



Cathay's View

2021年7月16日

---

# 投資研究週報

---

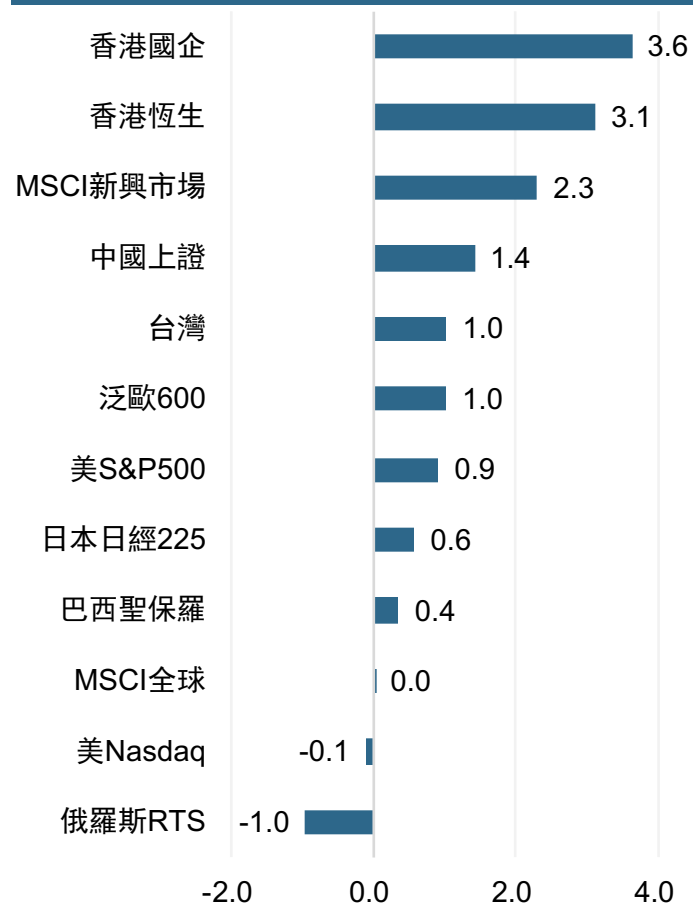
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



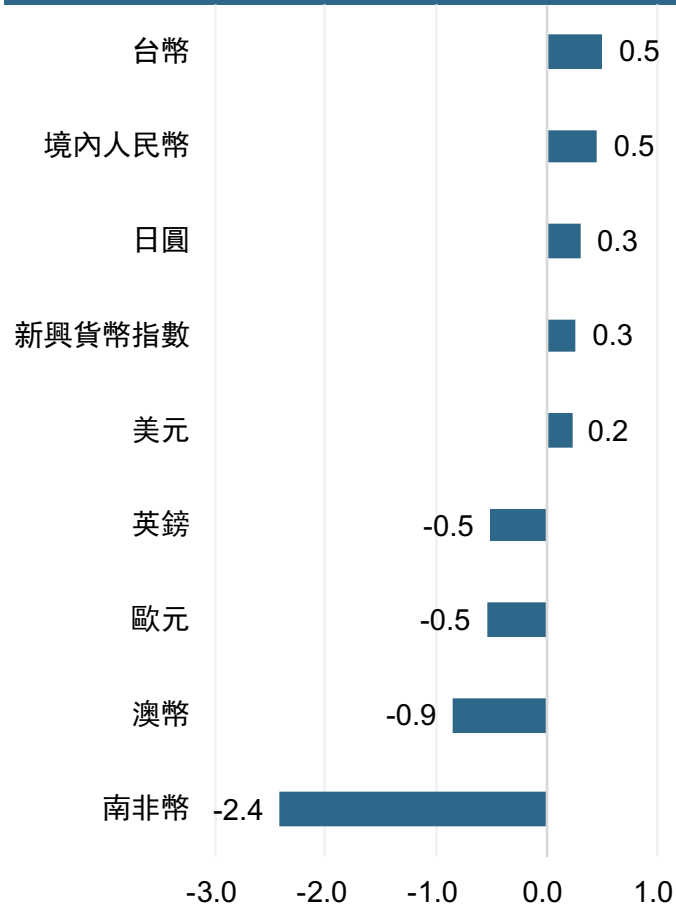
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 一週市場變化

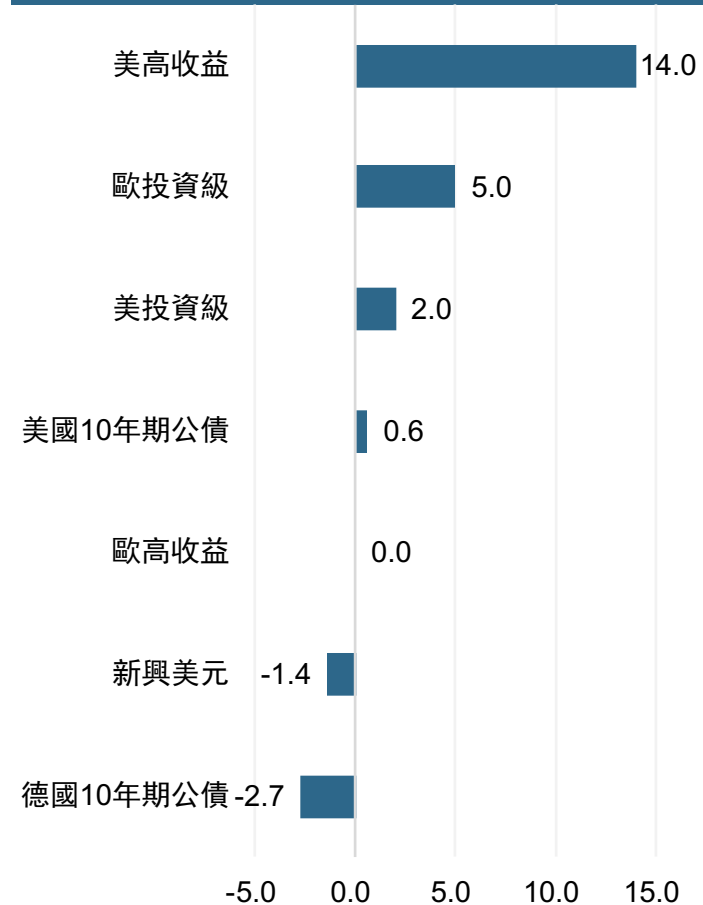
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：更新至2021/7/15。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ▶ 市場擔憂製造業觸頂，中國整風增添憂慮

