



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年9月2日

# 投資研究週報

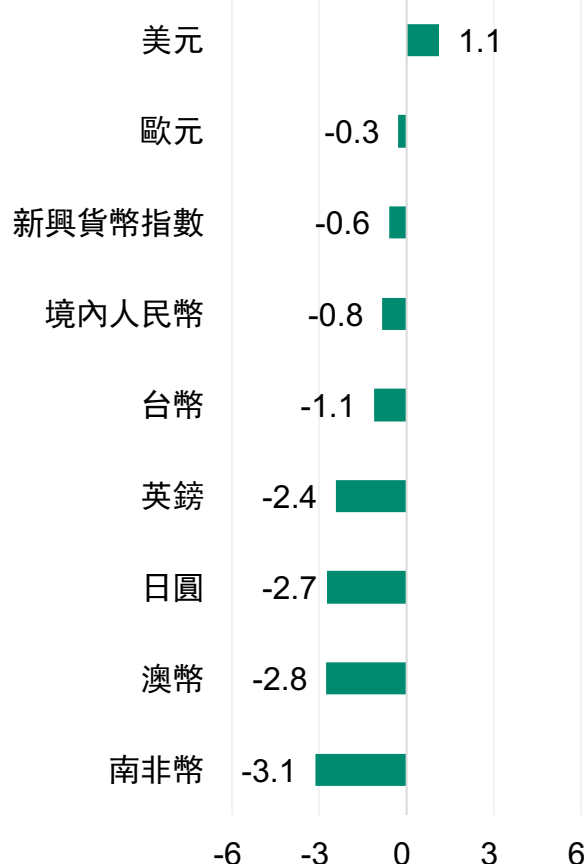
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

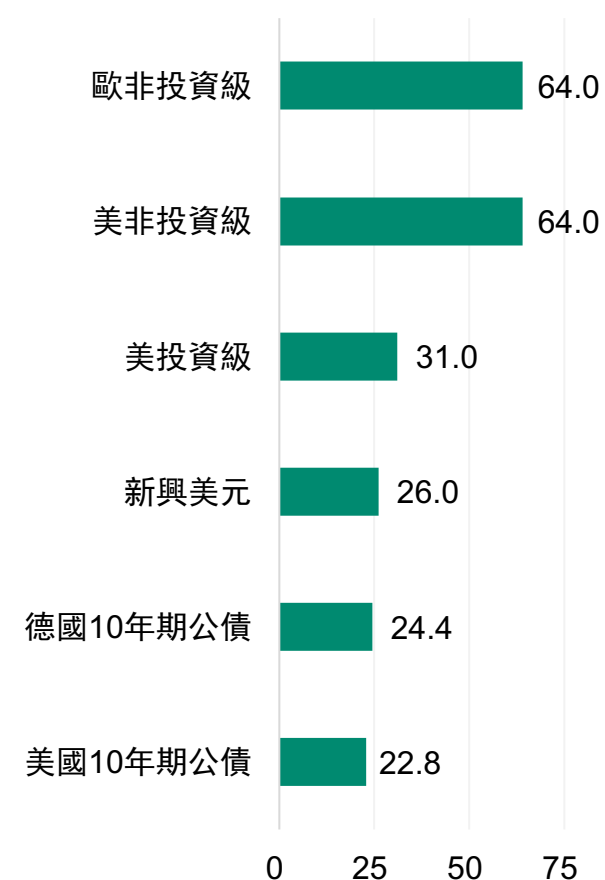
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/8/25-9/1。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 打擊降息與通膨預期，聯準會鷹浪不斷

聯準會維持鷹派言論主因有二，打擊市場降息臆測與通膨預期。整體而言，即使通膨觸頂，聯準會短期內仍將維持緊縮立場，以避免通膨升溫的可能。

## ► 資金緊縮環境下，景氣仍有下行風險

資金緊縮環境下，有助壓抑通膨，與此同時，景氣放緩壓力更為明顯，主要國家製造業PMI持續走低。整體而言，即使股市回彈，經濟落底言論仍言之過早。

## ► 拉高債市比重，股市拉回後伺機布局

殖利率曲線更加平緩，凸顯景氣放緩壓力，債市隨利率走高逐步布建。股市盤整格局為主調，短線遇技術性關卡仍有調整空間，長線投資人隨市場恐慌加大再伺機布建。

### 股市

由於景氣放緩壓力未除，加上聯準會維持鷹派言論，使股票市場再度震盪，短期形成V轉可能性不高，股市若明顯上彈，應適度減持，反之，若明顯拉回後，再伺機布局，並以產業龍頭、技術領先的公司為重點。

### 債市

在聯準會維持鷹派言論之下，各天期公債利率全面上彈，視為債市配置契機。景氣放緩因素，長端利率上方壓力仍大，可逢高增持。不過，非投資等級債利差也有持續擴大壓力，不急於躁進。

