



國泰世華銀行
Cathay United Bank

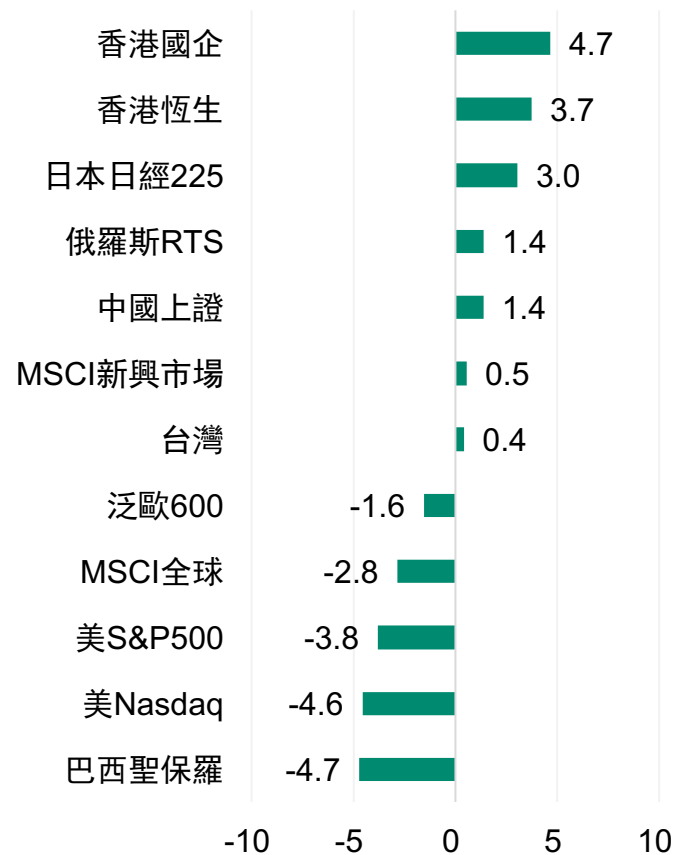
2022年6月10日

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

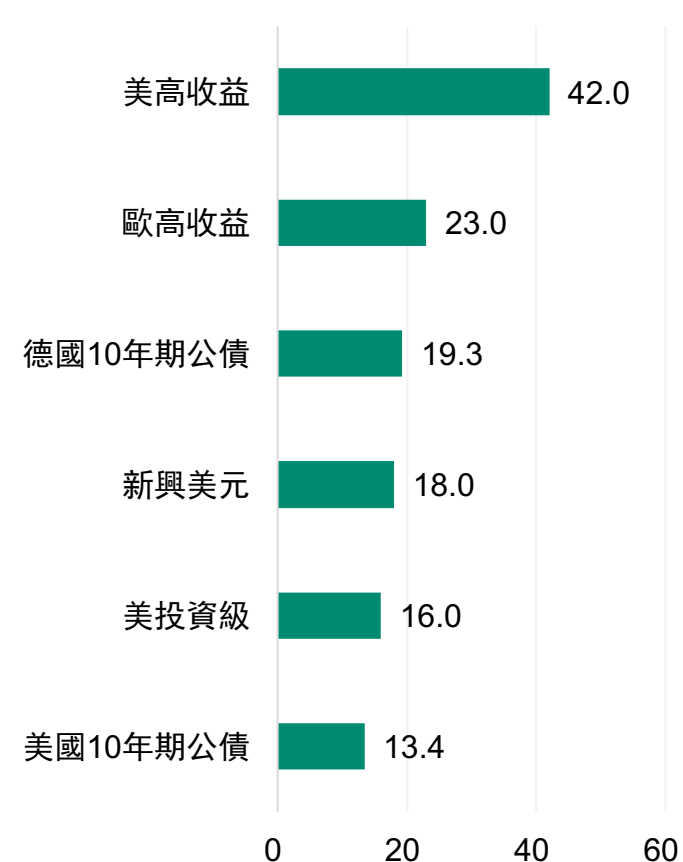
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/6/2- 2022/6/9。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 6月Fed升兩碼應無懸念，重點關注點陣圖

因俄烏戰事、中國封控惡化通膨前景，料本次利率路徑將會較3月點陣圖上移，不過觀察長期通膨預期漸趨穩定下，預期點陣圖顯示的利率高點，將不易超過今年利率期貨市場最鷹的預期3.5%。

► 夏季用油旺季令油價走升，通膨再加壓？

適逢夏季用油旺季、加上歐盟禁運俄油議題延燒，短期不排除油價仍有彈升空間，然在景氣放緩態勢下，將限縮油價上方空間，料油價仍將回歸高盤走勢。下半年隨基期墊高，預期油價年增對通膨影響將逐步淡化。

► 中國政策齊發激勵股市走揚，後續看法？

中國穩經濟政策齊發，信心面提振下激勵股市，若疫情受控，基本面進一步回穩，將支持股市在秋季20屆全國代表大會前維持相對樂觀。惟，中國長期面臨去槓桿結構調整，策略以波段操作為佳，衛星部位視之。

股市

通膨觸頂、聯準會升息步伐大致底定、中國逐步解封等利多消息，有利股市近期維持反彈格局。然而，資金緊縮環境與景氣放緩態勢並未改變，操作上，仍應盡量避免追高殺低，且以體質穩健的公司為操作重點。

債市

十年債利率再度站上3%，料若通膨維持下降趨勢，前波高點3.2%將為壓力。在景氣放緩的背景下，債市關注焦點將由利率風險轉往信用風險。可挑選信用品質更高的債券做為核心布局，如公債、投資等級債。

匯市

日銀寬鬆壓抑日幣，藉以拉抬日本企業獲利增長，美日貨幣政策差異下，將使日圓兌美元匯價延續偏弱態勢。台幣兌日圓應延續偏強趨勢，對有旅日需求者仍可分批換匯以待下半年解封旅遊之需。

ECB跟隨Fed腳步準備升息, 市場持續震盪

ECB最新(6/9)貨幣政策會議摘要:

- 經濟預估: 2022年通膨預估由5.1%上調至6.8%, 經濟成長預估由3.7%下調至2.8%
- 貨幣政策指引: 將於7/1結束維持7年的購債計畫, 並於7月會議將升息1碼, 9月將視數據升息1-2碼

