



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年2月25日

投資研究週報

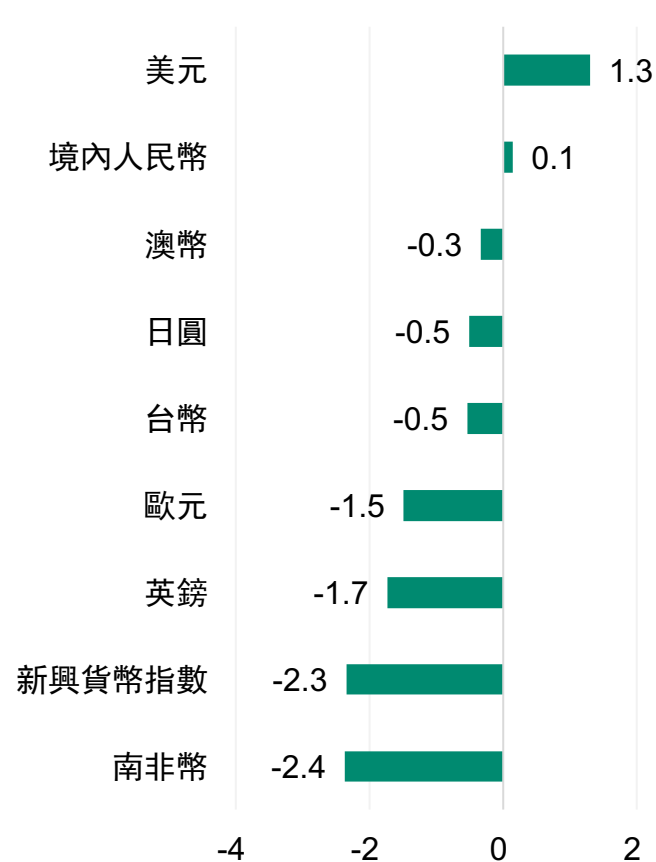
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

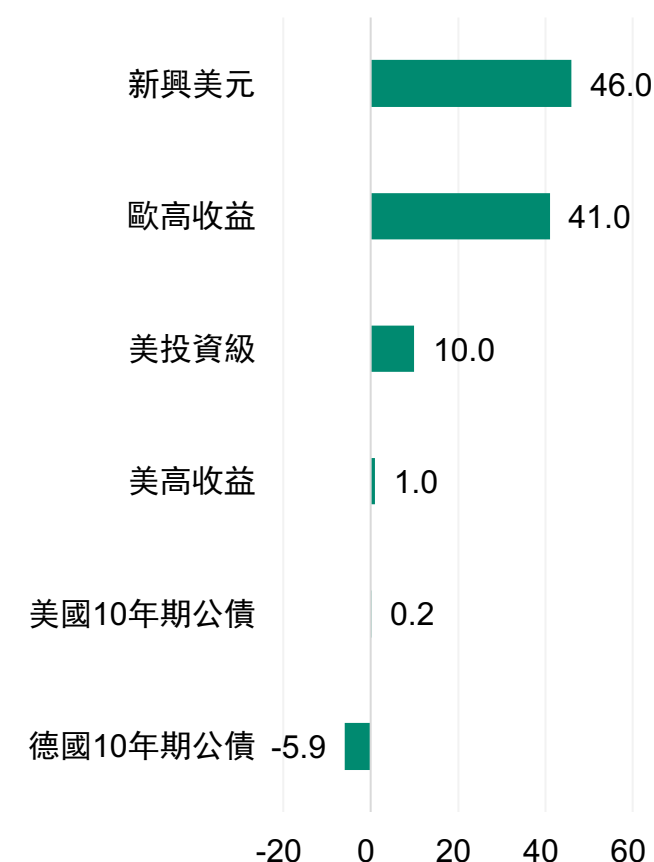
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/2/17- 2022/2/24。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 俄烏情勢有變，避險情緒升溫

俄羅斯出兵烏克蘭，引來西方國家一連串制裁。避險情緒升溫，油價、原物料價格短期飆高。

► 通膨高漲又升息，是否會傷及經濟？

美國民眾實質可支配所得走低，經濟動能趨緩，未來經濟主要動能來自疫情解封及就業回溫。而美債長短利差距離倒掛仍有一段距離，股市仍有望走揚。

► 多元化投資策略

貨幣政策正常化，觀察股市的調整似乎也逐步回歸基本面，尋找高成長、高收益率、低本益比、低波動的投資機會。

股市

地緣政治風險，以及升息預期導致股市波動加大，可分散投資以降低整體波動，或以定期定額方式布局。聚焦低本益比、高股息的大型股。

債市

升息預期下美10年債殖利率一度突破2%，但未來升息主要推升短債利率，長債利率可能已接近高點。可利用殖利率再往上時分批布局。

匯市

美國貨幣政策收緊領先歐元區，預料上半年仍不致有明顯改變，美元維持緩升格局。過去Fed進入升息循環時多半不利新興匯市表現，但拉美、新興歐非貨幣受惠於原物料行情而相對有撐。

俄烏情勢有變，避險情緒升溫

俄羅斯總統普丁2/24凌晨宣布，在烏克蘭東部進行「特種軍事作戰」。2/24烏克蘭首都基輔傳出砲聲隆隆，美國國防部表示，俄羅斯對烏克蘭的首波攻擊包括發射大約100多枚飛彈，攻擊烏克蘭各大城市及主要設施。

烏克蘭宣布實施戒嚴，美、歐各國同聲譴責俄羅斯，並擴大制裁內容，然而由於美國、歐盟各有盤算，出兵烏克蘭機率低。**預料金融市場在情勢明朗之前，都會維持波動較大的狀況，可分散投資及增持債券部位以降低波動。**

俄羅斯進攻烏克蘭三部曲

	後續可能發展	歐美制裁手段	金融市場變化	因應策略
一、確保烏東地區獨立地位	國際普遍能接受此一狀況，簽訂多方協議停戰。	首波制裁： 1.增加制裁實體清單。 2.限制俄進入歐資本市場。 3.停止北溪2號審查。		
二、攻擊烏克蘭主要城市	美歐加大制裁力道，逼迫俄羅斯退兵。	追加制裁： 1.禁止俄羅斯使用美元。 2.封鎖俄銀行國際交易。	美、歐股市下跌。 能源、原物料價格飆升。 俄股大跌、俄盧布貶值。	避險氛圍濃厚，情勢明朗之前都會維持波動較大的狀況，可分散投資及增持債券部位以降低波動。
三、全面佔領烏克蘭	美國、歐盟各有盤算，出兵機率低，戰事擴大為美俄大戰的機率不高，仍以經濟制裁為主。	可能擴大制裁： 1.將俄移出SWIFT。 2.高科技禁令。 3.能源禁令。		

