



國泰世華銀行
Cathay United Bank

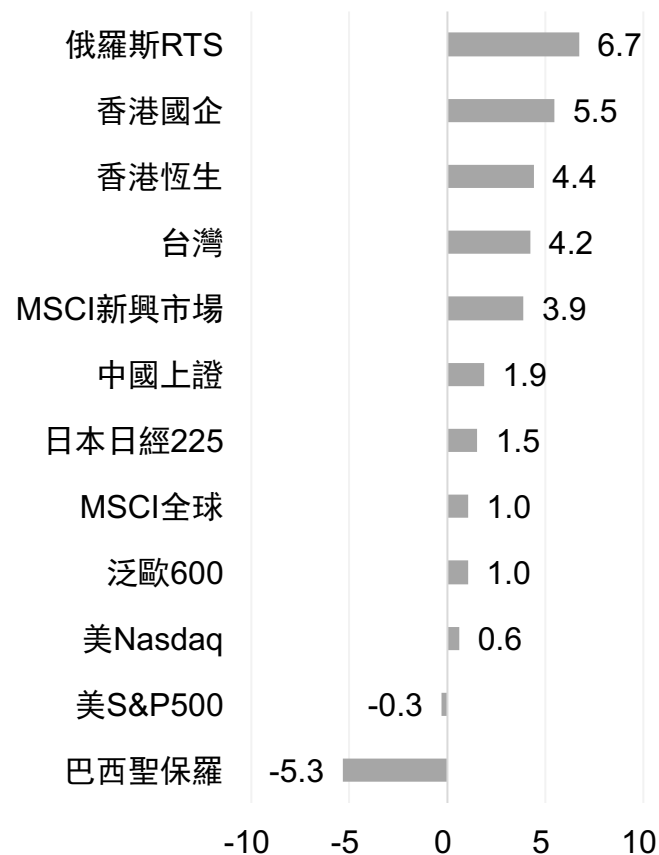
2023年3月24日

投資研究週報

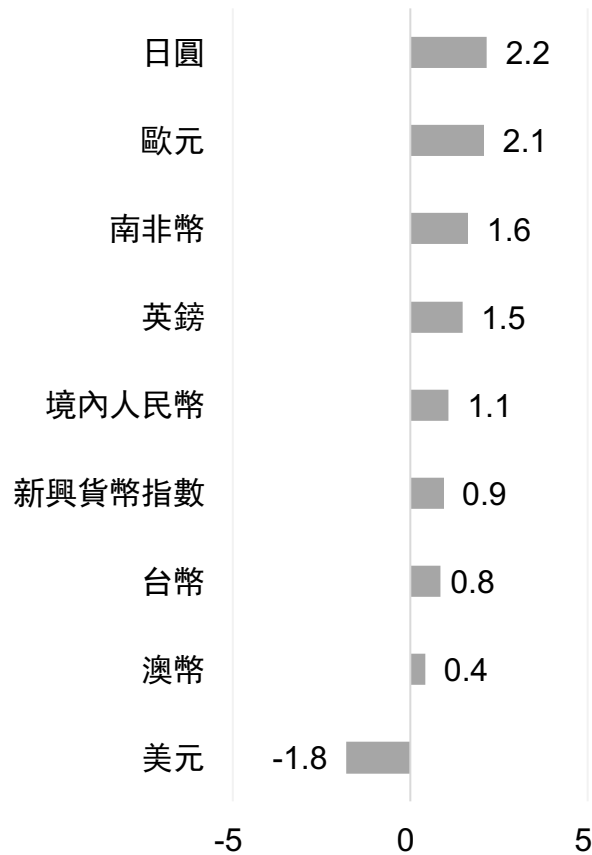
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

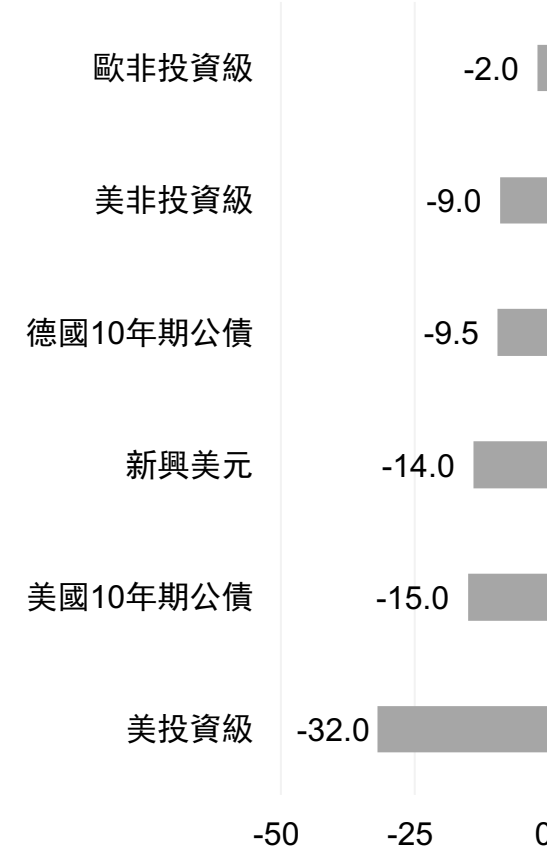
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/3/16-2023/3/23。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 央行穩信心，信用事件不致成系統性風險

