

2022年 全球經濟及市場展望

除另有指明，本報告以2021年12月所能取得之訊息為分析基礎。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。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 26 個別資產

摘要

展望2022年，不少人對重現1970-80年停滯性通膨重現表示擔憂。誠然，2021年高通膨成為全球現象，加上年中各國製造業相繼見頂，確令投資人感到憂心，但就此論斷**2022年重現停滯性通膨，則有過度渲染之虞。**

須提醒的是，央行過往習於將「央行賣權」視作零代價的煉金術，大規模創造流動性，但受高通膨箝制，2022年恐難繼續這麼恣意揮灑，可預見的是，**貨幣政策對金融市場的支持將不若2021年。**

反應投資上，企業獲利仍屬正向但增速將有所放緩，因此**股票的族群分化將加大**，標的選擇將格外重要；美元多頭料仍延續，這也將令成熟市場持續優於新興市場_(排除中、台)。美債方面，雖面臨央行邁向緊縮的影響，但長天期債券在供需籌碼影響下，長端殖利率應呈大區間震盪走勢，**有穩定息收者仍是可以分批布建**。匯市方面，**美元雖呈現偏升格局**，但宜注意中、台兩國匯率農曆年前容易受到年節效應支撐。

風險方面，總經端宜注意**殖利率曲線變化**，產業端則留意**半導體銷售動能**會否減緩，最後，**疫情變化**仍具不確定性，恐持續給予運輸業、供應鏈的壓力。

結論



總經

- ◆ 央行過往習於將「央行賣權」視作零代價的煉金術，大規模創造流動性，但受高通膨箝制，2022年恐難繼續這麼恣意揮灑，可預見的是，**貨幣政策對金融市場的支持將不若2021年。**



股市

- ◆ 獲利展望仍屬「正向」，但增速將「放緩」，族群走向「分化」，選股重要性上升。
- ◆ **數位轉型、永續發展、關鍵技術、評價優勢、通膨題材將是2022年股市五大主軸。**

BOND

債市

- ◆ 升息對長率推升效果受限，2022年長率應呈現大區間格局。隨殖利率走升長期將有助於息收的提升，因此有穩定息收需求者，不妨可**隨利率上揚逢高分批布建。**



匯市

- ◆ 央行政策步伐差異下，**美元偏升格局未變**；惟須注意美元偏升往往較不利新興市場表現。
- ◆ 拜習會有利人民幣匯價，加上春節效應，有助**農曆年前中、台兩國匯價延續偏強態勢。**



風險

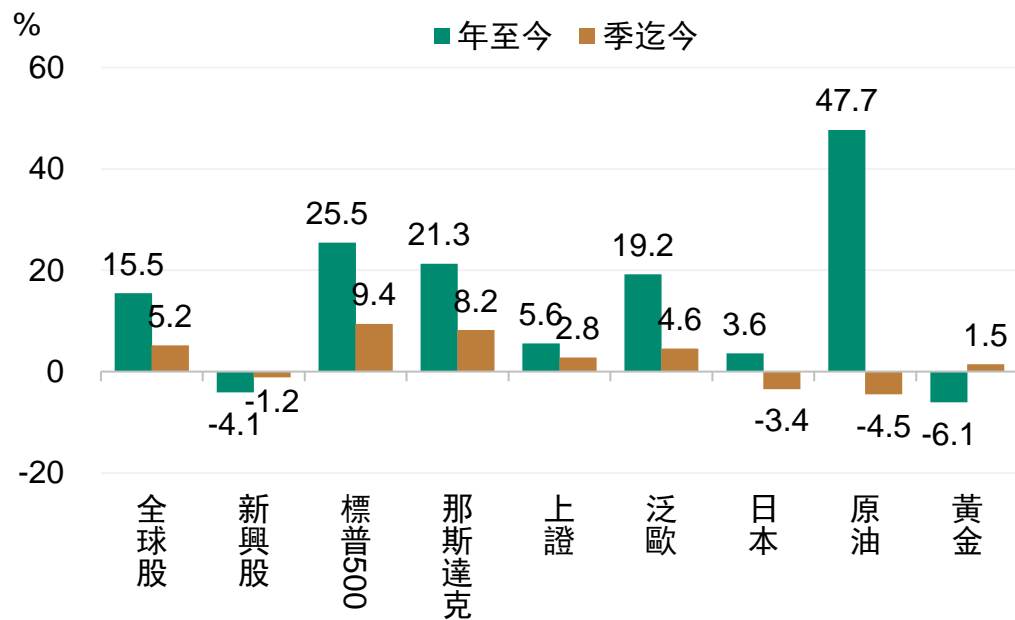
- ◆ 總經方面宜注意殖利率曲線變化；產業方面則留意半導體銷售動能會否減緩。
- ◆ 疫情變化仍具不確定性，連帶影響運輸是否順暢，此仍為供應鏈能否正常化之變數。

金融市場回顧

金融市場回顧

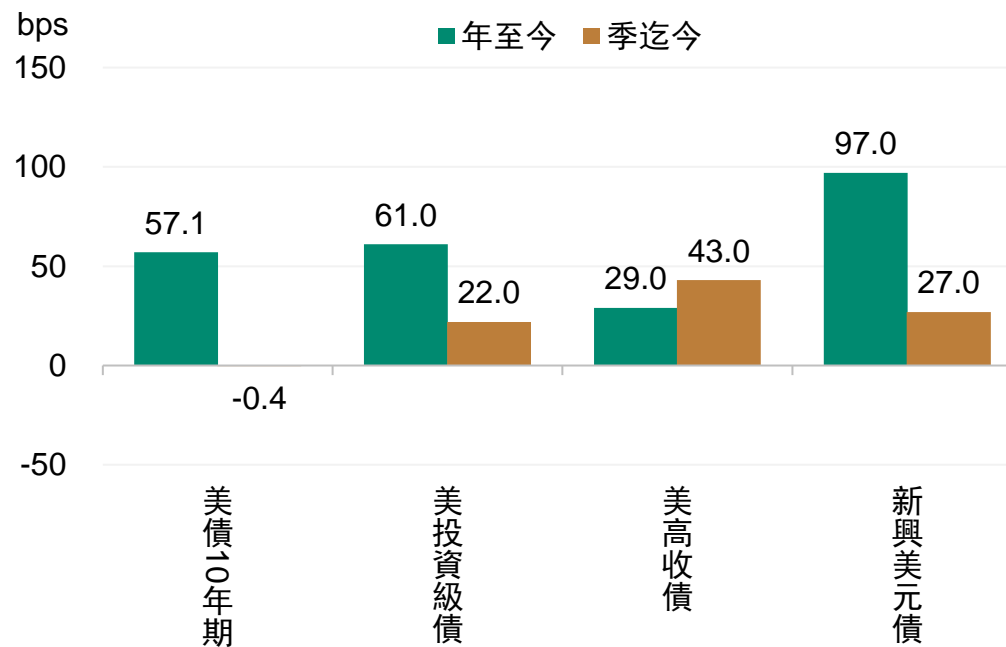
- 2021年以來，資金面充沛與實體經濟復甦，兩相催化下，使得全球股市表現普遍良好，但新興市場疫苗施打進度較緩，加上中國監管風險上升，股市表現明顯偏弱。
- 債市方面，年初受到解封期待影響，美國10年期公債殖利率一度揚升至1.75%左右的水準。但近期因疫情反覆，市場波動再起，即令Fed逐漸邁向縮減購債、升息，長天期公債殖利率走勢持續壓力沉重。

股市、原物料表現



資料來源：Bloomberg, 截至2021/12/10。

債市表現



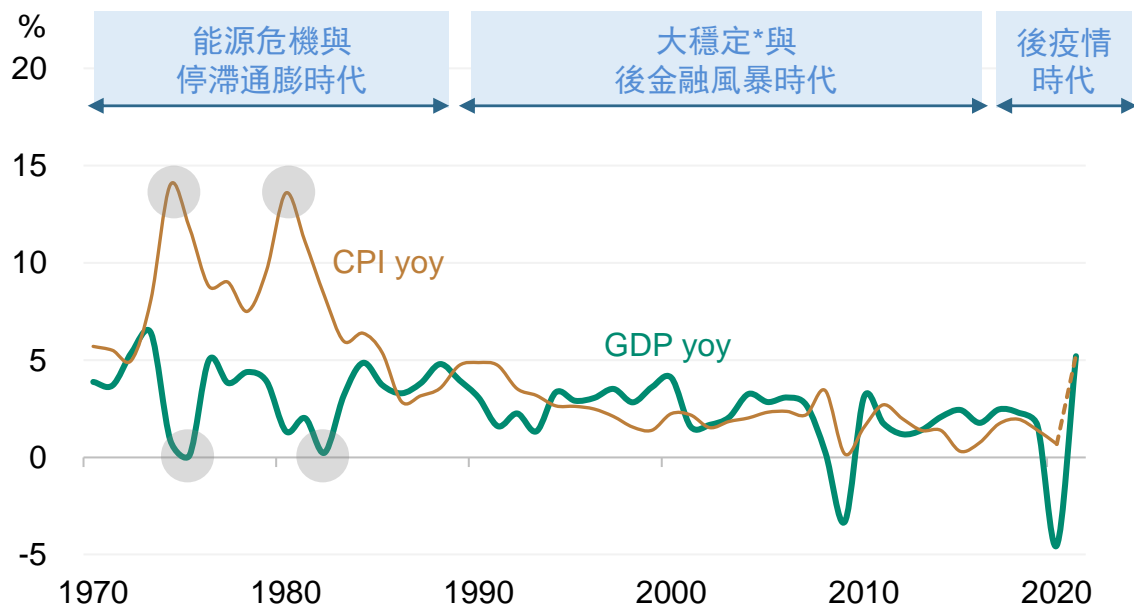
資料來源：Bloomberg, 截至2021/12/10。

總體經濟與市場綜覽

1970-80年代的停滯性通膨將回歸？應不至於，但「高物價」恐勢所難免

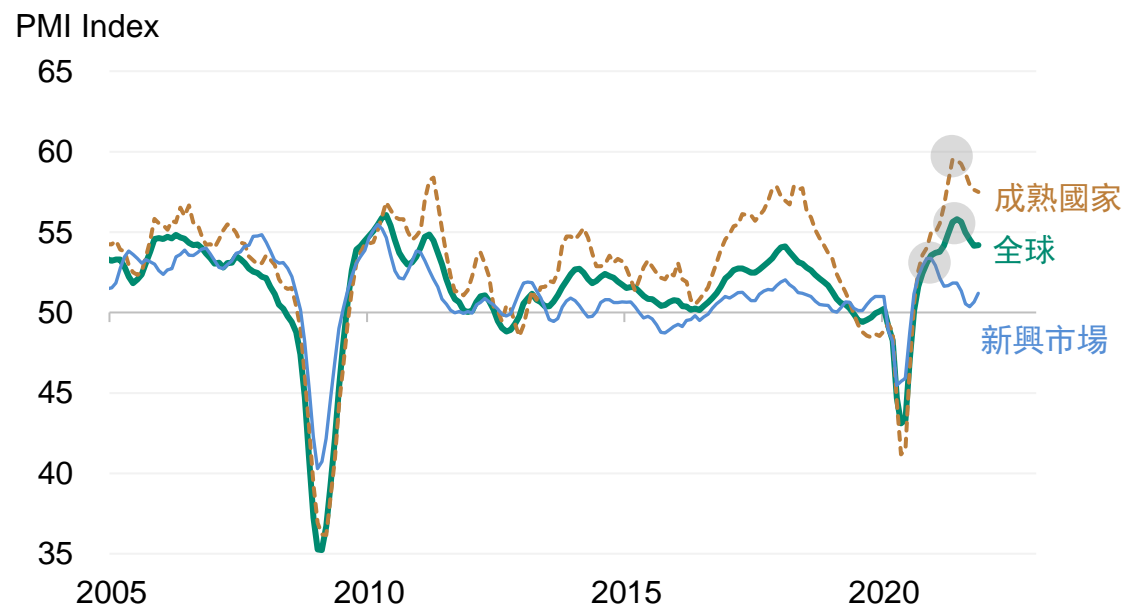
- 2021年下半以來，高通膨成為全球廣泛的現象，而年中之後，各國製造業相繼出現見頂的跡象，加上中國經濟驟降、能源價格高漲，更加深全球投資人對1970-80年代停滯性通膨的擔憂。
- 然而，市場對於重現1970-80年代停滯性通膨的擔憂，恐有過度渲染之虞。原因在於，目前的高通膨很大程度來自於2020年疫情造成基期扭曲的影響，而變種病毒導致供應鏈中斷、原油生產回升速度較預期慢等則令高通膨時間有所延長，然此些因素在時間拉長下並非不能排除。

後疫情時代通膨高踞，令市場擔憂通膨恐失控



註：*According to Ben Bernanke's definition.
資料來源：IMF, OECD。

製造業由高點趨緩，加深“停滯性”通膨的陰影

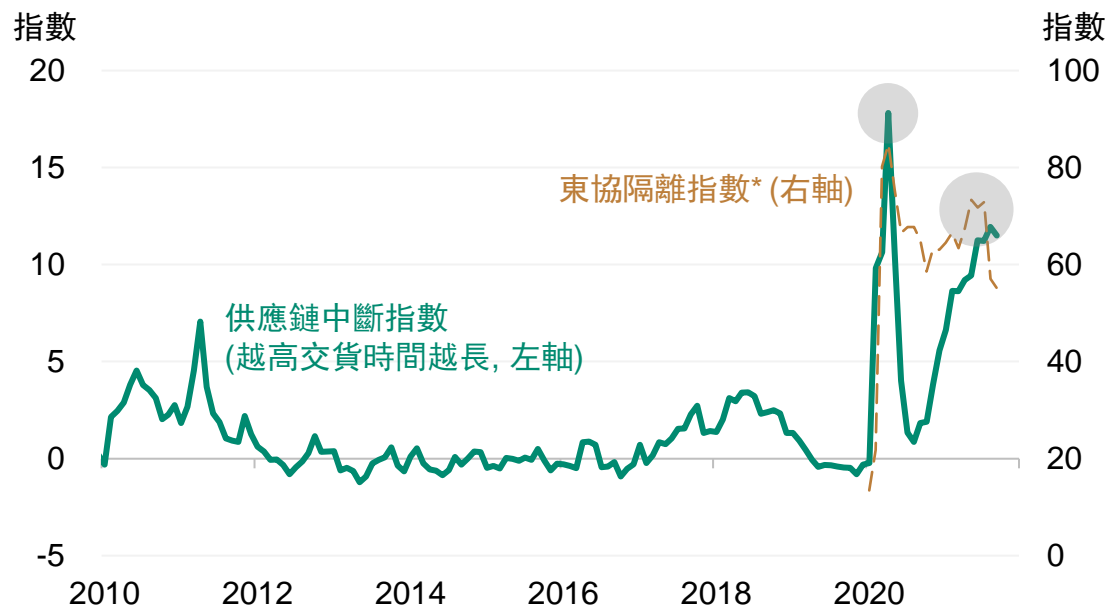


註：上圖資料為三個月均值。
資料來源：Bloomberg。

疫情後遺症— 供應鏈缺口與原油供不應求，惟此些因素將隨疫情舒緩改善

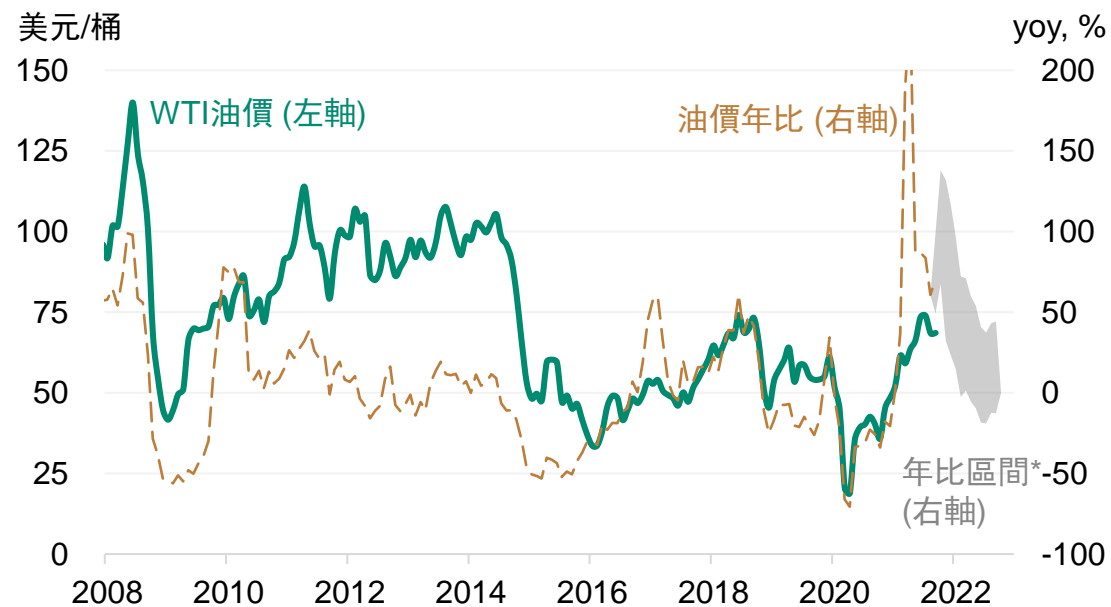
- 受到Delta變種病毒影響，2021年中東南亞疫情對供應鏈造成新一波衝擊，以汽車業為例，車用零件短缺即迫使各大車廠相繼減產。但隨各國疫苗普及、經濟解封，目前供應鏈中斷指數已有所下降，預期**後續交貨延誤的狀況將持續改善**，供應鏈狀況將能持續回復。
- 2021年原油需求復甦步伐明顯快過生產復甦速度，但隨OPEC+持續回復生產的步伐下，據EIA推估，**2022年2Q後原油供需失衡的情況將有所舒緩**，不至重蹈石油危機年代的困境。此外，假設油價維持在\$100、\$60高低價格下推估，受高基期效果的影響，2022年油價對通膨的推升效果將逐漸下降。

東協國家解封將有助改善供應鏈短缺的影響



註：*ASEANS為馬來西亞，菲律賓，泰國，印尼，越南。
資料來源：IMF, Our Word in Data。

高基期下，後續油價對通膨的推升效果將逐漸下降

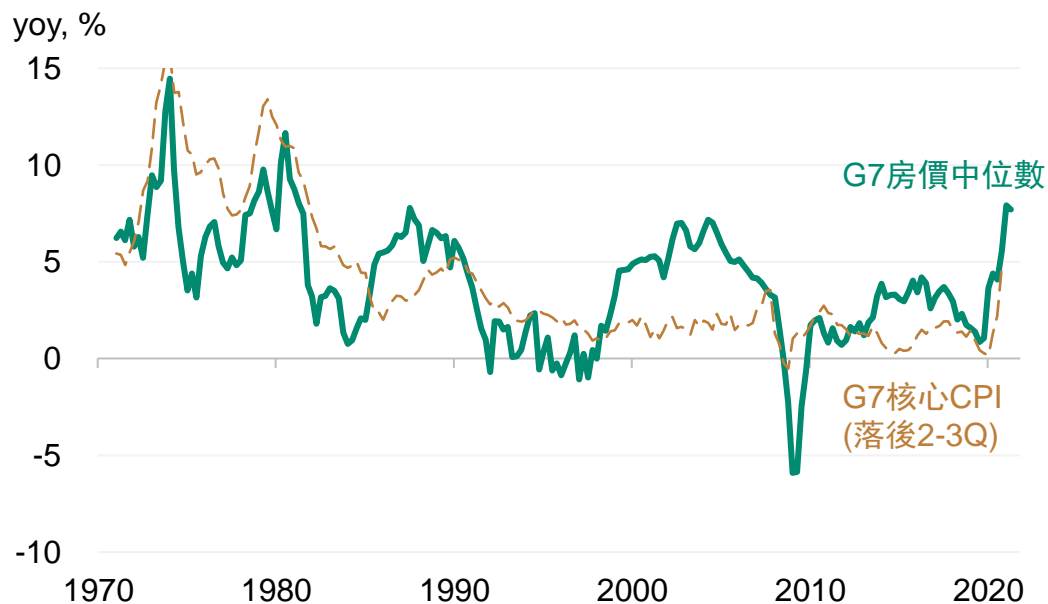


註：*假設油價高低價位為每桶100、60元，計算年比高低區間。
資料來源：Bloomberg。

而「房價」與「工資」躍升的趨勢未止, 將持續形成核心通膨的支撐

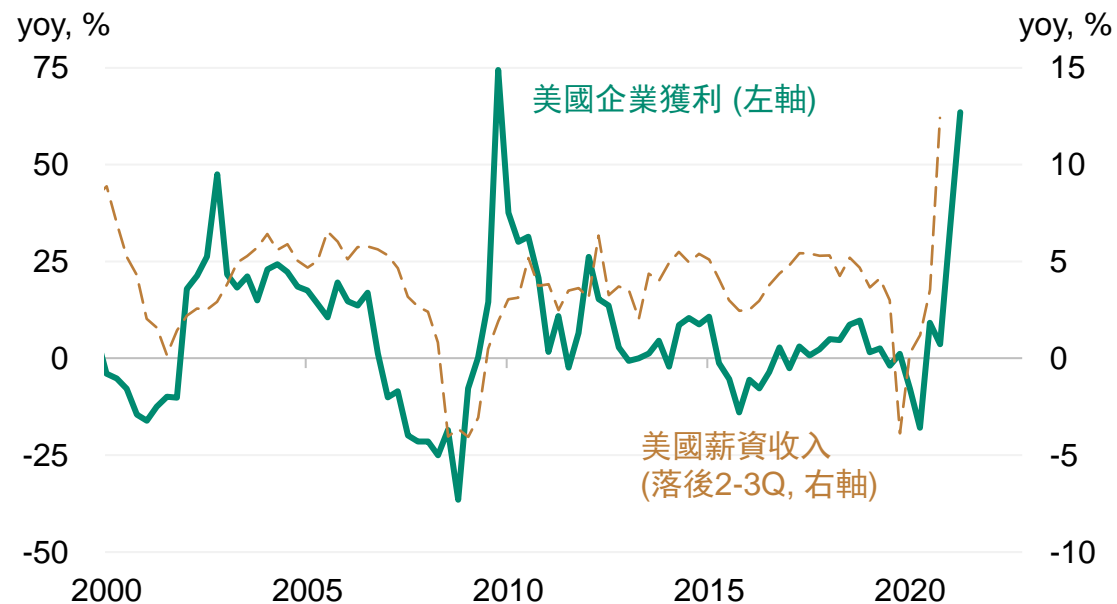
- 疫情以來, 全球央行貨幣政策同時大幅寬鬆貨幣政策, 挹注大量流動性, 令全球房價齊揚, 以年比角度觀之, 上揚趨勢尚未止息。鑒於**房價對核心CPI中的房租或房屋項目具有領先效果**, 因此全球核心CPI都將面臨落後補漲的狀況, 這也將持續形成對核心通膨的下方支撐。
- 此外, 工資增長亦對核心通膨產生支撐的效果, 以美國為例, 企業獲利對薪資收入具有領先效果, 而2021年以來在低基期與缺工的影響下, 薪資增長更是明顯高於過往二十年的增長態勢。

