



國泰世華銀行
Cathay United Bank

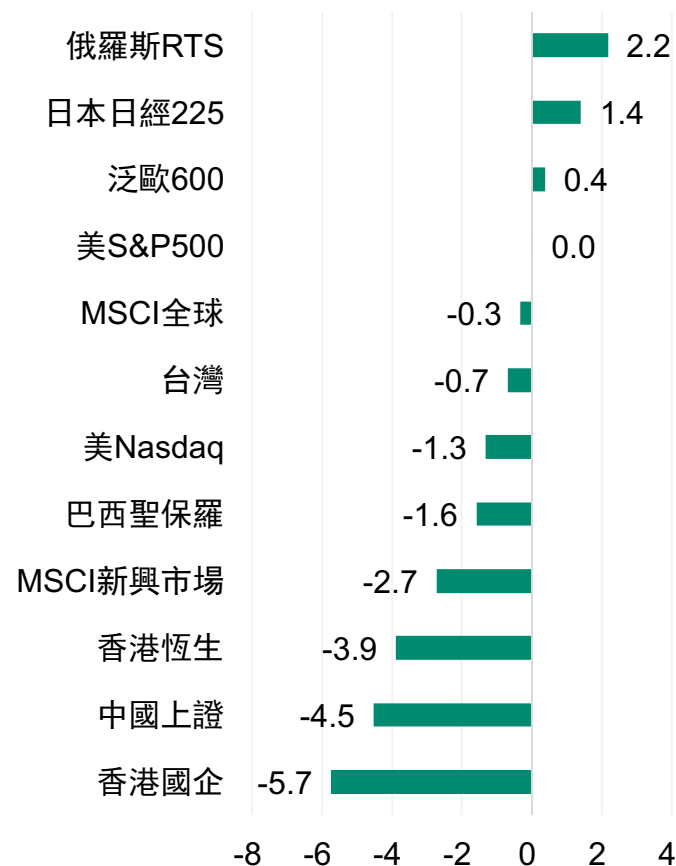
2022年4月22日

投資研究週報

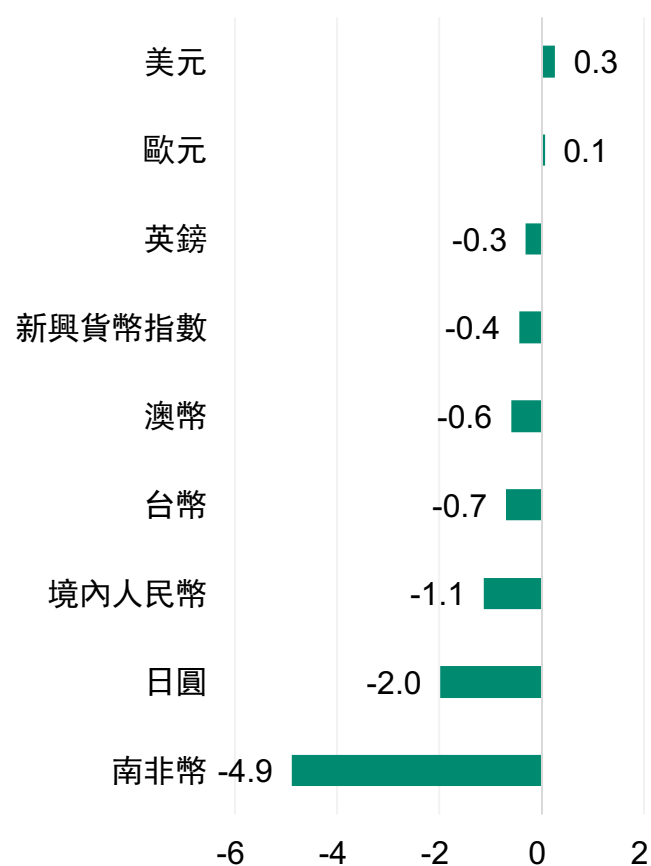
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

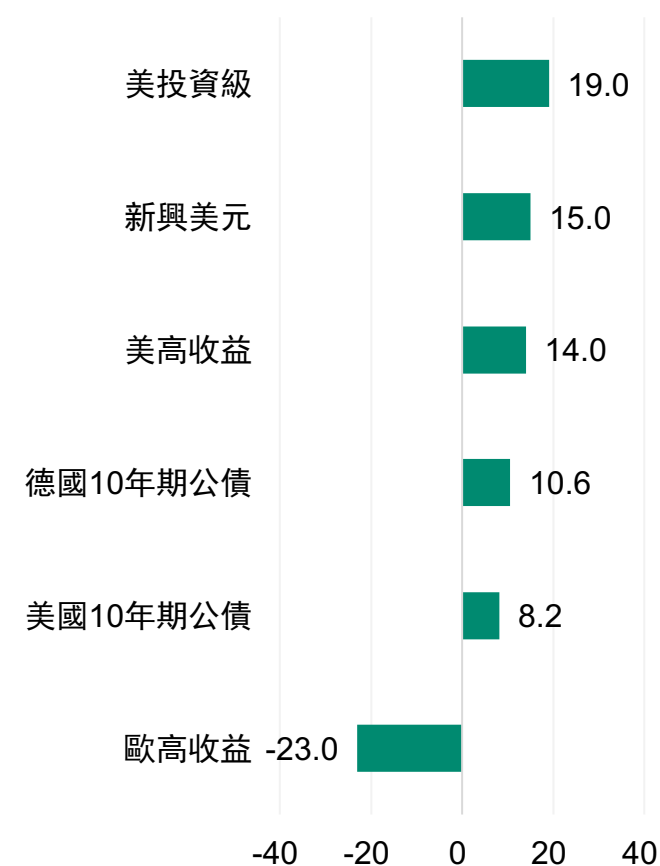
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/4/14-4/21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 實質利率轉正，壓縮本益比上方空間

