



國泰世華銀行
Cathay United Bank

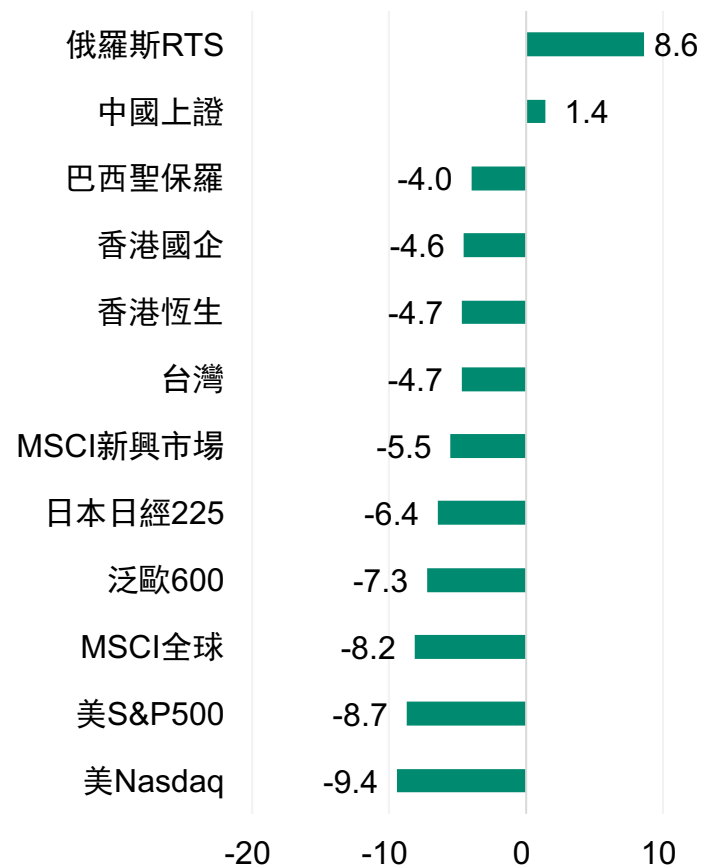
2022年6月17日

投資研究週報

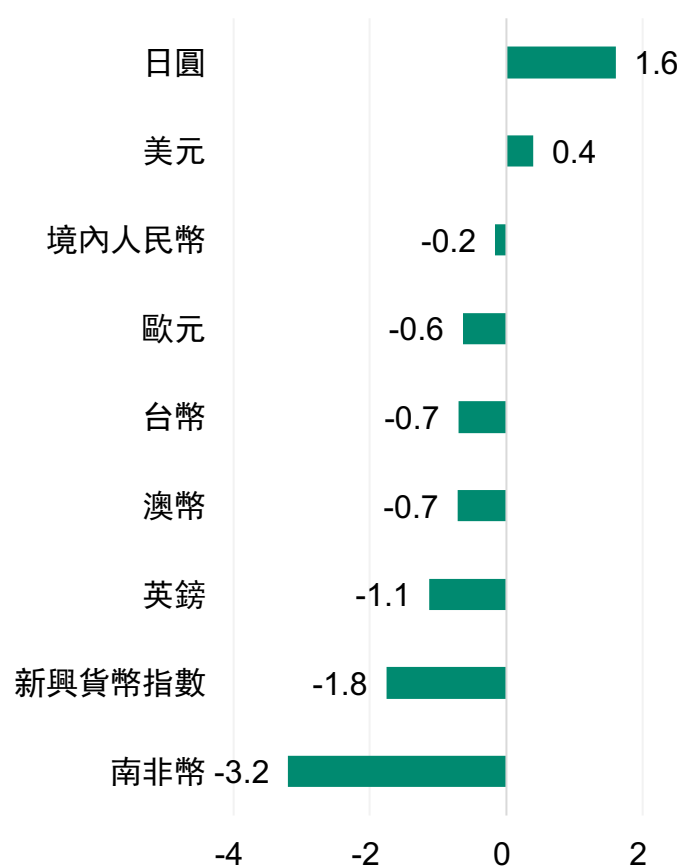
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

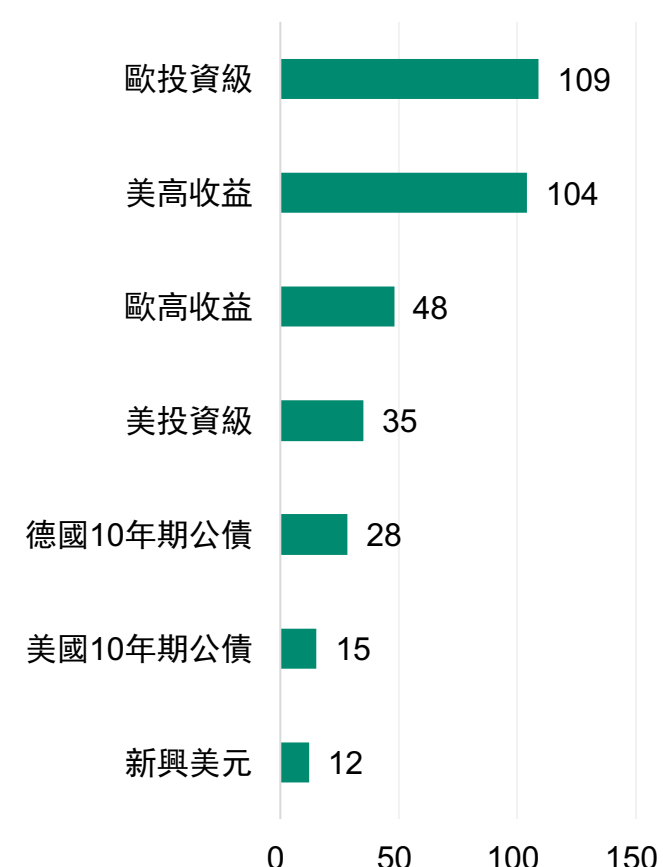
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/6/10-6/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Fed升息3碼，並上調點陣圖升息路徑

Fed升息3碼，鮑爾稱6月決策是為了將通膨預期錨定在2%，單次3碼不會是常態化的操作，**7月會議將在2碼~3碼間二選一**。點陣圖方面，整體路徑較3月時大幅上移，但「前高後低」態勢(**front-loaded hiking**)更為明顯。

► 通膨!去庫存!殖利率曲線反轉!凜冬將至?

若重蹈石油危機、Dot-com或次貸風暴，則恐重見2020年3月低點。但就家計與企業部門舉債、儲蓄(盈餘)評估，**本次回調偏向“庫存循環下行”**，應不致出現**1973、2000、2007年爆發系統性風險的腰斬走勢**。

► 資產配置：信用佳的短債+現金多的股票

持有現金遭通膨侵蝕，持有高 β 小型股需考驗企業存活能力與信念。**故不妨可學習巴菲特聚焦現金流以度過股市冬季**，以信用佳的短債+現金流穩健大型股為核心。

股市

製造業庫存循環趨勢仍偏下行，就業仍佳但消費動能將受油價、通膨削弱，**企業獲利將進入下修階段**。但不同於2008年以前，次貸海嘯後**大型企業累積豐沛現金**，股票買回、併購與生存能力強，無論基金持股或個股挑選皆可以**現金流作為首要抉擇標的**。

債市

鑒於景氣動能放緩，**信用債標的應以現金流穩、信用品質佳為首要考量**。其次，雖然現階段仍在Fed加速升息階段，但短債具有類現金、波動小、穩定息收的優點，遠優於抱現金遭通膨侵蝕。而長債方面，可隨下半年景氣逐步放緩而逐步增加長天期債券的布建。

