



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年第2季

全球經濟及市場展望

地緣風險與通膨高漲下的投資策略

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。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 21 個別資產

摘要

2022年2月，俄羅斯入侵烏克蘭，震驚了全世界，也成為今年以來金融市場最大的一隻黑天鵝，除了在歐洲大陸展開的真實戰爭外，另一場經濟戰爭也隨著美、歐各國對俄羅斯發動的各項制裁而啟動，我們關心的是，戰爭的直接影響可能有所侷限，不過這些制裁的影響可能更為深遠。

首先，原物料價格的上漲，不但加劇了通膨，更有可能衝擊經濟，「停滯性通膨」的隱憂仍然是揮之不去的陰影。我們認為經濟的韌性應該比想像的要好一點，特別是全球剛從新冠疫情的衰退中走出來，還有許多行業才剛迎來復甦的曙光。不過，**經濟成長率向下修正，意謂著股市的行情將不會一帆風順，更大的波動也考驗投資人的信心與耐心。**

Fed決策是另一個關注的重點，我們擔心的是，Fed升息落後通膨太久，因而不得不採取更快的步調，緊縮的環境將會壓抑經濟的活力，也壓抑股市的評價，這也是年初以來科技股大幅修正的主因。值得慶幸的是，不論是**股市或債市，都已提前反應了Fed政策轉向的影響，而較高的債券殖利率，也暗示著投資人可以在更高的收益率下，建構未來的投資組合。**

第2季的投資環境，仍然充滿變數，但確定的是，高通膨將持續吃掉我們的購買力。堅持投資，尋找長期能維持優勢的優質資產，並利用市場修正的機會增持部位，但依然保持彈性，相信危機就是轉機，仍能創造不錯的報酬。

結論



總經

- ◆ 地緣風險進一步推升通膨, 削弱經濟成長力道, 另一方面, 疫情退去, 景氣動能增加, 兩相抵消後, 經濟呈現高檔回落, 但成長率相較疫情前仍較佳



股市

- ◆ 股市因貨幣政策緊縮而啟動評價修正, 地緣風險加大修正幅度, 宜多元、分散布局, 並增加投資的「安全氣囊」
- ◆ 美國股市仍為首選, 聚焦績優大型股, 留意俄烏事件後續對歐洲金融業及經濟的影響

BOND

債市

- ◆ 通膨壓力居高不下, Fed加快升息腳步, 並預計展開縮表, 而經濟成長見頂, 減少政策施展彈性, 長期利率進一步走高空間有限
- ◆ 債市收益漸具吸引力, 且具有更佳的抗波動性, 宜分批增持



匯市

- ◆ 避險需求與Fed貨幣政策加速緊縮, 支撐美元緩升
- ◆ Fed升息速度與歐洲央行政策轉向, 為美元強弱的觀察指標



風險

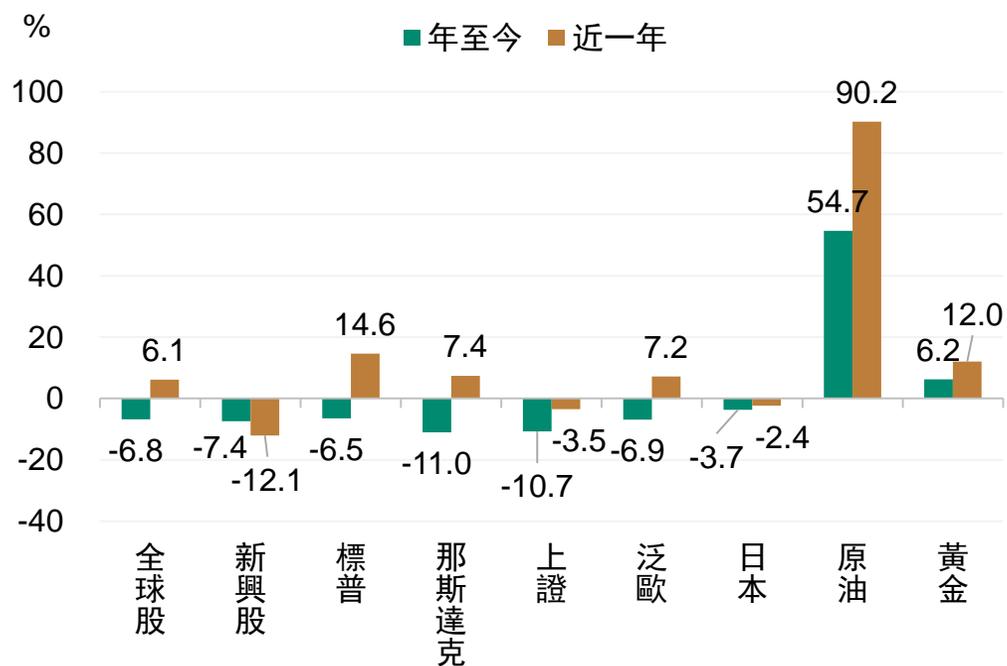
- ◆ 原油價格上漲破壞需求, 使停滯性通膨風險上升
- ◆ 地緣政治及制裁風險蔓延, 增添金融市場變數

金融市場回顧

金融市場回顧

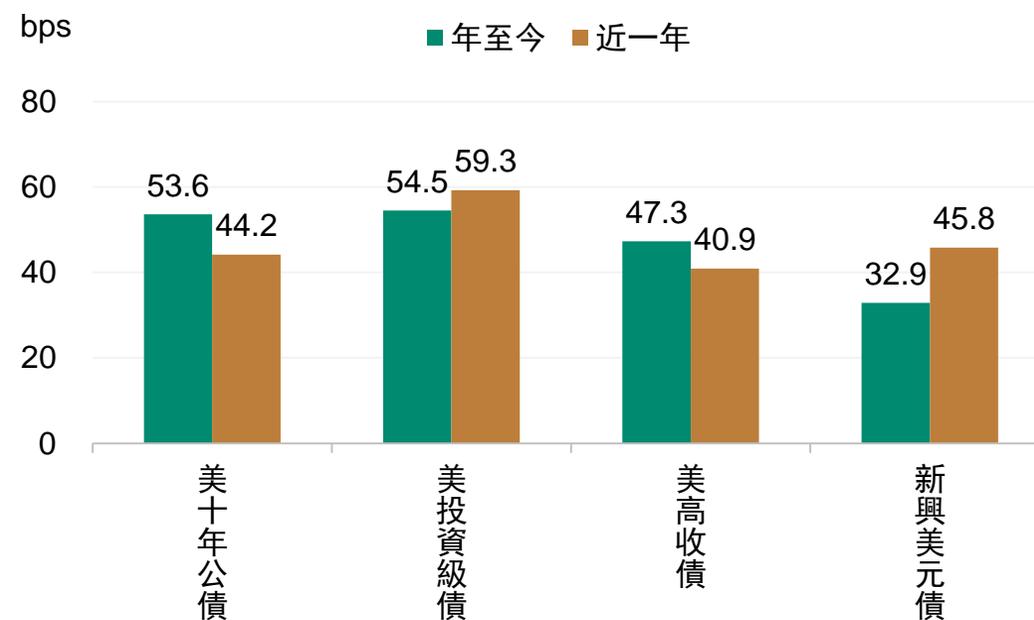
- 2022年開年以來，全球股市即面臨劇烈的調整，Fed轉向鷹派，以及俄烏戰爭的爆發，股市出現雙位數的下跌，不過油、金等商品價格則受惠戰爭的因素而上漲。
- 債市方面，雖然有俄烏戰事帶來避險需求，一度使美國10年期公債殖利率回落至1.7%左右，但由於通膨居高不下，以及Fed加速升息的預期，美國10年期公債殖利率升破2.3%，創2019/7以來新高。

股市、原物料表現



資料來源：Bloomberg, 截至2022/3/23。

債市表現



資料來源：Bloomberg, 截至2022/3/23。

總體經濟與市場綜覽



戰爭可能會過去, 但制裁恐怕很難結束

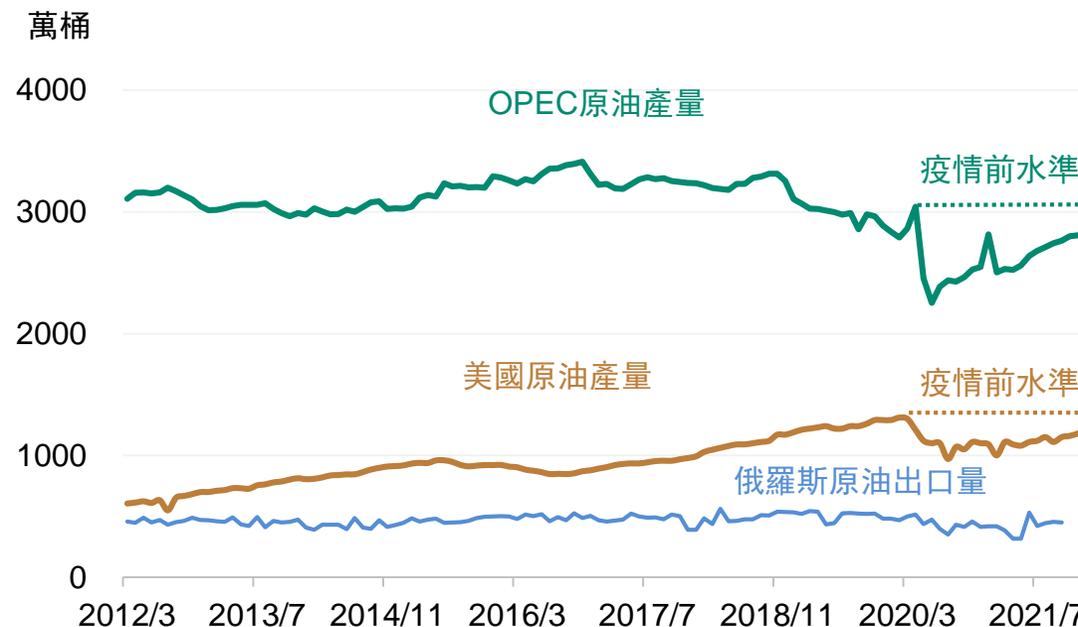
- 美、歐宣布對俄羅斯多項制裁, 其中將俄銀行踢出環球銀行金融電信協會(SWIFT)、原油出口禁令和取消俄貿易最惠國待遇影響甚鉅。由於**俄羅斯原油產量全球第三高, 出口也高達近500萬桶/每日, 佔全球產量約5%, 供應中斷將使得油價短期居高不下。**
- 依照過去美國對其他國家制裁的例子, 即使俄烏戰爭告一段落, 對俄羅斯的制裁也不會輕易解除, 這表示OPEC和美國必須合力填補產量的缺口。

油價受制裁影響飆升



資料來源: Bloomberg。

相較於疫情前, OPEC及美國產量尚有增加空間



資料來源: Bloomberg。

俄原油出口禁令對美國影響有限，油氣價格高漲對歐洲衝擊大

- 美國原油需求約佔全球20%，居第一大，不過由於頁岩油氣的開發，美國的原油產能也衝到全球第一大，這使得**美國原油依賴進口的程度大大降低，且來自俄羅斯的原油佔比僅1.2%**，出口禁令對美國影響有限。
- 油價高漲衝擊民眾消費信心，對於經濟也將產生負面影響，但相較高度依賴俄羅斯油氣供應的歐洲來說，美國的GDP雖面臨下修，仍屬有限。

