Global Investment Committee

Investment Strategy & Outlook for Asset Classes

June 2022

CTBC PRIVATE BANKING
中國信託私人銀行服務

We are family
中國信託銀行
CTBC BANK

市場看法與偏好

		2Q22	3Q22
股市國家	成熟市場股		+
	美國	+	+
	拉丁美洲	+	
	歐洲	+	
	新興歐洲	–	–
	泛太平洋		
	新興市場股	–	–
	新興亞洲	–	–
	中國A		
	東協		
股市產業	科技	+	+
	非核心消費		
	工業		
	金融		
	地產	+	+
	能源	+	+
	原物料	+	
	公用事業		+
	核心消費	+	+
	健護	+	+
	通訊服務		
信用	全球投資級債		+
	全球非投資級債	+	+
	新興主要貨幣主權債		
	新興主要貨幣企業債	+	+
	新興當地貨幣債	–	–
匯市	美元指數	+	+
	日圓	–	–
	歐元	–	–
	澳幣		
	人民幣		
	南非幣	–	
商品	布蘭特原油	+	+
	黃金	+	+

(2Q22~3Q22)偏好資產

股市國家	• 美國：景氣有所放緩但仍相對其他國家穩健，企業獲利提供支撐 • 印尼：原物料淨出口國受惠原物料價格走高改善貿易條件與景氣 • 越南：中國疫情衝擊，附加價值低的製造業與電子業正持續從中國移出，越南受惠轉單
股市產業	• 科技：評價面趨於合理，2Q與全年獲利展望仍佳 • 地產：租金收入成長、供需缺口大 • 能源：需求漸增及缺乏庫存緩衝支撐能源價格 • 核心消費：基本需求較不受可支配收入影響 • 健護：大廠主要藥品需求穩健，評價面仍具回升空間
債市	• 非投資等級債：財務槓桿改善，利率風險低 • 投資等級債：利差重回5年均值之上，觀察通膨增速分批佈局 • 新興企業債(人民幣債)：總報酬波動風險較小，新興債市中較抗跌
匯市	• 美元：金融市場波動加大提升避險需求，升息擴大與其他國家利差帶動買盤回流
商品	• 原油：供給限制及需求漸增維持油價於相對偏高價格 • 黃金：宏觀不確定性及地緣政治博弈提升多元化資產配置需求

資料來源：中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

2Q22~3Q22 市場趨勢與投資策略

【2Q22~3Q22市場趨勢】

市場應對烏俄戰事遲未落幕導致高通膨時間維持更久擔憂之際，中國應對Covid19疫情而採取嚴格動態清零與封控政策，不僅造成市場持續下修中國經濟動能，也進一步延後了全球供應鏈瓶頸緩解回復常態的時間，全球經濟疑慮持續積累，而全球央行緊縮腳步不僅未見放緩反有加速之勢，金融市場在多重利空侵擾下，4月賣壓延續至5月，風險性資產跌多漲少，累計5/1~5/16，MSCI世界指數跌幅達3.6%，MSCI新興市場下跌6.4%。十一類產業指數亦多數下跌，其中又以科技、非核心消費等成長股表現較為弱勢，能源及防禦股(公用事業、健護、核心消費)表現較佳。利率方面，過去一個月主要央行把通膨打壓視為優先目標的鷹派言論以及原物料價格撐在高檔，雙雙推升美10年期公債殖利率一度衝抵3.2%，信用債多有1~2%跌幅。匯市方面，美元指數站穩100後持續向上挺進，主因市場預期全球經濟衰退風險增加，推升美元避險買盤，加上Fed與ECB政策預期差距，美元一枝獨秀，非美貨幣全數走貶。

展望未來半年，市場焦點將聚焦在烏俄戰事發展、通膨路徑、景氣能否實現軟著陸以及央行政策變動四大關鍵議題。烏俄戰事上，烏俄衝突的發展雖因陷入僵局而有長期化趨勢，但也代表俄羅斯軍隊恐已無力佔領烏克蘭或威脅該地區其他鄰國的可能性降低，則商品價格要再創高的機率不大。通膨方面，隨著4月美國通膨數據公佈，扣除食品及能源的核心商品價格增速持續放緩，反映供應鏈瓶頸正逐漸恢復常態，則美國通膨上半年見高而下半年逐步放緩的基本情境機率將更為提高，惟需留意非美國家貨幣貶值，帶來輸入性通膨，將使得非美地區的通膨高峰時點落於下半年。景氣方面，央行的升息以壓低通膨勢必帶來經濟成長趨緩以及企業獲利壓力，但截至目前為止包括美國景氣與1Q22企業仍相對穩定，展望下半年景氣變化，雖然景氣放緩趨勢已確立，PMI數據將放緩，但在製造業PMI放緩期間，服務業能否提供景氣支撐，將為後續景氣能否軟著陸的重要關鍵，而疫情期間各政府多輪財政政策讓民間累積大量超額儲蓄預期將持續支撐解封後的服務類支出。另外影響全球景氣的關鍵變數就是中國防疫政策何時調整，隨著中國疫情在5月趨緩，上海也宣布5/16起三階段解封，有利景氣與供應鏈疑慮降低。央行政策方面，五月FOMC會議如預期升息二碼並宣布6月啟動縮表，研判聯準會目前政策目標優先對抗通膨，因此在目前通膨仍高期間，未來多次會議升息2碼可能性大，2022年底基準利率則可能來到2.5%附近。綜上所述，股債匯趨勢研判如下，市場對疫情乃至烏俄衝突的關注度有所降低，未來半年市場主要聚焦通膨趨勢與景氣受影響程度，股市雖然持續處於高波動環境中，但經歷本輪價格修正，資產評價已趨合理，而基本面在服務業支撐經濟活動不陷入衰退以及企業維持穩健盈餘表現的基本情境下，股市將醞釀築底反彈契機；美債殖利率在景氣雖下修但維持擴張、通膨雖上修但緩步回落的環境下料呈高檔整理格局。匯市方面，鑒於地緣衝突與景氣疑慮未解、疊加Fed政策正常化步伐快於多數G7國家，避險需求與利差優勢將支撐美元維持高檔強勢整理。

【2Q22~3Q22投資與配置策略】

投資策略方面，金融市場遭遇聯準會緊縮預期、高通膨壓力、景氣與企業獲利增長擔憂、地緣風險延長的四重壓力夾擊，惟儘管市場對本輪週期景氣提前衰退的疑慮提高，但股債等資產評價在修正後已漸趨合理，且美國通膨也見到回落曙光，本行研判未來半年只要通膨維持目前回落的趨勢則金融市場築底蘊釀反彈的機率不小，但對於市場短線行情建議仍應抱持謹慎的看法，畢竟市場在經歷上半年的通膨震撼後仍需時間平復消化，故建議投資策略短線上持續強化抗震配置，中線則可開始佈建具評價修復利基資產。國家方面，鑒於強勢美元下的資金流，較看好美國；產業方面，能源為高通膨直接受惠產業，而健護、核心消費、公用事業等防禦性產業則有抗震效果，科技本益比來到10年均值而有反彈機會。債券方面，美債殖利率來到3.0%附近，信用債配置上較看好存續期較短且具利差保護的美非投資等級債、新興企業債，但投資等級債吸引力亦已提升不少，故可以長線角度適度配置。外幣方面，美元高檔強勢整理下，壓抑非美貨幣，而商品貨幣受惠通膨題材可搭配美元適度配置。商品方面，可適度納入原油、黃金等配置以對沖通膨並同時分散資產配置風險。

資料來源：中國信託商業銀行，2022/5/20

2Q22 ~3Q22股債匯市場策略

股市 (國家)	**成熟國家中以美國企業獲利能見度佳，新興市場金融情勢面臨緊縮壓力** 新興市場面臨的通膨威脅較成熟國家大，成長動能疑慮也較高。成熟國家中以美企業獲利能見度較佳，市場對美股全年的企業獲利成長率預估維持在高個位數成長，成為重要支撐，待通膨壓力下半年放緩，屆時本益比方有小幅回升空間。新興市場受制物價壓力、政策緊縮外，近期的強勢美元更變相增添金融情勢緊縮壓力，儘管中國最嚴格封鎖已過，但疫情對經濟的衝擊難短時間修復，對新興市場景氣負面的溢出效應不容忽視，新興市場目前較相對看好原物料出口的印尼與受賄轉單效應的越南。
股市 (產業)	**科技評價優勢浮現、天然資源與地產受惠通膨趨勢、 防禦型產業成為波動下的避風港** 科技將受惠上游獲利成長與評價大幅修正後的反彈利基，天然資源與地產則將受惠低庫存及對沖通膨需求，而居高不下的通膨也正為景氣帶來下行疑慮，在對經濟衰退風險的擔憂下，提高市場對防禦型產業的吸引力，如健護、核心消費與公用事業。
信用	**成熟聯準會縮表在即，美非投資級債佈局順位優先投資級債，新興國家債市以出口導向為優先** 美國非投資級債殖利率走升重回2020年7月位階，預期指數表現將以孳息為主要報酬來源，長線投資人可留意信評B級以上債種投資價值，投資級債長線投資人可待聯準會開啟縮表舉措或通膨增速放緩後而具備鎖利價值，後續企業債信選擇重於選市並以產業領頭羊且體質穩健大型投資級債為首選。新興債市部分仍要留意美國雙率走強對新興國家的衝擊，惟主權債與股市波動流動性較高，基本面較佳的出口產業債利差走勢可望相對穩健。
匯市	**全球景氣下行壓力帶動美元避險買盤，美元維持相對強勢格局** 全球景氣前景不確定性大幅攀升，全球通膨、烏俄戰爭、中國疫情、全球央行緊縮政策、企業供應鏈等問題交互影響所造成的不確定性帶動金融市場資金挪移，成熟與新興市場外匯波動持續加大，加上聯準會鷹派退場支持美元利差優勢，帶動資金從新興市場及其他景氣下行風險高的成熟國家回流美國尋求孳息來抵禦波動。

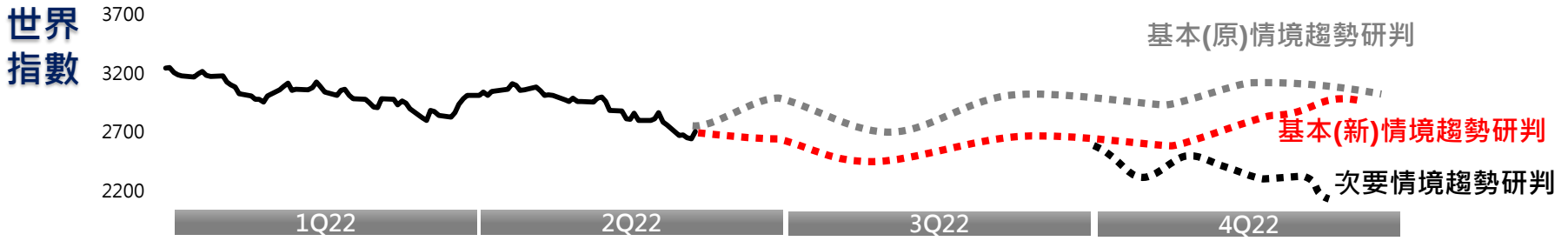
資料來源：中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

通膨與景氣擔憂尚需時間消化，先防禦，待評價修復契機浮現

5/25	Spot	基本情境_通膨與景氣疑慮，股市低點下移	次要情境_下半年未反彈
成熟市場	2700	2600~3100	2200
新興市場	1020	950~1100	800
美10年期利率	2.75	2.6%~3.0%	3.2%
美元指數	102.08	96~104	105
資產策略		評價修復：美國、科技 順通膨：能源 利率吸引力：投資等級、非投資等級債、人民幣債	降風險部位，增加防禦力 (美元、人民幣債、黃金)

