



Cathay's View

2021年4月29日

投資研究週報

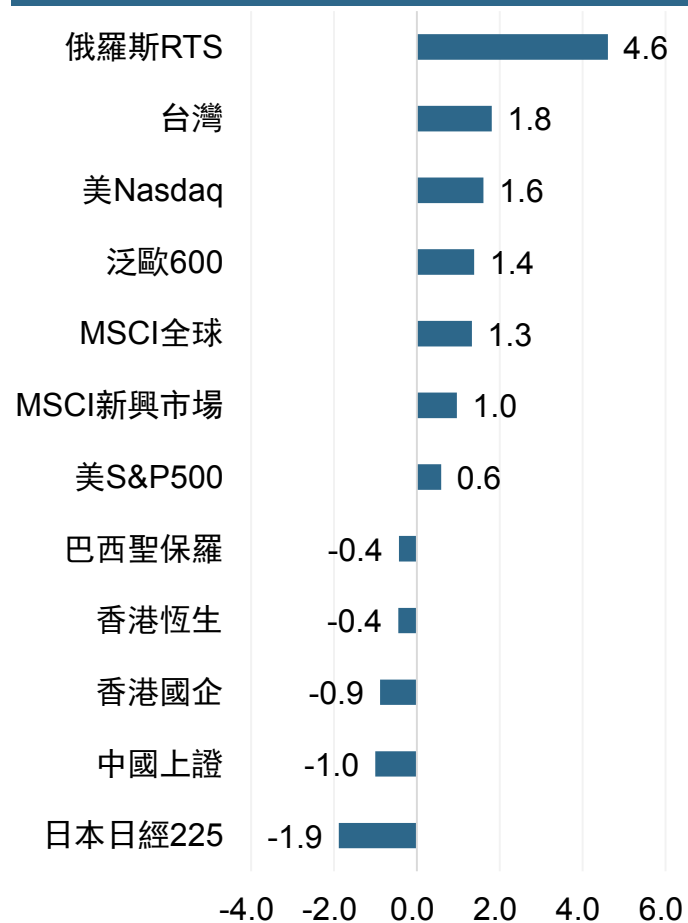
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



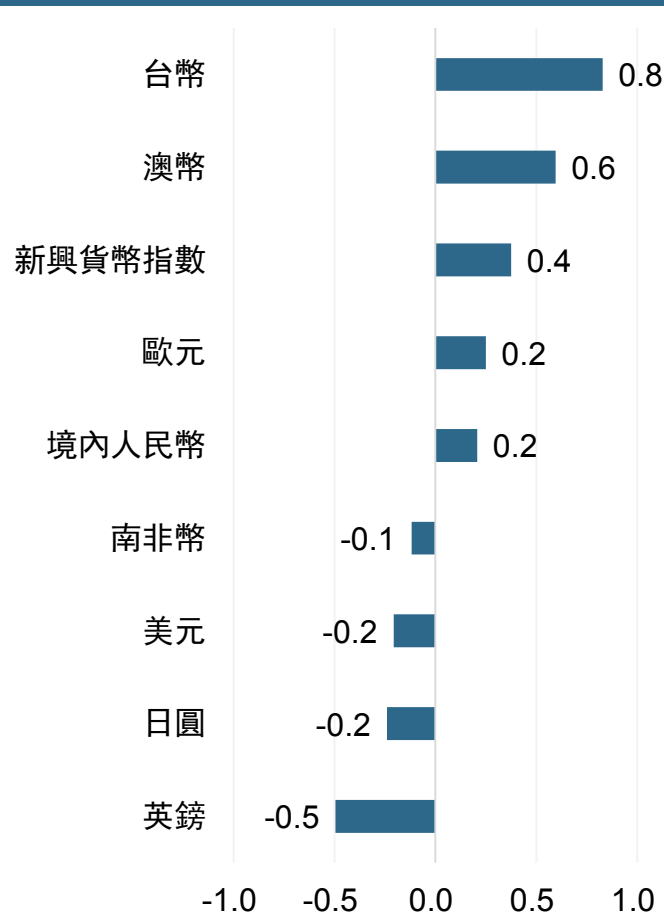
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

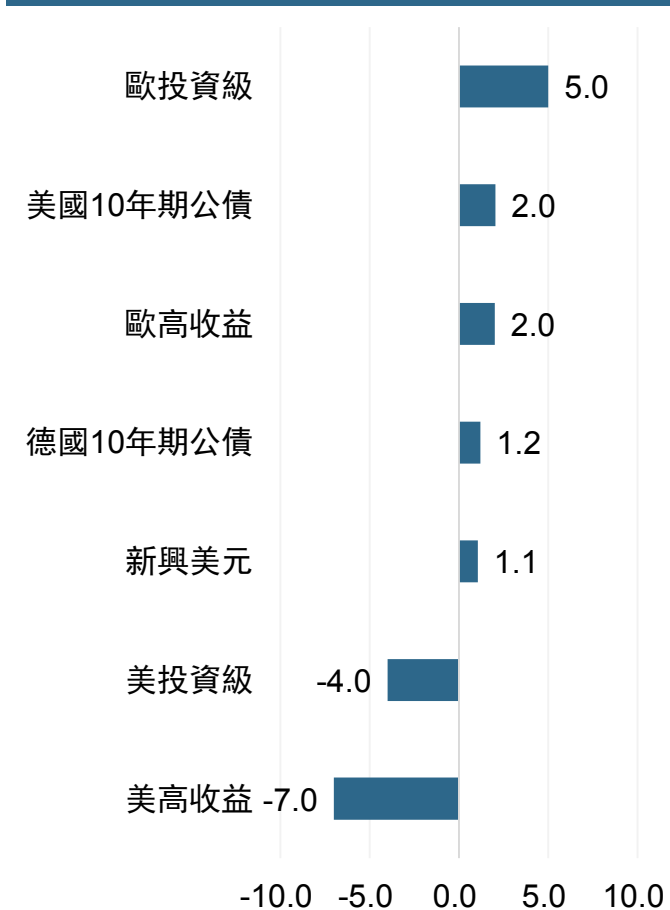
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/4/23~2021/4/28。資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► Sell in May? 股市波動上升