美國原油自給率提高，且來自俄羅斯出口比重低



資料來源：Bloomberg。

能源衝擊對歐元區經濟影響最大

能源飆漲對2022年GDP衝擊，%



註：假設油價上漲20美元/桶，天然氣基本情境為價格上漲但俄羅斯仍維持供應。
資料來源：高盛。

原物料全面上漲, 供應鏈危機再現, 高通膨將持續更長時間

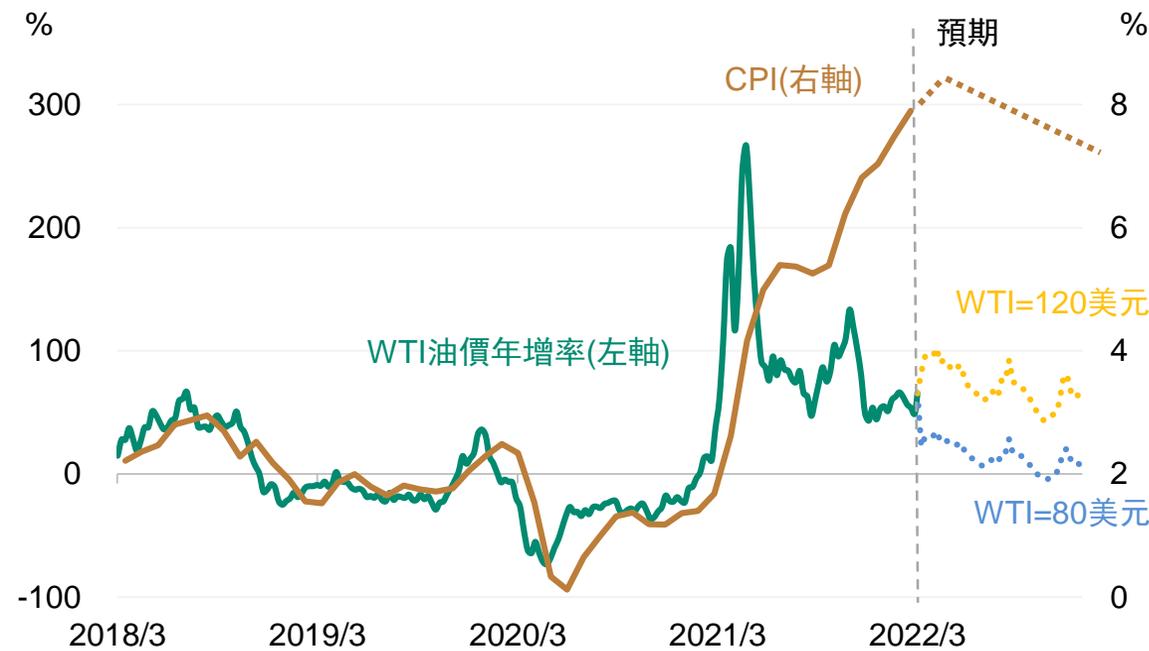
- 受到俄烏戰事影響, 原就吃緊的供應鏈問題再度出現隱憂, 除了原油、天然氣外, 俄羅斯鎳產量全球佔比達9%, 今年以來鎳價大漲逾1倍, 也帶動其他金屬價格大漲, 若因為關鍵材料缺貨而影響下游廠商出貨, 疫情期間供應鏈斷鏈危機恐再現。
- 另外, 油價若持續在高檔盤旋, 對於通膨的影響將延長, 原本有望在1Q見到通膨高峰, 如今恐延後到2Q。

金屬價格全面上漲



資料來源: Bloomberg, 截至2022/3/23。

油價高漲將使通膨高峰延續到2Q



註: WTI油價年增率預估值係以定值除以去年同期數字而得。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

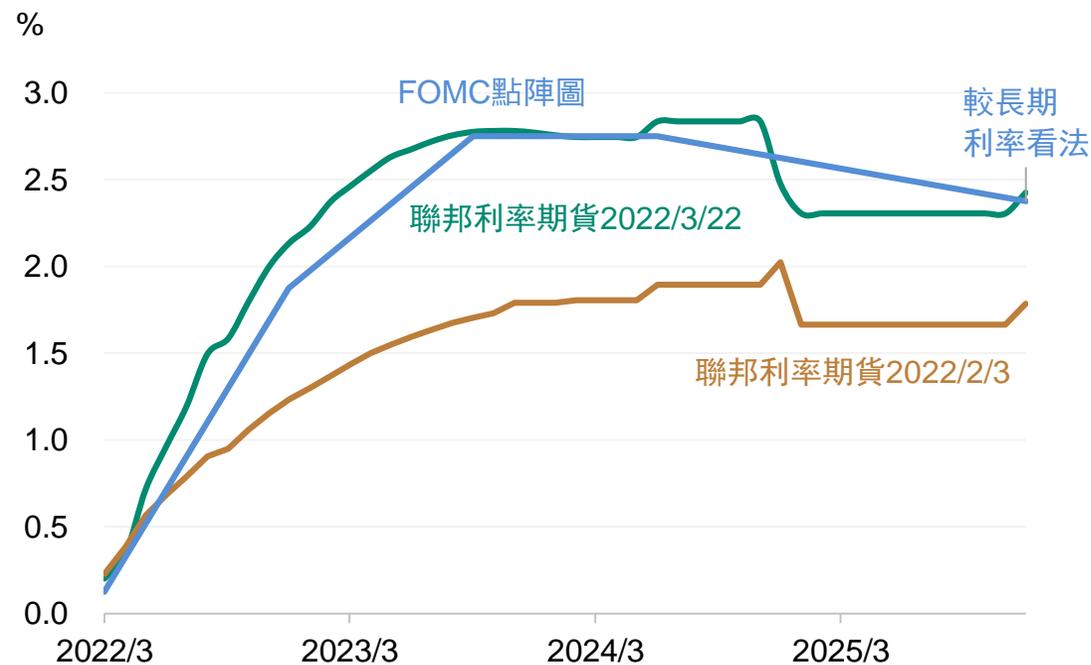
Fed力抗通膨, 採更加鷹派作為

- 俄烏戰事造成的原物料價格上漲進一步推升通膨壓力, 為對抗通膨, Fed於3月升息1碼, 展開升息循環, 並預計5月開始縮減資產負債表, FOMC點陣圖顯示到年底前共升息7碼, 2023年再升息3碼, 為彌補未能及早行動的政策失誤, Fed將採取更加鷹派的行動, 這代表不排除未來一次升息2碼的可能性。
- 由聯邦利率期貨觀察, 相較於2月份, 市場大幅提高升息預期, 正好呼應了此次FOMC點陣圖上移的情形。在Fed採取較為鷹派的行動之下, 市場對於通膨持續高漲的預期心理應能稍微降溫。

Fed政策落後通膨數字



FOMC點陣圖上移, 加速緊縮符合市場預期



資料來源: Bloomberg。

註: 2022/3以後聯邦基金利率為預估值。

資料來源: Bloomberg。

高通膨及Fed加速升息，經濟衰退機率增？

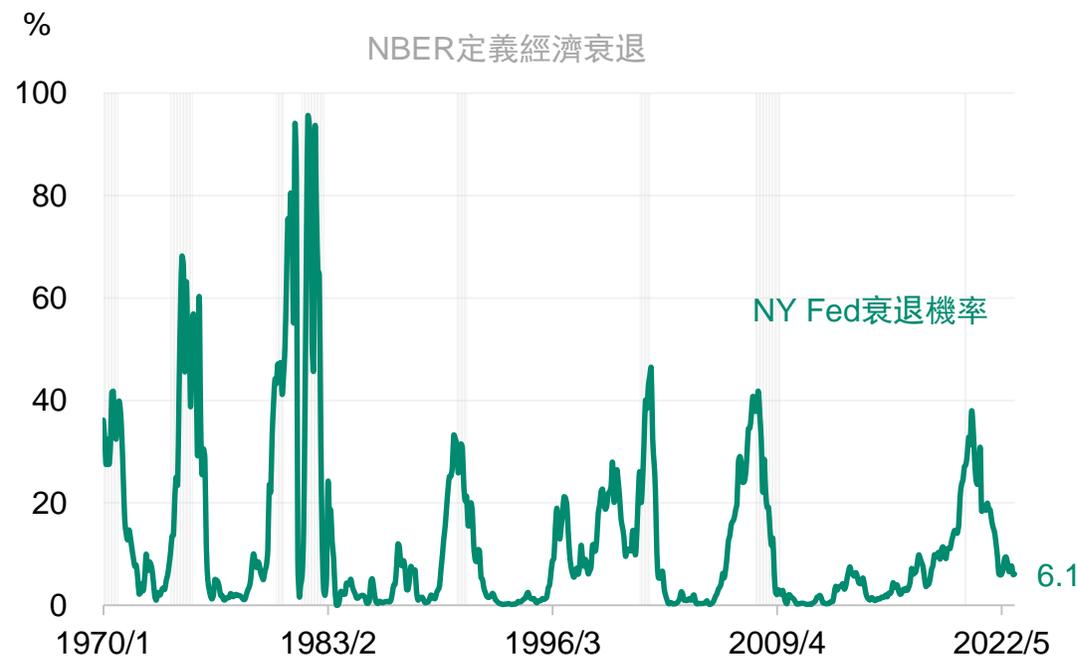
- 油價高漲帶動的各項原物料價格上揚，恐衝擊消費信心，Fed加速升息也將影響企業借貸成本，壓縮企業獲利，地緣風險帶來的外溢效應亦使得市場對於經濟看法轉趨保守，2022年GDP預估自2021/8起逐步下修，而Bloomberg調查經濟學家對於衰退機率的看法，中位數也由不到10%上升至20%。
- NY Fed使用10年及3個月美債殖利率利差推估未來一年經濟衰退機率，過去只要該機率高於25%，未來一年內出現衰退的可能性大增。

市場下調經濟預期，並開始擔憂衰退到來



註：衰退機率为經濟學家調查中位數。
資料來源：Bloomberg。

NY Fed由10年及3個月美債殖利率推估的衰退機率仍低



註：NY Fed以10年及3個月美債利差預測未來一年衰退機率，最新資料為2023/2。
資料來源：NY Fed。

美債長短天期利差快速縮窄下, 各資產後市表現如何?

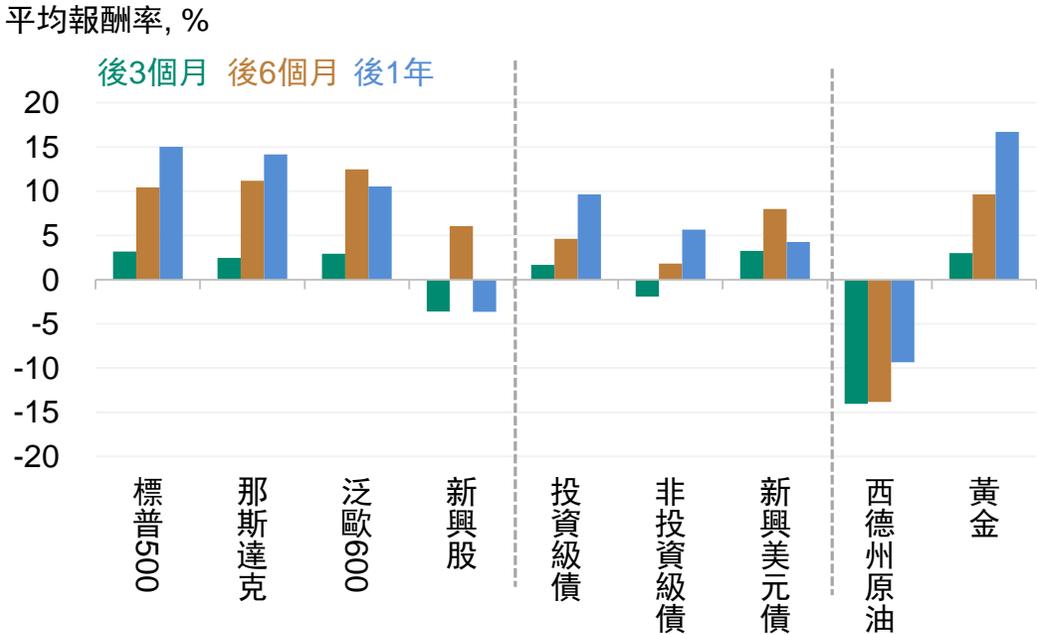
- 美國長短天期公債殖利率倒掛, 被視為預測經濟衰退最準確的指標, 聯準會加速升息步調, 2年債殖利率急升, 10年債與2年債的利差縮窄至20bps以下, 回顧過去30年, 共有4次長短天期利差縮至20bps以下(不一定出現倒掛), 在這個階段, 由於景氣距離衰退還有一段時間, 企業獲利普遍成長, 因此不論是美股或美債後市表現都不差。相對的, 由於這個階段多為Fed升息期間, 新興市場不論股、債市波動都較明顯。

