



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

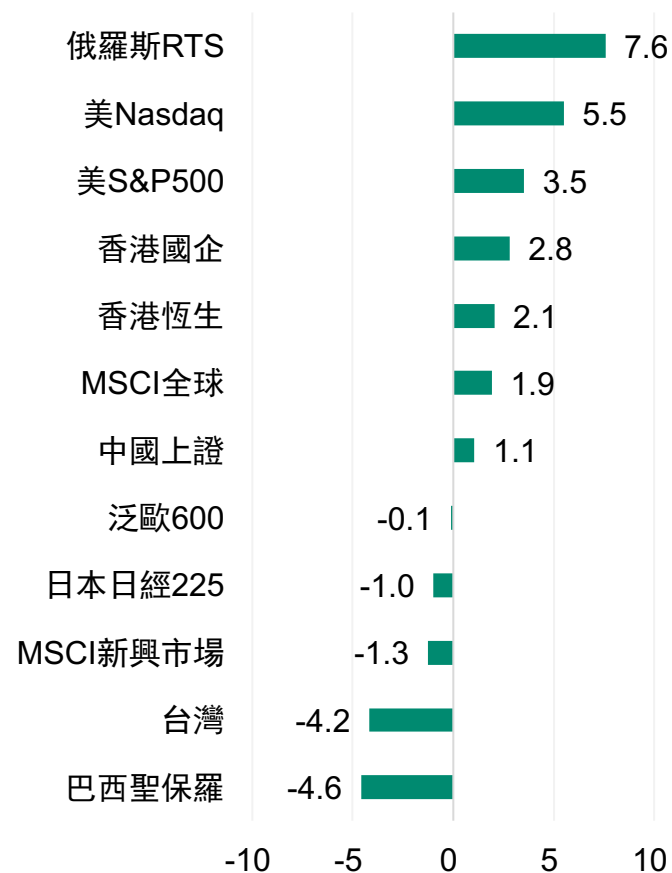
2022年6月24日

# 投資研究週報

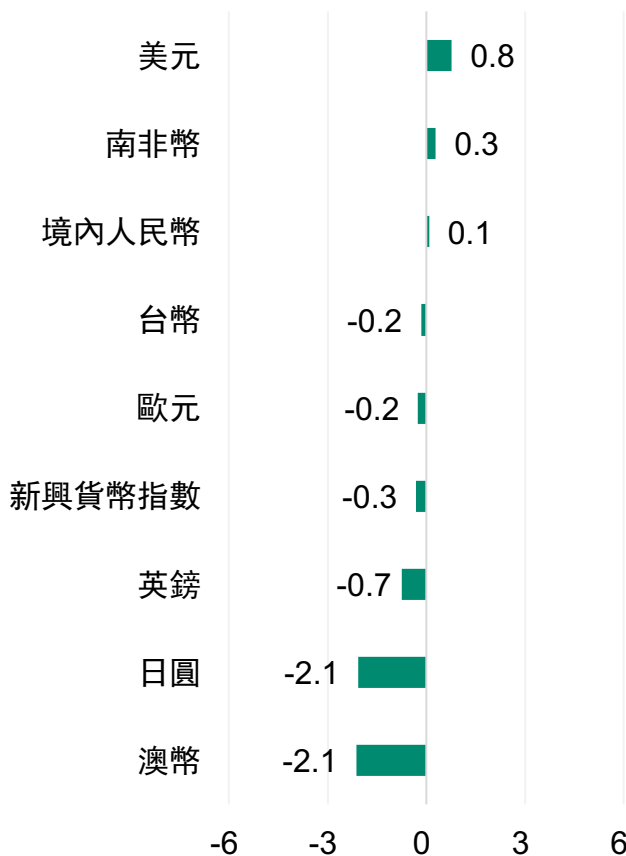
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

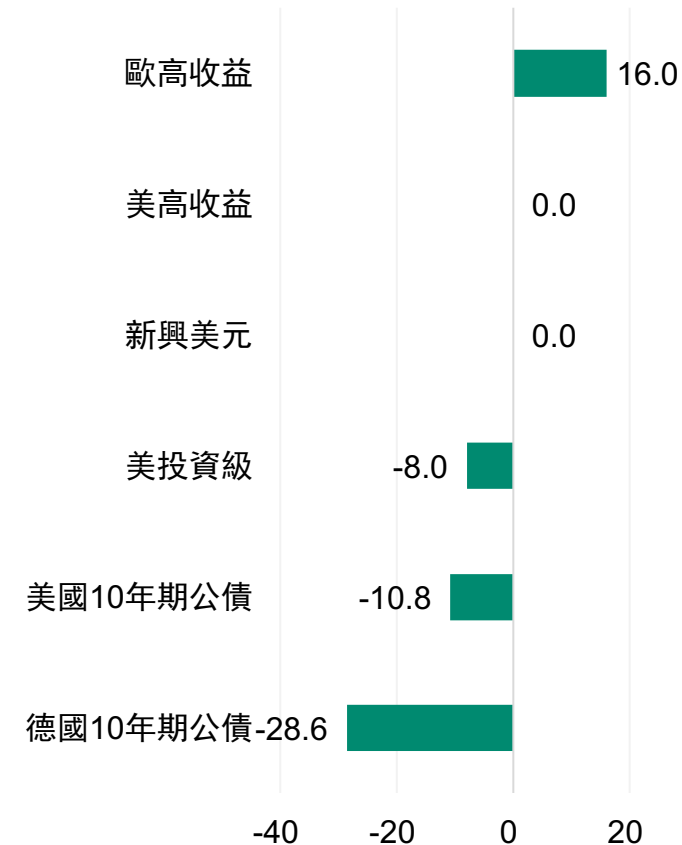
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/6/16- 2022/6/23。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 鮑爾承認衰退可能，使利率上方承壓

