



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年8月16日

# 投資研究週報

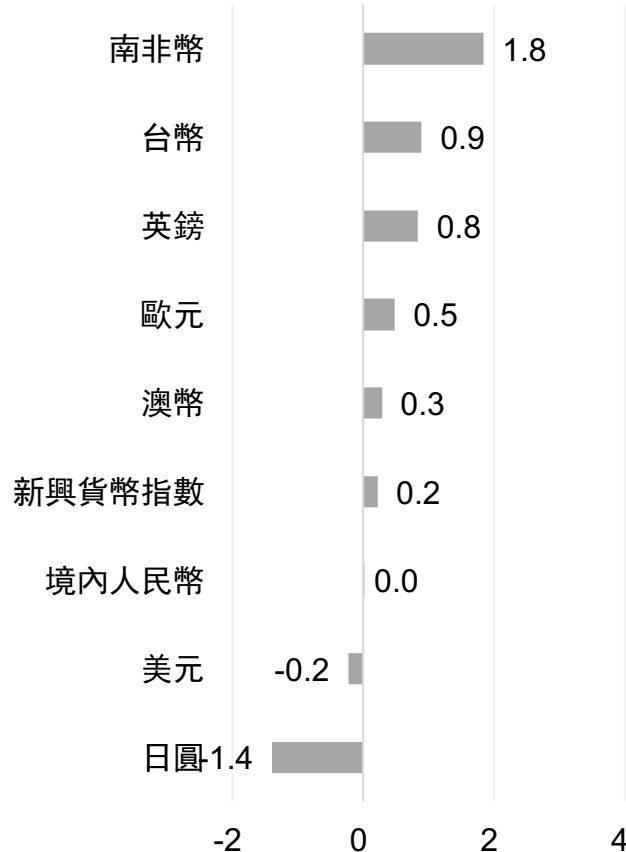
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

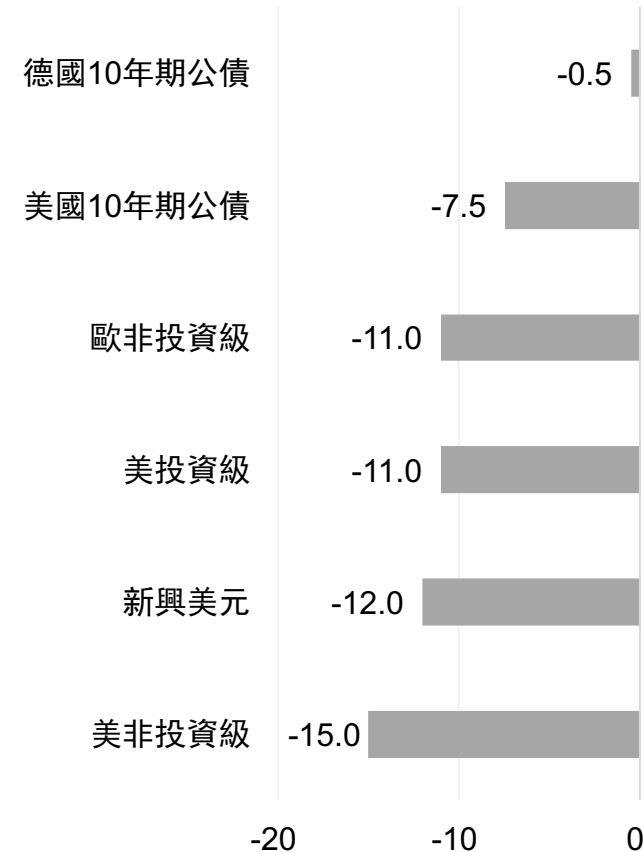
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/8/8- 2024/8/15。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) **通膨數據持穩, Fed降息之路更加平坦：**7月PPI、CPI延續降溫趨勢, 核心服務價格小幅反彈, 但預期本次核心PCE保持低增速, 不致影響降息前景。
- 2) **地緣風險升溫, 商品價格如何反應？**中東緊張局勢加劇、美國原油庫存下滑, 油價往區間上緣挪移。
- 3) **Jackson Hole登場, 鮑爾會做出哪些指引？**美國經濟軟著陸可能性仍大, 意味著無需於短期內大幅放寬貨幣政策, 近期官員也示意不會大幅降息, 主席鮑爾料將淡化激進的降息預期。

### 2. 後續看點：

- 貨幣政策：Jackson Hole全球央行年會(8/22-24)

## 策略思維

1. **股市：**跌深後轉向盤整, 資金輪動至低基期大型股。市場恐慌情緒淡化, 盤勢轉向震盪, 除科技股長線布局, 公用事業、醫療等具成長潛力的類股有望受資金青睞。
2. **債市：**衰退疑慮降溫, 殖利率再度陡降機會不大。利率大幅下跌空間有限, 宜把握利率反彈的布債契機。
3. **匯市：**總經環境發展將有利新興亞幣偏升。因貿易順差縮小, 隨Fed政策趨鬆, 台幣轉為震盪橫盤格局。



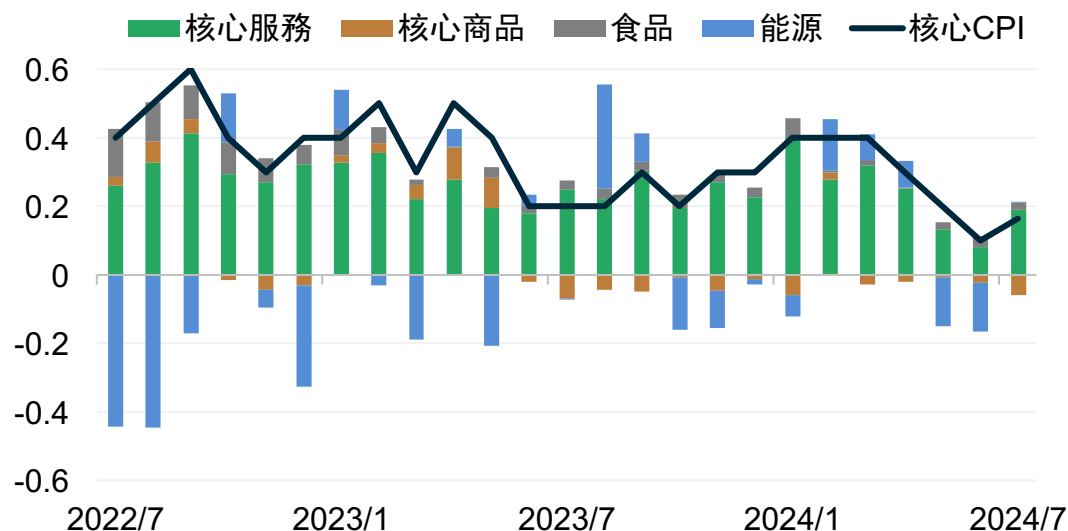
## 總經 | CPI延續降溫趨勢，支持聯準會9月展開降息

美國7月CPI月增率反彈，Headline CPI從-0.06%升至0.15%，核心CPI從0.06%上升至0.16%，Headline CPI年增率小幅降至2.9%，核心從3.3%降至3.2%，整體大致符合市場預期。主要分項中，核心商品月增速從-0.1%降至-0.3%，新車、二手車、服飾價格都比6月下滑；因房屋租金與交通運輸服務反彈，尤其房租分項對CPI貢獻最大，本次租金月增率從上個月0.2%回升至0.4%，使核心服務月增0.3%成為7月通膨的主要推手。

