



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年10月22日

投資研究週報

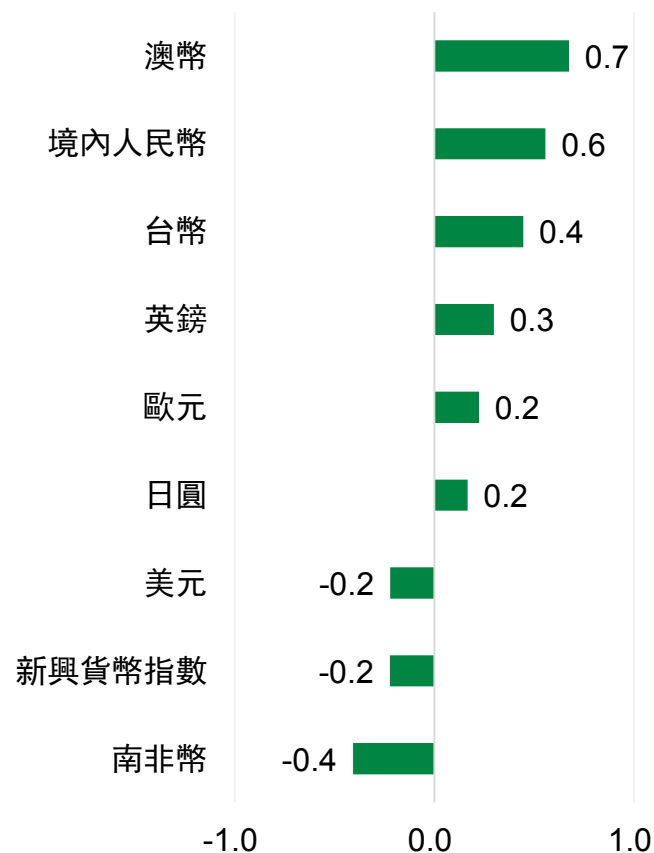
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

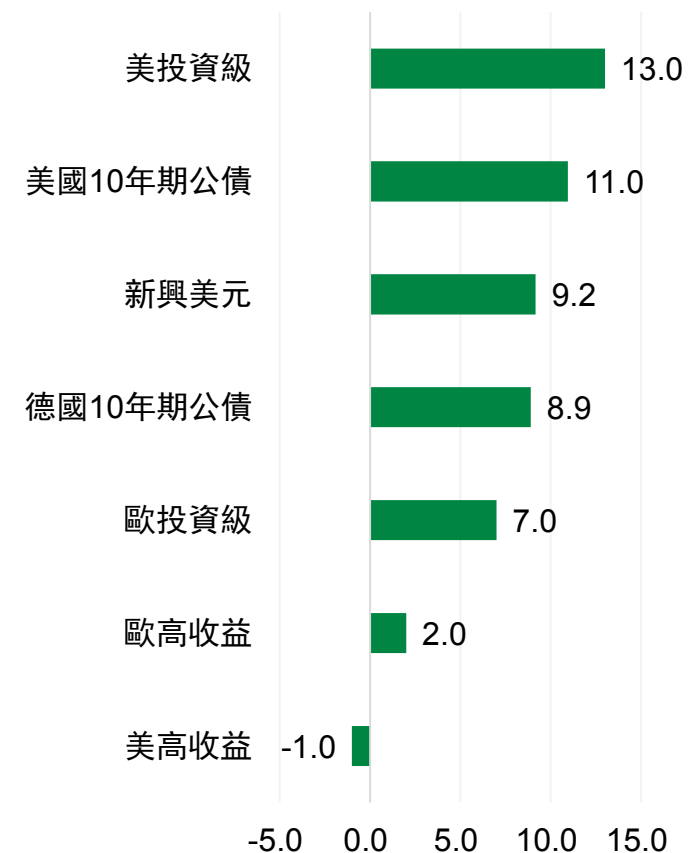
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/10/14- 2021/10/21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 暫時性通膨到底要多久？

美國通膨高於聯準會長期目標2%已經超過6個月，由近期的薪資漲幅來看，Fed主席鮑威爾口中的暫時性通膨「暫時」還不會回落。

▶ 供應鏈短缺到底有多缺？

塞港、車用晶片缺貨，乃至煤、電、天然氣都缺，其實勞動力短缺也是一大問題，即使疫情趨緩，就業市場仍舊需要時間回復。

▶ 完整接種疫苗下一步

美國放寬旅遊禁令，11/8將開放完全接種疫苗旅客入境，泰國也宣布11月起開放10國完整接種疫苗旅客，疫苗加上口服藥成為與病毒共存新解方。

股市

通膨升溫、Taper預期以及殖利率攀升打擊投資人信心，股市波動加大，不過企業3Q財報普遍表現亮眼，仍是下檔強勁支撐，供應鏈短缺主導短期原材料行情，長期仍看好具價格轉嫁能力、毛利率高的大型成長股。

債市

通膨預期居高不下，升息預期也提前，公債殖利率預估將維持高檔，不過由於景氣進入調整期，利率大幅上揚的機率不高，資金仍將追求較高收益的標的。

匯市

維持美元緩升看法不變。人民幣短期強勢，因恆大擔憂舒緩，且官方有意維持匯價偏強以降低輸入型通膨壓力，惟匯價走強不利出口，人民幣短多長空視之。

通膨逐漸擴散, 食品、房租等項目悄悄上漲

美國9月CPI再攀高至5.4%, 符合市場預期, 觀察細項數據可發現, 雖然能源、二手車價的年增率有所回落, 但佔CPI比重較高的租金、食品價格則悄悄上漲, 通膨上升將使得消費力減弱, 而這些與民眾日常生活切身相關的消費項目出現上漲, 很可能加強民眾對通膨的預期, 進一步影響消費意願, 將不利經濟表現。

