



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2021年10月8日

# 投資研究週報

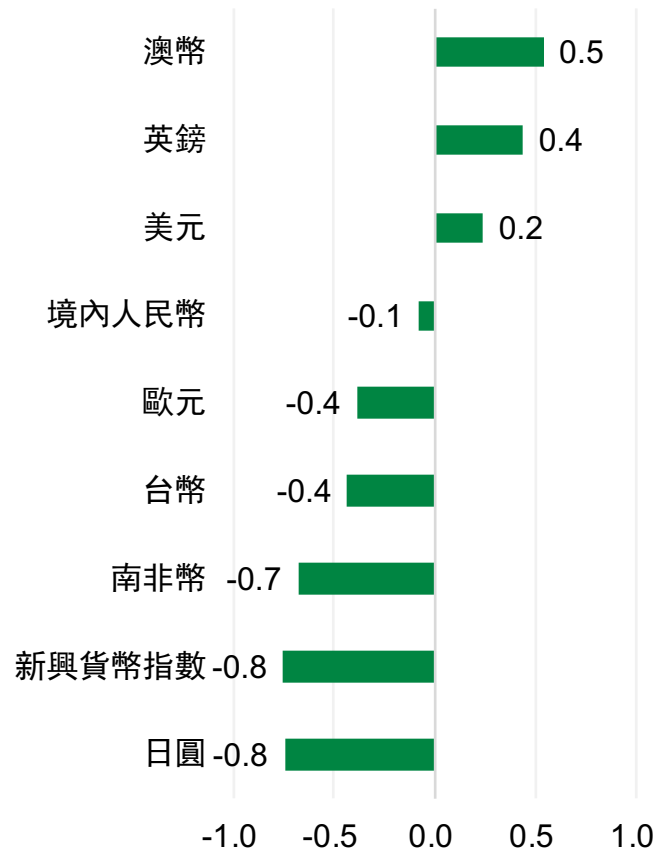
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

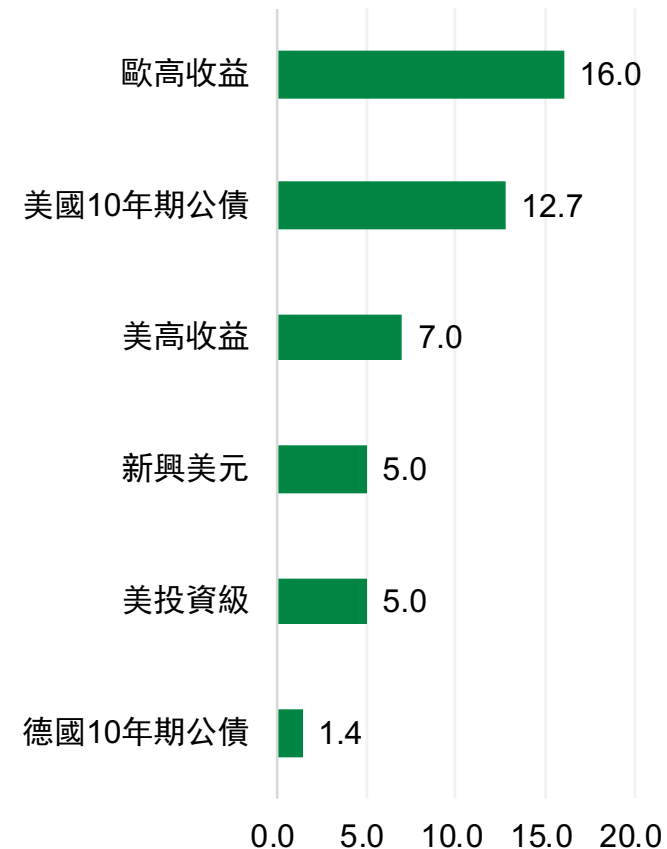
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 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2021/10/7。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 油價與供應鏈緊張，通膨高位時間拉長

4Q油氣需求旺季，使油價短期偏強。然氣候為季節性因素，加上能耗雙控於今年考核結束後有望鬆綁，明年主要因素漸除，研判高通膨期間將拉長。

## ► 補庫存力道趨緩，4Q股市震盪盤整格局

補庫存行情漸緩，面板、DRAM等消費性產品報價出現下滑，而通膨高位亦增加運營成本，預期獲利增速較上半年出現下滑，增加4Q股市震盪幅度。

## ► 通膨拉動短期公債殖利率走升

通膨擔憂與貨幣政策步調推動短線公債殖利率偏上，然景氣增速放緩將壓抑殖利率上方空間，加上風險性資產價格波動顯重，逢利率上行可逐步增持投資級債。

### 股市

補庫存力道趨緩、消費性電子產品報價回落、加上殖利率走揚都增添近期股市擾動。考量市場流動性無虞，且經濟維持復甦，股市長多格局不變，拉回仍宜分批布建，投資持有期間需拉長。

