



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年3月25日

# 投資研究週報

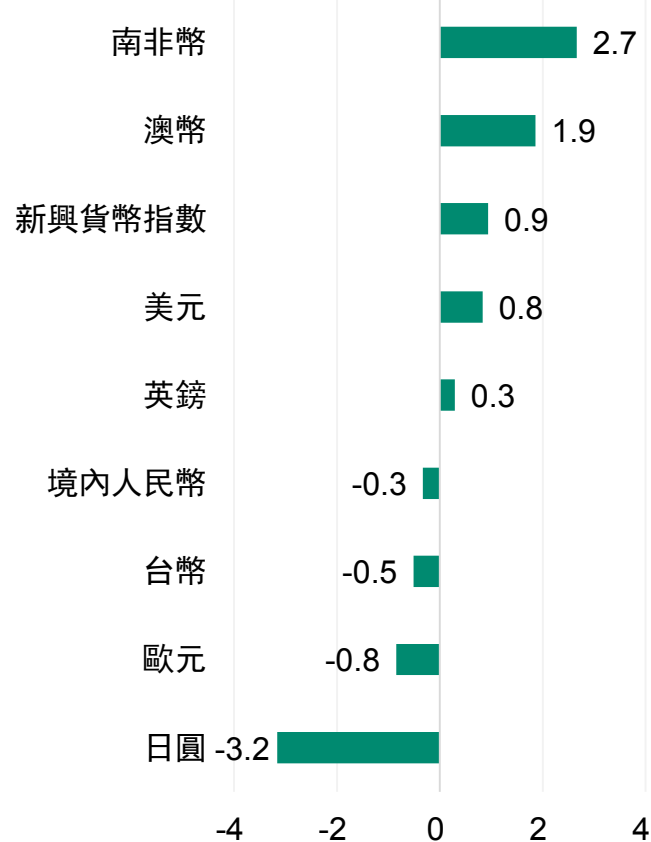
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

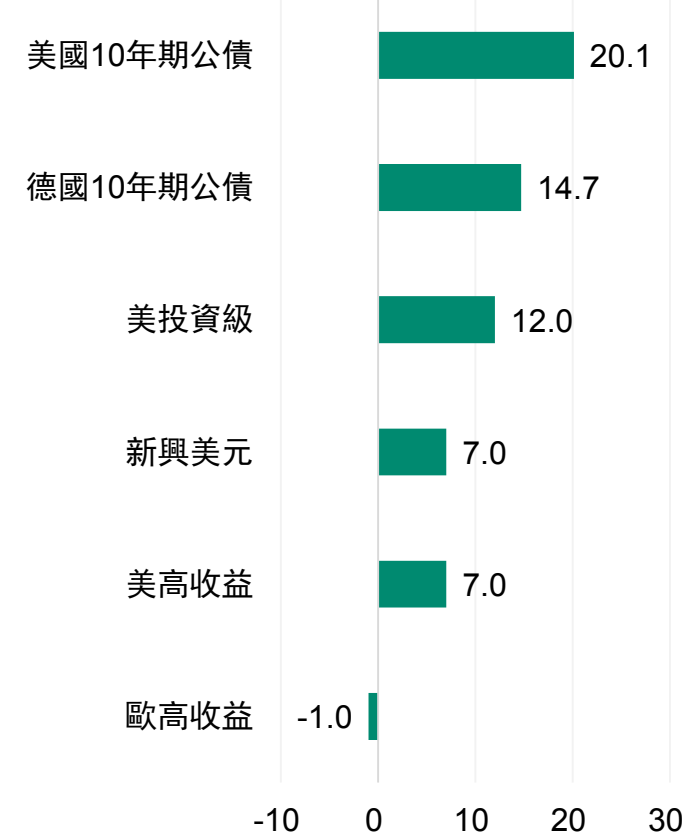
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/3/17-3/24。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 美債殖利率再度彈升，原因為何？

近期美債利率全線走升原因 1)Fed主席鮑爾近期言論數度轉鷹，2)原物料價格受俄烏戰爭的推升，通膨維持高位時間延長，3)股市跌深，恐慌情緒宣洩後，市場風險氣氛較為舒緩。

## ► 殖利率曲線揭經濟隱憂，後市看法？

目前長短利差僅剩20個基點，反映市場對經濟前景的疑慮正在升溫，不過 1)目前美國經濟數據仍佳，具一定韌性，2)觀察過去7次利差縮窄至20點的經驗，美股未來3年內多能有正報酬，顯示投資上毋須因噎廢食。

## ► 短期股市見反彈契機，後續走勢為何？

聯準會升息架構底定、俄烏風險短期有利空鈍化現象，股市有望上演反彈行情，但整體而言，由於金融情勢的緊縮，波動上升將是未來不可避免的趨勢。

### 股市

市場恐慌情緒降溫下，短線股市見反彈契機，不過4月事件多，5-6月緊縮加速的預期下，股市變數仍多，因此不妨藉著反彈契機進行部位檢視，重新調整投資組合。

### 債市

加速緊縮恐加劇市場對經濟衰退的擔憂，未來1-2季殖利率在高通膨及Fed鷹派追趕下或有走高空間，可留意分批布局買點，緩步增加穩定息收的部位。

### 匯市

美歐貨幣政策持續有所差異，故即便近期因美元多頭籌碼較雜沓令走勢陷入整理，但上半年偏多格局尚不致扭轉；台、日央行態度迥異下，有利客戶逐步換匯，以待下半年旅遊解封所需。



