



Cathay's View

2021年7月23日

投資研究週報

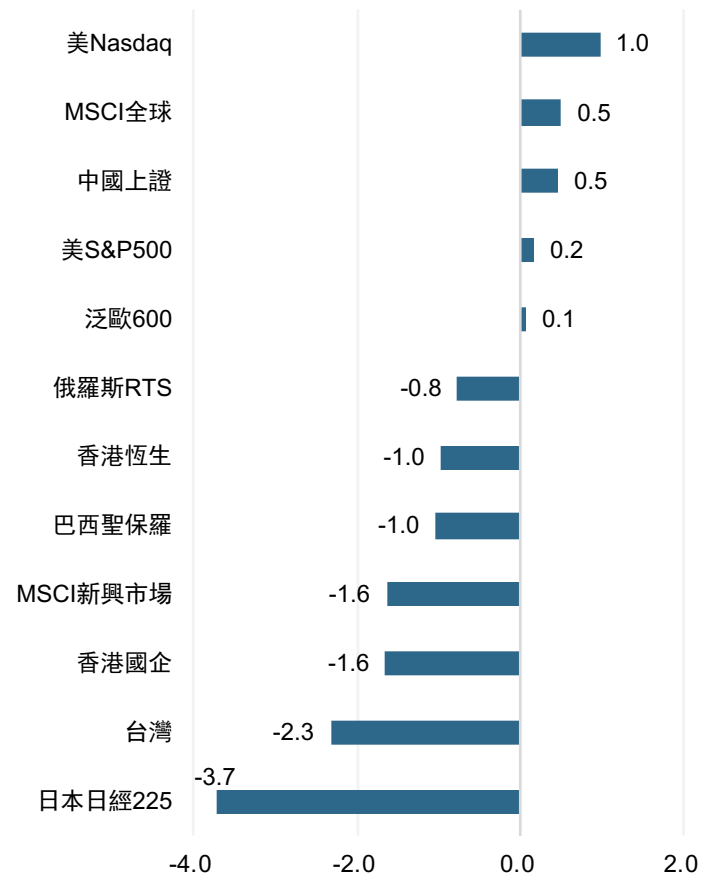
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

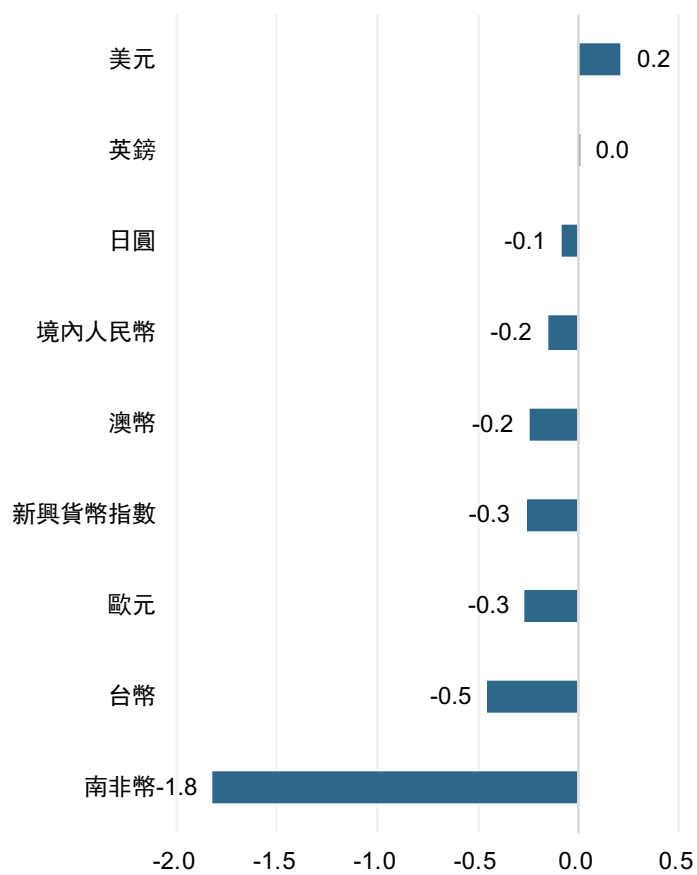
主要股價指數一週報酬率(%)