基本情境_景氣放緩但未衰退	關鍵因子變化	次要情境_硬著陸
景氣: 趨緩確立但高於平均形成軟著陸	✓ 美國:製造業放緩，服務業景氣穩健 ✓ 非美景氣:歐洲服務業景氣佳，疫情與房市拖累中國內需 ✓ 企業獲利:市場對多數產業2022年盈餘仍抱正成長預期	• 歐美景氣衰退(服務業PMI跌破50) • 中國防疫政策持續嚴控至下半年 • 通膨未回落打擊消費需求，貨幣政策在景氣趨緩環境仍加速緊縮，景氣硬著陸 • 烏俄戰事擴及北約國家引發系統性風險或俄羅斯與歐洲切斷油氣供應，原物料價格提速，大幅推高通膨壓力。
通膨: 美下半年緩步回落，非美輸入性通膨惡化	能源、供應鏈對物價貢獻下滑，但美國服務類價格緩升，美通膨路徑下滑幅度較預期小，非美輸入性通膨惡化	
貨幣政策: FOMC全年升10碼，6月啟動縮表，ECB全年升2次	美貨幣政策緊縮幅度因物價壓力擴大加速往中性利率靠攏，非美升息、流動性壓力加劇	
地緣: 烏俄實體戰不擴及北約	俄烏戰爭長期化，支撐原物料、糧食等價格位居高檔	



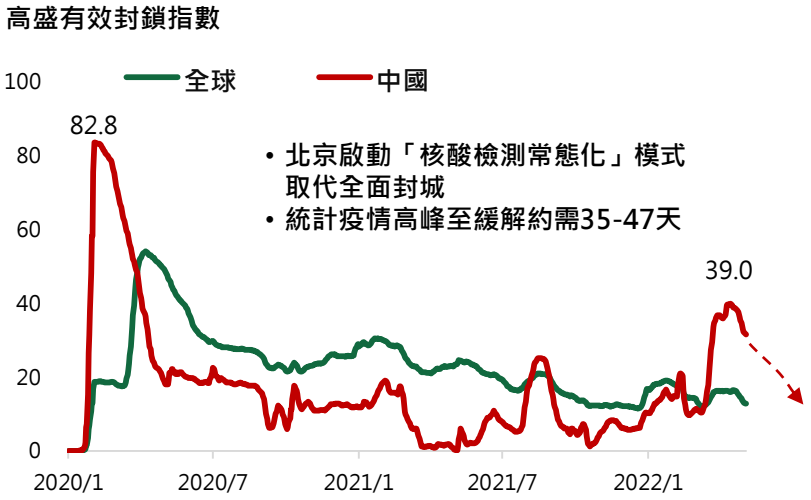
資料來源: Bloomberg，中國信託商業銀行整理，2022/5。

© CTBC

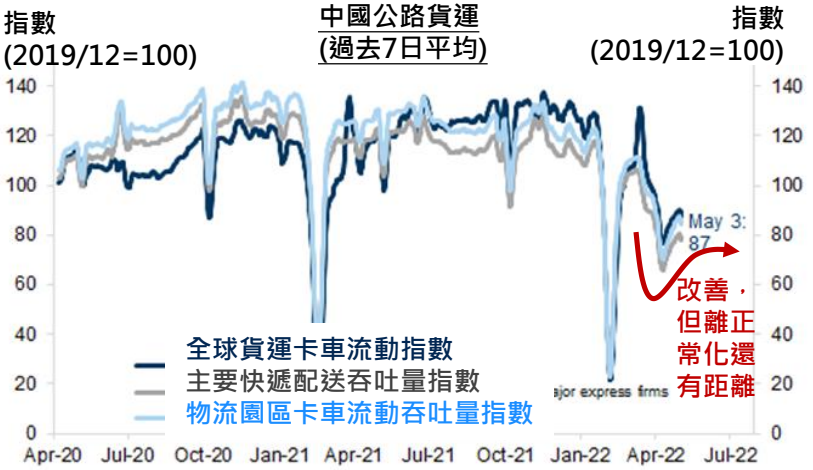
中國嚴厲封鎖可望已過，但對經濟的衝擊仍持續

- **中國最嚴厲封鎖可望已過**：歷史經驗顯示疫情從高峰至緩解約需35-47天，市場大多預估此波中國第二次延燒疫情高峰約落在4月中下旬(當時高盛有效封鎖指數來觀測，封鎖程度約為2020年武漢疫情的一半)，搭配官方封控政策微調，北京將啟動「核酸檢測常態化」模式取代全面封城，本行認為中國最嚴格的封鎖可望已過，對供應鏈的壓力也可望開始緩解。
- **但對經濟的衝擊仍持續**：中國儘管不再全面封城，但不意味經濟活動立刻正常化。從官方態度來看，重新開放優先考慮生產和物流運輸的正常化，觀測中國公路貨運指數出現改善但離正常化尚有距離。且目前看來中國官方的疫情政策救助模版，較偏重企業救助和投資項目為主，比較少關注對家庭部門的支持，預計生產和投資的復甦將強於消費。

漸進式封鎖取代全面，但對經濟的衝擊仍將持續



官方態度來看，重新開放優先考慮生產和物流運輸正常化



資料來源：左，高盛，2022/5，右，高盛，2022/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

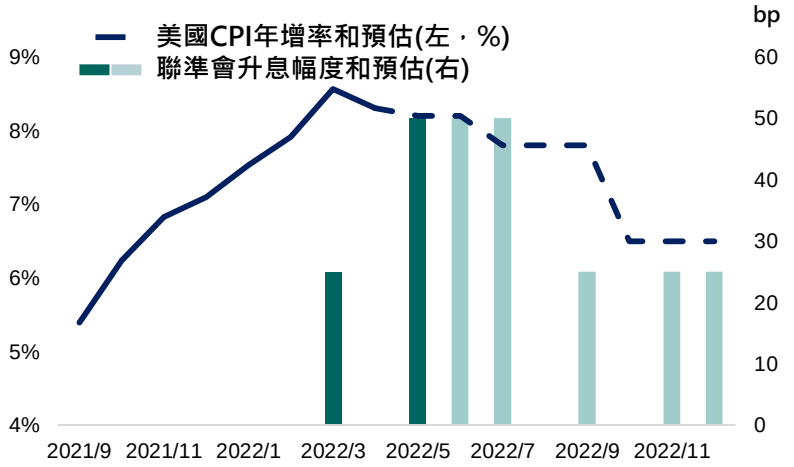
© CTBC

聯準會短線鷹派論調不變，3Q22中後段為重要觀察點

- **美國通膨有見頂跡象，惟回落幅度有限**：從美國CPI分項月動能來看，商品價格動能隨供應鏈緩解而有所下滑，能源最大影響已過，但服務和食品價格的風險提高。服務類價格如租金等，預期將因貨幣緊縮而稍有壓抑，食品價格則將持續對通膨造成壓力。綜合判斷，本行維持美國通膨已有見頂跡象的看法不變，惟2Q22回落幅度相當有限。
- **聯準會短線鷹派論調不變，3Q22中後段為重要觀察點**：為控制通膨預期，聯準會短期鷹派論調難以改變。本行預期聯準會在6、7月的會議都將各升息2碼，若通膨在3Q22中後段能如預期有較明顯的放緩，則9月Fed再回歸每次會議升息1碼的步調，全年預計共升息10碼。

暫時性因素消退，服務類價格支撐物價高檔

短線鷹派論調不變，3Q22中後段為重要觀察點



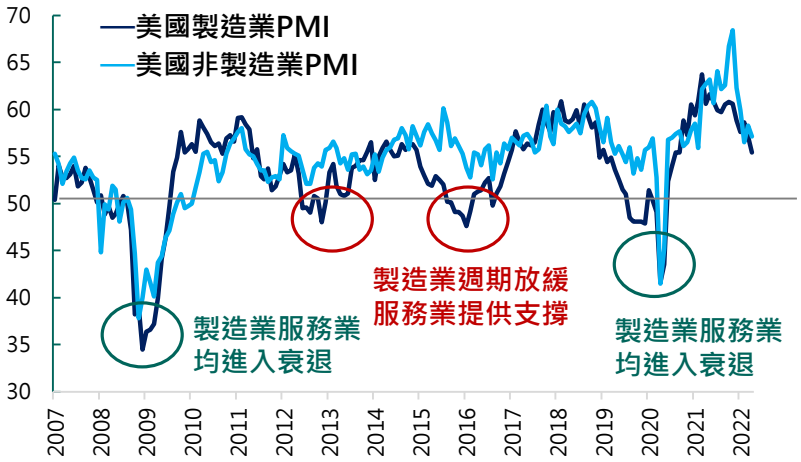
資料來源：左，Bloomberg，2022/5，右，Bloomberg，2022/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

© CTBC

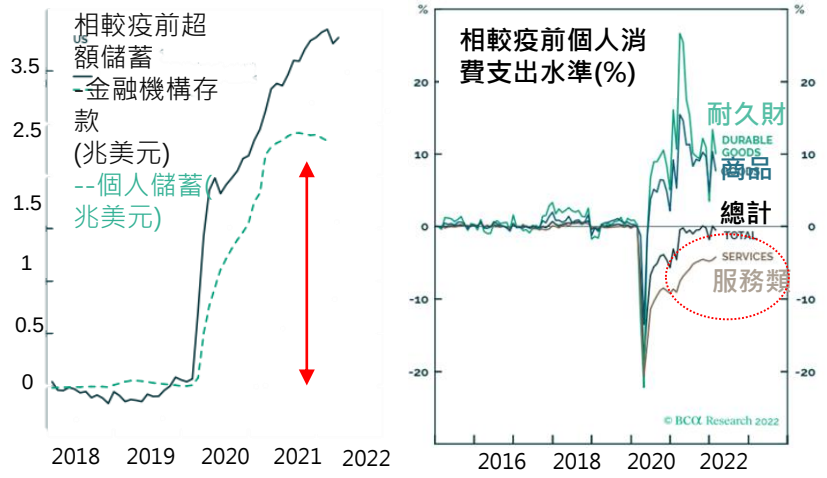
製造業景氣放緩趨勢已經成形，關注服務業能否提供支撐

- **景氣放緩趨勢將延續**：美國景氣數據放緩趨勢已經確立，生產端受制企業去庫存壓力有所增加、中國封城影響供應鏈緩解速度，需求端受制高通膨影響消費者信心和零售銷售、聯準會政策將使需求降溫。就製造業PMI來看，下半年預期將持續放緩。
- **關注服務業能否提供景氣支撐**：在製造業PMI放緩期間，服務業能否提供景氣支撐，將為後續景氣能否軟著陸的重要關鍵。雖美國儲蓄率已經回落至疫前水準，但超額儲蓄的存量仍高，而美國消費從商品轉向服務支出的趨勢明顯，因此仍預期服務業在製造業轉弱期間仍能提供景氣一定程度支撐。

製造業景氣放緩趨勢已經成形，關注服務業能否提供支撐



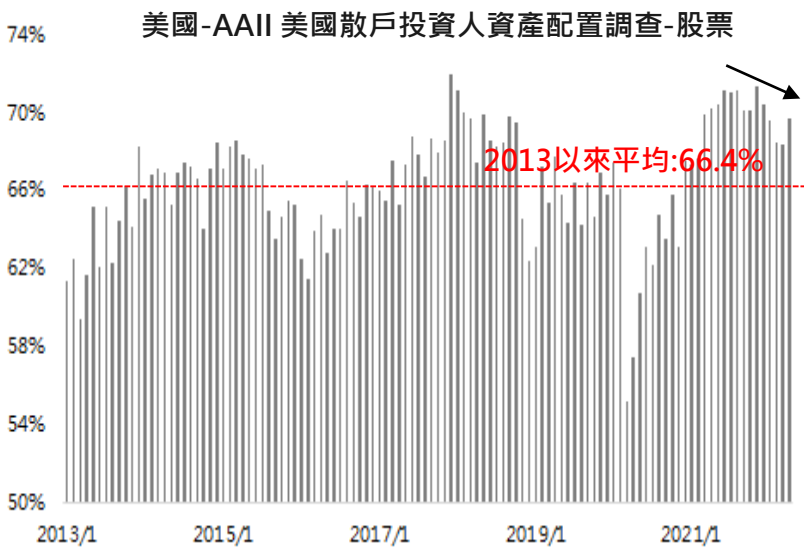
超額儲蓄將持續支撐解封後的服務類支出

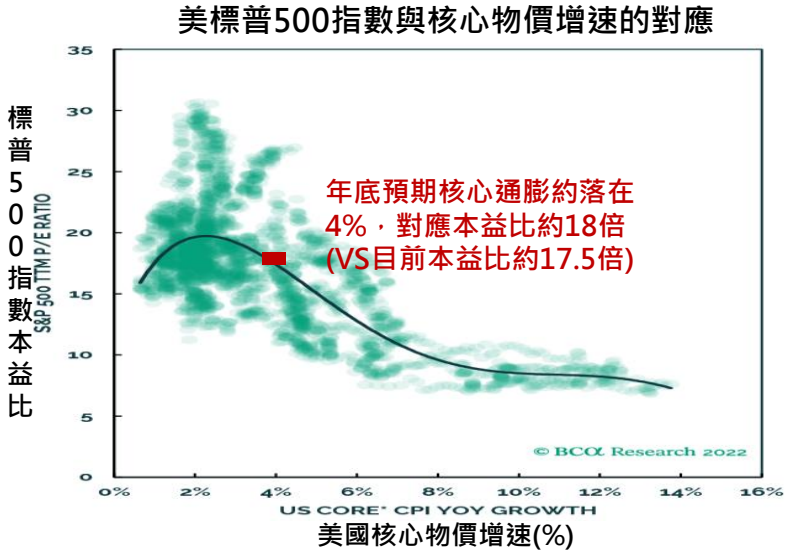


資料來源：左，Bloomberg，2022/5，右，BCA，2022/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

