



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年4月29日

投資研究週報

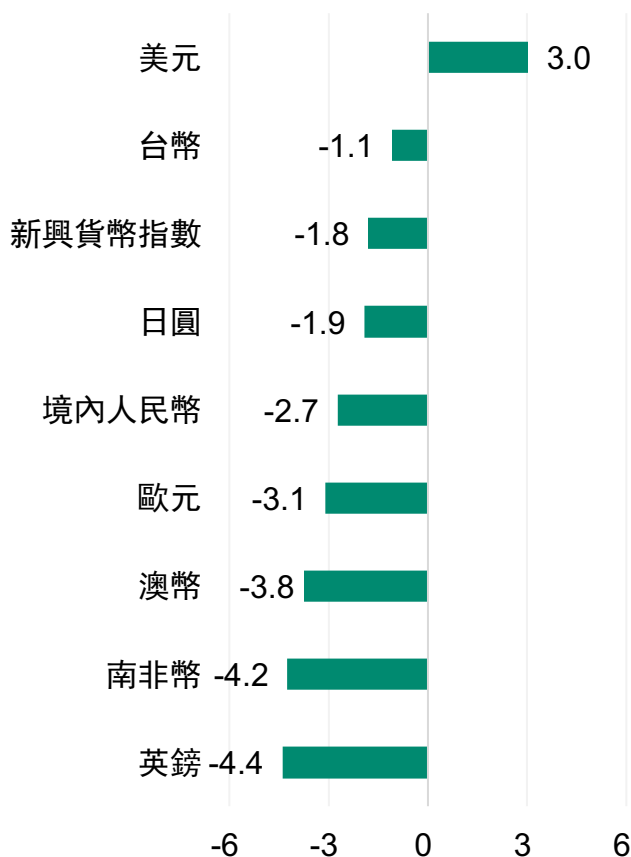
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

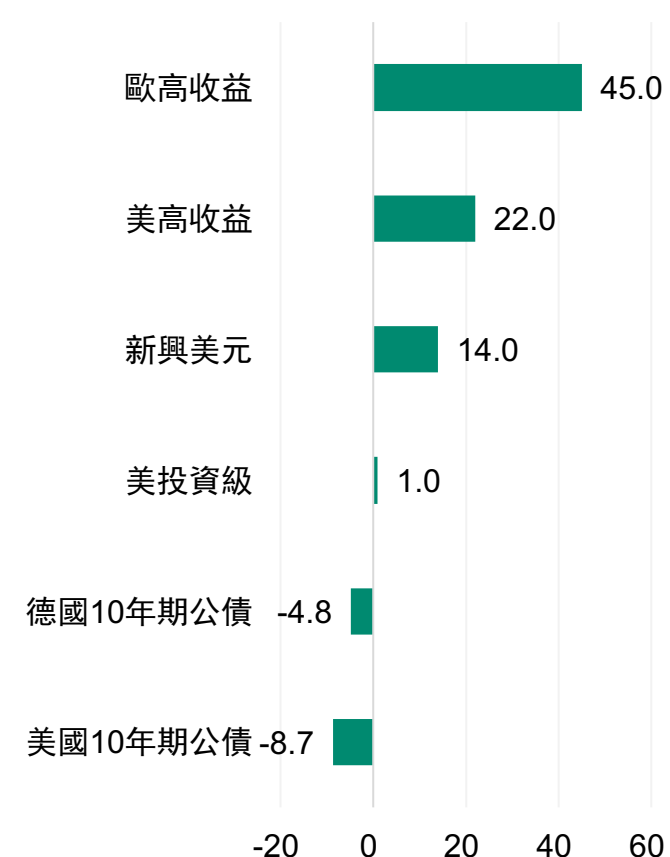
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/4/21-4/28。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美股跌深，短線有望醞釀反彈

美國企業財報不如預期、房市數據放緩、中國疫情升溫疑慮及俄羅斯核威脅等多重利空襲擊下，市場有過度悲觀之虞，預期股市短線可望醞釀反彈契機，不妨可以逢高調節高 β 的部位。

► 鮑爾欲引導景氣放緩以降通膨，配置因應？

PMI製造業指數走勢與通膨走勢相仿，顯示透過景氣降溫通膨有其必要性。加速緊縮及景氣放緩的大環境下，多元分散布局，逐漸增持債券部位、低本益比、高股息的優質大型股，將有助部位穩健表現。

