



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

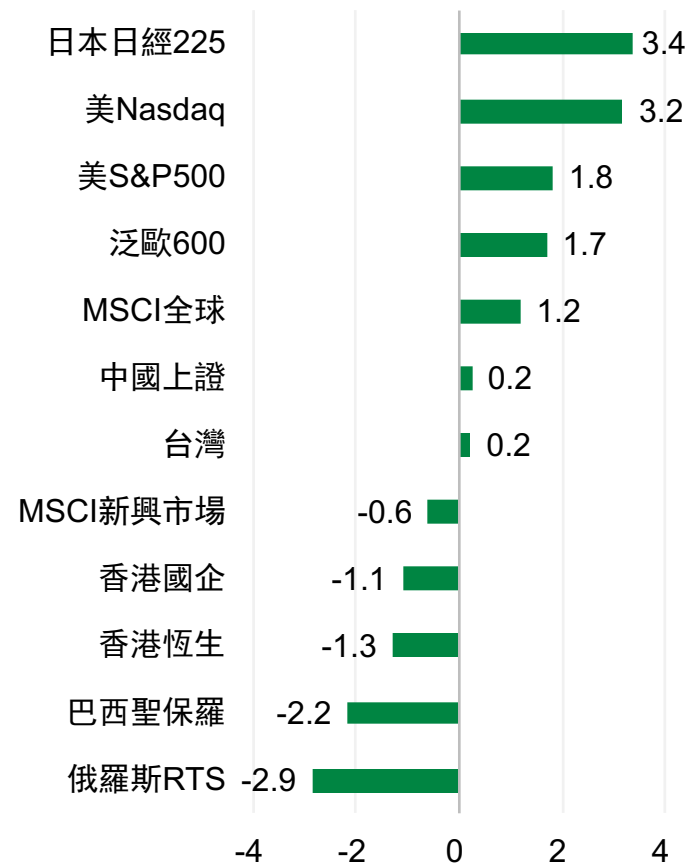
2021年11月5日

# 投資研究週報

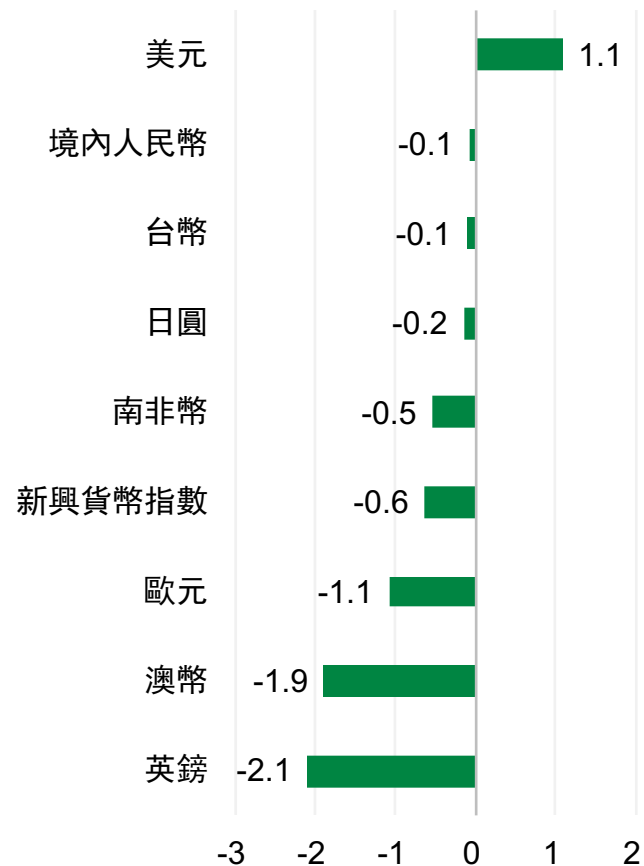
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

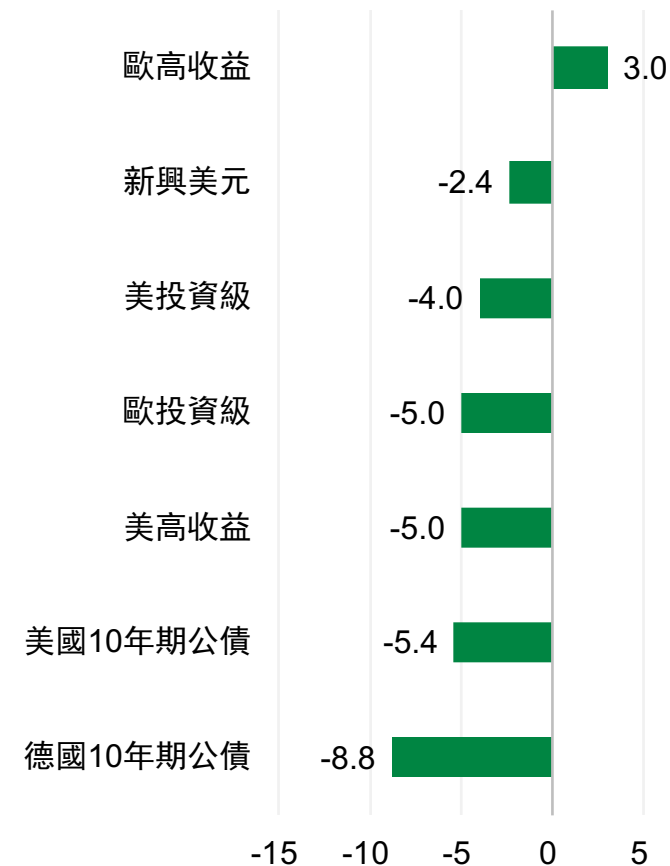
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/10/28- 2021/11/4。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 聯準會如預期宣布縮減購債

聯準會如期宣布縮減購債。通膨持續高企，雖然眾多央行仍強調高通膨乃「暫時性」之故，但眾央行對通膨關注明顯升高，也迫使貨幣正常化時程略有提早。

## ► 殖利率集體趨平，透露對經濟放緩擔憂

囿於通膨高踞之故，英、加、澳等央行提前貨幣政策正常化時程，與此同時美國3Q經濟增長大幅放緩，令市場擔憂經濟趨緩、央行過快緊縮，殖利率集體趨平，但長短天期殖利率尚不致倒掛。

