



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年2月18日

# 投資研究週報

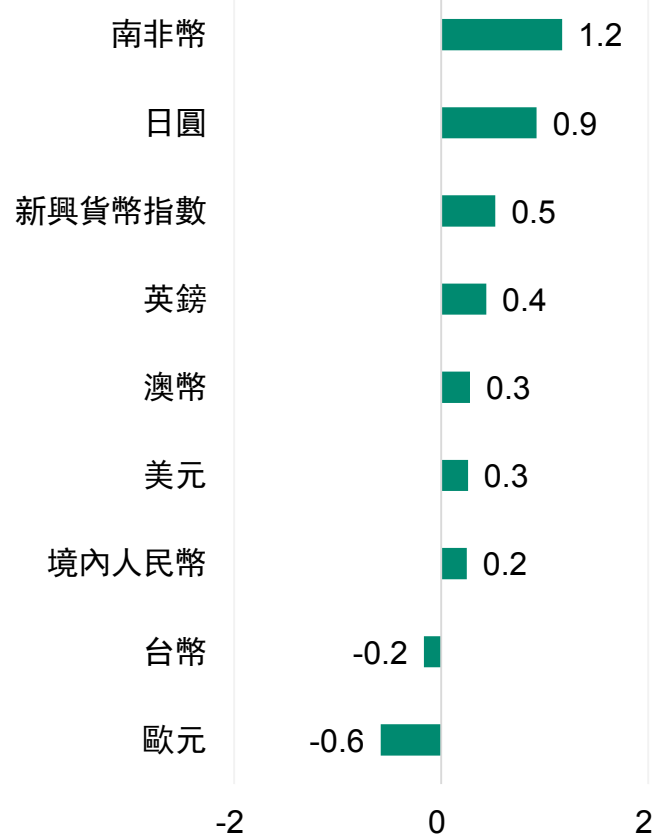
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

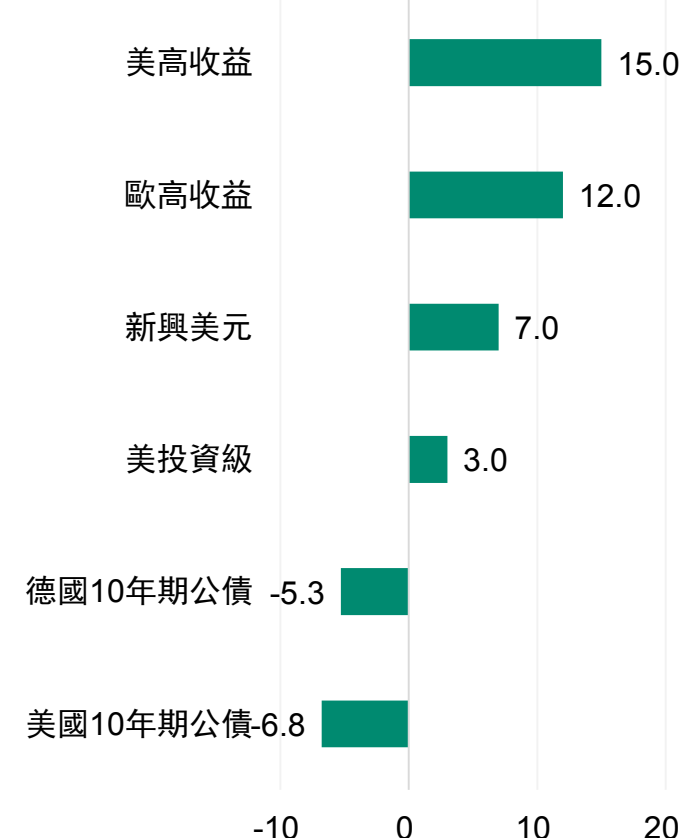
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/2/10-2/17。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 俄烏爭端究竟為何？

俄烏問題不僅涉及兩國間的恩怨，也涉及歐盟、美國的經濟問題。目前俄國主要的停戰訴求「禁止烏克蘭加入北約」，西方國家已多次回絕，料短期難取得共識，但各國都有避免戰爭升溫的理由，不致大規模開戰。

## ► 地緣政治及貨幣緊縮風險夾擊，如何布局？

預計大規模開戰的機率低，但地緣政治僵持，及貨幣緊縮風險並行下，股市震盪壓力仍大，可適度提高低本益比、高息收類股比重，及分批布局投資等級債，多元配置達風險分散的效果。

## ► 台積電買回庫藏股，半導體前景看旺

台積電在2008年之後首次宣布買回庫藏股，暗示目前股價相對合理、看漲的意味濃厚。且在整體半導體產業前景持續看旺下，台灣半導體類股權重近4成及本益比相較美股低的特性，可望支持台股穩健表現。

### 股市

歷史數據來看，升息前市場普遍呈現震盪下跌，但升息後市場則是上漲居多。由於升息循環的初期通常伴隨景氣走揚，在升息確定後，股市表現可望回歸基本面，在市場的修正過程中反而是逢低布局的機會。

### 債市

相較俄烏衝突變化萬千，高漲的通膨的壓力，更是Fed無法迴避的問題，料Fed仍將於3月實施首度升息，顯示抗通膨的決心。策略上，不妨可以藉由通膨及Fed動向帶動利率偏高後，逢高漸布投資等級債，增加穩定息收的部位。

### 匯市

歐洲無論在經濟或地理位置，與俄羅斯交往密切，故在俄烏風險未除下，受影響較美國大，短期漲勢將受限。美元再度成為避險天堂，短線走強回到靠近月線96關卡水準，且長線貨幣政策施展空間仍大，長線亦偏強看待。