市場情緒悲觀，籌碼面仍待消化，等待評價修復

- **指數就算反彈仍承壓**：觀測AAII散戶投資人情緒指數的看多減去看空比例已逼近史上相對較低水位-40%，顯示目前市場情緒極度悲觀，但從另一層角度觀察AAII美國散戶投資人資產配置調查，投資人持股比重僅管從高峰71.4%略下降至69.8%，但距2013年以來的平均持股水準仍有消化空間，顯示預期雖悲觀，但部位配置仍有減碼空間，不排除指數若反彈仍有可能賣出持股打壓上檔空間。
- **待物價回落，本益比有望出現修復空間**：高通膨環境持續限縮股市評價，今年以來美標普500指數的本益比已有不小的修正。本行預期截至年底美預期核心物價增速將回落至4%，對照歷史相應的本益比約落在18倍，倘若物價趨勢趨勢路徑如本行預期，則現今約約17.5倍本益比應有修復空間。

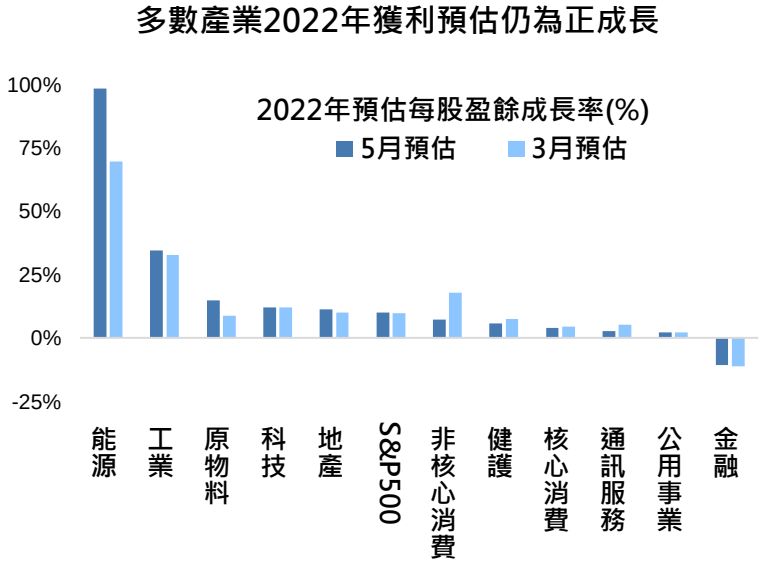


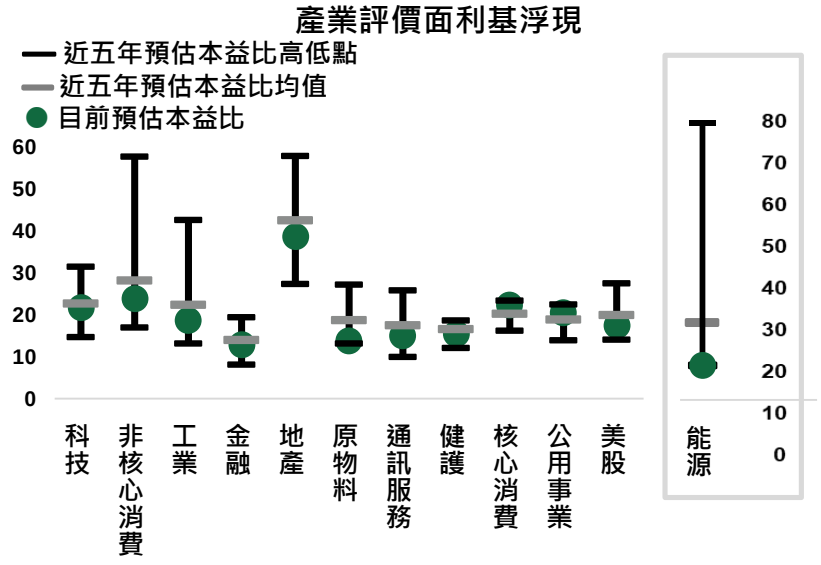


資料來源：左，AAII，2022/5，右，BCA，2022/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/10

2022年產業獲利多為正成長，指數修正下評價面利基逐漸浮現

- **多數產業2022年獲利預估仍為正成長**：儘管受到美國通膨升息、烏俄戰爭、中國封城等利空衝擊，但市場對多數產業今年(2022年)盈餘仍抱持正成長預期。整體大盤(S&P 500指數)預估也有10%左右的盈餘成長動力。
- **指數修正下評價面利基逐漸浮現**：有鑑於產業營運動能穩定成長，成長動能僅是放緩而非衰退，也就是說，基本面的獲利目前市場共識是逐季向上，但市場擔心的通膨率會逐季的下滑，市場需求面看法正向，因此對於資產價格的支撐力道是逐步增強中。S&P500指數目前本益比已修正到17.5倍，5年平均本益比約20倍，以市場研究機構對2022年獲利預估年成長約10%，表示價格已經有相當幅度的修正。此外，目前科技股本益比已經回落至21.7倍，遠低於2020-2021年31倍的高點，也低於近5年平均本益比22.7倍，有鑑於市場研究機構對2022年科技獲利預估年成長約12%，因此，預估未來在供應鏈利空因素退去，高科技產業股價應有反彈契機。



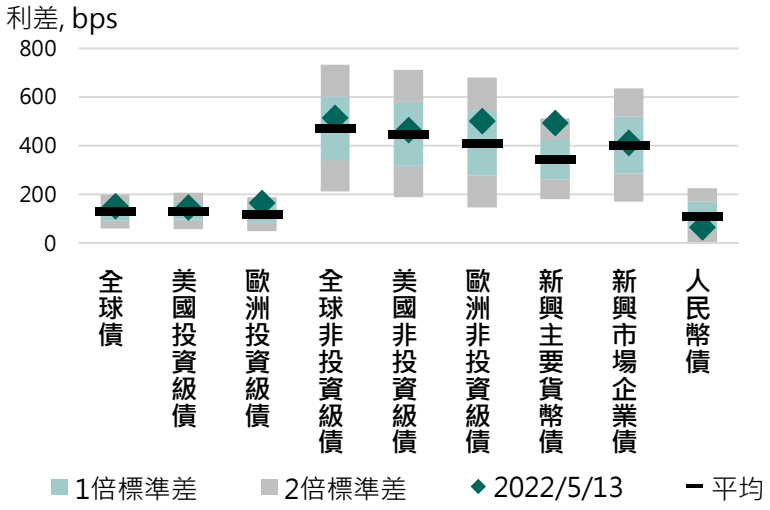


資料來源：左，Factset，2022/5/6，右，彭博，2022/5/16，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

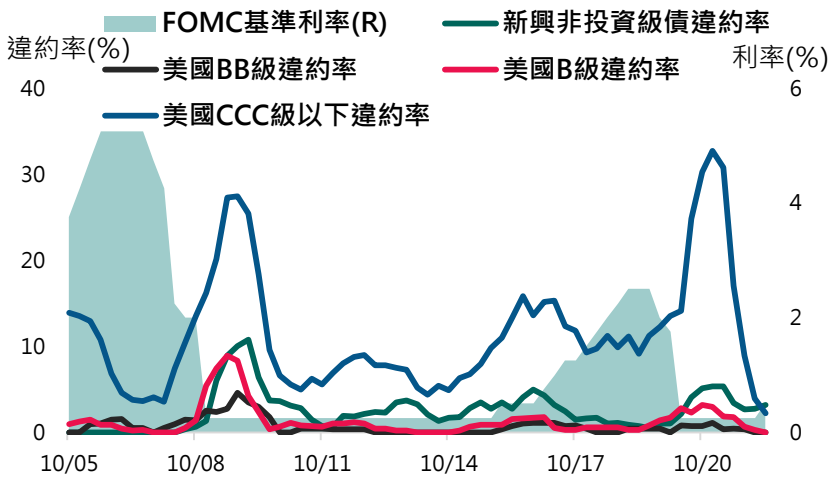
利率上行時期，成熟與新興債市違約率多處下行階段

- **利率市場波動推升多數債券利差至均值上方**：受通膨預期與利率市場波動影響，今年至今成熟與新興信用債市利差變化多處均值上方。5月聯準會利率決議升息2碼與啟動縮表，預期成熟市場的短天期非投資級債指數表現相對溫穩，成熟投資級債待物價增速趨緩後，可採分批布局策略並以債信改善企業為首選，未來聚焦景氣與企業獲利動能為企業債信走弱關鍵。
- **聯準會升息初期不需過度擔憂信用風險**：檢視美國與歐洲非投資級企業違約率皆保持0.8%低位，新興非投資級債違約率4月升至3.2%，主要來自中國地產債及烏俄衝突後突發的信用風險，摩根大通因此調高2022年新興市場非投資級債違約率至8.5%，但若扣除地緣因素，整體違約率預估仍僅1.1%。觀察過往美國升息期間，新興非投資級債基本面及違約風險均在改善中，預期在全球維持經濟成長動能下信用風險仍低，然需留意聯準會停止升息之後，景氣疑慮及基本面惡化將帶動信用風險上升，造成利差再大幅擴大。

多數債券利差評價回到均值上方



美國升息期間企業違約風險通常下降



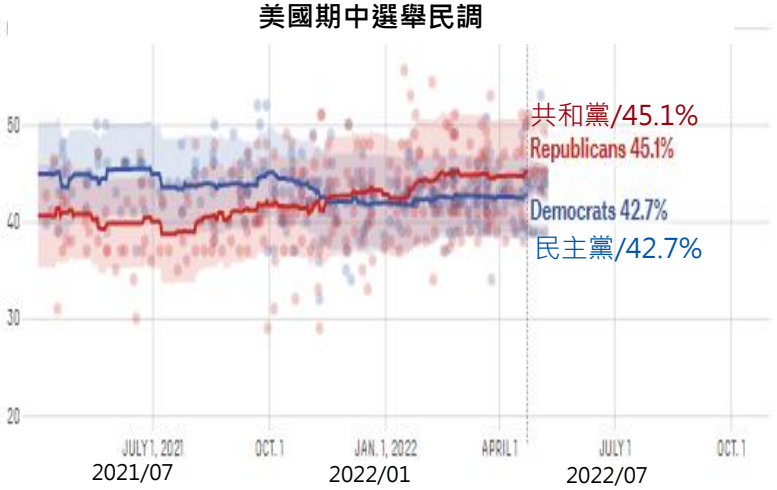
資料來源：左， ICE Data Indices，2022/5/13，右，美銀美林、Bloomberg，2022/5/10，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

