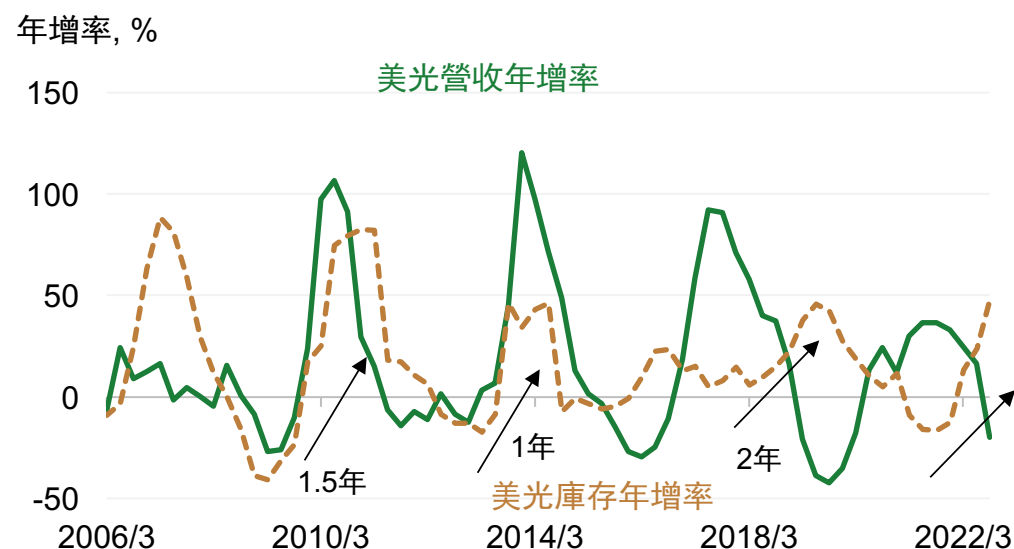
由於記憶體產業變動，對於整體科技業循環具有領先性，因此，美光的動作也預告，未來仍有不少科技大廠可能陸續削減資本支出，**產業目前仍處去庫存調整階段**。不過，時間拉長來看，供需有望逐步趨於平衡。

### 需求放緩下，電子產品報價持續走低



資料來源：Bloomberg。

### 產業庫存調整，可能在明年中告一段落



資料來源：Bloomberg。

## 公債利率隨經濟數據擺動，但預期Fed緊縮態度不變下，將維持高盤走勢

美國9月ISM製造業指數除不如預期外，甚至續創2年來新低50.9，逼近景氣榮枯線，其中，新訂單驟降47.1，為下滑主因，突顯需求面快速降溫。當日使10年債利率下降19個基點至3.6%。

不過，在11月FOMC前，僅有兩份通膨數據、一份非農數據，預期不致改變Fed激進升息想法。Powell曾於9月FOMC會議表示，至少升息到各年期實質利率(利率-通膨>0)為正，預期CPI回落至4-5%，接近Fed利率水準，最快可能要等到明年中之後，意即Fed可能至少緊縮至明年中。

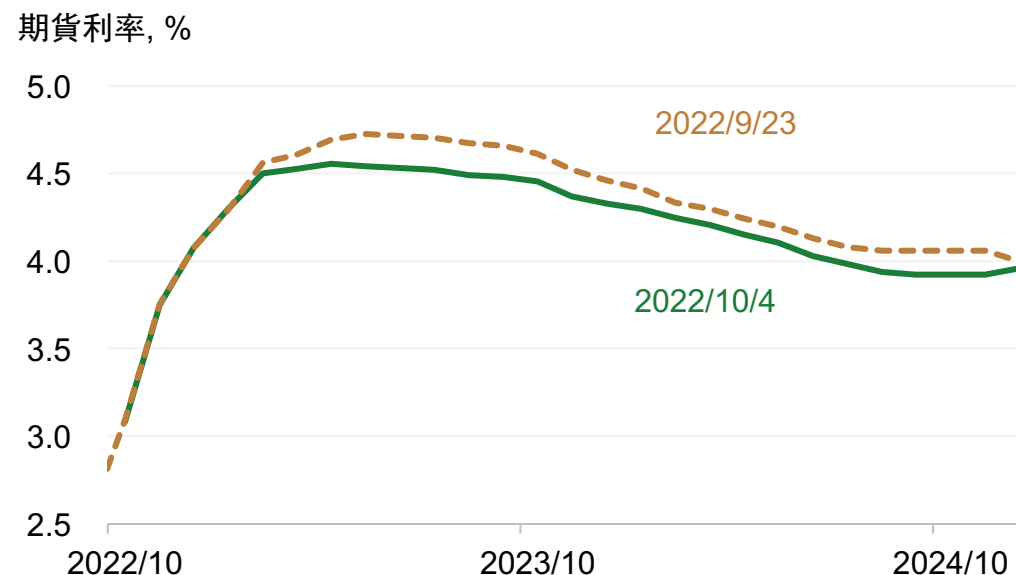
債市想法，長線景氣趨緩引導長率向下的想法未變，**預期今明兩年應是殖利率的相較高位，但考量Fed緊縮態度短期不易轉向，利率波動仍大，布局可以10年以下的中短債為主。**

