



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年7月8日

投資研究週報

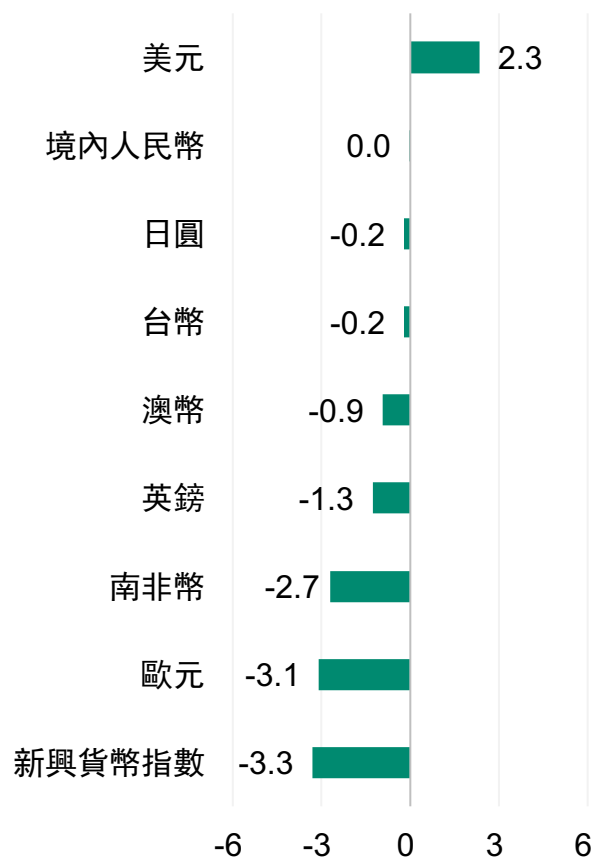
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2022/7/1- 2022/7/7。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 經濟衰退陰影加深

鮑爾承認升息恐引發衰退，經濟數據不佳也使得市場加深衰退的疑慮，民眾對於經濟前景轉向悲觀導致消費縮手，將經濟衰退自我實現的機率增加。

▶ 升息預期見頂回落，利率上方有壓

Fed預計7月仍將升息3碼，但市場預期升息將提前於年底結束，在經濟衰退機率升高之下，長債利率上方承壓，可趁殖利率走高分批布局。

▶ 經濟衰退前景下，布局以防禦為主

經濟衰退機率升高，股市低點難尋，考量股市盤整時間恐拉長，短線若出現跌深反彈，可逢高調節，將投資布局轉以防禦為主。

股市

貨幣政策緊縮、景氣走弱，股市波動劇烈，短期雖有機會出現反彈，然應該利用反彈進行調整，增加防禦部位，以面對經濟衰退。中國股市則可波段操作，以衛星部位為主。

債市

升息預期降溫，衰退疑慮升高，殖利率上檔空間漸縮，宜利用Fed升息或通膨預期升溫之際，逢殖利率走高布局短債、或長天期的公債及投資等級債。

匯市

Fed升息預期降，美國經濟衰退，美元短期可能因為歐洲加速升息而轉為震盪，然歐、日經濟表現恐同樣轉弱，下半年美元仍將相對強勢。

消費動能降, 衰退疑慮升高

可支配所得為個人收入減去稅金等非消費支出。美國民眾可支配所得下降, 加上物價高漲, 個人儲蓄佔可支配所得比例降至2008/9以來新低, 顯示消費者的銀彈即將見底。此外, 經濟諮商局消費者信心調查, 民眾對經濟現況的看法雖然仍在高檔, 但是對未來的展望感到悲觀, 兩者差值跌破疫情大流行時期, 創2001/4以來新低, 勢必反應在未來消費動能轉弱。

美國6月ISM製造業指數降至53, 新訂單指數49.2跌落景氣榮枯線, 民眾消費縮手, 庫存問題惡化, 已影響廠商下單意願, 對於經濟衰退的疑慮越來越高, 若是下半年消費動能仍舊不振, 企業可能就必須面臨低價出清庫存、調降獲利, 進而縮減開支甚至裁員等狀況。

