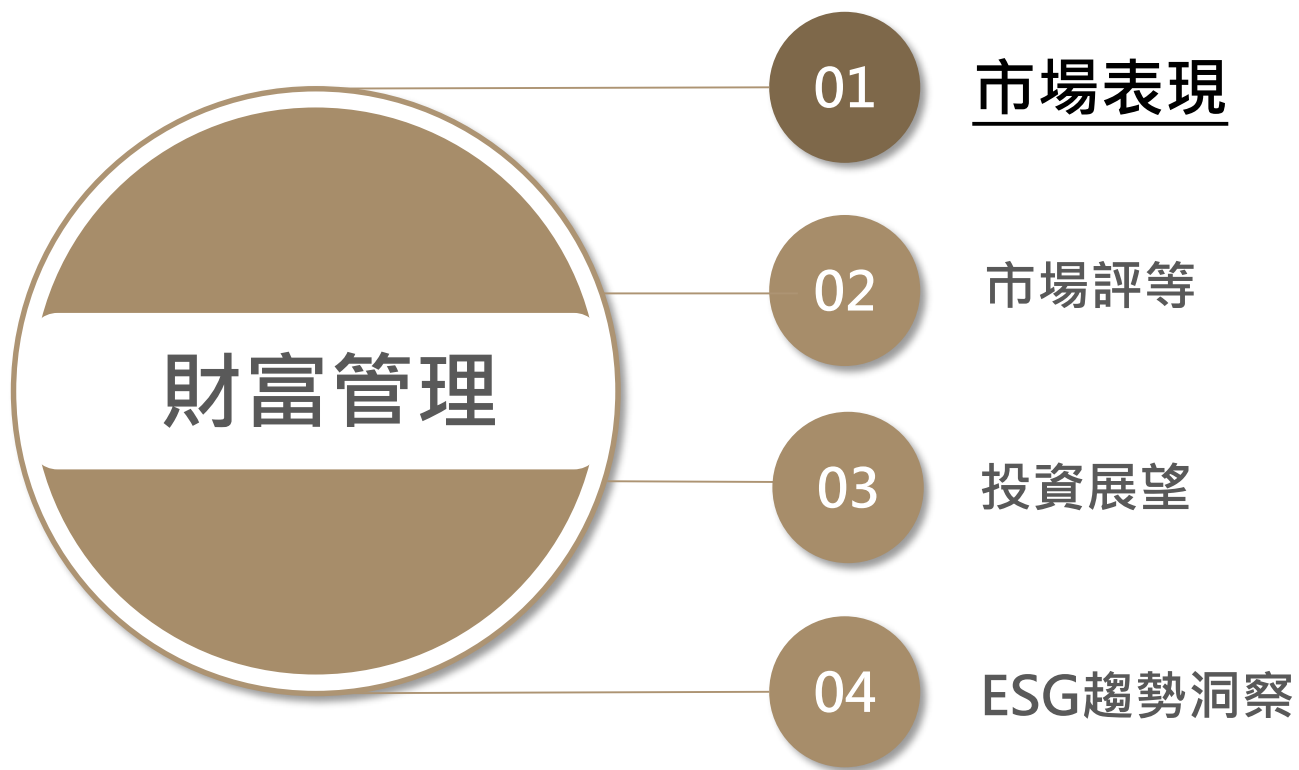




# 寰宇金融 週報

■ 2022年11月4日



# 市場表現

區域	指數	日期	收盤價	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)	1Y High	1Y Low
股票	MSCI全球	2022/11/3	7554.2	-3.62	-1.68	-10.27	-13.12	-22.26	-22.57	9,805.7	7,244.1
	MSCI新興市場	2022/11/3	435.8	1.83	-3.61	-12.91	-17.51	-30.19	-28.35	635.3	426.5
債券	彭博巴克萊美國公債及投資債指數	2022/11/2	2294.7	-0.95	-2.41	-8.03	-6.73	-16.17	-16.43	2,767.6	2,274.6
	彭博巴克萊全球高收債指數	2022/11/2	475.1	-0.46	-0.34	-5.20	-7.03	-15.11	-15.18	562.1	467.2
	彭博巴克萊新興美元債指數	2022/11/2	996.0	-0.53	-1.70	-7.37	-8.94	-21.23	-21.38	1,272.7	981.5
成熟市場	美國	2022/11/3	3719.9	-2.30	1.13	-10.48	-10.91	-20.18	-21.95	4,818.6	3,491.6
	歐洲	2022/11/3	409.6	-0.16	1.62	-6.72	-7.21	-15.24	-16.04	495.5	379.7
	日本	2022/11/2	1940.5	1.83	5.03	0.50	2.22	-4.49	-2.60	2,062.8	1,755.1
新興市場	中國A	2022/11/3	3647.9	0.46	-4.13	-11.06	-9.17	-25.08	-26.16	5,143.8	3,496.0
	中國H	2022/11/3	50.3	4.14	-12.30	-24.96	-26.95	-45.42	-40.37	94.8	47.4
	印度	2022/11/3	18052.7	1.78	4.51	3.86	8.25	0.76	4.03	18,350.9	15,183.4
	巴西	2022/11/3	116896.4	3.66	6.23	13.09	9.62	10.75	11.52	121,628.2	95,266.9
	越南	2022/11/3	1019.8	-0.80	-5.41	-18.69	-24.38	-29.59	-31.93	1,536.5	962.5
	台灣	2022/11/3	12986.6	0.47	-4.35	-11.67	-21.61	-23.96	-28.72	18,619.6	12,629.5
	南韓	2022/11/3	2328.0	2.63	5.37	-5.87	-13.06	-21.96	-21.82	3,043.8	2,134.8
	印尼	2022/11/3	7034.6	-0.81	-0.53	-0.32	-2.69	6.80	6.88	7,377.5	6,484.6
產業	泰國	2022/11/3	1625.6	1.45	3.02	1.68	-1.61	-0.04	-1.93	1,718.6	1,517.5
	科技	2022/11/3	2080.3	-4.28	-3.03	-18.97	-17.49	-27.64	-31.91	3,113.1	1,980.7
	健護	2022/11/3	1514.7	-0.49	5.08	-1.58	0.10	-3.94	-7.86	1,672.3	1,379.9
	生技	2022/11/3	4083.7	2.74	6.85	1.73	6.58	-21.42	-13.64	5,198.7	3,323.4
	能源	2022/11/3	694.9	2.02	18.90	22.54	16.43	59.76	64.39	706.0	394.0
	黃金	2022/11/3	1336.4	-10.59	-13.00	-14.70	-40.04	-32.37	-35.28	2,549.1	1,326.8
其他	礦業	2022/11/3	300.6	-2.00	-5.31	-6.42	-25.21	-17.18	-21.62	465.7	281.1
	VIX	2022/11/3	25.3	-7.63	-15.95	15.26	-13.50	67.55	46.92	38.9	14.7



## 市場評等-核心

資產類別	殖利率	投資評等			殖利率區間	市場評論				
		期間(Month)	賣出	中性			買進			
債券	美國10年期公債	4.1637%	3M		■		4.05~4.6%	市場原先多數預期終端會落在5.00%，然而鮑威爾記者會談話比預期中的鷹派，將推遲升息循環結束的時間點，近期資金面緊縮壓力恐不得緩解，加劇債市波動度、流動性問題，維持短期對美國公債中性偏空評等。		
			6M			■			4.1~4.3%	
	投等公司債指數	6%	3M		■		5.5-6.7%		在強勢美元下，也不利海外投資者參與美債市場，恐不利於投等債市表現，短期上維持中性偏空評等。三個月利差間在145-170bp，六個月利差區間在150-160bps。	
			6M			■	5.0-6.2%			
	高收益公司債指數	9.22%	3M		■		8.8-10.8%			目前來說並未看到財務基本面的嚴重惡化，但考慮到潛在加長的升息週期以及其隱含的衰退風險加劇，利差仍有可能對金融狀況顯著收緊做出更多反應，短期上維持中性偏空評等。三個月利差間在480-580b，六個月利差區間在550-650bps。
			6M			■	8.5-10.0%			
	新興美元債指數	8.56%	3M		■		8.0~9.0%	聯準會超出預期的延長升息週期勢必對新興市場形成挑戰，短期上恐加劇匯市、債市的波動性，並不於資金流入新興市場，故維持對新興債短期為中性偏空評等。三個月利差間在386bp~447bp，六個月利差區間在375bp~426bp。		
			6M			■	7.7~8.3%			

