



國泰世華銀行
Cathay United Bank

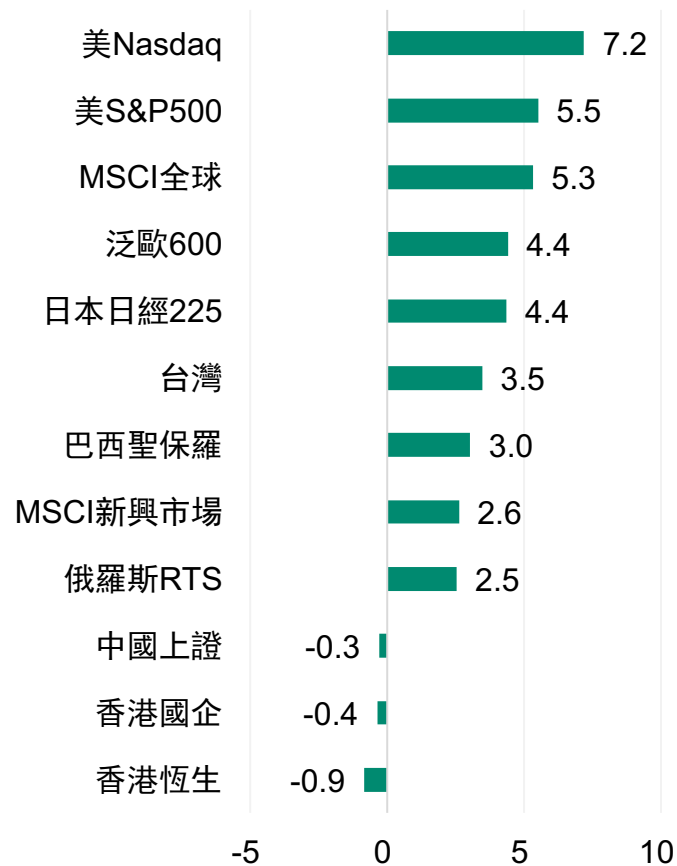
2022年7月22日

投資研究週報

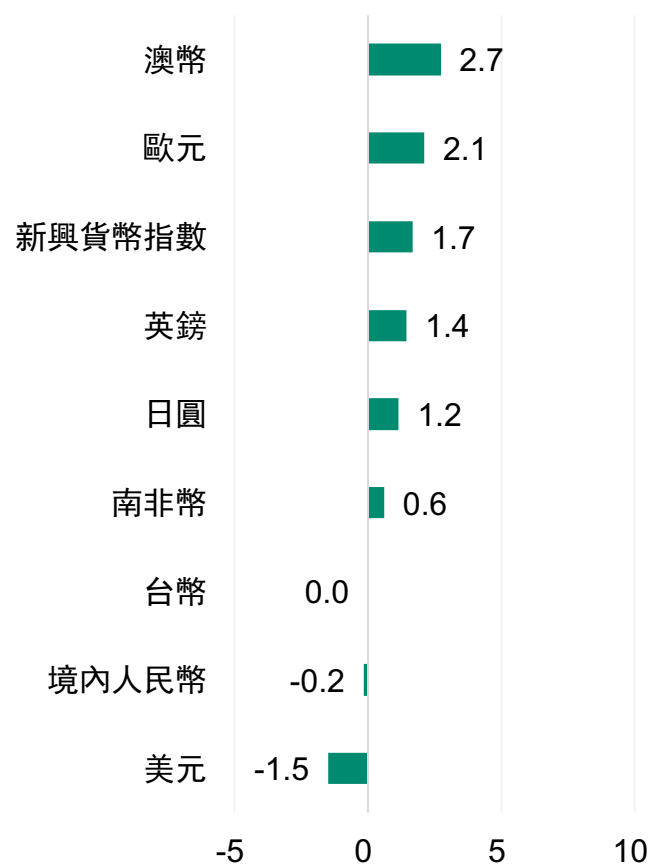
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

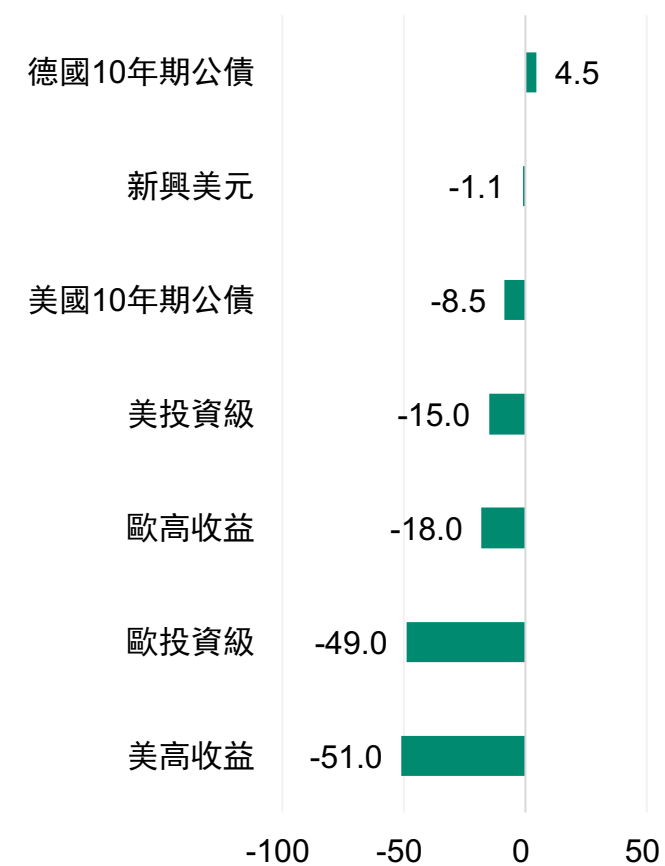
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/7/14-7/21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 聯準會展望，料升息3碼並延續緊縮論調

6月FOMC會議以來，民眾消費、房市相關數據皆出現降溫的跡象，通膨預期也出現轉折，惟通膨仍大幅高於Fed 2%的目標，且6月CPI再度創新高下，預期7月升息3碼並延續緊縮論調不變。

► 通膨前高後緩，焦點漸由通膨轉至「衰退」

油價基期效果、供應鏈中斷漸有改善，聯準會緊縮政策對房市需求已見影響，**通膨呈現前高後緩**。另方面，廠商去庫存趨勢延續，主要經濟體製造業PMI新訂單減庫存的狀況仍不佳，**市場焦點漸由通膨轉至衰退**。

► 中國信貸回升，但房市與金融系統風險升溫

雖有疫情、封城擾亂，但全年而言，中國社融增量可望較去年改善。惟近期**房市停貸、村鎮銀行**等利空頻傳，增添系統性風險，令中國經濟陷於「熱冷交雜」窘境。**中國股市仍以波段操作，不適合長期投資**。

股市

雖然現階段製造業循環仍偏下行，**企業面臨去庫存、獲利下修**，令投資人卻步，但績優股價值逐漸浮現，評價面雖非便宜，但已近合理。尤其次貸海嘯後**大型企業累積豐沛現金**，股票買回、併購與生存能力強，基金持股或個股皆可以**現金流作為首要抉擇標的**。

