



國泰世華銀行
Cathay United Bank

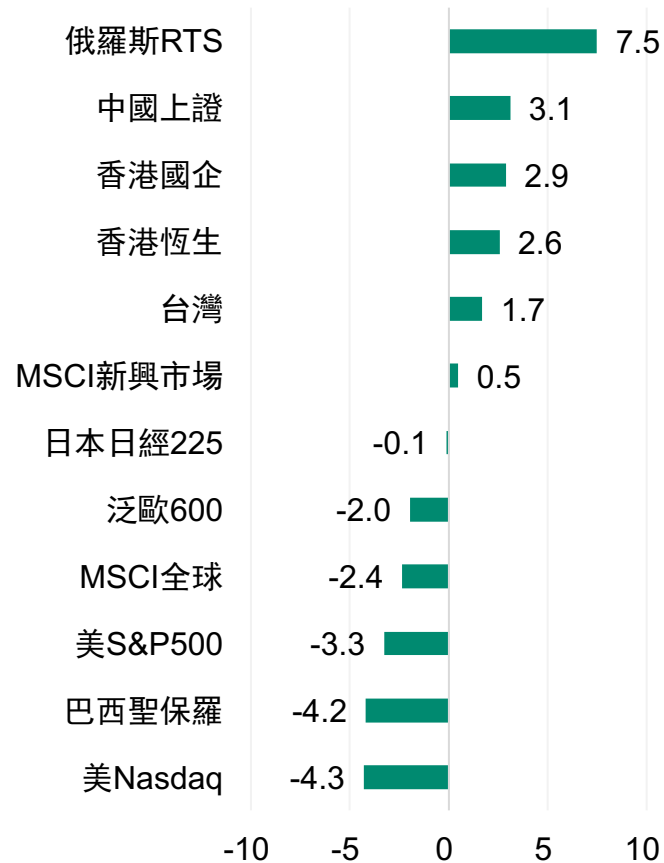
2022年5月6日

投資研究週報

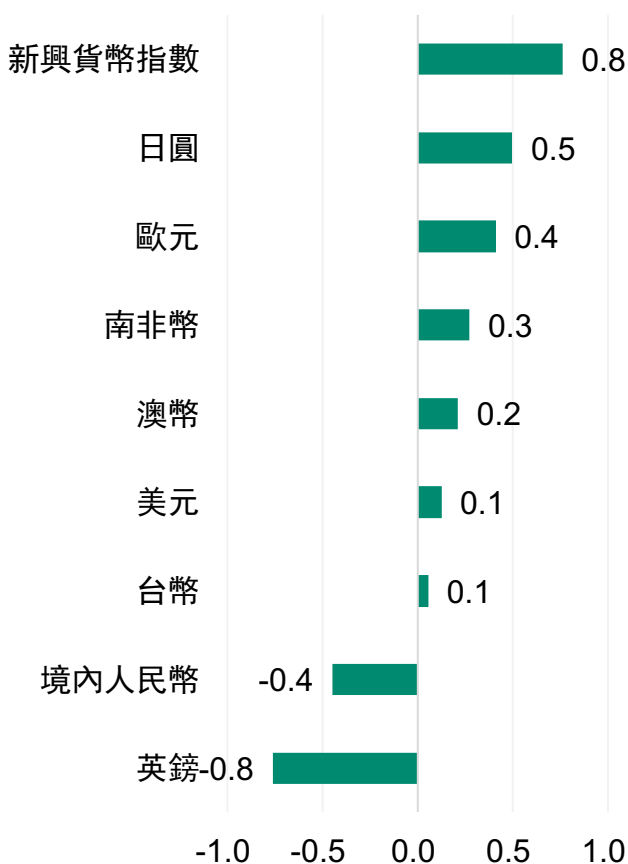
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2022/4/28-5/5。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► FOMC會議未如市場預期鷹派

如市場預期升息2碼，暗示未來兩次會議可能都各升息2碼，**但為單次升息3碼的可能降溫，縮表節奏較市場預期和緩。**尤其消弭單次升息3碼的預期，令5/4股市反彈，美元隨短端公債殖利率下挫，長端公債殖利率小跌。

► 製造業下行，消費接棒，通膨先高後降

製造業延續放緩趨勢，**美國消費成為下半年景氣關鍵，目前美國就業對消費仍屬正面**，但消費內容將有所轉變，服務類、商品類將有所消長。**通膨呈先高後降**，油價效果2Q逐漸降溫，房屋類影響3Q屆頂。

► 半導體基本面遭遇利空測試

半導體循環面臨中線放緩的處境，原因來自於1)疫後紅利消退，2)高油價及升息循環皆對消費具有負面效果，加上3)2023年面臨代工產能上升，令半導體板塊面臨**疫情紅利降溫、循環放緩、產能增加的三大利空測試。**

股市

資金面、基本面盛極而衰，令半導體類股評價仍處下修階段。**FOMC會後政策不確定性雖有降低，但半導體仍面臨利空測試**，市場波動難降，持股比重高者逢高仍應適度調節。**操作上，分散持股、多元配置仍是較佳的策略。**

債市

殖利率仍待頭部形成，有資金配置考量，不妨先考慮價格**波動較小的短天期債券**，尤其高評等企業現金比重仍高，信用風險低，是鎖定未來1~2年固定現金流的有力工具。屬意長券者，節奏可先放慢，以小量、逐步布建策略為佳。

