



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年7月12日

# 投資研究週報

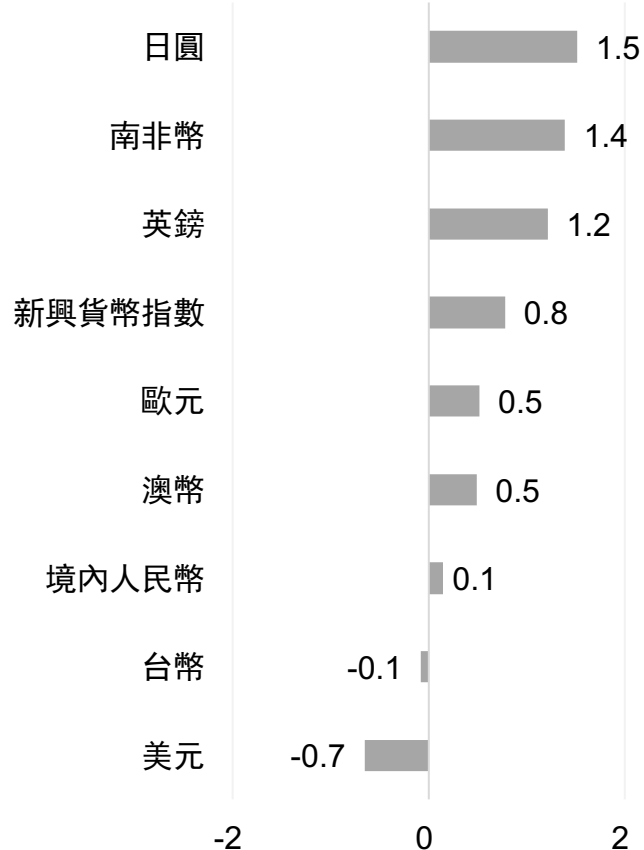
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

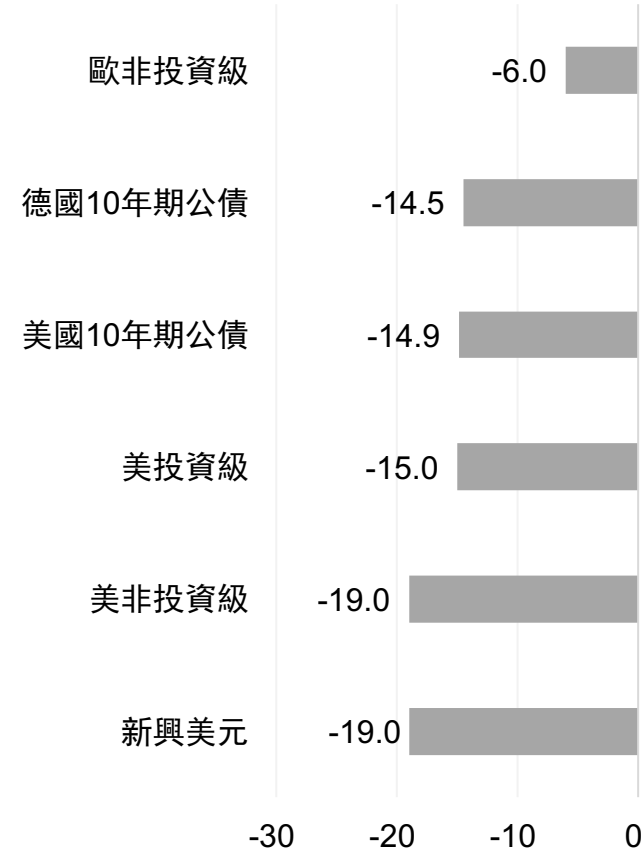
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/7/4- 2024/7/11。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) 美CPI數據亮眼：6月CPI月減0.1%，核心CPI月增0.06%，物價降溫廣度全面，強化Fed抗通膨信心。
- 2) 鮑爾聽證會放鴿：通膨下滑、失業率走揚，鮑爾於國會聽證會釋出轉向口吻，9月預防式降息可能性上升，然而川普政策對長線通膨的不確定性猶存，提供美債殖利率下方支撐。
- 3) 美股財報季開跑：科技股有望帶領美股Q2獲利持續復甦，惟需留意短線乖離過大，回檔風險升溫。

### 2. 後續看點

- 政治面：中共三中全會(7/15-18)
- 企業財報：高盛(7/15)、摩根士丹利(7/16)、美國銀行(7/16)、艾司摩爾(7/17)、台積電(7/18)

## 策略思維

1. **股市**：企業獲利修復提供股市支撐，上漲之際留意高檔回調風險；AI概念與大型科技股料仍獲資金青睞。
2. **債市**：美勞動力市場明顯降溫，降息窗口打開，長短利差預期隨之翻正，惟預防式降息導致利率降幅有限。
3. **匯市**：美國與成熟國家利差不易大幅收窄，支撐美元高位；美債買盤仍強，貿易順差縮小影響台幣走勢。

