



國泰世華銀行
Cathay United Bank

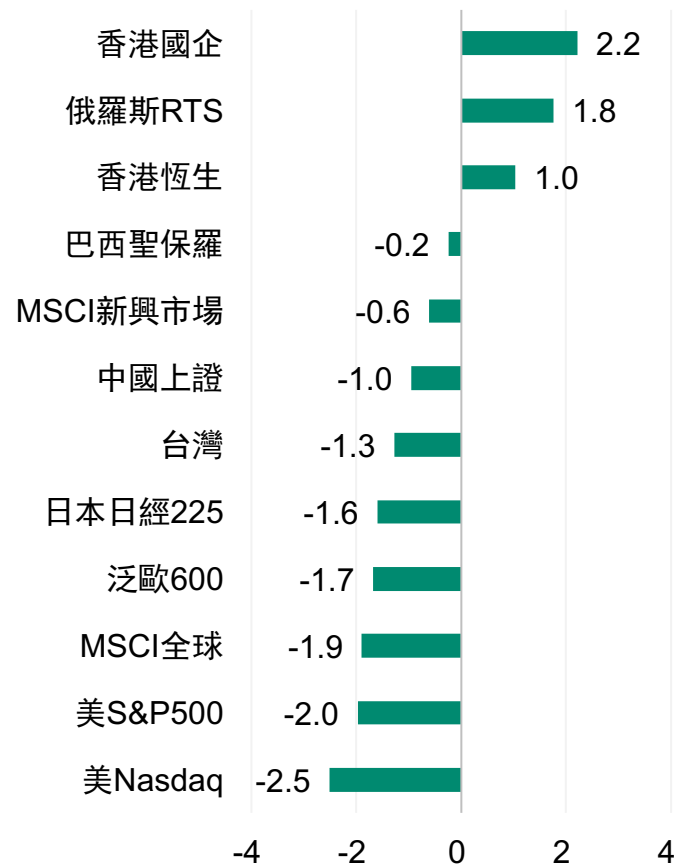
2022年8月26日

投資研究週報

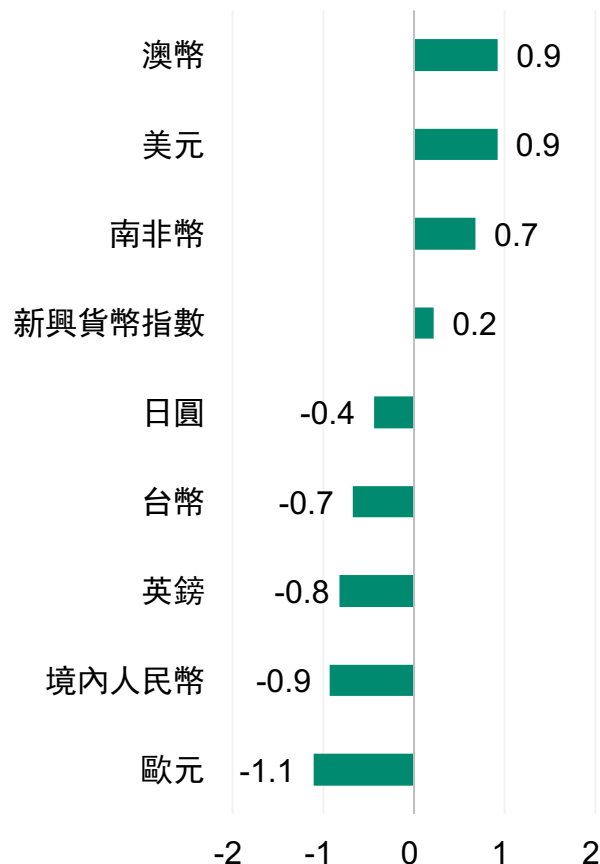
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

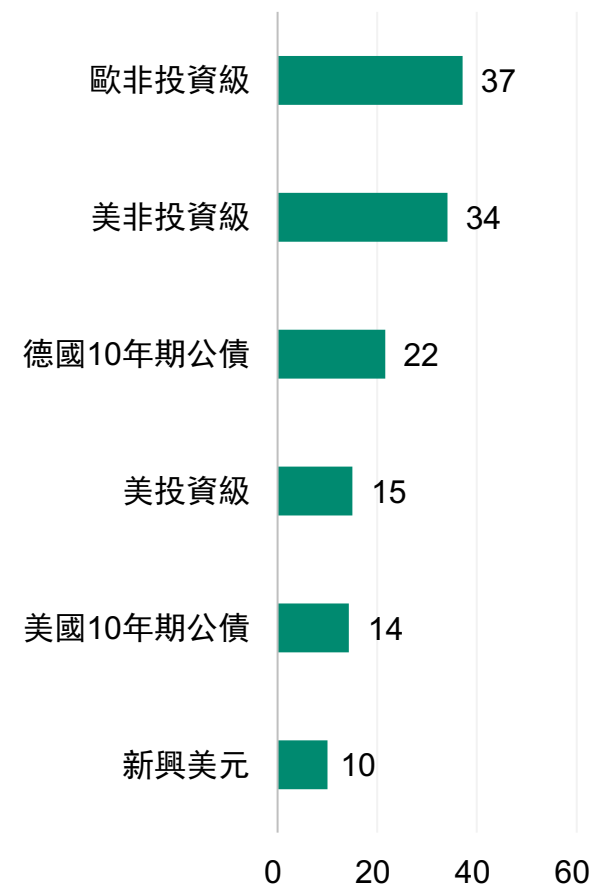
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/8/18-25。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 異常天氣衝擊發電，中、歐經濟前景蒙塵

歐洲面臨500年來最嚴重乾旱，**水源不足衝擊核電**，令原已面臨**俄國斷氣危機**的歐洲再受重擊。無獨有偶，**川渝大旱**衝擊長江流域的各省用電，也使今年利空不斷的中國經濟前景難明。

► 美國消費也有隱憂，IMF下修全球經濟展望

全球景氣依舊趨緩，除俄烏戰爭外，**中國**年中來封城、爛尾樓、限電等利空不斷，並衝擊連動較深且深陷能源衝擊的**歐洲**經濟，中、歐經濟難言樂觀。**美國**消費則難擺脫升息、物價排擠效果，景氣亦趨於放緩。

► 通膨略緩但暫難回低位，聯準會“緩而未鬆”

油價回落、供應鏈好轉、房市降溫等皆有利通膨降溫。然，但目前美國景氣未見大幅惡化下，通膨降至2%仍需較長時間，**聯準會政策步調“緩而未鬆”**下，雖不至重蹈上半年過度緊縮的恐慌，但仍限縮股市資金動能。

股市

自從7月鮑爾話鋒略鬆、通膨數據回落後，市場緊繃情緒受到安撫，股市持續回升。惟現處廠商去庫存、資金面收水的階段，**盤勢難見V轉，反覆橫盤整理機率較高**，年線一帶反壓較大，可適度調節，待拉回再布局**龍頭股**。