## FOMC言論鷹派

11月FOMC會後談話，主席Powell表示終端利率可能比原先預期更高，並且現在思考暫停升息還言之過早，資金面、基本面不利美股，預期維持震盪格局，保守操作為宜。



# 市場評等-衛星

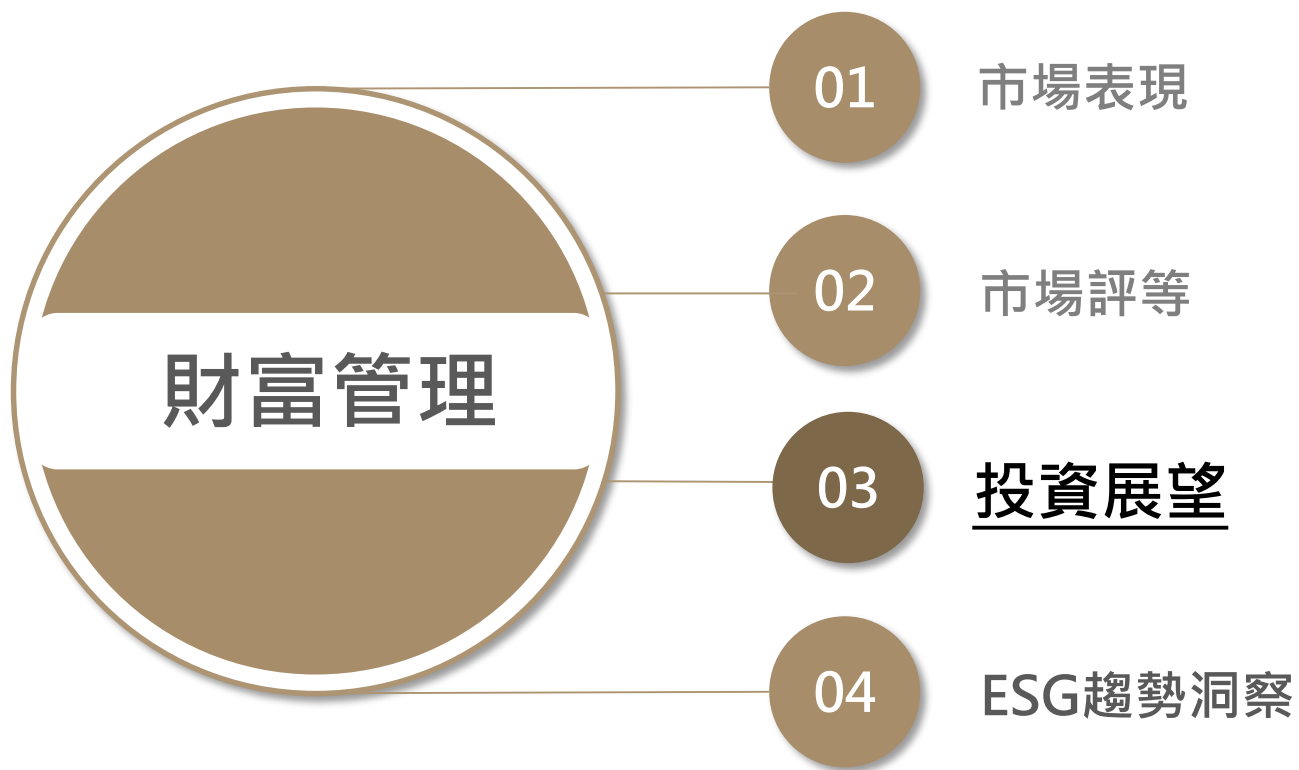
投資標的	觀察指數	目前指數	P/E	估值(近10年)	期間(Month)	投資評等			指數區間	市場評論
						買進	中性	賣出		
成熟市場	美國	S&P 500	3720	16.0	49	3M			3450~3850	<p>鷹派太強再次澆熄市場對Fed Pivot的期待，Q3財報顯示企業營運展望普遍保守，目前仍有基本面與資金面利空待消化，建議保守操作，維持S&amp;P500指數中性評等；中期隨著終端利率見頂與階段性獲利修正完成，給予買進評等。</p> <p>歐股財報與GDP表現優於預期顯著改善市場避險情緒，但當前經濟已趨於衰退，且利率、通膨尚未見頂等因素亦不利股市表現，故短、中長期維持歐股賣出評等。</p> <p>內需經濟持續轉強，但亦有跡象顯示通膨開始壓抑消費，且中、美兩國的經濟衰退風險持續壓抑市場情緒，故短期維持中性評等；中期則預期受益於美股回彈、內需成長，給予買入評等。</p>
						6M			3600~4300	
	歐洲	Stoxx 600	410	11.2	20	3M			370~405	
						6M			360~410	
	日本	Topix	1940	12.1	14	3M			1830~2010	
						6M			1920~2100	
新興市場	中國	CSI300	3648	10.6	26	3M			3500~4050	<p>本週受疫情政策有望逐步鬆綁等傳聞鼓舞，市場整體風險情緒改善，但外資依舊持續大幅流出，內外資走向分歧，短線維持中性看法；中長期上因經濟、房地產持續下行等因素，目前是繼續保持觀望中性態度。</p> <p>經濟持續成長且通膨風險有緩解跡象，故短期上調為買進評等；中期預期經濟表現將繼續優於其他市場，但因當前價格已逐漸接近目標區間(潛在漲幅不足10%)，改為中性評等。</p> <p>盧拉(左派)於30日當選巴西總統，其政見傾向環境保護與社會福利，由於其經濟政策具體方向、細節與資金來源仍未宣布，因此短、中長期仍維持中性評等。此外，因政治風險緩解，我們微幅上調3個月目標區間。</p> <p>美國市場在跌深後，期中選舉前瀰漫偏多氣氛，台股受到帶動，會繼續上攻，但僅為短線行情，小心爆量獲利回吐，短期維持台股中性評等。</p>
						6M			3500~4100	
	印度	NIFTY	18053	19.6	87	3M			17300~19300	
						6M			17500~19600	
	巴西	Bovespa	116896	7.1	4	3M			112000~121000	
						6M			112000~122000	
	台灣	TAIEX	12987	10.4	3	3M			13000~14500	
						6M			13400~14000	
產業	科技	S&P 500 Tech	2080	19.1	76	3M			1950~2250	<p>FAANMG業績疲軟，削弱市場對科技的信心，同時Fed終端利率落點還在上升與經濟衰退預期加深，企業EPS下修態勢迄今未止，關注市場是否對業績數據及財測的利空鈍化，維持科技股中性評等。</p> <p>隨著疫情緩解，未來新冠檢測銷售將日漸減少，成長動能放緩，避險情緒支撐，但考量疫苗過剩以及拜登降低通膨法案的衝擊，維持中性評等。</p> <p>安進與吉利德等大型生技股Q3財報優於預期且上調全年財測，帶動指數反彈，考量生技股估值有所回落且業績展望改善，將3個月看法由賣出調升至中性評等。</p> <p>全球油市供應緊俏可望抵銷需求疲軟的影響，油價料迎而上；美國能源股業績捷報如期而至，目前油價高企亦有利於提高石油公司獲利能见度，惟須留意來自政府的潛在稅務課徵問題，維持短中期買進評等。</p> <p>Barrick Gold及Newmont等金礦股業績黯淡，受到黃金避險需求失色、成本攀升與供應鏈問題影響；在全球景氣走弱、中國清零政策與強勢美元等多重利空下，短期礦業前景仍不容樂觀，維持中性評等。</p>
						6M			1950~2300	
	健護	S&P 500 Healthcare	1515	16.3	75	3M			1480~1580	
						6M			1450~1650	
	生技	NBI	4084	247.1	100	3M			3800~4200	
						6M			3600~4300	
	能源	S&P 500 Energy	695	P/B 2.3	99	3M			600~700	
						6M			560~720	
	礦業	MSCI ACWI Metals & Mining	301	P/B 1.3	44	3M			280~315	
						6M			280~330	



買進：未來3個月預期報酬率逾正5%，未來6個月預期報酬率逾正10%

中性：未來3個月預期報酬率在正負5%範圍之內，未來6個月預期報酬率在正負10%範圍之內

賣出：未來3個月預期報酬率逾負5%，未來6個月預期報酬率逾負10%



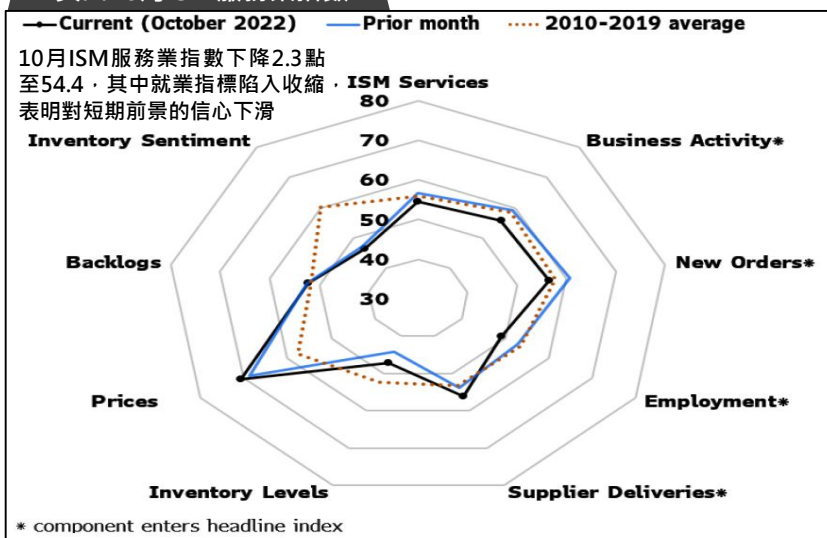
## 鷹浪太強打壓信心，維持中性評等

- 結論：**11月FOMC會後聲明雖暗示即將放緩升息，然Fed主席Powell表示終端利率可能更高且暫停升息還言之過早，鷹浪太強再次澆熄市場對Fed Pivot的期待。美股Q3財報大多優於預期，儘管期中選舉前偏多氣氛或出現短彈行情，但企業營運展望普遍保守，在聯準會刻意引導經濟下行下，未來獲利將因成長預期下修而遭下調，而隨著金融環境收緊，基本面與資金面利空仍待消化，建議保守操作，維持S&P500指數中性評等，短期目標區間看3450-3850點。
- 央行方面：**11月FOMC會議委員會全數同意將政策利率調升3碼，連續四度升息3碼，政策利率升至3.75%~4.00%，符合預期，維持每月縮表950億美元的步調。展望未來，由於Fed明確傳遞即將放緩升息的訊息，H.V.維持12月升息2碼的預估，同時將明年2月的升息幅度從1碼上修到2碼，並新增明年3月再升息1碼的預估，預期終端利率水準將來到5.00%~5.25%，值得注意的是，只要通膨沒有穩定地走在下降軌道上，未來利率水平都還有再次上修的可能性。
- 企業方面：**彭博統計至11/3止，S&P 500指數成分股中已有84%公布CY Q3/22財報，營收與獲利分別成長11.7%、3.2%，其中70%獲利、57%營收表現優於預期，市場對Q3最終獲利成長預估則上修至3.81%。由於Fed終端利率落點還在上升與經濟衰退預期加深，企業EPS下修態勢迄今未止，而FAANMG業績疲軟，更削弱市場對科技股的信心。