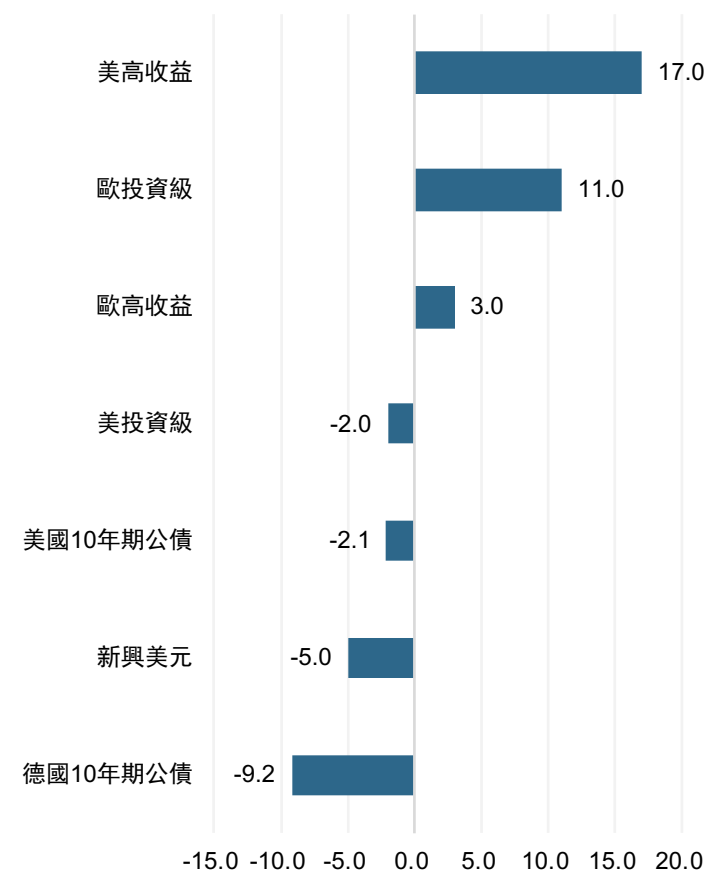
資料時間：更新至2021/7/22。

資料來源：Bloomberg。

主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



市場策略思維

► 疫情擴散與通膨升溫引發市場動盪

儘管全球確診人數升高，但疫苗接種率較高的成熟國家重症率維持低檔，復甦步伐仍可持續。就業環境改善支撐民眾消費支出，維持經濟增長動能，但下半年物價壓力為潛在風險。

► ECB維持寬鬆，政策步調差異推升美元

歐洲央行維持三大利率不變，購債規模延續至明年3月，通膨目標調整允許短暫高於2%。歐元區循環週期晚於美國，中長線美元偏升看待。

► OPEC+達共識，供需失衡支撐油價高盤

OPEC+會議達成協議，自8月起將每月增加40萬桶/日的產量。景氣復甦趨勢不變，近期油商資本支出仍偏保守，供需失衡情況有助3Q油價高盤有撐。

股市

疫情衝擊各國解封時程，消費降溫疑慮影響經濟增速預期，風險性資產波動再起。考量經濟仍朝復甦態勢做發展，標普企業財報持續上修，股市拉回站在買方，布建以大型績優股為先。

債市

Delta變種病毒疑慮及暫時性通膨預期，經濟數據增速稍緩，壓抑殖利率震盪偏低。9月失業補助到期，實質通膨偏升、Taper進度預期將使美債長線偏上發展，企業獲利動能有助利差收斂，信用債收益穩健表現。

