



國泰世華銀行
Cathay United Bank

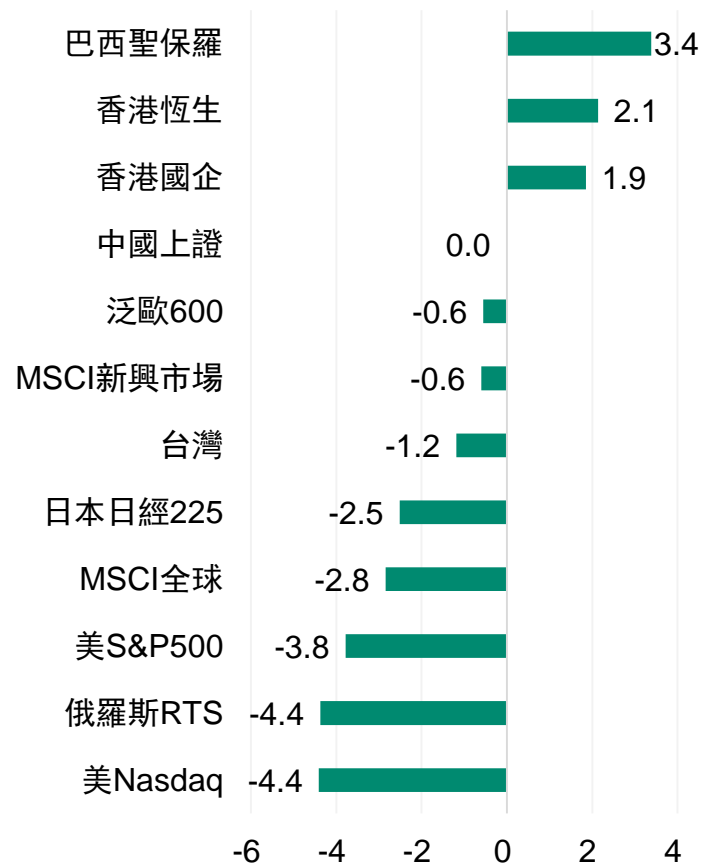
2022年1月21日

投資研究週報

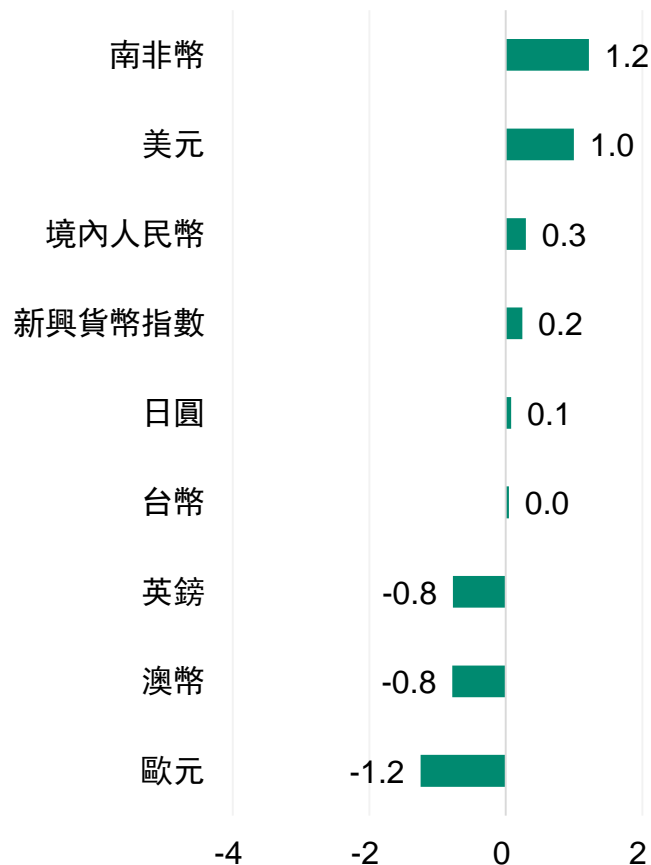
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

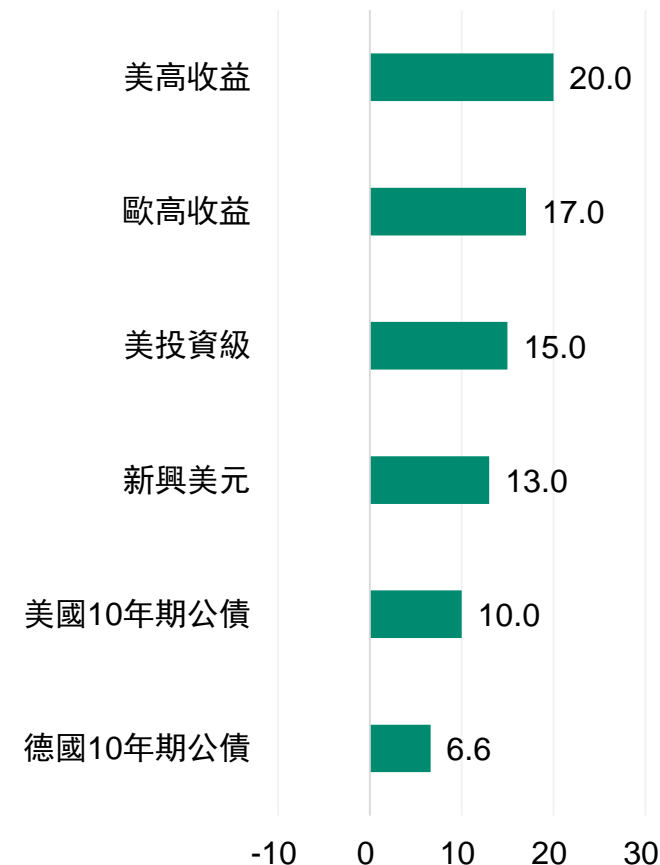
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/1/13-1/20。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Fed緊縮進程為何？