### 匯市

美歐央行相繼釋出升息言論，但對歐洲經濟的衝擊更為嚴重，資金避險壓力仍在，使美元維持高位盤整。台灣景氣放緩，加上外資調節，台幣貶值壓力猶存。



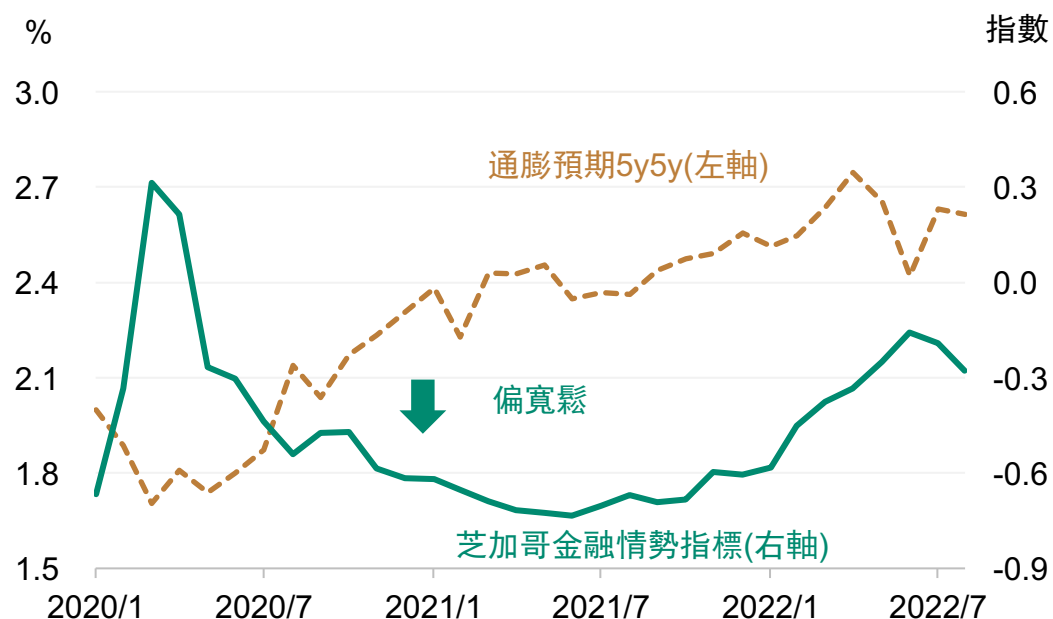


## 避免降息臆測及通膨預期回升，聯準會維持鷹派論調

自8/26全球央行年會以來，全球金融市場轉趨震盪，主因為聯準會再度釋出鷹派言論，**背後目的有二，1)打擊通膨升溫的預期，2)抑制可能降息的臆測**。尤其，7月股市反彈以來，造成金融情勢轉趨寬鬆，讓通膨預期再度升溫。另外，由於經濟數據進一步放緩，市場已有預期明年降息的可能，這些現象都不利聯準會打擊通膨的決心，使聯準會官員不斷釋出鷹派言論。

以美國通膨數據來看，無論是CPI或是PCE數據，都有觸頂回落的跡象，加上國際油價也自高點回落2成以上，顯示美國的通膨高峰已過。不過即使如此，今明兩年仍難以回到央行2%政策目標，使聯準會後續仍將保持緊縮意向。

