



國泰世華銀行
Cathay United Bank

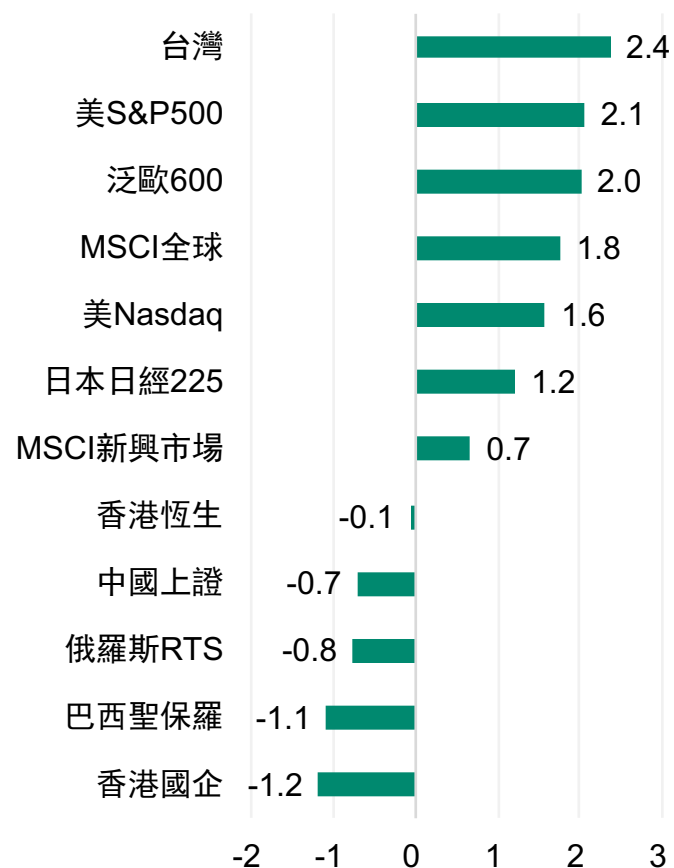
2021年12月30日

投資研究週報

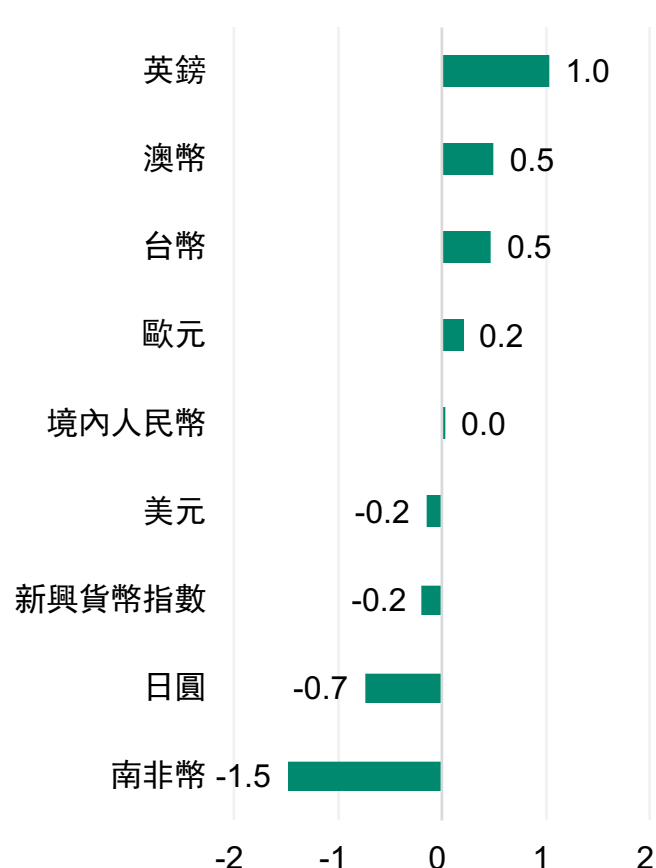
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2021/12/22- 2021/12/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 疫苗有效對抗Omicron, 提振市場信心

AZ和莫德納數據顯示, 第三劑疫苗的中和抗體大幅提升, FDA也相繼通過2款口服疫苗, 大幅提振市場信心。整體而言, 疫苗仍具有一定保護力, 但難完全杜絕疫情。

► 2022年股市漲幅將收斂, 但多頭延續

統計至今, 2021年漲幅達28%, 高於2020年。展望2022年, 多家研調機構顯示, 預期股市仍有機會創新高, 但漲幅將收斂, 且側重在大型股。

► 台股突破萬八, 紅包行情還在?

缺料及塞港問題依舊, 使得訂單持續遞延, 也驅動台灣外銷訂單續創歷史新高, 受此影響, 外資開始反賣為買, 加上獎金發放等利多, 預期台股仍有高點可期。

股市

疫苗數據顯示, 能有效對抗Omicron病毒, 加上經濟數據改善, 提供股市續創新高動能。惟考量經濟成長趨緩, 加上聯準會貨幣正常化, 將使股市波動加大, 但股市明顯拉回仍可布建, 側重大型公司股票。

債市

零售數據佳、疫情進展仍為關注焦點, 整體債市偏盤。展望2022年, 通膨高漲及歐美央行鷹派動向, 利率期貨反應聯準會升息3碼以上可能, 債券投資採殖利率逢高布局, 油價持穩有利高收債及波灣債表現。

匯市

市場氛圍良好, 使美元未進一步走強, 但美歐貨幣政策步調差異下, 仍支持美元緩升。春節效應下, 出口商拋匯仍支持台幣走勢, 惟美國貨幣政策趨緊、台灣景氣對策信號趨緩下, 長線台幣匯價應有所轉弱。

疫苗有效對抗疫情Omicron, 助長投資人信心

受到Omicron變種病毒侵襲影響, 全球每日新增確診人數突破100萬人, 使得歐洲部分國家重新推出管制措施, 中國西安甚至進入封城狀態。所幸, 疫苗仍具有一定的保護力, 死亡人數並未同步走揚。