全球房價齊揚態勢尚未止息



資料來源: OECD。

低基期與缺工的影響下, 薪資增長明顯高於以往

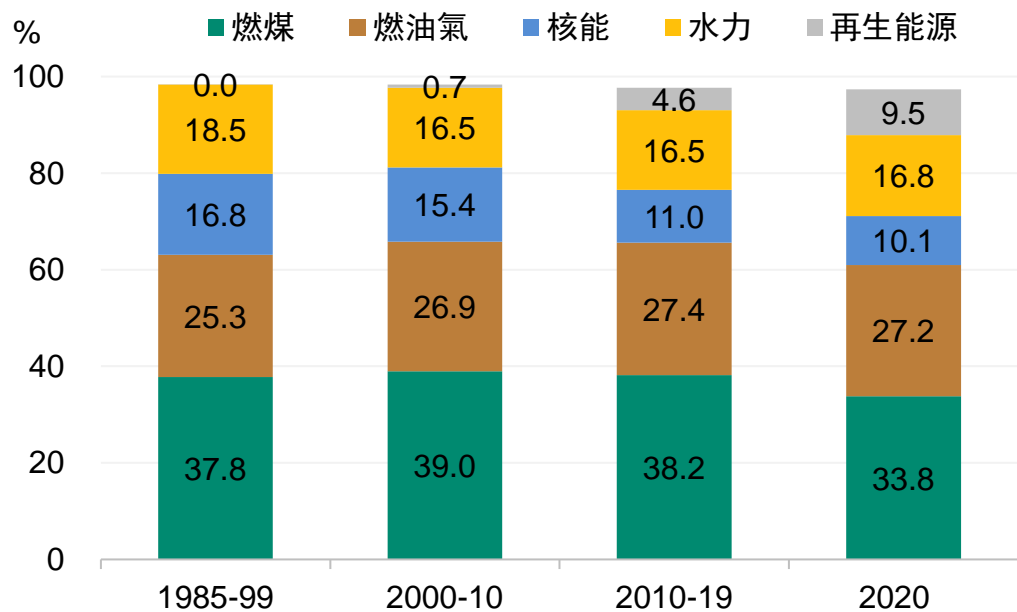


資料來源: Bloomberg。

但需提醒高再生能源發電佔比意味較低的可靠度, 這恐促使偏高的油氣價格成為常態

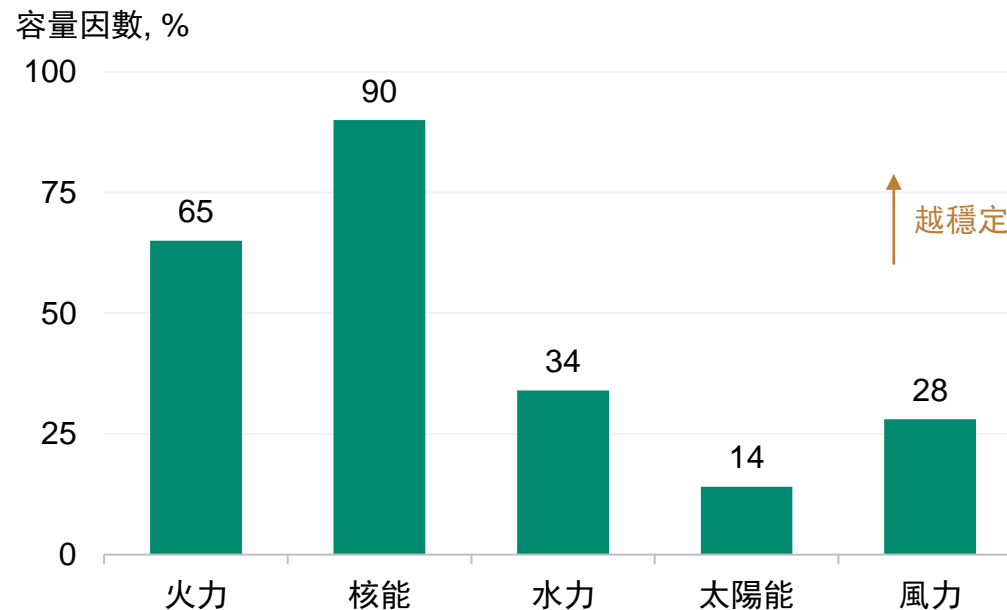
- 在全球成熟國家追求2050淨零碳排的目標下, 各國再生能源的發電比重持續提高, 火力發電佔比緩降, 並多以燃氣取代燃煤。然, 再生能源發電比重持續提高, 同時意味著**發電可靠度隨之下降**, 故以火力發電(尤以天然氣為主力) 彌補再生能源的可靠度不足, 則成為各國能源發展的共同趨勢。
- 因此, 油價除受傳統供需影響外, 再生能源產能添增供電盈缺的不確定性, 亦增添油氣價格波動, 後續恐令**偏高的油氣價格成為常態**。

近年火力發電比重下降, 再生能源比重提升



註: 再生能源=太陽能+風力。
資料來源: Our World in Data。

綠能發電方式可靠度明顯較低

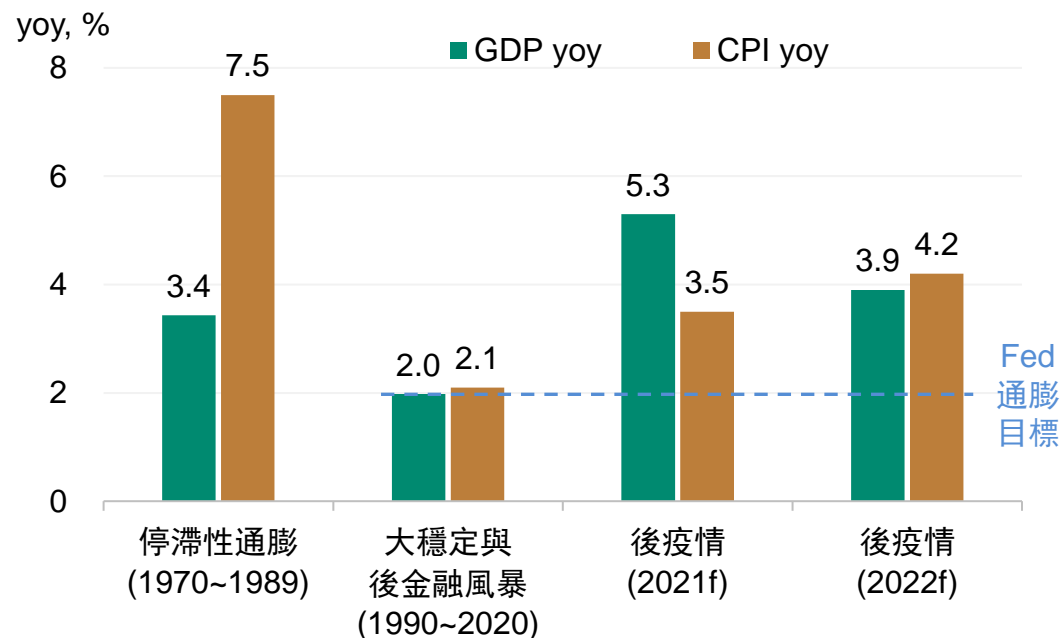


註: 容量因數/因子(Capacity factor)是發電廠的平均發電量除以額定容量。
資料來源: 台灣經濟部。

小結：雖不至於重蹈石油危機年代，但通膨恐非過往三十年可比擬，此將限縮央行政策揮灑空間

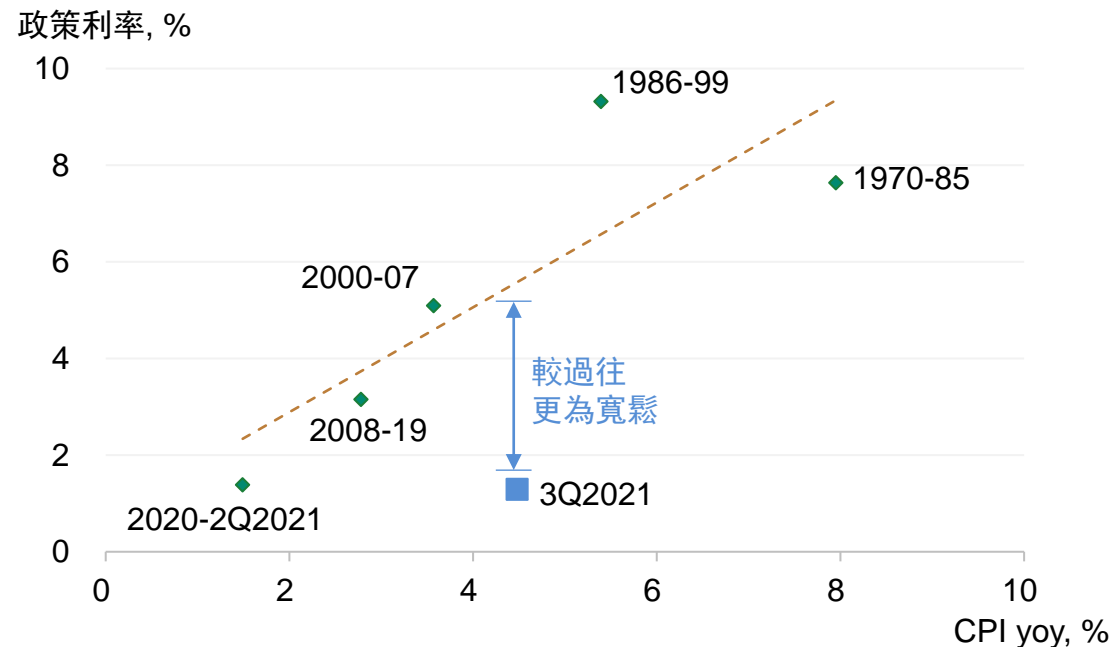
- 目前高通膨主要來自疫情造成的**基期影響**，**供應鏈中斷**、**油價高漲**則令高通膨時間有所延長，然此些因素並非不能排除。惟**房租**、**工資**將落後補漲，2022年通膨雖可能呈現前高後低，但整體水準仍非過往三十年可比擬。另方面，基期高、貨幣與財政政策逐漸縮手下，則令經濟增長較2021年趨緩。
- 後續央行恐受到較多的通膨限制，如〈鋼之煉金術師〉書中所提及的**無償魔法**—「**央行賣權**」，恐難如過往恣意揮灑。2022年總經與政策環境對金融市場的支持將不若2021年。

OECD國家經濟增長與通膨狀況



資料來源：OECD預估。

本次疫情衝擊下，G20貨幣政策明顯較過往更寬鬆



註：G20平均政策利率=0.73+1.08*CPI yoy, R-sqr=0.71, 期間1970-2Q2021。

資料來源：OECD。

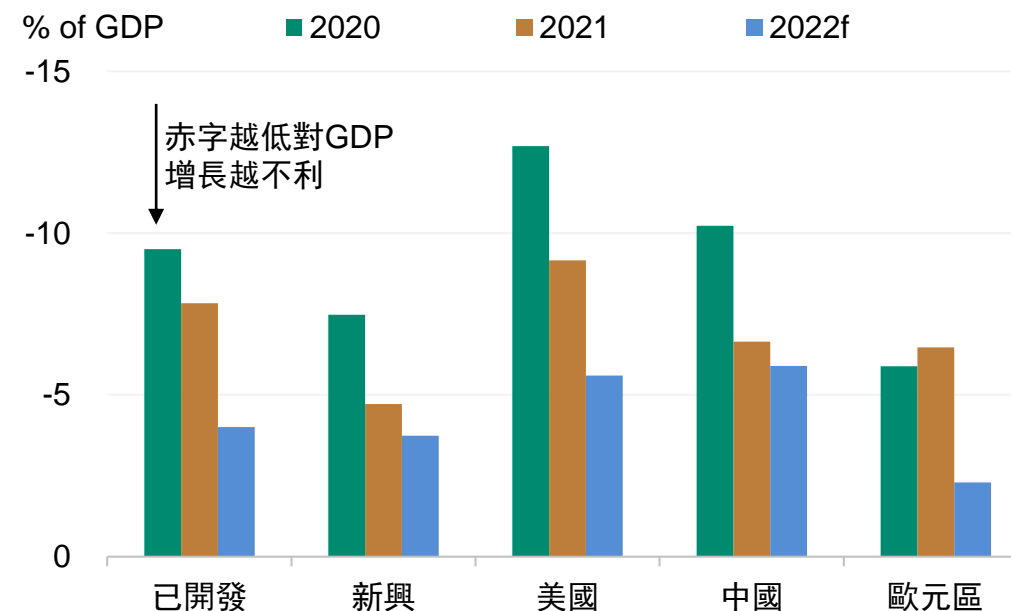
政策格局：對金融市場而言，2022年將迎來「緊貨幣」、「縮財政」的政策環境

- 截至2021年4Q，英、加、澳等央行已透露將邁向貨幣正常化的進程，主要央行中，**僅日、歐央行立場相對偏鴿**，而Fed除了將在2022年3月完成縮減購債外，並可能在2022年2-4Q間進行升息；而新興市場中，除中國因經濟趨弱，2021年迥異其他國家進行降準外，**俄、巴央行則因通膨控制力較弱，已較早積極著手升息**，並可能在2022年下半緊縮政策到達頂峰。
- 此外，2020-21年財政大幅開支的情況將不復見。**綜上，對金融市場而言，2022年緊貨幣、縮財政的政策格局將不如2021年友善。**

貨幣政策正常化已是現在進行式

		☆縮減購債	▲升息	○降息	√升息(國泰世華銀行預估)		
		2021 4Q	1Q	2022 2Q	3Q	4Q	2023 1Q
鴿 ↑ ↓ 鷹	日本						
	歐元區						
	美國	☆	☆	√	√	√	√
	澳洲	☆	☆				
	英國	☆▲	▲				▲
	加拿大	☆			▲		▲
鴿 ↑ ↓ 鷹	中國						
	台灣				√(可能於下半年)		
	印度				▲		▲
	俄羅斯	▲	▲		○		○
	巴西	▲	▲				○

財政面支持也將較過往兩年縮減



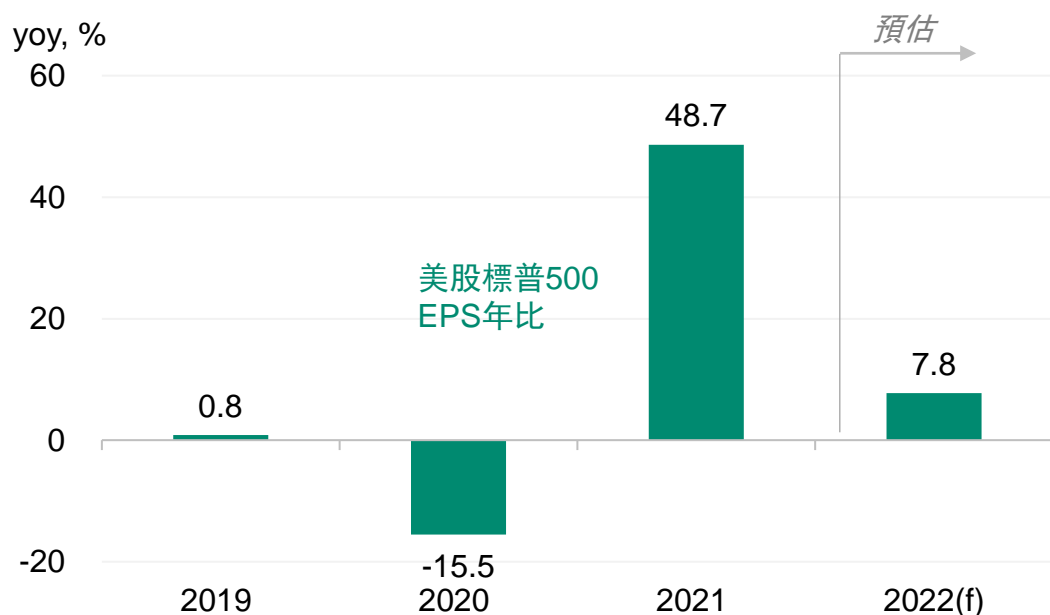
註：國泰世華銀行投研團隊預估，依照美國就業及通膨數據推估。
資料來源：Bloomberg對各機構經濟學家調查。

資料來源：IMF。

股市(1): 獲利展望仍屬「正向」, 但增速將「放緩」, 族群走向「分化」, 選股重要性上升

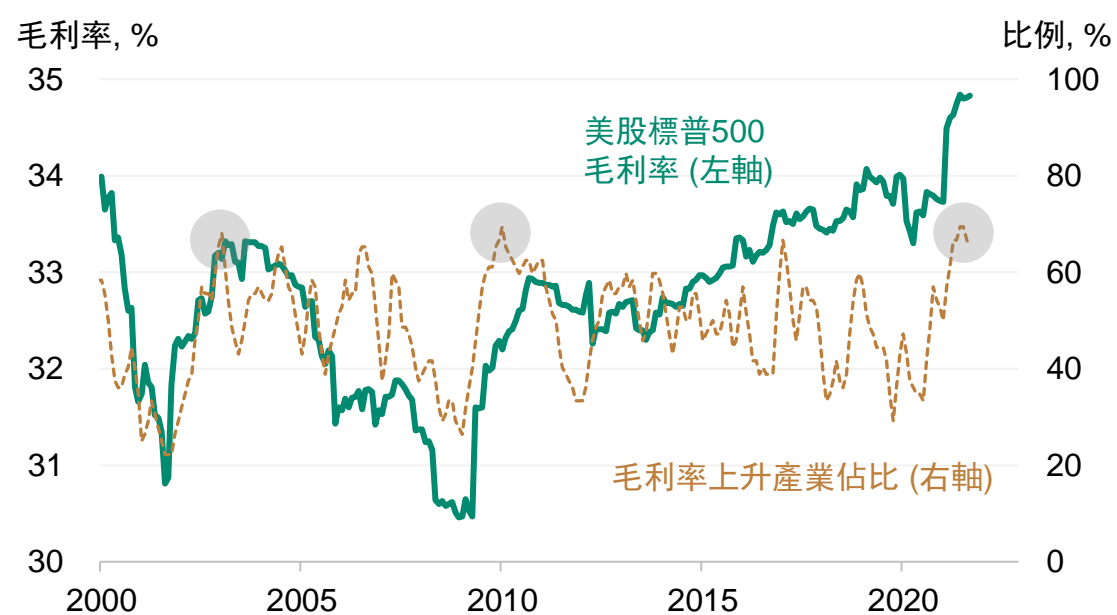
- 市場對2022年企業獲利展望雖仍屬正向, 但投資人將要適應高基期影響下, 獲利增速明顯較2021年放緩的事實。
- 此外, 2021年仰賴漲價題材, 各族群先後上演噴出行情, 此情況在2022年恐不復見, 因為自2021年3Q開始, 部分產業毛利率已見觸頂、難再上升, 反應在毛利率上升個數佔全產業個數的比例, 亦見觸頂, 後續全產業齊揚態勢應轉向分化, **選股上具長期趨勢、高技術與定價能力者仍將是擇股首選。**