債市

聯準會仍在升息階段，並維持“緩而未鬆”的政策步調，但**推升公債殖利率的兩項因素—景氣與通膨的高位已過**，且長短利差反轉也意味景氣循環步入後期。故債券雖無需追價買進，但當聯準會官員談話或數據推升殖利率，不失為**逢高分批布建**的時機。

匯市

聯準會“緩而未鬆”，人民幣貶值增添台幣額外貶值壓力，惟央行勉力降低匯市波動，且國內尚無美元流動性匱乏擔憂，故**台幣弱勢緩貶未變**，但不至出現失序急貶的窘境。新興匯市方面，土耳其、阿根廷通膨難抑，**高通膨的新興國家匯市前景黯淡**，所幸外溢效果不大。

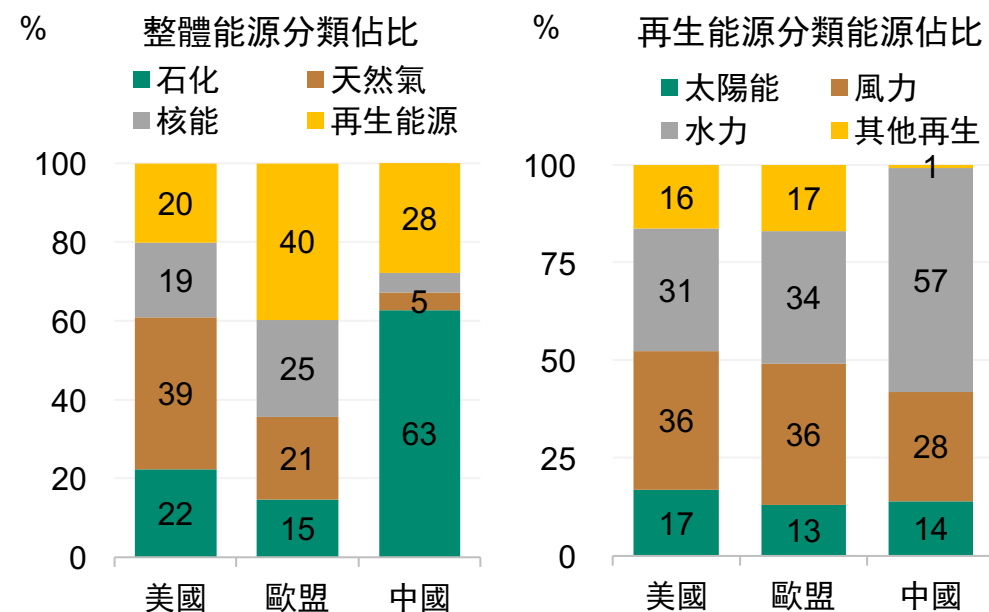
異常氣候掀起能源供給隱憂，“能源不確定性”持續推升歐洲天然氣價格

歐洲能源危機的背景：年初以來，由於**烏俄衝突導致能源價格飆漲**，近期更因為氣候異常，歐洲面臨500年來最嚴重乾旱，主要河道水位大幅下降，其衝突可能不僅是糧食危機，更因為**水源不足導致核電也受到影響**，尤其法國核電佔自身能源供給高達41%，其他倚靠法國核電國家也受到波及。

能源不確定性仍推升天然氣報價：雖然歐盟執委會於7月時敦促歐盟各國，在後數月將天然氣需求量減少15%，填充天然氣儲槽，並建立供應緩衝儲備，避免俄羅斯的「勒索」；但另一方面，俄羅斯則以維修為由，將於**本月底暫停北溪天然氣管線數天供應作業**，此為今年夏天的第2次斷供。

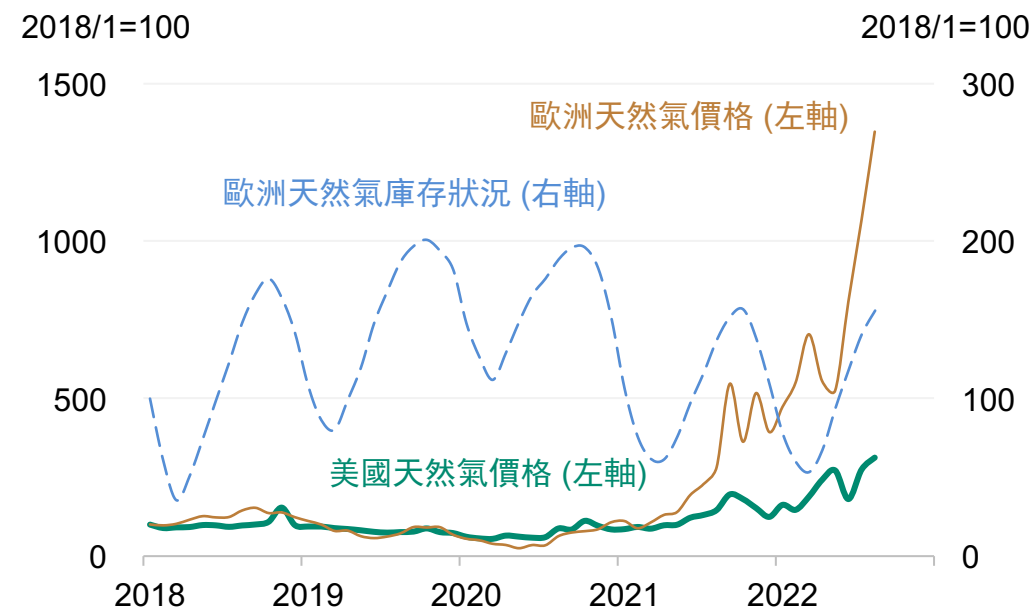
歐洲天然氣庫存雖有所回升，但**歐洲能源可靠性受到挑戰**，**不確定性令歐洲能源報價難降**，衝擊歐洲各方面經濟活動。

