



國泰世華銀行
Cathay United Bank

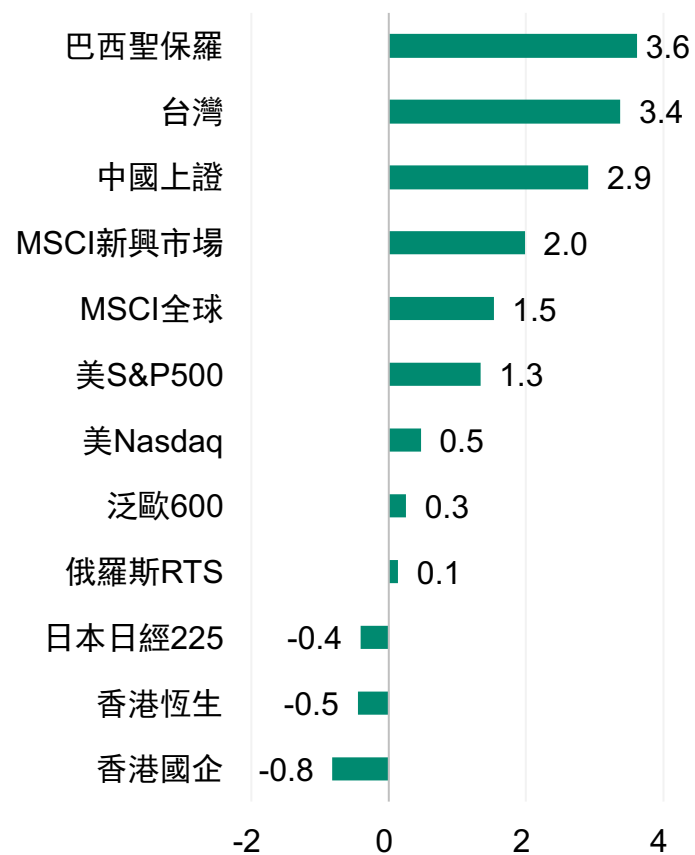
2022年8月12日

投資研究週報

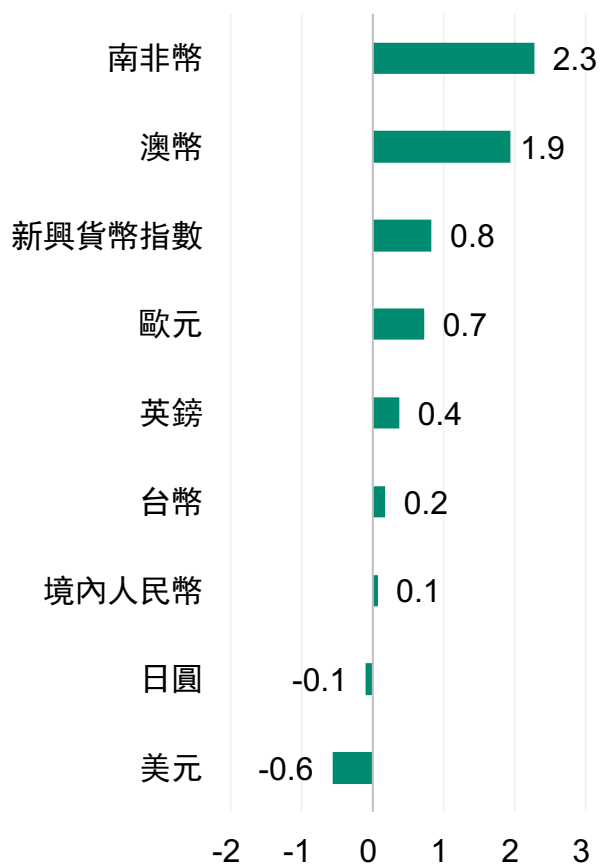
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

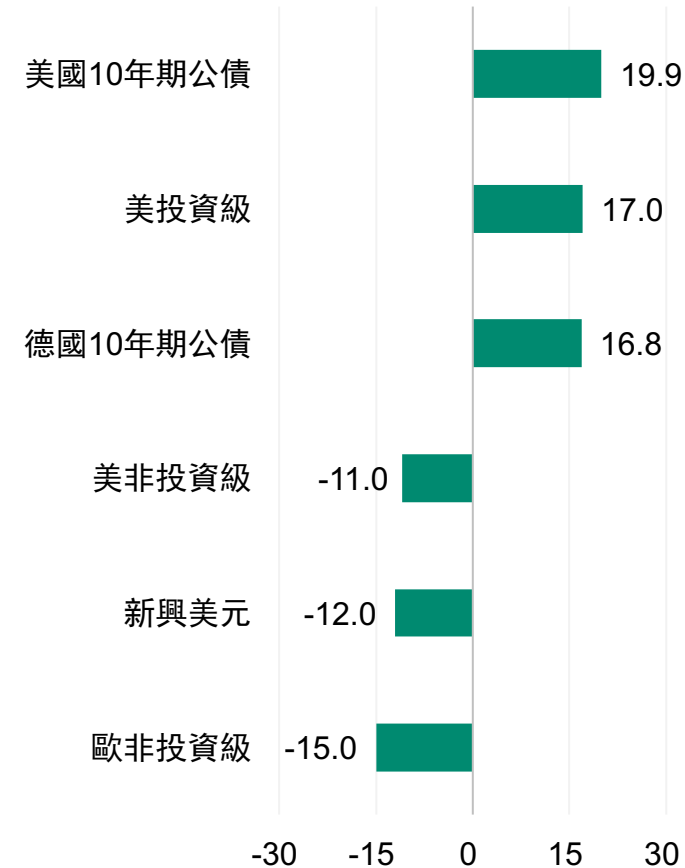
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/8/4- 2022/8/11。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨數據下滑，緩解緊縮壓力