債市

參考「長短利差」與「升息預期」，越往年底將越接近升息頂點。依據過往，當升息屆頂前後，殖利率上下方波動區間逐漸轉變，**故越往年底，長天期公債殖利率越將由盤頭轉偏向下行**。另，景氣放緩將推升利差，所幸公司債展延風險集中在2025年前後，**然挑券宜仍以金流穩定為重**。

匯市

雖然ECB為因應通膨而升息，確實提振近期歐元匯價。然歐洲面臨1)經濟分化、2)能源與地緣衝突等困境難解，美國也難避免景氣趨緩、升息將屆頂的狀況。故**3Q歐元仍以弱勢整理格局視之(即美元呈高位震盪)**，parity仍存在反覆跌破的機會。

FOMC預覽：「抗通膨」仍為首要，緊縮論調尚不致改變，料7月續升息3碼，並按計畫執行縮表

6月FOMC會議以來，民眾消費、房市相關數據出現降溫的跡象，通膨預期也出現轉折，惟通膨仍大幅高於Fed 2%的目標，且6月CPI再度創新高下，預期Fed緊縮步調不易改變：

- 料7月升息3碼：創新高的通膨一度令7月升息4碼的機率彈升。然，最鷹派的官員，如Bullard、及Fed理事Waller皆表示傾向7月升息3碼，且被視為Fed傳聲筒的記者Nick Timiraos也表達相同觀點，令本月升息75個基點再度回歸主流。
- 縮表將如計畫繼續進行：6~8月每月縮減上限為公債300億、MBS175億；9月之後每月縮減上限為公債600億、MBS350億。

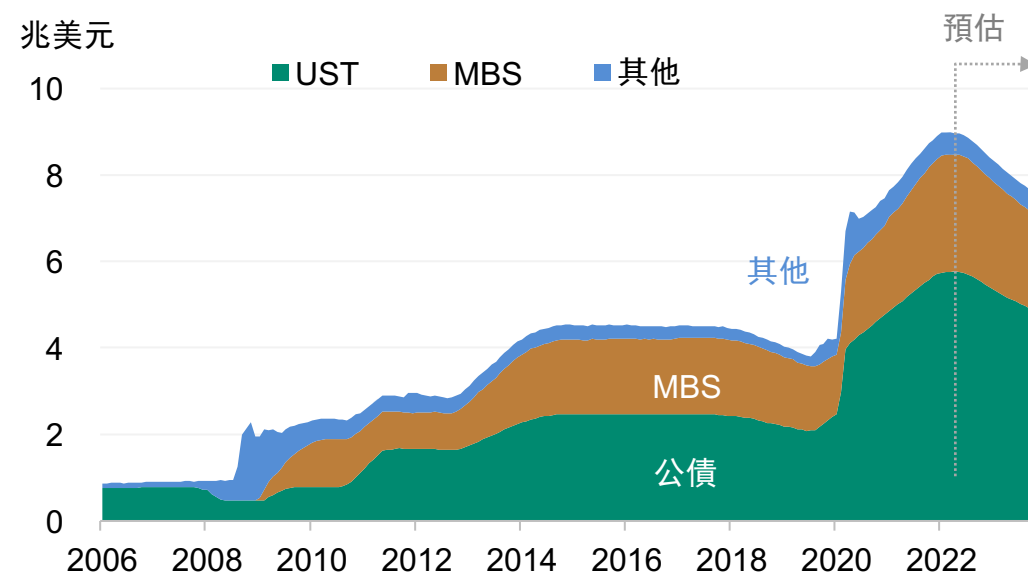
Fed官員近期談話及市場關鍵訊息

| | | |
|------------|-------------------------------------|---|
| 聯準會 官員 | 7/15 Bullard* (聖路易斯) | <ul style="list-style-type: none"> 被視為Fed中最鷹的官員表示，持續傾向加速緊縮(front-loading hikes)。 傾向於7月升息75個基點，但可能有需要年底將利率升至3.75%-4%。 |
| | 7/14 Waller* (Fed理事) | <ul style="list-style-type: none"> 面對高通膨，加速緊縮是一件對的事，將有助需求降溫。 傾向支持7月升息75個基點，除非零售銷售及房市持續高於預期。 |
| | 3/2 Dally (舊金山) | <ul style="list-style-type: none"> 根據目前的數據，認為本月可能升息75個基點。 |
| 聯準會 傳聲筒 | 7/17 Nick Timiraos (WSJ記者) | <ul style="list-style-type: none"> 為了遏止通膨，Fed可能將於7月會議第2次升息75個基點。 部分官員對於是否採用更大的升息幅度表示出謹慎的態度。 |

註：*為今年具有投票權的Fed官員。

資料來源：Bloomberg。

預期縮表將如計畫繼續進行



資料來源：Bloomberg。

總經：美國通膨「前高後緩」，商品類、服務類通膨應先後見頂

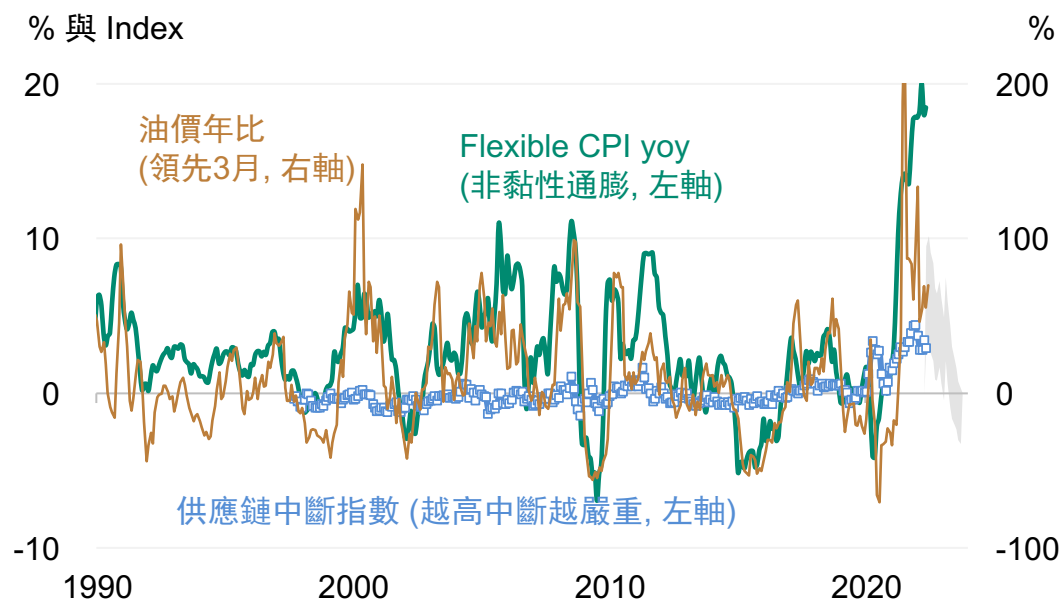
非黏性*通膨 (商品類為主)：今年以來，主要受戰爭推升油價與供應鏈中斷的影響，但**油價基期將使年比放緩**、**供應鏈中斷已有所改善**，都有助通膨走勢放緩。