► 美元走強，亞幣將屢屢退？守？

美元升值不利整體亞幣表現，美、中央行政策走向分歧外，4月疫情衝擊原已偏弱的中國經濟，牽引人民幣後續走勢呈現補貶態勢。

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 β 持倉水位。

債市

Fed緘默期，殖利率曲線受走弱的經濟數據影響，有明顯的回調。但因緊縮對通膨影響仍待時間發酵，預期上半年通膨仍高下，Fed緊縮步伐不易改變，殖利率曲線仍有機會在Fed鷹派言論及走弱經濟數據交互影響下震盪走高。

匯市

日央4/28決議維持量化購債不變，並將10年債利率控制在0.25%以下，極度寬鬆政策與Fed緊縮形成強烈對比，短期日圓貶破130整數關卡，未來1-2Q仍偏弱發展。

多重利空夾擊下，美股短線有望醞釀反彈

美國企業財報不如預期、房市數據放緩、中國疫情升溫疑慮及俄羅斯核威脅等諸多利空影響，使得美國市場恐慌情緒再度蔓延，VIX指數一度攀至33。以美國散戶投資人的問卷調查來看，**現在多空比的利差距，更甚於2020/3疫情爆發擔憂，加上諸多利空因素此前多已反應，預期股市短線可望醞釀反彈契機。**

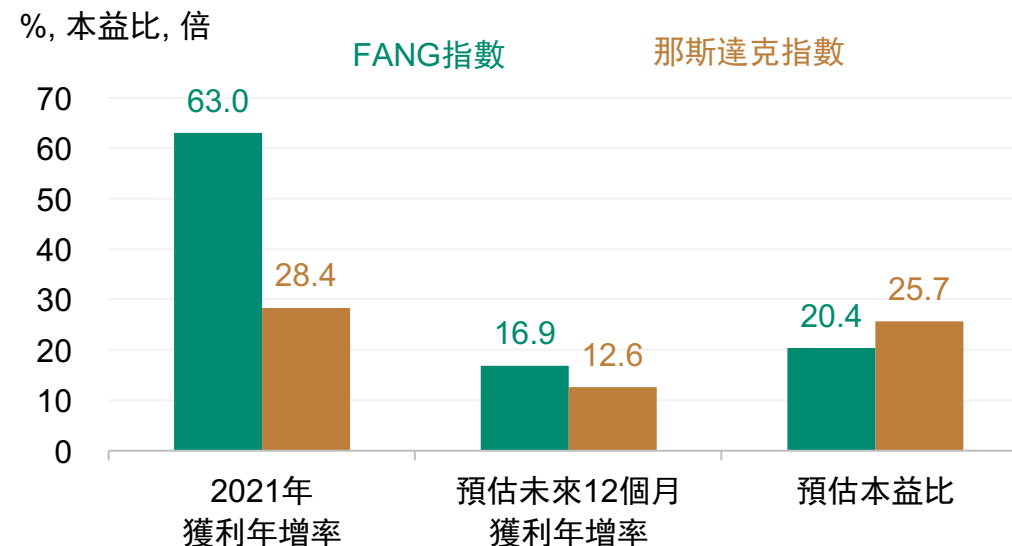
就大環境而言，聯準會緊縮貨幣政策的方向勢在必行，**金融環境更趨向緊縮，未來股市的波動將有增無減。因此，投資人的首要工作仍是控制波動，布局首重多元分散，並以優質大型股為佳。**