自瑞士信貸財報遭出具否定意見後，引發市場恐慌，不過，央行聯手出手後，CDS已自高點回落。

- 1) 瑞央主導，瑞銀併購瑞信，但AT1遭減記。
- 2) 聯準會提供足夠工具去解決銀行流動性短缺問題。

► 考量金融穩定性，聯準會升息近尾聲

Fed如期升息1碼，將利率調至5%，並維持現行縮表計畫。不過，升息步伐已然來到9局下半，預期5月仍有升息1碼的機會，但若金融情勢較目前惡化，也可能暫停升息。

► 公債利率高點已過，反彈視為布建契機

金融市場的震盪、聯準會升息循環近尾聲、景氣壓力、通膨放緩等因素，均不利公債利率走揚。若後續市場信心回升，帶動公債利率回彈，視為債市布建契機。

股市

矽谷銀行、瑞士信貸等屬個別事件，但也反映資金退潮的事實，後續波動難免，仍需時間修復。長線而言，通膨降溫、中國解封、庫存調整將告一段落，提供股市下檔支撐。

債市

通膨下降、成長放緩或市場的不確定性，都將使殖利率長線偏下。短線市場雖聚焦金融突發事件，風險趨避使殖利率急轉直下，投資人不急追價，**可待反彈再行布建。**

匯市

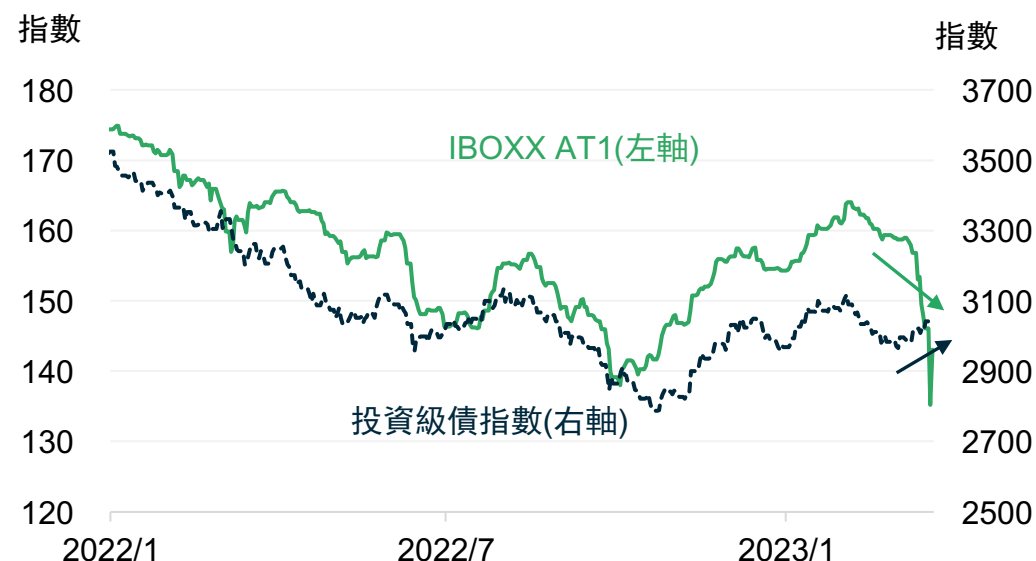
金融突發事件加快聯準會升息循環步入尾聲，使利差逐步縮窄，美元後續震盪偏弱。台幣方面，央行**理監事會意外升息，加上美元後續偏弱，台幣有望擺脫年初的弱勢。**

瑞信AT1減記衝擊仍在, 主順位債較抗跌

在瑞士政府介入下, 瑞銀以30億瑞郎價格收購瑞信, 政府也提供90億瑞郎的損失擔保, 同時, 央行給予1000億瑞郎流動性援助。不過, 面值約160億瑞郎的瑞信AT1債券完全減記。受此影響, AT1市場大幅修正, 修正幅度逾10%, 與此同時, 資金流向投資等級債作避險。

近一週以來, 因瑞士信貸事件暫告平息, 價格有所反彈, 但後續影響仍在, 投資人對AT1的債券仍有疑慮, 尤其是歐系銀行的AT1債券。不過, 評級較高的主順位債, 價格幾乎不受影響。因此, 後續仍以評級較高的債券為主。

瑞信AT1減記事件, AT1與投等債兩樣情



資料來源: Bloomberg。

近期歐美銀行AT1債與主順位債表現

		AT1債或特別股		主順位債	
		3/20-3/23	3/8-3/23	3/20-3/22	3/8-3/23
美系銀行	摩根大通	1.2	-2.2	0.8	3.8
	花旗集團	0.3	-3.0	0.6	3.2
	摩根史坦利	1.0	-2.7	0.6	3.6
歐系銀行	法國巴黎銀行	4.9	-7.7	0.6	2.2
	德意志銀行	3.9	-15.9	4.1	-1.8
	巴克萊銀行	3.5	-10.5	1.9	0.3