疫情復燃，部分國家加強管制措施。疫苗分配不均，解封和復甦差距影響短期股市表現，企業財報與美國加稅議題，添股市高位波動風險。

► 景氣循環類股受惠，鋼鐵航運報價大漲

全球景氣復甦，進出口貨物及中國鋼鐵原物料需求增加，除激勵鋼鐵價格大漲外，歐美港口與運輸物流缺工，也使航運報價激揚，為經濟樂觀先行指標。

► 國際美元近期偏弱

聯準會維持寬鬆貨幣政策，美、歐疫苗施打速度拉近，支撐歐系貨幣走勢，令短線美元指數拉回幅度較預期深，近期偏弱表現。

股市

疫情、企業財報和美國加稅議題，添股市高位震盪風險。景氣循環類股如鋼鐵、航運可望維持強勢，科技類長期展望佳。全球景氣復甦趨勢不變，留意近期股市過度樂觀，加上乖離偏大，宜拉回後再布建。

債市

最新FOMC政策不變，經濟就業活動增強，反映疫苗接種及政策支持效果，並淡化市場對購債緊縮預期，就業缺口回復將為政策調整關鍵。財報獲利助信用增強，利率偏升及利差收窄空間有限，信用債息收報酬為主。

匯市

殖利率利差題材暫歇，短線美元陷入回檔。考量通膨與解封經濟漸好，驅動美債利率緩步墊高，美元下方空間有限。

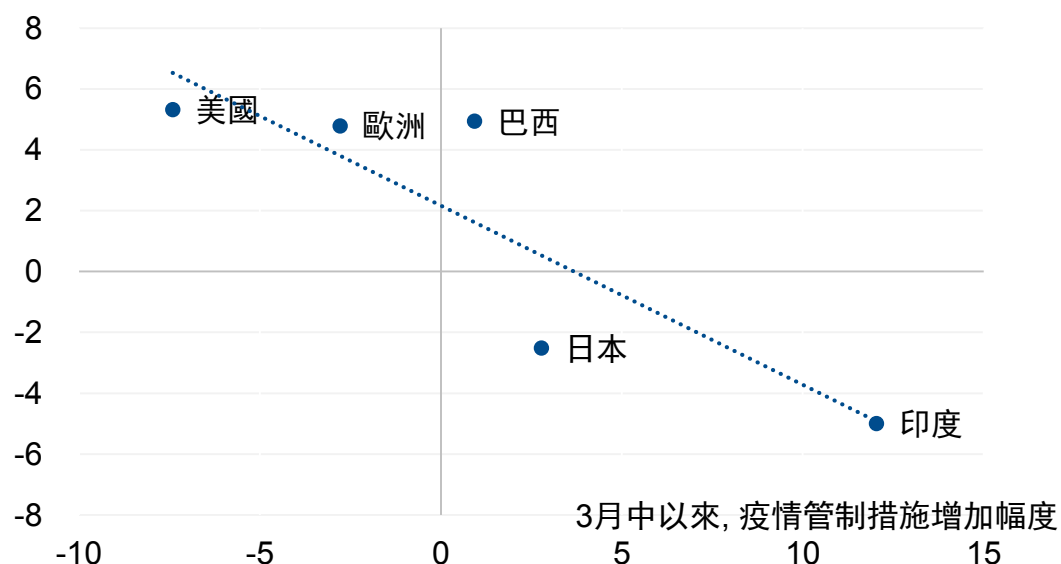
Sell in May again? 股市高位波動上升

全球肺炎新增確診人數上升，印度單日新增確診數連續五天居冠，日本第三次宣布進入緊急狀態，美加部分地方政府宣布封城。**疫苗分布不均，使全球呈現不均衡復甦狀態，隨疫情復燃和解封差距，影響各國股市短期表現，印、日股和能源等受疫情而短期有壓。**

傳統**Sell in May**季節將至，**疫情、企業財報和美國加稅議題，將添股市高位震盪風險。**觀察過去，美國在2013年和1987年調高資本利得稅的6個月後，標普500指數大漲，但在1976年調高資本利得稅後6個月，標普500指數下跌，顯示股市漲跌與實際經濟、企業獲利較為相關，**然課稅前6個月美股較偏震盪。**預期民主黨將在明年國會改選前完成立法，**今年下半年加稅議題或對股市造成影響。**