匯市

美歐貨幣政策差異令**美元指數延續偏多格局**。日本央行延續無限量購債，仍壓抑長線日幣走勢。台灣央行雖也朝緊縮方向邁進，但緊縮幅度難追Fed，加上中國疫情令人民幣補貶，仍將令台幣走勢承壓。

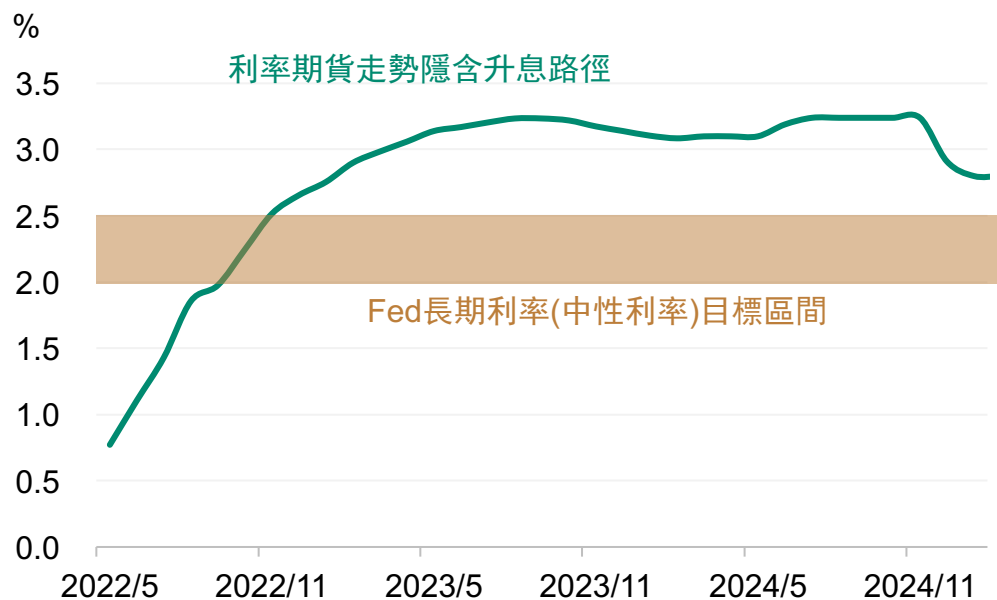


FOMC會議結果：如預期升息2碼，並公布縮表(QT)階段藍圖，整體鷹派程度不若市場預期

FOMC會議：

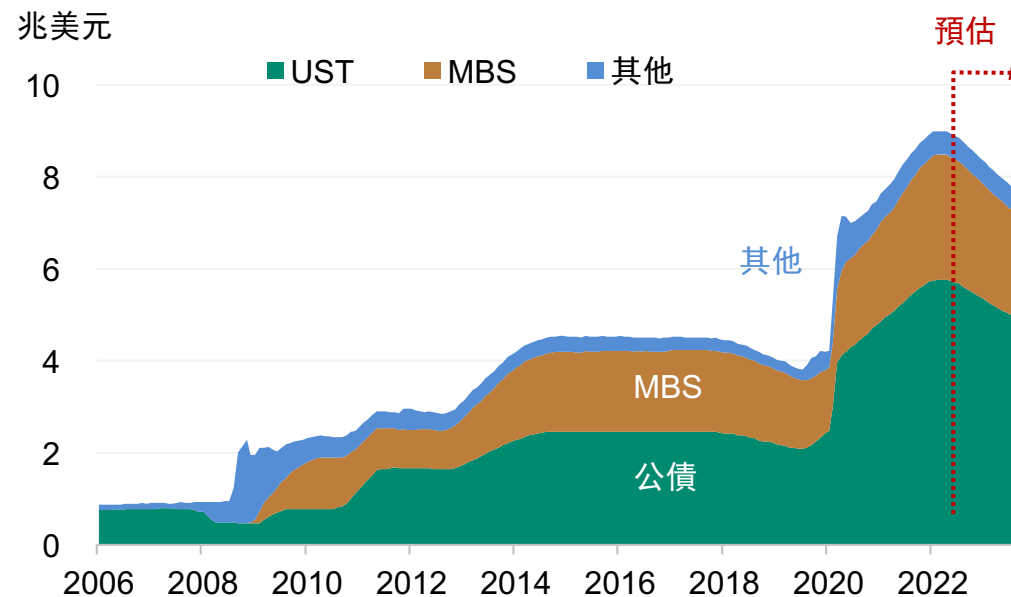
1. 政策利率：如市場預期升息2碼，暗示未來兩次會議可能都各升息2碼，**但為單次升息3碼的可能降溫**。後續政策利率仍朝中性利率靠攏，但不排除超過。
2. 縮表(QT)：縮表的節奏較市場預期和緩，6/1將開始每個月縮表475億美元(公債 300億、MBS 175億)，3個月後每個月縮表將增至950億美元(公債 600億、MBS 350億)。
3. 市場反應：**未如市場預期鷹派**，尤其消弭單次升息3碼的預期，令5/4股市大幅反彈，美元跟隨短端公債殖利率下挫，長端公債殖利率小跌。