### 債市

通膨疑慮加劇為短線殖利率走揚主因，年底前有機會進一步推升利率位階，但欲突破前高仍具挑戰。面對後續股市震盪，公債利率上行可逐步增持投資等級債。

### 匯市

近期匯市主要受風險氣氛主導，長線而言，美歐貨幣政策差異依舊，故美元緩漲格局仍不變。澳洲央行維持政策不變，貨幣政策相對偏弱對匯價形成長線拖累。



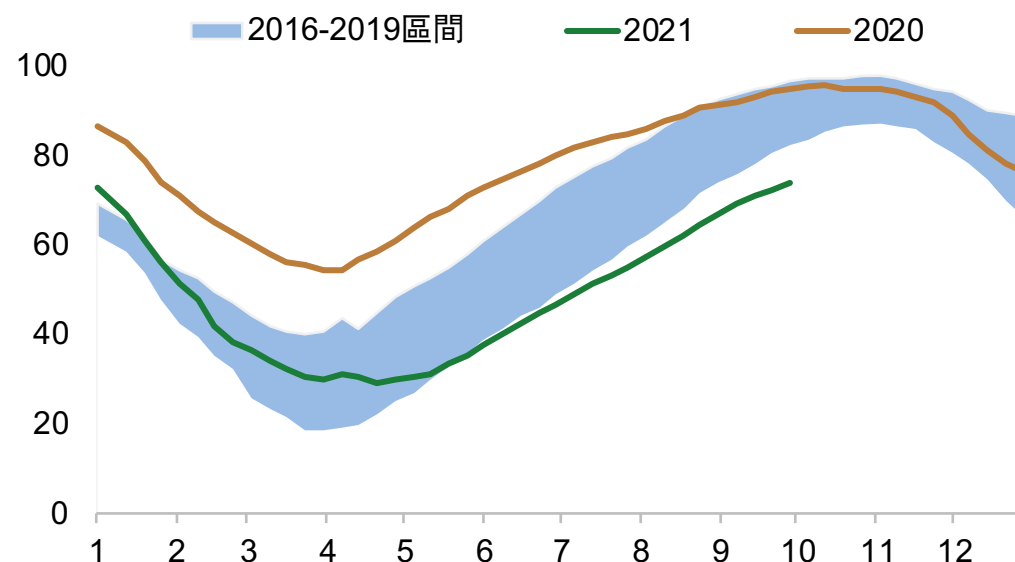
## 天然氣需求高漲, 有利油價短多延續

近期油價上漲主因: 1) 天然氣價格上漲, 天然氣供不應求, 使部份能耗轉向石油發電, 帶動相關燃油發電量上升, 油價俱揚。2) OPEC+維持逐月日增產40萬桶, 未進一步擴大產能, 緩解市場擔憂供給增加疑慮。

**預期天然氣價格在4Q可望維持高檔, 有利短期油價偏強表現, 能源相關資產年底前宜短期操作。**留意明年OPEC+緩步逐月增產40萬桶/日, 以此趨勢預估, 明年2Q以後若全球需求量未回到疫情前, 原油市場將呈現供給大於需求, 或使油價漲勢趨緩。

