



國泰世華銀行
Cathay United Bank

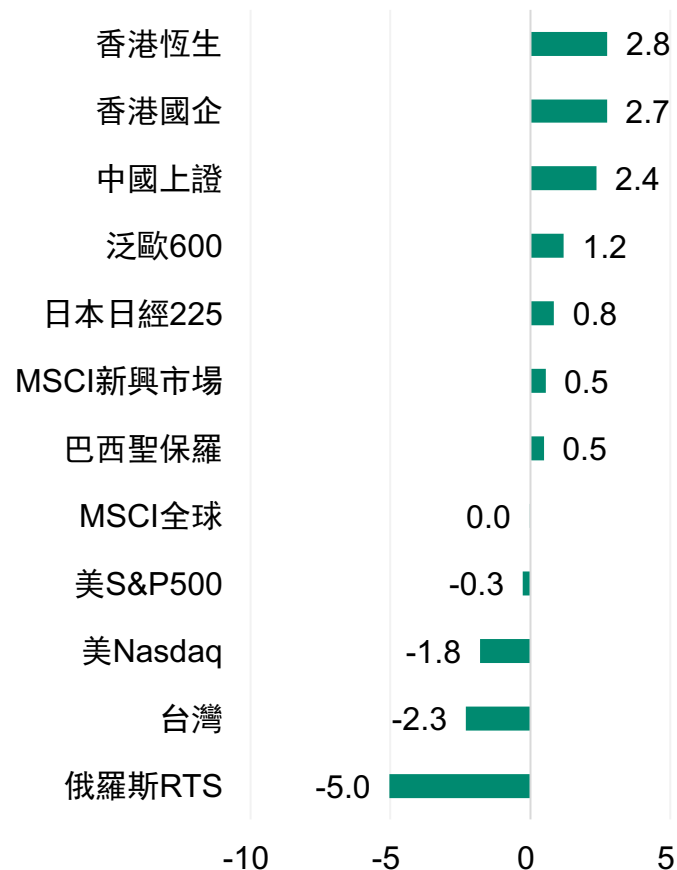
2022年7月1日

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

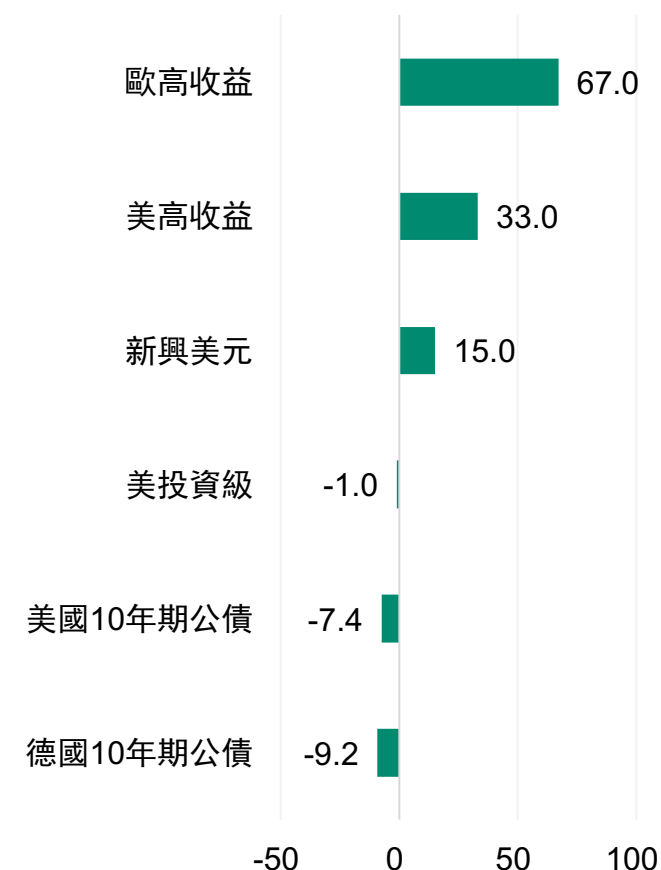
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/6/23- 2022/6/30。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► CPI高位震盪，民眾消費意願恐持續低迷

