



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2023年3月31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。

# 市場策略思維

## ► SVB尋得買主，銀行風暴暫告段落

瑞銀併購瑞信、第一公民銀行買下矽谷銀行，這場聯動美、歐的銀行風暴暫告段落，然利率處於高位，放貸持續緊縮下，經營難度升高，信用事件恐仍將零星發生。

## ► Fed升息近尾聲，長短利差倒掛縮窄

Fed採取分進合擊的戰略來應對高通膨與金融穩定，不過美國銀行業處境艱難，衰退疑慮再起，隨著通膨逐步降溫，Fed繼續升息的空間有限。

## ► 服務業與製造業景氣先後走揚

殖利率偏下行，有利股市評價修復；美國製造業景氣有落底跡象，服務業則領先轉為擴張，經濟具支撐有利股市築底。

### 股市

資金環境緊縮，而景氣在低檔，體質差的公司將受較大衝擊，信用事件零星發生，使得股市波動仍大，應聚焦在成長動能明確的領域，並從低基期的市場找機會。

### 債市

通膨逐步下降，公債殖利率的高點可能不易再出現，面對殖利率下行趨勢，仍可逢殖利率反彈布局，並逐步拉長債券天期。

### 匯市

Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨。上半年企業獲利較弱，台幣不易出現急升，但長線基本面走向有利於台幣匯價。

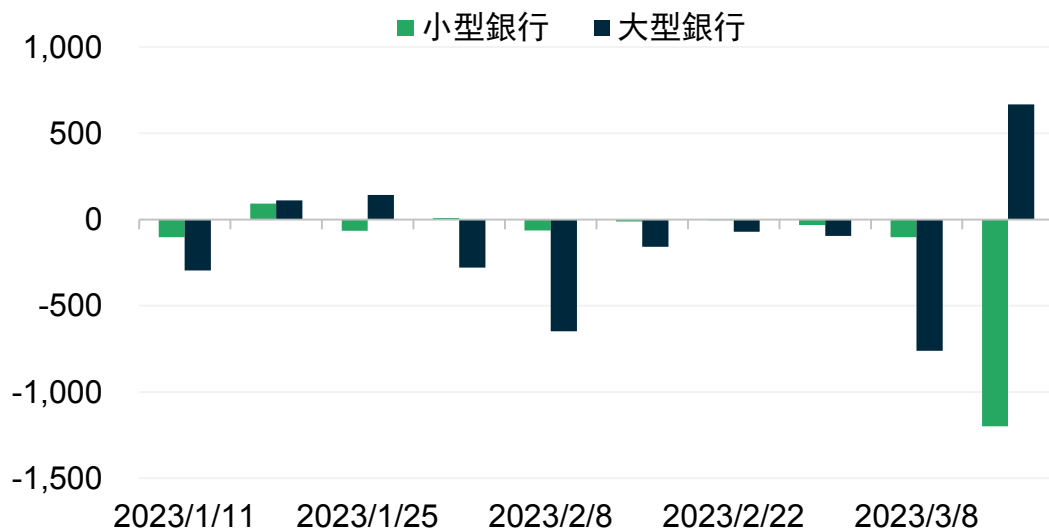
## SVB尋得買主, 銀行風暴暫告段落

第一公民銀行(First Citizens Bank)出資165億美元以折價購買規模約720億美元的矽谷銀行資產, 包括其存款及貸款; 另外約900億美元的證券和資產將繼續由美國聯邦存款保險公司(FDIC)監管, 原本矽谷銀行的17家分行也以第一公民銀行的名義恢復營業。

銀行股走穩, 地區銀行股也出現反彈, 但存戶的信心反應在存款的移動上, 小型銀行在截至3/15的前一週存款流失1199億美元, 同期間大型銀行存款則增加667億美元。然而全體銀行存款自去年11月以來持續減少, 除了公債殖利率較銀行利率更具吸引力, 最主要的原因還是由於聯準會過去一年大幅升息, 資金環境急速緊縮所致。