如市場預期升息2碼，並為單次升息3碼的可能降溫



資料來源：Bloomberg，資料日期2022/5/4。

公布漸進式縮表藍圖，整體鷹派程度不若市場預期



資料來源：Bloomberg、NY Fed、Fed估計。

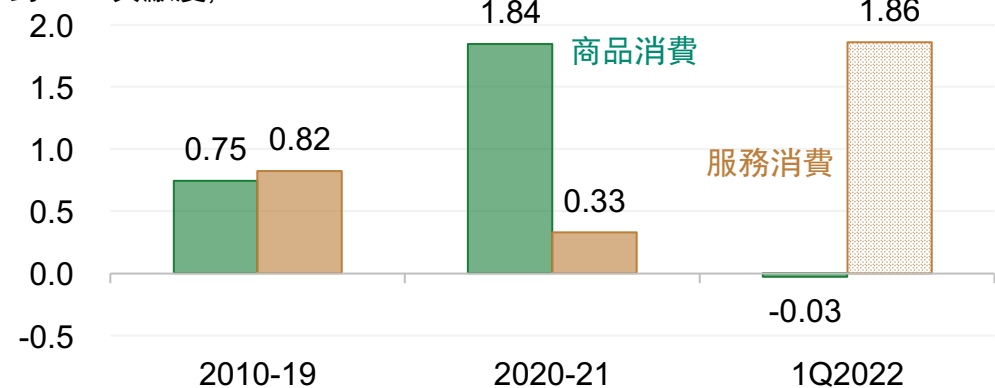
總經：製造業續緩，景氣將由服務消費接棒；通膨先高後低，油價、房價影響先後屆頂

製造業續緩，美國消費成為下半年景氣關鍵，目前美國就業對消費仍屬正面，但消費內容將有所轉變，服務類、商品類將有所消長。

製造業PMI

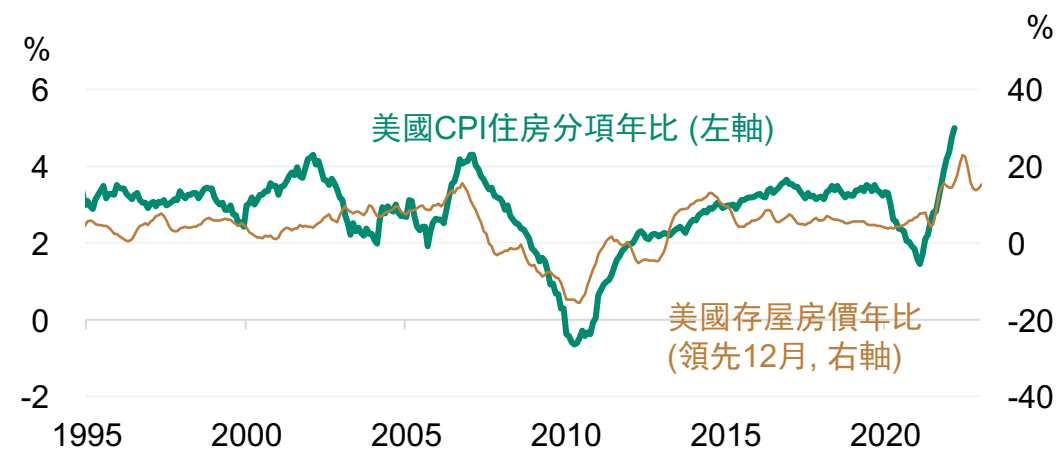
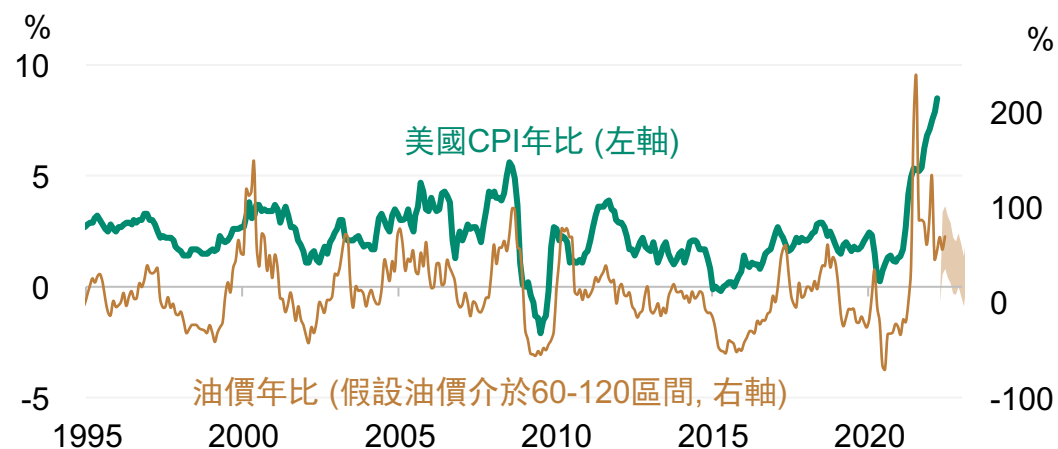