民眾可支配所得下降, 將降低消費動能



資料來源: Bloomberg。

民眾對未來感到悲觀, 恐減少消費



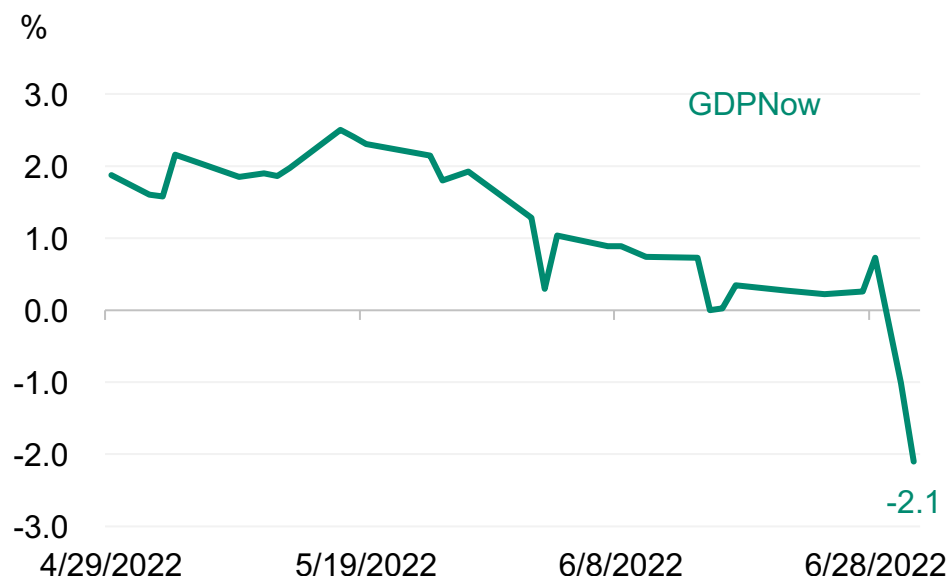
資料來源: Bloomberg。

衰退預期升溫，民眾就業形勢恐惡化

Fed主席鮑爾承認，升息恐引發經濟衰退。亞特蘭大聯邦準備銀行GDP即時預測模型顯示，美國2Q GDP季比年化-2.1%，如果加上1Q衰退1.6%，美國經濟已出現連兩季負成長的「技術性衰退」，經濟真的已經開始衰退了嗎？

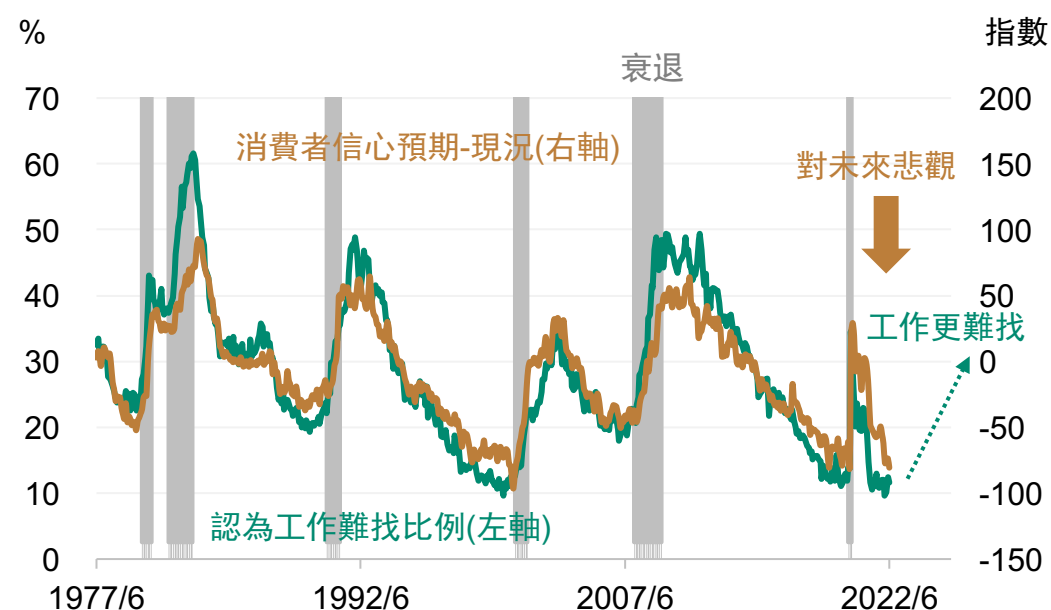
目前支持經濟尚未進入衰退的，是美國就業市場仍舊火熱，失業率仍在歷史低檔。經濟諮商局調查，6月份民眾認為工作難找的比例為11.6%，較5月12.4下降，但隨著經濟形勢轉趨悲觀，企業已開始擰節開支，科技巨頭如亞馬遜、Meta(臉書) 暫停招募，Netflix、特斯拉、以及摩根大通的房貸部門更直接宣布大規模裁員。對於美國民眾來說，下半年工作恐怕「越來越難找」，衰退的風險也不斷升高。