匯市

風險氣氛主導，歐元區分化問題仍壓抑歐元；亞洲匯市隨亞股回貶，但3Q全季而言，美國數據動能也將放緩，將限制美元上方空間，**美元走勢偏向高位震盪。台幣則在循環、利差雙重影響下偏弱震盪**。



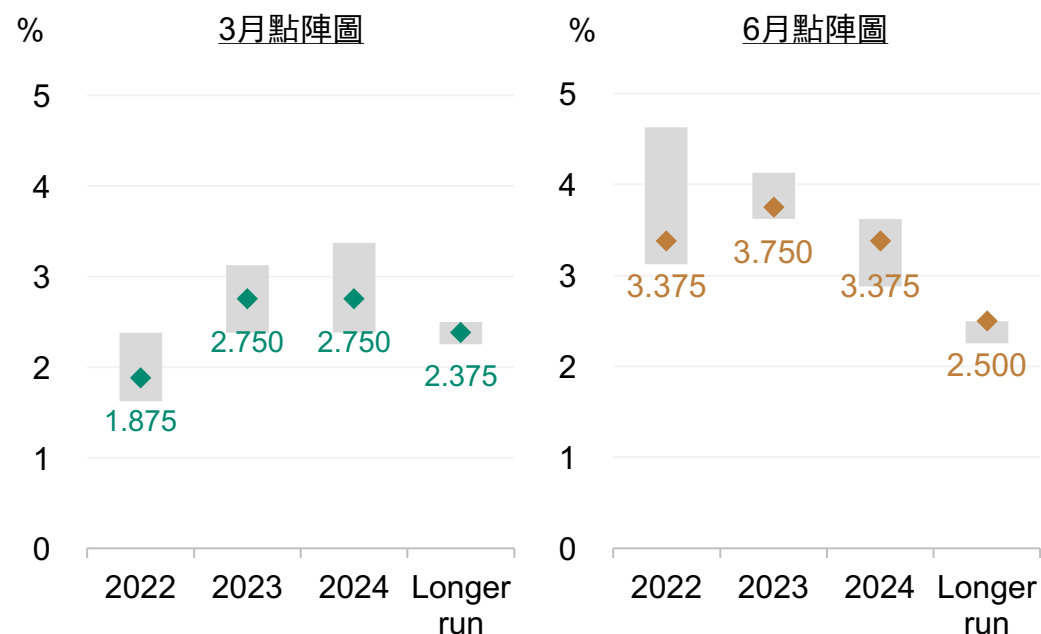
FOMC會議：升息3碼，且7月會議將在2碼~3碼間二選一，並上調點陣圖升息路徑

美國聯準會重點：

- 1) 貨幣政策：**升息3碼**，鮑爾稱6月決策是為了將通膨預期錨定在2%，單次3碼不會是常態化的操作，**7月會議將在2碼~3碼間二選一**。預計到2022年9月，政策利率可能將提升至2~3%之間；而到2022年年底，可能會加息接近3.5%。
- 2) **點陣圖路徑：整體路徑較3月時大幅上移，但「前高後低」態勢(front-loaded hiking)更為明顯。**

美債殖利率看法：雖然9月前仍面臨Fed加速升息，但前高後低的點陣圖調整，揭示官員們已預期後續政策利率將隨景氣往下調整。而比對2018年底經驗，**當Fed下調點陣圖且升息接近2.5%(多數時間的中性利率)時，長天期公債殖利率攀升空間逐漸受限**。另，信用債券到期高峰大概集中在2025年前後(參閱附錄)，惟隨景氣放緩，信用利差難避免受影響，故仍宜**著重在信用品質佳的標的**。

聯準會上調點陣圖路徑，但「前高後低」更為明顯



資料來源：Fed。

2018年升息接近中性利率時，長債殖利率升幅業已受限



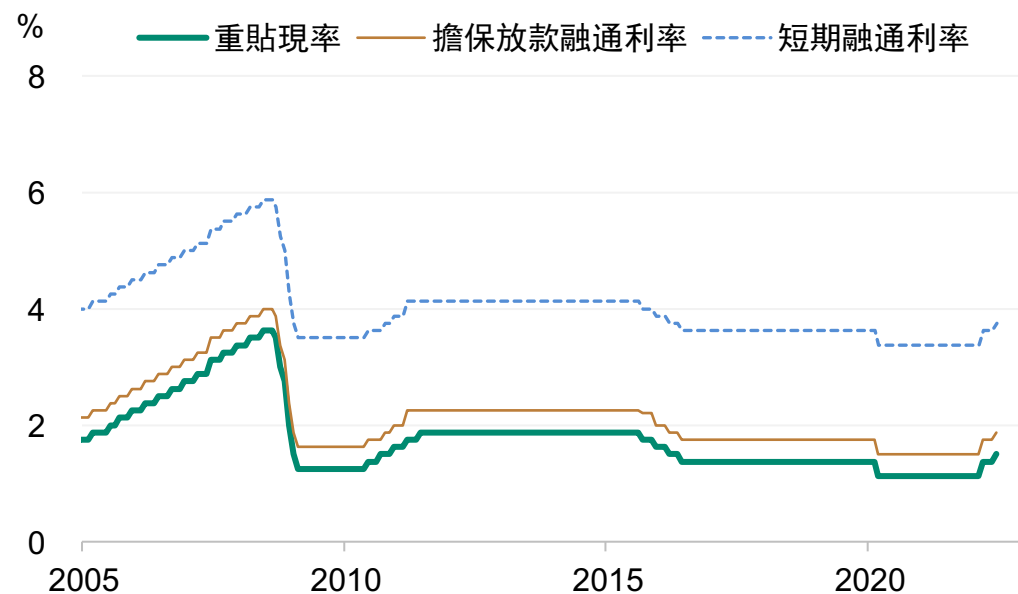
資料來源：Bloomberg, Fed。

台灣央行理監事會：國內輸入性通膨壓力大，但鑒於疫情干擾內需復甦，台灣央行僅升息半碼

台灣央行理監事會：

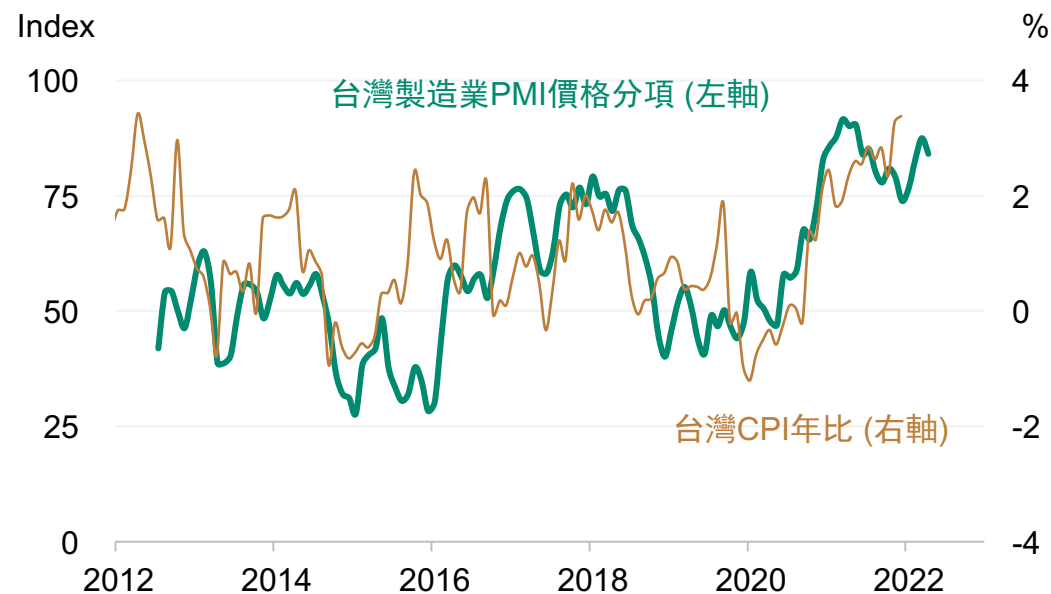
- 1) 國內輸入性通膨壓力大，但鑒於國內疫情嚴峻干擾內需服務業復甦步調，理監事會調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各**調升0.125%**，分別由1.375%、1.75%及3.625%調整為1.5%、1.875%及3.75%。
- 2) 另調升新台幣活期性及定期性**存款準備率各0.25%**。
- 3) 2020年12月以來，四度調整選擇性信用管制措施，目前銀行業建築貸款與購置住宅貸款成長趨緩，故**無推出第5波選擇性信用管制**。

