



國泰世華銀行
Cathay United Bank

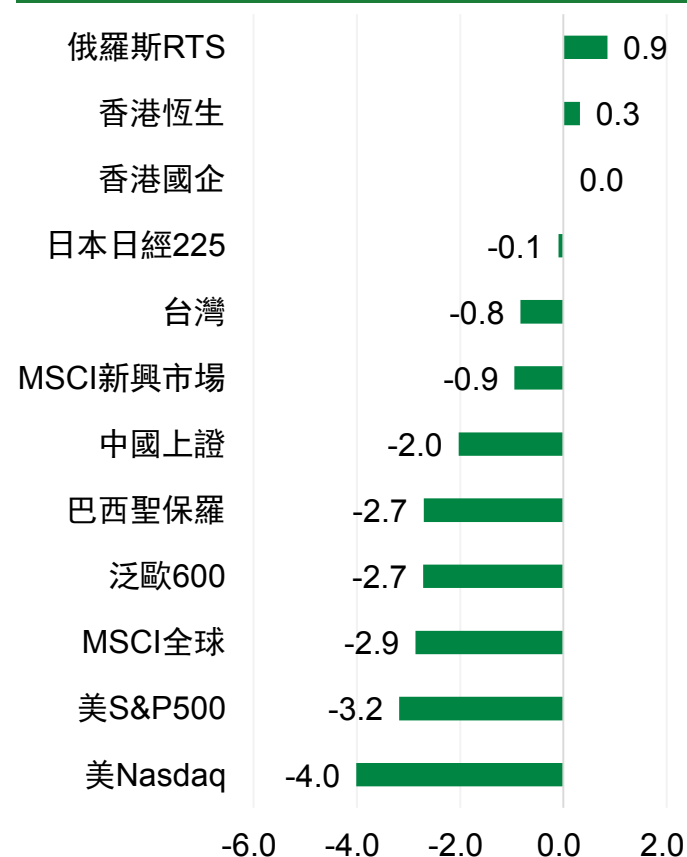
2021年10月1日

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

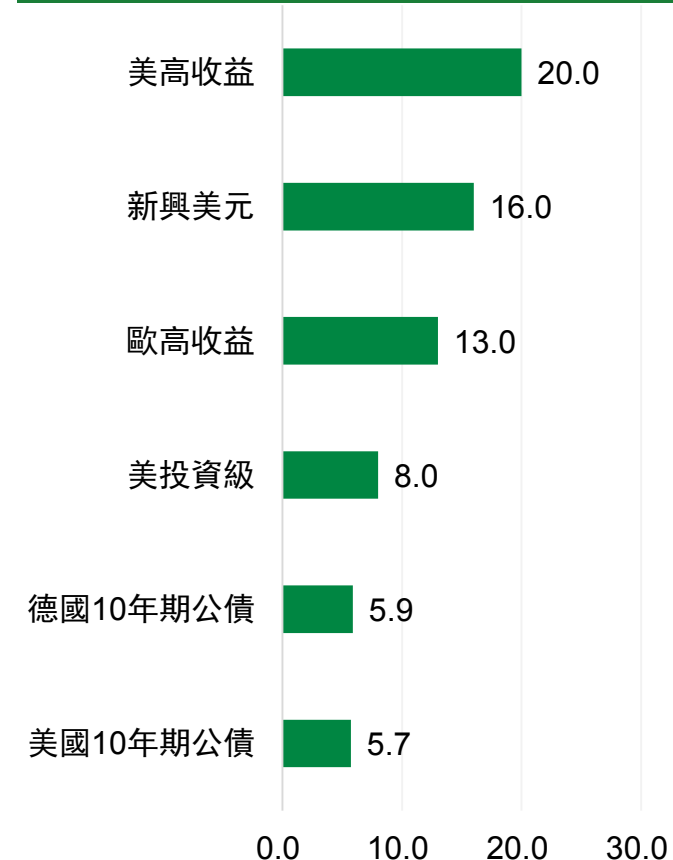
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/9/30。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美國公債利率揚升，提供逐步增持契機

