



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

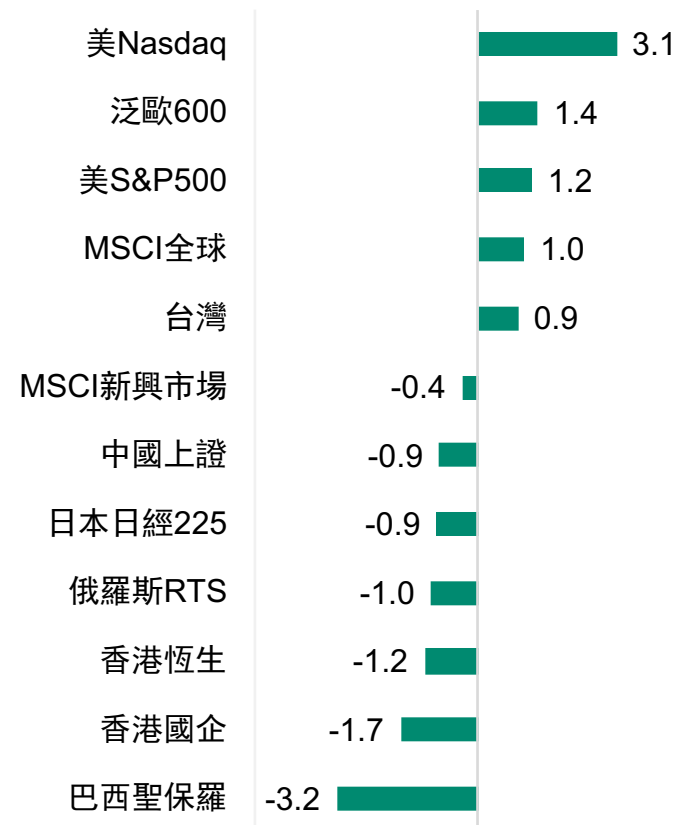
2021年12月24日

# 投資研究週報

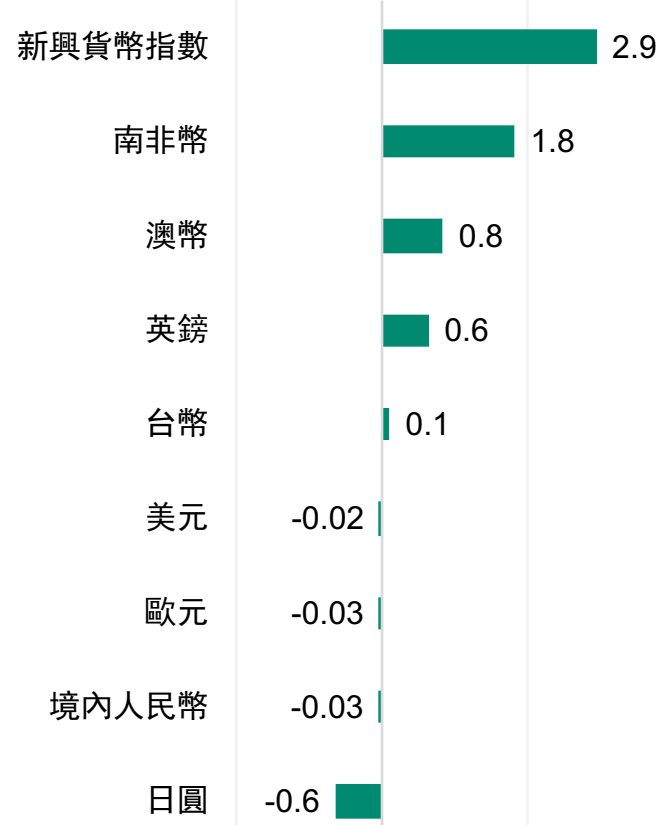
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

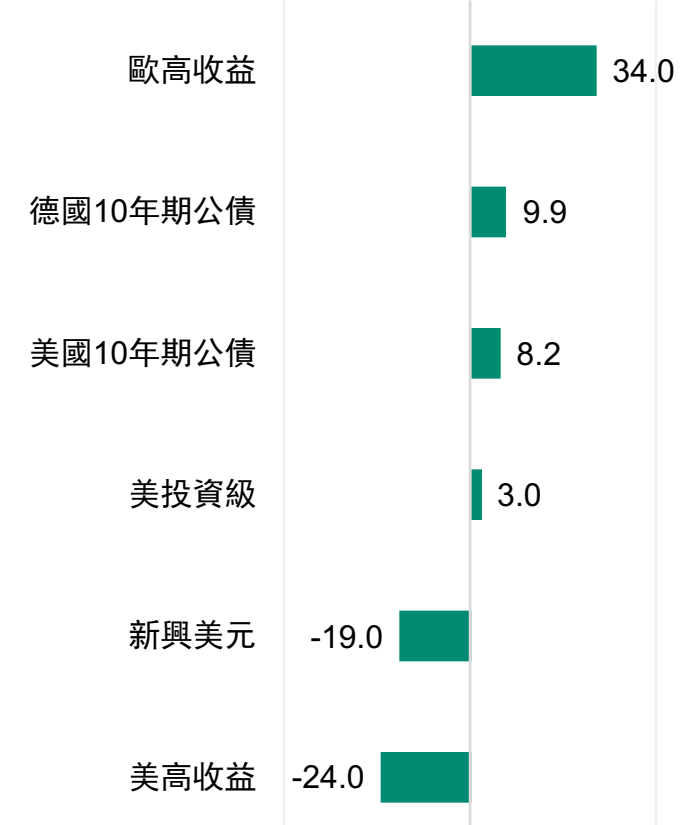
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/12/16- 2021/12/23。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 疫情與升息衝擊，短期股市波動加劇

