



國泰世華銀行
Cathay United Bank

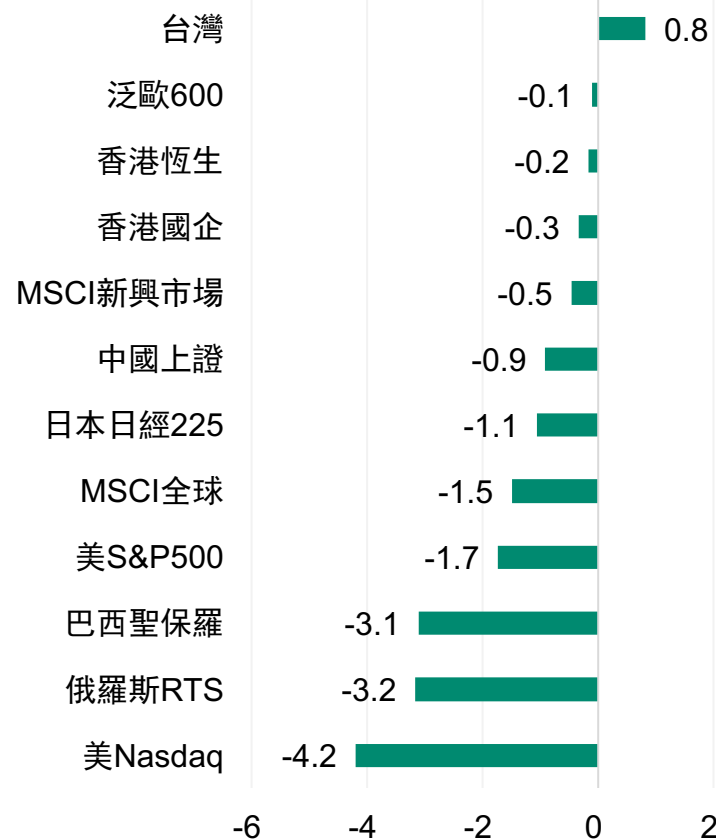
2022年1月7日

投資研究週報

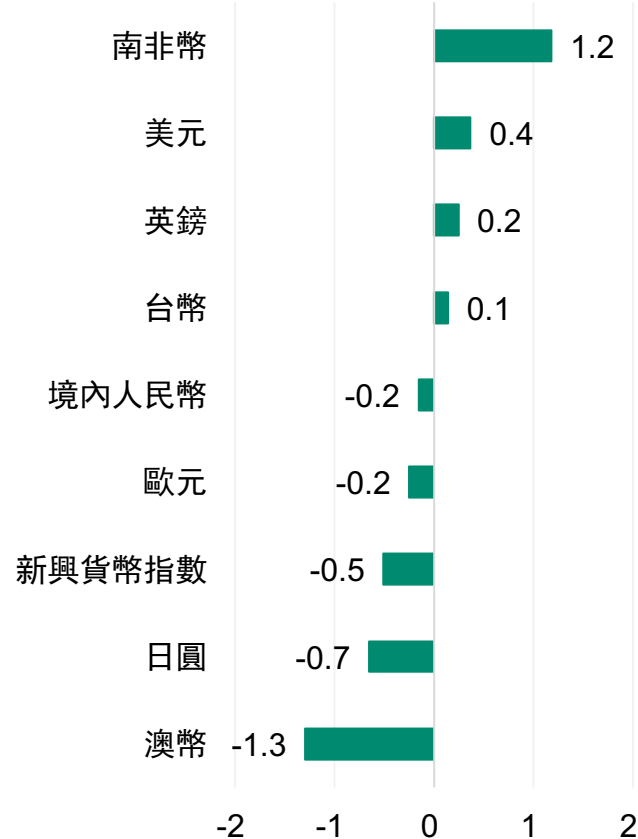
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

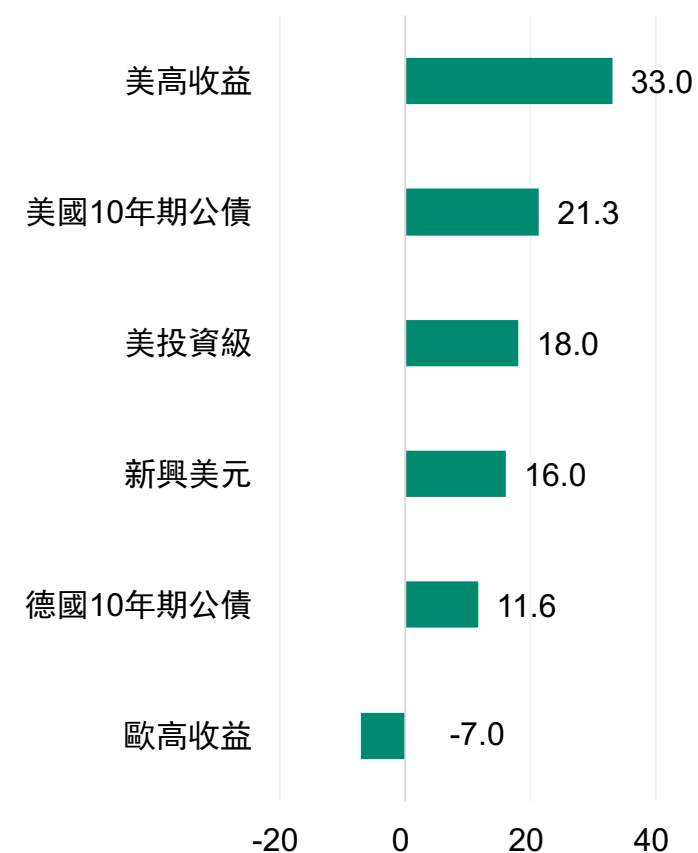
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/12/30~2022/1/6。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► FOMC會議記錄偏鷹，今年可能升息四碼

