



國泰世華銀行
Cathay United Bank

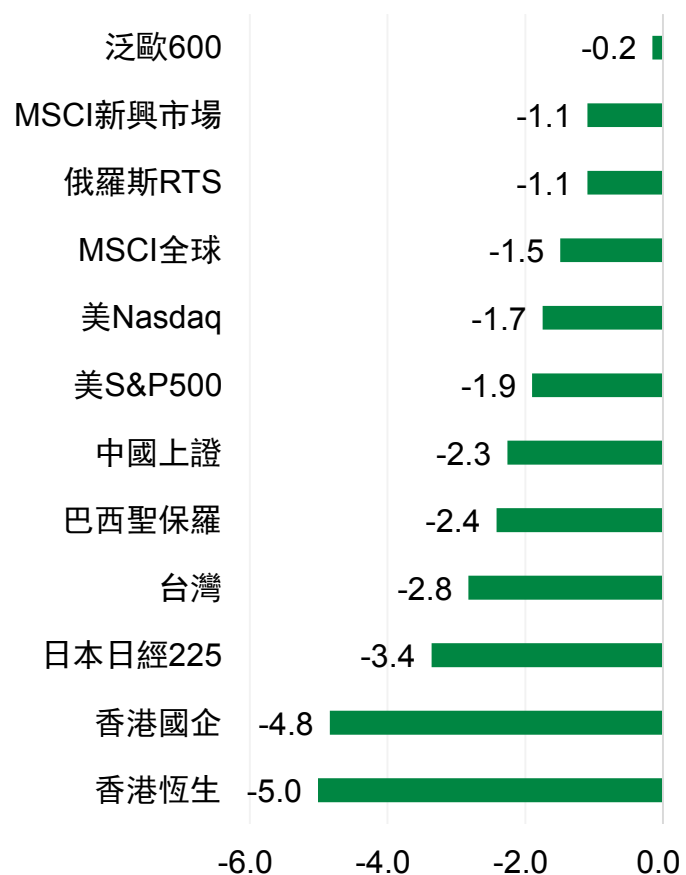
2021年9月24日

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

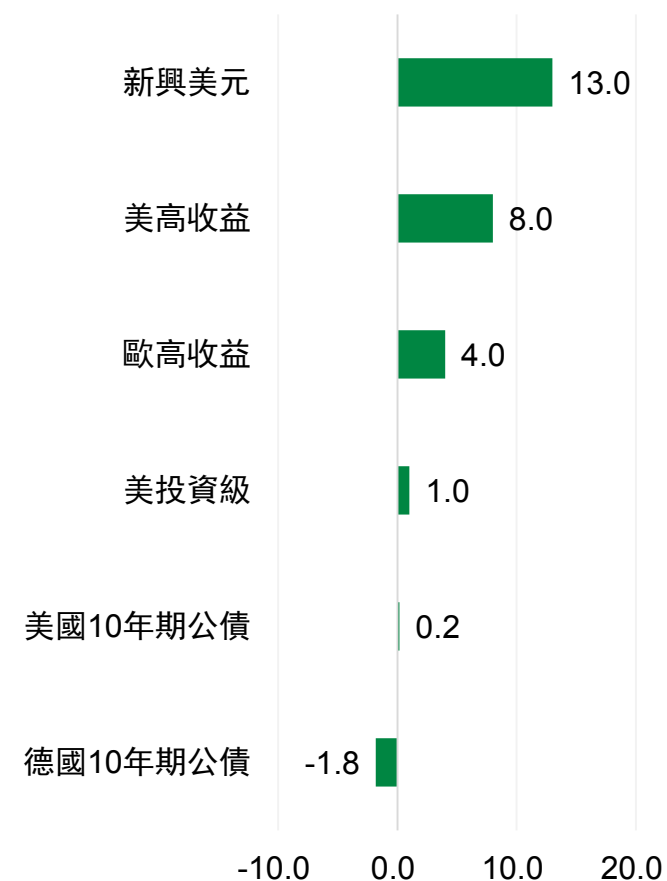
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/9/23。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► FOMC：續往Taper推進，最快11月啟動

- 1)維持利率區間0-0.25%及1,200億美元購債規模不變。
- 2)點陣圖上調2022、2023年升息預期。
- 3)記者會透露可能在下一次會議(11月)宣布縮減購債，並於2022年中結束。

► 恆大等待官方出手，但不致重蹈雷曼時刻

- 1)維「穩」仍是政策首要，故不致重蹈雷曼無序違約。
- 2)官方主導「有序重組」仍較可能，外溢效果有限。
- 3)惟救援仍有先後、內外之分，尤以銀行體系為先，美元債的國外投資人為最後。

► 仍待兩院解決債務上限，徒增市場波動

9月22日眾議院投票已做出決議暫停債務上限至2022年12月，但鑒於參議院的溫和派民主黨為避免輿論壓力，傾向與至少10名共和黨議員合作，此恐令時程拖延至10月中旬，將增添市場波動。