雖然房租(包含業主等值租金)的反彈幅度不小，然而無論從房價或是新租金價格指數的增速來看，後續房租價格增速料持續下行。**考量PPI與CPI變化，彭博預估7月核心PCE年增率小幅上升至2.7%，月增率則是維持在0.2%的相對低位，支持聯準會於9月展開降息。**

### 核心服務價格推升7月CPI月增速小幅反彈

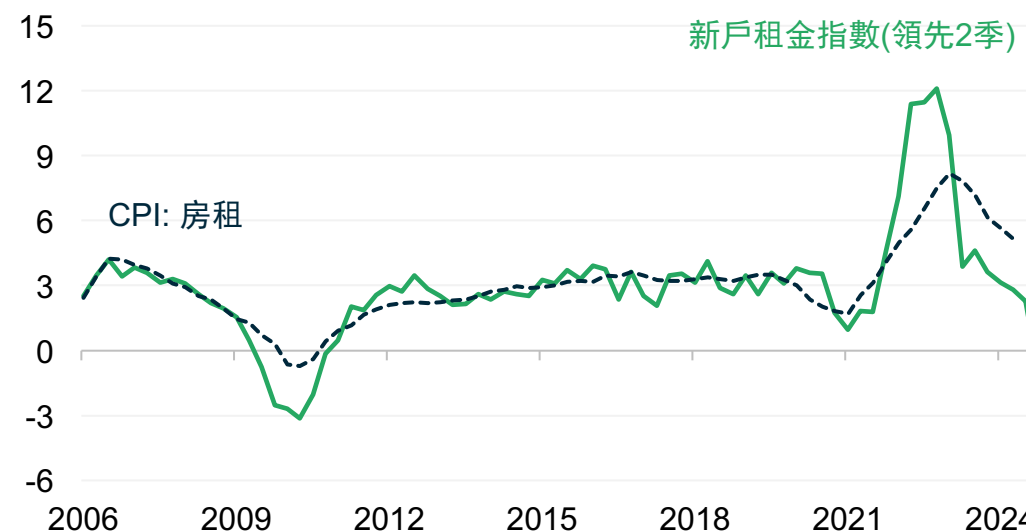
月增率, %



資料來源：Bloomberg。

### 新戶租金指數支持CPI房租分項持續降溫

年增率, %



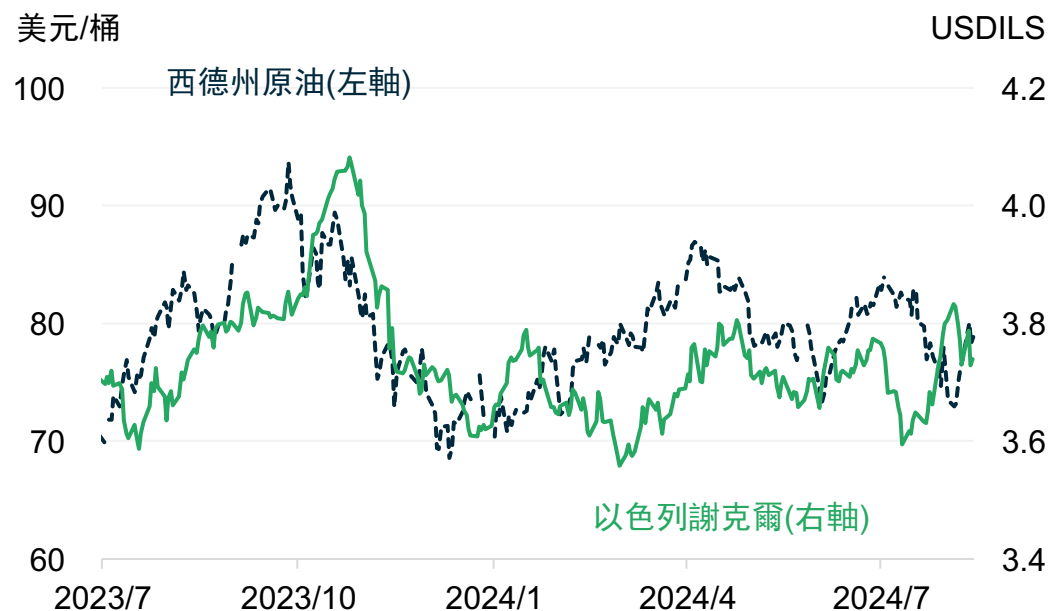
資料來源：BLS, Bloomberg。

## 地緣風險 | 中東戰火應不致失序蔓延，油價後市以區間格局看待

由於以色列擊斃哈瑪斯最高領導人，伊朗揚言對以色列展開軍事攻擊，導致油價再度靠攏每桶80美元。為遏止中東衝突失序，美國已派出潛艦與航母，並透過外交手段與西歐及中東各國展開協商，疾聲呼籲伊朗保持冷靜，預期中東戰火不至於失序擴張，但伊朗宣示性的報復行動仍有可能發生。

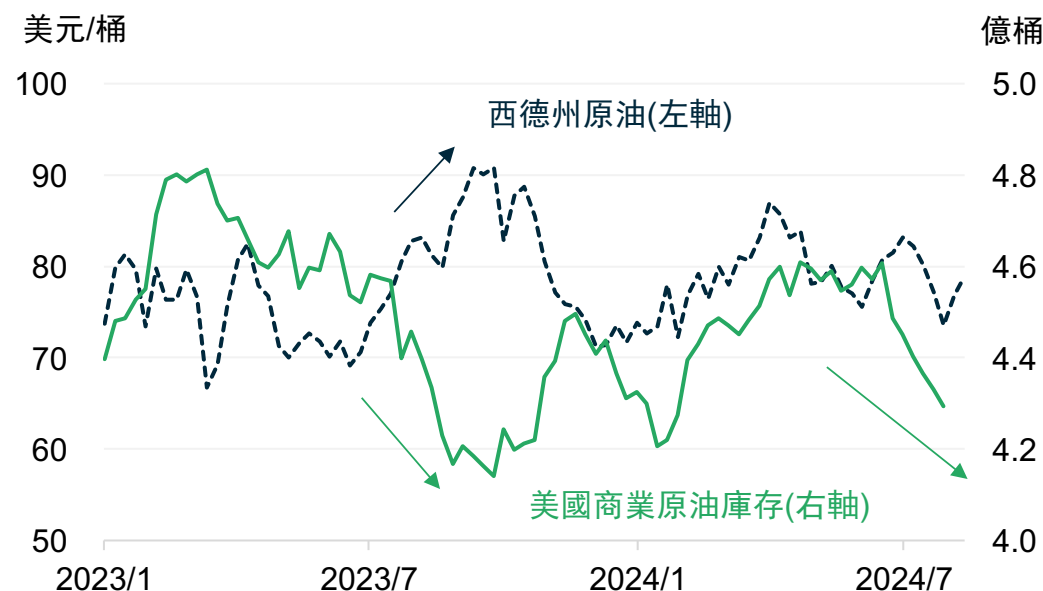
自去年10月，哈瑪斯與以色列爆發軍事衝突，油價便隨著地緣風險上上下下，甚至一度突破每桶90美元。雖然中東戰火一觸即發，但以色列謝克爾近期並未大幅走貶，顯示投資人可能中性看待近期衝突。不過，目前仍處夏季用油旺季，美國商業原油庫存已連續6週下滑，加上中東緊張情勢加劇，油價有機會進一步攀升，不過後市仍維持區間震盪格局，預期對各國通膨影響有限。