美歐中整體能源與再生能源細項佔比



資料來源：歐盟。

歐洲天然氣庫存雖有回升，但能源不確定性仍推升報價



資料來源：Bloomberg。

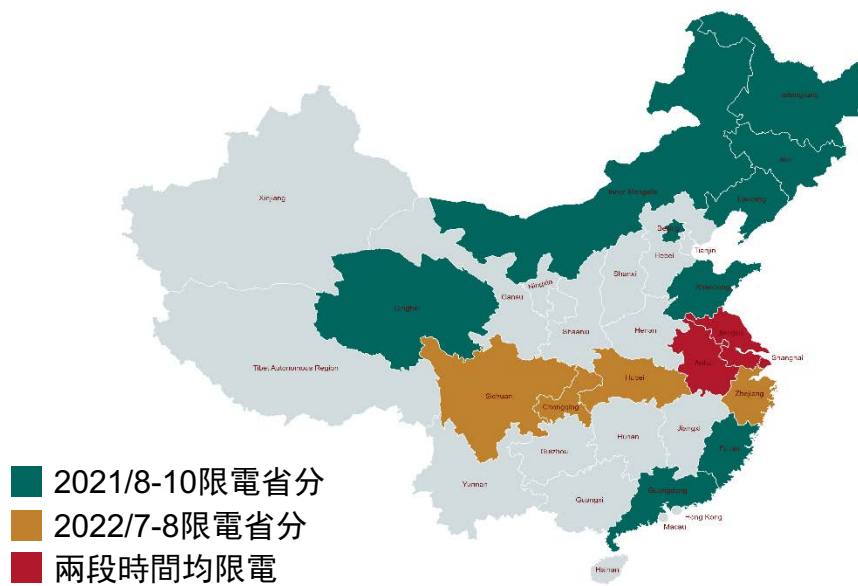
限電衝擊川渝但影響應不若能耗雙控，對已偏弱的經濟再添逆風，更仰賴官方政策托底

限電原因：今年夏季由於罕見高溫氣候，導致中國民眾與服務業用電需求上升，居民用電量大增2成以上。在供給面，四川等西南地區的降雨量已降至歷史低位，水力發電又占了四川發電總量的8成，因此近期川渝地區乃至長江中下游皆出現限電措施。

影響程度：相較去年秋季能耗雙控，本次影響應相對輕微，因：1) 水電集中在長江流域，除四川重慶之外，限電規模與時間不比去年；2) 火力發電仍是主要供電來源，佔全國約7成，目前煤炭庫存良好，火力發電量明顯上揚；3) 李克強於24日常務會議發布19項政策，包括政策性金融工具增加逾3000億、支持中央發電企業發行2000億債券、動用中央預備費100億以支持「抗旱保秋糧」，也滿足市場對財政發力的期待。

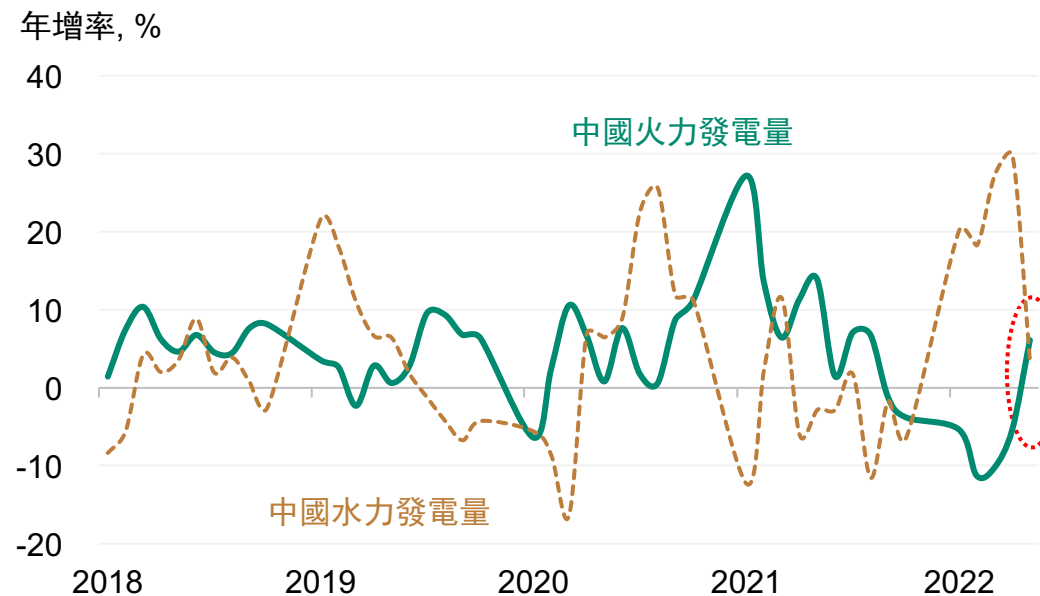
綜上所述，短期對以川渝為主的企業，尤其中上游影響較大，而下月公布的總經數據也恐有壓，後續仍待官方政策發力托底。

2021年與2022年限電省分比較



資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

中國水力發電量快速下滑，但火力發電回穩



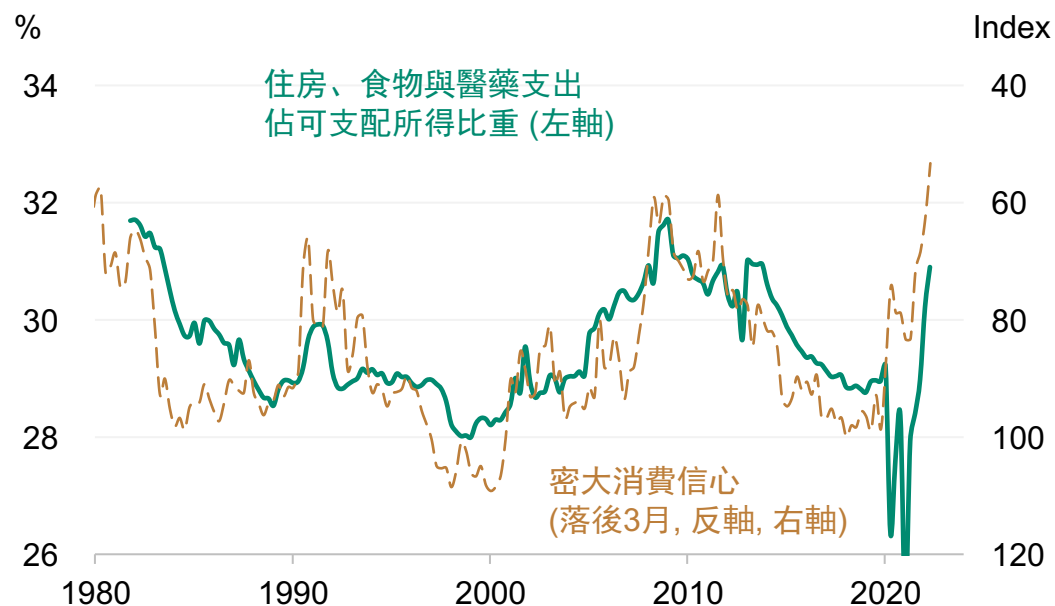
資料來源：Wind。

高通膨壓縮消費信心，美國消費恐難再為頂梁大柱；IMF下修今、明兩年經濟增長展望

美國消費恐難再為頂梁大柱：可觀察到過往每當住房、食物與醫藥支出等必要性支出大增時，將直接排擠各項較次要的消費需求，同時壓縮整體消費信心，**恐增添後續消費旺季不旺的疑慮。**

