



國泰世華銀行
Cathay United Bank

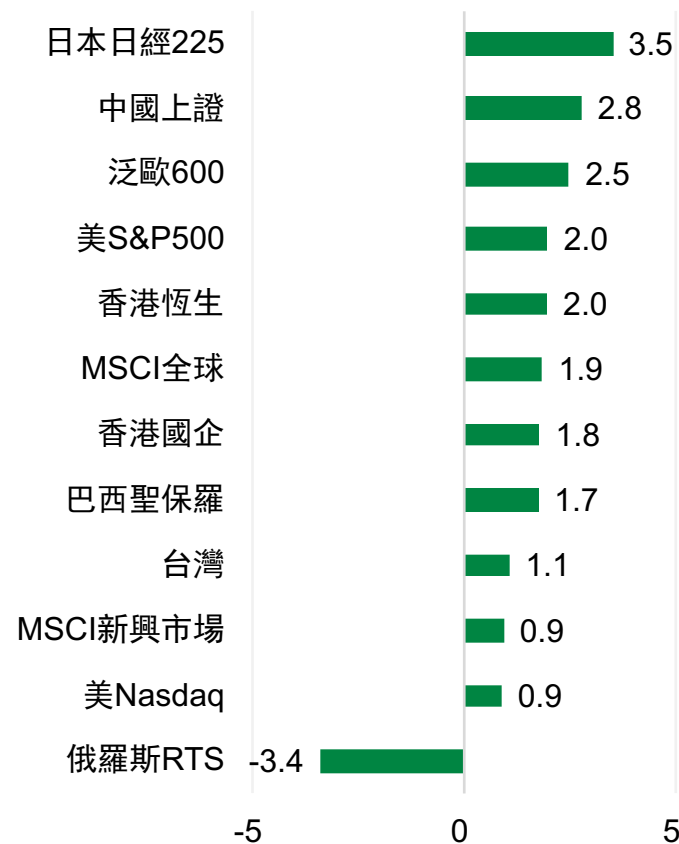
2021年12月10日

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

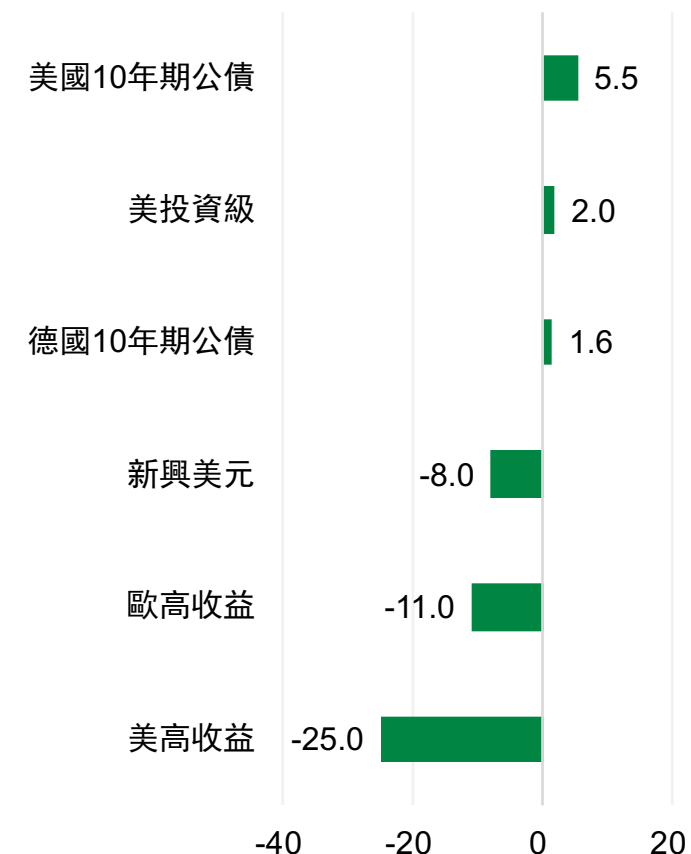
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/12/2- 2021/12/9。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 12月FOMC會議將至，鮑爾轉鷹為哪樁？

