



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年7月15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

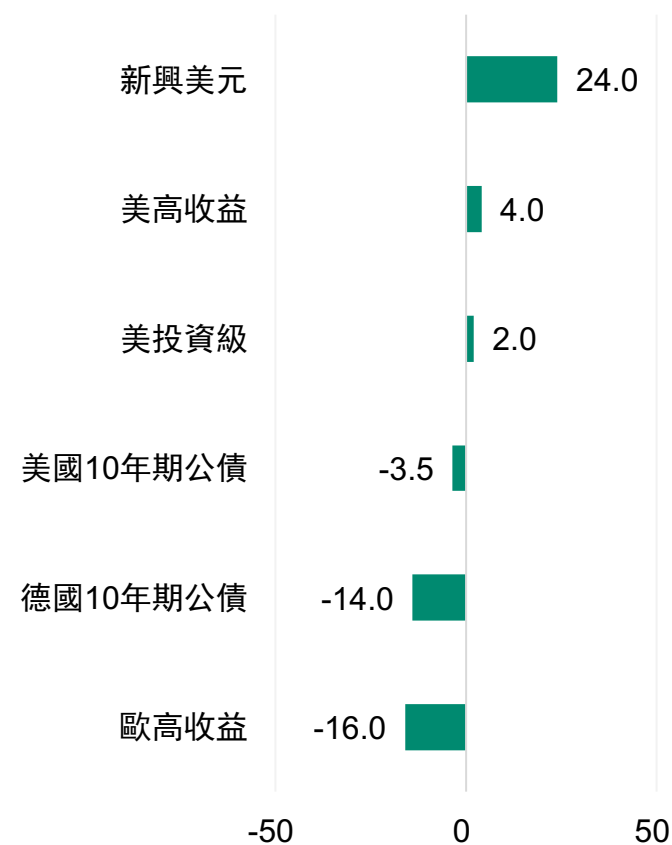
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/7/7- 2022/7/14。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 6月CPI再創新高, Fed緊縮步伐難改

6月美國消費者、生產者物價皆再度升溫, 令Fed緊縮步伐難改, 然景氣走弱, 升息預期對長率推升效果愈見有限, 顯示衰退疑慮逐漸取代利率風險成為市場焦點。

## ► 衰退疑慮升溫, 高評債拉長配置天期

參考過去長短利差倒掛之時, 往往預告長率漲勢的轉折。目前長短利差倒掛幅度來到20年來新高, 衰退疑慮升溫下, 可拉長債券布局天期, 選券高評級債券為主。

## ► 俄烏戰爭衝擊歐洲, 歐元兌美元跌至平價

歐元區受俄烏戰爭的衝擊大於美國, 在能源危機陰霾下, 通膨壓力難解, 且部分南歐國家債務壓力加大, 成為ECB貨幣正常化的制肘。因此歐元走弱除美歐利差加大外, 恐反應歐元區步入衰退的機率將更勝美國。

### 股市

由於景氣放緩, 尤其是庫存調整壓力, 將衝擊企業獲利增長。因此, 若後續企業財報優於預期, 帶動股市反彈, 仍以減碼方向看待。

### 債市

全球衰退升溫之際, 避險情緒使美元維持強勢格局, 因此選券首重資產品質, 並以美元計價標的為佳。地域選擇上, 體質較佳的成熟國家優於新興國家, 考量歐洲能源危機未解下, 成熟國家仍以美債為主。

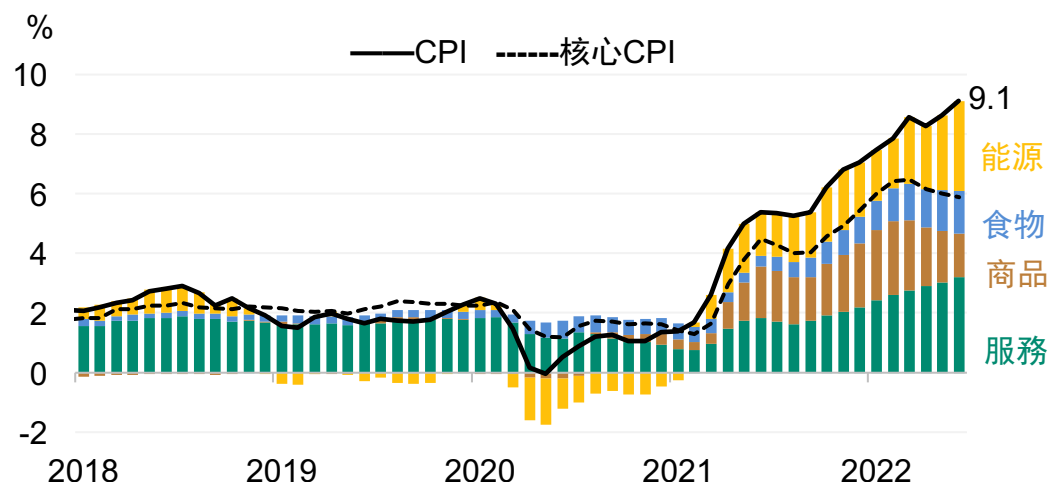
### 匯市

歐元兌美元20年來首次出現1: 1的平價局面, 且預期經濟衝擊下歐元恐仍陷弱勢格局, 主因有二, 1) Flight-to-safety有利美元, 2)除俄烏衝擊體質較弱的南歐經濟, 連30年來未曾出現貿易逆差的德國, 也首度出現貿易逆差。

