



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

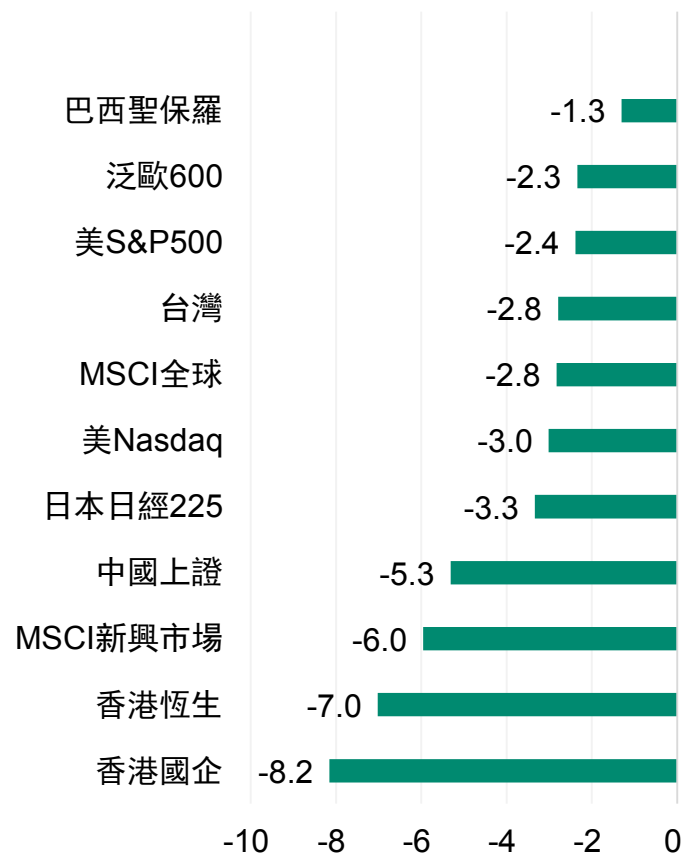
2022年3月11日

# 投資研究週報

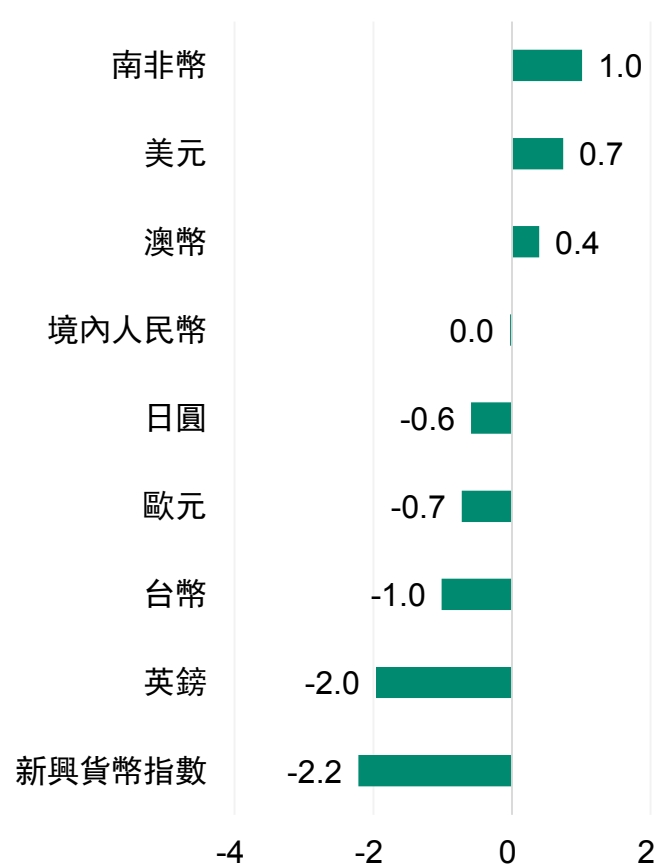
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

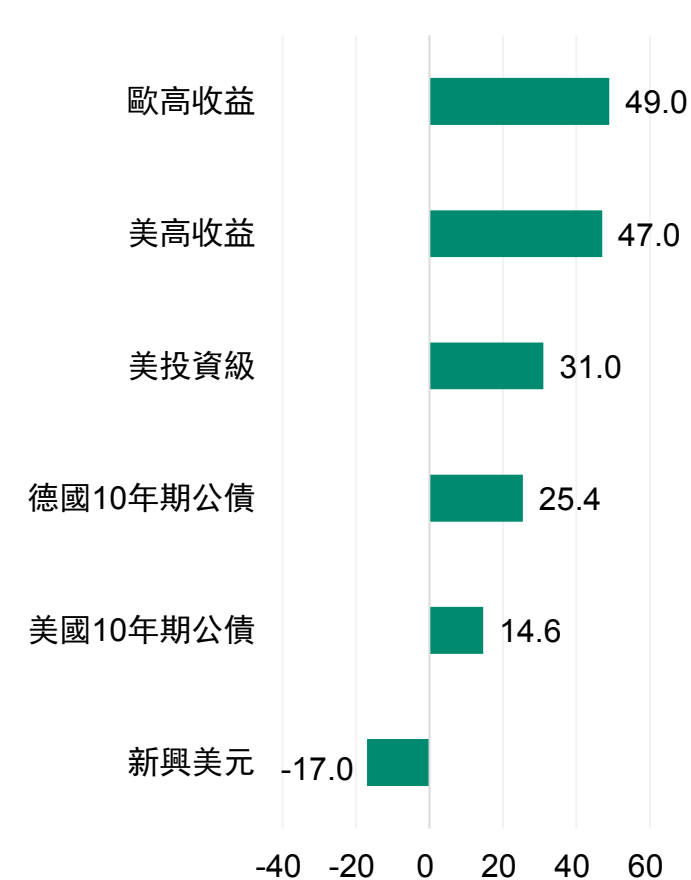
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2022/3/3-3/10。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 地緣衝突與利率風險，短期仍不可避免

