

2022上半年重點事件檢視 俄羅斯制裁與上海封城

統一期貨

日期：2022.05.20

目錄

- 通膨狀況與聯準會升息預估
- 俄羅斯經濟制裁對原油影響
- 農糧供需狀況速覽
- 上海封城現況檢視

通膨狀況與聯準會升息預估

美國消費者物價指數 CPI (% yoy) 熱力圖

服務子項目與房租穩定增長，支持整體通膨維持高檔。

22/04	權重	組成	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05
100		CPI	8.26	8.54	7.87	7.48	7.04	6.81	6.22	5.39	5.25	5.37	5.39	4.99
14.0		食物	9.38	8.80	7.90	6.95	6.27	6.11	5.33	4.59	3.74	3.45	2.39	2.15
7.5		能源	30.27	32.05	25.55	26.98	29.30	33.29	29.97	24.83	24.97	23.85	24.48	28.55
78.5		Core CPI	6.16	6.47	6.41	6.02	5.45	4.93	4.56	4.03	4.00	4.27	4.47	3.80
20.8		商品(扣除食物及能源)	9.74	11.75	12.30	11.66	10.69	9.38	8.40	7.27	7.70	8.47	8.66	6.47
2.6		服飾	5.36	6.77	6.56	5.34	5.80	4.96	4.32	3.39	4.21	4.21	4.87	5.56
3.8		新車	13.21	12.55	12.38	12.19	11.78	11.11	9.85	8.74	7.62	6.36	5.26	3.34
3.5		二手車	22.73	35.32	41.15	40.51	37.29	31.44	26.45	24.41	31.90	41.65	45.24	29.74
1.5		醫療用品	2.13	2.66	2.51	1.44	0.45	0.18	-0.36	-1.62	-2.52	-2.10	-2.23	-1.85
1.0		酒精飲料	3.87	3.72	3.51	2.69	2.32	1.91	2.24	2.81	2.58	2.44	1.89	1.55
0.6		菸草相關	7.18	6.92	7.01	7.04	9.05	8.90	8.51	6.72	6.26	6.39	7.02	7.26
57.7		服務(扣除能源服務)	4.93	4.67	4.40	4.09	3.68	3.41	3.25	2.91	2.74	2.86	3.07	2.89
32.4		住宅	5.14	5.00	4.74	4.36	4.13	3.84	3.48	3.16	2.84	2.83	2.58	2.21
7.6		主要住宅租金	4.82	4.44	4.17	3.76	3.33	3.05	2.70	2.43	2.12	1.91	1.92	1.82
23.5		自有房屋設算租金	4.79	4.54	4.31	4.09	3.79	3.53	3.13	2.89	2.55	2.43	2.34	2.11
7.0		醫療服務	3.47	2.90	2.41	2.70	2.54	2.08	1.68	0.89	1.01	0.82	1.02	1.52
5.2		運輸服務	8.46	7.69	6.63	5.57	4.19	3.86	4.50	4.39	4.57	6.38	10.40	11.18
1.6		車輛保養及維修	5.25	4.87	6.26	4.76	4.78	4.88	5.36	3.97	4.21	4.08	3.10	2.81
0.7		航空運輸	33.28	23.62	12.69	4.95	1.44	-3.67	-4.63	0.79	6.71	18.96	24.56	24.08

資料來源：FRED, U.S. Bureau of Labor Statistics, 統一期貨整理。

備註：Not Seasonally Adjusted。

美國消費者物價指數 CPI (% mom) 熱力圖

能源飆漲月比11% · 食物維持同樣增速。

22/04	權重	組成	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05
100		CPI	0.56	1.34	0.91	0.84	0.31	0.49	0.83	0.27	0.21	0.48	0.93	0.80
14.0		食物	1.01	1.00	1.04	0.98	0.51	0.46	0.96	0.85	0.36	0.70	0.73	0.41
7.5		能源	0.07	11.38	2.73	1.74	-1.12	1.47	2.86	0.64	0.75	1.69	2.29	2.72
78.5		Core CPI	0.53	0.43	0.72	0.74	0.41	0.40	0.62	0.13	0.13	0.33	0.84	0.70
20.8		商品(扣除食物及能源)	0.04	-0.07	0.96	1.33	0.89	0.55	1.17	0.09	0.45	0.38	2.01	1.54
2.6		服飾	-1.39	0.82	3.05	2.49	-1.07	-1.56	0.74	1.83	1.78	-1.04	-0.52	0.24
3.8		新車	0.98	0.02	0.27	0.56	1.30	1.22	1.42	1.00	0.92	1.52	1.78	1.50
3.5		二手車	-0.59	-1.80	0.83	1.51	3.47	2.56	2.63	-3.71	-1.44	0.79	10.76	6.45
1.5		醫療用品	0.06	0.20	0.34	0.89	0.03	0.13	0.57	0.31	-0.17	0.17	-0.40	-0.02
1.0		酒精飲料	0.38	0.45	0.89	0.50	0.17	0.08	-0.09	0.25	0.41	0.12	0.46	0.17
0.6		菸草相關	0.41	0.54	0.61	-0.08	0.71	0.91	1.86	0.72	0.10	0.46	0.60	0.14
57.7		服務(扣除能源服務)	0.72	0.62	0.63	0.51	0.23	0.35	0.42	0.15	0.01	0.32	0.43	0.41
32.4		住宅	0.51	0.58	0.58	0.40	0.37	0.39	0.36	0.35	0.14	0.48	0.53	0.33
7.6		主要住宅租金	0.52	0.40	0.53	0.51	0.40	0.46	0.47	0.44	0.36	0.18	0.24	0.22
23.5		自有房屋設算租金	0.41	0.41	0.43	0.43	0.39	0.47	0.49	0.43	0.30	0.30	0.34	0.27
7.0		醫療服務	0.39	0.59	0.35	0.96	0.26	0.28	0.51	-0.16	0.27	0.25	-0.13	-0.15
5.2		運輸服務	3.32	2.02	1.60	0.80	-0.51	1.19	0.69	-1.22	-2.18	-0.78	1.32	2.06
1.6		車輛保養及維修	0.53	-0.34	1.75	0.23	-0.12	-0.01	1.45	-0.02	0.78	0.90	0.33	-0.32
0.7		航空運輸	21.94	9.66	5.44	0.87	-2.88	4.45	3.53	-6.53	-12.61	-5.09	2.59	12.23