市場預期Fed明年3月升息機率上升，加上疫情再次於歐美各國肆虐，皆使市場情緒承壓。儘管Omicron應不致失控，成熟國家政策緊縮確實將增添市場擾動。

## ► 景氣復甦步伐未變，配置維持股優於債

資產配置想法維持股優於債，風險性資產因不確定性上升而震盪加劇，然而長期在經濟復甦態勢不變下，股市維持偏多格局；債券長率走勢以區間震盪為主。

## ► 中國穩增長再施力，下調一年期LPR

鑒於11月經濟數據偏弱，中國一年期LPR下調5個基點，時隔20個月再次調降基準利率，進一步強化官方穩增長訊號，信用環境鬆綁有利於市場情緒修復。

### 股市

美國經濟復甦格局未變，就業市場持續改善，支撐企業獲利增長，長線維持偏多格局。惟財政與貨幣政策逐步偏緊，升息對評價面產生壓抑，預期加大短期市場波動，股價上漲動能更仰賴基本面表現。

### 債市

市場持續消化歐美央行偏鷹動向。Fed理事Waller提及最早可能3月升息，甚至夏季前啟動縮表，利率期貨price-in升息機率超過5成。2022上半年通膨加壓及疫情反覆交互影響，料長率區間盤整，債券隨殖利率逢高布建。

### 匯市

土耳其里拉受政策干擾而急升急貶，政府債務壓力沉重，匯價短多長空視之。英、歐央行也相繼做出升息、縮減購債的政策調整，提振歐系貨幣，加深美元波段修正幅度，但貨幣政策差異支撐美元長線偏升。

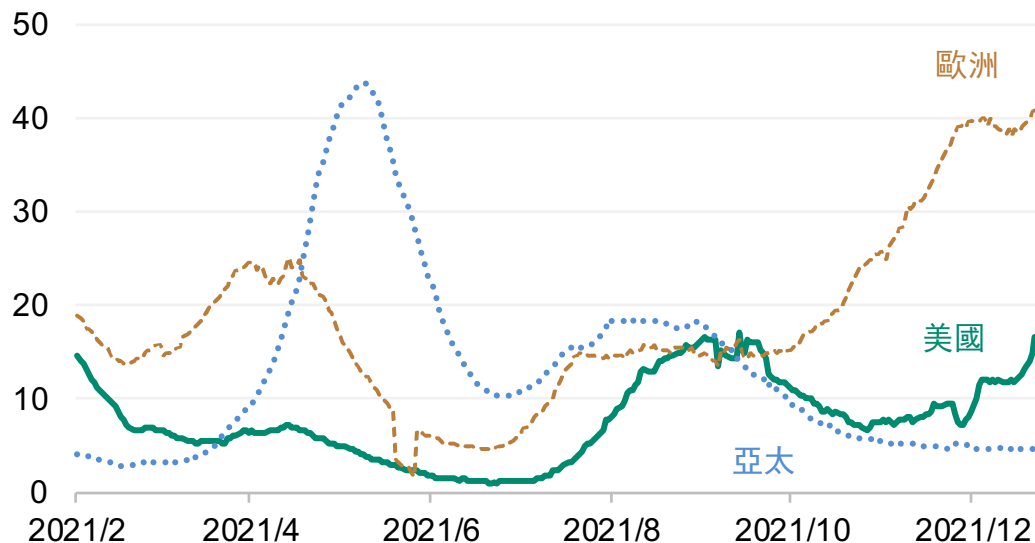
## Omicron加速蔓延使歐美強化防疫, 復甦擔憂加劇避險情緒

因Omicron變異株新增確診人數快速上升, 以荷蘭封城為開端, 美、英、德各國也將於聖誕假期後推出新防疫措施, Reopen帶動的經濟復甦動能遭遇挑戰, 致使12月中旬起市場避險情緒攀升, 風險性資產遭逢賣壓。

Omicron傳播速度飛快, 施打兩劑疫苗的保護力薄弱, 在南非、英國後, 美國也成為染疫的重災區, 儘管對於Omicron的掌握度仍不完整, 但目前看來也無須過度悲觀, 因 1) 病情較輕, 重症與死亡占比未有惡化; 2) 南非的有效再生數(Rt值)已從高點回落; 3) 第三劑疫苗具保護力, 且各大藥廠著手研發專用疫苗, 明年初就有機會展開臨床試驗。研判Omicron對市場影響與Delta雷同, 不會翻轉景氣中長期的復甦格局。

