



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年2月11日

投資研究週報

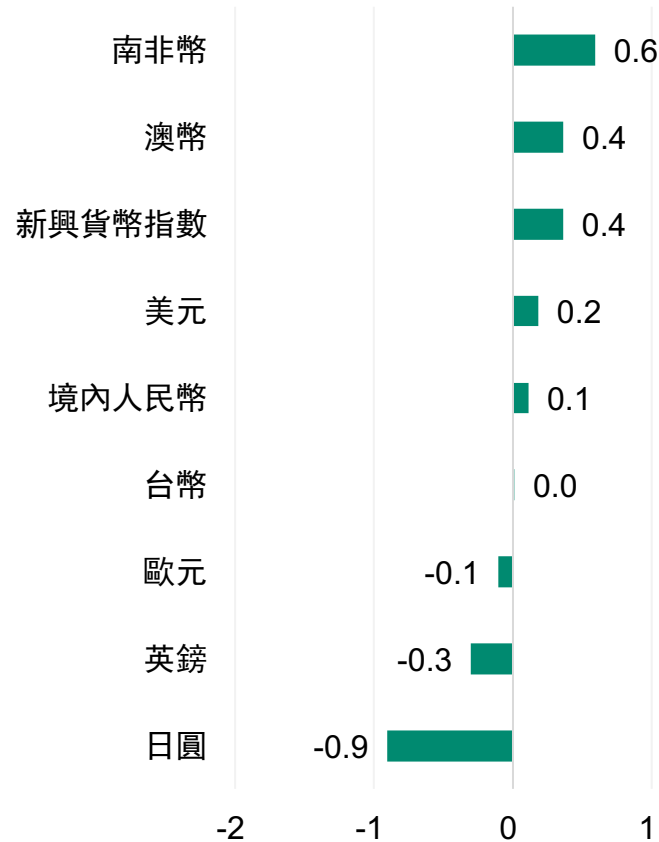
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

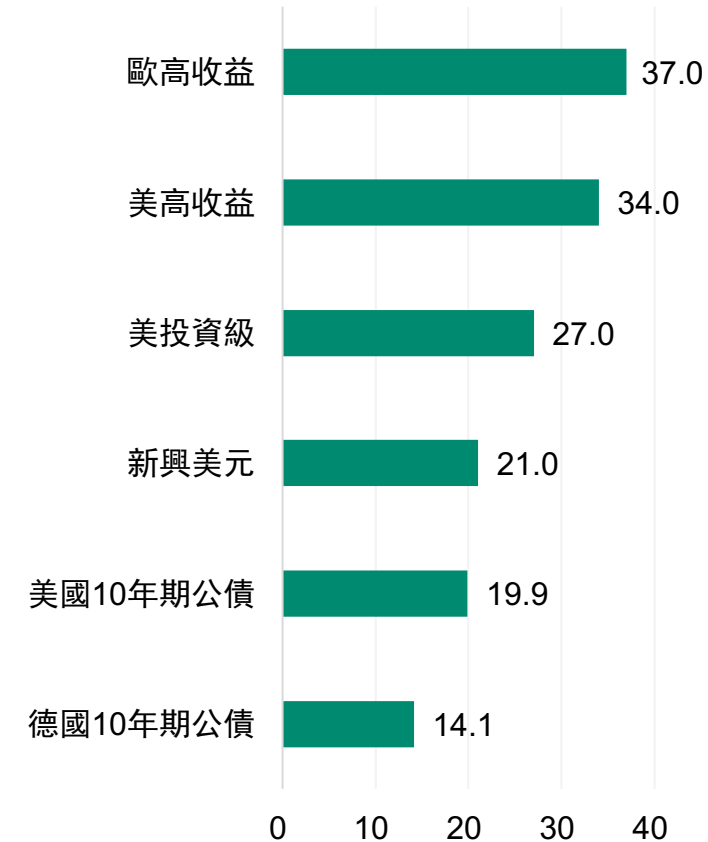
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/2/3-2/10。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美國通膨超標上揚，10年債利率突破2%

美國1月通膨壓力再次加劇，觀察汽車庫存與生產量能仍顯不足，加上房市熱潮未退，物價短期難見大幅回落。通膨壓力促三大央行先後轉向緊縮，美國長短天期公債殖利率攀升，殖利率曲線趨於平坦。

► 美高收表現疲弱，信用風險惡化了嗎？

近期非投資級債利率上行，主要受到央行集體轉鷹影響，並非信用面轉弱的訊號，預計價格再大幅下跌空間有限。信用面穩健的背景下，利率若隨央行趨緊的氛圍走高，不妨可視為分批布局的機會點。

► 資金緊縮環境，股市震盪如何布局？

資金行情消退，加上景氣擴張降速，股市增長空間不若去年，預期短期延續震盪格局，小型股表現持續落後、大型科技股走勢分化，部位配置可增持獲利穩健與本益比相對偏低族群。

股市

由於疫情趨緩，各國邊境管制陸續解除，經濟持續復甦可期，標普500企業獲利呈現優於預期，美股中長期表現仍看好。台股方面，主要半導體個股獲利呈現向上趨勢，研判大盤下檔有撐，逢拉回可布。

債市

依循歷史升息循環，政策利率與公債利率於循環末期趨於一致，加上經濟擴張速度稍緩，公債利率持續揚升的空間相對有限。操作策略上，可隨公債利率往上挪移，逐步增持投資等級債。

匯市

歐央政策轉鷹，使美元對主要貨幣的利差快速收窄，帶動美元指數自高點回落。展望後市，短期因歐央態度轉變，歐元有望出現反彈，但美國經濟相對強勁，且政策施展空間大，仍將支持美元長線偏強格局。