資料來源：FRED, U.S. Bureau of Labor Statistics, 統一期貨整理。

備註：Not Seasonally Adjusted。

市場預估聯準會為抑制通膨將加速升息

- ◆ **根據 CME FedWatch 模型**，美國聯準會 **今年全年升息11碼，明年升息1碼**，本次升息循環聯準會基準利率將達到3%~3.25%；聯準會官員則認為全年升息7碼，明年再3碼。
- ◆ 統一期貨預估在升息環境下，下半年通膨雖仍延續但增速將略為放緩，預估 **全年升息10碼(2.5%~2.75%)，明年再升息1碼(2.75%~3%)**。

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2022/6/15	96.1%	3.9%	0.0%	0.0%								
2022/7/27	0.0%	0.0%	86.6%	13.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	39.0%	53.5%	7.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	52.8%	9.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.2%	52.0%	11.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.6%	42.6%	34.1%	7.0%	0.6%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	27.7%	38.8%	22.0%	4.1%	0.3%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	26.8%	38.4%	22.7%	4.9%	0.5%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	23.0%	36.2%	25.7%	8.3%	1.3%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	23.8%	35.5%	24.6%	7.8%	1.3%	0.1%

資料來源：CME FedWatch；2022.05.19

基準利率調將使全年股市波動顯著放大

◆ 聯準會升息→美元升值→資金抽離新興市場

- 國際費雪效應，利率與匯率呈正比：

$$\frac{S_2 - S_1}{S_1} = i_d - i_f ; S_1 : \text{即期匯率}、S_2 : \text{遠期匯率}、i_d : \text{本地利率}、i_f : \text{國外利率}$$

- 非美市場資金抽離，新興市場震盪加劇

◆ 必要報酬率上升使股票面臨重新估值問題

- 高登模型(Gordon Model)，必要報酬率(市場期望報酬率)對估值的影響：

$$P = \frac{D_0 \times (1 + G)}{K - G} ; K : \text{必要報酬率(市場利率} + \text{風險報酬)}、D_0 : \text{期初股利}、G : \text{股利成長率}、P : \text{股票價值}$$

- 基準利率上升→必要報酬率上升→同樣獲利狀況下，股票合理估值下滑

俄羅斯經濟制裁對原油影響

布查事件促使 G7 擴大制裁力度

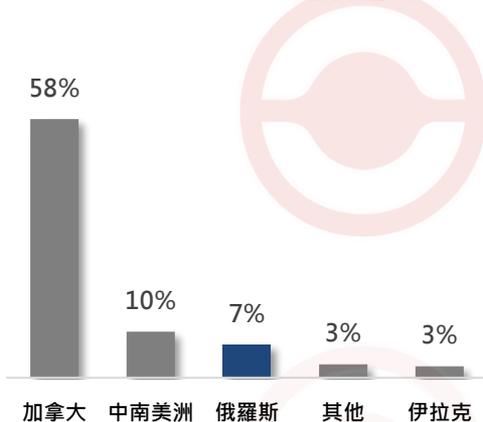
- ❖ 俄羅斯入侵烏克蘭以來，俄軍近日陸續將部隊撤走，但近期傳出軍在收復基輔周邊地區時，發現平民屍橫遍野的慘況。引發各界強烈譴責，認定這是俄羅斯的蓄意屠殺。俄羅斯方面則反擊這是不實指控。
- ❖ 因此 G7 於 4 月 7 日發表聯合聲明表示，將擴大對於俄羅斯的制裁力度。除原油禁運外，更針對煤炭、木材等相關原物料實施進口控管。



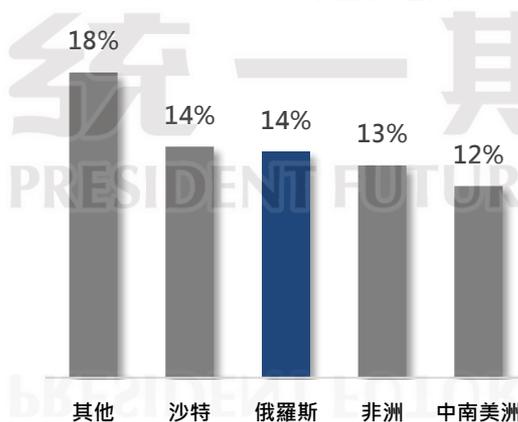
各國對於 G7 能源制裁項目出現分歧

- 美、英兩國對俄羅斯的原物料進行全面限制，其中包含天然氣、原油、煤，但日本、歐盟兩國卻僅將煤炭列入制裁名單。主因為歐洲國家對於俄羅斯能源依賴程度大幅高於他國，若後續歐盟同步實施油氣禁運制裁，將衝擊國內原物料供需。

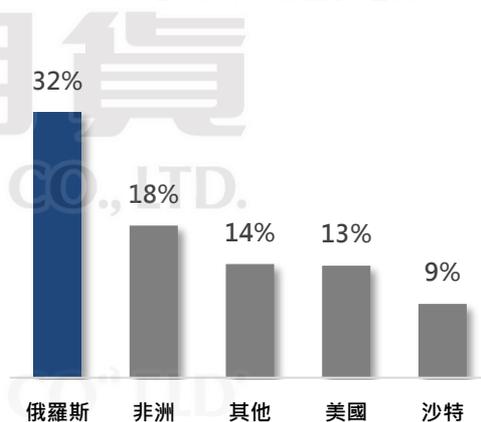
2020年美國石油的主要進口國



2020年中國石油的主要進口國



2020年歐洲石油的主要進口國

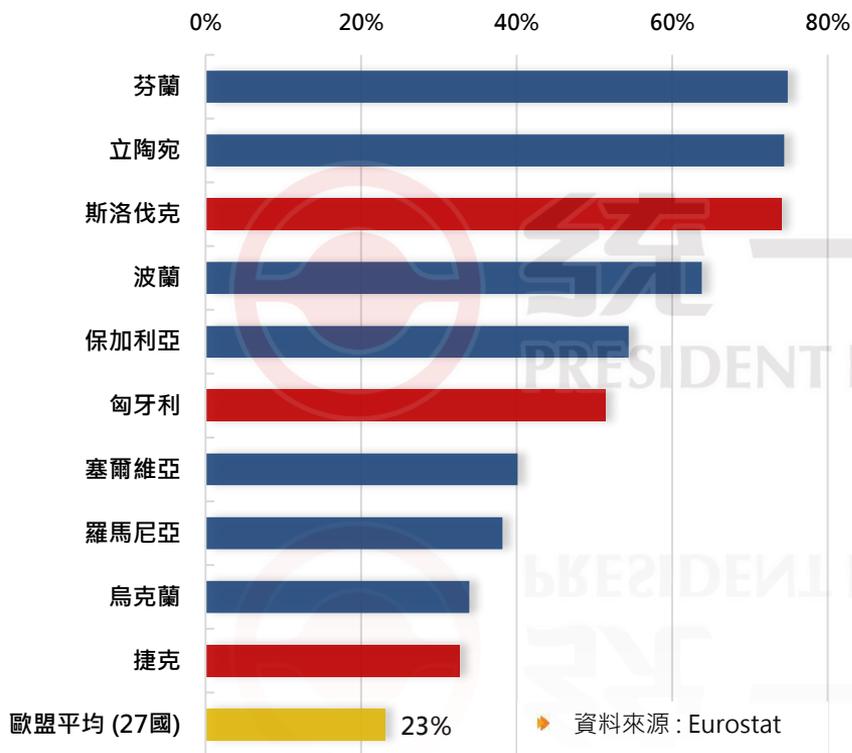


資料來源：bp's Statistical Review of World Energy 2021

備註：上圖石油：原油 + 成品油

歐盟對俄羅斯石油禁運能否通過？留意俄國進口佔比超過三成以上國家態度

2019 歐盟各國從俄羅斯進口原油占比 (>30%)