註: 美系銀行不發行AT1債, 以特別股為主, 歐系銀發行較多AT1債。

資料來源: Bloomberg。

央行聯合出手後, 市場信心回升

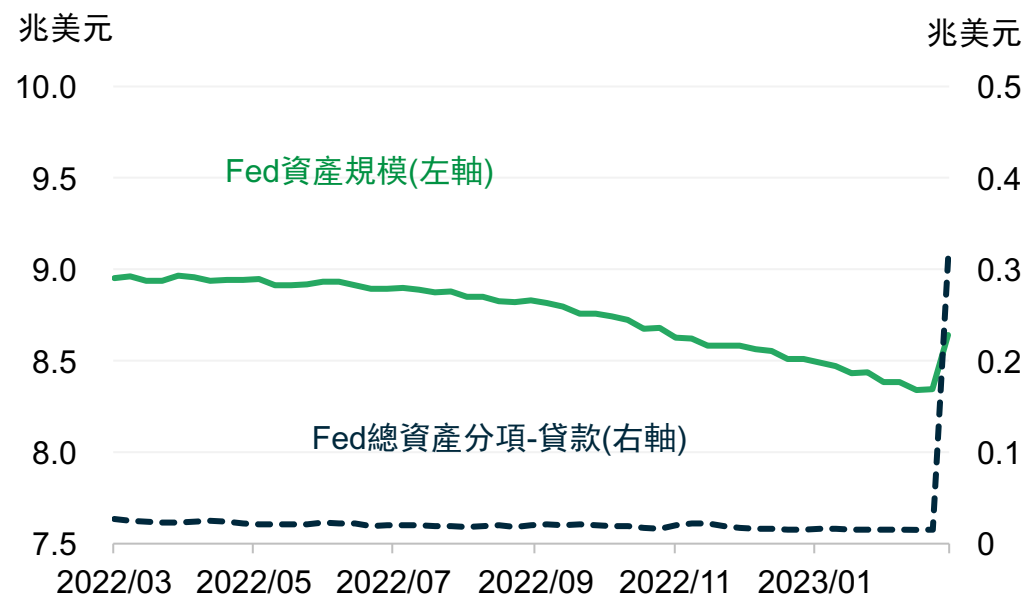
瑞銀併購瑞信後, 3/21葉倫一度表示, 如果類似機構遭遇擠兌並有蔓延風險, 採取對矽谷銀行和Signature Bank類似的存款擔保措施是必要的。不過, 3/22葉倫表示, 目前不考慮、也不會全面提高存款保險上限, 造成銀行股領跌, 研判主要是為了避免道德風險。整體而言, 在各大央行及政府聯合出手後, 銀行的信心危機似乎逐步淡化, 歐美主要銀行的CDS持續回落。不過, 仍高於風暴前的水平, 需要時間去消化。

市場對銀行危機擔憂逐漸下降



資料來源: Bloomberg。

Fed大幅提供流動性, 緩解市場壓力



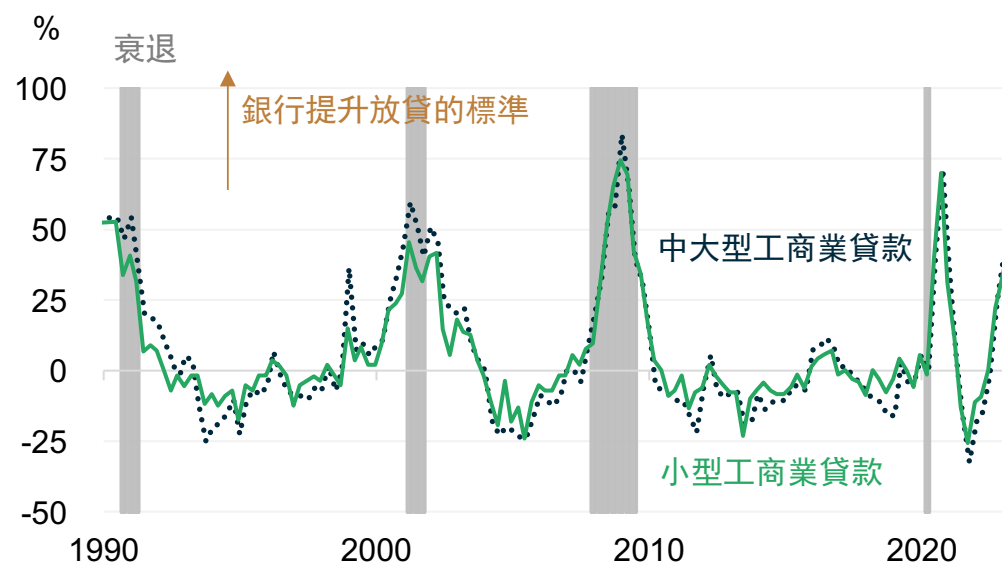
資料來源: Bloomberg。

利差倒掛環境，銀行緊縮銀根

因為通膨高漲，使得聯準會快速升息，尤其，短天期公債利率快速走揚，導致利率倒掛幅度持續擴大。從資金的需求面來看，由於成本墊高，將使資金需求下降，不利經濟發展。從資金供給面來看，由於長率低於短率，銀行長期放款利率無法彌補短期的高利存款，使銀行更加不願放款，使放貸標準趨嚴，亦不利經濟發展。

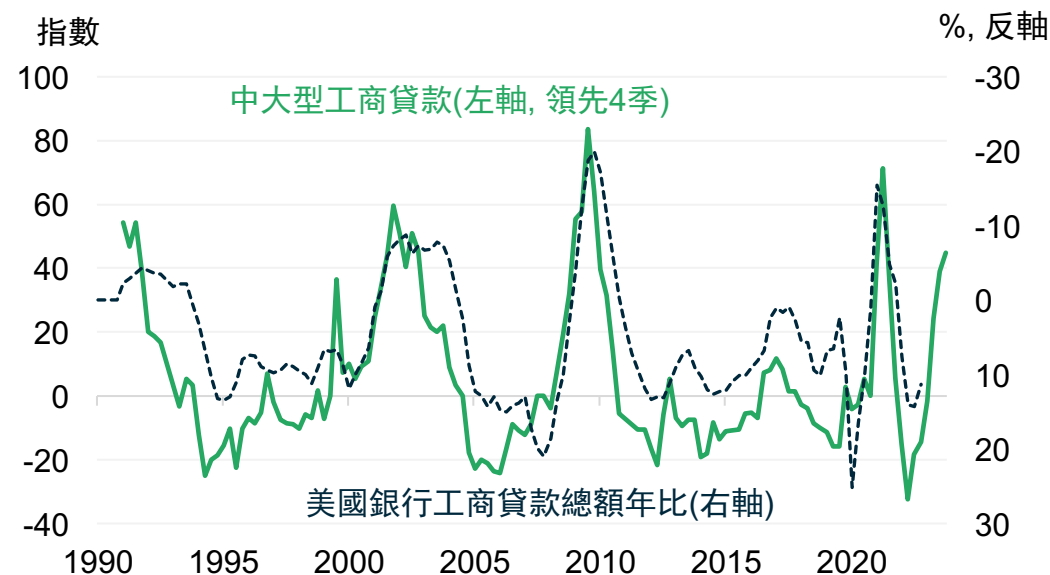
由於銀行緊縮銀根，將使貨幣乘數效果大打折扣，除了不利經濟活動外，對銀行的流動性也構成風險，矽谷銀行的倒閉與瑞士信貸事件，雖為個別事件，但也反映流動性不足的壓力。

