



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2022年8月5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(%)



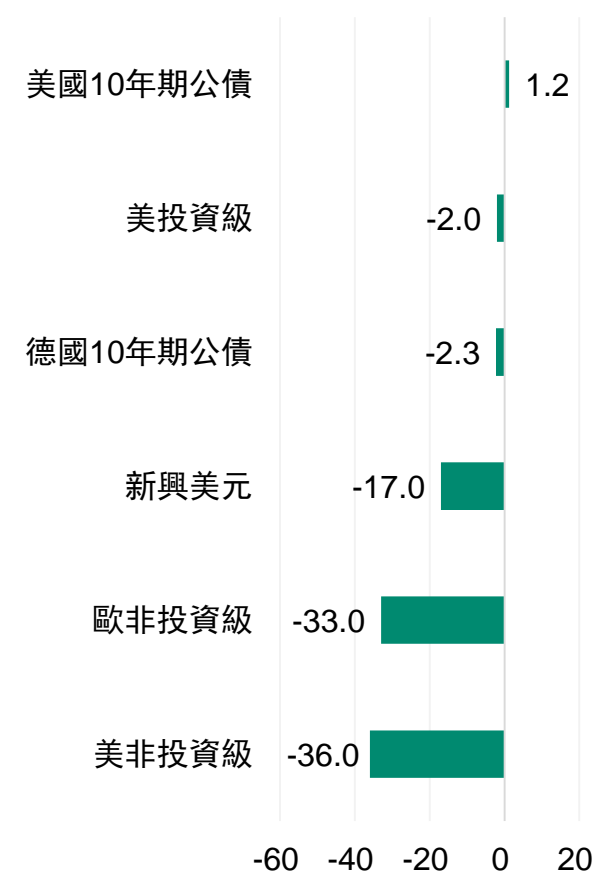
資料時間：2022/7/28-8/4。

## 主要匯率一週報酬率(%)



資料來源：Bloomberg。

## 債券指數一週利率變化(bps)



# 市場策略思維

## ▶ 台海地緣政治升溫，兩岸三地股匯震盪

美國眾議院議長裴洛西訪台，中國展開對台軍演及貿易禁令，中台股匯市大幅震盪。從出口規模看，貿易禁令對經濟衝擊有限，股市負面影響預期逐步收斂。

## ▶ 就業市場仍緊，聯準會今年維持緊縮

美國製造業景氣延續放緩趨勢，庫存新訂單比進一步惡化，顯示庫存調整週期尚未結束。儘管職位空缺數開始下行，但勞動力供需仍緊，預期失業率短期不致大幅惡化，Fed年底前維持升息步調。

## ▶ 美債利率快速下滑，長債進場時機為何？

聯準會主席鮑爾鷹中放鴿，加上衰退預期升溫，使美債長端利率快速走弱，但考量Fed年底前將維持升息路徑、通膨亦尚在高位，短線恐有過度下滑之虞，長債部位無需追價，可待利率回彈，再行建置部位。

### 股市

聯準會鷹氣趨緩，美股近期雖有所回升，但貨幣緊縮方向並未改變，此外，2Q財報利多淡化，後市財測也逐步下調，因此股市仍以反彈格局看待，回測壓力仍未退卻。

### 債市

聯準會7月FOMC較前期更為關注經濟表現，口吻也出現轉折，使市場對寬鬆產生預期，公債利率快速回落。不過下半年通膨維持高位，Fed政策不易轉向，長債利率仍有機會反彈。

### 匯市

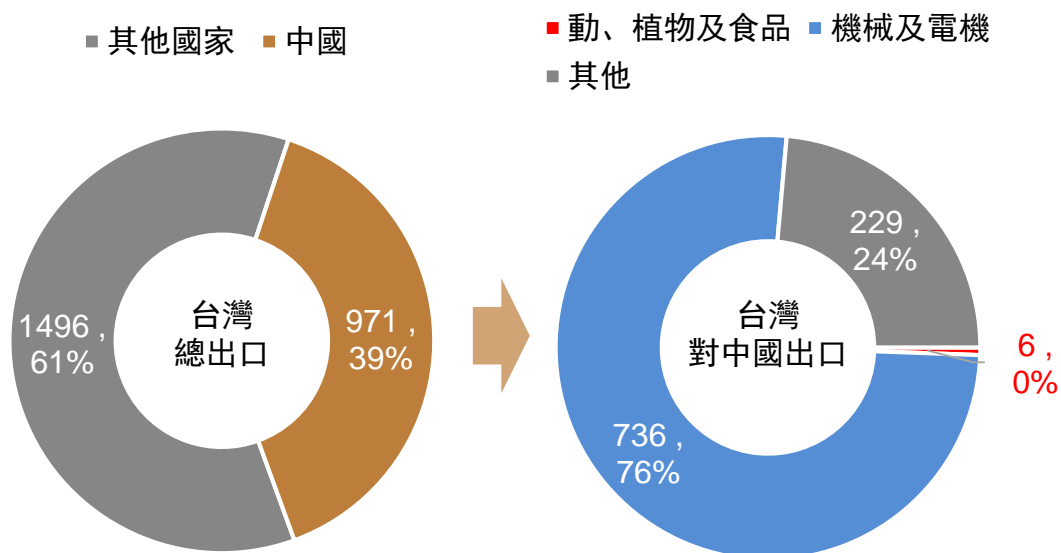
歐元區能源與地緣衝突未解，景氣利空使歐元弱勢整理，預期美元指數3Q維持高盤格局。台灣外銷動能趨緩與股市外資動向保守，台幣匯價尚難出現趨勢性回升。

## 中國文攻武嚇, 8/4起連續3日軍事演習, 台海緊張氣氛升溫

裴洛西訪台前，中國陸續對台展開文攻武嚇。經濟方面，於8/1晚間宣布食品業進口禁令，並於8/3宣布增加禁止進口品項，並停止對台出口天然砂。台灣對中國出口以電子產品為大宗，食品佔比極低，今年上半年出口總額2466億美元，其中對中國出口971億美元，動、植物及調製食品出口僅5.6億美元，對經濟影響相對有限。進口方面，台灣砂石多自給自足，部分「機製砂」由中國進口，「天然砂」甚少進口，對營建成本或有衝擊，但總體可控。