### 新訂單降，庫存升，需求面快速下滑



資料來源：Bloomberg, ISM協會。

### 景氣放緩，市場預期升息步伐可能放緩



資料來源：Bloomberg。

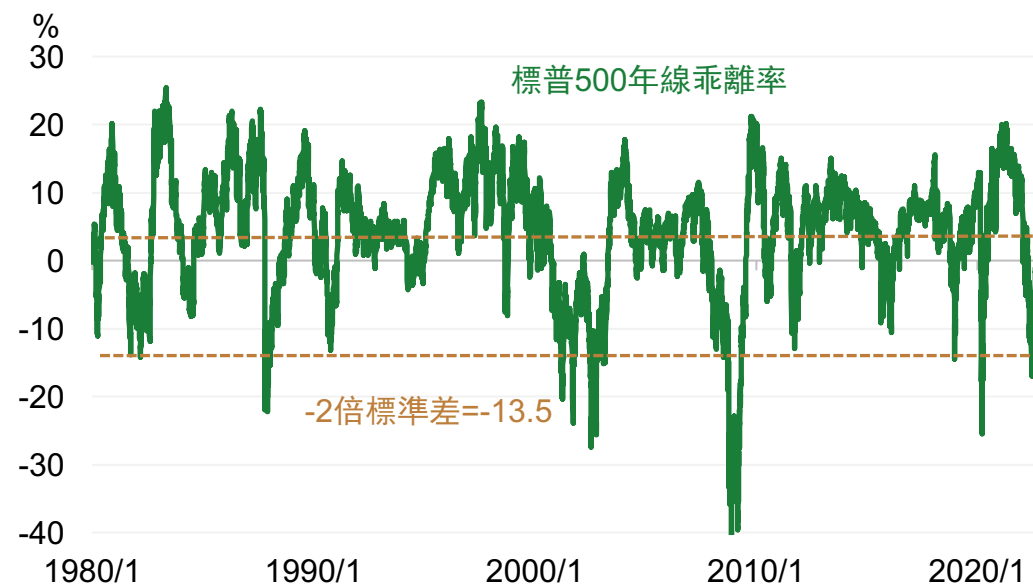
## 股市跌深後醞釀反彈，但仍須做好部位控制

受到景氣下滑與央行緊縮影響，使得股市跌跌不休，今年以來，跌幅已逾2成，乖離率再度來到-16%，超過2倍標準差。從過去的經驗來看，當指數乖離過大時，往往醞釀反彈契機，如今年6月中。