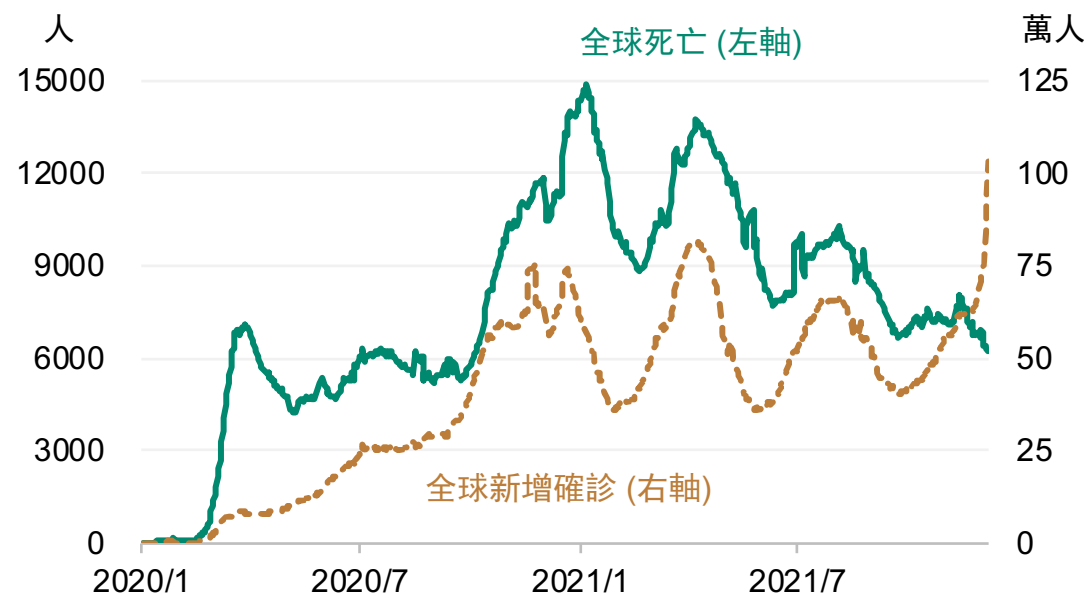
為對抗Omicron病毒, 輝瑞、莫德納及AZ也都相繼提出數據報告, 資料顯示, 第三劑加強針將使中和抗體數提升25至37倍, 且能有效對抗新病毒。另外, 針對已確診者, FDA也通過2款口服疫苗, 其中輝瑞口服藥物對重症防護率高達90%。**整體而言, 疫苗具有一定保護力, 疫情不致失控, 但仍難以完全根除。**

疫苗對抗Omicron的作法

日期	作法與效果
輝瑞/BNT疫苗 (2021/12/8)	施打第三劑後的中和抗體數, 比第二劑提高25倍
莫德納疫苗 (2021/12/20)	施打第三劑後的中和抗體數, 比第二劑提高37倍
AZ疫苗 (2021/12/23)	經過3劑AZ疫苗注射後, 對Omicron病毒的中和抗體水準, 是類似於接種兩劑AZ疫苗後對Delta病毒的水準。
輝瑞口服疫苗 (2021/12/22)	FDA於12/22批准輝瑞口服疫苗Paxlovid, 除重症患者外, 12歲以上兒童亦可, 對重症防護率高達90%。
默克口服疫苗 (2021/12/23)	FDA於12/23通過默克Molnupiravir口服疫苗的EUA申請, 主要是針對中度患者 , 但不能用18歲以下患者。對住院或死亡率僅降低30%。

資料來源: 官方網站, 國泰世華銀行投研團隊整理。

疫情具有一定的保護力, 死亡人數獲得控制



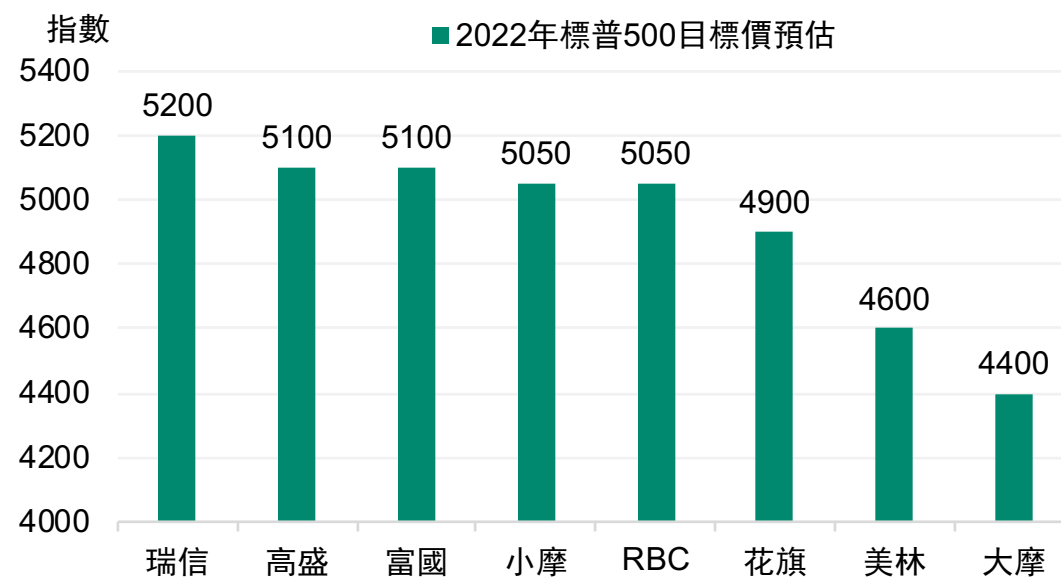
資料來源: Bloomberg, 截至2021/12/29。

美股仍有高點可期，但預期報酬將下降

隨疫苗數據效果良好，加上GDP、就業等數據優於預期，驅動標普500指數再創歷史新高。統計多家投行機構對2022年股市的預測，預期標普500指數仍有高點可期。

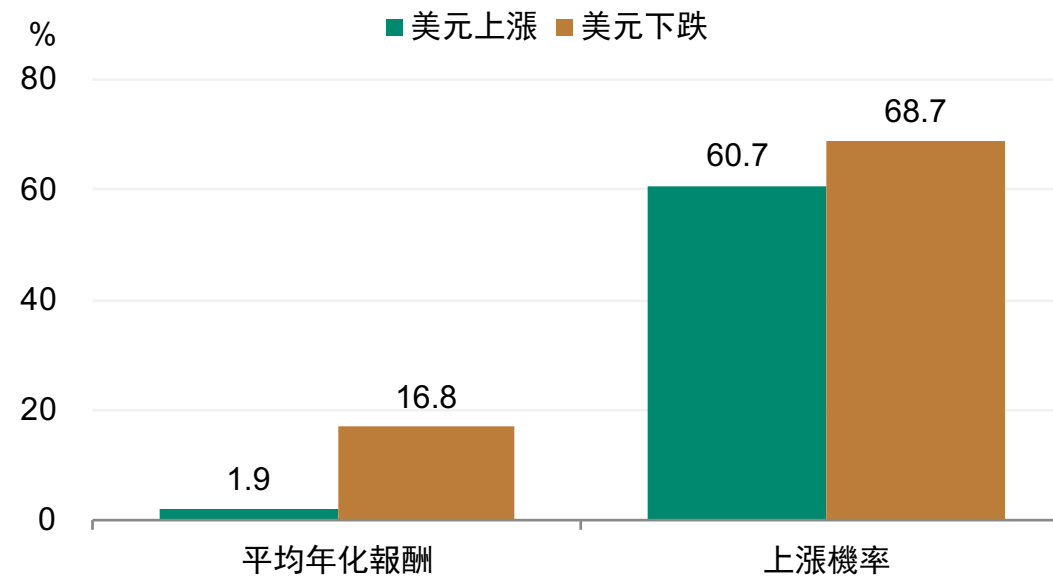
值得注意的是，聯準會已宣布加速QE Taper退場，同時2022年將步入升息循環，將營造出美元偏升環境。**觀察過去，美元偏升環境，股市報酬明顯下降，且操作難度提高。因此，操作策略上，欲提高整體投報率，可待股市明顯拉回後再布建。**

