



國泰世華銀行
Cathay United Bank

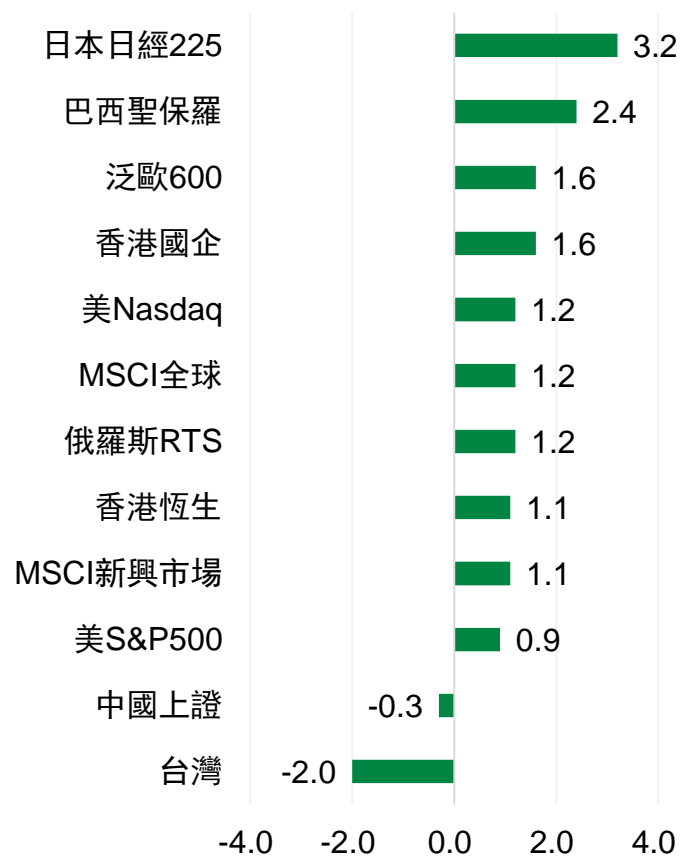
2021年10月15日

投資研究週報

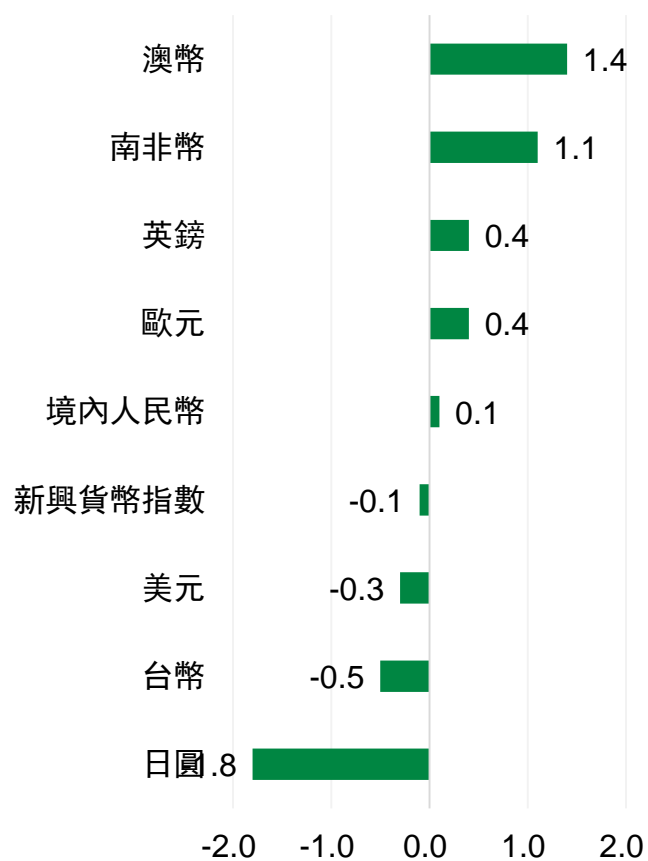
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

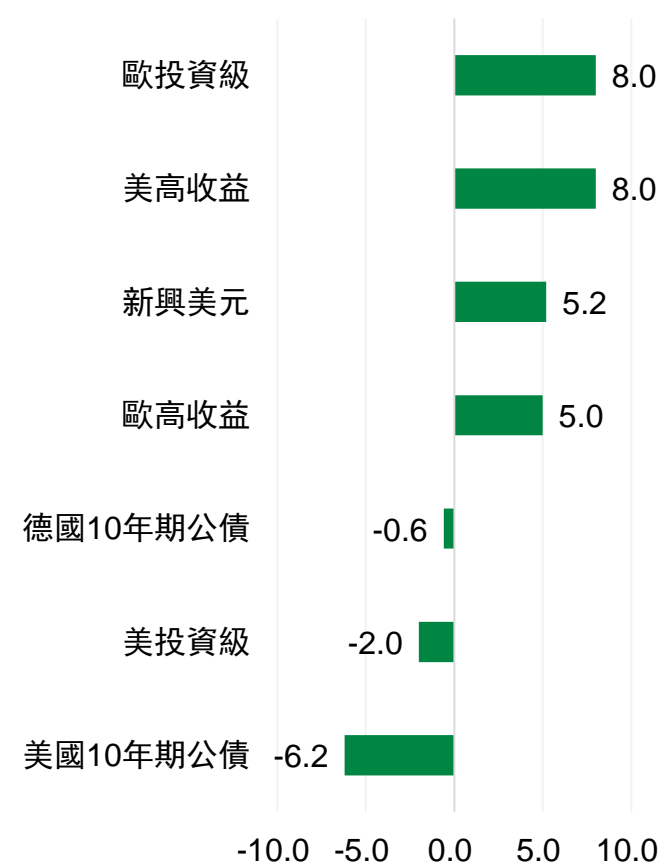
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/10/7-
2021/10/14。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 通膨超預期，停滯性通膨擔憂升溫