股市

9月適逢貨幣、財政政策調整，日、德等執政或將更迭等變數，加上中國恆大信用事件衝擊，令股市逢高修正。惟美歐等企業獲利仍處上行，**市場流動性亦無斷鏈之虞，應毋須過分擔憂外溢效果**，仍宜定期定額布建股市。

債市

鑒於1)市場對聯準會QE縮減已有所預期、2)中國信用事件增添市場擾動、3)製造業循環動能應已見高，殖利率重現年初大幅躍升的機會應該不大，可隨殖利率回升**逐步增持債券配置比重**。

匯市

近期國際匯市受到風險氣氛影響，美元、日幣尤獲支撐。中國方面，恆大事件雖令市場擔憂，但中國經常帳盈餘依舊、資金外流亦不明顯，後續人行雖可能更趨寬鬆，**但人民幣尚不至重現2015-16年的失序貶勢**。

FOMC續往Taper推進, 最快11月啟動, 並於點陣圖上調利率預期

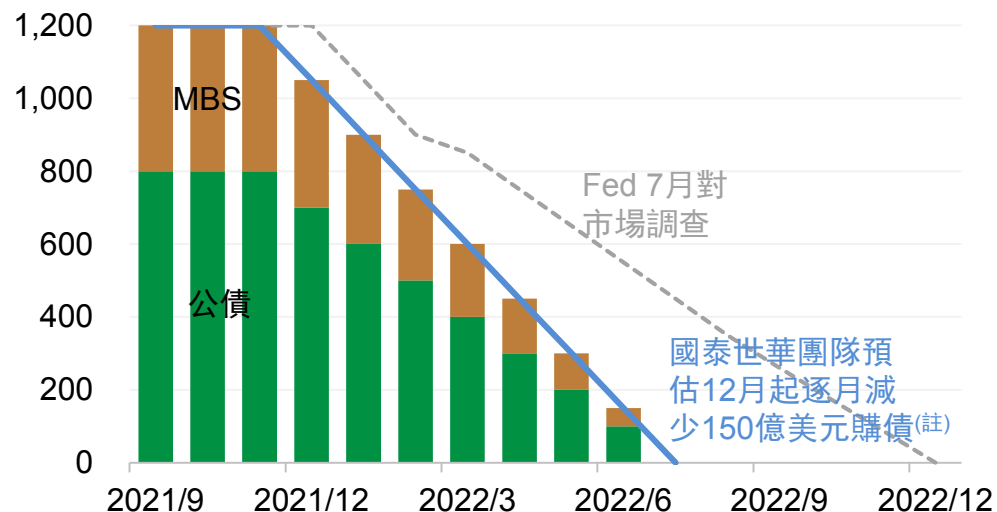
1. FOMC利率決策會議重點:

- 1)維持利率區間0-0.25%及1,200億美元購債規模不變。
- 2)點陣圖利率中位數有所上調, 2022年至0.375%、2023年至0.875%, 並首次公布2024年政策利率中位數1.750%。
- 3)記者會透露可能在下一次會議(11月)宣布縮減購債, 並於2022年中結束。