◆ 歐盟集體針對外國進行經濟制裁必須獲得成員國全數同意方能生效。

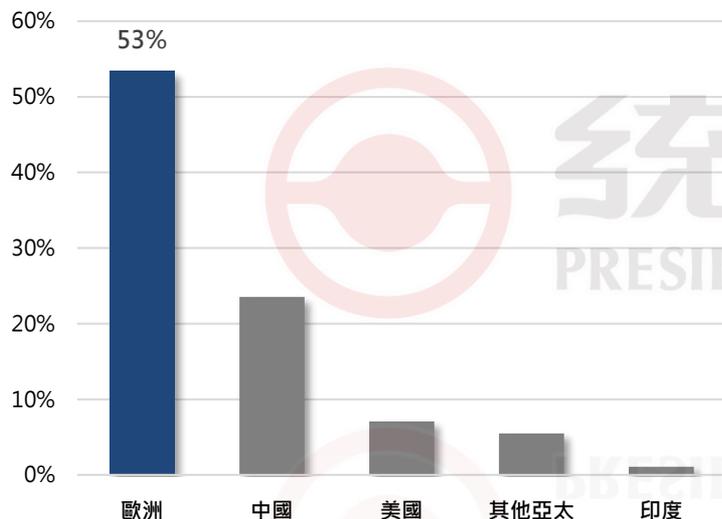
◆ 匈牙利、斯洛伐克、捷克等國皆位處內陸，相對依賴俄羅斯的輸油管道，目前對於原油禁運持有較為反對看法。

◆ 雖目前德國態度轉向，但根據匈牙利和斯洛伐克目前的高通膨數據，第六份制裁方案裡的寬限期，可能無法扭轉兩國反對禁運之態度。

◆ 後續我們仍須留意左圖紅色記號國家對於豁免權的接受程度，判斷能否得到全體成員國同意。

若歐洲全面禁運俄羅斯原油 預計俄國出口量有大約 400 萬桶/日受衝擊

2020年俄羅斯石油的主要出口國



資料來源：bp's Statistical Review of World Energy 2021

◆ 根據 IEA 2021年12月的數據顯示，俄羅斯的石油出口量為每日780萬桶，三分之二是原油和凝析油。若其中53%輸往歐洲的石油全面停運，俄羅斯將產生400-450萬桶/日的滯銷量，待俄國另尋他國銷售。

◆ 若真的全面實施禁運，俄國每日400萬桶的滯銷量造成的供給面衝擊，後續兩大重點觀察：

- 俄國部分原油轉向銷售至中國、其他亞太國家的進程。
- 伊朗、美國頁岩油產能如期釋出與否，藉以補足全球原油缺口。

戰略原油大幅釋出 整體原油庫存位在低檔

- ◆ 國際能源署 (IEA) 成員國釋出1.2億桶戰備儲油，拜登也於 3 月 31 日也宣布在未來半年內每天平均釋出 100 萬桶(總額1.8 億桶)，試圖解決對俄羅斯進行原油制裁的供給缺口。且觀察整體原油庫存(剔除SPR)也處於低檔位置，加上美國一部原油出口歐洲支援，美國夏季前庫存回補狀況不佳。

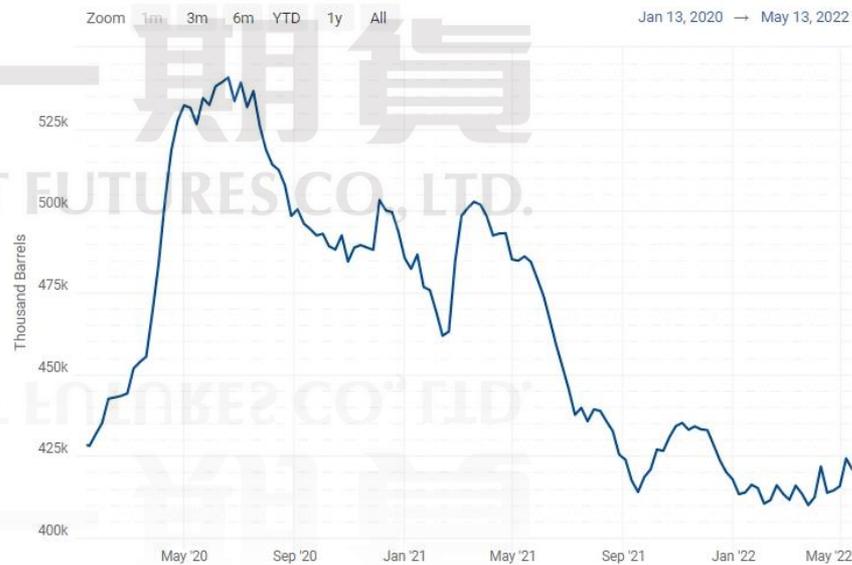
U.S. Ending Stocks of Crude Oil in SPR, Weekly (Thousand Barrels)

Source: U.S. Energy Information Administration (EIA)



U.S. Ending Stocks excluding SPR of Crude Oil, Weekly (Thousand Barrels)

Source: U.S. Energy Information Administration (EIA)