即時預測模型顯示2Q經濟呈現衰退



資料來源：Atlanta Fed。

美國民眾下半年工作恐怕「越來越難找」



資料來源：Bloomberg。

經濟衰退時期股市下跌，但美股跌幅似已部份反應衰退預期

經濟步入衰退，通常代表股市下跌，統計1948年以來美國12次經濟衰退時期，衰退期間平均10.3個月，自季度GDP出現衰退起算，股市平均還要下跌190.8天，這其中，只有1980/1股市的低點較季度GDP衰退提前出現，暗示未來若真的出現衰退，股市最低點恐怕還沒有到。

美國經濟衰退期間，標普500指數自最高點起算平均下跌30%，而今年標普500指數，自年初高點至2022/6/16收盤，累計已下跌23.9%。而若以過去經驗來看，自衰退前的最高點起算後一年，扣除2008年金融海嘯大跌35.5%以外，平均下跌幅度為7.8%，目前美股的下跌幅度有可能已經部份反應經濟衰退的預期。

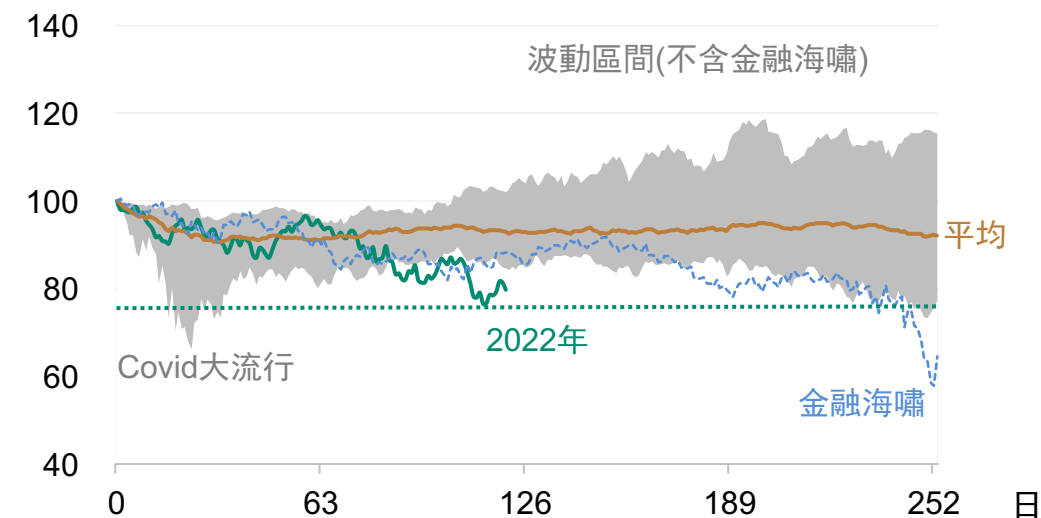
美國經濟衰退時期股市平均下跌30%

衰退起點	衰退時間(月)	名目GDP 降幅	下跌天數(自季GDP 出現衰退起算)	自最高點起 下跌幅度
1948/11	11	-1.7	164	-20.6
1953/7	10	-2.5	76	-14.8
1957/8	8	-3.6	22	-21.6
1960/4	10	-1.3	208	-13.9
1969/12	11	-0.7	238	-36.1
1973/11	16	-3.1	95	-48.2
1980/1	6	-2.2	-4	-17.1
1981/7	16	-2.2	316	-27.1
1990/7	8	-1.4	11	-20.1
2001/3	8	-0.1	647	-50.0
