



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

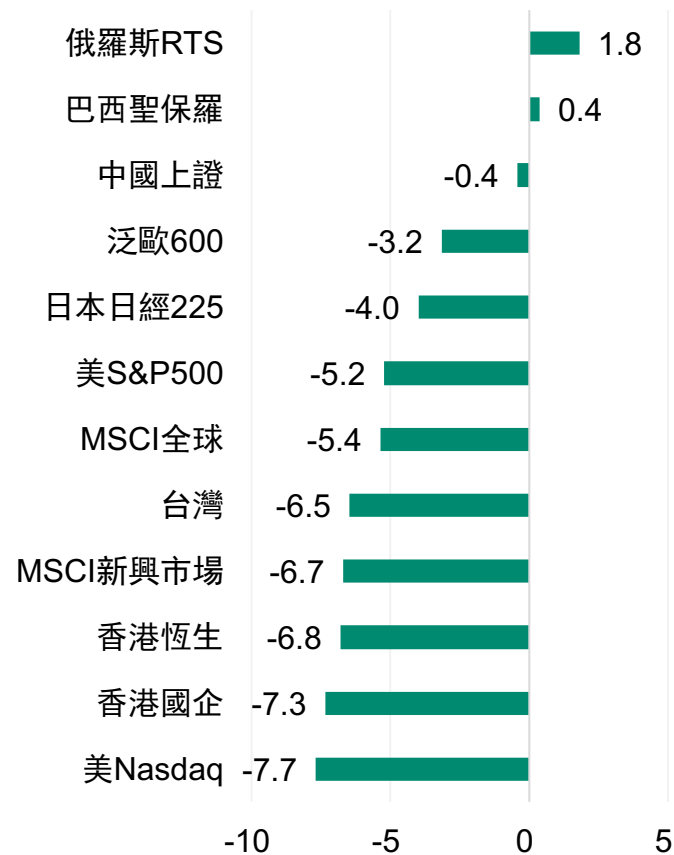
2022年5月13日

# 投資研究週報

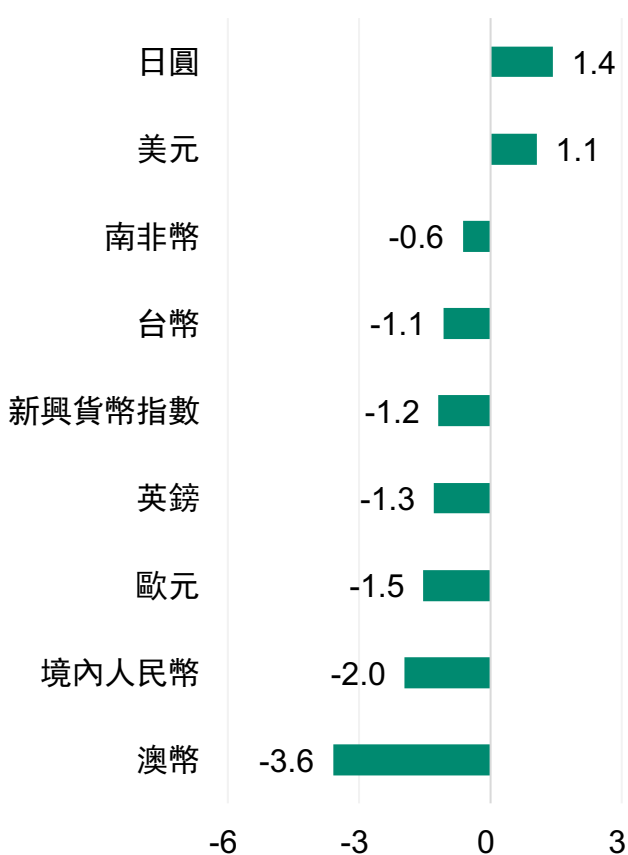
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

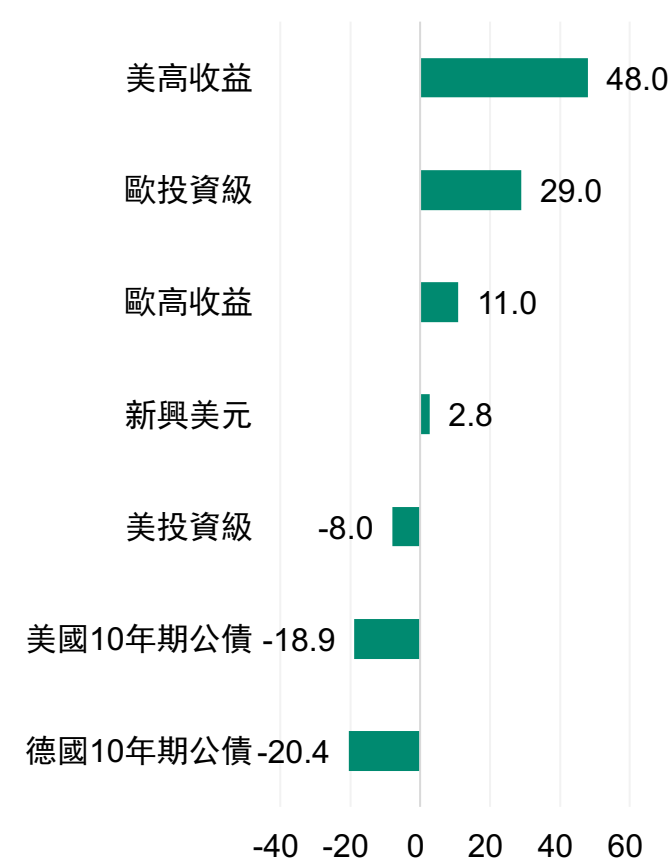
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/5/5- 2022/5/12。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ▶ 殖利率一度突破3%，接下來？ 3.5%，4%？