鮑爾於國會聽證會表示，承認經濟有衰退的可能，使公債利率承壓。此外，商品價格近期回落，使通膨預期降溫，利率上方空間逐步縮窄。

## ► 企業庫存調整壓力上升，暗示景氣放緩

三星電子表示，即日起至7月底暫停所有產品拉貨，使庫存調整壓力浮上檯面。此外，歐美6月製造業進一步走低，暗示景氣持續放緩。

## ► 中國寬鬆政策加持，房市已有回升現象

隨中國疫情改善與解封影響，貨運與生產數據已見改善跡象。此外，政策寬鬆與補貼加持，中國房市與車市亦有升溫的跡象，有利陸股短線反彈。

### 股市

股市在極度恐慌後，將伴隨反彈行情，不過，製造業庫存壓力逐步浮現，仍須時間調整，企業獲利有下修可能，反彈後宜適度調降比重。不同於2008年以前，次貸海嘯後大型企業累積豐沛現金，體質已大幅改善。因應當前市場震盪，以現金流穩定的公司作為定期定額標的。

### 債市

聯準會緊縮貨幣政策，提供美國10年公債利率下檔支撐，隨著通膨降溫，加上景氣放緩壓力浮現，公債利率上方空間漸縮。與此同時，隨景氣放緩壓力增溫，信用利差有擴大壓力，未來應拉高投資級債比重。

### 匯市

聯準會緊縮意圖明顯，有利美元走高，但歐央有意加速升息，將使美元維持高盤格局。美日政策差異，使日圓維持弱勢格局。

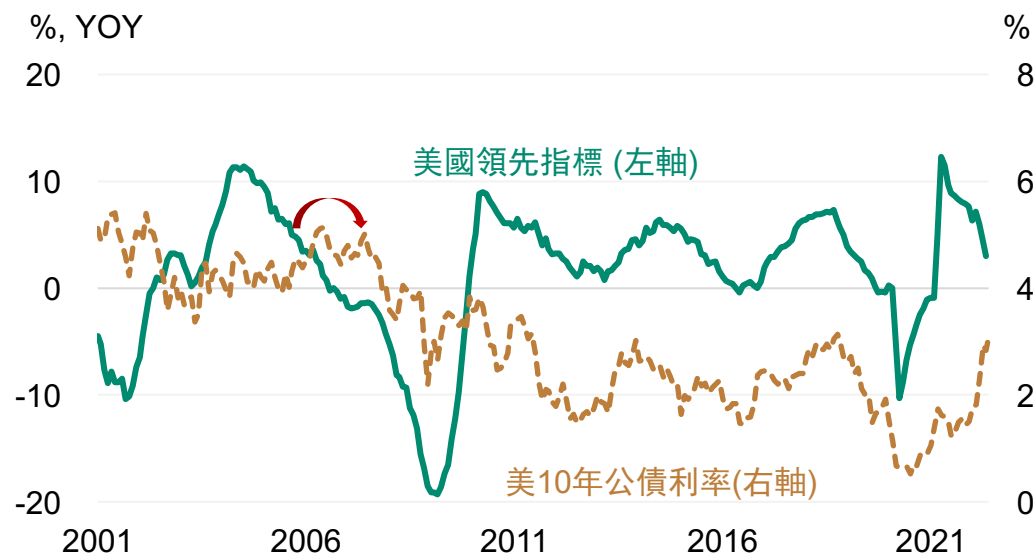


## 鮑爾聽證會暗示經濟有衰退的可能，公債上方空間漸縮

鮑爾於6/23國會聽證會中表示，經濟確實存在衰退風險，同時，仍有政策工具致力通膨的降溫。反應在美10年公債利率上，近期從3.5%滑落至3.2%下方，預期未來上方空間將持續受到壓縮。

美國5月CPI因為能源高漲問題，使得通膨壓力再創40年來新高8.6%，不過，隨著德州天然氣管線將於年底重啟，天然氣價格已從9.3美元下滑至6.9美元，加上景氣持續趨緩，美國領先指標持續下滑，均不利公債利率揚升。