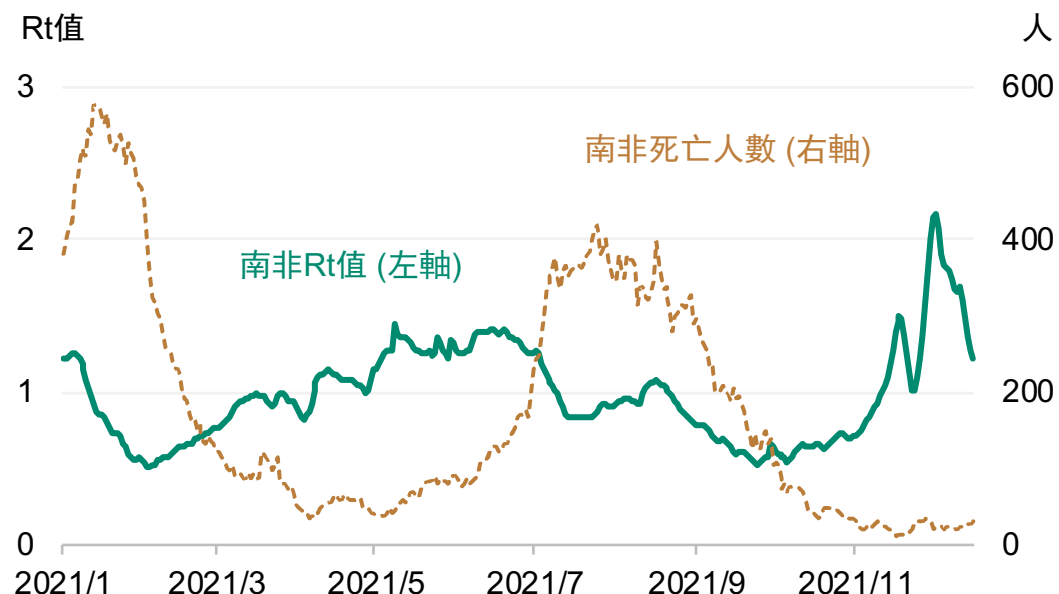
### 12月多數歐美國家疫情惡化

每日新增確診增人數, 萬人



資料來源: Bloomberg。

### 南非Omicron Rt值明顯好轉



註: Rt值為有效再生數, 估算在一定時間內傳染數量的變化。

資料來源: Our World in Data。

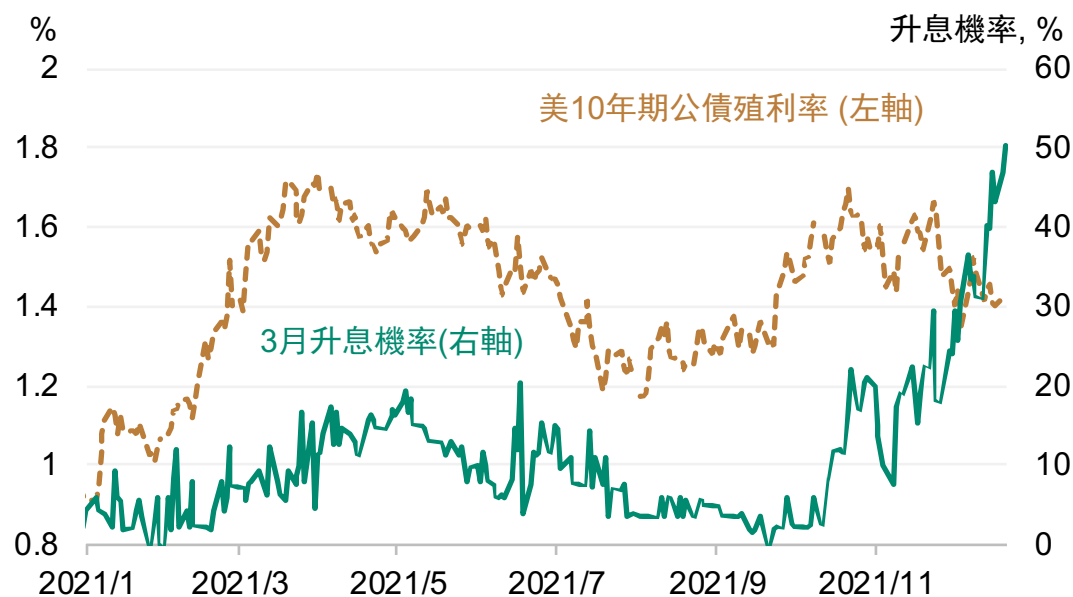


## 3月升息預期加溫及疫情反覆，長率呈現較大區間格局，債券隨殖利率逢高配置

市場持續消化歐美央行偏鷹政策動向。英國升息，FOMC加快Taper、上移明後年利率點陣圖，近期Fed理事Waller談話更表示可能最早在3月開始加息，甚至夏季前啟動縮表，政策利率期貨price-in升息機率超過5成，凸顯通膨加壓、就業復甦帶動貨幣正常化加速預期。同時，近期Omicron延燒衝擊之擔憂，資金避險也使長率維持橫盤格局。

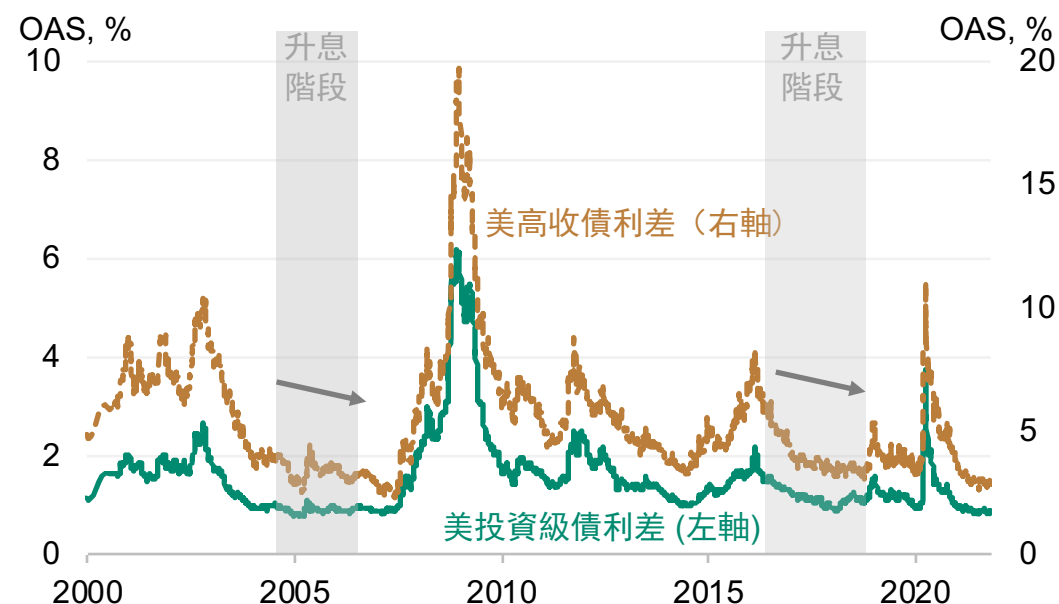
上半年高通膨及貨幣正常化加速預期，預期美公債利率呈現大區間盤整格局。面對退休金實質買盤需求、疫情反覆則為利率上方壓力，債券可趁利率偏低先部分獲利。過去升息時期，利差多為平穩走勢，有穩定現金流需求，長線隨殖利率偏上布局。

