



國泰世華銀行
Cathay United Bank

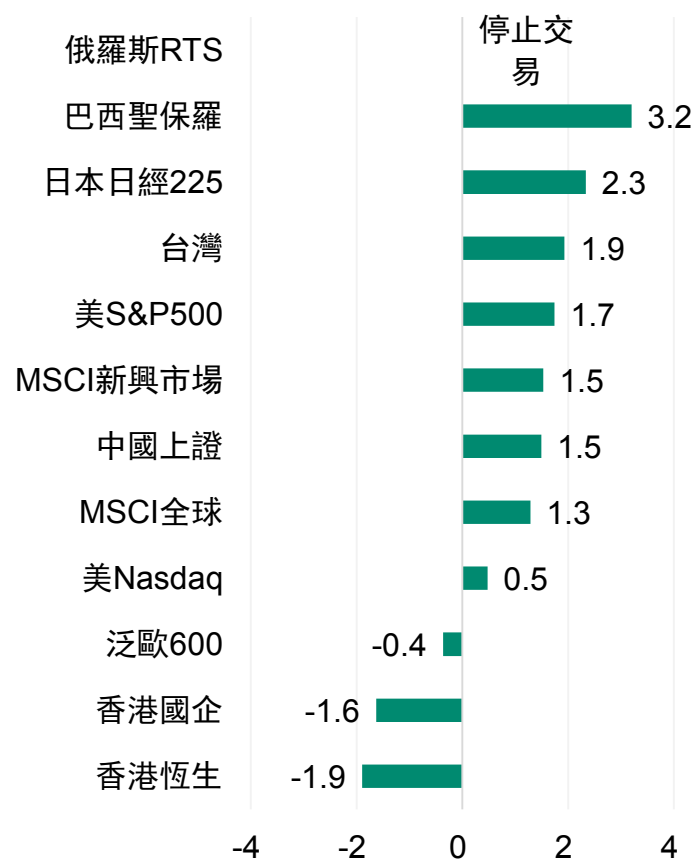
2022年3月4日

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

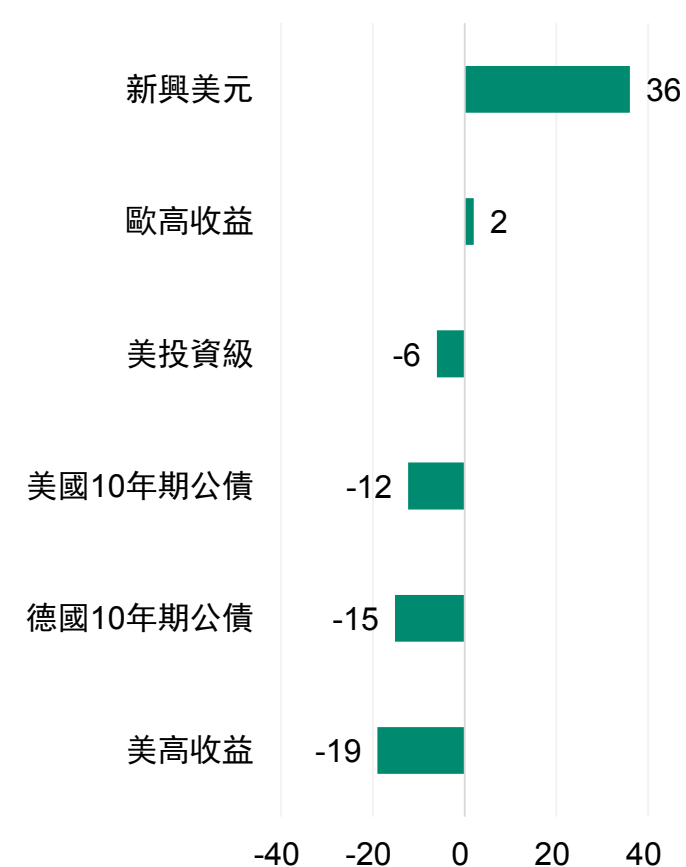
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/2/24-3/3。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 俄烏戰爭激化，歐美擴大制裁

德國對俄路線有所變化，向烏克蘭提供1000枚反坦克武器和500枚導彈。歐美宣布禁止俄羅斯幾家主要銀行使用SWIFT系統、限制俄國央行國際儲備的使用。
市場尚難完全擺脫地緣風險影響，歐盟諸國首當其衝。

► 基本面難避免俄烏糾紛的外溢效果

鑒於去年高經濟增長的態勢在貨幣、財政政策逐步收回後難以復見，故俄烏糾紛恐令原物料高漲的時間進一步拉長，後續將進一步壓縮企業利潤與消費信心。

► “資產多元”配置，並以“績優股”為先

今年適逢美國期中選舉，在總統拜登民調低迷之際，後續政策上爭取選票支持的需求可能高過滿足華爾街金主，施政不易投市場所好。故配置上，宜採跨資產多元配置，擇股則以績優股為先。

股市

美國景氣進入高原期，美股仍延續多頭，但去年飆漲行情已不復見，加上今年為期中選舉年，盤勢將更顯顛簸。目前俄烏、北約制裁消息頻仍，股市對此逐漸鈍化，逢低可定期定額續扣，擇股則以績優股為先。

債市

Fed雖將初升息，但政策舉措實已落後景氣循環。依過往美國失業率表現，4%之下的失業率揭示著美國經濟將進入或已進入高原期。是故，比較每承擔1%市場波動所給予投資人報酬，現階段已不再適合全押單一股市，反可趁上半年通膨較高時逐步配置債券部位。

匯市

歐洲受俄烏戰爭影響，首當其衝，歐元續弱下美元指數仍偏升。台灣方面，誠如楊總裁所言“調降下來的一碼，會在適當時機調回來”，但台灣利率政策對台幣匯價影響遠不及國際市場風險氣氛。

俄烏情勢更新：俄烏局勢惡化，北約陸續祭出各種反制，市場短期間尚難完全擺脫地緣風險影響

情勢更新：

1. 德國對俄路線有所變化：向烏克蘭提供1000枚反坦克武器和500枚導彈。
2. 歐美聯合聲明：**宣布禁止俄羅斯幾家主要銀行使用SWIFT系統**、限制俄國央行國際儲備的使用。
3. 美國總統拜登就俄烏衝突接受採訪時表示：美國及盟友有兩個選擇，制裁或者與俄羅斯開戰——開啟“第三次世界大戰”。

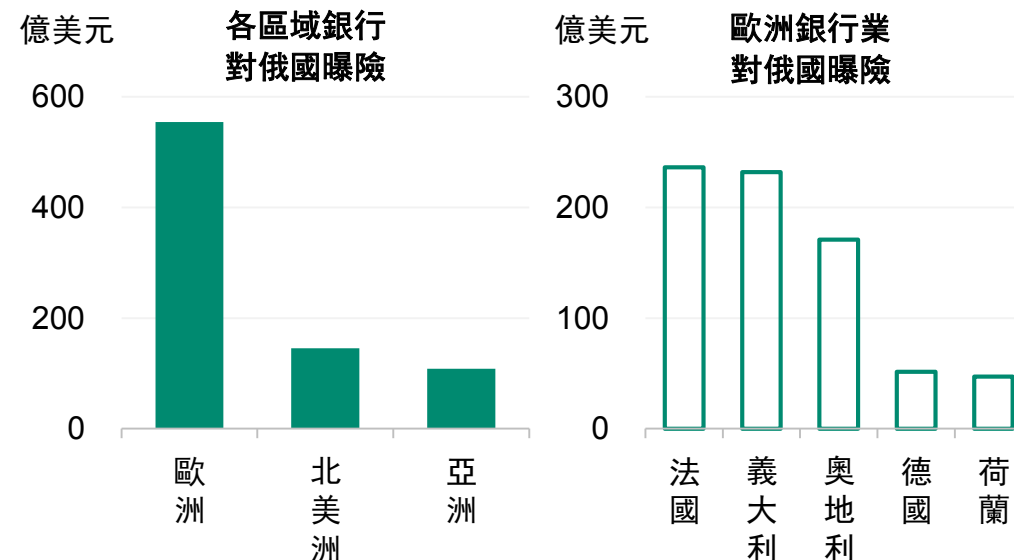
目前市場尚難完全擺脫地緣風險影響，歐盟諸國首當其衝，尤其“**歐洲金融股**”應行迴避，其中**法、義、奧三國銀行業對俄國曝險最大**（據高盛：法興銀行、裕信銀行、瑞福森國際銀行 (Raiffeisen) 為曝險較大的銀行，分別曝險143、143、137億歐元）。