## ► 績優股優勢難以撼動，獲利展望仍佳

美台財報發布結果普遍良好，尤其美國大型績優股優勢難以撼動，長期展望仍佳；台灣基期影響令景氣燈號放緩，但類股族群多元，仍多各自發揮空間。

### 股市

雖然總體面包括物價、貨幣政策擾動增加，但企業獲利仍是股價靠山，尤其在通膨高踞之際，如美台具**高毛利、高訂價能力**的產業領頭羊仍是定期定額的投資首選。

### 債市

主要國家央行走向政策正常化，對短天期利率影響較大，且明年經濟將從高速復甦趨於正常增長，有利資金流向債市配置。長端殖利率應呈大區間**橫盤格局**，逢高布債仍是**穩波動、增息收**的抗通膨策略。

### 匯市

聯準會如預期宣布縮減購債，但此發酵已久，**美元近期表現較熱宜留意短線修正**，惟**長線緩漲格局未變**。台灣景氣對策信號分數續降，主要受到高基期因素影響所致。



# Taper正式展開後, 市場將更加專注升息時點, 有機會帶動債券利率上揚

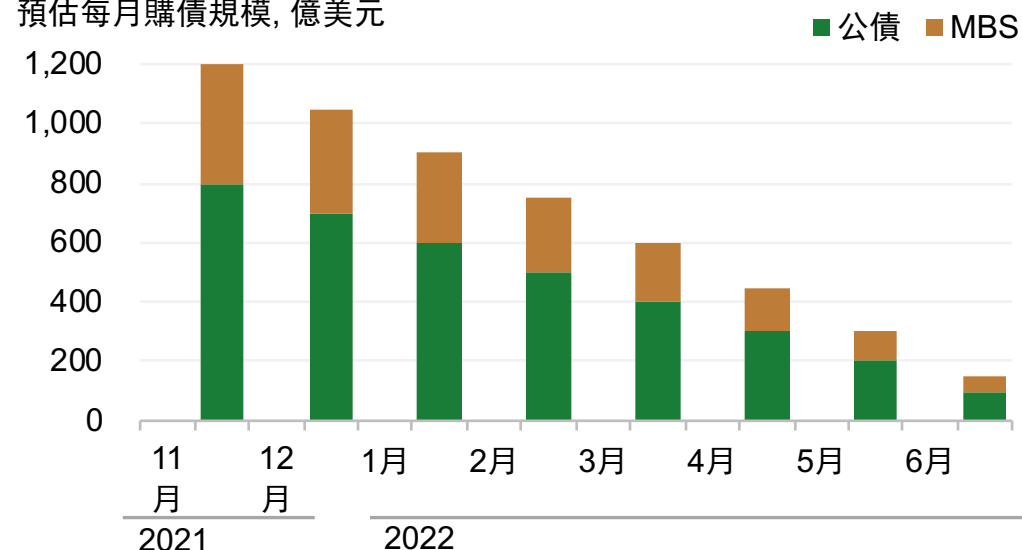
重點摘要:

- 1) 如預期實施Taper, 將於11月中起逐月減少購債規模150億(100億公債及50億MBS), 並於2022年6月中結束, 但仍保持調整彈性。
- 2) 重申高通膨為暫時性因素, 主要受到疫情衝擊供應鏈, 無法滿足急增的需求所致。隨著疫情緩解, 預估通膨於明年2Q、3Q左右逐步回落。
- 3) 升息並無法改善供應鏈瓶頸問題, 加上疫情改變就業的結構, 因此Fed將更有耐心等待。

雖然Powell強調本次FOMC聚焦Taper討論, 強調對升息將保持耐心, 態度偏鴿。但市場仍維持Fed明年3Q、4Q各升息1碼步調未變。在通膨壓力及升息預期持續走升帶動下, 年底殖利率有機會向上, 但在經濟成長放緩趨勢未變下, 美債利率走升速度、空間將有所限縮。

## 預計Taper將在2022年6月中結束

預估每月購債規模, 億美元



註: 預計11月起逐月減少購債規模150億(100億公債及50億MBS)。

資料來源: 國泰世華銀行投研團隊預估。

## 殖利率受通膨及升息預期帶動, 有機會挑戰區間上緣

美國十年期公債利率, %



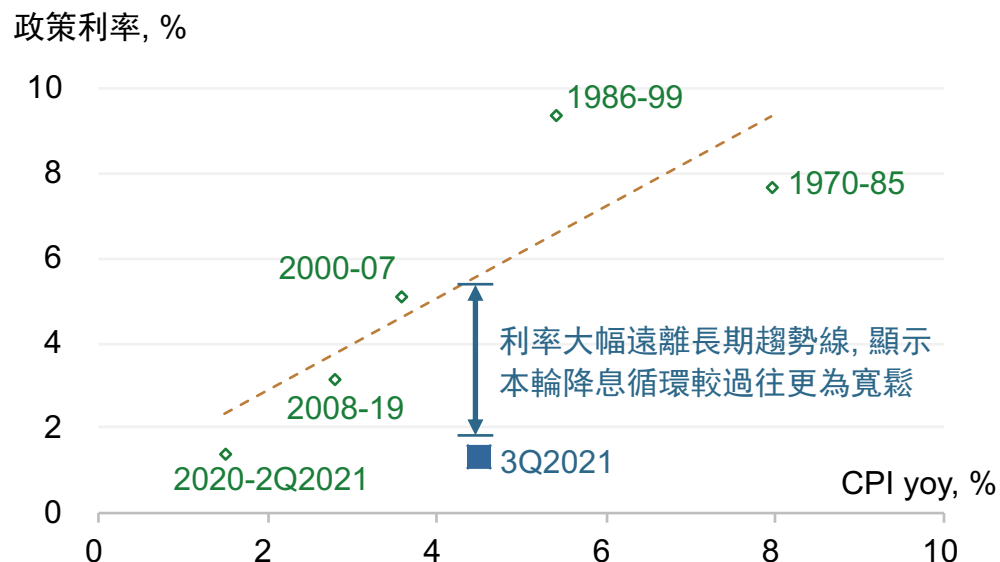
資料來源: Bloomberg。

## 囿於通膨高踞，各央行已陸續邁向貨幣政策正常化的進程

比較1970年以來通膨與政策利率間的關係，以目前通膨的狀況而言，G20國家貨幣政策較過往更寬鬆，這也顯示各大央行對2020年疫情衝擊的反應較以往更為積極、迅速。

截至11月初，英、加、澳等央行多已透露邁向貨幣正常化的進程，主要央行中，日、歐央行立場相對偏鴿，而美國聯準會除明年上半完成縮減購債外，並可能在明年3-4Q間進行升息；而新興市場中，除中國因經濟趨弱，今年迴異其他國家進行降準外，俄、巴央行則因通膨控制力較弱，較早便著手積極升息，並可能在明年下半緊縮政策到達頂峰。