政策利率朝楊總裁稱緊縮的方向續進



資料來源：CBC。

輸入性通膨仍舊是央行主要考量



資料來源：Bloomberg。

歐日央行動向：日銀重申無限量購債，歐洲央行推新工具力抗歐債利差分化，瑞士央行意外升息

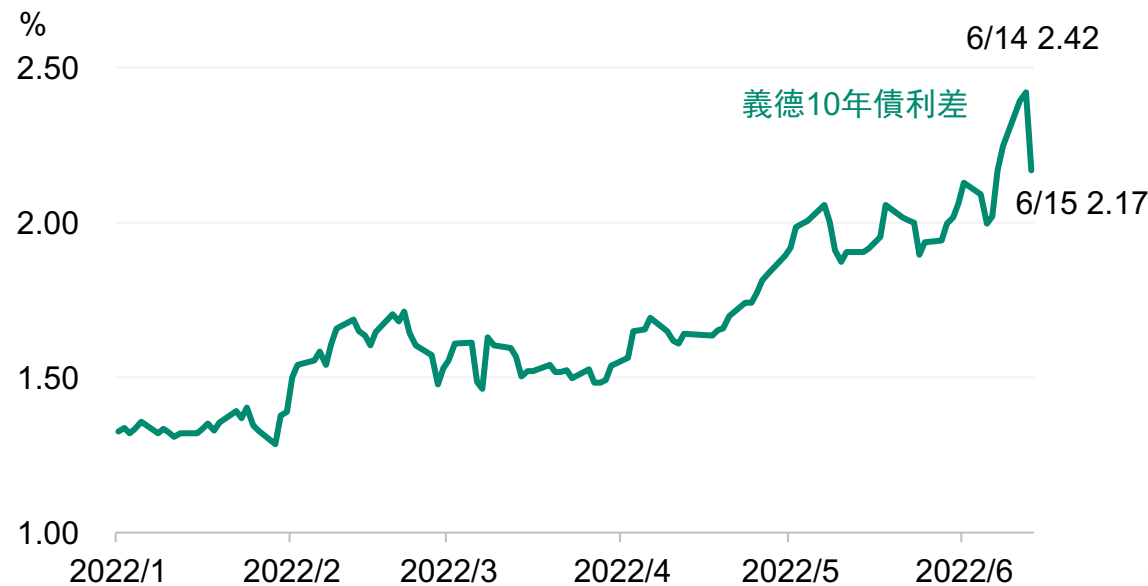
- 日銀(日本央行)：投資人押注日銀寬鬆政策轉向，使日本公債期貨6/15觸發熔斷機制，6/16日圓一度漲1.1%。但**1)日央6/15下午召開緊急會議，稱6/16-17兩天將無限制購買長債，控制10年債殖利率在0.25%以下**，2)5月通膨為2.5%，通膨壓力遠低於歐美等國，予日銀寬鬆的空間。
- 歐洲央行：市場擔憂義德利差走升，恐衝擊歐洲負債高的國家重蹈歐債危機。但**歐央6/15緊急會議，表示將運用新工具，及到期再投資的資金以支持南歐債券後**，隨後義德利差有所回落。
- 瑞士央行：因每年僅召開4次會議，為追趕後續歐洲央行升息步伐，本次升息兩碼作為因應。

日本央行緊急聲明，利率會議前維持無限制QE



資料來源：Bloomberg。

歐洲央行緊急會議，壓抑飆升的南歐利率



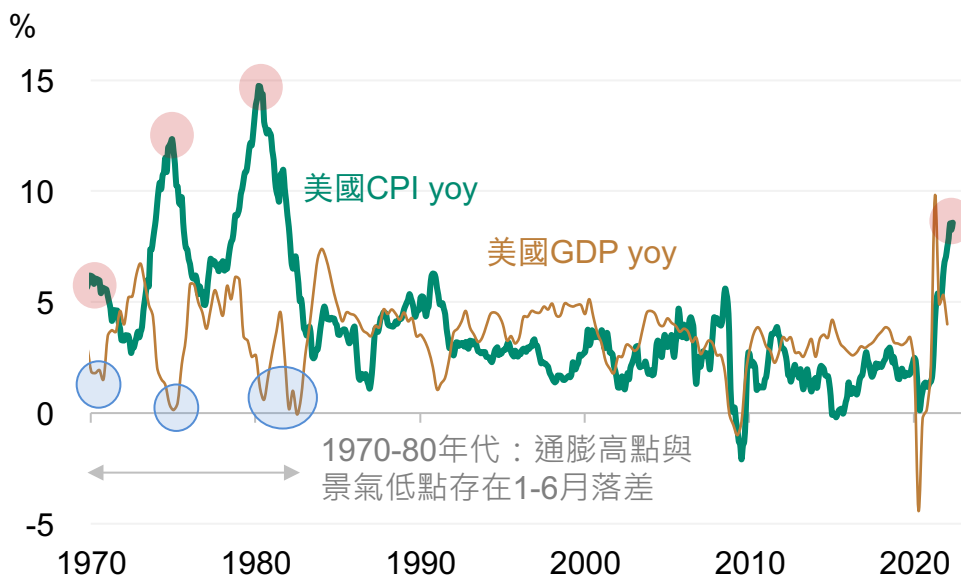
資料來源：Bloomberg。

美國通膨屆頂的期待落空, Fed加速升息以對, 市場對經濟衰退擔憂升溫

美國5月CPI年比意外再創高(參閱附錄: CPI), 令市場對美國通膨屆頂的期待落空, 通膨數據帶動市場Fed緊縮預期下, 股市普遍再受重擊。

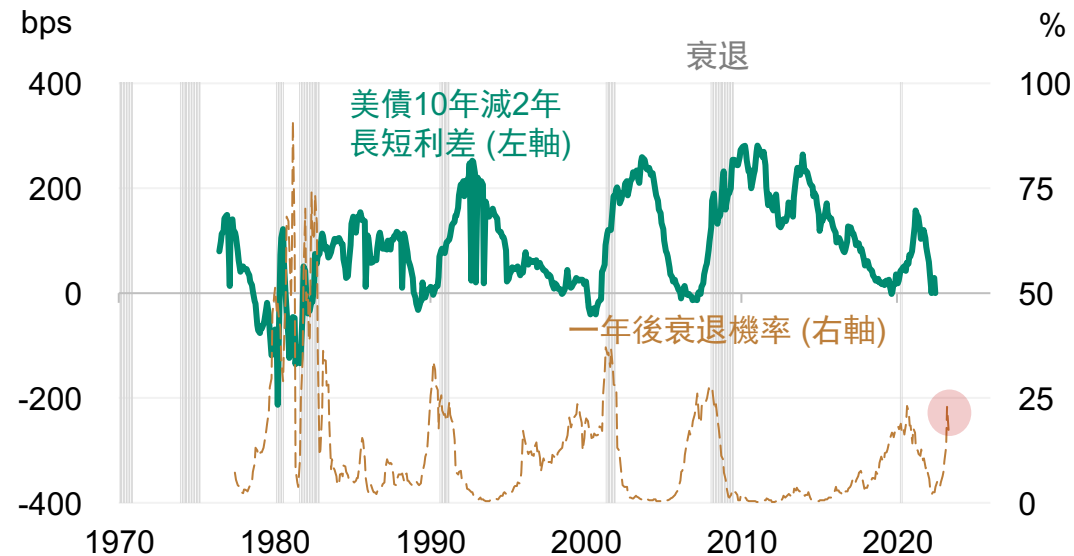
回顧1970-80年經驗, 物價與景氣波動加劇, Fed為平抑通膨而快速升息, 確實造成通膨高點與景氣低點約存在1~6月的時間落差。鑒於聯準會主席鮑爾3月聽證會時曾正面回覆, 會仿效前主席伏克爾(Volcker)在80年代為壓制通膨而大舉升息, 這令市場對經濟恐陷入衰退的擔憂再次升溫, 長短利差益發平坦, 也令未來一年的衰退機率持續位於高位。