美國10年期公債實質利率，在疫情後首度脫離負值，投資人對通膨的擔憂趨緩。快速收緊的貨幣政策，抑制市場對高通膨的預期，但同時也壓縮股市的本益比上方空間。

► 景氣趨緩與資金偏緊，股市還有機會嗎？

伴隨升息與總體經濟指標的下滑，市場對衰退的擔憂程度上升。依據企業獲利與歷史經驗，股市與經濟短期不致大幅潰堤，可趁股市反彈向上調節部位，將股票持倉多元分散，並增持短天期債券部位。

► 中國經濟與就業壓力驟升，2Q難見反轉

1Q經濟數據低迷，房地產與消費成為最大拖累。在疫情持續擴散，三駕馬車僅剩投資苦撐，清零封控未見放寬，2Q消費恐持續承壓，A股前景著眼封控與政策進一步鬆綁。

股市

資金緊縮環境加上景氣從高位滑落，評價面上方空間受壓，股市波動幅度上揚，操作上不宜追高，可趁股市回漲階段進行部位調節，逢指數突破年線甚至接近年初高點時，可降低高beta持倉水位。

債市

聯準會升息及縮表預期，加上短期通膨仍處高位，美10年債殖利率短期易上難下。然短債已反映多碼升息預期，可透由個券掌握鎖利優勢，並降低整體部位波動。

匯市

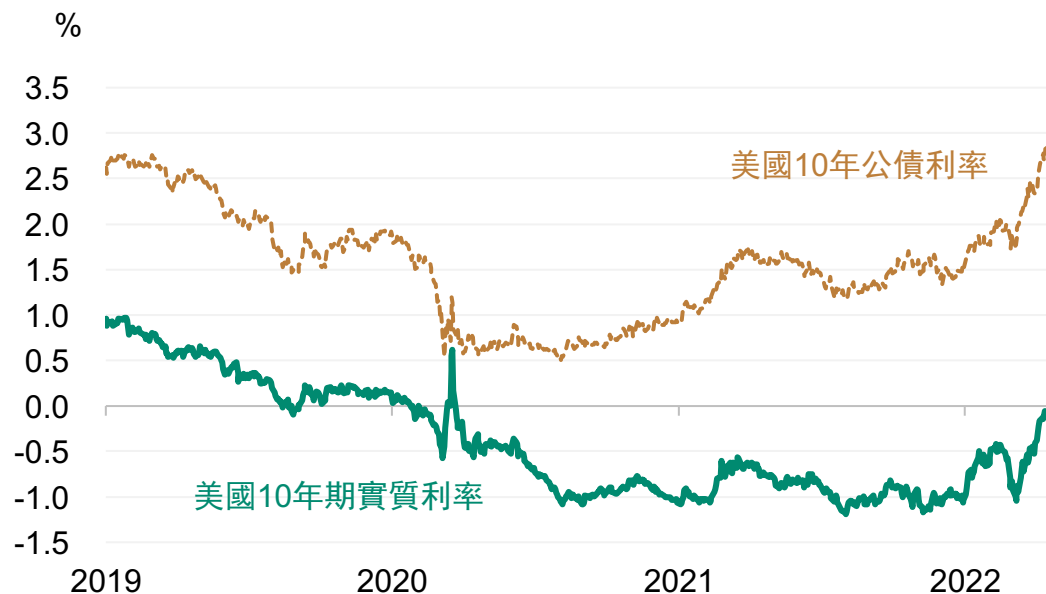
Fed加速緊縮，美元上半年仍偏多看待，短線則受法國大選與市場氣氛擺盪。美日貨幣政策差異未變，戰爭令油價加速上揚更不利日本貿易帳表現，但留意短線貶幅過快之虞。

緊縮預期推升實質利率，資金回籠壓抑股市評價

扣除通膨影響的美國10年期公債實質利率，在疫情爆發以後首度脫離負值，相較於過去1年多以來，殖利率走強大多受到通膨預期驅動，隨著油價從高點回落，今年公債殖利率的上揚，更多是受Fed緊縮的影響，而這種變化也間接反應投資人對通膨的擔憂趨緩。

快速收緊的貨幣政策，抑制了市場對高通膨的預期，但同時也不利於股市評價。觀察美股本益比與實質利率的走勢，在過去幾年確實呈現明顯負相關，其中高PE的小型股以及科技股首當其衝，價格震盪幅度高於低本益比族群。