俄烏戰火延續超過10天，雙方態度有軟化跡象，但地緣風險短期仍不可輕忽。此外，油價高漲引發的停滯通膨疑慮與聯準會升息，都增加短期市場波動。

## ► 地緣風險引發原物料行情，如何選擇？

俄烏衝突、中國寬鬆貨幣政策，加上供應鏈緊張問題，引發商品價格大幅走揚，投資如何因應？現階段，農礦優於油金。能源業上游可待拉回再布建。

## ► 聯準會啟動升息循環，如何因應呢？

升息勢在必行，加上通膨高漲，美公債殖利率仍有望走高。考量地緣風險有增無減，投資人可逐步增持投資級債，降低整體波動，若升息步伐不如預期，還有資本利得空間。

### 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。短期靜待股市對地緣風險的鈍化，逢低可定期定額續扣，以大型股為主，並提高價值股比重。

### 債市

升息勢在必行，加上通膨高漲，美債殖利率仍有望走高，但空間已不大。考量地緣風險難消，加上經濟成長將趨緩，投資人可逐步增持債市，以降整體波動。

### 匯市

俄烏地緣風險未消，歐元首當其衝，與此同時，避險氛圍未消，加上聯準會啟動升息循環，美元維持多頭格局。南非幣與澳幣受惠原物料高漲，相對有撐。美台利差擴大，不利台幣。



## 俄烏衝突往始料未及的方向發展，後續仍不可輕忽

俄烏衝突往始料未及的方向發展，2/24俄國全面入侵烏克蘭，3/4佔領烏克蘭核電廠，普丁將衝突帶往激進的一方，一再挑戰美歐的底線。與此同時，普丁的猖狂舉動，意外引起西方國家的團結，包括關閉北溪2號、將部分俄羅斯銀行剔除SWIFT，甚至，3/8美宣布禁俄石油進口，意外導致西德州原油一度創下130美元的價格。