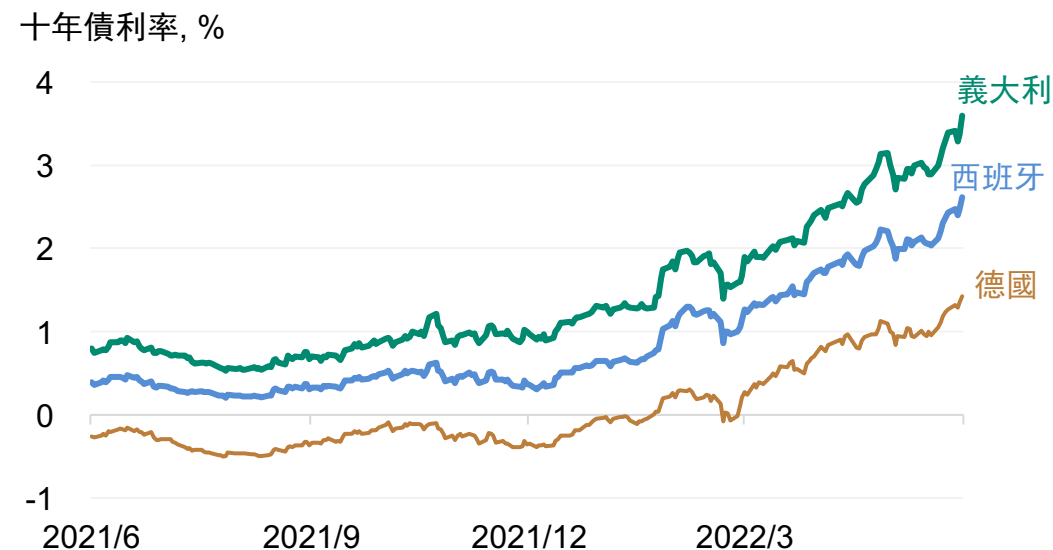
為了因應通膨壓力, 歐洲央行正式結束量化寬鬆的時代, 並準備於7月加入緊縮行列, 主要影響有三, 1) ECB提前緊縮的題材, 令美元轉趨盤整。2) 歐債利率分化, 體質弱的南歐國家融資成本快速走升, 恐為歐洲貨幣正常化阻礙。3) 歐債殖利率走升下, 料市場將持續震盪態勢。

預估歐洲央行升息路徑



資料來源: ECB, 國泰世華投資研究團隊預估。

歐洲融資環境分化, 恐成ECB貨幣正常化阻礙



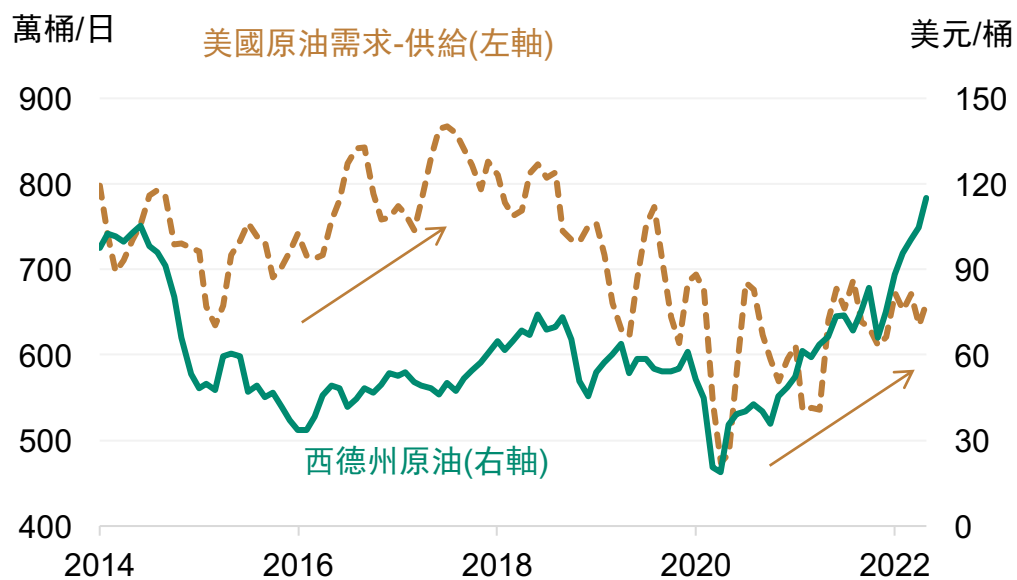
資料來源: Bloomberg。

夏季用油旺季推升油價，但中長線仍以高盤格局視之，對通膨影響仍可控

供給面，1)俄烏戰爭後美、英、歐盟相繼對俄羅斯實施原油禁令，2)美國雖然祭出戰備儲油，並協調OPEC增產，然而OPEC實際產量距離計劃增產水準有一段差距，3)美國能源公司先前投資不足，使得美國每日原油產量僅從1100萬桶，小幅拉高至1190萬桶，加上庫存目前偏低下使得油價居高不下。需求面，1)美國適逢夏日用油旺季，需求從2020/4的每日1600萬桶，拉升到目前每日1850萬桶，2)中國解封需求預期。

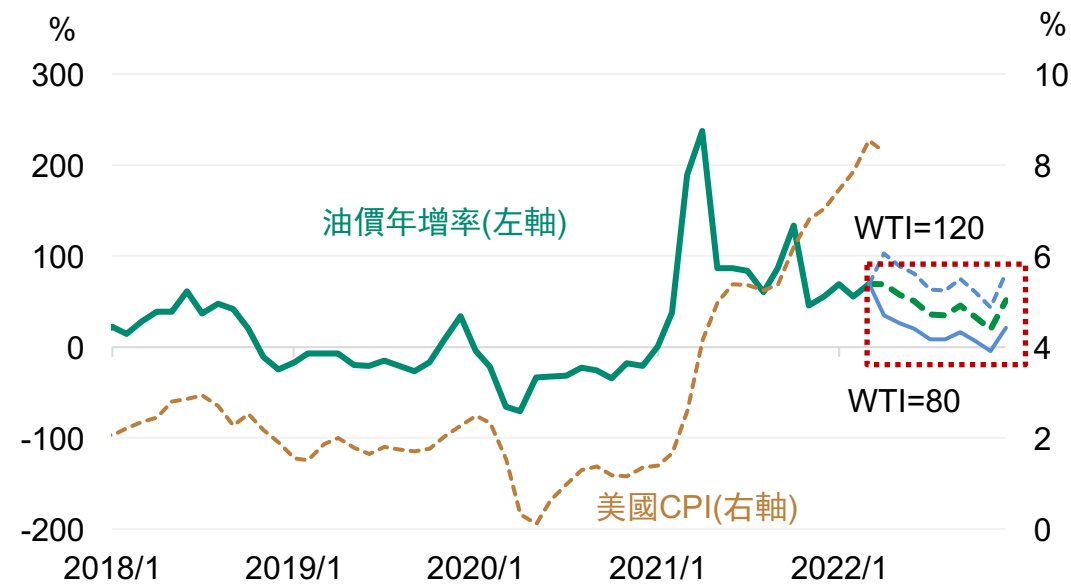
短期需求彈升下，不排除油價仍有彈升空間，然在景氣放緩格局下，預期油價仍將回歸高盤走勢。因此，若以油價年增的角度來看，考量下半年基期墊高，預期油價年增對通膨影響將逐步淡化。