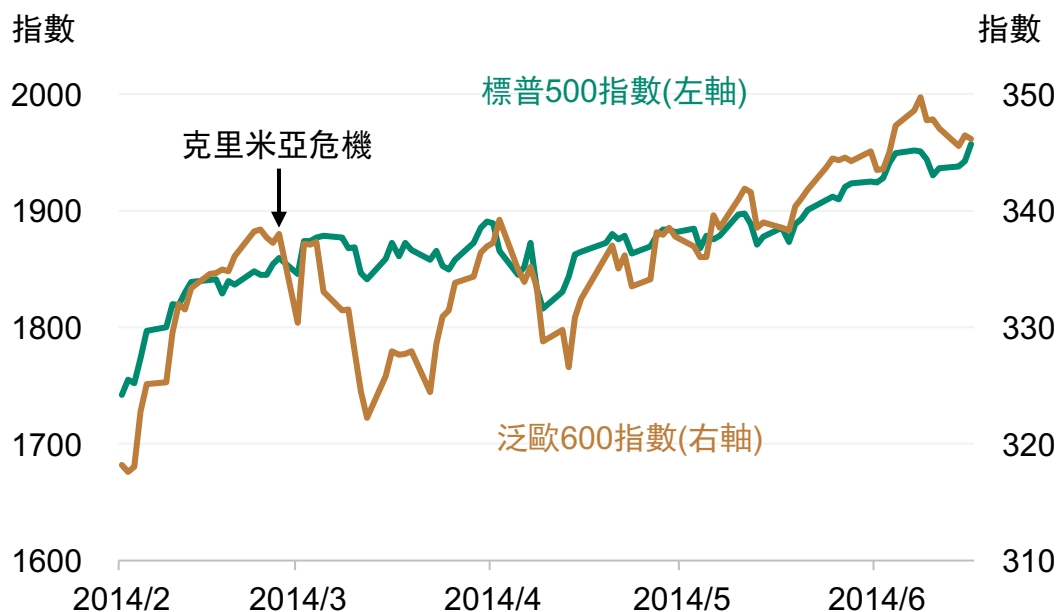
資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

俄烏情勢影響股市及原物料行情

俄羅斯軍事行動引來西方國家一連串經濟制裁，俄羅斯也可能切斷供應歐洲的天然氣做為反制，由於俄羅斯大宗商品出口居全球重要地位，在通膨高漲之際，原物料供應生變恐使得包括能源、金屬、農產品價格易漲難跌，加深通膨升溫風險。

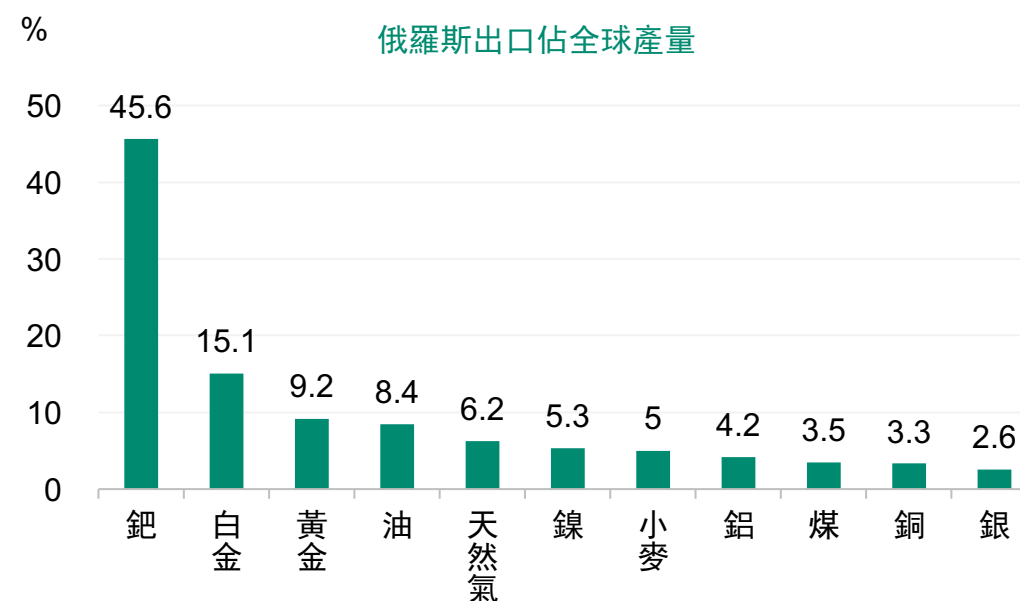
2014/3俄佔領克里米亞前後，美歐股市先跌後漲，而歐洲又因地緣關係跌幅較重。此次俄烏緊張雖造成全球股市震盪幅度加大，但由於演變成大規模戰爭的機率不高，宜靜待情勢明朗，在不確定性因素消除之前，可採取定期定額方式進場布局。

克里米亞危機時歐股修正幅度大於美股



資料來源：Bloomberg。

美、歐對俄羅斯制裁恐使得原物料供應生變



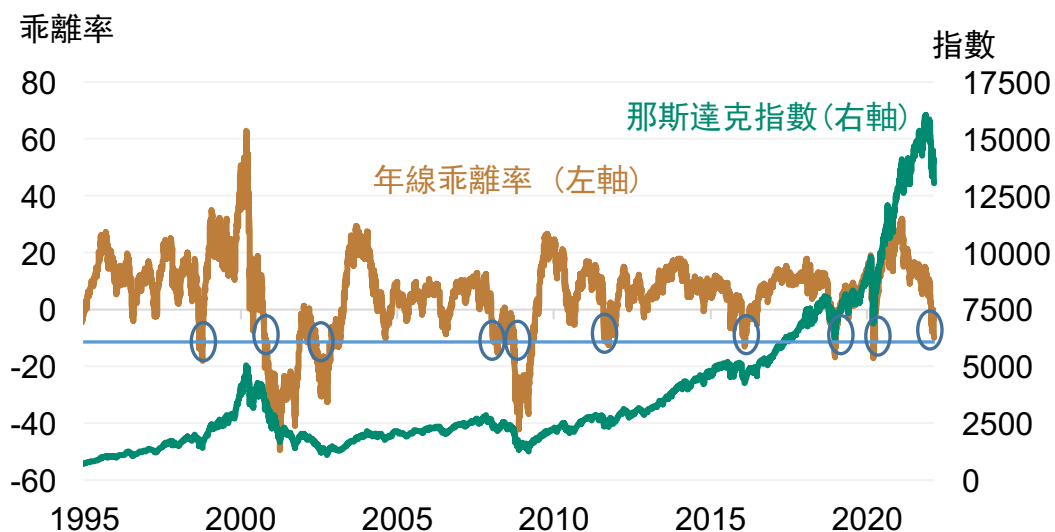
資料來源：JPMorgan。

俄烏地緣風險使波動難免，長線價值逐步浮現

俄烏戰事風險，使得短線波動持續加劇，包括盧布創新低，油價衝上百元，那斯達克波段跌幅也達到2成，若歐美加大制裁，股市短線仍有修正壓力。

另一方面，由於地緣風險上升，市場的恐慌情緒來到相對高點，那斯達克的乖離率也來到-10%，統計過去資料，當指數乖離率超過-10%進場，只要持有期間拉長至3個月，平均報酬仍有接近雙位數的水準。

地緣風險使乖離率超過-10%



資料來源：Bloomberg。

短線修正壓力難免，長線價值逐步浮現

乖離率超過 -10%時點	後10天	後1個月	後3個月	後6個月	後1年
2020/3/12	8.3	13.2	37.8	65.8	88.8
2018/12/19	1.5	7.8	16.4	18.1	28.4
2016/2/5	4.8	7.9	9.2	18.1	27.0
2011/8/8	-0.5	4.9	10.6	19.3	24.1
2008/7/2	2.7	3.3	-3.0	-31.9	-20.2
2008/1/22	0.8	1.5	2.2	-3.5	-28.8
2002/2/19	6.6	7.4	-1.4	-25.4	-24.5
2000/10/3	-7.0	-2.5	-26.0	-42.9	-58.8
1998/8/31	11.9	15.7	31.1	58.5	75.9
平均	3.2	6.6	8.5	8.5	12.4

