



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年4月8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

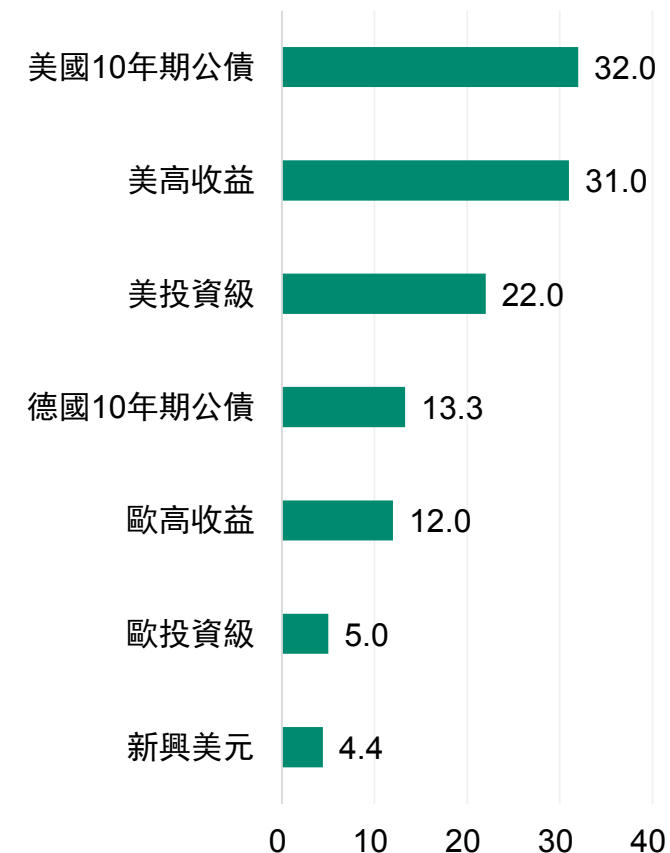
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/3/31- 2022/4/7。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► Fed鷹浪未止，縮表議題發酵

Fed加速緊縮貨幣政策以遏制高通膨，3月FOMC會議紀錄顯示5月開始縮表，規模將是2017年2倍，美10年債殖利率進一步衝高。

## ► 公債殖利率倒掛，衰退疑慮再起

長短期公債殖利率倒掛，被視為預測經濟衰退最準確的指標，由聯邦利率期貨觀察，短率於2023年4Q將走平甚至小幅下滑，暗示經濟動能見頂。

## ► 財報季將至，緊盯企業營運展望

高通膨、供應鏈問題以及緊縮的貨幣政策，都提高企業經營難度，標普500企業看壞營運展望家數增加，創2020/3以來新高，暗示未來獲利表現將呈現分化。

### 股市

不確定性仍在，股市維持高波動，而上漲空間受到壓抑，操作上不宜追高，而是利用股市大漲的時機進行持股調整，可逢低分批布局大型績優股。低本益比、高股息股也有落後補漲的空間。

