



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

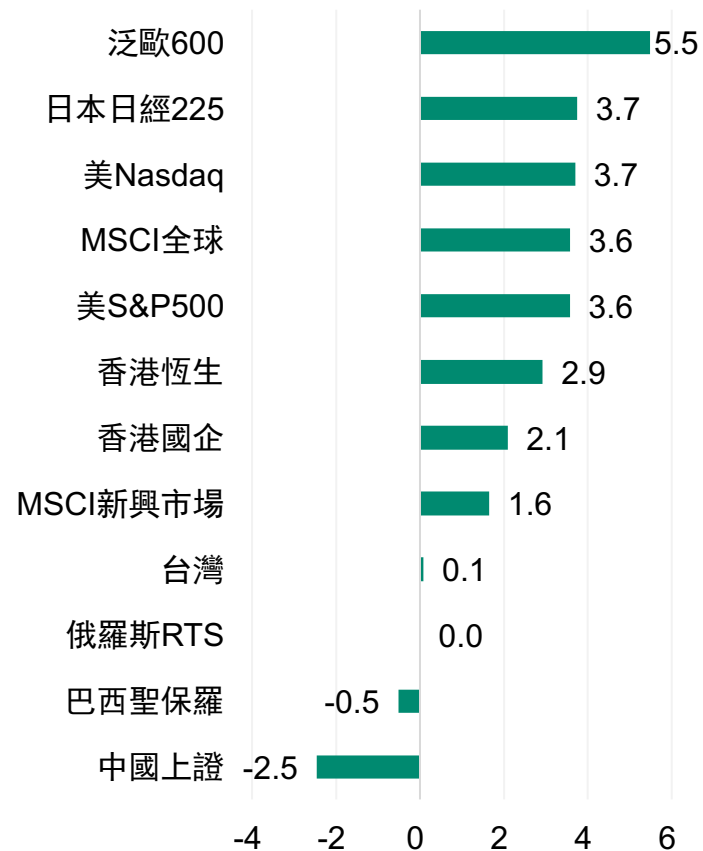
2022年3月18日

# 投資研究週報

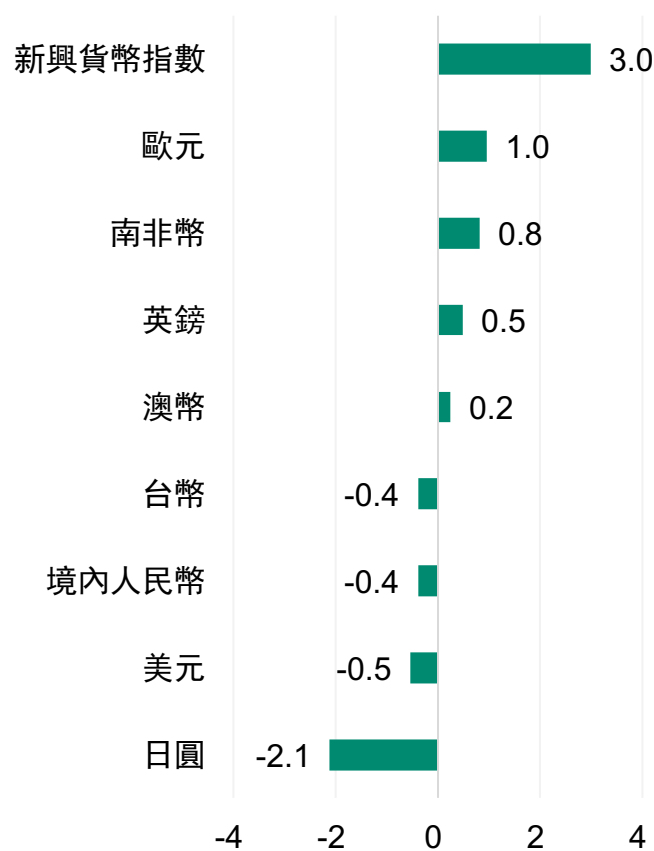
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

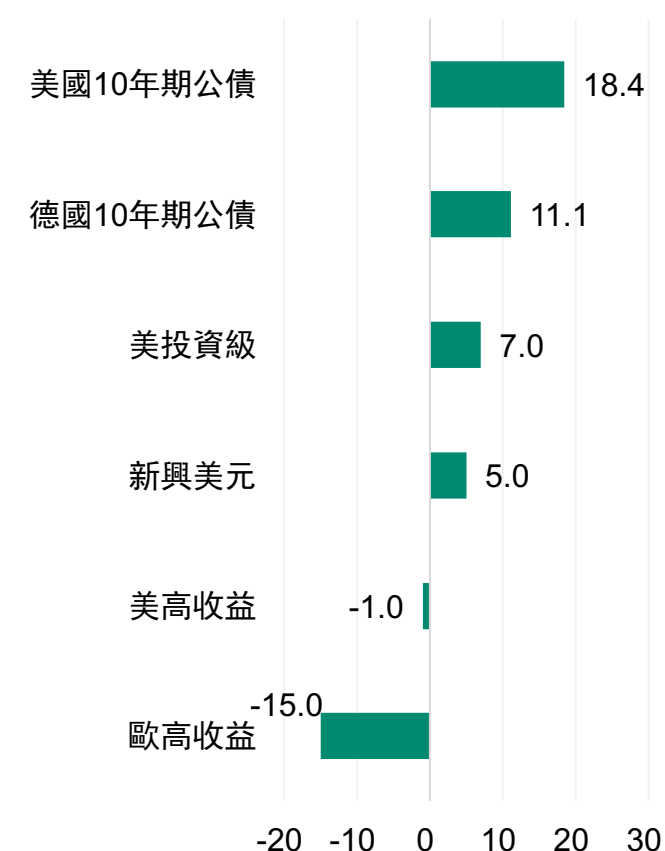
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/3/10-3/17。

