



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年5月20日

# 投資研究週報

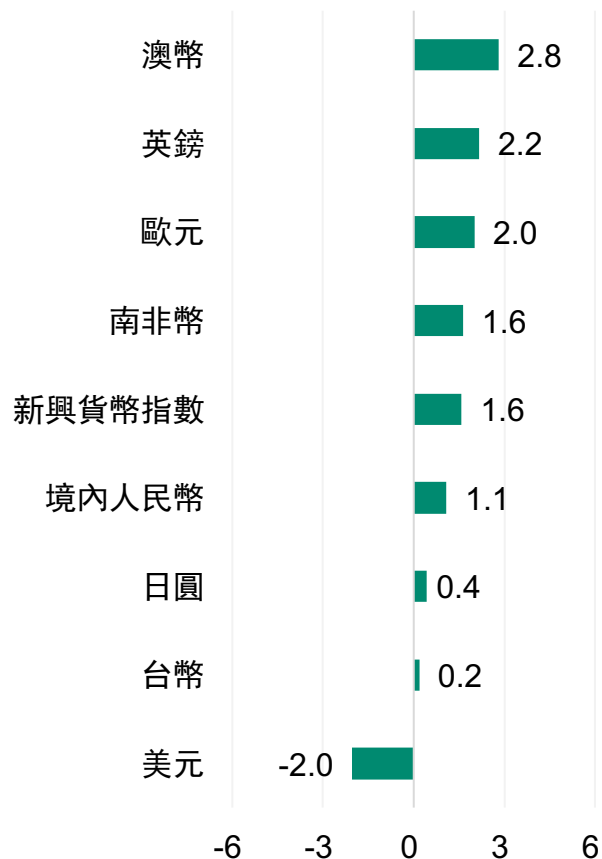
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

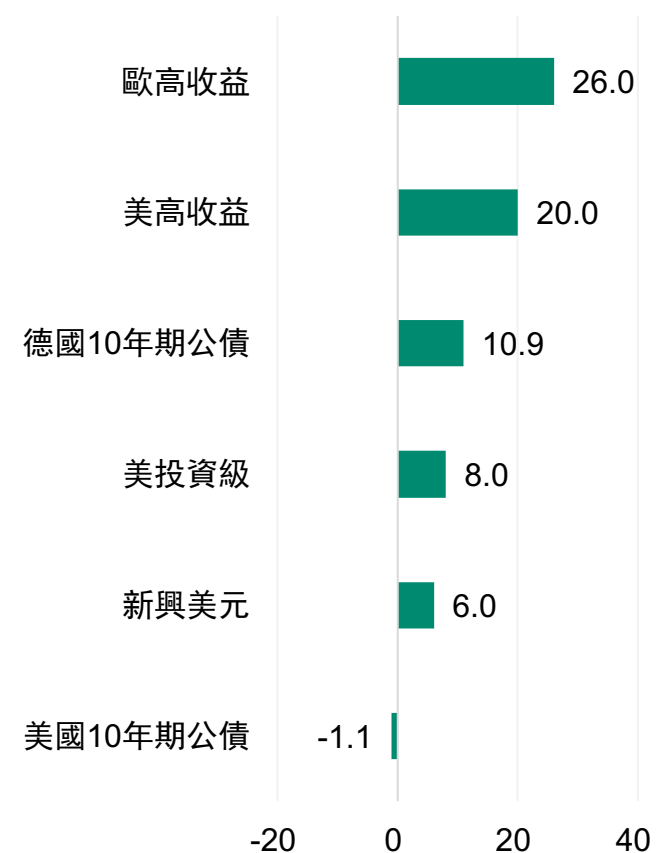
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/5/12- 2022/5/19。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 製造業步伐放緩，服務消費挑經濟大樑

經濟面製造業與服務業表現分化，通膨與升息環境衝擊消費信心，經濟重心將側重服務性消費，伴隨旅遊旺季到來，高頻數據顯示，旅遊、餐飲需求強勁，短期仍可支撐經濟表現。

## ► 股市上沖下洗，何時才能見到反彈？

近期股市下跌已部分反應投資人對經濟衰退憂慮，隨評價面也逐漸回到合理區間，短線浮現反彈契機。然資金環境緊縮以及景氣衰退的疑慮未解，將限縮股市上方空間，市場趨勢延續震盪走勢。