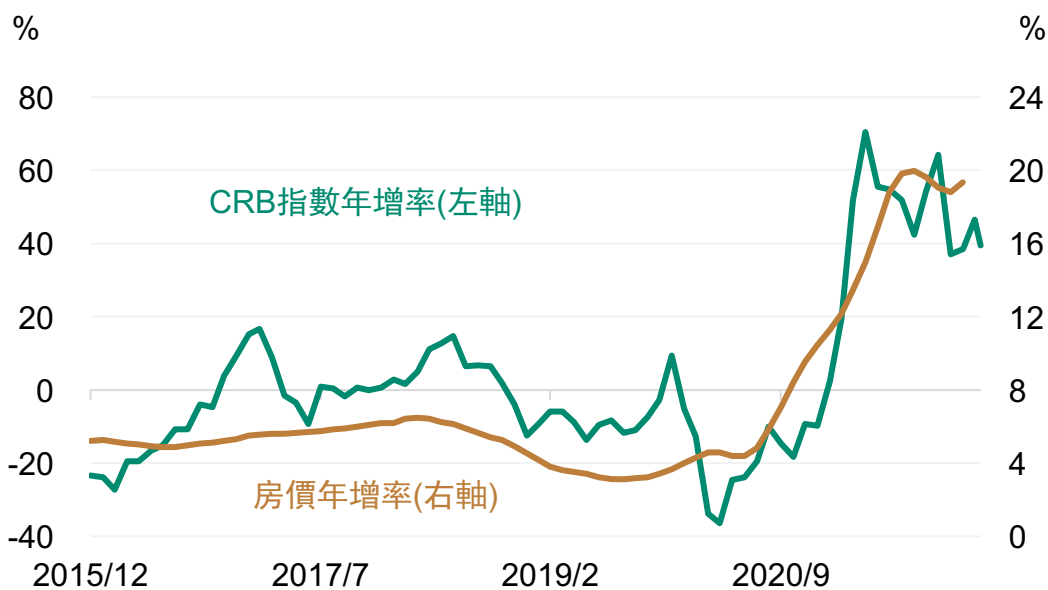
資料來源：Bloomberg。

Fed 3月升息2碼機率降, 但預期全年升息步調急

美國通膨承受多方面壓力, 原物料價格或因俄烏戰事而持續攀高, 但價格基期已高, 年增率自高檔回落; 而房價在利率攀升下, 年增率也有趨緩現象, 惟租金價格落後於房價約2~3季, 預料仍將支撐通膨居高不下, 3月初將公布的2月CPI數據難出現大幅下滑, Fed 3月幾已確定啟動升息。

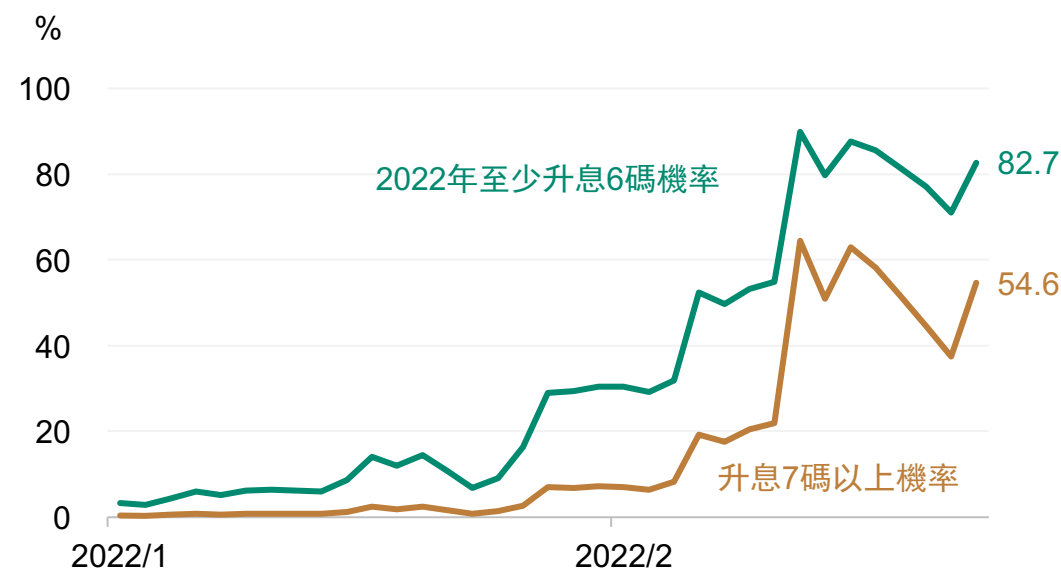
通膨遠高於以往幾次升息環境, Fed有加速升息的壓力, 由於俄烏情勢, 3月升息2碼的機率下降, 但全年升息預期仍在4碼以上, 這也較最近一次2015年升息步調快上許多。

原物料、房價走高, 但年增率自高檔回落



資料來源: Bloomberg。

Fed今年升息機率預期



資料來源: FedWatch。

美債長短利差縮窄引發隱憂，經濟表現強勁下，利率仍可逢高布局

長短利差縮窄引發隱憂，不過觀察過去升息的經驗，**1)長短利差縮窄，亦是升息初期常見現象，2)升息期間，信用利差多平穩縮窄，3)即使利率倒掛，經濟及債信亦不會立即出現轉折。**

統計前兩次升息初期債券表現，若於升息時購入債券，1)升息後一年，債券皆為正報酬，2)除了息收之外，也有價差收入，顯示正式升息後殖利率也可能不增反減。綜合以上，**今年上半年在通膨壓力仍高且經濟數據強勁的帶動下，有望帶動公債利率走揚，債券利率吸引力漸增下，可思考分批布局債市，增加穩定現金流部位。優質的投資等級債個券，在違約風險可控下，若持有至到期可亦能確保購買債券時的殖利率得以實現，具進可攻退可守的特性。**

升息期間長短利差縮窄，信用利差走平

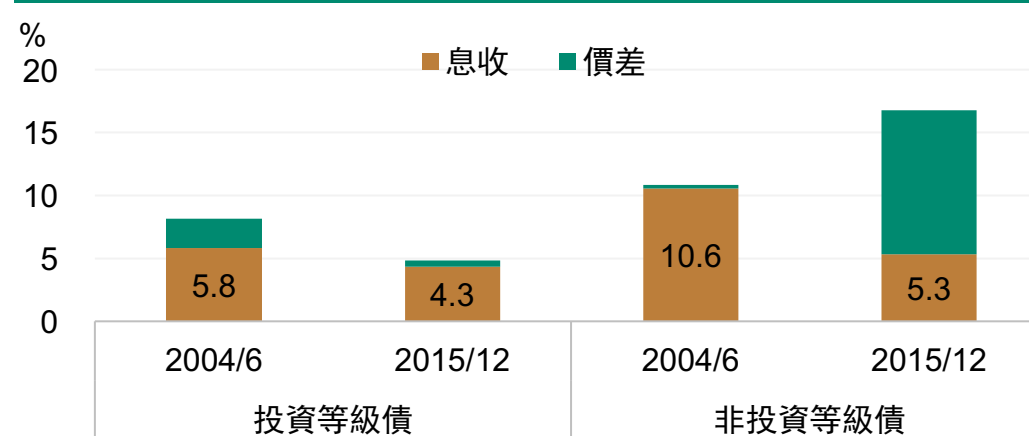


- ① 長短利差縮窄，亦是升息初期常見現象
- ② 升息期間，信用利差多平穩縮窄
- ③ 即使利率倒掛，經濟及債信亦不會立即出現轉折

註：長短利差=10年公債利率-2年公債利率。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

升息後的一年期間，債券表現



- ① 過往兩次升息經驗，升息後一年，債券皆為正報酬
- ② 除了息收之外，也有價差收入，顯示正式升息後殖利率也可能不增反減
- ③ 價差變化大，若持有優質的個券，則具持有至到期獲取穩定殖利率的選擇