油價大幅飆升，加上金屬、農糧價格的上漲，使停滯性通膨成為當前市場最大的隱憂，造成股市進一步下挫。短線上，由於地緣風險未解，加上升息等不確定性，股市仍偏向震盪。

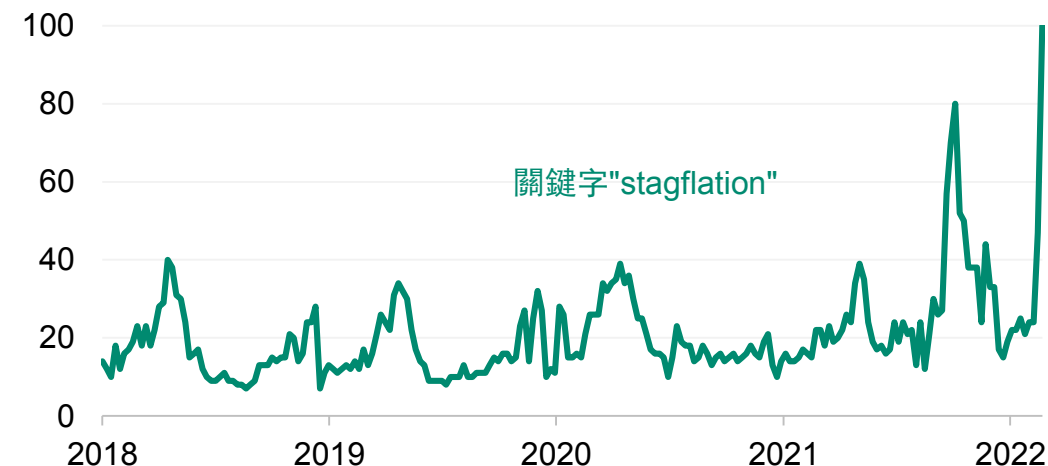
### 俄烏衝突演進時程表



資料來源：國泰世華銀行投資研究團隊整理。

### 市場擔心停滯性通膨重演

搜尋熱度



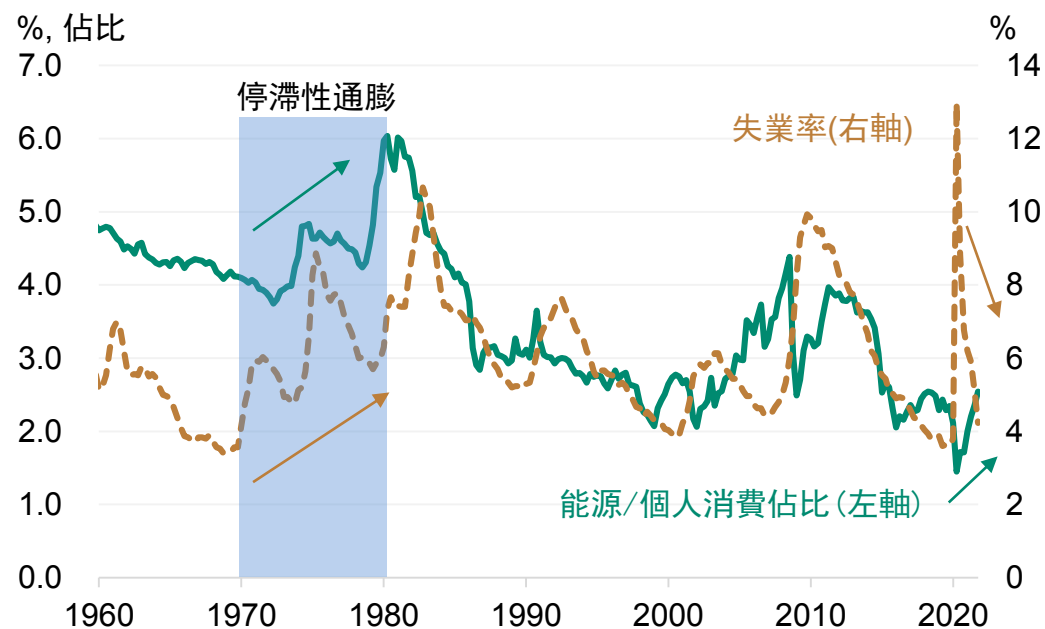
資料來源：Google trends。

## 能源走揚將衝擊消費，但不致重演1970年的停滯性通膨

能源飆漲，1970年的停滯性通膨(經濟率退、失業率揚升、通膨飆漲)成為眾人的隱憂，多數研究也指出，油價每上升10美元，將使美國的GDP下滑0.1%-0.2%。因此，油價若持續維持在目前高位，GDP有下修的風險，IMF已將美國2022年GDP成長率下調0.6%至3.9%，但**現在談論衰退仍言之過早，且失業率持續改善**。

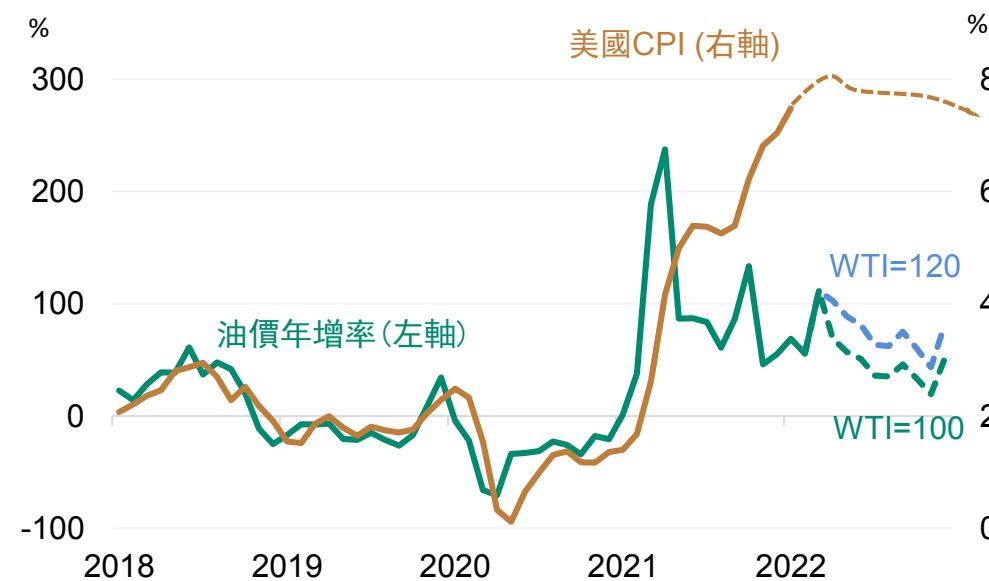
值得注意，**油價走高使高通膨的期間拉長，預期高峰從1Q延長至2Q**，但考量油價對通膨、經濟成長的影響已有所下滑的趨勢，研判通膨仍不致失控。

### 能源走揚對經濟的衝擊已在下降



資料來源：聖路易聯邦準備銀行。

### 油價高漲，高通膨期間將拉長



資料來源：Bloomberg。

## 油價短期高漲不宜追高，拉回後再布建

俄羅斯作為產油大國，日產量達1100萬桶，其中約500萬桶出口。若歐美相繼制裁，可能使油價短期維持高位。然而，**從過去的經驗來看，因地緣風險導致油價的飆漲，通常來得快，也去得快。**就時間點來看，油價飆漲已近3個月，跟過往相比，後續可望逐步降溫。

另外，油價高漲引發各國的通膨壓力，也將成為各國政府的壓力，除了歐美相繼釋出戰備石油，預期隨著油價的高漲，頁岩油開採的活動也可望逐步升溫，都將壓抑未來油價上漲，目前不宜再追高。**值得注意的是，政治風險將引發各國能源自主意識提高，能源業上游後續可多加留意。**