### 3月升息預期機率超過5成，美債殖利率恐有推升壓力



資料來源：CME, Bloomberg。

### 過去升息階段，利差多為平穩趨勢



資料來源：Bloomberg。

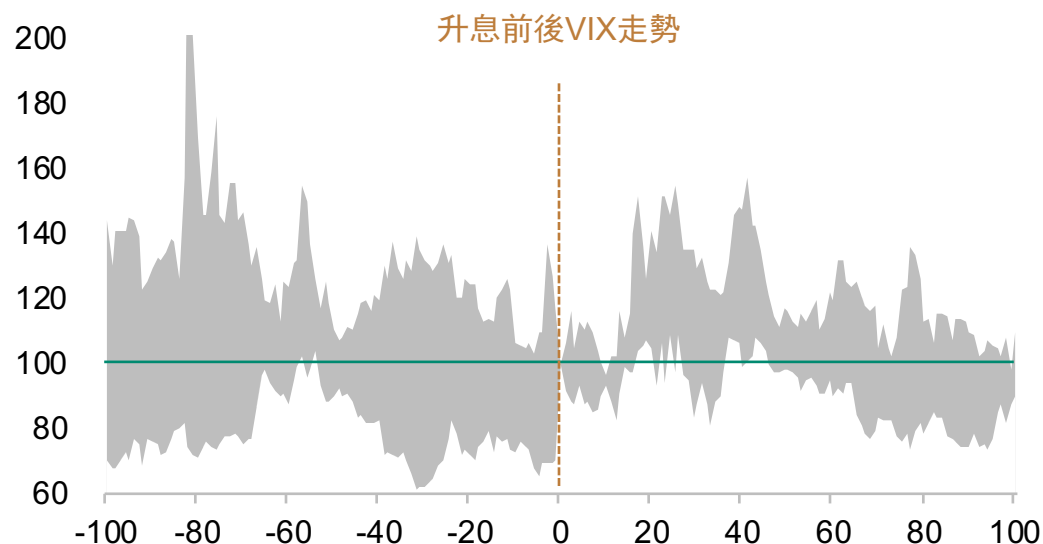
## 貨幣與財政偏緊使美股波動加大，然升息無礙股市長線趨勢

聯準會加速Taper、英國央行升息、歐央調整購債，主要央行政策開始轉向緊縮；在財政面，美國1.75兆「重建美好未來」法案闖關失敗，政策空間受限引發市場擔憂未來政策空間有所不足。且升息對評價面有壓抑作用，依照歷史經驗，升息後時常伴隨市場不確定性增加、VIX區間上移的現象，加劇股市波動。

回顧過往聯準會升息循環，整體而言美股表現正向，因升息的觸發條件之一為景氣表現良好，升息期間企業獲利上揚、每股盈餘大幅增長，抵銷了利率走升對評價面本益比的負面效果。總結來說，明年政策環境將不如今年，市場走向更加仰賴基本面表現。

### 升息前後市場波動提高

標準化，以升息日為基準=100



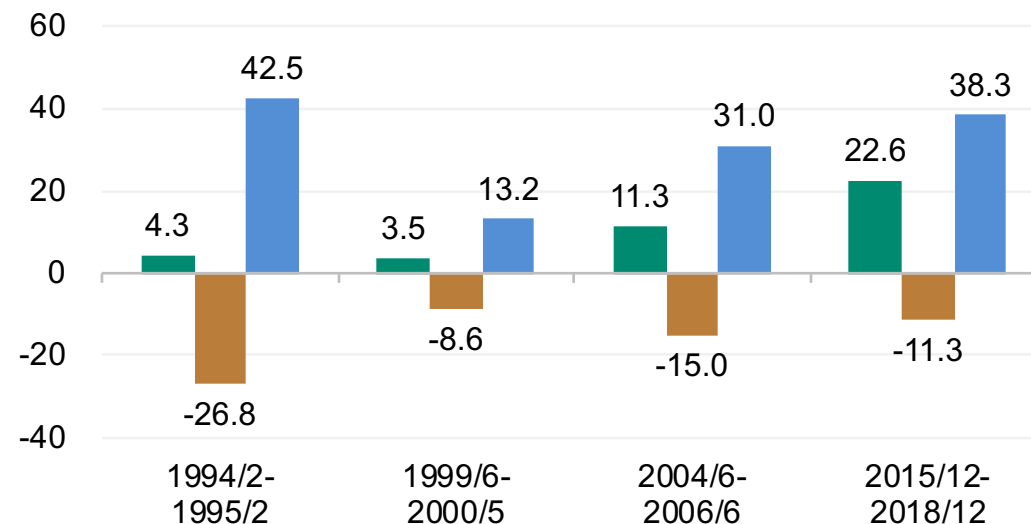
註：統計1994、1999、2004、2015升息前後100個工作日VIX走勢。

