



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年12月03日

投資研究週報

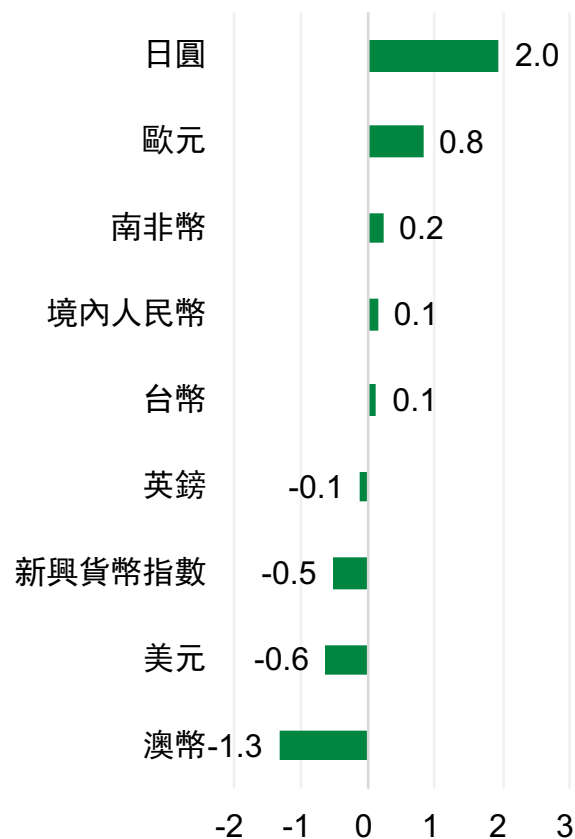
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

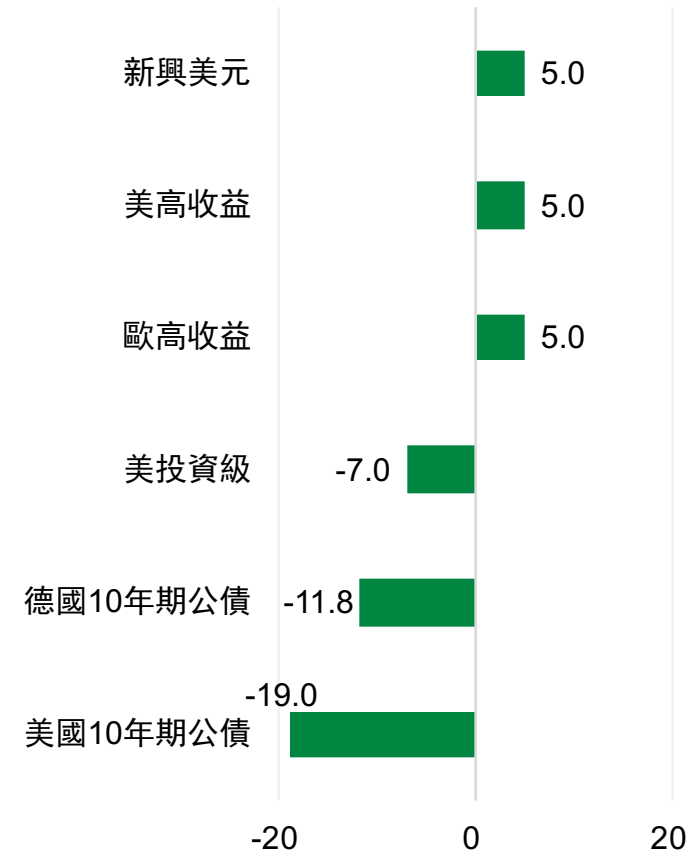
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/11/25- 2021/12/2。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 疫情與加速縮減購債，股債波動度上升

新變種病毒Omicron爆發，加上Powell考慮將加快QE縮減速度，以抑制預期可能更久的通膨。股債波動度上升，股市修正壓抑美債利率低盤，未來利率仍偏緩升。

► 管制措施限部分區域，影響較去年可控

全球疫情有漸擴散現象，多數國家現採邊境管制措施，對航空、旅遊、能源等類股造成影響，預期不致釀成去年時的大規模全面封鎖，股市跌幅可控。

► 油價短期有壓，再大跌空間有限

疫情使能源需求展望受抑，但油價已反映多數需求減幅，再度大跌空間有限。預期短期震盪明顯，待疫情趨緩、需求增加，油價將緩步回升。

股市

疫情復燃、與聯準會加速縮減QE，股債市出現大幅震盪。預期疫情可控，全球不致重蹈去年3月大規模封鎖措施，股市修正侷限在部分相關產業，逢修正仍可分批漸布長期看好標的，跌幅較重的能源、航空旅遊等，整理後走勢偏上。

債市

變種病毒疫情疑慮及油價波動，近期美公債殖利率反應避險需求而低盤，影響信用債利差偏揚。美貨幣政策正常化進度持續，預期違約率可控，有息收需求者，債券殖利率可逢高布局。