2007/12	18	-4.0	434	-57.1
2020/2	2	-9.7	83	-34.1
平均	10.3	-2.7	190.8	-30.0

資料來源：NBER, Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

美股跌幅似已部份反應經濟衰退的預期

指數化，初始為100



註：統計自1948年以來美國12次經濟衰退期間，美股自波段高點起算後1年走勢。
資料來源：Bloomberg。

債券 景氣衰退風險取代通膨成為關注，長債利率震盪偏下行

近期十年債利率近期大幅回落，主要景氣衰退風險漸漸取代通膨成為市場關注焦點，原因有三1)經濟數據快速走弱，2)大宗商品價格大幅回落，被視為經濟風向的銅價一度失守7600美元，統計2005年來銅金比與美十年債利率相關性為0.87，目前銅金比快速下行，料將使公債下行壓力加大，3)景氣疑慮升溫下，交易員開始預期降息的時程提前，皆顯示長債利率下行的壓力正在加大。

市場預期今年3Q, 4Q通膨分別為7.6%, 6.5%，通膨位階仍高，加上Fed緊縮態度未變下，預期下半年利率仍有反彈機會，有長期收息需求者，利率逢高，可分批進場布局高評級長債/長天期公債，若經濟步入衰退，伴隨通膨快速放緩下，將有資本利得的空間。

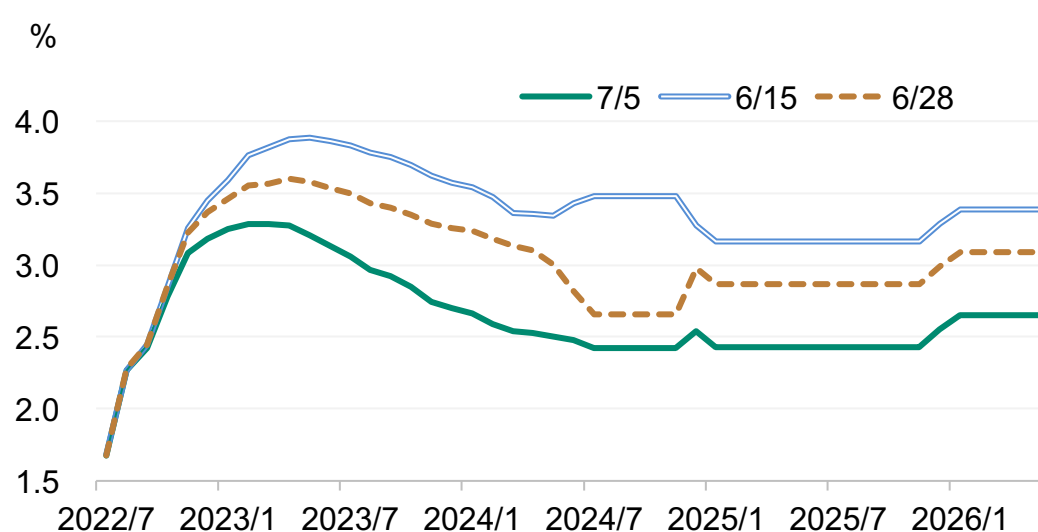
衰退疑慮升溫，美十年債利率下行壓力加大



註：統計2005/1~2022/6月資料。銅為被廣泛應用的工業金屬，價格多能反應景氣狀況；黃金則對市場風險情緒、實質利率(名目利率-通膨預期)敏感。影響銅金比重要因素與影響公債利率因素相同，且銅金比與美公債利率走勢相近，因此也被視為重要的經濟指標。