夏日用油旺季使油價居高不下、美國汽油價格也創高，6月CPI料維持高位。物價高盤衝擊民眾購物意願，短期消費者信心料難有起色，企業存貨問題也逐漸加劇。

► 庫存壓力浮現，企業財報仍有下修壓力

疫情期間過度下單影響顯現，但銷售降溫使企業庫存難以快速去化，產品售價也有所鬆動，未來企業面臨毛利率與獲利率衝擊，恐不利3Q財報表現。

► 經濟下行漸佔主位，利率上方空間漸縮

儘管通膨起伏使美債利率高盤，隨時序步入下半年，景氣放緩疑慮升溫，預期美債利率上方空間漸縮。除透過短債鎖利之外，隨利率向上可分批布局長債。

股市

空方力量主導美股走勢，儘管過度悲觀後反彈行情可期，但企業面臨存貨與消費信心低迷，未來獲利數字有下修壓力，宜增持防禦比重，並挪移股市部位至穩建大型股。

債市

通膨短期維持高檔，金融環境將持續緊縮，然，考量景氣放緩壓力升溫，公債利率上方空間漸縮，逢高可分批布局長債。信用利差後續具擴大風險，配置以高評級債為重心。

匯市

聯準會官員持續釋出強勢升息立場，有利美元走高，不過，歐央展現加速升息意願，將使美元高位震盪。製造業景氣下行及聯準會緊縮，亞幣未來一季仍偏弱勢格局。

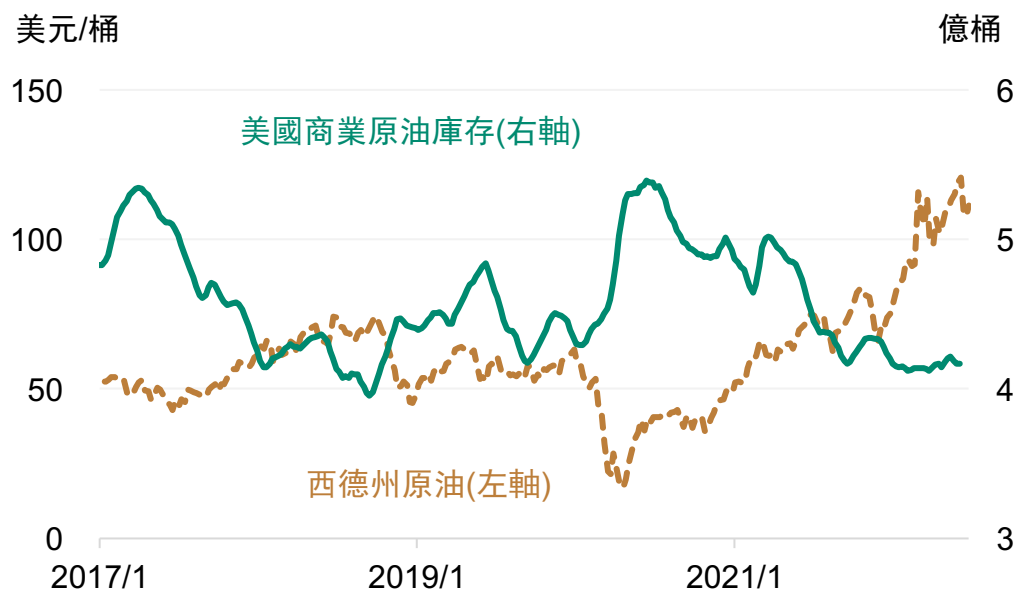


能源價格高盤，6月美國CPI數據料延續高位

不同於5月CPI數據意外走升至年增8.6%，5月份PCE物價指數持平，核心PCE年增率連續3個月下滑，但預期美國物價數據在3Q持續高位震盪。

景氣放緩不利油價提升，然而，由於能源公司先前投資不足，加上OPEC備用產能有限，使得美歐的能源庫存均處在低位，尤其，目前仍處夏季用油旺季，研判油價仍將維持高位。原油期貨價格高盤，美國汽油價格持續攀升，6月份regular品種全國平均價格一度站上5美元/加侖，年增率超過5成，加上Manheim的二手車價也維持高檔，預期7月中公布的6月CPI數據不易降溫，高峰在3Q後才緩步回落。

庫存偏低下，支撐油價短期維持高位



資料來源：Bloomberg。

6月美國能源價格進一步走升



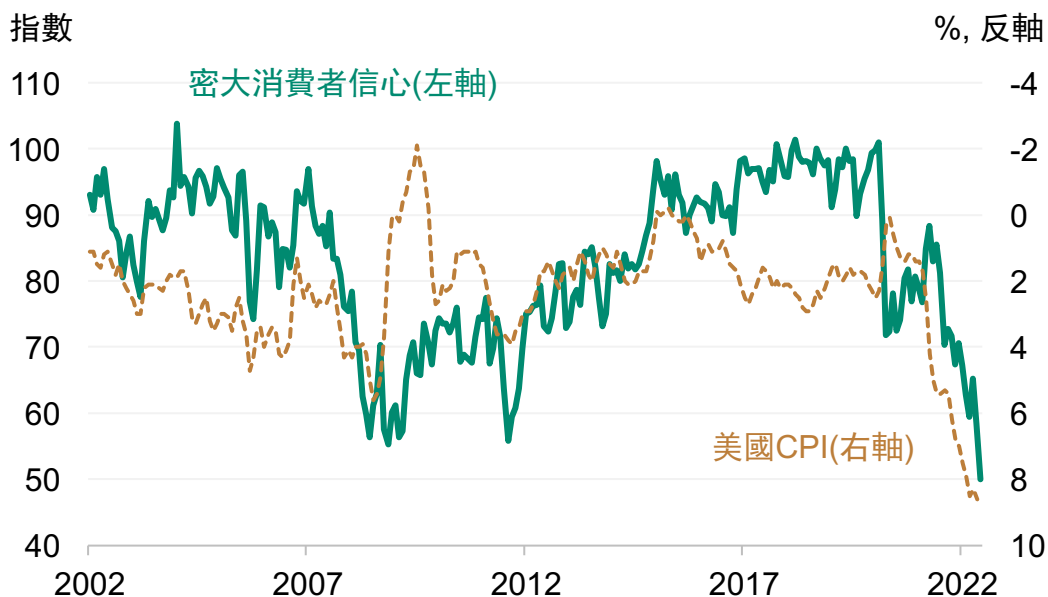
資料來源：Bloomberg。

通膨升溫與消費意願不振，製造業存貨壓力升溫

面對短期難以消退的高通膨環境，民眾的購物意願一再遭受衝擊，美國兩大機構－密西根大學和經濟諮商局，近期公布的消費者信心指數皆大幅下滑。密大消費者信心指數降至歷史新低值50；經濟諮商局消費者信心指數跌破100至98.7，預期指數降至2013年來最低水平，通膨高位震盪環境下，短期內民眾信心難有起色。