資料來源：Bloomberg。

## 市場策略思維

### ► Fed如期升息一碼，政策愈加鷹派

聯準會FOMC如市場預期升息一碼，點陣圖顯示今年尚有6碼升息空間，並可能於5月縮表。受俄烏戰事影響，上調通膨並下調經濟預期，後續維持鷹派政策態度。

### ► 台灣央行跟隨Fed步伐升息一碼

考量俄烏衝突導致商品價格走揚，輸入性通膨壓力增大，本次台灣央行理監事會決議調升政策利率1碼，並微幅上調經濟增長預期，貨幣政策維持緊縮基調。

### ► 疫情與監管政策反覆，中港股市巨幅震盪

中國本土疫情與中概股監管政策衝擊中港股市，國務院副總理劉鶴召開專題會議，政策正面訊號釋出，市場恐慌情緒可望止穩，股市布局回歸信用循環表現。

#### 股市

聯準會貨幣政策落地，加上俄烏緊張氛圍鈍化，短線恐慌情緒降溫，股市見反彈契機。然成熟國家景氣增速放緩，企業獲利不如去年強勁，加上資金環境緊縮，大盤漲勢較為溫吞。

#### 債市

聯準會如期升息一碼，通膨預期與鷹派態度推升10年債利率站上2.1%，俄羅斯原油出口制裁使通膨高位期間延長，短線不排除進一步推升利率。投資級債受市場情緒影響，利差有擴大現象，評價面已具吸引力。

#### 匯市

俄烏戰事前景未明，加上聯準會正式啟動升息循環，美元受利差推動維持多頭格局。疫情急遽惡化與美中政策分歧，人民幣走勢偏弱。



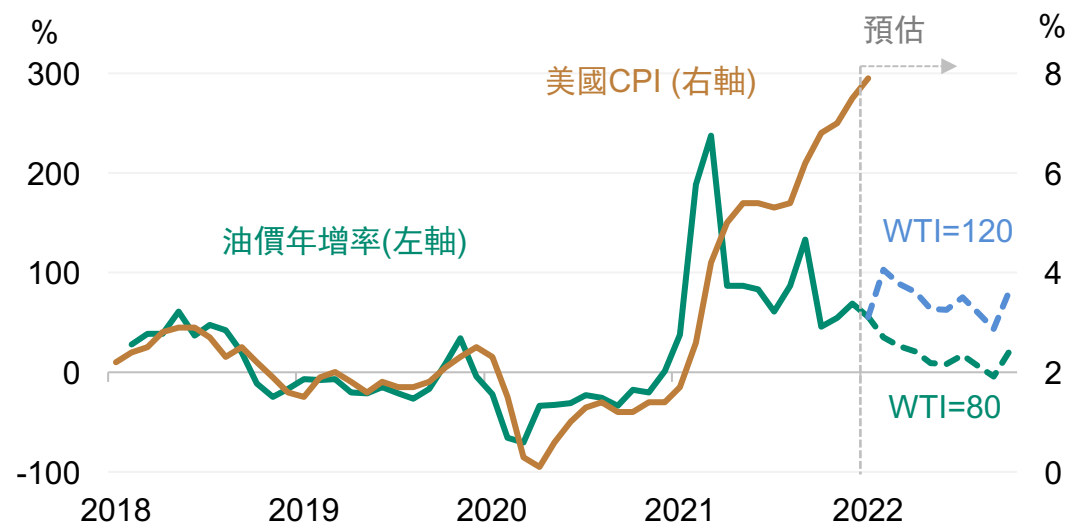


## Fed轉鷹, 展現對抗通膨的決心

俄烏情勢為經濟添風險, 也令通膨前景較1月更加惡化, 迫使Fed不得不更加鷹派, 展現抗通膨的決心, 本次會議重點: 1) 3月升息1碼, 2)最新點陣圖中位數顯示今年還有再升息6碼的空間、2023年升至2.75%、2024年持平在2.75%, 位於略高於Fed長期目標2.375%, 3)最快可能在5月開始縮表。