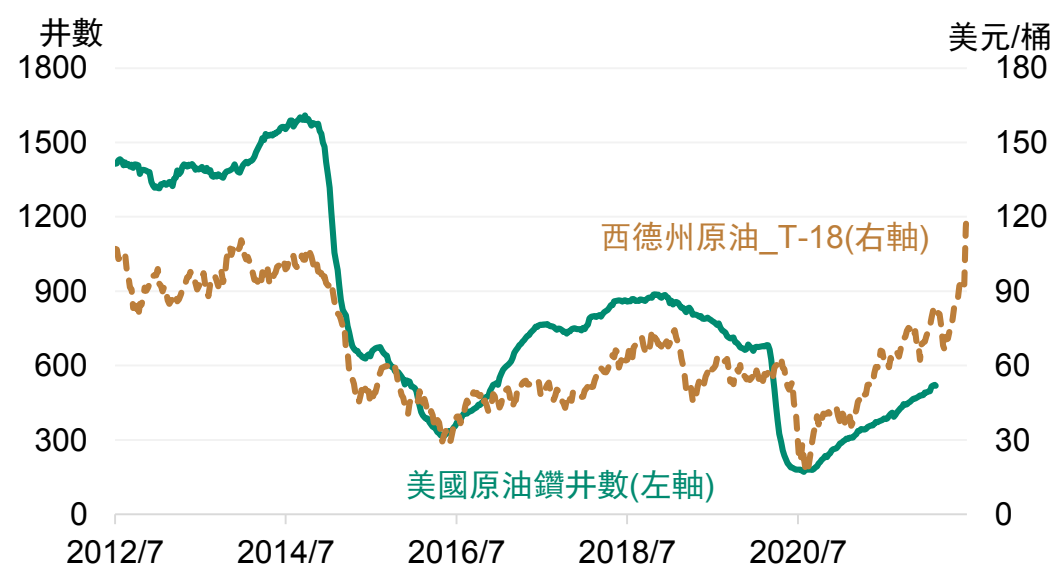
### 地緣風險造成油價飆漲，來得快，去得快



註：T為天數。

資料來源：Bloomberg。

### 油價高漲，將驅動頁岩油開採



註：T為週數。

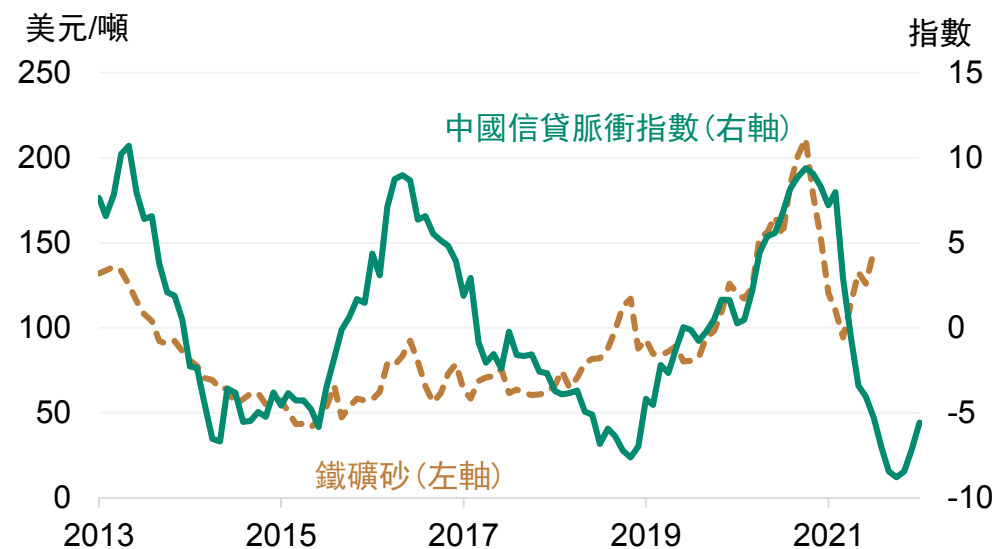
資料來源：Bloomberg。

## 商品市場擇優布局，鐵礦砂、銅優於黃金

除了油價外，銅鋁鎳等商品，也因為地緣風險影響而呈現飆漲，因此目前不宜追高。就基本面而言，**鐵礦砂、銅等基本金屬，長線具有一定的支撐，主因為中國是全球銅礦、鐵礦砂的最大市場，隨中國放寬貨幣政策，提供未來回檔的支撐。**此外，由於上半年通膨仍將維持高位，也將使基本金屬具有一定抗通膨的效果。

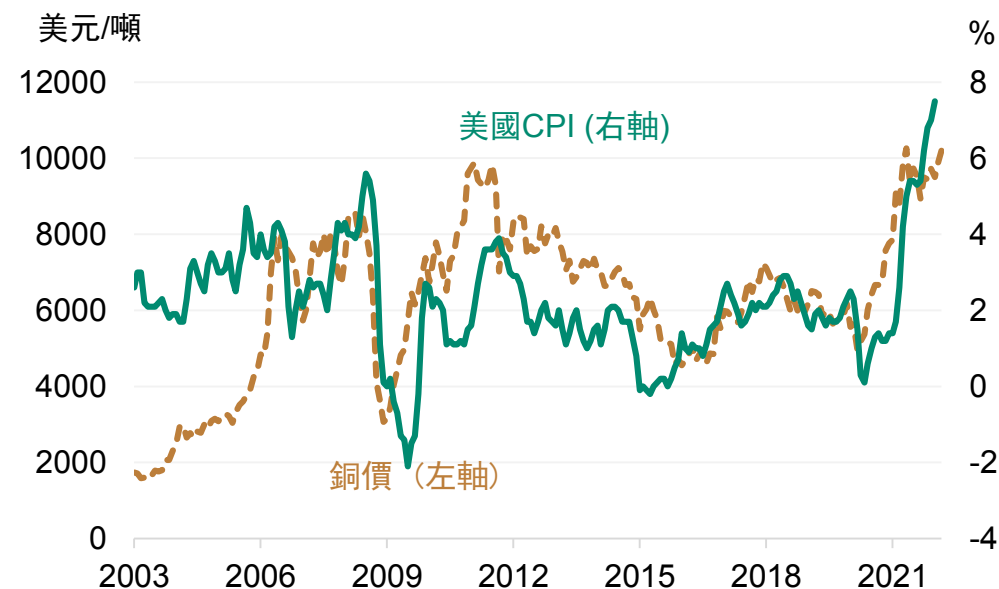
就整體商品市場而言，油金的飆漲屬於地緣因素成分較大，短期不宜追高，但就鐵礦砂、銅等基本金屬，由於具有基本面的支撐，未來拉回後仍可逐步增持。