匯市

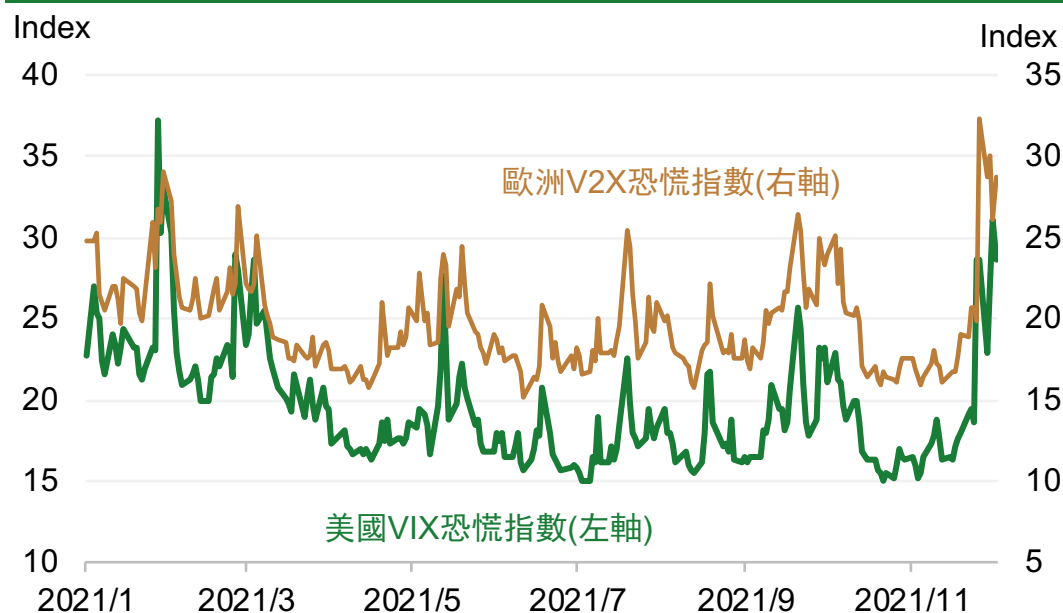
股市突現修正，歐、日圓稍有提振，然聯準會升息規劃漸趨明朗，美元指數朝緩升發展。新興匯率在美國升息期間多偏貶有壓，土國高通膨問題難解，料土耳其幣波動加大，仍續弱表現。

Omicron變種病毒襲來，股債波動度上升

近週金融市場劇烈震盪，主因1) **新變異毒株Omicron自南非蔓延，疫苗防護力待觀察**，2) 聯準會主席Powell出席國會聽證時表示，放棄之前強調的通膨是暫時性說法，**Fed可能比預期更早結束寬鬆貨幣政策，或將在12月例會上討論加速縮減購債事宜**。疫情復燃與Fed鷹派言論引發股市震盪，除美歐恐慌指數大幅上揚外，債券波動度也上升。

美國10年期公債利率反應疫情與景氣復甦不確定，回落至1.5%下方。預計Fed將在12月中會議上討論加速縮減購債，較先前市場預期的提前幾個月完成QE退場。**預期明年下半年9月以後啟動升息，幅度2碼為主，短期美10年期公債利率低盤，後隨升息預期緩步偏上。**

股市波動度上升



資料來源：Bloomberg。

預期明年下半年將升息2碼



資料來源：Bloomberg。

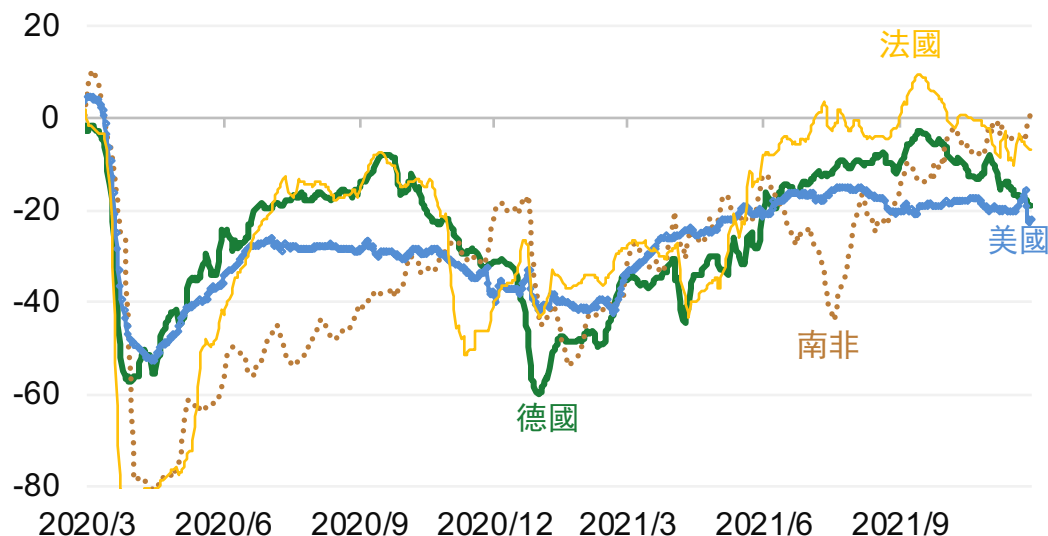
管制措施限部分區域, 修正幅度較去年可控

面對全球第4波疫情襲來, 來自南非的Omicron病毒已知訊息有幾個特性, 1) 棘狀蛋白含有32個突變, 為Delta變種病毒更多, 傳染速度可能更快, 2) 病毒變異愈多或使目前接種的疫苗保護力下降, 3) 現南非染疫者似以青年、輕症為主。市場訊息雜多, 待更多樣本與研究擬定因應措施, **主要國家現多採取封鎖邊境、管制旅遊等措施, 並加強施打疫苗, 研判應不至於重蹈2020年時全球大範圍封城措施, 然原預期的經濟復甦進程或因此受到拖累。**

