



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年9月10日

投資研究週報

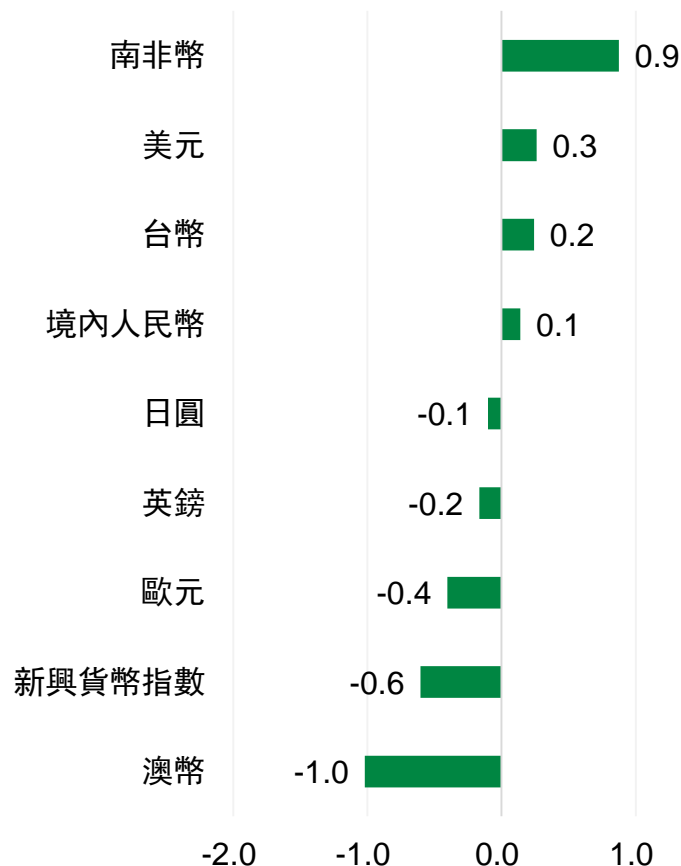
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

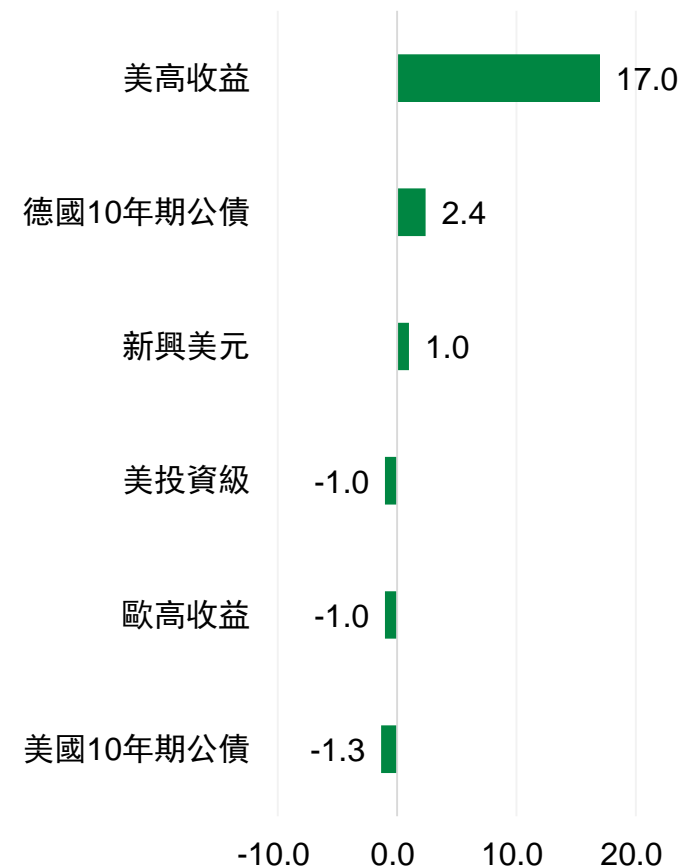
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/9/9。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 疫情反覆，惟生活回歸正常化方向不變