美10年債殖利率一度升破3%，Fed緊縮政策超過通膨升溫的影響，由於聯準會將通膨視為目前首要目標，鷹派論調難放鬆，恐使得殖利率在高檔盤旋。

## ▶ 股市跌夠了嗎？何時落底？

在金融情勢急速緊縮下，股市同時面臨評價修正及經濟衰退風險的壓力，不過本波那指跌幅已接近2020/3疫情爆發時期，短期醞釀反彈契機。

## ▶ 美台利差擴大，台幣承壓

台灣4月份出口規模創歷來4月最佳紀錄，不過增速難再創高峰，美國景氣也有下滑疑慮，再加上美台利差拉開，台幣恐仍呈現弱勢格局。

### 股市

利率上行與衰退風險升高，股市修正壓力大，不過短線跌幅已深，操作上不再殺低，可採用定期定額方式降低成本，並利用股市反彈的時機進行持股調整。

### 債市

美10年債殖利率一度突破3%，但聯準會態度仍是最大不確定性，短期長率仍可能震盪走高，但短債殖利率已相當具吸引力，持有到期可規避利率風險，可擇優質債布局。

### 匯市

各國央行追趕Fed緊縮步調，美元上半年維持強勢格局不變。此外，製造業循環下行、貿易帳盈餘不若往年，使得中、韓、台三國匯價偏弱。

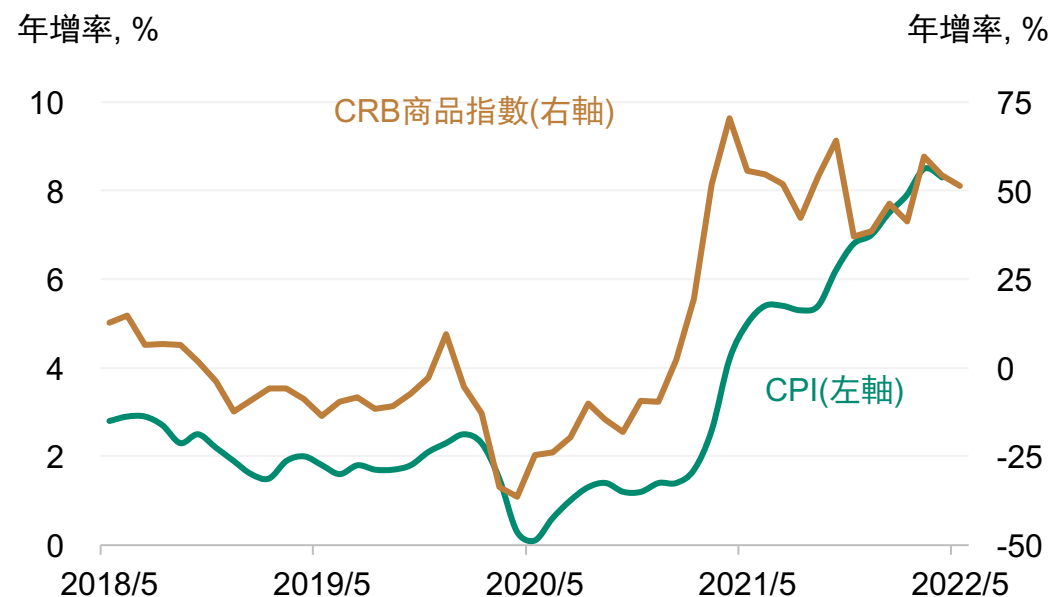


## 通膨見頂, 通膨預期降溫, 殖利率走升主要由Fed推動

美國4月CPI年增率8.3%，自上月高點下滑，雖然受到俄烏戰爭、中國封城影響，商品價格近期仍持續攀升，不過以年增率角度觀察，則可望自3月見頂後連2月下滑，對推升通膨的影響也將持續下降。

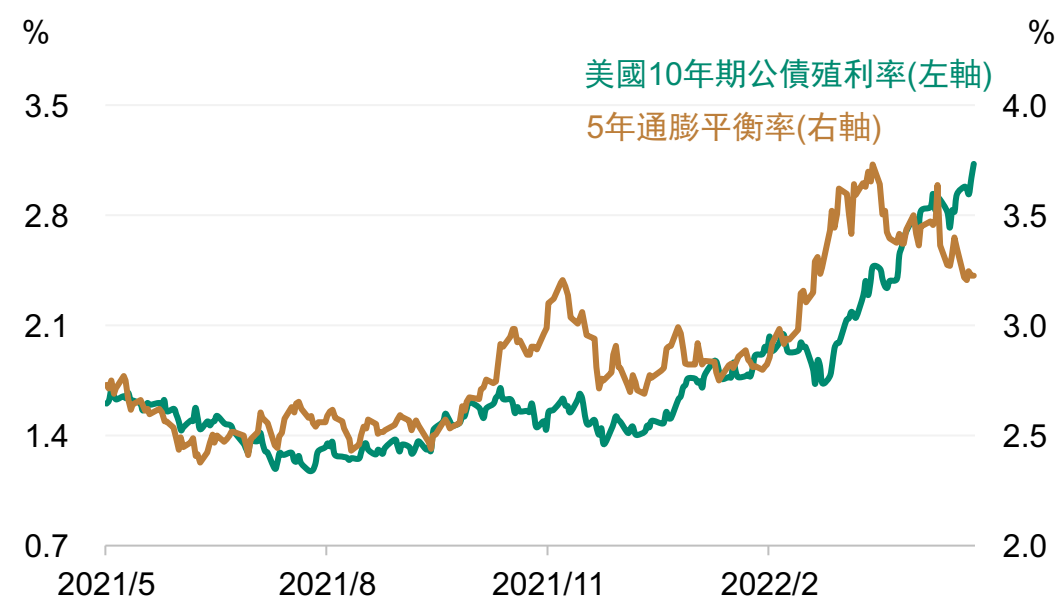
通膨見頂，長期通膨預期自3月下旬以來也呈現下行走勢，然而聯準會鷹派的作為，是近期推升公債殖利率持續走高的主因，因為擔憂通膨根深蒂固，並形成惡性循環，Fed除了加速升息外，官員們談話也紛紛加強鷹派升息的語氣。**預期通膨仍將在高檔盤旋一段時間，聯準會對升息態度仍維持偏鷹之下，殖利率走勢將易漲難跌。**

