



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年第4季

全球經濟及市場展望

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。

摘要

回顧前三季, 全球股債匯呈現修正的情況, 展望4Q, 投資人該如何突圍?

首先, 景氣前景保守, 通膨雖將放緩但絕對水準偏高, 且不易快速降溫, 聯準會延續緊縮的政策立場, 過往市場仰賴的“央行賣權”仍將缺席。因此, 基本面缺乏亮點、資金面流失水分, 恐怕仍是4Q總經環境的基本格局。

其次, 美國期中大選年, 執政黨兩院優勢恐喪失, 後續恐難有大型政策利多。因此股市基本面仍有挑戰, 評價面尚不易逆景氣上行, 股市仍處在築底過程。相對地, 長短利差持續趨平甚至反轉, 已然諭示升息循環越近尾聲, 因此越往年底走, 將越接近升息頂點。整體情勢有利長線投資人布建債券部位。

最後, 聯準會緊縮步伐獨走地位雖然鬆動, 但美元多頭尚未逆轉, 而貿易條件惡化下, 對歐、日等匯價仍是衝擊。另一方面, 中共20大在即, 清零政策難見改變, 經濟壓力仍舊沉重, 人民幣7的整數關卡非天險難逾。人民幣貶值增添台幣壓力, 台幣弱勢格局尚未改變。

風險面, 美中科技競逐帶給半導體業不確定性, 加上歐亞地緣政治漩渦, 市場波動恐難降溫。此外, 氣候異常成新常態, 放大綠能發電穩定度較低的缺點, 今年冬季恐為高緯度國家用電帶來挑戰。

結論



總經

- ◆ 景氣前景保守，通膨雖將放緩但絕對水準仍偏高，且不易快速降溫，聯準會尚難放鬆政策立場，過往**市場仰賴的“央行賣權”**仍將缺席。



股市

- ◆ 景氣循環下行，加上美國期中大選年，執政黨兩院優勢恐喪失，後續恐難有大型政策利多。
- ◆ 股市基本面仍有挑戰，評價面尚不易逆景氣上行，**股市仍處在“築底”過程**。

BOND

債市

- ◆ 景氣未臻衰退，總經數據尚未全面下行，殖利率容易隨數據、聯準會談話而擺動。
- ◆ 但每當長短利差趨平，往往諭示升息循環越近尾聲，因此越往年底走，將越接近升息頂點。**整體情勢有利長線投資人布建債券部位。**



匯市

- ◆ 聯準會緊縮步伐獨走地位鬆動，但**美元多頭尚未逆轉**，貿易條件惡化衝擊歐、日等匯價。
- ◆ 中共20大在即，清零不改，經濟壓力仍舊沉重，**人民幣貶破7的關卡**，僅是過程而非終點。人民幣貶值增添台幣壓力，**台幣弱勢格局尚未改變**。



風險

- ◆ 美中科技競逐帶給半導體業不確定性；歐亞陷“地緣政治”漩渦，市場波動恐難降溫。
- ◆ 氣候異常成新常態，放大綠能發電穩定度較低的缺點，今年冬季恐為用電帶來挑戰。

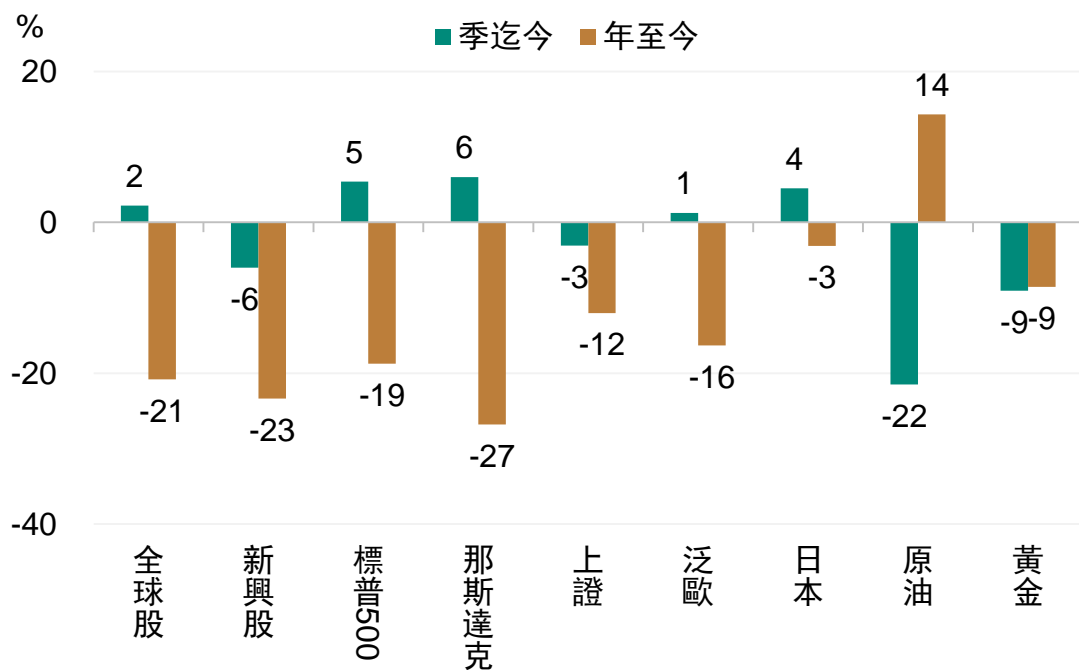
金融市場回顧



金融市場回顧

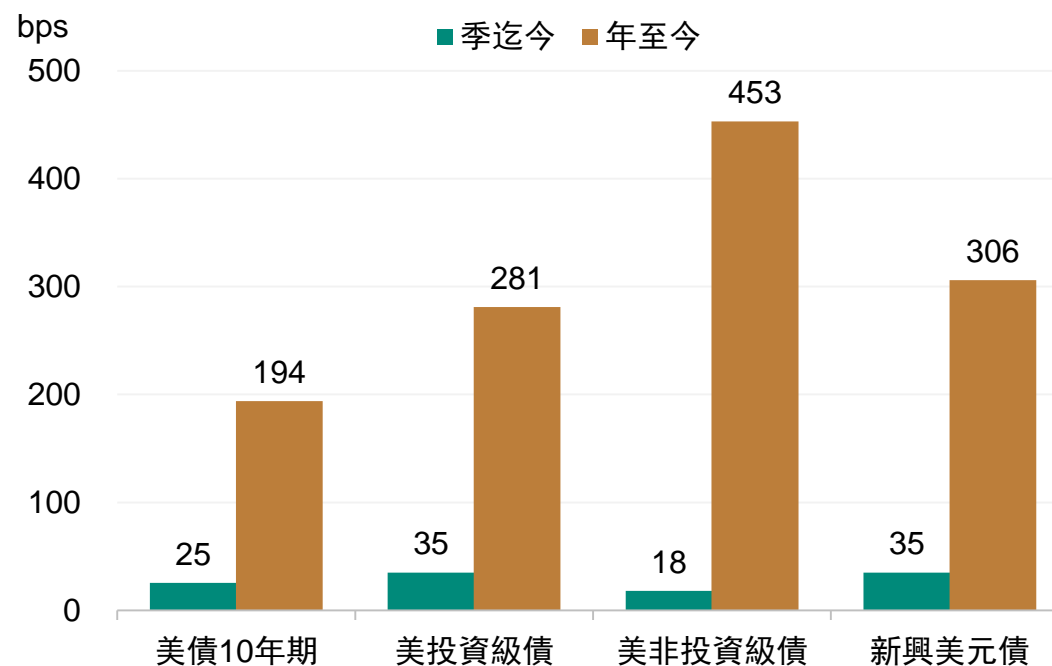
- 2022年以來，因聯準會升息及廠商去庫存為股市帶來壓力，即便3Q股市表現出現反彈，但難彌補上半年造成的跌幅。而上半年受俄烏戰爭推升的油價，則因擔憂全球需求趨疲，而在3Q出現回落。
- 債市方面，通膨壓力高漲，使聯準會態度快速轉向緊縮，美國10年期公債殖利率持續走升；基本面與資金面不利下，信用利差持續走高。

股市、原物料表現



資料來源：Bloomberg, 截至2022/9/19。

債市表現



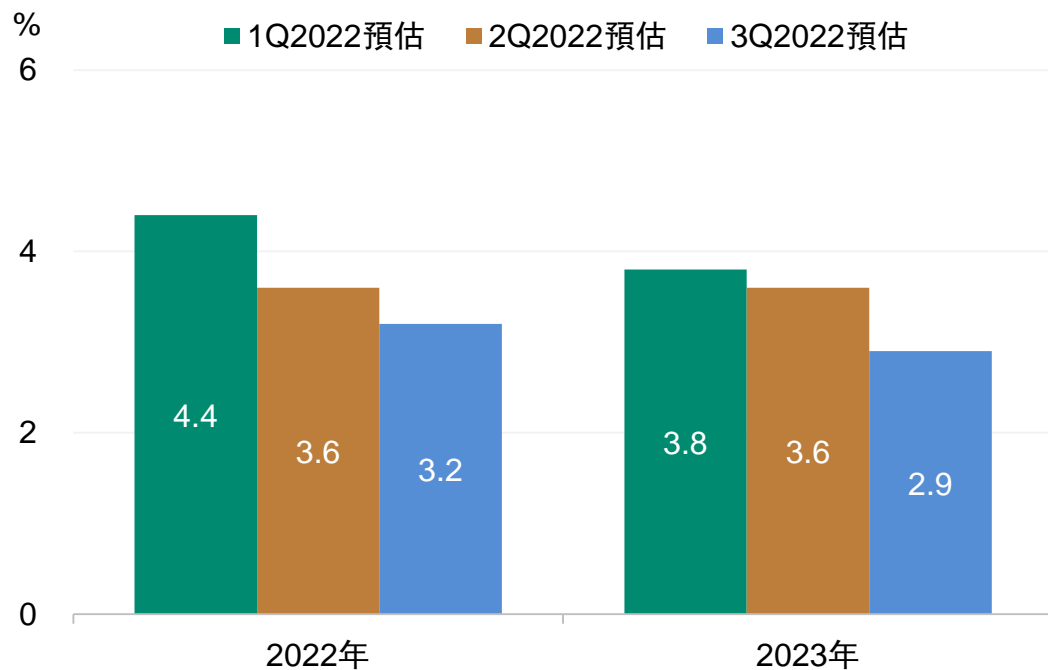
資料來源：Bloomberg, 截至2022/9/19。

總體經濟與市場綜覽

景氣前景仍舊保守，通膨雖將放緩，但絕對水準仍遠高於過往十年

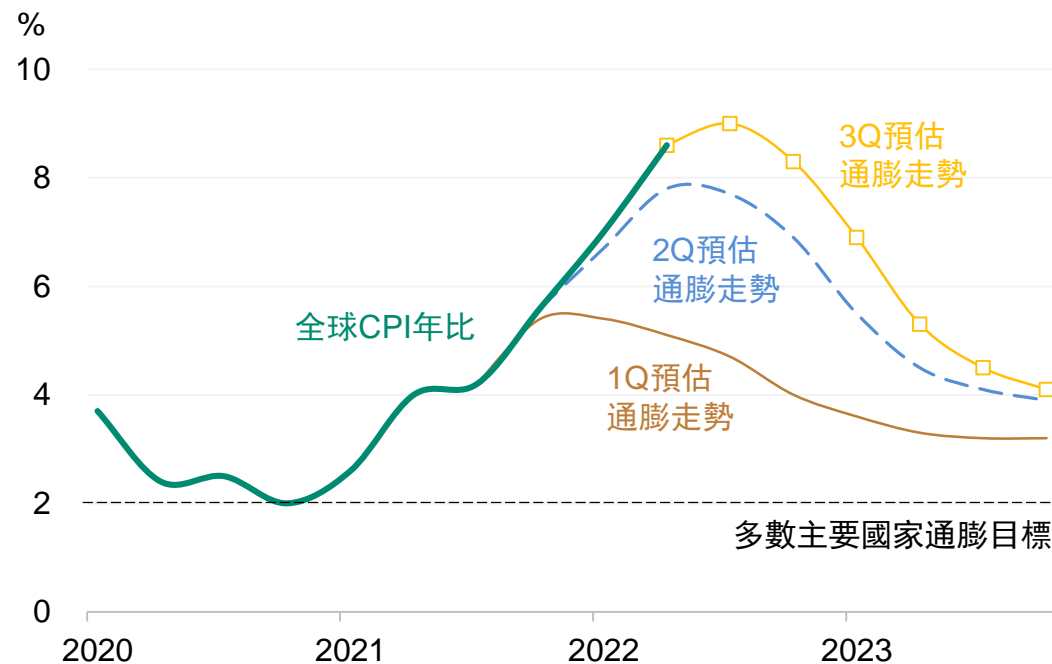
- 今年以來IMF持續下修今、明兩年經濟增長預期：2022年的經濟發展越來越趨於悲觀，由於中國等經濟下滑，影響全球景氣，而美國消費者支出低於預期也衝擊已趨於疲弱的疫後世界。
- 雖然通膨走勢終將放緩，但戰爭等變數則使通膨預估屢屢上修：俄烏戰爭導致歐洲降低俄羅斯進口天然氣，主要國家勞動力市場比預期緊俏，通膨預期不穩定，皆使實際通膨屢屢被迫上修。

今年以來, IMF持續下修今、明兩年經濟增長預期



資料來源：IMF。

雖然通膨走勢終將放緩，但戰爭等變數則使預估屢屢上修

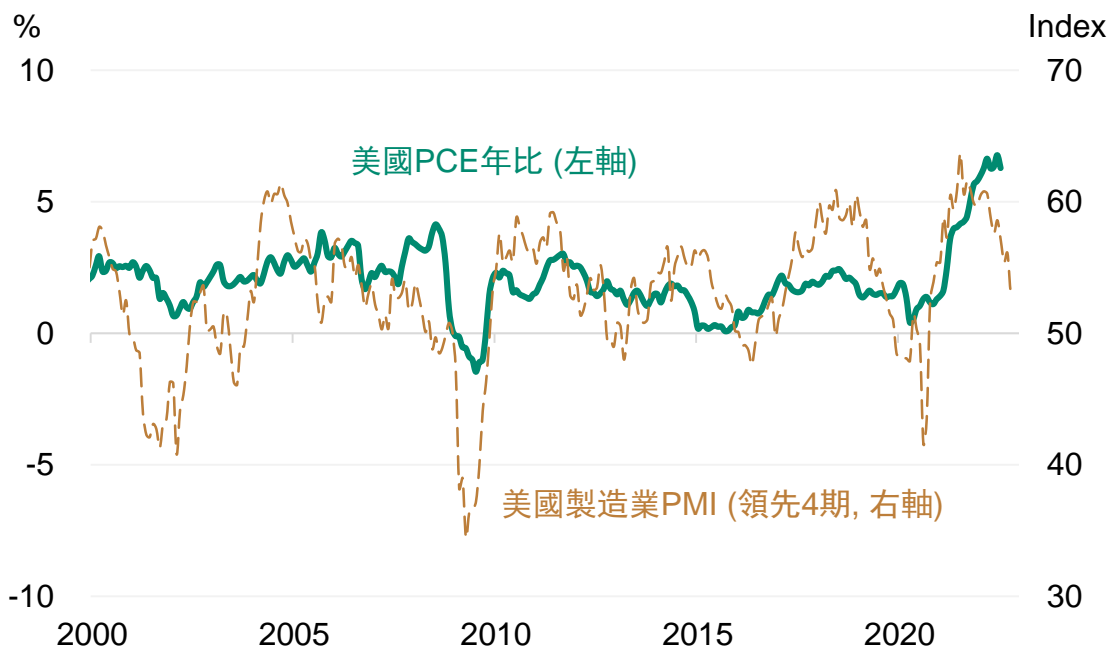


資料來源：IMF。

景氣放緩雖將牽引通膨降溫，但目前景氣尚不足以令通膨快速降溫，聯準會延續緊縮的政策立場

- 以美國製造業PMI而言，景氣確實有所趨緩，但傳導至通膨放緩，存在約4個月的落差。此外，美國製造業景氣雖然放緩，但還稱不上陷入萎縮，因此對於物價降溫的力道仍有所受限。
- 就聯準會官方立場而言，基於追求通膨回到2%的目標，聯準會於9/21的利率決策會議中再度升息三碼，並強調維持緊縮的政策步調，與央行年會時強調「限制性政策將維持一段時間」的政策立場一致。