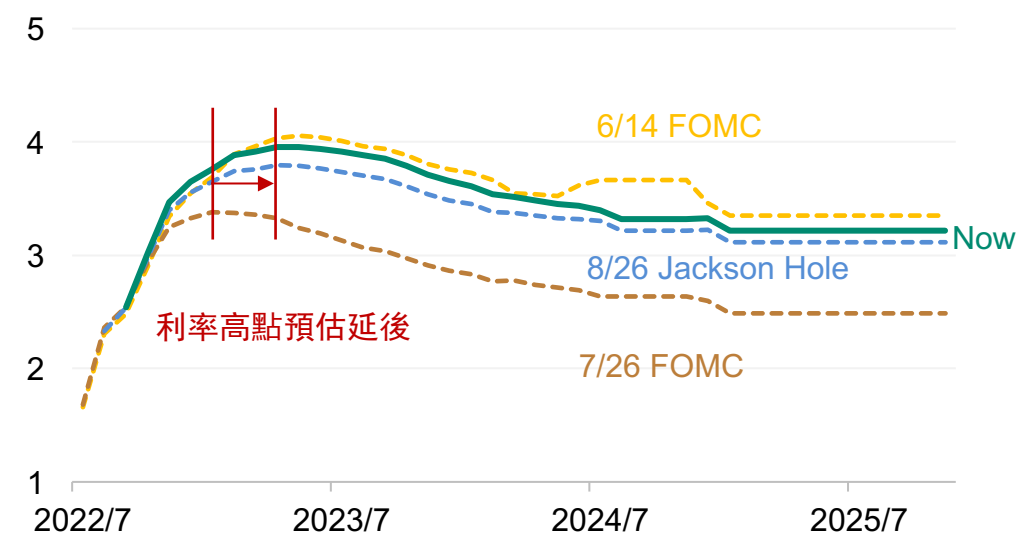
### Fed強化緊縮態度，打壓通膨預期



資料來源：Bloomberg。

### Fed有意打壓市場市場降息的臆測

Fed利率期貨，%



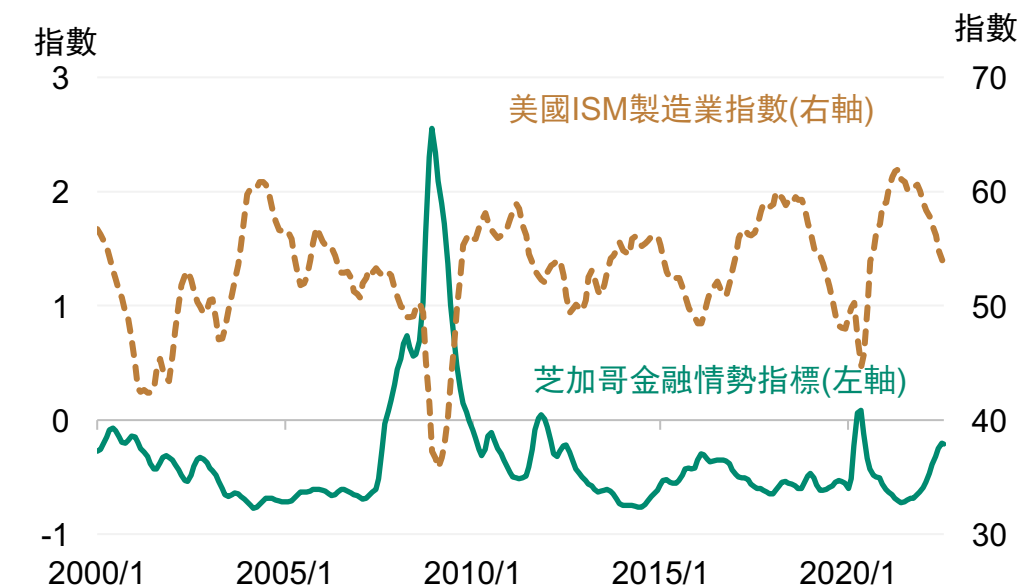
資料來源：Bloomberg。

## 貨幣緊縮有助壓制通膨，但對景氣持續構成壓力

聯準會官員強調，為避免1970-80年的歷史重演，將持續採取緊縮步伐，但就經濟層面來看，資金的緊縮對景氣將構成一定的壓力，包括資金成本墊高下，已使美國房市成交量萎縮逾3成，也加深企業庫存調整的壓力。

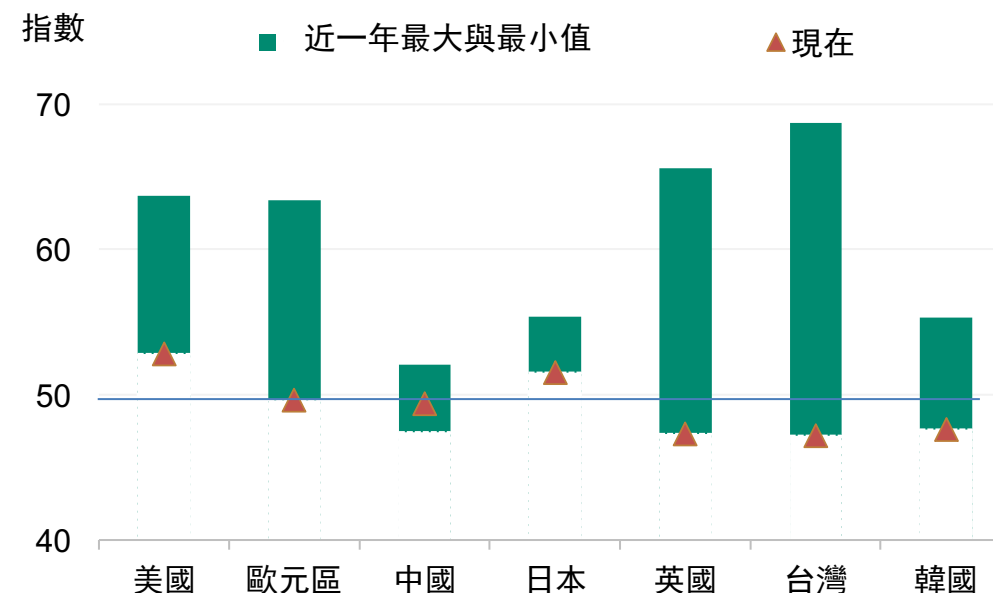
以8月全球主要國家的製造業PMI指數來看，美國與上月持平在52.8，但仍為1年來新低，其他多數國家進一步走低，包括韓國、台灣。歐洲國家更因為能源危機陷入萎縮狀態。此外，**歐洲通膨尚未觸頂，加上市場預期央行可能升息3碼，將使經濟雪上加霜。**