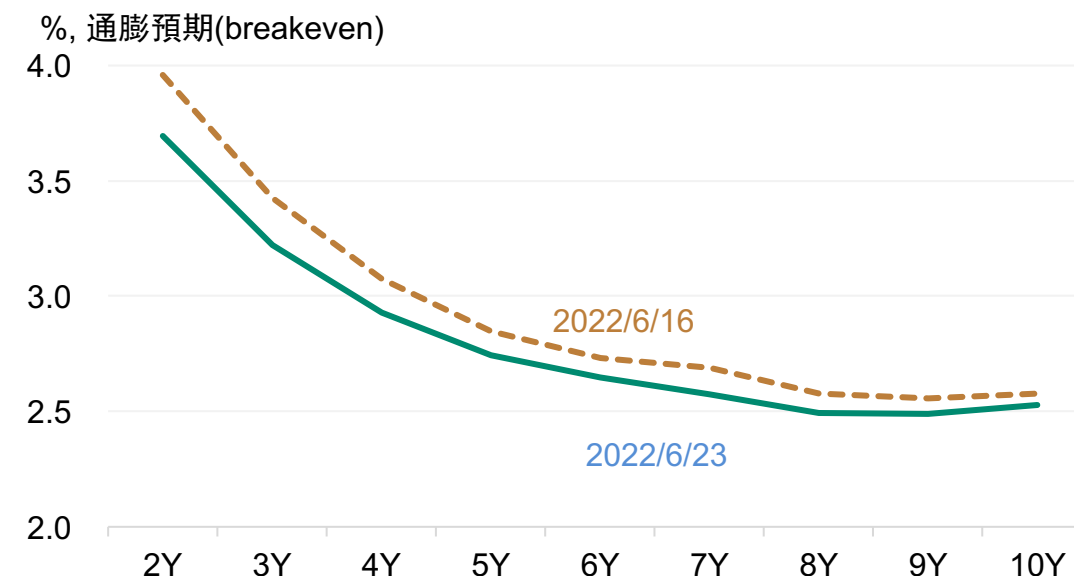
### 景氣下滑壓力，限縮公債利率上方空間



註：領先指標為美國諮商局領先指標，包含工時、初領失業金人數、新訂單、營建許可、標普500指數、信用利差。

資料來源：Bloomberg。

### 景氣放緩，通膨預期降溫



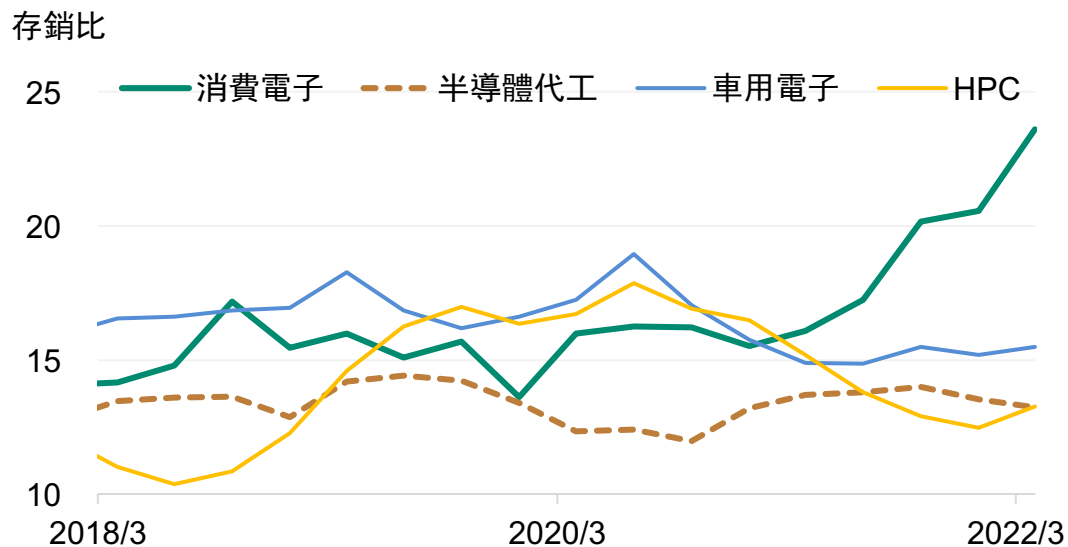
資料來源：Bloomberg。

## 景氣放緩, 消費性電子廠商面臨嚴重庫存調整壓力

三星電子作為面板、記憶體、手機等產業龍頭已率先表示, 自6/17至7月底停止所有產線拉貨, 使庫存壓力浮上檯面。以目前電子業的供應來看, 由於終端需求放緩, 使消費性電子廠商的存銷比有快速拉升的情況, 包括廣達、華碩等筆電大廠均面臨相同的處境。

撇開消費性電子, 半導體代工、車用電子、HPC的庫存目前仍處合理水位。**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。**

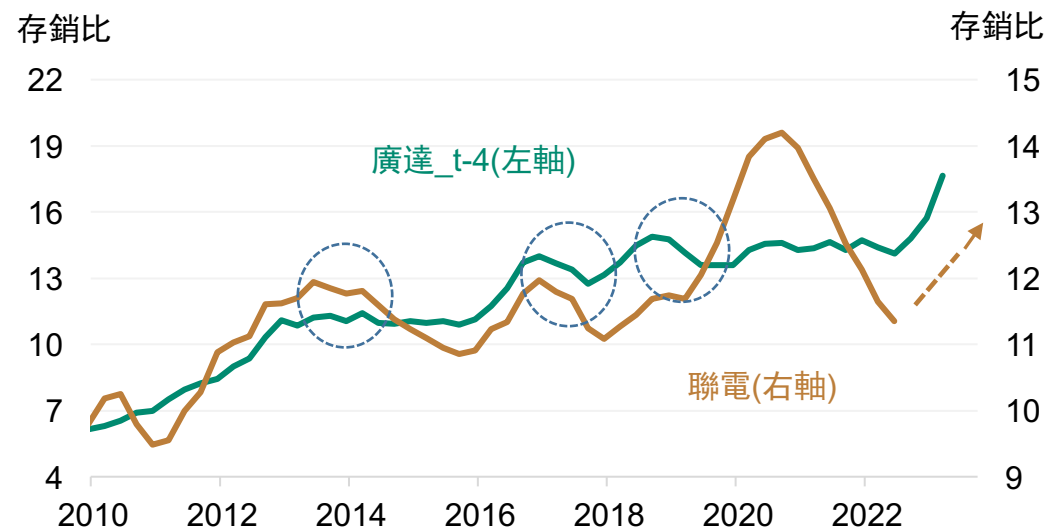
### 消費性電子已出現庫存偏高問題



註: 消費電子族群有廣達、緯創、華碩、三星; 半導體代工有台積電、聯電、中芯、世界先進;  
車用電子有恩智浦、瑞薩、英飛凌、意法; HPC有輝達、超微、美光。

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, 數值為4季平均。  
資料來源: Bloomberg。