美國期中選舉後政策明朗化有助股市行情

- **經濟問題讓共和黨民調領先民主黨**：距離美國期中選舉不到6個月時間，共和黨民調目前以小幅差距領先民主黨。多數分析認為，如果拜登政府未來幾個月處理不了高通膨問題所造成的經濟壓力，共和黨很有可能拿下眾議院，使得拜登政府成為跛腳政府。
- **選舉年，選前股市疲弱，選後行情可期**：過去美國期中選舉年度，選前1年每股平均報酬率為0.3%，選後3個月及6個月報酬率分別為7.3%及15.1%，即便在1970年代，通膨率高於經濟成長率的環境(與目前狀況類似)，選後股市亦有不錯表現。選前與選後股市表現差異，主要反映選前的政策不確定因素在選後降低，及選前盤勢壓抑降低了基期。今年選前美國兩黨民調差距小，在面對高通膨、經濟成長放緩及國家安全等問題上都不敢大意，因此中國關稅、「重建美好未來」等政策持續卡關。預料選後，兩黨不論誰掌握國會，政策方向會更明確， 有利選後行情。

共和黨期中選舉民調領先民主黨

美國期中選舉民調



當前經濟環境類似1970年代，但選後行情依舊可期

美國期中選舉年度標普500報酬率變化

	US		S&P 500 報酬率(%)			
	前後三年GDP(%)	年CPI (%)	選前12個月	選後3個月	選後6個月	選後12個月
1962	2.3_6.1_4.4	1.2	- 17.6	17.1	23.5	30.9
1966	6.4_6.5_2.5	3.0	- 13.2	8.0	17.2	17.1
1970	3.1_-0.3_3.3	5.8	- 14.4	15.1	24.8	13.0
1974	5.6_-0.5_-0.2	11.1	- 31.8	4.2	18.1	20.5
1978	4.6_5.5_3.1	7.6	0.9	7.3	9.2	9.3
1982	2.5_-1.8_4.6	6.1	9.7	8.7	23.0	22.3
1986	4.2_3.5_3.6	1.9	28.5	12.3	18.2	3.2
1990	3.7_1.9_-0.1	5.4	- 10.7	13.1	23.5	29.1
1994	2.8_4.0_2.7	2.6	1.0	- 0.4	9.0	23.1
1998	4.4_4.5_4.7	1.6	20.1	16.5	21.5	24.1
2002	1.0_1.7_2.9	1.6	- 16.4	- 3.4	3.5	18.6
2006	3.5_2.9_1.9	3.2	14.2	4.4	7.6	12.4
2010	-2.5_2.6_1.6	1.6	14.2	8.7	15.2	5.9
2014	1.8_2.5_3.1	1.6	14.9	- 1.1	3.3	3.0
2018	2.3_3.0_2.2	2.4	5.3	- 0.3	8.6	12.0
2022	5.7_3.7_2.3	7.9				
		期中選舉平均	0.3	7.3	15.1	16.3
		非期中選舉年平均	10.7	2.9	4.2	6.4

資料來源：左， FiveThirtyEight，2022/4/23 ，右，美銀美林，IMF，2022/5/10 ，中國信託商業銀行整理，2022/5/10

© CTBC

【投資主題-股市_國家篇】

成熟國家中以美國企業獲利能見度佳
新興市場金融情勢面臨緊縮壓力

新興市場面臨的通膨威脅較成熟國家大，成長動能疑慮也較高。成熟國家中以美企業獲利能見度較佳，市場對美股全年的企業獲利成長率預估維持在高個位數成長，成為重要支撐，待通膨壓力下半年放緩，屆時本益比方有小幅回升空間。新興市場受制物價壓力、政策緊縮外，近期的強勢美元更變相增添金融情勢緊縮壓力，儘管中國最嚴格封鎖已過，但疫情對經濟的衝擊難短時間修復，對新興市場景氣負面的溢出效應不容忽視，新興市場目前較相對看好原物料出口的印尼與受賄轉單效應的越南。

© CTBC

美股評價回到合理水準但上方有壓，企業獲利表現是重要支撐

- **美股評價回到合理水準但上方有壓**：就全球各區域比較，美國股市的估值並不便宜，但也部份反映了美國相對強健的體質，今年以來的大幅修正也已使得遠期本益比回到較為適中的水準。不過在經濟趨緩週期、升息預期不穩定的環境下，短期內估值修復空間有限，須期待通膨壓力於下半年放緩，屆時本益比方有小幅回升空間。
- **企業獲利預估仍是美股的重要支撐**：只從遠期本益比來看，最怕的是市場預估的企業獲利預估(本益比的分母)持續下修，尤其目前處在經濟趨緩和貨幣緊縮的環境下。不過美國1Q財報繳出11%的企業獲利年增率，優於預期。市場對全年的企業獲利成長率預估維持在高個位數成長，將成為美股的重要支撐。

美股評價回到合理水準但上方有壓

企業獲利預估仍是美股的重要支撐

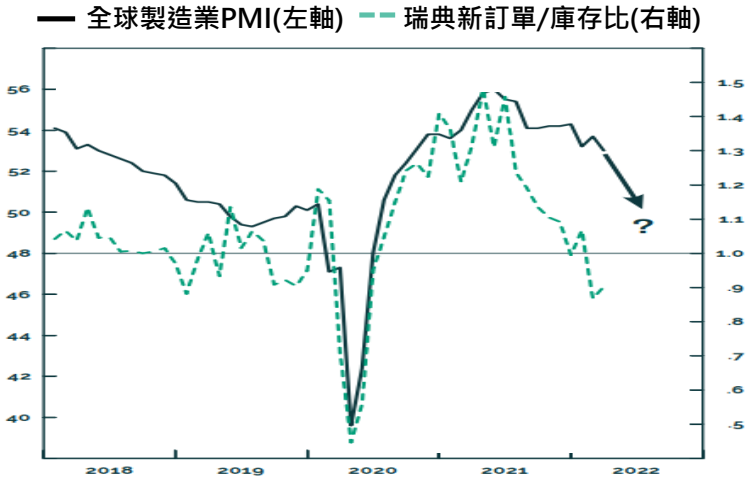
資料來源：左，BCA，2022/5/10，右，高盛，2022/5/13，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

© CTBC

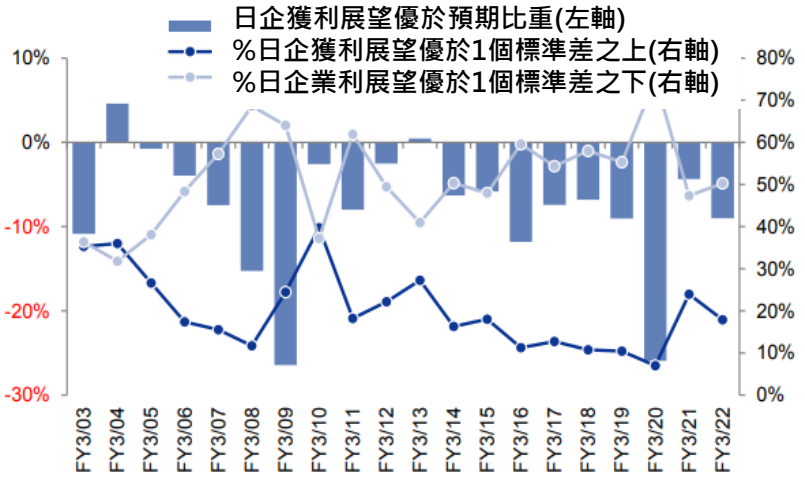
非美成熟市場景氣獲利信心面臨逆風，反彈動能不足

- **歐洲製造業成本高漲，經濟可能面臨逆風**：烏俄戰爭造成歐洲供應鏈中斷，亦提升通膨以及製造乃至於民眾生活成本上漲的壓力，歐洲中型國家瑞典的新訂單庫存比已發出製造業衰退警訊，未來恐擴及至德法等大型國家，由於歐元區製造業人口佔整體就業35%，製造業出現疲態恐令失業率上揚，疊加歐洲央行升息腳步近，歐洲經濟面臨逆風。
- **日本2Q22短觀欠佳，日企獲利展望惡化**：日本央行公布的短觀報告顯示，大型企業對第二季看法悲觀，日圓貶值失守130美元大關，大幅提升日企採購原物料的成本，壓縮獲利成長動能，日企在此次財報中公布對明年獲利展望明顯低於分析師共識，甚至傳出老牌企業倒閉破產的消息，日本若無法挺過全球通膨上升這關，在烏俄戰爭、中國封城等短線雜音消除後，日股反彈動能恐落後。

歐洲中型國家製造業已出現疲態，恐擴及大型國家



日本企業信心下滑獲利展望惡化



資料來源：左，BCA，2022/5/2，右，高盛，2022/5/13 ，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

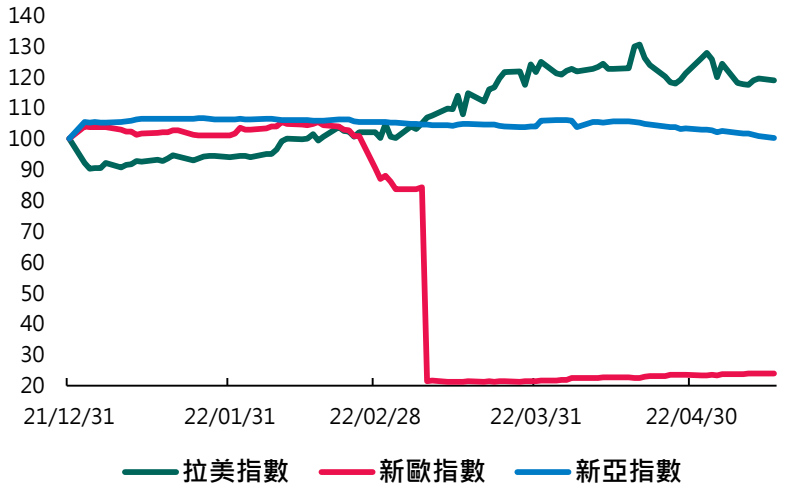
© CTBC

原物料短缺問題有望持續支撐拉美，地緣&通膨則令新歐承壓

- **拉美相對優於新歐**：觀察新歐國家包含波蘭、捷克、匈牙利等國，通膨預期皆持續走高，主要受原物料&能源價格上漲與貨幣走貶所帶來的輸入性通膨所影響。烏俄衝突造成兩國的原物料&能源出口下滑，加上東歐國家打算找尋俄羅斯以外的替代來源更推動當地通膨升溫，復以央行升息速度落後於通膨升溫趨勢，皆造成貨幣表現疲弱。隨著地緣衝突未解，料此現象將繼續不利其資金與企業動能，並令新歐指數表現持續承壓。另一方面，雖然美元強勢升值短期對資金帶來吸引力，亦造成拉美指數一度出現回落。然而，只要全球需求並未衰退，中國逐步解封亦將令其需求動能恢復。原物料出口國的優勢在當前全球能源&原物料短缺問題持續下，有望吸引資金回流並支撐拉美原物料&能源類股，料可望繼續支持拉美指數表現。

東歐國家通膨預期持續攀升

原物料出口之拉美獲利預估在三大EM中仍維持較佳水準



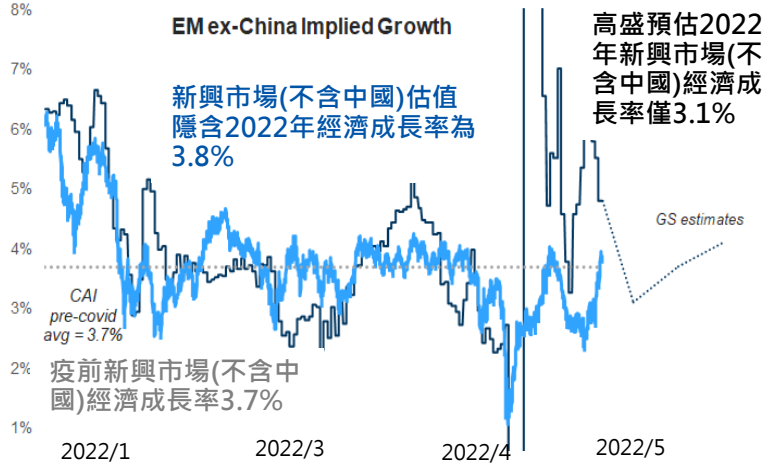
資料來源：左，高盛，2022/5/6，右，Bloomberg，2020/5/16 ，中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