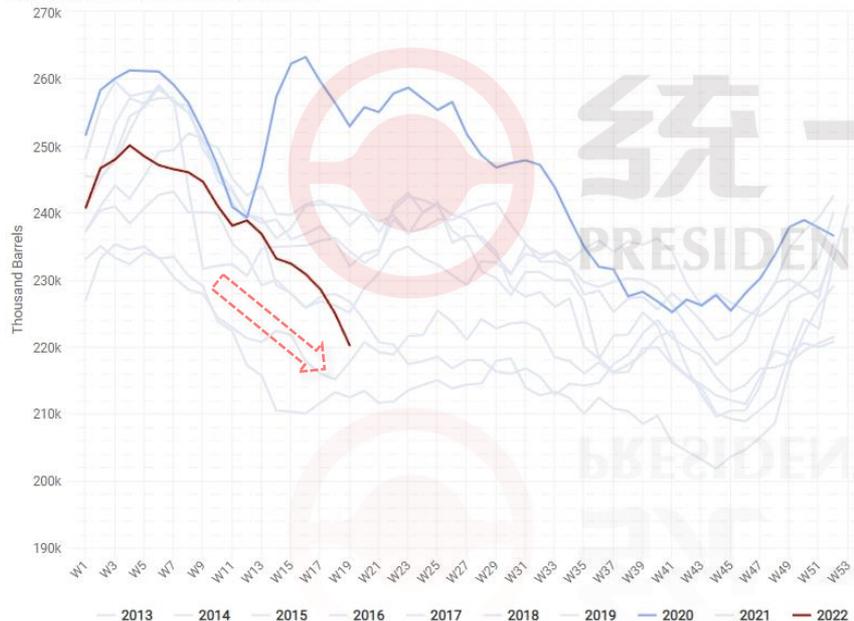


美國終端原油庫存連續下滑

- ◆ 過往夏季用油旺季前，煉油廠提高產能利用率誘因將上升，積極回補下游庫存。目前產能利用率抬升至往年高點 (數據請見下頁)，留意終端庫存回補狀況是否順利。

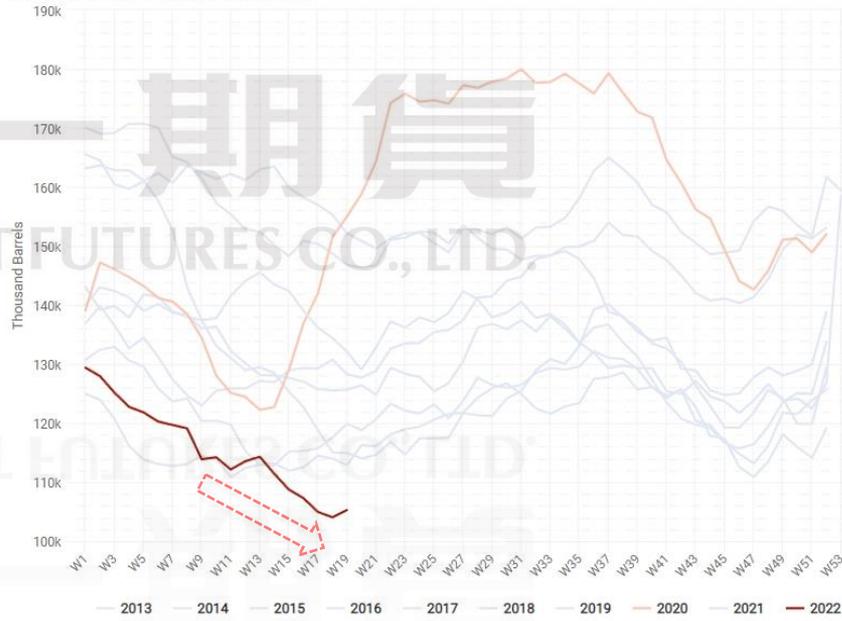
美國-汽油庫存季節性 (U.S. Ending Stocks of Total Gasoline, Weekly)

Source: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, FRED API



美國-蒸餾油庫存季節性 (U.S. Ending Stocks of Distillate Fuel Oil, Weekly)

Source: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, FRED API



高通膨壓抑原油消費 煉油廠廠能利用率拉高

- ◆ 美國戰略儲油(SPR)、EIA 下調中國需求、強勢美元不利原物料等因素促使下，目前美國原油需求滑落。不過在原油生產量仍在走高的情況下 (左圖藍線)，整體供需面相對趨緩。
- ◆ 煉油廠產能利用率近兩周出現明顯拉升，已在歷年同期的高檔位置，留意下半年庫存堆積狀況，以及美油產量能否持續復甦。

美國原油供需, Weekly (Thousand Barrels per Day)

Source: U.S. Energy Information Administration (EIA)



美國-煉油廠廠能利用率季節性 (U.S. Percent Utilization of Refinery Operable Capacity, Weekly)

Source: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, FRED API



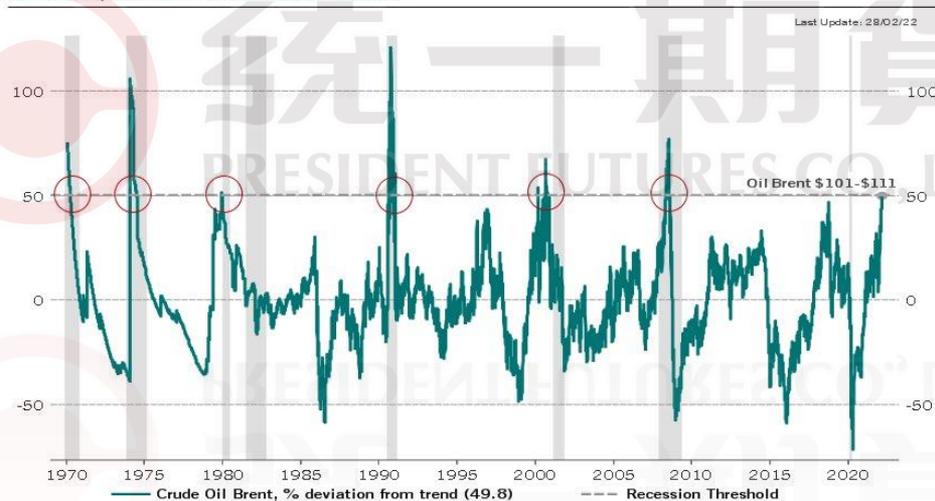
過往經濟衰退前通常伴隨原油的飆漲

- 根據統計，過往經濟衰退前通常伴隨原油的飆漲，近期因著原物料飆漲、殖利率曲線倒掛，引發市場對於經濟衰退的恐慌。若在烏俄危機影響下，國際油價持續飆漲，將加深市場對於經濟衰退的預期。



SURGE IN ENERGY PRICES SUGGESTS HIGH PROBABILITY OF RECESSION

Real Oil Price, % deviation from trend* and US recessions



Source: Refinitiv Datastream, Pictet Asset Management. *trend is based on a HP filter. As of 28th February 2022.