### 矽谷銀行危機下, 存款由小銀行流往大型銀行

存款週變動, 億美元

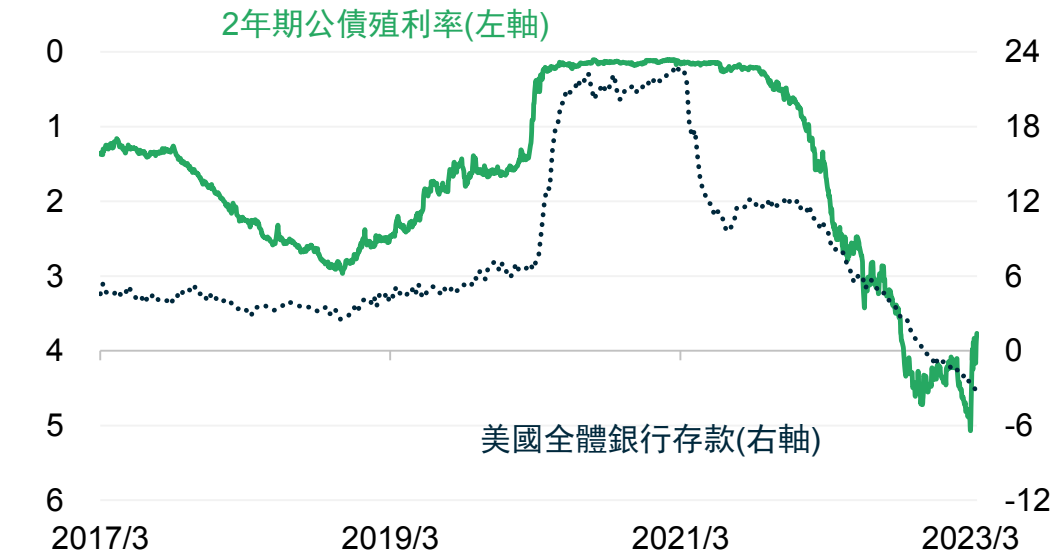


資料來源: Fred。

### 隨著公債殖利率飆高, 銀行存款自去年底以來持續流出

反軸, %

年增率, %



資料來源: Bloomberg。

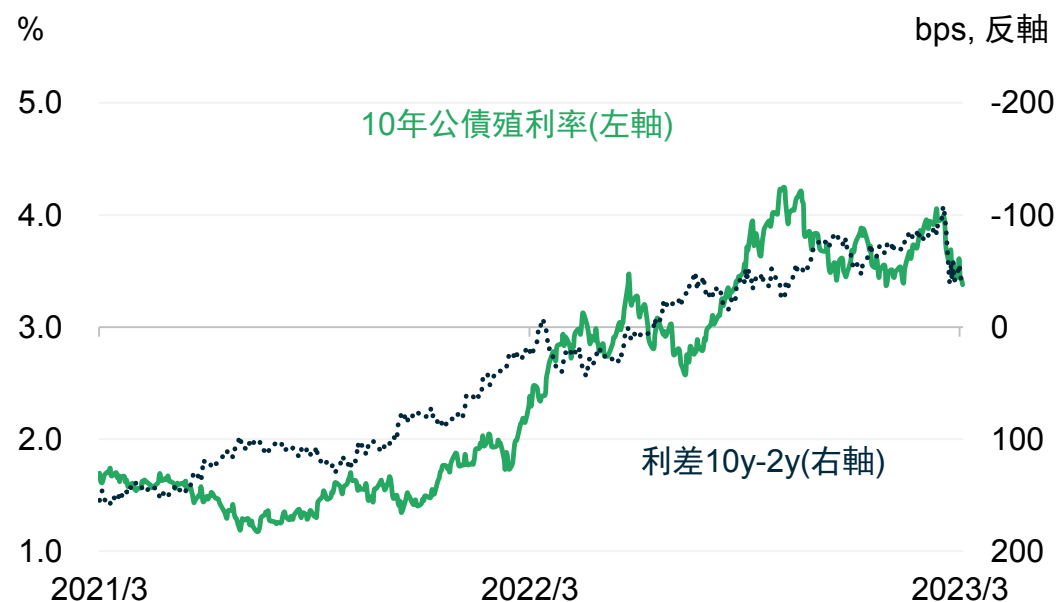


## Fed升息近尾聲, 長短率分道揚鑣

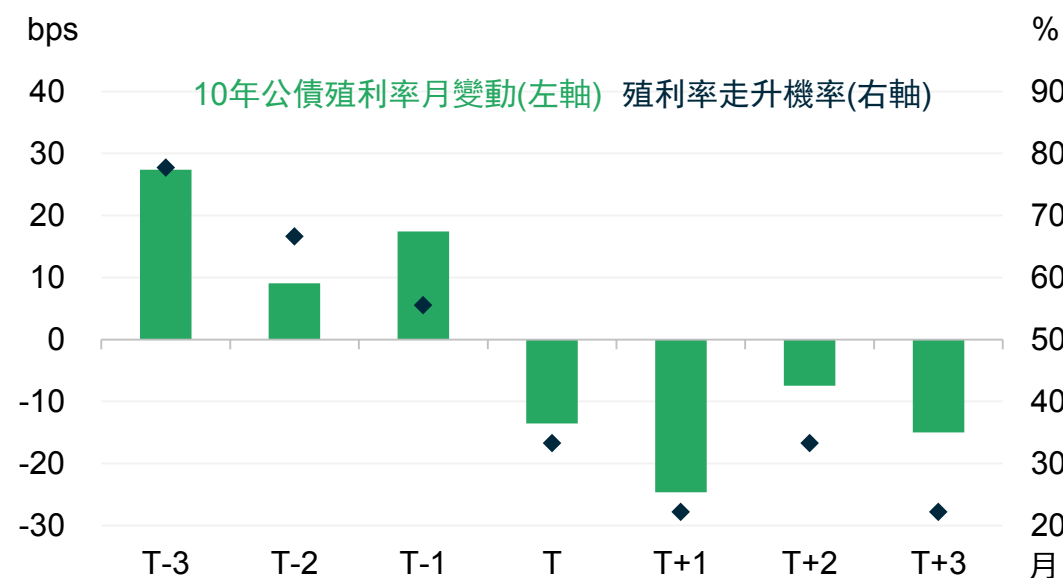
聯準會及時出手釋出流動性, 銀行風暴止血, 但同時Fed又在3月升息一碼, 顯示Fed採取兩種不同的策略來應對高通膨與金融穩定, 以杜絕市場質疑聯準會抗擊通膨的決心, 因此對於Fed降息的預期, 似乎不應該言之過早。不過放款趨嚴、存款流失, 美銀行業處境艱難, 隨著衰退疑慮再起, 加上通膨逐步降溫, 由10年期與2年期公債的利差倒掛逐漸縮窄, 可以看出Fed升息接近尾聲。

若統計1974年以來共9次升息循環尾聲, 10年期公債殖利率在最後一次升息當月及後3個月, 平均殖利率皆下降, 且機率高於殖利率走升, 相較於最後升息前3個月平均殖利率仍小幅走升來看, 近期殖利率若有彈升, 宜把握債市布局時機。

### 預期升息近尾聲, 長債利率降, 利差倒掛幅度縮小



### 結束升息後, 公債殖利率偏下行



註: 統計1974年以來9次升息循環終點, 10年公債殖利率月變動, T=最後一次升息月份。  
資料來源: Bloomberg。

## 大環境有利債市，聚焦公債與投資等級債

銀行危機讓投資人意識到高利率對經濟的影響正在顯現，但另一方面**貨幣市場基金的殖利率隨著政策利率走高，吸引資金持續流入**。而貨幣型基金主要投資標的就是短期政府公債(含附買回操作)，也**凸顯利率高位和景氣前景不明的環境中，債市的吸引力有增無減**。

