



國泰世華銀行
Cathay United Bank

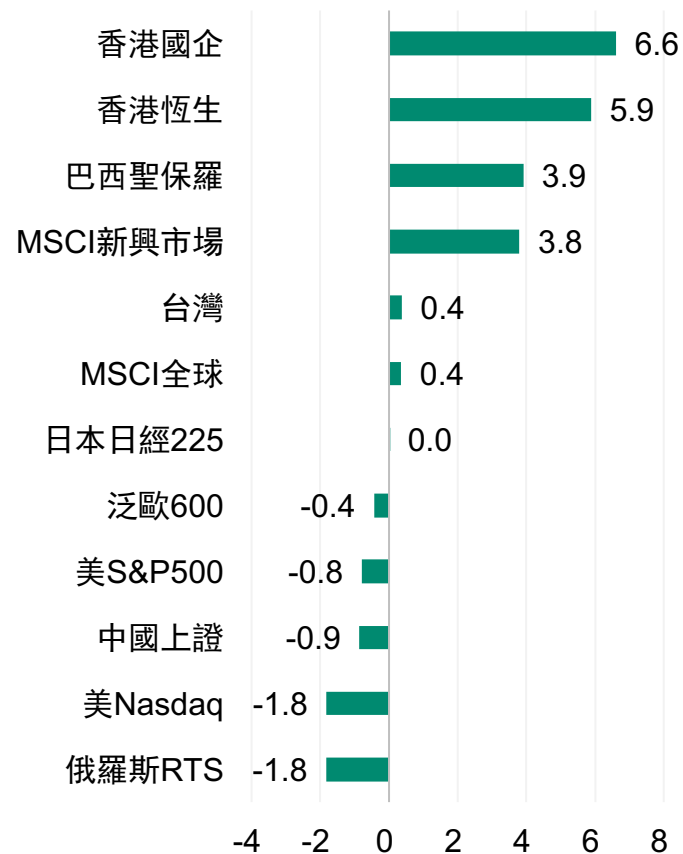
2022年1月14日

投資研究週報

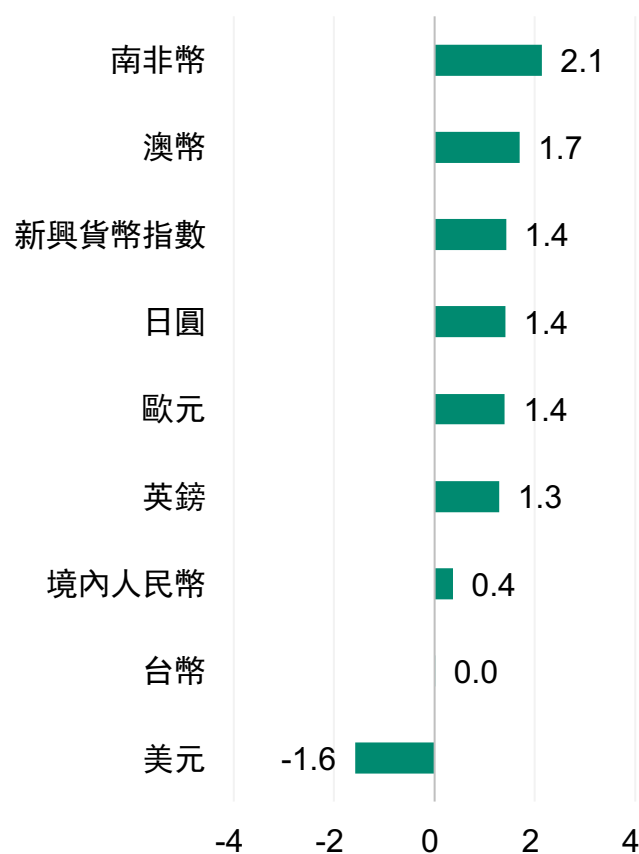
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

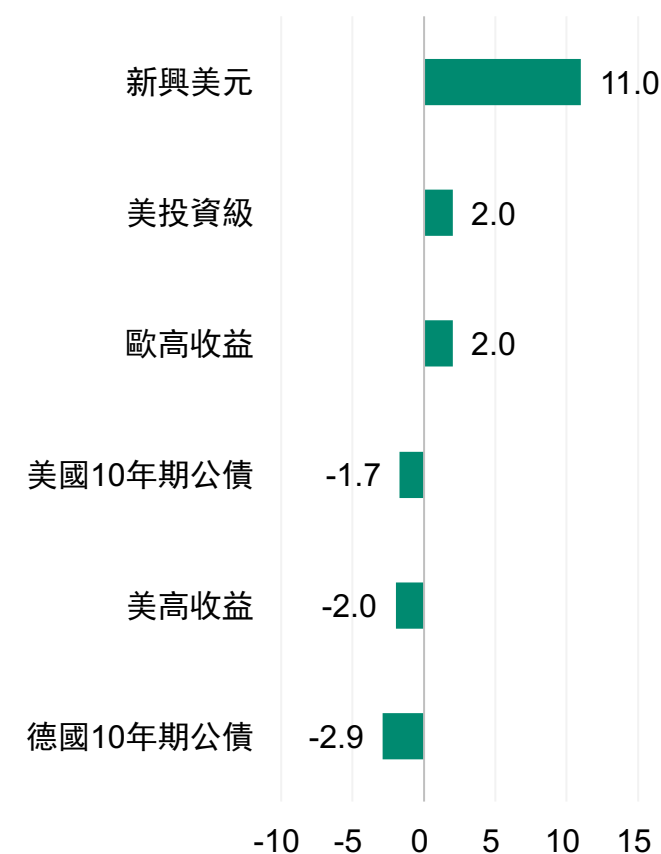
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/1/6- 2022/1/13。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美國就業持續改善，疫情影響淡化

非農就業雖低於預期，但失業率降至疫情來新低，就業市場持續改善，代表疫情雖因Omicron而維持高峰，對於經濟活動影響逐漸降低。關注焦點回歸基本面。

► Fed加速緊縮，短期波動加大

FOMC會議記錄令市場驚覺央行緊縮決心可能比預期更強，為了專注對付通膨，Fed打算盡快展開升息，縮表也可能提前進行，在貨幣政策轉向緊縮下，金融市場波動加大。

► 升息環境下的投資策略

企業獲利持續成長，可有效抵抗升息帶來的融資成本上升，加上帳上現金流量持續攀高，企業加速回購庫藏股，股市逢拉回布局，績優成長股為首選。

股市

Fed升息幾已確定，股市進行評價面再調整，屏息等待升息的到來。景氣續揚支持企業獲利正向表現，資金充沛有利企業實施庫藏股，低本益比、高成長、高毛利的美國大型股為首選，衛星配置則考慮中國、台灣。

債市

Fed緊縮決心比預期更強，預料美債殖利率可能加速調整到位，FOMC會議前後是參考時間點。在長期上檔空間受限下，有資金配置需求者，信用債仍可參考公債殖利率逢高布局。