### 地緣風險為油價短期利多，但不致影響油價區間格局



資料來源：Bloomberg。

### 美國原油庫存下滑，提供油價支撐



資料來源：Bloomberg。

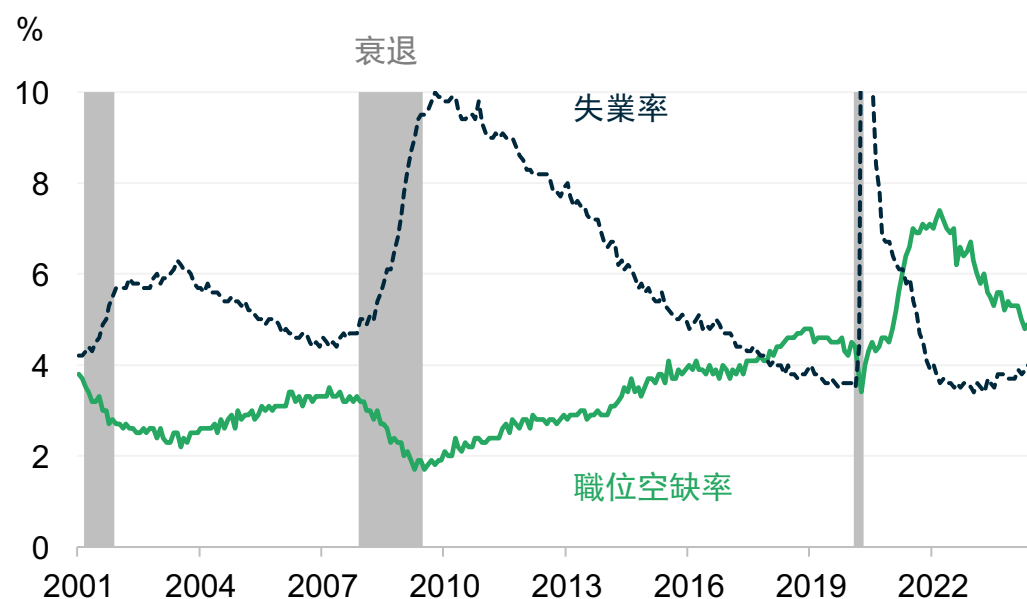


## 總經 | 就業市場強於過往衰退時期, 軟著陸機會仍高, 預期鮑爾將淡化激進降息預期

美國失業率上升4.3%雖觸及薩姆規則的0.5%衰退門檻, 不過就業環境與過去有所不同, 目前勞動力供需保持需求大於供給, 職位空缺率4.9%高於疫情前水平。另一方面, 以NBER判斷衰退的六項指標來說, 非農就業、實質收入等指標緩步下滑, 但與過去衰退時期的急墜走勢仍有差異, 7月零售銷售優於市場預期, 消費依舊保有韌性。整體而言, 經濟走勢雖逐漸放緩, 景氣前景仍有望實現軟著陸。

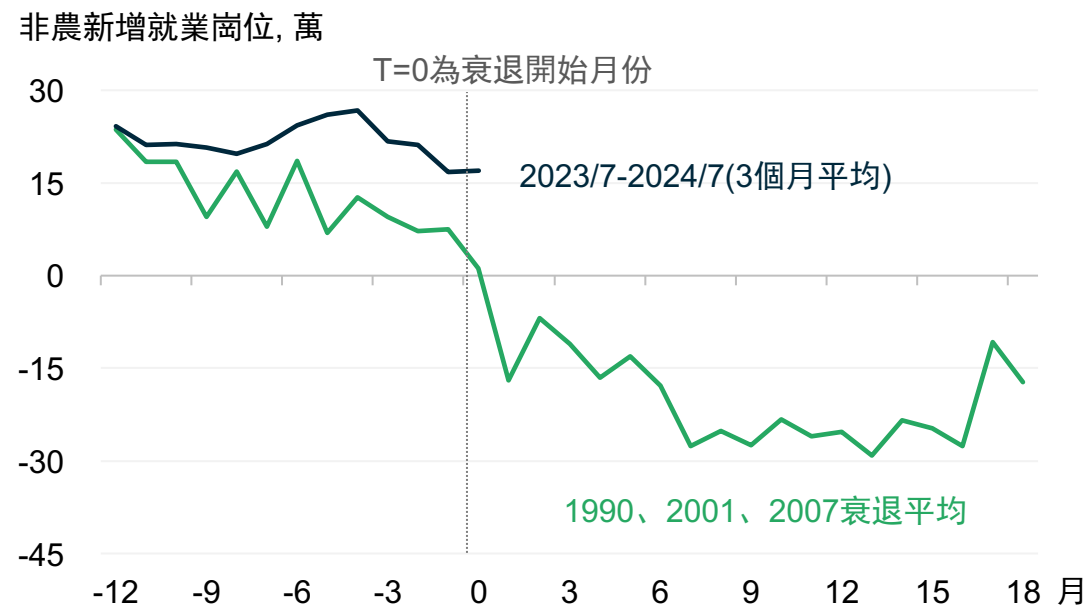
近期舊金山Fed總裁Daly、里奇蒙Fed總裁Barkin、聖路易Fed總裁Musalem等官員紛紛表示, 勞動市場確實有所放緩, 但不會過度解讀單一月份數據。Jackson Hole全球央行年會即將登場, 預料主席鮑爾將延續7月FOMC會議立場, **考量美國經濟軟著陸可能性仍大, 意味著無需於短期內大幅放鬆政策, 主席將淡化過於激進的降息預期。後續政策走向, 預期9月降息1碼展開寬鬆循環, 2024全年調降政策利率2-3碼。**