油價飆漲加大通膨壓力及經濟增速放緩，使停滯性通膨一躍成為市場關注焦點。然，估計1970年代停滯性通膨時期不致重演，市場波動難免，但無須過度恐慌。

► 美國企業獲利高峰已過，增添市場波動

在供應鏈、通膨壓力和就業數據疲弱等壓力下，預估3Q標普500財報表現依舊強勁，不過預期獲利增速及企業毛利上修動能趨緩，將使股市偏震盪。

► Taper議題緩步發酵，美元漲台幣走弱

市場預期Fed將於11月宣布縮減購債未變，市場氛圍偏向保守較不利雜幣，加上台灣景氣已然屆高，匯價隨基本面轉折與風險氣氛趨避影響轉弱。

股市

近期殖利率走揚使股價評價修正，然市場資金面仍寬裕，經濟復甦方向不變，支持美股長線多頭想法，拉回可逢低分批佈局，拉長投資期間增加投資勝率。

債市

近期通膨疑慮為推升殖利率走揚主因，但預計景氣走緩下，將限縮利率上方空間。面對市場震盪加大，公債殖利率走升可逐步增持投資等級債，增加穩健資產部位。

匯市

國際匯市方面，全球通膨續於高位令眾多央行漸邁向貨幣正常化，整體氛圍偏向保守較不利雜幣走勢。台灣景氣面臨轉折，可能令近期台幣偏弱走勢。

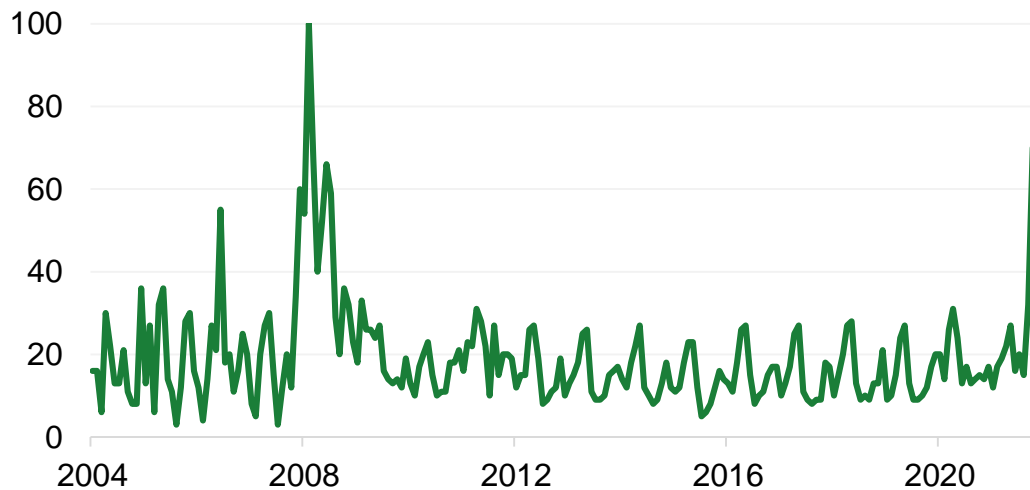
停滯性通膨是什麼？為什麼近期成為google熱搜？

多數時候「失業率」跟「通膨」存在著反向關係，反應經濟好的時候，商品或服務需求增加，帶動價格(通膨)上升及企業招募增加(失業率下降)狀況，不過1970年代打破這樣的關係，出現「停滯性通膨(Stagflation)」的現象。「停滯性通膨」由 stagnation停滯+ inflation 通膨所組成。反應通膨持續走高，但是經濟成長卻由高速放緩，甚至停滯狀況、與失業率走高的窘境。

