



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年4月15日

# 投資研究週報

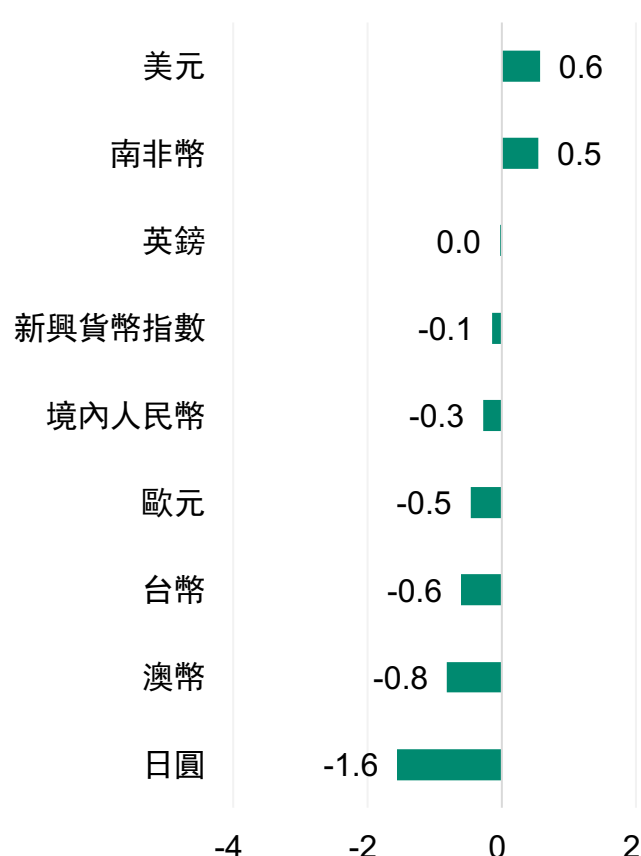
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

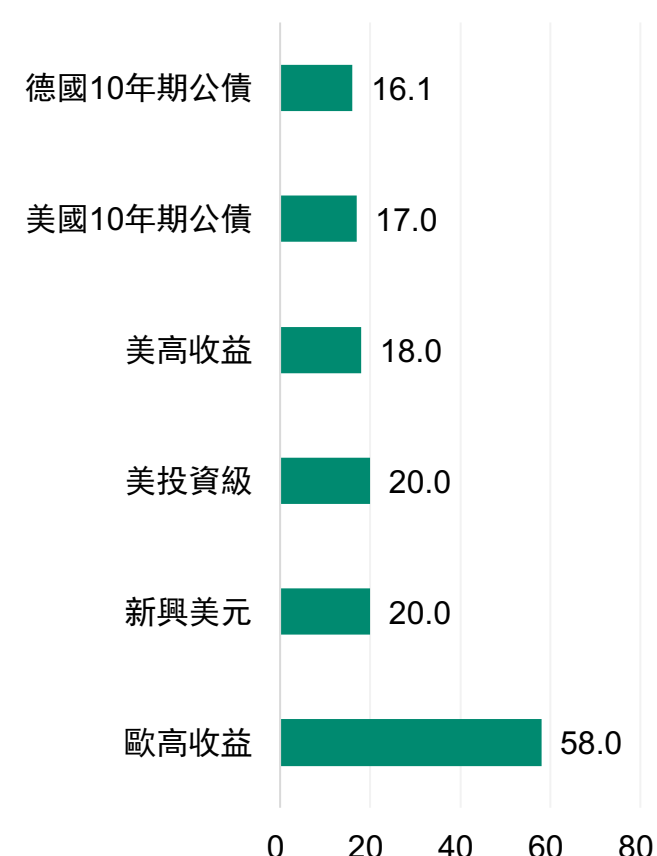
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/4/7-4/14。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 通膨高漲之際，公債利率短期易上難下

美國CPI再度揚升至8.5%，但供應鏈瓶頸逐步改善，加上油價回穩，通膨可能已觸頂，但仍將維持高位，加上聯準會緊縮力道有增無減，公債利率短期易上難下。

## ► 資金環境趨緊，股市波動將放大

美國10年期公債殖利率揚升至3年來新高2.8%，房貸利率也突破5%，使整體資金融環境趨於緊縮。經驗顯示，股市波動將逐步放大，投資宜趨向分散，並逐步拉高債市比重。

## ► 企業法說會，聚焦未來展望

中國封城再起、物價高漲，對經濟的衝擊已逐步浮現，預期產業最熱榮景已過。不過，台積電1Q財報搶眼，且透露HPC、車用電子需求仍強，有助股市醞釀反彈契機，未來應聚焦優質大型股。