12月FOMC會議上可能討論加速縮減購債，鮑爾放棄「暫時性通膨」措辭，意謂Fed重點已轉向應對通膨及其負面影響，而非疫情對經濟造成的干擾。

► 提前結束購債=準備升息？

市場已為提前升息定價，然而低於預期的非農就業數字以及變種病毒Omicron使經濟仍然充滿變數，供應鏈問題短期亦難解，Fed升息仍有諸多考量。

► 滴滴退市、人行降準，中國該如何投資？

中概股大跌，房地產景氣走弱，官方鬆口承認經濟下行壓力，人行降準0.5%，本月中央經濟工作會議可望推出更多振興措施，中國股市有機會利空出盡。

股市

Fed加速緊縮，經濟成長趨緩，對於股市的報酬率期望值也應該降低，資金行情輪動速度快，短期可留意通膨受惠、漲價題材，長期聚焦高成長、高毛利產業。

債市

市場預期明年升息2碼，但Fed行動可能更為謹慎，預估殖利率仍呈現區間格局，現金部位高、有息收需求者可針對殖利率逢高布局，拉回時則順勢獲利了結。

匯市

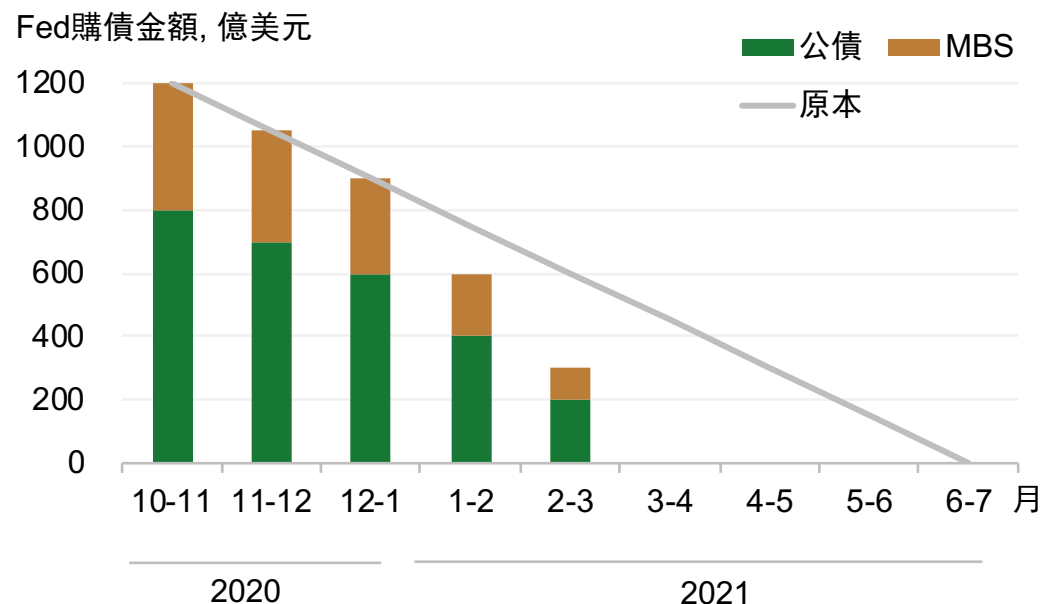
美國領先歐、日等先進國家朝緊縮方向前進，且美國數據動能仍優於歐元區，支持美元續強。台幣強勢，因外資轉匯入，農曆年前出口商拋匯力道增強。

鮑爾轉鷹, Fed可能加速縮減購債

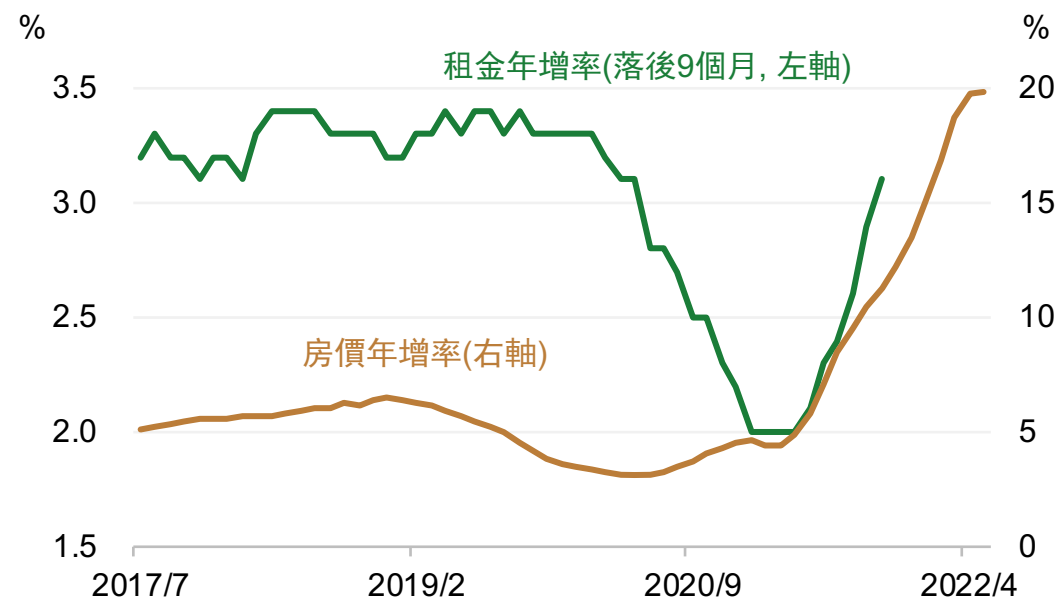
鮑爾表示, Fed縮減購債計畫可能加速, 將在12月FOMC會議上討論, 預估有可能於自明年1月起進一步縮減每月購債規模, 由原本縮減150億美元提高為300億美元, 並於3月中旬結束購債, 較原本預估的6月中提前許多。

鮑爾放棄「暫時性通膨」措辭, 原因是推動通膨上行的因素看起來會持續到明年。今年以來美國房價高漲已連帶使得租金走高, 由於租金年增率之於房價有落後的現象, 因此對於通膨的影響將一直持續到明年下半年, 而鮑爾態度轉向意謂**Fed重點已轉向應對通膨及其負面影響, 而非疫情對經濟造成的干擾。**