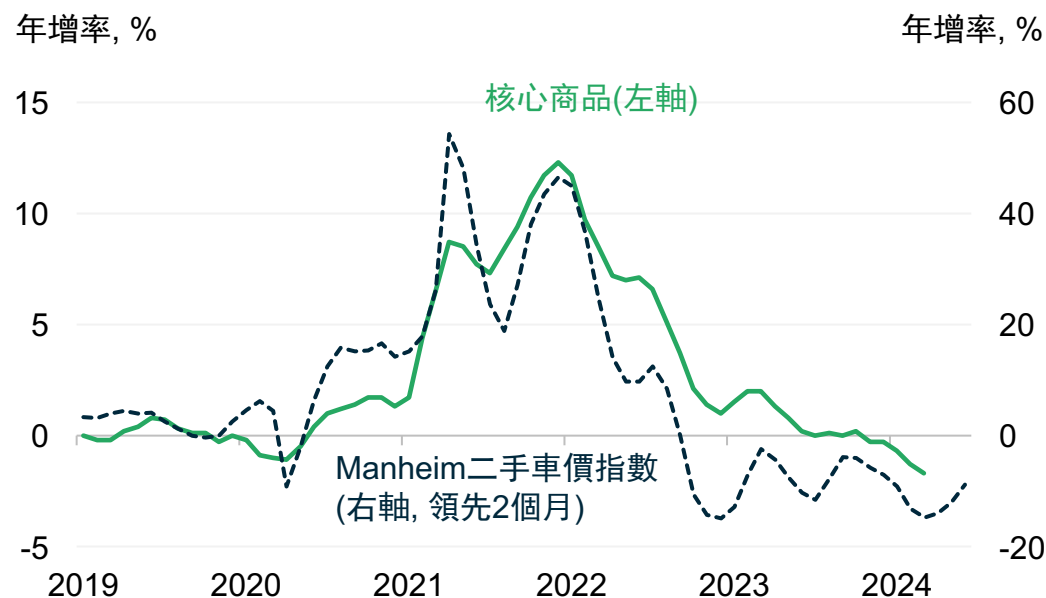


## 總經 | CPI亮眼有助強化Fed抗通膨信心, 下半年低增速有望延續

美國6月通膨數據亮眼, CPI月減0.1%, 年增率從3.3%降至3%, 核心CPI月增0.06%, 大幅低於市場預估值0.24%, 年增率從3.4%降至3.3%。核心商品價格月減0.1%, 新車月減0.2%與二手車月減1.5%為主要推手; 核心服務月增0.1%, 為2021/8以來最佳表現, 仰賴房租通膨月增0.2%的貢獻。

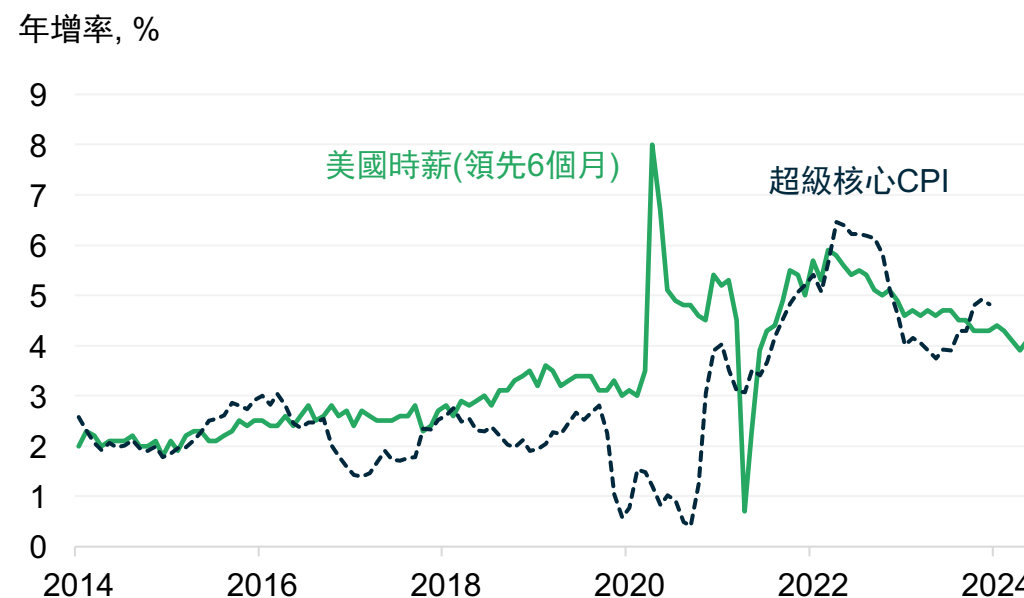
展望後市, 分三個層面來看: 1)利率高位使汽車市場低迷的狀況還沒看到反轉的跡象, Manheim二手車指數尚未觸底; 2)房屋市場出現降溫跡象, 租金增速在下半年有望保持下行; 3)就業市場緊俏的情勢告終, 美國時薪增速進一步下滑至3.9%, 有助超級核心CPI(核心服務扣除住房)回落。Q2核心CPI平均月增0.2%, 顯著低於Q1的0.37%, 若此增速能保持至年底, 核心CPI年增率將從3.3%降至約2.9%, 有利於Fed對通膨降溫信心。