美國通膨高點難覓, 市場難以擺脫停滯性通膨陰影



資料來源：Bloomberg。

長短利差反轉令衰退機率續高, 股市人氣始終難以延續



註：衰退機率= $\exp(-1.213-0.017 \times \text{利差}) / (1 + \exp(-1.213-0.017 \times \text{利差}))$, 期間1976-2020年。
資料來源：Bloomberg。

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類似去庫存循環帶動的景氣下行(如2015年、2018年)**，雖然戰爭導致高油價因素恐令跌幅更甚**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(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。

Figure 1: US Household and Corporate Debt Trends (Top Chart)

Period	企業負債4季增量合計 (% of GDP)	家計4季增量合計 (% of GDP)
石油危機	18.3	4.8
Dot-com	11.5	7.2
次貸風暴	7.4	9.8
現在	5.9	5.4

家計長期平均5.7%
企業長期平均4.5%

Figure 2: US Household and Corporate Debt Trends (Bottom Chart)

Y-axis (Left): % of GDP (家計與企業4季負債增量合計/GDP)
Y-axis (Right): Index (標普500)
X-axis: Year (1970-2020)

Recession periods (衰退) are indicated by shaded gray areas.

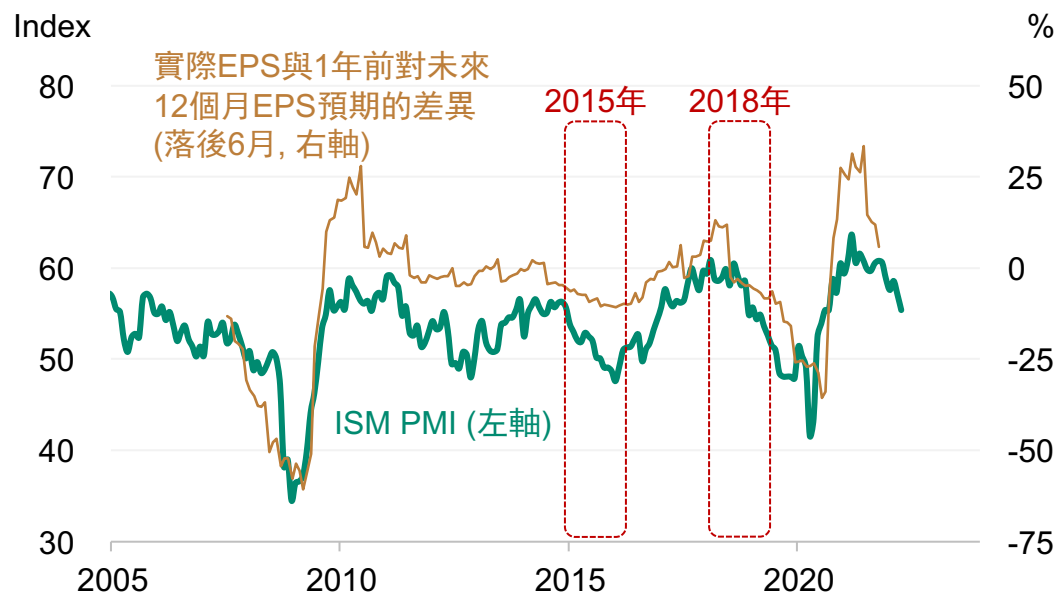
資料來源：高盛, Bloomberg, 國泰世華投研團隊整理。

借鏡去庫存經驗：股市仍在利空測試的築底過程，以巴菲特為榜樣，聚焦「現金流」為首要

獲利方面，現階段雖然券商對企業獲利展望仍維持正增長的看法，但隨景氣趨緩，實際獲利低於券商預期的幅度會更為顯著，也將令券商持續下修預期。評價方面，就時間而言，評價隨PMI回調大約領先獲利下修半年時間，但鑒於PMI尚未落底，故評價面仍在下調階段尚難逆轉；就幅度而言，目前評價回調深度已來到5年平均的水準，價位雖較去年底合理，對部分績優個股而言，雖已適合長線資金逐步佈局，但並非來到便宜的階段。

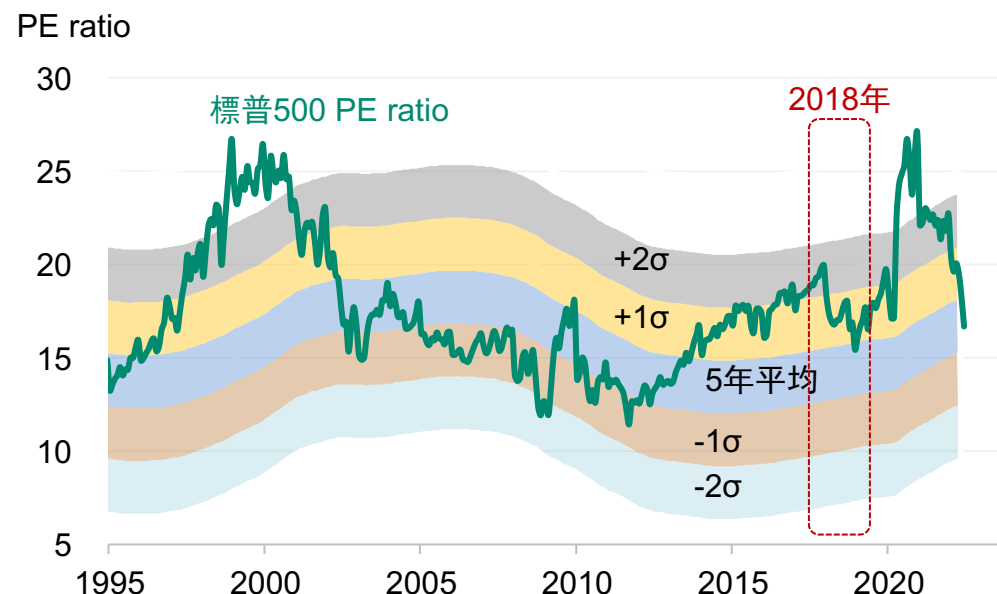
鑒於整體指數仍在利空測試的築底階段，**目前投資人確實處於高通膨與高波動夾殺的窘境**。短線雖然屢屢出現跌深反彈，但下跌慣性明顯未見逆轉，因此較佳策略是逢反彈調整持股，**以巴菲特為榜樣，聚焦現金流以度過股市冬季，以信用佳的短債+現金流穩健大型股為核心**。

券商雖仍正向看待獲利成長，但後續將面臨下修



資料來源：Bloomberg。

評價面下調趨勢尚未逆轉



資料來源：Bloomberg。

中國 政府積極托底經濟，中國股市有望震盪走升

基本面：在疫情影響下，5月經濟表現持續低迷，生產面稍見回升，但需求面受封城箝制，消費與地產數據不振。社融總量較上月及去年同期有明顯上升，從社融細項看來，**新增社融反彈主要來自短期貸款與政府債券的發行**，企業與民眾的中長期貸款佔比仍然偏低。結構面不佳呼應需求尚未回穩，然**央行與財政單位穩經濟意圖積極**，信用循環在3Q築底回升依然值得期待。