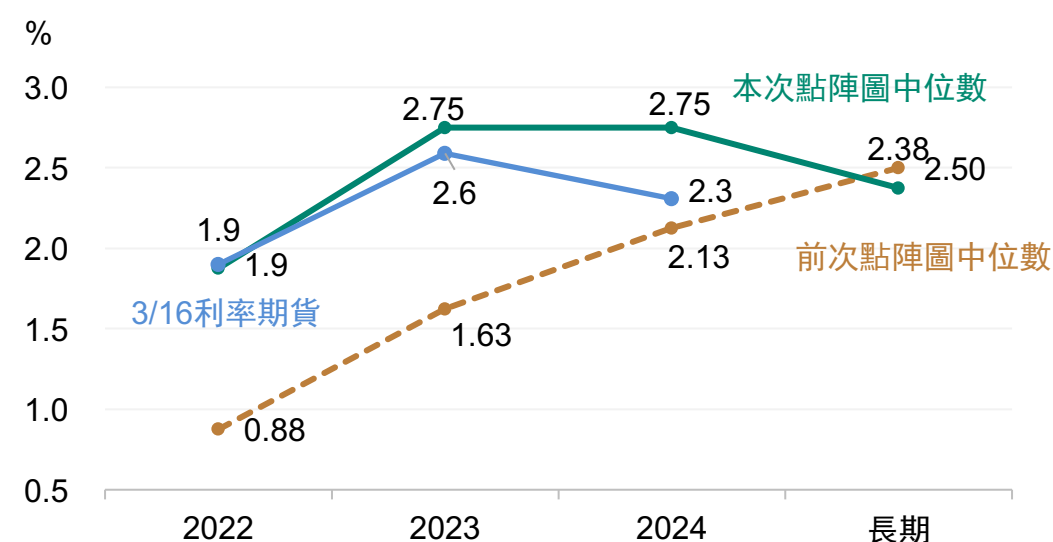
本次升息分布集中於今年, 顯示Fed被迫快速升息的窘境, 不過快速緊縮加速經濟放緩、甚至走向衰退疑慮上升, 則為明後年升息節奏大幅放緩背後原因。利率期貨市場甚至顯示2024年恐有降息疑慮, 市場對於景氣的擔憂不言而喻。

### 油價高漲, 恐延長高通膨的期間



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

### 升息路徑預估



資料來源: Fed, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

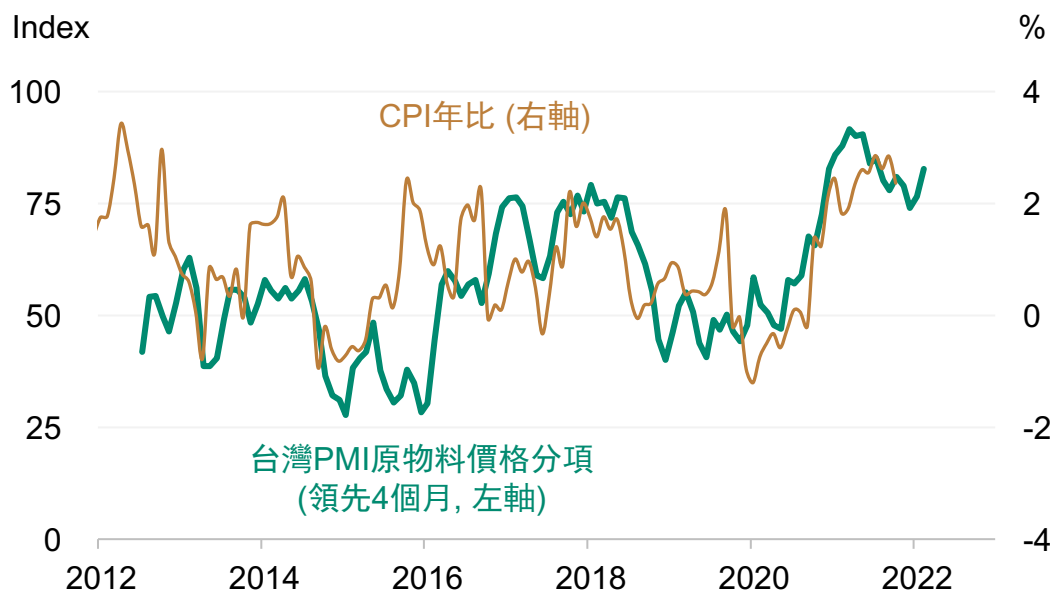
## 著眼國內輸入性通膨壓力大, 台灣央行意外升息一碼

全體理事一致同意調升政策利率0.25%, 央行會議摘要如下:

1. 升息1碼: 考量俄烏衝突導致商品價格上揚, 輸入性通膨壓力大, CPI年比連月高於2%, 且將持續至今年3Q, 4Q可望回降至2%以下。
2. 上修經濟增長: 因民間消費可望增溫, 出口與民間投資將續增加, 央行預測今年經濟成長為4.05%(主計處估4.42%、央行12月估4.03%)。
3. 信用管制: 自2020/2以來已四度調整選擇性信用管制措施, 本次沒有調整。