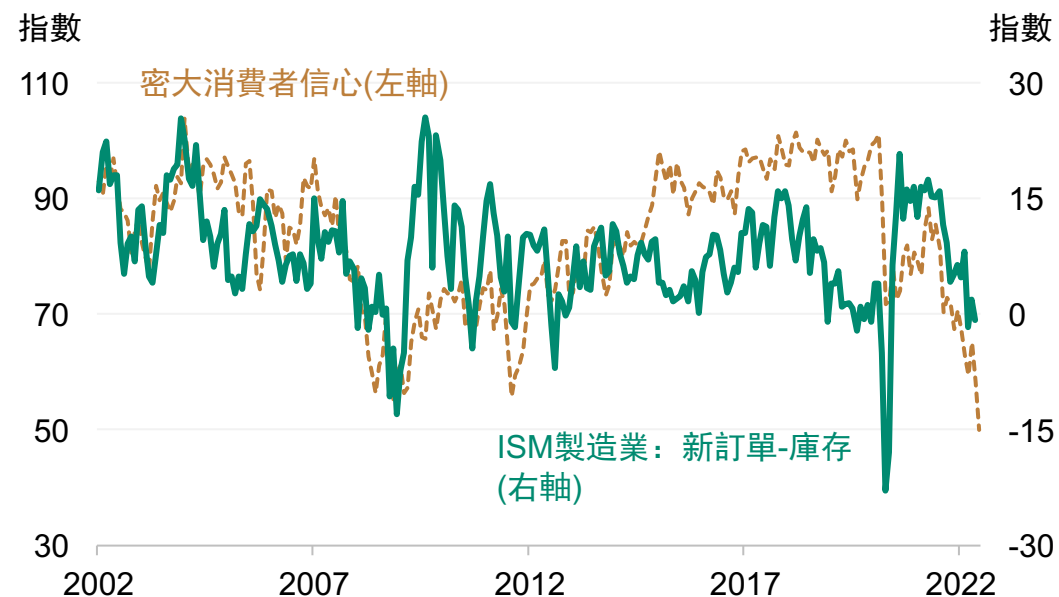
商品消費動能不足，正在加速製造業景氣走弱，除美、歐製造業PMI下滑、ISM新訂單-存貨跌至負值，三星、Nike等龍頭企業也面臨存貨上升問題，下半年製造業存貨銷售比恐加速走升，企業面臨的庫存調整壓力正在升溫。