近期因為油價高漲，及供應鏈短缺狀況未解，通膨成為潛在隱憂，甚至因疫情反覆，除了衝擊就業市場外，可能影響經濟成長，使停滯性通膨成為投資人關切的議題。

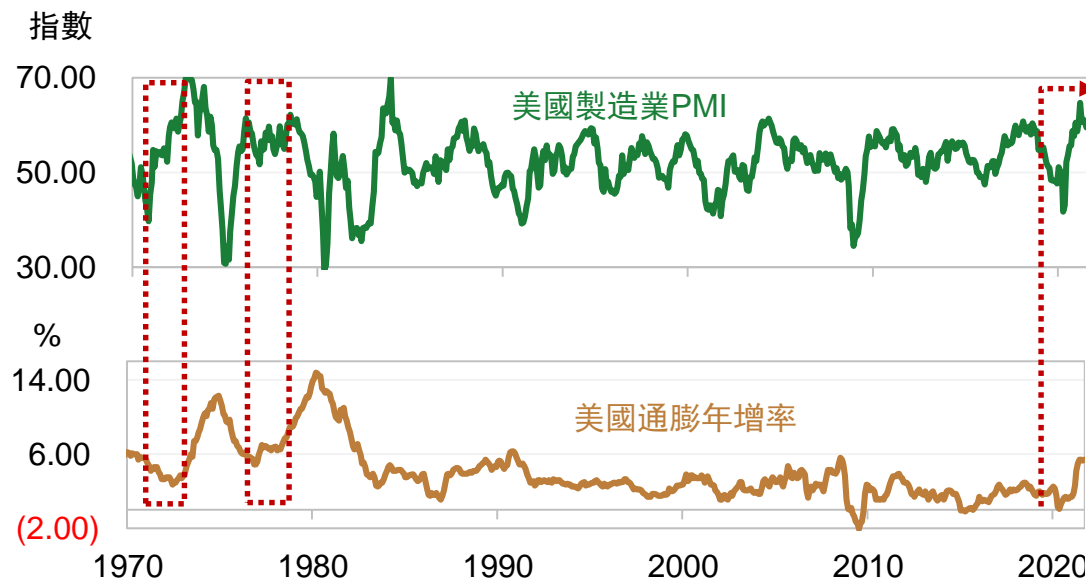
「Stagflation」近期成為熱搜

搜尋區間熱門程度最高點=100



註：100分代表熱門程度在該時間點達到最高峰。50分表示熱門程度為最高點的一半。
資料來源：Bloomberg。

景氣轉弱，通膨走高成為潛在隱憂



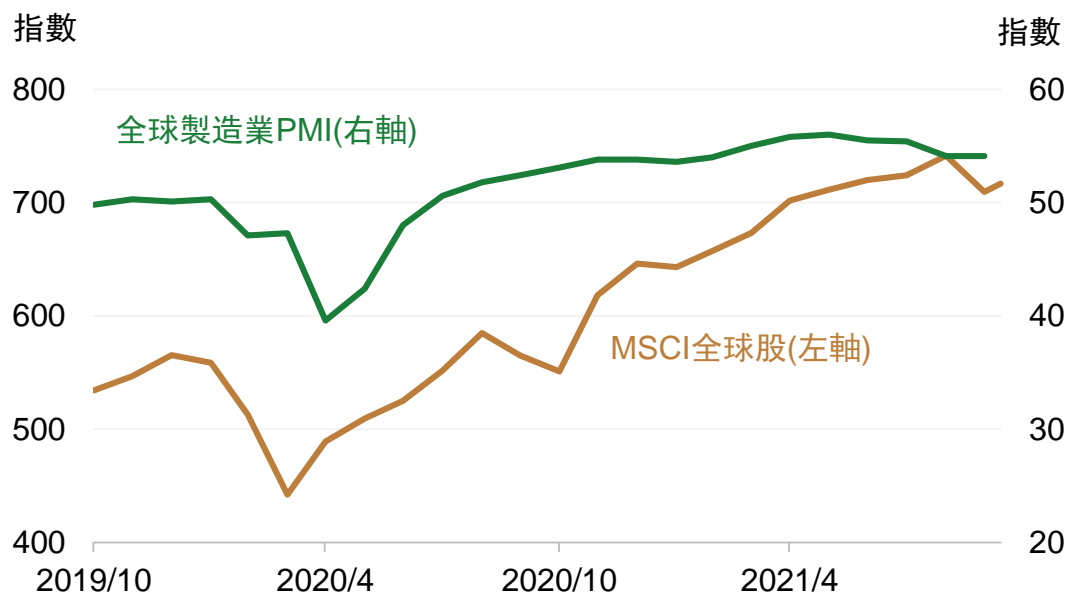
資料來源：Bloomberg。

景氣放緩，並不意味經濟成長「停滯」

全球製造業PMI早已於2Q見高後逐漸回落，近期又受到疫情反覆，及中國近期祭出的雙控政策等影響下，使中國最新公布的社融數據增速進一步放緩(見中國深入分析)、IMF亦下調今年全球經濟成長率0.1%至5.9%，皆顯示出全球動能放緩跡象，加劇市場對停滯性通膨的擔憂。

不過，由市場及Fed對美國經濟成長預估來看，儘管成長增速放緩，將由2021年5.9%到2024年2.5%，但仍是維持正成長，且增速仍高於近十年平均2.3%，實則與1970年代出現的經濟成長停滯，甚至GDP成長為負的狀況，程度上有很大的不同。

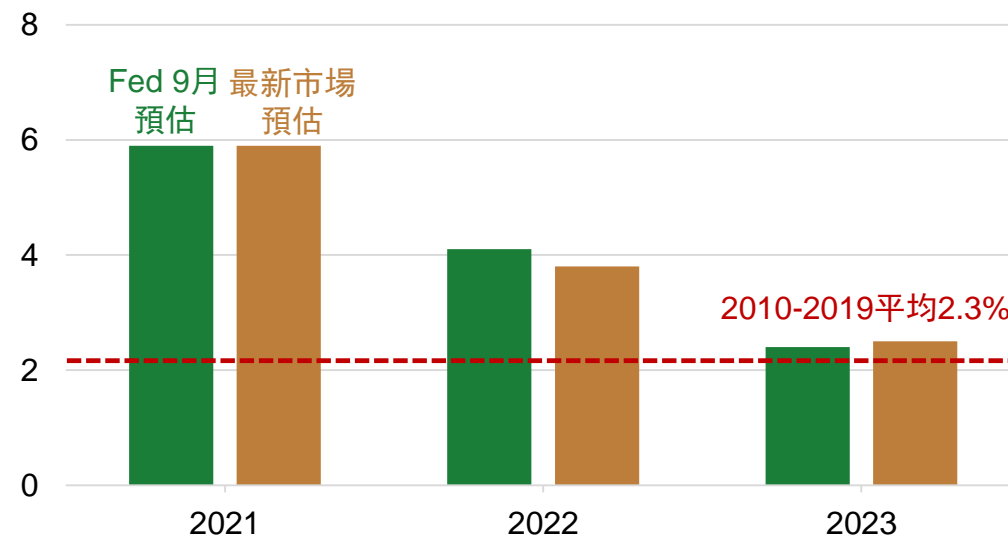
近期股市表現似乎在反映景氣放緩



資料來源：Bloomberg。

景氣成長放緩，不代表停滯

美國經濟成長率預估，%



註：資料日期2021/10/14。

資料來源：Bloomberg。

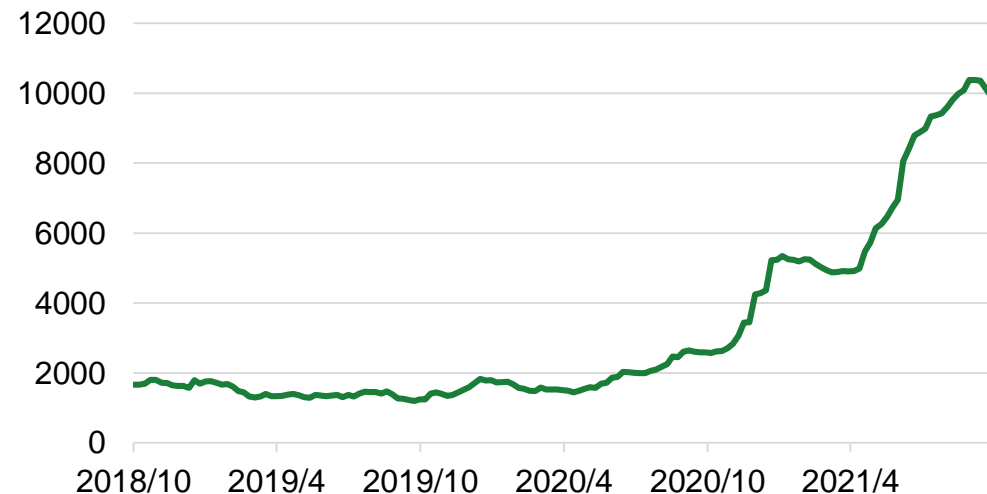
通膨是否持續飆漲？

目前驅動通膨兩大因素為**能源價格飆漲**，及**缺料缺工、塞港等供應鏈問題導致的物價飆漲**。能源價格部分，隨石油供需逐漸平衡下，預計明年中可望逐漸回落(見能源深入分析)。另，缺工料及塞港問題改善的速度為各央行面臨難題，不過全球疫情逐漸趨緩下，將有助於缺工緩解，加上東南亞國家逐漸解封下(見東南亞深入分析)，有望緩解全球供應鏈緊縮情況。

目前市場共識亦指出通膨有望在2022年回落至3%，綜合評估上述因素，**研判通膨有望於明年中回落**，但不可否認目前通膨處於相對高位，即使增速緩和亦可能對經濟造成影響，另我們也觀察到部分美國工資及房租較結構型的價格因素有漲價的跡象，亦為須持續關注的風險。