## ► 中國基本面快速惡化，政策面吹來暖風

4月份經濟數據慘淡，上海展開分階段復商復市，加上人行調降首購房貸利率，並大幅下調LPR 15個基點，有利修補經濟與投資人情緒，預期陸股將止跌回穩。

### 股市

金融環境緊縮與衰退疑慮打擊市場信心，不過評價面已有明顯修正，短期股市再大幅修正風險下降，可利用股市反彈的時機進行持股調整，布局高毛利、高股息等優質大型股。

### 債市

美10年債殖利率拉回至3%下方，但聯準會態度仍是最大不確定性，短期通膨維持高位，長率仍有機會震盪走高，但短債殖利率已相當具吸引力，可擇優增持以規避利率風險。

### 匯市

通膨促各國央行加速緊縮，然上半年聯準會升息主導美元偏強的主軸尚未扭轉。全球製造業循環走緩，加上中國封控拖累經濟，基本面與利差不利中、台匯價表現。



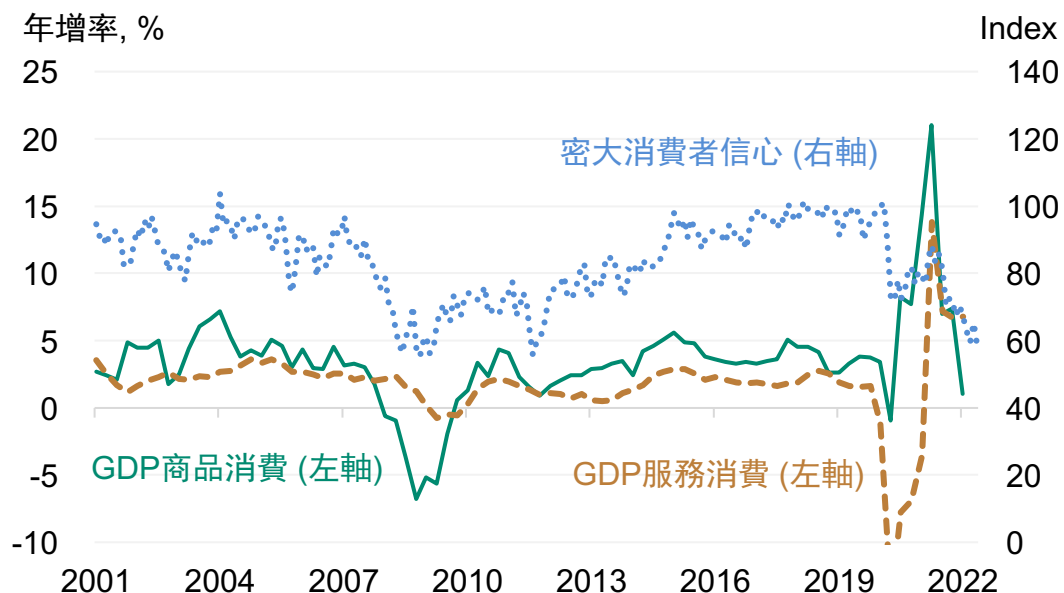


## 通膨打擊商品消費意願，服務支出可望提供短期經濟支撐

投資人的關注焦點正從貨幣緊縮轉向經濟衰退，當前美國製造業與消費走勢分化，從ISM製造業指數到紐約州製造業指數走勢，都已明顯從高位下滑，疫情後由補庫存帶動的生產動能已然消退，民眾的消費狀況將是美國下半年的經濟重心。

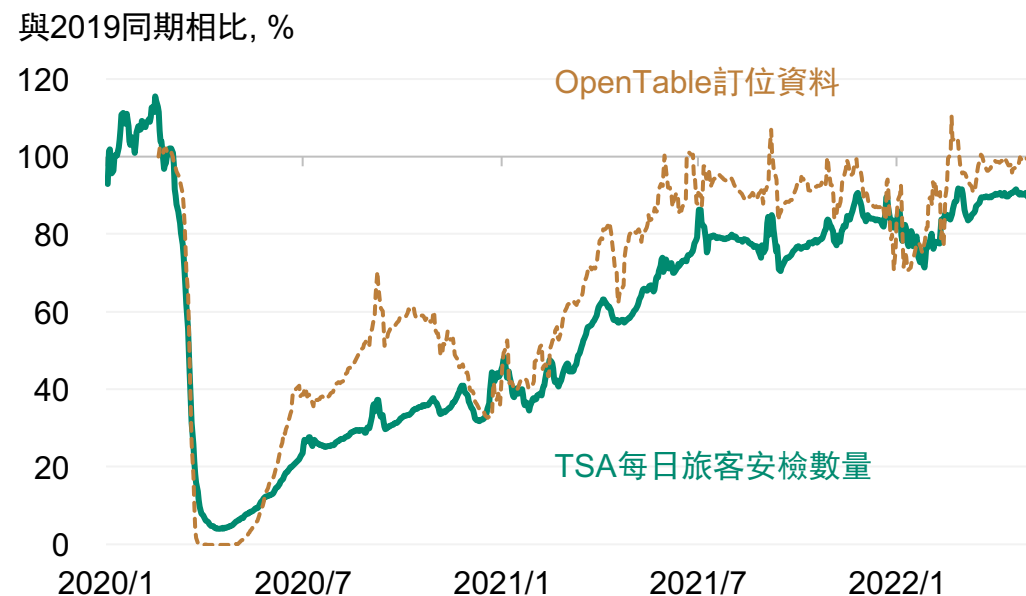
隨著通膨持續位居高檔，加上升息緊縮啟動，高漲的油價使5月密西根大學消費者信心指數進一步走弱，預期後續商品消費動能漸緩。服務支出佔美國GDP消費支出高達6成，當下環境對景氣影響性更顯重要，受惠強勁的就業市場與旅遊旺季到來，1Q GDP中服務消費增速處在高位，而觀察訂餐平台OpenTable與美國TSA安檢人數等高頻數據，旅遊、餐飲的需求強勁，只要新一波疫情受控，服務支出可望提供短期景氣支撐。