# 鮑爾態度意外轉變、俄烏戰爭推升油價、股市恐慌情緒舒緩，皆令本週美債殖利率大躍升

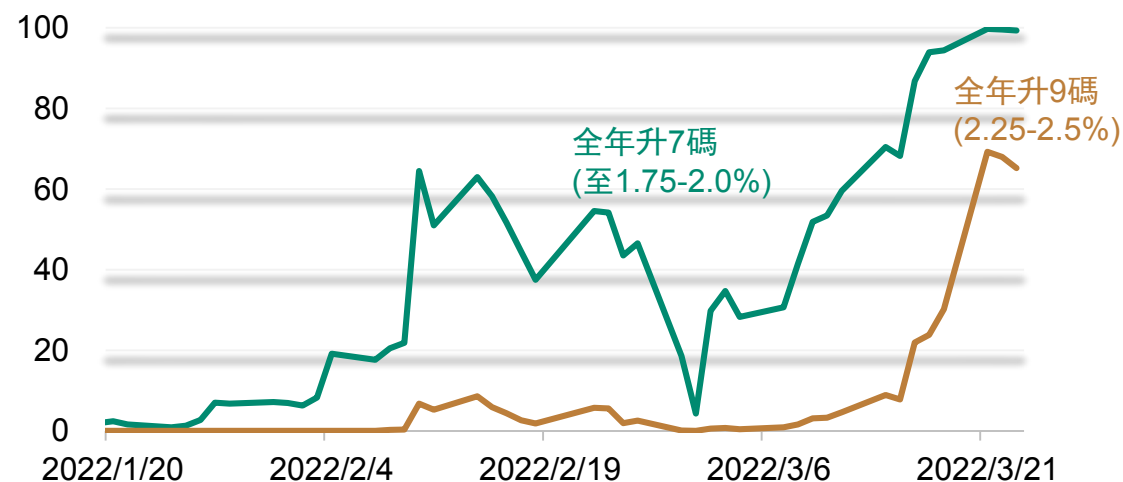
年初以來殖利率大幅彈升，近日十年債利率一舉站上2.375%的關卡，原因：

- 1)聯準會主席鮑爾屢次在FOMC中相對溫和，但之後不久釋出的會議紀錄、或演講談話中態度又更加鷹派。
- 2)原物料價格受俄烏戰爭的推升，恐使通膨維持高位時間延長。
- 3)股市跌深，恐慌情緒宣洩後，市場風險氣氛較為舒緩。