缺料及塞港問題下，航運價格維持高位

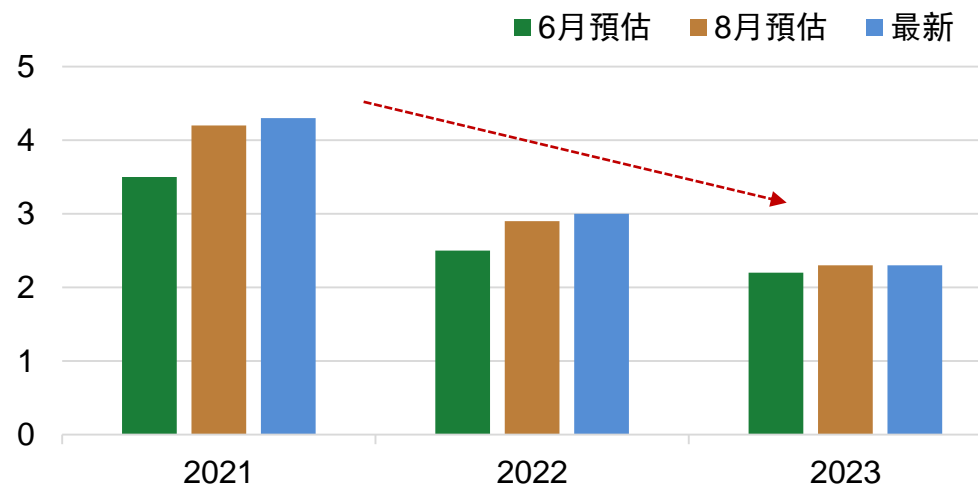
40呎標準貨櫃，美元



資料來源：Bloomberg。

市場普遍認為通膨將於2022年逐漸緩解

市場預估美國PCE年增，%



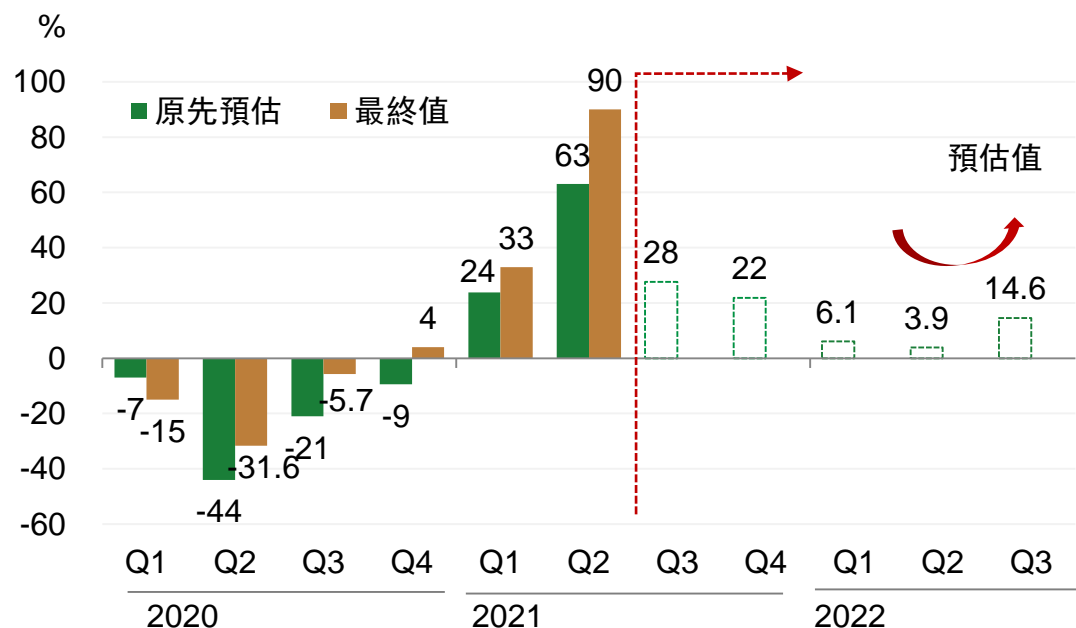
資料來源：Bloomberg。

企業獲利展望與景氣走勢相似，獲利增速由高速放緩，將使股市偏震盪

企業獲利放緩，股市偏震盪： 時序邁入10月中，美國3Q財報陸續公布，市場預估企業獲利成長將由高峰回落。主要受到1)隨補庫存力道趨緩 2)供應鏈問題干擾 3)加上產品報價走跌，成本走升影響，將使企業毛利上修動能趨緩。另外，部分電子業上半年受惠疫情增溫需求大增影響，上半年多已提前出貨，預期下半年出貨量可能不及上半年，4Q可能出現旺季不旺的現象，將使股市偏震盪。

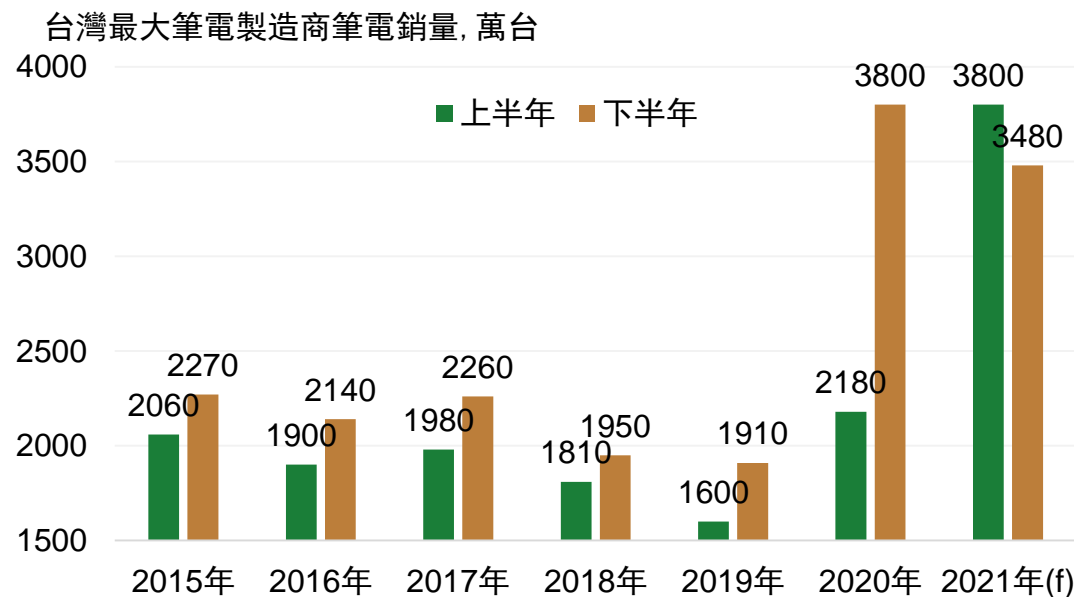
獲利動能持續，後續仍有亮點： 3Q獲利成長雖由高峰轉弱，但28%的增速仍為2010年以來第三高，展望明年下半年，受基期因素影響，企業獲利有望再轉強，支持美股長線多頭格局，**操作策略可選長線具趨勢性題材(見科技深入分析)、及具定價能力且獲利穩定的高大上公司，於股市拉回時買進，惟持有期間須拉長。**