7月CPI年增率下滑，由商品物價下跌帶動的通膨回落，將舒緩通膨壓力，然而通膨回落速度恐難如市場預期的快，Fed決策恐難輕言轉向寬鬆。

► 強勁非農數據下潛藏何種警訊？

非農就業回到疫情前高點，然強勁動能被通膨侵蝕。經濟衰退機率升高，股市對經濟數據反應鈍化，市場揣測聯準會升息動向成為短期金融市場多空指標。

► 長債利率將呈區間震盪

Fed緊縮政策、通膨、經濟表現是推升長債利率的三大原因，隨著通膨壓力減輕、經濟動能轉弱，支撐利率的只剩下Fed利率政策，長債利率上方空間有限。

股市

經濟下行趨勢不變，股市於年線位置的壓力不易突破，宜利用反彈的機會進行調節，長期布局則聚焦績優大型股。中國股市政治紅利不如預期，逢高調節為主。

債市

經濟下行，通膨降溫，殖利率上檔空間漸縮，宜利用Fed升息預期升溫之際，逢殖利率走高布局長天期的公債及投資等級債。

匯市

半導體循環下行，而台幣匯價與半導體週期同向情形明顯，加上外資持續匯出，基本面及資金面皆不利台幣匯價，可利用台股走強及出口廠商結匯時機換匯。

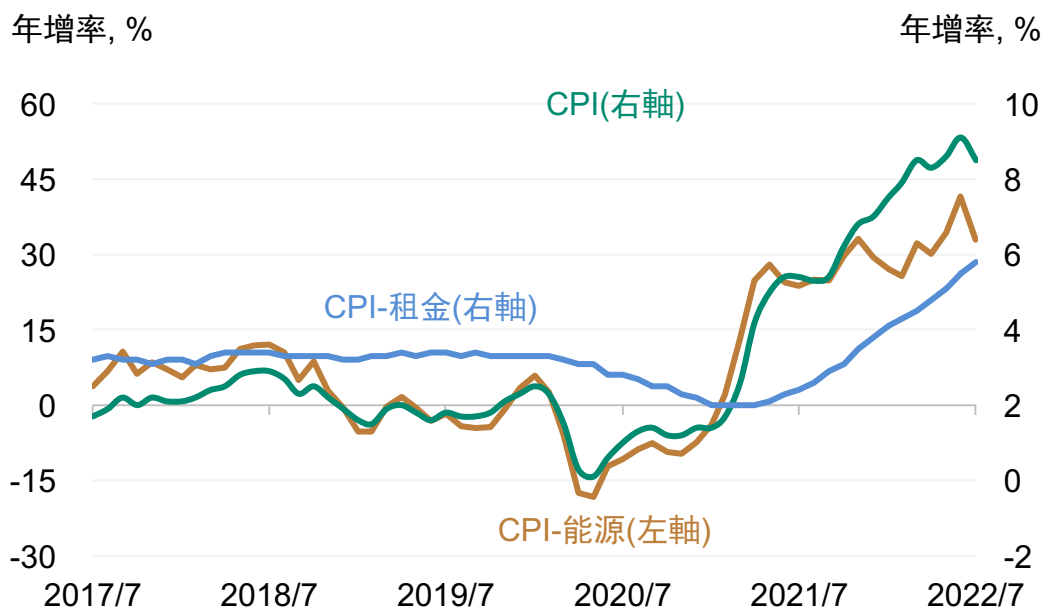


商品及服務價格下跌, 通膨有望緩降

7月ISM製造業價格指數自78.5降至60, 並回到2020/9以來的低點, 顯示因供應鏈中斷、塞港帶來的價格危機已告一段落, 而ISM服務業價格指數雖然仍在72.3高檔, 不過較6月80.1也有顯著下滑, 商品類及服務類的價格雙雙下跌, 對於通膨的影響將有所緩解。

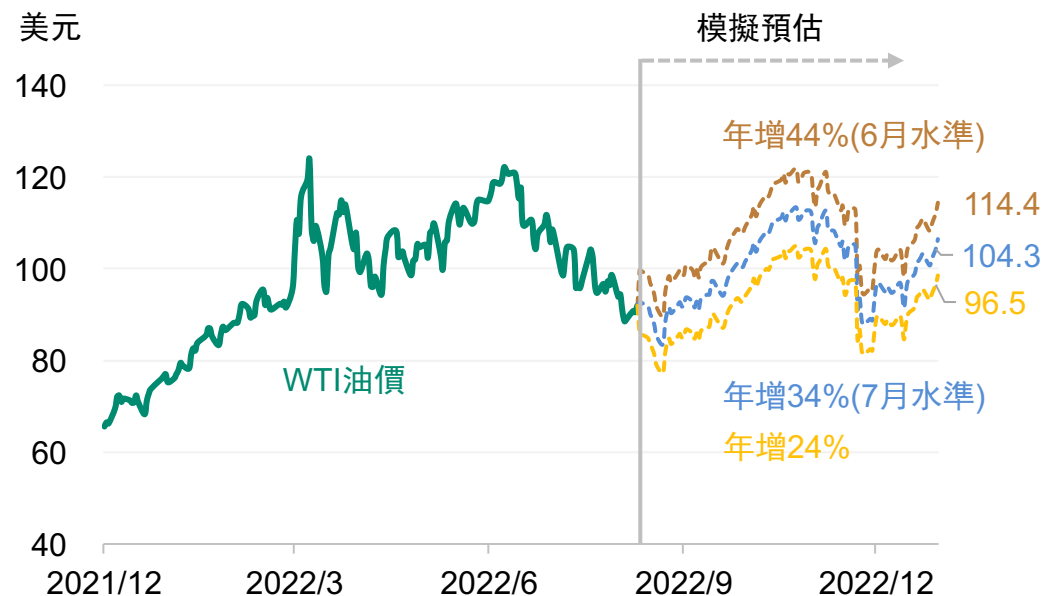
7月CPI年增率8.5%, 較6月9.1%略降, 其中能源價格回落, 是主要帶動通膨下滑的因素, 由於基期墊高, 油價年增率再難維持高檔, 根據價格模擬, 若要維持7月份的增速, 年底油價需站在104.3美元之上, 否則對CPI增速的影響將是負貢獻, 有望帶動通膨下降。然而CPI中租金項目則持續向上攀高, 由於房價易漲難跌, 具有僵固性, 而租金又有遞延反應房價的特性, 租金持續上揚, 恐使得通膨下降的速度緩慢。