景氣放緩有利通膨降溫



資料來源：Bloomberg。

目前景氣強度尚不足令通膨快速降溫

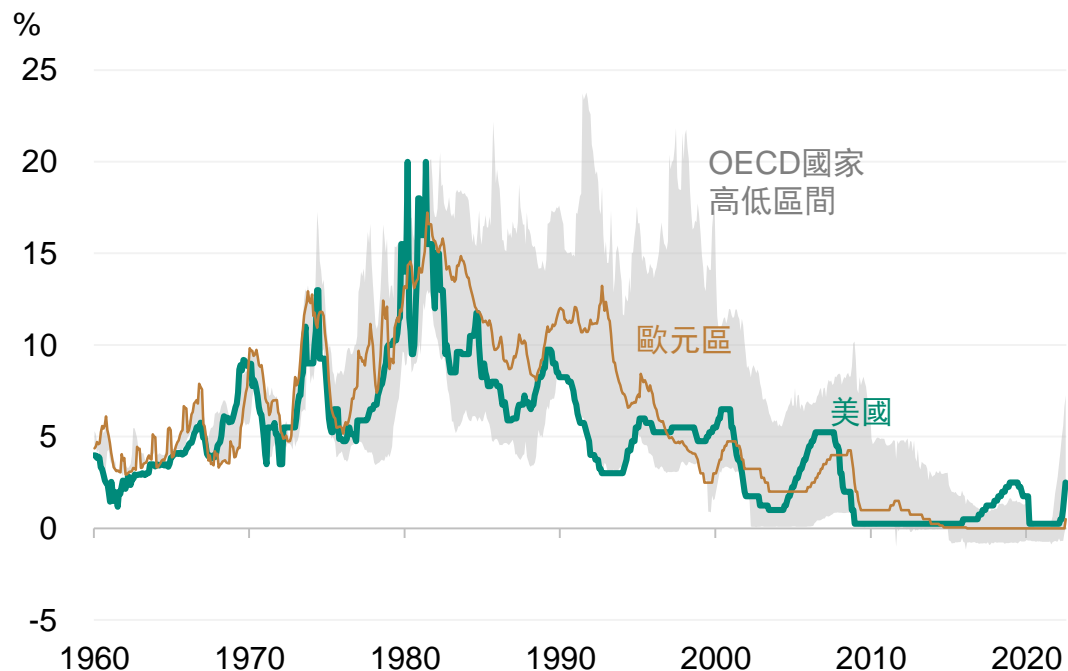


資料來源：Bloomberg, FOMC。

除聯準會外，多數央行未改變政策緊縮方向，過往市場仰賴的“央行賣權”仍將缺席

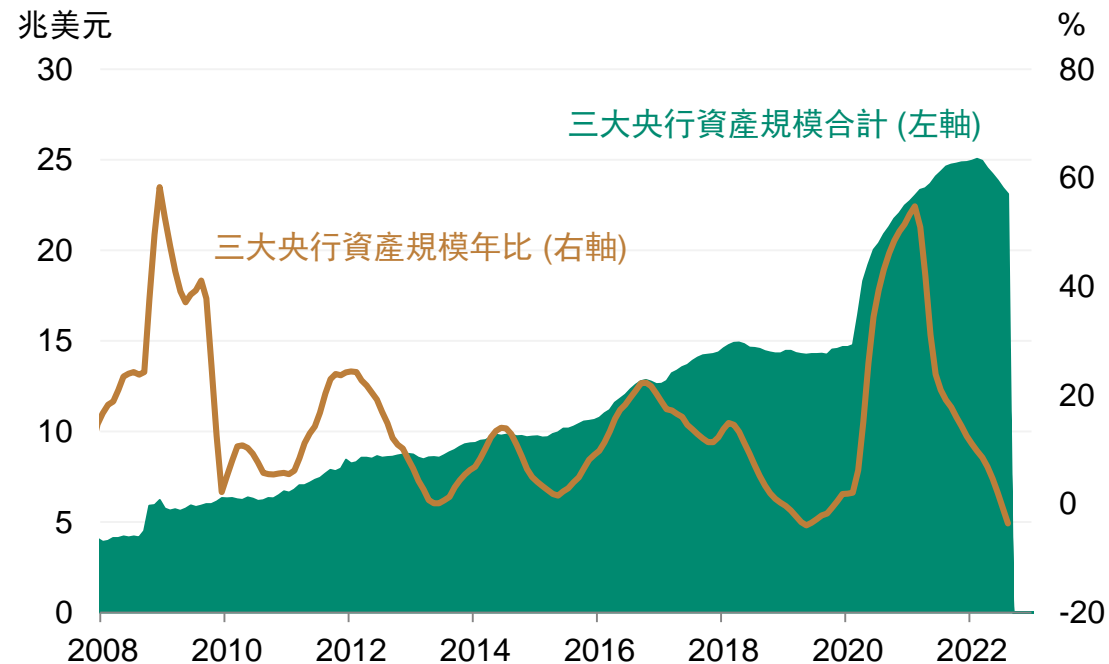
- 除了聯準會，多數央行未改變政策緊縮方向。其中，儘管深陷停滯性通膨陰影，但一向對通膨抱持高度警戒的歐洲央行(ECB)也被迫加快升息腳步，結束8年來負利率政策。
- 而在美、歐、日三大央行資產規模方面，由於聯準會著手縮表(QT)，三大央行的資產規模也已從高位逐漸走降，與去年規模相比，更呈現負增長的狀況，這也顯示**金融市場過往仰賴的“央行賣權”仍將缺席。**

除了聯準會，多數央行未改變政策緊縮方向



資料來源：IMF。

三大央行資產規模從高位走降，年比更降至負值

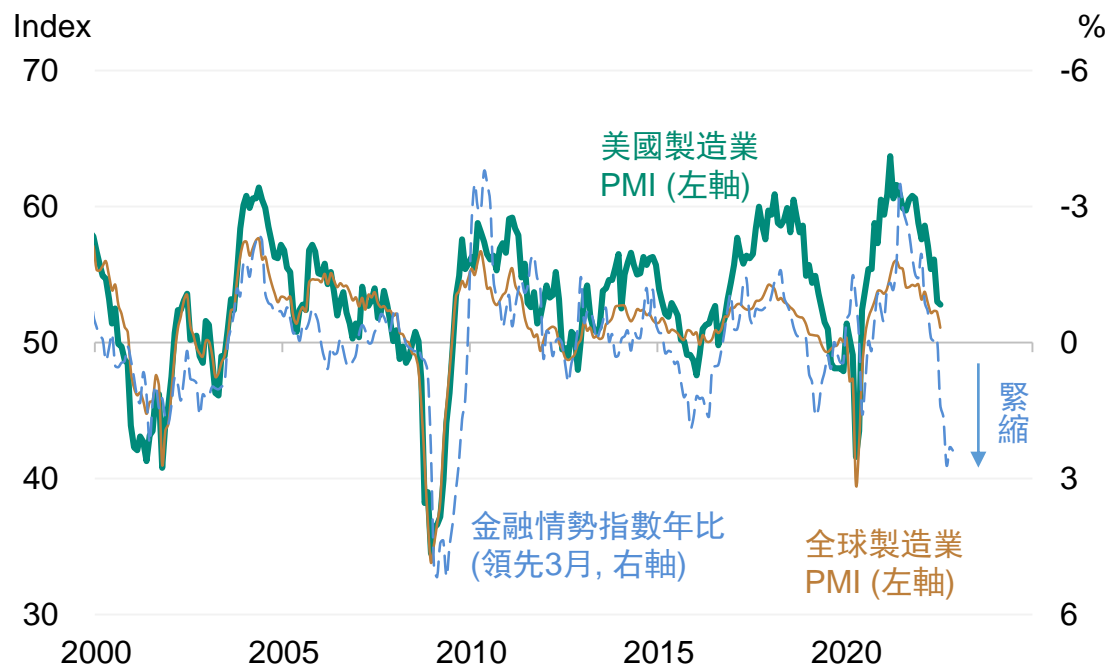


資料來源：聯準會。

金融情勢緊縮、高通膨壓縮消費信心, “美國”消費恐難再為頂梁大柱, 4Q消費旺季恐怕不旺

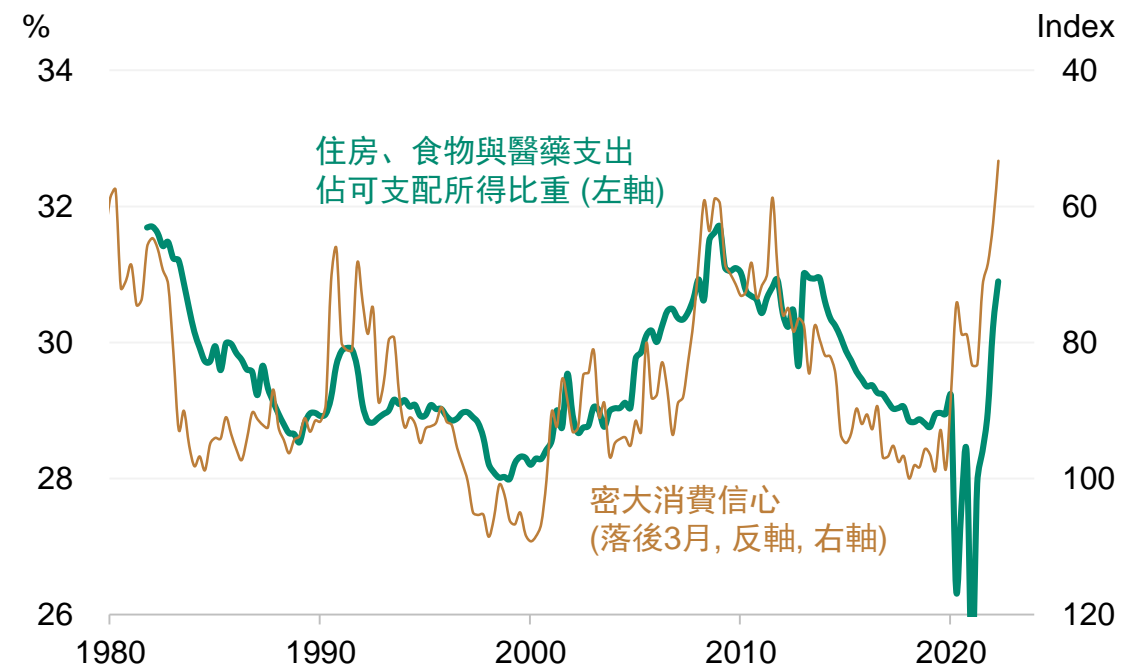
- 鑒於聯準會等央行為壓制通膨, 緊縮步調尚難扭轉, 因此, 具景氣領先性的**金融情勢指數**仍將維持緊縮的方向, 這也將**引領實體景氣延續下行趨勢**。
- 另一方面, 過往每當如住房、食物與醫藥等**必要性支出佔可支配所得比重提高時**, 無疑將排擠其他類別的消費支出, 這也是高通膨帶給消費者的負面衝擊。

金融情勢緊縮的傳導效果將引領實體景氣延續下行趨勢



資料來源: Bloomberg。

高通膨壓縮消費信心, 美國消費恐難再為頂梁大柱



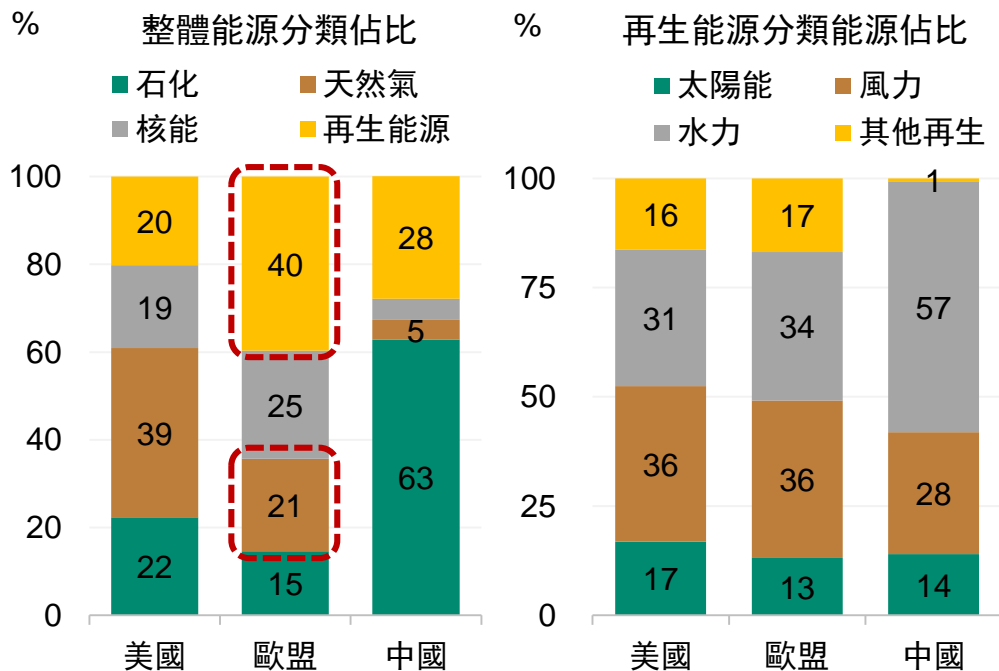
資料來源: Bloomberg。

戰爭、氣候掀起能源供給擔憂，“歐洲”天然氣價格持續推升通膨，也使經濟前景蒙塵

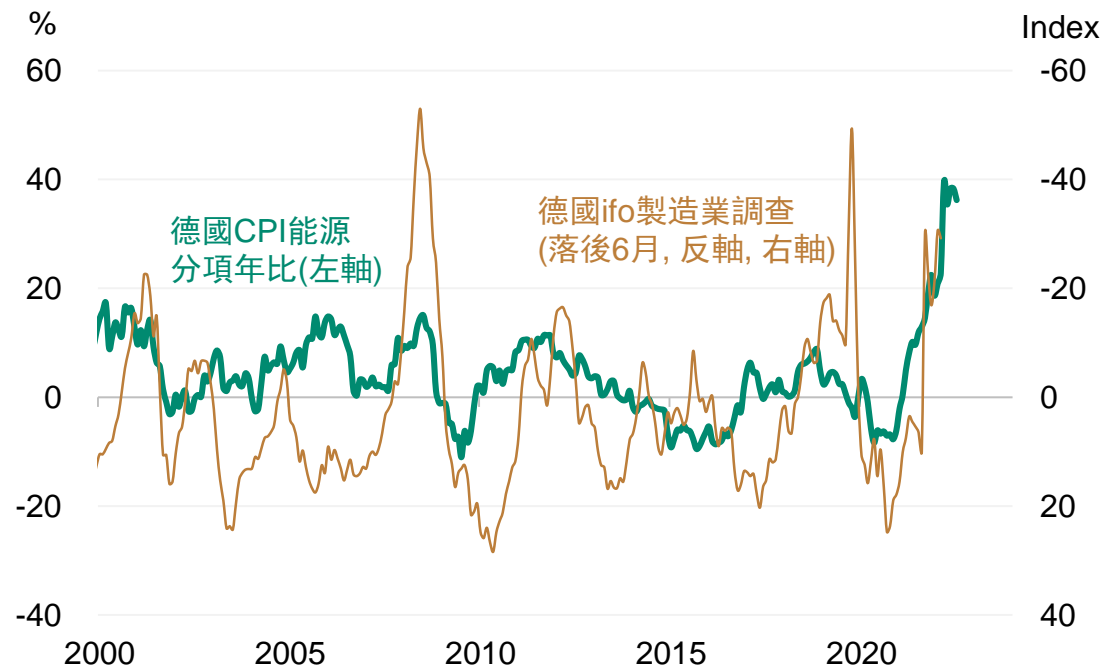
- 年初以來，由於烏俄戰爭導致歐洲天然氣價格飆漲。雪上加霜的是，今年夏季更迎來500年來最嚴重乾旱，主要河道水位下降，水源不足導致核電也受影響，尤其法國核電佔自身能源供給高達41%，其他倚靠法國核電國家也受到波及。
- 雖然歐盟執委會敦促歐盟各國，降低天然氣使用量，並填充天然氣儲槽、建立供應緩衝儲備；但另一方面，俄羅斯則不斷以維修為由，暫停北溪天然氣管線數天供應作業。歐洲天然氣庫存雖有所回升，但**能源可靠性受市場質疑，且能源問題也已造成經濟活動的衝擊。**

