



國泰世華銀行
Cathay United Bank

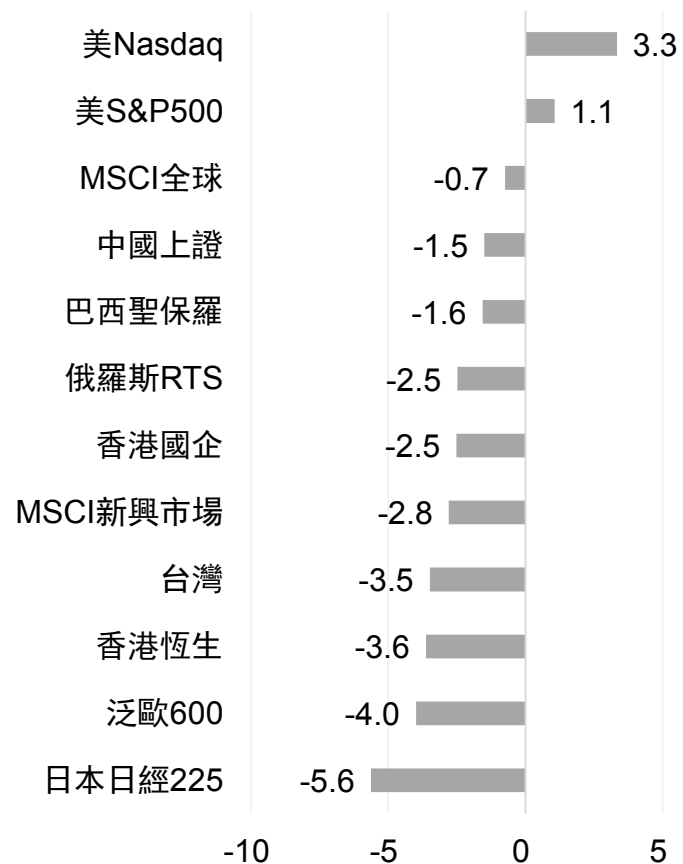
2023年3月20日

投資研究週報

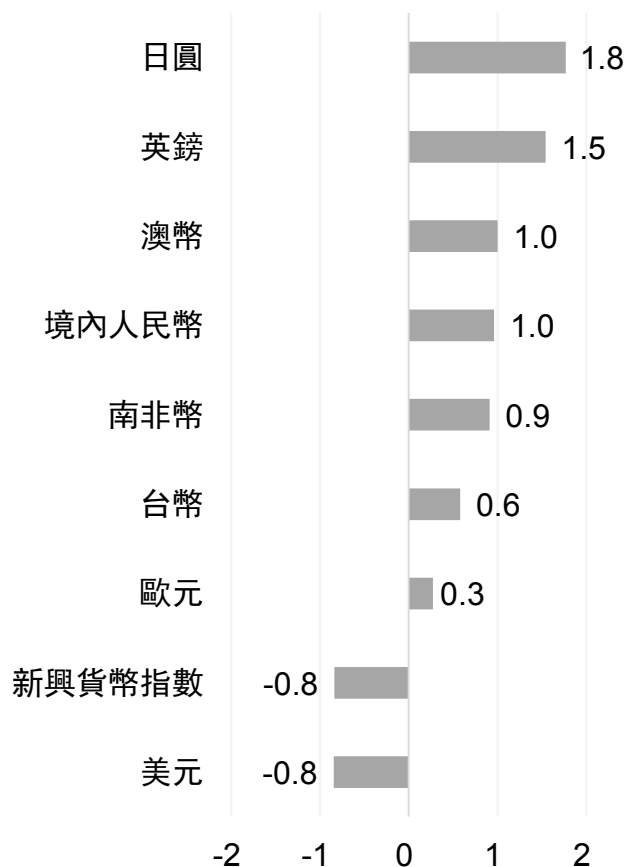
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/3/9-2023/3/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 矽谷銀行倒閉觸動神經，美國官方緊急因應

美國財政部、Fed和FDIC_(聯邦存保)發表聯合聲明：

- 1) 3/13起存戶將可提領100%存款。
- 2) 聯準會將成立「銀行期限融資計畫(BTFP)」向具有公債等抵押品(100%面額)的存款機構提供貸款。

► 瑞信財報遭「否定意見」，股價急挫

- 1) 會計機構PwC，就瑞信2022年財報出具「否定意見」；沙烏地阿拉伯表示不再增資，觸發市場恐慌。
- 2) 惟瑞士央行表態介入，瑞信也公布將借款500億瑞郎，讓系統性風險擔憂略為降溫。

► Fed走向：管控通膨與金融平穩間的兩難

信用事件使3月升息預期呈現一日三市，惟目前通膨不低，官方也已推出聯合行動應對，故**Fed 3月仍具升息1碼的機率**，但若金融情勢惡化則有暫停的可能。

股市

矽谷事件雖係經營模式失當，但也反映資金退潮的事實，即便官方祭出政策避免事件擴散，但**市場信心需時間修復，短線波動難免**。長線而言，通膨降溫、中國解封仍是主軸，**待拉回再累積部位**仍是長線投資較佳策略。

債市

無論就通膨放緩，抑或是長短利差的角度來看，**總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢**。短線市場雖聚焦矽谷事件，風險趨避使殖利率急轉直下，但Fed仍在升息過程中，**投資人應無需恐慌追買債券，可待反彈再行布建**。

匯市

矽谷、瑞信銀行信用事件影響下，短線美元隨升息預期震盪，**長線呈震盪趨貶走勢**。台幣方面，股市氣氛不利外資持續性流入，偶有外資大量匯入，不啻為較佳的換匯時機。

重點節錄

1. 信用記事簿：矽谷、瑞信觸動市場神經，但在美歐央行及政府出手後，市場信心逐步回穩

● 關於矽谷銀行，美國財政部、Fed和FDIC(聯邦存保)發表聯合聲明：

- 1) 3月13日所有存戶將可提領100%存款，股東和某些無擔保債務人將不受保護。
- 2) 聯準會將成立「銀行期限融資計畫(BTFP)」向具有公債等抵押品(100%面額)的存款機構提供達一年的貸款。
- 3) 3月16日美國11家大型銀行向第一共和銀行注資300億美元存款，包括摩根大通、花旗等。
- 4) 週五美股仍是消化在地區銀行的賣壓，顯示投資人信心仍待恢復，風險氣氛主導美股、雙率收低。
- 5) 週末傳拜登團隊與巴菲特曾進行多次對話，討論巴菲特以某種方式投資於美國地區性銀行業的可能性。週一清晨加拿大、英國、日本、歐洲、美國和瑞士等國央行宣布共同行動，將常設美元swap機制從每週改為每天操作，以加強市場流動性。