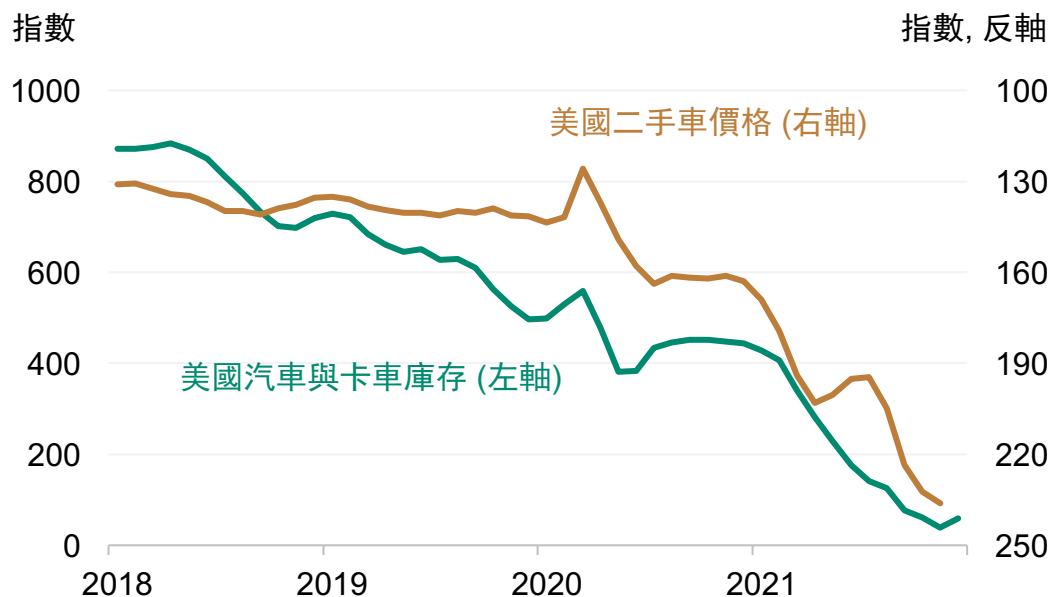


原物料與供應鏈供需持續緊張，美國通膨問題緩解不易

美國聯準會貨幣政策態度已明確轉向緊縮循環，1月就業表現亮眼，非農就業大增46.7萬人，大幅優於市場預期，儘管2021/11、12大幅上修就業人數、失業率小幅上揚至4.0%，都引發投資人疑慮，仍難掩蓋勞動市場改善的熱絡氛圍，Fed升息與縮表動向將更為仰賴通膨走勢。

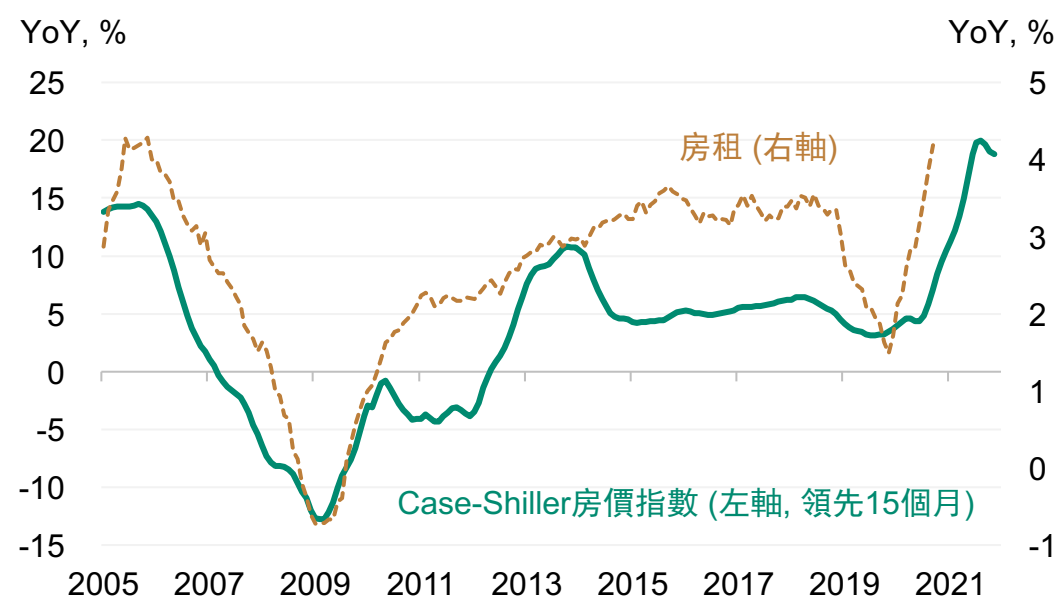
1月份物價壓力持續高漲，CPI年增率自7%進一步升至7.5%，此輪通膨揚升主要受油價、車價、房價等影響，觀察美國汽車與卡車庫存仍處低位，顯示車用晶片需求旺盛的背景下，**汽車生產與庫存難以快速回到疫情前水平，加上美國房價對租金具遞延效果，預期短期內將維持高檔。**隨經濟活動逐漸回歸正常，即便航運價格出現見頂回落跡象，上半年美國通膨仍居高位。