租金仍有上行壓力, 通膨難以快速下降



資料來源: Bloomberg。

基期已高, 油價增速難維持



註: 油價預估值係以歷史油價日資料分別以44%年增率(6月水準)、34%年增率(7月水準)及24%年增率計算而得。

資料來源: Bloomberg。

油價回落, 有助通膨預期降溫

西德州油價自6月中以來大幅下跌, 近期已回到俄烏戰爭前的水準, 預估將對降低通膨水準有所幫助, 美國平均汽油價格自最高將近6美元, 近期跌破4美元, 跌幅逾20%。隨著油價下滑, 市場對於長期通膨的看法似有所降溫, 7月CPI年增率回落, 也有利於聯準會調整其升息的步伐。

聯準會由鷹轉鴿雖有利於股市, 不過通膨距離Fed長期目標仍有相當大的差距, 在明年初之前, 預料Fed仍不會停止升息的步伐, 若股市大漲而造成金融環境寬鬆、資金泛濫, 亦不是聯準會所樂見, 因此不宜對股市上漲有太多的期待。此外, 依過去經驗, 經濟衰退將打擊原油需求, 使得油價大跌。未來若因景氣下行, 帶動通膨大幅回落, 聯準會貨幣政策轉向寬鬆的機率才會明顯提高。

油價自高檔回落, 通膨壓力降低



註: 相關係數=0.88。
資料來源: Bloomberg。

經濟衰退下, 通常伴隨油價大幅下跌



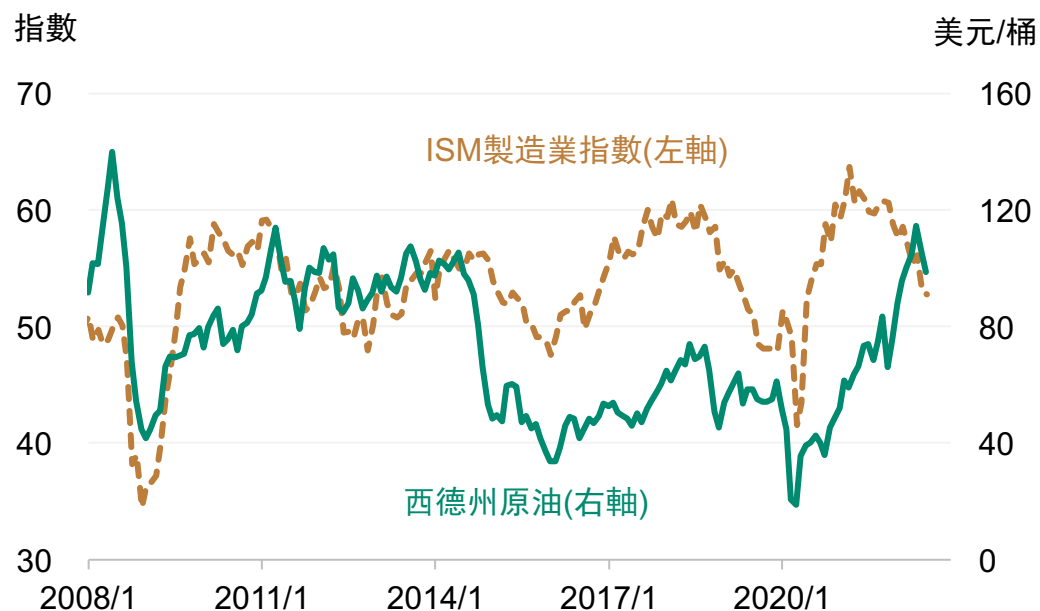
資料來源: Bloomberg。

景氣放緩, 油價仍有回檔壓力

隨通膨壓力高漲, 美國民眾消費意願低落, 7月密西根大學消費者信心指數甚至創下歷史新低, 凸顯終端需求快速惡化的問題。受此影響, 廠商的生產活動也逐步降溫, 7月ISM製造業指數降至1年半來新低, 預期仍有下降的壓力, 將不利能源需求。

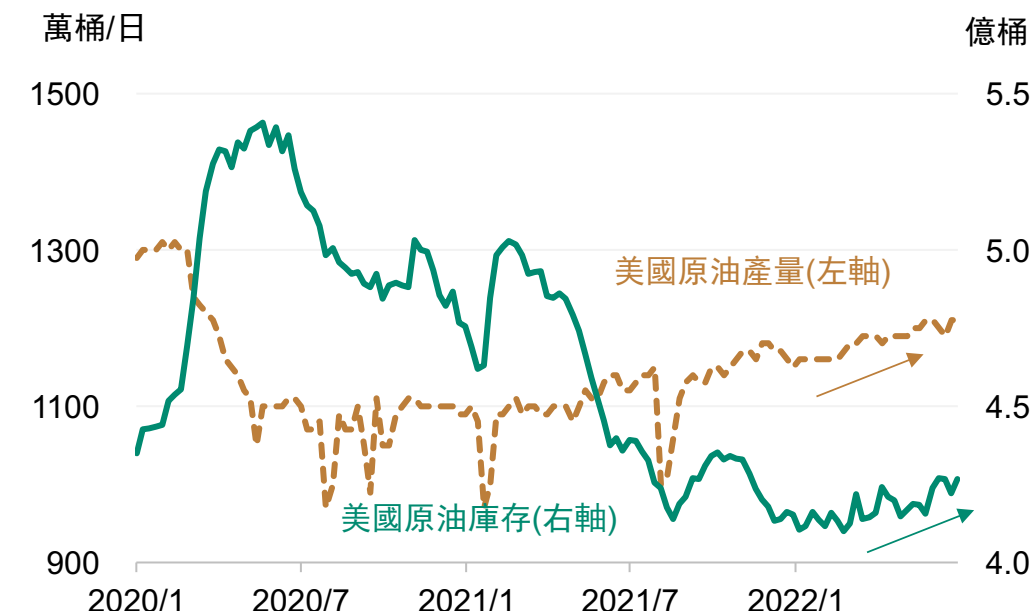
今年以來, 受到能源供不應求影響, 使得各國加大能源自主能力, 鼓勵國內油商大幅開採, 截至7月底, 美國每日原油產量也重回1200萬桶關卡, 與此同時, 隨夏季用油旺季結束, 原油庫存也逐步回升, 研判年底之前, 油價仍將偏弱勢調整。