● 關於瑞士信貸：

- 1) 上週SEC(美國證券委員會)對瑞信2020、21年財報有意見，使瑞信推遲發布2022年報；本週瑞信自揭過去兩年財報出現重大缺陷，但瑞信的審計機構PwC(資誠)，就其2022年的財報出具「否定意見」(i.e. 嚴重違反IFRS)。
- 2) 雪上加霜的是，本週最大股東沙烏地阿拉伯國家銀行表示不再增資，因達其持股上限10%。
- 3) 瑞士央行與監管機關共同聲明，瑞信符合系統銀行條件，並提供500億瑞郎援助。
- 4) 週一清晨瑞士政府介入下，1)瑞銀(UBS)將以30億瑞郎價格收購瑞信(約週五市值的四成)，2)瑞士政府為瑞信資產潛在損失提供90億瑞郎擔保，3)央行給予1000億瑞郎流動性援助，而4)面值約160億瑞郎的瑞信AT1債券完全減記。

● 觀點：

矽谷、瑞信分屬流動性、償付能力問題，後者較嚴重，除資產規模較鉅(2000vs.5760億美元)，對系統性風險影響也甚前者。瑞信因央行援助，問題暫告緩解，但本業虧損仍是後續隱憂。因此，債券部位仍以主順位債為考量。

重點節錄

2. Fed走向：

- 信用事件使3月升息預期呈現一日三市的狀況，不過，隨市場逐漸平穩後，市場焦點重新聚焦在通膨議題上。
- 投研認為目前通膨不低，若沒有更為嚴重的金融事件發生，Fed 3月升息1碼機率仍在。

3. 股債匯後市：

- 股市：
 - 1) 矽谷與瑞信事件雖屬個別事件，但也反映資金退潮的事實，後續波動難免，仍應避免追高。
 - 2) 大盤方面，評價雖將較去年修復，但縮表仍會限縮評價回升幅度，故指數大區間「橫盤打底」格局依舊。
 - 3) 類股方面，美國科技股不缺題材但評價相對較高，而金融股則需考驗信心，投資人無須急於抄底美國金融股。因此，若投資人手中部位特別集中於美股，不妨可採分散、多元的配置策略。
- 債市：總經面仍有利公債殖利率偏下趨勢，但信用利差水準則有上升可能，後續仍宜挑選信用品質較佳者為先。
- 匯市：美元短線受信用事件影響而上下震盪，應注意追價風險；長線而言，基本面支持美元趨勢偏貶。

近期市場狀況

矽谷銀行與瑞士信貸接連觸發市場敏感神經，美國財政部長葉倫重申，美國銀行業體系依舊健全，同時**美國11家美國大型銀行向第一共和銀行注資300億美元存款**，包括摩根大通、花旗等，使公司股價反彈10%。另外，**瑞士央行**與監管機管也共同聲明，瑞信符合系統銀行條件，並**提供500億瑞郎援助**，公司股價大漲19%。受此影響，市場信心逐步回升，美歐股市反彈逾1%。

債市方面，市場避險情降溫，美國10年期公債殖利率上彈12個基點，重新站回3.5%關卡。

主要市場指數表現

債市	3/8	3/15	3/16	3/15-16變化 (bps)	3/8-16變化 (bps)
美2年公債利率	5.07	3.89	4.16	27.0	-91.3
美10年公債利率	3.99	3.45	3.58	12.2	-41.4
投資級債指數	2982	3024	3018	-0.2	1.2
--yield	5.63	5.38	5.45	7.0	-18.0
--OAS	1.24	1.63	1.56	-7.0	32.0
非投資級債指數	2237	2212	2221	0.4	-0.7
--yield	8.70	9.03	8.93	-10.0	23.0
--OAS	4.00	5.11	4.85	-26.0	85.0
股市	3/8	3/15	3/16	3/15-16變化 (%)	3/15-16變化 (%)
美股SPX	3992	3892	3960	1.8	-0.8
美國區域銀行	111	77	80	3.8	-28.3
泛歐600	461	436	442	1.2	-4.2
歐洲銀行	168	143	145	1.1	-13.7
比特幣	22007	24391	24754	1.5	12.5

資料來源：Bloomberg, 截至2023/3/16。

主要銀行股價及CDS表現

地區銀行	3/16 股價變化(%)	3/8-3/16 股價變化(%)	3/16 CDS變化(%)	3/8-3/16 CDS變化(%)
摩根大通	1.9	-5.1	-1.5	43.4
美國銀行	1.7	-11.0	1.0	57.8
花旗集團	1.8	-10.0	-1.3	45.1
摩根史坦利	1.9	-9.3	-3.7	61.8
瑞士信貸	19.2	-24.4	11.0	189.9
法國巴黎銀行	1.3	-17.6	1.8	48.8
法國興業銀行	-1.2	-21.8	-0.0	21.5
德意志銀行	-1.3	-18.5	14.2	63.9
渣打銀行	1.1	-17.4	-3.7	61.8
巴克萊銀行	3.0	-15.7	0.9	22.3

