



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年10月29日

投資研究週報

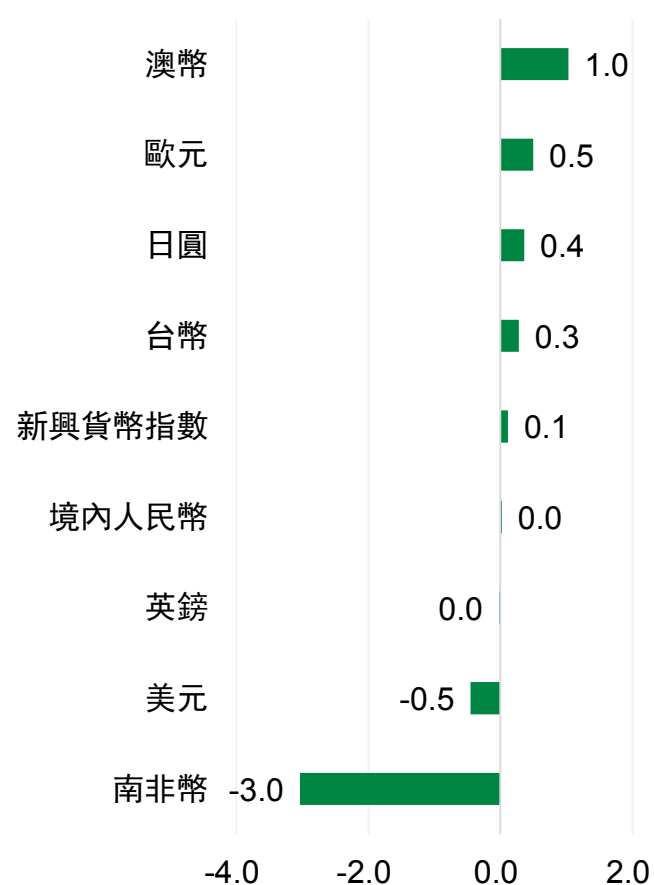
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

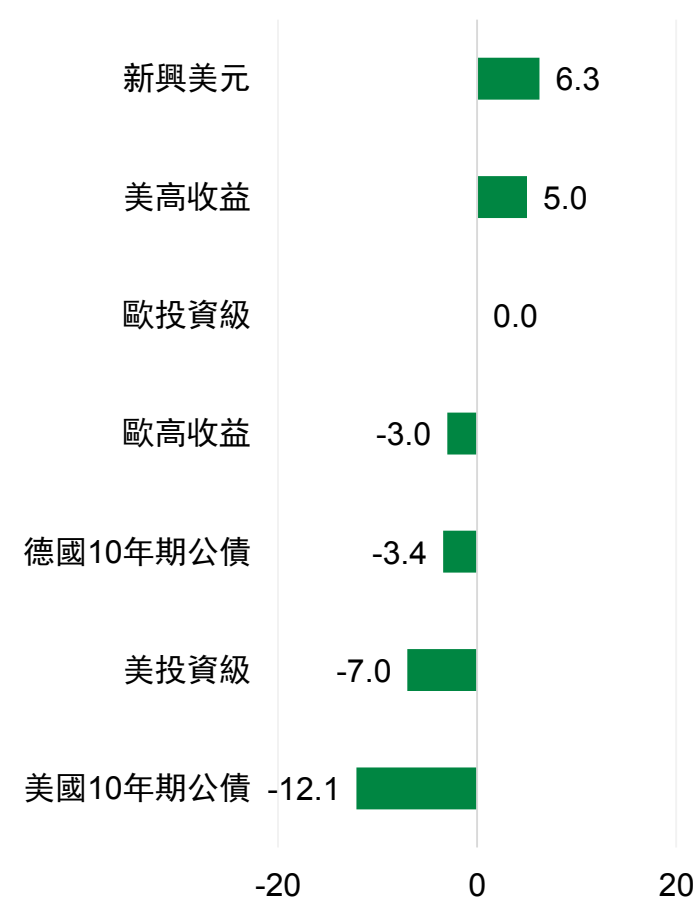
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/10/21-
2021/10/28。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 預期下週FOMC宣布Taper, 12月啟動

預期美國聯準會11月宣布QE縮減細節，並自12月開始逐步實施，每月或減少150億購債規模，至明年年中完成QE退場。美債長短利差縮窄，殖利率曲線平坦現象。

► 通膨升溫，短期有利能源、金融類股

冬季能源供需失衡，短期原油、天然氣價格持續走強。通膨帶動公債利率上揚，金融股在通膨升溫、利率緩升趨勢下，同步受惠。

► 美股財報佳音，著眼長期布局機會

利率緩升或增加資金成本，將更著重企業價值和長期獲利等基本面評價。美股財報多優於預期，支撐股市長期向上，修正提供佈局進場時機。

股市

QE Taper預期及殖利率上揚，股市高位波動增加。企業財報亮眼，原物料高盤與通膨升溫環境下，金融、能源短期較佳。科技未來發展趨勢不變，拉回尋長期布局買點，股市偏多格局不變。