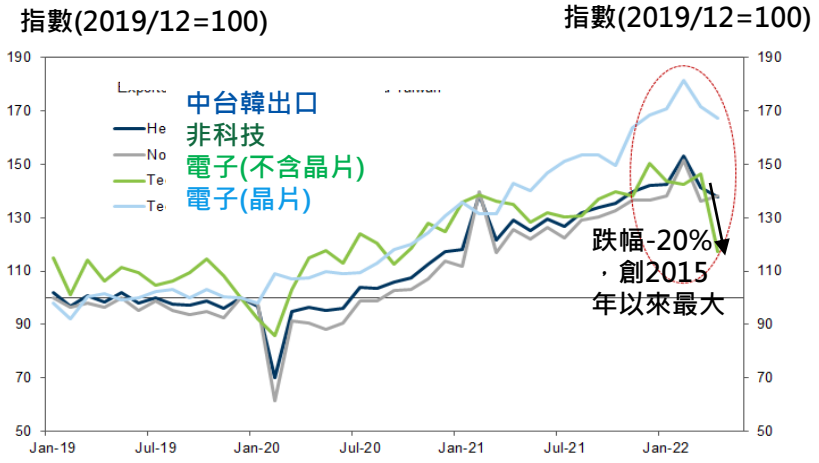
中國嚴厲封鎖可望已過，但對經濟的衝擊仍持續

- **新興市場成長威脅加劇**：新興市場物價壓力居高不小，糧食價格高檔對通膨形成威脅，新興國家央行不得不加速貨幣政策緊縮外，美元近期強勢也變相增添各國家金融情勢緊縮壓力，市場預期以新興市場(不含中國)現階段估值大多隱含2022年經濟成長率僅3.8%，不過仍高於一般投資機構預估的3.7%，指數恐需修正對經濟成長的樂觀預期。
- **封城對東北亞的影響**：中國4月飽受疫情衝擊，如先前預期，內需消費相關衝擊最大，4月零售銷售年衰退11%，土地銷售衰退六成，儘管中國最嚴重封鎖已經過去，官方也出台將房貸貸款利率下限調整為相應期限LPR減20個基點，然考量中國醫療量能缺乏，經濟活動正常化需時間，本行雖將中國股市投資評等由負向上調為中立，但建議仍需關注景氣改善抑或政策救市超預期再考慮佈局。由於此次中國封城多屬東北亞科技產業製造業重鎮，台韓4月出口因中國封城拖累，加上台韓科技類股目前仍因貨幣政策緊縮以及需求雜音而受壓抑，建議台韓相關股市布局先維持觀望。

物價壓力、政策緊縮與強勢美元將壓縮新興經濟體景氣成長趨勢



封城致中台韓電子相關出口增速大幅回落，歷史經驗顯示未來整體亞洲貿易進出口恐萎縮



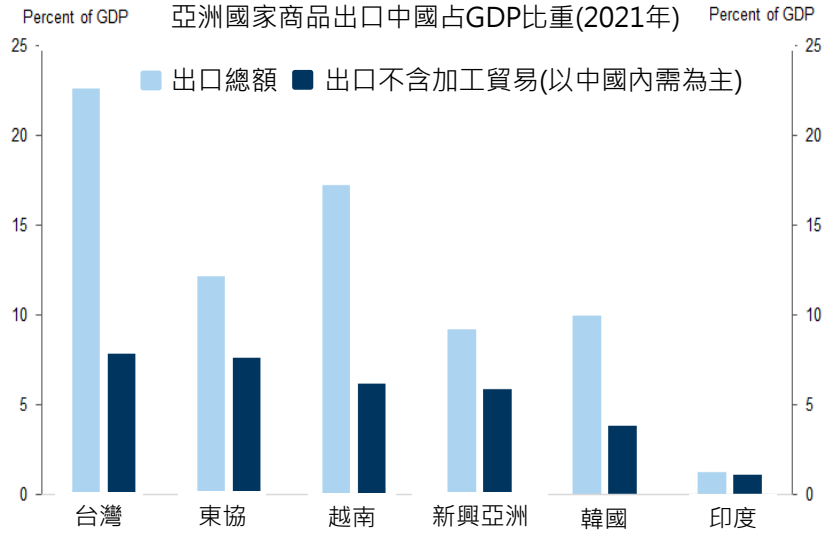
資料來源：左，高盛，2022/5，右，高盛，2022/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

© CTBC

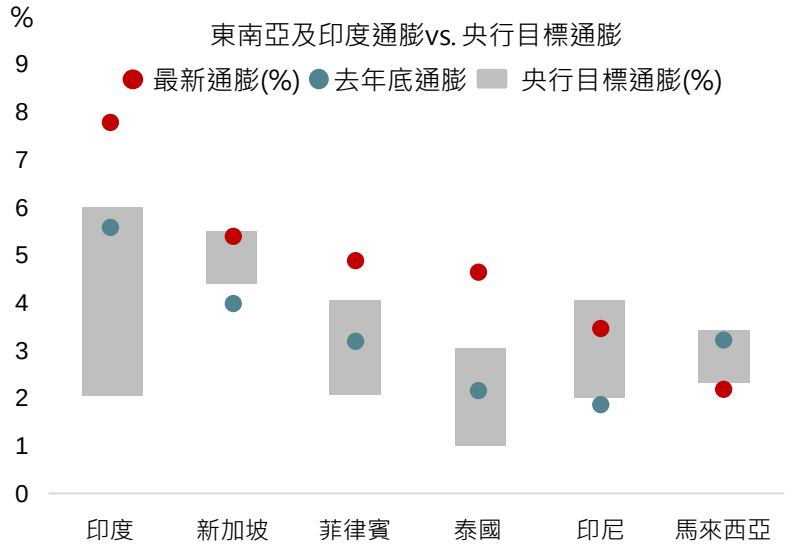
東南亞面臨央行升息及外部需求轉弱風險

- **中國清零政策不退場不利內需及周邊國家出口**：中國3月中下旬開始採強的硬清零政策，已對其自身內需及周邊國家出口已產生顯著影響。例如，4月中國零售銷售額月減-13.8，年減-11%，月減幅超過過去4年同期平均的-4%。而韓國及新加坡最新公布4月對中國出口額則月減17.3%及16%，年增率也由兩位數成長轉為衰退。本行研判，若中國清零政策不退場，或遲遲不推出保消費的政策，以中國內需市場為主的東南亞國家出口貿易受影響程度可能最大。
- **東南亞國家通膨超標，下半年央行跟進升息將為主旋律**：東南亞通膨相對其他區域低，但近幾個月有快速攀升的趨勢，部分國家通膨甚至已超過央行目標，且央行也啟動升息，如印度。由於亞幣持續走弱，及國際能源與糧食價格居高不下，預料下半年將有更多央行跟進升息，意味著上半年相對抗跌的東南亞股市會面臨資金緊縮的壓力。

部分東協國家出口受中國內需影響較大



東南亞通膨超標將影響央行貨幣政策鬆緊



資料來源：左，高盛，2022/4/22，右，Bloomberg，2022/5/17，中國信託商業銀行整理， 2022/5/17

© CTBC

【投資主題-股市_產業篇】

科技評價優勢浮現、天然資源與地產受惠通膨趨勢、防禦型產業成為波動下的避風港

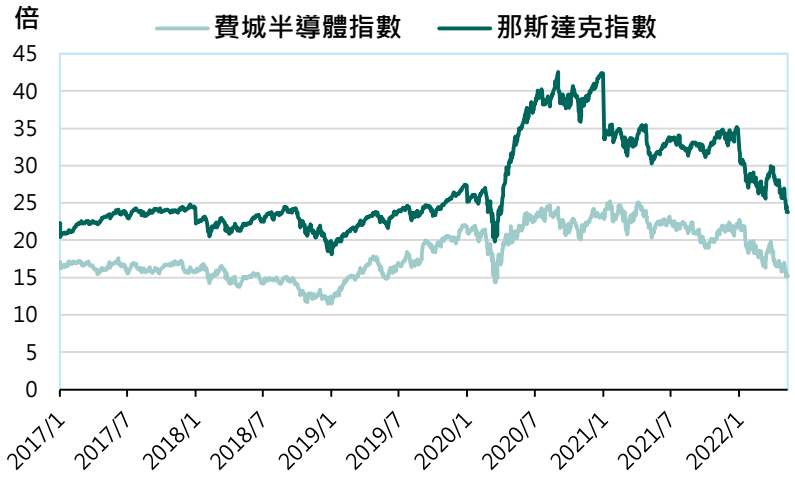
科技將受惠上游獲利成長與評價大幅修正後的反彈利基，天然資源與地產則將受惠低庫存及對沖通膨需求，而居高不下的通膨也正為景氣帶來下行疑慮，在對經濟衰退風險的擔憂下，提高市場對防禦型產業的吸引力，如健護、核心消費與公用事業

© CTBC

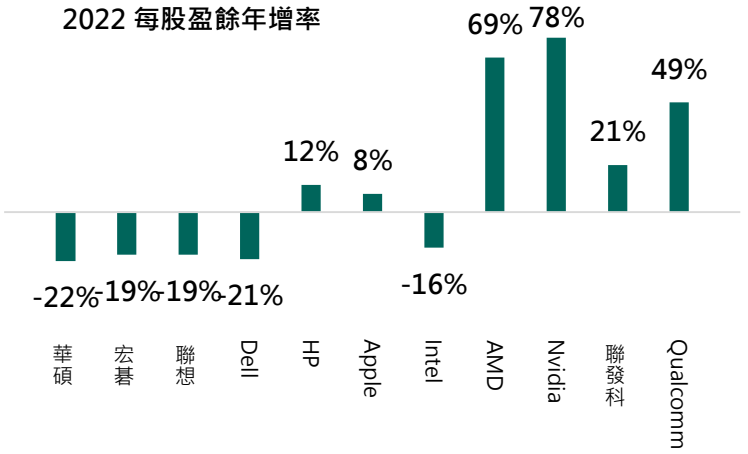
美國科技股修正至疫情前評價，獲利上游優於下游

- **美國納斯達克指數修正至疫情前評價**：受到美國通膨升息、烏俄戰爭、中國封城等利空衝擊，美國那斯達克指數從2021/11/22的歷史高點16,212，下滑至2022/5/16的11,663，跌幅達28%。美國那斯達克指數2022/5/16預估本益比已回落至24.4倍，在2017-2019年疫情前本益比18.1~27.5倍的區間內。費城半導體指數2022/5/16本益比則是回落至15.7倍，已經低於近10年平均值17.6倍。
- **消費性電子品牌獲利下滑、高階處理晶片成長依舊樂觀**：由於2022年智慧型手機出貨量將持平、電腦出貨量將衰退，預估下游的品牌廠獲利多數將衰退。受益於5G手機升級、下半年伺服器晶片新平台推出帶動換機潮等利多因素挹注，預估2022年每股盈餘年增率多數高於兩成。2022年上游業者獲利仍優於下游。由於美國那斯達克指數已回到疫情前評價，本行維持對2Q22正向展望，並樂觀看待3Q22上游有反彈契機。

那斯達克和費城半導體指數本益比



上游晶片獲利遠優於下游品牌



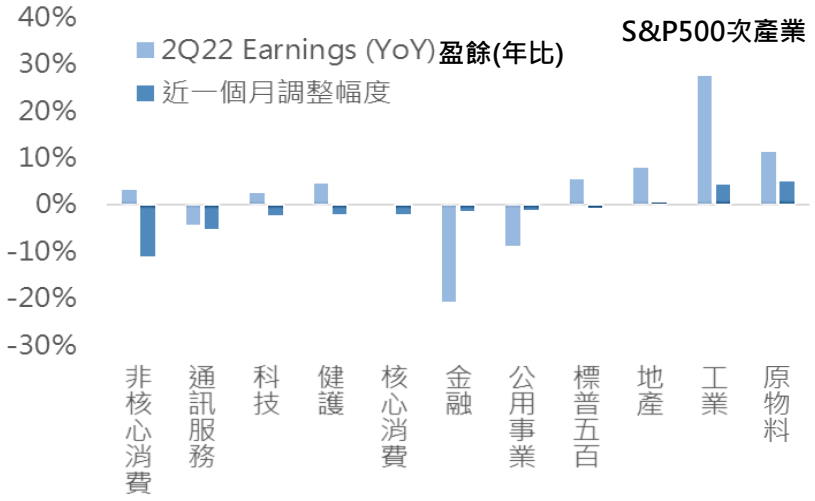
資料來源：右，Bloomberg，2022/5/16，左，JP Morgan、 Bloomberg ，2022/5/16，中國信託商業銀行整理， 2022/5/16