物價高漲影響消費意願，美消費信心指數創低



資料來源：Bloomberg。

美國ISM製造業新訂單-庫存預期向下



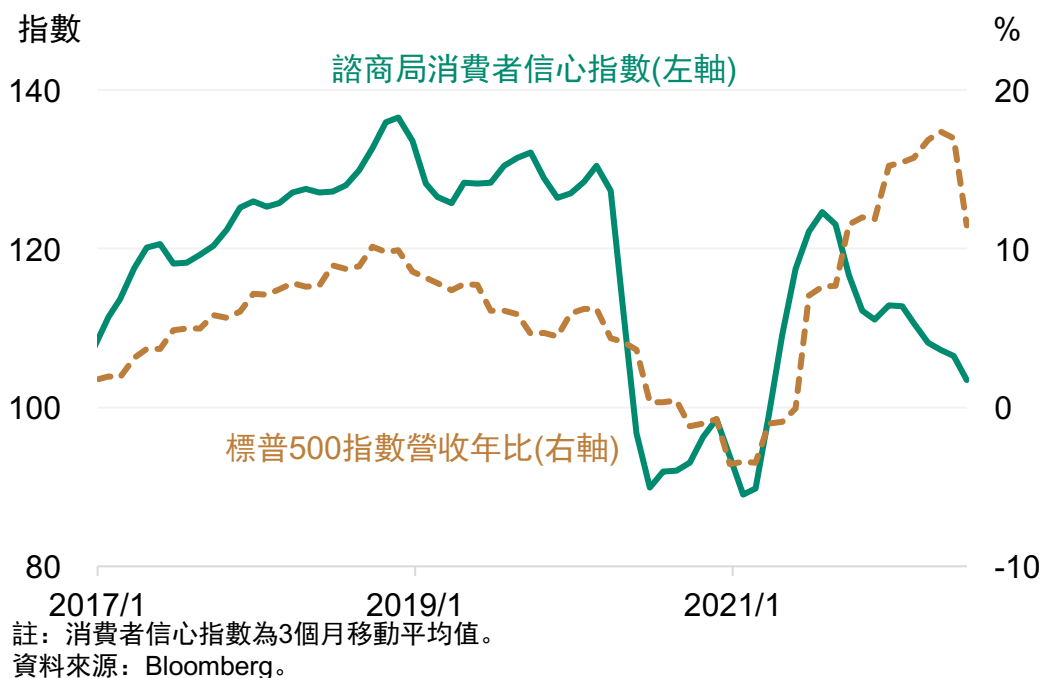
資料來源：Bloomberg。

長鞭效應衝擊企業獲利, 3Q財報仍有下修壓力

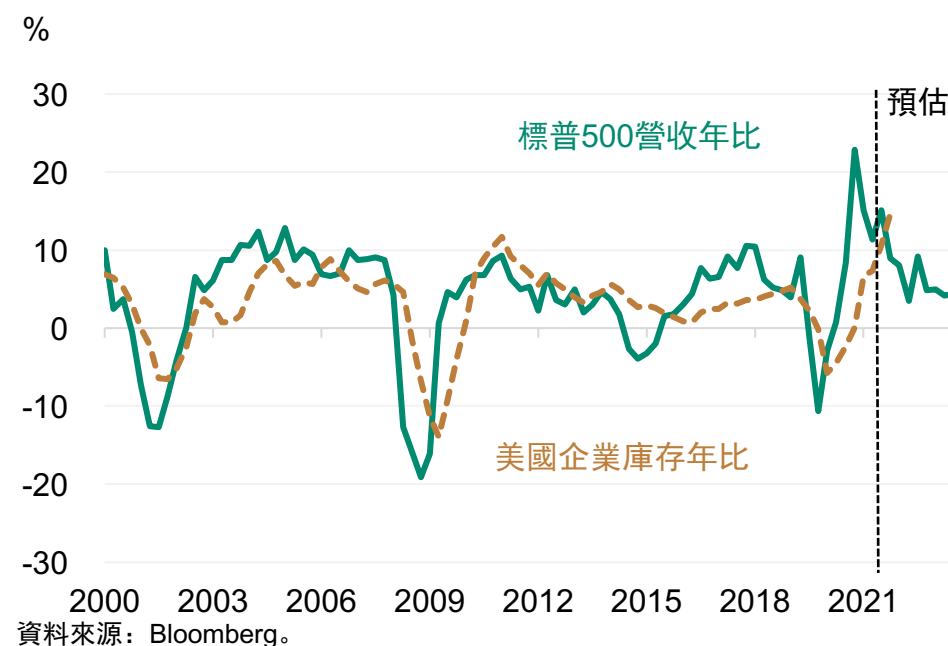
受各國通膨高漲影響, 民眾的可支配所得明顯下降, 同時消費者信心也同步滑落, 包括密西根大學與諮商局的消費者信心指數均進一步滑落, 研判企業的營收與獲利也將同步受到衝擊。

另一方面, 隨供應鏈的改善, 先前缺料問題緩解, 使得生產狀況明顯回升, 但此時卻面臨消費下滑壓力, 將使企業庫存壓力逐步浮上檯面, 尤其, 終端產品售價也出現滑落狀況, 未來企業存貨面臨跌價損失, 進而重擊毛利率與獲利率。因此, 研判3Q財報仍有下修壓力。

消費信心下滑, 可能衝擊企業未來營收



當企業營收下滑後, 去庫存成為後續焦點



美股 股市跌深有反彈機會

個股股價低於其200日均線，通常代表股價已下跌一大段，或是正處於跌勢當中，暗示空方力道主導行情，不過如果標普500指數成分股中，超過8成個股都跌破年線，則顯示不論好股壞股都在下跌，在過度悲觀下，股市通常有機會出現反彈。

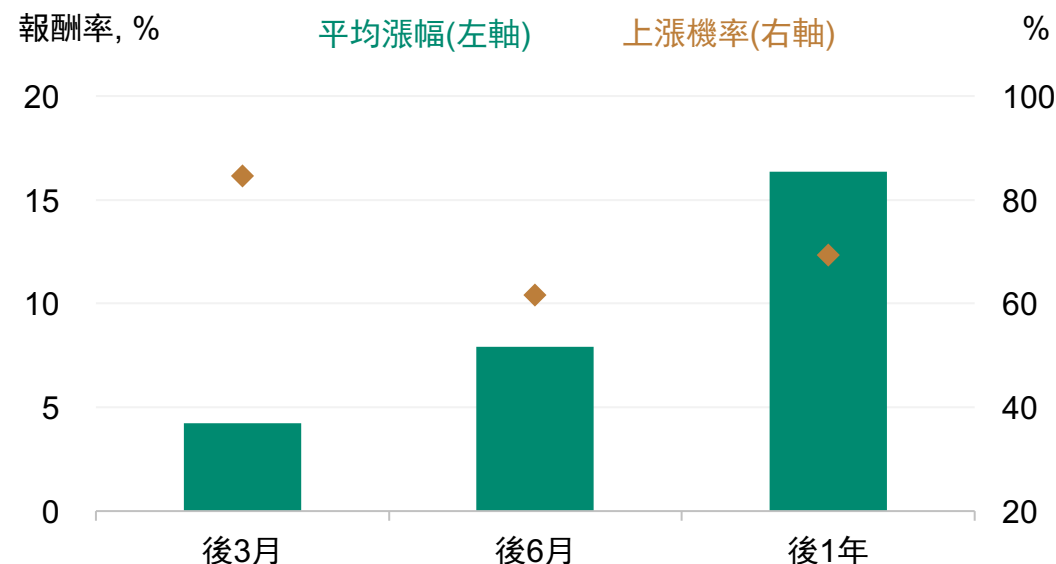
標普500指數自高點以來下跌逾2成，進入技術性熊市，依過去經驗，股市在跌落熊市之後，於3個月內出現反彈的機率高達84.6%，然而由於經濟前景不明，美國未來出現衰退的機率升高，美股未來仍由空方主導，因此**短期雖有反彈空間，但仍宜利用反彈時調節投資組合，將股票部位降低，並移往現金流穩定的大型股，降低整體部位波動，以度過股市修正及盤整的時期。**