FOMC會議記錄揭示Fed將加快升息，且部分官員支持升息後不久開始縮減資產負債表。於此，1/26-27召開的利率會議勢必對緊縮時程進一步說明。研判「**今年升息4碼、下半年縮表**」應屬可期。

► 步入緊縮，美國股債市看法

Fed升息壓力令近期債券、科技股跌幅較重，但長線而言，**高評級債在初次升息時多呈先下後上之勢**；而**台股積電法說會亦透露，“5G、HPC”的產業需求未變**，故「數位轉型」題材的大型股仍將是長線投資主軸。

► 中國經濟與政策走向

中國社融連兩月回升，但新增人民幣貸款不如預期，所幸PPI略有放緩，人行得以降息揭示支持經濟之意。後續在疫情清零與冬奧在即的雙重壓力下，**後續人行仍將寬鬆以對，A股上半年存在波段行情機會。**

股市

美國企業獲利增長態勢未變，美股長線維持偏多格局。惟貨幣政策轉向，緊縮政策對評價面產生壓抑，勢將增添短期市場波動。因應政策轉變，加上**鄰近年關，投資人不妨可放慢投資節奏，保留投資彈性。**

債市

年初以來，FOMC會議記錄與眾Fed官員發言雖觸發美債殖利率加速調整。但觀察過往兩次步入升息時，高評等債ETF皆為先下後上走勢，故**對長線投資人而言，趁升息前後逢低布建，不啻為具資金配置者的投資策略。**

匯市

美國高踞的通膨壓低實質利率，降低資金的吸引力，削弱近期美元走勢。但長線而言，美、歐政策利率差異仍在，且美國上半年通膨高踞，添增Fed加速緊縮節奏的壓力，仍**支持美元維持長線偏升格局。**

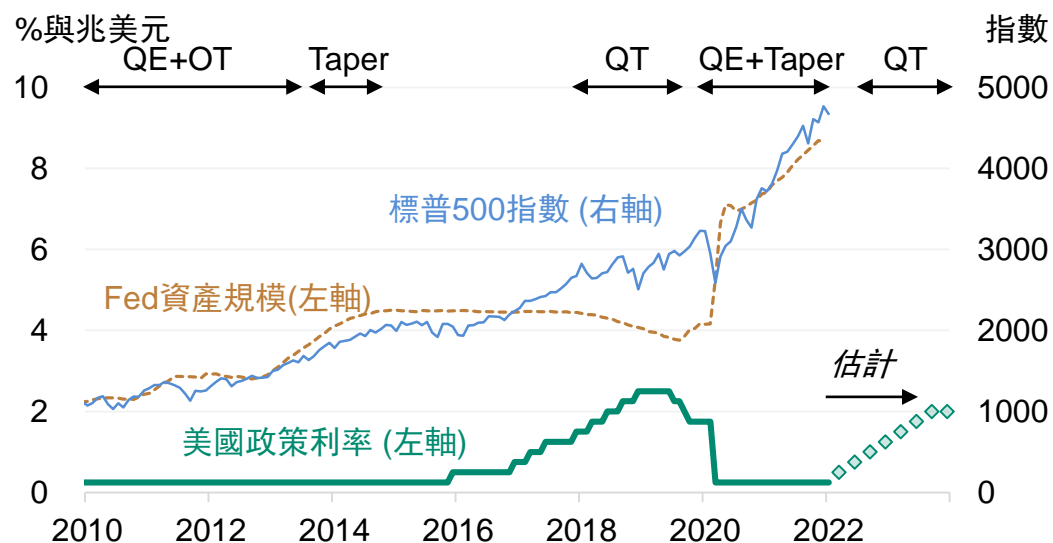
FOMC會議紀錄揭示Fed將加快緊縮節奏, 市場對貨幣政策轉變開始進行調整

FOMC會議記錄揭示Fed將**加快緊縮節奏**, 重點:

- 1) 升息比先前預期更早、**升息步調更快 (預估2022年共升4碼, 每季升1碼, 6或7月開始縮表)**;
- 2) 部分官員支持升息後不久開始**縮減資產負債表** (簡稱為「縮表」, Quantitative Tightening, 「QT」)。

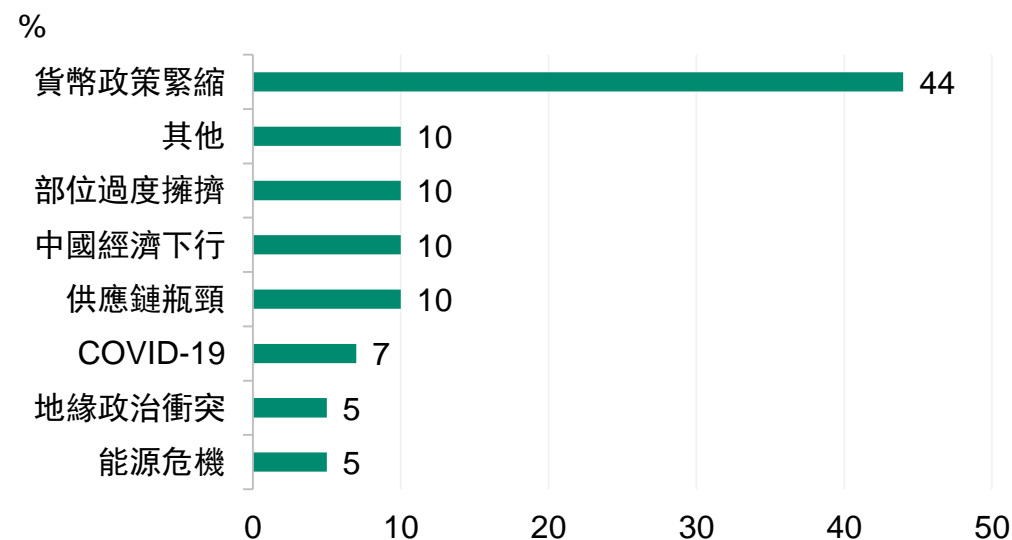
而根據調查, 投資人多認為2022年最大的市場風險應屬「**貨幣政策緊縮**」無疑, 領先部位過度擁擠、中國經濟下行、供應鏈瓶頸等風險。這也令年初以來股市走勢較為顛簸, 凸顯市場對貨幣政策轉變已開始進行調整。