### 本次疫情衝擊下，G20貨幣政策明顯較過往更寬鬆



註：G20平均政策市場利率=0.73+1.08\*CPI yoy, R-sqr=0.71, 期間1970-2Q2021。  
資料來源：Bloomberg。

### 各央行多邁向貨幣正常化的進程

		2021年 4Q	1Q	2022年 2Q	3Q	4Q	2023年 1Q
鴿 ↑ 鷹 ↓	日本						
	歐元區						
	美國	☆	☆	☆	✓	✓	▲
	澳洲	☆					▲
	英國	☆		▲			▲
鴿 ↑ 鷹 ↓	加拿大	☆			▲		▲
	中國						
	台灣						
	印度				▲		▲
	俄羅斯	▲	▲		○		○
鷹 ↑ 鴿 ↓	巴西	▲	▲				○

☆縮減購債    ▲升息    ○降息    ✓升息(f)

資料來源：Bloomberg對各機構經濟學家調查，(f)國泰世華銀行投研團隊預估。

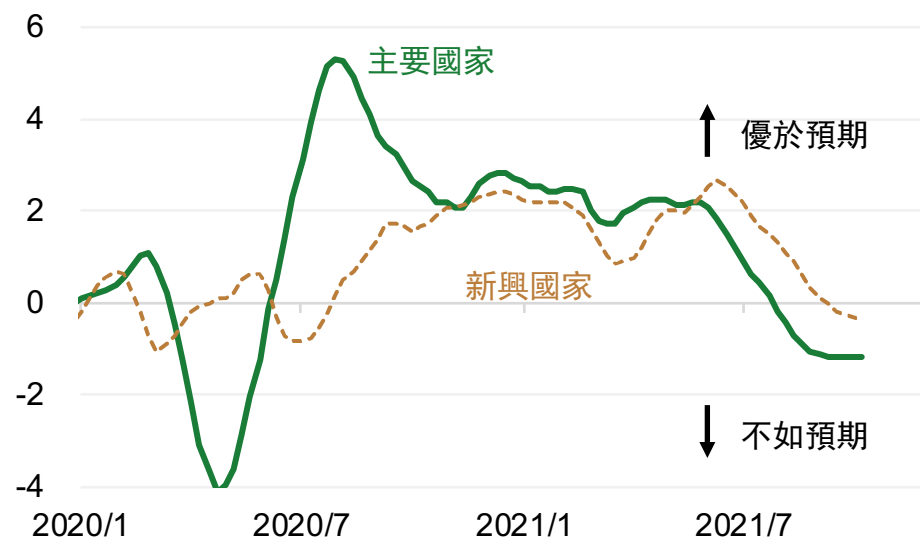
## 但央行邁向正常化之際，債市透露些許對經濟的擔憂

觀察近期主要、新興國家數據大多弱於預期，除因製造業補庫存循環漸近尾聲外，中國企業整風、恆大信用、限電，國際間能源短缺、油氣價漲、塞港等皆是對近期景氣的干擾。

與此同時，各央行囿於通膨高踞，被迫儘早邁向貨幣正常化之下，市場對經濟趨緩但央行過早緊縮的擔憂逐漸加深，也令近期各國長短期殖利率集體趨平。惟目前長短利差水準離倒掛距離尚遠，**尚不至出現景氣末端，景氣陷入衰退的狀況。**

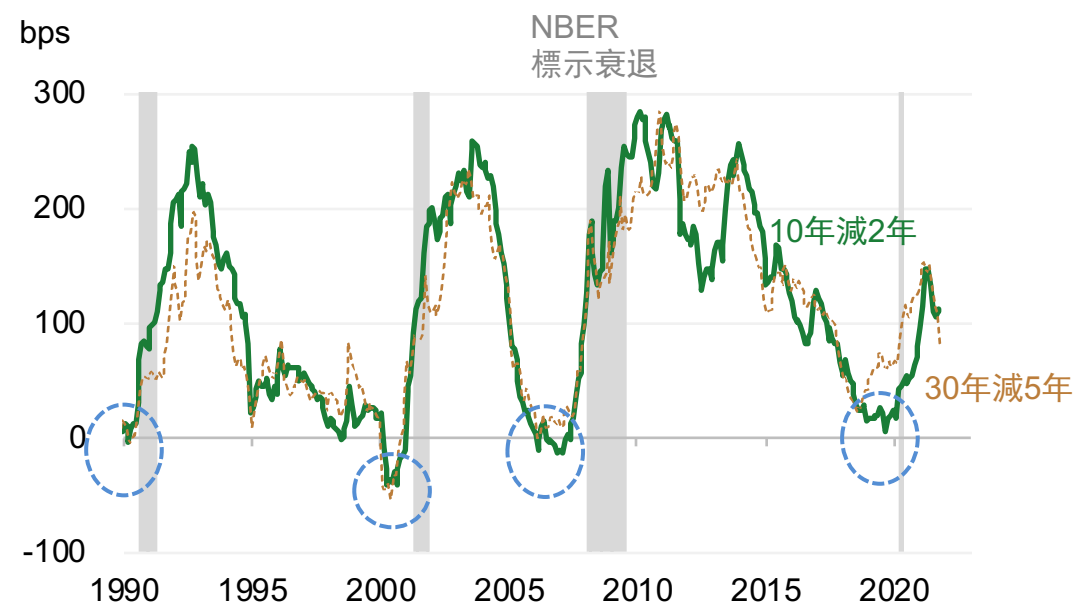
### 近期主要國家與新興國家經濟數據多弱於預期

驚奇指數 (Z-score標準化)