### 二手車價將使核心商品通膨保持下行



資料來源: Bloomberg。

### 美國時薪增速回落有助超級核心CPI降溫



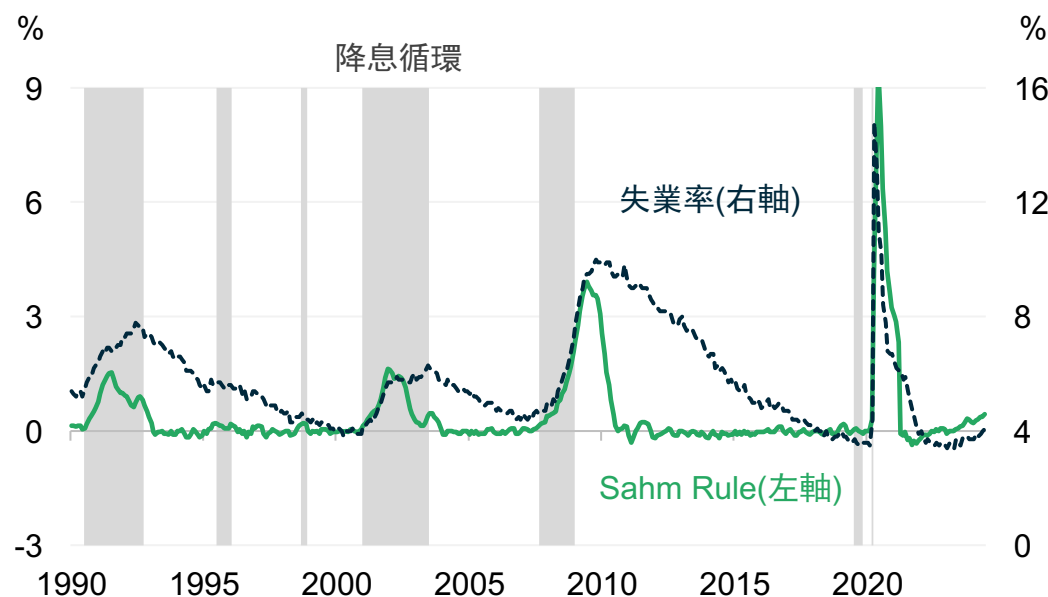
資料來源: Bloomberg。

## 總經 | Fed提高對就業重視程度, 9月降息期待攀升

物價壓力減緩之際, Fed對就業市場的關注度逐漸上升, 6月非農就業崗位20.6萬, 雖然高於經濟學家預估值, 但1) 4月和5月的數據分別下修5.7萬和5.4萬, 2) 除了非農新增崗位, 職缺/失業人數比回落到1.22, 3) 失業率從4%升至4.1%, 使得Sahm Rule達到0.43%。

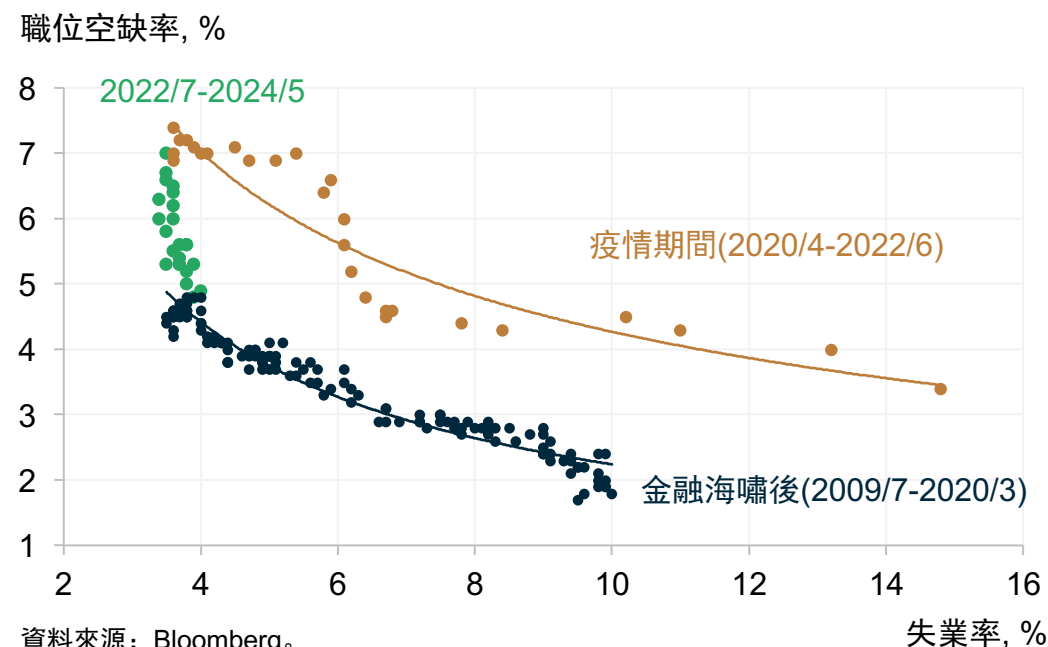
勞動市場的惡化往往呈非線性, 職位空缺與失業率的緊張關係已回到疫情前水準, 儘管疫後缺工的狀況可能導致過往Sahm Rule對景氣衰退的判斷(0.5%門檻)失準, 各個層面的就業數據放緩仍會加重官員的警惕程度, 主席鮑爾7/9國會聽證會作證時即表示, 通膨升高不再是唯一經濟風險, 勞動力市場已經比過去兩年顯著降溫。總結來說, **通膨反彈風險有限, 加上就業數據走弱, 將使9月降息可能性上升, 全年有望調降1-2碼。**

### 失業率突破4%帶動Sahm Rule指標升至0.43%



資料來源: Bloomberg。

### 勞動力市場關係已恢復至疫情前水準



資料來源: Bloomberg。



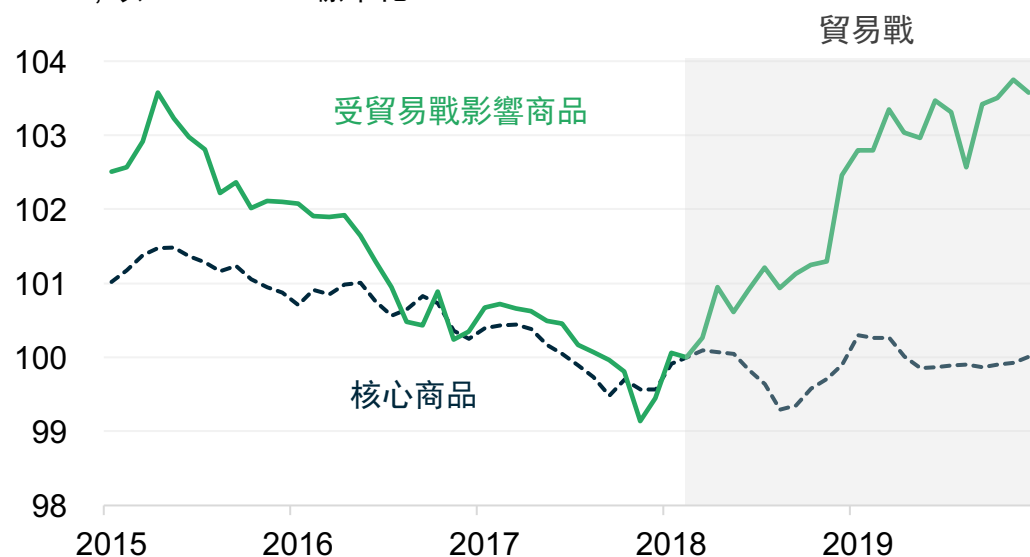
## 總經 | 川普與拜登差距小幅擴張，激進關稅政策恐增添通膨不確定性

降息期待帶動美債殖利率下行，但總統大選的政策不確定性使殖利率下方空間有限，儘管近期市場對川普當選的討論度有所下降，隨著拜登堅持參選，川普的勝選機率升至60%，亞利桑那、喬治亞等搖擺州的民調也更加傾向川普，後續對川普執政的政治風險恐揮之不去。