1990年以來, 共有4次美債長短利差縮窄至20bps以下



資料來源: Bloomberg。

美債長短利差縮窄至20bps, 各資產後續表現

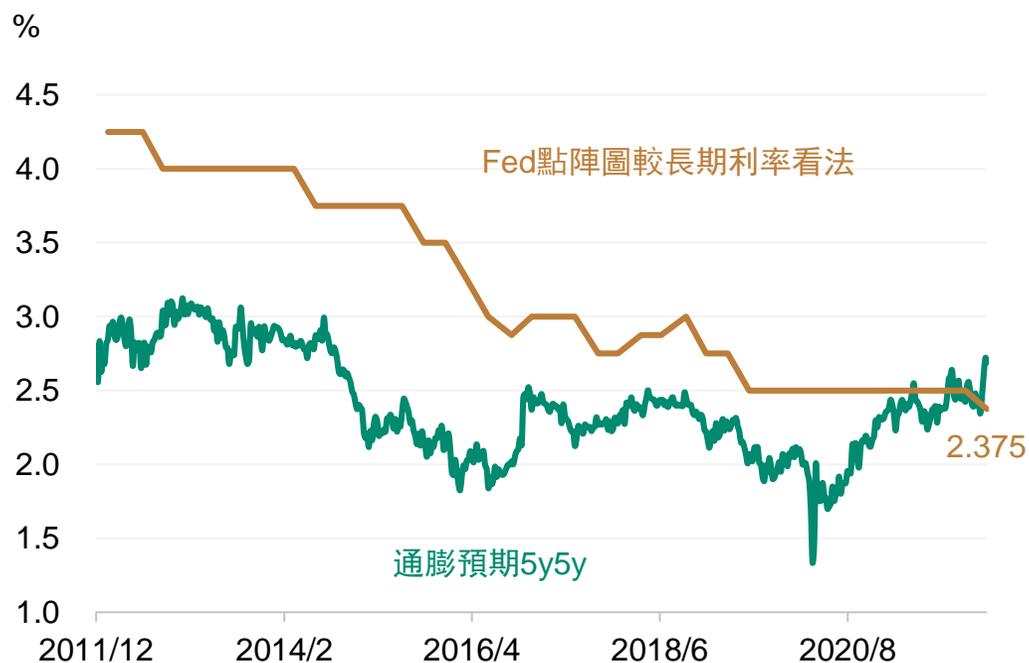


註: 統計1994、1997、2005、2018年長短利差首次降至20bps以下, 各資產後續表現。
 新興股採MSCI新興市場指數, 投資級債採用彭博巴克萊美國投資級債總報酬指數, 非投資級債採用彭博巴克萊美國高收益債總報酬指數, 新興美元債採用彭博巴克萊新興美元債總報酬指數。
 資料來源: Bloomberg。

債市(1): 利率走揚, 債券投資漸具吸引力

- 近期利率走揚主要反應通膨預期升溫, 5y5y通膨預期近期快速攀高, 一度突破2.7%, 也使得美國10年期公債殖利站上2%, 然而由於經濟下行、預期衰退的機率升高, Fed也下調利率較長期的看法至2.375%, 公債利率進一步大漲的空間受限。
- 高漲的利率也代表債券的收益率提高, 相較於標普500的股利率仍維持在1.6%左右, 債券收益率漸具吸引力, 可逢高增持債券部位。

通膨預期升溫, 但Fed下調利率較長期的看法



資料來源: Bloomberg。

公債殖利率超越標普500股利率, 投資債券吸引力漸增



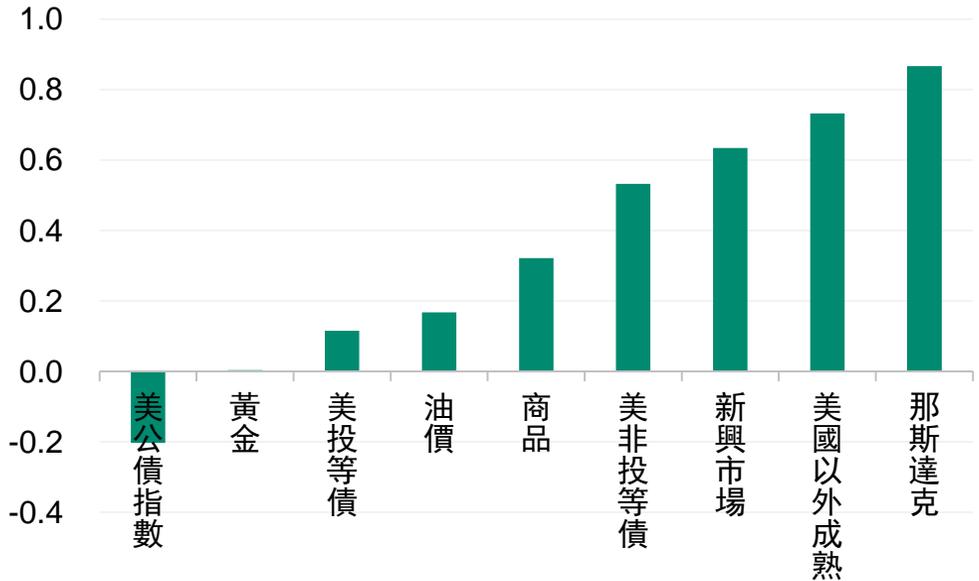
資料來源: Bloomberg。

債市(2)：隨利率走揚，增持債券以增加資產的「安全氣囊」

- 俄烏戰事衝擊全球復甦進程及資產表現，為避免資產大幅波動，在配置上應增加「安全氣囊」，除了採取多元投資以分散風險外，也可選擇資產類別中，與美股相關性低的債券、大宗商品來進行配置。
- 有鑑於Fed邁入升息但市場對長期增長看法保守，長短利差轉趨平坦。短天期債券若採持有到期的方式，可規避利率上下波動的風險，具有進可攻、退可守的特性，相較長天期債券更具優勢。