美中製造業循環恐已屆高，其中中國中小企業動能相對偏弱，而中國官方不畏信貸循環下行之際，再起企業整風，令亞洲股匯風險氣氛更顯趨避。

## ▶ 但人行降準因應，應能舒緩近期市場擔憂

人行降準暫時令市場情緒舒緩，但公告顯示「中性」、「維穩」仍是基調，盡力引導資金脫虛向實。另一方面，Fed主席鮑爾國會證詞仍舊偏鴿，亦有利扶助市場氣氛。

## ▶ 近期Delta病毒增添不確定性

觀察近期歐美的新增染疫人數，確實因Delta變種病毒影響而有攀升，但重病致死比重並未提升。研判短期雖增添不確定性，但不至於改變經濟復甦態勢。

### 股市

下半年股市依舊為牛市，但須留意股市波動加大，主要原因在於：1)美股融資高、VIX壓縮在低位；2)高基期效果將逐漸顯現，上游報價對獲利增長的推升效果將逐漸降低。因此，Quality重要性益顯重要，股票布建仍以大型績優股為先。

### 債市

基本面而言，支持美債殖利率長線回升，惟時序恐較原先預期推遲，因短線上Delta病毒蔓延恐增添疑慮，舉債上限令財政部降低現金水位，仍令美元額外充沛。

### 匯市

7月9日中國人民銀行宣布全面降準0.5%，除部分對沖下半年大量MLF到期的資金缺口外，也暗示對經濟基本面的擔憂，後續貨幣政策穩中偏鬆。另方面，台灣貨幣政策未有變動，貨幣政策走向有所分歧，人民幣兌新台幣後勢偏弱看待。

## Delta病毒對經濟添增不確定性, 但成熟國家疫苗普及下, 影響仍屬可控

受Delta病毒影響, 全球新增確診人數自6月中有上升的跡象, 英國7日平均確診人數來到3萬, 較5月日平均為2千人有明顯增加。韓國及數個東南亞國家新增病例數創新高, 美國則在獨立紀念日假期後新增確診亦有小幅上升。

然英國首相5日宣布7月19日如期解封, 大膽作為的原因之一來自英國高疫苗接種率下, 因疫情重症及致死狀況明顯減緩。

整體而言, 成熟國家因疫苗覆蓋率高, 雖然新增確診例升高, 但研判不至於改變經濟復甦態勢, 惟短期確為市場增添不確定性。

### Delta疫情升溫, 英國尤其明顯

每百萬人新增確診人數

1000

750

500

250

0

2020/1

2020/7

2021/1

2021/7

美國

英國

歐洲

亞洲

	歐洲	美國	英國	亞洲
接種率	44%	55%	68%	25%

資料來源: Our World in Data。

### 英國接種率近7成, 重症及致死人數明顯下降

人

5000

4000

3000

2000

1000

0

2020/1

2020/7

2021/1

新增  
重症

新增  
死亡

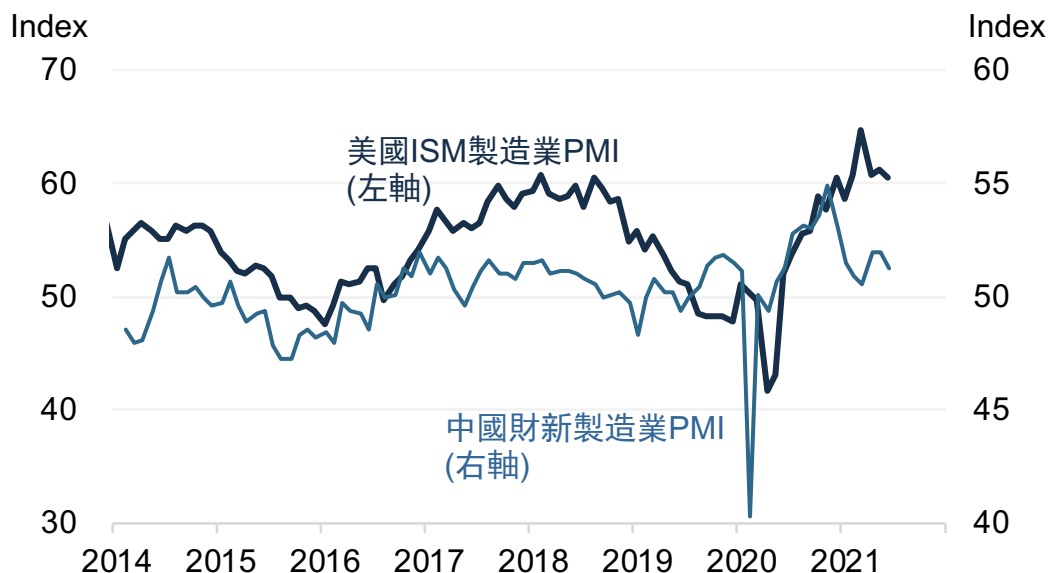
資料來源: Our World in Data。

## 市場擔憂製造業觸頂，而中國整風更加深亞洲股匯近期風險趨避

市場擔憂美、中製造業循環恐已屆高，尤其中國中小企業擴張動能格外偏弱，更令市場感到疑慮。

此外，中國官方不畏信貸循環下行之際，再起企業整風，包括剛在美國上市的中國網路叫車巨頭滴滴出行，遭到監管當局重拳審查，多家中企隨後取消赴美上市計劃，令近期亞洲股匯風險氣氛更顯趨避。