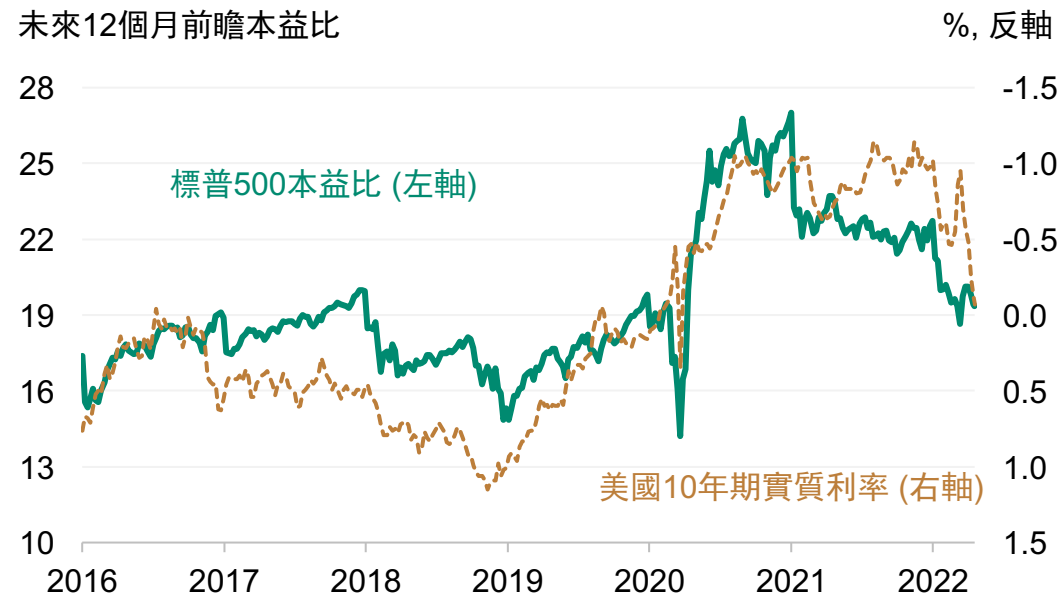
美國實質利率在疫情後再次回正



註：美10年實質利率為10年期TIPS債券利率。

資料來源：Bloomberg。

實質利率上揚壓抑股市本益比



註：相關係數=-0.86。
資料來源：Bloomberg。

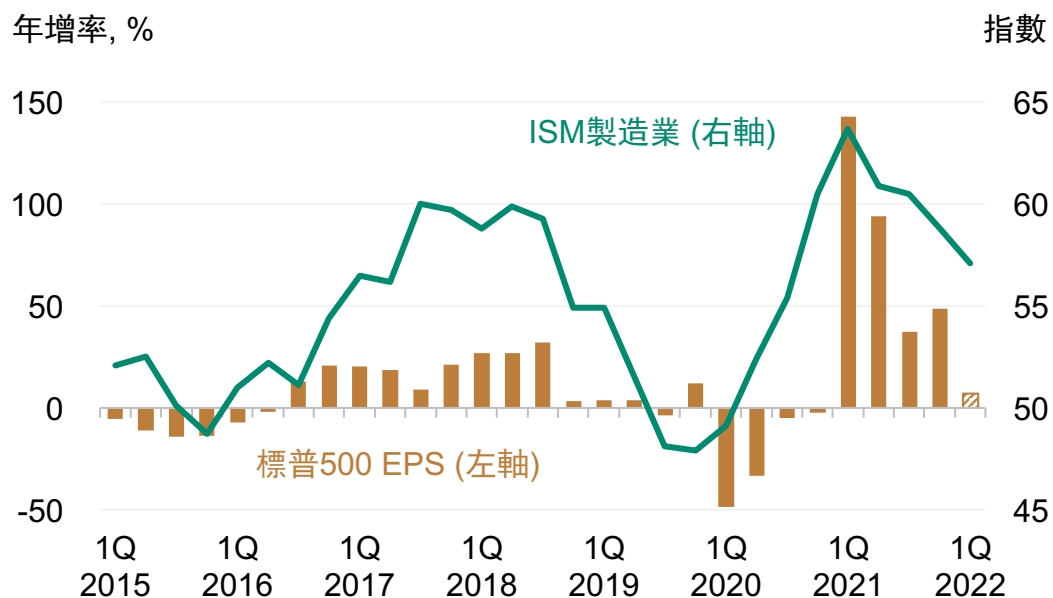


景氣放緩拖累獲利增速，惟全年企業獲利仍可維持增長態勢

除了資金環境不若過往寬裕，景氣的增速也已見頂，包含ISM製造業指數在內，多項總經指標已自高點滑落。對照近期的美股財報季表現，除了金融業因為併購與交易收入銳減，導致營收下滑，標普500的整體獲利增速也不若去年，1Q獲利年增率將從雙位數的高增速，降至約5%。

景氣放緩階段，企業獲利易遭下修，也增添股價的波動程度。然，**儘管增速下滑，美國企業的全年獲利將保持增長，根據FactSet預估，標普500企業每股盈餘在2022年仍有10%左右成長**。除了受惠物價維持高位，對能源與原物料相關企業的獲利有所助益之外，強勁的勞動力市場也對需求有所支撐，企業獲利表現不致於短期內潰堤。