2. 市場反應: 最新聲明發布後, 美股延續開盤的漲勢, 但收盤前小幅收斂; 美元走升, 10年期美債殖利率小幅走低、5年期美債殖利率走升, 殖利率曲線趨平。

縮減購債時程較先前調查有所提早

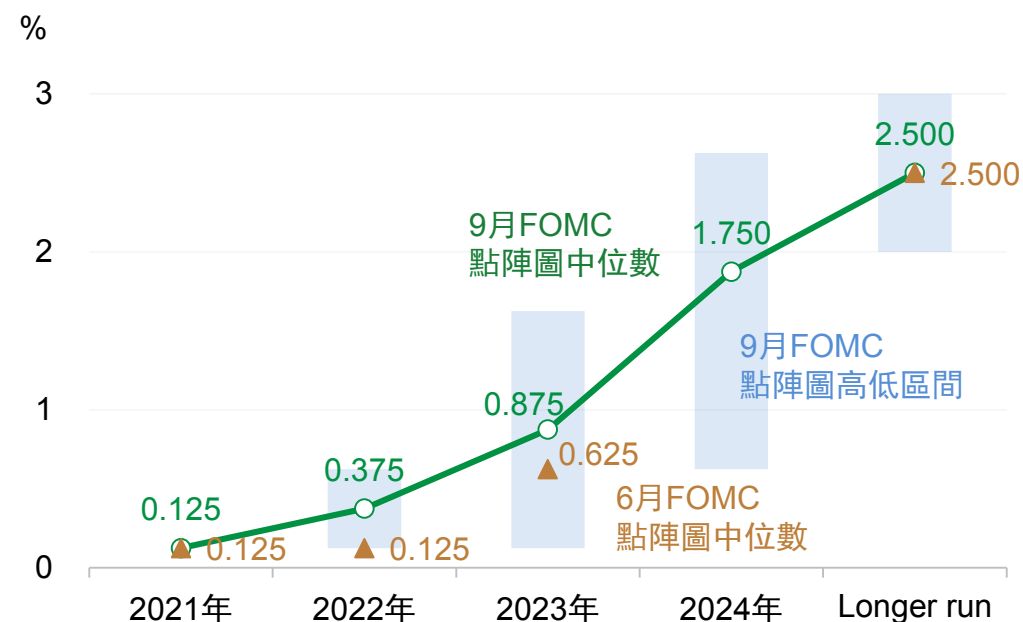
每月平均購債規模, 億美元



註: 150億美元=1200億美元/8個月。

資料來源: Fed, 國泰世華團隊預估。

9月FOMC點陣圖中位數較6月上移



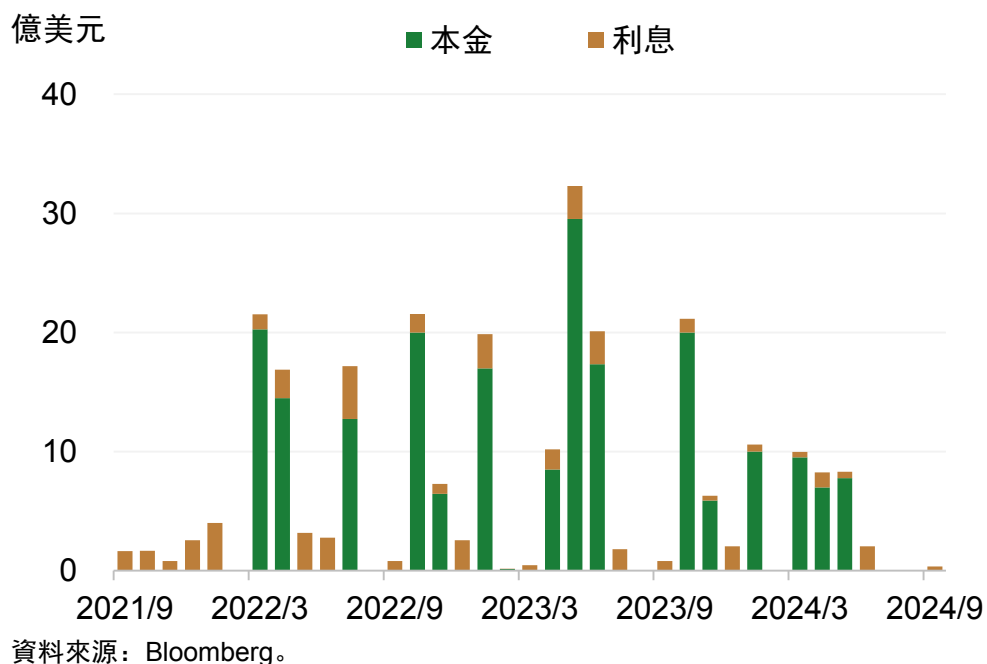
資料來源: Fed。

恆大風險衝擊相關股債市，市場尚待官方指導「有序」重組債務

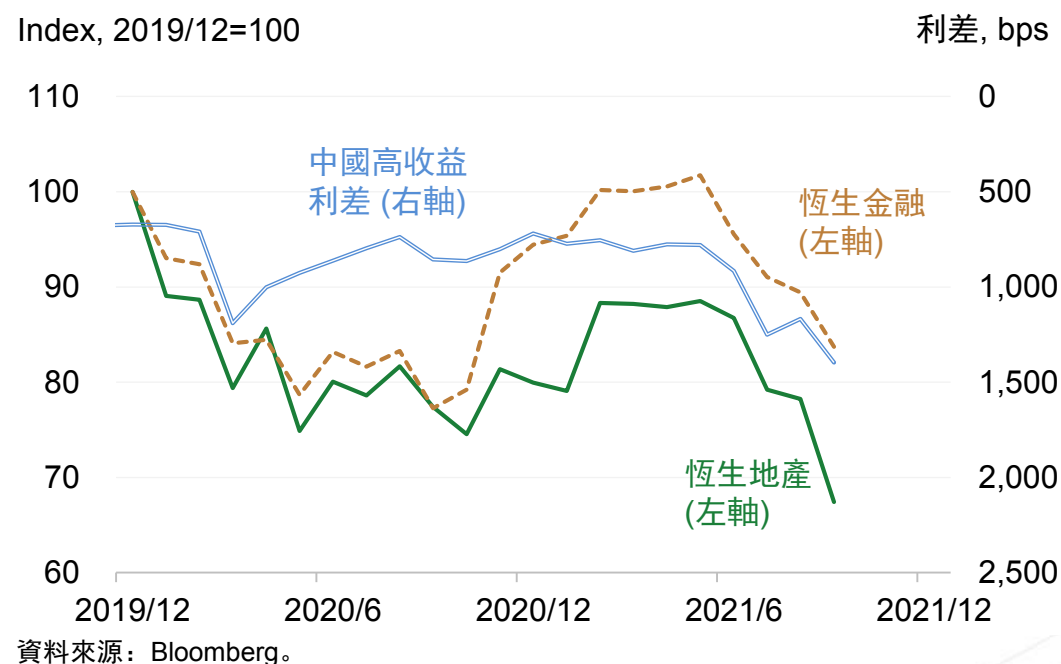
中國官方三條紅線政策阻斷房地產開發商高槓桿、高週轉的營運模式，其中資產多分布於二、三線城市的恆大地產，由於體質較差(2020年三條紅線全踩、1H2021年踩兩條紅線)，**加上債息償還高峰將至**，令債信與債務展期風險接踵而至。市場擔憂恆大個別事件恐將造成中國系統性風險，除地產、金融類股股價齊挫，高收益利差明顯飆升。