資料來源：Bloomberg。

景氣疑慮升溫下，交易員開始預期降息的時程提前



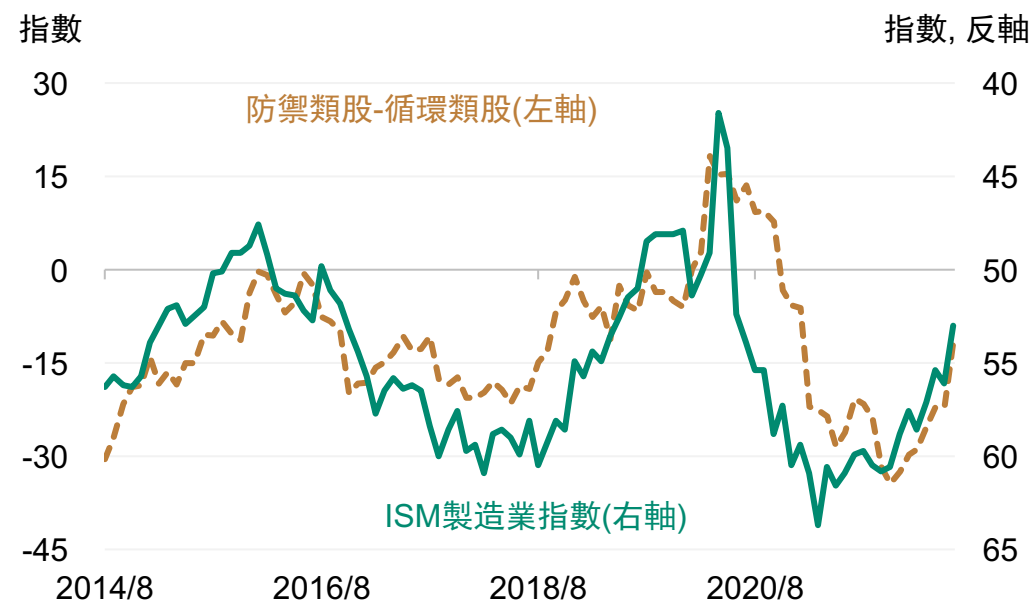
資料來源：Bloomberg。

美股 景氣放緩與資金緊縮環境，以防禦類股為重

美國6月ISM製造業指數快速下滑，從56.1降至53，為2020/3以來最大單月下滑幅度，主要是受到新訂單大幅萎縮所致，從前期55.1下降至49.2，凸顯廠商未來能見度快速惡化的問題。