夏季用油旺季，需求快於生產



資料來源：Bloomberg。

油價中長線以高盤格局視之，對通膨影響可控

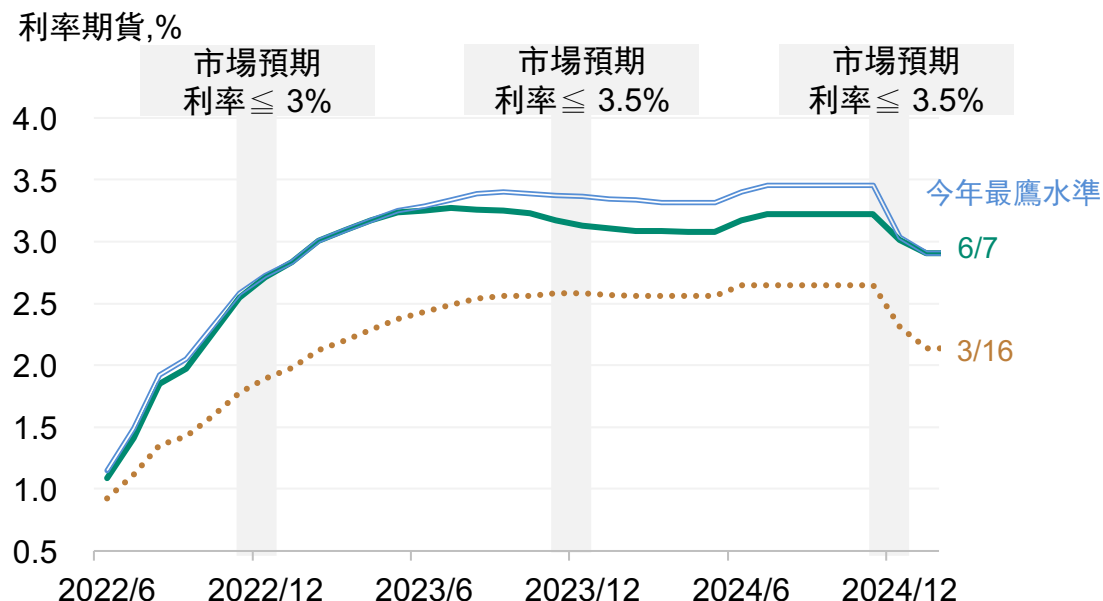


資料來源：Bloomberg。

預期6月Fed利率點陣圖上移的空間有限，且隨緊縮路徑愈見清晰，將有利市場風險氣氛修復

- 1) 升息路徑：隨3月後俄烏戰事、中國封控惡化通膨前景，**料本次利率路徑將會較3月點陣圖上移，不過預期點陣圖顯示的利率高點，將不易超過今年利率期貨市場最鷹的預期3.5%**，原因有三，1)緊縮預期下，需求放緩效果逐漸顯現、2)近期通膨有見頂跡象、3)長期通膨預期漸趨穩定，顯示市場普遍認為目前的緊縮步調，有助長線的通膨水準緩步回穩。
- 2) 縮表進程：6/1已開始進行縮表，料將持續執行先前的縮表規劃，前三個月縮減上限為475億/月，自9月起調升為950億/月。
若Fed於緊縮路徑如預期，未超過先前最鷹的說法，隨升息路徑有漸趨穩定，短線將有利近期股市反彈的態勢得以延續。