### 債市

聯準會升息、縮表預期下，美10年債殖利率大幅上揚，近期長債利率仍可能走高，介入需耐心等待、或採分批方式增持。若著眼於收益，則可擇優布局短債。

### 匯市

Fed加速緊縮，台美央行貨幣政策落差，將使得台美利差逐步擴大，加上外資匯出，加大台幣貶勢，可待風險氣氛好轉及出口商拋匯時機進場換匯。

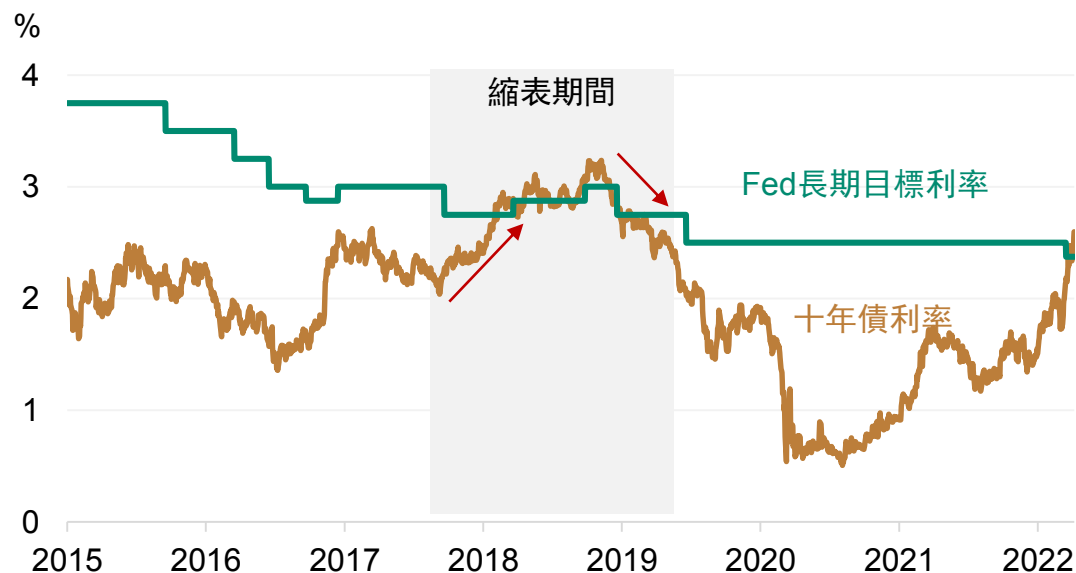


## 鷹浪未止，縮表議題發酵，布局上不妨先考慮利率敏感度較小的短天期債券

3月FOMC會議紀錄指出最快5月開始縮表，預計**每月至多950億美元的速度縮表**，包含**600億公債、350億MBS**，大致符合市場預期。在Fed官員鷹浪未止及縮表在即，債市布局策略：

- **長債：**參考2017-19年縮表經驗，縮表初期長率或有走高空間，但長線仍回歸景氣。**5月FOMC會議前後縮表議題仍待發酵，布局上不妨可以放慢腳步，在經濟放緩趨勢下，待利率往上動能放緩後分批布局，會是較穩健的建倉方式。**
- **短債：**以2年債為例，1)與過去經驗不同，本次**升息才剛開始，2年期債已預先反映近9碼的升息幅度，利率近2.5%**，2)若Fed利率進一步走高，**現在買2年公債持有至到期仍能鎖利在近2.5%(BBB級3%)**，風險可控下，相較將資金存入定存，今明兩年1年期定存利率以0.48%及3.5%試算，年平均報酬僅2.0%且收益具不確定性，皆使短債吸引力漸增，不失為增加穩健息收的標的選擇。

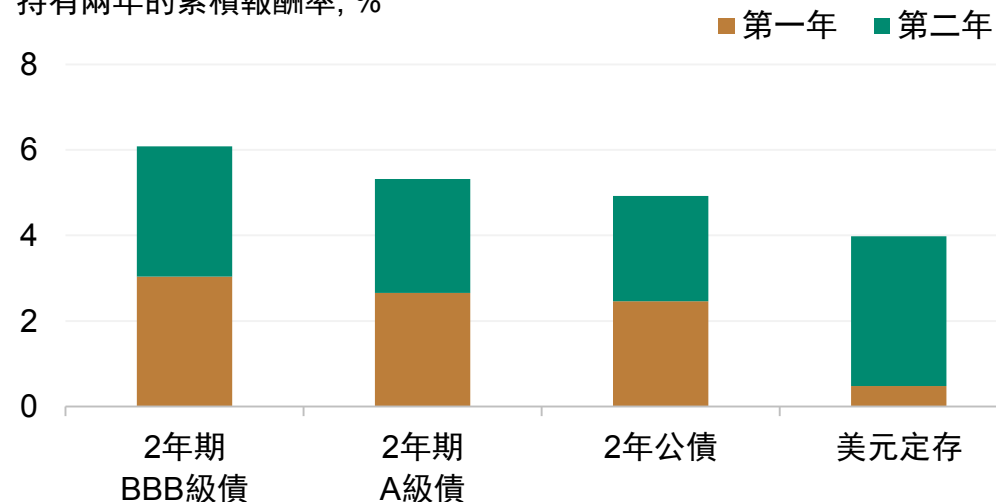
### 縮表初期或將帶動長率走高，但長線仍回歸景氣



資料來源：Bloomberg。

### 短債利率吸引力漸增，且持有至到期具鎖利優勢

持有兩年的累積報酬率，%



註：資料日期截至2022/4/7。第一年美元定存利率採台灣央行目前公布的一年期定存利率0.48%，第二年市場採偏鷹派的預期3.5%試算(目前利率期貨預期3.1%)。

