



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2022年6月2日

# 投資研究週報

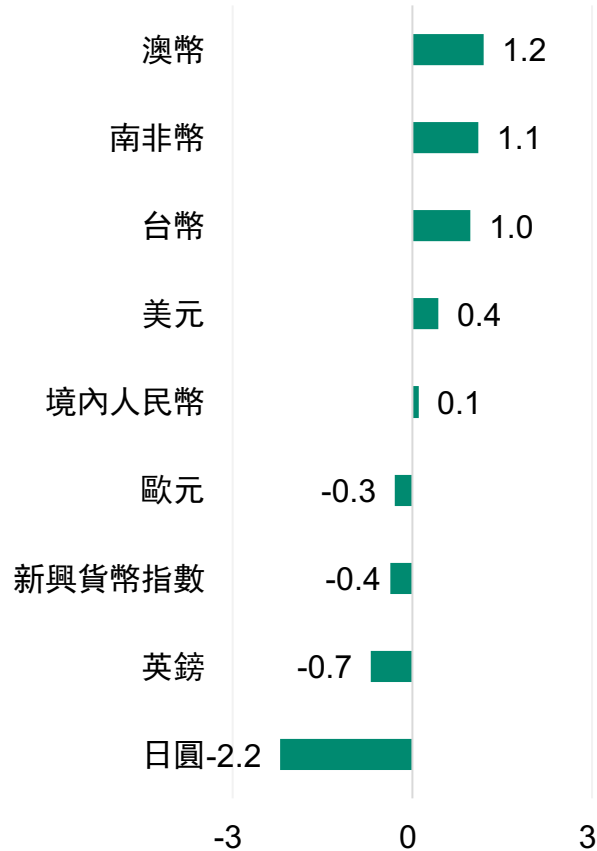
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

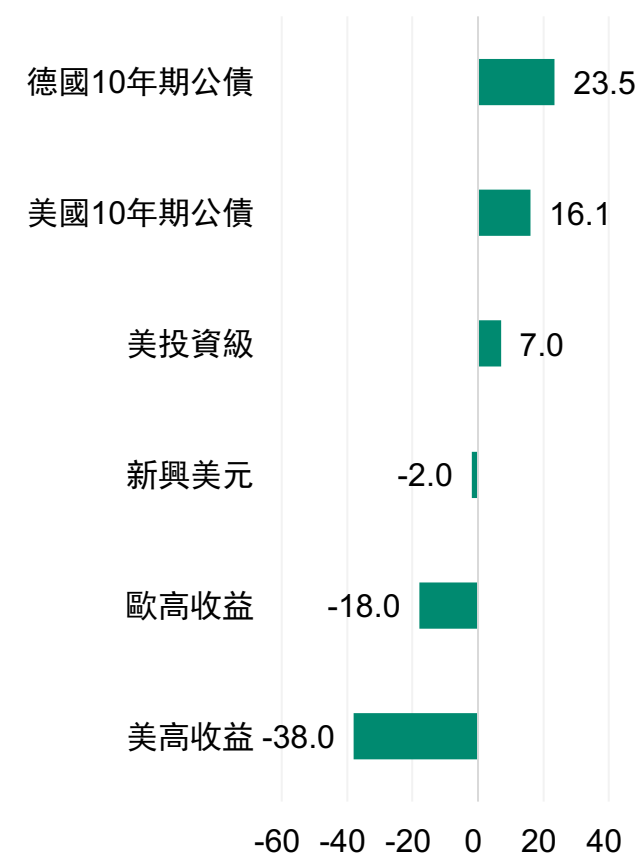
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/5/26- 2022/6/1。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 通膨觸頂，股市迎來反彈行情

繼美國CPI高點回落後，核心PCE也有觸頂的跡象，使得聯準會的升息幅度預期已有下降的跡象，公債利率可能也已觸頂，有助股市迎來反彈行情。

## ► 景氣放緩態勢未變，擇優配置

通膨可能已觸頂，但對企業的衝擊可能還未結束，此外，消費信心下滑之際，使製造業有進一步趨緩壓力。資產配置上仍以大型、高毛利為主。

## ► 中國釋出穩經濟決心，有助股市反彈

大陸國務院總理李克強25日召開「全國穩住經濟大盤電視電話會議」，並將公布穩定經濟細則，有助經濟托底。操作上，陸股有望同步反彈，但以波段、衛星操作為主。

### 股市

美國通膨、公債利率可望觸頂下，有助市場信心回升，股市可望迎來反彈行情，但金融環境持續收緊，景氣放緩態勢未變，股市將維持高波動。操作上可利用反彈時進行持股調整，並以定期定額方式逢低加碼大型股。

### 債市

升息預期降溫，美10年債殖利率拉回震盪，但聯準會6月、7月兩次FOMC會議前不確定性仍高，長債利率仍可能震盪走高，但短債殖利率已相當具吸引力，持有到期可規避利率風險，可擇優質債布局。

