



## Market Outlook- Mar 2021

月度 配置觀點	公債	信用債	成熟市場	新興市場
▲正向		美國高收益		中國 印度
●中性	美國公債	美國投資級	美國 歐洲	
▼負向	台灣公債			

(一) 當月總經觀點----- P.2-4

(二) 外匯市場----- P.5-8

(三) 債券市場----- P.9-11

(四) 成熟/新興市場----- P.12-14

(五) 股債配置觀點----- P.15

(六) 財經大事曆----- P.16



## 當月總經觀點

### 2 月份重大政經事件

#### 全球新冠疫苗施打速度加快

根據 Johns Hopkins University 統計顯示，截至 2/28 全球新冠病毒確診人數達 1.14 億人，死亡人數共 252 萬人。伴隨疫苗接種計畫陸續推動，近期新增確診人數呈下降趨勢，截至 2 月底單日增加人數降至約 30 萬人，相較 1 月上旬疫情高峰曾達 88 萬人，減少逾 6 成。另外根據 WHO 統計，全球每週感染人數以 16% 速度減少，美國及英國新增病患降幅最為顯著，都達 2 成以上。

2 月以來，美國單日新增病例及死亡人數同步減少，確診數排名前三大州，包含 California、Texas 及 Florida 疫情都明顯趨緩。在歐洲主要受衝擊國家，目前英國疫情獲得較好控制，截至 2 月底單日確診人數已回落去年 10 月高峰水準以下。法國、西班牙及義大利等地，雖然因變異病毒快速傳播，疫情改善速度較慢，但單日確診數也都較去年第四季平均規模明顯下滑。其他累計確診病例較多國家，以巴西情況最為嚴峻，由於管控鬆散及變異病毒擴散雙重影響，近期每日新增病患尚維持在 3 萬人以上的高水位。印度因變異病毒影響 2 月中下旬疫情再次升溫，但隨各地政府祭出封鎖措施，擴散情況獲得控制，目前單日新增人數維持在去年 7 月水準以下。

另一樂觀訊息是，全球疫苗施打進度優於預期。根據 Bloomberg 統計，截至 2/28 全球已有 2.36 億劑疫苗在 103 個國家施打，接種人數超越累計確診規模，平均每天施打 667 萬劑。以目前速度預估，全球恢復正常化所需時間由 2 月初估計 7 年調整為 4.6 年，後續諸多因素包含疫苗量產效率提升、Johnson & Johnson 及 Novavax 疫苗開放接種，都可能加快群體免疫速度。以色列是目前接種人口覆蓋率最高國家，有望在 2 個月內涵蓋當地 75% 人口，達到可實現群體免疫的基礎門檻，美國及英國則預計在明年初達成該項目標。但同時留意在英國、南非、巴西及日本出現的變異病毒正在全球擴散，對現有疫苗有效性影響仍待時間觀察。2 月中美國疾病預防控制中心 (CDC) 公布美國已在 39 個州出現逾 1,500 位變異病

毒感染病例，A. Fauci 警示英國變異病毒的高度傳染風險，可能在 3 月底造成美國另一波疫情壓力。

#### GameStop 事件紛擾短暫落幕

儘管有變異病毒不確定風險，市場投資氣氛仍維持正面，2 月份全球股市市值再創新高，達 110.8 兆美元。成熟市場中 Russell 2000 指數表現最為亮眼，1~2 月累計漲幅 11.4%，反映市場對美國中小企業前景保持樂觀，另外日經 225 指數也有不錯表現，漲幅約 5.6%。新興市場則以南非、台灣及香港表現最為強勁，上揚幅度都達 6% 以上。

此前，在 1 月造成市場恐慌的 GameStop 軋空事件，於 2 月逐漸平息。GameStop 事件來自美國散戶力量集結，買進避險基金放空股票，使機構法人面臨軋空壓力，引發其他金融資產賣壓，造成 1 月中下旬 MSCI 全球指數及新興市場指數都曾短暫下跌，VIX 指數一度彈升超越 30。同時間散戶也對 AMC、Blackberry 等基本面較差股票及白銀發動軋空，隨後因芝加哥商品交易所 (CME) 為遏阻散戶資金轉進貴金屬炒作風氣，於 2/1 調高白銀期貨交易保證金，造成白銀價格快速回跌使散戶面臨套牢壓力，市場軋空亂象才逐步平息。GameStop 事件使散戶影響力引發程式交易機構關注，美國證監會也警示類似風險依然存在，未來將強化對股票放空交易的資訊掌握度，並研擬提升該類交易的資訊透明度。

GameStop 事件之後，全球股市持續上揚，主要因素包含各國 2020 年全年經濟成長率顯示受創程度不若原先預期嚴重，市場對疫苗效果有高度信心，及各國積極推動刺激政策，帶動市場資金更加充裕。與 2010 年代相較，去年以來各國貨幣寬鬆規模及降息速度都明顯提升。伴隨主要央行鑒於過去 QE 經驗造成長、短公債利差縮小，影響金融機構獲利，本次疫情衝擊下的寬鬆舉措相當程度容許殖利率曲線轉趨陡峭，提振金融機構貸放意願，幫助資金更多流入實體經濟。加上市場對電動自駕車、5G 建設等新興科技發展保持樂觀期待，推升企業投資意願及獲利展望，讓市場對股市前景維持正面態度。但須留意近來美國公債殖利率快速攀升，引發市場對科技股估值擔憂，2/25 隨 10 年期美債殖利率盤中



突破 1.6%，單日彈升逾 10bps，美股四大指數同步收跌，Alphabet、Facebook、Apple 等多檔權值股跌幅逾 3%，造成 Nasdaq 指數重挫 3.5%，創近四個月來最大單日跌幅，反映通膨上揚預期可能將逐漸壓抑股市成長動能。

## 各國公債殖利率迅速上升

年初以來，大宗商品價格頻傳佳音。銅價在近 9 年多來首度突破每公噸 9,000 美元，於 2 月勁揚 15%；鎳價創 2014 年來新高，於 2 月下旬逼近每公噸 2 萬美元大關；農產品方面，棉花、玉米、木材等價格表現同步強勁，自年初以來漲幅都達 1 成以上；另外因美國寒害影響油產，西德州原油價格於 2 月份向上突破 60 美元關卡。隨各項原物料價格同步上揚，Bloomberg 大宗商品現貨指數自去年 3 月下旬低點以來，漲幅已逾 6 成。

隨著原物料價格齊漲，通膨預期增溫，各國公債殖利率在 2 月加速攀升，截至 2 月底部分國家包含英國、日本、澳洲等 10 年期公債殖利率已明顯超越去年 1 月下旬中國新冠病毒疫情爆發當時水準。10 年期美債殖利率 2 月彈升逾 36 bps，創 2016 年底以來最大單月漲幅；歐洲主要國家包含德、法、英 10 年期公債殖利率也都在 2 月明顯上揚，平均漲幅近 34 bps。新興市場中多國公債殖利率跳升幅度更加明顯，亞洲地區包含印尼、菲律賓、泰國等 10 年期公債殖利率都在 2 月勁揚逾 30bps，而在其他地區如巴西、俄羅斯，由於近兩個月公債殖利率上升力道維持強勁，累計 1~2 月 10 年期公債殖利率漲幅分別達 121bps、91bps。