S&P 500 指數日K線



美國10月ISM服務業指數



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

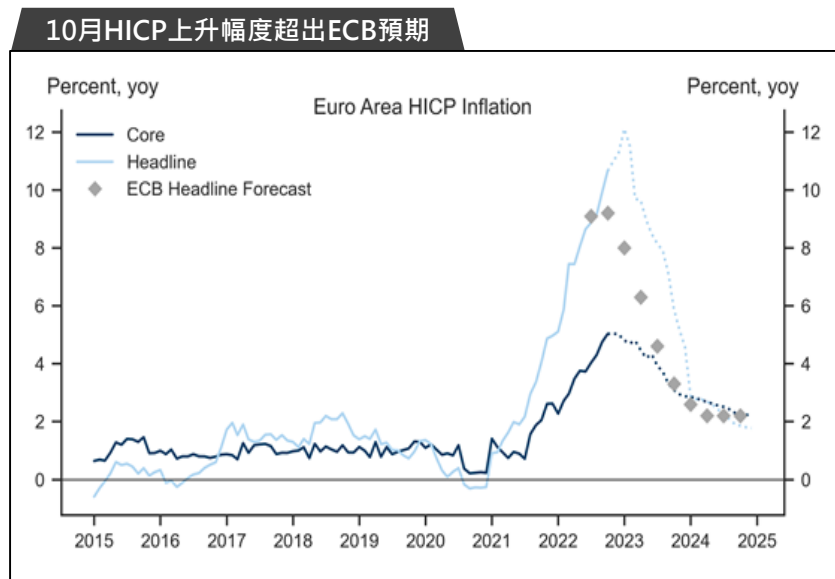


## 經濟前景仍趨於下行，維持賣出評等

- 結論**：歐股財報與GDP表現優於預期顯著改善市場避險情緒，不過我們認為經濟表現良好的部分原因可歸咎於ECB於7月才展開升息循環，利率上升的影響尚未完全體現，故仍維持賣出評等，3個月指數區間預估在370~405點。
- 景氣面**：(1) 歐元區Q3 GDP初值QoQ由0.8%→0.2%(高於預期0.1%)，10月HICP初值由9.9%→10.7%(高於預期10.3%)，10月消費者信心指數為-27.6(同前值)，9月失業率為6.6%(符合預期)，10月製造業PMI由48.4→46.4(低於預期46.6)，服務業PMI為(於預期48.2)，綜合PMI為(於預期47.1)。(2) 德、法、英10月製造業PMI分別由47.8→45.1(低於預期45.7)、47.7→47.2(低於預期47.4)、48.4→46.2(低於預期45.8)。歐元區、德、法、西的Q3 GDP表現優於預期，在通膨衝擊下均保持正成長，但隨著通膨持續升溫以及利率的滯後影響逐漸發酵，未來經濟前景不容樂觀。
- 企業獲利面**：根據Bloomberg統計，截止至3日，STOXX 600中已公布公司營收為266家，其中營收優於預期比例為71.6%，驚奇比例為1.13%；EPS優於預期比例為53.43%，驚奇比例為6.27%。(1) 奧地利能源集團OMV與英國BP受惠於高漲的能源價格，財報優於預期。(2) 法國製藥廠賽諾菲因市場對於其產品的強勁需求，上調全年財測，且Q3的EBIT同比上漲26.5%，高於分析師預期。(3) 大眾汽車受困於供應鏈瓶頸與成本上升問題，下調今年的車輛交付輛至2021年水平。



Source : Bloomberg · Goldman Sachs · 永豐投顧整理



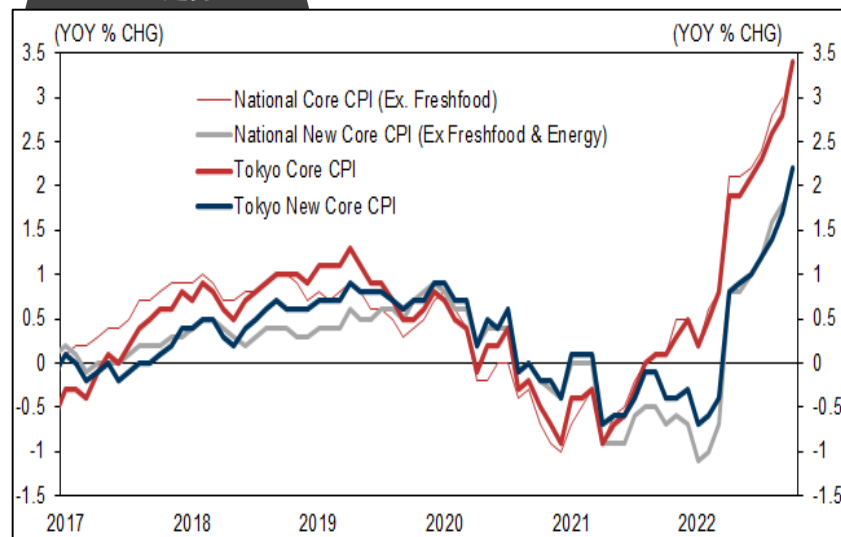
## 海外經濟衰退風險壓抑股市表現，維持中性評等

- **結論**：新經濟政策集中在降低通膨衝擊問題上，短期內不會對股市有顯著影響，而國內經濟呈現溫和復甦，當前已公布財報普遍表現優異，主要風險仍來在海外經濟的不確定性，維持日股中性評等，3個月指數區間預估在1830~2010點。
- **景氣面**：(1) 9月零售銷售受產品價格上漲影響，同比增長4.5%(高於預期4.1%)，達到自Covid-19以來的新高。(2) 9月失業率為2.6%(仍處於自3月以來2.5%~2.6%水準)，求職求才比為1.34倍(高於預期1.33)，勞動力市場持續趨緊。(3) 10月消費者信心為29.9(低於預期30.5)，為2021年以來新低，消費者的未來一年通脹預期升至5%高位，壓抑消費信心。(4) 10月製造業PMI由50.8→50.7，服務業PMI由52.2 → 53.2。(5) 9月工業生產環比下降-1.6%(低於預期-0.8%)，為4個月以來首次減速。(6) 10月東京Core CPI為3.4%(高於預期3.1%)，東京New Core CPI為2.2%(高於預期2%)，通膨持續升溫，其中食品價格仍是上漲貢獻主力。
- **政策面**：日本宣布追加29.1兆日元的預算(總額達39兆)，金額佔GDP達5.4%，主要為降低通膨衝擊(31%)、利用日幣貶值(12%)與加速新資本主義政策內容(17%)，日本政府估計將促使GDP增長4.6%，並壓抑通膨1.2%。
- **財報面**：高盛上調TOPIX Q3的獲利成長預估，由13% → 19%，而截止至3日，根據Bloomberg統計，TOPIX指數中已公布財報為804家，其中營收優於預期比例為63%，驚奇比例為4.93%。

Topix指數



CPI趨勢



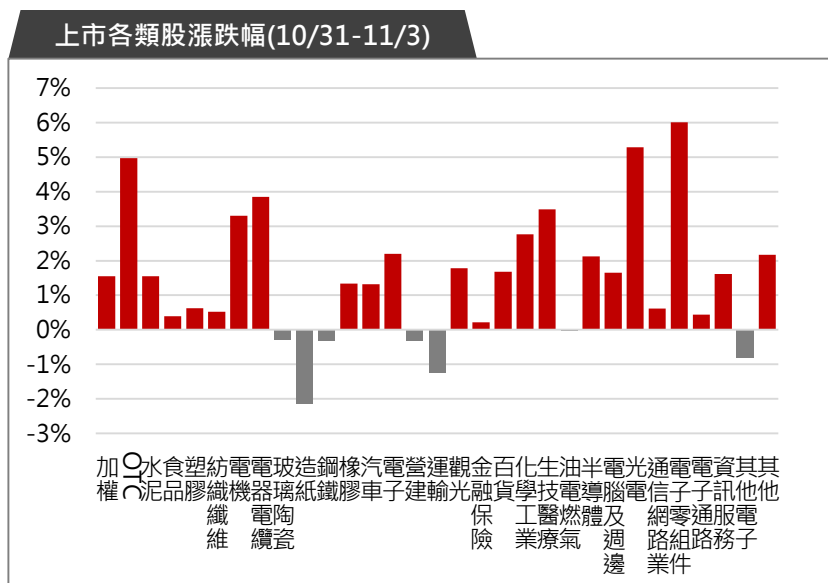
Source : Goldman Sachs · Bloomberg · 永豐投顧整理

## 期待放慢升息，台股驚驚漲，維持中性評等

- 隨著美股持續反彈，台股也逐步推進，但11月FOMC會議驚醒市場的過度樂觀，FED仍然把壓制通膨放在首位，還無意放慢升息，台股突破月線後迅速拉回，維持量縮盤底的格局。
- 從走勢看，台股短線轉強，已挑戰月線成功，儘管過線拉回，底部已經確立。週KD低檔交叉，醞釀上攻。基本上台股落後美股甚多，有補漲空間。
- 類股方面，半導體震盪築底，利空消息鈍化。電子零組件大漲，國巨減資完成又繼續併購，帶動族群轉強。航運股下跌，運價回檔成定局，貨櫃；散裝、航空都跌。
- 綜合而言，美國市場在跌深後，期中選舉前瀰漫偏多氣氛，台股受到帶動，會繼續上攻，但僅為短線行情，小心爆量獲利回吐，本週指數看12800點至13500點，維持台股中性評等。