### 股市

資金緊縮環境下，股市波動放大不可避免，上漲空間將受到壓抑，操作上不宜追高，而是利用股市大漲的時機進行持股調整，同時大跌時分批布局，側重大型、低波動的績優股。

### 債市

通膨高漲，加上聯準會升息及縮表預期，美10年債殖利率短期易上難下。欲賺取固定息收者，仍需保持耐心，並控制節奏，以分批方式增持，目前優先短債。

### 匯市

Fed加速緊縮，台美央行貨幣政策落差，將使得台美利差逐步擴大，加上外資匯出，將使台幣後續偏貶，可待風險氣氛好轉及出口商拋匯時機再進場換匯。



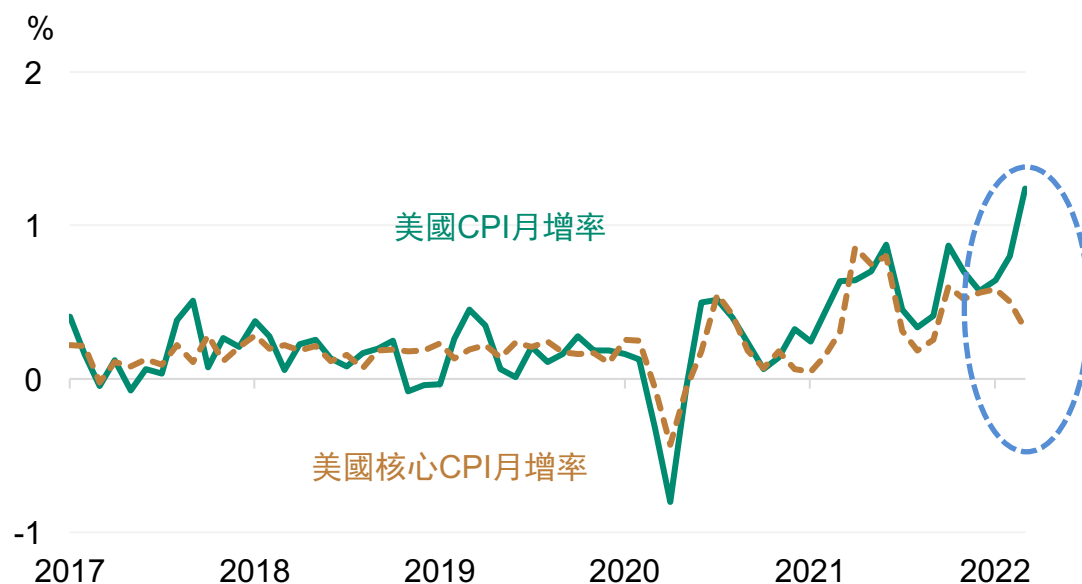


## 通膨高漲與貨幣緊縮，美債利率短期易上難下

今年以來，受到俄烏衝突影響，油價突破百元大關，同時金屬價格也大幅走揚，導致美國通膨節節高升，3月CPI甚至來到8.5%，續創下40年來新高。然而，隨市場對地緣風險的鈍化，油價已自高點回落20%，同時，部分供應鏈瓶頸逐步改善，導致二手車價格回落，使**核心CPI月增率趨緩，預期通膨大幅揚升的空間將受限。**

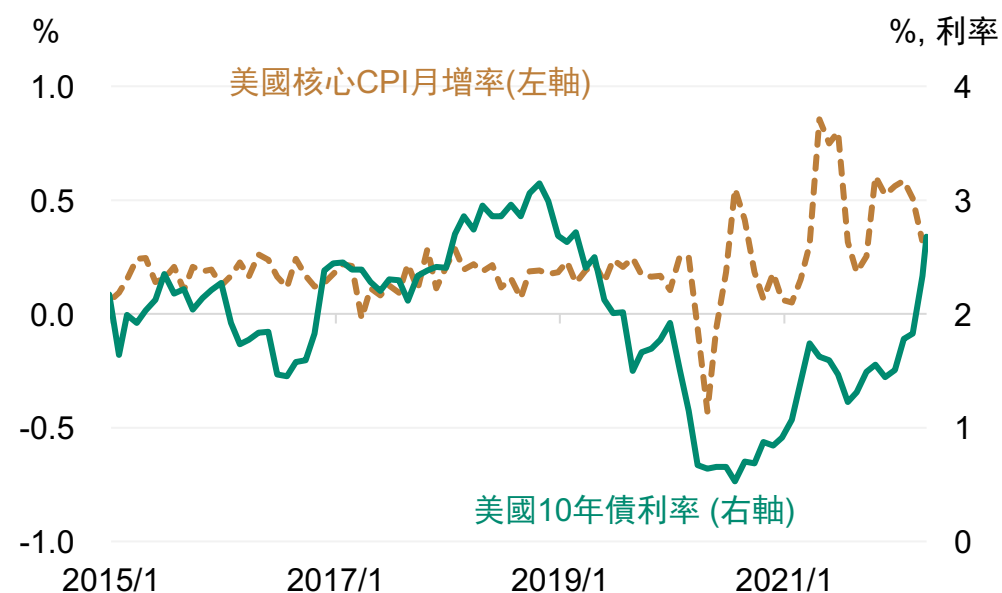
不過，美國房價增幅仍逼近20%，且租金具有遞延效果，預期美國通膨仍短期不易明顯回落，且**聯準會貨幣緊縮態度不變，預期美國10年公債殖利率短期仍有續揚的壓力，但再度急漲壓力趨緩。**