資料來源：Bloomberg, 截至2023/3/16。

信用記事簿：矽谷、瑞信接連觸發市場神經, 即便官方出手、基本面不差, 但市場信心仍舊脆弱

3/13 美國財政部、Fed和FDIC發表聯合聲明：1)矽谷銀及Signature銀行的存戶將可提領100%存款, 但股東和無擔保債務人將不受保護。2)聯準

會成立「銀行期限融資計畫(BTFP)」為銀行以公債等擔保品提供100%面額融資貸款, 減少銀行因流動性問題須賤賣資產的狀況。

3/13 英國財政部、BoE和銀行監管機構也聯手, 催生了匯豐銀行收購矽谷銀行英國分支的計畫, 確保所有該分支的存戶存款的安全。

3/14 亞洲清晨, Fed聲明表示將會進一步審視對矽谷銀行的監管出了什麼問題, 並將於5/1公布調查結果。

3/15 傳上週美國證券委員會(SEC)對瑞信2020、21年財報有意見, 瑞信因而推遲發布2022年年報; 本週瑞信並自揭過去兩年財報出現重大缺陷, 但瑞信的審計機構PwC, 就其2022年的財報出具「否定意見」(i.e. 嚴重違反IFRS)。

➔ 矽谷、瑞信分屬流動性、償付能力問題, 後者較為嚴重, 除因資產規模較鉅(約2000vs.5760億美元), 更嚴峻的是本業虧損, 客戶流失。

美歐銀行多符合CET1 “7%”要求, 惟地區銀行體質稍弱

美系	2021/12	2022/12	歐系	2021/12	2022/12
高盛	14.2	15.1	駿懋	17.2	15.1
摩根史坦利	16.0	15.3	巴克萊	15.1	13.9
摩根大通	13.1	13.2	渣打	14.1	14.0
美國銀行	10.6	11.2	匯豐	15.8	14.2
富國銀行	11.4	10.6	德意志	13.2	13.4
花旗	12.3	13.0	UBS	15.0	14.2
矽谷銀行	12.1	12.1	瑞信	14.4	14.1
第一共和	9.7	9.2	法巴	12.9	12.3
利凱國際	9.5	9.1	法興	13.7	13.5
Bank United	12.6	11.0	法國農業信貸	11.9	11.2
Truist金融	9.6	9.0	裕信	15.8	16.7

資料來源：Bloomberg。

美歐銀行備抵呆帳覆蓋率, %

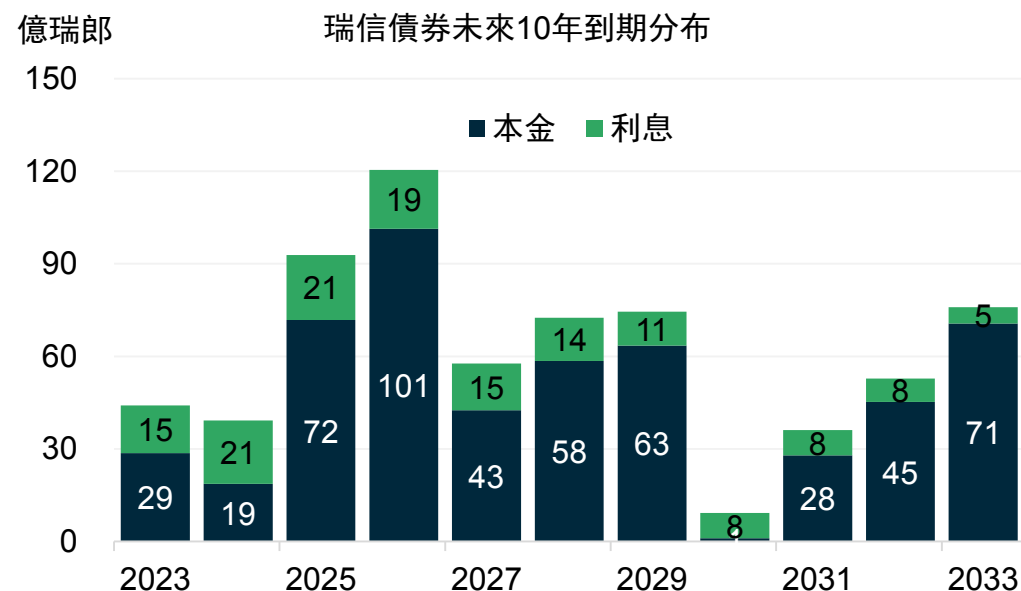
美系	2021/12	2022/12	歐系	2021/12	2022/12
高盛	147	208	駿懋	89	59
摩根史坦利	66	143	巴克萊	79	79
摩根大通	210	294	渣打	70	70
美國銀行	271	333	匯豐	60	58
富國銀行	173	231	德意志	42	42
花旗	487	696	UBS	25	25
矽谷銀行	502	464	瑞信	54	40
第一共和	499	719	法巴	91	95
利凱國際	234	345	法興	65	69
Bank United	61	142	法國農業信貸	75	70
Truist金融	399	368	裕信	81	93

資料來源：Bloomberg。

瑞信今年債務到期不多, 但本業虧損才是根本原因, 終需股東注資或政府出手



瑞信債務到期量集中在2025-26兩年, 今年到期則不多



資料來源: Bloomberg。

本業虧損才是信用事件的根本原因



資料來源: Bloomberg。

Fed走向：通膨為首要任務, ECB再度升息2碼, Fed 3月升息機率也有所回升

歐洲央行昨日召開利率決策會議，為確保通膨中期能回歸到2%的目標，將3大關鍵利率調升50個基點，其中再融資利率來到3.5%。以歐元區的通膨水準來看，目前高達8%，因此，對抗通膨仍是歐央的首要任務。另外，針對近期金融市場的波動，歐央也重申金融體系的健全，並稱若有必要，將以其他工具提供必要的流動性。ECB將通膨問題與金融穩定當作獨立議題去解決。