對GDP貢獻度, %



資料來源：Bloomberg。

俄烏戰爭對油價影響於2Q逐漸降溫，通膨應呈先高後低之勢；下半年重點在於核心通膨，主要項目-住房分項影響應於3Q屆頂。



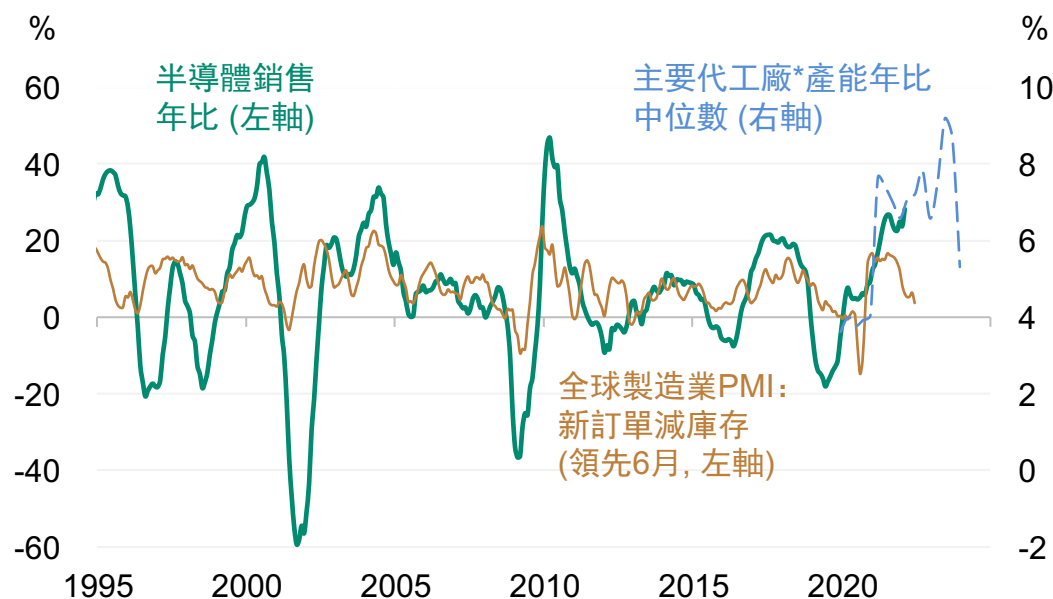
資料來源：Bloomberg。

股市：資金、基本盛極而衰，壓抑科技股，評價面雖已回到較合理水準但尚不能稱之便宜

半導體基本面：雲端、高速運算、5G、車用等應用令半導體結構性(長線)成長格局未變。但就半導體循環而言，確實需要面臨中期放緩的處境，原因來自於1)過往兩年因疫情導致巨幅的商品消費在疫後回歸正常化，2)油價高漲及貨幣政策進入升息循環皆對消費具有負面效果，加上3)2023年面臨代工產能大幅上升，令半導體類股**面臨紅利降溫、循環放緩、產能增加三大利空測試**。

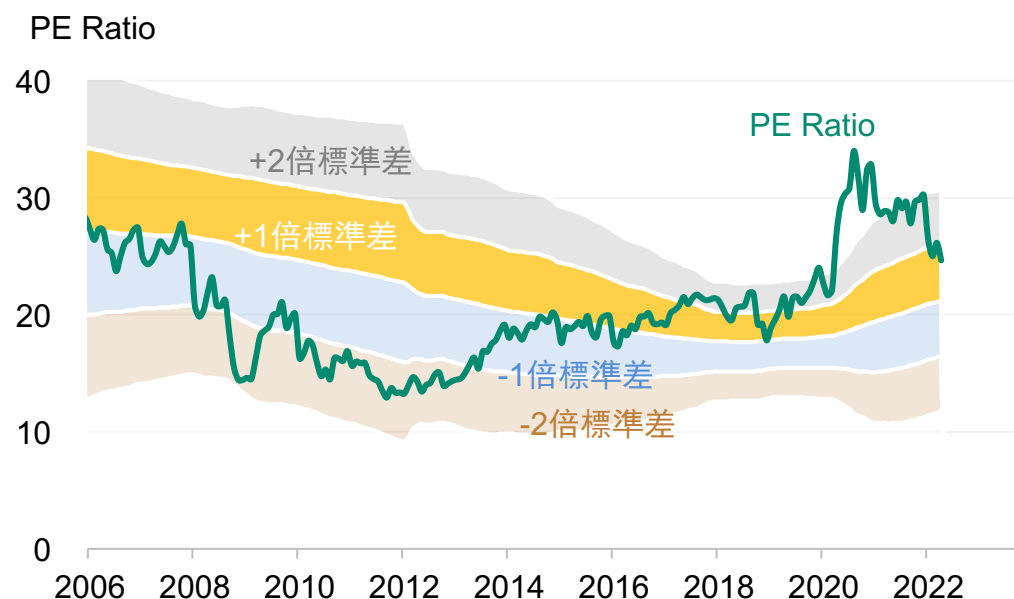
市場表現：即便1Q美、台的半導體類股獲利仍舊良好，但股價大多利多不漲(台積電法說會即是一例)，主要係因資金、基本面盛極而衰，令半導體類股壓力較重，也拖累整體科技業板塊表現較弱。操作上，以那指為例，評價雖不能稱之便宜，但已回到較合理水位，**FOMC會後不確定性降低有利股市但循環仍舊較弱，股價波動難降，但分散持股、多元配置仍是較佳的策略**。