短期市場有過度悲觀之虞，有望醞釀反彈



資料來源：Bloomberg。

大型科技股獲利展望仍優於那斯達克，且本益比較低



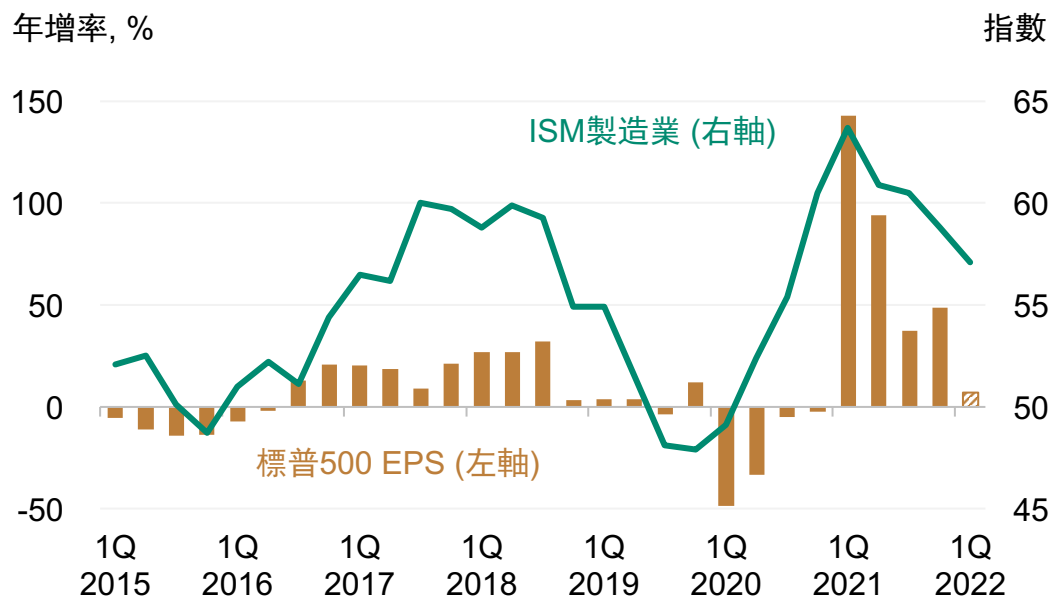
註：尖牙股指數採用Bloomberg FANG指數。
資料來源：Bloomberg。

經濟放緩恐拖累企業獲利，卻有利於通膨減壓

經濟放緩恐拖累企業獲利，卻有利於通膨減壓，近期的經濟數據顯示物價年增率有望在未來數月緩解。舉例來說，1)過去受供應鏈衝擊較大的耐久財價格，有望隨近期需求降溫而有所緩解，不過仍需注意中國封城對供應鏈的潛在威脅。2)緊縮環境削弱能源需求前景，原油供需狀況改善及俄烏戰事對能源價格影響鈍化下，油價未再創高，下半年受高基期影響，對通膨影響有望減弱。3)洛杉磯港的船隻平均停泊天數從去年底的17天，降至目前的6-7天。

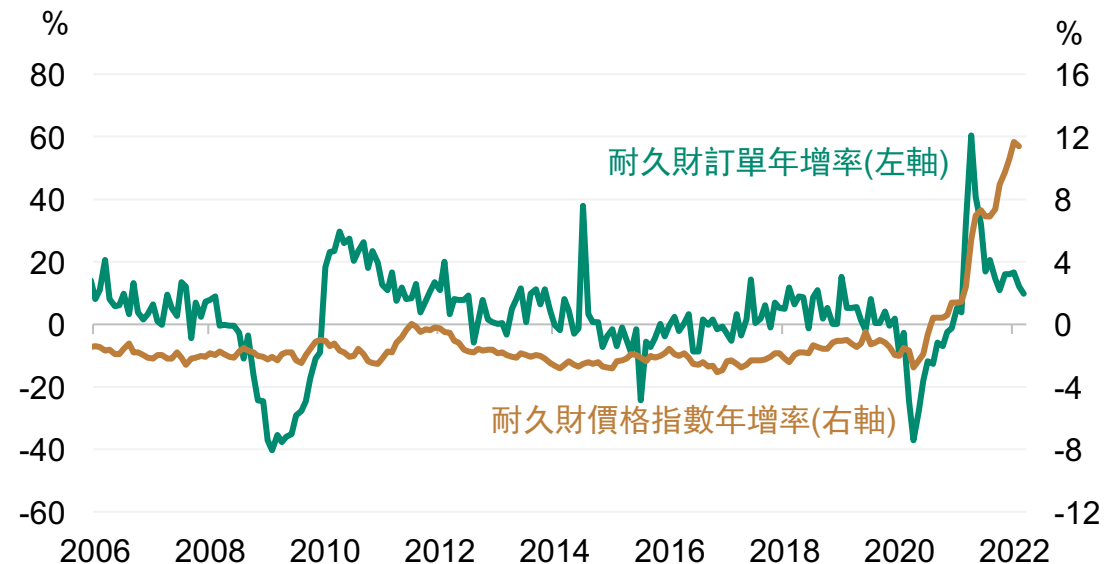
目前市場預估，今年每季CPI值分別為7.9%，7.6%，6.8%，5.7%，明年中回至3%，但仍難回至Fed的目標區。若通膨回穩速度符合預期或是回落更快的話，則可避免Fed更激進的升息，或提供Fed在經濟放緩之際，有再降息的彈性。