債市

通膨預期居高不下，聯準會宣布實施QE縮減箭在弦上，公債殖利率預估將維持緩升。但景氣增速放緩，利率大幅上揚空間有限，高收益債在景氣復甦下，較具高息優勢。

匯市

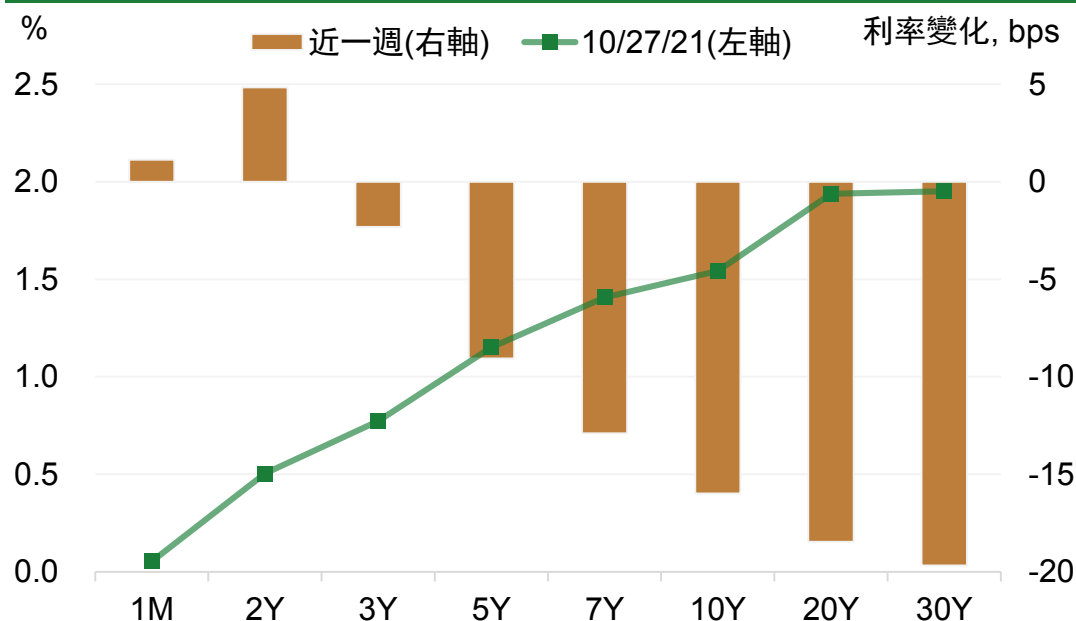
美元維持緩步偏升。日幣匯價受美日利差拉大影響，長線利差難見逆轉。台幣兌日幣升至2015年高位，有日幣需求投資人可分批兌換。

預期下週FOMC會議, QE Taper即將展開

11月FOMC會議結果即將在下週揭曉, 預期Fed將於本次會議宣布Taper計畫, 預計將在12月開始執行每月減少150億美元購債規模, 並於明年中前結束購債。貨幣正常化預期帶動短天期公債殖利率上揚, 長天期公債利率受壓、殖利率曲線有趨平狀況。然, 展望明年預期景氣動能仍優於近十年的平均, 支撐10年公債利率緩步走升, 擔憂景氣衰退疑慮仍尚早。

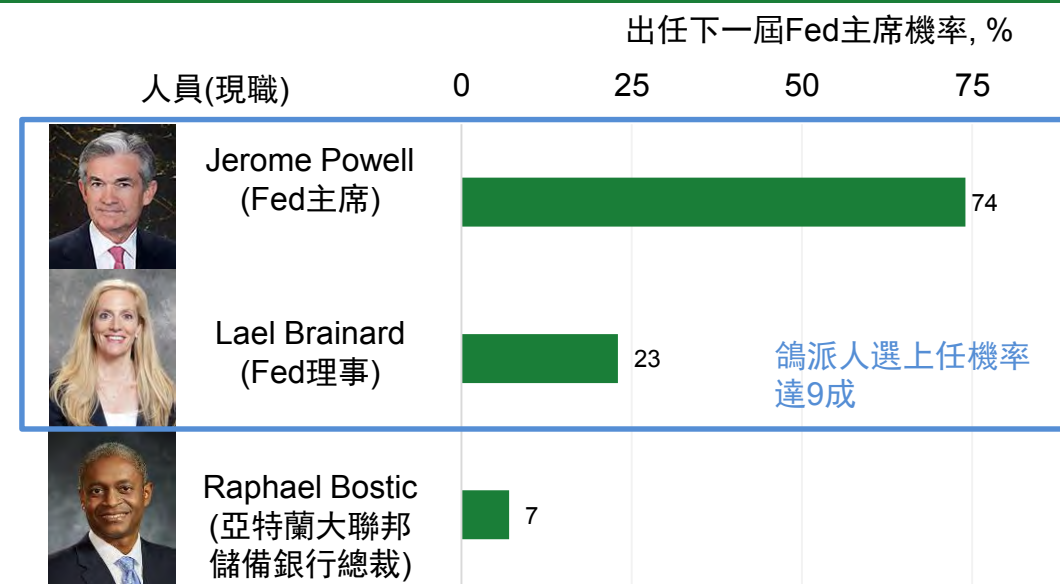
Fed成員面, 近期兩位極鷹派成員相繼離職後, Fed主席Powell任期將在明年2月結束, 估計近期拜登將提名繼任主席。市場預估Powell連任機率為73%, 居次的民主黨同為鴿派Brainard上任機率為23%, 鴿派官員上任機率達9成以上, 隱含FOMC核心成員偏鴿基調不致改變。綜合以上, 在通膨可控的前提下, Fed將持續保持耐心等待就業恢復。

