重點摘錄

- 歐洲央行的量化寬鬆政策在各個國家中以德國最為受惠，獲得最多資金且受惠於歐元貶值的程度最大，建議在各別國家中可佈局投資地區為德國的 ETF(EWG Equity)。在個股方面可選擇受惠於油價下跌及歐元貶值的 BMW(BMW GR/BAMXY Equity)及瑞安航空(RYA ID /RYAAY Equity)
- 中國進口表現與物價指數同步出現大幅衰退，反映中國內需不振與產能過剩問題仍持續存在。除此之外，近期密集推出融資融券監管措施亦表達中國政府控制股市波動程度的決心，加上滬股通總額度即將用盡，因此在滬股通額度決定政策釋出前，短期中國股市維持震盪的可能性較大。建議佈局以成長股為主線，適度配置金融類股之 GAM Star 中國股票基金（GAMCUAA ID Equity）。
- 展望今年，除美國醞釀升息之外，多數國家均啟動進一步寬鬆貨幣政策藉以刺激低迷的經濟；亦即，全球的資金行情正由美國交棒其他國家繼續上演。我們研判跌深的油價在此資金行情下不易再探底，特別是美國頁頁油業者已有大幅縮減投資，預計停產效應將陸續顯現。因此我們建議關注能源類相關產品，推薦標的為 USO Equity、XLE Equity。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
滬深港股－Emma Yu

2015.02 目錄

1. 建議可佈局投資地區為德國的 ETF，或 BMW 及瑞安航空……P2
2. 中國－內需疲弱、監管加強 短期股市表現有限.……P8
3. 資金派對不落幕，黑金缺席？…… P15
4. 本月推薦投資組合……P20

建議可佈局投資地區為德國的 ETF，或 BMW 及瑞安航空

一、歐洲景氣回顧

歐洲央行確定實施規模 1.14 兆歐元的量化寬鬆政策

歐洲央行(ECB)行長德拉吉(Mario Draghi)於1/22的貨幣會議中宣布擴大資產規模，從2015年3月開始，每月購買600億歐元(包含之前的抵押債券及ABS債券)，持續到2016年9月，總規模共1.14兆歐元。若歐元區通脹回升到接近2%則將停止購債。央行同時強調，如果有需要將會持續購債，直到通膨改善。

在購債組成上，ECB將會購買成員國、歐洲機構在二級市場發行的投資級證券，但也包括其他參加歐盟/國際貨幣基金組織調控計劃的國家。ECB的購債將基於各國央行在歐洲央行的出資比率。在風險承擔上，歐洲央行承擔的債券有20%。另外，雖未降息，但央行對TLTRO的定價做出調整，下調10個基點，相當於進一步降低銀行的融資成本。

歐元區1月製造業PMI回升至51.0，符合預期。儘管擴張速度仍然緩慢(低於去年均值52.7)，且去年一度陷入停滯，但此次PMI數據顯示歐元區已經連續2個月實現擴張。新增訂單增速創5個月來最快，顯示下滑已經被進一步反轉。隨著新增訂單增加，新增就業也創去年7月以來最大增長，儘管整體上，就業增長的步伐仍然令人失望。 但市調機構Markit表示經濟擴張速度會在未來幾個月中會持續改善，信心指數已經改善，歐洲央行實施的額外寬鬆刺激會幫助進一步改善家庭和商業信心。

表1：近期公佈的重要經濟數據

	預期	實際	前期	表現
德國1月ZEW成長預期指數	40.0	48.4	34.9	10個月新高
歐元區1月消費者信心指數	-10.5	-8.5	-10.9	5個月新高
歐元區1月製造業PMI	51.0	51.0	50.6	5個月新高
德國1月製造業PMI	51.7	51	51.2	較上個月下滑
法國1月製造業PMI	48	49.5	47.5	7個月新高

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

歐盟委員會也於2/5上調升歐元區今明2年的經濟成長預估

，因經濟展望比前次發布預測時更為明朗。油價大跌、歐元貶值和量化寬鬆政策可望提振歐元區的經濟成長力道。歐盟將今年的 GDP 成長率從原先的 1.1%調升至 1.3%，明年則從 1.7%調升至 1.9%。

希臘新任總理齊普拉斯(Alexis Tsipras)2/8 發表演說時，重申新政府反撙節的堅定立場。儘管希臘 2,400 億歐元紓困將於本月底到期，但拒絕延長紓困並向德國追討二次大戰賠款 1,620 億歐元。但由於近期稅收和其他政府收入的下滑已對該國造成壓力，希臘經濟部長預估若情況未改善在 3 月就會出現流動性的問題，因此第一資本預估退歐的可能性不高。

表 2：希臘重要時程表

2/11	歐元區財長將與希臘討論債務問題
2/12	歐盟領導人峰會
2/16	希臘申請延長援助的最後期限
2/28	紓困援助到期
3月	希臘國債到期，預估將產生43億歐元的資金需求
3/19	歐盟領導人峰會
7/20	希臘需償還35億歐元給歐洲央行
8/20	希臘需償還32億歐元給歐洲央行

資料來源:BNP、第一資本整理

二、投資亮點

德國受惠於貨幣政策及歐元貶值的程度最大

根據各資產(抵押債券、ABS、機構債及公債)市場規模大小及 ECB 購債的規定，Morgan Stanley 預估 ECB 會將每月購債金額 600 億中的 440 億歐元拿去購買公債，而因購債比例是按各國央行在歐洲央行的出資比率，因此德國將會是這波寬鬆貨幣政策的最大受惠者，詳見表 3。

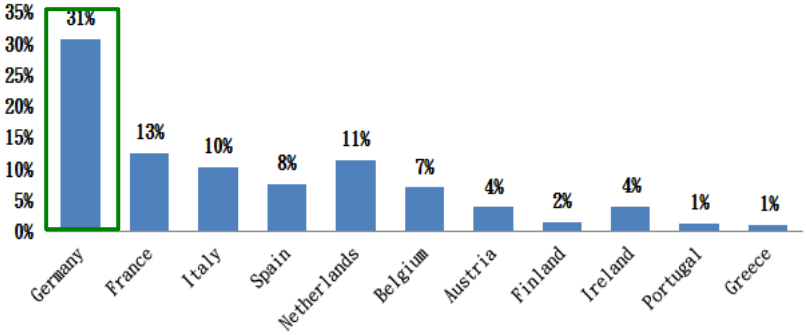
表 3：預估 ECB 投放資金占該地公債市場的比例

國家別	債券市場規模	出資比	QE得到的資金	佔該國債市的比重
Germany	582	18.00%	150	26%
France	1050.9	14.18%	119	11%
Italy	1192.4	12.31%	103	9%
Spain	495.6	8.84%	74	15%
Netherlands	252.7	4%	33	13%
Belgium	247.7	2.48%	21	8%
Greece	149.8	2.03%	17	11%
Austria	153.5	1.96%	16	11%
Portugal	84.1	1.74%	15	17%
Finland	67	1.26%	11	16%
Ireland	111.1	1.16%	10	9%