俄烏局勢惡化，市場尚難完全擺脫地緣風險影響



資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

俄國銀行禁用SWIFT，歐洲金融業亦受拖累



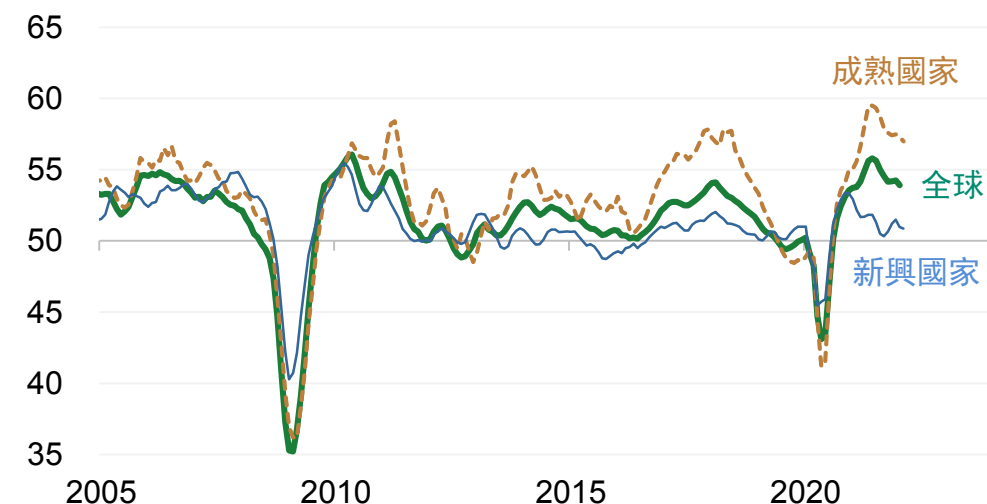
註：右上圖數據為已扣除Risk Transfer (風險移轉，如具保證或抵押品等)後的數據。
資料來源：Bloomberg, BIS。

留意俄烏糾紛的外溢效果：原物料價漲，拉長通膨降溫時間，恐進一步壓縮企業利潤與消費信心

1. 景氣自高位放緩態勢未變：觀察製造業PMI變化，整體趨勢由去年上半年高位放緩的趨勢尚未扭轉，其中成熟國家因2021年增速遠高於過往，目前雖維持下降趨勢但明顯高於50的榮枯線，新興國家於2021年初先行放緩，目前仍處打底階段。
 2. 高通膨尚需時間化解：雖然今年來產業消息顯示供應鏈問題隨疫情改善有所緩解，但須留意**2月以來俄烏糾紛令原油、農產品高價的情況有所延續**，恐令通膨降溫的時間可能由今年1Q有所拉長至2Q。
- ➔鑒於去年高經濟增長的態勢在貨幣、財政政策逐步收回後難以復見，故後續**高通膨時間若持續拉長，恐進一步壓縮企業利潤與消費信心。**

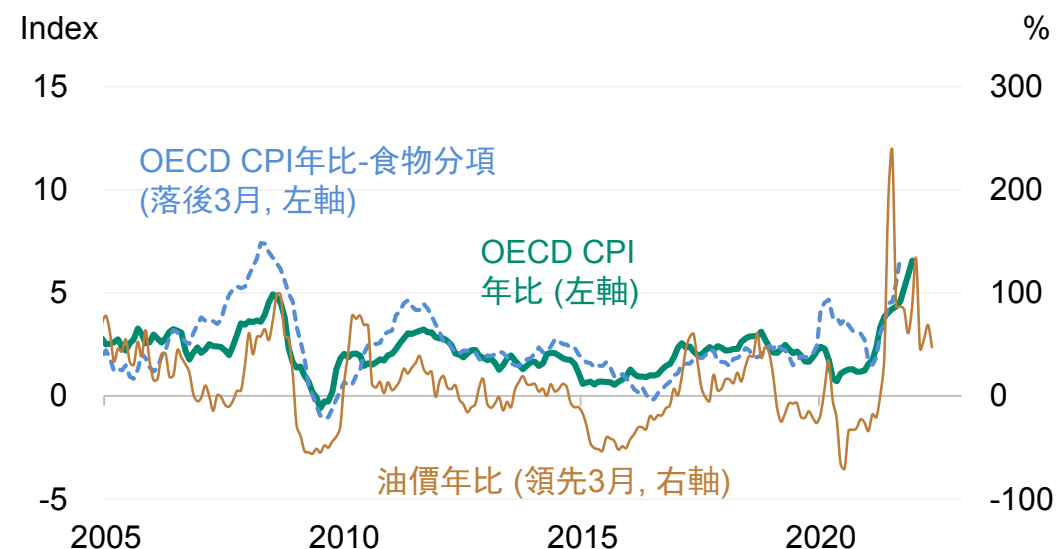
景氣循環持續由去年高位放緩

製造業PMI



註：成熟國家為美、歐、日、英、加平均值；資料為3個月均值。
資料來源：Bloomberg。

俄烏局勢恐令高通膨的時間有所拉長



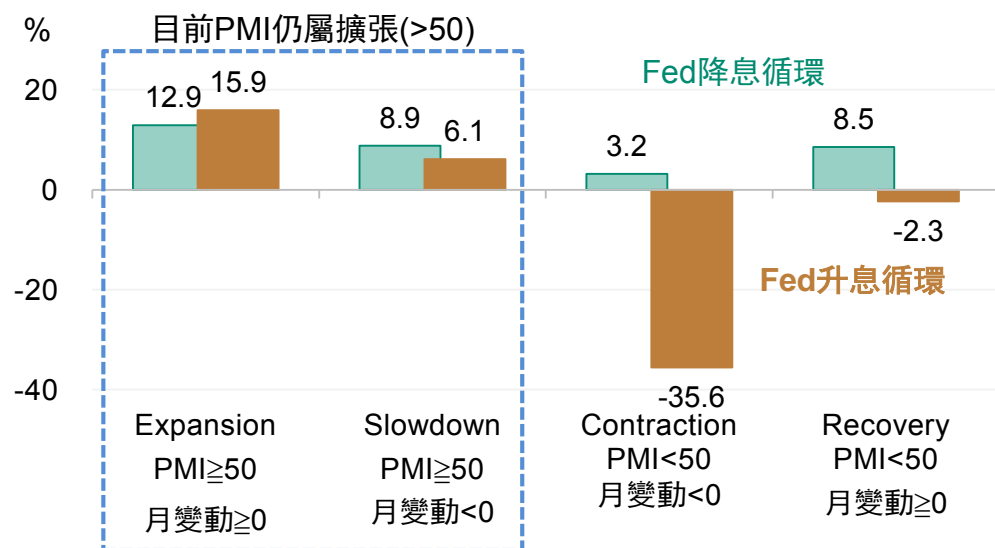
資料來源：Bloomberg。

資產配置上，景氣高位放緩加上期中選舉效應，宜跨“資產多元”配置，擇股則以“績優股”為先

1. 基本面：景氣雖仍擴張，但增速將放緩，俄烏變數增添不確定性，不利企業與消費者信心。
2. 年曆效果：統計1980年-2021年間，美國選舉年的美股表現，股市波動將較長期平均升高，報酬亦將較平均降低。由於今年適逢美國期中選舉，在總統拜登民調低迷之際，後續政策方向上爭取Main Street (大眾階層)選票支持的需求可能高過滿足Wall Street (華爾街)金主，施政上不易投市場所好。

