



國泰世華銀行
Cathay United Bank

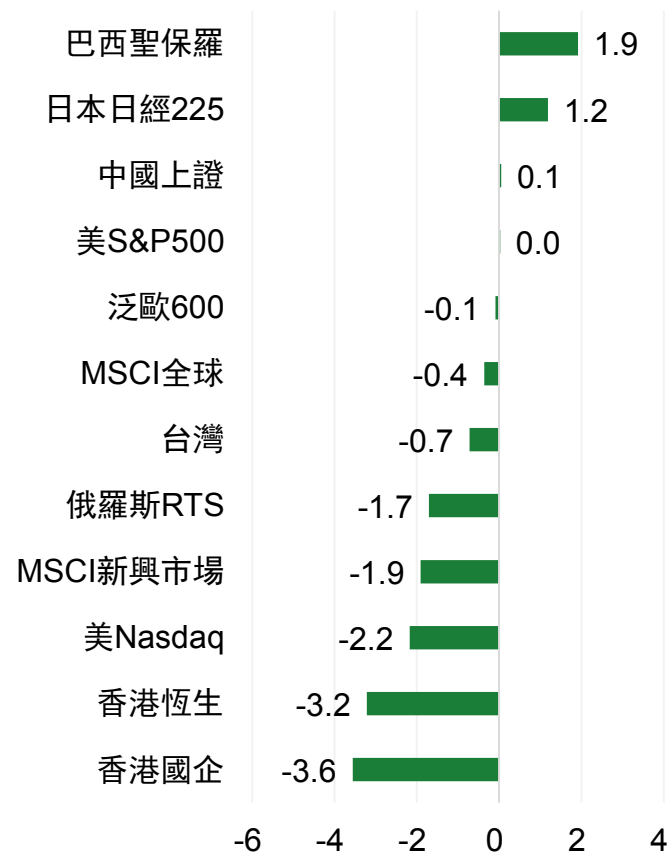
2021年12月17日

投資研究週報

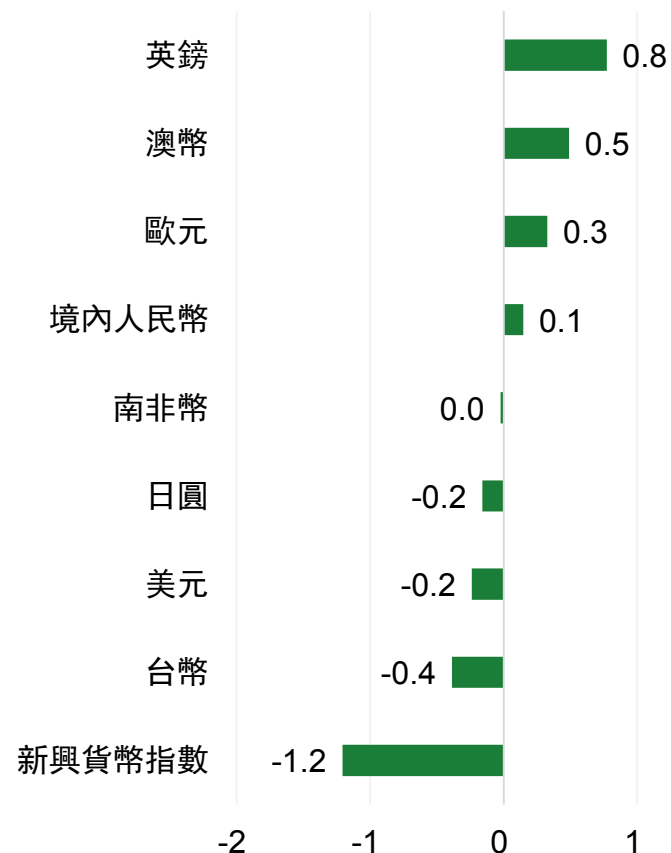
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

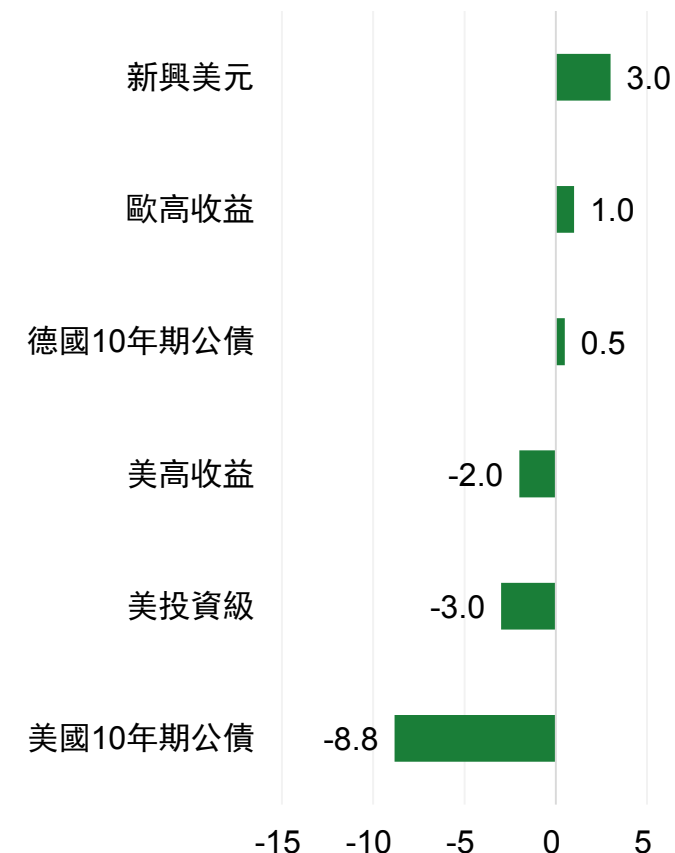
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/12/9-
2021/12/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 美國聯準會加速縮減購債，點陣圖上移

會議重點包括：1)倍增縮減購債規模至300億美元，預計2022年3月完成Taper；2)點陣圖上移，2022年升息3碼(之前為升息1碼)；3)調降經濟增長、調升通膨、調降失業率、刪除「通膨是暫時的」的表述。

► 2022不至重蹈1970-80年代停滯性通膨

2022年經濟增長將趨緩，而高通膨仍會延續。但油價高基期下，對通膨推升的效果將有所緩解，故總經環境不至重蹈石油危機年代的困境，各央行無可避免地緊縮政策，市場樂見的「央行賣權」將難恣意揮灑。

► 中國政策方向略見微調

市場注意到中共中央經濟工作會議提及促進消費復甦、推動保障性住房建設，顯示官方後續可能加大對經濟支持力度。另，為避免市場炒匯，提高外匯準備金率。

股市

企業獲利仍屬正向，宜注意評價面不易再有所提升，但類股差異將加大，2022年可留意五大主軸—數位轉型、永續發展、關鍵技術、評價優勢、通膨題材。

債市

近日公布CPI數據仍舊高踞，但對長債殖利率影響有限，尤其短、長天期公債殖利率走勢有所分別。短天期殖利率隨政策緊縮走升，而長天期殖利率則不脫區間格局，操作上，長率接近波段前高仍可逢高布建。