疫情升溫管制增強，短期對股市有壓

3月中以來股市表現, %

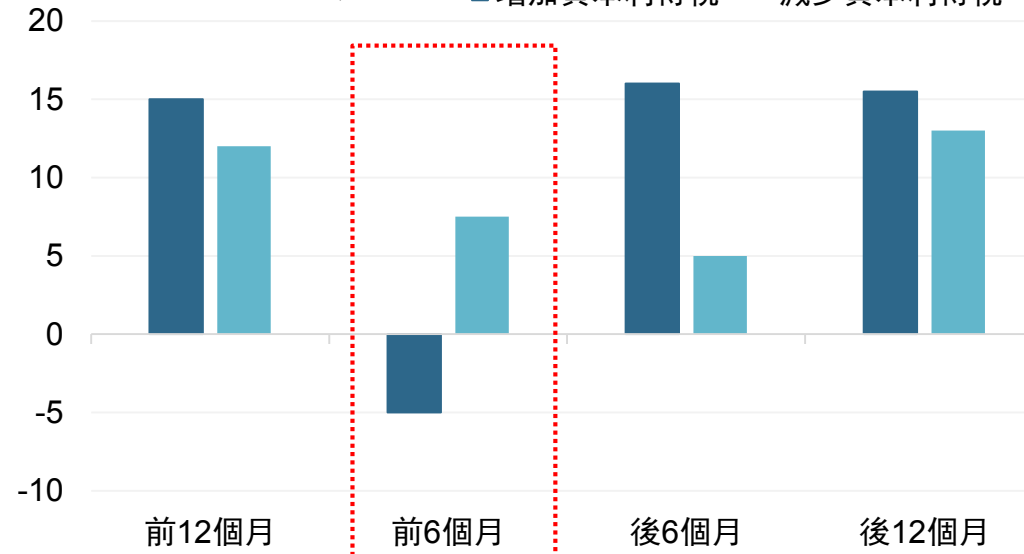


註: 疫情管制措施增加幅度採Bloomberg stringency index, 4月23日與3月15日相減。

資料來源: Bloomberg。

過去美國資本利得稅加徵前，股市波動上升

S&P500指數平均報酬, %



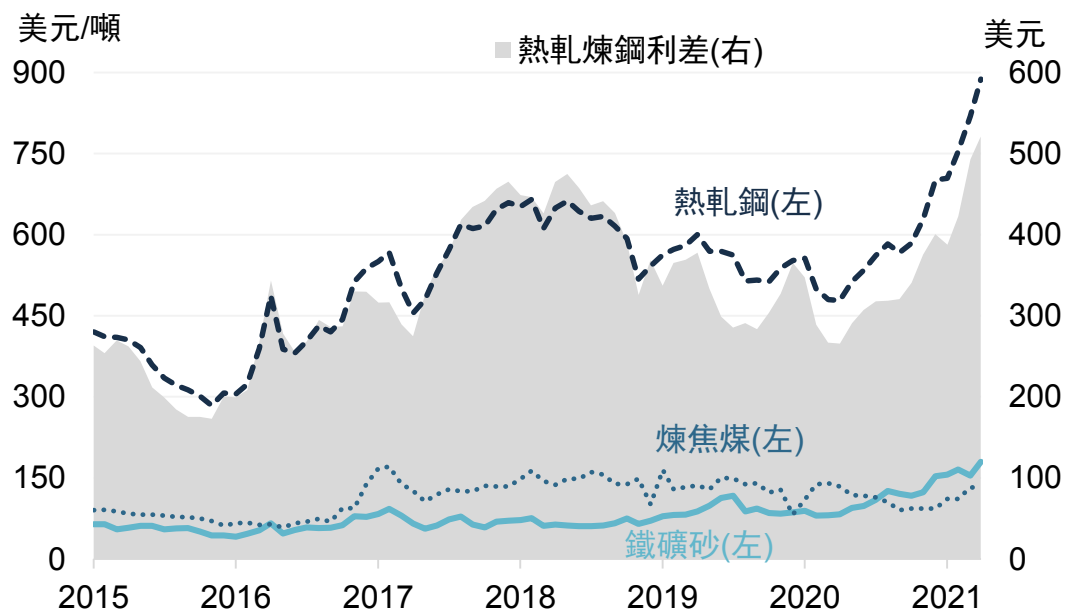
註: 美國資本利得稅上調前後的美股平均報酬 (1976/10/4、1987/1/1、2013/1/1美國皆曾調高資本利得稅)。資料來源: HSBC, Goldman Sachs, Bloomberg。

鋼鐵需求火熱，鐵礦砂下半年漲勢漸緩

中國景氣持續增溫，製造業需求保持強勁，為達碳中和目標，十四五計畫將落實2021年粗鋼產量較去年減少政策。鋼鐵重鎮唐山市年底前將減低產能30-50%，限制鋼企肆意擴廠，使中下游公司如熱軋鋼與螺紋鋼等企業具議價能力，出廠價格漲幅接近成本漲幅。**展望後市，中國擴大基建、全球車用和日本工具機等需求隨景氣回溫，煉鋼利差續擴，有利鋼鐵產業利潤穩步回升。**

鐵礦砂龍頭巴西淡水河谷去年受到疫情影響，加上今年1Q豪雨，使新增產量低於市場預期，推升全球鐵礦砂價格大漲。預期中國限縮高爐粗鋼產能，**鐵礦砂需求將漸受壓抑，加上淡水河谷下半年產量逐漸恢復，鐵礦砂價格漲勢趨緩，下半年或見鐵礦砂不漲，但鋼價反映需求仍偏強。**

