



國泰世華銀行
Cathay United Bank

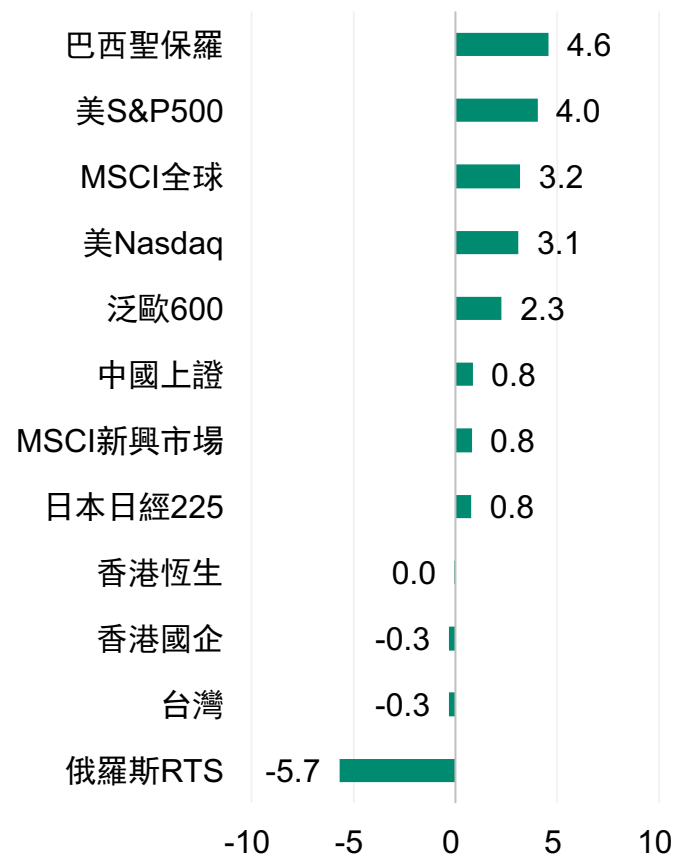
2022年5月27日

投資研究週報

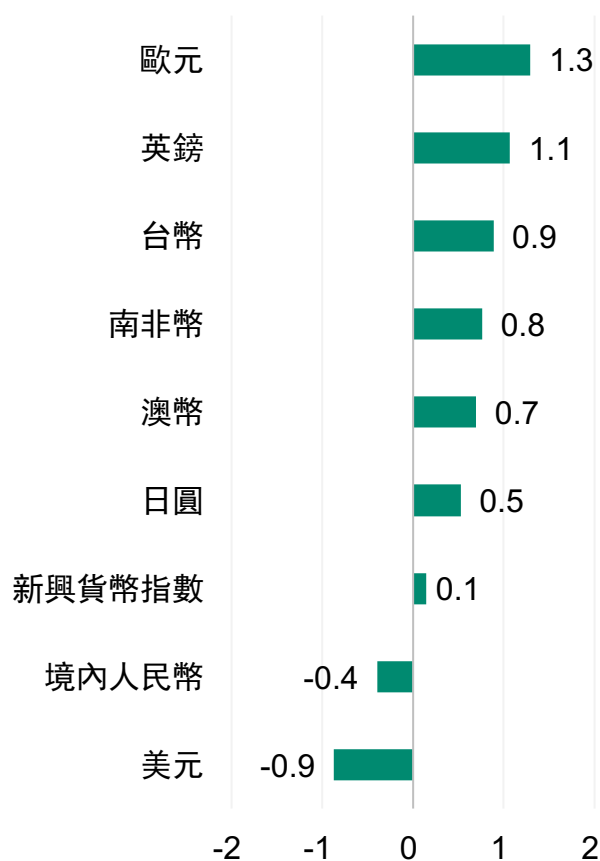
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

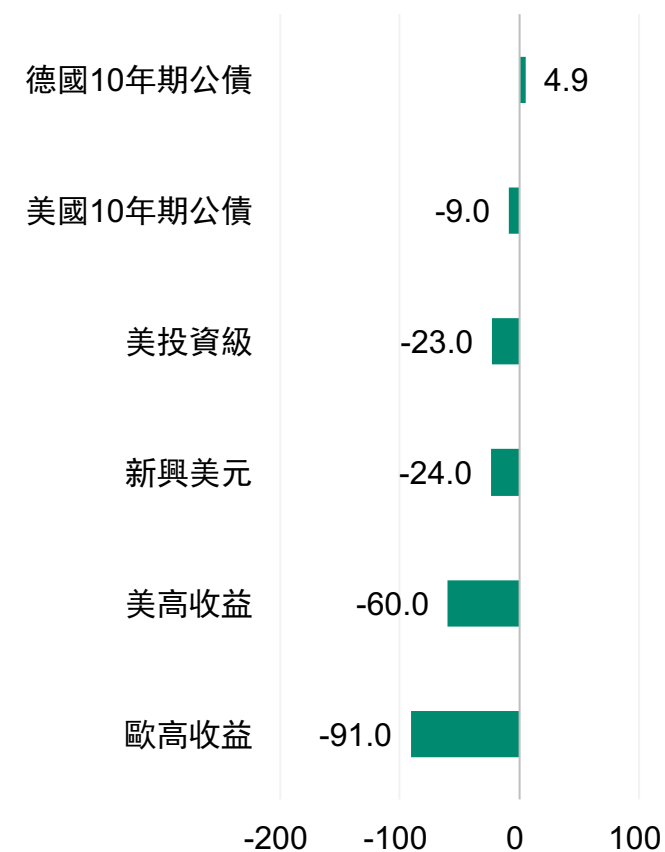
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/5/19- 2022/5/26。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 金融情勢持續收緊，衰退擔憂升高

