



國泰世華銀行
Cathay United Bank

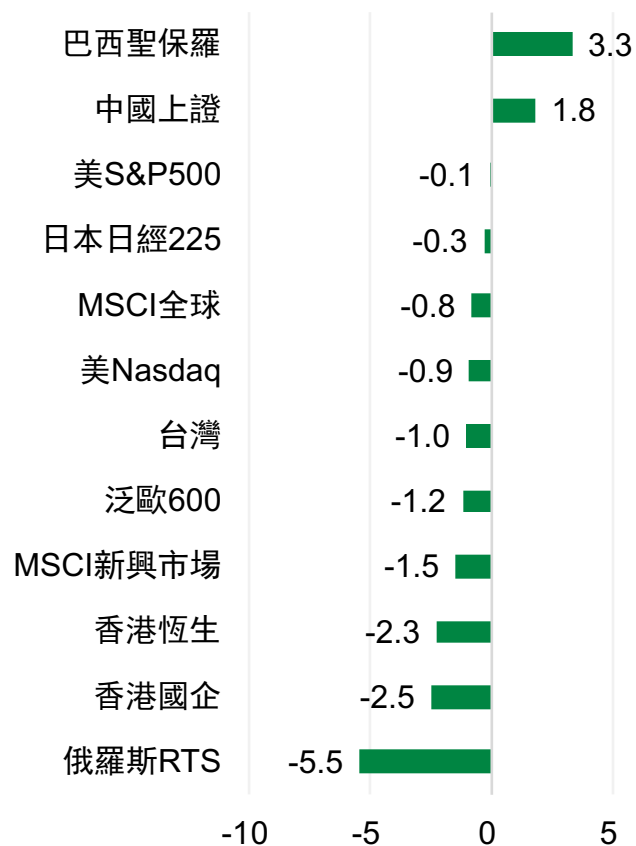
2021年11月26日

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

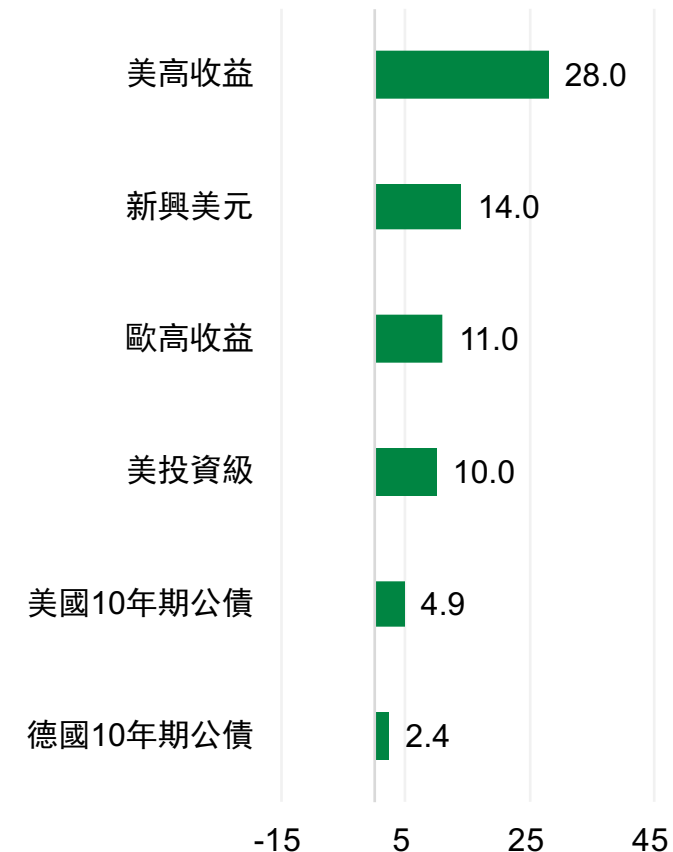
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/11/18- 2021/11/25。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨及升息預期走升，帶動雙率偏升

通膨持續加壓，10月核心PCE通膨創近30年新高，加上近期Fed官員談話及11月FOMC會議記錄皆偏鷹，帶動雙率偏升。

► 美股基本面仍強，但漲勢或將收斂

美國3Q企業財報近尾聲，優於預期的比例高達82%，高於5年平均值75%，顯示企業體質良好。然，預估企業獲利隨基期墊高，未來增速放緩下，股市漲勢也將收斂。

► 中國經濟壓力顯重，人行透露寬鬆跡象

中國人民銀行發布3Q貨幣政策執行報告，指出貨幣政策重心將逐步從調結構轉向穩增長，針對綠能、環保與中小企業等的寬鬆力度將加強。研判年底前指數仍偏震盪，布局可趁信貸脈衝數據築底後分批布建。