2022年獲利展望仍屬「正向」, 但增速將大幅「放緩」



資料來源: Bloomberg預估。

毛利率雖續於高位, 但全產業齊揚的態勢漸已轉向「分化」



資料來源: Bloomberg。

股市(2)：2022年五大主軸—數位轉型、永續發展、關鍵技術、評價優勢、通膨題材

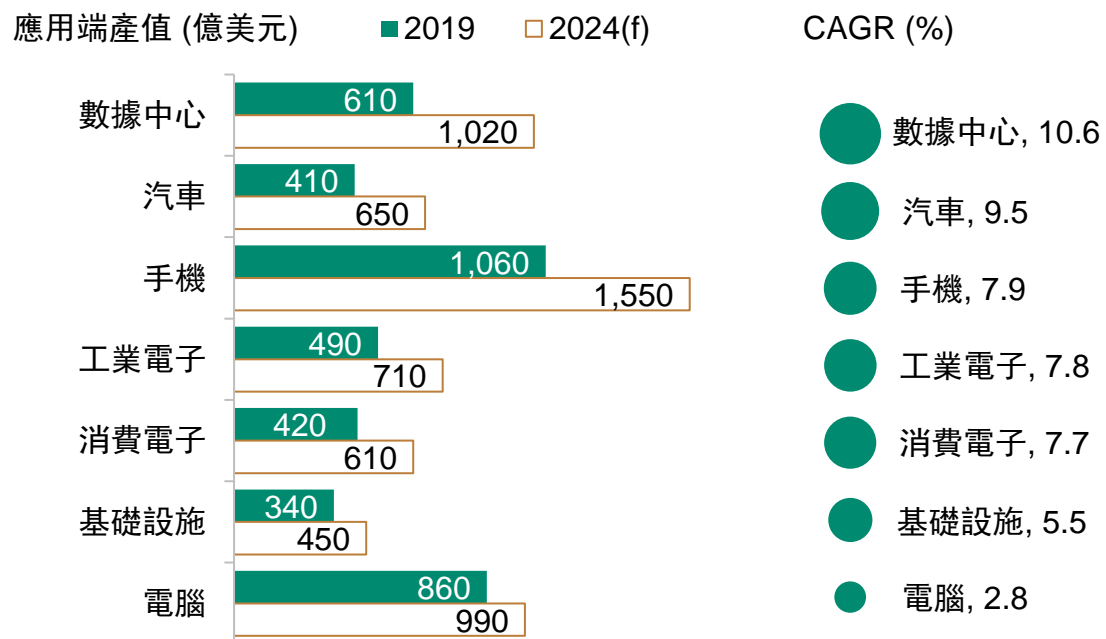
配置與標的		主軸	數位轉型	永續發展	關鍵技術/ 高毛利	評價優勢	通膨題材
核心	科技股	半導體 雲端運算	☆	☆	☆		
	永續投資	人工智慧 物聯網 元宇宙	☆	☆			
	日歐股	電動車 綠能基建			☆	☆	
衛星	舊能源股	長期投資不足，傳統能源仍具操作空間					☆
	中港股	國企股評價相對較低				☆	
減持	新興股 (排除中、台)	1. Fed緊縮逆風 2. 自身升息到頂 3. 中國結構轉型					

資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

股市(3)：緊抱「數位轉型」、「永續發展」兩大核心趨勢

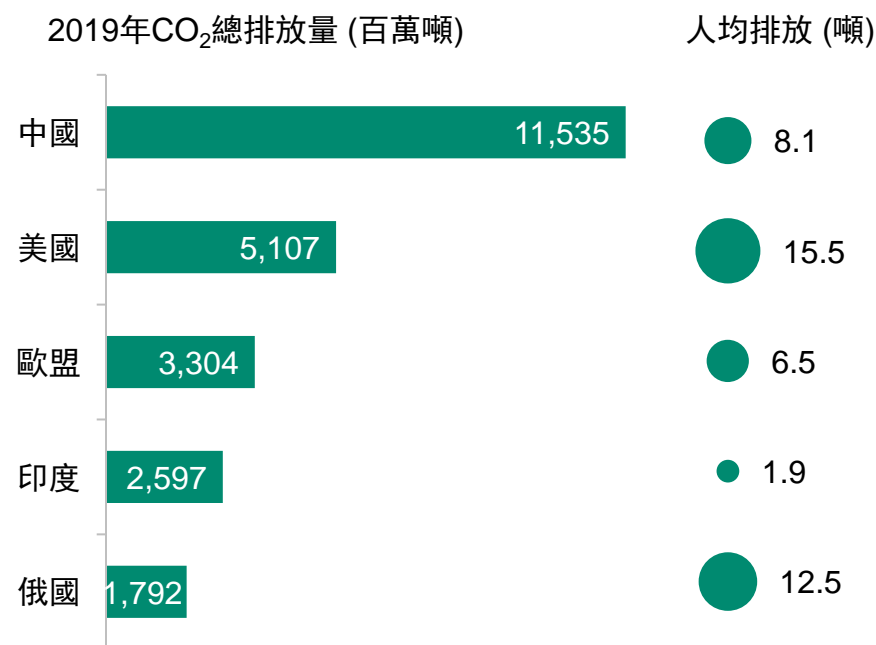
- 數位轉型：在人工智慧、雲端運算、物聯網、AR/VR等技術突破帶動下，未來將朝向5G智慧城市、移動互聯網、虛擬與實境結合(元宇宙)等應用領域升級整合，而**半導體**則是成就各項技術應用的重中之重。
- 永續發展：氣候變遷引領永續發展的趨勢難以逆轉，為達全球2050年淨零碳排目標，如創能、儲能、智慧電網等基礎投資斷不能少，因此相關領域都將是值得聚焦的投資方向。

「數位轉型」將帶動半導體產值持續成長



資料來源：ASML。

氣候變遷引領「永續發展」的趨勢難以逆轉

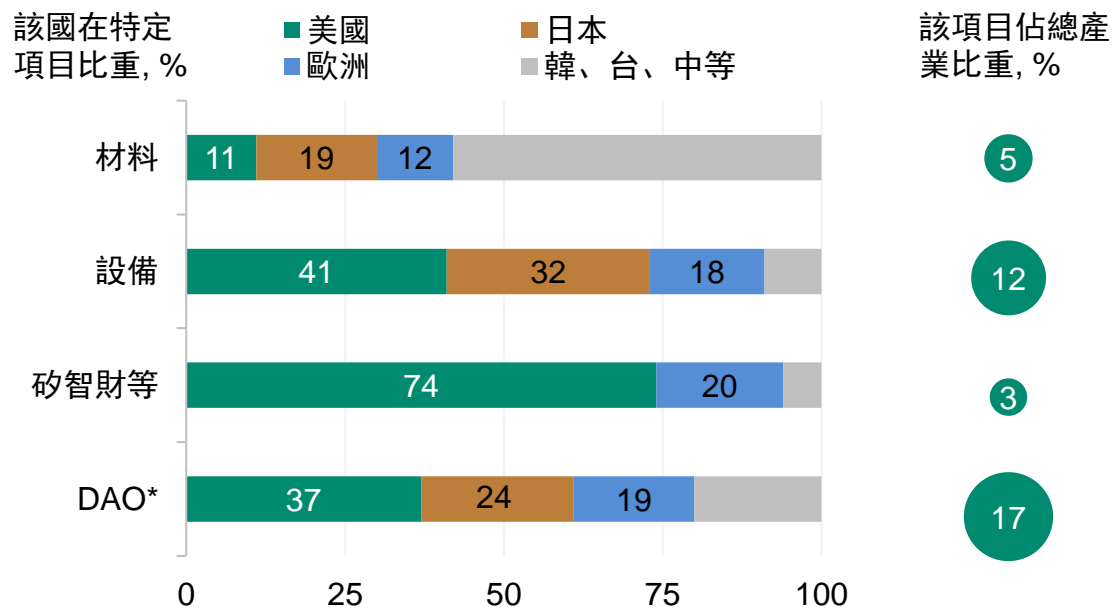


資料來源：Emissions Database for Global Atmospheric Research。

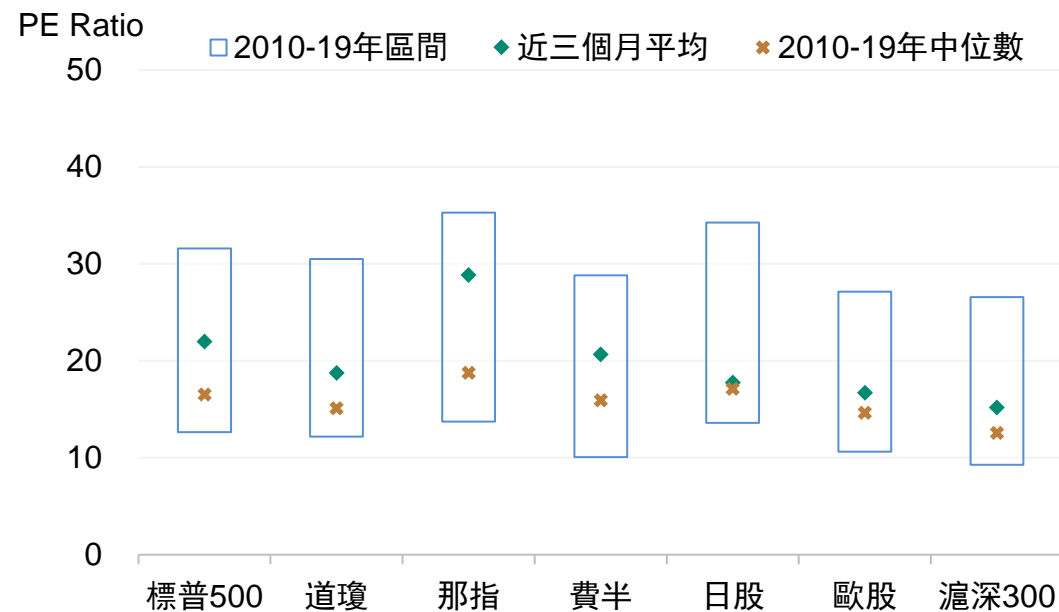
股市(4)：日、歐企業掌握關鍵技術，而股市評價卻相對較便宜

- 雖然在科技創新領域日、歐企業相對不如美、中企業佔據較多新聞標題，但實際上卻掌握產業關鍵技術或佔據特殊地位，無論在**半導體製造、電動車、電池等領域各種應用上都不可或缺**，目前最具戰略與經濟價值的半導體業即是最好的例子。
- 然，相比美股而言，日、歐股市評價相對便宜，因此在半導體產業維持長期成長態勢下，日、歐股市相對具有投資價值。

美、日、歐企業多掌握半導體產業關鍵技術



然日、歐股市評價相對較美國便宜



註：*分離式、類比、光電與感測器晶片。

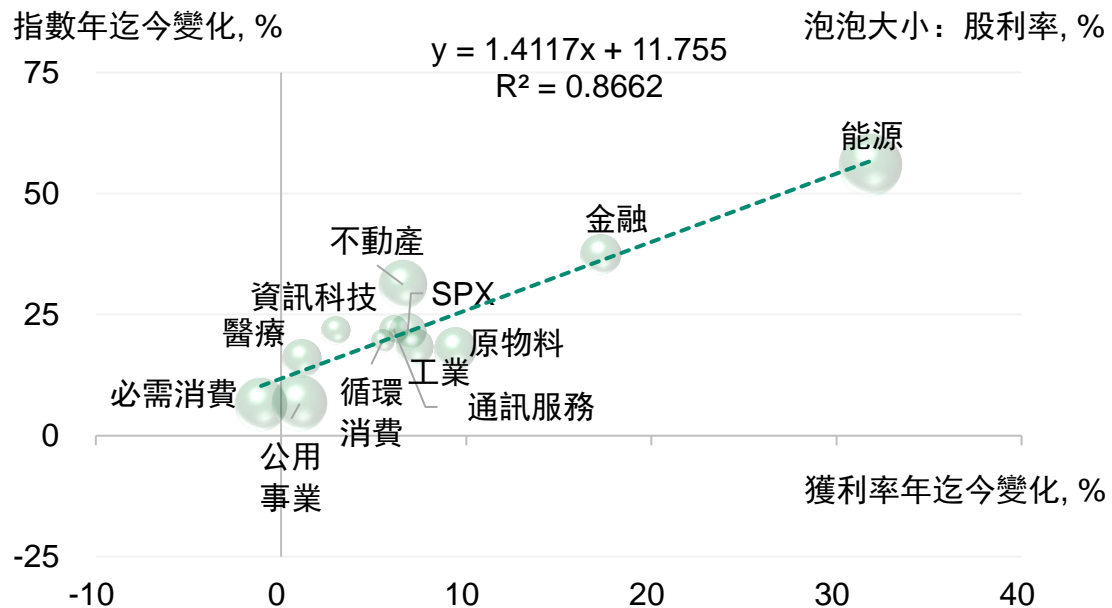
資料來源：SIA。

資料來源：Bloomberg。

股市(5)：油價帶動2021年以來「舊能源」股表現，過往投資不足將形成油氣價格的支撐

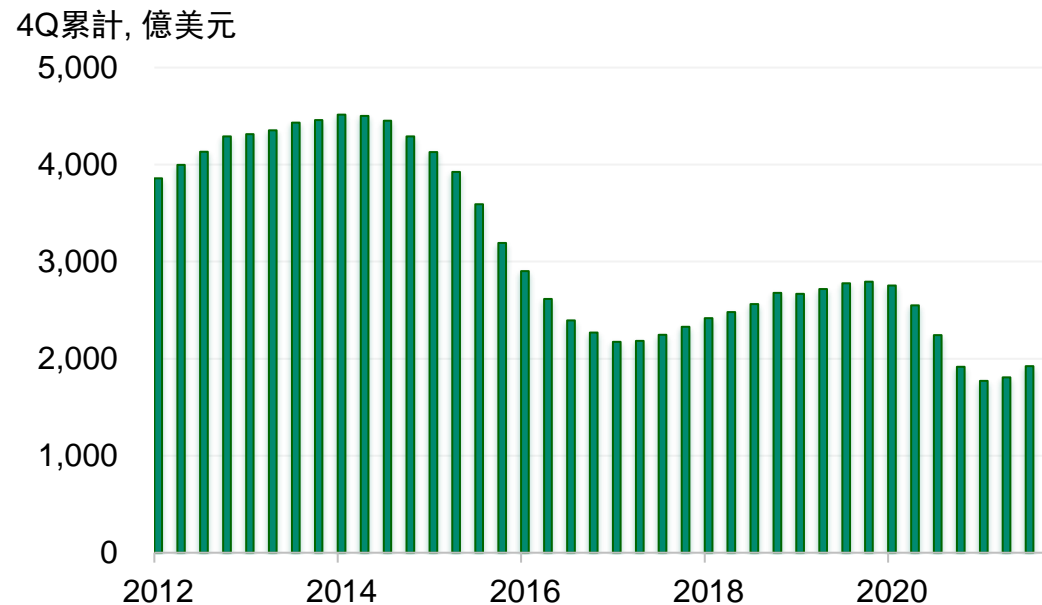
- 2021年以來，隨通膨、油價高踞，能源股確實表現出轉機股及高殖利率股的優勢，尤其在各國政府強調「綠能減碳」的政治正確下，**傳統能源商普遍減少投資**，也令2021年能源股在資本利得或股利率的表現上都相當吸引人。
- 惟須提醒能源股的景氣循環色彩濃厚，時機選擇對報酬率影響較大，因此**投資策略上進出策略仍宜保持彈性**。

通膨、油價高踞令能源股展現出轉機股及高殖利率股優勢



註：指數變化=11.755+1.412*獲利率變化, R-sqr=0.8662, 期間2020/12-2021/10。
資料來源：Bloomberg。

2014年以後油商Capex大幅下降

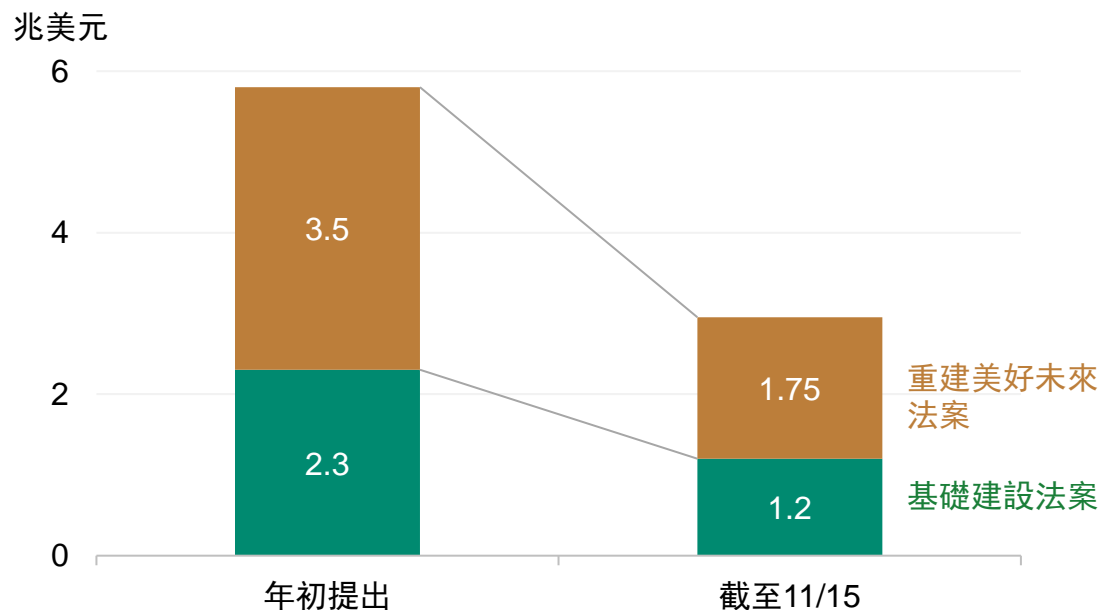


資料來源：Bloomberg。

美債(1): 債券供給不如年初預期, 而退休金等實質買盤恐添增長券買盤力道

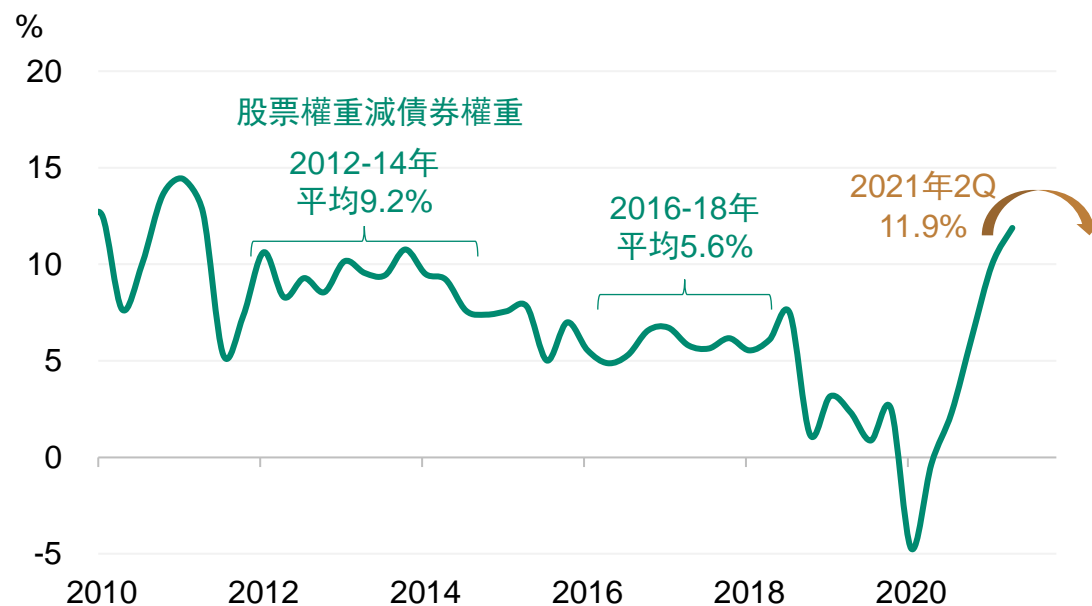
- 年初市場原預期拜登所提出的財政支出法案—基礎建設與重建美好未來法案(兩項合計接近6兆美元), 將大幅增加美國公債供給。但隨法案進入國會審查階段後, 參、眾兩院折衷結果令支出法案明顯不如年初預期的龐大, 也令市場對後續債券供給的預期有所下修。
- 另一方面, 退休金等實質買盤則將面臨股債配置調整 (rebalance)。主要因為2020-21近兩年的股市漲幅令退休金的股債配置比重明顯偏離過往平均水平, 因此, 在股債配置調整下勢必增加長天期債券買需。

拜登財政法案不如年初提案龐大, 債券供給低於年初預期



資料來源: 中央社。

退休金等實質買盤將面臨股債調整, 增添長債買需

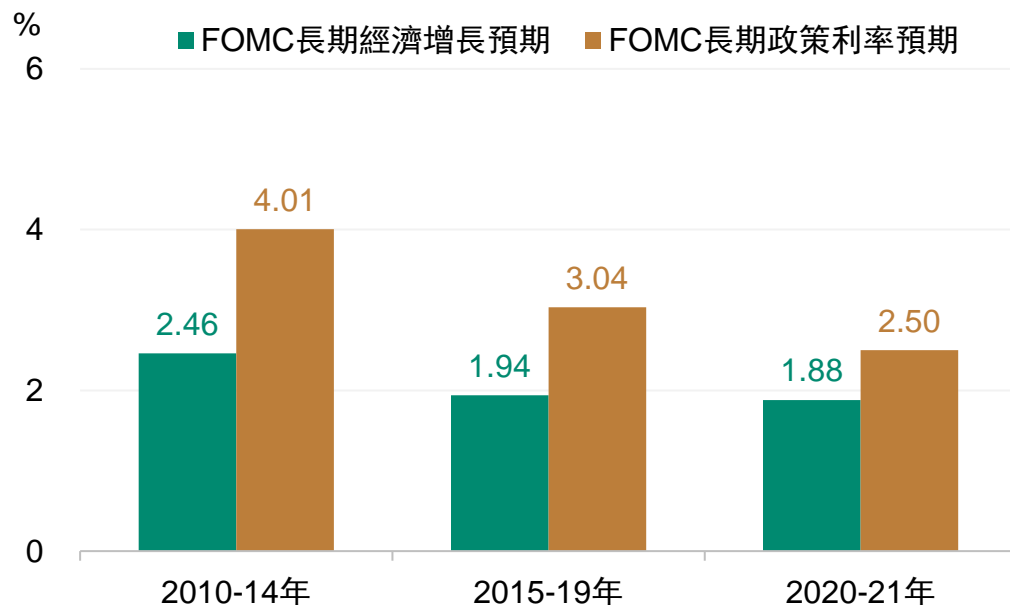


資料來源: Fed.