黏性*通膨 (服務類為主)：**聯準會緊縮政策對房市需求已見影響**，房市對通膨推升效果也將隨房市冷卻逐漸趨緩。

綜上，美國通膨大致呈現上半年高、下半年緩的走勢，3Q應能見到商品類、服務類通膨先後見頂。

註：黏性(sticky)、非黏性(flexible)係以價格變動相對頻繁程度作為區分，如房屋資金、個人醫療、外出餐飲等多數服務項目多涵蓋於黏性通膨之中；燃料、食品、汽車等多數商品項目則多涵蓋於非黏性通膨。

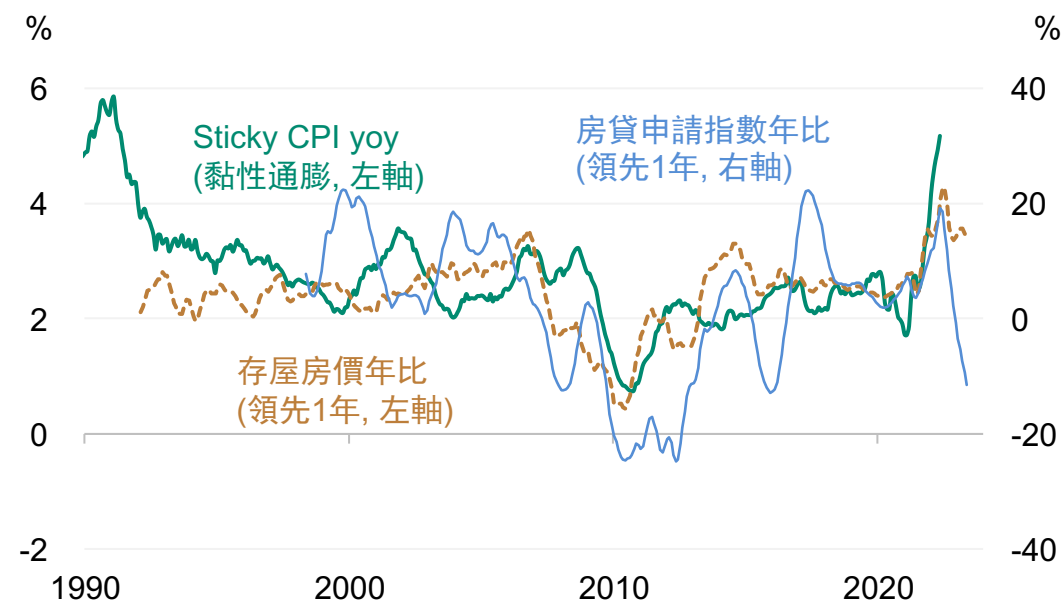
油價年比放緩，供應鏈改善，二者對通膨影響將降溫



註：陰影處為假設油價\$80-120區間推算。

資料來源：Bloomberg。

房市對通膨推升效果也將隨房市冷卻逐漸趨緩



註：黏性/非黏性通膨依物價調整頻率編制，黏性以服務類為主，非黏性多為商品類。

資料來源：Bloomberg。

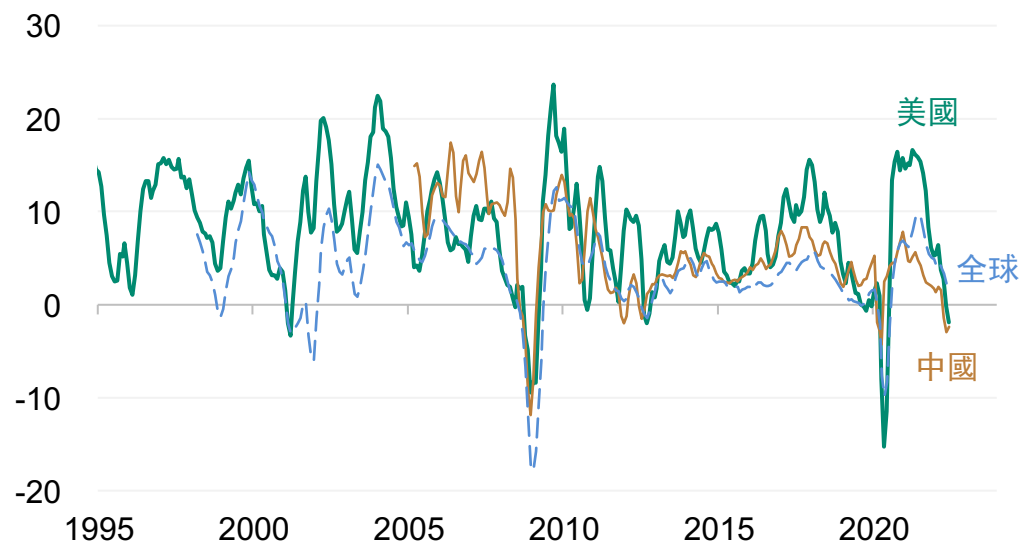
總經：全球製造業去庫存趨勢尚未改變，市場焦點將逐漸由「通膨」轉至「衰退」

廠商去庫存趨勢延續，市場焦點可能持續由通膨轉至衰退，可觀察包括主要國家或循環性產業的下行趨勢迄今未變：

1. 全球製造業下降趨勢尚未改變，主要經濟體製造業PMI新訂單減庫存仍屬不佳的狀況。
2. 除各國PMI數據降溫外，觀察次產業的PMI表現，如電子業、基礎原物料等順週期產業的下行趨勢仍舊明顯。