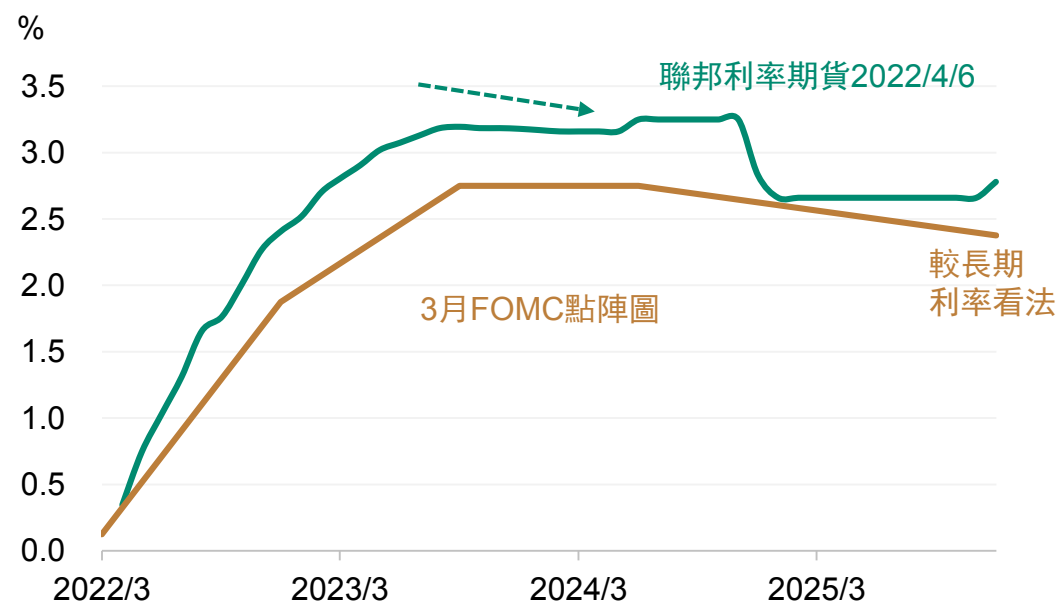
資料來源：Bloomberg。

## 殖利率倒掛，聯邦利率期貨暗示2023年4Q經濟動能見頂

美國長短天期公債殖利率倒掛，被視為預測經濟衰退最準確的指標，依過去經驗，倒掛出現後1~1.5年經濟出現衰退，伴隨著失業率大幅飆升，股市也將出現不小的修正，而以聯邦利率期貨觀察，短率走高至2023年4Q後走平或小幅下滑，似乎暗示經濟動能見頂，搭配FOMC點陣圖，可以看出來Fed利率政策先升後平，引導經濟軟著陸的意圖明顯。

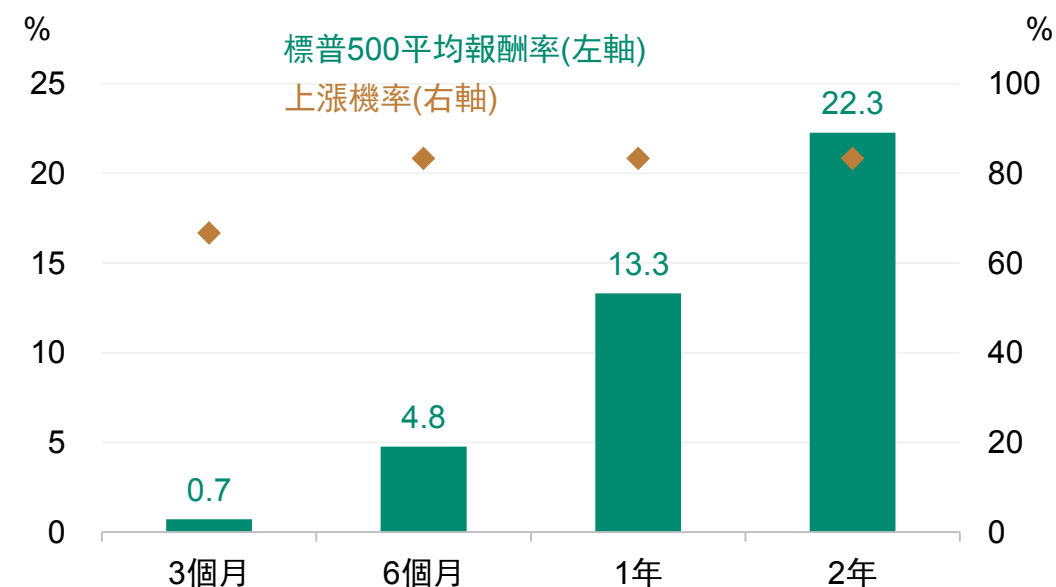
依過去經驗，股市在殖利率倒掛出現之後，不論是短期或長期，普遍仍維持上漲格局，近期若股市因倒掛議題而出現拉回，或許可以考慮逢低承接。