近期公債利率走揚，主因有三，包括油價走高、QE Taper預期、債務上限等，但補庫存行情趨緩，研判利率要突破前高具有一定的壓力，投資人可逐步增持投資級債。

► 石油供給面衝擊，近期仍利好能源

全球主要能源商為了達成減碳目標，相繼削減資本支出，導致原油產量下降，加上庫存水位偏低，及天然氣走強影響，有利近期能源股表現。

► 中國雙控政策，人行可望適度放鬆

為達成碳中和目標，中國實施雙控政策，對企業營運帶來風險，隱含中國經濟仍有下滑風險，加上恆大事件擾動仍存，投資期間需拉長，研判中國人行可能適度放鬆貨幣政策。

股市

美債利率揚升、中國能耗雙控政策等問題，使市場波動提高。然而，考量企業獲利持續上修，加上資金流動性無虞，股市拉回仍宜分批布建，金融、能源近期可望因利率揚升而較具表現機會。

債市

美公債利率走揚，但突破年初高點具有一定難度，投資人可隨利率墊高後逐步增持投資級債。油價高漲仍利好高收益債表現，但利差收斂空間趨緩。

匯市

美歐貨幣政策循環差異，加上美債利率走揚，使美歐利差擴大，支撐美元長線走升。日本大選結果不致影響貨幣政策，美日利差主導日圓，後續偏貶看待。

近期公債利率有上彈壓力，但上方空間受限

近期市場波動上升，主因為公債利率揚升，成因有三，1) 油價創2015年來新高，及中國實施雙控，引發通膨疑慮升溫，2) 聯準會即將宣布QE Taper，市場預期明年底升息機率達75%，3) 美國債務上限問題未解，驅動美國5年期CDS攀升6 bps。

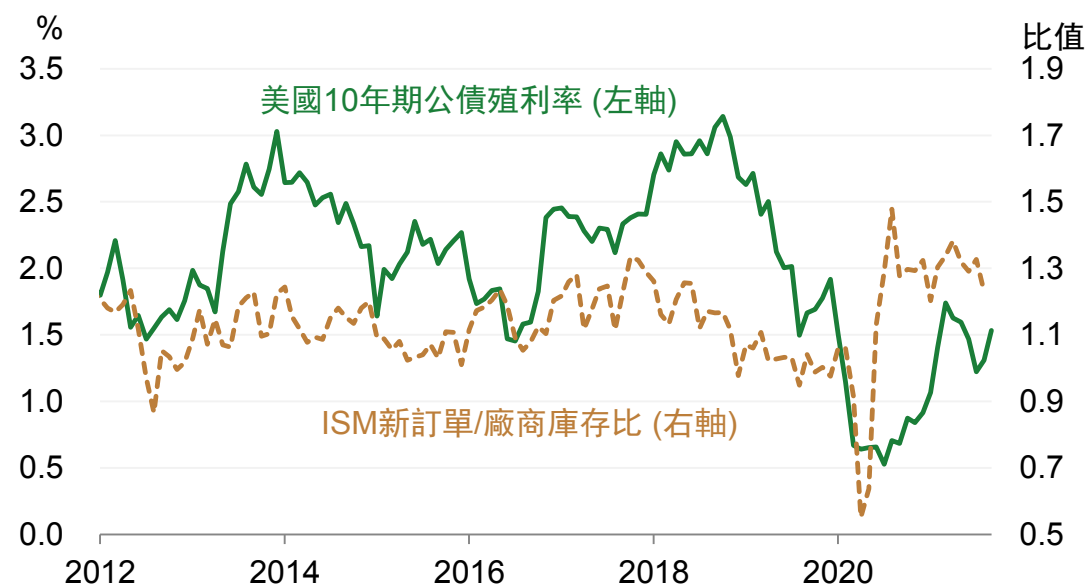
然而，考量經濟增長將從高速回歸正常水平，補庫存行情也將趨緩，都使利率的上方空間受壓，研判要突破今年初的高點具有一定的難度。操作上，投資人可隨利率偏上後，逐步增持投資等級債。

