



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年9月17日

投資研究週報

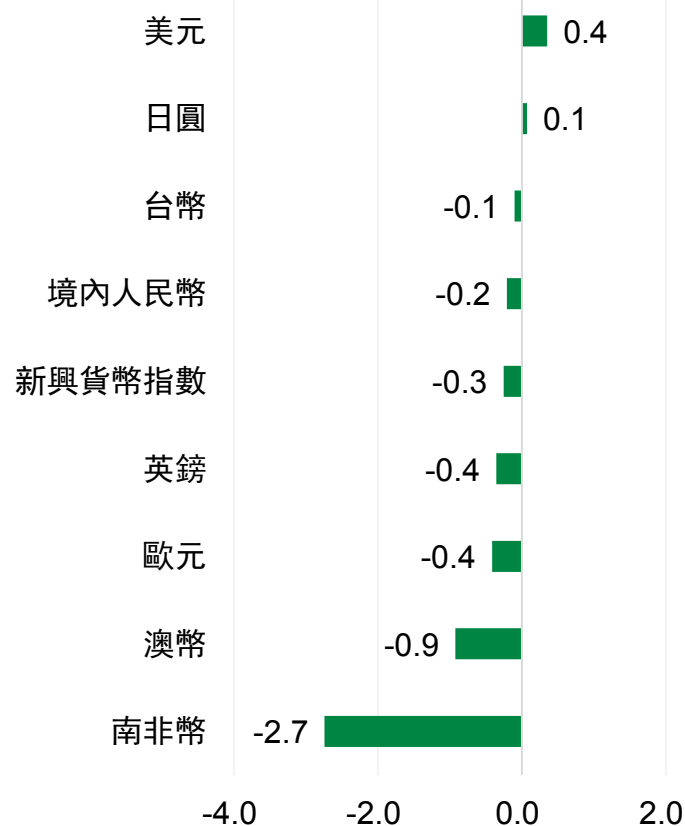
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

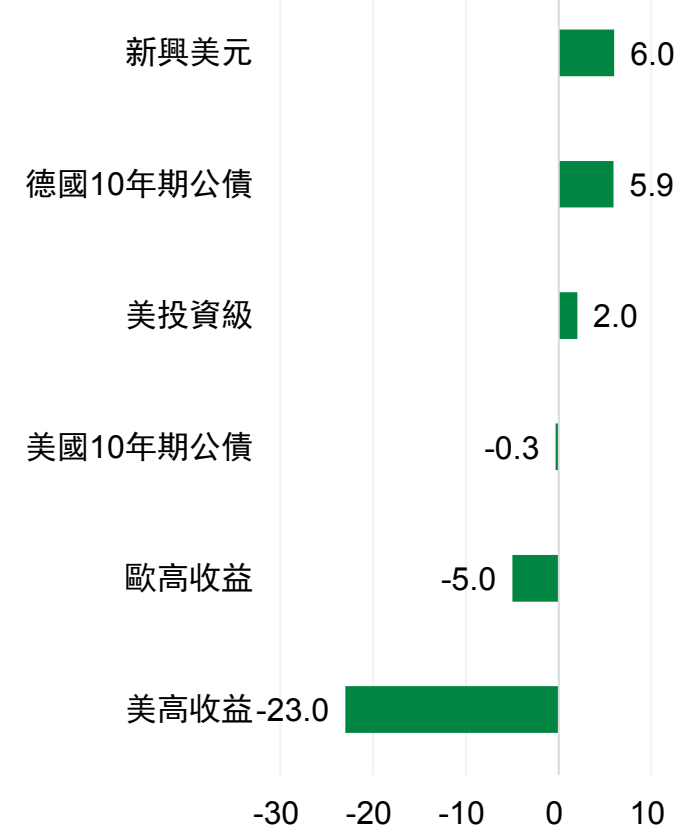
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：更新至2021/9/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 中國恆大信用事件，相關資產保守看待

恆大財富調整到期理財商品兌付方案，相當變相違約，因中國金融機構對其曝險部位高，拖累陸港股走勢，預期恆大相關股債仍有走弱風險。

► 預期本月FOMC將續釋出Taper信號

美國8月就業數據疲軟，通膨不如預期，料下週聯準會保持寬鬆論調，但持續釋出Taper信號。目前資金流動性充裕，有利風險資產表現。

► 日本首相改選，政策紅利激勵短期日股

日本9月底舉行自民黨總裁改選，現以河野太郎民調支持度較高。過去新政期待多激勵日股上揚，預期短期偏強表現。

股市

主要央行對縮減購債保持耐心，資金面仍寬鬆，有利風險性資產續揚。歐日大選在即，新政期待有利短期股市走高。新興市場表現分歧，中國恆大地產違約消息頻傳，股債有壓，短期謹慎保守看待。

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年債殖利率區間盤整，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

恆大信用事件令市場擔憂，但中國經常帳大量盈餘依舊，仍給予人民幣走勢支撐。

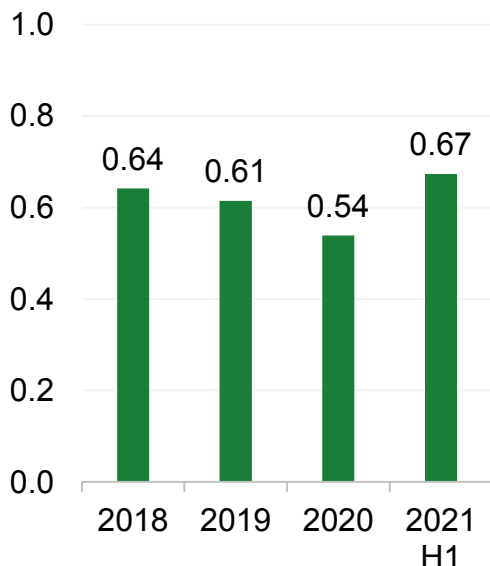
恆大違約風險升高，股債資產避之若浼

恆大集團因旗下公司恆大財富無預警調整到期理財商品兌付方案，相當於變相違約，恆大系股票與境內債券價格同步跳水。彙整恆大公布2021半年報資料，現金短債比0.67仍遠未達三條紅線的標準值1，對外借款方面，總額逾5700億人民幣，其中約7成為銀行、信託等金融機構借款，其次依序為境外美元債與境內人民幣債券。**考量金融機構曝險部位高且涉及數量多，若遭清算對金融體系、上下游企業與民生經濟衝擊甚大，研判官方不致讓恆大債務全面違約。**