展望未來，股市雖有機會反彈，但整體期望報酬仍偏低，尤其ISM製造業景氣仍處下行階段，聯準會難以放鬆貨幣政策，使整體股市收益率難以提升。

**股市若有明顯回升，比重過高者，仍應適度調降比重。**

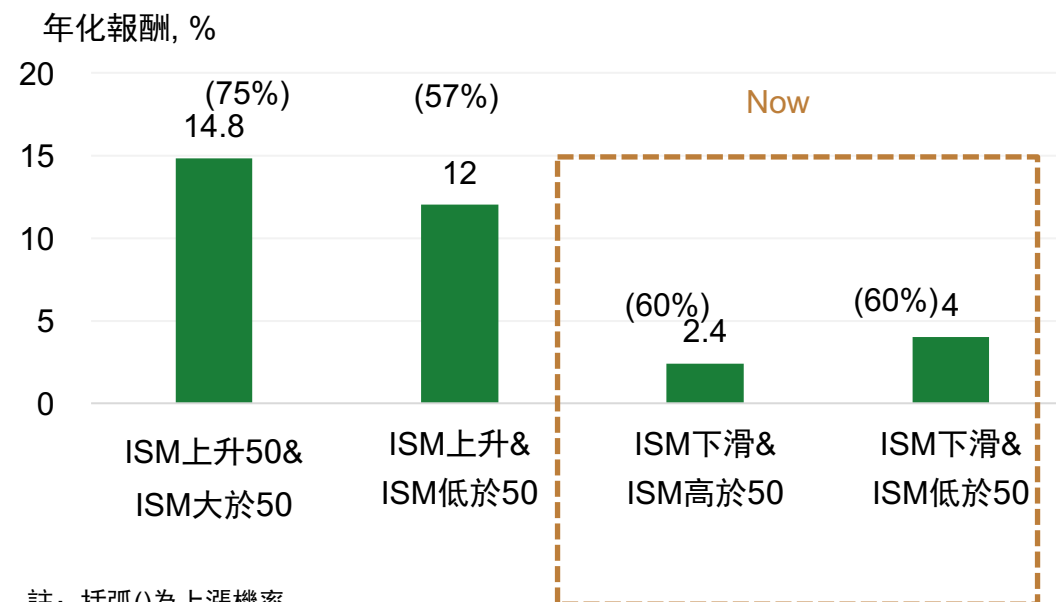
### 乖離過大後，醞釀反彈契機



註：年線為250日移動平均線。

資料來源：Bloomberg。

### 景氣狀況與股市報酬表現



註：括弧()為上漲機率。

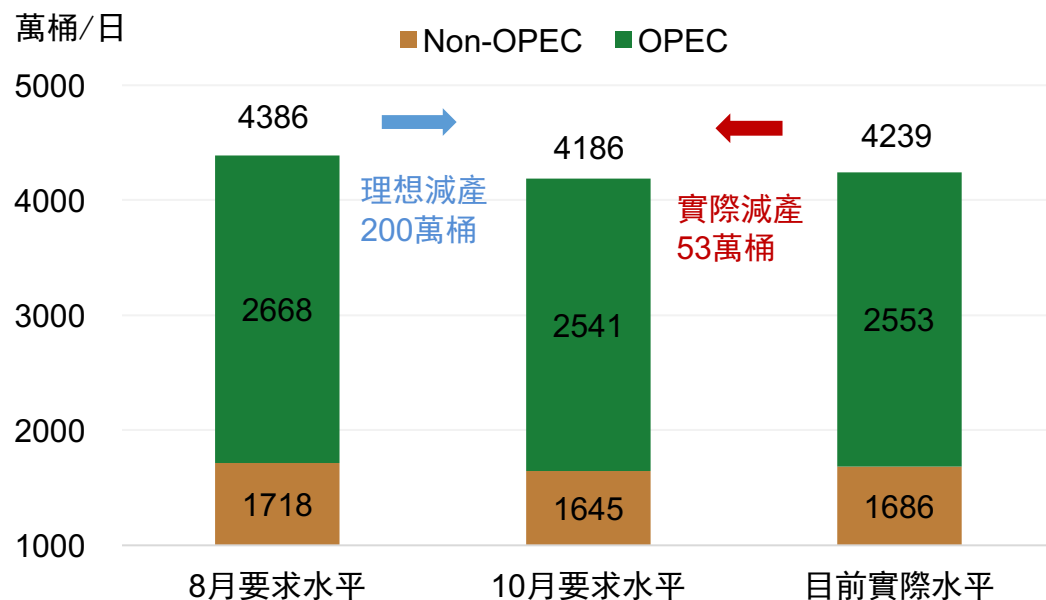
資料來源：Bloomberg, 期間從1Q1970-2Q2022。

## OPEC+減產提供底部支撐, 但上方仍壓力重重

10/5 OPEC+召開能源會議, 為緩解近期油價下跌壓力, 決議自11月起每日減產200百萬桶, 其中OPEC減產127.3萬桶, 非OPEC減產72.7萬桶。由於減產幅度高於市場預期, 使得油價連漲4天, 反彈幅度達14%。