股市近8成個股跌破年線，悲觀氣氛瀰漫



註：統計標普500指數成分股股價高於200日均線比例。
資料來源：Bloomberg。

美股跌落技術性熊市，短期反彈機率較高



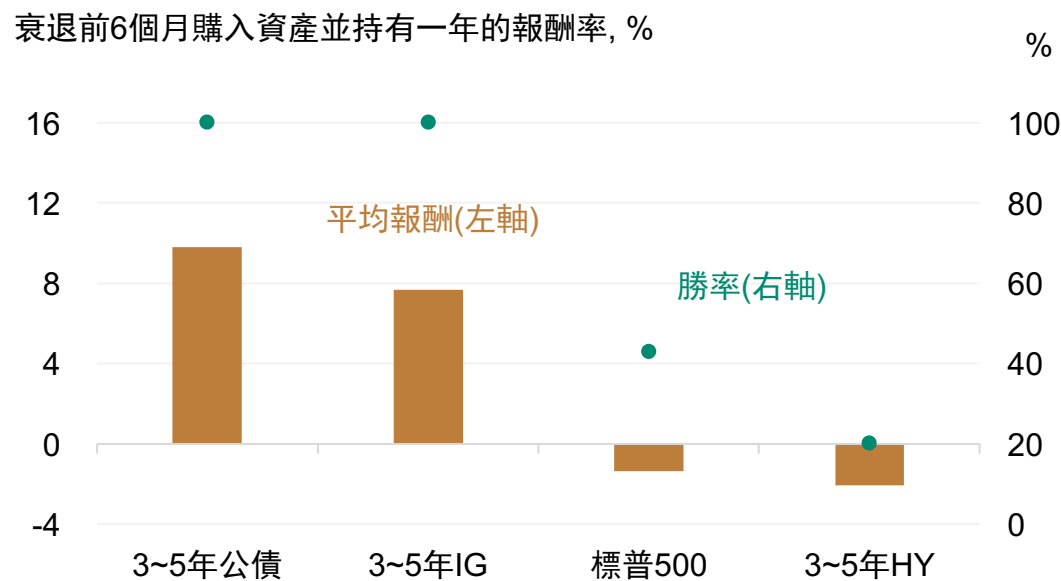
註：統計1946年以來，標普500指數自高點下跌逾20%後，指數後3個月、6個月、1年之上漲機率、最大、最小及平均漲幅。
資料來源：Bloomberg。

債券 景氣放緩疑慮升溫，逐步增持高評級債/公債

今年以來美國公債殖利率持續在高通膨及疲弱的經濟數據拉扯，殖利率波動大，然隨時序往後，美國經濟驚奇指數跌幅持續擴大，顯示景氣正在以快於市場預期的速度放緩，令市場對衰退風險的擔憂加劇，預期將使殖利率上方空間越見限縮。

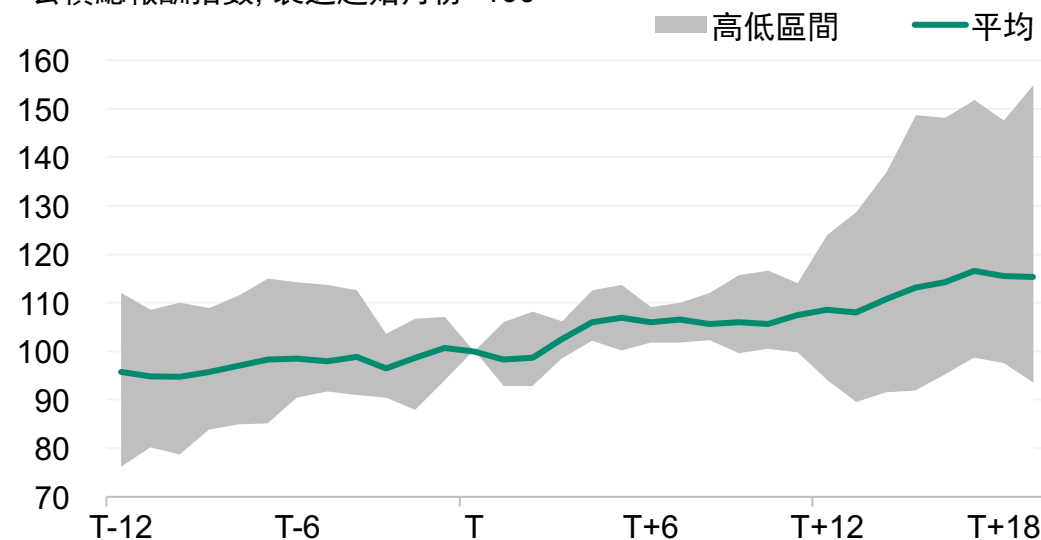
參考過去6次衰退經驗，於衰退疑慮升溫之際，提高公債/高評級債部位有助報酬表現。天期的選擇上，擔心價格短期波動者，可選擇利率敏感度低的短債。有長期收息需求者，可分批進場布局長債，若經濟步入衰退、或存貨長鞭效應發酵使通膨快速放緩下，將有資本利得的空間。