### 商品價格增速見頂, 帶動CPI轉折往下



資料來源: Bloomberg。

### 3月下旬以來的利率上揚主要由Fed催動



資料來源: Bloomberg。

## 殖利率可能進一步衝高，但往上空間有限

5月FOMC會後，Fed主席鮑爾排除一次升息3碼的發言似乎讓市場鬆一口氣，不過由於通膨仍處高位，聯準會傾向將利率升至中性利率水準之上，這代表未來仍有大幅升息空間，而若利率超過中性利率水準，就會對經濟產生壓抑的效果。

由利率期貨來觀察，聯準會可能會升息到明年2Q，利率最高介於3.2~3.5%，而以過去經驗來看，Fed升息末期，美10年債殖利率的高點與短率的水準相去不遠，市場通常會「提前反應」、「超額反應」，殖利率的高點可望在年底前出現，雖然殖利率可能進一步衝高，不過若通膨隨著Fed緊縮政策而緩步向下，殖利率再往上的空間有限，停留在高點的時間也不會太長，布局長債者應等待殖利率高檔做頭、或逢高分批進場。

### 近一週Fed官員談話

職位	姓名	發言
Fed主席	鮑爾	FOMC會後表示，暫時不考慮一次升息3碼。
明尼亞波里分行總裁	Kashkari	有信心通膨會回到2%的目標，但若供應鏈問題持續，可能需要更長時間及更大的升息幅度。
紐約分行總裁	Williams	Fed將迅速行動讓經濟降溫，能在明年將通膨壓低到2.5%，同時維持經濟強勁。
里奇蒙分行總裁	Barkin	Fed將升息至不會刺激也不會抑制需求的水準，然後再決定是否進一步升息。
克利夫蘭分行總裁	Mester	<b>不排除一次升息3碼</b> 的可能性，認為失業率可能必須上升才能降低通膨。

資料來源：國泰世華投研團隊彙整。

### 歷史經驗長債殖利率高點與Fed利率高點相去不遠



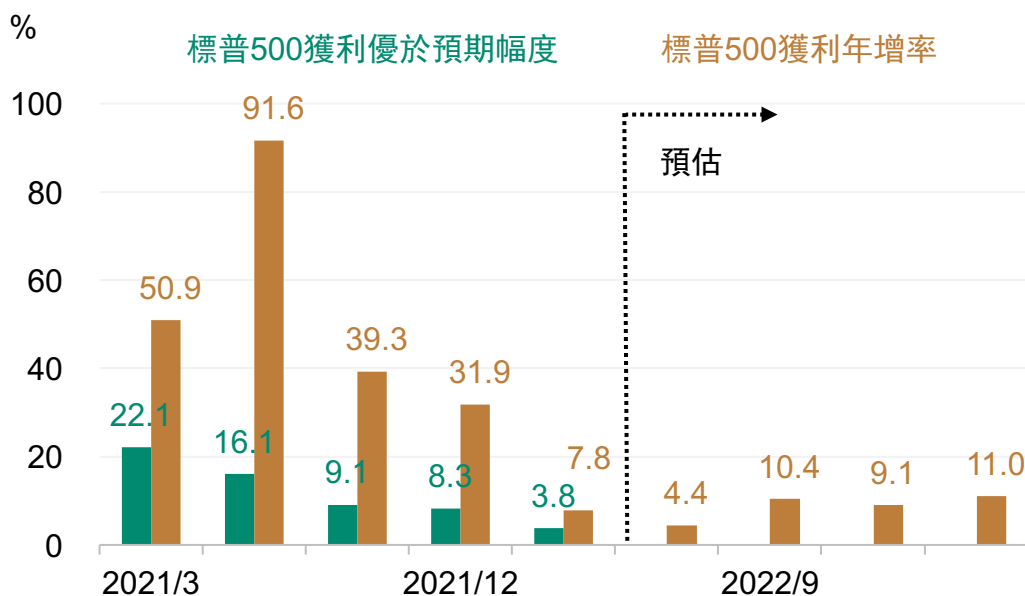
資料來源：Bloomberg。

## 殖利率走升壓抑股市本益比空間

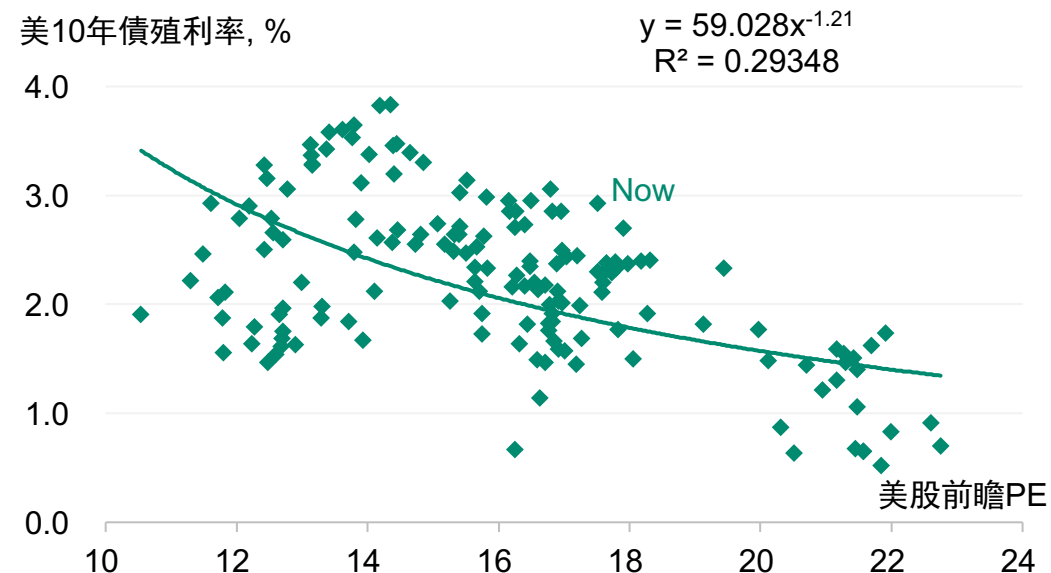
標普500企業近9成已公布1Q財報，其中79%的公司獲利優於預期，整體標普500企業1Q獲利年增7.8%，比預期高出3.8%，即使受到高通膨及俄烏戰爭的衝擊，仍然繳出一份不錯的成績單。不過美股幾乎對於績優財報視而不見，4月以來仍然跌跌不休，其中最重要的因素就是殖利率走升。