除南非以外, 歐洲與東歐為疫情重災區, 各國公布的**防疫政策使休閒旅遊、航空和能源類股承壓**, 需時間觀察疫情發展與影響, 預期短期相關類股震盪加劇有壓, 但較去年3月疫情爆發時跌幅輕且可控, 整理後走勢偏上。

管制措施重啟, 但較去年和緩

人流移動指標



註: 採其中交通轉運站項目為例。

資料來源: Google mobility。

目前股市修正幅度較去年疫情爆發時可控



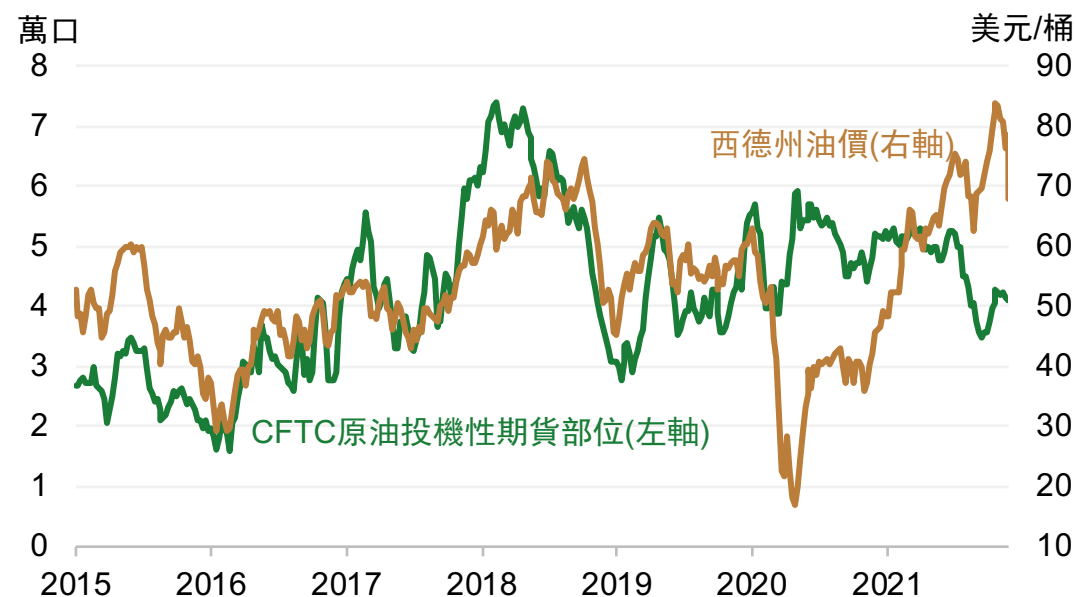
資料來源: Bloomberg。

油價修正過度現反彈契機

美國釋出戰備儲油、Omicron病毒襲來，對景氣復甦步調形成干擾。部分國家因疫情而封鎖管制、短期需求可能放緩，國際油價出現大幅修正，西德州油價自10月高點跌幅接近20%。觀察近期原油期貨投機部位保守，選擇權看空者眾，市場氛圍仍偏謹慎下，預期短期油價震盪加劇，仍需時間整理。

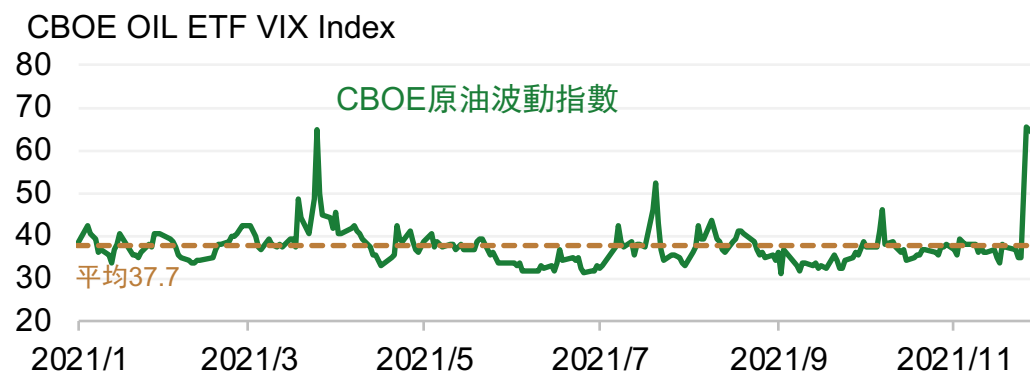
戰備儲油增加油市供給、歐洲管制壓抑需求展望，但**OPEC意外在12月會議上維持明年1月的增產計畫**。從基本面推估，歐洲占全球能源需求約13.4%，需求下滑1%將使需求量減少175萬桶，**目前油價跌幅或已大部分反應可能萎縮的需求量**，再度大幅下跌空間有限。**此次疫情不致大規模封城，明年將更趨向正常化，推升油價偏上，現有投資人宜耐心續抱。**