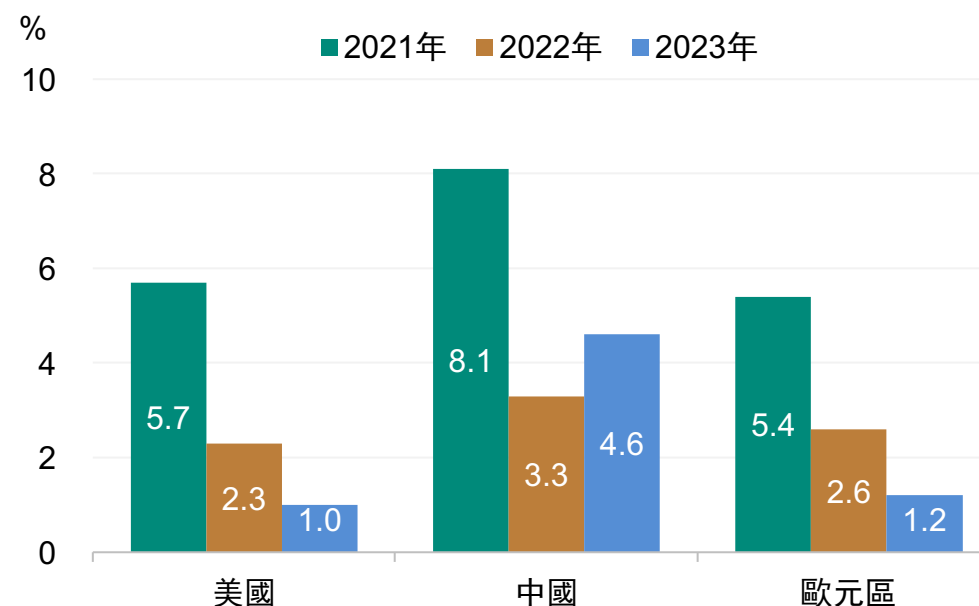
小結：美、中、歐三大經濟體同時出現放緩跡象，令**IMF持續下修今、明兩年經濟增長展望**，去年全球經濟同步高增長的情況，今、明兩年將難以復見。

高通膨壓縮消費信心，美國消費恐難再為頂梁大柱



資料來源：Bloomberg。

IMF持續下修今、明兩年經濟增長展望



資料來源：IMF。

通膨難快速降至2%，聯準會“緩而未鬆”，雖不至重蹈過度緊縮的恐慌，但仍限縮股市資金動能

1. 雖然美國GDP連兩季萎縮，符合「技術性衰退」定義，但美國前財政部長桑默斯則認為現在美國經濟還未步入衰退，但基於壓低高通膨的難度，未來18個月步入衰退機率仍相當高。
2. 另一方面，基於追求通膨回到目標，並同時維護經濟僅溫和放緩的政策立場，聯準會將需花費更長時間才能讓通膨緩步回到2%的目標水準。雖然前財長與聯準會間論戰不斷，但可確定的是，通膨尚難快速降溫，因此聯準會仍將維持“緩而未鬆”的步調，雖不至於重蹈上半年過度緊縮的恐慌，但仍限縮股市資金動能，Fed賣權依舊缺席。

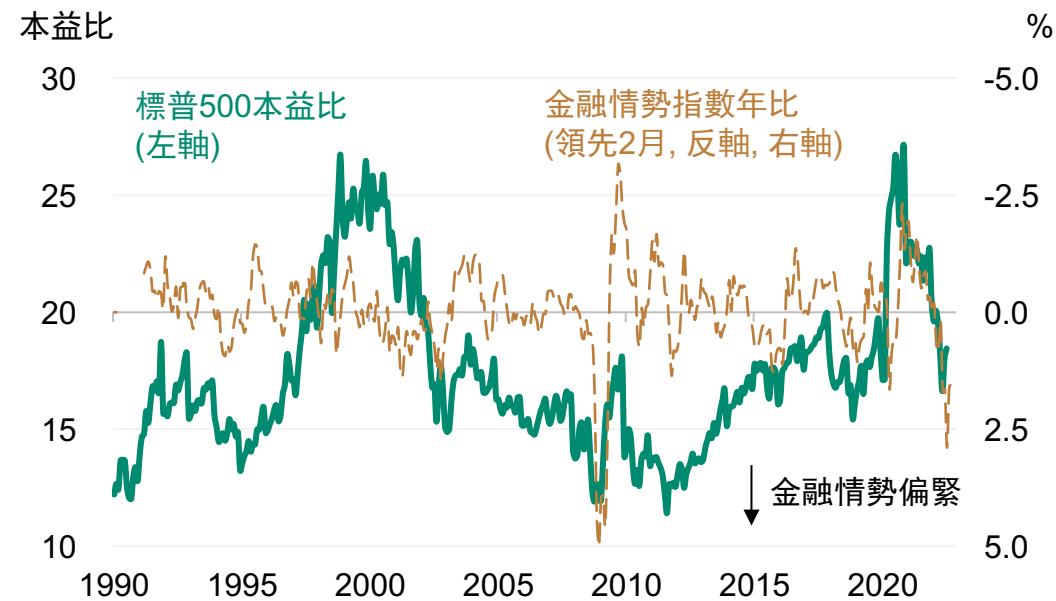
綜前所述，1)經濟增長格局放緩，2)資金面對股市等風險資產侷限仍在，因此市場波動性易升難降，大盤不易V轉而上，操作仍宜避免追高。

