

## 市場展望：Yellen says...行

上週(7/13-7/18)的金融市場對 Simon says 的進化版- Yellen says 這款遊戲玩得不亦樂乎，欲罷不能。雖然 Yellen 上週在參院作證內容有許多與 6 月份 FOMC 會議記錄相同，但身為 Fed 主席的她仍是對金融市場穩定這議題說/寫了些值得市場注意的事。首先，在 Yellen 給的演講/報告中我們聽/看到：雖然美國房地產、股票及公司債漲了不少，但目前的估值與過去歷史經驗相比還算是相符。我們對這句話進一步的解讀是- 續漲有理。接下來，再看到更高的價格也不足為奇。不過，在 Yellen 給的演稿/報告中我們又聽/看到：在股票中，小型股、社群媒體股及生技股的估值(PER)，與過去歷史經濟相比，似顯得相對偏高。另，Yellen 亦提到低評等公司債的估值偏高，Fed 正密切觀察中。由於市場從過去的歷史經驗中早已體認到 Fed 所擁有的天賦神權，故當 Yellen 女神指出上述資產估值偏高時，市場當然要給予相當的尊重，短線上，隨即下跌反應。我們對上述的解讀是- 下跌莫怪。總的來說，「上漲有理、下跌莫怪」應是接下來 Yellen says" 這款遊戲的八字箴言，煩請有意加入的玩家們謹記於心。

回到基本面，上週美國核心零售銷售、initial claims、地區性 Fed 製造業指數及企業財報均優於預期，I.P.符合預期，新屋開工低於預期，整體來看，美股維持正向。歐洲方面，除英國數據不錯外，歐元區總經數據出現回弱之勢，對歐股短線維持中性。日本 7 月份 Reuters 製造業短觀指數持平，非製造業短觀指數受零售業拖累下滑，BoJ 未來擴大/延長貨幣寬鬆政策機率不小。在新興市場方面，中國 Q2/14 及 6 月份總經數據顯示經濟已止穩，下半年公共工程將進入施工旺季，硬著陸風險大降。印度 6 月份 CPI 低於預期，通膨壓力降溫，雖然外貿數據因黃金進口上升而引發疑慮，但我們的印度分析員認為該現象無損於 CAD 的可控程度。俄羅斯受歐美擴大制裁及馬航 MH-17 事件延燒影響，短線風險大增，加上 6 月份零售銷售低於預期，我們的俄羅斯分析員已將其評等下調至中性。展望未來，我們持續偏好美國及亞洲股市，而原物料大致仍是區間震盪。

### 投資評等

	短期	中長期
增持	美國, 日本 台灣, 中國, 印尼, 印度 美科技/金融/醫療/能源/REITs 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, 泰國, 馬來西亞, 韓國, 俄羅斯 美可選消費, 電信, 公用事業 原油, 貴金屬, 礦業類股 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, 黃小玉	長天期美債,

## 已開發國家股市：持續多頭

- **美國：短:OW；中長:OW**

除了新屋開工不如預期外，上週公佈的製造業指標、核心零售銷售、工業生產均不錯，總經指標中性偏多，Q2/14 企業財報亦優於預期，短線先避開 Yellen 擔心的類股，整體維持美股短中長 OW 評等不變。

- **歐洲：短:EW；中長:OW**

6 月份 HICP 持平，低度通膨壓力仍在，德國 7 月份 ZEW 預期指數創 2012/12 以來新低，歐元區 top-down 由中性偏多轉趨中性，維持歐股短期 EW、中長期 OW 評等不變。

- **日本：短:OW；中長:OW**

Reuters 短觀指標大致中性，BoJ 維持貨幣政策不變，微幅下調 FY14 GDP 成長率預期，本週將公佈 6 月份 CPI 及外貿數據，預估核心 CPI 成長率(扣除消費稅影響)會較上月下滑，外貿仍維持逆差，但會較上月減緩。Q/14，BoJ 擴大/延長寬鬆政策機率大，維持日股短中長期 OW 評等不變。