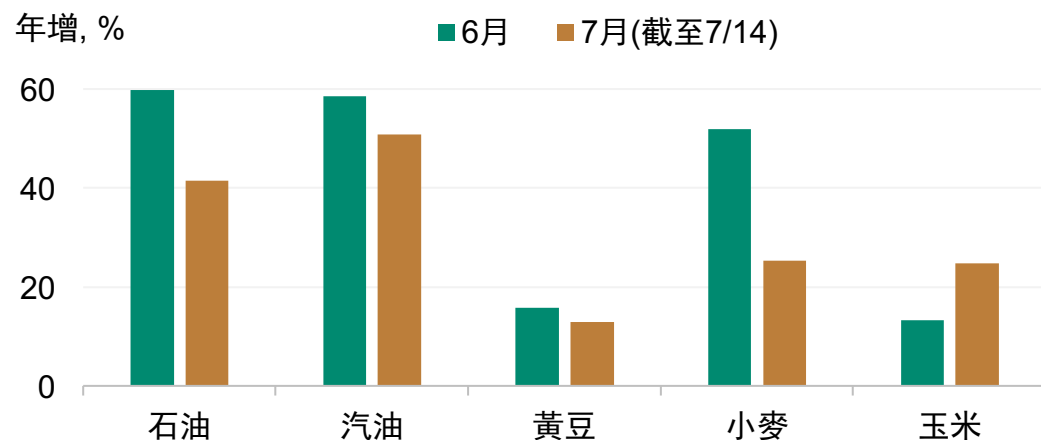


# 6月通膨再度創下新高, 油價與服務價格為主要推手; 預期下半年油、房價對通膨推升影響將先後到頂

## 6月美國CPI, 油價與服務價格仍是通膨走勢關鍵

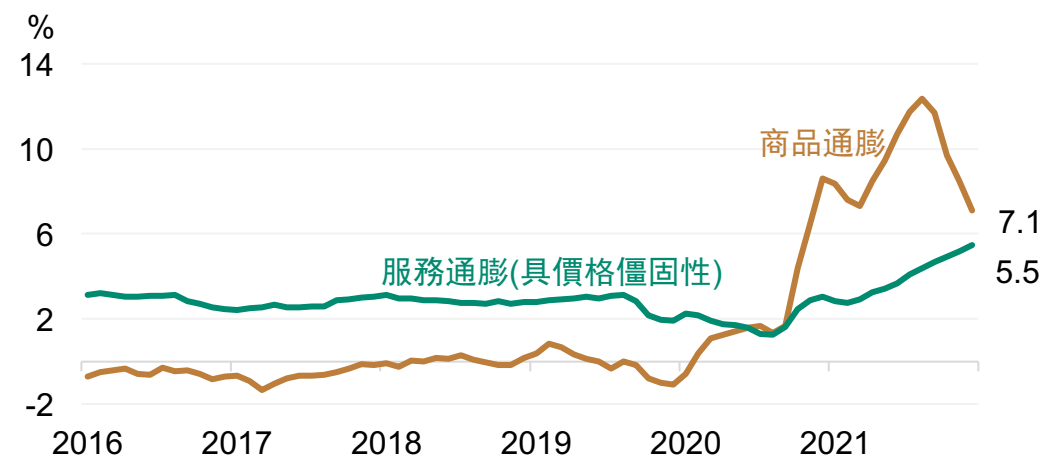


## 相關原物料價格於7月回落, 將有助通膨減壓

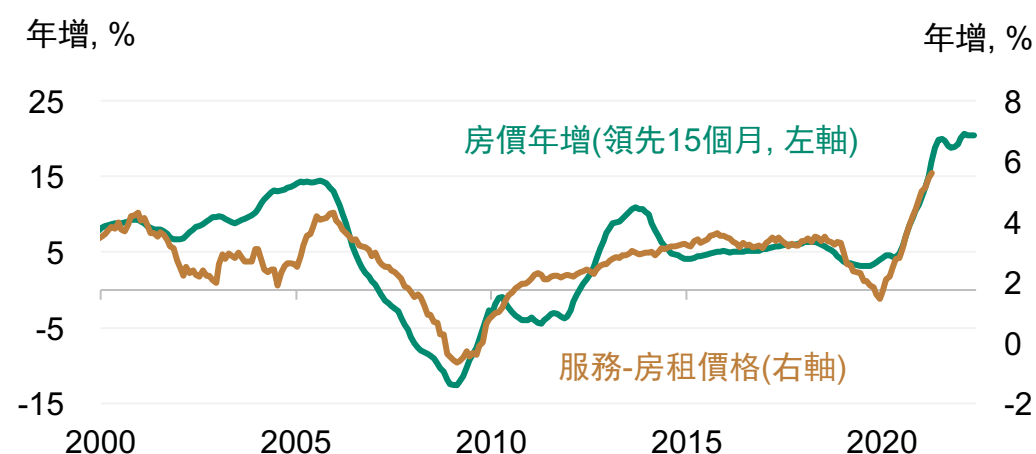


資料來源: Bloomberg。

## 解封後, 美國消費者支出由商品轉往服務, 商品通膨2月起回落



## 房貸利率快速彈升壓抑房價, 但服務類通膨回落需要時間



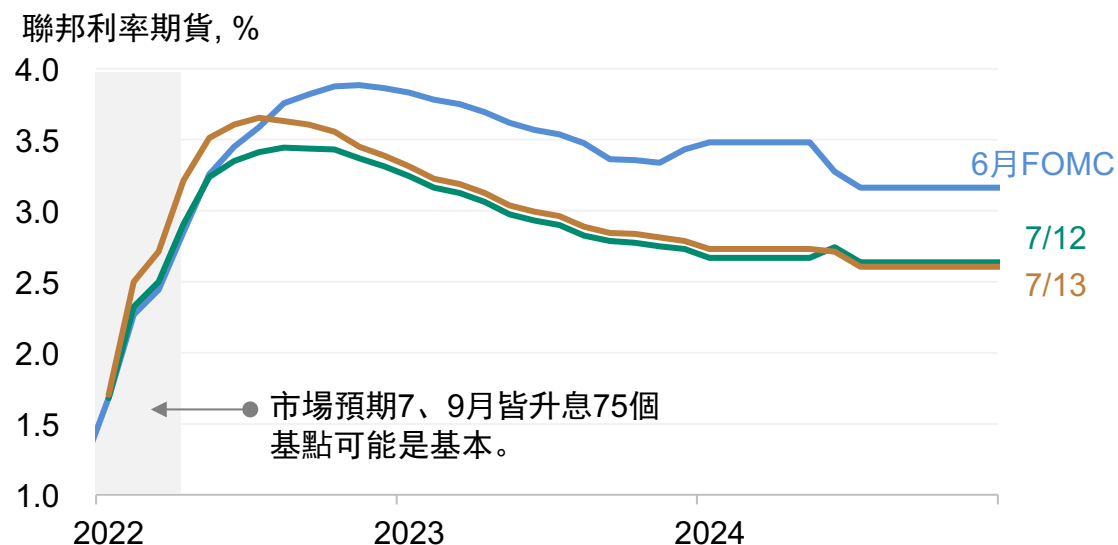