聯準會將抑制通膨視為目前首要目標，金融情勢持續緊縮，可望讓美國通膨逐步降溫，然而依歷史經驗，金融緊縮也使得對於經濟衰退擔憂同步升高。

► 美股已修正20%，該如何應對

企業獲利下修，訂單下調，但是否會出現「硬著陸」仍言之過早，美股跌幅近20%，有跌深反彈機會。長期投資人可採定期定額加碼股市。

► 中國再降息，股市能投資嗎？

中國面對疫情仍以清零為目標，封鎖措施使經濟面臨壓力，景氣低迷下中國加大貨幣寬鬆力道，有助股市落底，待3Q景氣反轉訊號確立，可望見到漲勢。

股市

股市短期有跌深反彈機會，但由於金融環境持續收緊，不確定性仍高，股市恐維持高波動，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。

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

各國央行追趕Fed緊縮步調，美元獨走地位漸動搖，3Q進入盤頭期，歐洲央行擬提前結束QE並開始升息，歐元反彈，但俄烏戰對於經濟的負面影響將使歐元弱勢盤整。



金融情勢持續收緊，對於經濟衰退的擔憂隨之升高

金融情勢指數，涵蓋利率、股市、匯市等多項金融市場指標加權組合而成，數值越高代表金融情勢趨緊。Fed加速升息、縮表，使得金融情勢快速收緊，5/13芝加哥金融情勢指數升至-0.23，緊縮程度近20年來僅次於金融海嘯、歐債風暴以及疫情大流行時期。金融情勢收緊，對通膨有壓抑作用，後續有利美國通膨逐步降溫。

依據歷史經驗，當金融情勢指數由零軸下方穿越零軸，自1970年以來共有9次，其中有5次、也就是超過半數，同時發生製造業跌破景氣榮枯點的情況，緊接著經濟衰退隨之而來，由於當前通膨水準為近40年來新高，金融情勢恐持續收緊，對於經濟衰退的擔憂也升高，然而目前ISM製造業景氣仍處於擴張區間，應無經濟衰退的立即風險。