### 中國鬆綁信貸，有助基本金屬漲勢



註：信貸脈衝指數為衡量中國信貸緊縮程度，對鐵礦砂具有領先8個月特性。  
資料來源：Bloomberg。

### 通膨高漲，有助原物料走強



資料來源：Bloomberg。

## 利率偏升與美元偏強環境，側重大型股且提高價值股比重

聯準會主席鮑爾已表態，支持3月啟動升息，顯示現階段將進入升息循環，預期美公債利率短期仍偏上。另一方面，未來地緣風險可能有增無減，資金有流向美元的態勢，都進一步支持美元呈現偏強格局。

統計過去，利率偏升環境，價值股表現優於成長股，如工業、能源等類股，因此適度提高價值股比重。此外，美元偏強環境，資金流動性偏緊，市場資金偏好大型股。

### 利率偏升環境，提高價值股比重



資料來源: Bloomberg。

### 美元偏升環境，側重大型股



資料來源: Bloomberg。

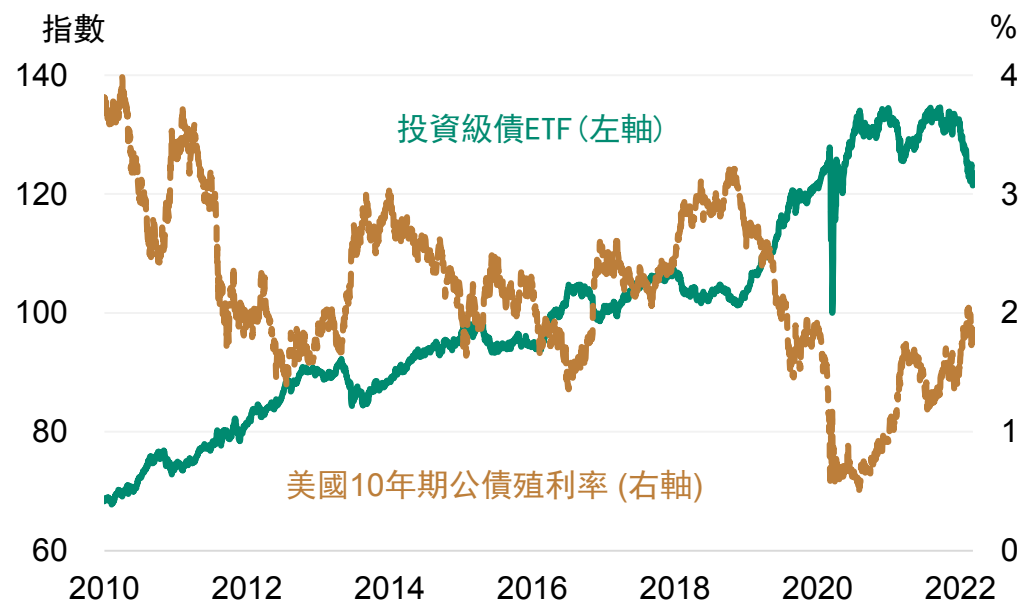


## 因應地緣風險與成長放緩壓力，逐步增持投資級債

今年以來，因為利率上彈，使得股債同步下跌，尤其地緣風險加劇，股市波動更為劇烈。考量美公債殖利率對升息的預期，幾乎已有所反應，因此，利率再揚升的空間有限，且接近聯準會的長期政策利率。

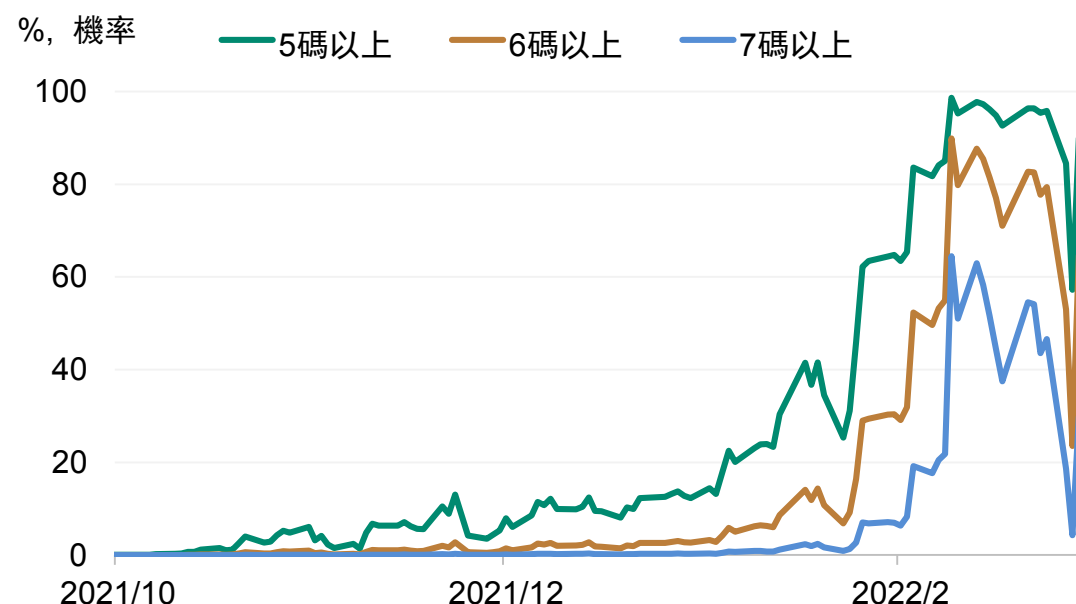
此外，由於地緣風險加劇，市場預期聯準會的升息節奏可能有所放緩，如先前預期7碼的機率已降至3成。若因通膨高漲，進一步衝擊經濟成長率，都將使升息步伐更為延遲，投資人可逐步增持投資級債，尤其，短天期的優質公司債，若持有到期，除可規避利率風險外，又可獲得穩定的現金流。