### 目前職位空缺率仍高於疫情前水準



資料來源: Bloomberg。

### 非農放緩幅度較過往衰退時期緩和



註: T=0為NBER定義衰退開始月。綠線取1990、2001、2007衰退平均。

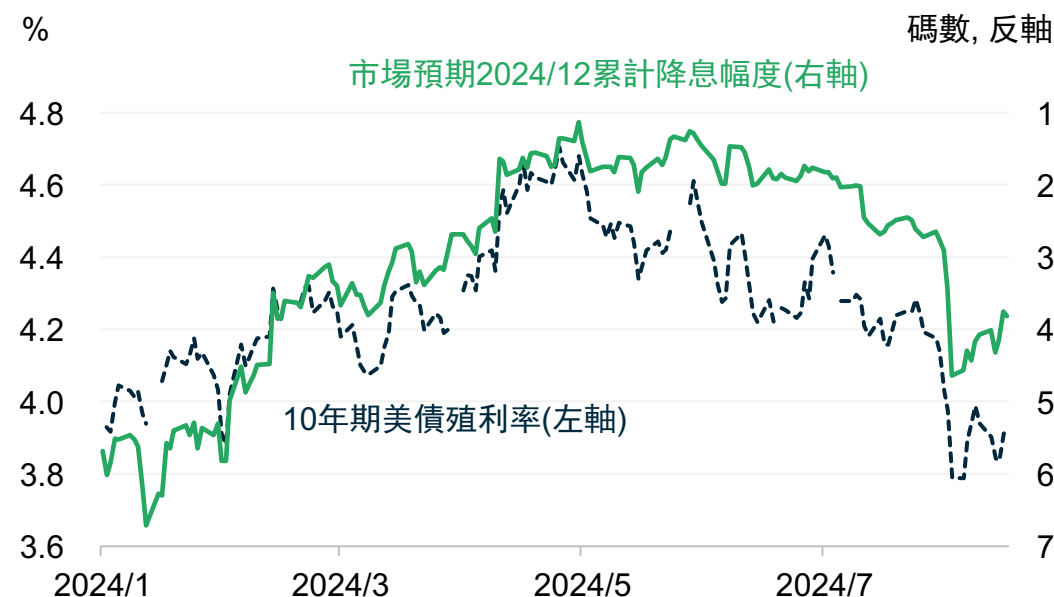
資料來源: Bloomberg。

## 債市 | 預期溫和降息方向不變，利率短線持續大跌的空間有限

考量通膨重回下降趨勢，勞動市場則回歸正常水平，景氣下行風險上揚，但衰退可能性相對較低。對於債市的影響而言，投資人衰退疑慮降溫，配合聯準會維持未來緩步降息的立場不變，**研判短期內公債殖利率再度陡降的空間不大，反倒需留意降息預期調整，為殖利率帶來反彈的可能性。**

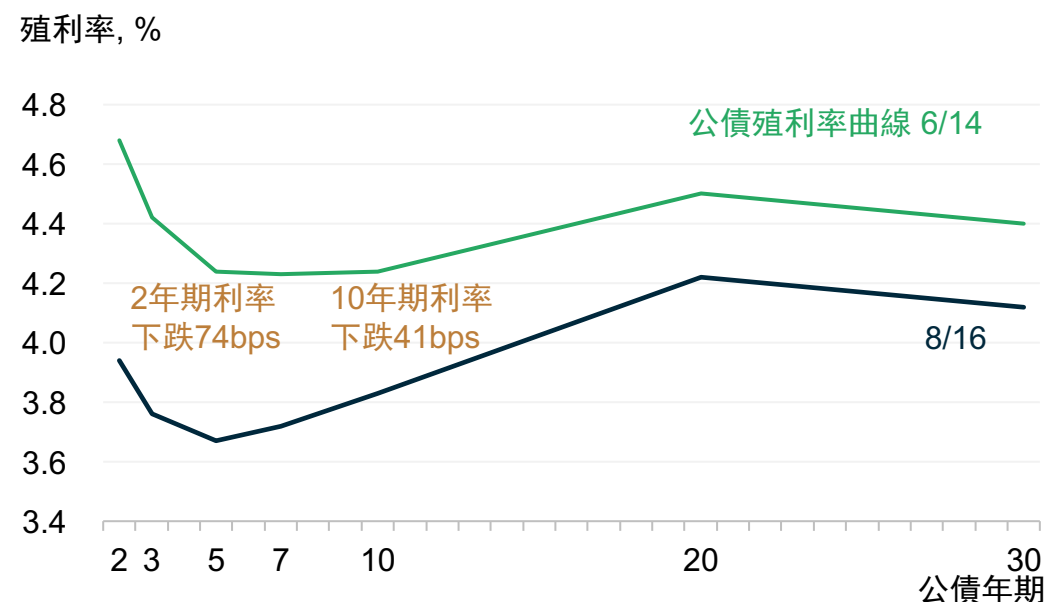
操作策略上，若殖利率隨官員談話或經濟數據走升，可視為降息循環前的布債鎖利契機。至於長短天期利差方面，短天期利率後續將隨降息亦步亦趨走低，中長天期利率因景氣溫和降溫、未陷入衰退，降幅則較小，此將引導利差由倒掛逐漸轉往正斜率。

### 年初亦見激進降息預期，而後利率止跌反彈



資料來源: Bloomberg。

### 過去2個月殖利率曲線下移趨陡，長短利差的倒掛收斂



資料來源: Bloomberg。

# 信用債 衰退預期升溫，不過企業財務指標仍穩健、融資環境改善下，料違約風險仍屬可控

7月美國新增非農人數驟降、失業率走升引發市場衰退恐慌，使信用債利差一度擴大；然預期若後續總體經濟沒有黑天鵝出現，**企業違約風險仍屬可控**原因有二：1)企業財務及**債信指標雖有轉弱但仍穩健**：以非投資等級債為例，受高利率環境影響，財務指標如利息保障倍數、淨債務/EBITDA比率有所轉弱，但仍優於10年平均水準，且企業獲利能力持續強勁，2)**Fed降息將至，企業融資環境改善**：隨通膨緩步降溫，Fed有望於9月開始降息，金融情勢緊張的狀況有所緩解，且銀行企業的放貸緊俏程度正在逐漸緩解，皆有助於降低企業融資壓力。

布局上，有望受惠於降息、及更能抵禦景氣放緩的投資級債仍為首選，易隨市場震盪的非投資級債為輔。

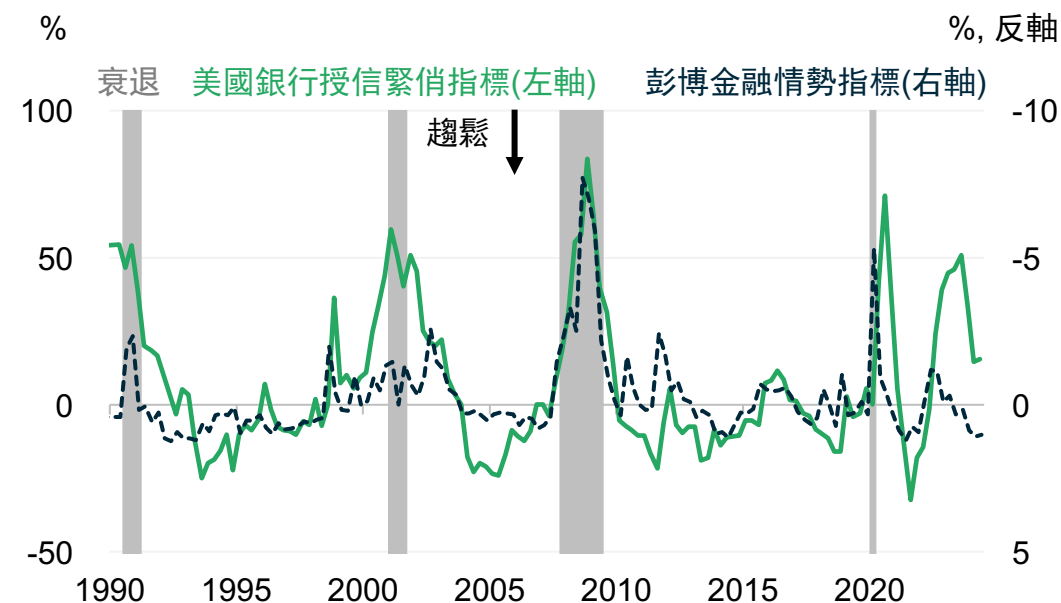
## 債信指標雖有轉弱但仍穩健，尤其企業獲利能力仍強

非投資級債財務指標	2024Q1	2023Q4	10年平均
淨債務/EBITDA	3.5	3.4	3.6
利息保障倍數	2.6	2.7	2.6
自由現金流/總債務	7.8	8.0	6.4
現金占總債務比例(%)	8.2	9.5	9.5
EBITDA Margin(%)	17.1	16.7	16.5