資料來源:第一資本

另外若將歐元區出口總額按國家來劃分的話，可以發現德國占其總出口額的 31%，因此德國也是最受惠於歐元貶值的國家，詳見圖 1。

圖 1：各國出口佔歐元區總額的比例



資料來源:Eurostat

BMW 受惠於油價下跌及歐元貶值的雙重利多因素

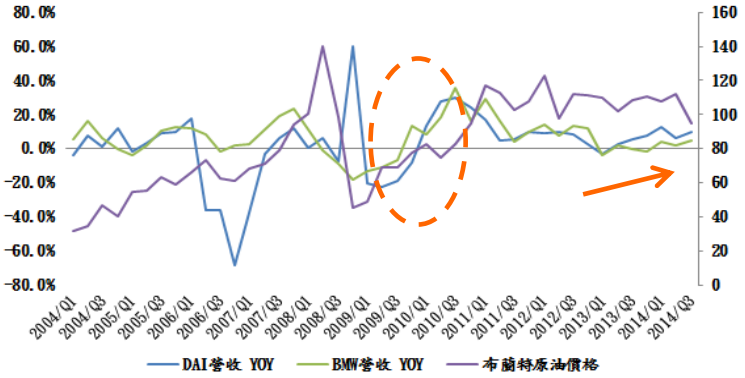
而德國的前三大出口產業分別為汽車、工業、化學，因此在後續將為各位介紹在德國車廠中最推薦的個股。Morgan Stanley 估算在德國三大車廠中，歐元貶值將對 BMW 最受惠，貶值 1%的歐元將推升公司 2.5%的稅前息前淨利(EBIT)，估算時除了美國地區的營收之外，也一併考慮出口到中國但是以美元結算的交易，因此 BMW 是三大車廠中歐元貶值 1%推升 EBIT 幅度最大的，因其在美國及亞洲的銷售分佈是最高的，分別為 23.1%及 31.5%。從過去油價與豪華車的銷量成長率來看，油價在 2008 年下跌後豪華車的銷量有明顯的成長，甚至在近期的銷量成長上也有明顯的走升(詳見下頁圖 2)。BMW 今年 1 月的銷量也成長了 7%，在歐元貶值及油價仍維持在低檔的情況下，預期成長動能將會持續(詳見下頁圖 3)。

表 2：預估貶值對汽車廠商的利潤貢獻

	BMW	Daimler	VW
1% Euro / US$	195	172	219
5% Euro / US$	976	858	1,095
10% Euro / US$	1,951	1,716	2,189
15% Euro / US$	2,927	2,574	3,284
Group FY14E EBIT	7,817	8,856	13,323
1% Euro / US$	2.5%	1.9%	1.6%
5% Euro / US$	12.5%	9.7%	8.2%
10% Euro / US$	25.0%	19.4%	16.4%
15% Euro / US$	37.4%	29.1%	24.6%

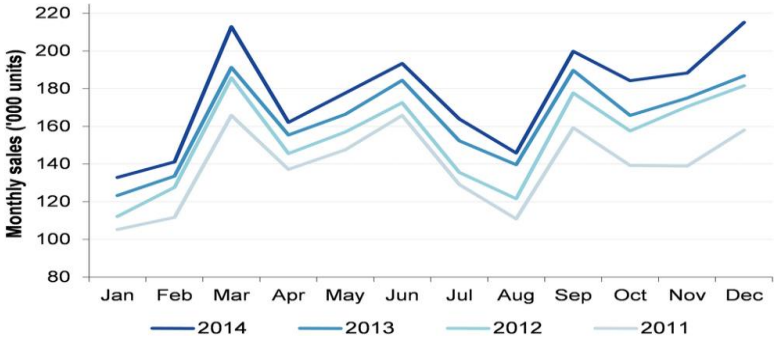
資料來源: Morgan Stanley

圖 2：油價與汽車廠商的營收成長率走勢圖



資料來源: 第一資本

圖 3：BMW 往年每月的銷量走勢圖



資料來源: Morgan Stanley

歐洲航空公司中最受惠於油價下跌的是瑞安

除了汽車業另外也受惠於低油價的產業為航空業。其中瑞安航空是一家總部設在愛爾蘭,歐洲市值最大的航空公司，同時也是廉價航空中市占率最高。從成本結構來看，瑞安的營運成本是歐洲航空公司中最低，而燃料占其成本比最高。因此在油價維持低檔的情況下，瑞安受惠的幅度最大。

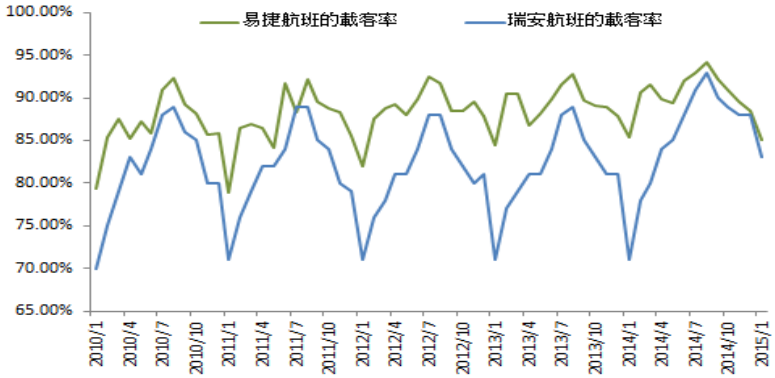
圖 4：歐洲各航空公司的成本結構比較

	EZJ	RYA	IAG	AF-KLM	LHA
Labour	12.1%	10.6%	23.4%	29.5%	25.2%
Fuel	31.4%	46.0%	33.0%	27.2%	24.2%
Airport/Handling	28.7%	26.0%	18.6%	12.8%	17.7%
Selling/Distribution	2.7%	0.2%	4.4%	3.4%	3.6%
Leases	2.7%	2.3%	2.8%	3.6%	0.3%
Maintenance	5.6%	2.7%	6.9%	5.1%	3.6%
Other	16.8%	12.2%	11.0%	18.4%	25.6%
Total Cost % Revenues	88.3%	86.9%	97.2%	99.5%	97.2%