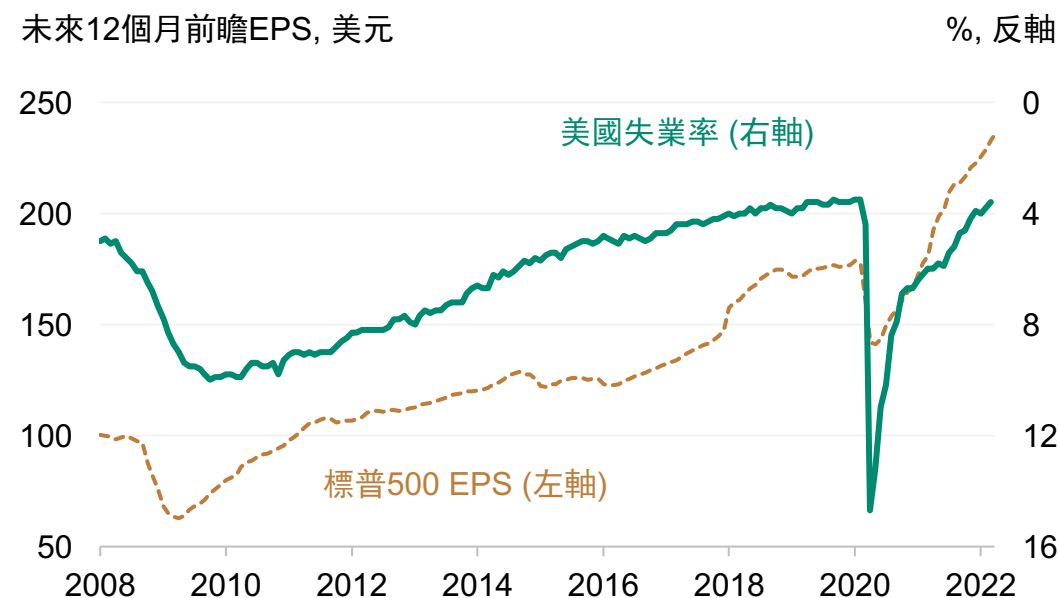
標普企業獲利增速隨景氣見頂而逐漸放緩



註：EPS為季資料，2022 1Q為spglobal預估值。

資料來源：spglobal, Bloomberg。

就業市場熱絡可提供企業獲利支撐



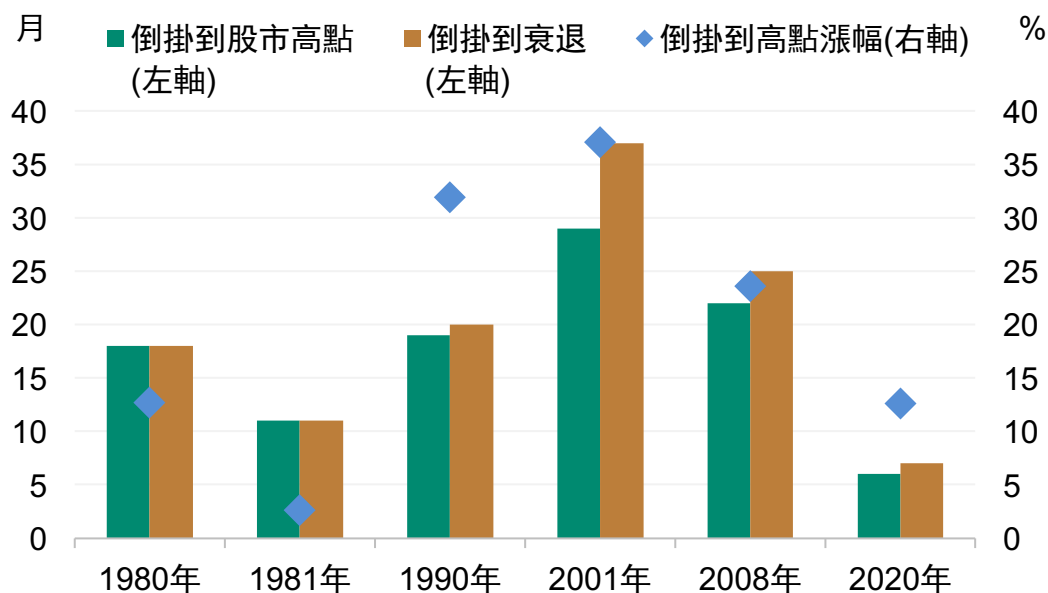
資料來源：Bloomberg。

殖利率倒掛後中期仍具上漲空間，可趁市場回彈調降部位風險

伴隨總體經濟指標的下滑，加上殖利率曲線在3月出現倒掛，景氣即將步入衰退的傳言也不絕於耳。借鏡1980年以來美國歷史上6次經濟衰退經驗，**2年與10年公債殖利率曲線倒掛後，景氣確實逐步走緩，但距離股市高點以及實際發生衰退，平均仍有約莫1年半時間，期間股市表現也呈現上揚，短期內無須過度擔憂經濟立即步入衰退。**

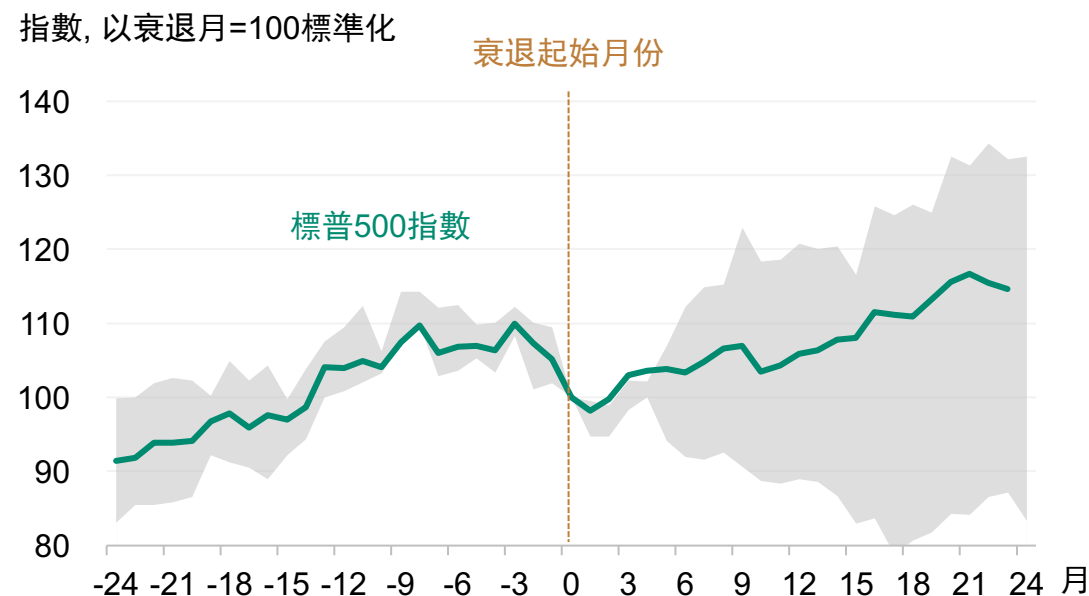
操作策略上，研判未來的風險性資產走勢呈大區間震盪，逢股票市場向上突破年線、甚至接近年初高點時，可趁機調節部位，降低高beta資產比重，將股票持倉的區域與產業分散，並增持短天期債券部位，除鎖利外也可降低部位波動。

殖利率曲線倒掛到市場高點的期間與漲幅



註：月資料計算，倒掛至股市高點平均17.5個月，至衰退平均19.6個月。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

景氣步入收縮前後美股走勢



註：月資料計算，取1980至2020共6次衰退平均值，灰色為第1至第3四分位數區間。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