資料來源：Bloomberg。

### 近期殖利率趨平，但長短期殖利率尚不至於倒掛



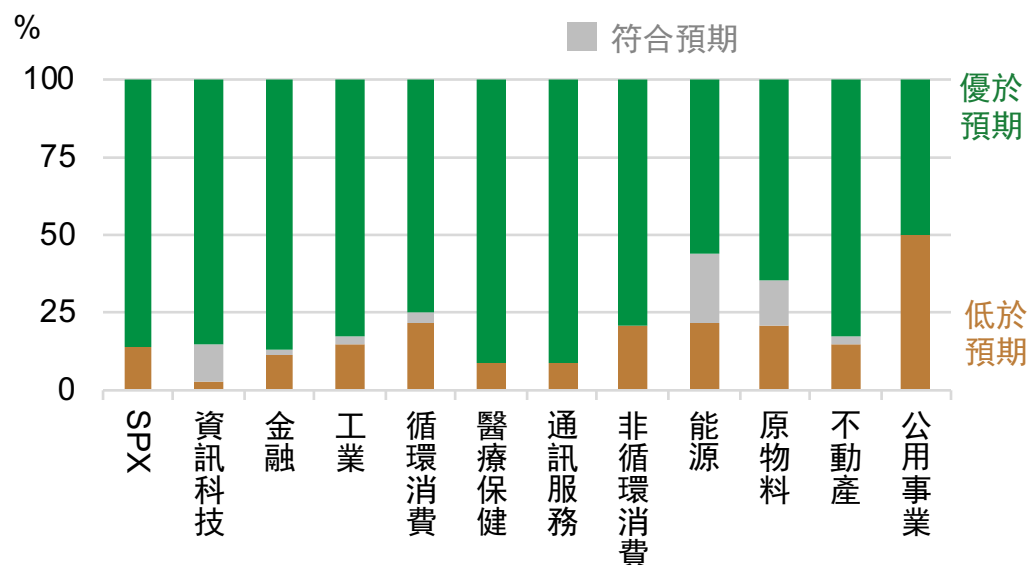
資料來源：NY Fed。

## 近期財報表現優於預期比例仍高，來年獲利仍屬正向，惟須適應類股分化與增速趨緩的事實

截至10月底，觀察已公布的美股財報狀況，優於預期的比例仍高，顯示整體企業獲利狀況仍佳，其中如微軟等科技巨擘財報狀況仍是中流砥柱，而循環色彩鮮明的能源、原物料類股財報表現亦佳。

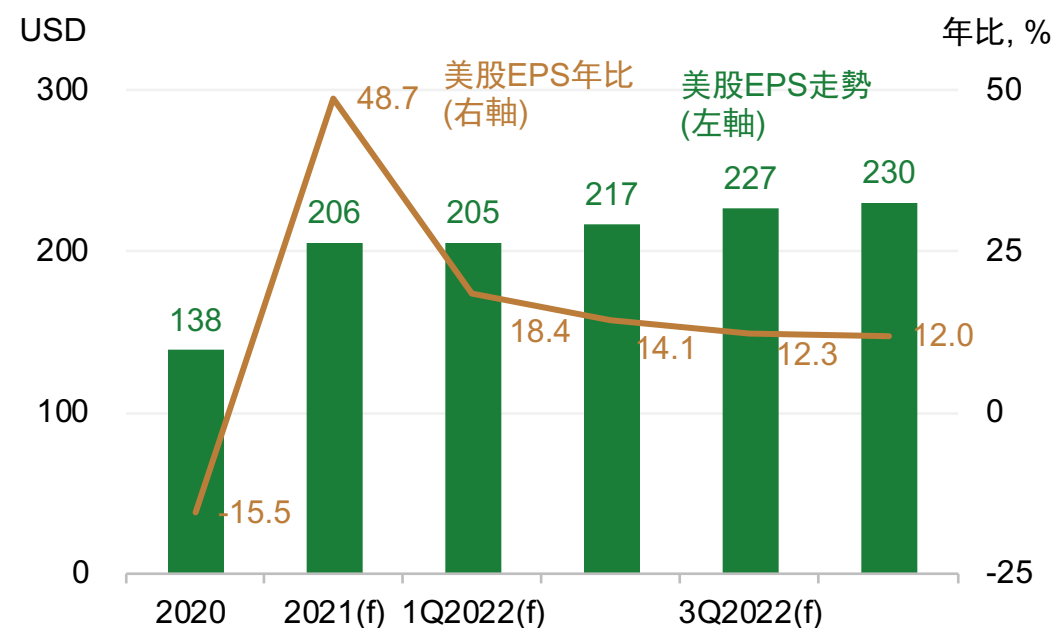
惟須提醒，市場對明年企業獲利展望雖仍正向，但市場投資人將要適應高基期影響下，獲利增速將明顯較今年放緩的事實。此外，本次財報已逐漸透露出**族群分化**的跡象，也因此，後續選股重要性將更顯重要，**具高毛利、高訂價能力的產業仍是難以撼動的擇股原則。**