然，債務人包含銀行、往來上下游廠商等，牽連甚廣，加上明年適逢換屆，官方維「穩」仍是首要政策，故官方應不致撒手釀成如二次雷曼般的「無序違約」事件，**最終由官方或國企工作小組進駐主導「有序的債務重組」應是較可能的情境**。惟救援仍有先後、內外之分，**尤以銀行體系為先，美元債的國外投資人為最後**。

恆大債務即將進入償還高峰



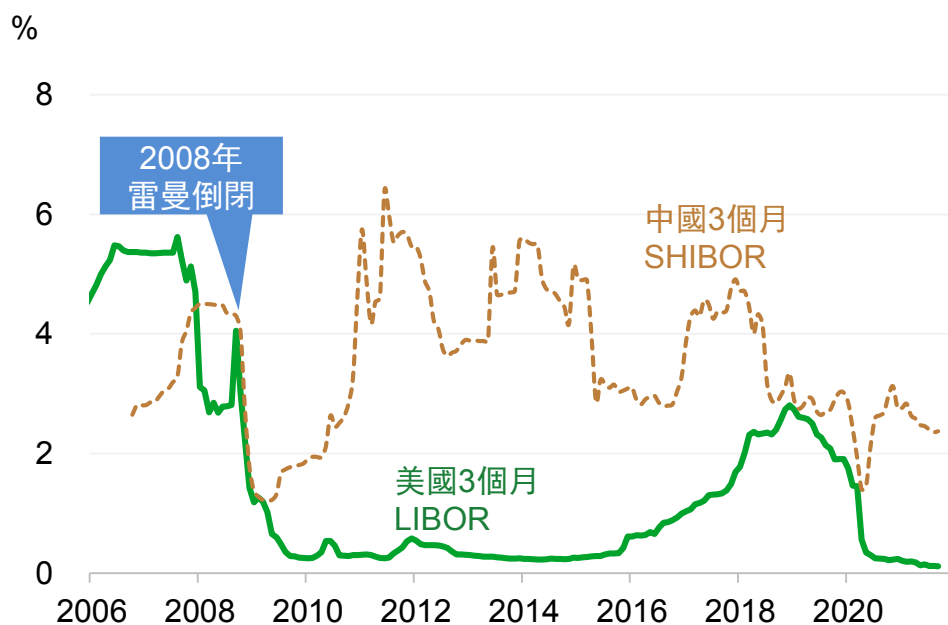
投資人擔憂加深，相關市場受到衝擊



雖然市場擔憂恆大觸發雷曼時刻，惟流動性充沛，機構曝險有限，不致重演雷曼事件

1. 市場流動性並無枯竭的狀況：相較美國雷曼銀行倒閉時，投資人現金為王、機構爭相擁抱美元現金，令貨幣市場流動性枯竭的窘境，目前受惠於Fed極度寬鬆的貨幣政策下，**美元流動性仍舊充沛**、美元LIBOR仍接近零利率的水準；此外，本次市場聚焦的**中國貨幣市場也並未因恆大事件出現流動性緊縮的狀況**，加上中國國常會李克強總理跨週期調節的要求，人行政策舉措應持續偏鬆。
2. 機構曝險有限：1)雖然特定銀行如民生、浙商，對其曝險比重較高，但以單年獲利而言仍足以應付恆大債務的壞帳攤提；而對整體國內銀行而言，**單以恆大曝險並不足以造成中國系統性風險**。2)對國外機構而言，恆大海外債規模約192億美元，以美國債券水準15兆美元_(註：Flow of Funds)計，約佔0.12%，故不至於撼動全球債券市場。

美、中貨幣市場利率仍舊穩定，無流動性枯竭跡象



資料來源：Bloomberg。

恆大集團負債結構與國內主要曝險銀行

恆大負債結構

無息負債	有息負債
應付款項 9629億	借款5178億
合約負債 2158億	<ul style="list-style-type: none"> 國內銀行及信託71% 淨外債24% 境內債5%