美債殖利率曲線近期呈現平坦



資料來源: Bloomberg。

Fed主席或將易主? 料核心成員鴿派基調不致改變



資料來源: PredictIt, Fed官網, wikipedia。

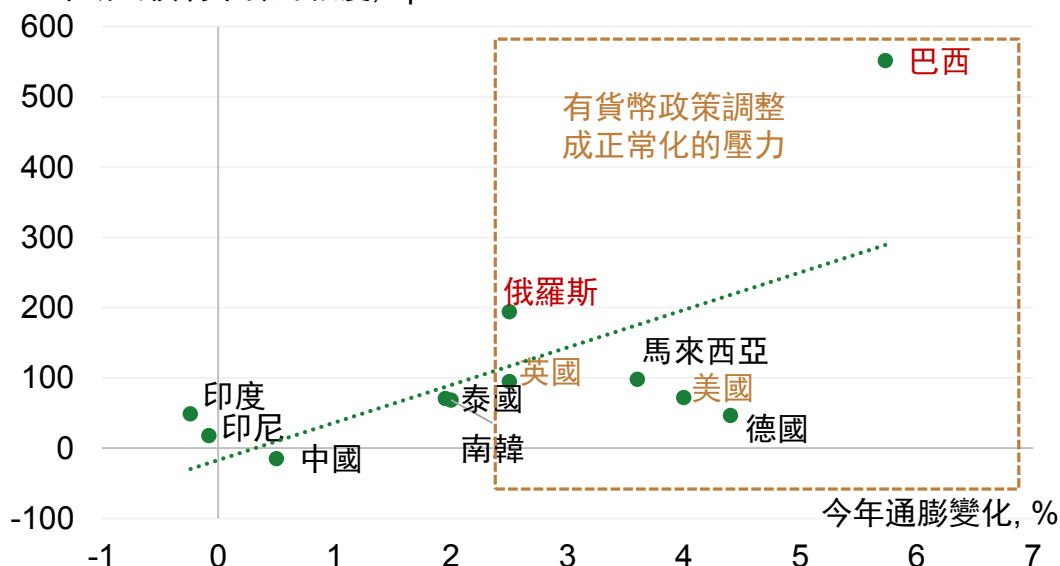
通膨帶動全球利率偏上，貨幣政策漸趨正常化

能源價格飆漲，疫情缺工、供應鏈短缺情況，造成全球通膨升溫，不同國家反應不盡相同，但多數國家利率偏上行趨勢。其中，巴西、俄羅斯已開始升息循環，俄羅斯央行上週五升息3碼，為今年第6度升息，總幅度高達3.25%。加拿大央行本週結束QE，並預告明年中啟動升息。巴西央行本週更調升利率150個基點，高達6碼幅度至7.75%。**預期下一步即將升息的國家為英國，美國也將於11月宣布縮減購債計畫，全球央行貨幣政策漸轉調成正常化方向。**

利率期貨顯示，英國央行11/4利率會議，調升基準利率15bps至0.25%的機率上升至79%，12月可能再升息25個基點。**明年部分新興市場也加入升息行列，且較成熟國家更為積極，在美元緩升下，對新興市場資產造成雙率擾動。**