就現階段而言，由於景氣持續放緩，加上聯準會因為通膨壓力仍有持續緊縮壓力，仍不利股市，尤其是循環類股。因此，在操作配置上，目前仍以防禦類股為優先考量。

景氣放緩壓力，不利循環類股



資料來源：Bloomberg。

資金緊縮環境，以防禦類股為重



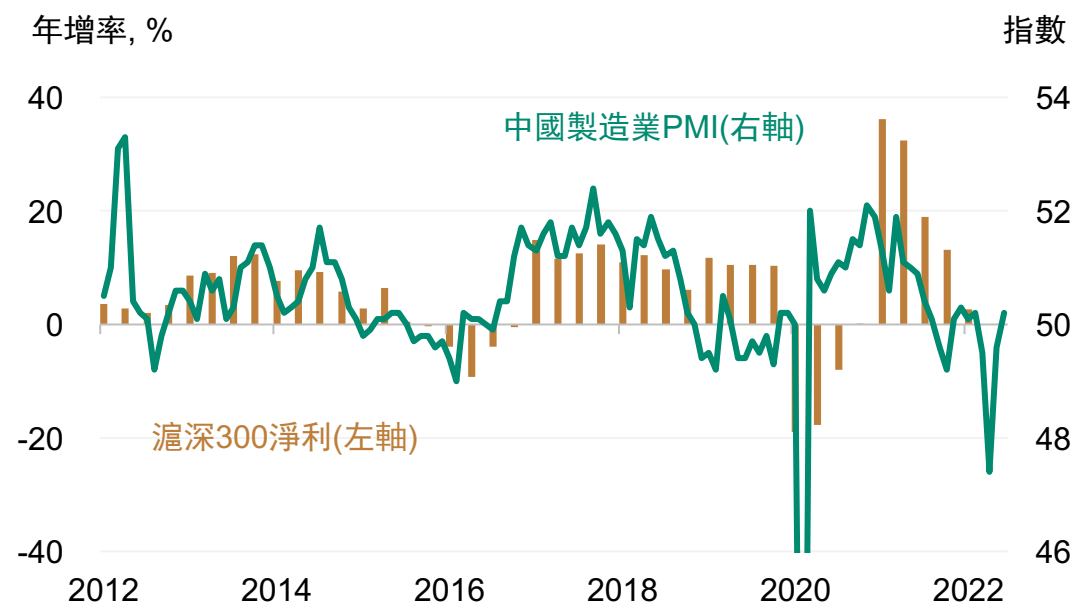
資料來源：Bloomberg。

中國 基本面持續修復，支撐指數震盪上行

2Q財報數字將逐步揭露，受到疫情影響，研判獲利表現為全年低點，但觀察製造業與非製造業PMI回到榮枯線上方，企業展望已有改善，基本面預期於3Q落底後逐步回升。題材面，為壓抑輸入性通膨影響，美中貿易關稅調降的機率上升，兩國貿易摩擦降溫也有助市場情緒好轉。

評價面大幅改善後，市場面臨企業財報與美歐景氣下滑挑戰，短期漲勢將不若前兩月強勢。考量貨幣與財政政策維持寬鬆、房車等國內需求持續改善，換屆前指數應可延續上行趨勢，惟海外衰退疑慮升溫，配置以衛星部位為主，並採波段操作思維。