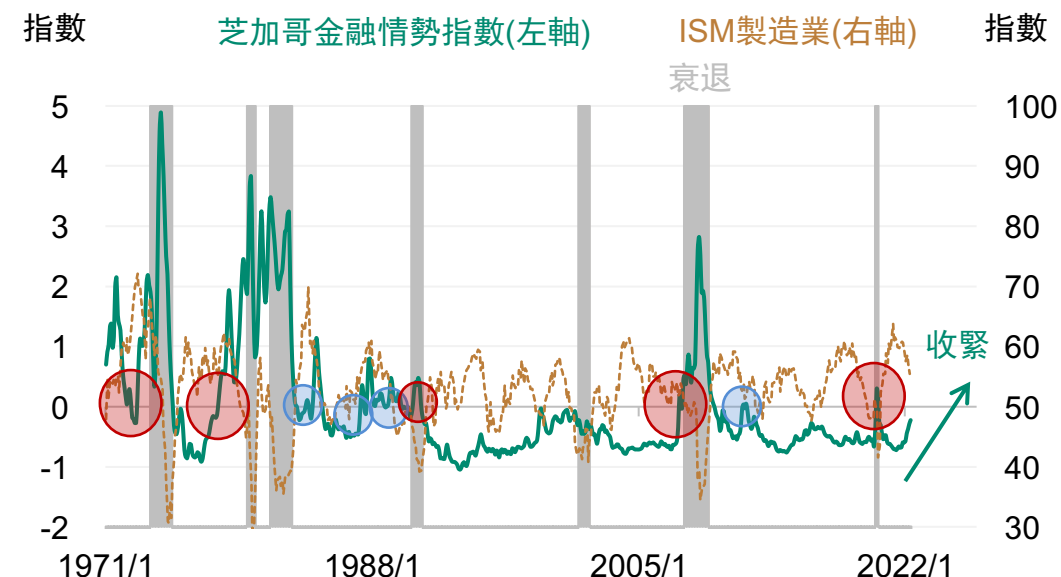
金融情勢持續收緊，有望壓低通膨



註：芝加哥金融情勢指數(FCI)，數值越大表示金融情勢趨緊。

資料來源：Bloomberg。

金融情勢收緊，若製造業景氣轉弱恐發生經濟衰退



註：取1971年以來芝加哥金融情勢指數(FCI)當年度由負值轉為正值共有9次。其中紅圈代表隨後經濟發生衰退，藍圈則未出現衰退。

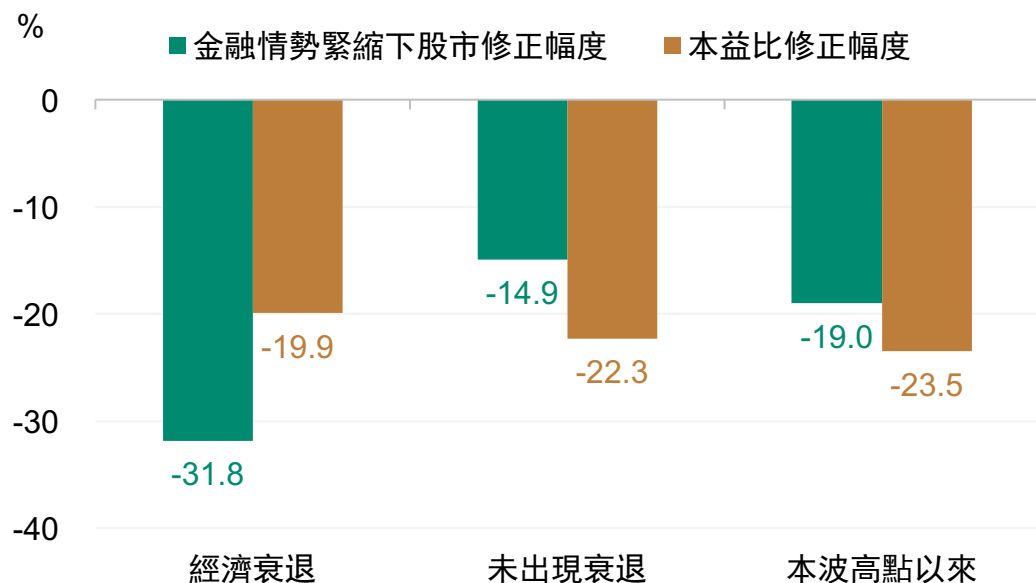
資料來源：Bloomberg。

股市已下跌20%，但經濟是否會「硬著陸」似乎言之過早

近期股市下跌除了反應評價面的修正，另一方面也反應經濟衰退的風險升高，過去在金融緊縮下且經濟衰退的情境，標普500下跌的中位數達到31.8%，而若是最終未出現經濟衰退，股市跌幅中位數則為14.9%，**標普500本波自高點以來已下跌20.9%，跌落熊市區間，不過聯準會對於「軟著陸」仍保持信心，股市卻已超前反應「硬著陸」的情境，似有過度悲觀的現象，若是Fed緊縮態度鬆動，股市有機會迎來跌深反彈。**

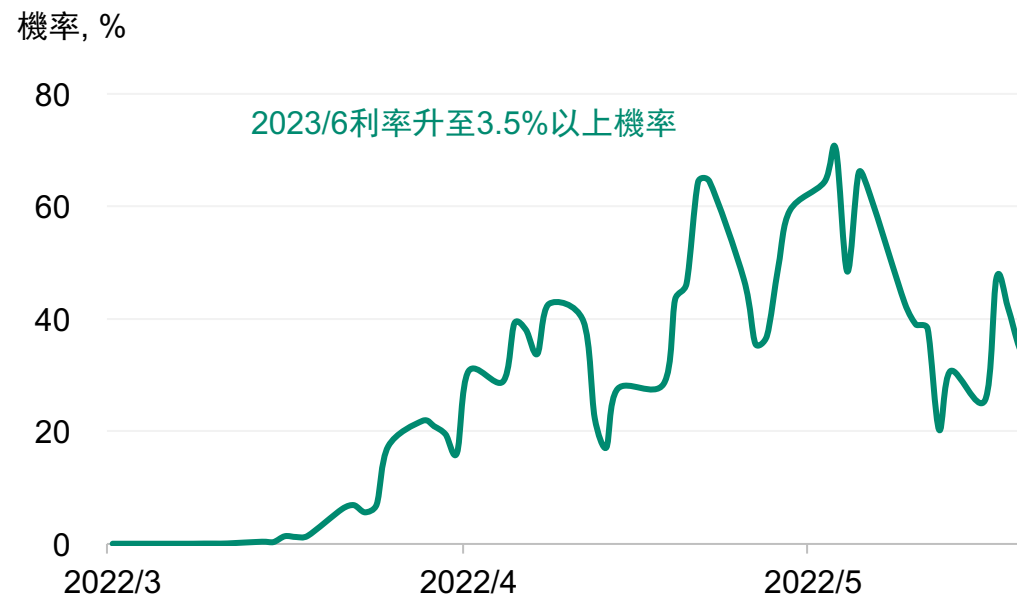
觀察聯邦利率期貨，市場預期升息的高點落在2023年上半年，過去一段時間，由於Fed官員鷹派發言，2023/6升息至3.5~3.75%區間的機率一度突破70%，最近則明顯回落，在經濟數據紛紛呈現下行，市場也預期明年聯準會將放緩升息的力道。接下來6月、7月兩次升息之後，聯準會升息路徑將明朗化，若搭配通膨數據回落，股市才有較大的反彈空間可期。