資料來源: Bloomberg。

## 高通膨及加速緊縮的預期，令長短利差倒掛幅度來到2000年以來最大，暗示衰退疑慮升溫

被視為Fed傳聲筒的Nick Timiraos在通膨數據公布後表示，Fed未來將更關注CPI，因為比起核心CPI，更能反應民眾的實際感受，暗示Fed可能加快緊縮步調。且過去偏鴿派的的亞特蘭大聯邦銀行總裁Bostic，於7/13的採訪表示對升息4碼保持開放態度，**目前市場預期7、9月皆升息75個基點可能是基本。**

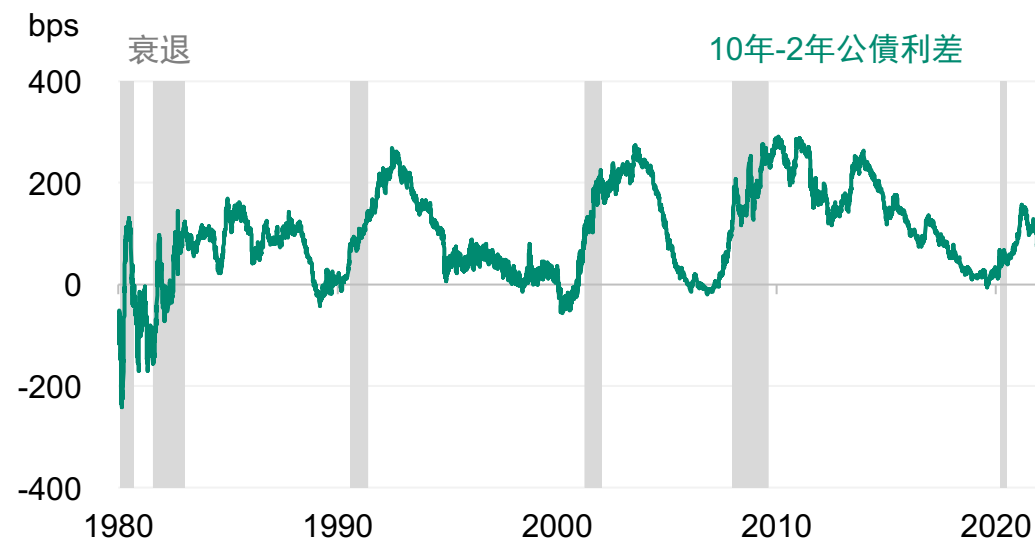
而在通膨及Fed升息步調再加快的預期下，利率期貨走勢透露更快速的升息，可能伴隨降息的時程提前，且短率受到升息預期提振，景氣壓力卻限縮長率漲幅，令被視為景氣溫度計的長短利差倒掛幅度來到20年來新高，顯示衰退風險正在升溫。