- 1) 天期選擇：除了短天期的債券外，在通膨持續降溫、升息近尾聲，且Fed點陣圖預估明年將有降息空間的環境下，若**投資人擔心未來1-2年債券到期後的再投資風險，不妨可以考慮緩步拉長債券的布局天期**，確保即使在Fed降息後，仍可鎖利在相對高位。
- 2) 標的選擇：除了公債殖利率已大致呈現偏下行走勢外，觀察企業體質普遍較佳的投資等級債利差表現持續穩健，但體質較差的非投資等級債，尤其評級最低的CCC級利差已出現明顯的彈升，因此提醒，在逆風的環境下，布局應以高評級的公債及投資等級債券為主。

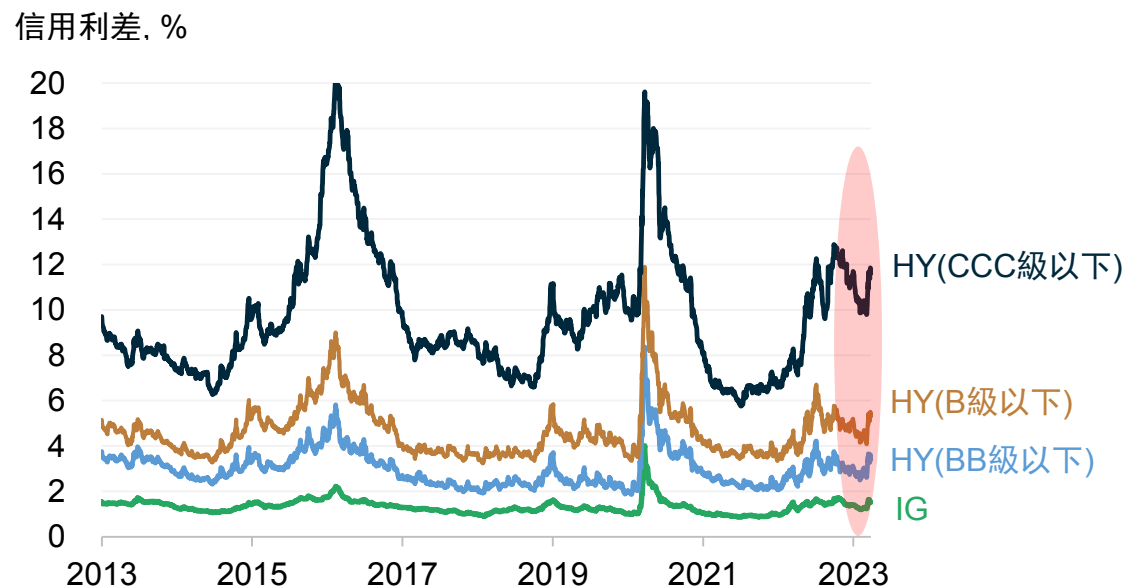
### 美貨幣市場基金的殖利率隨政策利率走高，吸引資金進駐



註：貨幣市場基金為投資於高流動性、短期工具的共同基金，工具包括現金、和高信評、短期的債務證券(如美國國債)。目前美貨幣市場基金8成以上投資在現金及政府公債。

資料來源：Bloomberg, Investment Company Institute。

