



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年8月19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。

市場策略思維

► 消費需求轉弱，股市上檔有壓

高通膨使美國消費需求出現停滯，也使美國大型零售商的存貨銷售比，紛紛突破過去5年的正常區間，預期企業去庫存壓力未除下，將使股市上檔有壓。

► 通膨緩降，長短債皆具表現空間

能源及房市降溫態勢明顯，通膨緩降料將限縮長債利率升幅，中長期優質債利率可逢高布局，未來可伺機賺取資本利得；同時，短率逼近今年高位，已預先反應再升4碼的升息幅度，持有至到期具吸引力。

► 中國意外降息，該如何解讀？

推測疲弱的信貸數據為人行意外降息的主因，凸顯清零及房市壓力，使民眾消費及投資意願不足，小幅度降息恐對實體經濟激勵有限。中國股市信貸循環不佳限縮政治紅利，逢高調節為主。

股市

經濟下行趨勢不變，股市於年線壓力仍大，以橫盤走勢視之，可利用反彈的機會適度調節，或逢拉回布局績優大型股。

債市

景氣轉弱之際，債市布局首重安全，標的宜以公債及現金流穩健的投資等級債為主。可利用Fed升息預期升溫之際，逢殖利率走高分批布局債市。

匯市

美國經濟數據確有所轉弱，但尚未出現立即性衰退的風險，而Fed對抗通膨過程也尚未告歇，因此美元仍將續於持高位震盪。

緊縮環境及高物價下，房市及零售消費承壓

在Fed持續緊縮的環境，房貸利率走高下，使被視為景氣領先指標之一的房市降溫，新屋及成屋銷售數據皆走弱外，反應建商信心的房屋市場指數也跌破榮枯線50。

另外，最新公布的美國7月零售銷售金額停滯，且若考量目前高漲的物價，暗示著消費者實際購買力在降低。消費走弱下，也使美國大型零售商的存貨銷售比，紛紛突破過去5年的正常區間，**顯示消費轉弱的速度超乎企業原先預期。整體而言，房市及消費動能走弱下，將不利實體經濟的表現。**