匯市

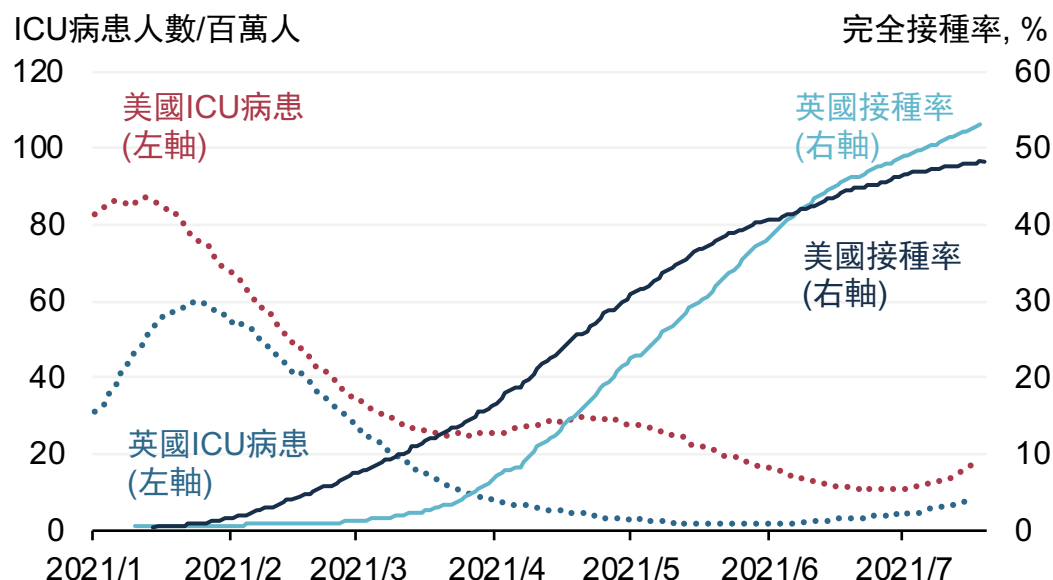
美歐兩經濟體貨幣政策循環先後有異，支持美元趨勢偏升，但Fed刻意維持鴿派言論將壓抑升值速度；高收益貨幣近期受風險氣氛擺動影響較大，隨近日股市急跌回升，也有利高收益貨幣短線反彈，對於基本面較差的幣別，宜趁此時進行汰弱留強。

疫情擴散與通膨升溫引發市場動盪，疫苗保護力推進經濟復甦腳步

近期疫情與通膨對市場的衝擊進一步擴大，市場擔憂歐美解封所帶動的經濟成長動能遭受壓抑，在16日公布消費者信心指數後，風險性資產迎來連續兩日重挫，市場避險情緒濃厚。

觀察疫情數據，儘管全球確診人數升高，但疫苗接種率較高的成熟國家如美國、英國、德國，相較施打率較低的開發中國家，整體死亡與重症率大相徑庭。較高的疫苗保護力也讓美歐政府的防疫管制不若年初強勢，如餐廳、購物中心、電影院等消費與娛樂場所人流已接近疫情爆發前水準，研判**Delta變種病毒的高傳染力造成短期金融市場擾動，但在疫苗接種率持續上升的情境下，經濟復甦的步伐仍可持續。**