景氣放緩將恐將壓縮企業獲利



註：EPS為季資料，2022 1Q為spglobal預估值。
資料來源：spglobal, Bloomberg。

耐久財訂單放緩，有望減緩供應鏈造成的價格壓力



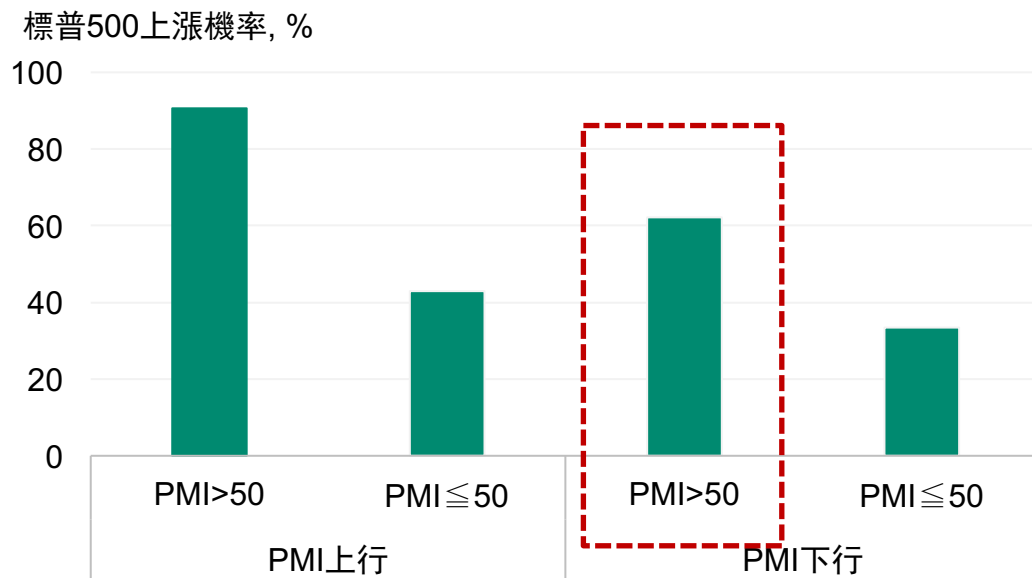
註：兩者相關性=0.35。
資料來源：Bloomberg。

資金緊縮及景氣放緩環境下，緩步增持債券及降低高 β 部位，首重資產穩定性

股市：觀察美股於景氣放緩但仍處擴張區時，勝率仍高達6成以上，顯示與其貿然離場，為資產繫上安全帶，持續穩健前行，可能是更好的選擇，不妨透過定期定額方式逢低布局，並聚焦低本益比及低 β 、高股息及高毛利的優質大型股。近期美國企業財報不如預期、中國疫情及俄羅斯核威脅等多重利空襲擊下，股市有過度悲觀之虞，短線可望醞釀反彈契機，可逢高調降高 β 的部位。

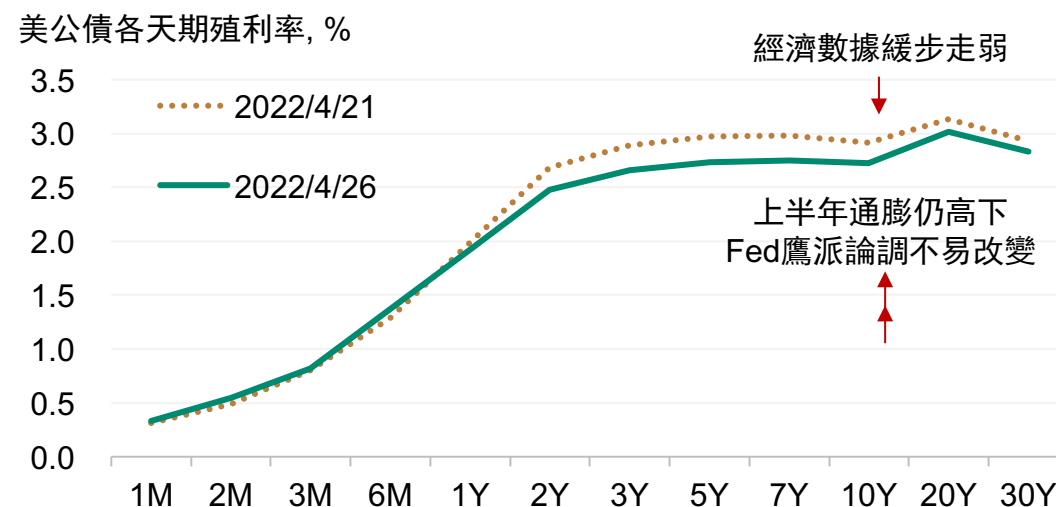
債市：Fed緘默期間，殖利率曲線受走弱的經濟數據影響，有明顯的回調。但預計政策緊縮效果在下半年才會顯現，上半年通膨仍高下，Fed緊縮步伐不易改變，殖利率曲線仍有機會在Fed鷹派言論及走弱經濟數據交互影響下高位震盪，布局上以利率敏感度低的短券為優先。