### 核心通膨下降，通膨大幅揚升空間有限



資料來源：Bloomberg。

### 通膨若回穩，有助抑制公債利率上升壓力



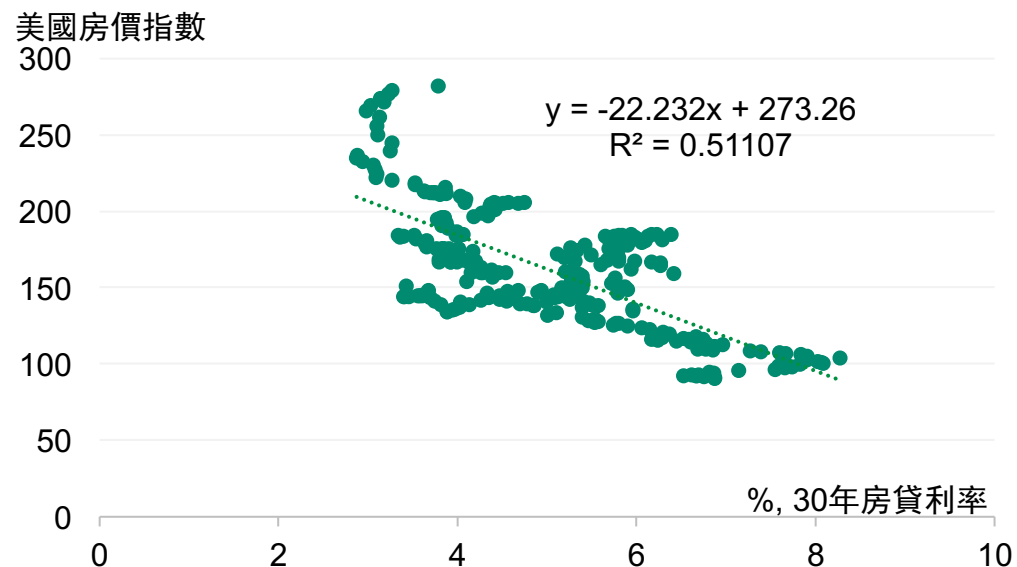
資料來源：Bloomberg。

## 資金緊縮環境下，波動上升將不可避免

受公債走揚影響，美國30年房貸利率也從年初的3.2%，快速攀升至12年新高5.1%，大幅增加房貸成本壓力，預期房價漲勢將受壓，也預告整體金融環境更趨向緊縮(美國貸款規模中，有70%為房屋貸款)。

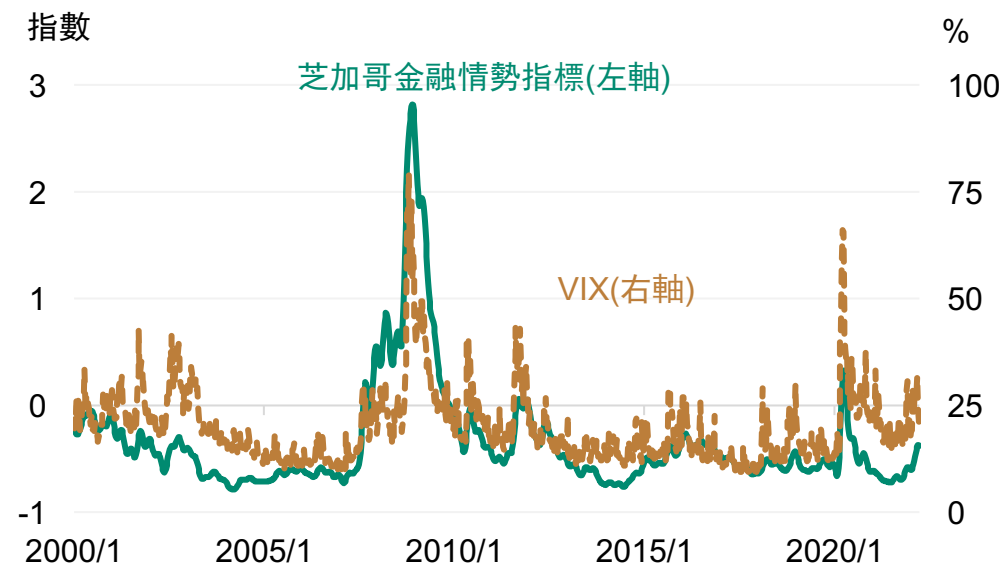
從過去的經驗來看，隨金融環境的緊縮，市場的波動也將同步拉高。操作上，資產標的宜趨向分散，且拉高低Beta的類股比重，如電信、公用事業，此外，股債配置上，可逐步增加債市部位。

### 房貸利率升破5%，有助抑制房價



註：房價指數Case-Shiller 20大城市房價指數，期間為1998/6-2022/1。  
資料來源：Bloomberg。

### 資金緊縮下，股市波動上升



註：芝加哥金融情勢指標往上，表示資金趨向緊縮，反之則趨向寬鬆。  
資料來源：Bloomberg。

## 債市吸引力上升, 股市短期上漲動能受壓

低利環境下, 投資人傾向將資金投入股市, 使股市本益比易於拉高, 反之, 一旦資金成本上升, 甚至公債利率超過股息收益率時, 勢必降低投資人對股市的偏好度。現階段而言, 美10年公債殖利率突破2.8%, 可能讓股市的短期動能趨緩。