利率對於股市評價的影響是顯著的，尤其在近期美國10年期公債殖利率一度急升至3%以上，2年債殖利率也一度突破2.8%，對於保守資金而言，吸引力已明顯提高，對於法人的資產配置而言，也傾向於降低股票部位，而增加債券比重，**在本益比空間被壓縮的情形之下，未來股市反彈的幅度將受限，特別是高本益比科技股的壓力仍然較大，可朝高股息、高毛利、低本益比等方向布局。**

### 美股獲利優於預期，但成長趨緩



### 利率上升，暗示本益比空間將被壓縮



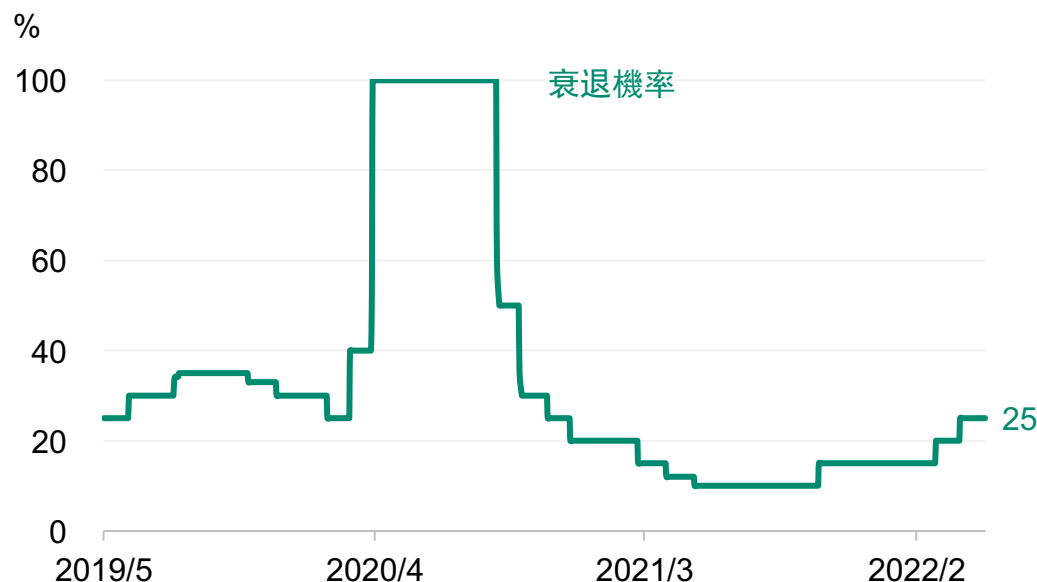
註：資料期間2009/3~2022/4，月資料。  
資料來源：Bloomberg。

## 美股跌跌不休，反應經濟衰退風險，但那指跌幅已逼近2020/3疫情爆發時期

Fed加速緊縮，目的在壓抑通膨，不過利率大幅上揚，將增加企業舉債成本，壓抑經濟活動，也引發經濟衰退風險。Fed官員也直言，若要有有效打擊通膨，可能必須將利率升高到令需求降溫的地步，甚至失業率也可能因此升高。

美國景氣呈現自高檔逐步放緩，企業獲利仍維持強勁，不過在金融情勢加速緊縮下，股市同時面臨評價修正及經濟衰退風險的壓力，然而自2021/11高點以來，那指跌幅已超過3成，大於金融海嘯以來平均修正幅度，甚至逼近2020/3疫情爆發時期的最大跌幅，短線蘊釀反彈契機，持股者無需再殺低，而是利用反彈時機進行持股調整。

### 美國經濟衰退機率升高



資料來源：Bloomberg。

### 金融海嘯以來美股歷次修正幅度

時間起迄	那斯達克跌幅(%)	標普500跌幅(%)
2007/10~2009/3	-53.2	-57.7
2010/4~2010/7	-18.7	-17.1
2011/5~2011/10	-20.4	-21.6
2012/3~2012/6	-13.0	-10.9
2015/7~2016/6	-19.5	-15.1
2018/8~2018/12	-23.9	-20.2
2020/2~2020/3	-32.6	-35.4
平均	-25.9	-25.4
2021/11至今	-30.1	-18.5