油價走高推動近期利率揚升



資料來源: Bloomberg。

補庫存力道減弱，使利率上方受限



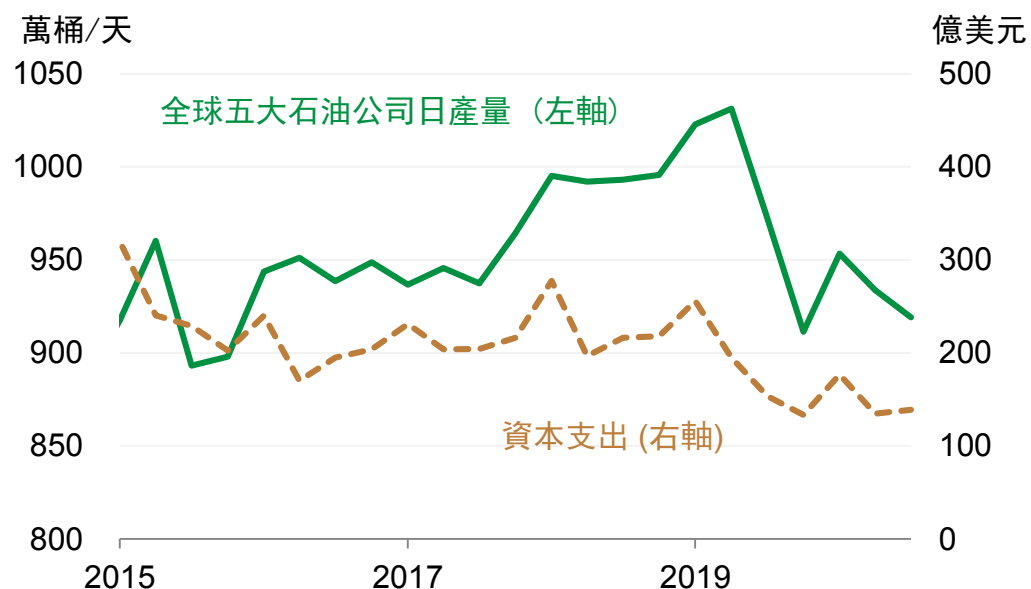
資料來源: Bloomberg。

油商削減資本支出並減少產量，支撐油價短期漲勢

全球主要能源商為了達成減碳目標，相繼削減資本支出，如美國最大能源商艾克森美孚2020年資本支出僅170億美元，今年甚至僅130億美元，遠低於10年前的340億美元，也驅動原油產量逐步下滑。以全球5大油商來看，每日總產量已下跌至920萬桶，低於先前的高峰1020萬桶。

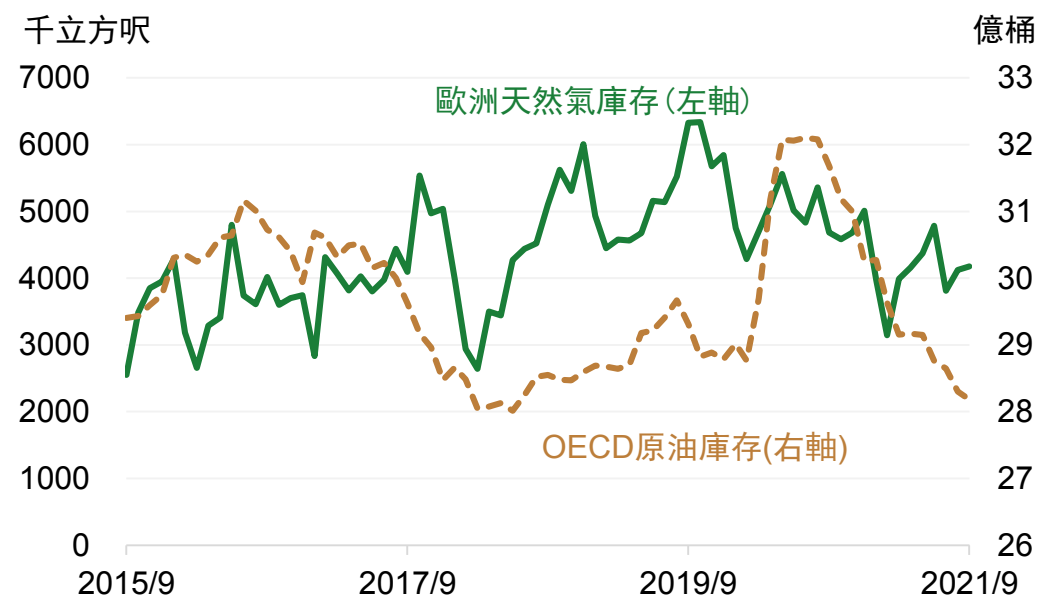
另外，受到近年經濟疲軟影響，加上廠商降低生產影響，使得商品庫存水位都處在偏低水位。近期**市場聚焦天然氣為潔淨能源的一環，價格暴漲，也將帶動油價同步走揚，同時能源類股將偏強呈現，後續留意OPEC增產壓力。**