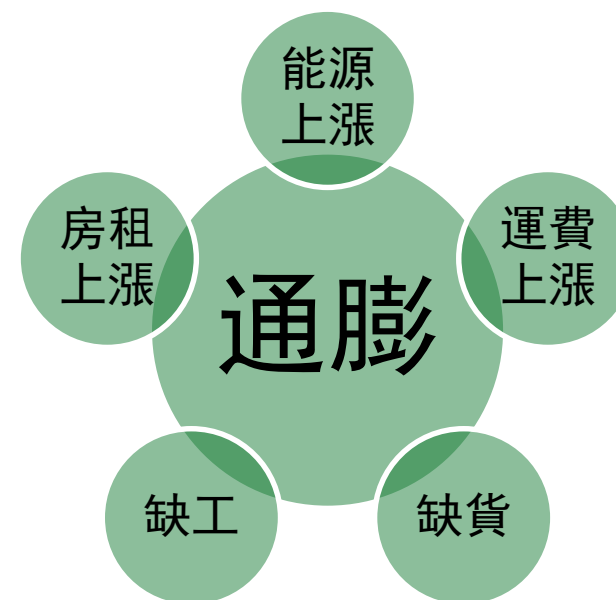
聯準會對通膨的態度也有所轉變, 主席鮑威爾表示, 通膨是暫時的(Transitory), 他曾經提及平均通膨目標的概念, 也就是允許通膨在一段時間內, 超過2%目標, 這給了聯準會政策調整的彈性空間, 然而**隨著通膨壓力逐漸擴散, 聯準會內部緊縮的聲音也逐步升高。**

能源及二手車外, 租金和食品價格也悄悄上漲

| | 2021/5 | 2021/6 | 2021/7 | 2021/8 | 2021/9 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 食品 | 2.2 | 2.4 | 3.4 | 3.7 | 4.6 |
| 能源 | 27.8 | 24.2 | 23.6 | 24.9 | 24.8 |
| 商品不含食品及能源 | 6.5 | 8.6 | 8.4 | 7.6 | 7.3 |
| 新車 | 3.3 | 5.3 | 6.4 | 7.6 | 8.7 |
| 二手車及卡車 | 29.7 | 45.2 | 41.7 | 31.9 | 24.4 |
| 家飾及用品 | 3.7 | 3.4 | 3 | 3.3 | 4.8 |
| 服飾 | 5.6 | 4.9 | 4.2 | 4.2 | 3.4 |
| 醫療保健商品 | -1.9 | -2.2 | -2.1 | -2.5 | -1.6 |
| 休閒娛樂商品 | 3.5 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 3.5 |
| 服務不含能源 | 2.9 | 3.1 | 2.8 | 2.7 | 2.9 |
| 居所(含租金) | 2.2 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 3.2 |

資料來源: Bloomberg。

聯準會通膨壓力逐步擴散 預估



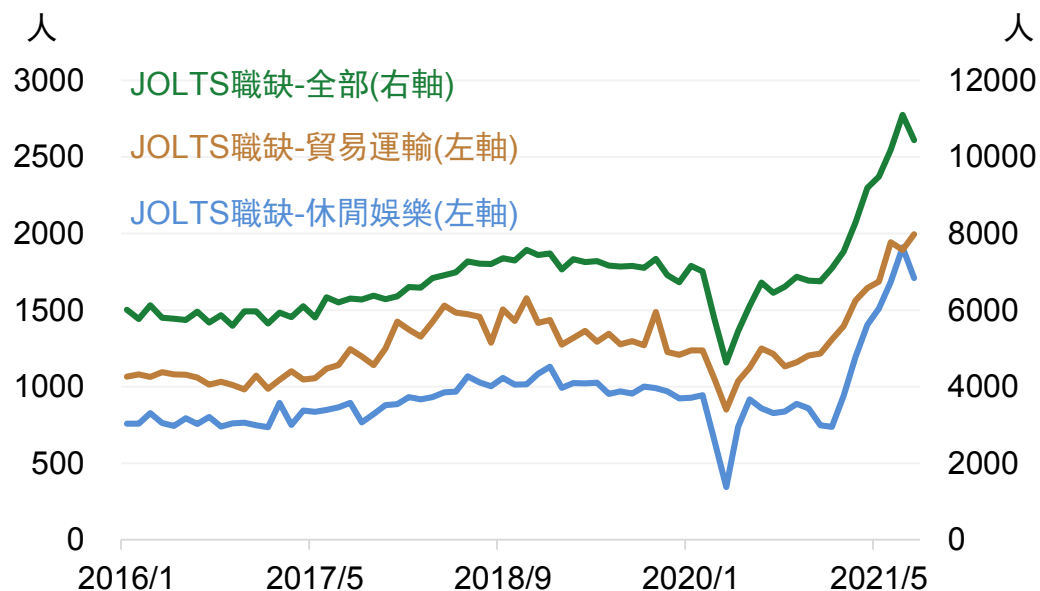
資料來源: 國泰世華銀行投研團隊彙整。

勞動力不足使供應短缺情形加劇

美國塞港情形嚴重，總統拜登甚至下令洛杉磯港24小時營運，每週7天不休息，加速消化堆積在港口的貨櫃，然而由於缺工問題，即使港口維持開啟，也沒有足夠的工人進行卸貨；車用晶片缺貨，也因前段時間越南、馬來西亞疫情封鎖而進一步加劇。