恆大企業債券今年有6.69億美元利息須支付，明年3月將有20億美元到期，**償付壓力沉重之下，美元債面臨較高違約風險，加上中國房地產數據持續下行，持有恆大集團的股債相關資產儘快進行調節。**

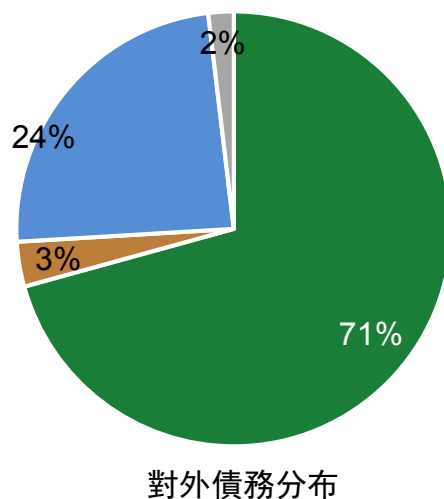
恆大集團債務整理

現金短債比，%



資料來源：恆大集團財報，國泰世華銀行投研團隊整理。

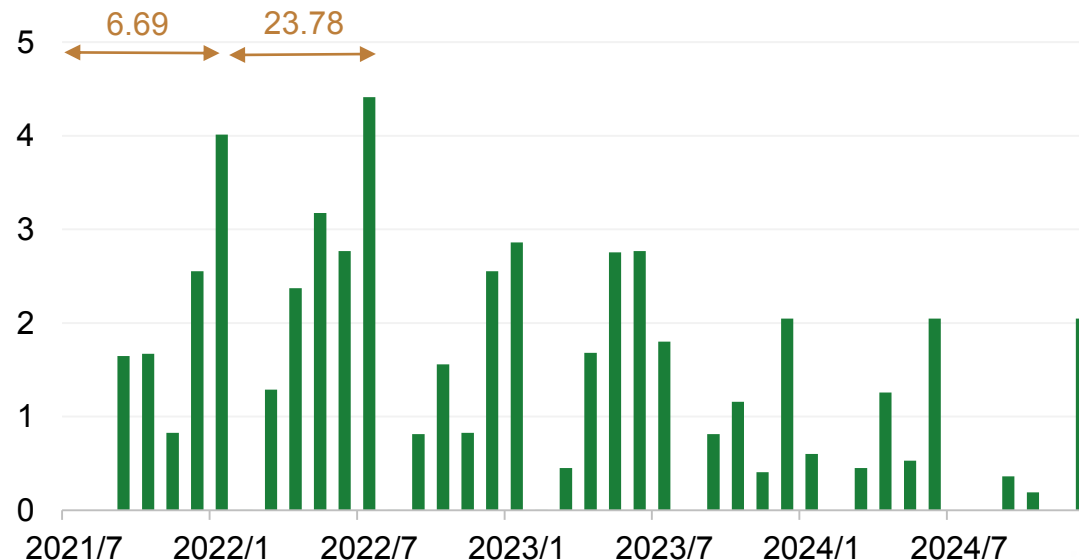
■ 銀行及其他
■ 境內債
■ 境外債
■ 可轉債



對外債務分布

恆大公司債每月利息分布

債券利息，億美元



註：以上利息數據包含境內人民幣債與境外美元債。

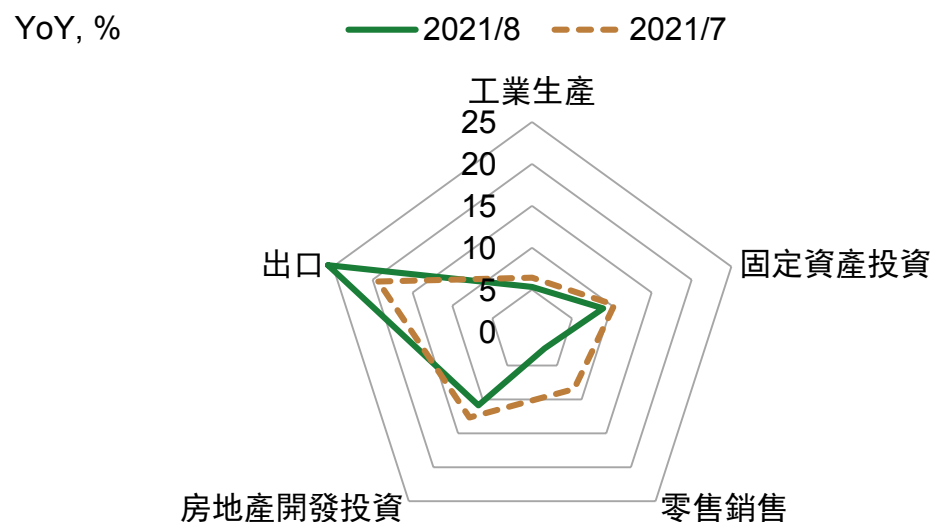
資料來源：Bloomberg。

中國消費數據大幅放緩, 4Q 寬鬆預期上升

中國8月經濟數據幾乎全面放緩，工業、消費、投資、地產增速皆出現明顯回落，僅出口數據保持強勢。原因有以下幾點：1) 疫情擴散與防疫措施升級。2) 政策對房地產購買與房企貸款的管控效果開始顯現。3) 原物料價格高盤，PPI與CPI剪刀差擴大，中小企業獲利承壓。4) 需求偏弱，PMI新訂單跌至榮枯線下方。