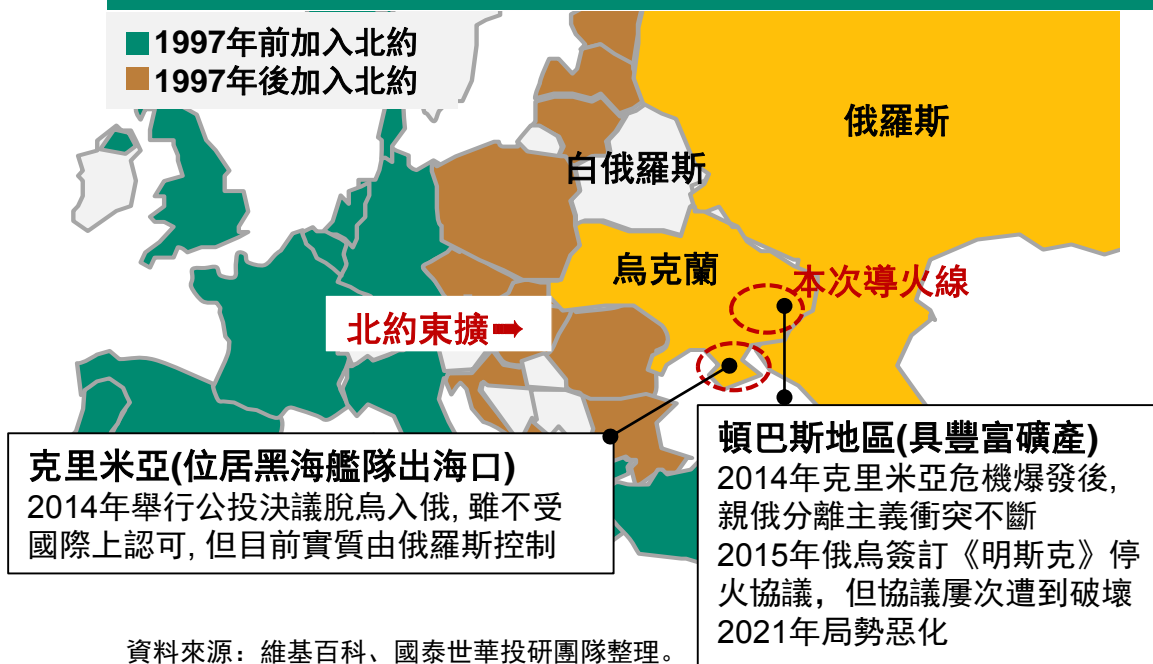


## 俄烏大規模開戰可能性不高, 短期達成多方協議仍有難度, 危險平衡將延續

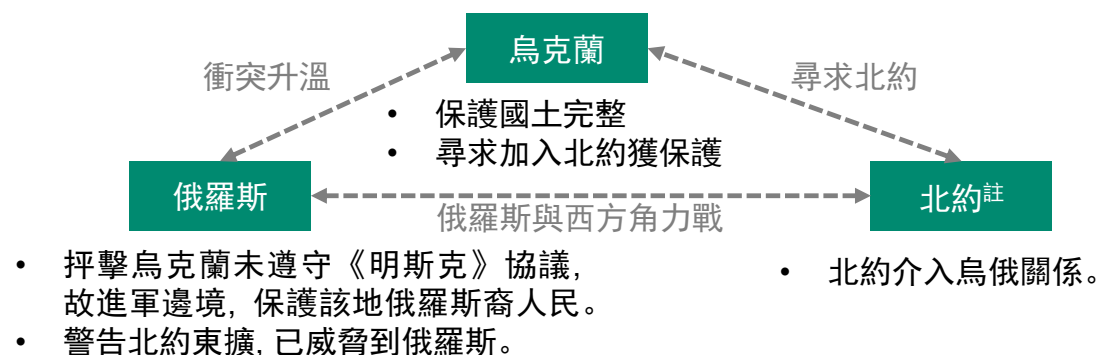
俄羅斯與烏克蘭的文化與宗教十分接近, 雙邊關係緊密, 但近年來兩國地緣關係緊張升溫, 導火線可回溯至2014年, 當年親俄的克里米亞公投成功脫烏入俄後, 位於烏克蘭東邊的頓巴斯地區亦宣布脫離烏克蘭, 但遭鎮壓, 最終在在俄烏簽署《明斯克》協議後暫告落幕。

俄烏衝突在烏克蘭尋求北約協助後, 演變成俄羅斯與西方角力之戰。且在俄國主要的停戰訴求「禁止烏克蘭加入北約」, 西方國家已多次回絕, 料短期難取得共識。但在各國都有避免戰爭升溫的理由, 歐洲天然氣供應受制肘、拜登期中選舉等壓力, 料不致大規模開戰。俄國總統普丁於2/14明確表態, 不會動用武力進攻, 而是透過外交手段解決, 但預期2月底前要達成多方性暫時協議仍有難度, 危險平衡將延續。