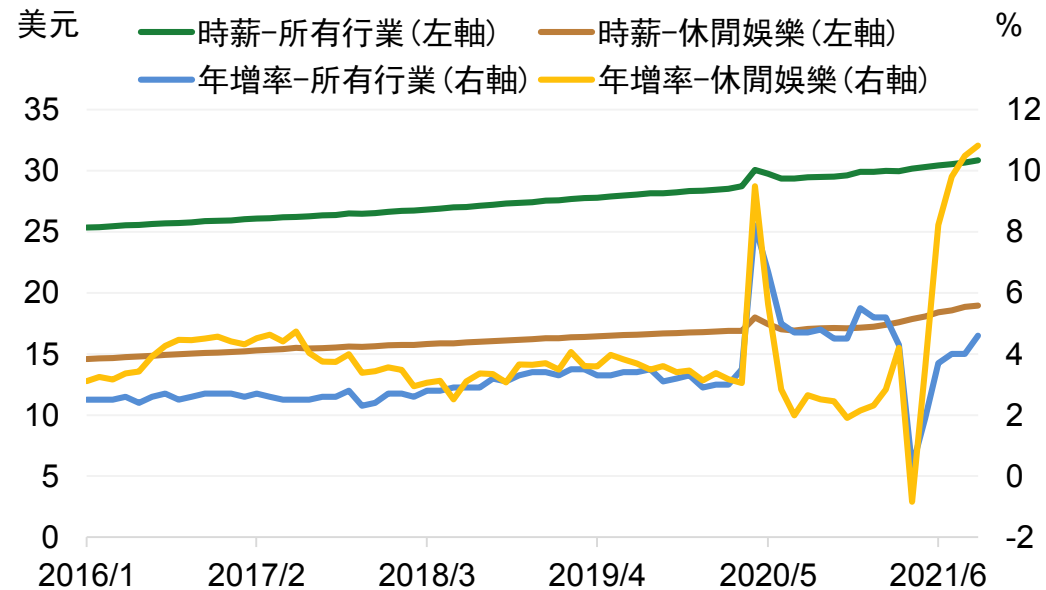
美國8、9月非農就業人數不如預期，而9月美國JOLTS總體職缺數仍高達1043.9萬人，雖較8月略降，但貿易運輸的職缺持續攀高，顯示雇主招工困難，勞動力短缺的情形仍持續影響供應鏈。不僅如此，在人力緊張的情形下，勞工薪資也水漲船高，美國平均時薪攀高至30.9美元，年增4.6%，一般而言，薪資具有僵固性，上漲後較難調低，恐成為進一步推升通膨的因素。

勞動力不足使供應鏈短缺情形加劇



資料來源：Bloomberg。

薪資上漲可能進一步推升通膨



資料來源：Bloomberg。

成本上升衝擊企業獲利, 大型企業較不受影響

美國每週300元的失業補助已於9/6結束, 按理說民眾應該會加速回到職場, 但9月初Delta疫情肆虐再度衝擊就業, 加上民眾不願屈就於低薪的工作, 5月以來美國勞工離職率反呈現逐步上升, **自願離職一般代表就業市場狀況良好, 勞工傾向尋找薪資更高的工作因而離職, 待疫情緩和, 就業市場可望逐步回穩。**

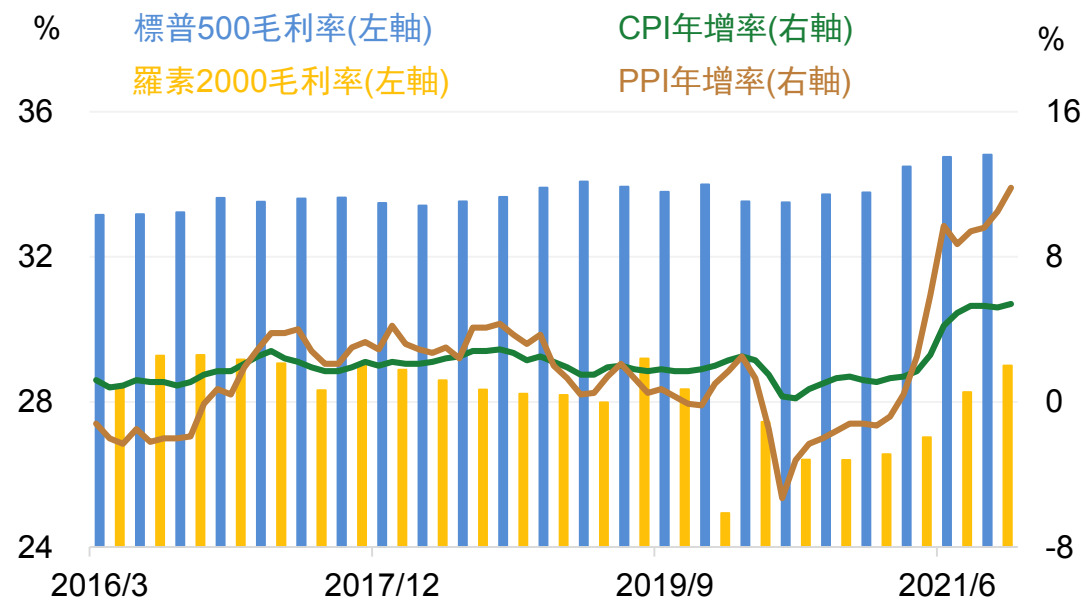
美國9月PPI年增率11.8%, 遠高於CPI年增率5.4%, 企業成本攀升, 將壓縮獲利空間, 此時具價格轉嫁能力及高毛利率的公司將較不受衝擊, 以標普500指數和羅素2000小型股指數相比, 標普500的毛利率明顯較高, 大型股仍為股市拉回布局首選。