匯市

人民幣近期仍受出口商拋匯支持，續於高位，但人行為避免市場單邊押注，再次提高外匯準備金率。英國升息、歐洲央行調整購債，提振歐系貨幣，美元指數長線雖仍偏升，但波段回調幅度將有所加劇。

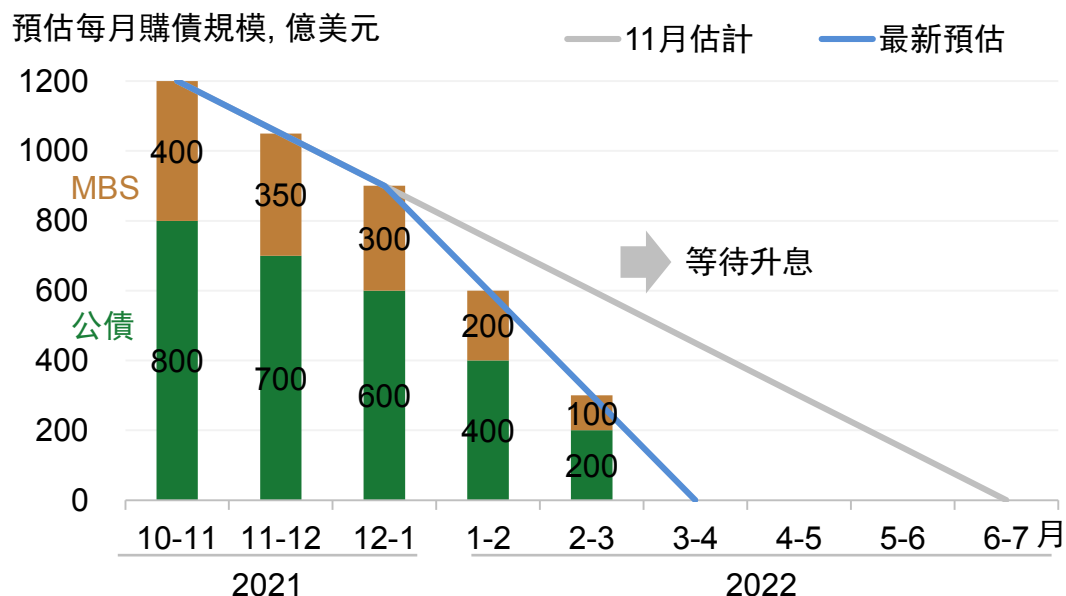
Taper倍速進行，點陣圖顯示將擴大升息步伐，預計最快於明年6月升息

FOMC會議摘要：

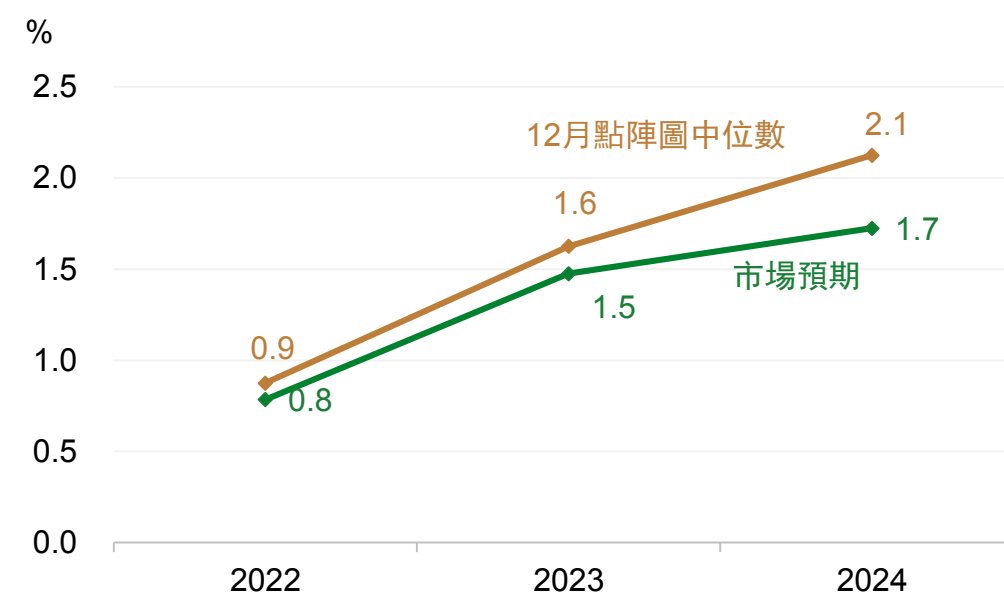
- 1)計劃2022年3月完成Taper，2022年1月起由每月減少150億提升至每月減少300億美元購債規模，代表QE將在明年3月提早退場。
- 2)點陣圖升息3碼(之前為升息1碼)，但鮑爾說Fed不會在完成Taper之前就開始加息，FOMC利率預期並不意味這為Fed既定的加息計劃。
- 3)調降經濟增長、調升通膨、調降失業率、刪除「通膨是暫時的」的表述。

市場反應：Fed較前次會議轉鷹，但大致符合市場預期，結果公布後股市等風險性資產大多收紅。本行預估若明年股市無出現雙位數修正，Fed最快於6月升息。

Taper加速，為未來升息時程保留更多彈性



點陣圖升息路徑

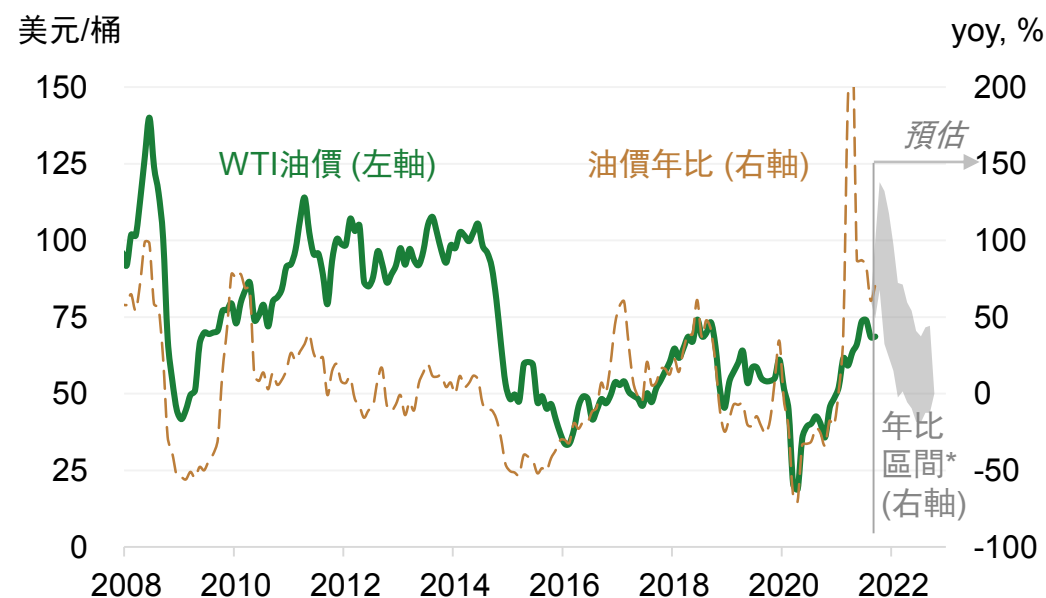


2022年總經格局：經濟增長略緩，通膨尚高，但並不至於重蹈1970-80年代停滯性通膨的窘境

據OECD預估，2022年經濟增長將較2021年趨緩，而高通膨的情況仍將延續。但，2021年受油價推升通膨的情況，因基期效果所致，2022年將會逐漸下降，故市場對重蹈1970-80年代停滯性通膨的擔憂，應有過度渲染之虞。