© CTBC

消費仍受疫情與通膨干擾，然可期待服務需求回歸常軌

- **消費信心持續走弱，2Q22電商銷售展望保守**：非核心消費指數本月表現持續疲弱，3月的反彈於本波段全數回吐，並再跌破3月低點，中國封城以及經濟數據放緩等干擾依舊，通膨預期與CPI維持高檔，機構亦陸續下調終端需求預估，其信心轉弱的傳導將再影響實質支出。於此同時企業獲利亦持續下修，近一個月非核心消費產業獲利下修幅度居各產業之冠，零售大廠Amazon(亞馬遜)公布遜於市場預期的獲利，同時預期2Q22仍有虧損可能，除自身轉投資影響外，亦顯示銷售動能的放緩，除因實體需求復甦侵蝕網路消費，宏觀經濟帶來的干擾短期仍影響相關族群營運展望。
- **景氣仍在復甦軌道，服務面需求基期低仍有望回歸**：雖然各種擔憂持續衝擊消費信心，隨著疫情有望逐漸緩解，通膨也有望於下半年下降，以目前就業率以及家庭儲蓄仍在穩健的水位，本行先前提及的實體物資的支出來到高點後將轉由服務面支撐，同時目前評估服務面支出仍遠低於疫情前水位，對於3Q22非核心消費產業轉趨中立看待。

2Q22非核心產業獲利下調幅度相對顯著



美國服務支出遠低於疫情前仍有回升空間

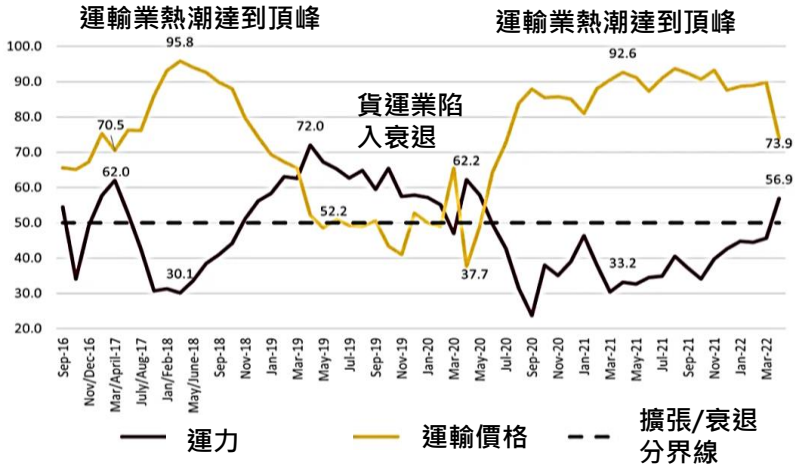
資料來源：右，BCA，2022/4，左，Factset，2022/5/6，中國信託商業銀行整理， 2022/5/18

租屋市場穩定，國防與航空前景看好

- **租房市場需求穩定，受利率上行影響低，地產正向看待**：美30年期固定抵押貸款利率持續攀升，但租房市場的可負擔能力並未惡化(租金佔收入的支出比例)，因良好的就業環境仍使多數人的資產負債表和財務狀況足以應對租金上漲，使需求仍保持在較高水平，空置率仍低。然購屋需求較易受抵押貸款利率走高導致負擔能力惡化，但因成屋供給仍稀缺，供應鏈和勞動力持續限制導致新屋施工時間延長、供應有限，故整體供需結構仍穩定，2022年房價有望維持正成長。
- **美運輸業熱潮似有放緩跡象、但國防與航空前景仍看好，故中立看待工業**：工業族群好壞參半，4月美運輸業出現不利趨勢，運價急劇下降，運力從收縮轉向擴張，顯示美國運輸業熱潮似有見頂放緩跡象。然，各國與俄羅斯間的緊張關係，使地緣風險指數持續走高，令國防工業處於順風環境，此外，雖然整個商業航空市場仍然受到全球疫情的影響，但仍朝改善趨勢推進，除了已看到售後市場(零售與維修)快速增長外，市場對國際和商務旅行好轉的期待仍在。

需求穩定與低庫存，支撐美租房市場行情

美運輸業浮現熱潮已過的不利趨勢

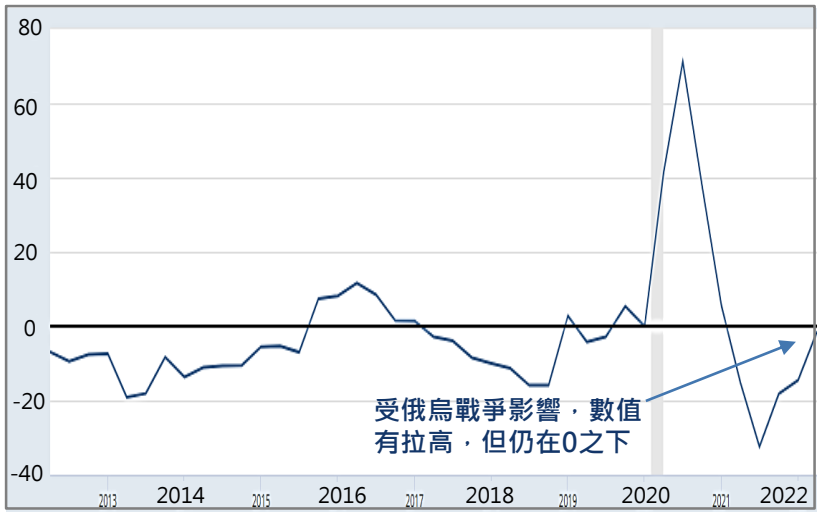


資料來源：右， LMI，2022/4，左，高盛，2022/5/5，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

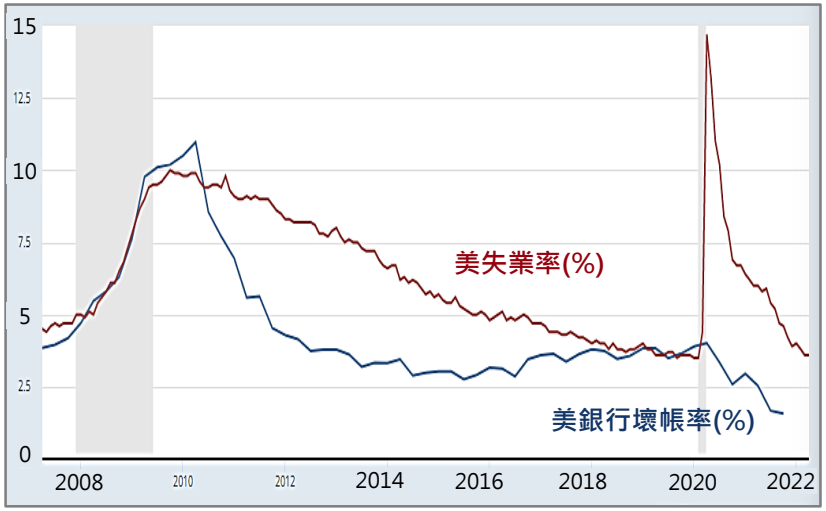
金融股整體體質穩健，但金融科技市場競爭激烈

- **銀行股投資價值仍在**：巴菲特的波特夏基金1Q2022持續增持銀行股花旗，主要應是考量目前美國銀行業淨利息收益率(NIM)表現健康，且對後續放款業務展望樂觀，加上目前壞帳率甚低，因此就投資價值來看，目前銀行業在市場價格下跌後，逐步浮現投資價值，相信這也是波克夏加碼花旗銀行的主要原因。
- **金融科技市場競爭激烈**：線上交易產業從原先的支付手續費業務增加了相當多的業務，其中以加密貨幣交易及先買後付(BNPL)這兩大業務為主。所以觀察的重點不再只局限於會員數的多寡。新業務也因為目標客群的不同，市場關注先買後付業務壞帳率對企業營運資金的影響，直接影響對產業的評價基礎，這部分的壞帳率與銀行業是不同的，因此金融科技展望並不如銀行業明朗，需要密切的關注。

國內銀行緊縮企業貸款標準淨比例(%)尚未進入緊縮階段



失業率與銀行壞帳率目前仍處在低點，持續有利金融業



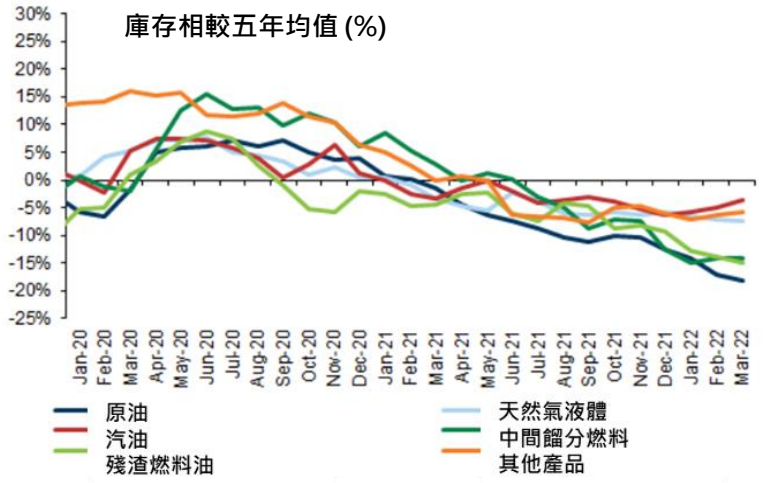
資料來源：左，FRED，2022/5/18 ，右，FRED，2022/5/18 ，中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

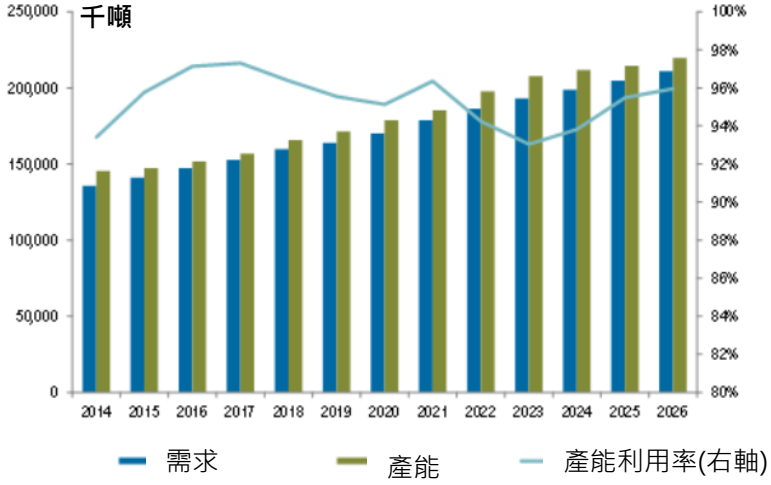
2Q22天然資源對沖通膨持正向，然3Q22原物料利潤承壓持中立

- **能源價格維持相對高檔，類股提高股票回購或股息**：受美國及國際能源署(IEA)成員國於22/5~22/10釋出總計2.4億桶石油儲備及中國因疫擴大封城，抵消規避交易俄油所產生的中斷缺口，然中國逐漸放寬管制、俄因制裁產出和出口下降、OPEC+(石油輸出國家組織及其盟友)產出低於增產配額擴大，2H22全球油市供需仍呈持平。下游煉油廠產能縮減，然需求仍佳，多數能源產品庫存走低，利差提升；天然氣價格則受歐洲春夏回補儲氣需求支撐。多數能源價格維持相對高檔，非俄能源廠受惠銷量增加，獲利仍呈大幅成長，提高股票回購或股息支撐2Q22~3Q22能源類股股價。
- **化學利潤壓縮原物料類股表現**：預期中國逐漸復工復產、放寬住房政策、加速推動基建對沖景氣下行，歐美加速綠色基建，對綠色金屬需求增加；穀物受乾旱影響收成，肥料及煤礦也因出口限制，大宗商品多處於低庫存，預期價格仍維持高檔，在對沖通膨需求下，對2Q22原物料類股持正向。雖受全球煉化產能增加及成本上揚，壓縮化學利潤空間，對3Q22原物料綜合評估持中立，次產業較看好穀物、化肥及有色金屬，然須留意政策變化對供需的影響。