匯市

出口暢旺，加上年前資金偏緊，台幣及人民幣持續強勢，美元指數因貨幣政策趨緊，長線維持偏升格局。



Omicron的流行可能是新冠疫情結束的開始

新冠變種病毒Omicron再度造成大流行，美國單日確診人數一度突破百萬人，且95%都是Omicron，不過由於其重症率、死亡率低的特點，拜登政府宣示不會再進行大規模封鎖，而是採取免費提供快篩試劑、鼓勵民眾施打疫苗及加強針來因應，由蘋果移動趨勢觀察，**近期美國民眾出遊意願雖然下滑，但仍遠高於疫情前水準，疫情對於經濟活動的影響淡化。**

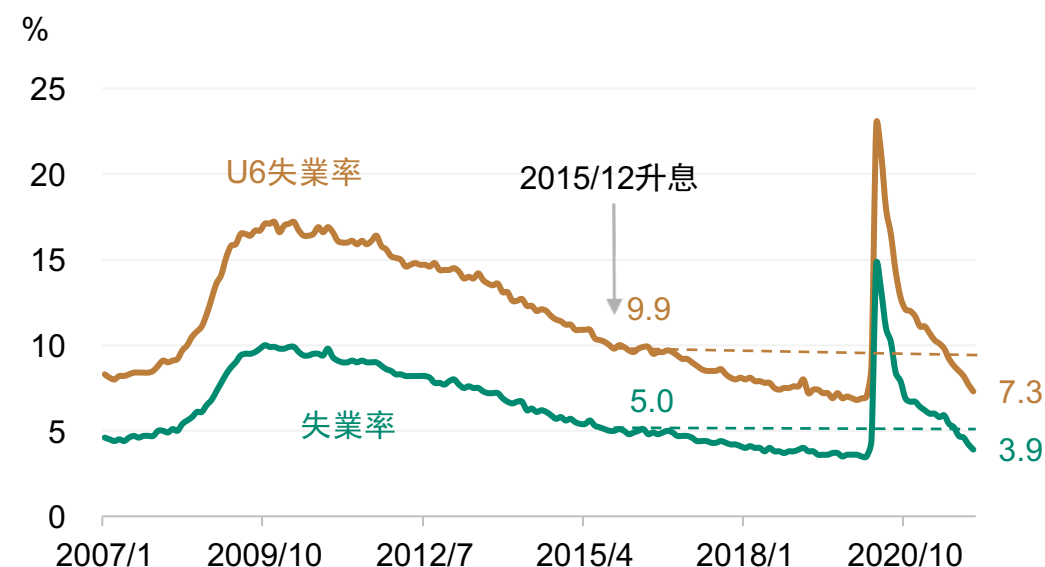
2021/12非農就業人數19.9萬人雖低於預期，不過美國失業率3.9%已相當接近疫情前的歷史最低水準3.5%，即使加計認為自己找不到工作而停止求職的失業人口，其水準也與疫情前相去不遠，顯示**就業市場目前的狀況是企業徵不到人才，而不是勞工找不到工作**。若與2015年升息時的水準相比，目前的失業率也明顯較低，這也使得Fed對於升息的態度更加積極。

疫情創新高，但影響逐漸淡化



資料來源：Bloomberg, 蘋果移動趨勢報告。

美國失業率已低於前次升息時水準



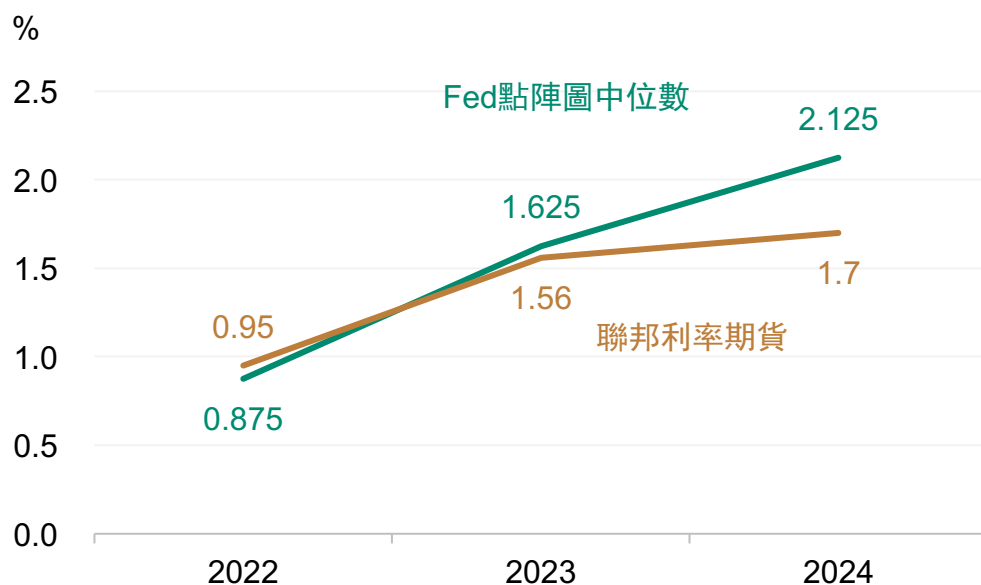
註：U6失業率計算官方失業人口加上停止找工作及兼職勞工找不到全職工作的人口。
資料來源：Bloomberg。

Fed鷹派立場, 市場上修2022年利率預估

Fed會議記錄釋出令市場驚覺Fed緊縮決心可能比預期更強, 為了專注對付通膨, Fed打算盡快展開升息, 縮表也可能提前進行。聯邦利率期貨快速反應2022年升息3~4碼的預期, 然而對於2023年、2024年的利率預期則低於Fed點陣圖中位數。

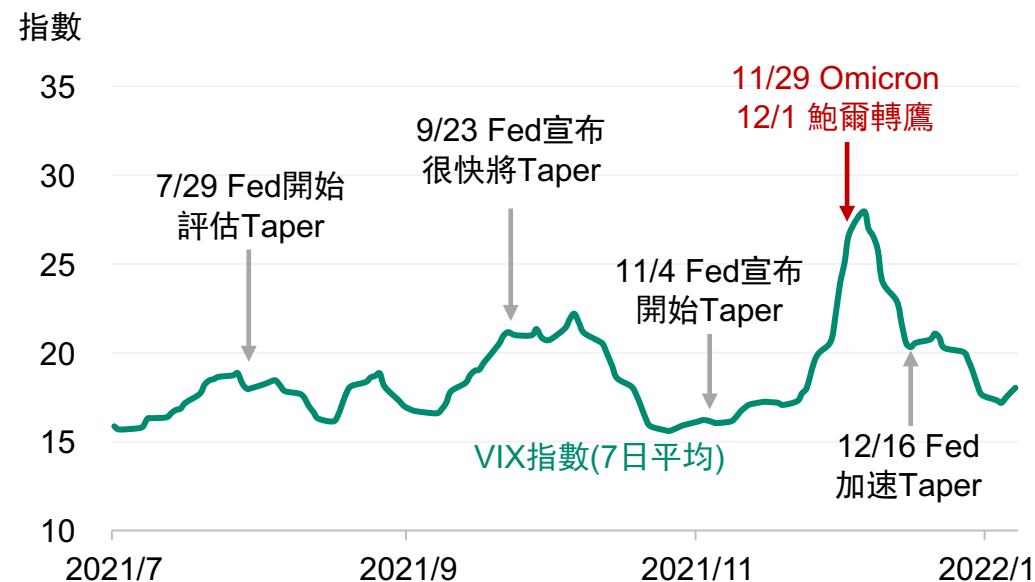
在Fed轉向緊縮下, 金融市場波動加大。觀察去年3Q兩次FOMC會議前, 由於預期Fed將宣布縮減購債而使得市場震盪, 在會議召開後則逐步回穩。而去年4Q實際開始Taper後, 市場反應則相對平穩。**本次FOMC會議預計1/25-1/26召開, 仍應提防金融市場波動情形。**

