



國泰世華銀行
Cathay United Bank

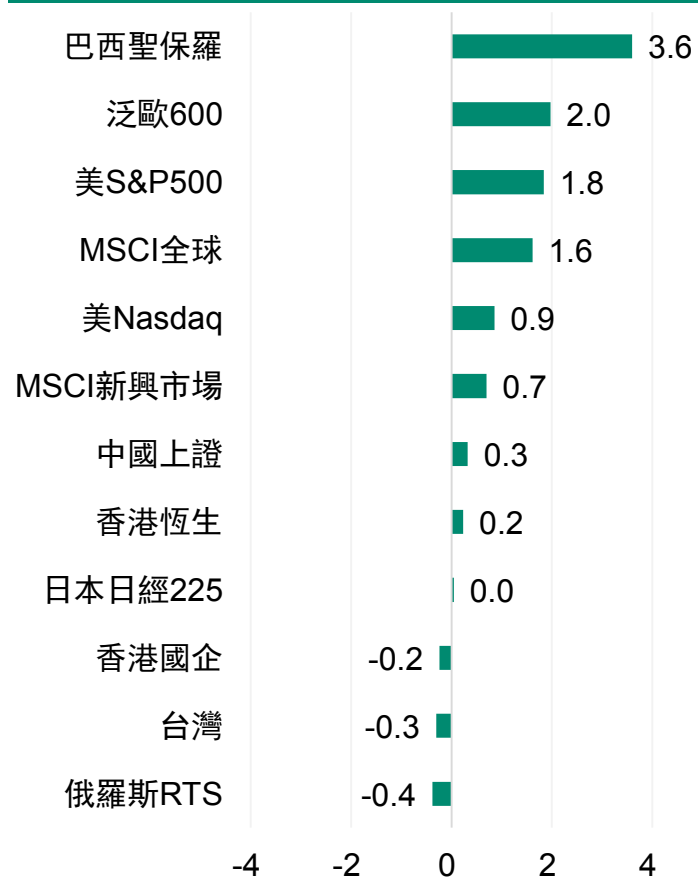
2022年7月29日

投資研究週報

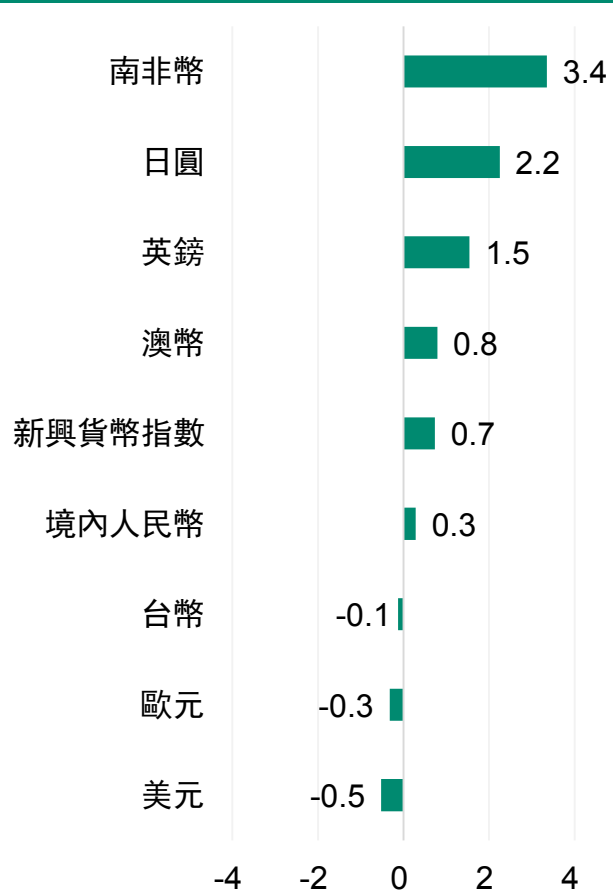
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

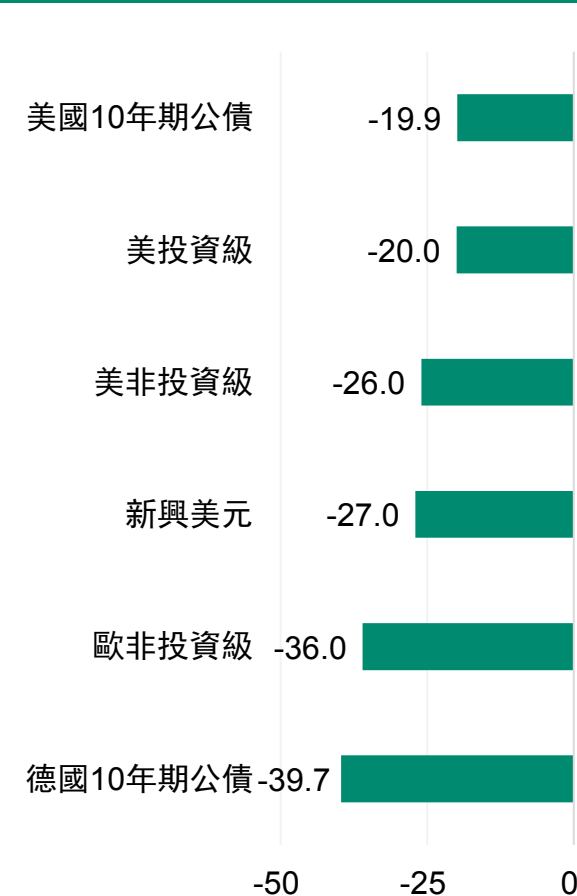
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/7/21-7/28。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨效應浮現，美國經濟技術性衰退

通膨壓力高漲，衝擊民眾的消費需求，同時企業因獲利下滑與人力成本居高不下，逐步削減資本支出，使得美國經濟連2季下滑，呈現技術性衰退。

► 景氣放緩壓力，聯準會升息步伐將趨緩

聯準會持續展現抗通膨決心，再度升息3碼，不過Fed也開始關注通膨對經濟的影響，並釋出未來升息腳步可能放緩的訊息，將使公債利率持續承壓。

► 股市跌深反彈，但上檔壓力仍大

升息步伐放緩預期、評價面大幅修正後，股市可望迎來反彈行情。不過，景氣放緩壓力未除，股市上方壓力仍大，長線配置上仍以大型、現金流穩定公司為主。

股市

聯準會升息腳步趨緩預期，使股市迎來跌深反彈行情。不過，現階段製造業循環仍偏下行，**企業面臨庫存調整與獲利下修壓力，使股市上方有壓**。不過，績優股價值逐漸浮現，評價面愈趨合理。