### 市場擔憂製造業PMI屆高，中國中小企業格外偏弱



資料來源：Bloomberg。

### 中國整風令亞洲股匯風險趨避



資料來源：Bloomberg。



## 所幸央行政策視經濟調整，應能舒緩近期過早緊縮的擔憂

人行降準、Fed主席鮑爾國會證詞持續鴿派立場，皆顯示央行持續防下方風險的政策立場：

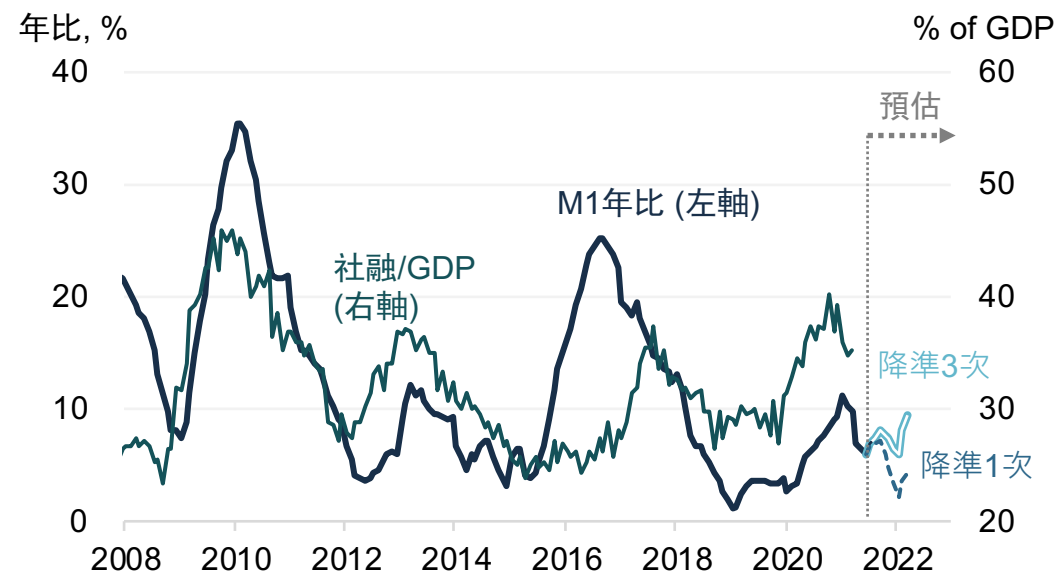
- 1) **人行降準令市場情緒舒緩**，但公告顯示「中性」、「維穩」仍是基調。由於人行公告釋放資金部分將用於歸還下半年到期的MLF，因此今年下半可能需要不僅一次的降準。
- 2) Fed貨幣政策半年報顯示政策立場仍強調對經濟的支持，而**Fed主席鮑爾國會證詞依舊鴿派**，有助安撫近期市場對貨幣政策過早緊縮的擔憂。