FOMC會議紀錄顯示最快將於在3月升息，且可能緊接開始進行縮表，鷹派程度超乎預期。預期上半年通膨持續加壓下，若股市無大幅修正，Fed不排除有升息四碼的可能。

► 近期長率急升，區間橫盤格局不變

Fed貨幣政策較預期偏鷹，帶動長率逐步墊高。市場預期今年升息次數增加，但對升息波段的總碼數未變，將限縮長率走升空間，因此預期長債利率將呈現大區間橫盤走勢格局。

► 升息壓抑股市評價，股市波動將放大

升息階段通常代表景氣走揚，預期今年股市仍有高點。然留意升息對於股市PE有壓抑的作用，將使股市波動加大，尤以高本益比但低成長的公司修正壓力更為明顯，投資上應趨謹慎。

股市

市場預期台美企業獲利展望仍為正向，需留意類股表現分化狀況。半導體、5G、電動車仍為長線題材，但側重高毛利及獲利穩健的公司。短期而言，通膨揚升使金融、能源具有題材，可相互搭配布建。

債市

在股市輪動加快、波動上升環境，隨十年期公債利率逐步墊高，可分批進場布局，透過增持高評等債或複合債，降部位波動、增息收。

匯市

雖然去年12月總統艾爾段推出保證利率的政策，鼓勵進行里拉定存，但隨去年12月通膨數據暴增突破30%，令里拉重回貶勢；基本面疲弱下，長線里拉仍趨弱勢。

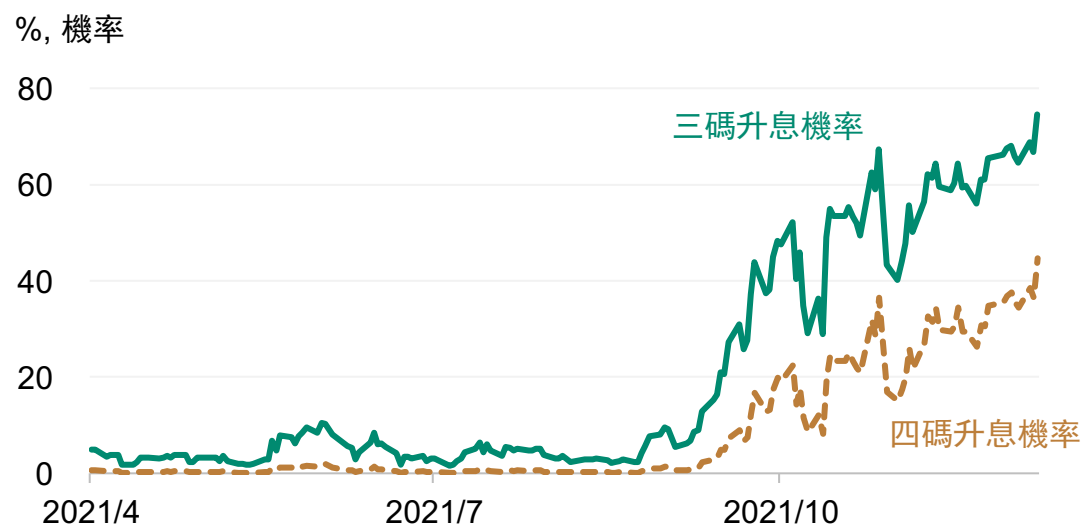


FOMC會議記錄偏鷹, 升息四碼機率升高

去年12月FOMC會議紀錄顯示：1)高通膨壓力下，最早可能在3月開始升息，2)且將在升息後某個時間點開始縮減資產負債表，3)提示縮表速度可能會比2017年的貨幣政策正常化週期更快。Fed鷹派程度超乎市場預期，會議記錄公布後使三大美股收跌，其中科技股跌幅最明顯。