景氣現況尚不足以令通膨快速降溫



資料來源：Bloomberg, FOMC。

聯準會“緩而未鬆”，資金面尚不易大幅拉抬股市評價



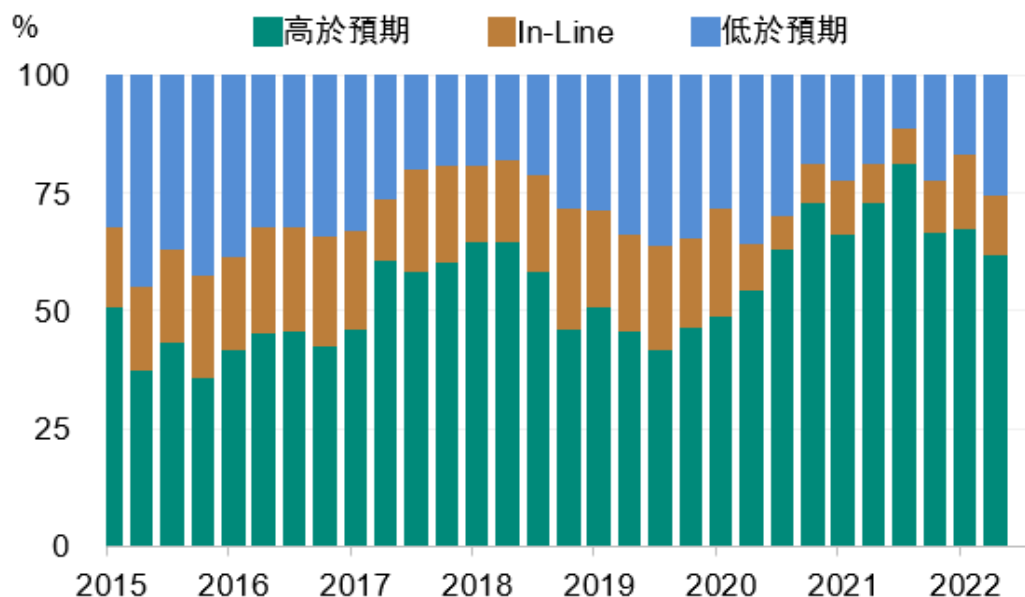
資料來源：Bloomberg。

股市：雖然整體企業營收尚不易扭轉趨勢，但可利用市場恐慌拉回時，長線布局龍頭股

現階段雖然部分券商已開始對企業獲利展望進行下修，但隨景氣趨緩，企業獲利優於券商預期的難度恐有增無減，後續仰賴財報季企業利多全面性拉抬企業股價的難度恐將更高。

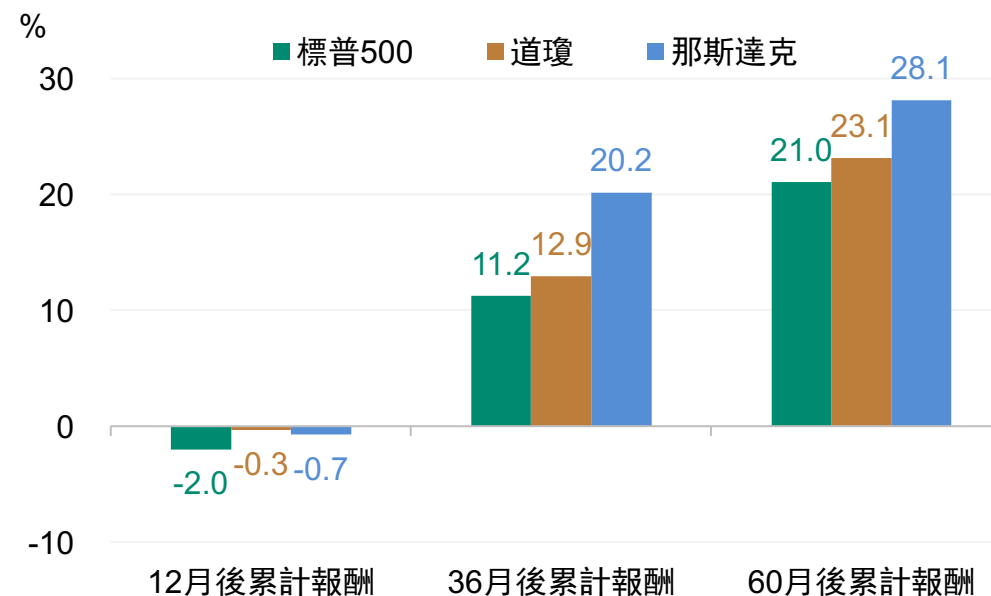
然，目前評價回調深度已來到5年平均的水準，價位雖非便宜，但已經較為合理。因此，缺乏央行護盤下，**下半年後續市場不乏恐慌、急挫的機會，長線而言則是布局大型龍頭股的良機。**