### 匯市

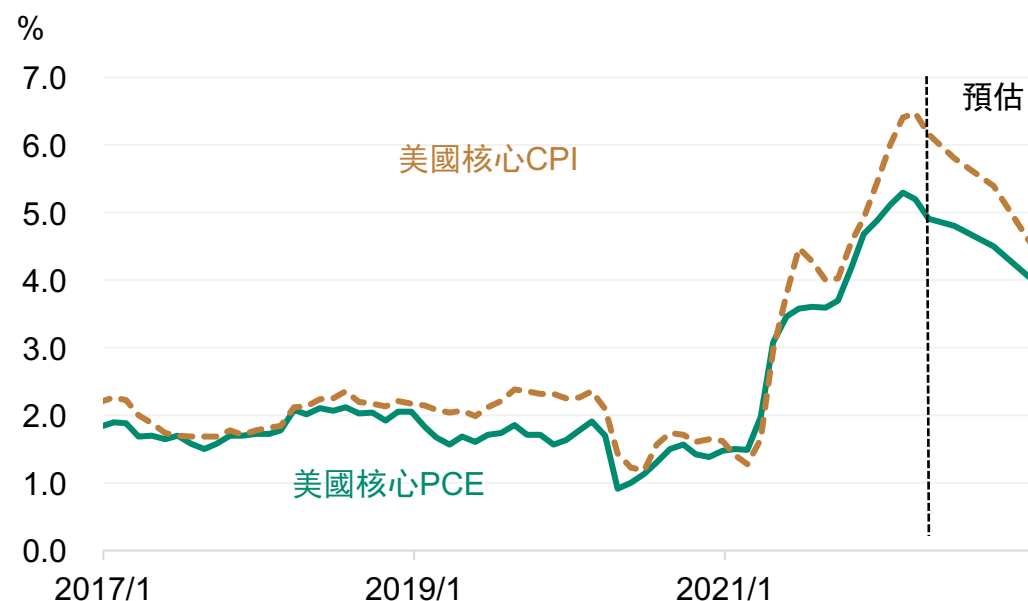
歐洲通膨壓力持續，歐央升息預期高漲，使美元漲勢趨緩。隨市場氛圍改善，加上美元高盤，有利非美貨幣反彈，但體質不佳的南非幣，後續貶值壓力仍在。



## 供應鏈改善, 通膨可望觸頂

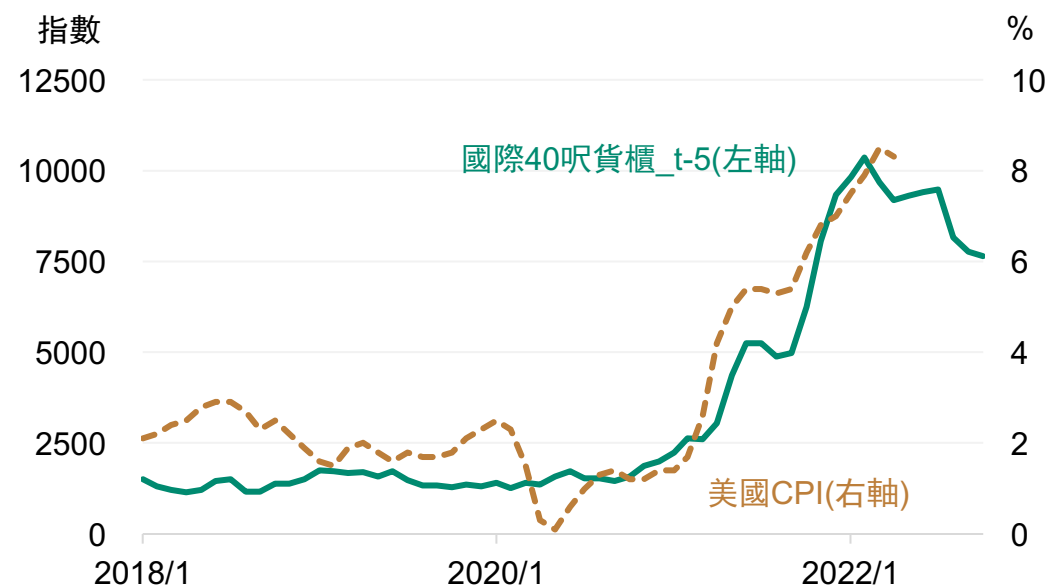
繼美國通膨CPI從40年高位滑落後(8.5%降至8.3%), 聯準會特別關注的個人核心消費物價指數PCE, 也從高位滑落至4.9%, 且連2個月下降, 顯示美國的通膨可望觸頂, 原因包括基期墊高、供應鏈改善等。以國際40呎標準櫃來看, 運費報價也從每櫃1萬美元, 下滑落25%至7500美元, 有助壓低後續物價壓力。此外, 美國雖未解除中國關稅, 但已在討論, 同時美國貿易代表處已獲免81種中國防疫醫療物資, 甚至延長6個月至今年11月底。整體而言, 美國通膨逐步改善, 核心PCE於年底可望降至4%, 但仍高於聯準會的長期通膨目標。隨通膨觸頂, 聯準會官員對升息的看法也漸趨一致, 利率政策不確定性降低, 有利市場信心回升。