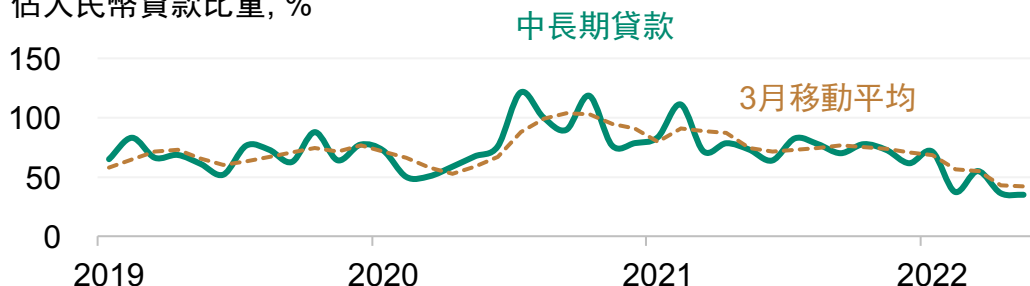
指數隨近期政策鬆綁，已反彈至疫情前位階，在監管與政策環境延續寬鬆，加上疫情不再大幅擴散的基礎情境之下，後續中國股市預期可震盪走揚。然中國長期仍面臨清零政策、地產調整、產業監管等風險，**操作策略上A股標的為佳，並以波段操作視之。**

5月社融數據顯示結構面不佳，需求尚未回穩

千億人民幣，2022/5較去年同期增減量

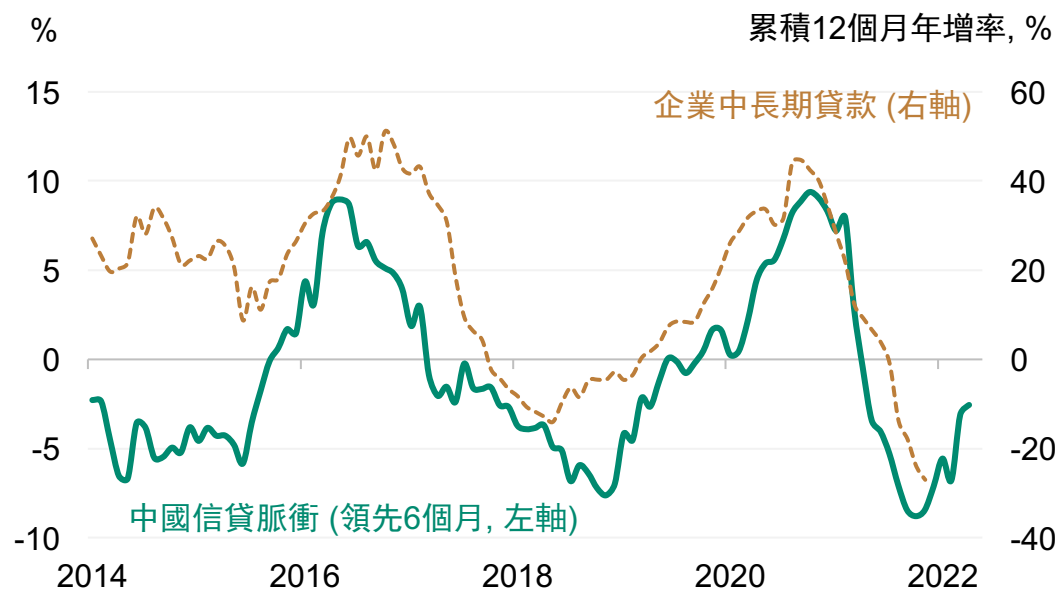


佔人民幣貸款比重，%



資料來源：Wind。

預期企業中長期貸款在3Q築底回升



註：黃線為每月銀行對企業新增中長期貸款累加12個月之年增率。

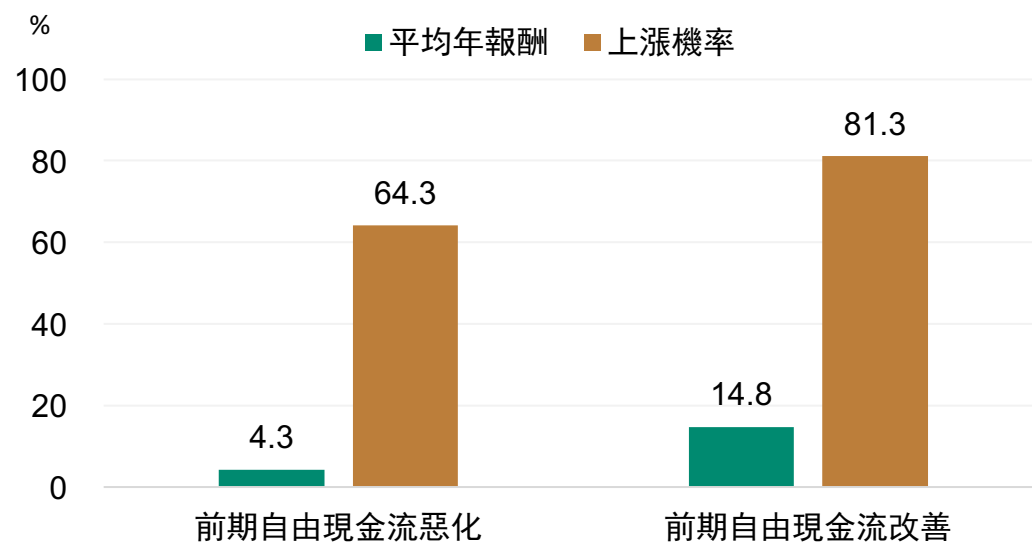
資料來源：Wind, Bloomberg。

美國 景氣放緩之際，關注產業自由現金流的變化

今年以來，通膨成為最重的課題，因為通膨已打消費者信心，甚至造成經濟的下修。聯準會最新預測顯示，已將今年的通膨水位PCE從4.2%上修至5.3%，同時，今年的GDP成長率從2.8%進一步下調至1.7%。

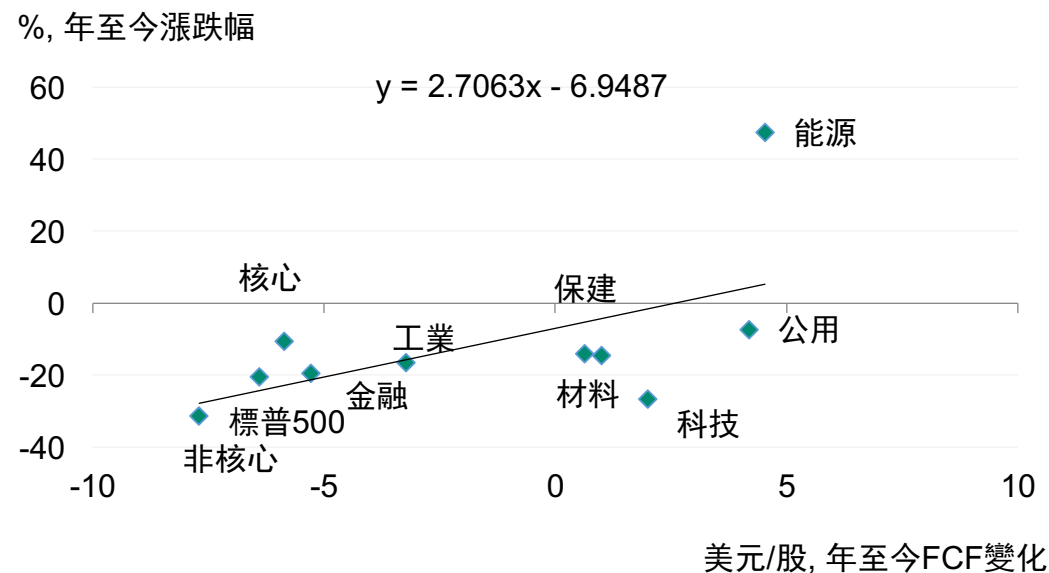
過去經驗來看，企業的自由現金流的改善與否，影響到未來股價的收益與勝率。今年以來，各產業對通膨的也有不同程度的衝擊，包括非核心、工業、金融等產業，其自由現金流明顯下滑，同時，能源、公用事業的自由現金流則持續提升，股價也相對受到市場青睞。因此，股市標的選擇以自由現金流穩定的公司為佳。