### IG債表現仍穩健，然體質較差的HY利差已出現走升壓力



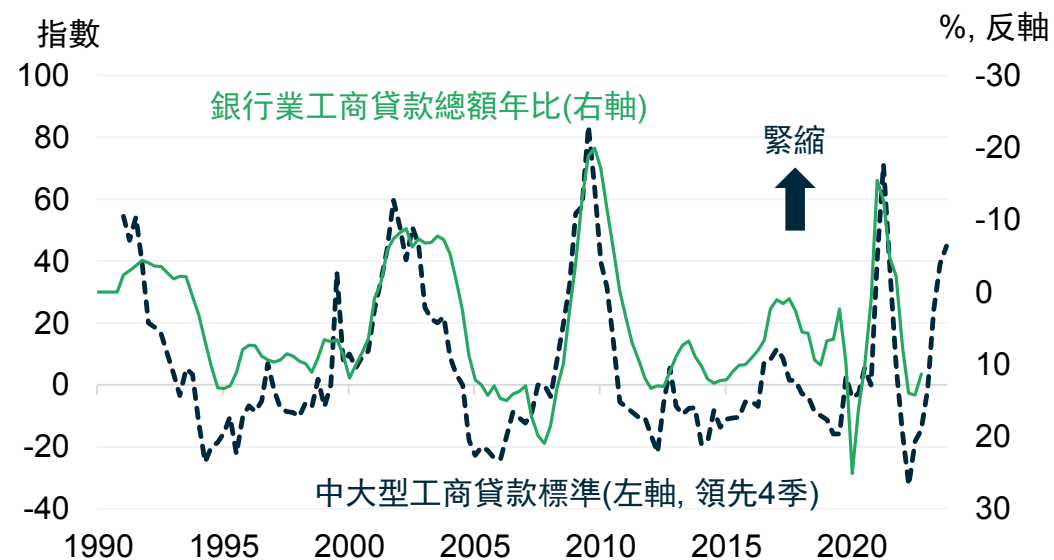
資料來源：Bloomberg。

## 利差倒掛環境與製造業景氣放緩，影響銀行放貸意願

利率倒掛表示長天期利率低於短天期利率。從資金供給面來看，由於長率低於短率，隱含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，緊縮放貸標準，進而影響後續放貸狀況。從資金的需求面來看，銀行減少放貸，使企業更難取得資金，不利經濟發展，尤其是中小企業。

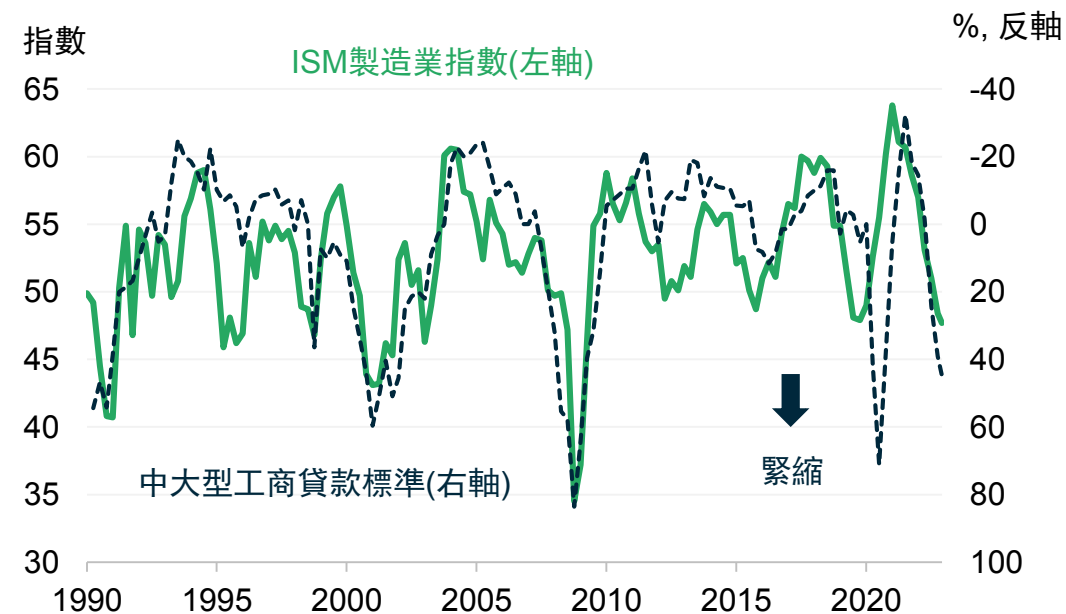
從過去的經驗來看，銀行之所以會緊縮放貸，除利率倒掛外，製造業景氣動向亦是影響銀行放貸意願的主因之一，如果景氣不明，銀行為避免違約風險，亦可能緊縮放貸標準。**展望未來，由於銀行於2021年中旬以來已緊縮信貸標準，且具有遞延效果，預期中小企業仍將面臨籌資壓力。**