Fed緊縮節奏有所加速, 除升息外, 還將進行縮表



註: QE表量化寬鬆, OT表扭轉操作, Taper表減少購債, QT表縮減資產負債表。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華投研團隊預估。

貨幣政策緊縮為今年投資人最為擔憂的風險



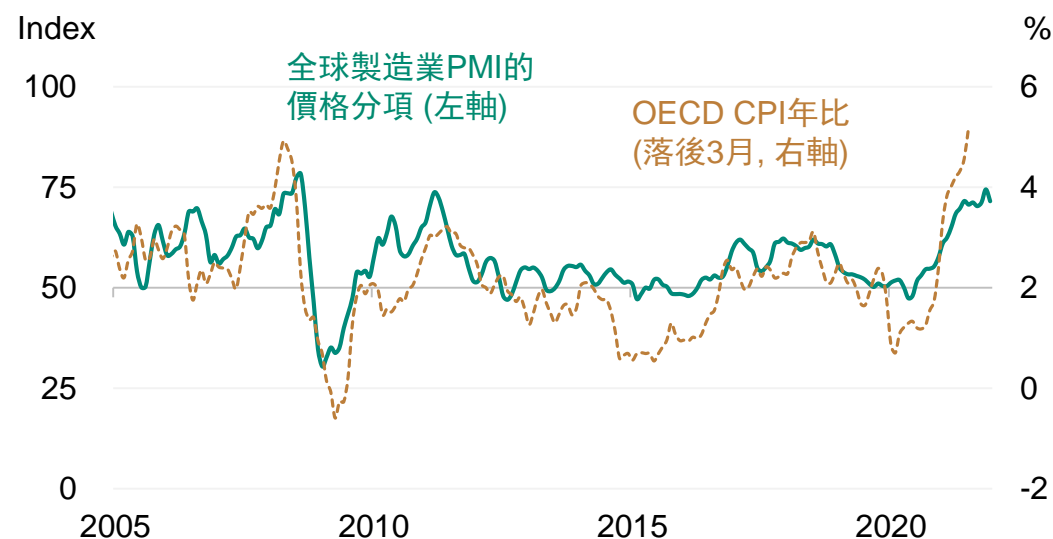
資料來源: JPM對客戶調查。

通膨呈前高後低態勢，令上半年Fed更偏鷹派，惟高評等債於升息前後皆為「先下後上」走勢

據Fed主席鮑爾聽證會所述，“由於勞動市場迅速恢復，通膨壓力將持續到年中”，今年通膨前高後低的格局下，令Fed上半年偏向鷹派、加速緊縮的壓力較大，也令債市走勢較為震盪。

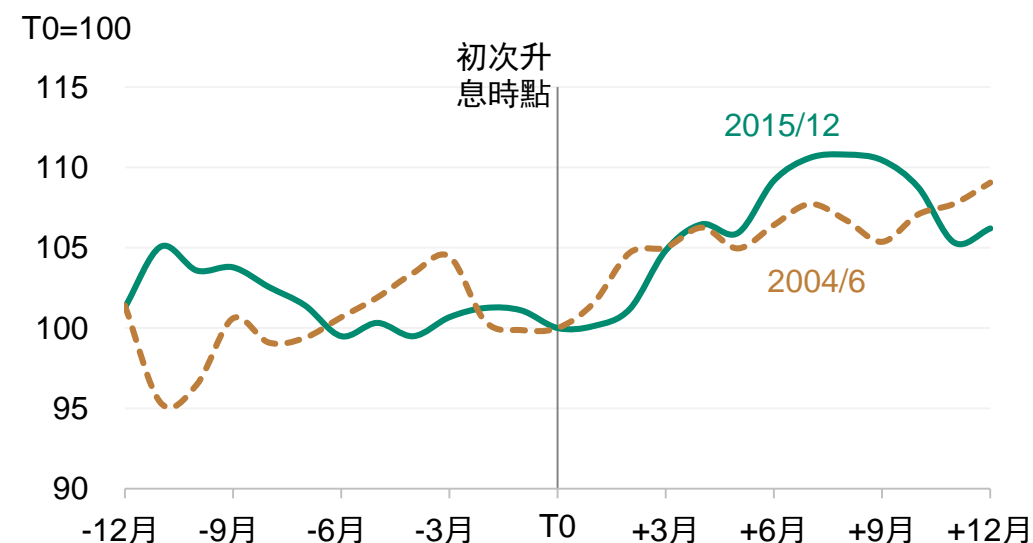
惟過往兩次步入升息，高評等債ETF皆為先下後上走勢，因此短期間持有高評等債雖然價格波動難免，但對長線投資人而言，趁升息前後逢低布建不啻為具資金配置者的投資策略。