## 新興國家股市：各自表現

- **中國：短:OW；中長:OW**

Q2/14 及 6 月份總經數據中性偏多，因公共工程將進入施工旺季，預估整體情勢可持穩，維持上證參 2000~2200 區間預期。

- **印度：短:OW；中長:OW**

印度出口連兩個月維持雙位數增長，搭配先前公布高於預期的 PMI、I.P. 數據來看，支持國內經濟動能改善前景，維持印度看法(OW)及做法(拉回支撐點進場)不變。

- **韓國：短:EW；中長:OW**

韓國勞動市場穩健，但國內經濟活動回溫速度緩慢，新任財長上週鴿派言論，暗示支持 BoK 降息以振興經濟，提高未來有更進一步刺激方案出台的可能性；另外，自 7 月中旬起，韓元匯價開始轉升為貶，短線本幣若能保持弱勢，將有助於支持汽車類股的獲利預估下修動作止穩及出口類股反彈，維持韓股 EW 評等。

- **台股：短:UW→OW；中長:EW→OW**

以上週發生的諸多利空因素分析，iPhone 6 延後上市、Fed 提早升息以及台積電

2015年下半年大客戶高通、蘋果勢必轉單三星等說法皆為市場臆測，所謂股市漲高利空不請自來，此多為股市逢獲利了結的理由，至於地緣政治再起，一向為影響股市波動的短暫因素，經濟基本面變化才是影響股市動向的轉折因子，以第三季即將進入產業旺季來看，目前拉回應為進場佈局良機，大盤回歸穩定首當由台積電表態，台積電7/17爆大量13.86萬張，下挫4.6%，其股價跌至季線附近已有止跌跡象，顯示快速換手後，籌碼已趨穩定，本週則有機會止跌，若股價回升則有利台股穩定軍心，預計本週權值股如大立光、台積電、聯發科及鴻海等將表態，指數再跌有限，預期本週指數在9350~9500間整理，由於目前尚在第二季財報揭露期，而第二季尚未達產業旺季，財報失望賣壓仍有，故個股起落不一，預計7月起電子業營收開始爬升，8月公布營收過後可望為大盤帶來激勵效應，故在此期間股市回落，應為佈局良機。

● **東協市場：短：EW；中長：OW**

**印尼：短：EW→OW；中長：OW**

短期印尼股市的盤面走勢，將隨大選結果而波動，我們認為週二的可能情境有三：**1)Jokowi** 勝出，且對手 **Prabowo** 承認敗選，對股市來說應為最佳情況，維持短多單續抱，**2)Jokowi** 勝選，但選戰延伸至憲法法院，導致當前的政治僵局拉長至8月底，料將壓抑指數空間，看法轉為觀望，多單部位擇機出場，**3)Prabowo** 勝出，相應做法為先賣再說。此外，在大勢底定前，需關注國內政情發展，若發生政治騷亂，則建議先行出場。

**新加坡：短：EW；中長：OW**

綜觀近日弱於預期的指標表現(PMI、生產及出口)，我們維持Q2/14 GDP終值將較初值(-0.8% qoq saar.、+2.1% yoy)略微下滑的看法不變，維持新加坡股市EW評等。

**馬來西亞：短：EW；中長：OW**

BNM已提前採取升息動作，來應對通膨預期，基於推升物價走高的因子仍續揚，故預期年內仍有一碼升息空間；另，馬航4個月內發生兩起空難事件的相關賠償壓力，將加速其重組作業，但不致於威脅金融市場穩定，維持馬股EW看法。

**泰國：短：EW；中長：EW**

消費者信心程度雖不算太強，但指標自5月政變過後，持續顯示好轉，提高消費市場改善前景；惟，實體經濟的提振，仍有待出口、觀光及農業生產等領域出現實質的增長，維持泰股EW看法不變。

- 拉丁美洲

巴西：短:UW；中長:EW

巴西 5 月份消費數據表現優，但世足賽落幕後的巴西還能激情多久仍是疑問，理由是世界盃雖帶動消費但也使巴西勞工在世界盃期間縮短工時，後續數據能否持續仍待考驗；拉丁美洲最大銀行 Itau 對巴西今年整體經濟看法亦偏悲觀，認為央行維持利率在目前的水準(11%)仍不夠高(Itau 預期在 2015 年將升至 12%)，無法有效抑制巴西國內的高通膨(六月 CPI +6.52%)，亦認為巴西今年 GDP 將滑落至+0.7%，維持巴西短期 UW 評等。