衰退疑慮升溫之際，提高評級債券部位有助報酬表現



經濟步入衰退，長天期公債或具資本利得空間

公債總報酬指數，衰退起始月份=100



註：統計1978年以來6次的衰退經驗，長天期債券總報酬表現。過去6次最長的衰退期間為1.5年。採用彭博長天期債總報酬指數，債券平均存續期間為17年。

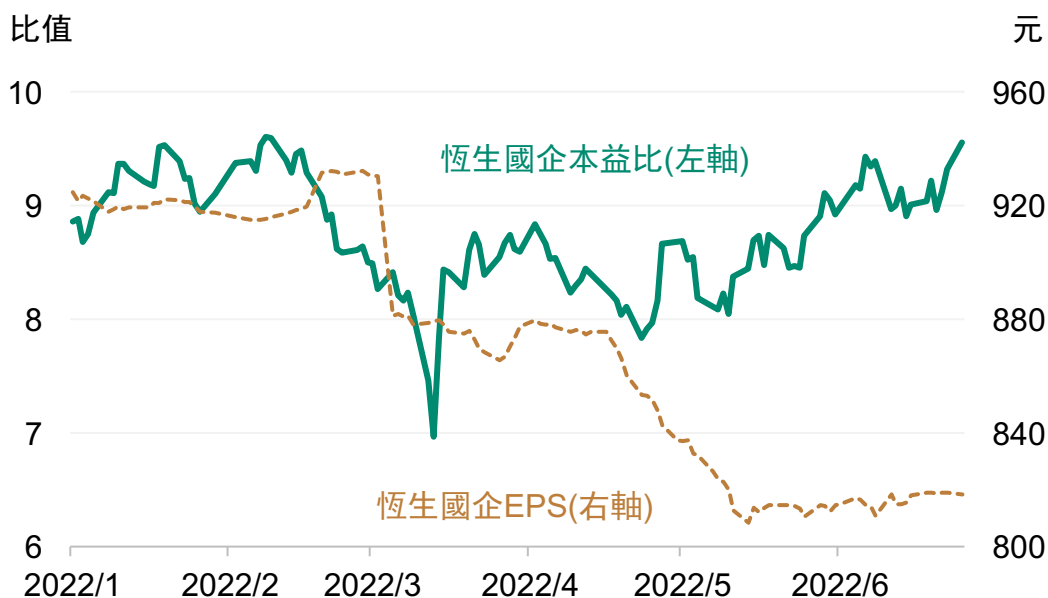
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

中國 製造業展望改善，市場延續上行趨勢

基本面：中國為提振經濟，官方對需求低迷的狀況愈發重視，不同省市也傳出各式各樣的促銷手法，30中大城市的銷售面積、汽車銷售都有顯著反彈，入境隔離時間的縮短，也舒緩市場對清零防疫的擔憂，最新官方製造業PMI重回榮枯線上方，步入下半年，生產及消費面可望持續復甦。

5月中至今，境內外股市的反彈主要反應政策支持及疫情好轉，悲觀情緒消退帶動評價面快速修復，前瞻12個月本益比已經回到封城前水位，市場動能要進一步走升，需仰賴企業獲利改善。考慮到資金環境寬鬆、市場需求正在改善，指數應可延續上行趨勢，惟美歐景氣若加速下滑，外部因素可能是後續主要波動來源，配置以衛星部位為主，並採波段操作思維。