市場普遍預期，美股仍有高點可期



資料來源：各研調機構，國泰世華銀行投研團隊整理。

美元偏升環境，預期報酬下降



註：資料期間1990/1-2021/11。

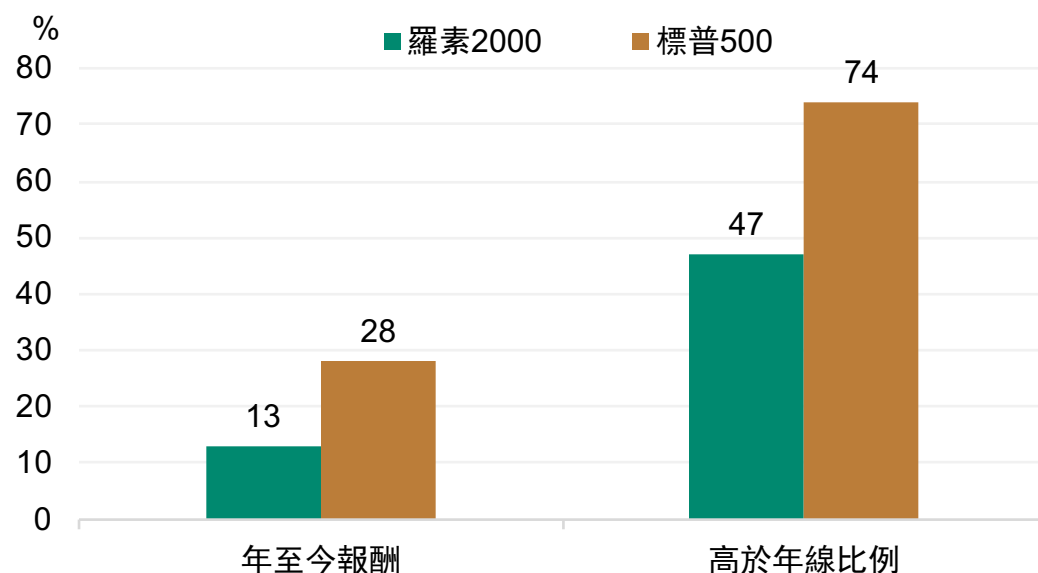
資料來源：Bloomberg。

美股出現分化, 側重大型股

截至2021/12/27, 標普500指數2021年漲幅已達28%, 超過2020年全年漲幅, 表現亮眼, 明顯高於小型公司為主的羅素2000漲幅。就技術面而言, 標普500成分股高於年線比例達74%, 但羅素2000高於年線比例僅47%, 顯示市場資金偏好大型股。

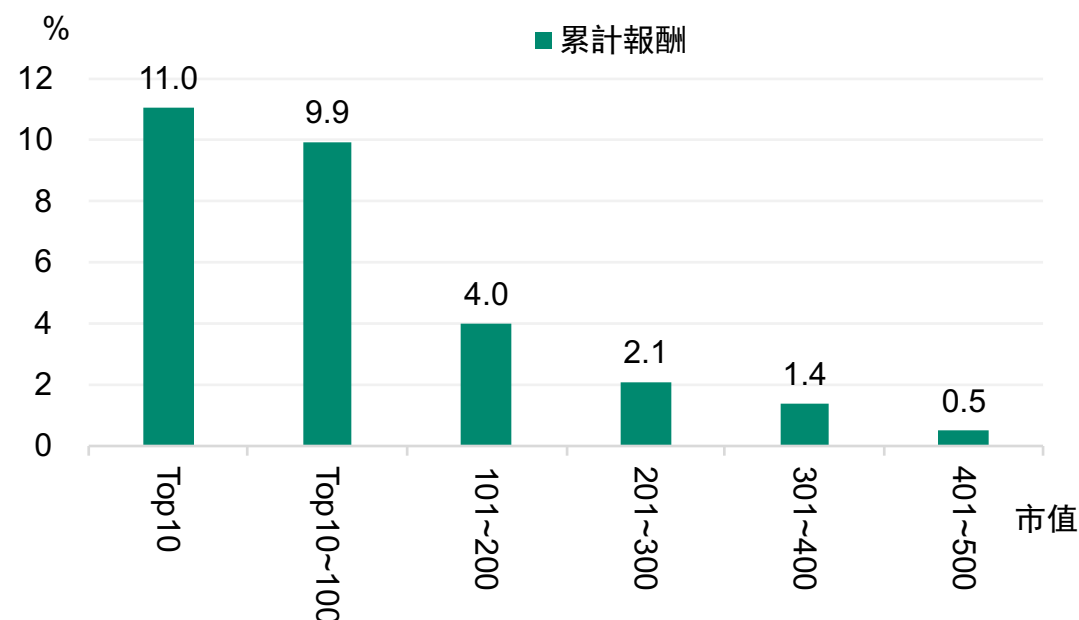
以標普500指數成分股報酬而言, 市值前10大公司漲幅合計高達11%, 貢獻度近四成; 另一方面, 市值在後半段的300家公司, 合計漲幅為4%, 貢獻度僅14%。**股市分化成因有二, 1)被動資金不斷成長, 資金湧入大型股, 2)疫情衝擊下, 小公司受到的衝擊較大, 因此, 未來操作標的選擇, 以大型公司為主。**