股市跌幅已反應經濟衰退風險



註：統計1971年以來金融情勢收緊下，標普500自最高點向下修正幅度中位數。
資料來源：Bloomberg。

明年上半年升息至3.5%的預期降溫



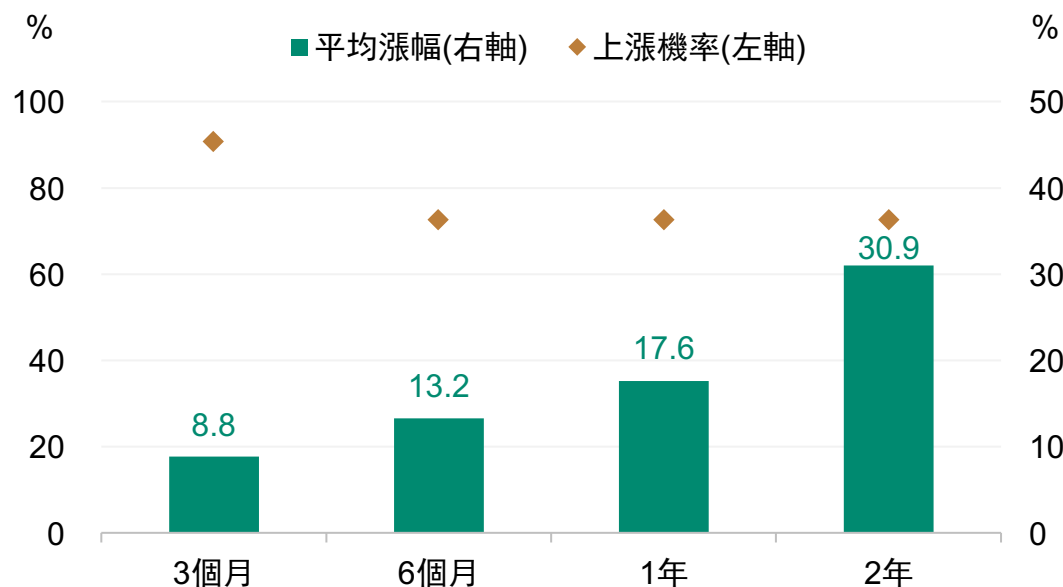
資料來源：Fedwatch。

股市逼近熊市該如何？歷史經驗顯示後市上漲居多

美股自高點下跌近20%，逼近熊市邊緣，自1971年以來標普500共有11次跌幅接近20%，歷史經驗若在股市修正後進場，並持有3個月、6個月、1年、2年，後市以上漲居多，3個月上漲機率超過9成，且持有1年的平均報酬率來到17.6%，因此股市在大幅修正之後，已醞釀反彈機會。

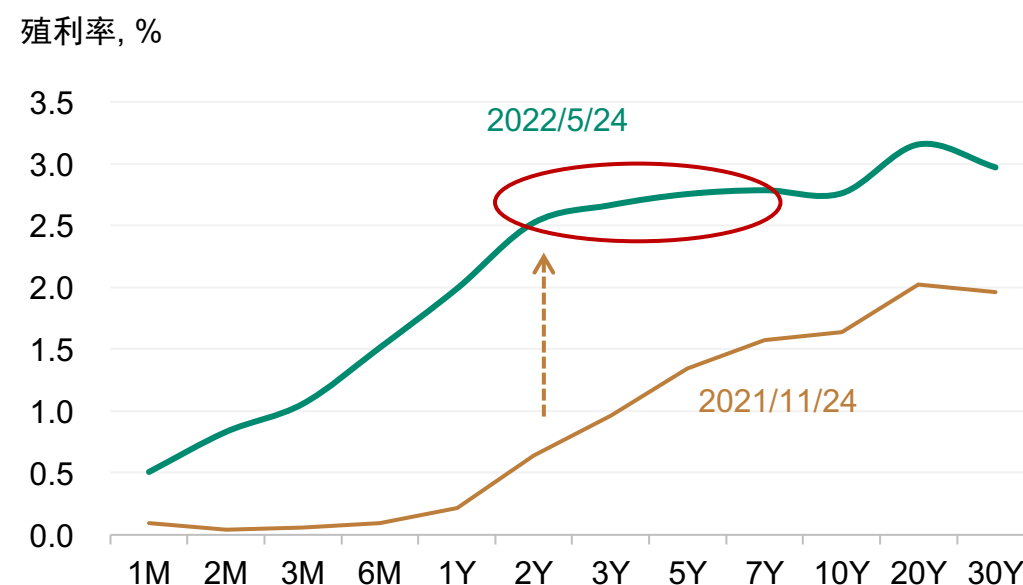
不可否認，未來股市變數仍大，指數大幅波動的情形恐難告一段落，因此投資人不妨考慮增加固定收益的配置，由下方右圖可發現，公債殖利率曲線較6個月前大幅上移，代表收益率升高，且2~10年期殖利率趨平，相較之下，**2~5年短天期債券的存續期間短，受利率波動的影響較小，更適合作為增加息收、降低整體部位波動的配置選擇。**