### 聯邦利率期貨暗示2023年4Q經濟動能見頂



資料來源：Bloomberg。

### 歷史經驗在倒掛出現後股市仍有上漲空間



註：統計1976年以來6次殖利率出現倒掛的美股表現。

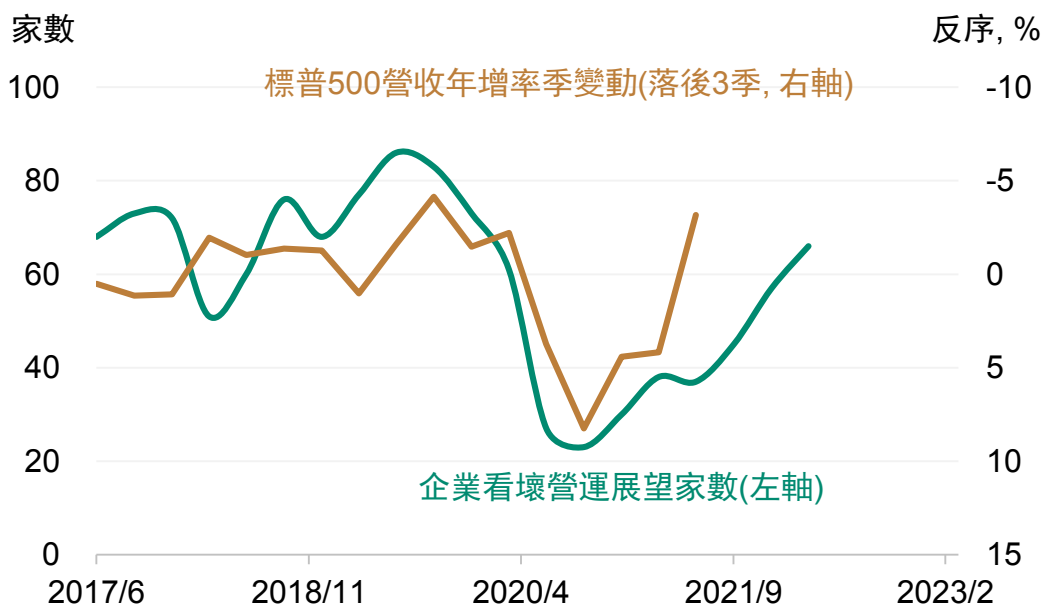
資料來源：Bloomberg。

## 看壞營運展望的企業增加，企業獲利表現將出現分化

高通膨、供應鏈問題以及緊縮的貨幣政策，都提高企業經營難度，標普500企業看壞營運展望家數增加，創2020/3以來新高，並來到5年平均水準，而**標普500企業營收年增率自高點回落，呈現成長放緩的格局不變，暗示未來企業獲利表現將呈現分化，全面成長的時機已不再。**

根據FactSet預估，標普500指數2022年1Q獲利年增率4.8%，較2021/12/31預估的5.7%下修，在整體獲利展望轉趨保守之際，仍有部份產業上修1Q獲利預估，搭配全年展望正向，可做為股市拉回時的布局參考。