然，房租、工資落後補漲仍難避免，因此2022年通膨雖可能呈現前高後低，但全年平均的通膨水準仍非過往三十年可比擬。對金融市場而言，各國央行邁向貨幣正常化仍是難以避免的走向，因此，以往市場所樂見的「央行賣權」將難以恣意揮灑。

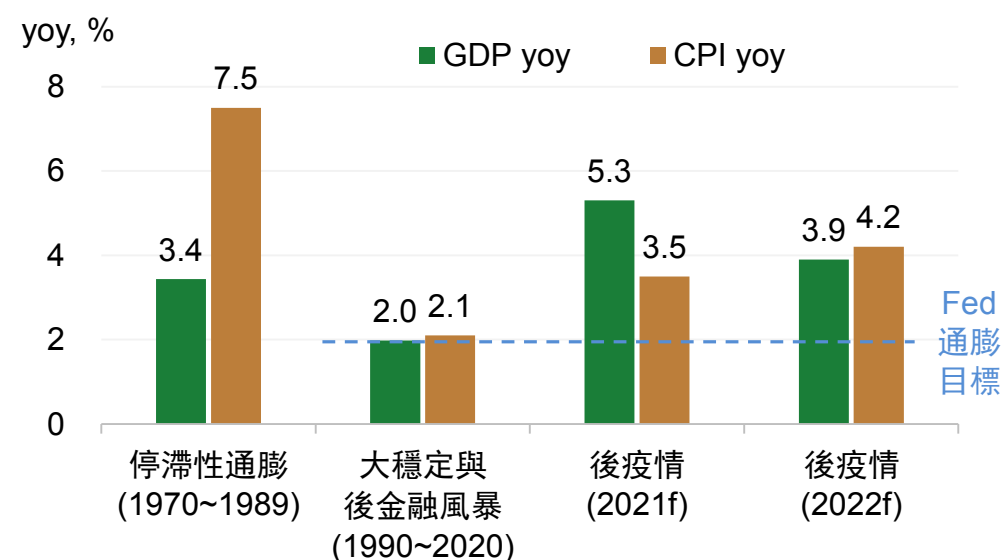
高基期下，油價對通膨的推升效果將逐漸下降



註：*假設油價高低價位為每桶100、60元，計算年比高低區間。

資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊預估。

OECD國家經濟增長與通膨狀況



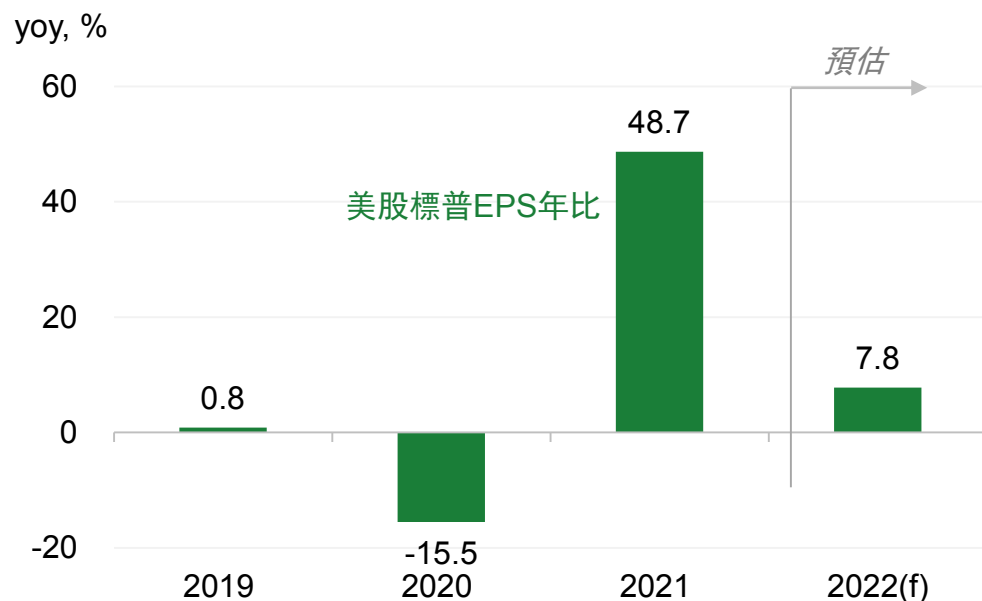
資料來源：OECD預估。

股市方面, 企業獲利仍屬正向, 但宜注意「評價面」不易再有所提升

市場對2022年企業獲利展望雖仍屬正向, 但須提醒投資人將要適應高基期下, 獲利增速明顯較2021年放緩的事實。此外, 在貨幣政策趨緊下, 評價面恐不易再見到提升, 2022年大盤上漲空間恐不若2021年。

