



國泰世華銀行
Cathay United Bank

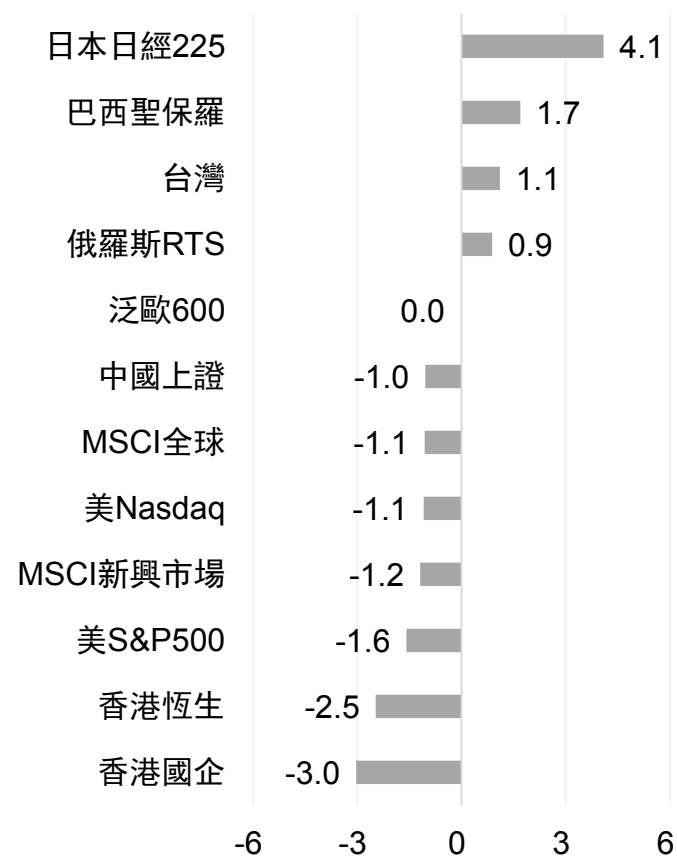
2023年3月13日

投資研究週報

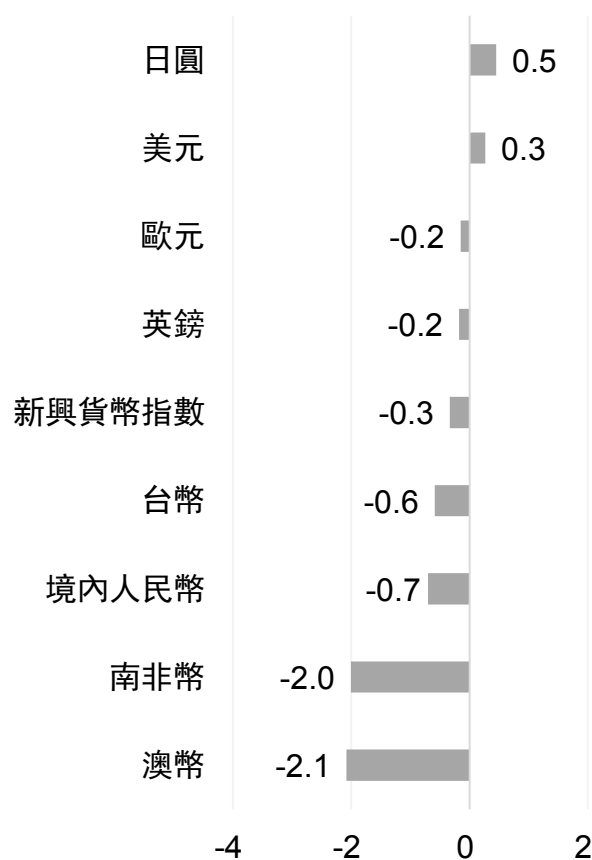
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2023/3/2- 2023/3/9。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Powell聽證會偏鷹論調，如何解讀？

Powell於聽證會表示利率峰值可能更高、暗示3月升息2碼的可能，明顯較前次FOMC發言偏鷹許多。本次可能為Fed官員進入緘默期前最重要的一次發言，應該如何解讀。究竟升息何時有望告一段落？

► 利率高位添價格波動，債券可逢高鎖利

在利率higer for longer環境，料將使實體經濟冷卻、進而帶動通膨回落。預期升息難脫尾聲、景氣難脫高利率拖累，大環境有利債市表現下，應把握鷹派預期推升債券利率之際布局債市。

► 股市仍偏震盪，拉回再分批布建

利率走升令金融情勢再度收緊，股市震盪幅度恐進一步放大。2月ISM訂單/庫存比來看，目前比值已從歷史的相對低點中回升，顯示企業營運持續改善，股市下方風險可控，利空鬆動為下半年帶來轉機。

股市

在全球總經逆風而行的中國，全年5%的經濟成長目標，仍可謂傲視群雄，除內需拉動的經濟方針不變下，也對全球去庫存起到加速的作用。考量利率偏高環境下，股市仍偏震盪。

債市

2年債利率隨升息預期走高已破去年的高點，但長率部分卻仍大幅低於前高，主要反應市場擔憂對目前高利率的環境對景氣的威脅正在加深。預期長率不易突破前高，布局可聚焦公債或穩定現金流的投資級債。

匯市

在今年美元相較去年走勢偏弱，而標普500走勢偏向橫盤震盪的大框架下，台幣雖偶有外資匯入的大幅升值表現，但升幅可能不及佔美元指數主要權重的歐元、日幣。因此，有換匯需求，可利用外資匯入時進行換匯。