能源公司降低資本支出，導致產量下滑



註：全球五大石油公司分別為艾克森美孚、雪佛龍、道達爾、殼牌、英國石油。
資料來源：Bloomberg。

庫存水位偏低，有助支撐商品價格高盤



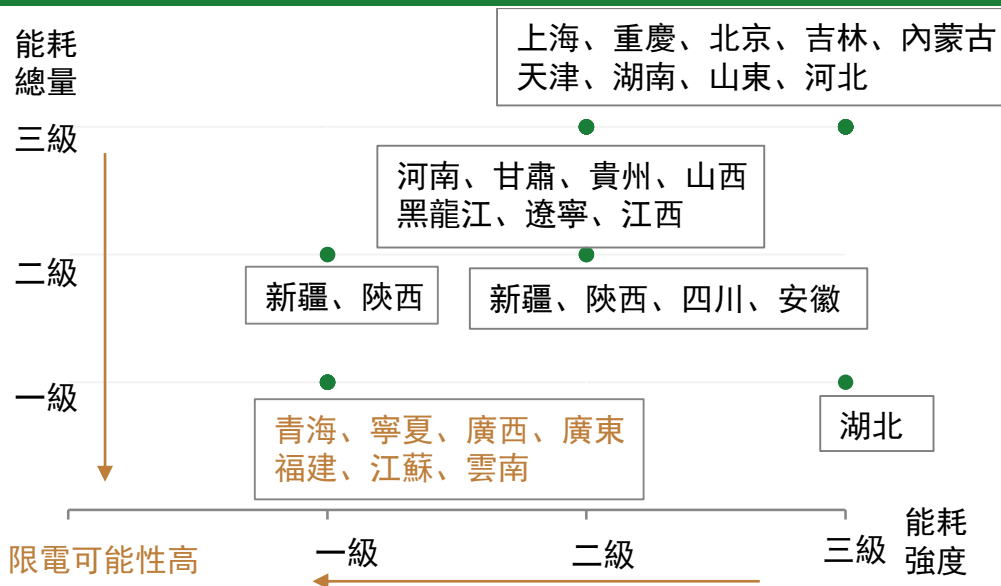
資料來源：Bloomberg。

雙控負面影響恐持續至年底，經濟托底期間再次拉長

因上半年工業用電量大增，中國發改委於8月公布雙控目標完成晴雨表，僅1/3省份達到總量與強度三級的合格標準，發改委在9月接力推出“完善能源消費強度和總量雙控制度方案”，方案中強調雙控進度將列為省級領導幹部的重要考核依據，使地方政府在近期加強對高耗能產業與企業用電的管控。**雙控政策影響不會快速消退，針對高耗能產業與未達標省分的限產限電預期將持續至4Q。**

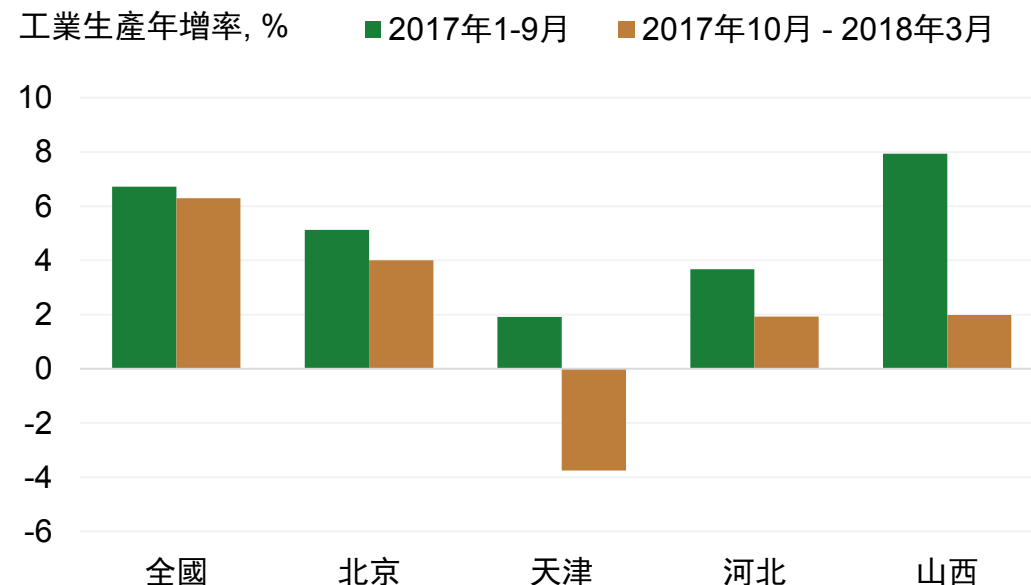
對經濟影響：參考2017年中國限產規範對經濟衝擊，工業生產受衝擊程度最重，重點省份年增率有1%-5%不等的下降幅度，**研判經濟下行的打底時間將再度拉長。**對股市影響：**工業利潤下滑，上證企業基本面偏弱，A股指數表現上方承壓。**

