



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年1月6日

投資研究週報

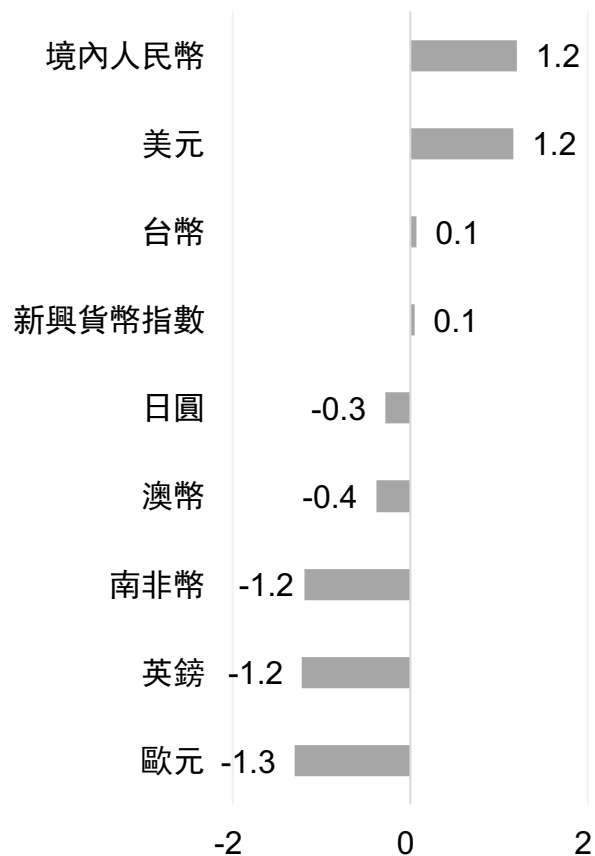
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

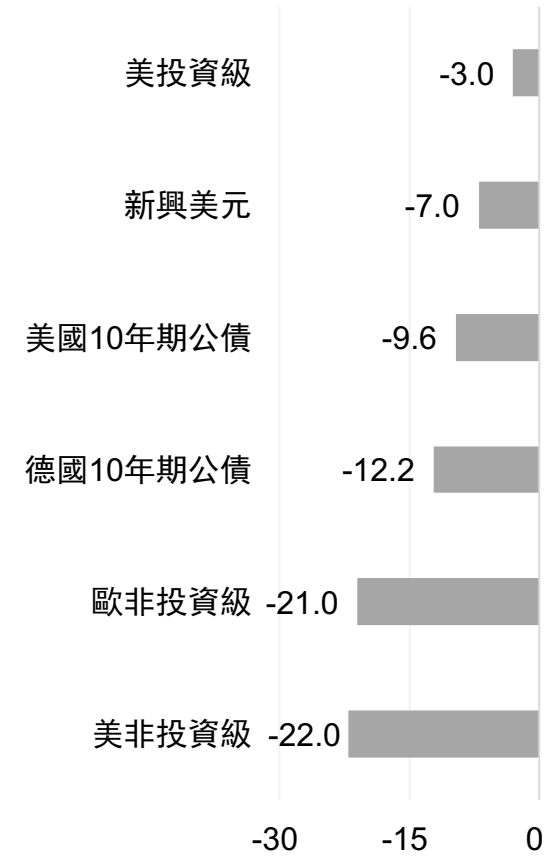
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/12/30- 2023/1/5。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► ISM指數續弱，製造業景氣低迷