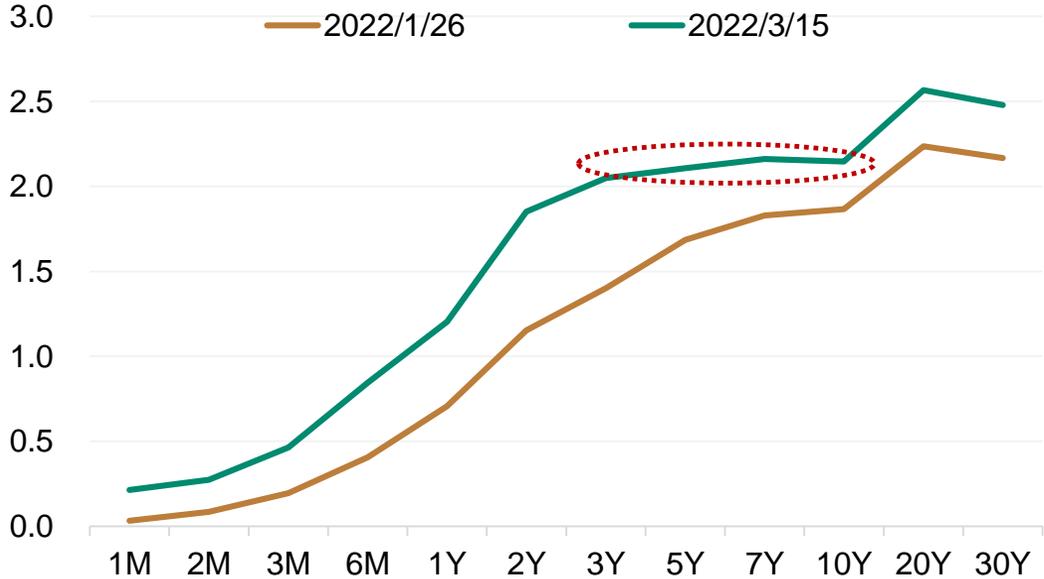
各資產與標普500的相關性

與標普500報酬的相關性



3-10年期殖利率曲線幾乎走平，短券吸引力增

美國各年期公債殖利率，%



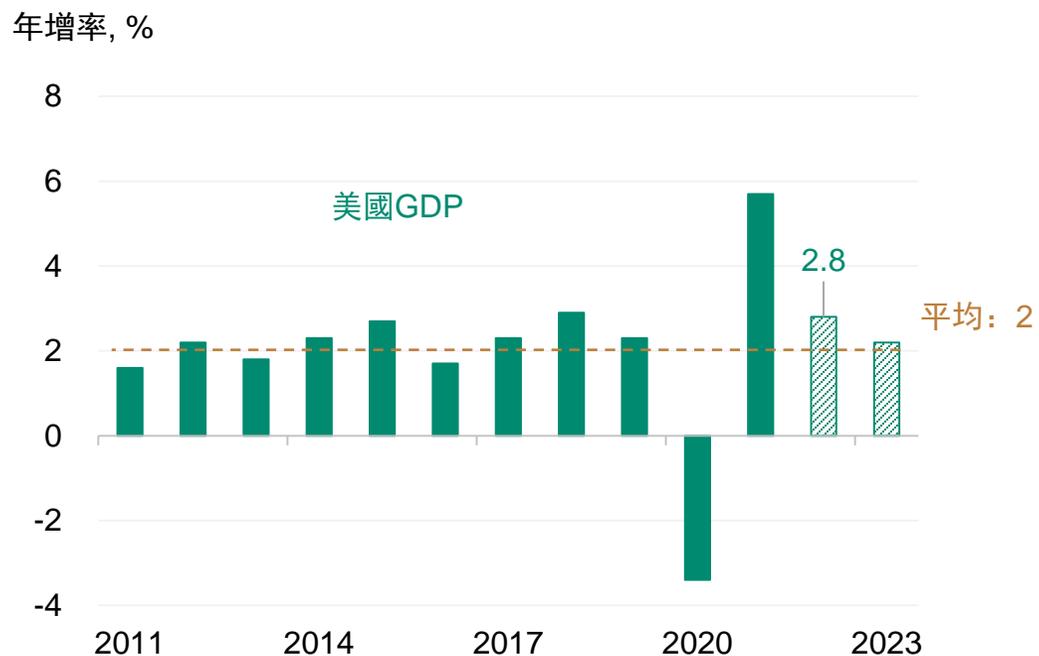
資料來源：Bloomberg。

註：統計1990/1/1~2022/2/16週資料。
資料來源：Bloomberg。

股市(1): 美國經濟放緩, 股市操作難度加大

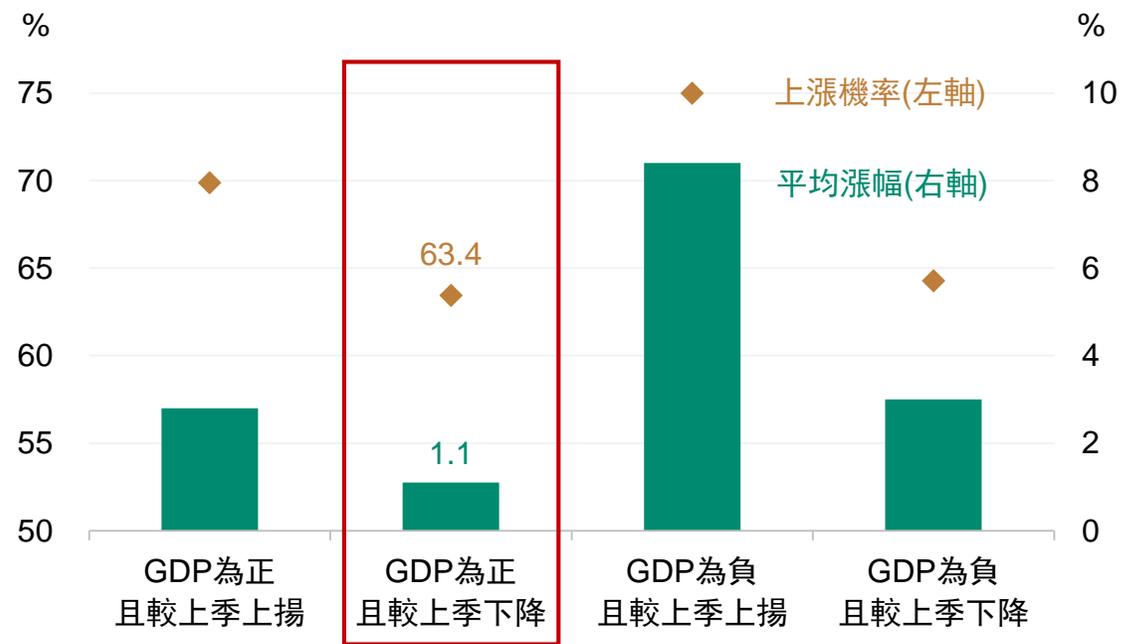
- 美國今年經濟自高檔下滑, 又受到通膨高漲、貨幣政策緊縮及地緣風險因素而下修, 使美國經濟前景增添變數, 雖然如此, 相較於疫情前的經濟成長率, 預估今年仍能優於長期平均。
- 在經濟維持成長, 但增速下滑的情境下, 美國股市的上漲機率下滑, 平均漲幅也下降, 代表在這個階段, 股市的表現很可能會出現劇烈波動, 操作難度也大幅提高。

Fed下修今年美國經濟成長率至2.8%



資料來源: Bloomberg。

GDP下滑情境下股市操作難度大

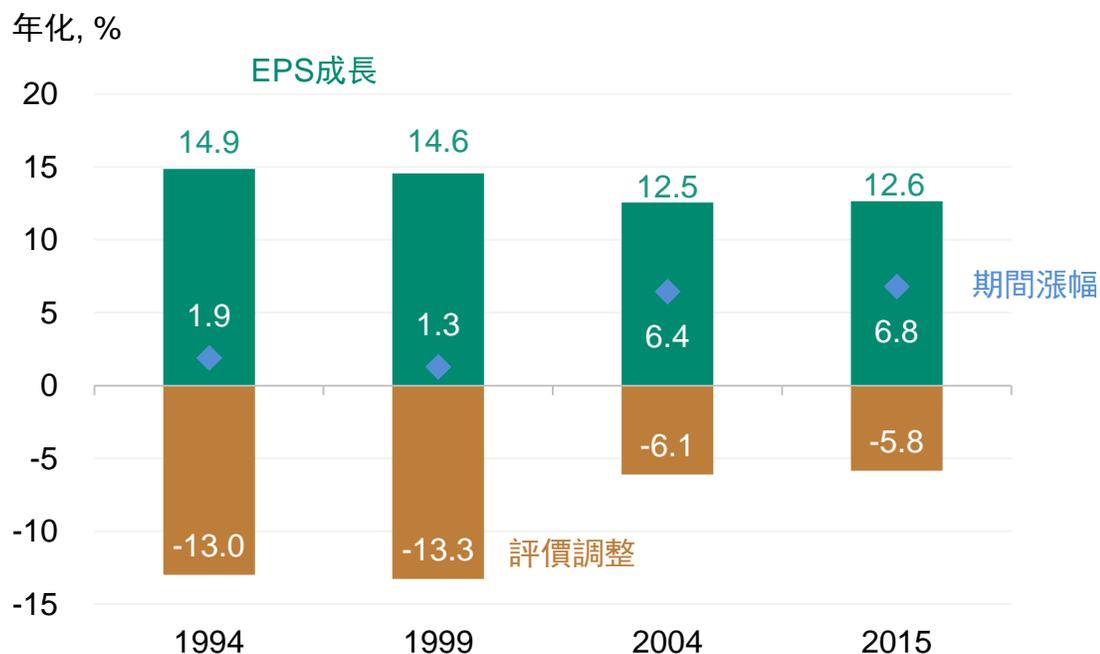


註: 統計1970年以來美國單季實質GDP年增率及S&P500指數季資料。
資料來源: Bloomberg。

股市(2)：近期美股修正下，評價偏高的情形改善

- 在過去升息期間，美股獲利持續成長，但股價漲幅卻受限，主要是因為**利率走揚，股市評價有修正的壓力**。
- 今年以來，S&P500指數自高點修正11.8%，不過在修正後，本益比回到18.2倍，低於過去3年平均，對於股價評價偏高的擔憂有望改善。

升息期間評價有下調壓力



股市本益比回到3年平均水準



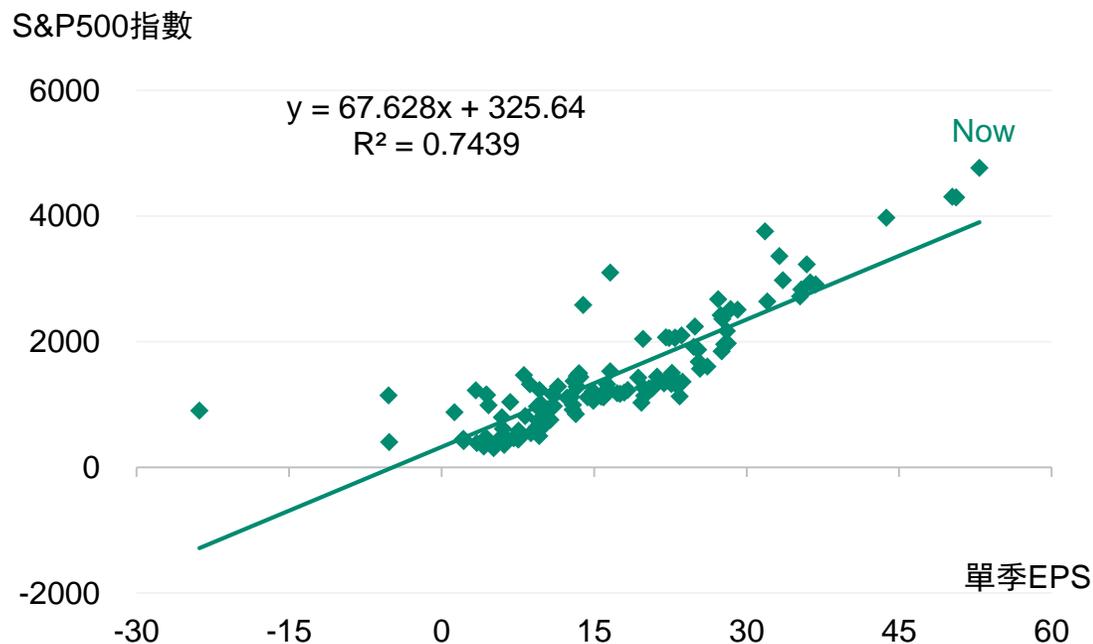
註：統計過去4次升息期間S&P500指數資料。
資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg。

股市(3): 美股EPS走高, 成為股市主要支撐

- 若地緣風險告一段落, Fed展開升息循環, 股市有望回歸基本面, 依據目前對於S&P500企業的獲利預估, 在1Q因季節性因素回落後, EPS可望逐季走揚, 今年4Q更有望挑戰單季60美元的歷史新高, 在基本面有撐的情形下, 美股仍可尋找逢低承接的機會。

股市上漲主要仍依賴獲利成長



資料來源: 統計1990年2Q~2021年4Q資料。
Bloomberg。

股市獲利逐季成長



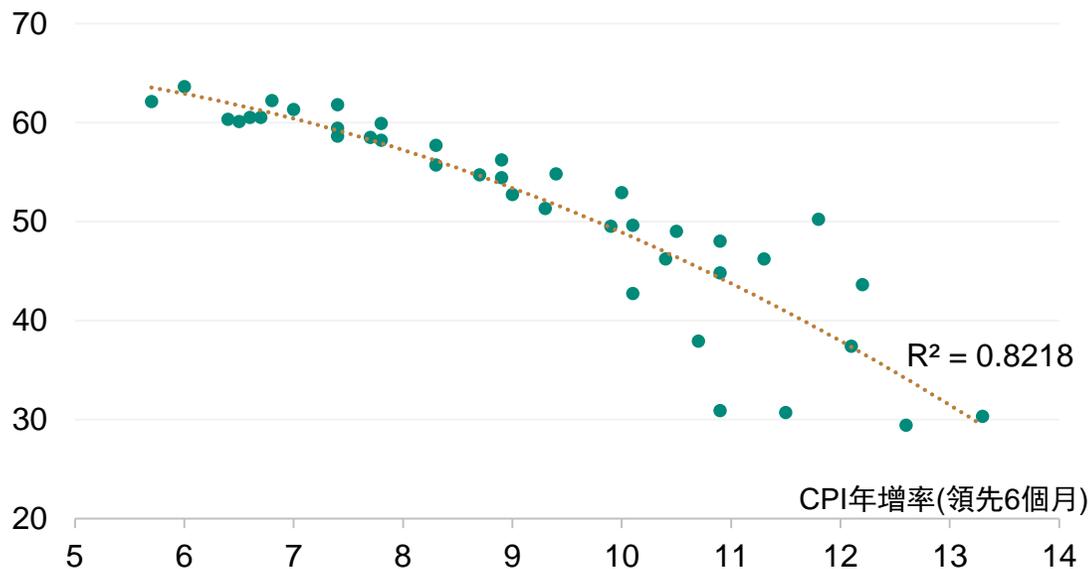
資料來源: FactSet預估。

Risk(1): 停滯性通膨的隱憂

- 1970年代「停滯性通膨」代表通膨高漲而使得經濟走緩並呈現停滯，若以通貨膨脹與失業率加總的「痛苦指數」衡量，1975年初及1980年中時痛苦指數曾兩度攀高，分別達到19.9及22的高峰，如今因美國通膨高漲，痛苦指數再度升至雙位數，2022/2來到11.5的水準。
- 受到地緣風險推升原物料價格，對於經濟走弱的隱憂加深，雖然景氣難免受到高通膨的衝擊，油價一度突破120美元也讓市場擔心停滯性通膨再現，不過長期來看，經濟成長對於石油的依賴程度降低，物價高漲對於經濟的影響應不像1970年代這麼大，然停滯性通膨仍是市場關注的風險。