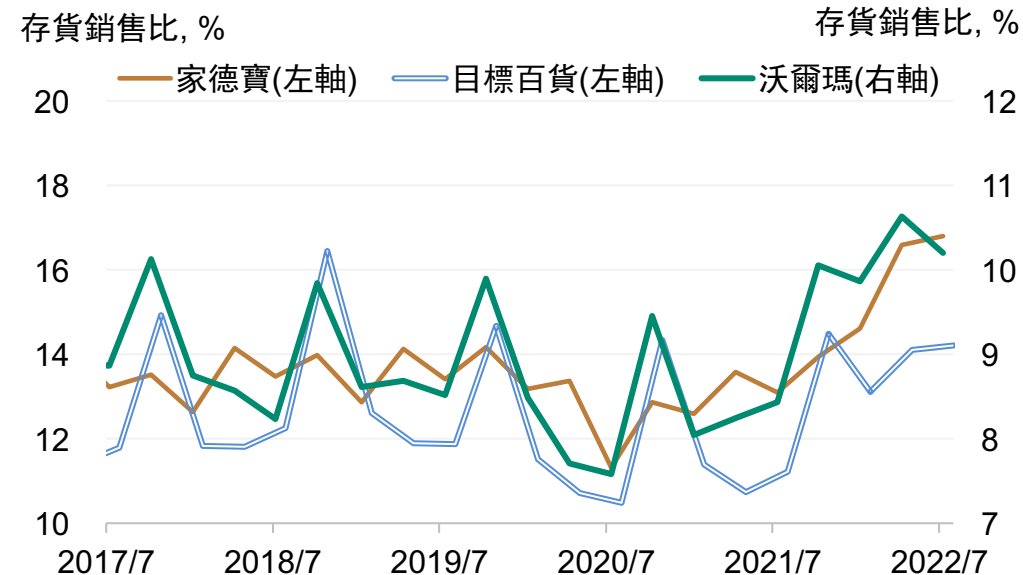
房貸利率高位，房市降溫



註：全美住宅建設業者協會(NAHB)每月根據建商的調查編制而成，評估了房屋銷售和住房建築商信心，50以上代表獨棟新屋市場整體狀況較好。

資料來源：Bloomberg。

消費轉弱的速度超乎大型零售商預期



註：存貨銷售比=企業庫存金額/年銷售金額，用來衡量存貨水準是否過高或過低的常用指標。
資料來源：Bloomberg。

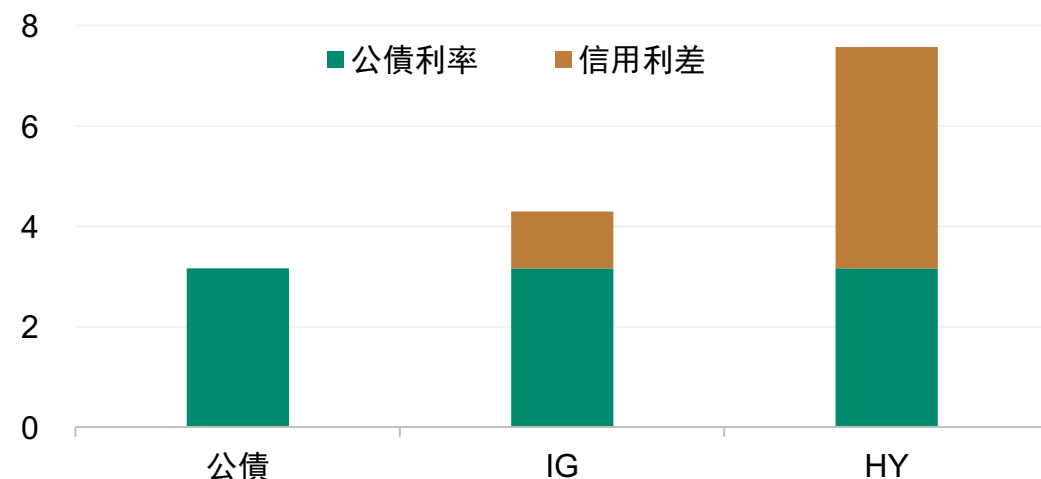
景氣下行，債券布局首重安全

各債種中，非投資等級債因承擔較高的信用風險，具風險溢酬貼水下，相較同天期的債券有較高的殖利率。不過，參考2001、2007、2020年景氣下行甚至步入衰退的經驗，可觀察到非投資等級債雖然有較高的殖利率，但受到企業信用狀況快速惡化影響，殖利率彈升壓力大。

相較之下，信用評等較高的公債及投資等級債，在景氣下行則具資本利得的空間，表現相較亮眼，顯示景氣轉弱之際，債市布局應首重安全。

非投資等級債承擔較高的信用風險換取高殖利率

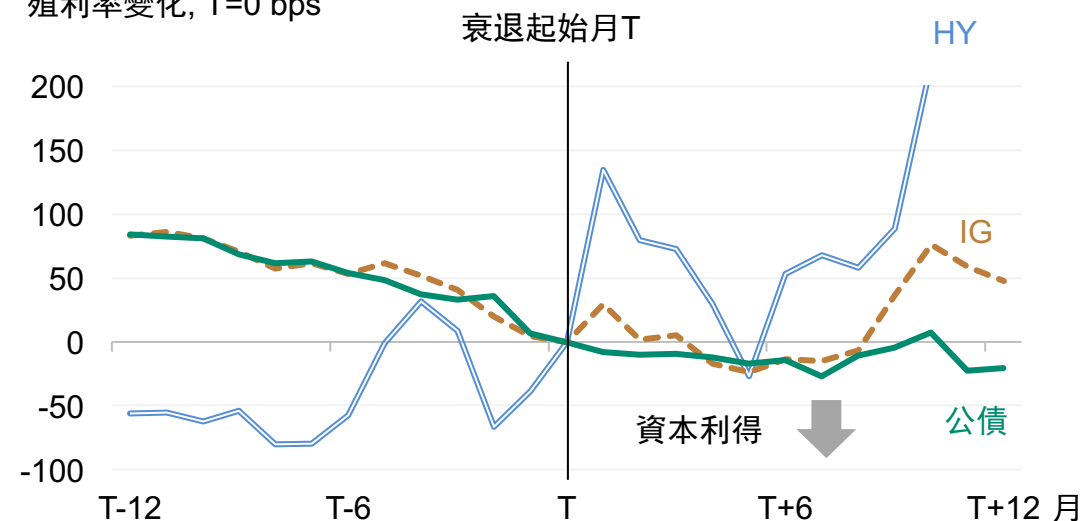
同天期各債券殖利率，%



註：資料日期2022/8/17。取4年期的公債、IG及HY殖利率進行比較。
資料來源：Bloomberg。

公債及IG在景氣下行之際，具資本利得空間

殖利率變化, T=0 bps



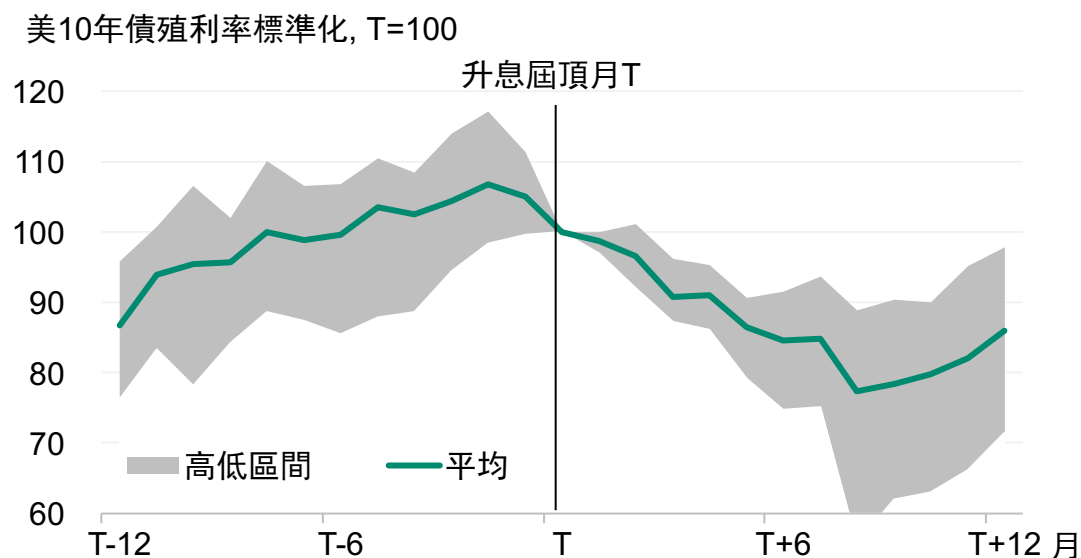
註：統計2001、2007、2020年3次衰退經驗，利率變化平均數，月資料。
資料來源：Bloomberg。