鮑爾於3/22的公開演講鷹派的發言後，目前市場預期**2022年升息9碼(原先為7碼)**機率已超過6成，且市場預期5、6月一次升息兩碼機率超5成。

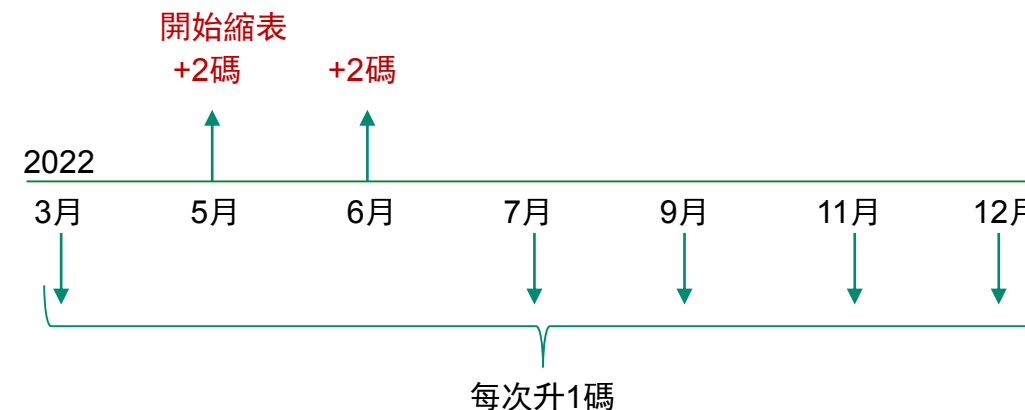
## Fed一再放鷹，升息預期大幅提升

2022年全年升息機率，%



資料來源：CME。

## 市場預期2022年全年將升息9碼



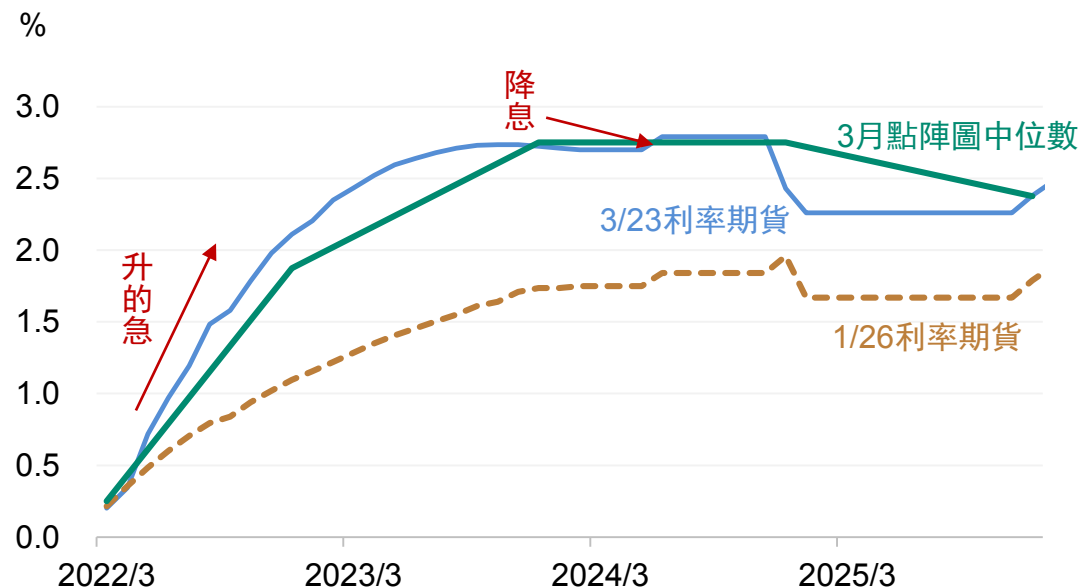
資料來源：CME, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

## 短線債市波動加劇，但長線而言，鮑爾亟欲引導景氣由高速放緩，有利今年殖利率前高後低的格局

雖然5月Fed縮表前，殖利率仍有向上測試的空間，但無論利率點陣圖或市場利率期貨皆顯示“本輪升息次數將主要集中於2022年”，而2024年初則轉往降息方向邁進，且長端殖利率往往接近Fed長期政策利率目標後即有所反轉，這都將壓抑長天期殖利率上方空間。且鑒於殖利率長線走勢多與景氣強弱亦步亦趨，鮑爾亟欲引導景氣由高速放緩下，有利今年殖利率前高後低的格局。

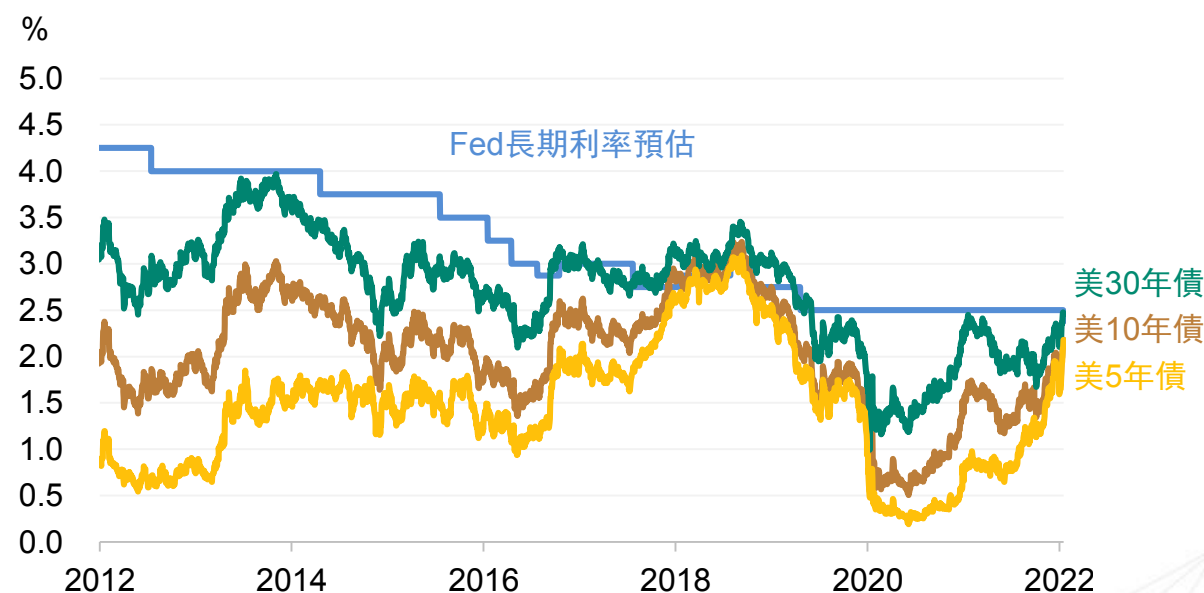
誠然，短線殖利率上行動能仍強，快速建倉心理壓力較大，故若有資金配置考量，不妨先考慮價格波動較小的短天期債券。屬意長天期債券者，節奏可先放慢，利率逢高分批布建。