12月FOMC可能加速縮減購債



房價及租金走高使得高通膨將延續更長時間

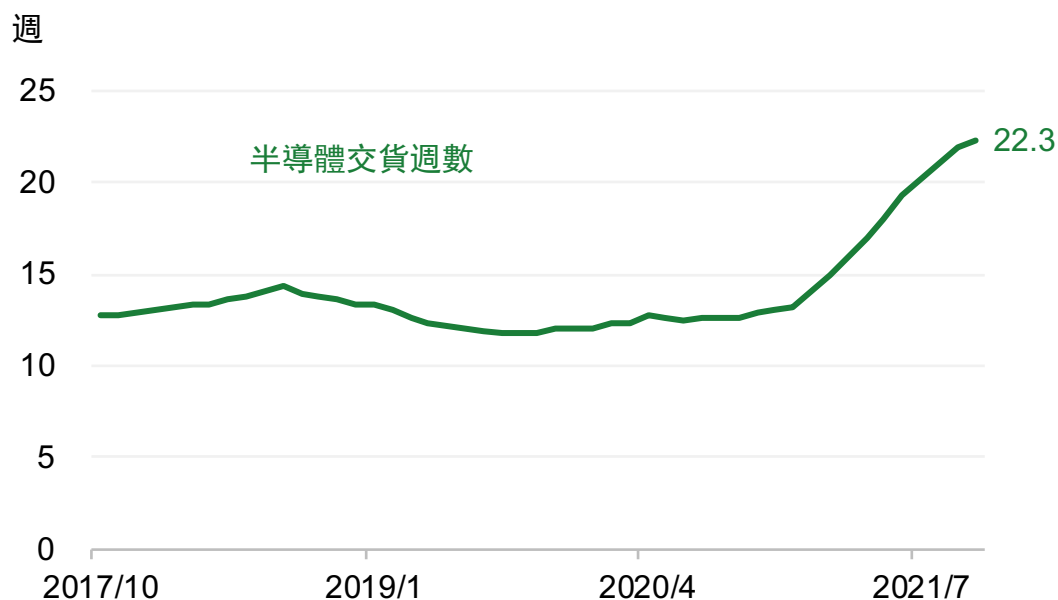


晶片短缺緩解，供應鏈問題仍難解除

晶片短缺受到東南亞疫情趨緩而緩解，但是根據統計，半導體從下訂單到交貨時間平均需要22.3週，車用、網通晶片更長，預計明年才有機會逐步改善。

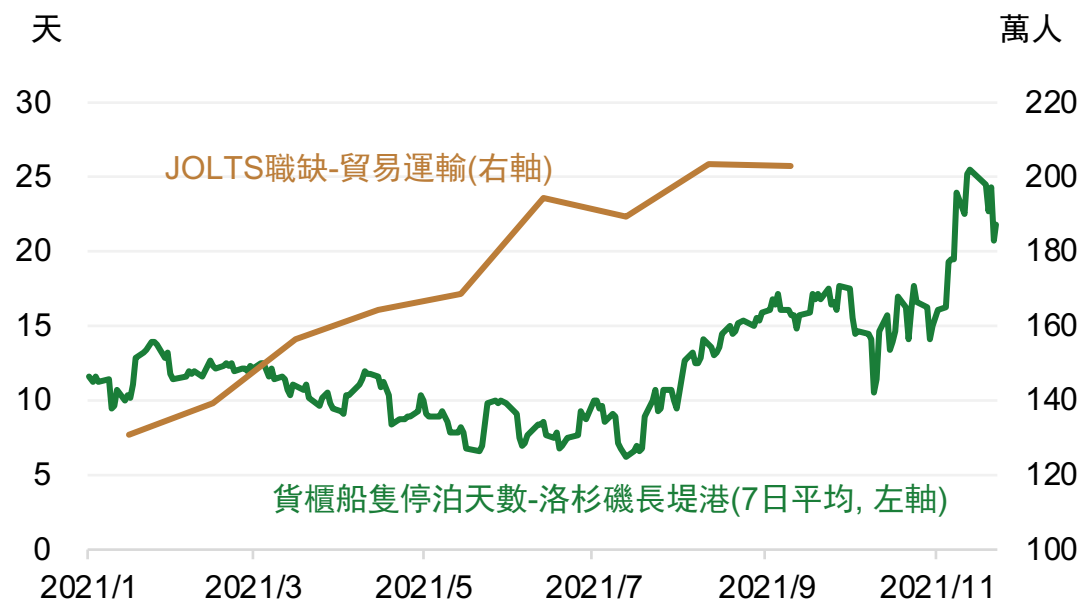
雖然疫情對於經濟的衝擊可望逐步淡化，但其造成勞動力短缺的情形仍持續干擾貿易運輸狀況，美西長堤港塞港的情形有增無減，**晶片缺貨與運費高漲也使得終端產品價格漲價壓力大，恐進一步推升通膨。**

半導體交貨時間拉長



資料來源：Susquehanna, Bloomberg。

美西塞港問題未見緩解



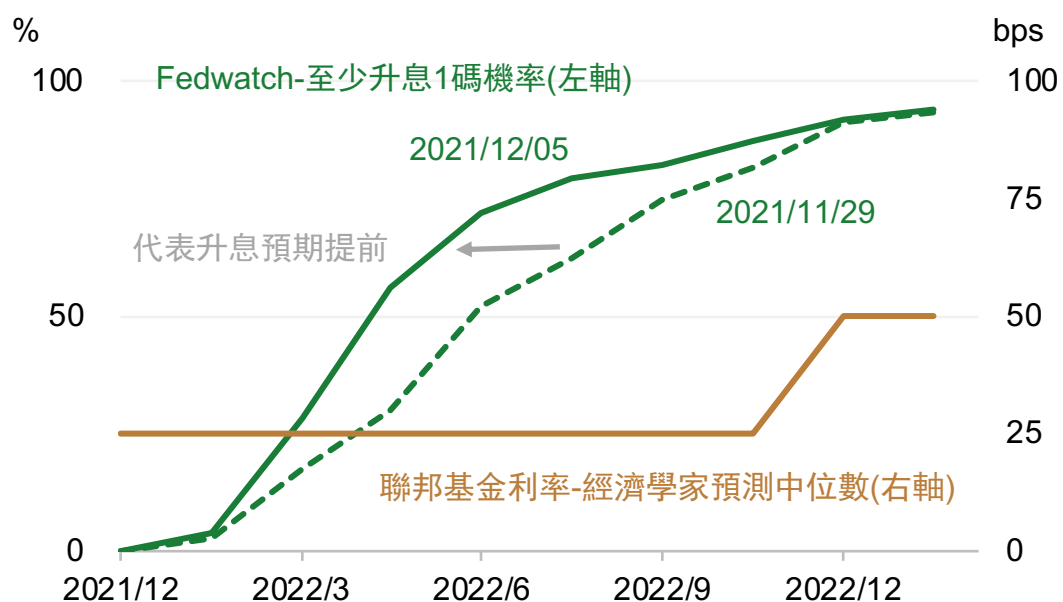
資料來源：Bloomberg。

加速縮減購債 = 提前升息？

鮑爾過去曾說Fed不會在完成縮減購債之前升息，而市場認為，加速縮減購債代表Fed將提前升息。在鮑爾偏鷹談話之後，市場對於提前升息已經有所反應。不過如果觀察美國經濟與就業市場，可發現明顯差異，疫情後經濟很快地回復疫情前水準，但就業市場受到提前退休人數增、家庭照護、及尋求加薪等因素影響，距離疫情前水準仍有一段距離。