### 市場預期更快速的升息，可能伴隨降息的時程提前



資料來源：Bloomberg。

### 長短利差倒掛幅度來到2000年以來最大，衰退疑慮升溫



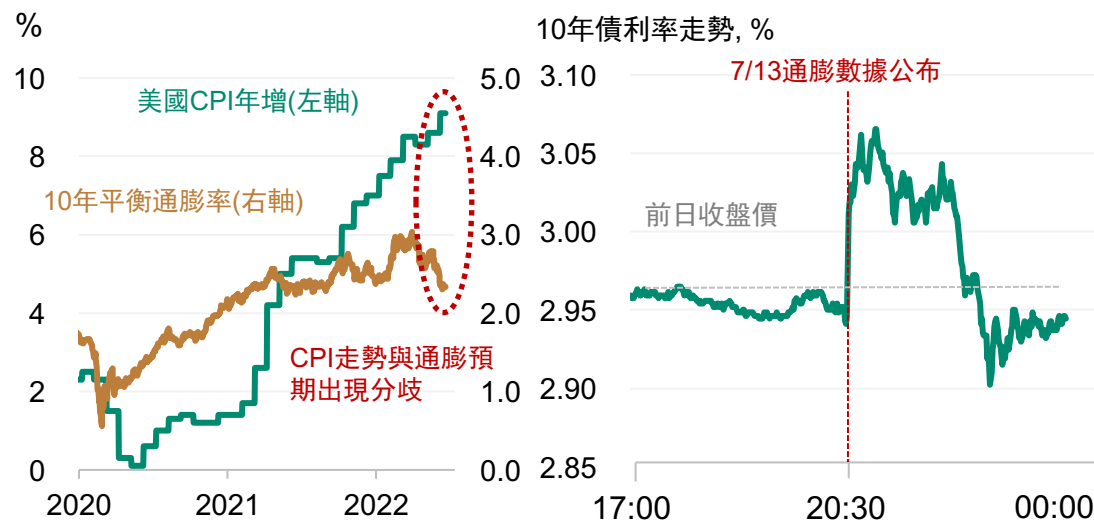
資料來源：Bloomberg。

## 衰退疑慮逐漸取代利率風險成為關注，下半年利率逢高，可拉長債券布局天期

CPI再創新高，但通膨預期卻已見頂，具有領先性經濟數據如10年減2年的利差倒掛、消費者信心大幅滑落、製造業PMI新訂單指數跌破景氣榮枯線、每週公布的首次申請失業救濟金的人數正在緩步增加，顯示**景氣衰退風險正在升高**，料將使長率震盪偏下行。

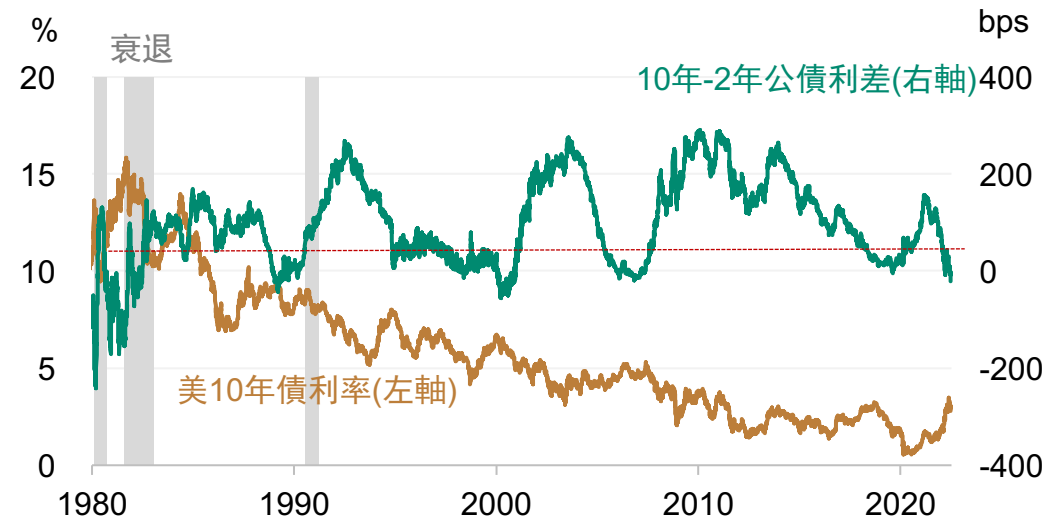
全球衰退風險升溫之際，**避險情緒使美元維持強勢格局**，因此選券首重資產品質，並以美元計價資產為佳，布局以現金流穩健的高評級債券為主。地域選擇上，體質較佳的成熟國家優於新興國家，考量歐洲能源危機未解下，成熟國家仍以美債為主。