製造業放緩, 不利能源需求



資料來源: Bloomberg。

美國原油產量緩升, 原油庫存也逐步回升



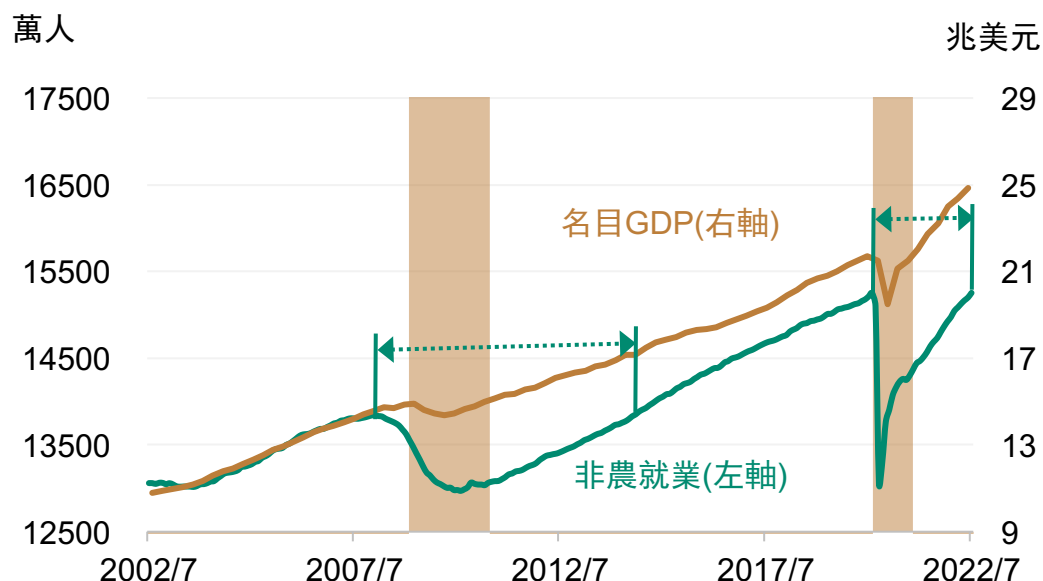
資料來源: Bloomberg。

非農回到疫情前水準，但經濟未如想像樂觀

7月非農就業新增52.8萬人，總人數回到1.53億人疫情前水準，相較名目GDP僅經過5個季度即突破高點，就業市場回到疫情前高點，足足花了29個月的時間，不過仍然較2008年金融海嘯時，非農共花了6年多才回到高點表現為佳。

受到通膨高漲的影響，名目GDP雖然持續創新高，實質GDP季增率則連2季負成長，經濟出現「技術性衰退」，雖然就業市場景氣熱絡，降低經濟立即進入衰退的擔憂，不過**通膨的影響不可忽視，實質薪資已連續16個月呈現負成長，強勁非農就業帶來的動能被高漲的物價侵蝕，勢必衝擊民眾消費能力。**

非農就業歷經29個月後回到疫情前水準



註：咖啡色柱狀及綠色箭號區間分別代表GDP及非農自高點滑落後重回高點期間。

資料來源：Bloomberg。

受到通膨影響，GDP及實質薪資皆呈現負成長



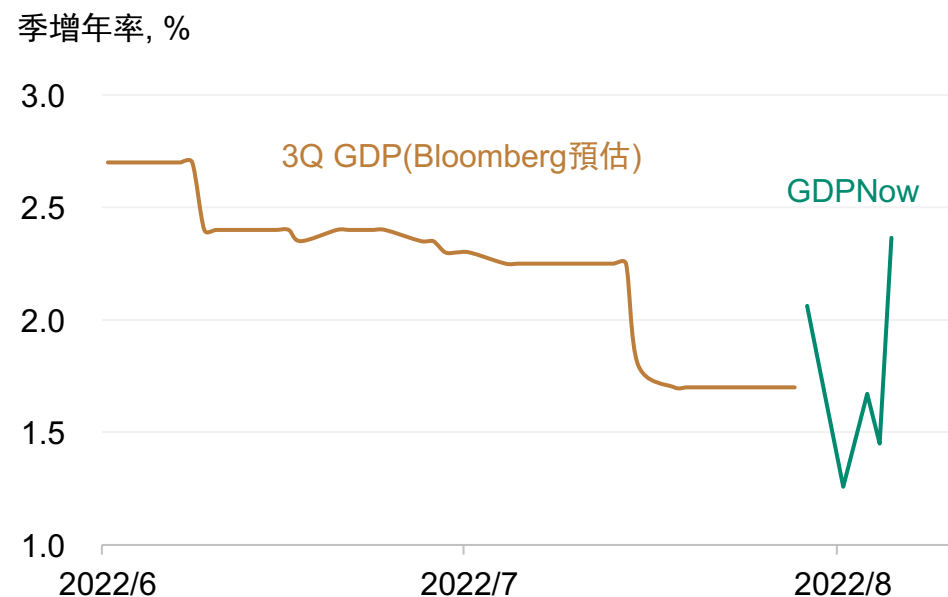
資料來源：Bloomberg。

Fed仍有升息空間，但終點或已在望

在GDP連續2季負成長之後，3Q可望出現正成長，亞特蘭大Fed的GDPNow顯示，3Q GDP成長率有望回到2%以上，就業市場熱絡，經濟動能雖持續下行，但立即衰退的風險不高，而對於聯準會而言，失業率仍處低檔，代表Fed有更大政策空間來對抗通膨。