ISM製造業指數連續第2個月落在50以下，且連續7個月下滑，庫存去化緩慢導致廠商訂單縮手，消費者受到通膨影響，需求難有起色。

► 財報季將至，牽動市場情緒

即將公布去年Q4財報，預計將是標普500自疫情以來首度出現獲利負成長，不過市場似乎早已對較差的財報有所預期，若沒有進一步的利空，股市恐不易出現大跌。

► 景氣低迷，債券收益率具吸引力

Fed持續升息，日銀轉趨緊縮，推升公債殖利率，可是經濟動能疲軟，升息恐近尾聲，債券殖利率高點通常出現在升息見頂之前。

股市

基本面下行，投資人將面對更多的壞消息，股市逢利空測試底部，來回震盪加劇，投資人應做好風險控管，待基本面回穩，再加大增持力度。

債市

升息即將屆頂，公債殖利率上行空間有限，信用債則可能受到景氣下行而導致利差擴大，投資級債的表現，相較於非投資級債而言較為穩健。

匯市

美國景氣走弱不利美元，但避險需求將支撐美元，今年Q1仍難免劇烈震盪。隨聯準會激進升息的政策放緩，美元走勢將較去年趨弱。台灣基本面逆風，不利台幣匯價。

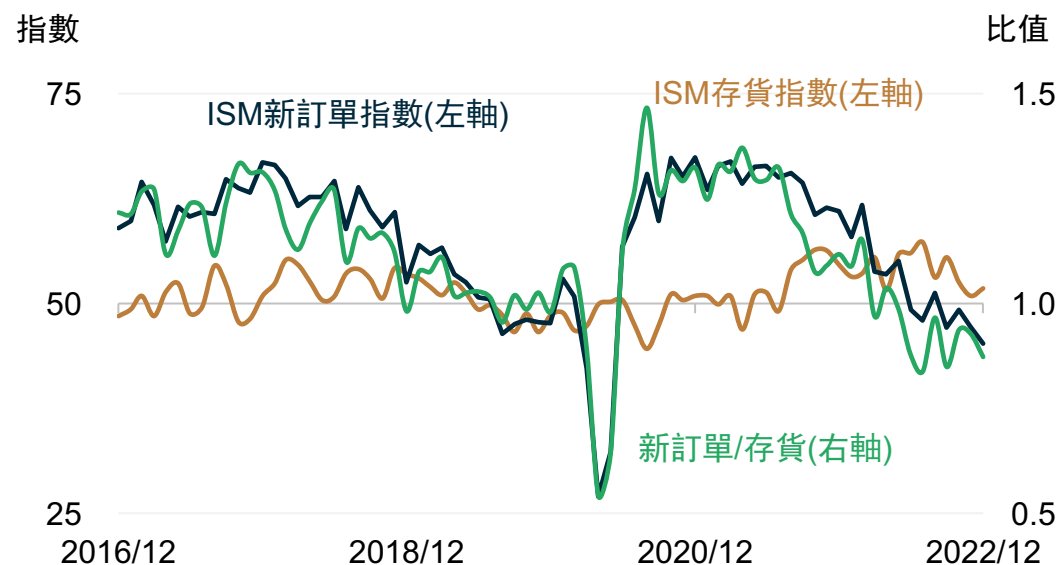


ISM指數連兩個月跌破景氣榮枯線

美國2022/12 ISM製造業指數續降至48.4，代表景氣持續收縮，企業經理人信心低迷，其中新訂單指數再創疫情以來新低45.2，顯示**企業面臨庫存偏高、消費需求下滑的環境，增加採購的意願並不高，再加上歐美消費旺季已過，中國農曆新年長假等因素，接下來幾個月恐呈現較為低迷的情形。**

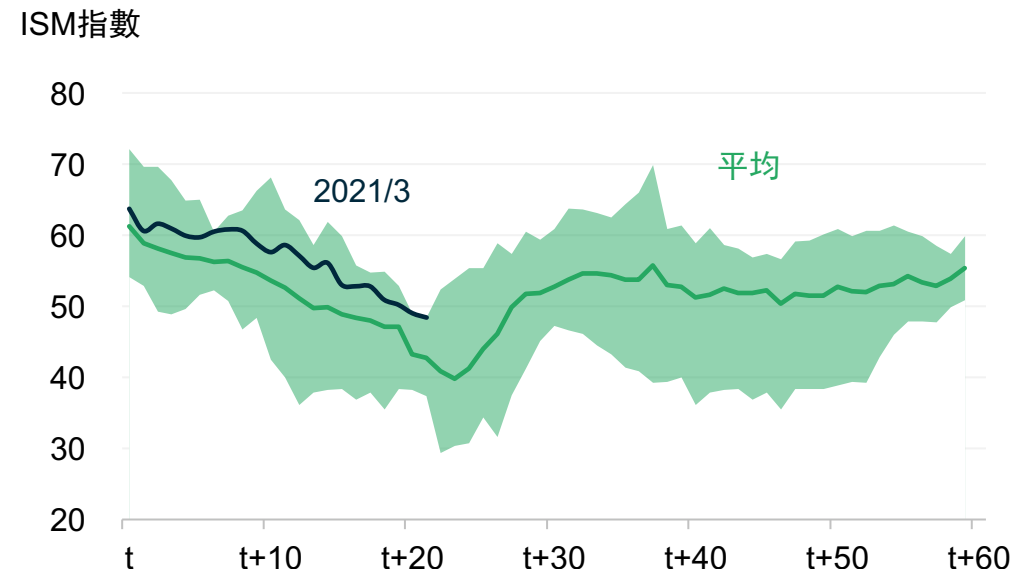
製造業景氣低迷，經濟衰退機率升高，依照過去幾次經濟衰退期間，ISM指數自高點向下，平均約24個月見到低點，之後景氣有反彈機會，意謂雖然眼前景氣低迷，壞消息充斥，但或許已逐漸接近景氣谷底，股市有望盤整待變。