通膨高漲將衝擊製造業景氣

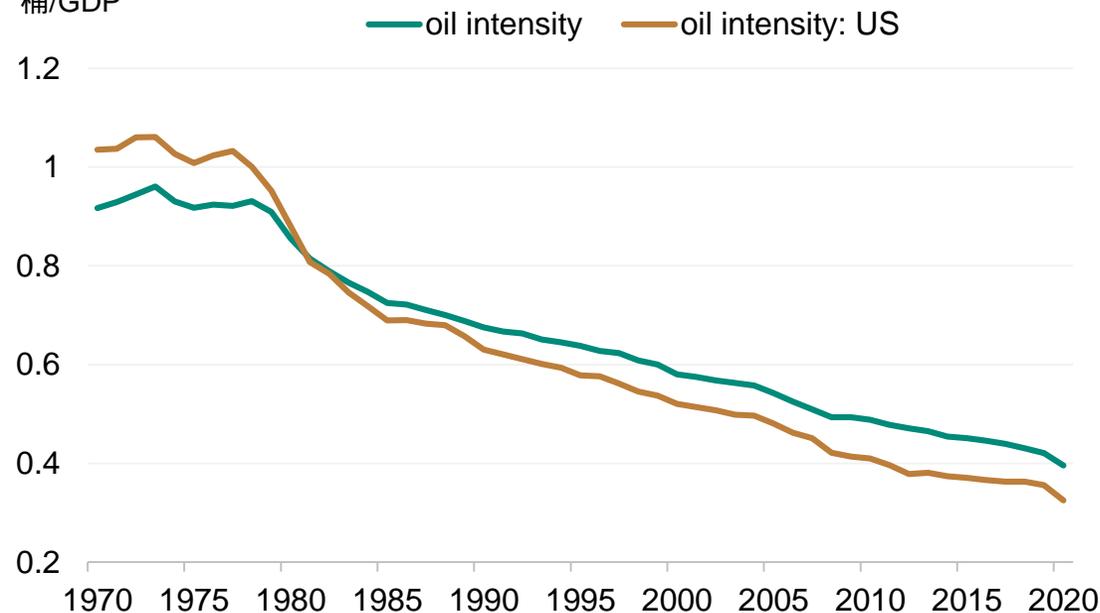
ISM製造業指數



註：資料點取兩次停滯性通膨的前段，CPI高點之前期間。
資料來源：Bloomberg。

經濟成長對於石油的依賴程度降低

桶/GDP



註：Oil Intensity = (年度原油消耗量，單位：桶) / (年度GDP，單位：千美元)。
資料來源：Bloomberg。

Risk(2): 地緣政治及擴大制裁風險

- 俄羅斯侵烏引發全球撻伐，美國耶魯大學教授Jeffrey Sonnenfeld製作了一份撤出俄羅斯的企業名單，截至3/15為止共有380家企業列名其中，Sonnenfeld團隊也在清單中標出未退出俄羅斯的公司，未參與抵制俄羅斯的企業營運風險可能隨地緣政治而升高。
- 依過去美國制裁華為的經驗，對於俄羅斯以外的國家或企業，若持續進口俄產品，可能被視為有協助俄羅斯的意圖，恐成為下一波遭美國制裁的對象，亦將是未來一季市場可能面臨的風險。

企業參與抵制俄羅斯, 紛退出俄羅斯業務

參與抵制俄羅斯企業		GM	運動品牌	Nike	
Big Tech	Alphabet	汽車	Ford	Adidas	
	Amazon		福斯	LVMH	
	蘋果		麥當勞	精品	Burberry
	微軟	連鎖餐飲	星巴克		Prada
	Meta臉書		漢堡王		Youtube
半導體	英特爾		可口可樂	社群	Twitter
	AMD	食品	百事		Tiktok
	Nvidia		雀巢	未參與抵制俄羅斯企業	
	台積電		FedEx	德廠	Bosch
PC品牌	HP	快遞	DHL	台廠	華碩
	IBM		UPS	韓廠	LG

資料來源：耶魯大學教授Jeffrey Sonnenfeld團隊，國泰世華銀行投研團隊整理，截至2022/3/15。

美國及其他國家抵制華為事件簿

時間	事件
2018/4	美聯邦通信委員會禁向「對國家安全有威脅的公司」購買設備
2018/6~2018/11	澳洲、紐西蘭、英國禁止華為參與5G網路設備標案
2018/12	加拿大應美國政府要求逮捕華為財務長孟晚舟
2019/5	美商務部把華為及70家關聯企業列入「實體清單」。若無美國政府的批准，華為將無法向美國企業購買零組件
2020/5	美商務部要求使用美國設備和技術的外國半導體公司，須獲美國政府許可，才能向華為供貨
2020/9~2021/4	比利時宣布2023年前逐步替換華為設備、瑞典、羅馬尼亞禁止華為參與5G網路建設

資料來源：維基百科，國泰世華銀行投研團隊整理。

個別資產

美國 | 利率與地緣風險高漲，側重現金流穩定公司

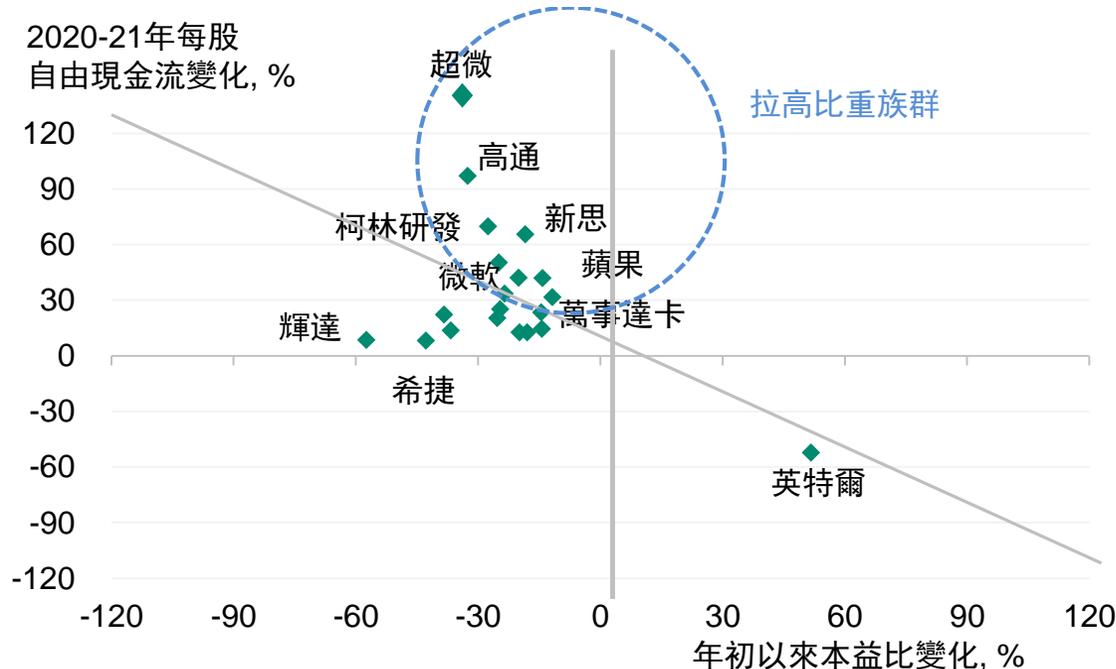
- 2022年邁入升息循環，使得利率一路走高，加上地緣風險高漲之際，預期整體股市報酬將不若以往。隨股市明顯拉回後，長線投資價值也逐步浮現，但須擇優布局。
- 統計過去，利率偏升環境，價值股表現優於成長股，如工業、能源等類股。科技股的部分，因為利率走高，面臨估值的調整，但並非基本面的惡化，但未來應側重現金流改善的族群，如微軟、蘋果、萬事達卡等族群。

利率偏升環境，提高價值股比重



資料來源：Bloomberg。

科技股回檔之際，布建自由現金流改善的族群

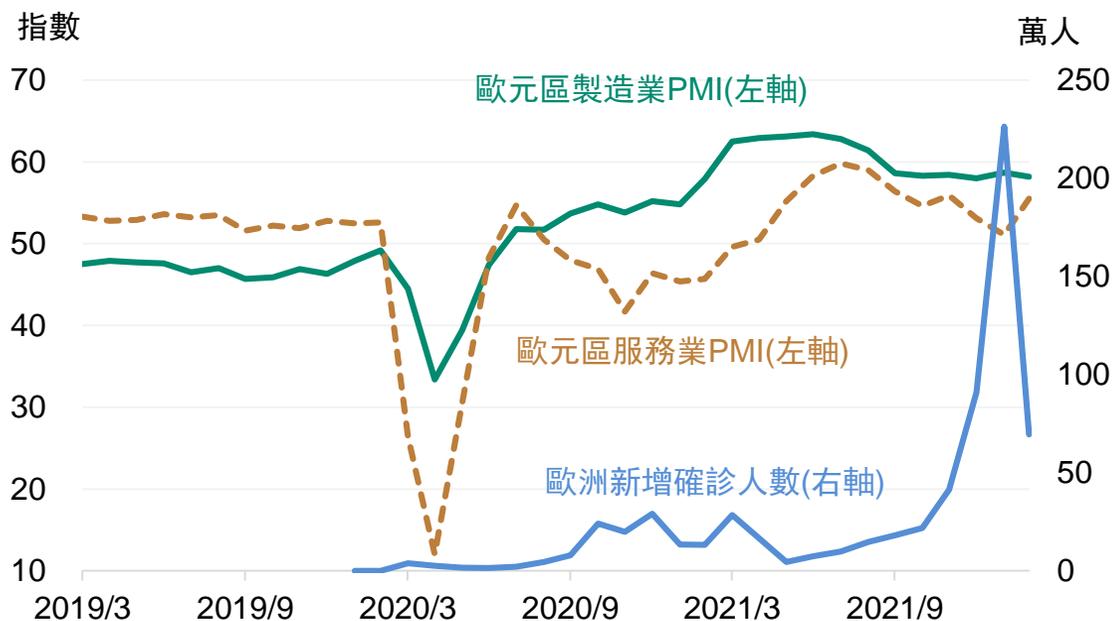


資料來源：Bloomberg。

歐洲 | 地緣風險衝擊歐洲復甦行情

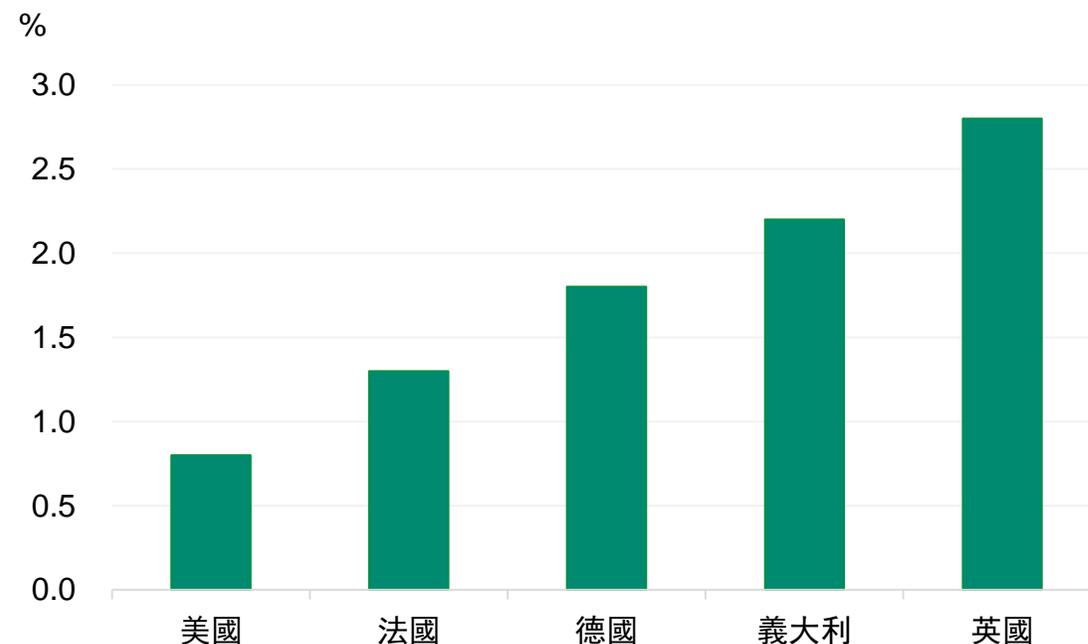
- 為反制俄羅斯進攻烏克蘭，各國相繼推出制裁，其中，歐洲與俄羅斯經貿往來甚深，也不得不推出經濟制裁，包括將部分俄羅斯銀行踢出SWIFT、禁止在歐洲籌資等，恐讓歐洲企業未來面臨債務損失的壓力，宜密切追蹤後續變化。
- 隨歐洲疫情趨緩，各國相繼鬆綁防疫措施，歐洲服務業相對製造業有望相對強勢。但值得注意的是，受到原物料高漲，歐洲的通膨短期可能居高不下，恐讓歐央提早結束寬鬆貨幣政策，歐洲的復甦力道將明顯受衝擊。