- 新興歐洲

俄羅斯：短: OW→EW；中長:EW

俄羅斯地緣政治風險升高，歐盟在本週可能效法美國擴大制裁，故我們下調俄羅斯短期股市看法(OW→EW)，等待政治情勢穩定後再觀察，中長期亦仍維持 EW 不變。

## 固定收益產品：飛彈點燃避險熱

- 美國公債：短:EW；中長:UW

雖然 Fed 主席 Yellen 首次鬆口保留升息彈性，但受到葡萄牙銀行債信危機及烏克蘭馬航事件影響，師廠資金紛紛湧進公債避險，十年期公債殖利率走升的速度將不會太快(目前為 2.48%)，故我們美國十年債殖利率仍會回到短期預期(2.50%-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、利差及 CDX 均未變動，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受避險情緒高漲而上揚，但利差亦擴大不少，主要是受葡萄牙銀行違約及烏克蘭事件所影響，風險性資產受挫，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:EW

上週新興主權債殖利率未變動，土耳其及墨西哥央行皆維持寬鬆立場(在上月降息)，預期降息效果可能逐步顯現，故我們維持新興債短期評等至 OW，惟俄羅斯地緣政治風險增溫，將持續觀察後可能再作調整，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：區間震盪

- **原油/天然氣：(短 EW；長 EW)**

上週西德州期油收\$103.13(+2.3%)，布蘭特期油收\$106.89(+0.3%)。截至7/14，美國普通汽油平均零售價格為\$3.635 美元/每加侖，較前週(\$3.678)下滑，和去年同期大致相同；天然氣週線收在\$3.95/mmbtu (-4.7%)。上週受WTI庫存下降多於預期、馬航被飛彈擊落在俄烏邊境及以色列對加薩展開地面攻擊事件影響，原油出現反彈，美天然氣價格則是受到庫存升高持續下探，我們維持WTI(\$100~\$108)及Brent(\$105~\$115)區間預期不變。

- **能源類股(短 OW；長 OW)**

美國能源類股上週+0.6%。原油鑽探服務商 Schlumberger 及 Baker Hughes 的財報不錯，維持能源類股 OW 評等不變。

- **黃金：(短 EW；長 EW)**

上週黃金現貨收\$1,310.37(-2.1%)；白銀現貨收\$20.84(-2.6%)。展望本週，因上週的消息面利多仍無法讓多站上技術面壓力，我們維持區間看法不變，金價：\$1,280~\$1,350，白銀：\$19.6~\$22。

- **金礦類股(短 EW；長 EW)**

GDX ETF-1.4%，黃金現貨短期區間盤整，財報及 M&A 是未來可能的利多，靜待指標企業財報公佈，暫維持 EW 評等不變。

- **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，我們認為上半年超額供給的態勢逐步消退，加上中國 GDP 保住 7.5%，價格在 Q3 有機會回升，特別是鋁及鉛(銅除外)，供需面有利未來價格表現，鎳價今年漲幅已高，但印尼實施禁運之後，明年上半年供給可能出現缺口，長線上鎳價將有空間上漲。短線上，基本金屬維持 OW 的看法不變。

- **農糧：(短 UW；長 EW)**

庫存及預期產出數據高於預期水準，短線黃小玉建議逢高出脫，評等降至 UW，而在天氣轉好以及預期聖嬰現象將使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：ECB 重申寬鬆、歐 IP/ZEW 走弱，歐元貶破 1.35****● 美元：短：UW→OW；中長：OW**

雖然美上週公布的 6 月零售銷售(mom 0.5%→0.2%)、工業生產(mom 0.5%→0.2%)、新屋開工(98.5 萬棟→89.3 萬棟)等指標均出現下滑；惟 Fed 主席 Yellen 7/15 在參院作證時，首度提及若美就業復甦與通膨增溫速度高於預期，Fed 將不排除提前升息，及 Fed 官員 Bullard 7/17 表示，由於失業率下降及通膨上升的速度加快，Fed 寬鬆貨幣政策可能需要提早退場；推升美元，DXY 週線升值 0.4% 至 80.52。

展望本週，預期美國 6 月新屋銷售(預估 50.4 萬棟→47.5 萬棟)與耐久財訂單(預估 mom -0.9→0.4%)表現好壞互見，惟在歐元偏弱下，將有利美元維持強勢，預估 DXY 將往 81.0，DXY 本週預估區間 80.3~81.0。