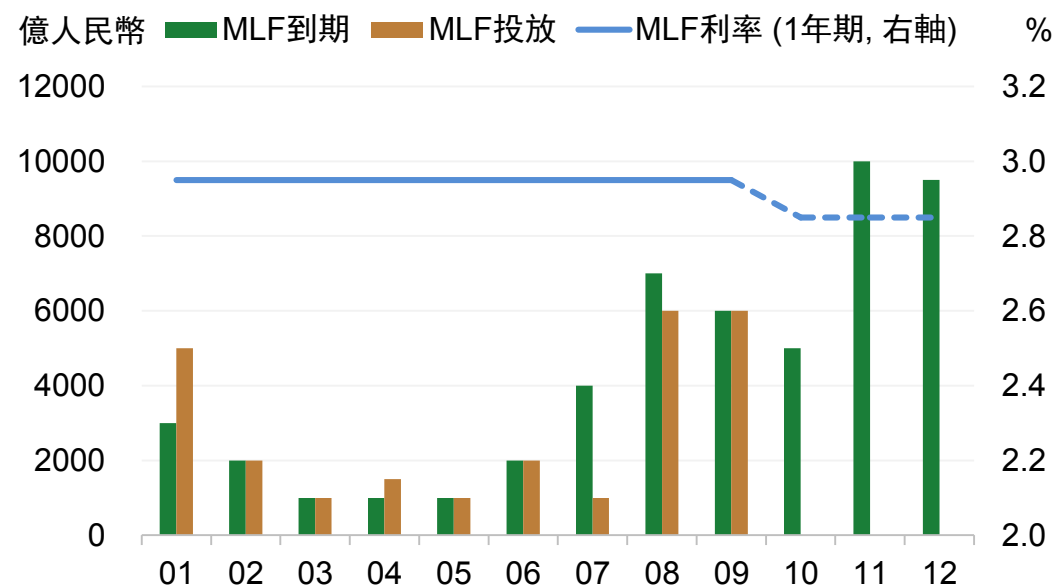
9月份疫情在福建省爆發，對景氣將持續造成衝擊，但消費面看到線上消費動能走弱，可能反應消費的負面影響期間拉長。經濟穩增長仍是政策首要目標，9月MLF等量續作，顯見經濟放緩使人行於資金面保持寬鬆，4Q有望因景氣壓力再次降準甚至降息。

中國8月經濟數據加速放緩



資料來源: Wind。

貨幣政策有望於4Q進一步寬鬆



註: 虛線MLF利率為預估值。

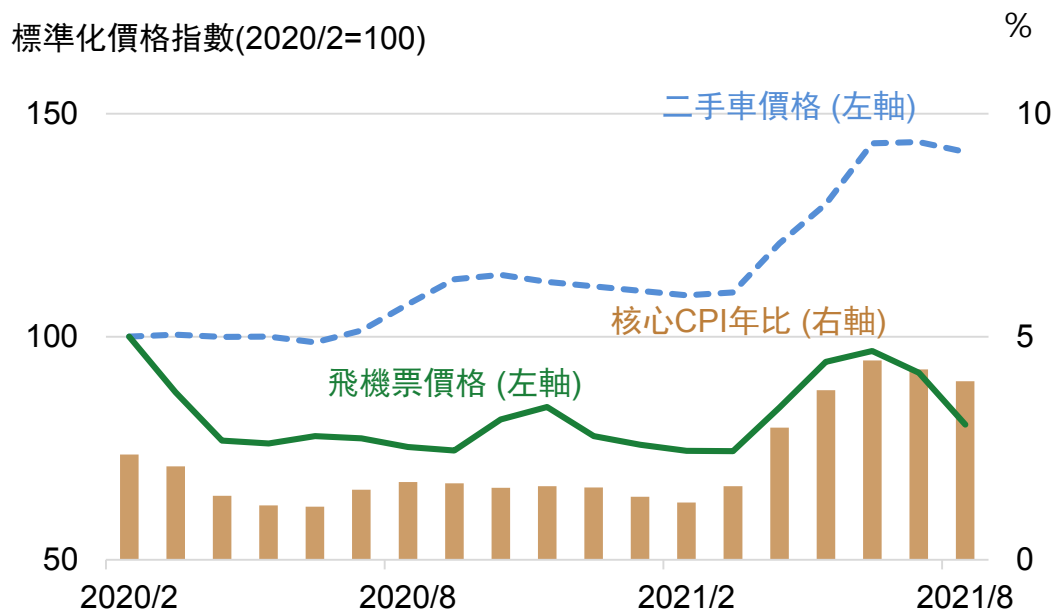
資料來源: Wind。

預期聯準會謹慎描繪QE Taper路徑, 細節年底公布

美國8月非農就業人數不如預期, 最新公布的CPI通膨向上壓力減輕, 二手車價格有緩降跡象, 美國機票、飯店住宿價格近期因疫情影響而回落, 支持聯準會暫時性通膨論點。呼應全球央行謹慎調整貨幣政策方向, 避免造成市場恐慌。

Delta疫情影響近期經濟數據表現, 但不改變貨幣政策方向, **Powell仍將於FOMC會議持續釋出Taper信號, 詳細縮減購債細節或於11-12月公布, 關注其對未來經濟和通膨展望**。目前利率期貨預估明年底政策利率仍將按兵不動, 至2023年底才升息一至兩碼, 資金環境仍屬寬鬆, 有利風險性資產表現。