結論

❖ <情境一>

歐盟通過第六輪制裁俄羅斯草案，俄羅斯超過50%的原油(含成品油)遭禁運，全球產生約每日400萬桶的原油供給缺口，須留意長期高油價所產生的潛在經濟衰退風險。

❖ <情境二>

匈牙利、斯洛伐克等國不贊同俄羅斯經濟制裁，俄國產量避免進一步下滑。重大風險性事件消除後，回歸原油供需面。煉油廠產能利用率持續高檔 (>90%)，下半年終端庫存回補順利，有利於原油供需面逐步改善。

農糧供需狀況速覽

俄羅斯制裁、氣候變遷及印度出口禁令使全球小麥供給銳減

主要小麥出口國年出口量

(單位:千公噸)



◆ 俄烏戰爭及後續對俄制裁影響

- 烏克蘭的糧食出口仍於黑海地區被俄封鎖，估計減少約去年一半產量。
- 印度提高小麥出口量彌補俄烏戰爭缺口，4月出口高達140萬噸，創10年新高
- 俄化肥和白俄鉀肥被制裁限制出口，出口量減少約1/5，農夫因缺乏肥料而減少種植面積。

◆ 氣候變遷影響

- 印度受到嚴重乾旱影響小麥產量，導致國內糧價飆漲，為穩定價格，政府於5/14宣布實施出口禁令。

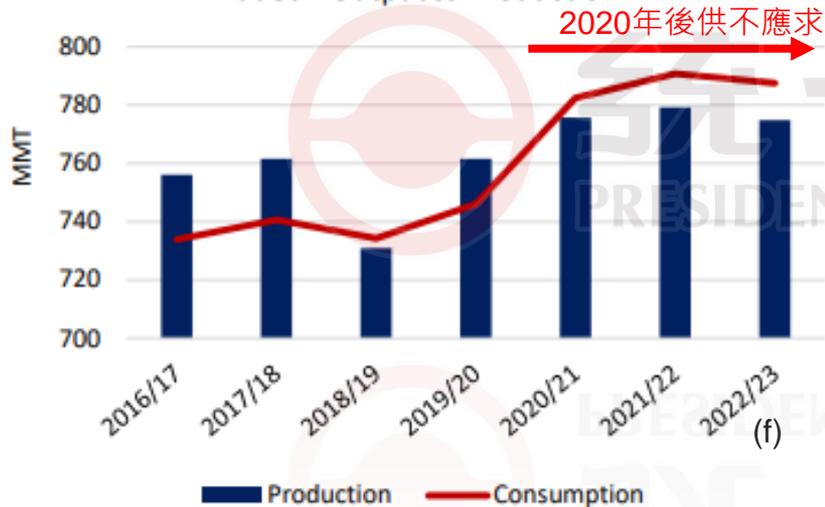
資料來源：USDA-Foreign Agricultural Service-Grain: World Markets and Trade (2022/05)

供不應求 小麥庫存下降

◆ 受到戰爭及極端氣候影響，小麥供不應求，使全球庫存下降。

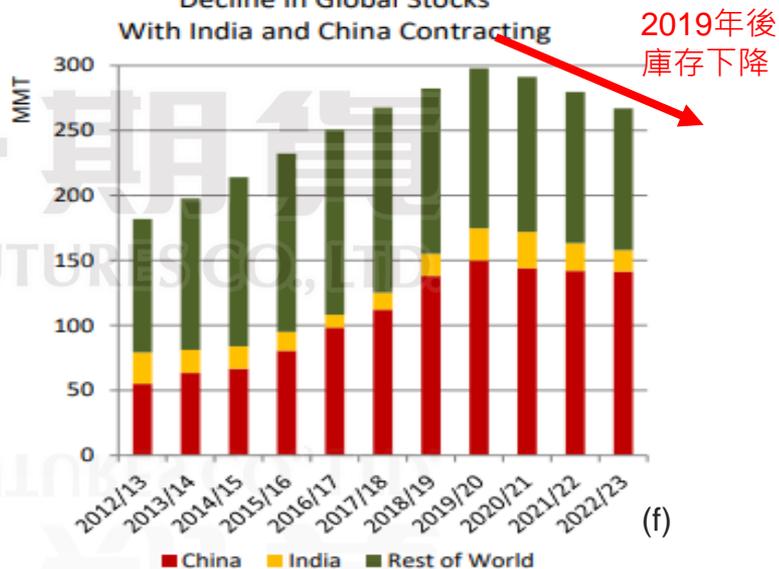
全球小麥生產及消費關係

Global Wheat Consumption Contracts
But Still Outpaces Production



全球小麥庫存變化量

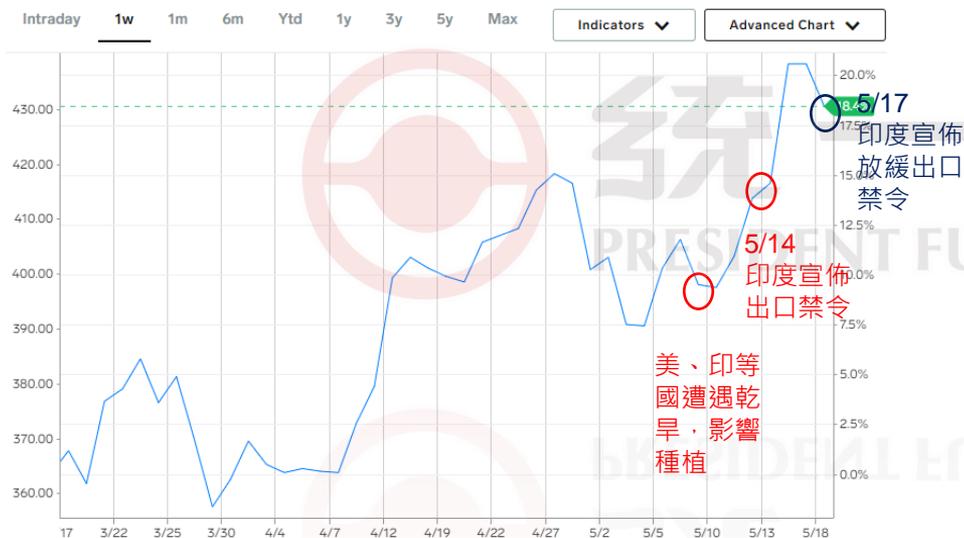
Decline in Global Stocks
With India and China Contracting



資料來源：USDA-Foreign Agricultural Service-Grain: World Markets and Trade (2022/05)

供給面衝擊下 小麥走勢強勁

小麥價格趨勢 (2022/03/10-2022/05/15)



資料來源：market insider

- ◆ 全球各地極端氣候問題導致小麥產量下降，價格飆漲。
- ◆ 聯合國近日提議放寬俄國化肥制裁，換取烏克蘭小麥等糧食出口，但俄國似乎無意願磋商。
- ◆ 印度5/17宣布放緩小麥出口，允許正等待清關的小麥出口到埃及。