### 市場擔憂經濟衰退更甚通膨風險



註：美債平衡通膨率為同天期公債與抗通膨債券(TIPS)兩者的殖利率差，反應通膨預期。  
資料來源：Bloomberg。

### 長短利差倒掛，往往預告長率走勢轉向



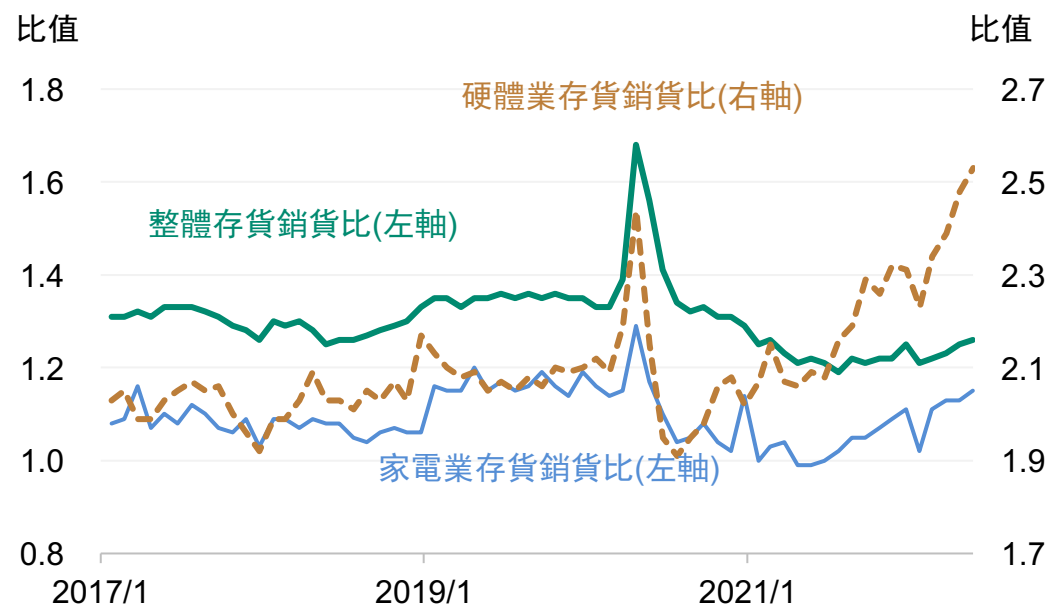
資料來源：Bloomberg。

# 美股 企業庫存調整壓力，將衝擊企業獲利

時序邁入7月中旬，標普500企業將陸續公布財報。根據Factset預估，預估2Q企業財報僅成長4.1%，可望創下2020年4Q以來最低增速。此外，由於通膨與薪資壓力逐步浮現，使得不少企業紛紛下修財報預期，尤其，2023年的企業獲利下修幅度更高於今年。

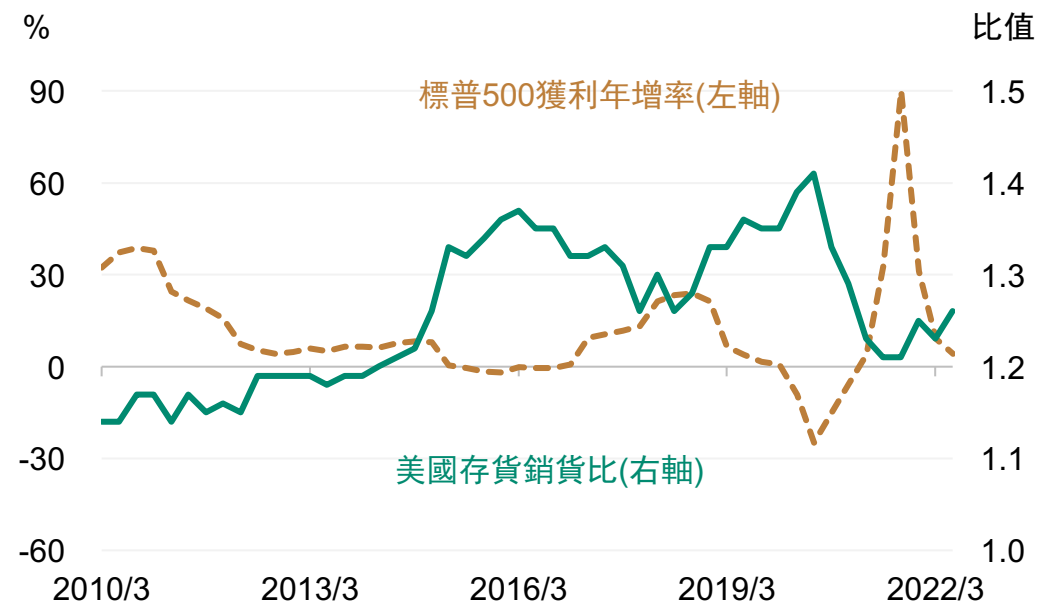
展望後市，由於景氣放緩壓力持續升溫，尤其是庫存調整壓力，將衝擊企業獲利增長。因此，若後續企業財報優於預期，帶動股市反彈，仍以減碼方向看待。