### Fed升息路徑預估



資料來源：Bloomberg。

### 歷史經驗，Fed長期利率預估水準為長率定錨點



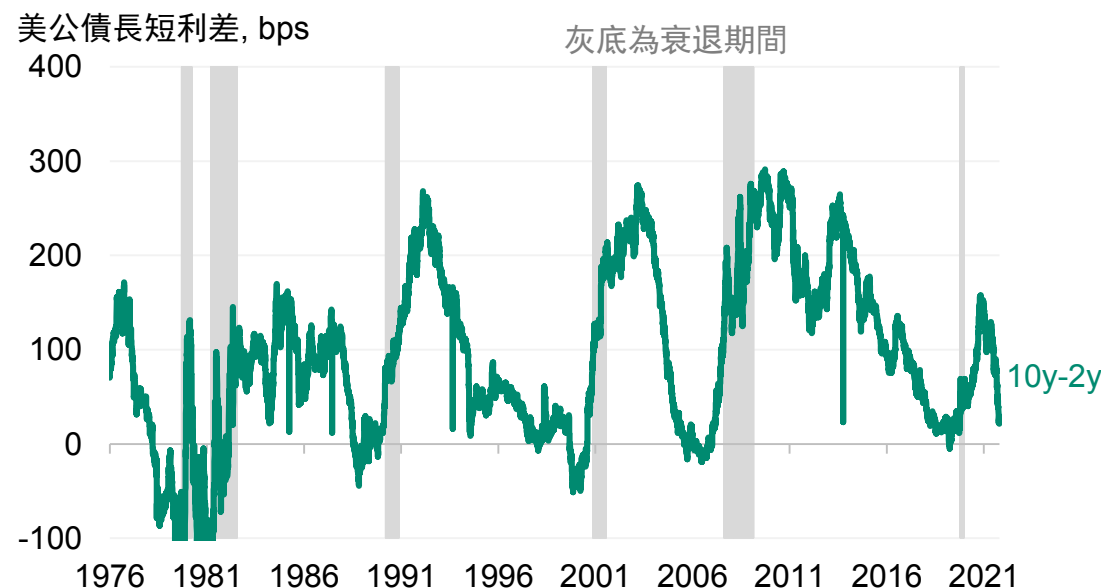
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

## 長短利差持續縮窄，部分天期甚至反轉，雖非揭示衰退立現，但確立長線景氣趨緩的走勢

長短利差持續縮窄背後的邏輯為，短率受到央行政策帶動下走升，但主要反映通膨及景氣前景的長率，走升的動能卻受到限制，透露出長線的投資人對經濟漸持保守態度。

歷史數據顯示，1)10年減2年的公債利差倒掛多伴隨經濟衰退，2)衰退時期前後股市平均跌幅高達3成以上，3)利差反轉時點，平均領先經濟衰退1.5年，因此長短利差倒掛普遍被視作經濟衰退的領先指標。

### 1976年以來經驗，長短利差倒掛後多接鄰經濟衰退



資料來源：Bloomberg。

### 倒掛領先經濟衰退出現，但衰退前後股市跌幅大

10y-2y 首次出現倒掛	衰退起迄			出現倒掛到衰退的期間(年)	衰退前後股市 高低點變化
	起	迄	期間(年)		
1978/8/17	1980/1/31	1980/7/31	0.5	1.5	-17%
1980/9/11	1981/7/31	1982/11/30	1.3	0.9	-27%
1988/12/14	1990/7/31	1991/3/31	0.7	1.6	-20%
1998/5/26	2001/3/31	2001/11/30	0.7	2.8	-49%
2005/12/27	2007/12/31	2009/6/30	1.5	2.0	-57%
2019/8/26	2020/2/29	2020/4/30	0.2	0.5	-34%
平均			0.8	1.6	-34%