結論

❖ 俄烏戰爭對烏克蘭糧食供給的影響，目前國際間正積極的擬定策略：

- 烏克蘭糧食原先預計自黑海出口，改成陸運方式出口
- 聯合國近日提議放寬俄國化肥制裁，換取烏克蘭小麥等糧食出口

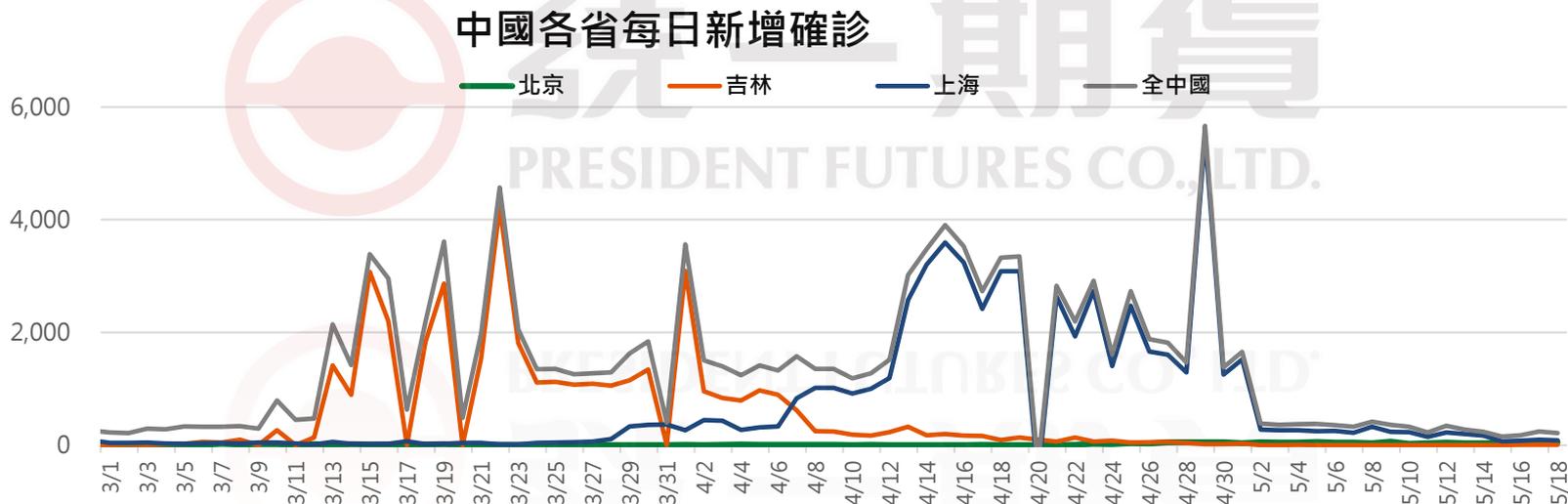
→ 預期可行的機會不大，俄國有意以糧食問題，迫使國際間對俄的制裁做出改變

❖ 極端氣候問題影響供給量的下降及需求量的上升，目前尚無解方能改善。

上海封城現況檢視

中國確診數隨著上海疫情受控而趨緩

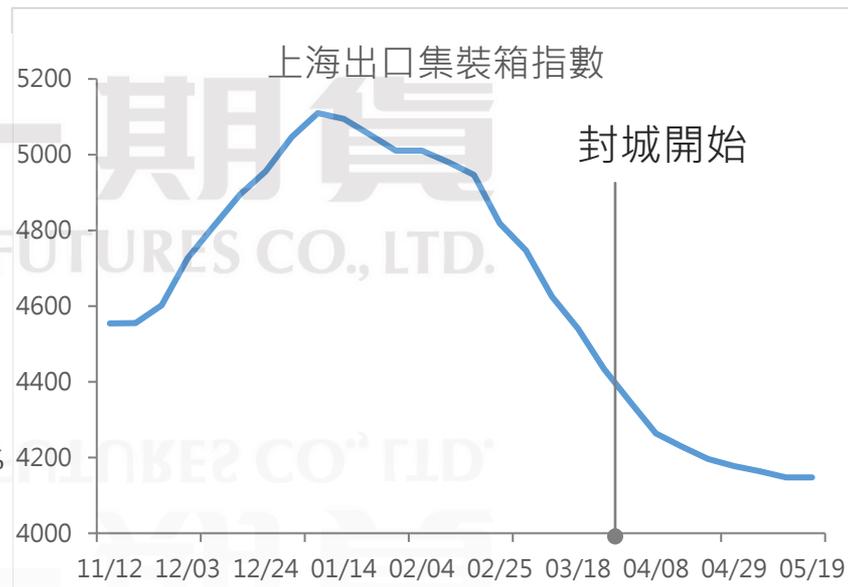
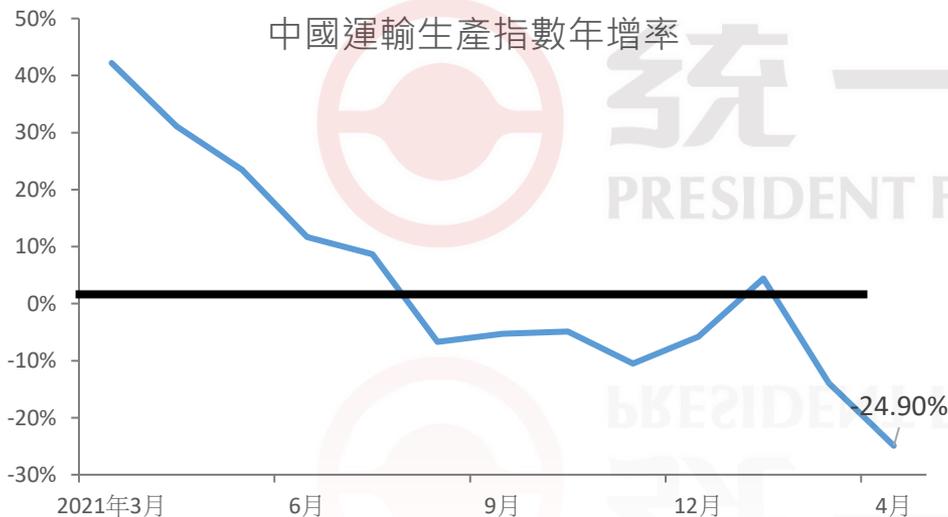
- ◆ 中國大陸上海從3月28日封城至今，新增確診人數降至千人以下，預期先前受到影響的經濟活動將陸續恢復。
- ◆ 目前中國新增確診數稍多的省分(截至5/18)：上海83人、北京50人、四川41人，尚不見後續可能實施封城之省份。