### 歐洲天然氣庫存偏低, 激勵價格上漲

歐洲天然氣儲存站滿載率, %



註: 天然氣儲存站的滿載率目前約為74%, 去年同期為 94%。

資料來源: Bloomberg。

### 天然氣帶動石油價格俱揚



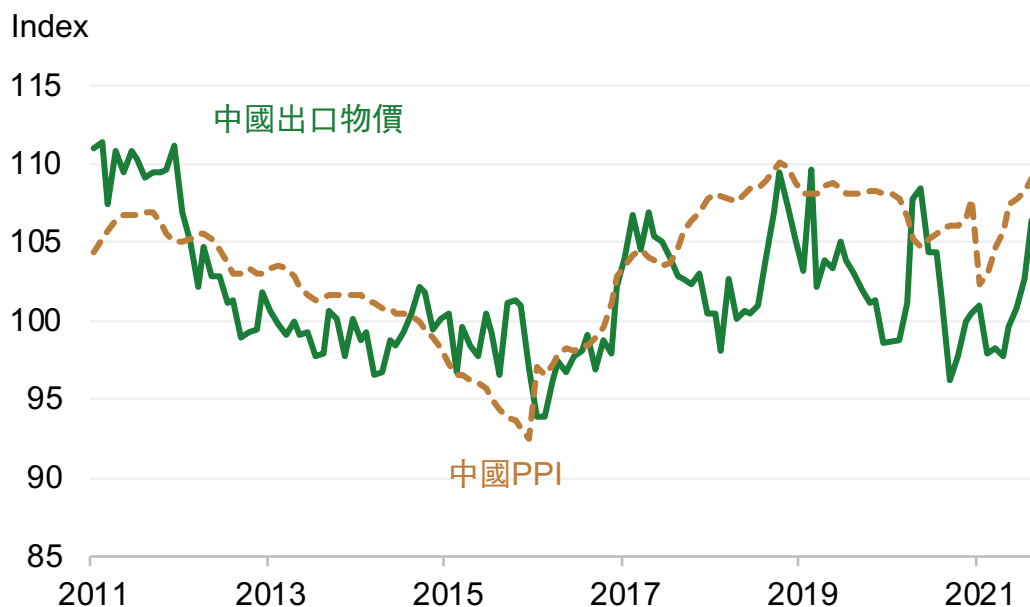
資料來源: Bloomberg。

## 供應鏈緊張推升中國物價，通膨高位期間拉長

通膨議題的另一個主要因素是供應鏈瓶頸，中國對特定省分與產業的限產限電措施，使企業產能下滑，製造業PMI分項反映了商品出場價格走升，除了中國內部物價有上漲壓力之外，最大貿易國美國恐同步遭受衝擊。美國自中國進口商品以機械設備與電子零件為大宗，近期也見生產與出口價格上揚，進口物價將支撐美國通膨在短期內維持高位。

油價受季節性因素推升，天然氣需求在冬季後回落；能耗雙控於年底各省份考核結算，限電限產措施有望鬆綁。**兩大因素影響於明年逐步消退，惟結構性問題難在今年解決，研判高通膨時間延續至明年。**

### 限產限電推升中國生產與出口價格



資料來源: Wind。

### 中國物價壓力恐蔓延至美國商品



資料來源: Wind。

## 補庫存力道趨緩, 4Q股市偏震盪盤整格局

時序邁入4Q, 預期股市會盤整格局, 主因有三, 包括1)補庫存力道趨緩, 2)產品報價自高點回落, 3)美國將啟動QE Taper, 都將造成市場擾動, 預期需要1~2季時間消化。

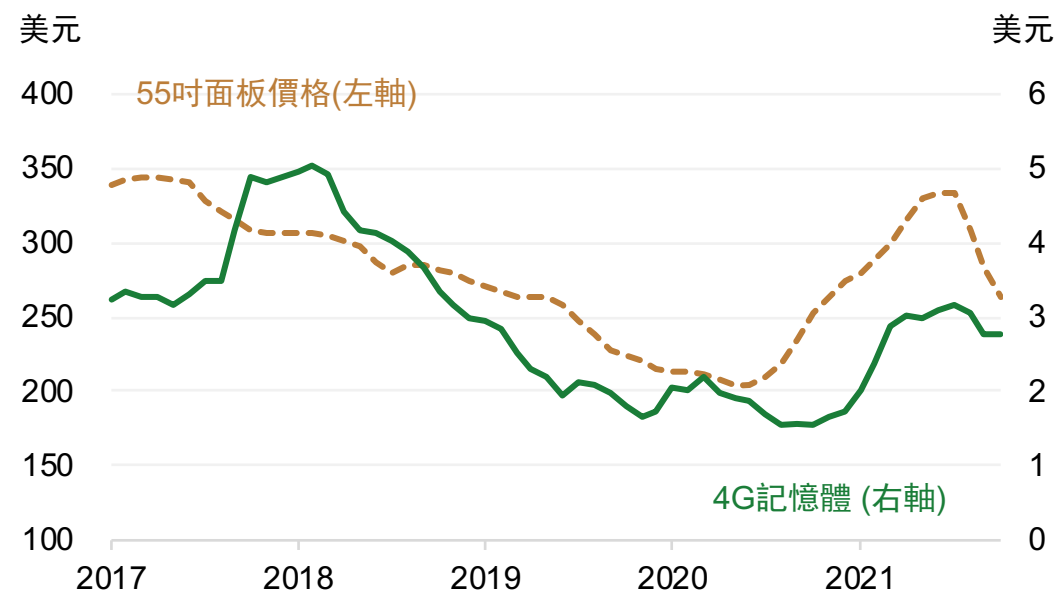
10月中旬後, 標普500企業將陸續公布3Q財報, 預期獲利增速年增率將從前期的90%, 下滑至27%, 顯示獲利最強動能已過。此外, 值得注意的是, 由於電子產品報價自高點回落, 可能會影響股市上修利多, 都增加4Q股市偏震盪機會。