Source : Bloomberg · CMoney · 永豐投顧整理



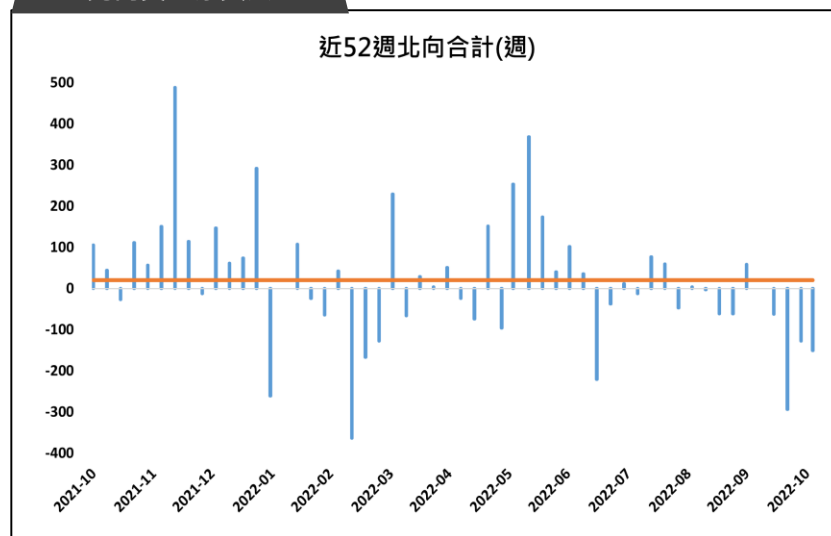
## 內外資分歧，維持中性評等

- 結論:**本週受疫情政策有望逐步鬆綁等傳聞鼓舞，市場整體風險情緒改善，但外資依舊持續大幅流出，內外資走向分歧，短線維持中性看法；中長期上因經濟、房地產持續下行等因素，目前是繼續保持觀望中性態度。
- 資金流向:**滬深300指數近一週上漲6.11%，近5日北向資金共淨賣出達128.15億人民幣，近30日則淨賣出達557.61億人民幣。近一週北向資金淨買入前三行業為電力設備及新能源、家電、交通運輸，淨賣出前三行業為食品飲料、醫藥、有色金屬。
- 經濟數據:**中國官方10月製造業PMI指數由50.1→49.2，低於市場預期的50，製造業景氣重回收縮區間；官方非製造業PMI指數由50.6→49.2，低於市場預期的50.2；綜合PMI指數由50.9→49。整體而言經濟動能下滑，但水平仍未達擴張區間。從製造業各分項來看，生產需求兩端雙雙走弱，生產指數由51.5→49.6，主要是受到10月多處疫情以及需求疲弱影響，新訂單指數由49.8→48.1，已連續四個月位於收縮區間；進出口方面，新出口訂單指數由47→47.6，整體衰退態勢有所放緩，進口指數則由48.1→47.9；價格方面，出廠價格由48.7→47.1，主要原材料購進價格由51.3→53.3，原材料購進價格進一步擴張顯示企業端成本壓力有所反覆，庫存方面，產成品去庫存節奏繼續放緩。

滬深300 指數



北向資金淨買入



Source: Wind, Bloomberg, 永豐投顧整理

## 通膨風險出現緩解跡象，上調為買進評等

- 結論：**經濟保持溫和成長且通膨有望持續降溫，但為避免盧比續貶，預期RBI將繼續小幅升息，於明年2月達到6.5%終端利率。由於通膨風險緩解且經濟相對其他市場表現良好，將上調印度為買進評等，3個月指數區間17300~19300點。
- 景氣面：**(1) 10月製造業PMI由55.1→55.3(高於預期54.9)，服務業PMI由54.3 →55.1 (高於預期54.6)，兩者均連續15個月處於擴張。(2)印度汽車產業維持火熱，兩輪車、乘用車與商用車(佔車輛市場95%)10月銷售分別同比上漲47%、39%與22%。儘管印度製造業因海外經濟放緩及高利率而面臨逆風，但仍保持溫和增長，服務業則持續成長。另外，高盛預估2022年EPS全年增長15%，2023年增長14%。
- 資金面：**截止至10/28，本週外資單周淨買入4千萬美元，YTD為-230億美元；本土機構於本週則淨賣出8千萬美元，YTD達338億美元。匯率方面，由於RBI頻繁入場干預，外匯儲備降至5240億美元(YTD達-1100億)，不過本週Powell的鷹派聲明使美印10年期公債利差再次擴大，美元兌盧比逼近83大關。
- 估值面：**Nifty當前交易19.6倍Forward P/E，位於近10年歷史百分位第82.6百分位數；股債風險溢價為-2.37%，位於歷史近五年第11百分位數，持續擴大的負風險溢酬與高位市價並不利於股市表現。



IPI、WPI細項顯示通膨正逐漸降溫

	% MoM, Annualized	2021												2022								
		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep
Input Inflation	Gasoline <sup>1</sup>	17.6	48.6	28.4	-7.3	22.1	50.1	58.4	2.9	-8.6	45.9	-5.3	-3.2	-1.1	0.0	14.0	99.5	-27	-65	-7.6	-7.0	0.0
	Truck Freight <sup>2</sup>	19.2	43.9	36.4	4.7	1.8	9.1	19.9	2.6	6.2	2.3	0.0	3.9	6.5	4.3	3.2	10.1	5.7	0.1	-2.4	0.0	1.9
	Agricultural Costs <sup>3</sup>	7.8	5.6	3.2	8.8	3.5	-2.9	14.9	18.8	16.0	13.3	29.7	16.0	19.0	8.4	13.5	19.3	37.3	28.2	12.9	-10	15.2
	Manufacturing <sup>4</sup>	41.1	26.5	29.8	15.6	15.4	16.0	19.1	11.9	15.2	52.6	37.2	-11	22.5	24.8	60.9	34.0	40.1	-1.5	-11	-30	-13
Rural Wages <sup>5</sup>	7.9	8.5	10.8	4.3	2.0	2.7	6.0	3.0	5.6	0.0	1.6	4.3	2.9	11.4	6.8	6.1	2.9	5.4	7.6	4.7		
WPI Inflation	Headline	10.5	15.2	16.9	19.4	8.2	7.2	11.7	10.7	10.6	28.8	25.6	-3.3	4.2	12.5	29.7	27.4	21.3	3.1	-11	-7.0	-7.8
	Manufactured Goods	19.5	6.7	18.1	18.8	14.8	0.9	6.4	8.2	7.2	17.0	6.2	-0.9	6.2	14.9	29.4	20.2	2.5	-9.1	-5.8	0.0	-5.9
	Food	-22	12.6	3.9	38.2	0.0	-0.8	5.3	5.3	15.0	34.1	28.1	-9.8	-21	2.9	10.8	36.4	15.9	12.3	-22	12.4	-5.5
CPI Inflation	Headline	-7.6	2.3	1.5	7.7	19.8	6.7	8.9	3.0	2.2	16.9	8.7	-3.6	-3.6	2.9	11.6	17.2	11.3	6.3	5.6	6.2	6.9
	Core <sup>6</sup>	6.0	3.8	1.0	6.5	16.9	0.0	6.4	4.8	2.6	6.4	4.4	3.9	6.9	6.3	5.7	10.3	7.0	3.4	7.1	6.3	5.9
	Food	-25	-5.3	-1.5	10.0	20.5	14.2	10.3	-0.7	0.7	27.1	14.3	-11	-13	-1.4	15.9	17.1	17.6	11.1	0.7	8.9	10.2
	Goods <sup>7</sup>	6.6	6.7	3.3	6.3	23.2	3.1	6.0	6.5	6.2	6.9	7.8	7.3	8.0	6.9	8.1	10.0	9.6	7.9	7.9	7.3	8.0
Services <sup>8</sup>	4.6	4.0	3.5	4.0	17.7	2.0	6.0	4.1	2.6	2.7	4.5	8.1	5.5	3.6	5.7	8.6	9.0	6.6	8.9	4.7	4.9	

Notes: Green color signals inflationary pressures abating, red signals rising inflation. 1. Average price in Mumbai, Delhi, Kolkata, Chennai. 2. Average truck freight rental from Delhi to 81 cities in India. 3. The index is composed of wholesale price index components used as inputs in agriculture. 4. The index includes WPI components used in manufacturing such as non-food primary goods, fuel and power, minerals, crude, metals, chemicals and machinery. 5. Average daily rural wage rate for men. 6. Core CPI inflation excludes food, household fuels, gasoline and diesel. 7. Consumer goods having a weight of 19.1% in the CPI basket. 8. Consumer services having a weight of 18.9% in CPI basket.