景氣放緩但仍處擴張區時，股市的勝率仍高達6成



註：統計期間為2000年至2022年1Q的季度資料。
資料來源：Bloomberg。

料殖利率曲線將在Fed鷹派言論及疲弱數據中高位震盪



資料來源：Bloomberg。

科技 大型科技股財報好壞參半，市場劇烈波動

受到Fed緊縮貨幣政策影響，科技股面臨評價調整壓力，2021/12以來一路下跌，大型科技股表現亦同步受到影響，過去尖牙股由於獲利穩健、成長性佳，再加上疫情期間受惠數位轉型趨勢，往往是帶領大盤上漲的主要功臣。然而今年以來，尖牙股跌勢甚至較那斯達克指數更重。財報陸續公布，在投資人信心不足之下，對於財報及營運展望的反應也更加劇烈。

尖牙股財報好壞參半，整體營收、獲利維持成長，但由於疫情紅利消退，電商、線上影音等業務趨緩，此外，俄烏戰事及中國封城影響供應鏈，衝擊手機出貨，再加上經濟放緩壓力，大型科技股營運展望雜音增加，市場的波動也可能持續加大。

尖牙股今年以來走勢落後那斯達克指數



資料來源：Bloomberg。

大型科技股首季財報表現好壞參半

公司	財報	摘要
Netflix	不如預期	疫情紅利消退，1Q減少20萬用戶。
Google	不如預期	旗下YouTube廣告營收成長趨緩。
Microsoft	優於預期	Azure等雲端業務持續高成長。
Meta	優於預期	每日活躍用戶 (DAU) 回升。
Amazon	不如預期	電商及廣告表現不佳拖累。
Apple	優於預期	中國封城衝擊手機出貨，但服務類營收持續成長。

資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

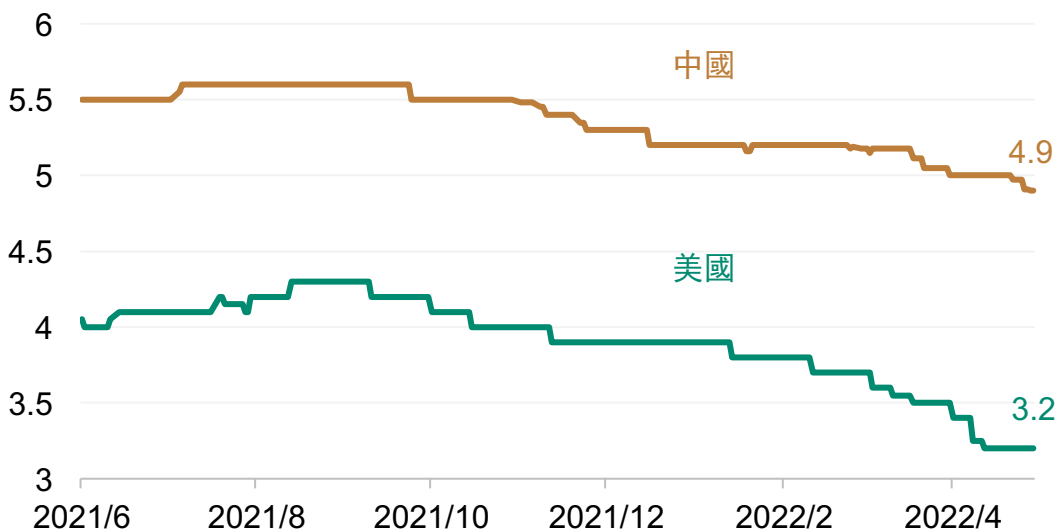
中國 全年經濟增長難以達標，地產與貨幣政策有望進一步鬆綁

據往年經驗，中國股市依循政策—情緒—獲利的循環模式，本次政策底部已經相當明確，政策的鬆綁已是市場共識，但疫情的衝擊打斷了政策對景氣與獲利的支撐信心，導致市場情緒與股市評價持續探底，北京封城疑慮使本週A股遇沉重賣壓。