註：資料期間為1976年至今。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

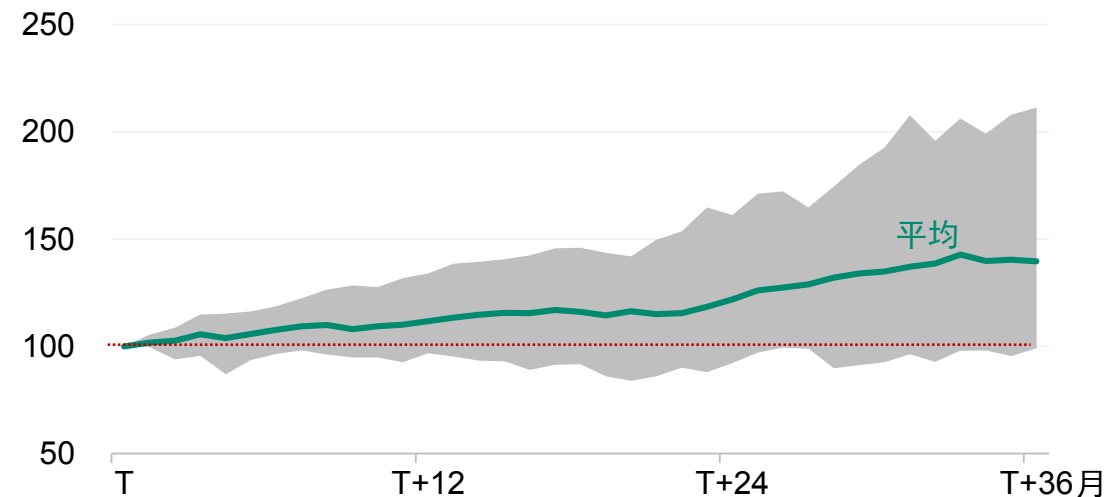
## 殖利率曲線揭經濟隱憂，但投資上無需因噎廢食，分散布局穩收益

目前10y-2y利差僅剩20個基點左右，反映經濟面的疑慮正在升溫，不過現在無須過度擔憂，投資上毋須因噎廢食的原因有二：

- 1)觀察過去7次利差縮窄至20點的經驗，美股未來3年內多能有正報酬。
  - 2)目前美國基本面仍強勁，3月Markit美國製造業PMI優於預期，及勞動力市場持續強勁等，皆使經濟具有一定的韌性。
- 經濟可能不致於進入衰退，但經濟增速放緩下，市場波動加大將是未來幾年必須共處的課題，布局上宜採多元配置。

### 過去利差縮窄至20點後，美股走勢

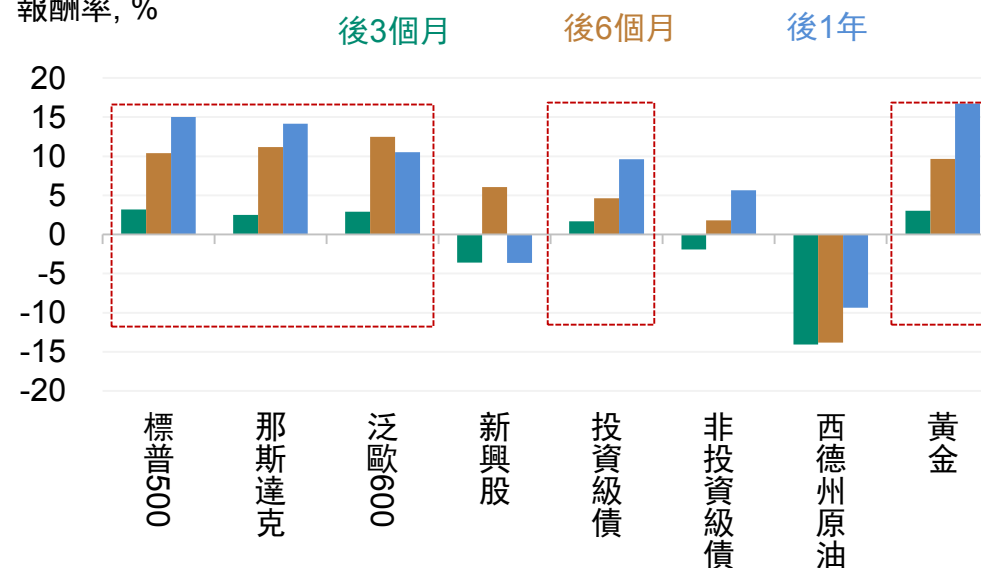
10y-2y縮窄至20點時標普500指數=100



註：T= 10y-2y出現利差縮窄至20點的月份，資料區間為1976年至今。灰底為高低點區間。  
資料來源：Bloomberg。

### 過去利差縮窄至20點後，各資產平均報酬

報酬率，%



註：取前5次利差縮窄至20點經驗，分別為1988、1994、1993、2005、2018年。  
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投資研究團隊整理。

## 股市宣洩恐慌情緒後，投資人迎來反彈行情，但此為“重新調整投資組合”的契機

聯準會升息底定、俄烏和談持續進行中，市場兩大不確定有所緩解，股市在宣洩恐慌情緒後，有望帶動股市上演反彈行情。後續關注 1) 4月將迎來俄烏戰事開始後的季度企業財報，2) 5-6月緊縮加速的預期下，股市變數仍多，因此不妨藉著反彈契機進行部位檢視，逢高進行投資組合調整。

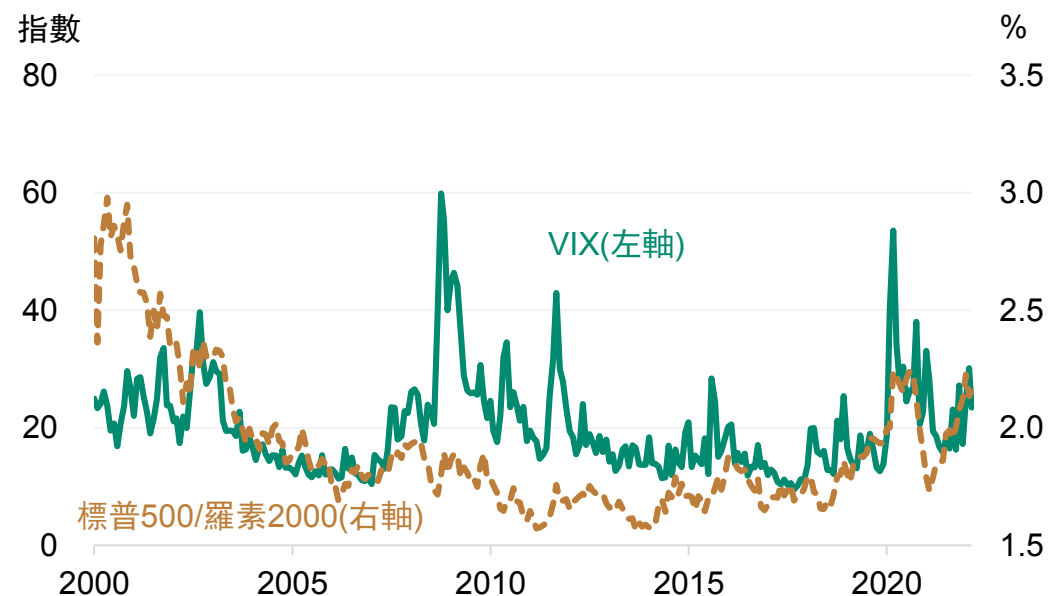
因此布局上，鑒於市場波動加大，景氣增速放緩，可以往具高股息收優勢、抗通膨題材、營收穩健的的大型績優股方向進行選股。科技股雖具長期成長優勢，但高本益比的特性，在利率走升環境中，提醒布局仍需耐心。