景氣放緩，各產業庫存壓力浮現



資料來源：Bloomberg。

庫存調整壓力，衝擊企業獲利



資料來源：Bloomberg。

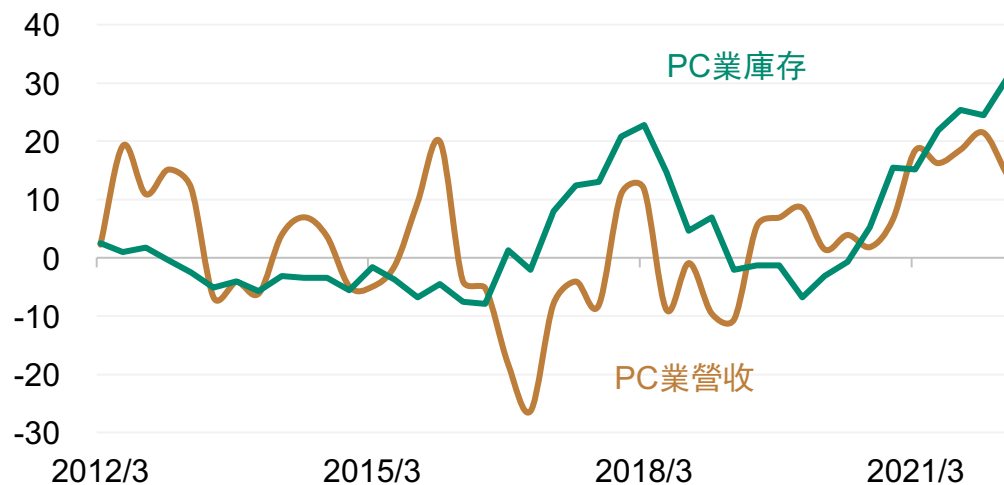
## 科技 電子產品需求弱，產業進入庫存調整期

台積電法說優於預期，不過總裁魏哲家表示，電子業面臨經濟環境不明、需求下滑的影響，已開始進行庫存調整，**需要幾季的時間才能調整完畢，預估大約在2023年上半年告一段落**。過去兩年數位轉型對於消費電子、筆電的採購潮結束，接下來需求將明顯回落，宏碁董事長陳俊聖也強調，庫存問題的長鞭效應，將逐漸影響到上游的半導體業。

**整體科技業因評價下調而大跌，營收又面臨需求急凍的衝擊，而進入庫存調整期，景氣尚未落底，股價即使近期由低點反彈，恐仍將面臨較長盤整期，建議仍應逢高調節，降低持股部位。**

### 需求急凍，PC業庫存問題惡化

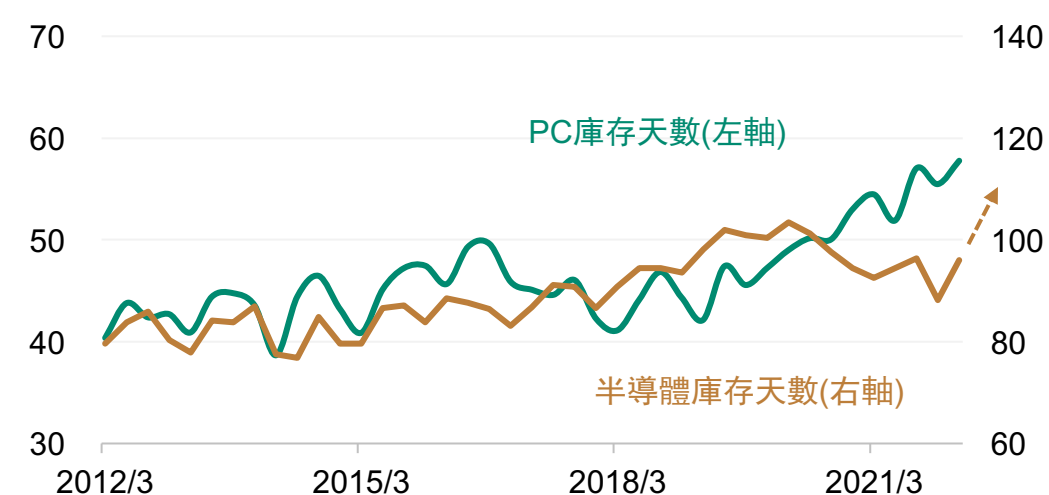
年增率，%



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

### 庫存問題的長鞭效應將蔓延至上游半導體業

天



註：PC業採用Bloomberg Global Computer Competitive Peers，半導體業採用Bloomberg Global Semiconductors Top Peers。  
資料來源：Bloomberg。



# 台股 國安基金進場提振投資信心

歷史上國安基金共有7次進場護盤紀錄，每當有國內、外重大事件、或國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心時，就可召開會議，採取必要措施，以穩定國內股市。過去經驗通常是台股跌到十年線附近時，國安基金就會出手，不過這次台股雖然未曾跌到十年線位置，但是前瞻本益比卻跌破10倍水準，顯見在外資落跑、利率上揚的壓力下，台股投資人的信心確實已經如玻璃碎滿地。

但是在護盤消息大漲之後，台灣科技股的庫存問題仍難解，且美國經濟衰退的陰影下，未來企業仍有下修壓力，因此台股的景氣低點仍沒有到，股市宜拉長布局時間，避免隨國安基金大舉進場，然後又套在高點。

台股本益比跌至金融海嘯以來低點



資料來源：Bloomberg。

國安基金護盤台股效益有限

進場時間	事件	後1月%	後3月%	後6月%	美股後6月%
2000/3	第一次政黨輪替	2.1	1.9	-17.6	0.5
2000/10	網際網路泡沫	-8.4	-19.7	-8.7	-19.7
2004/5	319槍擊案	-4.5	-3.7	3.6	7.5
2008/9	金融海嘯	-17.4	-21.4	-15.5	-36.7
2011/12	歐債危機	11.2	20.7	9.2	9.4
2015/8	中國經濟硬著陸疑慮	5.8	9.4	7.9	3.3
2020/3	新冠疫情	14.6	25.1	38.6	42.4
上漲機率		57.1	57.1	57.1	71.4
平均漲幅		0.5	1.8	2.5	1.0