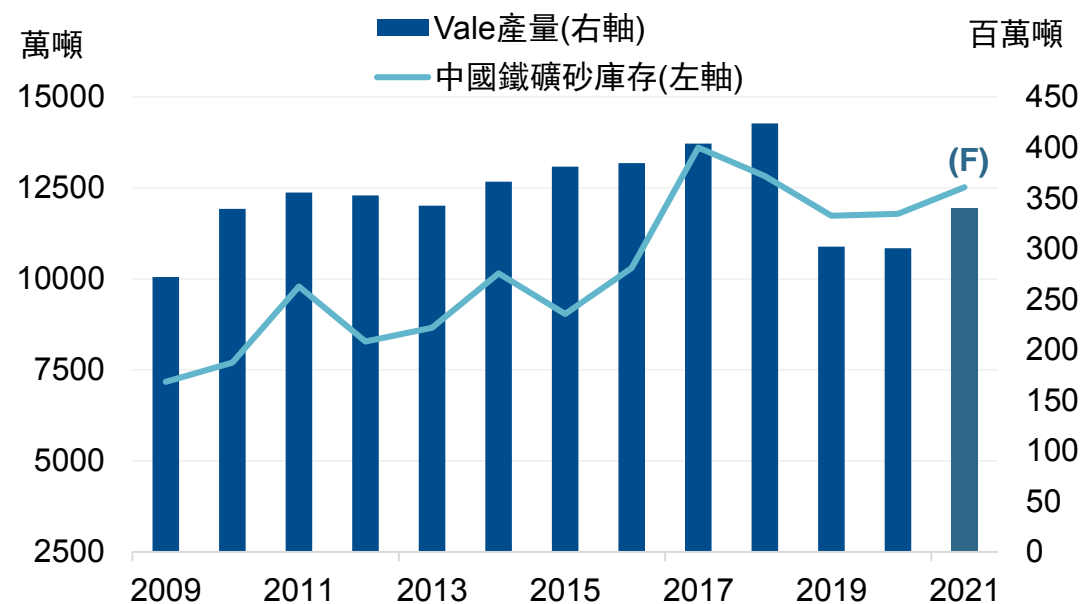
鋼價大漲，煉鋼利差持續擴大



註：1噸熱軋鋼= 1.6噸鐵礦砂+0.6噸煉焦煤+工繳，熱軋煉鋼利差概算：熱軋鋼報價-成本。

資料來源：Bloomberg。

礦企增產，或限縮下半年鐵礦砂漲幅



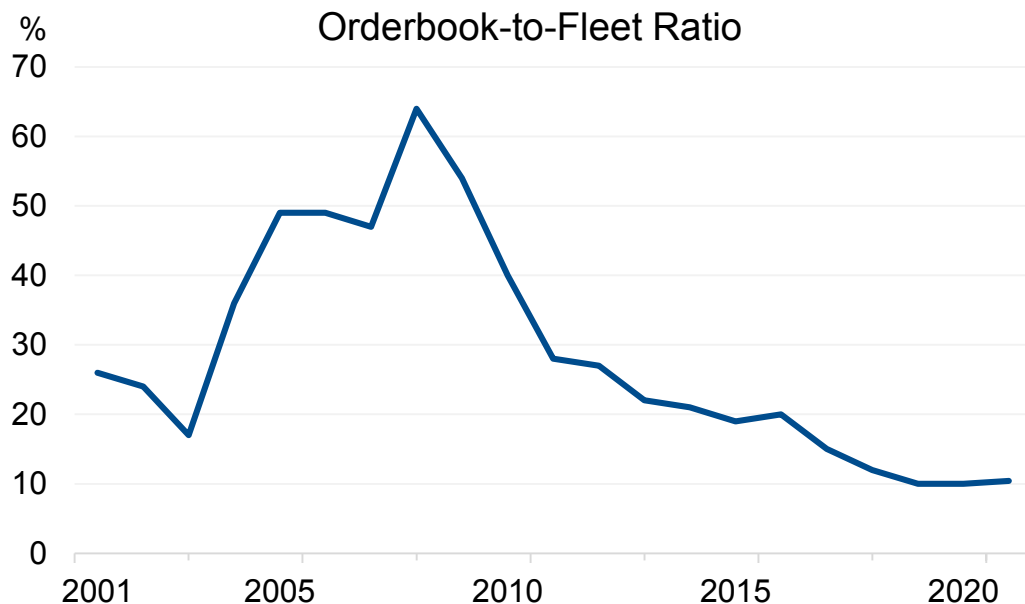
資料來源：Bloomberg。

十年一運的航運報價大漲

景氣復甦趨勢明朗，全球進出口貨物及中國鋼鐵原物料需求增加，此外歐美港口與運輸物流缺工，**建造船舶的新訂單佔現有船隊總數比例來到2008年以來低點**，**全球船運供給應接不暇，貨櫃調度困難，造成去年下半年以來航運費用爆漲。**

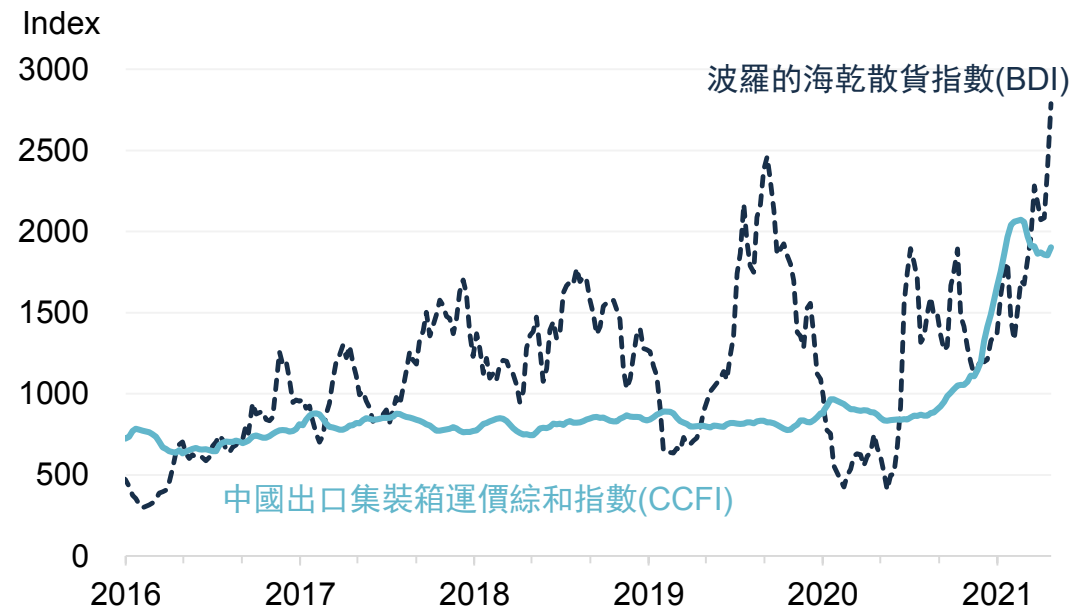
3月全球主要樞紐港口貨物吞吐量年增8.6%，中國出口集裝箱運價指數較去年4Q季增53.8%，顯示全球航運需求暢旺。缺櫃交貨期拉長，搶料缺貨情況持續，供應商交貨時間指數連續3個月維持在70以上續升，創2012年編製以來最快上升速度。短缺需求將使製造業拉高庫存，新訂單續增維持景氣擴張，**航運樂觀展望可望延續至下半年，但類股短線漲多**；此外，**貨櫃海運被視為經濟先行指標，為今年景氣復甦與貿易樂觀跡象。**