多數國家通膨上升，利率走揚

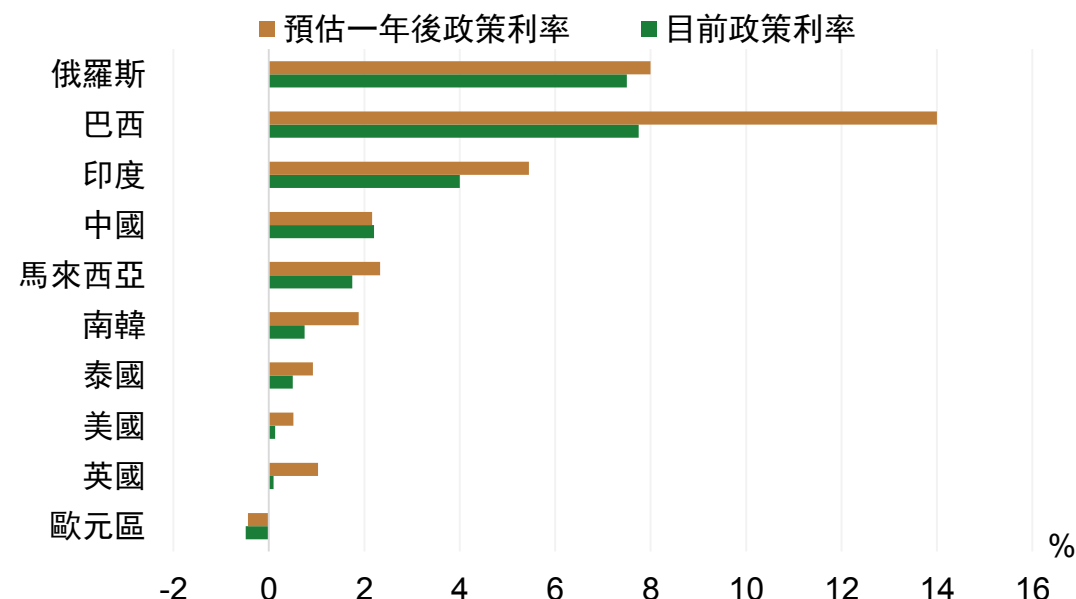
10年期公債利率彈升幅度, bps



註：紅色為已升息國家。時間：自今年初至2021/10/22，以9月各國通膨和年初差。

資料來源：Bloomberg。

預估明年主要國家政策利率變化幅度



註：棕色減綠色除0.25，為明年可能升息碼數。

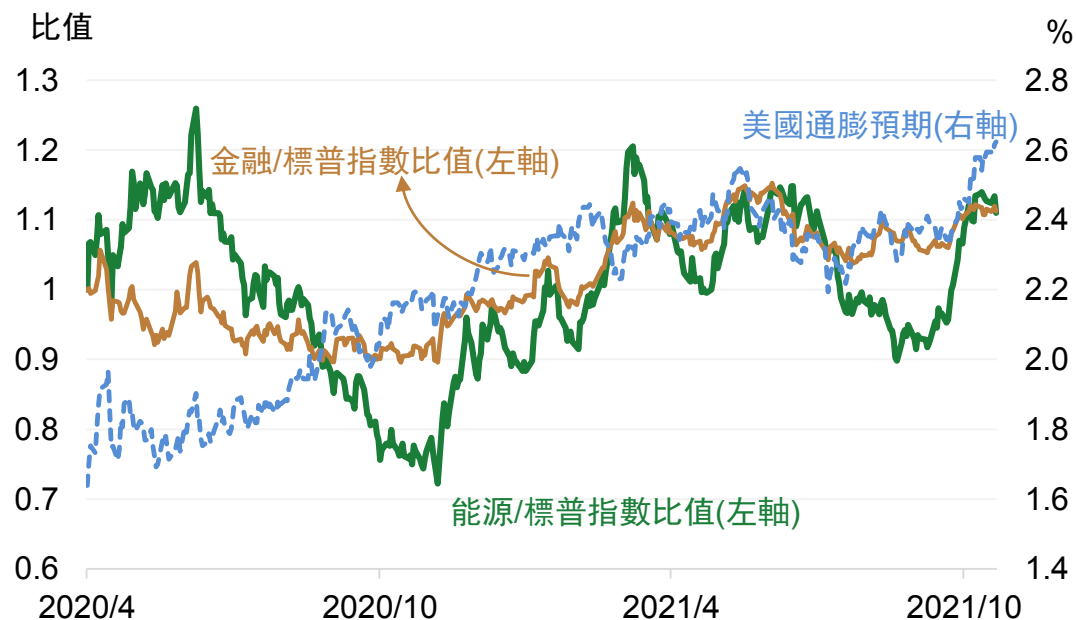
資料來源：Bloomberg。

通膨升溫環境, 能源、金融近期表現佳

天然氣與油價偏強, 能源供需失衡現象無法很快結束, 短期能源相關原物料價格可維持較強表現。此外, 通膨帶動公債利率上揚, 金融股反應放貸利差擴大, 預估近期獲利上升而同步受惠。從過去歷史經驗與近期走勢觀察, 在通膨較高時期, 投資能源、金融等相關資產將有不錯表現。

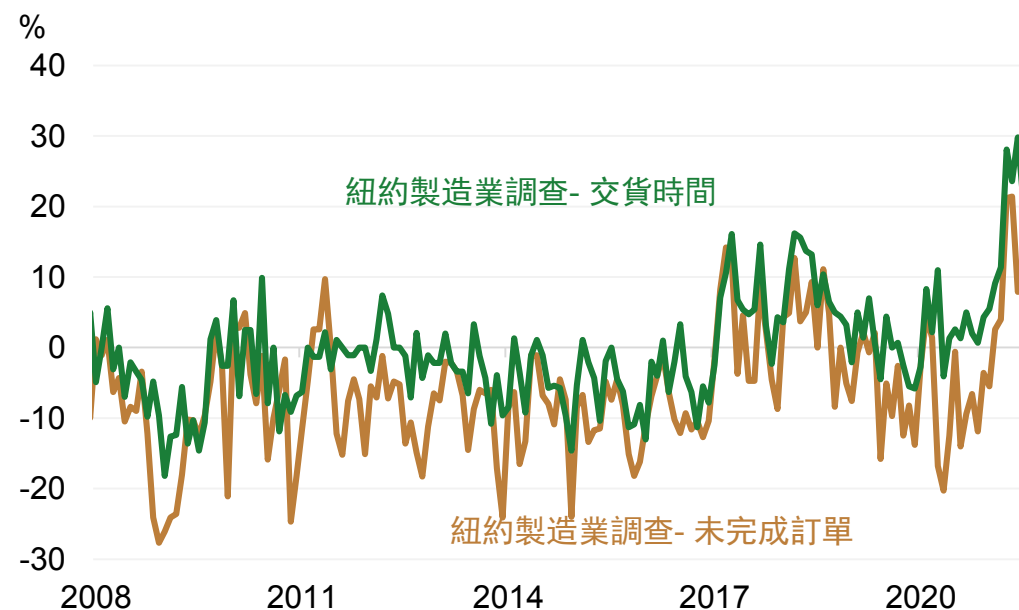
美國紐約製造業8月供應商交貨時間, 與未完成訂單量皆處歷史高檔, 表示目前生產原料的前置期(Lead-time)長、製造業出貨時間延後, 部分產業呈現供不應求的情況, 導致工業原料乃至於民生必需品價格易漲難跌。供應鏈缺乏問題將使部分企業成本增加, 對於缺乏關鍵原料的產業, 如部分汽車等仍有負面影響。

能源、金融股在通膨上升時, 表現較佳



資料來源: Bloomberg。

供應鏈短缺問題仍困擾企業營運



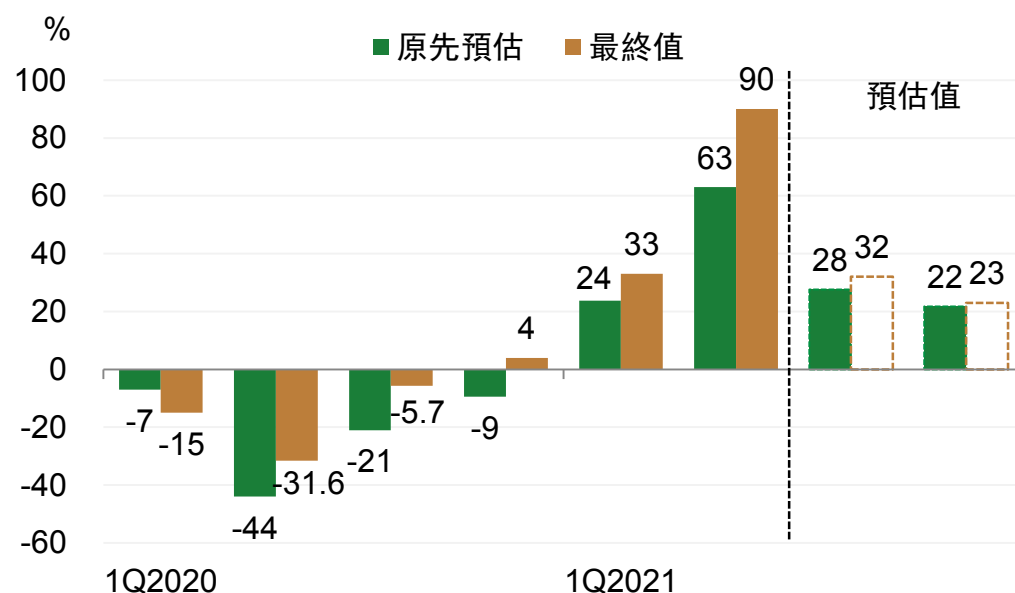
資料來源: Bloomberg。

企業財報表現仍佳，但提前消費使未來數季獲利偏平淡

繼銀行股之後，特斯拉、超微、微軟、谷歌等科技大廠也先後公布財報，整體來看，已3成企業公布獲利狀況，**目前3Q獲利較去年同期大約成長32%，明顯優於先前預估的28%**，可望創下2010年以來第三高，顯示基本面仍良好。但就獲利的絕對水平來看，**預期未來1~2季仍偏平淡**，可能因提前消費或是淡季所致。