➔ 鑒於景氣高位放緩、選舉年效應，因此**資產配置上，宜採跨資產多元配置，擇股則以績優股為先。**

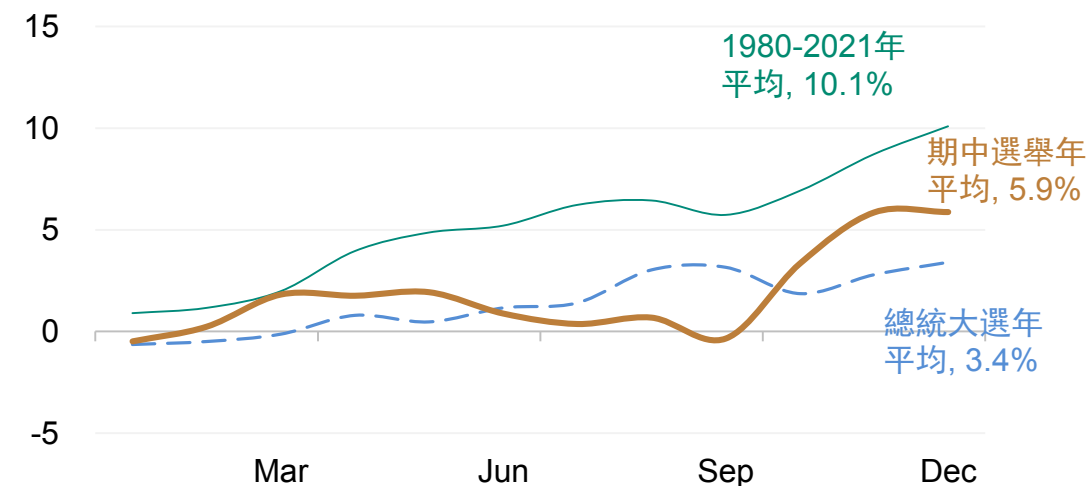
統計過往升息階段下不同PMI表現時的標普500表現



註：期間為1985-2021年。上圖PMI指美國ISM製造業PMI的新訂單分項，取3個月均值。
資料來源：Bloomberg。

美股表現在選舉年往往較為顛簸

全年累積報酬率，%

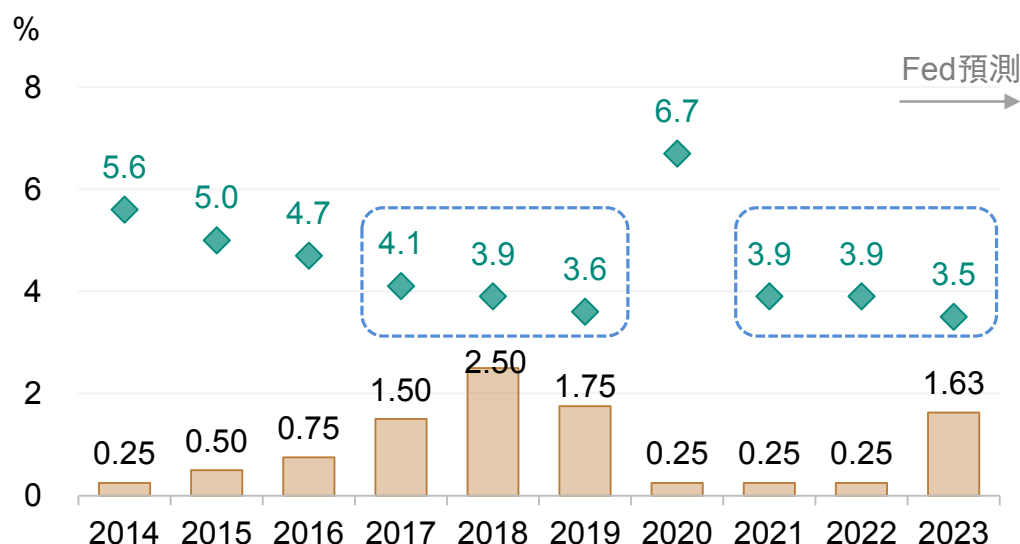


資料來源：Bloomberg。

Fed雖將初升息，但政策實已落後景氣循環；依2018-19年，股市雖仍多頭但多元配置是較佳策略

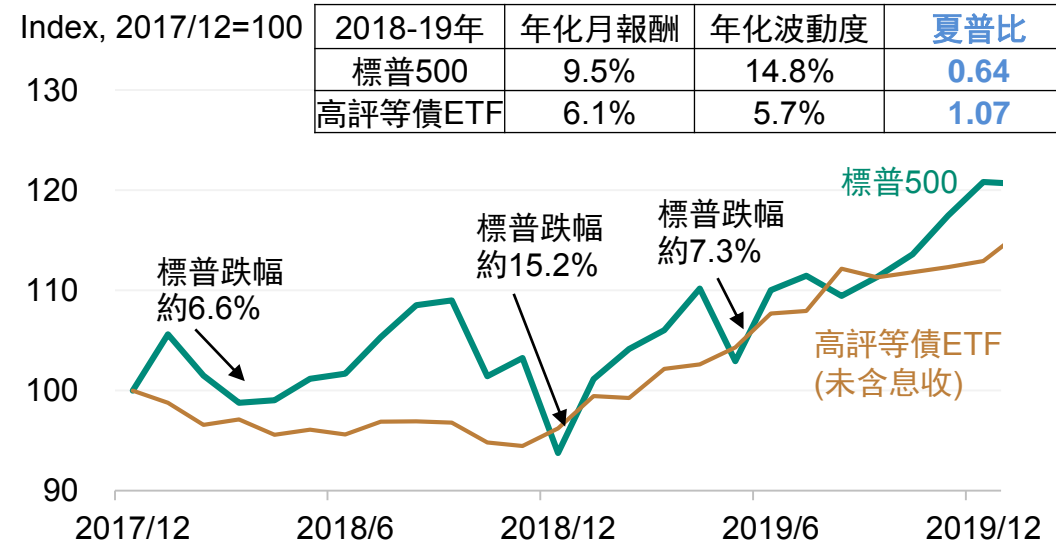
1. Fed雖將初升息，但政策舉措實已落後景氣循環。依過往美國失業率表現，**4%以下**的失業率揭示著美國經濟將進入或已進入高原期，雖然斷言高原期的延續時間長短誠屬不易，但若再期待經濟如2020年6月-2021年期間的高速增長亦屬不智，股市表現亦然。
 2. 年初以來雖然Fed態度丕變令殖利率彈升，但不失為逢高配置債券部位的時機。依2018-19年經驗，美國經濟進入高原期後，雖然股市多頭仍舊延續**但每半年即不免出現幅度較大的回調**；相對地，Fed雖持續升息，但**大型法人調整股債比重下，高評等債ETF走勢則穩定緩升**。
- ➔ 是故，比較每承擔1%市場波動所給予投資人報酬，現階段已不再適合全押單一股市，可趁上半年通膨較高時逐步配置債券部位。