美股續創新高, 但成分股表現分化嚴重



註: 資料期間為2021/1/1~2021/12/27。
資料來源: Bloomberg。

2021年標普500上漲28%, 但集中在大型股



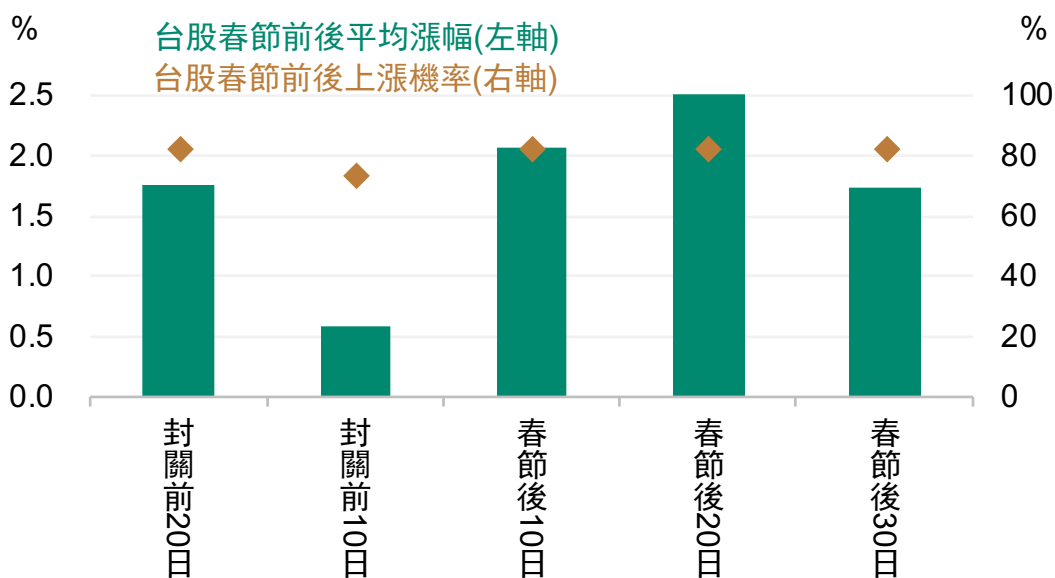
註: 時間期間為2021/1/1~2021/12/27。
資料來源: Bloomberg。

外資反手買超, 台股紅包行情啟動

台灣2021/11外銷訂單金額再創新高, 達655億美元, 年增13.4%, 全球經濟疫後復甦, 帶動以出口為導向的台灣製造業景氣持續火熱, 再加上塞港、缺料等問題仍未完全解決, 全球供應鏈短期無法滿足龐大的需求, 台灣廠商未來訂單能見度仍然很高, 也使得外資自2021/12下旬以來逐步回補台股。

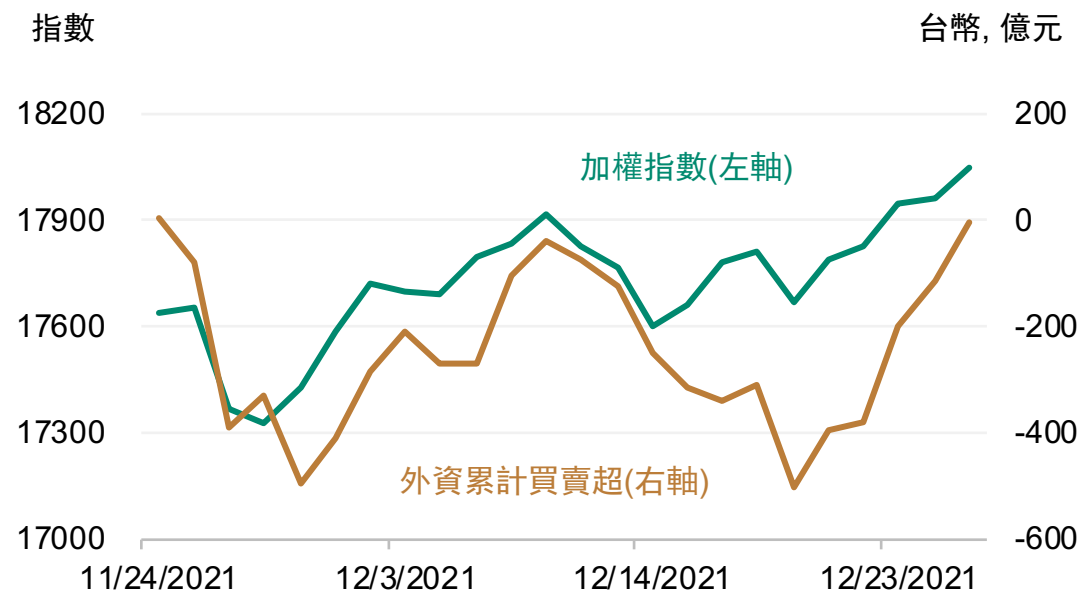
台股歷年1Q通常因為工作天數較少, 是傳統製造業淡季, 不過受惠年終獎金發放以及過年紅包所帶動的資金行情, 則往往帶動股市上漲, 統計2011年以來, 台股農曆春節前後上漲機率逾八成, 平均漲幅以春節前後20個交易日表現最佳, 在外資由賣轉買、推波助瀾下, 台股站上一萬八千點整數關卡後仍有高點可期。

歷史經驗顯示台股紅包行情可期



註：統計2011年以來台股春節期間漲跌幅。
資料來源：Bloomberg。

外資反手回補台股, 指數突破萬八



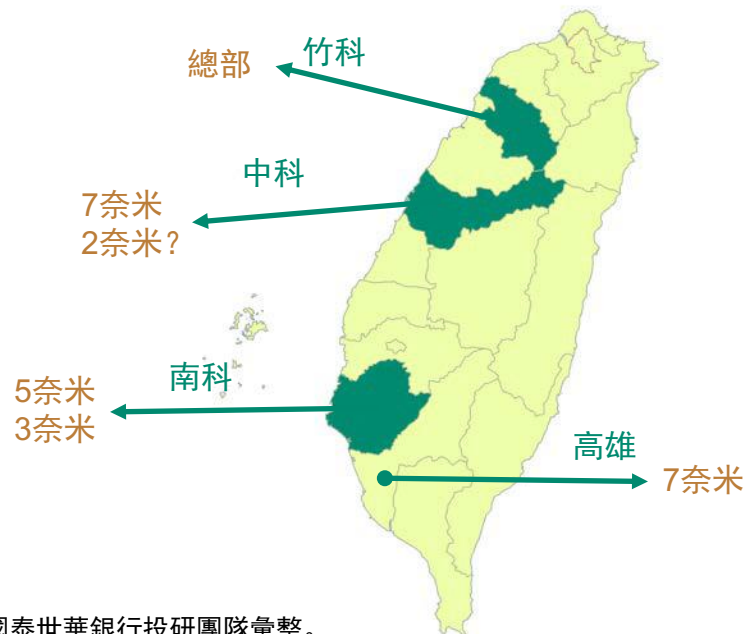
註：統計2021/11/24-2021/12/27外資對台股上市公司累計買賣超金額。
資料來源：XQ, Bloomberg。

台股 晶片供應吃緊有增無減，半導體旺到2022年

根據Susquehanna金融集團報告顯示，2021/11全球晶片交貨時間再次延長，達到22.3週，創2017年該指標開始追蹤以來新高。疫情以來無論因為數位轉型、或工廠停工，後疫情時代需求復甦、或供應鏈重組等因素，都使得晶片供應吃緊有增無減，晶片短缺引發的漲價，如近期聯電宣布再調漲2022/3代工價格，使半導體業者毛利率看升，成為最大贏家。