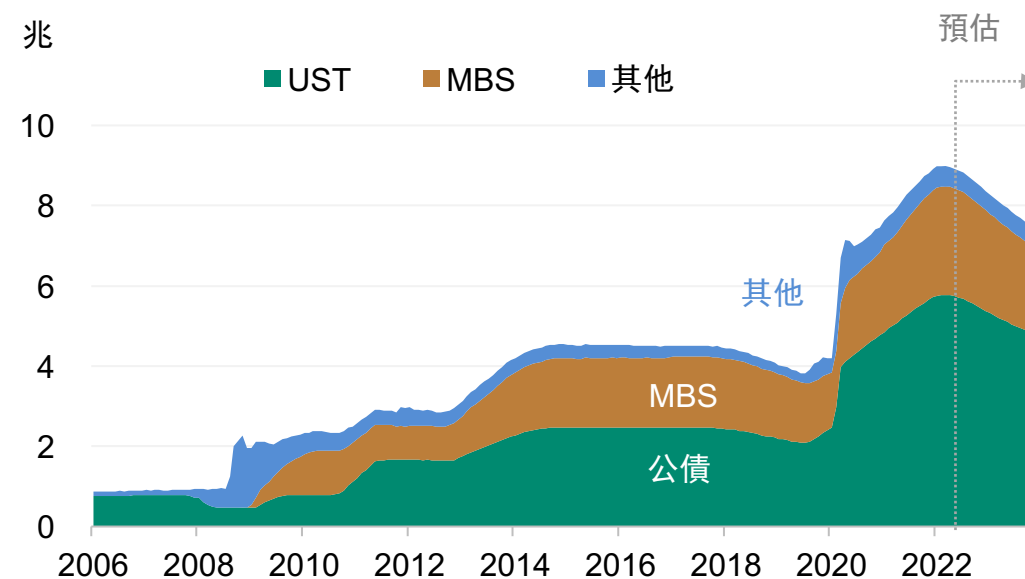
預期6月點陣圖鷹較3月上移，惟上移幅度將有限



註：今年最鷹值統計數值，取今年以來截至6/8出現過最高的利率期貨值。

資料來源：Bloomberg。

6/1已開始進行縮表，料將持續執行先前的縮表規劃



註：根據NY Fed及Richmond Fed預估 MBS提前償還金額至2023年底前每月規模多小於300億，因此MBS每月提前償還金額以300億進行試算。

資料來源：Bloomberg。



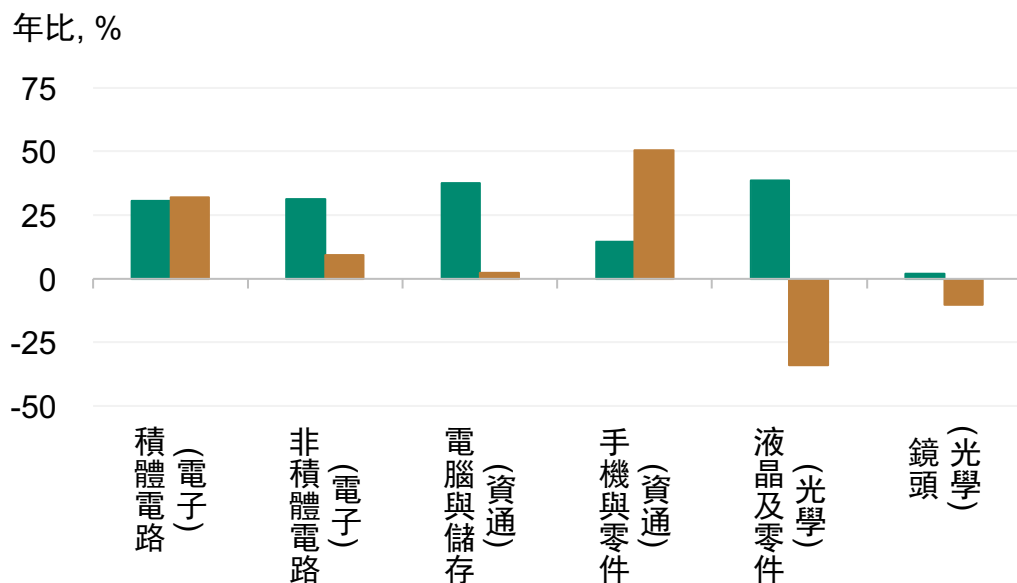
台幣 | 預期受半導體循環與美台利差影響，台幣尚難出現升值趨勢，3Q應呈橫盤走勢

台灣出口：台灣5月出口仍佳，但高基期今年比持續趨緩，且與去年7月年比(全年高位)相較，積體電路出口雖仍支撐電子業出口，但部分類別已見轉弱跡象，這也呼應國發會看法——雖然受惠科技創新應用及數位轉型需求續強，但受主要經濟體下修經濟增長，台灣外銷恐不如去年亮眼。

台灣央行：面臨本季台灣央行理監事會議，政策利率持續朝楊總裁稱緊縮的方向續進應無懸念，惟市場恐更關注緊縮的劇本。鑒於本波疫情對台灣內需的衝擊，選擇“**再度升息1碼+祭出選擇性信用管制**”對經濟產生全方位的緊縮作用恐是極具勇氣的政策選項。相對地，央行政策選項可能是，僅“**升息1碼**”或“**升息半碼+台幣緩貶+選擇性信用管制**”，藉以達到貨幣政策緊縮、降低輸入性通膨、減緩房價漲勢的政策目標。

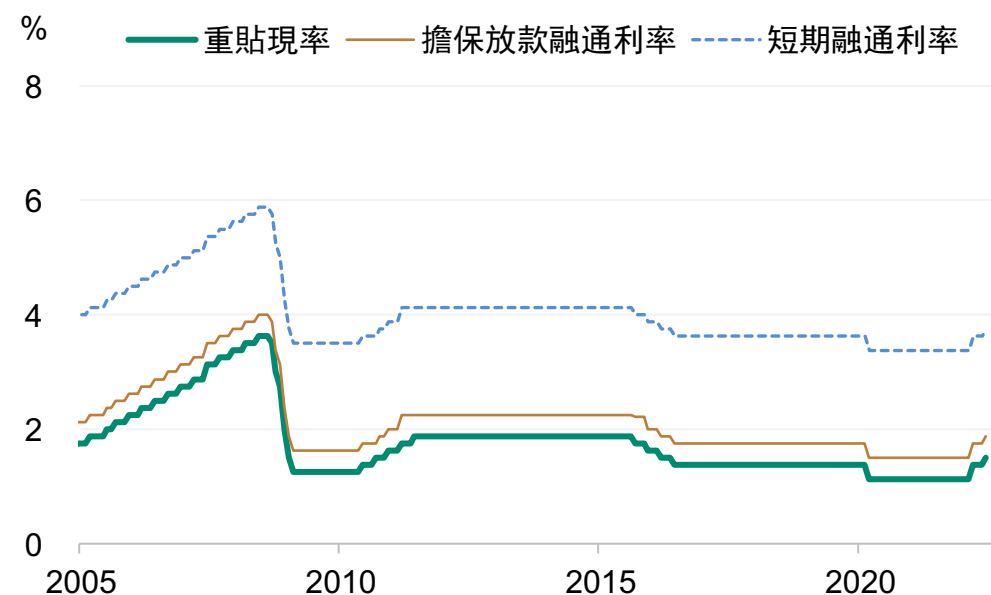
匯價：預期受半導體循環與美台利差影響，台幣尚難出現升值趨勢，3Q應呈橫盤走勢，有換匯需求可隨股市回升或月底出口商拋匯時進行換匯。