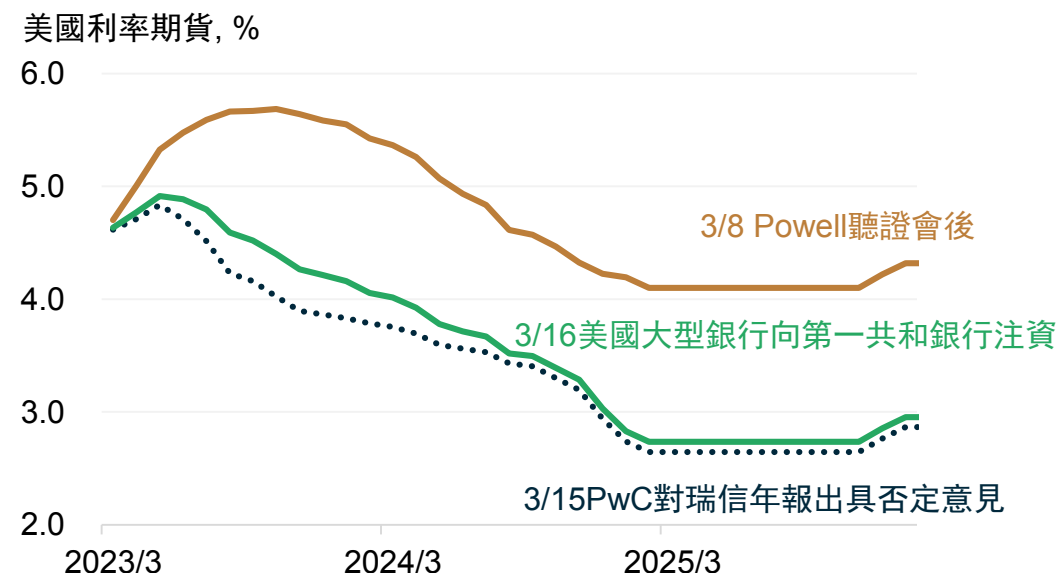
另一方面，隨金融信用事件暫告趨緩，市場也重新聚焦聯準會3月的升息可能，也帶動美國公債利率曲線的上移。就匯率而言，由於美歐利差將逐步縮窄，美元後續偏弱看待，不過，市場若較為震盪，仍可能帶動美元反彈。

ECB政策利率與通膨狀況



資料來源：Bloomberg。

恐慌氣氛緩解, Fed升息預期再次小幅回升



資料來源：Bloomberg。

美國CPI：分項多數降溫，但住房通膨壓力尚在，市場恐慌情緒稍一緩解，3月升息機率立即彈升

矽谷銀行信用事件後，官方快速介入的2天後，市場恐慌情緒已有緩解跡象，並重新權衡Fed未來的升息決策。最新公布的2月CPI年增為6%，核心CPI年增為5%，大致符合預期且皆較前月回落，但細部觀察通膨組成，市場關注的服務通膨年增仍持續攀升。

綜合考量，金融穩定的擔憂下降、通膨壓力仍在的環境，市場認為3月將升息1碼的機率再次突破5成，大致符合投研3月續升1碼可能性較大的想法。

美國CPI多數分項降溫，但住房通膨壓力尚在

US CPI YOY, %	權重	2022 12月	2023 1月	2月	較前月變化
全部	100.0	6.5	6.4	6.0	↓
食物	13.5	10.4	10.1	9.5	↓
能源	6.9	7.3	8.7	5.2	↓
核心	79.5	5.7	5.6	5.5	↓
商品	21.4	2.1	1.4	1.0	↓
新車	4.3	5.9	5.8	5.8	=
二手車	2.7	-8.8	-11.6	-13.6	↓
服務	58.2	7.0	7.2	7.3	↑
房租	34.4	7.5	7.9	8.1	↑
醫療	6.7	4.1	3.0	2.1	↓
運輸	5.8	14.6	14.6	14.6	=
機票	0.6	28.5	25.6	26.5	↑
服務-房租	27.6	7.5	7.2	6.9	↓

資料來源：Bloomberg。

市場恐慌略為緩解後，3月升息機率再次彈升



資料來源：Bloomberg，截至2023/3/14。

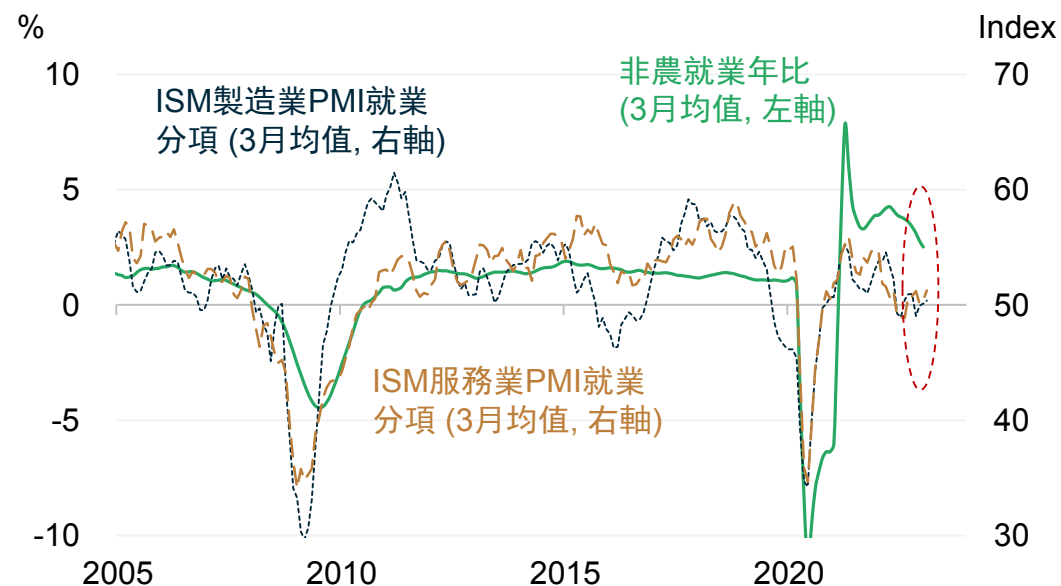
總經格局：就業市場尚佳，薪資放緩與CPI高基期輔助下，後續「通膨應能維持放緩趨勢」

就業：3月公布的非農報告中，薪資增長持續放緩的趨勢，而就全年格局而言，短率躍升，長短利差反轉程度加劇，將更壓抑銀行業授信，實體經濟過熱的情況也可望改善，這將使得薪資增長放緩的趨勢應能得以延續。

CPI：在經歷過去一年通膨飆漲之後，面對去年同期的高基期，仍舊是今年CPI年比得以放緩的助因；不含住房的服務項CPI是目前Fed最為關注的分項，所幸，2月公布數據顯示月比有明顯降溫，年比放緩趨勢亦是持續。