### 補庫存力道趨緩, 股價漲勢偏波動



資料來源: Bloomberg。

### 消費性電子報價自高點回落



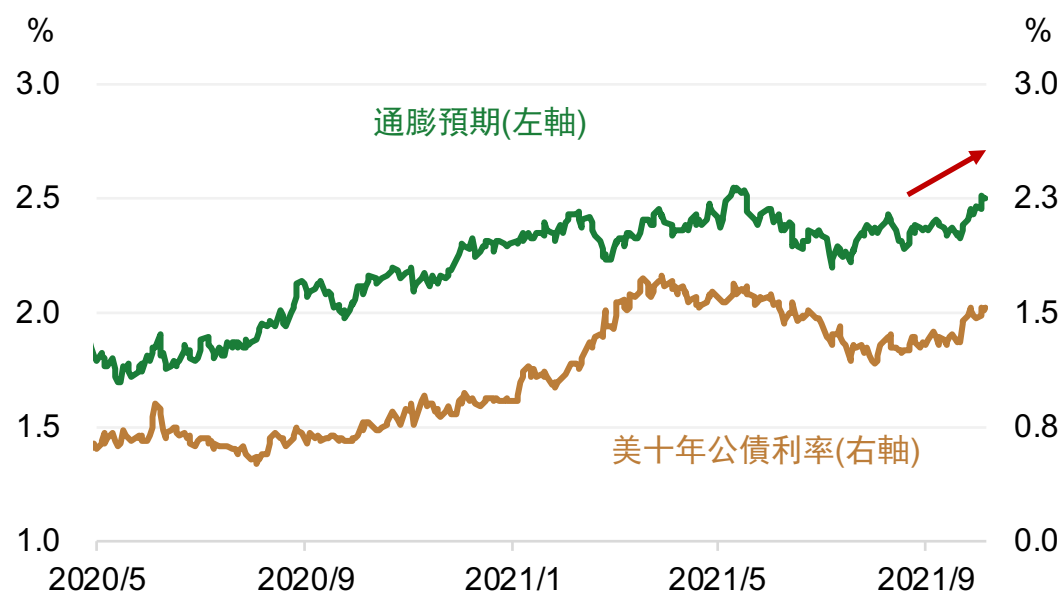
資料來源: Bloomberg。

## 短期通膨帶動公債利率走升，可逐步增持投資等級債

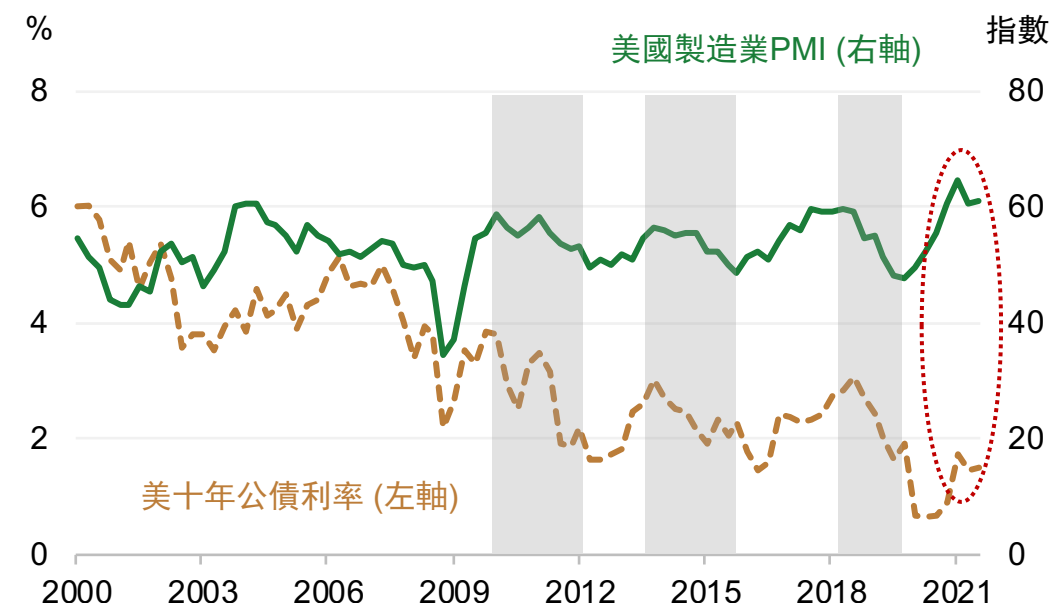
9月底市場反應Fed鷹派訊號及通膨擔憂，使10年期公債殖利率大幅走升。然，觀察目前利率期貨多已反映聯準會2022年的點陣圖中位數預期，短期再由升息預期帶動的殖利率漲勢空間有限。但在通膨疑慮持續加劇、舉債上限及財政刺激影響下，年底前仍有機會進一步推升公債殖利率。