### 俄羅斯、烏克蘭、北約地緣政治升溫



### 由俄烏衝突, 演變成西方與俄羅斯的角力戰



#### 俄羅斯停戰訴求短期難解

- 禁止烏克蘭加入北約、及北約東擴 (1/26美國拒絕)
- 撤回俄羅斯邊界附近的軍事部屬
- 北約返回1997年部署狀況

#### 美歐俄皆有避免戰爭升溫的理由

- 美國有阿富汗勞民傷財的挫敗經驗, 拜登期中選舉壓力、通膨高漲問題。
- 歐洲天然氣供給受到俄國制約。
- 俄國避免北溪二號被作為外交武器。

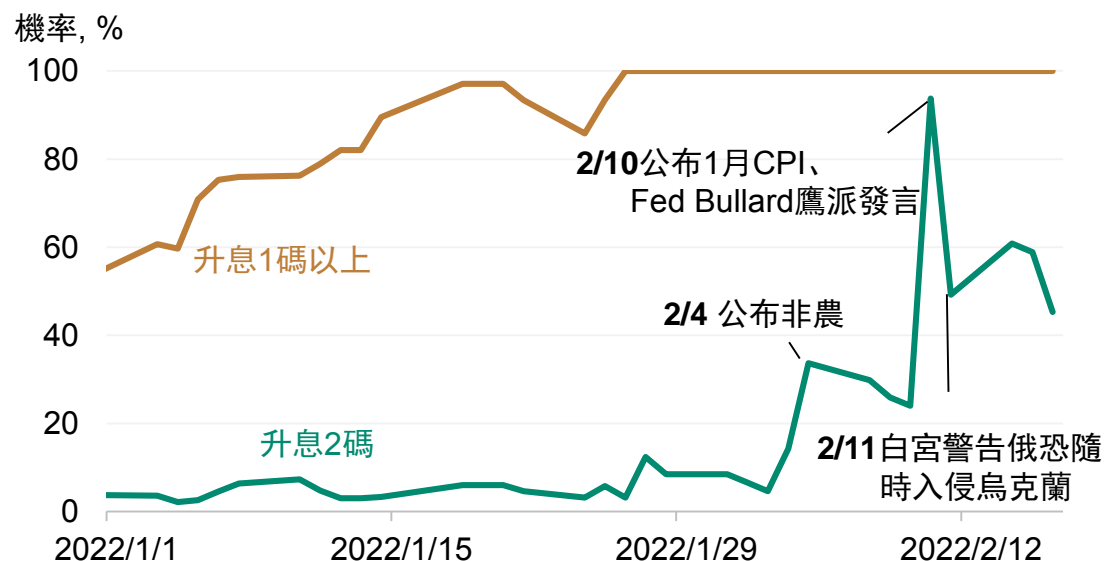
註: 「北大西洋公約組織」, 是歐洲和北美國家為實現共同防禦而成立的國際軍事組織。  
資料來源: 國泰世華投研團隊整理。

## 升息預期隨擔憂情緒及通膨擺盪，但不致影響Fed3月升息的步調

俄羅斯及烏克蘭是能源及原物料出口大國，市場擔心地緣政治衝突升溫，恐進一步影響供給，引發通膨加劇及經濟衰退隱憂外，也為Fed貨幣政策添增變數。2/11美國白宮示警烏俄戰爭一觸即發後，擔憂情緒使升息預期出現大幅下擺。

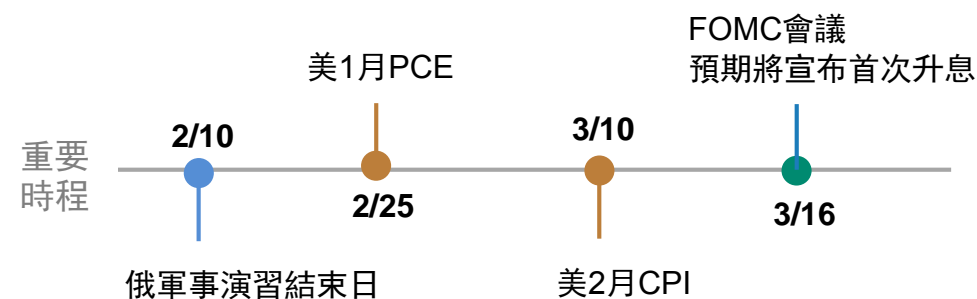
不過在預期俄羅斯及烏克蘭大規模開戰風險不大下，兩大風險的另一頭「通膨壓力」則是Fed無法逃避的問題，因此預期Fed仍將於3月FOMC實施首度升息，向市場顯示抗通膨的決心，在下月FOMC會議前仍將公布兩份通膨報告，將會是3月是否升息2碼的重要參考依據。

### 升息預期隨擔憂情緒擺動，但不致影響3月升息步調



資料來源：CME，資料截至2022/2/17。

### 3月FOMC會議前，重點關注時程



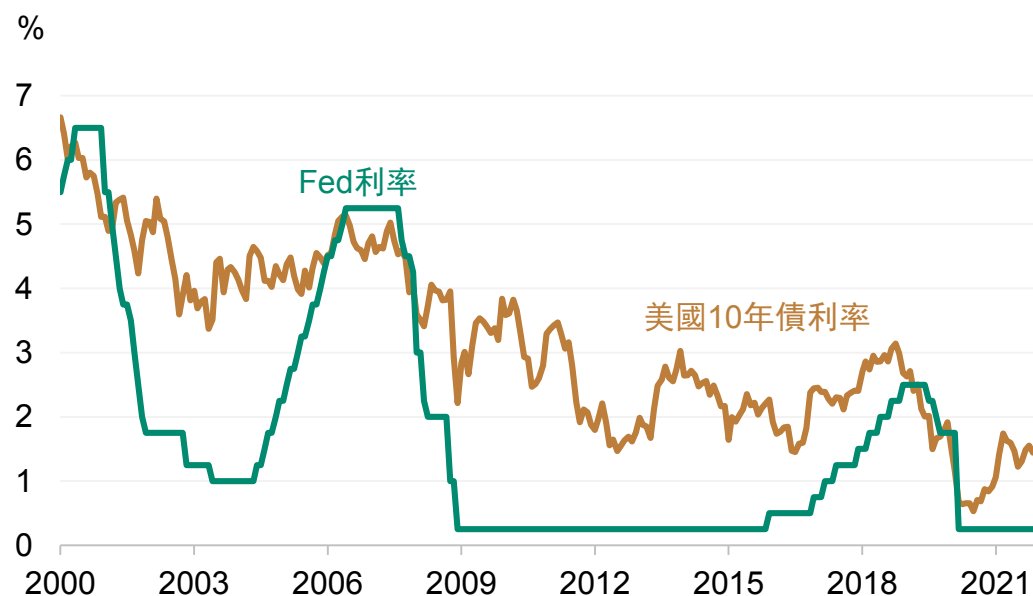
資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