自願離職率提升, 勞工認為可找到更好的工作



資料來源: Bloomberg。

成本上升, 高毛利的大企業較不受影響



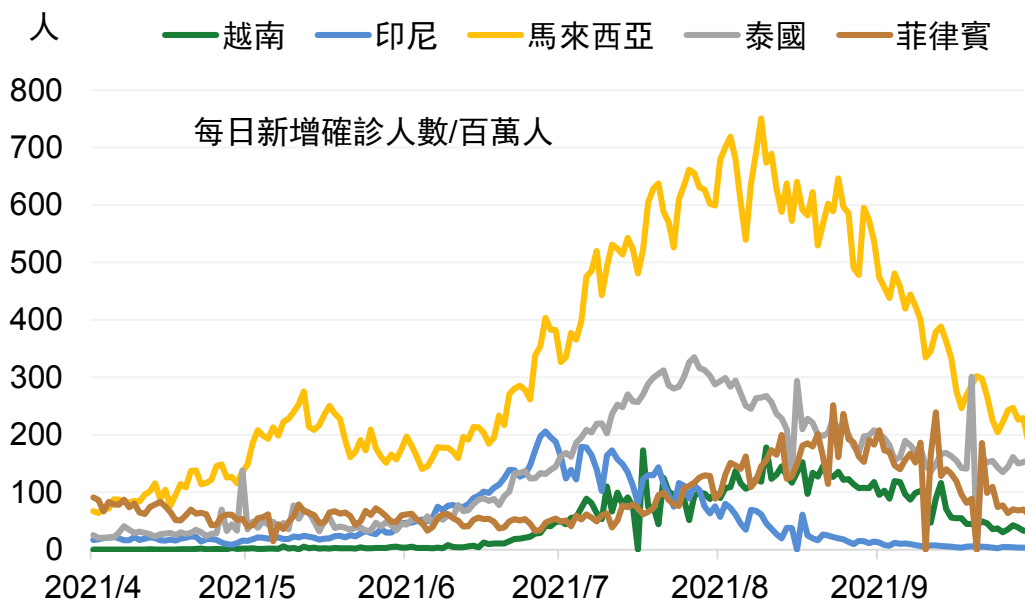
資料來源: Bloomberg。

接種疫苗比例提高後，下一步策略將是與病毒共存

隨著疫情趨緩，全球迎來解封潮，美國宣布自11/8起，解除33個國家旅遊禁令，允許完整接種疫苗的旅客入境，泰國也宣布自11月起，開放10個國家的旅客，以提振觀光，前段時間受Delta疫情爆發而受到嚴重衝擊的東南亞國家，近期不論是封城管控疫情，抑或是疫苗接種比例快速拉升，疫情明顯趨緩，也使得東南亞國家可望恢復經濟復甦動能。

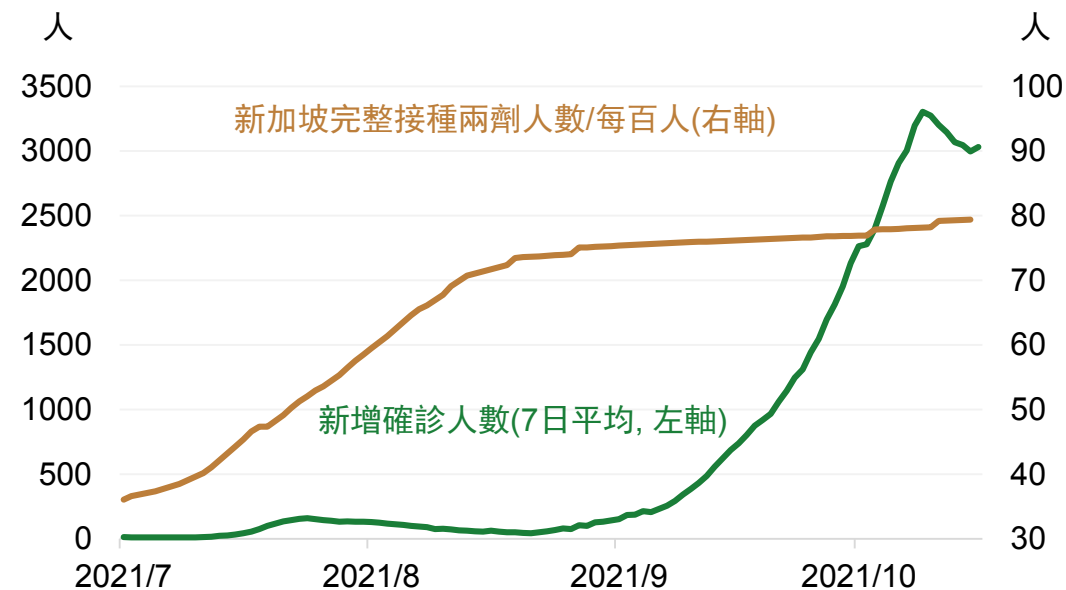
在疫苗接種比例逐步升高之下，越來越多的國家開放邊境，未來在新冠口服藥上市，以及疫苗接種比例達到群體免疫之下，**各國將採取與病毒共存的策略，即使染疫人數增加，也不會輕言封鎖，將有助全球經濟持續復甦。**

東南亞疫情趨緩，確診人數下滑



資料來源：Our world in data。

新加坡採取與病毒共存策略



資料來源：Our world in data。

美股 企業財報仍上修，留意成本上升侵蝕獲利的產業

美國銀行、摩根大通、高盛等銀行相繼公布財報，受到景氣復甦，使得呆帳損失減少，加上金融市場熱絡影響，銀行股財報普遍優於預期，使得標普500企業獲利持續上修，提供股市回檔支撐。