市場上修2022年利率預估



資料來源: Bloomberg。

FOMC會議前波動上升, 實際行動後回穩



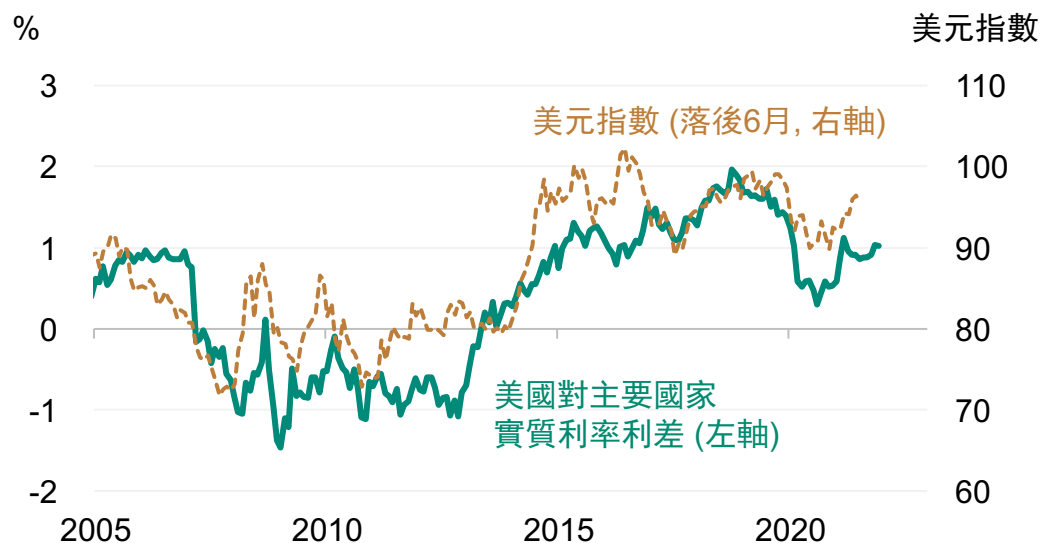
資料來源: Bloomberg。

FOMC會議記錄支持美元偏升格局；春節效應仍支持台幣，但長線應受美元而趨弱

美元：FOMC會議記錄較市場預期偏向鷹派，除升息外，縮表(QT)可能性的出現更令市場感到意外。惟鮑爾國會證詞不若市場預期強勢，加以，近幾月來美國通膨高踞，壓抑實質利率利差，降低資金的吸引力，削弱近期美元走勢。長線而言，美、歐政策利率差異仍在，仍令美元維持長線偏升格局。

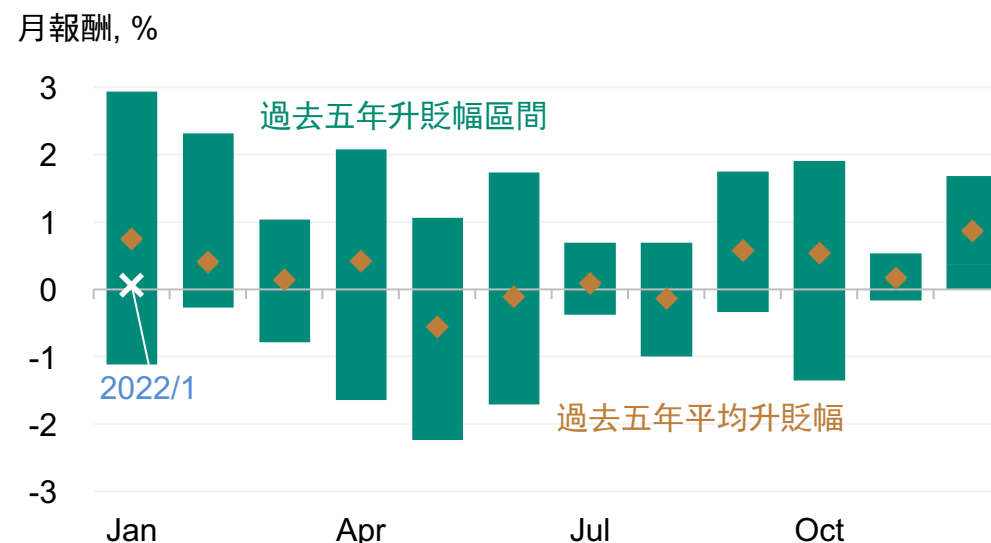
台灣：援引過往經驗顯示，出口商在年底電子旺季與年初春節效應下將使拋匯力道加強，確有利農曆春節前台灣匯率延續偏強震盪態勢。惟今年美國通膨呈現前高後低的態勢，有利上半年Fed貨幣政策偏緊，後續應能令台幣獨強態勢有所趨緩。

高通膨壓抑實質利率利差削弱美元升值力道



註：主要國家包含歐、英、日、加。實質利率係指10年公債殖利率減CPI年比。
資料來源：Bloomberg。

農曆春節效應下，多支持台幣偏強



資料來源：Bloomberg。

資金回流美元, 成熟股市優於新興股市

在Fed加速進入升息循環下, 貨幣政策領先歐、日等成熟經濟體, 使得美元呈現緩步走強趨勢。過去QE釋出的資金, 在緊縮預期下持續回流美國, 美元走強對成熟國家來說影響不大, 但對於新興市場來說則較為不利, 由過去經驗來看, **美元指數與新興股市呈現高度負相關, 未來若美元進一步走升, 新興股市仍將承壓。**

新興國家由於疫苗接種落後已開發國家, 加上疫情一波接著一波, 經濟復甦步調亦落後已開發國家, 基本面的差異不僅反應在匯率強弱, 也反應股市表現, 預期未來一個季度仍以成熟股市表現相對穩健。