高漲物價對需求的壓抑效果，及中國限電外溢影響，或將使美國製造業動能進一步放緩，限縮公債利率的上方空間，**預計年底前，美國10年期公債利率不易突破前波高點。面對景氣增速趨緩及波動加大的市場，可逐步增持投資等級債券，提高穩健資產的配置比重。**

### 通膨擔憂加劇下，短期有機會進一步推升公債利率



### 製造業動能放緩，將壓抑殖利率上方空間

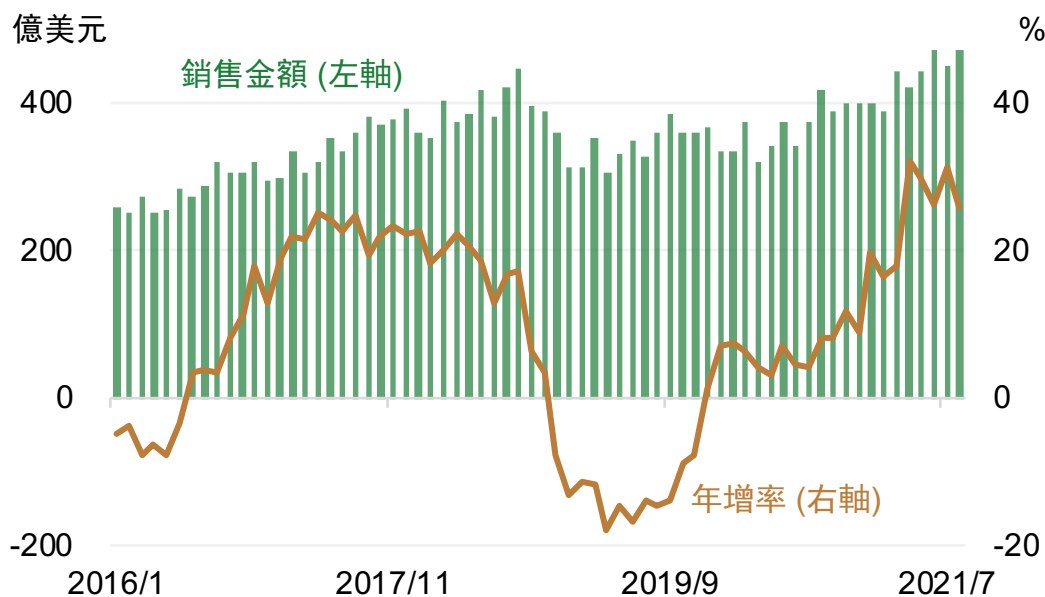


## 科技 半導體銷售強勁，聚焦上游高毛利大型企業

美國半導體產業協會(SIA)公布8月全球半導體銷售金額創新高，達471.8億美元，年增25.8%，反映半導體銷售依然強勁，然而在部份科技產業，由於供應鏈短缺的狀況解除，在需求回落之後報價出現下跌。其中面板因品牌廠庫存偏高，加上備貨旺季已過，價格明顯下跌，接下來需觀察銷售旺季的表現，才能知道庫存調整的速度快慢。