資料來源：Bloomberg。

### 過往四次升息循環期間，經濟表現與企業獲利良好

漲跌幅，%

■ 標普500指數 ■ PE Ratio ■ EPS



註：為近四次升息循環區間的股價、本益比、近12個月EPS變化幅度。

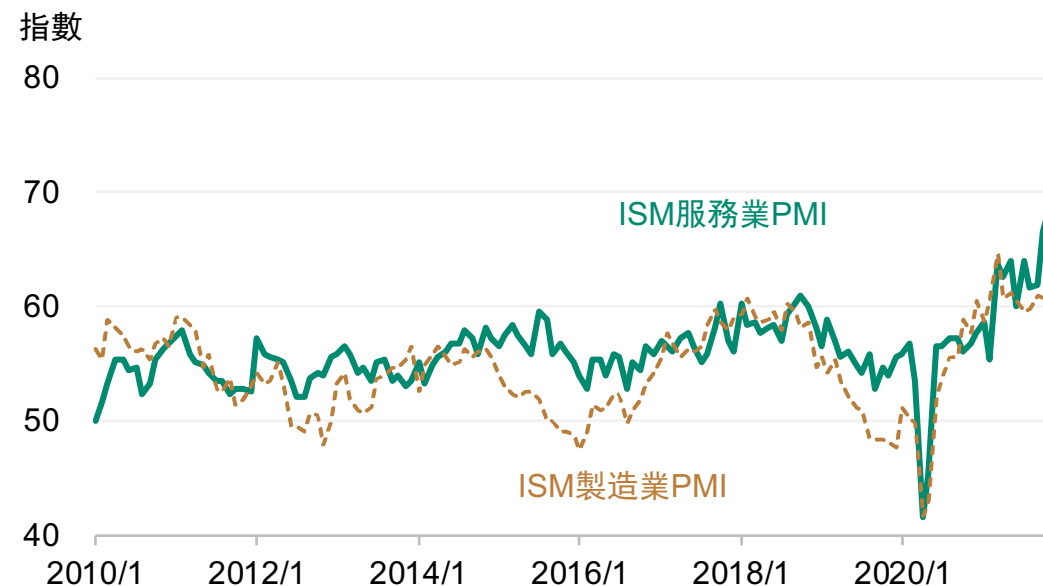
資料來源：Bloomberg。

## 疫情反覆與聯準會緊縮動向使市場偏擾動，但不改景氣復甦格局

疫情反覆、聯準會逐步緊縮貨幣政策等議題，使得股市更加波動。但基本面而言，美國經濟復甦格局未變，包括初領失業金人數更是低於20萬人次，低於疫情前水位，同時，服務業PMI也創下歷史新高。

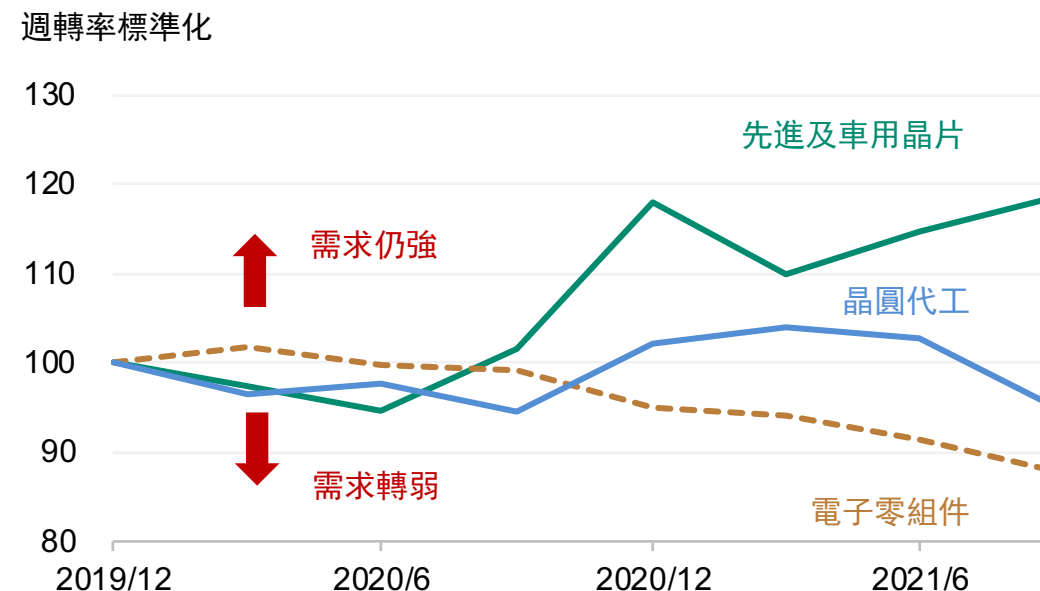
就產業面而言，製造業PMI雖自高點回落，但不代表補庫存行情完全結束，只是程度不若先前強勁且出現分歧狀況。例如，輝達、超微、賽靈思、恩智浦等先進晶片需求仍強，使得週轉率不斷提高，但代工或其他零組件的需求，確實有放緩的現象。

### 製造業PMI自高點回落，但服務業創新高



資料來源：Bloomberg。

### 補庫存行情趨緩，但產業狀況有別



註：先進及車用晶片指輝達、超微、賽靈思、恩智浦；晶圓代工指台積電、聯電；電子零組件指瑞薩電子、高通、亞德諾。

資料來源：Bloomberg。

## 中國 經濟穩增長再施力, LPR下調開拓貨幣寬鬆道路

11月經濟數據顯示景氣疲弱, 顯示企業對融資需求不振, 加上人行在今年下半年已經連續兩次降準, 降低金融機構的資金成本, 因此12/20公布的貸款市場報價利率(LPR), 一年期下調5個基點, 五年期維持4.65%不變。重點如下: 1) 五年期LPR作為大部分民眾申購房貸利率的基準報價, 本次利率維持不動也釋放官方維持“房住不炒”的政策基調。2) 明年初貨幣政策有機會進一步寬鬆, 直接下調MLF、調降5年期LPR等都是可能的操作方向。