全球新訂單減庫存下降趨勢尚未改變

製造業PMI: 新訂單減庫存

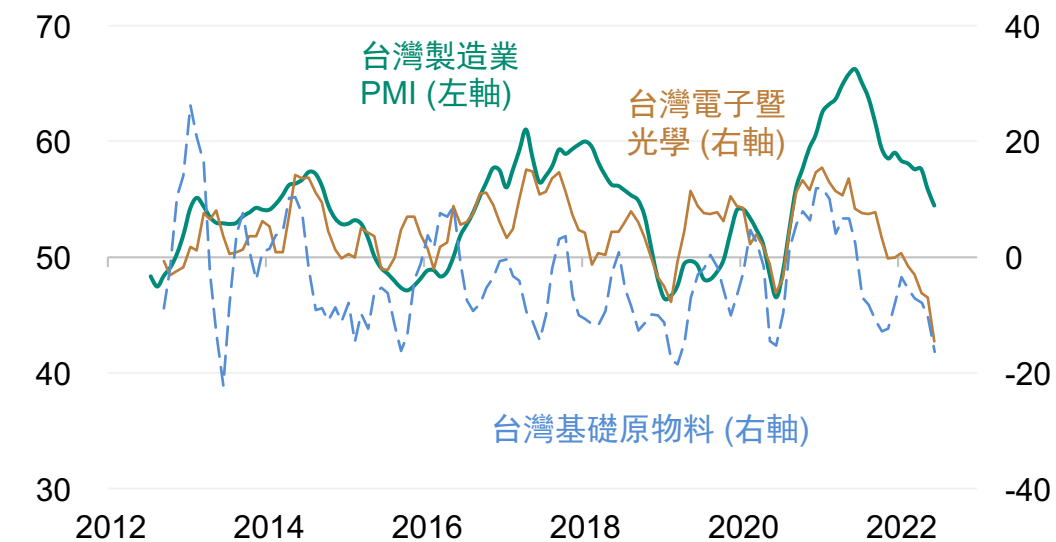


資料來源：Bloomberg。

電子、基礎原物料業等順週期產業延續下行趨勢

製造業PMI

製造業PMI: 新訂單減庫存



資料來源：Bloomberg。

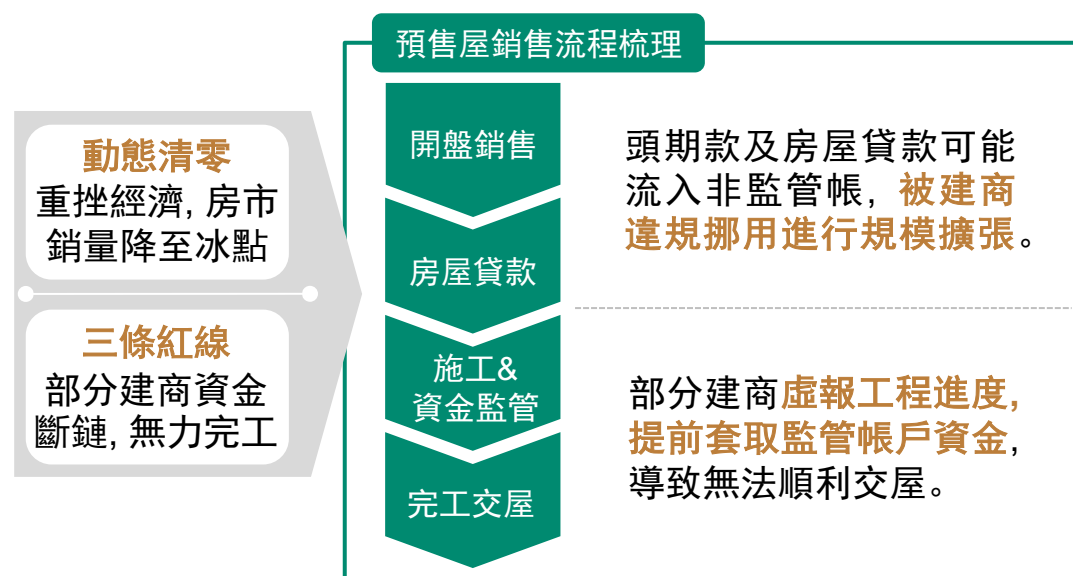
中國：政府與銀行力保如期交屋，本次停貸事件不致演變為系統性金融風險

停貸事件：自6/30江西省景德鎮發出預售屋停貸公告，至今已逾300個建案傳出風波，**主因三條紅線規範使部分建商融資困難、動態清零政策加重现金流壓力**，加上銀行資金監管不周引發民怨，使各省民眾對於無法如期交屋的預售案件，拒絕繳納剩餘房貸。

評估：本次停貸事件不致演變為系統性金融風險。**首先，民眾拒付房貸並非債務過高導致還款能力不足**，而是訴求「保交樓」，且考慮停貸影響個人徵信並有訴訟風險，難以大幅擴散至一般建商物件。**第二，大型銀行曝險部位較低**，雷曼倒閉事件不致重演。第三，銀保監會於7/14表示高度重視，監管機構積極推進「保交樓」工作。

後續影響：預期事件不會擴散成系統性風險，但對民眾購屋以及建商購地開案仍存負面影響，房地產的復甦時間拉長、力道也不若過往。

停貸事件原因與預售流程梳理



資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

中國各家銀行公告涉及停貸事件金額及佔比

| 銀行 | 涉及金額 (億人民幣) | 佔房貸餘額 比例 | 銀行 | 涉及金額 (億人民幣) | 佔房貸餘額 比例 |
|------|----------------|-------------|------|----------------|-------------|
| 工商銀行 | 6.37 | 0.0100% | 招商銀行 | 0.12 | 0.0010% |
| 郵儲銀行 | 1.27 | 0.0060% | 民生銀行 | 0.66 | 0.0100% |
| 農業銀行 | 6.6 | 0.0120% | 浦發銀行 | 0.56 | 0.0060% |
| 交通銀行 | 0.998 | 0.0067% | 光大銀行 | 0.65 | 0.0100% |
| 興業銀行 | 16 | 0.1400% | 中信銀行 | 0.46 | 0.0048% |
| 平安銀行 | 0.318 | 0.0011% | 浙商銀行 | 2.6 | 0.3200% |

資料來源：華泰證券，國泰世華銀行投研團隊整理。

中國：信貸循環較去年回升，但房市、銀行添亂，官方雖伸援手但系統性風險確逐年升溫

“爛尾樓風暴”、“村鎮銀行擠兌”延燒，銀保監會被迫表態「保交樓」、「為少於5萬元金額的客戶首批墊付」等政策，以協助解決開發商資金缺口、存款墊付問題；國務院更批准3200億人民幣地方專項債發行方案(8月底完成)，挹注中小銀行、充實銀行資金。

然，中國後市關注兩點：

- 1) 信貸循環改善：信貸循環較去年回溫，尤其下半年20大在即，官方政策支撐將勢所難免，但**宜注意4Q開始基期墊高**，信貸增長效果將降溫。
- 2) 債務型系統風險升高：官方政策支持的另一面即是債務鴉片癮頭難除，長期以來，難以迴避的是**債務型系統性風險逐年升高**。