此外，解放軍公告，將於8/4~8/7在台灣周邊6區域海域和空域以實彈進行軍事演習。**回顧1995-96年台海危機，中國武力恫嚇對於股市產生負面影響，不過多半在軍事行動前下跌，實際行動後跌勢收斂，且負面效應隨軍演次數而逐漸鈍化。**

### 2022年1-6月出口總額與成分



單位：億美元，佔比 %

資料來源：中華民國財政部。

### 1995-96年台海危機重要時間點

時間	事件	台股前1週 (%)	期間表現 (%)
1995/6/7~6/12	李登輝訪美	0.6	-1.1
1995/7/21~7/28	中國試射六枚東風飛彈	-9.7	4.7
1995/8/15~8/25	中國出動艦艇59艘、飛機192架次進行攻防演練	-8.5	1.7
1995/9/15~10/20	中國在閩南沿海出動艦艇81艘、飛機610架次	-3.5	-0.8
1995/10/31~11/23	中國兩棲登陸作戰操演	-3.2	-4.7
1996/3/8~3/25	中國試射飛彈及軍事演習	-1.0	5.5

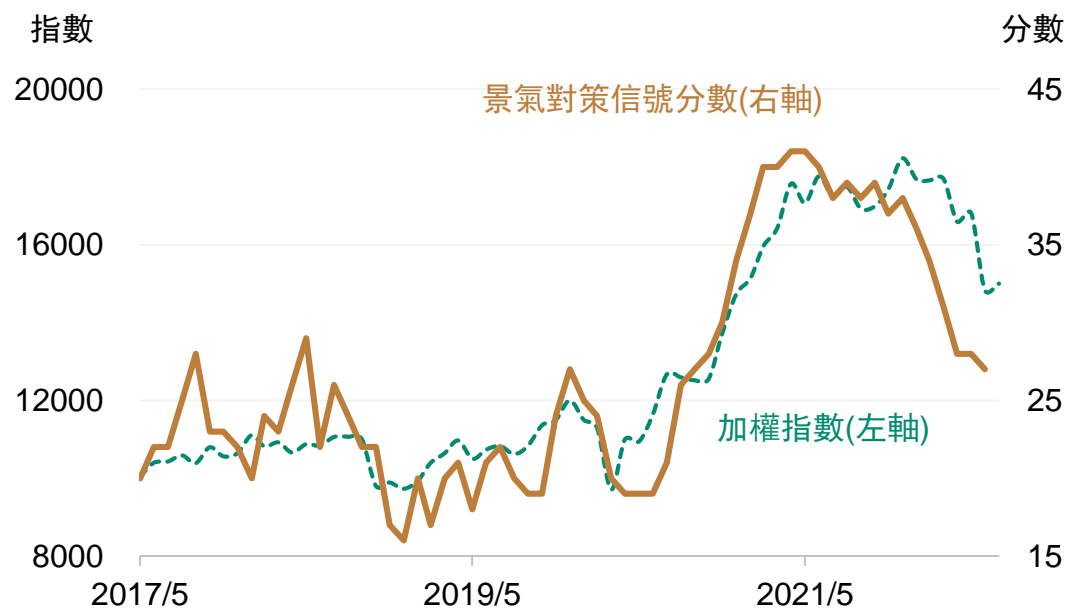
資料來源：維基百科, Bloomberg。

## 電子業庫存待調整，台股難言落底

台股自年初以來大幅修正，除了美國聯準會緊縮政策帶來的評價下調外，疫情紅利消退，電子業庫存問題惡化，也使得台股基本面呈現下行，台積電總裁魏哲家表示，庫存調整恐持續數季，於2023年上半年才會告一段落。

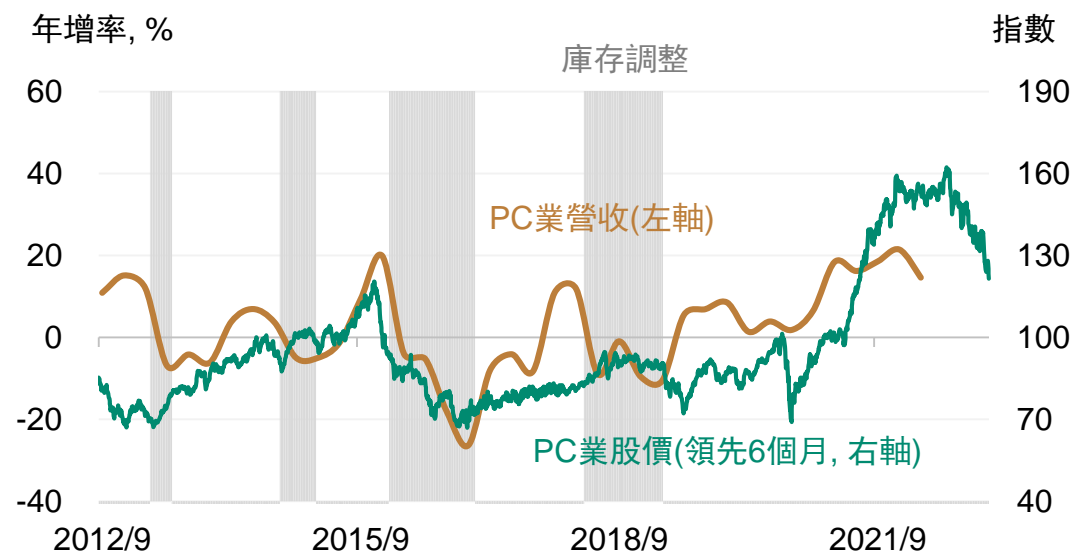
7月景氣對策信號分數下降至27分，維持在代表「穩定」的綠燈，不過依過去經驗，台股景氣落底，景氣對策信號分數至少降至23分的黃藍燈以下，**短期因美科技股反彈，台股可望跟進反彈，但長線底部仍待時間調整。**