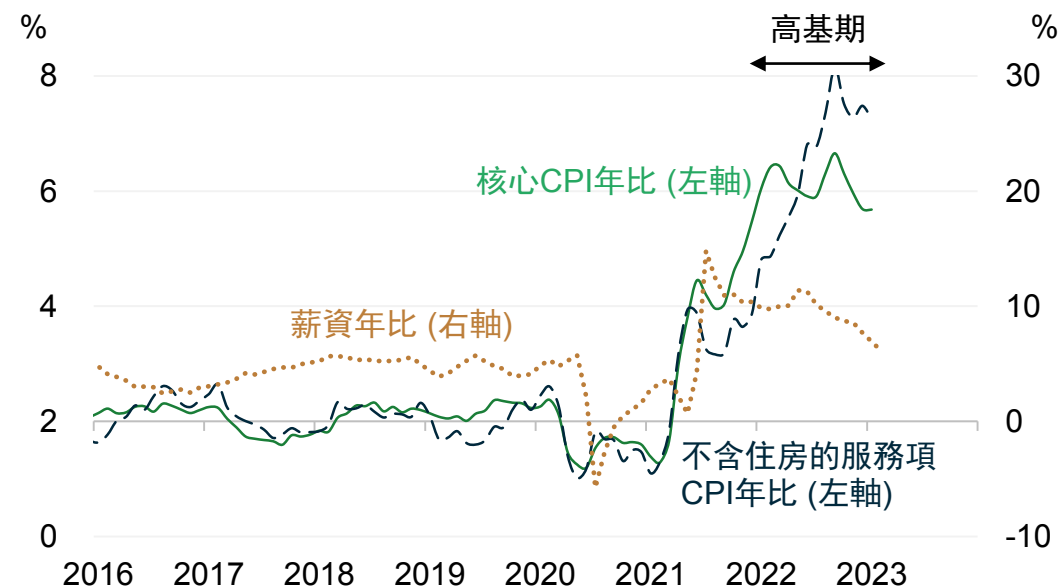
結論：即便通膨、薪資年比尚未回到長期平均的水準，但長線可望趨緩，加上升息循環將屆尾聲，去年雙率巨升狀況不再。

就業增長雖有所放緩，但減速並不如Fed的期待



資料來源：Bloomberg。

薪資增長放緩，加上高基期輔助，核心通膨可望降溫



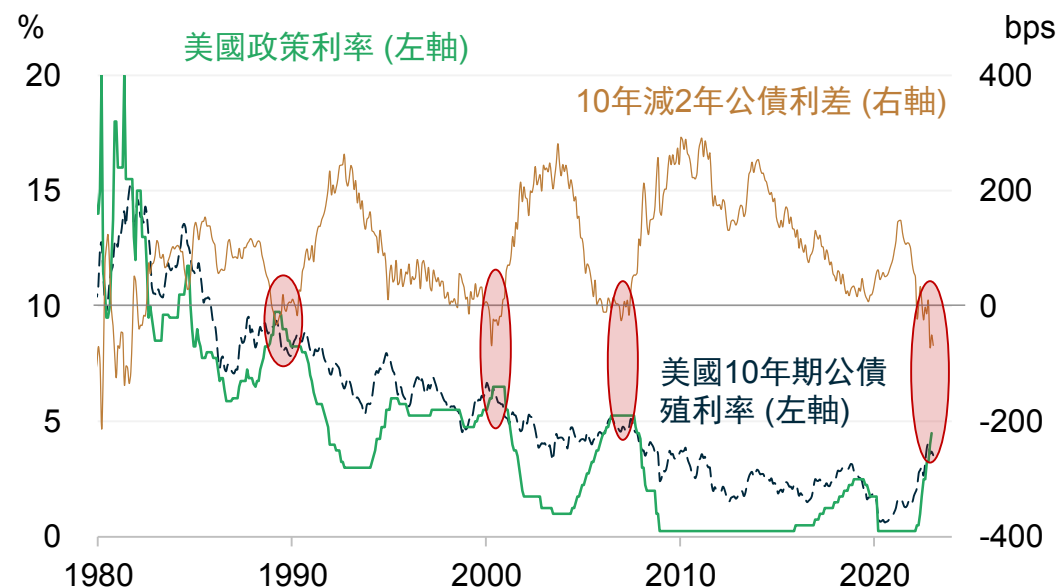
資料來源：Bloomberg。

債市：總經格局有利殖利率長線偏下，信用事件催化下，短線無需追多，可待反彈再行布建

公債：無論就通膨放緩，抑或是長短利差的角度來看，**總經格局仍舊是有利殖利率長線偏下的趨勢**。究其原因，基期效果對於今年上半年的通膨降溫屬一大利多；而長短利差反轉下，銀行業放貸意願轉保守，將有利過熱的景氣持續降溫。短線而言，市場聚焦矽谷銀行的信用事件，風險趨避使得殖利率急轉直下，**但Fed仍將升息下，投資人應無需恐慌追買債券，可待反彈再行布建。**

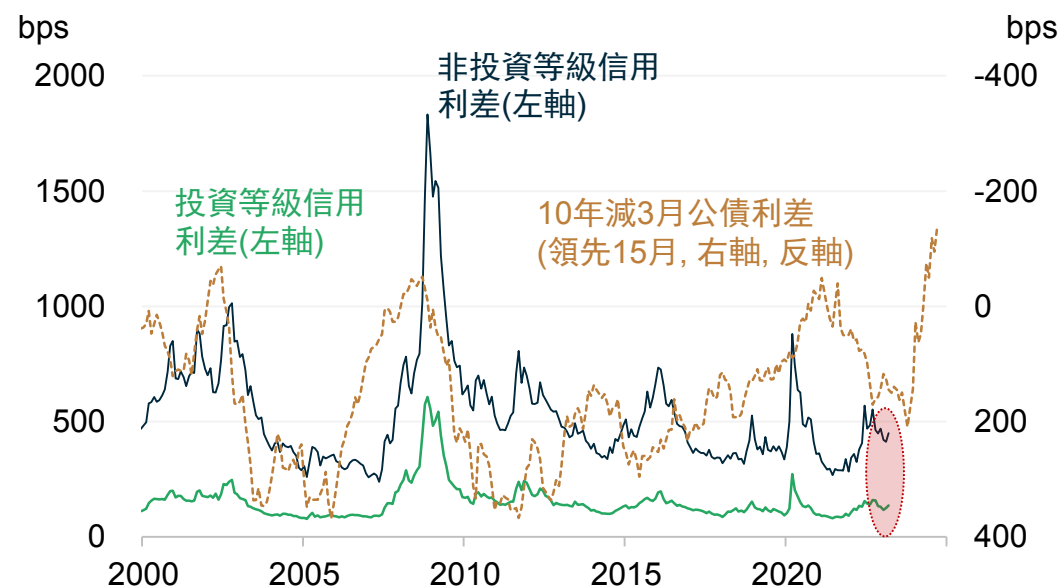
信用：就信用品質的角度而言，雖然矽谷事件使得信用利差略有反彈，但絕對水準並不算高，而依過往長短利差走勢來看，後續利差水準仍有上升的可能，**後續仍宜挑選信用品質較佳者為先。**