半導體銷售動能放緩，但產能至2023年仍持續擴張



註：*台積電、聯電、格羅方格、中芯、華虹、力積電、世界先進、高塔、晶集成。
資料來源：Bloomberg。

那指評價已回到較合理水準，但尚不能稱之便宜



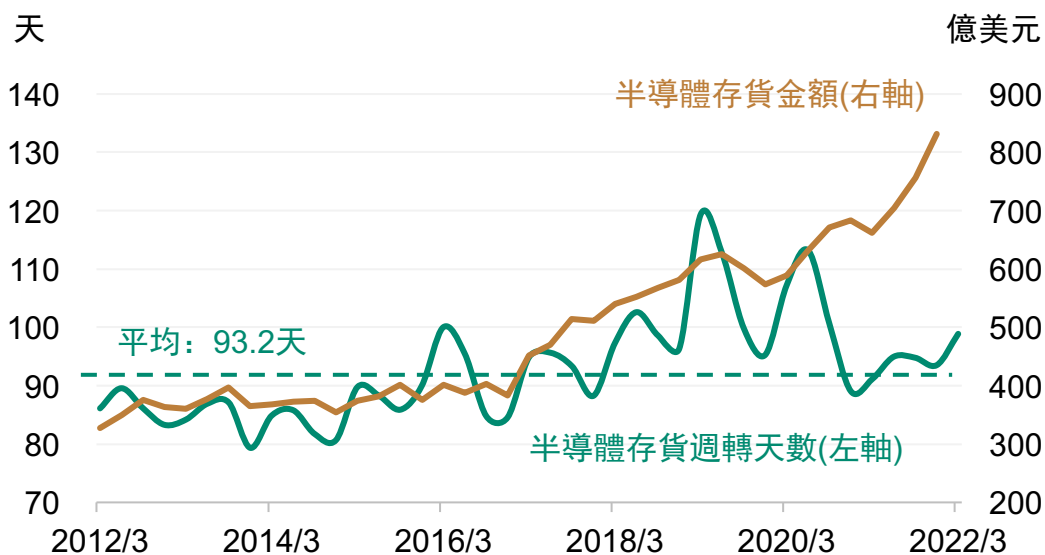
資料來源：Bloomberg。

半導體 基本面走勢現雜音，半導體面臨調整

半導體庫存金額及存貨週轉天數同步攀高，雖然目前是產業淡季，存貨週轉天數與10年平均水準相去不遠，但美國4月ISM製造業指數下跌，而Fed加速升息壓抑通膨，導致經濟衰退機率升高，企業投資轉趨保守，此外，高通膨衝擊民眾消費，**一旦美國經濟走弱，需求降溫，半導體將同步受影響，原本供需吃緊的狀況可能出現逆轉。**

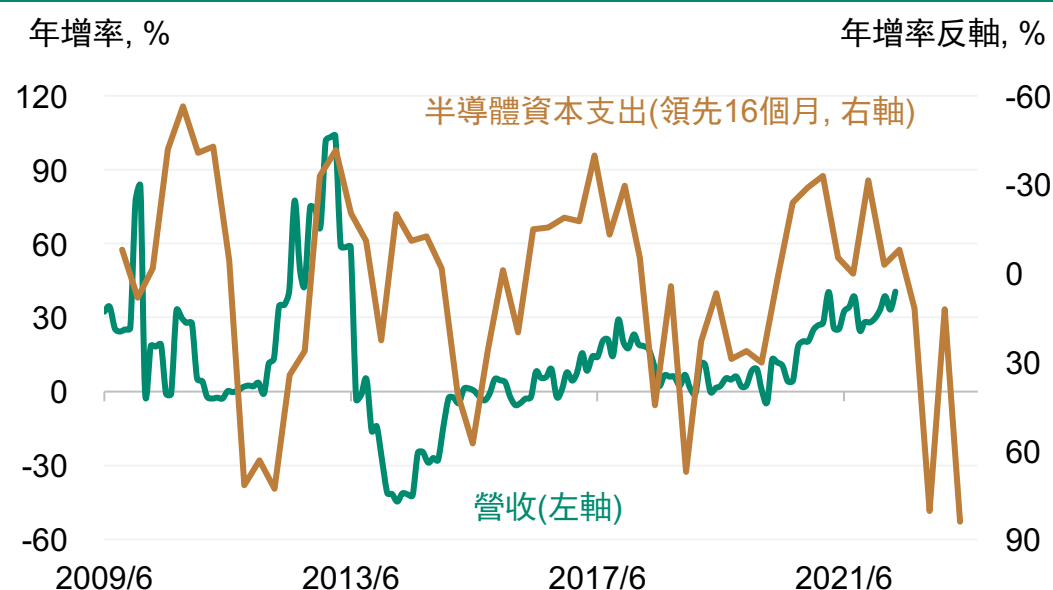
半導體產業將連續第3年成長，不過由於各國大舉擴產，依過去經驗，半導體資本支出大增，通常在1~1.5年後將導致產業供過於求及產值的下滑，短期半導體產業因評價面的修正而下跌，在Fed升息路徑底定之後有望出現反彈，不過需求面的調整以及資本支出循環下行的壓力仍然較重，在反彈過程中宜調節技術門檻較低、成熟製程為主的類股，待股價拉回之後再逢低布局。