## 近期避險需求令債券利率承壓，利率可待通膨帶動走高後，漸布投資等級債

依據過往經驗，升息循環步入後期，政策利率與10年期公債殖利率趨向一致現象，目前利率期貨已反映今年升息6~7碼預期，研判利率再大幅揚升空間有限，投資人可分批漸布投資級債。

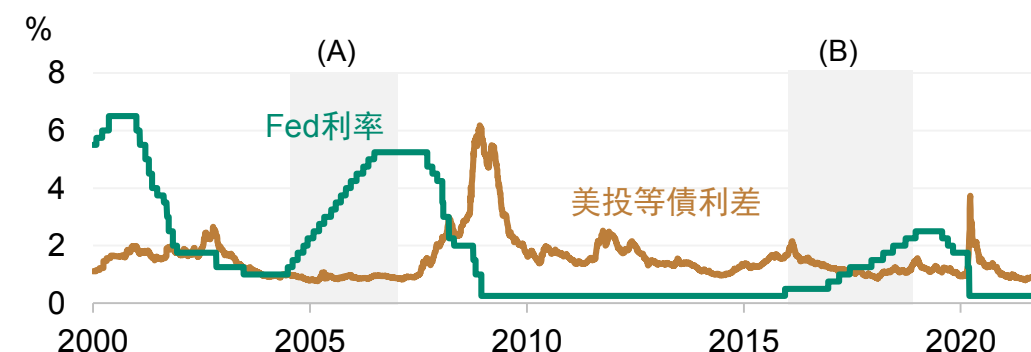
回顧近二次升息的經驗，若在觀察升息投資等級債多能有正報酬，反映1)升息前，債券殖利率已部分反應升息預期，2)升息時期多反應景氣行情，有助利差平穩表現。綜合以上，加上近期俄烏地緣風險，料將持續挑動市場敏感神經。不妨可以藉由通膨及Fed動向帶動利率偏上，逢高漸布投資等級債，提升穩定息收的部位。

### 升息循環後期，10年債利率接近Fed利率



資料來源：Bloomberg。

### 過去Fed緊縮期間多反應景氣走揚，IG利差持穩表現



期間變化(%)	A. 升息 (2004/6~2006/6)	B. 升息 (2015/12~2018/12)
投等債殖利率	0.49	0.62
美10年公債利率	-0.03	0.59
利差	-0.14	-0.19
投等債ETF表現	7.92	8.89

註：投等債ETF採iShares iBoxx投資級公司債ETF(LQD)。

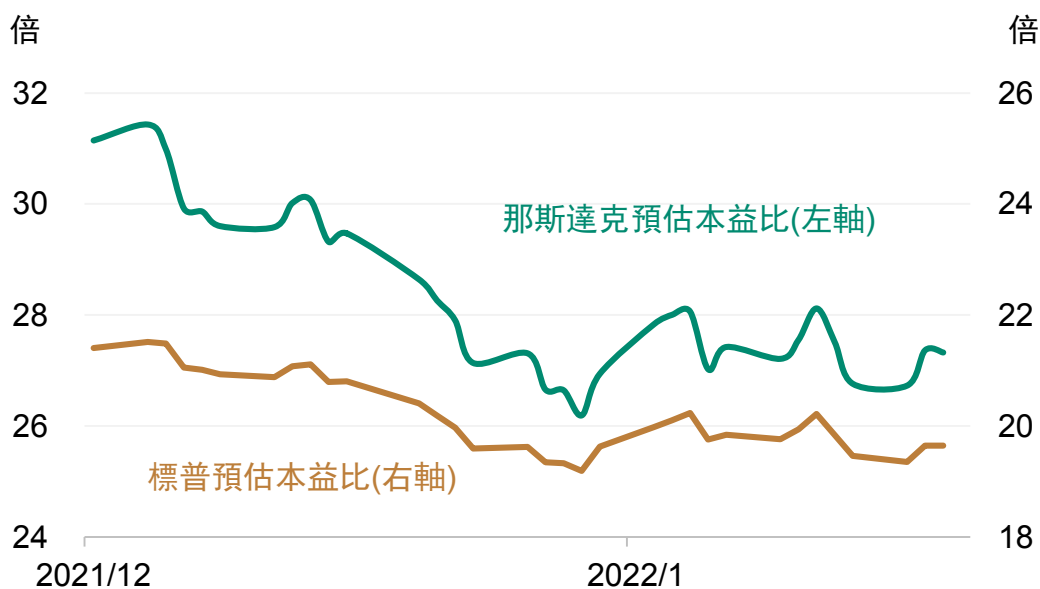
資料來源：Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊彙整。

## 升息壓縮科技股評價，尋找高成長、低本益比族群

升息使投資人提高收益率的要求，高本益比的科技股面臨評價修正的壓力較大，由今年以來的股市表現亦可發現，本益比高的那斯達克指數，在修正幅度及本益比下降幅度皆高於標普500指數，若未來升息速度加快，在本益比不易再大幅飆高的情形下，個股重回高點的時間將拉長。