相較去年7月，今年出口類別表現漸顯分歧



資料來源：Bloomberg。

政策利率應持續朝楊總裁稱緊縮的方向續進



資料來源：Bloomberg。

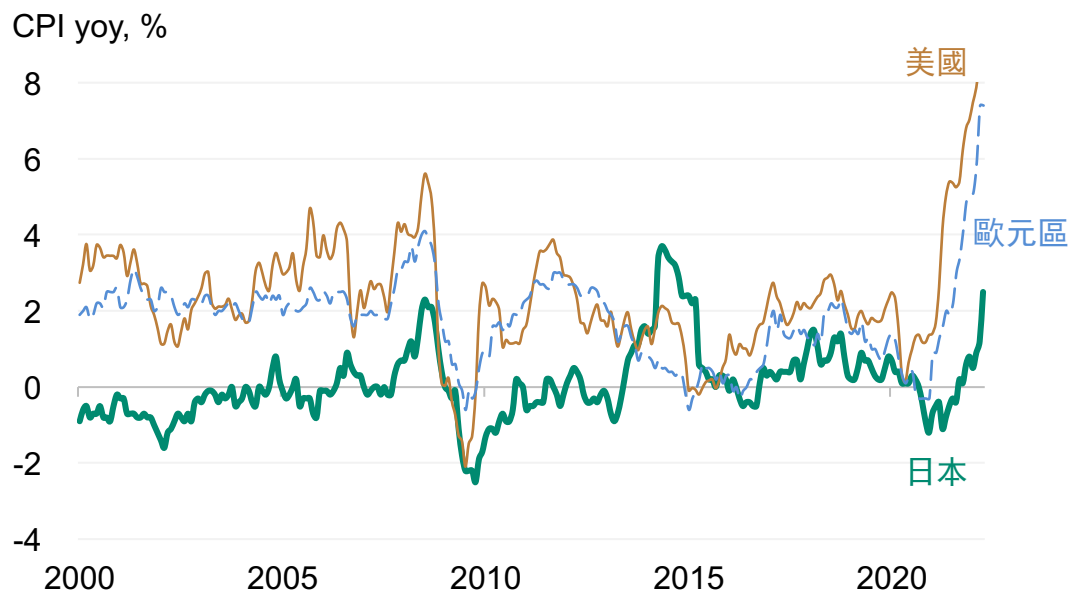
日圓 | 日本通膨雖走升, 但並不像美歐國家失控, 日本央行續行偏鴿政策壓抑日圓匯價

日本通膨：受到俄烏戰爭推升全球原物料價格的影響, 令全球高通膨的情況加劇。日本長期身處通縮陰影下, 通膨水準雖也走升, 但並不像美歐國家呈現噴出的狀態。這也使得日本央行總裁黑田有所餘裕的再三重申, 日本央行將維持超低利率, 以支持仍在擺脫新冠疫情衝擊的經濟。

日本經濟：主要受到疫情影響, 消費、旅遊不振衝擊內需, 經濟更仰賴外需、出口企業的拉抬, 但鑒於去年企業獲利增長已高, 今年維持高位難度較大, 故日本央行有重覆安倍首支箭—量化寬鬆之意圖, 以拉抬出口商企業獲利增長。

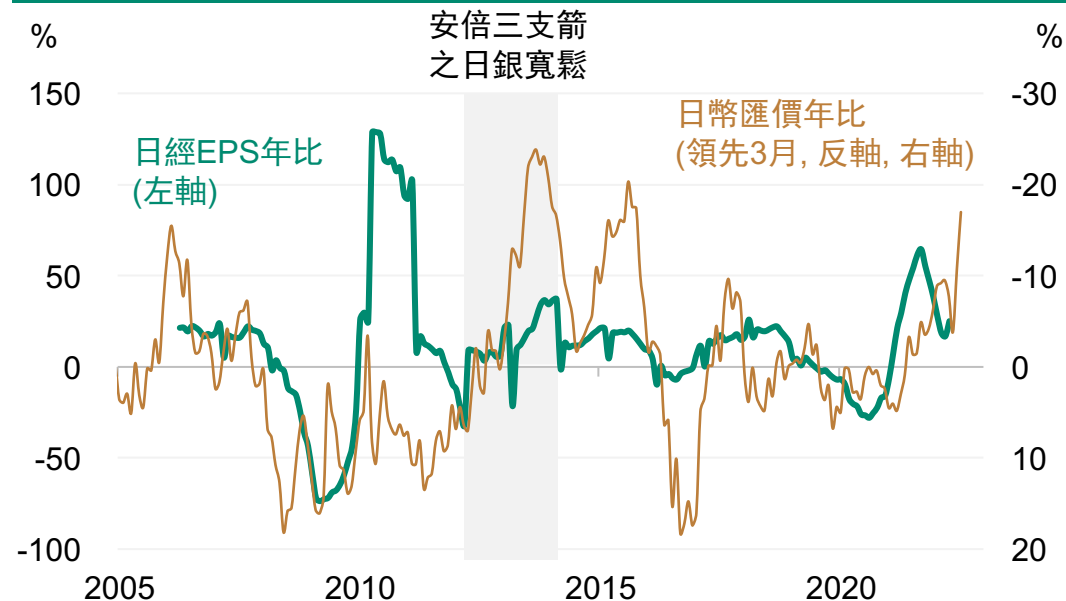
匯價：貨幣政策差異下, 將使日圓兌美元延續偏弱態勢。台幣兌日圓應延續偏強趨勢, 對有旅日需求者仍可分批換匯以待下半年解封旅遊之需。