資料來源: Morgan Stanley

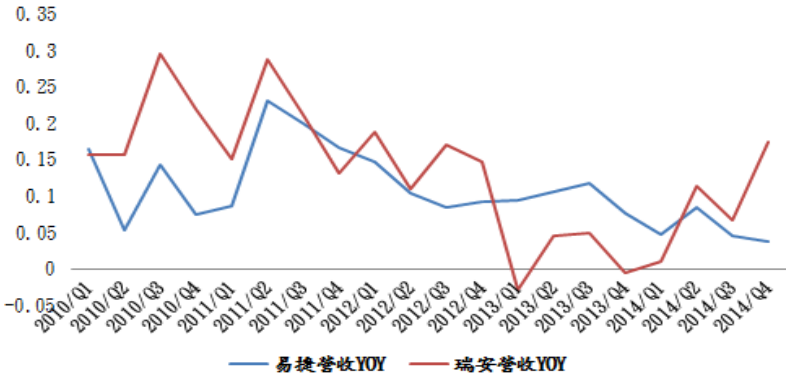
瑞安以票價較同業低的優勢成為市占率最高的廉價航空，然過去 3 年的載客率皆低於易捷航空；近期透過取消部分會對乘客額外收取的費用、重新設計官網、推出 APP、增加航線的方式吸引顧客，反應在載客率及營收成長，載客率已明顯上升，且營收成長的幅度已超越易捷(詳見圖 5、6)。由於在冬季擴展的航點較公司原先預估的多，另外新飛機交貨的速度也加快，瑞安預估本季的載客量可在成長 25%，並上調全年的獲利預估從€8.1~€8.3 億上調至€8.4-€8.5 億的區間，前景看好。

圖 5：瑞安及易捷的載客率(2010~2015)



資料來源: 公司財報、第一資本整理

圖 6：瑞安及易捷的營收成長率(2010~2014)



資料來源: 公司財報、第一資本整理

三、投資策略

由於歐洲央行的量化寬鬆政策在各個國家中以德國最為受惠，獲得最多資金且受惠於歐元貶值的程度最大，建議在各別國家中可以投資地區為德國的 ETF 為首選(EWG US Equity)。而在產業中可投資受惠於貨幣政策的銀行類股(EUFN US Equity)，詳見 1 月份的歐洲月報；以及受惠於

油價下跌的汽車及航空類股,汽車類股更受惠於歐元貶值，BMW(BMW GR/BAMXY US EQUITY)及瑞安航空(RYA ID /RYAAY US EQUITY)分別是各產業中最受惠於此波油價下跌及歐元貶值的個股，在美國也有掛牌，目標價分別為€114 及€11.14，上檔空間為 8.6%及 10.4%。

【附錄】推薦標的營運狀況整理（單位：百萬歐元）

表 1：BMW（BMW GR）營運狀況

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營收	68,821	76,848	76,058	79,284	83,838	87,598
營業利益	8,023	8,273	7,937	8,753	9,053	9,607
稅前淨利	7,383	7,803	7,913	8,822	9,331	9,855
			成長率			
營收	--	11.7%	-1.0%	4.2%	5.7%	4.5%
營業利益	--	3.1%	-4.1%	10.3%	3.4%	6.1%
淨利	--	5.7%	1.4%	11.5%	5.8%	5.6%
			利潤率			
營業利益	11.7%	10.8%	10.4%	11.0%	10.8%	11.0%
淨利	10.7%	10.2%	10.4%	11.1%	11.1%	11.3%

資料來源：公司財報、第一資本整理

表 2：瑞安航空（RYA ID）營運狀況

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
營收	4,390	4,884	5,037	5,615	6,024	6,281
營業利益	683	718	659	967	1,078	1,239
稅後淨利	560	569	523	832	932	1,058
			成長率			
營收	--	11.2%	3.1%	11.5%	7.3%	4.3%
營業利益	--	5.1%	-8.3%	46.8%	11.5%	14.9%
淨利	--	1.6%	-8.2%	59.2%	12.0%	13.5%
			利潤率			
營業利益	15.6%	14.7%	13.1%	17.2%	17.9%	19.7%
淨利	12.8%	11.7%	10.4%	14.8%	15.5%	16.8%

資料來源：公司財報、第一資本整理

中國－內需疲弱、監管加強　短期股市表現有限

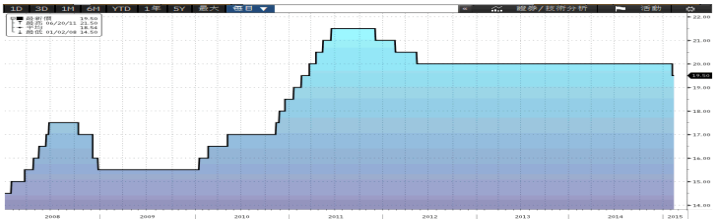
一、預期 2 月股市表現有限

（一）貨幣寬鬆政策激勵效果可能遞減

人行於 2/4 全面降準，預估釋出 6,000 億到 7,000 億人民幣資金

中國人民銀行於 2/4 決定，自 2/5 起將金融機構人民幣存款準備金率由 20%下降 50bps 至 19.5%。同時對小微企業貸款佔比達到一定標準的城市商業銀行、非縣域農村商業銀行額外降低人民幣存款準備金率 50bps，中國農業發展銀行亦額外降低人民幣存款準備金率 400bps。券商普遍預期此次降準將為市場注入 6,000~7,000 億人民幣資金。

圖 1：中國存準率走勢－2008 年至今



資料來源：Bloomberg

券商普遍預期年內至少降息一次、降準一次

在 11 月全面降息後，此次全面降準更加確立人行願意進一步使用大型貨幣寬鬆政策，因此券商普遍預期今年上半年有望再降息一次，年內至少再降準一次。不過隨著貨幣寬鬆政策的密集推出，對股市的激勵效果也將遞減，這也是此次降準後股市反應不如 11 月降息的原因。

表 1：券商預估中國貨幣政策時程整理

券商	貨幣政策時程
高盛	未來每季降準 50-75bps，2015Q1 降息
美銀美林	年內降準兩次(各 50bps)，2015H1 降息
JPMorgan	2015Q2 降準 50bps，2015Q1 降息 25bps
德意志銀行	2015Q2 降準 50bps，2015Q2 降息
野村	未來每季降準 50bps，2015Q2 降息
瑞銀	年內至少降準 50bps
中信	年內降息兩次(各 25bps)、降準一次(50bps)