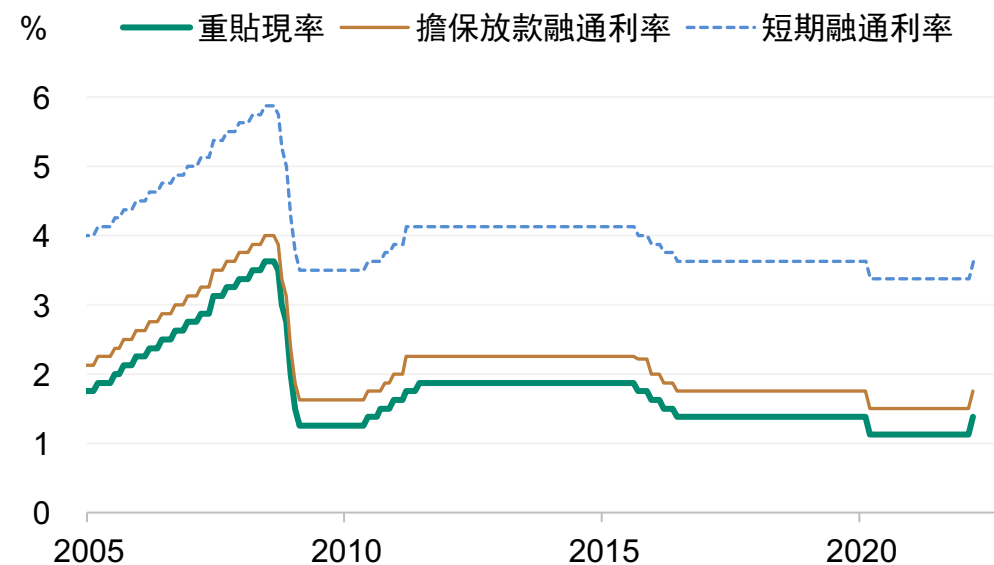
台幣匯率: 囿於高基期, 景氣對策信號自高位轉折, 加上俄烏戰爭對原物料推升效果, 對台灣股匯較不利。

### 原物料價格高漲下, 台灣通膨壓力確實升溫



資料來源: Bloomberg。

### 台灣央行跟進美國升息一碼



資料來源: Bloomberg。

## 內外監管風波衝擊中港股市，副總理劉鶴帶頭穩定市場情緒

美國對中概股的監管動作以及對俄羅斯的制裁外溢效果重擊了投資人信心。在監管面，美國在3/8列出5間中企在退市清單，儘管執行時間最快也會到2024年，但後續隨企業財報揭露，預期將有更多中資企業被陸續列入其中。

然，3/16中國國務院副總理劉鶴率先召開國務院金融穩定發展委員會專題會議，強調積極出台對市場有利政策、審慎出台收縮性政策、加大協調溝通力度等正面論述，隨後人民銀行與銀保監會接連發表聲明，短期政策不確定性有所降溫，市場恐慌情緒可望止穩。

### 3/8共5間在美上市中企遭列入退市清單

Step 1

PCAOB(美國上市公司監督委員會)釋出無法核實清單(2021/12)

Step 2

美國證券管理委員會(SEC)3/8將5家中國公司列入暫定清單

Step 3

清單內公司可以在15日內提出異議

Step 4

公司必須提供相關佐證，證實是否由政府掌控

Step 5

未達PCAOB標準的公司，最快於2024年退市

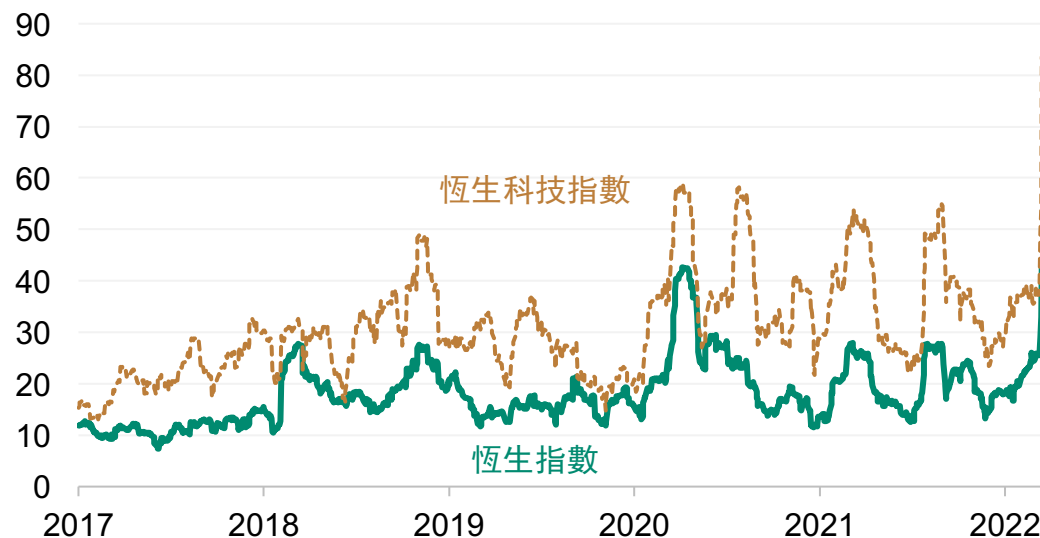
註：目前進行至Step 2。

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。



### 中概股震盪幅度超越疫情時期

30日波動度，%



註：波動度為近30日收盤價計算報酬率年化標準差。

資料來源：Bloomberg。

## 疫情火燒一線大城，信用循環將拉長築底期間

近期中國股市大幅震盪，原因包含政策與經濟循環面的不確定性大幅上升。在疫情面，每日新增確診突破1000人大關，已達2020/2疫情爆發以來高峰，一線城市深圳與上海也面臨封城，「清零」防疫政策將對原先在脆弱的經濟上增添更多壓力。