股市

市場資金豐沛下，使股市持續受到投資者青睞。不過面對利率偏升、高通膨及工資上升的環境，布局上側重獲利穩定成長的標的，採拉回分批布建，切勿追高殺低。

債市

企業獲利展望穩健，有助利差維持平穩，信用債殖利率受到公債利率走高帶動下，吸引力漸增，有息收需求者，利率可逢高分批布建。

匯市

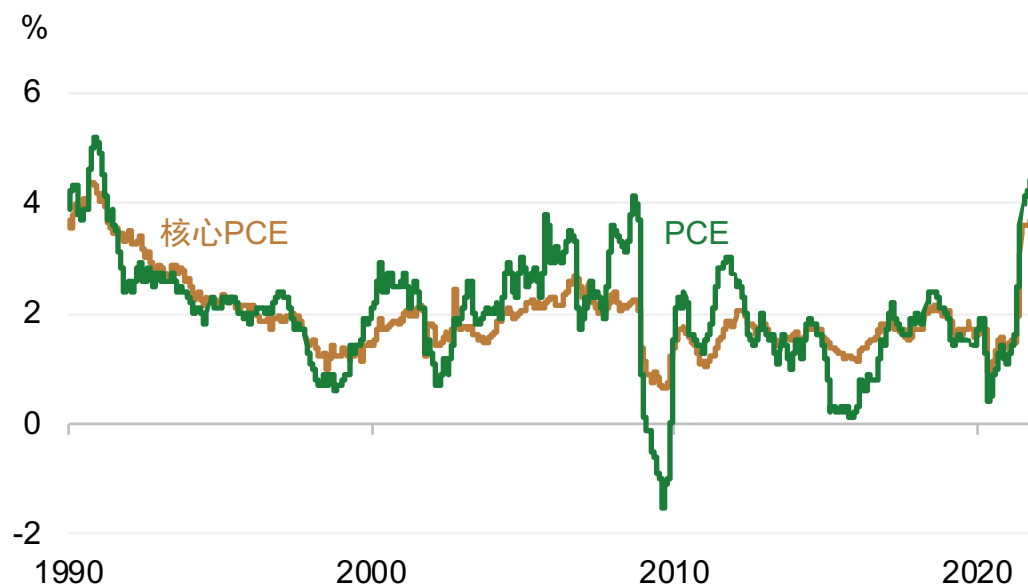
拜登正式提名Powell連任下屆聯準會主席，市場偏鷹看待其貨幣政策走向，而歐、日政策步伐落後未變之下，長線美元指數偏升格局亦未變。另，年底電子旺季與年初春節效應，人民幣延續偏強震盪態勢。

通膨及升息預期走升，帶動美元及美債殖利率偏升走勢

10月核心PCE通膨為4.1%創近30年新高，含食品及能源的PCE通膨則高達5%，而今年感恩節美國民眾最有感的，可能是今年的感恩節大餐價格，美國農業事務聯合會統計火雞大餐較去年漲幅達14%之多，其中火雞價格年漲幅更是達到24%。

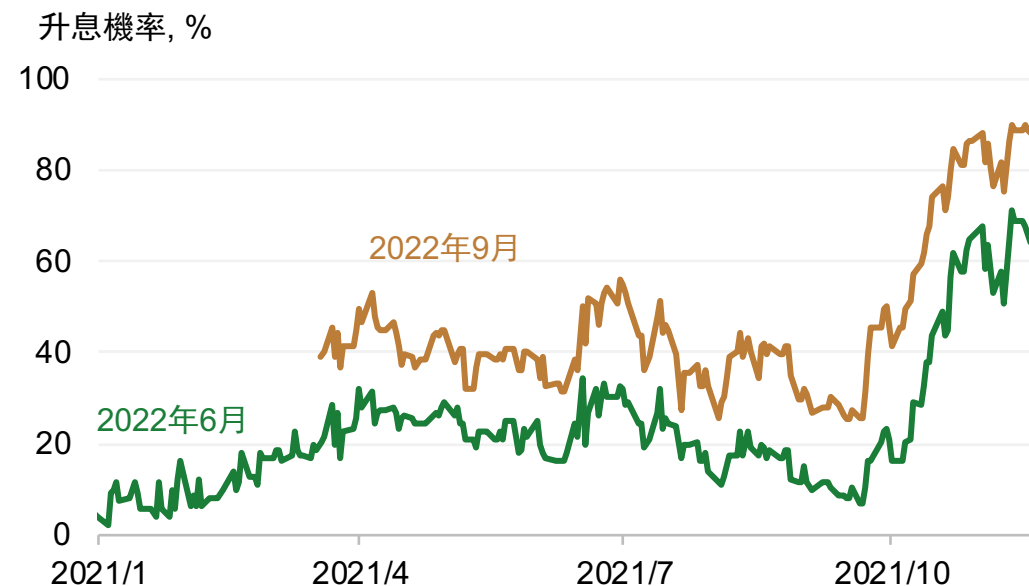
面對持續攀升的物價壓力，近期Fed官員談話及24日公布的FOMC會議紀錄指出，有愈來愈多Fed官員表示如果通膨居高不下，將對加速Taper或加速升息保持開放態度。另，Fed主席Powell於22日在獲得總統拜登提名連任後發表談話，表示“了解通膨對家庭的傷害...將使用工具來支持經濟和勞動力市場，並防止通膨上升的趨勢更為強勁。” **Fed似乎開始轉鷹的跡象，帶動升息預期走升。綜合上述，通膨及升息預期走升，預計亦將帶動美債利率重回緩升步調之外，亦支持美元偏升走勢。**

PCE數據加壓，攀升至近30年高點



資料來源：Bloomberg。

升息預期持續走升



資料來源：CME。

企業獲利增速放緩, 研判股市漲勢將收斂

近期美國經濟數據表現佳, 帶動驚奇指數由今年9月中的低點反轉向上, 支持股市樂觀情緒。且美國3Q企業財報近尾聲, 已有95%公司公布獲利狀況, 整體而言, 較去年同期成長39%, 為2010年以來第3高的增速水平, 且優於預期的比例高達82%, 高於5年平均値75%, 顯示企業體質良好。

