

# 1月份 總經討論

---

邱郁潔

經濟研究處 資深研究員





# 近期金融市場表現





# 通膨躍居為2022年全球經濟與金融市場關鍵因素

Covid-19  
疫情發展

- 疫情削弱通膨能見度  
→ 商品價格及勞動力短缺  
加大通膨上行風險
- 延宕供應鏈瓶頸改善速度  
→ 限縮物價漲勢放緩速度及幅度

全球經濟  
不均衡復甦

- 病毒變異挑戰疫苗防護力
- 第N追加劑使DM及EM進入疫苗競賽
- 防疫方式延宕供應鏈瓶頸改善步伐

通膨上行風險

各國央行  
貨幣政策動向

通膨預期指標  
續處高位

- EM緊縮政策對景氣負面影響將浮現
- DM央行**加快**貨幣政策正常化速度  
(1/11 J. Powell 今年稍晚啟動縮表)

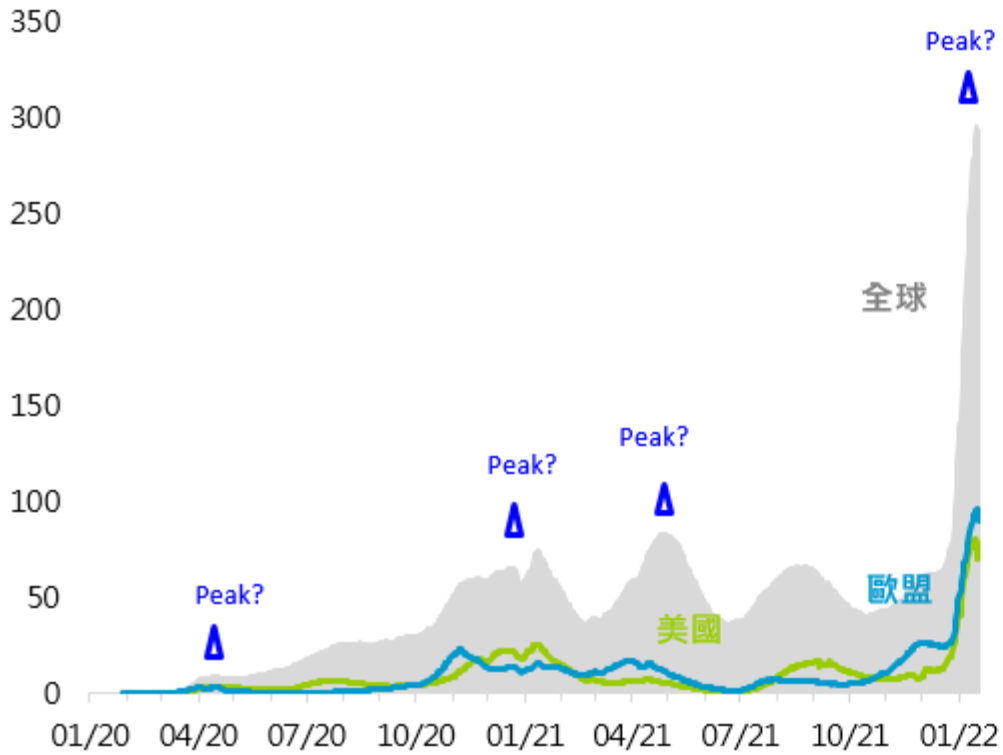
2022年全球經濟與金融市場



# OMICRON寒流席捲全球

## 全球單日新增確診病例數將突破300萬例

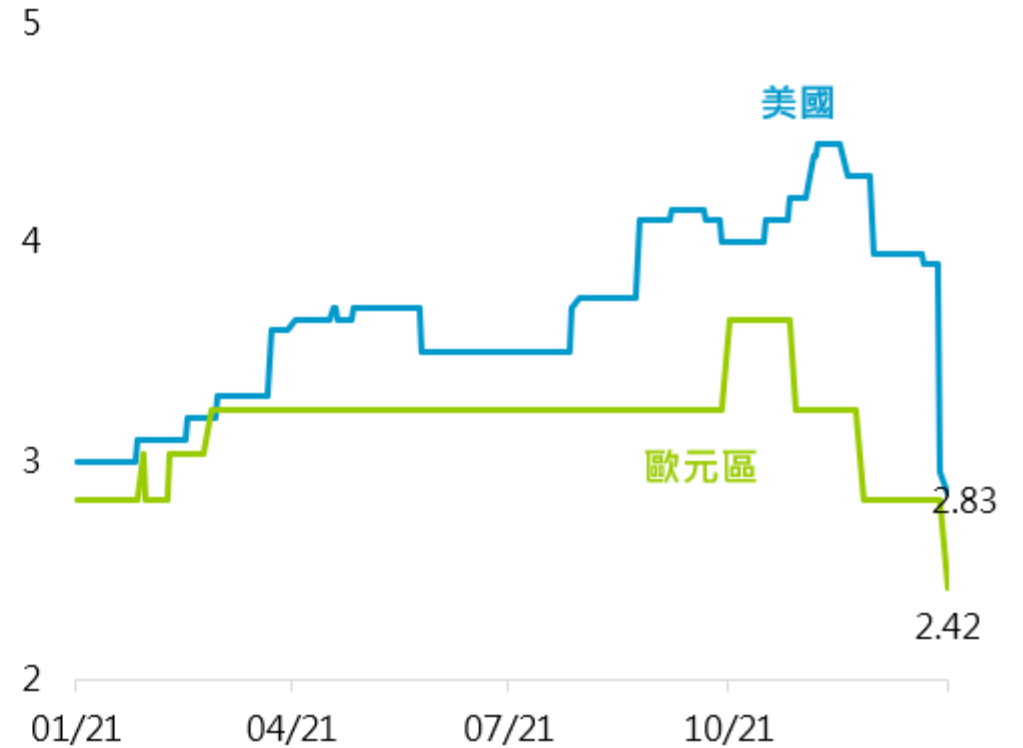
每日新增確定病例數，萬例，7MA



註：截至1/18數據

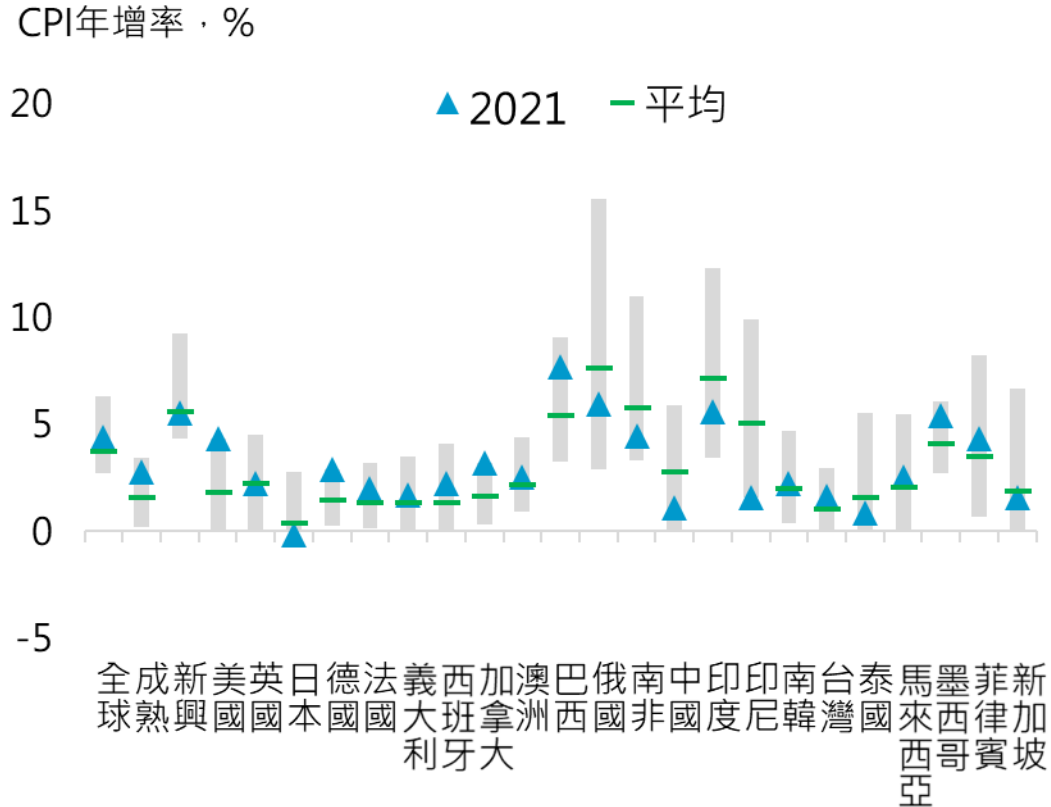
## 市場保守看待第一季經濟成長預估

1Q22 GDP, QOQ(SAAR), %



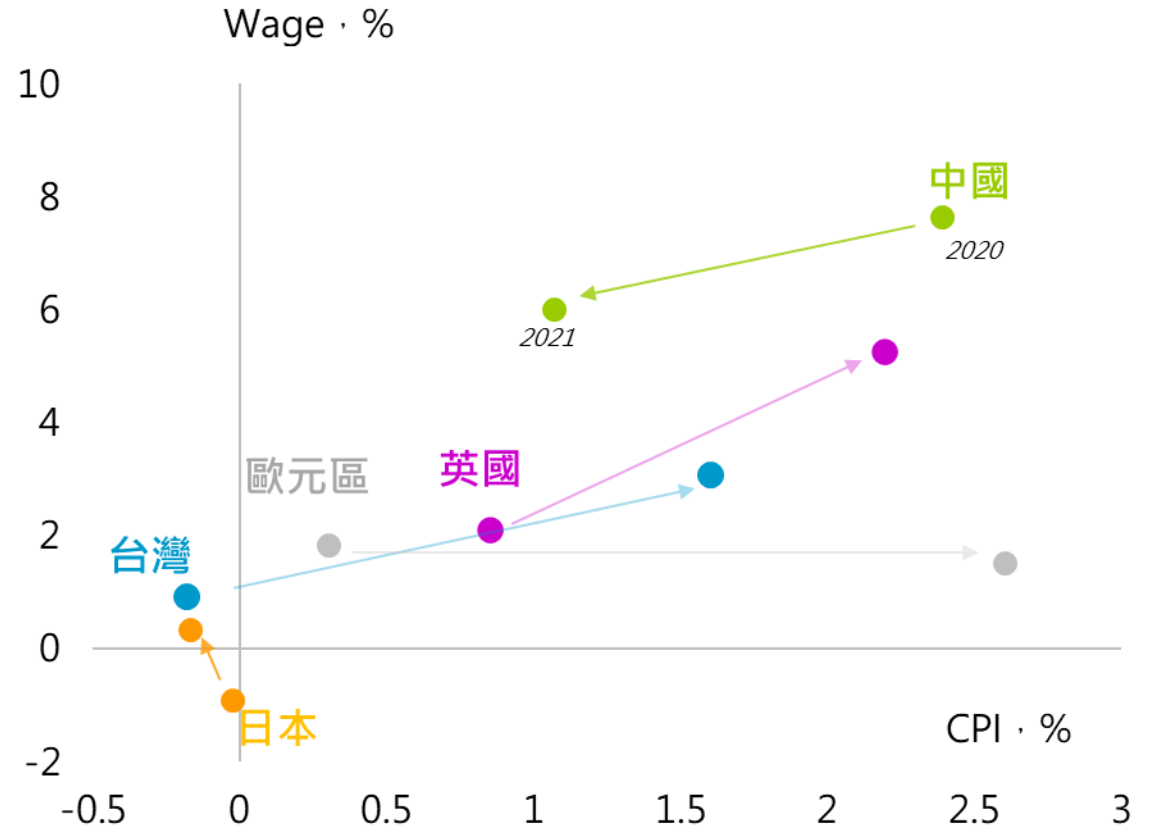
# 「疫相」使主要央行聚焦通膨風險

## 成熟國家物價上漲壓力較新興顯重



註：灰色區間為2008年以來年度CPI年增率分布區域；平均值為相應期間年度CPI年增率平均水準，2021年資料為10月IMF《世界經濟展望報告》之推估值

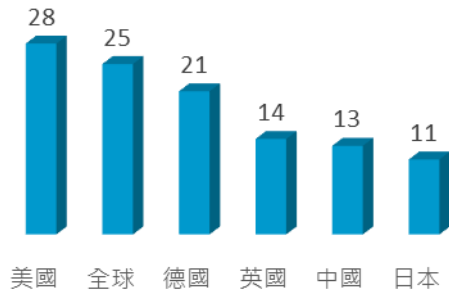
## 薪資成長增添通膨上行風險



註：箭頭為2020至2021年通膨及薪資成長發展方向；2021年中國薪資成長為自估值；歐元區為1Q21至3Q21薪資年增率；台、日為2021年1至11月薪資相較於去年表現；英國為1至10月每周薪資平均值相較去年表現；各國CPI年增率為10月IMF預估值