操作而言，**信貸循環回升、20大在即，給予中國波段操作空間**，但宜視為轉機股來操作；經濟結構則保守看待，故長線不宜戀棧。

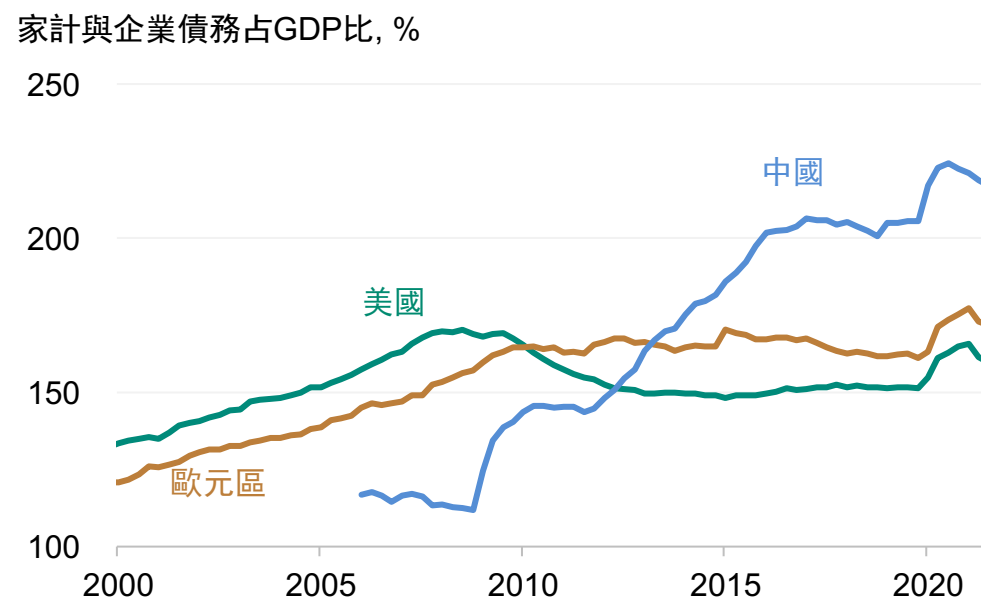
中國今年信貸循環較去年回溫，但4Q恐面臨轉折



註：2022年全年社融增量係以2010-19年平均增速估算。

資料來源：Bloomberg。

但中國債務型“系統性風險”確實逐年升高

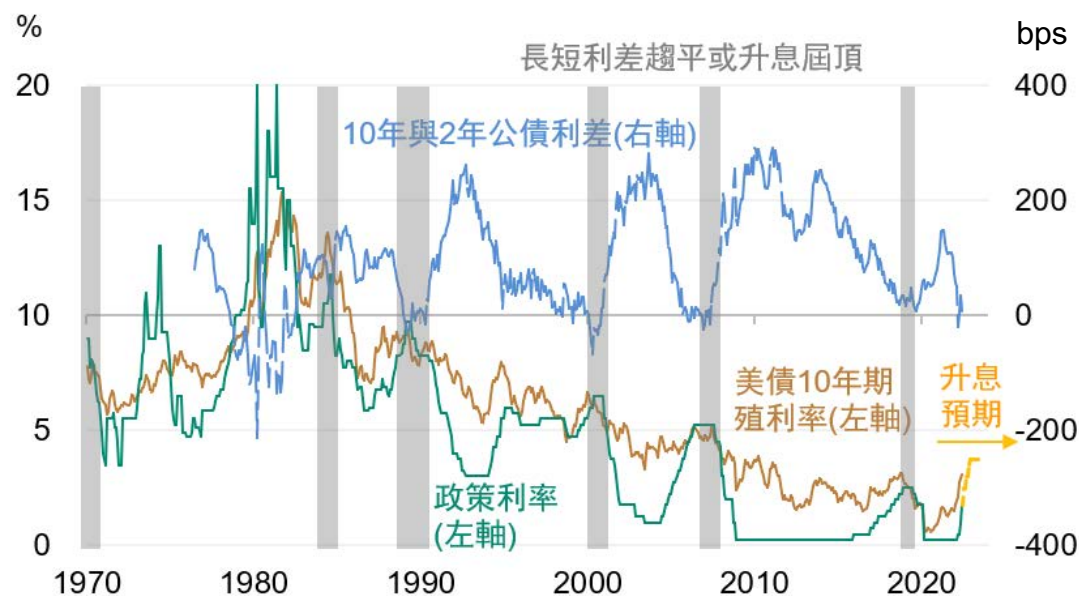


資料來源：Bloomberg。

債市：往下半年走，升息循環越近尾聲，長債殖利率將越偏向下行

1. 升息何時是盡頭？以史為鏡，參考「長短利差」與市場「升息預期」，越往年底將越接近升息頂點。
2. 升息到頂前後，公債殖利率如何變化？參考歷史：
 - 1) 除了1974年、1981年，因承受布列敦森林制度結束、美元體系信任崩潰的遺緒，美國公債拋售難止外，待1984之後，聯準會已能重塑國際對美元體系的信任。
 - 2) 故觀察1984年後，當升息屆頂前後，殖利率上下方波動區間逐漸轉變。故越往年底，長天期公債殖利率頭部形成轉向下行的機率越升高。操作上，下半年可逐步布建長債，或拉長既有債券部位的存續期間(duration)。

當長短利差趨平與升息預期屆頂，長率往往面臨轉折



資料來源：Bloomberg。

統計升息到頂前後，10年期公債殖利率變化

| 升息到頂後 變化(bps) | -12M | -6M | 屆頂 +0M | +6M | +12M | +15M | 有無 衰退 | 央行 主席 |
|------------------|------|-----|-----------|------|------|------|----------|----------|
| 1974/5 | 73 | 85 | 7 | 39 | 72 | 89 | ● | 伯恩斯 |
| 1981/5 | 392 | 142 | 42 | 147 | 19 | -62 | ● | 米勒/沃克 |
| 1984/8 | 87 | 88 | -64 | -198 | -305 | -358 | | 沃克 |
| 1989/2 | 96 | -9 | 8 | -107 | -88 | -33 | ● | 葛林斯潘 |
| 1995/2 | 150 | 23 | -31 | -150 | -213 | -104 | | |
| 1997/3 | 42 | -14 | 27 | -12 | -85 | -92 | | |
| 2000/5 | 90 | 41 | 45 | -25 | -85 | -102 | ● | |
| 2006/6 | 111 | 64 | 0 | -51 | -36 | -59 | ● | 柏南奇 |
| 2018/12 | 28 | -18 | -30 | -86 | -121 | -232 | | 鮑爾 |
| 統計1984年後 平均 | 86 | 25 | -6 | -90 | -133 | -140 | | |
| 上界 | 127 | 74 | 34 | -20 | -65 | -33 | | |
| 下界 | 36 | -15 | -44 | -169 | -250 | -358 | | |

資料來源：Bloomberg。

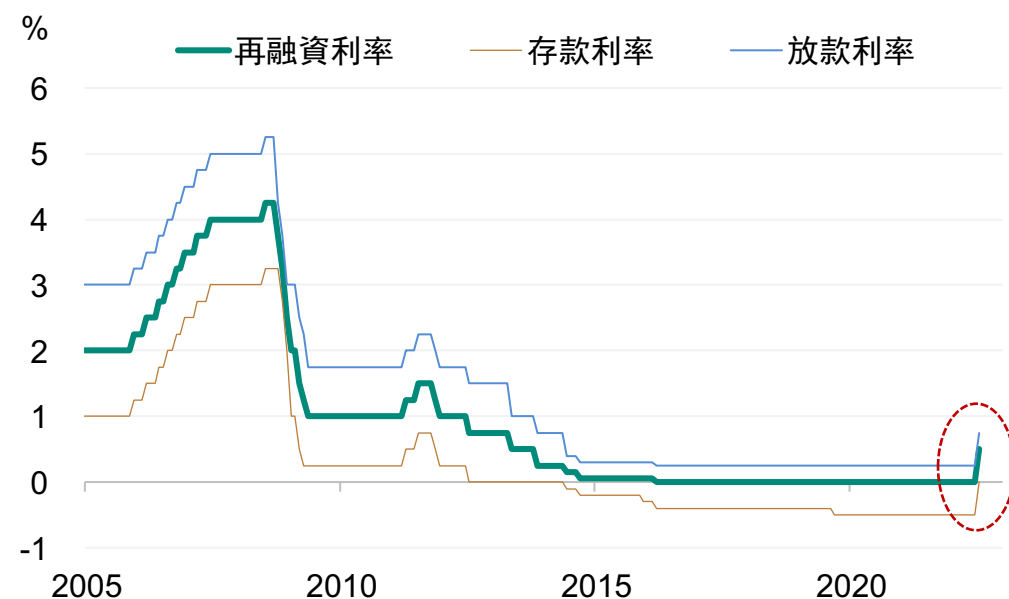
匯市：ECB升息因應高通膨，但俄烏戰爭對歐洲拖累更甚美國，3Q歐元仍屬弱勢格局

ECB(歐洲央行)方面，**啟動11年來首次升息循環，結束長期負利率政策，且升幅2碼高於市場預期**。原先的購債(QE)機制照原定於7月結束，但為解決歐元區內部分化(fragmentation)問題，推出名為「傳輸保護工具」(Transmission Protection Instrument, TPI)。註：傳輸保護機制(TPI)為確保貨幣政策可順利傳導到所有歐元區國家之購債工具，於次級市場進行購買，購買期限為1-10年期的債券，公債為主但不排除私部門債券。