地緣風險影響歐洲解封行情



資料來源: Bloomberg。

主要國家對俄羅斯貿易佔比



資料來源: Bloomberg。

中國 | 疫情蔓延添景氣變數, 股市隨信用循環向上分批漸布

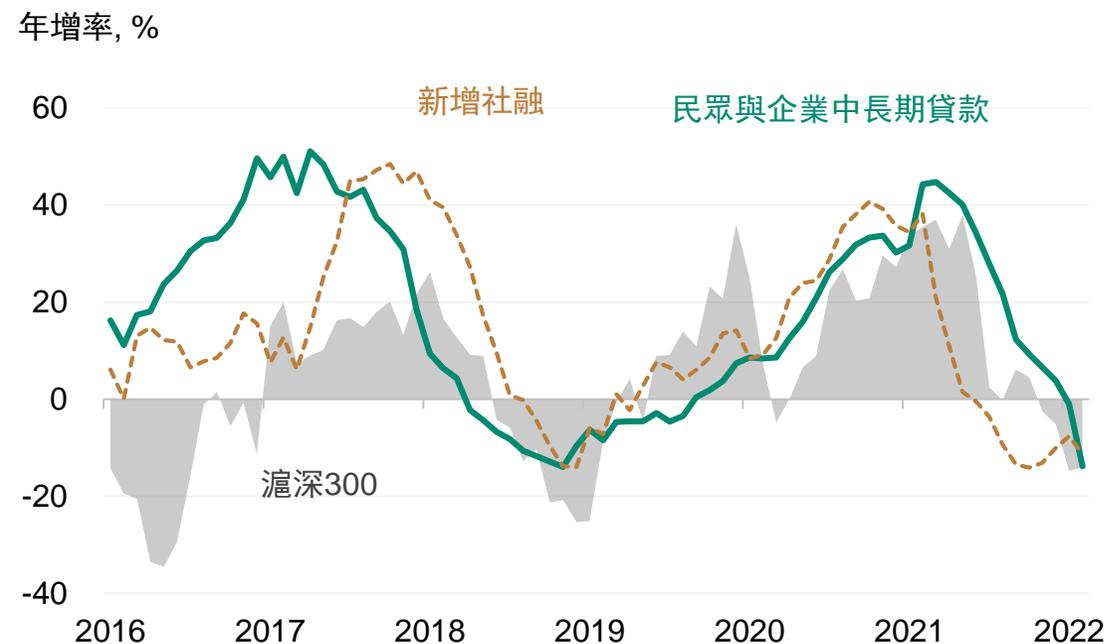
- 近期中國股市大幅震盪, 原因包含政策與經濟循環面的不確定性大幅上升。在疫情面, 每日新增確診突破1000人大關, 已達2020/2疫情爆發以來高峰, 「清零」防疫政策將對原先在脆弱的經濟上增添更多壓力, 加上房地產走勢疲弱, 景氣復甦基礎仍不牢固。
- 然國務院與央行皆表達對貨幣政策與新增貸款的積極訊號, 信用循環朝正向發展。配置方面, 市場上下劇烈震盪, A股政策不確定性低, 為相較中概股優穩選擇, 布局宜採衛星配置, 在政策訊號轉向後, 可隨社融結構改善後分批布建。

疫情迅速升溫不利景氣復甦



注: 每日新增確診取7日移動平均。
資料來源: Wind。

2月新增社融結構惡化, 需求面有待提振



資料來源: Wind。

拉美 | 原物料價格高盤與評價偏低, 股市具波段上行空間

- 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, 後市展望考量 1) 原物料價格高漲, 企業獲利展望改善 2) 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, 研判指數仍有波段上漲空間。
- 巴西股市於新興市場中具相對優勢, 然而 1) 美元偏升格局 2) 政策利率處於上行區間, 恐抵消上述部分利多, 加上全球風險性資產仍受戰火箝制, 拉美股市布局宜以衛星配置視之。

原物料價格高漲有助巴西企業獲利



資料來源: Bloomberg。

因企業獲利預期上升, 前瞻本益比水位偏低

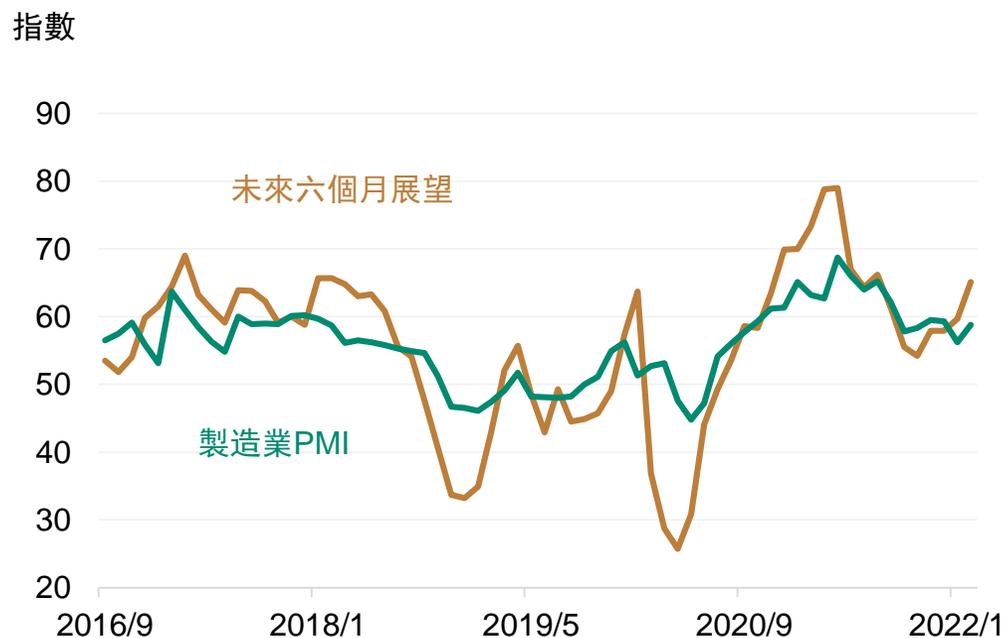


註: 黃線為2007至今平均值, 藍線為負1倍標準差。
資料來源: Bloomberg。

台股 | 景氣看法維持樂觀, 績優股仍值得長線布局

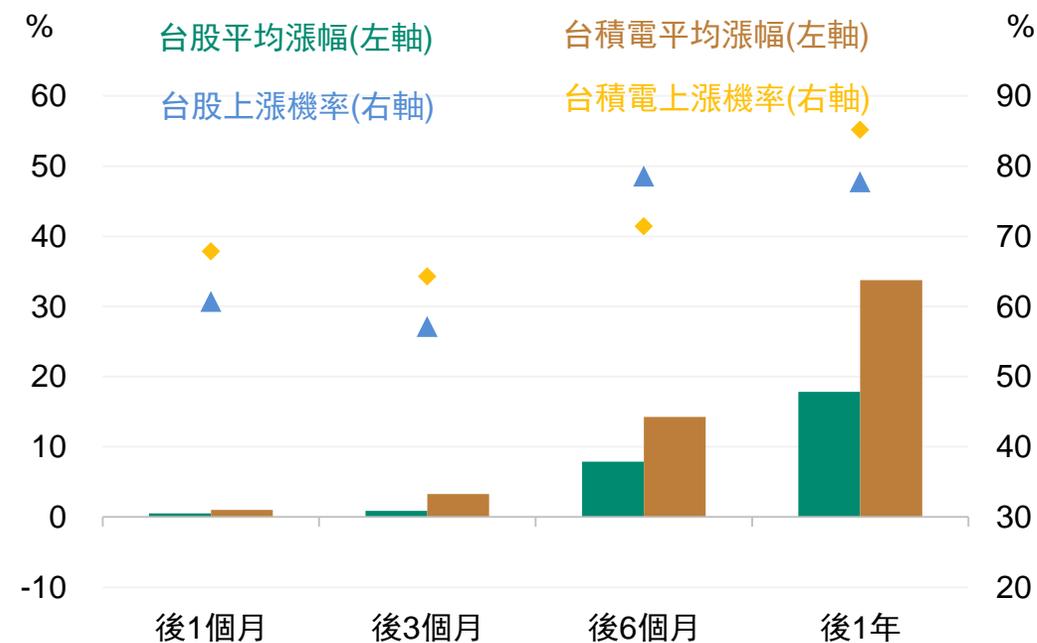
- 台灣科技股受到原物料上漲及俄烏供應鏈影響有限, 製造業景氣反彈, 廠商對於未來六個月景氣看法轉趨樂觀。
- 外資因地緣政治、高通膨帶來的經濟下行風險以及Fed緊縮貨幣政策造成評價下調而大賣台股, 然而在地緣政治分化趨勢下, 台灣半導體反而在全球供應鏈中居更吃重的地位, 逢低仍宜布局。

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。

外資大賣後短期趨盤整, 績優股仍值得長線布局

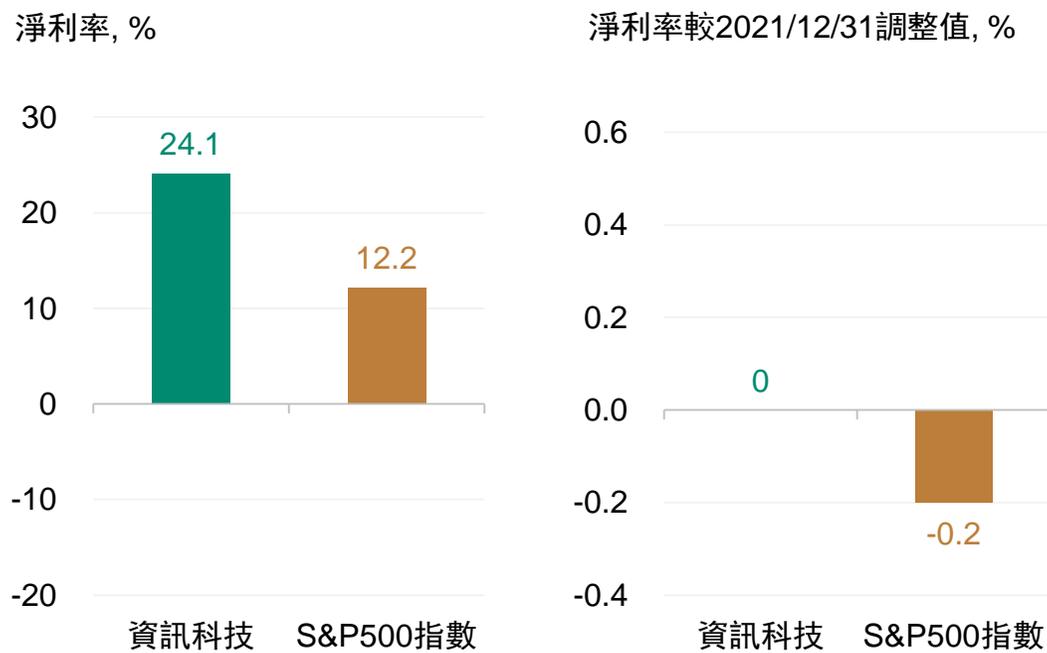


註：統計近20年共28次外資單月賣超佔比逾市值0.3%後市表現。
資料來源：Bloomberg。

科技 | 獲利受通膨影響較輕，半導體缺貨情形持續

- 根據FactSet調查，S&P500中72.1%的企業皆在電話會議中提及高通膨帶來的風險，11大產業中有8個因此下調淨利率預估，整體S&P500指數淨利率預估下降0.2個百分點，相較之下，科技股受影響有限，並維持較高的淨利率水準。
- 因Fed緊縮貨幣政策，科技股受到評價修正的壓力較大，不過半導體缺貨情形在疫情趨緩後仍未明顯改善，俄烏戰事預料將使供應鏈持續吃緊，**科技股特別是半導體族群，在評價修正後，投資價值浮現。**