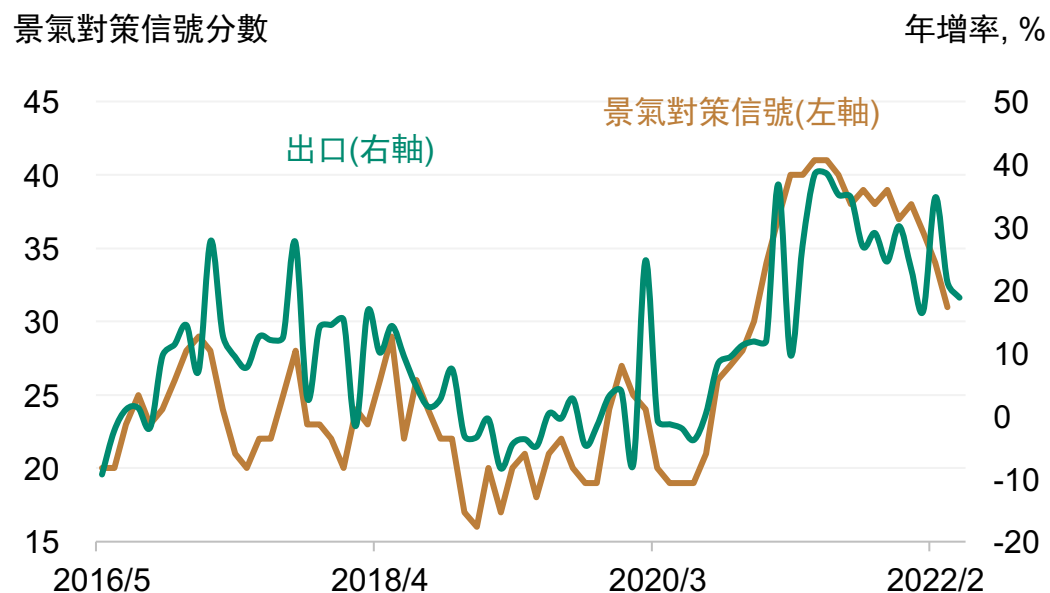
註：統計自金融海嘯以來，截至2022/5/11，美股修正逾10%情況下最高點至最低點跌幅。  
資料來源：Bloomberg。

## 美台利差擴大, 台幣承壓

台灣4月份出口年增率18.8%，金額414.6億美元創歷來4月最佳紀錄，不過在去年的高基期下，增速難再創高峰，景氣呈現放緩趨勢，再加上美國經濟衰退疑慮升高，國際需求若降，台灣經濟勢必會跟著向下。

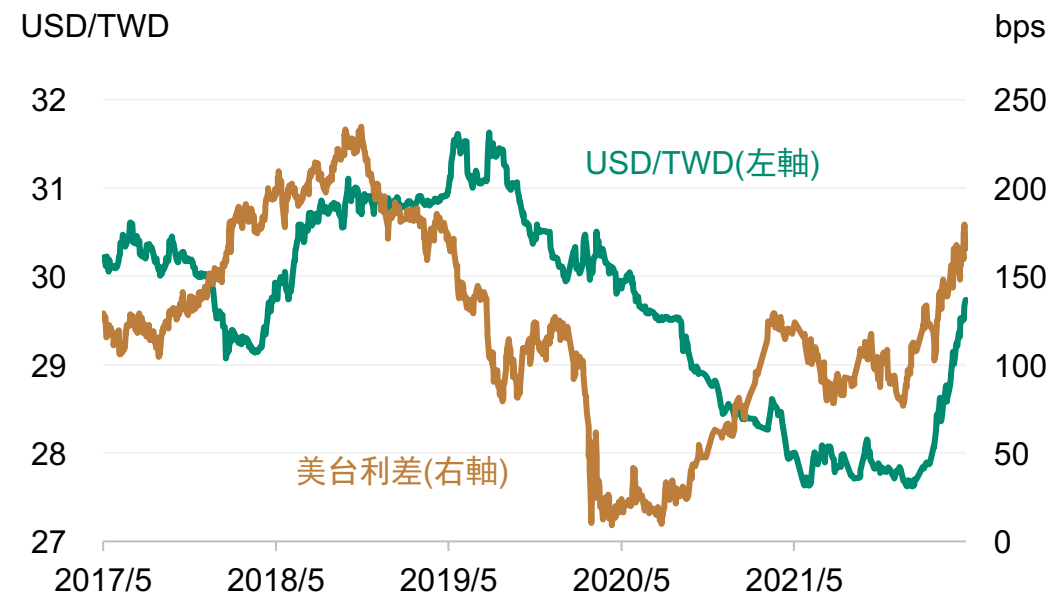
美債殖利率急升，也使得台灣公債殖利率向上，不過由於央行緊縮步調跟不上Fed升息速度，美台利差的拉開也使得台幣趨於貶勢，由於基本面對台幣的支撐轉弱，Fed鷹派氣氛高漲下，台幣恐仍呈現弱勢格局。

### 出口動能趨緩, 景氣降溫



資料來源: Bloomberg。

### 台幣受美債殖利率持續升高牽動



資料來源: Bloomberg。

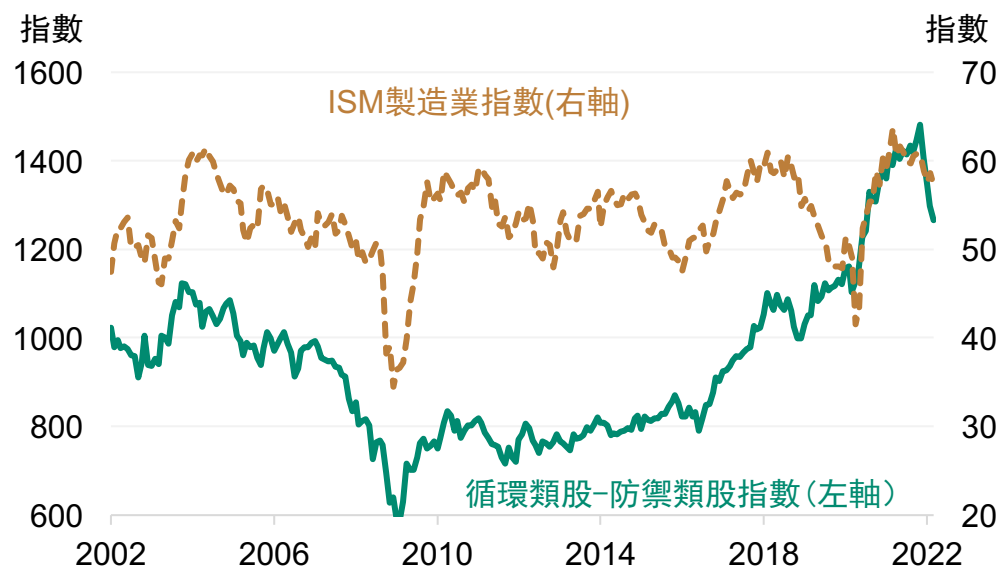


## 美股 景氣放緩與美元走強環境，側重大型股，並降低循環類股比重

通膨高漲、俄烏衝突、中國封城、聯準會緊縮等不確定性，使美國ISM製造業指數也自高點回落，顯示景氣正在放緩，從過去的經驗來看，此時的循環類股相對防禦類股較為弱勢，因此宜適度調降，並拉高防禦類股比重。