表 1：各國 10 年期公債殖利率變化

(bps)	2020/1/22	2021/2/26	2021/1 漲幅	2021/2 漲幅
美國	1.771%	1.456%	18.2	36.2
日本	-0.003%	0.165%	3	11.4
德國	-0.26%	-0.259%	5.9	25.7
英國	0.637%	0.824%	13.1	49.7
澳洲	1.118%	1.852%	11.9	75.5
印度	6.635%	6.229%	5.5	28
印尼	6.715%	6.598%	16	34.1
菲律賓	4.792%	3.902%	5.6	87.2
泰國	1.435%	1.66%	5.5	44
巴西	6.75%	8.19%	60	61
南非	9.647%	10.456%	0.4	4.6
俄羅斯	6.21%	6.82%	38	53
土耳其	10.45%	12.98%	6	41

資料來源：Refinitive Datastream

說明：以中國爆發新冠病毒疫情，於去年 1/23 宣布武漢封城計畫前日，做為比較時點

目前多家研調機構對原物料價格走勢都提出正面看法，2 月份 J.P. Morgan 樂觀表示，大宗商品已進入新一輪超級循環週期，預估後市價格將保持在遠高於長期水準一段時間。但也有不少機構對此種論點抱持謹慎態度，認為超級循環需有強勁需求成長，帶動原物料價格出現長達近 10 年的優於長期水準上揚動能。回顧歷史經驗，前兩輪原物料超級循環週期分別發生在 1970 年代、2000 年代，前者具有日本經濟加速成長、亞洲四小龍崛起同步帶動全球需求增加，後者則有金磚四國崛起的條件加持。反觀近半年原物料價格上揚主要是因各國貨幣及財政政策支持，及美國、中國都規劃大量投入公共建設，讓市場對經濟復甦有正面期待，但伴隨疫情壓力仍存，供給短缺風險讓原物料價格獲得支撐，因此本輪上漲行情可能更多來自低基期效應及供需失衡預期影響。

然而近來除了原物料價格看升利多，尚包含疫苗接種速度加快，美國政府推出額外財政支持方案等正面因素，刺激經濟復甦前景更加樂觀。儘管多位 Fed 官員對外言論維持鴿派，但公債殖利率快速上揚仍舊顯示市場對 Fed 收緊寬鬆政策揣測心理逐步成形。後續關注 10 年期美債殖利率相較目前 S&P500 股利率約 1.5% 的利差變化，對股、債市資金流向影響，以及市場對央行縮減購債預期，Fed 政策立場能否有效與市場溝通，都將讓金融市場面臨高度震盪風險。

## 未來一個月關注焦點

### 主要央行貨幣政策會議

ECB、FOMC、BOE 及 BOJ 將分別在 3/11、3/16~17、3/18 及 3/18~19 召開貨幣政策會議。儘管 ECB 於 1 月會議記錄顯示，決策者對公債殖利率走升無太大擔憂，但近期官員對外言論態度似已逐步改變。2/25 ECB 執委 I. Schnabel 提出實質利率驟升，恐影響歐元區經濟復甦，強調不能過早撤出貨幣支持政策。同一週內，ECB 總裁 C. Lagarde 也對外表示，正密切關注債券殖利率走勢及企業、個人借貸指標，引發部分市場猜測，ECB 可能會透過口頭干預，或進一步加大債券購買力度，來抑制公債殖利率快速上行壓力。此外，基於 Lagarde 再次重申，ECB 有相當大靈活性調整貨幣政策工具，以及強



調 PEPP 尚有充裕額度未被動用，也進一步透露 ECB 可能在一段時間內不會調整現有刺激措施。BOE 方面，負利率推出時點持續為市場主要討論議題。BOE 官員近一年來也多次對該政策發表言論，其中以 S. Tenreiro 立場最為鴿派，不斷表示英國可能需要更多刺激措施，並認為負利率是加強貨幣刺激的有效工具。但近期 BOE 總裁 A. Bailey 指出疫情對經濟活動風險傾向下行，於 2/4 BOE 會後根據英國審慎監理局 (PRA) 所做調查表示，英國各銀行至少需 6 個月系統轉換時間為負利率實施預作準備，並呼籲市場不應過多揣測負利率執行時程，已部分淡化市場對今年實施負利率期待。伴隨疫苗施打速度逐步加快提升經濟復甦預期，預期 3 月 BOE 會議將維持利率及購債規模不變。

Fed 點陣圖變化及 BOJ 會後聲明則相對較受市場關注。2/23 Fed 主席 J. Powell 於國會半年度聽證會上重申寬鬆立場，表示美國經濟復甦不平衡，可能需要一段時間才能在就業及通膨目標取得實質進展，勞動失業情況未全面改善，使經濟前景仍面臨高度不確定性，將致力使用全部工具支持經濟復甦盡可能強勁，暗示貨幣寬鬆力道將一段時間內不會改變。而去年 12 月 Fed 公布點陣圖顯示，2023 年底前 Fed 都將維持極低利率不變，但近來隨 10 年期美債殖利率快速上揚，有關 Fed 官員對未來三年經濟展望看法及對點陣圖影響，將是 3 月會議主要焦點。

BOJ 將在 3 月會議針對各項刺激措施的有效性及其可持續性進行政策評估，其中以公債殖利率控制區間、ETF 購買計畫最為市場關注。BOJ 總裁黑田東彥先前曾評論，沒有看到任何跡象顯示，ETF 購買措施會造成巨大市場混亂或嚴重公司治理問題，但截至目前，黑田幾乎沒有針對資產購買計畫調整提供任何線索。另外，2 月中旬黑田指出，由於疫情影響，日本物價正面臨下行壓力，暗示至 2023 年仍難以實現 2% 通膨目標，令市場臆測 BOJ 政策評估考慮的時間範圍將延長，因此可能在本月決議擴大殖利率控制區間。惟近來因日本公債殖利率快速上揚壓力，黑田於上周表示將公債殖利率曲線穩定保持在低點以支持經濟成長之重要性，已部份淡化該項預期。

## 美國紓困法案

2/27 美國眾議院以 219 票對 212 票，通過美國總統 J. Biden 推出的 1.9 兆美元紓困計畫，接下來將送參議院表決。計畫內容中，將聯邦最低工資由 7.25 美元/小時調升至 15 美元/小時，最為兩黨爭議，但此前 Biden 於 2 月初曾鬆口，願放棄該項政策訴求。另外，近來也傳出參議院兩黨正在討論，調整 1,400 美元紓困現金支票發放規模或領取門檻，及調降對地方政府的援助金等。