需求放緩，半導體產業恐面臨庫存調整



註：半導體指數採用Bloomberg Semiconductor top peer。
資料來源：Bloomberg。

半導體資本支出增加，循環下行風險升溫



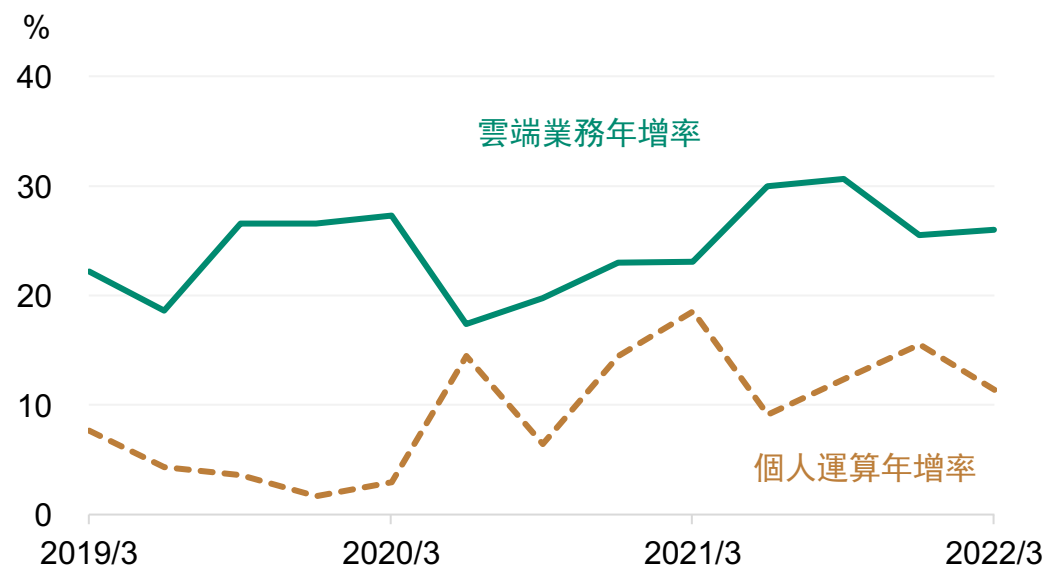
註：半導體指數採用Bloomberg Semiconductor top peer。
資料來源：Bloomberg。

美股 雲端業務為主流，但疫情紅利明顯逐步消失

截至4月底，已有55%企業公布1Q財報，整體而言，企業財報大致符合或優於預期，獲利增速從3.8%上修至7.1%，不過未來展望明顯分歧，且會因業務屬性不同而有明顯的差異。以微軟財報而言，雖然營收優於預期，但主要為雲端業務持續強勁成長所致，但個人運算業務明顯從高峰回落。以製造廠商而言，台積電、AMD也明確指出，雲端業務的高速運算晶片，未來成長仍強勁，但消費性電子需求確實有放緩。

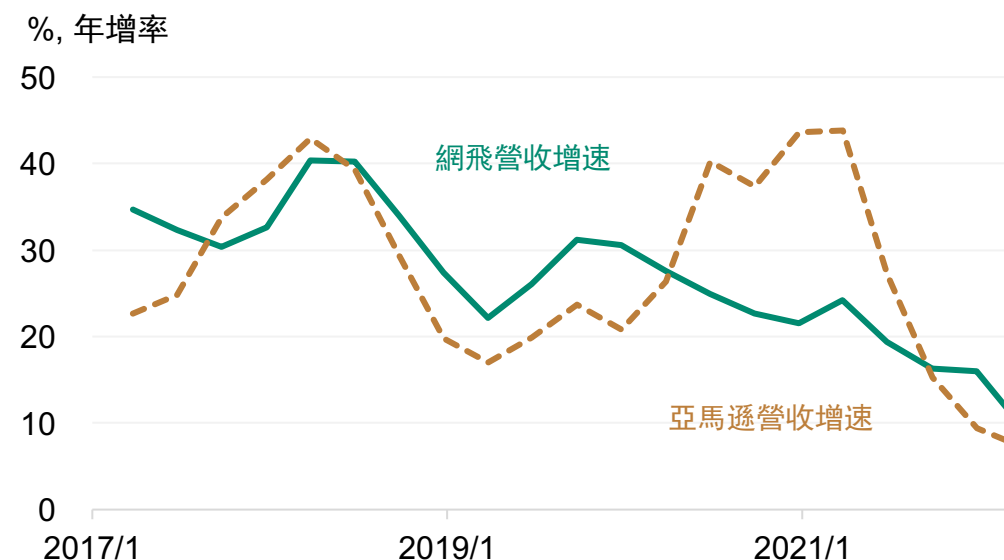
另外，先前受惠疫情紅利的線上消費與線上影音，1Q營收增速也明顯下滑，且預期未來增速可能進一步放緩。因此，未來標的選擇上，可能需要高度個別公司的業務屬性。