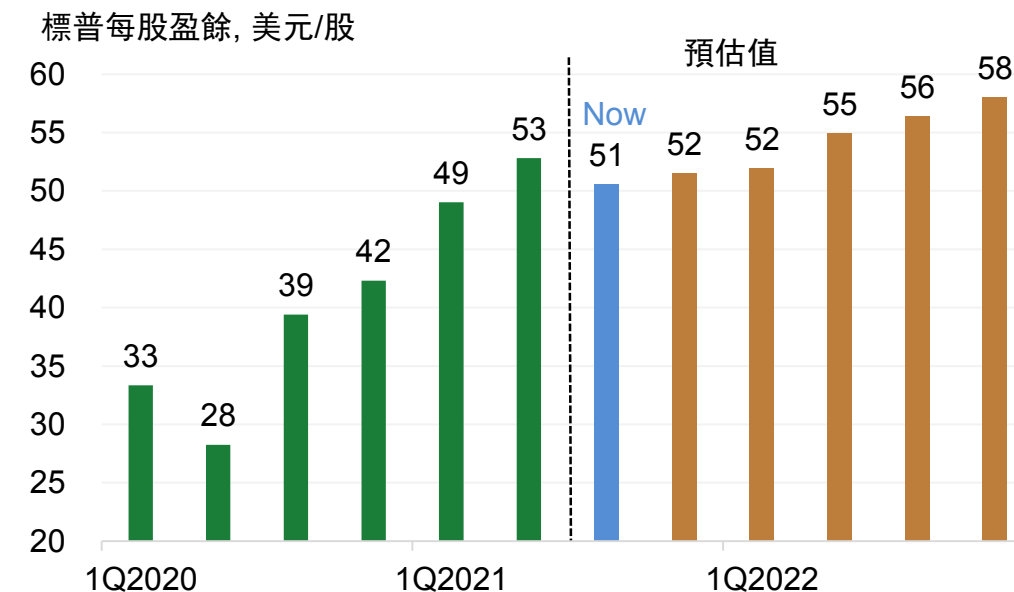
展望未來，因原物料價格高漲，可能使部分企業進貨成本上升，進而侵蝕獲利能力，因此，預期類股表現將分化，**未來應側重高毛利的產業**。整體而言，**市場資金仍充裕的情況下，支持股市拉回買進，惟投資期間需拉長。**

企業獲利上修，顯示基本面良好



資料來源：Factset。

因提前消費，未來1~2季獲利水平偏平淡



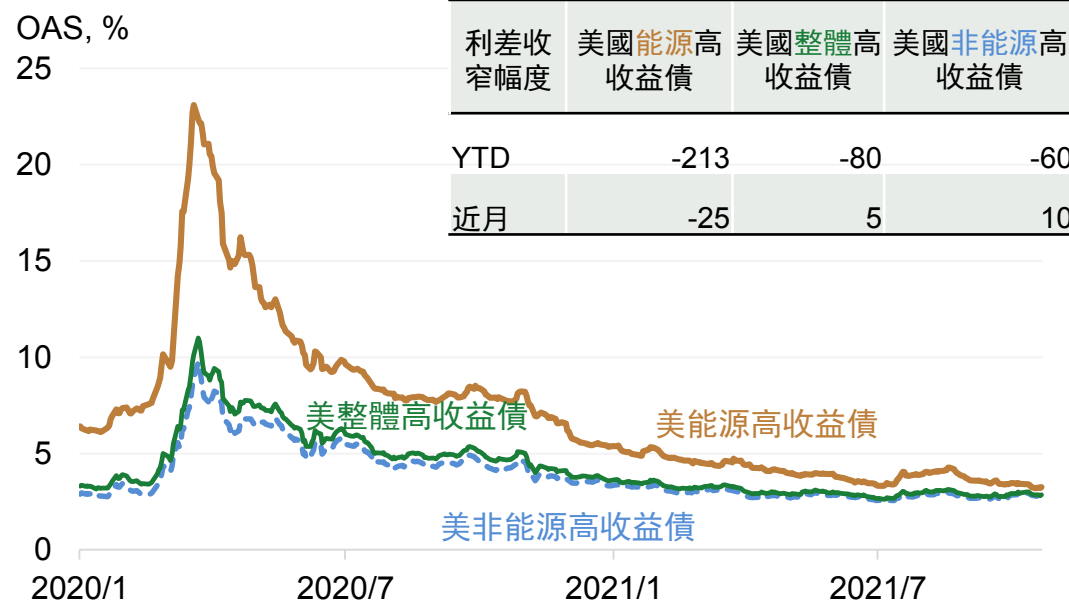
資料來源：Factset。

高收益債 油價高盤，以孳息收益為主

全球能源供應短缺，加上疫情控制後需求強勁，西德州油價站穩每桶80美元之上，美歐天然氣價格同樣創下七年新高，來到每百萬英熱單位5.5美元以上。**預期油價高盤，有利能源公司企業財報，與能源高收益債信改善，並降低違約事件發生，觀察能源高收益債近月利差仍偏收窄，油價與美國能源高收益債表現呈高度相關。**

利率緩升趨勢下，股票報酬多數時間將優於債市。**高收益債受惠景氣復甦，債信展望轉佳，但多數利差今年已大幅收窄，再下降空間有限，未來以孳息收益為主要考量，相較其他固定收益商品較具高息保護。**股東企業活動增加，以信評B級以上更顯優穩，產業著重信評調升較多如能源、原物料、零售業等。