債市

景氣放緩壓力與聯準會未來升息腳步趨緩，預期美公債利率高點已過，利率未來若有反彈，宜把握債市布建契機。景氣放緩將推升利差擴大壓力，宜側重投資級債。非投資等級債**以金流穩定公司為優先考量**。

匯市

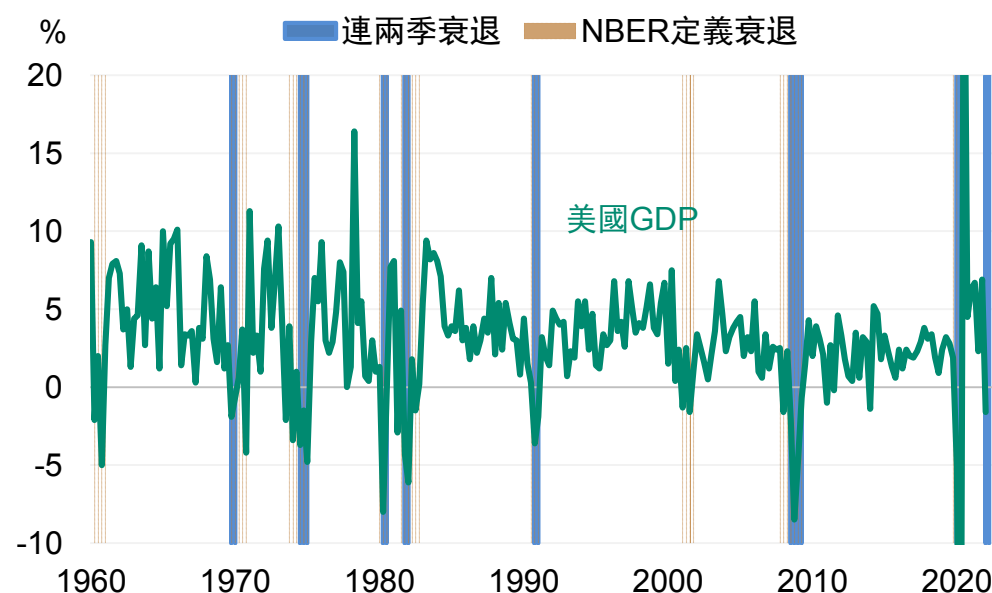
聯準會未來升息腳步可能趨緩，使美元上方有壓，但歐洲經濟更為弱勢，不利歐元表現，預期美元指數3Q維持高盤格局。台灣外銷動能趨緩，使台幣偏弱震盪。

美國GDP連2季負成長，經濟陷入技術性衰退

美國2Q GDP季比年化-0.9%，連2季負成長，主要是受到商品消費大幅下滑，同時，企業資本支出下降所致。從過去的經驗來看，只要GDP連2季負成長，就有很高可能性步入衰退，但最終仍須由美國經濟研究局NBER定義。

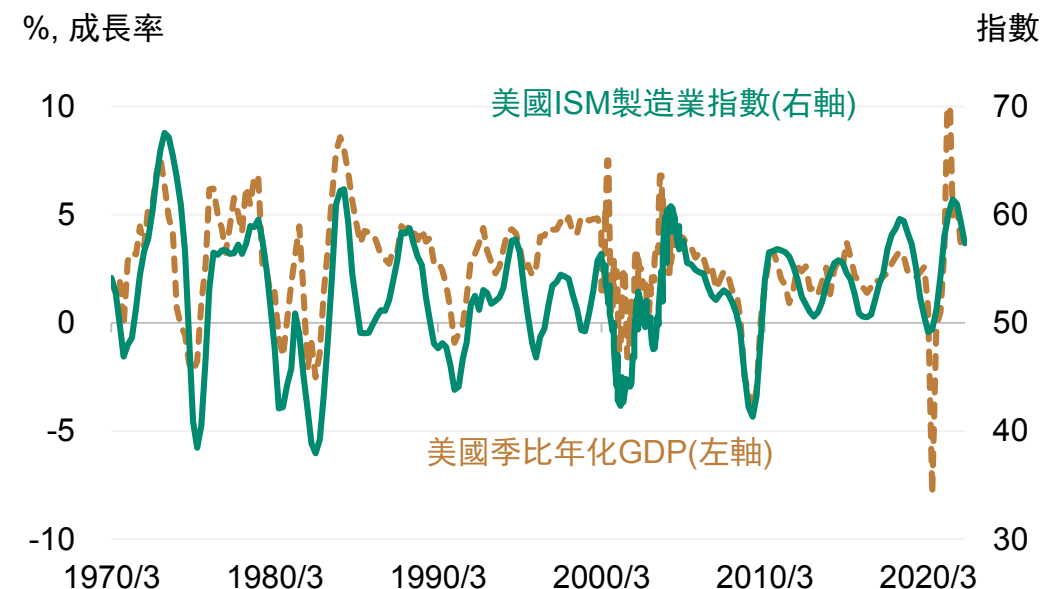
展望未來，由於通膨壓力未除，民眾消費信心依舊低迷，加上企業庫存問題未來仍需數季調整，使各國PMI未來仍有持續走弱的壓力，例如，歐美綜合PMI已相繼跌破景氣榮枯線50，顯示景氣放緩壓力仍大。

GDP連2季下滑，增加衰退風險



資料來源：Bloomberg。

製造業景氣下行，使GDP有進一步下修壓力



註：GDP為季比年化數據，採4季平均。
資料來源：Bloomberg。

聯準會升息腳步可能趨緩，使公債利率承壓

美國CPI再創40年來新高9.1%，使聯準會再度調升基準利率3碼以壓抑通膨，不過，聯準會也首度透露，未來的升息腳步可能放緩。考量俄烏戰爭影響能源價格，預期今年通膨仍將居高不下，研判為未來3次的FOMC會議中，聯準會仍有3-4碼的升息空間，預期每次約1~2碼。