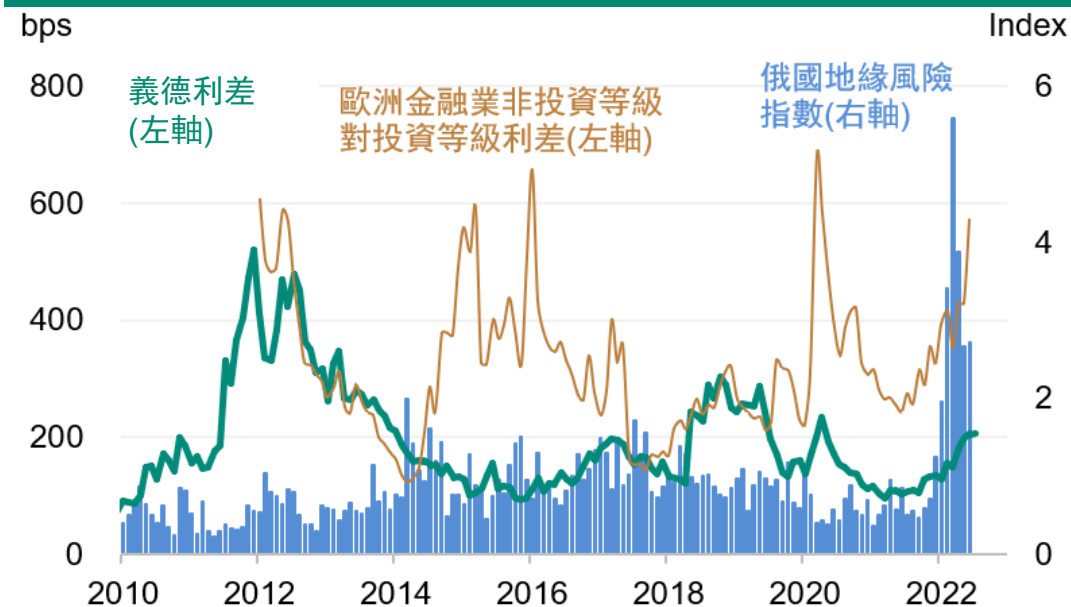
匯市方面，風險氣氛好轉有利近期包括歐元在內的非美貨幣回升，然歐洲面臨**1) 經濟分化、2) 能源與地緣衝突困境難解、3) 義國於9-10月大選**，歐元區貨幣政策緊縮幅度仍受限。美國經濟雖相對優於歐洲，但動能漸緩、升息將屆頂的狀況勢所難免，故基本面對美元的多方支撐將逐漸降溫。

綜上，歐洲利空仍存，美國利多逐漸降溫，**3Q歐元仍以弱勢整理格局視之(即美元呈高位震盪)，parity仍存在反覆跌破的機會**。

ECB迫於通膨，11年來首度加息



俄烏戰爭對經濟遺害難除，限縮緊縮政策步調



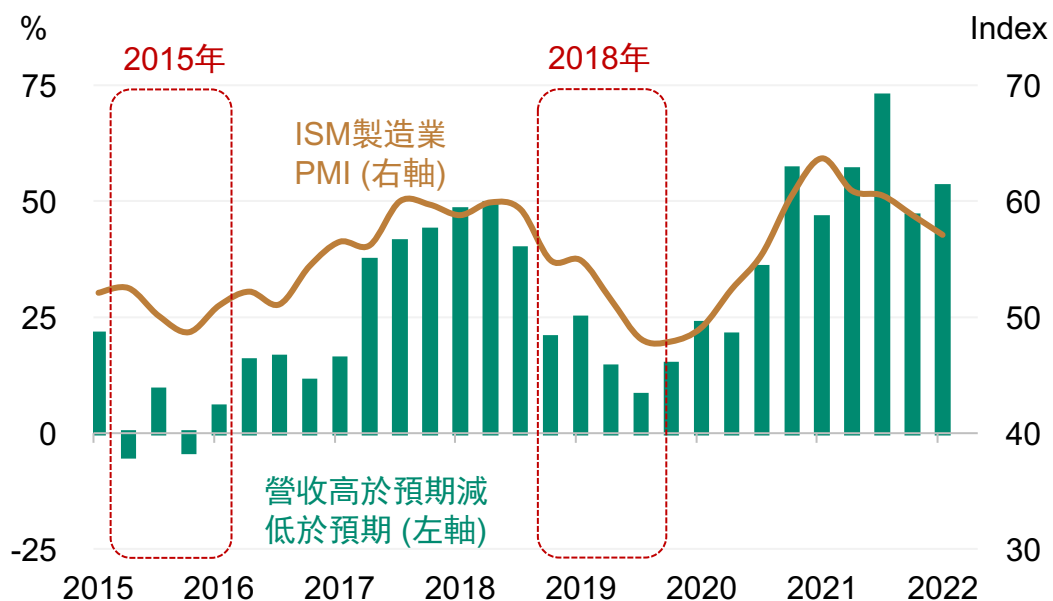
股市：雖面臨獲利下修，但績優股價值確逐漸浮現，長線布局可聚焦「現金流穩健」之龍頭標的

1. 獲利隨景氣趨緩，財報提振股市的難度將更高。而存貨偏高的問題，依2016年、2019年去庫存約8~9個月的時間推估，**今年下半至明年上半**確將如台積電總裁魏哲家在法說會所言，半導體週期面臨典型週期 (typical cycle)，將伴隨幾個季度的庫存調整。

2. 然，就修正幅度而言，目前評價已較合理，尤其對部分績優龍頭股而言，評價雖非便宜但已漸適合長線資金逐步布局。

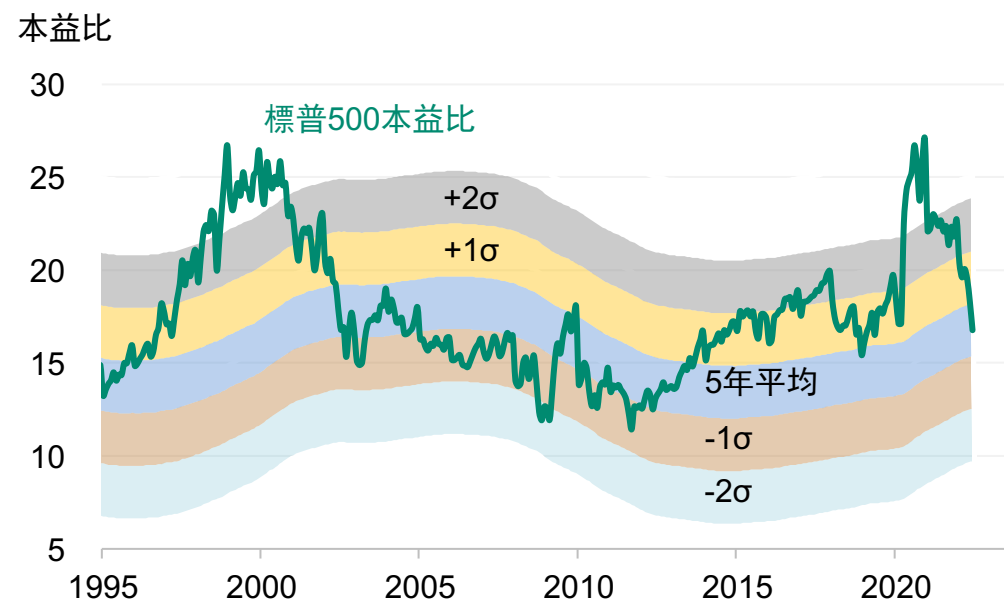
據上，目前股市仍在利空測試的築底過程中，較佳策略仍是著眼**長線布局聚焦現金流穩健、經營邏輯不因疫後有動搖的企業**；但投資週期確實要拉長，以市場價格領先基本面1~2季的落差推算，**明年3月前後基本面循環好轉、盤勢轉為攻擊的機會方較提高**。