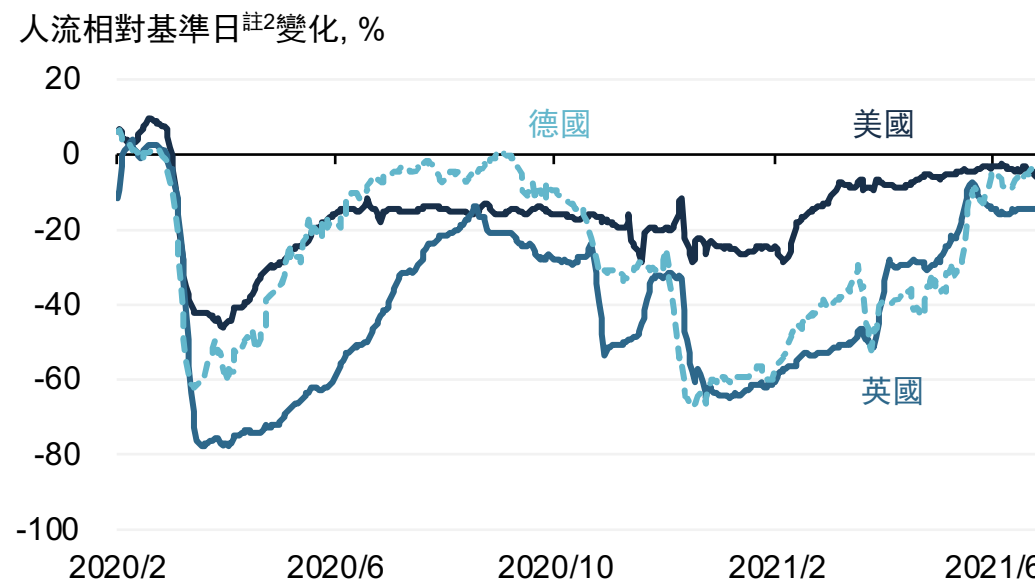
疫苗接種率提升有效降低重症病患比例



註：完全接種指疫苗所需劑量已全數施打完畢。

資料來源：Our World in Data。

零售與娛樂場所^{註1}人流受衝擊不高



註1：零售與娛樂場所包含餐廳、購物中心、博物館、電影院等。

註2：基準日為2020/1/3到2020/2/6間資料中位數。

資料來源：Google社區人流趨勢報告。

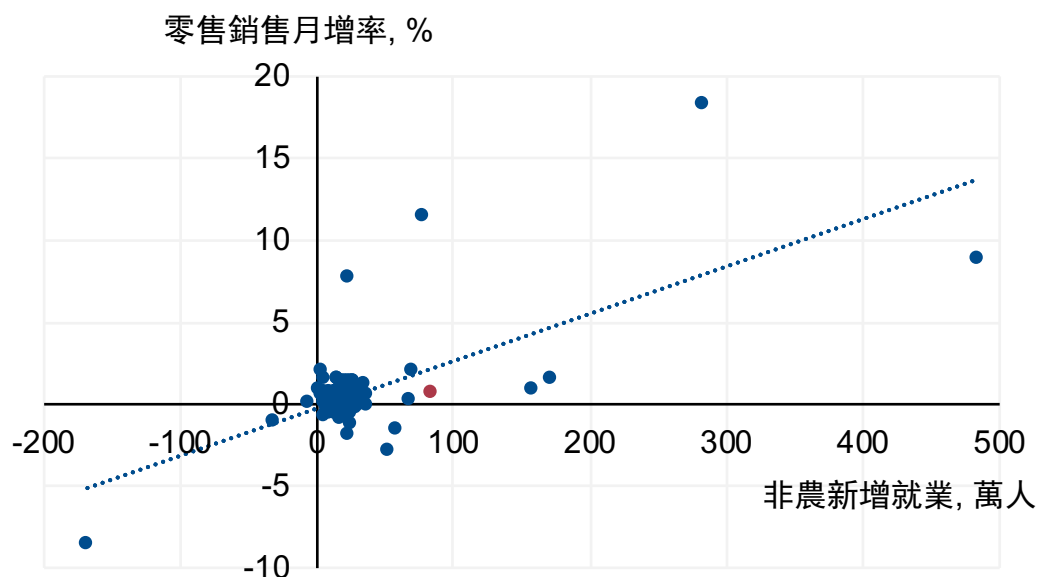
就業復甦支撐消費動能，惟物價壓力未見緩和跡象

隨經濟重啟帶來的復甦腳步持續向前，美國6月零售銷售數據意外上揚，而民眾消費支出已逐漸轉向餐飲、服飾、百貨等服務類型。受惠解封的餐飲、旅遊等服務業者增聘人手，也讓就業數據在6月增長幅度優於預期，**就業環境改善可進一步支撐民眾消費支出，維持經濟增長動能。**