雖然整體指數的表現空間受抑, 但類股表現將更為分化, 2022年投資人不妨將股市重心放在**五大趨勢主軸—數位轉型、永續發展、關鍵技術、評價優勢、通膨題材**。

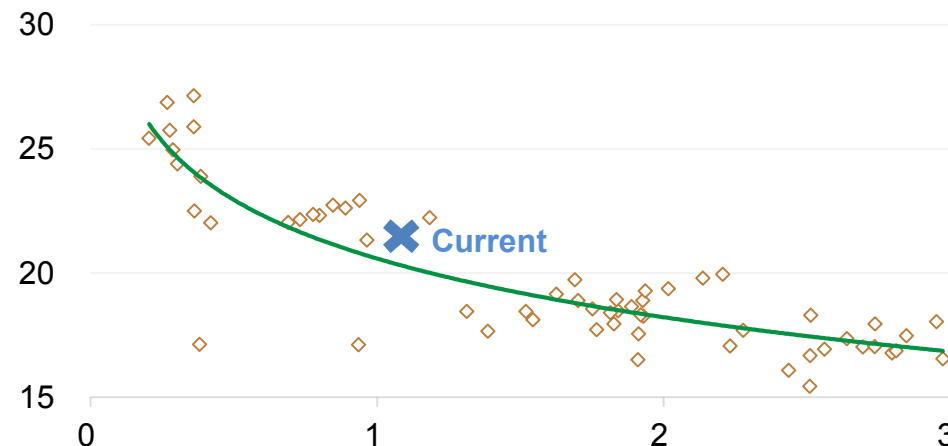
2022年獲利仍屬「正向」



資料來源: Bloomberg預估。

但評價面不易見到提升

標普500 PE Ratio



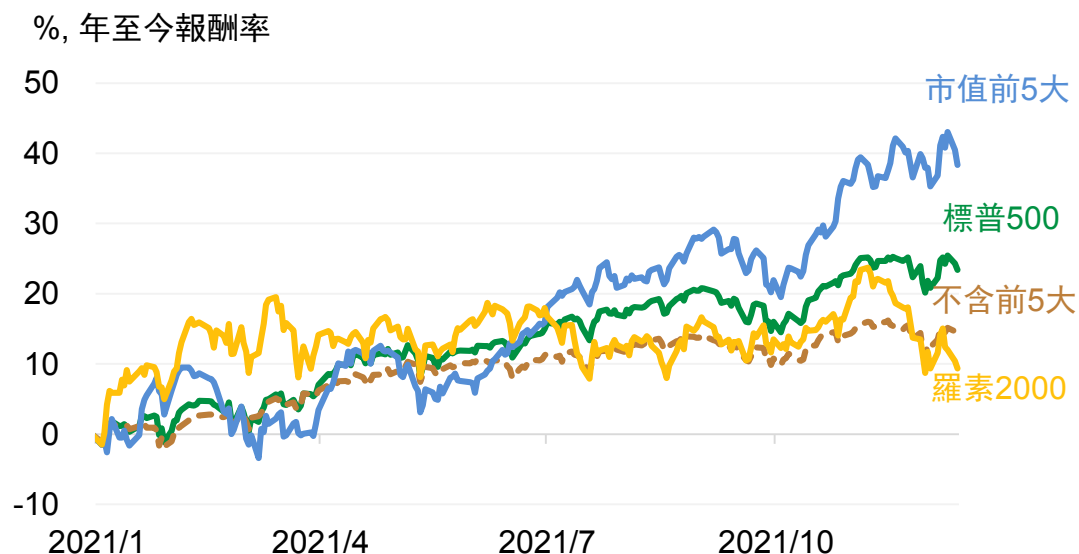
註: $PE\ Ratio = 20.6 - 3.41 * \ln(\text{美國5年期殖利率})$, 期間2016/11-2021/10。
資料來源: Bloomberg。

類股分化將更明顯，具備五大趨勢特色的大型股將相對受到資金青睞

全球疫情升溫加上FOMC會議前夕，市場觀望氣氛濃厚，使股市偏震盪。就成分股表現來看，則呈現分化且不均的狀況，截至12/14，標普500指數雖有23%的漲幅，但主要由大型公司所主導，包括蘋果、微軟、谷歌、輝達、特斯拉，對報酬貢獻度逾三成。

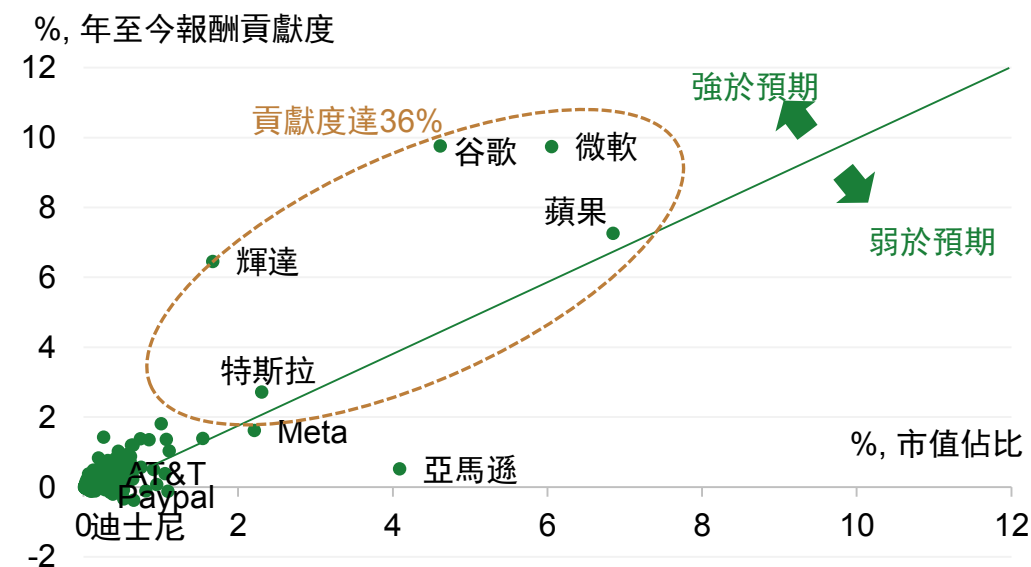
展望2022年，經濟成長及獲利增速將較2021年下滑，將使市場更加波動，研判在此環境下，市場將更加青睞具備五大趨勢特色的大型公司。另外，受到被動式基金大幅成長下，資金較易流往大型公司，因此，**2022年操作應以具備五大趨勢特色的大型公司為主，較有對抗波動的能力。**

標普500今年漲幅亮眼，但僅侷限在少數股票



註：目前市值前5大公司為蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、特斯拉。
資料來源：Bloomberg。

大型科技股，仍受市場青睞



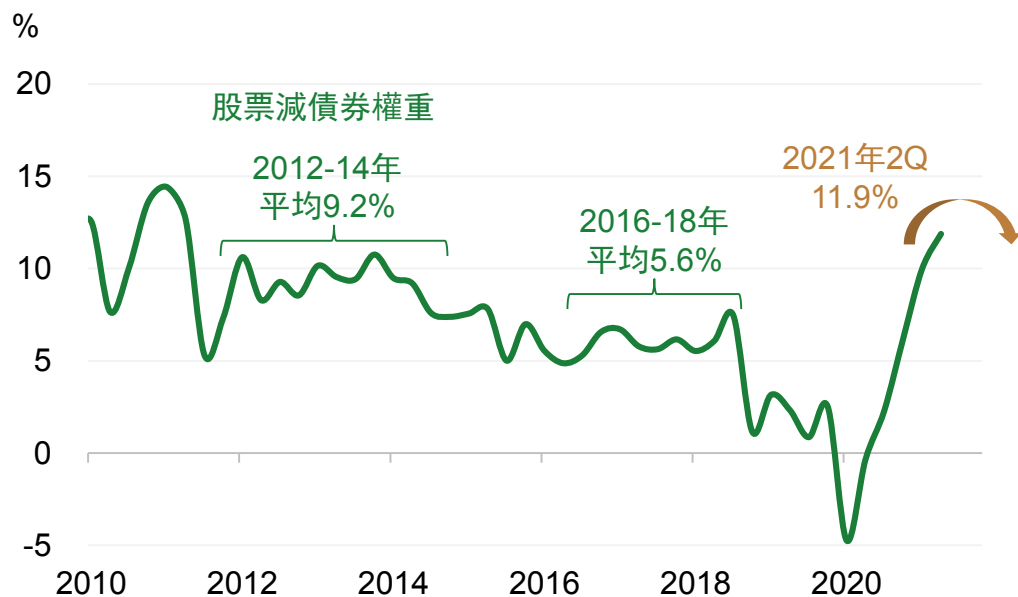
註：數值為標普500指數所有成分股。
資料來源：Bloomberg，截至2021/12/14。