### 景氣持續下行，台股難言落底



資料來源：國發會，Bloomberg。

### 庫存調整將延續到2023年上半年



註：1.PC業採用Bloomberg Global Computer Competitive Peers。

2.庫存調整期間起點：庫存天數上升，營收年增率由正轉負。終點：期間營收年增率最低點。

資料來源：Bloomberg。

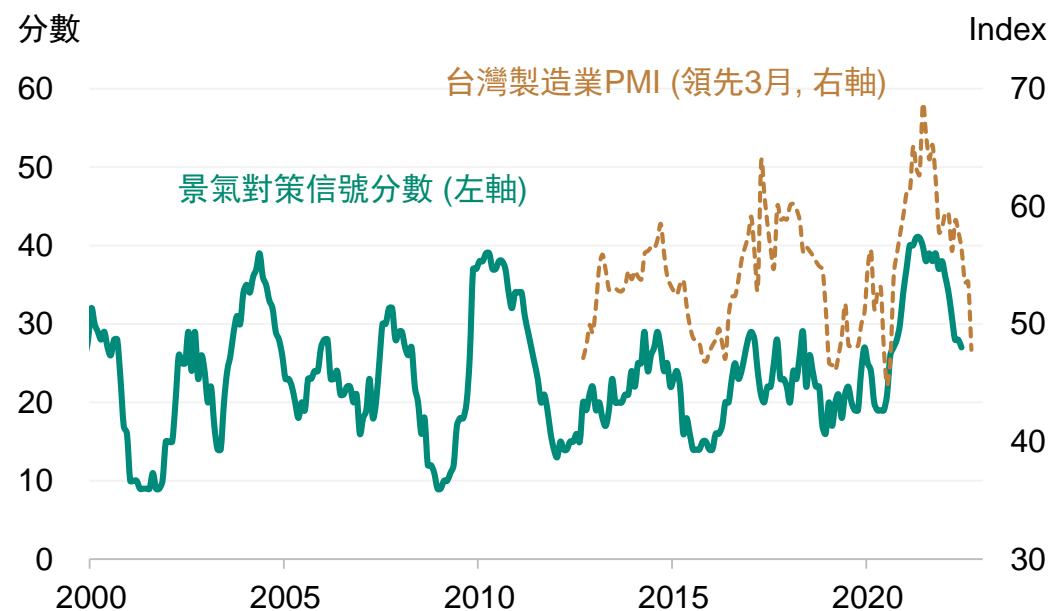
## 外銷動能趨緩與股市難見外資持續性流入，3Q台幣尚難出現趨勢性回升

基本面下行趨勢尚未反轉：日前國發會公布6月景氣燈號，連續4月亮出代表「景氣穩定」的綠燈，分數則下探21個月以來新低；另一方面，中經院公布製造業PMI重挫，一舉跌破50的榮枯線，分項中「新增訂單指數」已連4月緊縮，創2020年6月以來最快緊縮速度。雖然國發會表示對於下半年維持綠燈具信心，但目前可以肯定的是景氣放緩趨勢尚未見到反轉的跡象。

地緣政治緊繃有所升溫：中國軍機飛近台灣海峽中線、軍艦接近非官方緩衝區，中國海關總署也突然對台灣100多家食品禁止進口，並於裴洛西離台後展開繞台軍演。

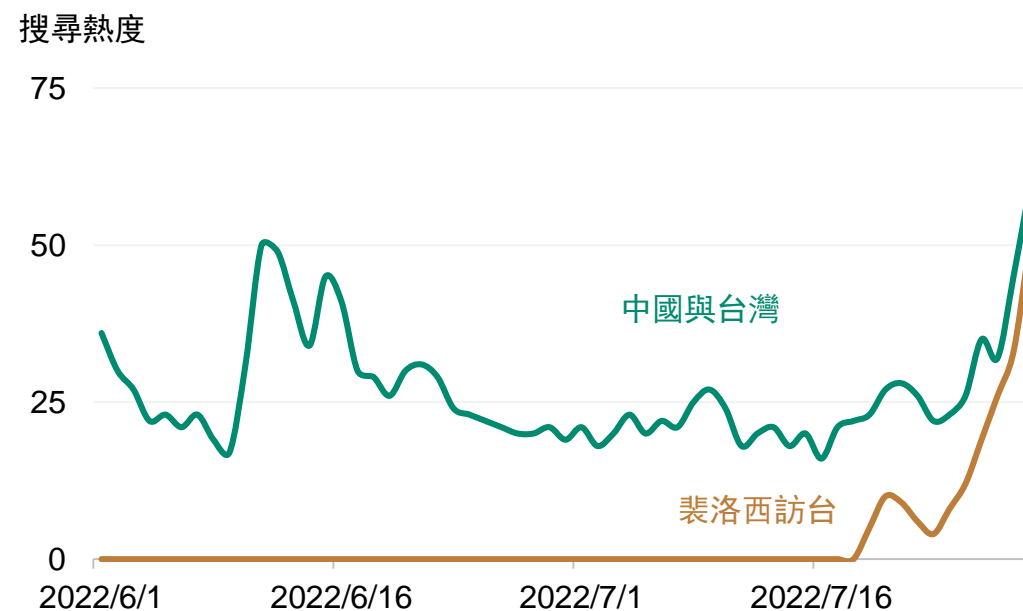
據上，台灣景氣持續趨緩、地緣風險升溫，**基本面確實不利匯價，但央行極力防守、避免失序急貶，可能令台幣短期走勢震盪。**