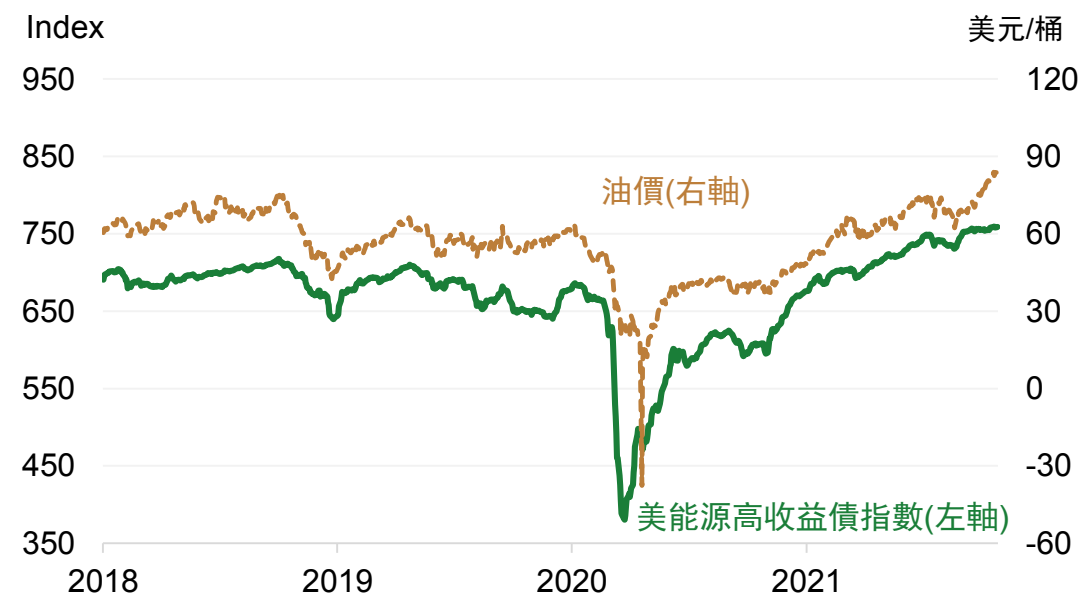
高收益債利差處於低位



註：期間2021/1/1~2021/10/25。

資料來源：Bloomberg。

能源高收益債和油價高度相關



註：自2018年以來，相關係數達0.91。

資料來源：Bloomberg。

中國 高頻數據顯示生產仍緊，後市工業獲利增速偏下

在近期公告的9月工業企業利潤數據中，可以發現以下幾個特點：1) 生產受阻加上需求回落，總體利潤增長下滑；2) 原物料價格高漲持續拉抬上游產業獲利表現；3) 出口帶動下，中游製造加工產業獲利增速回升；4) 終端需求偏弱與成本偏高，下游產業獲利持續遭遇擠壓。

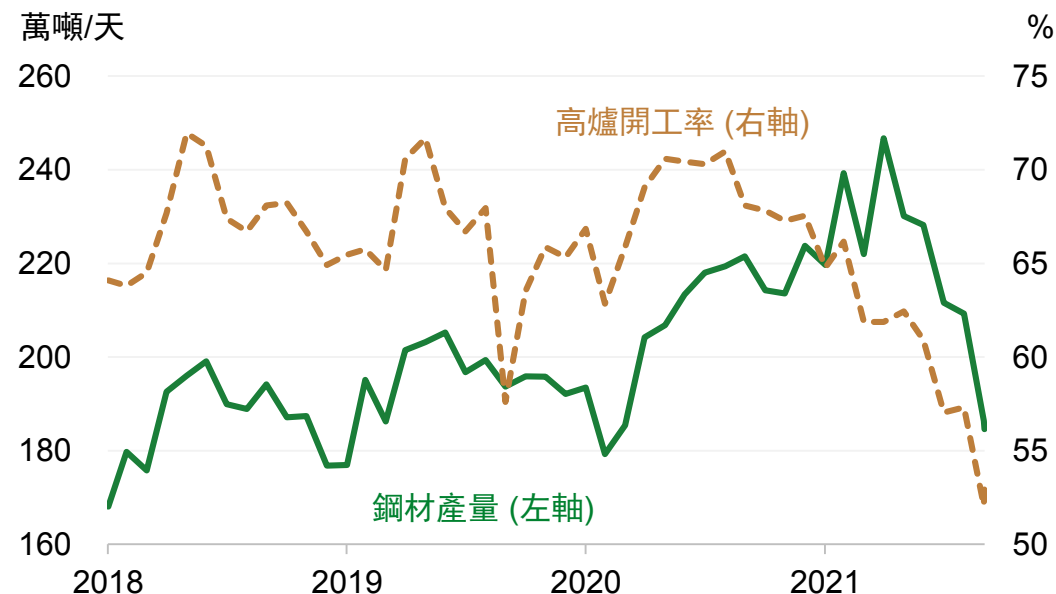
從高頻數據看到，**10月中旬的鋼材產量與高爐開工率持續滑落**，顯見限電限產的影響仍存，整體工業利潤增速預期延續下行趨勢。依產業鏈看，上游產業雖獲利較高，但在政策引導下，動力煤等商品價格鬆動，增長空間漸窄；相對而言，**中游設備製造商仍有表現空間，搭配政策方向的綠能與半導體相關的高技術製造業獲利有望持續走高**。

工業企業利潤與上市企業利潤增速自高位滑落



資料來源: Wind。

高頻資料顯示生產端持續承壓



註: 高爐開工率及鋼材產量為周資料, 資料截至2021/10/20。
資料來源: Wind。

台灣 景氣自高檔回落，布局長期成長趨勢產業

台灣9月外銷訂單年增25.7%，維持今年以來的高成長，主要受惠蘋果新機出貨，帶動資通訊產品成長，不過由於**今年基期已高，成長動能趨緩**，上市公司營收成長率也在1Q見到高點後，呈現逐步下滑，基本面動能轉弱，推升台股持續上漲的力道也受限。