### 緊縮環境，對美國景氣增添壓力



註：數值為3個月平均值。  
資料來源：Bloomberg。

### 全球主要國家製造業PMI持續走低



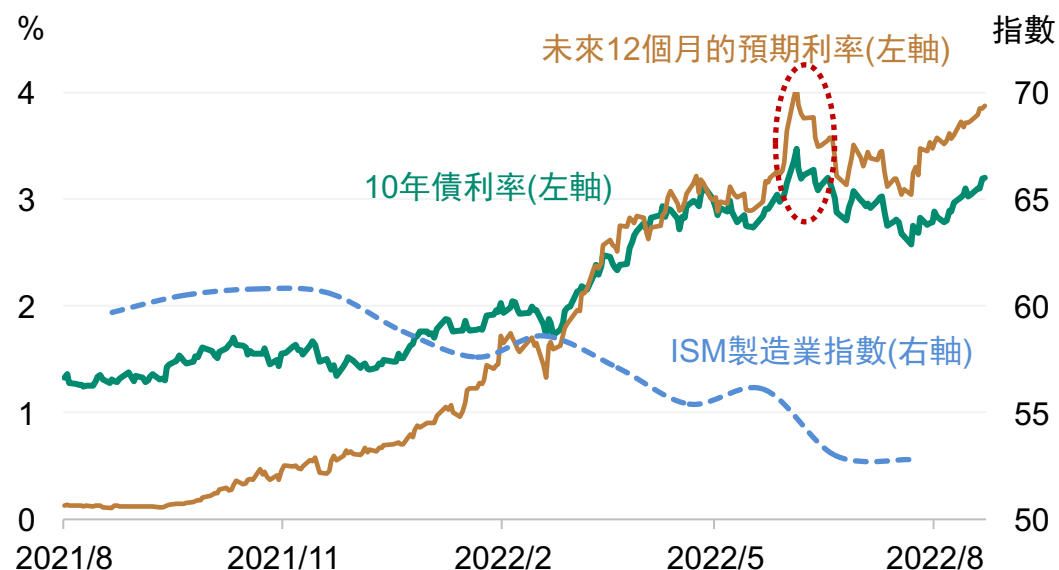
資料來源：Bloomberg。

## 鮑爾鷹派論調, 推升公債殖利率, 債市布局機會浮現

**景氣下行, 升息預期不易突破6月高點:** 鮑爾在全球央行年會的鷹派定調, 使市場預期Fed利率將持續走高, 且維持於高檔一段時間(Higher for longer), 推升殖利率全線走高。不過預期隨美國經濟持續下行、通膨也由高點回落下, **升息預期不易突破6月高點, 也將限縮殖利率的上方空間。**

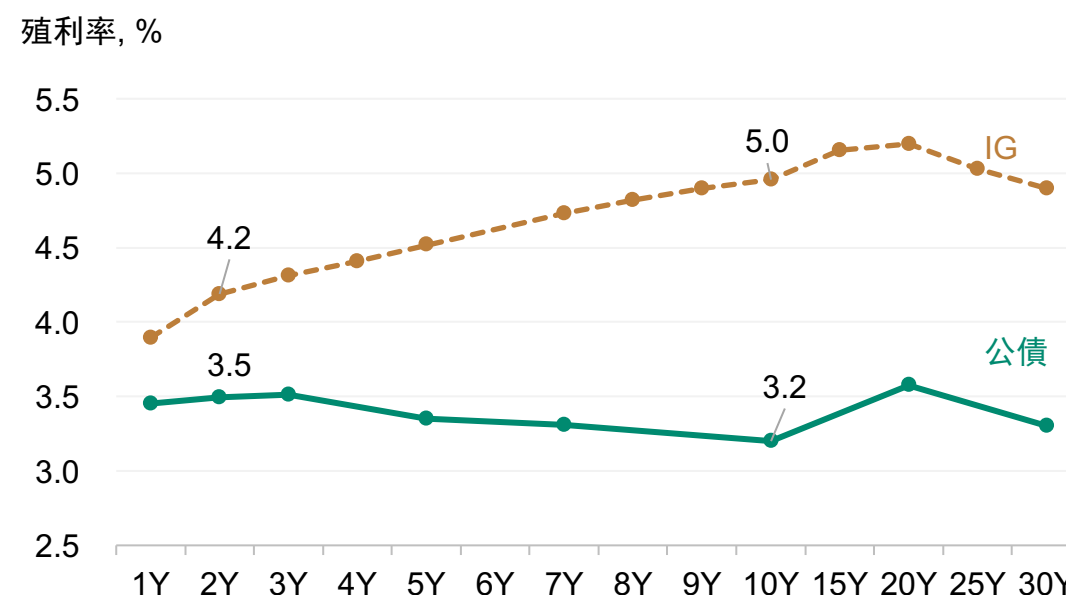
**升息預期推升殖利率, 債市布局契機浮現:** 原因有三, 1)景氣下行, 殖利率上方空間漸縮的大格局想法未變, 2) 若Fed利率維持高檔愈久, 市場愈震盪, 債券具先買先收息的優勢愈顯, 3)隨緊縮政策陸續發酵, 衰退疑慮升高, 料未來1-2年殖利率偏下行機率高, 持有長天期債券則另可伺機賺取資本利得。

### 景氣下行、升息預期, 殖利率不易突破6月高點



資料來源: Bloomberg。

### 趁升息預期推高殖利率之際, 增持具穩定息收的部位



註: 資料截至2022/8/31。

資料來源: Bloomberg。

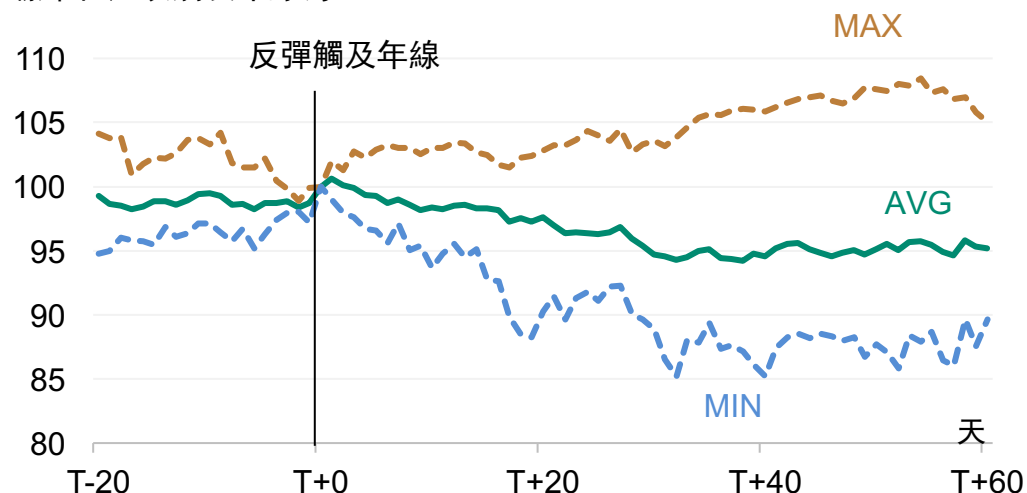
## 股市逢年線反壓及Fed緊縮態度，股市陷入盤整格局

考量景氣放緩態勢未變，ISM製造業指數持續下滑，年線仍為近期重要的關卡，要V轉突破具有挑戰。自2000年以來，一旦景氣放緩，股市遇到年線的壓力相當沉重，僅2019年為特例，之後均屬下跌狀態。