歐洲天然氣斷炊風險升高下，凸顯再生能源的不穩定性

能源問題衝擊實體經濟，歐洲經濟前景蒙塵



資料來源：Bloomberg。

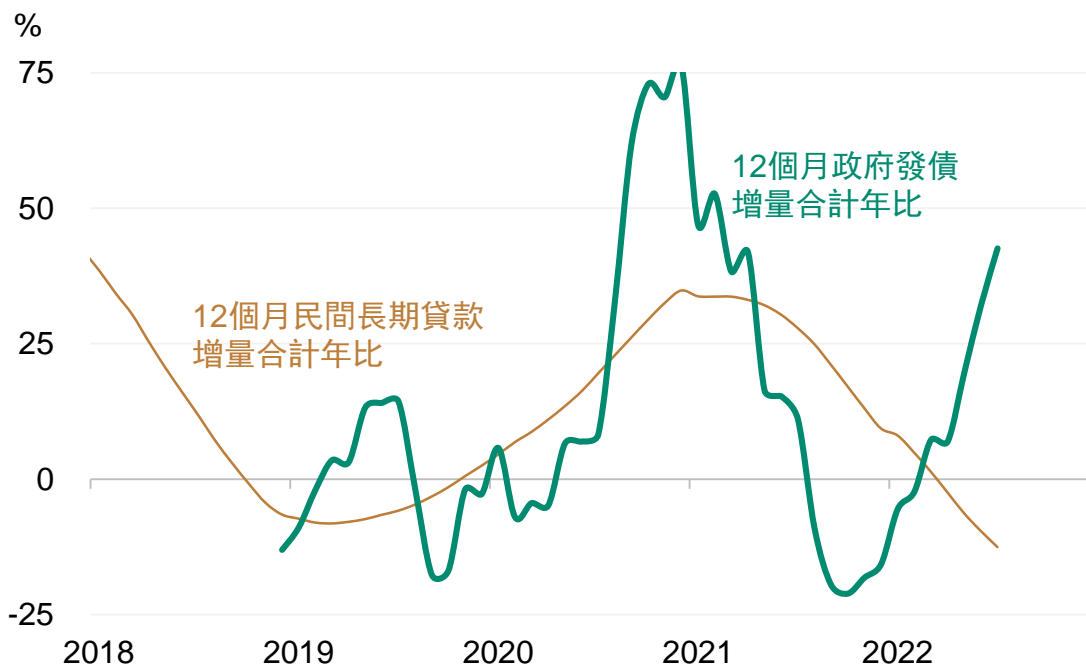


資料來源：Bloomberg。

封城、爛尾樓、限電等利空拖累景氣復甦，債務灰犀牛隱然現蹤，“中國”經濟恐仍黯淡

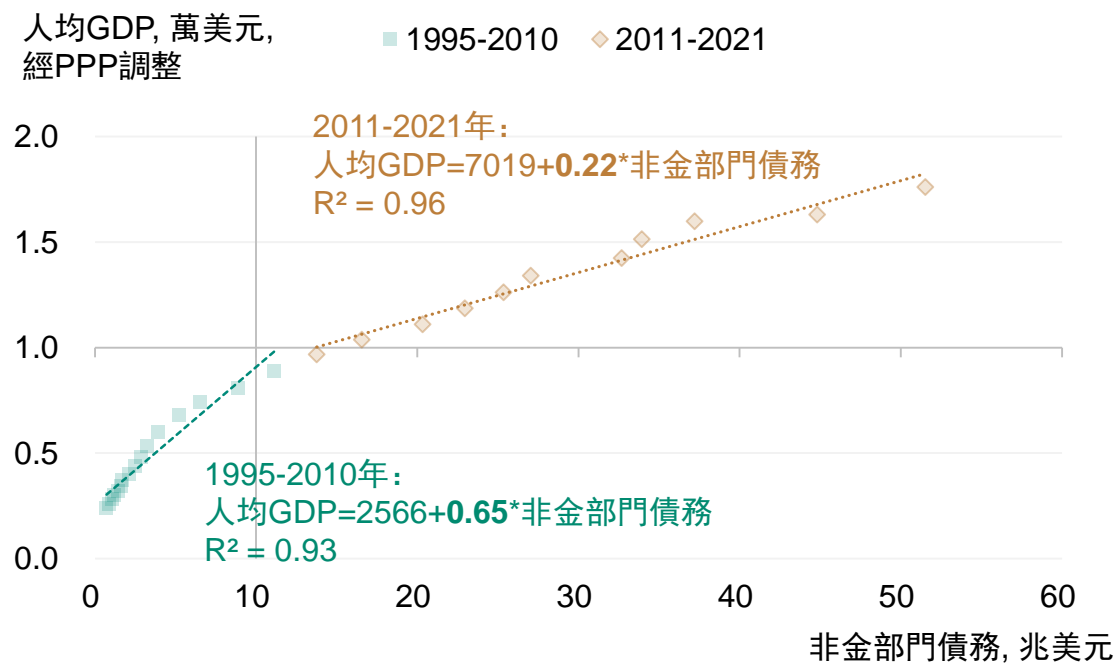
- 今年來，中國經濟利空不斷，先有封城、爛尾樓，後有軍演、限電，接連打擊家庭消費與企業投資。長期貸款增長下行，凸顯民間需求不振，僅賴政府發力托底。因此，即便人行政策已有所放鬆，國務院總理李克強也要求推進穩經濟政策，以求政策細則於9月上旬「應出盡出」，**但長線經濟前景恐仍黯淡。**
- 主要係因，**債務拉抬經濟增長的效果明顯鈍化(每增加1兆美元拉動人均GDP增速放緩)**，昔日仰賴債務拉動經濟增長的模式，時至今日恐已無法延續。因此，官方雖被迫再次以政策挹注，寄望安渡景氣下行，但**非金部門債務佔GDP比已然不低(2021年287%，同年美國281%)**，恐僅有托底的作用。

長期貸款增長下行，凸顯民間需求不振，僅賴政府發力托底



資料來源：Bloomberg。

債務拉抬經濟增長效果鈍化，結構性調整已無可避免



註：非金部門包含家計、非金融業的民間企業、政府。
資料來源：Bloomberg。

股市(1): 釐清今年股市大跌的本質, 應以“庫存循環”視之, 而非被迫去槓桿下的衰退

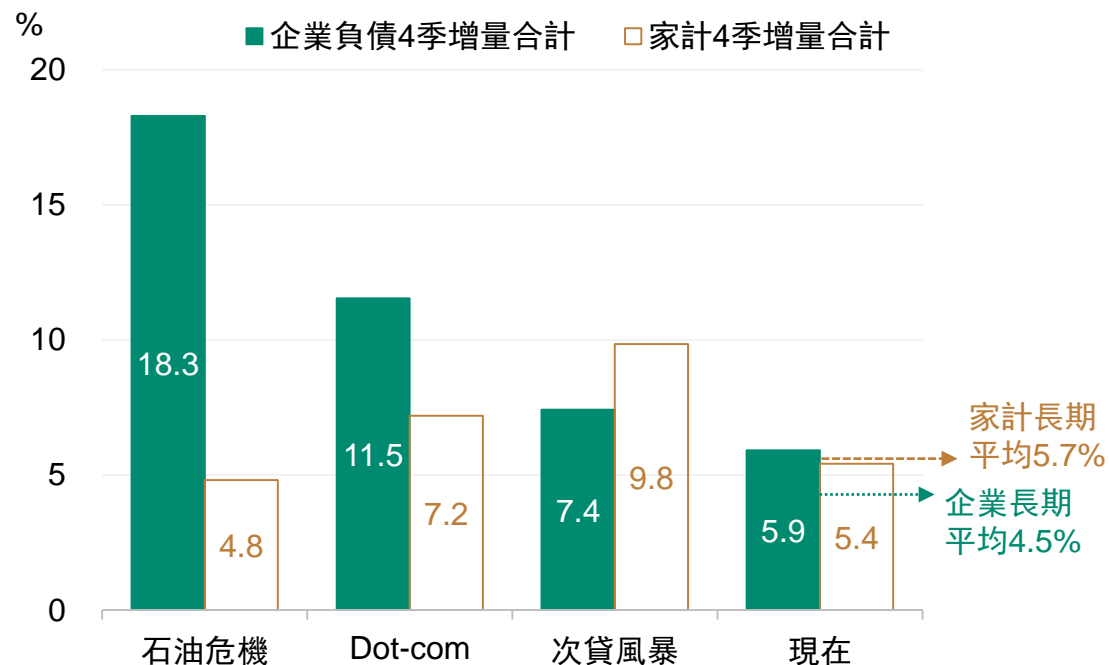
- 檢視標普500回調超過15%的歷史, 就目前家計與企業部門舉債、儲蓄(盈餘)評估, 今年以來的股市回調較類似於去庫存循環帶動的景氣下行 (如2015年、2018年)。
- 雖然年初俄烏戰爭導致高油價因素令今次跌幅更甚2015年、2018年, 但舉債狀況較1973年、2000年、2007年良好, 故爆發系統性風險、被迫去槓桿下(按: 辜朝明所稱的資產負債表式衰退) 的腰斬走勢機率相對不大。

統計過往標普500跌幅超過15%的歷史

原因	有無衰退	期間起訖	期間(月)	跌幅 (%)
貨幣政策+油價+去槓桿	●	1973/01 1974/10	21	-48.2
貨幣政策+油價		1976/09 1978/03	18	-19.4
貨幣政策+油價		1980/02 1980/03	1	-17.1
貨幣政策+油價	●	1980/11 1982/08	21	-27.1
金融恐慌		1987/08 1987/12	4	-33.5
貨幣政策+油價	●	1990/07 1990/10	3	-19.9
金融恐慌		1998/07 1998/08	2	-19.3
會計舞弊+去槓桿	●	2000/03 2002/10	31	-49.1
貨幣政策+去槓桿	●	2007/10 2009/03	17	-56.8
財政政策		2010/04 2010/07	2	-16.0
財政政策		2011/04 2011/10	5	-19.4
去庫存		2015/12 2016/02	2	-15.0
貨幣政策+去庫存		2018/09 2018/12	3	-19.8
疫情	●	2020/02 2020/03	1	-36.0
貨幣政策+油價+去庫存		2022/01 2022/06	6	-22.2
平均期間(月)與跌幅(%)			9	-27.9

資料來源: Bloomberg, 國泰世華投研團隊整理。

美國企業與家計負債不高, 經濟結構優於過往

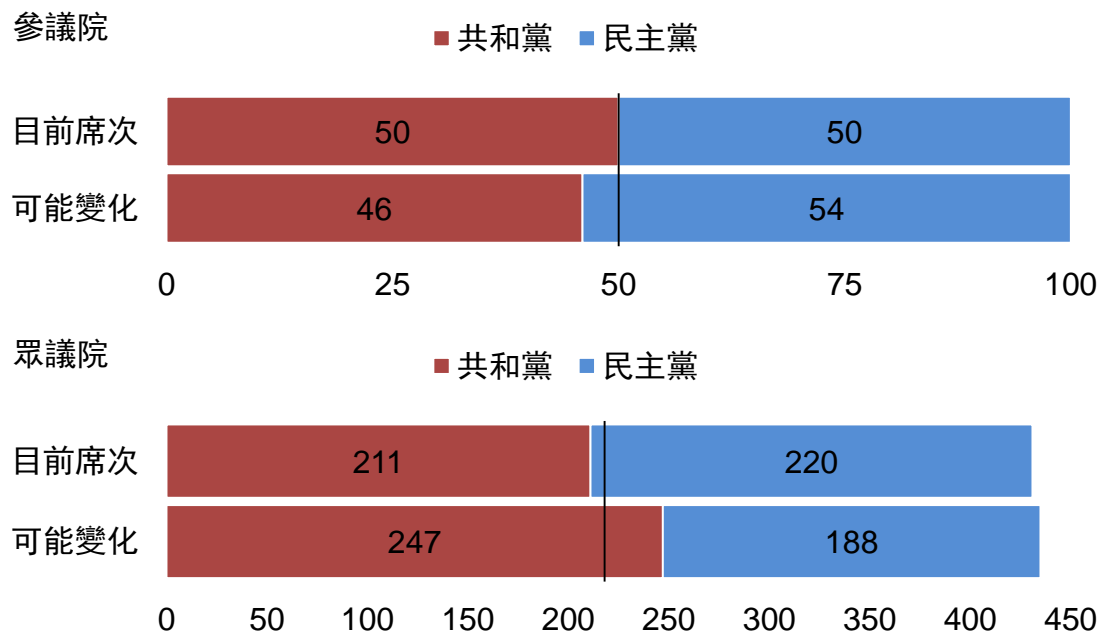


資料來源: Bloomberg, Fed.

股市(2)：但美國適逢期中大選年，執政黨執掌兩院的優勢可能喪失，執政黨較難推出大型政策利多

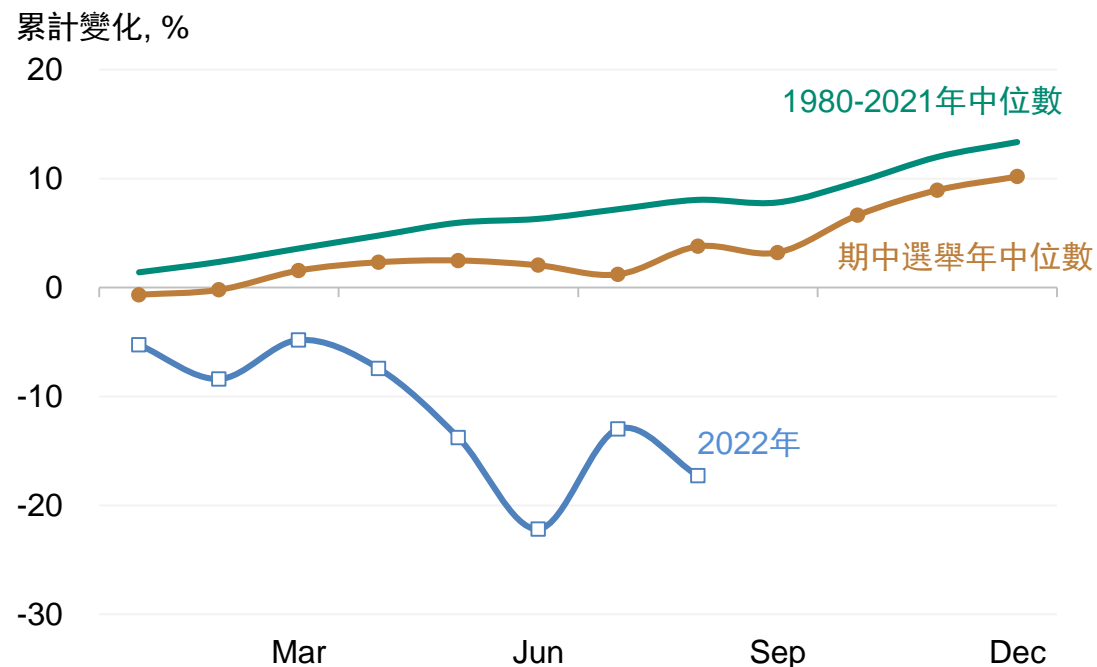
- 美國期中選舉將於11月登場，包括參眾議員與州長候選人，都已如火如荼開始造勢等行程。此外，此次期中選舉頗有前總統川普與現任總統拜登的大選延長賽。但由於今年通膨影響頗鉅，依目前民調表現，民主黨全面執政可能面臨挑戰，共和黨可望掌眾議院多數，因此**民主黨政策優勢恐將流失**。
- 統計1980年以來，期中選舉年的標普500走勢確實相對較弱，尤有甚者，受到俄烏戰爭、中國封城等影響，2022年的表現更是弱於過往。鑒於選後兩院恐將分立，除非共識性較高的法案，否則**拜登總統的後半任期恐難有太多的政策利多可以期待**。