高通膨壓低企業獲利，科技股相對不受影響



註：S&P資訊科技指數。
資料來源：FactSet。

半導體交貨週數再提高至26.2週



資料來源：Bloomberg。

礦業 | 庫存持續低迷, 預期中國景氣循環支撐原物料需求

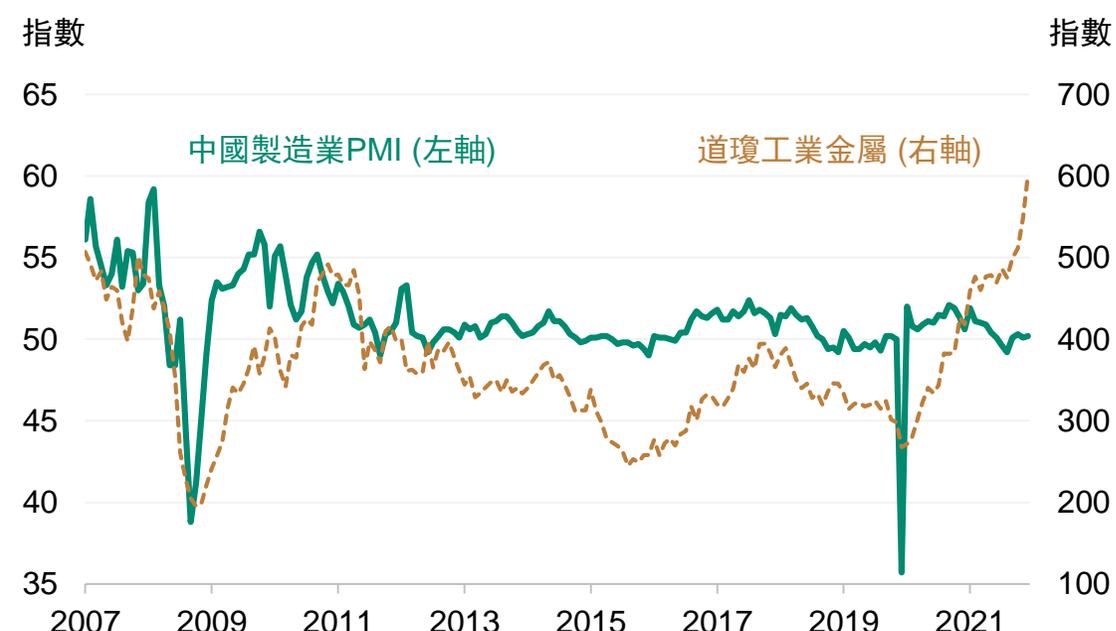
- 俄烏戰事前景未明, 美歐對俄羅斯制裁預期已衝擊原物料, 各國企業在購買、運輸與融資端都有所忌憚, 供應鏈中斷的可能性逐漸上升, 供需基本面持續緊張。
- 中國信用循環有望逐漸步入上行軌道, 兩會對於貨幣與財政政策將持續加碼, 房地產管制也有鬆綁跡象, 可望支撐原物料需求。短期原物料行情受消息與情緒面影響, 波動幅度較大, 然供需緊張使庫存持續偏低, 研判基本金屬走勢震盪向上。

基本金屬庫存處在近年低位



資料來源: Bloomberg。

中國政策底浮現可望支撐原物料需求



資料來源: Bloomberg。

原油 | 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。
- 油價高漲引發各國的通膨壓力，也將促使各國政府採取行動，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

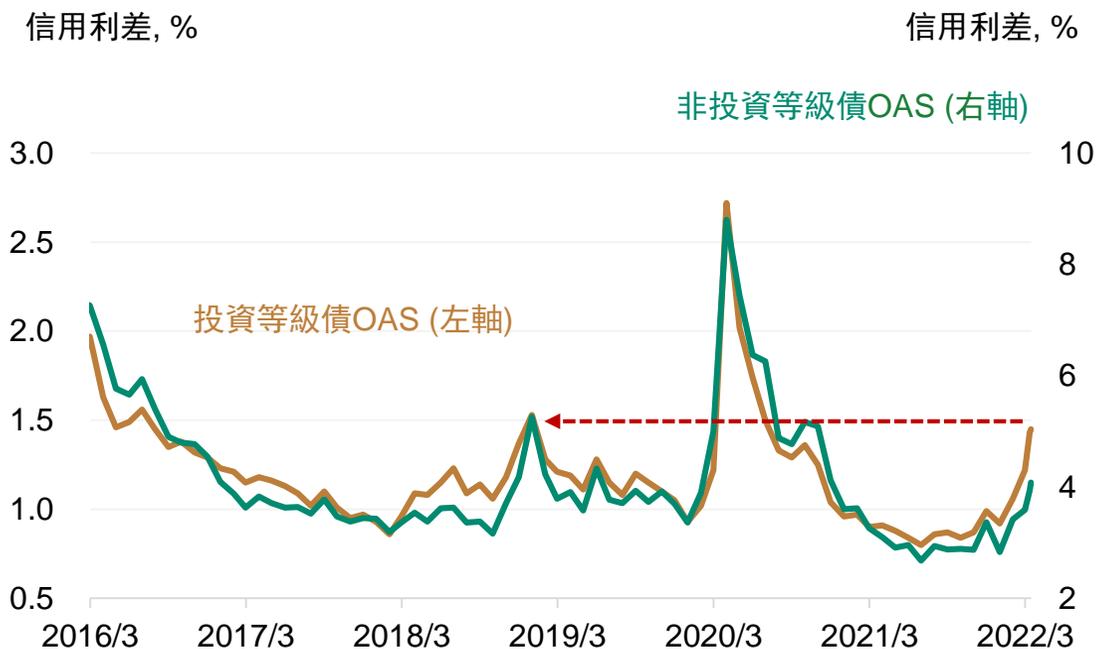


資料來源：Bloomberg。

信用債 | 評價面吸引力漸增, 不妨可以留意分批布局買點, 增加穩定息收部位

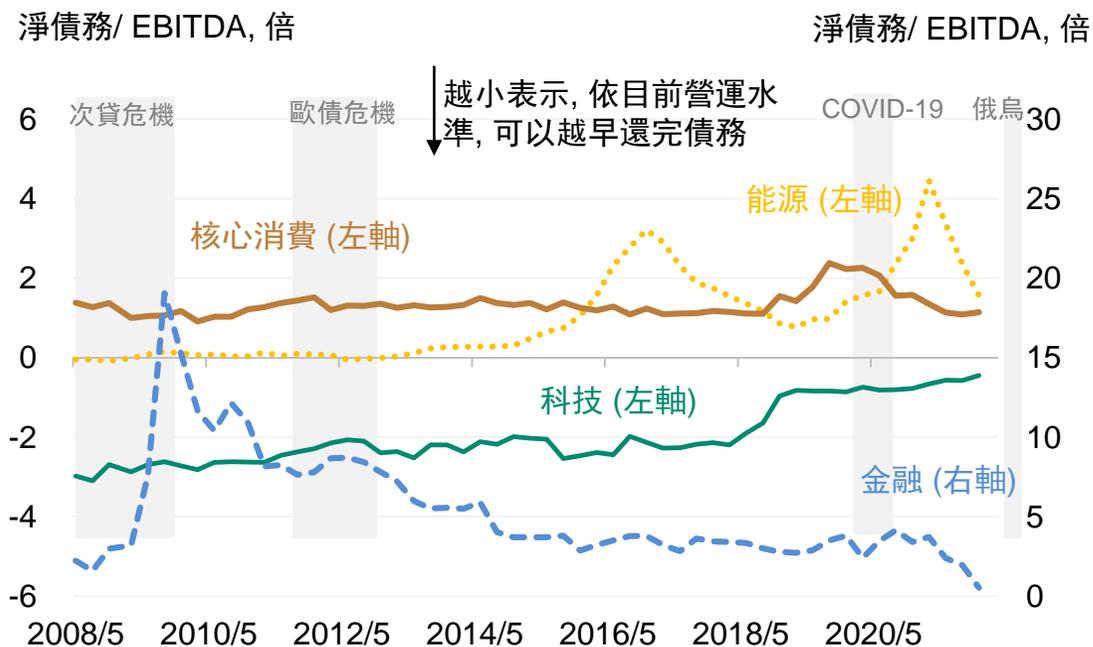
- 俄烏衝突以始料未及的方式發展, 衝擊全球復甦進程及資產表現, 凸顯資產配置的重要性, 資產類別中, 以債券、大宗商品具與美股相關性低的特性, 考量大宗商品價格近期已大幅揚升, 債券則除了1)息收優勢外, 2)隨十年美債殖利率已突破2.3%水準, 加上債券利差隨市場氛圍走寬, 美債利差約達2018年降息前的高點, 在目前美國經濟展望仍優於近五年平均的背景下, 有助違約率維持低檔, 殖利率走升使美債的評價面吸引力漸增。
- 美國企業受俄烏戰爭直接衝擊有限, 不過考量目前已處在景氣高原期, 布局上, 可逐步增持投資等級債, 且以債務及營收受景氣波動影響較小的產業, 如成熟科技及核心消費等為佳, 增加穩定息收部位, 非投等債則以衛星布局為主。

投等債利差升至2018年4Q水準, 有過度擴張之虞



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

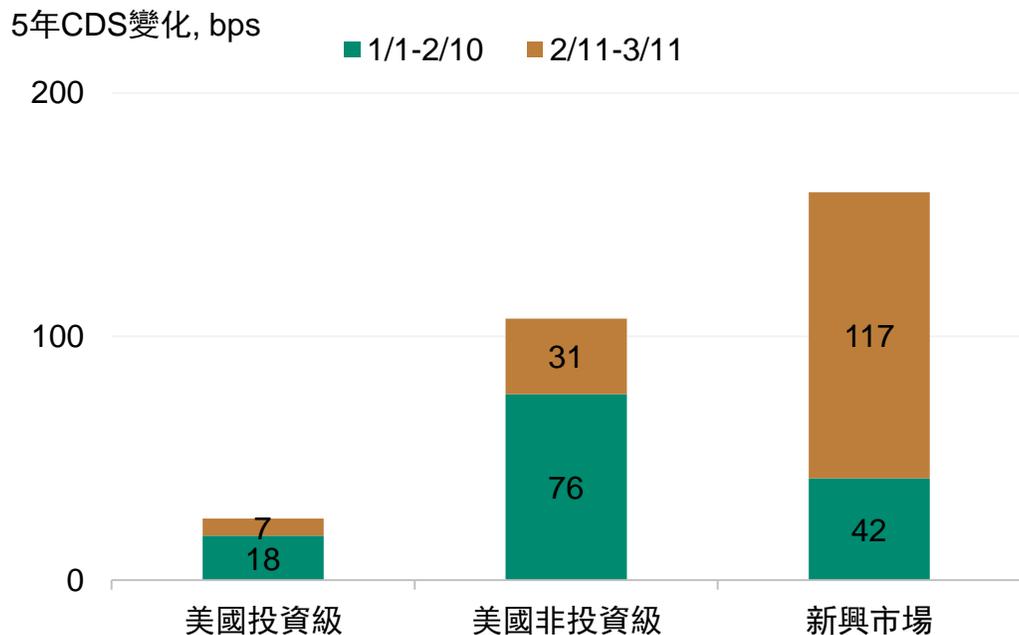


註: 各產業取各產業龍頭的中位數, 金融取高盛、富國銀行、MS; 核心消費取可口可樂、寶僑、沃爾瑪; 科技取蘋果、微軟、高通; 能源取艾克森美孚、雪弗龍、phillips 66。
資料來源: Bloomberg。