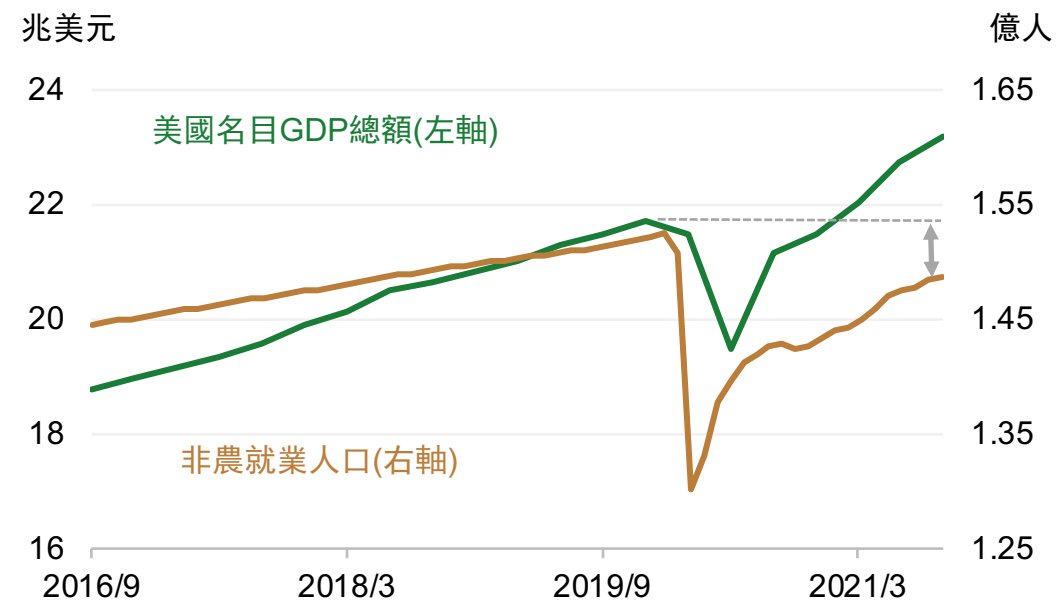
考量長期通膨預期並未大幅攀升，供應鏈瓶頸乃至疫情造成的勞動力短缺問題也不是透過升息可解決的，因此，預期Fed仍將採取較為穩健的升息步調，首次升息可能落在明年下半年。

市場預期升息時程提前



資料來源：Bloomberg, Fedwatch。

非農就業距疫情前仍有一段距離



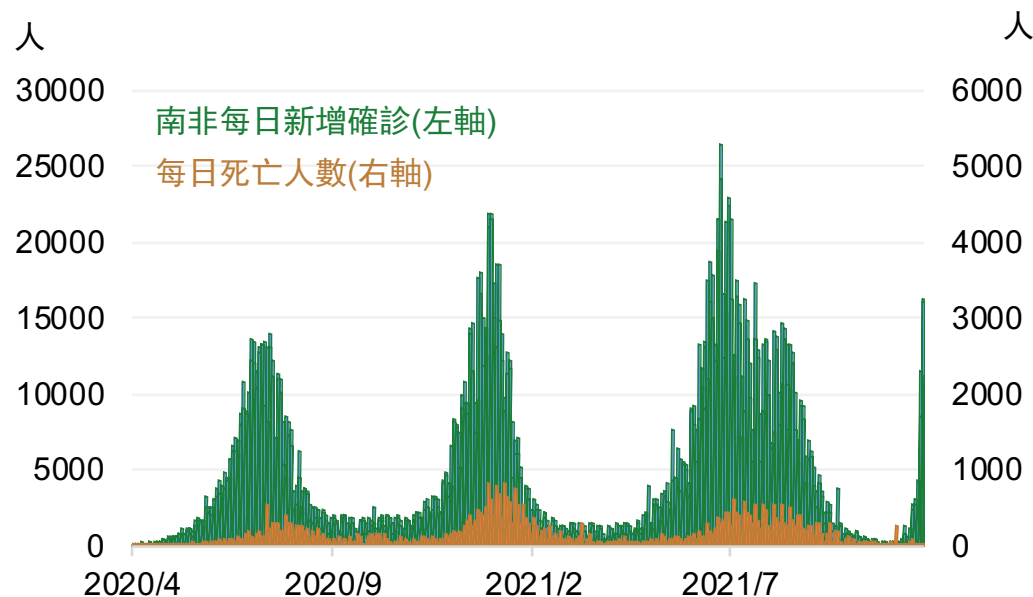
資料來源：Bloomberg。

美股 Omicron病毒不致失控, 股市有望落後補漲

Omicron新冠變異病毒入侵至少47個國家或地區, 同時美國已有17個州遭到入侵, 但白宮疫情首席顧問佛奇表示, Omicron病毒的危險性可能低於Delta病毒, 但仍需更多方面的訊息支持。就目前數據來看, Omicron的傳染率雖上升, 但對重症或死亡的影響性仍有限。