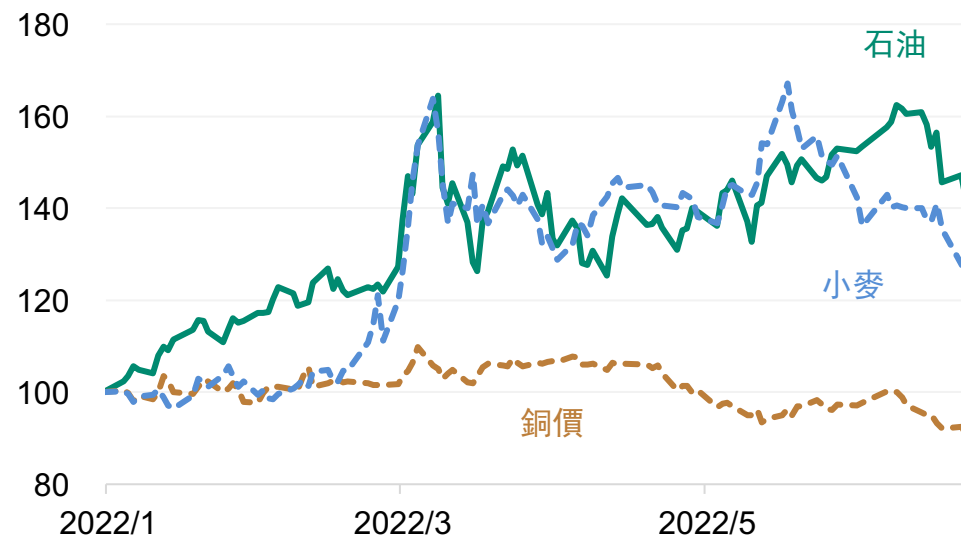
## 供應鏈改善與景氣放緩壓力，商品價格難維持高位

市場對俄烏地緣風險淡化，供應鏈改善及景氣放緩壓力衝擊下，使得商品價格近2個月來明顯回落，尤其先前受惠最大的農產品，回檔幅度更是明顯。**展望後市，由於未來景氣將更加疲弱，不利商品維持先前強勢，甚至有續跌風險。**

整體而言，油價因夏季用油旺提供下檔支撐，銅價、農產品則因需求疲弱而顯弱勢。

### 地緣風險降溫，近期商品價格承壓

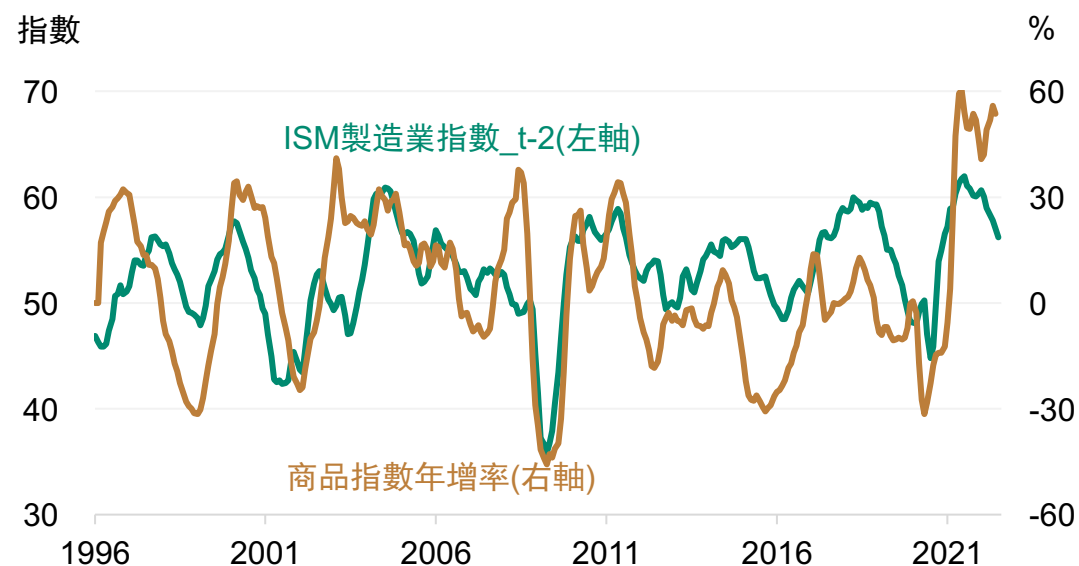
標準化



資料來源：Bloomberg。

### 景氣放緩，不利商品維持高位

指數



註：t為月份。

資料來源：Bloomberg。

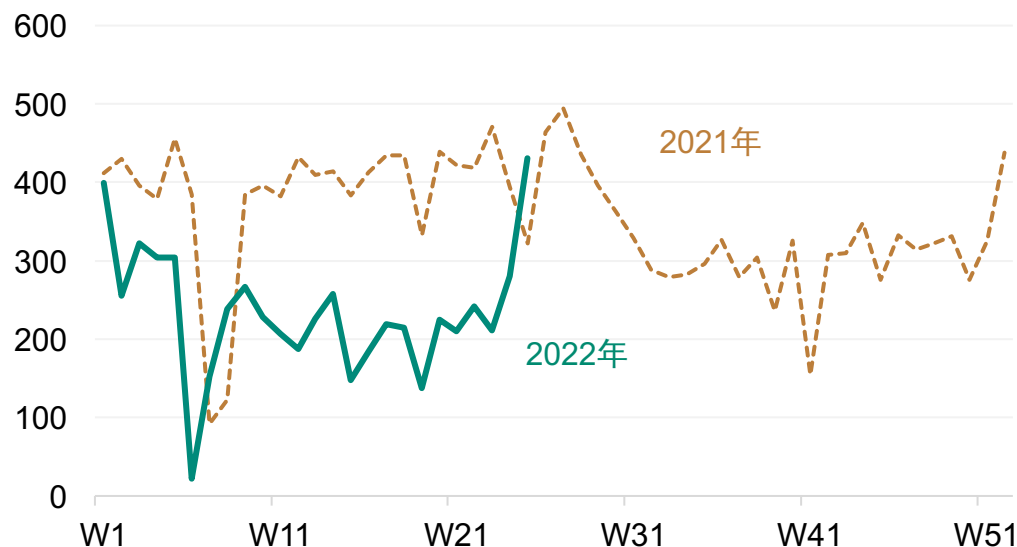
## 中國6月需求浮現改善跡象，預期市場隨基本面逐步修復

基本面：中國5月經濟數據受封城影響而表現不佳，在疫情好轉後，6月份不僅貨運、開工等生產面數據好轉，需求端也浮現改善跡象。汽車銷售在補貼政策的激勵下轉佳；房地產方面，30中大城市的銷售狀況也初步好轉。儘管目前大小城市的銷量表現分化，但只要目前寬鬆的購買規範與低位房貸利率可以延續，全國房市應可在下半年延續復甦。

