

## 市場展望：Yellen 的霸氣，多頭的底氣

上週(6/29-7/5)，我們難得地在央行界看到了一齣釘孤枝戲碼。號稱「央行的央行」的國際清算銀行(BIS)，在其年報中提到央行太慢讓貨幣政策正常化的風險不應被低估，亦警告目前各國央行的過度寬鬆政策很可能會促使另一個金融資產泡沫破滅循環。然而，對於這警告，美國聯準會(Fed)船長 Janet Yellen 隨即在參加 IMF 的演說中釋放其霸王色霸氣，直接給 BIS 一記打臉。葉女王認為目前 Fed 應把焦點放在物價穩定及刺激就業上，維持金融穩定的工作由行政立法部門來監管會必較好，那不是她的首要工作。簡單的說，只要葉女王對美國的通膨及就業不滿意，她就不會為了金融穩定來提前升息。也不知是葉女王的個人魅力驚人，亦或是霸氣太過強大，促使大海另一端的 ECB 船長 Mario Draghi 也跑來助陣。馬利歐船長在 ECB 會後記者會上回答問題時提到他不同意 BIS 的說法，這讓原本的釘孤枝戲碼，瞬間變成了二打一，勝負已很明顯。

多頭勢力上週除了有金融東海上的二大船長加持外，幾個地區的狀況大致中性偏多。首先來看美國，6 月份的 NFP 增加 28.8 萬，優於預期不少，近 3 個月的 NFP 平均增加 27.2 萬，至少從量的角度來看，美國的就業市場是比先前好得多。另，6 月份 ISM 製造業新訂單指數的上升亦透露出製造業未來的前景正向。在歐洲方面，6 月份 HICP 成長率初值與上月持平，5 月份金融機構貸款予民間部門仍處於衰退區，TLTROs 的效果仍需時間來顯現。在日本方面，6 月份製造業 PMI 重回 50 之上，但 BoJ 短觀指標偏弱；5 月份名目日本薪轉正(+0.2% yoy)，但仍不敵通膨，BoJ 加大或延長寬鬆政策壓力仍在。在新興市場方面，中國 PMI 數據顯示經濟止穩，資金面中性，應不會扯多頭後腿。雙印及俄羅斯 PMI 數據正向，本週看政治面發展。整體看來，我們預期風險性資產表現仍會有表現空間，逢拉回建議逢低建立美國、日本、雙印等股市。

### 投資評等

	短期	中長期
增持	美國, 日本 中國, 俄羅斯, 印尼, 印度 美科技/金融/醫療/能源/REITs/農糧類股 新興債,	美國, 歐洲, 日本 台灣, 中國, 南韓, 印度, 印尼, 馬來西亞,
中立	歐洲, 台灣, 泰國, 馬來西亞, 韓國 美可選消費, 電信, 公用事業 原油, 貴金屬, 礦業類股, 黃小玉 美債, 高收債,	俄羅斯, 巴西, 泰國, 原油, 黃金, 基本金屬, 礦業類股 黃小玉
減持	巴西	長天期美債,

## 已開發國家股市：依然多頭

- **美國：短:OW；中長:OW**

就業數據及汽車銷售均優於預期不少，ISM 製造業指標內容佳，房市數據回溫，Yellen 表態不會為了維持金融穩定而提前升息，維持美股短中長 OW 評等不變。

- **歐洲：短:EW；中長:OW**

英國 PMI 持續強勢，歐元區 PMI 指標略回落，TLTROs 能否於 ECB 預期般刺激銀行借貸仍需時間觀察，暫維持歐股短期 EW、中長期 OW 評等。

- **日本：短:OW；中長:OW**

先前的春鬥結果已開始在 5 月份的名日本薪調查數據顯現，但扣除通膨後的實質本薪仍是負值。總經指標多空交雜(製造業 PMI 站回 50 之上 vs. BoJ 短觀指標偏弱)，技術及資金指標偏多，維持日股短中長期 OW 評等不變。

## 新興國家股市：區間震盪

- **中國：短:OW；中長:OW**

PMI 指標回溫，總經回穩，資金面中性，維持上證參 2000~2200 區間預期。

- **印度：短:EW→OW；中長:OW**

印度指標趨勢向上，顯示生產動能增強；另，若雨神如預期地趕在本月中旬的最後播種期限前抵達，將有益於提振農業產出。儘管經驗顯示，IMD 對 2002、2009 乾旱年預測失準(潛在風險)，但基於盤面樂觀情緒未散，後市可能仍正向反映利多消息及週四即將公布的財政預算，建議積極型投資人短多單續抱。