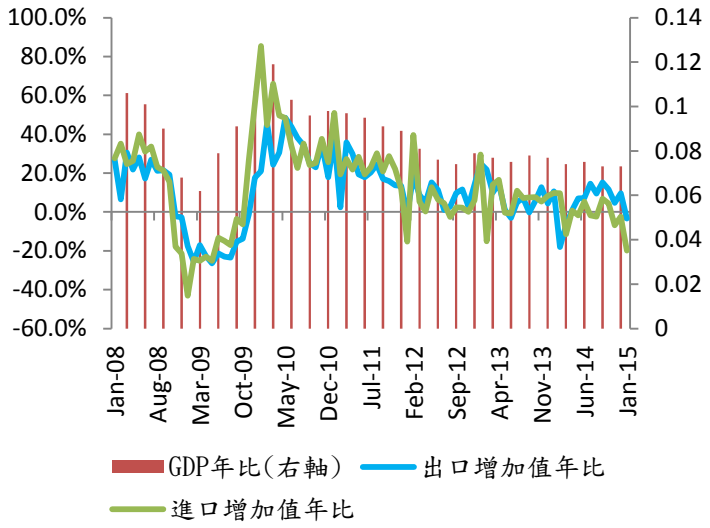
資料來源：各券商、第一資本整理

（二）中國經濟總體需求仍偏弱

進口衰退幅度創 2009 年以來新高

根據最新公布之 1 月份貿易數據，出口與進口同步出現衰退，1 月出口年比衰退 3.3%，進口年比則是大幅衰退 19.9%，創下 2009 年以來新低（詳見圖 1）。

圖 2：出口年比、進口年比與 GDP 走勢

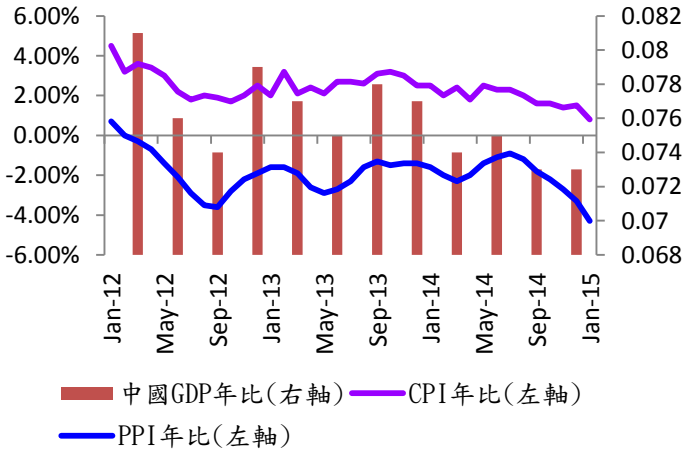


資料來源：Bloomberg

CPI 年比 6 年來首度跌破 1%，PPI 年比連續 35 個月負成長

另外，1 月 CPI 年比下降至 0.8%，為 2009 年 12 月以來首度跌破 1%；而 PPI 年比衰退幅度則是進一步擴大至 4.3%（詳見圖 2），亦反映受中國經濟持續疲弱影響所延伸出的內需不振與產能過剩問題。

圖 3：CPI 年比、PPI 年比與中國 GDP 成長率走勢圖

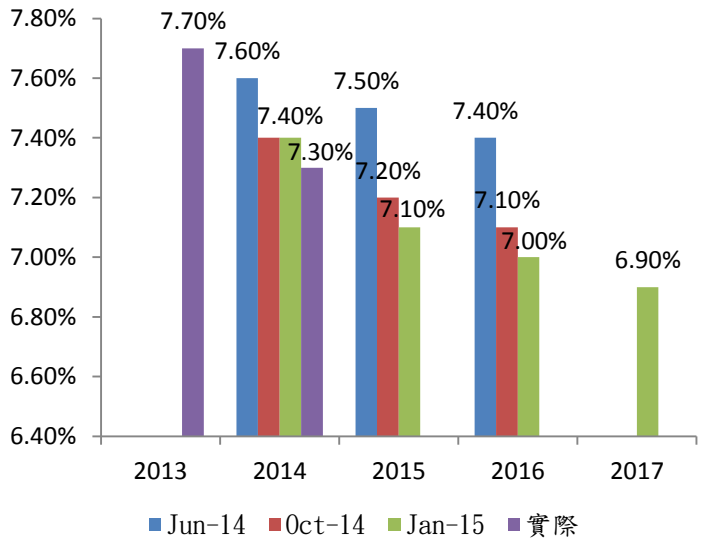


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

世界銀行與 IMF 皆預期中國經濟成長將逐年下降

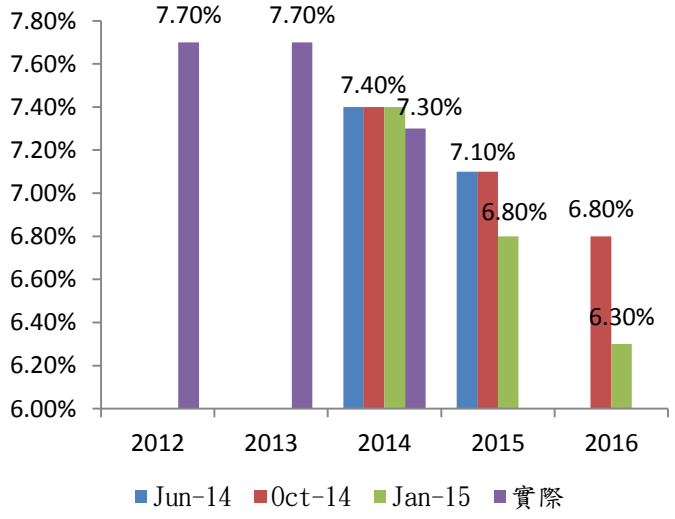
中國 2014 年 GDP 年比為 7.3%，不如世界銀行與 IMF 預期，且根據世界銀行與 IMF 發佈 1 月份最新報告，分別預期中國 2015 年 GDP 年比將降至 7.1%和 6.8%，且未來 2 年將逐年下降。在通膨水準持續下降的狀況下，預期中國政府為避免經濟失速下滑將持續採取寬鬆的貨幣政策，進一步佐證預期貨幣政策將密集推出的預期。