美元偏強表現不利新興股市表現



註: 美元指數與MSCI新興股市指數相關係數-0.8。
資料來源: Bloomberg。

短期基本面差異, 成熟市場仍具優勢



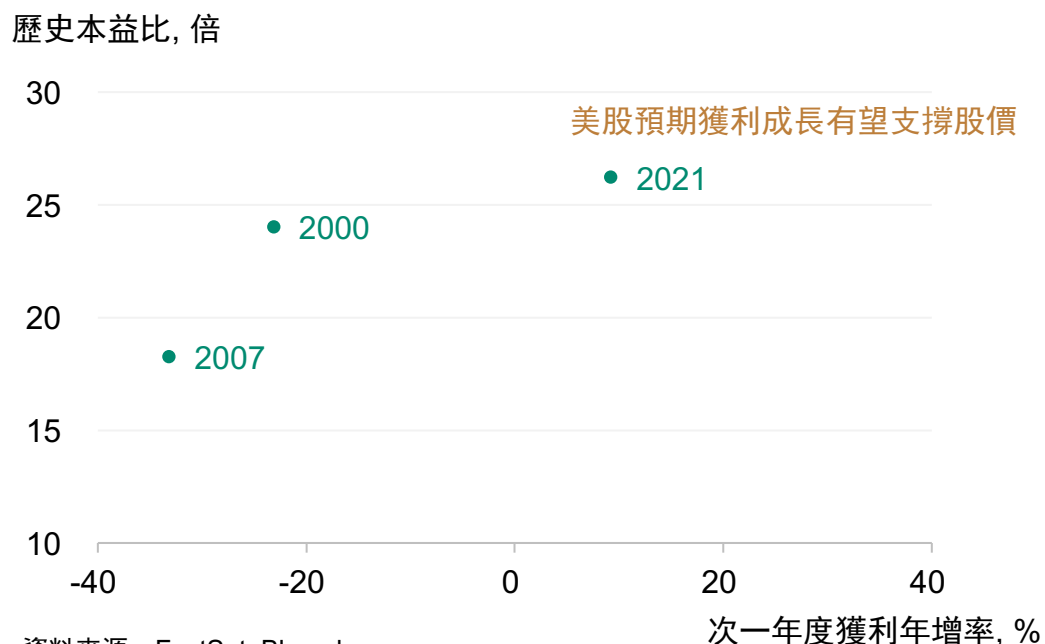
註: 虛線部份為預估值。
資料來源: Bloomberg。

企業買回庫藏股力道加強，形成股價及基本面支撐

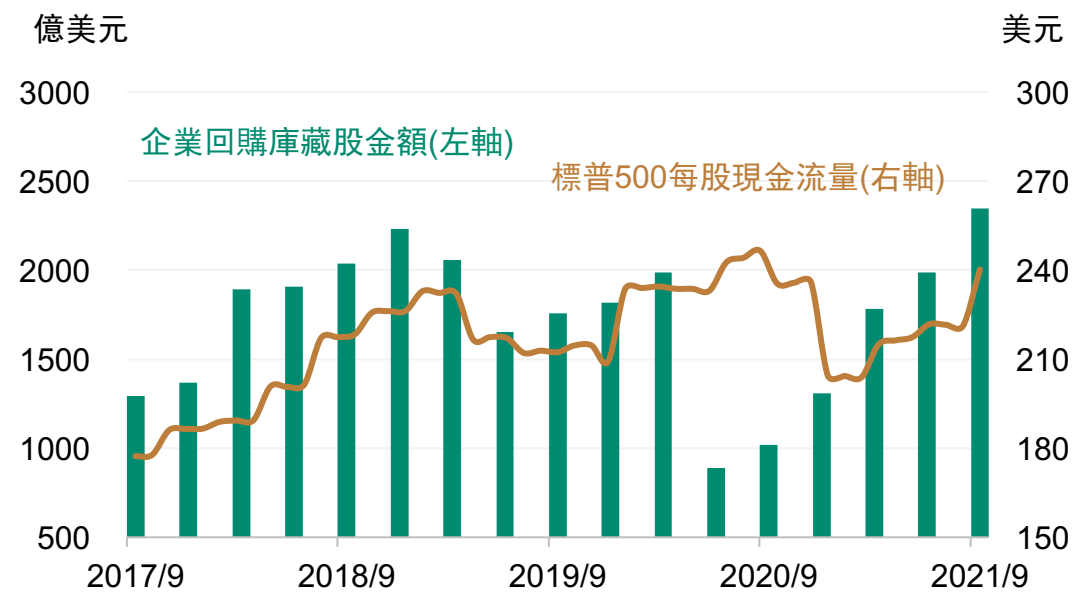
升息環境下，美股本益比易降難升，而2021年標普500指數本益比高達26.2倍，不禁令人擔心股市向下修正壓力大，相較2000年、2007年股市出現大幅修正，主要是由於隔年度獲利由正轉負，目前對於**2022年獲利展望仍相對正向，股市大跌機率不高。**

企業買回庫藏股，除了可達到護盤股價的效果，還可註銷股本，美化每股獲利，長期而言，買回庫藏股企業的股價表現也優於大盤。在疫情期間，企業傾向保留較多現金以因應情勢變化，買回庫藏股金額大幅減少，而在經濟復甦後，**企業帳上現金增加，標普500企業買回庫藏股金額也回到歷史高檔水準，形成股價下檔支撐。**

標普500指數歷史本益比vs次年度獲利年增率



企業買回庫藏股金額回升



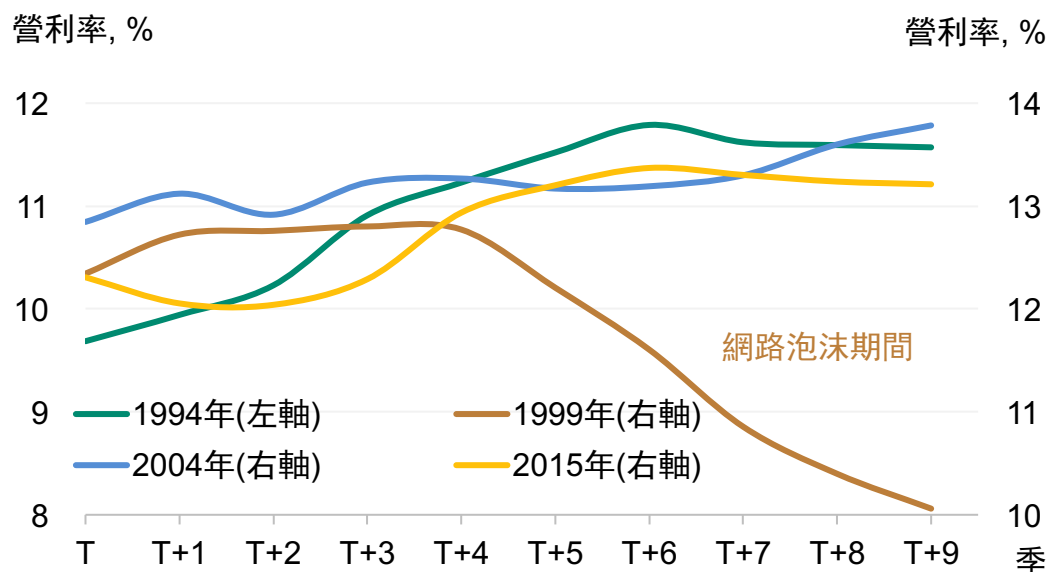
資料來源: Bloomberg, S&P Global。

景氣走揚, 企業獲利受升息影響有限

升息拉高企業融資成本, 對獲利為負向影響, 然而升息期間伴隨著景氣走揚, 對於企業獲利的正面助益則往往可以抵抗升息的影響, 由過去幾次升息環境下企業營利率表現可以看出, 除了2000年因網路泡沫使得景氣反轉向下外, 其餘幾次都呈現向上的趨勢。