多樣能源產品庫存走低



美、亞洲煉化產能陸續開出，化學利潤受壓縮



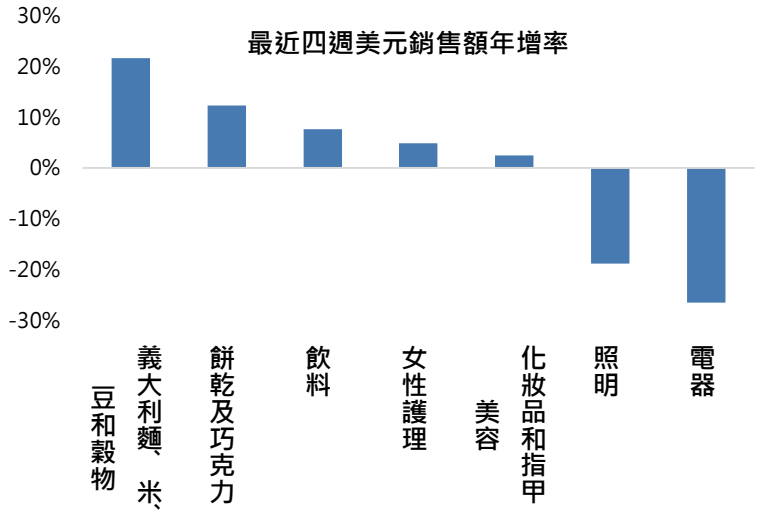
資料來源：左，高盛，2022/4/13，右，JP Morgan，2022/4/7，中國信託商業銀行整理，2022/5/16

© CTBC

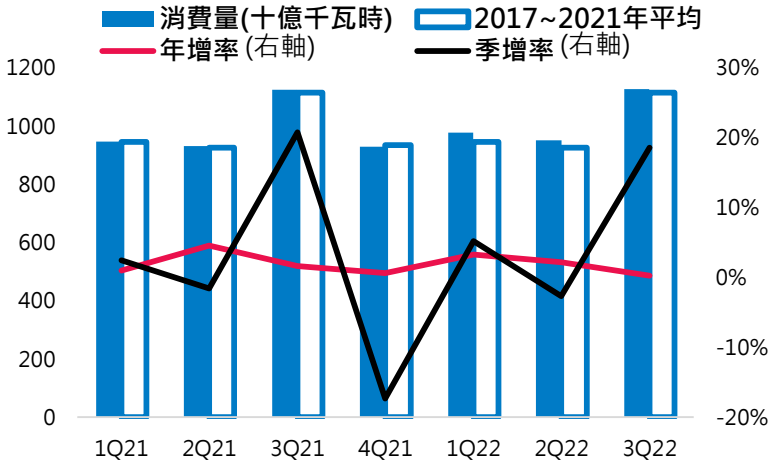
核心消費、公用事業具備基本需求支撐

- **核心消費受基本需求支撐，2Q22~3Q22持正向**：隨著人們返回辦公，在食品、護理產品及化妝品銷售普遍回升，抵銷電器及照明銷售下滑，且受廠商轉嫁原物料及運輸成本上揚，售價持續上調，預期食品受基本需求及產品組合調整，加上預期下半年通膨壓力放緩及成本節省，獲利改善，成長性將優於上半年，在市場震盪下，仍將吸引資金流入。
- **公用事業可再生能源占比及需求提升，對3Q22持正向**：受監管公用事業雖因燃料天然氣及煤價大漲，獲利承壓，然3Q22進入需求旺季，且未來可向主管機關申請調漲費率，遞延反應在盈餘上。受能源轉型，可再生能源或儲能業務佔比較高的大型多元化公用事業，較不受天然氣價格波動影響，預期中期每股盈餘年增率在5~8%，且預估今年美國10年期利率超過3%後再上揚空間限縮及現仍處實質負利率，降低對股價的壓力，預期3Q22可再生能源公用事業股價相較優於大盤，然建議避開對俄羅斯能源依賴程度較高者。

核心消費受食品類基本需求支撐



3Q22為美公用事業需求旺季



資料來源：左，高盛，2022/5/3，右，EIA，2022/5/10，中國信託商業銀行整理，2022/5/16

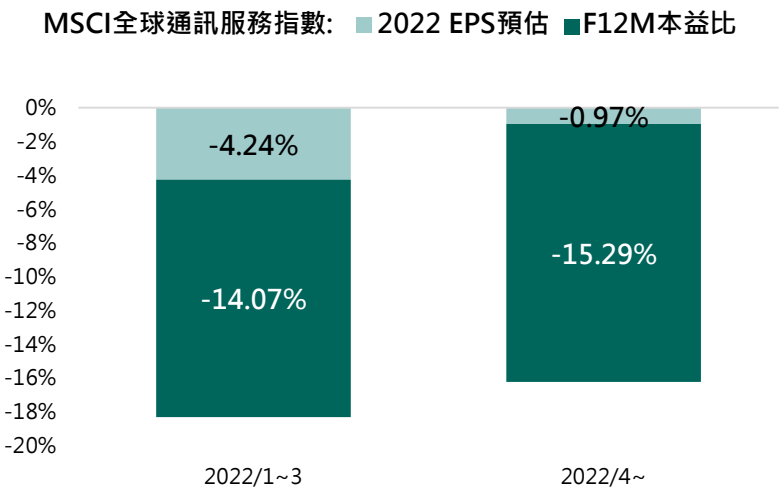
© CTBC

健護定價能力逐漸回升，通訊服務仍待消化估值壓力

- **美健護定價能力隨醫療需求逐漸釋放而回升，題材面與評價面兼具投資機會**：儘管美健護產業中部分企業1Q22財報表現仍受到勞動力成本上升及匯率帶來的負面影響而下修年度財測展望，但整體仍有超過八成的企業獲利表現優於市場預期，加上過去受疫情所壓抑的醫療需求隨解封後逐漸釋放，大型製藥及生技公司面臨藥品專利到期即將邁入高峰持續尋求併購契機，加上評價面相對大盤及其他防禦類股仍具折價空間，維持健護正向看待。
- **廣告動能預期在下半年隨物價回落及高基期過後加速，通訊服務估值壓力仍待消化**：四月以來通訊服務指數仍面臨一波顯著修正，然相對年初更主要來自於殖利率上行所帶來的估值調整，獲利預估的下修壓力似有所趨緩，根據FactSet(5/6)統計，美股通訊服務板塊1Q22獲利預估由財報季前-6.5%上修至0.5%正增長，然考量廣告活動動能仍有待物價增速回落及高基期過後而加速，短期估值壓力未減下指數上行空間預料仍將受限，對通訊服務中立看待。

美健護產業定價能力隨醫療需求逐漸釋放後而回升

通訊服務近期下跌相對年初更多來自於估值修正



資料來源：左，BCA，2022/5/6，右，Bloomberg，2022/5/9，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

【投資主題-信用篇】

成熟聯準會縮表在即，美非投資級債佈局順位優先投資級債，新興國家債市以出口導向為優先

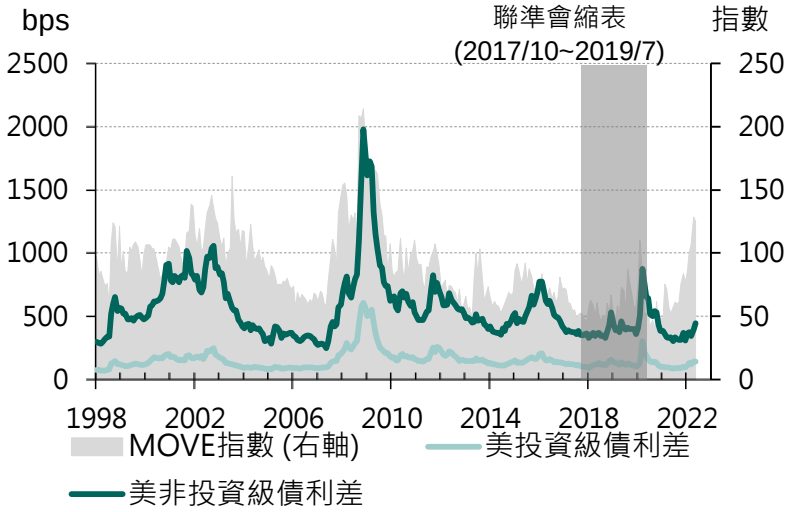
美國非投資級債殖利率走升重回2020年7月位階，預期指數表現將以孳息為主要報酬來源，長線投資人可留意信評B級以上債種投資價值，投資級債長線投資人可待聯準會開啟縮表舉措或通膨增速放緩後而具備鎖利價值，後續企業債信選擇重於選市並以產業領頭羊且體質穩健大型投資級債為首選。新興債市部分仍要留意美國雙率走強對新興國家的衝擊，惟主權債與股市波動流動性較高，基本面較佳的出口產業債利差走勢可望相對穩健

© CTBC

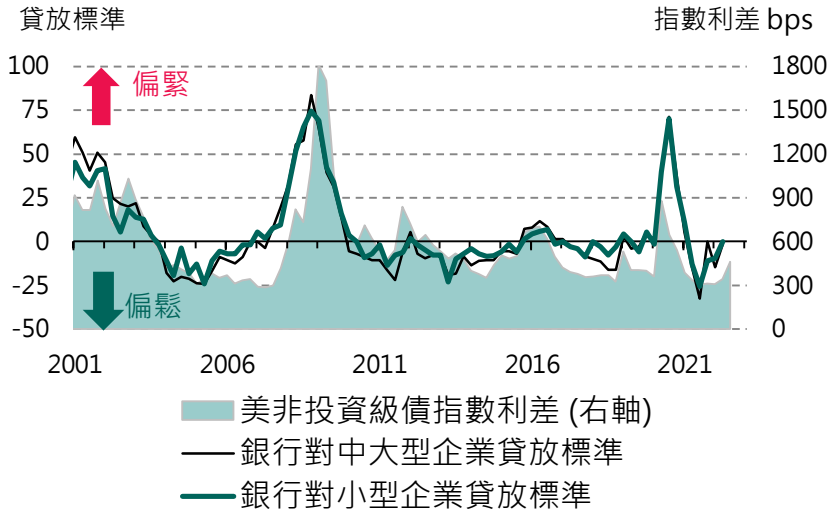
成熟債留意利率波動&借貸環境變化

- **成熟投資級債留意物價變化與Fed升息動向**：美國公債波動度指數(MOVE)從先前高位回落且未來5年之5年期預期通膨率與10年期平衡通膨率亦回落。然而今年時序已過3分之一以上，成熟投資級債表現持續承壓。此外，從價格離散程度來看，長天期美國投資級債價格接近賤售債券且落在80至90元占整體指數比例今年至今大幅攀升至43%，考量聯準會升息舉措仍對長天期債種壓力仍存，待美國物價因聯準會持續升息而有所降溫，成熟投資級債表現方有止跌回穩機會。
- **成熟非投資級債聚焦未來企業債信變化**：4月銀行對中大型與小型企業商業和工業(C&I)貸款標準仍偏寬鬆但數值仍較前季朝偏緊發展，而貸款需求在第1季則有所增加。此外，從價格離散程度來看，當前非投資級債價格接近賤售債券且落在80至90元占整體指數比例今年至今大幅攀升至26%為2005年來高位，而賤售債券(價格低於70元)者比率則仍低於2%，顯示當前債市持續因利率波動推升跌價損失，然而檢視過往升息期間違約率多處下行階段，預期利率波動降溫後將有助指數表現回穩並以孳息為主要報酬來源，未來聚焦景氣與企業獲利動能仍為企業債信走弱關鍵。