ISM新訂單指數續創疫情以來新低，製造業景氣疲弱



資料來源：Bloomberg。

ISM指數自高點往下平均24個月見低點



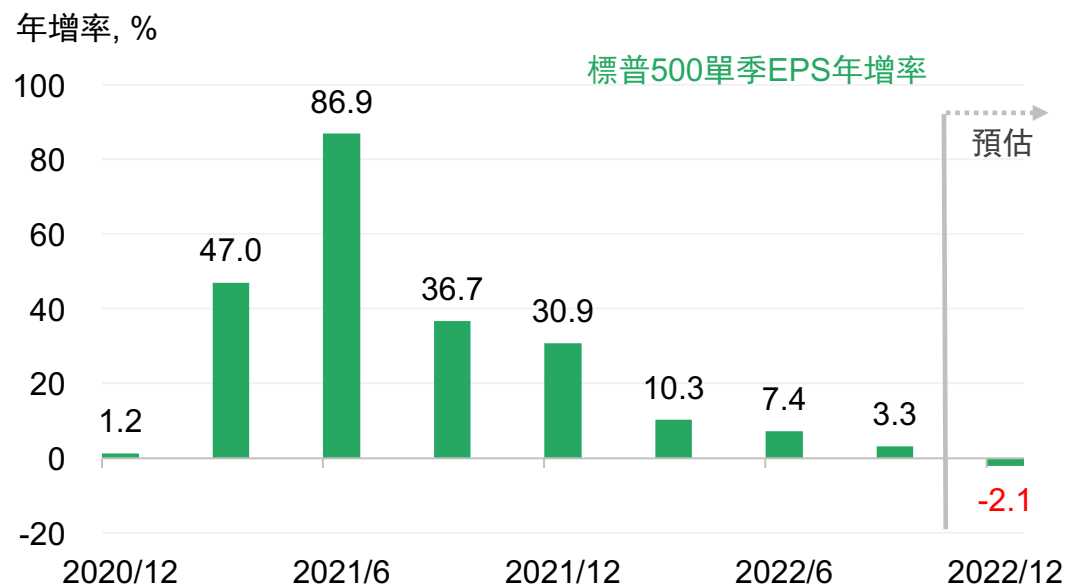
註：統計1973年以來7次衰退時期ISM製造業指數走勢，t=ISM高點月份。
資料來源：Bloomberg。

景氣下行, 預期財報不樂觀

製造業景氣下行也同步反應在企業財報, 財報季即將開跑, 然而**根據Factset預估, 去年Q4標普500大企業獲利年增率將由正轉負, 為2020年以來最差, 製造業庫存去化緩慢, 民眾消費力道也因為高通膨的影響而打折扣, 獲利展望在今年Q1似乎也難有起色。**

觀察2000年、2008年及2020年經濟衰退期間, 標普500指數及EPS皆出現較大幅度衰退, 2023年雖然美國出現衰退的機率很高, 但由於美國家庭財務仍較為穩健, 就業市場仍吃緊, 相較過去幾次衰退期間應有較強支撐。未來即使獲利下修, 標普500指數也已率先修正逾2成, 若無進一步利空, 恐不易再讓股市大跌。

去年Q4財報預期不樂觀



資料來源: Factset。

標普已領先出現下跌走勢



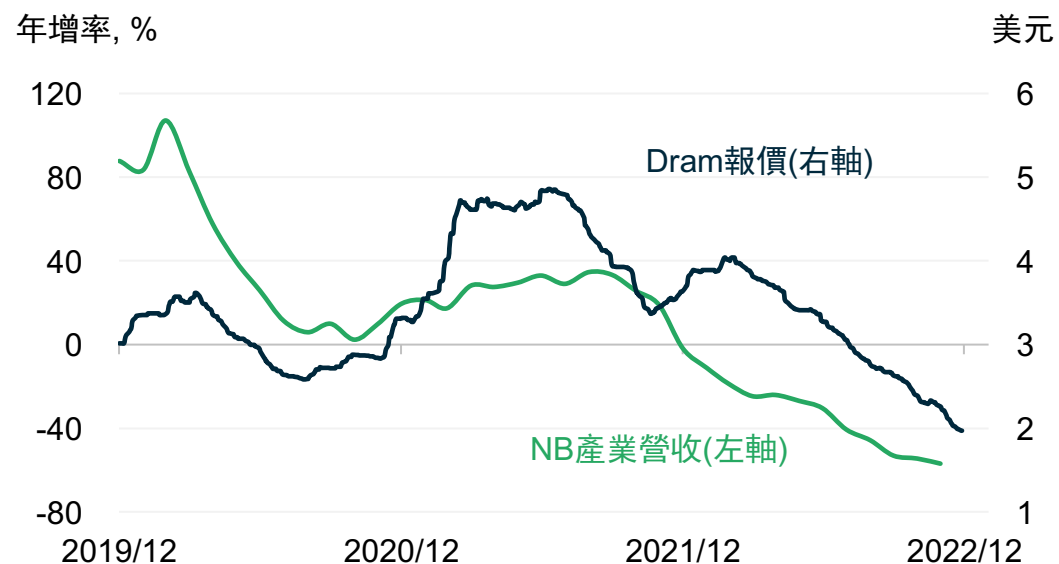
資料來源: Bloomberg。

市場對糟糕財報已有心理準備，股市上漲不易，大跌空間亦有限

Dram報價與下游NB出貨關聯性高，由於疫情紅利消退，NB產業面臨庫存偏高，消費者需求降溫的雙重打擊，產業營收已連續12個月呈現負成長，連帶影響Dram報價也呈現一路向下，甚至跌破現金成本的窘境。