殖利率多在升息屆頂前見高，且在景氣同步加壓下，殖利率上方空間漸縮

景氣下行，通膨自高點回落，市場認為Fed升息步調將有所放緩，升息預期逢FOMC會議就上修的情況有所改變，**升息預期在6月見高後，市場普遍預期本輪升息剩約4~5碼的升息空間**。市場關注Powell將於8/26央行年會(Jackson Hole) 的談話是否透露更多貨幣政策指引。

不過參考過去升息循環的經驗，**美10年債利率往往在升息屆頂前見高**，加上今年以來升息預期及通膨預期紛紛見頂下，**10年債高點可能已於6月出現**；另外，與升息預期走勢相近**2年債利率**，已反映**4碼的升息預期**，皆顯示**長短率上方空間漸縮**，可透過短券布局鎖利，隨**10年公債利率逢高分批布局長券**，伺機賺取資本利得的機會。

10年債利率往往在升息停止前，就已屆高



註：統計過去1994年以來5次升息循環的經驗，月資料。
資料來源：Bloomberg。

2年債利率反映約4碼的升息預期，近今年高點



資料來源：Bloomberg。

股市負乖離回調後，年線為短期壓力關卡

年初以來，因為景氣放緩及通膨高漲等問題，使得標普500指數大幅回調，修正幅度一度來到24%，乖離率最高來到-17%。從過去的經驗來看，此水平已超過2倍標準差，因此，往往醞釀反彈契機。加上自6月以來，Powell釋出升息腳步可能趨緩、7月CPI自高點回落的背景下，市場悲觀情緒改善，帶動此波股市大幅回升，彈幅逼近20%。

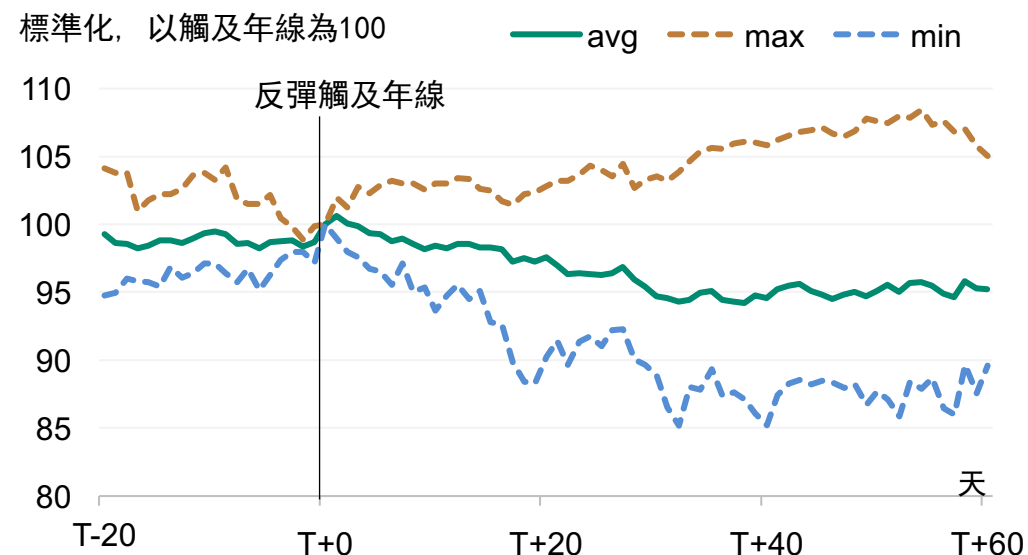
不過，此波反彈將挑戰年線，考量景氣放緩態勢未變，ISM仍將持續下滑、乖離率已大幅收斂並將觸及年線，短期股市要再大幅彈升的機率已明顯下降。預期股市下半年將呈橫盤走勢，部位偏重者可利用反彈的機會適度調節，逢拉回再行布建。