### 美股財報優於預期比例仍高



資料來源：FACTSET。

### 市場對明年標普獲利預估仍屬正向，惟增速將放緩



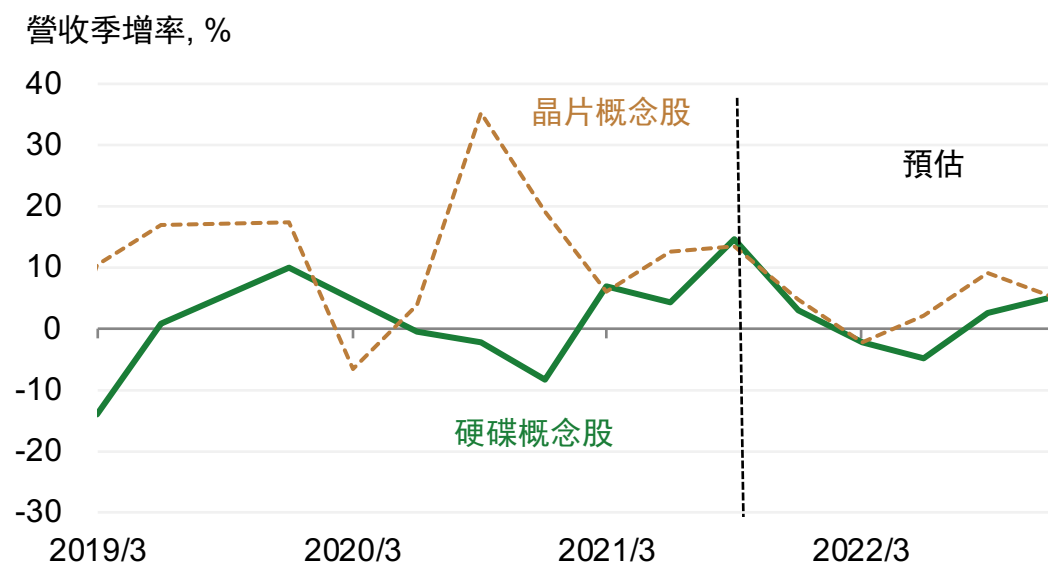
資料來源：Bloomberg資料與市場預估。

## 美國 科技類股表現分化，側重高毛利、先進晶片概念股

美國科技股也陸續公布財報，獲利也多優於預期，但股市表現相對分化。科技股主要可分為兩大族群，受惠於先前漲價效應的消費性電子，如硬碟、記憶體，雖然目前電子產品報價走弱，但3Q獲利仍堪稱亮眼，惟未來展望相對保守，使股價欲有表現需要較長的整理時間。

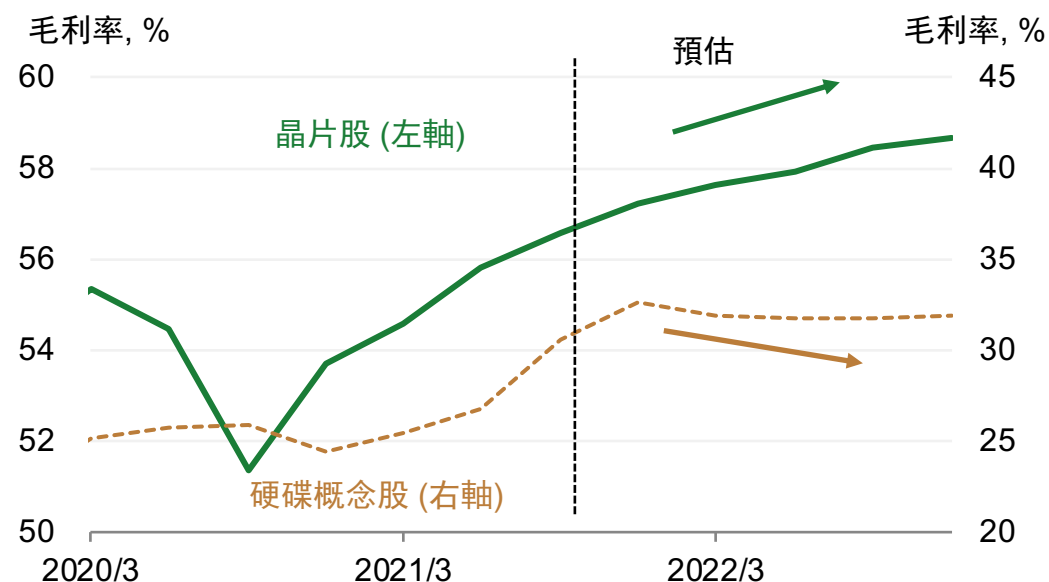
另方面，雖然晶片股或硬碟概念股的營收成長高峰已過，但就企業毛利而言，**晶片概念**因產品的不斷推陳出新，仍具有**價格主導性**，使得**毛利可望持續上揚**，仍是未來展望持續良好的標的。

### 科技股營收成長高峰已過，但仍有程度差異



註：硬碟概念股指Seagate、West Digital；晶片概念股指超微、輝達。  
資料來源：Bloomberg。

### 科技股亦有分化現象，側重高毛利率公司



註：硬碟概念股指Seagate、West Digital；晶片概念股指超微、輝達。  
資料來源：Bloomberg。

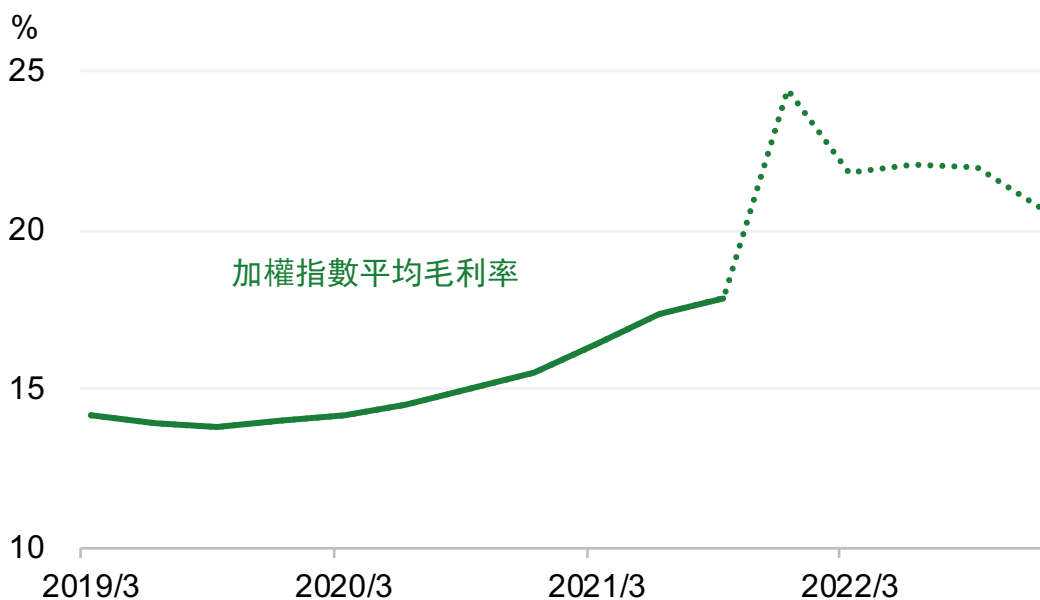


## 台灣 旺季效應發威，台股財報表現佳

台灣陸續公布3Q財報，由整體上市公司毛利率趨勢可發現，自2019年下半年開始毛利率止跌回升，顯示台灣在疫情相對受控，以及外銷訂單持續成長下，獲利狀況明顯改善，在全球企業受運費大漲以及供應鏈瓶頸影響下，台灣反而受惠，此一趨勢可望延續至4Q。