企業財報成長高峰已過



資料來源：Factset, Refinitive。

以台灣最大筆電製造商為例，上半年提前拉貨狀況明顯



資料來源：Digital Times, 國泰世華銀行投研團隊整理。

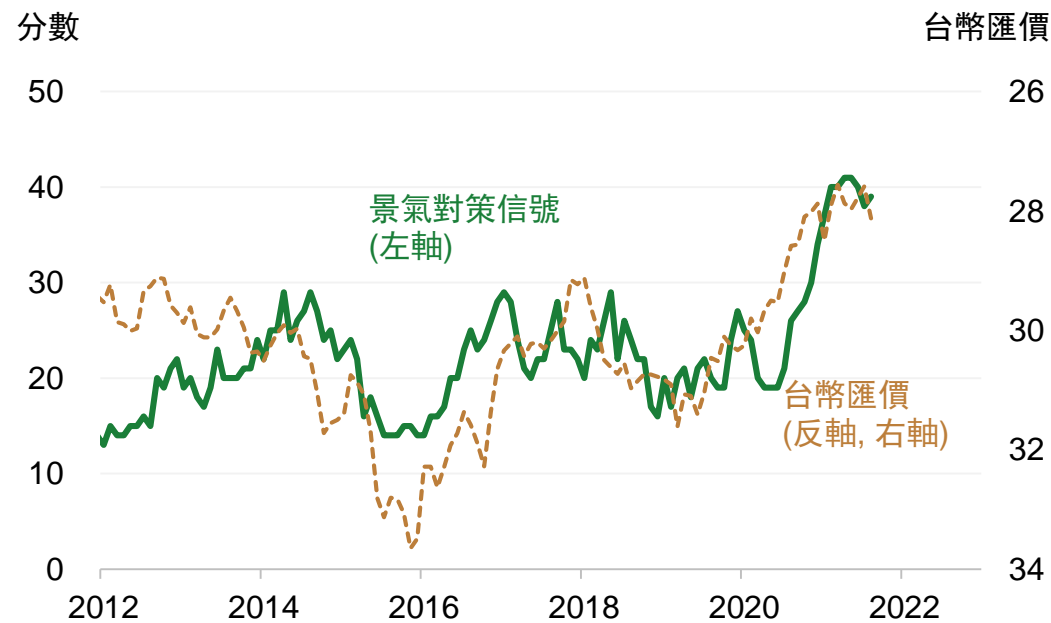
匯市 景氣對策信號透露台灣景氣已然屆高，匯價隨基本面轉折與風險氣氛趨避影響轉弱

依據國發會所發布台灣景氣對策信號可看出，雖然整體分數續於高位，疫情改善更令內需分項回升，使燈號創連七紅的紀錄，但部分分項因高基期影響，已逐漸透露基本面高位已過、景氣面臨轉折的跡象。

加以10月金融市場延續9月風險氣氛趨避的態勢，外資於台股賣超加劇。台股走勢回落下，台幣隨風險趨避氣氛走貶。

結論：1)國際匯市方面，全球通膨續於高位令眾多央行漸邁向貨幣正常化，加上Fed可能於11月宣布縮減購債，**整體氛圍偏向保守較不利雜幣走勢**。2)台灣方面，景氣面臨轉折，台股持續緩跌，台幣貶破年線後出口貿易出現惜售心態，可能**令近期台幣偏弱走勢**。

台灣景氣燈號透露台灣景氣已然屆高



資料來源: Bloomberg。

10月台股氣氛仍舊不佳，外資賣超台股



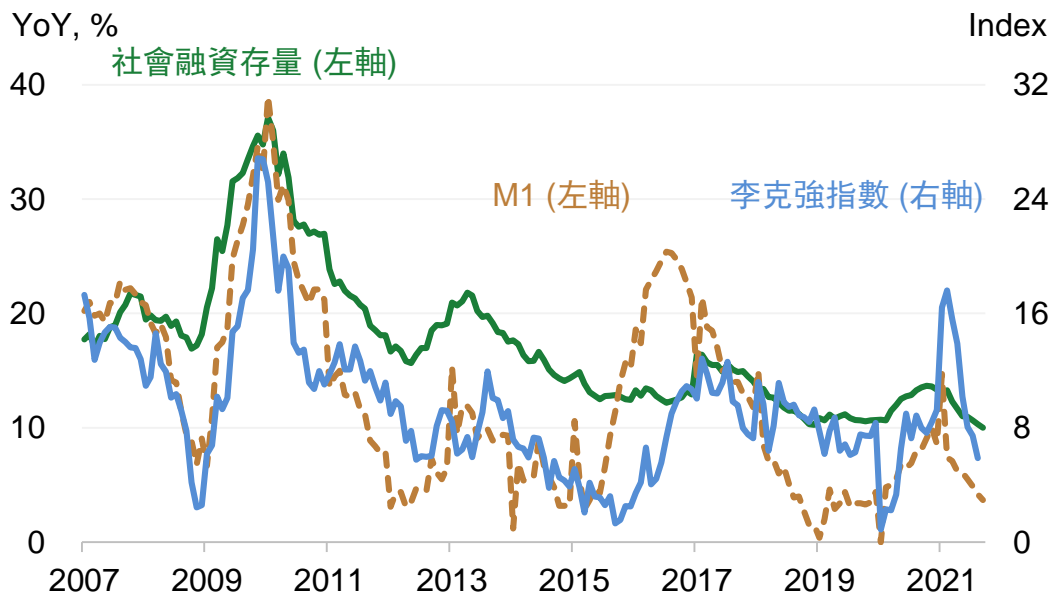
資料來源: Goodinfo, 截至10/8。

中國 金融數據顯示融資需求低迷，貨幣寬鬆面臨通膨制肘

9月份中國金融數據呈現以下幾點特徵：1)社融存量與人民幣貸款年增率放緩；2) 貸款結構不佳，居民與企業中長期貸款皆較去年同期下滑，企業中長期貸款的佔比也在下降；3)M1與M2增速差額擴大。整體而言，反應了中國目前在內需求疲弱之外，能耗雙控與缺電造成的限電措施開始發酵，導致企業融資需求不振，與此同時民眾的購屋需求也持續受到房市管控的衝擊。