- **韓國：短:EW；中長:OW**

韓國製造業表現疲弱，搭配 7 月企業信心下滑來看，顯示生產動能可能放緩，衝擊來源之一為近期創下 6 年高點的韓元匯價，在美元相對弱勢且韓國經常帳項目持盈的情況下，本幣強勢方向未變，短期內對企業的負面影響猶存，導致包含三星電子在內的重量級企業財報前景不佳，再加上 4 月船難事件抑制國內消費需求，將使得週四 BoK 調降全年增長預期，維持韓股 EW 評等。

- **台股：短:UW；中長:OW**

上週台股多頭氣盛，自 9306 點一路直攻 9550 點，不過漲勢顯得詭譎，尤其是上週三，主力急拉大立光、台積電等權值股致指數一度大漲百點，但中小型股卻又紛

紛急遽由紅翻黑，頗有拉指數出現貨的味道，該日成交量雖增加至 1537 億元，但量能並未失控，週四、週五盤勢已回歸平穩，不過異常的股市表現使得盤勢步調有些凌亂，主管機關亦對股市提出降溫言論，提及股市已進入相對高點，投資人宜留意外資轉向風險。展望本週國際股市動向，美股即將進入超級財報週，7/8 由美鋁打頭陣，由 Bloomberg 所做 S&P500 2Q 企業獲利成長 5% 來看，財報展望應該良好，不過相對應個股表現仍然值得留意，尤其本週台股上市櫃公司也將揭露 6 月營收結果，部分公司也將提早公布 2Q 獲利結果，故營收及盈餘表現為本週盤面關注焦點。預期在主管機關喊話降溫及個股調整下，指數趨向整理，預期本週指數在 9500 點上下 100 點間做整理，至於台股 3Q 展望則仍然看俏，主因目前電子產業正要進入旺季拉貨潮，根據 Sinopac 300 企業獲利成長性來看，3Q 相較 2Q 成長 19%QoQ，故在基本面強勁支撐下，優質電子股拉回皆可適度佈局，不過，由上週三中小型個股快速由紅翻黑來看，本土主力已有逢高拔檔心態，無基本面支撐之題材股則需留意，另由上週除權息個股表現來看，除聯發科外，其餘個股除息前似乎存有賣壓，除息後亦未能立即填息，宜觀察除息個股情況，是否帶動後續個股除息不力表現。

● **東協市場：短:EW；中長:OW**

**印尼：短:EW→OW；中長:OW**

印尼經濟呈現更廣泛地回溫跡象，惟指數並未受到太多鼓舞。經驗顯示，股市高度反映選舉情勢，自 4 月不如預期的國會選舉結果公布後，加上先前民調指出總統大選日漸形成五五波的拉鋸戰，盤勢持續受到壓抑，惟，經過上週六雙方候選人最後一回合的辯論後，我們認為選情似乎較為明朗，偏市場友好派的 Jokowi 出線機率有所提高，因此建議積極型投資人進場短 trade，但須防結果不如預期，故須嚴設停損，短線將印尼評等由 EW 調升至 OW。

**新加坡：短:EW；中長:OW**

指標動能再度放緩，需要進一步觀察先前半導體生產線關閉帶來的衝擊，維持新股 EW 評等。

**馬來西亞：短:EW；中長:OW**

馬來西亞對外出口強勁，年內可望保持此一增長態勢，惟基於估值並不便宜，維持馬股 EW 評等。

**泰國：短:EW；中長:EW**

泰國軍政府 6 月祭出的價格凍漲措施成效漸顯，若能持續保持在當前物價水平，有助於央行保持寬鬆貨幣政策立場，配合政府推動的振興經濟措施，以及信心面的回溫，有益於支持增長動能改善前景，維持泰股 EW 看法不變。

- 拉丁美洲

巴西：短:UW；中長:EW

巴西 6 月份製造業 PMI 依舊令人失望，服務業 PMI 成長幅度亦小，工業生產仍未擺脫衰退，維持巴西短期 UW 評等。

- 新興歐洲

俄羅斯：短:OW；中長:EW

俄羅斯近期經濟數據來看，整體 PMI 數據開始轉好，俄羅斯總經數據較先前改善許多；另外，俄羅斯國會撤銷對烏克蘭出兵的決議，使我們預期西方國家對俄羅斯未來的經濟制裁機率降低，故我們維持俄羅斯短期股市看法(Overweight)，惟通膨未得到控制，中長期仍維持 EW 不變。

## 固定收益產品：NFP 增幅大，殖利率升

- 美國公債：短:EW；中長:UW

Yellen 演說中提到 Fed 應持續關注物價穩定及刺激就業，而金融穩定的工作主要應是由行政法令部門去負責，內容仍偏鴿，我們認為受 Fed 政策及避險需求影響，十年期公債殖利率走升的速度將不會太快(目前為 2.64%)，故我們小幅上調對美國十年債殖利率短期預期(2.50%-2.70% → 2.55%-2.75%)區間，長期而言，我們預期長期公債殖利率將受通膨及經濟加溫緩步向上，目前仍維持對美國公債長期(UW)的看法。