圖 4：世界銀行預測中國 GDP 年比估值變化



資料來源：世界銀行，第一資本整理

圖 5：IMF 預測中國 GDP 年比估值變化



資料來源：IMF，第一資本整理

（三）監管部門降槓桿決心明顯

自 1 月起監管單位實施券商融資融券業務檢查

融資融券業務於本輪陸股牛市中迅速成長。截至 2/4，融資融券餘額近人民幣 1.1 兆元。1/16 證監會宣布對融資融券業務存在違規行為的 12 家券商採取監管措施。其中，三大券商中信證券、海通證券、國泰君安存在違規問題，因此對這 3 家公司採取暫停新開融資融券客戶信用賬戶 3 個月的行政監管措施。

2 月進一步禁止透過傘型信託等衍生性商品加大槓桿

中國投資人除了透過券商進行融資融券業務之外，亦可透過傘型信託進行槓桿交易，過去傘形信托允許的槓桿水平比傳統融資融券交易還要高，瑞士信貸估計傘型信託規模為 3,000 億至 4,000 億人民幣，遠高於去年 12 月約 2,000 億人民幣。2/3 相關監管部門再度要求券商嚴格執行《證券公司融資融券業務管理辦法》，禁止證券公司通過代銷傘型信託、P2P 平臺、自主開發相關融資服務系統等形式，為客戶與他人、客戶與客戶之間的融資融券活動提供任何服務。密集的監管措施亦可表達中國政府控制股市波動程度的決心，因此短期中國股市維持震盪的可能性較大。

（四）滬股通總額度將用盡

滬股通總額度決定政策為中國政府對股市之態度風向球

香港交易所的高層預估滬股通的額度可能在 3 月底前就會用盡，依照滬港通的規定，一旦額度用盡，投資人將只能在其他機構賣股釋出額度時，才能再透過滬股通購買上海的股票。若是中國政府迅速決定調高甚至取消滬股通的 3,000 億元額度上限，將為滬港通計畫投下重大的信任票，亦可視為對股市開放態度的風向球。故在滬股通額度決定政策釋出前，預期大盤表現將維持震盪。

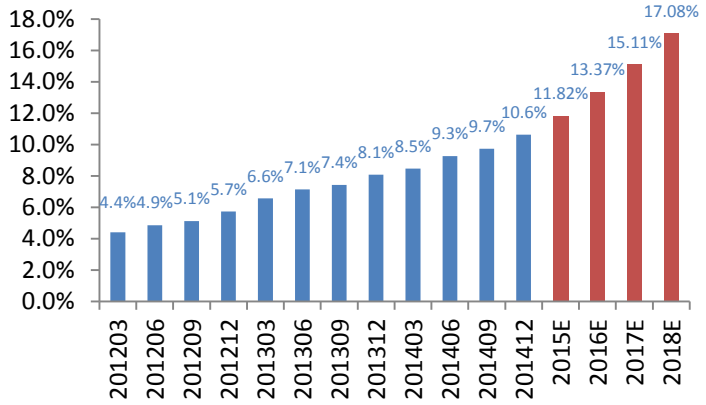
二、投資亮點

（一）中國網路購物成長空間巨大

2014 年網購規模佔整體社會零售銷售佔比已達 10.6%，預期 2018 年可達 17.8%

2014 年全年社會零售銷售增長 12%，創下 2004 年以來新低。不過根據中國國家統計局最新數據，2014 全年全國網上零售額再創新高達 2.8 兆元，年比增長 49.7%，佔社會零售銷售額比例已攀升至 10.6%，相較美國過去僅 2%到 4%，顯示網路購物已成為零售銷售的重要渠道，第一資本預期 2018 年有望可以達到 17.8%，隨著中國 GDP 持續成長，中國網購市場的成長空間值得期待。

圖 6：中國網購規模佔社會零售消費總額比率



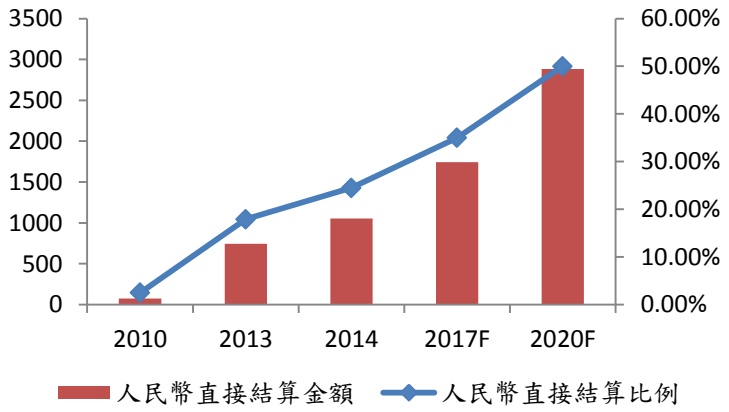
資料來源：iResearch、中國國家統計局、第一資本

（二）具人民幣清算業務優勢銀行仍為可佈局標的

2014 年使用人民幣直接結算比例為 24.5%，預期 2020 年有望來到 50%。

根據人行最新數據，2014 全年跨境貿易人民幣結算業務累計發生 6.55 兆元人民幣(約 1.054 兆美金)，而 2014 年中國進出口總額為 4.303 兆，故 2014 年使用人民幣直接結算比例為 24.5%，第一資本預期 2020 年人民幣直接結算比例將有望來到 50%。

圖 7：人民幣實際需求走勢（單位：10 億美元）



資料來源：人民銀行、第一資本預估

中國銀行與工商銀行跨境人民幣結算業務市佔率合計高達 81%

目前中國銀行和工商銀行被指定成為大部分與中國簽訂結算協議國家的人民幣清算銀行，2013 年中國銀行跨境人民幣結算業務總量佔全國跨境人民幣結算量的比例高達 52%，工商銀行則佔 29%，兩大銀行合計經手超過 80%的人民幣結算業務（詳見下頁表 2）。

表 2：中國銀行與工商銀行人民幣結算業務市佔率

(單位：10 億人民幣)	2013 年
中國跨境貿易人民幣結算量	6,550
中國直接投資人民幣結算量	1,050
中國銀行－跨境人民幣結算量	3,980
佔比	52%
工商銀行－跨境人民幣業務量	2,167
佔比	29%