### 台灣基本面數據顯示總經趨勢仍延續下行



資料來源：Bloomberg。

### “裴洛西訪台”，中台兩國地緣緊張程度升高



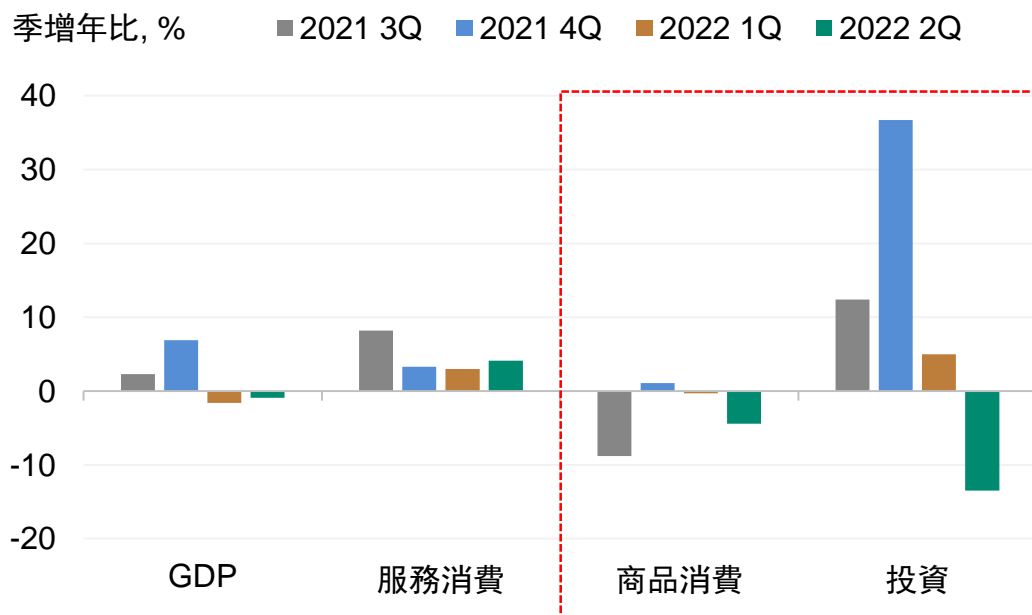
資料來源：Google Trends。

## 存貨與住宅投資需求不振，美國下半年景氣延續弱勢

美國2Q GDP從分項來看，除了因為油價物價高漲導致商品消費下滑，民眾投資放緩的速度更為關鍵，企業累積了不少庫存之後，面臨民眾消費意願下降，銷售進展不及預期，使廠商降低生產與投資支出，整體結構較1Q更為惡化。

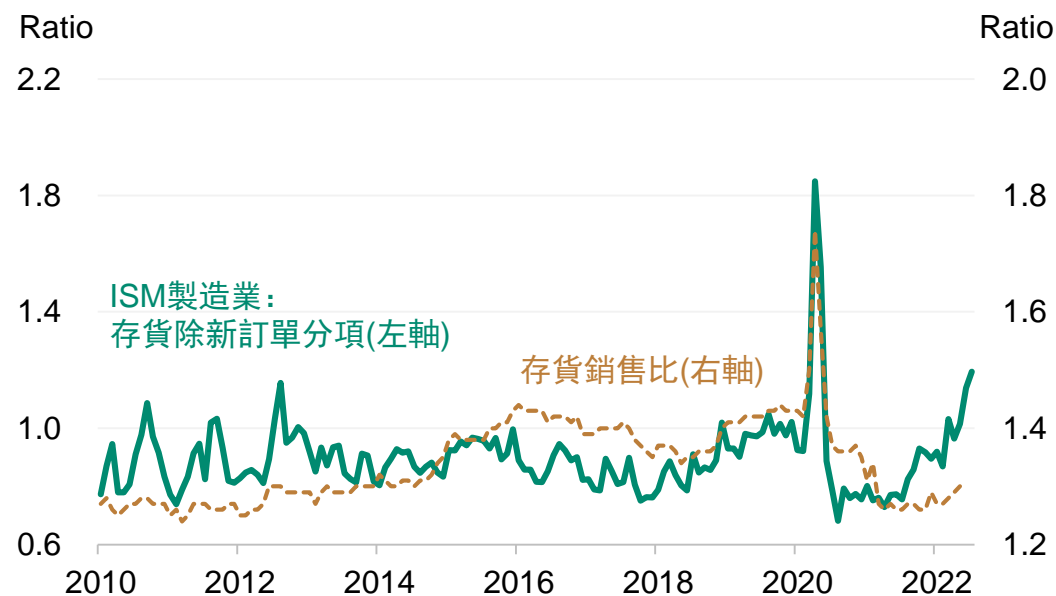
庫存過剩的現象從製造業到零售、批發商都難以倖免，後續庫存去化進度是景氣落底的關鍵因素。**7月ISM製造業指數顯示，製造業展望仍保持下降趨勢，存貨分項除以新訂單分項的比值進一步向上攀升，往後看，存貨、房市與物價的問題仍存，預期下半年景氣延續下行。**

### 美國2Q GDP主要受商品消費與投資拖累



資料來源：Bloomberg。

### 美國ISM存貨新訂單比向上，庫存循環尚未落底



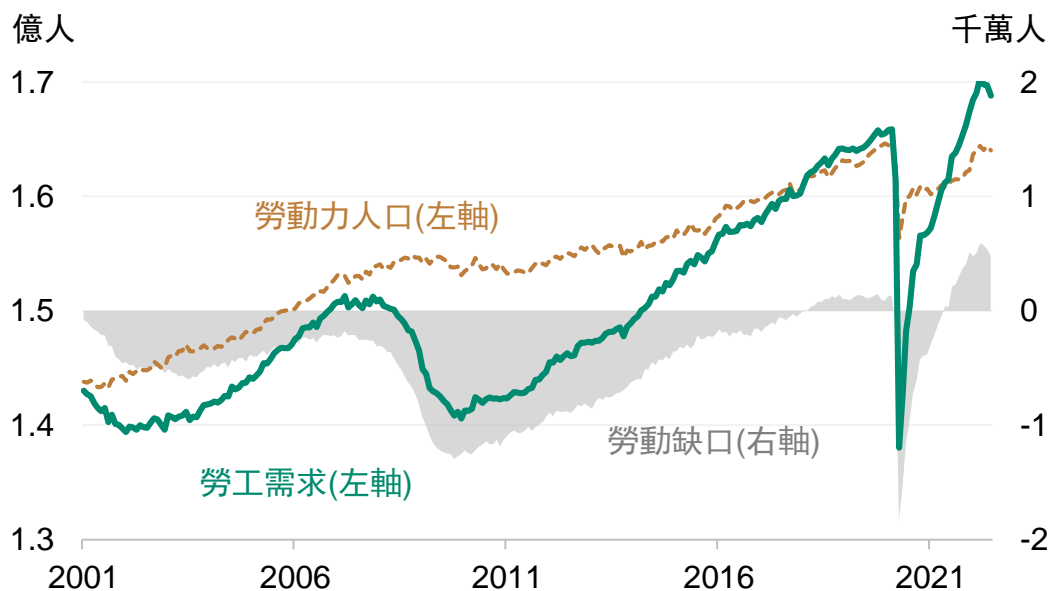
資料來源：Bloomberg。

## 就業市場供需緊俏, Fed升息步調延續至年底

隨金融環境緊縮與製造業展望下滑, 勞動市場也有所放緩, 6月職位空缺數自1130.3萬降至1069.8萬, 但職位空缺率6.6%仍然大幅高於疫情前平均。觀察在職勞工加上職位空缺的總量仍就高於就業市場人數, 顯示勞動力需求高過供給, 就業市場的緊張程度依舊偏高, 也代表職位空缺數下降對失業率的影響程度恐較過往輕微, 短期內失業率不易見到大幅上升。