### 通膨與升息打擊民眾意願，不利商品消費



資料來源：Bloomberg。

### 服務消費動能隨旅遊旺季到來持續走揚



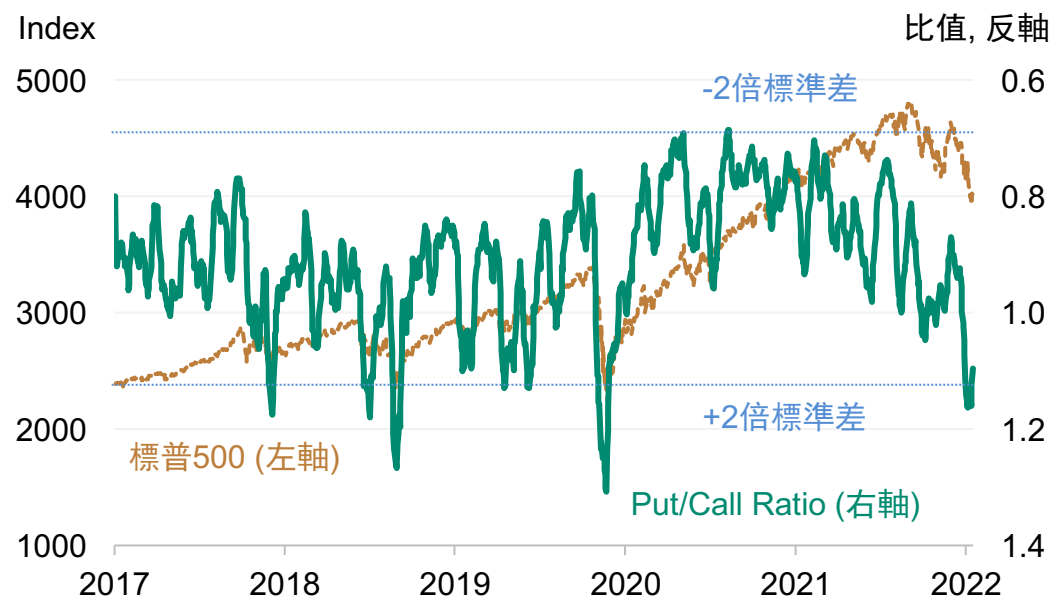
註：OpenTable為美國線上餐廳訂位平台，TSA則提供每日通過檢查站旅客人數。  
資料來源：Bloomberg。

## 市場極度恐慌後有望止穩反彈，逢高宜進行部位調節

近期股市連番重挫之際，期貨市場未平倉量的Put/Call Ratio接近平均值2倍標準差，股市表現已部分反應衰退憂慮，也凸顯市場反應過度之虞，待投資人逐漸消化負面消息，評價面也逐漸回到合理區間，短線將浮現反彈契機。

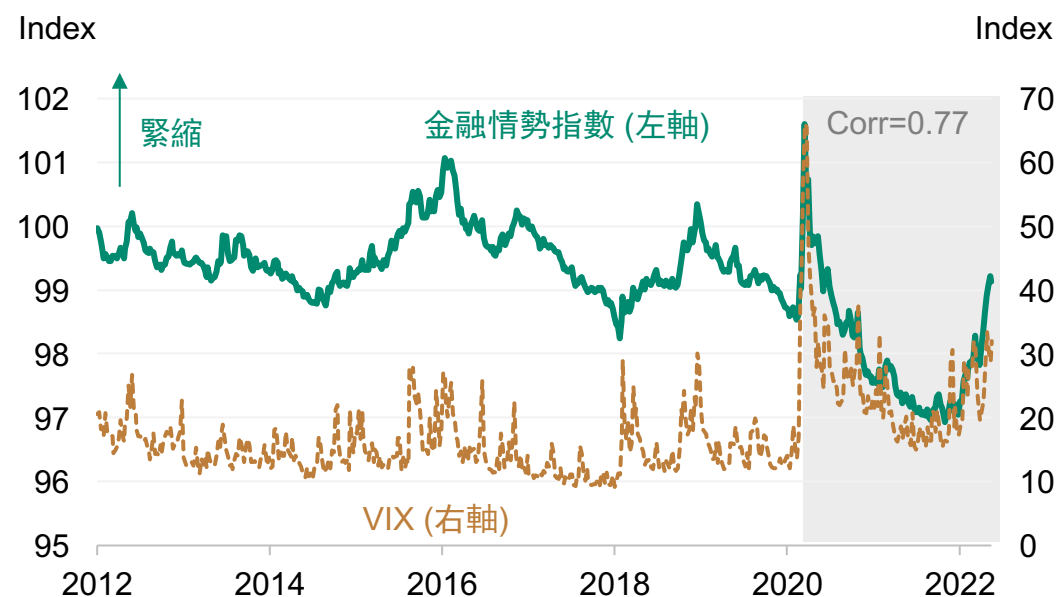
然經濟與企業獲利雖仍維持成長，但增速明顯趨緩，資金環境緊縮以及景氣衰退的疑慮未解，將限縮股市反彈空間，金融環境指數也暗示市場震盪程度不易降溫，整體操作難度上升，策略上逢反彈宜伺機調節部位，透過定期定額方式分批佈局高毛利、高股息等優質大型股，同時增持短天期高評等債券，除有效降低整體部位波動，也可規避利率風險。