汽車庫存低盤，車價短期難見大幅回落



資料來源: Bloomberg。

美國房租與房價增速走勢



註: 房價年增率領先房租年增率15個月。

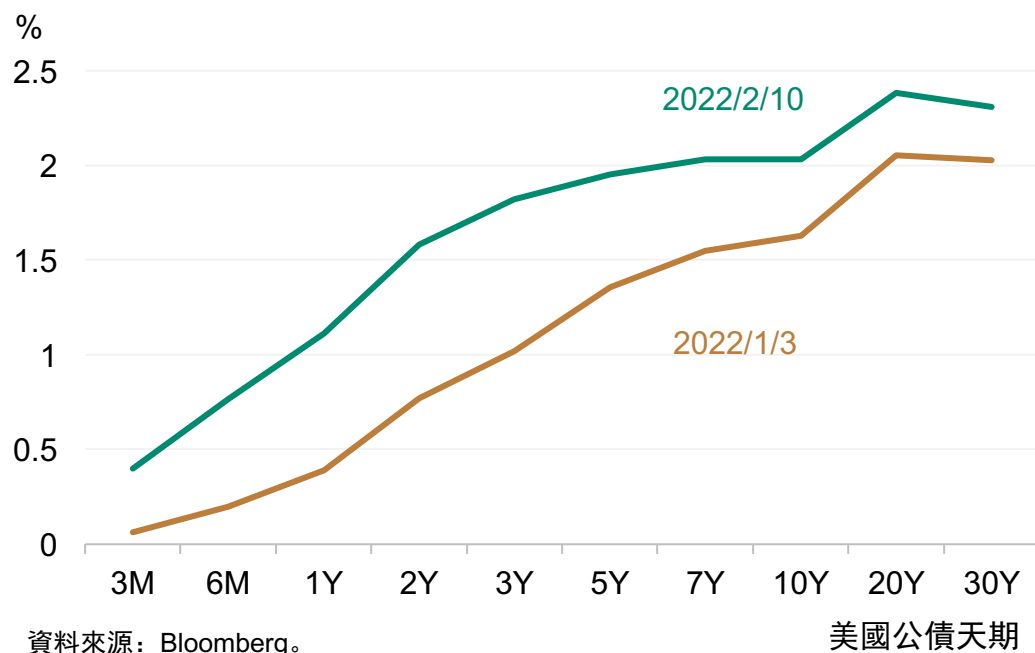
資料來源: Bloomberg。

三大央行鷹派面對通膨，美國10年債利率突破2%

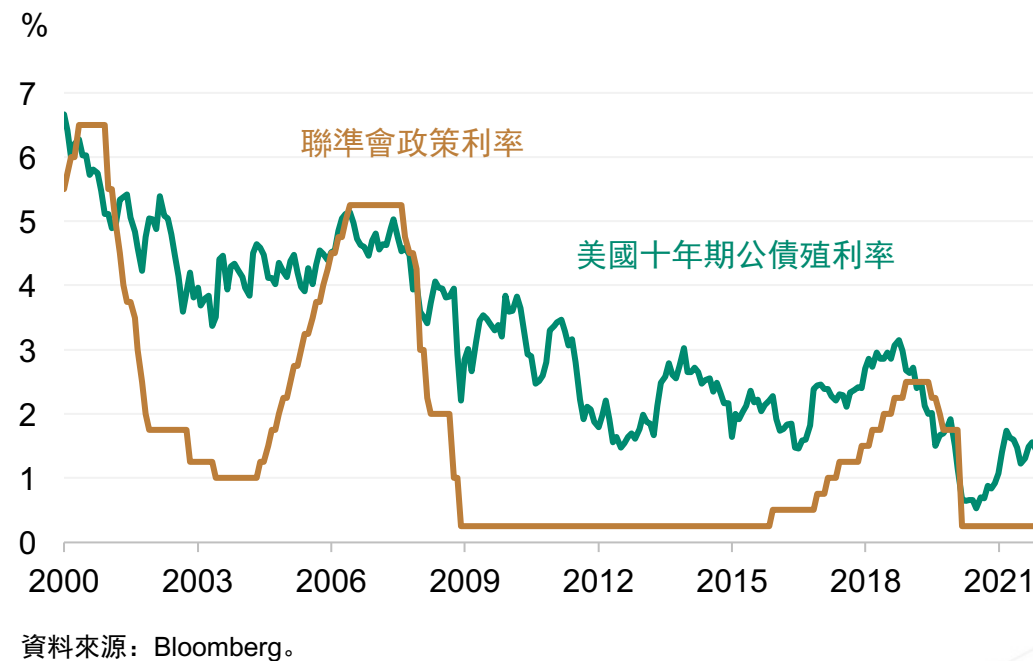
面對高漲的通膨數據，英國再度升息、美國3月也即將進入升息循環，歐央總裁拉加德也在上週調整口吻，三大主要央行紛紛轉鷹。研判歐洲央行的資產購買計劃(APP)會加快縮減進程，在2022年3Q縮減至200億歐元，並於今年10月結束購債計劃。

美國債券市場隨著通膨漲幅超越市場預期，長短天期利率同步上揚，殖利率曲線也愈趨平坦化，10年期公債殖利率更是一舉衝破2%關卡。依據過往經驗，隨升息循環步入末期，政策利率與10年期公債殖利率趨向一致，當前位階已逐漸反映未來聯準會長期政策利率2.25%目標，有現金流需求者，可分批進場中短天期的投資級債。

美國公債殖利率曲線平坦化



美國升息末期政策利率與10年債利率趨向一致



近期美高收主要受到央行轉鷹影響，並非信用面轉弱，價格大幅下行風險有限

近期非投資級債表現主要受到央行集體轉鷹影響，並非信用面轉弱的訊號：觀察過去20年HY殖利率跳升近200基點的8次經驗，本次殖利率彈升的結構中，OAS變化佔比相對低，與2013年縮恐慌時期受到貨幣政策趨緊的影響較類似，相較其餘7次殖利率由OAS主導的信用風暴不同。