美國自8月開學後，兒童及青少年新冠病毒確診個案急升，歐洲、亞洲陸續開學，對於生活回歸正常化，可說既期待又怕受傷害。

► ECB經濟復甦加速，將放緩4Q購債速度

由於歐元區經濟復甦前景樂觀，歐洲央行將適度減緩4Q購債速度，主席拉加德表示：距離結束購債、升息還有很長的路要走。

► 中國強監管將成為企業日常？

中國十九屆六中全會預計11月召開，習近平提「共同富裕」概念，反壟斷、強監管仍是基調，短期股市跌深反彈，仍偏中性看待。

股市

主要央行對縮減購債保持耐心，資金面仍寬鬆，維持成熟股市優於新興股市看法。分析師上修S&P500企業3Q獲利預估，推升股市走高，成長股受青睞。疫情造成的企業獲利分化仍主導股市輪動的方向。

債市

市場對於Fed貨幣正常化路徑已有所預期，利率急升的機率不高，預估美10年債殖利率區間震盪，市場資金充沛下，具高信評的優質公司債，若殖利率在合理區間仍可布局。

匯市

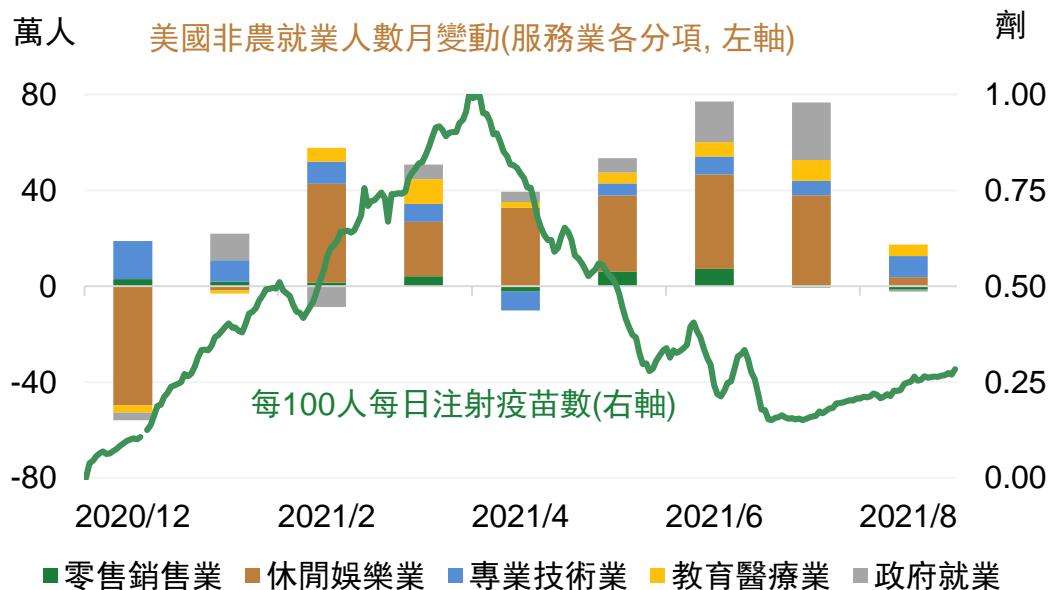
美國貨幣政策正常化預計將循序漸進，本週澳洲、歐洲央行雖對資產購買狀況略有調整，但匯價影響相對有限，維持美元緩升的看法。

美國疫情干擾下，8月非農就業低迷，但回歸正常化方向不變

7月中旬以來，美國Delta變種病毒肆虐，單日確診人數逾20萬人，也拖累就業市場復甦，8月非農就業增加23.5萬人，遠低於預期，其中過去幾個月就業人數增加最多的休閒娛樂行業，受到Delta疫情影響，8月新增就業人數萎縮近9成，衝擊最大。

美國疫苗數量充足，但部份民眾對疫苗持懷疑態度，完整施打2劑疫苗的民眾僅佔52%，也使得控制疫情難度提高，目前美國政府尚未考慮祭出封鎖措施，而是規劃9月下旬起為國民注射第3劑疫苗，**近期疫情升溫反使得接種疫苗的速度回升，有助疫情獲得控制，在企業需才孔急之下，就業市場仍不看淡。**