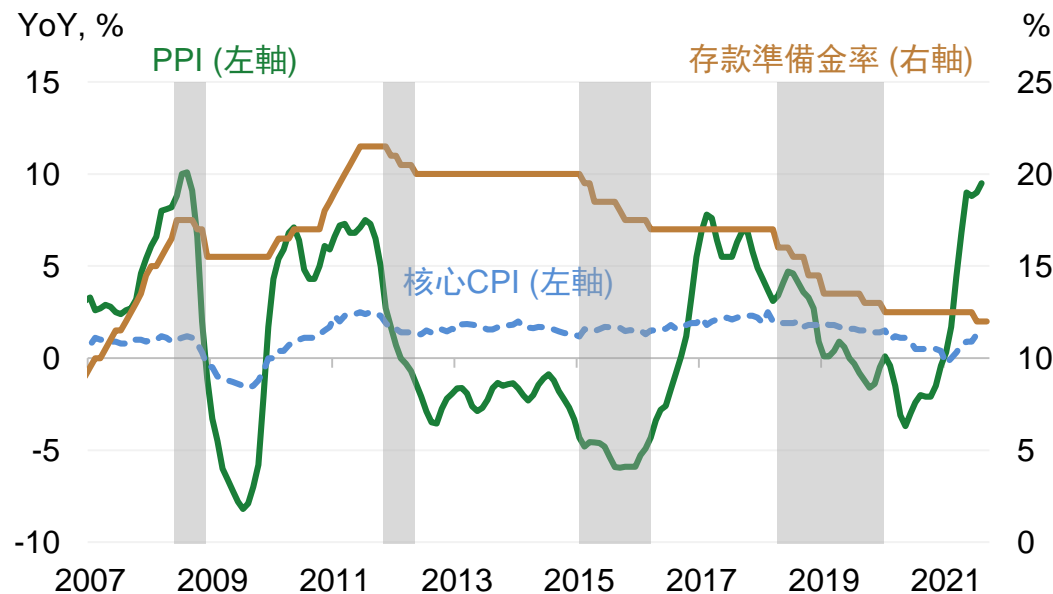
第四季石油價格處於高位，加上供應鏈緊張都將造成通膨走強，可能對寬鬆政策形成制約。考量中國經濟下行趨勢確立，國務院、人行陸續於會議中強調加強跨週期調節，後續貨幣政策維持穩中偏寬想法，年底前有機會再次降準，惟全面寬鬆降息的可能性較低。

社融存量與M1年增率走勢偏下



資料來源: Wind。

通膨恐造成後續寬鬆幅度受限



註: 灰底為歷年降準期間。

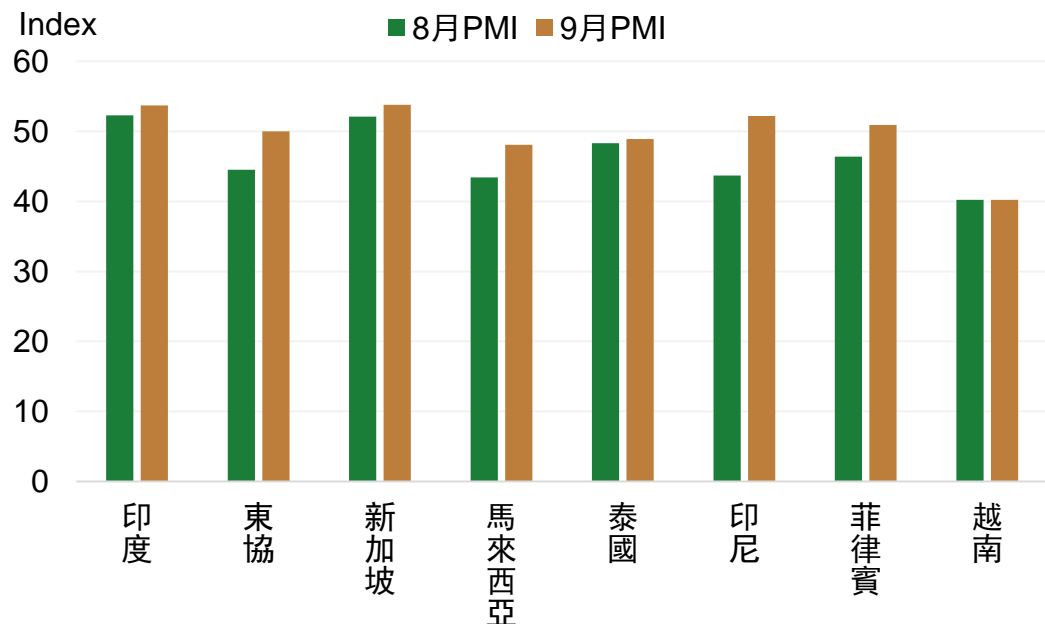
資料來源: Bloomberg。

東南亞 疫情逐漸受控, 供應鏈短缺可望回溫

東協製造業PMI從前期44.5升至50, 除越南製造業PMI維持40外, 其餘包含印度皆呈現改善。隨東南亞多國疫情逐漸受控、政府實施解封, 製造業溫和復甦, 可緩解全球供應鏈緊縮情況。解封行情推升東南亞指數上漲, 然須留意美元偏強下, 部分國家匯率偏貶。