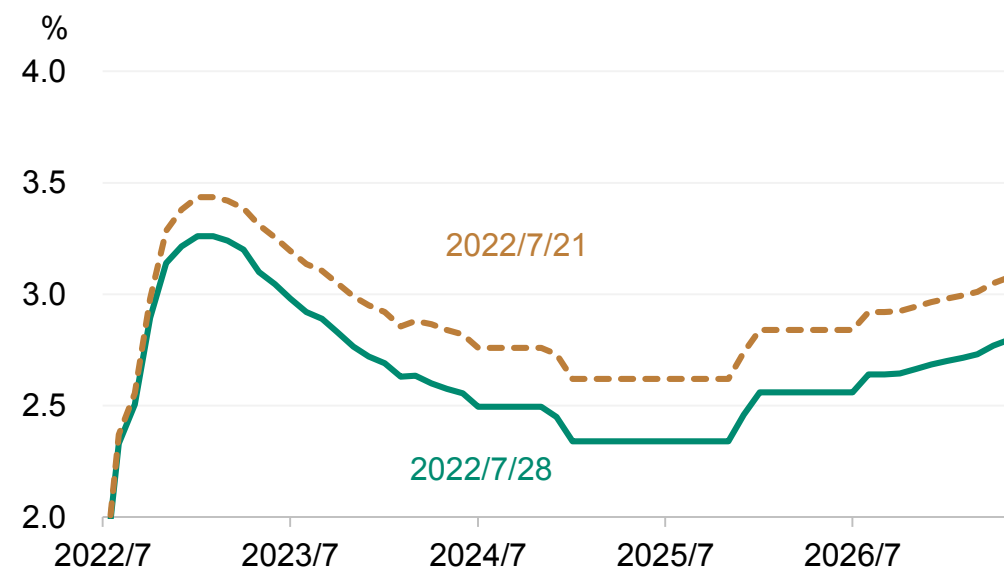
值得注意的是，名目通膨雖走揚，但市場對通膨的預期卻持續降溫，加上景氣快速下滑壓力，聯邦利率期貨顯示，此波利率升息循環的高點可能提前至2023/1，同時，政策利率水平預期也從4%降至3.3%。展望未來，利率若有所反彈，應把握債市配置契機。

景氣放緩壓力，聯準會升息腳步可能趨緩



資料來源：Bloomberg。

利率期貨顯示，升息循環終點提前至明年初



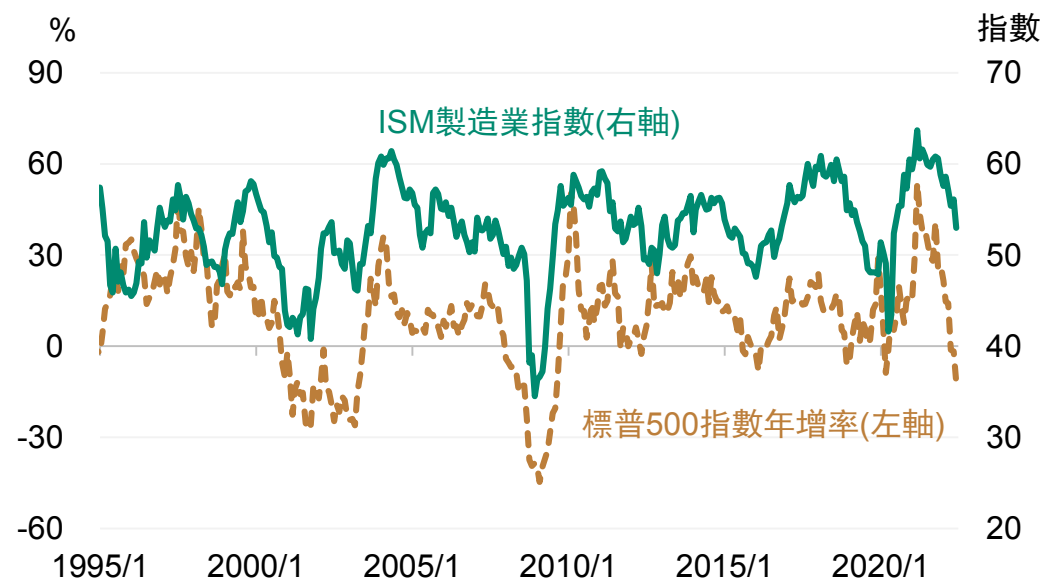
資料來源：Bloomberg。

景氣放緩下，股市的上漲視為反彈

近期，隨升息4碼預期降溫、台積電法說利多等消息影響下，使標普500指數自6月中旬的低點3666，反彈10%。考量景氣放緩壓力依舊，ISM指數仍將持續走弱，**目前就視為多頭的反攻，仍言之過早。**

統計過去衰退期間表現，股市平均跌幅約30%，2022年以來，因為景氣放緩壓力，股市的跌幅一度達到24%，顯示市場已有一定的程度在反應景氣可能面臨衰退的可能，目前仍需要時間反覆測底，不宜斷定股市低點已過。

景氣放緩下，股市面臨上檔壓力



資料來源：Bloomberg。

歷史上，股市衰退期間的跌幅

衰退起點	衰退終點	衰退月份	股市高低跌幅(%)	本益比修正幅度(%)
1953/7	1954/5	11	-15	-
1957/8	1958/4	9	-22	-
1960/4	1961/2	11	-14	-
1969/12	1970/11	12	-36	-
1973/11	1975/2	17	-48	-
1980/1	1980/7	7	-17	-
1981/7	1982/11	17	-27	-
1990/7	1991/3	9	-20	-20
2001/3	2001/11	9	-50	-48
2007/12	2009/6	19	-57	-40
2020/2	2020/4	3	-34	-30
平均		11	-30	-35
2022/1		-	-24	-30

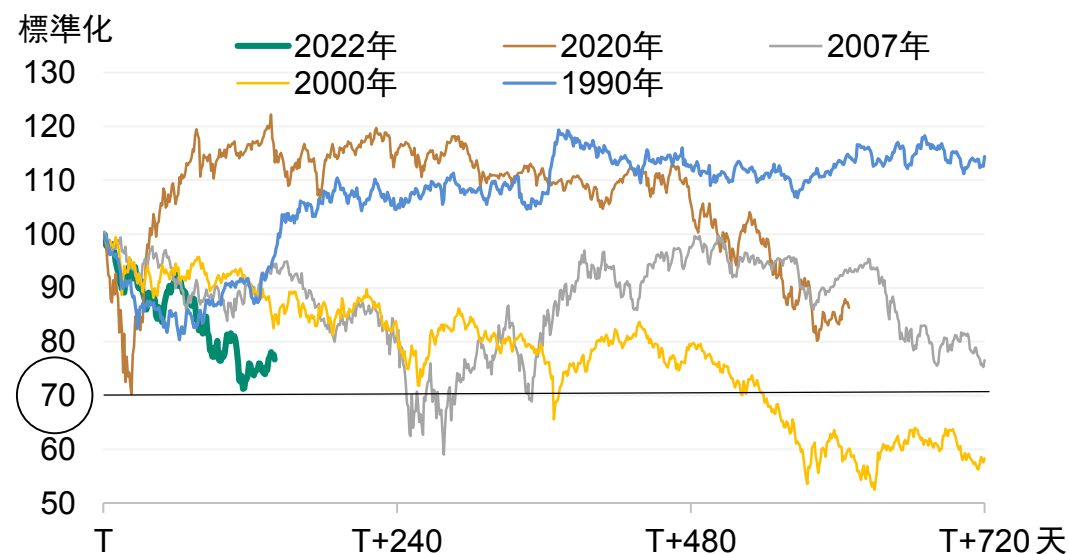
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊整理。