股市大幅負乖離後，醞釀反彈契機



註：年線為標普500指數200日均線，乖離率指當日股價與年線的差異。
資料來源：Bloomberg。

ISM下滑階段，反彈觸及年線後壓力仍大



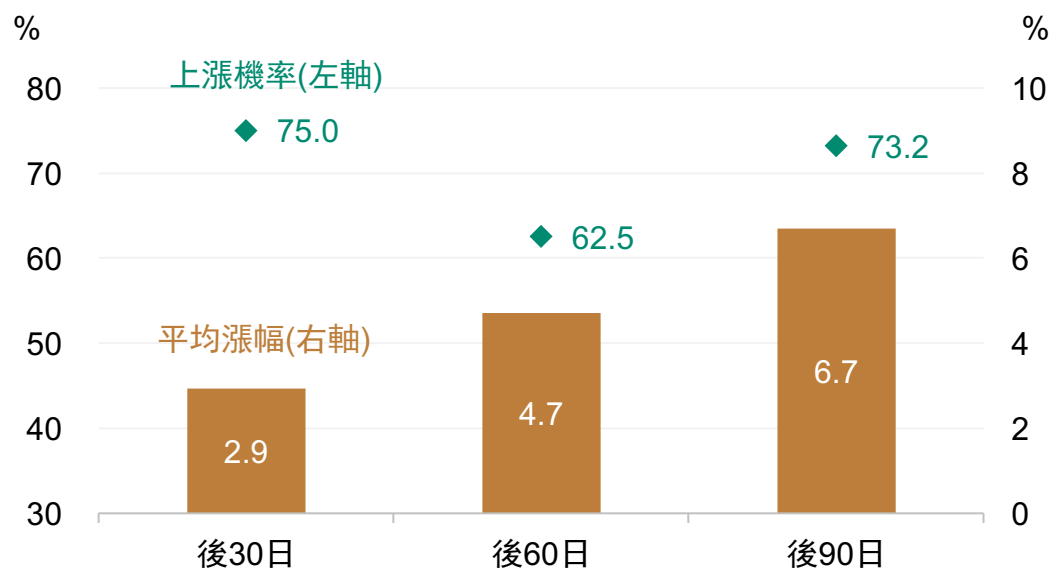
註：自2000年以來，在ISM下行階段，共有7次反彈觸及年線，分別為2002/1/4、2002/3/4、2007/12/24、2008/5/19、2018/11/7、2019/2/12，僅2019年1次觸及年線後繼續走強。
資料來源：Bloomberg。

台股 指數站上季線有望續彈，基本面仍待時間落底

依據過去經驗，季線被視為台股中短期的多空分界，站上季線代表短期偏多，反之，跌破季線通常代表短期行情走空，統計近30年台股上漲突破季線之後的表現，後30日上漲機率75%，且短中期平均報酬率普遍為正值，在國際股市氣氛偏多下，台股有望延續反彈氣勢。

台股電子股佔權值60%，消費電子產品庫存問題使得品牌廠商對於零組件的下單保守，間接影響整體電子產業。**製造業PMI與電子業營收關聯度高**，在各電子產品營收年增率由正轉負之下，製造業指數下行趨勢未結束，短期台股隨美國科技股反彈，但基本面仍待時間落底，宜利用反彈機會逢高調節。