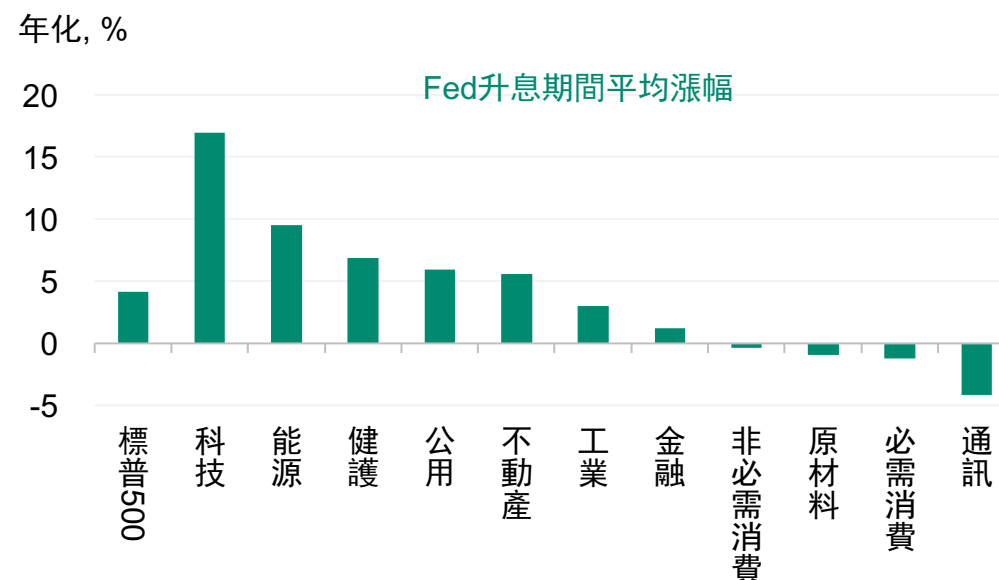
若觀察美股各產業升息期間表現, 可以發現在**景氣擴張階段**, 仍以**科技類股漲幅表現最好**, 其次是具漲價題材的**能源類股**, 不過需留意這兩個類股波動也較大; **健護、公用事業類股**等防禦類股表現亦不俗, 整體而言, 升息雖對股市本益比有壓縮的效果, 但具備穩健獲利及成長性的標的仍可逢低布局。

升息啟動後企業營利率普遍向上



註: 統計過去4次升息循環, 首次升息後9季標普500企業營利率, T為首次升息。
資料來源: Bloomberg。

升息期間科技、能源類股漲幅較大



註: 統計1994年、1999年、2004年、2015年4次升息期間標普500產業指數漲幅。
資料來源: Bloomberg。

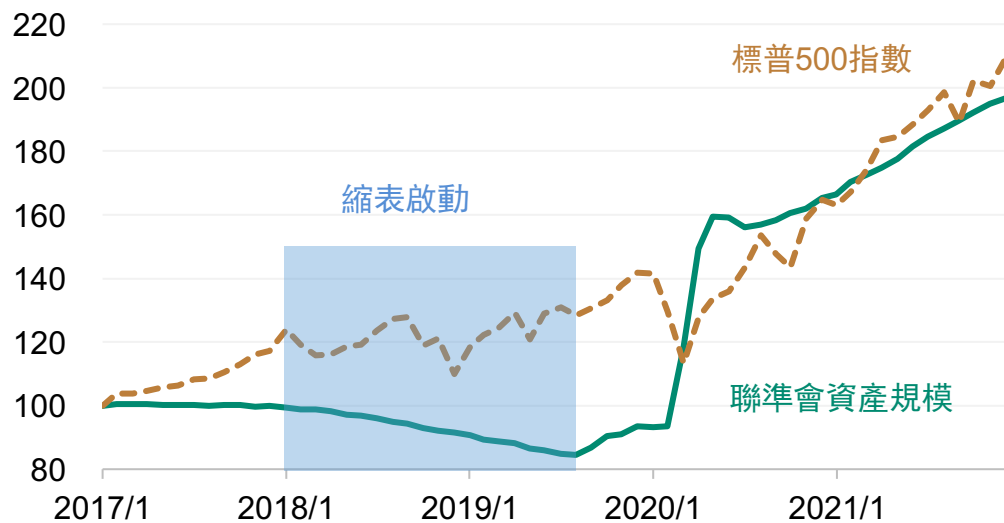
美股 貨幣政策正常化使股市偏波動，未來側重大型公司

Fed主席鮑爾於國會的聽證會中表示，為確保經濟維持更長的擴張狀態，在目前通膨高漲的情況下，將動用更多的工具，包括升息、縮表等，暗示Fed今年啟動縮表的可能性已大幅提高。觀察過去，當Fed啟動縮表後，股市會趨向震盪，但不改股市多頭趨勢。

另一方面，由於Fed貨幣正常化的行程已近在眼前，且與歐央的貨幣政策有明顯的差異，將營造美債利率走高與美元偏升環境。統計過去，在美元偏升環境下，大型股的表現將優於小型股，主因財務體質較穩健，較能對抗市場波動。因此，在**未來股市偏震盪的環境下，布局以大公司與高毛利的公司為主調。**

Fed啟動縮表，股市偏震動

指數標準化(2017/1=100)



資料來源：Bloomberg。

美元偏升環境，未來側重大型公司



資料來源：Bloomberg。

中國 陸股弱勢開門，政策與流動性支撐中期漲勢

中國新年股市開門低迷，陸港股同步回調，主因疫情在多處蔓延，除西安外，河南、天津也傳出多起病例，官方自2020年延續至今的清零政策，加重了原先就疲弱的經濟展望。Fed的鷹派態度也增添中國股市震盪，回顧上回縮表與過往美元走勢，資金流動與陸股表現多受壓抑。