看好HPC、AI、5G手機等帶來的大量晶片需求，台積電積極擴充先進製程，繼宣布設廠高雄後，再傳出台積電打算加碼投資中科，設2奈米新廠，而目前先進製程仍以台積電、三星兩大廠獨領風騷，由於三星宣布3奈米優先用在自家nand記憶體，**台積電3奈米預計2022年下半年量產，其產能仍是IC設計大廠兵家必爭之地，市值佔台股三成的台積電持續看好。**

台積電加碼投資，預計在高雄、台中設新廠



資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

半導體供需仍吃緊，廠商毛利率看升

毛利率(%)	2021年				2022年	市值 (億台幣)
	1Q	2Q	3Q	4Q(F)	1Q(F)	
台積電	52.4	50	51.3	51~53	53~55	159471.8
聯電	26.5	31.3	36.8	37~39	43~45	8077.4
世界先進	38.1	40.9	45.8	45~47	48~50	2622.4
力積電	33.5	39.5	43.5	45.5~47.5	47~49	2524.1

資料來源：各廠商及法人預估，國泰世華銀行投研團隊彙整。

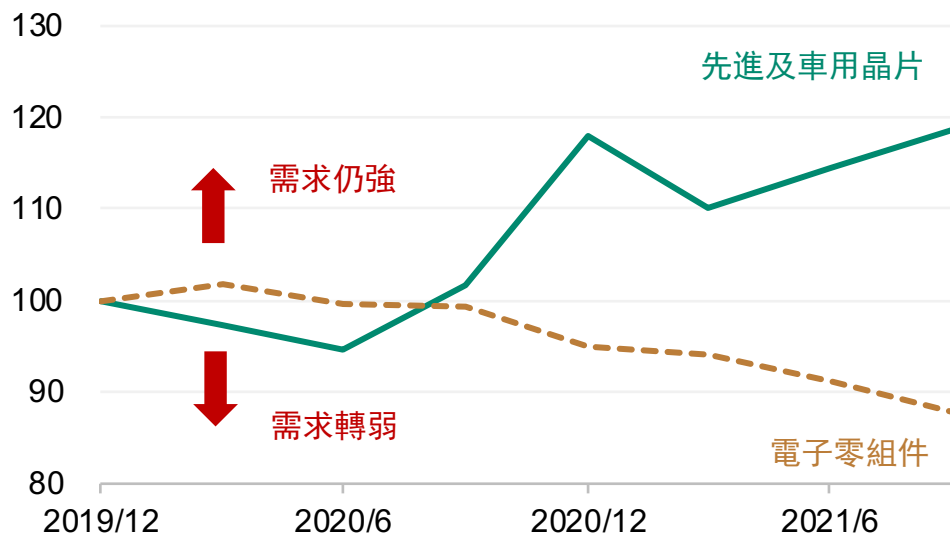
科技 補庫存行情趨緩, 但產業狀況不一

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, 使得存貨週轉率不斷提高, 但電子零組件的需求, 確實有放緩的現象。

就電腦的需求而言, 亦有程度上的差異, 個人電腦因為疫情影響而提前消費, 因此未來1~2季去庫存壓力仍大。另一方面, 商用電腦需求雖也面對去庫存壓力, 但疫情的影響下, 企業將資料雲端化的趨勢卻更加明顯, 因此商用電腦的成長性, 高於個人電腦。