### 利率倒掛下，銀行拉高放貸標準



資料來源：Bloomberg。

### 景氣放緩壓力，亦是銀行緊縮的原因



資料來源：Bloomberg。

## 服務業與製造業景氣先後走揚

經過美、歐銀行事件，全球金融經歷上沖下洗，就資產規模而言，矽谷銀行雖不是美國前十大銀行(排名第16名)，卻也是美國史上規模第二大的銀行倒閉事件，更不用說成立歷史長達167年的瑞士信貸銀行爆發危機帶給市場的震撼。由於資金緊縮、景氣堪憂，市場擔心銀行破產將帶來經濟衰退的連鎖效應，不過由股市表現來看，**標普地區銀行指數雖然出現崩跌，但是對於整體標普500指數影響有限，且美歐央行緊急釋出流動性，發生系統性風險的機率下降。**

由景氣位置來看，目前製造業PMI已經歷了近2年的下行，雖然仍處於收縮階段，但落底的機率逐漸提高。而服務業PMI則在就業市場熱絡、中國解封帶動下快速攀揚，回到景氣擴張階段，服務業與製造業景氣先後走揚，對於經濟的支撐將轉強。

### 地區銀行爆雷對於整體股市影響有限

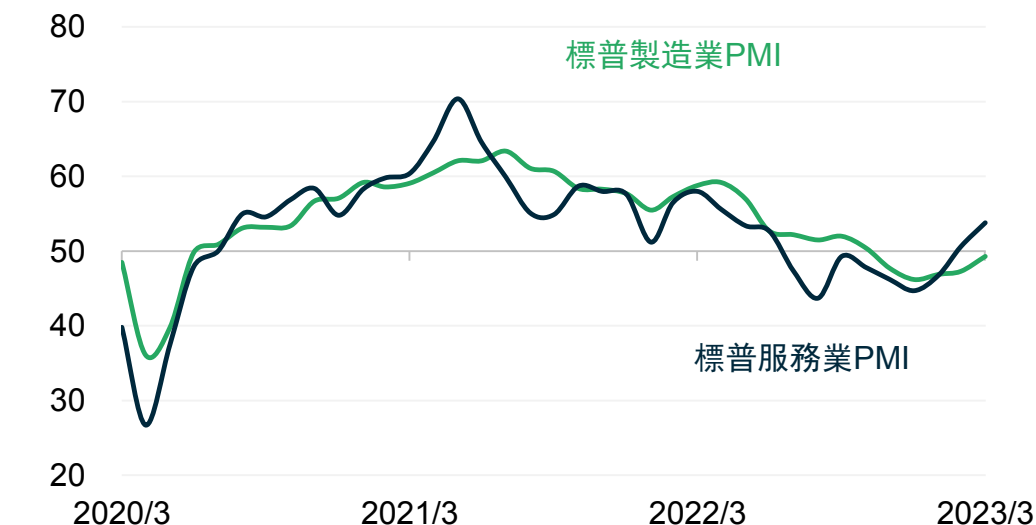
標準化, 2022/12/23=100



資料來源: Bloomberg。

### 服務業與製造業景氣先後走揚

指數



資料來源: Bloomberg。

# 中國 北京當局意圖重建企業信心，基本面與政策面支撐大盤展望正向

經濟面：中國1-2月工業企業利潤年減22.9%，較2022/12年減4%大幅走弱，除了受到基期因素影響，內外需求不穩固為主要原因。外需方面，海外需求下滑導致出口回落；在內需層面，經濟復甦初期則以服務消費的動能較強。預期後市在企業展望轉佳、房市復甦帶動上游原物料需求的環境下，企業獲利狀況有望逐步回穩。