### 美國通膨可望觸頂



註：預估值為彭博統計。  
資料來源：Bloomberg。

### 供應鏈改善, 有助通膨降溫



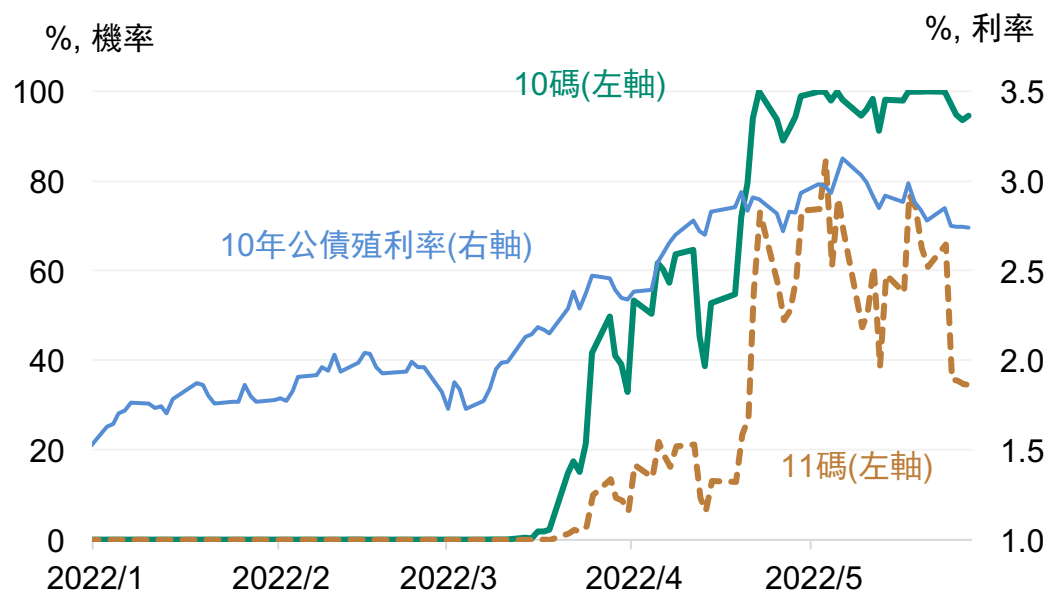
註：貨櫃價格對通膨具有領先效果, 時間約5個月。  
資料來源：Bloomberg。

## 升息幅度下滑、與景氣降溫，美債利率續揚空間漸縮

通膨觸頂，加上聯準會官員對升息的看法漸趨一致，一次升息3碼的可能性已大幅降低，使得全年升息11碼的機率降至3成。市場普遍預期，6、7月再各升2碼，全年升息10碼為共識。

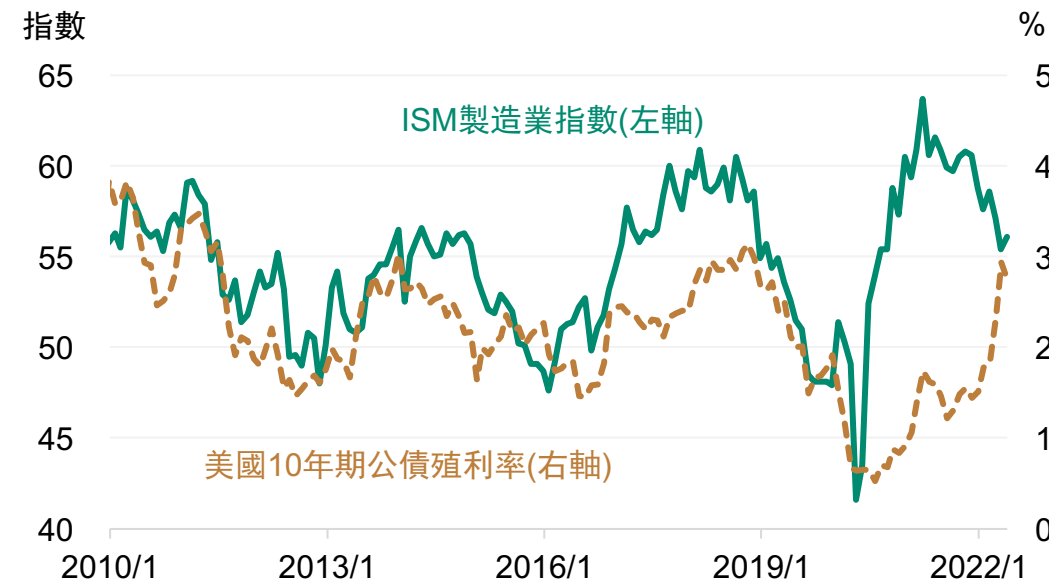
美國公布5月份ISM製造業指數，從前期55.4，上彈至56.1，雖優於預期，但自高點回落趨勢未變。**整體而言，隨激進升息可能性降低，加上景氣逐步放緩，預期美國10年期公債殖利率大幅揚升的空間逐步縮窄。**