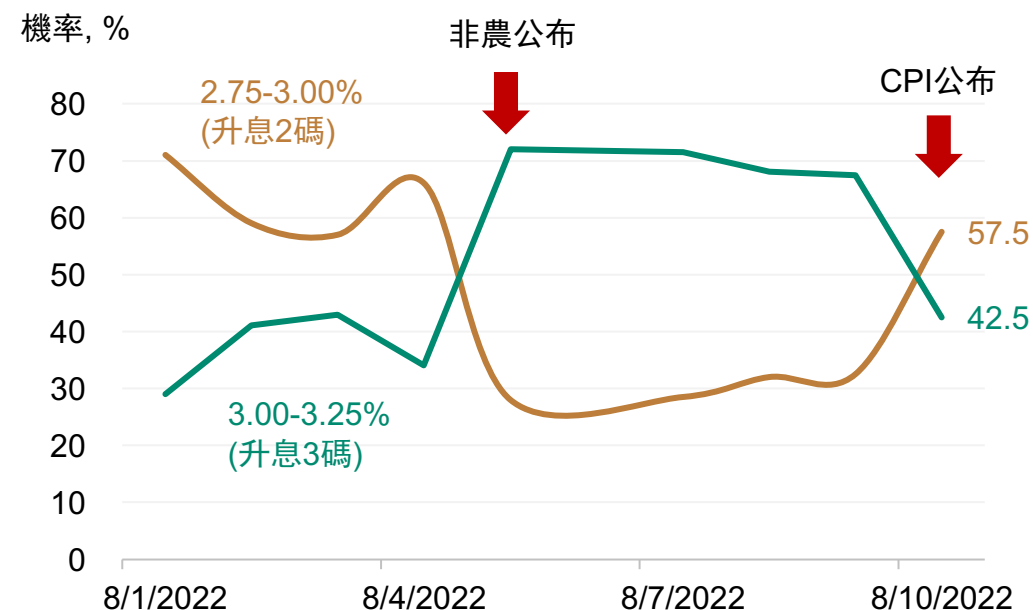
在優於預期的非農就業公布之後，市場預期9月FOMC會議升息3碼的機率一度由28%升高至72%，然而在低於預期的CPI數字公布後，升息3碼的機率再度降到50%以下，這也使得市場的氣氛隨著Fed的動向預期而呈現大幅震盪。不過9月過後，預期在剩下的兩次FOMC會議僅各升1碼，升息步調可望放緩。

3Q GDP可望出現正成長



資料來源：Atlanta Fed, Bloomberg。

9月升息動向錯綜



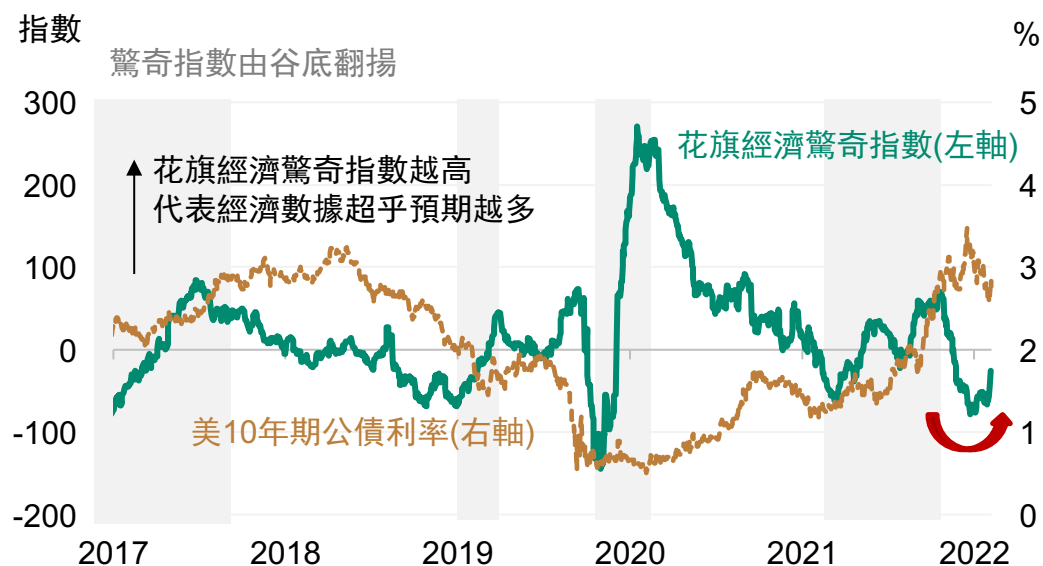
資料來源：FedWatch。

債券 經濟數據好轉及升息預期支持，殖利率區間震盪

長線來看，越往年底，貨幣緊縮政策陸續發酵下，預期衰退疑慮將使公債殖利率偏下行。然，1)觀察8月以來花旗經濟驚奇指數大幅彈升，顯示經濟數據尚未全盤轉弱，2)市場預期今年Fed將續升4~5碼，料有望提供長率支撐，故預期3Q十年債殖利率將呈現區間震盪走勢，可逢高布局長債。

過去投資等級債於經濟衰退前後仍多能有穩健表現，主要受到利差大幅擴大之際往往伴隨公債利率走跌。故於景氣疑慮未除，信用利差有進一步擴大的壓力之際，布局宜以公債、或評等較高的投資等級債為主。