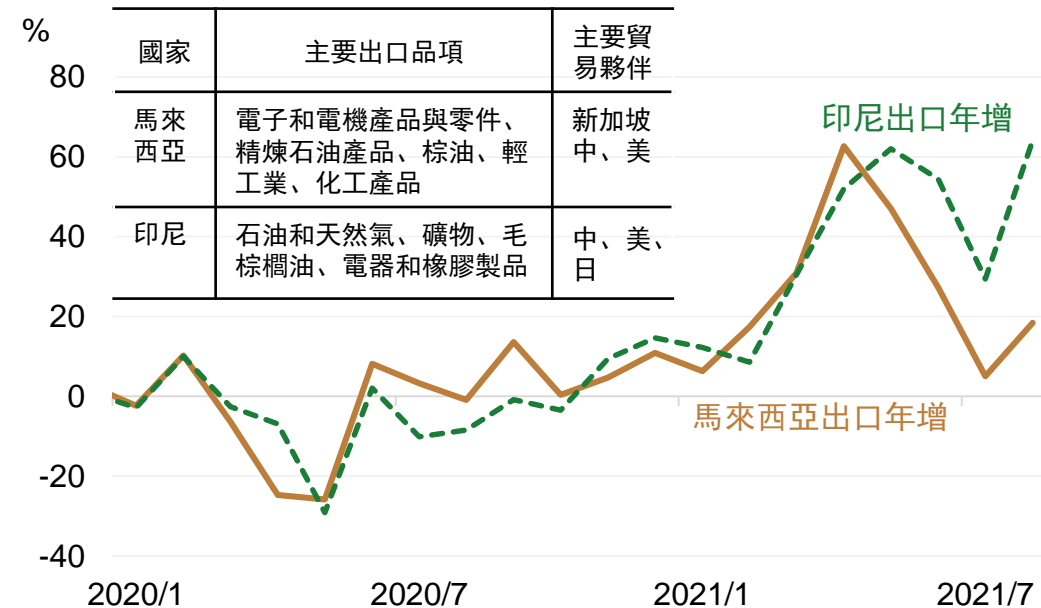
此前疫情較嚴重的馬來西亞、越南等國, 以馬國出口表現較佳, 印尼出口也呈觸底反彈。印尼為煤炭出口大國, 近期隨能源供不應求, 導致煤炭需求水漲船高, 帶動印尼出口大增。印尼股市已突破前高, 將挑戰歷史高點, 印尼盾近期偏強, 料此現象可望延續至年底。

除越南外, 東南亞國家PMI改善



資料來源: Bloomberg。

東南亞出口可望持續回溫



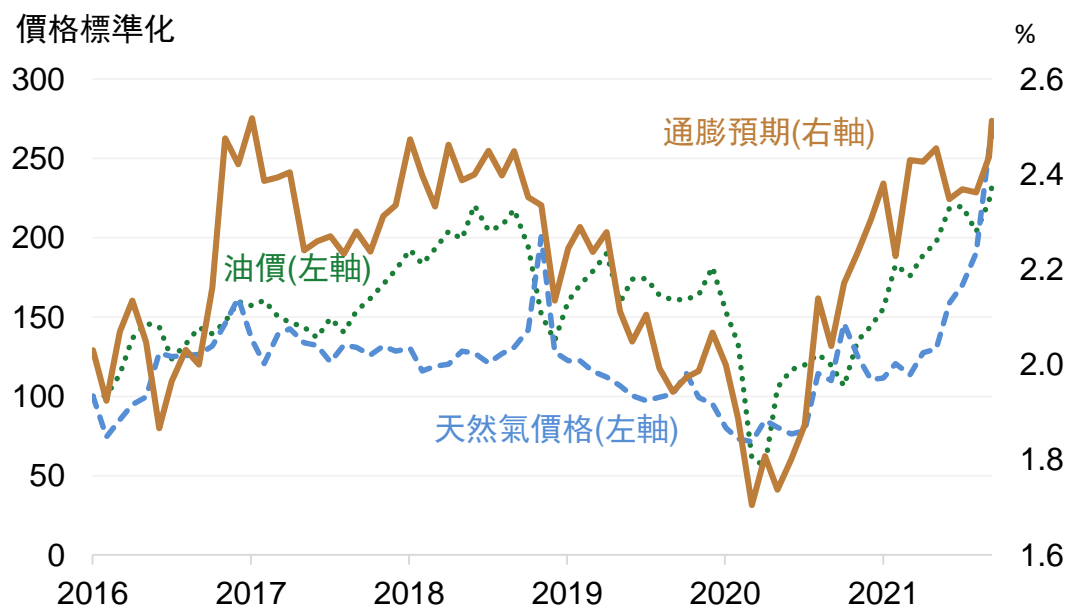
資料來源: Bloomberg。

能源 短期油價偏強，明年供需可望改善

因天然氣價格的高漲，帶動歐洲與亞洲地區轉而使用更多的石油來滿足發電以及供暖的需求。此外，全球石油需求持續從疫情當中恢復也是提振價格的主因。**短期油價受天然氣帶動偏強**，使通膨年增率維持高檔，預估此狀況可能維持整個4Q，甚延續明年1Q。

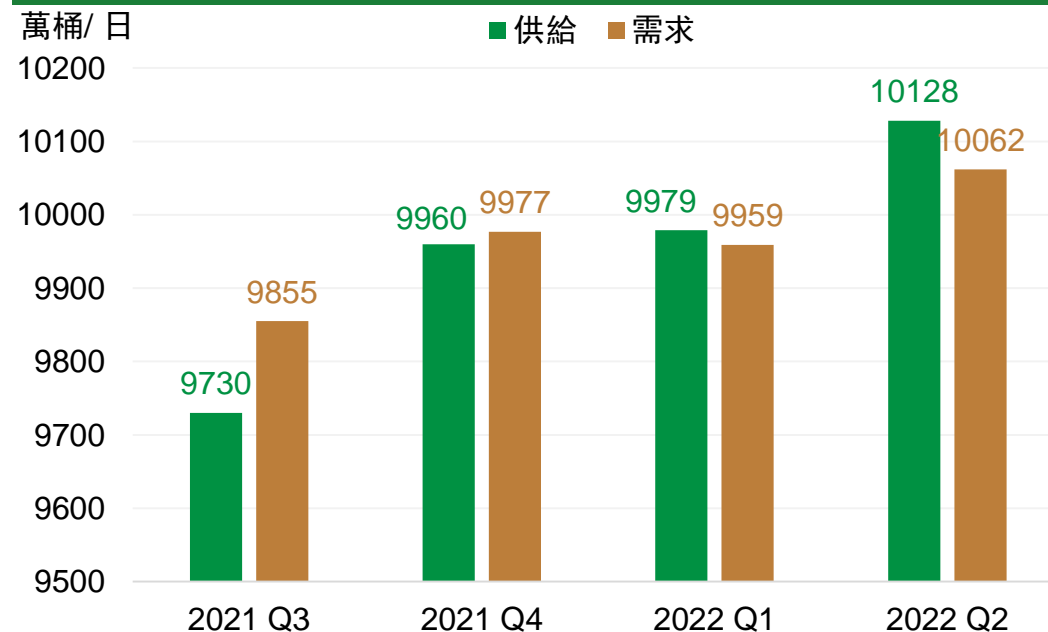
預期冬季用油有其季節性效應，加上**明年隨OPEC、美國等逐漸增產**，**供需失衡改善**，**預期明年油價將不若今年強勢**，所帶動的通膨效果料逐漸趨緩。