美債(2)：升息對長率推升效果受限，2022年長率應呈「橫盤區間」格局

- 除上述債券籌碼面恐壓抑長端殖利率外，金融風暴之後，Fed對美國的長期經濟增長預期與政策利率預期維持下降趨勢，也使得**升息對長天期殖利率推升的效果受限**，因此**2022年長天期公債殖利率應不脫大區間格局**，不至重蹈2021年初急速上揚的情況。
- 策略上，隨殖利率走升逐步布建債券部位，長期將有助於息收的提升，因此**有穩定息收需求者，與其擇時，不妨可隨利率上揚逢高分批布建**。另一方面，鑒於2022年股市輪動將加快、波動將上升，**持有信用良好的債券部位亦不啻是分散配置、降低波動的好方法**。

美國經濟增長預期與利率預期維持下降趨勢



註：上圖為三個時期均值。
資料來源：Fed。

升息推升效果受限，長債殖利率多呈現區間走勢



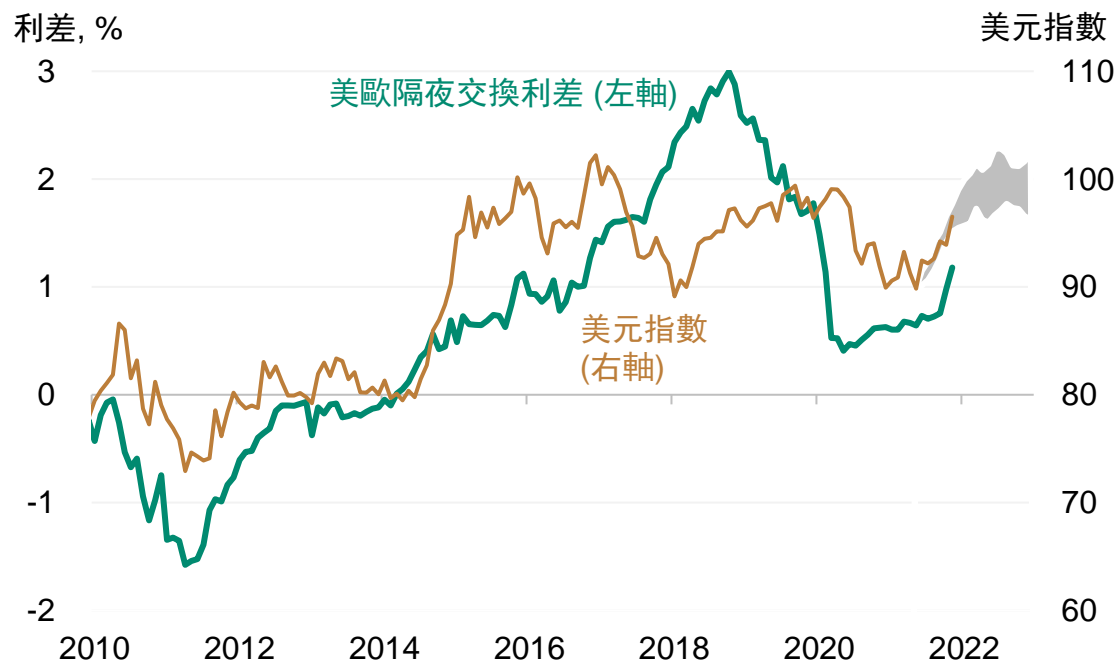
註：以2021/11為起點，比對2004-05年、2009-10年、2013-14年、2016-17年升息與縮減購債的殖利率變化經驗，陰影為可能高低區間。

資料來源：Bloomberg。

匯市(1): 央行政策步伐差異下, 美元偏升格局未變; 惟須注意美元偏升往往較不利新興市場表現

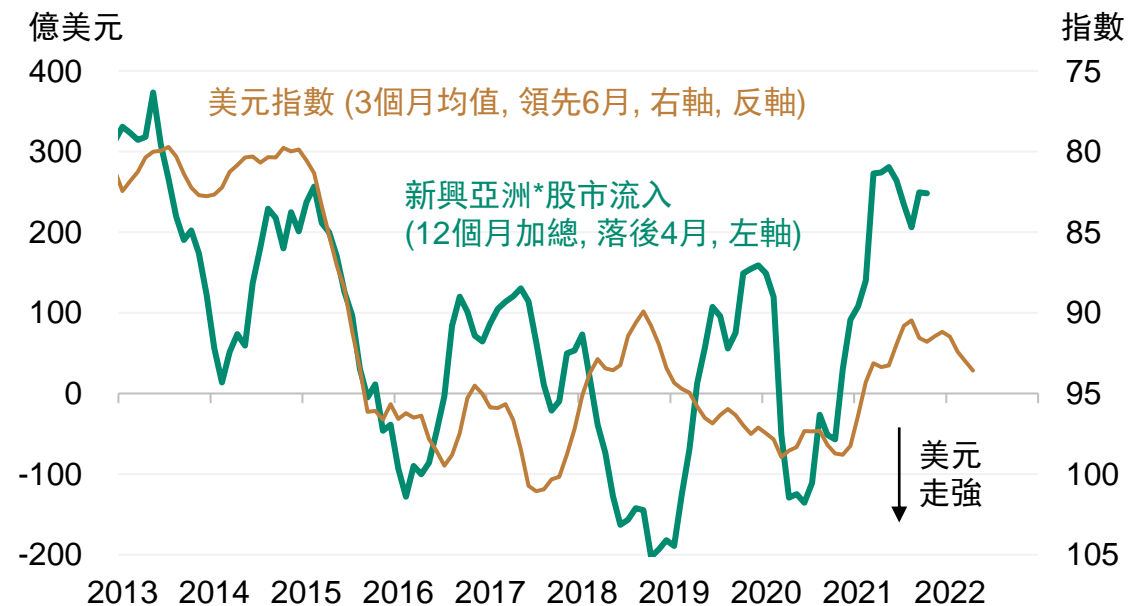
- 近期諸位Fed官員多發言齊聲支持政策趨向緊縮, 另一方面, 歐洲央行總裁拉加德則反覆重申反對收緊政策, 並表示2022年不太可能滿足升息的條件。此令美歐升息預期的路徑差異依舊, 隨2022年Fed可能升息2-3碼, 美歐短率利差將持續拉開, **將使美元仍維持長線偏升格局。**
- 惟, 依過往經驗顯示, 美元強弱往往影響資金流入新興市場的意願, 在美元長線偏升下, **後續恐較不利新興市場表現。**

美歐貨幣政策差異支持美元指數維持偏升走勢



註: 以2021/5為起點, 比對1998、2004、2010、2018年美元升值波段經驗, 陰影為可能高低區間。
資料來源: Bloomberg。

美元轉強往往影響資金流入新興市場的意願

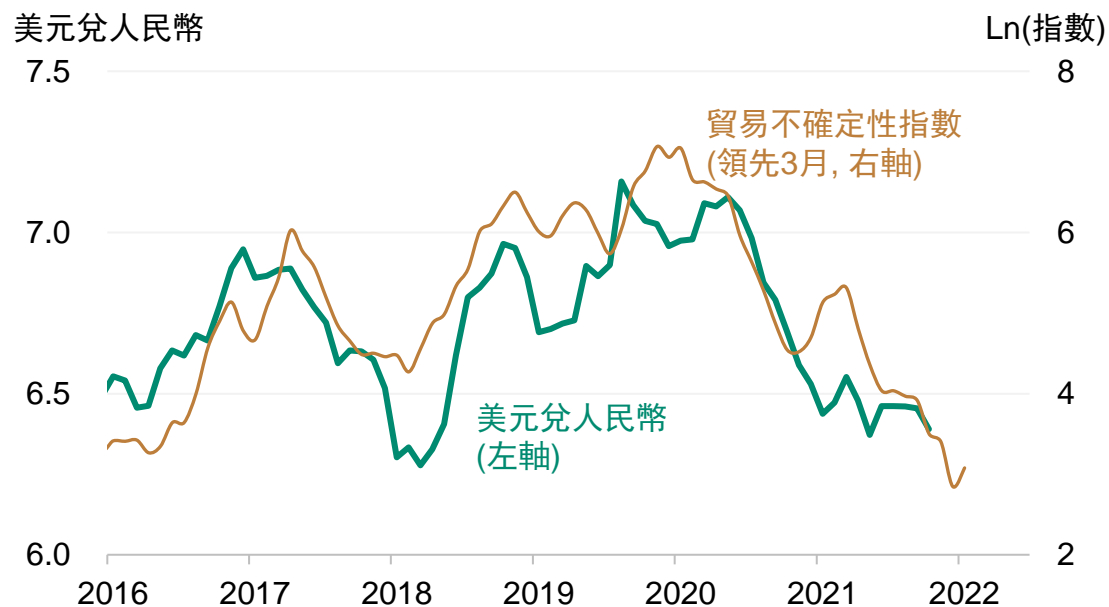


註: *新興亞洲統計菲、泰、印尼、印度。
資料來源: Bloomberg。

匯市(2)：拜習會有利人民幣匯價，加上春節效應，有助農曆年前中國人民幣匯價延續偏強態勢

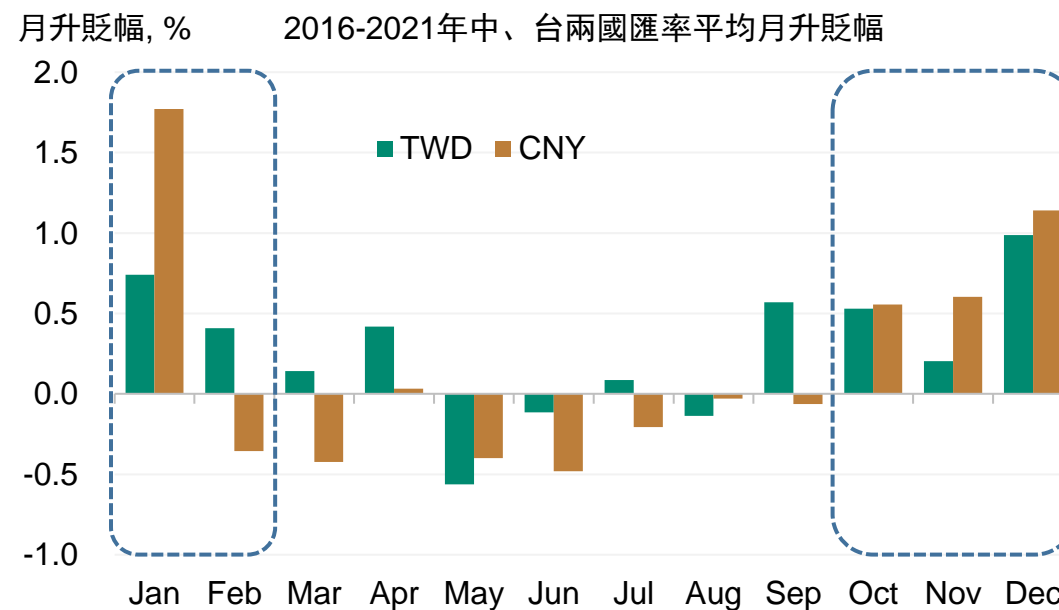
- 11月拜習會談交集雖不多但應達成界定戰場、避免競爭成衝突的作用。雙方就台海、人權、印太自由、貿易經濟、氣候疫情合作與區域安全六大領域各陳已見，其中貿易問題雖暫無結論，但**拜登就任後貿易不確定性確實延續疫情後的降溫態勢**，此亦有助維持人民幣偏強匯價，以降低輸入性通膨影響。且依過往經驗，出口商在年底電子旺季與年初春節效應，將使拋匯力道加強，應有利**農曆春節前中、台兩國匯率延續偏強震盪態勢**。
- 惟美國與中國貨幣政策差異仍存，隨明年Fed縮減購債、邁向升息，**長線而言人民幣匯價應逐漸轉弱**。

拜習會舒緩美中緊繃氣氛，助攻人民幣



資料來源：Bloomberg。

農曆春節前出口商拋匯應有助中、台匯率偏強



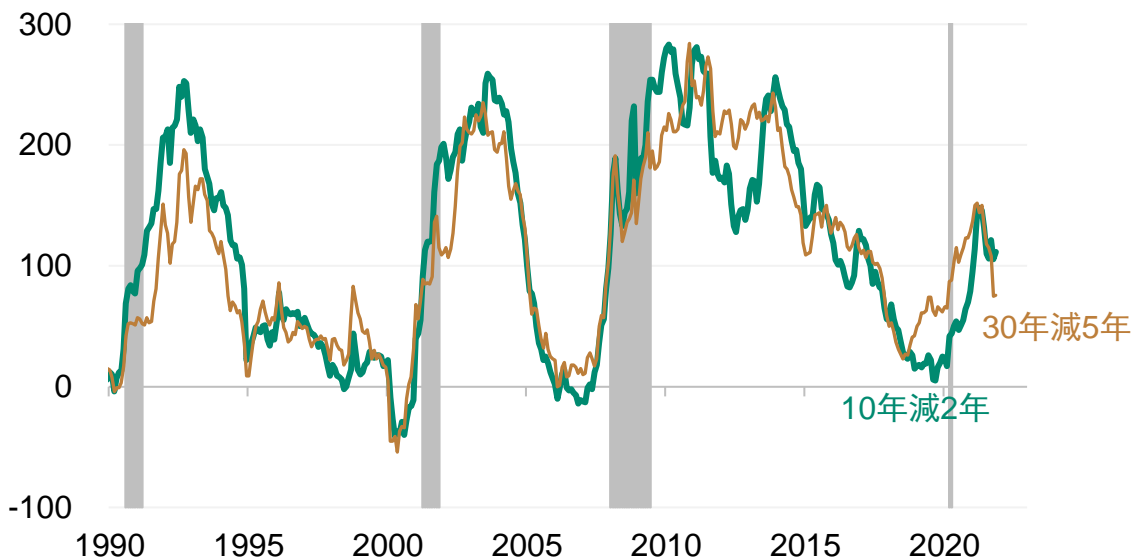
註：2021年資料截至10月。
資料來源：Bloomberg。

Risk(1): 總經方面宜注意殖利率曲線變化；產業方面則留意半導體銷售動能會否減緩

- 總經面：各央行囿於通膨高踞，被迫儘早邁向貨幣正常化，但市場明顯對央行緊縮節奏過快有所擔憂，也令近期各國長短天期殖利率集體趨平。惟目前長短利差水準離反轉距離尚遠，尚不至出現景氣末端，景氣陷入衰退的狀況。
- 產業面：觀察過往社融與半導體銷售存在約莫半年的先後週期性關係，鑒於中國2021年以來社融年比持續下行，後續半導體銷售動能恐有見頂之虞。

殖利率曲線反轉往往諭示著未來1-2年間衰退的來臨

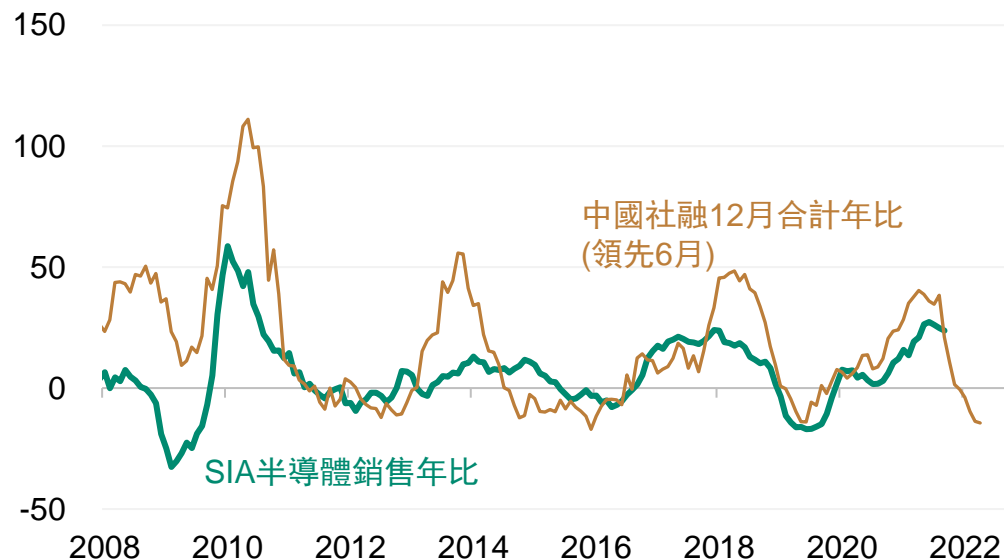
美債殖利率長短利差, bps



資料來源：Bloomberg。

半導體銷售循環可能面臨週期性調整

yoy, %



資料來源：Bloomberg。

Risk(2): 疫情變化仍具不確定性, 連帶影響運輸是否順暢, 此仍為供應鏈能否正常化之變數

- 雖然2021年以來各家生技廠商疫苗陸續出籠, 但病毒變異快速, Delta、Omicron陸續產生突破性感染的狀況, 雖然在疫苗幫助下致死率已大幅下降, 但新增染疫數增加的情況下, 仍給供應鏈莫大壓力。
- 相較疫情前, 雖然4Q因是消費旺季, 往往也是港口裝載較為繁忙的季節, 但2020-21年疫情導致的影響甚微劇烈, 2021年以來變種病毒的影響顯然令供應鏈壓力更為緊繃, 此亦令供給面導致的通膨壓力雪上加霜。

新型變種病毒導致全球新增染疫數有所變化



註: 7日平均。
資料來源: Bloomberg。

港口貨櫃裝箱的等待時間也持續受到疫情影響



資料來源: Pacific Merchant Shipping Association。

Event Calendar for 2022

區域		1Q	2Q	3Q	4Q
成熟市場	美國	1/26 FOMC、3/16 FOMC 2月 Fed主席換屆	5/4 FOMC、6/15 FOMC	7/27 FOMC、9/21 FOMC	11/2 FOMC、12/14 FOMC 11月 期中選舉
	歐元區	2/3 ECB、3/10 ECB 1月 義大利總統大選	4/14 ECB、6/9 ECB 4/10、4/24 法國總統選舉	7/21 ECB、9/8 ECB	10/27 ECB、12/15 ECB 10月 歐盟預算
	其他成熟		5月 北愛爾蘭議會選舉、 澳洲國會大選	7月 日本參議院大選	
新興市場	中國	1月 第一階段貿易協議到期 2月 北京冬奧、3月 兩會	4月 中央政治局會議	7月 中央政治局會議 8月 2Q能耗雙控報告	10月 中央政治局會議 11月 中共20大換屆、 3Q能耗雙控報告
	台灣	3月 CBC會議	6月 CBC會議	9月 CBC會議	12月 CBC會議、 縣市長大選
	其他新興	2月 哥斯達黎加大選(1 st) 3月 韓國總統大選 哥倫比亞國會大選(1 st)	4月 哥斯達黎加大選(2 nd) 5月 哥倫比亞大選(1 st) 6月 哥倫比亞大選(2 nd)		10月 巴西總統與國會大選