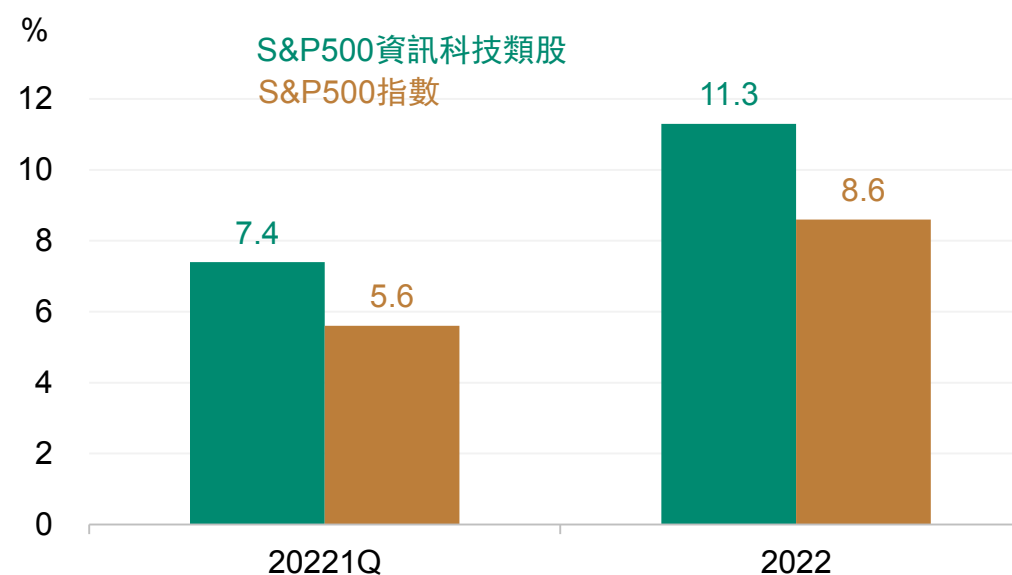
升息影響評價，但不影響獲利成長性，今年科技股的獲利展望仍優於平均，長期而言更有各種題材帶動成長動能，因此科技股投資可聚焦在高成長、低本益比的大型股，在市場震盪調整的過程中仍可逢低布局。

### 今年以來那指下跌10.7%，本益比也由31倍降至27倍



註：預估本益比係以未來12個月獲利計算。  
資料來源：Bloomberg

### 科技類股獲利展望仍優於平均



資料來源：FactSet, Bloomberg。

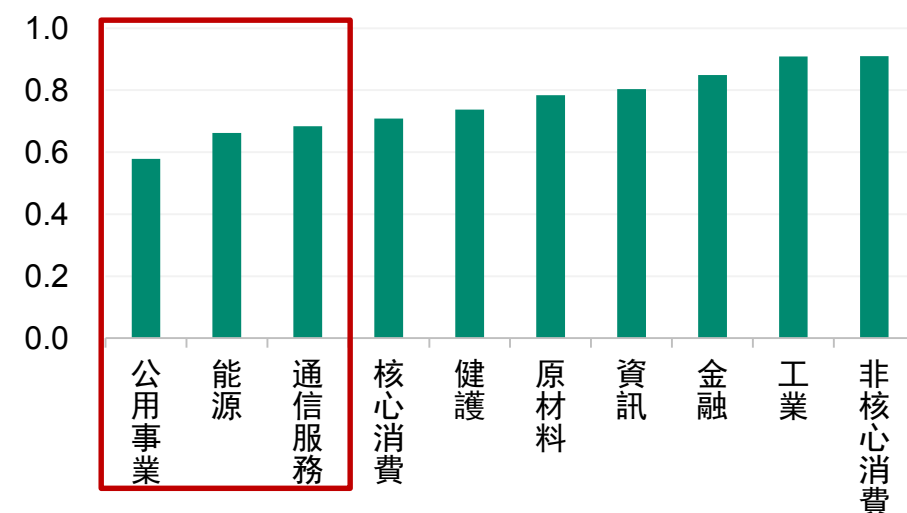
## 地緣政治及貨幣緊縮風險夾擊，以多元布局分散資產組合風險

俄烏問題挑動市場敏感神經，且在貨幣政策趨緊、GDP及企業獲利展望正向但放緩的經濟環境下，料股市短期震盪態勢難以解除。**布局上可拉高與美股相關性較低，相較抗跌的低本益比、高息類股的配置比重，增加資產組合的抗震能力。**

同步考量近兩次升息前後各類股的表現，升息前市場普遍呈現震盪下跌，但升息後市場則是上漲居多，**其中又以通信服務、能源、公用事業表現較佳。**由於升息循環的初期通常伴隨景氣走揚，在升息確定後，股市表現可望回歸基本面，在市場的修正過程中反而是逢低布局的機會。

### 各類股與標普500的相關性

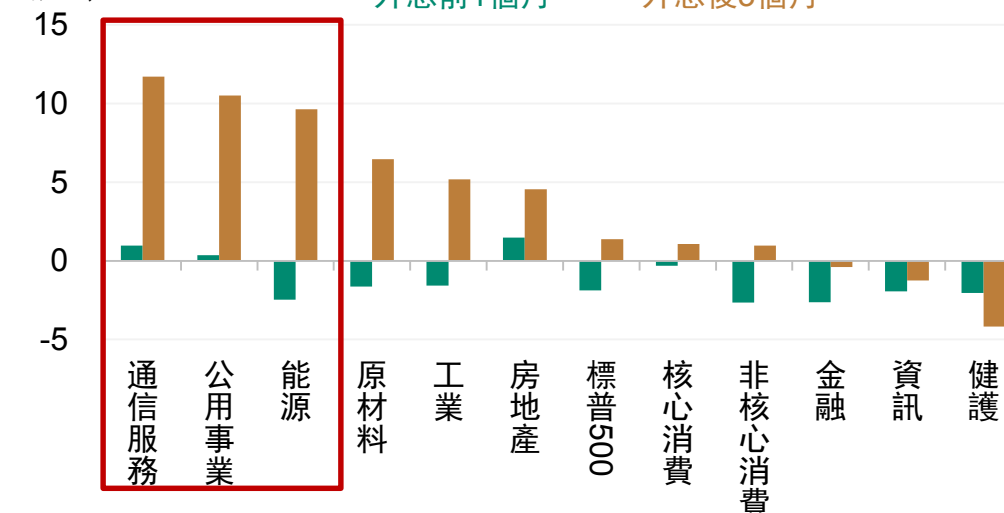
與標普500報酬的相關性



註：統計1990/1/1~2022/2/16週資料。  
資料來源：Bloomberg。

### 升息前後標普各類股漲幅

漲幅, %



註：統計2004/7、2015/12首次升息前後標普500各類股表現  
資料來源：Bloomberg。



## 除了類股間的分散外，高息股、大宗商品、債券亦有助於部位風險分散

在利率上揚過程中，高本益比個股面臨修正壓力較大，反而不如獲利穩健以及高息股表現好，以標普高股息指數股利率而言，目前股利率仍近4%，即使公債殖利率升至2%以上，仍相對具有優勢，可做為分散布局的參考。