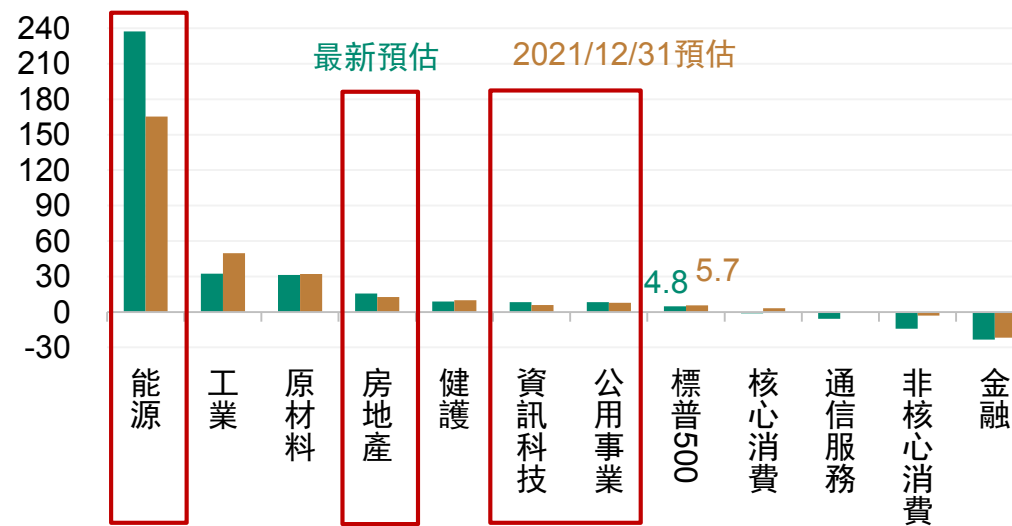
### 看壞營運展望的企業增加



資料來源: FactSet, Bloomberg。

### 美股整體獲利下修，仍有部份產業表現突出

2022年1Q獲利年增率, %



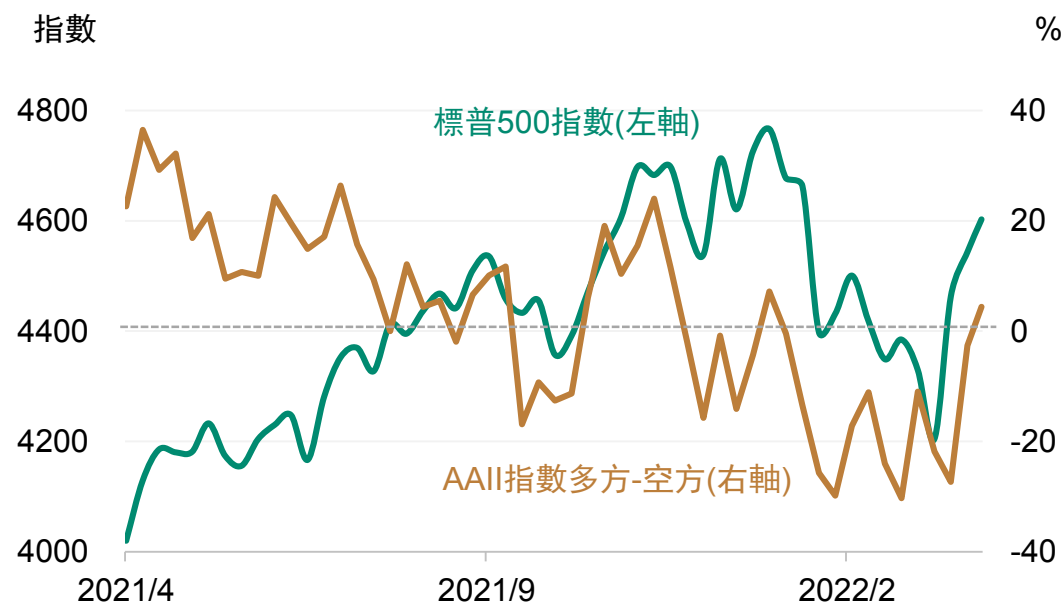
資料來源: FactSet。

## 市場情緒修復，但將採取更謹慎的態度來面對

市場3月面對俄烏戰爭、Fed升息、鮑爾加速轉鷹等利空衝擊過後，短期最恐慌的時刻過去，市場因悲觀情緒修復而反彈，但由於地緣風險、Fed升息及縮表等不確定性仍在，再加上公債殖利率倒掛，市場開始擔憂經濟反轉，都使得市場保持戒慎恐懼，再加上資金面緊縮，追價意願受到限制，股市的評價面也受到壓抑。

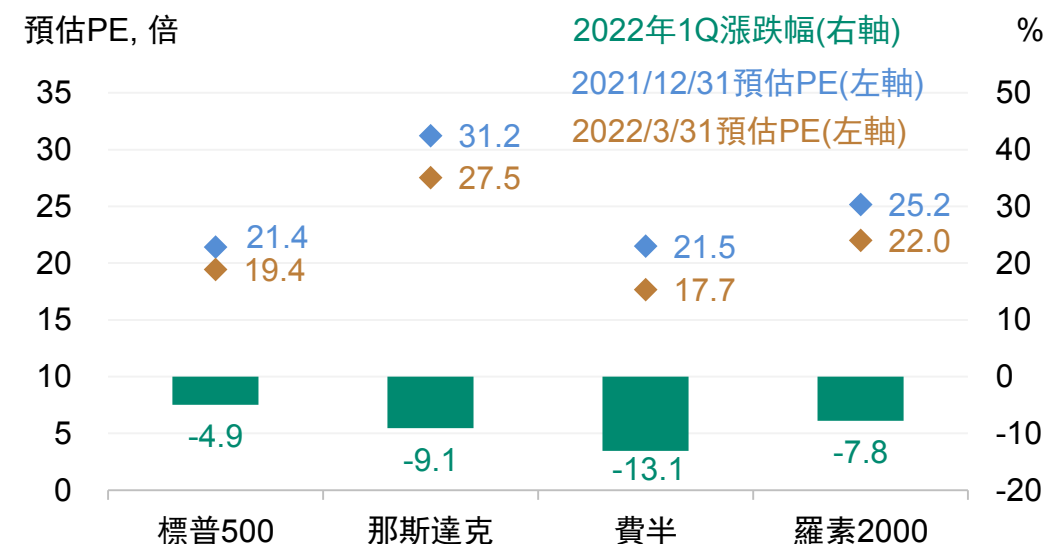
今年以來美股各指數修正，高本益比的那斯達克指數跌幅明顯高過標普500指數，顯示**大型股受到評價修正的影響較小，未來在股市反彈的過程中，除了聚焦大型績優股之外，低本益比、修正幅度較大的股票，反彈空間也大，有落後補漲的空間。**