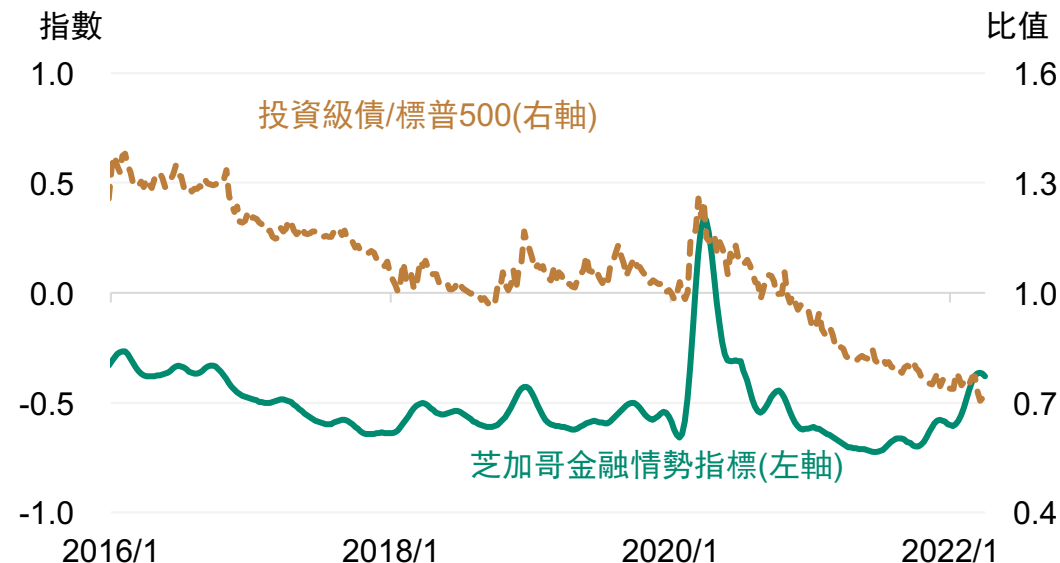
今年以來, 因為利率急漲, 使得股債同步走跌, 但債市已大幅反映升息碼數, 後續空間漸縮。從過去的經驗來看, 在資金緊縮環境下, 投資人應逐步拉高債市比重, 有助降低整體波動。

### 債息收益率上升, 股市動能下降



資料來源: Bloomberg。

### 資金緊縮下, 拉高債市比重



註: 芝加哥金融情勢指標往上, 表示資金趨向緊縮, 反之則趨向寬鬆。  
資料來源: Bloomberg。

## 消費性電子需求高峰已過，但雲端、車用電子需求仍強

中國封城再起、物價高漲，對經濟的衝擊逐步浮現，使得產業雜音燃起，手機、面板、筆電等產品，都有下修的跡象，顯示產業榮景最熱時間已過。不過，半導體交貨週期持續拉長，顯示需求仍在，如HPC、車用電子等需求年增仍近50%，台積電法說會，亦透露相同結果。

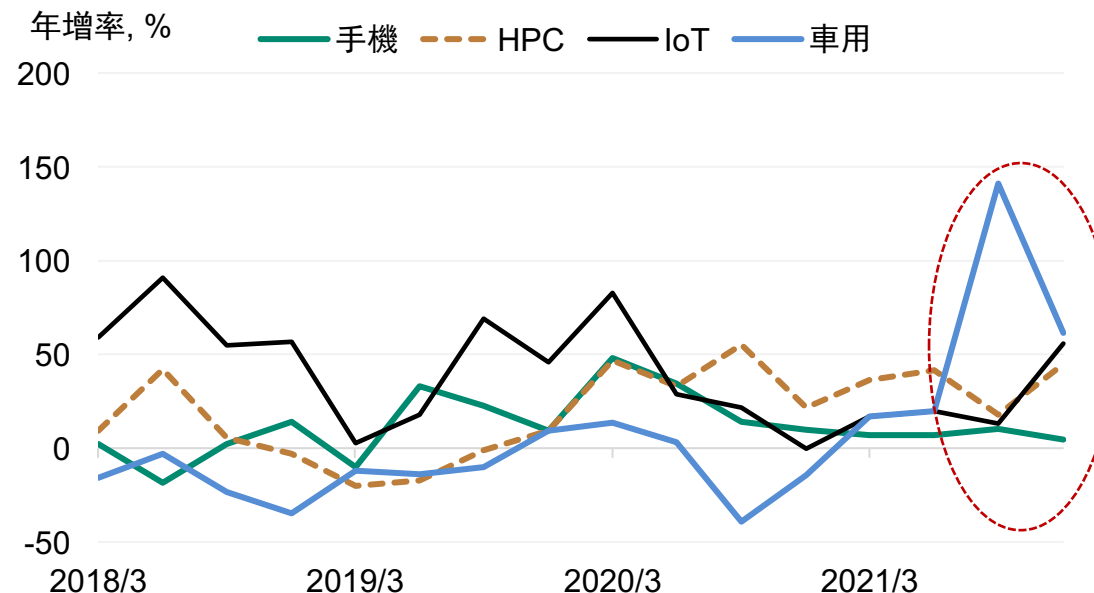
近期科技股因產業雜音、利率調整，使股市明顯偏弱。考量股市已明顯回落，通膨議題鈍化，加上旺季重新拉貨，股市可望醞釀反彈。值得注意的是，未來科技股以波段操作為宜，且不宜全面重壓，尋找有利基的族群。

### 半導體交貨週期雖拉長，但見改善跡象



資料來源：Bloomberg、Susquehanna。

### 手機需求放緩，但HPC、車用、IoT需求仍強



資料來源：GS、台積電。

## 台股 台積電首季財報亮眼，毛利率攀高

台積電法說會報喜，1Q營收年增35.6%，毛利率55.6%，超越公司目標區間53%-55%高標，單季EPS7.8元，優於預期，在今年訂單滿載、HPC、車用電子需求強勁、先進製程符合進度下，基本面表現將形成股價下檔強勁支撐，若外資賣超告一段落，台股有望反彈。