日本通膨雖走升, 但並不像美歐國家高踞



資料來源：Bloomberg。

日銀寬鬆壓抑日幣, 藉以拉抬日本企業獲利增長



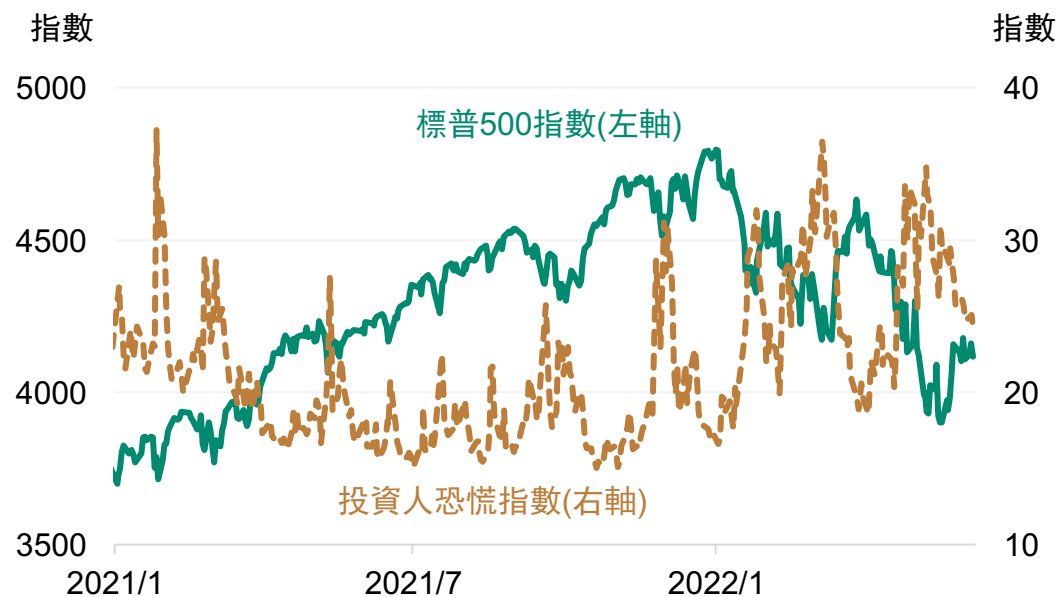
資料來源：Bloomberg。

市場恐慌緩解有利股市反彈，上下震盪仍難避免

通膨觸頂、聯準會升息步伐大致底定、中國逐步解封等利多消息，讓市場不安的情緒有所緩解，投資人恐慌指數VIX從35逐步滑落至24，有利股市近期維持反彈格局。

然而，資金緊縮環境與景氣放緩態勢並未改變，使今年以來的股市波動明顯放大，道瓊日內高低振幅高達573點，遠高於去年平均的331點。今年操作上，仍應盡量避免追高殺低，且以體質穩健的公司為操作重點。

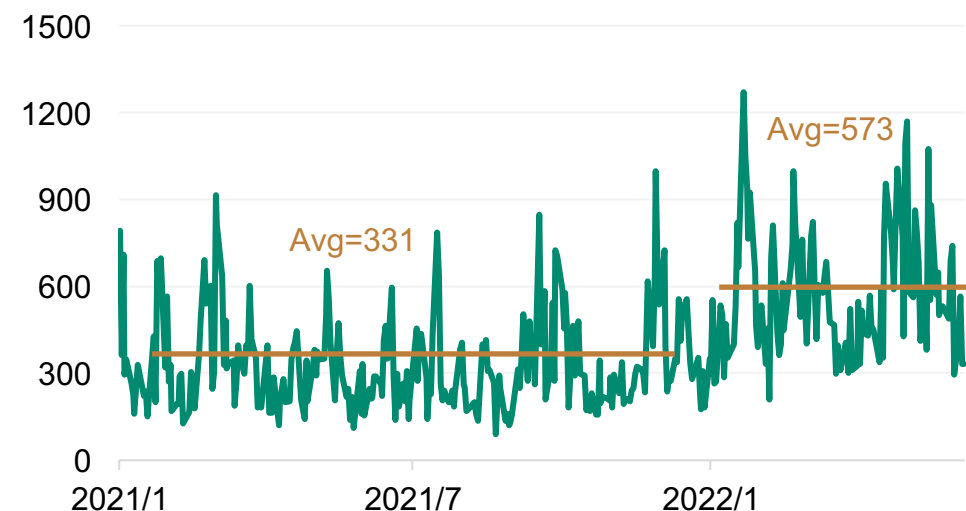
利空逐步淡化，恐慌情緒緩解



資料來源：Bloomberg。

聯準會貨幣緊縮，股市上下波動劇烈

道瓊指數每日高低點價差



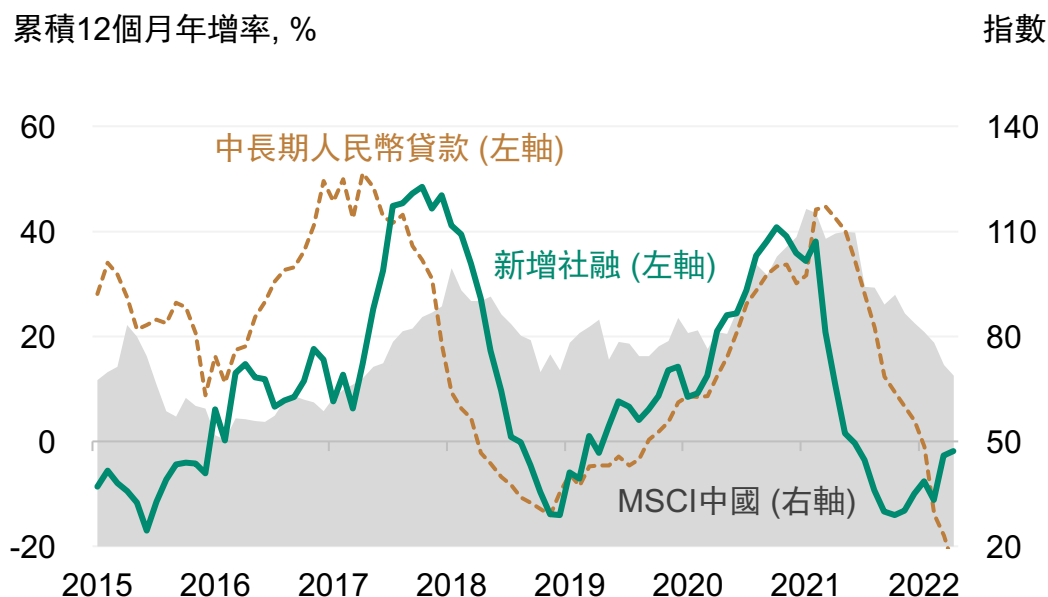
資料來源：Bloomberg。

中國監管鬆綁激勵境內外股市走揚，信用循環支撐後續反彈行情

歷經4、5月疫情封城對中國經濟造成嚴峻衝擊，中國官方除了加碼財政及貨幣政策之外，寬鬆力道進一步拓展至房地產與中概股監管層面，近期除了解除滴滴等三間叫車公司的禁令，也公布了60款遊戲版號，對A股與中概股都有明顯提振效果。