投機性期貨部位保守，油價仍需時間整理



資料來源：Bloomberg。

短期原油波動仍大，預期隨疫情趨緩漸回升



可能情境	OPEC維持每月日增40萬桶	OPEC暫緩每月日增40萬桶
疫情趨緩可控	油價短期仍有壓，隨疫情趨緩，漸回升	油價迅速大幅反彈，隨疫情趨緩回升
疫情擴散惡化	油價快速續跌	短期震盪有撐，後市有壓續弱

資料來源：Bloomberg。

台股 台股對疫情抵抗力轉強，半導體獲利成長趨勢不變

Omicron變種病毒衝擊全球股市，台股也出現不小跌幅，不過由於台灣防疫措施採取較嚴格的入境管制，仍有機會避免變種病毒在本土擴散，即使股市因此而出現修正，相較去年3月及今年5月兩次股市受疫情影響較大期間來觀察，本次台股對於變種病毒可望有較強的抵抗力。

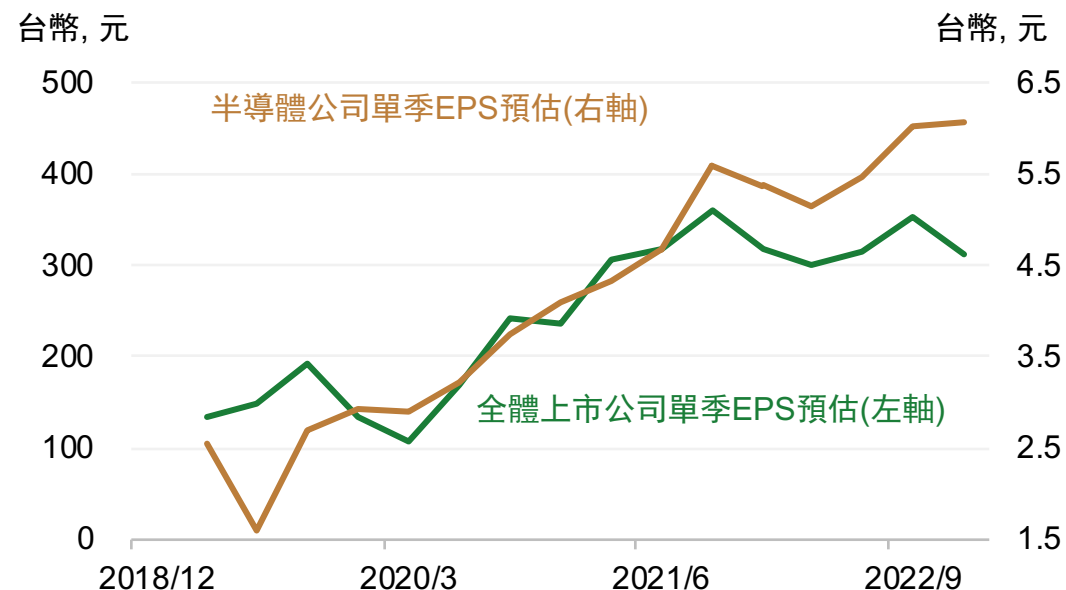
事實上，在全球因疫情而封鎖期間，台灣電子業出口反而因為歐美需求強勁及供應鏈中斷而受惠，半導體即為其中代表產業，**目前部份晶片如車用、網通晶片供應缺口仍將持續到2022年，新興科技產品如元宇宙、AI等更帶動高階製程需求，預估在2022年半導體業EPS可望逐季成長，基本面將形成類股低檔強勁支撐。**

股市面對疫情已有經驗，預期賣壓相對過去減輕



註：2020/3及2021/5相對走勢係以當時指數日漲跌幅計算。
資料來源：Bloomberg。

預估半導體明年獲利仍維持逐季成長



資料來源：Bloomberg。

美股 企業獲利提供股市回檔支撐，低碳排放有利科技股長期展望

新冠病毒再傳變種，可能衝擊現有的疫苗保護力，加上部分國家提高管制措施，增加短期市場擾動。然而，考量疫苗對重症與死亡率仍有一定的保護力，研判不致重演2020年的恐慌。通膨居高不下，可能使聯準會加速QE taper，使市場擾動加大，但整體而言，企業獲利持續增長，市場資金充裕，提供基本面支撐，股市拉回後仍採分批布建策略。