資產類別部分，債券、黃金、油價具與美股相關性低的特性。其中預期俄烏地緣政治將持續維持危險平衡下，原油供給減少的擔憂、及黃金避險需求，將持續提供油價、黃金價格上的支撐，短期價格隨風險氣氛擺盪，積極操作者，可區間操作。

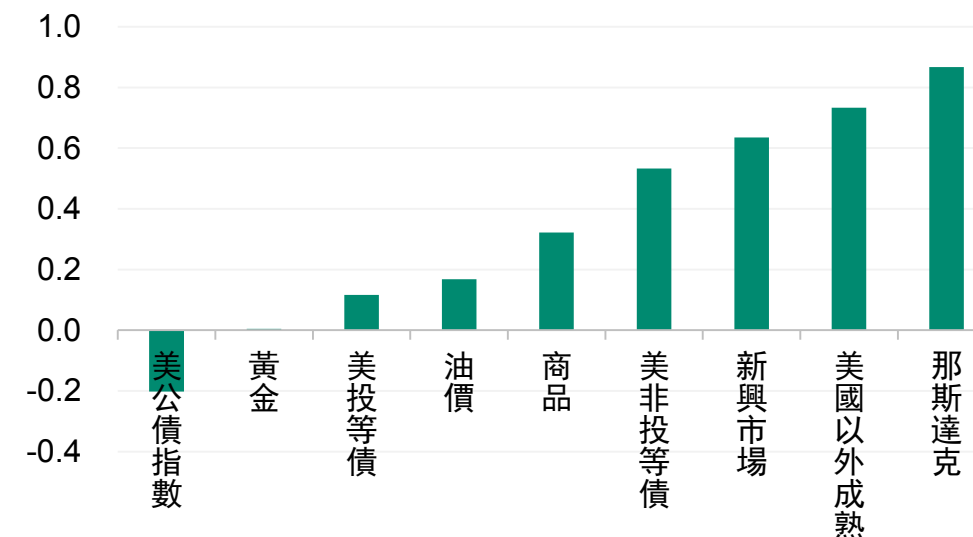
### 殖利率上揚，高息股指數仍具優勢



資料來源：Bloomberg。

### 各類資產與標普500的相關性

與標普500報酬的相關性



註：統計1990/1/1~2022/2/16週資料。

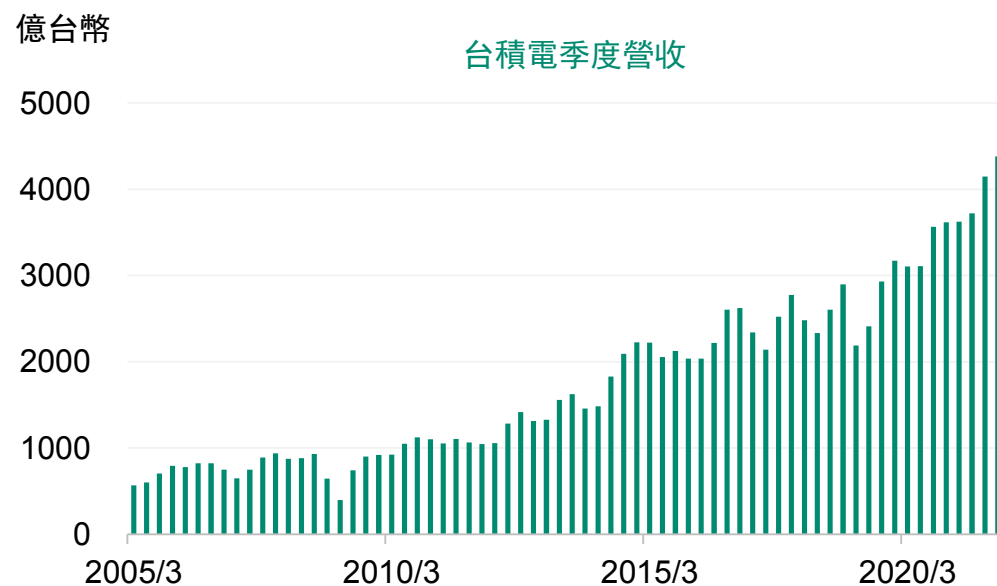
資料來源：Bloomberg。

## 台積電買回庫藏股，半導體前景看旺

台積電宣布買回1387張庫藏股，為2008年之後首次買回庫藏股，主要是用於抵消發行員工新股所造成的股本膨脹。買回張數雖不多，但選在此時啟動庫藏股，暗示目前股價相對合理、看漲的意味濃厚。搭配公司預估1Q營收淡季不淡，金額在新台幣4326~4410億元之間，年增約20%，股價仍有向上推升的空間。