### 升息幅度預期下滑，壓抑公債利率



資料來源：Fed watch tool。

### 景氣降溫，亦不利美債利率高漲



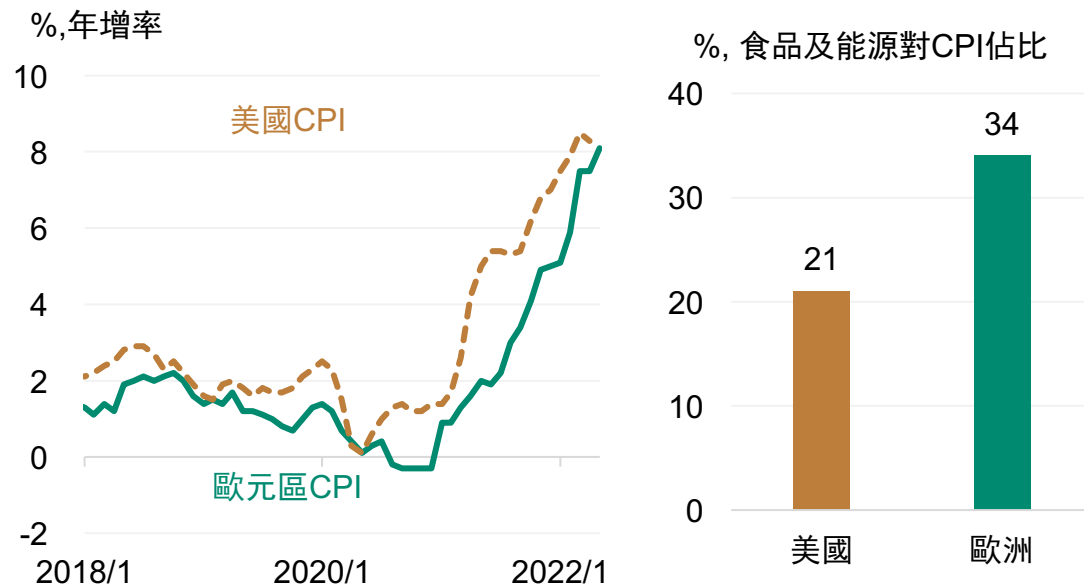
資料來源：Bloomberg。

## 歐央升息預期高漲，使美元指數短期陷入高檔整理

美國通膨可望觸頂，但歐元區的CPI持續飆高，除食品、能源佔CPI比重較高外，因能源自主性低導致價格波動驚人，也是推升通膨續揚的主因。ECB總裁拉加德也暗示，可能在7月啟動升息，並在9月終結為負利率的環境。

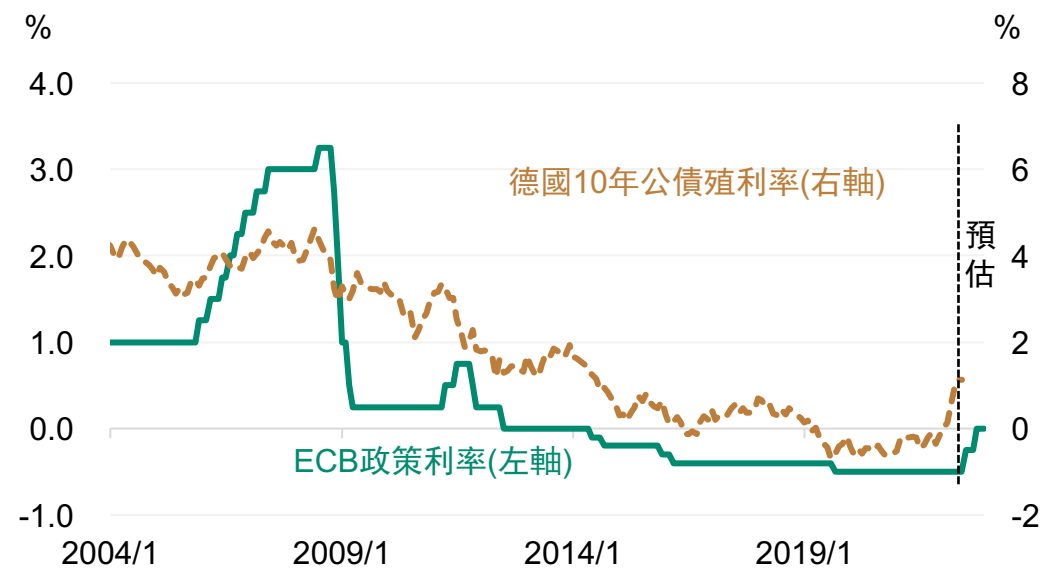
受到歐央升息預期影響，德國10年期公債殖利率突破1%，帶動美歐利差縮窄，使美元近期高檔回落。但就美歐貨幣政策空間來看，聯準會的升息空間較大，且美國經濟復甦力道較強，仍提供美元支撐，預期美元指數維持高檔震盪格局。

### 歐洲能源佔比高，通膨尚未觸頂



資料來源：Bloomberg。

### 通膨壓力未解，ECB最快7月升息



註：預估值為彭博統計。  
資料來源：Bloomberg。

## 股市可望迎來反彈, 但景氣放緩限縮未來漲幅

風險性資產在市場極度恐慌、通膨觸頂及利率趨緩的情況之下, 股市可望迎來一波的反彈行情, 但景氣放緩態勢未變, 包括消費者信心下滑, 製造業也因補庫存行情結束而持續回檔。

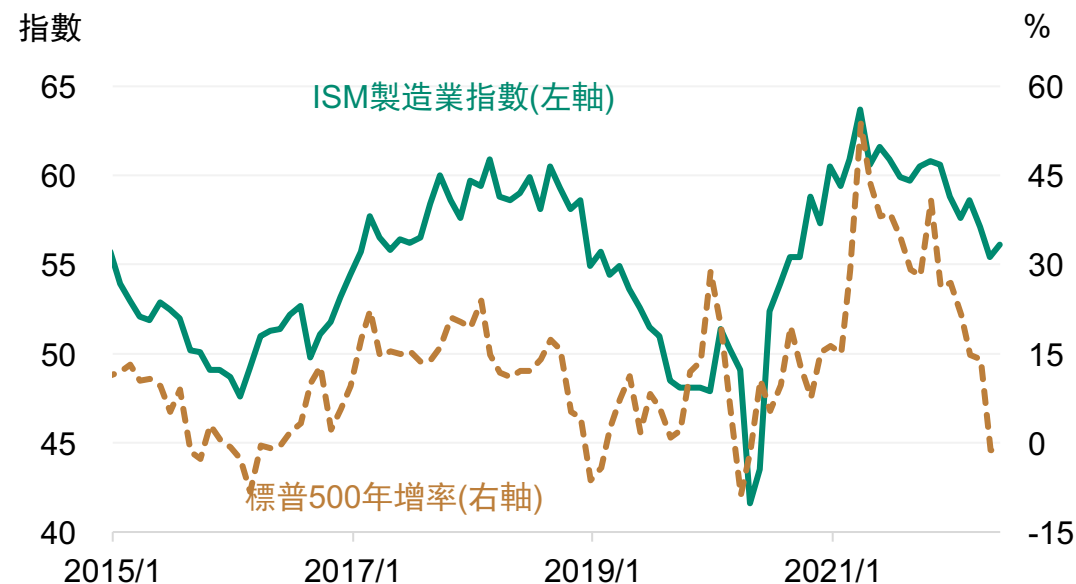
就股市動能而言, 預期未來的漲幅將不若過去兩年強勁, 突破前高仍具有一定壓力, 季線、年線為短期操作壓力的觀察指標。短期利率回落, 亦有助科技股跌深反彈, 但仍以高毛利、大型科技股為主。