註：過去債券殖利率、息收、利差水準與現在不同，報酬率僅供參考。

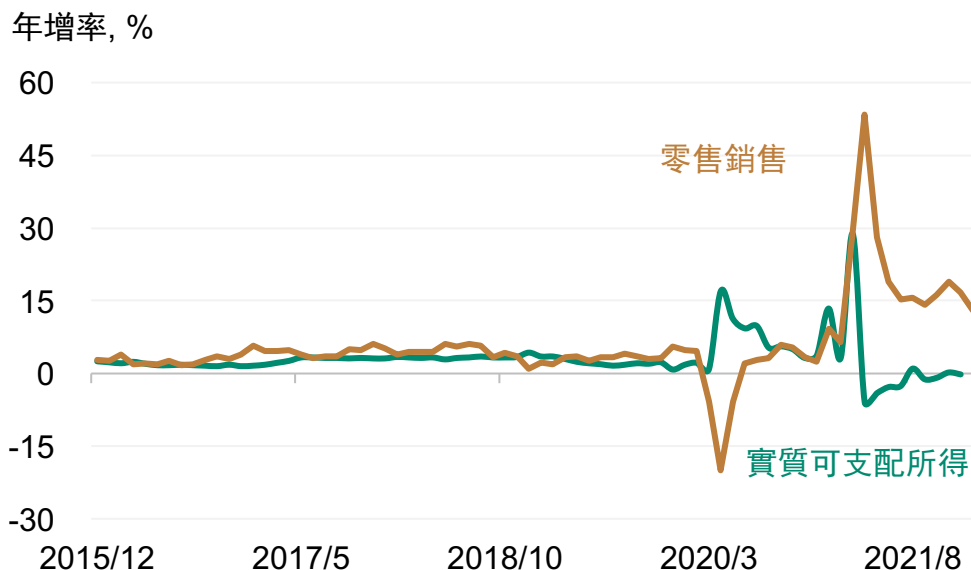
資料來源：Bloomberg。

美國經濟成長動能趨緩，疫情解封有利服務業復甦

物價高漲將衝擊民眾消費意願，雖然美國平均時薪呈現逐月上揚，但實質可支配收入連5月呈現小幅下滑，年增率持平也暗示經濟成長動能趨緩。1月零售銷售年增率雖然仍高達雙位數的13%，不過長期而言，將逐漸回到過去平均的水準。

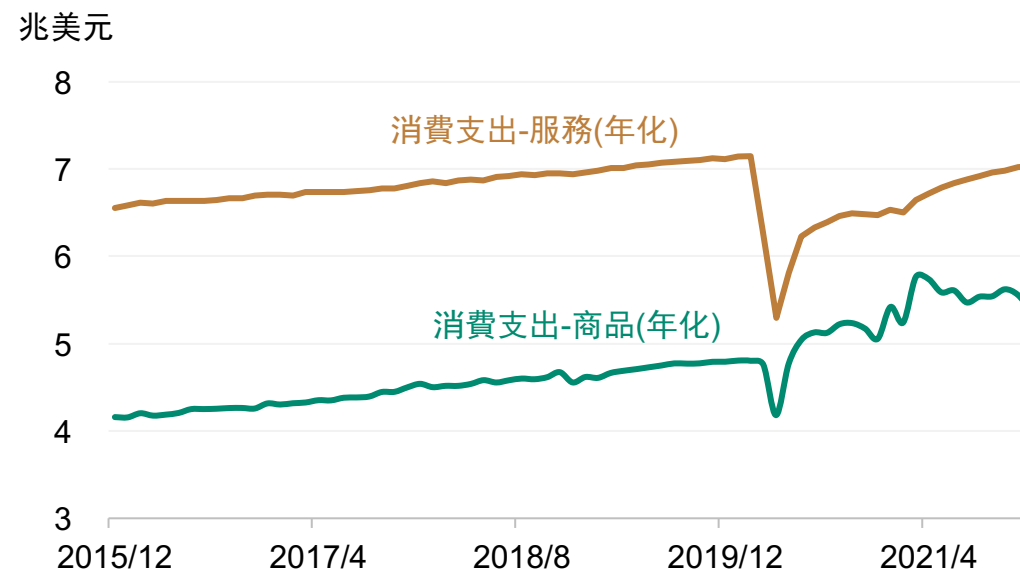
歐、美解除疫情限制，學生回校上課、員工回辦公室上班，就業市場回溫，社交、旅遊、餐飲服務的需求也明顯復甦，可預期**未來消費動能將轉由服務類支出帶動**，而用於採購商品的消費支出雖然領先回到疫情前水準，購物持續朝線上發展的趨勢也不會改變，但需求則自高檔回落。

可支配收入走平，消費動能將回落至長期平均



資料來源：Bloomberg。

消費動能轉向由服務類帶動



資料來源：Bloomberg。

美股高點將現？觀察美國長短債利差何時出現倒掛

升息預期推升公債殖利率，短天期由於貼近Fed基金利率，上揚幅度更大，這也使得美國公債長短天期利差快速縮窄，依過去經驗，10年期與2年期公債殖利率出現倒掛，暗示景氣將於未來一段時間反轉，股市高點也即將出現，這可以做為美股高點是否已經出現的參考。

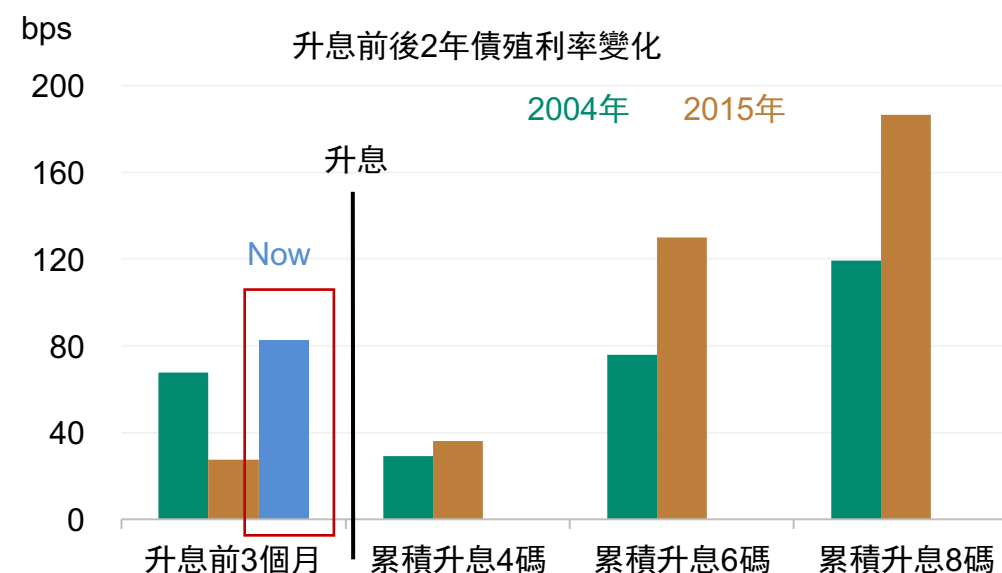
目前長短天期利差縮窄至38bps，似乎距離倒掛不遠？然而從2004年、2015年兩次升息經驗來看，升息之前2年債殖利率通常因升息預期而上揚，因此升息初期進一步推升2年債殖利率的空間有限，暫無倒掛風險。預期在經濟景氣維持復甦、企業獲利成長下，美股仍有高點可期。