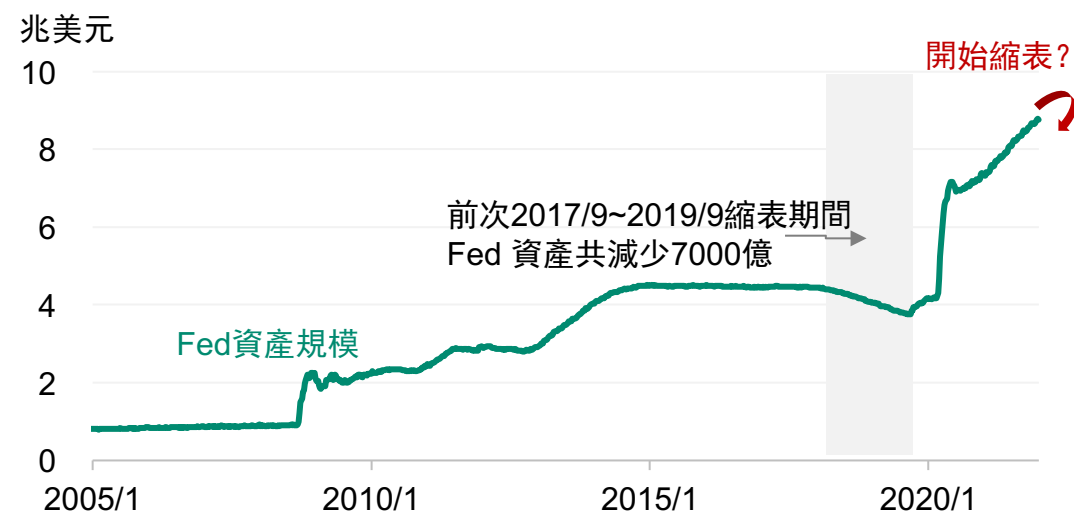
市場預期2022年將Fed升息三碼機率已達7成，及通膨持續加壓下，**預期若股市無大幅修正，Fed不排除有升息四碼的可能。**

2022年升息四碼的機率持續提升



資料來源：Bloomberg。

Fed縮表期間最快將落在今年夏天



資料來源：Bloomberg。

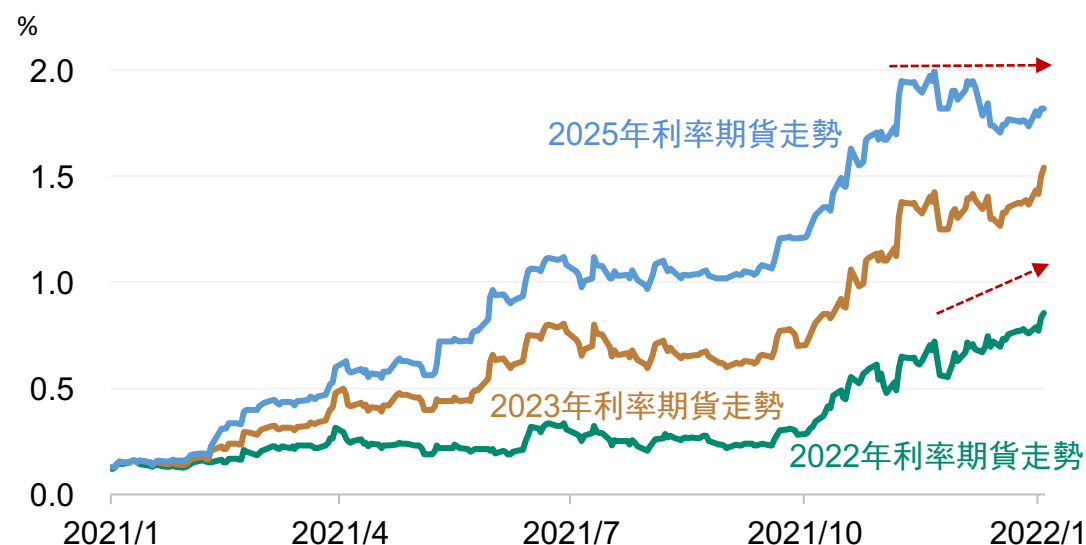
長債利率呈現大區間橫盤格局，偏鷹會議紀錄短期令長率逐步墊高

Fed今年升息四碼的機率提升，且可能開始縮表，偏鷹會議紀錄短期令長率逐步墊高，然長債利率大區間橫盤格局想法未變，原因有三：

- 1) 市場預期今年升息次數增加，但對長期升息的總碼數未變，隱含市場預期長期而言，景氣可承受升息空間有限，將限縮長率走升空間。
- 2) 升息前後股市波動將加大，避險需求將限縮債券利率漲幅。
- 3) 2020-21近兩年的股市漲幅使退休基金等實質買盤有增持債券平衡部位的需求，料隨利率走高，退休基金轉進債券力道將加大。