註：取樣範圍為取北美非投資等級債。

資料來源：Bloomberg。

## 金融情勢及企業融資環境有所改善



資料來源：Bloomberg。



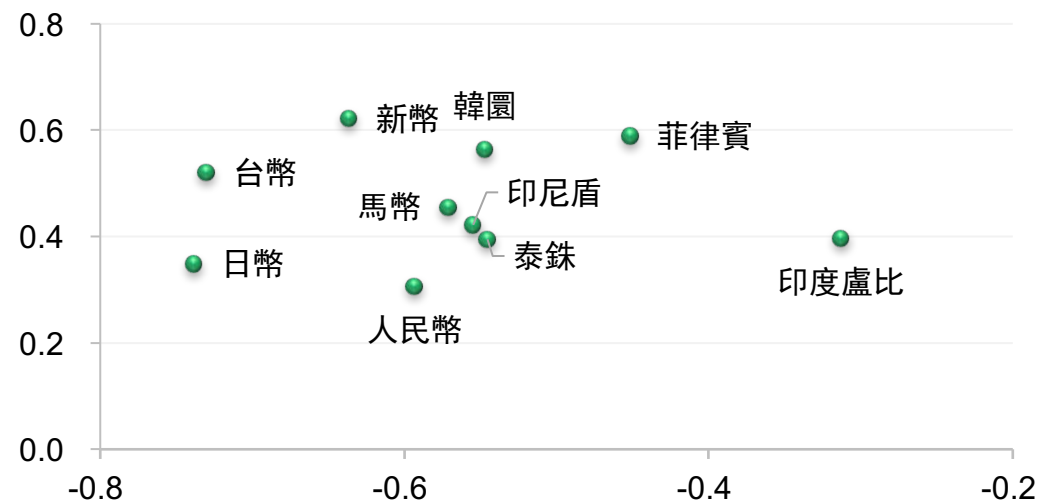
# 亞幣 美債殖利率對新興亞幣的利空隨政策趨鬆而降低, 有利後續新興亞幣走勢

新興亞幣的走勢受到多重因素的影響, 如美國貨幣政策、股市風險氣氛等。首先, **美國貨幣政策鬆緊(美債殖利率高低)對新興亞幣有著最關鍵的影響**。當美國採取緊縮的貨幣政策時, 資金往往會流向美國, 導致新興亞幣貶值。反之, 當美國貨幣政策趨於寬鬆時, 則推動新興亞幣升值。其次, 股市風險氣氛也是影響新興亞幣的重要因素。當市場風險偏好上升時, 資金可能會流入新興市場, 推動新興亞幣升值; 反之亦然。

雖然過去一段時間內, 在Fed積極拉升利率影響下, 讓新興亞幣面臨多重挑戰, 但隨著政策即將轉鬆, 美國債券殖利率趨降, 對於亞幣的壓力應有所減輕。此外, 7月中以來美股雖有所修正, 但基本面有撐下, 並無如2000年、2008年崩盤之虞。因此, **整體總經環境的發展對新興亞幣將越趨正面、有利新興亞幣匯價表現**。