### 期貨看空指標接近2倍標準差，市場有過度恐慌之虞



註：Put/Call Ratio為市場上Put未平倉量除以Call未平倉量，比值越大表示投資人越看空。  
資料來源：Bloomberg。

### 金融環境趨緊，市場震盪幅度不易降溫



註：該指數為高盛編製之金融情勢指數，指數越高金融環境越緊峭。  
資料來源：Bloomberg。

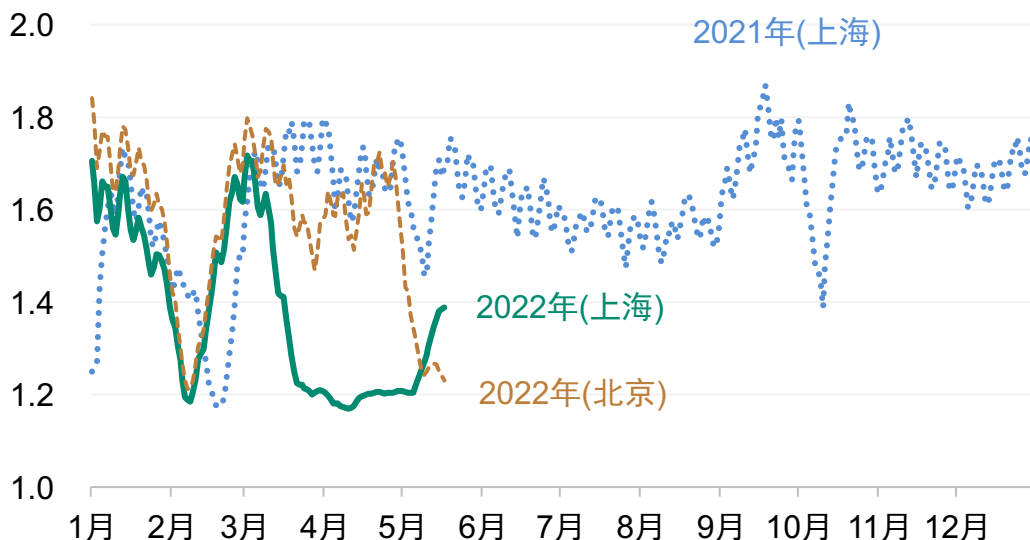
## 中國官方積極釋出政策利多，市場悲觀情緒將獲改善

受到封控措施衝擊，4月各項經濟數據出爐，無論在社會融資、生產、消費都極度低迷，2Q景氣將明顯劣於1Q。為緩解防疫對經濟的負面影響，中國官方也更加積極釋出政策利多，近期重要政策包含：1) 上海宣布三階段解封，6月全面恢復正常生活秩序。2) 首購個人房貸利率下限調整為LPR減20個基點，並大幅調降5年期LPR 15個基點，寫下改革來最大降幅紀錄。3) 重申支持平台經濟與企業海外上市。

官方一系列行動有助改善市場情緒，若無再次封城等重大事件，股市有望止跌盤整。考量政策力道有望進一步加大，境內外股價指數本益比來到近年低位，投資人情緒已大幅改善，中期反彈契機浮現。但基本面受創慎深難於短期復原，加上疫情清零陰霾仍存，景氣反轉趨勢進一步明確前，市場仍充滿不確定性，操作上宜以衛星部位視之，並以分批方式布局。