CPI通膨上行壓力減緩, 支持暫時性通膨論點



資料來源: Bloomberg。

緊縮尚遠, 資金環境現在依舊寬鬆



資料來源: Bloomberg。

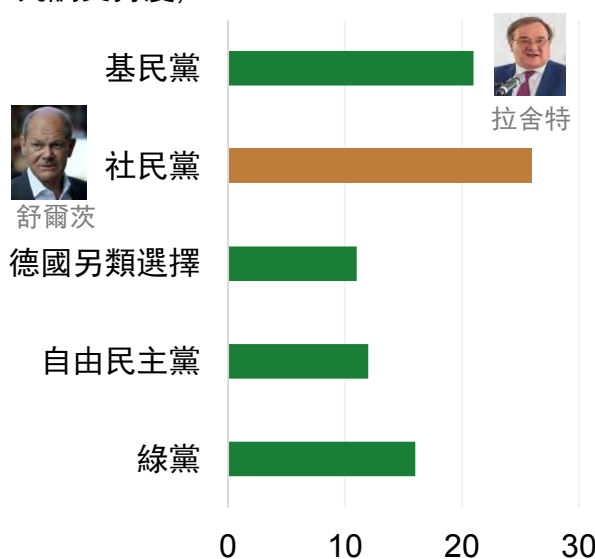
德國聯邦議院選舉，預期聯合內閣將延續

德國9/26將舉行聯邦議院選舉，總理梅克爾不再連任，將由基民黨代表拉舍特和主要在野黨舒爾茨角逐下任總理。7月德國洪災傷亡嚴重，執政黨目前民調低落，現任副總理兼財政部長的社民黨候選人支持度較高。然，因各黨派目前民調皆未過半，預期下一屆執政黨仍將和他黨合作共同組閣，社民黨或將拉攏綠黨以取得半數席次。

過去聯合內閣使政策推行較多阻礙，加上社民黨、綠黨和自民黨皆表達了對中國人權及香港議題的關注。若未來社民黨拉攏綠黨，對華態度或轉趨強硬。目前歐股反應疫情趨緩、經濟改善，企業預估獲利年增率偏上帶動股市續揚，料德國政黨輪替不致影響短期歐股表現，未來一季正向看待。

德國2021年大選政黨民調及政見主張

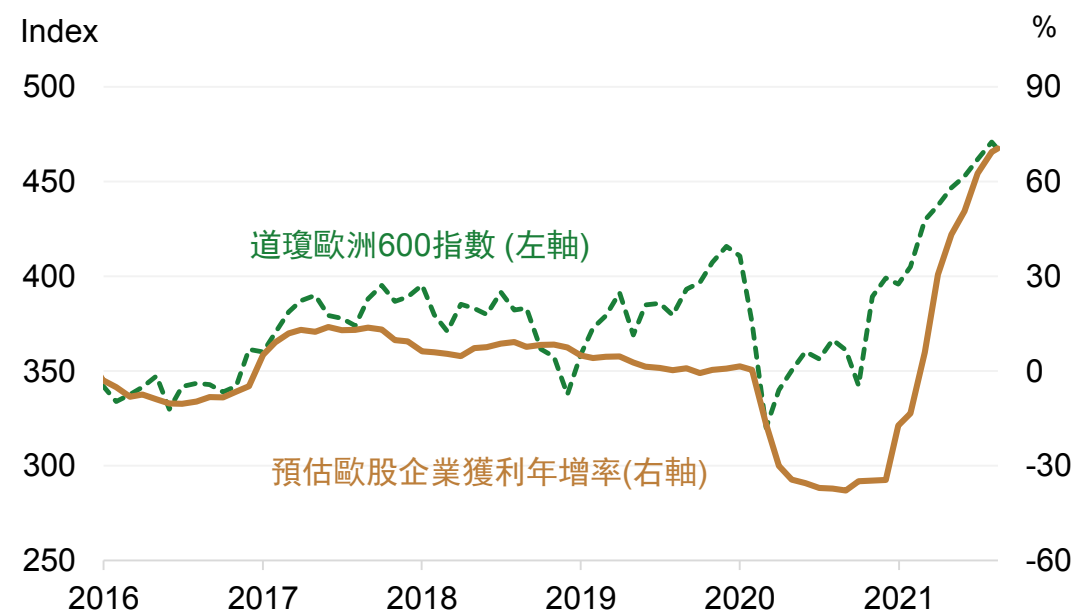
民調支持度，%



資料來源: Politico research, wikipedia.

候選人	舒爾茨 (Scholz)
現任	財政部長
主要政見	<ol style="list-style-type: none"> 1. Covid-19後，歐盟7500億歐元復甦計畫 2. 1300億歐元德國經濟刺激計畫
政策主張	<ol style="list-style-type: none"> 1. 聯邦和州政府支出施加嚴格限制 2. 提高最低工資 3. 加強氣候政策 4. 成立歐洲安全與合作組織，對俄羅斯較友善

歐股企業獲利預估年增率偏上



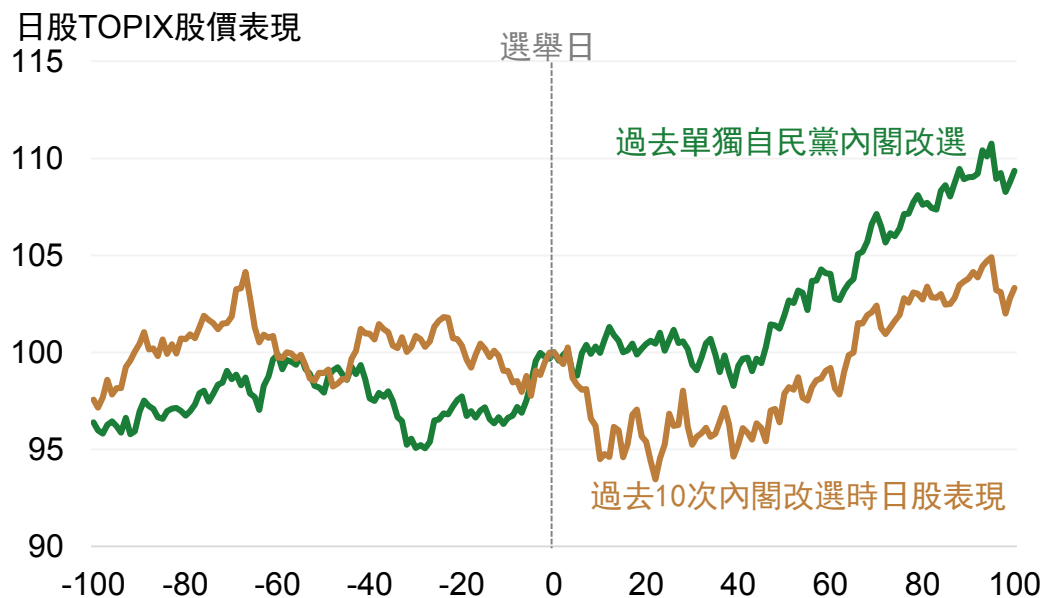
資料來源: Bloomberg.