企業營收優於預期的比例持續下降趨勢



資料來源：Bloomberg。

統計1991年以來，市場情緒恐慌後的美股平均表現



註：定義市場恐慌為VIX升至28.5之上。

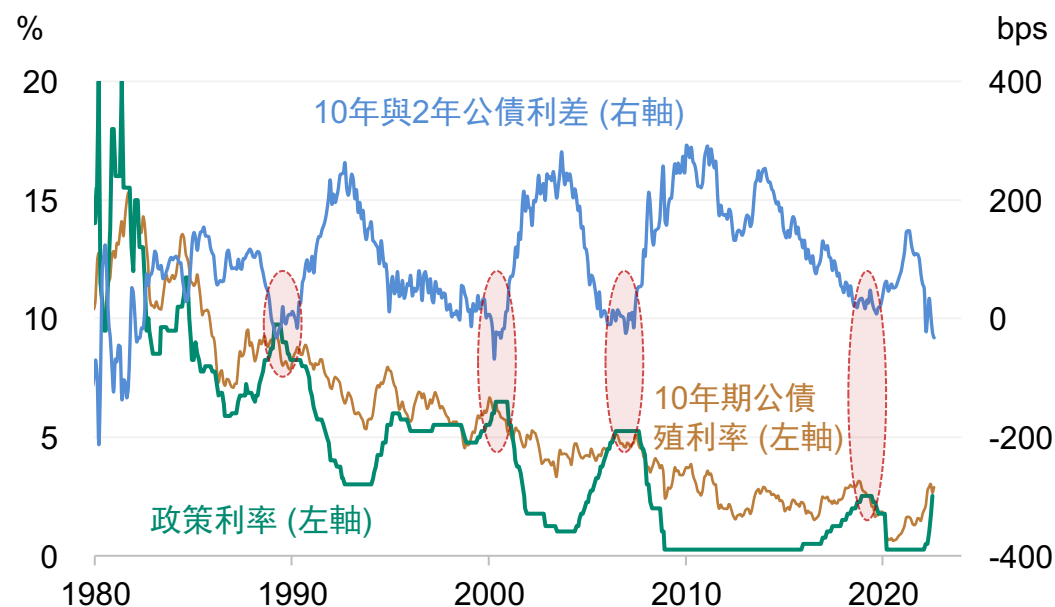
資料來源：Bloomberg。

債市：景氣尚未陷入衰退，聯準會態度“緩而未鬆”，長債殖利率震盪盤頭，但後市將漸偏向下行

短線：景氣未臻衰退，總經數據尚未全面下行，聯準會態度雖然略有微調，但“緩而未鬆”仍是基調，因此短線容易隨數據優於預期、聯準會官員鷹派談話而有所回升。

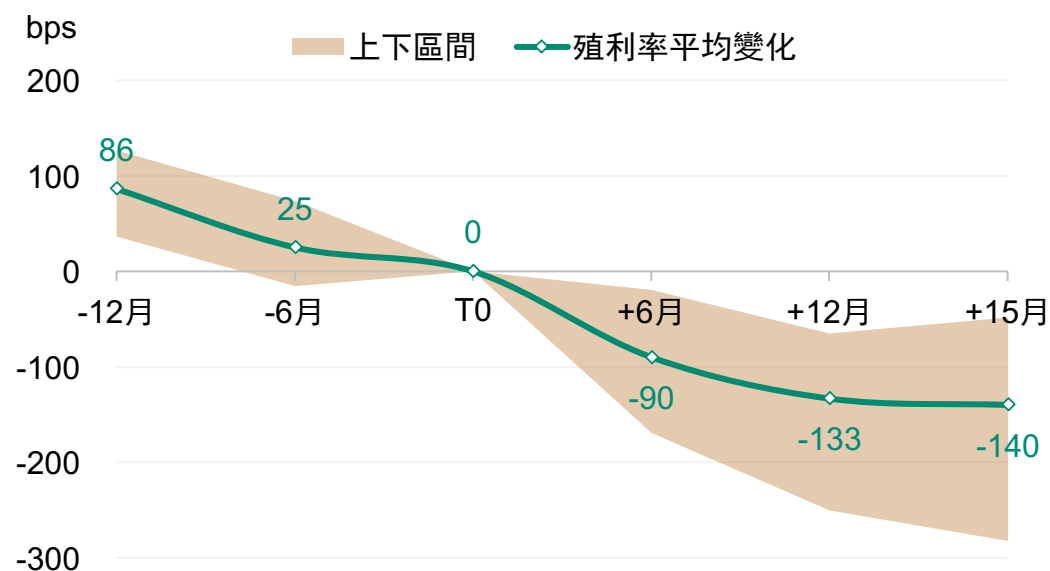
長線：但長線而言，趨勢隨時間將逐漸往下。觀察1984年後，當升息屆頂前後，殖利率上下方波動區間逐漸轉變。故越往年底，長天期公債殖利率頭部形成轉向下行的機率越升高。操作上，下半年可逐步布建長債，或拉長既有債券部位的存續期間 (duration)。

每當長短利差趨平甚至反轉，往往諭示升息步入後期



資料來源：Bloomberg。

統計1984年後，升息到頂前後，10年期公債殖利率變化

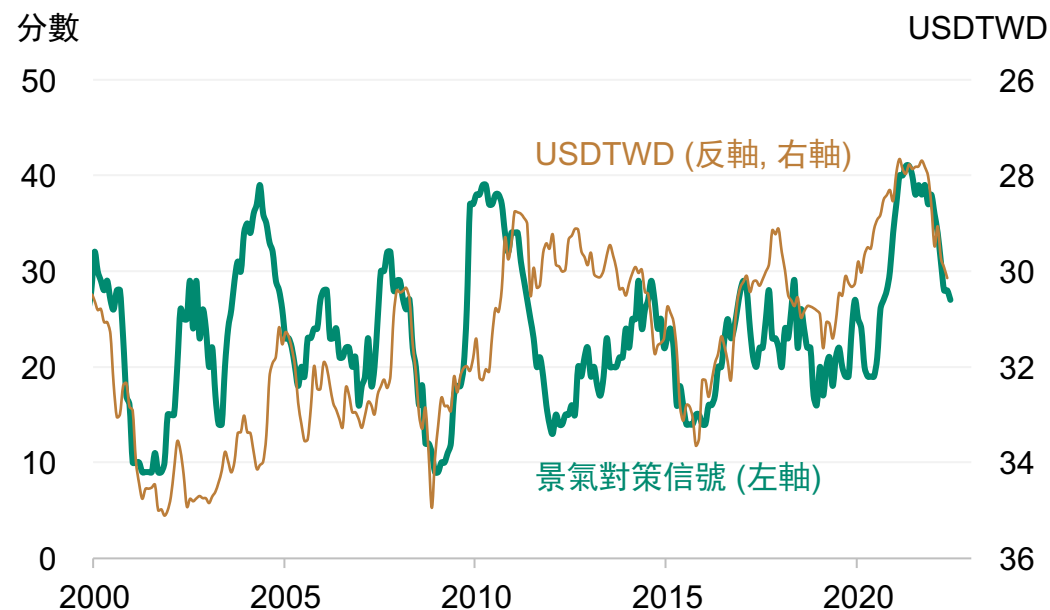


註：T0表升息到頂。
資料來源：Bloomberg。

匯市：台灣自身景氣仍疲，人民幣貶值增添台幣壓力，台幣延續弱勢格局

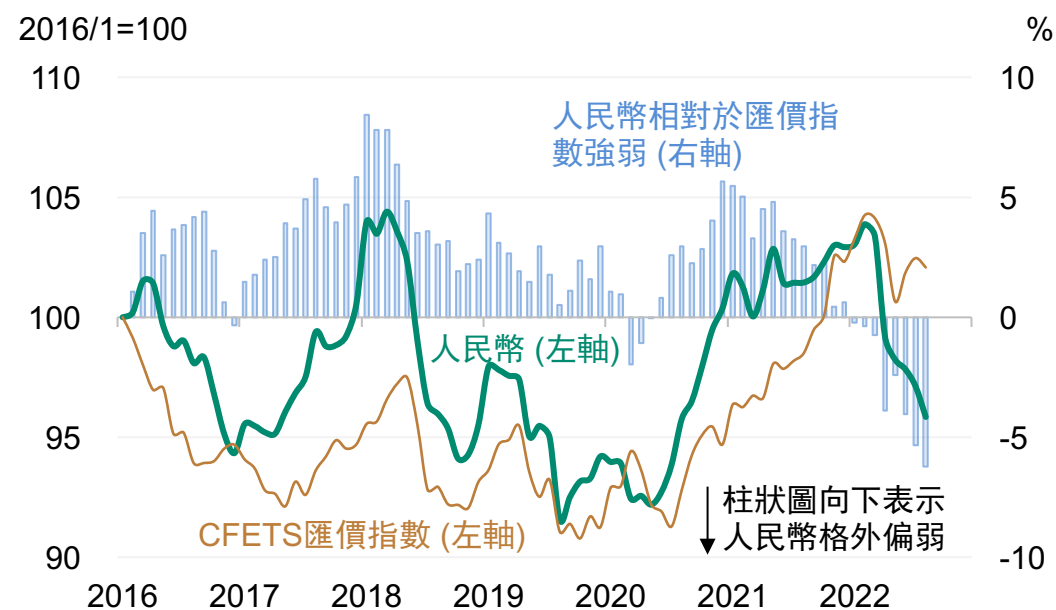
1. 景氣下行趨勢尚未反轉：受俄烏戰爭、全球通膨壓力居高不下、主要國家貨幣政策緊縮等影響，全球成長步伐明顯放緩，衝擊景氣對策信號的各分項，包括股市及企業信心，6月份工業生產指數年增率、股價指數、製造業營業氣候測驗點均下滑，即便內需因疫情舒緩而趨穩，但外部影響甚於內部下，景氣對策信號放緩趨勢尚未扭轉。
2. 人民幣趨弱增添台幣壓力：中國利空不斷，先有封城、爛尾，後有軍演、限電，增添人民幣貶值壓力，台幣則難完全擺脫人民幣貶值影響。據上，內、外因素確不利台幣，惟央行勉力降低匯市波動，且國內尚無美元流動性匱乏擔憂，故雖然**弱勢緩貶格局未變，但不至出現失序急貶**。