### 市場恐慌緩解, 股市迎來反彈契機



資料來源: Bloomberg。

### 景氣放緩, 限縮股市漲幅



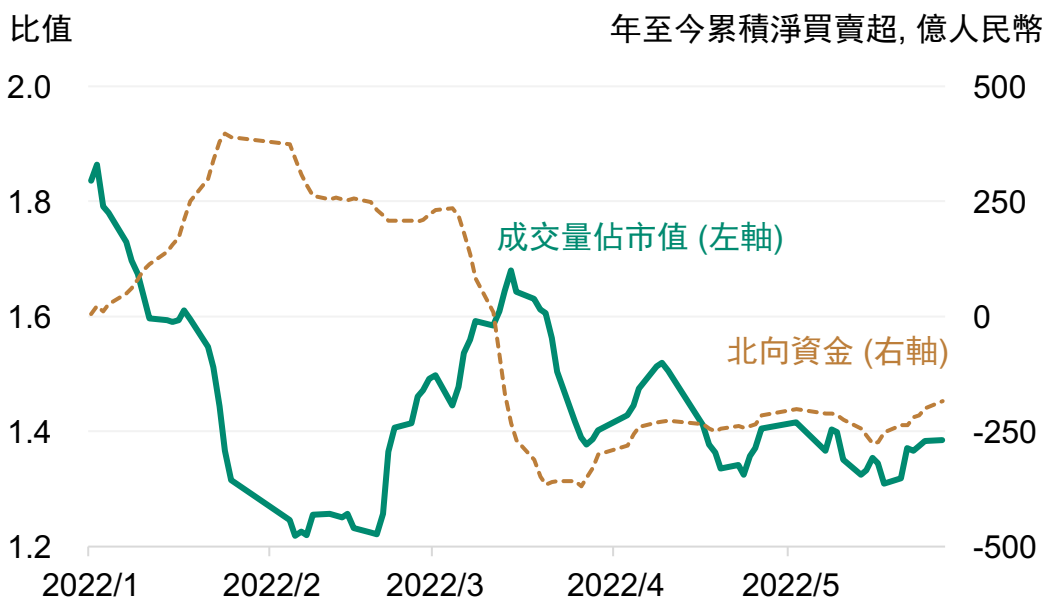
資料來源: Bloomberg。

## 中國 政策托底投資人與企業信心，反彈行情隨基本面訊號浮現

隨今年秋季的20大不斷逼近，經濟數據持續惡化，使中國官方對經濟的支持力道也不斷強化，繼房地產調降5年期LPR，國務院總理李克強於5/25召開「全國穩住經濟大盤電視電話會議」，加上疫情見好轉跡象，市場與企業信心獲得提振。

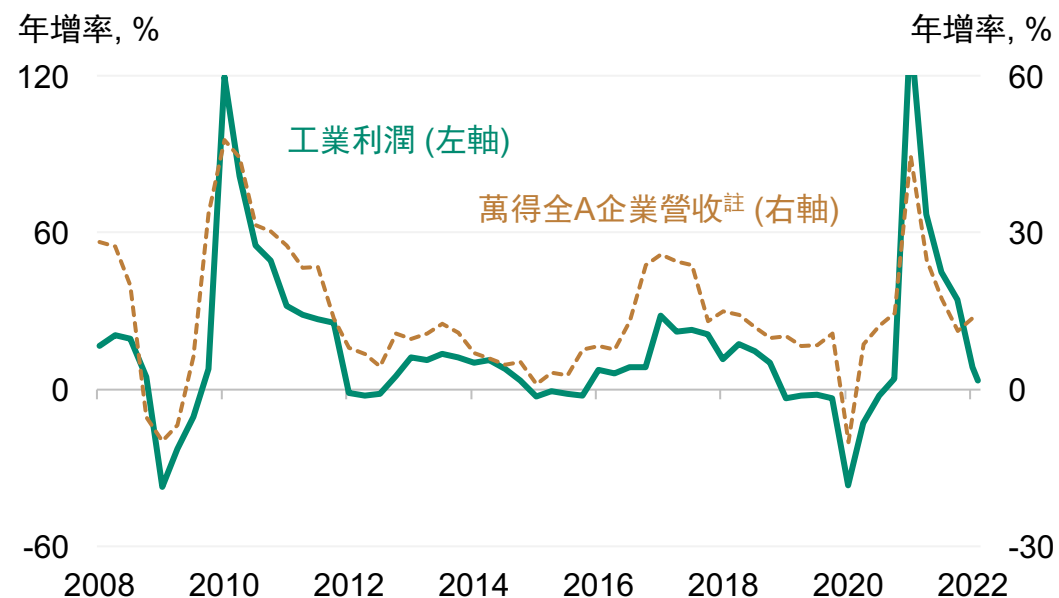
穩增長訊號明確，5月官方製造業與非製造業PMI雙雙回彈。近期市場面也可觀察到，北向資金及成交量不再破底，政策托底效果逐漸浮現，只要大規模封控不再掀起波瀾，股市中期機會大於風險。**投資人與企業信心回穩，研判隨3Q基本面反轉逐漸明朗，指數有望逐步向上，配置方面，應以分批、衛星部位布局。**