不論何項調整，凡達到紓困規模得以縮減，將有助民主黨透過預算協調程序，亦即僅需獲得 51 票支持便可讓計畫在參議院順利通過，以迴避採用一般程序須獲得 60 票支持的高門檻。由於民主、共和兩黨在參議院皆擁有 50 席次，因此按協調程序發展，搭配美國副總統 K. Harris 以參議院議長身分加入投票，便有很大機會在參議院順利通過。市場持續正面期待，民主黨會同意各種必要讓步，以利紓困計畫在 3/14 美國聯邦失業救濟金補助措施到期前成為正式法案。

## 3/4~5 中國政協、人大會議開幕

今年度政協、人大兩會焦點，為中國政府將公布 2021~25 年經濟及社會發展的第 14 個五年規劃。去年底，中共第十九屆五中全會發布關於「十四五」規劃的建議文件，罕見未明確宣示經濟成長目標，不過近期各地方政府仍然有為今年經濟成長率訂定政策目標，主要大省市包含北京、上海及廣東等多以 6% 做為目標設定。建議文件另一重點是首次提出「以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進」的發展戰略。對擴大內需提出的主要策略，為政府增加對 5G、人工智慧、大數據等新型基礎建設投資，及藉由自主創新發展半導體、新通訊技術等戰略新興產業，透過兩者互相支持形成新產業生態循環；而要進一步與國際系統聯動，則還牽涉人才、資金、產業技術/標準規範等內外接軌議題。另外，去年底中共中央經濟工作會議，將碳排放減量列入 2021 年重點任務，並提出將調整能源結構、推動國土綠化，因此目前市場也密切關注「十四五」規劃有關電動車、再生能源等綠色產業發展目標。

鄧惠文  
經濟研究處資深研究員  
abby.teng@fubon.com

## 外匯市場

### 歐洲

儘管歐元區疫苗接種率落後於英、美，復甦前景令市場感到擔憂，美國5年後的5年通膨利率交換利率為2.26%，仍遠高於歐元區之1.33%。然而比較美、歐的花旗驚奇指數，歐元區 Surprise Index 較前個月128持續反彈至154，美國 Surprise Index 則是保持在過去三個月50~80橫向整理區間。除上述因素支撐歐元，EUR/USD 於2月份一度小幅揚升主要還是得利於英鎊、加幣等風險性貨幣兌美元持續上行所致。

歐元區公債殖利率的上升引發ECB關注，2/22總裁C. Lagarde表示正密切注意財務融資現狀指標，特別是無風險隔夜利率 (OIS)與政府公債，因為家庭與企業貸款會以上述利率作為訂價依據。今年以來，德國10年期公債從-0.57%升至3/2 -0.34%、法國10年期公債更是一度反彈36bps至0.03%正利率水平，但3/2已回到-0.11%，義大利雖然一度面臨國內政局動盪上下起伏，但累計今年亦上揚20bps。儘管德義公債利差的收窄通常利好歐元。即便如此，美德10年期公債利差呈現擴大態勢，從148bps拉闊至178bps，若此趨勢未變，恐不利於EUR/USD上行動能的維持。

義大利政局動盪則已解決，在2/3總統S. Mattarella正式授權M. Draghi組建新的技術性官僚內閣後，2/18在上議院以262：40壓倒性票數贏得信任投票，隔日在下議院亦以535：56輕鬆過關。值得注意，左、右派主要政黨都展現出對歐洲統合派之Draghi支持，包括目前民調最高、立場偏向分裂主義之聯盟黨在內，僅極右之義大利兄弟黨與少數五星運動黨成員反對 (已被五星運動除去黨籍)，Draghi挾高名望氣勢且內閣成員橫跨各黨派，義大利政局至少在未來一段時間內保持穩定。

短線上除了歐元區缺乏足夠利多支持EUR/USD向上突破，Biden的1.9兆紓困計劃即將獲得通過，美國在疫苗的取得及接種率領先歐盟，都可能強化市場對美國經濟復甦信心，進而導致美德公債利差擴大。歐元後市最大隱憂在於期貨看多部位的調整，至2/26當周非商業性淨

多單仍高達13.8萬口，此數據雖然低於去年8月的21.18萬口、今年2月初的16.35萬口，但仍處在歷史極為偏高水平，例如前一回高點為2017年末的15.15萬口。倘若EUR/USD失守100日線重要支撐恐怕會引發多頭停損，本月份EUR/USD區間將下移至1.18~1.23。

### EUR/USD



資料來源：Datastream

英國持續推進新冠疫苗接種並領先全球主要國家，至2/22為止每百人有27.34人已進行接種，僅次於以色列與阿聯酋，高於美國19.44人與歐盟6.25人。隨著新增確診人數持續下降，2/23首相B. Johnson宣布四階段解封計劃，希望最快能在6/21完全解除防疫措施。英國就業與通膨表現本就不差，1月份失業率續降0.2%至7.2%，12月份三個月ILO平均工資 (含紅利)年增率高達4.7%，不含紅利亦有4.1%。1月份核心CPI年增率持平於1.4%，CPI年增率連續2個月上揚，2月份製造業與服務業PMI持續改善。考量解封後經濟活動上升，應可期待英國數據面改善支撐英鎊前景。但後續復甦不確定仍然存在，英國至2/23完全接種疫苗 (多數疫苗需接種兩劑才有完整效力)人數僅約64萬人，佔人數比率為0.9%，反而低於美國5.9%、義大利與德國之2.2%、法國1.8%，顯示確診人數下降主要應是嚴格防疫措施所貢獻。

根據2/4 BOE的PRA (Prudential Regulation Authority)針對該國金融業為負利率準備之調查，絕大多數銀行需要6個月時間更改系統、流程，PRA也將與銀行合作開發解決方案，目標是使所有銀行作好準備。上述表態暗示BOE推出該政策時點至少在半年以上，屆時必要性有待



商榷。不過，MPC內部委員意見日益分歧，且似乎朝向鴿派傾斜，2/19 M. Saunders便稱負利率可能很快成為BOE的最佳工具，失業率需要很長時間才能回到疫情前水平，同日G. Vlieghe亦表示如果經濟復甦讓人失望，支持今年稍晚或2022年將利率降至零以下。反觀2/18副總裁D. Ramsden認為購債計劃是首要且正確選擇，總裁A. Bailey與副總裁B. Broadbent則似乎對各種工具都抱持開放選項，並不急於做出決定。

GBP/USD在碰觸到1.424高位後連續下跌四個交易日，本波段行情已十分接近2018/1與2018/4於1.435所構築之雙重頂價位。EUR/GBP亦在接近0.85關卡拉出近60點長下影線，隨後持穩在0.865附近，考慮到英鎊兌主要貨幣的反彈已到相對壓力較大區域，在數據面等正面訊息促使BOE徹底放棄負利率選項前，GBP/USD將在為1.37~1.42區間橫向整理。