自由現金流改善，有助未來收益率提高



註：自由現金流=營業現金流-資本支出。平均年報酬為標普500指數隔年年度報酬的平均值。
資料來源：Bloomberg, 1990-2021年。

現金流改善的產業，較受市場青睞



註：自由現金流=營業現金流-資本支出。
資料來源：Bloomberg。

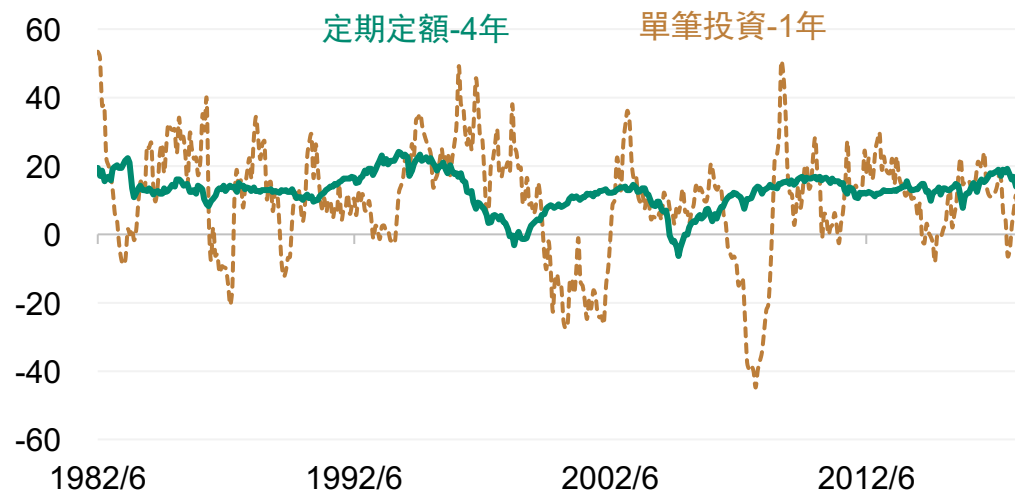
美股 股市波動大，定期定額可望帶來穩健回報

美股今年以來受到高通膨以及美國加速升息影響，指數大幅修正，然而在經濟前景不明朗下，此時進場投資仍有相當不確定性，不過若**將時間拉長，並採定期定額方式布局，投資績效的穩定性將大幅改善。**

以標普500指數為例，自1982/6以來，若採定期定額方式，每月月底進場投資，並連續投資4年(48期)，不論自什麼時間開始定期定額，能夠取得正報酬的機率高達96.1%，平均年化報酬率則高達13%，相比採單筆投資並持有1年的正報酬機率79.5%、平均報酬率10.6%，明顯勝出，不僅**可降低擇時投資的困難，也可在股市低迷時累積更多的部位，以待下一波多頭的來臨。**

採取定期定額投資可避開股市短期波動

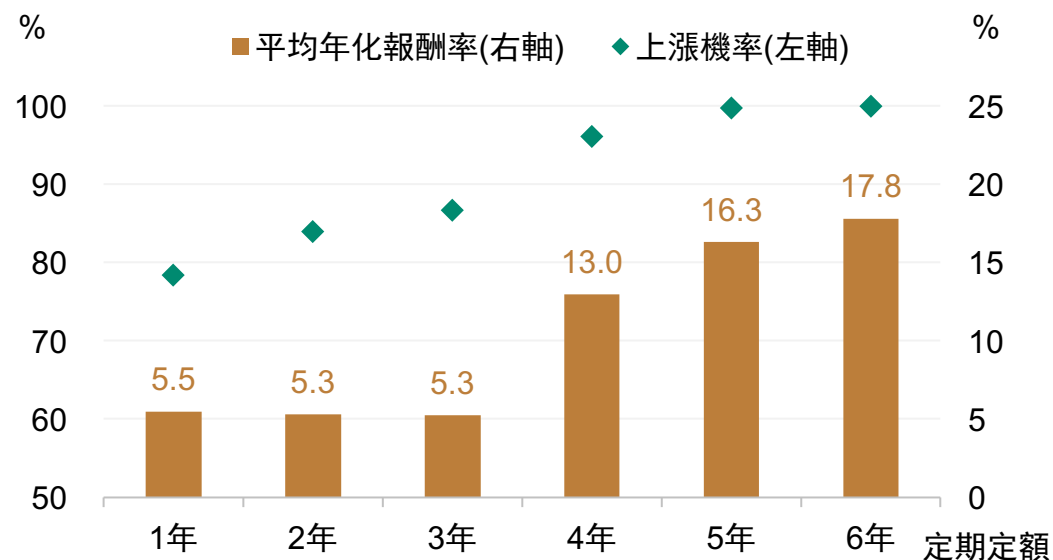
年化報酬率，%



註：以標普500為標的，自1982/6起，單筆投資假設每月月底進場投資，並持有1年之報酬率；定期定額則假設每月月底定額進場，並連續投資4年之年化報酬率。

資料來源：Bloomberg。

定期定額拉長至4年以上勝率逾95%



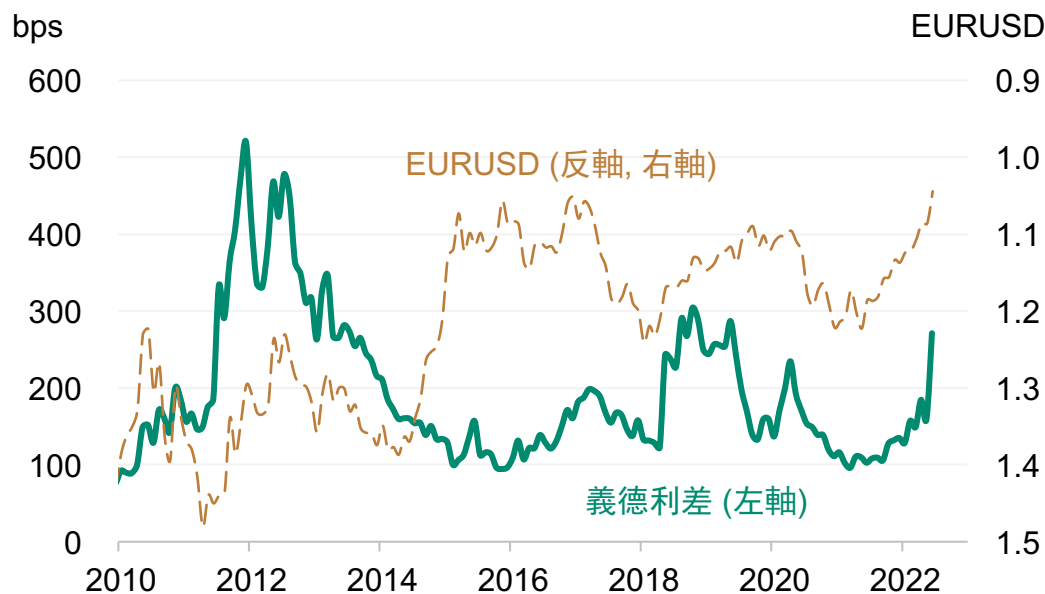
註：以標普500為標的，自1982/6起假設每月月底定額進場，並連續投資1年~6年之年化報酬率。資料來源：Bloomberg。