日本首相改選，政策紅利激勵短期日股

現任自民黨黨魁菅義偉防疫失利，民調低落，宣佈不再角逐9月底大選。目前主要候選人中，**麻生派的河野太郎民調支持度較高**，經濟主張削減日本醫療費用，引進外勞、改善日本勞動力結構等。民調居次位的岸田文雄，因前首相安倍晉三支持同為保守派的高市早苗，分散其票源，現勝選機率下降。**因河野與岸田兩者皆主張貨幣政策寬鬆立場，對日股仍佳。**

過去統計，日本大選時股市反應政策改革期待，多呈現上漲。若單獨由現任自民黨續任，改革施政方向不致大幅調整，漲幅較政黨輪替與沒有選舉時更佳。日本疫情從高峰回落，勞動市場持續回溫，日股自9月以後外資呈現淨流入，料政策紅利仍有助短期日股續揚。

過去日本選後股市多呈上漲



資料來源: wikipedia, Bloomberg。

近期外資持續買超日股



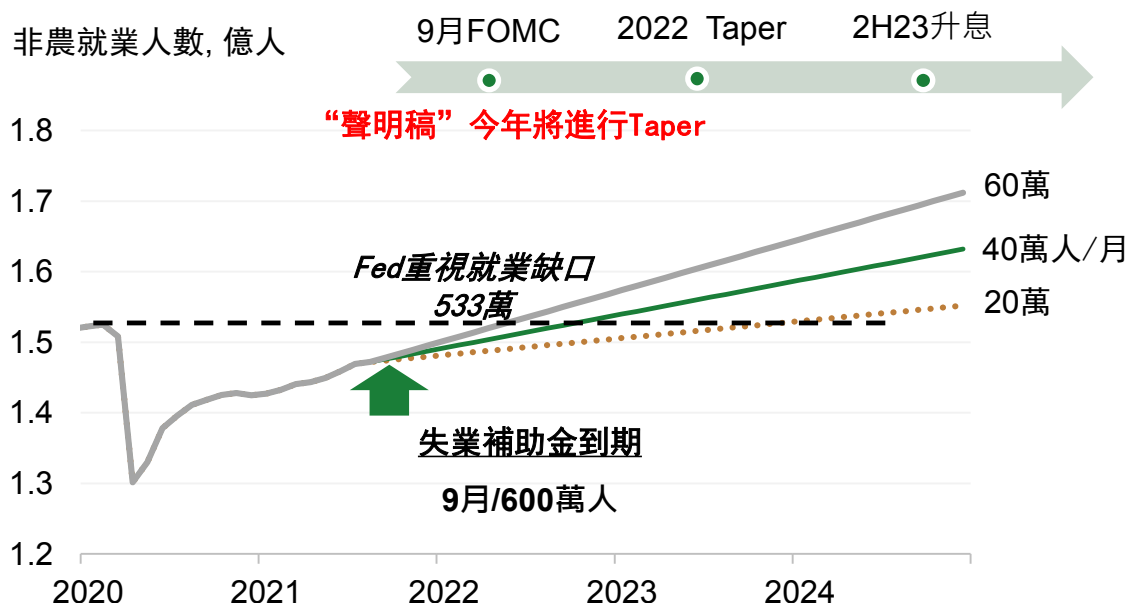
資料來源: Bloomberg。

債券 經濟穩向發展，預期9月FOMC續釋出Taper信號，高收債利差優勢表現佳

研判Fed漸進式推展Taper，預期台北時間9/23 FOMC將“正式確認今年將Taper”，12月宣布“正式Taper”，明年1月開始每月公債購買規模由800億美元減至700億美元，不動產抵押證券則由400億美元減至350億美元，預估2023年升息。隨基本面復甦助通膨預期上揚、政策面動向牽引升息預期，再有推升美債緩升機會。惟考量近期Delta疫情及中國監管風險，市場避險需求將致美10年債殖利率區間盤整。

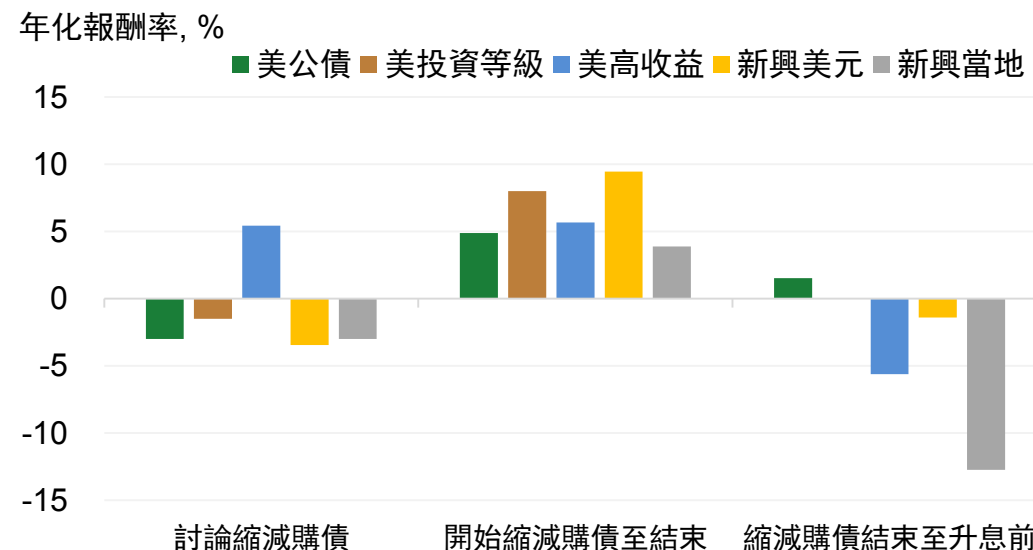
回顧2013年貨幣正常化各時期債券表現，討論縮減購債期間多已預先反映減債影響，實際開始減債時仍利於債券表現。其中，縮減購債至購債結束期間，高收債因具利差優勢表現最佳。