Fed貨幣政策未明朗前，HY短線價格波動，惟預計價格再大幅下跌空間有限：主要原因有二：1)公債利率彈升空間有限：以升息末端長率約莫等於短率經驗推測，倘若5年債利率升至2.25%，目前也僅剩20基點的空間。2)信用利差有撐：HY指數中受惠疫情改善及升息題材的類股佔比逾5成，將有助利差表現。

整體而言，信用面穩健的背景、HY利率若隨央行趨緊的氛圍走高，不妨可視為分批布局的機會點。

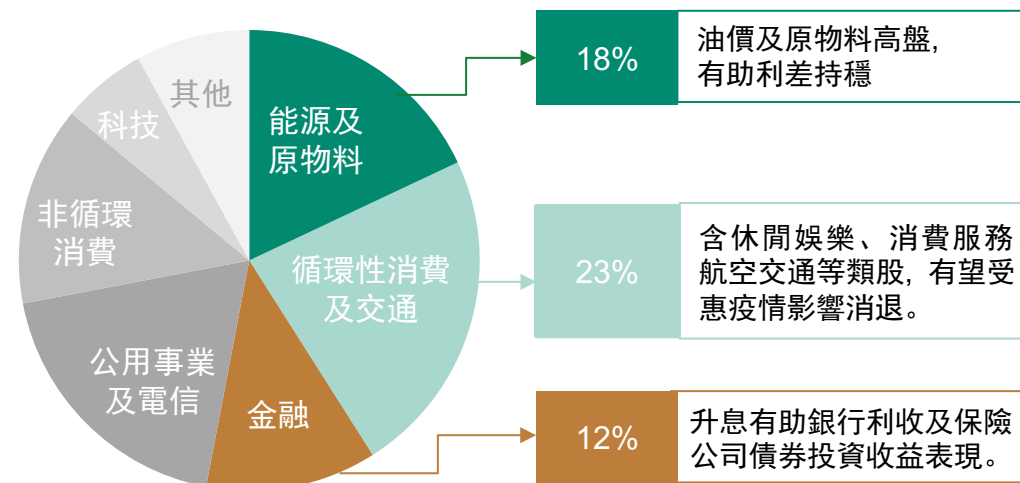
近期HY利率彈升結構，與過去貨幣政策緊縮時期較類似

HY利率彈升200點的期間	期間變化, %			利差 解釋力 (C/A)
	HY利率 (A)	5年公債 利率(B)	HY利差 (C)	
2002/5/9-2002/10/17(安隆事件)	3.26	-1.31	4.13	127
2007/5/22-2008/12/12(次貸風暴)	15.56	-3.24	17.31	111
2011/5/16-2011/10/4(美國遭降評)	3.54	-0.90	4.12	116
2013/5/9-2013/6/25(Taper恐慌)	2.02	0.74	1.06	52
2014/6/23-2014/12/16(Taper結束)	2.47	-0.19	2.29	93
2015/4/28-2016/2/11(油價崩跌)	4.22	-0.27	4.02	95
2017/10/24-2018/12/26(升息循環結束)	2.81	0.60	2.04	73
2020/1/21-2020/3/23(Covid-19)	6.71	-1.16	7.80	116
2021/7/6-2022/2/9	2.02	0.60	0.73	36

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

HY指數中受惠疫情改善及升息題材的類股佔比逾5成

各類股佔HY指數的權重(市值), %



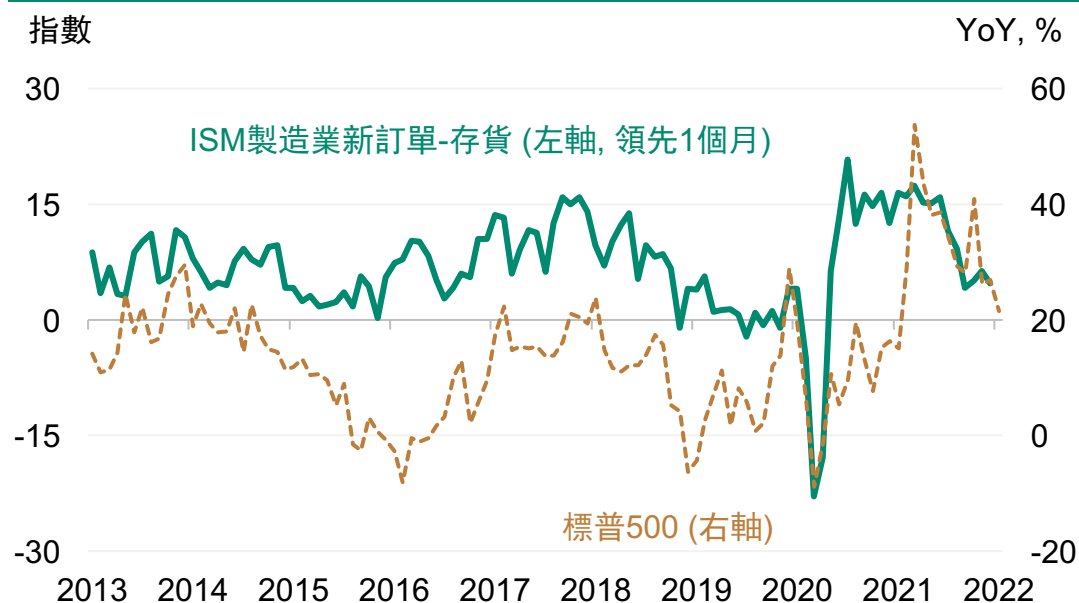
資料來源：Goldman Sachs, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