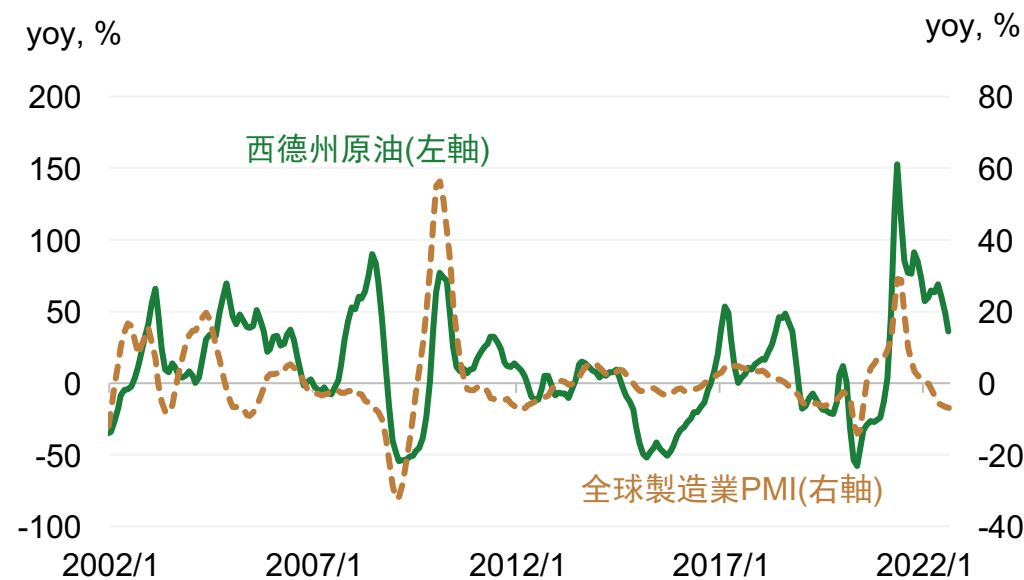
整體而言, OPEC的減產宣言, 大於實際結果。根據統計, 目前OPEC+的整體產量4239萬桶, 僅高於預期目標53萬桶, 研判難以達成200萬桶的減產目標。另外, 美國可能再度釋出戰備石油, 加上景氣持續下滑, 預期油價維持區間盤整。

### OPEC擴大減產, 但象徵意義大於實際結果



資料來源: Bloomberg, CEIC, OPEC官網。

### 景氣放緩壓力, 使油價上方持續承壓



資料來源: Bloomberg。



# 台股 禁空令非萬靈丹，外資賣超停手才有利台股止跌

台股自今年以來累計下跌27%，即使動用國安基金護盤，仍止不住台股跌勢。金管會9/30發布限空令：1)降低每日借券賣出委託數量上限，由該證券前30個營業日平均成交量的3成調降為2成、2)提高融券成本，將上市及上櫃有價證券之最低融券保證金成數由90%調整為100%。

市場預期金管會仍有禁止放空或禁止盤下放空的手段可使用，過去金管會曾4次發布禁空令，雖然禁空令隔日股市皆上漲，不過後6個月則呈現漲跌各半的情形，需持有超過1年才全數轉為正報酬。而依目前國際金融情勢，Fed加速升息、景氣尚待落底之下，外資動向偏空，台股仍欲振乏力，不過由於大跌過後評價已來到相對低點，若著眼長期上漲空間，宜以分批方式逢低布局。

## 台股禁空令對短期止跌效果有限

台灣加權指數標準化，T日=100



註：T=禁空日。

資料來源：Bloomberg。

## 台股本益比來到近15年低點



資料來源：Bloomberg。

## 中國 二十大將於10/16登場，中央政治局人事成首要看點

中國共產黨的第二十次全國代表大會即將於10/16召開，為期一週的二十大，以及緊接其後的第二十次中央委員會第一次全體會議(一中全會)，將是習近平打破慣例、擔任中國最高領導人的第三個任期，並且，二十大也將決定未來五年中國的最高領導層陣容。