**LPR下調象徵信用環境鬆綁的進一步訊號, 今年下半年疲弱的本益比可望逐步走揚。海外中概股受到監管政策以及中美關係不確定性的影響, 市場情緒仍顯低迷, 需拉長H股布局時間。**

### 貨幣寬鬆短期有利於市場情緒



資料來源: Bloomberg。

### MSCI中國與滬深300指數本益比走勢



註: 兩條橫線為2017年以來本益比平均, MSCI中國指數為15.5, 滬深300指數為15.8。  
資料來源: Bloomberg。

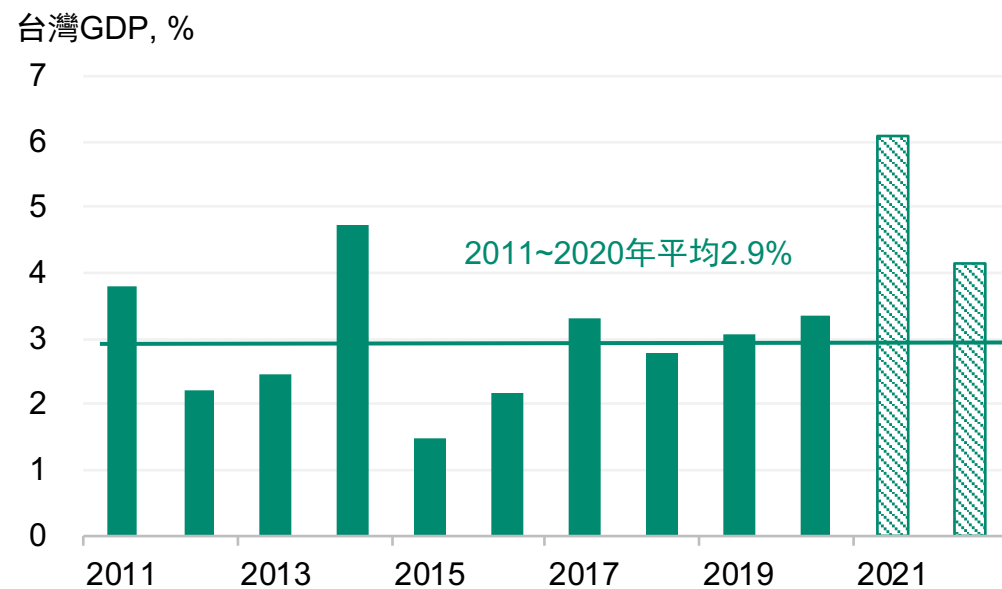


# 台股 經濟展望樂觀，台股首季上漲機率高

主計總處預估台灣明年GDP4.2%，除了出口、投資持續成長外，今年5月以來因新冠疫情衝擊內需消費，明年也可望回溫，帶動GDP成長。整體而言，明年GDP成長率雖然較今年6.1%下滑，但仍較過去十年平均來得高，在經濟展望樂觀下，台股走勢亦不看淡。

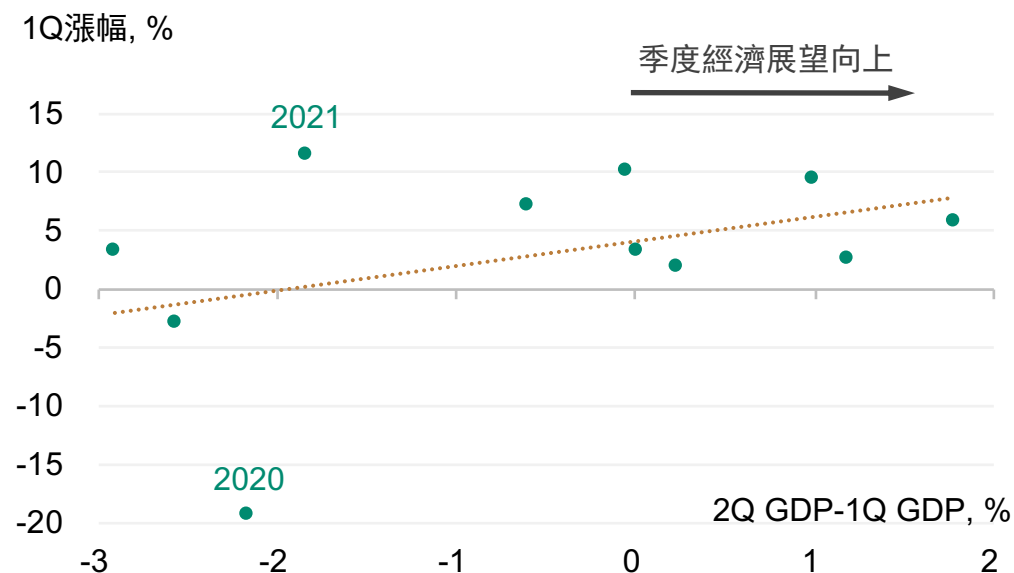
統計2011年以來台股1Q表現，若扣除2020年因全球新冠疫情而下跌外，上漲機率達到9成，而在**預估明年景氣可望呈現2Q優於1Q，下半年優於上半年的趨勢之下，亦可望帶動股市多頭行情，可利用近期拉回機會逢低布局。**

## 台股明年經濟成長率高於近十年平均



資料來源：主計總處, Bloomberg。

## 經濟展望樂觀，台股首季上漲機率高



註：統計2011年以來台股各年度1Q漲幅。  
資料來源：Bloomberg。

## 俄股 地緣政治風險升溫，俄股暫偏觀望

俄羅斯和烏克蘭地緣政治風險升溫，主因烏克蘭一再要求加入北約組織，俄國將前蘇聯成員國-烏克蘭視為附庸，除發兵宣示主權，並欲遏阻北約西方勢力東進。俄國在烏克蘭邊境集結軍隊，美歐西方國家為制衡俄羅斯軍事活動，暫緩北溪2號開通。**地緣政治風險短期難解**，市場擔憂俄國金融市場遭制裁，加上佔指數權重約2成的能源巨頭Gazprom獲利恐受拖累，**俄股從10月高點回落，其中銀行、能源類股跌幅最大。**