Delta變種病毒衝擊美國非農就業



資料來源: Bloomberg, Our World in Data。

美國職缺創疫情前新高



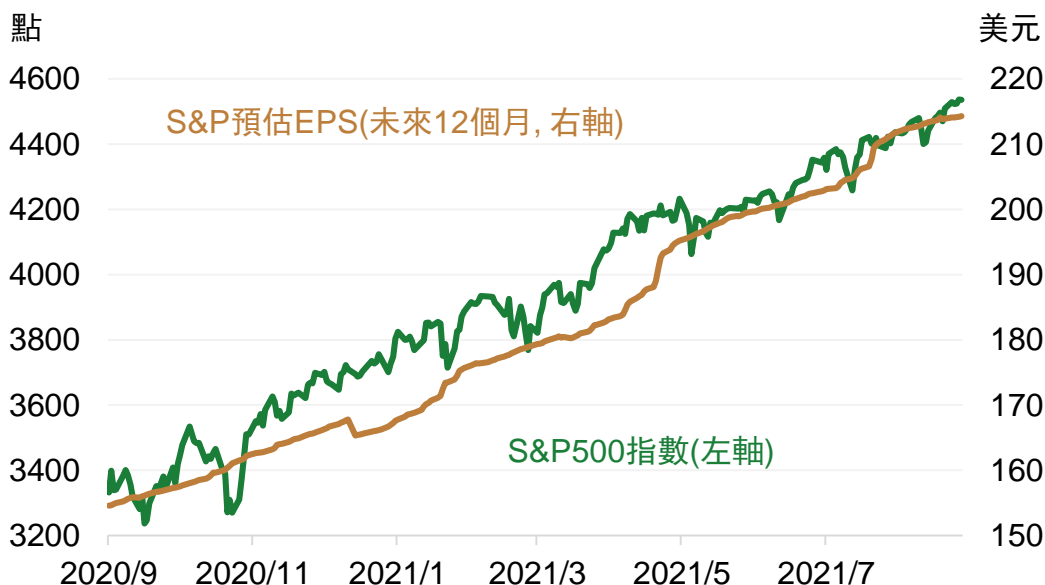
資料來源: Bloomberg。

獲利預期調升推動股市創高，聚焦企業長期成長潛力

FactSet調查，在3Q的前兩個月，分析師上調S&P500指數當季EPS預估3.8%，該數值是2009年以來第4高，強勁的獲利成長動能推升美股持續創新高，似乎未受疫情影響。

展望後勢，整體企業獲利成長持續，但動能將放緩，也使得股市漲幅將受到限制，過去因疫情導致企業獲利的分化，也使得成長股和價值股呈現輪動格局。在生活逐漸回歸正常化，低基期效應消失後，市場將更聚焦企業本身的成長性以及產業未來展望，**在市場預期Fed貨幣政策正常化將循序漸進下，成長股的表現仍將引領市場目光。**

美國EPS上修帶動股市走高



資料來源: Bloomberg。

5月以來成長股表現優於價值股



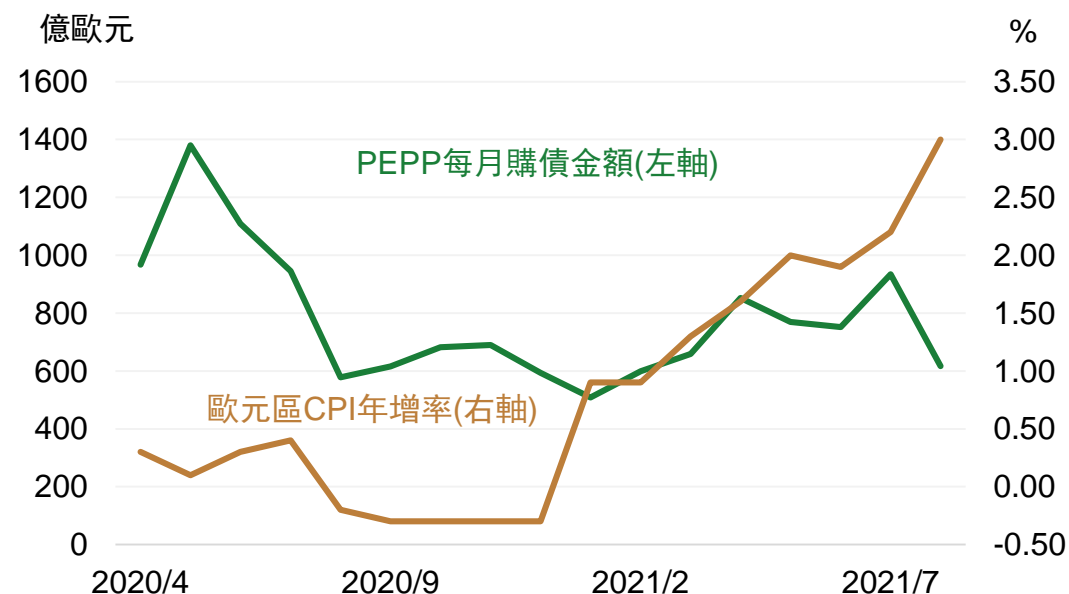
資料來源: Bloomberg。

歐洲央行將減緩購債速度，並上調今年GDP和通膨預估

歐洲央行利率會議維持利率不變，並將於4Q放緩疫情緊急購債計劃(PEPP)的購債速度，1.85兆歐元的購債規模則維持不變。ECB主席拉加德表示，ECB並不是Taper，而是調整購債步調，距離結束購債、升息還有很長的路要走。