# 背後關鍵：緊俏程度更勝預期的就業環境

與疫情前相比，2030年前計畫轉職者\*，%



轉職潮



居家  
照顧

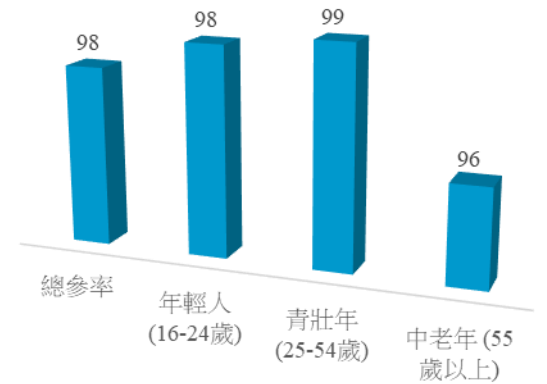


工作  
型態

YOLO  
思維興起



與疫情前相比，美國各年齡勞參率，%



新興  
職業



人流  
控管



註：\*為The Future of Work after COVID-19 · McKinsey Global Institute

更關注通膨且貨幣政策正常化步伐將較前次加快



J. Powell (1/11)

“To get a long expansion we are going to need price stability. And so in a way, **high inflation is a severe threat to the achievement of maximum employment.**” … “at the moment there was **more focus on inflation**…”

“We're going to **end our asset purchases in March**, meaning we'll be **raising rates** over the course of the year, “…."At some point, perhaps **later this year**, we will **start to allow the balance sheet to run off**…”

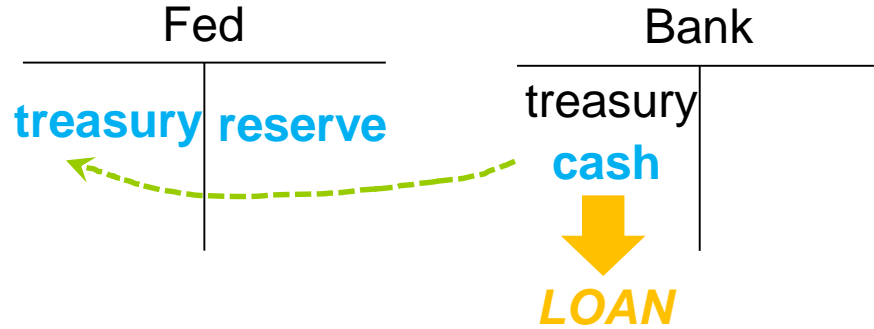
“If we have to **raise interest rates more** over time, we will,”

“…period of time between stopping purchases and beginning runoff will **be shorter**, and …so the **runoff can be faster**”

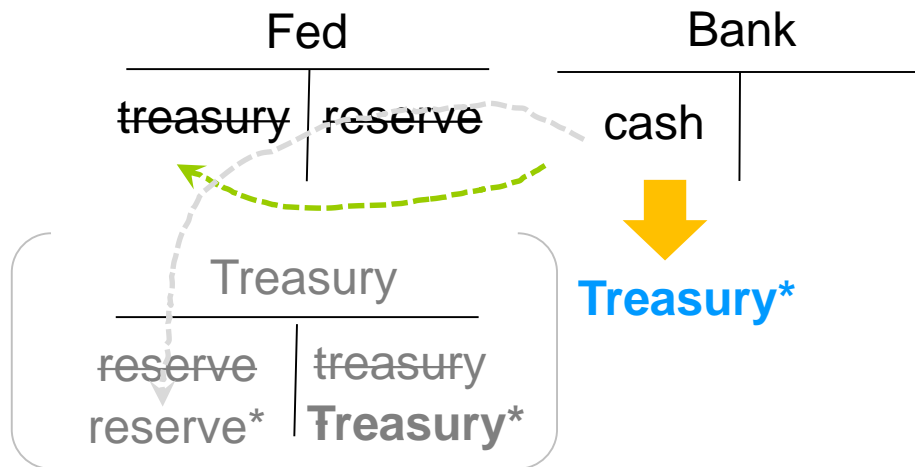


# 縮表意涵及效果

央行擴大資產負債規模：QE



央行縮減資產負債規模：Run off



註：“準備 (reserve)” 為存款機構於Fed之存款

縮表下Fed “reserve (cash)” 降低  
→ 銀行體系的“信用縮減”