策略上，鑒於股市輪動加快、波動上升，利率逢高可分批進場布局，債券部位仍是降部位波動、增息收的好工具。

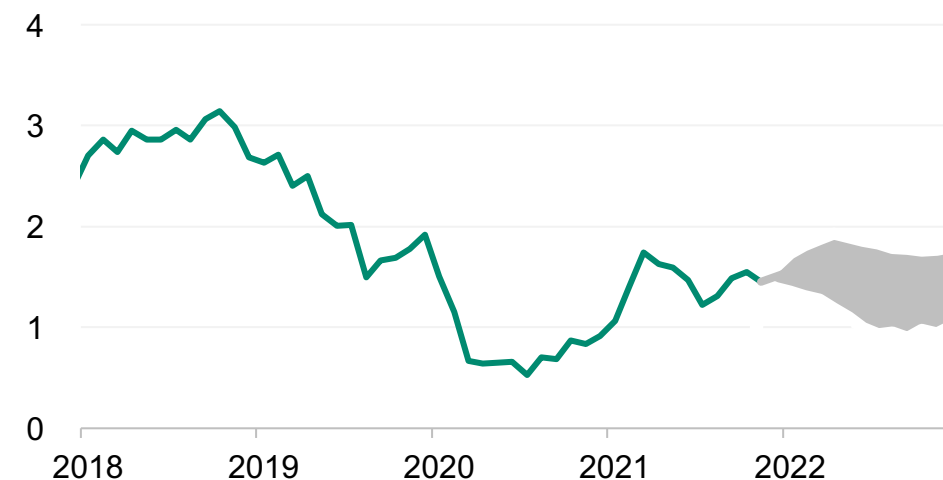
市場預期今年升息次數增加，但長期總升息碼數未變



資料來源：Bloomberg。

升息推升長債殖利率效果受限，料呈現區間走勢

美國10年期公債殖利率，%



註：陰影為歷史高低區間，資料區段以2021/11為起點，比對2004-05年、2009-10年、2013-14年、2016-17年升息、縮減購債與殖利率波段上揚的殖利率變化經驗。

資料來源：Bloomberg。

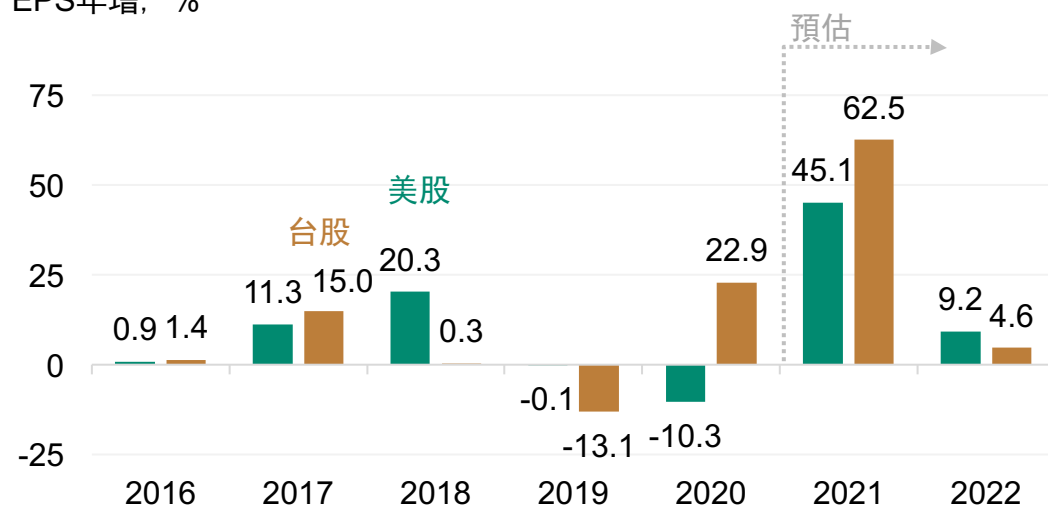
經濟尚無反轉疑慮，惟升息前後股市波動將加大

升息隱含企業資金成本變高，但Fed啟動升息，通常也表示景氣復甦步入正軌。展望2022年，因高基期關係，台美企業EPS增速雖較去年放緩，但仍為正向。由過去的經驗來看，須留意升息前後股市波動加大的狀況，然進入升息循環期間多反應景氣行情，不影響長線股市的多頭格局。

提醒今年牛年封關(1/26)適逢FOMC會議，股票持倉過高者，在控管風險的目的下，可酌量進行獲利了結。欲伺機增持股票部位的客戶，可透過定期定額的方式參與波動加大的市場。