### 利率大幅揚升空間有限，逐步增持投資級債



資料來源：Bloomberg。

### 市場預期，聯準會的升息步伐可能趨緩



資料來源：Fed watch tool。

# FOMC預覽 3月升息幾乎成定局，市場更關注全年升息次數及長期利率展望

3/16 FOMC會議預期及重點關注：

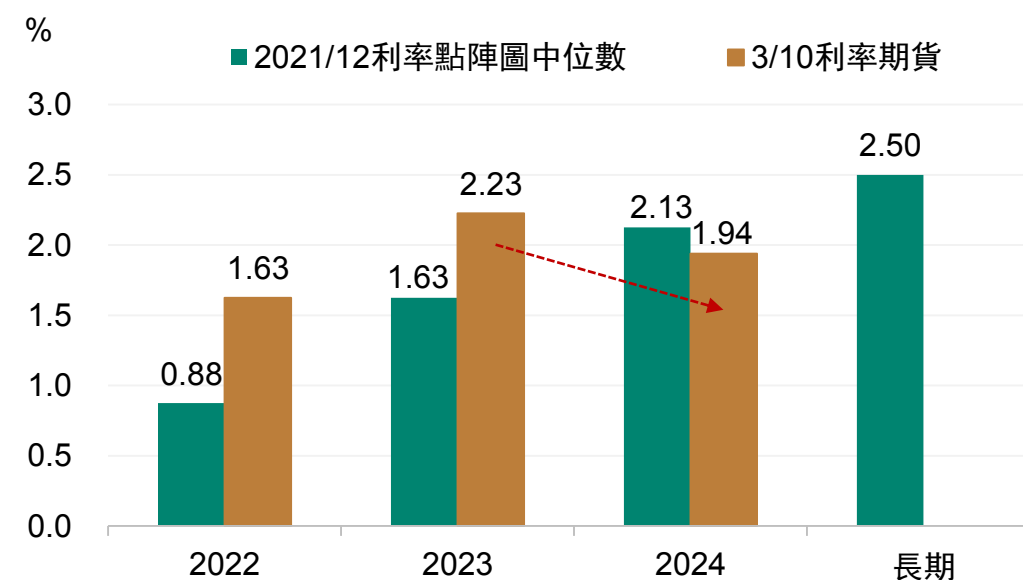
- 1) **面對通膨和經濟恐放緩的兩難，Fed是否仍在本月升息？** 俄烏衝突升溫為全球已高的通膨加壓，且近期美研議對俄實施石油禁令消息，令原油一度創下130美元/桶，通膨壓力已不可同日而語。加上近期Fed官員談話，**皆顯示在通膨加壓前景下，預期無意外3月將升息1碼。**
- 2) **俄烏戰爭引發停滯性通膨擔憂，Fed怎麼看？** 好消息是，近期就業數據及PMI數據亮眼、FOMC副主席Williams也表示美國經濟目前無停滯性通膨問題。不過，利率期貨顯示2024年恐有降息的風險，反映出投資人對長期經濟展望的疑慮，亦將使長率有壓。**3月FOMC將釋出最新經濟預估及點陣圖，預計2022年及長期利率展望將成重點關注。**

## Fed官員近期談話

3/1 Bostic (亞特蘭大)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 勞動市場發出強勁訊號，已無需央行援助，料3月升息1碼</li> <li>• 地緣政治佳具能源價格壓力，美國通膨年底難達3%以下。</li> </ul>
3/2 Bullard* (聖路易斯)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 應遵守升息的承諾，否則將損及Fed的信譽。(俄烏衝突前的發言預計7/1前升息1%，全年升7碼)</li> </ul>
3/2 Powell* (FOMC主席)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 傾向3月升息1碼，但不排除未來多次升息2碼的可能</li> <li>• 縮表將在升息後但時間未定。</li> </ul>
3/4 Mester* (克里夫蘭)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 俄烏衝突不會影響Fed升息(1碼)，但將為本已極高的通膨，添增上行風險，預計年底前通膨只會降至3.5%-4%。</li> </ul>
3/4 Williams* (FOMC副主席)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 經濟增長仍強勁，尚無停滯性通膨疑慮。</li> <li>• 俄烏戰爭提高經濟不確定性，限制經濟展望能見度。</li> </ul>