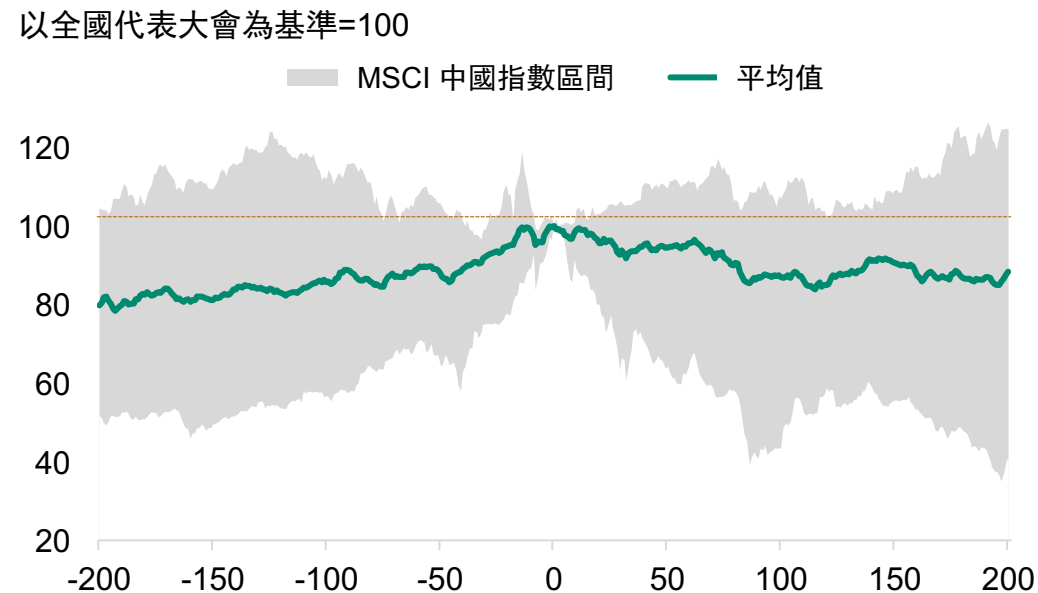
基本面落底反彈仍有待時間發酵，考量產業監管風險降溫，若疫情受控，不再引發更多封城舉動，股市預期於3Q可隨信用循環逐步走揚，秋季20屆全國代表大會前可維持相對樂觀。但中國長期面臨去槓桿結構調整，加上監管政策反覆，指數位階難以如美股般不斷墊高，策略以波段操作為佳，衛星部位視之。

監管鬆綁後，股市隨信用循環走揚



資料來源：Wind。

政策行情有望延續至全國代表大會前夕



註：資料區間為十五大至十九大，共五次資料彙整。

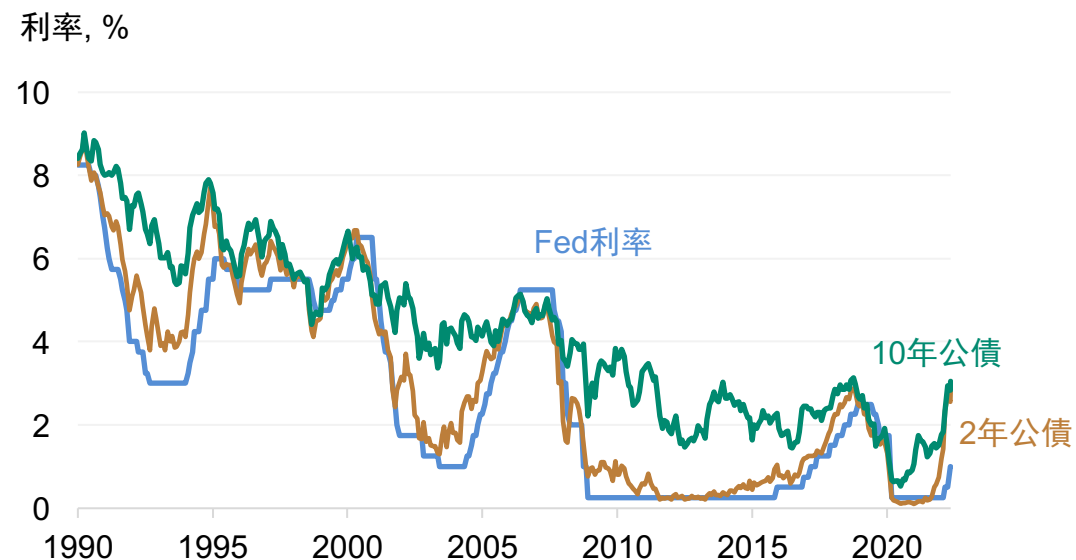
資料來源：Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

債市 公債利率上方空間漸縮，惟景氣放緩下須留意公司債信用變化

Fed緊縮方向明確，預期殖利率曲線將進一步趨平，波動性仍維持高位。下半年，在景氣放緩，且通膨回落的態勢未變下，預期1)公債利率漲勢將不若上半年。且歷史經驗來看，在升息末期長率有與短率趨同的現象。目前十年債約在3%水準來看，已與利率期貨市場預期的高點差距漸縮，料長債殖利率上方空間亦有限。2)信用利差波動將加大。

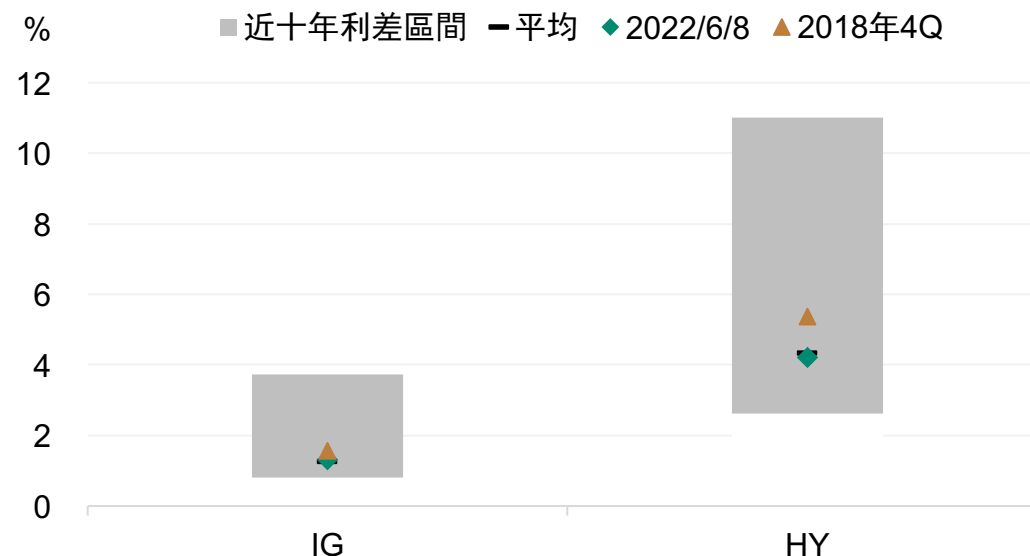
策略上，相較過去1-2年，隨利率已大幅提升，投資人可以在固定報酬要求下，挑選信用品質更高的債券如(公債、投資等級債)做為核心布局。觀察下半年，通膨回落態勢更明確後，長線投資人可以緩步拉長部位配置的存續期間，逢高進場鎖利。