2年-10年利差倒掛暗示景氣反轉



資料來源：Bloomberg。

依歷史經驗Fed升息初期對2年債殖利率推升有限



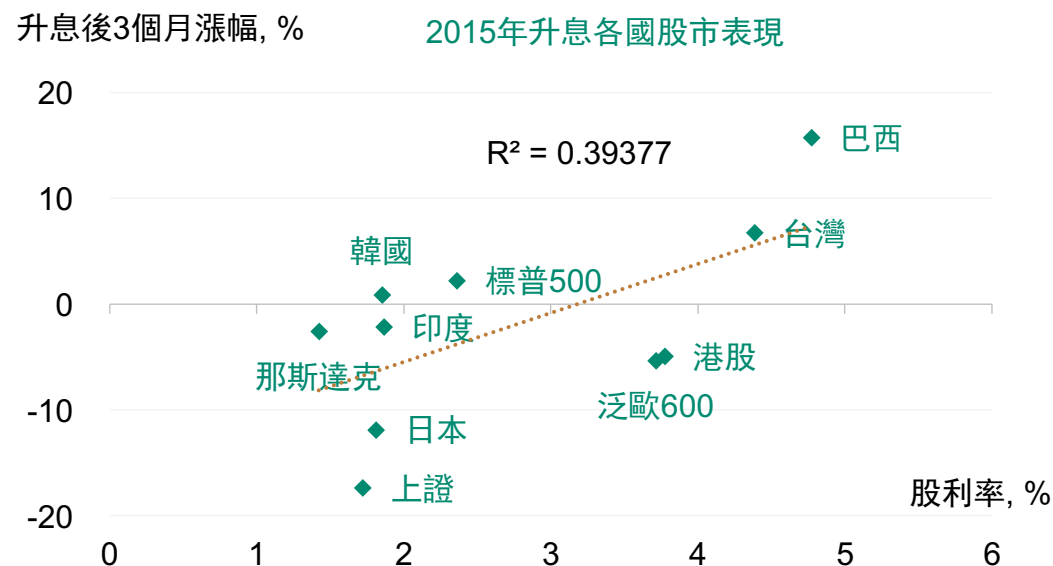
資料來源：Bloomberg。

升息環境下，高股利率股表現較佳

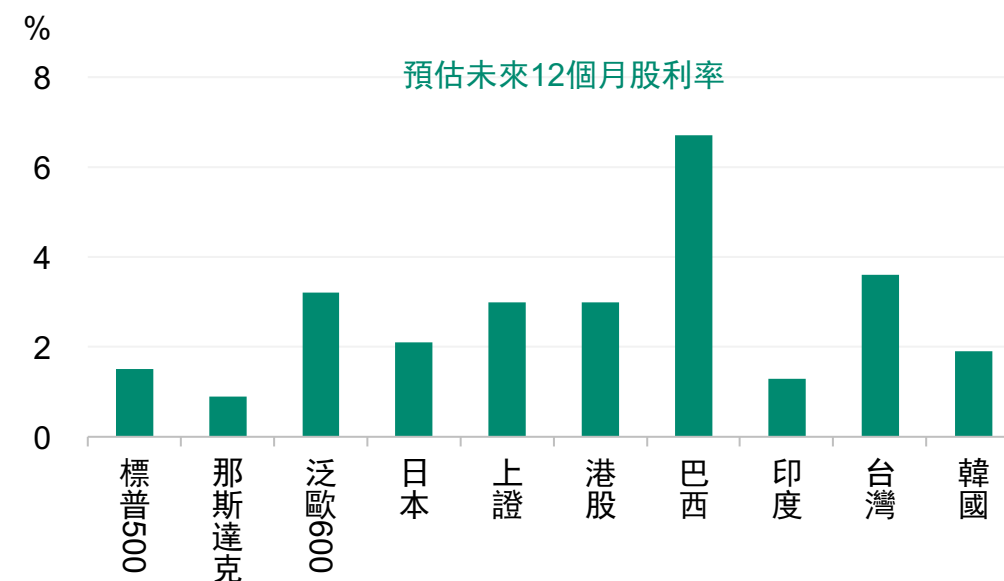
升息階段高本益比個股面臨較大評價修正壓力，今年以來在升息預期大幅攀升之下，高本益比的那斯達克指數修正幅度高於標普500指數，由於升息代表資金環境縮緊，本益比再度大幅飆升的機率不高，高本益比族群重回高點的時間恐將拉長，投資宜聚焦獲利獲健、低本益比的大型股。

而比較上次2015年Fed啟動升息階段各國股市表現，雖然資金回流美元，不利新興市場貨幣，但是高股利率的市場如巴西、台灣，在升息階段仍有不錯表現，這也代表**在升息環境下，應更重視基本面的表現，投資上也可更多元分散，尋找投資機會。**