2021上半年能耗雙控目標完成晴雨表



註：指標包含1)能耗強度降低進度、2)能源消費總量控制。一級表示十分嚴峻，二級表示較為嚴峻，三級表示進展順利。資料來源：中國國家發展改革委員會。

限電限產後對工業生產影響最甚



註：工業增加值取每月年增率的平均值。資料來源：Wind。

利率上彈期間，價值股較有表現空間

利率上彈，科技股可能首當其衝，因評價面修正壓力較大，今年2月，納斯達克指數一度修正10%，研判短期利率揚升，也將使科技股相對弱勢。另一方面，**金融、能源可望相對抗跌，甚至受惠。**

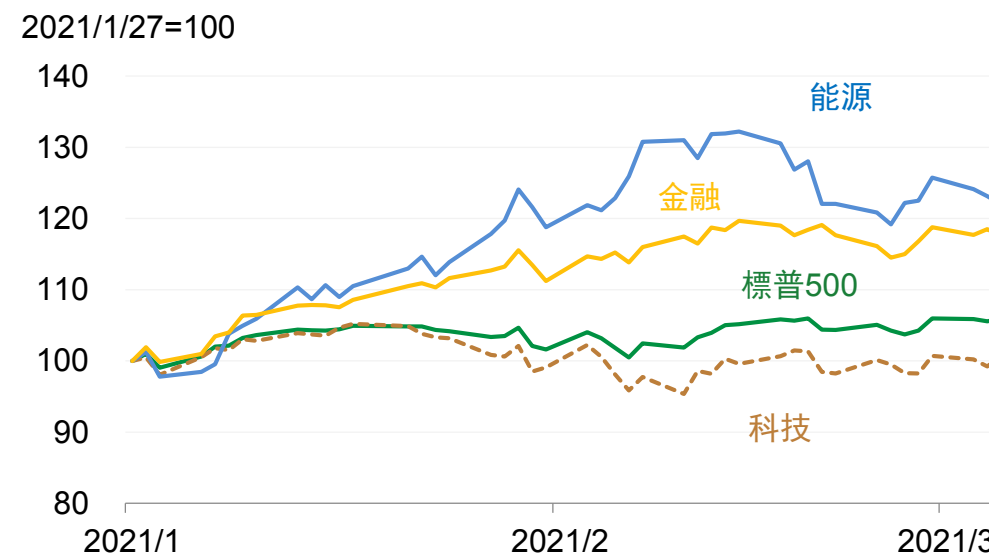
考量基本面，企業獲利持續上修，加上各國不斷加強半導體的補貼與支持，支撐股市後續表現。投資策略上，在基本面无虞的情況下，股市拉回後投資人仍宜分批布建，考量盈餘成長動能與利率緩升發展，成長與價值股都應相互搭配。