建造船舶訂單佔現有船舶隊數處於歷史新低



資料來源: Alphaliner Monthly, 截至2021/4。

中國及全球運輸業務價量齊揚



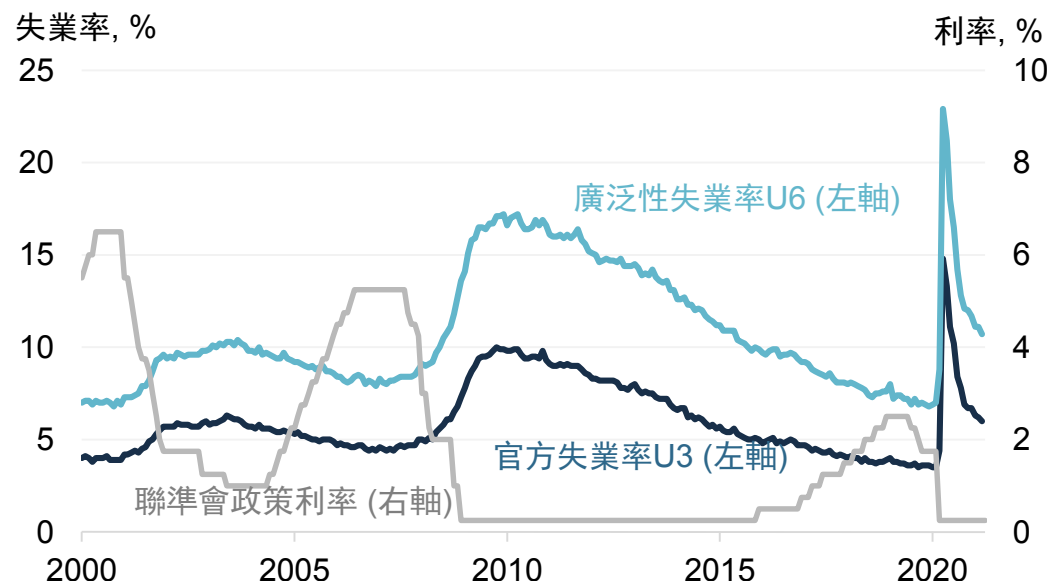
資料來源: Bloomberg。

經濟就業增強, FOMC謹守低率寬鬆政策

最新FOMC維持政策利率及購債不變, 疫苗接種及政策強力支持, 使得經濟就業活動增強, 強調通膨上升為暫時性因素, 淡化市場對購債緊縮預期。平均通膨目標架構下允許通膨暫時性高於2%, 加大政策時間與空間彈性, 就業缺口補足將為未來調整關鍵。根據國會辦公室(CBO)估算, 回復疫前就業水準至少2023年, 預期今年將繼續誓言低利寬鬆, 維護市場流動性及經濟成長, 最快明年縮表暖身。

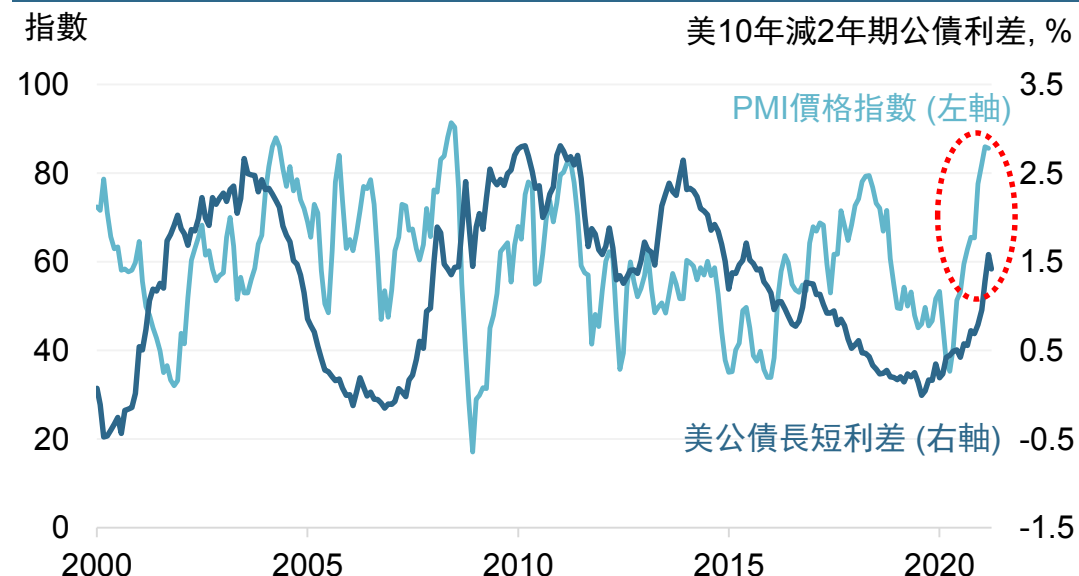
隨全球經濟重啟, 大規模財政刺激帶來就業機會, 疫苗接種率超過75%時間可能落於下半年, 產出缺口有望改善, 消費力道亦使通膨續溫, 10年期公債殖利率偏上區間, 殖利率曲線偏陡。景氣回溫下, 債券選擇利差較高、存續期間較短的高收債較有利基。