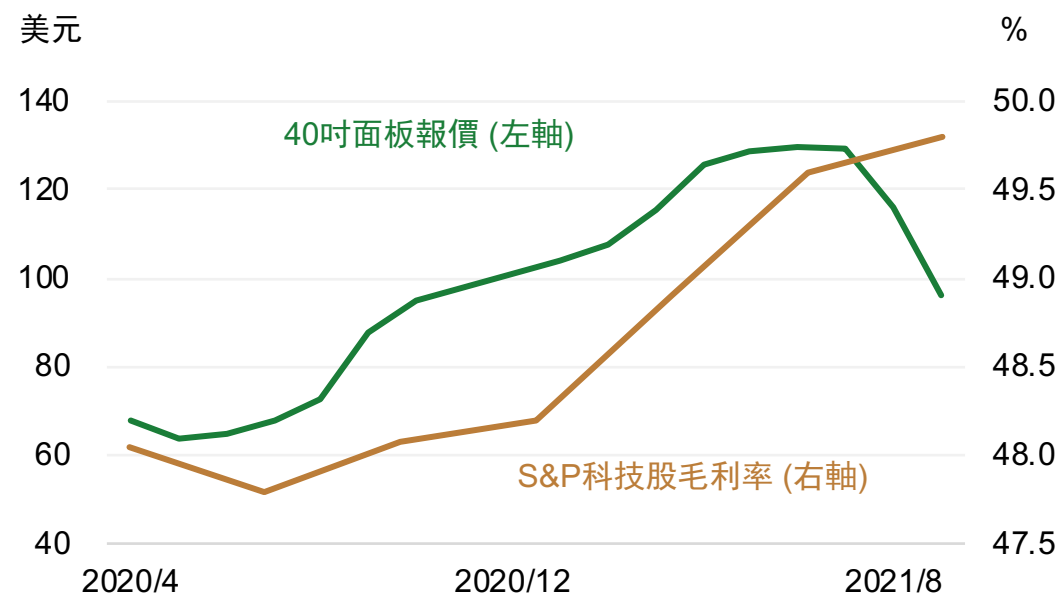
科技業隨著產業旺季即將告一段落，預計成長將趨緩，但產業表現強弱有別，其中**半導體上游受惠車用晶片荒持續，漲價效應仍將推升獲利；NB、消費電子相關供應鏈**，則受到居家辦公需求下滑，以及中國經濟下行壓力影響較大。投資聚焦上游高毛利大型企業為佳。

### 8月半導體銷售金額創新高



資料來源: Bloomberg。

### 消費性電子產品需求從高檔回落



註：面板採40吋120MHz Open Cell報價。  
資料來源: Bloomberg。

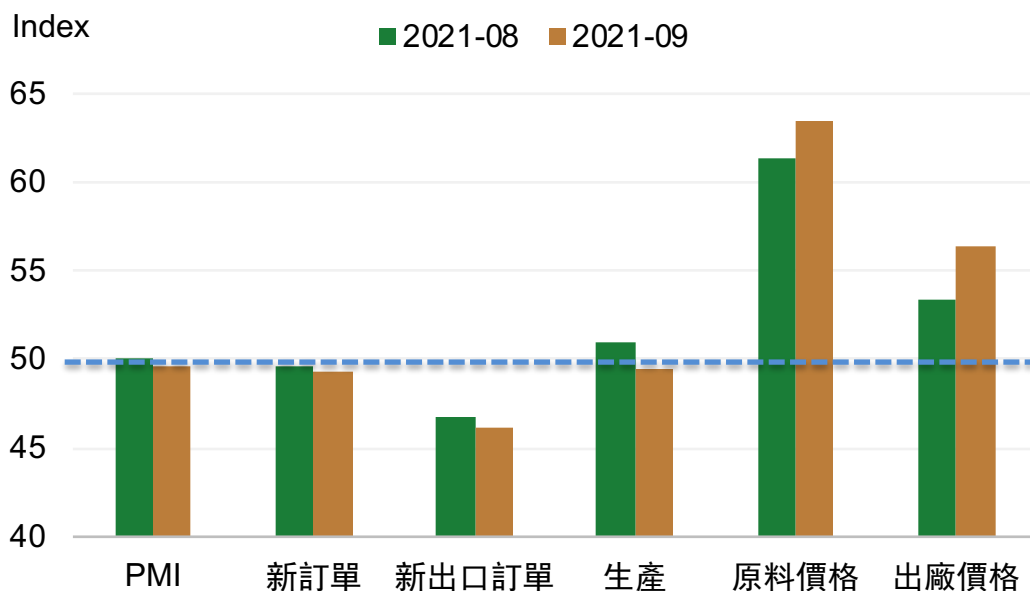


## 中國 限電限產加劇景氣下行, 獲利動能偏弱不利陸股表現

中國9月製造業PMI下滑至49.6, 為去年2月疫情後首次落至榮枯線50下方。觀察各分項, 受美歐年底消費旺季的拉貨動能漸弱, 加上能耗雙控的限產限電影響浮現, PMI的出口、需求與生產分項皆較上月下滑, 而產能受損也反映在商品價格, 原料與出廠價格分項持續揚升, 後續PPI易升難降, 在終端需求不足的情況下, 中下游企業的獲利恐進一步遭受侵蝕。