Fed雖將初升息，但政策舉措實已落後景氣循環



註：2022年資料為截至2/25公布所能獲得的資料，2014-21年資料為各年12月資料。
資料來源：Bloomberg, Fed。

依2018-19年經驗，股市仍多但值得增加債券配置



註：上圖跌幅採月資料計，若計入月中高低點，則跌幅分別為12.2%，21.3%，7.8%。
資料來源：Bloomberg。

債市

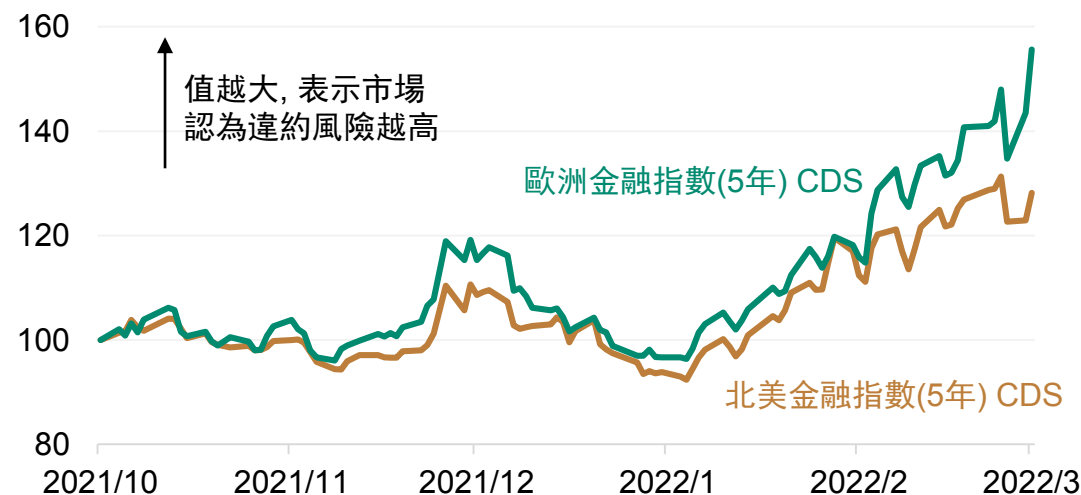
“烏”煙瘴氣降低全球景氣能見度，營收及債務穩健的公司債提供可預見金流的投資選擇

俄烏持續交火及國際對俄經濟制裁不斷，使不論地緣或經濟皆與俄羅斯往來關係密切的歐洲，經濟亦蒙上陰影，其中金融業首當其衝，近期金融股債波動劇烈的原因有二，1)歐洲金融業對俄曝險佔全球6成，2)俄烏戰事添經濟不確定性，恐降低企業投資意願，進一步衝擊銀行業獲利。

債市因應及布局策略：1)既有部位-個券：檢視歐洲對俄曝險最高的三家銀行，除Raiffeisen外，法國興業、裕信對俄曝險小於2%，且普通股緩衝資本CET1皆在13.1~14.1%區間(basel最低標準為4.5%)，**持有個券者，持有至到期債券違約風險尚低**。2)既有部位-基金：地緣政治未除，歐洲金融業相關資產表現將持續承壓、限縮漲幅，**故持有相關基金的投資人，可以思考轉換標的**。3)新資金：景氣高原期加上俄烏戰爭影響，**選擇具債務及營收受景氣波動影響較小的產業或公司，如成熟科技及核心消費等**。

烏煙瘴氣，歐洲金融業首當其衝

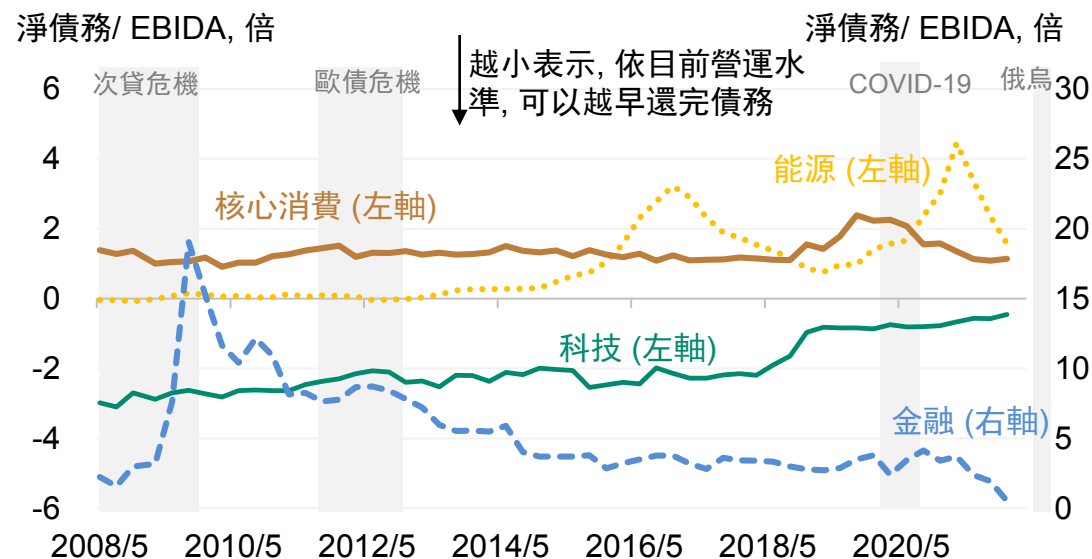
標準化, 2021/10=100



註：歐洲金融指數採Markit iTraxx Europe Senior Financial Index, 北美金融指數採Markit CDX North America Financial Index

資料來源：Bloomberg。

各產業債務結構不同，核心消費及科技受景氣影響較小



註：各產業取個產業龍頭的中位數，金融取高盛、富國銀行、MS；核心消費取可口可樂、寶僑、沃爾瑪；科技取蘋果、微軟、高通；能源取艾克森美孚、雪佛龍、phillips 66。

資料來源：Bloomberg。



原油 地緣風險驅動油價突破百元關卡，但仍不宜追高

俄烏軍事衝突進入第8天，歐美各國相繼提出經濟制裁，全球航運龍頭馬士基也暫停俄羅斯航線的運送，都加深投資人對原油供不應求的擔憂，使得西德州原油正式突破每桶百元的關卡，續創7年來新高。

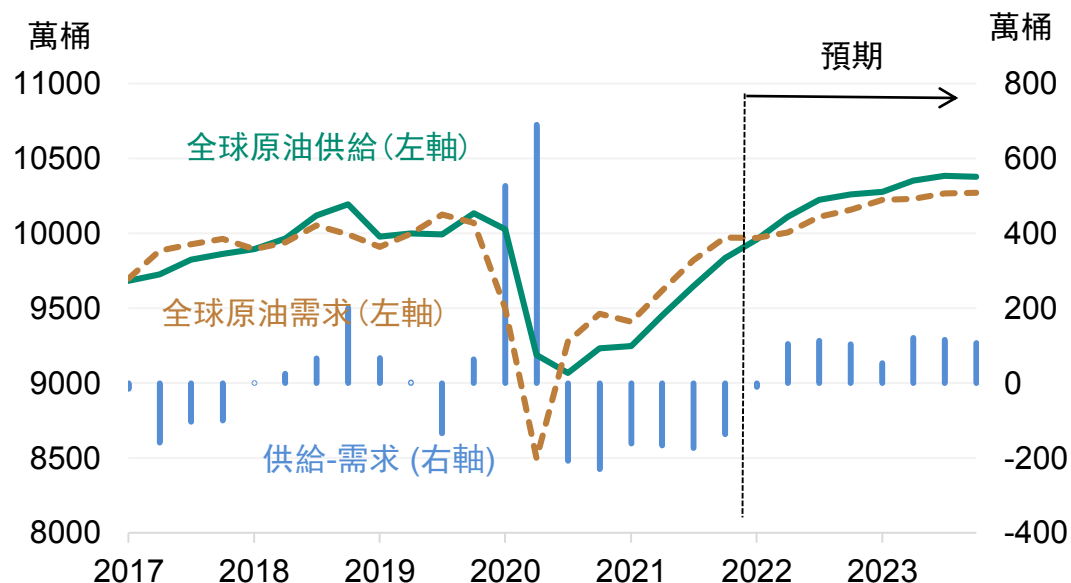
油價若持續高漲，恐增加各國通膨壓力，拜登國情咨文演說也表態優先處理通膨問題，並將聯合盟國釋出6000萬桶戰備石油。**整體而言，油價因地緣風險而高漲，不排除仍有續揚可能，但不宜追高。**

