



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

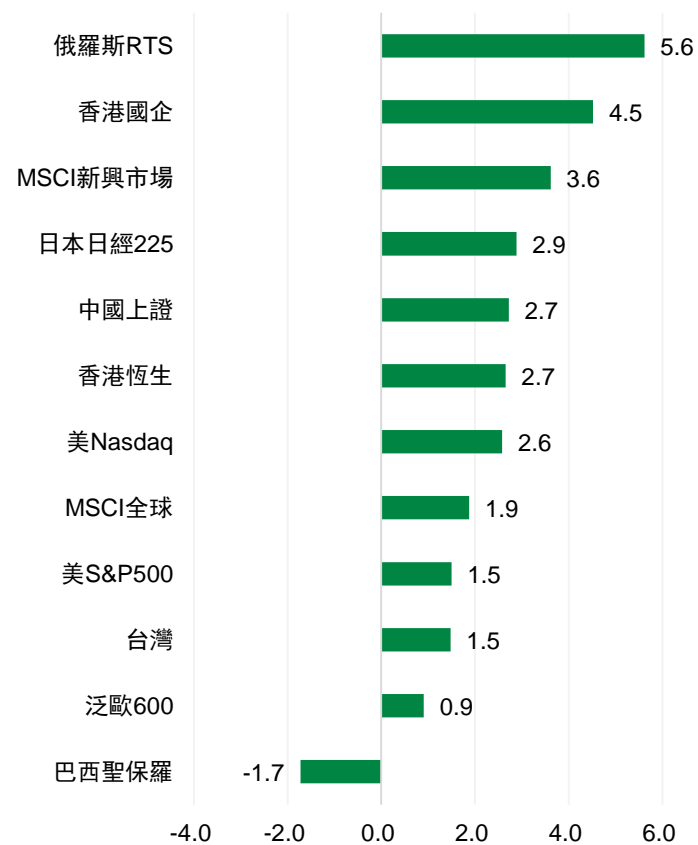
2021年9月3日

# 投資研究週報

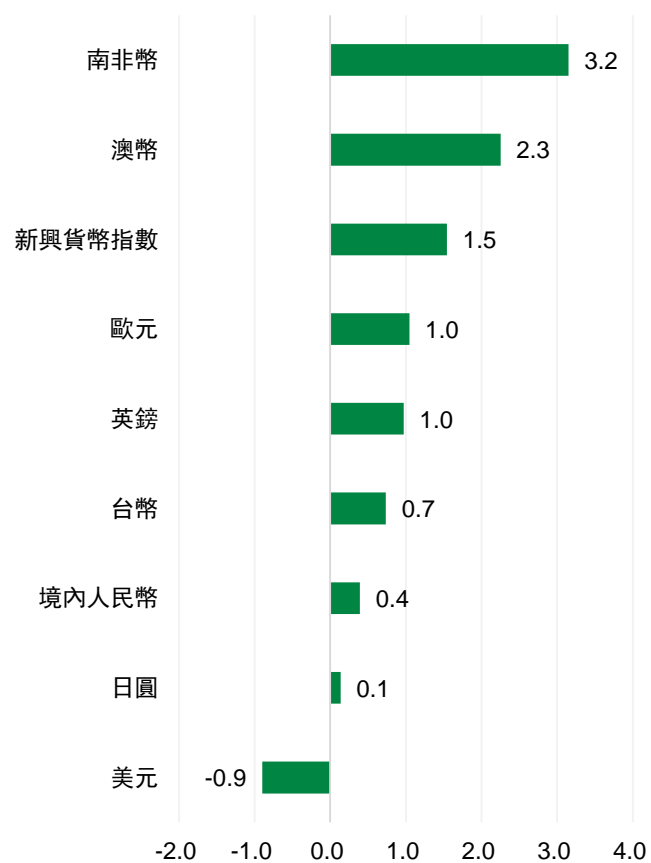
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

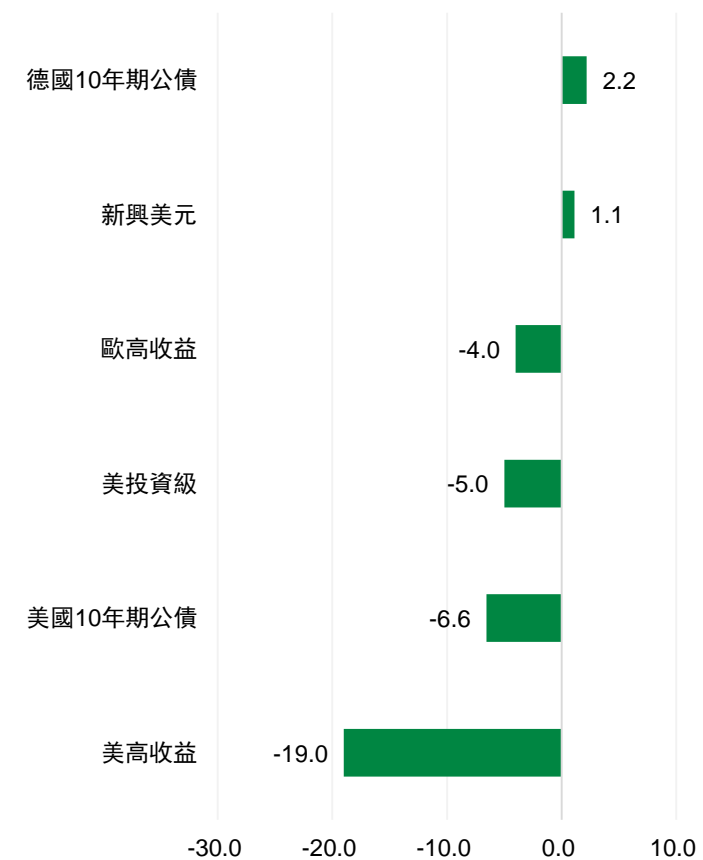
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：更新至2021/9/2。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 美歐景氣及貨幣政策換檔，股市漲勢漸緩