貨幣政策收緊與景氣擴張降速, 小型股走勢延續弱勢

貨幣政策收縮下長短天期利差持續收窄, 美國1月份ISM製造業指數小幅下跌, 新訂單與存貨比也同步下滑, 顯示美國經濟雖然呈現擴張局面, 但擴張速度已從去年高位逐步放緩, 反映企業獲利增速也將不若去年亮眼, 短期股價漲幅受限。

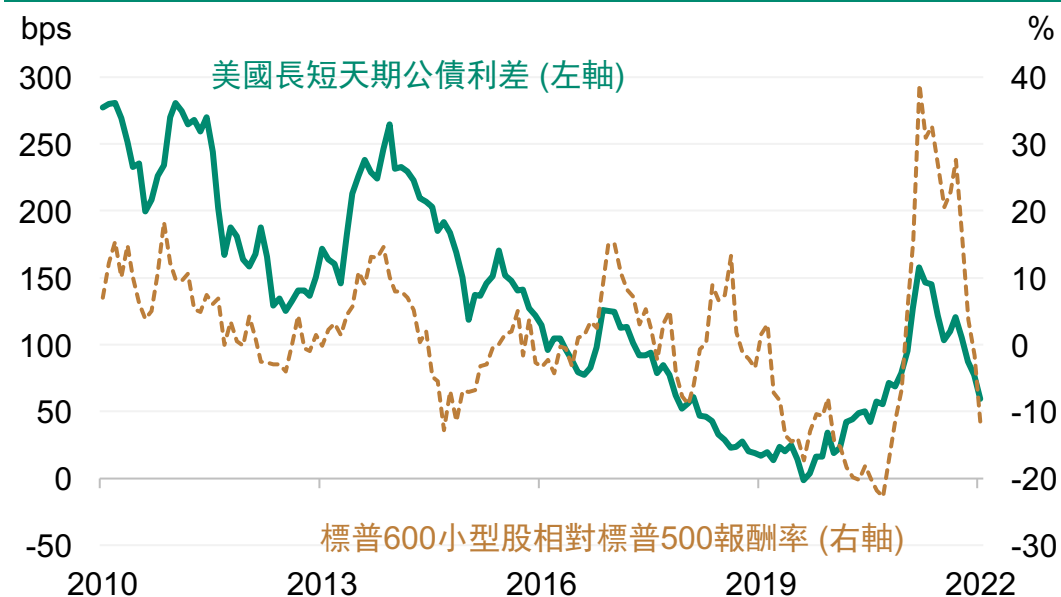
對比大型股漲幅縮水, 目前的市場環境更不利小型類股。長短利差縮窄期間, 小型股面臨評價大幅修正、融資成本上升等困境, 企業獲利逆風更顯, 股價表現恐持續落後於大型股。**股票市場風險揚升, 配置上宜調降部位風險, 避開獲利不穩定、估值偏高標的, 藍籌股依舊是相對優質選擇。**

標普500指數漲幅與景氣增速走勢



資料來源: Bloomberg。

美國長短利差縮窄期間小型股表現落後大型股



註: 美國長短利差為10年期公債殖利率減去2年期公債殖利率。右軸取標普600小型股指數報酬率-標普500(大型股)指數報酬率。

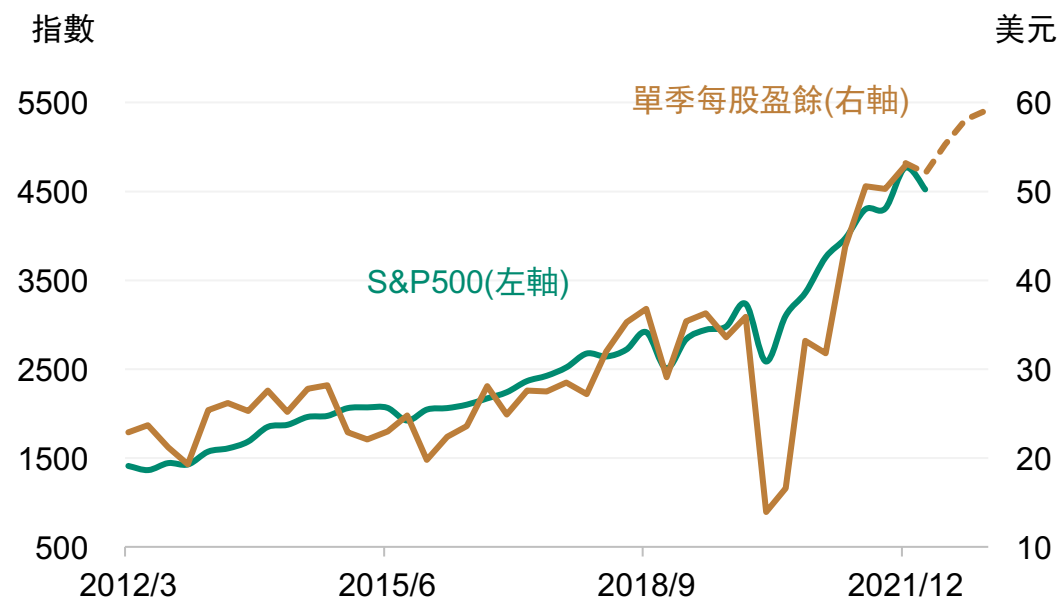
資料來源: Bloomberg。

美股 整體獲利預期仍看好，股市表現具基本面支撐

美股2021年4Q財報表現普遍優於預期，為近期大幅修正的美股打了一劑強心針，在股市因為預期升息而出現本益比壓縮的情形下，**獲利持續走高仍是推動指數走高的主要動能**，由於疫情趨緩，各國邊境管制陸續解除，供應鏈緊張可望改善，經濟持續復甦可期，**S&P500企業獲利呈現逐季走高的趨勢，股市表現仍看好。**