### 今年7月至明年1月為MLF到期高峰



資料來源：路透社。

### 人行下半年可能需要不僅一次的降準



註：12個月社融加總。M1=0.339\*金融業存款, R-sqr=0.96, 期間2015~2020年。

假設下半年MLF續做半數金額下進行推估。

資料來源：Bloomberg。國泰世華銀行投研團隊預估。

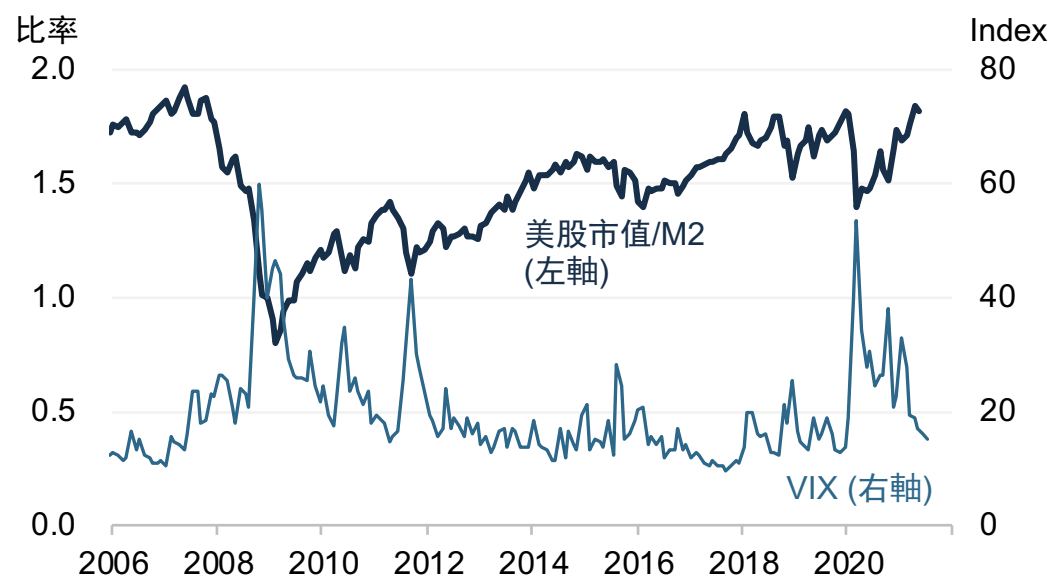
## 股市 留意下半年股市波動加大，Quality重要性益顯重要

觀察今年來美股市值相對貨幣供給M2比率持續走升，並高過疫情前的水準，顯示美股評價面已然不低，但在VIX持續壓抑在低位下，需留意**下半年市場波動提高**的風險。

此外，去年下半年的高基期效果將逐漸顯現，以記憶體、上游塑料報價為例，年比的動能可能逐漸趨緩，也會令今年以來報價推升對獲利增長的效果逐漸降低。

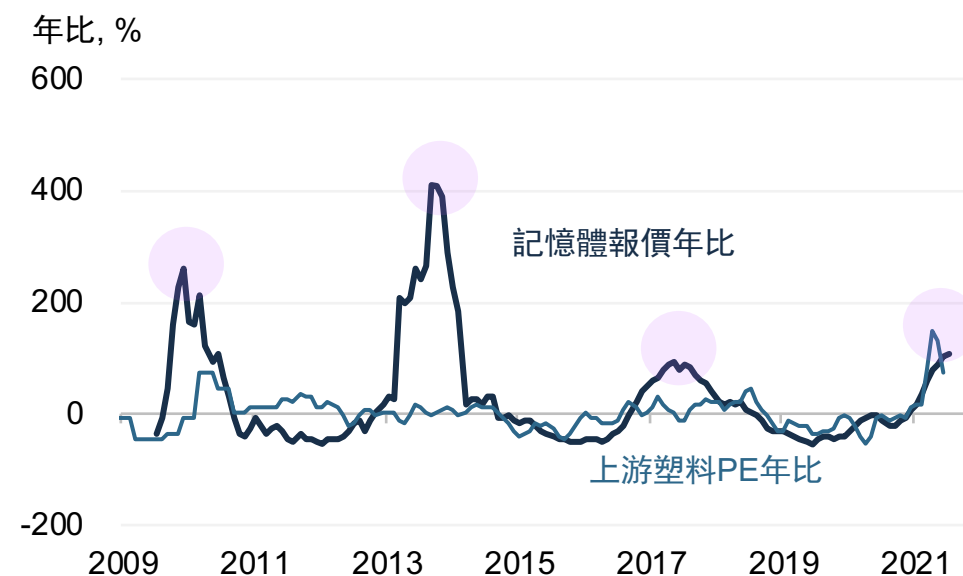
**操作上，Quality的重要性將提高，應以大型績優股為主力。**

### 評價面不低，VIX相對居低位，宜留意波動加大



資料來源：Bloomberg。

### 下半年產業報價對獲利增長的推升效果將遞減



資料來源：Bloomberg。

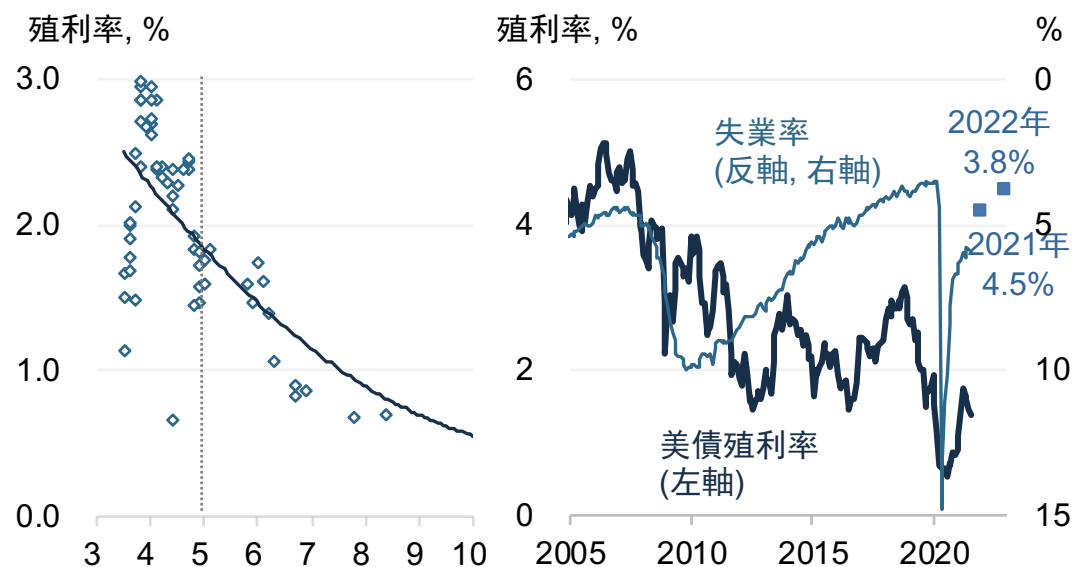
# 債市 基本面支持美債殖利率長線趨升，但短線仍舊有壓

基本面支持美債殖利率長線回升，**惟時序恐較原先預期推遲**，因：

- 1) Delta病毒蔓延恐增添不確定性，Fed可能因疫情不確定性推遲縮減QE的時程。
- 2) 舉債上限令財政部被迫降低帳上現金水位，現金釋出至民間，令美元流動性格外充沛。

操作上，低檔不宜搶進，短線反壓仍大，操作積極者可介入區間操作。

## 美國基本面仍舊有利殖利率回升



## 短期資金充沛仍壓抑殖利率走勢



資料來源：Bloomberg。



# 中國 降準後指數漲跌不一，出口增速漸緩股市橫盤震盪

從歷史經驗看來，**人行降準計畫公告之後，股票市場漲跌不一，並無明確一致性**，且目前經濟環境下大幅寬鬆機率較低，研判此事件對A股短線樂觀情緒及風險偏好有一定助益，經濟環境與企業獲利表現仍是下半年市場走勢關鍵。

疫情後的先進先出，加上美歐各國隨疫苗施打率逐漸解封，替代效應讓中國出口數據維持擴張，短期補庫存行情使外需維持高檔，有助第三季企業獲利增長，惟**基期因素與替代效應漸弱，恐增添第四季出口挑戰**。

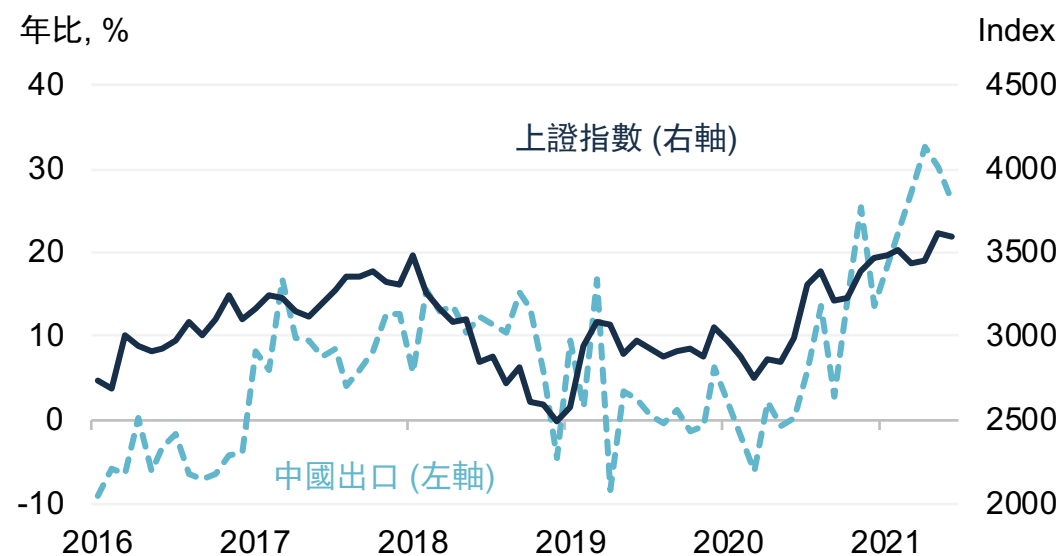
近期社會零售數據顯示，消費表現不若預期般樂觀，PPI與CPI剪刀差擴大，也暗示內需動能並不強勁，部分週期類股獲利面臨下滑壓力，不利指數表現。綜合而言，降準帶來的風險偏好與外貿數據可提供短期上漲動能，但內需消費偏弱與出口增速漸緩，**預期市場橫盤震盪為主**。

歷次降準公告後A股市場表現

降準宣告日	上證指數			滬深300指數		
	t+5	t+10	t+20	t+5	t+10	t+20
2016/2/29	7.8	6.4	10.0	7.9	6.5	10.2
2018/4/17	2.0	1.1	2.9	2.5	1.2	3.1
2018/6/24	-1.5	-4.9	-2.1	-2.7	-6.8	-3.2
2018/10/7	-7.6	-9.6	-5.1	-7.8	-8.8	-4.3
2019/1/4	1.5	3.2	4.1	1.9	4.4	7.0
2019/9/6	1.0	-0.8	0.3	0.2	-1.5	0.1
2020/1/1	0.3	-0.4	-6.8	0.3	-0.1	-6.1