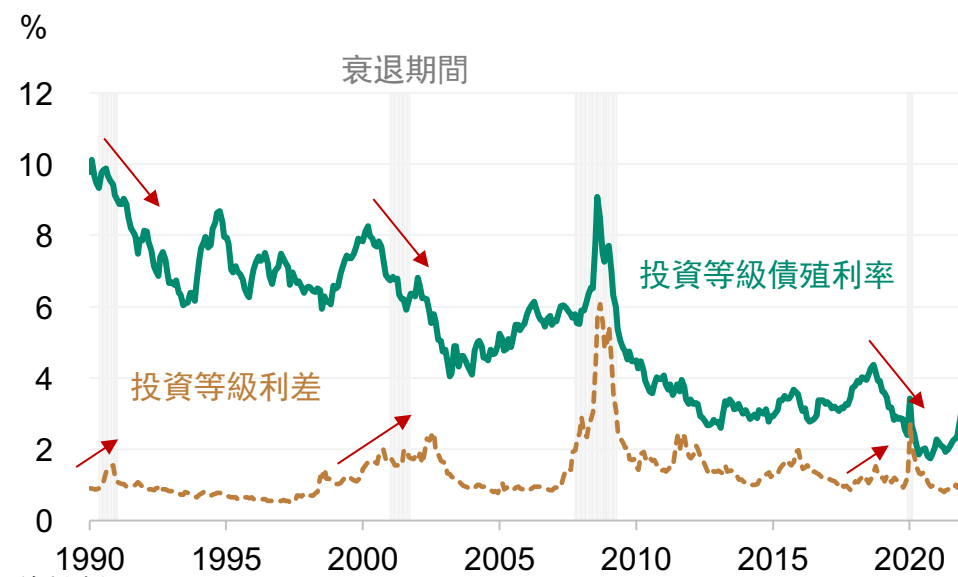
經濟數據好轉，有望提供殖利率支撐



註：花旗經濟驚奇指數主要用來衡量各項經濟數據與市場預期的差值，若該指數大愈高，則代表整體經濟表現優於預期越多。

資料來源：Bloomberg。

投資等級債在衰退之際，多能穩健表現



資料來源：Bloomberg。

美國 美參院通過通膨削減法案，「削減通膨」效果恐有限

美國參議院8/7通過「通膨削減法案 (Inflation Reduction Act)」，聚焦重點包含對抗氣候變遷、降低處方藥價、及稅務改革等。氣候投資方面，將投入逾3000億美元，目標在2030年前降低溫室氣體排放量約40%。醫療保健方面，限制聯邦醫療保險投保人的處方藥品自付額低於2000美元，並延長平價醫療法案(Affordable Care Act)至2025年。稅收方面，提高公司稅最低稅率，並對庫藏股課徵1%稅率，但取消了「富人稅」的規劃。

「通膨削減法案」規劃於2022-2031年縮減聯邦赤字2480億美元，但根據賓大沃頓預算模型(Penn Wharton Budget Model, PWBM)的分析，2031年前對GDP不會有任何影響，且針對抑制通膨效果趨近於0，不過拜登低迷的支持度隨著近期兩大法案通過則有所拉升。

通膨削減法案進程及效益預估

通膨削減法案 (Inflation Reduction Act)

| 預計支出 | 億美元 | 受惠產業： |
|---------------|---------|----------------------|
| - 平價醫療法案延續 | \$640 | 製藥、醫療保險 |
| - 氣候變遷和乾淨能源計畫 | \$3690 | |
| 預計財源 | | |
| - 最低公司稅率15% | \$3130 | 太陽能、風力、電池、 電動車、運輸 |
| - 處方簽用藥價格改革 | \$2880 | |
| - 國稅局加強監管 | \$1240 | |
| - 企業庫藏股課稅1% | \$730 | |
| 聯邦赤字縮減 | \$3000+ | |

參議院委員會
撰寫草案通過

參議院全院
表決通過

送回眾議院全
院表決通過

總統簽字
立法生效

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

拜登總統支持率自低檔反彈



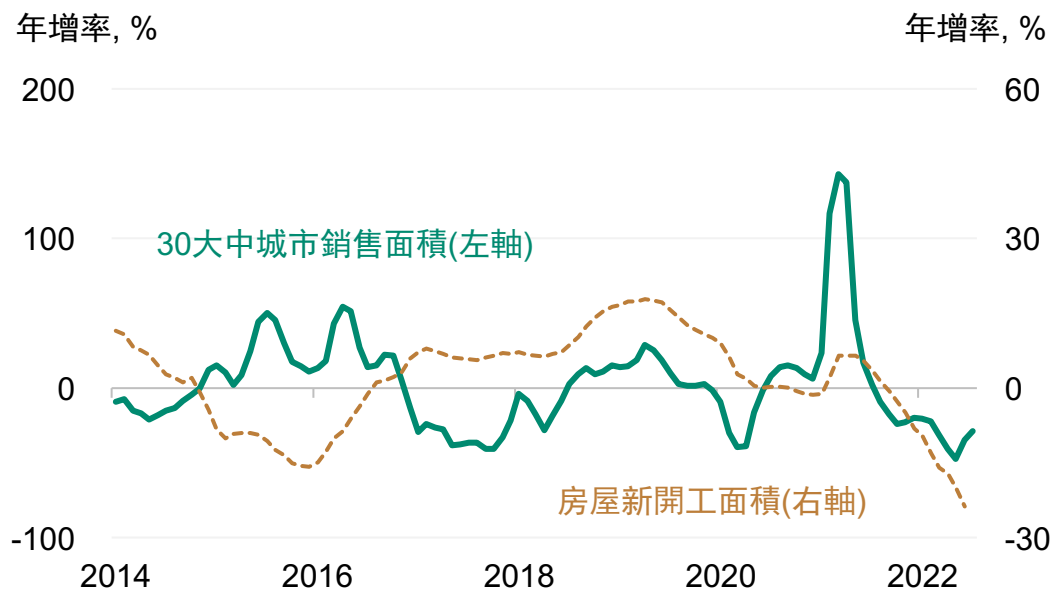
資料來源：FiveThirtyEight.com, 國泰世華銀行投研團隊整理。

中國 地產增添社融增速壓力, A股上方空間受限

7月受到停貸事件與部分地區疫情反覆影響,房地產銷售未能延續6月漲勢,三四線城市的需求仍然疲弱,導致民眾中長期貸款的頹勢尚難扭轉,但企業端受益於基礎建設拉抬,貸款量仍較去年同期增加。內需顯弱、政府債融資放緩之下,預期中國社融存量增速於3Q見頂。