升息環境下，高股利率股表現較佳



各國股市預估股利率



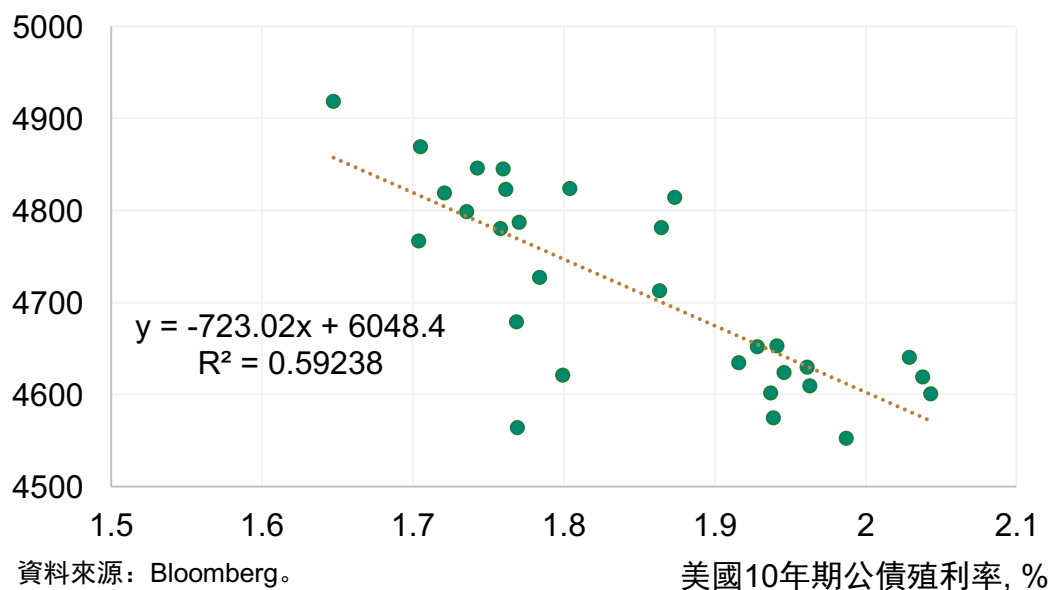
中國 穩增長政策逐步加碼, A股仍有波段操作空間

近期地緣政治風險升溫令全球風險性資產承壓, 資金轉向避險資產, 加上年初至今全球通膨壓力持續上揚, 美歐央行轉向緊縮政策, 同樣添加新興股市壓力, 使得中國股市交易金額回落至1兆人民幣下方, 市場活躍程度有所下滑, 部分抵銷了寬鬆政策對市場情緒的提振效果。

中國穩增長的政策方案逐漸釋出, 降息、降准之下寬鬆的貨幣政策環境已經確立, 財政與房市政策接力推出, 從“東數西算”工程到多地城市的房貸利率調降, 預期將帶動實體經濟於2Q落底反彈。過往信用循環觸底後, 股市多於一季內隨之上揚, 惟近期俄烏地緣事件與美歐緊縮打擊風險偏好, 大盤走勢波動, 研判後續隨市場不確定性下降與經濟基本面回穩, A股仍具波段操作空間。

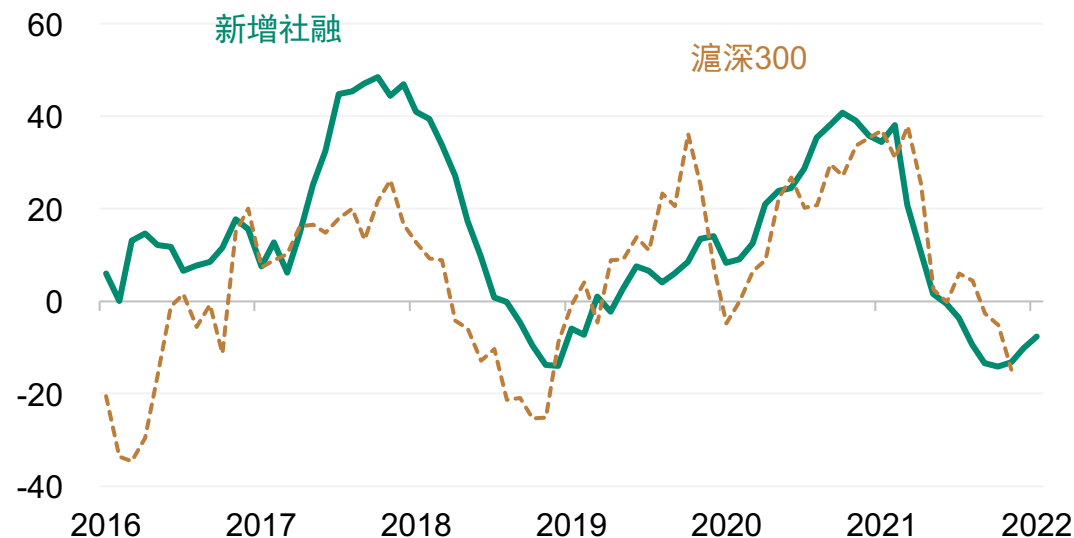
地緣政治與美國緊縮政策影響A股表現

滬深300, 指數



貨幣與信用政策寬鬆, 新增社融逐底向上

年增率, %



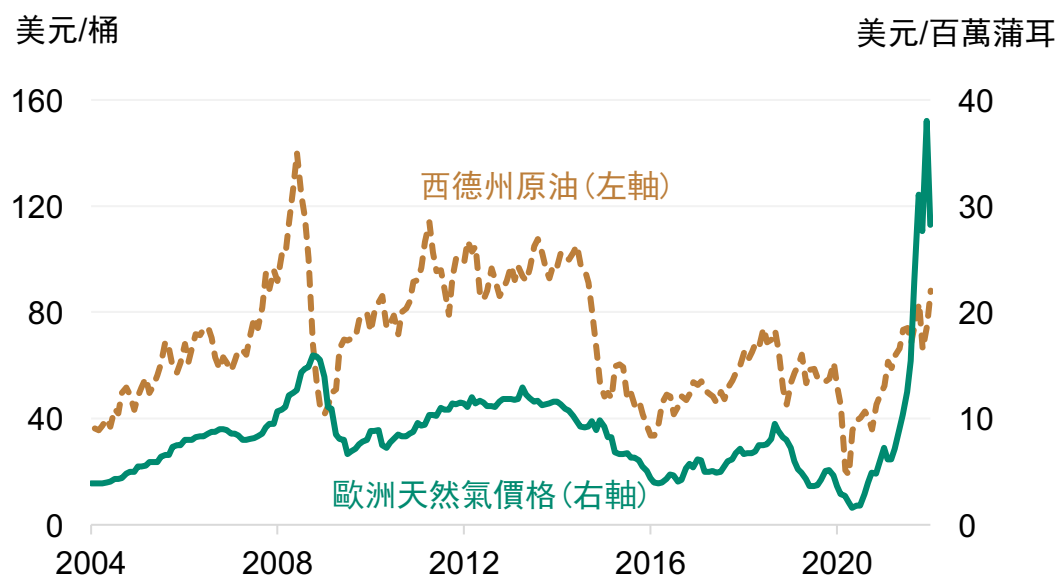
註: 新增社融取12個月累積年增率。
資料來源: Wind, Bloomberg。

原油 地緣風險使油價短線高漲，但大幅揚升的空間有限

歐洲取暖需求造成天然氣價格大漲，加上俄烏關係緊張，市場擔心天然氣與原油供給中斷影響，使得西德州原油逼近百元關卡。俄烏關係短期難解，不排除油價短期仍有高點可能，但不宜再追高。

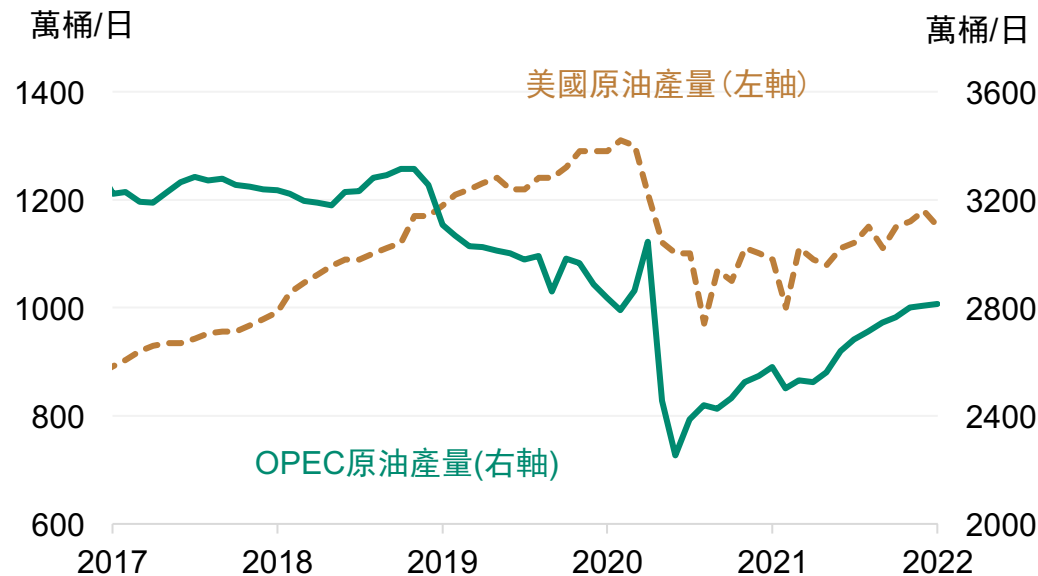
油價若持續高漲，恐增加各國通膨壓力，OPEC雖未擴大增產幅度，但仍朝進度邁進。美國原油產量也隨油價高漲而同步提高，加上中國、印度、韓國、日本和英國等國家都相繼釋出戰備石油，都限縮油價再大幅揚升的空間。