標普修正近20%後，股市上漲居多



註：統計自1971年以來，共11次標普500自最高點向下修正近20%後市表現。
資料來源：Bloomberg。

短天期殖利率升至2.5%以上，吸引力漸增



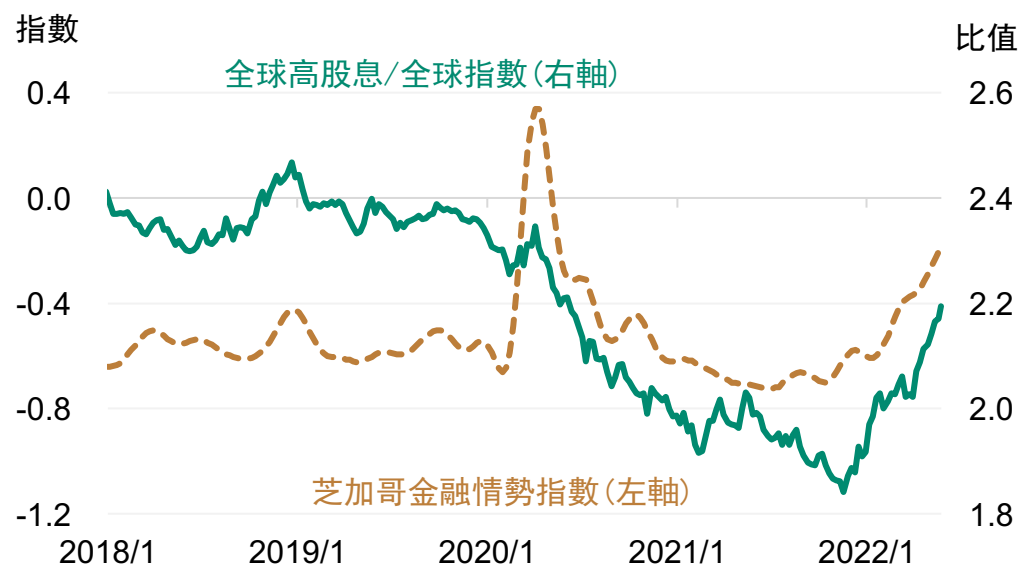
資料來源：Bloomberg。

美國 高股息、防禦類股, 具有較佳抗震效果

通膨高漲、俄烏衝突、中國封城, 加上聯準會緊縮等不確定性, 使金融環境趨向緊縮, 同時不確定性也有放大的跡象。從過去的經驗來看, 在資金緊縮環境下, 高股息的股票相對具有抗震效果, 此外, 防禦性類股亦有相同效果。

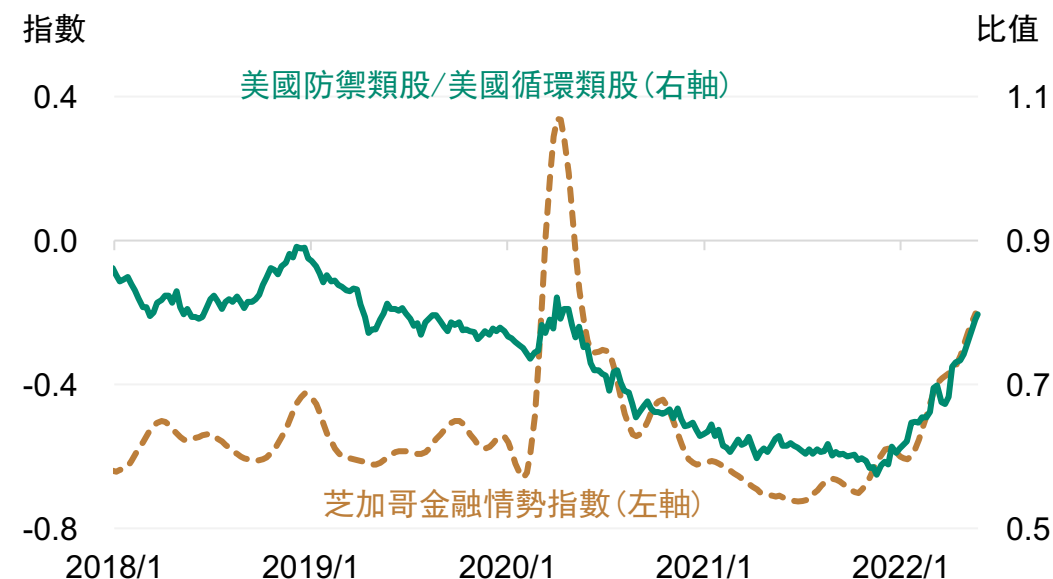
今年以來, 標普500指數修正逼近兩成, 已大幅反映衰退的風險, 有望醞釀反彈契機, 不宜再殺低。若想規避未來市場的波動, 可趁股市反彈之後, 調整至高股息、防禦類股。