財政部可藉此調整債券發行結構  
→ 連動美債殖利率曲線斜率

Reverse RRP將減緩  
縮表初期流動性變化之影響

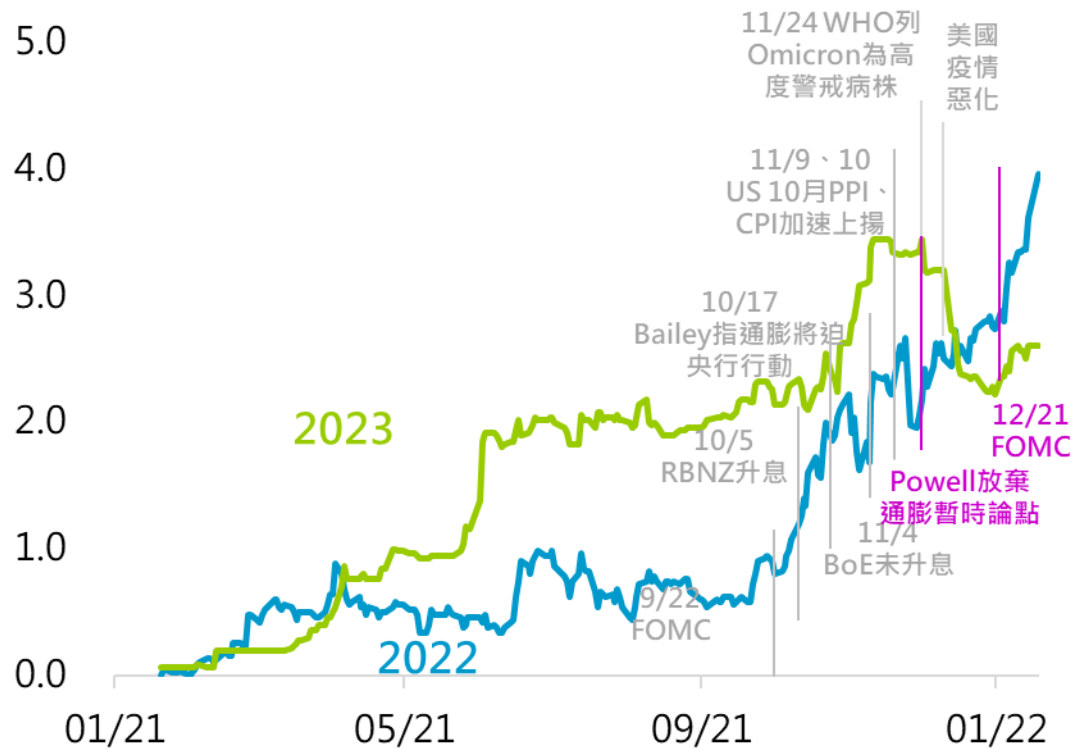


# 升息搭配縮表：控制通膨、減緩緊縮影響、創造政策空間

## 期貨反映Fed升息時點提前 3月升息幾成定局

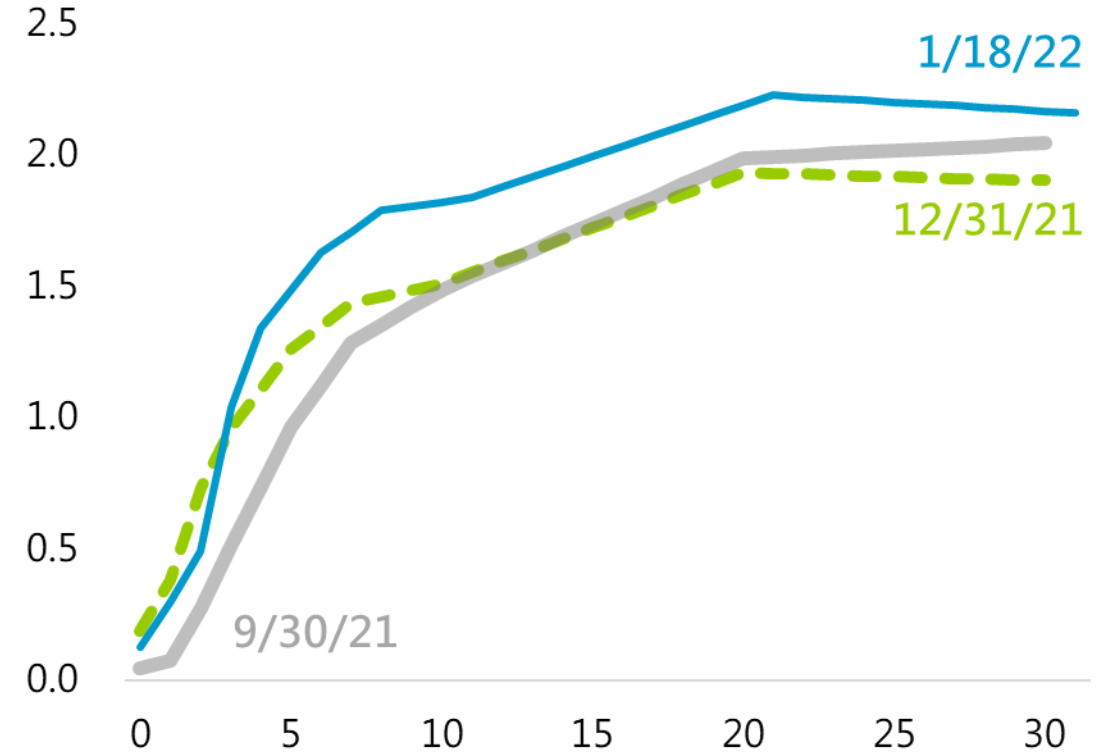
## 美長天期公債倒掛顯示 市場對Fed加速緊縮之擔憂

CME利率期貨隱含年度升息空間，碼數



註：截至1/18 CME利率期貨

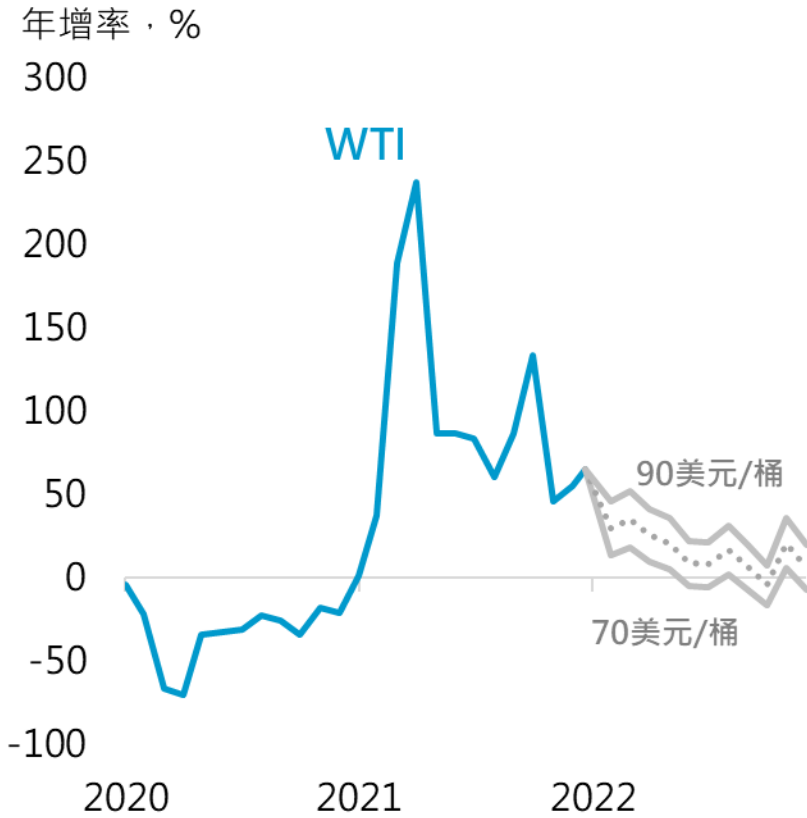
美國公債殖利率曲線，%





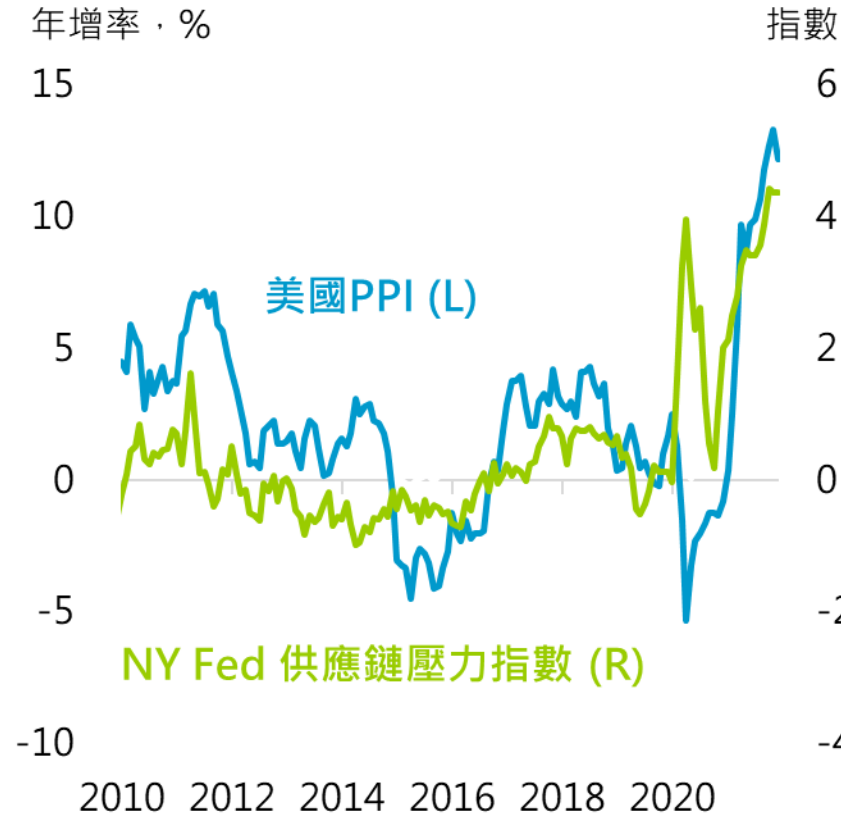
# 三大指標聚焦FED緊縮節奏

## 物價上漲壓力及通膨預期變化 → 西德州原油價格



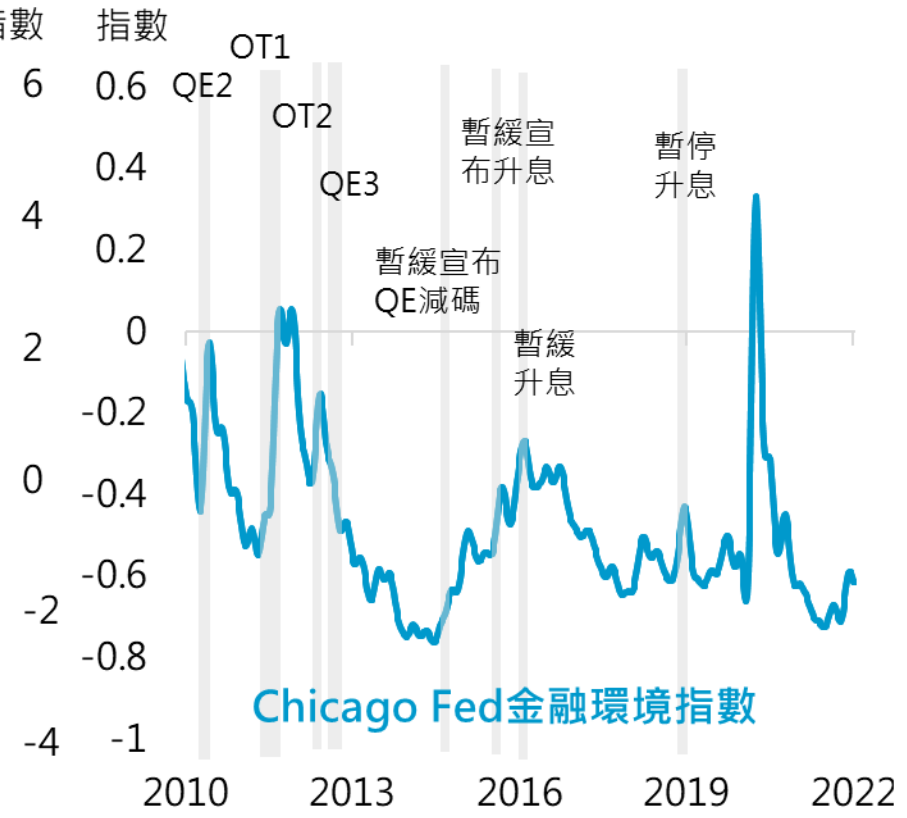
註：灰色係以WTI介於70~90區間推估年增率範圍

## 供應鏈瓶頸改善情勢 → NY Fed供應鏈壓力指數



註：若扣除2020年全球大封鎖 (Great Lockdown) 期間，2016年以來PPI年增率與NY Fed所編製的全球供應鏈壓力指數亦步亦趨，相關性近0.9

## 金融市場對Fed緊縮之反應 → Chicago Fed金融環境指數



註：值愈大 (向上) 表示金融環境趨向緊俏



# 12~1月份重大事件

- 12/17 俄羅斯升息4碼至8.5%
- 12/17 哥倫比亞升息50bps至3.0%
- 12/17 土耳其股市兩度熔断，里拉貶破17；12/20當局推出匯損補貼等措施，里拉單日反彈逾16%
- 12/19 智利左翼聯盟代表G. Boric以55.9%有效選票當選總統
- 12/19 荷蘭宣布全面封鎖，大部份商店暫停營業，奧地利等國家跟進
- 12/20 德國財政部宣布J. Nagel接任為德國央行總裁
- 12/20 日本國會批准近36兆日圓2021財年補充預算
- 12/26 中國確定2022年政協及人大會議將於3/4、3/5召開
- 12/22 捷克升息1%至3.75%
- 12/21 台灣通過延長當沖稅率減半措施三年至2024年底
- 12/23 中國西安封城控管
- 12/22 美國FDA批准輝瑞Paxlovid為首批Covid-19口服藥物
- 12/23 美國FDA批准默克Molnupiravir為Covid-19口服藥物
- 12/27 全球新增確診病例突破百萬新高，美國每日新增確診病例數超越Delta傳染高峰
- 12/30 義國眾議院以355：45通過2022年320億歐元預算
- 1/1 RCEP生效
- 1/4 中國《網路安全審查辦法》加強海外上市軟體企業審查
- 1/3 美國FDA批准為12~15歲兒童接種輝瑞疫苗加強劑
- 1/5 去年12月Fed Minutes釋提早升息與縮表意向，美十年債利率急彈至前波1.78%高點，美三大指數修正幅度介於1.1~3.3%
- 1/6 阿根廷升息200基點至40%
- 1/9 台灣桃機疫情外擴，單日本土新增確診達11例
- 1/10 美國通報單日至少135萬人確診數創全球新高，臉書母公司Meta Platforms宣布延後美國辦公室重新開放日，從1/31延後至3/28，並要求回公司上班的員工接種追加疫苗
- 1/11 日本延長邊境管制至2月底；1/13 東京提高疫情警戒至第二層級；1/18 新增確診逾三萬為去年8/20後新高
- 1/11 世銀調降2021、22年全球GDP預估各0.2%至5.5%、4.1%
- 1/11 Fed主席Powell於提名聽證會釋出今年稍晚縮表訊息
- 1/13 Fed理事Brainard於副主席提名聽證會指對抗偏高通膨為首要任務；Biden提名S. Raskin、P. Jefferson及L. Cook為理事
- 1/14 韓國升息1碼至1.25%
- 1/14 中國與美國達成協議，將釋放戰略儲油
- 1/15 中國去年第四季GDP年增率4.0%，全年8.1%保六達標
- 1/15 PBOC調降MLF及OMO利率各10基點至2.8%及2.1%；1/20 1年與5年LPR報價利率各降10、5基點至3.7%、4.6%
- 1/16 BOJ維持政策不變，調整通膨風險評估至平衡，總裁黑田強調2%目標完成前持續寬鬆
- 1/19 Fed升息預期使美十年債利率盤中升破1.9%，德十年債盤中利率轉正，風險性資產承壓，美股跌幅介於1~3.1%間



# 未來一個月關注焦點

- 主要央行利率決策會議：**FOMC (1/25~26)**、ECB (2/3)、BOE (2/3)
- 第四季GDP：美國 (1/27)、台灣 (1/28)、歐元區 (1/31)、日本 (2/15)
- 美國第四季企業財報
- **俄烏地緣衝突**
- 義大利總統選舉 (1/24)
- 北京冬季奧運 (2/4-2/20)
- 中國人行LPR利率決策 (2/20)
- 美國1.75兆美元重建美好計畫進度與**持續性預算議題** (後者為2/18之前)