監管與政策環境延續寬鬆，基本面也有所改善，觀察中國股市的成交量與融資餘額走勢，市場情緒已逐漸走出谷底，只要疫情不再反覆，秋季換屆前指數可樂觀看待。然中國長期仍面臨清零政策與產業結構調整等風險，操作上以波段操作與衛星部位視之。

### 6月中國地產需求見改善跡象

30中大城市成交面積，萬平方公尺

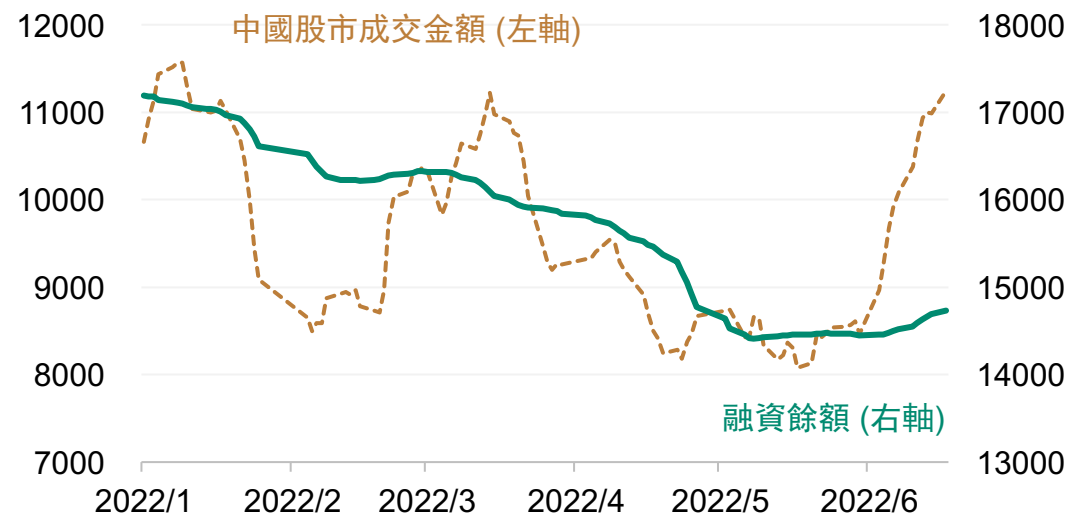


資料來源：Wind。

### 成交量與融資餘額反彈，市場情緒回穩

億人民幣

億人民幣



註：成交金額與融資餘額取7日移動平均。

資料來源：Wind。

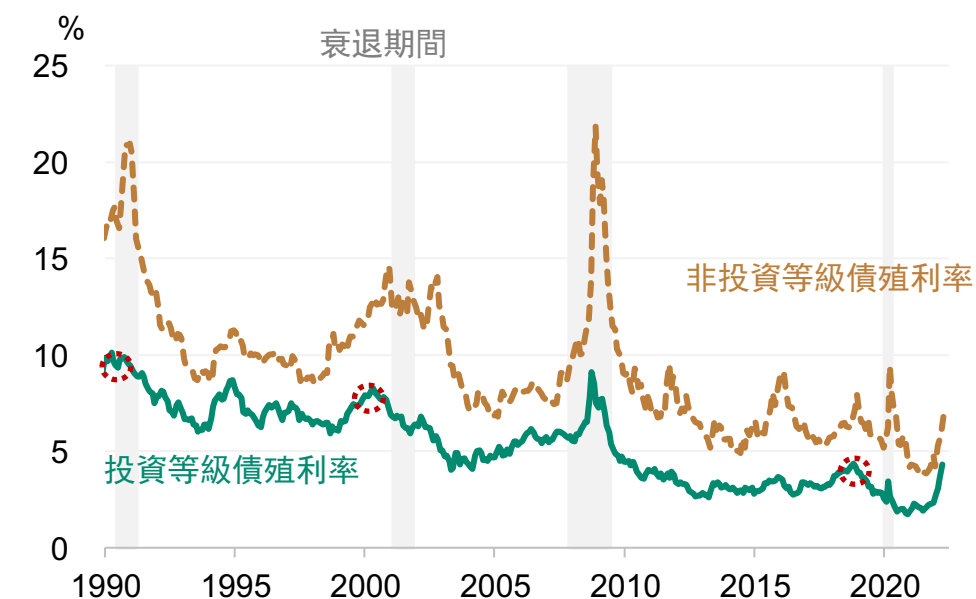


## 債券 下半年隨景氣放緩，伺機布局長債

美國通膨高漲，Fed加速升息，帶動殖利率曲線全線上移，預期通膨尚未見頂前，利率波動仍大。不過下半年隨緊縮政策發酵、經濟衰退疑慮上升，也將使長率上方空間漸縮。參考過去衰退的經驗，1)投資等級債殖利率多在衰退前見高，而非投資等級債利差對景氣敏感度高，殖利率則多有走高風險，2)統計過去6次衰退期間，投資等級債券表現平穩。