評價大幅調降且負乖離後，可望迎來反彈契機

股市仍需要時間去消化景氣下滑壓力，不過從過去的經驗來看，評價面修正達30%，或年線負乖離狀況逼近20%，往往醞釀反彈契機。以今年的情況來看，股價評價已修正30%(本益比從21.5一度下降至15.3)，年線乖離率也從+10%調整至-17%，因此，預期股市可望迎來跌深反彈契機。

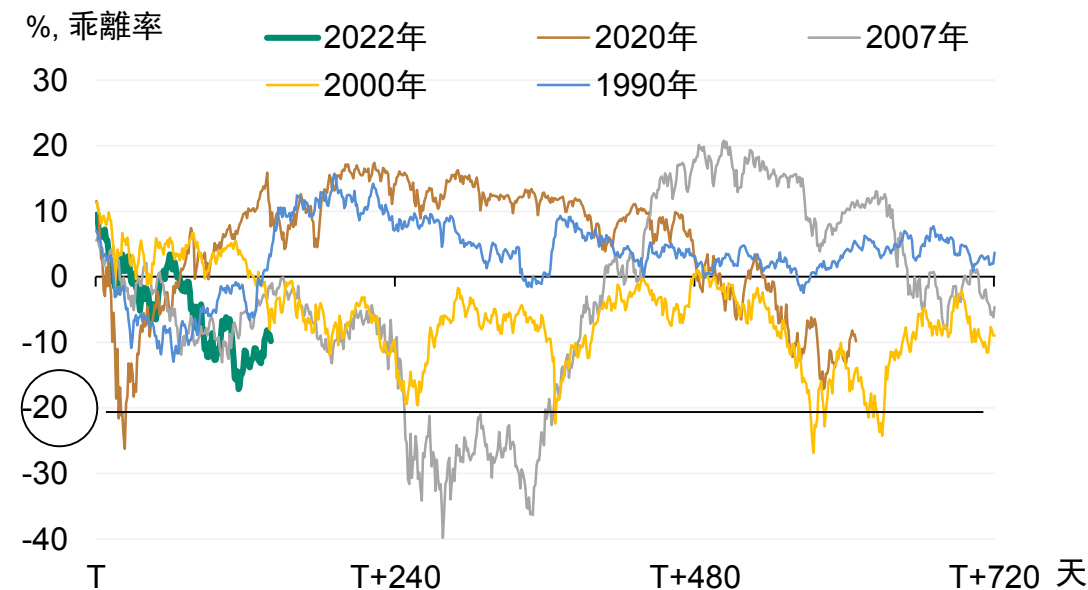
股市迎來反彈行情之際，投資人仍須側重大型、現金流穩定、高毛利的公司，因為通膨壓力未除、終端需求放緩及美元升值的情況下，都讓企業獲利有下滑壓力，且出現分歧狀況。

經濟衰退期間，股市評價修正的狀況



註：T為股市高點當日。
資料來源：Bloomberg。

經濟衰退期間，股市乖離率調整狀況



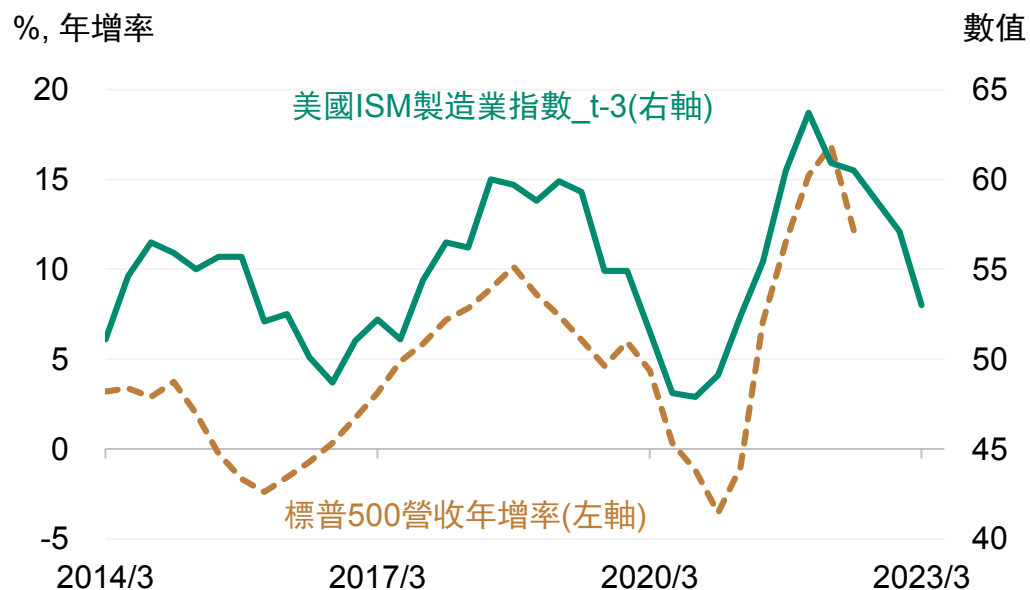
註：乖離率指股價與200日均線的差距。
資料來源：Bloomberg。

後疫情時代，產業分化更加明顯

隨疫情紅利逐步消退後，消費性電子的需求動能明顯下降，加上全球景氣放緩壓力，使得整體企業財報仍有下滑可能，尤其是，筆電、手機等消費性電子，今年可能呈現負成長，使得相關族群的財報壓力更大。

不過，後疫情環境下，產業分化將更為明顯，以微軟營收來看，雲端業務成長雖趨緩，但仍保持20%的增速，而個人運算部門的營收僅2%。台積電財報也透露相同結果。因此，未來配置宜更加謹慎，聚焦大型龍頭、高毛利及現金流穩定的公司。