**● 歐元 vs. 美元：短：OW→UW；中長：UW**

由於(1)歐元區經濟指標表現不佳：7/14 公布歐元區 5 月 IP mom 0.7%下降至 -1.1%，創 2012/9 以來最大跌幅，7/15 歐元區公布 7 月 ZEW 投資信心由 58.4 下滑至 48.1，11 個月低，德國 7 月 ZEW 由 29.8 下滑至 27.1，2012/12 以來最低；加上(2) Draghi 重申 ECB 將維持寬鬆立場：ECB 總裁 Draghi 7/14 重申會繼續維持高度寬鬆的貨幣政策，7/16 奧地利央行總裁 Nowotny 表示，低成長低通膨是歐元區的新常態，ECB 需要繼續執行積極的貨幣政策；讓歐元 7/17 一度貶破 1.35 至 1.3491，終場週線貶值 0.6%至 1.3522。

展望本週，預期歐元區 7 月製造業 PMI(估 51.8→51.7)與德國 7 月 Ifo 企業信心(估 109.7→109.4)走弱，預估歐元將在 1.35 附近偏弱整理，本週歐元預估區間 1.34~1.3650。

**● 日圓 vs. 美元：短：EW；中長：UW**

上週日圓升值 0.8%至 101.24，主要原因為(1)：Fed 6 月 FOMC 會議記錄內容基調維持鴿派，對日圓等非美貨幣造成升值壓力；加上(2)葡萄牙銀行傳出利空，提高日圓避險需求。

展望本週，預期 BOJ 7/15 利率會議將按兵不動，惟 Fed 主席 Yellen 演說內容預期鴿派，讓日圓貶值壓力大，本週日圓升破 101 的可能性不低。本週日圓預估區間 100~102。

● **人民幣 vs. 美元：短：OW；中長：OW**

上週 RMB 中間價由 6.1642 調升至 6.1469，週線升值 0.28%。RMB 匯價於 7/9 中美戰略與經濟對話前夕一度升至 6.1940，創 3 個月來新高，針對美方催促 RMB 匯率自由化，人行總裁周小川承諾將減少干預匯市，人行亦於 7/10 調升中間價 0.20% 以回應 RMB 升值議題，惟在不如市場預期的外貿數據公布後，匯價回貶至通週低點 6.2092，升幅幾乎全數回吐，週線僅小升 0.01% 至 6.2037 作收。

展望本週，預期將公布的 6 月固定資產投資、零售銷售、工業生產等可望持續改善，2Q GDP yoy 估持穩於 7.4%，經濟穩步增長將提供 RMB 支撐，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**

RBA 公布 6 月會議記錄，會中再度重申目前澳幣匯價已被高估，須留意澳幣未來大幅貶值可能帶來的風險，加上美 Fed 主席 Yellen 於參眾兩院作證時表示若就業及通膨數據優於預期，Fed 升息速度可能較預期來的早，激勵美元走強，澳幣承壓走貶至 0.9330。隨後因中國公布 2Q GDP 年增率 7.5% 優於預期的 7.4%，中國經濟持穩支撐澳幣緩步回揚，最終收在 0.9392，週線貶值 0.02%。

展望本週，本月 RBA 會議記錄表示將維持一段時間的利率穩定，加上 6 月 CPI 年增率預期由 2.9% 上揚至 3.0%，逼近 RBA 設定的目標區間，打壓市場對於降息的預期，為澳幣帶來支撐，加上中國 3Q 經濟持穩增長可期，有利澳洲礦業出口成長，帶動澳幣走升，惟須留意澳幣升破 0.9450 後可能面臨 RBA 喊話打壓澳幣走貶的風險，本週區間 0.92~0.95。

● **南非幣 vs. 美元：短：UW；中長：UW**

為對抗通膨壓力，南非央行 SARB 將利率由 5.50% 調升 1 碼至 5.75%，激勵南非幣走強，期間雖一度因馬航事件而承壓，然匯價隨即反轉走升，最終收在 10.6460，週線升值 0.58%。展望本週，馬航事件導致避險情緒升溫，短線不利新興貨幣，預估本週南非幣波動區間 10.5~11.0。

**【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。