Dram報價疲軟，相關廠商獲利也呈現向下溜滑梯，美光甫公布截至11月為止的季度財報，營收年減47%，稅後EPS由盈轉虧，下季度(2月為止)財測不僅虧損擴大，更將裁員10%因應景氣寒冬，然而美光股價自2022年初高點反轉向下，在8月見到股價相對低點之後，即呈現低檔區間震盪，顯示市場對於財報利空已預先反應，若如美光執行長預測庫存於今年中回到健康水位，下半年營收可望好轉，股價也可望提前反應。

PC庫存問題難解，Dram價格難止跌



註：NB業營收年增率採用宏碁、華碩、仁寶3家平均。
資料來源：Bloomberg。

股價提前基本面3~6個月自高點轉折向下



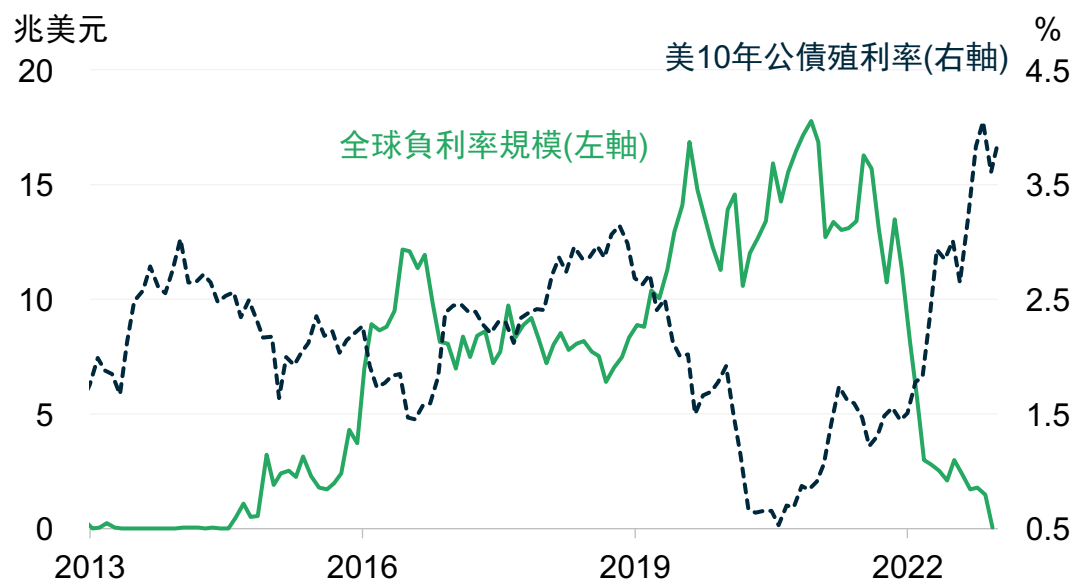
資料來源：美光, Bloomberg。

債券殖利率具吸引力, 而景氣下行趨勢不利殖利率續揚, 把握近期利率走高的布債契機

2022年全球通膨飆漲、各國央行同步緊縮下, 帶動全球負利率的債券規模大幅減少, 約較全盛時期減少99%, 除了代表負利率時代近乎告終, 也代表全球債券殖利率水準已經大不同了。目前美國公債殖利率落在3~5%, 各年期公債都來到近十年以來高位; 投資等級債殖利率大致落在5~6%, 以過去5年平均殖利率水準來看, 過去需要買非投資等級債(承擔更多信用風險)才能達到目前的水準。

殖利率走勢方面, 公債利率往往在升息屆頂後偏下行, 而今年Fed有望在3月或5月迎來最後一次升息, 預期公債利率全年將呈現震盪後偏下行的走勢。因此在殖利率已具吸引力, 及預期未來走勢偏下行的環境, 應把握近期殖利率走高的布債機會, 布局以公債、或較能抵禦景氣下行壓力的投資等級債為主。