Source : Bloomberg · 永豐投顧整理



## 等待經濟政策發布，維持中性評等

- 結論：**在未來美、歐、中經濟前景並不樂觀的背景下，原物料需求持續放緩，且中國房地產的下行趨勢將使鐵礦砂價格難以回到疫情前高峰。國內方面，盧拉(左派)將面臨嚴峻的財政狀況以及偏向中右派的參、眾議院，工人黨將可能需要向中間派妥協以取得多數。此外，在經濟已出現衰退跡象下，由於盧拉的選前政見偏向環境保護與社會福利，因此其經濟政策將會是左右經濟前景的關鍵，短期內維持巴西中性評等，預估Bovespa指數區間3個月區間112000~121000點。
- 景氣面：**(1) 9月工業生產同比2.8%→0.4%(低於預期0.7%)，高利率的滯後影響逐漸浮現。(2) 10月製造業PMI由51.1→50.8，受外部需求放緩影響，新訂單、未完成訂單與產出指數均出現下滑。(3) 9月淨債務佔GDP由58.2%→58.3%(高於預期57.9%)，不利於盧拉後續的財政擴張政策。(4) 10月綜合商業信心指數由101.5→98.2，在歷經7~9月短暫的擴張後，製造業(95.7)、服務業(99.1)、零售業(98)均重返衰退區間，僅剩建築業(100.9)對未來前景抱有信心。
- 企業獲利面：**巴西石油3日公布財報，Q3營收同比上漲48%，超出市場預期，並且派發近85億美元股利(遭工人黨反對)。
- 評價面：**Bovespa當前交易7.13倍Forward P/E，位於近10年歷史百分位第5.5百分位數，股債風險溢價為2.12%，位於歷史近十年第94百分位數，表明股票相對於債券具吸引力。



Source : Goldman Sachs · Bloomberg · 永豐投顧整理

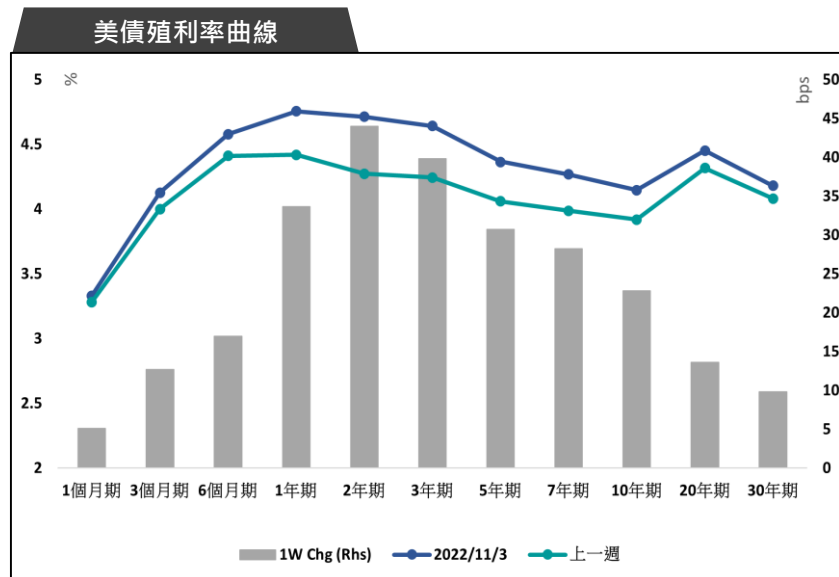
**PMI趨勢**

PMIs (50+ = Optimism)

	2019				2020				2021				2022									
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct
<b>Brazil</b>																						
<b>Composite</b>	52.7	49.3	52.0	51.5	46.9	31.7	51.6	54.4	47.9	49.4	54.8	52.4	50.9	53.5	56.6	58.5	58.0	59.4	55.3	53.2	51.9	
Input Prices	57.2	58.9	56.9	58.8	60.5	55.6	63.8	70.1	70.5	71.6	71.2	72.8	70.2	67.0	71.8	73.1	76.8	76.3	69.7	62.1	56.9	
Output Prices	51.6	52.3	52.2	52.9	52.8	48.9	53.4	57.4	58.5	60.4	60.5	61.0	58.5	58.0	62.8	63.4	65.1	66.5	63.3	57.6	53.6	
<b>Manufacturing</b>	53.0	50.9	51.9	51.8	50.6	42.0	62.6	64.1	55.9	54.1	54.9	50.4	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8
Input Prices	57.3	60.9	56.8	59.4	63.1	67.5	83.2	87.7	84.4	84.0	79.4	78.8	73.2	68.1	75.0	71.3	72.4	71.7	67.5	59.1	53.0	46.6
Output Prices	53.0	54.0	51.4	52.3	56.4	57.4	69.9	76.1	71.6	75.4	68.4	66.4	62.1	60.7	68.5	65.0	66.2	66.7	61.9	56.3	52.6	47.4
<b>Services</b>	52.3	48.6	51.8	51.0	45.9	30.3	47.4	51.4	46.1	48.4	54.7	54.0	52.8	54.7	58.1	60.6	58.6	60.8	55.8	53.9	51.9	
Input Prices	57.2	58.3	56.9	58.6	59.6	51.9	57.6	64.5	66.2	67.8	68.7	71.0	69.3	66.7	70.9	73.7	78.2	77.7	70.4	63.0	58.1	
Prices Charged	51.2	51.8	52.4	53.1	51.7	46.2	48.2	51.5	54.5	55.8	58.1	59.3	57.5	57.2	61.1	62.9	64.8	66.4	63.7	58.0	53.9	

## 殖利率上行，殖利率曲線倒掛，維持美公債中性評等

- 結論：**市場原先多數預期終端會落在5.00%，然而鮑威爾記者會談話比預期中的鷹派，將推遲升息循環結束的時間點，近期資金面緊縮壓力恐不得緩解，加劇債市波動度、流動性問題 (MOVE指數今年以來由77.1→148.42，美債流動性指數也由1.221→2.966)，維持短期對美國公債中性偏空評等。
- 本週回顧：**過去一週(10/28~11/3)美國2年期公債殖利率由4.41%→4.71%附近、美國10年期公債殖利率由4.01%→4.14%附近，2年期與10年期利差為-56.69bp，10-2、30-10等殖利率曲線皆持續倒掛。
- 貨幣政策：**由於近期數據顯示核心通膨黏性增強、就業市場強勁，9月JOLTS數據顯示，每位求職者平均對應1.9個職缺，比起8月平均1.7個大幅增加，並遠高於2019年底疫情開始前的1.15，即使就業數據本身具有落後性，11月會後記者會上鮑威爾提及當前「Jobs Opening」的重要性更甚以往，主要原因不外乎通膨黏性嚴重，薪資帶動的螺旋式通膨持續帶來壓力，Fed唯有透過控制需求端，讓失業率溫和走升，才能導引通膨預期回落2%。故投顧預估12月升息碼數為2碼、2月再升2碼、3月一碼，終端政策利率估計落在5.00%~5.25%。

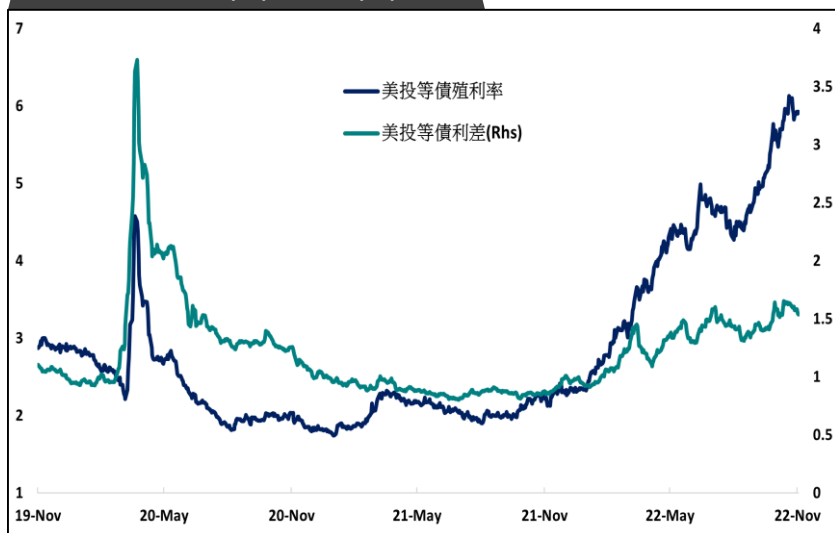


Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

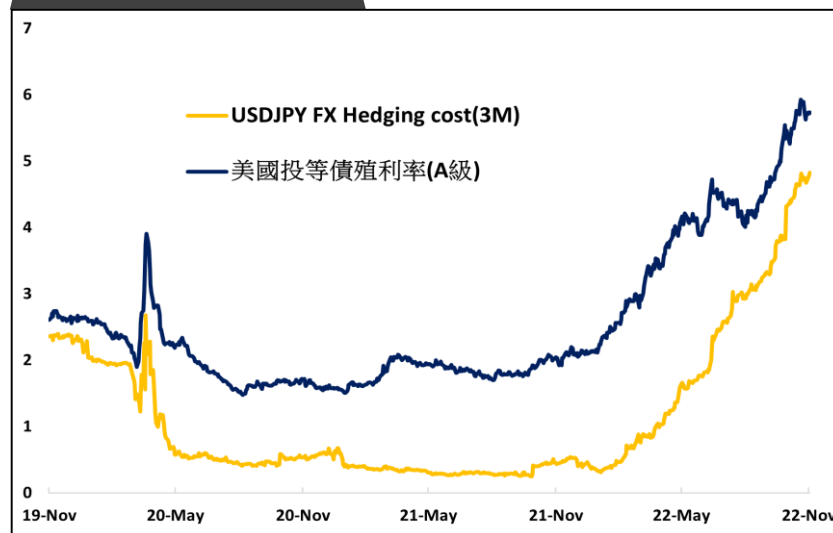
## 殖利率上行，利差縮窄，維持投資等級債中性評等

- 結論：**11/2的FOMC的會後談話比預期中的鷹派，並表明談論停止升息為時過早，恐澆熄近期回暖的風險偏好情緒，此外在強勢美元下，也不利海外投資者參與美債市場，日本作為美國公司債主要買家之一，現今美投等債殖利率恐怕無太多吸引力，其外匯對沖成本高達4.79%，當前A級投等債券殖利率為5.72%，兩者利差僅剩約0.93%，到了2023年甚至將轉為負值，恐不利於投等債市表現，短期上維持中性偏空評等；若中期來說，投等債價值面優勢已浮現，加上經濟下行週期，資金有望回流避險資產，建議中長期投資人可伺機逢低買進。
- 本週回顧：**截至週四，彭博巴克萊美國公司債券指數殖利率由5.87%→6.00%，位於歷史10年百分位99.8；利差由157bp→154bp，位於歷史10年百分位89.1。Markit CDX NA IG index由87.525→91.288，位於歷史10年百分位92.2，隱含違約機率為1.30%。**信評面：**過去一個星期(10/28~11/3)，美國投資等級公司債，S&P升評家數為4，降評家數為6；Moody's升評家數為0，降評家數為4；Fitch升評家數為11，降評家數為1。**資金面：**截至11/3，根據Lipper統計，美國投資等級企業債基金資金淨流出21億美元。