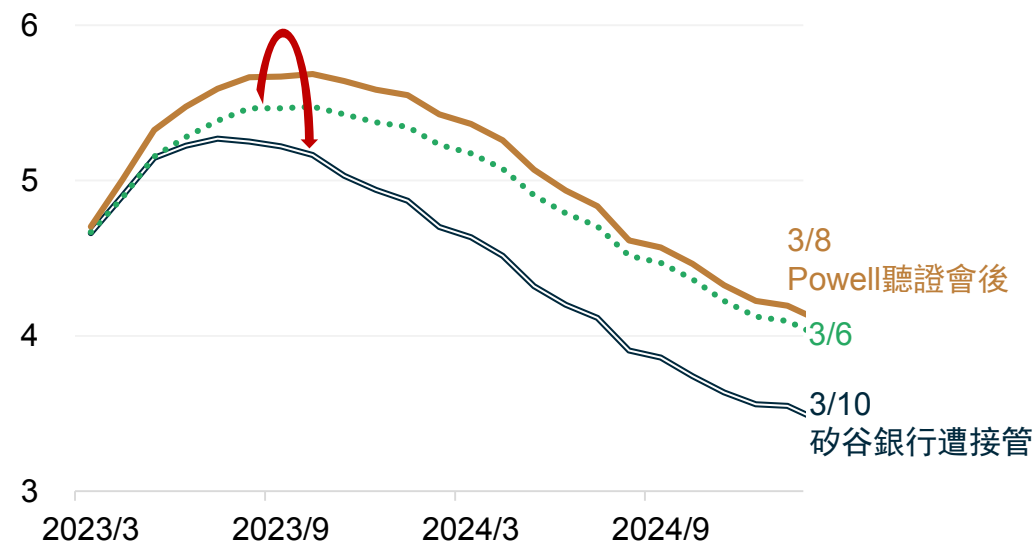
Powell於聽證會偏鷹論調 vs 矽谷銀行遭接管事件, 引發升息預期巨震

3/7-8聯準會主席Powell於國會聽證會的證詞, 被視為Fed官員進入緘默期前最重要的一次發言。Powell表示, 因應近期強勁的經濟數據, **利率峰值可能更高, 且不排除未來再度升息2碼, 一度帶動3月升2碼的機率跳升逾7成**、利率峰值的預估上調至5.5-5.75%。

就在同一週, SVB集團旗下矽谷銀行(Silicon Valley Bank)因存款流失引發流動性危機, 被迫賤賣手中債券來籌措現金, 並釋出需籌資彌補虧損的訊息後, 狀況急轉直下, 由於籌資失敗, 該銀行3/10(五)火速遭加州金融保護與創新部 (DFPI) 關閉, 並移交給聯邦存款保險公司 (FDIC) 接管。**SVB事件反映了Fed激進升息可能對經濟產生的衝擊**, 有鑑於此, **預期除非3/14(二)CPI數據大幅高於市場預估, 否則Fed應會更偏好以更漸進的方式升息。**

升息預期因矽谷銀行事件爆發後, 大幅回落

美國利率期貨, %



資料來源: Bloomberg。

預期3月升2碼的機率衝高後回落到5成以下



註: 資料日期2023/3/10。

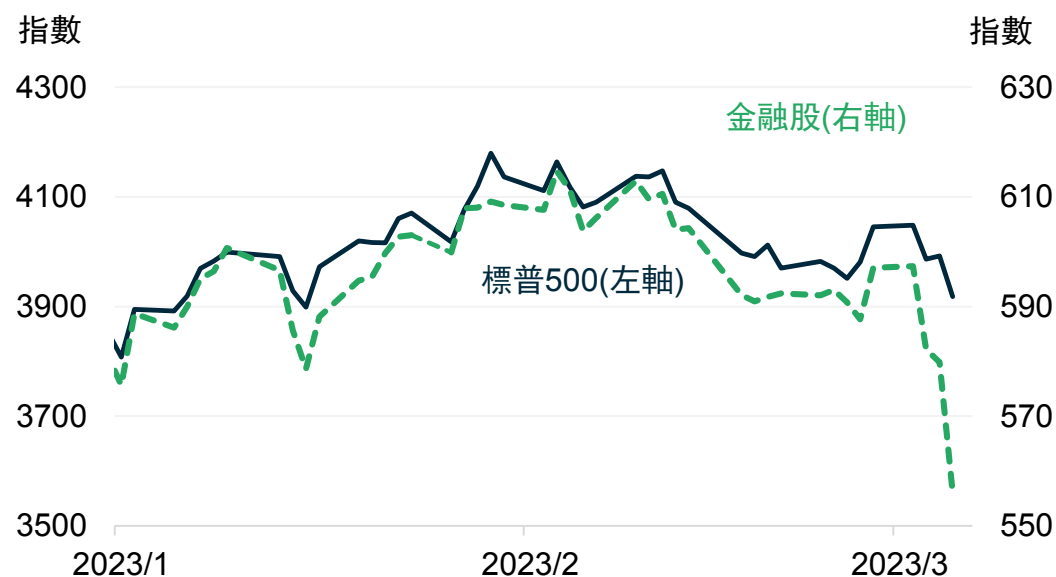
資料來源: Bloomberg。

景氣難脫高利率拖累, SVB事件即是一例

矽谷銀行(SVB)遭接管事件發生的原因為何? 歸咎主因有二, 1)**過度集中的客群**: SVB主要為美國新創業提供存放款服務, 低利期間, SVB的存款規模隨科技新創的蓬勃大幅增長, 然Fed激進升息以來, 新創業融資難度巨增也導致其存款快速流失。2)**資產負債結構不匹配**: SVB在低利期間將資金大量布局在長債, 導致近期為了因應存款快速流失, 需賣債來緩解流動性危機。而賣債產生虧損需籌資, 最終因籌資失敗而快速遭FDIC接管。