不均衡復甦及結構性失業壓力, 仍是聯準會關注焦點



註: U3為失業人數佔整體勞動力百分比, U6為U3加上邊緣就業、兼職人數佔整體勞動力百分比。
資料來源: 美國勞工統計局, Bloomberg。

疫苗及財政刺激有助景氣持續回溫, 長短利差偏升



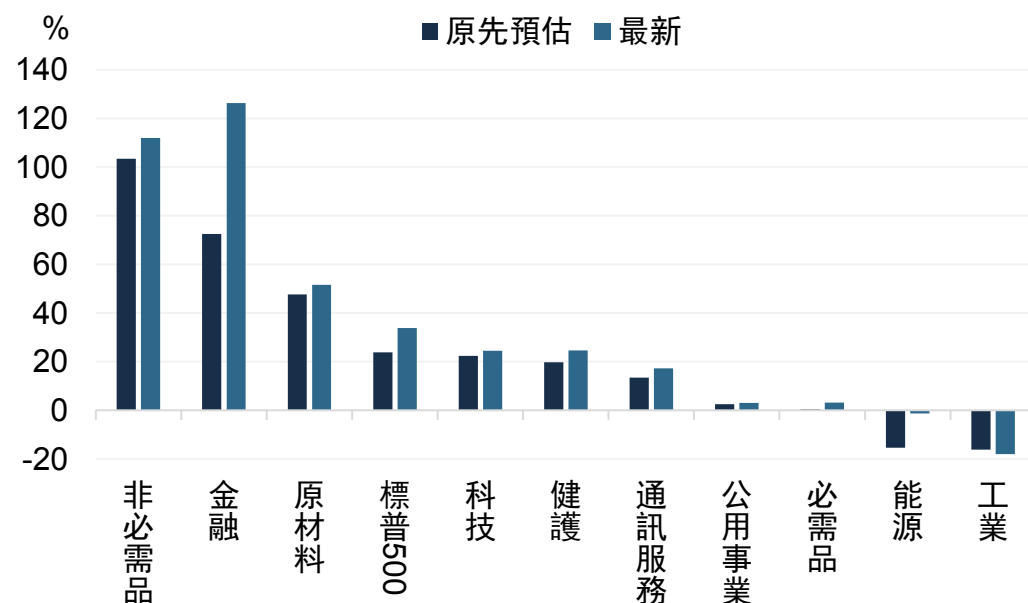
資料來源: Bloomberg。

美國 企業財報上修, 提供股市上漲動能

繼金融之後, 科技股財報成為重頭戲, 包括蘋果、特斯拉、微軟等, 截至最新統計, 1Q標普500企業獲利增速已從23.8%, 再度調高至33%, 有利股市偏升。超微財報顯示, 企業加速雲端化, 帶動伺服器晶片成長翻倍。全球加速落實巴黎協議, 驅動電動車高速成長, 特斯拉銷量有望保持高速成長。

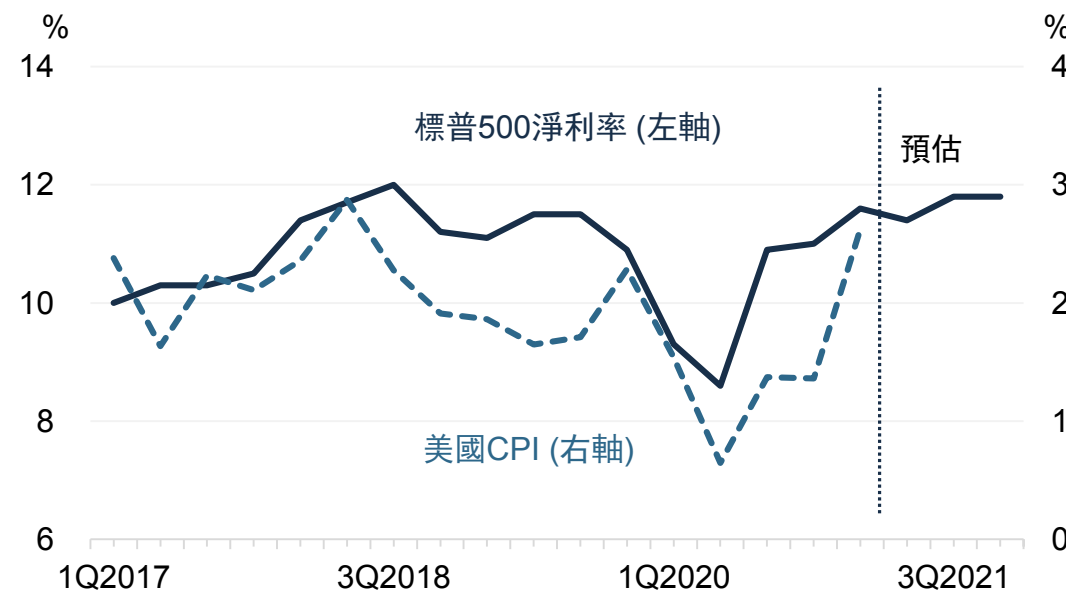
受物價上揚, 加上漲價題材延續影響, 市場關注企業獲利是否受影響。就現階段而言, 由於通膨尚可控制, 且需時間反應在成本上, 實質需求仍強勁, 使得整體企業獲利率持續改善, 仍有利股市偏揚。

標普500 1Q財報持續上修



資料來源: Factset。

通膨尚不影響企業淨利率



資料來源: Bloomberg。

美國 拜登經濟學正在發酵

拜登新政上任一百天，除股市表現已超過川普外，更接連推出新政計畫，包括**第一項美國救援計畫**，撥款給美國民眾和地方政府解決疫情所致的資金需求。**第二項為2兆美元基礎建設**，包括更新多項老舊基建、增設寬頻等。**第三項是推出美國家庭計畫**，將在未來10年投入1兆美元於教育和孩童照護，給予中低收入家庭稅務優惠，和幼齡免費教育等。**估計二、三項法案總額高達4兆美元，並計畫向企業和富人加稅因應，遭共和黨和華爾街強烈反對，基礎建設方案現在國會審議階段。**