- 投資等級債：短:EW；中長:EW

上週投資等級債殖利率大幅向上，主要是就業數據優於預期，避險需求下滑，然而，目前投資等級債價格亦相當昂貴，在未來美國利率將緩步升溫的前提下，故我們仍建議投資人觀望(EW)。

- 高收益債：短:EW；中長:EW

上週美國高收益債券殖利率無變動，但利差收窄，主要是受 NFP 數據所影響，風險性資產漸受青睞，惟目前美國高收債殖利率及利差均偏低，價格偏貴，故建議投資人應先觀望(EW)。

- 新興市場債：短:OW；中長:UW

俄羅斯國會撤銷對烏克蘭開火協議，使其遭到進一步制裁的機率降低，有助俄羅斯公債價格上揚，另外，土耳其經濟獲得顯著改善，市場擔憂的經常帳赤字過高問題稍有緩和跡象，加上土耳其央行降息 1 碼維持寬鬆立場，故我們維持新興債短期評等至 OW，長期部分國家通膨仍偏高，例如：巴西&俄羅斯，故我們給予 EW。

## 商品市場：各自表現

- **能源：(短 EW；長 EW)**

上週西德州期油收\$104.06(-1.6%)；布蘭特期油收\$110.64(-1.6%)。截至 6/30，美國普通汽油平均零售價格為\$3.704 美元/每加侖，與前週持平，和去年同期相比上揚\$0.208 美元；天然氣週線大致持平，收在\$4.406 美元/mmbtu。展望本週，在供給面擔憂漸減的背景下，我們預期西德州原油波動區間：\$102~\$108 美元/桶；布蘭特原油整理區間：\$108~\$115 美元/桶。

- **能源類股(短 OW；長 OW)**

美國能源類股上週+0.4%。整體來看，仍是石油設備及服務族群的表現較佳，如：Hilliburton(+2%)、National Oilwell Varco(+2.6%)；而煉油族群表現較差，如：Valero Energy(-2.4%)。展望本週，預估該趨勢仍將延續，持續看好石油服務族群，給予整體能源類股 OW 評等。

- **黃金：(短 EW；長 EW)**

上週黃金現貨收\$1,319.3(+0.2%)；白銀現貨收\$21.14(+0.9%)；GDX ETF 收\$25.5(+2%)。展望本週，我們維持區間整體看法，金價：\$1,280~\$1,350，白銀：\$19.6~\$21.4。

- **基本金屬：(短：OW；中長：EW)**

從基本面來看，在多數基本金屬庫存下滑以及美元指數維持低檔盤整下，我們認為基本金屬價格在短期利空結束後，價格在 Q3 有機會回升。對短線走勢維持低檔盤整的看法不變。

- **農糧：(短 EW；長 EW)**

短線上在產出以及耕作面積多於預期，以及氣候條件轉佳下，我們建議調整黃小玉多單部位，庫存數據高於預期水準，短線黃小玉將維持低檔整理，而在天氣轉好以及全球產量預期提高下，我們對中長期維持中性看法不變。

## 外匯市場：美就業強，助 DXY 揚

- **美元：短:EW→OW；中長:OW→EW**

上週 1)6/30 舊金山 Fed 總裁 John Williams 演說時重申 FFR 將在一段時間保持在接近零的水準，並強調明年下半升息是合適的，鴿派言論讓 DXY 7/1 最低來到 79.74，2 個月低；2)惟隨後 7/2、7/3 美公布的 6 月 ADP 與 NFP 分別大增 28.1

萬人、28.8 萬人。

展望本週，市場聚焦 7/9 公布 6/17~6/18 的 FOMC 會議紀錄內容，惟在美就業報告強勁下，使得市場出現提前升息的聲音，加上本週 Lacker(7/8)、Fisher 與 George(7/10)、Plosser (7/11) 等多位鷹派 Fed 官員將發表談話，有助美元維持強勢，DXY 指數本週估區間 80~81。

● **歐元 vs. 美元：短:EW→UW；中長:EW→UW**

上週 **1)**雖然 6/30 Fed 官員 Williams 鴿派言論，及 7/1 公布的德國 6 月失業人口意外增加 9000 人(市場預估的減少 10000 人)，讓歐元 7/1 最高來到 1.3701，5/21 以來最高；**2)**惟隨後 7/2、7/3 美國公布 ADP 與 NFP 表現正面，及法國總理 Manuel Valls 7/2 呼籲 ECB 應加強壓低歐元匯率的力道，加上 7/3 ECB 利率會議，總裁 Draghi 重申將維持低利率一段間，且強調若有需要，將再採取行動對抗低通縮，並估計 TLTRO 總金額上看 1 兆歐元，讓歐元反轉走貶；終場收在 1.3594，週線貶值 0.4%。