雲端業務長線成長性不變



資料來源：Bloomberg、微軟財報。

疫情紅利消失，宅經濟淡化



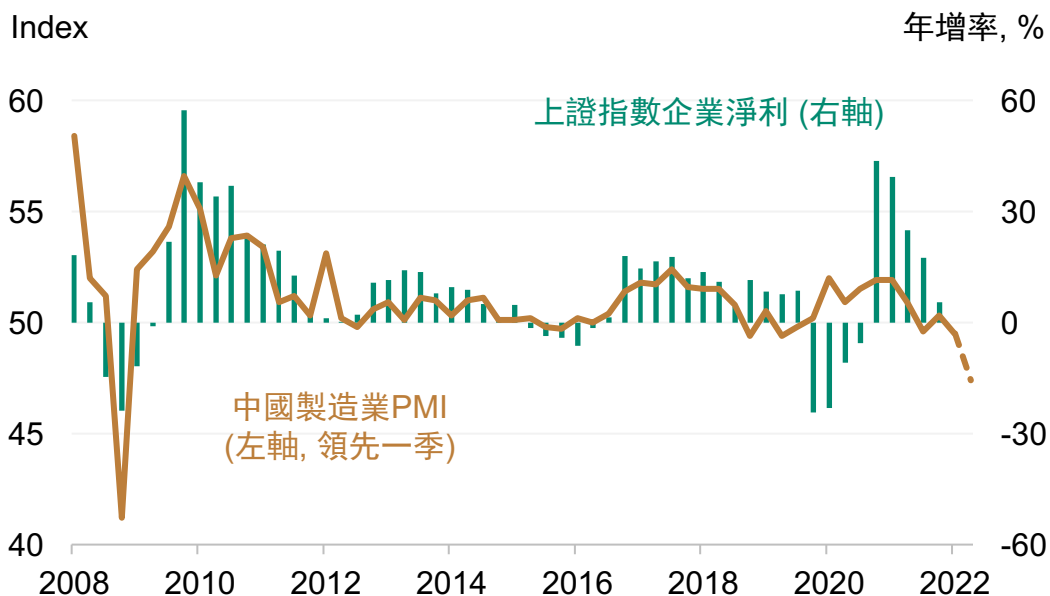
資料來源：Bloomberg、公司財報。

中國 評價面落至歷年底部區間，政治局會議有助穩定市場情緒

景氣持續受到疫情壓抑之際，2022年1Q的企業獲利也加速回落，上證指數企業的整體淨利年增率從去年的雙位數降至5%附近，而在未來的展望方面，4月製造業PMI自3月49.5進一步降至47.4，下行的趨勢也反應了2Q的營運展望將持續探底。

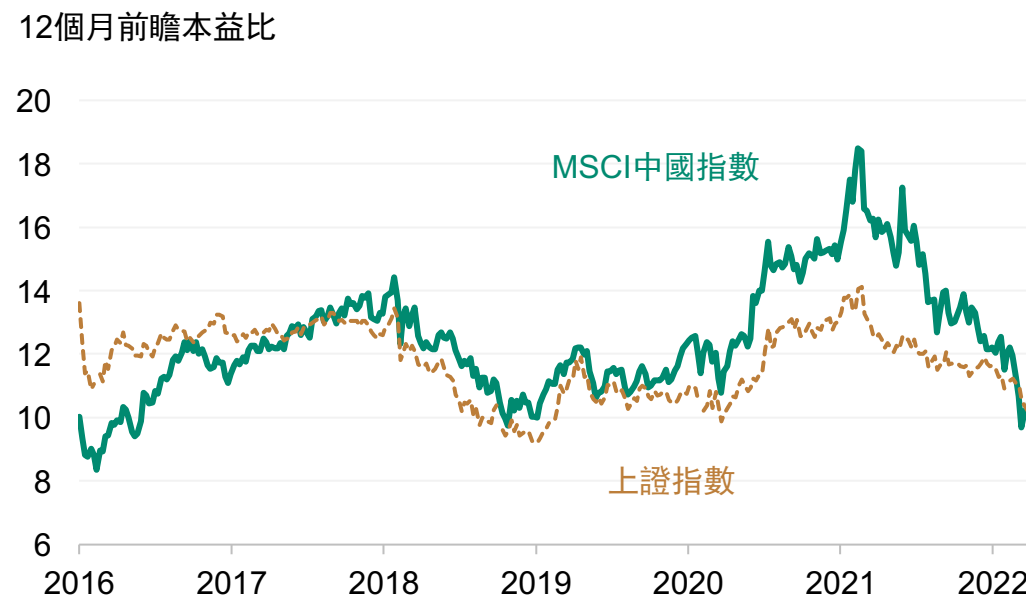
中國的經濟循環的步伐較預期遲緩，所幸政府對經濟成長的關切也逐漸增強，4/29的中央政治局會議上，釋出了房地產、金融市場、平台經濟等多方面的積極訊號。後續隨疫情逐漸趨緩，研判景氣有望在2Q落底，下半年從谷底緩步揚升。操作策略方面，**短期不確定性仍高，價格維持震盪走勢，但考量政策訊號明確，加上境內外指數本益比來到近年低位，中期股市仍具波段反彈契機。**

