



國泰世華銀行
Cathay United Bank

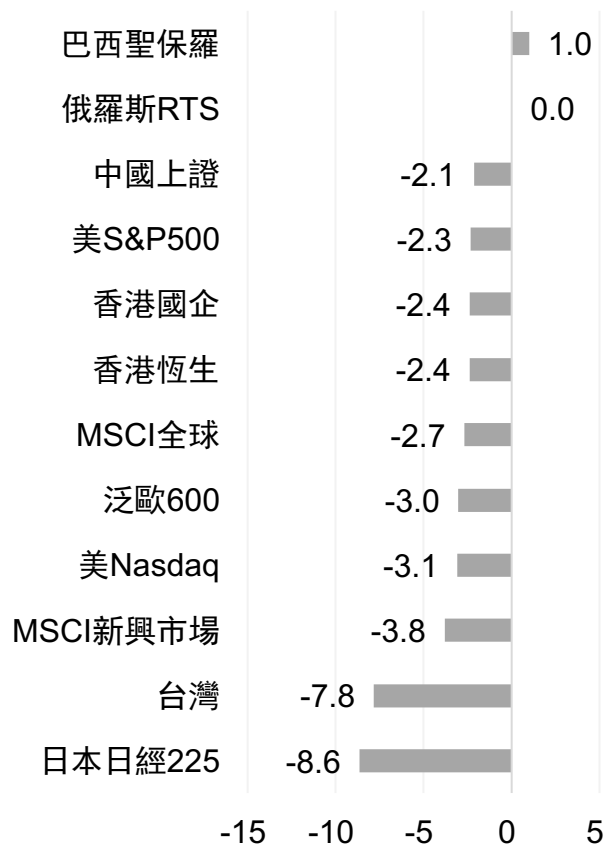
2024年8月9日

投資研究週報

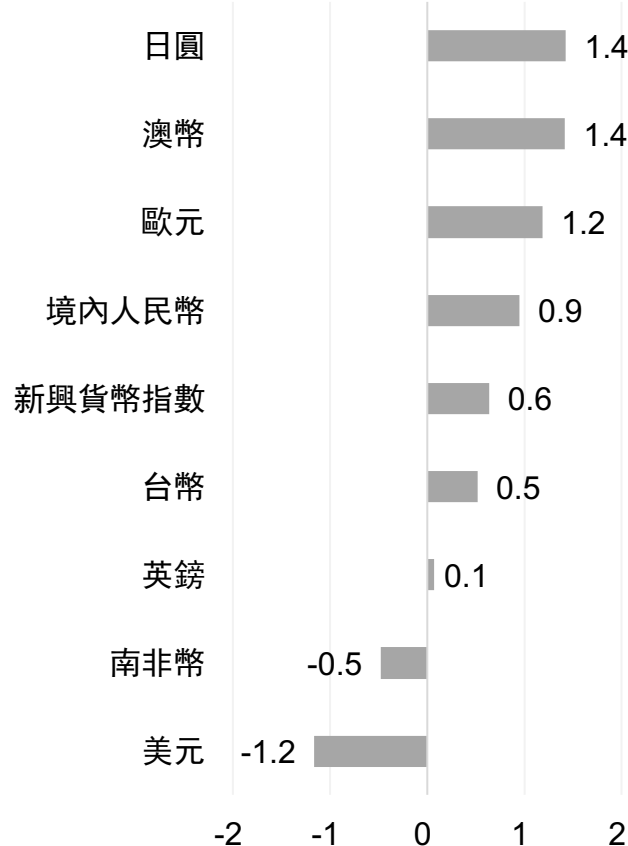
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

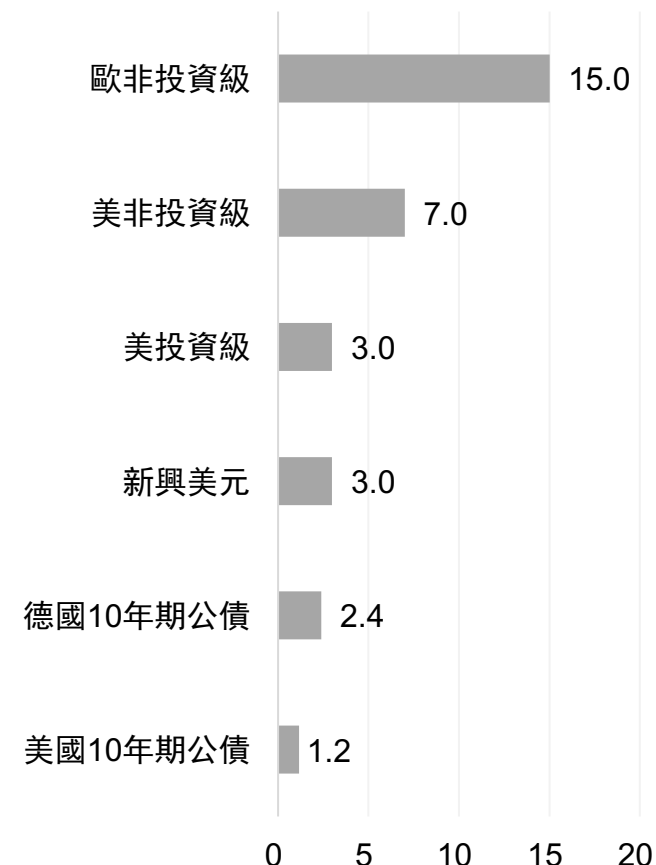
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/8/1-8/8。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

焦點：市場雖陷衰退「恐慌」，卻非衰退「事實」；在日銀副總裁出言安撫，盤勢應能轉趨整理

1. 基本面：科技股財報、就業數據趨弱，使市場陷入衰退恐慌。但**NBER六項監控指標皆為正值**，顯示目前就斷言衰退，恐言之過早。
2. 央行官員：日銀(央行)副總裁內田真一安撫市場，稱「**市場不穩定時不會升息**」；舊金山聯準銀行總裁戴莉、芝加哥聯準銀行總裁古斯比出言表示，不擔心7月就業報告，並確信近期不會陷入衰退。

後續看點：

美國CPI_(8/14)、美國零售銷售_(8/15)、美國密大消費信心_(8/16)、央行年會_(8/23)