民主黨全面執政可能面臨挑戰，共和黨可望掌眾議院多數



註：上圖黑線表示席次過半。
資料來源：FiveThirtyEight。

統計1980年以來，期中選舉年的標普500變化

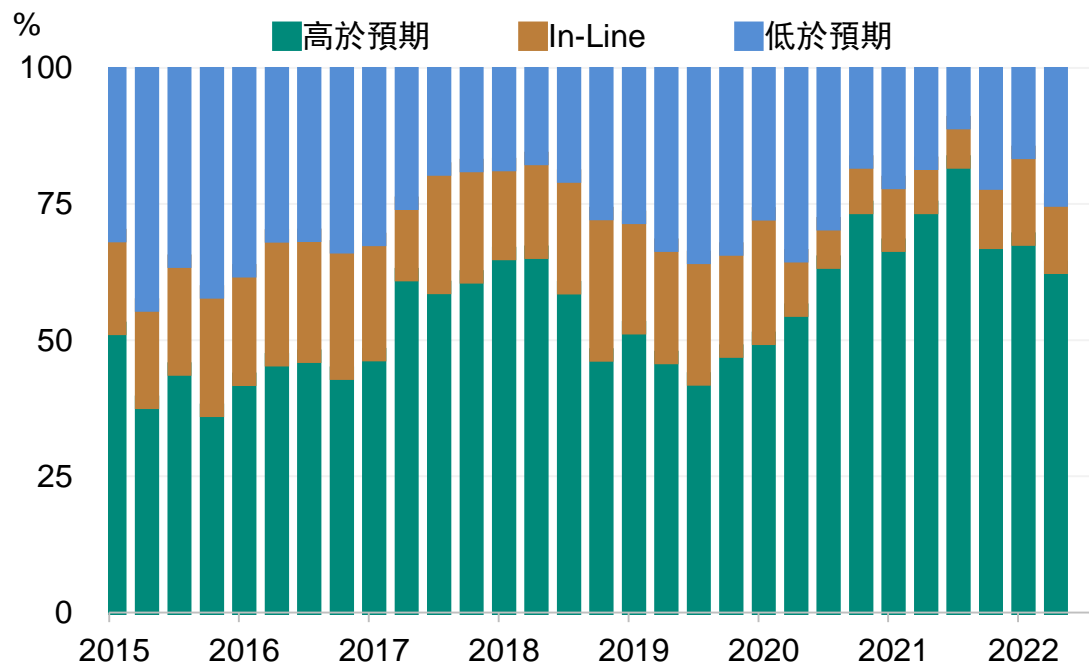


資料來源：Bloomberg。

股市(3)：基本面仍有挑戰，評價尚不易逆景氣上行，股市仍處在“築底”過程

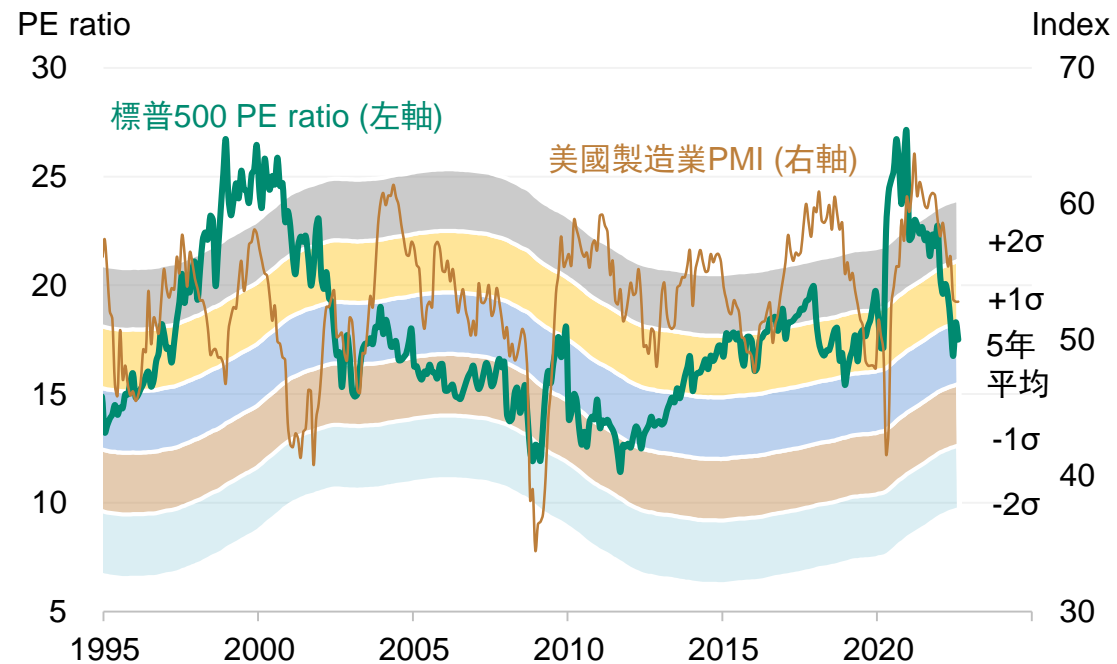
- 企業獲利：現階段部分券商已開始對企業獲利展望進行下修，但隨景氣趨緩，企業獲利優於券商預期的難度恐有增無減，後續仰賴財報季企業利多，進而拉抬企業股價恐仍有難度。
- 評價面：就歷史走勢而言，本益比多隨製造業PMI趨勢而行，但鑒於PMI下降趨勢未變，評價面尚難逆轉；就幅度而言，目前評價回調深度已來到五年平均的水準，價位較去年底合理，**雖已適合長線資金逐步布局，但尚非來到清倉拍賣的階段，應有長線持有的心理準備。**

基本面面臨挑戰，企業營收優於預期比例將持續下降



資料來源：Bloomberg。

股市評價雖降到較合理的水準，但尚不易逆景氣上行

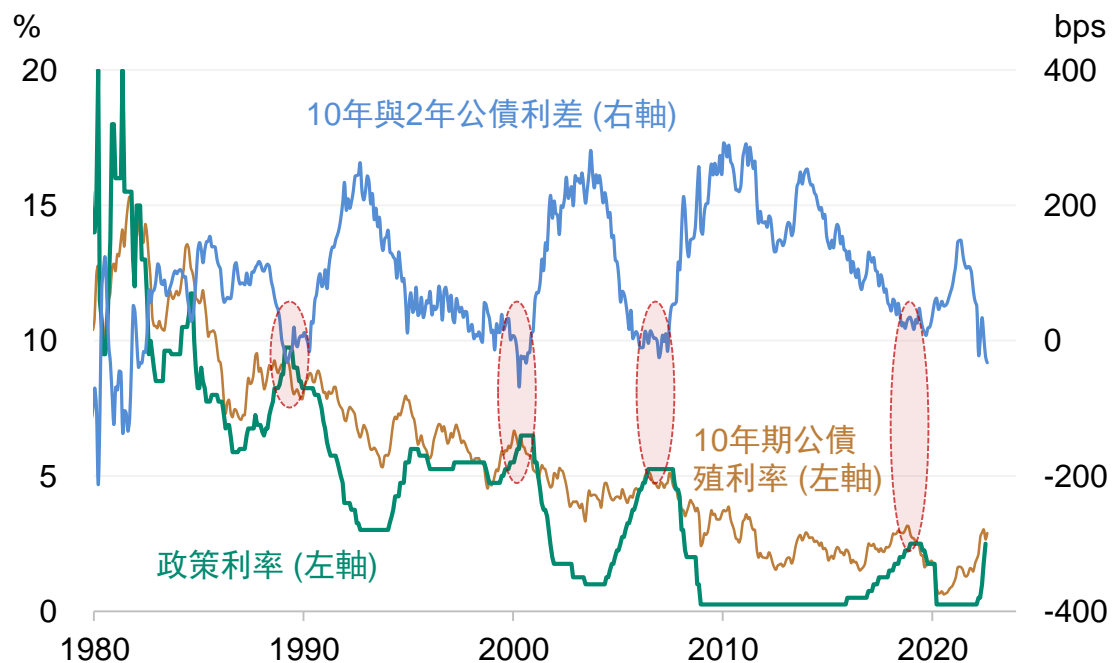


資料來源：Bloomberg。

債市(1)：風險趨避有利短債吸引資金，但隨升息屆頂，長率將轉偏下行，不妨逐漸拉長購債天期

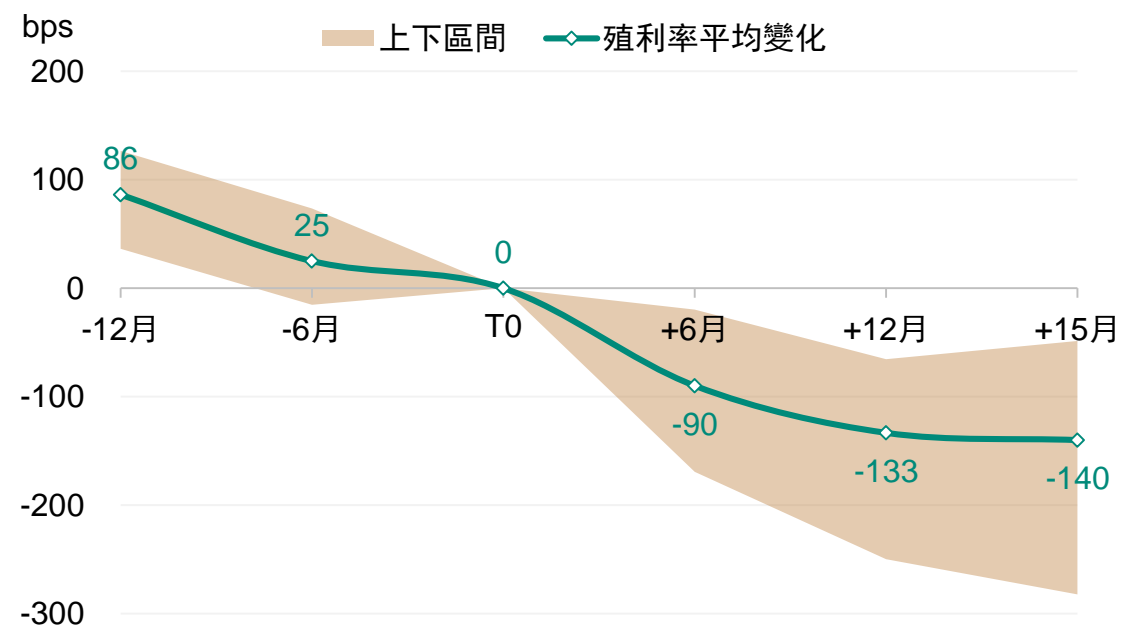
- 景氣未臻衰退，總經數據尚未全面下行，聯準會趨向緊縮仍是政策基調，因此短線上殖利率確實容易隨數據優於預期、聯準會官員鷹派談話而有所回升。對照「長短利差」走勢，**每當長短利差趨平，往往諭示升息循環越近尾聲。**
- 故隨時間流逝，長天期公債殖利率轉向下行的機率越升高。因此，雖然近期風險氣氛趨避有利短債吸引資金停靠，**但隨升息屆頂，長殖率轉偏下行，不妨逐漸拉長購債天期，並以高信評的債券為佳。**

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，升息到頂前後的10年期公債殖利率變化

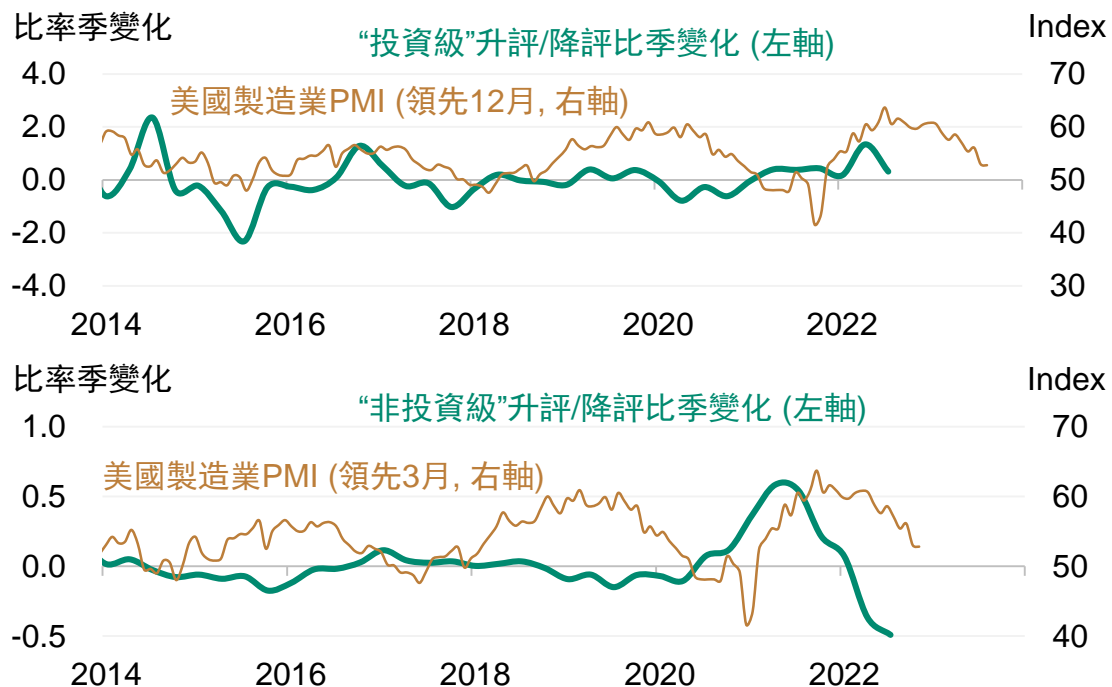


註：統計1984、1989、1995、1997、2000、2006、2018年升息到頂的經驗，T0表示升息到頂。
資料來源：Bloomberg。

債市(2)：景氣循環不利信評表現，尤其在金融情勢緊縮下，投資級仍是較佳的抉擇

- 基本面：信用循環往往落後於製造業循環，鑒於製造業循環向下趨勢延續，信用循環將逐漸反應落後、趨於不利的走勢，因此預期信評走向將不利利差表現，**整體利差水準偏升看待。**
- 市場面：除上述，考量聯準會持續政策緊縮的立場，金融情勢指數將持續不利非投資級利差表現，相對而言，**投資級仍是較佳的抉擇。**