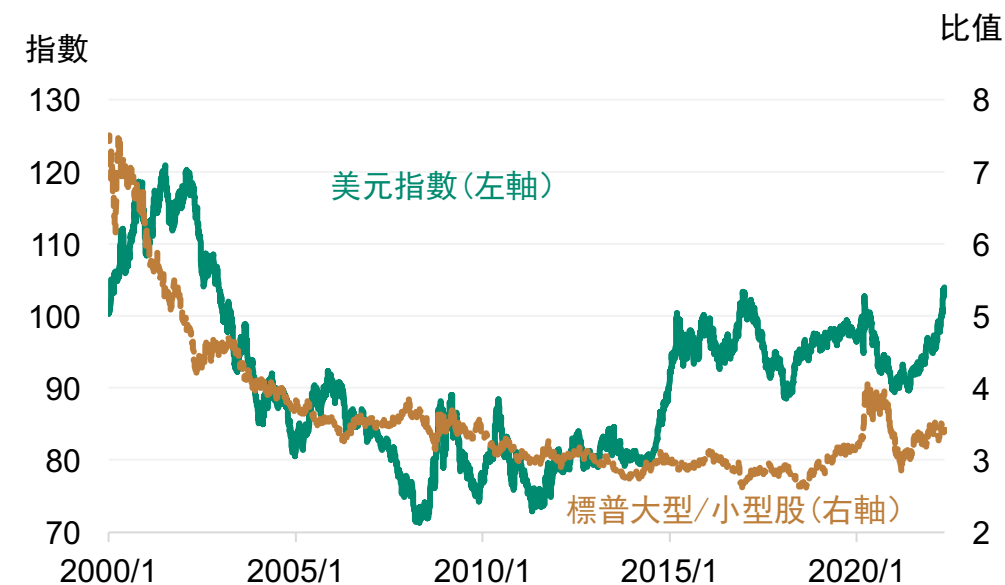
此外，由於聯準會加速緊縮，使得美元創20年來新高，從統計來看，大型股的表現較為強勢，可能是市場資金趨向緊縮時，投資人較傾向大型股。因此，在目前的景氣放緩與美元偏強環境，宜拉高防禦類股比重，且側重大型股。

### 景氣放緩階段，降低循環性類股比重



資料來源：Bloomberg。

### 美元偏強環境，側重大型股



資料來源：Bloomberg。

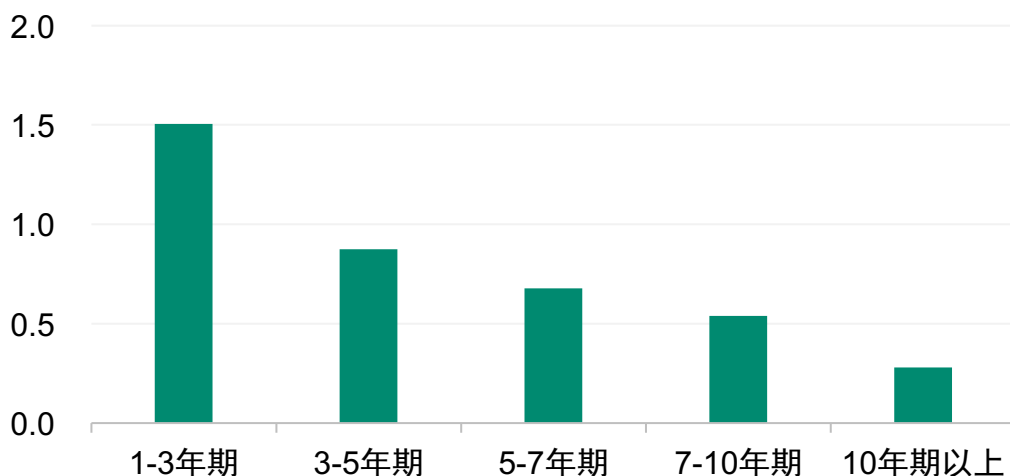
## 債市 短期在通膨走勢明朗化前，美債利率風險猶存，布局以短天期債券為主

近期殖利率在Fed鷹派論調及疲弱的經濟數據間擺盪，料短期在通膨走勢明朗化前，美債利率風險仍存。然在緊縮過程中，債券殖利率吸引力漸增，依美債目前的利率水準試算，**5年以下債券即使利率在1年內上行近100個基點，仍能維持正報酬，且個券部分又具持有至到期鎖利的優勢，5年以下短債不失為增加穩定息收的配置選擇。**

債信部份，美企業1Q獲利表現穩健，且觀察過去若PMI維持在擴張區，有利債信持穩表現。若客戶偏好高息收，須留意非投資等級債與股市連動高的特性，價格波動仍大，不妨可待殖利率往8%靠近時，逢高分批布局，獲利將以息收為主。若客戶擔心景氣惡化的風險或PMI出現快速下行至榮枯線附近的訊號，則不妨可以緩步往平衡型或投資等級債靠攏。