經濟壓力反應於1Q GDP表現，2Q高機率低於4.8%，全年要達成5.5%目標已是難上加難。而習近平罕見表示「中國今年GDP務必超過美國」，顯見穩經濟的重要性提高，後續除持續強化基礎建設以支撐經濟之外，高機率進一步鬆綁地產管制或貨幣政策。操作策略上，**不確定性仍高之下，研判股市短期維持底部震盪，進場宜採分批或定期布局，待疫情與政策訊號明確後，指數方可重拾向上突破動能。**

中國2022年GDP預估值已落於5%下方

2022 GDP年增率預估值, %

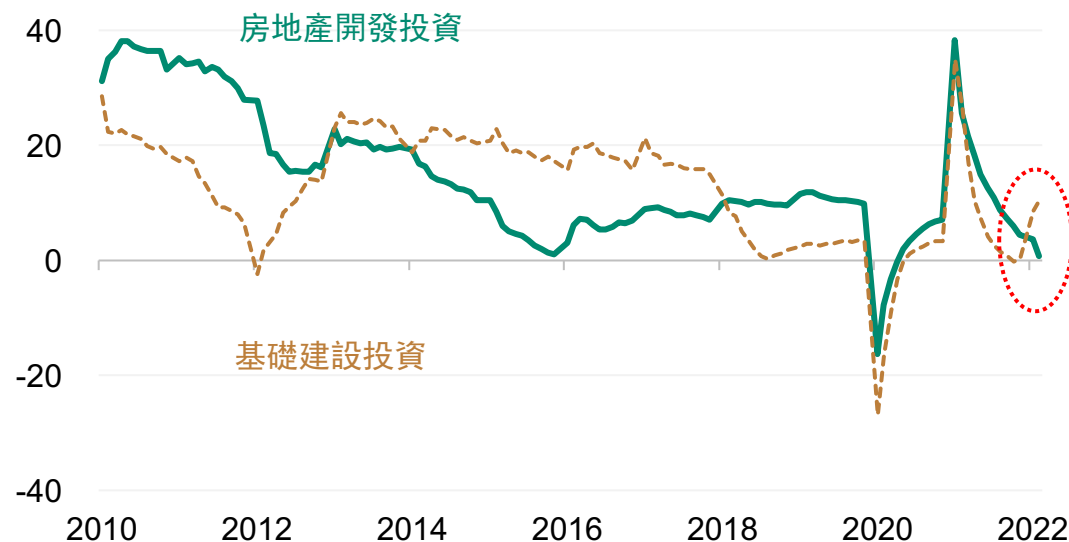


註：GDP預估值為分析師預估值中位數。

資料來源：Bloomberg。

中國基建與房地產投資表現分歧

年增率, %

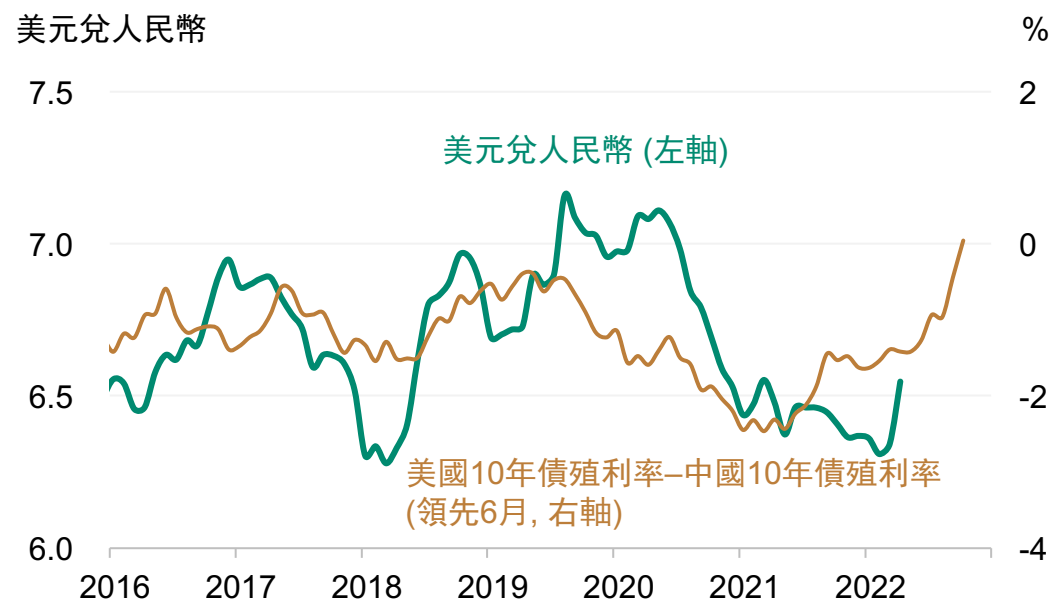


資料來源：Wind。

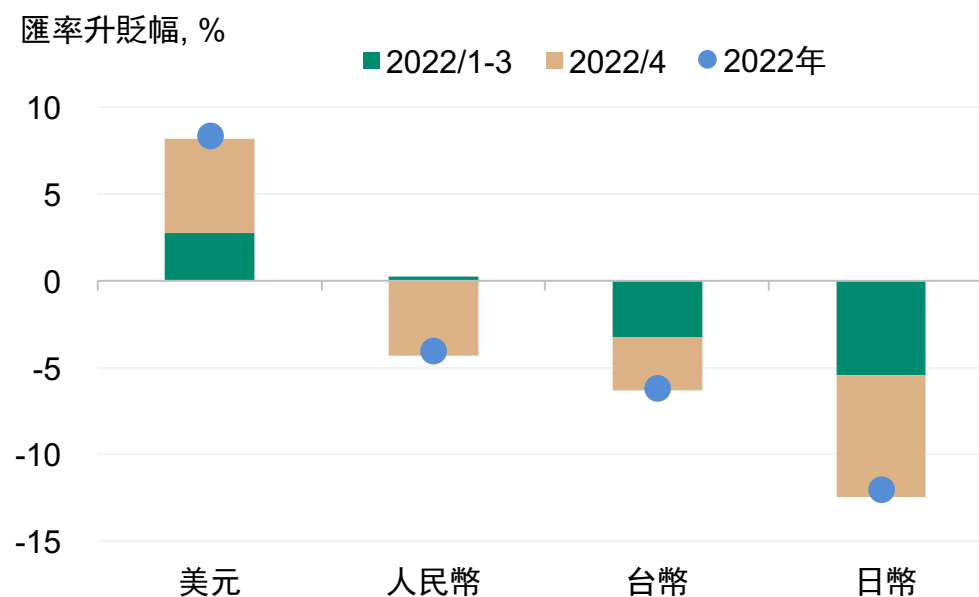
匯市 美元升值不利亞幣，台幣貶破30的壓力上升

- 1) 中國：美、中央行政策走向分歧外，且4月疫情衝擊原已偏弱的中國經濟，也令中國股匯同步走弱，牽引人民幣後續走勢呈現補貶態勢。
- 2) 台灣：預期6月持續升息，但美台利差擴大將使台幣有趨貶壓力。
- 3) 日本：日央4/28決議維持量化購債不變，並將10年債利率控制在0.25%以下，極度寬鬆政策與Fed緊縮形成強烈對比，短期日圓貶破130整數關卡，未來1-2Q仍偏弱發展。

基本面而言，美中利差牽引人民幣趨貶



美元走強不利整體亞幣，惟題材各有不同



May 2022

2

Monday

美國製造業PMI
 歐元區製造業PMI
 歐元區消費者信心指數
 德國製造業PMI
 台灣製造業PMI
 日本製造業PMI
 中國/台灣/英國/香港休市

3

Tuesday

歐元區失業率
 英國製造業PMI
 美國耐久財訂單
 美國工廠訂單
 中國/日本/印尼/印度休市

4

Wednesday

美國MBA貸款申請指數
 美國ADP就業變動
 美國服務業PMI
 美國貿易收支
 歐元區服務業PMI
 德國服務業PMI
 中國/日本/馬來西亞休市

5

Thursday

美國初領失業金
 美國FOMC會議
 英國服務業PMI
 德國工廠訂單
 中國財新PMI
 日本/韓國休市

6

Friday

美國非農就業
 美國失業率
 台灣CPI
 日本東京消費者物價
 德國工業生產

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