然，目前評價回調深度已來到5年平均的水準，價位雖非便宜，但已經較為合理。因此，缺乏央行護盤下，**預期股市下半年將呈橫盤走勢。若市場恐慌，有機會存在短線波段操作行情，同時藉由大跌時建立長線部位。**

### ISM下滑階段，反彈觸及年線後壓力仍大

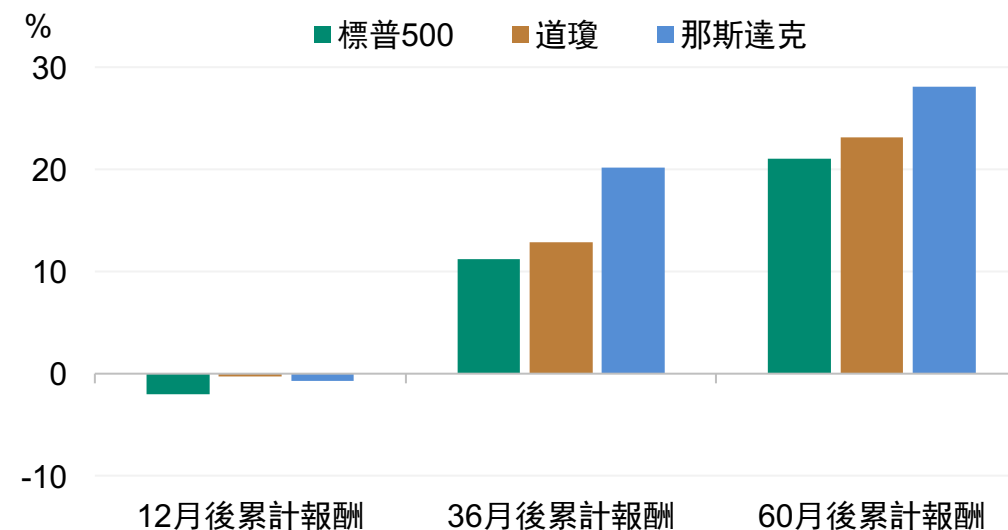
標準化，以觸及年線為100



註：自2000年以來，在ISM下行階段，共有7次反彈觸及年線，分別為2002/1/4、2002/3/4、2007/12/24、2008/5/19、2018/11/7、2019/2/12。

資料來源：Bloomberg。

### 統計1991年以來，市場情緒恐慌後的美股平均表現



註：定義市場恐慌為VIX升至28.5之上。

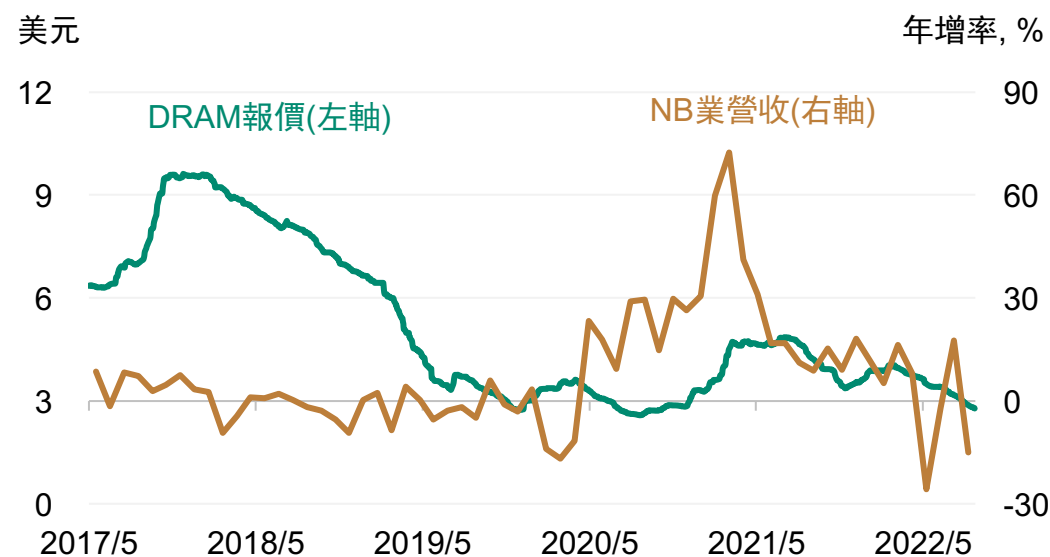
資料來源：Bloomberg。

## 科技 電子需求旺季不旺，蘋果新機發表成亮點

通膨高漲壓縮民眾消費能力，加上疫情紅利消退，NB、手機等消費電子產品需求疲弱，下半年旺季不旺幾成定局，廠商去化庫存是當務之急，對於上游零組件的採購恐將慎之又慎，DRAM報價難言止跌。此外，美國再下達半導體禁令，限制Nvidia、AMD高階GPU銷往中國，以避免其用於軍事用途，雖然仍可透過申請許可出貨，但消息面對半導體需求無異是雪上加霜。