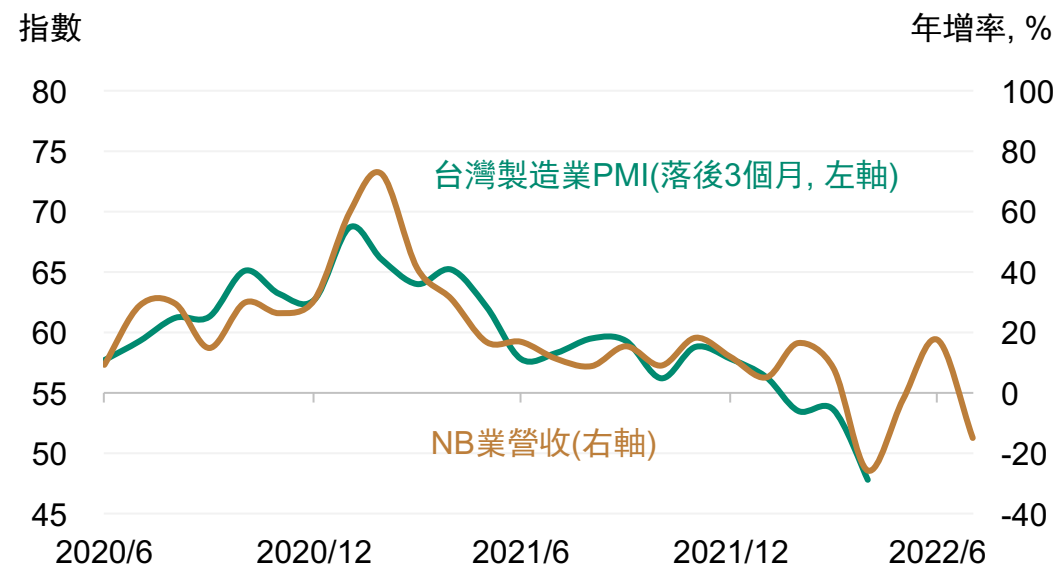
加權指數站上季線，短期續漲機率高



註：統計1992年以來指數週收盤價>60日均價，且過去3週收盤價<60日均價之情形下，後30日、60日、90日之報酬率表現。

資料來源：Bloomberg。

台灣製造業PMI與電子業營收關聯度高



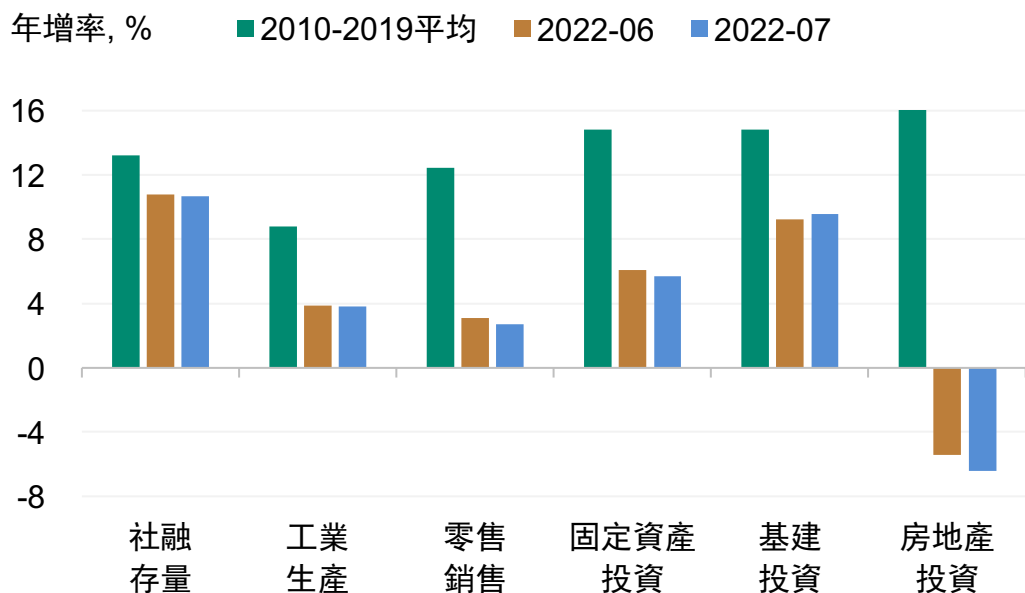
註：台灣製造業PMI採用國發會資料，NB業營收年增率取宏碁、仁寶、華碩平均。
資料來源：國發會，XQ。

中國 經濟表現弱於預期，人民銀行下調利率

歷經6月經濟數據大幅反彈之後，7月中國經濟活動持續受到疫情擾動影響，更重要的是，爛尾樓事件澆熄房市的復甦趨勢，房地產的疲弱外溢至其他數據。金融數據方面，7月新增社融較上月與去年同期大幅下降，信用貸款結構也有所惡化，居民中長期貸款的大幅走弱反映民眾購屋信心的疲弱。經濟數據方面，政策推動之下，基礎建設成為主要支撐，但消費、生產意外下滑，內需表現弱於預期。

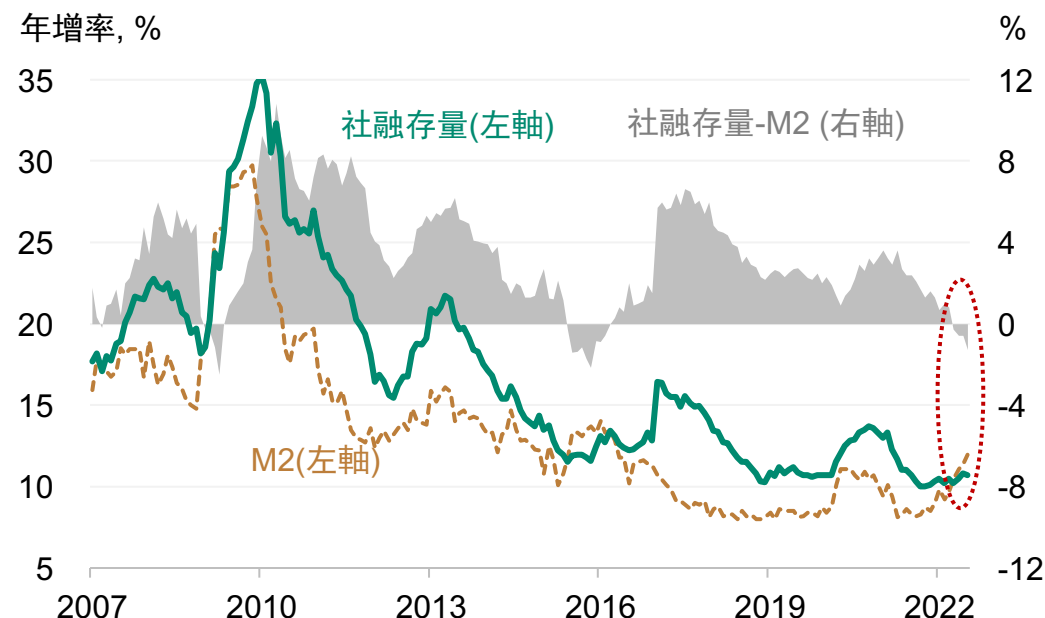
下半年景氣維穩仍須政策呵護，人民銀行7/15調降1年期MLF與7天期逆回購利率10個基點，目的有二，一來是希望提振民眾與企業信心，7月停貸事件打擊市場情緒，「預期轉弱」有賴政府出手提振，特別是近期通膨數據向上，市場對於貨幣政策的寬鬆浮現疑慮，此時降息也象徵寬鬆立場。第二，引導LPR下調，後續1年期與5年期有望接續調降。