矽谷銀行遭接管影響為何?是否會引發下一個金融海嘯? 短期不排除其他地區性銀行可能因恐慌, 或多或少出現擠兌的狀況, 使金融市場動盪持續一陣子。然, 1)矽谷銀行規模較小, 且政府第一時間出手, 確保SVB所有存戶可於3/13可以提領所有存款。2)Fed火速成立新計畫Bank Term Funding Program, 提供合格銀行以公債、MBS做為抵押品, 並以面額融資長達一年的貸款, 減少銀行因流動性問題須賤賣資產的狀況。3)金融監管已較金融海嘯前嚴謹許多, 且大銀行除了在業務分散外, 資產負債結構也更加平衡, 預期大銀行表現仍穩健下, 引發金融系統性風險還言之過早。

SVB事件爆發, 引發金融股賣壓



資料來源: Bloomberg。

貨幣緊縮的環境下, 企業籌資難度增加



資料來源: Bloomberg。

預期實質利率於上半年翻正下，將使「升息難脫尾聲」

景氣難脫高利率拖累：在貨幣緊縮的環境下，企業籌資難度增加，而由於製造業景氣低迷，體質不佳的公司更容易受到衝擊，企業面的壞消息恐接二連三，對於負債比例高的產業及公司，尤須特別注意。

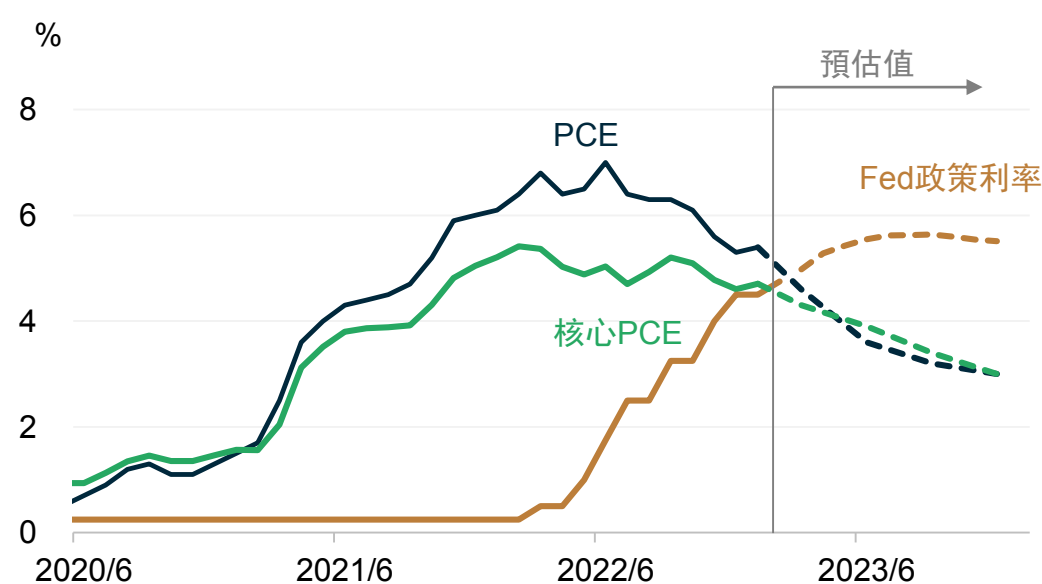
升息難脫尾聲：雖然最新的就業數據顯示每個失業人口對應的職缺數仍高達1.9個，顯示勞動力市場仍強勁，但觀察自願離職率已大幅下滑，暗示找新工作難度提升下、2月失業率小幅走高至3.6%，皆透露出勞動力緊俏程度應有所緩解。隨時序往後，3月通膨數據受到能源高基期影響，將明顯下滑，加上預期5-6月將有望看到房租通膨見高回落，**料實質利率將於上半年翻正下，將使Fed下半年再繼續升息的可能性大幅降低。**

勞動力市場仍強勁，但已出現緩解的跡象



資料來源：Bloomberg。

預估實質利率將於上半年翻正，下半年續升息機率不高



註：Fed政策利率預估值採3/8利率期貨值。

資料來源：Bloomberg。

大環境有利債市，應趁鷹派預期推升殖利率之際布債

升息難脫尾聲、景氣難脫高利率拖累的大環境下，將有利債市。布債想法：

- 1) 短債：升息難脫尾聲，鷹派論調加速短率反應多碼升息預期，著重穩定現金流，價格波動小的優勢，把握利率仍高時布建。
- 2) 長債：由近期10年債與2年債殖利率走勢來看，2年債利率隨走高的升息預期已破去年的高點，但10年債利率部分卻仍大幅低於前高(4.3%)，主要反應市場對景氣的擔憂對長率的壓抑效果，更勝於升息的影響。而更鷹派升息，對經濟的威脅就越大，故預期10年債利率不易破前高，應趁鷹派預期高升之際布局長債，未來存有資本利得空間。