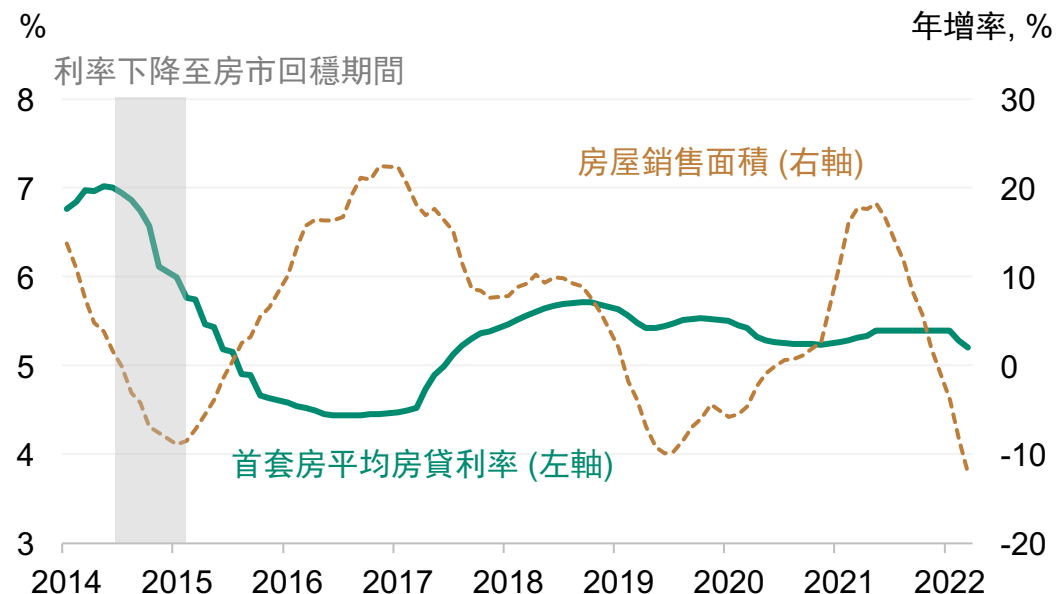
### 上海分階段解封，經濟活動可望逐漸回復常態

擁堵延時指數



註：該指數顯示各城市交通行駛時間，數值越高表示行駛時間越長，城市道路越壅塞。  
資料來源：Wind。

### 房地產活動落後利率變化2至3個季度



資料來源：Wind。

# 台股 製造業循環測底，晶圓廠調漲代工價定軍心

台灣製造業景氣自高檔回落，台股同步回檔修正，截至2022/5/13，台股加權指數已回吐過去一年漲幅，由於目前仍處電子產業淡季，且消費電子需求下滑，加上全球經濟成長放緩，對於台灣景氣疑慮仍存。不過台股修正後，前瞻本益比回到11.4倍，低於近十年平均14.2倍，已回到合理水準。

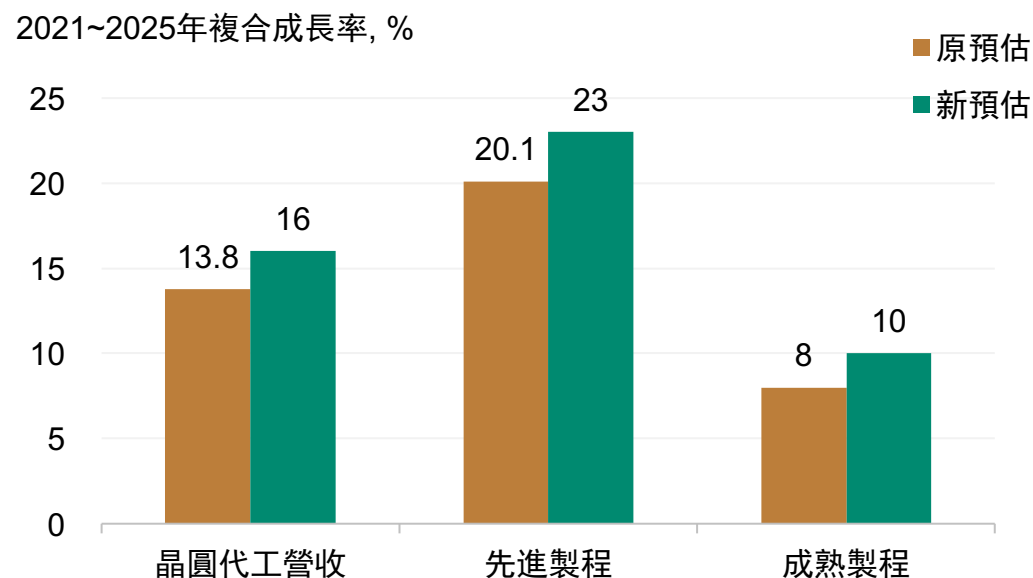
台積電、三星分別調漲晶圓代工價格8%、20%，顯示半導體供應鏈仍呈現緊張，研調機構上調晶圓代工業2021~2025年複合成長率，自13.8%上調至16%，其中先進製程受惠HPC、電動車、IOT等需求強勁，長期展望更優於成熟製程，台股主帥長期仍看旺，整體評價修正至合理區間，台股可望落底展開反彈。