景氣循環漸不利信評基本面表現，升/降評比將更趨劣勢



金融情勢緊縮下，非投資級對投資級利差仍延續偏升走勢

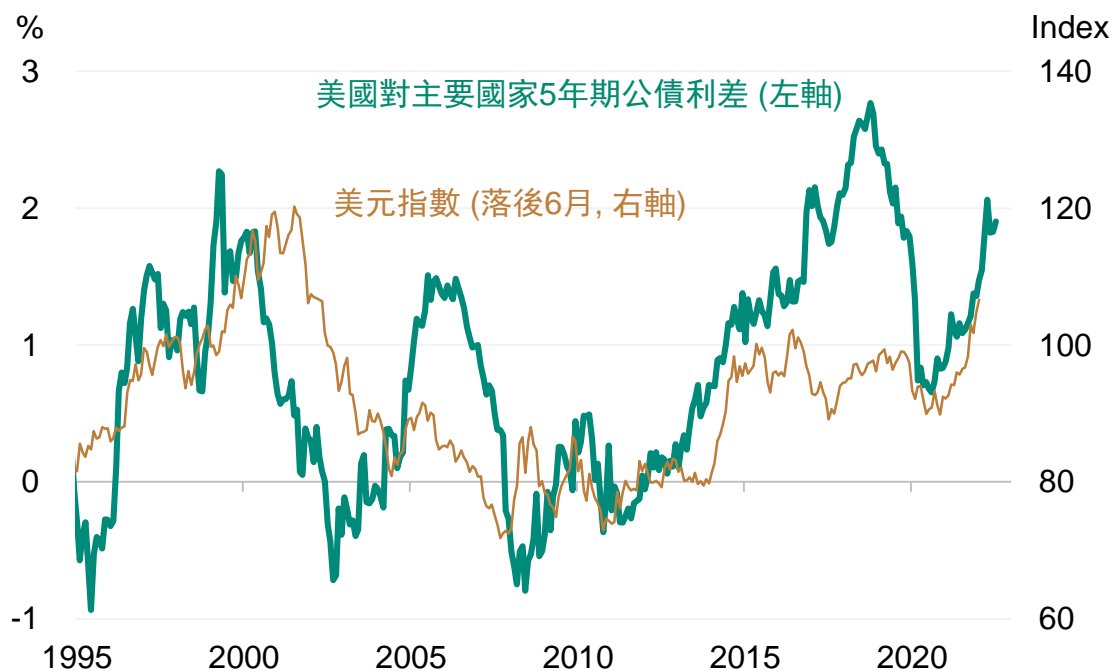


資料來源：Bloomberg。

匯市(1)：聯準會緊縮步伐獨走地位鬆動，但美元多頭尚未逆轉，貿易條件惡化衝擊歐、日等匯價

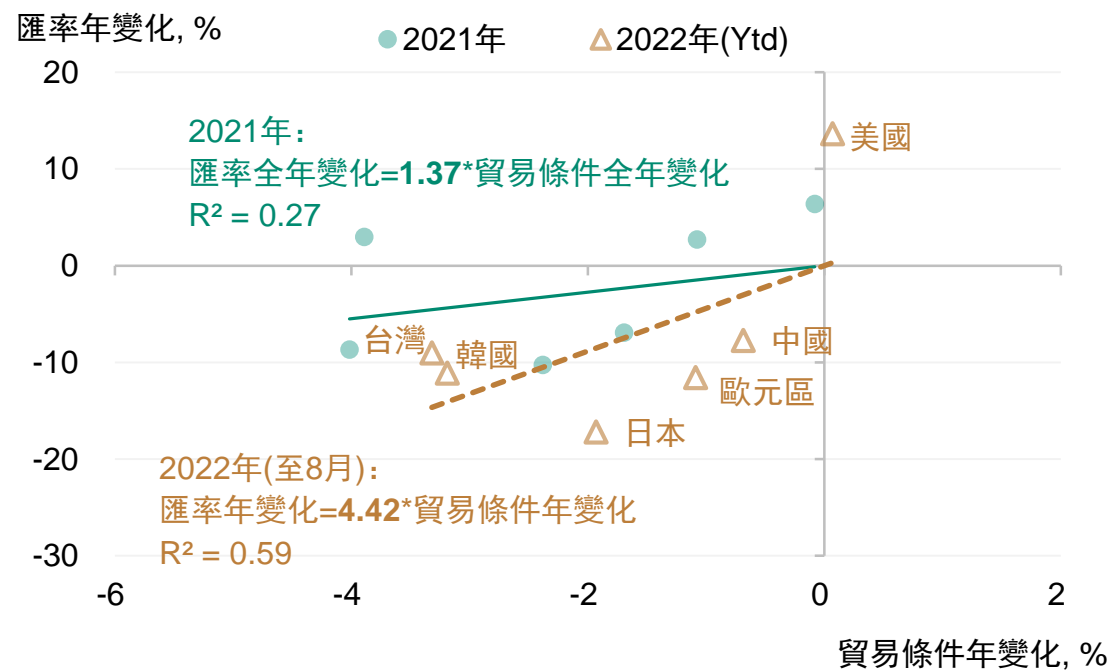
- 歐洲央行開啟升息循環、聯準會緊縮步伐獨走地位鬆動，加上烏克蘭捷報頻傳，皆使近期跌深的歐元匯價明顯回升，但**美元多頭尚未逆轉 (即歐元弱勢尚未結束)**，因：1)俄烏戰爭對歐洲基本面拖累更甚美國、2)Flight-to-safety推升美元、3)貿易條件惡化對匯價影響明顯提高。
- 其中，居於俄烏戰爭中心的歐元區，更是最受到能源價格高漲、貿易條件惡化衝擊的經濟體。歐洲央行因應高漲的通膨數據，被迫不得不提前緊縮步伐，但對應孱弱的經濟現況實為飲鴆止渴，即便升息帶來匯價支撐，但升息碼數受限，**未來一季尚難使歐元匯價立即由空轉多。**

聯準會緊縮節奏居領先，利差支持美元高位震盪



資料來源：Bloomberg。

今年以來，貿易條件惡化對匯價影響明顯提高(斜率變陡)

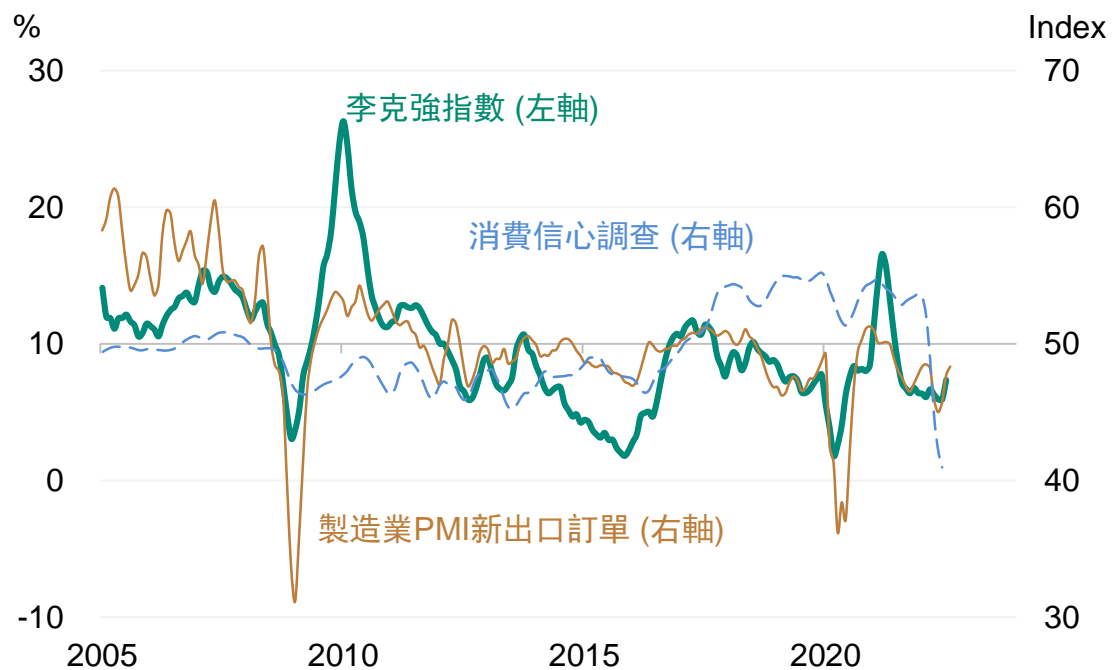


註：貿易條件指數= 出口價格指數/ 進口價格指數。
資料來源：Bloomberg。

匯市(2)：中共20大在即，清零不改，經濟壓力仍舊沉重，人民幣貶破7的關卡，僅是過程而非終點

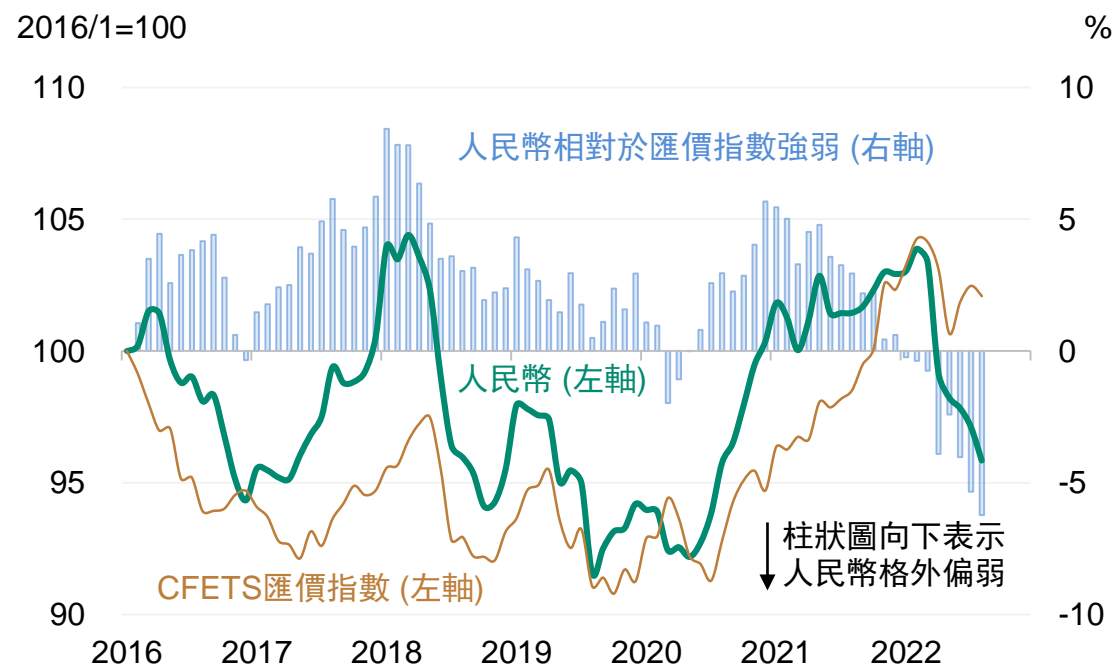
- 受俄烏戰爭、全球通膨壓力居高不下、主要國家貨幣政策緊縮等影響，全球成長步伐明顯放緩，影響外需成長力道；內需則受疫情反覆、爛尾樓、水旱災、限電問題等連串利空的打擊。雖然內外交迫，但中共20大在即，清零政策難有改變，總體經濟的各個層面呈現同步趨弱的態勢。
- 今年以來，大多數非美貨幣因美元大幅升值而走貶，但人民幣匯價明顯弱於CFETS匯價指數走勢，突顯人民幣貶勢也來自於自身基本面惡化所致。截至目前，聯準會緊縮未止，中國經濟內外窘迫的情況未變，**人民幣匯價長線弱勢的格局，仍將延續。**

利空不斷下，中國面臨生產、出口、消費同步趨弱的狀況



資料來源：Bloomberg, OECD。

基本面惡化、經濟疲弱下，人民幣匯價弱勢格局仍延續

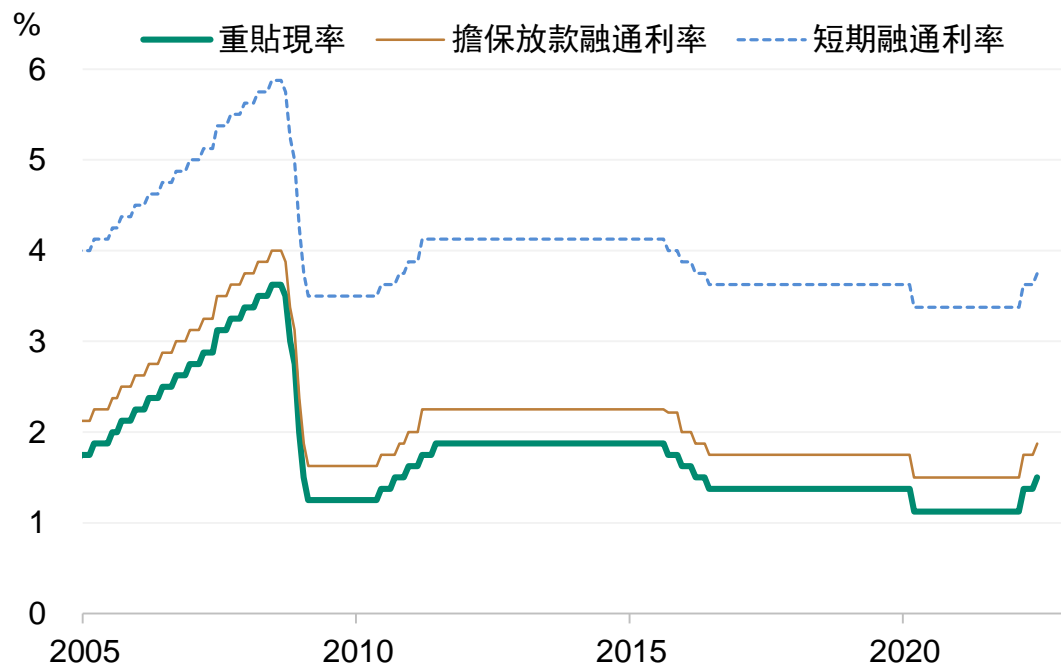


註：CFETS匯價指數用來計算人民幣對外國貨幣加權平均匯率的變動，更加全面地反映一國貨幣的價值變化。
資料來源：Bloomberg。

匯市(3): 台灣自身景氣仍疲, 人民幣貶值增添台幣壓力, 台幣弱勢格局尚未改變

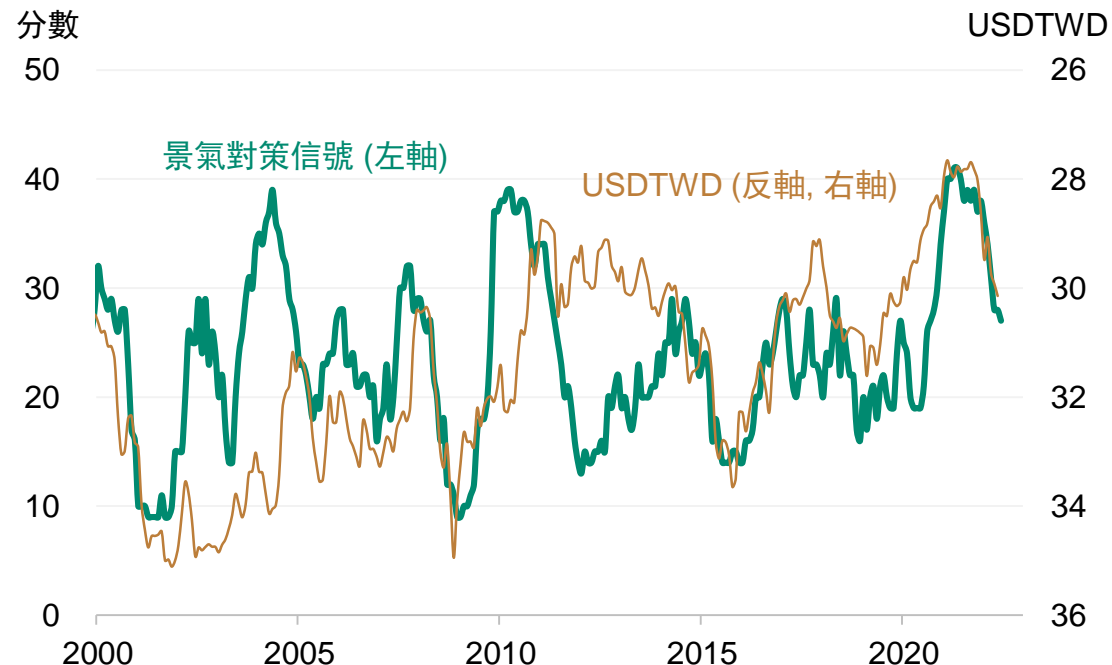
- 台灣央行延續**一次半碼的升息節奏**。即便如此, 台灣央行的政策利率難追趕聯準會步伐, 利差擴大仍牽引資金外流。
- 另一方面, 受俄烏戰爭、主要國家貨幣政策緊縮等影響, 全球成長步伐明顯放緩, 衝擊景氣對策信號各個分項, 對策信號放緩趨勢尚未扭轉。此外, 人民幣貶勢加劇更是額外拖累。**內、外因素不利台幣匯價, 僅賴央行勉力降低匯市波動, 但弱勢緩貶格局未變。**