註：t為人行宣布全面降準日期。  
資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

預期下半年中國出口維持高位但增速漸緩



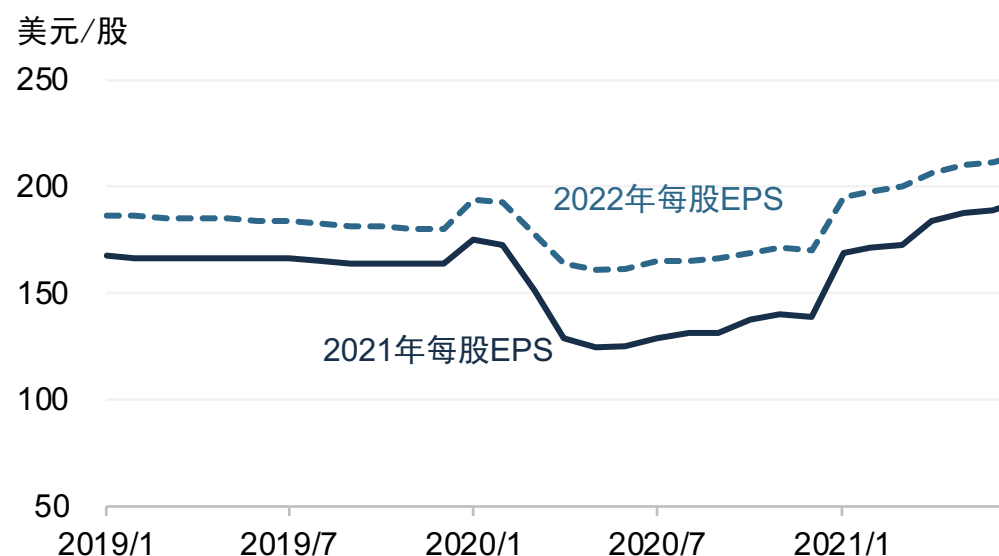
註：此為經季節調整的出口年增率。  
資料來源：Wind。

## 美國 市場信心回升, 持續推升獲利上修

高盛、摩根大通、美國銀行等銀行股率先公佈財報, 受到股市熱絡影響, 及景氣復甦影響, 使得手續費收入上升, 同時呆帳損失明顯下降, 使得財報多優於預期。整體而言, 第二季獲利增速可望高達64%, 將創金融海嘯以來新高水平。

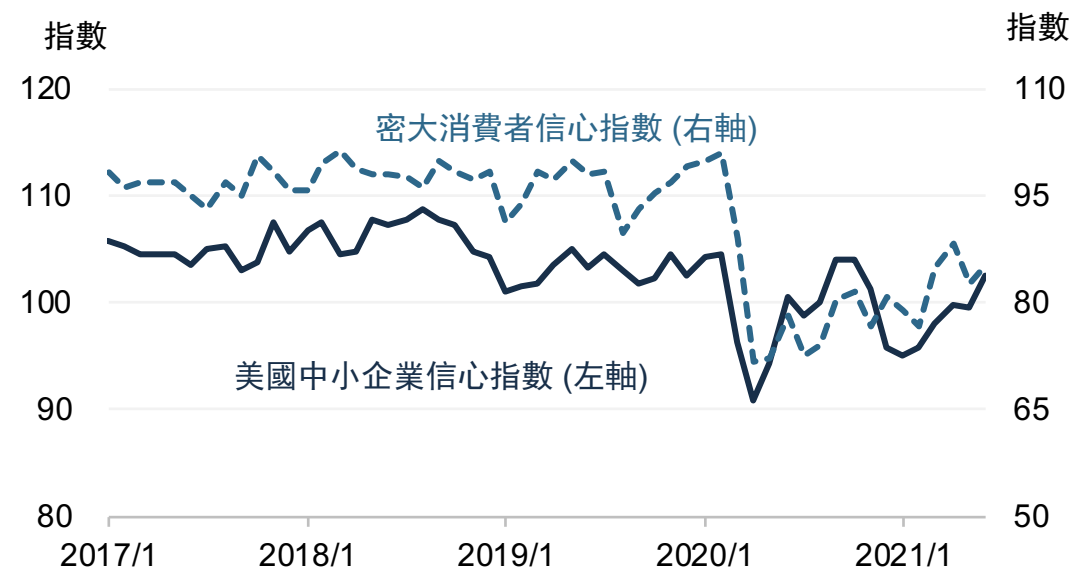
觀察密大消費者信心指數或NFIB美國中小企業信心指數, 均呈現緩步向上趨勢, 顯示市場信心逐步回升, 除推升獲利上升外, 也將帶動景氣持續復甦。策略上, 股市拉回應站在買方。

### 獲利續景氣持續復甦, 標普500獲利持續上修



資料來源: Bloomberg。

### 民眾消費與企業信心回升, 推升獲利走揚



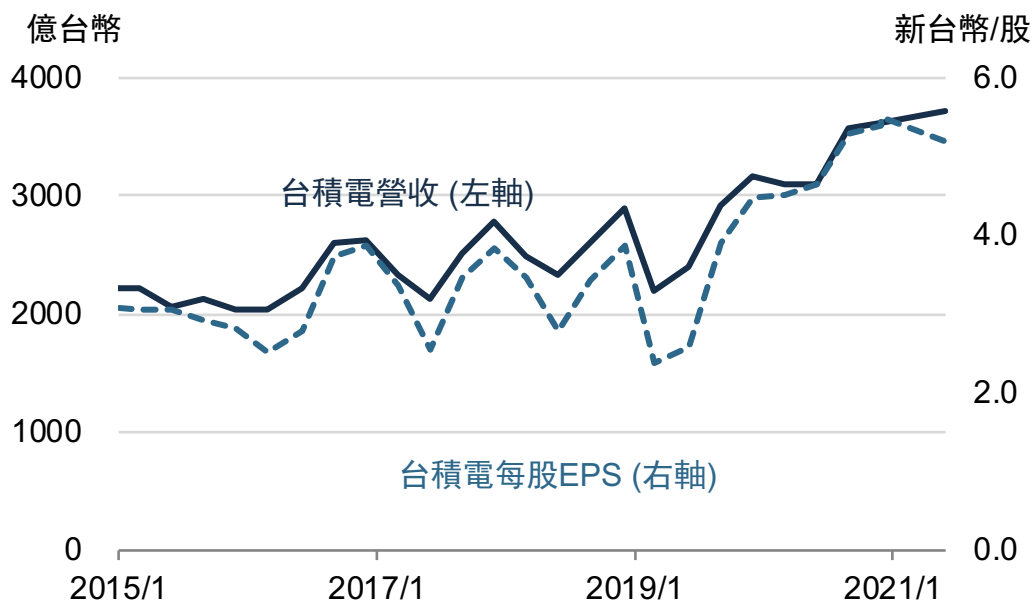
資料來源: Bloomberg。

# 台灣 匯率與資本支出衝擊雙率，後續將逐步改善

台積電15日召開法說會，公告第二季營收創下歷史新高達3721億，高於預期，但**受到資本支出大幅擴張與匯率升值影響，毛利率下滑至50%，同時，折舊問題使獲利率降至36.1%**，不如預期。展望第三季，市場需求仍強勁，營收可望較本季成長11%，同時，毛利率可望小幅回升至50.5%。