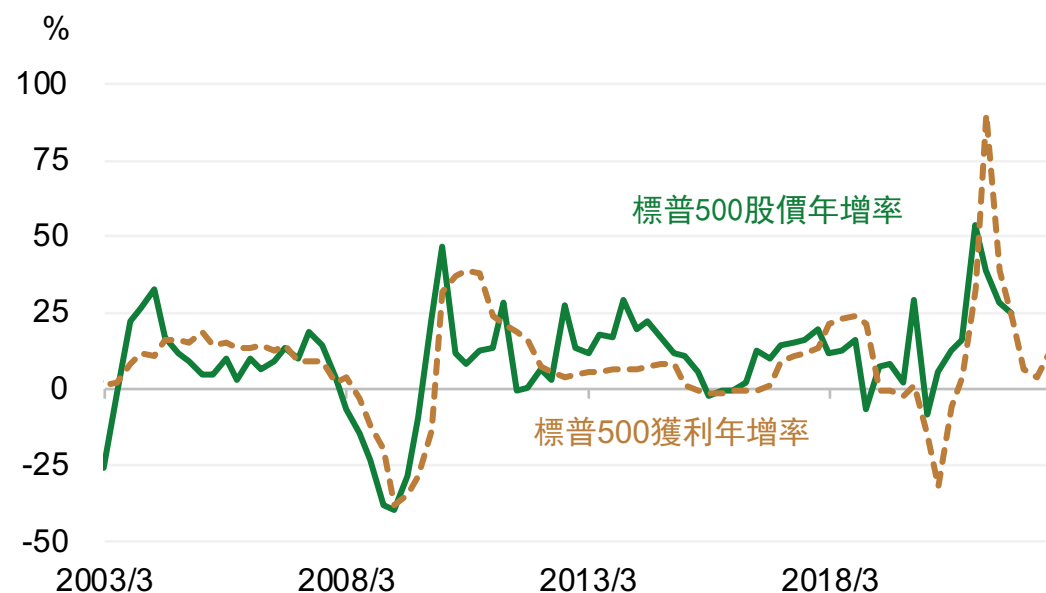
展望未來, 1)利率偏升及通膨的環境, 2)工資上漲壓力, 2)企業獲利隨基期墊高及補庫存力道趨緩, 未來增速將明顯放緩。預估將使市場波動加大, 股市漲勢也將收斂。操作上, 選擇獲利穩定成長、低勞工成本佔比、高毛利的標的, 拉回分批布局, 切勿追高殺低。

驚奇指數反轉, 支持近期股市樂觀情緒



資料來源: Bloomberg。

企業獲利增長高峰已過, 股市漲幅也將收斂



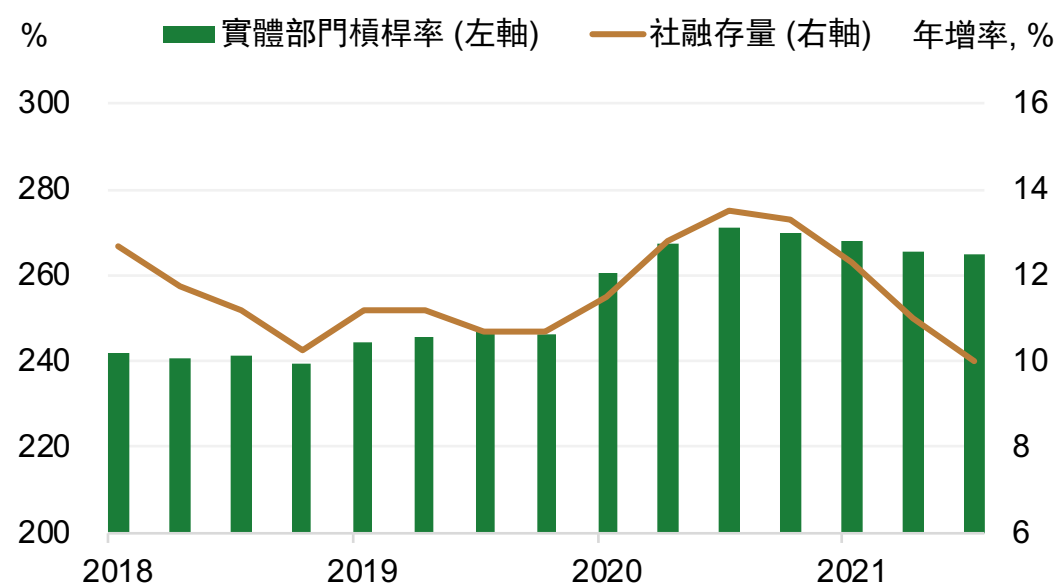
資料來源: Bloomberg, Factset。

中國人民銀行口吻偏鴿，股市可待社融築底後分批布建

中國人民銀行於11/19發布3Q貨幣政策執行報告，與上季相比可見多處顯著不同：1) 刪除“穩中向好”，將注意力轉向對經濟走弱的壓力。2) PPI短期仍將維持高位。3) 不提及“貨幣總閘門”，著墨於“增強信貸總量增長的穩定性”與“以我為主”。總結來說，**中國經濟壓力顯重，政策重心將逐步從調結構轉向穩增長，針對綠能、中小企業等結構面的寬鬆力度將加強，實體部門槓桿允許適度增加，拉抬社融增速向上。**