由ECB購債金額觀察，8月份PEPP購債金額已呈現下降，由於歐元區大部份地區都已解封，經濟復甦腳步加快，ECB經濟前瞻上調了2021年GDP和通膨預估，預計年底前經濟活動將回到疫情前的水準。**ECB微調購債速度，緩步朝貨幣政策正常化方向前進，在經濟前景樂觀，資金仍維持寬鬆下，支撐歐股緩漲。**

8月PEPP購債金額已呈現下降



資料來源: Bloomberg。

ECB上調今年GDP及通膨預估

%	2021	2022	2023
GDP	5.0	4.6	2.1
前次預估	4.6	4.7	2.1
CPI	2.2	1.7	1.5
前次預估	1.9	1.5	1.4

資料來源: Bloomberg。

中國 陸港股監管不確定性仍存，股市反彈應謹慎以對

近期A股價量齊揚，連續30天以上成交量突破兆元人民幣，觀察大型股漲勢未隨指數上揚，且基金中小市值組合權重上升，研判本次成交量暴漲主因為共同基金與外資調整部位。目前A股成交金額占流通市值比重超過2%，依過去5年走勢經驗，此數值已大於平均值2倍標準差之上，須留意後市拉回修正風險。

國務院副總理劉鶴喊話安撫民營企業，助港股與中概股亦從底部回彈，然監管不確定性仍高，共同富裕框架之下，新三座大山當中，碩果僅存醫療保健。**7月後南向資金持續流出，顯見市場信心未復，短期政治監管仍為中概股重要風險來源。**

成交金額過高時股市波動風險上升



註：最下方藍線為該重之平均值，約為1.26。上方兩條依序為平均值加上1倍及2倍標準差。
資料來源：Wind，國泰世華銀行投研團隊整理。

監管風險未消，南向資金流出港股



註：相關係數0.71。
資料來源：Wind，Bloomberg。

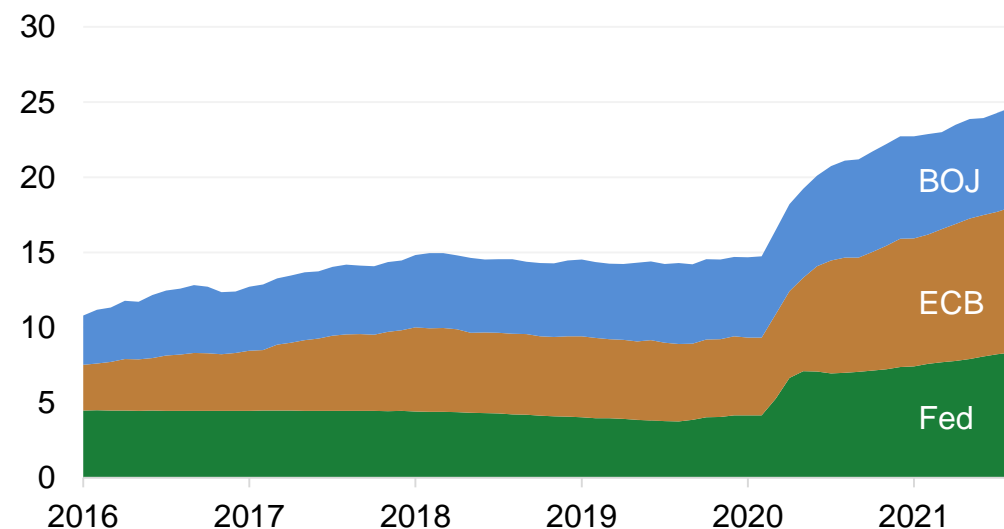
債券 景氣及貨幣政策換檔，債券有助分散投組風險

各國央行貨幣正常化步調蠢蠢欲動，聯準會可能將於今年宣布縮減購債計畫，將使央行資產擴張速度放緩，然，美國最快於2023年開始升息預期下，美、歐、日三大央行目前仍處低利率的環境，市場上資金依舊豐沛。