在川普的減稅、能源、移民等主要政見當中，關稅對通膨的影響最為直接，2018年對中國關稅加徵受到匯率以及製造業所吸收，對美國整體通膨的影響性較低，然而，**汽車零件、電器等受加徵關稅影響大的商品仍有明顯漲幅。川普本次除了想要對中國加重關稅至60%，其餘國家的進口商品也喊出至少10%以上關稅的口號，企業若為規避關稅而提前補庫，也可能對近期高漲的航運價格雪上加霜，同樣增加未來通膨不確定性。**

### 2018年貿易戰對商品通膨影響回顧

Index, 以2018/2=100標準化

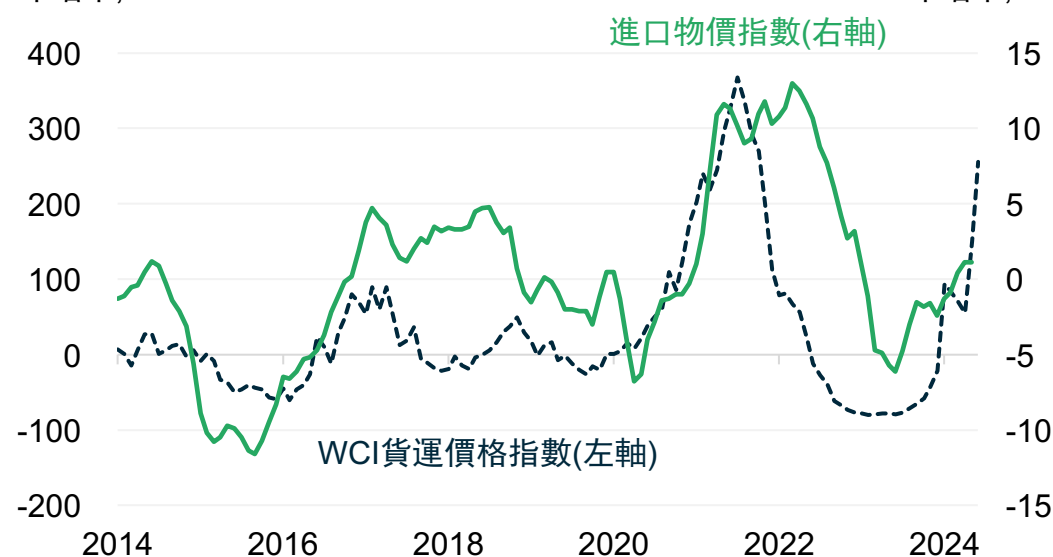


註：綠線以電器、家具寢具、汽車零件、家務用品、縫紉用品等被加稅商品加權平均。

資料來源：Bloomberg。

### 關稅與運價上漲恐加劇美國進口通膨

年增率, %



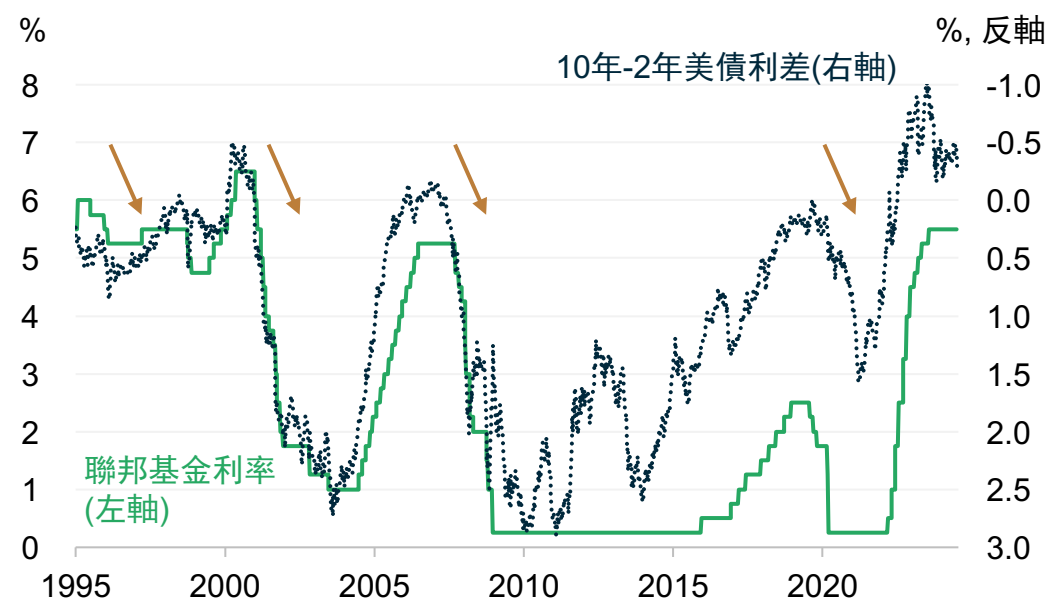
資料來源：Bloomberg。

## 債市 | 公債長短利差料隨降息而翻正，但幅度有限，可採槓鈴策略布局

觀察1995年以來5次降息經驗，公債殖利率曲線皆呈現牛市趨陡走勢(短年期利率降幅高於長年期利率)，但幅度差異甚巨。主因在於2001、2007年經濟皆陷入衰退，以至於Fed大幅且快速地降息因應，令短年期利率陡降。相較之下，1995、2019年(至疫情爆發前)景氣仍溫和擴張，Fed降息主要著眼於預防性的考量，導致長短天期公債殖利率皆降幅有限。