### 市場悲觀情緒修復



註：AII散戶情緒指數為美國投資人協會調查一般投資人對未來6個月股市看法。  
資料來源：Bloomberg。

### 今年以來美股各指數修正幅度及PE變化



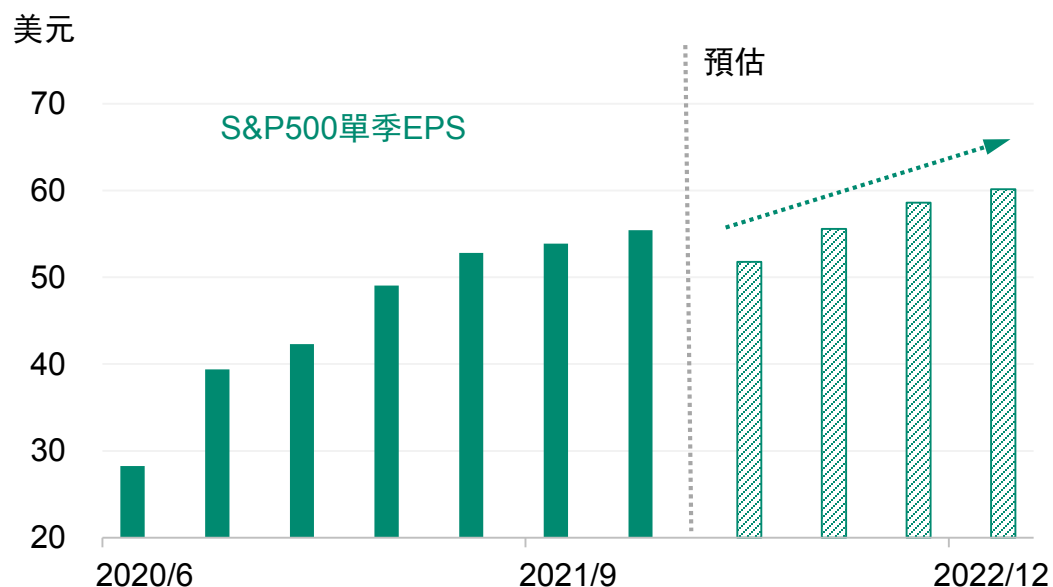
資料來源：Bloomberg。

## 貨幣緊縮大環境下，擇優挑選低本益比、具上漲潛力產業布局

美股獲利成長放緩，再加上升息、縮表，資金面緊縮壓抑股市評價，投資人追價意願降低，且操作難度加大，不過由於EPS仍呈現逐季走高，當指數拉回時，可逢低布局，等待基本面發酵，以獲得合理報酬。

而在更加謹慎的投資氛圍下，基本面較佳、獲利表現突出、且具有較高潛在漲幅的類股可望獲得投資人青睞，而本益比較低代表評價面較合理，因評價面的修正而下跌的機率較低，由目前投資機構針對標普500股票由下而上(Bottom up)的預估，可**留意符合低本益比、潛在報酬率高等條件的產業進行布局。**