利率上彈階段，成長與價值股再次輪動



資料來源：Bloomberg。

今年初利率揚升期間，較有利能源與金融



註：資料期間美債利率從0.9%上揚至1.74%。

資料來源：Bloomberg。

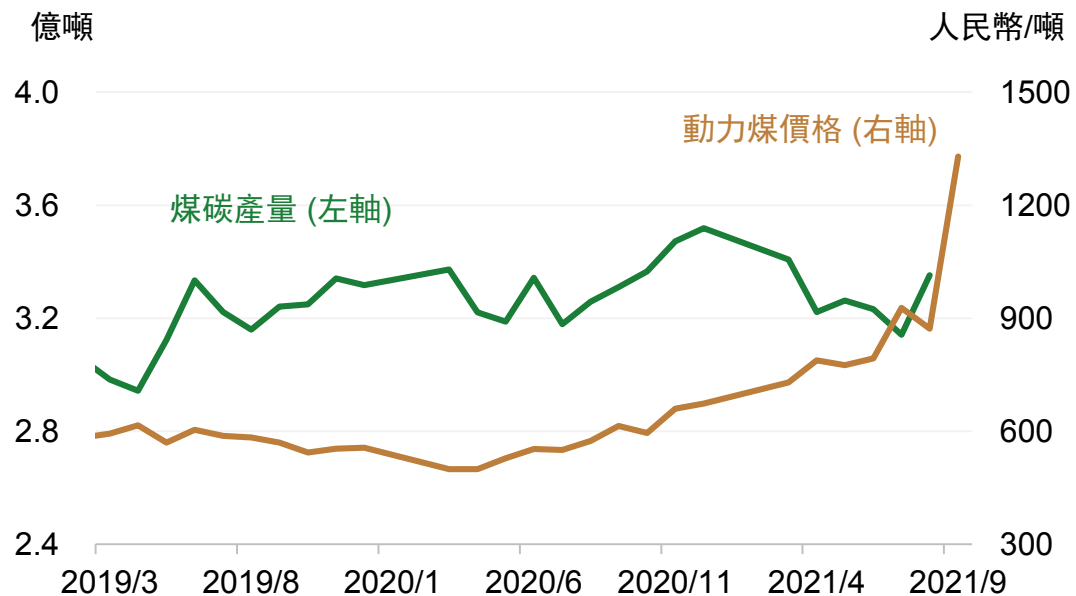
中國 電力缺口與能耗雙控為限電主要背景原因

近期中國限電風波的主要背景有二：**1) 電力供需出現缺口**；**2) 部分省份上半年能耗雙控未達標**。

如廣東省與東北限制居民用電，主因電力出現缺口，在供給方面，火力發電佔比超過七成，而煤炭企業受到減碳政策與礦場發生事故，產能難以大幅擴張，進口煤礦也因為中澳關係緊張而明顯減緩。

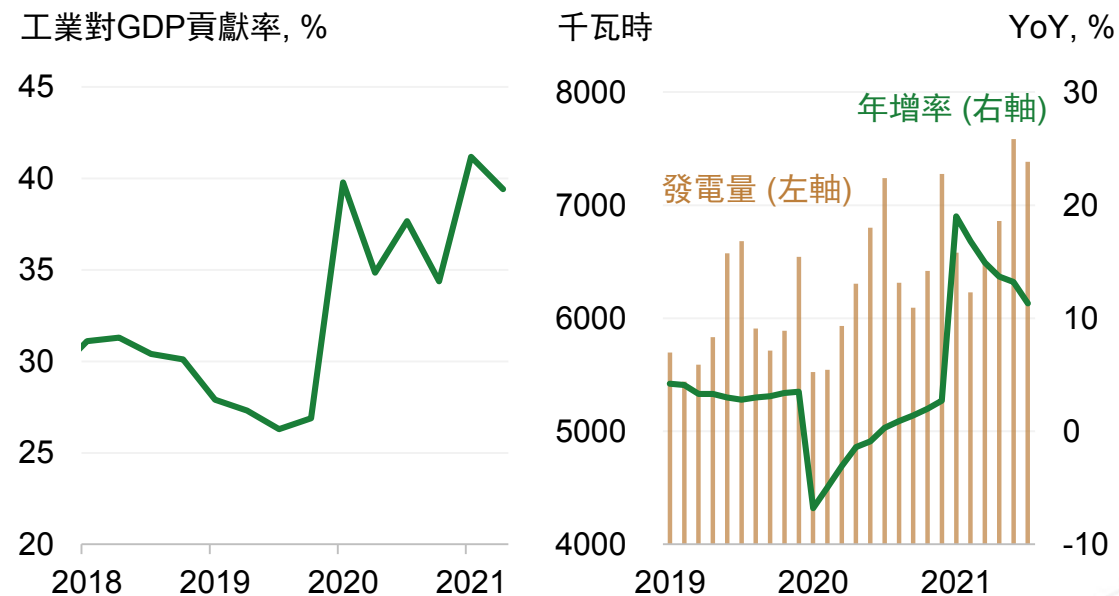
在用電需求端，因中國疫情管控效率較高，上半年出口替代效益浮現，工業生產佔經濟比重較往年明顯上揚，造成整體用電需求增加，1至8月累積用電年增13.8%，觀察秦皇島港等主要煤礦港口庫存，皆來到近年低位，反映電力供需狀況持續緊張。