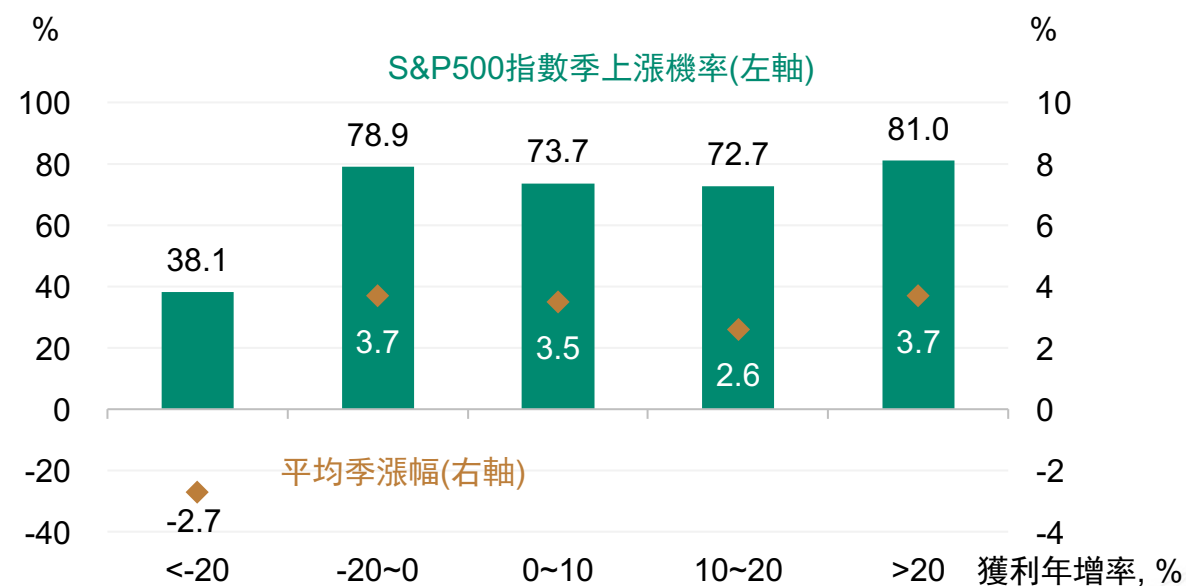
雖然2022年1Q、2Q企業獲利年增率將下滑至5.6%、4.4%，較去年4Q的29.2%明顯為低，但依過去經驗來看，除非單季獲利出現大幅衰退，否則股市上漲機率普遍在7成以上，而目前**對於景氣的看法仍正面，可保持耐心，以定期定額方式或逢低分批增加股市部位。**

美股預估獲利走高，仍將帶動股價上揚



資料來源：FactSet, Bloomberg。

歷史經驗若非出現獲利大幅衰退，股市上漲機率仍高



註：統計1991年2Q以來S&P500指數季度報酬率及企業獲利。

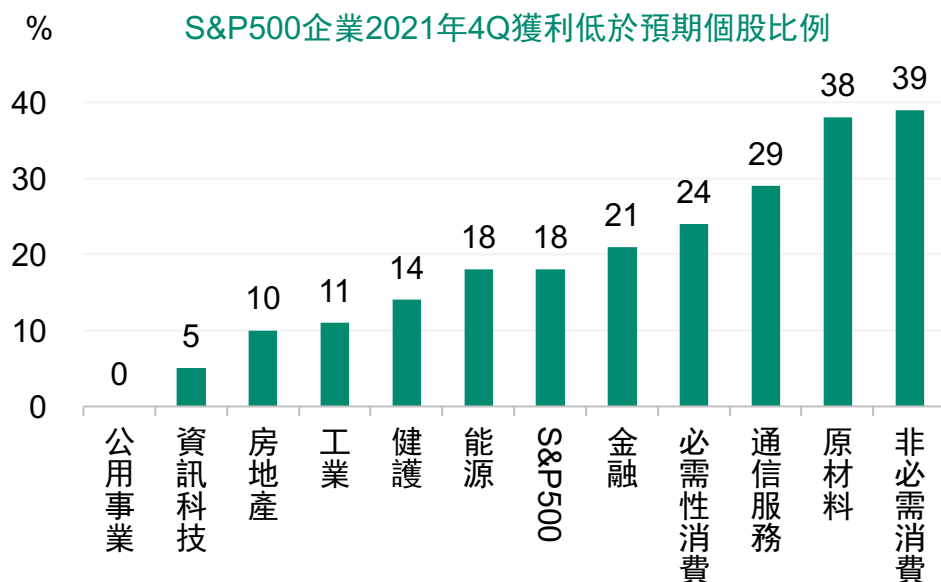
資料來源：Bloomberg。

美股 營運展望佳的族群仍是逢低承接的首選

2021年4Q財報有近8成的公司表現皆優於預期，科技股優於預期的比例更高達85%，但也有部份個股如Meta、Intel在財報公布後大跌，顯示市場對於科技股的成長預期高，稍有風吹草動就出現修正，而**公用事業、房地產、工業和健護類股獲利低於預期的比例優於其他類股，代表這些類股財報表現相對穩健，可望降低股價大幅波動的風險。**