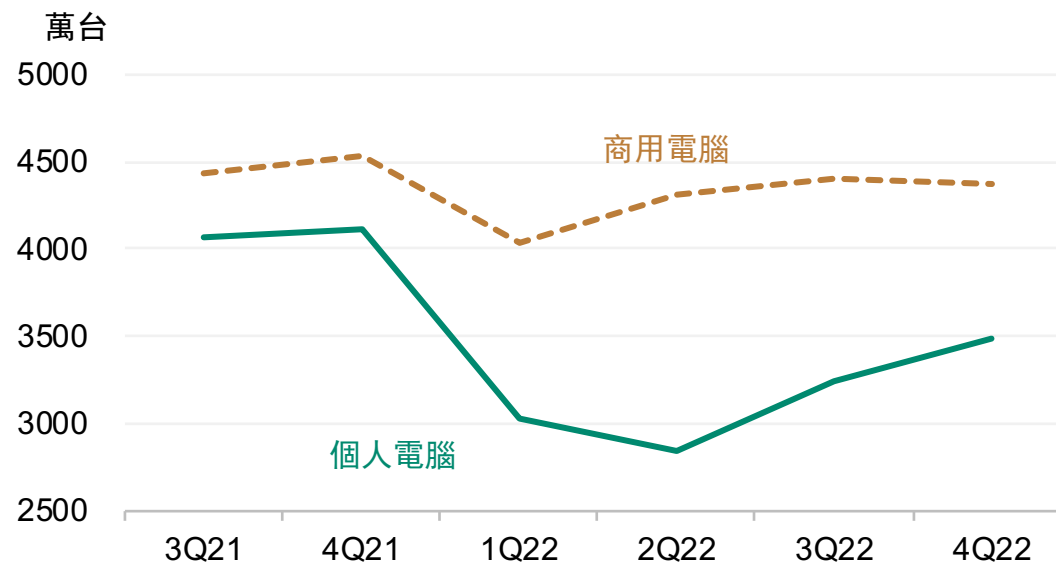
補庫行情趨緩, 但狀況不一

存貨週轉率標準化



資料來源: Bloomberg。

筆電需求雖放緩, 但個人與商用電腦有差異



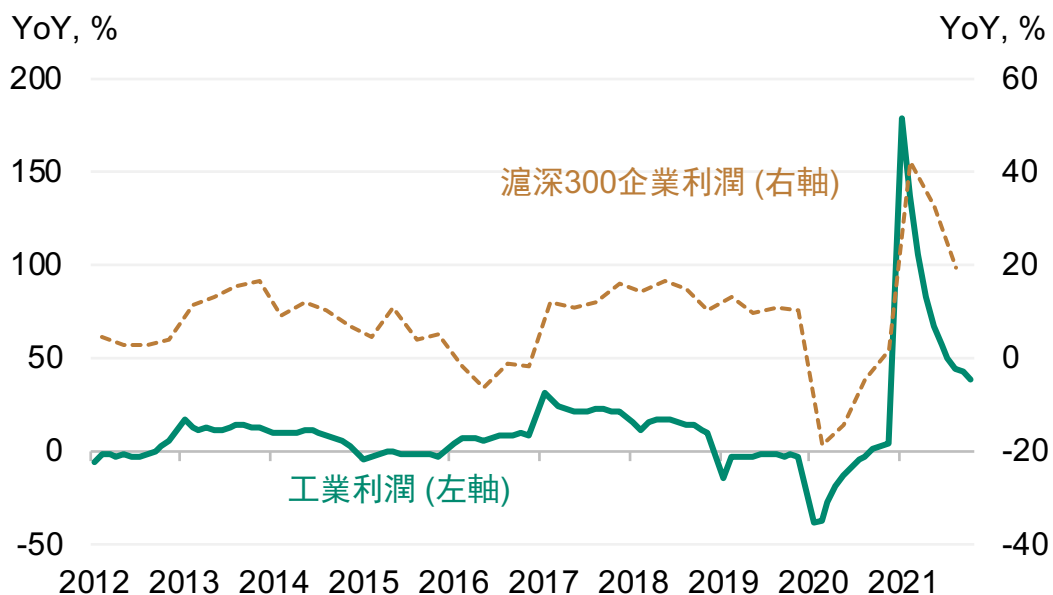
資料來源: IDC。

中國 大盤短線弱勢震盪，政策施力支撐春季躁動

中國2021/11工業企業利潤年增率下滑，但獲利多集中在採礦、石油等上游產業，反觀紡織業增長不到5%，食品加工業更是年減7.2%，可見中下游企業因大宗商品價格高盤，獲利表現持續遭受擠壓，也隱含上市公司2021年4Q財報難有亮眼表現。伴隨著疫情反覆，新增確診病例寫下半年新高，西安封城等防疫措施也壓抑大盤動能。

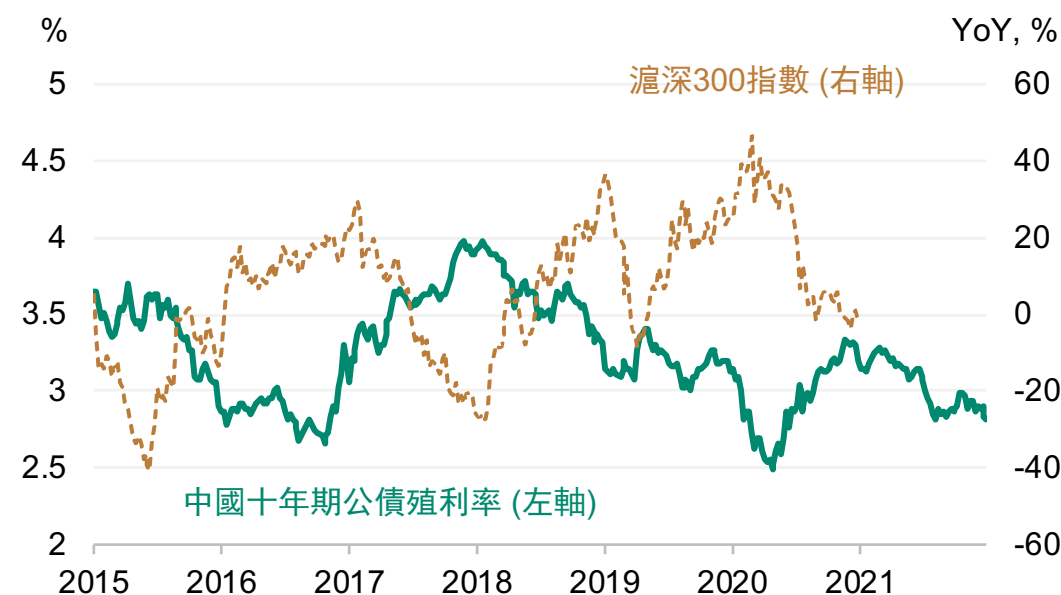
2021/12中至今，陸港股弱勢震盪，反映投資人擔憂政策力道能否抵銷基本面下滑影響。中國政府政策寬鬆訊號明確，人民銀行也接連降準降息，回顧過往**逆週期政策執行初期**，股市受基本面疲弱的影響較深，待後續政策施行力道逐步加強，股市動能具向上空間，**2022年1Q躁動行情仍可期待**。

工業利潤增速下滑，景氣仍處於收縮區間



資料來源：Wind。

中國十年債利率與滬深300指數走勢



註：取2015年至今的週資料，相關係數為-0.63。

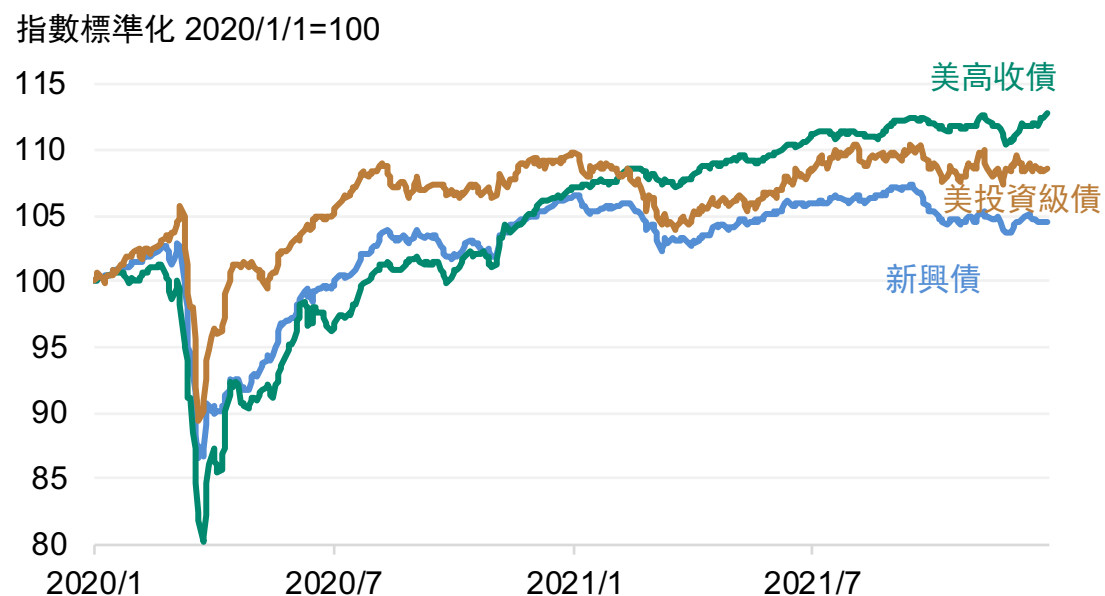
資料來源：Bloomberg。

債券 高收債利差優勢及能源連動性有助表現

觀察2020年Covid-19疫情初始至今，市場震盪加大，高評債相對抗跌有助控管波動風險。隨疫後復甦、貨幣正常化趨勢促使美債偏升，高收債受惠息收優勢而表現最佳。展望2022年債券投資留意利率變化影響，更勝信用風險。