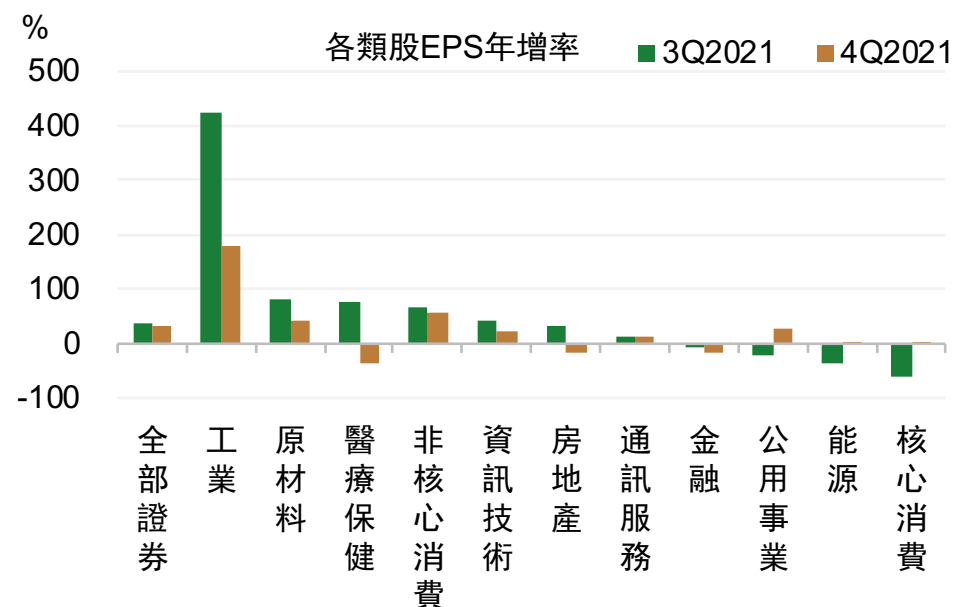
下半年是電子產業旺季，不過由各類股EPS年增率觀察，工業、原材料等類股表現極高成長性，主要是海運、塑化、鋼鐵等產業受惠運費、原物料價格上漲帶動獲利成長，科技業表現反而僅位居中段。由於基期墊高，4Q各類股的獲利年增率普遍呈現下滑，使得台股上漲過程中追價意願較為有限。**原物料相關族群以短期方式因應，中長期仍聚焦電動車、半導體相關類股成長趨勢。**

台股毛利率逐季走高至4Q



資料來源：Bloomberg。

工業、原材料類股獲利成長居前



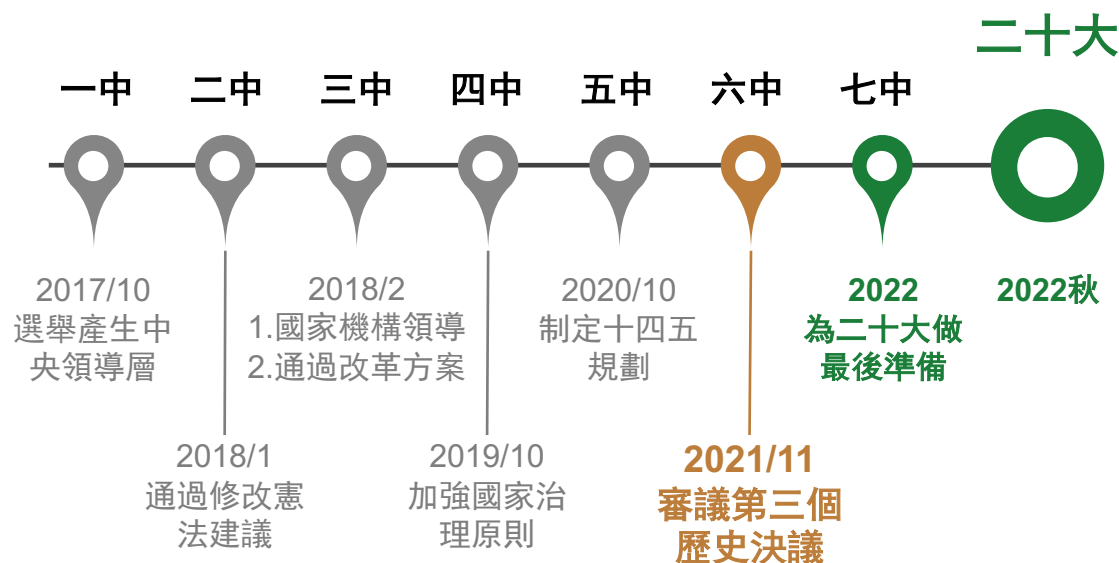
資料來源：Bloomberg。

## 中國 六中全會為習連任鋪墊；4Q企業獲利增速延續下行

中國共產黨**19屆六中全會**即將於**11/8起在北京召開**，本次會議重點在「總結黨的百年奮鬥的重大成就和歷史經驗」，預期會上將審議第三份歷史文件，奠定習近平的歷史定位，為明年秋季到來的二十大鋪墊。相較於去年五中全會的十四五經濟規劃，六中全會主軸在強調黨的建設與意識形態，經濟與政策著墨較少，對金融市場的提振效果相對有限。