美歐景氣及貨幣政策進入換檔期，經濟由激情回歸緩漲，料將使股市波動加大。然，目前製造業PMI仍處高位，有助支撐企業獲利及股市表現。

## ► 半導體產業前景佳，晶圓廠成戰略投資

新冠疫情加速全球數位轉型，也對產業鏈造成破壞，使得晶片需求暴增。半導體景氣持續火熱，展望2022年供需仍吃緊下，各國為確保晶片供應自主，紛紛提出大規模半導體投資計畫，設備商亦可望受惠。

## ► 中國經濟持續下行，股市保守看待

中國製造業PMI持續走弱，新訂單與新出口訂單雙雙跌落至榮枯線下方，顯示中國內外需求偏弱，預期下半年企業獲利增速偏緩，股市保守看待。

### 股市

美國景氣進入換檔期，然製造業庫存水位偏低，暗示補庫存動能仍存、且市場資金豐沛環境下，將支持股市緩漲，但下半年操作難度漸增，宜拉回後分批布建。

### 債市

經濟增速放緩、聯準會今年將進行縮減購債，中國加大監管力道，資金避險需求壓抑利率短線大幅彈升空間。債券穩收益仍為現金去化、股市抗波動的合適配置。選擇獲利動能、高票息且具信評升等機會的企業債為佳。