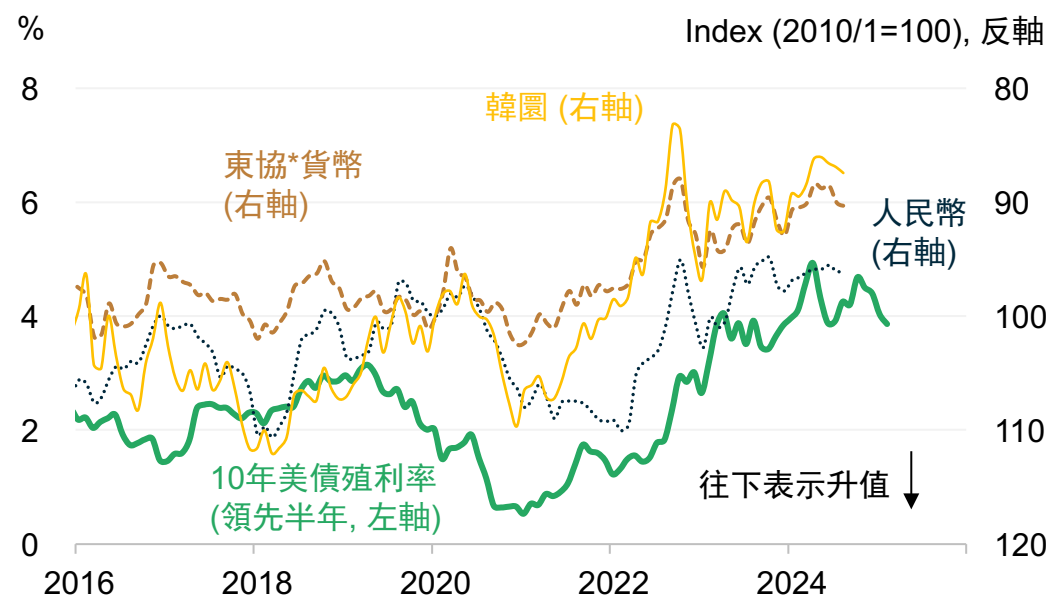
## 新興亞幣分別受到美債殖利率與股市風險氣氛的影響

匯價與標普500相關性



註: 期間2021/1~2024/3。  
資料來源: Bloomberg。

## 美債殖利率對新興亞幣的利空將隨政策趨鬆而降低



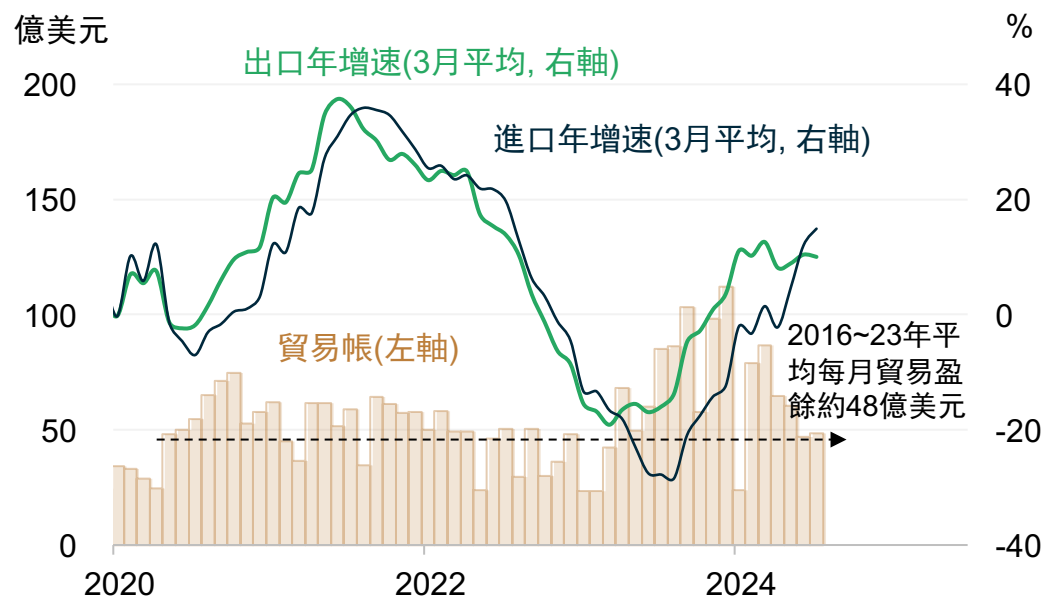
註: 東協取星、馬、菲、泰、印。  
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 7月出口良好、但年增速降溫；後續隨美債殖利率回落，將支持台幣橫盤震盪

財政部公布7月出口統計，金額399.4億美元，月增0.1%、年增3.1%，連續第9個月呈現正成長。由於受惠於AI應用，資通需求維持強勁，較去年同期成長42.4%，但電子零組件則因高基期影響較去年同期衰退，其他非電類別，如運輸工具、基本金屬及其製品，也都較去年同期衰退，產業冷熱分歧依舊。受高基期的影響，8~12月每月平均出口金額需維持在420億美元以上，年增速方能維持雙位數增長，後續每月出口金額會是觀察重點。

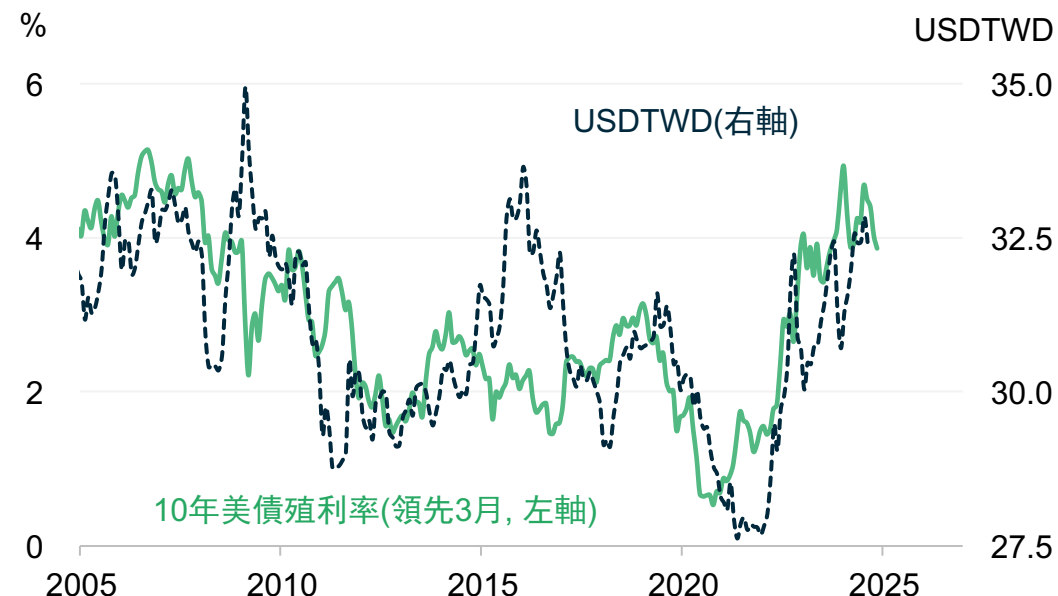
匯價方面，因美國經濟仍以軟著陸可能性較高，不致出現2000、2008、2020年巨幅降息；加上貿易順差縮小，降低淨拋匯力道，因此，台幣雖將隨Fed政策趨鬆而擺脫先前貶勢，但回升幅度較受限，後續應轉為橫盤震盪格局。

## 7月貿易盈餘大致較上月持平，並已回落至長期平均



資料來源：Bloomberg。

## 隨美債殖利率回落，後續將支持台幣匯價



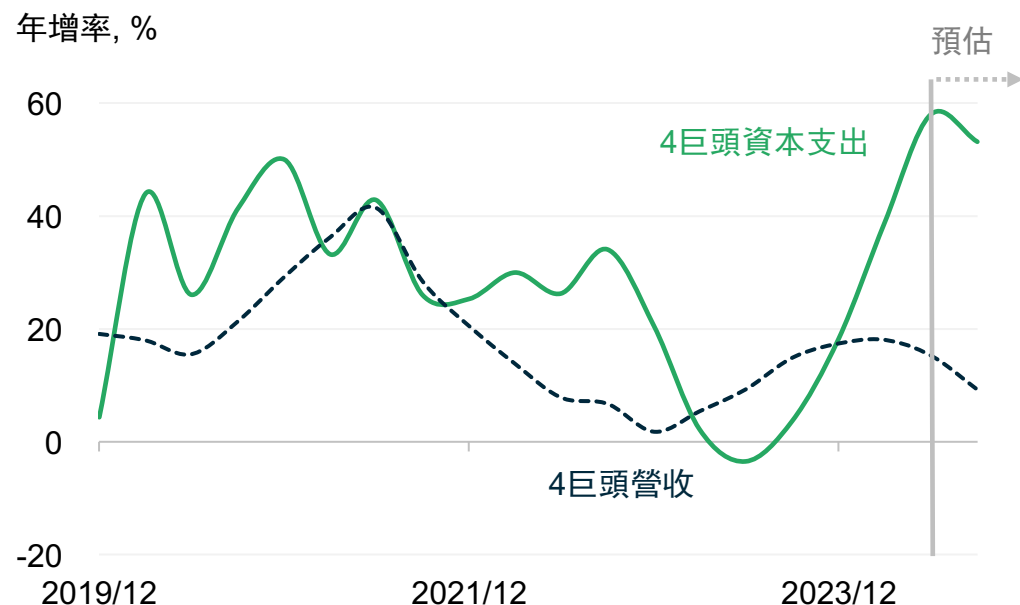
資料來源：Bloomberg。

# 美股 資金輪動, 有望青睞獲利優於預期的類股

美股財報季即將告一段落, 標普500企業目前已有超過9成公布Q2財報, 整體而言, 盈餘優於預期的比例達78.7%, 表現並不差, 但是市場對於這一波科技股的大跌仍心有餘悸, 回顧科技巨頭財報, 雖然營收、獲利普遍優於預期, 且對於AI的投資還在不斷增加, 不過由營收年增率可以看出, 本波資本支出對於營收成長的貢獻尚未展現在財報上, 這引發了市場對於AI投資是否過於樂觀, 以及科技巨頭會不會因此而縮減AI投資的疑慮。