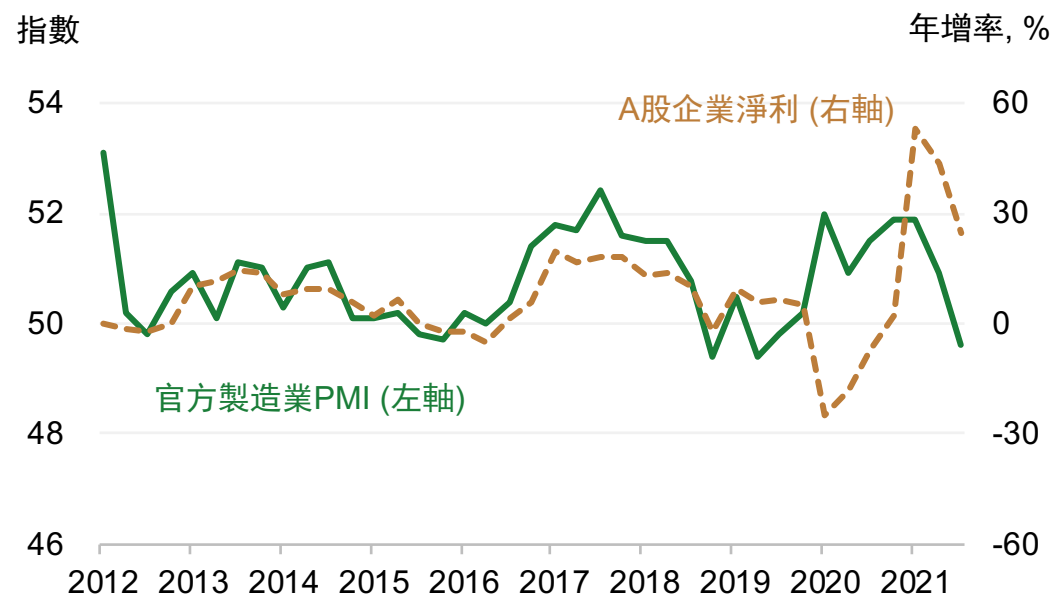
經濟方面，10月製造業PMI持續位於榮枯線下方，供需兩弱影響企業獲利，對照A股3Q財報已公布完畢，累計前三季淨利增速較上半年明顯下滑。目前官方嚴控大宗商品價格，後續鋼鐵、煤礦等上游企業難以維持高獲利表現，加上終端消費顯弱，預期4Q獲利增速將延續下行。**基本**面壓抑股價上方空間，惟近期美中貿易談判出現和緩跡象，若關稅調降將有助提振市場情緒，研判A股短線維持震盪整理格局。

### 19屆各次全體會議重點



資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

### 製造業PMI走勢隱含A股企業淨利增速持續放緩



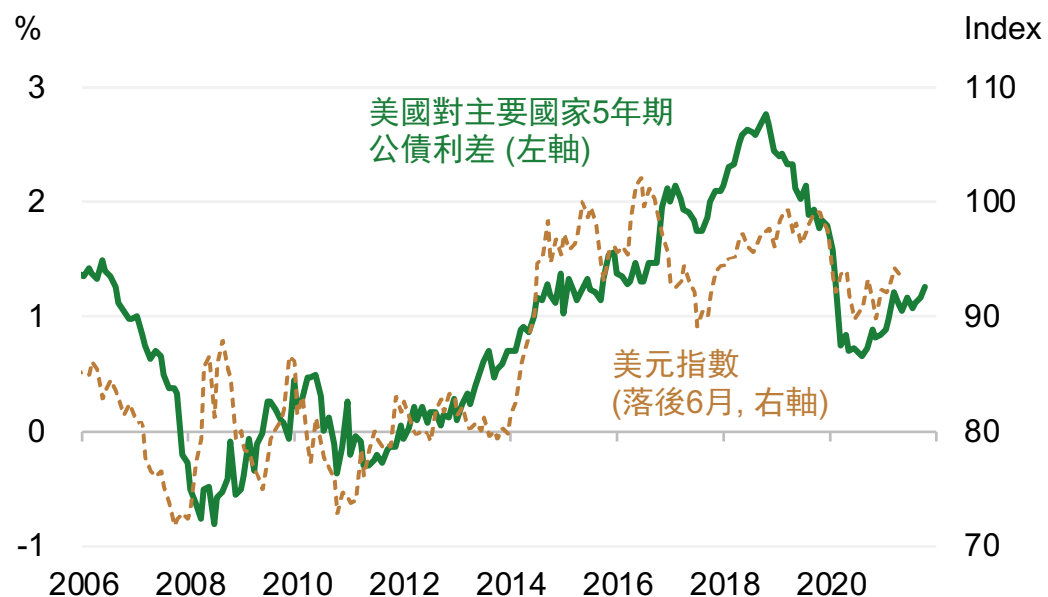
資料來源：Wind。

# 匯市 央行貨幣政策步伐差異下，美元緩升格局未變；聯準會靴子落地，有利台幣短線走勢

美元：主要國家疫情好轉，高通膨情況延續，令央行政策趨向正常化，市場預期升息時程提前，惟歐、日政策步伐落後，使**短天期利差偏升**，**長線美元指數緩升格局未變**。

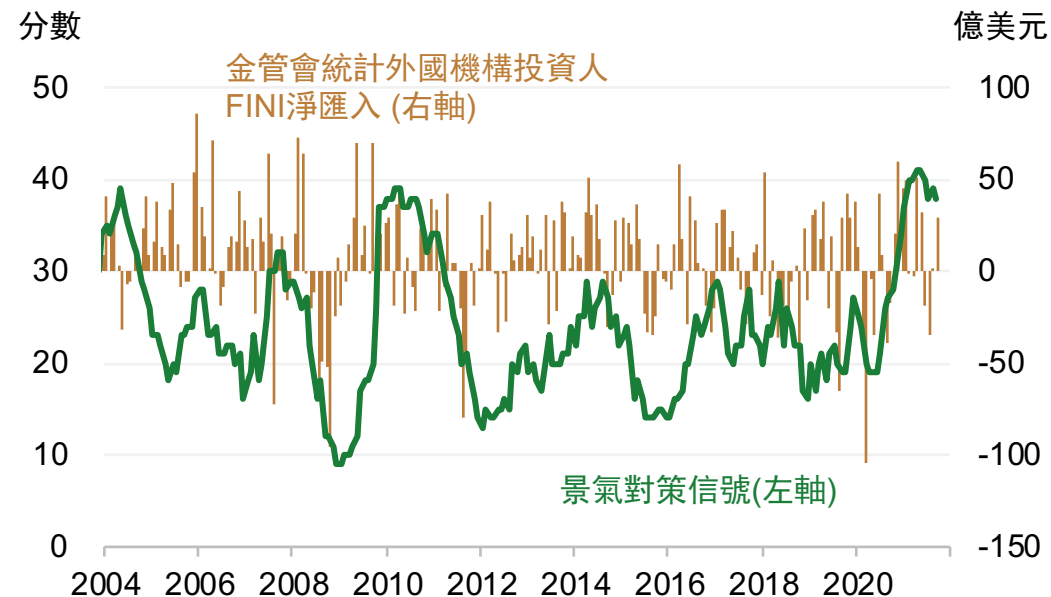
台灣：國發會近期公布9月景氣對策信號，雖然燈號續呈紅燈，但分數較上月減少1分，其中受惠5G、高效運算等令外需仍強，內需較弱但減幅已有所和緩；外資匯入方面，在9月後則較缺乏一致性，也反應出台股走勢波段延續性降低的現象。台幣方面，FOMC宣布縮減購債時程，令市場不確定性下降，有利風險氣氛，台幣短線隨台股而動，但**長線而言景氣信號高位已過**，台幣升勢應較上半年趨弱。