地緣風險，驅動油價創高



資料來源：Bloomberg。

供需持續改善，不宜追高



資料來源：EIA 2022/2 SEO報告。

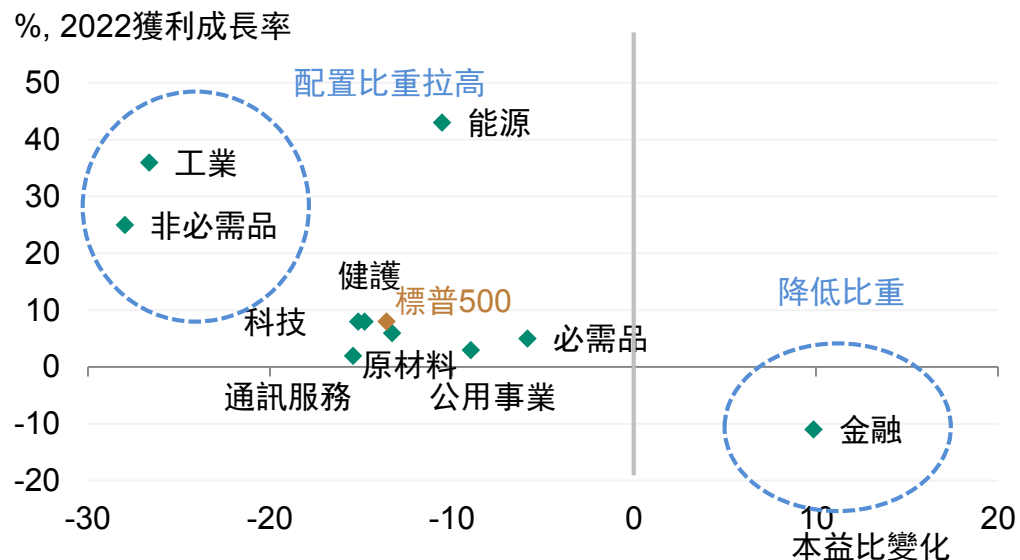
美國 本益比下修之際，分批增持獲利成長性強或現金流穩定的類股

2022年邁入升息循環，驅動美債殖利率一路走高，使得今年股市波動明顯上升，尤其是，對利率敏感度較高的科技股，股價尤為疲弱，面臨雙位數的修正。另一方面，能源股受惠油價走強，加上評價偏低影響，成為今年最亮麗的族群。

展望未來，今年股市的修正，主要反映的是評價的修正，獲利則持續增長。短線更因地緣風險上升，股市再度拉回，投資人不妨趁評價下修之際，逐步增持獲利仍強的類股，如提高工業、非必需品類股的比重。

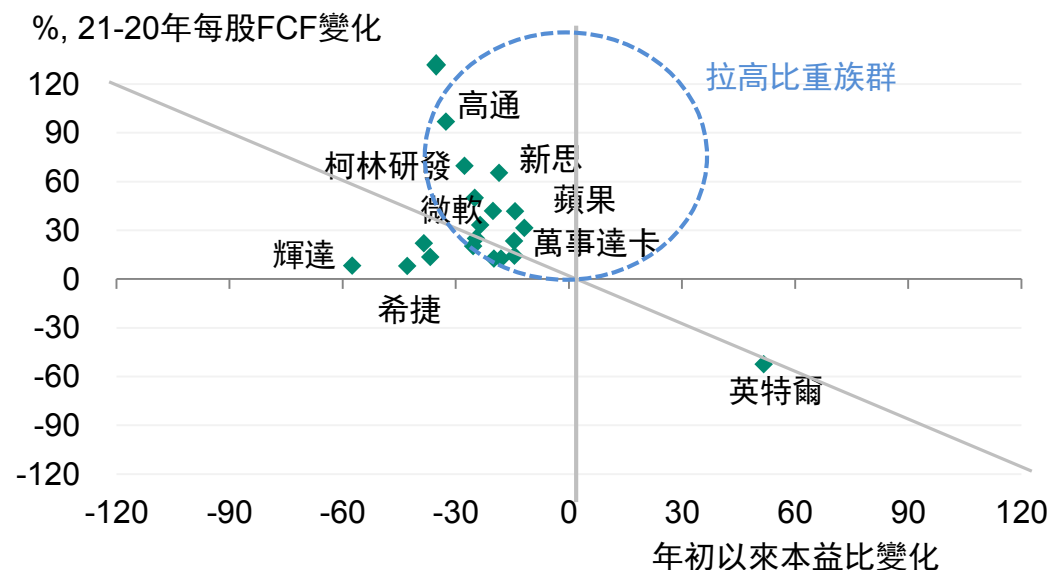
科技股類別廣泛，但依目前景氣循環，後續如蘋果、微軟、萬事達卡等自由現金流穩健的成熟科技股將會是較優的選擇。

本益比下修之際，增持獲利成長性強的類股



註：本益比變化為去年底至2022/3/2間的變化。
資料來源：Bloomberg。

科技股回檔之際，布建自由現金流改善的族群



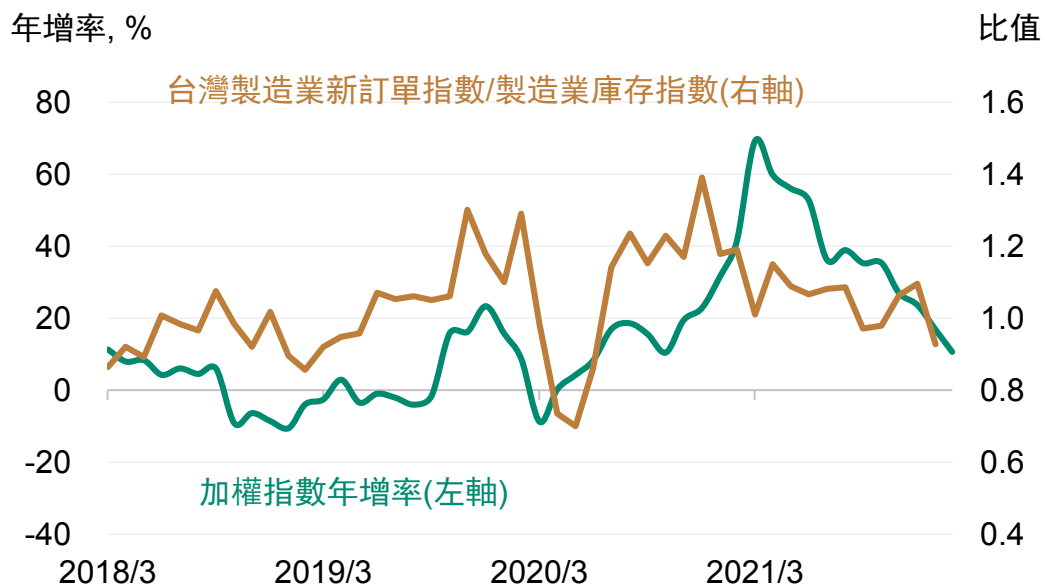
註：本益比變化為去年底至2022/3/2間的變化。
資料來源：Bloomberg。

台股 外資2月大賣台股1573億台幣，短線震盪長線仍看好

受到俄烏戰事以及Fed升息預期影響，市場避險氛圍濃厚，外資在台股大舉提款，累計2月賣超台股1573億元，單月賣超金額創2020/3以來新高，**依過去經驗，外資大賣不致影響台股轉空，不過短期震盪盤整的機率較高，宜改以長線思惟進行布局。**