景氣對策信號顯示台灣基本面下行趨勢尚未扭轉



資料來源：Bloomberg。

今年以來，人民幣格外弱勢不免增添台幣貶值壓力



註：CFETS匯價指數，係計算人民幣對多個外國貨幣的匯率變動，以更全面地反映人民幣匯率變化。

資料來源：Bloomberg。



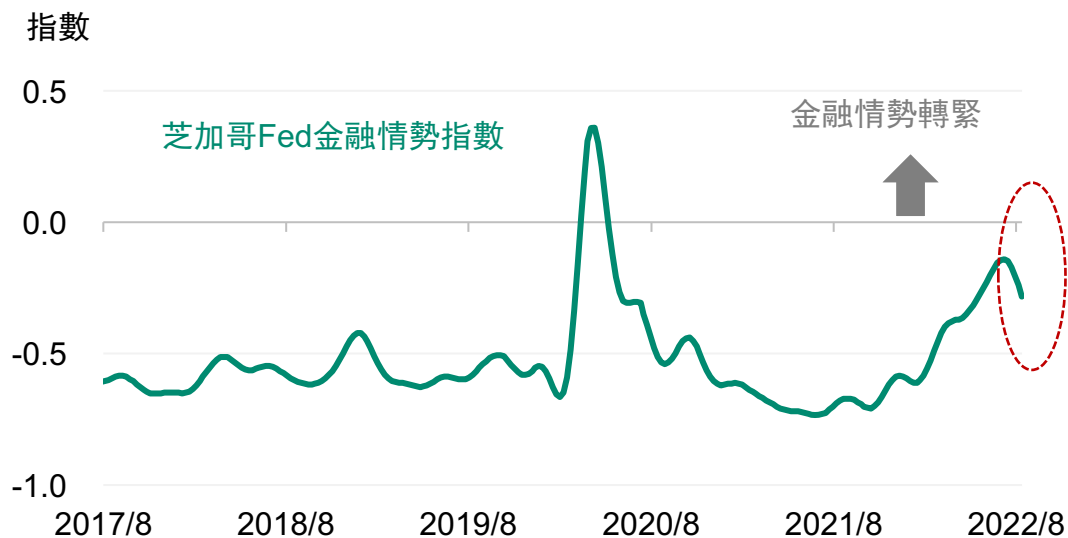
全球央行年會 重申抗通膨為首要之務, Fed緊縮步調將持續

預期鮑爾將於全球央行年會(Jackson Hole)重申7月FOMC記者會及會議紀要中的論調, **表示1)抗通膨為首要之務, 未來還有升息空間, 貨幣政策路徑將會取決於即將公布的數據, 2)若數據允許的話, 不排除緊縮步伐有放緩的可能。**釋出持續緊縮預期, 同時避免市場過度恐慌。

FOMC會議紀要中提及, 若市場懷疑Fed抗通膨的決心, 將會增加抗通膨的難度。觀察6月以來金融情勢指數有大幅放鬆的情勢, 應非為Fed所樂見, 加上近期數據尚未全面轉差, **料Fed持續釋出9月升息2-3碼、並如期於9月將展開加速縮表的計畫**, 展現抗通膨的決心。

利率走勢方面, **近期市場對年底前的再升4~5碼、2023年將降息的預期無太大改變**, 但在多位官員強調利率宜維持在高檔一段時間、及就業數據仍強勁下, 使**市場對降息的幅度有所保留, 為近期長率受到支撐的主因。**

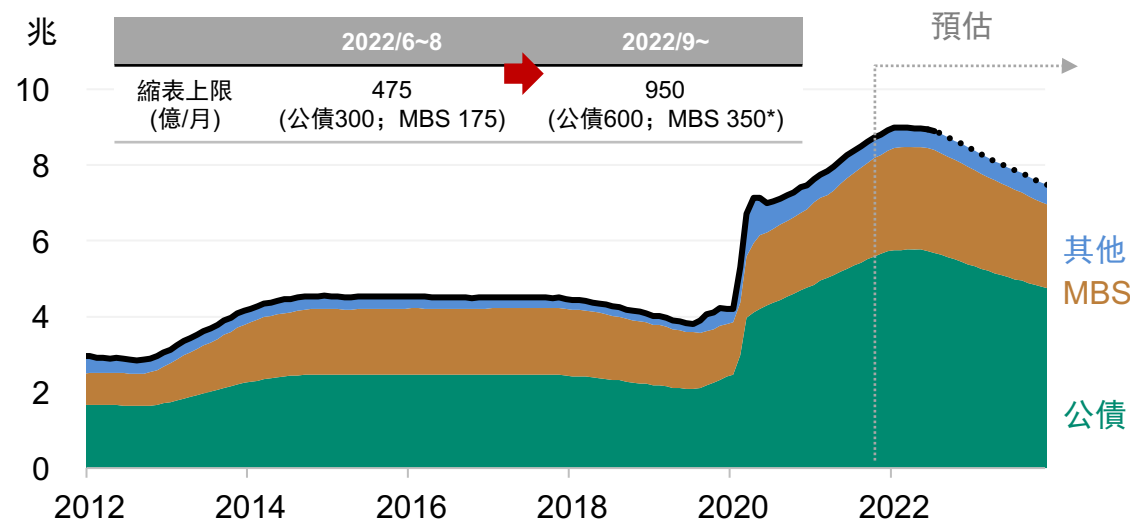
近期金融情勢有所轉鬆, 將強化Fed續行緊縮的決心



註：芝加哥Fed金融情勢指數衡量美國的貨幣市場, 債券和股票市場, 以及傳統銀行與影子銀行的風險、流動性與槓桿度, 小於0代表金融市場壓力低於歷史平均水準。

資料來源：Bloomberg。

依原先規劃, 將於9月開始加速縮表



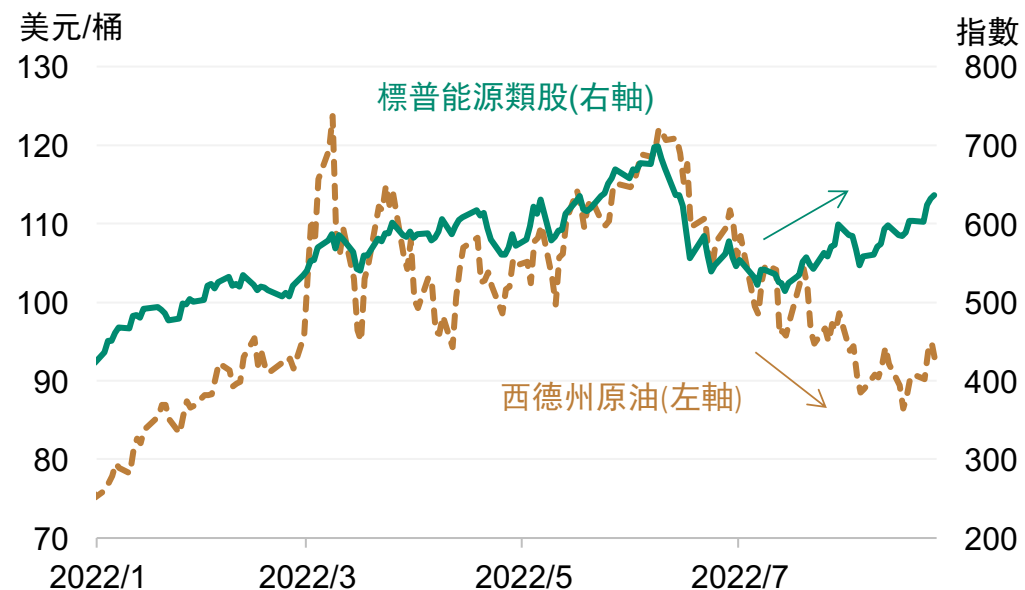
註：*NY Fed預估MBS提前償還金額, 至2023年底多小於300億/月。Fed自6月開始縮表以來, 截至8/17, 公債平均月減289億, MBS因息收金額大於到期, 規模不減反增, 平均月增80億。資料來源：Fed, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