展望Q3, 資訊、通訊類股仍維持雙位數盈餘成長率, 若是獲利持續上揚, 就足以支持AI相關投資進一步增加, 事實上, 目前主要科技大廠對於輝達新一代AI晶片Blackwell的訂單尚未開始出貨, 縮減資本支出言之尚早, 在股價適度修正後仍值得逢低布局。此外, 在**Q2獲利表現優於預期、且Q3仍具成長潛力的類股如醫療、工業等, 也可能成為資金輪動時受到青睞的族群。**

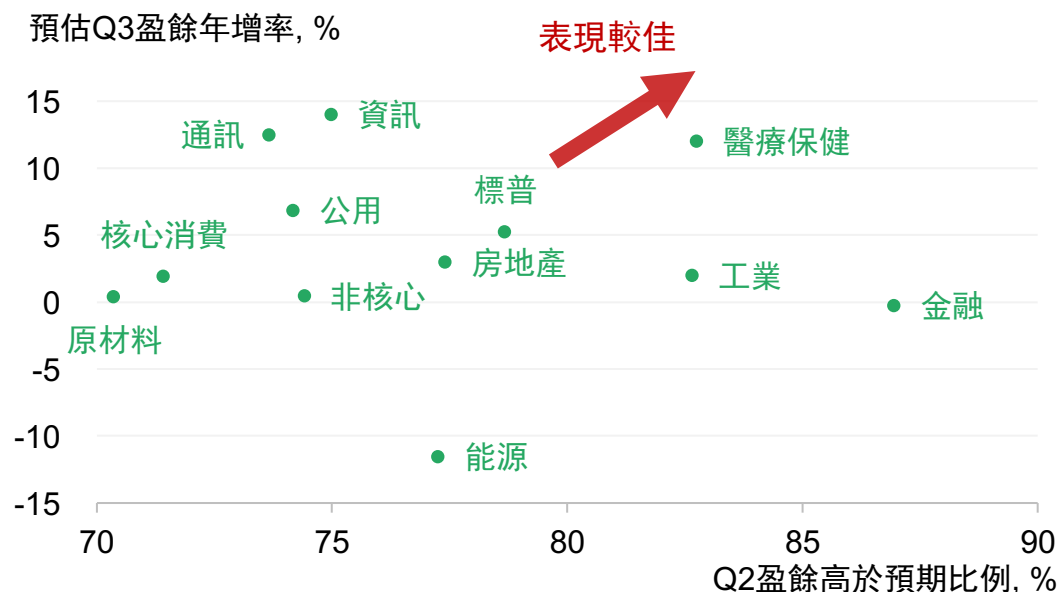
## 科技巨頭營收成長未跟上資本支出速度



註: 統計微軟、谷歌、亞馬遜、Meta四家公司年增率平均。

資料來源: Bloomberg預估。

## 獲利優於預期且Q3具成長潛力的類股有表現空間



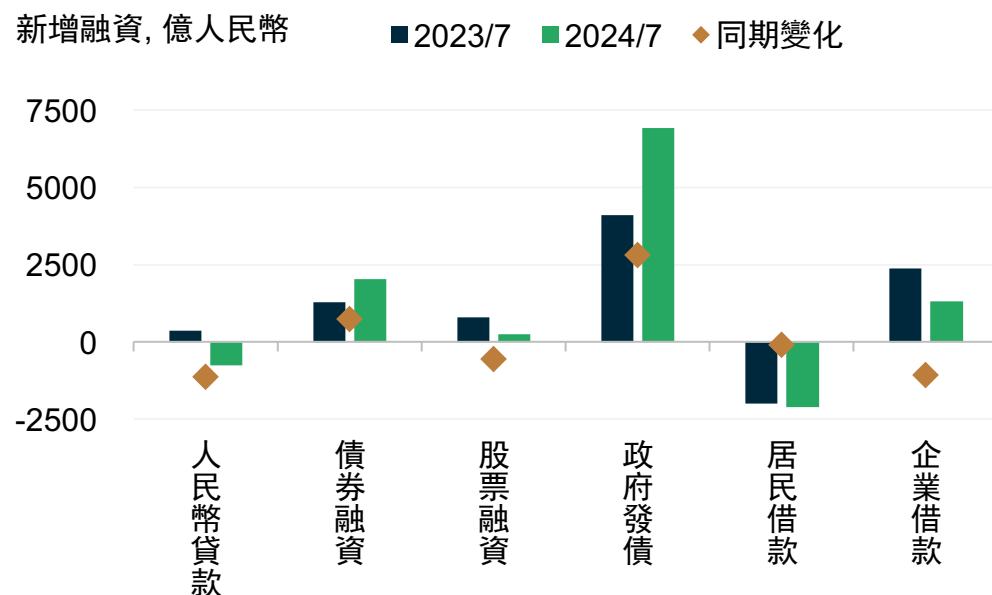
資料來源: Bloomberg預估。

# 中國 資金與獲利面承壓，股市展望保守以對

金融數據：中國央行雖在7月底下調政策利率10個基點，但最新公布的7月份金融數據顯示，融資需求依舊疲弱，儘管在政府與企業增加債券發行的支撐下，本月新增社融7708億高於去年同期，但新增居民貸款、新增企業貸款皆低於去年同期，整體新增人民幣貸款甚至較6月萎縮767億，為2005年以來首見。除此之外，M1年減6.6%、M2年增6.3%，M1和M2剪刀叉擴大，資金供需矛盾加劇，利率走勢易降難升。

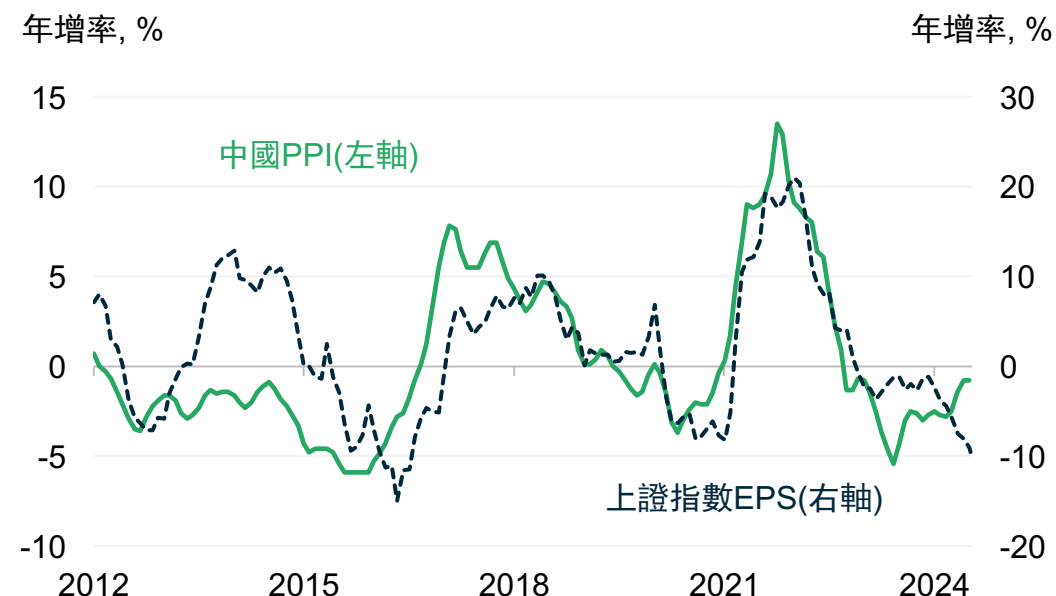
市場展望：在資金面，因降息對景氣提振有限，信貸衰退反映民眾對購房與投資意願低落，加上央行對於匯率貶值以及公債殖利率下滑有所顧慮，限縮政策放寬空間，股市難以凝聚人氣，觀察北向資金外流、A股成交金額下滑，在在反映市場資金動能偏弱。就獲利面而言，生產價格PPI、製造業PMI下行隱含企業獲利展望保守。綜合來看，由於市場在資金與獲利面利多不足，大盤料延續弱勢整理。