另一方面，消費者信心數據顯示，高漲的物價已開始影響民眾對汽車等耐久財商品的購買意願。車用晶片的缺貨狀況，3Q應可獲得舒緩，惟房價易漲難跌，租金影響不易消退，加上解封帶動觀光旅遊，機票等交通運輸價格也出現明顯上揚，短期內物價壓力不易緩解。

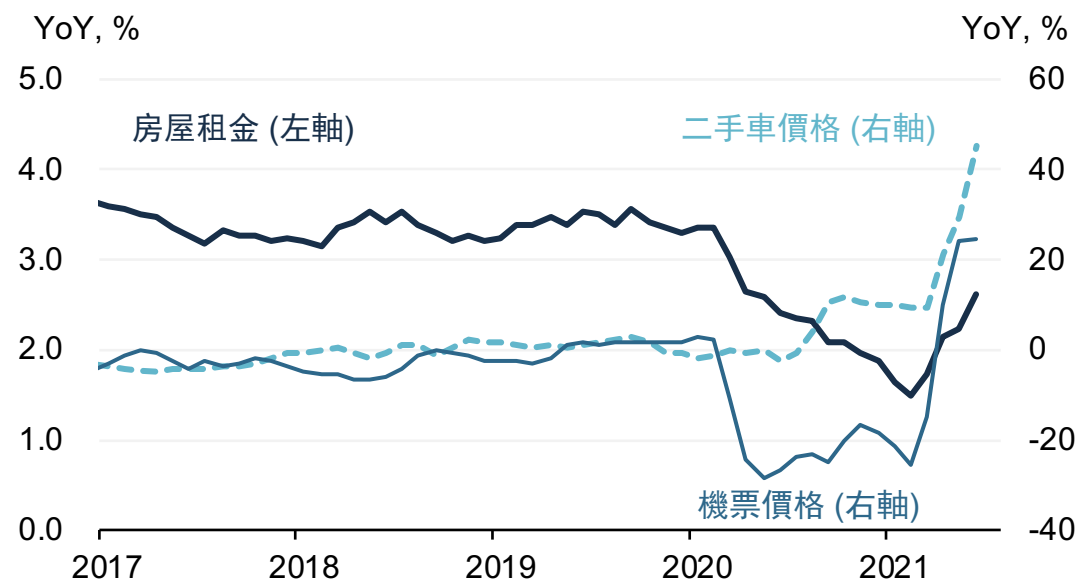
綜上所述，**疫情對美歐經濟重啟的擾動應不致全面失控，下半年消費動能仍有支撐，但物價持續高盤為潛在風險。**