## 台灣製造業景氣自高檔回落，股價領先探底



資料來源：國發會, Bloomberg。

## 晶圓代工調漲價格，長期展望看旺



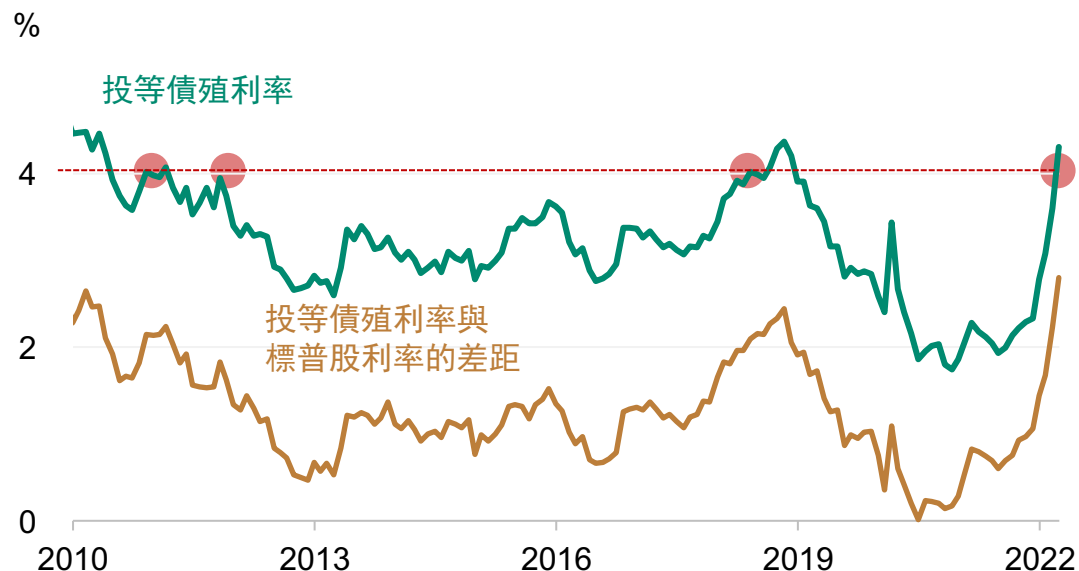
資料來源：Gartner, 高盛。

# 債市 美債殖利率吸引力漸增, 布局以短天期債券為主

在緊縮過程中, 令市場波動加大, 但也帶來新的機會。投資等級債指數殖利率已突破4%, 且相較標普500股利的差距也來到2010年的高點, 提供以息收為目的客戶, 更具吸引力的收益的選擇。

參考2010年以來的經驗, 若在投資等級債殖利率突破4%之後購入債券, 未來3個月~2年後多有正報酬, 且相較隨殖利率走升, 波動加大的股市, 投資等級債的表現更加穩健。觀察近期通膨數據不再創高, 且在Fed抗通膨的決心下, 料通膨有望在下半年緩步放緩, 加上企業獲利持續強勁, 將有利經濟有序放緩。短期通膨數據仍高下, 利率波動仍大, 布局宜以短債為優先, 持有個券又具到期鎖利的優勢。