企業獲利可望於3Q逐步回升

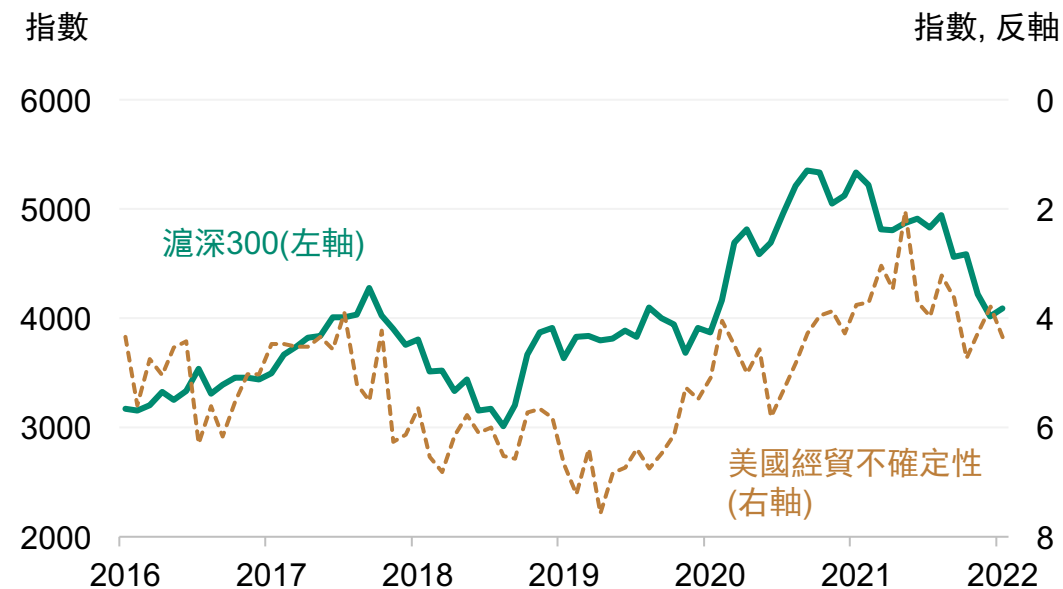


資料來源: Wind。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

美中貿易摩擦降溫，有助陸股情緒好轉



註：經貿不確定指數採用自然對數處理。

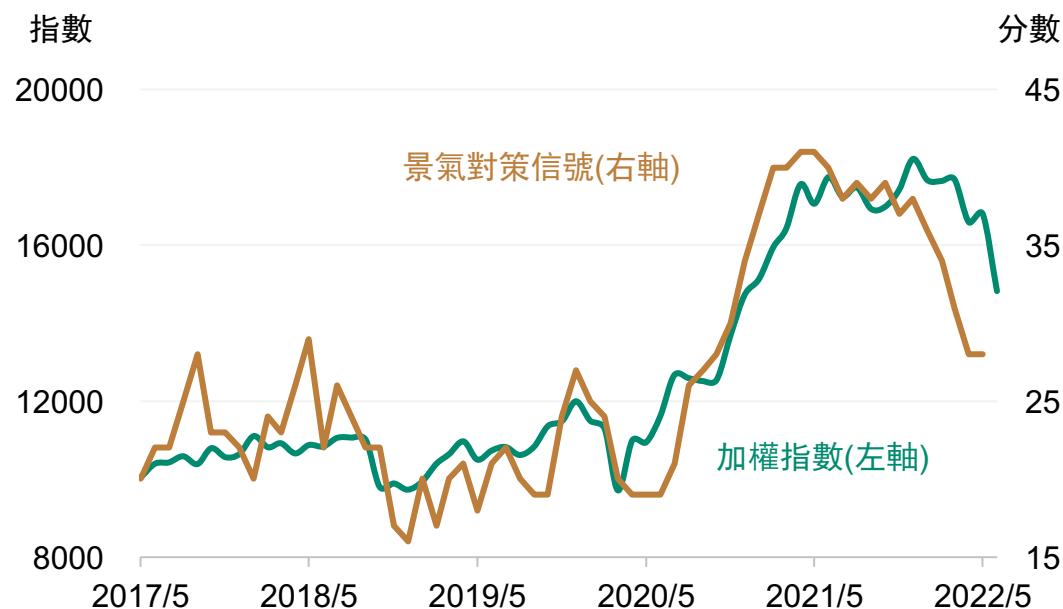
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

台股 衰退警報響起，台灣難脫下跌漩渦？

國發會5月份景氣對策信號綜合判斷分數為28分，與上月持平，燈號維持代表穩定的綠燈，然而製造業銷售量指數、製造業營業氣候測驗點分別呈現衰退的黃藍燈及藍燈。事實上景氣對策信號自2021/4見高點後，即呈現一路向下，台股雖於年初仍有高點，但難逃景氣下行壓力。

依國發會統計，景氣高峰出現後，接下來的收縮階段，平均為15個月，而期間跌幅平均24.8%，自年初以來，台股跌幅高達23.2%，已逼近過去衰退期間跌幅。即使如此，由於未來美國經濟可能出現衰退，以出口為主的台灣經濟景氣仍難言落底，股市仍有盤跌壓力。

台股難逃景氣持續下行壓力



資料來源：國發會，Bloomberg。

過去經濟收縮期間平均15個月，跌幅近25%

景氣高峰	景氣收縮期間(月)	景氣谷底分數	期間漲跌幅(%)
1968/8	14	-	5.4
1974/2	12	-	-45.3
1980/1	37	-	-6.4
1984/5	15	13	-29.0
1989/5	15	17	-54.2
1995/2	13	13	-20.2
1997/12	12	14	-17.7
2000/9	12	9	-52.3
2004/3	11	23	-8.0
2008/3	11	10	-45.8
2011/2	11	13	-17.8
2014/10	16	16	-6.2
平均	15	14.2	-24.8
2021/4	?	?	-23.2(年初以來)