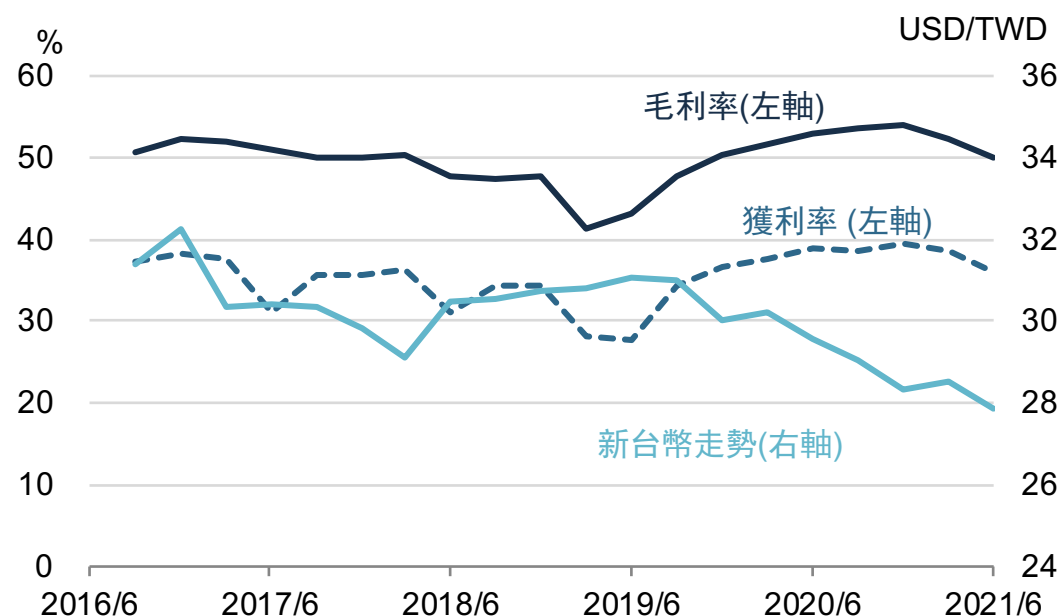
整體而言，資本支出與折舊費用問題為暫時性，可能衝擊數季，但預期毛利率可望維持在50%之上。另外，公司上調市場對半導體的需求增速至20%，同時，產能緊張問題可能延續到2023年，顯示後市不看淡。**短期財報不如預期使股市有回落，但拉回仍在站買方。**

## 台積電營收獲利續創歷史新高



資料來源: Bloomberg, 台積電。

## 匯率與資本支出衝擊毛利率與獲利率



資料來源: RBA, 國泰世華銀行投研團隊整理。

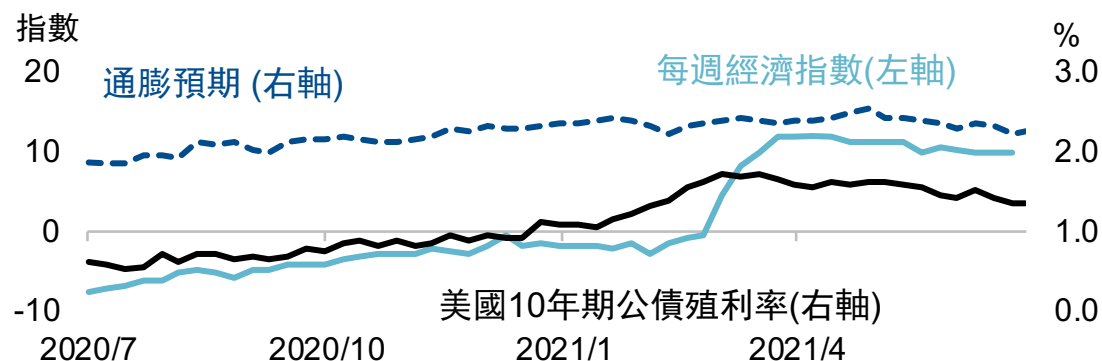
# 美公債 疫情風險, 或使殖利率緩升時程延後

美債利率偏低震盪, 主要反應經濟成長動能稍緩, 又有Delta變種病毒延燒疑慮, 市場避險需求增加。美國舉債上限在即, 亦減少公債標售規模, 壓抑殖利率偏低。然基本面, 就業及通膨升溫, 仍利於美債緩升。

Delta疫情擾動下, 或可延後殖利率緩升時程, 考量成熟國家疫苗施打狀況良好, 疫後重症及致死狀況已大幅改善。估計今年將持續維持低利率寬鬆及更謹慎調整政策正常化步調。後續可觀察全球央行Jackson Hole年會若可如期舉辦實體會議, 則維持8-9月Taper開始暖身基調不變。

## 通膨預期降、經濟動能趨緩, 致美債震盪加大

10年期公債利率 模型預估		通膨預期		
		2	Now	3
短期利率預期	0.25	1.00	1.48	1.96
	0.5	1.14	1.62	2.10
	0.75	1.27	1.76	2.24



註:左圖NY Fed Weekly Economic Index, 更新至7月9日週資料。美10年債利率= $-0.31+0.91 \times \text{通膨預期}+0.57 \times \text{預期短率}-0.02 \times \text{Fed資產負債占GDP比}$ , 期間2015年1月~2021年6月, R-square=0.94。預期短率以24個月聯邦期貨利率、通膨預期以USD5Y5Y inflation swap進行估算。  
資料來源:左圖Bloomberg。右圖聯準會政策調整預期為國泰世華銀行投研團隊預估。

## 觀察Jackson Hole實體年會可否如期舉行



Jackson Hole實體  
年會如期舉行?