主要曝險銀行

主要曝險銀行	2020年淨利(億)	對恆大曝險(億)	占淨利比重
工商	3,159	103	3.3%
農業	2,159	242	11.2%
光大	378	105	27.8%
民生	343	293	85.4%
浙商	123	113	91.9%
五家合計	6,162	856	13.9%
A股銀行股	17,000		5.0%

註：上表金額單位為人民幣。

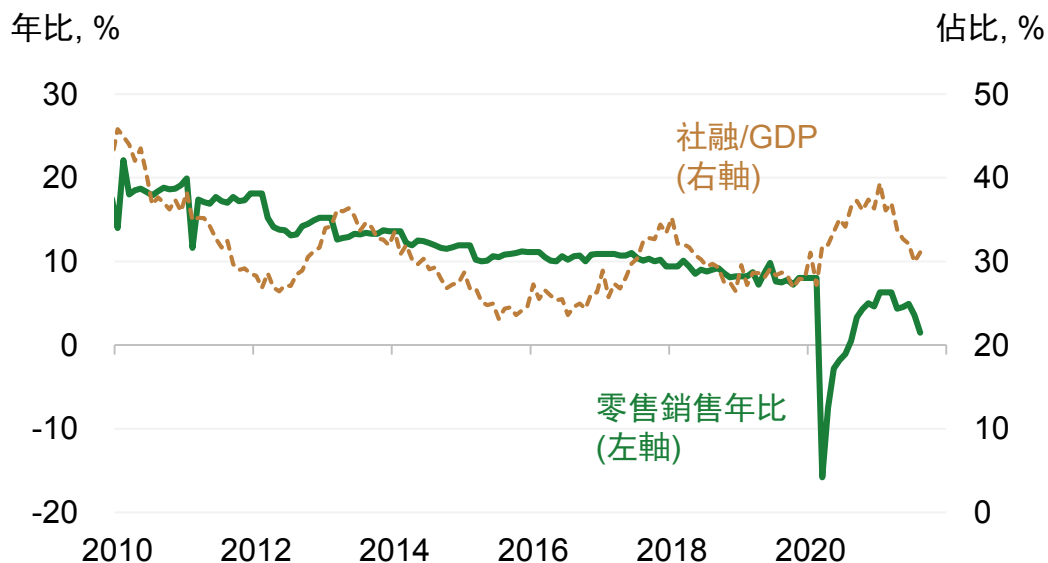
資料來源：Bloomberg。

中國 中國尚未結束經濟循環下行階段，近期信用事件將拖累內循環更趨疲弱

中國經濟動能：8月份數據顯示，中國今年初以來的經濟下行尚未結束，由**信貸下行所牽動的內循環同步趨弱態勢仍舊持續**。以消費為例，即便去年受到疫情影響基期甚低，但今年8月零售銷售年比出現僅僅2.5%的低增幅，顯示民間消費動能疲弱的事實。

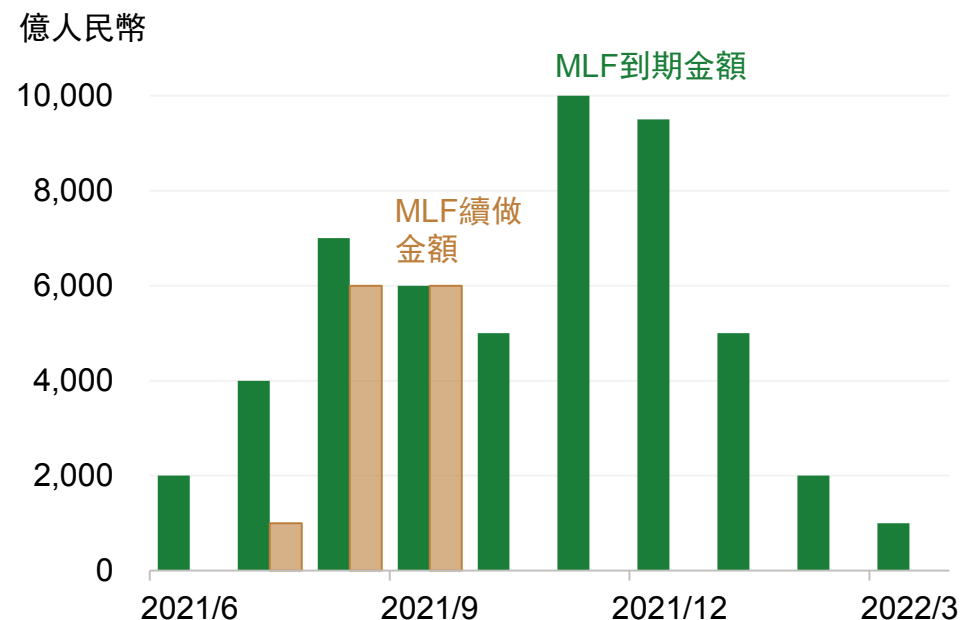
所幸，人行自7月以來已有意識到經濟情勢險峻，緊急進行全面性降準，並在**8、9兩月陸續拉高MLF到期續做的比例**，透露其貨幣政策逐漸放鬆的意向，也呼應日前中國國務院總理李克強於國常會要求提及跨週期調節、加強中小微企業紓困幫扶力道的要求。**惟應注意恆大信用事件將令經濟築底過程拖長，對中國曝險仍宜保守以對。**