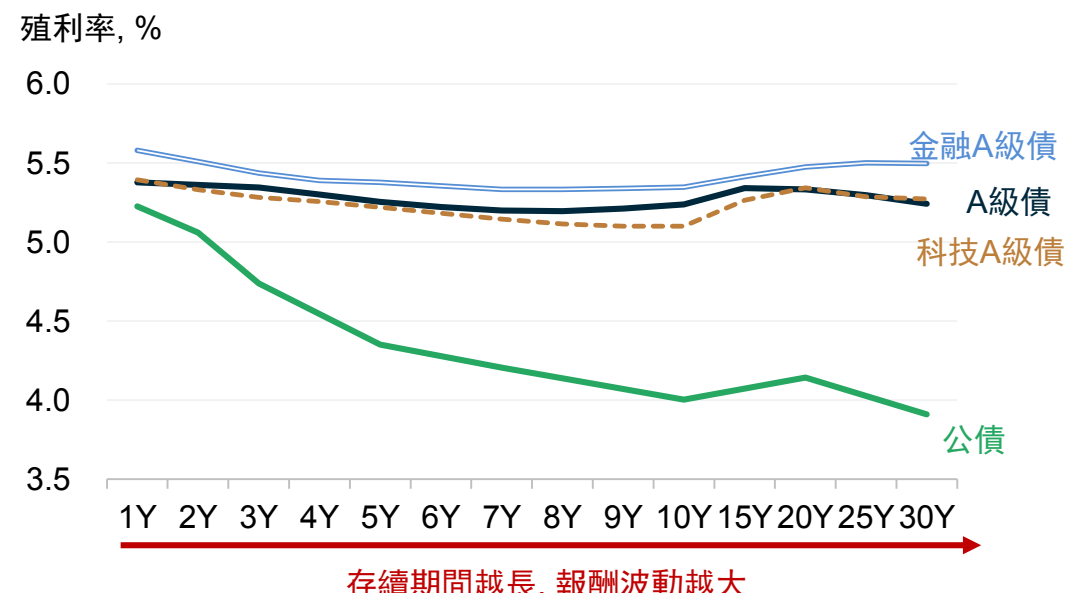
提醒在Fed終端利率恐更高的壓力下，布局除了公債外，應以企業獲利、現金流穩健的投資級債為主，將更能抵禦未來景氣的波動。

景氣擔憂下，預期10年債利率不易突破前高



資料來源：Bloomberg。

景氣前景未明，布債以公債及投資級債為主



存續期間越長，報酬波動越大

註：殖利率上升對債券報酬率影響 = $(-1) \times \text{債券存續期間} \times \text{利率變化幅度}$ 。資料日期2023/3/8。

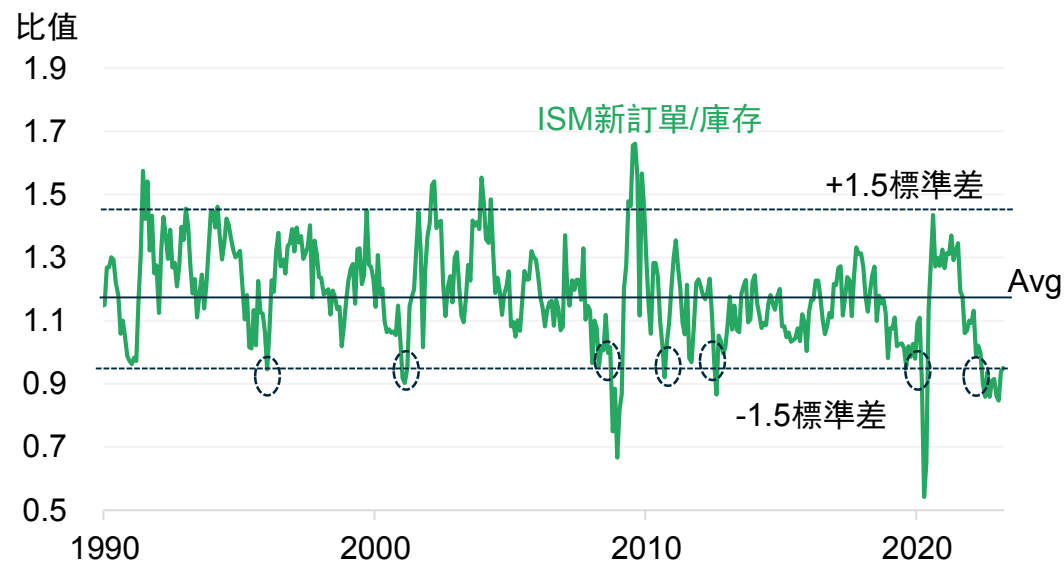
資料來源：Bloomberg。

升息預期幅度拉高使股市仍偏震盪，待拉回後再布建

聯準會主席Powell出席國會聽證會，並表示「鷹式升息」可能回歸，暗示3月升息2碼機率的可能性大幅回升，使美國10年期公債殖利率再度挑戰，預期對股市仍將造成一定的擾動。

不過，製造業景氣正逐步打底，且處在歷史低位附近，再下探空間有限。以美國ISM訂單/庫存比來看，目前比值已從歷史的相對低點中回升(-1.5倍標準差)，而過去的經驗也顯示，股市在未來1年，投報率可達雙位數且勝率超過8成。