資料來源：中國海關總署、人民銀行、第一資本整理

其中，與中國往來最密切的香港和台灣之指定人民幣清算銀行皆為中國銀行，而 2014 年香港與台灣之人民幣存款目前分別已達人民幣 9,485 億元和 2,584 億元的規模，若再分別將其乘上兩地存款利率與中國銀行內地貸款利率的利差，中國銀行單在港台兩地的利差收入推估即有 407 億元，佔中國銀行 2014 年預估淨利潤比例高達 23.3%。隨著人民幣國際地位逐步提升，人民幣清算業務需求量將越來越大，同時在中國預期貨幣政策將持續寬鬆的背景下，大型國有銀行有望持續受惠，因此中國銀行(股票代碼：601988 CH, 3988 HK)和工商銀行(601398 CH, 1398 HK)仍為可逢低佈局的標的。

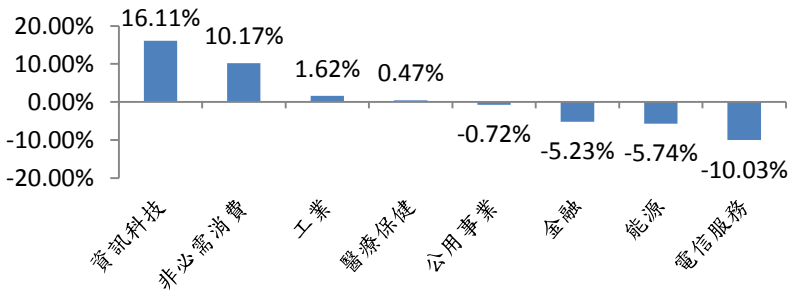
三、投資策略

建議佈局以成長股為主線，適度佈局金融類股之 GAM Star 中國股票基金

基於上述理由，投資標的在此推薦 GAM Star 中國股票基金，此檔基金具備特色如下：

（一）此檔主要部位配置於中國政策支持概念之成長型類股，如網路、科技、環保和替代能源類股，且觀察基金前十大持股，電商概念股即佔總部位 14.7%（騰訊、唯品會、京東）。

圖 9：相較 MSCI 中國指數之行業分布



資料來源：基金月報

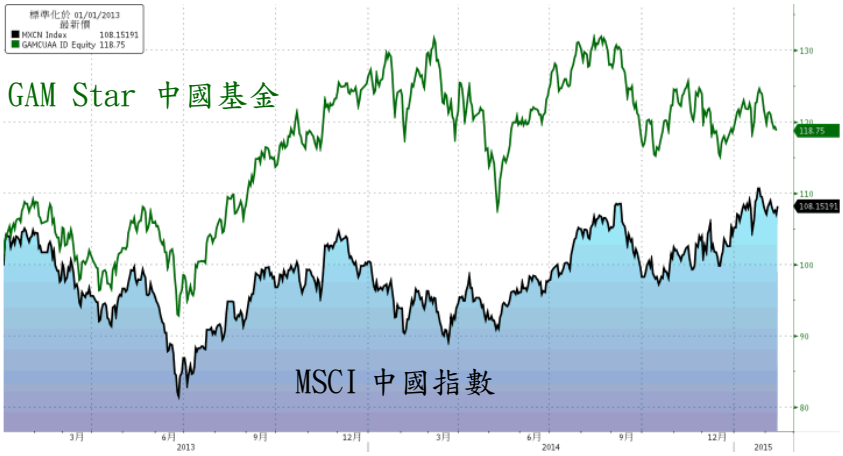
（二）基金經理人持有一定比例之金融類股（基金：36.56%，MSCI：41.79%），故仍可同時參與未來貨幣政策寬鬆下金融類股的潛在漲幅。且金融類股選股中亦包含我們所看好之中國銀行和工商銀行，建議佈局。

表 2：GAM 中國股票基金前十大持股

股票代碼	公司	持股比例	2/11 股價	目標價	上檔空間
700 HK	騰訊	8.0%	130.2	149.64	15%
2318 HK	中國平安	6.3%	83.05	96.49	16%
3968 HK	招商銀行	5.6%	17.94	19.37	8%
3988 HK	中國銀行	5.1%	4.31	4.98	16%
1398 HK	工商銀行	5.0%	5.57	6.77	22%
388 HK	港交所	4.6%	176.4	186.24	6%
VIPS US	唯品會	3.7%	21.59	26.46	23%
688 HK	中國海外	3.7%	23.1	27.88	21%
27 HK	銀河娛樂	3.7%	41.7	54.42	30%
JD US	京東	3.0%	26.45	32.74	24%
				平均	18%

資料來源：基金月報

圖 10：GAM Star 中國基金與 Benchmark 走勢－2013 年至今



資料來源：Bloomberg

資金派對不落幕，黑金缺席？

一、通縮陰霾不散，各國放手降息

多數國家打開資金閘門

由於總體景氣仍呈現疲軟，歐洲央行於1月份執行的歐版的量化寬鬆(QE)；而中國央行也終結宏觀調控，轉而以降息、降準來刺激持續低迷的景氣。而早在2013年即率先祭出「安倍三箭」藉以激勵景氣復甦的日本，近期因再度陷入衰退，預期可能祭出更強烈的寬鬆政策。

觀察三地近期無論是消費者物價指數(CPI)或是躉售物價指數(PPI)均陷入停滯低迷的走勢。此外，俄羅斯央行1/30意外降息8碼。新加坡也於1/28宣布調整「管理匯率」政策以阻升星元，成為今年來全球第九個實施寬鬆貨幣政策的國家（地區）。早先，已有加拿大、丹麥、印度及挪威宣佈調降利率；預料馬來西亞、泰國將在今年加入降息行列。因此雖然美國聯準會仍強調對升息時點保持「耐心」關注，但市場對其預期升息機率及調升幅度已經有所下調。