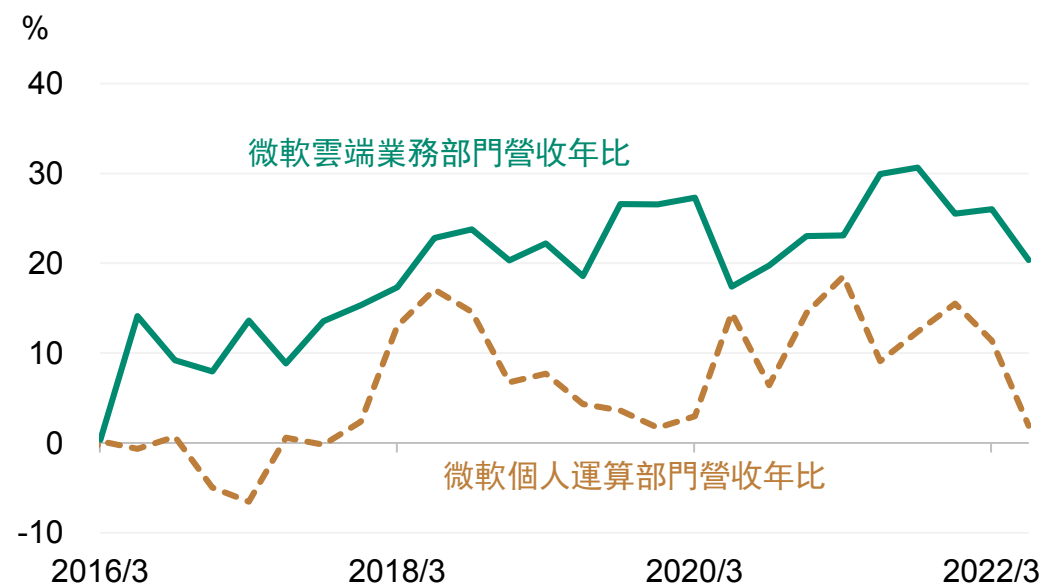
景氣下行階段，企業營收仍有下滑壓力



註：ISM指數領先企業營收約3季。

資料來源：Bloomberg。

後疫情時代，產業分化狀況更趨明顯



資料來源：Bloomberg。

美國 晶片法案過關斬將，長線效果有限

近來市場氛圍改善，半導體指數反彈幅度更為強勁，可能是受到晶片法案即將通過影響。**該案補助在美國設立晶圓廠的半導體業者共520億美元，並額外給予25%的稅負減免。**惟獲得補貼的業者10年內將不得於中國或是其他不友善的國家建置新廠，或是擴充先進製程的產能。據悉，英特爾是該法案補貼額的最大受益者，預計獲得補貼200億。另外，美光、台積電、三星等在美國設廠的半導體廠商也有機會分一杯羹。

晶片法案長線在提升美國半導體業競爭力方面效果恐怕有限，主因為業者可申請的30億補貼不足以激勵他們把供應鏈搬到美國。另外，亞洲地區生產晶片的成本仍比美國低25-40%，美國又缺乏基礎設施及人才，如果美國想要減少對亞洲半導體製造業的依賴性，可能需要數千億資金、數十年才能趕上。不過，從短線供應鏈層面來看，從美國陸續邀台積電等企業前往設廠，到通過晶片法案，都能減少晶片斷鏈的風險。

CHIPS-plus/FABS異同及進度

參議院-精簡版晶片法案 (CHIPS-plus)

- 利: 補助額520億美元及25%稅收減免
 - 業者最多可申請30億美元補助
- 弊: 排中規定
 - 三星西安NAND Flash廠佔三星NAND Flash總產能40%
 - 英特爾中國市場2021年貢獻營收211億美元, 佔30%
 - 台積電中國營收佔總營收10%, 影響較小

參/眾議院委員會
撰寫草案通過

參/眾議院全
院表決通過

參眾兩院委員會
協調並立新案

送回參眾兩院
全院表決通過

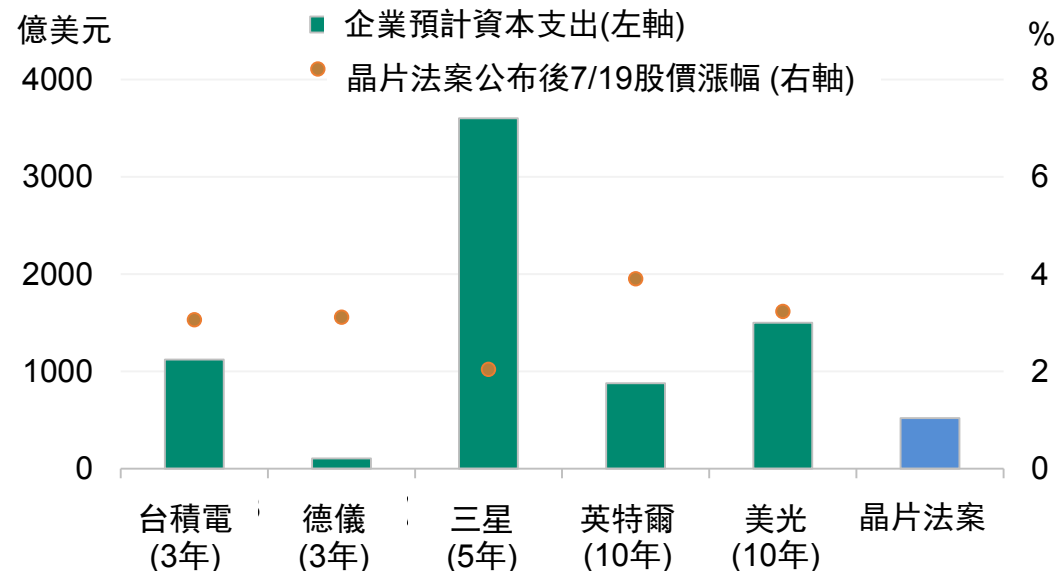
總統簽字
立法生效

眾議院-促進美國製半導體法案 (FABS)

- 涵蓋製造、晶片設計稅務優惠，美國半導體產業協會較支持

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

520億相對於半導體產業預計資本支出效果有限



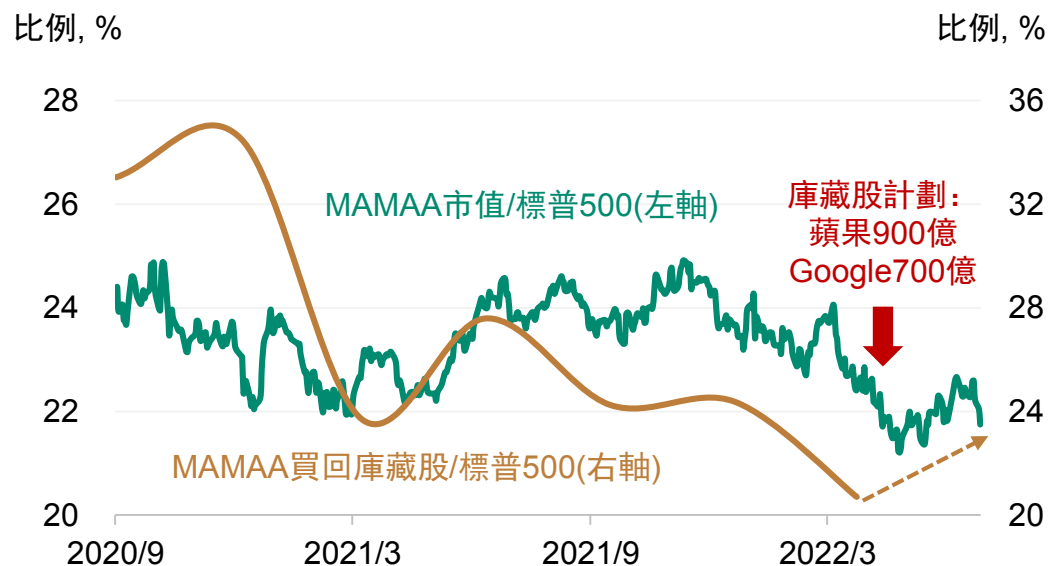
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