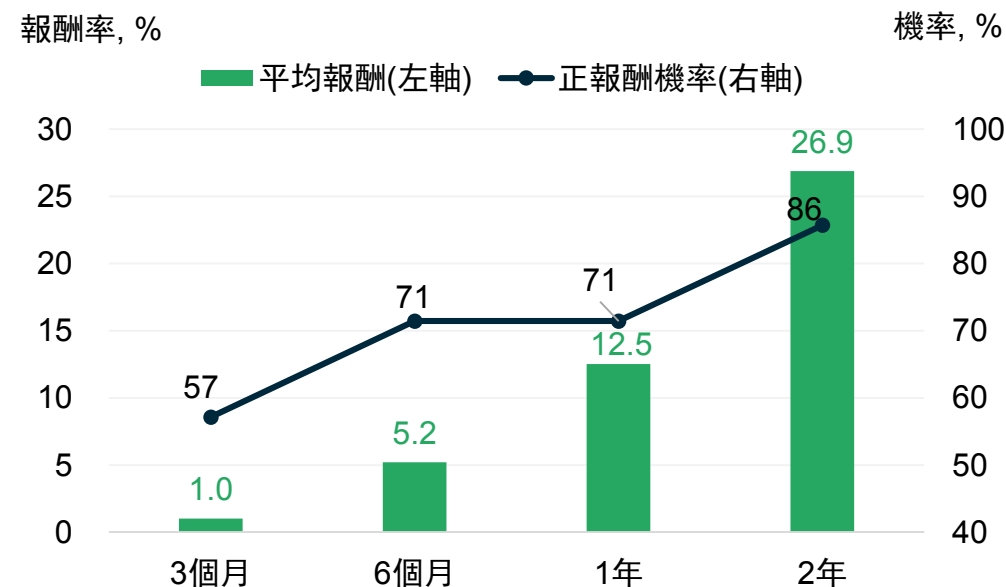
新訂單/庫存比已來歷史低位附近



註：過去新訂單/庫存比首次跌破1.5倍標準差的時點有1996/1、2001/1、2008//10、2010/9、2012/8、2020/3、2022/6。

資料來源：Bloomberg。

新訂單/庫存創低1年後，投報率可達雙位數



資料來源：Bloomberg。

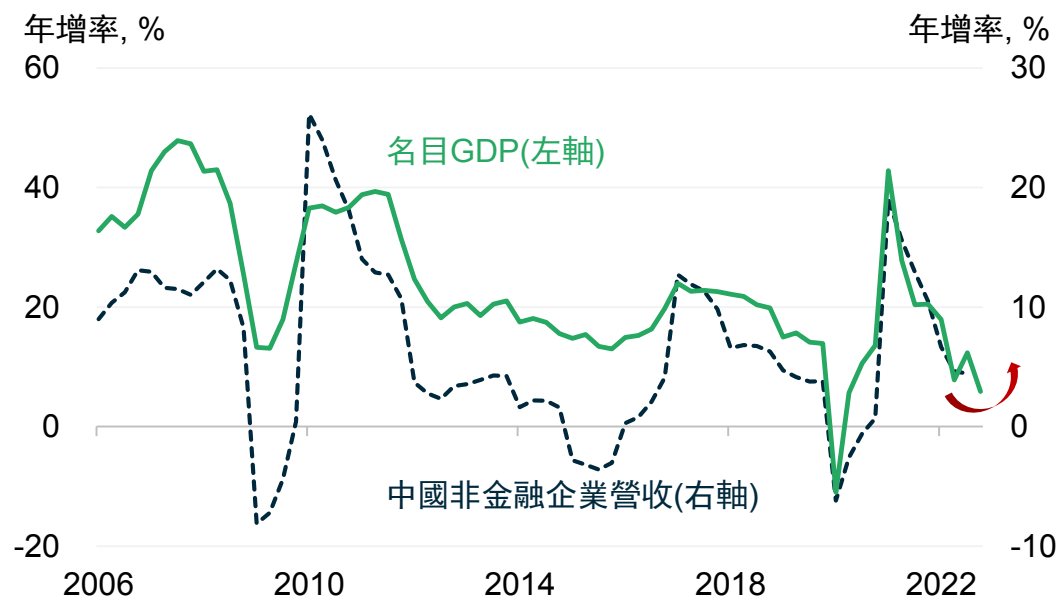
中國 兩會強化「強黨弱政」方向；經濟目標低於預期，但高頻數據顯示中國經濟持續改善

兩會期間，市場除了關注人事鋪排外，也關注機構改革方案背後透漏的發展方向，本次機構改革方案，雖不免令人有削弱中國國務院實權，強黨弱政的疑慮，但由方向來看，成立新的金融監督管理總局，重組國家科學及技術委員會、強化原先證監會的功能，都彰顯中國對金融及科技發展的重視。

經濟目標方面，5%左右的成長目標雖略低於市場預期，顯示國外需求衰退的風險猶存之際，需要給新政府保留彈性。然而，中長線經濟基本面持續修復，除了2月PMI表現亮眼，高頻數據也指出消費、中古屋銷售狀況轉佳，企業獲利表現改善將有助市場信心。

投資機會方面，短線陸股雖受Fed鷹派氣氛影響呈現盤整格局，預期中國基本面仍可提供中長期上行支撐；另也可以關注中國的外溢效應，除了鄰近國家旅遊產業外，預期中國景氣復甦，有望為全球低迷的經濟成長注入活水，減輕全球去庫存的壓力。