表1:中、日、歐三地CPI數值—1月份

	中國	日本	歐洲
CPI(%)	0.8	2.1(Dec.’14)	-0.6

資料來源：Bloomberg，第一資本整理

表2、歐、中、日寬鬆政策主要內容

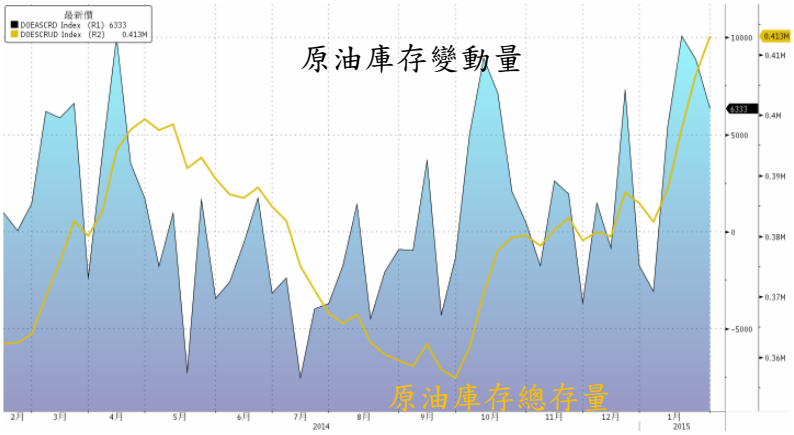
地區	日期	內容
歐洲	2015/1/22	自3月起每月購債6百億歐元，至少執行至2016年9月底，總額為1.14兆歐元。
中國	2014/11/21	降息 將金融機構一年期貸款基準利率下調0.4個百分點至5.6%；一年期存款基準利率下調0.25個百分點至2.75%。預期仍有調降空間。
	2015/02/05	降準 調降存款準備金率2碼，大型金融機構存準率將降至19.5%，農村商業銀行等額外多降2碼，為2年半來首度降準。預期仍有再調降動作。
日本	-	央行仍維持2015年通膨率目標為2%，意味著需要更大規模的寬鬆政策。

資料來源：第一資本整理

二、原油減產訊號浮現，資金派對難缺席

我們認為在此世界高唱寬鬆大調之際，具戰略價值的原油不可能只跌不漲。固然元月份美國原油庫存創下 1982 年開始有數據統計以來的最高水平。然進一步觀察，美國原油的供給量似乎出現到頂的跡象，可預見原油供需恢復平衡。

圖 2、美國原油庫存

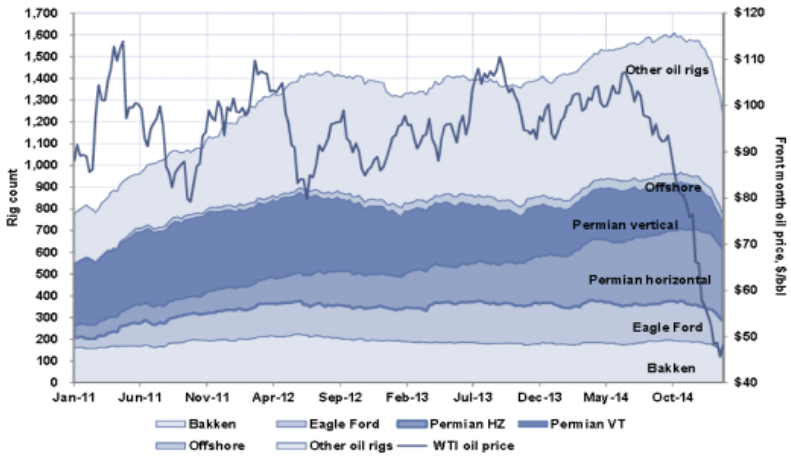


資料來源： Bloomberg

美國頁岩油鑽油平台大幅減少

首先，根據油田服務供應商貝克休斯公司(Baker Hughes)數據顯示，美國最新鑽油平台(Oil Rig)數量已降至 2010 年 3 月以來低位。至 2015 年 1 月中，影響似乎開始浮現，美國鑽油井數量自 2014 年 12 月 5 日以來的 6 周內減少了 209 座，是貝克休斯自 1987 年 7 月開始記錄此一數據以來最大跌幅。

圖 3、美國鑽油平台安裝統計

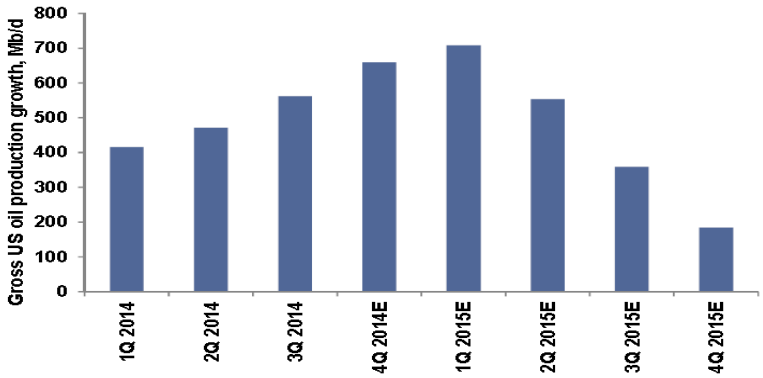


資料來源：Goldman Sachs

光是 2015 年 1 月第 3 周，美國就減少了 55 座鑽油井，其中以代表頁岩油生產的水平鑽掘油井減少 48 座為最，也是有紀錄以來最大單周跌幅。而頁岩油的特性與傳統油田不同，其單井產出衰退速度相當快，在 1 年內就會大幅減少，需要不斷開闢新井取代舊井來彌補產出的衰退，否則無法維持總產出。美國總鑽油井數減少顯示石油業界在油價暴跌近六成之後，並未開闢新井來取代產能已衰退的舊井，雖然短期內石油產出可能還是上升，但以頁岩油特性，估計 6 至 9 個月內，會看到較明顯的影響反映在美國石油總產出。

上述現象反映在國際能源總署(IEA)的看法，據 IEA 最新報告表示，美國下半年產油量將停止成長，國際油市超額供給情況將持續到年中。預估 7 月起原油庫存激增的趨勢將軋然而止，開始明顯趨緊。下圖 3 由 Goldman Sachs 預估之美國原油產出年增率來看，亦可看出生產高峰將出現在今年第一季。

圖 4、美國原油產出年增率預估



資料來源：Goldman Sachs

預估鑽油平台未來仍將縮減

另外，從下表 2 來看，此次原油下滑近六成，然鑽油平台數減少僅 24.5%；依據歷史經驗觀察，可預判鑽油平台安裝數仍有縮減空間。

表 2、歷次原油下跌與美國鑽油平台安裝數縮減對照

時間	油價跌幅%	鑽油平台減少%
2014.06 迄今	59.22	24.52
2000.08-2001.07	30.47	21.89
1997.01-1997.12	26.37	19.33