資金緊縮環境下, 高股息類股較具抗震



註: 金融情勢指數往上, 表示資金趨向緊縮, 反之, 指數往下, 趨向寬鬆。
資料來源: Bloomberg。

資金緊縮環境下, 防禦股較具抗震



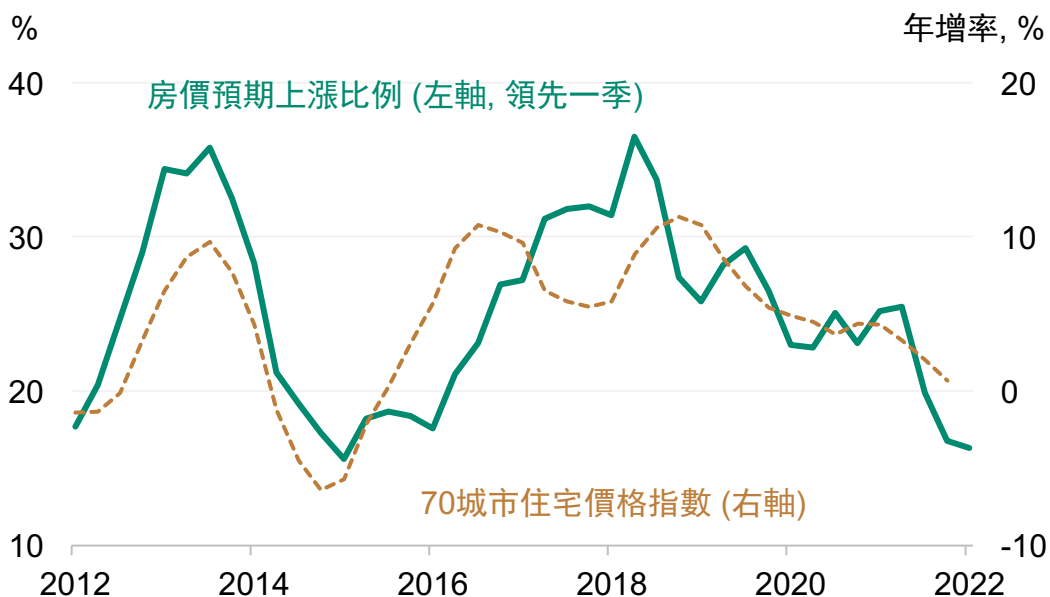
註: 金融情勢指數往上, 表示資金趨向緊縮, 反之, 指數往下, 趨向寬鬆。
資料來源: Bloomberg。

中國 地產激勵意圖明確，股市有望築底止穩

繼5/15官方下調首購房貸利率20個基點後，5/20緊接著調降5年期LPR 15個基點，本次為2019年改制以來，首次降5年期不降1年期，5年期的降幅也是歷來最大，顯示強力穩房市、穩信用訊號，今年疫情意外擴散，僅依靠財政基礎建設難以有效支持經濟，民間需求急凍，貨幣政策的效果也不如預期，房地產實質鬆綁的必要性大幅上升，研判後續在房貸利率、成數以及預售資金監管都還有鬆綁空間。

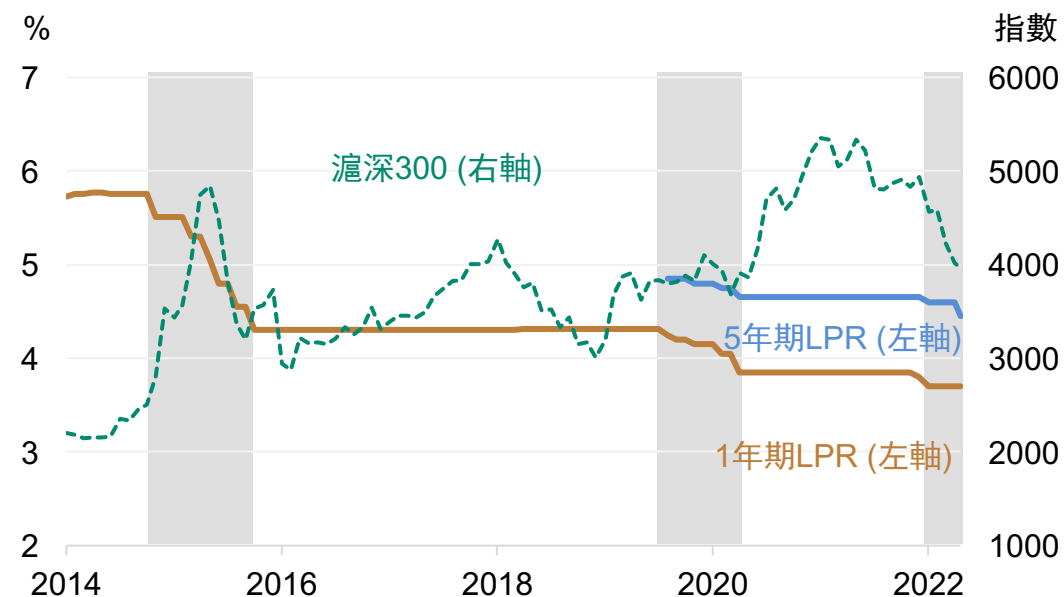
地產的鬆綁有助修補投資人信心，回顧過往兩輪LPR下降循環，降息初期市場表現正向，但當前適逢疫情封控仍有疑慮，尤其是北京確診人數有上揚趨勢，**儘管股市有望止穩，但基本面不確定性使短期走勢築底盤整，待3Q景氣反轉訊號確立才可見漲勢，操作上仍以衛星部位視之，並以分批方式布局。**