長短利差仍處反轉狀態，對實體經濟仍是壓抑的作用



資料來源：Bloomberg。

依長短利差走勢來看，後續利差水準仍有上升的可能



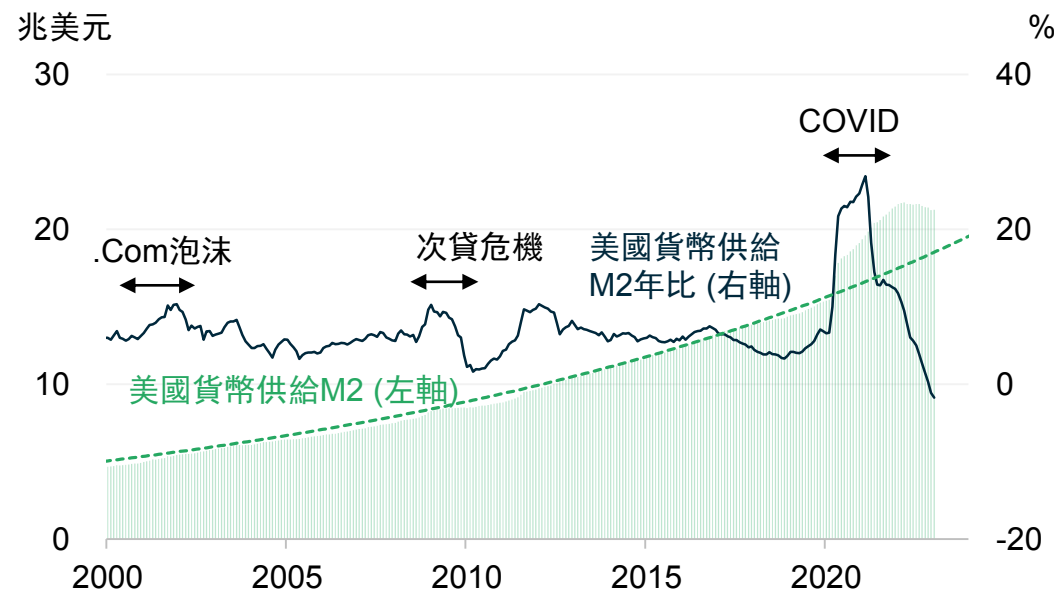
資料來源：Bloomberg。

股市：矽谷事件雖係經營模式失當，但也反映資金退潮的事實，後續波動難免，仍應避免追高

回顧過往20年的美國貨幣政策舉措，當市場有金融危機發生，Fed每每以釋出大量貨幣供給應對；惟此仰賴的是過往通膨平穩，貨幣政策空間有所餘裕。但自COVID以來，多方因素交陳，導致通膨水準仍距離Fed 2%目標仍有不小的距離，加上貨幣供給巨幅躍升下，使得今次縮表路途迢迢，同時也限制了Fed應對後續金融危機發生時的政策空間。

鑒於去年以來Fed持續升息加縮表，**銀行業準備金出現下降的趨勢，這意味著銀行業或市場游資持續下降**；伴隨Fed盡收游資，隔夜聯邦基金交易量持續上升，顯示市場對流動性的需求持續攀升。政策環境轉變下，將使得矽谷銀行之類的金融機構面臨營運挑戰，這也將使得後續個別信用事件容易發生，**股市波動難免，仍應避免追高，並以現金流穩健之標的為首要。**

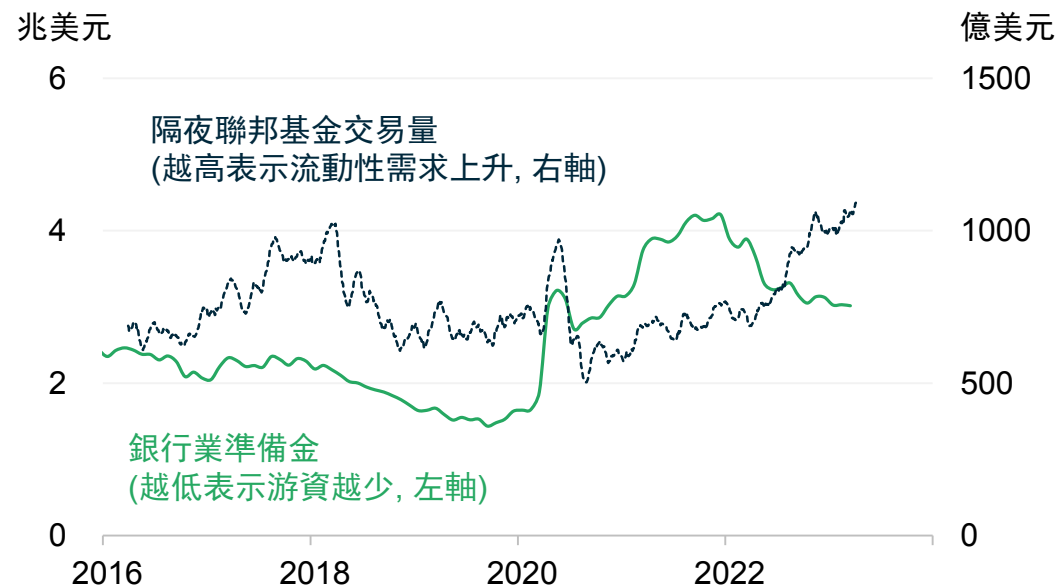
Fed慣以寬鬆因應金融震盪，使得今次縮表仍路途迢迢



註：趨勢線的估計式為，貨幣供給水平=17.8*exp(0.0002*時間)，期間1985-2023/3。

資料來源：Bloomberg。

Fed縮表使銀行業準備金走降，而拆款需求則持續上升



資料來源：Bloomberg。

股市：今年股市評價雖可望修復，但Fed縮表仍限縮評價回升的幅度，盤勢仍是橫盤打底

雖然今年股市評價可望修復，但**Fed縮表仍會限縮評價回升的幅度**，故指數大區間橫盤打底的格局並未改變；因此，當市場情緒興奮時，反而是逢高出脫的時機，而當市場氣氛轉差時，反而應該靜待落底，逢低布局。