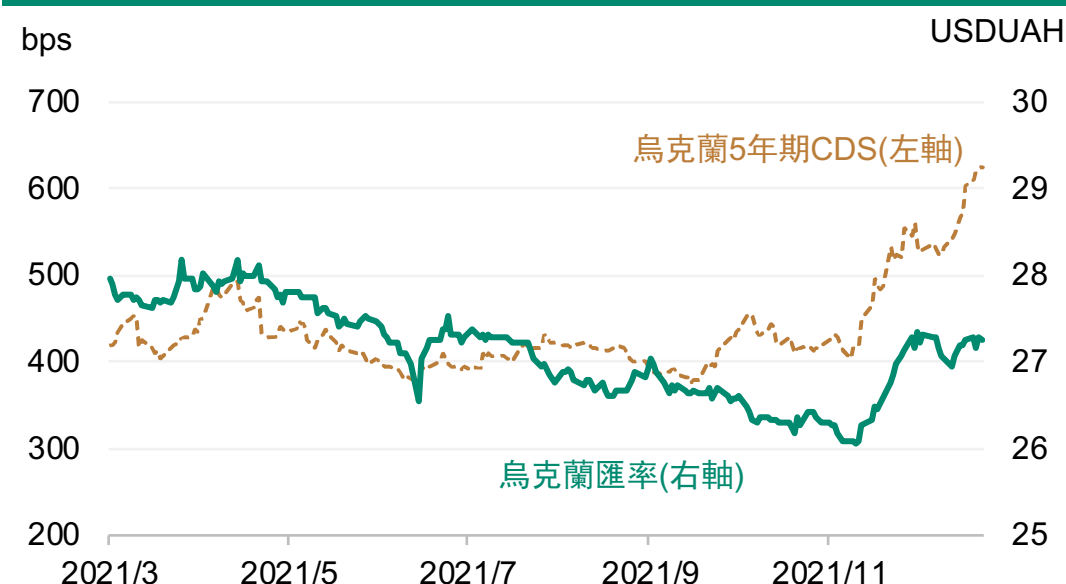
觀察烏克蘭匯率從11月開始已貶5%，5年期CDS違約交換飆升逾50%，雖預期俄國在各方牽制下，發動大規模軍事衝突機率有限，短期政治風險仍難預測。**地緣政治風險升溫將使短線俄股震盪，空手投資人可暫偏觀望，而油價展望正向支撐俄國油企中長期獲利，現持有者須耐心等待。**

北溪2號行徑路線與鄰國關係



資料來源：World Today News。

烏克蘭11月後匯率貶值，CDS飆升



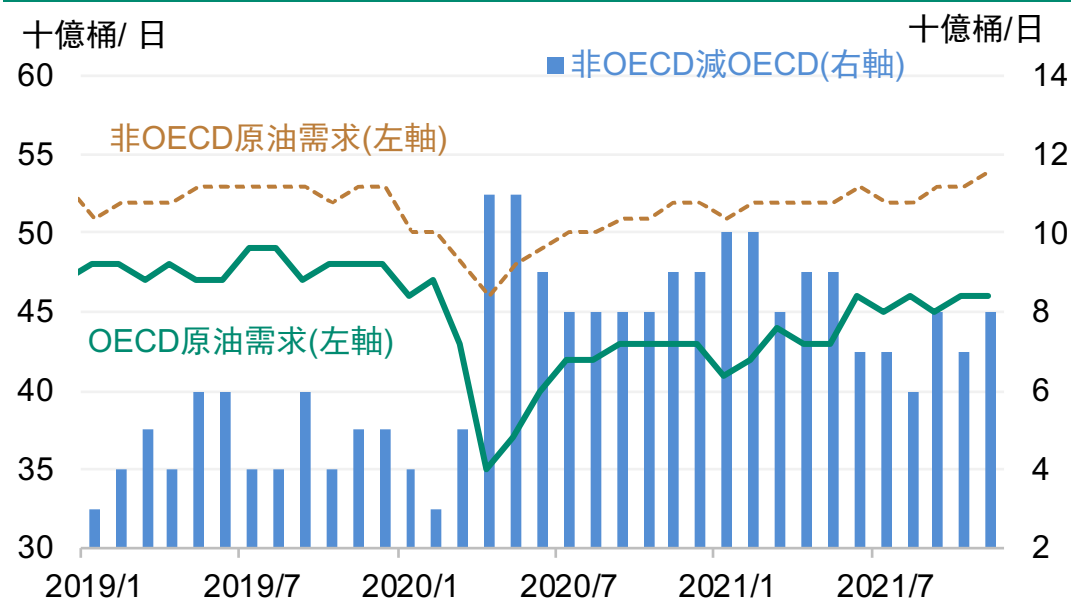
資料來源：Bloomberg。

## 能源 研判油價大跌空間有限

歐美地區Omicron疫情惡化，歐洲部分國家如荷蘭、英國等管制措施升級，一度造成油價重挫，但美國及多數國家仍以加強施打疫苗、提高邊境管制為主。預期美國、亞洲國家與新興市場管制措施升級至歐洲等級不易，新興市場原油需求迅速恢復，回到疫情前水準。**現油價已多數反應歐洲暫時能源需求下滑，預期油價再大跌空間有限。**