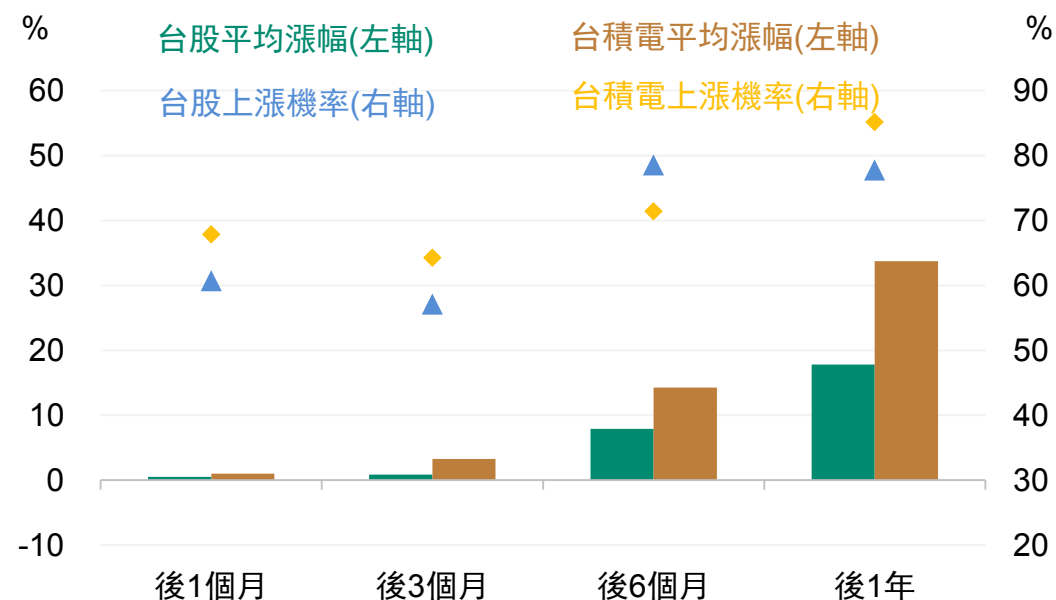
台灣2月IHS Markit製造業PMI略降至54.3，仍高於50的景氣榮枯點，其中新訂單指數下滑，而企業庫存指數則上升，兩者的比值進一步下降，顯示在高基期之下，經濟動能持續放緩。然而半導體在需求強勁且供貨缺口可能因俄烏戰事延長惡化下，長線趨勢看好不變。

台灣經濟持續放緩，股市動能減緩



資料來源: Bloomberg。

外資大賣後短期趨盤整，績優股仍值得長線布局



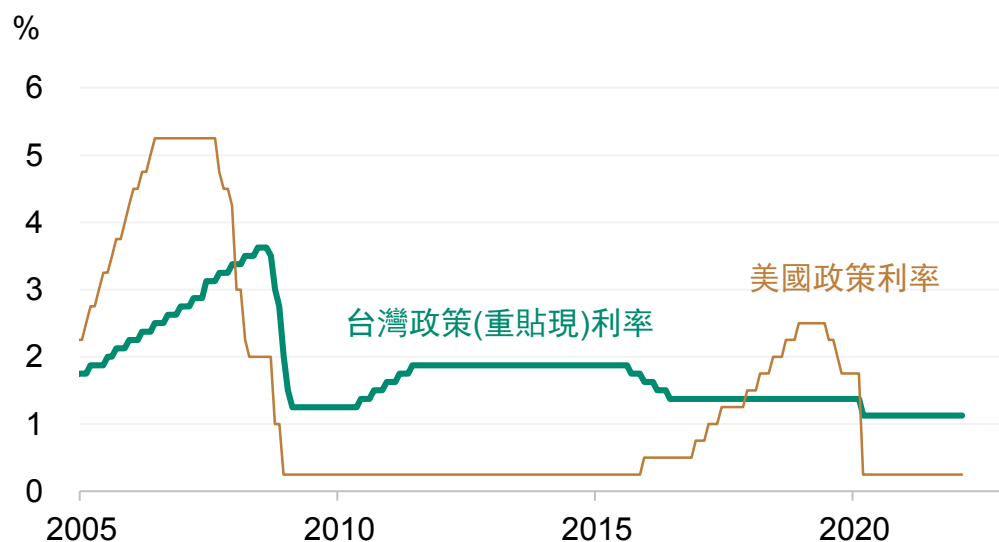
註：統計近20年共28次外資單月賣超佔比逾市值0.3%後市表現。
資料來源: Bloomberg。

匯市 台灣央行今年難推卻升息但難比擬Fed升息步伐

台灣央行：援引台灣央行總裁楊金龍元月演講時重申，央行未來調整貨幣政策的考量主要有三項，包括1)未來國內物價漲幅是否持續居高、2)國內受疫情影響之產業是否已穩步復甦、3)主要經濟體升息動向。雖然近期俄烏局勢令金融市場波動較劇，但鑒於上述三項因素多朝向支持升息的方向前進，故隨Fed先行升息後，如楊總裁所言“調降下來的一碼，會在適當時機調回來”的機率確實不低。

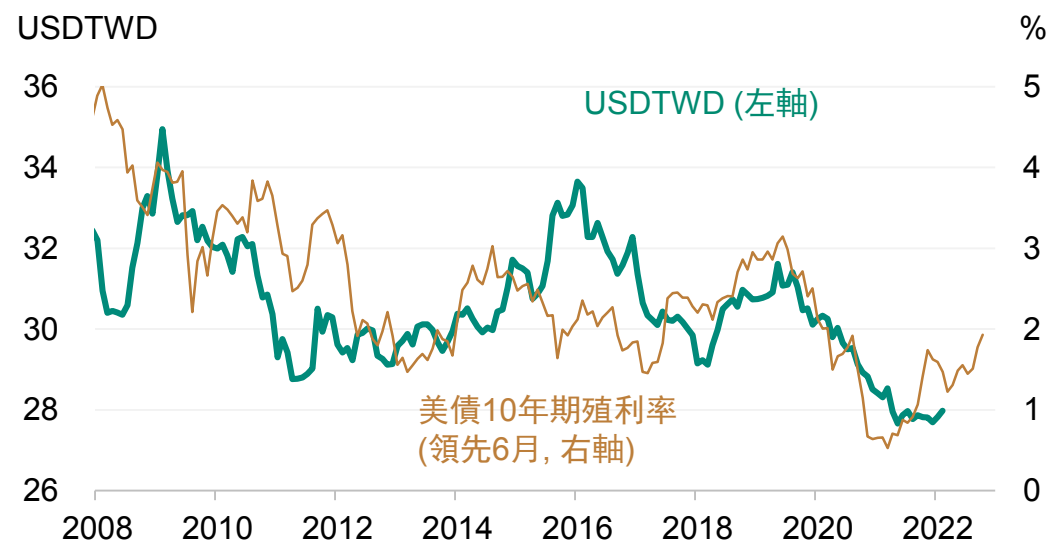
台幣：雖然今年台灣央行也可能隨Fed之後將升息，但聯準會緊縮、美債殖利率上行將會牽引資金外流，加上疫情改善後，外國旅遊花費增加，油價高漲令進口商成本升高等因素，皆將牽引台幣走勢。

國際通膨壓力升高下，台灣央行今年難推卻升息



資料來源：Bloomberg。

美國貨幣政策牽引台幣趨貶



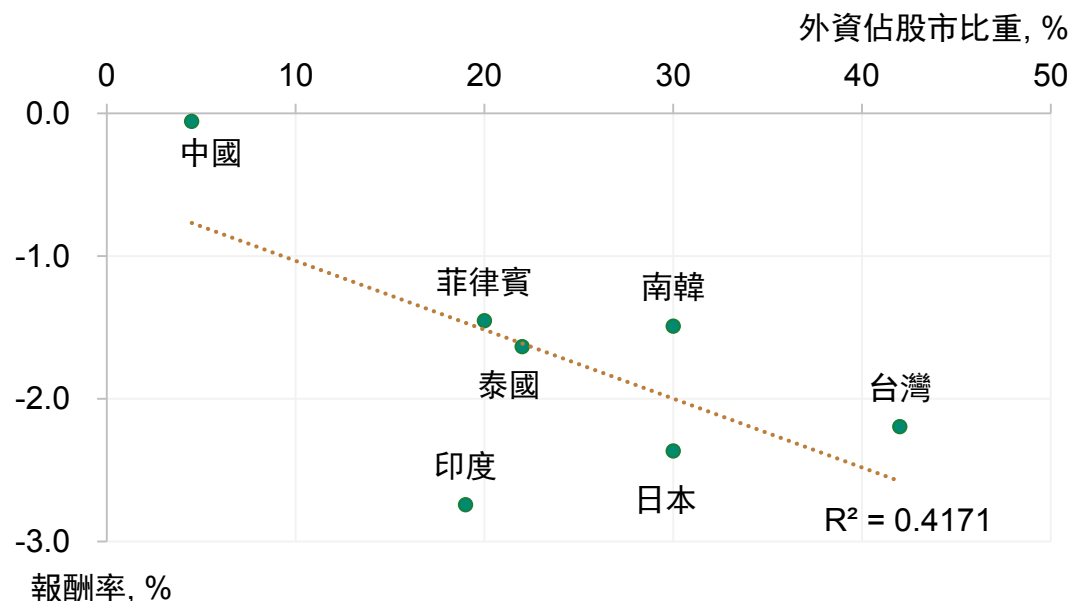
資料來源：Bloomberg。

中國 穩增長成效漸顯，經濟落底將提供股市下方支撐

全球資本市場受地緣政治衝擊之際，中國A股負面影響相對較輕，因 1) 外資佔比偏低，相比台灣超過4成、南韓約莫3成，中國境內股市不足5%。2) A股上市企業營收以境內為主，海外營收佔僅10%，歐陸紛擾對基本面影響有限。也因此2月下旬開始俄烏緊張局勢不斷升級的環境下，研判A股下方仍有支撐。