上游報價略見舒緩，但上半年通膨高踞仍令Fed偏鷹



資料來源：Bloomberg。

惟兩次步入升息，高評等債ETF皆為先下後上走勢



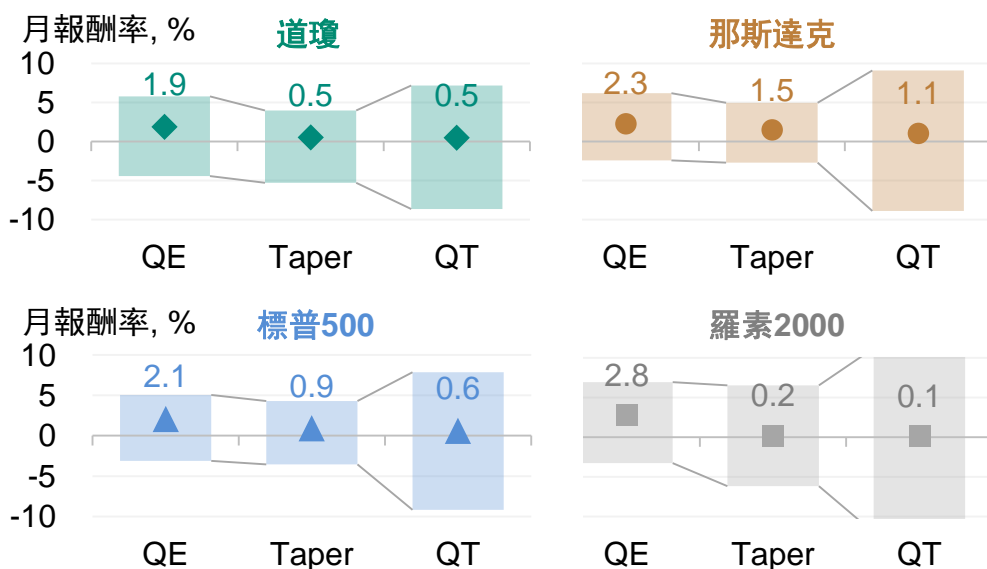
資料來源：Bloomberg。

股市方面，貨幣政策轉緊時，往往令市場波動幅度加大，投資人不妨放慢布建的節奏

據過往經驗顯示，當貨幣政策轉進Taper與QT時，美股指數表現確受影響，平均而言，報酬率雖仍為正值，但漲幅卻不如QE期間，而下方跌幅區間則有所放大。比較指數差異，**科技股長線為產業主流的情況不因貨幣政策有所易位，但下方波動幅度確實放大**；而大、小型股間的差異在政策轉變後則相當顯著，**小型股表現明顯不如大型股**。

美國企業獲利增長態勢未變，故近期跌勢可定義為Fed緊縮令股市評價回調，統計過往評價造成的股市回調約以10-15%計，後續跌至去年10月初的起漲點附近，跌勢應逐漸止穩。但1月下旬至2月會需要時間築底，目前**鄰近年關不妨可放慢投資節奏，保留投資彈性**。惟由台積電法說會內容可看出，**“5G、HPC相關應用的產業大趨勢未變”**，故具「數位轉型」題材的大型股仍是長線投資主軸。

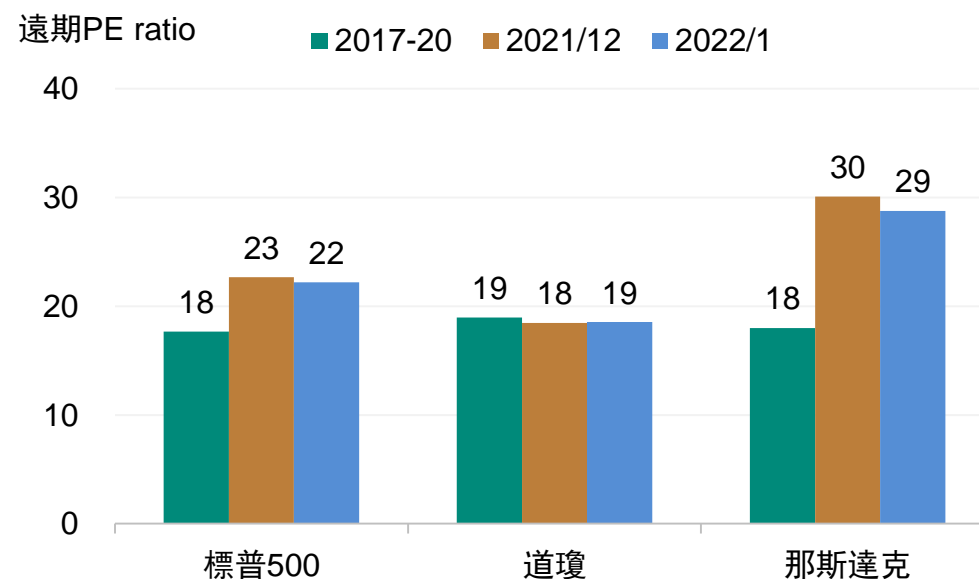
美股波動加大，正報酬降低，但牛市尚未扭轉



註：QE表2012/9-13年購債時期，Taper表2014年減債時期，QT表2018-2019/8年縮表時期。柱狀圖表統計期間內的月變動高低區間，點表示表示平均月報酬率。