7月金融與經濟數據回落



資料來源：Wind。

M2與社融增速的剪刀叉擴大，隱含資金需求偏弱



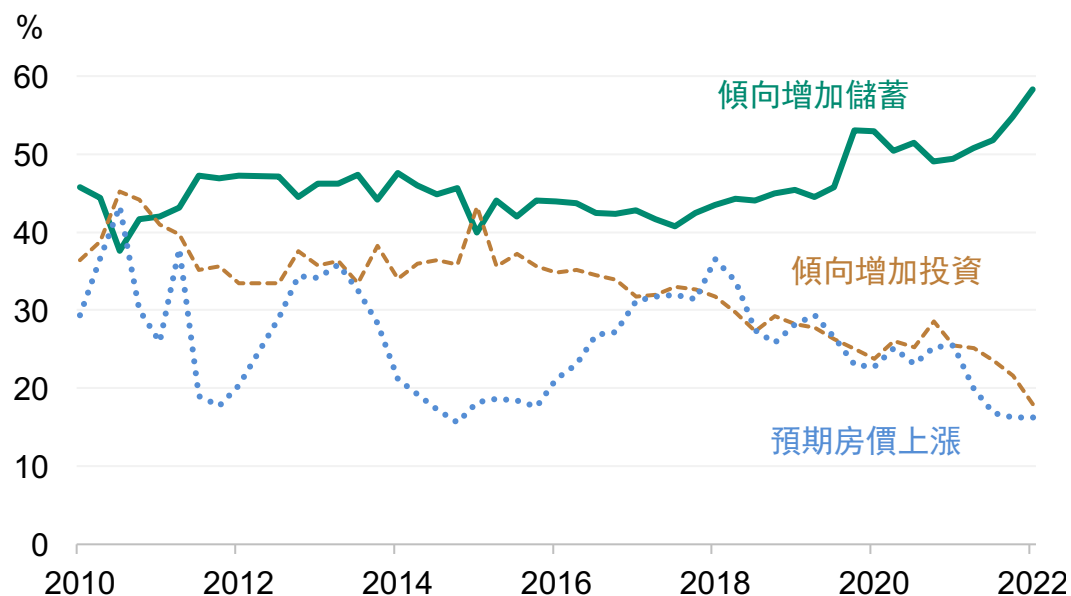
註：M2為金融機構負債項，表示為市場資金供給；社會融資為資產項，象徵市場資金需求。
資料來源：Wind。

中國 降息對經濟提振效果不若過往，A股上方空間受限

本次降息對於實體經濟的效果，預期比過往減弱，原因有二：1) 當前流動性寬裕，從DR007與7天期逆回購利率的相對位階，抑或是社融存量與M2增速的走勢看來，資金面並無緊張問題，反而因為需求疲弱，銀行間有流動性淤積現象。2) 經濟的掣肘源自房地產，房市的疲弱主因是預售屋的銷售結構，加上民眾對房價走弱的預期問題。綜上，**降息可對實體經濟形成支撐，但是短期內要大幅提振內需的機會有限。**

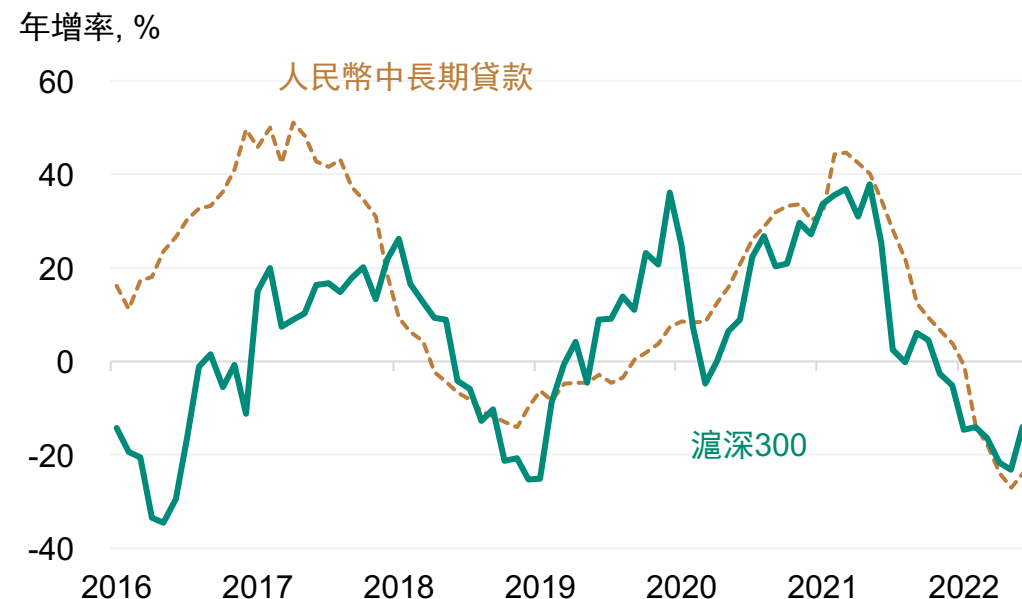
A股在降息激勵下，市場情緒改善使3Q維持震盪偏上格局，但政策與循環面利多逐漸淡化，社融存量年增率於3Q見高，上方空間受限，往前波高點靠攏可逢高調節。