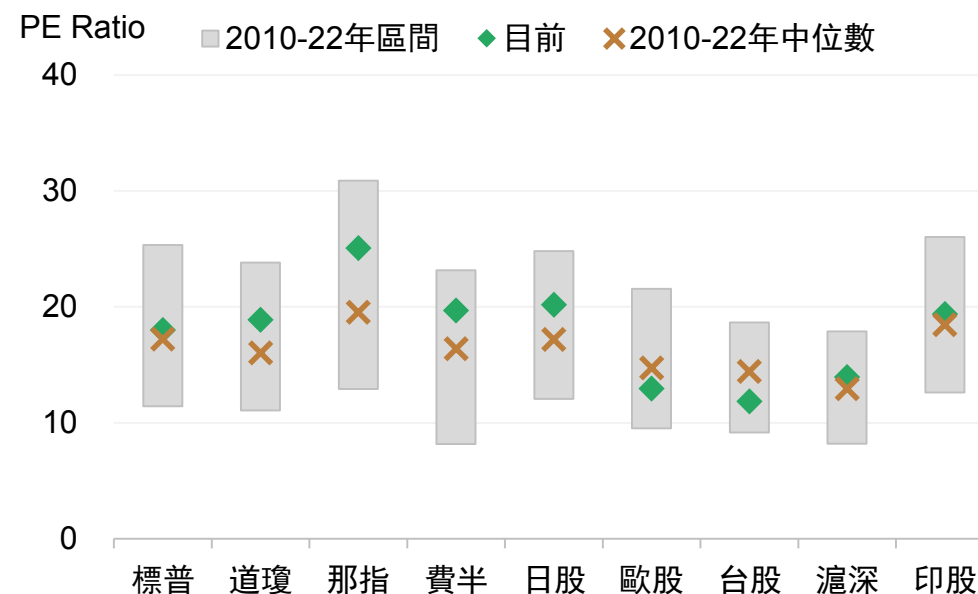
以整體指數評價來看，目前評價面並不能算便宜，因此**分散、多元的配置還是對投資人較佳的投資策略**。

Fed縮表下，資金面收縮將使得評價回升有所限制



資料來源：Bloomberg。

整體評價不能算便宜



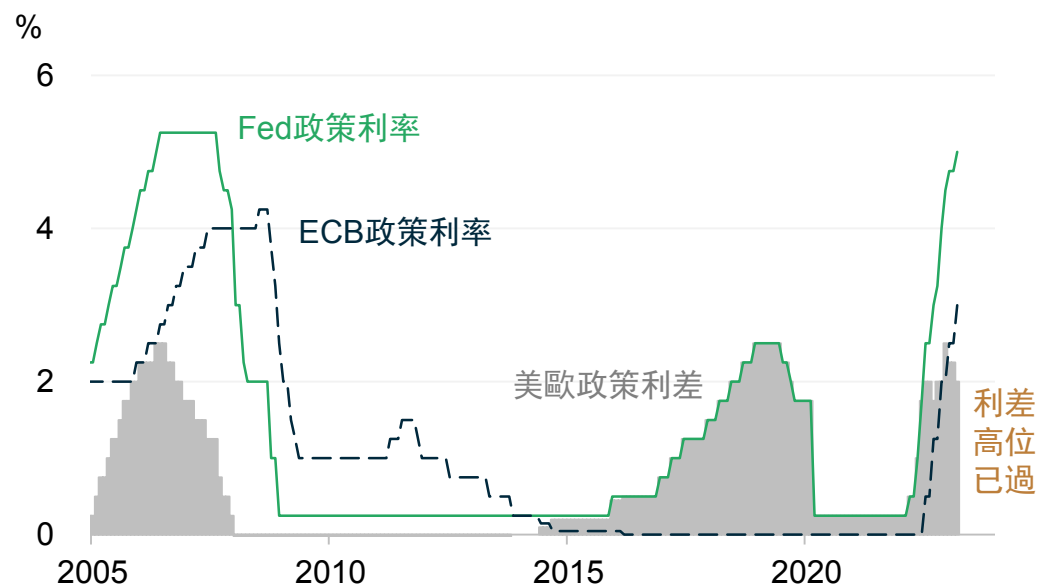
資料來源：Bloomberg。

匯市：美國貨幣政策優勢鈍化，歐、日國貿易條件較去年改善，「美元」指數將較去年震盪趨貶

美歐利差高位已過，矽谷銀行信用事件更削弱Fed升息預期，風險氣氛惡化，投資人心態表現出一日三市的情況，利率期貨由先前預期3月升息兩碼回落至僅升息1碼，加上長線而言，ECB(歐洲央行)仍在加速升息的過程中，使得美歐利差將持續縮窄。此外，去年壓抑歐、日匯價的貿易條件惡化，今年也有所改善，也將給予歐、日匯價支撐。

美元匯價：長線美元偏貶趨勢未變。週間ECB會議如市場預期升息2碼，惟市場聚焦矽谷銀行的影響，聯準會升息預期因而削弱；加上殖利率大跌推升日幣，**使美元短線更顯弱勢**。惟股市氣氛也不利外資流入，有換匯需求者，不妨利用台幣回升進行換匯。