### 匯市

近期美國經濟數據面受疫情影響走弱，令美元升勢趨緩；預期ECB貨幣政策緊縮步伐不致超前Fed，使美元長線具支撐。

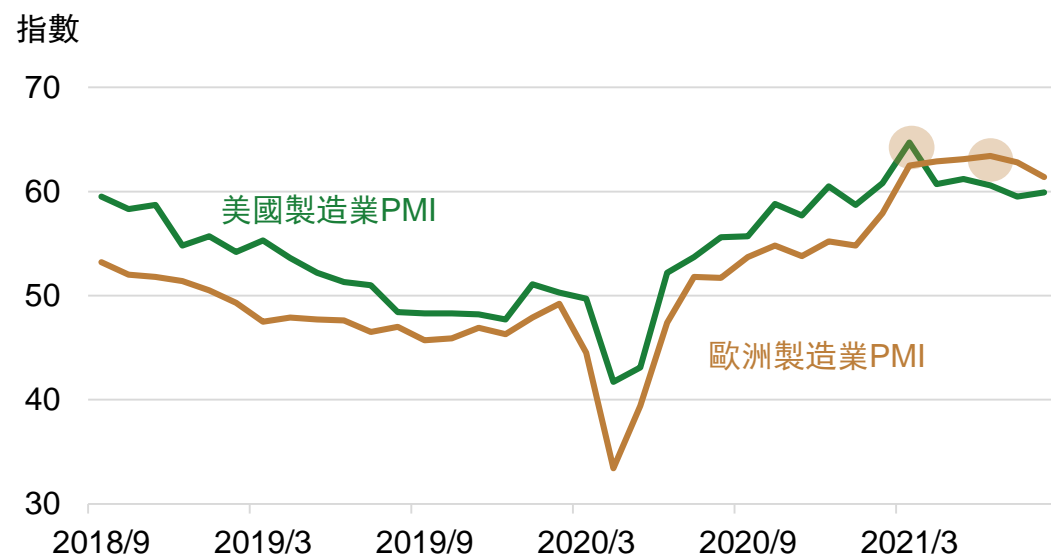




## 貨幣政策漸進式邁入正常化、全球景氣進入轉檔期，下半年市場波動將加大，但仍有緩漲空間

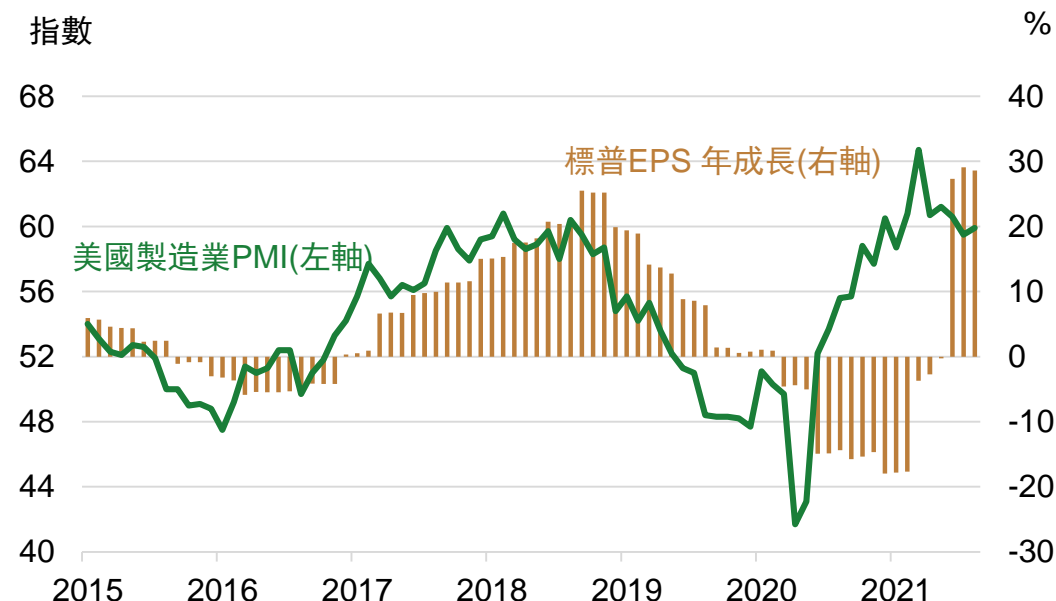
1. **製造業景氣確已見高，但不意味衰退**，而是由「**高速增長趨於正常**」：景氣面，全球製造業PMI由高處回落，顯示由補庫存的超強力道帶動的激情成長行情，轉向緩步增長步調。尤其美股企業獲利持續增長狀態，股價不易出現獲利衰退時的de-rating風險。
2. **Fed為QE縮減做準備，但不意味貨幣政策緊縮**，而是由「**大量放水**」漸趨「**適度寬鬆**」：
3. 目前階段已非矇眼狂漲的行情，因此「**如何挑選標的**」是現階段最必要的課題：兩個方向作為挑選標的的方針，**1)產業而言**，具有「**結構性長線**」優勢，如半導體代工、車用電子，其中車用電子除具備長期增長趨勢外，現階段持續位於缺貨題材中；**2)國家而言**，國家產業重心能與上述產業結合者，其中美國為科技業佼佼者自不在話下，而台灣緊跟美國科技業則是最佳隊友。

### PMI由高處回落，顯示經濟將由激情轉往正常成長



資料來源: Bloomberg。

### 製造業PMI目前高位水準，將持續支撐企業獲利成長



資料來源: Bloomberg。

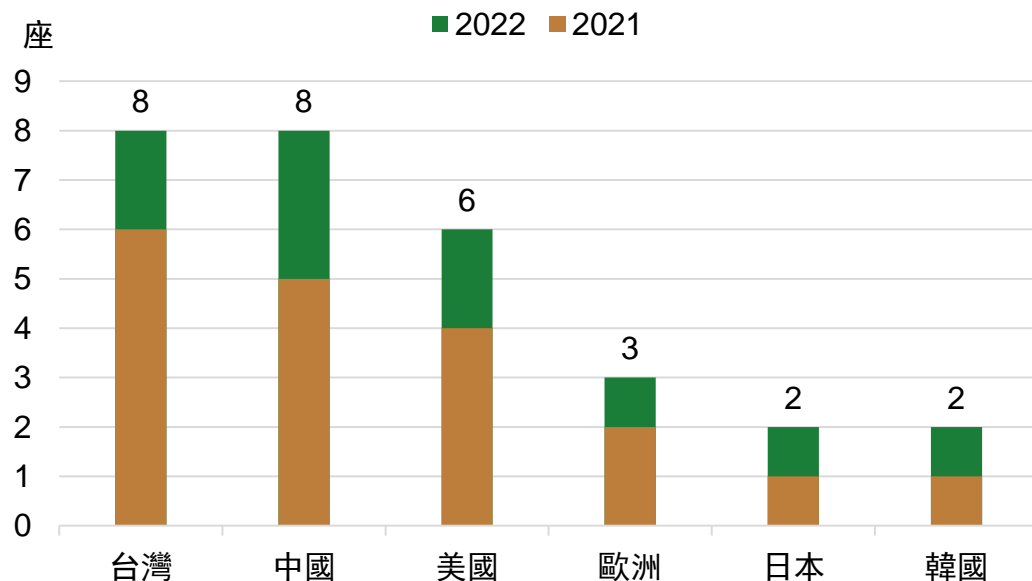
# 產業

## 1)半導體景氣火熱，半導體設備商亦可望受惠；2)車用電子缺貨題材明確

半導體景氣火熱，繼8月25日台積電調高晶圓代工價格後，韓國的三星和Key Foundry也漲價15~20%，預料2022年供需仍吃緊，各國為確保晶片供應自主晶片，紛紛提出大規模半導體投資計劃，7月北美半導體設備出貨金額38.57億美元，連續第7個月創歷史新高，年增49.78%。  
根據SEMI統計，**今明兩年全球新增晶圓廠達29座**，晶圓設備投資金額也將連三年呈現雙位數成長，預估建廠帶來的設備需求及矽晶圓用量續增。