資料來源：Bloomberg。

評價較高的科技股仍處於「de-rating」的階段



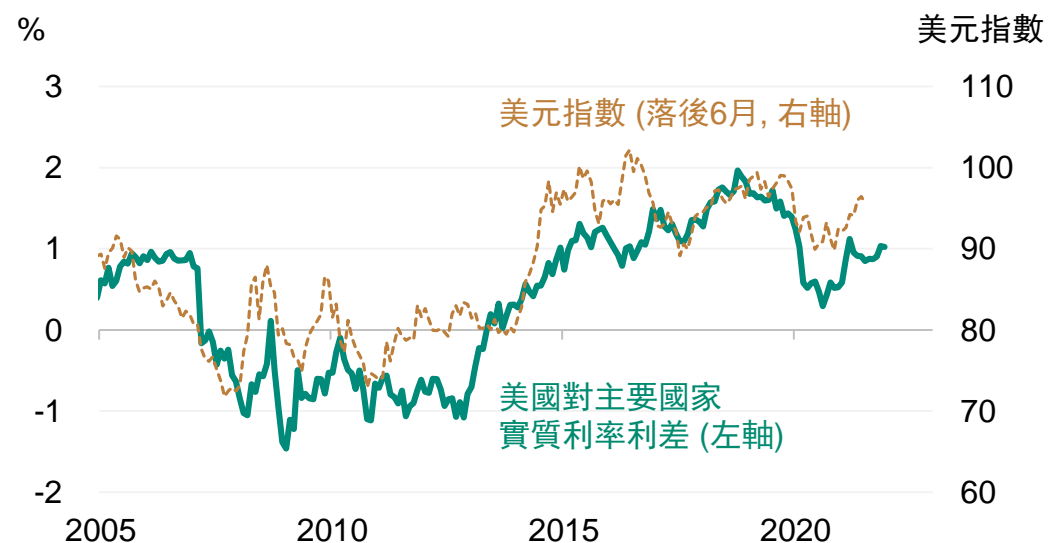
資料來源：Bloomberg。

匯市方面，貨幣政策依舊支持美元偏升格局；中國信貸循環改善應予澳幣支持

美元：美國高踞的通膨壓低實質利率，降低資金的吸引力，削弱近期美元走勢。但長線而言，美、歐政策利率差異仍在，且美國上半年通膨高踞，添增Fed加速緊縮節奏的壓力，仍**支持美元維持長線偏升格局**。

澳幣：澳洲央行雖仍維持政策利率不變，但業已放棄“殖利率控制政策”，並將於今年2月結束購債政策。此外，中國官方政策有所放鬆，加上近期人行宣示性降息，揭示支持經濟之意，且社融年比逐漸呈現築底之勢，故美元雖仍處升勢，但**後續中國社融回升應能予澳幣下方支撐**。

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。

中國信貸循環築底應有助支撐商品貨幣表現



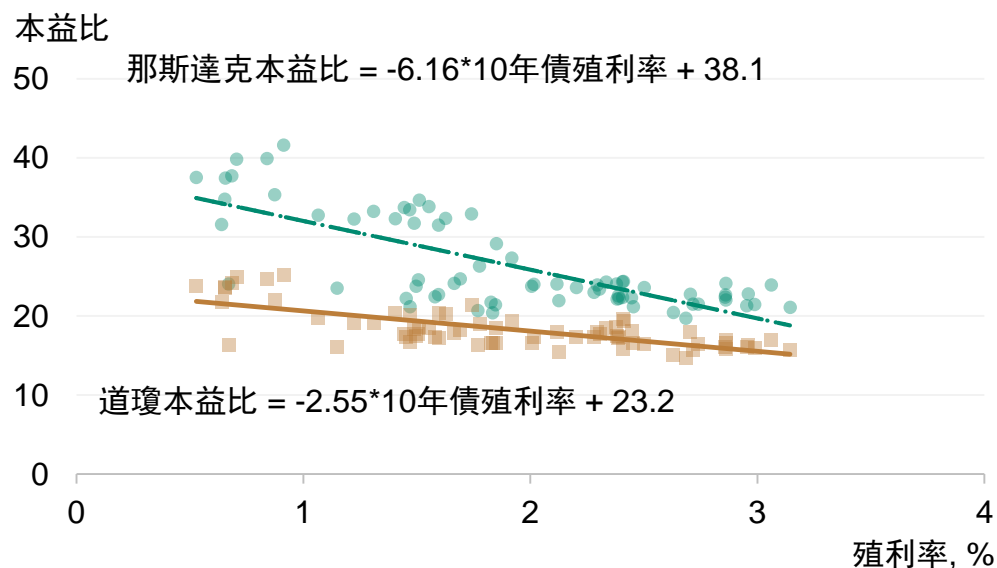
資料來源：Bloomberg, 世界銀行。

科技 利率上彈使科技股短期評價面臨修正壓力, 但科技成長前景未變

繼鮑爾表態緊縮之後, 連偏鴿派的副主席布蘭納德也支持緊縮, 使得3月升息機率已攀至9成, 帶動美國10年公債殖利率突破1.8%, 也造成股市的回檔修正, 其中科技股的評價跟利率的敏感度較大, 使得跌幅較大, 另一方面, 非科技族群受到油價的提振, 加上利率敏感度較低, 使得跌幅相對可控。

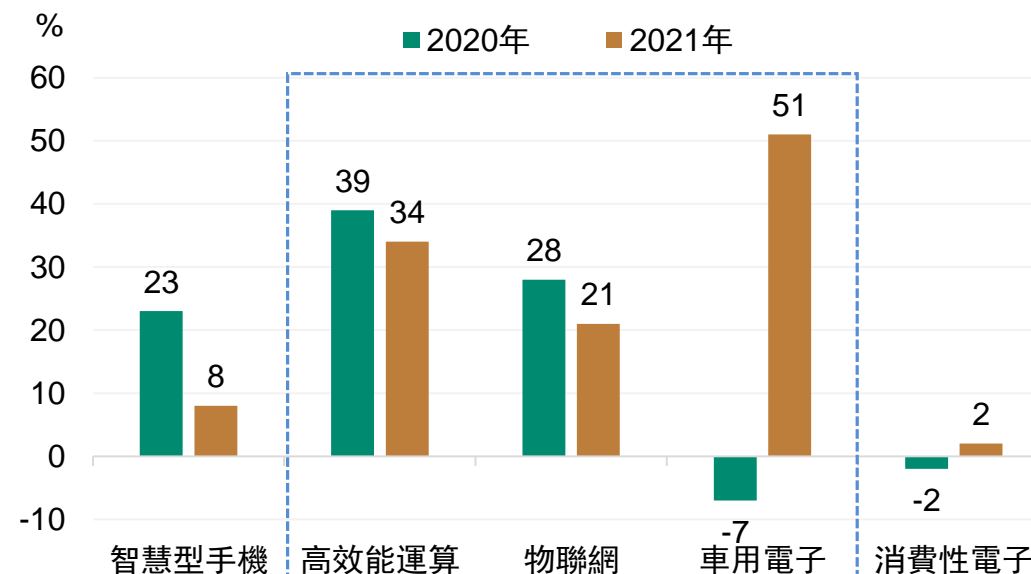
科技股短期雖面臨評價修正壓力, 但就後續展望而言, 創新科技的運用需求仍相當強勁, 以市佔超過50%的代工龍頭台積電為例, 預期高速運算、物聯網及車用電子的成長性仍值得期待。