截至8月底負利率債券市值達14.5兆，顯示市場資金豐沛下，資產配置及穩定現金流需求仍強勁。面對景氣、貨幣政策換檔階段，市場波動可能加大，高評等債券與股市相關性較低，將有助於提供投組分散風險的效果，其中波灣債與美國公債報酬相關性低，另可抵禦利率緩升的風險。操作上，小額投資人可透過複合債基金參與債券市場，兼顧風險與報酬，面對殖利率緩升環境，高評等債可適度布建。

三大央行放水速度漸緩，但市場資金仍豐沛

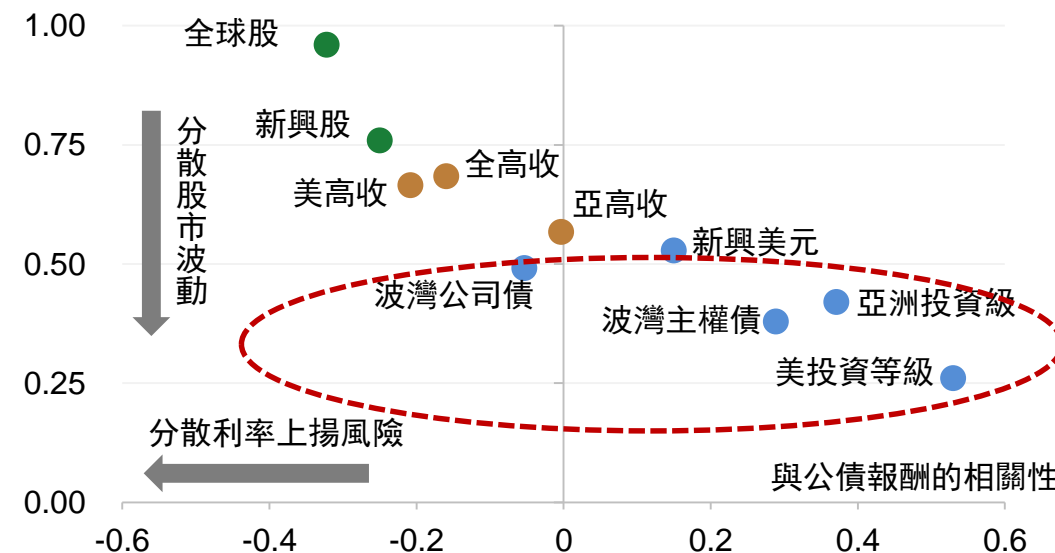
美歐日央行資產規模，兆美元



資料來源: Bloomberg。

投資等級債與美股相關性低

標普500報酬的相關係數



註:綠色為股指、土色為高收益債、藍色為投資等級債，其中新興美元、波灣債採指數平均信評。資料日期2000年1月~2021年8月。

資料來源: Bloomberg。

匯市 近期各央行雖多微調資產購買政策但影響不大，近期匯市由風險氣氛主導

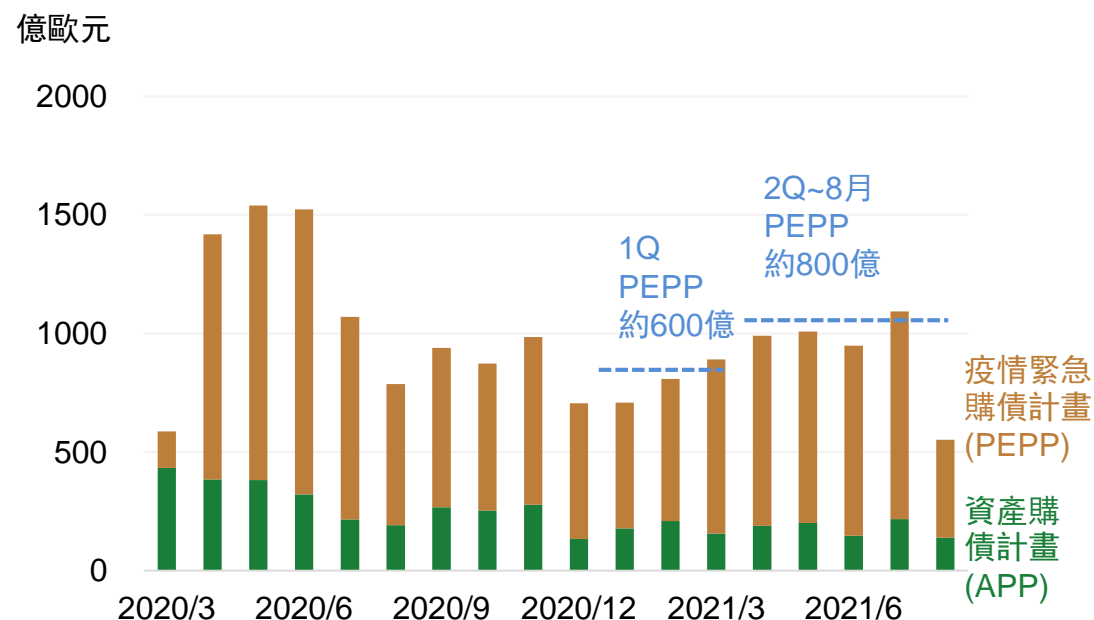
歐洲央行 (ECB)會議重點：維持利率不變，4Q起將「適度放緩」疫情緊急購債計畫 (PEPP) 的購債步調。