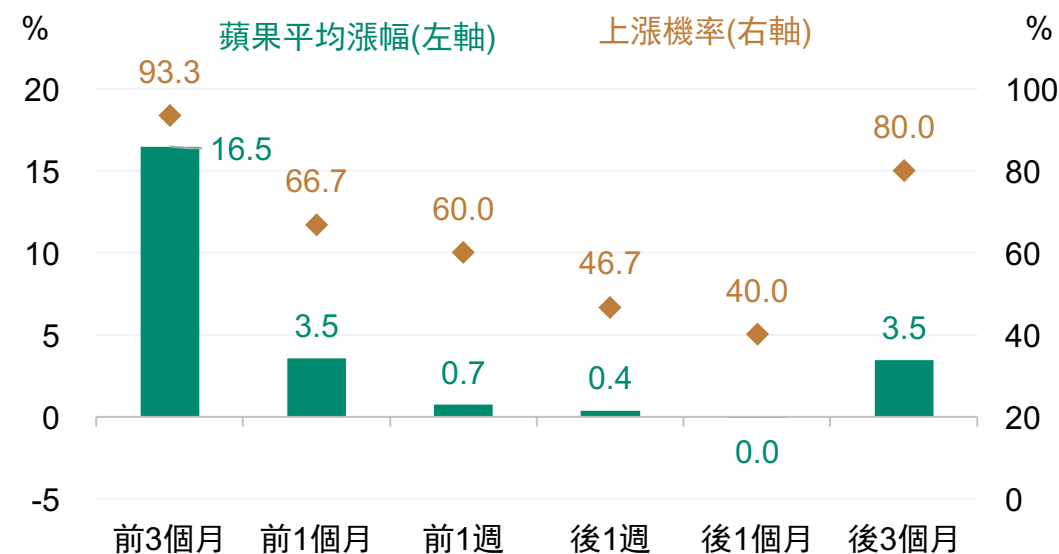
今年唯一沒有下修的消費電子產品是iPhone，上半年中國手機出貨出現雙位數下滑的情形下，iPhone中國出貨量仍然逆勢成長，即將於9/8發表的iPhone14，上游備貨量維持9千萬支，高階機種單價更上調50~100美元，市場引頸期盼能帶動高階手機買氣及科技股行情。不過需留意的是，往年蘋果股價在發表會後表現平平，科技股在近期的熊市反彈中若因題材面而上漲，宜逢高調節。

### PC業旺季不旺，DRAM報價續跌



註：DRAM採用8G DDR4現貨價，NB業營收採用宏碁、華碩、仁寶3家平均。  
資料來源：Bloomberg。

### 蘋果新品發表會前後行情表現



註：統計2007年以來蘋果手機新品發表會前後股價表現。  
資料來源：Bloomberg。

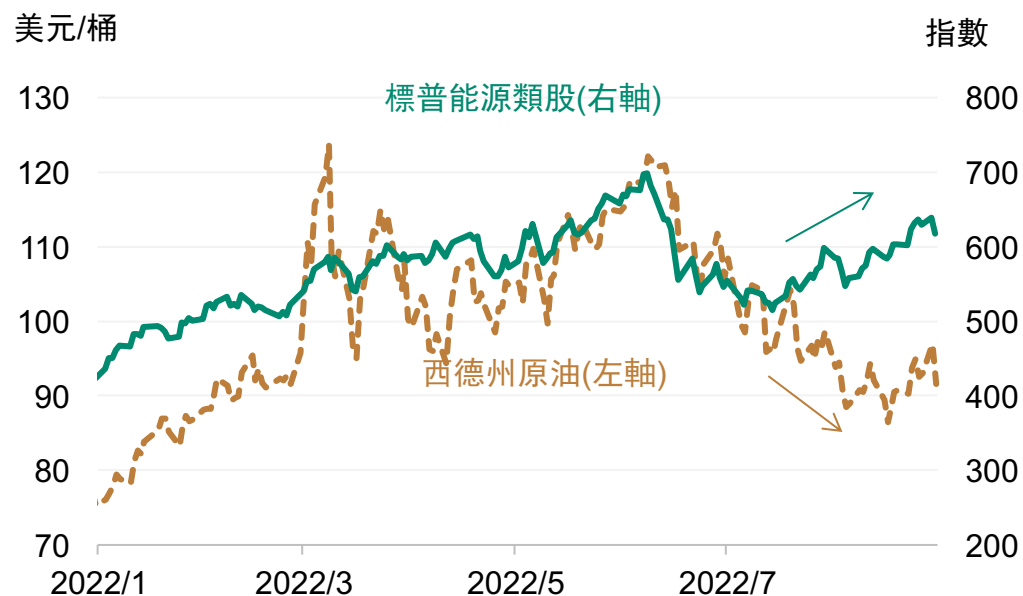


## 能源 能源股財報利多將逐漸淡化, 反彈壓力逐步浮現

自7月以來, 能源股與油價走勢明顯分歧, 能源股在大幅回檔後反彈20%, 但油價維持偏弱格局, 主因有二, 1)能源股隨市場氛圍改善而同步翻揚, 同時估值也獲得修復, 2)全球能源危機再現, 天然氣價格暴漲, 有利能源公司獲利, 同時企業財報多優於預期。