債市方面，美國通膨雖推升短天期殖利率，但長天期殖利率仍不脫「橫盤區間」格局

退休金等實質買盤面臨股債配置調整 (rebalance)，主要因為2020-21近兩年的股市漲幅令退休金的股債配置比重明顯偏離過往平均水平。因此，在股債配置調整下，將增加長天期債券買需。

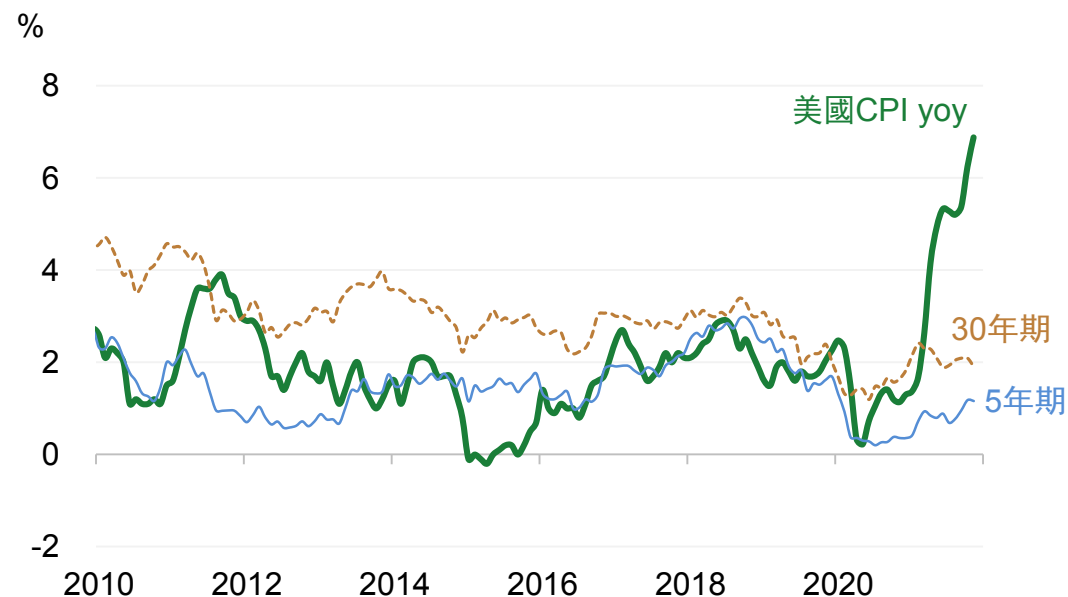
此外，金融風暴後Fed對美國長期經濟增長與政策利率的預期維持下降趨勢，也使得升息對長天期殖利率推升的效果受限，因此2022年長天期公債殖利率應不脫大區間格局，不至重蹈2021年初急速上揚的情況。**操作上，長率接近波段前高仍可逢高布建。**

退休金等實質金流將面臨股債調整，增添長債買需



資料來源：Fed。

美國CPI年比與公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg。

匯市方面，美元指數與人民幣匯價走勢背離；人行提高外匯準備金率，避免押注單邊升值

援引過往經驗顯示，出口商在年底電子旺季與年初春節效應下將使拋匯力道加強，確實有利農曆春節前人民幣匯價延續偏強震盪態勢。但就基本而言，貨幣政策緊縮支持美元走升下，人民幣兌美元匯價長線走勢應有所趨弱。

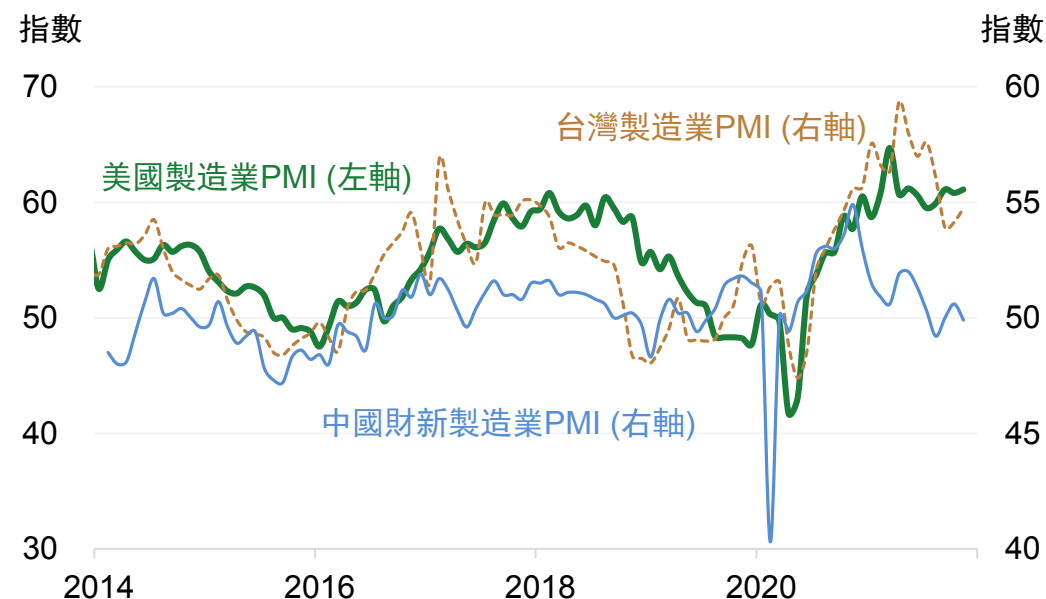
而近期中國人行除推出今年以來的第二次降準外，**不久後遂調升外匯準備金率 (前次為今年5月)**，主要仍著眼於避免市場單邊押注人民幣升值。這也顯示，中國官方維持高匯價以降低輸入型通膨壓力的同時，卻也面臨高匯價增添中小企業壓力的困境。這也反映出近期**中國中小企業製造業PMI表現仍疲**，在匯價工具尚不能靈活扶助中小企業下，後續財政與信貸政策扶助力道將無可避免須加大力道。