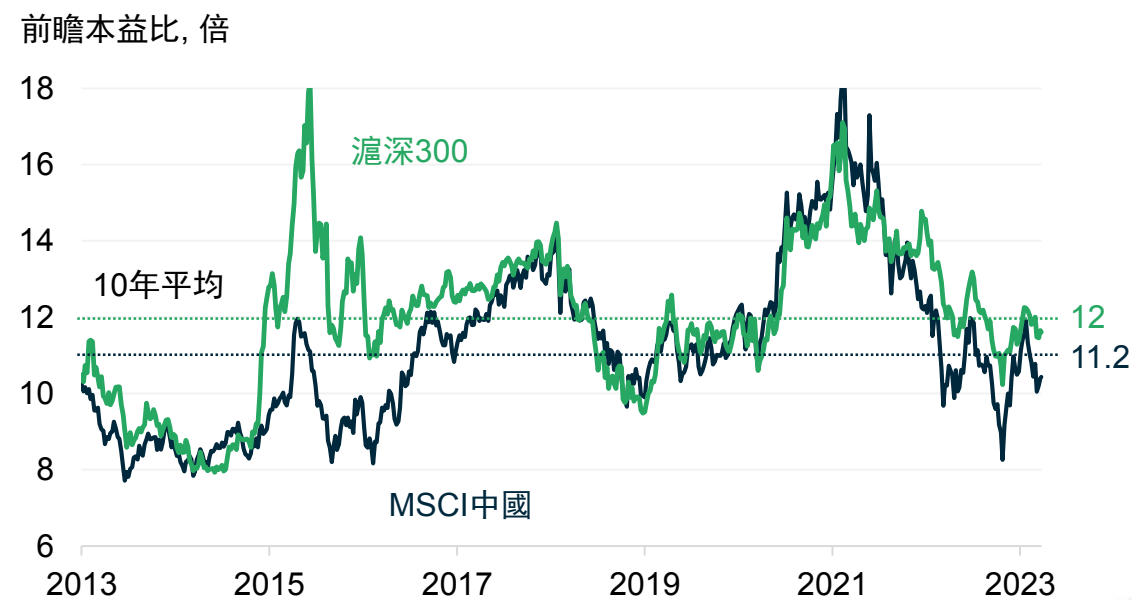
市場面：儘管1-2月企業獲利表現仍在低檔，但目前景氣與政策循環都處於擴張階段，如馬雲近期重返杭州，即被視為對民營企業的信心喊話，3月也多達86款遊戲版號獲得批准，顯示官方的監管力道正持續放寬。另一方面，中國主要指數的前瞻本益比回到10年平均下方，**評價面看來，大盤目前處在合理價位。往前看，基本面與政策面保持積極，加上海外的銀行流動性風險緩解，有利於陸股中期展望正向。**