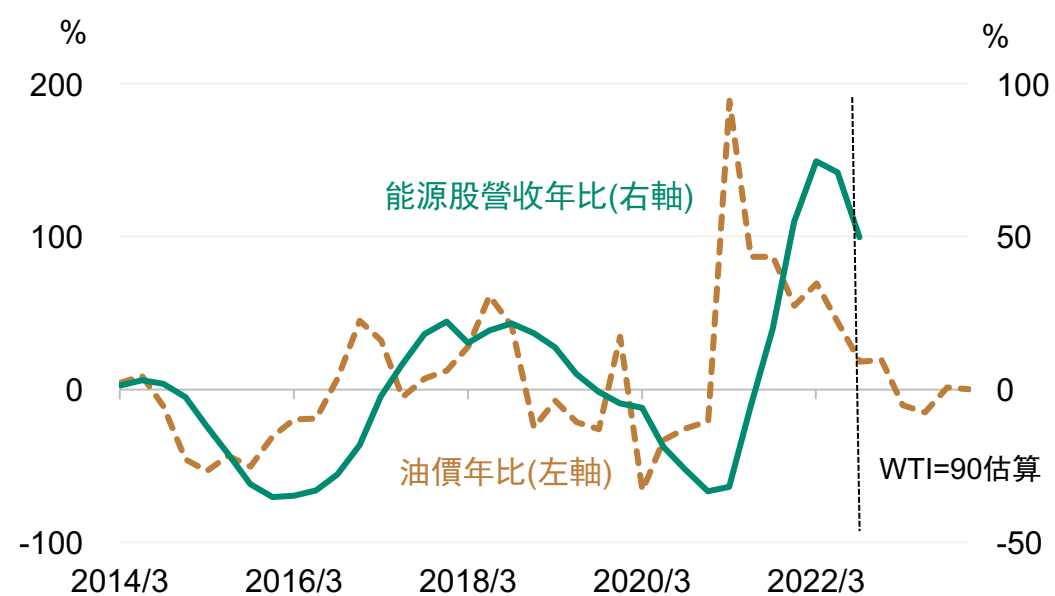
整體而言, 全球景氣放緩壓力未變, 油價及能源股要突破前高仍具有難度。OPEC減產協議有利油價反彈, 但研判減產可能性不高, 除政治壓力外, 也不利提高市場需求。對能源股而言, 由於基期墊高, 財報利多紅利也將逐步淡化, 可趁能源股挑戰前高之際, 適度減持。

### 能源股與油價近期走勢分歧



資料來源: Bloomberg。

### 油價回落後, 能源股財報利多將淡化



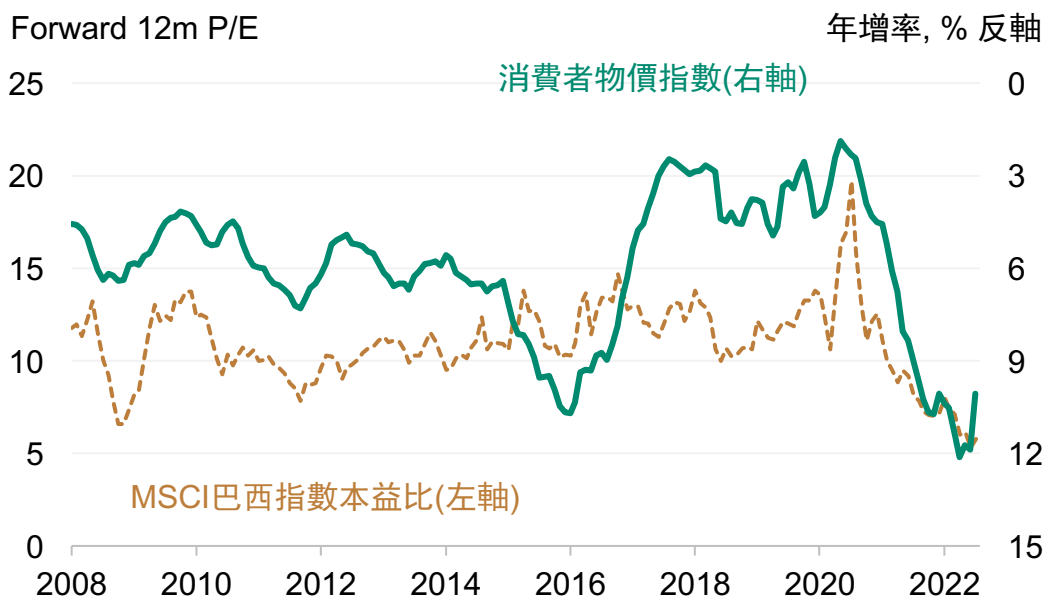
資料來源: Bloomberg。

## 巴西 政經不確定性猶存，短線上漲後不宜追高

伴隨能源價格回落，加上巴西政府調降燃料稅，居高不下的通膨有所降溫，IPCA物價年增率於4月見到高點之後，增速已從12%上方降至10.07%，物價壓力放緩，使投資人預期升息循環已步入末期，政策利率在12連升之後將放緩步調。位階偏低的股市本益比，以及對貨幣政策放寬的預期，推升巴西股市近期顯著走揚。