資料來源：國泰世華銀行投研團隊彙整。

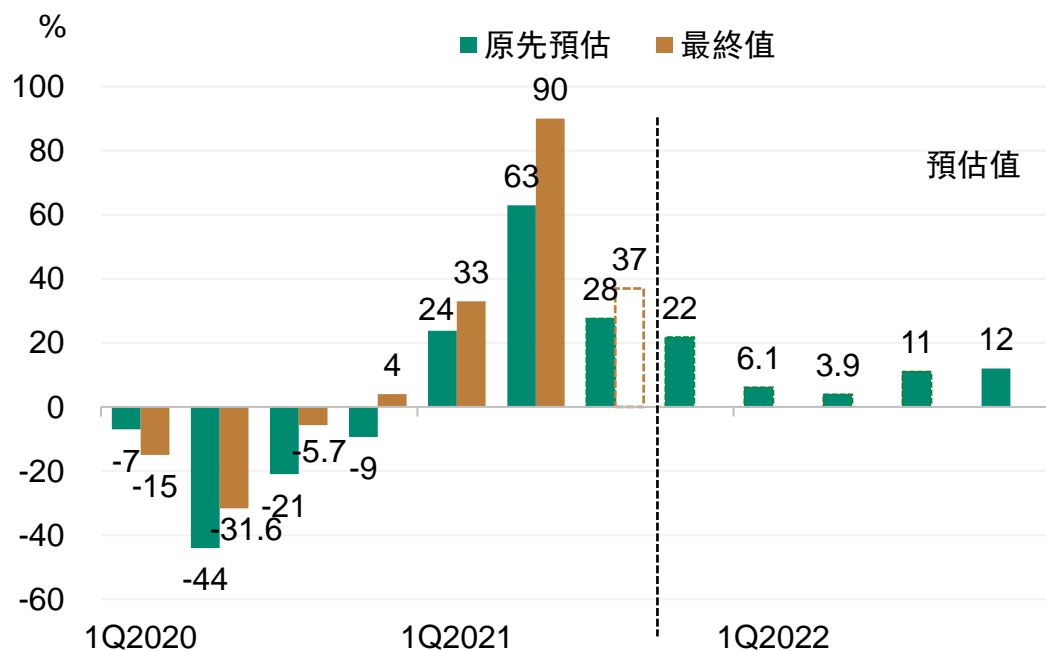
個別資產



美股 | 企業獲利放緩與升息, 構成美股擾動

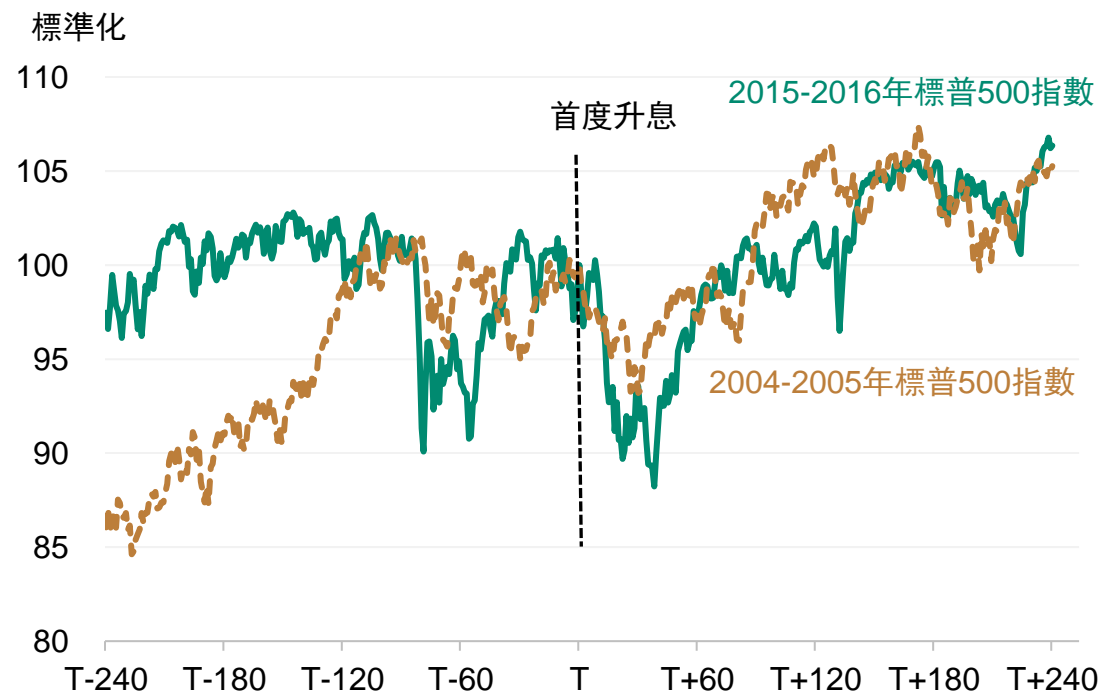
- 2021年標普500企業獲利成長高達45%，主因為基期偏低所致，展望2022年，隨疫苗普及與經濟正常化影響，研判美國企業獲利增速將趨緩，尤其疫情仍無法完全控制，獲利增長預估僅10%。
- 隨經濟正常化，聯準會貨幣正常化成為可以預期的方向，從過去的經驗來看，升息前後，市場擔憂資金成本將上升，股市波動壓力明顯提高，但研判不改目前股市多頭格局。

企業獲利增速有於2022年下半年改善



資料來源: Bloomberg, Factset預估。

升息前後, 股市偏波動



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

美股 | 股市仍有高點可期，但側重高毛利類股

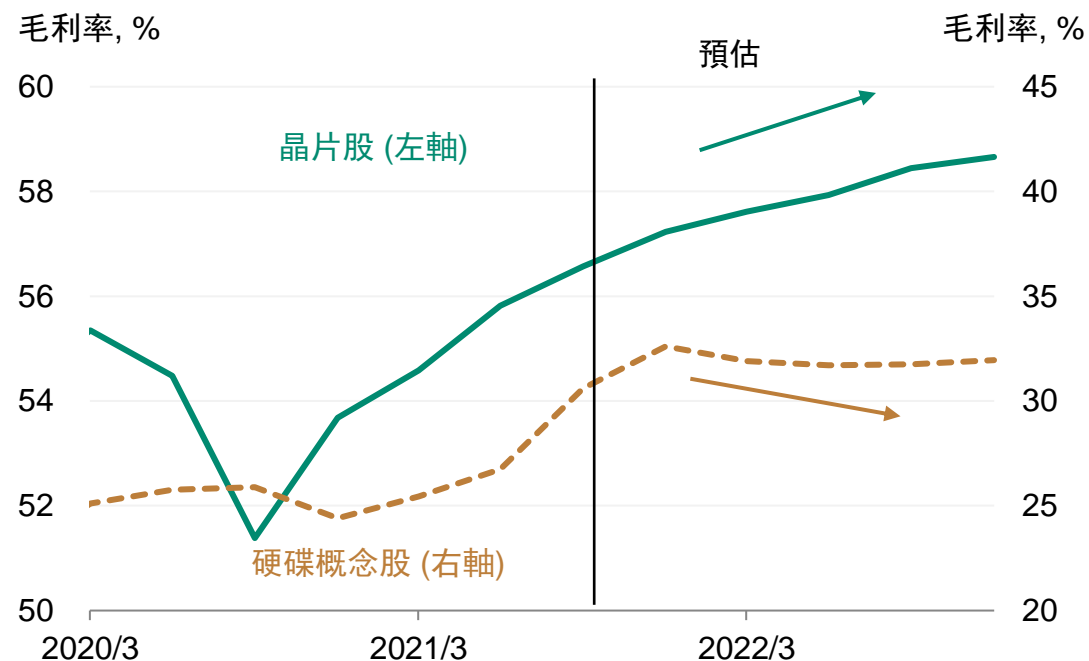
- 2022年每股EPS成長幅度較2021年下滑，預估仍有10%，因疫苗普及與刺激法案的通過。另一方面，利率緩升環境，本益比將有所下降，從21-22倍降至19-21倍，使2022年的股市表現稍緩。
- 就股市亮點而言，5G、電動車、潔淨能源等族群，為長線題材，但側重高毛利公司，因成本上升將侵蝕低毛利公司的獲利。就短期而言，通膨揚升使金融、能源、不動產具有題材，可相互搭配布建。

2022年美股仍有高點可期

2022年 盈餘成長率(%)	本益比 19-21		2023年盈餘成長率(%)	
	5	10	15	20
5	4200-4650	4400-4850	4600-5050	4800-5300
10	4400-4850	4600-5100	4800-5300	5000-5550
15	4600-5100	4800-5300	5000-5550	5250-5800
20	4800-5300	5000-5550	5000-5800	5500-6050

註：2022年標普500指數區間以2021年每股EPS 200美元為基礎，然後再乘以盈餘成長率與本益比。
資料來源：Bloomberg, Factset, 國泰世華銀行投研團隊預估。

側重高毛利與技術領先類股



資料來源：Bloomberg。

日、歐股 | 在涅貴不緇，曖曖內含光

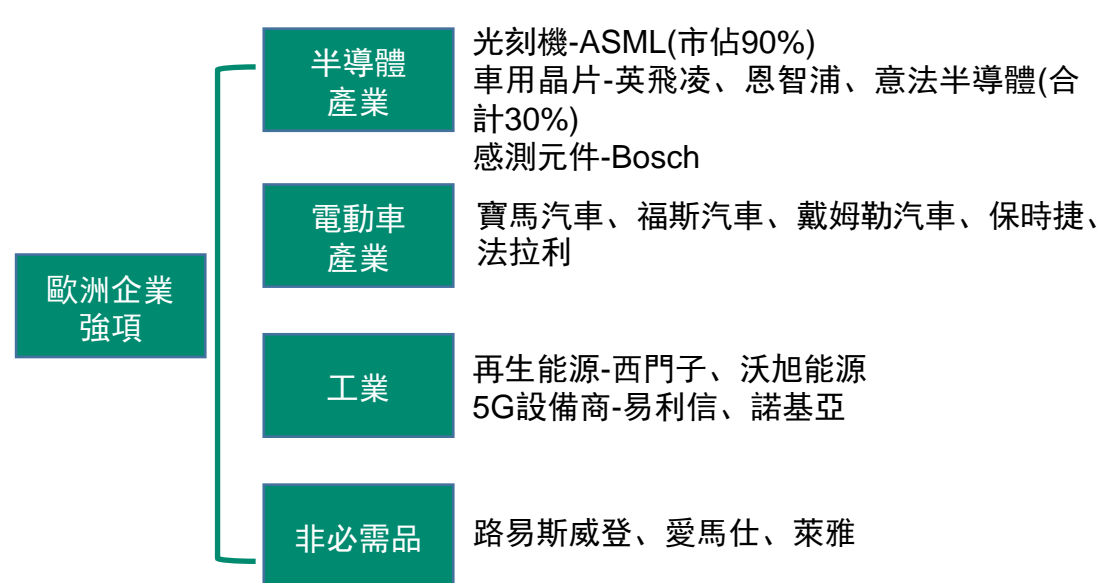
- 中美科技角力與疫情衝擊影響，加深投資人對科技重新的重視，包括半導體、電動車等，其中，日本在科技領域上也佔有一席之地，包括矽晶圓、**特用化學、先進設備等**。另外，日圓後續偏貶下，亦利好日股。
- 歐洲科技實力亦不容小覷，尤其是ASML的光刻機，在半導體生產上不可或缺的設備，其市佔獨佔90%。**展望未來，全球復甦格局不變，同時歐洲也推行寬鬆貨幣與財政政策，有助歐股價值逐步回升。**

科技創新，日本掌握關鍵技術



資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

歐洲科技實力不容小覷

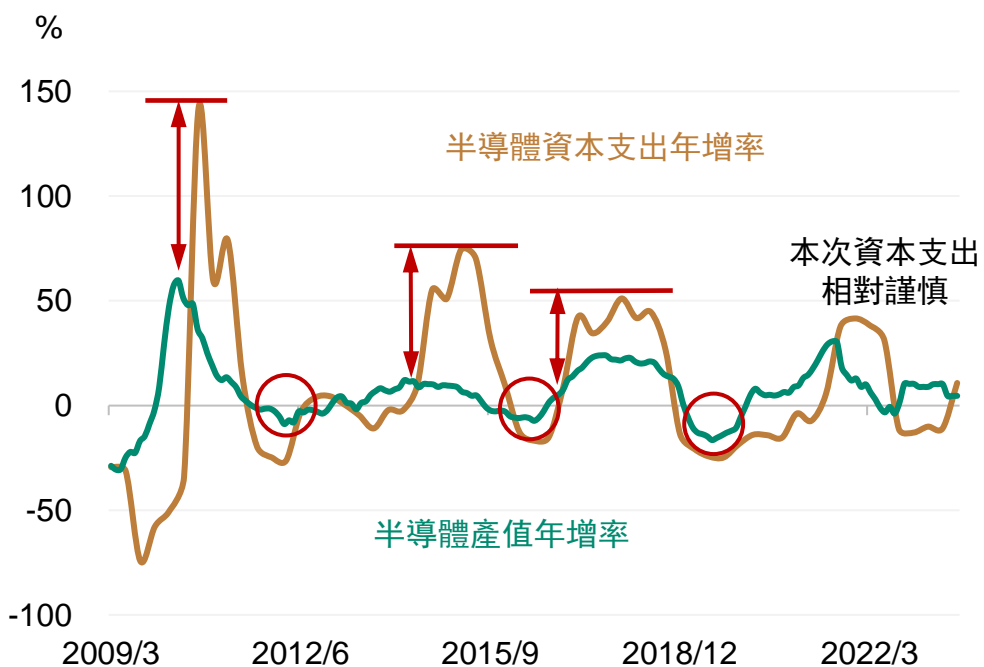


資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

科技 | 半導體多頭循環延續, 高速運算、5G帶動產業成長

- 在美中競爭關係持續、全球政治及疫情不確定性高、供應鏈分散布局等趨勢下, 半導體成為各國重點布局的戰略產業, 重要性大幅提高。
- 過去半導體廠商在產業高點大舉增加資本支出, 往往導致供過於求以及半導體產業向下循環, 甚至出現衰退的情況, 而本波半導體資本支出雖已連兩年創新高, 但由於廠商擴充產能相對節制, 且來自高速運算、5G、穿戴裝置及電動車的需求大幅成長, 終端需求增幅大於資本支出的增幅, 預估將不會造成供給過剩的問題, 多頭循環仍可望延續。

資本支出增幅明顯超過產值往往帶來衰退



資料來源: Bloomberg。

高速運算、電動車、5G手機帶動半導體成長

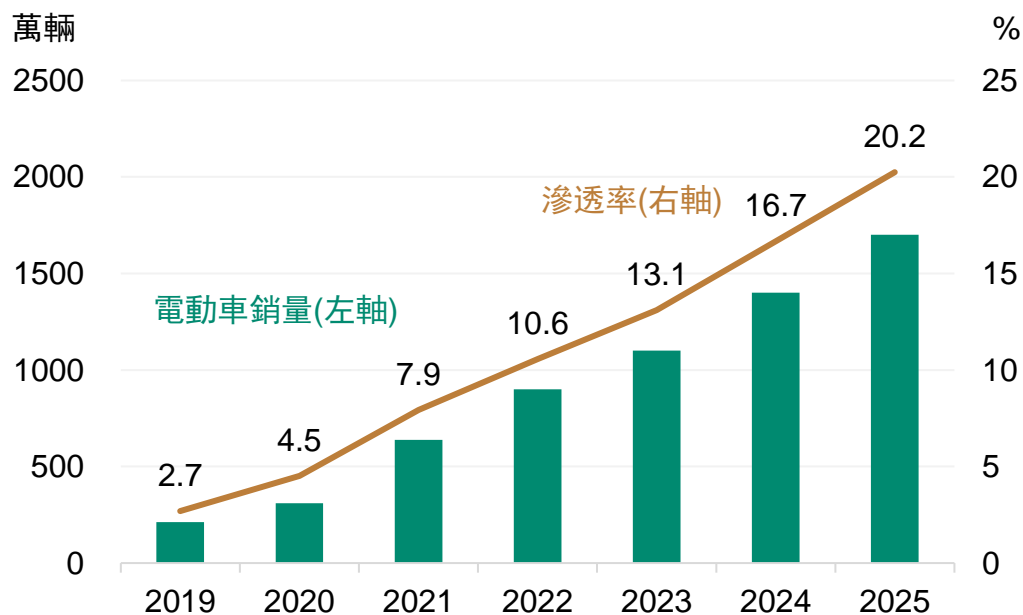
產品	2019 (億美元)	2024(F) (億美元)	CAGR(%)
伺服器、數據中心和儲存	610	1020	10.6
汽車	410	650	9.5
手機	1060	1550	7.9
工業電子	490	710	7.8
消費類電子產品	420	610	7.7
有線和無線基礎設施	340	450	5.5
電腦	860	990	2.8
Total	4190	5980	7.4

資料來源: ASML。

科技 | 電動車替代趨勢已現；低軌道衛星造就下一個「十億美元」商機

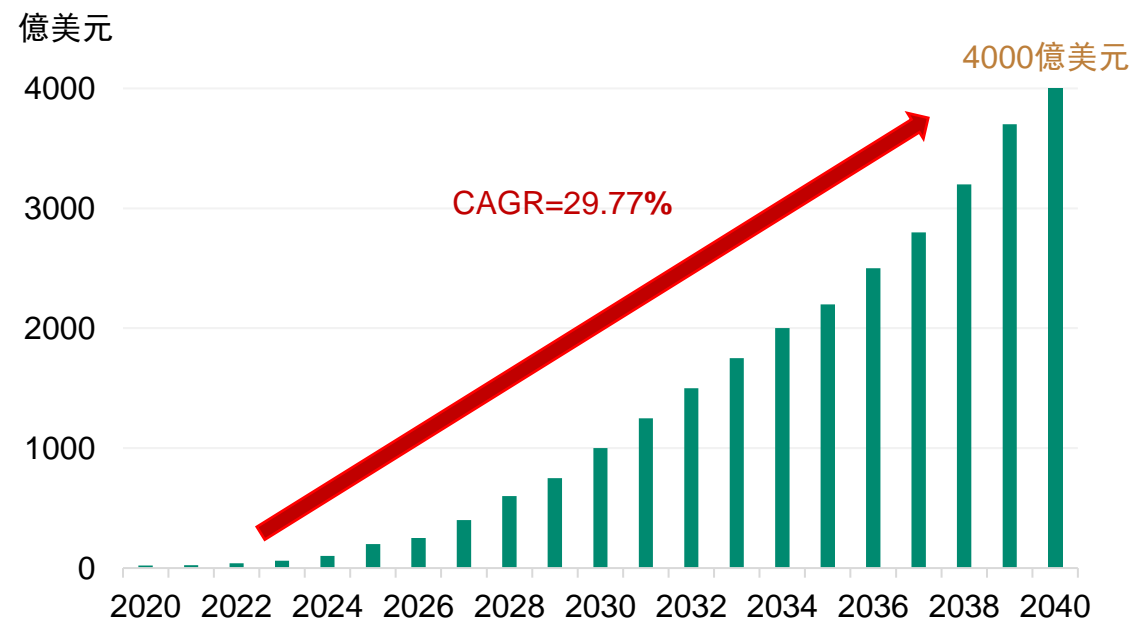
- 美國擴大電動車購車補貼，稅負減免由7500美元最高增至1.25萬美元，拜登總統簽署行政令，2030年5成新車將是電動車款，歐洲也公告禁售燃油車時間表，**政策推動、電池成本降低和基礎設施普及使得電動車成長趨勢更加明顯，預估2022年電動車將佔汽車銷量10.6%達900萬輛，年增率40.8%。**
- 衛星依軌道高度可分為地球同步軌道、中軌道及低軌道衛星三種。在AI、物聯網時代，低軌道衛星能滿足傳輸時間短、延遲時間少的要求，也能突破地形限制不論山區、海洋都能獲得網路服務，覆蓋全球需部署的衛星高達數千顆，在發射火箭及衛星製造成本降低下，產業將迎來大幅成長。

成本降低及政策推動引爆電動車大趨勢



資料來源：高盛, Bloomberg。

低軌道衛星將迎來大幅成長



資料來源：摩根士丹利。

台灣 | 2022年展望仍佳, 聚焦半導體、電動車受惠產業

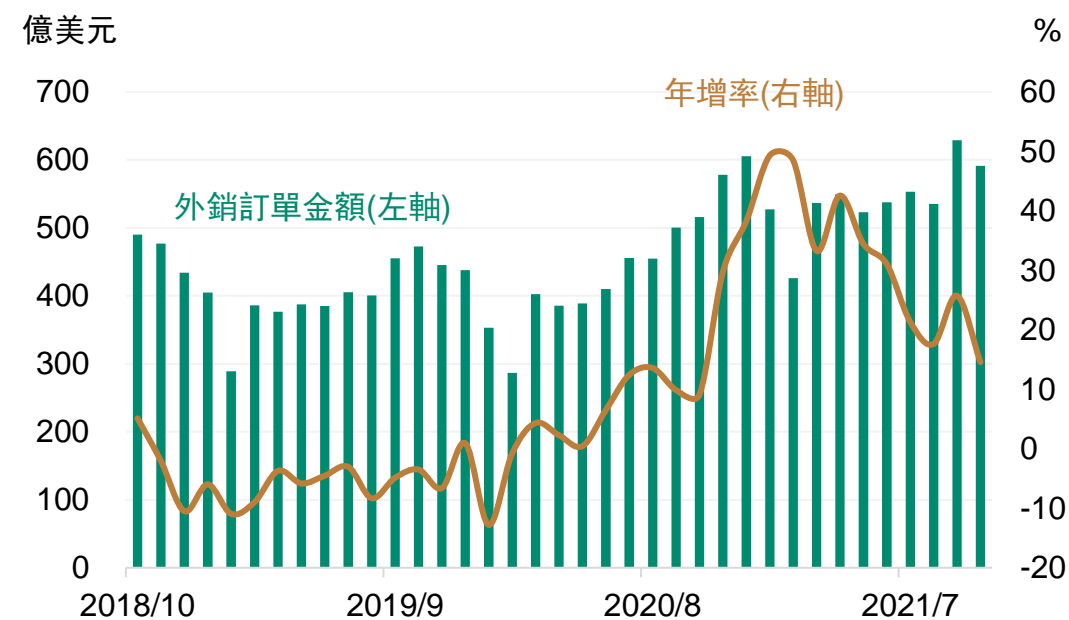
- 台灣2021年雖因疫情擴散影響內需, 不過在外貿出口方面, 受惠於主要經濟體陸續重啟經濟活動, 美、中、歐等經濟相繼復甦甚至進入擴張, 帶動商品需求進而推升台灣出口表現, 且全球貨幣寬鬆環境也有利投資市場表現。
- 展望2022年, 由於疫苗覆蓋率提高, 疫情影響逐漸淡化, 加上國內疫情已受控制, 內需服務業業績可望恢復成長, 不過經貿成長率在基期偏高之下將放緩, 貨幣政策轉向也可能帶來不確定性。但由於全球供應仍偏緊, 有利接單量及毛利率, 加上半導體、電動車需求成長, 可望帶動台股持續攀高。

台灣經濟展望仍佳, 惟成長率放緩

預估機構	2021	2022(F)
台經院	6.1	4.1
主計總處	6.0	3.7
元大寶華	6.0	3.2
中經院	5.8	3.6
中央銀行	5.8	3.5
台綜院	5.1	-
中研院	5.1	-