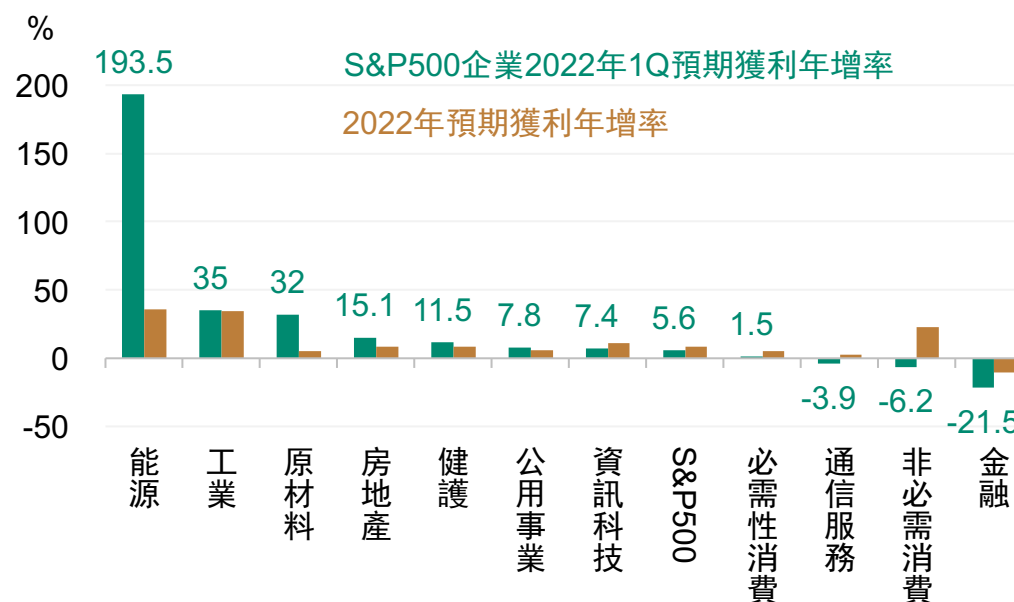
漲時重勢，跌時重質。在股市出現修正之下，**獲利展望佳的族群仍是逢低承接的首選**，由於通膨維持高檔，能源、原物料、地產類股在**2022年1Q**仍有較高的獲利成長率，但由於其波動較大，不妨考慮增加獲利更為穩健的配置，例如工業、健護、公用事業等兼顧抵禦通膨及成長性的族群。

股市波動加大，財報表現穩健的公用事業優勢浮現



資料來源：FactSet, Bloomberg。

能源、工業、原材料是1Q獲利預期表現較佳類股



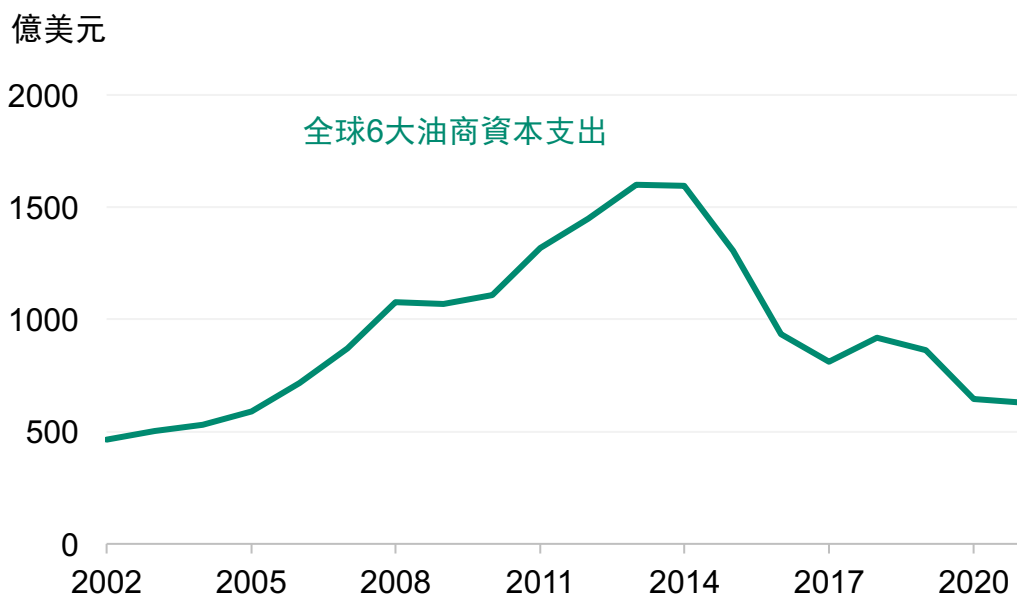
資料來源：FactSet, Bloomberg。

原油 油價已居高位, 可適度獲利了結, 拉回後仍可布建

OPEC+於2/2會議中表明維持每月增產40萬桶步調, 並未擴大原油產量, 加上全球ESG意識高漲, 主要油商近年大幅縮減資本支出, 導致原油產量不易大幅增加, 帶動西德州原油一度創上7年新高每桶92美元。然, 觀察烏俄情勢有趨緩的跡象, 法國總統介入調停, 同時俄羅斯總統也稱不會入侵烏克蘭, 使得油價近日自高點小幅回落。

操作層面, 考量地緣風險趨緩, 天然氣價格自高位回落, 油價上漲因素之一逐漸消退, 加上價格已居7年高位, 逢高可適度獲利減持。另一方面, 由於油商長期投資不足, 原油大幅增產的可能性低, 待未來油價若明顯回檔後, 仍可逐步增持。