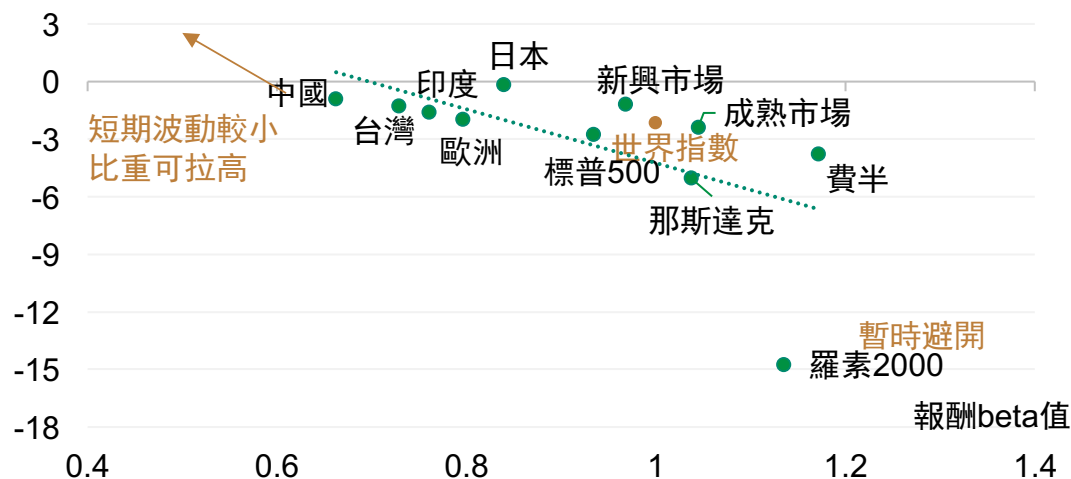
緊縮的金融及總體環境下，股市配置盡量多元分散

美10年期公債殖利率續創3年來新高2.9%，顯示市場資金更趨向緊縮，使得美股波動更加劇烈，其中費半、納斯達克等指數，除股價報酬波動大外，對利率的敏感度也更高，使得科技股波段跌幅逼近15%。**短期利率高漲之際，宜以全球類股為優先考量，並分散標的，且避開小型股。**

就產業而言，基於股市波動性與利率敏感性問題，**也盡量提高公用事業、必需品與電信等類股的比重**，有助提高整體資產的穩定性。不過短期而言，能源、原物料因原油高漲，短期仍可望受惠，**但以衛星資產配置。**

主要國家指數波動性比較

利率對本益比敏感度



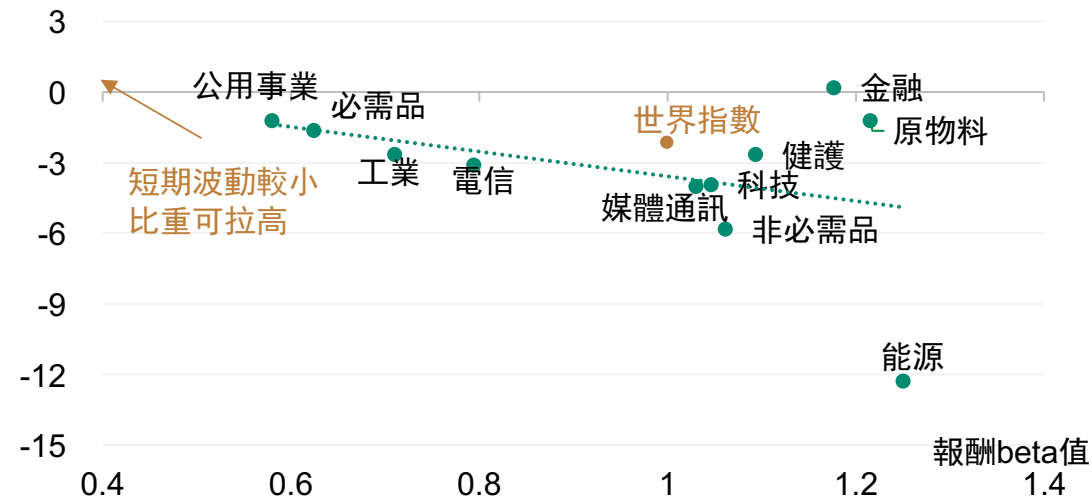
註1：報酬beta值為各國指數對世界指數報酬的迴歸係數。利率對本益比敏感度指美10年公債殖利率對各指數本益比的迴歸係數。