美投資債殖利率(藍)與OAS(綠)走勢



外匯對沖成本

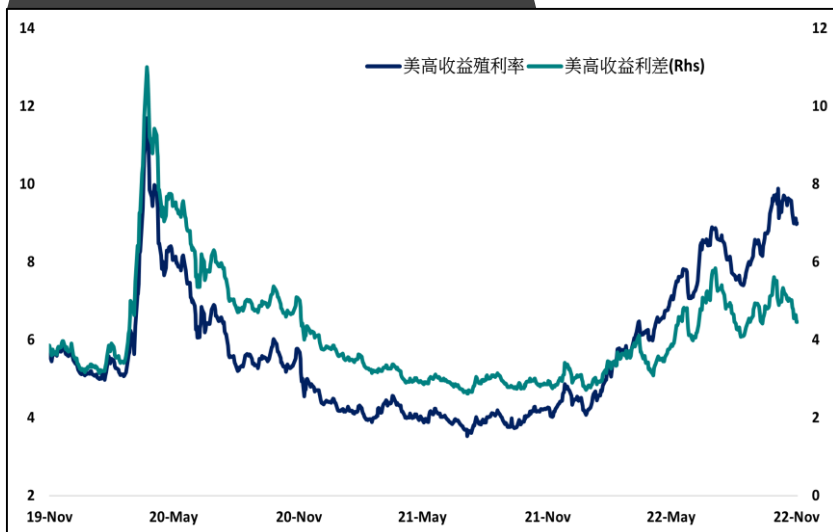


Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

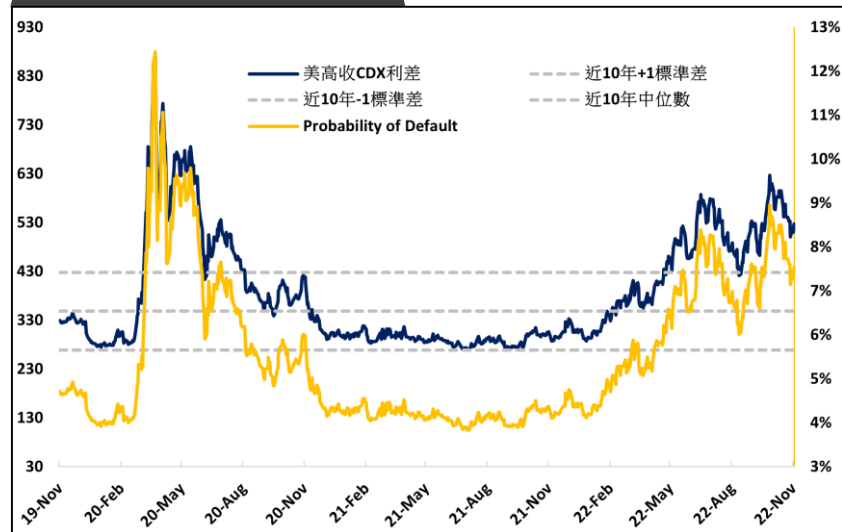
## 殖利率上行，利差擴大，維持非投資等級債中性評等

- 結論：**參考Bofa當前對高收益發行人2023年的EBITDA預測，衰退幅度大約為-15%，僅為歷史上衰退二分之一(2008年金融危機約為-35%、2002年為-25%、1991年為-30%)，並且其整體Interest Coverage Ratio以及debt leverage(從現今4.0水平上升至2023年的4.9)還在可控範圍內，目前來說並未看到財務基本面的嚴重惡化，但考慮到潛在加長的升息週期以及其隱含的衰退風險加劇，利差仍有可能對金融狀況顯著收緊做出更多反應，短期上維持中性偏空評等。
- 本週回顧：**截至週四，彭博巴克萊美國高收益債券指數殖利率由8.99%→9.22%，位於歷史10年百分位97.3；利差由455bp→463bp，位於歷史10年百分位68.5。Markit CDX NA. HY Index由500.50→527.58，位於歷史10年百分位94，隱含違約機率为7.54%。
- 信評面：**過去一個星期(10/28~11/3)，美國高收益等級公司債，S&P升評家數為0，降評家數為3；Moody's升評家數為1，降評家數為7；Fitch升評家數為0，降評家數為4。**資金面：**截至10/27，根據Lipper統計，美國非投資等級企業債基金資金淨流入28億美元。

美非投等債殖利率(藍)與OAS(綠)走勢



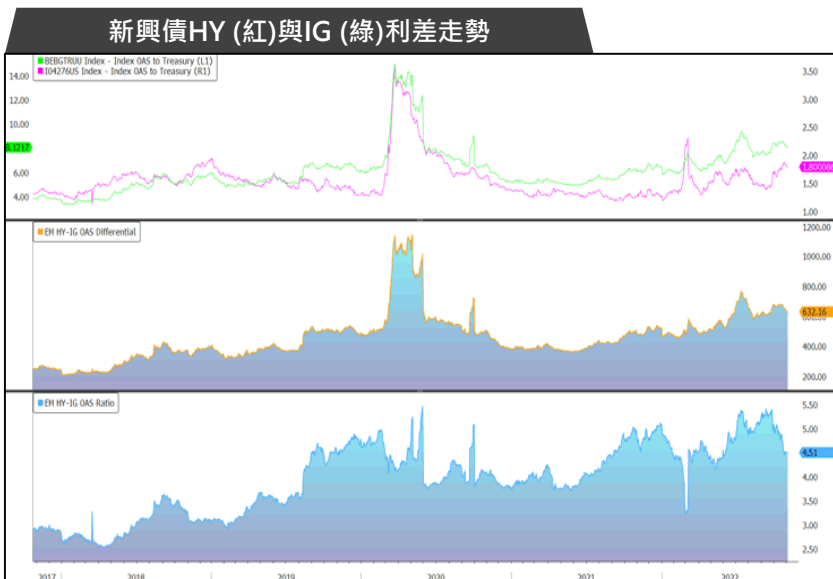
美非投資債CDX



Source : Bloomberg · Bofa · 永豐投顧整理

## 殖利率上行，利差縮窄，維持中性評等

- 結論：**原先市場對聯準會終端利率5%已充分定價，然而本週FOMC會議再度升息3碼，會後談話則表明可能推遲升息週期結束時間點，且近期已有多個新興國家央行出現升息疲勞的現象，甚至是轉向鴿派態度，聯準會超出預期的延長升息週期勢必對新興市場形成挑戰，短期上恐加劇匯市、債市的波動性，並不利於資金流入新興市場，故維持對新興債短期為中性偏空評等。
- 本週回顧：**截至週四，Bloomberg Barclay新興債指數殖利率由8.45%升至8.56%，位於歷史10年百分位99.8；利差由414bp降至407bp，位於歷史10年百分位91.9。新興債HY與IG兩者的OAS差額從643bp降至631bp，較高點些微回落，兩者比值則略為壓縮由4.505→4.508，新興高收風險偏好無明顯改善，較低等級新興高收債信用風險仍高，建議避開。新興債CDS利差由284.449→297.076，位於歷史10年百分位77.3，隱含違約機率为4.96%。
- 資金流向：**據JPM統計，10/28當週新興債資金共流出約17億美元；其中HCc共流出約5億美元，LCc共流出約11億美元；LCc中中國流出了約5億美元。年初至今新興債資金共流出約829億美元；其中HCc共流出約423億美元，LCc共流出約406億美元。

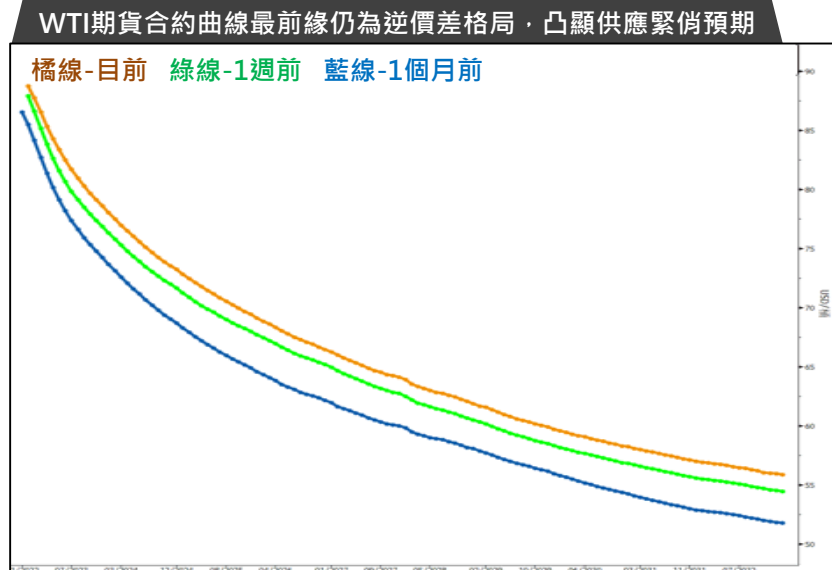
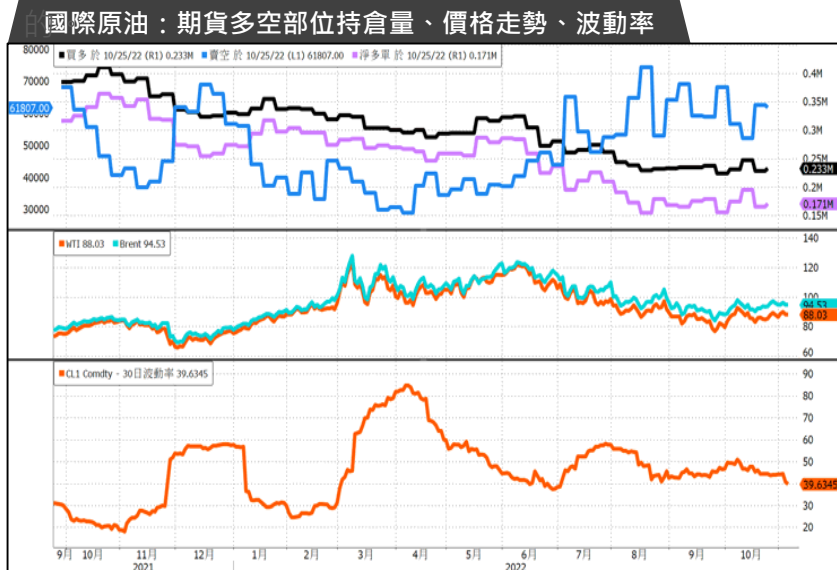