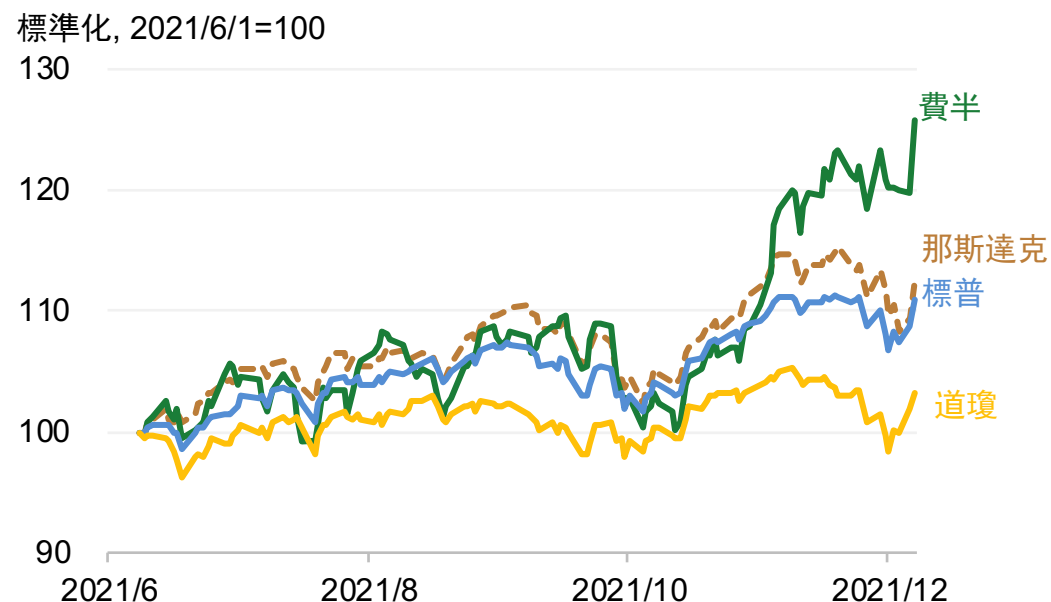
受疫情反復影響, 使得美股4大指數於11月底再度陷入修正, 隨後相關報告指出, Omicron的衝擊可能低於Delta病毒, 使得市場擔憂情緒下降, 費半指數也率先創新高, 預期其他指數也有望落後補漲。然而, 考量疫情問題, 預期指數仍偏盤整格局, 其中科技股相對抗跌。

Omicron重症死亡率低, 降低市場擔憂



資料來源: Our world in data。

科技股受Omicron的衝擊相對微小



資料來源: Bloomberg。

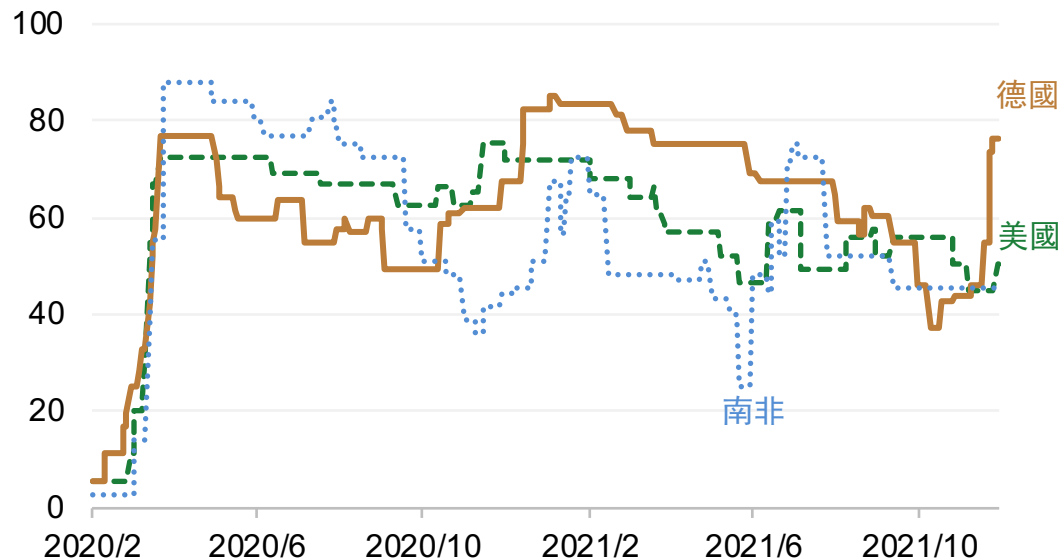
能源 油價短期震盪加劇，後續隨疫情漸控緩升

市場對Omicron可能引起的大規模防疫封鎖擔憂減輕，加上目前各國多以管制邊境為主，僅歐洲如德國等實施較嚴格管控。預期油價日前重挫已反應歐洲需求減幅，美國已重申不會進一步加強封鎖下，油價迅速反彈。

疫情多變，油價自低點反彈或有部分調節壓力，預期短期油價波動仍大。觀察目前美國等地原油庫存偏低，對油價形成底部支撐，之後隨疫情逐漸受控，國際航空與旅遊需求可望帶動能源需求上升，料西德州油價緩步向上，欲短期操作投資人宜逢回分批布建。