ESG和減碳永續發展為產業未來趨勢，市場對於低碳排放的產業，長期投資意願較高，低碳排及較高資本支出有助長期企業獲利，資訊科技產業長期偏多，逢回漸布。

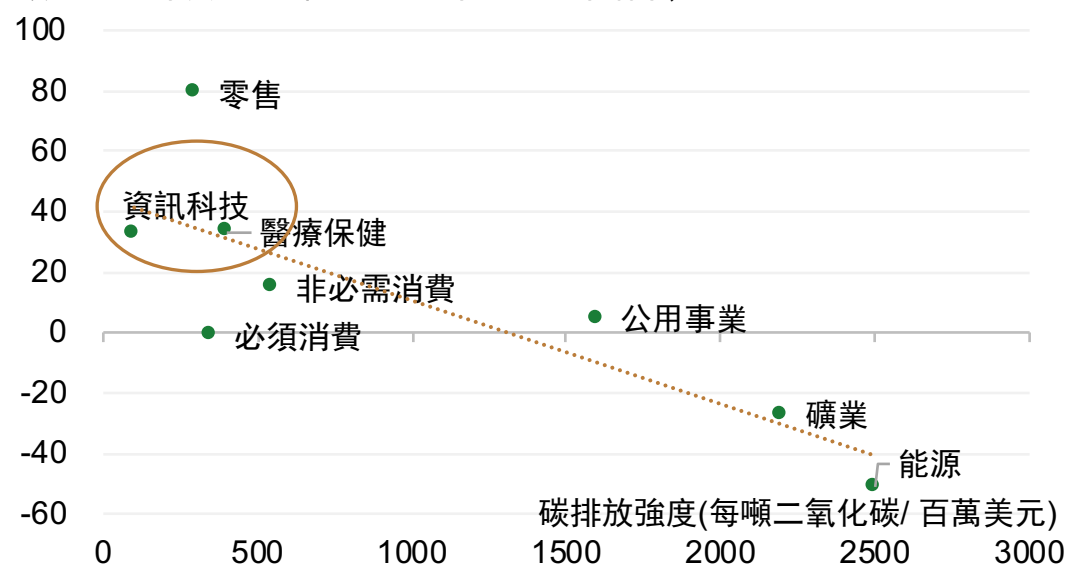
企業獲利支撐股市，但漲幅將收斂



資料來源：Bloomberg。

低碳排放產業有較高資本支出，長期展望佳

預估2022年資本支出和過去10年平均值年增率，%



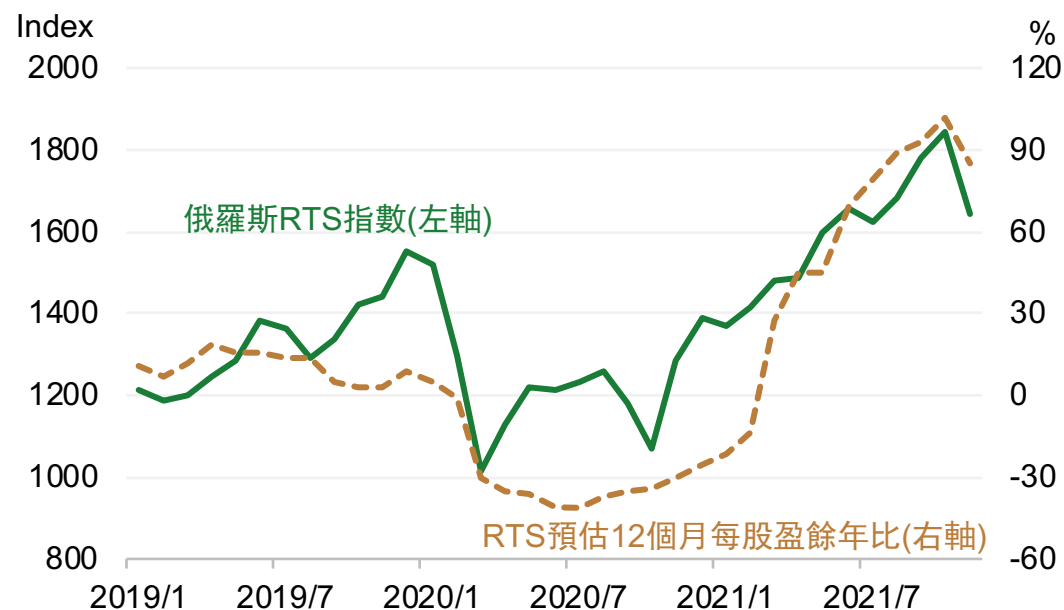
資料來源：Bloomberg, Goldman Sachs。

俄股 歐洲天然氣需求可望支撐俄股

俄羅斯11月製造業PMI由51.6上升至51.7, 較前期改善, 失業率下降有助未來國內內需動能。俄國境內COVID-19新增確診人數雖自近期峰值下滑, 但仍處去年來相對高位, 加上冬季通膨仍高, 預期央行近期有升息壓力, 明年1Q以後食物性通膨將可改善, 通膨壓力可獲緩解, 有助經濟溫和復甦。