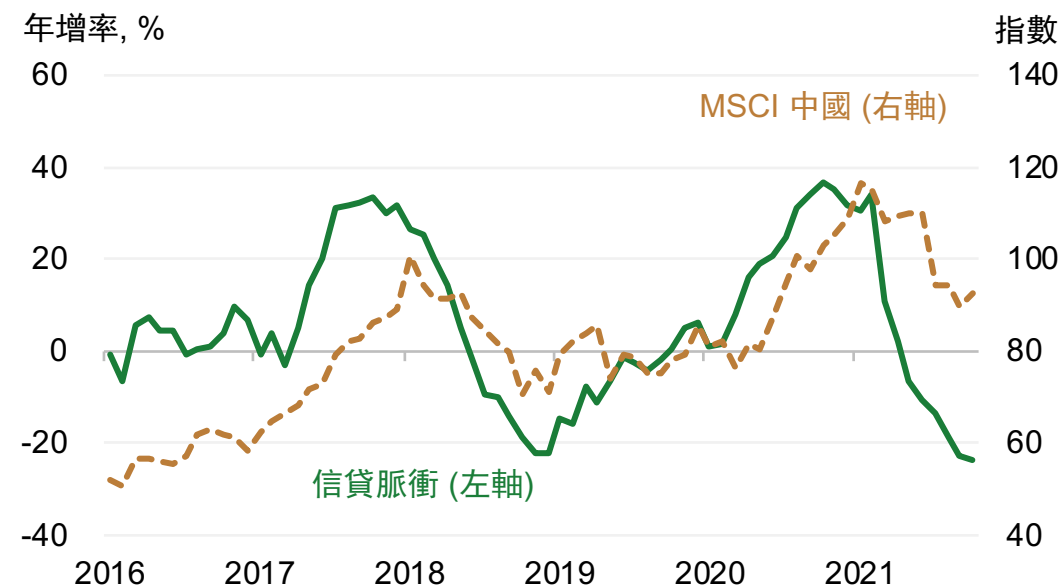
投資策略方面，中國景氣處於下行階段，需求不振影響企業獲利表現，4Q財報數字恐不樂觀。然，政策面穩增長的共識逐漸凝聚，貨幣與財政政策有望在明年1Q同步施力，**研判年底前指數仍偏震盪，佈局可趁明年1Q社融及信貸脈衝數據回升時分批布建。**

穩增長背景下，實體部門槓桿預期適度提升



資料來源：Wind, 國泰世華銀行投研團隊整理。

信貸脈衝與中國指數走勢



註：信貸脈衝計算方式為過去12個月新增社融/過去4季名目GDP加總，再取年比增速。

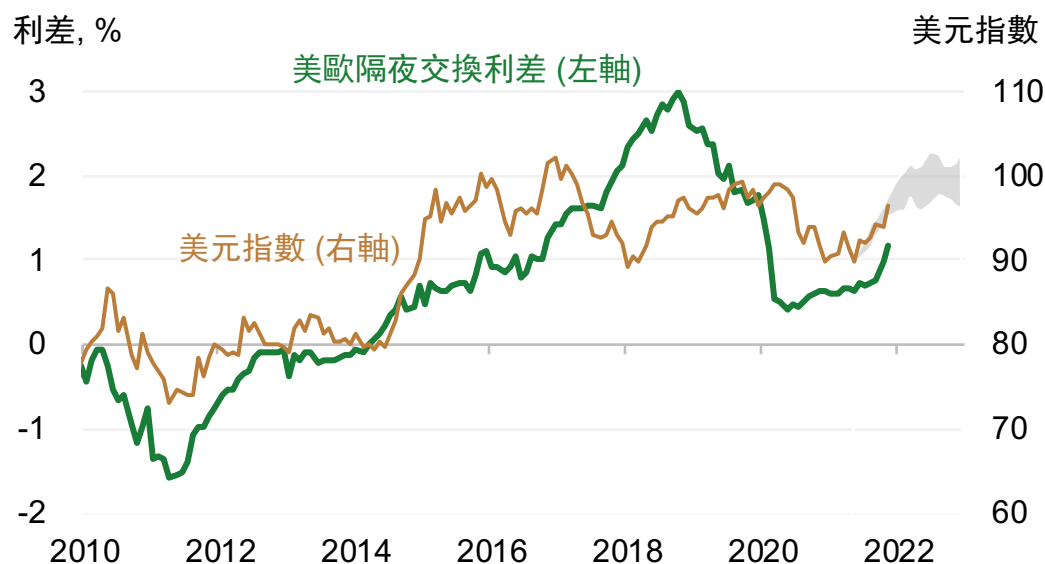
資料來源：Bloomberg, Wind, 國泰世華銀行投研團隊整理。

匯市 美歐升息預期差異支撐美元偏升格局

自11月初公布非農就業以來，美國總體數據表現大致不差，令近期眾Fed官員多發言支持政策趨向緊縮。另一方面，歐洲央行總裁拉加德則反覆重申反對收緊政策，並表示明年不太可能滿足升息的條件。此令美歐升息預期的路徑差異依舊，隨Fed可能在2022年升息2-3碼，美歐短率利差將持續拉開，將使**2022年美元仍維持長線偏升格局**。