負利率時代終結, 全球債券殖利率今非昔比



資料來源: Bloomberg。

升息屆頂後, 公債、投資等級債表現可期



資料來源: Bloomberg。

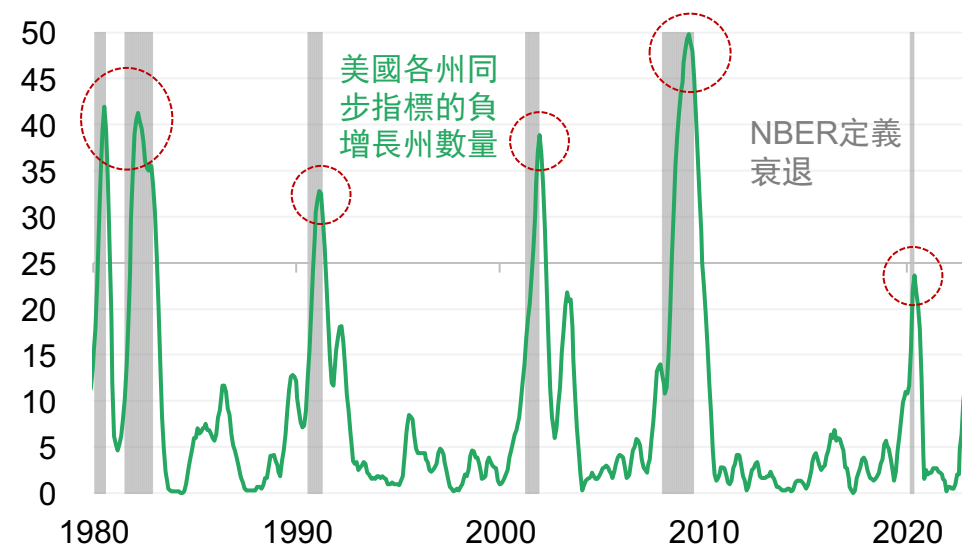
美元 美國景氣漸露疲態，聯準會利差優勢鈍化，美元走勢將較去年趨弱

美國景氣現況：根據費城聯邦儲備銀行統計各州景氣同步指標，顯示負增長的州數量正持續上升趨勢。對照NBER所統計的衰退紀錄，透露2023年美國經濟衰退的風險持續處在上升趨勢。

美元指數：美元受11月以來風險氣氛回揚、通膨降溫所壓抑，但就風險氣氛而言，今年Q1仍免不了劇烈震盪，當股市回落時，避險情緒仍將給予美元指數支撐。全年而言，美國景氣已漸露疲態，聯準會激進升息的政策節奏不再，**美元走勢將較去年趨弱**。另方面，台幣目前仍受惠出口商拋匯所支撐，但基本面逆風、台灣升息步伐受限下，當風險氣氛有所轉向，**台幣將易貶難升，因此若有換匯需求，可趁早進行**。