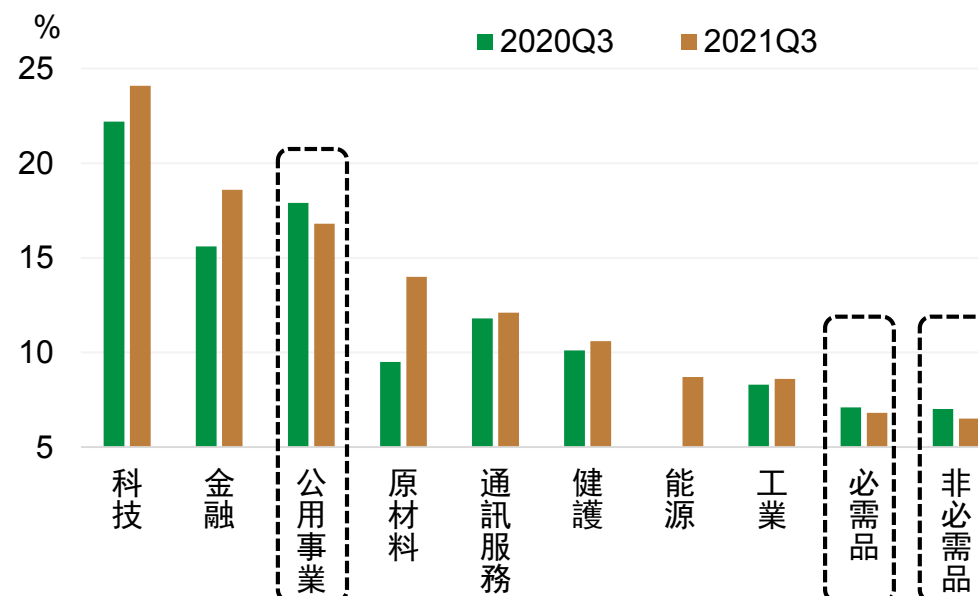
值得注意的是，受到原物料高漲，加上議價能力較弱影響，使得部分產業獲利將受衝擊，包括公用事業、必需品及非必需品等，使得標普500獲利較前季有所下降。因此，類股選擇成為重要課題，應專注高毛利的公司，如科技。

原料上漲使企業獲利受衝擊



資料來源: Factset。

部分產業因成本上揚，獲利率下降



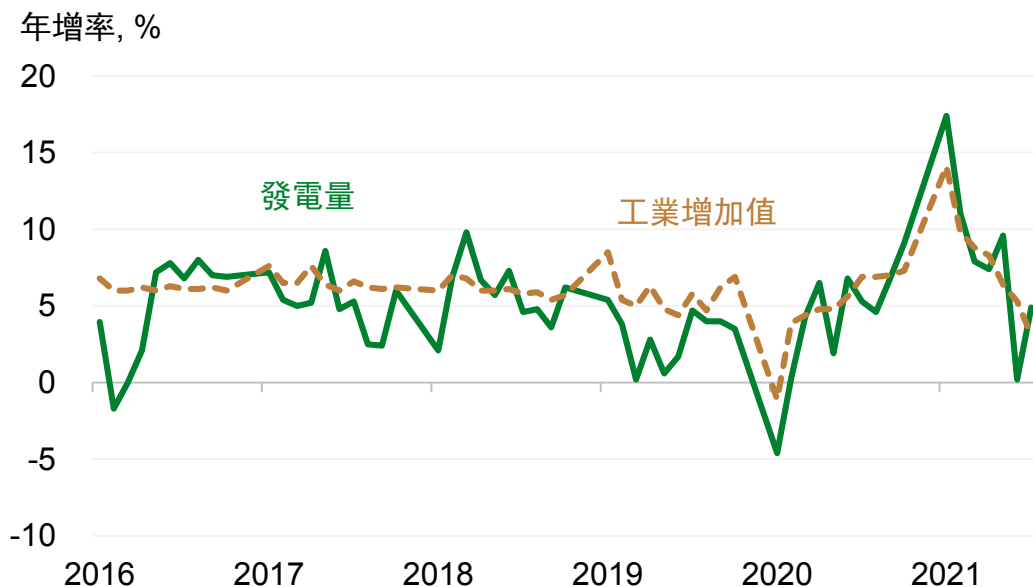
資料來源: Factset。

中國 預期4Q經濟表現續弱，股市維持震盪整理格局

中國3Q遭遇疫情與水災、限產限電、以及房市走弱等事件衝擊，經濟增速從高位明顯回落。展望4Q，消費面在疫情受控後有望小幅回穩；在生產端，能耗雙控對特定產業與省份約束仍存；投資層面，儘管政府基建有望上升，但在房住不炒與三條紅線等調控框架不變的情境下，地產投資仍偏下行。綜合來看，預計4Q經濟增速延續偏弱態勢。

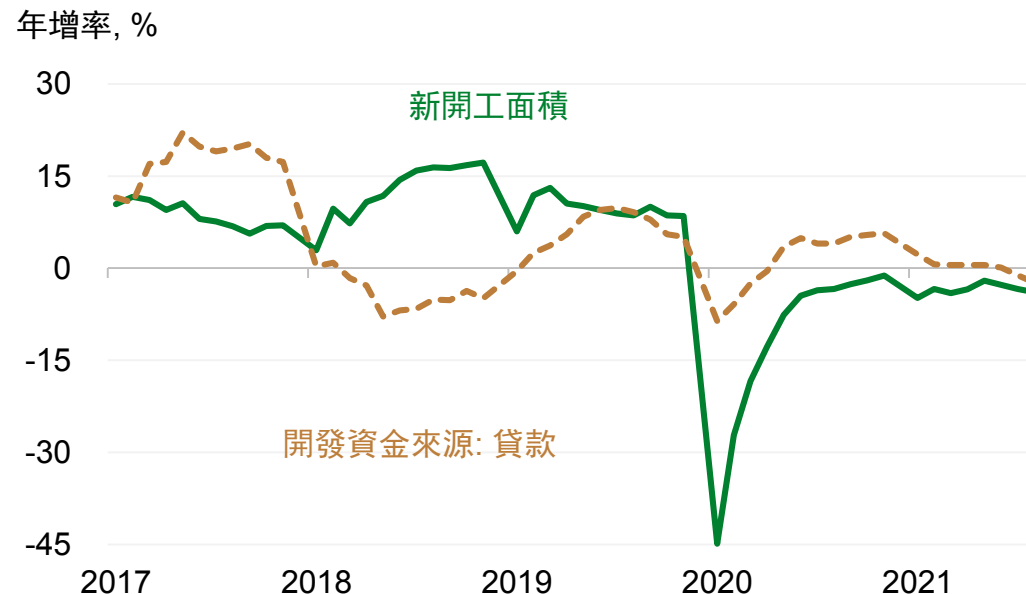
經濟下行顯示總體需求偏弱，預期A股獲利增速較上半年回落，壓抑股價上方空間。然，景氣壓力顯重之下，貨幣政策走向偏向寬鬆，4Q有望再次降準，市場情緒與本益比下方有撐，研判指數維持震盪整理格局。