GBP/USD



資料來源：Datastream

## 日圓

2/3 BOJ 副總裁針對 3 月份的貨幣政策評估發表談話，若田部昌澄淡化寬鬆退場臆測，表示政策評估將討論各項措施，關鍵目的是為了大規模刺激計劃的「成本」與「收益」取得平衡，政策檢視不會涉及撤回貨幣刺激。日本需相當長時間才能達到通膨 2%目標，不會全面調整央行的 YCC 或 2%通膨目標，而是評估資產購買等工具，使其更具有持續性。總裁黑田東彥亦在 2 月中旬向首相菅義偉報告，寬鬆貨幣政策將長期執行，並向媒體表示沒有終止或永久削減 ETF 購買計劃，將檢討延

長寬鬆政策帶來之負作用，即便 2023 年 (黑田卸任)也難以實現物價目標。

今年以來，BOJ 不時傳出對寬鬆政策負作用擔憂，1/19 路透引述消息人士指出，決策者擔心 BOJ 持有之日股 ETF 規模 35 兆日圓過於龐大，1/20 日本時事通訊社披露 BOJ 正在重新評估其殖利率曲線控制政策，特別是長期債券，並稱可能擴大 +/-20 基點交易區間。2/10 審議委員中村豐明亦提出不僅 ETF，大規模資產購買和長期持有可能會影響市場功能。基於 BOJ 正在逐步減少 ETF 的購買，且 2 月份又再次減少中短天期公債購買規模，為求寬鬆政策實施更長時間，BOJ 似乎正朝向降低寬鬆力道、減少對市場干預作為因應，確保金融體系市場機制功能並顧及金融業獲利。

觀察 2 月份 BOJ 實際購債規模，1 年期以下較前個月減少 500 億日圓，1~3 年期較前個月減少 500 億、較去年 12 月減少 1,000 億，3~5 年亦較前月份減少 500 億。故若搭配其操作頻率，每月購債量去年 12 月相比將會下降約 8,500 億，可視同變相 QE 退場。但或是不願見到長天期公債殖利率走升速度過快，10 年期以上購債規模與頻率自去年 7 月後都沒有出現變化。不論如何，相較於 Fed 有可能會在 2022 年逐步退出購債，BOJ 更長時間實施量化寬鬆承諾未必會對 USD/JPY 不利，貨幣政策評估結果應不致於會對匯價造成太大衝擊。

近期日圓似已退去避險貨幣光環，USD/JPY 走勢多隨美元指數強弱而波動。年初美元轉趨上行，USD/JPY 亦扭轉去年一路以來的頹勢，不過 2 月中旬美元回復下行，USD/JPY 卻仍有衝高現象。觀察 CFTC 期貨部位，1 月份投機性日圓淨多單逾 5 萬口實有偏高現象，但 2 月起多單部位明顯下降，月末已來到 2.86 萬口，短期內投機性部位仍有可能繼續進行調節。此外，美國長天期公債殖利率上揚亦有機會帶動日本海外投資需求，除了兩者 30 年期公債利差已較去年有所擴大，過去一年日圓兌換美元避險成本又大幅下降，投資海外固定收益商品吸引力正在提升。隨著 USD/JPY 近期已回復與美元指數強弱的連動，本月份料維持區間震盪向上格局，波動範圍估計落在 104~108。



USD/JPY



資料來源：Datastream

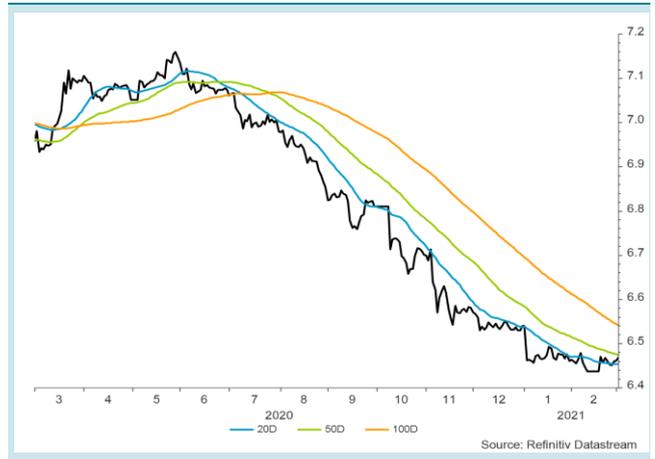
## 人民幣

PBOC 自今年以來逐漸收回去年底為緩解國企違約風險所投放資金，貨幣政策延續謹慎中性基調，中國 10 年期國債收益率緩步朝 3.3%邁進，但美國 10 年期公債殖利率上揚幅度更大，促使 2 月底美中利差自年初 230bps 收窄至 188bps。根據中債登、上清所統計，1 月境外機構持有國債規模增加 2,228 億人民幣，連續 26 月流入中國債市，規模創下有紀錄以來高點，在目前美中利差仍保持在偏高水準(近 10 年平均值 136bps)，對跨境資金尚具一定吸引力，給予人民幣支撐，然而，留意目前美中利差已降至 2020/5 以來新低，後續美債殖利率若再度快速上漲，可能對拖累人民幣走勢。

1 月銀行結售匯順差規模減少 38.7%至 408.2 億美元，其中，代客貨物貿易淨結匯規模縮減 31%、資本和金融項順差規模也驟降近 8 成。整體企業結匯意願自 71%大幅降低至 65%，售匯意願則上升 2%至 62%，同時，遠期淨結匯規模大幅降低 65.3%至 120.9 億美元，雖然仍維持去年下半年人民幣大漲時期水平，但大幅回落或反映市場對人民幣進一步大漲預期降溫。1 月中旬以來 USD/CNY 中間價大多高於彭博預測值，同時，外匯局表示今年將研究放寬個人資本項下業務限制，包括允許個人在一年 5 萬美元內展開境外投資、適時提高 QDII 總額度及企業境外放款調節係數，變相鼓勵資金流出，監管層延續此前不樂見匯率升值過快態度。

根據過往經驗，在兩會會議期間，人民幣匯率大致上保持平穩波動且出現小幅升值機率偏高，惟留意美元指數持穩反彈、美中利差變化均可能影響資金流動，增添後續人民幣回貶壓力，預估本月 USD/CNH 區間落在 6.40~6.55。

USD/CNH



資料來源：Datastream

## 新台幣

繼 1 月份外資賣超台股 1,131 億新台幣，2 月份繼續賣超 800 億，其中 2/26 當日賣超 944 億創歷史紀錄，惟當日新台幣雖然趨貶，成交量並沒有過度放大，台北外匯 USD/TWD 即期交易量約 16.3 億美元，該數字尚低於今年 1/5、1/8 外資大舉匯入之 22.3、20.9 億，外資應該仍保留部份賣股資金並未全數匯出。今年外資亦同步賣超韓國股市，2 月份淨賣出 17.81 億美元、累計今年淨賣出 70.35 億，操作方向與規模與台股相當，但另一方面卻不斷加碼中國、日本、雙印等地。故就外資操作角度，新台幣走勢應該會與韓元趨於同向。