### 金融環境趨緊，令股市波動加大



資料來源：Bloomberg。

### 波動仍大，配置側重大型股



資料來源：Bloomberg。

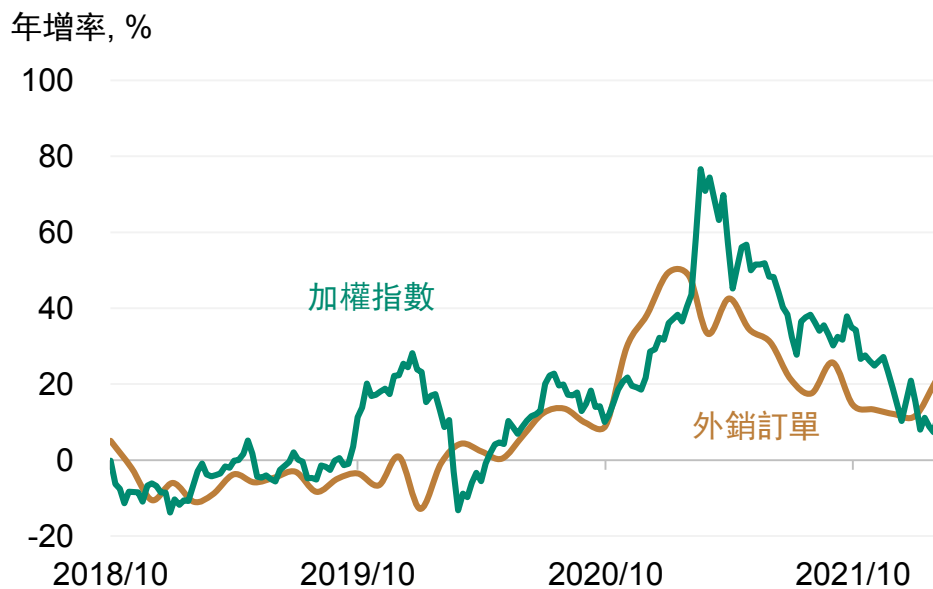


## 台股 外銷訂單連24紅, 指數反彈站上年線

台灣2月外銷訂單連24個月成長, 年增率21.1%, 在俄烏戰事影響下, 原物料價格維持高檔, 但對於台廠接單影響不大, 根據調查, 僅8.7%廠商認為接單因戰事而減少, 且多為規模較小的廠商。而**半導體受惠數位轉型及新科技應用增加, 需求仍無法充份滿足, 訂單出貨週數持續拉長。整體電子產品接單大幅成長31.6%, 應用於半導體的化學品接單也同步受惠, 年增22.1%。**

國際股市表現回穩, 台股反彈站上年線, 扭轉因外資大賣而偏空的格局, 在反彈過程中, 個股高於年線的的比例同步回升, 顯示漲勢普及於大多數的個股, 而非拉抬少數權值股護盤的情形, 盤勢發展較為健康, 在漲勢多方點火下, 台股反彈行情有望延續。