台灣央行緩步升息, 但政策利率難追趕聯準會步伐



資料來源: Bloomberg。

台灣景氣持續下行, 也壓抑台幣匯價走勢偏弱

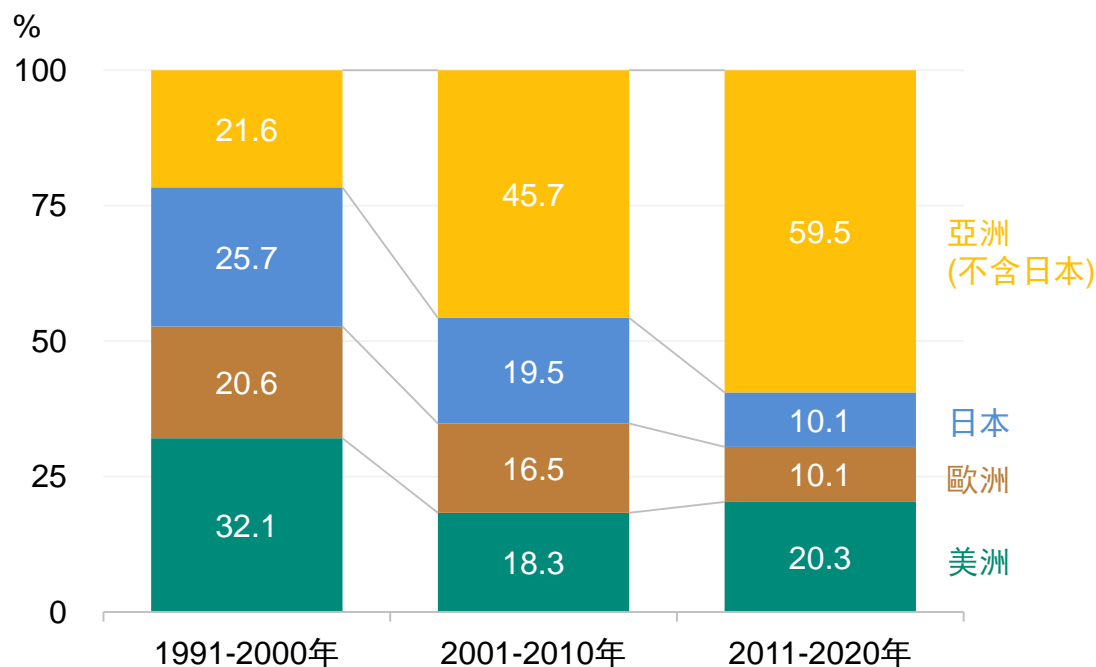


資料來源: Bloomberg。

風險(1)：美中科技競逐帶給半導體業不確定性；歐亞陷“地緣政治”漩渦，市場波動恐難降溫

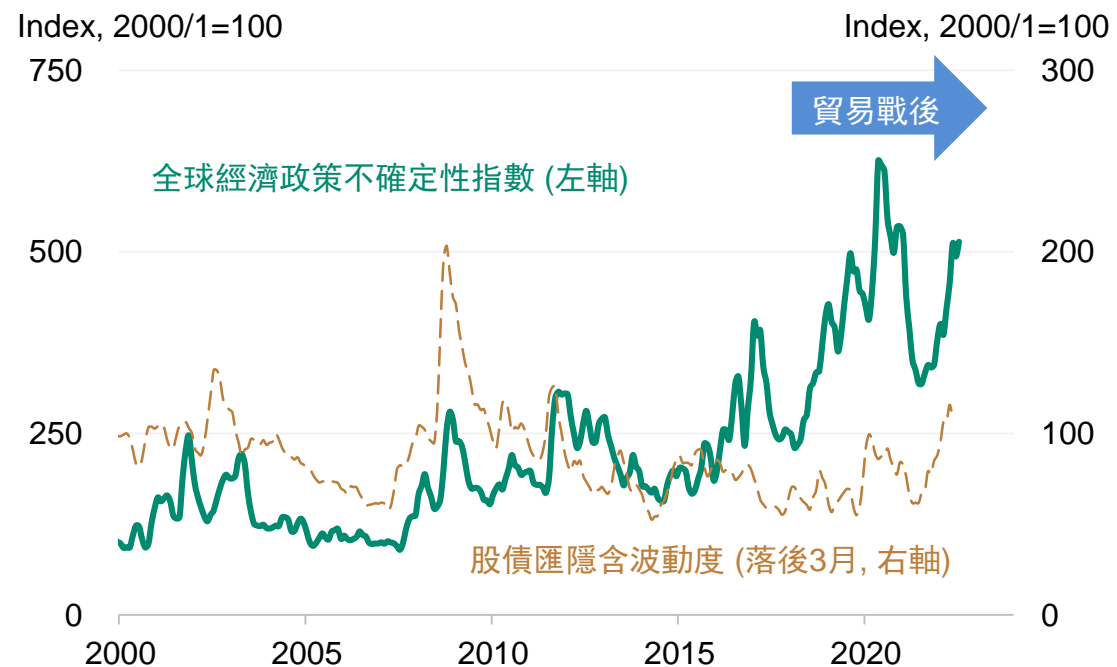
- 科技競逐下，美方晶片與科學法案、對中國投資設限的附加條款、Chip 4四方晶片聯盟的設立，加上中芯國際觸及7奈米製程引發美方加強對中半導體管制(高階晶片緩衝至2023/9)等，皆反映**美國欲孤立中國半導體供應鏈的態度**，此促令中國短期有拉貨需求，但長線卻對半導體需求投入不確定性。
- 西有俄烏、東有台海，恐怕是今年國際政治版面最常出現的頭條之一。回顧長期歷史，蘇聯瓦解後的三十年和平繁榮實乃人類歷史的短暫時光。在川普揭開貿易戰的同時，也揭示美中碰撞的到來，因此**政經大格局難擺脫地緣政治格局的影響，市場波動難降。**

中國需求拉動下，亞洲(排除日本)半導體銷售佔比已然最高



資料來源：Bloomberg。

地緣政治衝突重回常態，政經、市場波動升高也己成為常態

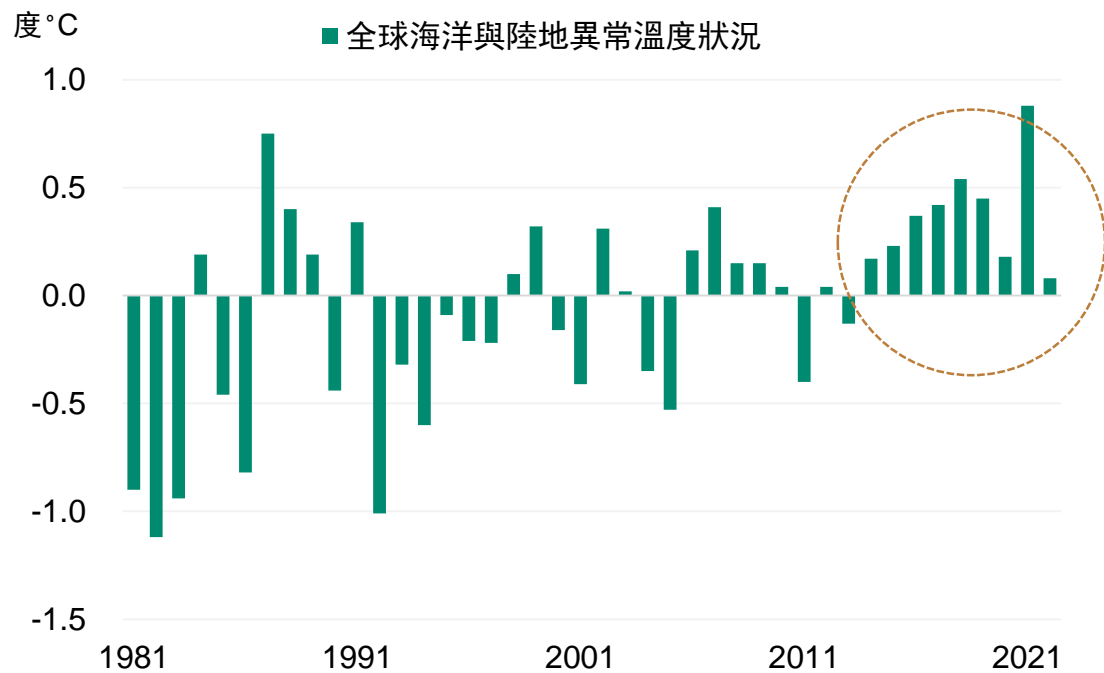


註：股債匯隱含波動度為美股、美債、主要匯市隱含波動的平，2000/1=100。
資料來源：Bloomberg。

風險(2)：氣候異常成新常態，更加放大綠能發電穩定度較低的缺點，今年冬季恐對用電帶來挑戰

- 受到**全球暖化影響**，氣候異常在近幾年來已成為新常態，2021年全球的陸地與海平面溫度，甚至高於過去平均近1度°C，影響深遠，包括歐洲面臨500年最嚴重乾旱。
- 氣候變遷的副作用即是各國電力供應面臨嚴重挑戰，尤其在追求2050淨零碳排的目標下，全球再生能源的發電比重持續提高，使得**氣候異常更加放大綠能發電穩定度較低的缺點**，今年冬季恐對用電帶來挑戰。

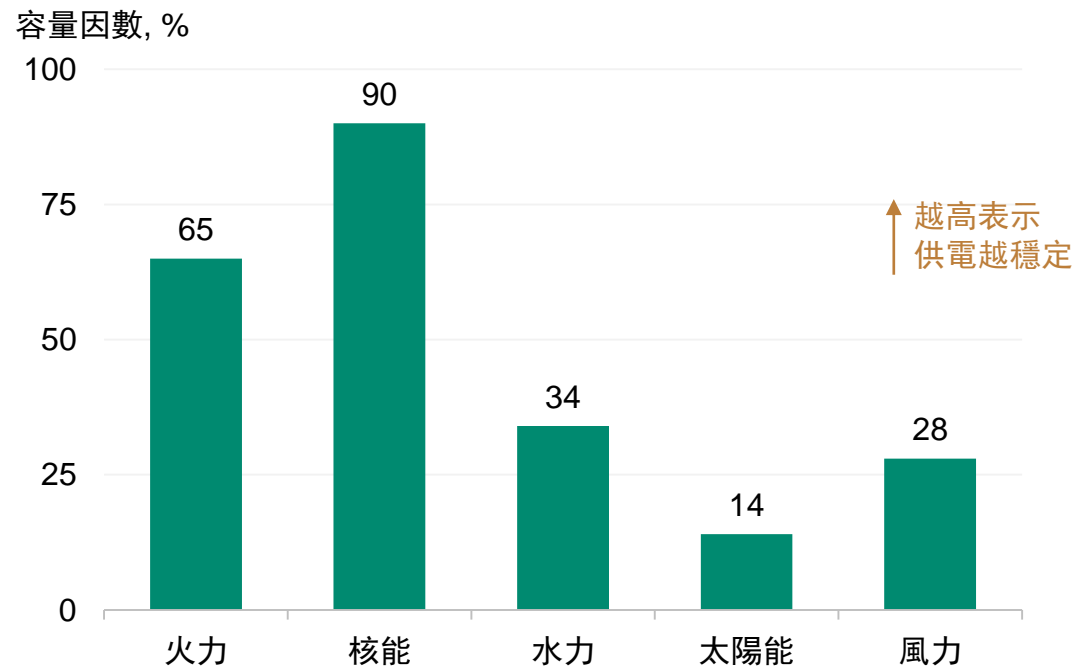
全球陸地與海洋溫度升高，導致極端氣候上升



註：氣候異常指該年度與1980-2010年平均溫度的差異。

資料來源：NOAA。

綠能發電方式穩定度明顯較低



註：容量因數/因子(Capacity factor)是發電廠的平均發電量除以額定容量。

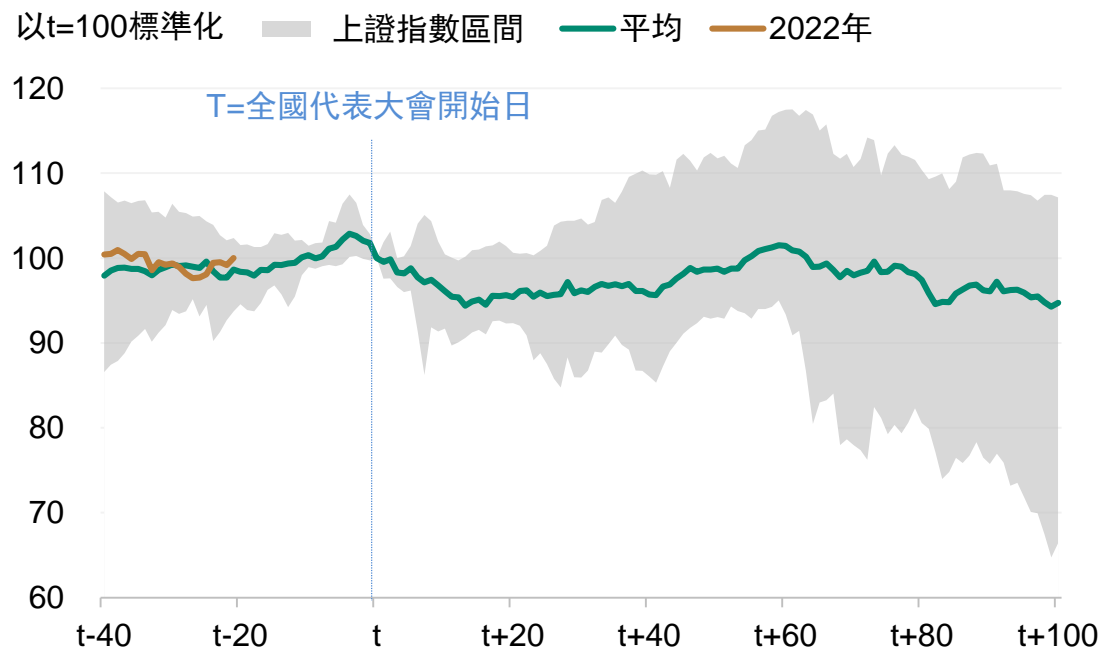
資料來源：台灣經濟部。

個別資產

中國 | 中共20大後政策利多逐步淡化, 預期清零與地產等政策方向不改

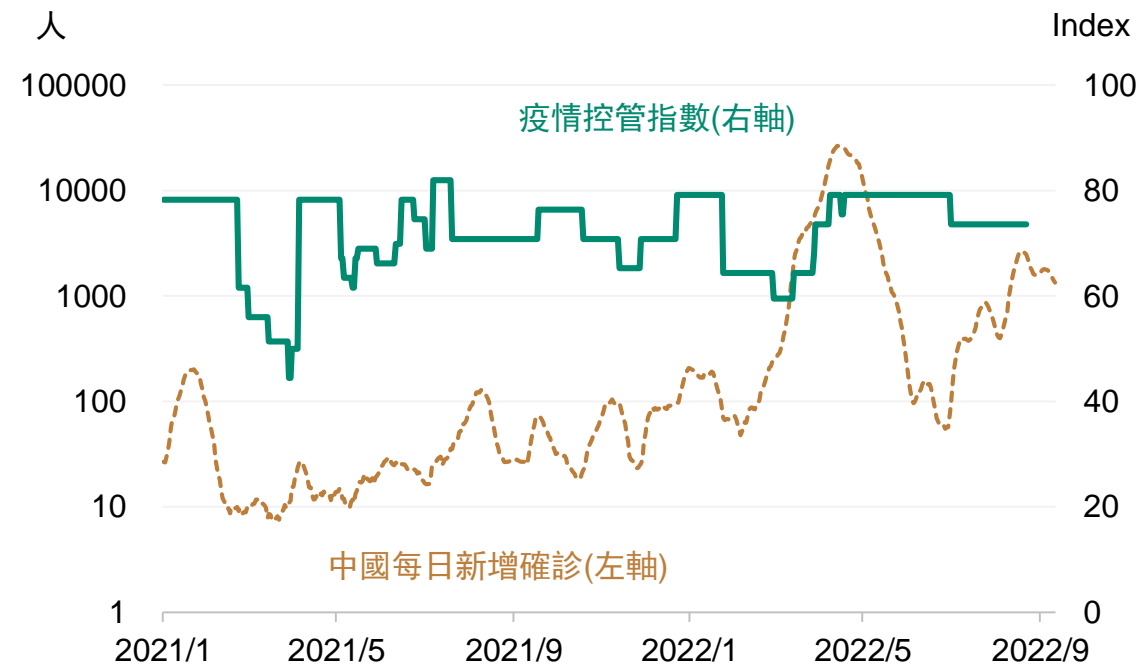
- 中國共產黨即將於10/16召開第二十次全國代表大會, 大會與緊接其後的一中全會, 焦點在最高領導階層的人事布局。本次將展開習近平的第三次任期, 在預期最高領導人不變之下, 預期經濟、外交等政策方向將延續當前基調。
- 觀察過往經驗, 基於穩定政經環境考量, 全國代表大會前常見政策行情, 但隨利多逐步淡化, 後續走勢多以震盪盤整為主。若動態清零與房地產等重要方針沒有做出調整, 景氣持續仰賴財政基建與貨幣政策托底, 信用與景氣循環仍是大盤走勢重心。