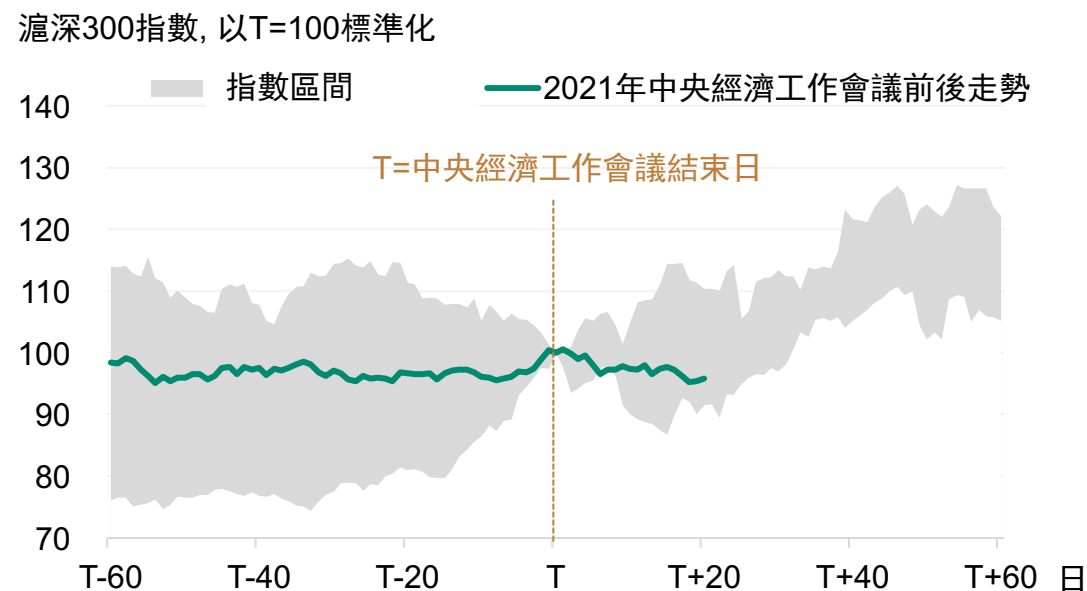
儘管近期利空因素抑制大盤表現，**研判陸股中長期在政策與流動性支撐下機會仍存**。政策層面，中央經濟工作會議明確穩增長基調，近日總理也在國常會強化論調，隨地方兩會召開，更多施政細節將陸續出爐；流動性層面，社融應已於去年末止穩，在信貸循環步入上升區間，有助股市迎來波段漲勢，惟大盤波動偏高應以衛星配置為佳。

美元偏升格局壓抑外資流入中國股市



資料來源：Bloomberg。

歷次中央經濟工作會議股市走勢



註：歷史區間採用2008、2011、2014、2018年中央經濟工作會議前後滬深300股價走勢。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

台股 本土疫情蠢蠢欲動，大型龍頭股拉回布局

Omicron變種病毒感染力極強，在全球造成大流行，台灣防疫措施雖採取嚴格的入境管制，但仍難避免本土病例增加，若股市因本土疫情惡化而出現修正，依據歷史經驗來看，或許反而是逢低布局台股的機會。

台股今年以來站上萬八並創新高，佔台股權重30%的台積電功不可沒，由於HPC、5G、AI需求強勁，晶片供應吃緊下晶圓代工業調漲價格有利獲利成長，主要客戶更預付高額訂金確保產能，預估2022年晶圓代工產業仍是賣方市場，獲利成長可望優於大盤，在外資持續回補並調高目標價下，半導體類股仍可望領軍台股上攻。

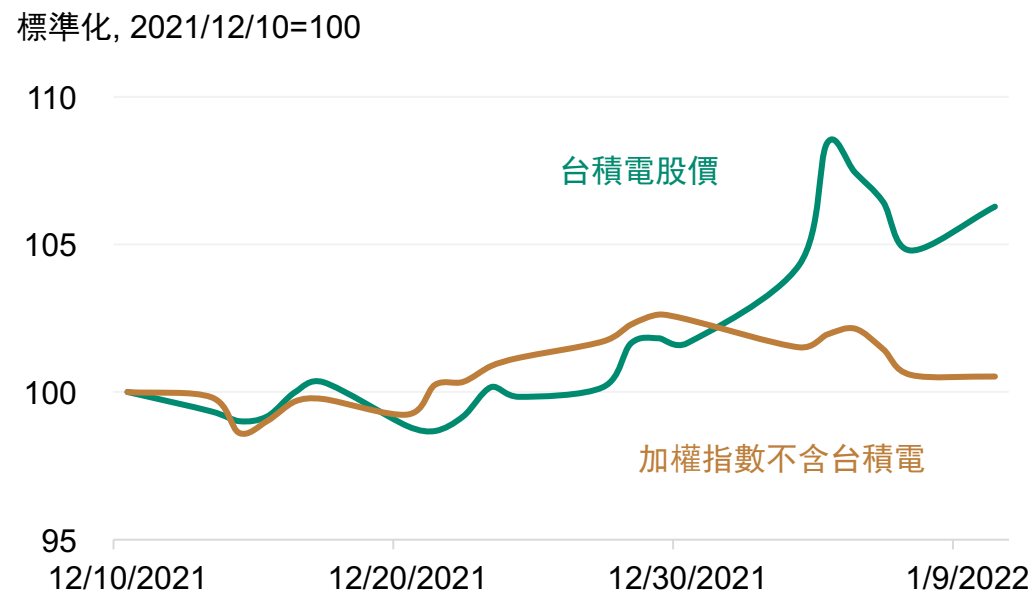
台股因疫情而修正的幅度逐次縮小



註：2020/3、2021/5及2021/12模擬走勢係以當時指數日漲跌幅計算。

資料來源：Bloomberg。

台股走勢分化，台積電領漲大盤



資料來源：Bloomberg。

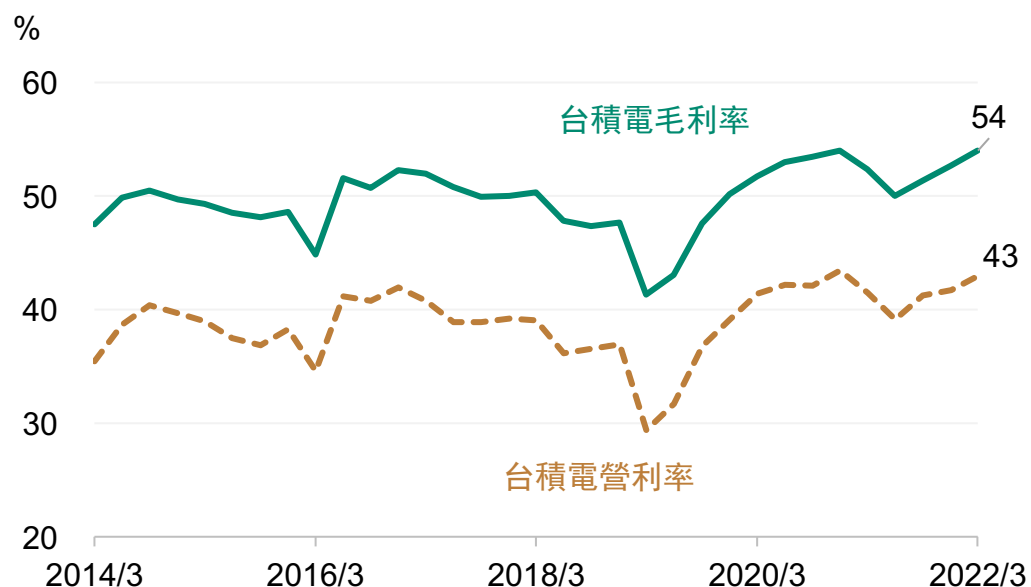


台股 台積電法說報喜，1Q淡季不淡

台積電於1/13日召開去年4Q法說會，受惠於高速運算晶片HPC、5G及物聯網IoT等需求，加上客戶避免斷鏈，均有提高需求態勢，使得營收與獲利明顯提升，整體而言，企業財報優於預期，且對於1Q展望樂觀，毛利率也可望進一步提升。