### 台灣外銷訂單連24紅, 年增率出現反彈



資料來源: Bloomberg。

### 高於年線個股比例回到50%以上



資料來源: Bloomberg。

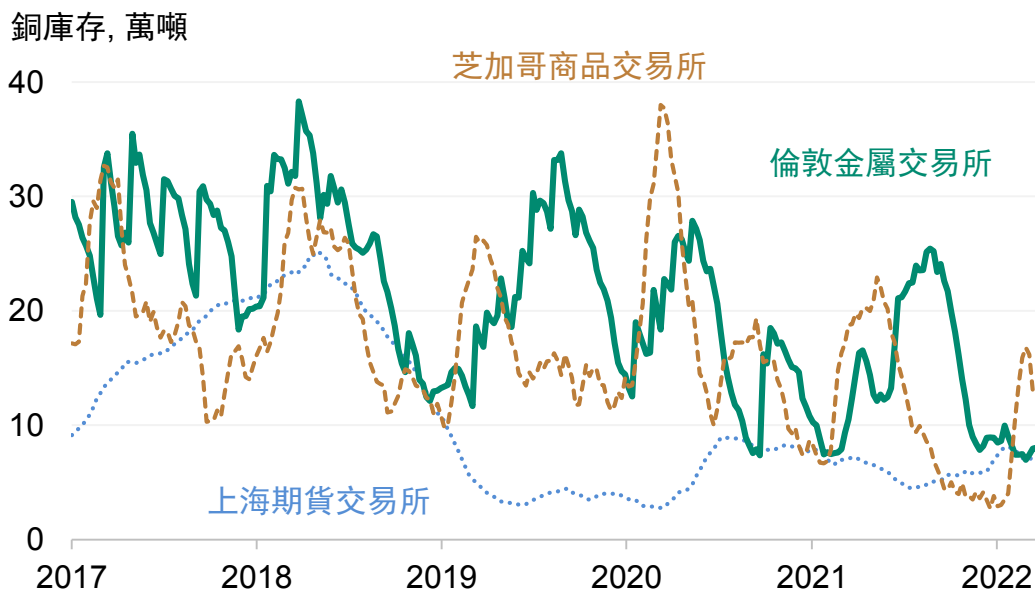
# 礦業

## 中國政策鬆綁支撐工業金屬價格，疫情增添短期不確定性

聯準會緊縮路徑浮現，貨幣政策不確定性下降推升近期風險性資產，帶動原物料價格走揚，基本金屬走勢也見止穩。市場傳出倫敦交易所銅期貨顧問委員會建議禁止俄國出口的銅進行交割，供給端擾動持續，也反映在基本金屬庫存處在2017年來低位，短期庫存回升速度緩慢。

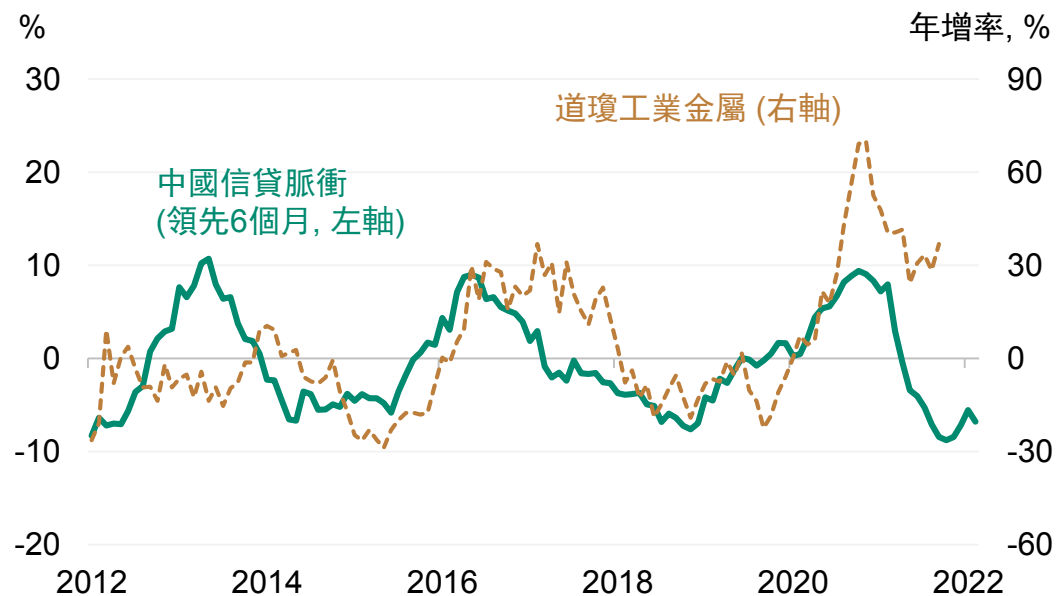
需求方面，中國在3/16召開國務院金融穩定發展委員會專題會議，貨幣、財政、地產等面向的政策鬆綁趨勢明確，將提供基本金屬價格下方支撐。然受到疫情嚴峻影響，每日新增確診人數處於近兩年高位，清零政策將壓抑短期中國消費與生產動能，經濟數據反映政策效果的時間延長，需求端不確定性尚未消除，工業金屬價格呈震盪走揚格局。