利率上彈期間, 科技股相對受壓



資料來源: Bloomberg, 期間2016/3-2022/1。

高效能運算、物聯網、車用電子未來成長性仍強



資料來源: 台積電2022年1Q法說會資料。

科技

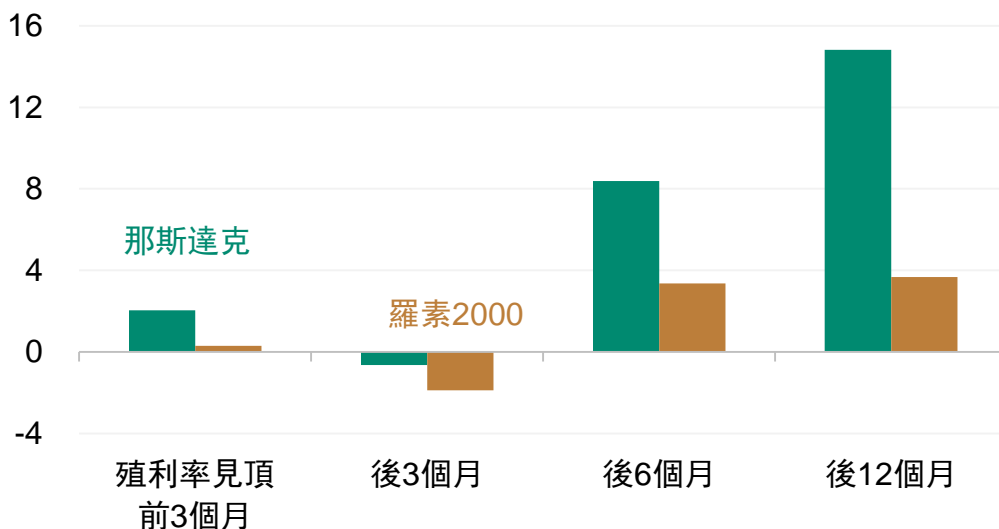
殖利率飆高, 大型股較小型股具優勢; 反壟斷法尚不影響大企業產業領先的地位

美國公債殖利率急升, 股市面臨修正壓力, 觀察過去整段殖利率上升期間, 股市普遍呈現大漲, 但是到了殖利率高點附近, 股市漲勢轉為顛簸, 且走勢分化, 相較之下, 由於**大型企業獲利穩健, 且波動較低, 資金傾向往大型股集中, 且時間拉長, 大型股報酬率明顯優於小型股。**

美國參議院司法委員會通過針對大型科技股的反壟斷法案, 禁止企業在其平台上為自家產品創造不公平的優勢, 蘋果等公司已付出數百萬美元進行遊說。法案若正式立法, 預料將增加科技龍頭股的相關法遵及審查費用, 但尚不影響其產業領先地位。大型科技股面臨本益比修正, 但由於獲利成長性高, FANG指數本益/成長比自2020/7以來仍低於1, 代表在獲利高成長下, 高本益比具相當支撐, 大幅修正空間有限。