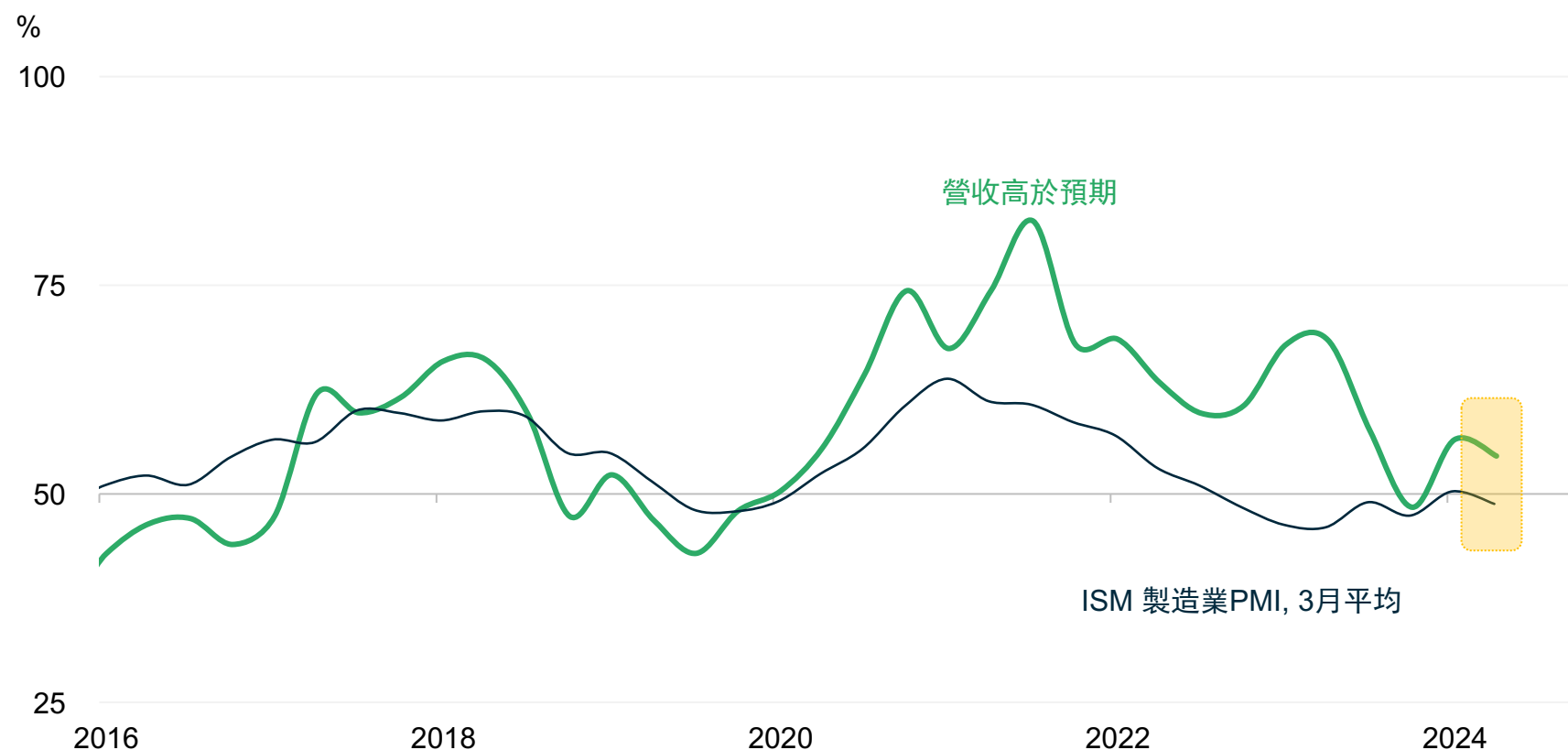
策略思維

1. 股市：重挫後跌深反彈，但**季節性、大選效應會讓Q3股市較壓抑**，盤勢將轉向震盪，後續可**留意低基期類股**。
2. 債市：衰退恐懼讓降息預期火熱，短線恐有過度反應之虞，但**長線貨幣政策仍將壓抑殖利率**走勢。
3. 匯市：利差交易平倉，讓日幣引領亞幣齊漲，但**隨日銀副總裁安撫市場，日圓應轉趨震盪走勢**；台幣方面，**高基期將讓後續景氣動能受限**，因此，即便短線隨外資回補台股部位有所回升，但弱勢震盪格局尚未改變。

總經 | 大型科技股財報表現不足以提振市場信心，營收優於預期比例降低

7月以來，大型科技公司率先發布財報，然不足以提振市場信心，如亞馬遜財測低於預期、Google廣告及微軟雲端收入不如預期，遑論英特爾財報崩壞，不僅宣布裁員15%，更將停發股利。

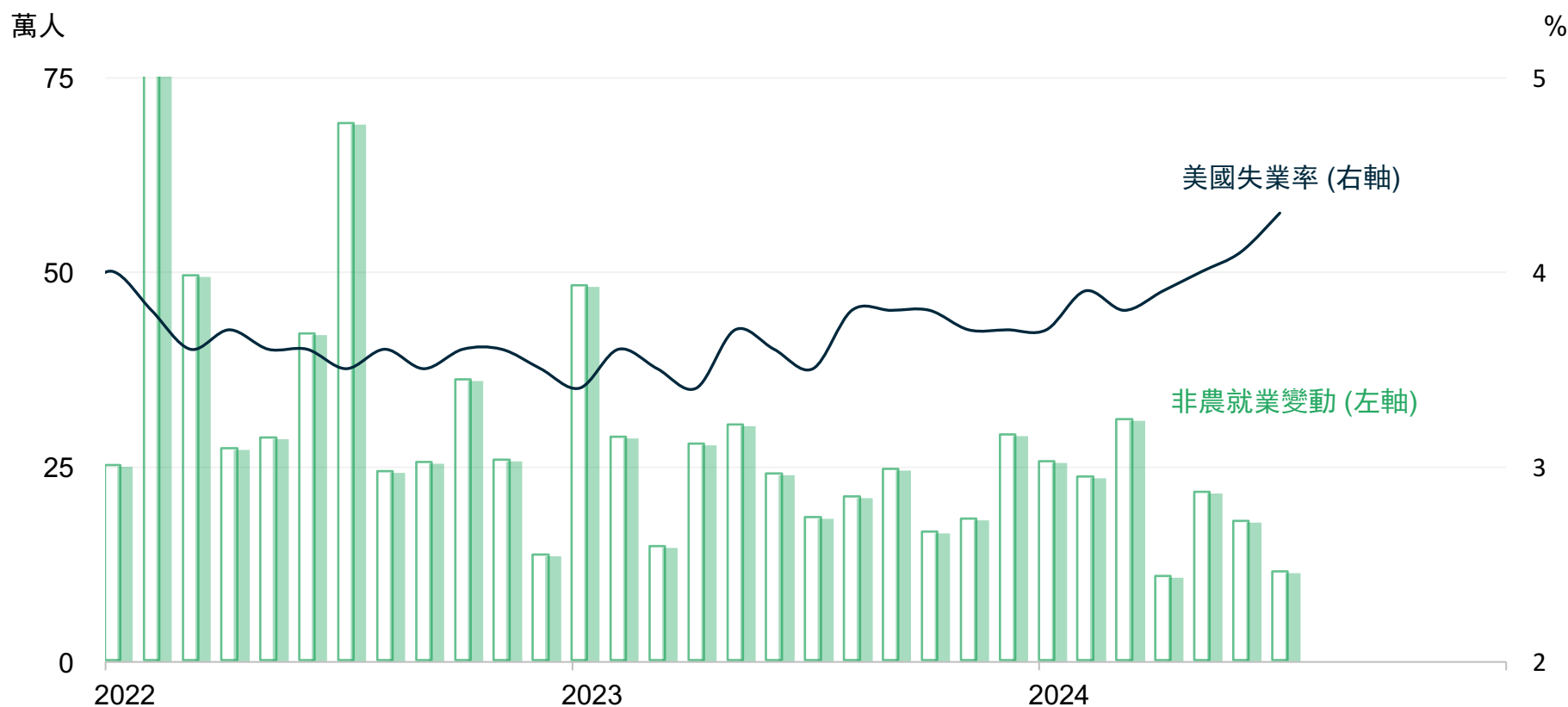
去年中以來，營收優於預期比例持續下降



總經 | 就業相關數據趨弱，更使市場陷入美國經濟衰退的擔憂

總經數據頻頻趨弱，包括ISM製造業PMI、非農就業變動等都延續下降趨勢，且不如市場預期。其中，就業相關數據最為觸動市場神經，使投資人紛紛陷入對美國經濟陷入衰退的恐慌。