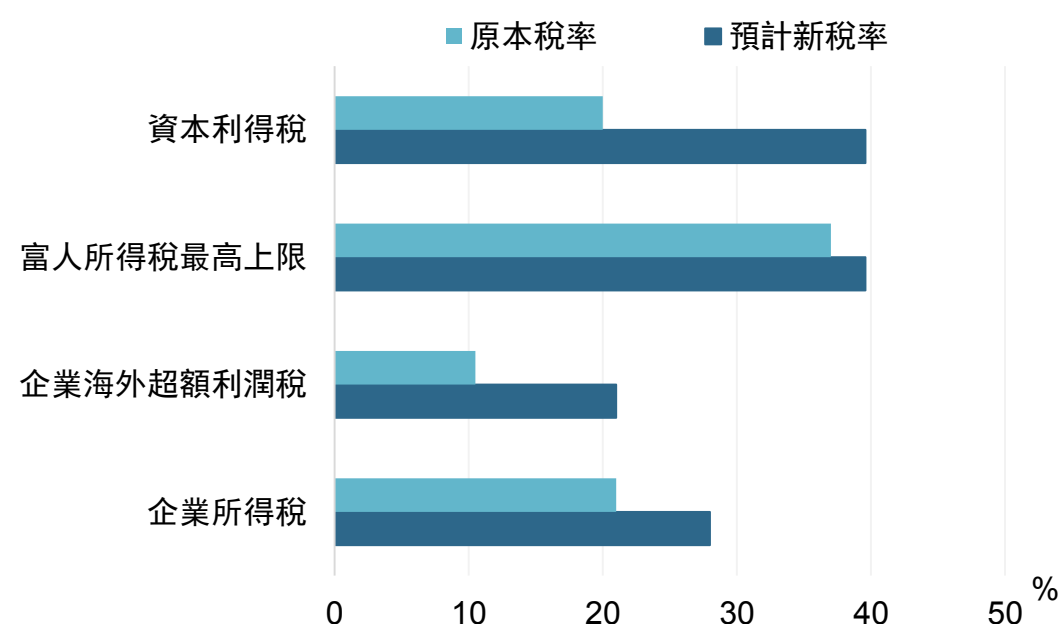
新稅調整包括美國富人所得稅率增加到39.6%，收入超過100萬美元的民眾資本利得稅率提高兩倍等。**預期最後課稅幅度較原先規劃縮減，但相關資產如基建類股等，已提前發酵反應。**

美國家庭計畫大綱

項 目	細 節
育兒	1.預留2250億美元用於兒童保育。2.低收入和中等收入家庭在5歲以下兒童托育服務上，支付費用不超過收入7%。3.提供托兒服務提供者和工作人員，最低工資保障。
教育	1. 2000億美元，用於所有3-4歲兒童免費普及幼兒園。2.1090億美元支付兩年免費社區大學費用。3.提高獎學金金額。4.額外資金提高大學保留率，為低收入家庭學生及黑人學院、大學，及少數族裔服務機構的學生提供學費補貼。5.支持特殊教育老師和雙語教育。
帶薪家庭和病假	1. 10年內引導2250億美元用於帶薪家庭和病假。提供工人休假或病假每月最高4000美元的工資。2.保證12週帶薪育兒假、家庭假和個人病假，涵蓋每年3天的喪親假。
營養	450億美元的營養計劃，包括1. 250億美元將用於為2900萬兒童提供免費和減價的午餐。2. 投入170億美元用於擴大為兒童提供的免費餐點，並幫助以前被監禁的人有資格獲得SNAP福利。