房地產市場信心疲弱，價格已近乎停滯



註：房價上漲比例出自中國人民季度城鎮問券調查，調查對象為20000名銀行客戶。
資料來源：Wind。

利率下降循環初期，有助市場情緒回穩



註：灰底區間代表LPR降息循環期間。
資料來源：Bloomberg, Wind。

債市 債券具穩定息收的優勢，在波動加大環境提供下檔保護，布局以短債為優先

美國大型零售業財報表現不如預期，製造業PMI持續回落，經濟放緩的擔憂加劇，及避險需求升溫下，使利率上方空間漸縮，另一方面，Powell持續展現抗通膨的決心，也暗示將在年底前達到中性利率，並表示若有必要將持續升息的言論，對利率提供一定支撐。因此預計在兩方力道拉扯下，於6月FOMC會議前提供近一步貨幣政策指引前，債券利率波動仍大，利率預期將持續呈現高盤走勢。

歷史上來看，1)債券具有息收的優勢，報酬波動度較股市小，並提供資產一定的下檔保護，2)短債殖利率隨升息墊高，加上利率敏感度低的特性，使其在金融情勢緊縮的時期表現穩定度高，且個券又具到期鎖利優勢，令短債在貨幣政策趨緊環境下，不失為核心配置的一環。

升息預期及經濟疑慮拉扯下，料利率將呈現高盤走勢

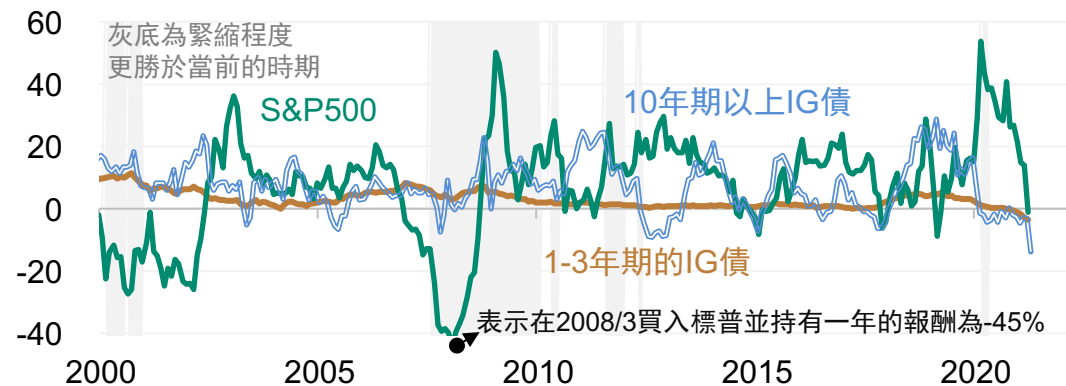


註：資料截至2022/5/26，紅線為近期盤整區間。

資料來源：Bloomberg。

債券具有息收的優勢，提供一定的下檔保護

買入資產並持有一年的報酬率，%



| 統計緊縮程度更勝於當前的時期，各資產的表現 | 1-3年IG | 10年以上IG | S&P500 |
|-----------------------|--------|---------|--------|
| 持有一年平均報酬 | 4.8 | 7.4 | 2.0 |
| 報酬波動度 | 2.9 | 7.2 | 26.2 |
| 持有一年勝率 | 100% | 82% | 59% |