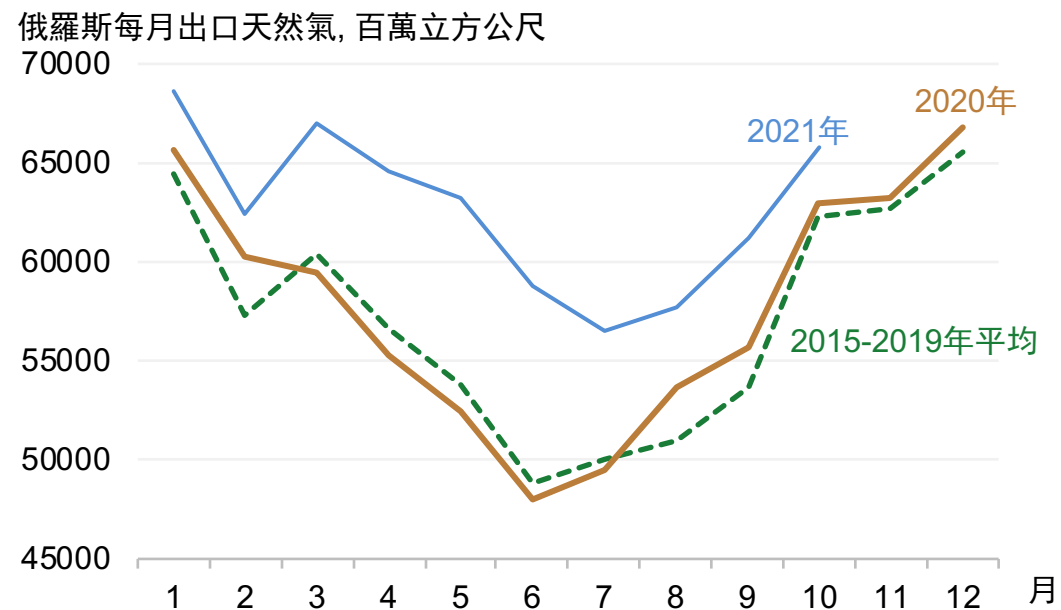
天然氣及石油為俄羅斯出口大宗, 油價大跌同步拖累俄股走勢。考量歐洲天然氣需求強勁, 俄羅斯出口石油、天然氣企業預估未來獲利佳, 高度現金流以加發股利形式, 具相對吸引力, 加上油價跌破70美元後, 預期再度大跌空間有限, 俄股現階段不宜過度悲觀, 反彈可期。

RTS指數預估獲利年增率仍高



資料來源: Bloomberg。

俄羅斯天然氣出口量上升



資料來源: Bloomberg。

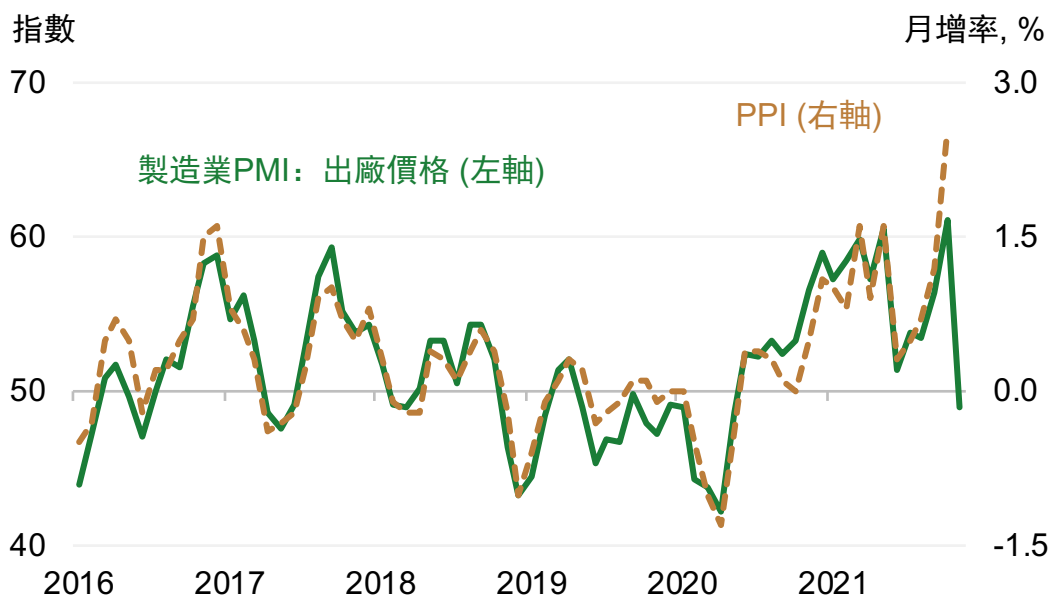
中國 製造業與服務業需求顯弱，疫情升溫及經濟表現壓抑短期陸股動能

因生產端不確定性漸除，11月官方製造業PMI重新站上榮枯線，但本月數據隱含兩項重點：

- 1) 政策效果漸現，煤炭等多項原物料價格回落，出廠價格分項自61.1驟降至48.5，研判PPI於近期見頂，後續隨PPI與CPI剪刀差縮窄，中下游企業成本壓力舒緩，毛利率將有所改善，但上游產業因原物料回落，預期獲利增速反轉向下。
- 2) 需求端顯弱，除製造業新訂單仍在50下方，服務業PMI也下降，再加上全球Omicron疫情升溫，研判消費動能短期內維持偏弱格局。