油商投資不足, 提供未來回檔支撐



註: 6大油商指艾克斯美孚、雪佛龍、英國石油、道達爾、挪威石油、埃尼石油。

資料來源: Bloomberg。

天然氣價格高位回落



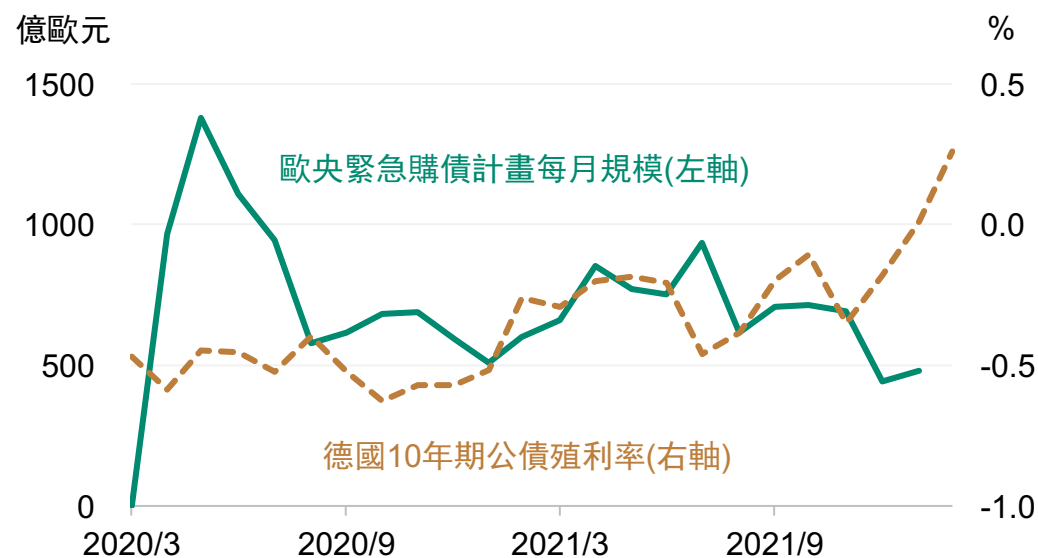
資料來源: Bloomberg。

匯市 歐央適度縮減寬鬆計畫，有助歐元短期反彈

歐央總裁拉加德於2/3對升息的看法指出，已從「今年不太可能升息」轉為「視數據而定」，然而，2/7拉加德卻再次強調，**由於通膨終將回落並可望保持在2%附近，歐元區「不需要大幅收緊」貨幣政策，企圖淡化先前鷹派言論。**整體而言，隨歐洲經濟復甦、通膨回升，歐央確實可適度縮減寬鬆計畫，但研判仍朝循序漸進方式進行，如ECB已降低PEPP購債計畫，有助德債利率反彈。

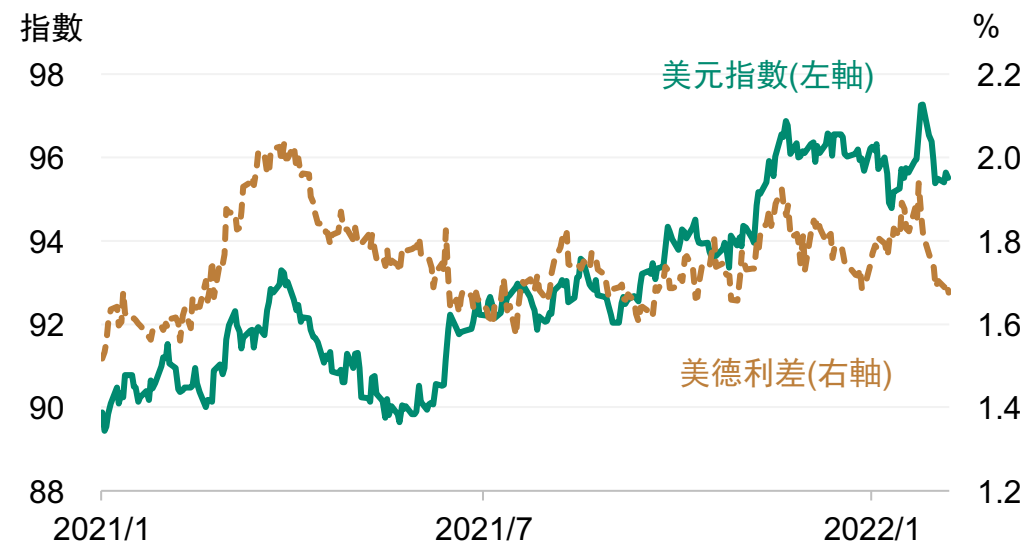
美債利率雖創2年新高，但德債利率快速彈升，擺脫負利率泥濘，美德利差近期縮窄，**使歐元短線見反彈契機，同時美元漲勢暫緩。**但就中期而言，**美國經濟明顯優於歐洲，加上升息、縮表等政策，仍支持美元長線偏強。**

ECB適度收緊購債計畫，有助歐債利率反彈



資料來源：Bloomberg。

美德利差縮窄，使美元指數近期處在盤整格局



註：美德利差為美國10年期公債殖利率-德國公債殖利率。
資料來源：Bloomberg。

Feb 2022

14	Monday	15	Tuesday	16	Wednesday	17	Thursday	18
		德國ZEW 英國失業率 美國GDP、PPI 日本GDP、工業生產		美國零售銷售 美國工業生產 中國CPI、PPI		美國新屋開工 日本貿易收支 日本核心機器訂單		日本CPI 英國零售銷售 美國領先指數 美國成屋銷售 歐元區消費者信心

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