殖利率挑戰新高, 大型股表現較為穩健

漲跌幅, %

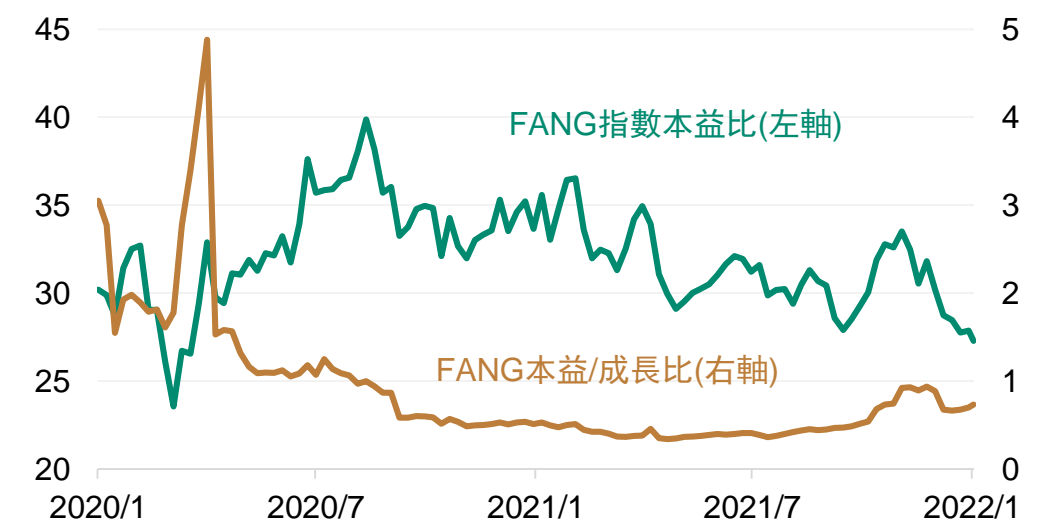


註: 統計2012/7~2013/12、2016/7~2018/11期間, 殖利率上升至高點前後指數平均漲幅。
資料來源: Bloomberg。

大型科技股本益/成長比仍低, 大幅修正空間有限

未來12個月預估, 倍

比值



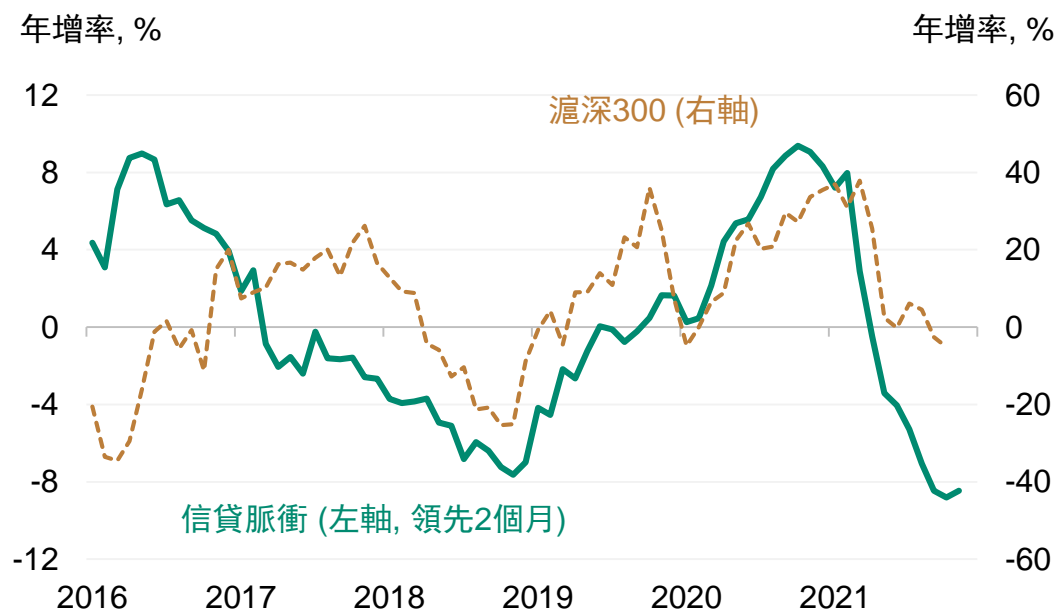
註: 本益/成長比係以預估未來12個月本益比除以預估未來12個月獲利年增率, 通常以1為基準, 高於1表示評價偏高, 低於1表示評價合理。
資料來源: Bloomberg。

中國 央行降息提振市場預期, A股隨信貸循環止穩向上

中國央行接連下調OMO、MLF與LPR利率，原因包含以下三點：1) 2021年12月經濟增速進一步放緩，企業貸款需求低迷。2) 疫情在各地快速擴散，零容忍防疫措施更不利景氣復甦。3) PPI見頂回落，物價增速放緩有助減輕人行對降息的顧慮。本次降息的主要目的為強化市場對經濟成長的預期，在目前景氣環境下，穩增長步履維艱，後續進一步降準、降息或結構性貸款條件放寬等政策的推出依然可期。

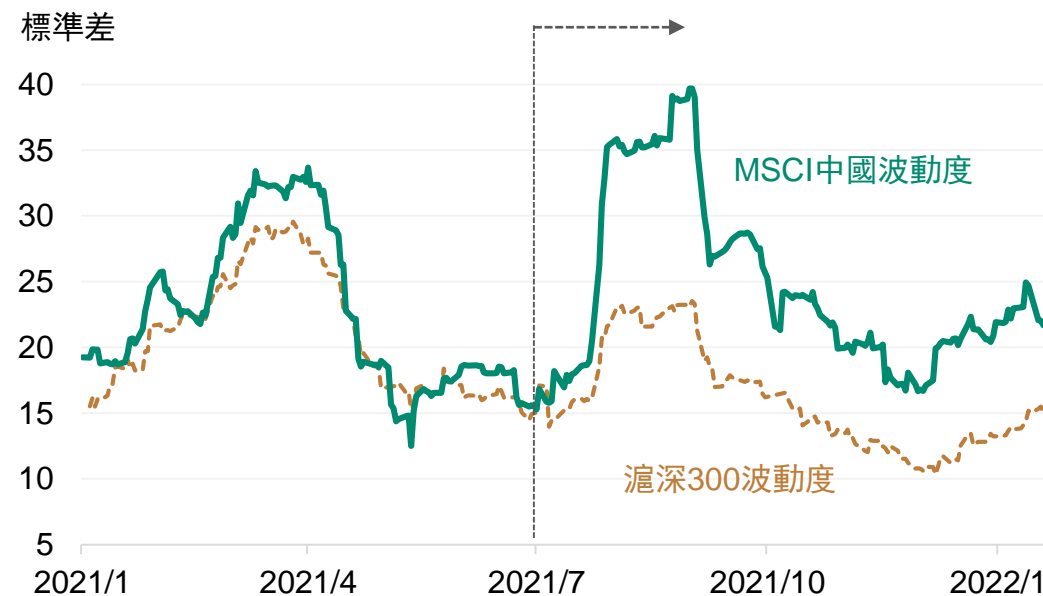
穩增長政策逐步推出，降息利於企業資金成本下降，後續**社融增速可望止穩回升**，**助益市場情緒修復**，**A股上半年波段行情可期**，惟美元偏升環境壓抑新興股市，**布局以衛星配置為佳**；海外中概股受Fed鷹派貨幣政策與科技公司監管政策影響，震盪幅度顯著較高。