中期來看，中國境內股票指數存在向上表現空間。2月份官方製造業PMI維持於榮枯線上方，反映寬鬆的貨幣政策與財政政策逐漸展現成果，新訂單除以庫存的比值也出現反轉，經濟動能有所回升，對股市評價也具提振效果。但PMI分項顯示，小型企業與服務業的展望仍顯疲弱，預期「兩會」將維持穩增長主軸，維持甚至擴大在貨幣與財政的施政力道，帶領景氣全面走出谷底。

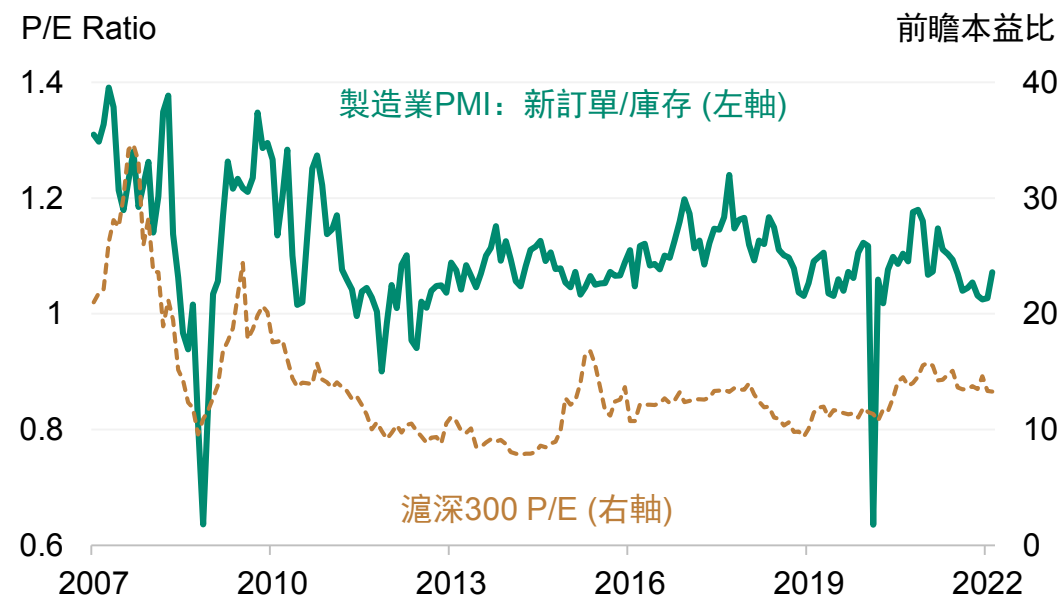
外資在中國持股佔比較低，減輕地緣政治風險衝擊



註：報酬率期間為2022/2/18 - 2022/3/2。中國以上證指數為代表。

資料來源：Goldman Sachs, Bloomberg。

製造業表現回溫有助股市評價



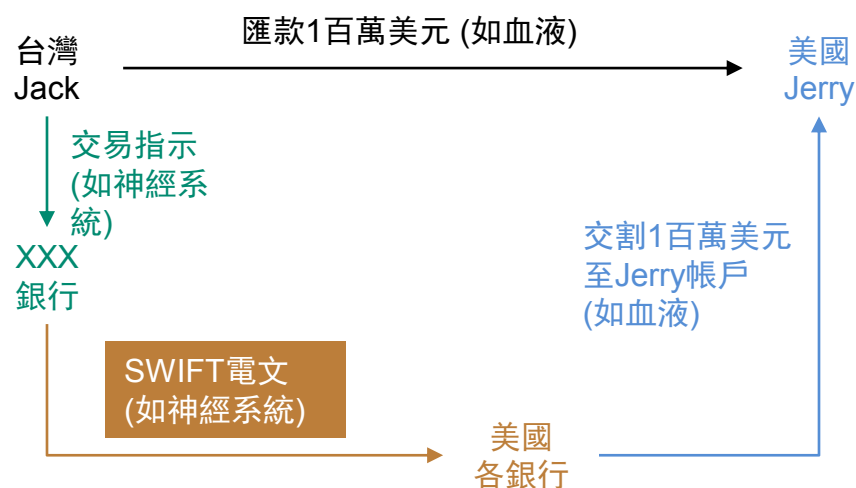
註：左軸為中國官方製造業PMI的新訂單分項除以庫存分項，右軸為12個月前瞻本益比。

資料來源：Bloomberg。

附註：什麼是SWIFT？

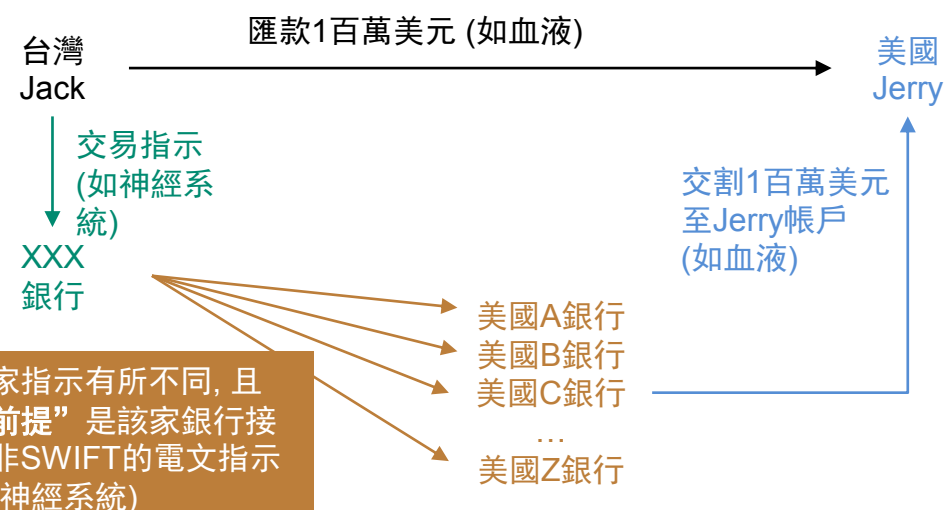
1. 何謂SWIFT？ SWIFT, 環球同業銀行金融電訊協會。為總部位於比利時的全球性同業合作組織，是世界領先的金融報文傳送服務機構，為全球社群提供**金融報文傳送平台和通信標準**。
 2. SWIFT有什麼作用？ 銀行使用SWIFT系統傳送有關銀行之間的匯款金額、轉帳給客戶的金額和買賣資產的**標準化訊息**。
 3. 對俄國有何影響？ 以伊朗為例，2012年、2018年，SWIFT兩次切斷受歐盟制裁的伊朗金融機構與SWIFT系統間的聯繫，與金融制裁之前的2011年相比，2019年的伊朗-歐盟雙邊貿易規模下降85%。(以上資料參考wiki, 蘋果新聞網)
- ➔故循前例，雖然俄國積極令外匯儲備多元化，但仍難完全擺脫衝擊；相對受惠者則為人民幣結算體系，因俄國應更增加直接對人民幣結算交割。