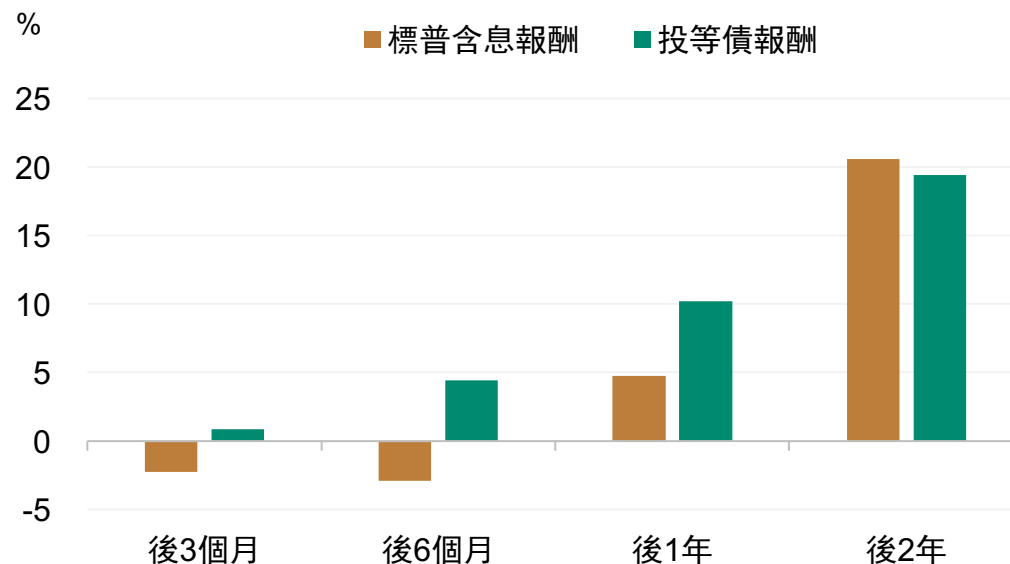
## 投資等級債指數殖利率已突破4%, 債市的吸引力漸增



註: 資料期間2010/1-2022/4。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

## 2010至今, 投等債利率突破4%後市場表現



註: 統計2010年以來投等債利率突破4%之後的表現。取2010/12、2011/3、2018/9三次的月資料。

資料來源: Bloomberg。

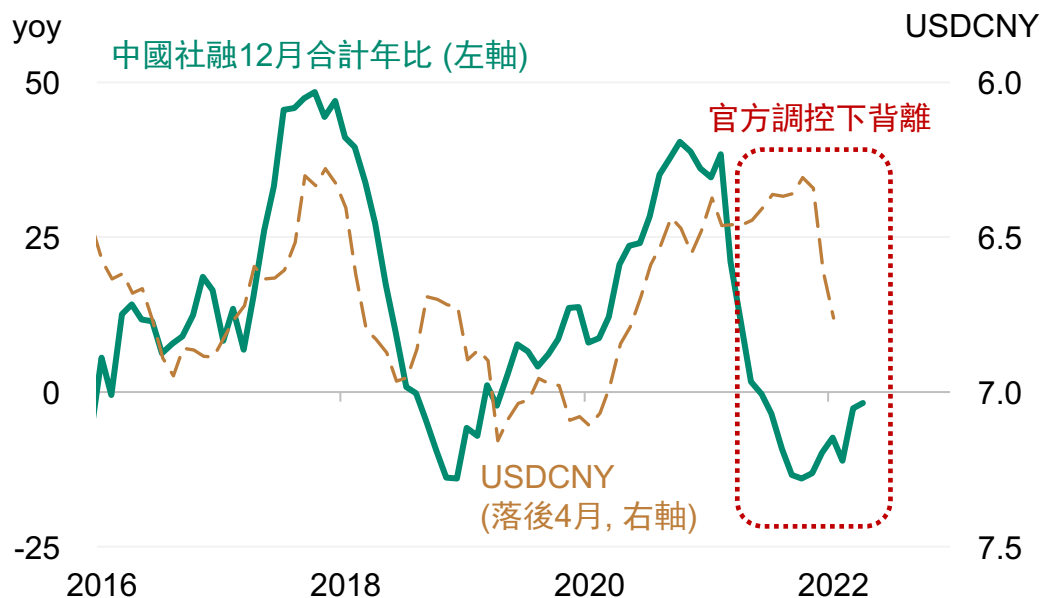


## 匯市 美國貨幣政策緊縮、製造業循環下行, 令中、台兩國匯率仍呈偏弱格局

上半年聯準會升息主導美元偏強的主軸尚未扭轉, 而過往兩年受惠疫情紅利的中、台兩國製造業仍面臨由盛轉衰的階段, 雖然歷經4月~5月中旬急貶後, 風險氣氛好轉下兩國匯率短線有所回升, 但基本面格局尚不利匯率表現。其中:

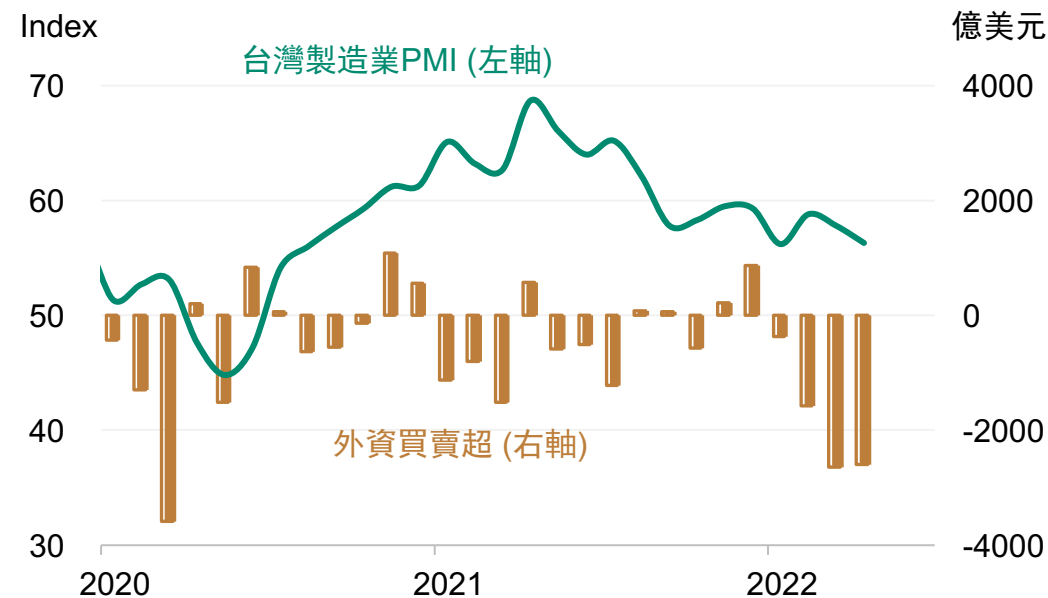
- 1)人民幣: 官方調控下, 刻意維持人民幣維持高檔, 令**2021年以來匯價與社融走勢背離**, 但上海封城下, 4月社融等數據低迷, 後續人行勢將持續放鬆貨幣政策以因應低迷的經濟, 人民幣有補貶的空間。長線而言, 美、中央行政策走向分歧, 仍令**人民幣呈現偏弱走勢**。
- 2)台幣: 近期楊金龍總裁赴立院答詢, 令市場揣測央行可能以信用管制加強對房價調控、升息半碼以緩和疫情下受傷的內需。但由製造業PMI可看出**製造業循環動能仍偏下行**, 加上**外資對台股賣超**持續, 恐令**台幣仍處弱勢**, 有買匯需求可隨股市反彈或月底出口商賣匯之際換匯。