科技 MAMAA尚能飯否？

科技龍頭股發布2Q財報以及3Q展望，營收獲利數字雖不如預期，但核心業務仍維持成長，且亞馬遜、微軟、Google具成長潛力的雲端服務亦維持30%以上高速成長，整體表現令市場鬆一口氣。大型股對於景氣的敏銳度高，近期科技龍頭股紛紛採取暫停徵才、縮減支出的行動，未來若出現經濟衰退，大型股除了現金流穩定，有能力大規模買回庫藏股，也較具有併購的空間，有利於景氣低迷時擴大競爭實力。

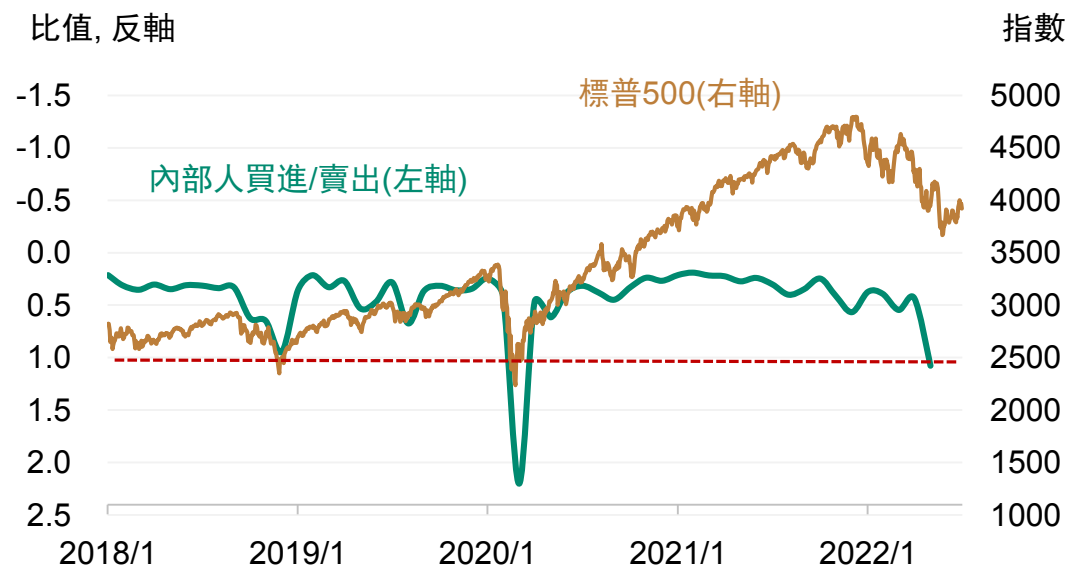
對於公司營運狀況最為了解的莫過於內部的董事、大股東、經理人，當股價下跌的時候，若內部人積極承接，代表對於未來展望不看淡，股價或有低估的情形，過去的經驗，單月內部人買股/賣股比例超過1時，股價出現低點的機會較高。

科技龍頭現金流穩定，擴大庫藏股將有利築底



註：科技龍頭股MAMAA為Microsoft、Apple、Meta、Alphabet、Amazon。
資料來源：S&P Global, Bloomberg。

內部人買股/賣股比例超過1時出現低點機會高



資料來源：The Washington Service, Bloomberg。

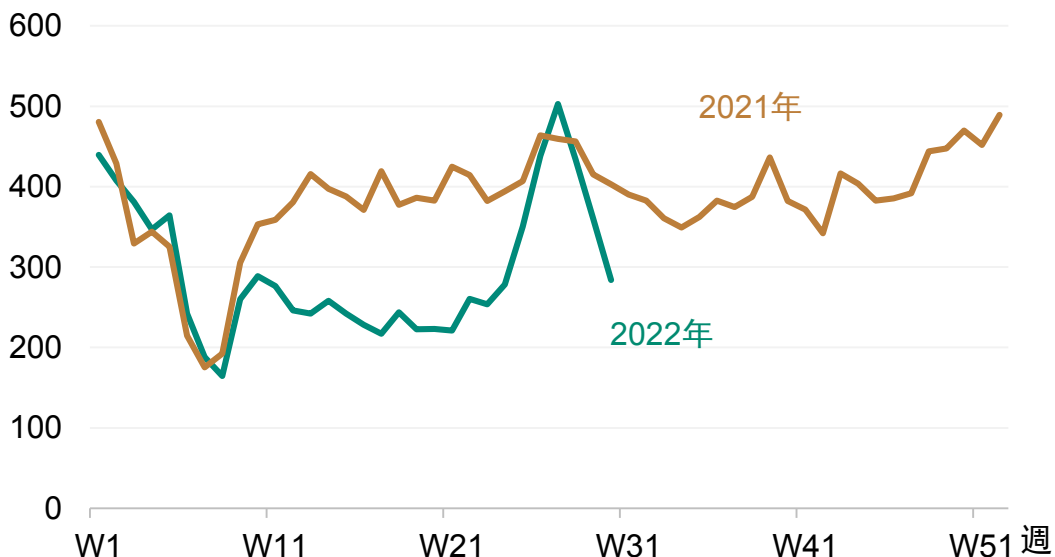
中國 停貸風波壓抑房市復甦力道，股市3Q震盪上行

停貸事件：官方緊急應對爛尾樓風波，短期以協助爛尾建案、安撫民眾情緒為首要目標。中央來看，除銀保監會一週內三次表態「保交樓」，市場也傳出官方已批准設立約3000億人民幣基金，對多家違約建商進行紓困，另一方面，鄭州等地也開始設立地方性紓困基金。整體而言，爛尾樓風波風險可控，不會升級為中國版雷曼事件，但對民眾信心以及建商購地開案的負面影響，短期不易消除，將減緩下半年景氣復甦程度。

A股：近期信貸循環較去年回揚、資金面保持寬裕，加上秋季20大全國代表大會在即，預期A股走勢震盪向上，但愈往年底，新增社融基期開始墊高，增幅也將受限。操作而言，股市存波段操作空間，但宜視為轉機股操作；經濟結構則保守看待，故長線不宜戀棧。