註2：基於匯率一致性，美國以外的國家指數，均以MSCI編列的國家指數為基準。

資料來源：Bloomberg, 2010/1-2022/4月資料。

主要產業波動性比較

利率對本益比敏感度



註：報酬beta值為MSCI各產業指數對世界指數報酬的迴歸係數。利率對本益比敏感度指美10年公債殖利率對各產業指數本益比的迴歸係數。

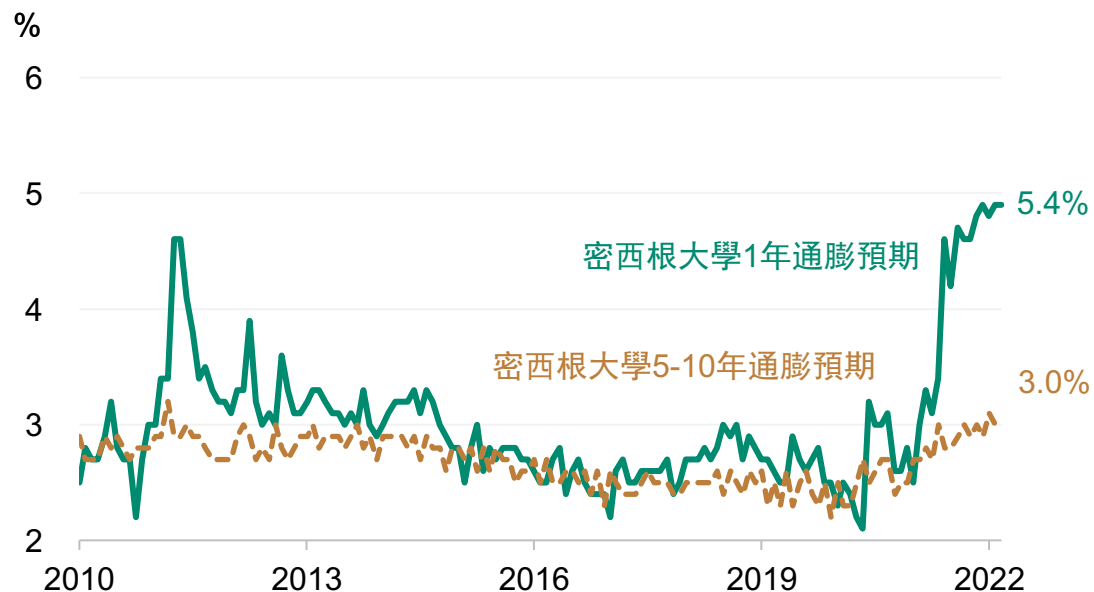
資料來源：Bloomberg, 2010/1-2022/4月資料。

上半年殖利率上漲動能仍強，然短債已反映多碼升息預期，持有至到期報酬佳，不失為配置選擇

多位Fed官員於5月FOMC緘默期前，表示應將Fed利率快速提升至「中性利率」以上，顯示官員欲透過快速升息讓景氣降溫以達到抗通膨的目的，且Fed官員中最鷹派的Bullard表示支持今年升息至3.5%的水準，並不排除一次升息0.75%的可能性，令債券利率持續走升。

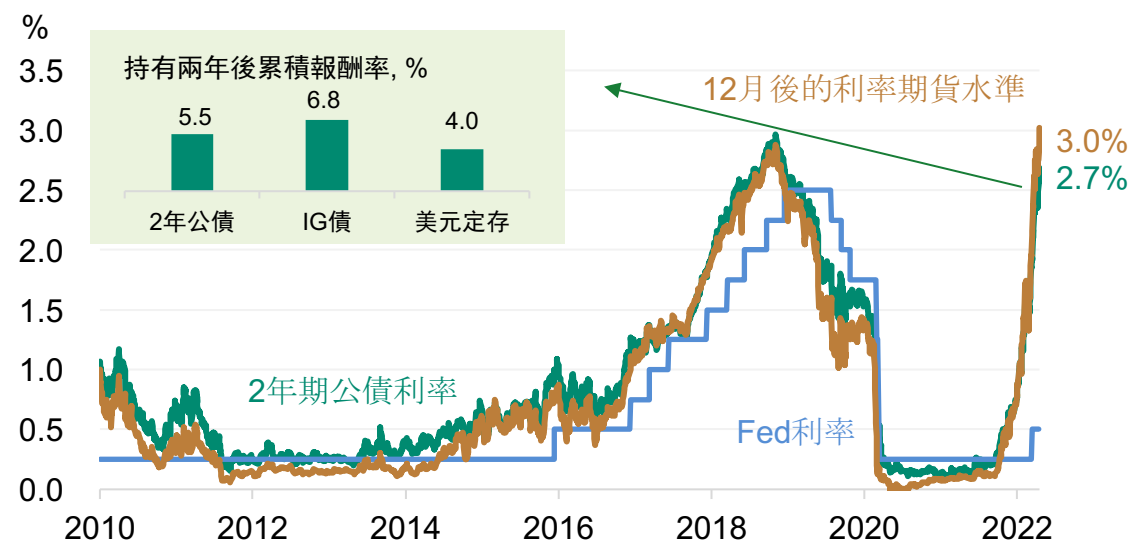
利率持續上漲，增持債券理由為何：1)料此**本次升息先快後慢，將使經濟加速放緩**，2)長期通膨預期漸穩定，十年債實質利率逼近0，顯示**市場認為快速升息有助通膨回穩**。上述皆將使殖利率上方承壓，**預期殖利率高點有望在年底前出現**。上半年利率不排除有上漲空間，但**2年以上短債已反映多碼升息預期，2年期IG債殖利率已來到近年新高，先買先收息，持有至到期報酬已具吸引力，不失為配置選擇**。

短期通膨預期持續走高，但長線通膨預期漸穩



資料來源：Bloomberg。

2年短債已反應多碼升息預期，持有至到期報酬具吸引力



註：12月利率期貨與2年債相關性=0.99。資料日期截至2022/4/21。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%，第二年市場採極鷹派的預期3.5%試算。IG債累積報酬以BBB級債試算。

資料來源：Bloomberg。

科技 基本面走勢分歧，投資除擇優逢低布局外，也需保持耐性

科技股跌跌不休，除了美債殖利率飆升影響評價外，疫情解封使得數位轉型趨勢放緩，資金對於科技股的偏好也持續下降，舉例而言，疫情期間美國電商佔銷售比重一口氣由11%拉高到15.7%，隨著疫情解封，民眾回歸實體購物，該比重降回13%以下，電商股價也呈現上沖下洗的格局。**電商長期趨勢雖未改變，但由於成長放緩，短期股價缺乏上漲動能。**

半導體需求也出現雜音，台積電法說會確認消費電子、Chromebook需求放緩，雖然對以先進製程為主的台積電今年榮景沒有影響，但經歷2021年的大幅成長之後，半導體產業的成長動能將明顯出現分歧，來自HPC、AI、車用電子的需求將遠優於消費電子、手機，投資除了擇優、逢低布局外，也需要增加耐性、拉長投資期間因應。