## 1-2月工業企業利潤走弱，但製造業PMI已領先回穩



資料來源：Wind。

## 中國主要指數前瞻本益比尚在10年平均下方



資料來源：Bloomberg。

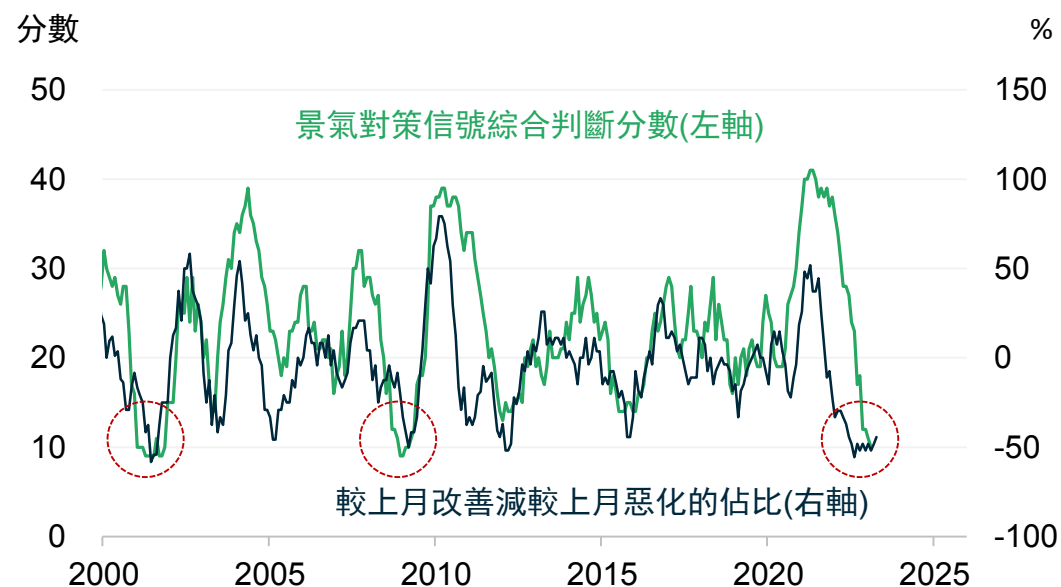


# 台幣 景氣對策信號綜合判斷分數續降, 尚待時間築底, 但近期台幣則持續受到股市牽動

景氣燈號：台灣2月景氣對策信號綜合判斷分數為10分，較上月減少1分，燈號續呈藍燈，代表景氣低迷狀況持續惡化，創下2009年3月以來的新低。主要原因在於終端市場需求不振、產業鏈持續調整庫存等因素影響了台灣的生產面、貿易面、金融面和信心面指標。雖然國發會依照過去平均長度，認為今年4月應該會是谷底，但在外部需求低迷，美歐貨幣政策仍緊下，由谷底反轉的時間，仍需要進一步確認。

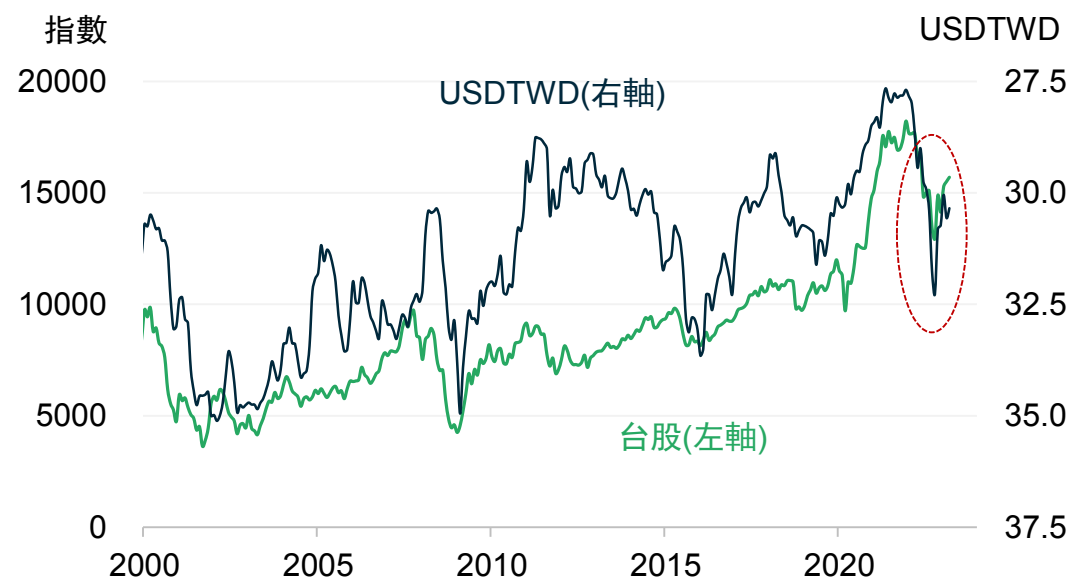
台幣匯價：長線而言，基本面走向有利於台幣匯價，因Fed接近升息尾聲、美元不若去年強勢，而台灣央行仍升息因應通膨。但就短線而言，外資的買超情況已有所改變，而今年上半年企業的獲利動能仍然較弱，台幣不易出現2019-21年的直線升值走勢，短線易隨台股起伏。

對策信號分數已降至相對低位



資料來源：Bloomberg。

台幣易受台股影響，台股居高下，台幣走勢也較震盪



資料來源：Bloomberg。

Apr 2023

3	Monday	4	Tuesday	5	Wednesday	6	Thursday	7	Friday
美國ISM製造業指數 歐元區製造業PMI 中國財新製造業PMI 台灣休市	美國工廠訂單 美國JOLTS職缺 美國耐久財訂單 德國工廠訂單 台灣、印度休市	美國ADP 就業變動 美國ISM服務指數 歐元區綜合PMI 德國工業生產 台灣、中國、香港休市	美國初領失業金人數 中國財新服務業PMI 泰國休市	美國非農業就業人口 美國失業率 美國、英國、法國、德國、香港、印尼、印度、巴西休市					

## 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