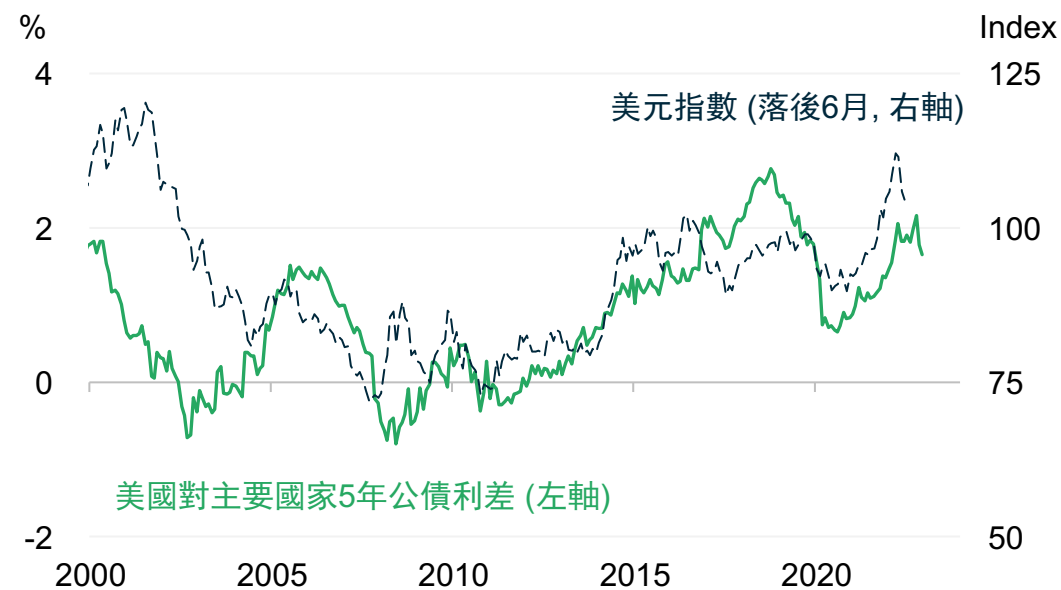
美國各州景氣漸露疲態，負增長州數持續升勢

月比負增長的州數量



資料來源：費城聯邦準備銀行。

景氣影響，利差優勢鈍化，美元走勢將較去年趨弱



註：主要國家包括德、日、英、加、澳。

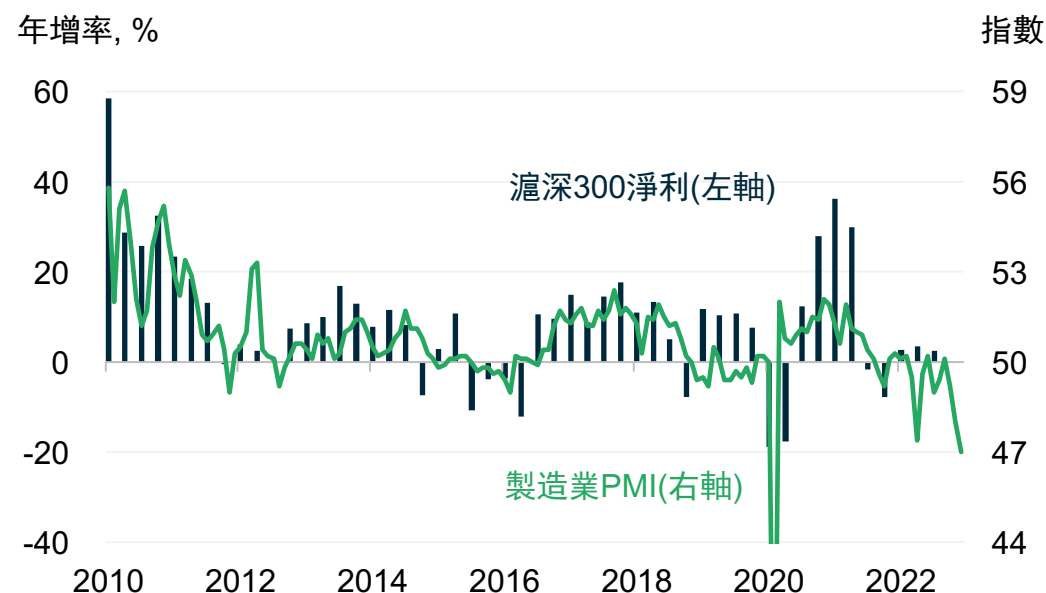
資料來源：Bloomberg。

中國 經濟短期仍受疫情衝擊，但政策支持與出行改善有助A股加速打底

自去年12月下旬中國解封政策陸續宣布後，各省先後面臨疫情高峰，觀察元旦檔期電影票房年減約5成，餐飲業的表現也仍在谷底，顯示各地疫情達峰進度不一，整體消費活動尚未全面復甦。企業信心亦有待提振，反映於12月製造業PMI自48走弱至47，非製造業PMI跌破4月上海封控時低點，生產與訂單需求皆延續下行，短期經濟數據仍顯低迷。

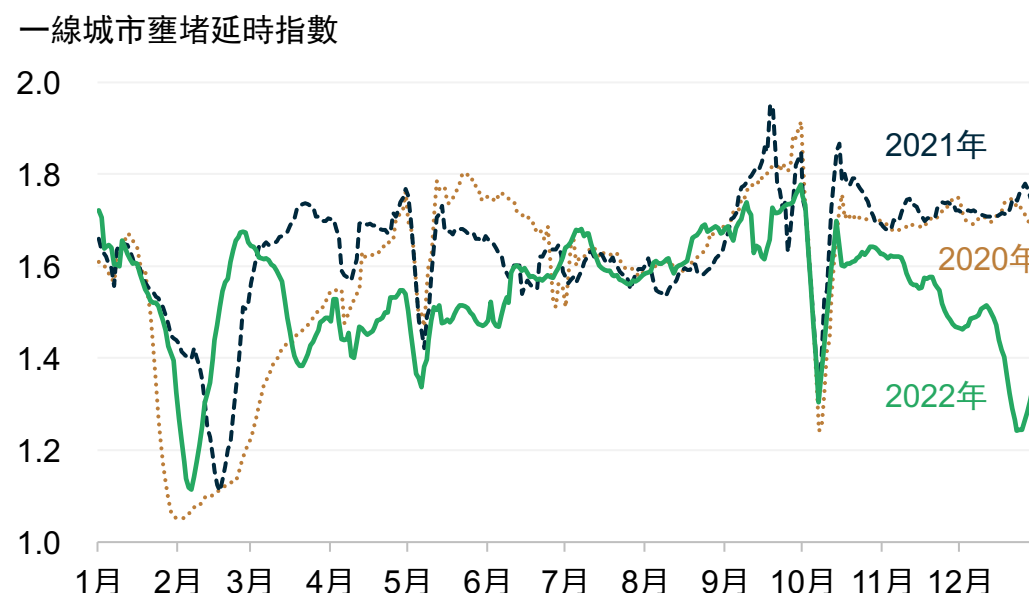
然而，出行數據已有明顯回穩，北上廣深等一線城市壅堵延時指數觸底回彈，房地產也持續釋出正面政策，央行與住建部宣布首套房貸利率政策動態調整機制，加強提振住房需求。**股市方面，受到海外衰退預期與企業獲利落底影響，預期A股短線處於打底期間，後續有望隨經濟修復而緩步走升。**