# 短線美元有撐但全年強度將趨和緩

隨縮表底牌展現，2022年美元全年強度將趨溫和  
短線美元下方仍具支撐，待ECB表態方有進一步調整機會

缺乏利多且政治雜音升高  
短線歐元突破1.15將有壓力

CME利率期貨隱含的累積升息空間，碼數



註：截至1/18 CME利率期貨

2022年底3個月歐元EURIBOR利率期貨，%



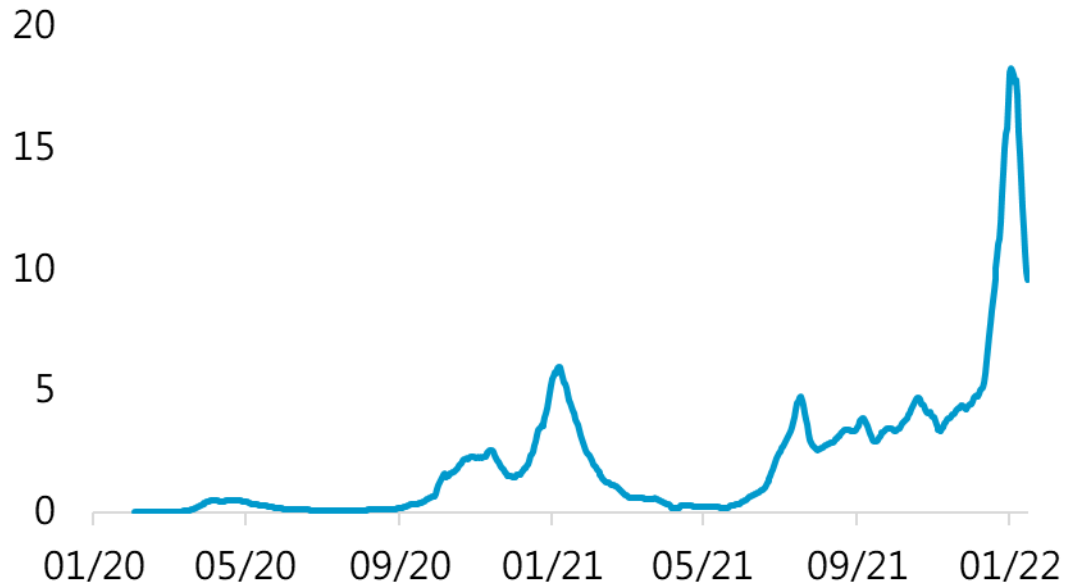


# 英鎊及日圓

## GBP/USD

1/19 首相Johnson宣布27日起解除疫情限制

每日新增確定病例數，萬例，7MA



- 新增確診數顯示英國Omicron高峰應過
- 解封及2月BOE緊縮動向支撐英鎊，短線GBP/USD有機會挑戰1.38年線關卡，中長期兌歐元具表現空間

註：截至1/18 新增確診病例

## USD/JPY

1/18 總裁黑田東彥：2%目標達成前將持續寬鬆政策立場

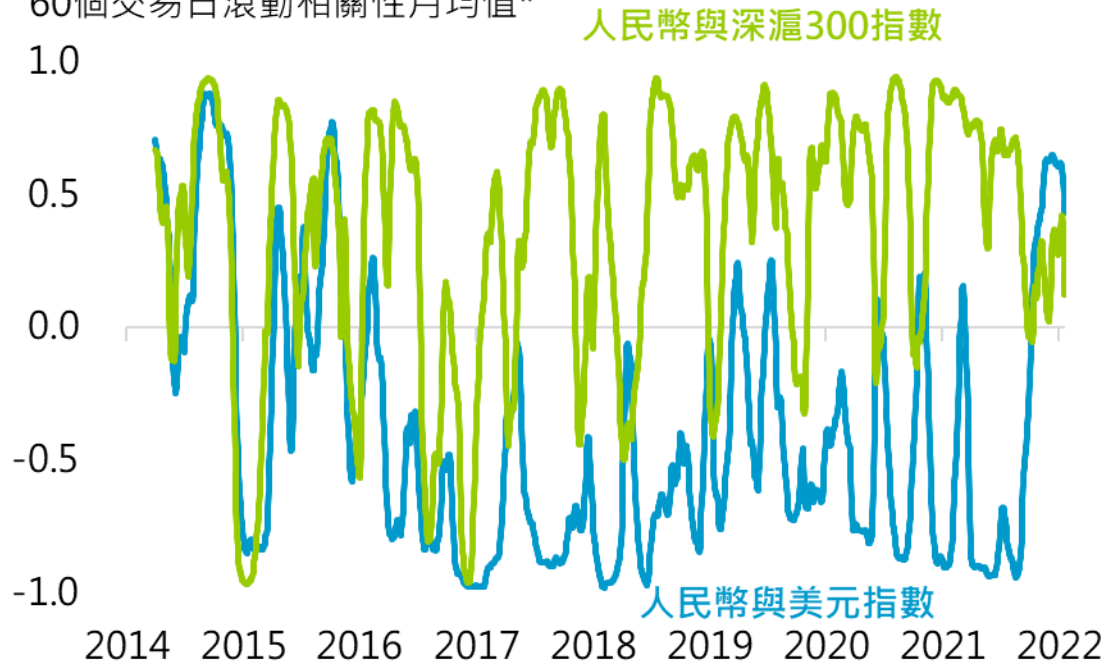
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)
Fiscal 2021	+2.7 to +2.9 [+2.8]	0.0 to +0.1 [0.0]
Forecasts made in October 2021	+3.0 to +3.6 [+3.4]	0.0 to +0.2 [0.0]
Fiscal 2022	+3.3 to +4.1 [+3.8]	+1.0 to +1.2 [+1.1] ↑
Forecasts made in October 2021	+2.7 to +3.0 [+2.9]	+0.8 to +1.0 [+0.9]
Fiscal 2023	+1.0 to +1.4 [+1.1]	+1.0 to +1.3 [+1.1] ↑
Forecasts made in October 2021	+1.2 to +1.4 [+1.3]	+0.9 to +1.2 [+1.0]

- BOJ調升2022、23財年展望，並調整通膨風險評估至平衡
- 總裁黑田重申2%目標達成前將維持極度寬鬆政策立場，暫無跟隨Fed等收緊意向，USD/JPY於113-116間偏弱

## USD/CNY

1/18 PBOC副行長劉國強：不容許單邊波動、堅決遏制單邊升值

60個交易日滾動相關性月均值\*

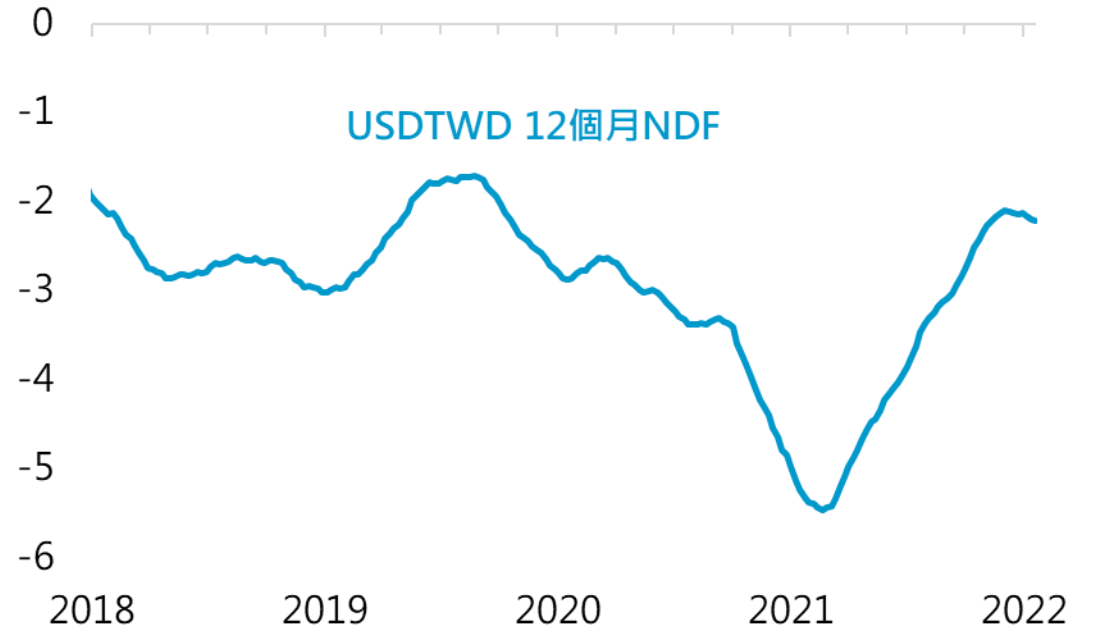


- 流動性需求、疫情下景氣壓力及冬奧前夕經濟提振需求，上半年猶有寬鬆空間，政策紅利帶來資金面需求支撐匯價強度，與美利差收斂限縮升幅，年後人民幣6.35下行空間限縮

註：以人民幣匯率“強度”做調整，正值表示人民幣與美元及股市同步走強

## USD/TWD

新台幣避險成本\*，%



- 相較於3月Fed升息幾成定局，CBC觀望機率顯大，進而使**新台幣避險成本有回升壓力**
- 短線USD/TWD實質匯率偏於27.5~27.8，關注年後外資動向