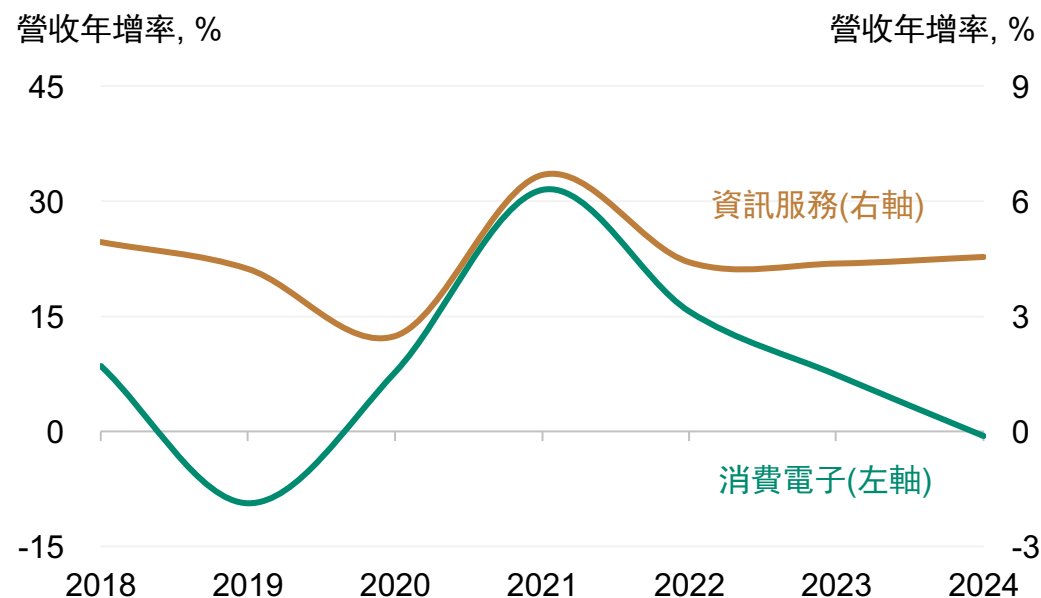
電商銷售放緩，指數上漲動能缺



註：電商指數採Bloomberg北美零售電商指數。

資料來源：Bloomberg。

消費電子波動劇烈，來自資訊服務的需求則穩健成長



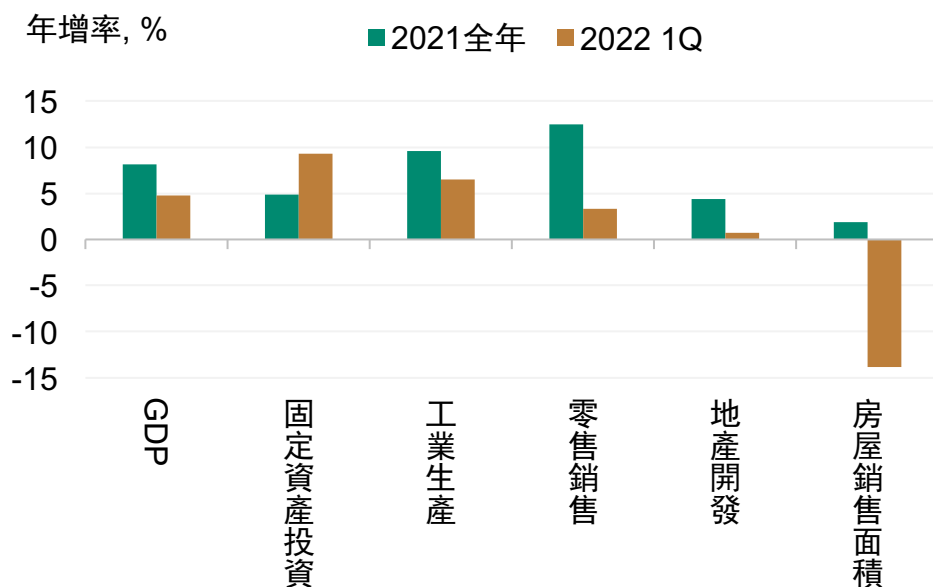
資料來源：Bloomberg。

中國 經濟與就業壓力驟升, A股前景著眼封控與政策進一步鬆綁

中國1Q經濟數據出爐, 年增僅4.8%遠不及年度目標5.5%, 受制於疫情的管控, 房地產與消費成為最大拖累, 而當下封控未見曙光, 2Q經濟展望恐較1Q更為黯淡。觀察分項, 三駕馬車僅剩投資端苦撐, 且人員移動管控的環境下, 基建投資的效果也難免受到抑制。預期製造業與基建投資持續擔任穩經濟主軸, 地產的管控與貨幣政策也將進一步鬆綁, 政府在利多政策的推動不會間斷。