停貸事件衝擊民眾購屋意願

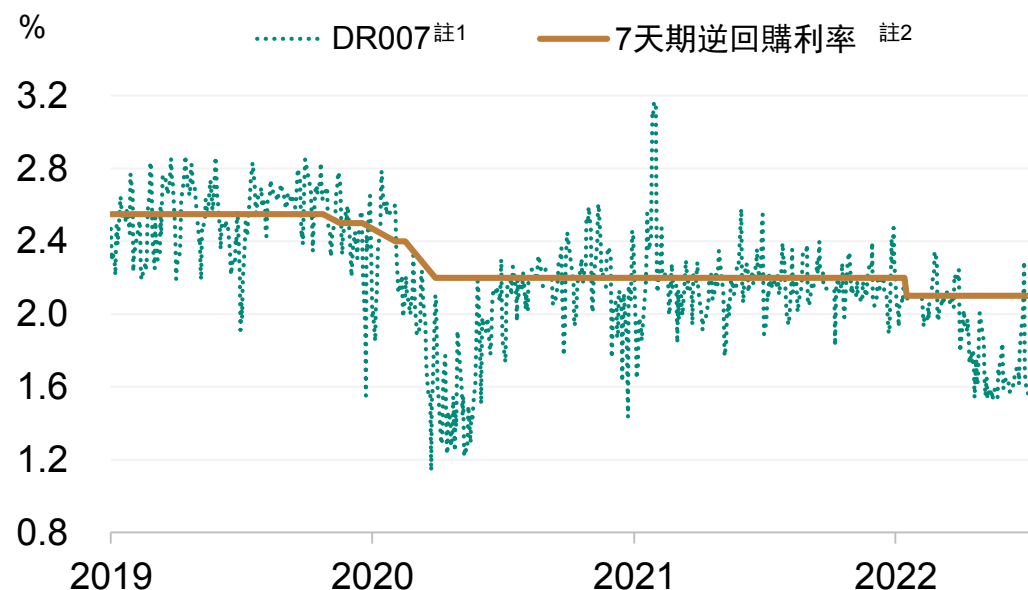
30大中城市成交面積，萬平方公尺



註：橫軸以週為單位，縱軸為當週成交面積總量，取3週移動平均。

資料來源：Wind，國泰世華銀行投研團隊整理。

質押利率處在低位，顯示市場資金保持寬裕



註1：DR007為7天期銀行之間以公債或其他低風險債券當抵押品的質押利率。

註2：逆回購指中國央行向銀行買債券，釋出流動性到市場，其支付的利率就是逆回購利率。

資料來源：Wind。

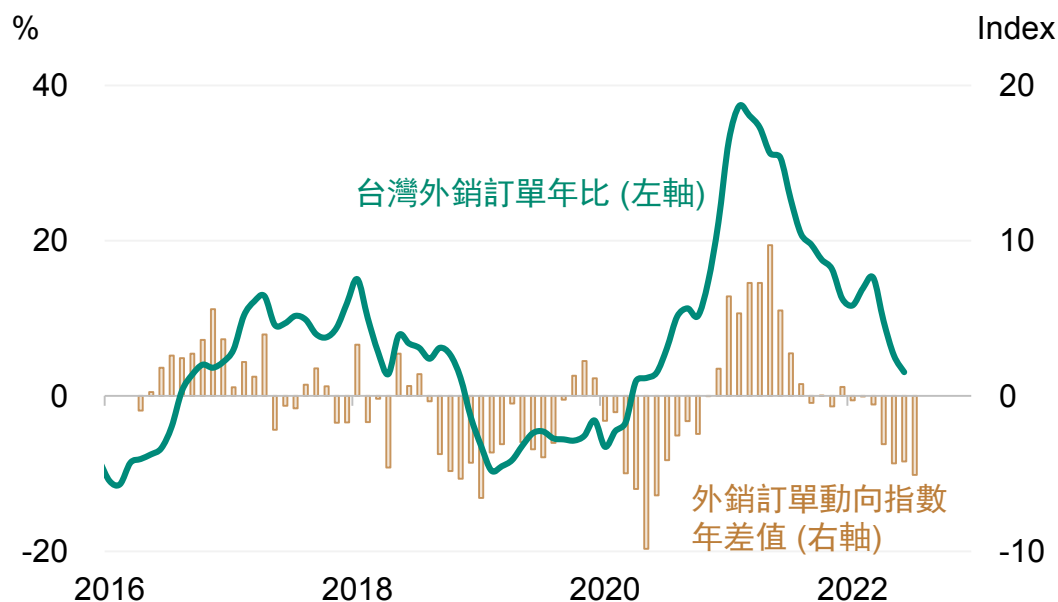
匯市 外銷動能趨緩與股市難見外資持續性流入, 3Q台幣尚難出現趨勢性回升

台灣出口：經濟部統計處公布6月外銷訂單金額雖創歷年同月新高，但2Q訂單金額卻較1Q衰退，打破台灣外銷訂單「愈到年底愈暢旺」慣性。雖說3Q是消費備貨旺季，訂單表現應優於2Q，但基期偏高、俄烏戰爭、主要經濟體需求放緩等，**令廠商對7月接單看法保守**。依外銷訂單動向指數年差值下行趨勢未變，**後續外銷動能恐存有疑慮**。

外資匯入：過往兩月外資淨匯入動向雜沓，然以全年趨勢而言，淨匯出趨勢未變。鑒於景氣對策信號分數維持下行趨勢，**目前總經環境恐難營造外資趨勢性回流**。

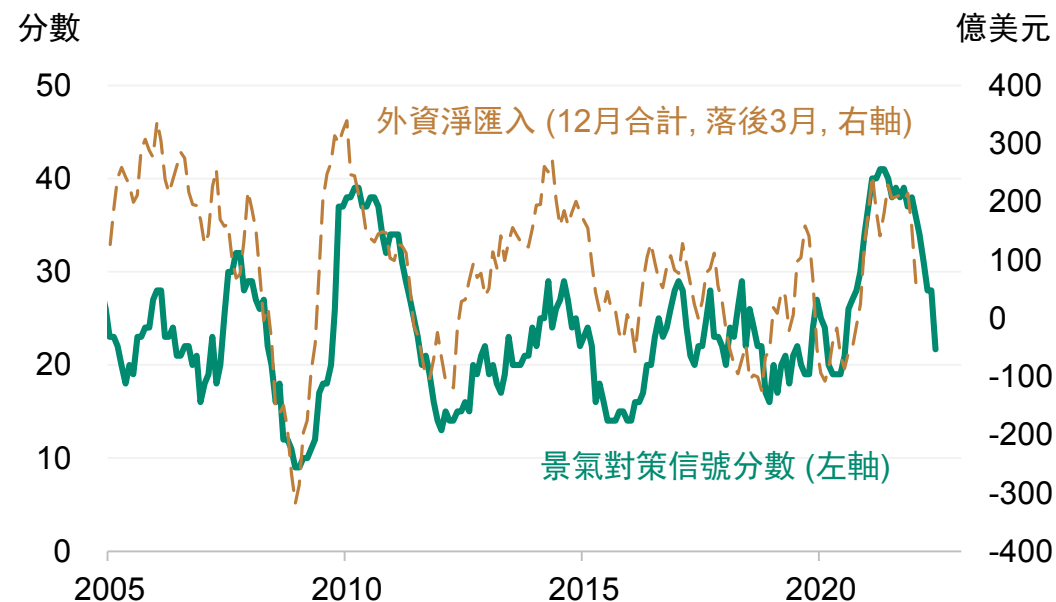
綜上，**台幣匯價尚難出現趨勢性回升，3Q仍呈弱勢格局走勢**，有換匯需求可隨股市回升或月底出口商拋匯時進行換匯。