綜觀當前經濟情勢，景氣、就業市場出現降溫跡象，但仍屬穩健。通膨可望延續緩降趨勢，但仍未達2%目標水平。有鑑於此，**Fed政策立場雖將於下半年轉趨寬鬆，然研判降息速度和緩、力道溫和，與2001、2007年經驗相異，意味著後續公債長短利差將牛市趨陡，但幅度有限。**操作上，可採取槓鈴策略布局，同時持有長短天期券種，除可鎖定長債收益外，短債的配置亦為未來一至三年的資金需求提供流動性。

降息期間公債利率牛市趨陡，但差異甚大



資料來源：Bloomberg。

若降息幅度有限，則利差轉正幅度不大

首次 降息時間	總降息 幅度	降息前3個月			降息後6個月		
		2年期 公債	10年期 公債	長短 利差	2年期 公債	10年期 公債	長短 利差
1995/07	3碼	6.72	7.13	0.41	5.17	5.67	0.50
1998/09	3碼	5.30	5.38	0.08	5.34	5.59	0.25
2001/01	22碼	6.05	5.82	-0.23	4.24	5.38	1.14
2007/09	20碼	5.09	5.22	0.13	1.80	3.56	1.76
2019/07	3碼	2.28	2.50	0.22	1.35	1.53	0.30

註：表格內單位為%。2019年降息計算期間為2019/7-2019/12。

資料來源：Bloomberg。

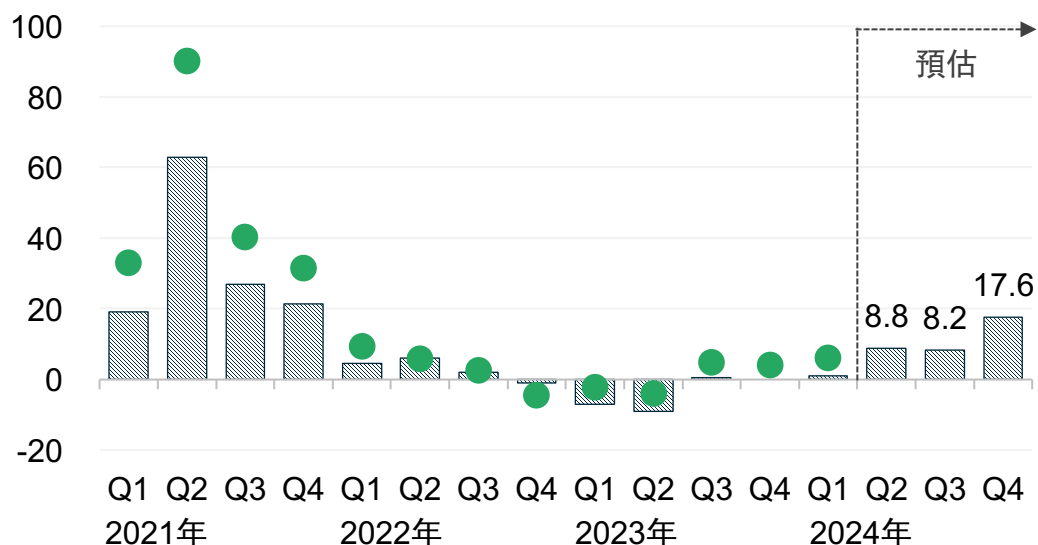
# 股市 | 科技股仍有機會引領大盤走高, 惟留意短線乖離已大, 使股價有回調壓力

美國Q2財報季將至, 市場再度給予厚望, 尤其, 微軟、輝達、亞馬遜等5大權值股Q1每股盈餘就比去年成長84%, 成為標普500獲利上揚的主要推手, 繼Q1整體獲利年增約6%後, Q2獲利增速預期進一步升至近9%, 全年EPS有望達到雙位數增長。半導體代工龍頭台積電也將於7/18舉行法說會, 台積電6月營收較去年同期成長32.9%, 科技股將持續在美股財報扮演重要角色。

不過, 隨著科技股走強, 美國費城半導體指數與年線乖離率已超過2倍標準差, 市場有過熱反應之虞。從過去的經驗來看, 當乖離率觸及2倍標準差之後, 後續1~3個月, 費半回檔的可能性偏高, 勝率也明顯較低, 短線股市已居高位, 操作上不急於追高, 但在基本面支撐下, 拉回仍可布建。