企業營收面臨下修，股市仍處於利空測試的築底過程中



資料來源：Bloomberg。

評價面雖非便宜但已漸趨合理，適合長線資金逐步布建



資料來源：Bloomberg。

大宗商品：油、銅庫存仍低，但價格開始反應對衰退的擔憂，上攻態勢暫且告休

雖然油、銅基本面迄今未有顯著改變，但市場已將注意力從“低庫存現況”轉移至“未來需求下降”，二者庫存與價格表現可看出端倪：

1. 油、銅庫存：分別以原油、銅礦代表能源、工業金屬兩大原物料類別，二者整體庫存確仍維持低位，惟原油庫存略由低位反轉。
2. 油、銅價格表現：即便庫存水位仍低，但價格表現同樣反應對衰退導致需求降低的擔憂，二者價格皆出現轉折。

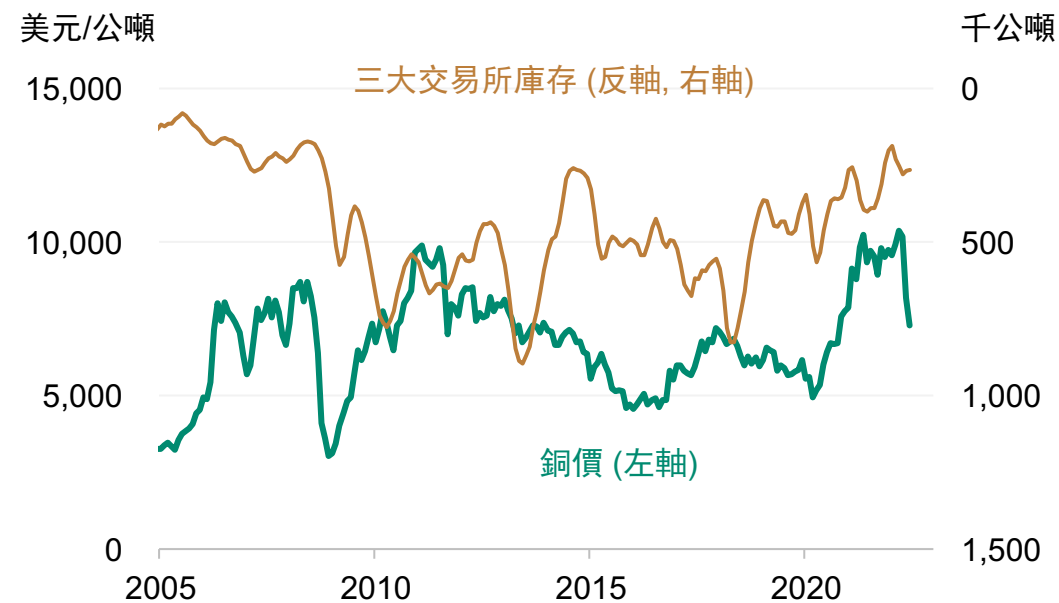
操作上，多數大宗商品價格明顯做頭，以抗通膨為宗旨的原物料類股操作現階段宜移轉為較審慎的態度。

原油庫存水位仍低，但油價大幅反轉



資料來源：Bloomberg。

銅礦庫存尚低，然製造業循環拖累銅價走勢



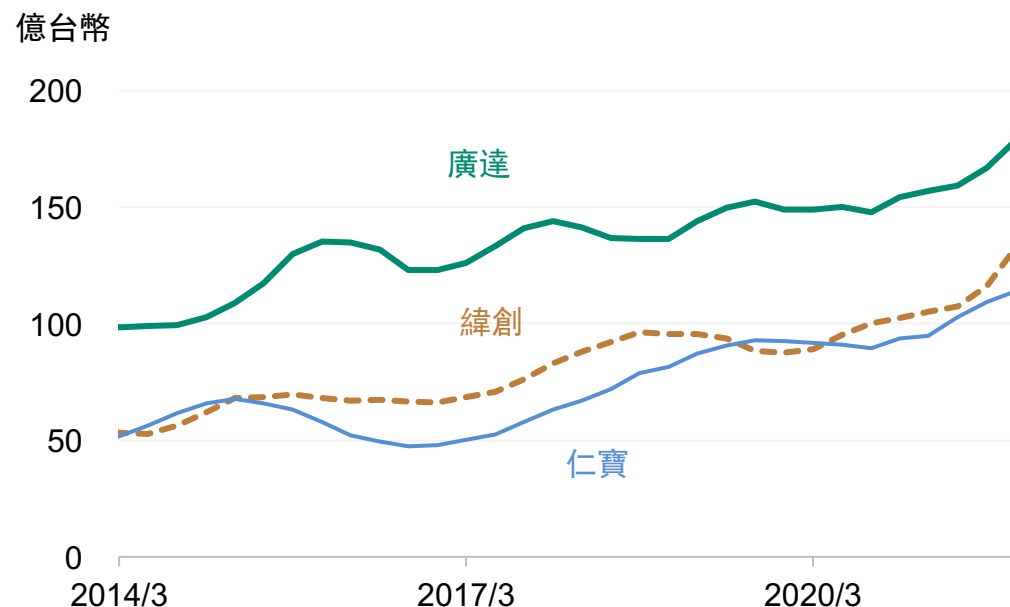
資料來源：Bloomberg。

科技 科技業庫存水位偏高，仍需時間去化

台積電2Q財報雖亮眼，但也明確指出，由於終端需求放緩，包括智慧型手機、電腦等，預期此波庫存調整可能延續到明年上半年。以筆電代工大廠為例，此前公司擔心缺料問題，大幅備料，但今年因通膨升溫導致需求明顯降溫，使得企業庫存皆有快速拉升的跡象，甚至來到歷史新高水平，凸顯庫存壓力將逐步浮現。