信貸下行循環牽動內循環同步走弱



註：2021年年比取兩年均值，以避免基期扭曲。
資料來源：Bloomberg。

9月MLF等量續做，顯示人行逐漸放鬆政策的意向



資料來源：路透社。

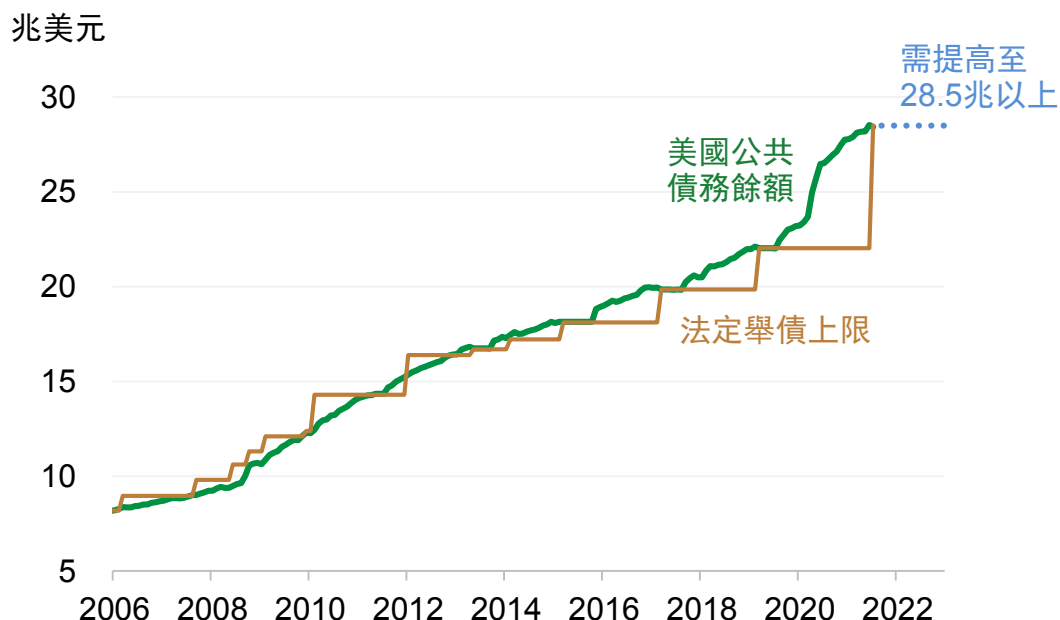
美國 民主黨兩院優勢有利通過財政預算, 債務上限待預算案而後動, 增添市場波動

債務上限經過2019/8月~2021/7月的豁免期後, 需在10~11月間進行上調。然, 債務上限可能必須等政府預算案底定後方能有結果。

所幸, 目前民主黨掌兩院多數, 參議院透由預算和解程序可以簡單多數(51票即可)通過預算案, 加上近期阿富汗撤軍的顛預狀況打擊民主黨聲勢, 為明年期中選舉計, 民主黨可能儘量減少預算通過的時間, 9月底前應有機會通過預算方案。

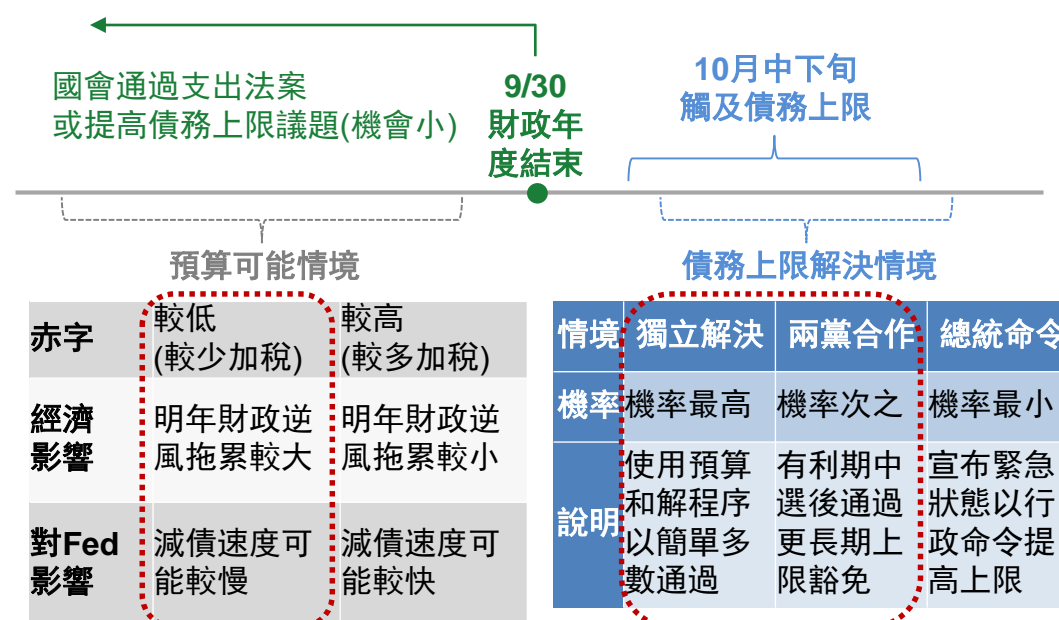
然, 債務上限方面, 雖然眾議院投票已做出決議暫停債務上限至2022/12月, 但參議院的溫和派民主黨為避免輿論壓力, 傾向與至少10名共和黨議員合作, 冀以暫停債務上限的形式, 而非由民主黨單獨提高債務上限, 此恐令時程延宕, 將增添市場波動。