資料來源: 各機構預估, 國泰世華銀行投研團隊彙整。

原材料、資通訊及航運接單暢旺, 外銷訂單動能仍強

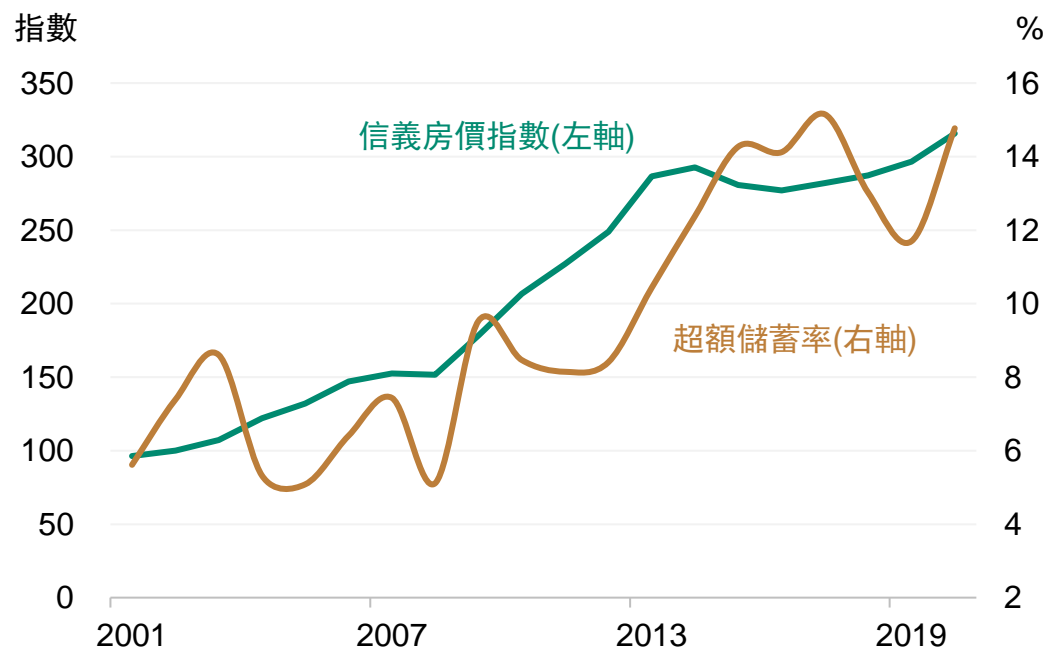


資料來源: Bloomberg。

台灣房市 | Fed預計2022年中結束購債, 房價可能由急漲轉為整理

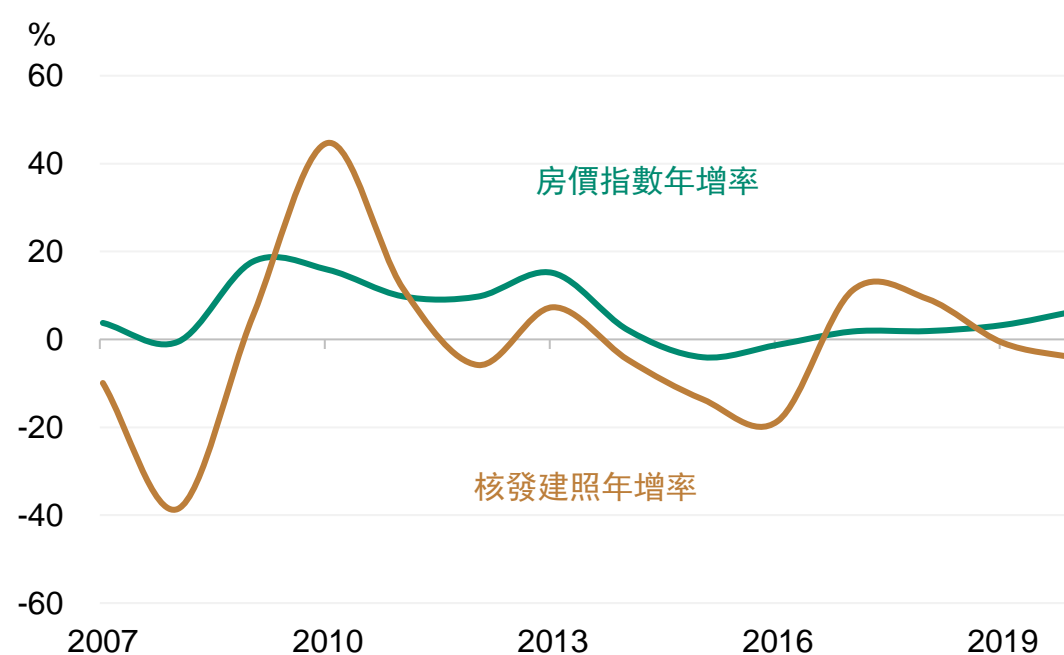
- 寬鬆的貨幣環境支撐房價上漲, 另一方面台灣的超額儲蓄率節節攀升, 也是推升房價上漲的一大力量, 2020年台灣整體超額儲蓄達到3兆新台幣, 在儲蓄率偏高, 而投入實體投資相對有限的情況下, 最終錢又流往房地產市場, 進而推升房價。
- 受到新冠疫情影響, Fed自2020年再度啟動QE購債, 而本波QE將於2022年中結束購債, 在**預期資金退潮之下, 房價也可能由急漲轉為修正**, 由於相較於前次房市大多頭(2008~2014), 這波建商大量搶建的情形並不明顯, 預估房價即使進入修正, 下跌空間也不大。

台灣超額儲蓄率節節攀升, 資金推升房市



資料來源: 中央銀行, Bloomberg。

房市供給增加有限, 預估房價修正空間不大

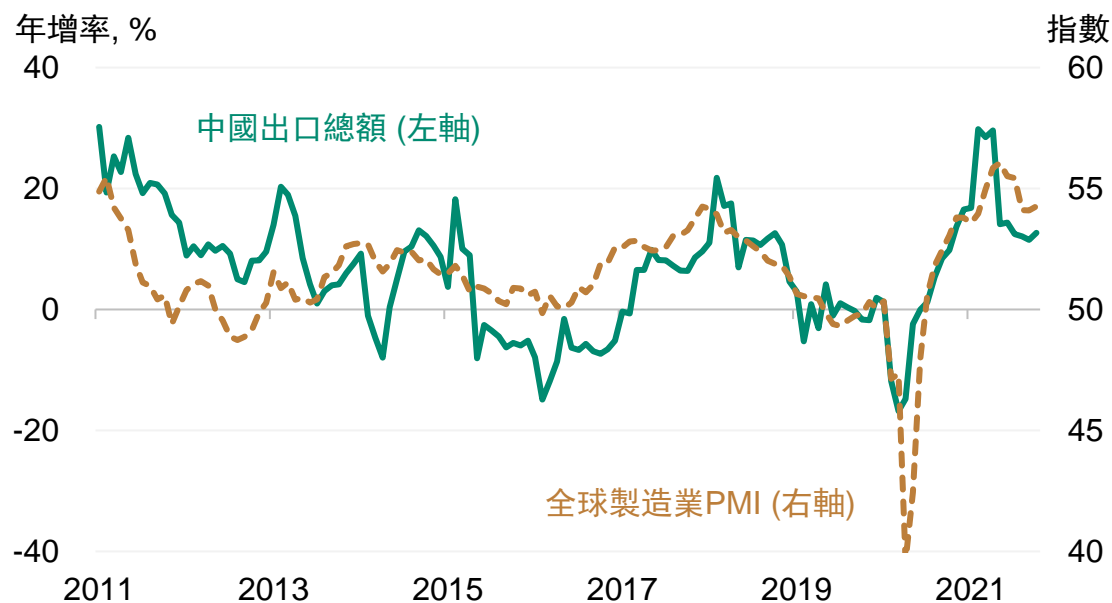


資料來源: 內政部。

中國 | 內外需求疲弱，景氣循環持續處於收縮區間

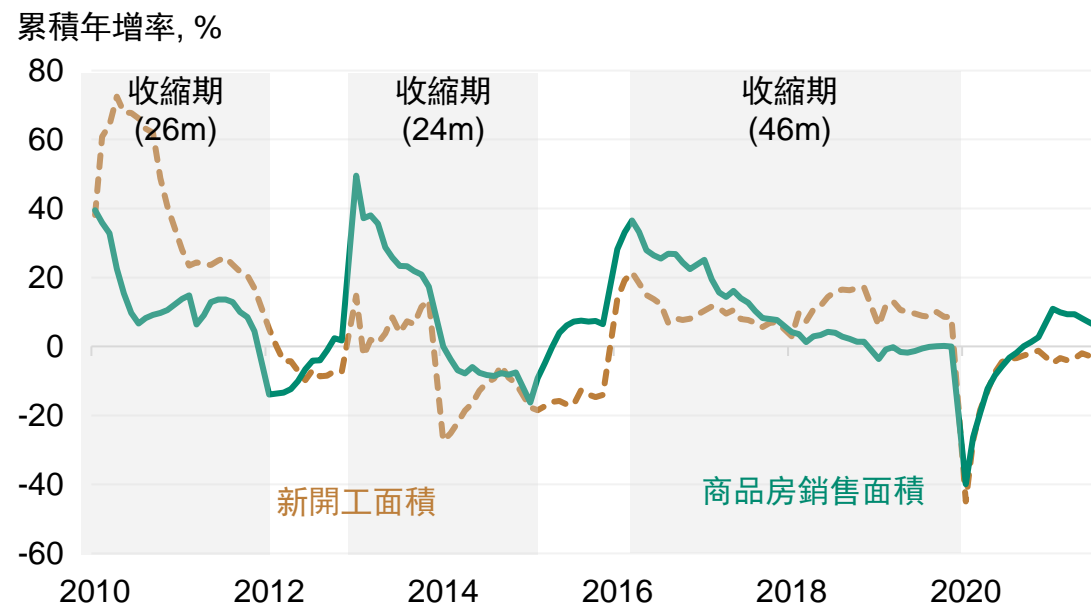
- 2021年中國經濟因疫情反覆、供給面衝擊、房地產緊縮三大要素影響，經濟增速於3Q開始急劇下滑，受惠美歐復甦的出口成為唯一亮點。展望2022年，美國穩健的需求與貿易關係有望改善，出口將獲得一定支撐，但是全球經濟放緩的態勢之下，增速將難保2021年般強勁，而回落至個位數5%左右增速。
- 內需方面，隨疫情好轉，消費水準預期溫和修復至略低於疫情前增速。而房地產仍是2022年經濟最大風險因素，“房住不炒”的政策基調不會轉變，儘管購屋與房企貸款方面可能有小幅放鬆，產業仍然是處於收縮期間。內外需求疲弱，研判全年GDP成長率較2021年進一步走弱，從2021年8%左右下滑至5%。

出口增速將隨開發國家景氣而逐步放緩



註：中國出口年增率取3個月移動平均值。
資料來源：Bloomberg。

中國房地產步入新一輪收縮循環

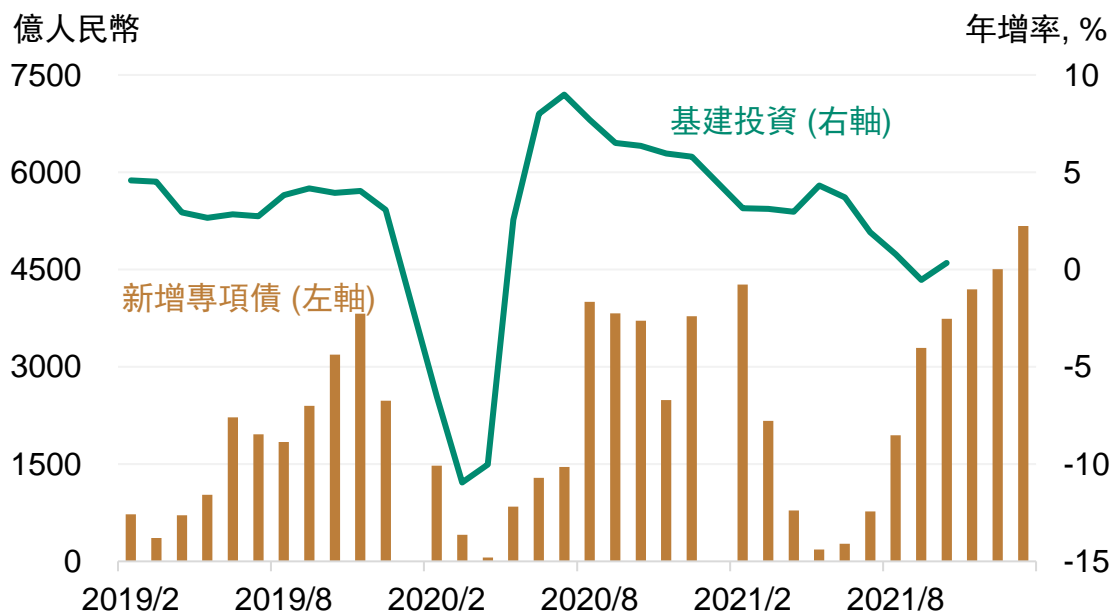


資料來源：Wind。

中國 | 政策支持信貸脈衝止穩, 2022年3Q前展現波段行情

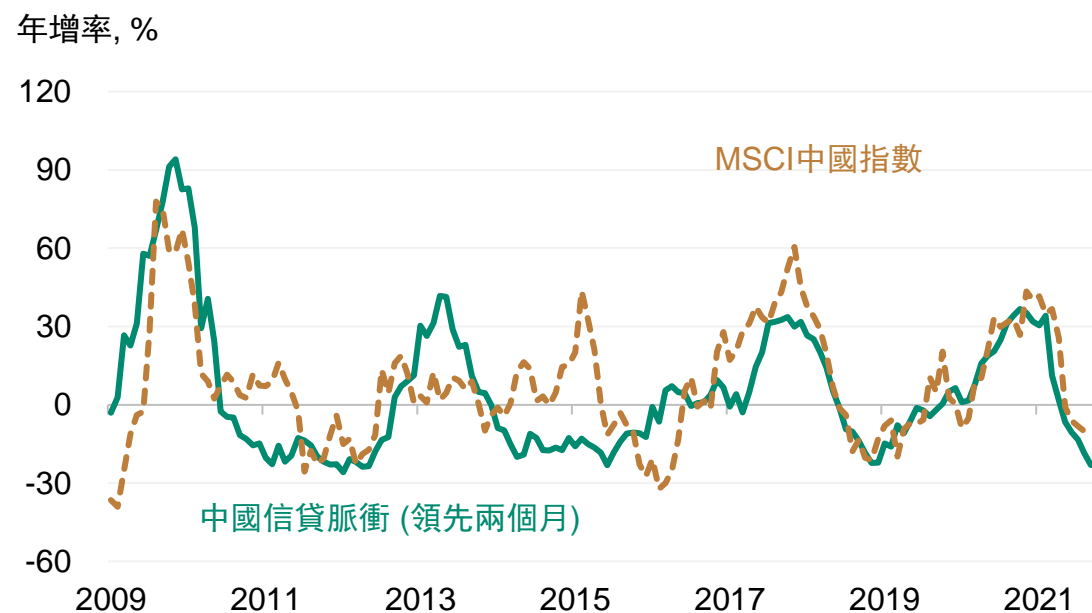
- 2022年景氣面臨逆風, 且屆臨**20大換屆**, **穩增長將是經濟首要訴求, 政策面的支持必不可缺**。預期將以財政為主、貨幣為輔的形式, 2021年發行進度滯後的專項債發行量與公共收入, 將加重2022年財政力道; 貨幣政策方面, 降準的可能性高過降息, 並且預期加強結構性的貨幣政策, 整體環境偏向寬鬆。
- 政策支持的市場共識逐漸明朗, 對經濟疲弱的擔憂將逐漸被寬鬆蓋過。觀察過往信貸週期變化, 中國信貸脈衝落底後, 約莫2至3季將迎來經濟改善, 製造業PMI向上, 而股市表現更領先於實體經濟, 預期2022年1Q政策陸續公布, 社融與信貸脈衝迎來轉折, **股市在上半年展現波段上漲行情**。

財政政策為2022年上半年主要施力重心



註: 新增專項債取3個月移動平均, 並領先前移3個月。基建投資為3個月移動平均。
資料來源: Wind、國泰世華銀行投研團隊整理。

信貸脈衝預期於2022年1Q落底, 將有利陸股止穩反彈

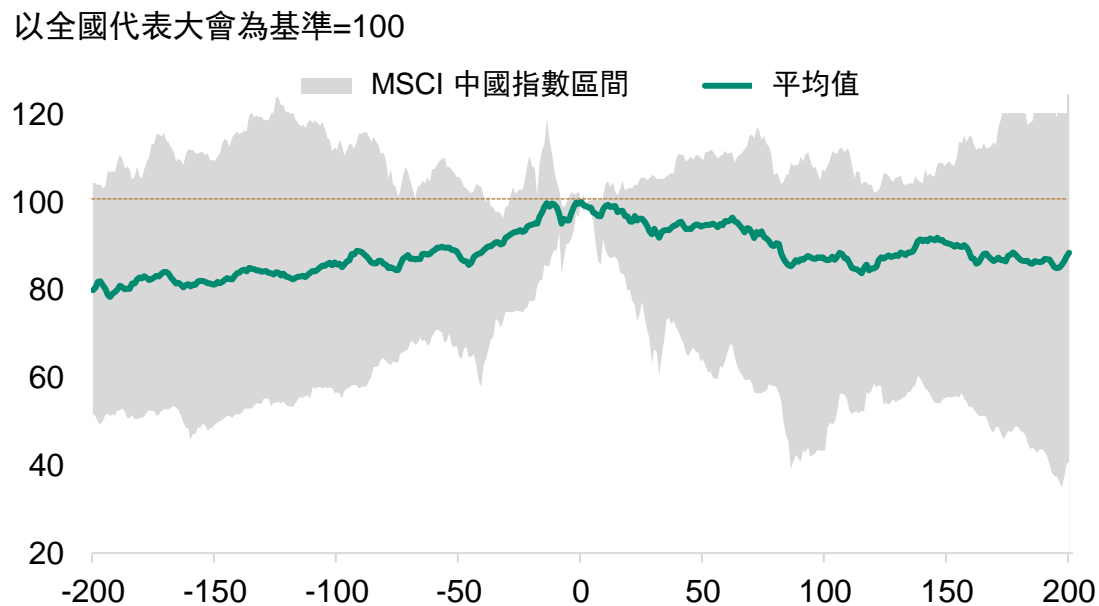


註: 信貸脈衝計算方式=(近12個月新增社會融資)/(近4季名目GDP加總), 再取年增率。
資料來源: Wind、Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

中國 | 國內外政治局勢有助改善市場情緒，將推升本益比緩步走揚

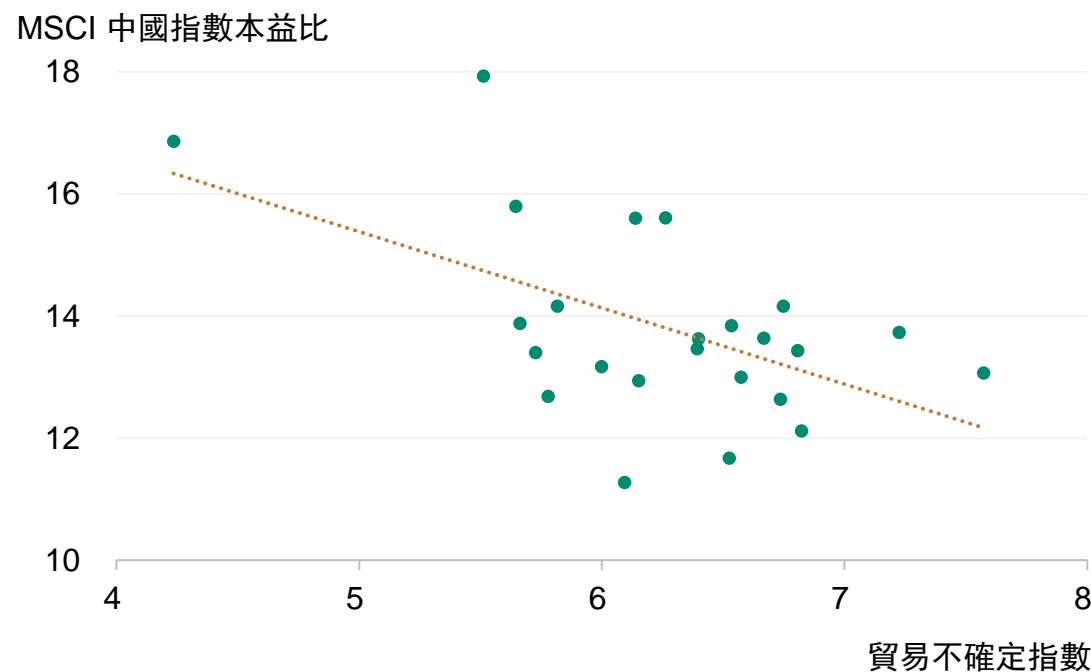
- 2022年除了可能是信用循環的轉折之外，中國內部政治上則是共產黨的第20次全國黨代表大會，總書記習近平即將邁入第三任期，對於人事、經濟著重平穩順暢。觀察1997年15大至今的5次全國黨代表大會前指數表現，股市多為偏升走勢，政治局勢穩健可望成為市場助力。
- 中美外交近期也展露曙光，拜習視訊會談雖尚未對貿易協議有具體決議，但兩國氛圍較川普執政時期已有顯著改善，後續兩國之間的貿易關稅若有調降，將可提振陸股市場情緒。

近年中國共產黨全國代表大會前後股市表現



註：資料區間為十五大至十九大，共五次資料彙整。
資料來源：Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