就業回溫預期，聯準會漸進式Taper謹慎行進



資料來源: Bloomberg。

2013-2015年利率正常化期間的各債券表現



註: 討論縮減購債採2013/5-2013/12、開始縮減購債至結束採2013/12-2014/10、縮減購債結束至升息前採2014/10~2015/12。

資料來源: Bloomberg。

台灣 市場氣氛降溫，投資應聚焦在能見度佳的產業

台股8月下旬以來反彈，但漲勢似乎有集中在少數個股的情形，以計算上漲家數-下跌家數的騰落指標觀察，台股反彈過程中該指標上升有限，與6月台股創新高時該指標同步創新高有所不同，加上成交量能萎縮，市場氣氛顯著降溫。

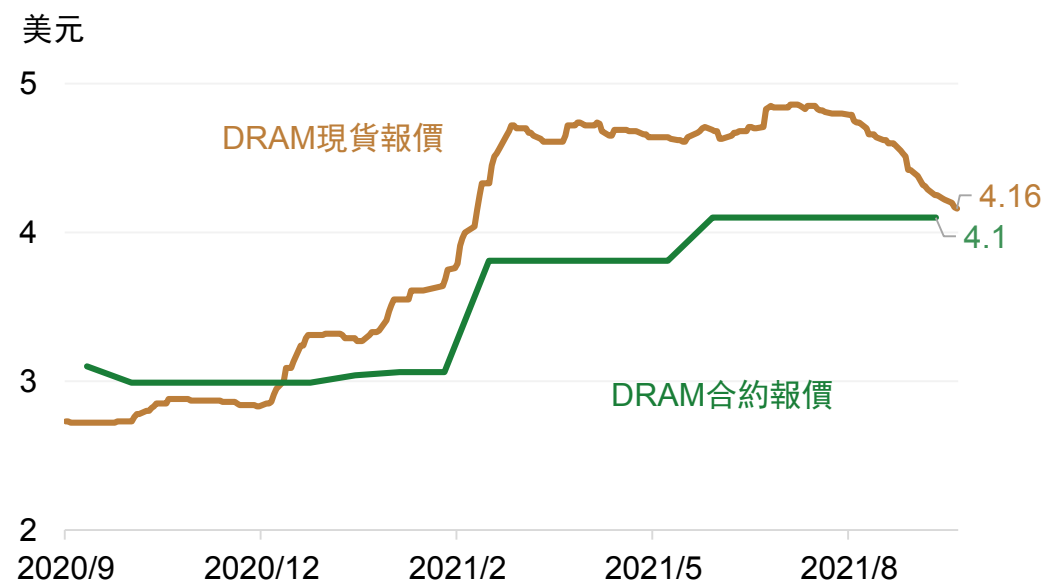
車用晶片缺貨問題未解，但在DRAM標準品部份似乎已有價格鬆動的情形，反應PC需求降溫的影響，觀察主流DDR4 8G記憶體現貨報價自8月起開始下跌，且與合約價步拉近，代表超強補庫存行情告一段落，接下來部份領域可能出現庫存調整的問題。台股投資應聚焦在產業能見度佳的上游晶圓代工產業為主。

台股反彈，但漲勢集中在少數個股



註:騰落指標= 前一日數值+(當日上漲家數-下跌家數)
資料來源: Bloomberg。

DRAM現貨報價高檔回落，補庫存行情告一段落



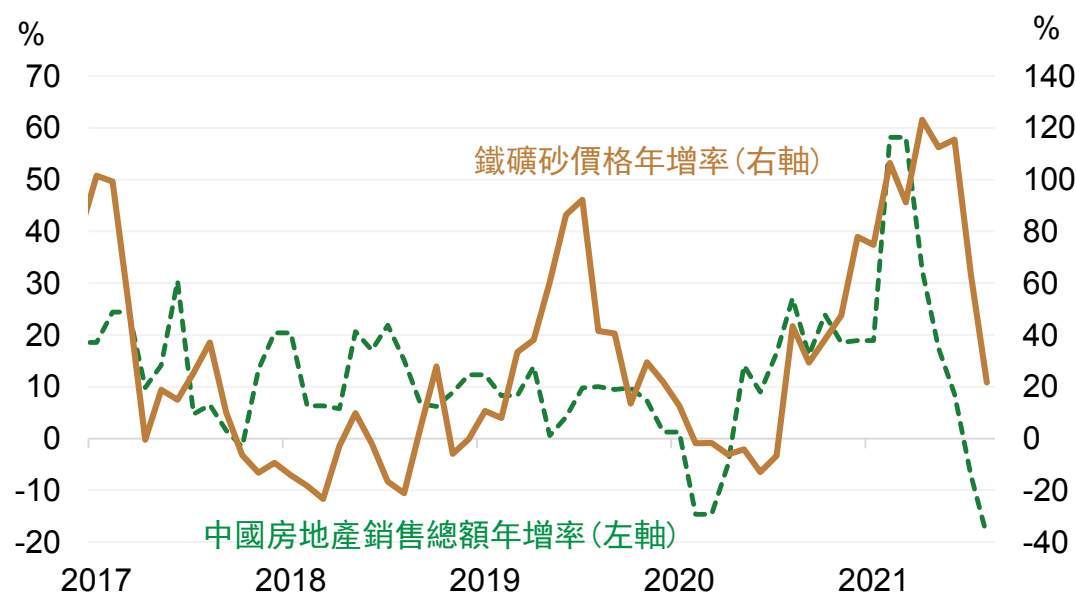
註: DRAM以主流DDR4 8G記憶體顆粒報價。
資料來源: Bloomberg。

金屬 中國需求放緩，礦價高盤表現

中國房地產監管不斷，房市陷入急凍，地產銷售總額呈現衰退，使鐵礦砂價格承壓。預期中國加強地方債用於基建，避免中國經濟硬著陸風險，加上美國兩黨基礎設施投資法案上月通過，相關交通和公用事業，可望增加銅、鋁礦需求，預估兩者需求成長幅度約5%以內。預期美、中兩國基礎設施將對基本金屬提供支撐，但不致成為大幅彈升的新動能，長線需待電動車及綠能顯著增加，基本金屬4Q維持高盤表現。