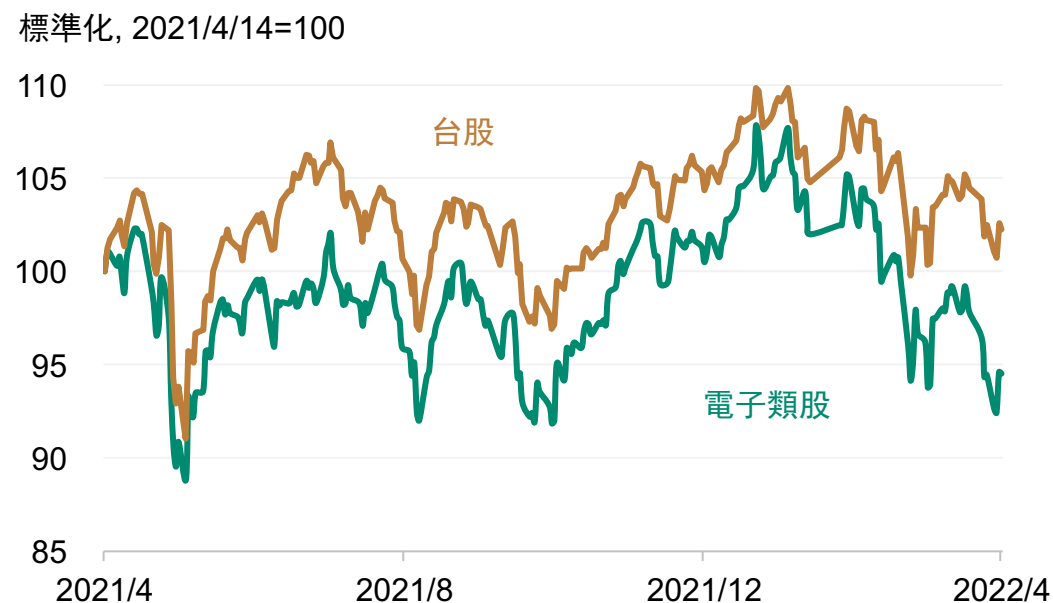
台積電毛利率優於預期，除了產品漲價、成本下降等因素外，台幣貶值也對1Q毛利率上升貢獻0.5個百分點，預估2Q毛利率將續增1.4個百分點，其中1個百分點來自匯率貢獻，台灣電子股表現有望受惠匯率及財報表現而改善，將帶動台股反彈。

台積電1Q毛利率、EPS攀高



資料來源：台積電，國泰世華銀行投研團隊整理。

電子股表現落後台股，財報表現有望平反



資料來源：台灣加權電子類股指數, Bloomberg。



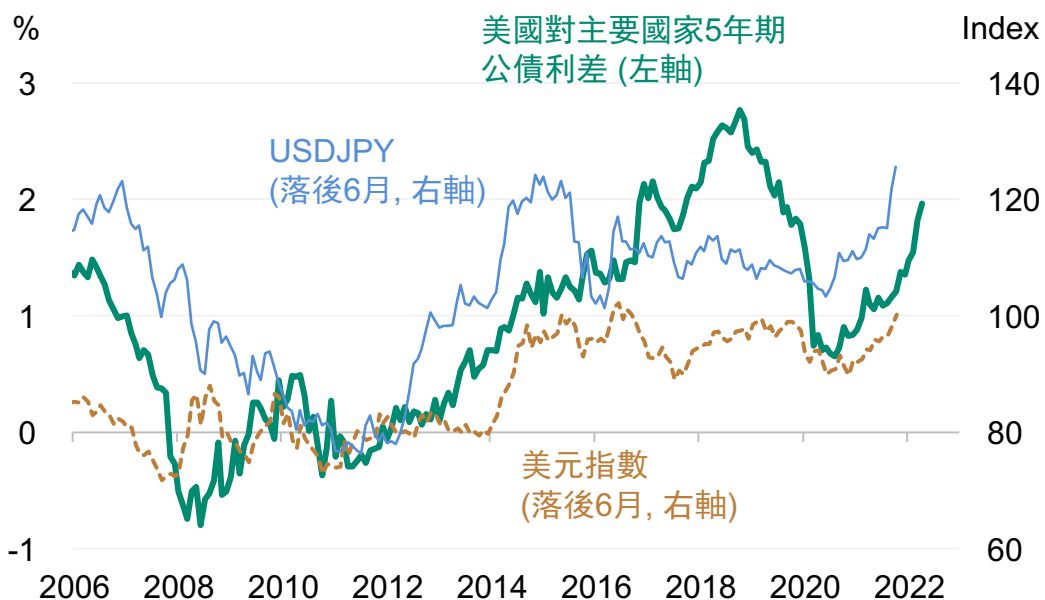
## 匯市 美元上半年多頭未變，日本央行續鴿壓抑日幣，台幣近期隨股市補跌

美元指數：受到聯準會包括副主席在內的官員接連鷹派言論所致，加速升息的預期更加熾盛，令美元指數延續升勢。**Fed著眼壓抑通膨下，上半年而言，偏多格局尚不致扭轉。**