澳洲央行 (RBA)會議：以每週40億澳幣的速度購買澳債，並延長至2022年2月中旬 (8月聲明僅買到2021年11月)。

台灣進出口：雖然8月進出口同步大增，令單月貿易帳盈餘略為下降，但整體貿易帳盈餘居於高位的狀況尚未改變，仍為台幣支撐。

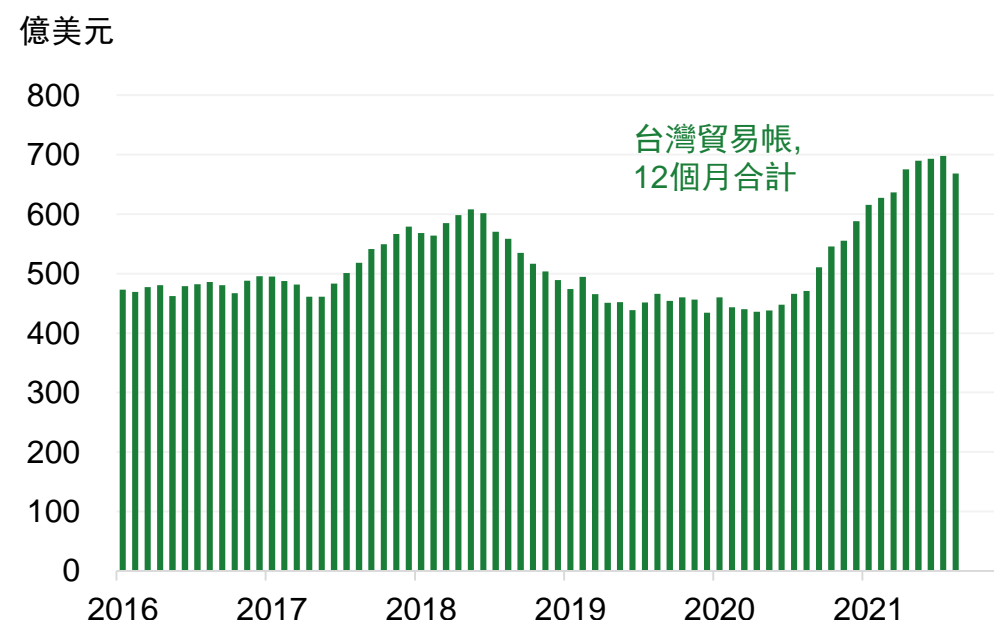
結論：1)國際匯市方面，澳洲、歐洲央行雖對資產購買狀況略有調整，但匯價影響相對受限，近期國際匯市主要受風險氣氛主導。長線而言，美歐貨幣政策差異仍舊存在，故美元緩漲格局仍不變。2)台幣方面，出口商拋匯仍強，加上央行年會後外資轉買超，推升台幣近期走勢。

歐洲央行近期購債狀況



資料來源: ECB。

台灣貿易帳盈餘仍居高位



資料來源: Bloomberg。

September 2021

13 Monday 日本PPI	14 Tuesday 美國CPI 日本工業生產	15 Wednesday 美國工業生產 美國紐約州製造業調查 日本核心機械訂單	16 Thursday 美國零售銷售	17 Friday 歐元區CPI
-----------------------	----------------------------------	---	--------------------------	------------------------

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