今年美元指數、美元兌人民幣走勢明顯背離



資料來源：Bloomberg。

象徵中國中小企業表現的財新PMI仍舊疲弱



資料來源：Bloomberg。

英國央行升息、歐洲央行調整購債；美元指數長線偏升，但波段回調幅度將加劇

英國央行(BOE): 1)政策利率: 意外加息15個基點至0.25%，未來還可能會需要更多次這種「小幅度」的升息。2)資產購買: 維持購債規模不變。

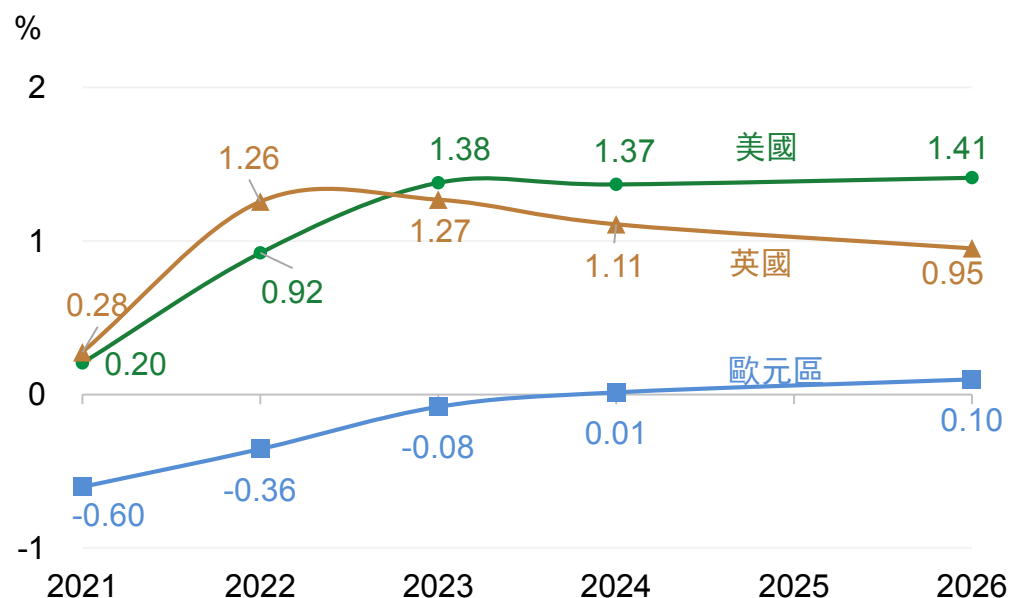
歐洲央行(ECB):

1)政策利率: 維持政策利率不變，符合預期。總裁拉加德表示不太可能在2022年加息。

2)資產購買: 關於緊急抗疫購債計劃(PEPP)將按計劃在明年3月份結束；資產購買計劃(APP)則從明年2Q提高至400億歐元/月，明年3Q為300億歐元/月，明年10月開始恢復至200億歐元/月。

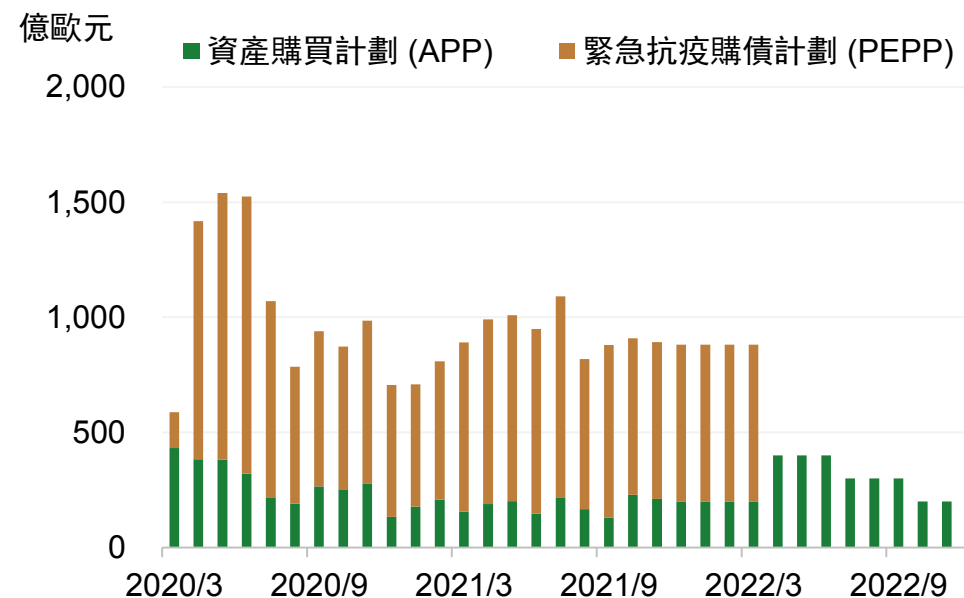
美元指數: 美、歐升息路徑差異仍大，支持美元長線偏升，但因英國也邁向升息循環，有助支撐歐系貨幣，故將削弱美元升幅、增添波段回檔幅度。

美、英兩國升息路徑仍領先歐元區



資料來源: Bloomberg。

2022年歐洲央行將調降資產購債規模



資料來源: ECB。

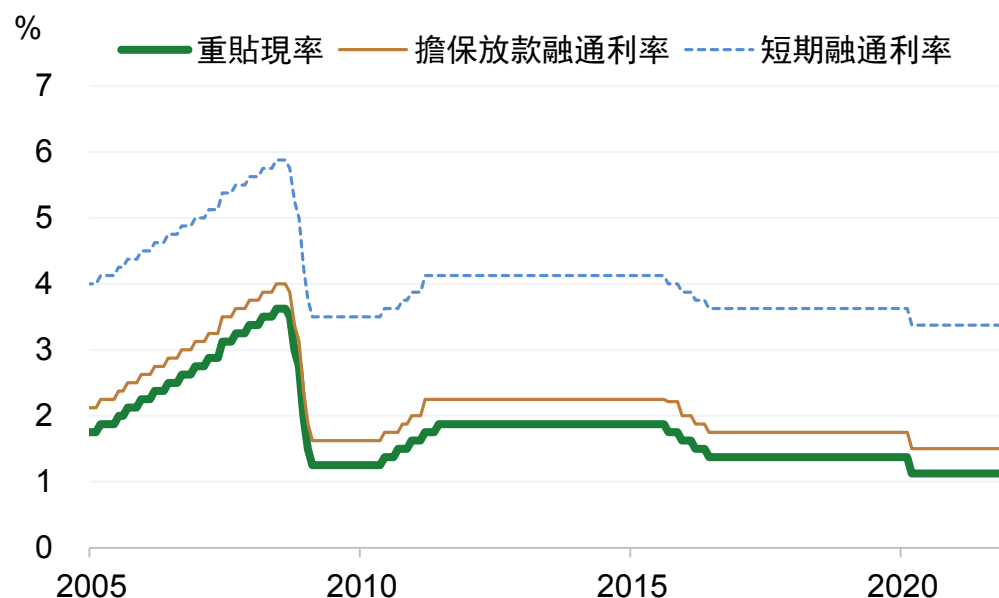
台灣央行維持利率不變，但加強信用管制；會議影響台幣不大，出口商季節性拋匯仍支持匯價