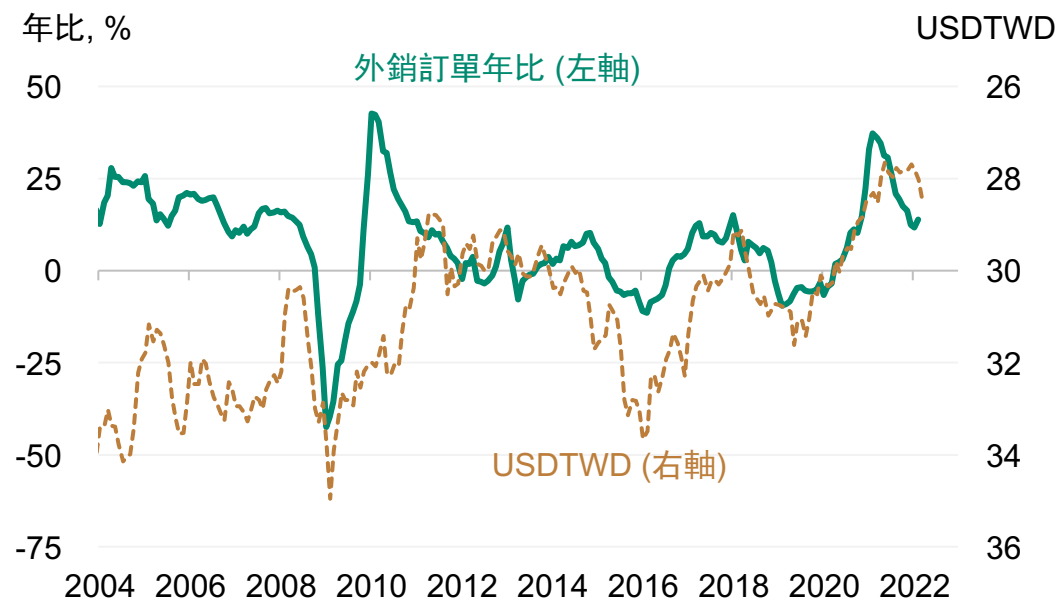
日幣：繼日前日本央行宣布無限量購債計畫，聯準會官員緊接著加強鷹派傾向，令長線日圓延續貶勢。台幣兌日圓交叉匯率方面，央行總裁楊金龍赴立院備詢，重申台灣貨幣政策朝向緊縮，**台、日央行態度迥異下，有利台幣相對日圓偏強。**

台幣：臺灣外銷訂單數據仍佳，但在高基期影響下數據動能偏下行，加上外資加大台股賣超，令近期台幣加速補跌。聯準會加速升息下，上半年台幣兌美元仍偏弱勢，**有美元買匯需求者可利用股市反彈或月底出口商賣匯力道加強之際換匯。**

### 聯準會加速升息的態度令美元指數走勢維持強勢



### 高基期影響下令台灣數據動能下行不利台幣



## 中國 美中利差倒掛反應基本面背離，股市底部仍有政策支持

美國緊縮步伐加速，加上中國受疫情封鎖衝擊景氣，中美利差出現倒掛，背後原因為經濟與貨幣政策循環出現明顯差異，中國在防疫壓力下，貨幣政策寬鬆期待上升，利率落於2.8%下方。疫情雖對短期景氣形成負面影響，也加速官方在政策端的支持力道，3月新增社融表現優於外界預期，顯示政府急欲拉抬信用走勢，加上各省市房地產鬆綁管制、取消限購限售政策，貨幣及財政政策也高機率進一步寬鬆。

受疫情突發惡化與景氣復甦未及預期，股市打底期間拉長，政策紅利需更多時間兌現，可待疫情趨緩與信貸結構改善時機分批布建A股。Fed貨幣政策收緊加上部分產業監管疑慮仍存，中概股波動程度偏高，後續維持中性展望。