利率倒掛下，銀行拉高放貸標準



資料來源：Bloomberg。

企業融資管道，將更加不易



資料來源：Bloomberg。

3月續升1碼, 但政策聲明中已刪除「將持續升息」的字眼

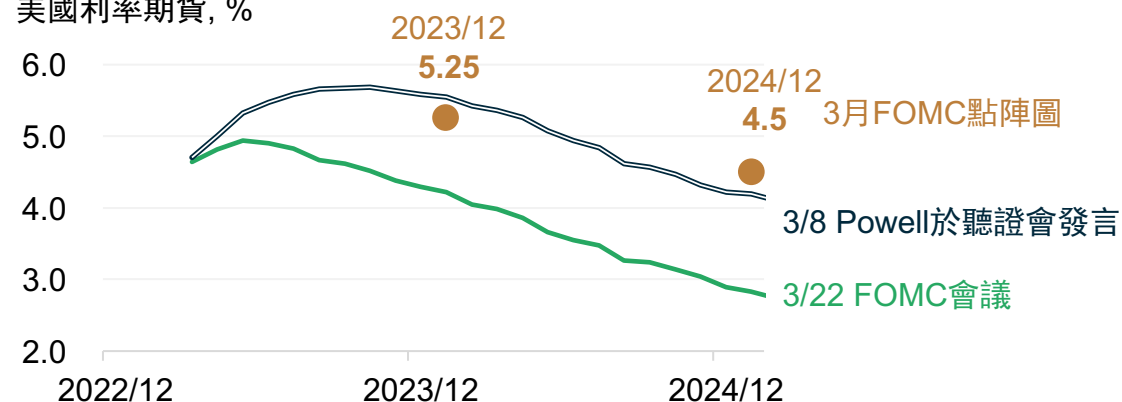
Fed升息1碼, 將利率升至5%, 維持現行縮表計畫。點陣圖顯示2023年還有1碼的升息空間, 且至2024年才有降息的空間。政策聲明中**刪除「將持續升息」**的字眼, **顯示Fed已經開始考慮暫停升息的可能**。

自上次會議以來公布的經濟數據持續強勁, 顯示仍有升息的必要, 但考量近期事件可能造成公司或個人的信用條件收緊, 進而產生類似升息的效果, 升息步伐已然來到9局下半。

5月會議(5/4)前, 將可看到3月CPI(4/12)及PCE(4/28), 同時參酌Q1GDP(4/27), **預期5月仍有升息1碼的機會, 但若金融情勢較目前惡化, 也可能暫停升息**。

Fed政策利率展望

美國利率期貨, %



單位(%)		2023	2024	2025	長期
政策利率 (上限)	3月	5.25	4.50	3.25	2.50
	去年12月	5.25	4.25	3.25	2.50

資料來源: Bloomberg, Fed。

經濟預估

單位(%)		2023	2024	2025	長期
實質GDP	3月	0.4	1.2	1.9	1.8
	去年12月	0.5	1.6	1.8	1.8
失業率	3月	4.5	4.6	4.6	4.0
	去年12月	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE	3月	3.3	2.5	2.1	2.0
	去年12月	3.1	2.5	2.1	2.0

資料來源: Fed。

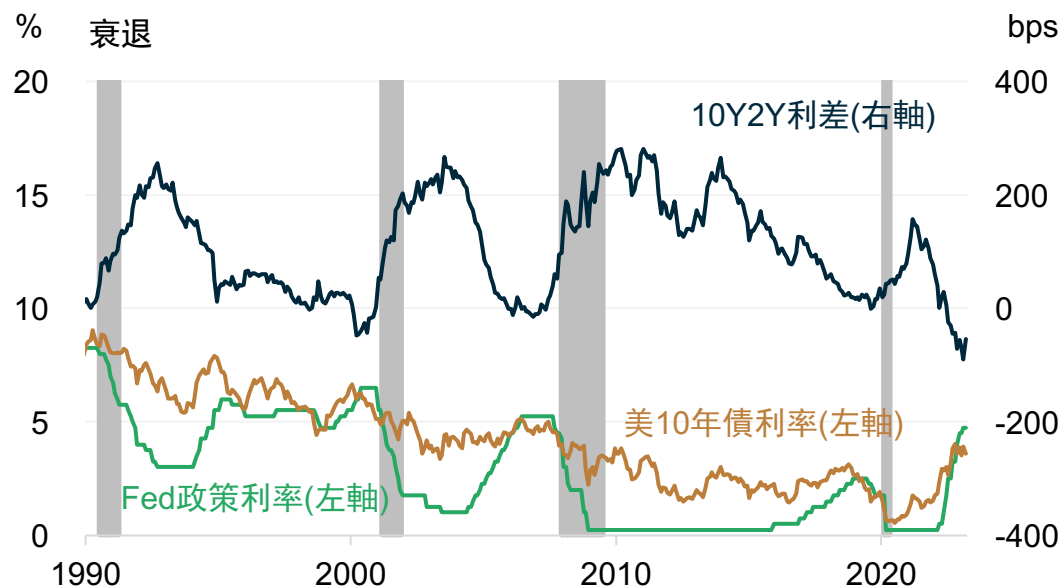
債市：升息動能放緩、景氣壓力加大，長期殖利率趨勢偏下

公債：升息已然步入尾聲，且利率維持在對經濟有抑制性的水準、通膨持續回落，加上近期事件擾動下，企業投資及民眾消費更謹慎下，對景氣和通膨或有加速降溫的效果，將加大公債利率震盪偏下行的壓力。