煤礦生產規範與價格快速上漲影響電力供給



資料來源: Wind。

工業生產帶動上半年電力需求攀升



資料來源: Wind。

台灣

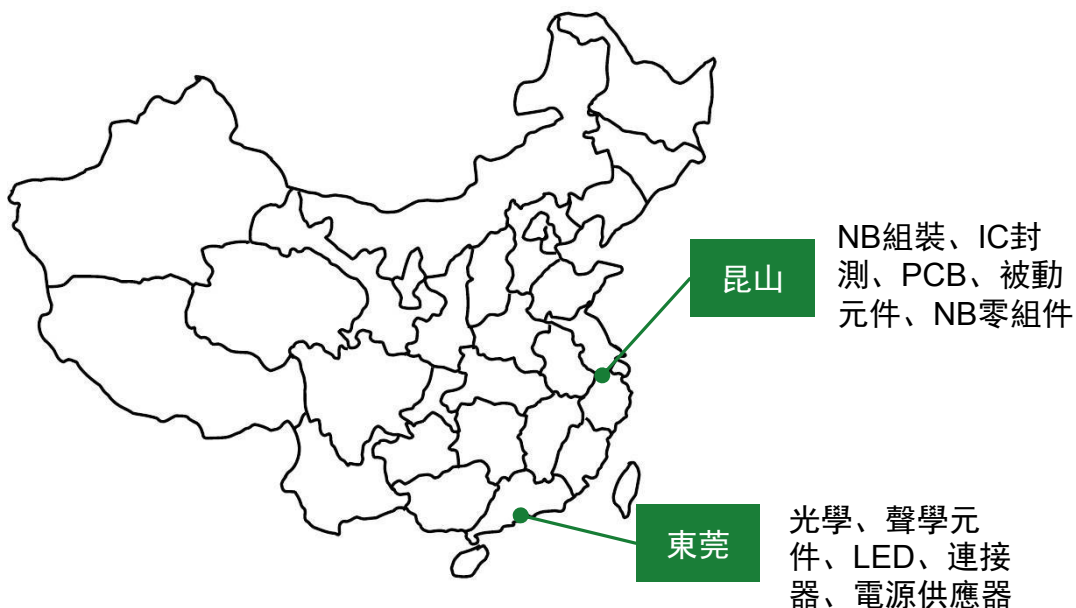
中國限電政策影響有限，五倍券可望進一步刺激內需消費

中國加強「能耗雙控」政策力道，多個用電量大的省份直接「拉閘限電」，強制廠商停工，其中名列台商投資前兩大的江蘇、廣東也在限電限產名單之中，對PCB、NB零組件、IC封測等影響較大。

回顧2016年夏、2017年夏及2020年冬天，中國也曾經實施限電措施，觀察台股則影響有限，除了生產基地集中在當地的企業外，台廠反倒有機會受惠轉單或漲價效應。**電子業短期雖受到限電措施干擾，長期仍受惠基本面走揚，其中產業景氣明朗的晶圓代工、半導體設備持續看好。**

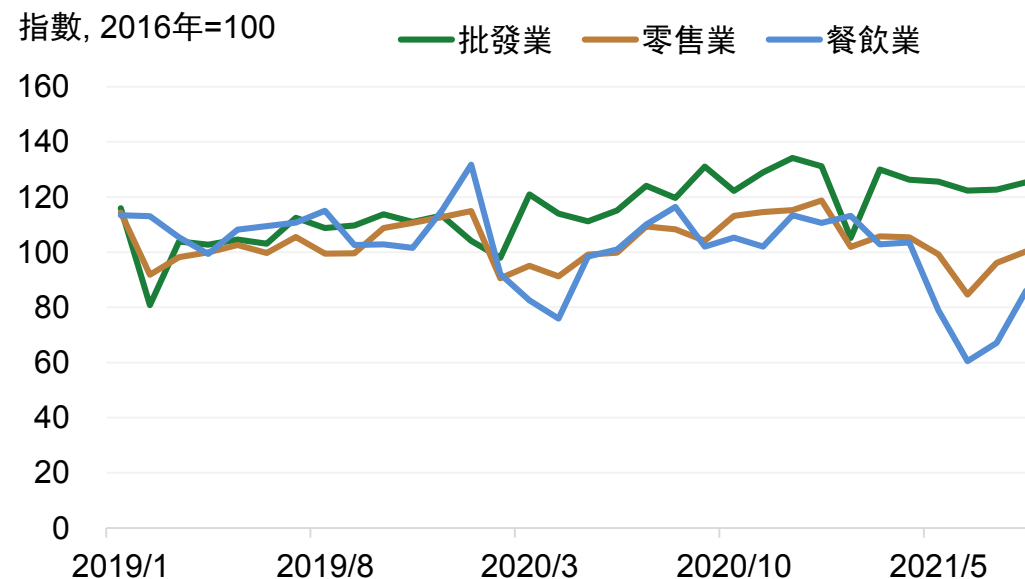
台灣疫情趨緩，管制措施再放寬，加上五倍券將於10月8日上路，可望帶動內需消費，將有利休閒娛樂及餐飲相關類股走揚。