### 政府穩經濟政策接續推行，市場情緒止穩



註：成交量取7日移動平均後除以流通在外市值，北向資金取年至今淨買賣超的7日移動平均。  
資料來源：Wind。

### 企業基本面復甦仍需要時間發酵，有望於2Q落底



註：企業營收為萬得全A扣除金融與中石油及中石化後營收年增率。  
資料來源：Wind。



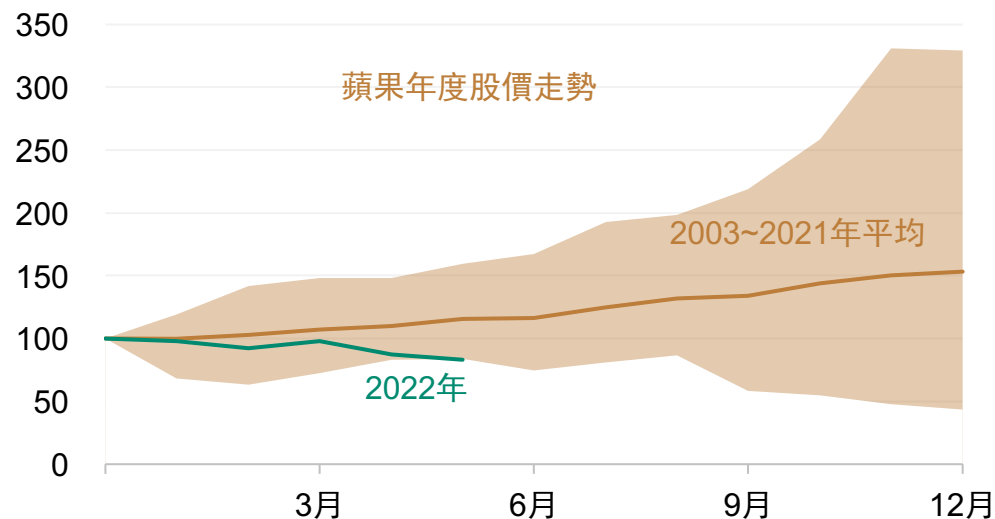
## 台股 風險氣氛好轉，台股可望延續反彈

台股今年以來走勢受到美國升息影響甚鉅，在外資賣超並匯出下，台股、台幣一路走弱，隨著美國通膨見頂，升息預期降溫，近期美元指數回落，在市場風險氣氛好轉之下，預估外資賣超告一段落，台股有望持續反彈。

蘋果WWDC開發者大會2022/6/6召開，將推出新款MacBook及更新作業系統iOS 16。下半年蘋果預計推出iPhone 14，台灣相關零組件廠也可望自5、6月開始小量出貨。富士康董事長表示，中國封控影響iPhone出貨未如想像中嚴重，公司因而上調本季及全年出貨預估，面對即將到來的出貨旺季，蘋果股價在6~8月的表現普遍呈現正向，由於台股走勢與蘋果股價相關性高達9成，旺季效應有機會帶動台股反彈。