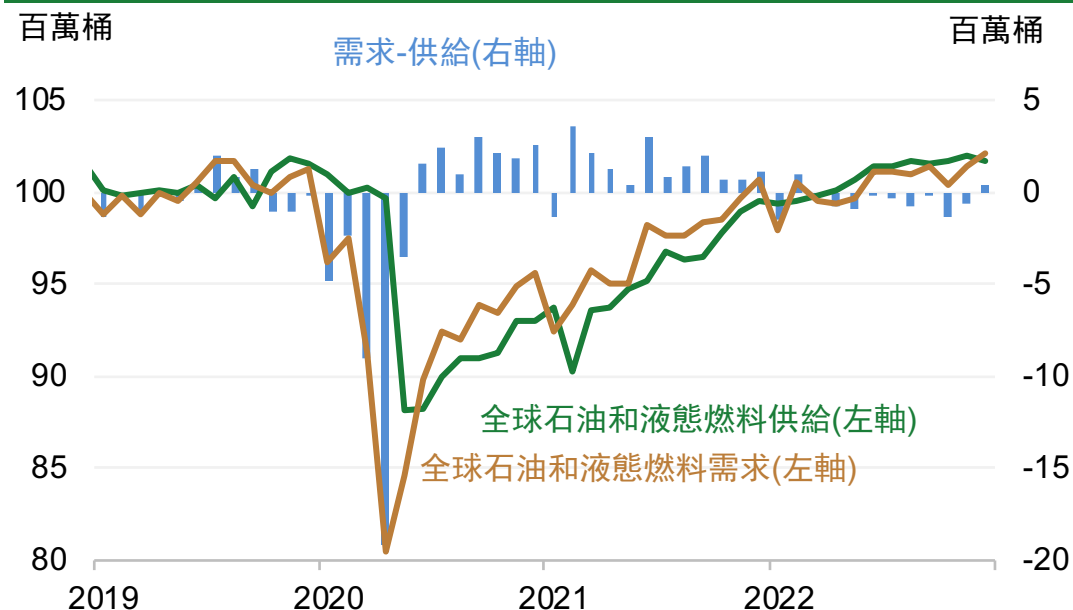
主要國家管制措施再起，歐洲管制最嚴

各國政府管制指數



資料來源：Bloomberg。

全球石油與液態燃料供給和需求推估



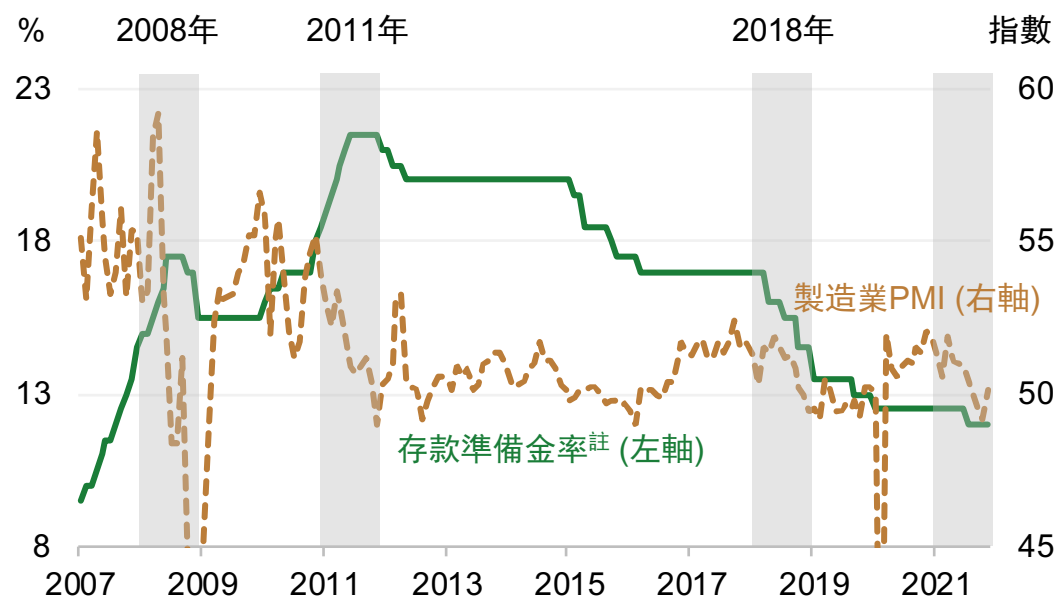
資料來源：Bloomberg。

中國 穩增長措施陸續推出, A股有望迎來波段行情

步入年底, 目前中國經濟循環仍處於收縮區間, 官方對2022年經濟政策重心已明顯由“調結構”轉向“穩增長”, 從人行貨幣政策執行報告、中央政治局會議強調穩字當頭, 到12/6降準兩碼, 穩定經濟措施逐步推出, 顯見明年面臨20大換屆, 景氣下行的調控為當前政策重心。後續關注重點為本月下旬的中央經濟工作會議, 會議中將提出更明確的經濟部署。

回顧過往經驗, 降準不必然迎來股市上漲, 如今年7月人行意外降準, 仍難以在景氣向下的初始階段就扭轉市場行情。然, **本次降準象徵官方穩定景氣的政策決心, 加上過去在景氣壓力顯重的年份, 中央經濟工作會議後也趨向上行, 研判A股在明年上半年有望迎來波段上漲行情。**