資料來源: Washington Post。

拜登欲提高企業、富人稅幅度



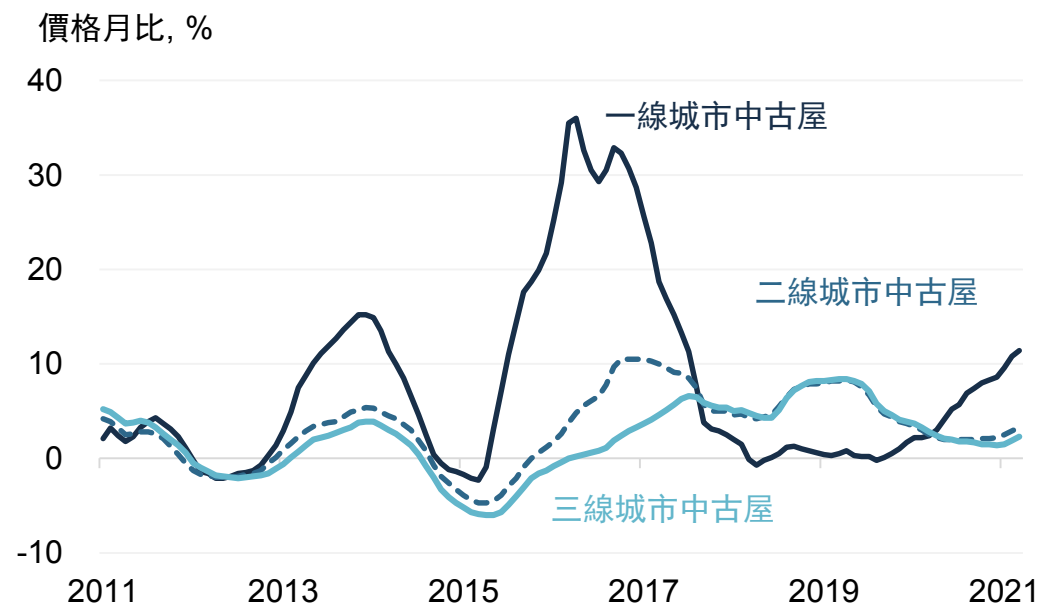
資料來源: 白宮, 國泰世華銀行投資研究團隊彙整。

中國 監管機構防範房市風險, 近期陸股表現偏盤

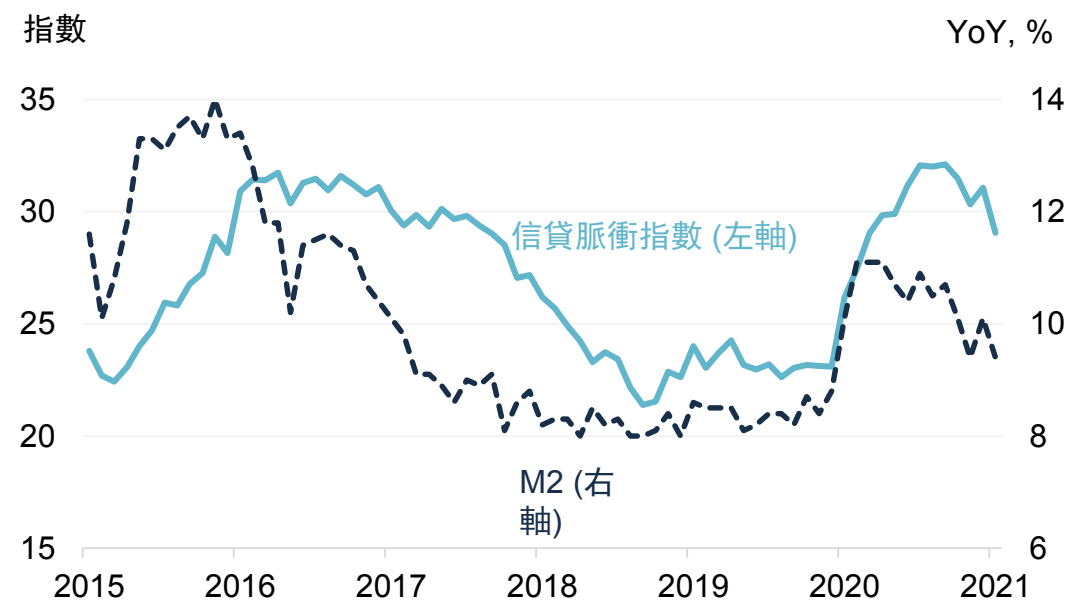
去年中國寬鬆政策, 加上股市熱絡, 資金流入房市炒作。較不受政府管控的中古屋市場, 在一線城市的飆漲幅度更加顯著。今年1月中下旬以來深圳、上海、杭州等城市頻提出調控政策, 以加強限購、收緊房貸等手段抑制搶房潮與投機, 欲促使房地產市場降溫。

監管機構不改調控房市趨嚴態勢, 資金再寬鬆可能性有限, 流動性緩步趨緊, 股市近期在中性貨幣政策下呈現盤整。仰賴全球股市仍為多頭格局, 加上接近建國百年紀念日, 政策維穩與經濟持續改善, 股市展望長期正向看待。觀察五一長假相關訂單, 較2019年同期有雙位數甚至三位數字增長, 增添短期消費類股表現空間。

大城市中古屋價格上行明顯, 凸顯房市熱絡



防控房市風險下, 資金再寬鬆可能性有限



美元 貨幣政策題材消退, 但2Q築底、下半年轉升看法不變

3月底至4月以來, 日本投資人與機構大買美債, 加上美債期貨空單回補, 使美債殖利率升勢暫緩。FOMC會後, Powell等多數Fed官員持續強調暫時性因素推升通膨, 貨幣政策延續鴿派立場, 令**殖利率利差題材暫歇, 短線美元陷入回檔。**

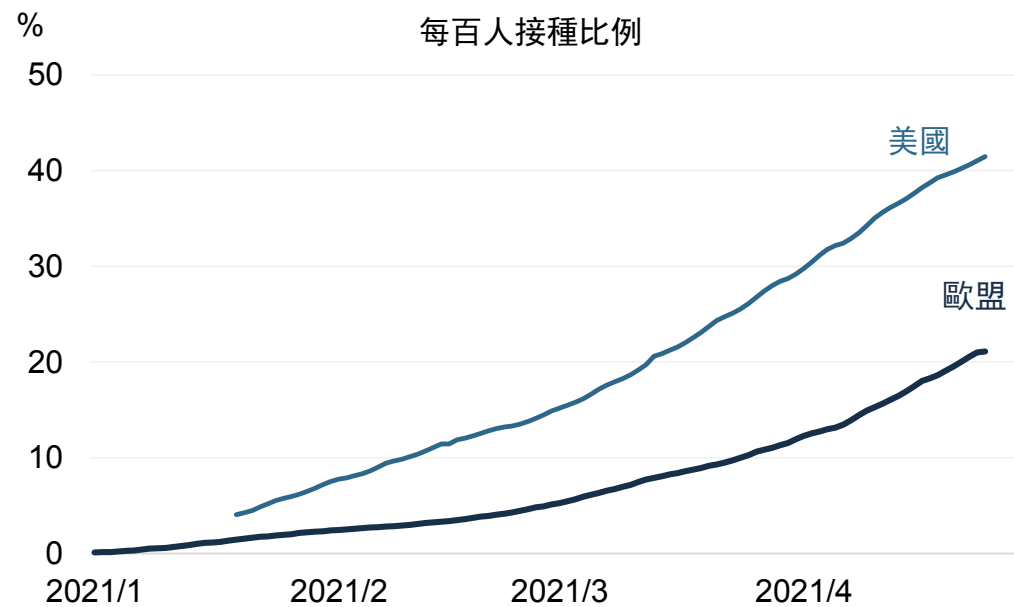
此外, 4月下旬後, **美、歐疫苗施打速度拉近**, 也**支撐歐系貨幣走勢**, 令短線美元指數拉回幅度較預期深。考量下半年美國疫情和緩後的循環動能將優於歐洲, 經濟表現更強, 與美歐貨幣政策差距, 預期**美元2Q築底、下半年轉升的看法仍持不變。**

美債殖利率升勢修正, 利差題材暫歇息



資料來源: Bloomberg。

美歐疫苗施打速度拉近



資料來源: Our World in Data。

May 2021

3 Monday	4 Tuesday	5 Wednesday	6 Thursday	7 Friday
德國零售銷售 南韓製造業PMI 歐元區製造業PMI 新加坡電子業指數 美國ISM製造業PMI	南韓CPI 美國工廠訂單 美國耐久財訂單	歐元區PPI 美國ISM服務業PMI	台灣CPI 德國工廠訂單 歐元區零售銷售 美首次申請失業金	美國就業數據 德國工業生產 中國進出口數據

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