從一二月經濟數據可發現，房地產仍是主要拖累，房屋銷售與地產商購地面積都持續下滑，景氣復甦基礎仍不牢固，反映於2月新增社融上，結構上也表現不佳，企業與民眾的貸款意願持續走弱。所幸國務院與央行皆表達對貨幣政策與新增貸款的積極訊號，信用循環朝正向發展。配置方面，市場上下劇烈震盪，A股政策不確定性低，為相較中概股優穩選擇，布局宜採衛星配置，政策訊號轉向後，可隨社融結構改善後分批布建。

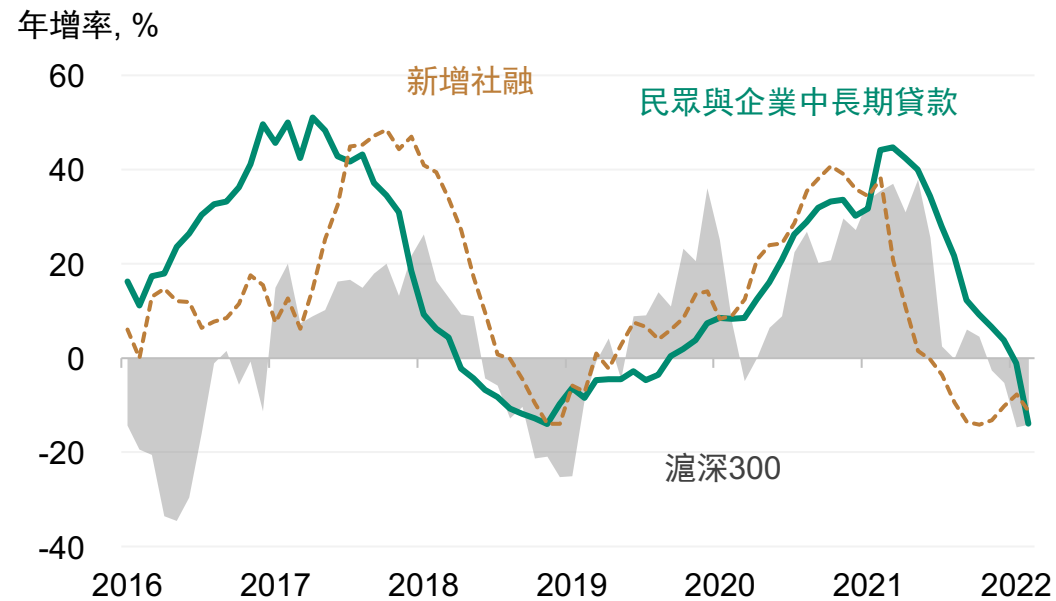
### 疫情迅速升溫不利景氣復甦



注：每日新增確診取7日移動平均。

資料來源：Wind。

### 2月新增社融結構惡化，需求面有待提振



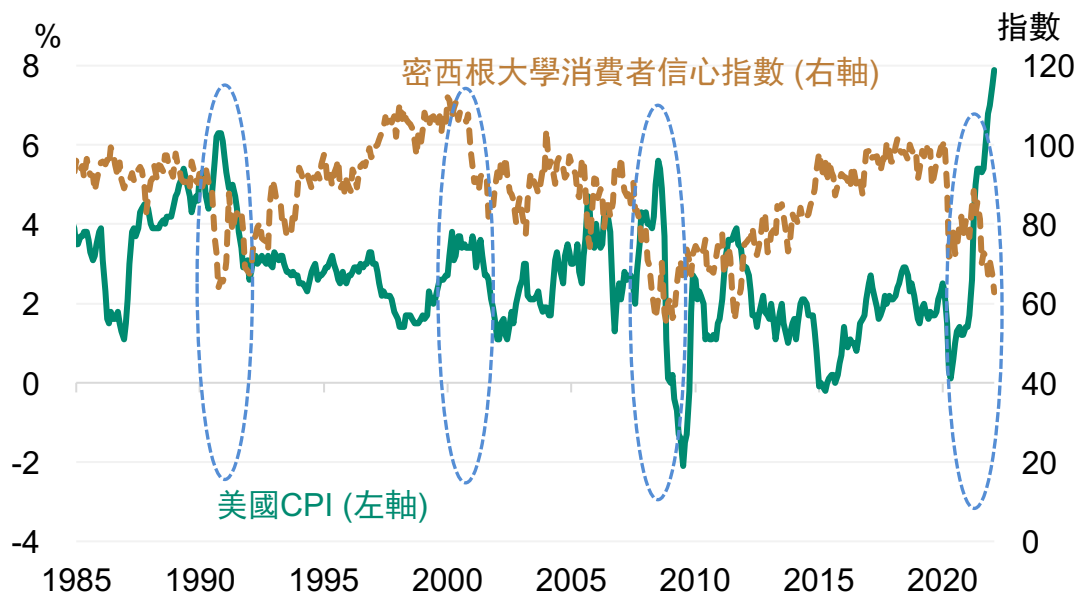
資料來源：Wind。

## 美國 通膨衝擊消費信心，但短線市場有過度恐慌之虞

俄烏衝突有望趨緩，但經濟制裁引發的原物料大漲，帶動通膨飆升的效應卻持續，美國2月CPI續創40年來新高7.9%，預期未來1~2個月通膨仍有續揚的可能，與此同時，美國消費者信心也可能進一步下滑，預期2022年美國的經濟與企業獲利後續都有下修的風險。