以半導體上下游來看，為因應消費旺季及返校需求，台積電、聯發科、高通均有拉高存貨，**但關鍵零組件缺料問題依舊**，尤其是車用電子，包括英飛凌、德州儀器、瑞薩電子、恩智浦等廠商，庫存水位仍低於一年前水平，預期在5G及電動車推動下，前景仍偏正向。

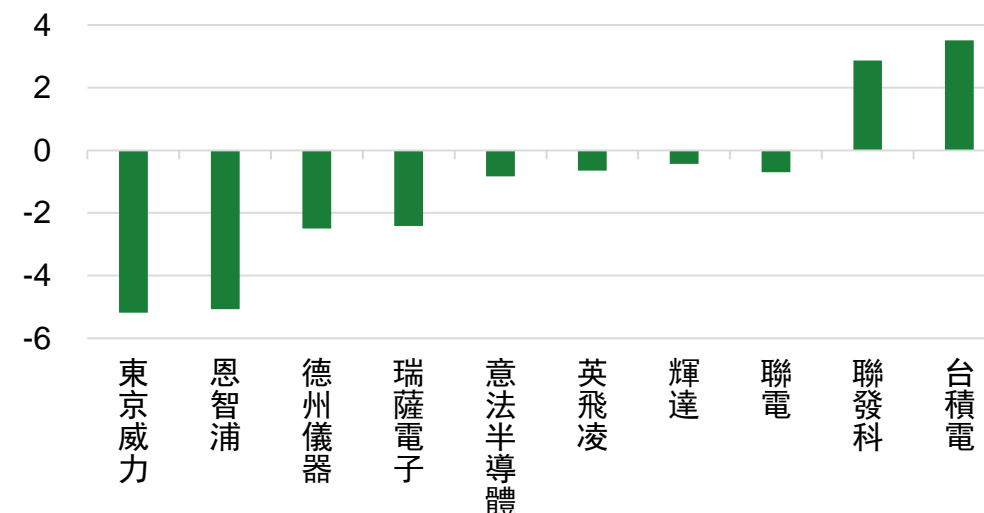
### 今明兩年全球新增晶圓廠達29座



資料來源：SEMI。

### 關鍵零組件的庫存水位仍偏低

庫存/營收比與五年平均差值，%



註：以台積電為例，近年庫存增加98%，從85億美元提高至170億美，但庫存/營收比從5年平均8.2%，提高至目前的11.2%，增加約3.5%。

資料來源：Bloomberg。

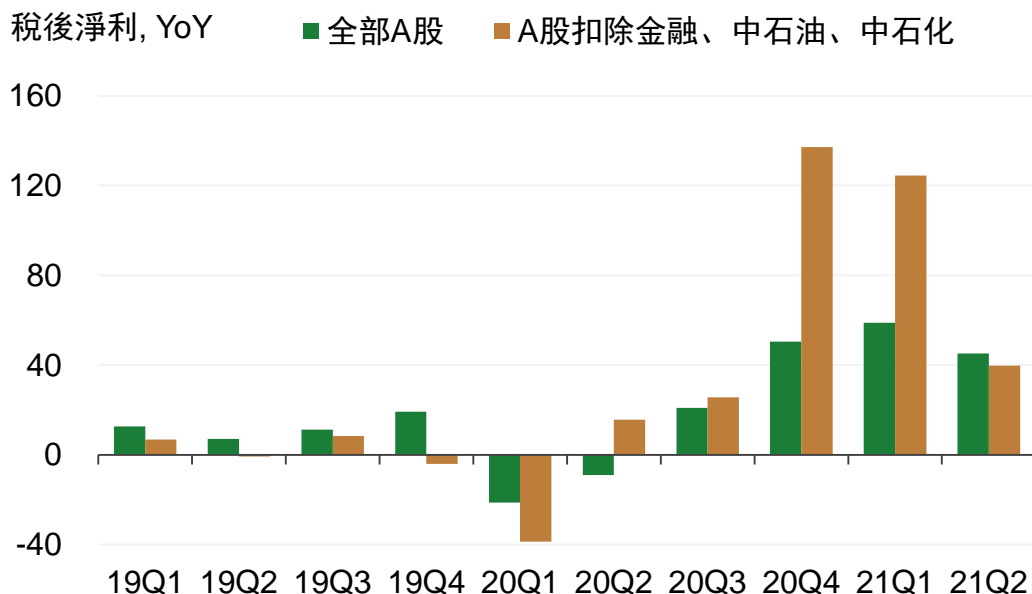
## 中國 如何看待中國呢？A股仍保守看待，雖有望止穩但不意味翻揚，靜待人行政策轉向