美中外貿關係改善有助提振市場氛圍



註：資料取2018/1至2019/12共24個月份資料。
資料來源：Bloomberg。

中國 | 隨政策監管不確定性降低, 國企股因具有低本益比評價優勢, 應有較大上漲空間

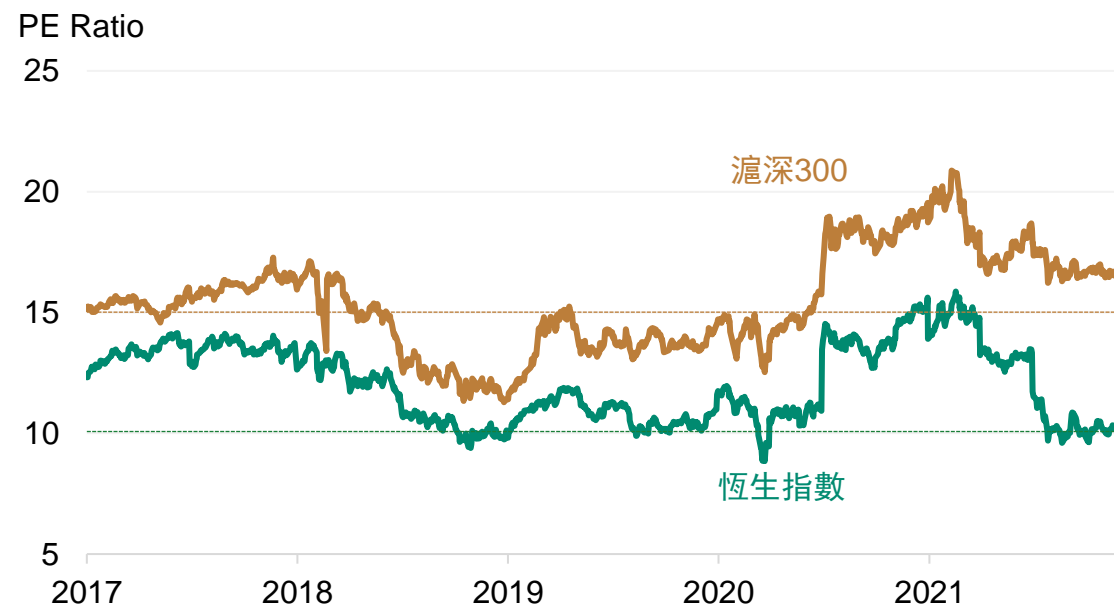
- 2022年經濟增長速度偏弱, 企業獲利表現也會受到抑制, 儘管政策面將陸續放鬆, 但實體經濟的復甦需2至3季時間發酵, 股市行情著眼於本益比的提升。相對A股2021年表現相對穩健, 港股受到監管衝擊更為直接, 本益比的下調幅度也大過A股。然, 隨政策不確定性降低, 評價面優勢有望逐步浮現。
- 總結來說, 2022年景氣疲軟的總體環境下, 市場可能因政策支持而出現波段行情。但後續有三大風險須關注: 1) 通膨加重全球經濟環境放緩速度 2) 中國地產信用風險失控 3) 政策監管加重, 更多行業遭遇打壓。

2022年MSCI中國指數預估

		2022年EPS成長率(%) (以2021年EPS預估值6.15計算)				
		8	10	12	14	16
2022年 PE ratio	13	86	88	90	91	93
	14	93	95	96	98	100
	15	100	101	103	105	107
	16	106	108	110	112	114
	17	113	115	117	119	121

註: 2021年MSCI中國指數EPS預估值為彭博統計市場中位數6.15。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

恆生指數與滬深300近5年本益比走勢

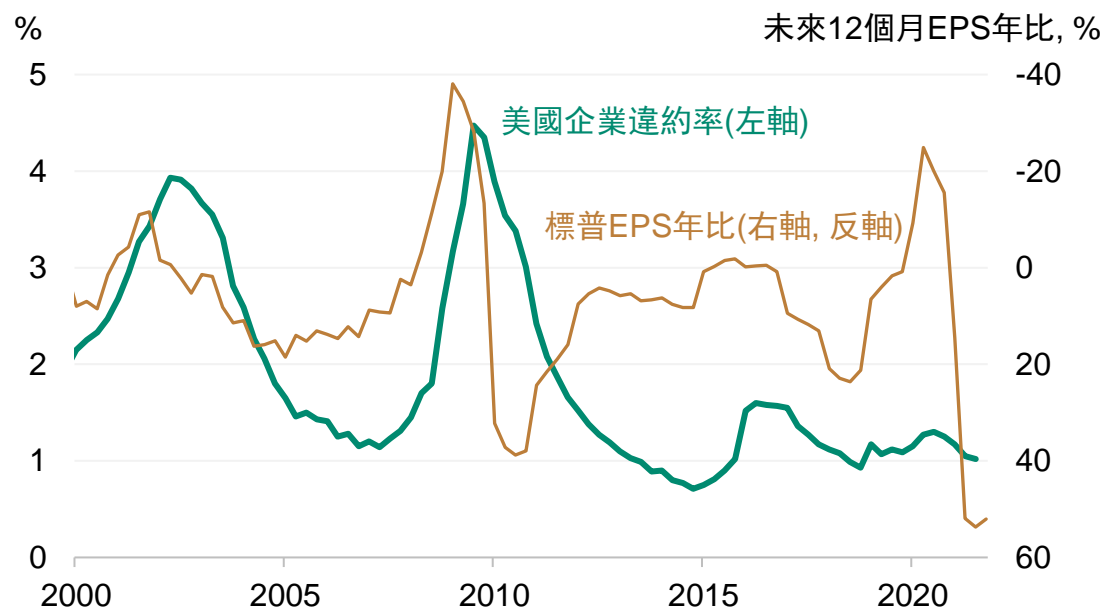


註: 虛線表示恆生指數與滬深300指數5年本益比平均值。
資料來源: Bloomberg。

信用債 | 升息時景氣普遍良好, 有助違約率維持低檔, 布局可隨利率逢高鎖利

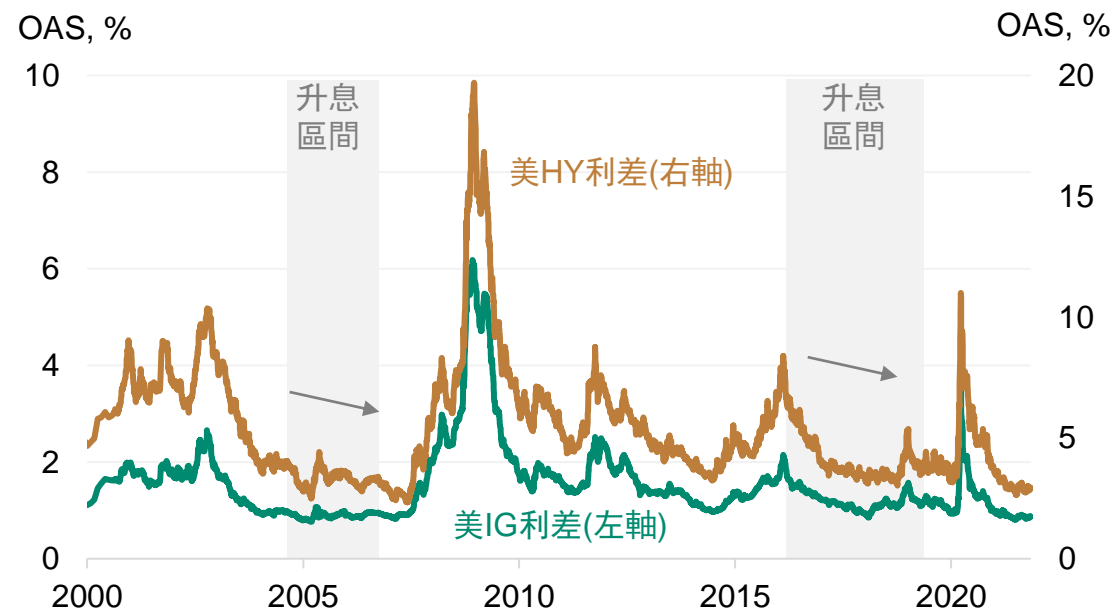
- 2022年經濟增速雖不若2021年, 但企業獲利仍舊穩健, 此外, 貨幣政策趨緊雖對資金面略有影響, 但央行緊縮時多反應景氣良好, **基本面強勁有助企業違約率持續維持於歷史低檔。**
- IG債在2021年幾波疫情中展現抗跌及抗波動的特色, 預期2022年利差收斂的空間有限; HY債具高息收特性但波動相較大, 料2022年將持續受惠油價高盤, 利差變化應不大。綜上, 信用債基本面仍舊良好、違約率不高下, **有固定息收需求的投資人可隨殖利率逢高布建。**

美企業獲利展望佳, 支持企業違約率維持低檔



註:美企業違約率採用美國企業貸款的違約率。
資料來源: Bloomberg。

過去升息階段, 利差平穩收斂趨勢

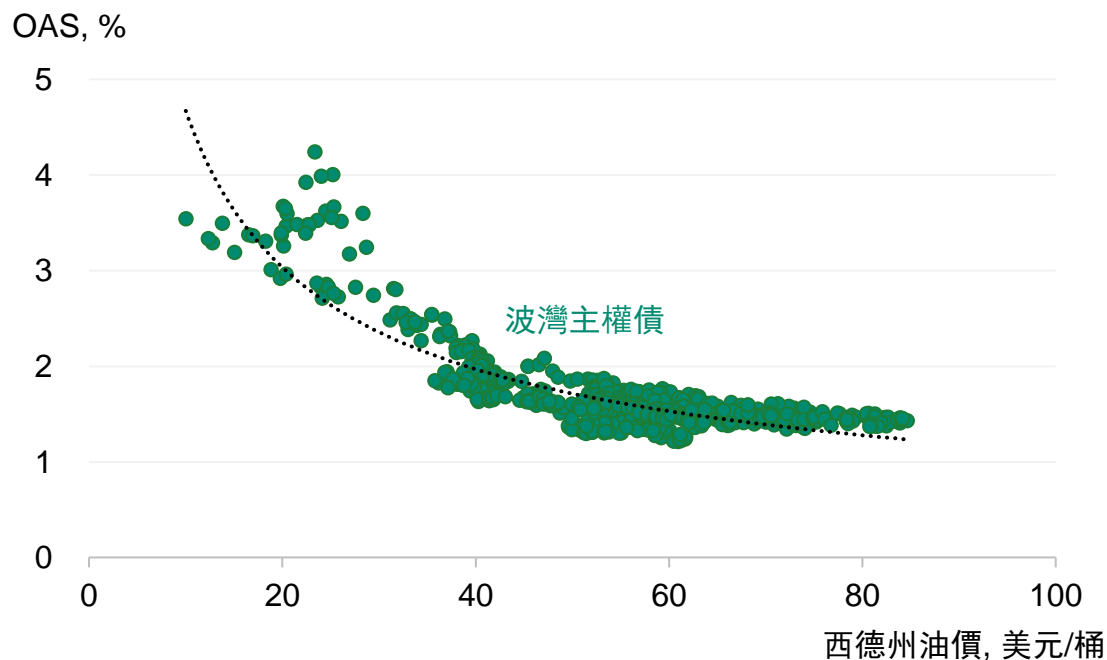


資料來源: Bloomberg。

新興債 | 產油國將持續受惠油價高盤表現, 輔以國家債務展望佳的主權債尤佳

- 油價受到全球復甦帶動原油需求上升, 及全球油商削減資本支出導致供給減少的結構性影響, 油價在目前偏高水準將支持產油國家利差穩健表現。以波灣主權債為例, 觀察2019年以來, 油價位於50美元/每桶上方時, 利差則可維持相對穩定表現。
- 預估2022年全球高通膨及景氣增速放緩環境下, 市場波動加大, 除高油價之外, 投資人將更聚焦主權國家的財政及債務展望, 參考IMF預估至2026年的債務展望, 產油國債務表現普遍較亞洲、拉丁國家改善, 產油國中以阿曼、卡達、沙國及阿聯國家債務展望表現佳。

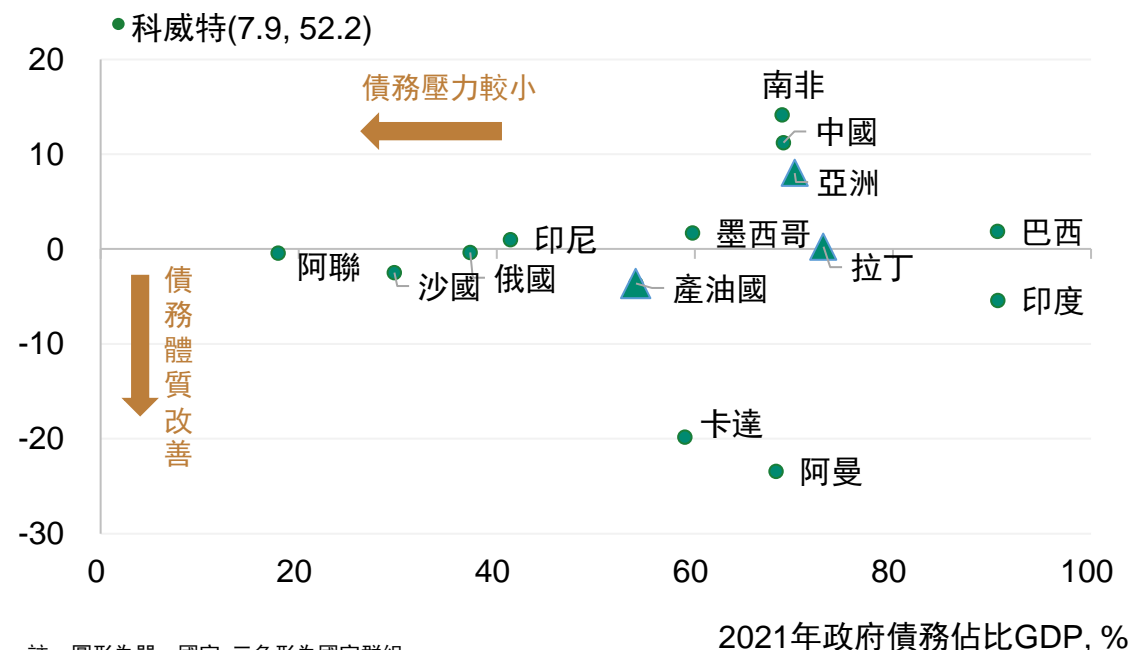
油價高盤有利產油國利差表現



註：統計期間2019/1/1至2021/11/26。波灣主權債利差=19.615*西德州油價^-0.623, R-square=0.7646。
資料來源：Bloomberg。

產油國債務

2021至2026年政府債務佔比GDP變化, %

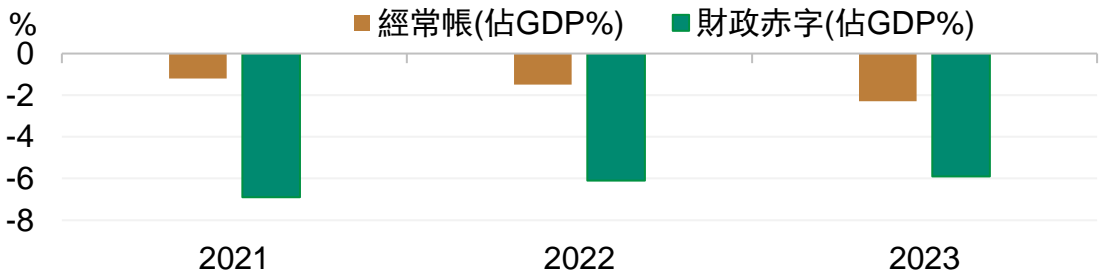
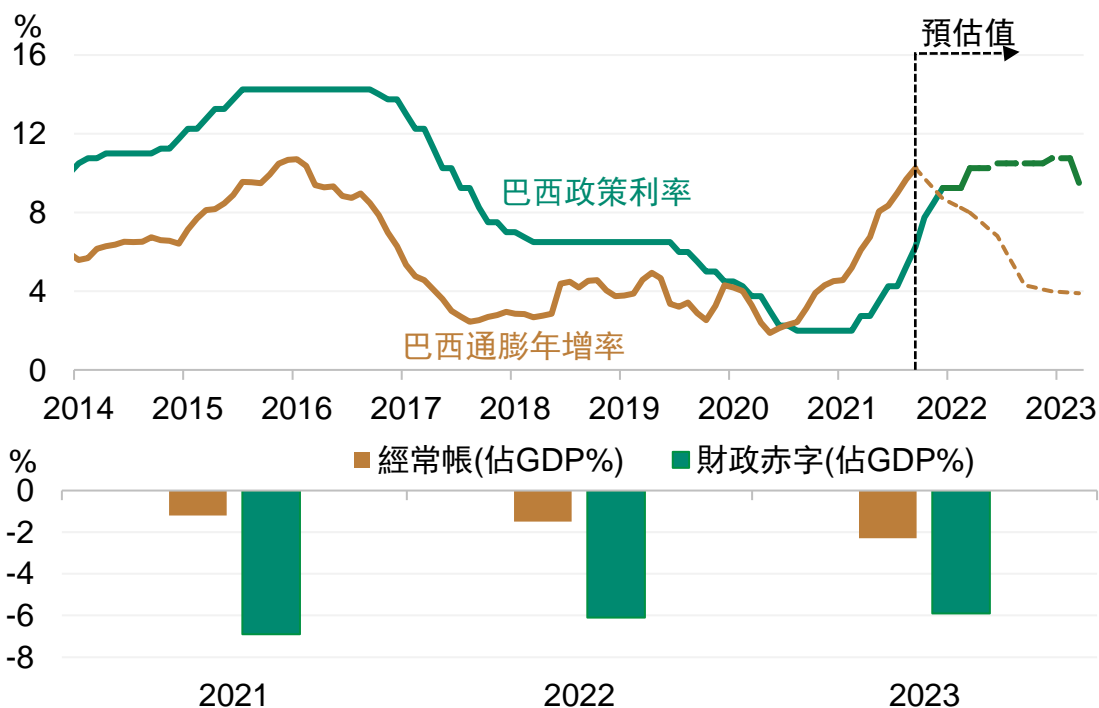


註：圓形為單一國家, 三角形為國家群組。
資料來源：IMF。

巴西 | 通膨與財政隱憂, 下半年大選前股市波動加大

- 巴西因油價上漲、乾旱使倚賴水力的發電供應嚴重不足、農糧歉收，食物與住房價格上升，通膨大增。巴西央行展現鷹姿，2021年升息幅度達725bps，預期2022年將再升至10.75%，仍有150bps升息空間。高利率使國內經濟活動趨緩，債信良好的借款人避免在高利率環境下增加成本，經濟成長年增率由2021年的5%降至1.8%，家庭消費與私人投資減弱，政府支出因明年大選而增加，或添財政赤字惡化隱憂。
- 現任總統波索納洛抗疫不佳、民調低落，連任難度上升。過去巴西選後多有新政期待，預期明年下半年通膨可望緩解，經濟、股市或較上半年改善。

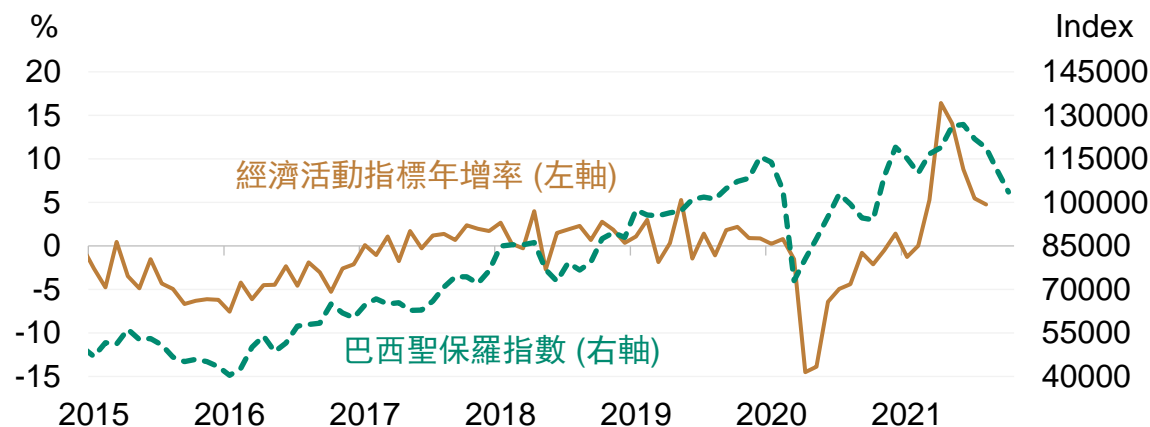
預期通膨明年2H後緩降, 貨幣政策至2023年後轉向



資料來源: Bloomberg。

經濟活動放緩, 侷限股市上漲空間

年增率(%)	2021	2022(預估)	2023(預估)
實質GDP	5	1.8 ↓	2.3
家庭消費	4.3	2.0 ↓	2.5
政府支出	0.7	1.4 ↑	0.5
固定投資	14.5	1.6 ↓	3.9