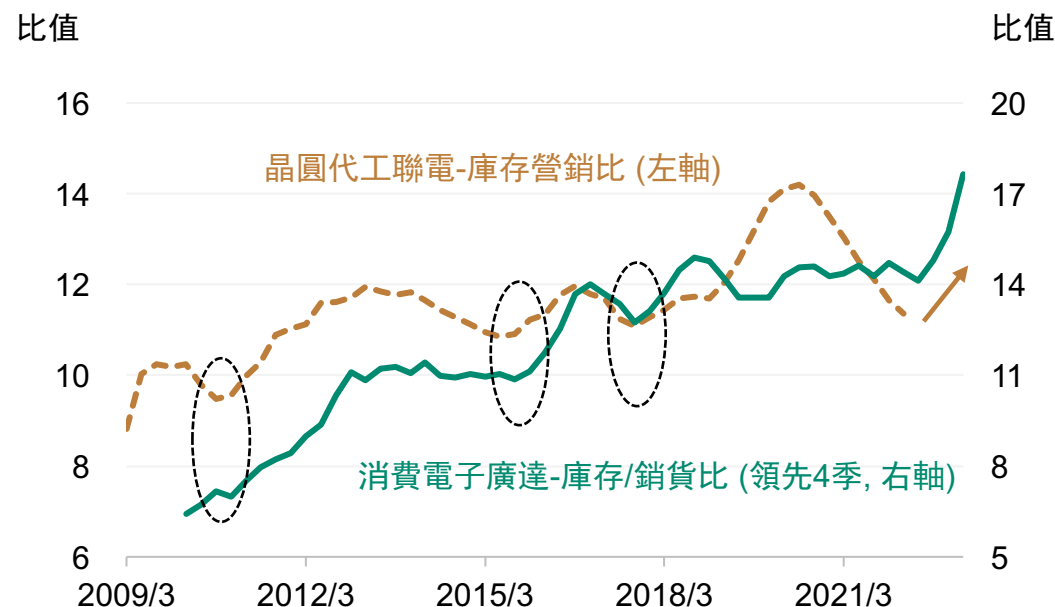
值得注意的是，從過去的經驗來看，消費性電子的庫存壓力，可能逐步傳導到上游的代工業者，因此，預期未來數季，科技業仍將面臨去庫存調整壓力。不過，台積電也強調，與過去相比，目前仍屬於合理的調整。

消費性電子已出現庫存偏高問題



資料來源：Bloomberg。

消費電子庫存壓力，可能傳導到上游代工



註：t為季。

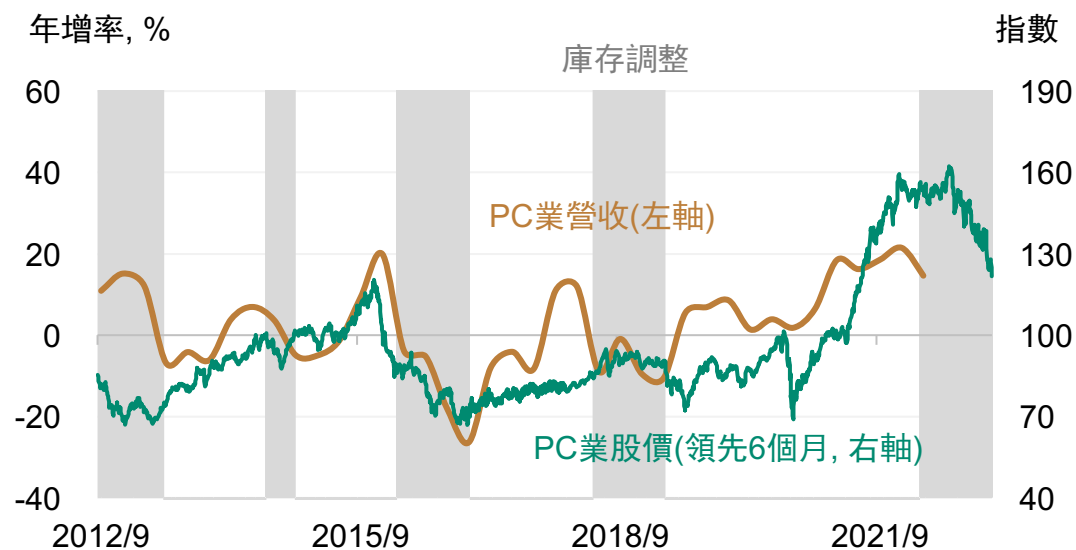
資料來源：Bloomberg。

台股 電子業庫存調整期到2023年上半年

面對歐美經濟放緩及衰退疑慮，消費縮手，且電子業庫存水位居於高檔，未來幾季恐如台積電所說，持續進行庫存調整，營收年增率也將持續下滑，而以過去經驗，電子業股價通常提前景氣落底約3~6個月，股價近期因預期景氣落底而出現反彈，但實際上由於營收年增率才剛由高檔轉折向下，預計修正仍需一段時間。

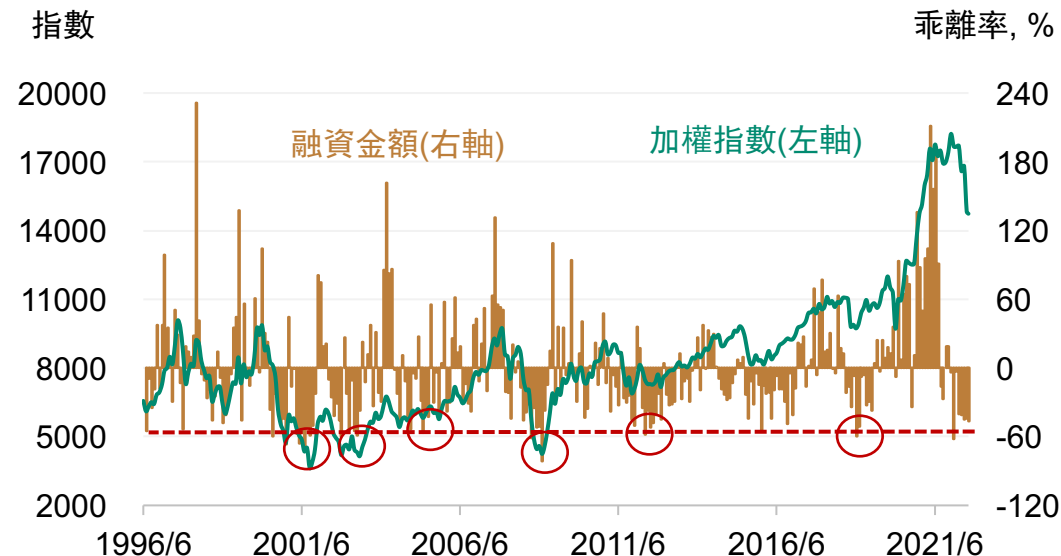
台股大幅修正，散戶退場，單月融資買進金額縮到2021年最高峰的4分之1，過去融資買進的負乖離率跌破55%，通常是股市的長期底部。台股由於景氣仍處下行循環，股價仍待時間整理，短期股價反彈可適度調節，等待底部訊號浮現再進場加碼。

庫存調整將延續到2023年上半年



註：PC業採用Bloomberg Global Computer Competitive Peers。
資料來源：Bloomberg。

股價修正融資降，等待長期底部訊號



註：融資金額乖離率係計算單月融資買進金額與24期平均值的差值除以24期平均值的百分比。
資料來源：Bloomberg。

Jul 2022

25

Monday

德國IFO商業預期指數
美國芝加哥全國活動指數
美國達拉斯商業活動指數

26

Tuesday

韓國GDP
日銀貨幣政策會議紀要
美國CS20大城市房價
美國FHFA房價指數
美國新屋銷售
美國諮商會消費者信心

27

Wednesday

澳洲CPI
中國工業企業利潤
德國GfK消費者信心
美國耐用品訂單
美國零售庫存
美國成屋簽約銷售指數

28

Thursday

美國FOMC利率決策
歐元區工業景氣指數
德國CPI
美國GDP

29

Friday

日本失業率
日本工業產出
德國失業率
歐元區GDP
美國PCE物價

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