債務餘額與法定上限狀況



資料來源: Bloomberg。

財政面後續時程與可能情境



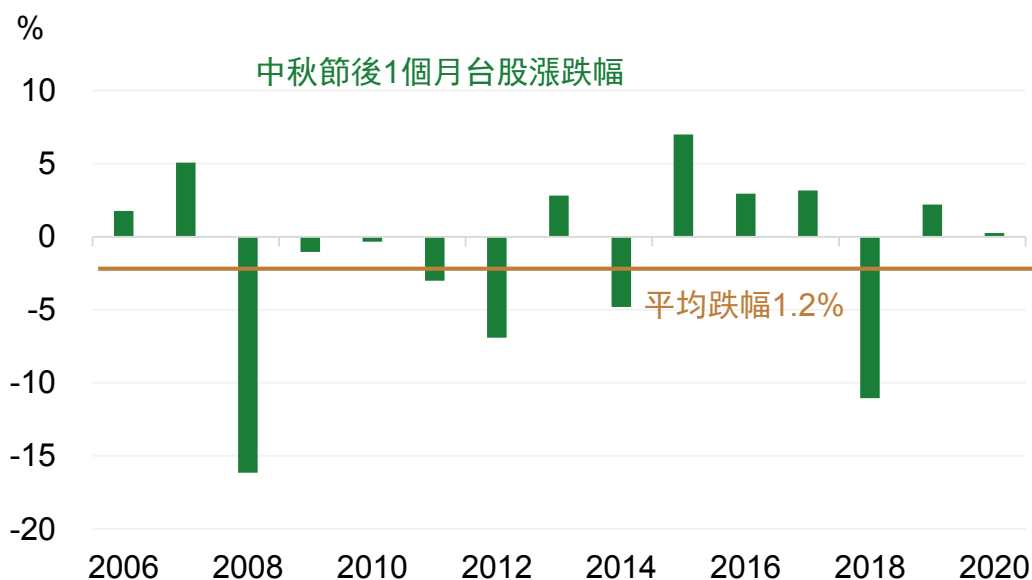
資料來源: 高盛、野村、國泰世華銀行投研團隊。

台灣 企業獲利支撐, 指數大跌風險有限

中國恆大違約風險衝擊國際股市, 連帶影響台股走跌, 台股「中秋變盤」說再起。根據統計, 過去15年台股在中秋節後1個月有8次上漲, 7次下跌, 平均跌幅1.2%, 表現確實差強人意, 不過除了2008年因金融海嘯、2018年受貿易戰影響跌勢較重下, 整體而言大跌風險有限。

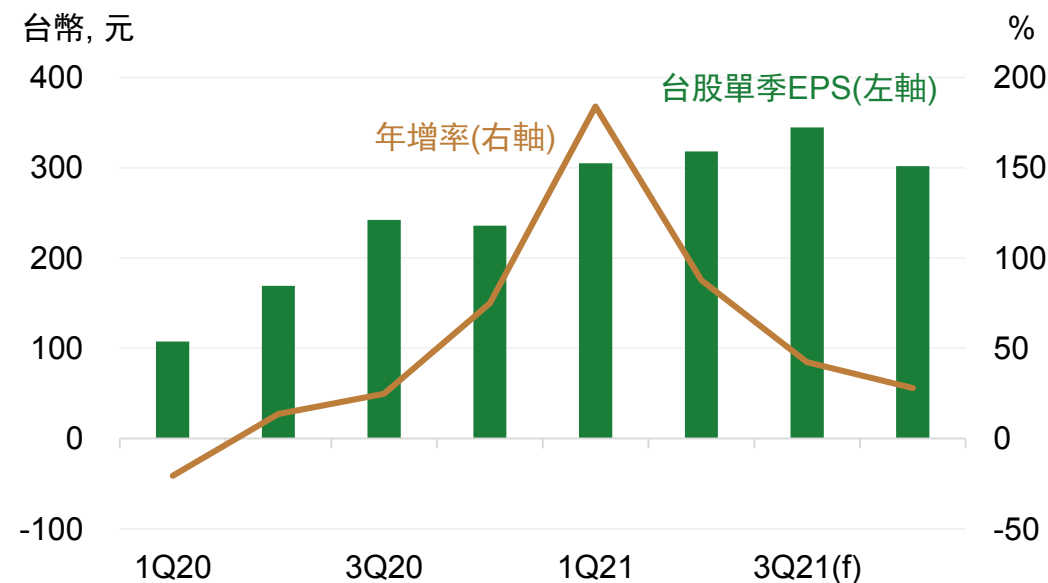
台灣受惠全球景氣復甦, 出口需求強勁, 推升企業獲利走高, 預估台股上市公司3Q獲利可望再創新高, 年增率雖自年初高點回降, 仍維持年成長42.3%的高水準, 3Q財報將於10月中陸續公布, 將對指數形成下檔支撐, **前景展望佳的晶圓代工、電動車相關產業可逢低承接。**