製造業PMI延續下行，企業信心仍未回穩



資料來源：Wind。

2022/12下旬解封後，人流移動已有明顯改善



註：一線城市取北上廣深平均值，該指數越高表示路上車流越多。

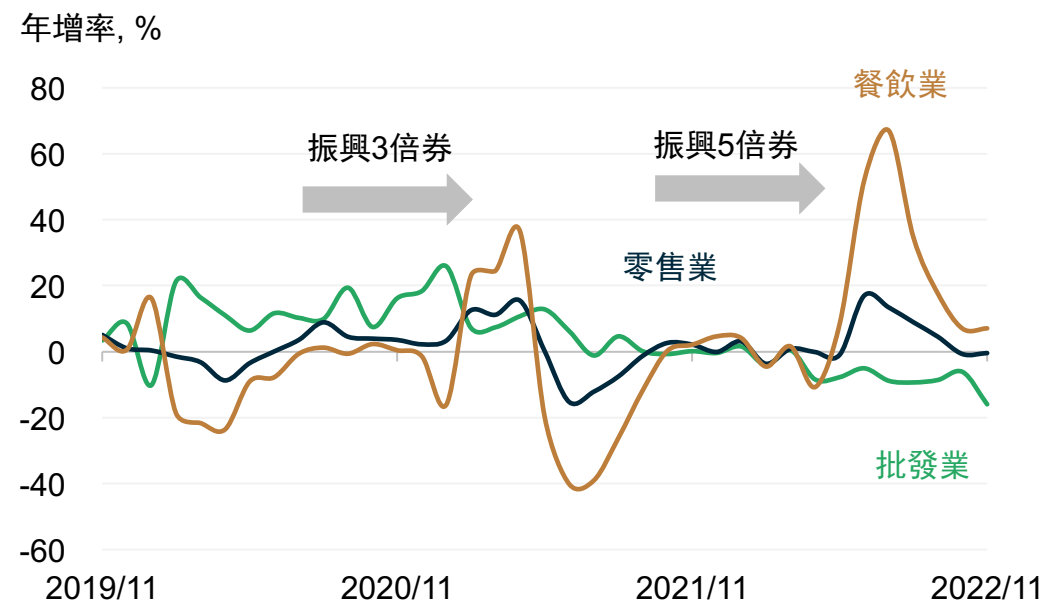
資料來源：Wind。

台灣 6千元現金紅包有望提振內需, 且應不至於推升通膨

行政院宣布將由超額稅收4500億元中提撥1400億元, 對全民發放每人6千元現金, 與國民共享經濟成果。根據主計總處預估, 2022年經濟成長率由8月3.76%下調至3.06%, 勉強「保3」, 2023年將降至2.75%, 此時宣布普發現金, 將有助內需消費, 提振上半年經濟動能。

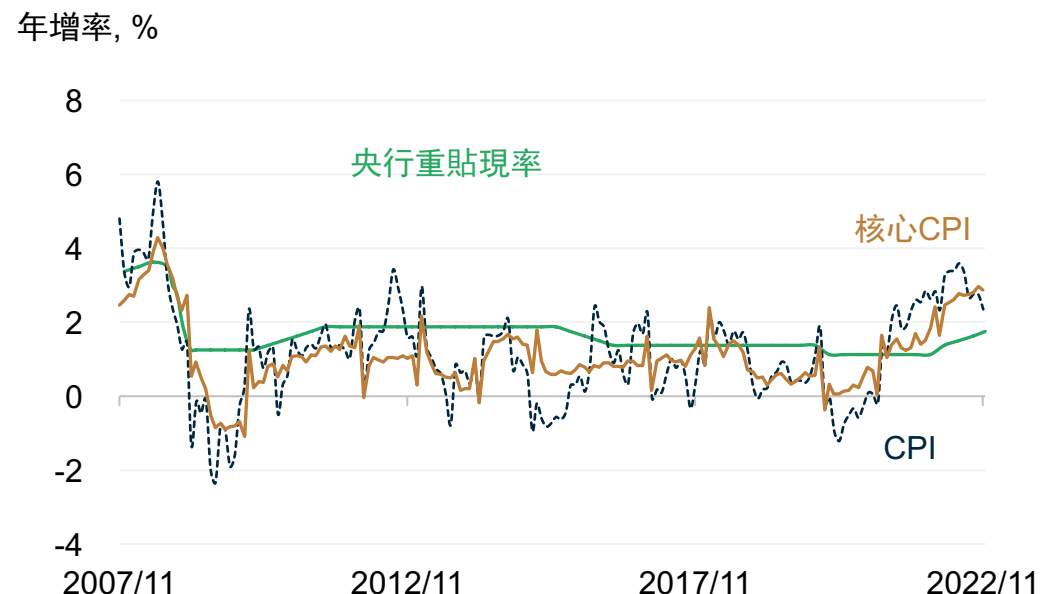
另一方面, 台灣通膨雖隨油價自高檔反轉向下, 不過不含食物、能源的核心通膨仍處於2008年以來高位, 此時普發現金, 是否會步歐美大規模財政政策後塵, 刺激通膨進一步走高? 我們認為機率不高, 原因有二: **1)台灣受輸入型通膨影響較大, 由於原物料價格走低, 且去年基期高, 主計總處預估輸入型通膨將自今年Q2轉為負值;** **2)央行升息幅度雖遠低於國際, 但全球主要央行升息的效應也同樣對台灣帶來緊縮的效果。**兩者都有利於今年通膨回落至2%以內, 在全球經濟成長放緩影響台灣之際, 央行對於持續升息的態度將軟化許多。