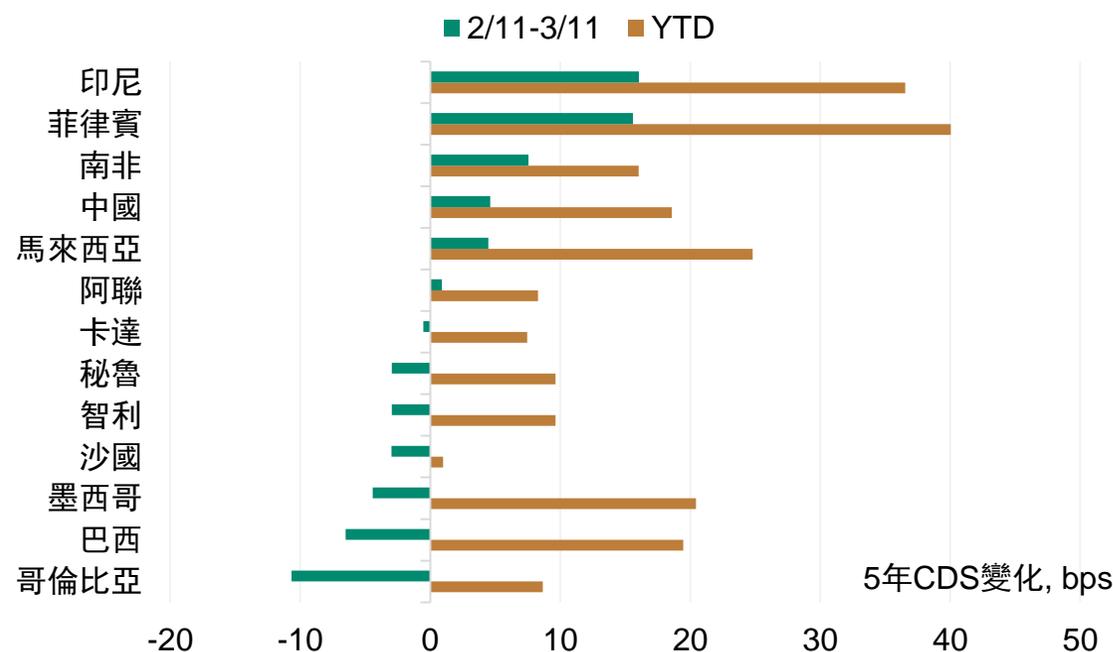
新興債 | 俄烏衝突下，風險趨避氛圍不利整體新興債表現，但商品出口國或將受惠高物價

- 俄國得寸進尺下，世界大國相繼祭出經濟制裁，在1)投資人亟欲逃離俄羅斯相關資產，2)市場風險趨避氛圍明顯，3)JP Morgan於3/8宣布將俄羅斯資產自其編纂的債券指數移除，多重利空下，新興市場的CDS擴大逾100bps，**料在俄烏衝突未明朗前，新興市場相關債券基金賣壓仍難解，不宜貿然進場。**
- 雖然俄烏衝突升溫，加劇全球通膨壓力，**但對大宗商品出口國而言，則不全然是負面影響，原物料價格走高有利原物料出口大國的經常帳及匯市表現，減緩國內通膨壓力，因此在大宗商品將維持高盤的預期下，個券部分，可選擇生產能源、農業及原物料相關的投資級債，利差或有進一步表現空間。**

俄烏衝突下，新興債整體表現快速惡化



大宗商品出口國有望持續受惠高物價



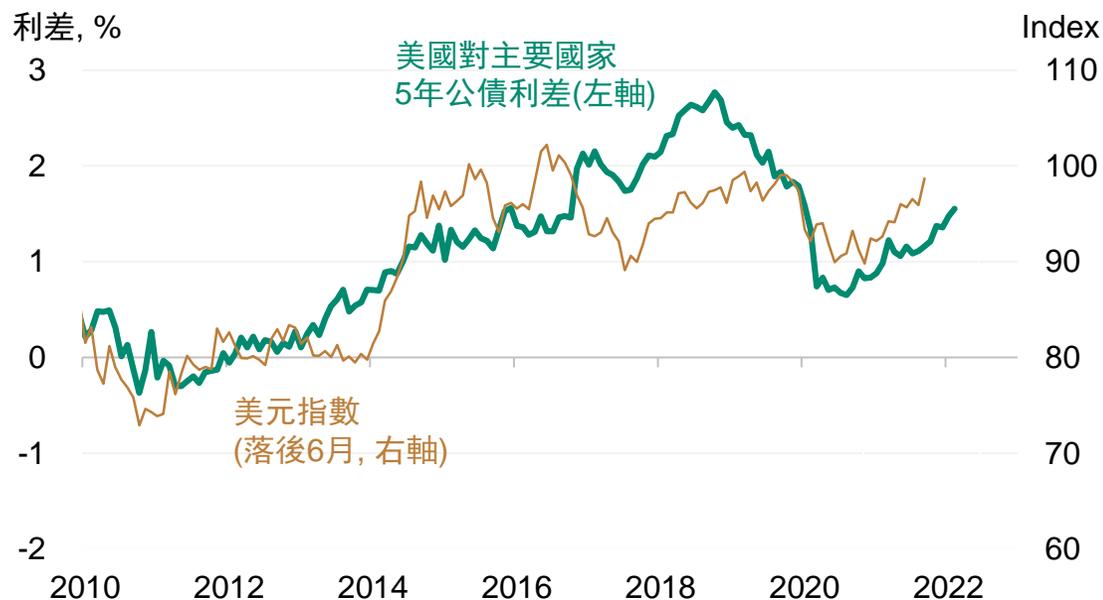
註：採5Y CDX-IG、CDX-HY、CDX-EM。
資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg。

匯市 | 央行政策差異下、俄烏戰爭衝擊歐洲，美元偏升格局未變

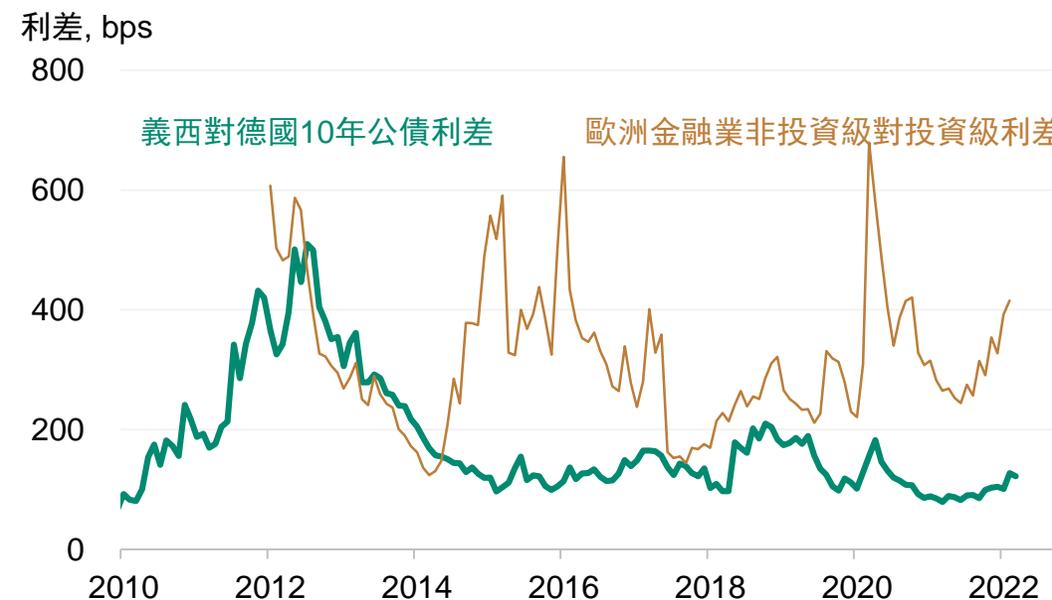
- 上半年而言，美元偏多格局尚不致扭轉，歐系貨幣仍偏弱勢。雖然年初以來各國殖利率齊彈升，但因歐、日債息變化不大而使美國對歐英日加的平均利差大致持平，故美元指數雖因俄烏戰爭急漲而有短線修正機會，**但美歐貨幣政策先後難有改變，2Q偏強震盪的格局仍舊未變。**
- 鑒於俄烏戰爭與相關制裁對於歐洲經濟的拖累最為顯著，歐洲金融業尤受衝擊，故俄烏戰事的外溢效果將對歐洲經濟形成額外利空，不利歐元走勢。

美歐貨幣政策差異仍支持美元指數2Q維持高位



註：主要國家為德、英、澳、日、加。
資料來源：Bloomberg。

俄烏戰爭衝擊歐洲，尤其歐洲金融業首當其衝



資料來源：Bloomberg。

匯市 | 淡季、高基期與俄烏戰爭等因素壓抑匯價，央行著眼輸入性通膨而升息，限縮台幣貶勢

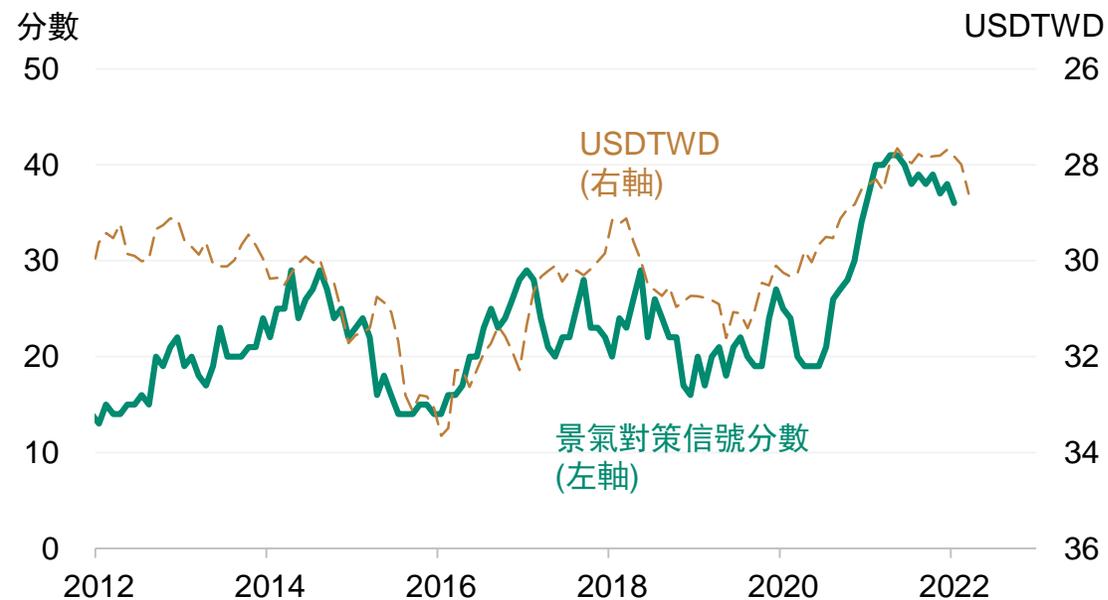
- 依過往經驗顯示，出口商在年底電子旺季與年初春節效應下將使拋匯力道加強，通常有利台幣自4Q到農曆春節前走勢偏強；相對地，春節之後到電子旺季之前出口商影響相對較小，也令台幣較容易受到國際匯市的影響，尤其近期俄烏戰爭下外資頻頻賣超，更令3月以來台幣走勢偏弱。
- 囿於去年高基期的影響，各個分項走勢有所趨緩，也令整體景氣對策信號分數自高位轉折向下，加上俄烏戰爭對原物料的推升效果，目前總體環境不利資金流入。惟央行著眼輸入性通膨而升息1碼，限縮台幣貶勢，後續可隨風險氣氛選擇換匯時機。

時序進入產業淡季，台幣匯價不若旺季強勢



資料來源: Bloomberg.

高基期下，上半年景氣對策信號走勢偏緩



資料來源: Bloomberg.

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： 8722-6666