美國高收債指數權重景氣循環產業近九成，**油價與能源債券利差走勢連動性高**，**油價持穩將有助於支持能源債表現**。股市連動性高又相對抗跌，低存續期更有利於控管利率上揚風險。企業體質改善與獲利增強信用表現，目前信用利差已為歷史低位，預期票息收益將為主要報酬貢獻。

疫後復甦及美債偏升，高收債息收優勢表現佳



資料來源：Fed, Bloomberg。

油價持穩，支持能源債利差表現



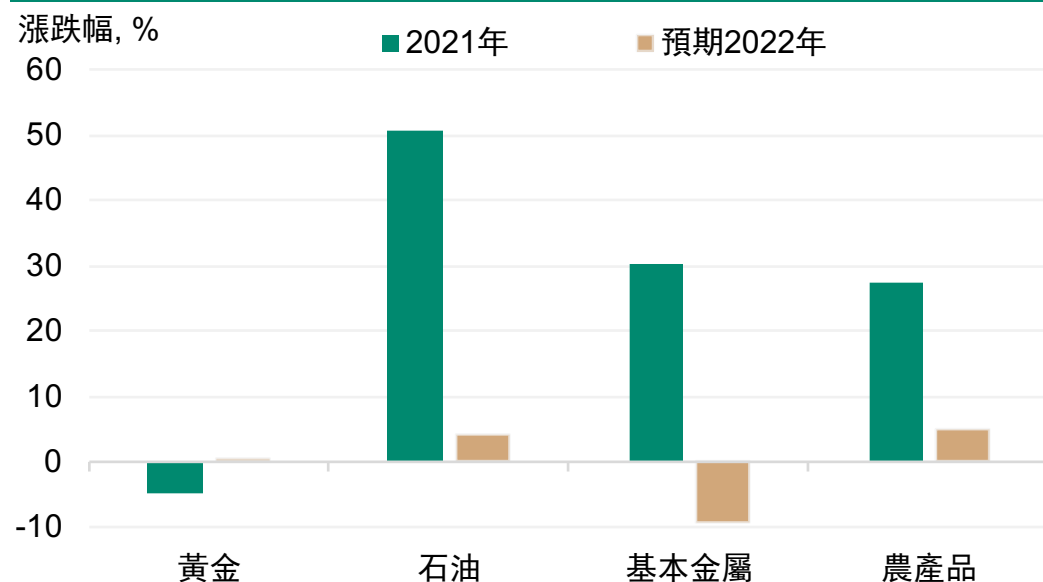
資料來源：Bloomberg。

商品 預期2022年農產品和能源較有表現

2021年堪稱商品年，反應疫後景氣復甦，需求大增、供應鏈短缺與極端氣候等現象，除黃金因避險需求降溫而表現疲弱外，包括能源、基本金屬和農產品等，漲幅都超過二成。預期2022年疫情緩解、供給增加，供應鏈問題可漸獲改善，主要商品漲幅預估皆較2021年大幅收斂，在通膨偏高環境下，以農產品展望最佳，能源價格次之。

觀察貴金屬/金屬各類細項中，商品價格表現差異大。黃金受通膨與升息拉鋸，料將高盤表現；銅礦因電動車成長與景氣緩步復甦下，需求溫穩有撐，但供給增加侷限漲幅。反觀主要用於基礎建設的鋼鐵和鐵礦砂，在拜登基建法案規模縮減，與中國房市持續管控下，預估兩者價格較2021年偏低，鋁、鎳礦將可延續漲勢。整體基本金屬呈現高位盤整，但漲幅不若2021年。

預期2022年商品漲幅較2021年大幅收斂



註：以Bloomberg預估2022年中位數和2021年中位數相比。農產品採玉米、小麥、米、咖啡、糖、可可、棉花等漲幅平均。

資料來源：Bloomberg。

各類金屬/貴金屬2022年展望差異大

預估價格中位數	2021	2022	漲跌幅, %
黃金	1794	1799	0.3 -
銅礦	9567	9506	-0.6 -
鐵礦砂	158	95	-39.9 ↓
熱軋鋼	1587	1108	-30.2 ↓
鋁	2537	2821	11.2 ↑
鎳	18602	19899	7.0 ↑

資料來源：Bloomberg預估中位數。

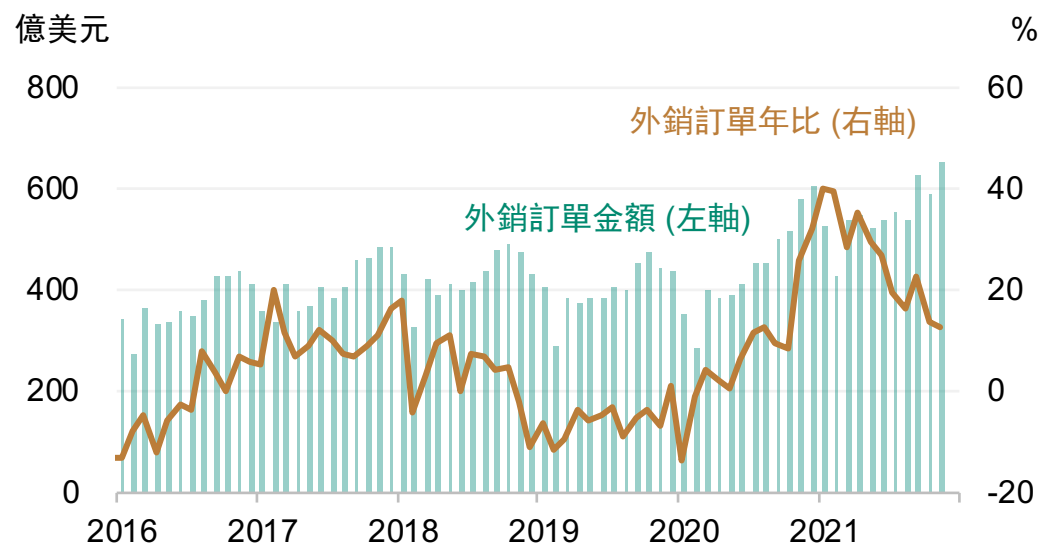
匯市 外銷訂單數據續佳，惟年比囿於高基期而續緩

台灣出口：2021/11外銷訂單金額655億美元創歷史新高，年比為連21個月正成長。經濟部統計處預估，12月接單金額落在605億美元至620億美元間，全年可望衝破6600億美元關卡，全年增長估計約24.9%至25.2%。

景氣對策信號：2021/11景氣燈號連10個月顯示代表景氣「熱絡」的紅燈，創史上最長紀錄。惟須注意11月分數落至38分，為紅燈分數區間下緣，只要再減1分，就會轉呈黃紅燈。預估2022年受到高基期影響，各分項年比將持續放緩，景氣燈號降至黃紅燈是較可能的情境。