就業相關數據略顯疲態，觸動市場神經



總經 | 以NBER監視衰退與否的六項指標來看, 目前斷言經濟「衰退」也為時過早

以NBER監視衰退與否的六項指標來看, 目前斷言經濟「衰退」也為時過早。因為不僅六項經濟指標都還處於正值, 且最重要的兩項就業數據也都維持增加的狀況。

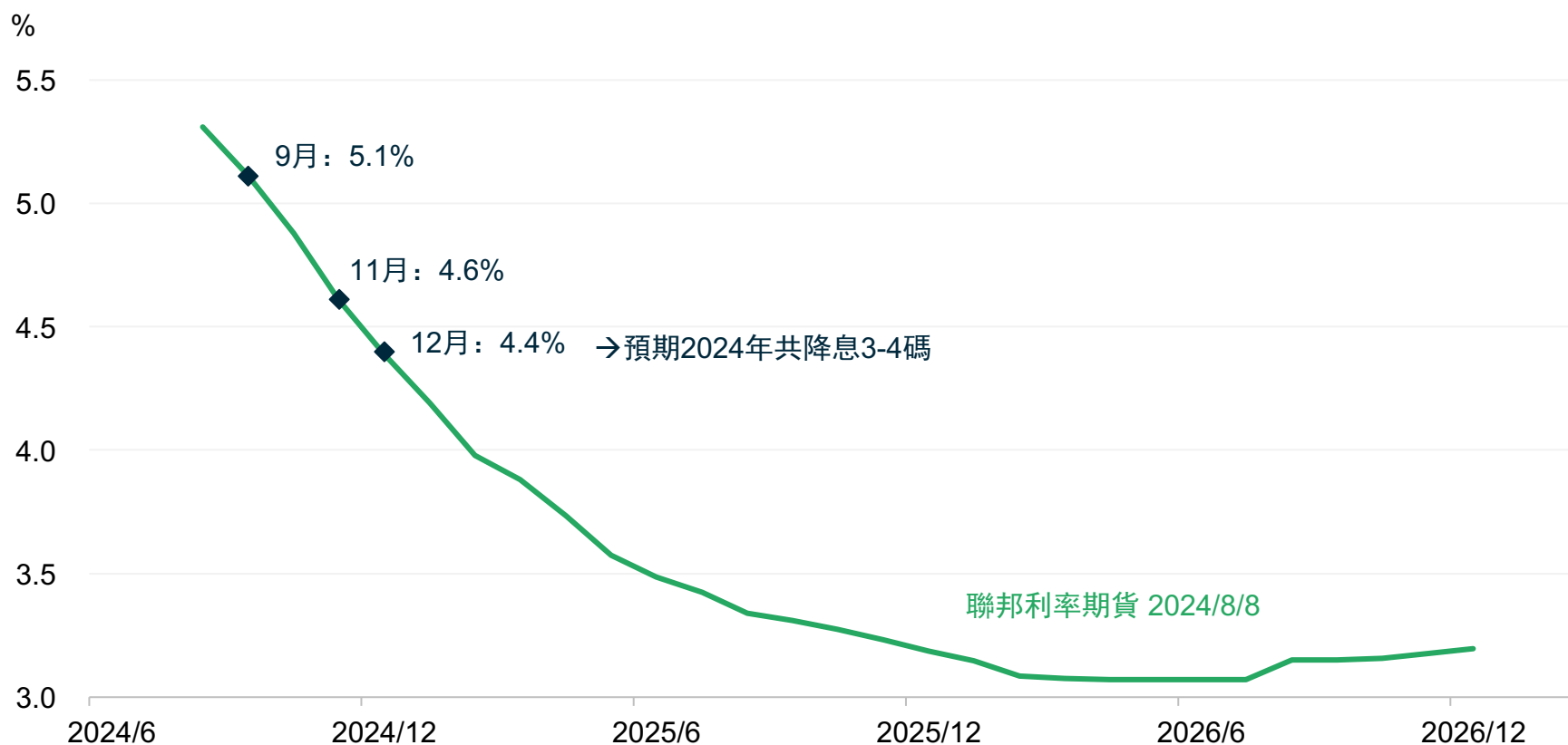
勞動缺口雖有所降溫, 但斷言「衰退」仍為時尚早

NBER六項指標	1990年	2001年	2008年	2020年	最近期
非農就業 (月變動, 萬人)	-15.4	-29.6	-15.8	-2048	11.4
工業生產 (年增速, %)	0.2	-2.1	-1.8	-17.2	1.6
實際個人收入減轉移支付 (年增速, %)	-0.3	2.8	-1.2	-5.7	1.8
實質製造與批發業銷售額 (年增速, %)	-1.5	-2.4	-1.4	-15.6	1.9
家庭調查的就業 (月變動, 萬人)	-23.0	-48.4	-17.1	-2219	6.7
實際個人消費支出 (年增速, %)	0.8	2.4	1.1	-14.7	2.6

債市 | 衰退的恐懼下, 期貨市場預期今年降息達至3~4碼, 恐有過度反應之虞

非農就業數據公布後, 投資人擔憂經濟衰退, 市場對**今年降息預期達3~4碼, 並大幅推深美債殖利率**。後市, 若殖利率進一步滑落, 反而應站在賣方思考; 而降息前, 若市場對經濟衰退疑慮減弱或川普偏激言論等, 使長債殖利率反彈至4%上方, 可視為降息前倒數的布債良機。

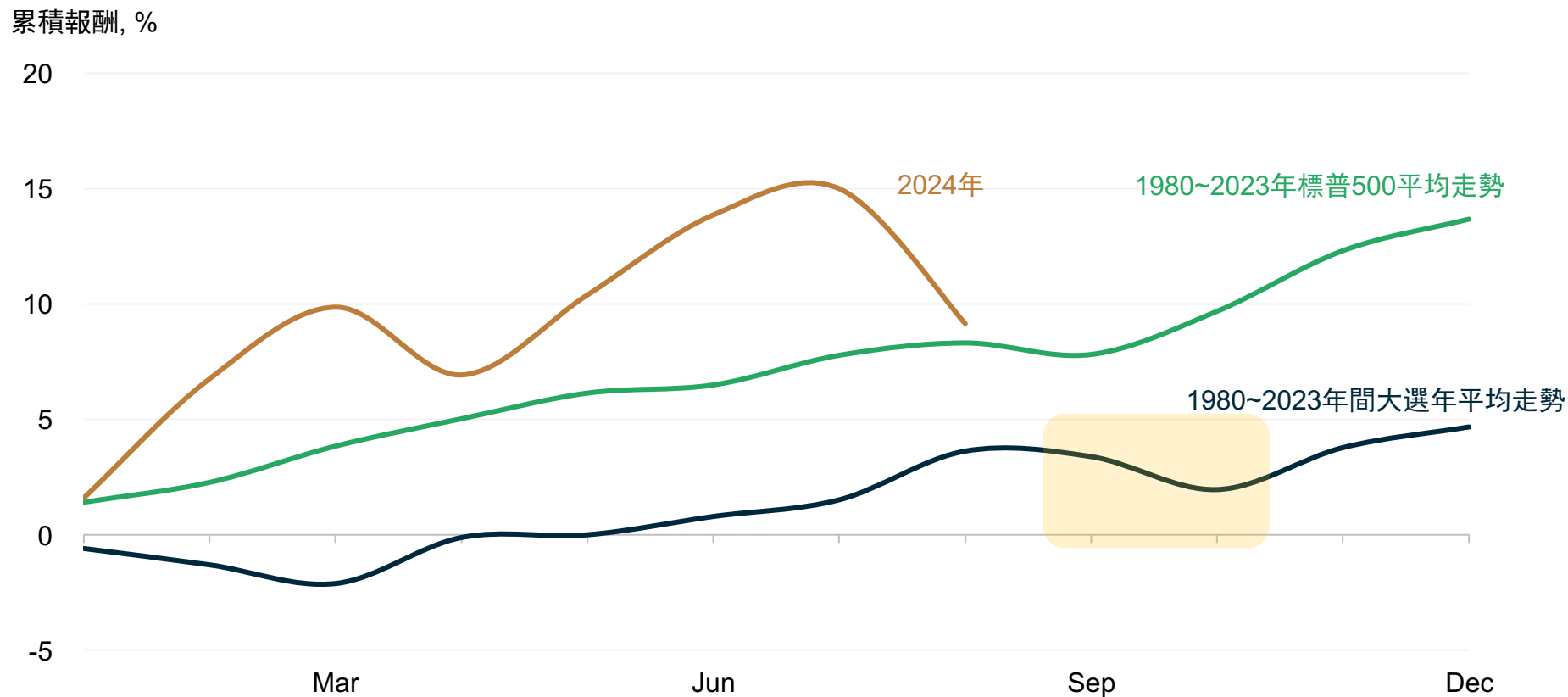
期貨市場對今年的降息預期, 恐有過度反應之虞



股市 | 近期重挫後雖見跌深反彈, 但季節性、大選效應會讓Q3股市較壓抑, 盤勢將轉向震盪

統計過往美股表現, 平均而言, Q3表現較不如其他季度; 另一方面, 參考過往大選年表現, 股市表現大多遜於一般, 尤其越接近大選月份越是如此, 雖然今年在AI題材加持下, 股市表現大為不同, 惟仍難擺脫季節性與大選年效應。因此, 近期重挫後雖見跌深反彈, 但季節性、大選效應會讓Q3股市較壓抑, 盤勢將轉向震盪。