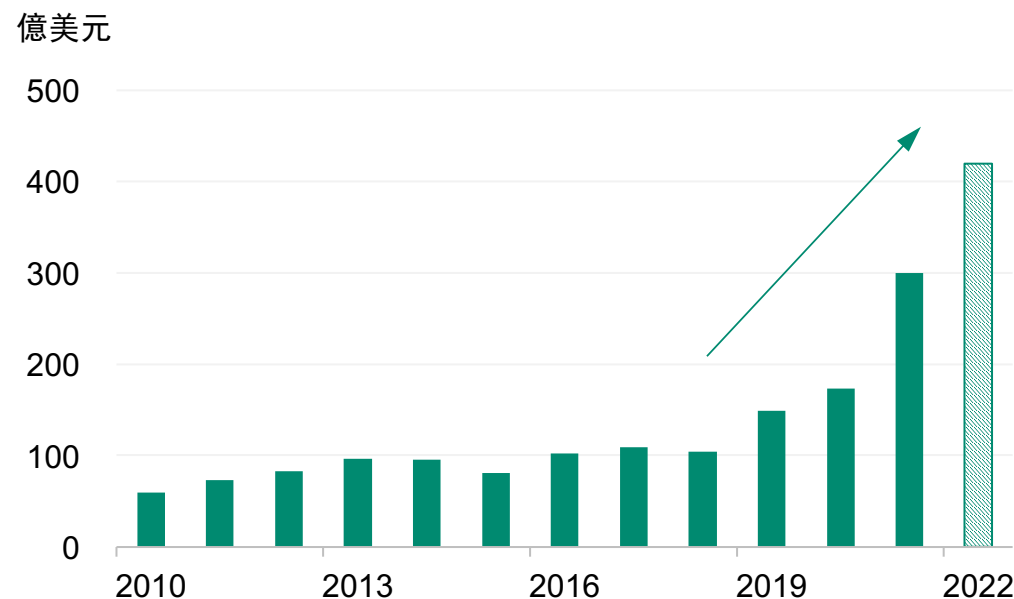
就營收表現來看，去年4Q營收達新台幣4381億，年增21.2%，季增5.7%，每股EPS達新台幣6.4元，均創歷史新高，毛利率與營利率分別提升至52.7%與41.7%。展望今年1Q，營收有望進一步成長至4664億，季增6%(以台幣中位數表示)，**受惠先進製程比重提高與漲價因素，雙率也將進一步提升至53~55%與42~44%，且長期毛利率可以維持在53%之上。**此外，繼2021年資本支出達300億美元後，台積電再度調升2022年資本支出至400-440億美元。

台積電毛利率及營利率



資料來源：Bloomberg。

台積電資本支出



資料來源：Bloomberg。

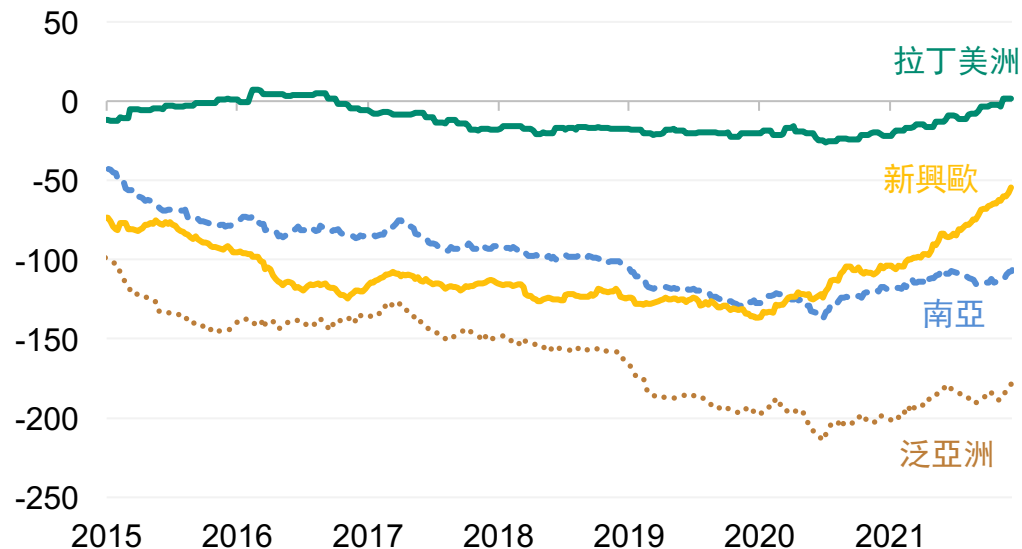
新興 亞洲國家通膨風險較低, 印度、印尼展望佳

預期2022年, 成熟市場的表現仍將優於新興市場, 主因 1) 美國聯準會貨幣緊縮與升息對全球股市干擾, 過去新興股表現較成熟股更為劇烈。2) 美元偏強, 不利商品和原物料出口國。3) 中國經濟成長放緩和房市隱憂。4) COVID-19疫苗接種率較成熟國家低, 疫情控制待觀察。5) 通膨偏升, 部分新興國家債務問題或惡化。整體而言, **亞洲國家相較拉丁美洲和新興歐的通膨問題較可控, 地緣政治風險也相對低。**

以今年經濟成長來看, **南亞國家中的印度和印尼展望較佳, 兩國的預估GDP也高於過去5年平均。**印度股市雖存在估值過高疑慮, 印度央行今年可能有升息3碼幅度, 或添印度股市高位擾動、限縮漲幅, 可逢回漸布。東協製造業PMI進一步上升, 其中出口煤炭的印尼, 在全球能源稀缺環境下, 股市從去年底開始上漲, 預期近期仍可延續偏強表現。