### 短債相較長債更能抵禦利率風險

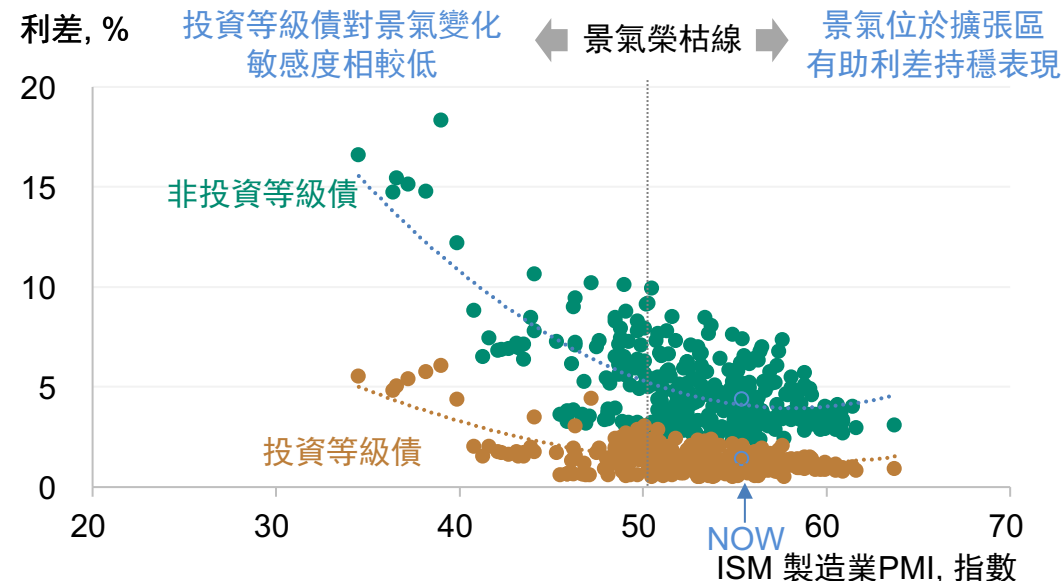
各天期投資等級債未來一年可以承受利率上升的幅度，%



註：未來一年可承受利率上升幅度以殖利率/存續期間計算，時間截至5/10。IG債指數平均信評為AA。

資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊彙整。

### 若景氣持續維持於擴張區，有助利差持穩表現



註：統計1995年以來月資料。HY利差=0.0208\*PMI<sup>2</sup> - 2.4186\*PMI + 74.222, R<sup>2</sup> = 0.5003。  
IG利差=0.0082 \*PMI<sup>2</sup> - 0.9219\*PMI + 27.088, R<sup>2</sup> = 0.4424。

資料來源：Bloomberg。

## 匯市 製造業循環下行、貿易帳盈餘不若往年, 令中、韓、台三國匯價偏弱

整體匯市受到聯準會升息推升美元的主軸尚未改變, 此外, 從**製造業之母—銅價的循環表現**可以看出, **去年中以來製造業循環業已屆頂**, 加上今年以來原物料價格高漲, **不利同為原物料進口國的中、韓、台三國貿易帳**, 令整體亞幣表現承壓。其中:

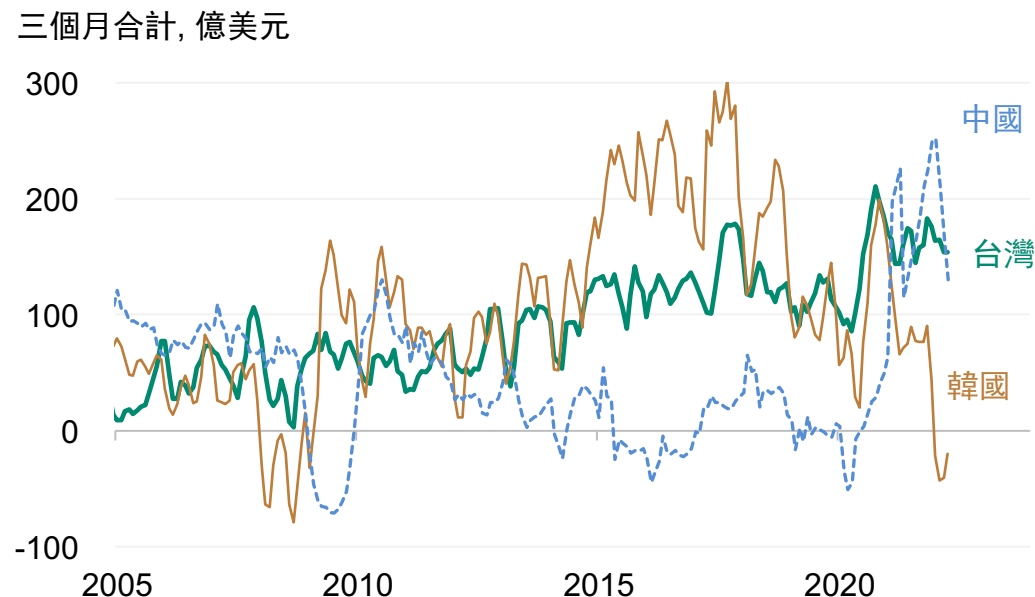
- 1) 人民幣: 4月疫情衝擊、上海封城下, 人民幣再現驟貶走勢。長線而言, 美、中央行政策走向分歧, 仍牽引人民幣後續走勢呈現補貶。
- 2) 台幣: 雖然台灣貿易帳於三國中相對較佳, 且央行升息朝楊總裁所稱的「緊縮」方向前進, 但步伐仍是難以追趕上聯準會, **在製造業循環轉弱、美台政策差距拉大下, 新台幣弱勢恐非短時間結束**, 具美元需求者可以分批兌換美元。