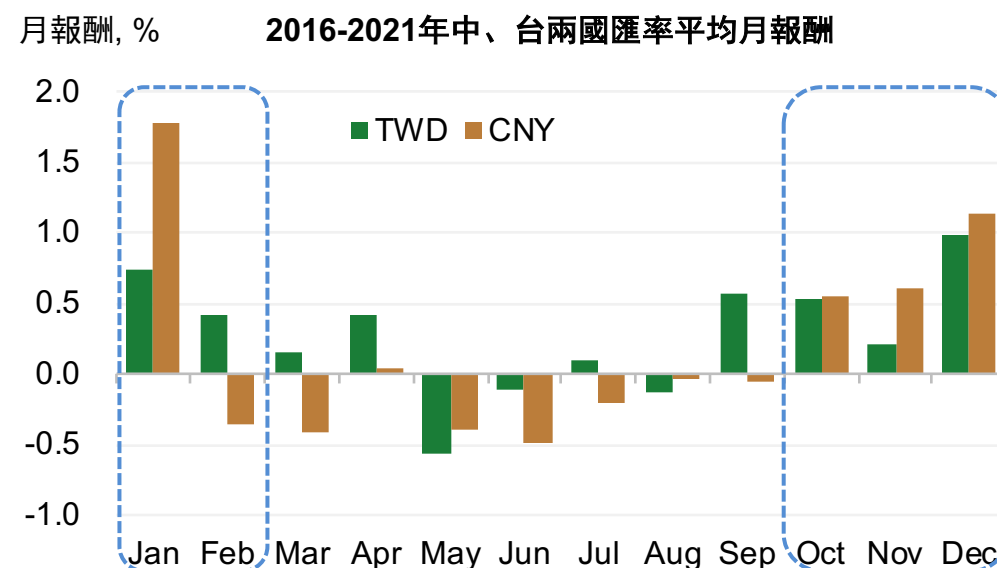
日前台灣央行總裁楊金龍表示，“台灣升息對匯市比較會有壓力，台幣升值將造成更多資金湧入房地產”，此言論雖在網路上沸沸揚揚。惟援引過往經驗顯示，出口商在年底電子旺季與年初春節效應下將使拋匯力道加強，這也顯示楊金龍總裁對升息添加升值壓力的擔憂確有所本。

美、歐升息路徑差異持續，支持美元續強



註：以2021/5為起點，依1998、2004、2010、2018年美元升值循環，陰影為高低區間。
資料來源：Bloomberg。

農曆春節前出口商拋匯應有助人民幣偏強



註：資料截至2021/10。
資料來源：Bloomberg。

台股 外銷訂單成長放緩，聚焦科技成長趨勢

台灣10月外銷訂單連20紅，金額591億美元創歷年同月新高，年增14.6%，不過未再打破9月的629億美元紀錄。調查廠商對11月接單金額動向指數為50，預估11月外銷訂單可能與10月持平，在基期墊高下，年增率將降至2.1~4.7%，成長趨勢放緩，台股上檔空間將受到壓抑。預計明年1Q基期因素淡化，外銷訂單年增率可望觸底反彈。

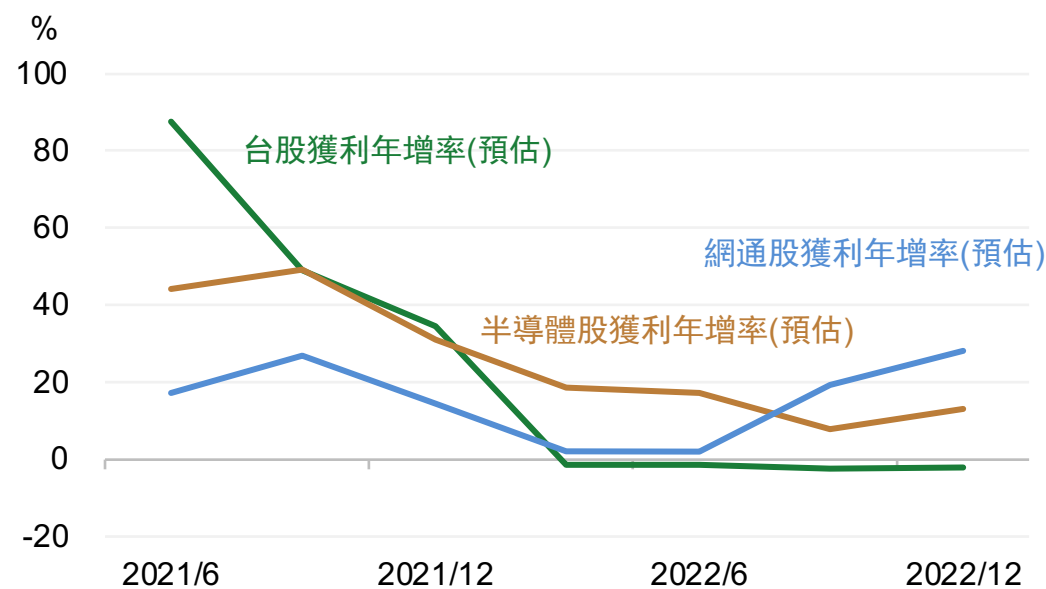
半導體缺貨狀況未解，其中又以車用、網通晶片缺貨情形較明顯，今年汽車出貨量大減，網通廠商也因出貨不順及運輸成本大增而衝擊獲利，**展望2022年，晶片缺貨可望緩解，加上高速運算、AI、電動車等需求帶動下，有利半導體維持成長；此外，網通類股也可望受惠遞延需求、Wi-Fi 6規格躍居主流，以及低軌道衛星等成長趨勢，帶動獲利成長。**