A股公司發布半年報，整體成長速度相較1Q放緩，隨經濟表現趨緩，預期下半年企業獲利增速維持下行趨勢。

在疫情與景氣偏弱的环境之下，8月PMI數據進一步下滑。儘管中國防疫已見成效，疫情衝擊可望獲得舒緩，但新訂單與新出口訂單雙雙跌落至榮枯線下方，顯示外需出口降溫、內需同樣受到物價等因素壓抑，4Q將持續壓抑經濟表現。觀察分項中原物料進貨價格與出廠價格，兩者未有明顯下降，且處於較高水位，代表8月份PPI可能同樣處於高位，也對貨幣政策的寬鬆有所制約。

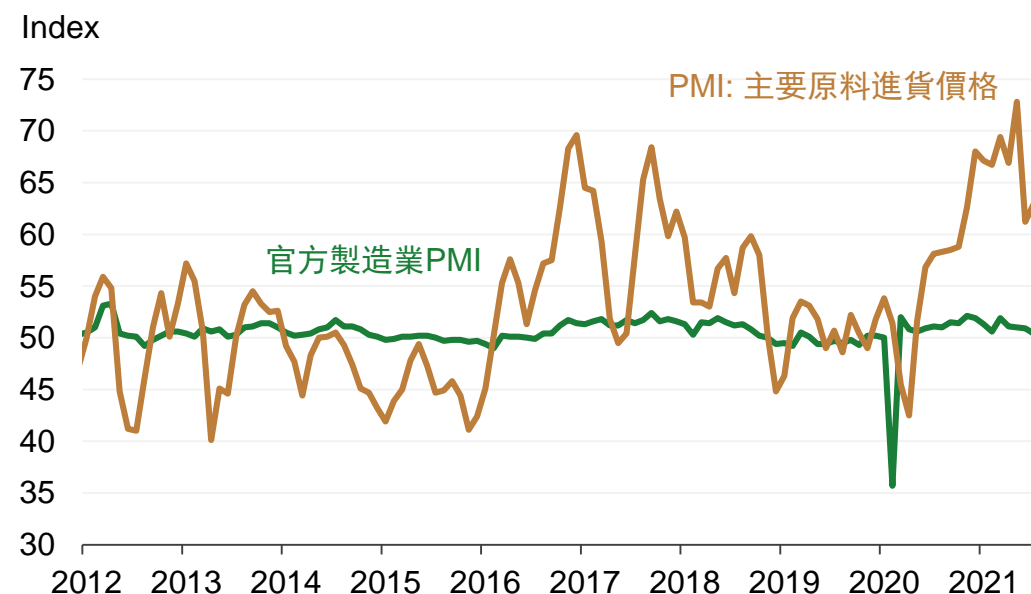
綜合來看，中國經濟表現持續趨緩、監管措施未見停歇，A股仍保守看待。下半年專項債開始加速發行，財政支出有助提供經濟底部支撐，但不意味翻揚。