## 居民與企業融資需求低迷，新增貸款罕見負成長



資料來源：Wind。

## 生產價格下跌影響企業獲利展望



資料來源：Bloomberg。

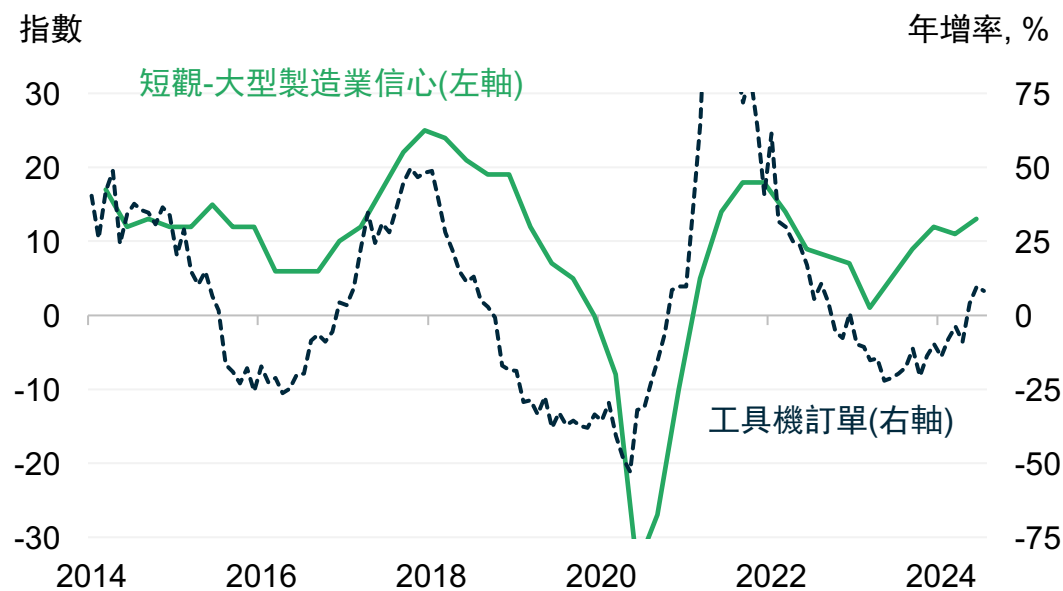
# 日本 日股短線盤整，不過基本面改善下，有利大盤長線走升

日股近期有所回暖，現已收復8/5崩跌的腹地，雖然近期的走勢仍偏震盪整理，**不過在AI趨勢的發展下，製造業景氣持續升溫，長線仍看好日股發展。**

半導體需求支撐：1)製造業持續升溫，7月工具機訂單年增8.4%，連續三個月呈現正成長，其中外銷訂單更大增17.9%。2)大型科技龍頭財報亮眼，如東京威力科創、愛德萬測試的營收及獲利均優於預期，並都上調了全年度獲利展望，顯示AI需求的強勁。3)全球半導體銷售處在上行循環，日本半導體毛利率也持續升高，預計至今年底有望緩步走高。

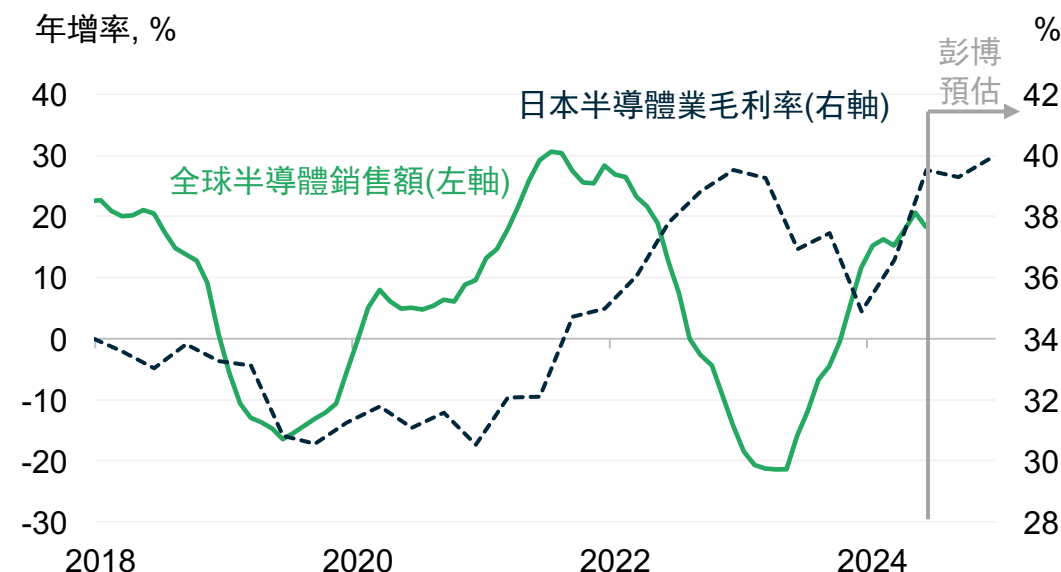
隨著日銀暫緩緊縮步伐，市場暫時擺脫了日圓強升的陰霾，但仍須留意的是，日本經濟高度依賴出口，本波日圓升值恐衝擊出口產業的利潤。在日股的權重中，東證指數的非必需消費佔比(16.9%)仍高於半導體產業(13.5%)，尤其如豐田等汽車龍頭所受到的衝擊不容忽視，為日股需要留意的逆風。

## 大型製造業信心良好，製造業景氣持續復甦



註：短觀調查反映企業對當下或未來3個月的公司獲利展望態度，大於0顯示前景看好。  
資料來源：Bloomberg。

## AI需求帶動下，半導體獲利持續升溫



註：日本半導體業採高盛統計之市值超過10億美金以上的日本半導體、或與半導體業關聯性高之企業。  
資料來源：Bloomberg預估。



# Aug 2024

<b>19</b> Monday         美國領先指數 日本核心機器訂單	<b>20</b> Tuesday         中國LPR 歐元區CPI 台灣外銷訂單	<b>21</b> Wednesday         日本貿易收支	<b>22</b> Thursday         台灣失業率 日本製造業PMI 美國製造業PMI 美國初領失業金 歐元區製造業PMI	<b>23</b> Friday         日本CPI 台灣工業生產 美國新屋銷售
---	---	------------------------------------	--	--

## 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