資金面仍舊處於相當寬鬆的環境，台灣9月M1B年增率14.96%，不過跟上半年相比也呈現緩步下降的趨勢，特別是外資在10月上半月仍舊大賣台股，今年以來累計賣超台股逾6千億台幣，電子權值股成為外資提款機，壓抑台股行情。**展望後市，由於2022年1Q基期偏高，基本面動能將進一步下滑**，但在半導體、電動車等產業帶動下，明年成長仍可期，可利用4Q逢低布局台股。

受惠蘋果新機出貨，台灣出口訂單連19紅



資料來源：Bloomberg。

台股資金面仍寬鬆，但動能趨緩



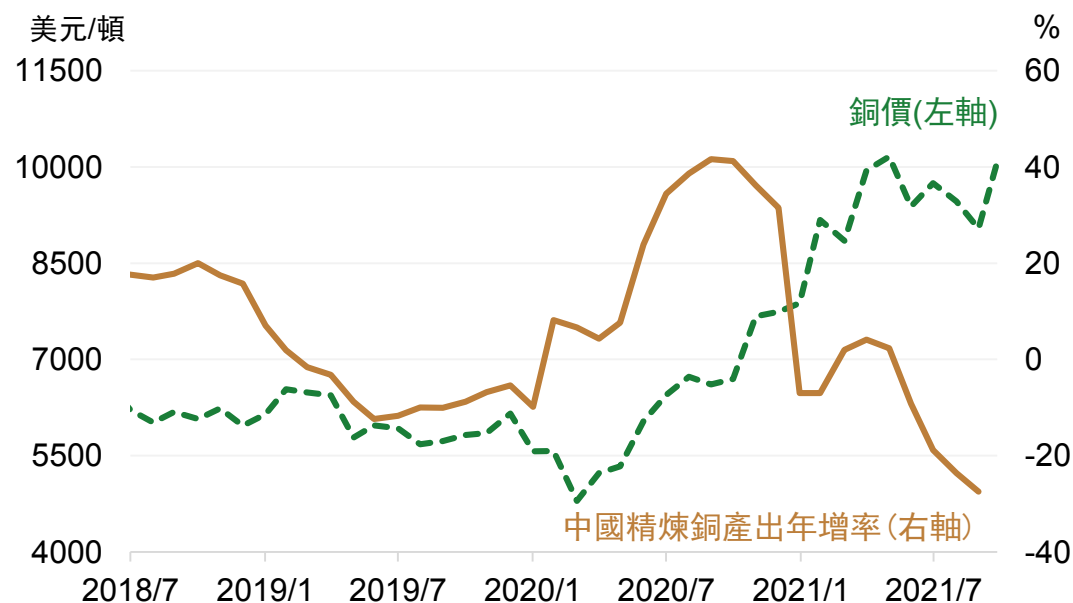
資料來源：Bloomberg。

金屬/黃金 能耗雙控推升銅價，實質利率低盤短期有利黃金

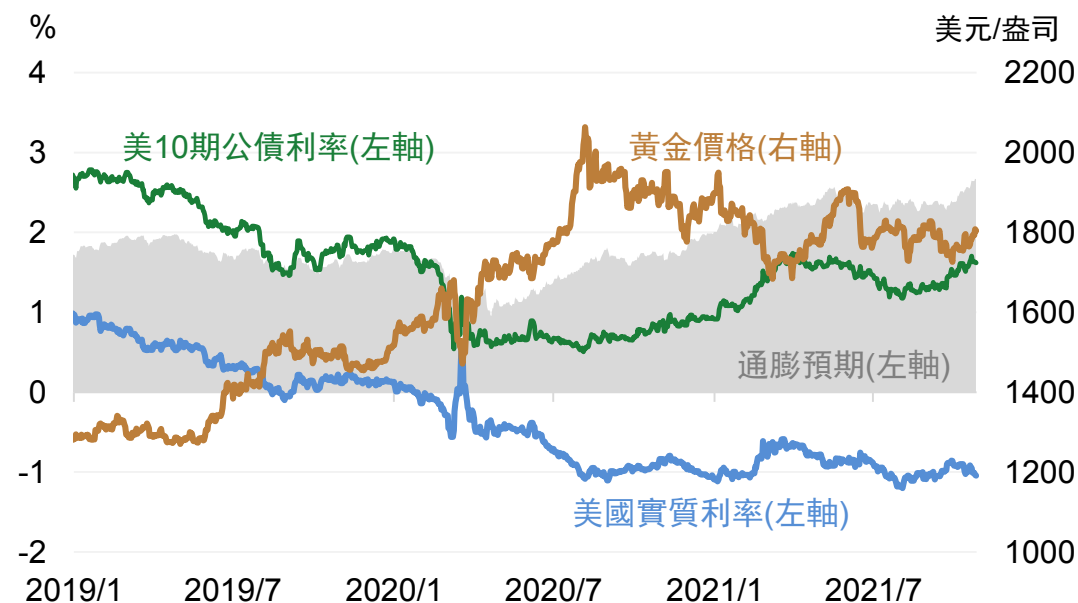
中國能耗雙控限電、停工措施，對銅礦加工業構成拖累，中國精煉銅產出持續創低。全球銅礦庫存處於近年低點，對銅價形成支撐，預期短期內銅價仍將維持高位偏強表現。但中國政府打房、房市萎縮，鐵礦砂價格持續低盤，出現各類金屬價格表現分歧，整體維持高盤表現。整體金屬價格要突破今年6月時高點不易，未來需待電動車、綠能等需求更強，方能為礦價增添動能。