### 2Q獲利表現已明顯較1Q放緩



資料來源: Wind。

### 物價仍居高位，對貨幣政策有所牽制



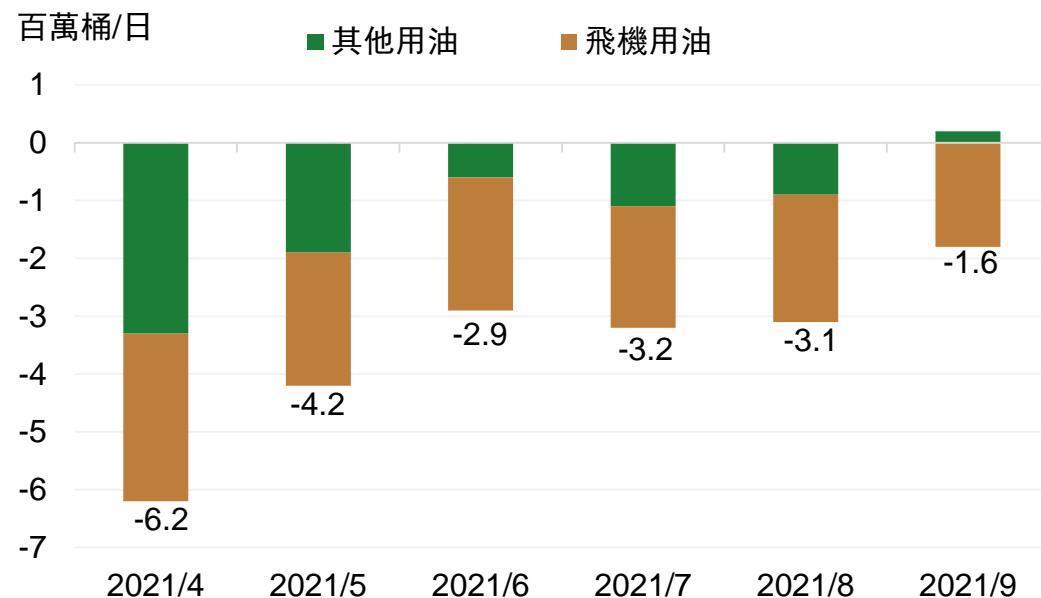
資料來源: Wind。

## 能源 美國颶風與OPEC維持增產，油價震盪高盤

近期影響油價主要兩個因素為 (1) 美國颶風侵襲墨西哥灣，煉油廠被迫關閉，使原油需求減少。(2) OPEC於9月1日舉行部長級會議，維持此前同意的9月開始逐漸增產計畫，每日增產40萬桶規模不變。**預期颶風因素造成的需求減少為短期，對油價影響可控。**

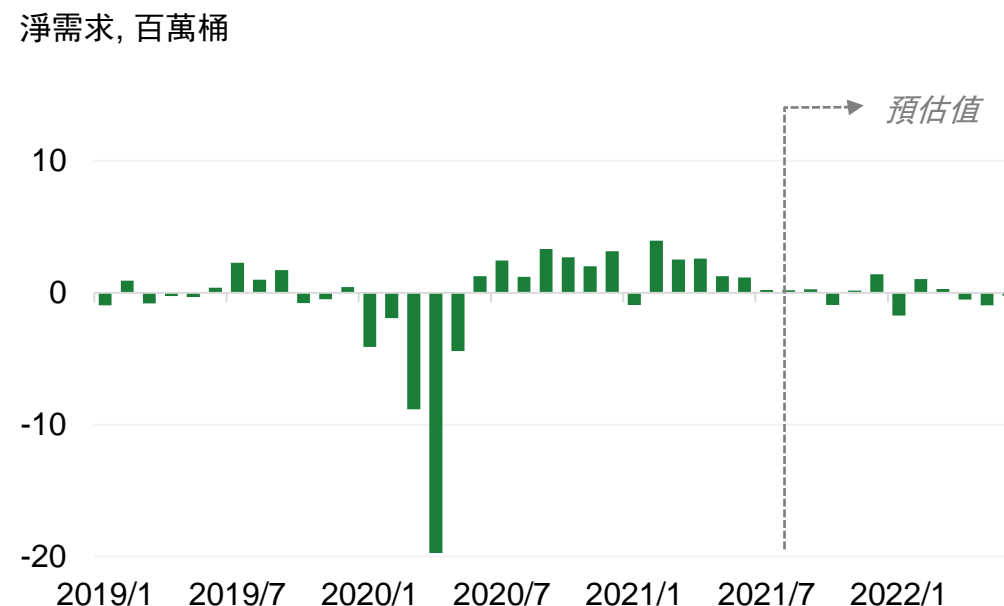
因全球疫情反覆，亞洲疫情仍屬嚴峻，全球用油需求增幅緩慢，其中又以亞洲飛航用油需求最疲軟。另一方面，OPEC維持緩步增產，預期**西德州油價將維持在盤整格局**。預估明年，美國頁岩油產量也將增加，能源供需失衡情況改善，油價將較今年稍低。

### 全球用油需求分項和2019年相較差異



資料來源: Wood Mackenzie, IEA, FlightAware, EIA, JP Morgan。

### 越往年底超額需求將逐漸改善



資料來源: Bloomberg, EIA。

# 債券 景氣換檔、高收債利差收窄空間漸縮，著重具調升評等之機會

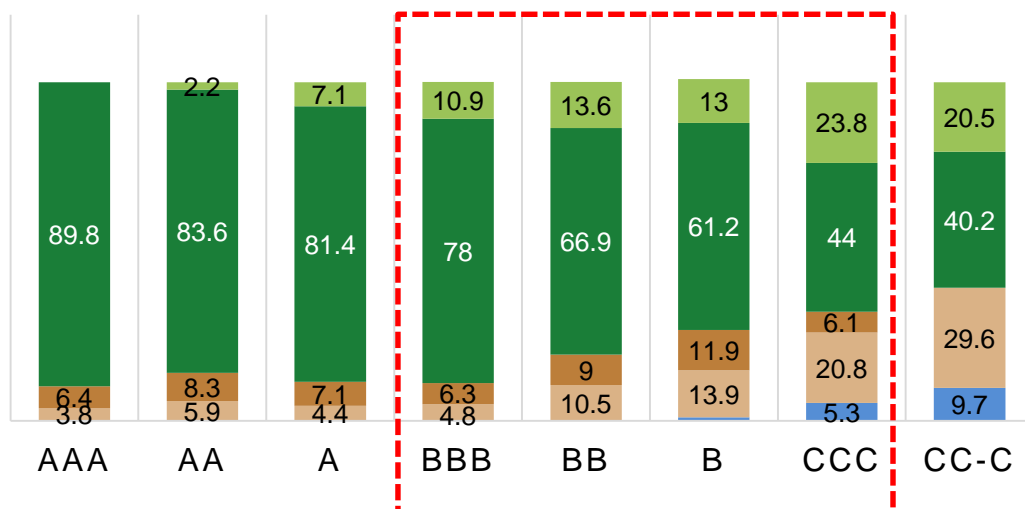
經濟增速放緩、聯準會今年將進行縮減購債，中國加強監管力道，資金避險需求壓抑利率短線大幅彈升空間。整體美國企業對未來營運展望偏正向，景氣復甦、獲利動能保持雙位增長，有助於企業未來一年信評穩健，預期債券利差可望維持平穩，債券收益仍為現金去化、股市抗波動的合適配置。