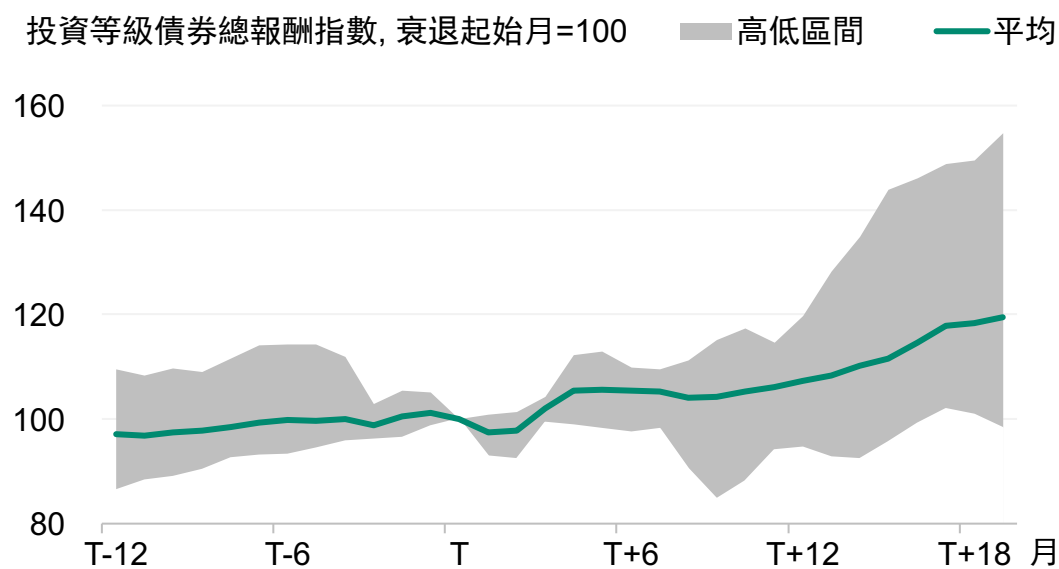
因此擔心價格波動者，短債價格波動小，持有至到期鎖利的優勢越見凸顯。另於景氣放緩之際，提醒客戶須多留意債信配置，非投資等級債持倉高者可以適度調節部位，可緩步增持優質長債、或定期定額長天期公債ETF。

### 除2008年，投資等級債殖利率多在衰退前見高



資料來源：Bloomberg。

### 在衰退期間，投資等級債券表現平穩



註：統計1978年以來6次的衰退經驗，投資等級債券總報酬表現。過去6次最長的衰退期間為1.5年。採用彭博投資等級債總報酬指數，債券平均存續期間為7.5年。

資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊彙整。



# 美股 股市過度悲觀後浮現反彈行情

統計標普500指數累計近10日上漲家數減下跌家數之和，該數字於6/16達到-2000，顯示近期跌勢蔓延大多數個股。統計1990/2以來，標普500指數下跌家數減上漲家數大於2000家的交易日僅有22個，股市不分好股壞股全面下跌，反而容易出現跌深反彈的機會。

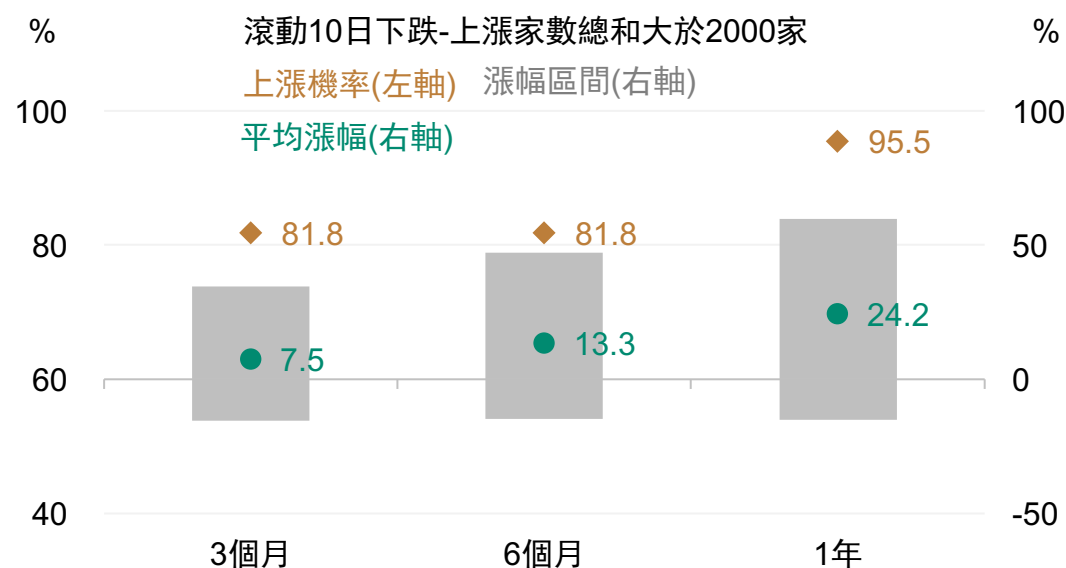
美股跌跌不休，反映貨幣政策緊縮及經濟前景不明，由於**預期未來1年經濟衰退機率升高**，**可利用反彈時調節投資組合，降低獲利不穩定、高本益比的中小型股，轉向現金流穩定的大型股，或提高現金部位以增加彈性。**