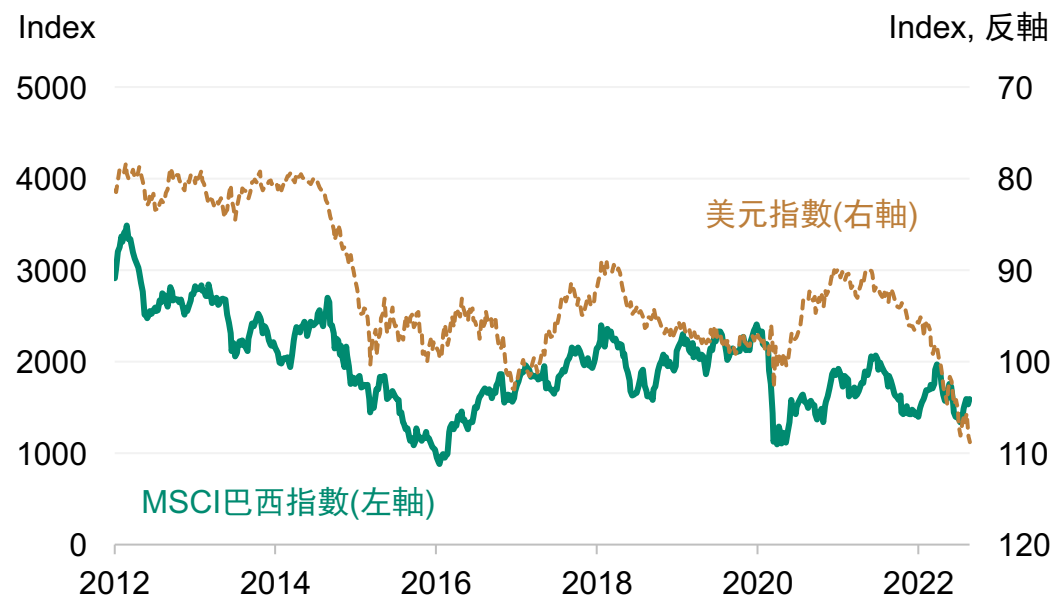
對後市展望，短期大盤仍有若干不確定因素干擾：1) 外部經濟層面，全球景氣趨緩，將衝擊依賴出口的原物料企業展望；2) 美元偏強環境，增添資金外移風險；3) 國內政經層面，10/2巴西總統大選將至，本次大選恐面臨政權交替，政治不確定性使投資人趨於觀望。因此，**短線上漲後不宜追價，不確定性淡化之前，預期巴西股市橫盤震盪。**

### 巴西物價增速回落，降息預期拉抬近期股市



資料來源：Bloomberg。

### 美元3Q高盤，不利後續拉美股市表現



資料來源：Bloomberg。

## 匯市 內外因素不利台幣，台幣匯價延續弱勢格局

經濟部統計處公布7月外銷訂單金額為542.6億美元，年減1.9%。統計處表示，雖將進入科技新品上市備貨潮，但接連面臨疫情反覆、高通膨及中國限電衝擊需求下，預估8月訂單年比將難逃「連二黑」。

此外，國發會公布7月景氣對策信號綜合判斷分數為24分，較6月減少3分，燈號雖續呈綠燈，但下降趨勢未變，顯示基本面發展仍趨惡化。

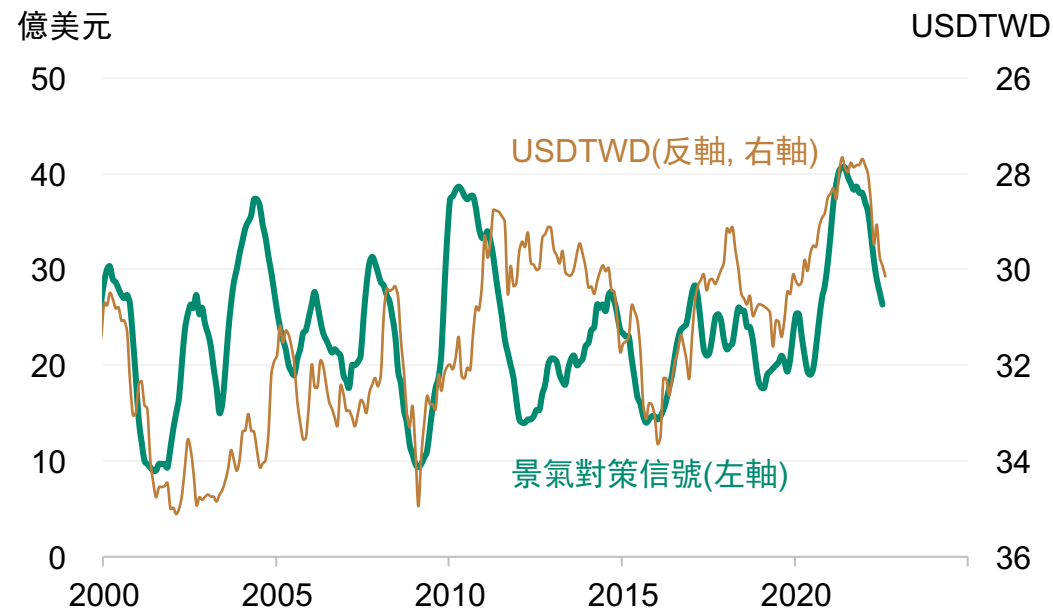
台灣基本面趨緩，加上人民幣拖累，**整體仍舊不利台幣，弱勢緩貶格局未變。**

### 台灣外銷年比轉負，顯示出口動能持續放緩



資料來源：Bloomberg。

### 景氣對策信號續降，基本面持續不利台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

Sep 2022

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
中國財新服務業PMI 歐元區零售銷售 美國休假	美國ISM服務業指數 台灣CPI	美國貿易收支 德國工業生產 中國進出口 台灣進出口 巴西休假	美國初領失業金人數 歐央利率決策會議 日本貿易收支	日本貨幣供給 中國CPI 中國PPI 台韓休假

## 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