短天期利差趨升，顯示貨幣政策差異持續



資料來源：Bloomberg。

台灣景氣信號續降，而外資匯入則缺乏延續性



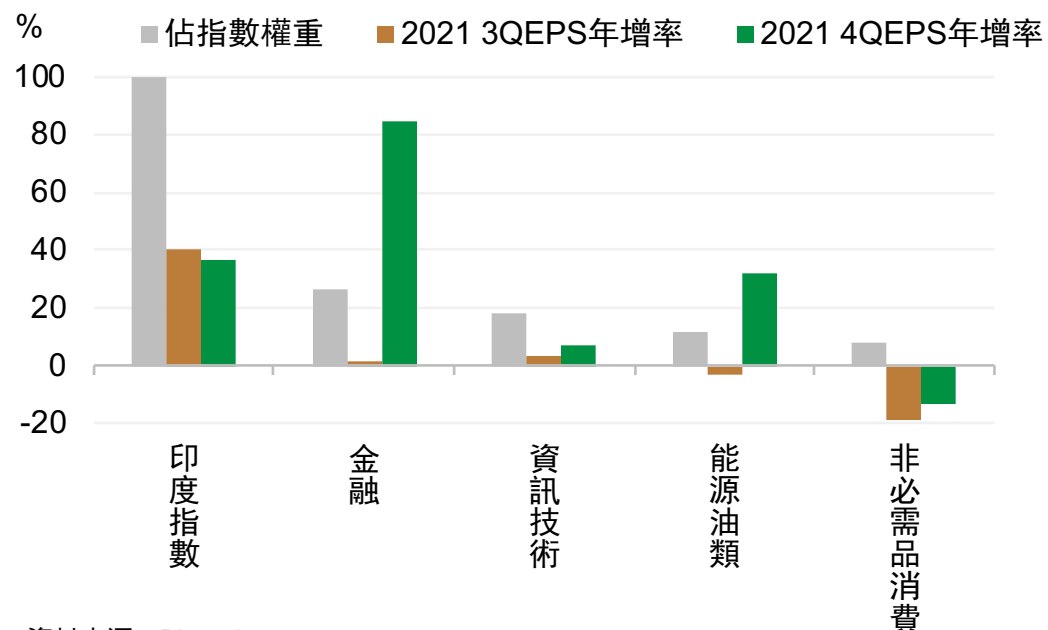
資料來源：Bloomberg, 金管會。

## 印度 成本上升影響企業獲利展望, 印股高檔震盪

印度近期股市從高點回落, 主因1)年至今漲幅高達25%, 部分獲利了結。2) 進口石油、電力和原物料成本上升, 企業利潤和獲利受到影響, 如部份科技業因人力及外包成本上升侵蝕利潤, 訂單下滑使財報不如預期, 部分零售業也有類似情況。3) 美國即將QE Taper, 印度央行也漸調整寬鬆程度, 添印股高檔震盪。

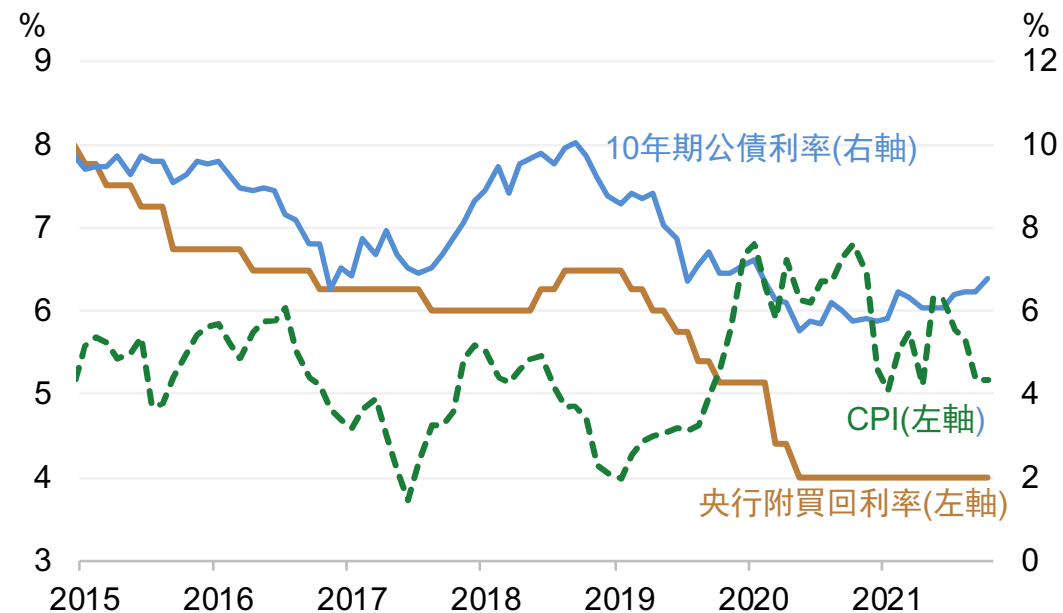
印度銀行營收及資產品質改善, 加上政府財政政策支持, 經濟復甦有利銀行股展望。近期印股表現, 由金融和非必需消費類股領漲。考量印度去年3Q食物價格偏高, 通膨因基期效果, 使目前印度通膨相較其他新興市場較可控。預期明年通膨呈現緩升, 2Q或有調整貨幣政策的升息預期, 經濟表現緩步改善, 維持長期偏多看法。

### 印度財報以金融、能源股展望較佳



資料來源: Bloomberg。

### 印度貨幣政策寬鬆程度漸減



資料來源: Bloomberg。



Nov 2021

8 Monday 台灣貿易帳 日本領先指標	9 Tuesday 中國社融 美國PPI 日本經常帳 日本景氣觀測調查 德國經常帳 德國ZEW經濟信心	10 Wednesday 美國CPI 中國CPI與PPI 德國CPI 日本工具機訂單 韓國失業率	11 Thursday 日本PPI 英國GDP 英國工業生產	12 Friday 美國密大市場氣氛調查
--------------------------------	--	--	--	----------------------------

## 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: +886 8722-6666