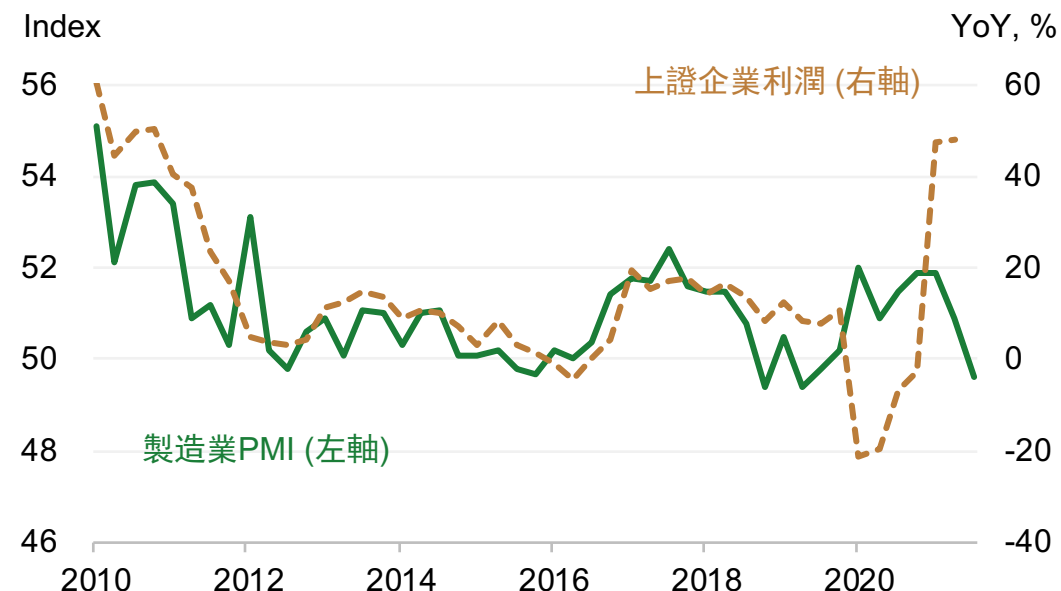
展望4Q, 雙限管控持續, 加上出口增速減緩, 中國經濟延續下行趨勢, 企業獲利表現將明顯走弱。景氣放緩之下, 對政策依賴程度加重, 預期貨幣政策偏向寬鬆。惟**基本面不佳將壓抑股價表現, A股維持保守看待。**