信用：景氣衰退的先行指標—長短利差持續倒掛的警鈴續響，預期利率高位對經濟的衝擊將逐漸顯現—近期矽谷銀行事件就是因高利率為企業帶來挑戰的例子，不排除未來仍有零星信用事件發生的壓力。

布局策略：1)天期選擇：公債利率偏下行的環境下，短債注重穩定現金流、長債具有資本利得空間，**長短天期各有所長**。2)標的選擇：考量景氣下行壓力，應**聚焦高信評、營收及現金流穩健的公司**。

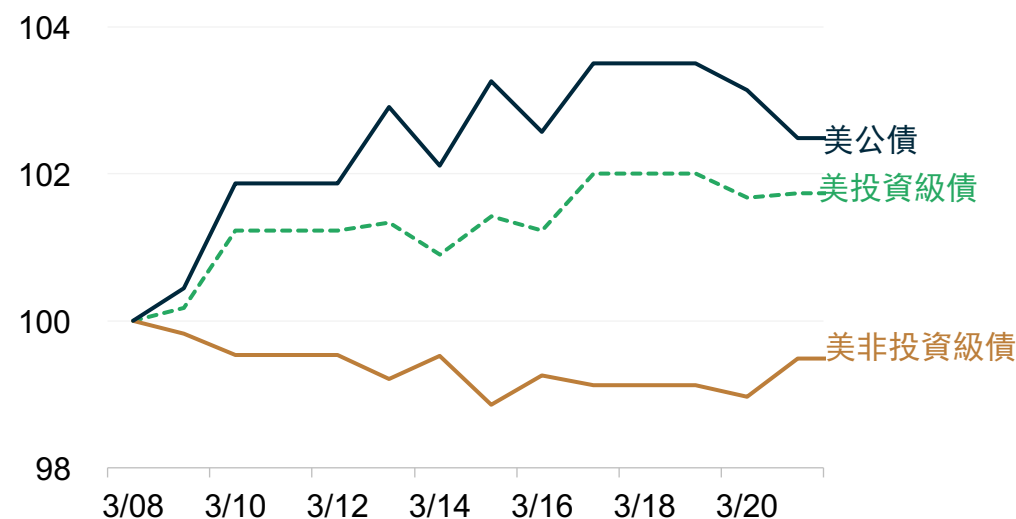
升息動能減弱、景氣壓力加大，長債殖利率偏下



資料來源：Bloomberg。

利率高位對實體經濟有壓，債市布局以高信評者為先

債券指數, 2023/3/8=100



註：3/8為矽谷風暴引爆前一日。

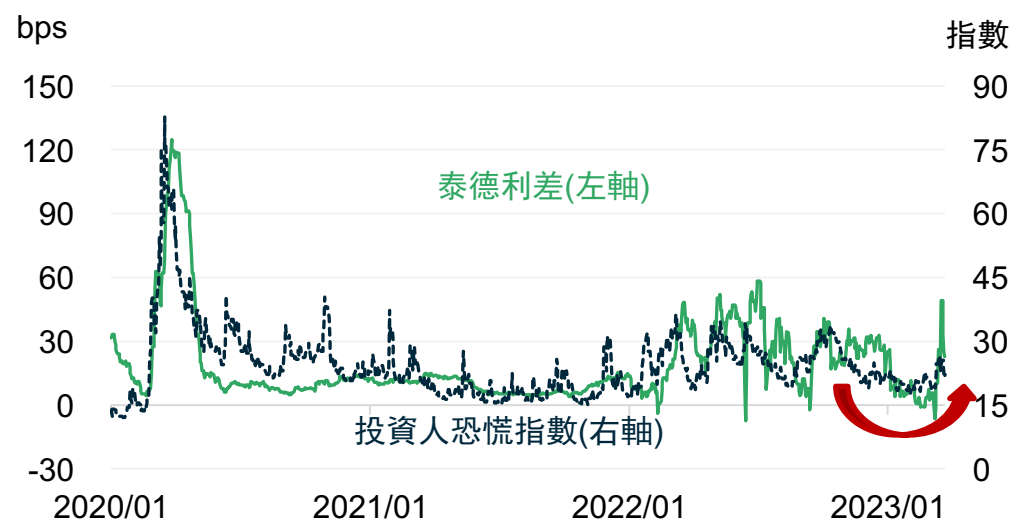
資料來源：Bloomberg。

股市：資金緊俏使波動加大，應多元配置

矽谷銀行與瑞士信貸雖為個別事件，但也是因為資金退潮所致。以聯準會的立場來看，因為通膨壓力未除，資金緊縮方向也沒有改變，因此，未來類似的金融突發事件仍可能衝擊市場，也暗示未來股市的波動仍不可避免。以目前的金融體質來看，相較2008年已明顯改善，但若市場持續震盪，仍可能讓市場陷入恐慌。