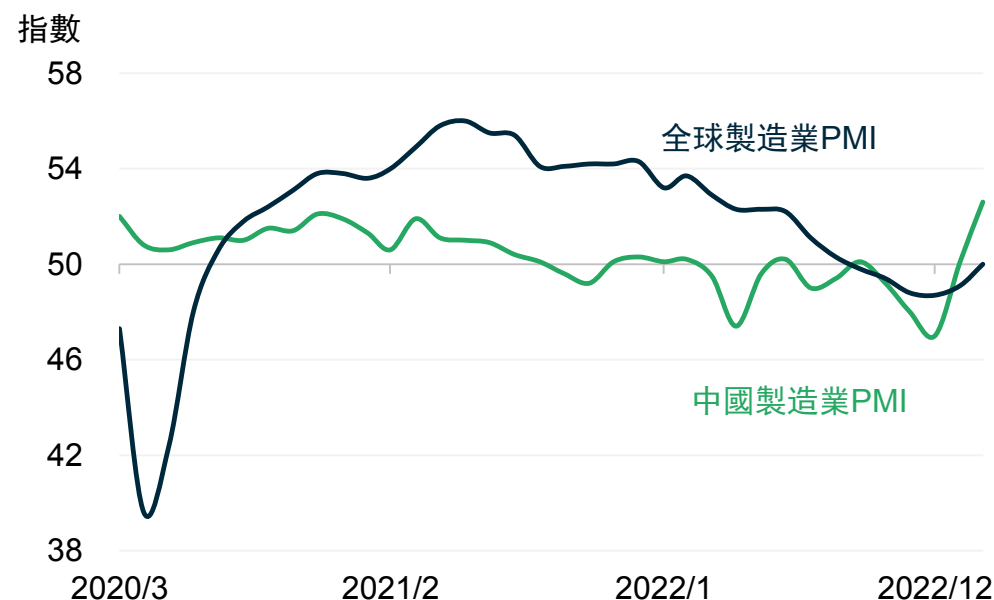
中國GDP回穩有助企業獲利改善



註：非金融企業營收取自中信證券非金融指數，該指數包含4805間中國上市企業。

資料來源：Wind。

中國解封對全球經濟挹注仍可期



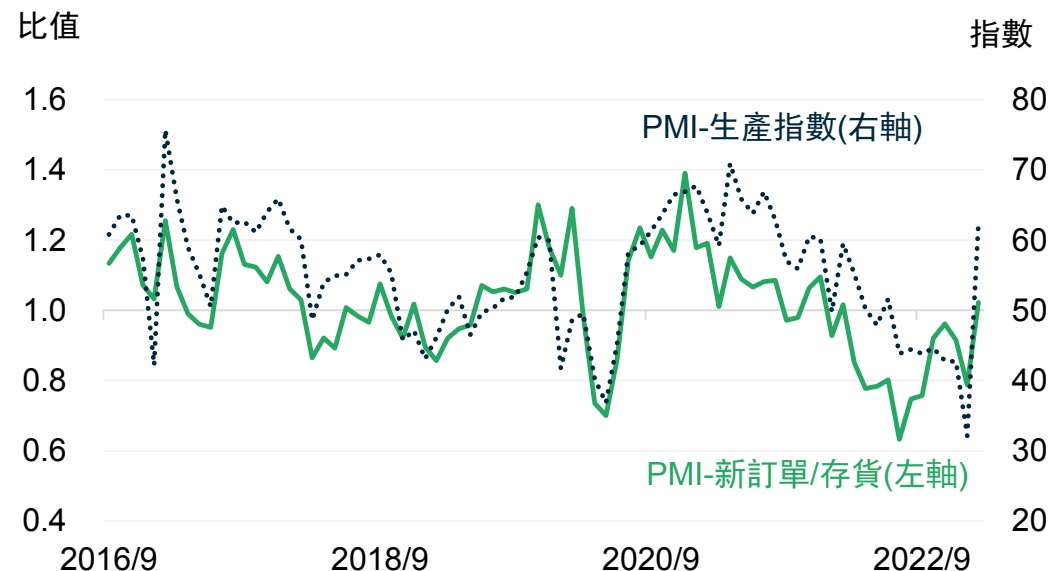
資料來源：Bloomberg。

台灣 2月製造業PMI回升，廠商保守觀望的氣氛有所淡化

台灣2月製造業PMI跳升11點至51.4，連續7個月緊縮後首度回到景氣榮枯線上方，雖然難以避免2月工作天數較長的干擾因素，不過廠商在接單和生產方面都有所好轉，保守觀望的氣氛有所淡化，景氣似乎有落底跡象。