註：\*今年具由投票權的成員及理事。  
資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

## Fed及市場利率展望



資料來源：Bloomberg。

## 拉美 原物料價格激勵拉美股市走揚

全球金融市場受戰火與升息擾動之際，聖保羅指數年至今報酬率超過6%，於全球主要股市中漲幅居前，一反去年下半年受到巴西央行快速調升利率與中國景氣下滑的負面表現。

展望後市，考量：1) 原物料價格高漲，企業獲利展望改善。2) 俄羅斯遭排除於金融市場，巴西市場結構與其相似(能源、礦業、金融權重總和達6成以上)，可望受益於資金流入。3) 前瞻本益比位階低於平均值一倍標準差，評價面具吸引力。**巴西股市於新興市場中具相對優勢，然而美元偏升格局與巴西國內的油價及選舉議題仍為潛在風險，股市布局宜以衛星配置視之。**

巴西股市表現與原物料價格相關性高



資料來源：Bloomberg。

企業獲利預期受原物料價格拉抬，前瞻本益比水位偏低



註：黃線為2007至今平均值，藍線為負1倍標準差。

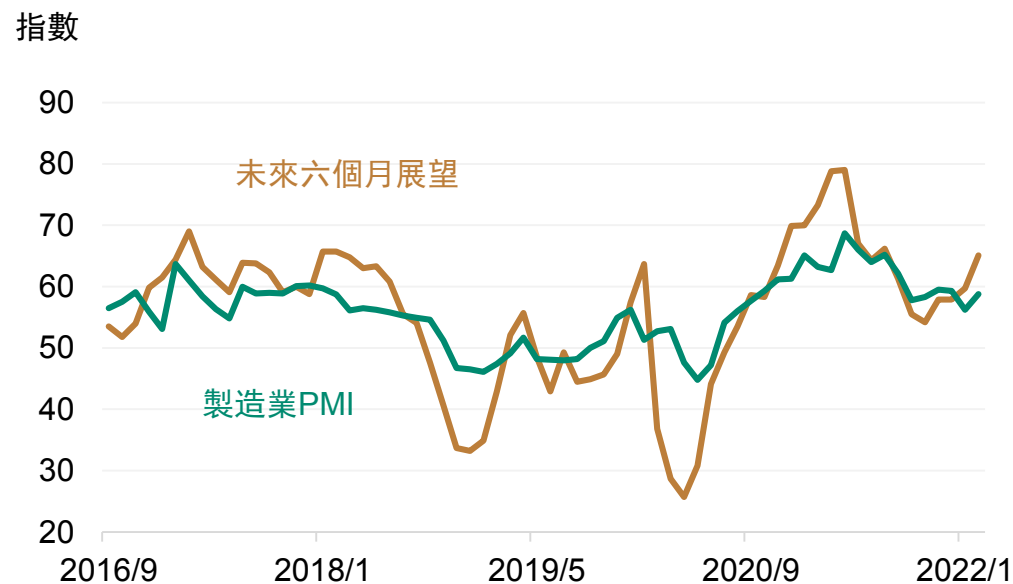
資料來源：Bloomberg。

# 台股 製造業PMI反彈, 未來景氣不看淡

外資持續大舉賣超，台股一度跌破年線關卡，短線大跌也使得融資維持率急降，依照過去經驗，當融資維持率跌破140%，將觸發全面斷頭賣壓，而在賣壓一次宣洩後，股市往往觸底反彈；例如2020/3疫情爆發、2015/8美股大跌期間，融資維持率都曾跌破140%，而由近一年資料觀察，融資維持率降至150%附近，股市即出現波段低點，台股有落底反彈機會。

台灣2月國發會製造業PMI反彈至58.8，雖然相較去年上半年的高水準有一段距離，不過**考量目前仍是電子業的淡季，且廠商對於未來6個月展望指數上揚至65.1**，顯示景氣看法仍然相當樂觀，在股市因地緣風險而大幅修正的過程中，可逢低分批布局。

## 製造業PMI反彈, 未來景氣不看淡



註：未來六個月展望指數係採國發會採購經理人調查資料。

資料來源：國發會。

## 融資維持率急降, 大盤有落底反彈機會



資料來源：XQ。



# 匯市 外資大幅賣超台股, 令台幣續貶; 原物料行情令商品貨幣相對有撐

台幣：長線而言，聯準會緊縮、疫情改善後的外國旅遊花費增加等因素，皆可能牽引台幣走勢趨貶。而**近日外資於台股大幅賣超**更加劇台幣貶勢，**故不妨利用台幣有回升時分批換匯**。