台股中秋節後表現漲跌互見



資料來源: Bloomberg。

台股上市公司3Q獲利可望再創新高



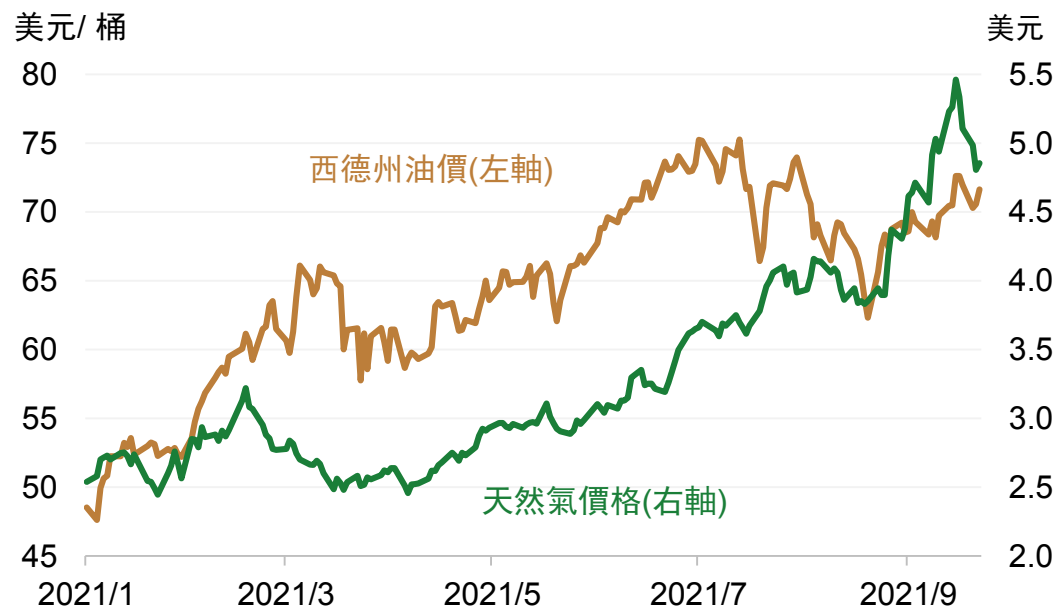
資料來源: Bloomberg。

能源 天然氣價格較油價漲幅更顯

英國國家電網公司表示，英國連接法國的深海電纜發生火災，使英國進口電力要到明年3月底才會恢復正常。當地天然氣庫存比平均值低了24%，為歷史同期新低。供給短缺疑慮，使冬季天然氣需求旺季未至，但歐洲能源價格在9月中旬已創歷史新高。**天然氣等電力價格上漲，推升歐洲通膨偏高，也帶動替代品動力煤和燃燒化石的碳權同步上升，預期短期此現象仍將延續。**

歐美主要能源商在ESG趨勢下，資本支出偏低，使原油庫存現處低位，提供油價底部支撐。但OPEC和頁岩油商緩步增產趨勢不變，油價大漲空間不易。

近期天然氣價格較油價漲幅更顯



資料來源：Bloomberg。

原油庫存偏低，提供油價支撐



資料來源：Bloomberg。

Sep/Oct 2021

27

Monday

美國耐久財訂單
美國達拉斯Fed製造業信心指數
德國零售銷售

28

Tuesday

美國消費者信心
美國FHFA房價指數
美國凱斯席勒房價指數
中國工業利潤
英國全國房價

29

Wednesday

美國成屋待完成銷售
美國MBA貸款申請指數
歐元區經濟信心指數
英國貨幣供給
英國消費信貸

30

Thursday

美國GDP
歐元區失業率
德國失業人口變動
德國CPI
英國GDP
英國經常帳餘額

1

Friday

美國ISM製造業PMI
歐元區CPI
韓國貿易帳

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