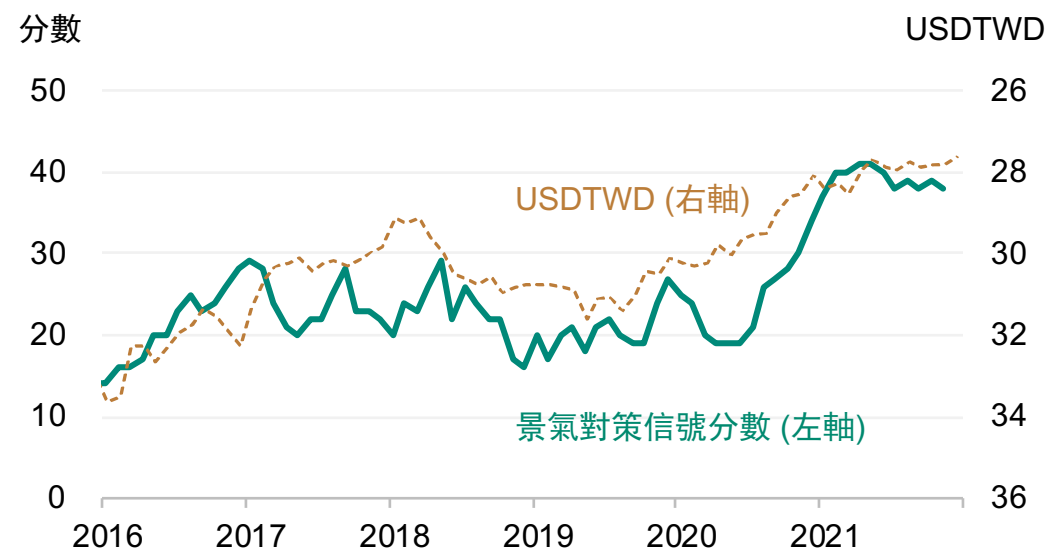
台幣匯率：鄰近12月底，受出口商拋匯、股市外資回流所致，台幣匯價仍維持偏強態勢；**預期春節效應下，出口商拋匯仍支持台幣走勢，惟美國貨幣政策趨緊、台灣景氣對策信號趨緩下，長線台幣匯價應有所轉弱。**

外銷訂單數據續佳，惟年比囿於高基期而續緩



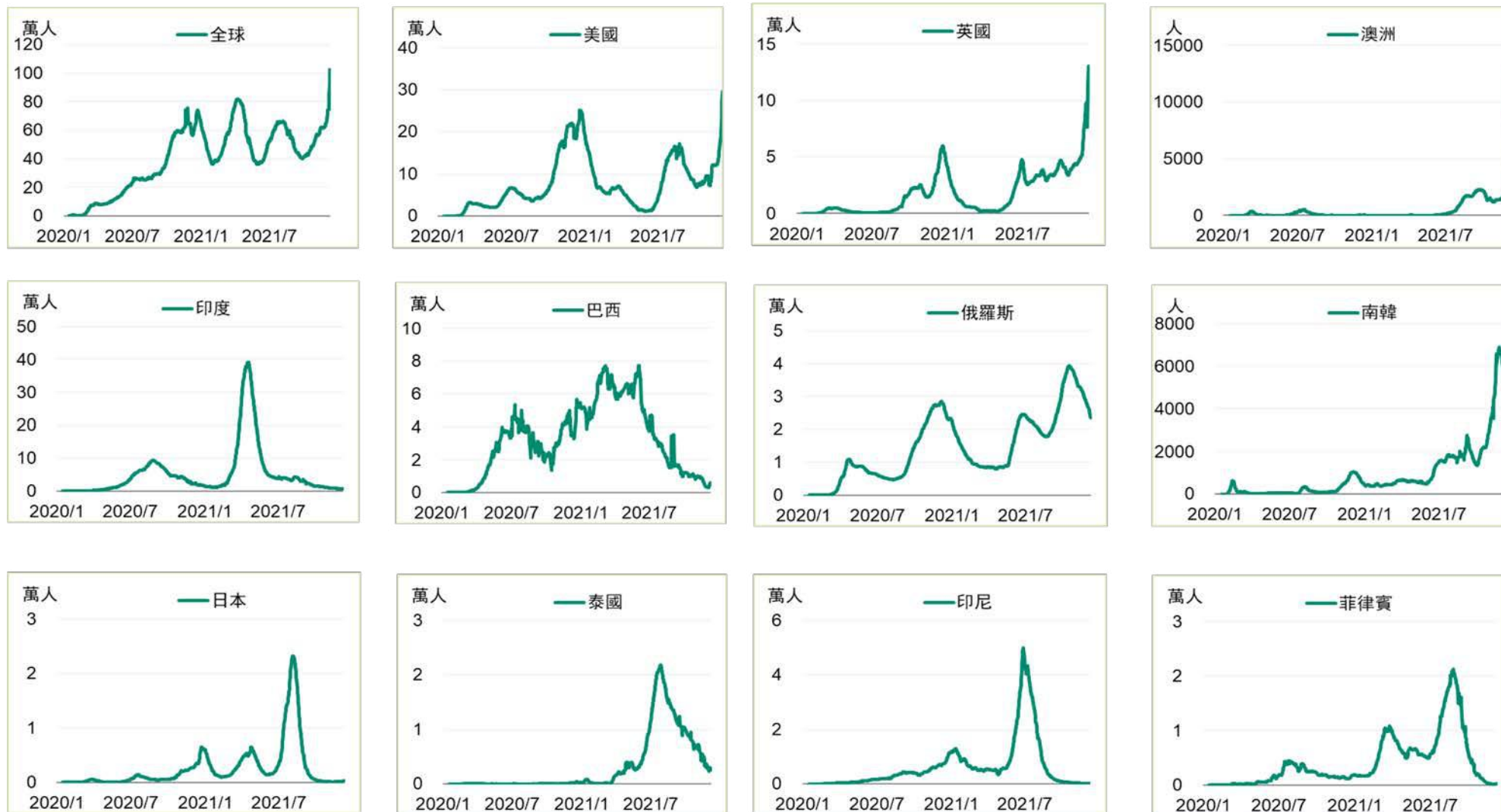
資料來源：Bloomberg。

景氣對策信號仍為紅燈，但分數略降



資料來源：Bloomberg。

附件 主要國家每日新增確診人數走勢



資料來源：Bloomberg, 數值為7日移動平均, 截至2021/12/29。

Jan 2022

3	Monday	4	Tuesday	5	Wednesday	6	Thursday	7	Friday
印度Markit製造業 巴西Markit製造業		美國ISM製造業 中國財新製造業 中國財新服務業		美國ADP就業 日本貨幣基數 台灣外匯存底		台灣CPI 歐元區PPI 美國耐久財 美國工廠訂單 美國ISM服務業 美國初領失業金		美國失業率 美國平均薪資 美國非農就業報告	

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