註：避險成本=點差/現價\*100%，20交易日移動平均，負值表示為成本

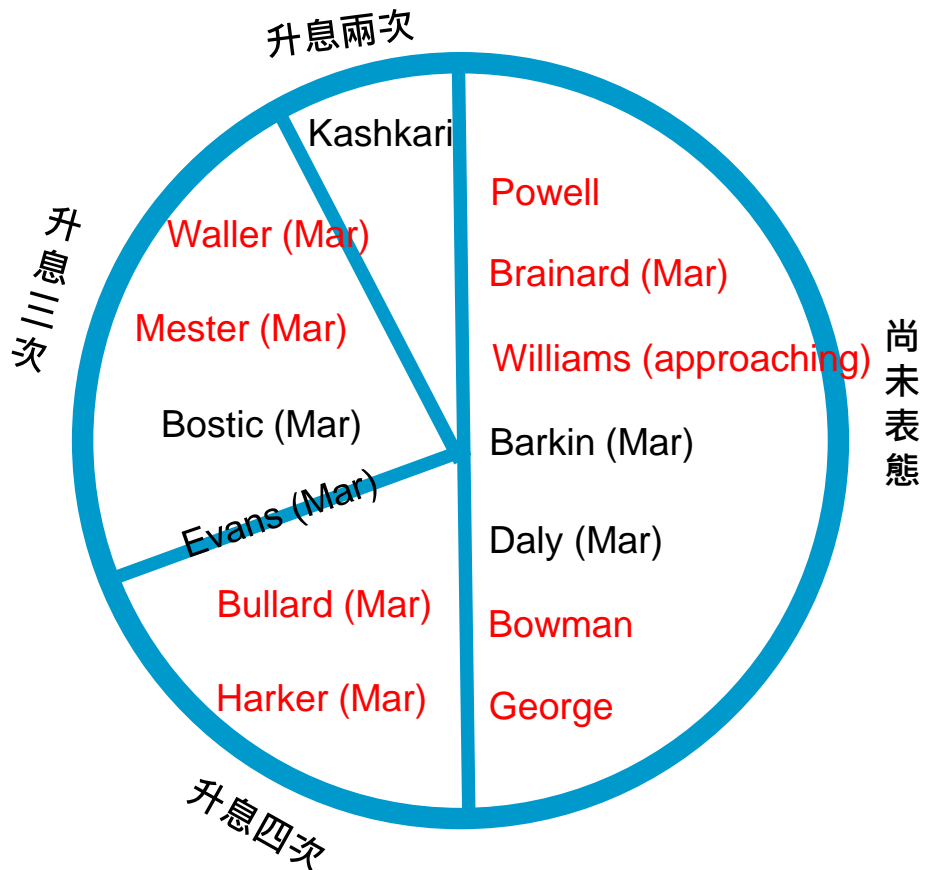
# 1月份 投資觀點

王威鈞

經濟研究處 資深研究員

# 升息箭在弦上

## Fed官員對今年升息次數立場



## 重要官員談話

Powell表示經濟不再需要大規模寬鬆政策

Brainard稱應對高通膨是Fed首要任務，Fed可以在不犧牲經濟的前提下降低通脹

Williams表示Fed正在接近開始從零利率水平「逐步」調高利率

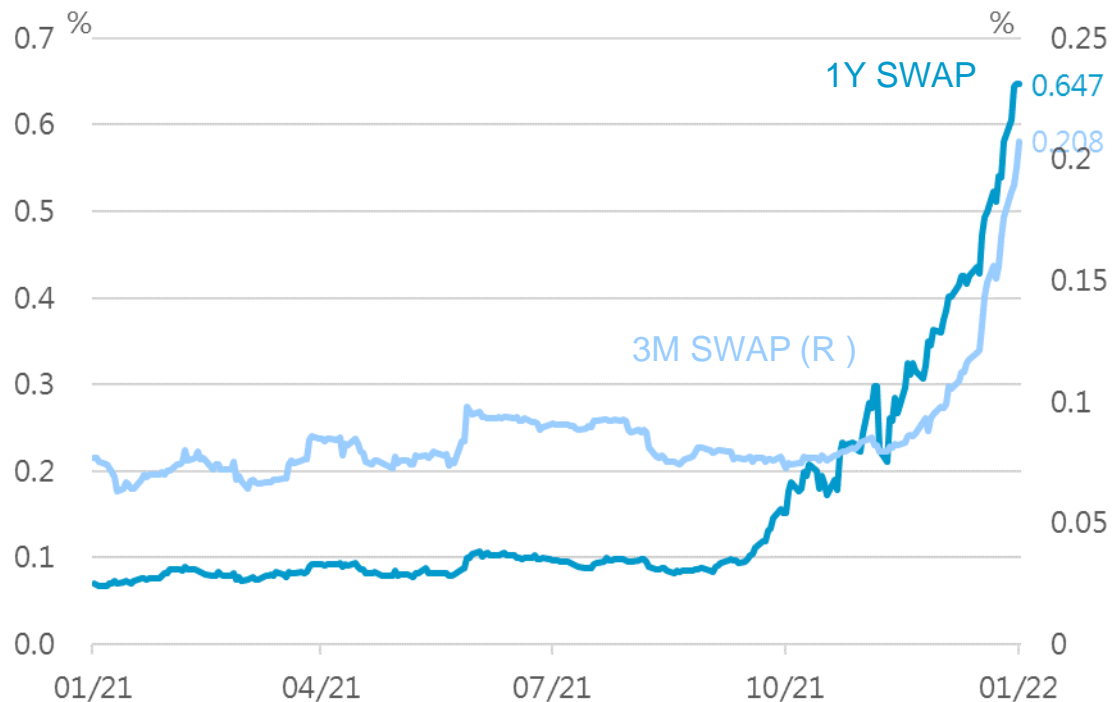
Waller認為今年升息三次仍是很好的基礎情境，有可能升的更少、也可能升到五次

- 多數委員已為3月升息打開綠燈、包括立場鴿派之Evans
- 升息次數未有定調，但三次應該是基本情境，四次可能性正在提高
- 利率期貨顯示年內四碼機率73%

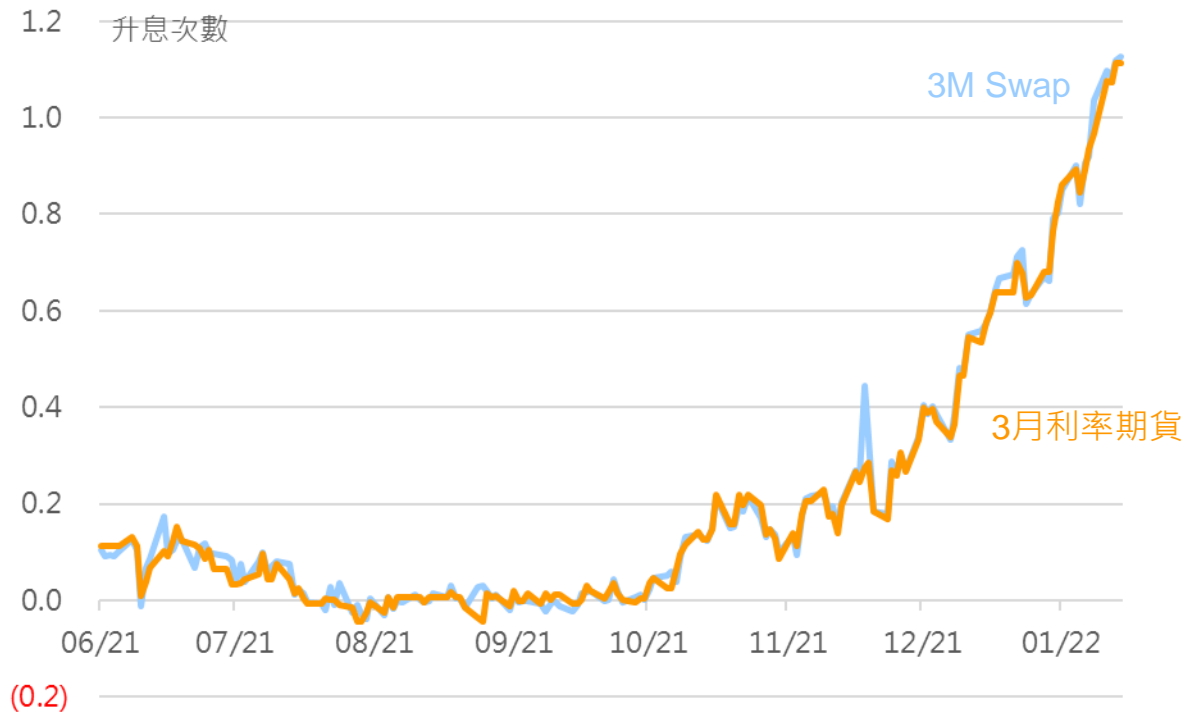


# 3月升息兩碼？

## Swap利率大幅衝高



## 隱含Fed升息次數

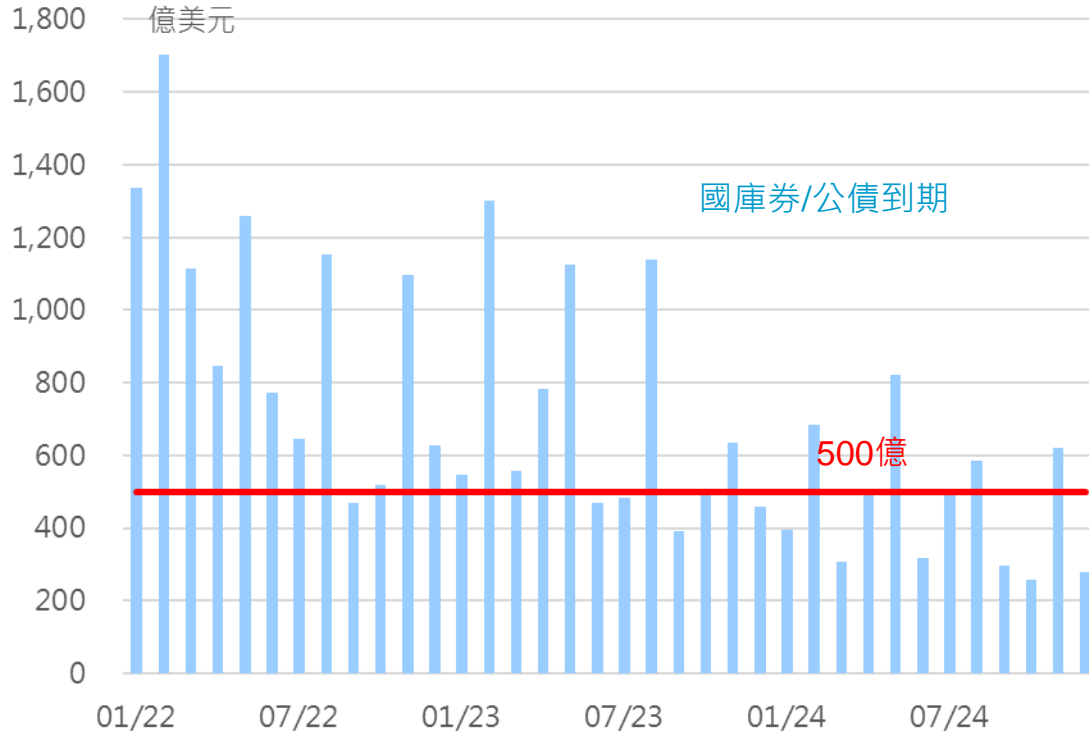


- 過去一周，確實市場有些開始壓注3月不止升息一碼
- Bloomberg利用Swap與Fed Funds Future估算2022/3升息幅度差距不大，1/20分別為1.126次、1.114次

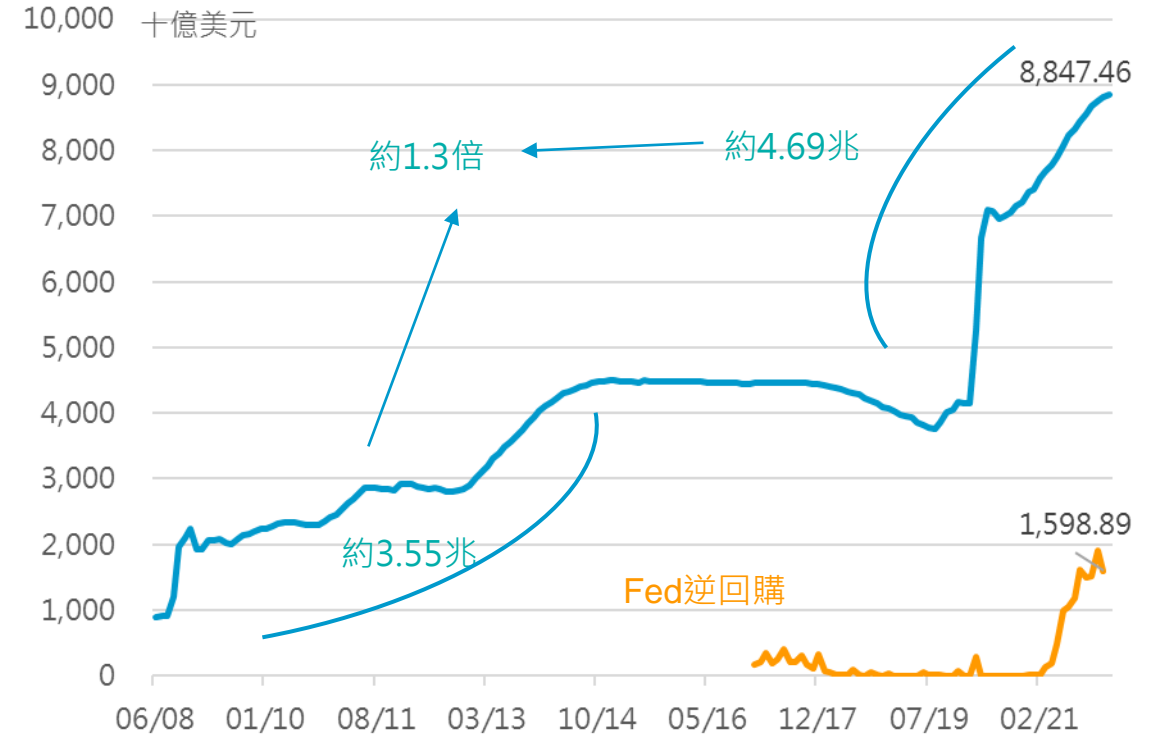


# 縮表勢在必行

## Fed持有之公債與國庫券到期分佈



## Fed總資產與RRP規模



- 至3月完全停止購債時，估計總資產將達8.85兆美元
- 2021年底，逆回購規模再創紀錄1.904兆美元，2022/1/14為1.599兆美元
- 金融存款機構尚有4.18兆美元存款準備 (2021/11)