展望本週，預期德國 5 月 IP mom 與上月相同 0.2%，惟在美元可能續揚之下，不利歐元，歐元本週預估區間 1.34~1.37。

● **日圓 vs. 美元：短:OW→UW；中長:EW**

上週日本公布經濟指標表現不如預期，其中 5 月 IP mom+0.5%，2Q 日銀短觀大型製造業指數由 17 下滑至 12，雙雙低於市場預期的 0.9%、15，加上投資信心樂觀，降低避險需求，導致日圓承壓，貶破 102，終場貶值 0.7%至 102.08。

展望本週，日本指標估錯綜，其中 5 月領先指標預估 106.5→105.9，5 月機器訂單 mom 估-9.1%→0.7%，惟近來市場風險偏好轉強下，不利日圓，日圓本週預估區間 101~103。

● **人民幣 vs. 美元：短:OW；中長:OW**

上週 RMB 中間價由 6.1528 走貶至 6.1642，週線貶值 0.03%。美財長 Jacob Lew 於訪中前夕再度催促人民幣升值，加上中國 6 月 PMI 51.0 創年內新高，經濟持穩，皆有利 RMB 走升，惟中間價連三個交易日走貶，RMB 匯價在 6.1970~6.217 上下波動，收 6.2043，週線升值 0.22%。

本週將公布之中國 6 月貿易數據，出口 yoy 預估由 7.0%上揚至 10.2%，進口 yoy 預估由-1.6%上揚至 5.6%，經濟持續穩步增長，將提供 RMB 支撐，加上本週中美

將舉行戰略與經濟對話，預期美財長 Jacob Lew 將再度與中方討論人民幣升值議題，惟美方口頭施壓對於 RMB 影響力漸減，預期本週 RMB 小幅升值，估本週區間 6.19~6.22。

● **澳幣 vs. 美元：短:OW；中長:EW**

上週 RBA 將基礎利率維持於史低的 2.5%，加上 6 月中國製造業 PMI 由 50.8 上揚至 51.0 創年內新高，推升澳幣走高至 0.9505，然隨後澳洲公布 6 月貿易逆差 19.1 億澳幣，大幅高於預期的 2 億澳幣，RBA 總裁更明確指出澳幣已被高估，警告投資人不可輕忽澳幣貶值的風險，澳幣承壓遽貶，一路攪破 0.95、0.94，最終收 0.9353，週線貶值 0.85%。

展望本週，近期 G3 貨幣皆維持偏弱格局，澳幣相對利多，且鐵礦砂價格回升可望帶動出口成長，有利澳幣在大幅走貶後的回穩反彈，估本週區間 0.92~0.95。

● **南非幣 vs. 美元：短:UW；中長:UW**

南非最大工會 NUMSA 於 7/1 舉行罷工，導致南非幣一度走弱至 10.8553，最終收在 10.7556，週線貶值 1.58%。展望本週，消息指出 NUMSA 與資方已接近達成協議階段，預料將對南非幣短線上提供支撐，預估本週南非幣波動區間 10.6~10.9。

【研究報告投資聲明】

- 本研究報告內容由永豐證券投資顧問股份有限公司所提供，所載資料僅供參考，客戶進行任何投資前應審慎考量本身之需求與投資風險，永豐證券投資顧問股份有限公司及永豐商業銀行恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。
- 本研究報告中之內容或有取材於永豐證券投資顧問股份有限公司認可之來源，但無法保證完整性或預測正確性；報告中所有資訊或預估變更時，永豐證券投資顧問股份有限公司將不另行通知或預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責；任何人不得以因信賴該等資料做出投資決策為由，向永豐商業銀行或永豐證券投資顧問股份有限公司主張任何權利或提出訴訟。
- 投資均有風險，任何投資商品過去之績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金之損失；若申購以外幣計價的投資商品應需瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。投資人進行任何投資交易前，應詳閱各產品之公開說明書，並應考量本身投資需求、目標及財務狀況作妥適之決定，並應自行承擔投資風險及結果。如有必要，投資人申購前可洽詢永豐商業銀行各分行服務專員。
- 永豐商業銀行辦理財富管理及信託業務時，除盡善良管理人之應注意及忠實義務外，不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負投資盈虧。

- 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何型式沿用、複製或轉載本文件內容之一部分或全部。