隨信用面築底, 陸股有望止穩反彈



資料來源: Bloomberg。

滬深300與MSCI中國波動度走勢



註：波動度取30日收盤價年化標準差。2021/7後因監管政策影響，波動程度分歧。

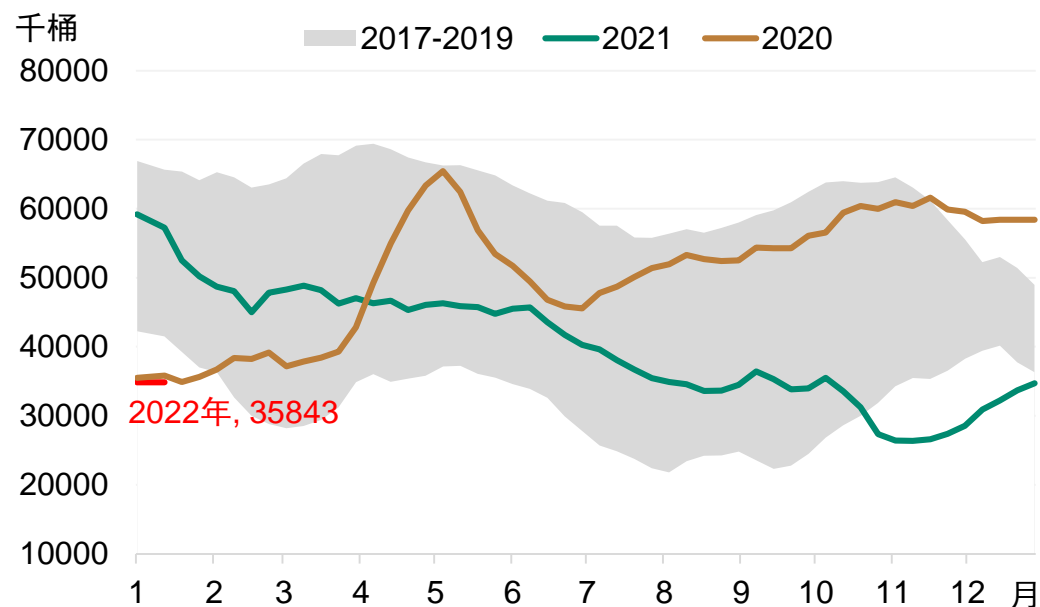
資料來源: Bloomberg。

能源 油價短期高盤，事件因素使波動顯大

土耳其國營油管商Botas輸油系統爆炸，使伊拉克到土耳其間的原油運送被迫暫緩。伊拉克是OPEC第二大原油生產國，加上第三大石油國阿拉伯聯合大公國近日首府遭攻擊，預期OPEC近期難達成每個月日均增產40萬桶目標。供給疑慮推升近期油價走高，但考量事件風險多屬短期影響，若恢復生產或減弱油價上漲動能。

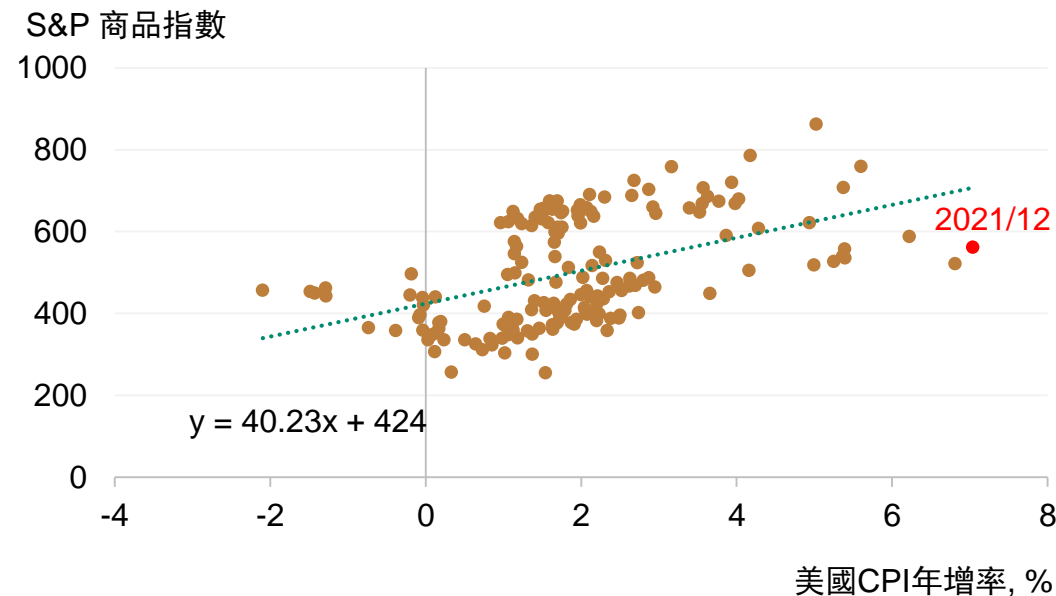
Omicron疫情在美國蔓延，但人流活動未受較大影響。美國庫欣原油庫存仍低，有利近期油價高盤，西德州油價可望保持高位震盪。觀察過去，美國通膨偏高時，商品原物料表現較佳，今年上半年高通膨仍可預見，有利商品原物料表現，相關資產可續抱，然漲幅將較去年縮減。

美國庫欣原油庫存偏低，需求仍強支撐油價



資料來源：Bloomberg。

通膨和商品指數呈現正相關



註：2008/1至2021/12, 月資料。
資料來源：Bloomberg。

Jan 2022

24

Monday

美國採購經理人指數
歐元區採購經理人指數
英國採購經理人指數
日本採購經理人指數
台灣貨幣供給

25

Tuesday

美國凱斯席勒房價指數
美國經濟諮詢局消費信心
德國IFO企業景氣指數

26

Wednesday

美國零售銷售
美國新屋銷售
日本景氣動向領先指標

27

Thursday

美國FOMC利率決策會議
美國GDP
美國耐久財訂單
中國工業利潤
日本工具機訂單
台灣GDP年比

28

Friday

美國個人所得
美國個人消費
歐元區經濟信心指數
德國GDP

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