### 台股與蘋果股價相關性高達9成

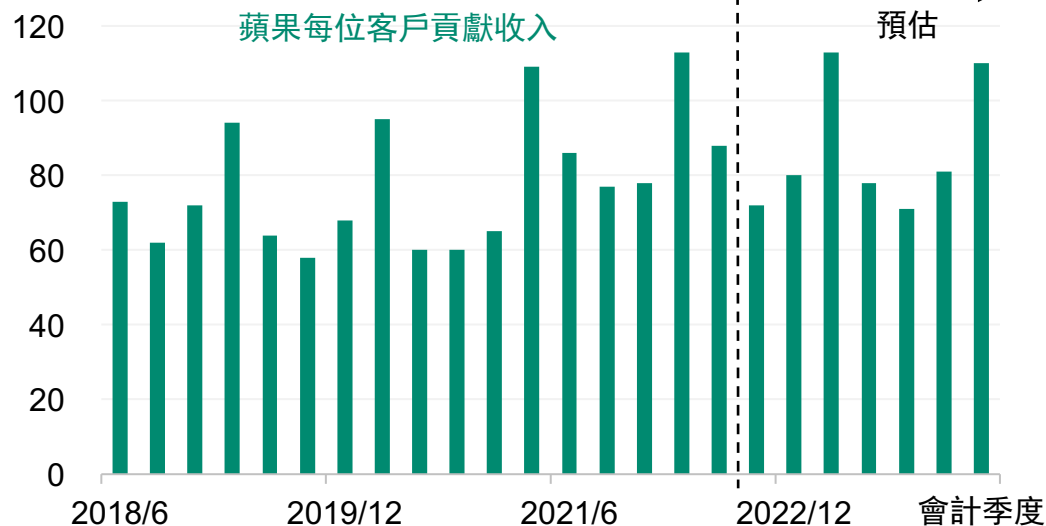
指數化, 年初=100



資料來源: Bloomberg。

### 蘋果下半年旺季效應仍值得期待

美元



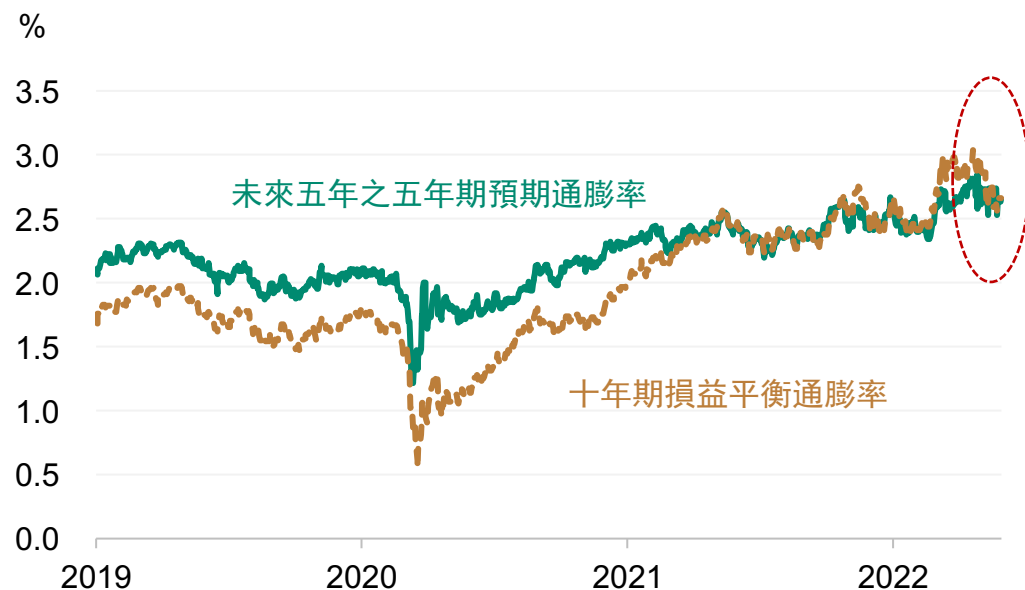
資料來源: 高盛。

# 債市 料公債利率漲勢將不若上半年，惟景氣放緩下須留意公司債信用變化

緊縮的金融環境及疲弱的經濟數據，使市場對長期通膨預期大幅回落，限縮公債利率再大幅彈升的空間。然，1)多位Fed官員皆表示在年底前快速將利率升至中性利率以上，直到通膨大幅回落，2)今年升息預期仍有10碼以上，將提供十年債利率下方支撐。**下半年不排除十年公債利率仍有機會走高，但預期利率升勢將不若上半年，且前波高點將為壓力。通膨前景尚未明朗前，留意長債殖利率波動仍大，布局以利率敏感度較低且具持有至到期鎖利優勢的短債為優先。**

債信部分，低信評債券利差對景氣尤為敏感的特性，在景氣放緩的環境下，波動有放大之虞，提醒客戶可以留意債信配置狀況。

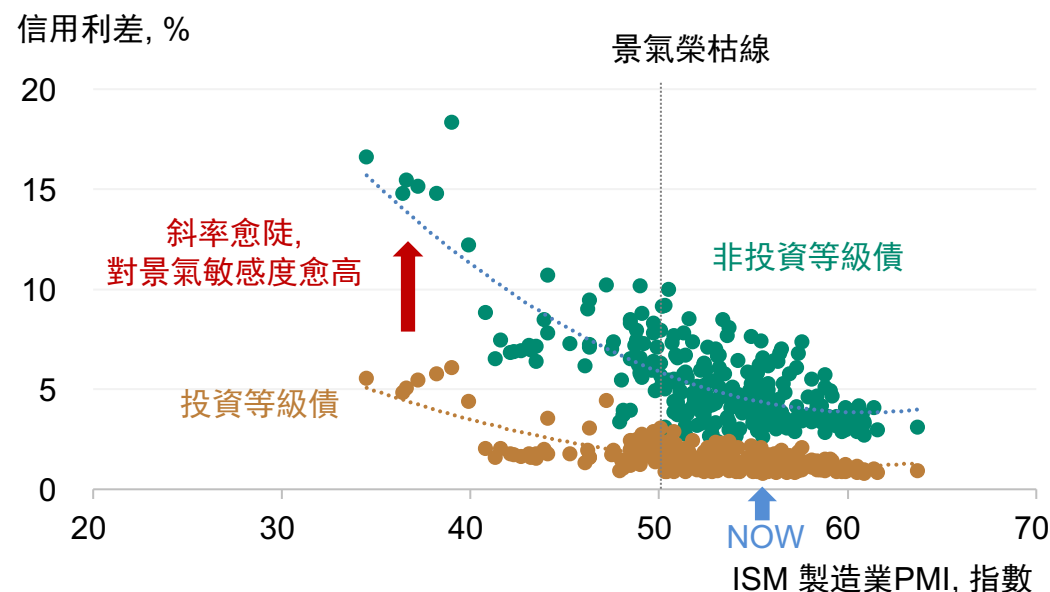
## 長期通膨預期大幅回落，限縮利率大幅彈升的空間



註：資料截至2022/5/27。

資料來源：Bloomberg。

## 低信評債券利差對景氣尤為敏感



註：統計1995年以來月資料，資料截至2022/5/31。HY利差=0.0169\*PMI<sup>2</sup> - 2.0651\*PMI + 66.767,

R<sup>2</sup> = 0.6025。IG利差=0.0067 \*PMI<sup>2</sup> - 0.7862\*PMI + 24.232, R<sup>2</sup> = 0.5554。