受地緣風險與利率揚升影響，今年以來，美國三大指數都有雙位數的跌幅。不過，預期俄烏後續有望達成停戰協議，加上短期已有過度恐慌之虞，長線價值可望逐步浮現，投資人不妨定期定額，分批承接。

通膨飆漲，已逐步衝擊消費信心



資料來源：Bloomberg。

市場恐慌程度已達近年高位



註：AAII多空指標為美國散戶投資人協會所編製的指標，分為看多、看空與中立。  
資料來源：Bloomberg。

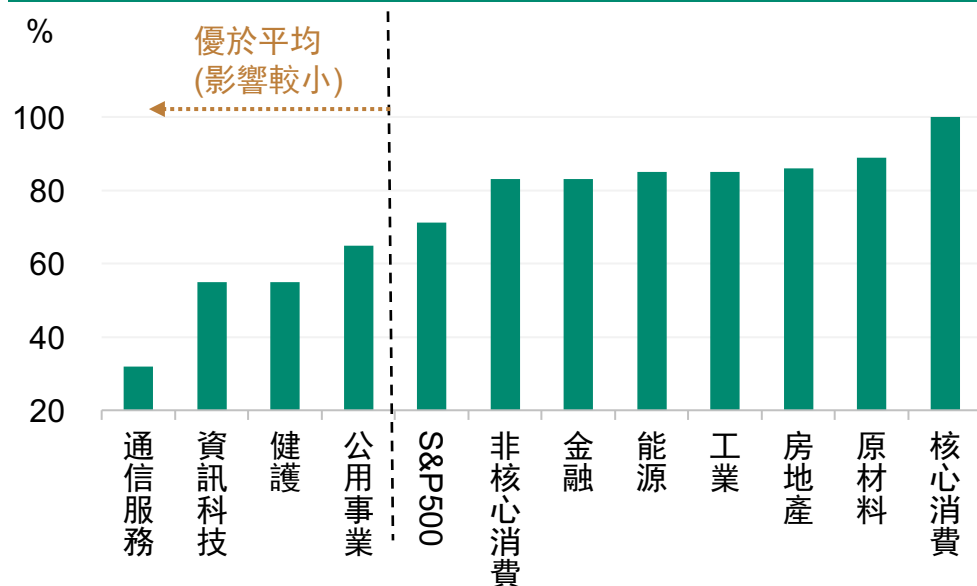


## 科技 高通膨對科技業影響較輕微，評價修正後投資值浮現

根據FactSet調查，S&P500中72.1%的企業皆在電話會議中提及高通膨帶來的風險，11大產業中有8個因此下調淨利率預估，**整體S&P500指數淨利率預估下降0.2個百分點**，相較之下，**科技股受影響有限，並維持較高的淨利率水準。**

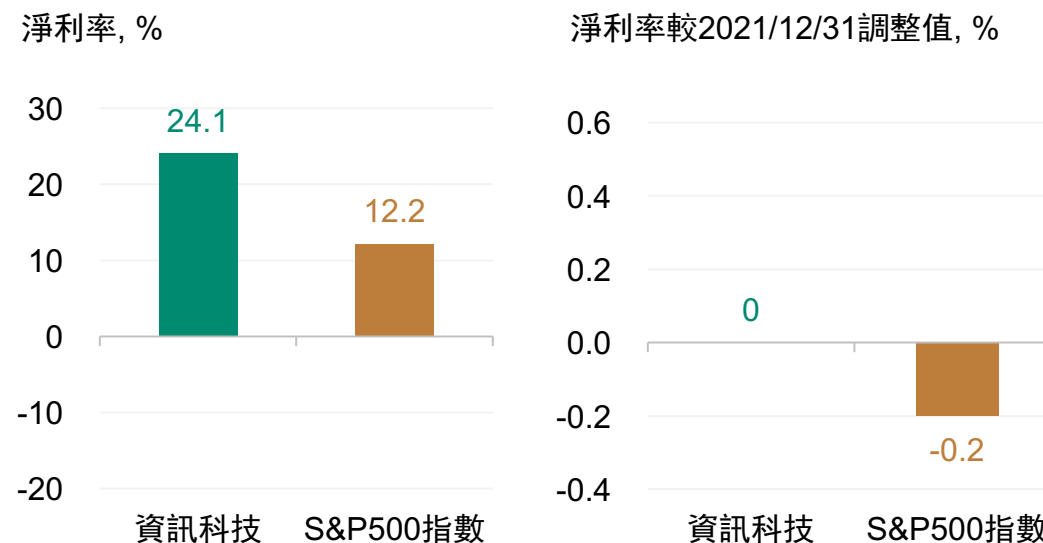
因Fed緊縮貨幣政策，科技股受到評價修正的壓力較大，年初以來Nasdaq下跌17.9%，本益比修正幅度更大，評價回到近3年平均水準後，科技股在獲利維持成長下，投資價值浮現。