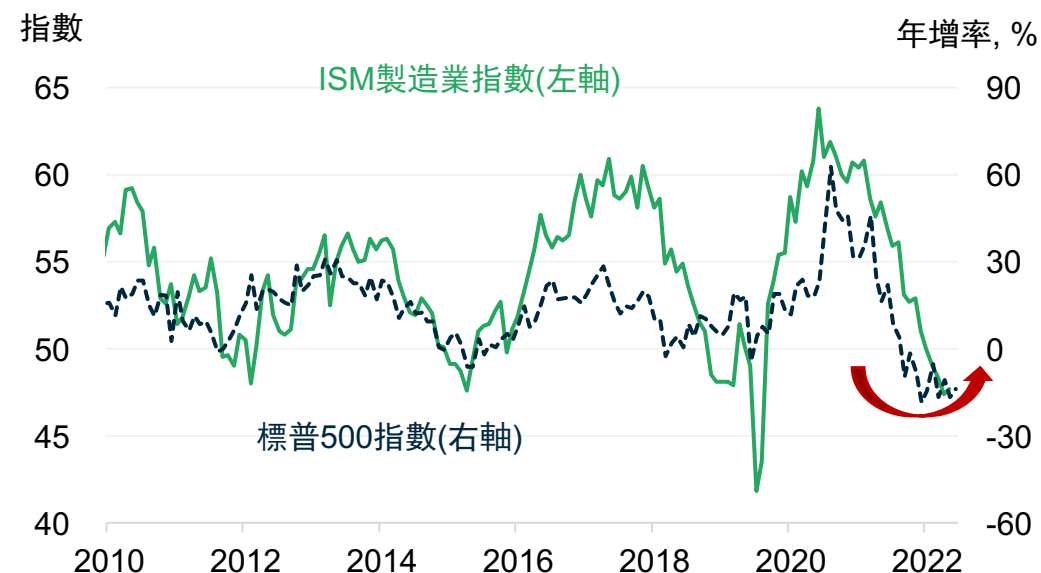
另一方面，考量中國解封、製造業循環也有觸底跡象，將提供股市下方保護。因此，整體而言，股市將處在一個大區間的橫盤格局，投資人應該避免追高殺低。

資金緊俏環境，股市震盪難免



資料來源：Bloomberg。

ISM逐步觸底，提供股市下檔支撐



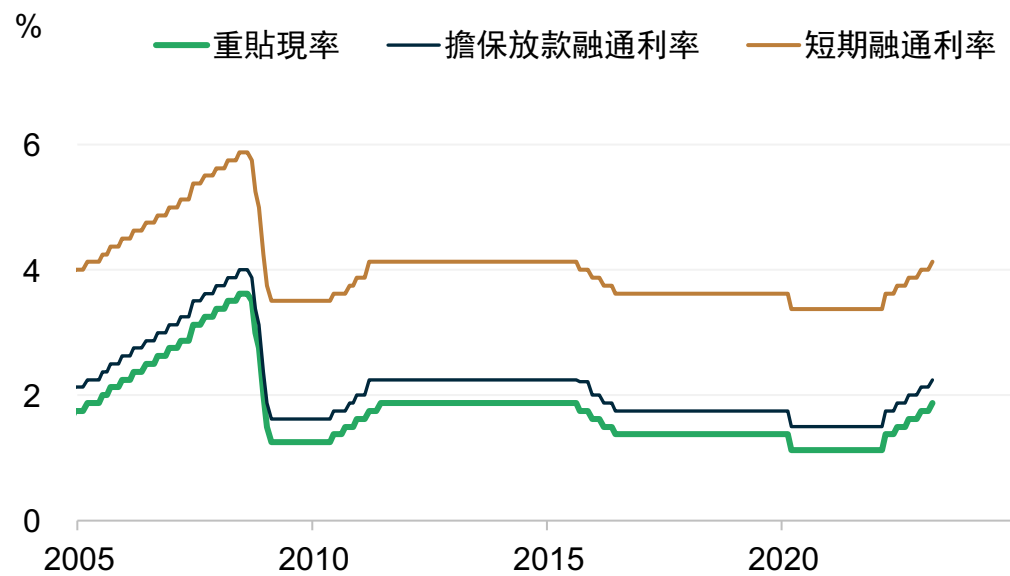
資料來源：Bloomberg。

台灣 為抑制國內通膨預期心理, 理監事會續調升政策利率半碼

理監事會重點有三：1) **政策利率上調半碼**(重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125%，分別由年息1.75%、2.125%及4%調整為1.875%、2.25%及4.125%)；2) 下調經濟增長(由2.53%至2.21%)，上調CPI預估(由1.88%至2.09%)；3) 信用管制不變。

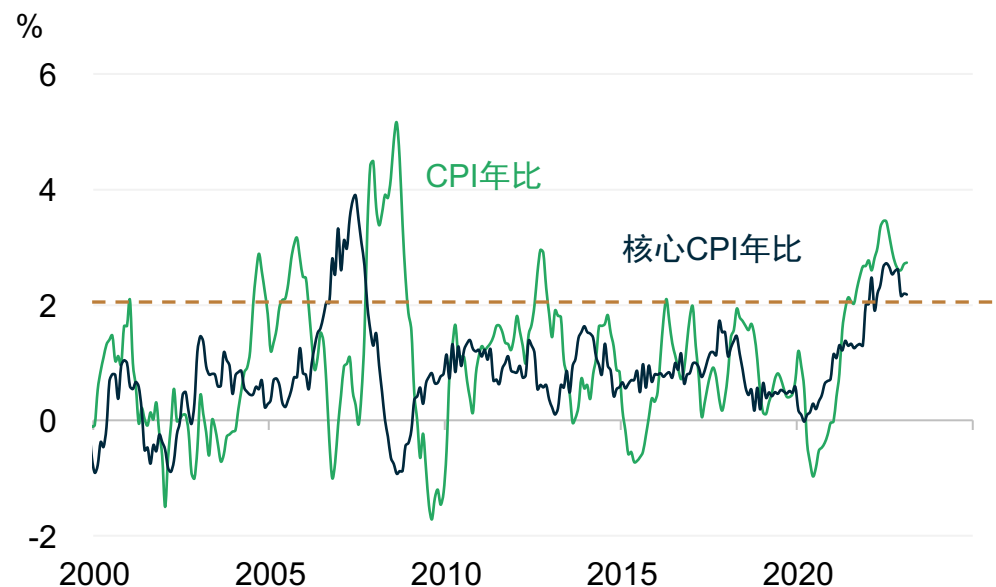
本次升息原因在於，通膨回降趨勢雖不變，但仍具不確定性，且國內物價漲幅續高，恐形成較高的通膨預期(**電價上調將予物價壓力**)，為抑制預期心理，所以續升半碼。