民眾對房價與景氣信心低迷，傾向提高儲蓄



註：數據為中國央行每季的城鎮儲戶問卷調查結果。
資料來源：中國人民銀行。

信貸循環年內高點已過，A股上方空間漸縮



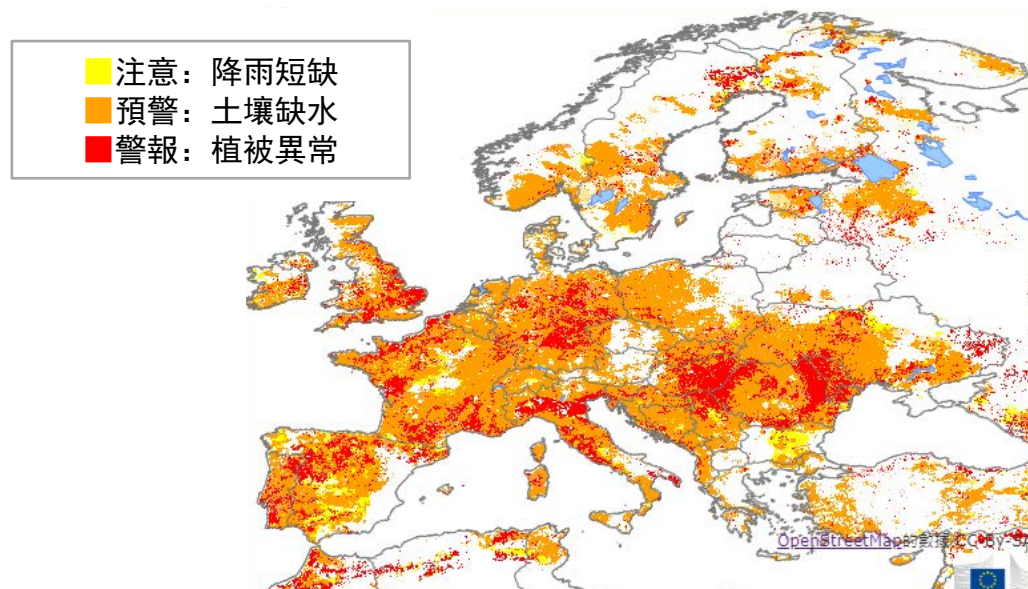
資料來源：Wind, Bloomberg。

歐洲 乾旱席捲歐洲，再添通膨風險，不過市場預期疲弱的歐洲經濟，恐無法再承受大幅升息

歐洲乾旱觀測站統計截至7月，歐洲47%的地區進入乾旱預警狀態，顯示歐洲正面臨500年來最嚴重的乾旱。旱災導致多處水庫、河道水位告急，而號稱「歐洲生命線」的萊茵河，隨著水位不斷降低，已開始影響航運及工業生產。

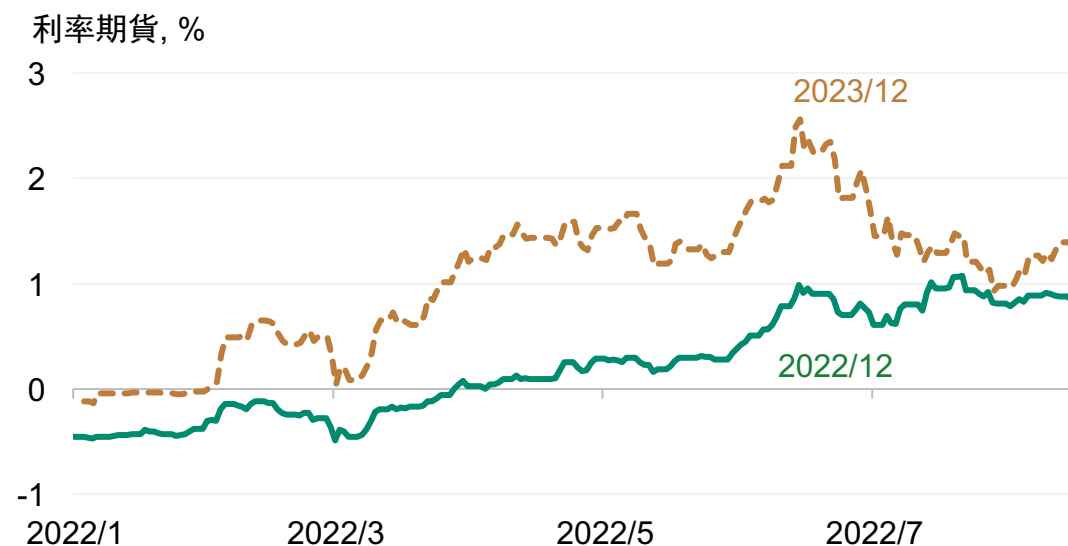
歐洲的工業及農業分別占用水量的40%，及38%，而缺水對工業影擊除1)航運物流，2)部分工廠缺少冷卻用水，影響運作效率；而農業面，國際穀物理事會(IGC)略微下調了對全球穀物總量的預測，以反映歐洲的乾旱壓力。受到水力發電缺水、核能發電無水來進行冷卻影響，恐使歐洲能源價格持續居高不下。乾旱惡化歐洲的通膨前景，不過有鑑於疲弱的歐洲經濟，市場對歐洲是否可以持續升息抗通膨，持懷疑態度。