在既定議程之中，本次全國代表大會觀察重點如下：

- 1) 黨章修改：近年密集宣傳的「兩個確立」、「兩個維護」，料將寫入黨章，確立習近平黨中央核心，以及習思想的領導地位。
- 2) 中央政治局委員名單及派系分布：習近平舊部福建幫、浙江幫料將接管關鍵職位，中央政治局常委也以習家軍為主幹。
- 3) 疫情管控措施：二十大以人事佈局為重，儘管經濟層面應著墨不深，仍可觀察清零方針是否有調整意向。

### 中國共產黨二十大時間及議程

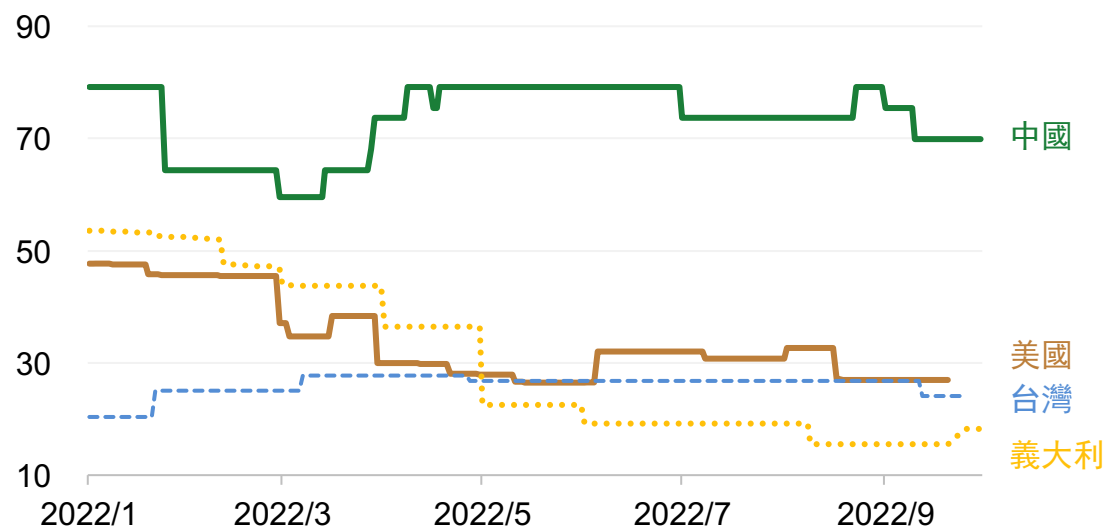
	日期	重要議程
中國共產黨 第二十次全國代 表大會 (簡稱二十大)	10/16~ 10/22* (過往約一週)	<ul style="list-style-type: none"> <li>十九屆中央委員會報告</li> <li>十九屆中央紀律檢查委員會報告</li> <li>審查和審議《中國共產黨章程（修正案）》</li> <li>選舉二十屆中央委員會和中央紀律檢查委員會</li> </ul>
第二十次 中央委員會 第一次全體會議 (一中全會)	10/23* (二十大隔日)	選出 <ul style="list-style-type: none"> <li>中央政治局委員</li> <li>中央政治局常務委員會委員</li> <li>中央委員會總書記</li> </ul>