台灣外銷訂單成長趨緩



資料來源：Bloomberg。

半導體、網通類股成長趨勢優於大盤



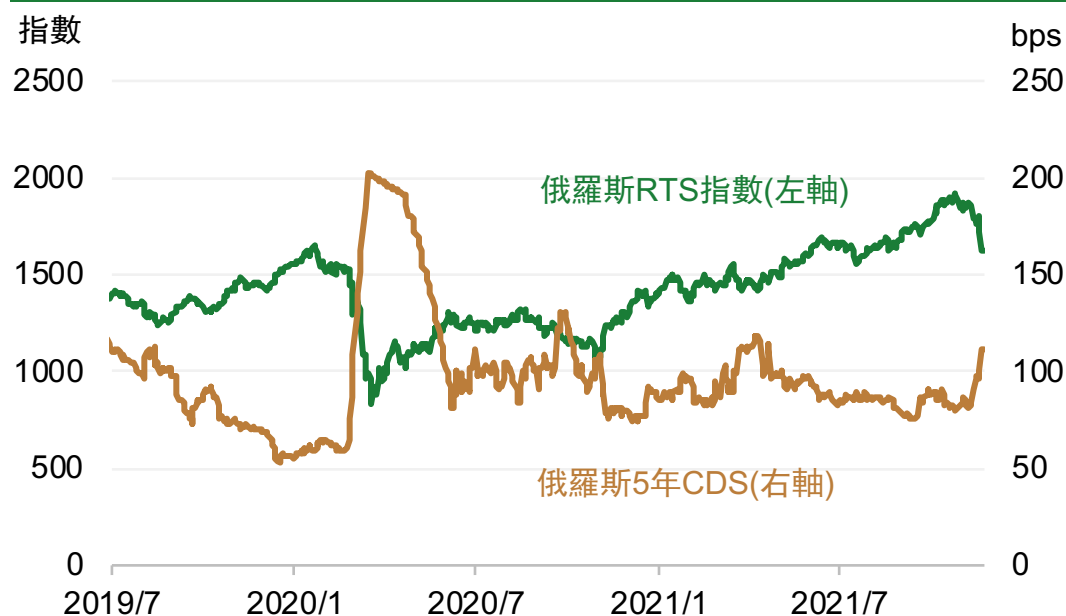
資料來源：Bloomberg。

俄股 地緣政治、北溪2號卡關, 油價與疫情使短期俄股走弱

俄股近月走弱, 主要反映 1)近期俄羅斯在烏克蘭邊境大規模舉行軍演, 地緣政治風險升溫, 歐美國家擔憂2014年俄侵占克里米亞事件重演。2) 德俄天然氣管線-北溪2號雖已於9月完工, 但德國欲俄羅斯國營天然氣公司(Gazprom)子公司在德當地註冊, 預期完成程序將歷時4個月。3)油價高檔回落。4)俄國疫情未見和緩。綜合上述因素, **俄股自高點向下修正、盧布回貶, 5年期CDS近週上揚。**

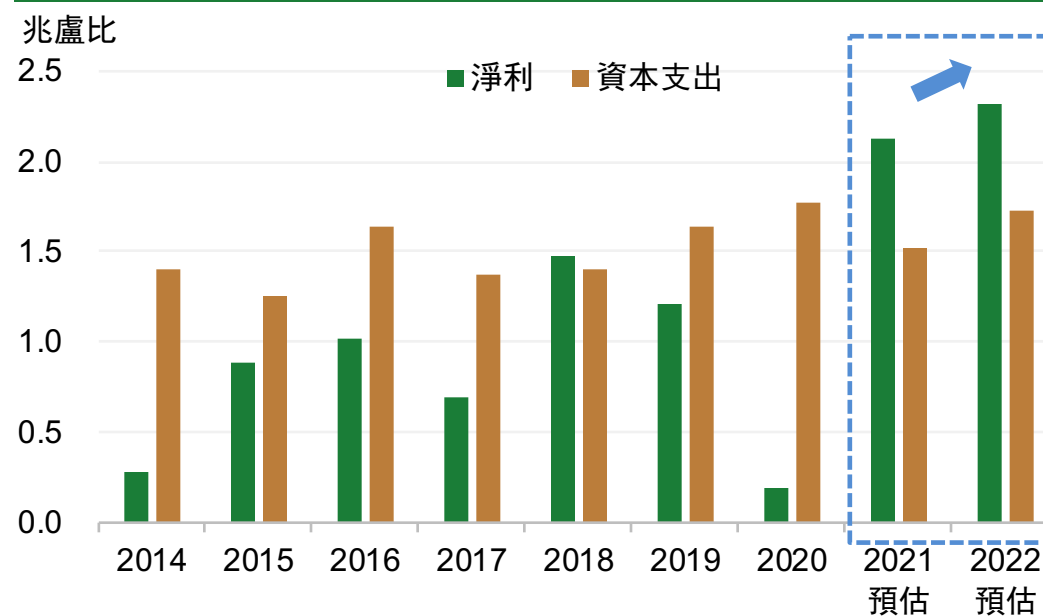
目前歐洲天然氣嚴重供不應求, 主要權值股俄羅斯天然氣公司在歐洲的天然氣庫存, 遠低於過去平均水準。預期美國對北溪2號的開通阻撓, 與烏克蘭欲提高天然氣管線過路費等議題屬於短期干擾, **Gazprom持續增加資本支出、預估未來獲利成長, 加上俄國經濟緩步復甦, 預期俄股近日因地緣政治修正後仍可向上。**