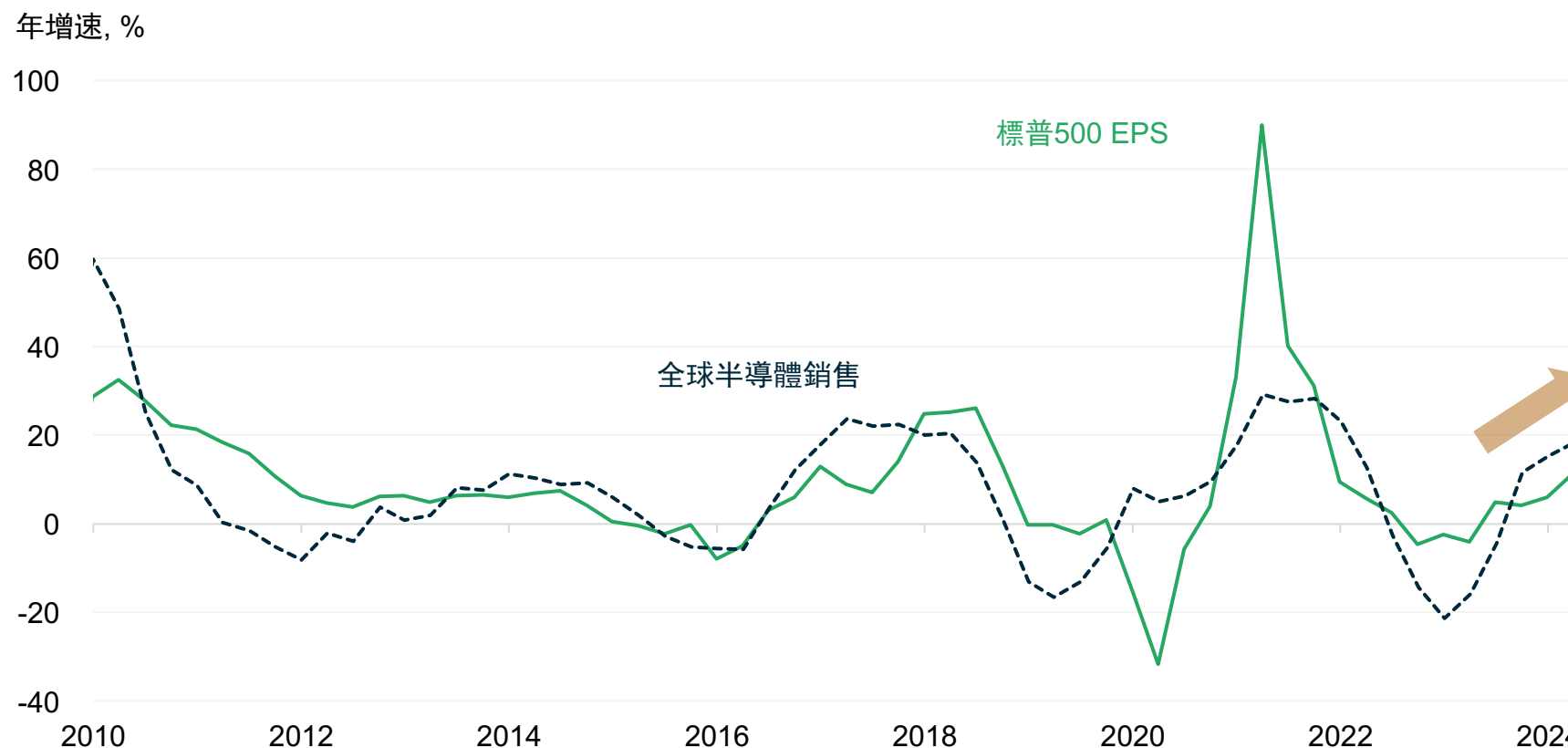
過往大選年標普500表現



股市 | 半導體復甦週期延續，帶動企業獲利成長，不致出現獲利衰退下的崩跌

以過往經驗來看，目前**半導體銷售循環仍處在上升週期**，也將帶動**標普500的獲利持續成長**，故不致出現如網路泡沫、金融海嘯般獲利衰退下的崩跌。近期，全球股市因為估值偏高及衰退疑慮而回調，但企業獲利回升方向不變，股市拉回後仍可分批進場。