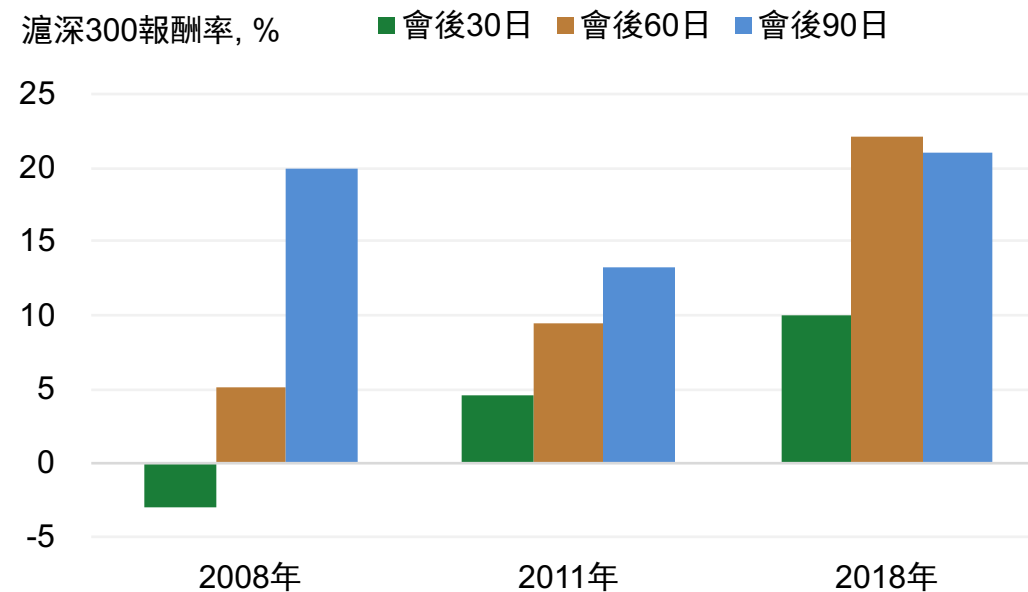
人行降準兩碼應對景氣下滑



註: 此處指大型金融機構存款準備金率。

資料來源: Bloomberg。

中央經濟工作會議後有望推出更多刺激政策



註: 2008、2011、2018年景氣明顯偏弱, 中央經濟工作會議中也出現“經濟下行”論述。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

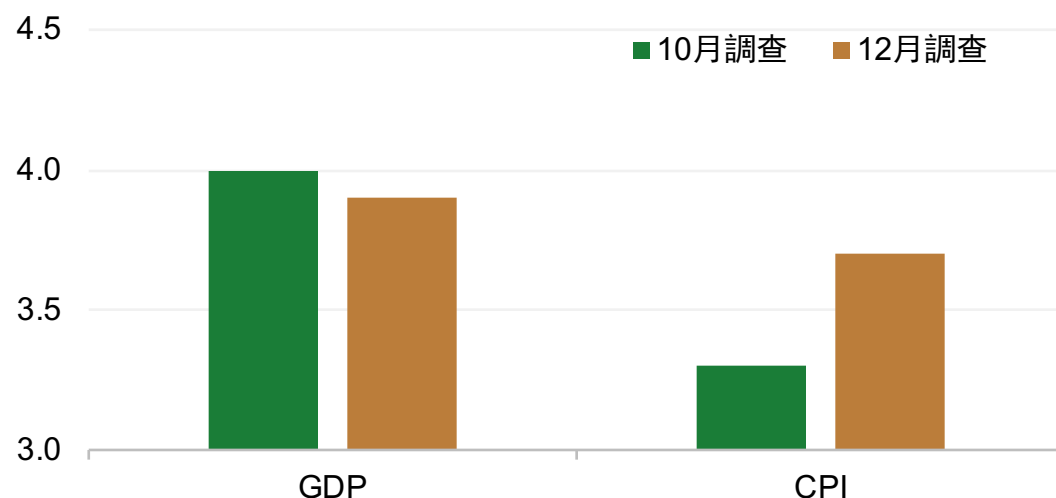
公債 殖利率呈現區間格局, 短期高通膨及升息預期推升利率往區間上緣靠近

考量1)疫情反覆對經濟帶來的下行風險, 將限縮利率上方空間, 2)今年以來退休金等實質買盤有增持債券的需求壓抑長端利率, 預計明年殖利率將呈現大區間橫盤的格局。

短中期而言, 1)美國首席防疫專家Anthony Fauci12/7表示, 初步數據顯示Omicron的傳播力雖然較高, 但多屬輕症, 料影響應低於Delta, 使市場避險情緒逐漸緩和, 2)11/30鮑爾在國會聽證會表示新種病毒或將加重供應鏈問題及添增經濟風險, 及是時候放棄「暫時性」通膨這個說法, 顯示通膨壓力加大, 12月FOMC會議有機會釋出加速貨幣正常化的訊號, **料明年上半年高通膨及高升息預期下, 支持利率往區間上緣靠近。策略上, 隨殖利率走升, 有穩定息收需求者, 可隨利率上揚逢高分批布建。**