歐洲面臨500年來最嚴重的乾旱，47%的地區進入預警



資料來源：European Drought Observatory。

市場對歐洲是否可以持續升息抗通膨，持懷疑態度



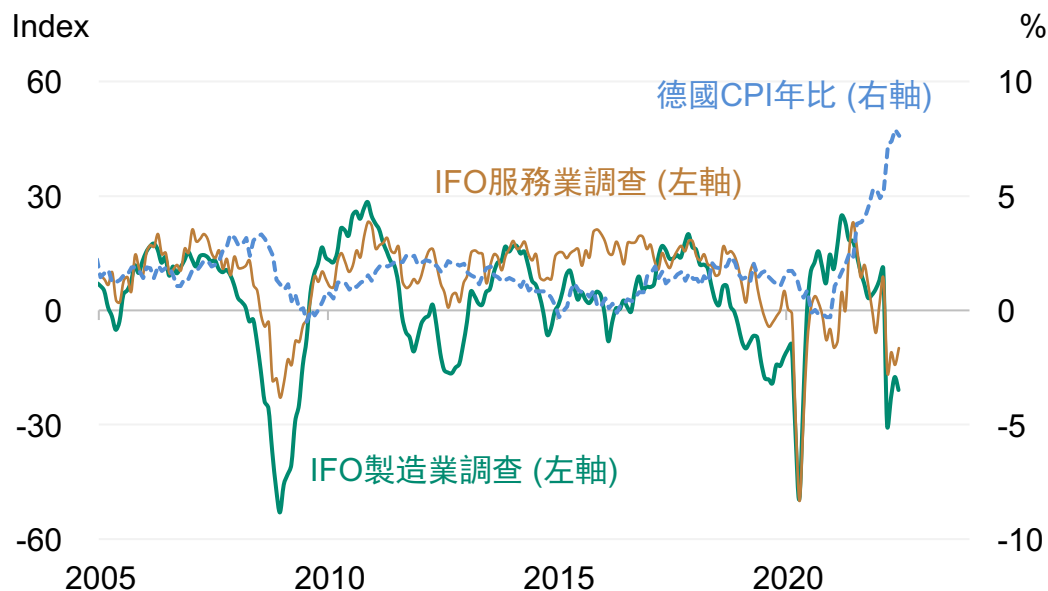
資料來源：Bloomberg。

匯市 歐元區經濟火車頭—德國，停滯性通膨更甚美國；美國利差優勢仍支持美元居高位震盪

1. 歐洲經濟：媒體目光多聚焦美國連兩季GDP呈現負增長，然歐元區更是受戰爭風險與能源價格高漲最主要的經濟體。即便歐洲央行因應高漲的通膨數據，被迫不得不提前緊縮步伐，但對應孱弱的經濟現況實為飲鴆止渴。
2. 利差：雖然除日本之外的眾央行也頻頻升息應對通膨，但以5年期公債利差來觀察，聯準會緊縮步伐仍居主要國家的前半段。

綜上，儘管上月FOMC鷹派態度略微放緩，令投資人期待聯準會政策放鬆，美元指數轉貶。然，投資人應屬過度期待，即便美國經濟數據確有所轉弱，但尚未出現立即性衰退的風險，而**Fed對抗通膨過程也尚未告歇，因此美元仍將持續於高位震盪。**

歐元區經濟火車頭—德國，停滯性通膨風險更甚美國



資料來源：Bloomberg。

聯準會緊縮節奏仍居領先，利差仍支持美元居高位震盪



註：主要國家包括德、日、英、加、澳。

資料來源：Bloomberg。

Aug 2022

22	Monday	23	Tuesday	24	Wednesday	25	Thursday	26	Friday
台灣出口訂單 台灣失業率		美國標普全球製造業PMI 歐元區製造業PMI 歐元區消費者信心 日本製造業PMI 德國製造業PMI 台灣工業生產		美國耐久財訂單 日本工具機訂單		美國初領失業金人數 美國GDP 美國個人消費 德國IFO預期 德國GDP		Jackson Hole全球央行年會 美國密西根大學市場氣氛 美國個人所得/支出 美國PCE 德國GfK消費者信心指數	

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