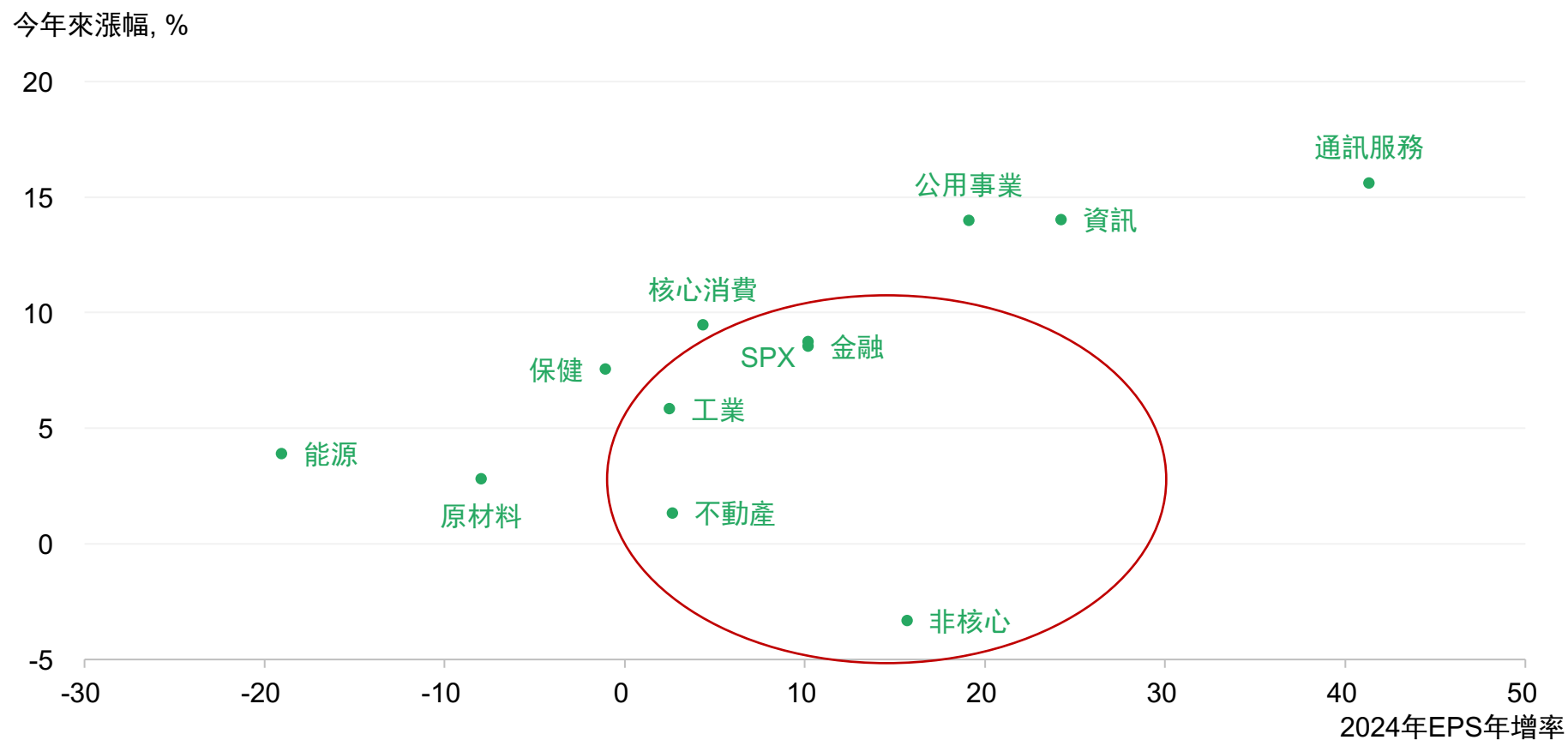
科技業仍處在復甦週期，將帶動企業獲利升溫



股市 | 展望後市, 可留意股價基期低、獲利具成長潛力的類股

市場波動度升高, 恐怕在美國總統大選前後皆難避免, 風險意識提升之下, 高成長、高波動的科技股將不再一支獨秀, 可將目光移往低基期, 且獲利具成長性的類股布局。

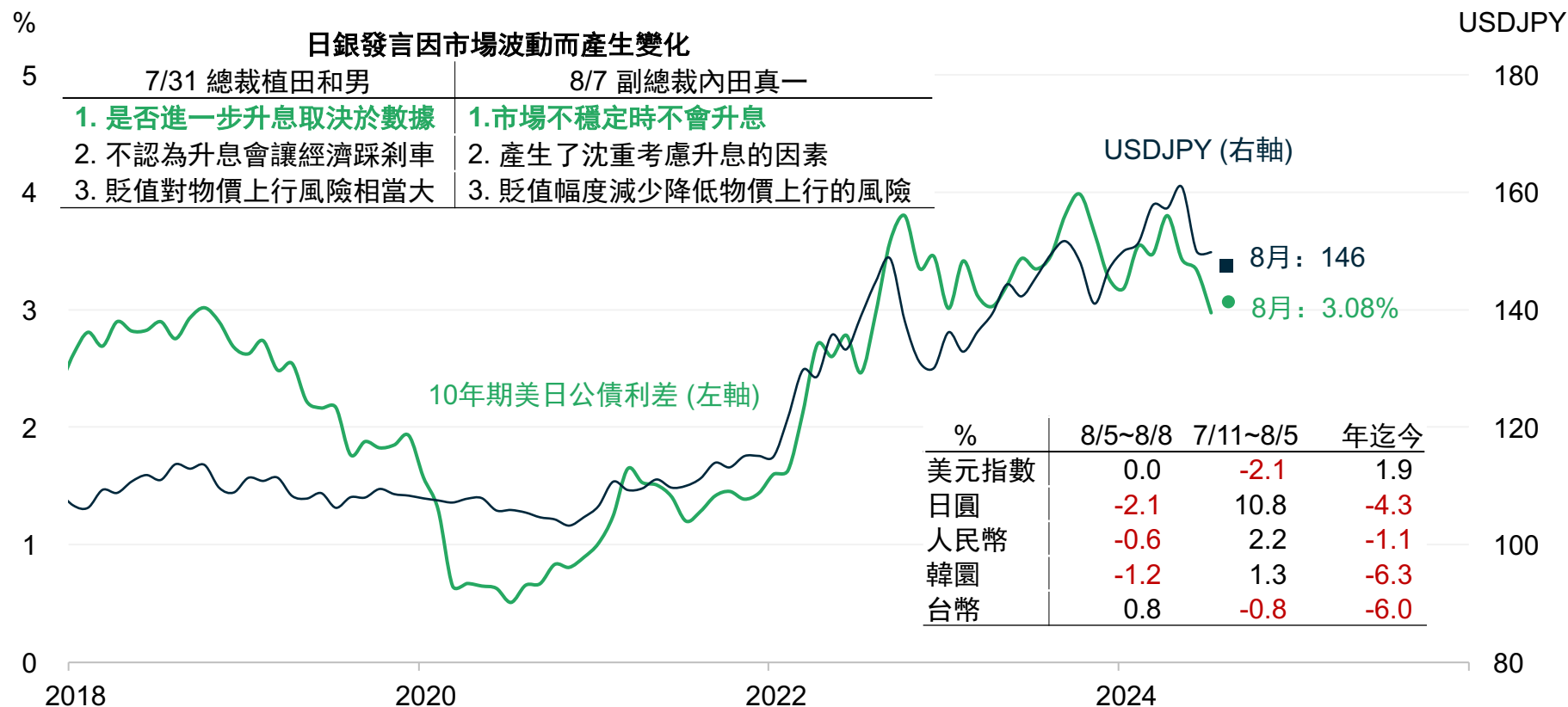
股價基期低, 獲利具成長潛力的類股有望表現



匯市 | 利差交易平倉, 使日圓引領亞幣回升, 但日銀副總裁安撫下, 日圓走勢應趨於震盪

最近由於風險趨避情緒上升, 迫使投資人平倉今年以來盛行的利差交易, 加上7月日本央行會議進一步緊縮貨幣政策, 在在都讓日圓轉強, 並引領原先弱勢的亞幣回升。惟近期日圓漲勢受情緒推動過快, 但日銀(央行)副總裁內田真一出言安撫市場, 稱「**市場不穩定時不會升息**」。後市, 在日銀出言安撫下, **日圓匯價走勢應由急升轉為震盪格局**。

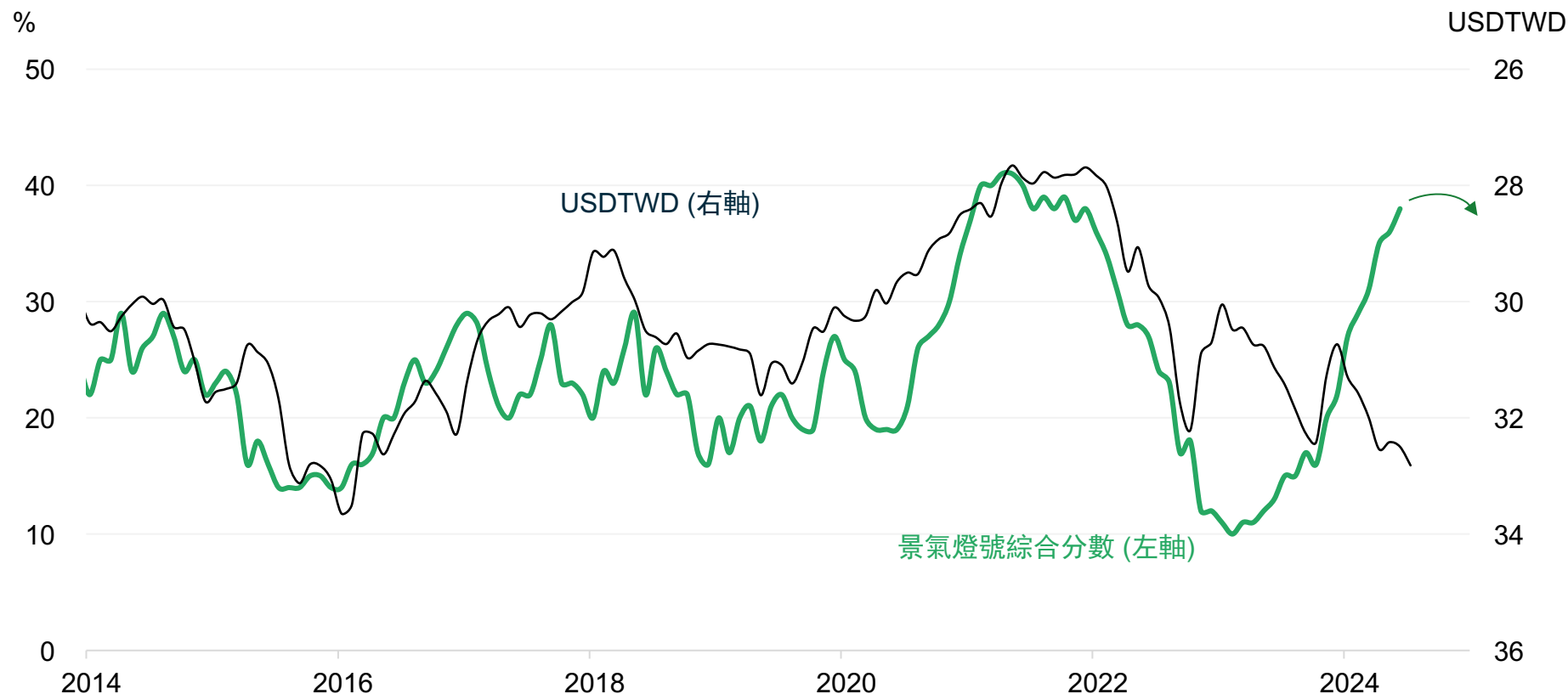
利差交易平倉, 推升日圓走勢, 也使央行發言出現變化



匯市 | 景氣燈號雖亮紅燈，但高基期下，綜合分數上攻不易，匯價的景氣面利多將有所受限

今年上半，台灣出口動能不差，但匯價卻有所背離，主要受到1)國人購債資金外流、2)進口增加使貿易盈餘縮窄、3)外資賣超台股等因素壓抑所致。近期，國發會雖公布2年半以來的首顆景氣紅燈，但受限於高基期下，綜合分數上攻不易，使得匯價受惠景氣面的既有利多將有所受限，因此，即便短線隨外資回補台股部位有所回升，但弱勢震盪格局尚未改變。

台灣景氣燈號綜合分數與台幣匯價

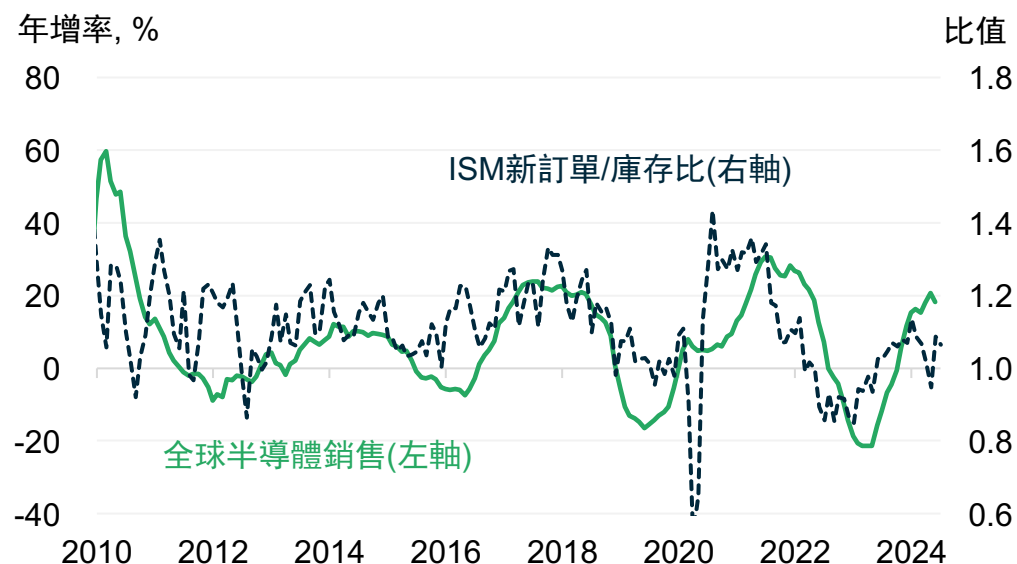


美股 半導體復甦週期延續, 股市拉回仍可分批布建

美國7月ISM製造業數據意外下滑, 引爆投資人對經濟衰退的憂慮。對製造業而言, 由於高利率環境影響, 使得產業復甦不均, 加上需求不穩, 使得ISM指數仍舊偏弱, 不過, 企業庫存也明顯改善, 使得新訂單/庫存比也連續2個月維持在1之上, 顯示製造業復甦方向不變, 但步調偏緩。