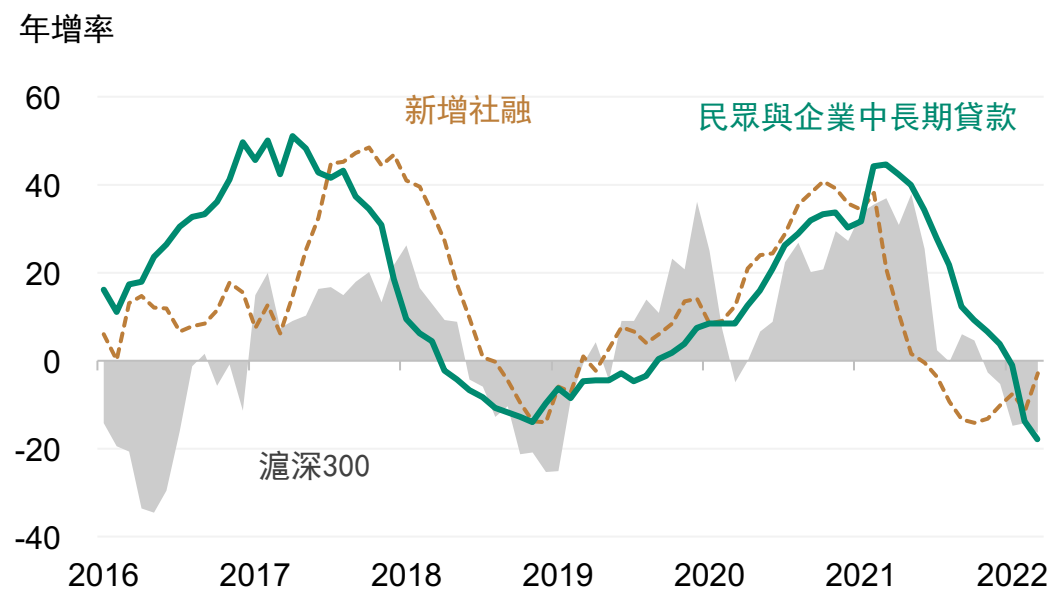
### 美中利差倒掛，反應兩國基本面與貨幣政策差異



註：中美利差取中國10年債利率減美國10年債利率，兩者相關係數0.61。

資料來源：Bloomberg。

### 3月新增社融總量改善，惟需求端影響結構仍差



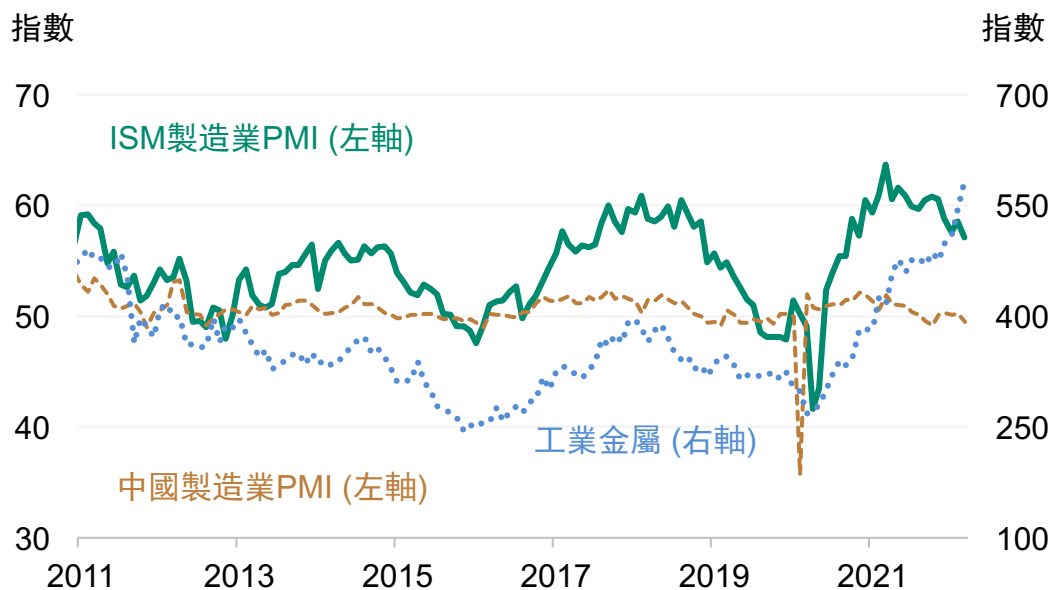
資料來源：Wind。

## 礦業 短線動能因俄烏情緒淡化而放緩，供需缺口提供中期緩漲支撐

儘管俄烏延續戰火，但市場對制裁反應有所鈍化，加上中國疫情嚴峻，清零政策壓抑2Q景氣，研判短線漲勢隨美中景氣擔憂而放緩，但在整體供給不足的制約下，庫存低盤仍提供工業金屬價格支撐。

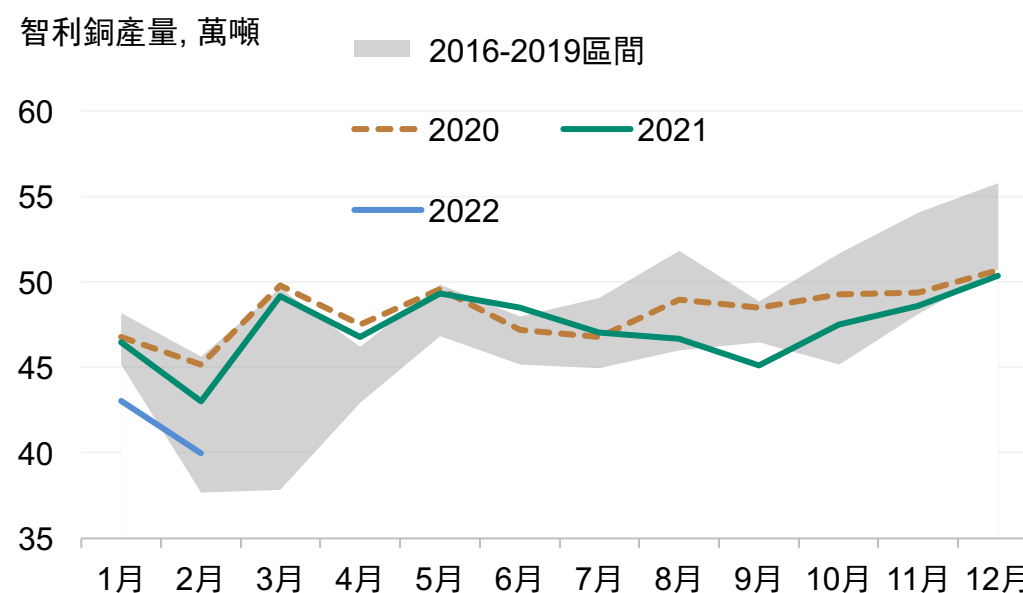
短期價格利多逐漸反應，美國景氣自高位滑落、中國疫情擴散抑制價格動能，逢高可分批獲利了結。工業金屬礦產供給問題短期難解，銅、鋁、鎳、鋅等商品庫存皆位於低位，2022前兩月智利銅礦產量不若過往，供需缺口提供價格支撐，中長期隨中國疫情受控、房地產政策鬆綁，價格走勢可望緩步走揚。