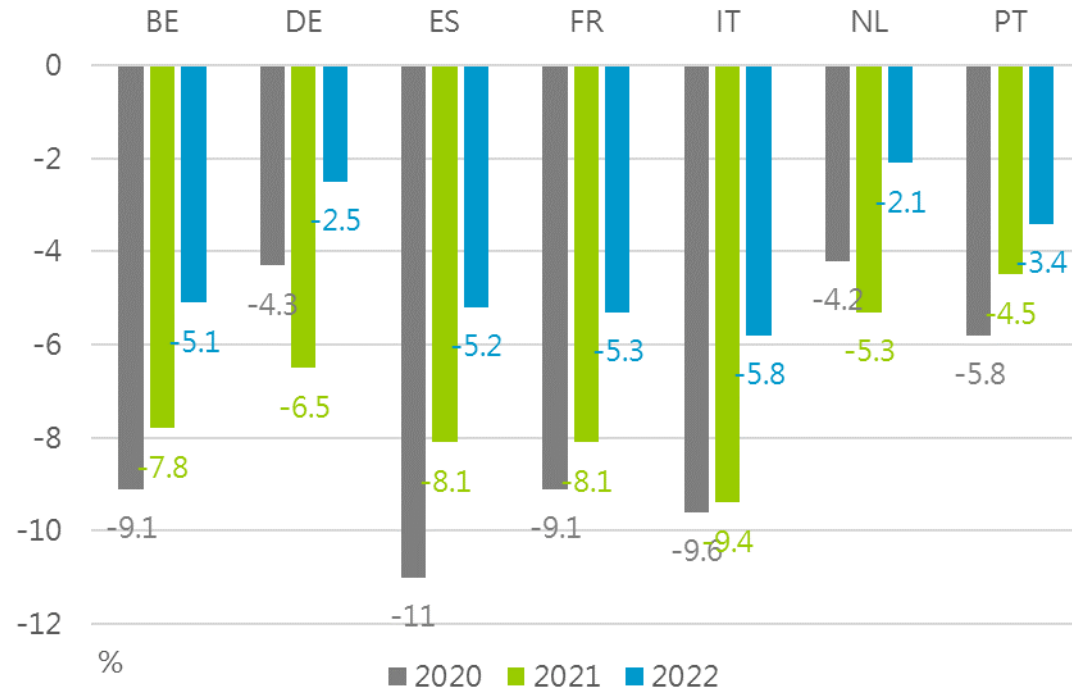
# Fed縮表與升息路徑猜想

億美元	公債	MBS	總量	Fed利率	穩健	公債	MBS	總量(1.5x)	Fed利率	激進	公債	MBS	總量(1.5x)	Fed利率
2017/10	60	40	100		2022/03				(1) 0.25~0.50	2022/03				(1) 0.25~0.50
2017/11	60	40	100		2022/04					2022/04				
2017/12	60	40	100	(5) 1.25~1.50	2022/05					2022/05				(2) 0.50~0.75
2018/01	120	80	200		2022/06				(2) 0.50~0.75	2022/06				(3) 0.75~1.00
2018/02	120	80	200		2022/07					2022/07	100	50	150	<b>nimble</b>
2018/03	120	80	200	(6) 1.50~1.75	2022/08					2022/08	200	100	300	
2018/04	180	120	300		2022/09	100	50	150	(3) 0.75~1.00	2022/09	300	150	450	(4) 1.00~1.25
2018/05	180	120	300		2022/10	200	100	300		2022/10	400	200	600	
2018/06	180	120	300	(7) 1.75~2.00	2022/11	300	150	450		2022/11	500	250	750	
2018/07	240	160	400		2022/12	400	200	600	(4) 1.00~1.25	2022/12	500	250	750	(5) 1.25~1.50
2018/08	240	160	400		2023/01	500	250	750		2023/01	500	250	750	
2018/09	240	160	400	(8) 2.00~2.25	2023/02	500	250	750		2023/02	500	250	750	
2018/10	300	200	500		2023/03	500	250	750	(5) 1.25~1.50	2023/03	500	250	750	(6) 1.50~1.75
2018/11	300	200	500		2023/04	500	250	750		2023/04	500	250	750	
2018/12	300	200	500	(9) 2.25~2.50	2023/05	500	250	750		2023/05	500	250	750	<b>humble</b>
2019/01	300	200	500		2023/06	500	250	750	(6) 1.50~1.75	2023/06	500	250	750	(7) 1.75~2.00?
2019/02	300	200	500		2023/07	500	250	750		2023/07	500	250	750	
2019/03	300	200	500		2023/08	500	250	750		2023/08	500	250	750	
2019/04	300	200	500		2023/09	500	250	750	(7) 1.75~2.00?	2023/09	500	250	750	(8) 2.00~2.25?
2019/05	150	200	350		2023/10	500	250	750		2023/10	500	250	750	
2019/06	150	200	350		2023/11	500	250	750		2023/11				<b>faster</b>
2019/07	150	200	350	(-1) 2.00~2.25	2023/12	500	250	750	(8) 2.00~2.25?	2023/12				(9) 2.25~2.50?
<b>總規模</b>			<b>7550</b>					<b>10500</b>	<b>1.4</b>				<b>10500</b>	<b>1.4</b>

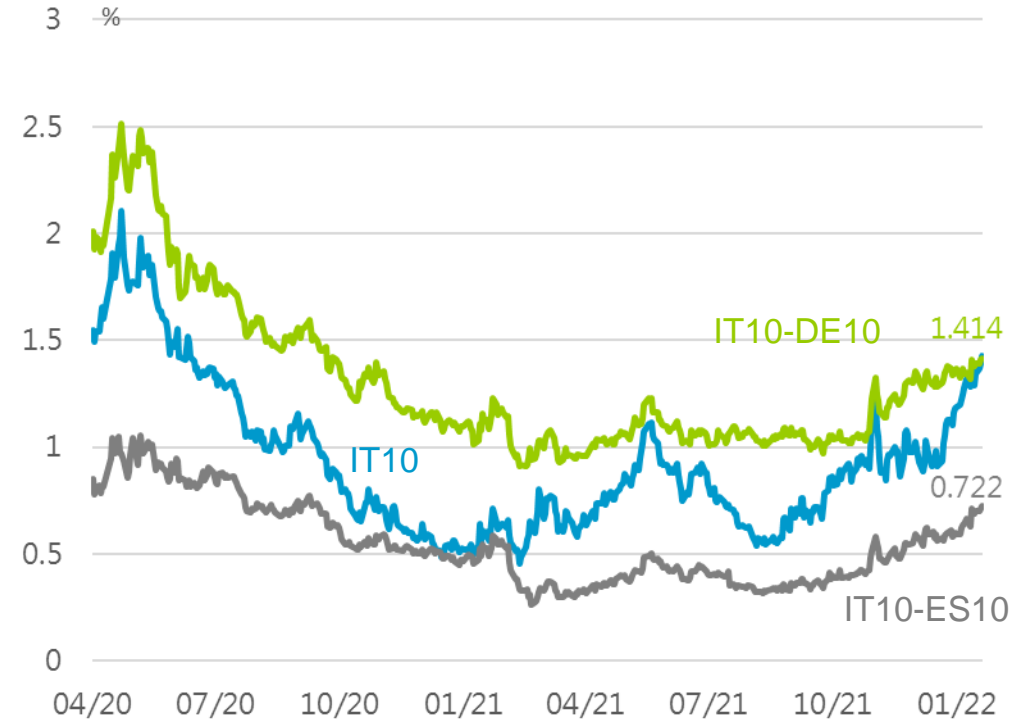
- 2022上半年通膨高漲，Fed急於修正behind the curve錯誤，挽回炒股案的聲譽，三月必定升息，市場若可接受，五月續升機率料持續提高
- 通膨將是年底期中選舉攻防焦點，估計年內升四次將是基本，也需作好五~六次準備
- 縮表目的為何？RRP游資不穩定且尚需付息，升息使得Fed利息支出將更大，宜早不宜晚、宜大不宜小，以盡快將RRP歸零
- 縮表規模大且急，但持續時間未必長，前次失敗的縮表與升息經驗對經濟的打擊歷歷在目。升息幅度也未必會上個循環雷同，現今景氣循環、信用膨脹與惡化財政，能夠承受2%以上的高利率與「實質意義」的收縮資金？