官方調控下令2021年以來人民幣與社融循環背離



資料來源: Bloomberg。

製造業循環下行、外資持續賣超, 仍不利台幣



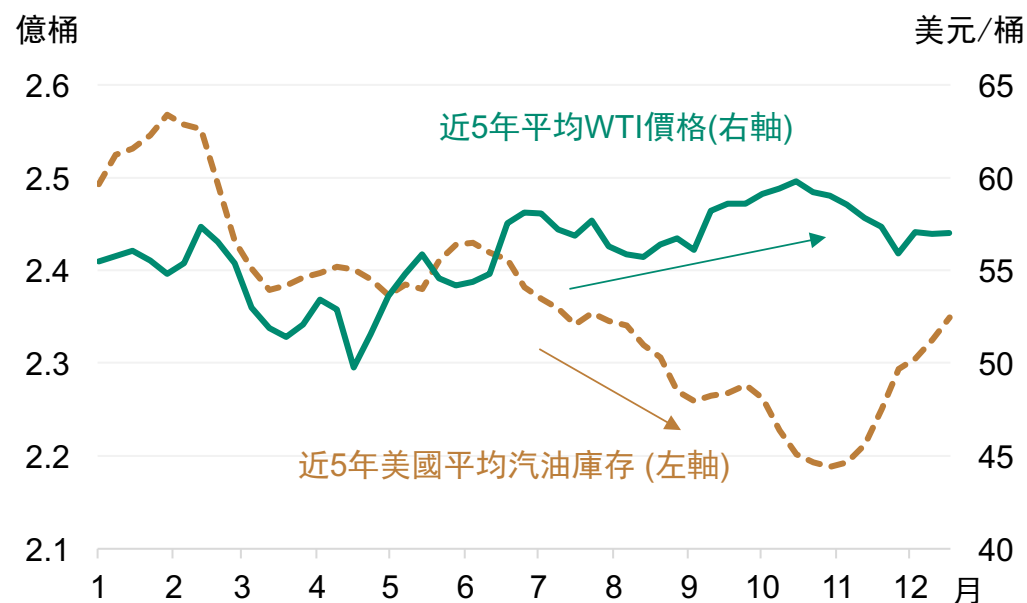
資料來源: Bloomberg。

## 能源 夏季用油支持近期高盤，景氣放緩為上方壓力

中國逐步解封、鬆綁房貸政策，加上夏季用油旺季將至，推升汽油價格創新高等利多，使得西德原油重新站上每桶110美元關卡。**就短期來看，油價具有強烈的季節性需求，加上庫存偏低的情況下，使得油價短期仍維持高位。**

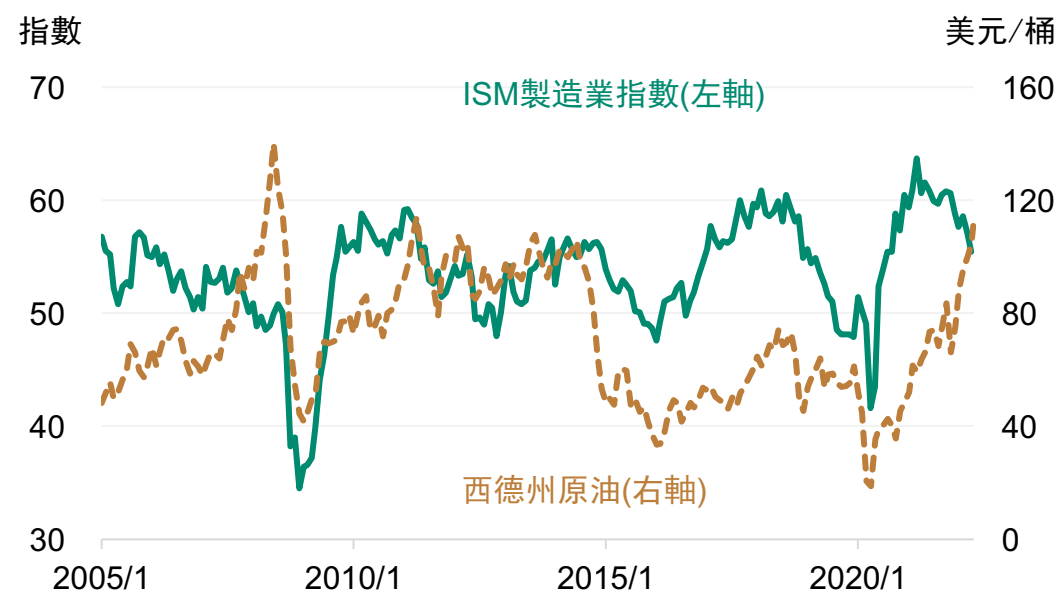
但就大環境來看，全球景氣放緩態勢未變，各國製造業PMI均至高點回落，加上美國逐步增產，甚至放寬委內瑞拉石油等措施，恐不利油價突破前波高點。**因此，能源投資上以波段操作為主。**

### 季節性需求支撐油價短期維持高位



資料來源：Bloomberg。

### 景氣放緩，為油價上方壓力



資料來源：Bloomberg。

# May 2022

23	Monday	24	Tuesday	25	Wednesday	26	Thursday	27	Friday
德國IFO 台灣失業率 台灣工業生產		美國新屋銷售 美國製造業PMI 日本製造業PMI 歐元區製造業PMI		台灣GDP 德國GDP 美國耐久財訂單 德國消費者信心指數		韓國央行 美國GDP 美國初領失業金人數 日本進出口 日本核心機器訂單		日本CPI 中國工業利潤 美國個人收支 美國躉售存貨 密西根大學市場氣氛	

## 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