烏俄衝突影響俄國天然氣供給，歐洲天然氣價格飆升，法國被迫燃燒石油來維持供電，石油需求增加對能源價格有提振效果。**天然氣供給稀缺情況短期難解，對油價提供下檔支撐，亦有利歐洲能源類股表現。**

### 新興市場能源需求恢復較成熟國家快



資料來源：Bloomberg。

### 歐洲天然氣期貨價格飆漲



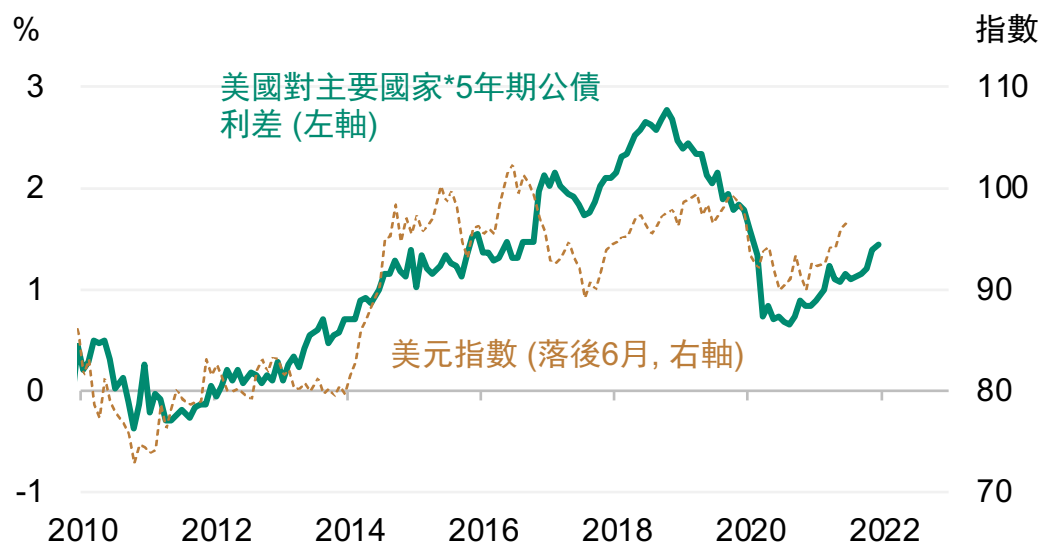
資料來源：Bloomberg。

## 匯市 美元偏升較不利新興匯市；土耳其匯市受到通膨與政治影響劇貶

美元指數：聯準會會議雖偏鷹調整，但英、歐央行也相繼做出升息、縮減購債的政策調整，貨幣政策進入競賽潮下，令近期美元走勢更為震盪、波段修正幅度加深。惟貨幣政策依舊存在差異，仍支持**美元指數長線偏升格局**。

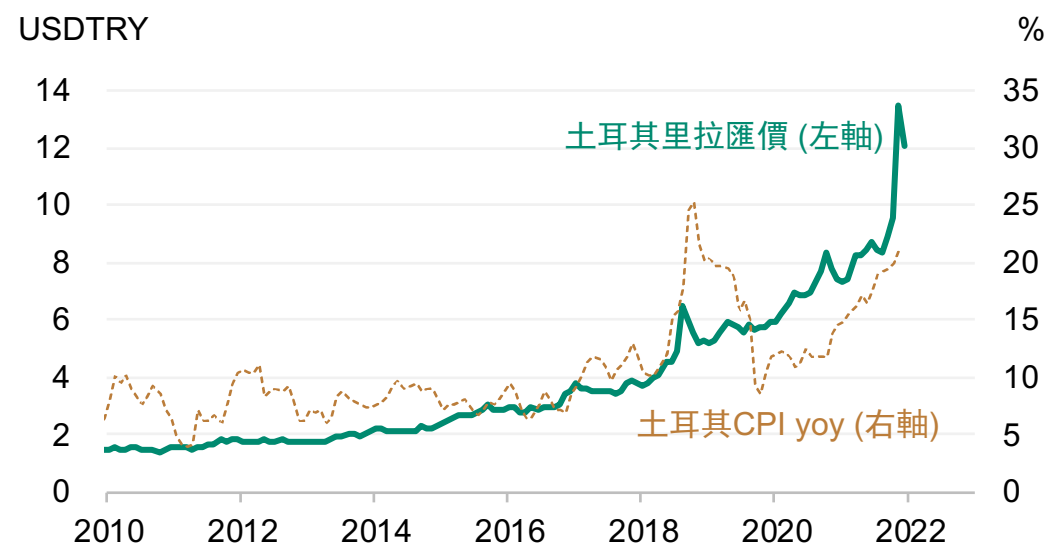
土耳其里拉：總統艾爾段堅持土國須採低利率政策，即便通膨居高不下，央行9月起仍四度降息5%，使投資人大舉拋售里拉。近日為挽救匯率，艾爾段推出保證利率的政策，鼓勵進行里拉定存，**其間匯損將由國庫買單**。該政策雖令里拉貶勢暫歇但經濟學家多認為將加重政府債務壓力，故基本面未有改善下，**投資人應以短多長空視之**。

### 美元短線面臨漲多修正，但利差走勢仍支撐美元



註：\*主要國家含歐、英、日、加。  
資料來源：Bloomberg。

### 高通膨沉痾依舊，里拉貶勢未見扭轉



資料來源：Bloomberg。

Dec 2021

27	Monday	28	Tuesday	29	Wednesday	30	Thursday	31	Friday
日本零售銷售 中國工業利潤		日本失業率 日本工業生產		歐元區M3 美國躉售存貨 美國成屋銷售		美國芝加哥PMI 美國初領失業金人數		中國製造業PMI 中國非製造業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