# 歐元區國家財政赤字改善但仍不夠

歐盟執委會預估財政赤字



義大利10年公債大幅上揚

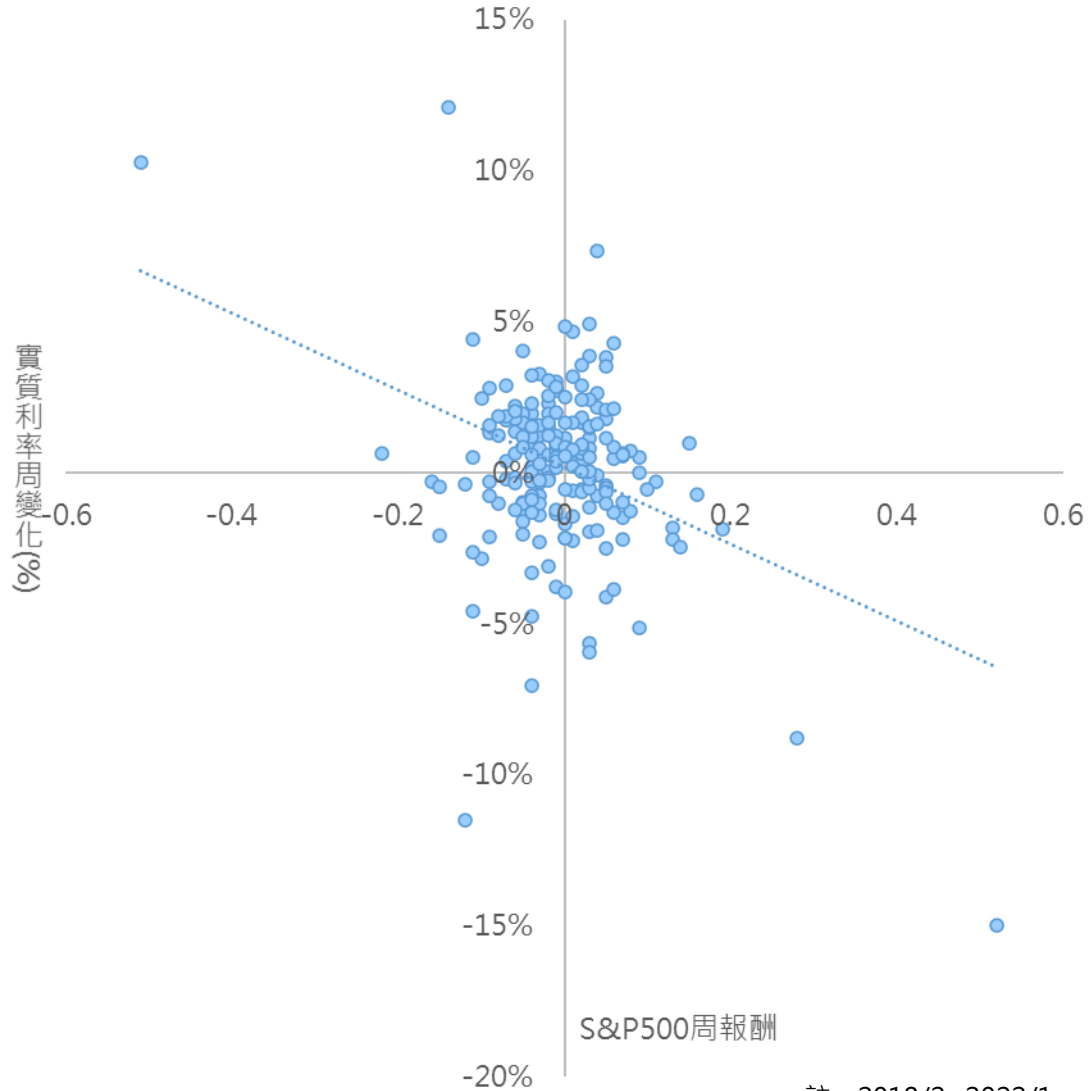


- 義大利10年期公債站上1.40%，為2020/6以來最高
- 義德公債利差今年以來僅拉大約6bps
- 惟義西公債利差緩步擴大趨勢明顯，反應ECB taper影響

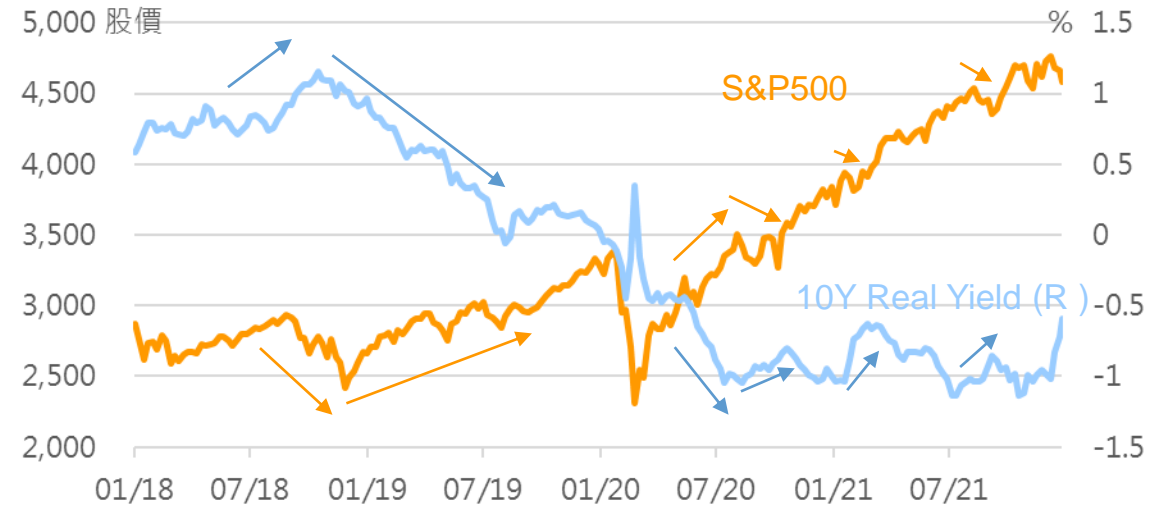


# 股利率遠低於公債殖利率

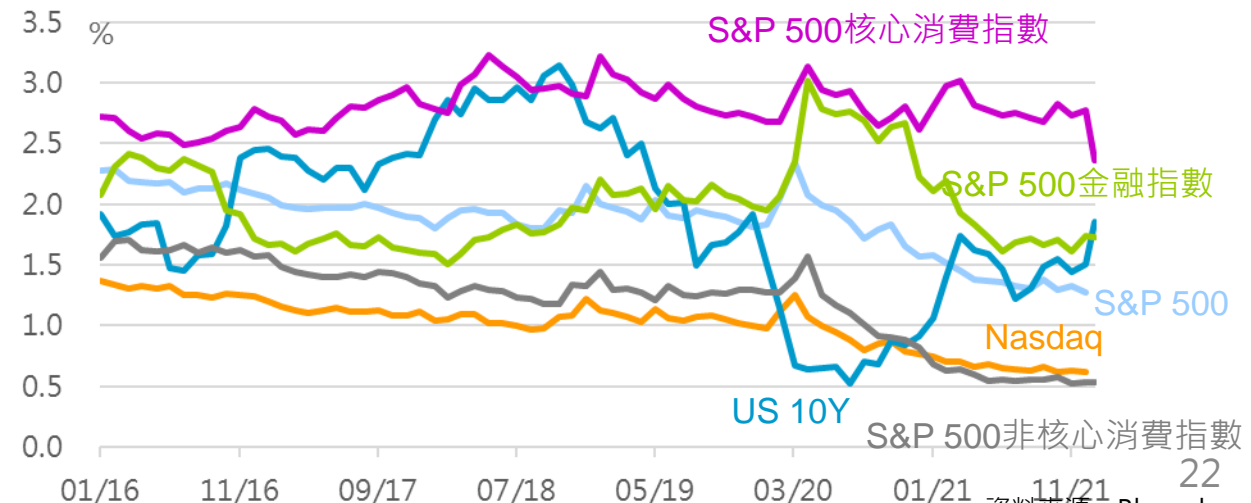
### 實質利率走升不利股價



### 實質利率大幅衝高



### 股利率低於殖利率

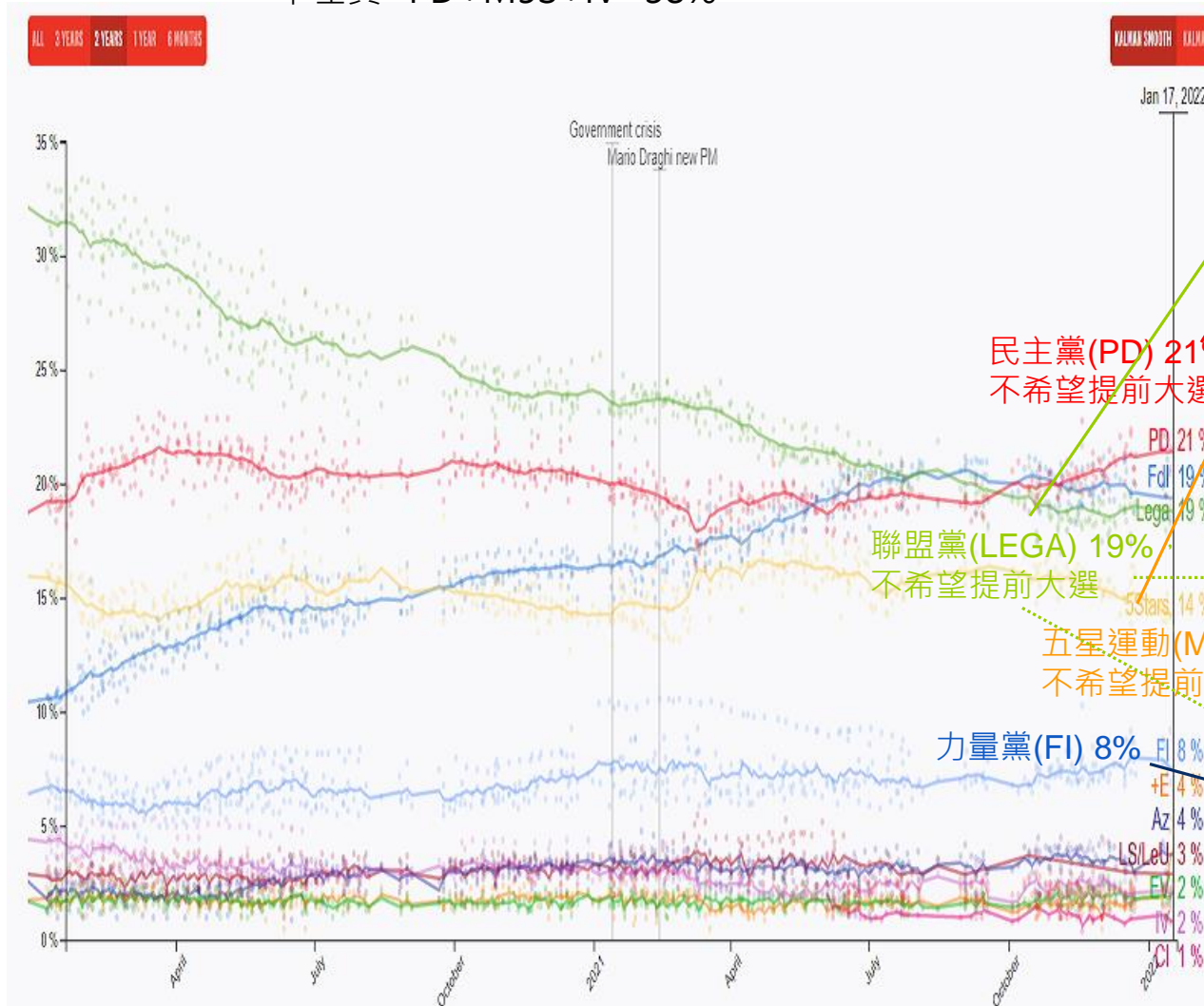


# 義大利總統選舉對市場的衝擊可能沒想像中劇烈

## 政黨支持度

右翼+極右翼=LEGA+Fdi+FI=46%  
 中左翼=PD+M5S+IV=38%

## 後續政壇發展可能演變



可能情境1：M. Draghi當選總統，並選擇一個技術性官僚擔任總理，直到2023年大選  
 對歐元影響性低

可能情境2：Draghi當選總統，力量黨退出政府，其餘政黨對新總理無共識，引發重新大選  
 對歐元不利，義公債殖利率上揚

可能情境3：現任總統S. Mattarella有條件連任直到大選，Draghi繼續擔任總理，隨後接總統  
 對歐元影響性低

可能情境4：S. Berlusconi (力量黨)當選總統  
 對歐元極為不利，義公債恐遭進一步拋售



# 美歐公債

## 美國10年公債 Weekly



## 德國10年公債 Weekly



- 10年期非商業淨空單高達34.3萬口，但與11、12月底相去不遠
- 過去一周各類債券基金同步流出，Lipper顯示資金流出北美債券15.1億美元，EPFR顯示高收流出10.68億美元、投等流出21.16億美元、新興流出4.35億美元
- 2%料為支撐不會一次上破，但拉回空間有限

- 2019/5後，10年德債首次突破0%
- 全球負利率債券市值從12/20的14.12兆美元降至9.32兆美元
- 1/20 Lagarde表示，驅動通膨因素將在2022年逐步緩解
- 1/14 Lagarde表示，將盡一切力量將通膨率降至2%
- 歐元區國家1月份發債高峰暫時結束
- 德債欲站穩0%，除非ECB 2月會議意外鷹派