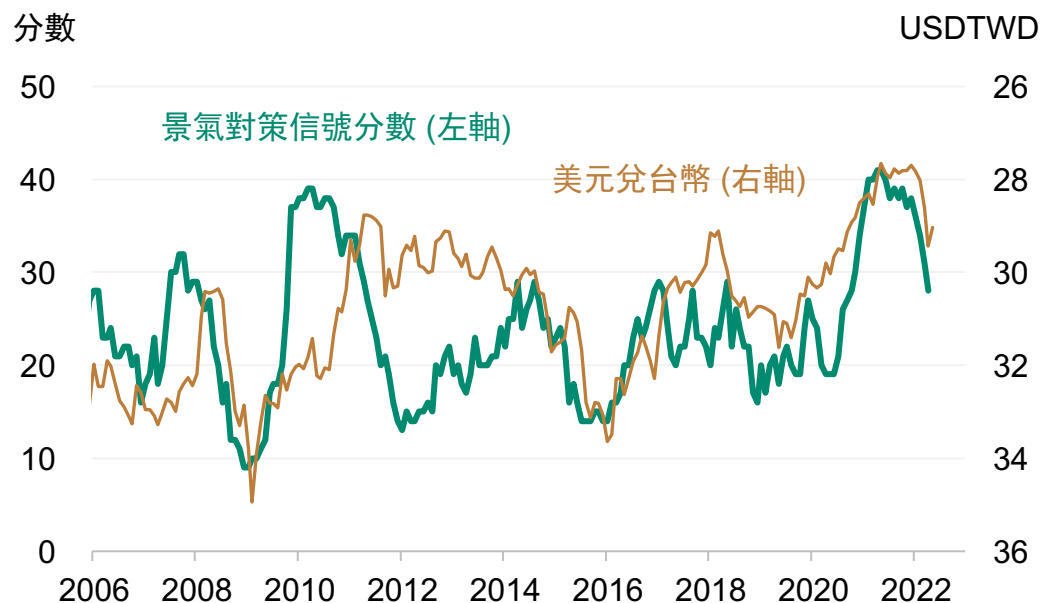
資料來源：Bloomberg。

## 匯市 基本面而言，台幣3Q應呈橫盤走勢；製造業循環下行，基本面不利南非幣

國發會公布4月景氣燈號，續亮第2顆代表「景氣穩定」的綠燈，綜合判斷分數也下探18個月以來新低；國發會表示，未來景氣下行風險確實增加，尤其5月國內餐飲零售情勢可能受疫情影響更多。外需方面，雖然受惠科技創新應用及數位轉型需求續強，但主要機構陸續下修主要國家經濟成長率，外需減弱確恐對台灣外銷不利。近期雖然隨台股化解台幣貶勢，但**利差因素使台幣升值空間漸縮，若遇市場情緒轉佳，台幣往升值過程，應站換匯思考。**

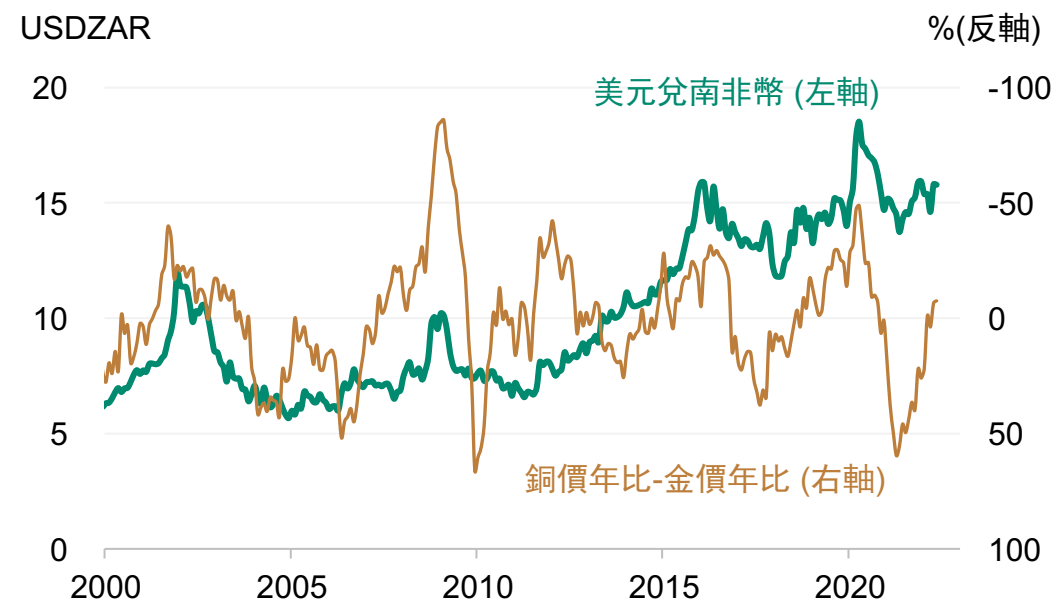
從製造業之母—銅價的循環表現可以看出，自去年中以來製造業循環已然屆頂，對於原材料出口為主的南非而言，基本面逐漸由順風轉向逆風。即便近期隨風險氣氛好轉，有利包括南非幣在內的高收益貨幣由貶轉升，但**長線基本面發展並不利南非幣走勢。**

### 台股化解台幣貶勢，但基本面令台幣3Q呈橫盤走勢



資料來源：Bloomberg。

### 銅價對金價偏弱顯示製造業循環下行，不利南非幣



資料來源：Bloomberg。

June 2022

6	Monday	7	Tuesday	8	Wednesday	9	Thursday	10	Friday
台灣外匯存底 中國財新服務業PMI 德國休市	台灣CPI 美國貿易收支 中國外匯存底 德國工廠訂單 日本景氣動向指標	德國工業生產 印度央行會議 台灣進出口 日本1Q GDP終值	中國進出口 歐洲央行會議 日本工具機訂單 美國初領失業金人數	美國CPI 美國密大消費信心 俄羅斯央行會議					

## 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