限電措施拖累工業生產表現



資料來源: Wind。

房地產在銷售與投資面持續回落



註: 2021年數據採用2019年資料計算複合成長率。

資料來源: Bloomberg。

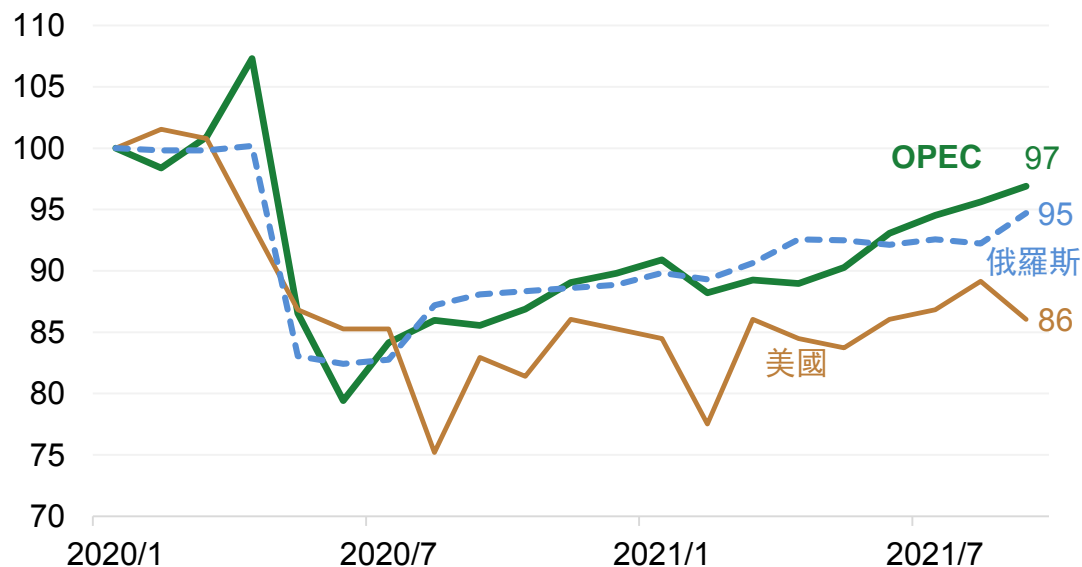
能源 短期油價高盤，有利能源業獲利

OPEC+會議維持每月增產40萬桶/日計畫，9月OPEC原油產量較疫情前仍少295萬桶，約較疫情前高點短缺10%。以目前計畫推估，明年2Q以後，OPEC+產量可逐漸回到疫情前水準，後續觀察11/4OPEC+會議是否做出產量調整。**短期受到經濟復甦推升需求、庫存偏低、冬季用油旺季將屆等因素下，油價仍可望維持高位。**

歐美大型國際油企資本支出保守，產能相對受限。但隨油價上漲，中小型獨立生產商增加產量，產量佔美國整體原油產量比重上升，頁岩油產量佔比也緩步增加。在產能受控，價格高盤的情形下，能源業獲利可望逐步回升。