## 美股企業獲利在Q2有望進一步增長

標普500 EPS年增率, %    ▨ 預估值    ● 實際值

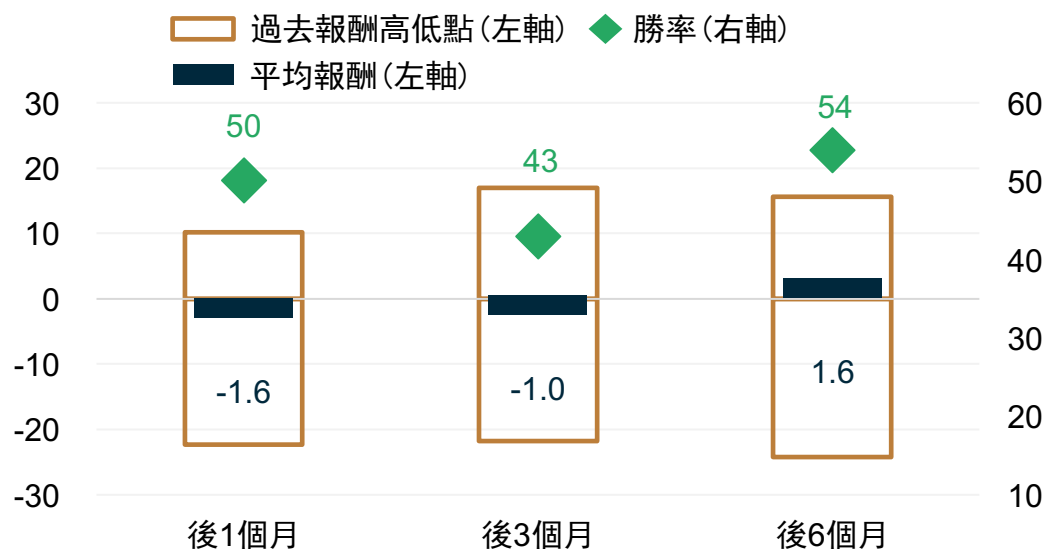


註: 預估數字為Factset統計分析師預估值。

資料來源: Factset, 高盛。

## 費半指數與年線乖離超過2倍標準差後走勢

費半指數超過2倍標準差後報酬, %    %



註: 年線指200日均線, 乖離率表示與年線的差距。統計2000/1至今總共15次數據。

資料來源: Bloomberg。



# 台股 6月出口升溫拉開旺季序幕, 屏息等待台積電法說行情

台灣6月出口399億美元, 年增率23.5%, 除了人工智慧應用商機持續發燒之外, iPhone備貨週期啟動, 以及廠商供應鏈庫存改善, 都帶動兩大出口引擎--資通視聽產品及電子零組件出貨成長, **由於景氣逐步擴散, 下半年進入電子產業旺季, 景氣可望進一步走強。**

台積電6月大漲18.1%, 7月再向上攻高8.2%, 若以台積電ADR價格計算, 市值一度觸及1兆美元大關, 雖然ADR價格與台股台積電有大約15%溢價, 但今年以來, 台股台積電漲幅與ADR趨於一致, **台積電的產業能見度及市場認同度進一步拉高, 有助台股電子產業水漲船高。**台積電預計於7/18舉行法說會, 回顧前兩次法說會, 雖然造成股價短期修正或盤整, 不過後勢都呈現上漲, 近期在股價大漲之際, 仍需留意震盪風險, 可利用分批方式布局。

## 台灣出口升溫, 下半年旺季可期

年增率, %



資料來源: Bloomberg。

## 台積電台股及ADR走勢

股價, 以2023/12/31=100標準化



資料來源: Bloomberg。

## 中國 三中全會對股市影響中性，需求不足仍是主要矛盾

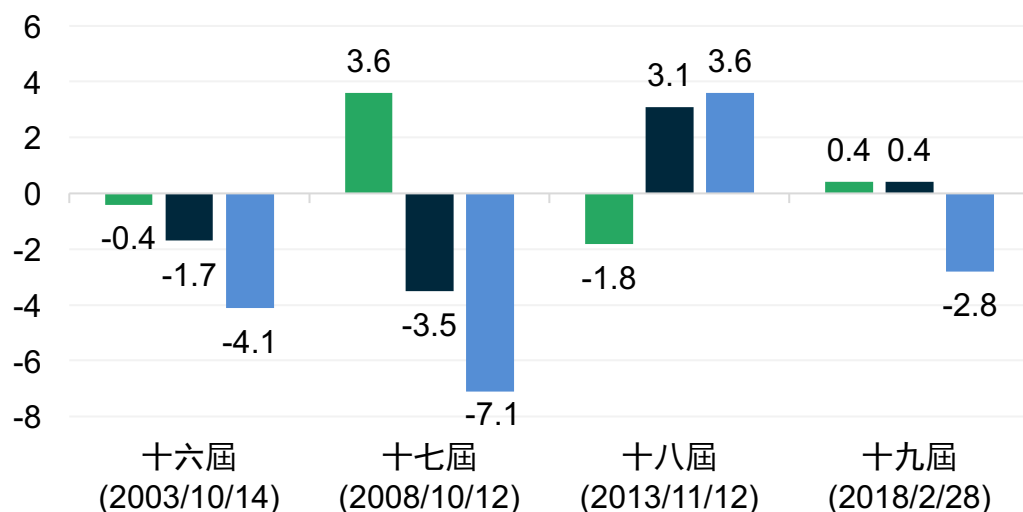
中國即將在7/15-18召開二十屆三中全會，從十一屆開啟改革開放序幕之後，三中全會肩負經濟與體制改革的重擔，本次除了人事布局與新質生產力等重要議題，經濟與房市下滑影響稅收不足，財稅改革也將為本次重點。三中全會著眼中長期改革，從過往經驗來看，2000年後的四次三中全會後，大盤走勢並無明顯規律，對股市的整體影響偏向中性。

6月中國CPI增速依舊偏低，Headline CPI小幅回落至0.2%，核心CPI年增率保持在0.6%不變，家電、耐久財等商品價格走弱，旅遊價格也偏低，**供強需弱的格局不變**。社融增速同樣不甚樂觀，借貸需求下滑反映企業信心疲軟，**研判股市上漲動能不足，指數延續區間橫盤**。