資料來源：約翰霍普金斯大學系統科學與工程中心 (CSSE)

客貨運皆受到影響

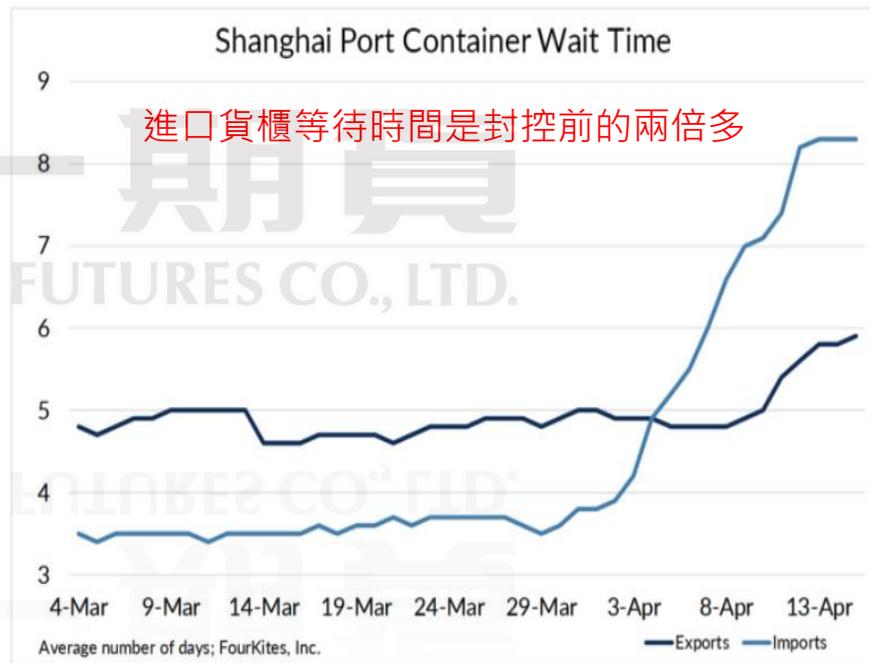
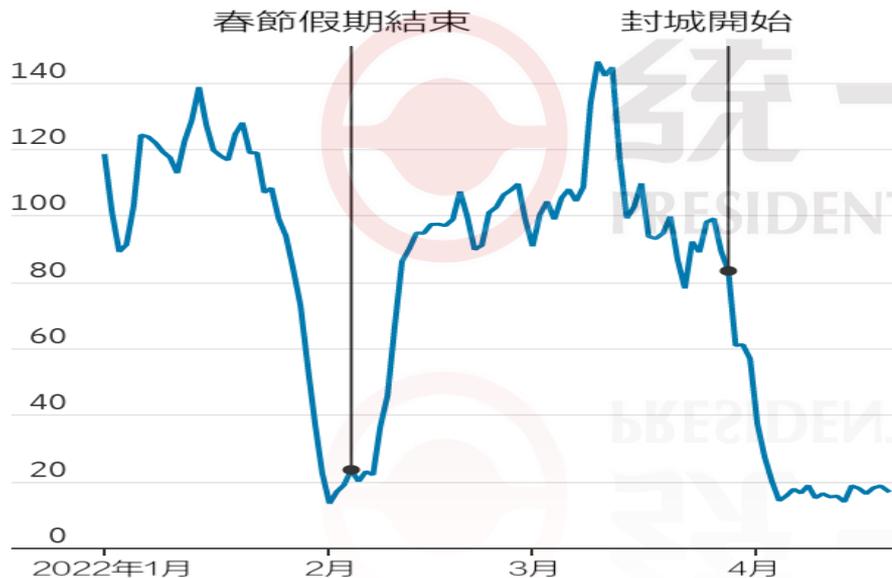
- ◆ 2022年4月，中國運輸生產指數(CTSI)年減24.9%，資料顯示貨運小幅下降、客運大幅回落，疫情反彈影響範圍從以客運為代表的生活性服務業逐步擴大至以貨運為代表的生產性服務業。
- ◆ 上海為了清零，封城規定打亂全球海運市場，上海出口集裝箱SCFI運價指數不斷走跌，今年以來跌逾一成五以上。



貨物進入上海等待時間拉長

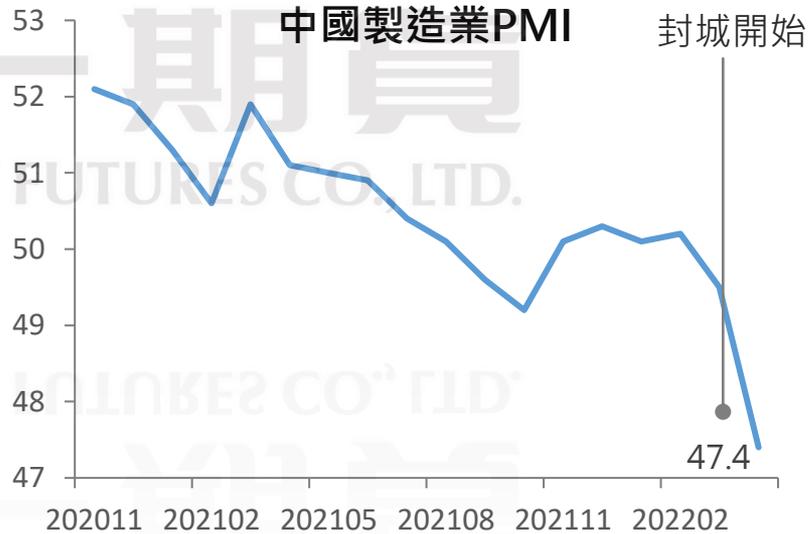
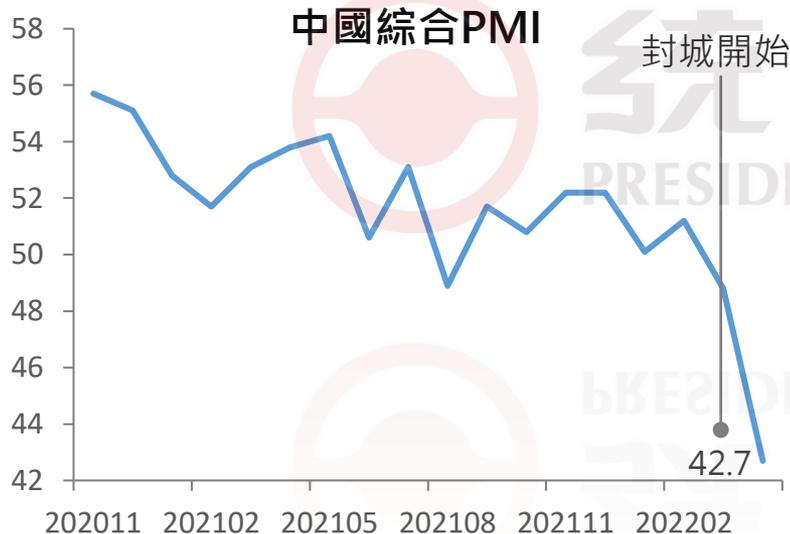
- 根據萬得(Wind)資訊提供的資料顯示，與封控前的3月底相比，目前每日通過上海的卡車數量下降了70%。一個裝有進口貨物的貨櫃在上海港等待作業的平均時間為8.3天，是封控前的兩倍還多。預計到5月中旬，出口量將大幅下降。