\*註：二十大結束與一中全會日期尚未公告，僅依據過往經驗推估。

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

### 清零政策短期內恐難大幅鬆綁

疫情控管指數



資料來源：Bloomberg。

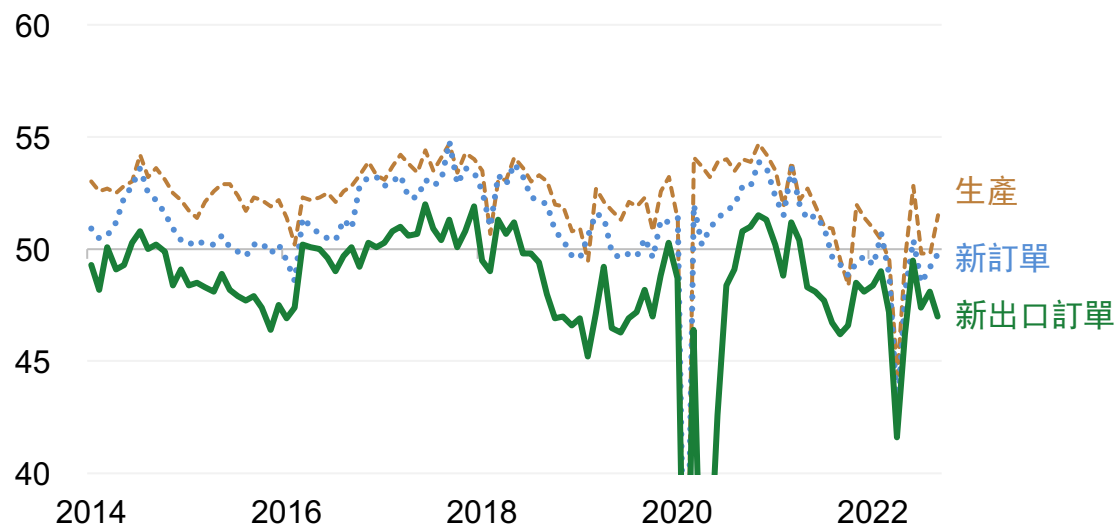
## 中國 9月生產活動回溫，但內外需求顯弱，出口降溫增添經濟復甦雜音

中國9月官方製造業PMI上升至50.1，重新站回榮枯線上方，但整體經濟活動仍有分歧，包含：1) 生產與需求分歧，生產端受益於高溫限電緩解、政策加快落地，數據較8月明顯回彈，但需求端並未跟上，新訂單分項仍在50以下，新出口訂單甚至持續走弱。2) 製造業與服務業分化，服務業PMI進一步下滑至48.9，疫情反覆與部分地區封控加強，服務業修復狀況仍不樂觀。

綜合來看，儘管生產活動回溫，但內外需求仍顯疲弱，尤其在出口端，對應近期航運價格下滑，中國到美西40呎貨櫃價格暴跌，**外需前景的惡化將不利工業生產表現，景氣復甦再添雜音，股市的低迷情緒不易反轉，短期大盤震盪偏弱的格局恐將延續。**