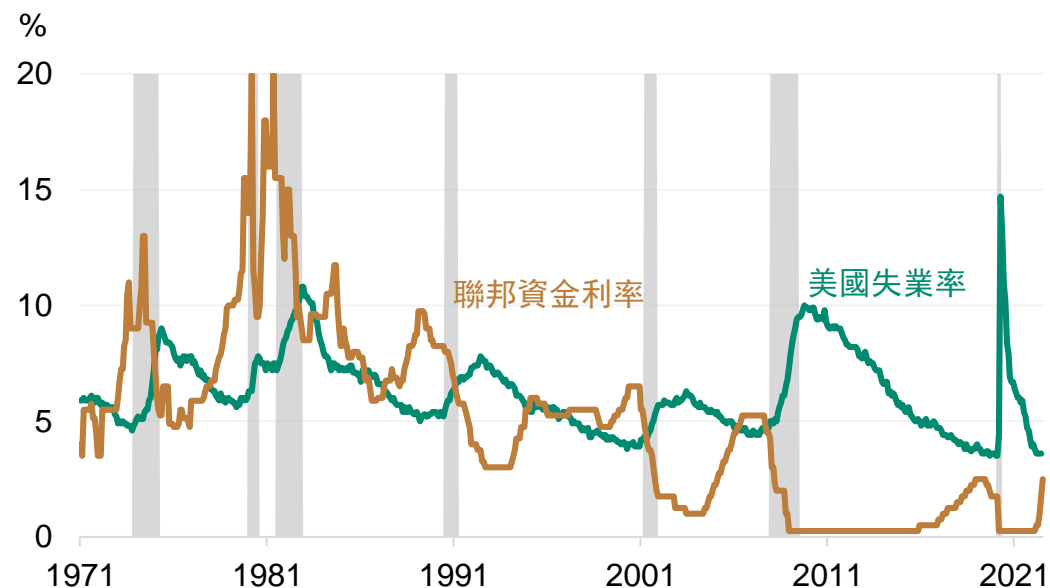
通膨在薪資與房租等具有僵固性的因素支撐之下, 即使增速的高峰可能已過, 但將維持在相對高位。失業率是否快速走揚影響聯準會升息步調, **就業市場緊俏使失業率短期維持低檔, 加上金融情勢指數下滑不利通膨降溫, 研判聯準會年底前延續升息步調。**

### 預期職位供給下降, 但美國勞動力供需依舊緊俏



註: 勞工需求為就業人口加上職位空缺數, 灰色勞動缺口是兩者相減。  
資料來源: 美國勞動統計局, Bloomberg。

### 失業率短期不易大幅走揚, Fed年底延續升息步調



註: 灰階表示美國衰退時期。  
資料來源: Bloomberg。



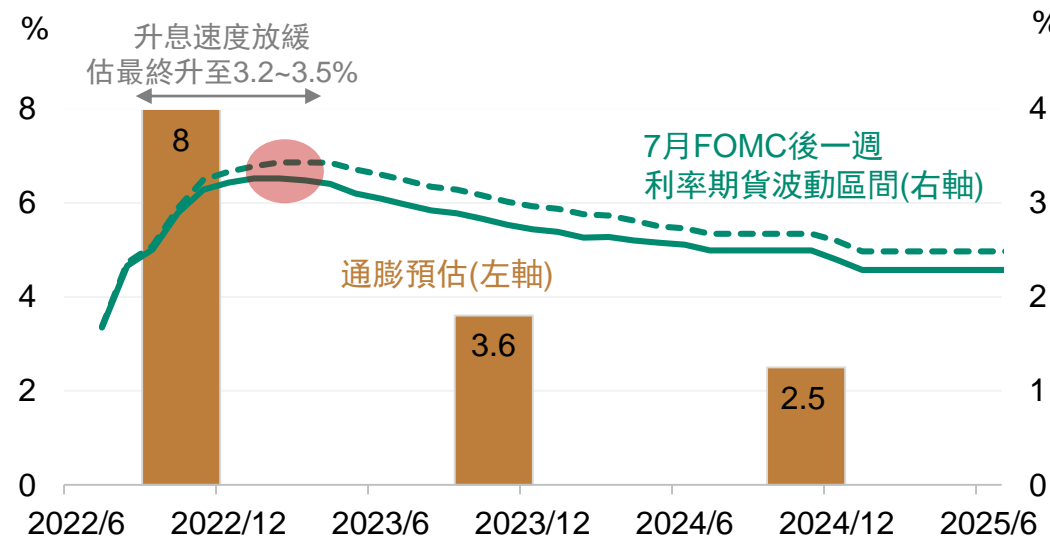
# 美公債殖利率一去不復返? 下半年Fed升息步伐有望放緩但不易轉向, 債券殖利率逢高布局

美GDP連兩季負成長、Fed釋出鴿派訊號, 使**升息預期及通膨預期紛紛見頂之下**, 不排除十年債殖利率已於6月見高, 且近期十年債利率已自高點回落近100個基點, 凸顯市場對衰退疑慮的擔憂與日俱增。

不過因下半年通膨仍在高位, Fed升息步伐雖有望放緩但不易轉向, 料將提供公債利率支撐、債市布局機會原因有二:

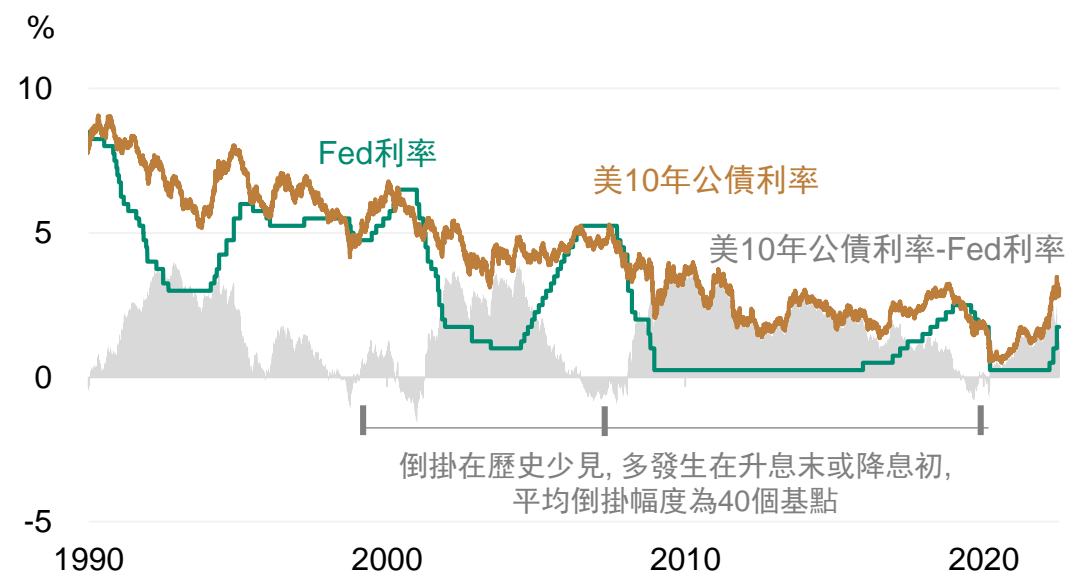
- 1) 近期Fed官員發言及利率期貨顯示, 預期Fed最終將升至3.25-3.5%。
- 2) 由過去Fed利率與十年債殖利率走勢來看, 兩者極少出現倒掛, 即使出現倒掛平均也在40個基點左右, 顯示Fed利率對十年債利率具一定支撐效果。

## 通膨仍在高位, 市場預期Fed步調放緩, 但不易轉鬆



註: 考量利率倒掛幅度與Fed利率水準有關, 故統計期間排除Fed利率高於10%的1970-80年代。  
資料來源: Bloomberg。

## Fed利率對債券殖利率具一定支撐



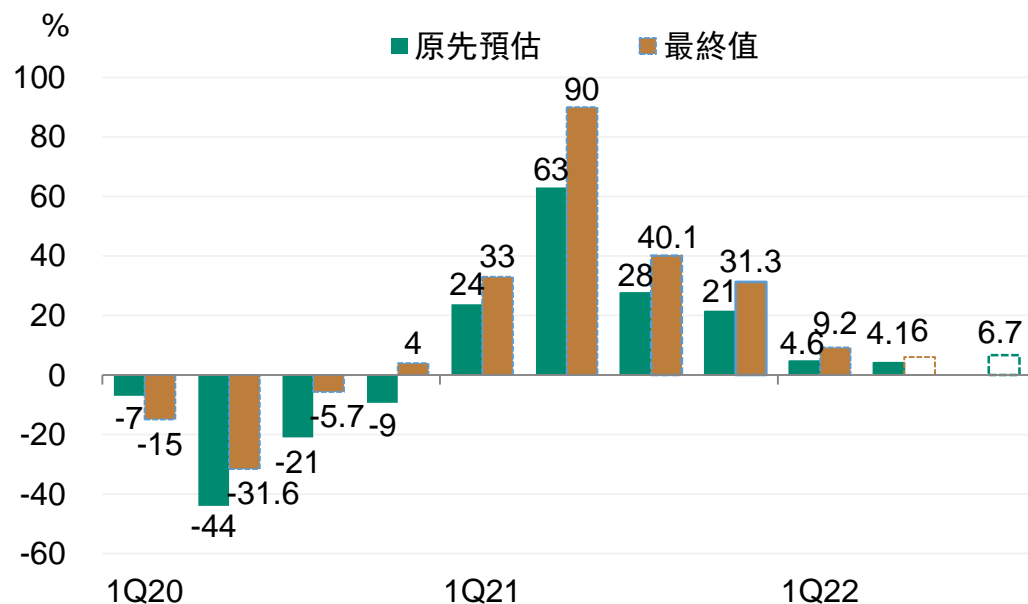
註: 通膨為Bloomberg預估年度通膨水準。Fed通膨目標(PCE)為2%, 轉換為CPI目標約為2.3%; 利率期貨統計區間為7/27~8/2。  
資料來源: Bloomberg。

# 美國 景氣下行, 財報利多明顯淡化

繼美國GDP連2季負成長後, 7月美國ISM製造業指數降至1年半新低, 凸顯景氣放緩壓力持續增溫。從過去的經驗來看, 由於製造業景氣持續下行, 將使企業財報難有利多有預期。截至7月底, 已公布半數的企業財報, **目前優於預期的比例僅66%, 明顯低於10年平均72%**。此外, 2Q獲利增速小幅上修, 3Q增速仍有6.7%, 但市場自對6月底至今, 3Q的財報預測已自年增10%下修至6.7%, 加深市場對擔憂景氣對企業的衝擊。