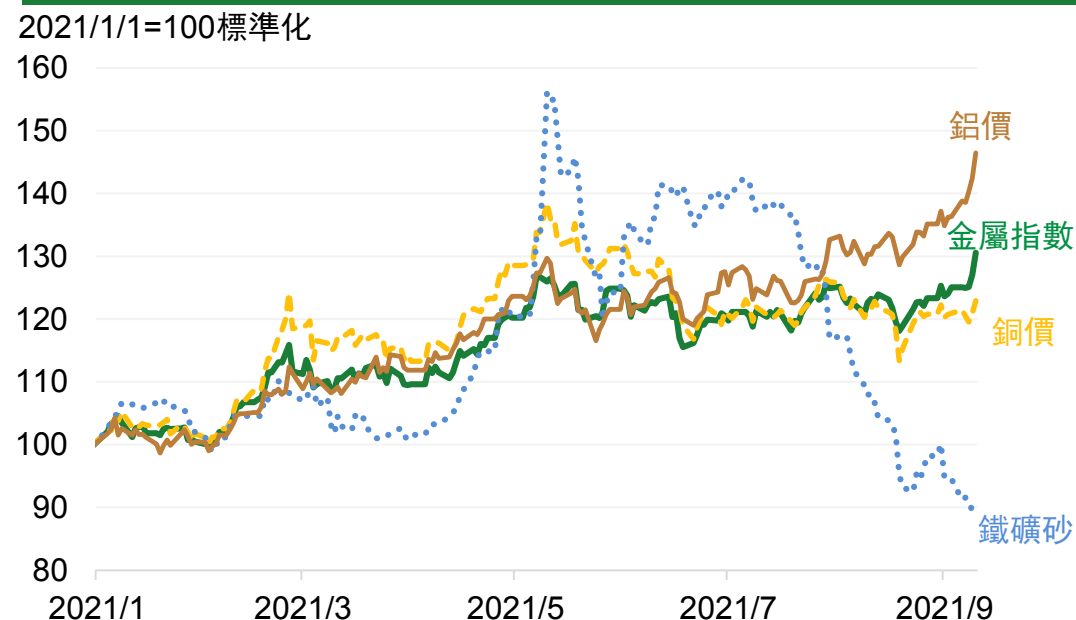
鋁土礦產大國幾內亞爆發政變，該國鋁礦佔全世界總儲量約三分之一，市場擔憂供應短缺，推升鋁價創高。中國約有半數以上的鋁礦進口來自於幾內亞，供需失衡疑慮為鋁價短期利多。

中國房地產監管壓抑鐵礦砂價格



資料來源: Bloomberg。

金屬類股輪動，指數創高



資料來源: Bloomberg。

科技 蘋果推新機，有望驅動換機潮

蘋果近期焦點有二，發表新機及官司訴訟失利。首先，蘋果此次發表iPhone 13、iPad 9、iPad mini 6、Apple Watch Series 7等系列產品，產品功能亮點少，但產品售價並未如先前預期大幅提高，如最高規格的iPhone 13 Pro Max售價僅前款最高規格多新台幣4000元，但容量從512G上升至1TB。另外，美國法院判決，蘋果須允許App開發商，使用自己的介面去作支付，但也承認蘋果並未壟斷。

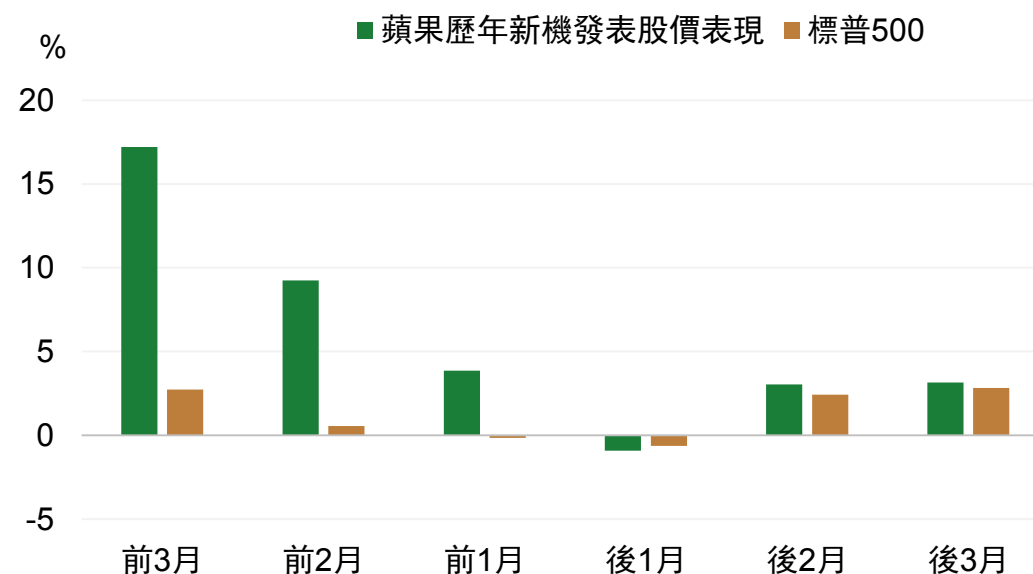
蘋果股價近期高點回落5%，料為官司事件所致，研判為短期雜音。由於蘋果此次售價較為親民，加上蘋果用戶忠誠度高，預期換期潮驅動下，仍有助科技類股後續表現。

蘋果新機比較

	iPhone13	iPhone12
規格	5.4吋、6.1吋、6.7吋	5.4吋、6.1吋、6.7吋
晶片	6核心A15晶片，採台積電5 n+製程，並分4核與5核的GPU	6核心A14晶片，採台積電5 n製程，僅4核心GPU
硬體	亮度升至1000尼特 電池最高4352 Am 容量128G->1TB	亮度升至800尼特 電池最高3687 Am 容量64G->512G
功能	攝影時加入景深模式	首度採用光達 首款5G
售價	22900~54400	25500~48400