然觀察選擇權市場，自去年 12 月以來，1 個月 USD/KRW 的 25D 風險逆轉波動度從 0.39 緩步上揚至 1.04，該趨勢與韓國股市勉強維持高檔震盪不同，但卻與 USD/KRW 緩步向上走勢相符，倘若韓國股市拉回修正幅度加深，韓元可能會面臨更大貶值壓力。反觀 1 個月 USD/TWD 的 25D 風險逆轉波動度，儘管從 1/2 的低檔 -0.74 爬升至 2/8 0.01，但隨後又反轉走低，目前 -0.27 仍然處在負值，故可解讀新台幣升值壓力稍有減輕、升值趨勢上卻未扭轉。2/24 經濟部公布 1 月份外銷訂單 527.2



億美元，較上月份減少 78.3 億，但已是連續 5 個月站上 500 億，可預見 3 月份又將面對出口商季底強勁拋匯需求。本月份 USD/TWD 實質匯價料下移至 27.6~28.0 區間。

## USD/TWD



資料來源：Datastream



## 公債、美國信用債市

### 美國公債

2/23 Fed主席J. Powell在國會聽證會上試圖打消市場對通膨上升與過早收緊政策的擔憂，重申美國經濟復甦不均衡，距離就業與通膨目標仍有很長距離，還需要一些時間才能取得實質進展。Powell認為勞動市場改善步伐已經放緩，嚴重受創產業中的通膨依舊疲弱，並再次表示如果購債速度有任何變化，會提前傳遞訊息。該日美股從大跌中拉回平盤，但10年期公債殖利率僅小幅走跌約2bps，並在隨後數日出現更大賣壓。整體而言，國會證詞中規中矩沒有意外，股市得到Fed持續低利率且大量釋放資金的承諾，但面對第二季、甚至下半年可能的高通膨、高供給利空環境，Powell並未釋出拉長購債年限、增加購債或殖利率曲線控制 (YCC) 相關訊息安撫人心，可解讀為Fed默許且容忍當前長天期殖利率上升態勢。

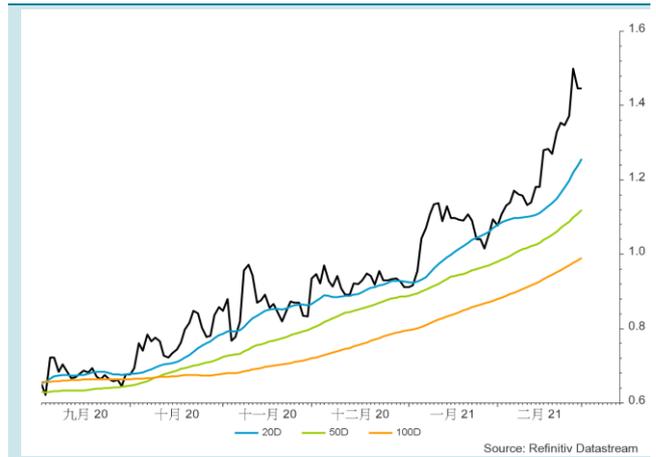
在2月下旬全球債市殖利率大反彈之前，全球諸多央行立場已由極度寬鬆轉為中性。ECB總裁C. Lagarde在1月底會議中表示儘管經濟展望負面，沒有擴大刺激的計劃，2/22雖在歐洲議會表示會密切監控長天期殖利率的演變，但缺乏具體作法。RBA雖然在2月份會議上宣布擴大QE 1,000億澳幣，但亦僅是較市場預期更為提前宣布 (按目前購債步伐，約4月中旬購債額度將用盡)，且重申極不可能實行負利率。RBNZ則是緊縮房貸成數將自備款調高至40%，突顯低利率已造成房市過熱。BOC總裁T. Macklem認為加拿大已有足夠刺激、無須額外貨幣政策。新興國家方面，印度央行在2/5宣布分兩階段調高CRR (現金準備率) 1%，收緊銀行體系過剩資金。巴西央行1月份會議取消去年8月推出之前瞻性指引，恢復過去遵循通膨預期風險的常規分析，暗示降息循環已經結束。2/12俄羅斯央行總裁E. Nabiullina表示2021年底而非2022年中恢復疫情前產出水平，已有投行預測最快今年年中將會升息。

2/26 RBA宣布額外加碼30億QE，3/1再次宣布購買40億澳幣較長天期債券，此舉穩定全球債市投資人信心，也間接幫助美國公債賣壓暫止。後續關注包括Fed在內等

主要央行是否會參照RBA提出具體作為，3/2 ECB副總裁L. de Quindos便表示會先研究名目利率上揚是否對融資環境帶來負面影響，一旦確定將支持調整政策工具。但推估Fed與ECB僅是不願見到殖利率升幅太快，初步口頭干預亦已奏效，下一步會以微調購債年限以緩和殖利率波動，利用加大購債扭轉長天期公債對通膨與經濟復甦的反應應會是排序較後之選項。

儘管有報價顯示2/25美國10年期公債一度觸及1.614%，但對比當天台北時間凌晨二時活絡10年期公債現券 (2031/2/15到期) 僅觸及1.547%，故推估應是現券殖利率不斷走升，引發10年期公債期貨程式交易停損單。此外，當天4:40活絡10年公債觸及日高1.556%，隔天2/26約早上八時再次碰觸1.553%後旋即下行。10年公債於兩個交易日內在1.55%價位測試三次，故短線而言，殖利率高點暫時確立。中期而言，民主黨利用預算協調程序推出1.9兆美元紓困法案，勢必導致公債供給大幅增加，且市場推測Biden最快將於三月中旬國會聯席會議發表演說，不排除將發表下一階段施政重點，例如公布基礎建設計劃內容。由於公債市場偏空環境並未改變，殖利率逢低恐怕仍有不小賣壓，本月份10年期公債區間為1.20~1.60%。