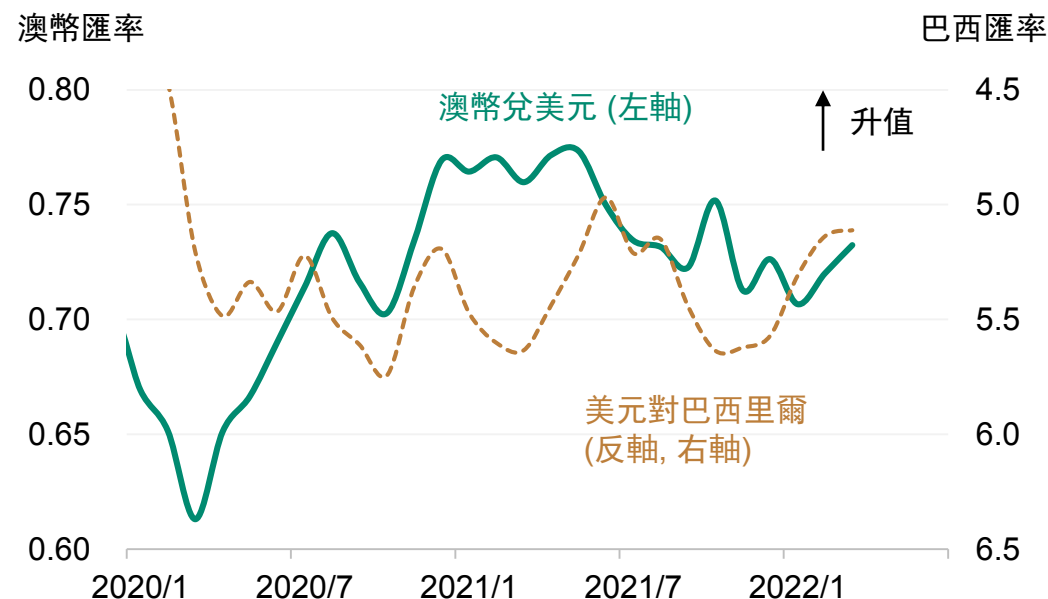
商品貨幣：去年4Q以來，原物料報價持續走高，有利澳洲、巴西等以原物料出口為主的經濟體，加上巴西央行去年已經在升息路上，澳洲央行也在今年初停止購債。綜此二項原因，**原物料報價、央行政策也在緊縮路上**，將令澳幣、巴西里爾匯價相對有撐。

## 外資賣超下, 台幣匯價隨股市走貶



註：外資賣超資料截至2022/3/7為止。  
資料來源：Bloomberg。

## 近期商品貨幣相對受商品價格支撐



資料來源：Bloomberg。

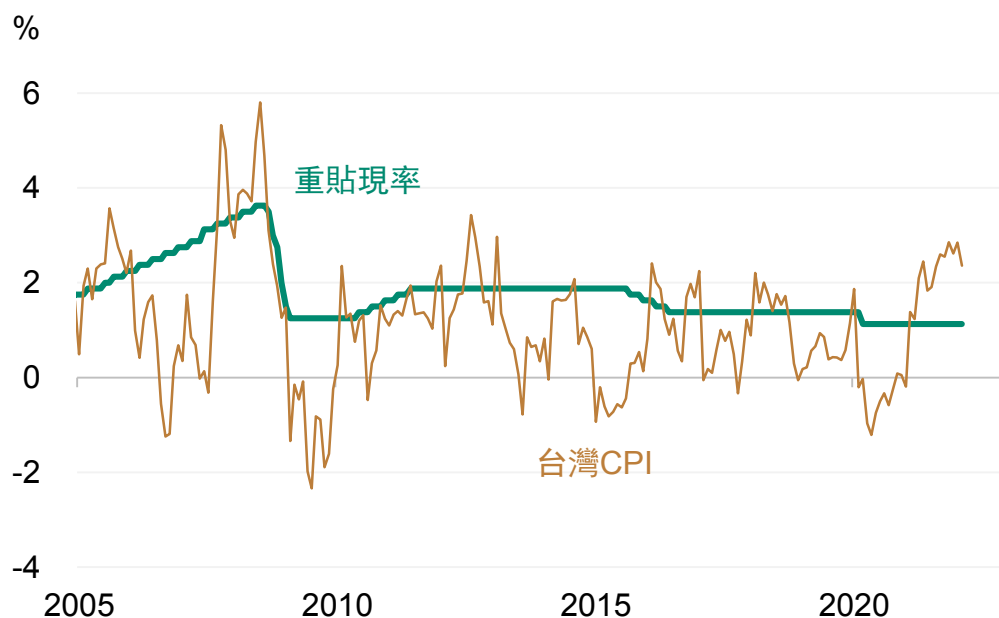
## 匯市 台、歐央行政策隨通膨壓力而趨緊，惟近期匯市仍由俄烏事件主導而偏弱勢

台灣央行：行政院主計總處公布2月CPI年增2.36%，連續七個月破2%警戒線。而中央銀行總裁楊金龍3/10赴立法院業務報告時表示，俄烏戰爭衝擊將引發國內通膨壓力加劇，預估今年台灣CPI將增長逾2%。台灣通膨壓力隨國際原物料價格升溫下，如楊總裁元月演講所言“調降下來的1碼，會在適當時機調回來”的機率確實升高。

歐洲央行(ECB)重點：1)維持政策利率不變、2)維持3月結束PEPP(大流行緊急採購計劃)計畫、3)提前至3Q結束APP(資產購買計畫)、4)升息將在APP結束後的一段時間後、5)調降經濟增長但調升物價增長的預期。

整體而言，雖然台、歐央行隨通膨壓力而將調整貨幣政策態度，惟近期國際匯市仍由俄烏事件主導，台、歐匯價仍偏弱勢。

### 通膨壓力升高，台灣央行今年難推卻升息



資料來源：Bloomberg。

### 歐洲央行本次利率會議表示將提前結束資產購買



資料來源：Bloomberg。

Mar 2022

14

Monday

15

Tuesday

德國ZEW調查  
歐元區工業生產  
中國工業生產  
中國零售銷售

16

Wednesday

美國零售銷售  
日本貿易收支  
中國貸款利率

17

Thursday

美國PPI  
美國新屋開工  
美國FOMC會議  
美國初領失業金  
台灣央行利率會議  
日本核心機械訂單

18

Friday

美國成屋銷售  
美國領先指標  
日本央行利率會議

## 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