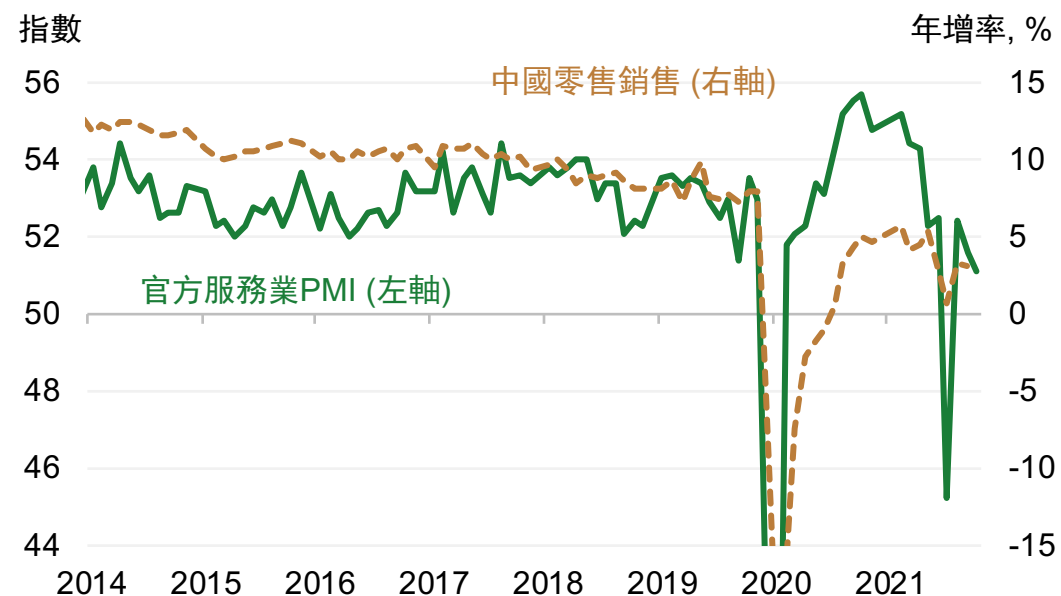
綜上所述，生產端限制漸除，但需求恢復乏力，加上疫情擾動，短期指數走勢震盪，待政策端逐漸發力後才有望開啟上升循環。

PMI出廠價格指數回落，隱含PPI將於近期見頂



資料來源：Wind。

服務業PMI顯示消費動能偏弱



註：2021年零售銷售年增率為2年複合年增率。

資料來源：Wind。

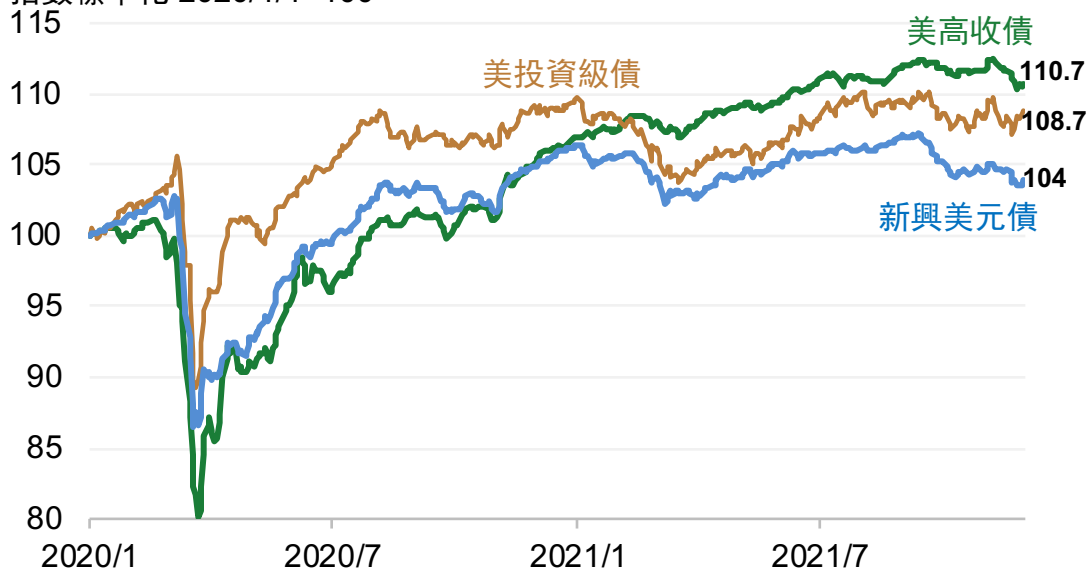
信用債 變種疫情疑慮及油價波動，信用利差走揚或增加危機入市契機

Omicron病毒疫情疑慮升高，帶動本週信用債利差擴大。觀察去年疫情影響，封城擔憂及經濟下滑，整體信用債跌幅達15-20%，但隨疫情控穩及央行貨幣政策出手，收復跌幅時間約4-5個月。近期市場受到新種病毒帶來的不確定性影響，投資級債券相較抗跌，有助平衡投資組合波動風險。預期公債利率仍偏升走勢下，有機會逐步將加大投資級債吸引力。

經濟增速放緩、需求減緩預期，恐使油價連動度高的高收債券波動加大。觀察油價與能源債券利差走勢，若油價維持50元/桶以上水位，價格波動對利差影響相較緩和，有助於支持能源債表現。美高收債受惠於存續期間短及高息收特性，殖利率偏升環境表現相較抗壓，有息收需求者，殖利率可逢高佈局。