升息末期，長率與短率趨同



資料來源: Bloomberg。

投資級利差來到2018年循環末期水準，評價面優勢漸增



註：資料區間為2012/6/8~2022/6/8。

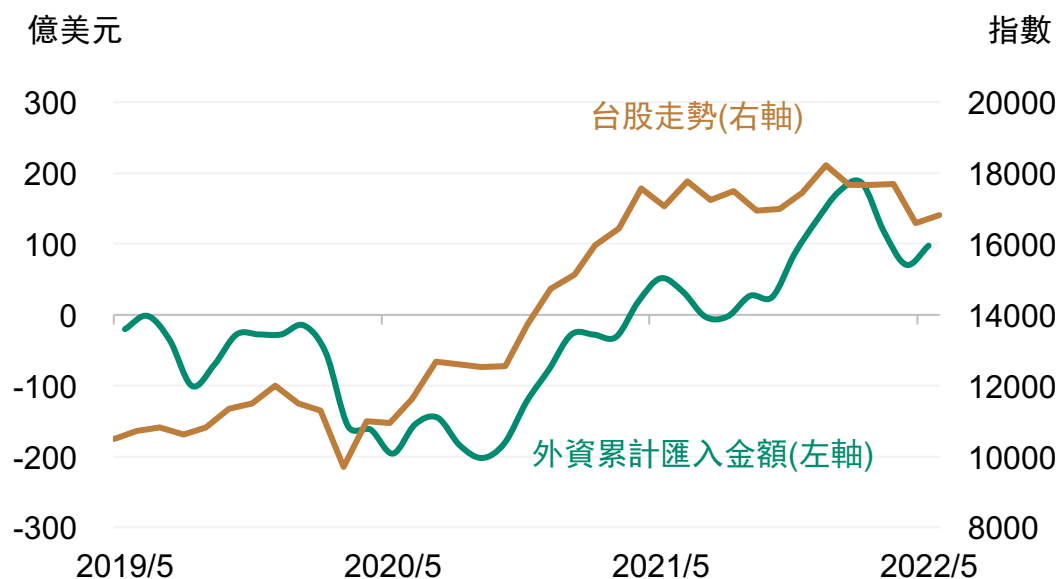
資料來源: Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

台股 外資回頭，台股止跌反彈，蘋果新品可望帶動下半年電子業營收

外資自年初以來賣超台股，並大舉匯出，匯出金額創2020/5以來新高，在台股隨全球股市大幅修正後，外資5月終於由匯出轉為匯入，單月匯入27億美元，外資賣壓減緩，有利台股止跌，展開進一步反彈。

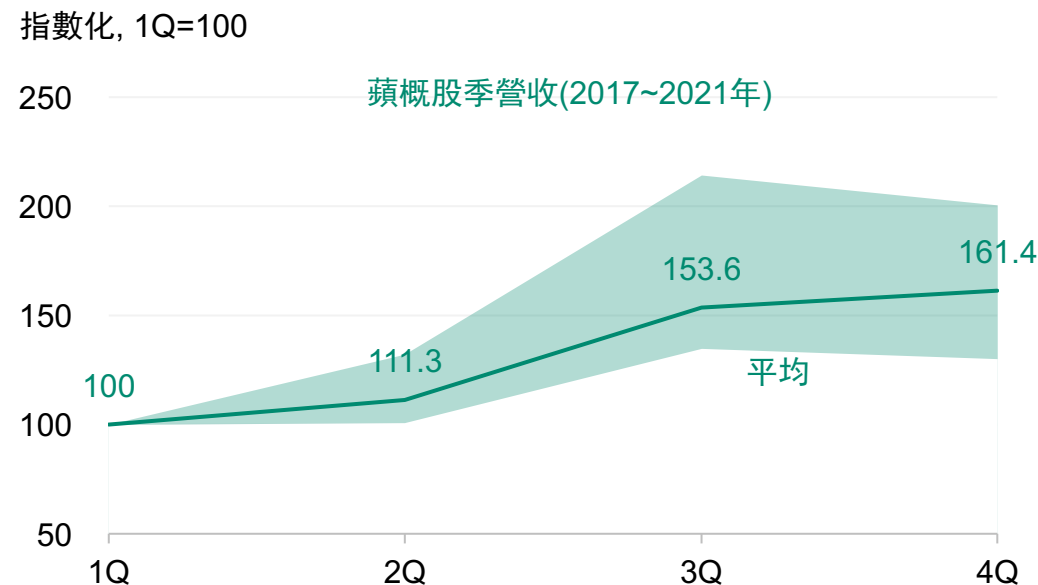
本週蘋果WWDC大會發表新款MacBook，預計7月發售，其中M2晶片採用5奈米製程，由台積電獨家供應，此外，蘋果下半年推iPhone 14新機，相關零組件也自5、6月開始小量出貨，**依據過去經驗，蘋概股業績多於3Q爆發，旺季效應下，相關電子族群可望增加上漲動能。**

外資5月轉為匯入，台股可望反彈



資料來源：金管會, Bloomberg。

蘋概股下半年旺季效應明顯



註：選取大立光、玉晶光、欣興、台郡、穩懋、新普6檔蘋概股2017~2021年平均營收表現。
資料來源：Bloomberg。

June 2022

13	Monday	14	Tuesday	15	Wednesday	16	Thursday	17	Friday
英國工業生產 英國製造業生產 澳洲休市		美國PPI 德國CPI 德國ZEW調查 英國ILO失業率 日本工業生產 日本產能利用率		美國零售銷售 美國進口物價 中國工業生產 中國零售銷售 中國固定資產 歐盟工業生產 日本核心機器訂單		美國初領失業金 美國FOMC利率 美國新屋開工 台灣重貼現率 英國銀行利率 日本貿易收支 西班牙/波蘭休市		美國工業生產 美國領先指數 美國產能利用率 歐元區CPI 日本政策利率 英國零售銷售	

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