### 標普500首季EPS回落，全年仍可望逐季走高



資料來源：FactSet。

### 美股各類股潛在報酬率與預估本益比



註：潛在報酬率為股票目標價與目前股價差幅。  
資料來源：FactSet。

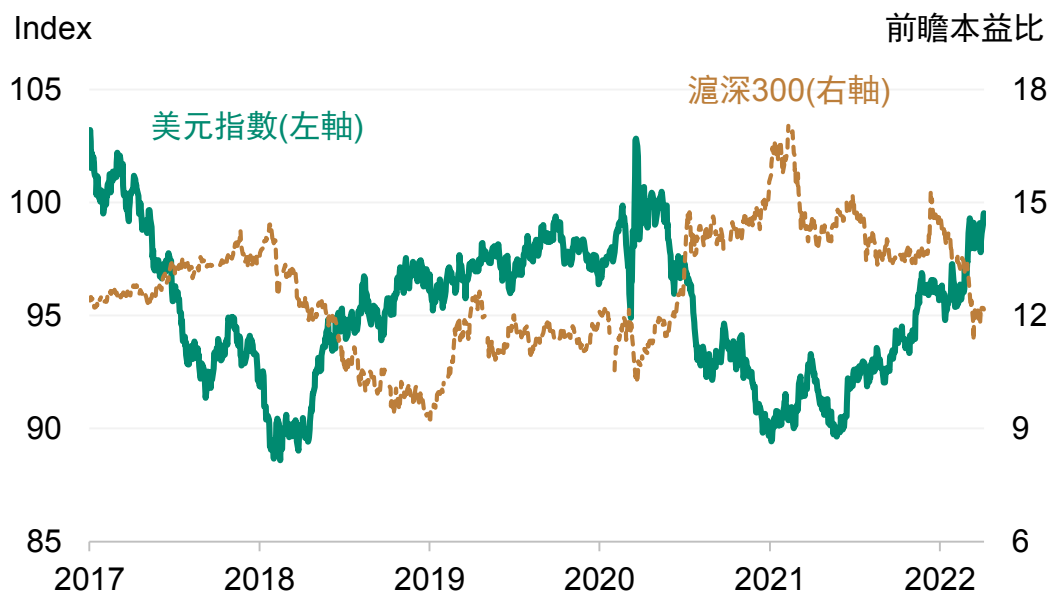


## 中國 美元偏升環境與疫情壓抑股市表現，政策面持續提供底部支撐

全球風險性資產持續面臨俄烏戰火與Fed緊縮的挑戰，受避險與升息的推動，美元偏升的環境也不利新興市場股市。中國市場不只面臨外部環境緊縮，內部也受到2020年以來最嚴重的疫情衝擊，不只製造業PMI跌破50，財新服務業PMI自50.2大幅回檔8.2至42，3、4月景氣展望嚴峻，今年穩增長壓力顯重。

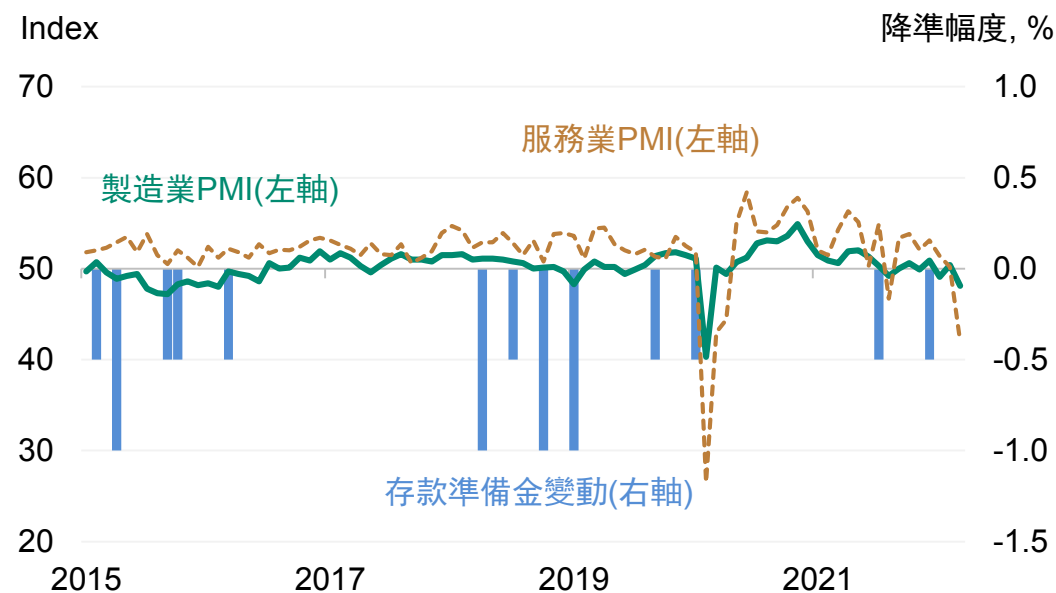
年初至今經歷市場回調過後，近期走勢止穩，因 1) 中美雙方就中概股的審計問題展開對話，有助緩和退市擔憂情緒；2) 3月下旬以來政策明確推出，除財政及貨幣政策端預期會持續寬鬆，上海、成都等大小城市也出現政策放鬆，反應於地產類股走勢強勁。**A股中期仍偏多看待，政策面提供底部支撐，但基本面的不確定性削弱短線動能，配置上可隨社融結構改善分批布建。**