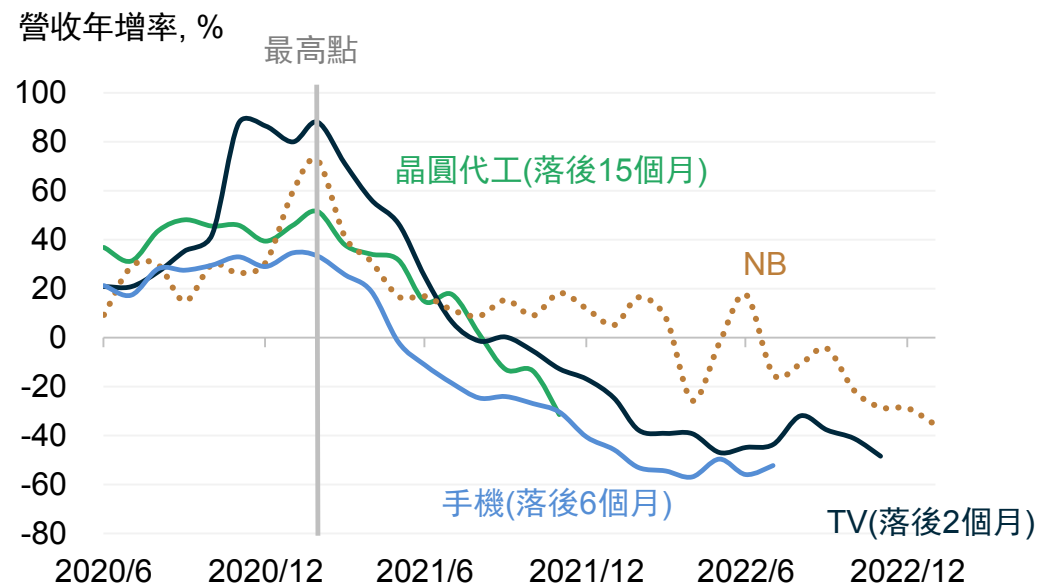
國發會公布景氣燈號呈現連3藍，代表景氣持續低迷，主委龔明鑫表示，廠商去化庫存預計6月可告一段落，景氣的低點有可能出現在5、6月。面對景氣轉折的時刻，產業表現差異大，例如化學暨生技醫療產業和基礎原物料產業快速轉為擴張，而電力暨機械設備、電子暨光學產業則仍呈現緊縮。由於景氣仍未脫離谷底，台股難出現全面大漲，預料將呈現類股輪動的緩漲格局。

製造業景氣有落底跡象，新訂單/存貨比站上1



資料來源：Bloomberg。

晶圓代工Q1產能利用率仍在下探



註：晶圓代工採台積電、聯電、世界先進、力積電營收年增率平均；NB採宏碁、華碩、仁寶平均；TV採友達、群創、彩晶平均；手機採穩懋、宏捷科、全新平均。

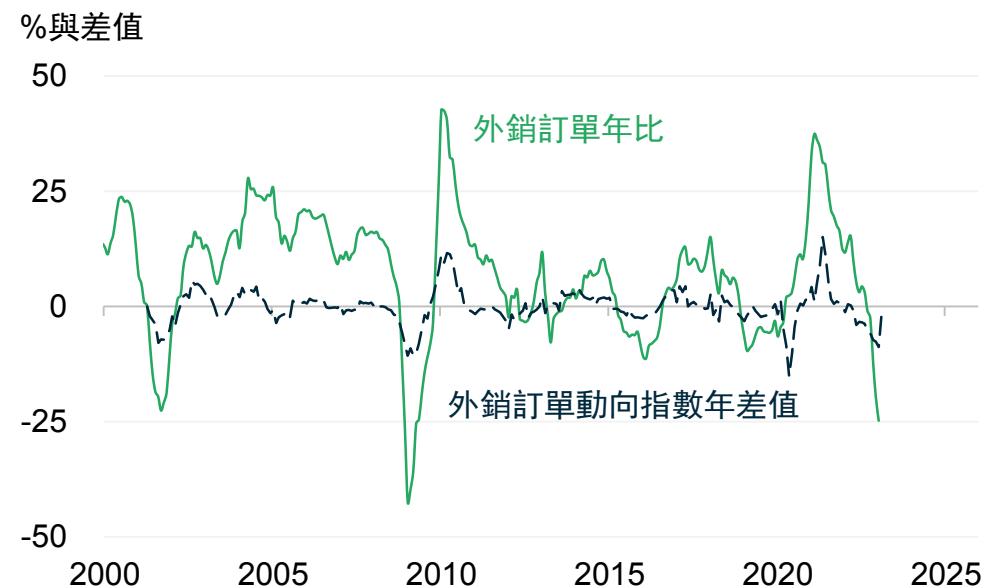
資料來源：Bloomberg。

台灣 基本面略有好轉, 而外資動向已非單向買進, 年初以來台幣雖獲外資推升, 卻有利換匯

台灣基本面：受全球高通膨、激進升息、客戶調整庫存、中國封控之亂等負面衝擊，台灣外銷訂單年減的情況迄今尚未落底，尤有甚者，今年春節與去年錯位，導致多數經濟數據格外疲弱；然而，伴隨中國景氣回溫，對廠商的調查已然有「烏雲漸散、曙光乍現」的跡象，包括台經院的外銷訂單動向指數、中經院的PMI調查等，都於2月出現明顯的回升。