台灣外銷訂單動能隨製造業循環持續放緩



資料來源：Bloomberg。

整體總經環境尚不易見到外資持續性回流



資料來源：Bloomberg, 金管會。

債券

衰退疑慮升溫及美元強勢之際，不利非投資級及新興債表現

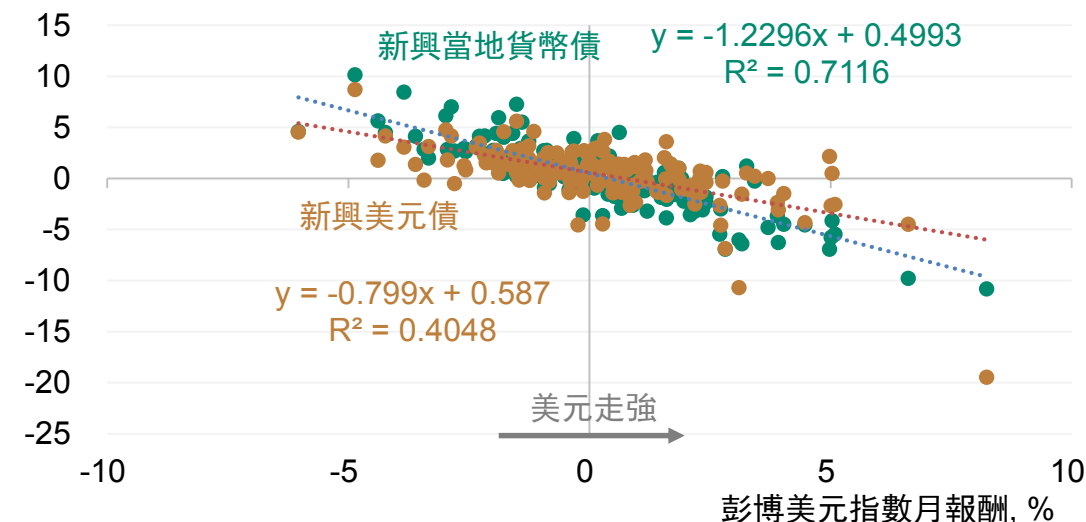
新興國家升息循環早在去年展開，且部分原物料出口國受惠原物料價格高漲，令去年新興匯價表現穩健，然今年美歐加入貨幣政策快速收緊的行列，加上衰退疑慮令大宗商品價格回落，不利新興債，加上美元強勢，使當地貨幣債更為弱勢。

以美元計價的債別來看，美債部分，非投資等級債利差受到景氣放緩的影響大於投資等級債，而新興美元債指數而言，雖然平均信評為投資等級，但利差走勢則與美國非投資等級債更為相似，反映當景氣放緩之際，市場將更青睞體質比較佳的美債。

策略上，債券基金布局方向宜以美國投資級債比重高者為佳；個券部分，挑選現金流穩健的投資級標的為主。

美元強勢時，不利當地貨幣債表現

新興債月報酬，%

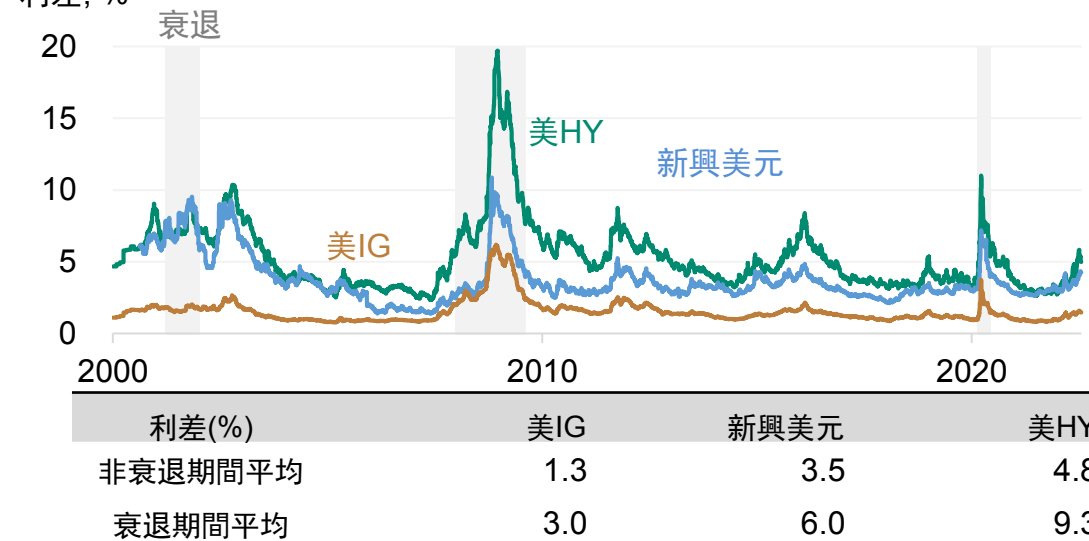


註：統計2008/6~2022/6月資料。彭博美元即期指數追蹤(BBDXY Index)，相較於美元十種領先全球貨幣一籃子的表現。

資料來源：Bloomberg。

新興美元債與HY利差走勢高度相關，受美國景氣影響大

利差，%



註：統計2000/1/1~2022/7/20日資料。
 資料來源：Bloomberg。

Aug 2022

1	Monday	2	Tuesday	3	Wednesday	4	Thursday	5	Friday
美國ISM製造業指數 中國財新製造業指數		英國房價指數		美國工廠訂單 美國ISM服務業指數 中國財新服務業指數 歐元區零售銷售		美國初領失業金人數 美國貿易收支 英國央行利率會議		美國就業報告 台灣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