註：歷年景氣高峰及景氣收縮期間採國發會定義，景氣高峰未必是景氣對策信號最高點。

景氣對策信號分數本波高點為2021/4的44分。

資料來源：國發會，1984/1至今，國泰世華銀行投研團隊彙整。

匯市 聯準會獨走地位雖鬆動，但俄烏戰爭衝擊歐洲經濟更甚美國，拖累歐元、支持美元指數

雖然美國升息步伐居於領先，但隨ECB會議透露升息、結束QE的意向；另一方面，ECB囿於通膨，被迫邁向緊縮，其中QE縮減也將提前至3Q初期結束，政策利率則於7月升息、9月結束負利率政策。因此，聯準會政策緊縮步伐獨走、遙遙領先其他主要央行的差距有所縮小。

即便如此，**3Q美元多頭恐尚未逆轉，即歐元弱勢尚未結束**，原因有二：

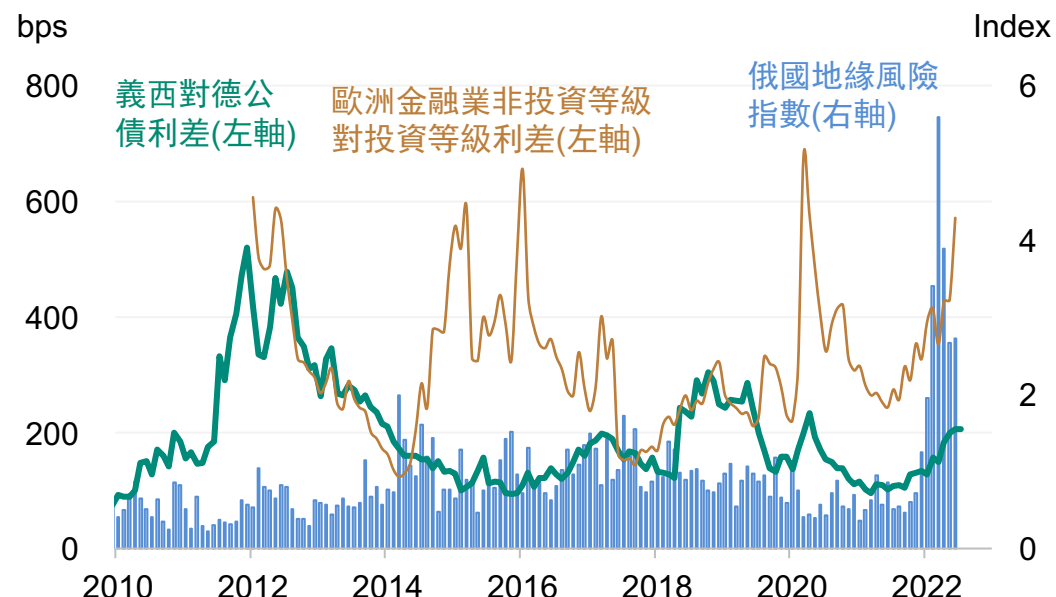
- 1) 俄烏戰爭拖累歐元：**戰爭對歐洲經濟負面衝擊更甚美國，尤其對體質較弱的南歐、直接受戰爭衝擊的歐洲金融業，影響更鉅。
- 2) Flight-to-safety 推升美元：**雖然下半年美國經濟恐難避免進一步下行，但目前聯準會鷹派立場尚未放鬆之際，市場flight-to-safety情緒、美元避險需求更盛，也令美元指數多頭格局延續。

美國對主要國家利差已見縮窄，緊縮步伐不再獨走



資料來源：Bloomberg。

俄烏戰爭對南歐、歐洲金融業影響對歐元造成拖累



資料來源：Bloomberg。

July 2022

11 Monday 日本工具機訂單 馬來西亞休市	12 Tuesday 歐元區ZEW調查 日本PPI	13 Wednesday 美國CPI 歐元區工業生產 德國CPI 英國工業生產 中國出口 泰國休市	14 Thursday 美國初領失業金 美國PPI 日本工業生產	15 Friday 美國零售銷售 美國工業生產 美國密西根大學市場氣氛 中國GDP 中國零售銷售 中國工業生產
---------------------------------------	--	--	--	--

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