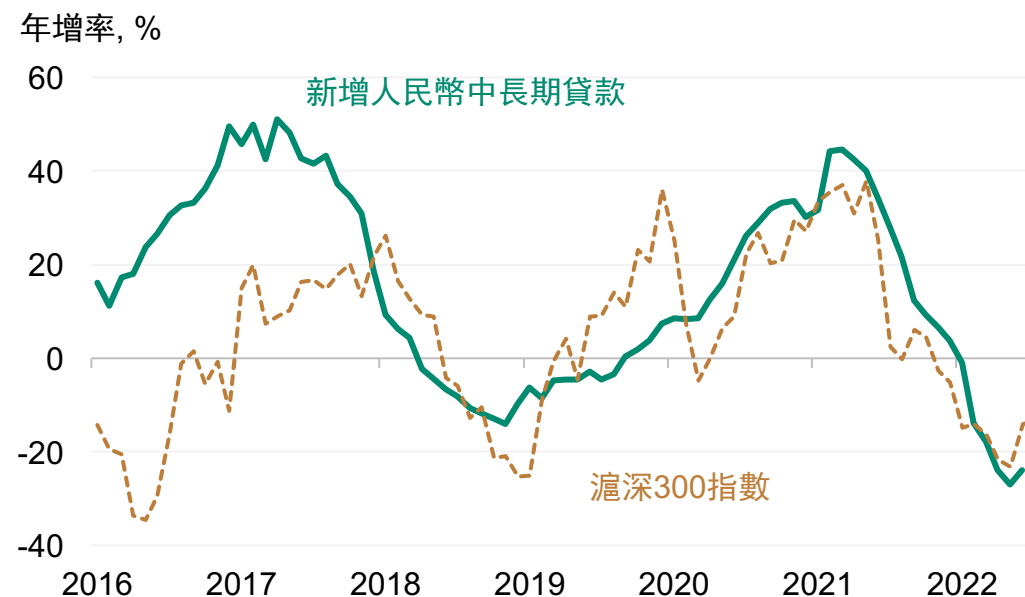
20大前的政策期待與信貸循環落底為A股主要利多,但爛尾樓事件壓抑房地產復甦態勢,加上7月底中央政治局會議的政策釋出力道未如預期,儘管寬鬆貨幣政策與景氣緩步復甦對股市有所支撐,但A股上方空間漸縮,短期盤勢以震盪盤整為主。

受停貸事件影響,房地產復甦不如預期



註: 房屋新開工面積取12個月加總後的年增率, 兩數值皆取3個月移動平均。
資料來源: Wind。

房市逆風令中長期貸款修復受阻



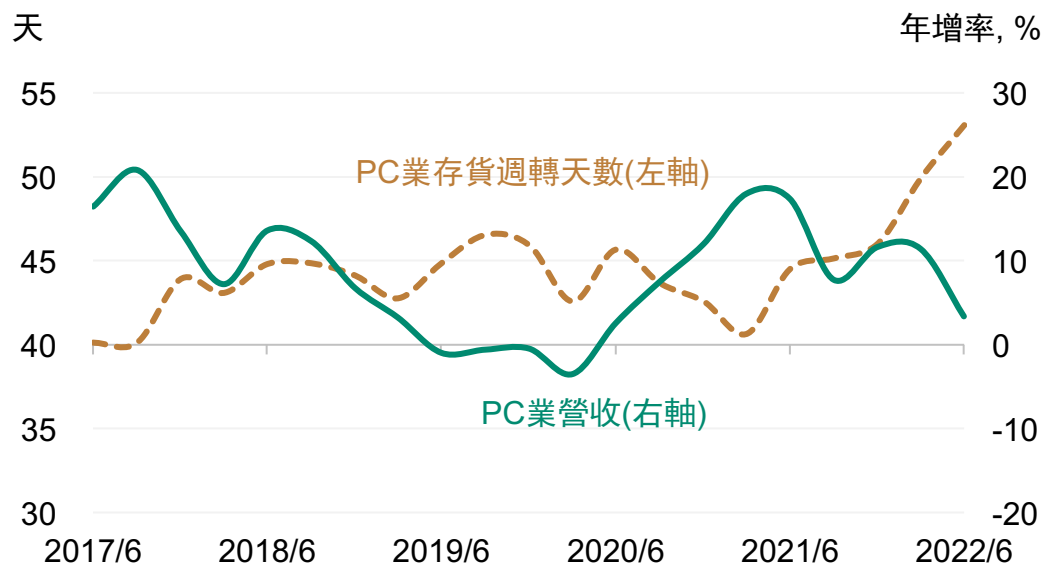
註: 新增中長期人民幣貸款為過去12個月加總後之年增率。
資料來源: Wind, Bloomberg。

科技 長鞭效應逐步蔓延至上游半導體

企業陸續發布2Q財報，庫存問題持續惡化。過去因疫情紅利帶動電子產品需求大增、供應鏈中斷和晶片短缺，著重成本控管的JIT(Just in time)庫存管理遭到強調風險管理的JIC(Just in case)挑戰，企業傾向拉高庫存因應。沒想到由於疫情紅利消退，Fed緊縮及衰退預期導致消費縮手，電子業卻出現庫存大增，營收卻下滑的窘境，且庫存問題的「長鞭效應」已逐步蔓延至上游的半導體業。