亞洲國家通膨相較拉美和新歐可控

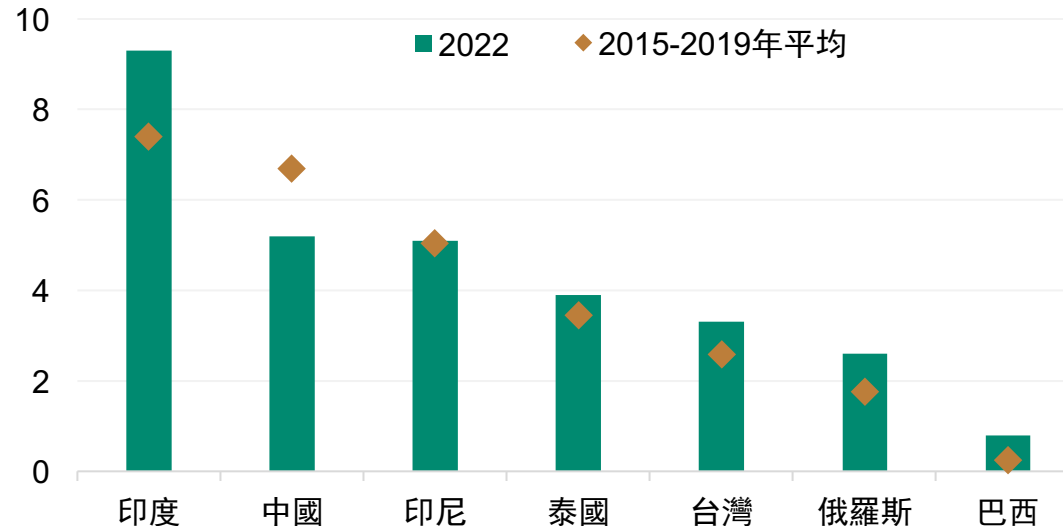
HSBC通膨驚奇指數



資料來源: Bloomberg。

新興市場主要國家經濟成長預估

GDP, %



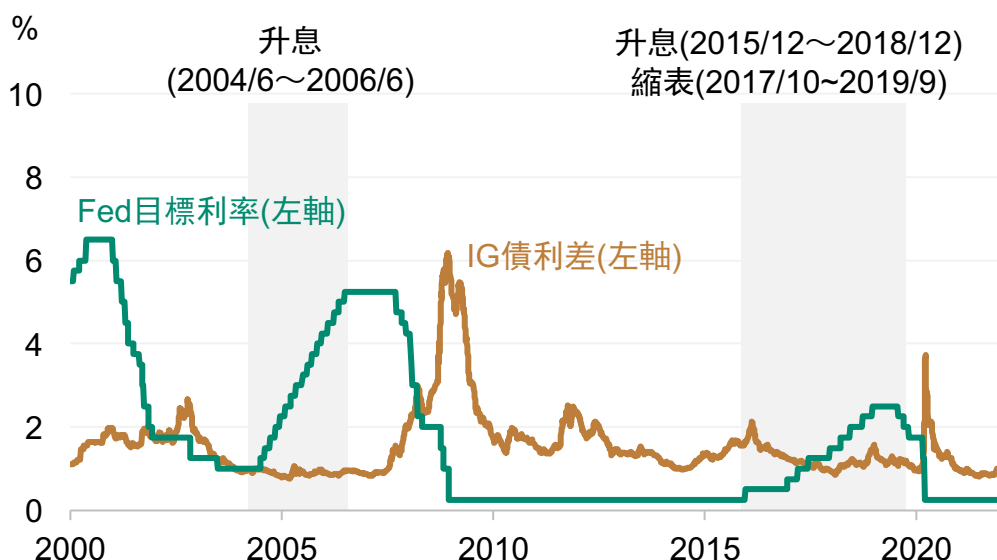
註: 扣除2020疫情最嚴重, 與2021大幅反彈的極端值。
資料來源: Bloomberg。

投資級債 企業獲利展望正向, 有助利差穩健表現, 殖利率隨公債利率走高可逢高漸布

觀察2000年以來Fed緊縮期間, 多伴隨景氣走揚, 投資等級債利差表現多持穩, 且相較2017/10-2019/9同時升息及縮表的時期, 今年GDP年增預估達3.9%, 較2017-2019年平均2.5%更為強勁, 預估今年墮落天使規模將續創歷史新低, 有助違約率維持於低檔。

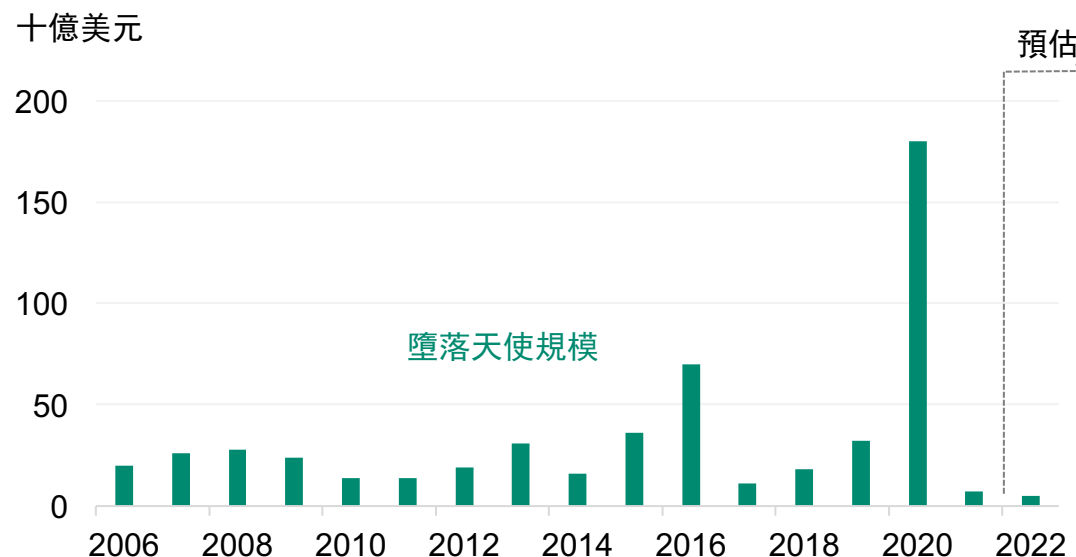
今年在利差展望穩健下, 投資等級債殖利率主要將由公債利率帶動走高。料公債利率上半年在鷹派Fed及通膨雙重力量帶動下, 10年債利率逐步墊高, 不過下半年Fed偏鷹的態度有望隨通膨減緩而緩和, 限縮長率大幅走升空間。**策略上, 有降部位波動及息收需求者, 投資等級債可逢高分批建置。**

過去Fed緊縮期間多反應景氣走揚, IG利差持穩表現



資料來源: Bloomberg。

預計今年墮落天使的規模, 續創歷史新低



註: 不含金融業。
資料來源: JP Morgan預估。

Jan 2022

17	Monday	18	Tuesday	19	Wednesday	20	Thursday	21	Friday
中國GDP 中國房地產投資 中國工業生產 中國零售銷售 日本核心機器訂單		美國紐約州製造業指數 歐元區ZEW景氣調查 日本央行利率決策 日本工業生產		美國營建許可 美國新屋開工 德國CPI 英國CPI		美國成屋銷售 美國初領失業金人數 歐元區CPI 日本出口 台灣外銷訂單		美國領先指數 歐元區消費者信心指數 日本CPI 英國零售銷售	

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抵觸之情事；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抵觸為由，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