政策利率上調半碼



資料來源：Bloomberg。

台灣通膨仍是被密切關注的議題



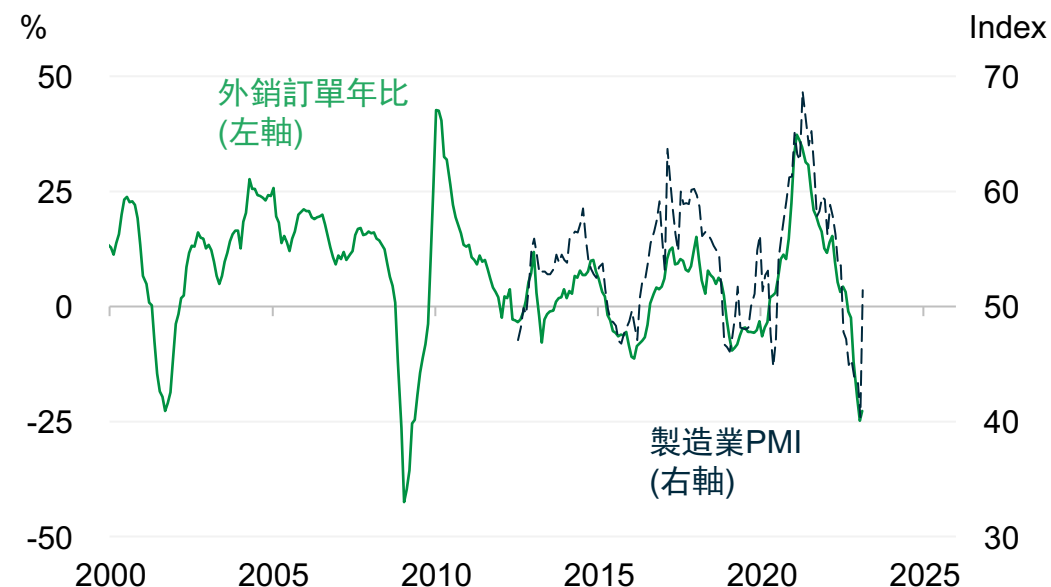
資料來源：Bloomberg。

台幣 外銷訂單仍疲，但Fed升息屆尾聲，有利台幣擺脫去年弱勢，惟短線易受台股金流影響

外銷訂單：經濟部公布2月外銷訂單金額421.2億美元，年減18.3%，連6黑；累計1、2月金額為896.3億美元，雖為歷年同期第3高，不過年減18.8%，則創下歷年同期第2大減幅；此外，經濟部預估3月訂單落在480至500億美元，短期內難擺脫衰退格局，Q1接單水準將年減約19%。然而，伴隨中國景氣回溫，**2月製造業PMI明顯回升，這也透露出製造業逐漸打底的跡象。**

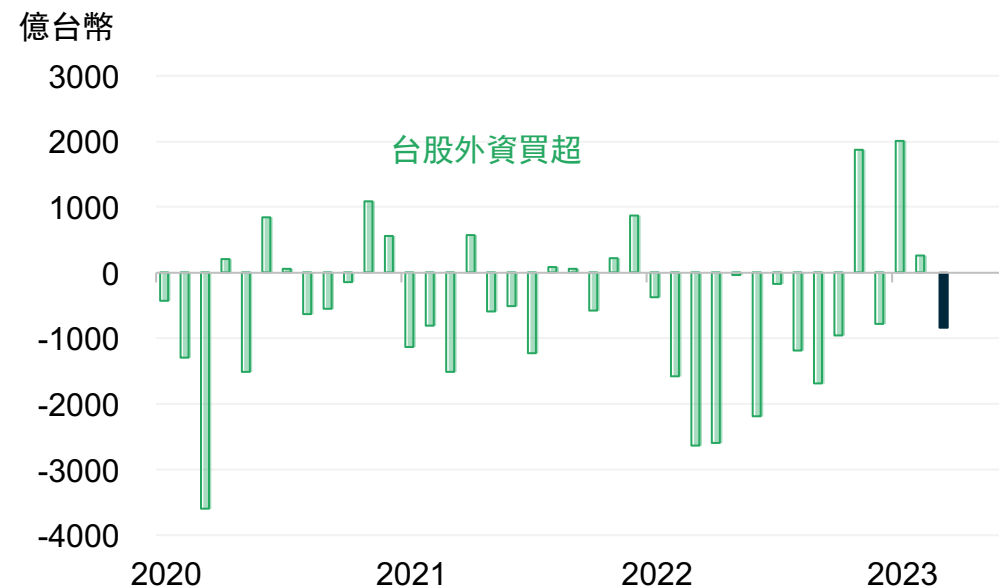
台幣匯價：**長線而言，台幣應能擺脫去年弱勢**，因Fed接近升息尾聲，美元不若去年強勢。但就短線而言，先前外資巨量買超的情況已有所轉變，而今年上半企業獲利動能仍然較弱，台幣尚不易出現2019-21年直線升值的情況，**短線易隨台股震盪。**