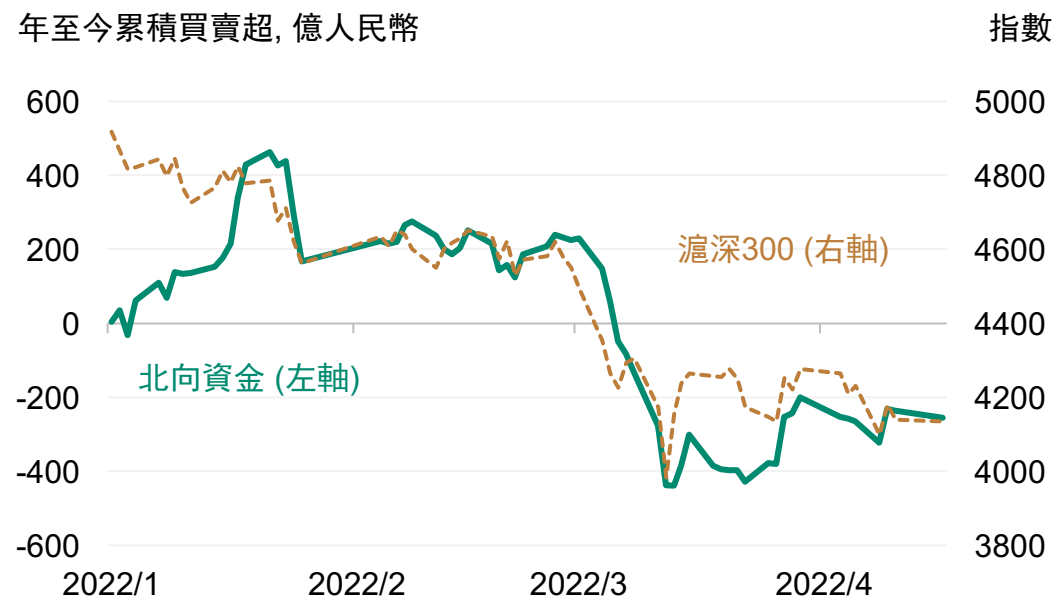
只要防疫的順位優先於經濟, 景氣的不確定性將限制市場資金流入, 如同北向資金對A股3月後就多呈現淨賣超, 惟**政策端提供股價底部支撐, 短期高機率維持底部震盪, 如欲進場宜採分批或定期定額, 未來指數要突破打底階段, 仍需仰賴疫情與地產等不確定性消除。**

1Q經濟受疫情拖累, 表現落後全年目標



資料來源: Wind。

短期景氣不確定性高, 北向資金持續流出A股



資料來源: Wind。

匯市 美元上半年仍偏多，短線則視法國大選影響；基本面令日圓受抑，但留意短線貶幅過快之虞

歐元：法國總統大選首輪投票由現任總統馬克宏和極右派的雷朋出線，重演2017年大選中，親歐派對上疑歐民族主義者的戲碼。即便本次大選挑戰者雷朋刻意降低極端主義色彩而拉近二者選情差距，但雷朋的不確定性無疑地遠高於現任者，故大選在即仍較不利歐元走勢，短線大致隨市場氣氛擺盪。**長線而言，Fed著眼壓抑通膨，上半年而言，偏多格局尚不致扭轉。**

日圓：**美日貨幣政策差異未變，俄烏戰爭令油價加速上揚更不利日本貿易帳表現**，皆令今年以來日圓貶勢明顯。雖然基本面而言，日元長線仍呈弱勢，但短線貶勢恐有過快之虞，加上近日財政大臣鈴木俊一、日銀總裁黑田東彥分別表示「目前日圓貶值對經濟影響是弊大於利」、「日圓大幅走貶，使得負面影響變大」，確令追空日圓的風險上升。金融操作而言，毋須追空日圓，但對有實質日圓需求者，則可分批買入。

2022年法國總統選舉第二輪候選人



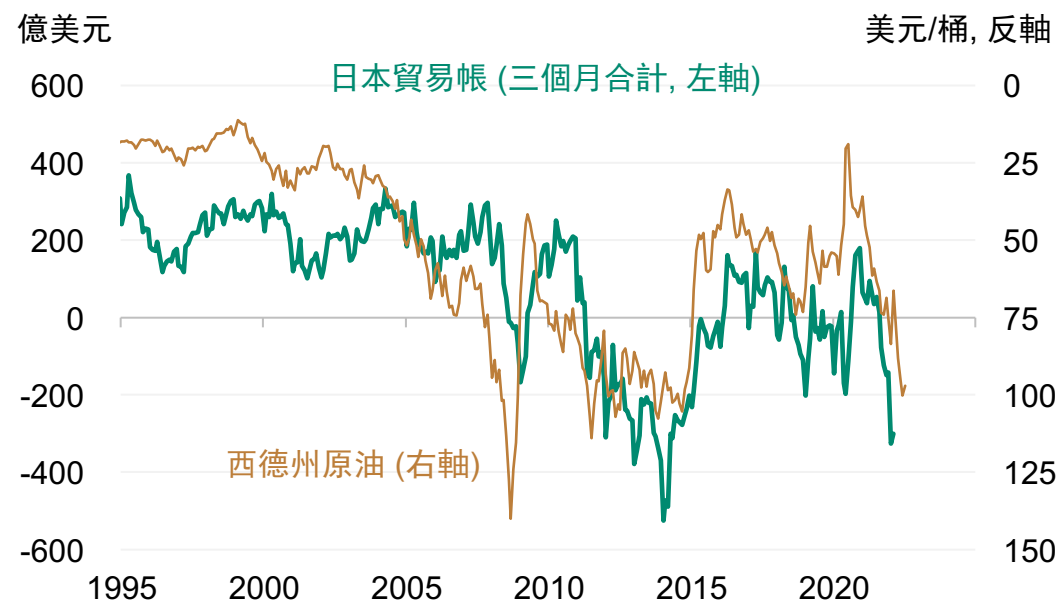
政黨 共和前進 (中間)
現職 總統
經歷 經濟產業數位部長
前社會黨黨員、創共和前進



國民聯盟 (極右)
議員
議員、律師
政治世家

資料來源：中央社，維基百科。

俄烏戰爭令能源價格加速上升，日圓更為承壓



資料來源：Bloomberg。

Apr 2022

25 Monday 德國IFO 台灣工業生產 希臘/澳洲/紐西蘭休市	26 Tuesday 日本失業率 美國新屋銷售 美國耐久財訂單	27 Wednesday 中國工業利潤 美國躉售存貨 德國消費者信心	28 Thursday 日本央行 德國CPI 美國GDP 日本零售銷售 日本工業生產 美國初領失業金 歐元區消費者信心	29 Friday 歐元區CPI 歐元區GDP 美國密大市場氣氛 美國個人所得/支出 日本休市
--	---	--	---	---

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