註：統計1993年以來月資料，資料截至2022/5/26。灰底處為金融情勢指數(FCI)大於目前-0.2的時期。歷史統計僅供參考，不代表未來績效。

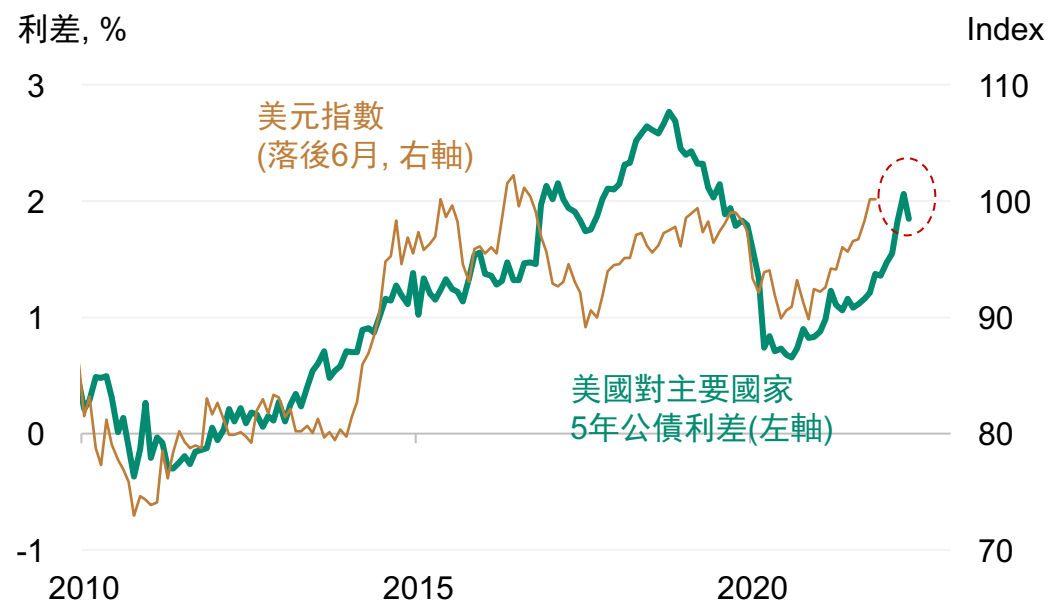
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊彙整。

匯市 歐美貨幣政策差異拉近, 動搖美元獨強走勢

雖然美國升息步伐居於領先, 但隨ECB公布4月會議記錄透露升息、結束QE的意向, 聯準會獨走地位逐漸動搖, 雖然美元尚未轉空, 但3Q應進入盤頭期, 美元指數大致將呈現高位震盪的走勢。

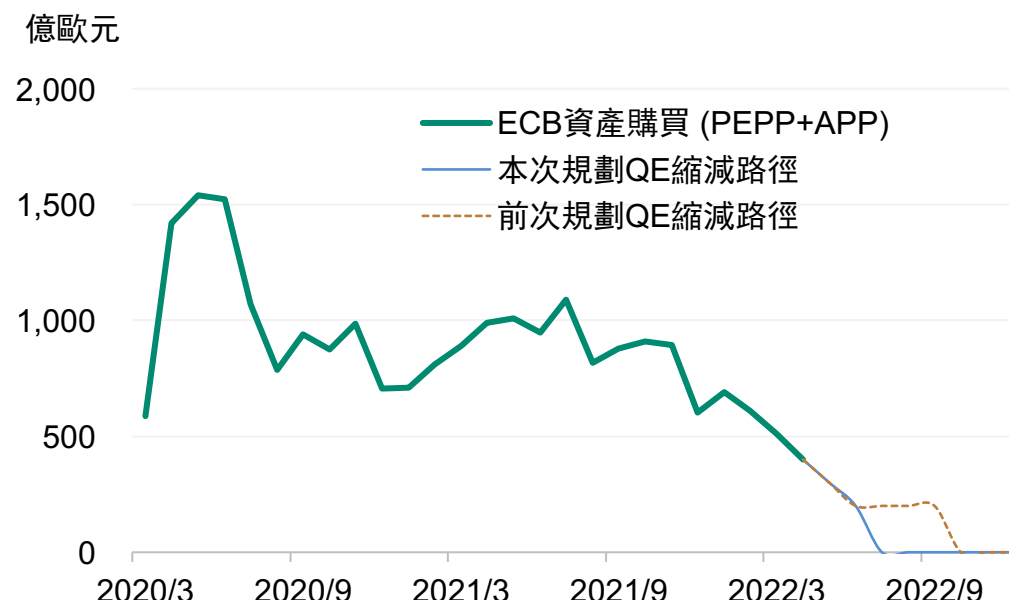
ECB方面, 囿於通膨, 被迫邁向緊縮, 其中QE縮減也將提前至3Q初期結束, 政策利率則於7月升息、9月結束負利率政策。今年以來聯準會政策領先歐洲央行的情況略有縮小, 但俄烏戰爭對經濟的負面影響仍在, 歐元將呈低位震盪格局。

貨幣政策拉近, 3Q美元將邁入盤頭期



註: 主要國家為德、英、澳、日、加。
資料來源: Bloomberg。

ECB囿於通膨, 亦將提前結束QE



註: 細線、虛線表示前後兩次會議紀錄釋放的QE縮減路徑。
資料來源: Bloomberg。

May/June 2022

30

Monday

歐元區經濟信心指數
德國CPI
德國零售銷售
日本工具機訂單
美國休市

31

Tuesday

美國經濟諮商局消費者信心
美國房價指數
歐元區CPI
中國製造業PMI
日本工業生產

1

Wednesday

美國ISM製造業指數
美國JOLTS職缺
歐元區製造業PMI
歐元區失業率
日本自分銀行製造業PMI
印尼休市

2

Thursday

美國耐久財訂單
美國工廠訂單
美國初領失業金人數
歐元區PPI
英國休市

3

Friday

美國非農就業人口
美國失業率
美國ISM服務業指數
歐元區零售銷售
英國、中國、香港、台灣、
泰國休市

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