進站整修 穿越上海的貨車



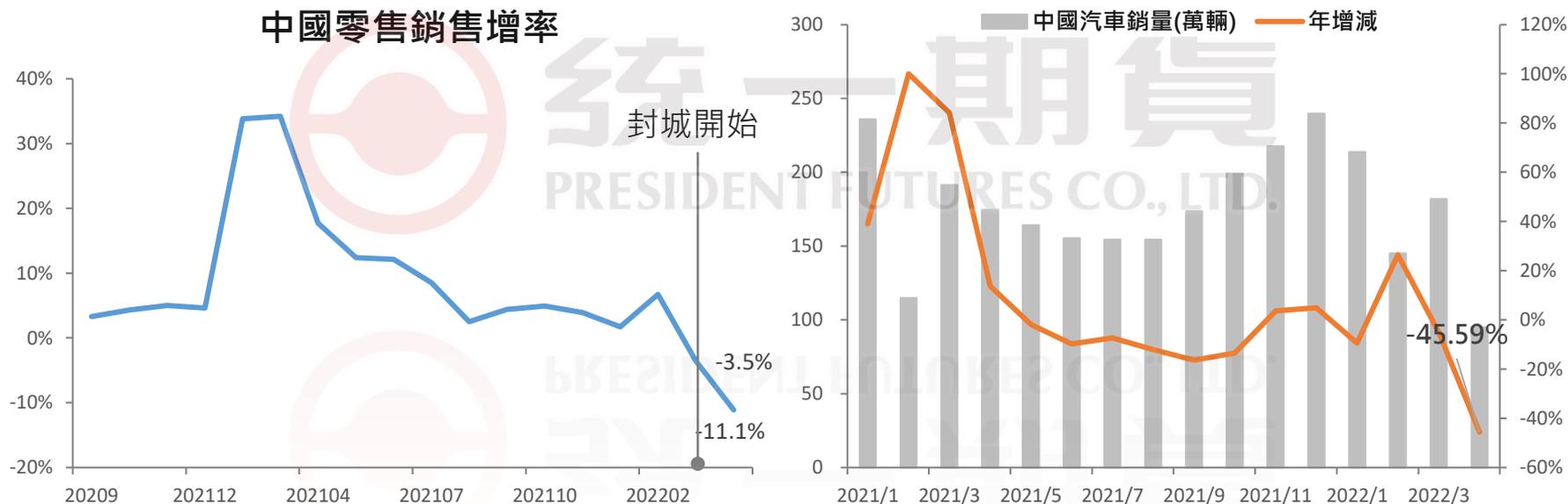
上海封城影響經濟活動

- ◆ 中國大陸4月的製造業PMI為47.4%，較3月下降2.1個百分點，不但連續2個月低於榮枯線，更是2年來新低。中國大陸4月綜合PMI為42.7，低於景氣榮枯線的50大關。中國大陸上海政府在3月28日祭出封城令，4月PMI出現明顯下滑趨勢，中國大陸再次面臨經濟成長速度趨緩的壓力。



民生消費受到影響

- 受到疫情衝擊車市，今年4月中國汽車銷售95萬輛，年減45.59%，其中上海狀況更為嚴峻，上海4月份汽車銷售量歸零。中國4月零售年減逾一成，失業率6.1%，跌至近兩年新低，民生消費受到影響。



蘋果本季營收估損失40億至80億美元

- 因封城影響，iPhone組裝廠和碩位於上海和昆山的工廠停工，負責蘋果Macbook約3/4生產比重的廣達的上海工廠也停工。市場預期若最糟的情況發生，上海封城2個月、且蘋果無法安排轉單的話，和碩的iPhone生產有可能會有600萬-1,000萬支發生延遲。蘋果4/28公布上季營收、獲利優於預期，但預警中國封城造成的供應鏈問題對本季營收衝擊上看80億美元，佔上季營收約8%、去年同期營收近一成。



上海疫情趨緩

- ◆ 中國大陸上海5月18日新增確診人數(新冠肺炎確診+無症狀感染者+境外)降至722人，首次降至千人以下。防範區(14天內無陽性感染者)人口數2022萬，占總人口86.8%，疫情受到控制。中國大陸官方表示，上海最快能在6月1日全面恢復全市正常生產生活秩序。

區域	涉及人口	比重	分區標準
封控區	71萬	4%	7天內有陽性感染者
管控區	236萬	13%	7天內無陽性感染者
防範區	2,022萬	83%	14天內無陽性感染者

結論

- ❖ 國際能源資訊署 (IEA)因中美消費動能趨緩，下調全球原油需求，預期在上海逐漸解封後，有利原油需求回升。
- ❖ 上海封控區(7天內有感染者的小區即為封控區)人數降至4%，顯示疫情受到控制，中國大陸官方表示，上海最快能在6月1日全面恢復正常活動，先前受到影響的企業活動也將逐漸恢復正常。
- ❖ 從中國4月份經濟數據來看，疫情的確影響中國的生產與消費，預期在上海逐漸解封後，經濟數據將逐漸好轉。
- ❖ 有部分蘋果iphone供應鏈與電腦筆電生產廠商在上海設廠，4月營收見到明顯影響，預期6月將見到明顯回升，有利個股營運表現。

免責宣言

期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。

投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。

本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。

本研究報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。

本研究報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

統一期貨各據點資訊

台北總公司 電話：(02)2748-8338 地址：台北市東興路8號B1之1	110年金管期總字第002號
台中分公司 電話：(04)2202-5006 地址：台中市進化北路369號5樓	102年金管期分字第012號
台南分公司 電話：(06)208-2088 地址：台南市開元路280號6樓	100年金管期分字第002號
高雄分公司 電話：(07)222-2788 地址：高雄市中正三路55號13樓之1	104年金管期分字第005號



統一期貨股份有限公司
PRESIDENT FUTURES CORPORATION LIMITED