經濟下行風險仍來自疫情的不確定性

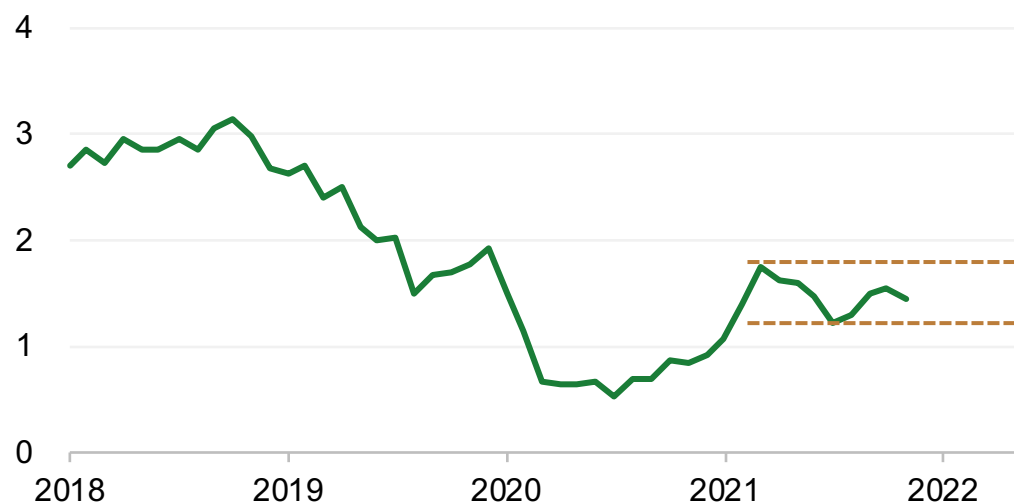
2022年預估年增率, %



註: 為彭博調查中位數。
資料來源: Bloomberg。

美十年債利率長線呈區間橫盤, 短線通膨支持利率偏上

美國10年期公債殖利率, %



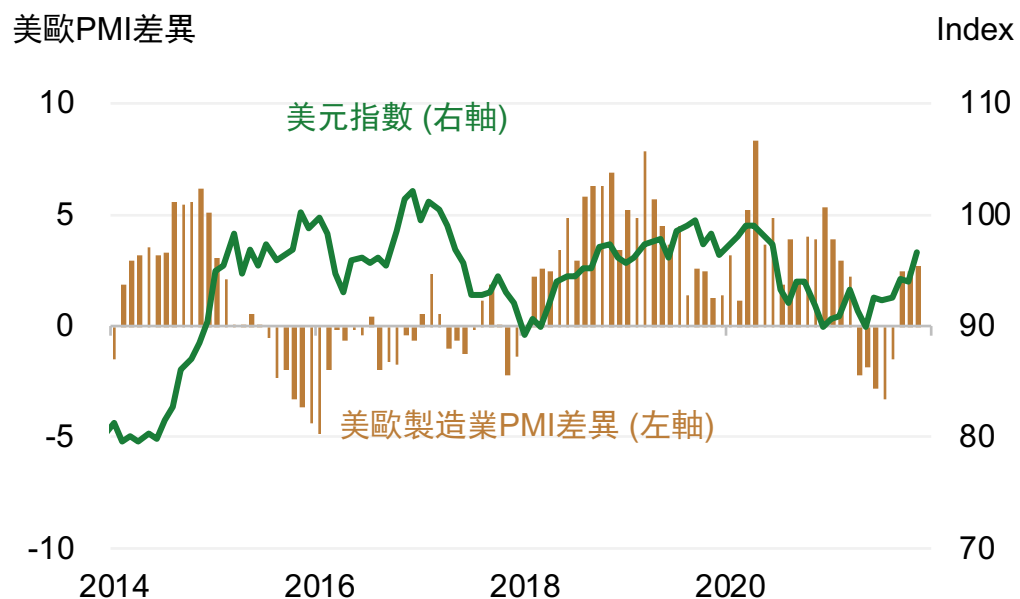
資料來源: Bloomberg。

匯市 美歐經濟動能差異支撐美元偏升；台灣製造業持續擴張，吸引外資偏向匯入

美元：雖然11月非農就業不如預期，但因疫情之後經季調與非季調的非農數據差異大幅擴大，因此11月非農數據雖不如預期，但並未令市場擔憂。相反的，觀察近期製造業PMI動能的表現，顯示美國製造業動能仍優於歐元區，這樣令整體**市場偏多美元的格局未有改變**。

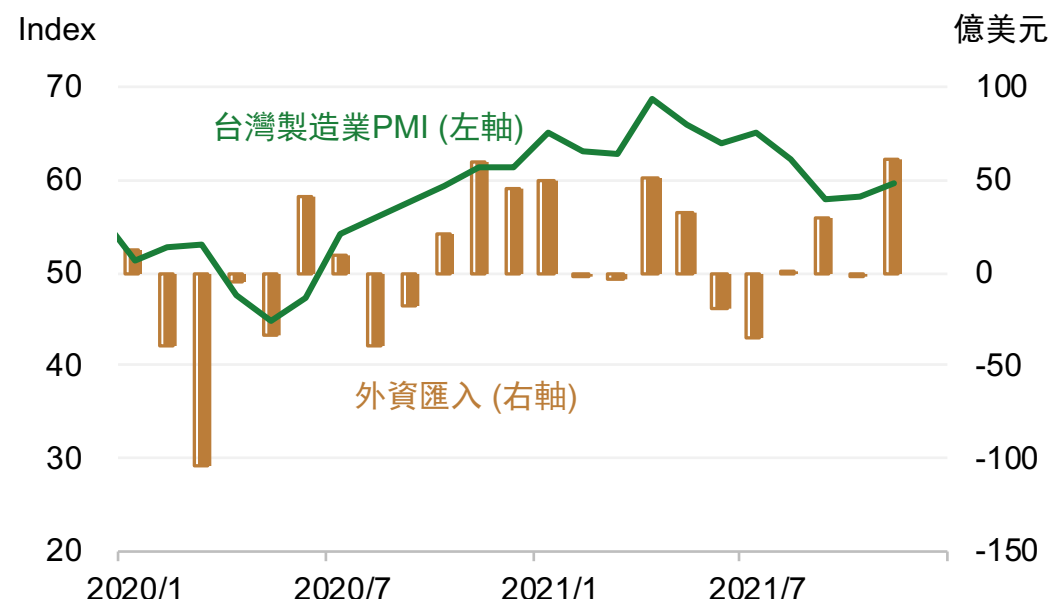
台灣：台灣製造業PMI在約五個月的下降趨勢後，10、11月PMI數據有所止穩，其中，電子業PMI仍是各產業中動能較強的產業，這也有利吸引外資轉為匯入。此外，出口商在農曆年前拋匯力道也將增強。

近期美國數據動能仍優於歐元區，支持美元續強



資料來源：Bloomberg。

台灣製造業PMI仍屬擴張，吸引外資偏向匯入



資料來源：Bloomberg, 金管會。

December 2021

13

Monday

日本核心機器訂單
日本日銀短觀製造業指數

14

Tuesday

美國PPI
歐元區工業生產
日本工業生產

15

Wednesday

美國FOMC利率決策會議
美國零售銷售
中國工業生產
中國零售銷售

16

Thursday

美國初領失業救濟金人數
美國Markit製造業PMI
美國新屋開工
美國營建許可
歐洲央行利率會議
歐元區Markit製造業PMI
英國央行利率會議

17

Friday

歐元區CPI
日本銀行利率會議
德國IFO企業景氣指數

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