美歐利差高位已過，信用事件更削弱Fed升息預期



資料來源：Bloomberg。

歐、日兩國貿易條件已較去年改善



資料來源：Bloomberg。

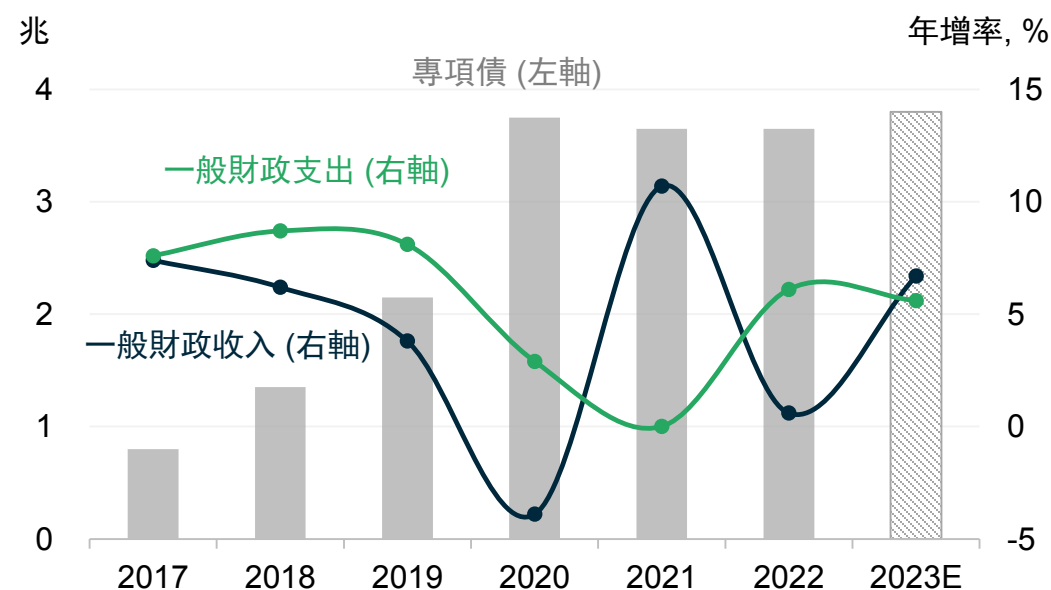
中國 企業信心延續改善，景氣修復支撐股市表現

兩會重點：中國兩會落幕，預期政策面有望接續推行，因1)2023年財政支出預算年增5.6%，新增專項債進一步增加至3.8兆人民幣，雙雙保持高強度支出；2)國務院新總理李強在記者會上強調，達到5%經濟成長目標不易，需打好政策組合拳，並再次確保民生經濟發展，力求鞏固企業信心。

經濟表現：1-2月經濟數據回暖，消費、生產、投資乃至於房地產銷售狀況顯著反彈，解封與政策效益浮現。另一方面，2月新增社融數據優於市場預期，除了社融存量與信貸增速回升，結構上來看，**企業中長期貸款保持高增長**，反映在政府基建帶動下，企業信心回暖，景氣復甦有望進一步延續。

股市展望：美國升息不確定性與區域性銀行倒閉擔憂，令近期市場情緒承壓，陸港股走勢同受壓抑，然而，觀察新總理發言與年度預算數字，政策端可望持續提供經濟支撐，短線盤勢或隨全球市場震盪，但在經濟延續改善之際，**大盤下方風險可控，中期偏多格局不變**。

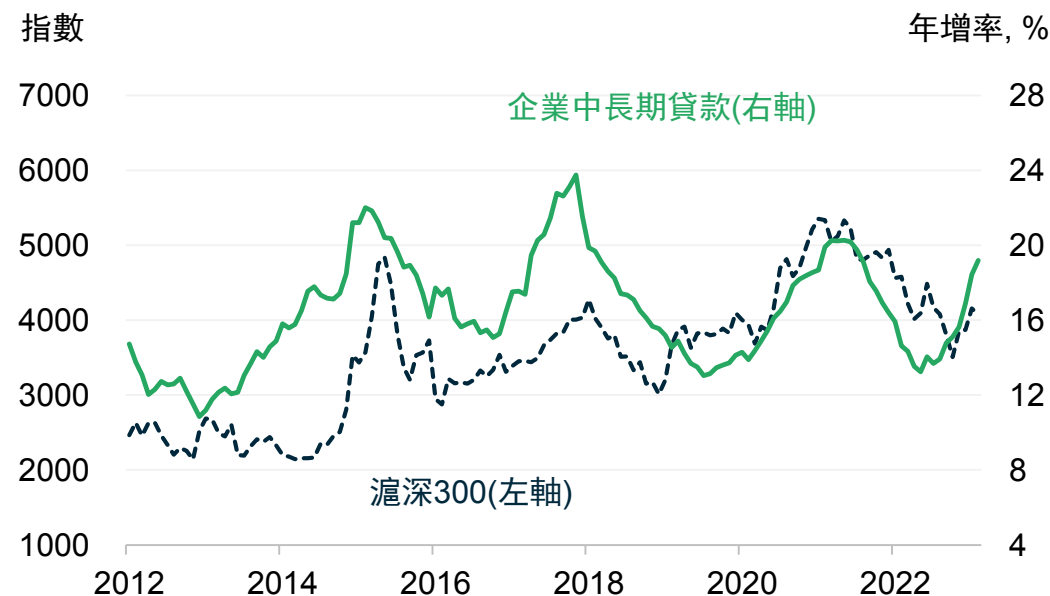
2023年財政支出與專項債增速維持高位



註：2023年財政收支與專項債額度為年度預算目標。

資料來源：Wind, 新華社。

企業融資延續改善，景氣修復支撐股市表現



資料來源：Bloomberg。

Mar 2023

20	Monday	21	Tuesday	22	Wednesday	23	Thursday	24	Friday
德國PPI 歐元區貿易帳		美國成屋銷售 歐元區ZEW經濟景氣指數 德國ZEW經濟現況指數 加拿大CPI 加拿大零售銷售		英國CPI 歐元區經常帳		美國FOMC利率決策 芝加哥聯準全國活動指數 美國新屋銷售 歐元區消費者信心指數		美國PMI 歐元區PMI 英國PMI 日本CPI 日本PMI 英國核心零售銷售 英國消費者信心	

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