台灣央行會議摘要：鑒於美國2022年最快6月將升息，本行研判**台灣最快於2022年下半年可望追隨美國步伐升息**。

1. 維持利率不變：重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持1.125%、1.5%及3.375%。
2. 信用管制：本次繼續加強選擇性信用管制的政策方向，調整管制內容包括1)自然人購置高價住宅貸款及第3戶(含)以上購屋貸款之最高成數一律降為4成；2)購地貸款最高成數降為5成，保留1成動工款，並要求借款人切結於一定期間內動工興建；3)餘屋貸款最高成數降為4成；4)工業區閒置土地抵押貸款最高成數降為4成。

台幣匯市：央行會議對台幣匯價影響不大。依過往統計，年底至春節前出口商拋匯將季節性增強，加上今年台灣出口表現格外優異，更有助台幣春節前延續偏強態勢。惟2022年隨Fed邁向緊縮，兩國貨幣政策差異仍將對台幣匯價形成壓抑。

台灣央行繼續維持政策利率不變



資料來源：Bloomberg。

年底至春節前出口商拋匯往往令台幣季節性偏升



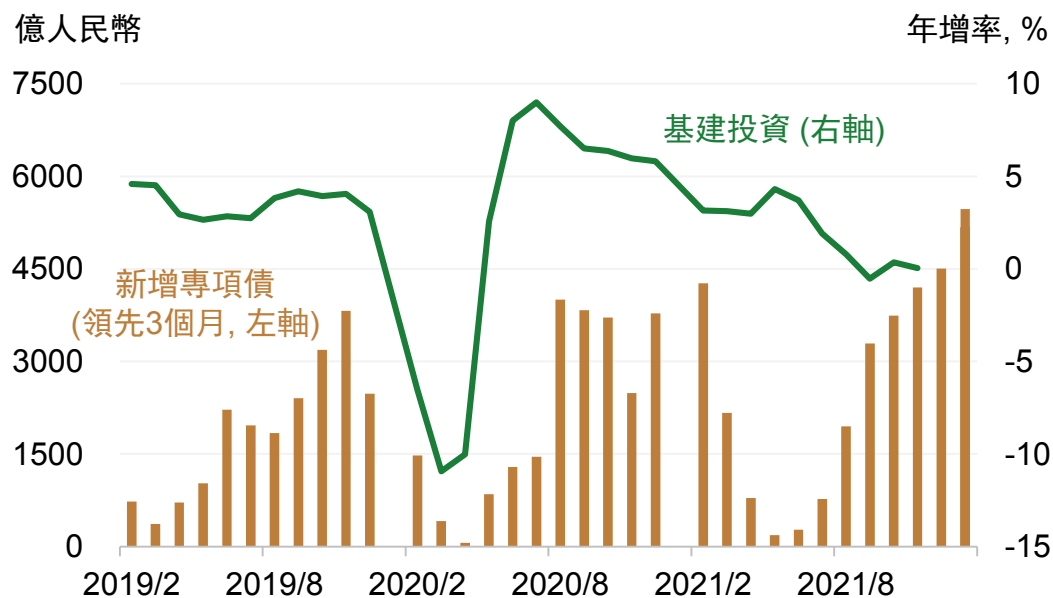
資料來源：Bloomberg。

中國 中央經濟工作會議釋出積極訊號, 中國股市迎政策利多

儘管中國11月零售銷售、地產開發與銷售等經濟數據延續下降態勢，**政策端已開始施力止穩**。12/10落幕的中央經濟工作會議，此為每年定調經濟目標的重要會議，本次會議重點如下：1)指出經濟面臨三重壓力，並要求各部門積極推出穩定經濟政策，政策發力適當靠前。2)財政支出與減費降稅的重要性加大，貨幣政策刪除了“保持宏觀槓桿率基本穩定”，增加操作彈性。3)在產業面，反壟斷、房住不炒、雙碳等重點領域方向不變，但表態略有和緩。

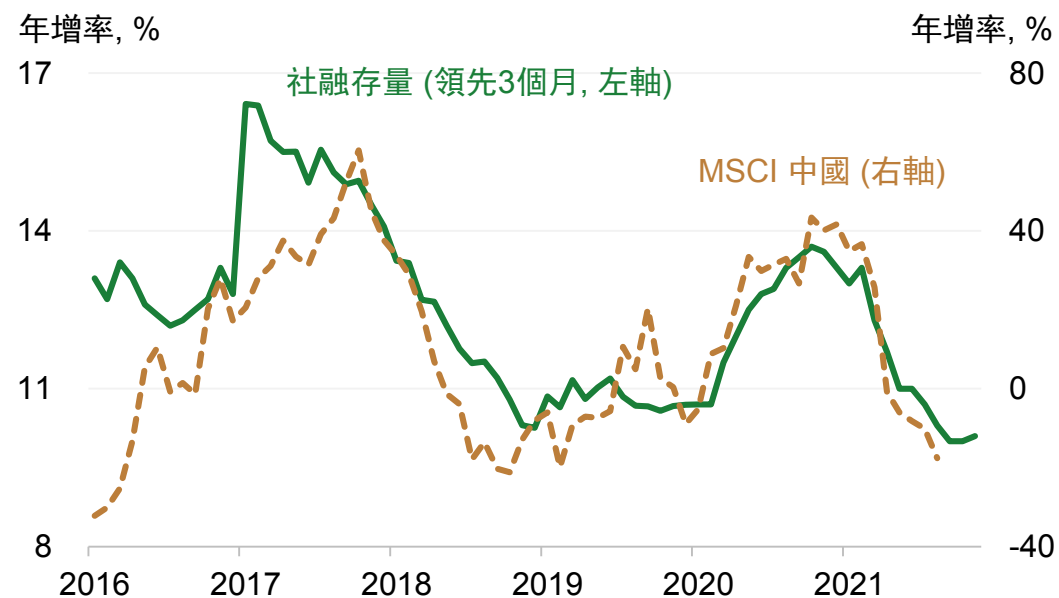
總結來說，官方政策表態明確，明年初景氣「開門紅」的期待下，財政與貨幣政策可望接續推出。觀察11月金融數據，**社融存量年增率與信貸脈衝應已見底**，信用循環築底向上拉抬股市動能，預期陸股在明年上半年有機會出現波段上漲行情。

明年初財政力道預期明顯加強



註：新增專項債取3個月移動平均，並領先前移3個月。基建投資為3個月移動平均。
資料來源：Wind, 國泰世華銀行投研團隊整理。

信用循環觸底, 有利股市動能向上



資料來源：Wind, Bloomberg。

台股 類股漲勢分化, 大型龍頭股拉回布局

在Omicron變種病毒及Fed加速縮減購債的影響下, 台股走勢相對穩健, 然而在指數挑戰新高的過程中, 股價高於200日均價的個股比重並未隨指數同步上升, 漲勢呈現集中化的現象, 這樣的結構較不利台股漲勢延續, 但也顯示操作上資金更加偏好大型權值股。