美投資級債利差對利率波動反應不大



美國當地銀行放貸鬆緊標準朝中性發展

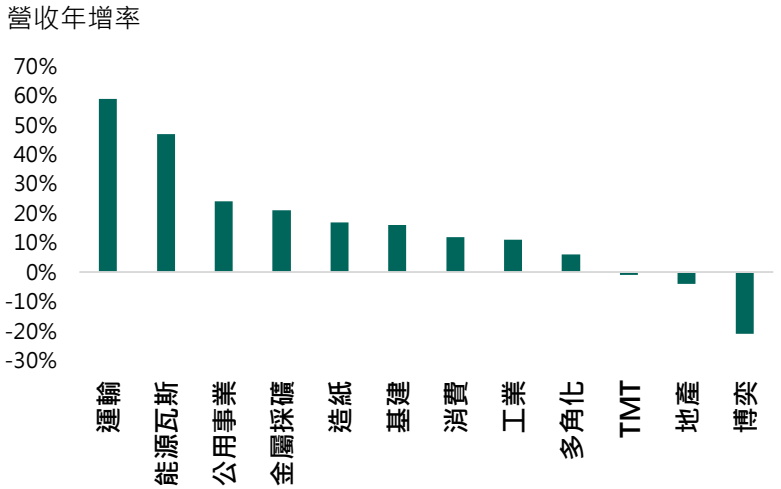


資料來源：左， ICE Data Indices，2022/5/11 ，右， ICE Data Indices，2022/5/11，中國信託商業銀行整理，2022/5/17

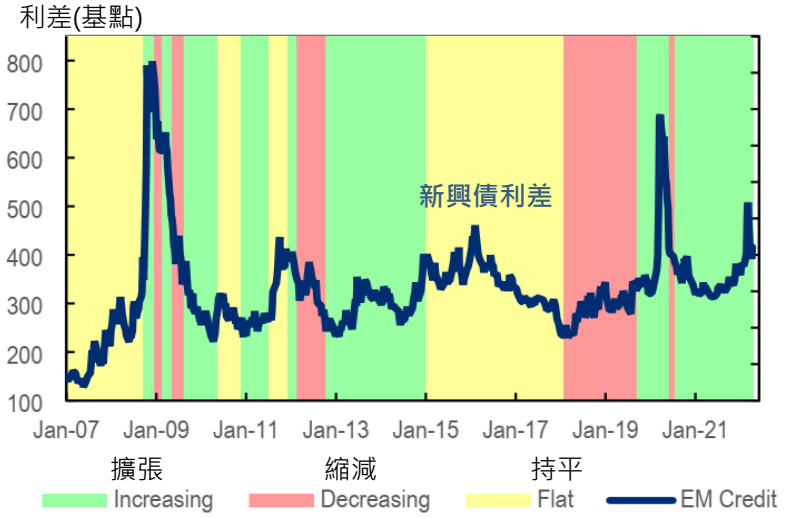
市場觀察流動性下降壓力，具基本面的新興企業可望有撐

- **緊接著升息之後的聯準會縮表使新興債市流動性壓力升溫**：6月聯準會即將啟動縮減資產負債表，3個月後縮減規模預計擴大，至明年可能縮減超過1兆美元的資產負債表。觀察2013及2018年面臨聯準會資產負債表規模下降時期，新興債多可能因為流動性緊縮而承壓，加上經濟面風險尚未解除，與市場波動風險連動性較高的主要貨幣主權債及當地債表現可能持續偏向弱勢。
- **新興企業獲利動能不差，出口產業債為首選**：雖然新興經濟體基本面也有放緩現象，然而新興企業基本面穩健，第一季財報顯示多數新興企業營收持續恢復，即便以季增率來看也僅地產及基建產業出現負成長，整體財務槓桿也維持在低檔，信用風險暫無快速升溫的跡象，在美國經濟成長軟著陸、中國經濟下半年表現可望優於上半年的情境下，有助於新興企業獲利動能延續並支撐投資人對企業債信心，尤其看好出口產業債表現可望優於內需型產業。

多數新興企業1Q22營收穩健



新興債利差在聯準會縮表時期利差多擴大



資料來源：左下，JP Morgan，中國信託商業銀行彙整，2022/5/16。右下，Citi，2022/5/5，中國信託商業銀行彙整，2022/5/17。

【投資主題-匯市篇】

全球景氣下行壓力帶動美元避險買盤，美元維持相對強勢格局

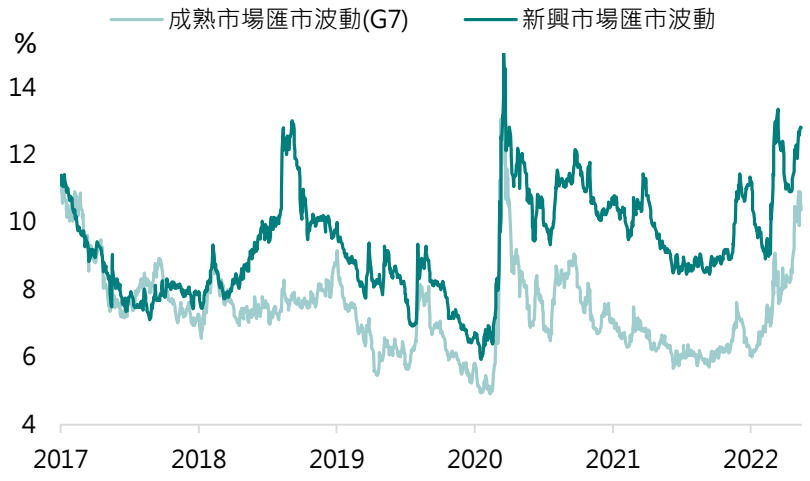
全球景氣前景不確定性大幅攀升，全球通膨、烏俄戰爭、中國疫情、全球央行緊縮政策、企業供應鏈等問題交互影響所造成的不確定性帶動金融市場資金挪移，成熟與新興市場外匯波動持續加大，加上聯準會鷹派退場支持美元利差優勢，帶動資金從新興市場及其他景氣下行風險高的成熟國家回流美國尋求孳息來抵禦波動。

© CTBC

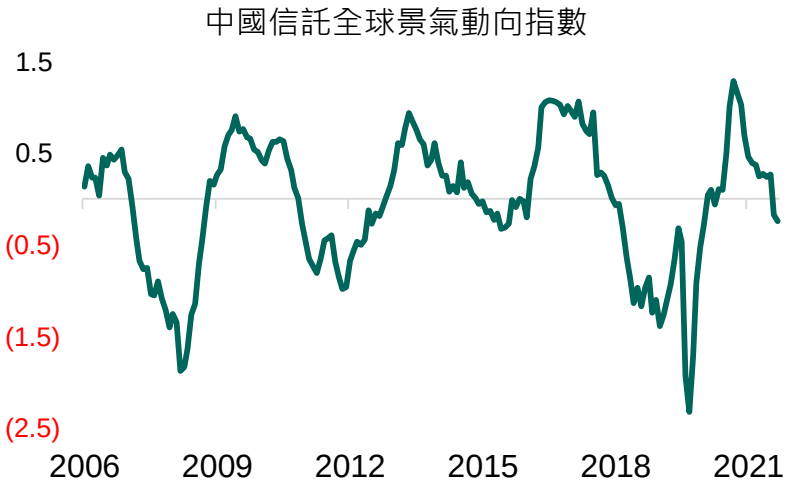
多項風險疊加造成匯市波動持續攀升

- **匯市波動全面性上揚**：G7成熟及新興國家外匯波動逼近2020年疫情爆發時高點，多個新興國家貨幣如土耳其里拉及阿根廷批索均貶值逾10%，而近期中國因疫情持續往內陸擴散以及主要城市實施清零政策，人民幣的弱勢同步壓抑亞洲貨幣表現。成熟與新興市場外匯波動持續加大，加上聯準會鷹派退場支持美元利差優勢，帶動資金從新興市場及其他景氣下行風險高的成熟國家回流美國尋求孳息來抵禦波動。
- **強勢美元格局將延續**：年初至今美國標普500指數跌幅逼近熊市定義的2成水準，全球景氣前景不確定性大幅攀升，通膨、烏俄戰爭、中國疫情、全球央行緊縮政策、企業供應鏈等問題交互影響所造成的不確定性帶動金融市場資金挪移，中國信託全球景氣動向指數顯示，全球景氣循環已進入放緩區，而全球景氣受歐洲及中國的影響又較美國高，因此貨幣緊縮政策的實施力度將落後於美國，觀察過往經驗，指數在0軸以下金融資產下跌風險高，強勢美元格局將維持一段時間。

市場風險趨避帶動外匯市場波動持續攀升



全球景氣循環步入放緩格局

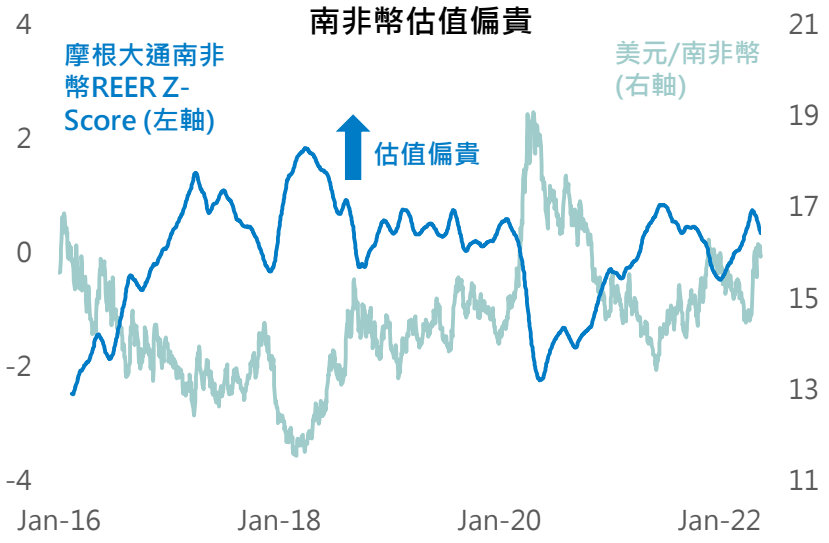


資料來源：左，Bloomberg，2022/5/18，右， Bloomberg ， 2022/5/18 ，中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

美元廣泛走強的情況下，新興市場貨幣表現將受限

- **人民幣將繼續區間震盪**：本行自4Q21就強調因中美利差差異需對人民幣持謹慎的觀點。目前人民幣已走弱而市場某種程度已定價中國目前短期偏弱基本面。由於CFETS人民幣指數已抹去2022年所有漲幅，此修正已導致整體匯率估值變得更加平衡，預計CFETS人民幣指數的若再進一步下行將遇到來自人行的阻力。與此同時，政策偏向穩定匯率與空頭頭寸越來越擁擠和解除封鎖的前景與預期能緩解人民幣疲弱步伐。預計人民幣將繼續區間震盪。
- **偏弱基本面與全球金融條件趨緊，宜保持謹慎**：南非幣估值偏貴疊加外部風險明顯惡化為近期壓力主軸。然，供給限制將支撐工業金屬價格因此有利於提振南非貿易餘額。南非央行將重點放在繼續對抗通膨壓力， 然， 鑑於市場過度定價升息預期與偏弱基本面，疊加全球金融條件趨緊，因此投資者宜對南非幣保持謹慎。



資料來源：右，Bloomberg，2022/5/18，左，Bloomberg，2022/5/18，中國信託商業銀行整理，2022/5/18

© CTBC

GENERAL DISCLAIMERS:

Disclaimer on Use of Information and Materials

The information and materials contained in this document are produced by CTBC Private Banking of CTBC Bank Co., Ltd. (Singapore Branch, hereinafter referred to as "the Bank") obtained from diverse sources and are only intended for its clients who are either (i) "professional investors" as defined under the Securities and Futures Ordinance, (Cap. 571, Laws of Hong Kong); and/or (ii) "accredited investors" as defined under the Securities and Futures Act, (Cap. 289 of Singapore) ("SFA") and/or (iii) such other professional investors located in or resident in jurisdictions that do not restrict the distribution of such information and materials. All interested prospective investors are required to seek appropriate professional advice and observe all relevant restrictions in his/hers/ their respective jurisdictions. This document is strictly for information purposes only and any information or opinion expressed should not be considered as an offer or solicitation to invest or deal in any of the securities mentioned herein. The information and materials whether provided by the Bank or other information provider are not intended to provide professional advice and should not be relied upon in that regard. The Bank accepts no liability or responsibility whatsoever for any damage or loss arising from the use of the information and materials in this document. The Bank shall not be held liable in any way in respect of any such information and/or materials herein under any circumstances. The Bank reserves ALL rights to change the contents of this document at any time without prior notice and liability whatsoever.

© CTBC