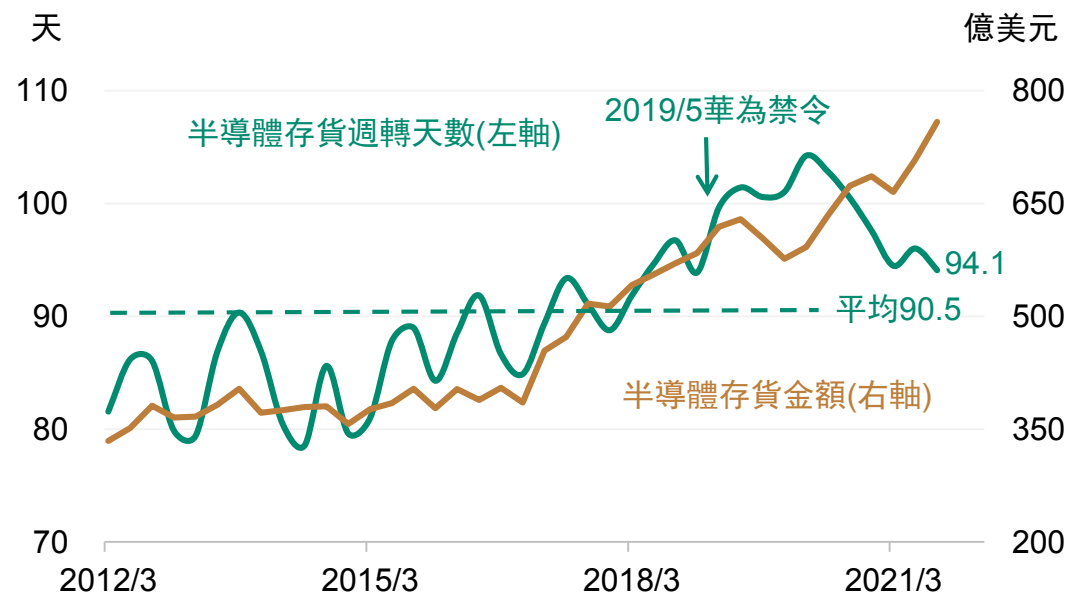
除台積電以外，整體半導體產業亦不看淡，雖然因NB、手機出貨動能減緩，DRAM、面板相關IC有庫存疑慮，不過經過2~3個季度的調整，DRAM報價已止跌反彈。半導體存貨創新高，但週轉天數則下滑，顯示出貨動能更強，符合目前半導體供不應求、訂單交期不斷拉長的情況，半導體佔台股權重近4成，產業前景看旺可望推升台股穩健表現。

### 台積電營收持續走高



資料來源：Bloomberg。

### 存貨週轉天數回落，半導體庫存仍健康



註：指數採用Bloomberg Semiconductor top peer。

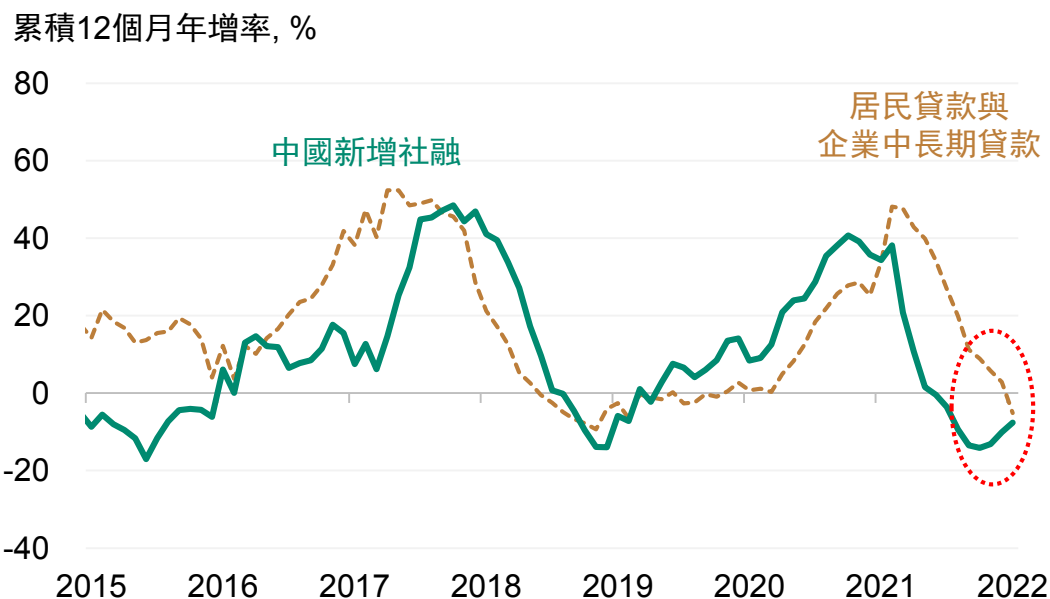
資料來源：Bloomberg。

## 中國 3月有機會再次降息，中國公債利率走勢偏下

自去年底開始的貨幣寬鬆效果逐漸浮現，1月份中國金融數據顯示，新增社融6.17兆、社融存量年增10.5%優於市場預期，穩增長已初見成效。觀察細項，推動社融修復主要為政府債券、企業短期貸款等項目，可歸因於利率下降與政策引導成功。另一方面，企業中長期貸款增速基本持平，民眾貸款持續下降，凸顯企業對景氣的增長存疑、民眾對房市與消費仍處於觀望階段，整體信貸結構有待改善。