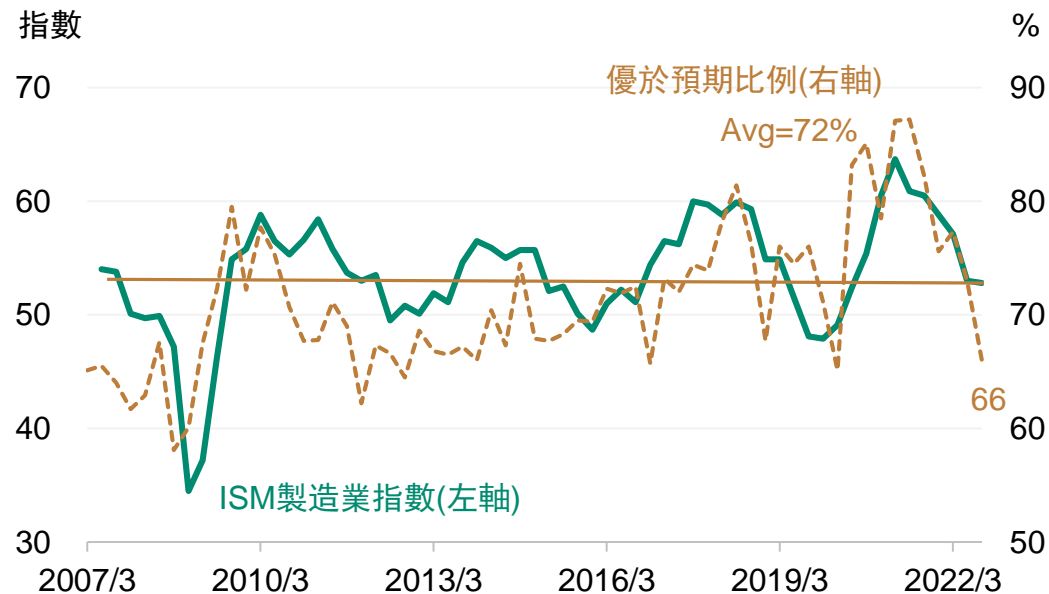
美股近期雖有所回升, 主要受到升息步調趨緩所致, **但聯準會緊縮方向並未改變, 且景氣放緩壓力有增無減, 因此, 股市近期走勢以反彈格局看待, 不排除仍有再度回測壓力, 後市不宜過度樂觀。**

### 景氣下行階段, 企業獲利增速持續放緩



資料來源: Bloomberg, Factset.

### 企業財報優於預期比例明顯下降, 難有財報利多預期



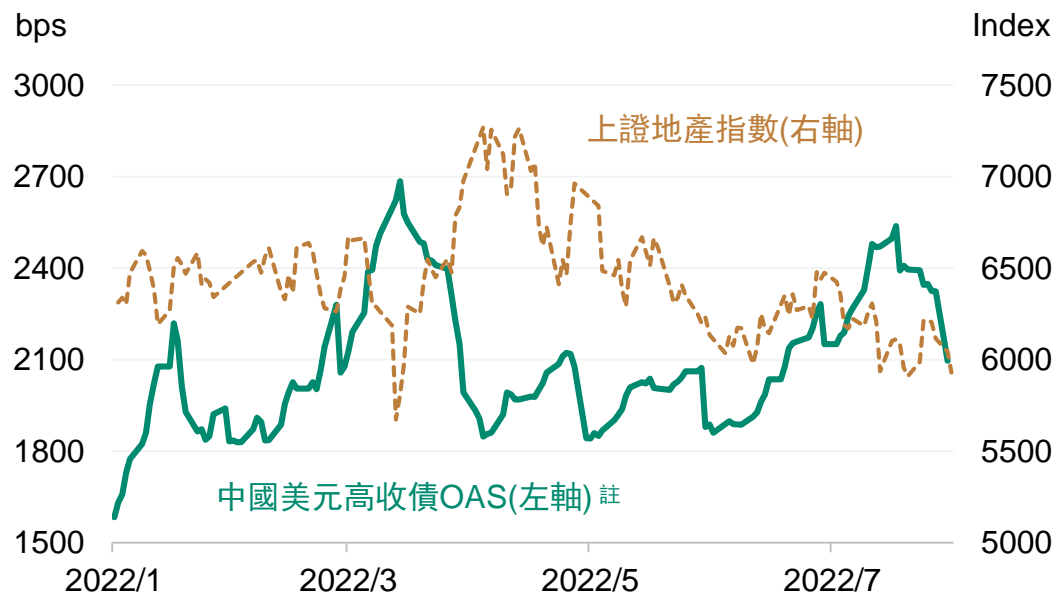
資料來源: Bloomberg.

# 中國 中國房地產與成熟國家景氣降溫, A股上方空間漸縮

中央政治局會議為下半年經濟方向重心, 本次將「穩定房地產市場」優先於「房住不炒」之前, 再次突顯保交樓的重要性, 中國美元高收益債的OAS自7月中旬大幅下降, 反映房地產風險已有降溫。而遭逢爛尾樓與部分地區疫情擺盪, 7月官方製造業PMI再度轉弱, 需求復甦力道下滑, 然而, 儘管房市表現不振, 在汽車與基建的拉動下, 預期生產與消費數據仍可維持改善趨勢。

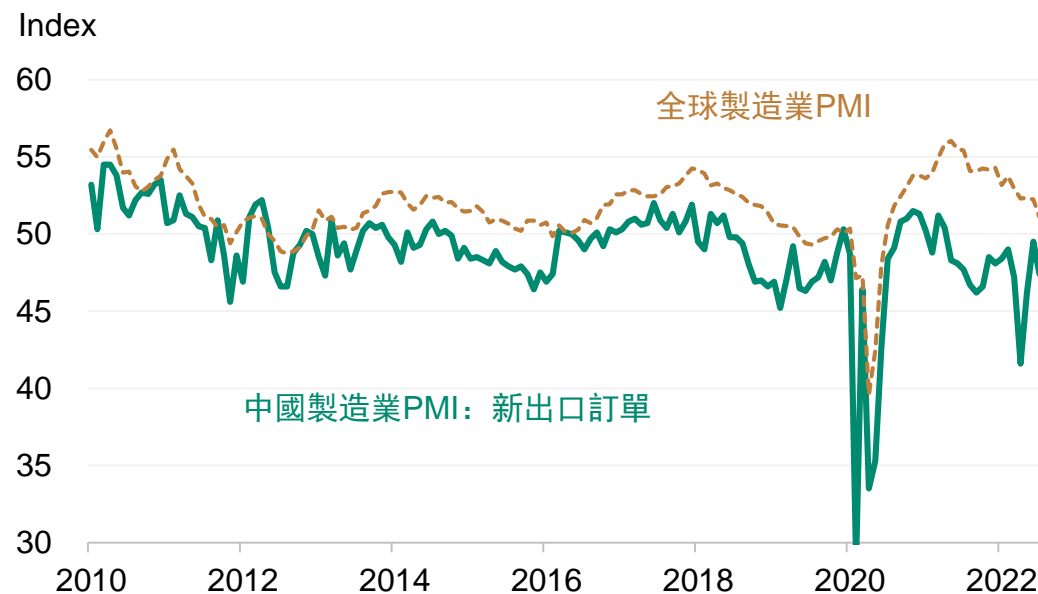
房地產與地緣風險壓抑市場情緒, 近期大盤表現波動, 若地緣風險無進一步惡化, 短線A股走勢震盪偏上, 但停貸與成熟國家景氣降溫, 上方空間漸縮, 靠近季末可逢高調節。債務結構短期不易調整, 故中長期保守看待。