能源 能源危機再現，使能源股出現反彈行情

自7月以來，能源股與油價走勢明顯分歧，能源股在大幅回檔後反彈20%，但油價維持偏弱格局，主因有二，1)能源股隨市場氛圍改善而同步翻揚，同時估值也獲得修復，2)全球能源危機再現，天然價格暴漲，利好能源公司獲利，同時企業財報多優於預期。

整體而言，全球景氣放緩壓力未變，油價及能源股要突破前高仍具有難度，但短期地緣風險再現，俄羅斯以歲修名義再度控制北溪一號對歐洲天然氣的輸送，同時OPEC稱必要時將再度減產，有利近期能源股維持反彈格局。欲積極操作者，以前波高點為上方壓力參考，作好風險控管。

能源股與油價近期走勢分歧



資料來源：Bloomberg。

能源股獲利穩健，估值也獲得上修



資料來源：Bloomberg。

台股 中國限電影響生產，消費電子需求弱，下半年恐旺季不旺

中國四川地區面臨高溫少雨、水力發電不足，多地出現缺電潮，四川、重慶要求工業企業限電停產，放「高溫假」，四川停工期間長達11天，重慶第一階段停工時間8/17~8/24，8/24再宣布延長限電，結束時間「另行通知」。江蘇、浙江、安徽等地也啟動「有序用電模式」，企業以輪休或是錯峰生產的方式來緩解用電高峰時段的供電壓力，停工、減產對於即將到來的「金九銀十」影響不小。

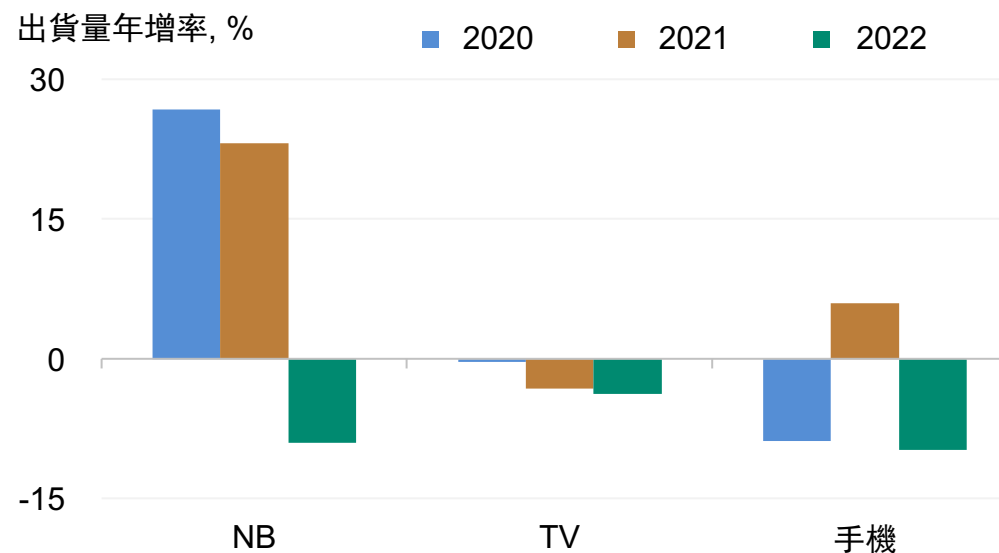
台商生產重心主要位於廣東、江蘇一帶，四川、重慶也是NB的重要生產基地，廠商面臨限電影響出貨，加上今年NB、手機等消費電子產品需求疲弱，下半年營運恐將面臨旺季不旺的狀況。唯一的好處是，停工停產或許有機會加速廠商的庫存去化，使得電子產業景氣有望在年底落底，在這之前股市表現恐怕仍然是盤整居多。

中國四川、重慶限電停工



資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

預估2022年消費電子產品皆出現衰退



資料來源：Digitimes, TrendForce, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

匯市 土耳其、阿根廷通膨難抑，高通膨的新興國家匯市前景黯淡，所幸外溢效果不大

土耳其7月份通膨與去年同期相比增加79.6%，創下24年新高。通膨持續惡化的情況下，央行仍將利率從原先的14%降至13%，試圖透過低利率促進經濟增長，以對抗高通膨窘境。但總統艾爾多安的政治性指導下，成功機會恐怕渺茫。

另方面，阿根廷央行雖將基準利率調升950基點(38碼)，試圖控制惡性通貨膨脹，但國家信用不佳、貨幣信用度低，因此阿國央行升息舉措也僅如蚩蜚撼樹，難以扭轉失敗國家格局。

所幸，兩國政經惡化由來已久，國際資金也持續撤出兩國，而以新興公債指數佔比來看，兩國權重維持下降長期趨勢，因此對全球經濟的負面外溢效果不大。

土、阿兩國高通膨誠屬尋常，通膨失控也非偶然



資料來源: Bloomberg。

兩國在新興公債指數的佔比維持下降長期趨勢



資料來源: Bloomberg。

Aug-Sep 2022

| 29 | Monday | 30 | Tuesday | 31 | Wednesday | 1 | Thursday | 2 | Friday |
|---|--------|---|---------|--|-----------|---|----------|------------------------------------|--------|
| 美國達拉斯商業活動指數 德國進口物價指數 德國零售銷售 英國休市 | | 美國房價指數 歐元區經濟信心指數 德國CPI 日本失業率 日本求才求職比率 英國貨幣供給M4 印度休市 | | 中國製造業PMI 歐元區CPI 德國失業人口變動 日本工業生產 日本零售銷售 | | 美國ISM製造業PMI 中國財新製造業PMI 美國ADP就業變動 韓國GDP 韓國貿易收支 | | 美國非農業就業人口變動 美國失業率 美國工廠、耐久財訂單 | |

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