匯市 擔憂伏克爾時刻，升息預期再度推升美元指數；循環偏弱、利差因素，雙雙壓抑台幣

美元(歐元)方面，雖然聯準會升息步伐居於領先，但隨ECB被迫緊縮，聯準會獨走地位逐漸動搖，3Q美元尚未轉空但將進入盤頭期，**美元指數大致將呈現高位震盪的走勢**。ECB方面，囿於通膨，被迫邁向緊縮，其中QE縮減提前至3Q初期結束，政策利率則於7月升息、9月結束負利率政策。然，區域分化問題(fragmentation)是歐元區隱憂，ECB可能被迫提出沖銷式的貨幣工具，**歐元弱勢盤整，尚難回到上升趨勢**。

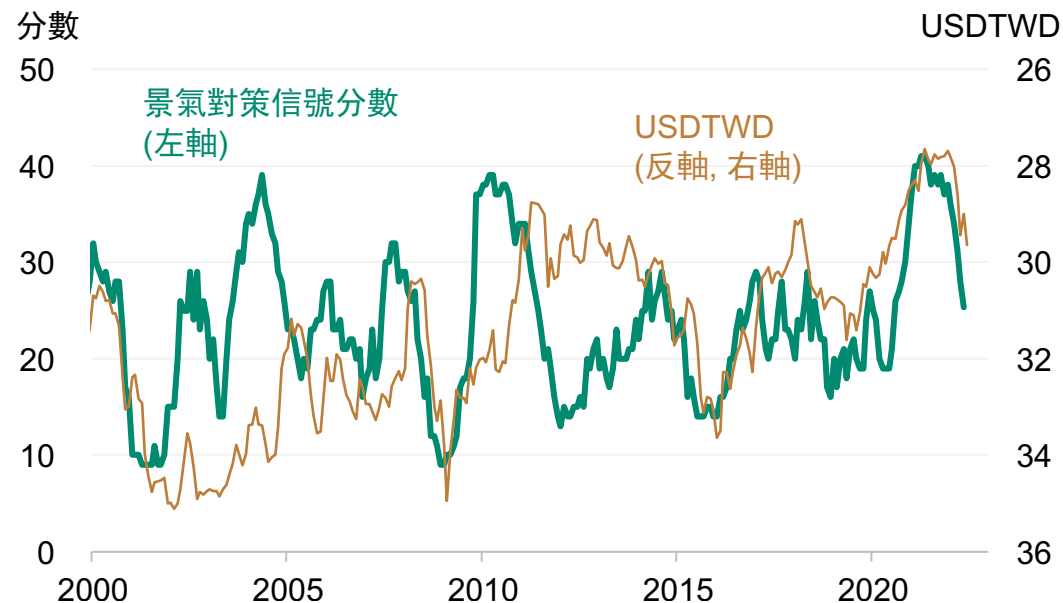
台幣方面，雖然台灣央行理監事會維持緊縮方向，但對匯價而言，**半導體循環趨緩、美台利差**雙雙影響下，台幣尚難出現升值趨勢，**3Q匯價仍以偏弱區間震盪為主**，有換匯需求待股市反彈或月底出口商拋匯力道加強時仍是較佳的換匯時點。