外銷訂單仍舊不佳，但製造業PMI略見回升



資料來源：Bloomberg。

3月美、歐銀行業動盪，風險趨避使外資呈現匯出



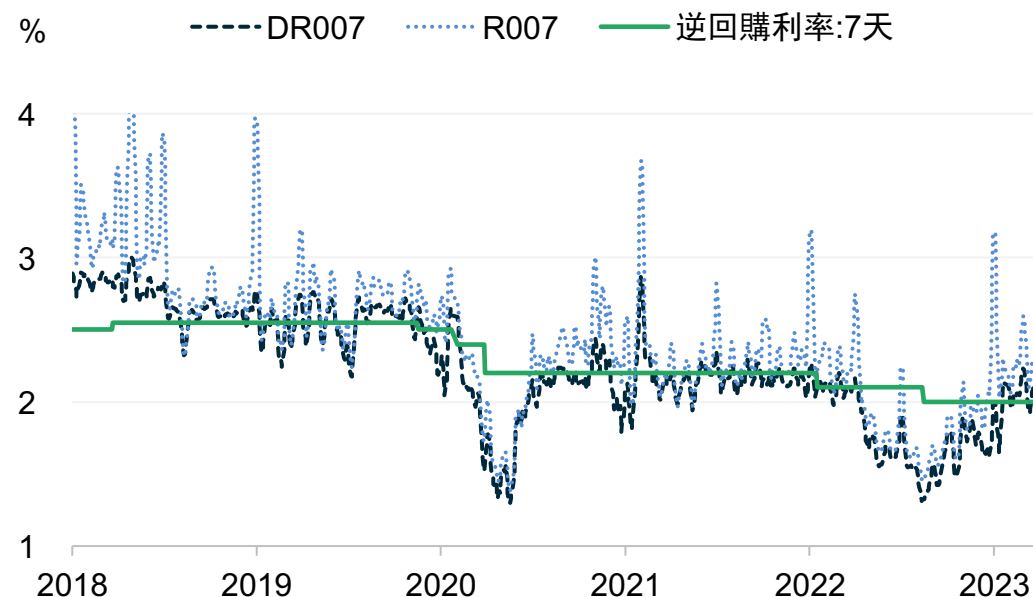
資料來源：Bloomberg。

中國 降準有助信貸循環回升，經濟修復提供大盤支撐

中國人民銀行在3/17意外降準25個基點，預估本次降準可釋放5000-6000億人民幣。兩會結束不久後隨即調降存款準備金率，背後目的為1)提振市場信心，呼應國務院總理李強的政策組合拳；2)今年2月以來DR007普遍高於逆回購利率，金融機構間的流動性有趨緊跡象；3)美歐銀行接連爆發危機，外需不確定性升溫，經濟復甦仍有賴政策支持。

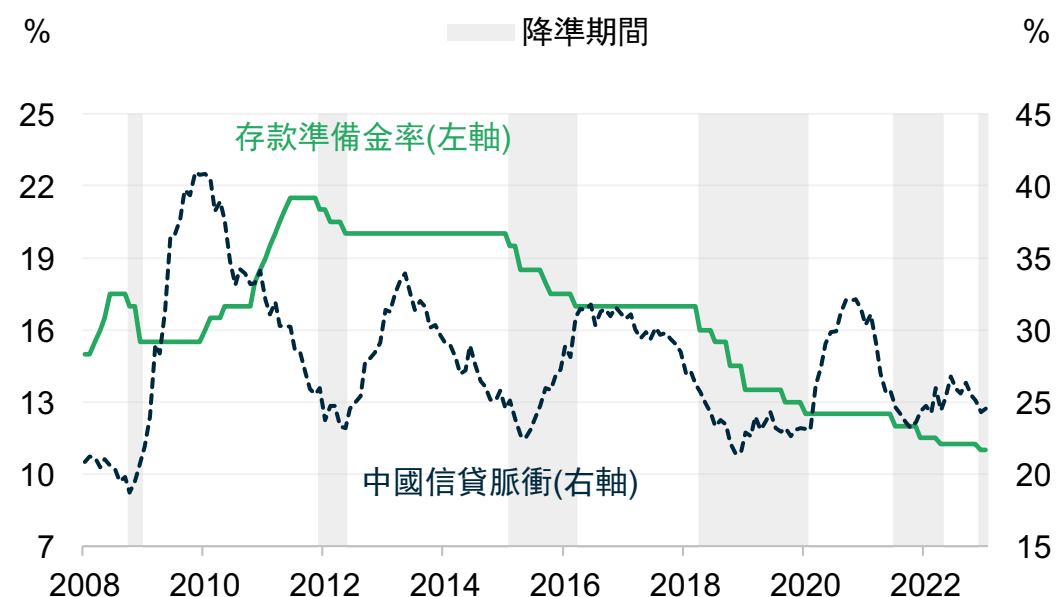
股市展望方面，美歐緊縮與流動性疑慮升溫，境內外市場有回調可能，然而，兩會結束後貨幣與財政利多逐步釋放，有利信貸及景氣循環進一步回穩，經濟修復與政策支持將提供大盤支撐，中期大盤偏多格局有望延續。

2月以來中國金融機構間流動性有所收緊



資料來源：Wind。

降準有利中國信貸與景氣進一步回穩



註：存款準備金率取大型銀行為代表。

資料來源：Bloomberg。

Mar 2023

27 Monday 日本工業生產 德國IFO指數 台灣景氣對策燈號	28 Tuesday 美國20大房價指數 美國諮商局消費信心	29 Wednesday 英國CPI 歐元區經常帳	30 Thursday 美國GDP終值 首次初領失業金人數	31 Friday 歐元區CPI 中國工業利潤 中國製造業PMI 美國個人支出 美國PCE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