就業環境改善有助消費回升



註: 零售銷售MoM=-0.25+0.029非農, 資料期間2011/1至2021/6, R-sqr=0.45。
資料來源: Bloomberg。

下半年美國物價壓力仍存



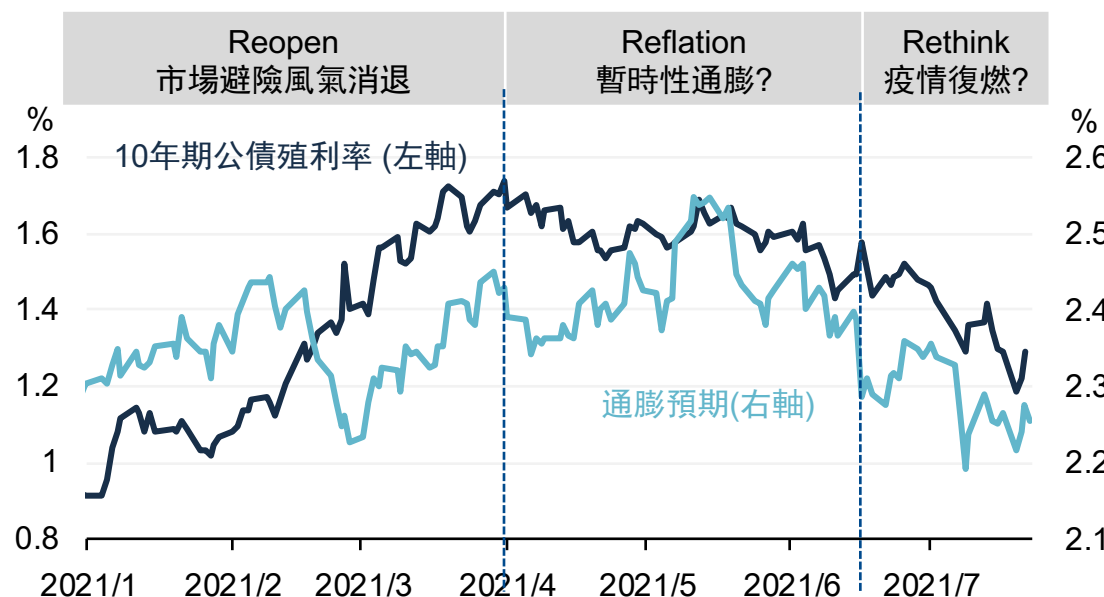
資料來源: Bloomberg。

美債 短線低盤反應避險及暫時性通膨預期, Taper表態及疫情穩定再有推升殖利率機會

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, 避險需求增加及債限影響公債標售規模下降, 壓抑殖利率偏低。然**基本面就業及通膨升溫, 隨失業補助金於9月到期, 勞動力恢復及就業缺口漸補足, 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。估計今年聯準會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, 維持8-9月Taper暖身基調不變, 最快明年開始縮減購債規模。

暫時性通膨說及疫情復燃疑慮, 近期殖利率偏低盤



註: 通膨預期為USD5Y5Y inflation swap。

資料來源: Bloomberg。

通膨預期降、經濟動能趨緩, 致美債震盪加大



註: 美10年債利率=-0.31+0.91*通膨預期+0.57*政策利率期貨-0.02*Fed資產占GDP比, 期間2015年1月~2021年6月, R-square=0.94。

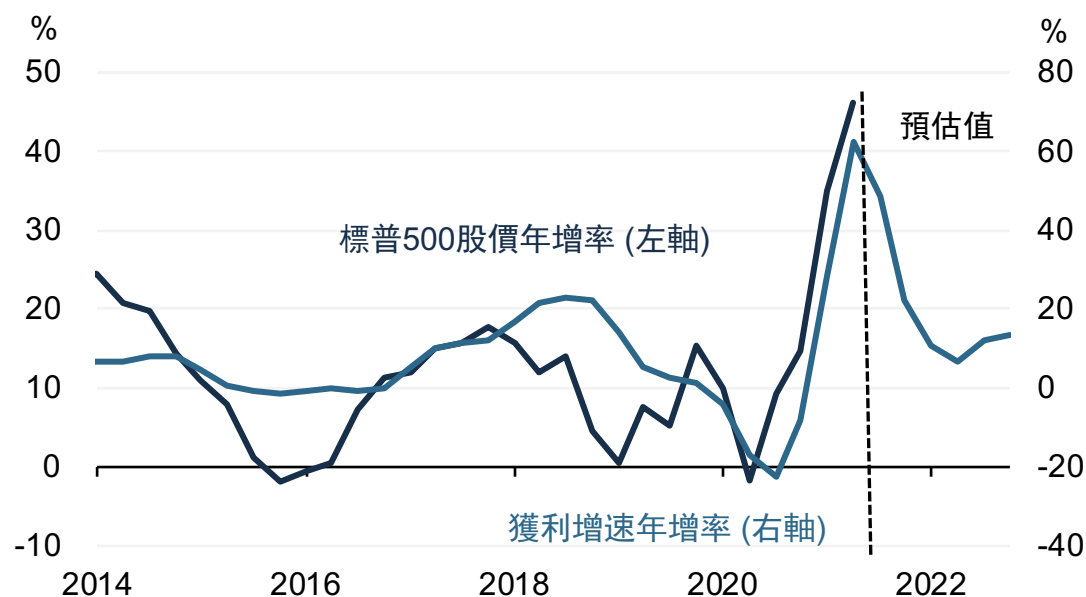
資料來源: Bloomberg。

美國 強勁獲利增速, 提供股市回檔布建契機

Delta病毒衝擊各國解封時程, 甚至再度實施管制, 使經濟增速預期有下滑的跡象, 造成市場波動再起。考量經濟仍朝復甦態勢發展, 標普企業財報仍持續上修, 股市拉回仍站在買方。