Source : Bloomberg · JPM · 永豐投顧整理



## 供應緊俏助力提價，維持逢低買進評等

- 結論：**三好兩壞的供需因素可望助力Q4油價上看百元，三好首先是OPEC+在11~12月大幅減產，以期在經濟放緩及需求減弱的擔憂升級之際刺激油價回升，其次為11月美國將完成預定的戰備儲油投放計畫，最後是12月歐盟禁止俄羅斯石油進口的制裁落地將造成實質減產成效；兩壞則是中國石油進口量低迷，表明需求復甦疲弱，再來是歐洲能源危機緩解，因為氣溫偏暖、歐盟緊急干預增加能源供應並限制用電量；總體上，緊供應抵銷弱需求影響，油價料迎冬而上，美國能源股業績捷報如期而至，當前油價高企亦有利於提高油企獲利能見度，維持買進評等，預估WTI\$80~\$110、美能源指數600~700。
- 能源股偏多：**彭博資料顯示至11/6止，S&P 500能源股中有91%已公布Q3財報，其中81%的企業獲利優於預期、76%營收優於預期，彭博預計美能源股Q3、Q4 EPS年增率將為136.2%、62.4%。重要個股中，埃克森美孚營收年增48%至1065億(美元，下同)，EPS\$4.45，優於預期；雪佛龍營收年增49%至635億，EPS\$5.87，優於預期；受益於大宗商品價格高企和天然氣銷售強勁，埃克森美孚與雪佛龍Q3淨利分別締造歷史新高196億與次高112億紀錄，但也面臨來自政府的潛在稅務。
- 消息面偏多：**國際能源論壇(IEF)秘書長11/1表示，在歐盟12月對俄羅斯實施石油禁運後，俄油供應或日減300萬桶，屆時布油或突破100美元，而當禁令生效後，石油市場會出現較大震盪，因俄羅斯從市場上撤出的原油實際數量將是不太透明



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 強勢美元令金礦股黯然失色，維持中性評等

- 結論**：大型礦業股自Q3財報季揭幕以來，因高成本及弱需求的影響，鋁、銅與鋼鐵業者獲利出現環比大幅下滑現象，Barrick Gold及Newmont等金礦股業績黯淡，受到黃金避險需求失色、成本攀升與供應鏈問題影響；在全球景氣走弱、中國清零政策與強勢美元等多重利空下，短期礦業前景仍不容樂觀，維持MSCI礦業股中性評等，預估指數280~315。
- 政策面偏空**：Fed連續四度升息3碼，政策利率區間升至3.75%-4.00%，符合預期，央行行長Powell表示即將放緩升息力道，但終端利率落點還在上升，澆熄市場對Fed Pivot的期待。RBA升息1碼至2.85%，暗示再度升息以降低通膨壓力。BOE升息3碼至3.0%，雖接連八次會議調升利率，然為了抑制市場對其積極緊縮貨幣政策的預期，央行發言偏鴿。
- 企業面中性偏空**：追蹤MSCI金屬礦產指數的前十大持股CYQ3/22財報表現：Barrick Gold(GOLD)營收年減11%至25.3億(美元，下同)，不如預期，調整後EPS年減30%至\$0.14，優於預期，獲利下滑主要受到持續的供應鏈問題及綜合金價維持成本自\$1212升至\$1269的影響，公司維持全年黃金產量420-460萬盎司與銅產量4.2-4.7億磅的財測不變。Newmont Corp(NEM)營收年減9%至26.3億，調整後EPS由去年同期\$0升至\$0.27，但仍雙雙不如預期。整體而言，黃金在強勢美元打壓下，跟著其他大宗商品連袂走低，未能發揮避險資產功能，令金礦股Q3黃金銷售呈現量價齊跌。

MSCI金屬礦業股指數



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

LMEX基本金屬指數(左)與中國製造業PMI(右)

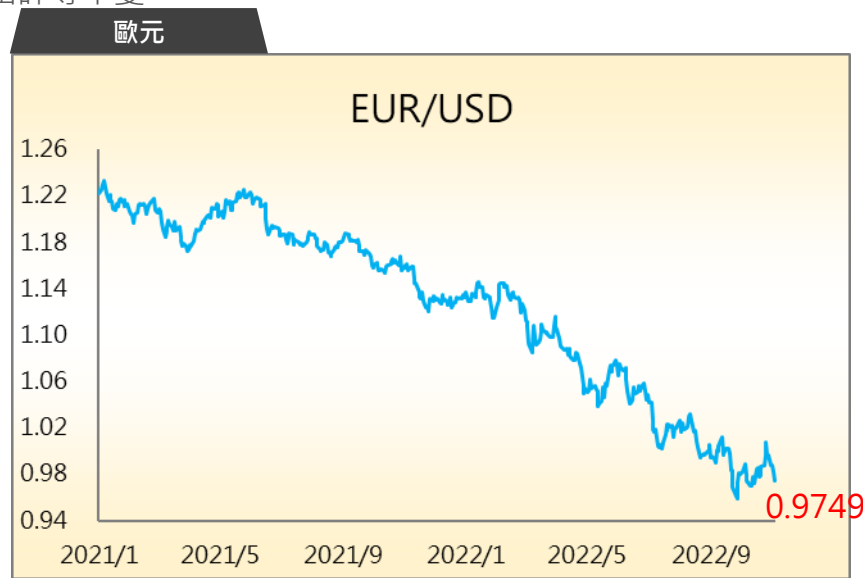


## FOMC續升3碼+放鷹，DXY升至113.14，維持買進評等

## ECB鷹派言論帶動有限+衰退擔憂升溫，歐元貶至0.9730，維持賣出評等

•美國10月ISM製造業指數由50.9降至50.2，9月JOLTS職缺人數由1028萬增至1071萬人，10月ADP就業人數由19.2萬人升至23.9萬人，景氣持續放緩，但勞動市場依舊穩健；11月FOMC會議如預期再升3碼，Fed主席Powell表示未來將考慮滯後性的影響，可能調整升息幅度，但現在談暫停升息還太早，且終端利率可能更高，FedWatch顯示期貨市場定價未來還需再升5碼；Fed放鷹加上英鎊走貶，帶動DXY於11/3升至高點113.14，終場DXY週線升值2.12%收在112.93；展望後市，儘管Fed於12月放緩升息步伐至2碼機率高，然市場上修終端利率預期，支持DXY維持高檔，維持美元買進評等。

•歐元區3Q GDP季增率由0.8%放緩至0.2%，高於市場預期，然法、義、西GDP皆較上季明顯放緩，市場普遍預期歐元區4Q將進入衰退；ECB主席Lagarde表示即使衰退可能性增加，ECB仍需繼續升息以對抗通膨，官員De Cos表示升息還有很長的路要走，縮表應非常謹慎且漸進；ECB鷹派言論不如Fed明確，未能有效提升市場對ECB升息預期，加上美元走強壓抑，歐元於11/3貶至0.9730，終場歐元貶值2.16%收在0.9749；展望後市，隨Fed打壓市場對政策轉鴿的樂觀情緒，美元再度走強，加上歐元區衰退擔憂逐漸升溫，歐元續貶風險高，維持歐元賣出評等不變。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

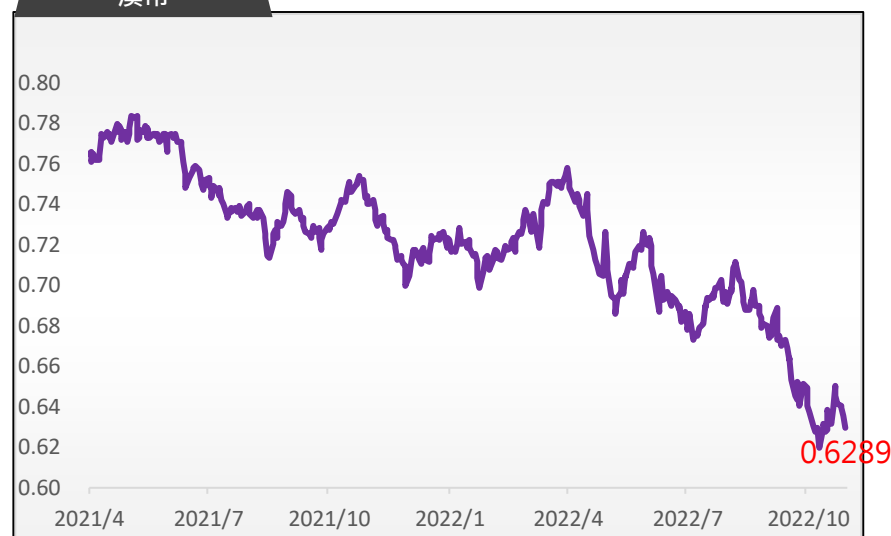
## 防疫政策出現曙光？然經濟下行風險偏高，維持人民幣賣出評等 澳洲央行鴿派升息，澳幣週線重挫2.5%，維持中性評等