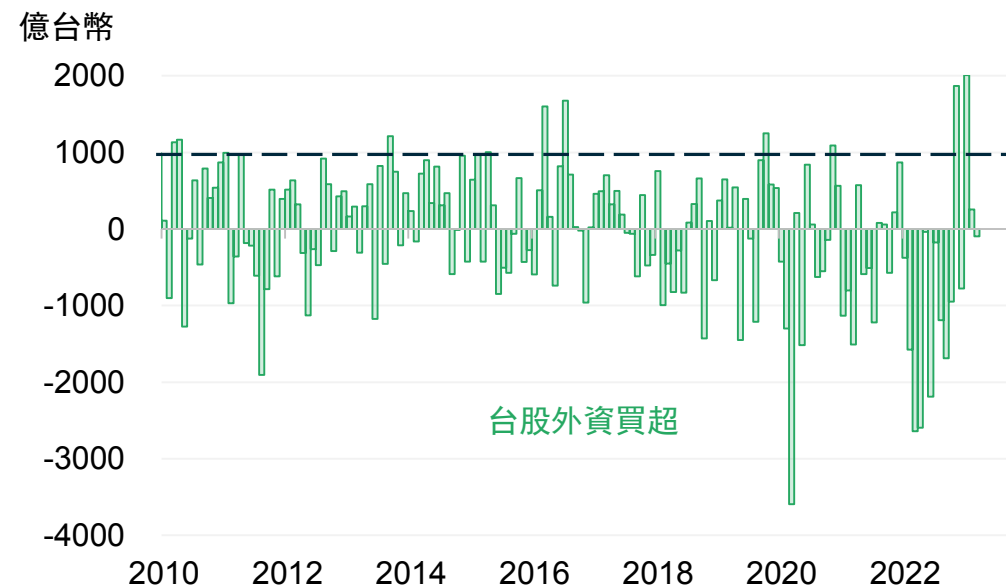
台幣匯價：美元不若去年強勢的背景下，的確有利台幣擺脫去年弱勢。但先前外資巨量買超的情況已有所轉變，而今年上半企業獲利動能仍然較弱，台幣尚不易出現2019-21年直線升值的情況；加上評價修復帶動台股已升至年線附近，震盪機會也將隨之升高，台幣匯價難擺脫台股震盪影響；此外，台海地緣政治風險猶存，若有換匯需求，每逢外資匯入之際不啻為換匯的好機會。

外銷訂單雖未觸底, 但廠商的態度已較先前改善



資料來源：Bloomberg。

外資在巨幅匯入後, 資金動向已不再呈現單向買進



資料來源：Bloomberg。

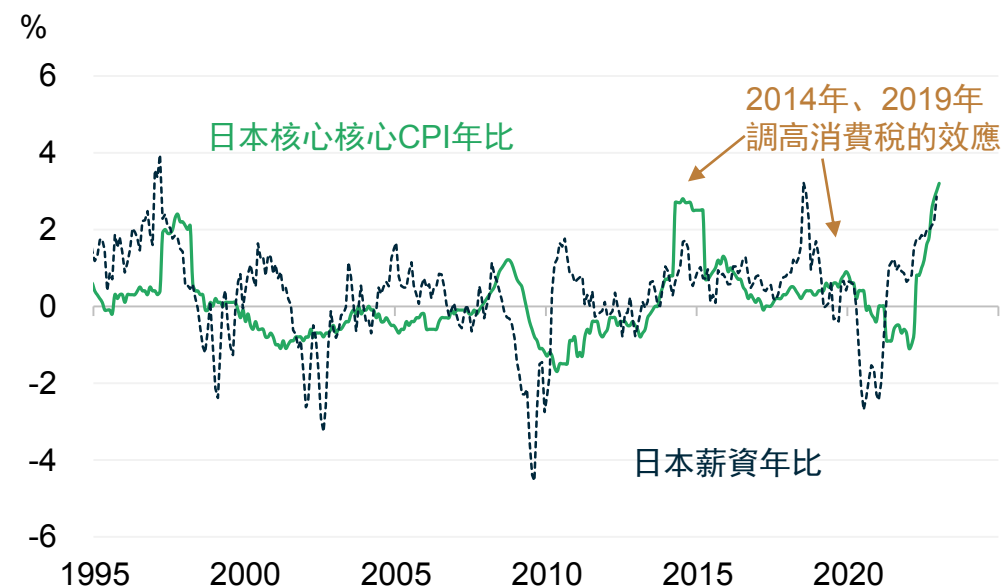
日本 日銀新任總裁植田雖支持現行寬鬆政策, 但為保債市正常運作, YCC終將面臨調整

日銀(日本央行)利率會議重點: 1)短率: 維持政策利率-0.1%不變。2)長率: 維持10年期日本公債殖利率目標在0%不變, 且波動區間也維持在 $\pm 0.5\%$ 。3)QE: 維持購買ETF、日本房地產投資信託基金(J-REITs)、商業票據與公司債的上限不變。

日本通膨: 受困於債務、人口負增長, 導致長期通縮沉痾難解, 除去2014、2019年因調升消費稅導致CPI揚升外, 物價多數時間都面臨通縮的困擾。但去年以來, 除受到嚴重的輸入型通膨影響, 全球性缺工也使得日本薪資大幅躍升, 直至近期公布的核心核心CPI、薪資增長也尚未有降溫跡象。

日幣匯價: 高通膨衝擊內閣民調, 加上日銀YCC(殖利率控制)政策影響債市運作, 因此新總裁植田雖仍表態支持現行寬鬆政策, 但**YCC終將面臨調整**, 加上今年美元偏弱的大格局下, 日幣將較去年回升, 而有兌換日幣需求者, 則可趁早進行。

去年以來, 日本通膨與薪資增長確實較過往躍升



資料來源: Bloomberg。

高通膨與債市功能失調下, YCC政策終將面臨調整



資料來源: Bloomberg。

Mar 2023

13	Monday	14	Tuesday	15	Wednesday	16	Thursday	17	Friday
		美國CPI 英國ILO失業率		美國先期零售銷售 歐元區工業生產 中國零售銷售/工業生產 韓國失業率		美國新屋開工 美國進口物價 美國初領失業金人數 日本工業生產 歐元區ECB主要再融資利率		美國工業生產 美國領先指數 美國密西根大學市場氣氛 歐元區CPI	

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