評價面已恢復至年初水平



註：前瞻每股盈餘為分析師對未來12個月預估值中位數。

資料來源：Bloomberg。

6月製造業PMI回到榮枯線上方



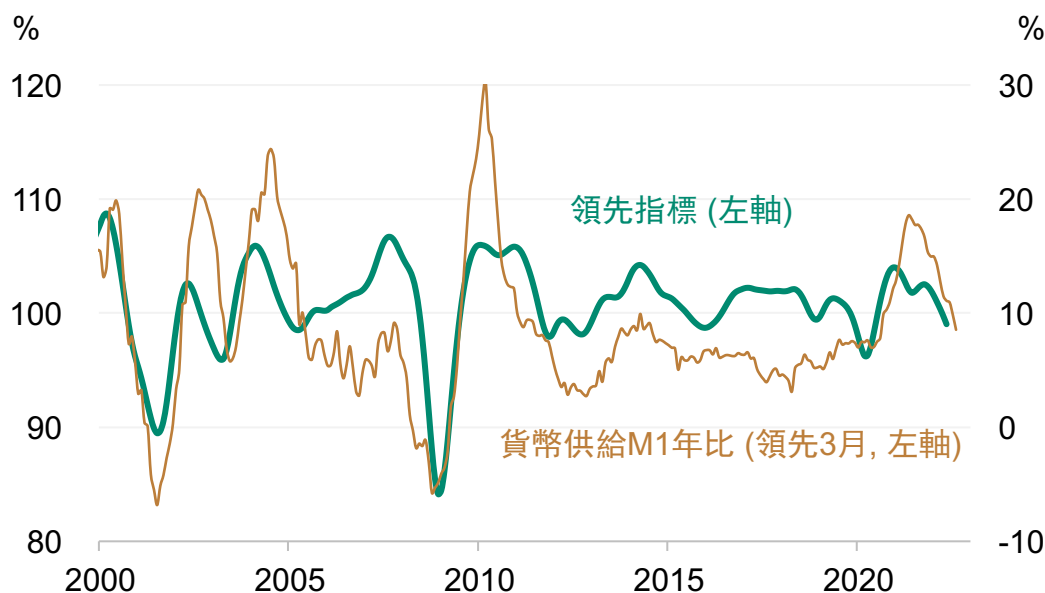
資料來源：Bloomberg。

台幣 國發會稱景氣力道趨緩需密切關注，台幣匯價仍受利差、景氣影響，尚難有趨勢性升值

國發會公布5月領先指標(不含趨勢指數)為99.03，較上月下降0.70%。7個分項僅建築物開工樓地板面積較上月上升，其餘6項包括製造業營業氣候測驗點、外銷訂單動向指數等皆較上月下滑。若比照具領先性的貨幣供給，**領先指標下行趨勢恐尚未扭轉，未來一季恐延續下行走勢。**

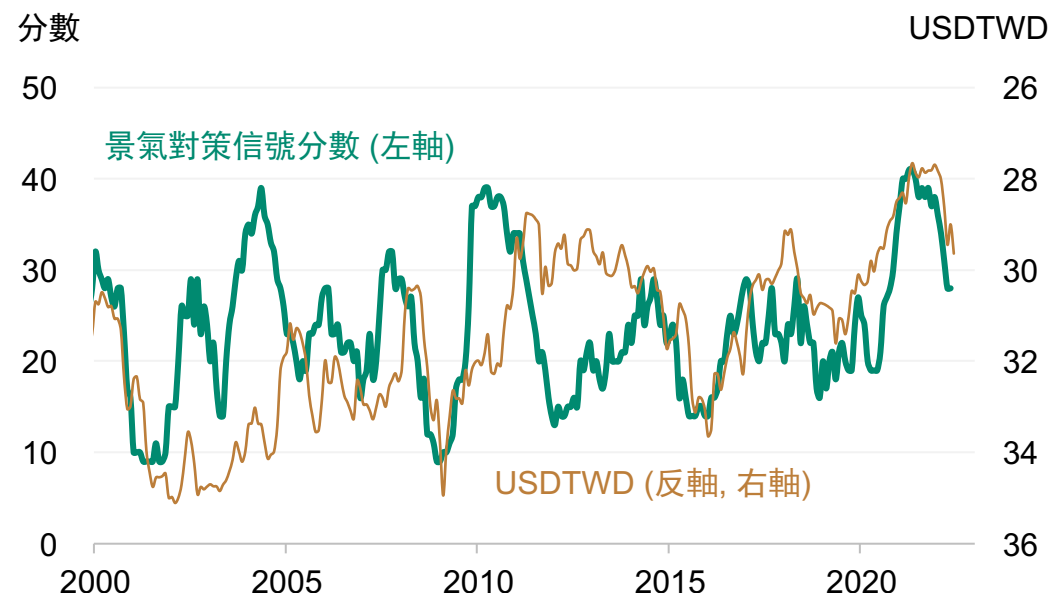
另外，國發會也公布5月景氣燈號，為連續3個月代表「景氣穩定」的綠燈，但國發會指出，受中國封城、俄烏戰爭、全球通膨等影響，景氣擴張力道趨緩需密切關注。對台幣匯價而言，除美台利差外，景氣趨勢尚難翻轉，故目前台幣尚難出現趨勢性升值，**3Q匯價仍以偏弱區間震盪為主，有換匯需求者，仍以股市反彈或月底出口商拋匯力道加強時為佳。**