台美今年企業獲利展望仍為正向，惟較去年放緩

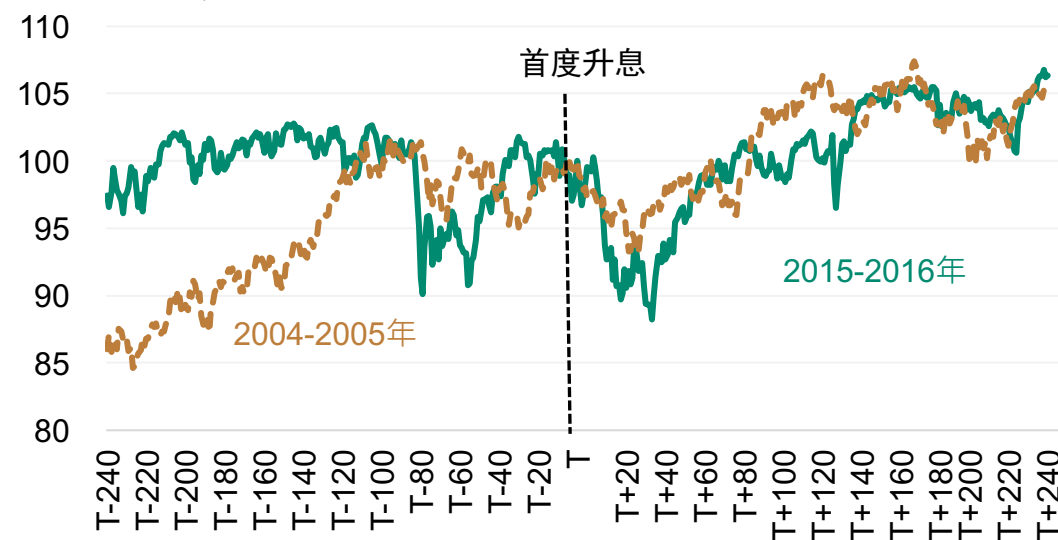
EPS年增，%



資料來源：Factset, Bloomberg。

升息前後市場偏波動

標普500指數，標準化



註：T表示升息日。
資料來源：Bloomberg。

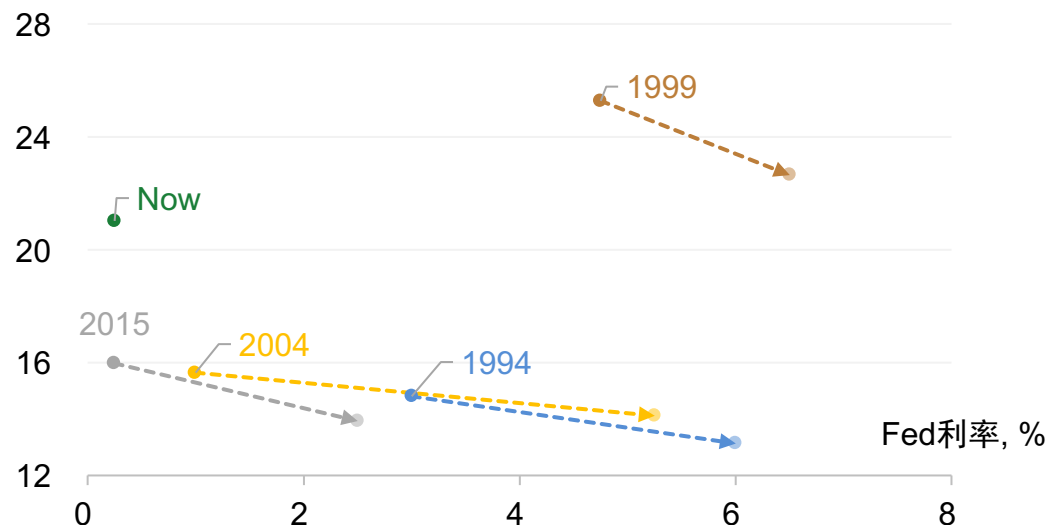
兩大原因使升息期間波動加大, 留意類股表現分化, 投資聚焦具長線趨勢及獲利穩健標的

兩大原因使升息期間波動加大：1)過去幾個升息循環經驗顯示，對股市PE有壓抑作用。2)長債利率走升，殖利率吸引力漸增，亦會使高PE的成長股，表現相對弱勢。

而PE下滑不代表股價將會下降，僅代表追價行情狂漲行情已不再，類股表現有分化的趨勢。策略上，股價不宜追高，側重高毛利及獲利穩健的公司，聚焦具長線題材的半導體、5G、電動車等標的，有助掌握長線商機。短期而言，通膨揚升使金融、能源具有題材，可相互搭配布建。