### 美國 10 年期公債



資料來源：Datastream

### 台灣公債

觀察過去數月指標公債持券狀況，10月底五年券A09107持券前三大合計比重64% (前五大合計77%)，十

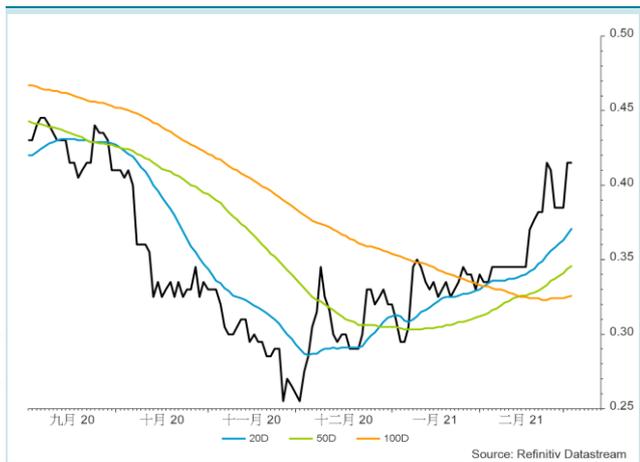


年券A09109前三大合計71% (前五大合計74%)，12/31五年券A09112前三大仍有70% (前五大合計81%)，但十年券A09109已降至46% (前五大僅剩55%)。今年以來全球債市同步走空，連帶亦影響到台債標售情況與交易商養券意願，五年券A10101市場流通餘額僅有350億 (A09107流通餘額500億)，但前三大持券比率僅44%，緊接著3/11又將進行A10101增額250億標售作業，籌碼愈發分散容易導致停損與多殺多風險。

此外，觀察等殖交易商買賣超狀況，12月份買超家數共計32間、多過於賣超家數27間，買超前10名中有9間為銀行，第一名為中華郵政約65億新台幣，其餘不乏公股行庫身影。然1月份買超僅為28間、低於賣超35間，其中買超又以證券與民營銀行等短線造市商佔據重要角色。值得留意，去年9月至11月買超交易商尚可見外資保管行，但12月與今年1月外資銀行主要都是站在賣方，近期台灣債市恐無法冀望台幣升值之資金行情挽救人氣。

央行3/18理監事會議料維持利率不變，考量全球主要央行已承諾長時間低利率，加上新台幣走升壓力大，央行在今年收緊政策可能性亦不高。然而，台債多頭行情已被打亂，2/25雖然30年券A10104於0.77~0.80%區間內成交1.5億，但全球景氣逐季復甦、國際債市修正行情尚未告終，台債長端殖利率修正壓力依舊存在。預估10年期A10103區間為0.35~0.50%。

台灣 10 年期公債



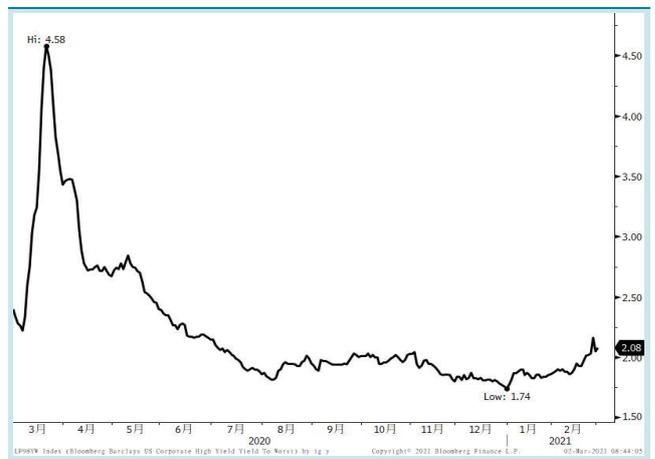
資料來源：Datastream

## 美國投資等級債

Barclays美國投資等級債收益率從1月份創紀錄低位1.74%反彈至2.08%，累計2月份則是上彈22bps，不過，與公債利差反較前月收窄約7bps至90bps。值得注意，BBB與A級利差已來到46bps，為6年以來最窄，10年與30年投等債利差也來到36bps，在資金過剩環境下，利差持續縮小似乎亦別無選擇。但由於利差能再壓縮空間已有限，公債市場波動對於投資等級債傳導將更為直接。近期公債殖利率持續性修正亦似乎對投資人造成影響，在1月份投資級公司債基金吸引387.3億美元大量資金流入後，2月份買氣略有降溫，但累計今年仍高達815億 (去年一整年為2,757億美元)。

觀察美國利率交換市場，中長天期IRS隨著美債殖利率同步走高，其中30年期IRS已升至1.92%、回到去年1月份水平，10年期IRS升至1.49%、為去年2月中旬水平。不過，由於Fed承諾長時間維持低利率不變，今年以來短天期IRS升幅較小，3年僅上升13bps、5年37bps，10年與30年上揚56、52bps。故在公債市場走空環境下，投資短天期債券或為較佳選擇，根據EPFR資料，今年至2/17短天期投資等級債基金 (僅單純為公司債基金，不含複合型) 流入量為47億美元，反較中長天期為佳。另外，30年期IRS升幅反較10年IRS為小，或意味超長天期利率商品仍有相當程度投資盤需求，待殖利率修正告一段落後，長天期投資等級債應會有更大表現空間。

Barclays 美國公司債指數 (殖利率)



資料來源：Bloomberg



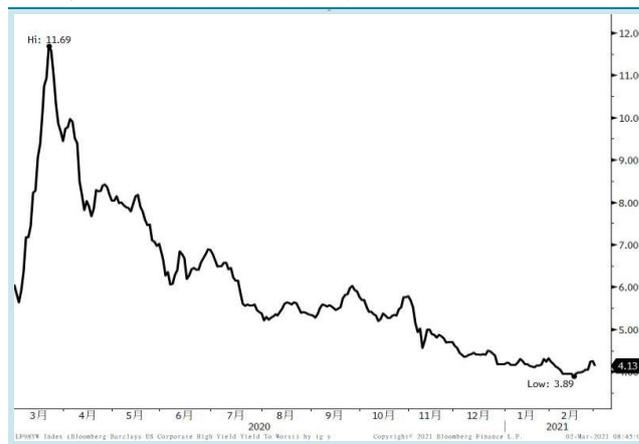
## 美國高收益公司債

美債殖利率大幅上揚導致高收益債收益率同步往上，但美股拉回修正並沒有使得利差拉闊，Barclays美國高收益債利差持續保持在320bps附近，收益率則是從2月中旬創紀錄低點3.89%升至4.13%。若就指數報酬觀察，2月份CCC級上漲1.26%，遠高於B級0.82%、以及BB級0.07%，顯示市場對於景氣復甦仍具備信心。高收益違約事件改善也的確有助於低評級債券表現，2021年1~2月份違約規模僅止於29億美元，遠低於去年11~12月份48億美元。J.P. Morgan近期便下調2021年度北美高收益債違約率預測，由2020年6.8%下滑至2.0%，該數據甚至低於2019年的2.9%，約回到2018年水平。

發行市場持續熱絡，加總今年1~2月共發行918億美元，遠高於去年同期723億，不過，今年2月份平均每周發行量約98億，已較前個月131億下降。累計今年美國高收益債發行之再融資比重高達78.4%，與去年同期78.8%相當，也顯示低評級企業在資金運用仍保持相對謹慎，其中購併或LBO用途佔新發行債券比重約8%，亦遠低於2019年與2018年之20%、21%。