景氣壓力沈重，1Q企業獲利增速降至個位數



資料來源: Wind。

境內外股票指數本益比已達循環低點



資料來源: Bloomberg。

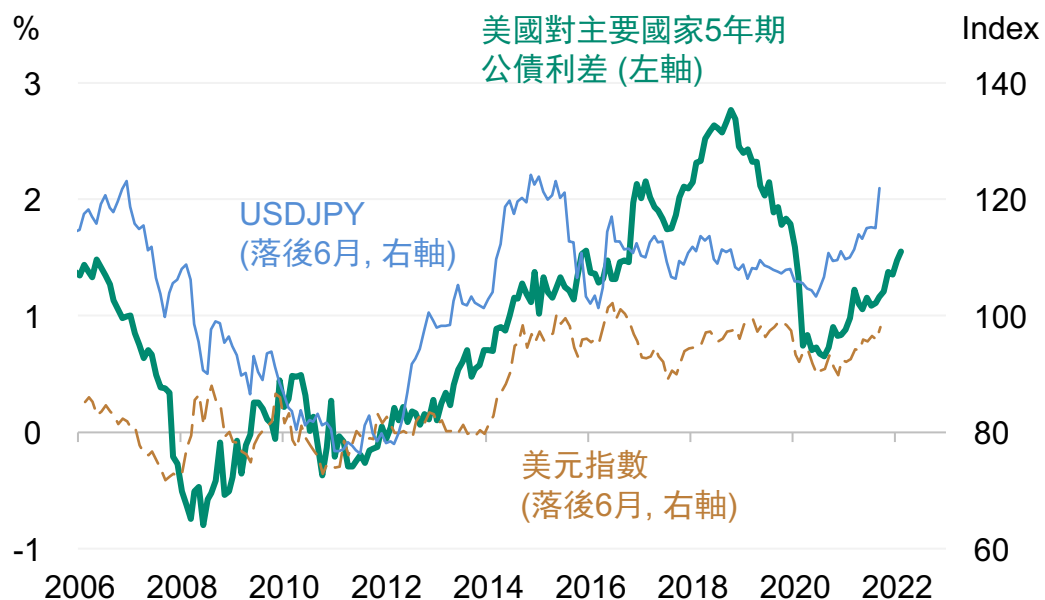
匯市 美元多頭格局未變，日銀開綠燈令日圓空頭延續，台幣受數據、貨幣政策而續弱

美元：歐洲基本面受到俄烏戰爭衝擊明顯較鉅，除企業、消費者信心等調查數據外，近期零售銷售也受到影響，而調查機構Markit則對歐洲2Q經濟表現抱持擔憂，基本面牽制歐洲央行政策步伐，故近期美元偏多格局尚不致扭轉。

日幣：日本央行(日銀)會議延續寬鬆政策未變，其中預估2023年核心通膨持平，更凸顯日銀對實體經濟乏力無法帶動薪資增長的顧慮。長線而言，美日政策差異驅使日幣長線偏弱；而台、日央行態度迥異下台幣應較日幣偏強，有利客戶逐步換匯，以待下半年旅遊解封所需。

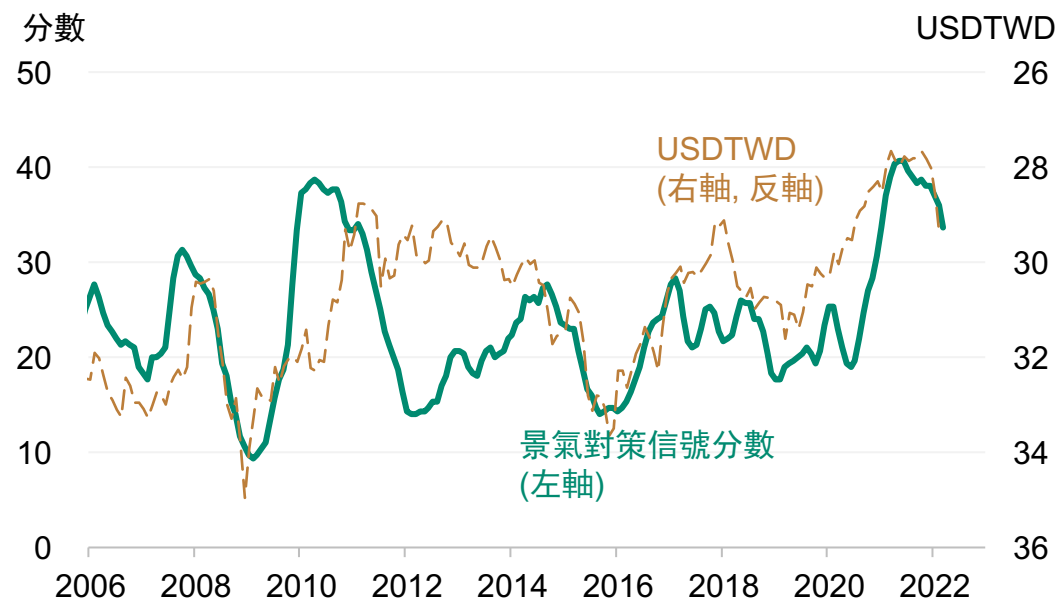
台幣：景氣對策信號分數續降，台幣隨數據、外資賣超續弱。雖然台灣央行升息朝楊總裁的「緊縮」方向前進，但步伐仍是難以追趕上聯準會。

Fed偏鷹政策支持美元指數多頭格局未變



註：主要國家指歐、英、日、加、澳。
資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號延續下行，牽引台幣匯價續弱



資料來源：Bloomberg, 資料日期2022/5/5。

May 2022

9 Monday	10 Tuesday	11 Wednesday	12 Thursday	13 Friday
中國社會融資 中國貿易帳 美國批發銷售 加拿大營建許可 香港佛誕節補假	美國NFIB中小企業指數 歐元區ZEW景氣指數 澳洲零售銷售	美國CPI 中國CPI	美國PPI 英國GDP	美國密西根消費者信心 歐元區工業生產

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