升息循環通常伴隨著PE下滑

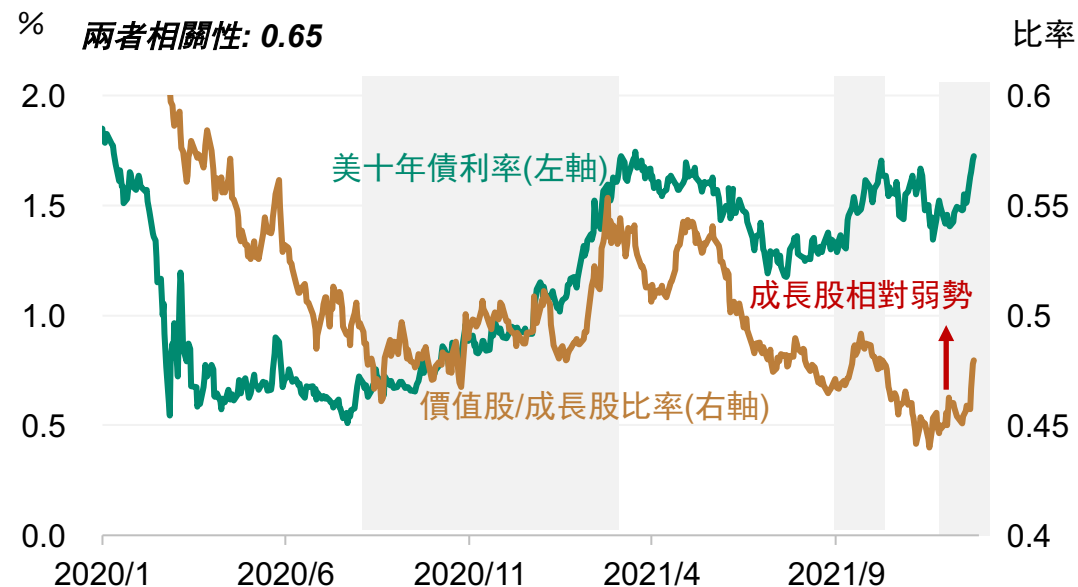
預估未來12個月PE, 倍



註：統計過去4次Fed升息循環S&P500指數PE變化。

資料來源：Bloomberg。

殖利率走升期間, 成長股表現相對弱勢



註：灰底區域為殖利率走升期間。

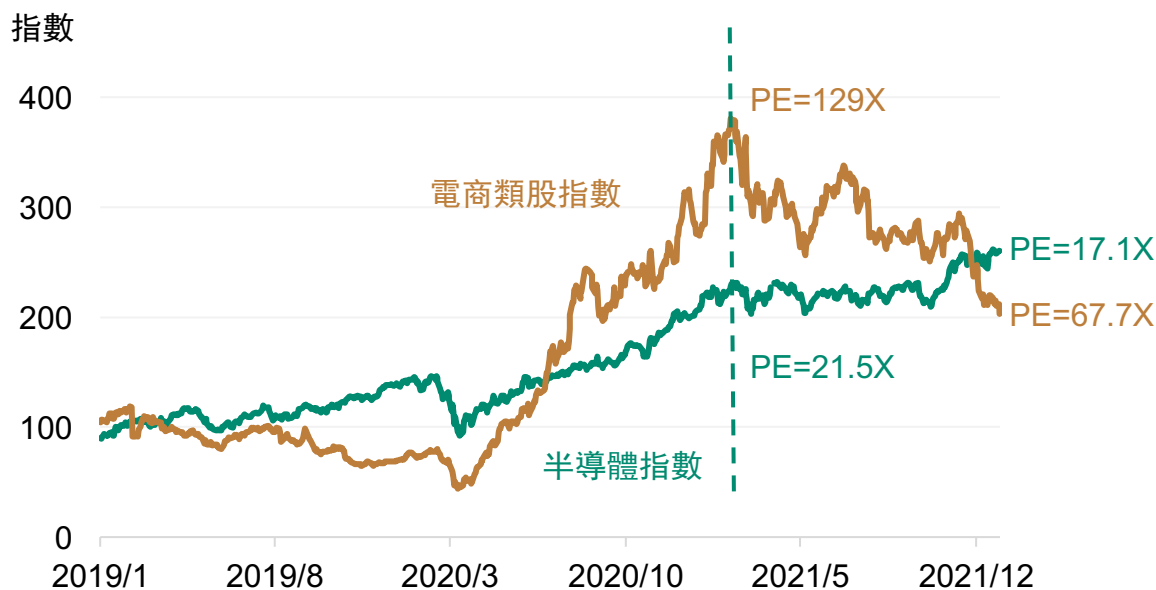
資料來源：Bloomberg。

科技 類股走勢分化，聚焦半導體產業

美股開年表現震盪，科技股因為公債殖利率走升而備受壓抑，由於疫情期間，網路科技類股受惠居家上班、線上購物、手機遊戲等需求大增而上漲，相關類股也因為QE的資金行情而衝出高本益比，在疫情趨緩，且預期美國貨幣政策將走向緊縮之下，網路科技股同時面臨獲利及評價的雙重修正壓力。