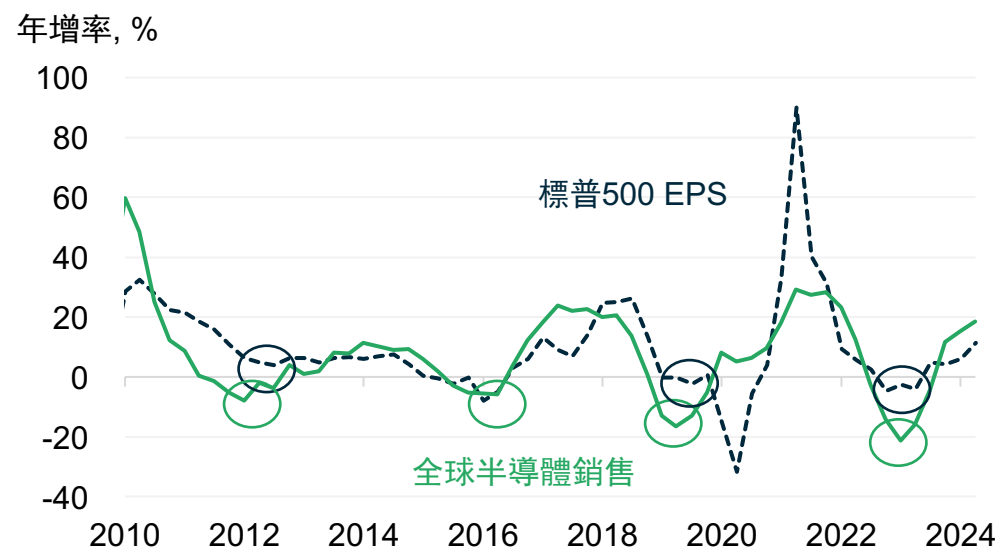
另一方面, ChatGPT的問世, 帶動科技大廠對AI伺服器的大舉投資, 同時, 邊緣運算的開發也如火如荼的在進行, 使得全球半導體銷售的金額持續拉升, 最新資料顯示, 6月全球銷售499億美元, 年增率18%, 以過往的銷售循環來看, 目前仍處在上升週期, 因此, 預期標普500的獲利也將持續成長。近期, 全球股市因為估值偏高及衰退疑慮而回調, 但企業獲利回升方向不變, 股市拉回後仍可分批進場。

製造業維持復甦步調, 但節奏偏緩



資料來源: Bloomberg。

科技業仍處在復甦週期, 將帶動企業獲利升溫



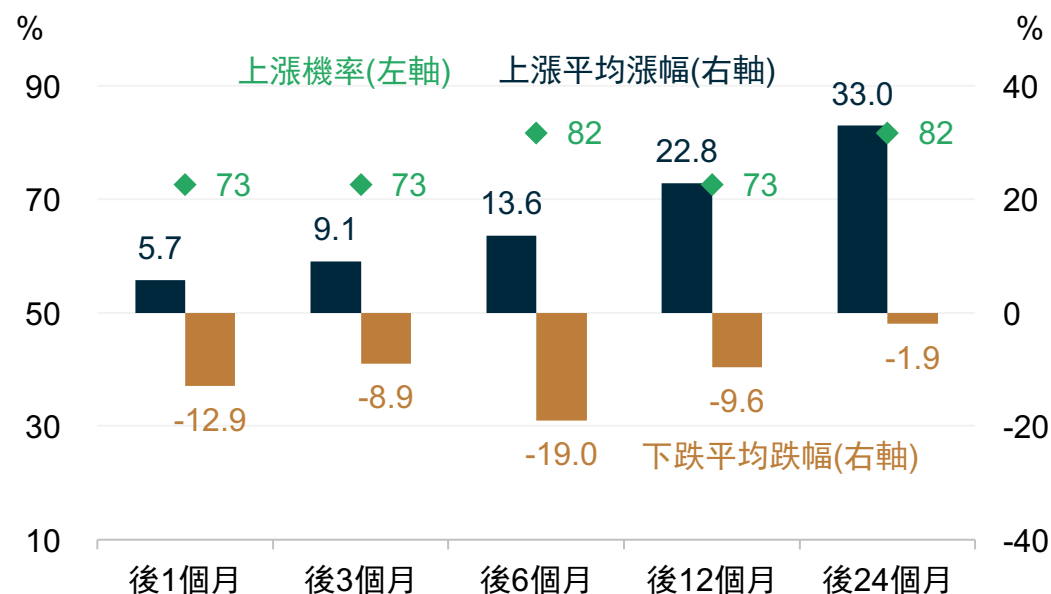
資料來源: Bloomberg。

美股 多重事件影響波動度提高, 極度恐慌情境或許是布局的好時點

由於股市乖離偏高, 一點風吹草動都造成股價拉回, 近期由於川普遇刺以及對台灣半導體不利言論, 帶動晶片股大跌, 接下來市場進一步擔憂降息衰退風險, 以及日圓急升帶來的利差交易unwind, 引發股市一連串修正, 也使得恐慌指數飆高至38, 為2020/11以來最高。

恐慌指數升高, 若反應的是未來經濟衰退, 如同2008年金融海嘯一般, 則後市將是長期熊市, 若是事件觸發, 未引發衰退, 則美股後市上漲居多, 因此在上半年漲多之際, 指數降溫, 修正乖離偏高的疑慮, 或許是逢低布局的機會。然而市場波動度升高, 恐怕在美國總統大選前後皆難避免, 風險意識提升之下, 高成長、高波動的科技股將不再一支獨秀, 可將目光移往低基期, 且獲利具成長性的類股布局。