### 2000年後三中全會對股市影響中性

三中全會後上證指數報酬，%

■ 1日 ■ 1週 ■ 1月

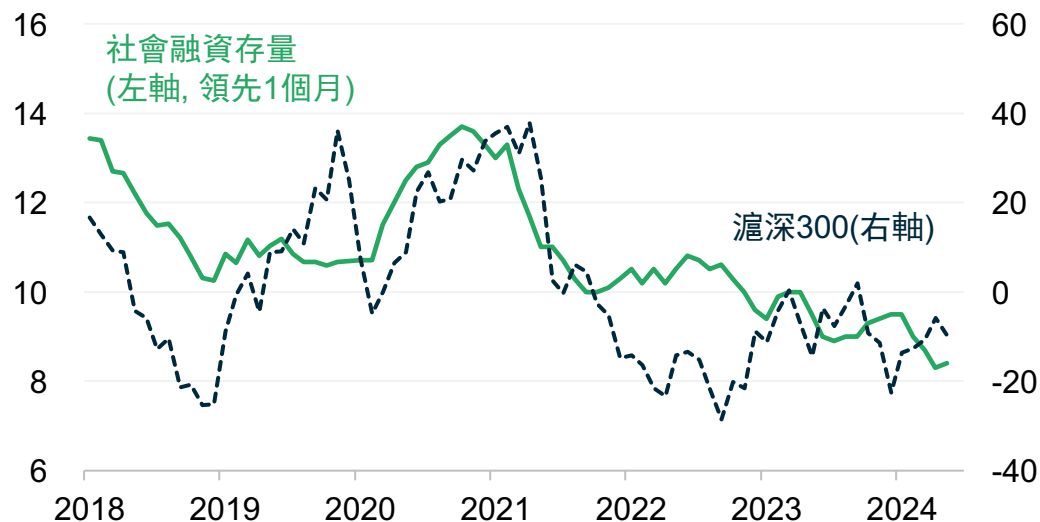


資料來源：Bloomberg。

### 借貸反映企業信心疲軟，股市難見到多頭行情

年增率，%

年增率，%



資料來源：Wind。

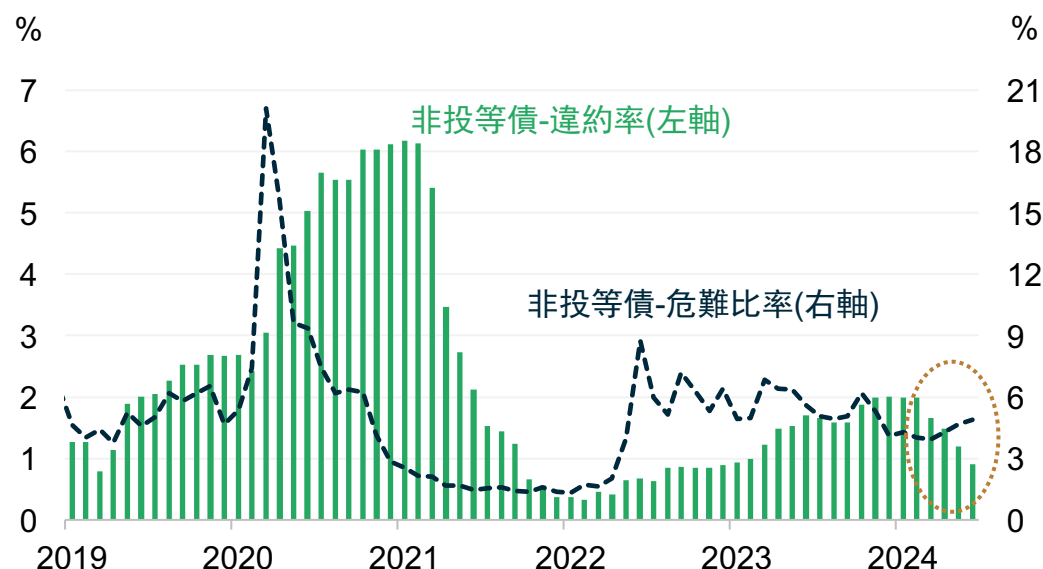
# 信用債 需留意危難比率上升，利差再收緊空間有限

儘管美國的金融情勢相對穩健，**不過需留意，在高利率的影響下，非投等債的危難比率(Distress Ratio)於4月逐漸升溫**，隱含部分的發行人開始面臨著財務困境。儘管現階段違約率走低，但不排除零星暴雷事件將引導信用風險升溫，據**JP Morgan**預估，**2024全年非投等債違約率將升至2.0%**。

信用利差：目前無論是美國投等債、非投等債之信用利差皆保持在歷史相對低位，**加上潛在的信用風險可能升溫，未來再收窄空間相對有限；不過，隨美國有望實現軟著陸，且Fed將於今年啟動預防性降息，預期未來利差將小幅擴張，但要如同Covid-19期間大幅彈升的機率不大。**

高利尾聲下，宜逢利率走升之際，分批加碼布建債券部位。有鑑於現行利差偏窄，策略上採取衛星配置，可配置適當的非投等債部位於投組中，以追求更高息收；不過，在未來違約率存有上行的風險之下，信用評級更高的投資等級債，無疑仍是更穩健的固定收益商品。

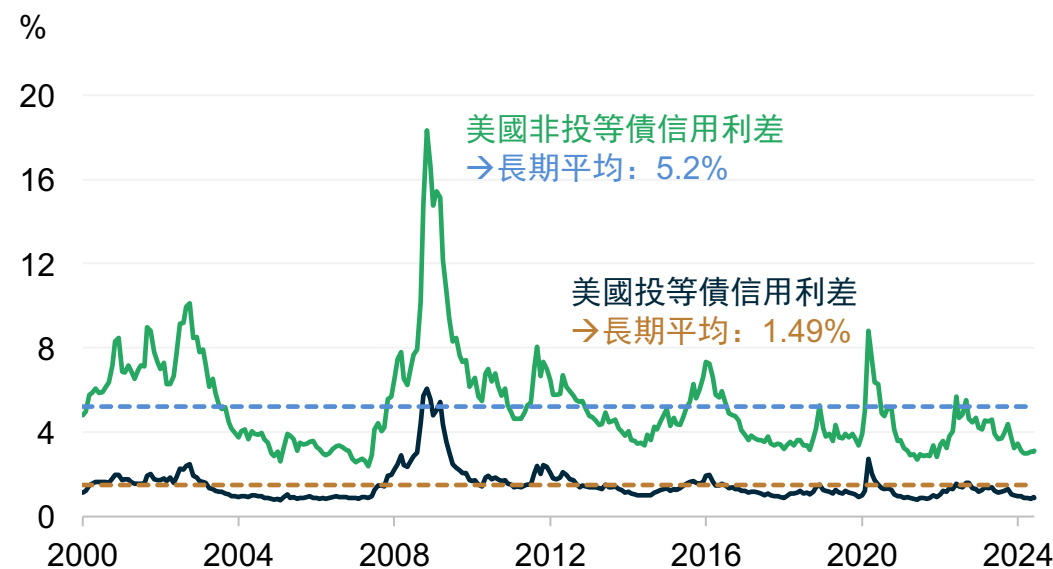
## 危難比率上升，形成未來隱含風險



註：危難比率(distress ratio)指不良債信(distressed credit)佔整體非投等債的比重；危難比率較違約率(default rate)更具有領先性。