江蘇、廣東限電令，部份台商受影響



資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

台灣疫情趨緩，內需消費由谷底回升



資料來源：Bloomberg。

匯市 美元指數續隨風險氣氛擺盪；台灣景氣對策信號續亮紅燈，匯價仍舊有撐

美元：雖然近期聯準會、英國央行先後會議持續透露貨幣政策正常化意向，令主要國家殖利率齊呈升勢，但利差變化並不大，貨幣政策題材缺乏下，美元近期多隨風險氣氛擺動，近日恆大、中國雙控等事件對市場的擾動對美元形成支撐。

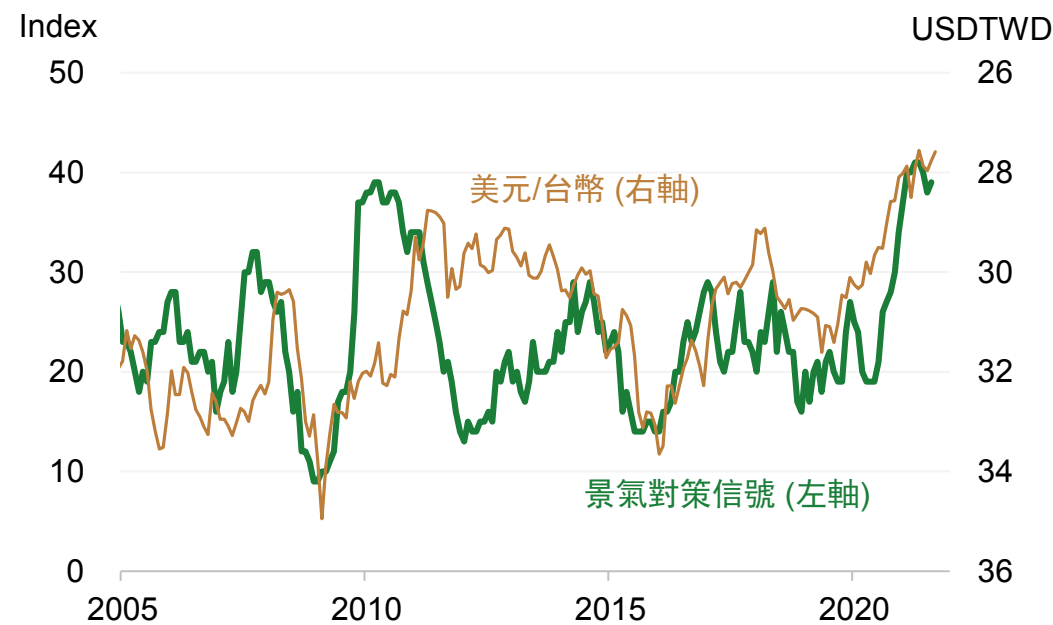
台灣：8月景氣對策信號綜合判斷分數為39分，較上月增加1分，燈號續呈紅燈，分項中「海關出口值變動率」燈號由紅燈降為黃紅燈，但先前因疫情影響的「批發、零售及餐飲業營業額變動率」由綠燈轉呈紅燈。**整體而言，5G、車用晶片等科技應用需求仍強，使外貿表現仍舊良好，也令月底出口商拋匯持續支撐台幣匯價。**

經常帳盈餘仍支持人民幣匯價



資料來源：Bloomberg。

台灣貿易帳盈餘仍居高位，持續支持台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

Oct 2021

4 Monday	5 Tuesday	6 Wednesday	7 Thursday	8 Friday
台灣CPI 日本貨幣供給	澳洲央行利率 澳洲貿易收支 印度服務業PMI 巴西服務業PMI 俄羅斯服務業PMI 美國ISM服務業指數	德國工廠訂單 美國ADP報告 歐元區零售銷售	美國初領失業金人數	印度央行 台灣進出口 美國就業報告 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