今年來經濟擴張、殖利率上揚環境，美高收債受惠於存續期間短及高息收特性，表現相較抗壓。然，面對景氣增速偏緩，信用利差處於歷史低位，預期縮窄空間漸縮，挑選基本面佳或具調升評等潛力之標的。

## 企業未來一年升降評趨勢

預估機率，%

■ 違約 ■ 撤評 ■ 降評 ■ 維持原信評 ■ 升評



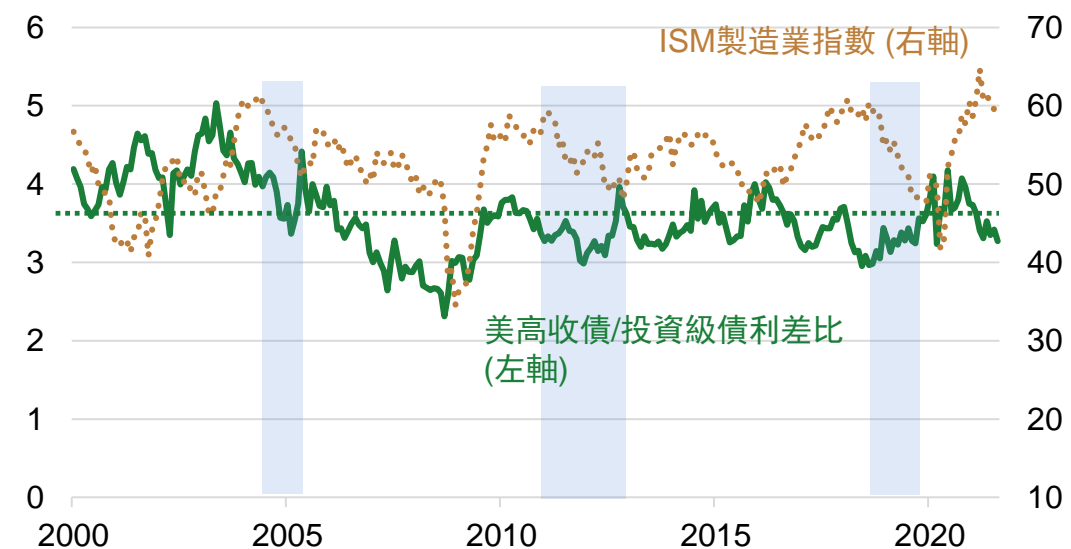
註：撤評為企業不再雇請信用評估而為無信評。

資料來源：Moody's 2021年8月。

## 景氣換檔，風險性債券利差收窄空間漸縮

比值

指數



註：藍底標示為ISM製造業指數由60高點向下至50區間。

資料來源：Bloomberg。

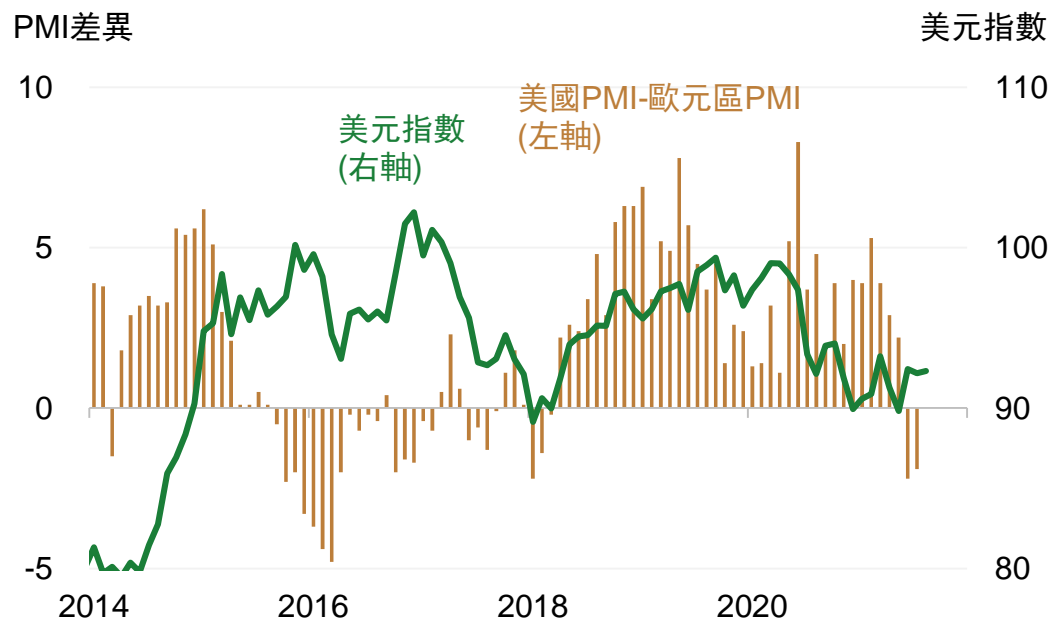


## 匯市 貨幣政策題材降溫，美元升勢趨緩；外資轉匯入、出口商續拋匯

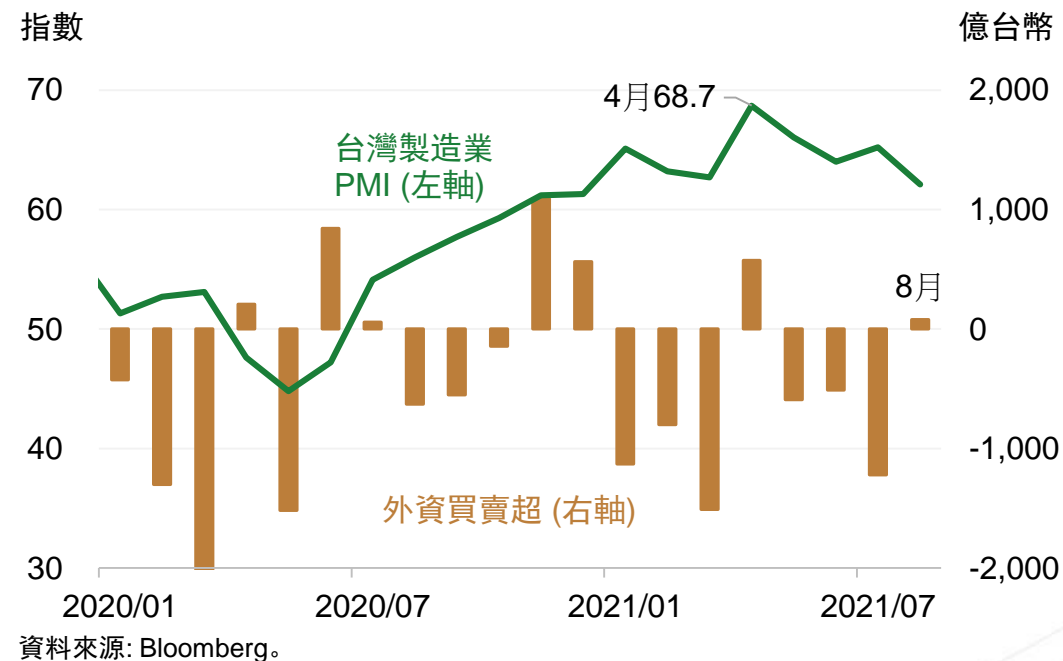
Fed貨幣退場政策逐漸明朗，令8月份的貨幣政策題材得以退燒。加以近期美國數據面確在疫情影響下動能趨緩，令美元近期走勢有所修正。雖然近期部份ECB成員(奧、荷等)談話偏鷹，但參考ECB首席經濟學家Lane強調「保持有利的融資環境」、「距離緊急購債計畫明年3月截止還非常遙遠，秋冬季將為央行提供更多有關疫情的訊息」等言論，顯示ECB並不欲令其貨幣政策緊縮步伐超前Fed。**故長線而言，兩經濟體週期先後未有改變，仍係美元指數長線支撐。**

台灣方面，最新公布製造業PMI雖持續自4月高位下降，但仍遠高於長期平均53.5的擴張水準，也反應在出口商拋匯力道令台幣相對有撐，加以央行年會後，外資轉買，更推升月底台幣走勢偏升。

### 美國近期數據續弱，暫難支持貨幣政策題材延續熱度



### 8月台灣製造業PMI緩步回落，但外資則轉買超



# September 2021

| 6 Monday | 7 Tuesday   | 8 Wednesday                         | 9 Thursday  | 10 Friday                                     |
|----------|---|-------------------------------------|---|---|
| 德國工廠訂單   | 歐元區ZEW調查預期<br>歐元區GDP<br>德國ZEW調查預期<br>德國工業生產<br>中國貿易收支<br>台灣CPI<br>台灣進出口 | 美國MBA貸款申請指數<br>日本國際收支經常帳餘額<br>日本GDP | 美國初領失業金人數<br>歐元區主要再融資利率<br>中國社會融資<br>中國貨幣供給M2<br>中國CPI<br>中國PPI | 美國PPI<br>美國躉售存貨<br>德國CPI<br>英國工業生產<br>英國製造業生產 |

## 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