## 股市下跌家數遠大於上漲家數，悲觀氣氛瀰漫



註：統計標普500指數滾動10日上漲家數-下跌家數總和。  
資料來源：Bloomberg。

## 歷史經驗，過度悲觀時醞釀跌深反彈機會



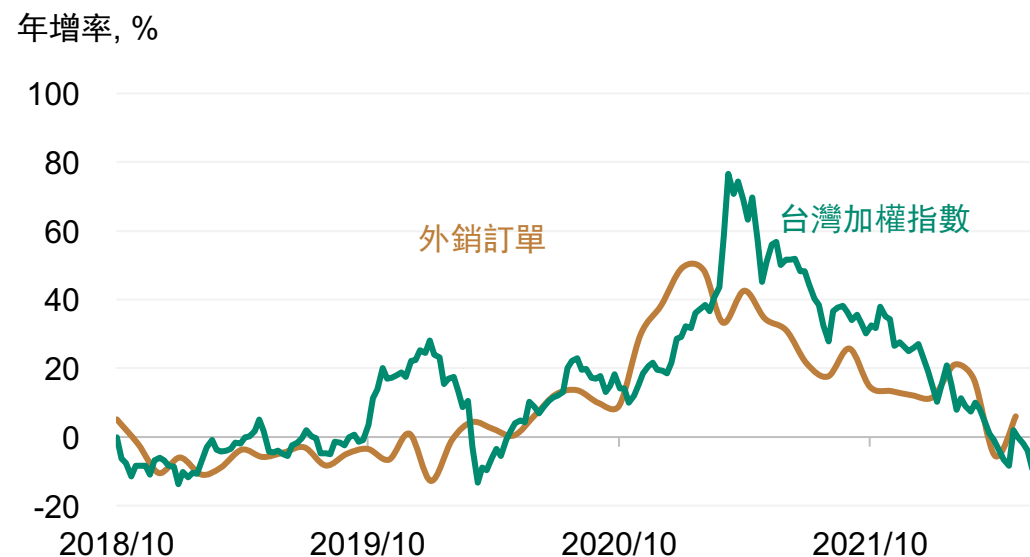
註：統計1990/2以來，標普500指數滾動10日下跌家數-上漲家數總和大於2000之交易日，指數後3個月、6個月、1年之上漲機率、最大、最小及平均漲幅。  
資料來源：Bloomberg。

## 台股 5月外銷接單回升，但電子終端應用營收普遍下滑

歐美產品消費動能趨緩，加上4、5月中國疫情封鎖措施影響，台灣外銷訂單動能降至近5年平均水準之下。電子業表現部份，手機、TV需求轉弱，相關個股營收表現低迷，且面臨庫存調整壓力；NB雖然受惠商用NB需求成長，但企業下半年可能因應經濟狀況而緊縮資本支出；在終端應用需求普遍轉弱之下，晶圓代工過去因為晶片缺貨帶來的營收榮景，到今年4Q及明年1Q也有下修的疑慮。

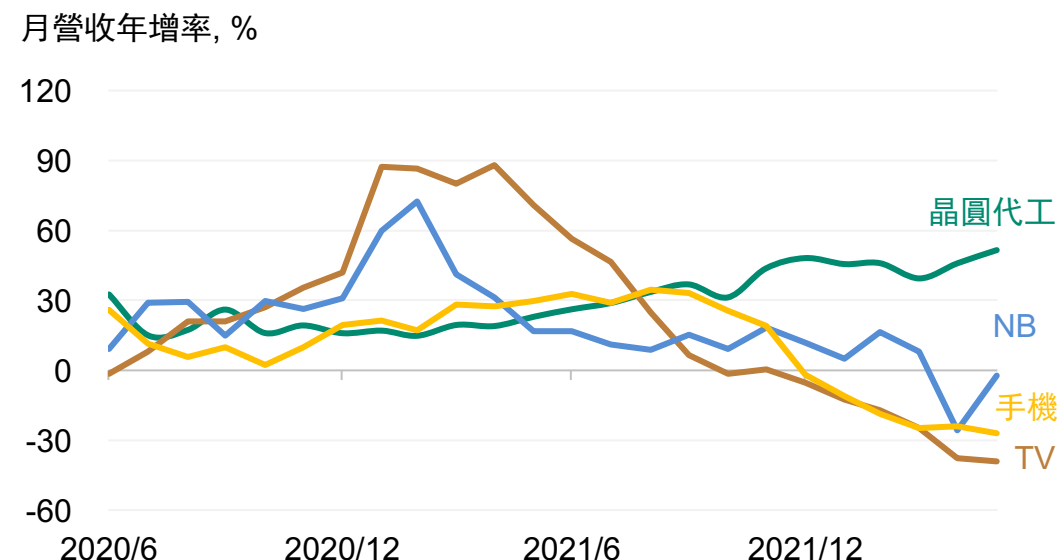
美國未來2年衰退機率上升，台股也受需求下滑衝擊，未來恐有進一步下修的風險，短期受風險氣氛好轉若有反彈機會，仍應降低持股，或以定期定額方式進場布局，等待景氣落底回升。