義德利差為歐元隱憂，美元多頭尚未逆轉



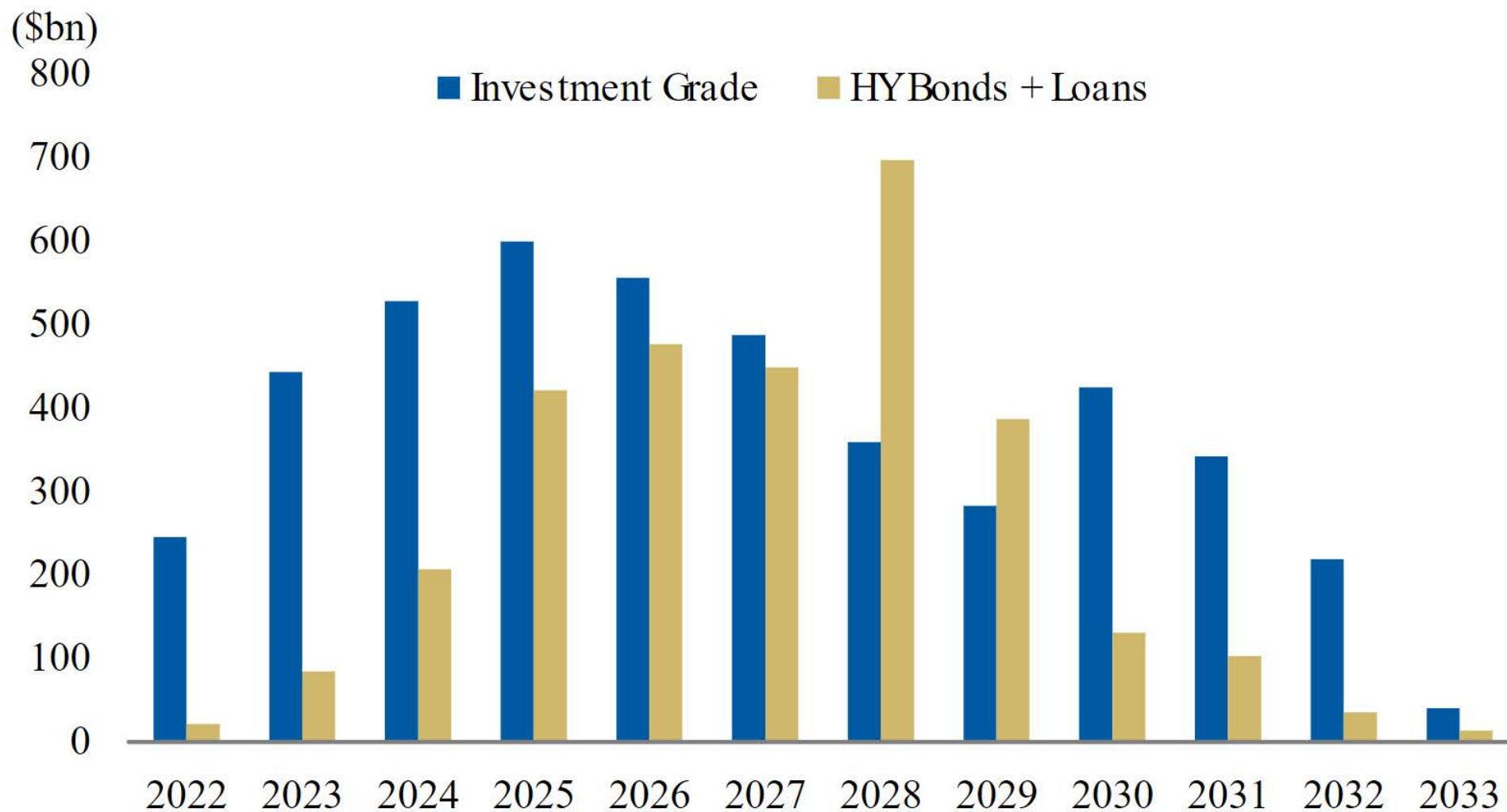
資料來源：Bloomberg。

台灣景氣循環仍舊下行，台幣匯價尚未逆轉趨勢



資料來源：Bloomberg。

附錄：美國信用債券到期大概集中在2025年前後

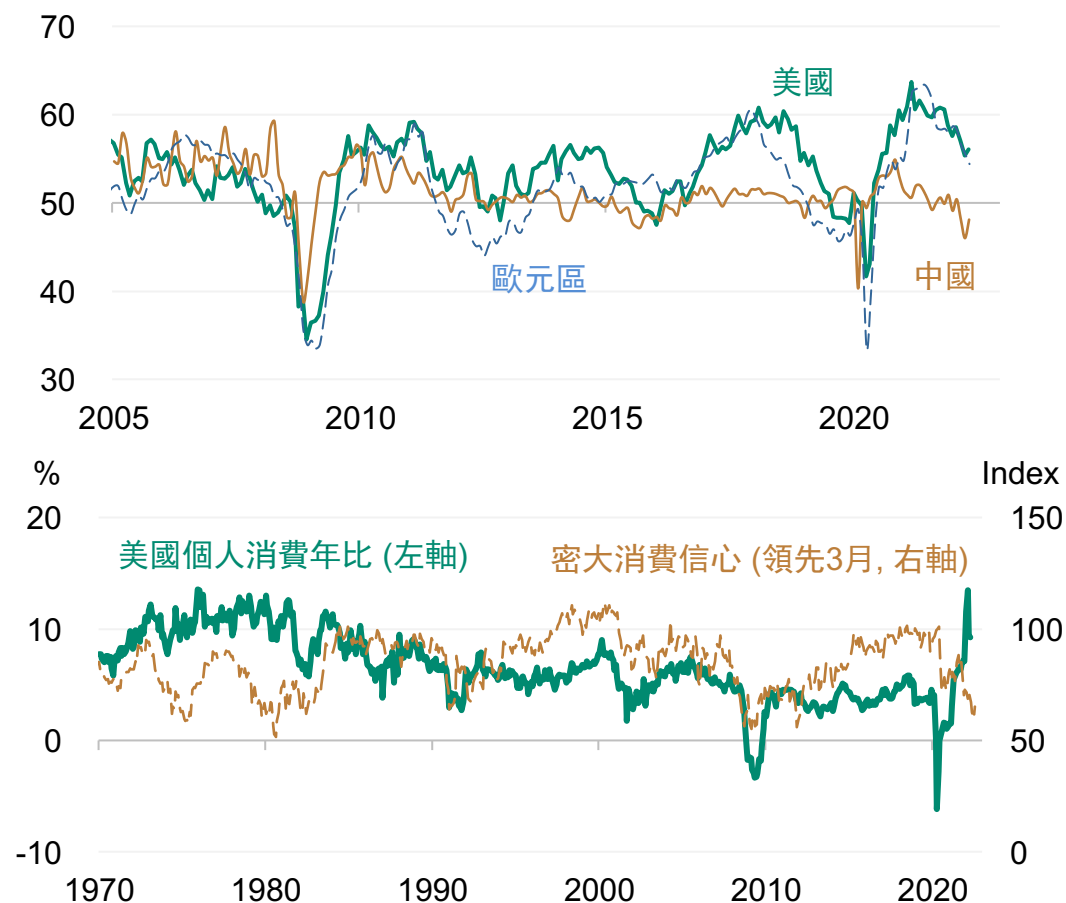


資料來源：Morgan Stanley, 2022/5/19。

附錄：製造業續降，2H消費動能恐更趨緩；通膨前高後緩，油、房價對通膨推升影響將先後到頂

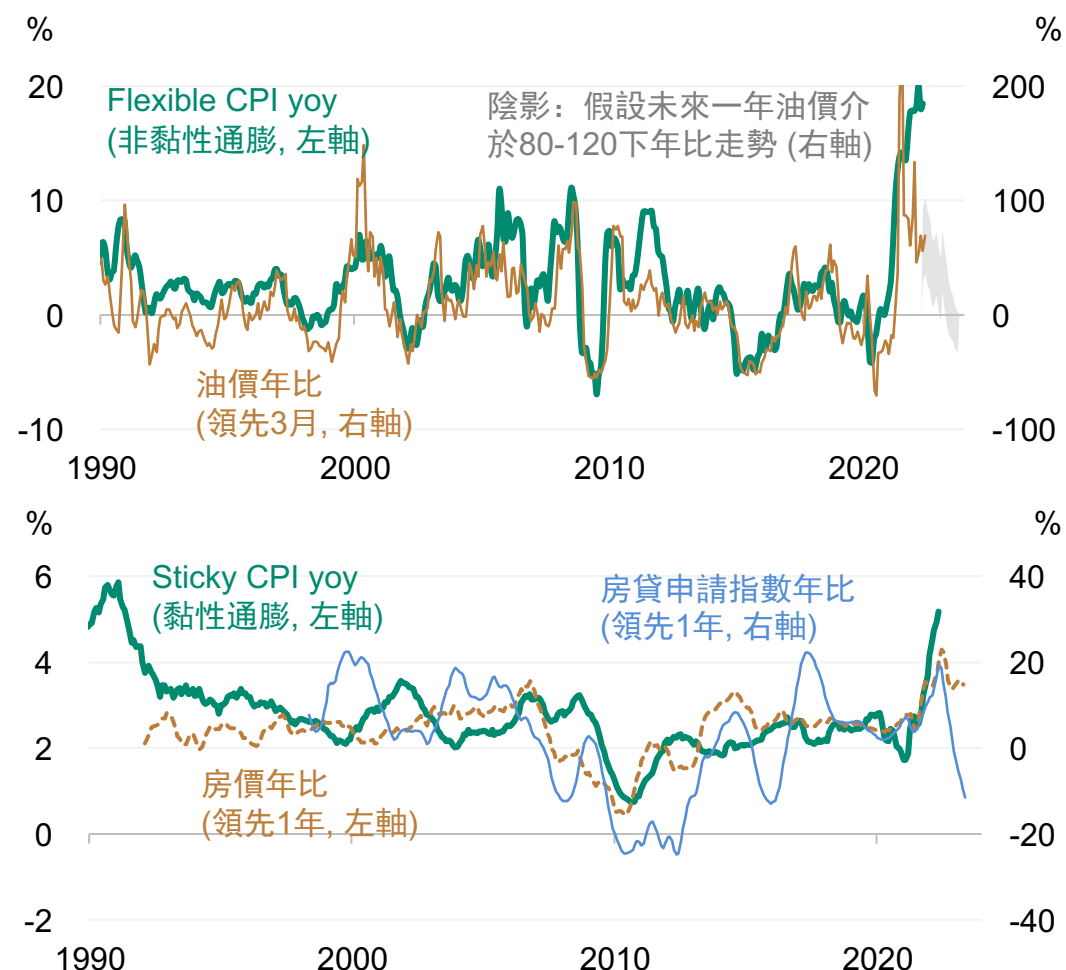
5月製造業PMI雖有回升但下降趨勢尚未未變。而下半年消費則在通膨、油價與股市重挫影響財富效果下，動能恐更趨緩。

製造業PMI



資料來源：Bloomberg。

美國全年通膨呈前高後緩。依油價年比走勢(假設\$80-120區間)及目前房市冷卻的狀況評估，油、房價對通膨推升影響將先後到頂。



註：黏性/非黏性通膨依物價調整頻率編制，黏性以服務類為主，非黏性多為商品類。
資料來源：Bloomberg, Fed。

Jun 2022

20	Monday	21	Tuesday	22	Wednesday	23	Thursday	24	Friday
中國貸款市場利率 (LPR) 德國PPI		美國成屋銷售 美國芝加哥全國活動指數 歐元區經常帳 加拿大零售銷售		英國CPI 加拿大CPI		美國製造業PMI 歐元區製造業PMI 英國製造業PMI 日本製造業PMI		美國密大消費信心終值 美國5月新屋銷售 日本CPI 英國零售銷售 德國IFO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