能耗雙控及出口放緩影響中國經濟展望



資料來源: Wind。

景氣下行不利企業下半年獲利增速



資料來源: Wind。

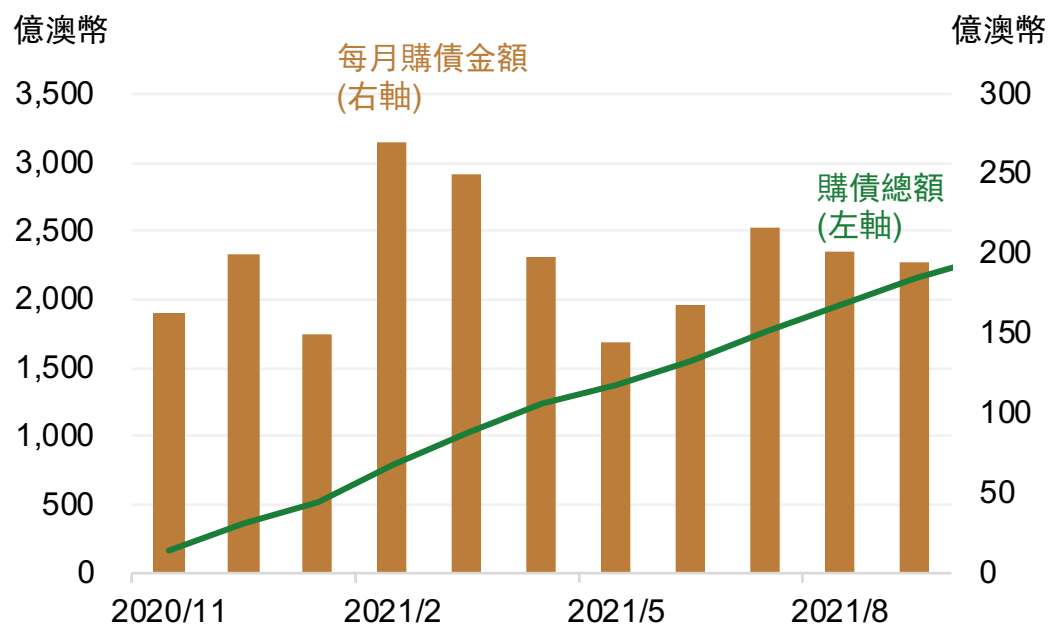
## 匯市 澳洲央行維持政策不變；近期匯市由風險氣氛主導

澳洲央行(RBA)利率會議重點：1) 維持政策利率0.1%，及2024年4月期澳債0.1% (殖利率控制目標)。2) 以每週40億澳幣的速度購買澳債，並維持2022年2月中旬前以該速度繼續購買 (8月會議僅買到2021年11月、9月會議延遲至2022年2月)。

10月金融市場氣氛轉向趨避，外資於台股大幅賣超，令台股走勢回落，美元在風險趨避支撐續強。

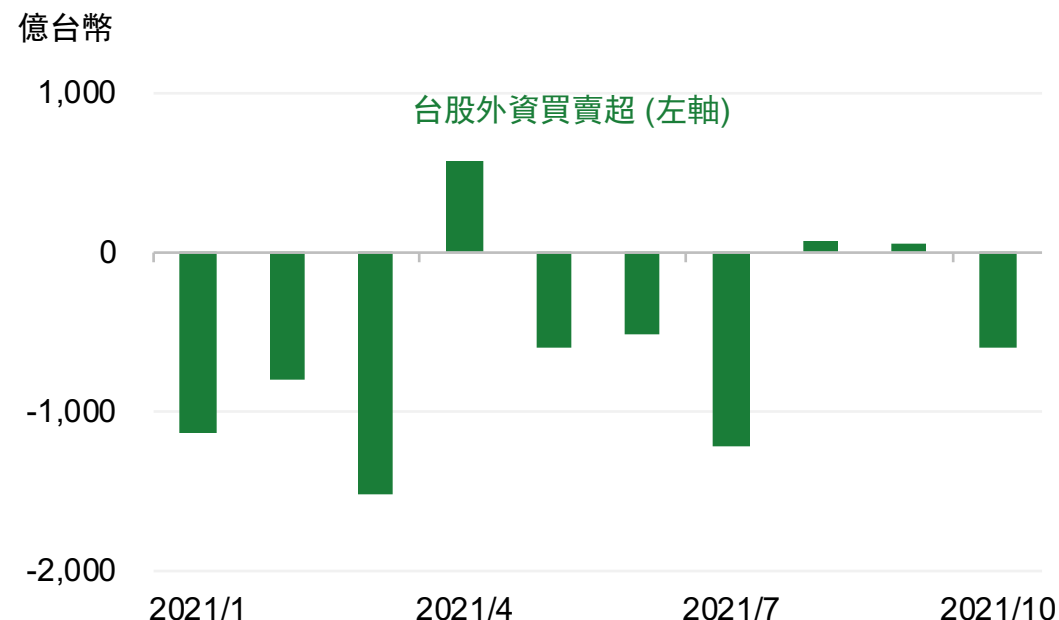
結論：國際匯市方面，近期央行政策變動不大，對匯價影響相對有限，匯市主要受風險氣氛主導。長線而言，美歐貨幣政策差異依舊，故美元緩漲格局仍不變。

澳洲央行維持購債時程至明年2月不變



資料來源: RBA。

近期風險氣氛轉為趨避，外資轉為賣超台股



資料來源: Goodinfo, 截至10月5日。

Oct 2021

11	Monday	12	Tuesday	13	Wednesday	14	Thursday	15	Friday
英國工業生產 日本工具機訂單		日本PPI 德國ZEW		德國CPI 中國貿易收支 歐元區工業生產 日本核心機器訂單		美國PPI 中國CPI/PPI 日本工業生產		美國零售銷售 中國貨幣供給 歐元區貿易收支	

## 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