比照貨幣供給走勢，領先指標下行趨勢恐尚未扭轉



資料來源：Bloomberg。

景氣放緩趨勢未變，對台幣匯價仍屬壓力



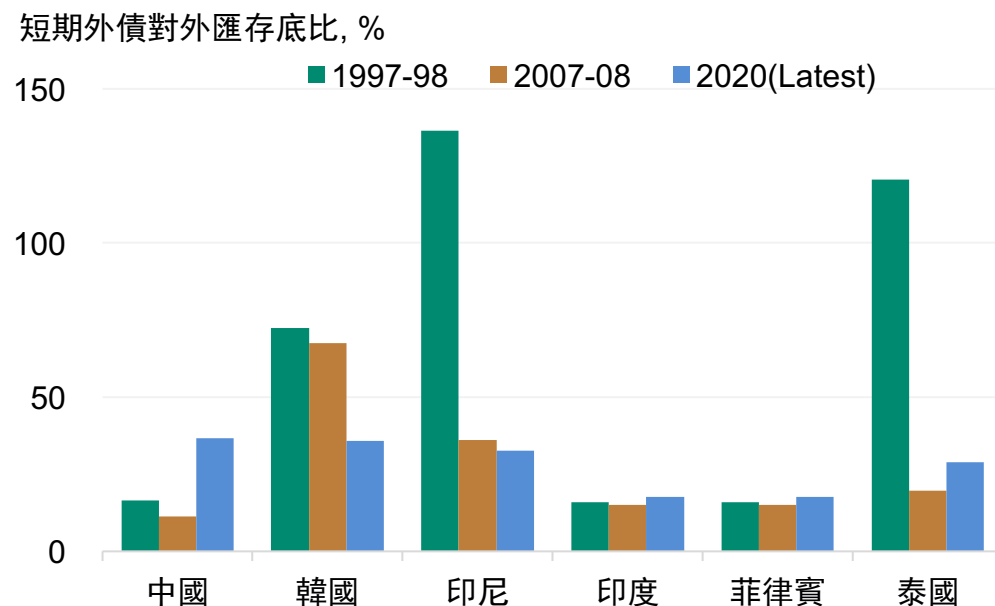
資料來源：Bloomberg。

亞幣 亞洲金融風暴後，各國對外風險已有所改善，新興亞幣重蹈債務型失序貶值的風險應不高

誠然，亞洲金融風暴對同屬亞洲國家的台灣人而言，猶如佛地魔之於哈利波特，尤其韓國電影《分秒幣爭》中，韓國人民同赴國難的場景更令同樣身處亞洲的台灣人冷汗涔涔。正因亞洲金融風暴的衝擊，令之後二十餘年亞洲各國大量積攢外匯存底，也使亞洲金融風暴時外匯存底不足以支付短期外債的風險有所改善。以世界銀行統計的短期外債對外匯存底比來觀察，近二十年唯有中國近期出現較明顯的惡化，其餘亞洲國家的現況比之1997-98年亞洲金融風暴時，則皆呈現大幅改善的狀況。

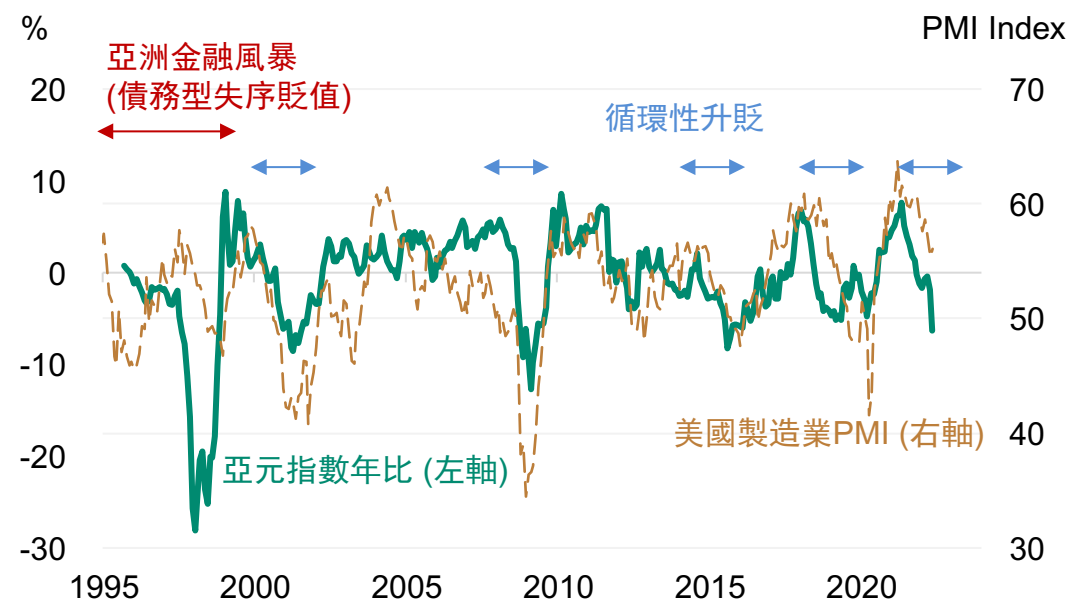
然，何以新興亞幣今年貶勢難止呢？製造業景氣下行及聯準會緊縮是今年來亞幣貶值的主因，但二者皆為「循環性」因素，而非累積債務型的結構性崩壞。故未來一季亞幣雖仍偏向弱勢格局，但尚不致重蹈亞洲金融風暴時的債務性失序貶值。

亞洲金融風暴後，各國對外風險已較遠90年代改善



資料來源：World Bank。

亞幣大致隨景氣升貶，而非債務性的失序暴跌



資料來源：Bloomberg。

July 2022

4 Monday	5 Tuesday	6 Wednesday	7 Thursday	8 Friday
歐元區PPI 德國貿易收支 美國休市	美國工廠訂單 美國耐久財訂單 中國服務業PMI 日本服務業PMI 歐元區服務業PMI	台灣CPI 德國工廠訂單 歐元區零售銷售 美國ISM服務業指數	德國工業生產 美國貿易收支 美國ADP就業變動	日本貿易收支 台灣貿易收支 美國就業報告 美國躉售存貨

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