通膨預期升溫，美國10年期公債利率因景氣放緩疑慮受抑，美國實質利率維持-1%左右的偏低水位，對金價壓力減輕。預期通膨偏強為暫時性，美國貨幣往正常化方向行進，未來實質利率仍有上彈可能，金價明年2Q後較明顯壓力。

中國能耗雙控使精煉銅產出受抑，進一步推升銅價



通膨偏高、實質利率低盤，短期有利金價

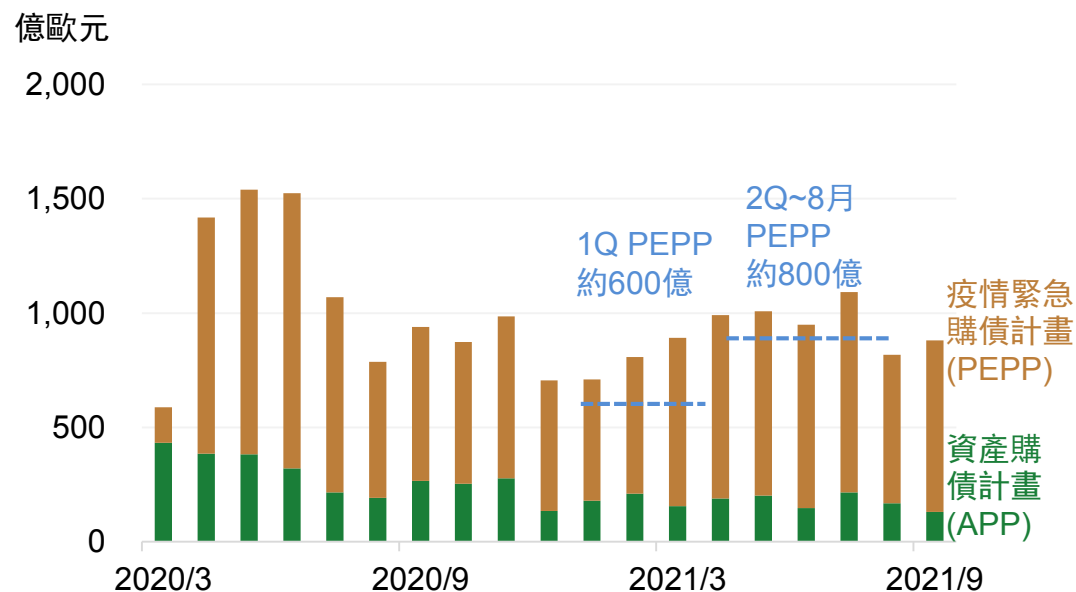


匯市 歐洲央行會議維持政策不變；日本疫情改善，可購匯以備旅日所需

儘管歐元區通膨壓力升溫，但歐洲央行(ECB)官員仍偏鴿派寬鬆。會議重點包括：1)維持利率不變；2)疫情緊急購債計畫(PEPP)方面，目前購買速度已開始放緩，ECB持續購債“至少到2022年3月底”，總額1.85兆歐元不變。

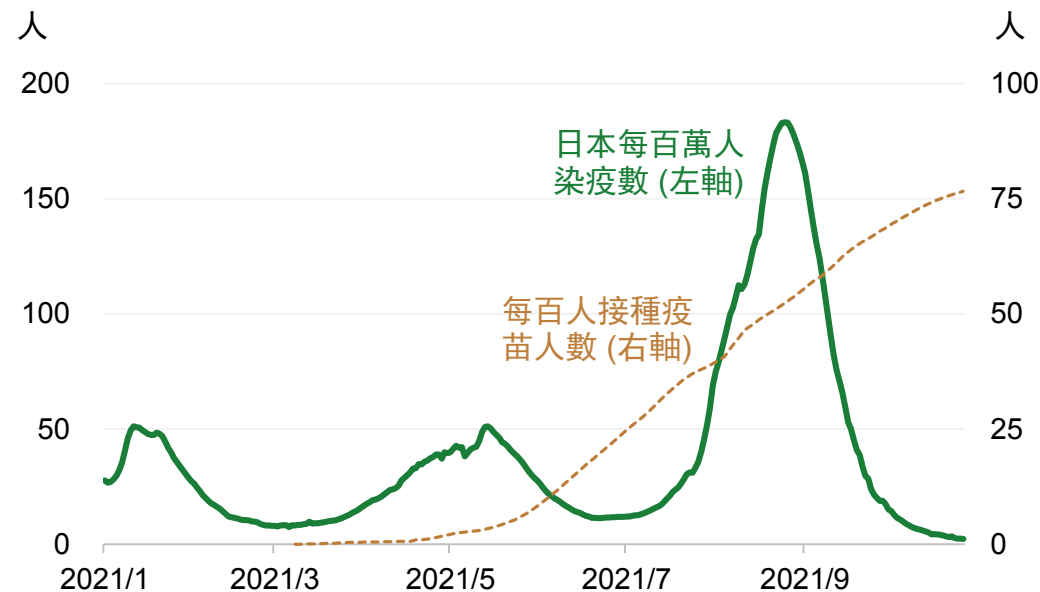
台幣兌日幣：日本疫情在自民黨總裁大選後迅速改善，疫苗接種普及程度也持續拉高，可預見在2022年日本旅遊應該回復正常。因此，不妨可利用台幣兌日幣匯價升至2015年的高位之際，**可購買日幣以備來年旅日所需**。

歐洲央行購債速度已略有放緩



資料來源：Bloomberg。

日本疫情持續改善，疫苗接種比例持續拉高



資料來源：Our World in Data。

November 2021

1 Monday	2 Tuesday	3 Wednesday	4 Thursday	5 Friday
南韓進出口 歐日製造業PMI 美國ISM製造業指數 財新中國製造業PMI		英國房價 美國工廠訂單 ADP就業變動 歐元區服務業PMI MBA貸款申請指數	FOMC利率會議 英國央行利率會議	台灣CPI 美國非農業就業

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