企業電話會議中提及通膨的比例



資料來源：FactSet。

高通膨壓低企業獲利，科技股相對不受影響



註：資訊科技為S&P資訊科技指數。

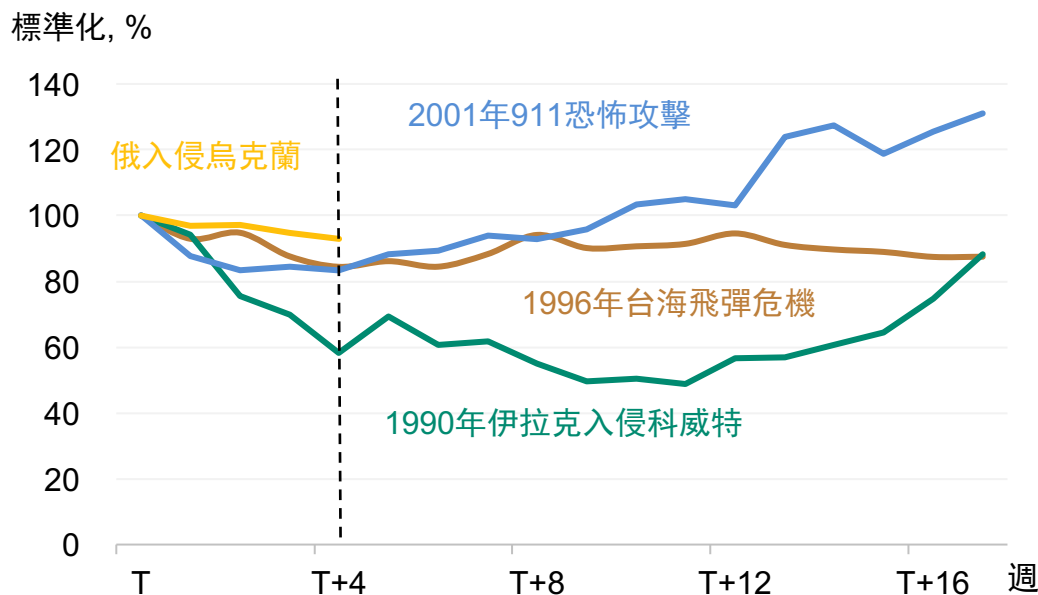
資料來源：FactSet。

# 台股 地緣風險隱憂，外資大賣台股；股利率在全球名列前茅，漸具吸引力

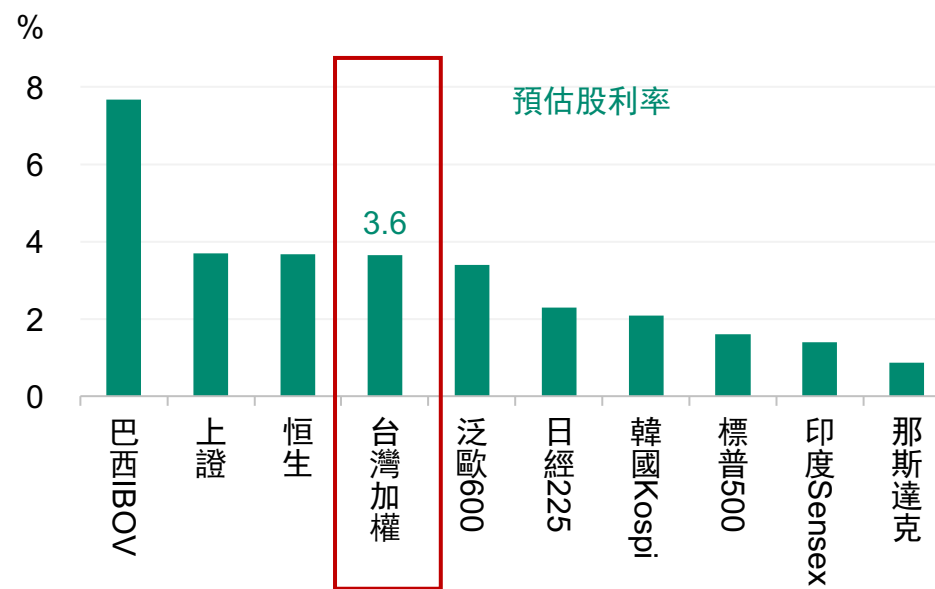
俄烏戰爭風險加上中概股ADR大跌效應，外資對台海風險的擔憂升高，因而持續大賣台股，回顧過去台股因戰爭風險而出現修正的情形，除了1990年伊拉克入侵科威特後續引發石油危機，造成全球經濟下滑外，台股多於4週內出現低點，後續可望出現反彈。

航運股長榮、陽明宣布今年配發股利率逾15%獨領風騷，回顧台股上市公司2021年前三季獲利達3兆元，大幅成長92.9%，整體股利配發水準可望較前一年大增，事實上，台灣預估股利率達3.6%，在全球名列前茅，和排名居前的陸港股相比，台股走勢更穩健，且今年獲利能見度佳，可分批逢低布局。