去年疫情至今，高收債指數收復跌幅而回穩表現

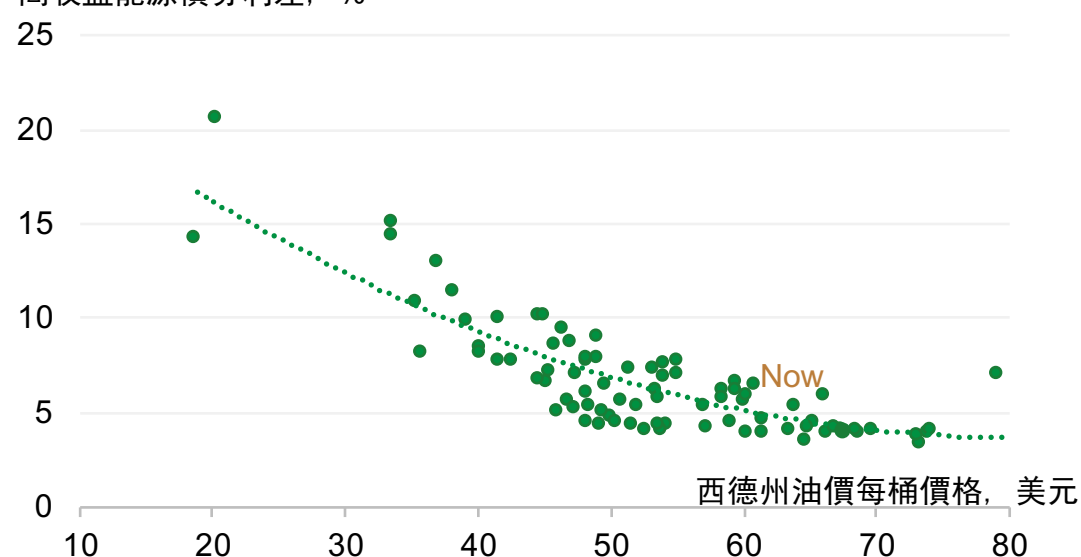
指數標準化 2020/1/1=100



資料來源：Bloomberg。

油價展望穩定，支持能源債利差表現

高收益能源債券利差，%



註：取2011年8月至2021年11月之月資料。高收益債券利差=0.0034油價²-0.5498油價+25.833, R²=0.69162。

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

新興匯市：自從2012年歐債風暴以來，新興市場匯率走勢長期趨勢偏貶，尤其當美元偏強時新興匯率指數將更趨疲弱。鑒於2022年Fed貨幣政策將逐漸偏向緊縮，此將支持美元長線偏升，因此將較不利新興匯率整體走勢。

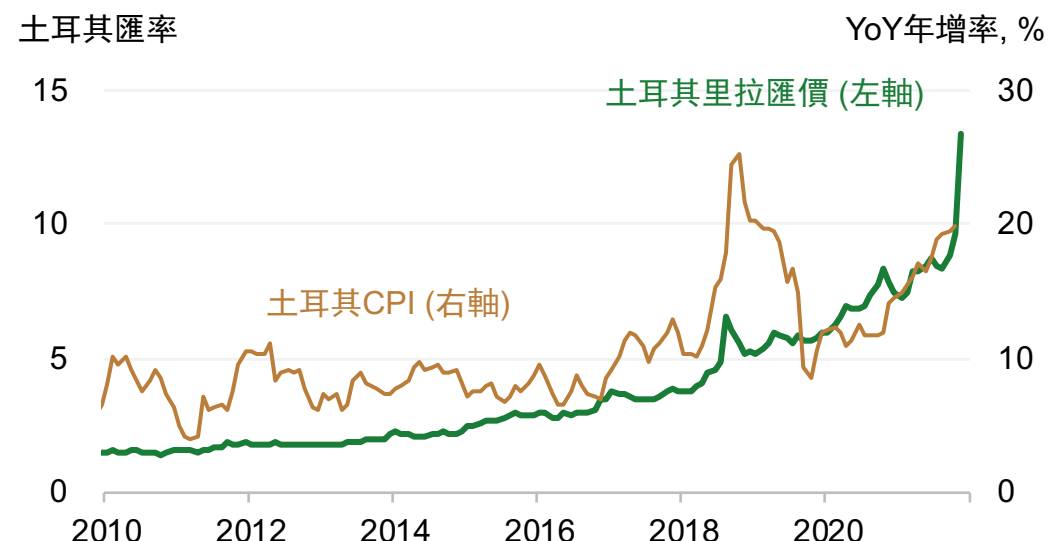
土耳其匯率：土耳其長期高通膨，一直是該國主要的經濟問題。然，自詡「利率敵人」的土耳其總統艾爾段抱持「高利率引發高通膨」的非典型貨幣政策觀點(引述中央社)，並為市場借貸成本過高多次訓斥央行。艾爾段於10月時開除中央銀行3名成員，11月發言捍衛央行降息決議，並稱2023年土耳其選舉前利率將大幅下降，其言論令土耳其里拉貶勢進一步加劇。整體而言，政治仍是土國最大風險，也令長期通膨失控問題難解決。

美元長線偏升將不利新興匯市走勢



資料來源：Bloomberg。

長期高通膨加總統發言令土耳其里拉貶幅劇烈



資料來源：Bloomberg。

December 2021

6 Monday	7 Tuesday	8 Wednesday	9 Thursday	10 Friday
	台灣CPI 台灣進出口 中國進出口 歐元區GDP 歐元區ZEW調查預期 日本景氣動向領先指標	日本GDP 美國消費信貸 美國MBA貸款申請指數	中國CPI 中國社會融資 中國貨幣供給 日本工具機訂單 美國申請失業救濟金人數	美國CPI 美國密西根大學市場氣氛

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