資料來源：Bloomberg。

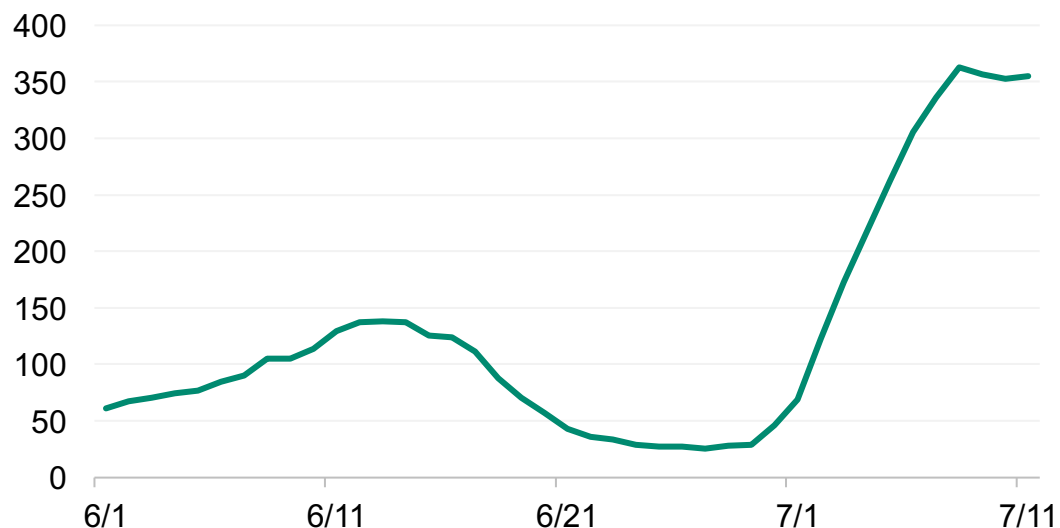
## 中國 疫情與斷供風波增添市場震盪，基本面復甦支撐A股上行

斷供事件：近期在河南、湖北等地爆出預售屋屋主停繳貸款事件，據券商估計，潛在影響金額恐逾5000億人民幣。停貸規模有限，在政府居中協調之下，估計不致演變成系統性金融風險，但民眾對房屋市場的信心恐進一步惡化。建商受到三條紅線影響，資金面仍然吃緊，房市復甦進程與對經濟的提振效果將不若過往，也增添股票市場震盪幅度。

A股：停貸事件的爆發，加上疫情的風險升溫，短線A股走勢以震盪盤整為主。基本面看來，6月經濟修復狀況良好，新增社融的總量超出預期，結構上也有改善，人民幣中長期貸款的底部拐點可能浮現，加上市場流動性仍保持寬裕。**整體而言，基本面復甦有助A股維持偏多走勢，但往年底靠近，全球的景氣衰退疑慮仍有可能衝擊市場，操作以波段行情為主。**