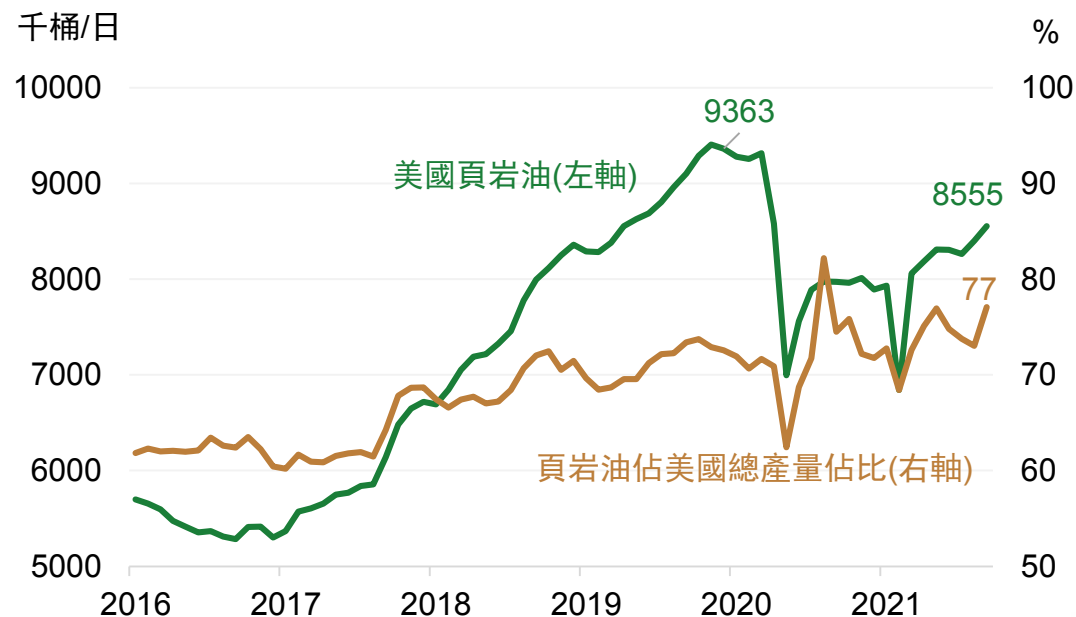
主要能源生產國產量和疫情前仍有一段差距

以2020/1/1各國產量=100標準化



資料來源: Bloomberg。

美國頁岩油產量緩步增加



資料來源: Bloomberg。

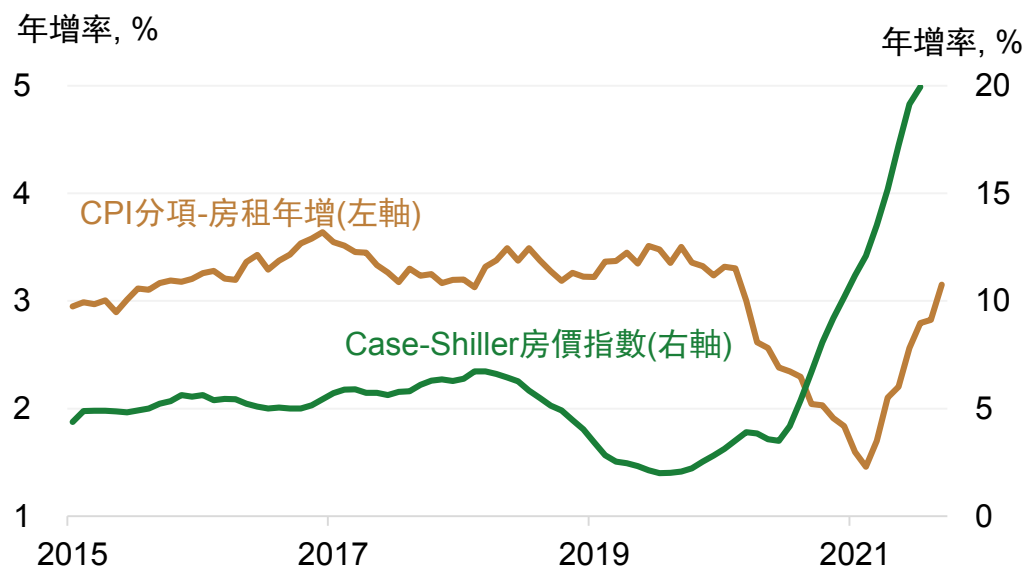


債市 通膨擔憂帶動升息預期提前，進一步帶動美債利率走高

美國9月CPI漲價項目有越來越廣泛的跡象，其中具有價格僵固性的房租、薪資上漲成為關注項目，細部檢視CPI權重占比達33%的房租通膨速度已經回到疫情前的水準，並在房價持續高漲的背景下，未來可能有進一步走升的空間，加劇通膨擔憂。另，走高的通膨率進一步壓低實質利率的水準，使當前的貨幣政策比名目利率顯示得更為寬鬆，皆使市場預期Fed將加速緊縮的步調。

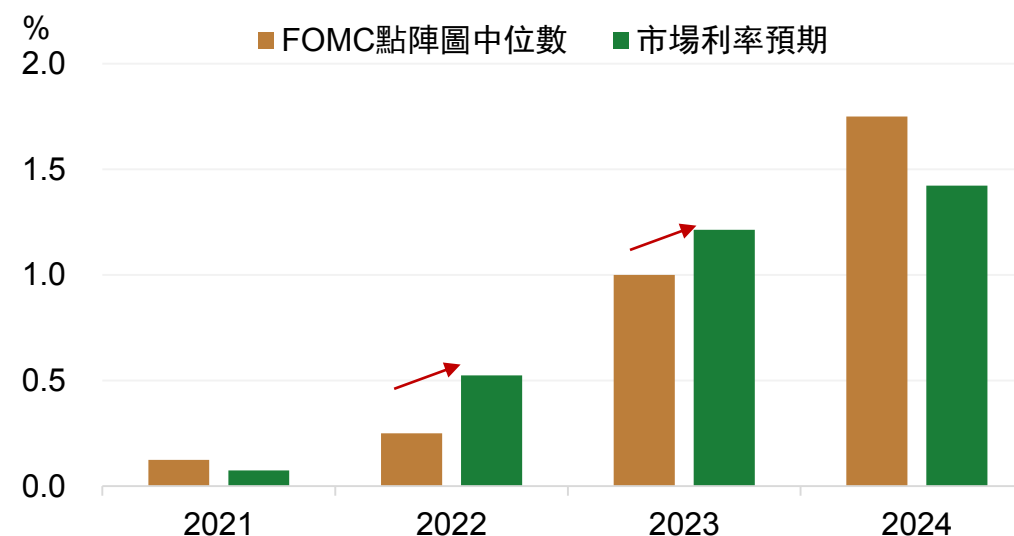
持續高升的通膨擔憂，及加速的升息預期將成為進一步推動美十年債利率挑戰今年高點的因素，不過在全球景氣逐漸放緩的背景下，未改變殖利率上方有壓看法，若閒置資金為避免遭通膨侵蝕，或有多元資產配置需求者，債市仍可逢利率走高時佈局。