寒冬需求與天然氣高漲，推升油價挑戰百元關卡



資料來源：Bloomberg。

各國增產速度偏緩，但方向不變



資料來源：Bloomberg。

金價 長期而言，金價受實質利率影響，短線俄烏紛爭令金價獲得支撐

長期而言，金價受美債殖利率、美元指數等眾多因素影響，尤其當Fed升息時美國實質利率隨之走揚，往往壓抑金價走勢。惟今年來，通膨壓力大幅攀升，令美國實質利率仍舊偏低，對金價影響尚低。

另方面，2014年克里米亞危機經驗顯示，事件發生以來俄羅斯為迴避美歐制裁，明顯提高黃金儲備比重。故近期俄烏紛爭下，除風險氣氛趨避下支持金價短線走勢外，後續央行儲備需求亦將增添額外買需。

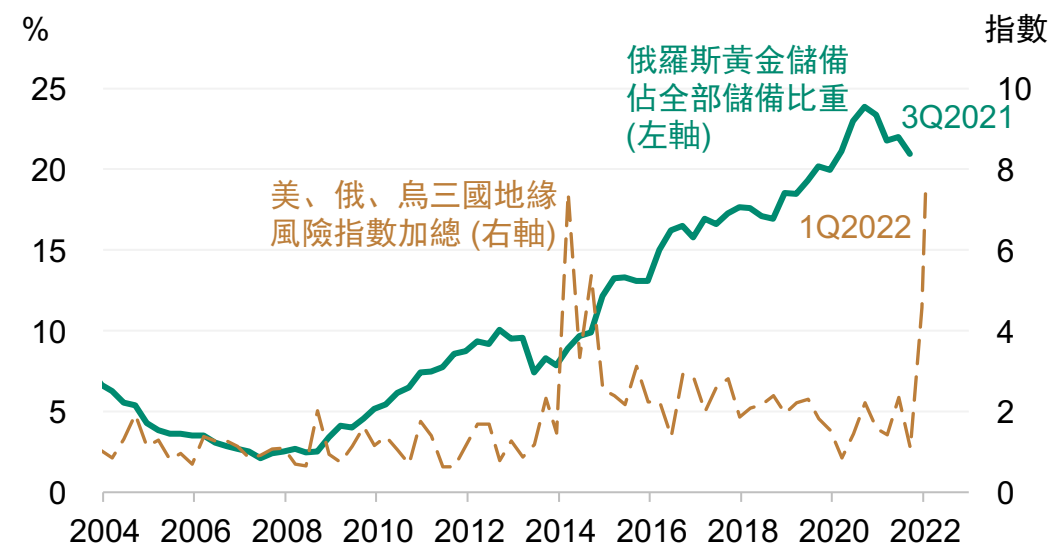
目前處於**升息循環**，故黃金僅較適合波段操作不宜納入核心資產。

長期而言，金價確受實質利率影響



註：實質利率=美債10年期殖利率-密西根通膨預期調查。
資料來源：Bloomberg。

短線上，地緣政治增添額黃金額外買需



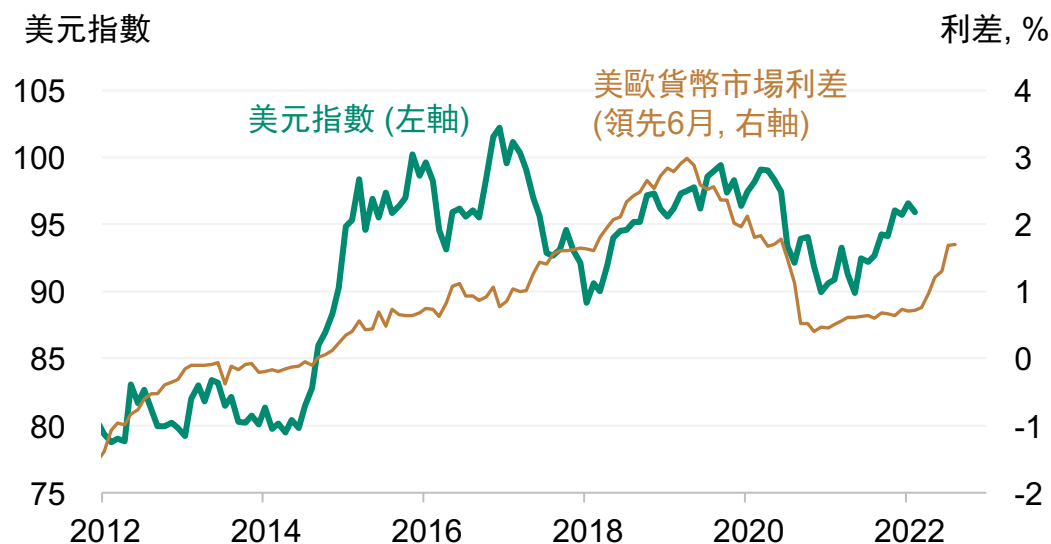
資料來源：Bloomberg。

匯市 上半年美元仍受貨幣政策支撐；近期原物料走勢令拉美、新興歐非匯率相對有撐

美元指數：雖然ECB總裁拉加德於2月初利率決策會議的記者會中意外表示不再堅持今年升息是“highly unlikely”，帶動歐元大幅反彈，但隔週拉加德隨即表示沒有必要大幅收緊政策，試圖藉此緩和市場對ECB更積極緊縮的看法。相對於Fed個成員皆表態支持升息，兩大央行差異仍大。**故即便近期因美元多頭籌碼較雜沓令走勢陷入整理，但上半年而言偏多格局尚不致扭轉。**