政院發放6千元有望提振內需



資料來源：經濟部。

CPI自高檔回落, 央行升息有望告一段落



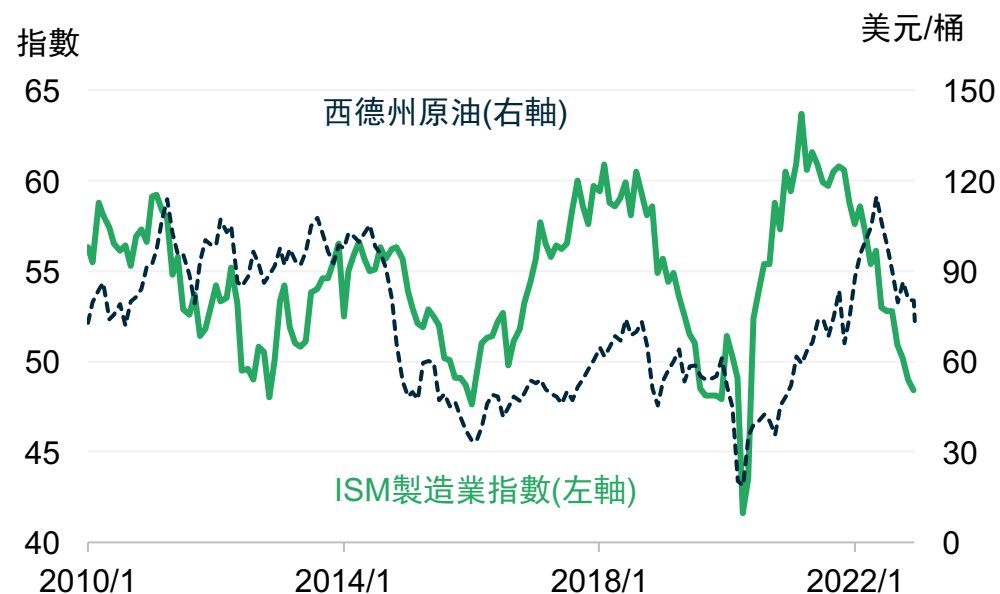
資料來源：Bloomberg。

能源 景氣下滑壓力與庫存偏低相互拉扯，油價偏盤整格局

美國12月ISM製造業指數進一步下滑，創2020/5以來新低，且連續2個月萎縮，呼應全球景氣進一步放緩。另外，中國防疫政策轉向，但確診人數飆升，導致美日歐相繼提出管控措施，都對油價構成壓力。

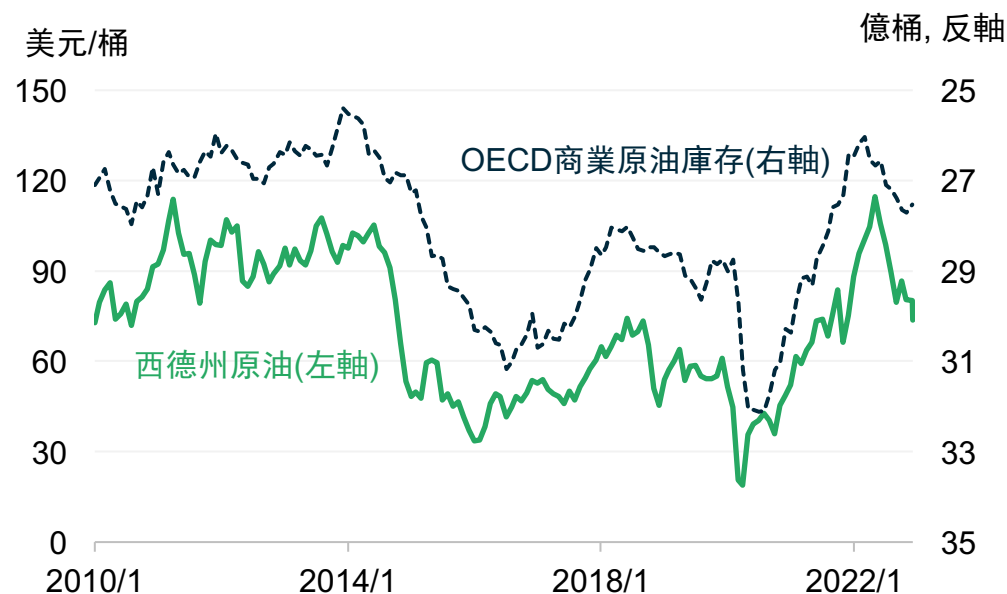
不過，自2015年巴黎氣候協議以來，主要油商對資本支出都相當謹慎，使得產量並未大幅提高，同時原油庫存也都保持低位，預期油價下檔有撐，研判油價維持區間格局。

景氣下滑壓力，油價上方有壓



資料來源：Bloomberg。

庫存偏低，提供油價支撐



資料來源：Bloomberg。

Jan 2023

9	Monday	10	Tuesday	11	Wednesday	12	Thursday	13	Friday
歐元區Sentix投資者信心 歐元區失業率 德國工業生產 中國CPI 日本休市		中國工業生產 中國零售銷售		日本景氣動向領先指標		美國初領失業金人數 美國CPI		美國密大消費者信心 歐元區工業生產 英國工業生產 德國GDP 中國GDP	

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