相較之下，半導體類股股價持續走高，而本益比則下降，主要是獲利走揚而壓低了本益比，由於晶片需求強勁，且供給面仍吃緊，在展望樂觀之下，廠商紛紛增加資本支出因應，預期將帶動未來產出增加及營收上揚，也支持半導體股價表現近期仍將優於大盤。

網路科技股同時面臨獲利及評價的修正壓力



註：指數係採用Bloomberg半導體類股及北美電商類股，PE以預估未來12個月EPS計算。
資料來源：Bloomberg。

半導體產業加大資本支出，前景展望樂觀



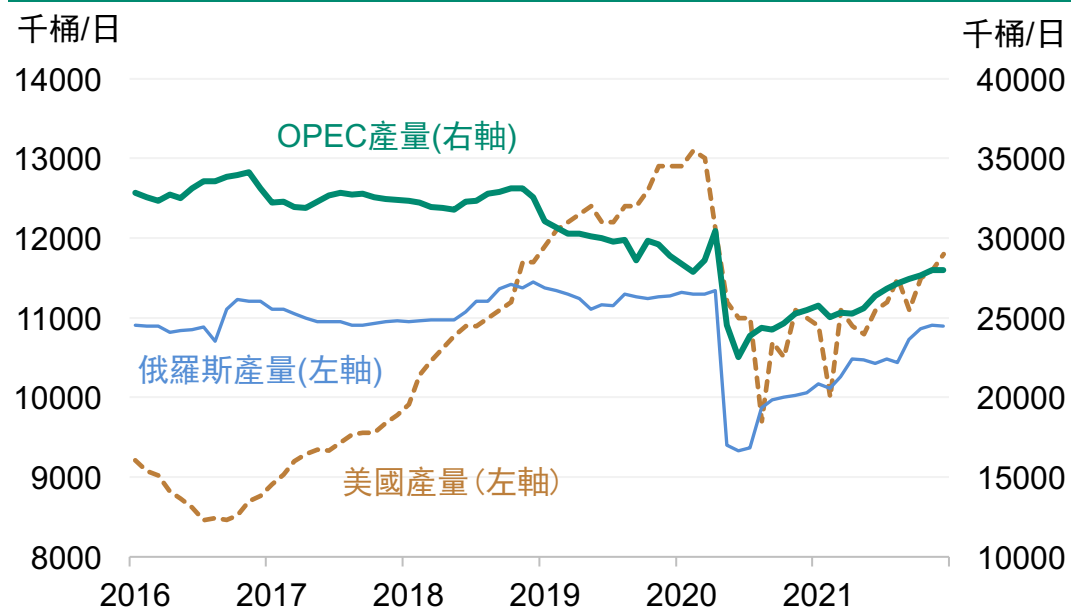
註：指數採用Bloomberg半導體類股及S&P500指數。
資料來源：Bloomberg。

能源 OPEC維持增產不變，亞洲疫情管制侷限大漲空間

OPEC+本週維持2月份續增產40萬桶/日的生產計畫，主因 1) Omicron疫情再度復燃，但重症率較低，市場擔憂逐漸和緩。2) 產油國之一的利比亞，因油管維修與民兵把持管控出口，使供給下滑。OPEC+預估今年1Q國際油市將呈現供給過剩140萬桶/日的情況，較去年12月初預估的超額供給170萬桶/日下調，顯示**需求仍日漸增強，對信心層面有所支撐，短期油價偏強趨上。**

觀察過去美國升息階段，多為油價上漲、通膨升溫環境，能源股表現則較不一。預期未來美國升息預期高漲，不致對油價造成負向影響，**疫情變化仍是油價擾動關鍵**。目前歐美政策多以加強疫苗施打作為主要防疫手段，後續關注疫情發展與亞洲國家如中國，是否有進一步限制措施，料2/4北京冬奧前中國管制趨嚴，侷限油價大漲空間。

OPEC維持每月增產量不變，全球供給漸增



資料來源：Bloomberg。

過去美國升息階段，油價與能源股表現

時 間	1999/5-2000/5	2004/5-2006/6	2015/11-2018/12
升息幅度(碼)	7	17	9
油價漲幅(%)	72	85.4	9.0
能源股漲幅(%)	9.3	76.2	-14.9