### 銅價對金價偏弱, 揭示製造業循環下行, 不利亞幣



註: 亞幣指數組成包括人民幣、韓元、新幣、港幣、印度盧比、新台幣、泰銖、馬幣等。  
資料來源: Bloomberg。

### 原物料漲價不利中韓台貿易帳, 降低匯價支撐



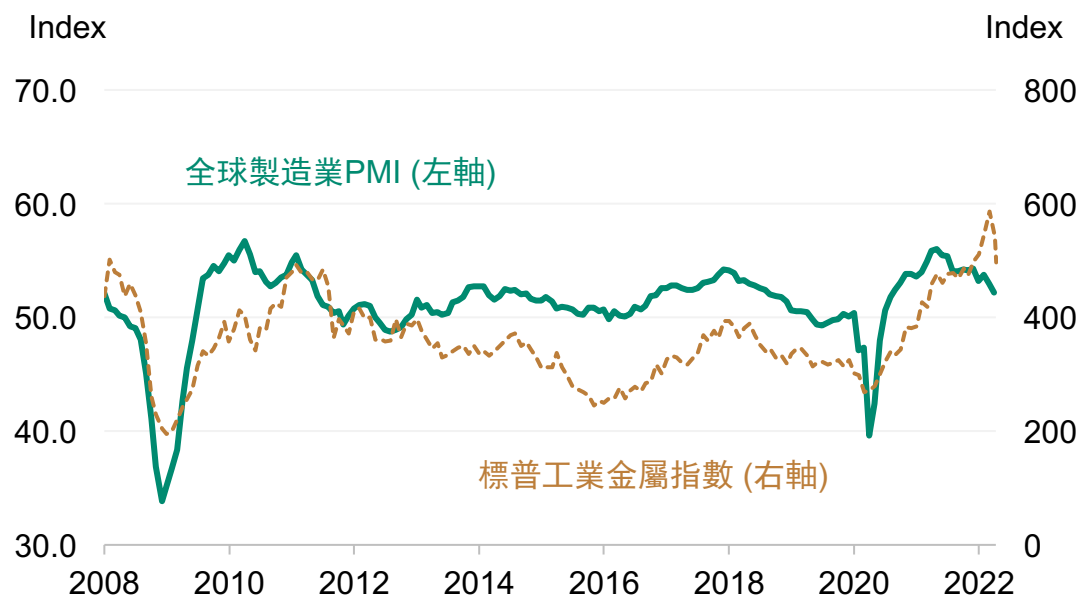
資料來源: Bloomberg。

## 礦業 景氣壓抑工業金屬需求，短線價格動能趨緩

全球景氣逐步趨緩，美國升息增加經濟衰退疑慮，中國也受到疫情封控影響，經濟表現疲弱，衝擊工業金屬需求。儘管銅、鋁等主要工業金屬在交易所庫存處在偏低水位，投資人的關注焦點也從供給疑慮轉移至需求下滑，使近期價格自高位回落。

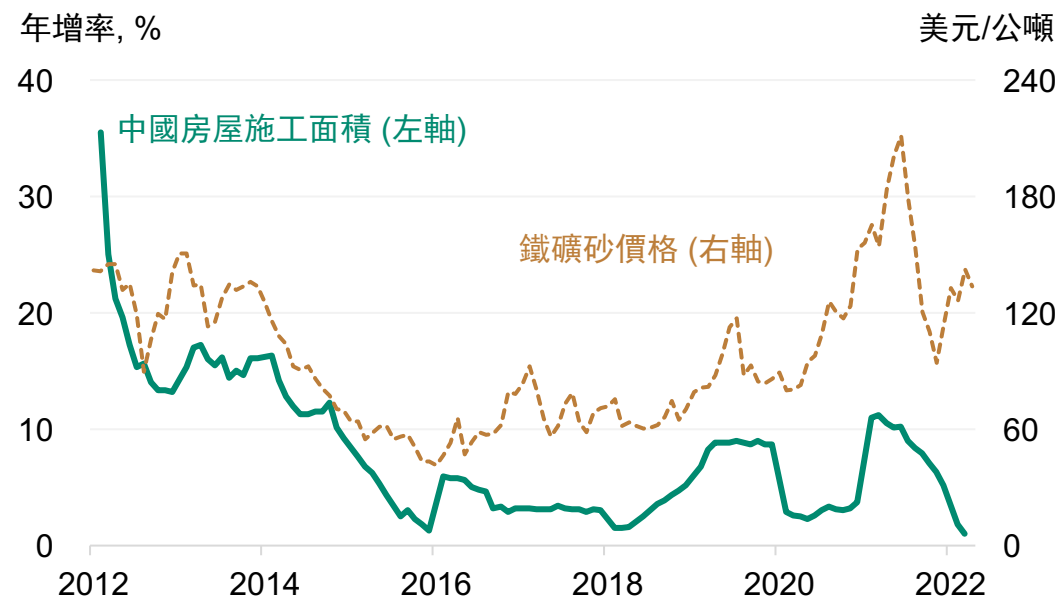
中國經濟為現行需求端最大憂患，清零政策確實限縮短線上漲動能，但同時中國官方也在強化地產與基礎建設方面的政策支持，以應對封控造成的負面影響。觀察4月底政治局會議上，對房地產的表述與口吻轉趨正向，各城市也接續放寬限購、限售、限貸規範，後續隨新增確診病例下降，6月後有望看到各地解封活動，加上地產與基建的拉動，金屬需求可望逐步回穩，研判價格下方仍有支撐。

### 全球景氣自高位滑落，衝擊工業金屬需求



資料來源：JP Morgan, Bloomberg。

### 近期鐵礦砂價格隨中國地產低迷回落



資料來源：Bloomberg, Wind。



# May 2022

16

Monday

美國紐約州製造業調查指數  
中國工業生產  
中國零售銷售  
泰國、印尼、馬來西亞休市

17

Tuesday

美國零售銷售  
美國工業生產  
歐元區GDP  
德國CPI

18

Wednesday

美國新屋開工  
美國營建許可  
歐元區CPI  
英國CPI  
日本工業生產  
日本GDP

19

Thursday

美國成屋銷售  
美國初領失業金人數  
日本進出口  
日本核心機器訂單

20

Friday

歐元區消費者信心指數  
德國PPI  
台灣出口訂單

## 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