### 7月中國新增確診人數上升

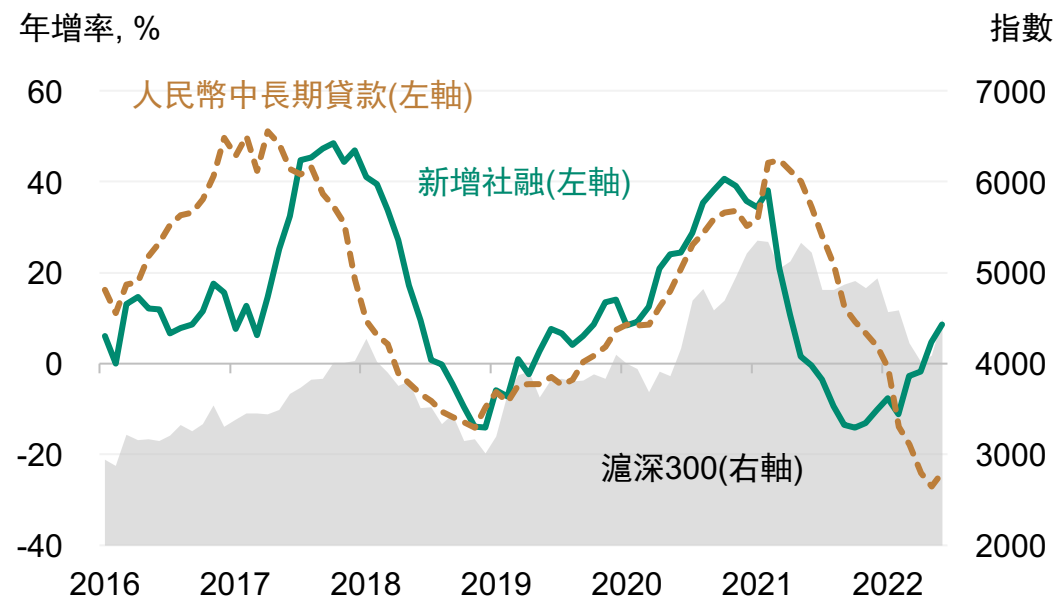
新增本土確診+無症狀感染者



註：新增確診人數為7日移動平均。

資料來源：Wind。

### 6月新增社融總量與結構都明顯改善



註：新增社融與中長期人民幣貸款取12個月累加後的年增率。

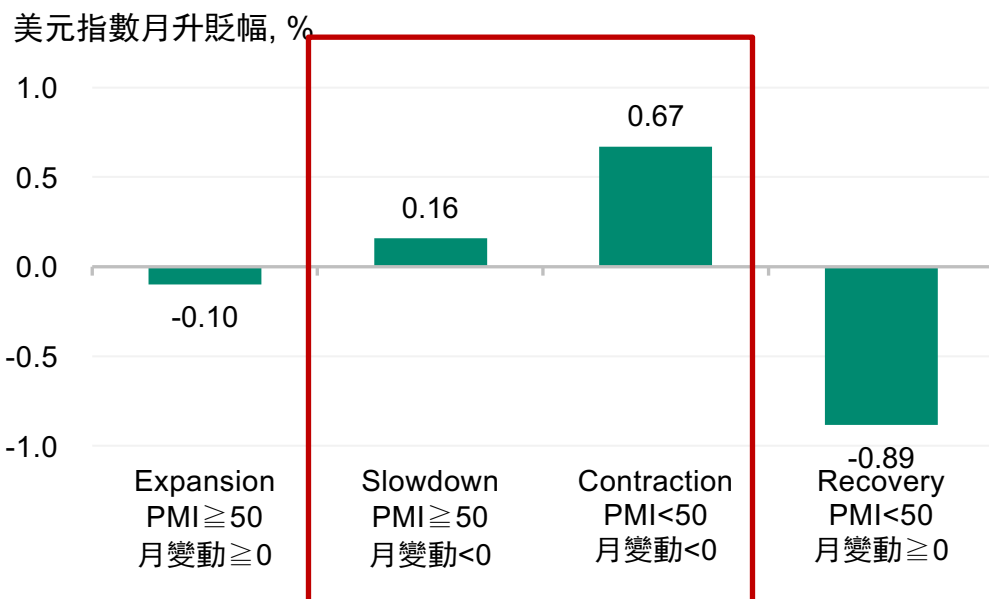
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

# 匯市 俄烏戰爭影響未歇，貿易大國—德國出現久違的貿易帳逆差，歐元仍陷弱勢

美元多頭尚未逆轉，即歐元仍舊陷於弱勢格局，原因有二：

- 1) **Flight-to-safety有利美元**：即便美國公布6月非農就業數據仍舊良好，但在升息、高通膨效應下，美國經濟恐難避免進一步下行。而依據過往20年統計，景氣下行時有利推升美元避險需求，也令目前美元指數多頭格局尚未有逆轉的跡象。
- 2) **俄烏戰爭拖累歐元**：俄烏戰爭除對體質較弱的南歐經濟，連30年來未曾出現貿易逆差的貿易大國—德國，也因為能源供應危機及原材料上漲，導致德國出現30年來首度貿易逆差，而德國央行也將2022年GDP增長預期從4.2%下調至1.9%，**經濟衝擊下歐元恐仍陷弱勢格局。**

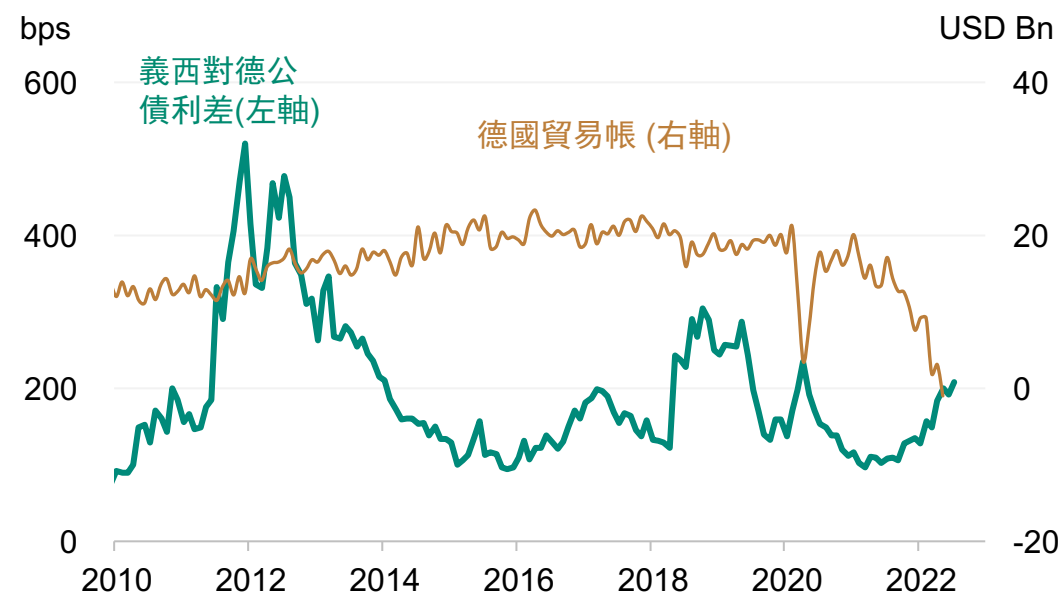
## 景氣下行趨勢未變，仍舊有利美元走勢



註：統計ISM PMI，期間2000年-2022/6。

資料來源：Bloomberg。

## 俄烏戰爭除衝擊南歐金融市場，也拖累德國貿易表現



資料來源：Bloomberg。

July 2022

18 Monday	19 Tuesday	20 Wednesday	21 Thursday	22 Friday
美國NAHB房屋市場指數 日本休市	美國新屋開工 英國ILO失業率 歐元區CPI	美國MBA 貸款申請指數 美國成屋銷售 歐元區消費信心 英國CPI 台灣出口訂單	美國初領失業金人數 美國領先指數 日本貿易收支 日本工具機訂單 歐元區主要再融資利率	美國Markit製造業PMI 英國GfK消費者信心指數 台灣失業率 日本CPI 日本製造業PMI 德國製造業PMI 歐元區製造業PMI

## 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