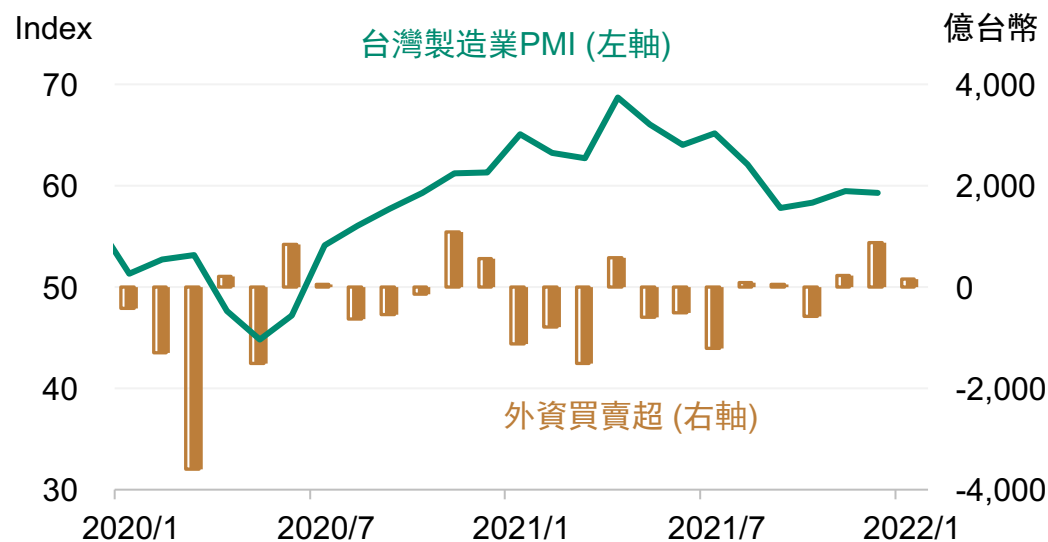
註：從1999年至2021年統計。能源股以標普能源類股指數代表。
資料來源：Bloomberg預估中位數。

匯市 土耳其匯市貶勢延續

台灣經濟：去年中以來，台灣製造業動能雖步下頂峰，但4Q維持擴張態勢未有改變，此仍有利春節效應發酵、出口商拋匯支持台幣走勢；加上去年10月以後外資轉向買超，股市資金助攻下，令近期台幣持續偏強。

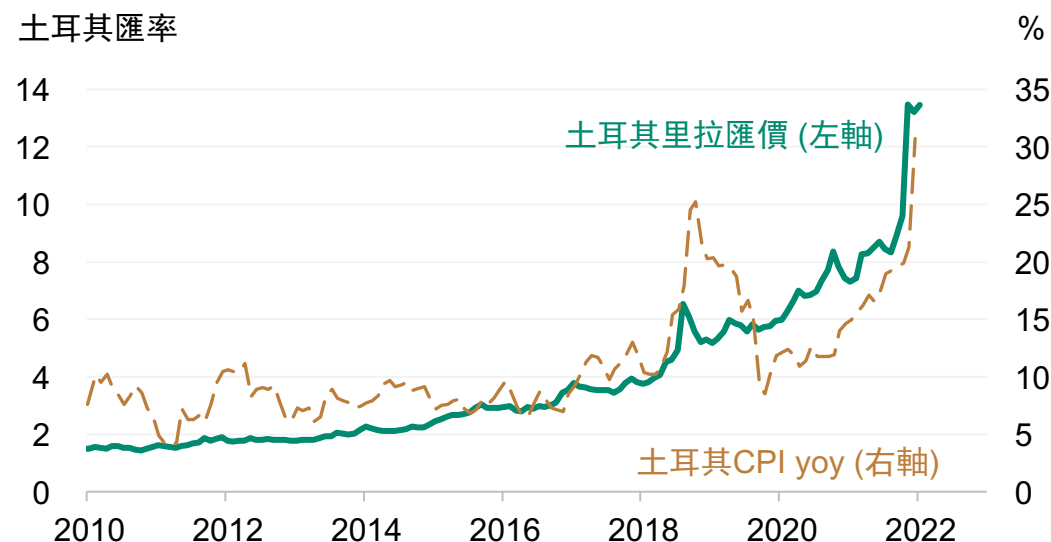
土耳其里拉：雖然去年12月總統艾爾段推出保證利率的政策，鼓勵進行里拉定存，期間匯損將由國庫買單，令里拉小幅回升，但隨12月通膨數據暴增突破30%，創19年新高後，令里拉重回貶勢；基本面疲弱下，長線里拉仍趨弱勢。

台灣製造業維持擴張態勢，外資去年10月後轉為買超



資料來源：Bloomberg, Goodinfo。

土耳其去年12月通膨暴升，里拉隨之轉弱



資料來源：Bloomberg。

Jan 2022

10	Monday	11	Tuesday	12	Wednesday	13	Thursday	14	Friday
美國躉售存貨 歐元區失業率 中國社會融資 中國貨幣供給		美國中小企業樂觀指數 南韓國際收支經常帳餘額 日本福利基金		美國CPI 中國PPI 中國CPI 南韓失業率 日本國際收支經常帳餘額		美國財政預算月報 美國PPI 美國初領失業金人數 英國RICS房價指數 俄國CPI 日本貨幣存量 日本工具機訂單		美國進口物價指數 美國產能力利用率 美國工業生產 美國密西根大學市場氣氛 英國工業生產 日本PPI 中國貿易收支	

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