### 戰爭與緊縮環境推升美元，A股也面臨資金外流壓力



註：相關係數-0.88。  
資料來源：Bloomberg。

### 上半年中國貨幣政策高機率進一步寬鬆



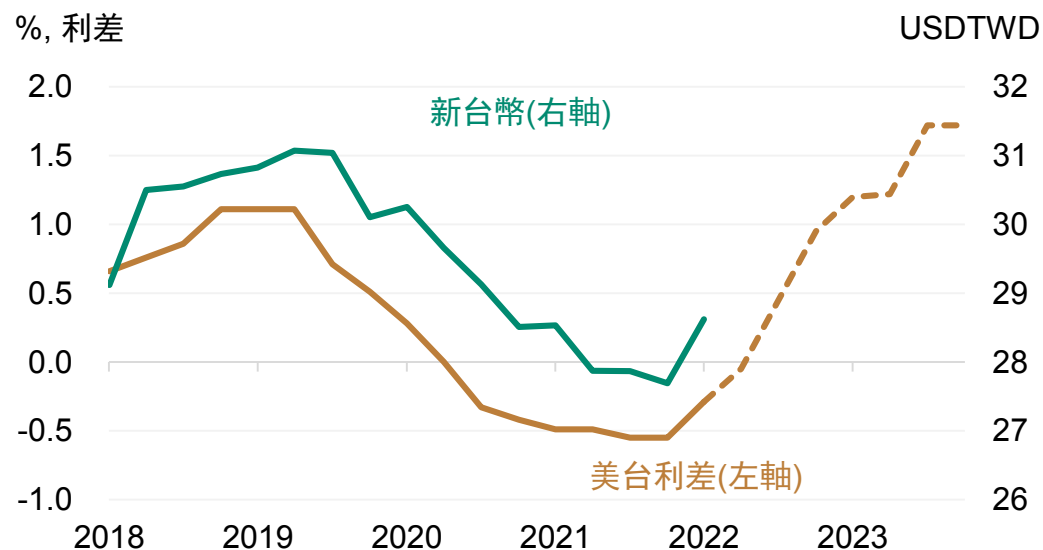
資料來源：Wind。

## 匯率 美台利差擴大，台幣後市需觀察外資動向

聯準會已於3月正式啟動升息循環，帶動台灣美元定存利率也同步走揚，展望未來，聯準會政策利率還有大幅揚升空間，也將帶動美元存款利率持續走高。美台利差持續擴大，持有美元的誘因也增加。

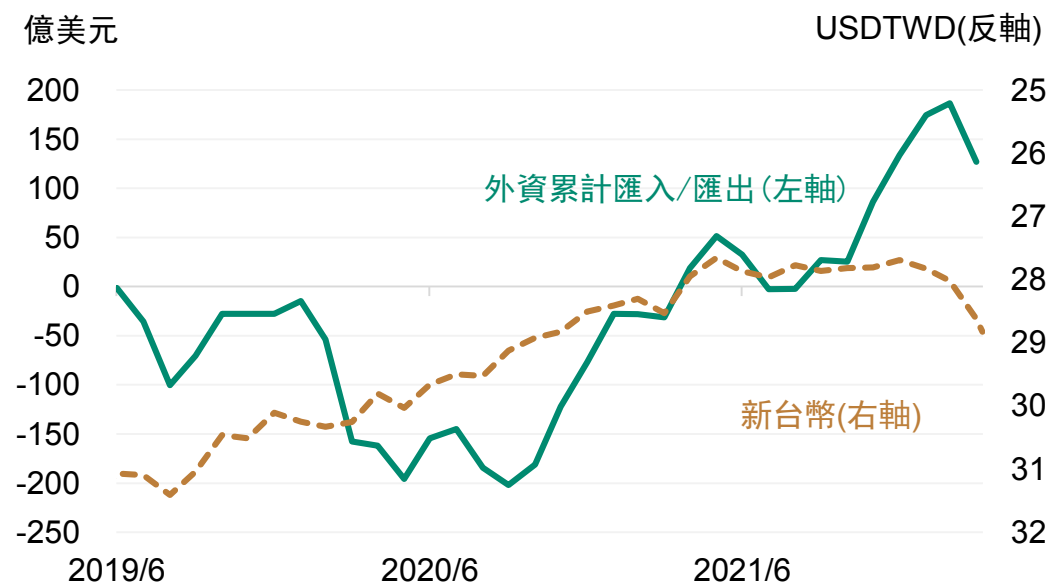
此外，自2月底以來，受烏俄地緣風險衝擊，加上通膨高漲問題，使得台股也面臨修正壓力，外資除賣超外，3月更是匯出59億美元(約台幣1700億)，使台幣進一步貶值。若地緣風險淡化，台幣貶勢可望稍歇，**但需留意1)美台利差拉大，2)壽險資金布建債券誘因增加，及3)解封後的換匯題材，恐令台幣貶值壓力加大。**

### 美台利差擴大，持有美元的誘因增加



註：美台利差指台灣1年期美元定存利率與台幣定存利率的差。  
資料來源：Bloomberg。

### 外資匯入與匯出，成為後續換匯觀察指標



資料來源：金管會, Bloomberg。

Apr 2022

11	Monday	12	Tuesday	13	Wednesday	14	Thursday	15	Friday
英國工業生產 日本工具機訂單 中國CPI		美國CPI 歐元區ZEW調查 德國CPI		美國PPI 歐元區工業生產 英國CPI 日本核心機械訂單		美國零售銷售 美國初領失業金人數 美國密西根大學市場氣氛 ECB利率決策會議		美國工業生產 美國產能利用率 美國紐約州製造業調查指數	

## 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