資料來源：Bloomberg，第一資本整理

未來兩年原油供需已臻平衡，中國需求續增

再者，據主要機構的預估研判，原油供需不若想像的惡劣。其中美國能源資訊局（EIA）最新預估，今年原油超額供給比率僅為 0.6%，明年全年更只有 9 萬桶超額供給(見表 3)。而據國際能源總署（IEA）在 2 月 10 日公布的「中期石油市場報告」(OMR)指出，繼 2014 年全球石油日消費量年增 90 萬桶至 9,210 萬桶之後，2015 年以及 2016 年石油消費也預估均將年增每日 100 萬桶。中國大陸今明兩年的石油消費預估均將年增每日 30 萬桶，此增速雖低於 2014 年 40 萬桶，但原油需求並未因其總體景氣增速下滑有所減少。

表3、EIA對全球原油供需預估　　單位:萬桶

	2015		2016	
	原預估	最新	原預估	最新
供給	9,297	9,376	9,351	9,424
需求	9,239	9,314	9,342	9,415

資料來源:EIA，第一資本整理

目前即為油價谷底

最後，根據 EIA 同期間公佈「短期能源展望」(STEO) 月報，報告預計今明兩年布蘭特原油均價將分別為每桶 58 美元與 75 美元，西德州原油均價則分別為每桶 55 美元與 71 美元。另外，IEA 也預測 2015 年布蘭特原油均價為每桶 55 美元，2016 年布蘭特原油均價會略微回升至每桶 60 美元，隨後緩慢攀升至 2020 年的 73 美元。

表3、EIA與IEA原油價格預估　　單位:美元/桶

		EIA		IEA	
油價預估	產地\年度	2015	2016	2015	2016
	布蘭特	57.56	75.00	55.00	60.00
	西德州	55.02	71.00	-	-

資料來源：IEA「中期油市報告」、EIA「短期能源展望」月報，第一資本整理

星星之火，恐釀意外

值得一提的是，在全球一片武力制裁伊斯蘭國(ISIS)聲浪中，任何擦槍走火都可能是引發油價反彈的火種。特別是無論ISIS與敵對的石油輸出組織主要成員國的共同利益來源均仰賴原油的巧妙「共生」結構，在油價暴跌之後，也更易吸引炒作資金的目光。

三、投資策略

在此全球多數國家仍致力貨幣寬鬆振興經濟之餘，投資組合仍以美元部位為宜；然而在油價大幅修正之後見到減產跡象，我們建議可關注以下產品。

建議關注USO與XLE兩檔ETF

1. USO

成立於2006年的美國USO原油期貨ETF是當前全球規模最大的原油ETF，截至目前規模為23.4億美元。該ETF在紐約證券交易所上市，其投資標的為美國西德州中質原油（WTI）和部分短期國債。USO持股並不侷限WTI原油期貨，同時還可能持有美國洲際交易所（Intercontinental Exchange，ICE）的低硫輕質原油、取暖油、汽油、天然氣及其他石油燃料期貨等。UCO為其衍生的2倍槓桿做多商品。

2. XLE

該ETF以複製S&P能源板塊指數績效為投資目標，並將95%以上的資產投資在該指數包含的成分股，其中包含了石油、天然氣、能源設備及服務等行業的公司。

圖5、原油相關ETF與西德州原油走勢

資料來源：Bloomberg

本月推薦組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
ProShares二倍做多彭博原油/ETF	2015/2/6	-9.70%	8.47%	-62.40%	-75.19%	受中東局勢緊張及美國頁岩油減產影響，油價醞釀短多
iShares費城交易所半導體/ETF	2014/7/7	6.27%	2.67%	7.08%	24.78%	北美半導體後段BB值出現落底回升訊號
PowerShares納斯達克100指數/ETF	2014/6/30	11.57%	3.18%	2.26%	14.77%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
PowerShares德銀三倍做多美元指數期貨/ETN	2014/11/10	25.16%	9.18%	23.80%	56.50%	新興市場貨幣競貶，推升美元強勢
iShares道瓊運輸/ETF	2014/11/10	-1.18%	1.60%	-1.43%	23.48%	運輸類股受惠觀光、貨運需求增強，後勢看好
iShares MSCI 歐洲金融/ETF	2014/11/4	-3.87%	4.14%	-2.84%	-14.22%	ECB執行寬鬆的貨幣政策，銀行業為主要的直接受惠族群，將有助銀行業的復甦加速
iShares MSCI德國/ETF	2015/1/27	0.50%	5.35%	5.99%	-8.55%	德國受惠於得到的QE資金最多及歐元貶值
PowerShares二倍放空歐元/ETF	2015/1/6	10.39%	9.36%	20.13%	41.50%	貨幣政策及政治因素導致歐元走弱
恆生H股指數/ETF	2014/05/19	19.46%	-1.98%	4.85%	18.21%	港股目前估值偏低，建議逢低佈局
滬深300/ETF	2014/06/03	58.78%	-1.60%	8.05%	46.34%	深港通展開在即，建議逢低佈局
工商銀行	2014/12/02	6.69%	-1.76%	5.48%	15.77%	工商銀行於景氣低迷階段仍保持淨利年增持續增長，並為多國人民幣清算行，建議佈局
中國銀行	2014/12/02	6.39%	-1.37%	5.35%	31.21%	中國銀行為多國人民幣清算行，所在國家與中國貿易總額佔中國貿易總額高達25%，建議佈局

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2014/10/17	5.20%	12.38%	2.56%	1.67%	雖油價持續下跌，但只要油價不跌破70美元，公司便可維持既有的營運及還本付息
VTB Bank	2014/10/03	-2.14%	4.99%	-2.92%	-4.60%	俄羅斯第二大的國有銀行，過去因事件因素導致債券價格下跌，銀行及國家財務體質健全
瑞安房地產	2014/12/19	-0.42%	-0.02%	-1.30%	-4.48%	公司負債比率低，為短天期的票據，預期瑞虹新城和太平橋項目未來能為公司帶來豐厚的營收及現金流

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
柏瑞印度股票基金(美元) A	2014/05/01	52.84%	5.99%	8.56%	74.99%	原油占印度進口總額達35%，原油下跌可望推升總體經濟動能
GAM Star Credit Opportunities	2014/6/30	0.66%	1.02%	0.62%	7.24%	透過投資發債公司為投資等級但資本結構順位較低的債券，來獲取低風險高報酬
華夏精選人民幣債券	2014/10/17	-1.14%	0.39%	-2.62%	4.00%	中國境內的利率水準較高，雖為高收益債基金，但華夏所投資的債券信用風險較低，報酬穩定
GAM Star 中國股票基金	2014/01/30	-1.22%	-2.14%	0.55%	-4.56%	基金選股偏向中國政策支持題材之成長型類股，亦持有一定比例金融類股，建議佈局