是

9月FOMC  
釋放減債意向

開始縮減QE購債  
每月150億延續8個月

觀望至升息

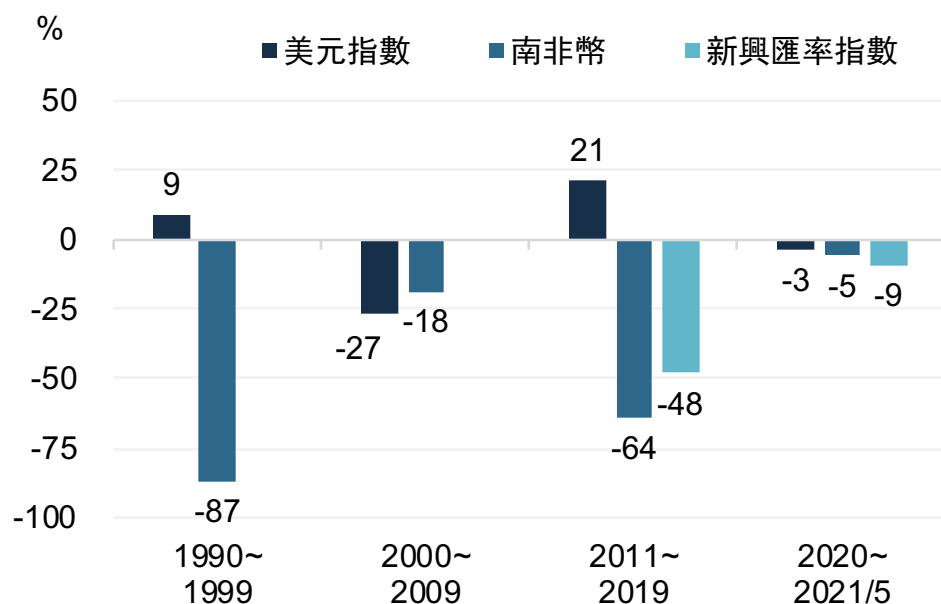
## 匯市 南非匯率呈現長期趨貶態勢，宜利用時機適時降低部位

就匯率而言，主要國家匯率多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，而令匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，反之，趨勢性貶值的趨勢明顯，其中南非幣於新興市場貨幣中更並非屬於前段班，長期貶幅更甚於新興匯率指數。

南非經濟主要原因在於，政治、治安問題令企業投資不足，長期經濟增長趨緩，國內失業呈現結構性上升的趨勢。加上**7月13日爆發近年來最嚴重暴動**，儘管總統拉瑪佛沙已派遣軍隊協助平亂，各地商店和倉庫連續第5天遭洗劫一空，這波暴動已奪走72條人命，更令近日南非匯率走勢偏弱。

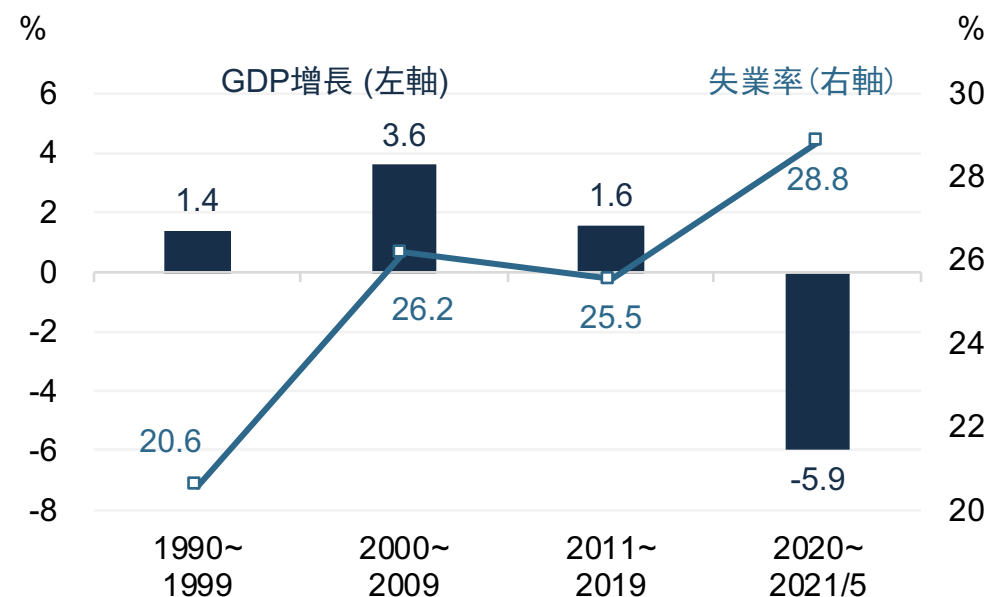
整體而言，南非經濟並非循環性擴張或衰退，而是存在結構性下行問題。**故對該國曝險仍宜注意下方風險，宜適時調整部位。**

長期而言新興匯率趨向貶值，南非幣尤有甚之



資料來源: Bloomberg。

長期而言，經濟趨緩、失業攀升



資料來源: Bloomberg。

## 人民幣 經濟增長放緩使人行降準, 人民幣兌新台幣偏弱看待

今年上半年高漲的原物料價格使中下游廠商面臨成本壓力, 加上基期效應消退, 預期下半年經濟增長速度趨緩。7月9日中國人民銀行宣布全面降準0.5%, 除部分對沖下半年大量MLF到期的資金缺口外, 也暗示對經濟基本面的擔憂, 後續貨幣政策穩中偏鬆。

另一方面, 歐美解封行情下, 台灣下半年出口可望持續擴張, 經濟表現支撐央行政策方向, 短期內重貼現率維持不變。貨幣政策走向有所分歧, **人民幣兌新台幣後勢偏弱看待。**