資料來源：蘋果官網，國泰世華銀行投研團隊整理。

蘋果歷年新機發表前後股價表現



資料來源：Bloomberg。

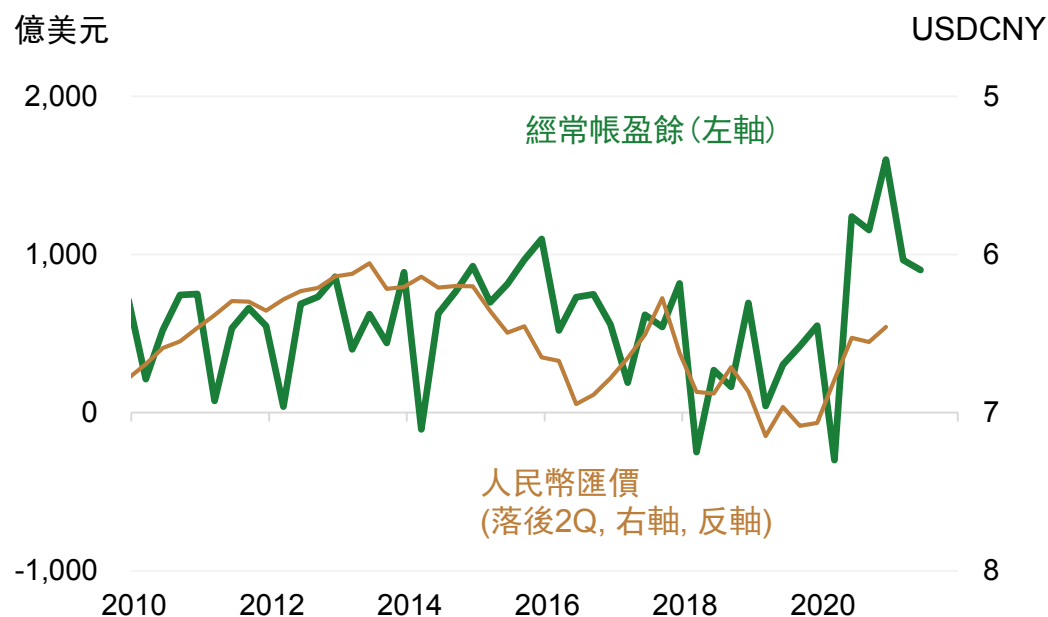
匯市

近期中國信用事件增添市場擔憂，但人民幣仍受經常帳支撐；台幣因貿易盈餘有撐

人民幣：雖然近期中國恆大信用事件令市場感到擔憂，但**經常帳大量盈餘狀態迄今未變，給予人民幣走勢支撐**。鑒於經常帳約莫領先人民幣趨勢兩季的時間，因此即便近期恆大事件、社融下行衝擊中國股市信心，但**匯市不至於重蹈2015-16年劇貶的覆轍**。

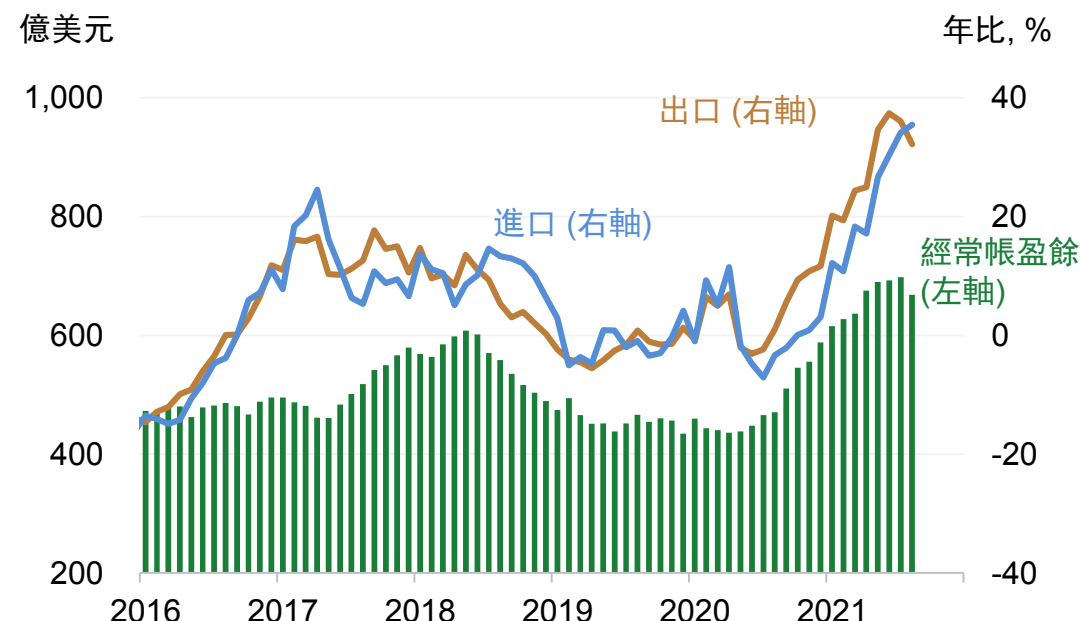
台幣：近期台灣出口受到基期影響使年比略為走降，而資本財進口則持續強勁，令進口年比維持上升趨勢。惟**整體貿易帳盈餘仍居高位，持續支撐台幣匯價較其他雜幣偏強**。

經常帳盈餘仍支持人民幣匯價



資料來源: Bloomberg。

台灣貿易帳盈餘仍居高位，持續支持台幣匯價



註: 上圖資料為三個月均值。

資料來源: Bloomberg。

September 2021

20 Monday 美國新屋開工	21 Tuesday 美國新屋開工 日本工具機訂單 日本央行利率會議	22 Wednesday 美國成屋銷售 歐元區消費者信心 美國MBA貸款申請	23 Thursday 日本CPI FOMC會議 歐元區製造業PMI 台灣央行利率會議 英國央行利率會議	24 Friday 美國新屋銷售
----------------------------	--	--	--	----------------------------

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