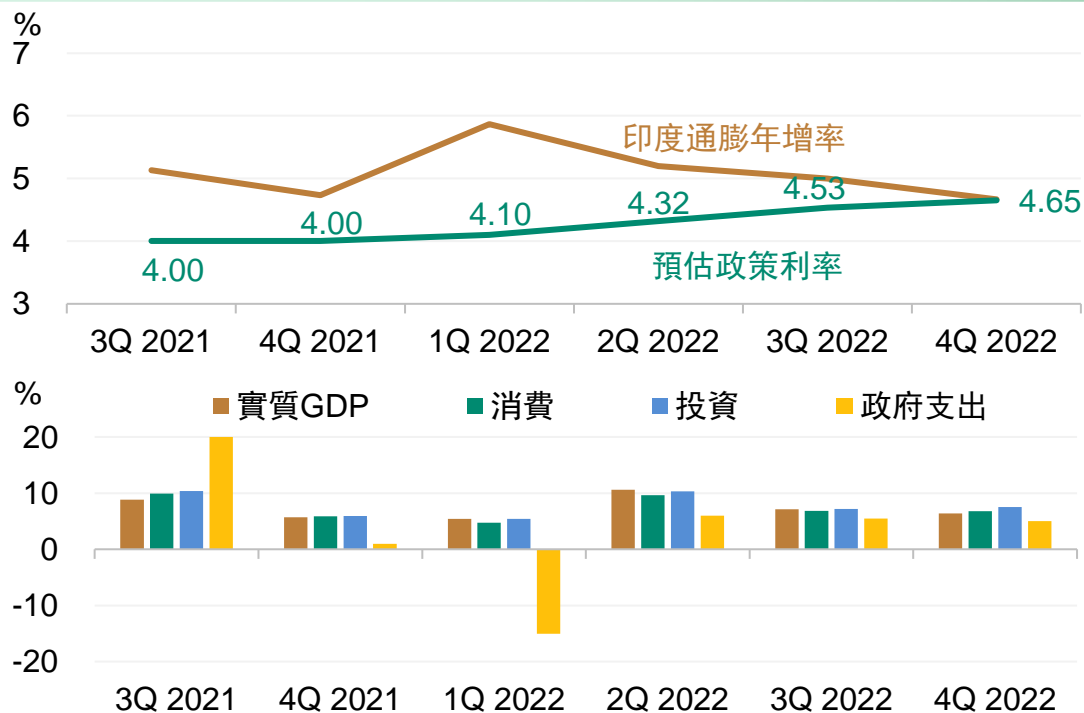


資料來源: Bloomberg。

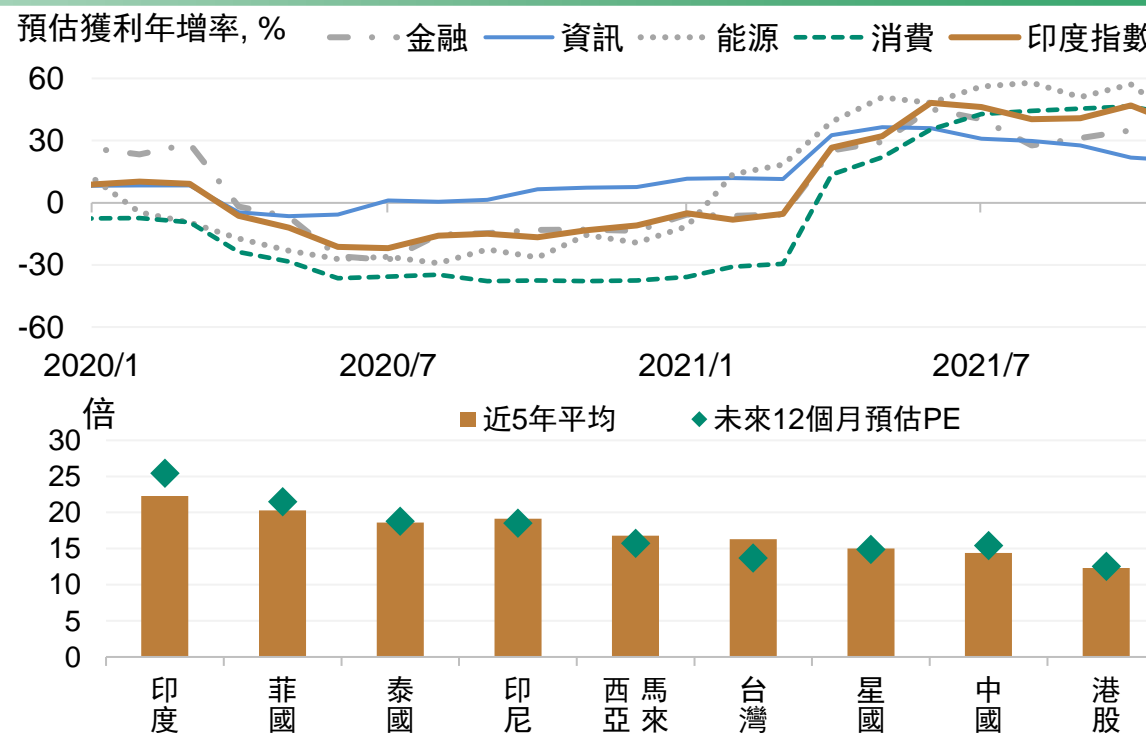
印度 | 經濟溫和復甦，評價較高侷限漲幅

- 印度2020年3Q食物價格偏高，基期效果使通膨相較其他新興國家較晚反應，預期2022年2Q或下半年將開始升息，存2至3碼升息空間。政府預期推行「住者有其屋」政策，預計投入500億盧比(約2.5%GDP)執行包括土地徵收、興建基礎建設，並改善投資環境，對經濟成長提供穩定支撐。
- Covid-19疫情逐漸和緩，預期明年服務和消費動能具落後補漲空間，消費和金融股明年較有表現空間。

印度明年通膨先高後低，貨幣政策溫和趨向正常化



消費、金融較有落後補漲空間



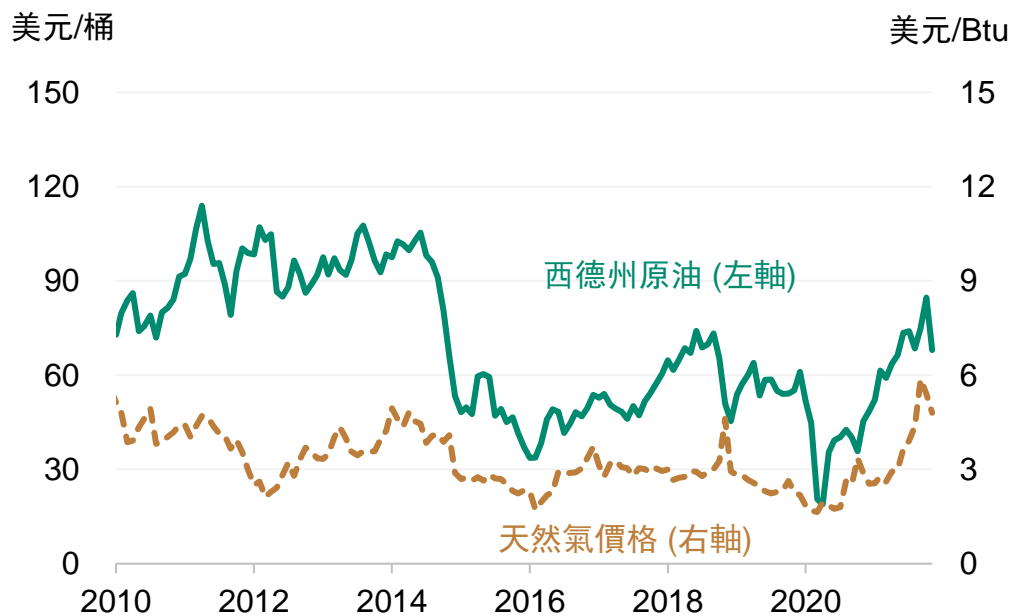
資料來源: Bloomberg。

資料來源: Bloomberg。

原油 | 寒冬需求使油價暫時居高不下，後續漲勢將放緩

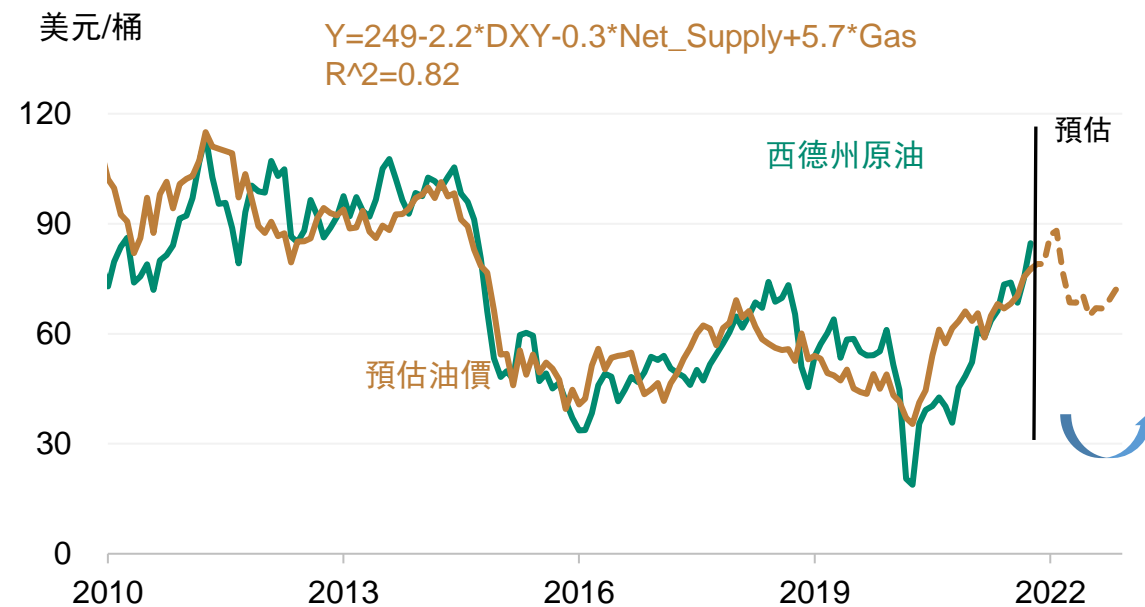
- 美國海洋及大氣管理局表示，2021年冬天可能較去年更加寒冷，導致天然氣價格再度暴漲。根據過去的經驗，由於取暖的需求可能增加對天然氣的需求上升，進而導致油價偏高震盪。
- 展望2022年，上半年因貨幣正常化而偏強，加上供給缺口逐步改善，油價有機會自高點回落。但往下半年，因為美元回落，加上夏季需求回升，油價有機會再度回升，但要重返2021年的高點具有挑戰。

寒冬需求推升天然氣，導致油價暫時居高不下



資料來源：Bloomberg。

油價走勢推估



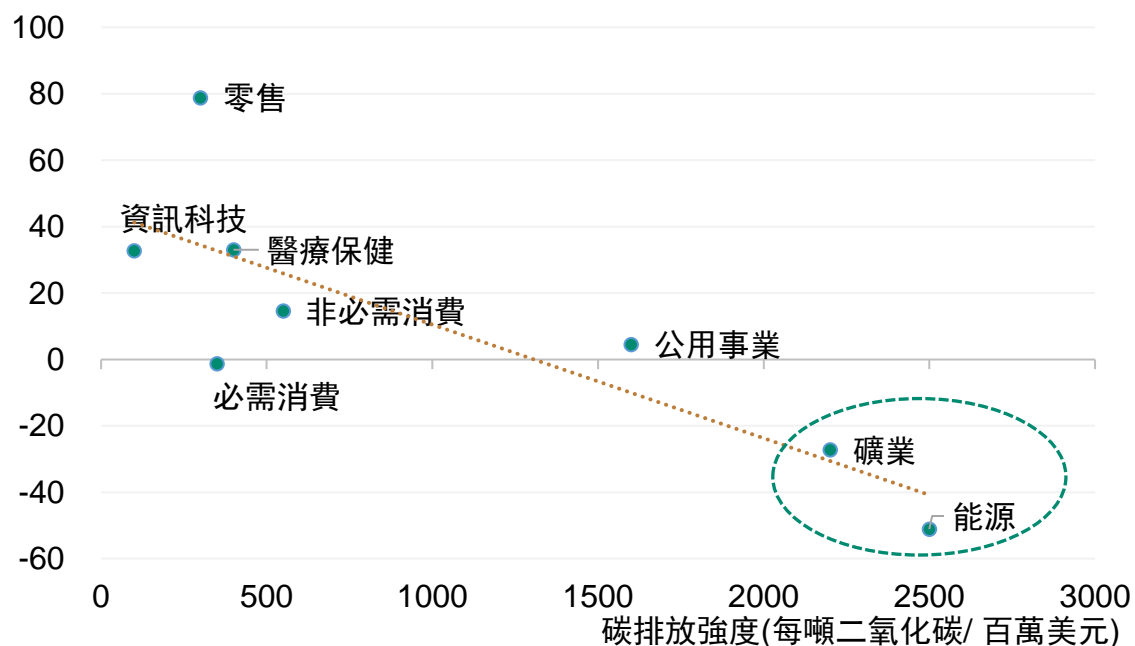
註：DXY表示美元指數, Net_supply表示能源淨供給, Gas為天然氣價格。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

基本金屬 | 鐵礦砂因中國控房疲軟，銅價受綠能、電動車仍有支撐

- ESG和減碳為產業未來趨勢，高碳排放的產業面臨更大不確定性，影響長期投資意願，較低資本支出將侷限未來產出和企業獲利，短期視需求端。
- 中國去槓桿和限電等措施持續影響大宗商品價格。中國房地產債務危機頻傳，加上經濟增速放緩，抑制工業金屬需求，近期金屬價格呈現疲軟。其中鐵礦砂價格最為疲弱，鋁價次之，有綠能和電動車需求支持的銅價高檔有撐。

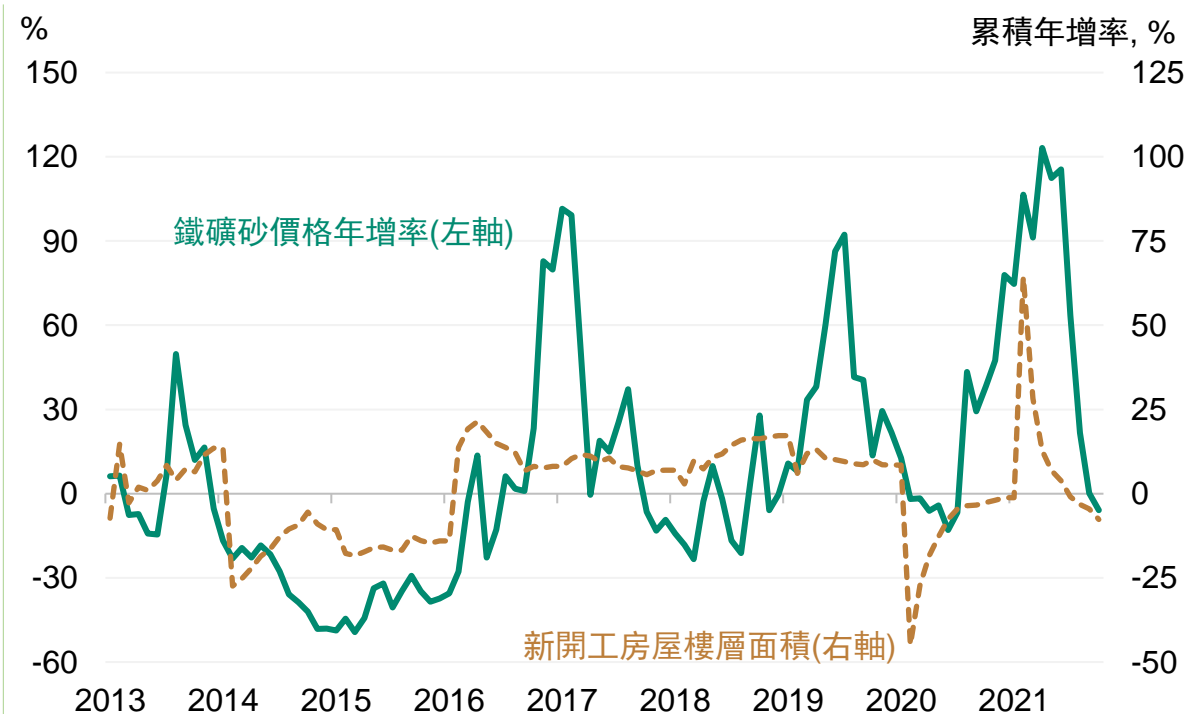
高碳排產業面臨更大的不確定性和更低投資率

預估2022年資本支出減過去10年平均值年增率, %



資料來源: Bloomberg, Goldman Sachs。

中國房產管制使鐵礦砂價格續弱

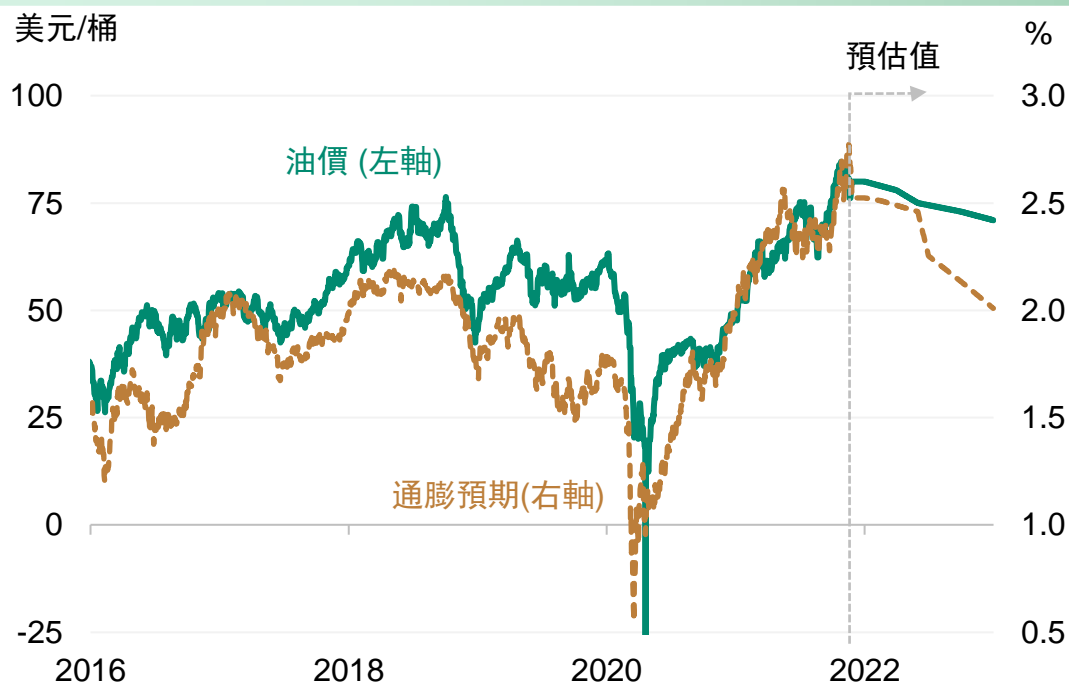


資料來源: Bloomberg。

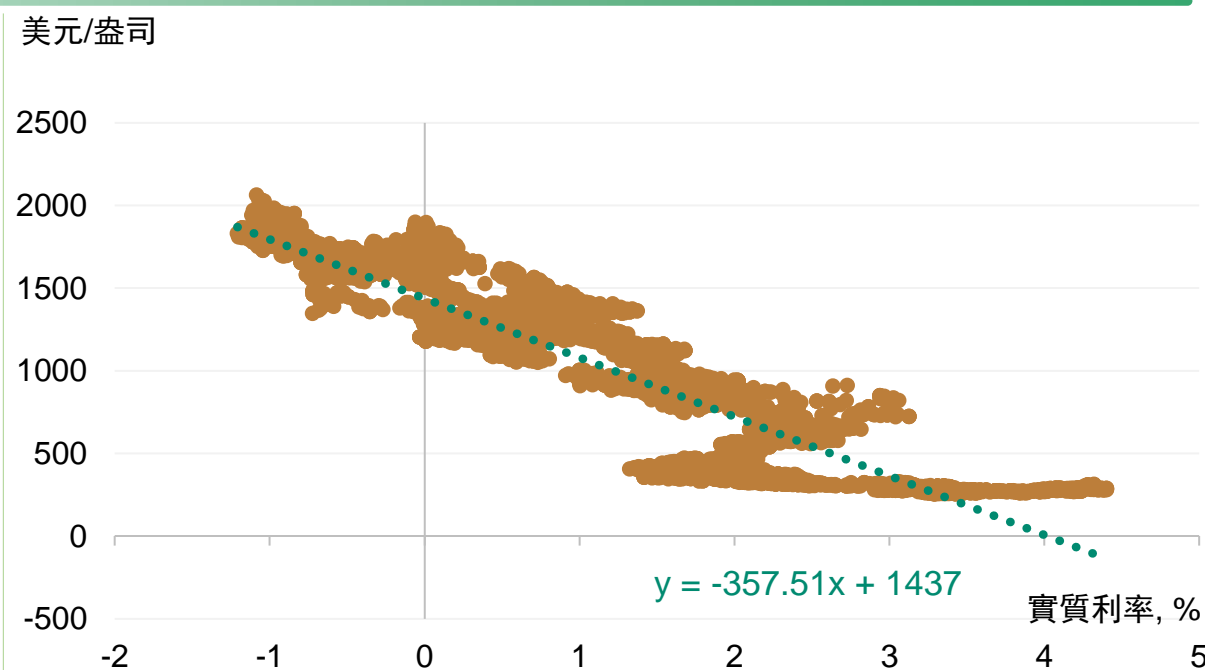
黃金 | 通膨改善、實質利率偏上, 黃金承壓

- 通膨壓力減弱, 主因油價高基期效果遞減, 加上供應鏈短缺問題改善。但另一方面, 貨幣政策持續推進, 薪資水準也已上調, 將使實質利率較2021年偏上。考量黃金長期與實質利率為負相關係, 金價壓力來自於實質利率彈升幅度與美元指數強度。
- 自過去幾次美國貨幣緊縮時期, 對於黃金多為負向壓力, 加上近年比特幣也分散黃金作為避險與非傳統貨幣的選擇, 從黃金ETF持續流出可見。預估2022年金價偏弱表現。

油價基期效果減弱, 通膨預期漸趨和緩



預估實質利率偏上, 對金價有壓



註: 油價和通膨預期自2008年來相關係數為0.73。通膨預期= 0.0128油價 + 1.015。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

註: 美國10年期公債利率= 通膨預期+ 美實質利率。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

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: 8722-6666