展望本月，國際原油價格已高於去年同期，Biden政府1.9兆紓困法案箭在弦上，短線美股雖然面臨震盪修正風險，但中長期多頭格局不致遭到破壞，上述因素皆有利於高收益債後續表現。若細分產業別，能源、核心消費、科技業利差回到疫情前水平，今年以來上述三產業又收窄近70bps、40bps、36bps，但工業、非核心消費表現落後，若下半年經濟全面性復甦預期不變，或可留意受疫情影響較大產業之落後補漲行情。

Barclays 美國高收益債指數 (殖利率)



資料來源：Bloomberg



## 新興市場

### 中國債市

春節假期後 PBOC 展開 2,000 億人民幣 MLF，僅對沖當月 MLF 到期量，逆回購操作大致維持在 100 億規模，整體仍主要淨收回資金，引發市場對貨幣政策收緊疑慮。對此，PBOC 旗下金融時報發表文章，援引 2/8 PBOC 去年第四季貨幣政策報告重點，強調此時不應過度關注央行操作量，否則可能對貨幣政策方向有所誤解，重點應關注 PBOC 公開市場操作利率、MLF 等政策利率指標是否發生變化，而目前 7 天期逆回購、MLF 利率均維持不變，連帶 LPR 利率已連續 10 個月持平。事實上，春假過後現金通常會回流至銀行體系，市場資金需求降低，PBOC 因此將節前釋出流動性收回，以保持資金供需均衡，中國貨幣政策仍延續穩健中性態度。在此背景下，DR007 利率仍保持在 7 天期逆回購利率附近，不過，同業存單利率再度上行，截至 3/1，1 年期股份制銀行存單利率 3.16%，高於 MLF 利率 22bps，銀行負債端壓力有所增加，整體而言，資金面將延續緊平衡態勢。

受到去年春節提前致基期墊高，1 月中國 CPI 年增率下降 0.3%，PPI 方面則受到大宗商品價格上漲，年增率轉正，上升 0.7%至 0.3%，近期在全球經濟復甦預期下，原油、銅、鐵礦砂等原物料價格持續大幅上漲，通膨預期升溫打壓債市情緒，惟短期中國物價水準仍偏低，隨著美國酷寒天氣對原油供給影響消退、OPEC+可能擴產，短線油價快速上升走勢或趨緩，通膨預期降溫有助減輕債市壓力。

隨著兩會來臨，在中國政府下達專項債額度及財政赤字率後，債券發行速度可能加快，屆時或加劇債市波動，整體來看，在 PBOC 傳遞政策維穩訊號下，有助緩和國債收益率上行壓力，然目前債市利多有限，預估中國 10 年國債收益率將 3.15%~3.35%間震盪。

### 中國股市

今年中國政府提倡就地過年，實施嚴格返鄉規定，致春節期間返鄉人潮大幅減少，7天假期全國發送旅客總量

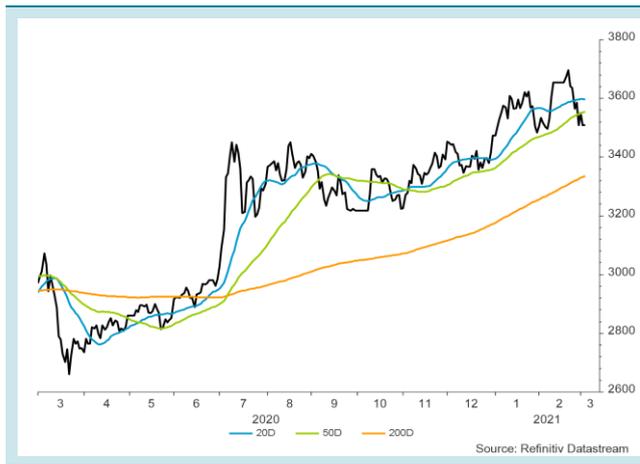
較去年同期驟降57.9%，更較2019年大減71.5%。然而，此舉並未對春節消費旺季造成明顯影響，大城市、網購平台消費反而因此受惠。根據中國商務部監測，春節黃金周期間，全國重點零售和餐飲企業實現銷售額達8,210億人民幣，相較2020、2019年分別成長28.7%、4.9%。春節期間電影票房總計78.2億，觀影人次1.6億，均創下歷史同期新高紀錄。而2月中國製造業、非製造業PMI雖然雙雙下滑，但均維持擴張，企業對未來經營活動預期則均呈現上升，顯示中國經濟穩健復甦態勢。

2/24香港公布財政預算案，擬提高股票印花稅以增加財政收入，計畫將買賣雙方各付0.1%稅率上調至0.13%，合計共徵收0.26%，較中國、新加坡印花稅率0.1%、0.2%為高，短期交易成本提高加劇港股調節賣壓。然而，除了港股中長期基本面競爭優勢仍在存在，2/27中國提請印花稅草案審議，其中稅率維持現行不變，近期部份南下資金回流中國但平均規模不大，印花稅事件對陸股干擾僅止於短期情緒面，實質影響有限。

美國10年公債殖利率走升，打壓全球股市多頭動能，陸股受到PBOC投放量低引發政策收緊疑慮，春假後三大指數表現相對其他亞股弱勢，無風險利率上升使資金明顯自高估值、漲多大型股輪動至低估值的週期性、小型類股，對此，PBOC出面表明貨幣政策不變，短端資金利率也未迅速上揚，市場流動性維持平衡充足。隨著，3/4兩會開幕，統計過往10年經驗，會議後20個交易日上漲機率為7成，此次重點聚焦在十四五規劃，預估提振內需、科技自主、產業創新、新能源仍是重要方向。

整體而言，中國基本面、資金面無虞，陸股長多趨勢仍有支撐，兩會政策紅利釋出後有機會震盪築底，不過目前在主流股遭拋售下，上證指數已回補今年上漲所有缺口，資金輪動快速料加劇指數波動，短線不宜追漲，逢回可分批加碼，建議主要關注政策受惠、高成長性或低基期週期性類股。

上證綜合指數



資料來源：Datastream

## 印度債市

2/5 RBI 連續四次決議維持利率不變，符合市場預期。繼 1/15 RBI 進行 14 天期反向回購操作將部分資金自銀行體系收回後，此次會議宣布結束自去年 3 月現金準備利率(CRR)下調 100bp 政策，將分別於 3/27、5/22 上調 CRR 各 50bps 至疫情前水準 4%，不過，RBI 總裁 S. Das 強調仍會確保市場足夠流動性。通膨方面，短期蔬菜價格持續下跌、雞蛋和禽類食品需求因禽流感擔憂有所下降，通膨預期相對溫和，不過，原物料上漲或導致工業製成品價格面臨上行壓力，綜合考量下，RBI 將第一季 CPI 年增率略為下修至 5.2%，第二季至第三季則保持在 5%~5.2%。RBI 表示經濟下行壓力高於通膨上行風險，而近期物價下跌給予貨幣政策長期維持寬鬆更大空間。整體來看，短期貨幣政策不會立即轉向，惟考量目前印度銀行體系的流動性資金仍保持在 6.5~7 兆盧比高水準，預估 RBI 將採取漸進方式收回部分疫情期間支持措施，短端資金利率或溫和上升。