- 中國10月官方綜合PMI由50.9→49.0、財新製造業PMI亦在榮枯線下的49.2，投資人擔憂中國經濟前景；11/1 市場傳聞中國可能在2023/3有序放鬆動態清零，衛健委在11/2 堅持動態清零總方針不動搖，動搖市場信心，CNY 週線收貶1.04%至7.3000，CNH週線收貶1.08%至7.3317。近期人行選擇大幅調降中間價，與現價差收斂，展現尊重市場機制意願，鑒於近期市場錨定更高的FFR利率與擔憂中國景氣，然而中美景氣與貨幣政策分化趨勢不變，維持4Q目標為7.40不變；中期來看，動態清零導致需求異常低迷，海外央行持續緊縮，中美競爭皆不利人民幣，維持賣出評等。
- 澳洲央行調升政策利率1碼至2.85%，總裁Lowe表示仍需要持續升息才能使通膨回到目標水準，但強調貨幣緊縮與外部風險，與11/4 BOE同屬鴿派升息，在Fed鷹派基調與投資人擔憂全球經濟衰退陰霾下，澳幣最終收貶2.53%至0.6289。市場預估澳洲CPI峰值在4Q約為7.4%-7.5%左右，消費與企業信心快速下滑以及外部經濟環境轉差，升息需求未像美歐急迫，RBA或在12月會議升息1碼，考量澳洲盛產農工原料與能源產品填補補全球的需求缺口，改善經常

帳，維持人民幣賣出評等。



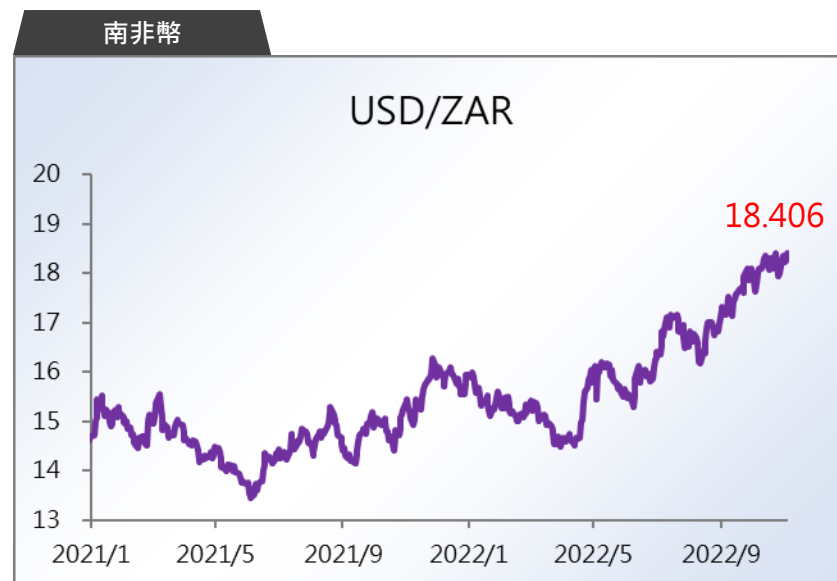
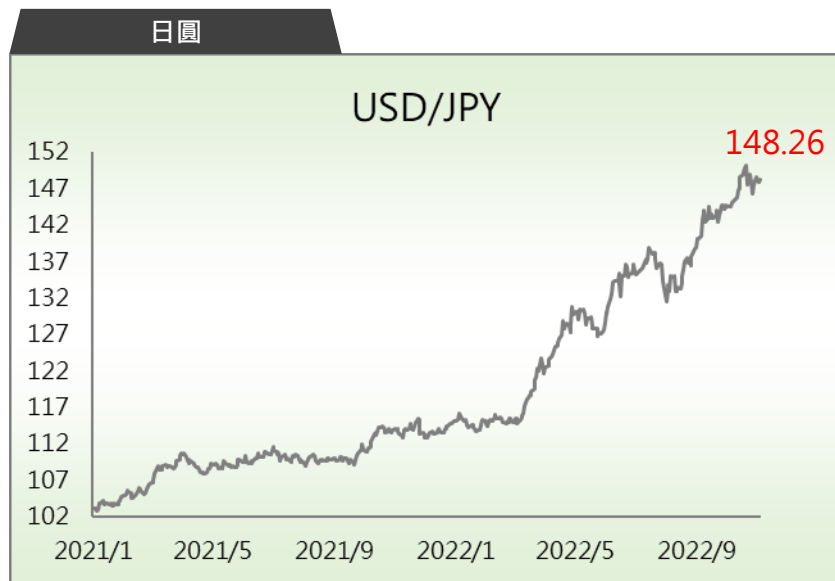
澳幣



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 美債殖利率升至4.22%，日圓貶至148.45，維持賣出評等 高通膨及停電+Fed鷹派立場，南非幣週線貶值2.32%，維持賣出評等

- 日本9月工業生產月增率由3.4%放緩至低於預期的-1.6%，零售銷售月增率由1.3%放緩至1.1%，10月消費者信心由30.8降至低於預期的29.9，經濟數據黯淡。BOJ總裁黑田東彥本週表示調整YCC可能是未來的一個選擇，但不是現在，另BOJ 9月會議紀要顯示一位官員呼籲最終須向市場傳達退場策略，引發市場對BOJ鴿派轉向的臆測，帶動日圓於11/2升至145.68，後隨FOMC放鷹，美債10年券殖利率攀升至4.22%，壓抑日圓於11/3貶至148.45，終場日圓週線貶值1.33%收在148.26。展望後市，BOJ仍維持鴿派，同時市場仍在上修Fed終端利率，預期日圓偏空，維持日圓賣出評等。
- 雖然近期南非公布PMI數據由48.2上升至50.0，再度回到50榮枯線以上，然南非經濟研究局表示11月將會上調燃油價格，加上電廠發電機故障問題未解導致南非出現史上規模最大的停電，恐加劇南非通膨。此外，Fed於FOMC會議上表示終端利率可能高於預期，持續推升美元走勢，南非幣承壓走貶，終場週線收黑2.32%在18.406；展望後市，南非國內面臨高通膨以及供電不穩問題，未來經濟前景黯淡將造成資金外流，加上預期Fed將持續維持緊縮基調推升美元走強，料南非幣後市仍然偏空，故維持南非幣UW評等。



Source: Bloomberg · 永豐投顧整理





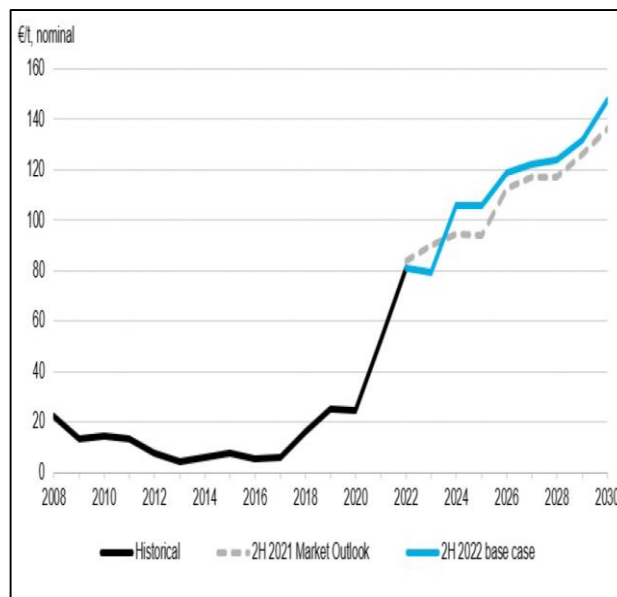
## 什麼是「ESG」？

- ESG 是由3個單字的縮寫組成，分別是環境保護 (E · environment)、社會責任 (S · social) 和公司治理 (G · governance)，最早是2004年，首次是由聯合國全球契約 (UN Global Compact) 首次提出 ESG 的概念，被視為衡量一家企業經營的績效指標，而現在更成為市場參照的投資標準。近年來，投資人價值觀轉變，在消費與投資同時也選擇是否具永續意識企業價值觀，ESG的相關議題亦不斷出現在我們生活中，讓我們一起來更了解ESG吧!

## 歐盟碳排放交易體系市場展望

歐洲碳排放一直陷於能源安全和能源轉型之間，俄烏戰爭已導致電力行業排放增加，工業需求遭到破壞。與此同時，立法者正將歐盟碳排放交易體系(EU ETS)的收入視作資金來源，並從中獲取200億歐元用於緩解能源危機。按彭博新能源財經預計，歐洲碳價在2022年將平均達到81歐元/噸，2023年將下跌至79歐元/噸，然後到2030年達到創紀錄的147歐元/噸。

- **短期展望:**預計未來一年前景略微看跌，2023年碳排放權均價為79歐元/噸。隨著天然氣市場冬季需求開啟，價格可能會出現波動。然而隨著歐盟理事會的REPowerEU計畫結合使用配額競價和創新基金收入來籌集200億歐元，這將抑制碳排放權價格。
- **中期展望:**隨著改革實施、市場穩定儲備繼續收回配額以及排放上限下調，碳排放權價格預計將在2025年前後攀升。在REPowerEU引發下跌後，價格將出現反彈，2024年和2026年將相繼達到106歐元/噸和119歐元/噸。主要差別在於更新的燃料價格、基準排放和邊際減排成本曲線，以及從2024年開始將航運業納入排放交易體系。
- **長期展望:**隨著進一步的立法改革出台，歐洲碳價有望在2030年達到創紀錄的147歐元/噸。市場將受到更高線性折損因子的擠壓，以加快減排速度，2022-2030年的平均價格估計為113歐元/噸，較2022年上半年預期的108歐元/噸高出約5%。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

# 投資聲明

---

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
  2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
  3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。
-