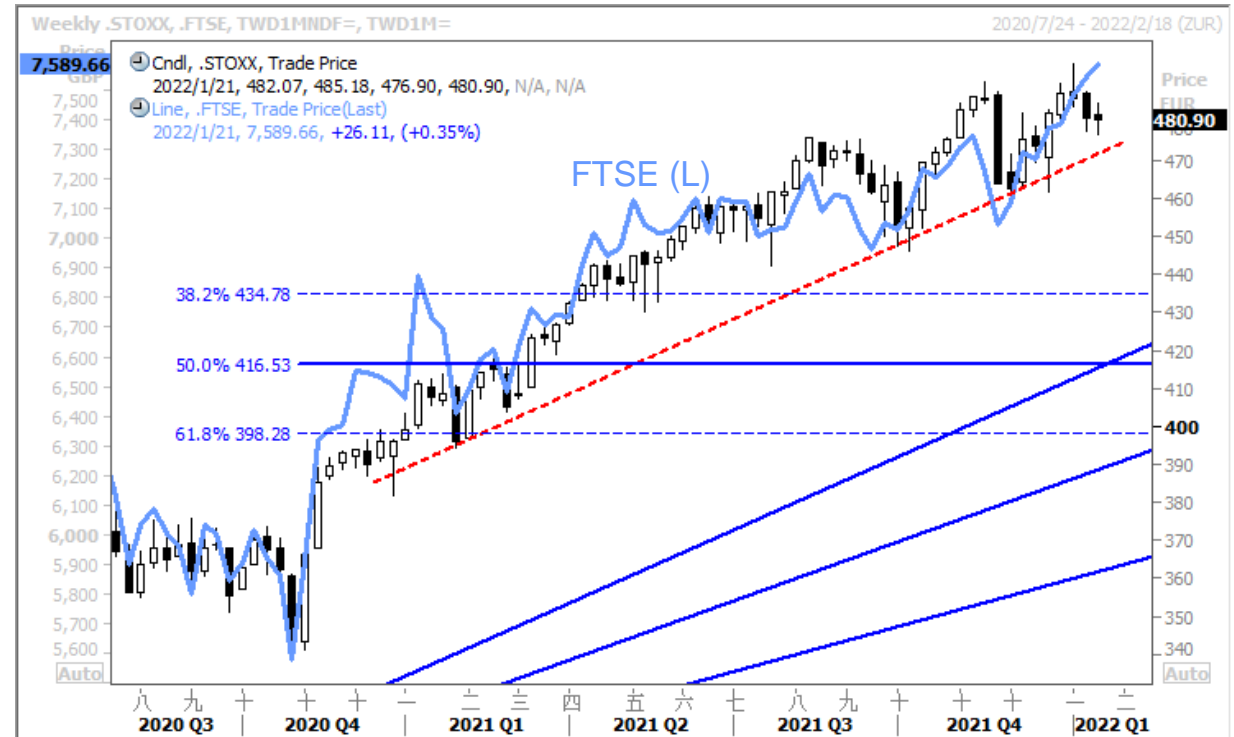
# 美歐股

## S&P 500 Weekly



- 過去一周(1/12) · EPFR顯示資金大幅撤出貨幣型基金 435.08億美元 · Lipper亦顯示 (1/19)過去一周北美貨幣基金流出586.4億美元
- EPFR顯示美股連三周流入 · 最近一周流入135.96億 · 但Lipper顯示1/19當周已淨流出90.6億美元
- 修正壓力仍大 · 但1月底FOMC會議可能會安撫市場

## Stoxx 600 Weekly

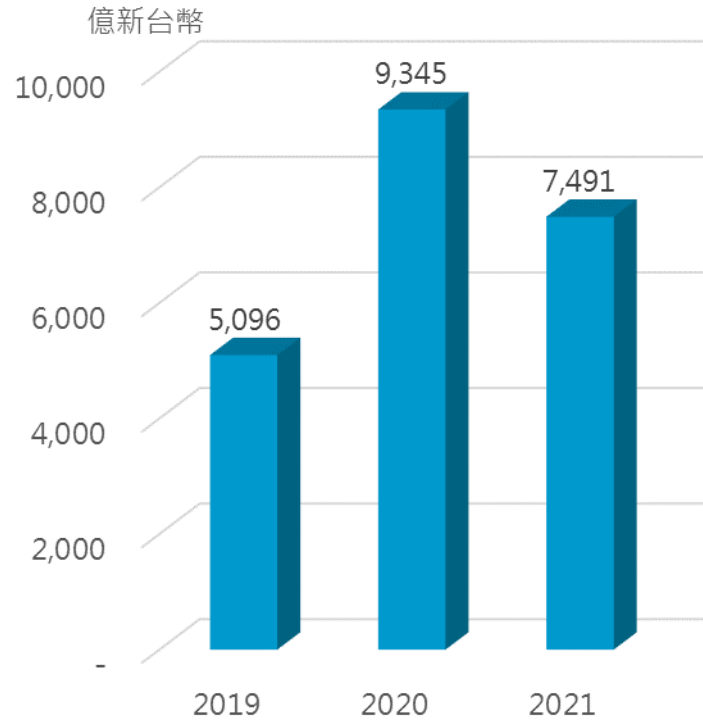


- Lipper顯示過去一周歐股流入91.3億美元 · 全球股市流入81.6億美元
- EPFR亦顯示資金連續兩周回流歐股 · 分別為12.69、18.80億美元
- 歐股位階較低 · ECB政策收緊較慢 · 相對抗跌 · 但高度留意烏俄戰爭風險 · 以及ECB 2月初會議放鷹可能



# 國際板可贖回量大

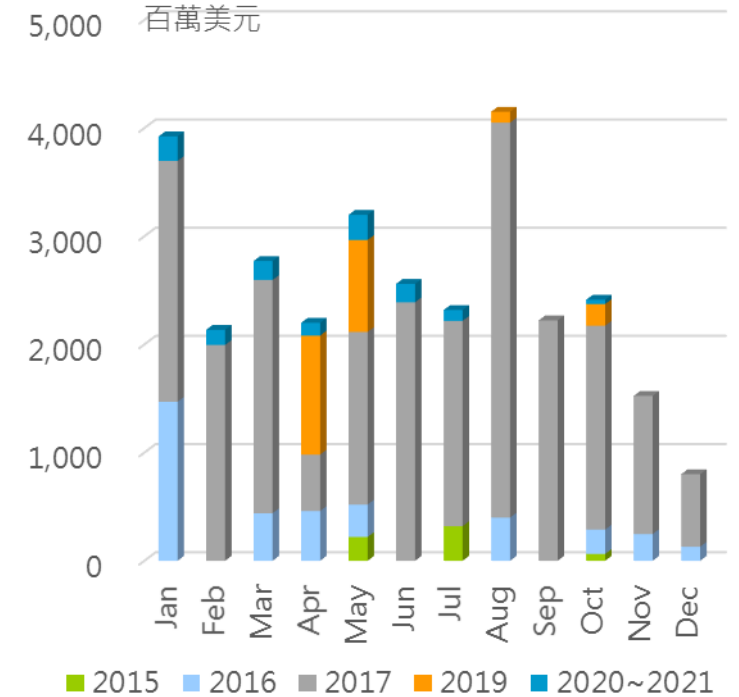
## 過去三年台幣公司債/金融債發行量



## 台幣公司債/金融債到期量



## 今年國際板可贖回規模

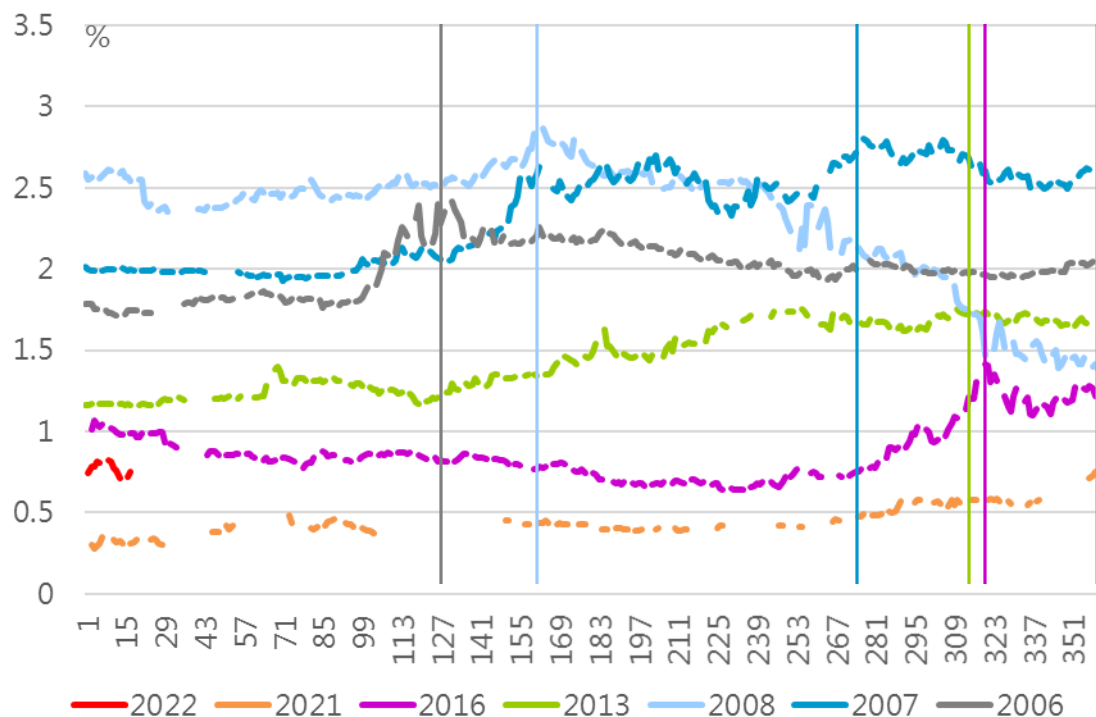


- 今年國際板可贖回量大，料予台債殖利率一定程度支撐

# 台債高點往往不會出現在年初

## 歷年台債走空年份行情

直線標示該年度高點



## 台灣10年公債 Weekly



- 過去歷次台債走空年份，高點多數落在第四季
- 2008年金融海嘯例外，2006~2007年可視為處在同個升息環境
- 市場已反應央行升兩次半碼，但對於是否僅止25bps未有共識，若下半年央行持續升息條件成熟，台債恐還有一輪修正



# 月度配置觀點

## 12月總經討論

12月 配置觀點	公債	信用債	成熟股市	新興股市	貨幣	商品
▲正向			美國		英鎊 歐元	
●中性	德國	美國 高收益	歐洲	中國 印度	美元	黃金 原油
▼負向	美國 台灣	美國 投資級			日圓	

## 1月總經討論

1月 配置觀點	公債	信用債	成熟股市	新興股市	貨幣	商品
▲正向					英鎊	原油
●中性	台灣 美國 德國	美國 高收益	美國 歐洲	中國	美元 歐元	黃金
▼負向		美國 投資級		印度	日圓	



# M+群組 – Fubon Clubhouse加入說明

Step1 進入M+ Messenger

Step2 確認企業帳號內有  
富邦金控

Step3 按右下



Step4 點擊 群組

Step5 點擊 搜尋群組

Step6 輸入  
→ “Fubon Clubhouse”



Step7 (若想要回溯兩周內報告)

→ 勾選 “回溯兩周內聊天紀錄”

Step8 點擊 參加群組

返回 ① 即可看到 Fubon Clubhouse