高漲的房價可能進一步推升房租通膨壓力



資料來源: Bloomberg。

市場預期Fed將加速升息步調



註：市場利率預期採用美國隔夜指數交換利率(OIS)。

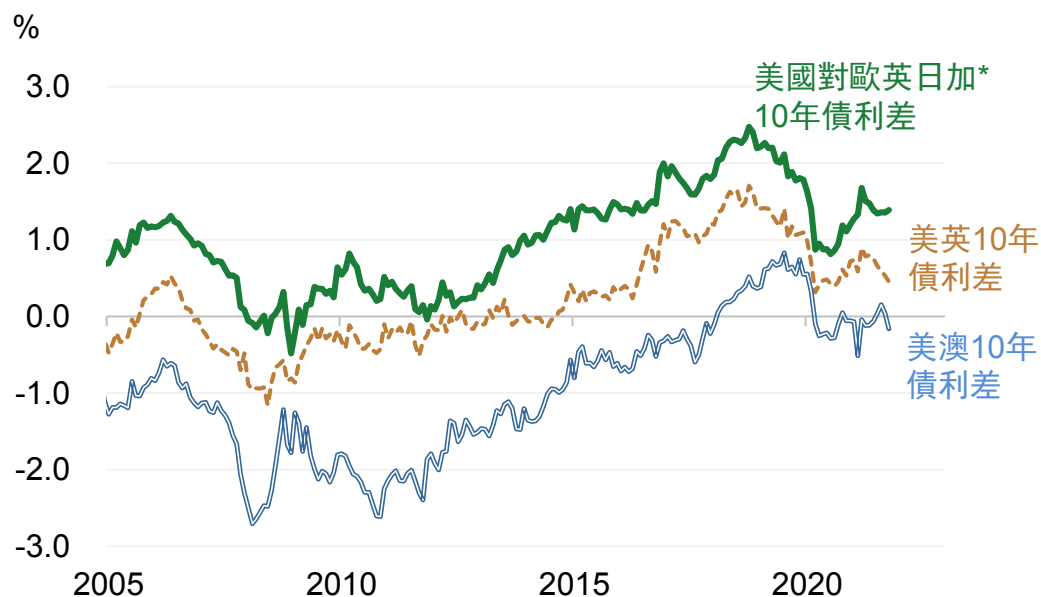
資料來源: Bloomberg。

匯市 美元長線緩升格局未變；六中全會前，官方對人民幣匯價以穩定為要

美元與主要貨幣：近期公債殖利率雖一齊彈升，但因歐、日債息變化不大而使美國對歐英日加(美元指數主要組成國家)的加權平均利差大致持平，故美元指數短線上多受風險氣氛影響擺動，**惟美歐貨幣政策先後難有改變，令長線緩升格局仍舊未變**。英、澳方面，因近期兩國央行總裁受通膨高漲而釋放偏鷹言論之故，令兩國殖利率上升速度高於美國，也使近期英鎊、澳幣(不在美元指數中)走勢相對有撐。

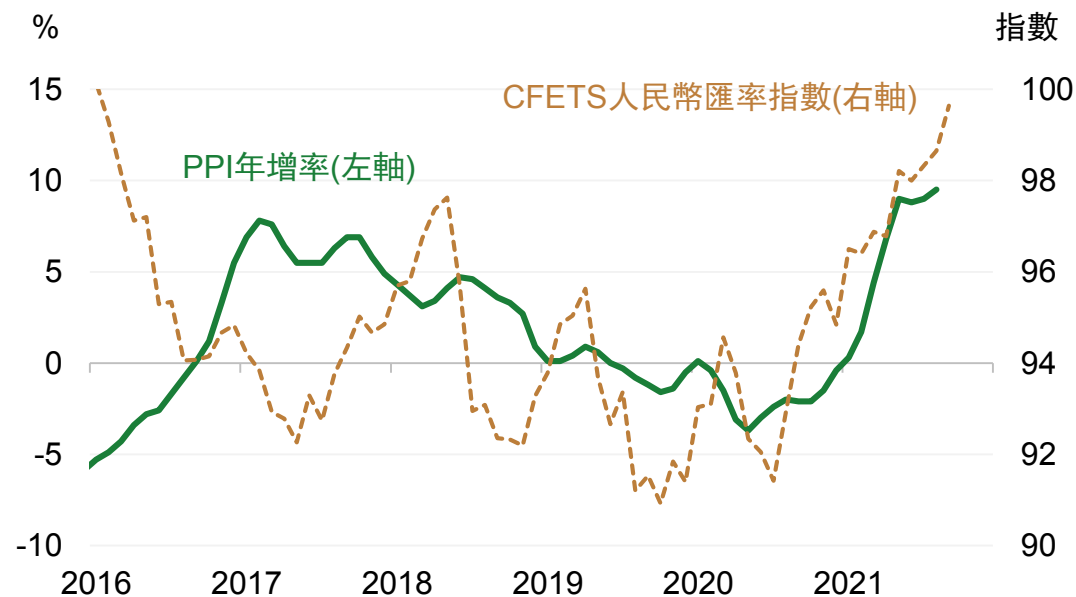
人民幣：近期中國CDS(信用違約交換)信用利差縮窄，顯示市場對9月恆大造成的擔憂有所舒緩，加以上游物價續揚，令官方刻意維持匯價於偏強水準以降低輸入型通膨壓力，而11/8中共將召開六中全會，故會前匯價仍以穩定為要。惟匯價與基本面長時間背離，對已呈下降趨勢的PMI新出口訂單將持續造成負面影響，**人民幣短多長空視之**。

近期殖利率雖多彈升，但對美利差變化不大



註：*美元指數主要組成國家。
資料來源：Bloomberg。

中國上游物價續揚仍予官方維持匯價偏強的壓力



資料來源：Bloomberg。

October 2021

25

Monday

美國芝加哥聯邦準備銀行
全國經濟活動指數
美國達拉斯聯邦製造業展
望企業活動指數
日本景氣動向領先指標
台灣貨幣供給M1B(年比)

26

Tuesday

美國新屋銷售
美國諮商局消費者信心
美國聯準會里奇蒙分行製
造業指數

27

Wednesday

美國耐久財訂單
中國工業利潤

28

Thursday

美國初領失業金人數
美國GDP
美國成屋待完成銷售
歐洲央行利率會議
歐元區消費者信心
日本銀行利率會議
日本零售銷售

29

Friday

美國核心PCE
美國密西根大學市場氣氛
歐元區GDP
歐元區CPI
日本工業生產
日本消費者信心指數

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