資料來源：Bloomberg。

## 信用利差處於相對低點，不排除後續走擴



註：信用利差長期平均採2000/1迄今。

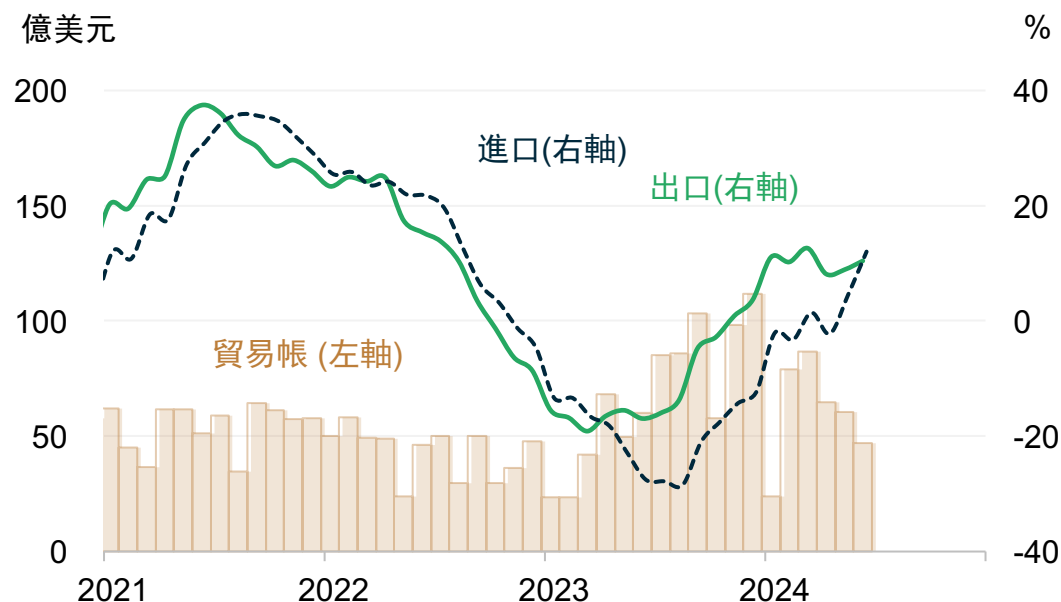
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 美國CPI降溫, 台幣回升, 但美債殖利率仍吸引國人買盤, 加上產業淡季, 台幣走勢震盪

基本面：財政部公布上半年出口2250.3億美元、創同期次高，年成長達11.4%，進口1889.1億美元，年增7.8%，上半年進、出口規模皆為歷年同期次高。其中，AI商機挹注上半年資通與視聽產品外銷625.1億美元、寫同期新高。此外，**財政部統計處表示，7月出口會連續9個月正成長，預估規模在399-410億美元間，年增率約為3-6%**，且隨時序即將進入外貿旺季，下半年可望續呈上升格局。惟須注意的是，今年以來，**受到原油與半導體設備等進口金額增加影響，使Q2以來貿易順差逐步縮小，也降低了Q2的淨拋匯力道。**

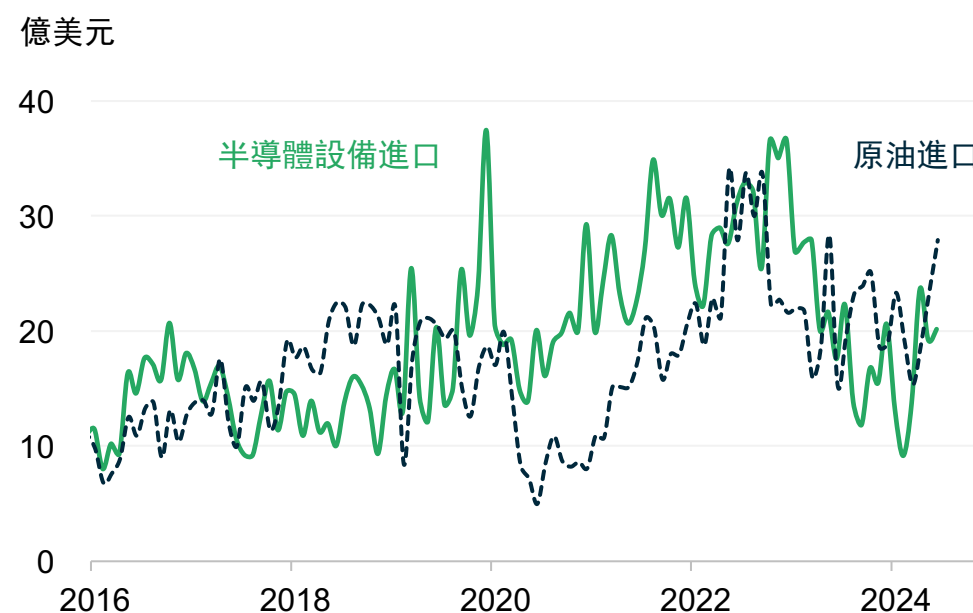
匯率：Q2以來因進口尾隨出口回升，貿易順差縮小、降低淨拋匯力道，加上美債殖利率續居高位、吸引國人美債買盤，因此台幣匯價在Fed透露降息口風前，可能延續弱勢震盪的格局。

今年以來，進口尾隨出口回升，貿易帳盈餘逐月走降



資料來源：Bloomberg。

半導體設備與原油進口增加，部分抵銷出口的回升



資料來源：Bloomberg。

# July 2024

<b>15</b> Monday         中國經濟數據 歐元區工業生產 美國紐約州製造業PMI 日本休市	<b>16</b> Tuesday         德國ZEW 美國零售銷售 印度休市	<b>17</b> Wednesday         歐元區CPI 美國新屋開工 美國工業生產	<b>18</b> Thursday         ECB會議 英國失業率 日本貿易收支 美國初領失業金	<b>19</b> Friday         日本CPI 英國零售銷售
---	---	--	--	--

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，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