油價、天然氣價格與通膨年增率走勢



資料來源: Bloomberg。

目前石油供需失衡，明年可望改善



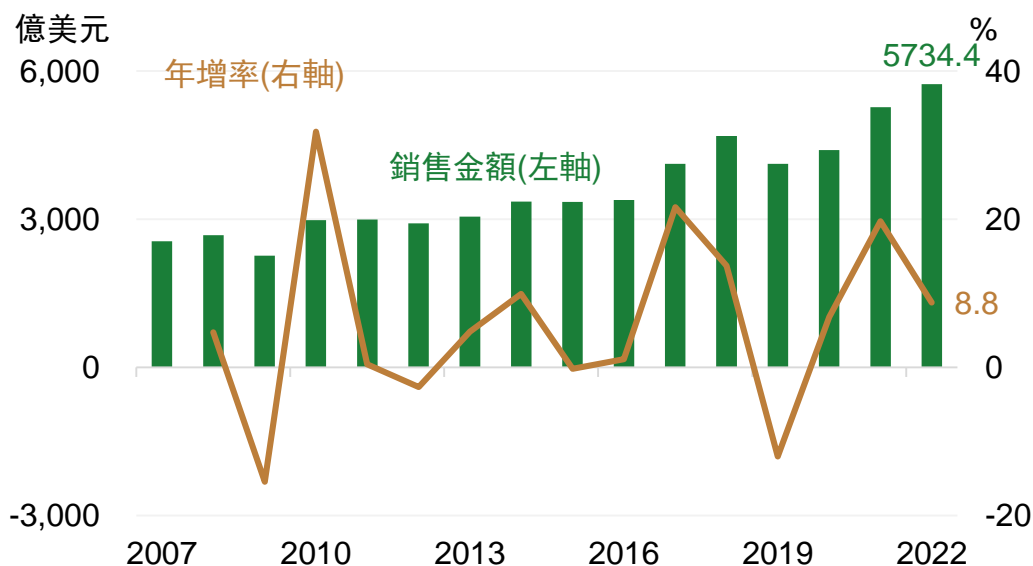
資料來源: EIA、Bloomberg。

科技 半導體長期展望看佳，電動車帶動晶片需求

台積電劉德音表示半導體供應鏈有囤貨問題後，近期傳出中國大陸官方嚴打晶片囤貨，部分日系車廠透露，從供貨跡象看，缺貨確有緩解跡象。但由於記憶體價格鬆動，市場反倒擔心半導體有庫存偏高及砍單的疑慮。依據WSTS預估，今明兩年半導體市場仍將創新高，其中記憶體、感測器及類比IC將是主要推升動能。

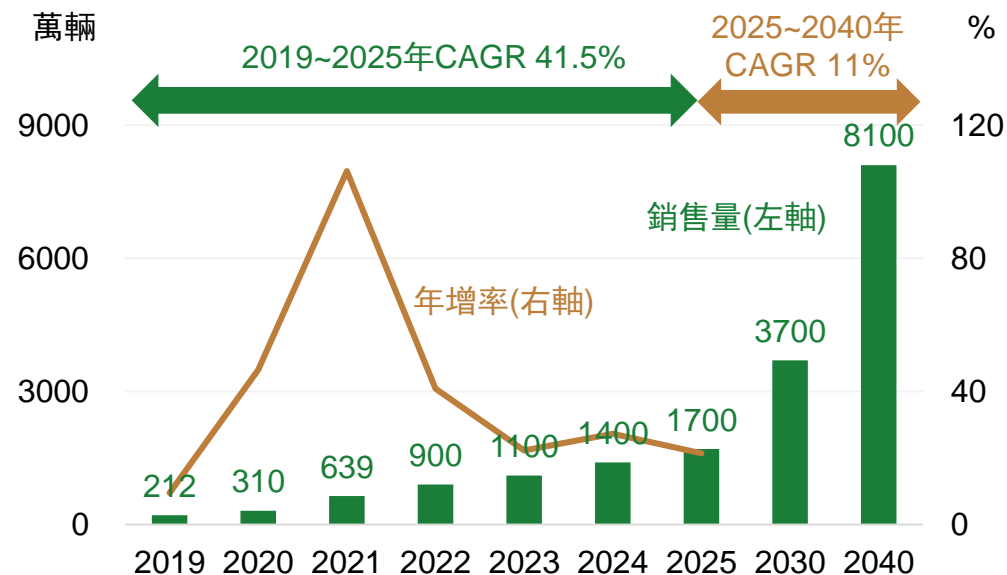
半導體市場在2021年大幅成長後，預估2022年成長將趨緩，部份產業如智慧型手機、電視及電腦需求下滑，相關半導體可能進入庫存調整，不過**電動車在今年車用晶片缺貨下，仍呈現大幅成長，預估2019年到2025年複合成長率將達41.5%，**電動車使用的功率半導體較傳統車用多**7~10倍，感測IC、MCU(微控制器)、電源管理IC、記憶體IC等需求大增更將帶動長期半導體需求成長。**

今明兩年半導體銷售金額預估仍將走高



資料來源: Bloomberg。

電動車大幅成長將帶動長期半導體需求



資料來源: 高盛、Bloomberg。

October 2021

18	Monday	19	Tuesday	20	Wednesday	21	Thursday	22	Friday
美國工業生產 中國GDP 中國銷售零售 中國工業生產 中國固定資產 英國Rightmove房價		美國營建許可 美國新屋開工		日本貿易收支 日本進出口 歐元區CPI 英國CPI 台灣出口訂單		美國初領失業金人數 美國費城聯準企業展望 美國成屋銷售 歐元區消費者信心 日本工具機訂單 日本CPI		歐元區製造業PMI 德國製造業PMI 英國製造業PMI 美國Markit製造業PMI 日本製造業PMI 日本全國消費者物價指數	

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