## 受地緣風險衝擊下，台股多於4週內出現低點



## 台灣股利率在全球名列前茅



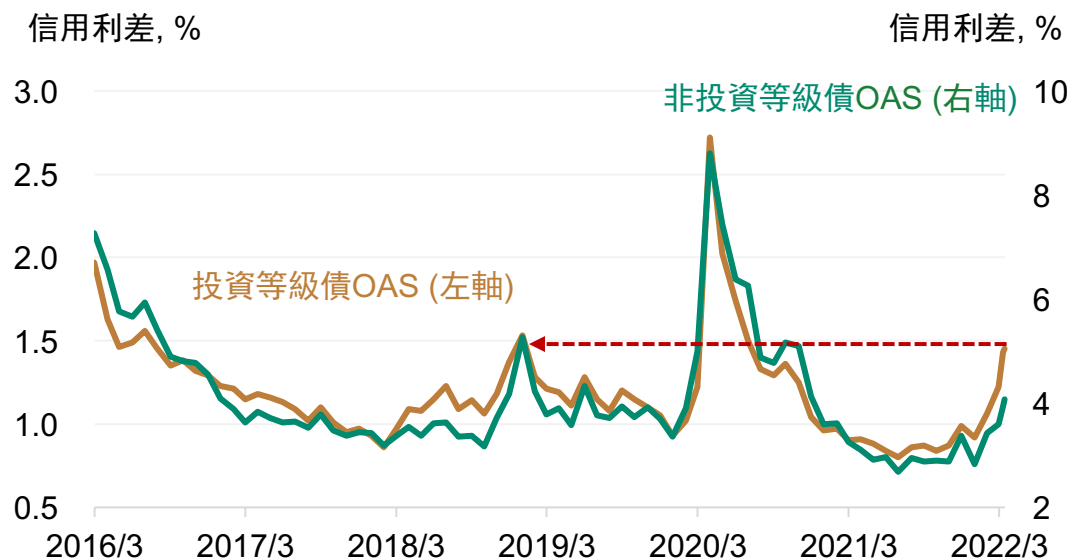
資料來源：Bloomberg。

## 投資級債 美投資級債評價面吸引力漸增, 隨公債利率走高, 可以留意分批布局買點

俄烏衝突衝擊全球復甦進程及資產表現, 凸顯資產配置的重要性, 債券除了1)息收優勢外, 2)利差達2018年4Q景氣循環末端的水準, 目前景氣仍處高原期, 顯示目前利差有過度擴張之虞, 3)十年債公債利率已逾2%, 使投資級債券指數殖利率來到3.5%水準, 使投等債的吸引力漸增。

美國企業受俄烏戰爭直接衝擊有限, 不過考量目前已處在景氣高原期, 布局上, 隨公債利率走高, 未來1-2季可留意投資等級債分批布局買點, 且以債務及營收受景氣波動影響較小的產業, 如成熟科技及核心消費等為佳。且有鑑於Fed邁入升息但市場對長期增長看法保守, 令長短利差愈趨平坦, 使短率吸引力漸增, 天期選擇上以短券為主。

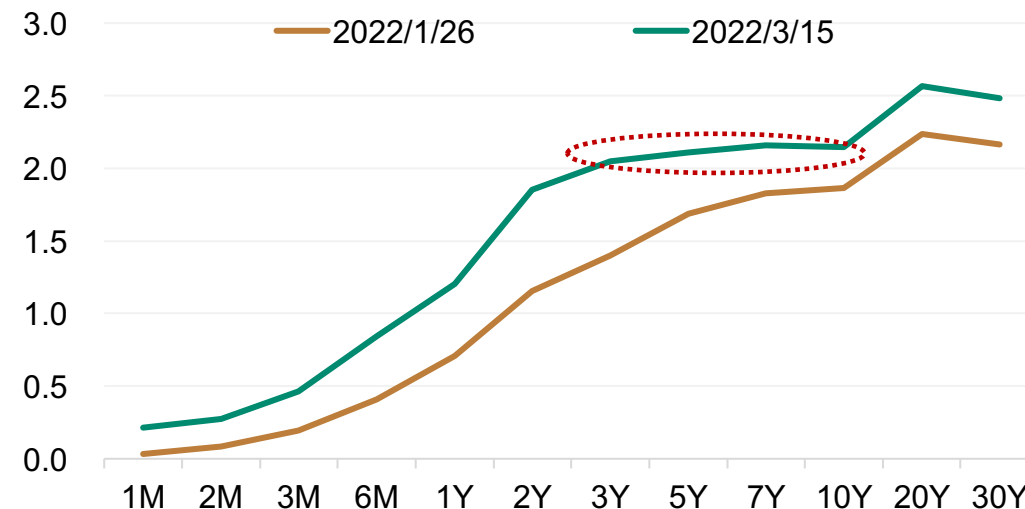
### 投等債利差達2018年4Q景氣末端水準, 有過度擴張之虞



資料來源: Bloomberg。

### 3-10年期殖利率曲線幾乎走平, 短券吸引力漸增

美國各年期公債殖利率, %



資料來源: Bloomberg。

Mar 2022

21 Monday 中國LPR	22 Tuesday	23 Wednesday 英國CPI 美國新屋銷售 日本工具機訂單	24 Thursday 美國Markit PMI 美國耐久財訂單 美國資本財訂單 台灣失業率/貨幣供給 日本自分銀行PMI	25 Friday 英國零售銷售 美國密大市場氣氛 日本消費者物價指數
-----------------------	---------------	---	---	---

## 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