全國代表大會後, 隨政策利多逐漸淡化, 市場走勢震盪



註: 區間樣本為十五大至十九大期間的上證指數標準化區間。
資料來源: Bloomberg。

預期「動態清零」等重要政策方向不改

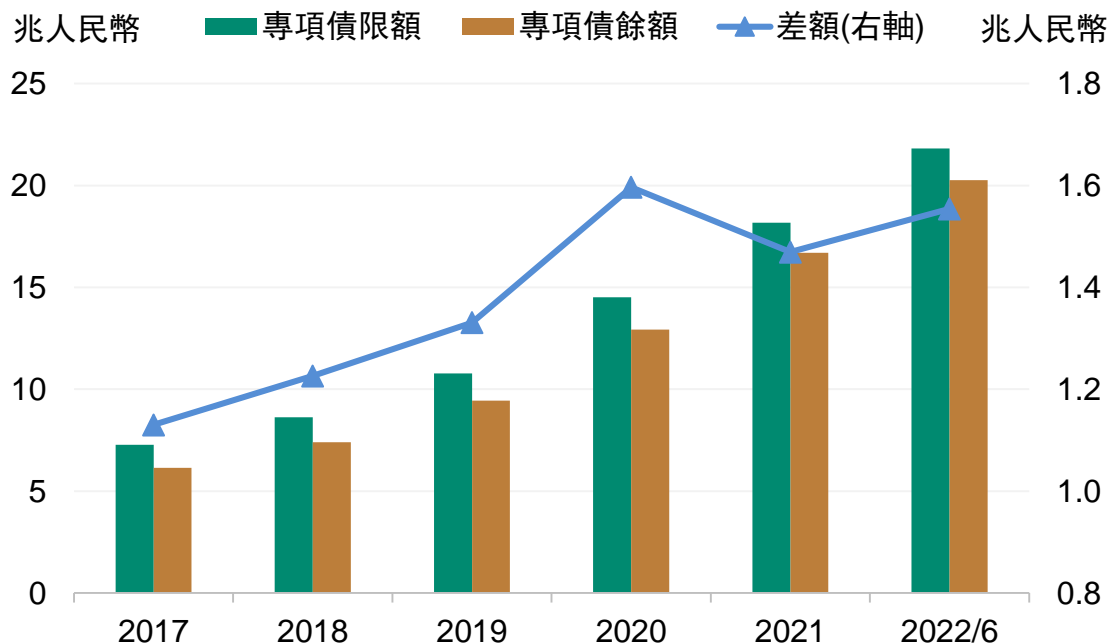


註: 每日新增確診為新增確診+國內無症狀感染人數。
資料來源: Wind。

中國 | 基建投資持續托底經濟，貨幣寬鬆將延續全年

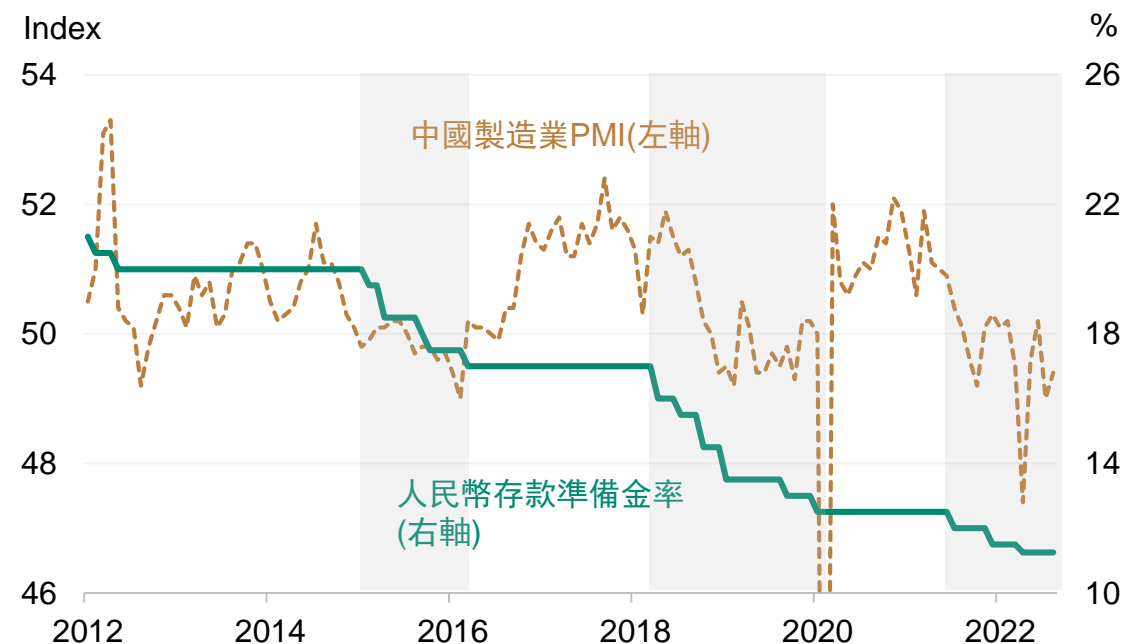
- 中國景氣仍未見明顯翻轉，民間經濟活動有賴政策推出更多支持方案，在資金面，新增專項債已於7月發行完畢，但8月國務院常務會議提出5000多億專項債結存限額，6月也表示將增8000億政策性銀行信貸，儘管發債量體不如上半年，但隨資金逐步到位，基建投資將持續托底中國經濟。
- 貨幣政策方面，人民銀行8月緊急降息後，資金面供給面已相當充裕，眼下中國面臨景氣復甦緩慢，以及人民幣貶值壓力沉重的兩難局面，考量民眾與企業信心偏弱，寬鬆循環料將延續至年底，4Q貨幣政策仍有進一步寬鬆可能。

下半年財政政策仰賴專項債結存限額資金，僅有托底的效果



資料來源：Wind。

景氣復甦緩慢，貨幣政策易鬆難緊

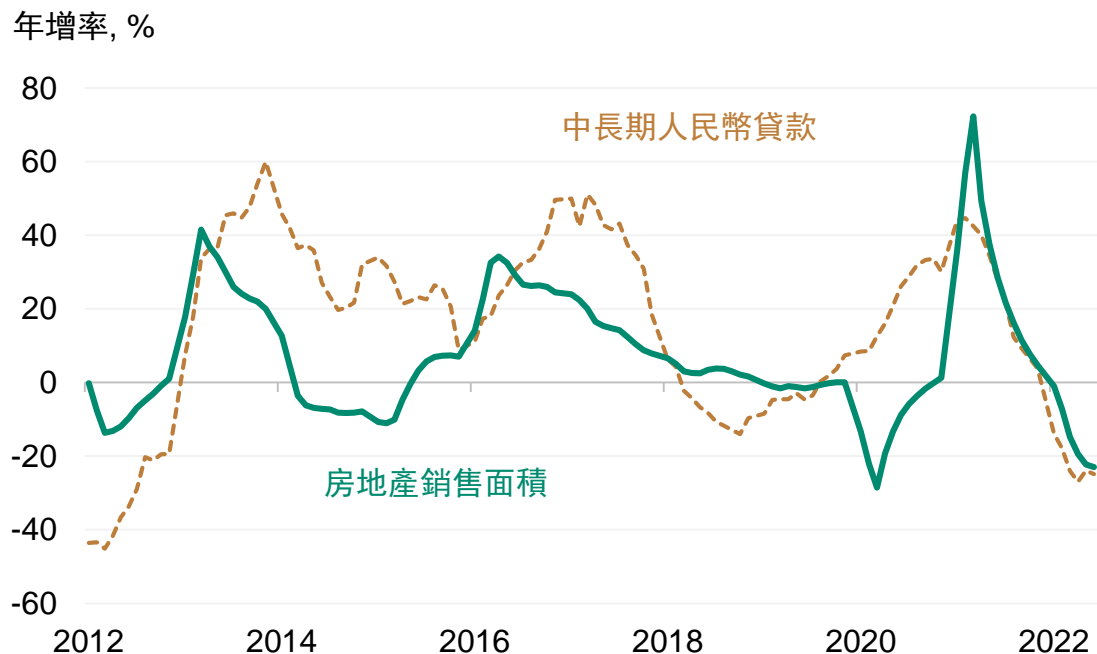


註：存款準備金率取大型機構代表。
資料來源：Wind。

中國 | 封控與房市欲振乏力, 社融存量增速恐已見高, A股震盪偏弱格局

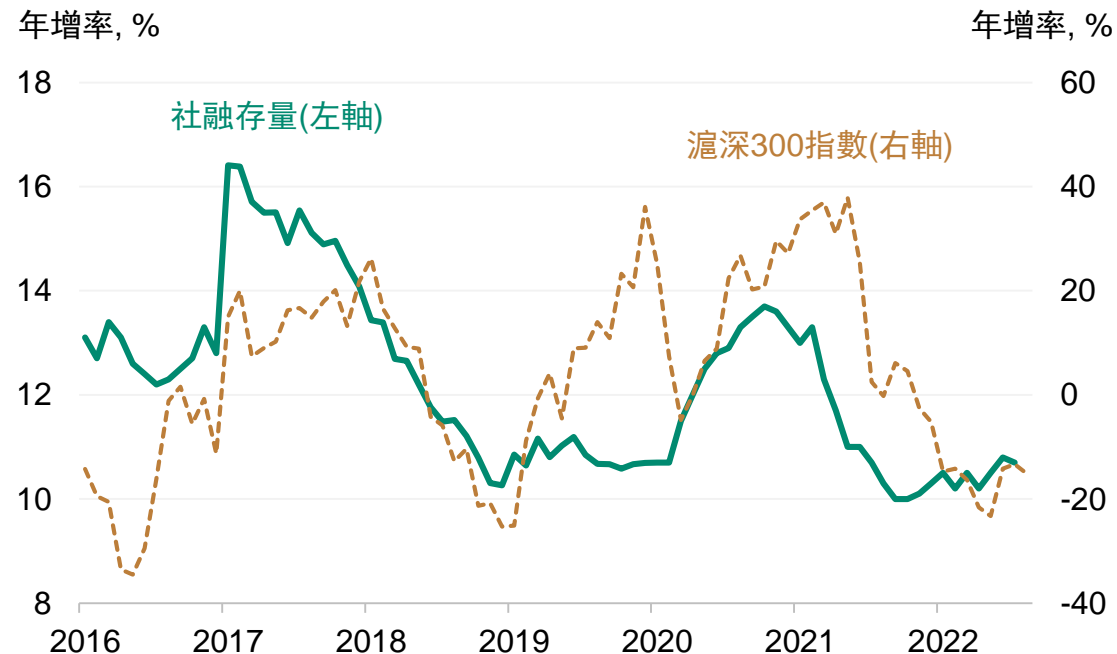
- 寬鬆的貨幣政策與因城施策, 可望提振中國房市銷售狀況, 但中國疫情又見升溫, 封控力道可能有增無減, 民眾活動受到限制, 除了抑制消費及生產, 也使原先就低迷的購房信心與需求蒙受壓力。4Q房市銷售端預期持續築底, 投資端保持觀望, 不動產投資增速難見V轉。
- 政府發債規模下降, 加上內外不確定性的影響, 使民眾與企業加槓桿意願偏低, 研判社融存量增速於3Q見頂。本輪信貸循環復甦程度未如預期, 基本面的疲弱影響風險偏好, 中國股票市場4Q延續弱勢震盪格局。

房市不振影響居民與企業加槓桿意願



註：中長期人民幣貸款為過去12個月加總後之年增率, 房地產銷售面積取年增率3個月移動平均。
資料來源：Wind。

社融存量增速於3Q見高, 循環面不利A股上行

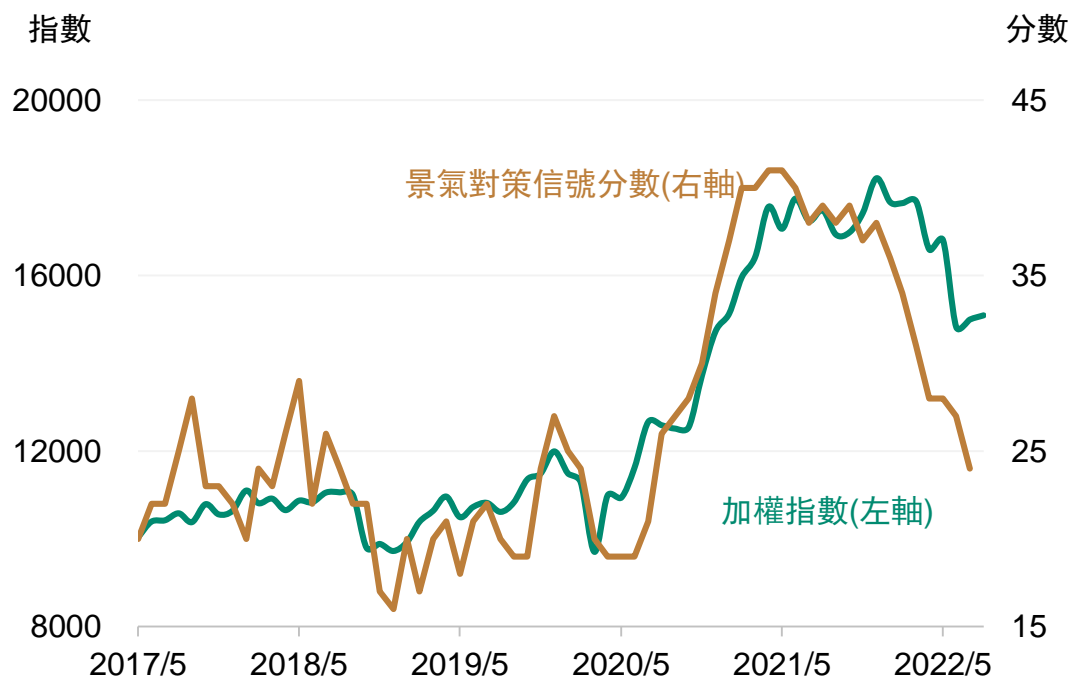


資料來源：Wind。

台灣 | 內需轉強難擋景氣下行壓力, 股市動能偏弱

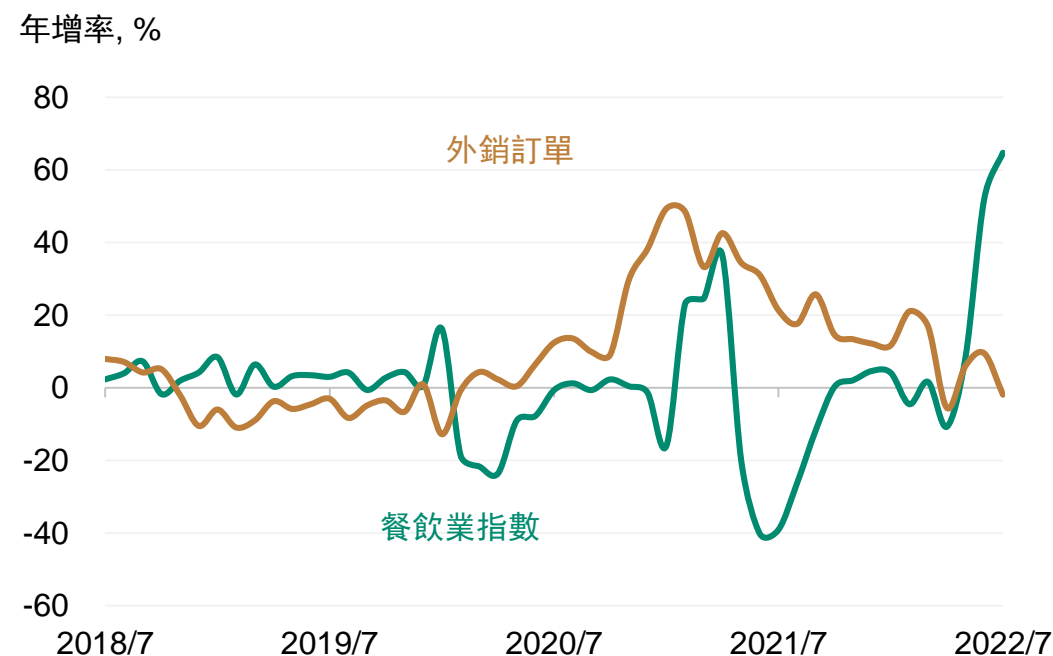
- 歐美需求轉弱, 加上電子產品出貨衰退, 台灣景氣對策信號自高檔反轉後一路向下, 7月景氣對策信號分數較6月下降3分來到24分, 為2年來最低, 疫情帶來的出口紅利, 也在外銷訂單年增率由正轉負之下消散無蹤。
- 台灣外銷出口轉冷, 不過由於疫情趨緩, 國內餐飲消費明顯成長, 而**隨著防疫措施有望在4Q進一步放寬邊境管制, 在開放觀光的挹注下, 可望帶動內需轉強, 對經濟產生一定的支撐效果。由於台灣以科技股佔比較高, 台股接下來一季恐仍採守勢為主。**