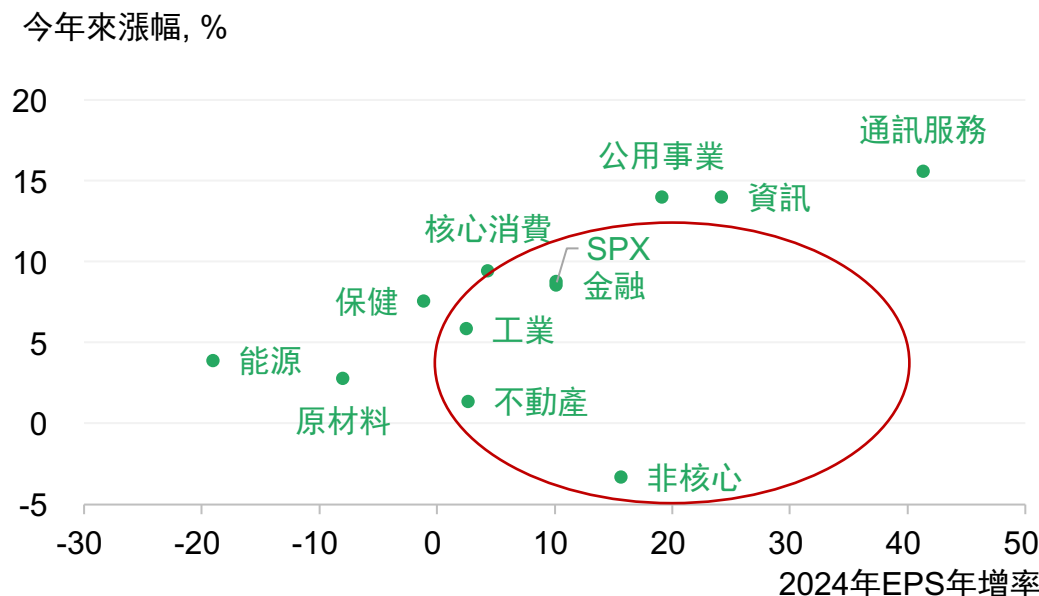
VIX指數收盤突破35, 美股後市上漲居多



註: 統計2000年以來VIX收盤突破35, 標普500指數後市表現。

資料來源: Bloomberg。

股價基期低, 獲利具成長潛力的類股有望表現



資料來源: XQ。

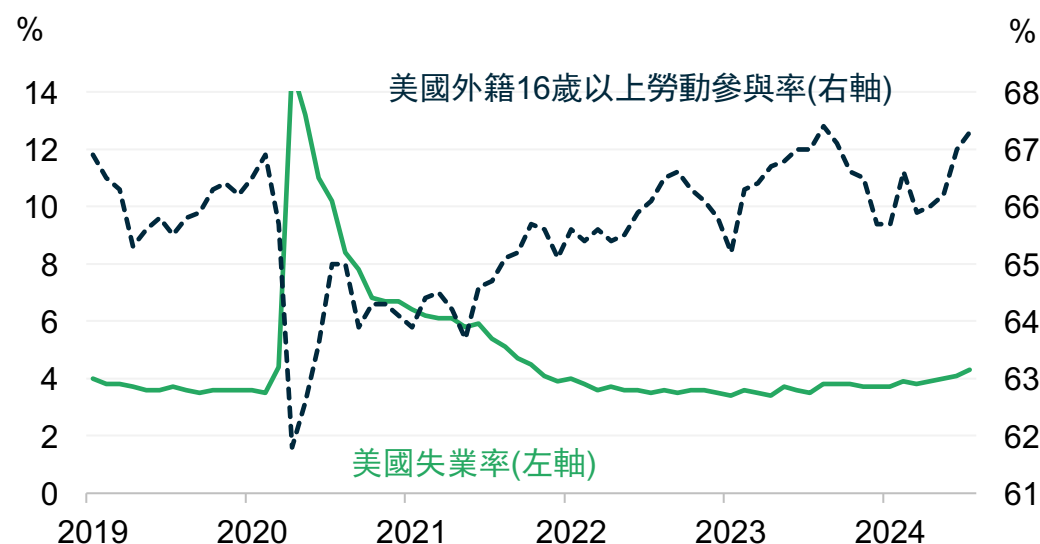
就業 7月就業疲軟，導致美國將陷入衰退？現階段斷言仍為時尚早

7月就業市場意外走弱：1)新增非農意外大幅下降至11.4萬人，2)失業率升高，帶動Sahm Rule法則突破0.5%的衰退門檻。並且在7/8，5級颶風「貝麗爾」登陸德州，嚴重的天災(洪水、龍捲風)波及農林、能源、製造、營建、零售等多項產業，**企業暫緩了僱傭活動，成為7月就業數據疲軟的原因。**

而失業率的升高除了受天災影響外，勞動市場的結構改變也影響甚遠。在疫情後，大量的移民湧入使勞動力擴張，**就業市場競爭激烈，使得找工作的難度增加。**如同Sahm Rule的創辦人Claudia Sahm表示，「近期失業率的升高，移民增加是最大因素，**不排除這次的Sahm Rule有失準的可能**」。

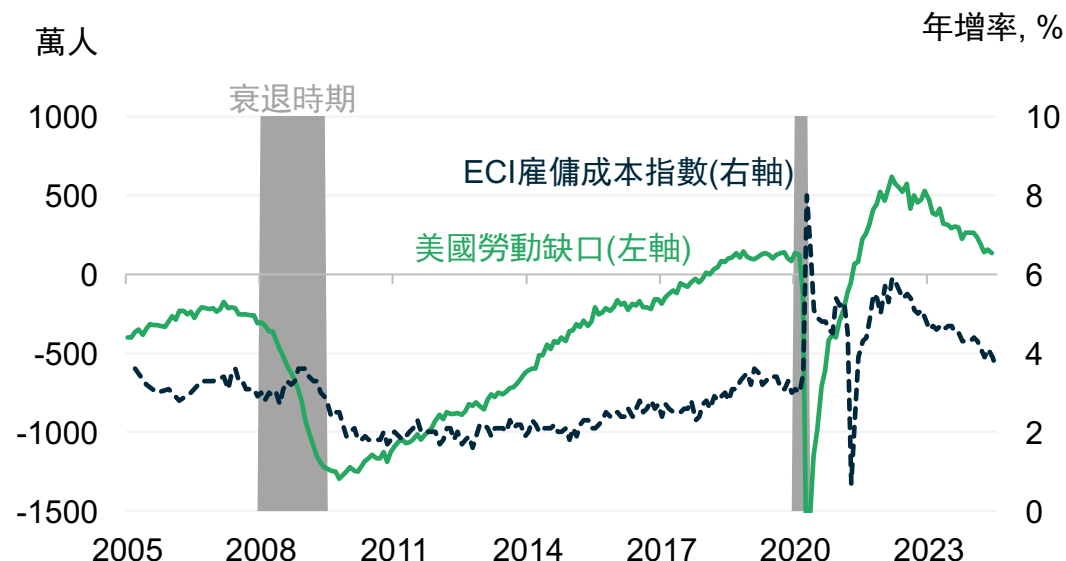
勞動市場確實正持續降溫，不過**以勞動缺口觀察，6月數值滑落至137萬人，與疫情前的水準相當，也未大幅惡化**，且隨著9月降息在即，將有利於提振美國景氣，現階段即斷言美國陷入衰退恐為時尚早。

外籍移民湧入，勞動市場競爭激烈，帶動失業率走高



資料來源：Bloomberg。

勞動缺口降溫至疫情前水準，不過未大幅惡化



註：勞動缺口=就業數+職缺數-勞動總規模，缺口下降顯示勞動需求降溫，有助薪資成長轉弱。

資料來源：Bloomberg。

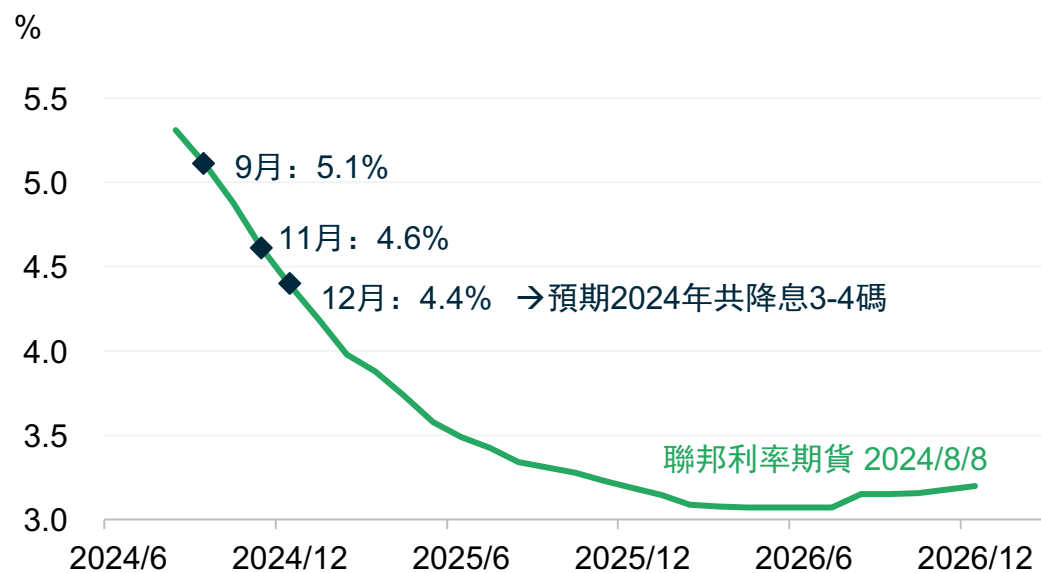
債市 在衰退疑慮的驅使下, 市場「過度預期」今年降息幅度, 帶動美債殖利率波動

隨著市場對美國經濟「可能」陷入衰退的恐慌, 市場開始期待今年Fed將加大降息的力道。在最近就業數據公布後, 期貨市場一度預期今年降息5碼, 不過目前市場的恐慌心理有所收斂, 預估全年降息3-4碼。

而近期Fed表態, 意欲淡化市場上的恐慌心理, 芝加哥Fed總裁Goolsbee表示, 「不會對單月數據過度反應, 美國經濟仍相當穩定」; 而今年有投票權的舊金山Fed總裁Daly也指出, 「並不過分擔心7月的就業報告, 失業率上升代表更多的移民勞工供給。下次會議前, 持續關注就業數據的變化」。