交易流程與SWIFT運作



資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

禁用SWIFT後, 交割結算成本升高, 且可能被拒絕

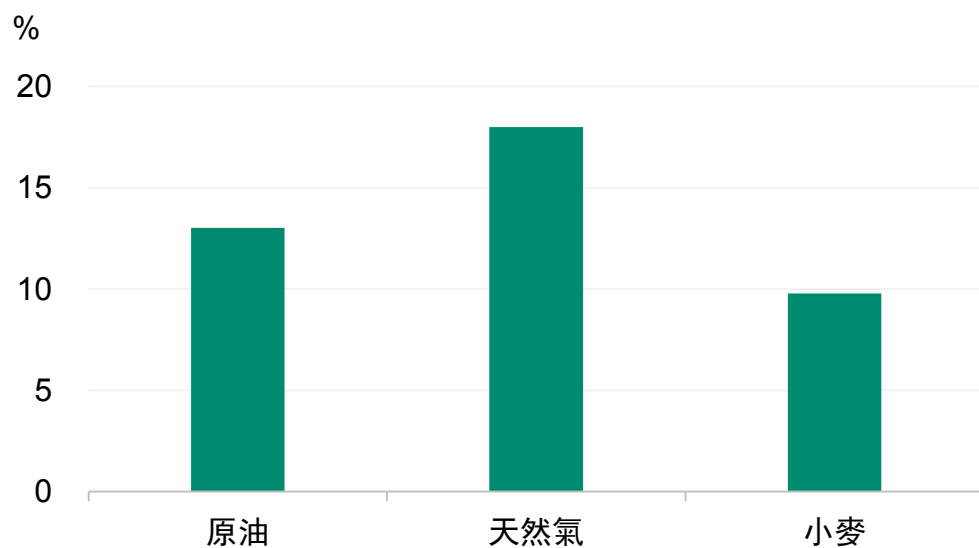


資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

附註：俄國能源、小麥產量居前，歐、俄貿易依存度高，戰爭拖延將形成“雙輸”的局面

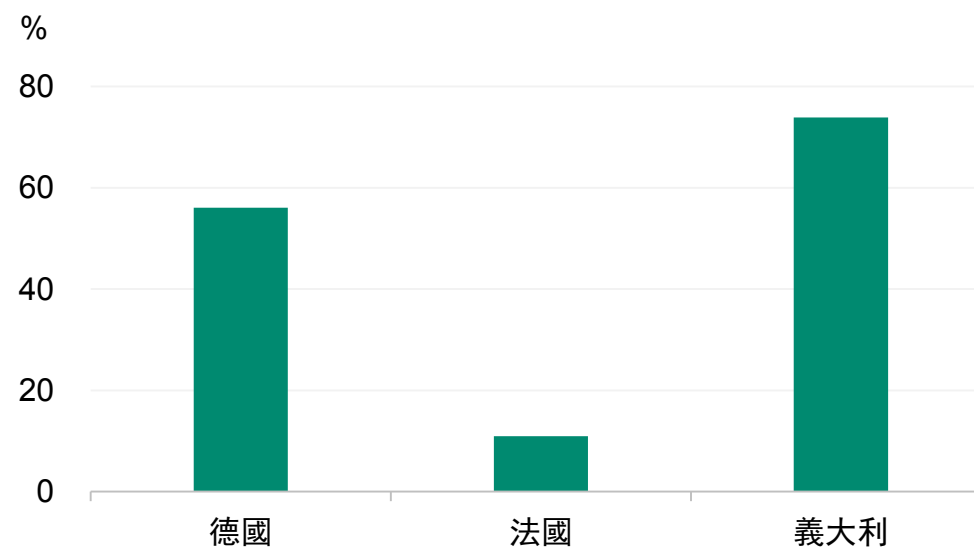
1. 俄國屬於能源、農產大國，原油、天然氣與小麥產量佔全球比重皆達雙位數，其中天然氣因運輸難度較高，故俄國居地利之便，為歐盟的主要出口國之一。
2. 歐盟主要大國中，俄國對德、義兩國的天然氣主要供應國，對兩國佔比皆超過5成。
3. 由於歐、俄兩經濟體貿易依存度高，因此，雙方齟齬對彼此經濟皆將形成傷害。

俄國原油、天然氣、小麥產量佔全球比重



資料來源：Bloomberg, IEA。

歐盟主要國天然氣自俄國輸入比重



資料來源：Bloomberg。

附註：製造業PMI近況

區域	國家	2020/3	2020/6	2020/9	2020/12	2021/3	2021/6	2021/9	2021/10	2021/11	2021/12	2022/1	2022/2
美洲	美國	48.5	49.8	53.2	57.1	59.1	62.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3
	巴西	48.4	51.6	64.9	61.5	52.8	56.4	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6
	加拿大	46.1	47.8	56.0	57.9	58.5	56.5	57.0	57.7	57.2	56.5	56.2	56.6
	墨西哥	47.9	38.6	42.1	42.4	45.6	48.8	48.6	49.3	49.4	49.4	46.1	48.0
歐洲	奧地利	45.8	46.5	51.7	53.5	63.4	67.0	62.8	60.6	58.1	58.7	61.5	58.4
	捷克	41.3	44.9	50.7	57.0	58.0	62.7	58.0	55.1	57.1	59.1	59.0	56.5
	法國	43.2	52.3	51.2	51.1	59.3	59.0	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2
	德國	45.4	45.2	56.4	58.3	66.6	65.1	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4
	希臘	42.5	49.4	50.0	46.9	51.8	58.6	58.4	58.9	58.8	59.0	57.9	57.8
	愛爾蘭	45.1	51.0	50.0	57.2	57.1	64.0	60.3	62.1	59.9	58.3	59.4	57.8
	義大利	40.3	47.5	53.2	52.8	59.8	62.2	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3
	荷蘭	50.5	45.2	52.5	58.2	64.7	68.8	62.0	62.5	60.7	58.7	60.1	60.6
	波蘭	42.4	47.2	50.8	51.7	54.3	59.4	53.4	53.8	54.4	56.1	54.5	54.7
	俄羅斯	47.5	49.4	48.9	49.7	51.1	49.2	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6
	西班牙	45.7	49.0	50.8	51.0	56.9	60.4	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9
	土耳其	48.1	53.9	52.8	50.8	52.6	51.3	52.5	51.2	52.0	52.1	50.5	50.4
	英國	47.8	50.1	54.1	57.5	58.9	63.9	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0
亞洲	中國	50.1	51.2	53.0	53.0	50.6	51.3	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4
	印度	51.8	47.2	56.8	56.4	55.4	48.1	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9
	印尼	45.3	39.1	47.2	51.3	53.2	53.5	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2
	日本	44.8	40.1	47.7	50.0	52.7	52.4	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7
	南韓	44.2	43.4	49.8	52.9	55.3	53.9	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8
	台灣	50.4	46.2	55.2	59.4	60.8	57.6	54.7	55.2	54.9	55.5	55.1	54.3
	越南	41.9	51.1	52.2	51.7	53.6	44.1	40.2	52.1	52.2	52.5	53.7	54.3
地理	新興市場	49.1	49.6	52.8	52.8	51.3	51.3	50.8	51.6	51.2	51.7	50.0	50.9
	歐盟	44.3	47.4	53.5	55.1	61.9	63.1	58.3	58.0	58.2	57.9	58.5	57.9
	歐元區	44.5	47.4	53.7	55.2	62.5	63.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2
	全球	47.3	48.0	52.4	53.8	55.0	55.5	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.6

資料來源：Bloomberg。

Mar 2022

7 Monday	8 Tuesday	9 Wednesday	10 Thursday	11 Friday
德國工業訂單	美國中小企業樂觀指數 美國貿易帳 日本貿易帳 日本領先指標 德國工業生產 歐元區GDP終值 澳洲商業信心	中國社會融資 中國CPI 中國貨幣供給 日本GDP終值	歐洲央行利率會議 美國CPI	密大消費信心調查初值 英國工業生產 德國CPI終值

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