景氣下行階段, 台股表現偏弱



資料來源：國發會。

外需冷, 內需轉強支撐經濟

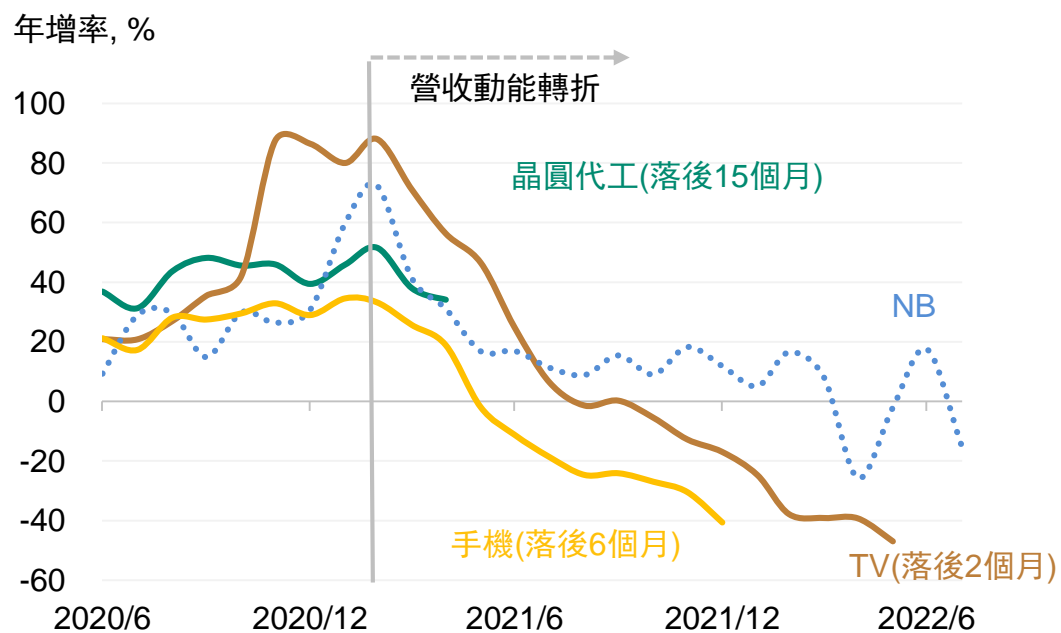


註：採用經濟部統計處餐飲業營業額指數。
資料來源：經濟部統計處。

科技 | 疫情紅利消退, 等待廠商庫存調整告一段落

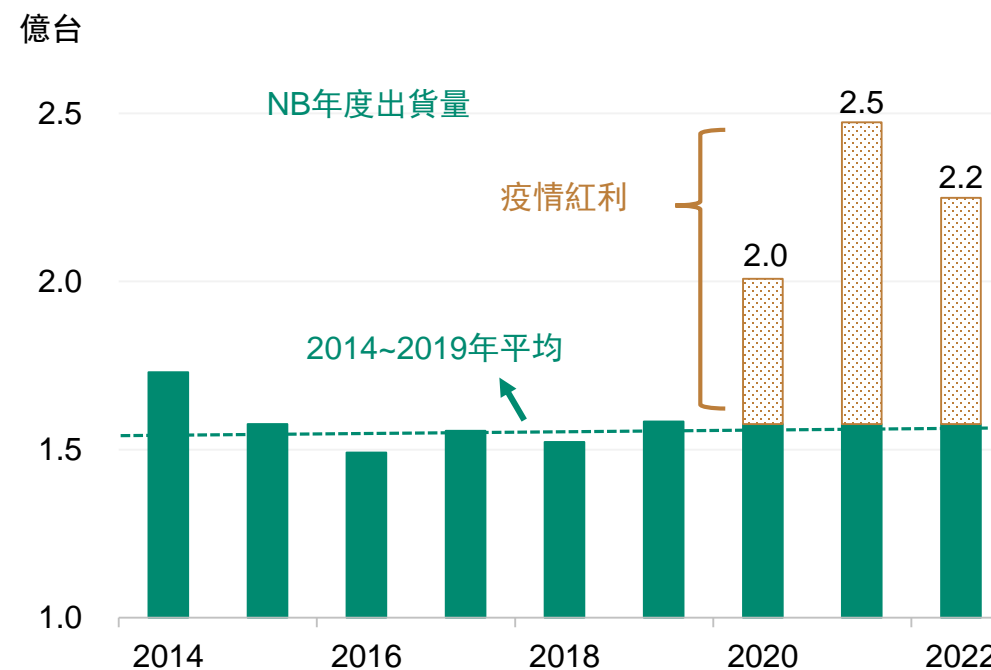
- 高通膨壓縮民眾消費能力, 消費電子產品面臨需求急凍、營收衰退壓力, 且供應鏈的長鞭效應逐步蔓延至上游的半導體業。科技各行業皆面臨景氣下行壓力, 若以一般庫存調整約需數季來看, 大概在明年上半年可望告一段落。
- 景氣下行, 市場下修消費電子產品的出貨成長預期, 以筆電為例, 研調機構預估今年出貨量2.2億台, 年減9%, 相比疫情前水準, 仍處相對高檔。考慮疫情紅利消退, 且筆電已屬於成熟產品, 長期成長動能有限, 在基期偏高下, 未來仍有下修空間, 勢將打壓股市上漲動能。

科技業長鞭效應蔓延至上游半導體業



註: 取相關個月營收年增率平均值。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。

疫情紅利消退, 消費電子產品成長預期仍有下調空間

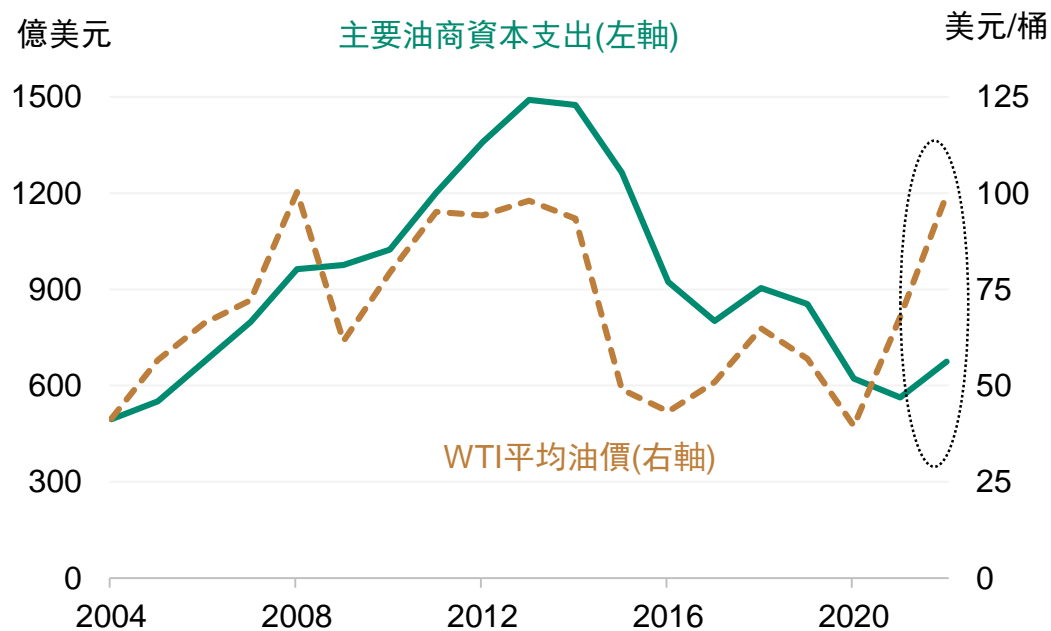


資料來源: Digitimes。

能源 | 高油價年代, 能源股提供穩定金流

- 全球景氣放緩, 不利油價維持在百元以上的高位, 不過, 由於氣候協議因素, 能源公司過去幾年大幅削減資本支出, 即便能源供給緊俏, 依然無法快速拉高產量, 導致年初以來油價居高不下。
- 油價因景氣放緩不易維持高位, 但底部仍有一定支撐, 對於公司而言, 就能賺取穩定的現金流。

油商削減資本支出, 油價下檔有撐



註: 全球6大油商為挪威石油、英國石油、艾克森、雪佛龍、埃尼、道達爾。
資料來源: Bloomberg。

油價持穩下, 能源公司能提供穩定現金流

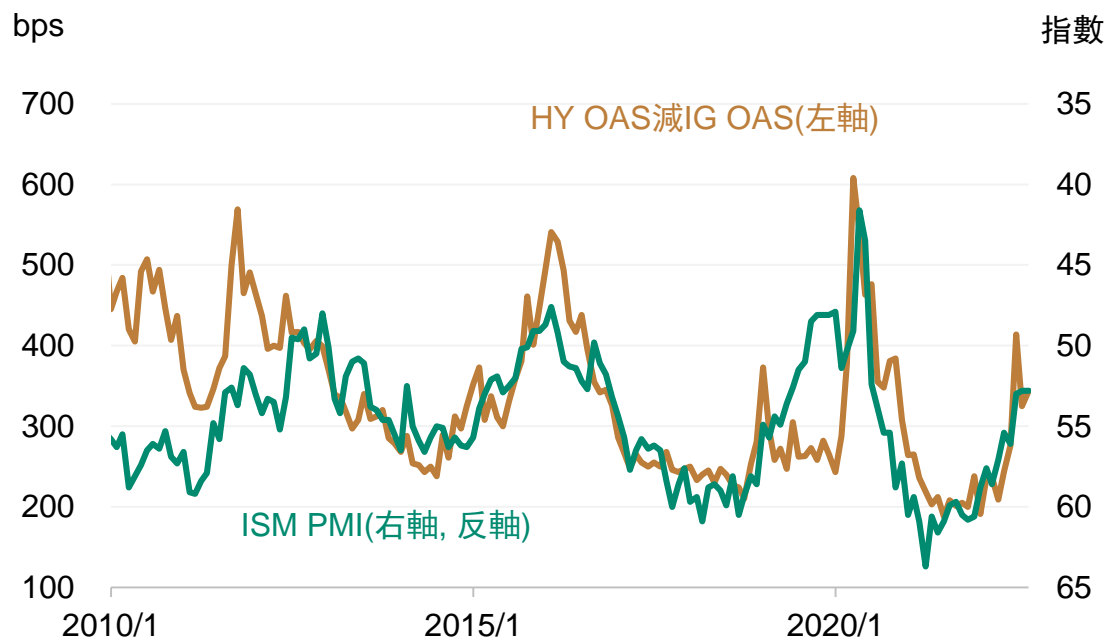


資料來源: Bloomberg。

信用債 | 加速緊縮及景氣下行, 布局以公債、投資級債為主

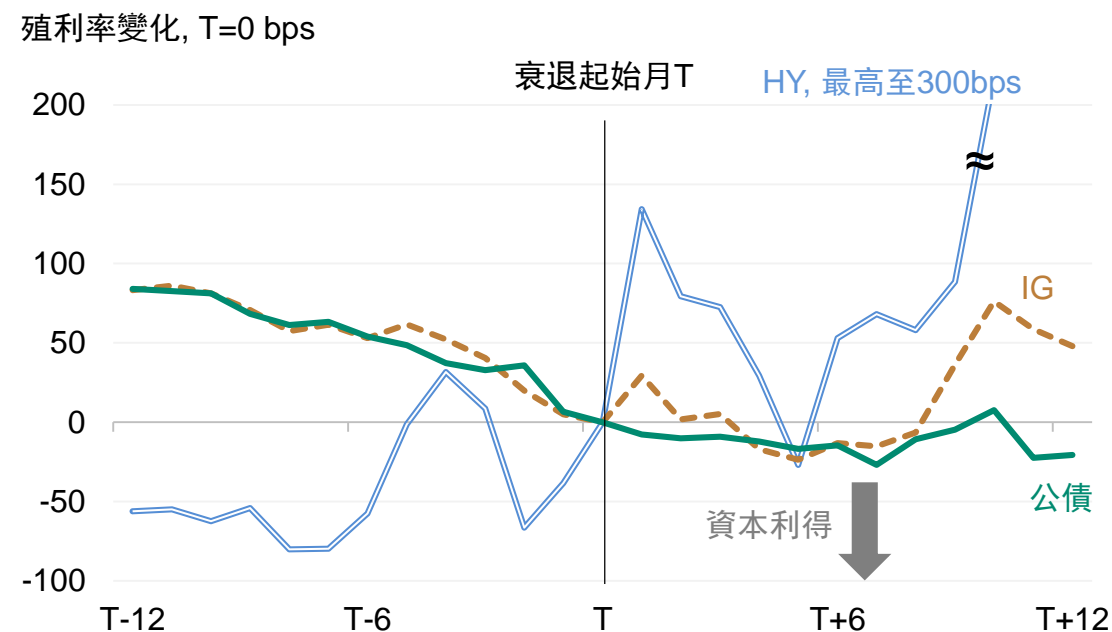
- 鮑爾在央行年會定調緊縮步調將持續, 極力引導景氣降溫, 力抗通膨。加上美國經濟數據尚未全面轉弱, 升息預期走高, 推升殖利率全線走升, **但預期隨緊縮政策陸續發酵, 景氣疑慮增溫下, 將使未來1-2年公債殖利率偏下行。**
- 景氣下行之際, 信用利差變化則為選債關鍵, 觀察1)景氣放緩之際, 非投資等級債利差擴大的壓力往往高於投資級債, 2)觀察2001、2007、2020年景氣下行甚至步入衰退的殖利率變化, 可發現**信用評等較高的公債及投資等級債, 不僅在衰退期間表現穩健, 在衰退前提前布局則或有資本利得空間。**

景氣下行之際, 非投資等級債利差走升壓力較大



資料來源: Bloomberg。

衰退前提前布局公債及IG債, 具資本利得空間



註: 統計2001、2007、2020年3次衰退經驗, 利率變化平均數, 月資料。
資料來源: Bloomberg。

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: 8722-6666