另一方面，隨印度財政部將逐步落實在 3 月以前再發行 8,000 億盧比債券，增添債市供給壓力。RBI 並未如預期宣布購債計畫，吸收債券供給，但表示將提供散戶投資人線上管道直接參與主權債交易、銀行持有至到期債券限額 22% 的政策再延長一年至 2023/3，支援政府發債。同時在印度 10 年期公債殖利率升破 6% 後，RBI 再度出手穩定債市，包括於 2/10 購買 2,000 億盧比公債，2/25、3/4 分別進行 1,000 億、1,500 億盧比扭轉操作。

上述 RBI 一系列動作主要希望在收回過剩流動性的同時穩定長端債券利率，料 RBI 在公債殖利率走高之際，仍將透過公開市場操作緩解債市壓力。惟短期面臨龐大債券供給、流動性轉趨中性、以及美債殖利率上升導致外資流出等眾多利空，印度 10 年期公債利率緩步上升壓力仍大，預估將在 6.0%~6.3% 間高檔震盪。

## 印度股市

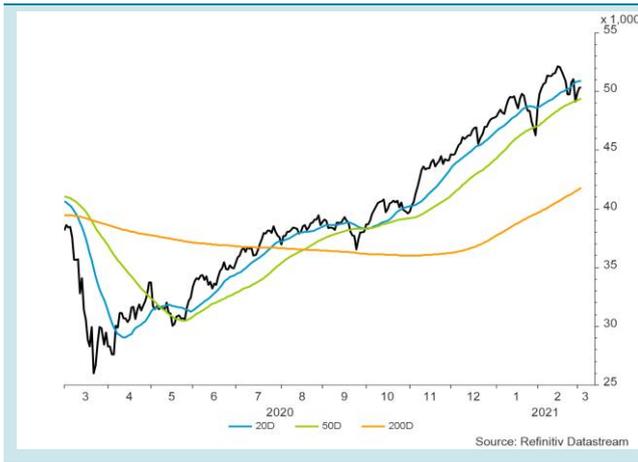
印度去年第四季 GDP 年增率自 -7.3% 上升至 0.4%，主要受惠消費萎縮幅度大幅改善和財政支出擴張所致，全年則為 -7%。考量國內經濟活動持續改善和財政政策支持，多數機構預估 2022 財年印度 GDP 年增率將超過 10%，近期 Morgan Stanley 亦將預估值自 10.1% 上修至 12.1%。企業獲利方面，目前 Sensex 指數中公司已全數公布第 4 季財報，其中共有 25 家(約 8 成)企業獲利優於預期，其中，以銀行、原物料、科技業對整體指數盈餘貢獻最大。根據 Goldman Sachs 預估，MSCI India 指數今年企業獲利成長率將自 -3% 上升至 26%，預期企業獲利回升將能支持長期股市表現。

然而，2 月中下旬印度疫情再次惡化削弱市場風險偏好，每日新增病例自 1 萬左右上升至 1.65 萬。其中，2/21 孟買所屬 Maharashtra 省新增病例創下三個月以來新高，另 Kerala、Madhya Pradesh、Chhattisgarh 和 Punjab 等 4 省也出現病例激增。衛生官員表示，各地出現 240 種變種病毒株造成近期疫情升溫，部分地區再次宣布封鎖及夜間宵禁。目前印度疫苗接種進度不如預期，截至 2/28，至少接種 1 劑人口比例僅 0.8%，但政府已計畫擴大施打地點，以期在 7 月底前達到 20% 目標，若後續進展加快，將有助經濟復甦。

根據 Goldman Sachs 測算，印度股市對美債利率及經濟成長率均敏感，過往 20 年經驗，在經濟成長率高於 6% 背景，股價通常呈現正報酬，然觀察過往美債快速上升時期，印度股市短線走勢呈現回檔或震盪居多，中長線則回歸基本面，短期受到疫情升溫、美債快速走升將打壓股市動能，長期股市仍有望受惠資金充沛、經濟復甦延續多頭格局，建議待股市築底後酌量布局。



印度 SENSEX 指數



資料來源：Datastream

王威鈞

經濟研究處資深研究員

[jenson.wang@fubon.com](mailto:jenson.wang@fubon.com)

沈依霖

經濟研究處研究員

[christina.shen@fubon.com](mailto:christina.shen@fubon.com)





## 月度配置觀點 (2021/03)

	資產類別	展望	說明
公債	美國公債	●	短線長債殖利率修正暫告段落，惟供給面仍是隱憂
	台灣公債	▼	套牢籌碼眾多，殖利率逢低將遇解套賣壓
信用債	美國高收益債	▲	疫情趨緩與紓困法案有助高收益債券利差持續收斂
	美國投資等級債	●	儘管利差壓縮空間有限，但仍吸引資金大量流入
成熟市場	美國股市	●	殖利率傷及股票評價，惟下半年經濟有望全面性復甦，有助提升企業獲利展望
	歐洲股市	●	疫苗施打緩慢，恐傷及復甦步伐
新興市場	中國	▲	基本面、資金面無虞，兩會政策紅利支撐，逢回酌量佈局
	印度	▲	疫情升溫、美債走升打壓股市動能，惟經濟復甦延續長多格局未改

資料來源：富邦金控經濟研究處整理

▲正向、●中性、▼負向



## 財經大事曆 (2021/03)

日	一	二	三	四	五	六
	1	2	3	4	5	6
	★美國 2 月 ISM 製造業指數 ★德國 2 月 CPI 初值	⊕RBA ★美國 2 月 ISM 服務業指數 ★日本 1 月失業率 ★德國 2 月失業率 ★歐元區 2 月 CPI		★歐元區 1 月失業率 ◎OPEC+會議 ◎中國兩會開幕	★美國 2 月非農	
7	8	9	10	11	12	13
	★日本 1 月景氣動向領先指標初值	★台灣 2 月 CPI	★美國 2 月 CPI ★中國 2 月 CPI	⊕ECB		
14	15	16	17	18	19	20
			⊕FOMC	⊕BOE、CBC ⊕BOJ(3/18~3/19)	★日本 2 月 CPI	
21	22	23	24	25	26	27
	★台灣 2 月失業率		★美國、歐元區、德國 3 月 Markit 製造業 PMI 指數初值		★台灣 2 月景氣對策信號	
28	29	30	31			
		★日本 2 月失業率 ★德國 3 月 CPI 初值	★中國 3 月官方 PMI 製造業指數 ★歐元區 3 月 CPI ★德國 3 月失業率			

資料來源：富邦金控經濟研究處整理

⊕央行會議 ★經濟數據 ▲貿易爭端 ◆國家選舉 ◎其他



免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。