### 9月製造業生產活動與需求分化

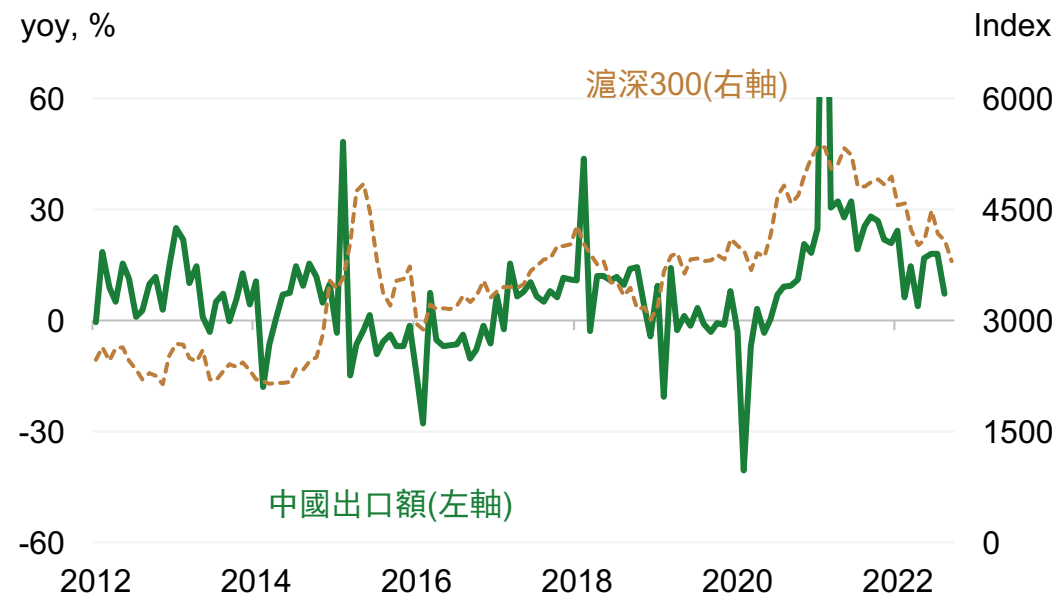
官方製造業PMI



資料來源：Bloomberg。

### 出口降溫為景氣復甦增添變數

yoy, %



資料來源：Bloomberg。

## 匯市 美歐利差漸有拉近, 但Flight-to-Safety推升美元; PMI續降, 台幣仍面臨基本面的壓力

美元方面, 9月接連因英國央行縮表、英國財政部推減稅法案, 瑞士信貸銀行CDS大幅攀升, 加深投資人風險趨避心態, **Flight-to-Safety**明顯支持**美元續升**, 但噴出走勢太急, 明顯有漲勢過快之虞。故隨英國央行為維護金融穩定, 緊急購進長天期公債, 財政部也對減稅方案進行調整(取消高所得級距的減稅), **美元短線難免面臨修正壓力**; 惟長線而言, **美經濟仍優於歐洲, 美元多方格局尚未扭轉**。

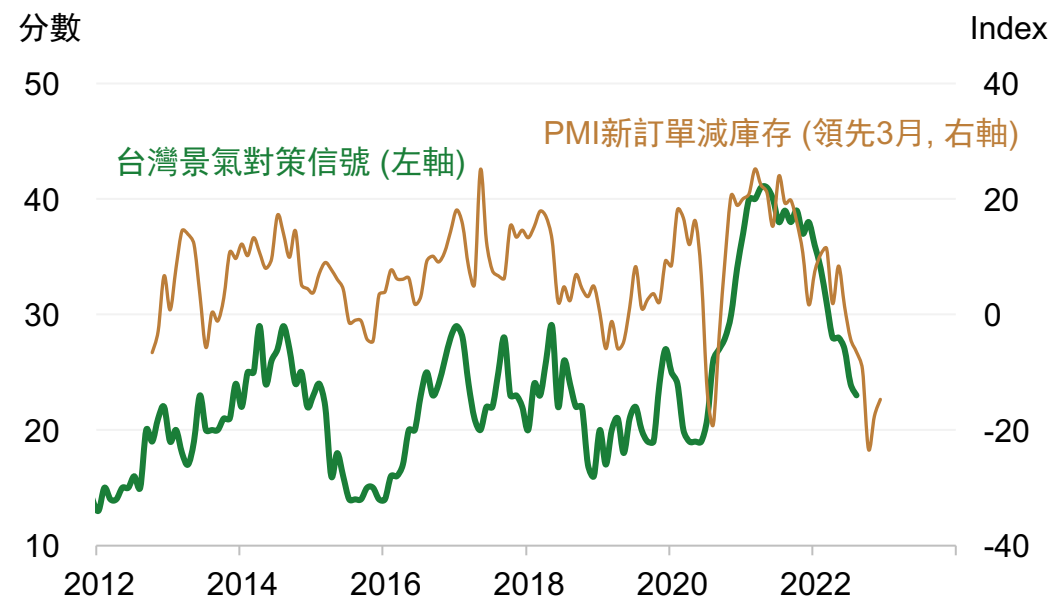
台幣方面, 由於終端需求疲弱致使台灣出口放緩, 製造業廠商棘手於庫存壓力, 製造業PMI連續三月下行, 其中新訂單減庫存分項雖由7月最惡化的情況有所改善, 但景氣對策信號恐尚未完全落底。故短線風險氣氛好轉下, 台幣將隨台股反彈, 但**若景氣對策信號分數續往2012年、2016年的低位邁進, 則基本面對台幣仍將造成壓力**。

### 美歐利差漸有拉近, 但Flight-to-Safety推升美元



資料來源：Bloomberg。

### 台灣製造業PMI續降, 對策信號應尚未見底



資料來源：Bloomberg。



Oct 2022

10	Monday	11	Tuesday	12	Wednesday	13	Thursday	14	Friday
台灣休市 日本休市 美國休市		美國NFIB中小企業指數 日本貿易收支		美國PPI 歐盟工業生產 日本機械訂單 英國工業生產		美國CPI 美國初領失業金人數 泰國休市		美國密大消費信心 美國零售銷售 中國CPI 中國PPI 中國進出口 泰國休市	

## 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