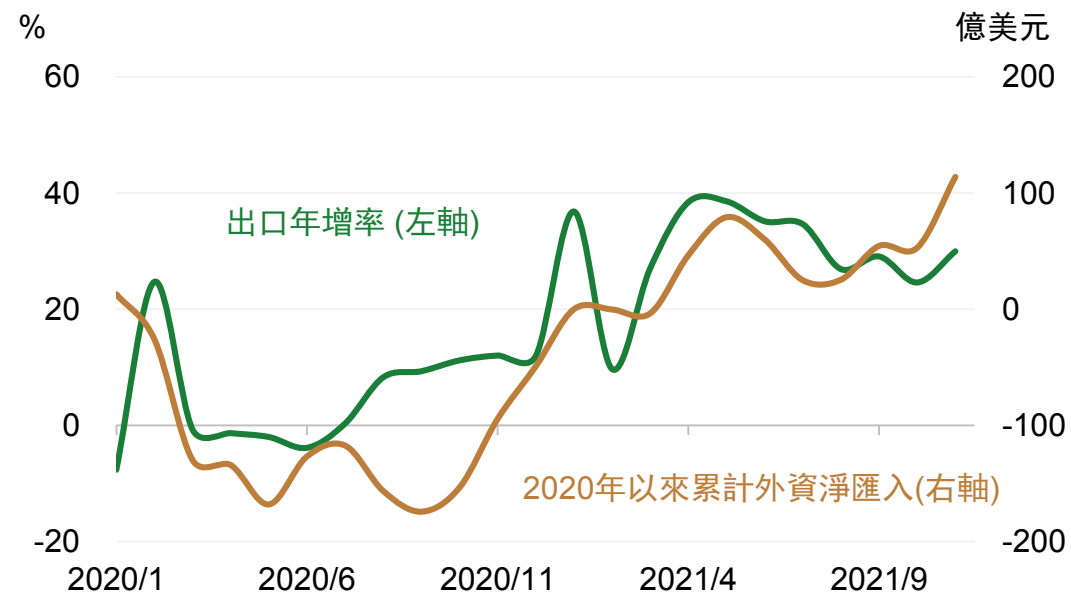
在疫情期間, 由於全球供應鏈斷鏈問題, 台灣扮演更加吃重的角色, 這也使得今年以來台灣出口幾乎一直維持20%以上的高成長率, 而半導體的出貨金額也呈現亦步亦趨的走勢, 由於看好明年半導體出貨動能維持高檔, 也帶動外資持續匯入, 台股若有拉回仍值得逢低布局。

指數近高點, 但高於年線的個股比例未提高



資料來源: Bloomberg。

台灣出口動能強勁, 吸引外資持續匯入



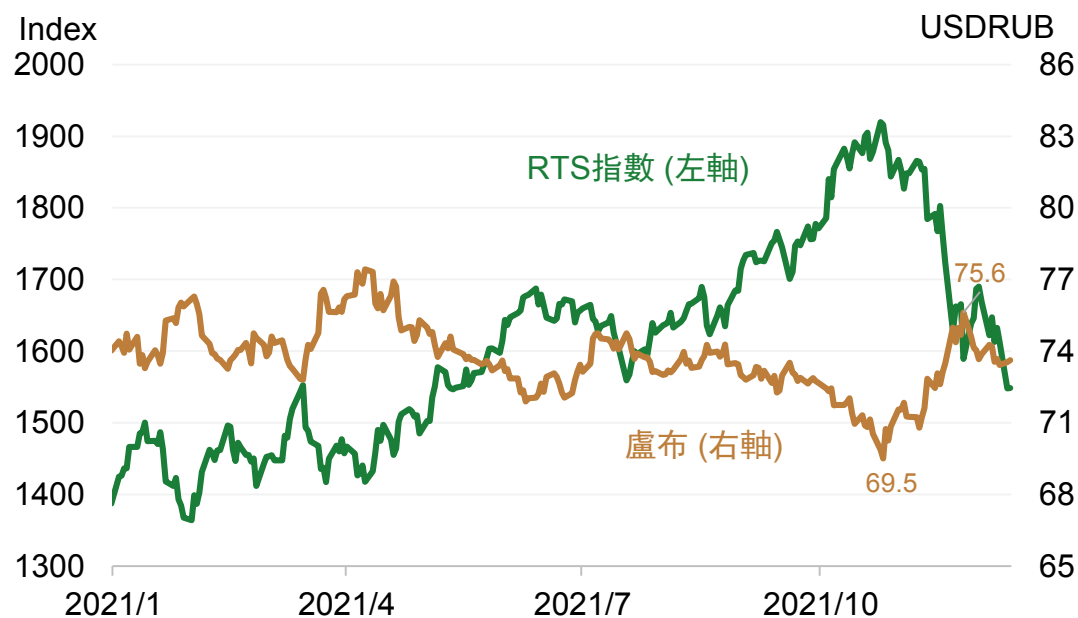
資料來源: 金管會, Bloomberg。

俄股 地緣政治添俄股近期擾動

俄羅斯股市近期表現偏弱，主因1) 能源價格因Omicron病毒震盪，俄股受天然氣和油價影響走弱。2) 地緣政治風險升溫。俄羅斯在烏克蘭邊境集結兵力，歐洲國家對民營軍事公司予以制裁，市場擔憂衝突上升對俄國經濟和銀行業造成衝擊。3) 北溪2號開通延後。俄股從10月高點回落約16%，俄羅斯盧布一度貶值近8%，近期見止貶回升。

IMF調查，2014年俄羅斯遭國際制裁使GDP下滑約0.2%，油價下跌對GDP影響0.6%，油價表現為影響俄股關鍵。鑒於歐洲與俄羅斯兩者在能源供需上依賴甚深，加上歐洲以北溪2號開通牽制俄國，料烏俄發生大規模軍事衝突機率低。

俄股近期偏弱表現，匯率初見止貶回升



資料來源：Bloomberg。

俄股受能源價格影響甚深



註：油價年增率和盈餘年增率相關係數0.75，油價年增率和俄股年增率相關係數0.68。布蘭特油價自今年底每季以2022/1為75、3月80、6月85、9月80、12月75元/桶預估。

資料來源：Bloomberg。

Dec 2021

20	Monday	21	Tuesday	22	Wednesday	23	Thursday	24	Friday
中國貸款市場報價利率 美國領先指標 歐元區經常帳 台灣出口訂單	美國經常帳 歐元區消費者信心指數 韓國PPI 韓國前20日進出口 英國消費者信心指數	美國消費者信心 美國成屋銷售 美國GDP(終值) 英國GDP(終值) 英國經常帳 台灣失業率	美國個人所得 美國耐久財訂單 美國新屋銷售 美國初領失業金人數 日本工具機訂單 日本工業生產	日本CPI 日本PPI 日本新屋開工 台灣貨幣供給 德國進口物價					

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抵觸之情事；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抵觸為由，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