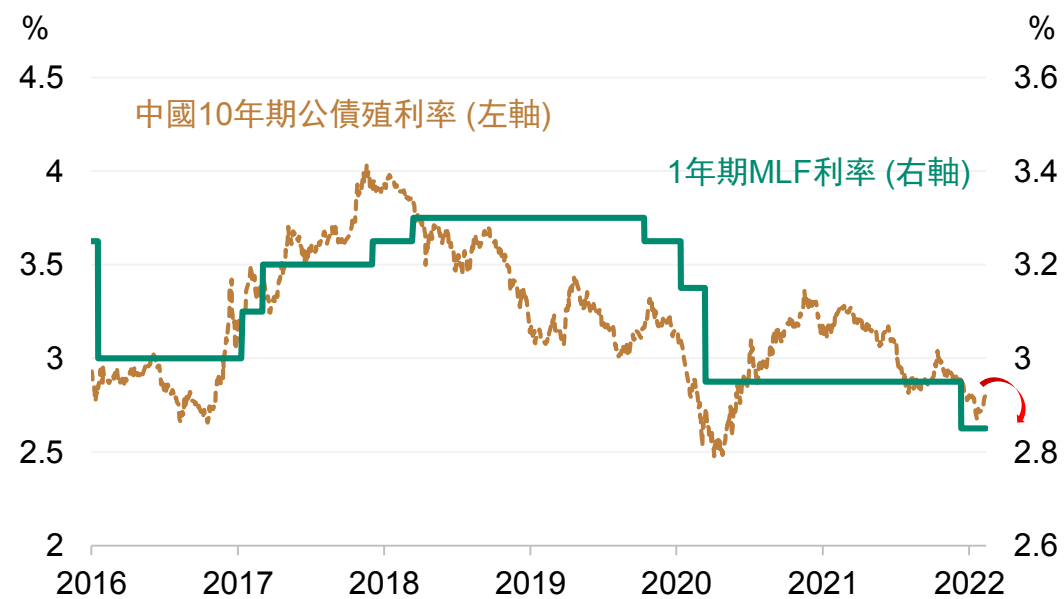
中國2月維持1年期MLF利率不變，增量續做1000億人民幣，後續仍有降息空間，因 1) 信貸結構不佳，企業中長期投資仍需央行加大寬鬆力道。2) 歐美經濟擴張速度放緩，中國出口動能不比2021年。**貨幣政策寬鬆，加上實體經濟復甦耗時，研判中國公債利率走勢偏下，惟中國房市低迷使非投資等級債(HY)表現震盪，布局宜挑選投資等級債，以防部位風險揚升。**

### 民眾與企業貸款意願仍未完全復甦



資料來源: Wind。

### 後續貨幣政策仍有降息空間



資料來源: Bloomberg。

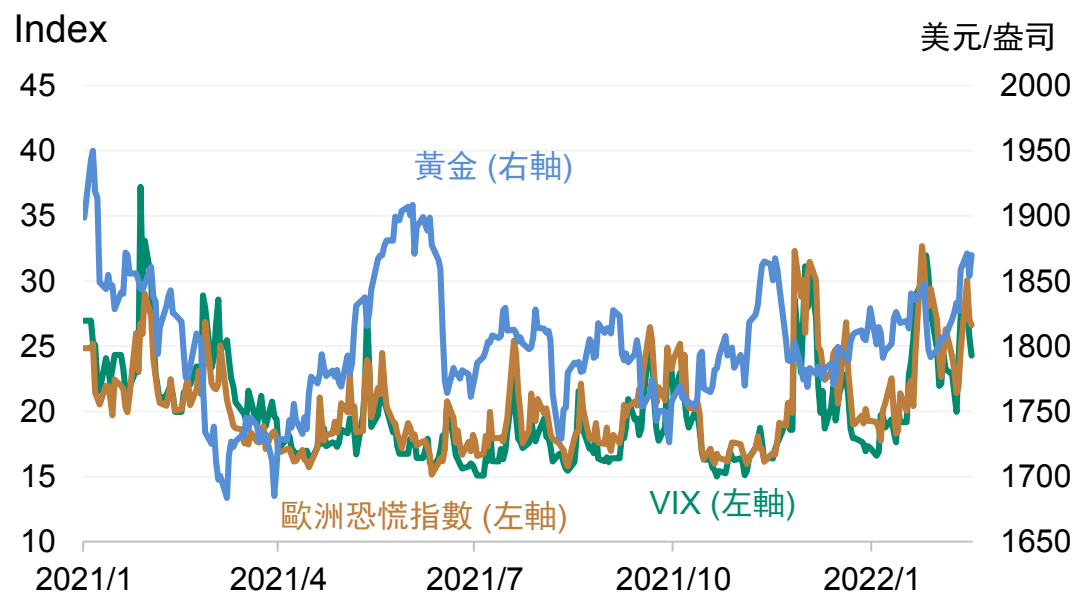
## 黃金 地緣風險多變，通膨預期使金價有撐

過去黃金和美國實質利率呈現高度反向關係，但今年以來兩者卻同向變動，主要反映：

1. 地緣政治風險升溫，烏克蘭局勢導致美俄關係緊張也帶動黃金的避險需求。
2. 全球能源價格高踞，推升通膨升溫，尤其通膨偏高的國家，國內黃金需求成長。如2021年的美國黃金需求年增69%，達到創新高的117公噸，德國黃金需求年增6%至264公噸，連續第二年創下歷史新高，世界黃金協會總計去年全球黃金需求年增31%至1180公噸。

綜合以上，料通膨高漲疑慮、經濟不確定性及地緣政治風險下，對金價提供穩定支撐。積極投資人仍可部分布局黃金作為資產配置的一環，但短期亦不急於追高，待拉回後布建。

### 金價隨市場擔憂情緒波動



資料來源：Bloomberg。

### 通膨預期仍處高位，對金價有撐



資料來源：Bloomberg。



Feb 2022

21

Monday

歐元區製造業PMI  
德國製造業PMI  
英國製造業PMI  
日本製造業PMI  
日本工具訂單  
台灣出口訂單

22

Tuesday

德國IFO  
美國Markit製造業PMI  
美國消費者信心

23

Wednesday

歐元區CPI  
德國GfK消費者信心  
台灣工業生產  
台灣國際收支  
美國MBA 貸款申請

24

Thursday

美國初領失業救濟  
美國個人消費  
美國新屋銷售  
美國GDP  
台灣GDP  
韓國PPI

25

Friday

美國密西根大學市場氣氛  
美國個人支出、所得  
美國耐久財訂單  
美國PCE  
英國GfK消費者信心指數  
日本東京消費者物價  
日本景氣動向領先指標

## 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