### 人民幣兌新台幣匯率走勢

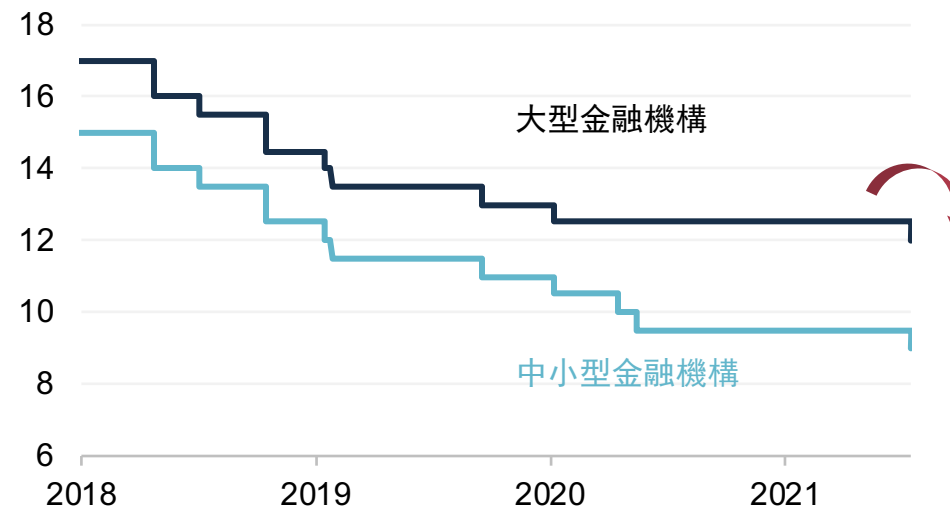
CNY/TWD



資料來源: Bloomberg。

### 中國金融機構存款準備金率走勢

人民幣存款準備金率, %



資料來源: Wind。

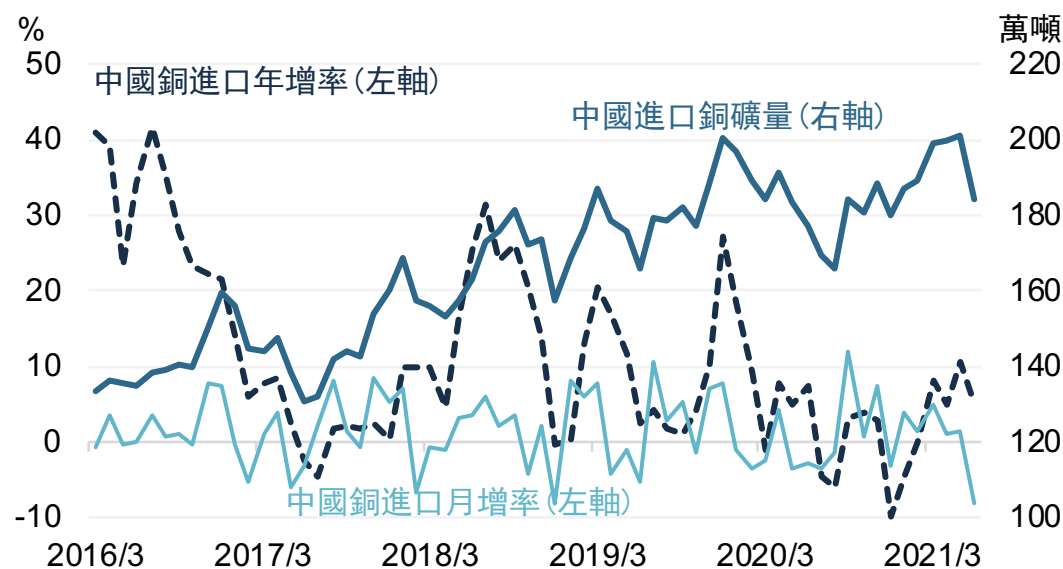


## 礦業 中國進口放緩, 及美元趨升添高位擾動

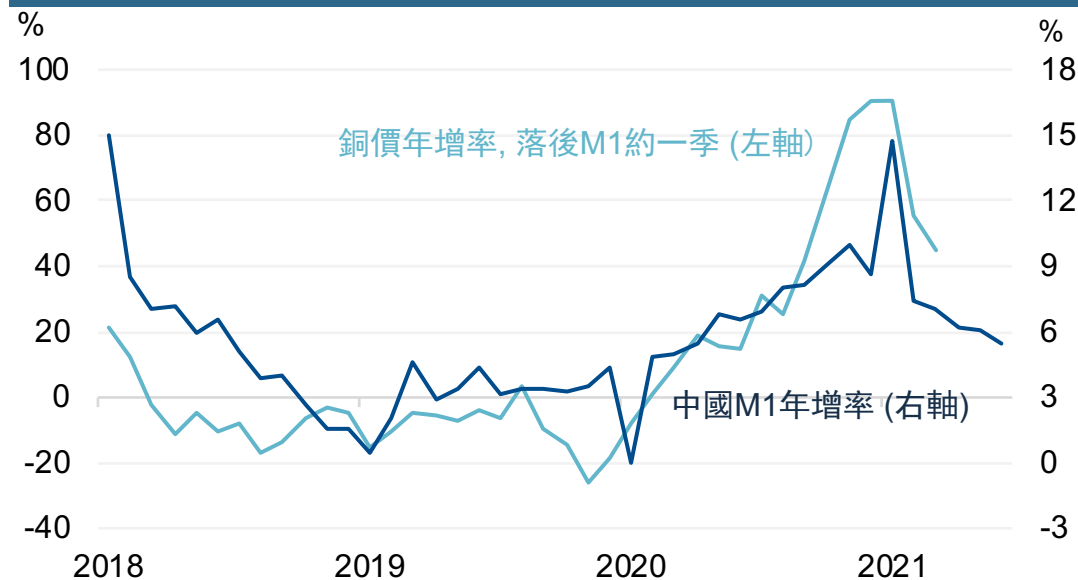
全球最大金屬消費國-中國, 6月銅進口量為42.8萬噸, 較前月減少3.9%, 年減34.7%。2021年1-6月累計未鍛軋銅及銅材進口量為279萬噸, 較去年同期去年減少1.6%。6月進口鐵礦砂等, 也較去年同期減少12%, 主因(1)銅礦冶煉廠進行季節性歲修, (2)中國經濟放緩所致。

中國銅礦進口連續3個月下滑, 對銅價存有壓力, 此外中國資金流動性亦牽動金屬價格走勢, 觀察中國貨幣供給M1年增率約領先銅價表現約一季時間。中國人行上週意外降準, 釋出部分資金與寬鬆訊息, 若大幅度降準或降息將對M1流動性有提振效果。考量人行強調中性維穩, 不過度寬鬆, 預期未來礦價表現仍呈溫漲格局, 美元趨升添高位擾動。

### 中國銅礦進口放緩



### 中國資金流動性影響礦價走勢



July 2021

19 Monday	20 Tuesday	21 Wednesday	22 Thursday	23 Friday
英國Rightmove房價	美國新屋開工 美國營建許可 歐元區經常帳 德國PPI 日本CPI 台灣出口訂單	美國MBA 貸款申請指數 日本貿易收支 日本工具機訂單	美國初領失業金人數 美國領先指數 美國成屋銷售 歐元區利率會議 英國CBI企業樂觀指數 台灣失業率	美國Markit PMI 歐元區Markit PMI 英國Markit PMI 英國零售銷售 台灣貨幣供給

## 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