俄羅斯股價近月下跌, CDS上揚



資料來源: Bloomberg。

俄天然氣公司(Gazprom)估獲利趨勢向上



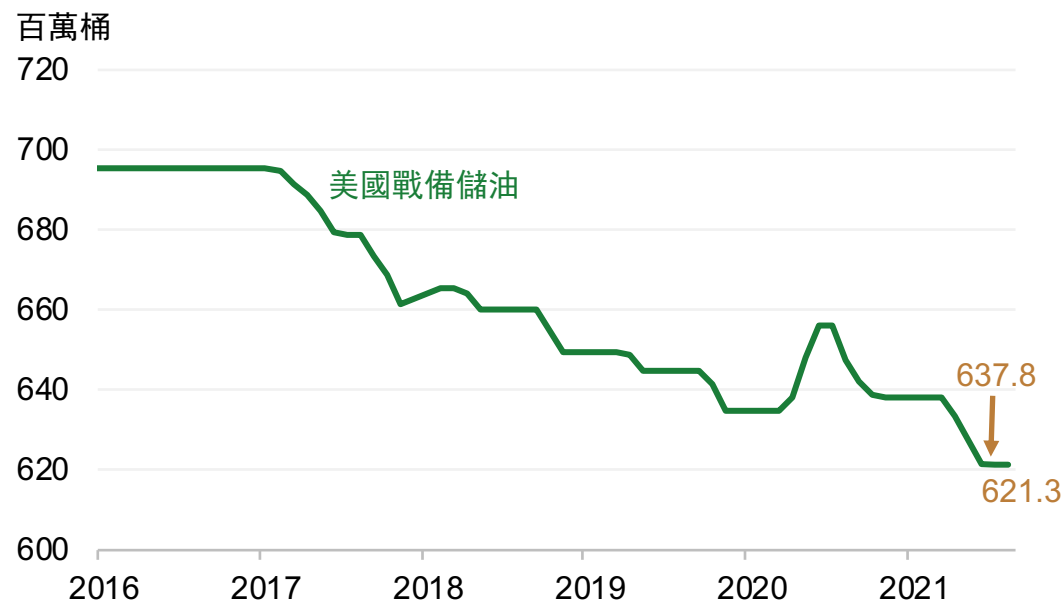
資料來源: Bloomberg。

能源 歐洲疫情復燃侷限漲幅

美國宣布將從目前超過6億桶的戰備儲油(SPR)中，釋出約5000萬桶儲油，以緩和國內油價上漲造成的通膨壓力，中、印、韓和英國將同步跟進。觀察今年以來，美國已陸續釋出約1600萬桶儲油，並未有效阻止油價上漲，加上本次5000萬桶中，約有3200萬桶將在未來幾個月採取交換機制(即須在1-3年內補回)，預估對油價影響有限。此外，此舉動搖OPEC對油市影響力，後續觀察OPEC+於12/2會議上是否調整原訂的日增產量額，添近期油價波動。

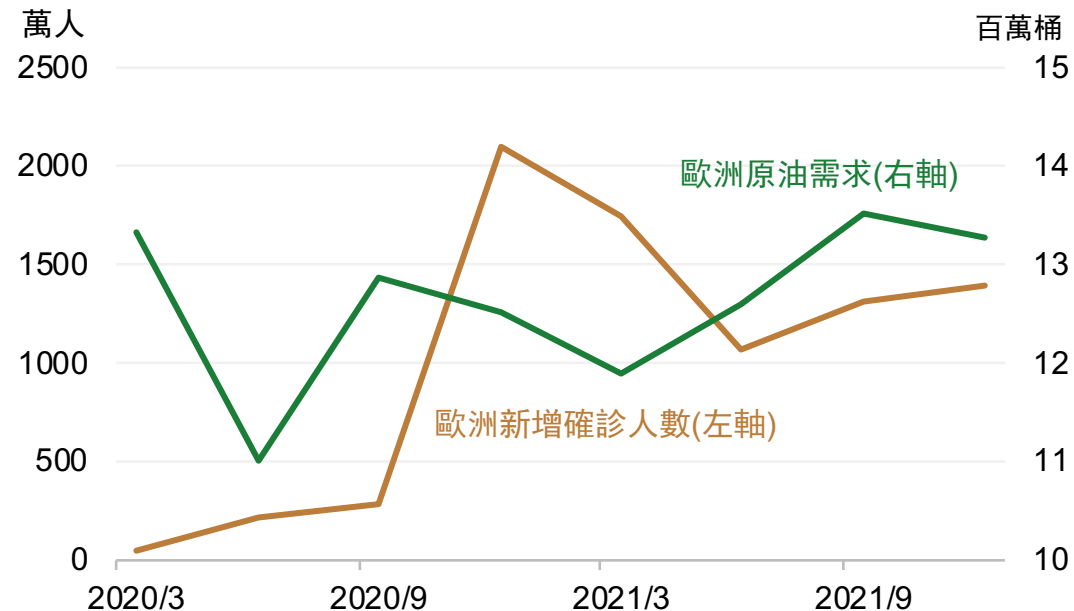
歐洲疫情惡化，奧地利率先封城、德國不排除跟進，亞洲韓國11月中旬新增確診案例創去年疫情爆發來最高。冬季疫情復燃與用油需求旺季拉鋸，侷限油價上漲空間，預期西德州油價年底前仍偏區間盤整。