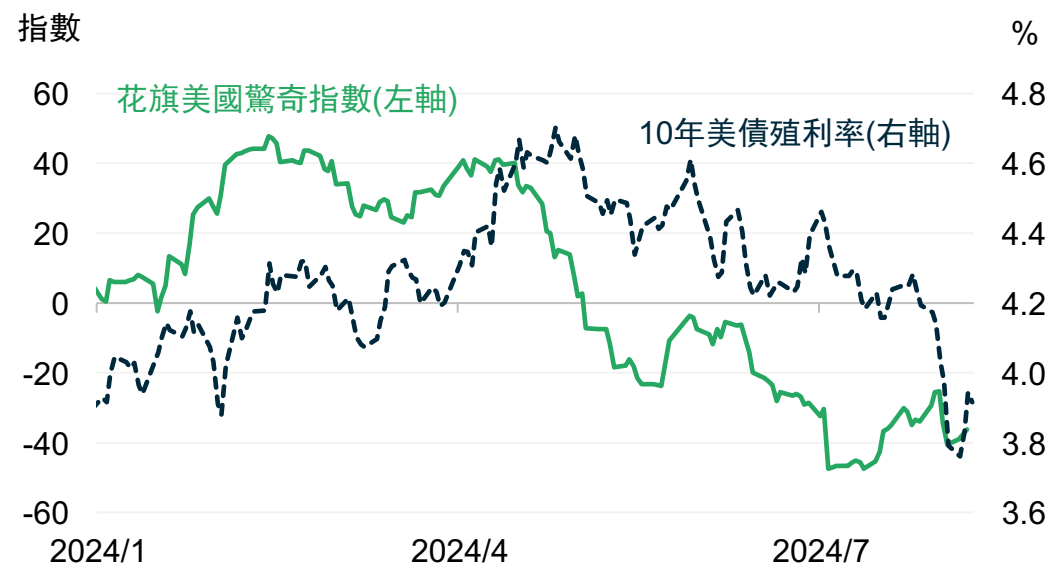
市場過度反應之下, 殖利率應聲大跌, 不過在官員表態後有所回暖, 10年債殖利率回升至3.9%位階。若美債殖利率進一步滑落, 對重視資本利得者, 應站賣方思考; 而在降息前, 若市場對經濟衰退的疑慮減弱、或因川普偏激言論, 導致長債殖利率反彈至4%上方, 可視為降息前的倒數布債良機。

期貨市場預期今年降息3-4碼



資料來源：Bloomberg預估。

數據公布不如預期, 美債殖利率應聲走跌



註：花旗美國驚奇指數反應市場對於美國經濟數據的預期, 負值顯示不如預期。

資料來源：Bloomberg。

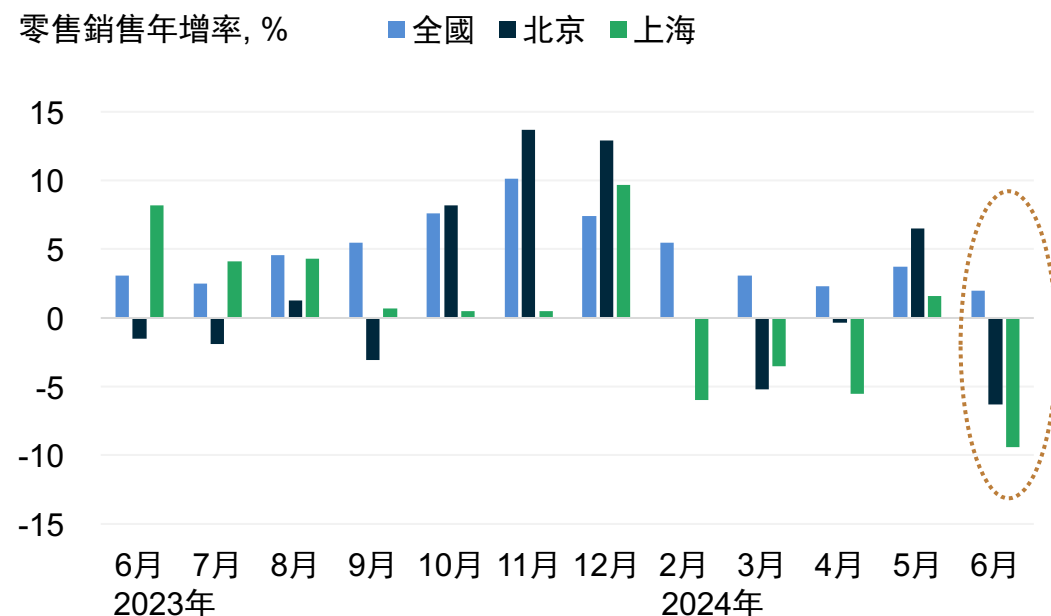
中國 3000億國債刺激投資消費，惟全球股市劇震及政策效果不明，投資人料保持觀望

中國上半年經濟仰賴出口支撐，1-6月累積消費增速下滑至3.7%，令人意外的是，北京上海兩地的消費在6月紛紛降至-6.3%以及-9.4%，除了618提早促銷分散6月消費力之外，汽車銷售皆出現雙位數衰退，尤其上海6月新車銷量降至-30.6%，收入前景保守、資產負債表收縮為根本原因。

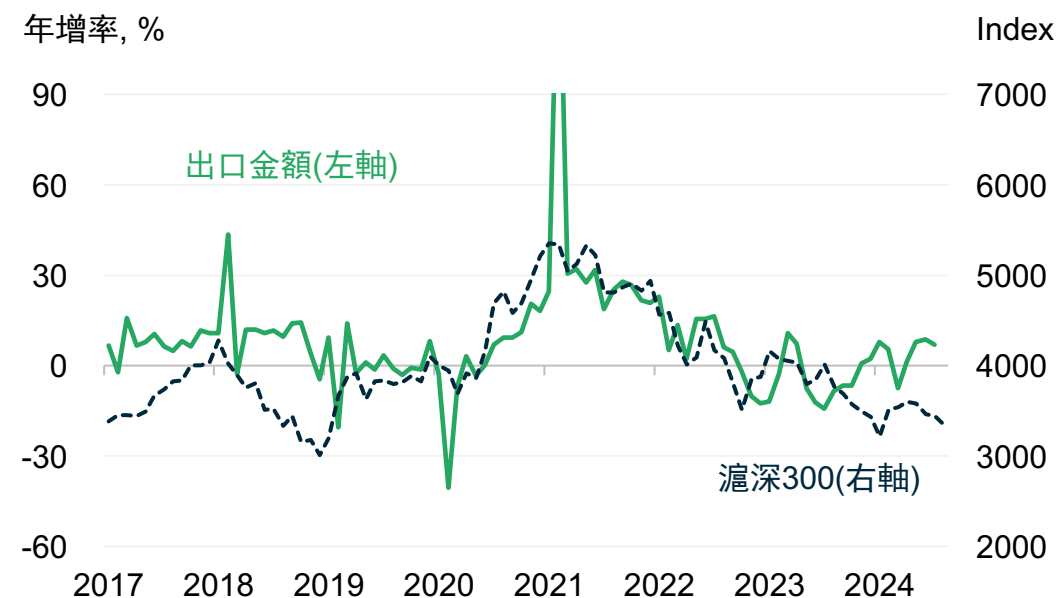
有鑑於此，7/30中央政治局會議強調“要以提振消費為重點”，發改委與財政部聯名公告新措施，計畫安排3000億左右超長期特別國債資金，支持設備投資與消費汰舊換新，其中1500億將用於地方政府對家電、汽車等商品的補貼費用，預期可以緩和消費下滑趨勢，提振全年消費回到4%上方。

市場展望：除3000億超長期特別國債，7月出口年增7%保持穩健，然而下半年中國出口存在關稅制裁與美國製造業降溫的風險，加上全球股市劇烈震盪，在政策效果浮現與更大規模刺激推出前，投資人料維持觀望態度，陸港股市不易擺脫弱勢整理格局。

6月京滬兩地消費皆降下滑至負成長



前7月出口穩健成經濟支柱，但下半年存潛在逆風



Aug 2024

12	Monday	13	Tuesday	14	Wednesday	15	Thursday	16	Friday
加拿大營建許可 日本休假		美國PPI 歐元區經濟景氣指數 英國失業率 澳洲消費信心		美國CPI 歐元區GDP 紐西蘭利率決策 英國CPI		美國零售銷售 中國工業增加價值 英國GDP 澳洲7月失業率 韓國休假 印度休假		美國營建許可 美國新屋開工 美國密大消費信心 歐元區貿易帳 英國零售銷售	

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供理財客戶及媒體記者之參考資料，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牴觸之情事；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牴觸為由，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