### 外銷接單回升，但仍處低檔



資料來源：Bloomberg。

### 終端應用普遍下滑，僅晶圓代工營收維持成長



註：取相關個股營收年增率平均值。晶圓代工取台積電、聯電、力積電、世界先進；TV取友達、群創、彩晶；NB取宏碁、華碩、仁寶；手機取PA通訊三雄穩懋、全新、宏捷科。

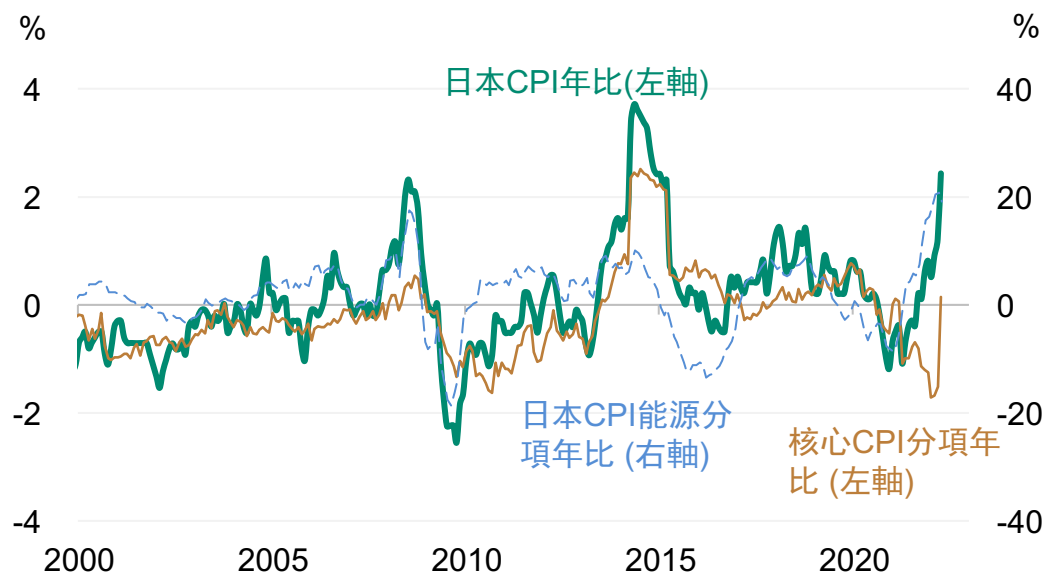
資料來源：XQ。

## 匯市 美日政策差異給予日幣壓力；台灣外銷訂單雖回升，但年比放緩趨勢尚未逆轉

日本：日本今年通膨受到進口能源價格推升來到2018年以來的高位，雖然民眾對通膨走升，日銀(日本央行)卻執意維持寬鬆有所不滿，但鑒於日銀主要關注的**核心CPI年比仍低(此亦反映出實質經濟疲弱)**，使日銀迴異於其他主要國家、續行寬鬆政策。另一方面，**今年市場風險氣氛受到聯準會鷹派、殖利率上升影響甚鉅**，不同於過往十年，此令今年日幣匯價尚難受惠風險氣氛趨避的影響，**主要隨美日利差擴大而偏弱勢**。

台幣方面，經濟部公布5月外銷訂單554.3億美元，創歷年同月新高，也是在4月終止連25紅後再度翻正，主要受惠於中國解除封城措施所致。雖然經濟部統計處預期6月外銷訂單續旺，但鑒於去年高基期影響下，年比尚難逆轉趨勢，故對台幣匯價推升動能難如過往兩年。因此，目前台幣尚難出現升值趨勢，**3Q匯價仍以偏弱區間震盪為主**，有換匯需求仍以股市反彈或月底出口商拋匯力道加強時為佳。

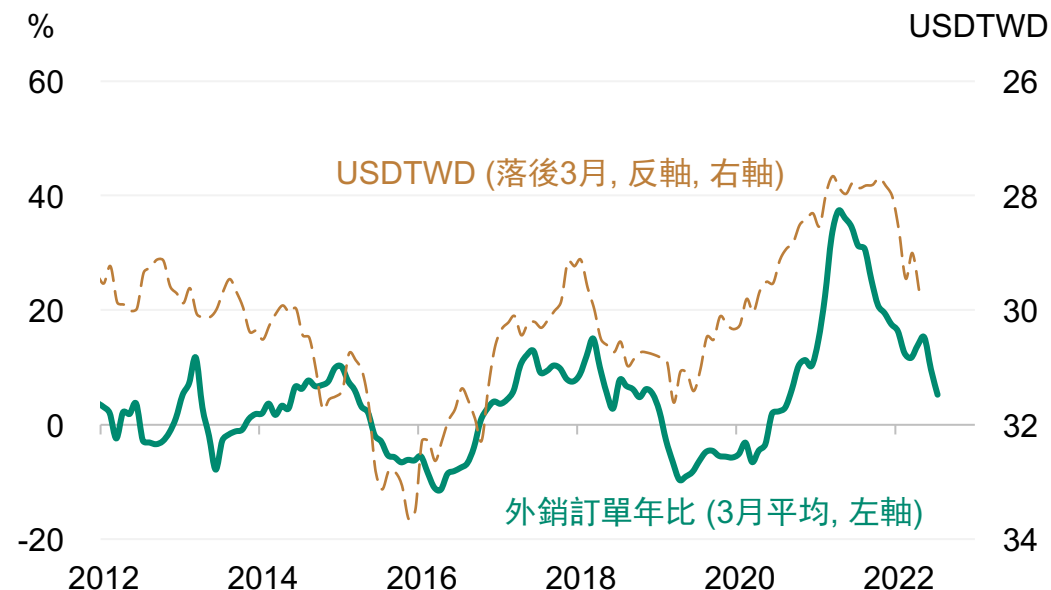
### 能源價格雖推升日本通膨，但核心通膨仍弱



註：核心核心CPI為去除生鮮、能源後的CPI。

資料來源：Bloomberg。

### 5月台灣外銷訂單較上月回升，但年比放緩趨勢未變



資料來源：Bloomberg。

# June/July 2022

<b>27</b> Monday 美國耐久財訂單 中國工業利潤	<b>28</b> Tuesday 美國諮商局消費者信心 美國20大城市房價年比	<b>29</b> Wednesday 美國1Q GDP終值 日本零售銷售	<b>30</b> Thursday 美國初領失業金人數 美國個人所得支出 中國官方製造業PMI 日本工業生產	<b>1</b> Friday 美國ISM製造業指數 日本短觀報告 台灣製造業PMI 中國財新PMI 歐盟CPI 香港休市
---------------------------------------	--	---	---	---

## 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