官方出手滅火, 中國地產商風險降溫



註: 中國美元高收債為中資企業在境外以美元發行的債券指數, 以房地產企業為大宗。  
資料來源: Bloomberg。

全球景氣放緩, 中國外需訂單下滑



資料來源: Wind, JP Morgan。

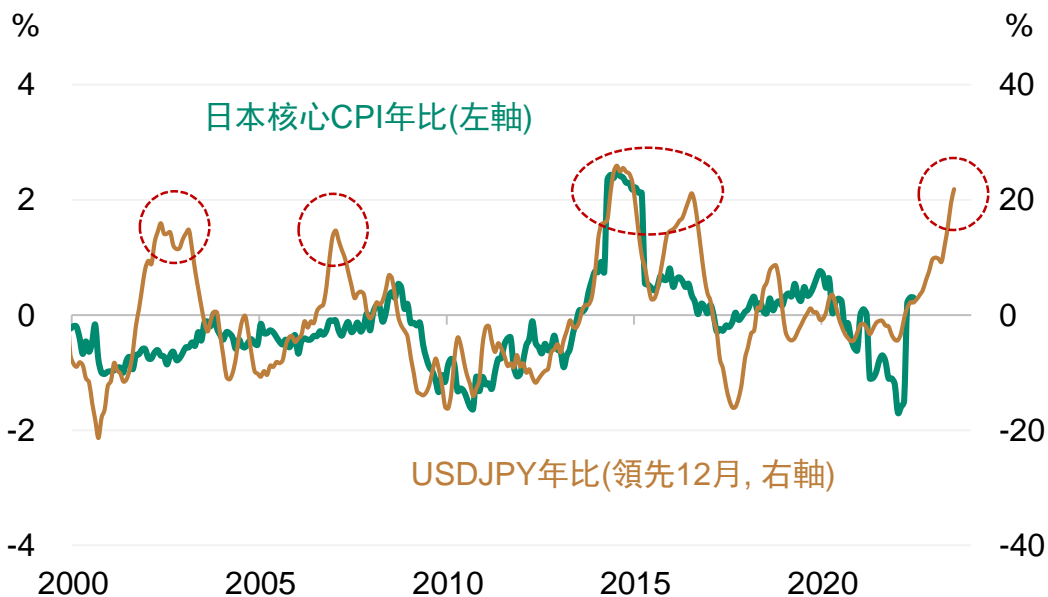
# 匯市 鮑爾鷹派話鋒轉變，日圓結束單邊貶勢，但日本央行仍為鴿派，日圓呈弱勢震盪格局

日本央行(日銀, BOJ)鴿派態度未變：依日銀總裁黑田東彥表示，日本經濟的不確定性仍非常大，日銀無意擴大殖利率控制區間，且需要堅持寬鬆政策。

但鮑爾鷹派話鋒出現轉折：依FOMC會議，鮑爾表態不排除下次會議繼續大幅升息，但也坦言“**升息步伐可能會在未來某個時機放緩**”，令市場對聯準會的鷹派看法有所調整。

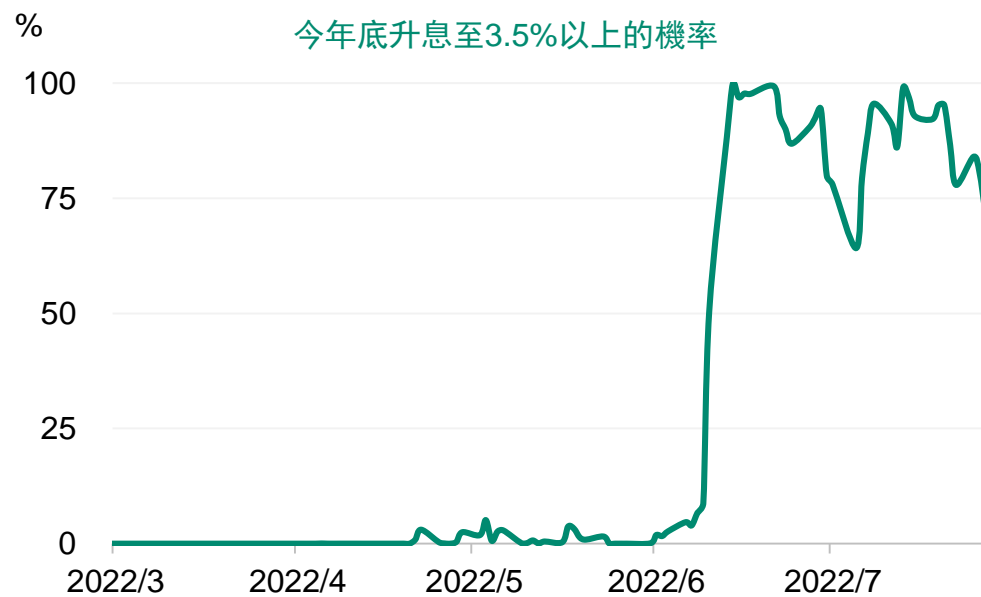
綜上，日本核心CPI年比仍低，日銀偏鴿政策尚難易弦更張，有利利差交易令**3Q日圓呈弱勢震盪格局**。惟須注意聯準會已度過最鷹派的階段、USDJPY年比已近安倍三支箭時幅度，後市日圓雖仍偏弱勢，但趨勢性將不若上半年。

## 日本央行鴿派未變，但日圓貶幅已鉅



資料來源：Bloomberg。

## 市場對聯準會鷹派預期有所降溫



資料來源：FedWatch。

Aug 2022

8	Monday	9	Tuesday	10	Wednesday	11	Thursday	12	Friday
台灣進出口 日本貿易收支 歐元區投資者信心		日本工具機訂單 美國中小型企業樂觀指數 印度/新加坡/南非休市		美國CPI 德國CPI 日本PPI 中國CPI/PPI		美國PPI 美國初領失業金人數 日本休市		台灣GDP 英國GDP 英國工業生產 美國密大消費者信心 泰國休市	

## 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