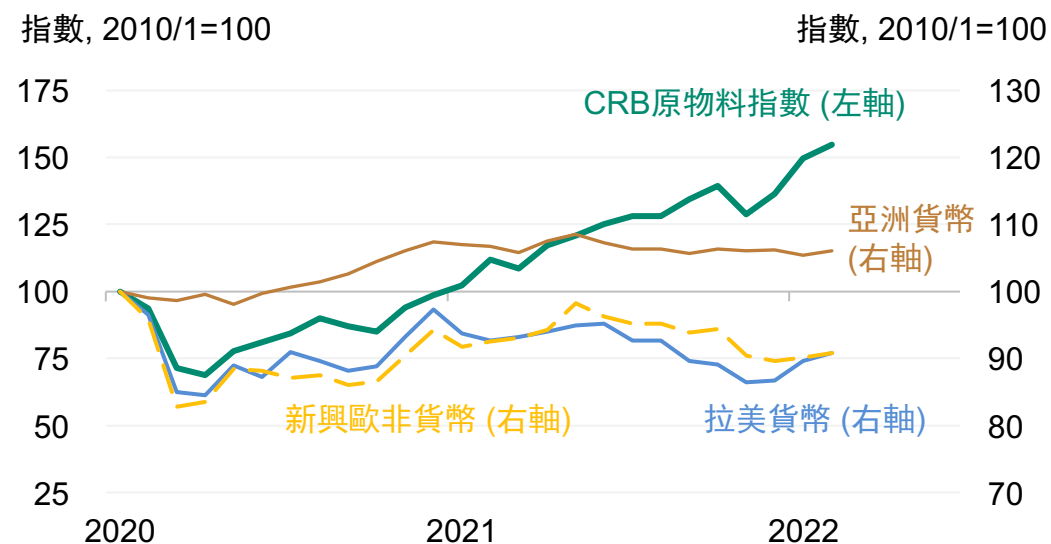
新興匯市：依過往趨勢而言，Fed進入升息循環時多半不利新興匯市表現，但去年4Q以來，拉美、新興歐非匯市受惠於原物料行情而相對有撐，惟新興歐非區域中的俄羅斯盧布身陷俄烏紛爭，地緣政治風險令盧布相對受壓抑。

上半年美元仍受貨幣政策支撐，但下半年差距將縮小



資料來源：Bloomberg。

近期原物料走勢令拉美、新興歐非匯率相對有撐



註：亞洲貨幣包含人民幣、韓圓、台幣；拉美貨幣包含巴西、墨西哥、哥國、智利；新興歐非貨幣包含俄羅斯、南非。

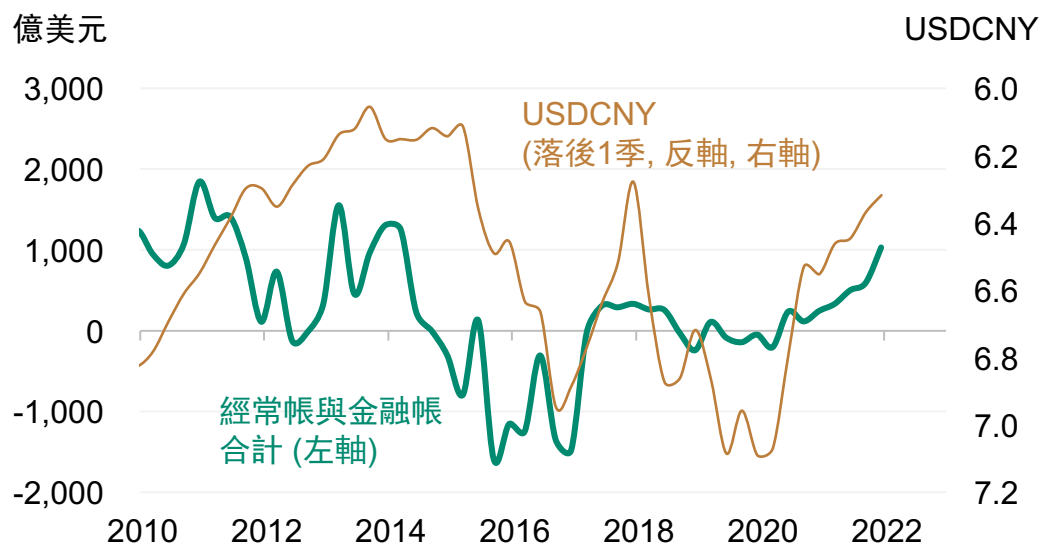
資料來源：Bloomberg。

匯市 官方管控下中國外部帳續佳，人民幣續於高位；聯準會緊縮將牽引台幣緩步走貶

人民幣：去年以來中國官方管控資金外流愈加趨嚴，加上Fed緊縮在即，為管控市場預期，避免資金外流。人行一方面放鬆國內資金的同時，一方面仍維持人民幣匯價延續小幅偏升。由於首季中國經常帳數據仍應續佳，可能支持人民幣1Q延續偏升，但在美、中央行政策走向分歧下，後續人民幣走勢應有所轉弱。

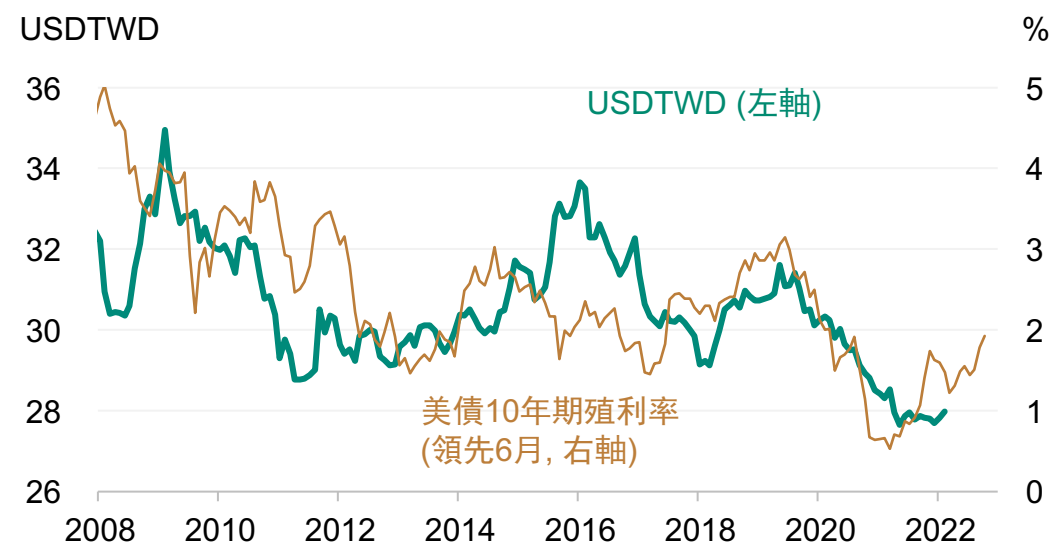
台幣：聯準會緊縮、美債殖利率上行將會牽引資金外流，加上疫情改善後，外國旅遊花費增加，油價高漲令進口商成本升高等因素，皆將增加台幣賣壓。

中國外部帳續佳，支持人民幣續於高位



資料來源：Bloomberg。

美國貨幣政策趨緊，美債殖利率領先台幣走升



資料來源：Bloomberg。

Feb/Mar 2022

28

Monday

美國芝加哥PMI指數
美國達拉斯製造業展望
日本零售銷售
日本工業生產

1

Tuesday

美國ISM製造業指數
歐元區Markit製造業PMI
日本自分製造業PMI
日本汽車銷售
中國財新製造業PMI
德國CPI

2

Wednesday

歐元區CPI
英國全國房價

3

Thursday

美國ISM服務業指數
美國初領失業金人數
歐元區Markit服務業PMI
日本自分服務業PMI
中國財新服務業PMI

4

Friday

美國非農就業
美國失業率
歐元區零售銷售
德國出口

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抵觸之情事；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抵觸為由，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