美中景氣下滑擔憂限縮基本金屬漲勢



資料來源：Bloomberg。

供給不足使基本金屬庫存持續處在低水位



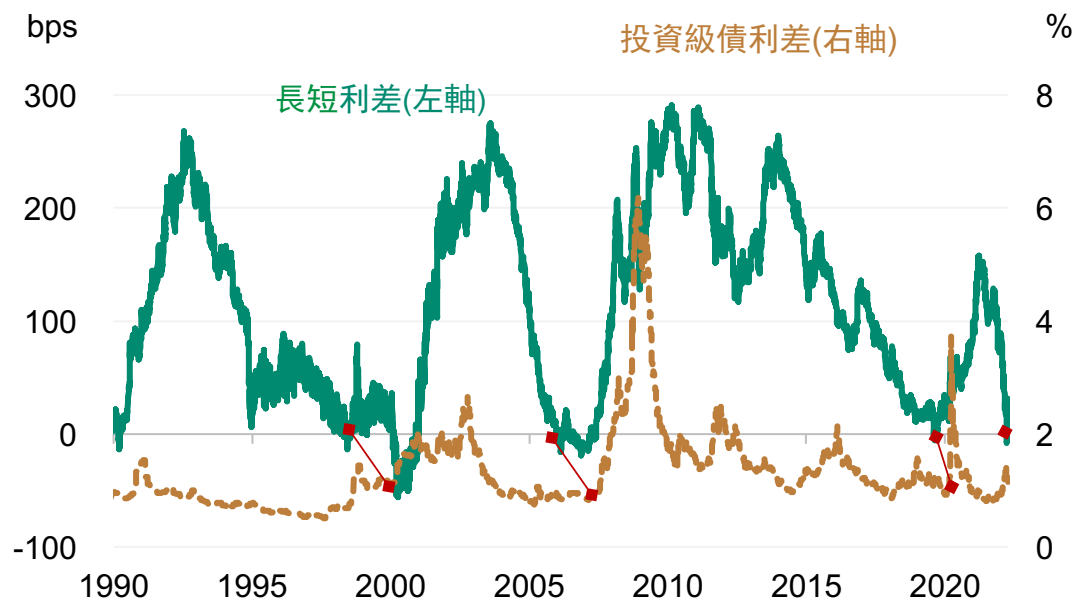
資料來源：Bloomberg。

## 債市 景氣趨緩環境，高評級債券隨殖利率走高及具鎖利的特性，吸引力漸增

Fed鷹派論調尚未停歇、及縮表議題發酵下，殖利率短期上漲動能仍強。然，高通膨及快速緊縮背景，使長短利差也短暫出現倒掛，金融市場波動料將加大，**債券具穩定息收特性，以息收為目的的客戶，隨殖利率走升，債市吸引力漸增。**

策略上，1)海外債：穩定息收的特性，在動盪的市場，**縱使現值將隨利率波動，但具持有到期鎖利的優勢**，有部位者仍可續抱，伺機布局者，可優先考量已反映多碼升息預期且利率敏感低的短債。2)基金：**短期價格仍有逆風，但統計1990年以來持有債券2年正報酬的機率達9成以上，凸顯債券具息收保護優勢。**參考過去3次利率倒掛後基金的表現，在景氣放緩環境，投資等級債愈表現相對穩健，較保守客戶可以逐步提升投組債信的品质，若欲追求較高息收者，可放慢配置步調，待殖利率吸引力漸增後逢高分批布建。

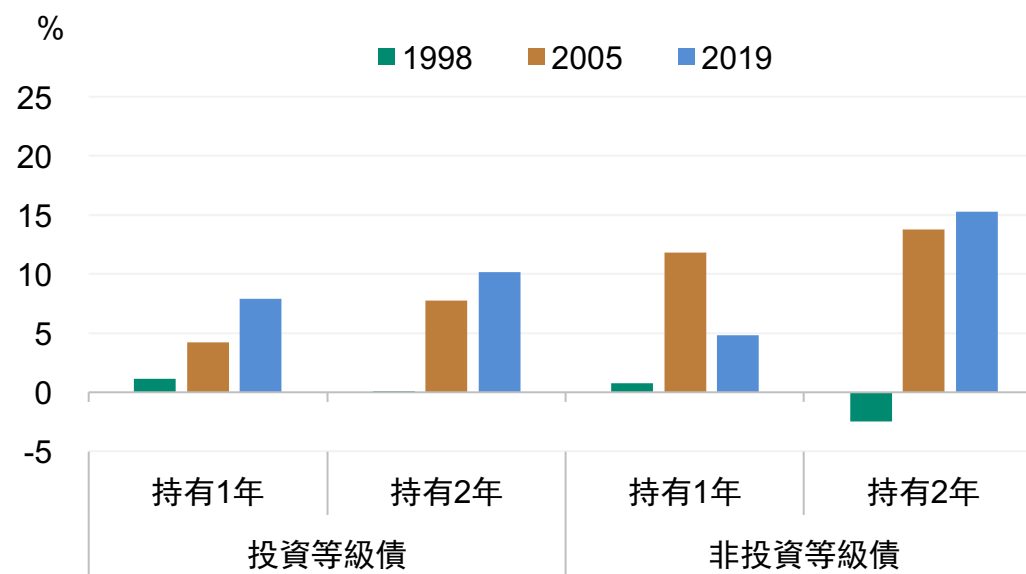
### 利率倒掛不代表將立即衰退，但卻是景氣放緩訊號確立



註：長短利差=10年公債利率-2年公債利率。

資料來源：Bloomberg。

### 利率倒掛後債市表現，投資等級債表現相對穩健



註：過去利率與利差水準與現在不同，報酬僅供參考。

資料來源：Bloomberg。

Apr 2022

18 Monday 美國NAHB房屋指數 中國1Q GDP 中國工業生產 中國固定資產投資 澳洲/德國/香港休市	19 Tuesday 美國營建許可數 美國新屋銷售 馬來西亞休市	20 Wednesday 美國成屋銷售 中國1年貸款利率 台灣外銷訂單	21 Thursday 美國初領失業金 美國領先指標	22 Friday 台灣失業率 英國零售銷售 英國消費信心
--	--	---	-------------------------------------	---

## 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