美國戰備儲油(SPR)今年已大幅下降



資料來源：Bloomberg。

COVID新增確診人數上升，侷限用油量



資料來源：IEA預估, Bloomberg。

信用債 基本面穩定的低違約率環境，掌握殖利率緩升的息收報酬

近月投資級債券利差微揚，主要反應年底債券新發行量較大，來自低利率環境及疫後企業資金需求增加。美10年債利率偏升也拉動投資級債券殖利率達今年新高2.4%。景氣溫和成長、通膨增溫，預期企業獲利穩健將有助於利差維持平穩，可趁利率偏升階段逢高佈局，著重息收報酬為主。

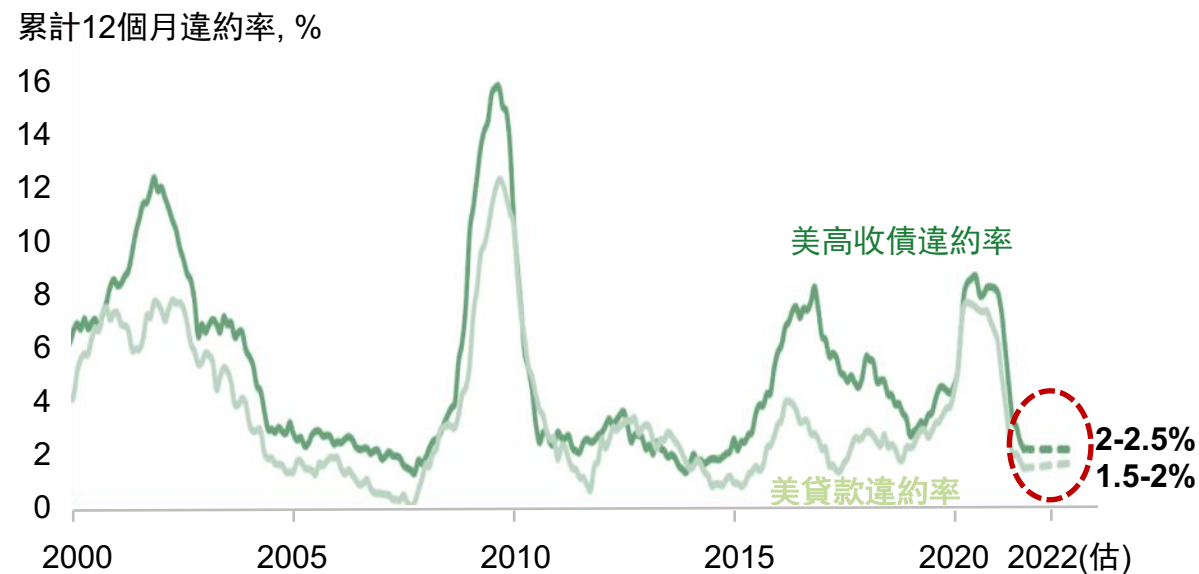
企業獲利良好、油價高位，股市動能仍在，獲利增強信用基本面，違約狀況持續改善，Moody's預期未來一年高收債違約率維持2-2.5%低位，明顯低於過去歷史平均4.2%。美國高收債指數權重景氣循環產業近9成，股市連動性高又相較抗跌，低存續期更有利於控管利率上揚風險。考量利差縮窄空間有限，預期信用債整體以息收報酬率為主。

美債利率緩升，拉動信用債殖利率偏高



資料來源：Bloomberg。

景氣溫和成長，信貸預期維持低違約率



資料來源：Moody's, Bloomberg。

November 2021

29

Monday

美國達拉斯製造業展望
歐元區消費者信心
歐元區經濟信心
德國 CPI
日本零售銷售
英國全球房價

30

Tuesday

美國芝加哥採購經理人指數
美國FHFA房價
中國製造業PMI
德國失業人口變動
日本工業生產
日本失業率
歐元區CPI

1

Wednesday

美國ADP就業
美國製造業PMI
歐元區製造業PMI
中國製造業PMI
台灣製造業PMI
日本製造業PMI
中國財新製造業PMI

2

Thursday

美國初領失業金人數
歐元區失業率
德國零售銷售
韓國GDP
韓國CPI
俄國CPI

3

Friday

美國非農就業人口變化
美國失業率
美國工廠訂單
美國服務業PMI
美國耐久財訂單
歐元區服務業PMI
中國財新服務業PMI

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