### 三大商品交易所的銅庫存仍在近年低位



資料來源: Bloomberg。

### 中國政策與信用循環領先工業金屬走勢



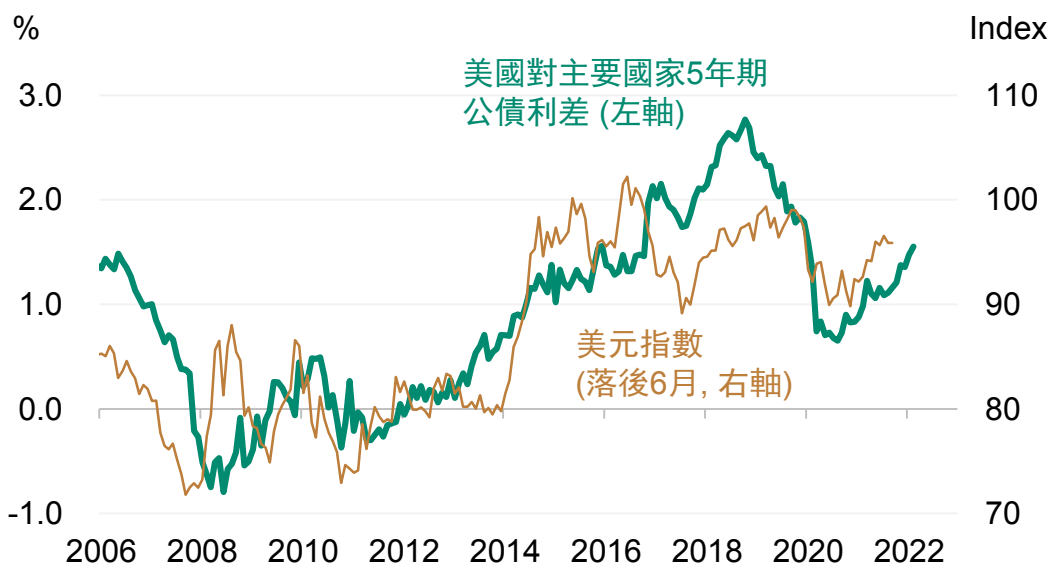
資料來源: Bloomberg。

## 匯市 鮑爾偏鷹談話支撐美元；台、日央行迥異，有利換匯以待下半年旅遊解封所需

美元指數：美歐貨幣政策持續有所差異，雖然3/16-17FOMC會議主席鮑爾談話仍呈溫和緊縮態度，但3/21談話旋即轉變展現偏鷹派的態度；相對地，歐洲央行總裁拉加德表示，美、歐貨幣政策不會同步，理由是俄烏戰爭對各經濟體影響大不同，並稱通膨加速和市場信心受損之際，俄烏戰爭將對歐元區經濟帶來重大影響。**故即便近期因美元多頭籌碼較雜沓令走勢陷入整理，但上半年而言偏多格局尚不致扭轉。**

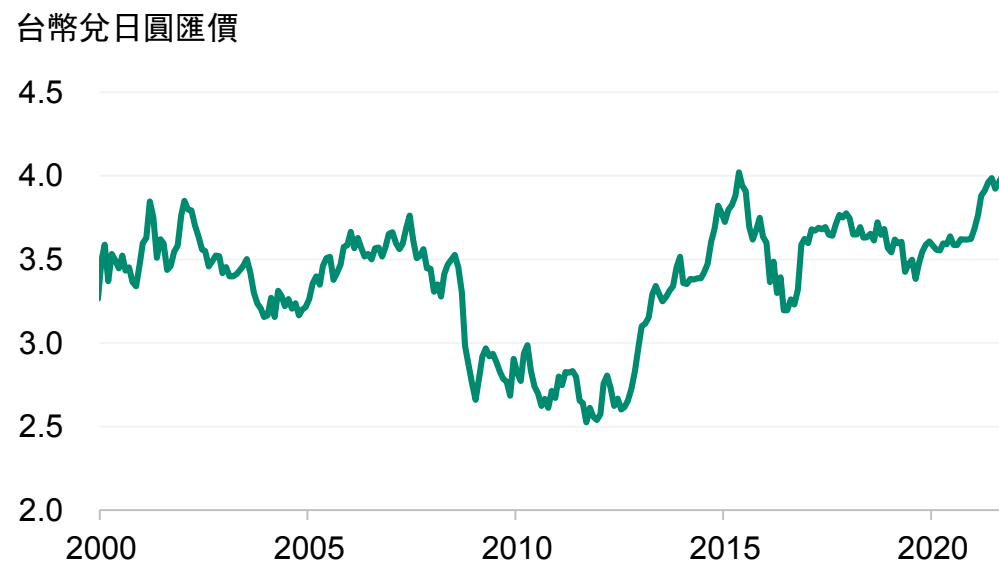
台幣兌日圓：日本央行總裁黑田東彥表示，隨著一些企業將不斷上漲的能源和食品成本轉嫁給家庭，預計消費者通膨將加速。但從長遠來看，這種成本推動的通膨反而會對經濟造成壓力，故日本央行需要耐心維持強而有力的寬鬆貨幣政策。**台、日央行態度迥異下，有利客戶逐步換匯，以待下半年旅遊解封所需。**

### 貨幣政策差異仍支撐美元



資料來源：Bloomberg。

### 下半年解封有望，值得換匯以待



資料來源：Bloomberg。

## Mar-Apr 2022

28	Monday	29	Tuesday	30	Wednesday	31	Thursday	1	Friday
美國躉售存貨		美國消費者信心 美國Case-Shiller房價指數 德國GfK消費者信心指數 日本失業率		美國GDP 美國個人消費 美國ADP就業變動 歐元區消費者信心 日本零售銷售 德國CPI		英國GDP 美國PCE 美國個人支出/所得 中國製造業PMI 歐元區失業率 韓國工業生產		美國非農業就業 美國失業率 美國ISM PMI 中國財新PMI 歐元區CPI 日本 PMI 日本短觀景氣指數	

## 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: +886 8722-6666