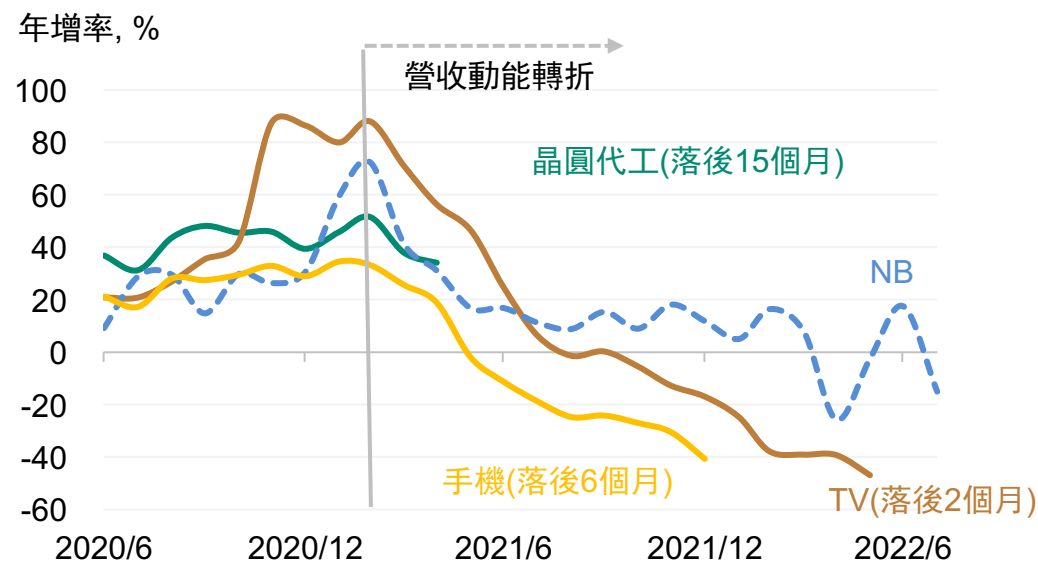
科技股因利率上揚而使得評價受到壓抑，短期股價在跌深之下有機會因為Fed升息步調放緩而出現反彈，不過由於庫存調整、需求下滑，業績動能持續受影響，長期布局宜保持耐性，並聚焦競爭力佳的大型股。

2Q PC庫存問題惡化



註：季資料，取宏碁、HP、戴爾3家公司平均。
資料來源：Bloomberg。

科技業長鞭效應逐步蔓延至上游半導體



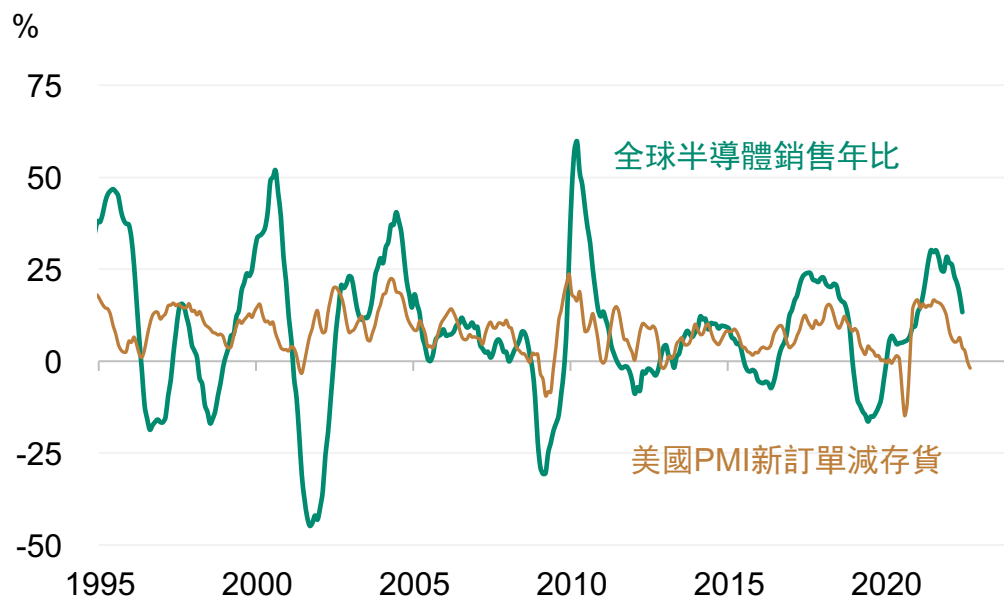
註：取相關個股月營收年增率平均值。晶圓代工取台積電、聯電、力積電、世界先進；TV取友達、群創、彩晶；NB取宏碁、華碩、仁寶；手機取PA通訊三雄穩懋、全新、宏捷科。
資料來源：XQ。

匯市 基本面循環向下，資金面對台幣匯價幫助也不大，台灣央行持續避免失序貶值

1. 半導體循環下行：根據美國半導體產業協會的數據顯示，6月半導體銷售額較同期成長13.3%，低於5月18%，為連續第6個月成長速度放緩，也是自2018年以來持續時間最長的一次。由於台幣匯價順半導體週期的特色明顯，因此基本面而言，仍舊不利台幣匯價。
2. 外資偏匯出：過往兩月外資呈現連續匯出的狀況，然以全年趨勢而言，匯出月份也高於匯入。於此，資金面也不利台幣匯價表現。

綜上，半導體循環持續趨緩、外資偏匯出，**基本面確不利匯價，但央行極力防守、避免失序急貶，可能令台幣持續震盪。**

全球半導體循環仍處下行，對台灣基本面仍屬不利



資料來源：Bloomberg。

今年以來，資金多呈匯出，不利台幣匯價



資料來源：金管會。

Aug 2022

| 15 Monday | 16 Tuesday | 17 Wednesday | 18 Thursday | 19 Friday |
|--|------------------------------|---|---|-----------------|
| 美國紐約州製造業調查指數 日本GDP 日本工業生產 中國零售銷售 中國工業生產 南韓、印度休市 | 美國新屋開工 美國營建許可 歐元區ZEW調查 | 美國零售銷售 歐元區GDP 英國CPI 日本出口 日本核心機械訂單 印尼休市 | FOMC會議紀錄 美國初領失業金 美國成屋銷售 歐元區CPI | 英國零售銷售 日本CPI |

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