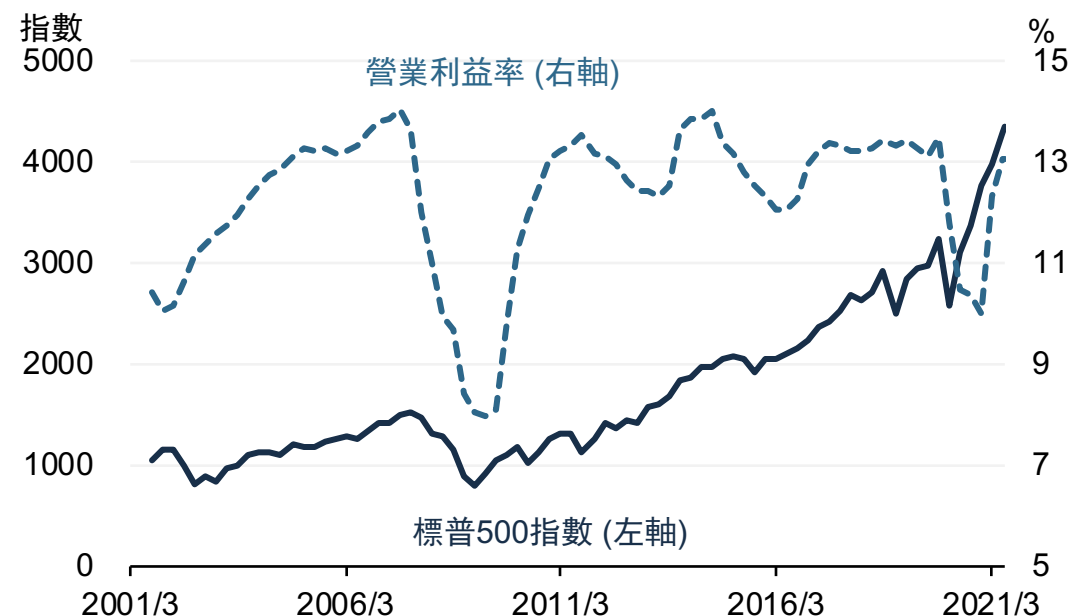
根據統計, 2Q獲利增速已從52%上修至72%, 創金融海嘯後最大增速水平, 使得2021年獲利增速將高達35%, 但明年則放緩至11%。整體而言, 強勁獲利增速提高股市回檔布建契機, 但預期股價漲勢將趨緩。另外, 隨經濟逐步解封, 企業活動恢復正常水平, 營業利益也持續回升, 支撐股市維持多頭格局。

獲利提供回檔支撐, 但股價漲勢將放緩



資料來源: Bloomberg, Reuters。

企業體質改善, 支撐股市維持多頭格局



資料來源: Bloomberg。

匯市 美元短線受到風險氣氛拉升, 中長期則受美歐週期性差異的支撐

雖然近期美德利差變化不大, 但美元近期走勢仍受風險氣氛支撐。

ECB會議記錄重點:

1. 政策利率: 維持政策利率(主要再融資利率)在0%不變。
2. 資產購買: 維持1) 緊急抗疫購債計劃(PEPP)規模1.85兆歐元至少到2022年3月、2) 每月200億歐元資產購買計劃規模。
3. 通膨目標: 由之前“低於但接近2%”的目標, 改為“2%的中期對稱通膨目標”, 這意味著會有一段時間通膨溫和高於目標。

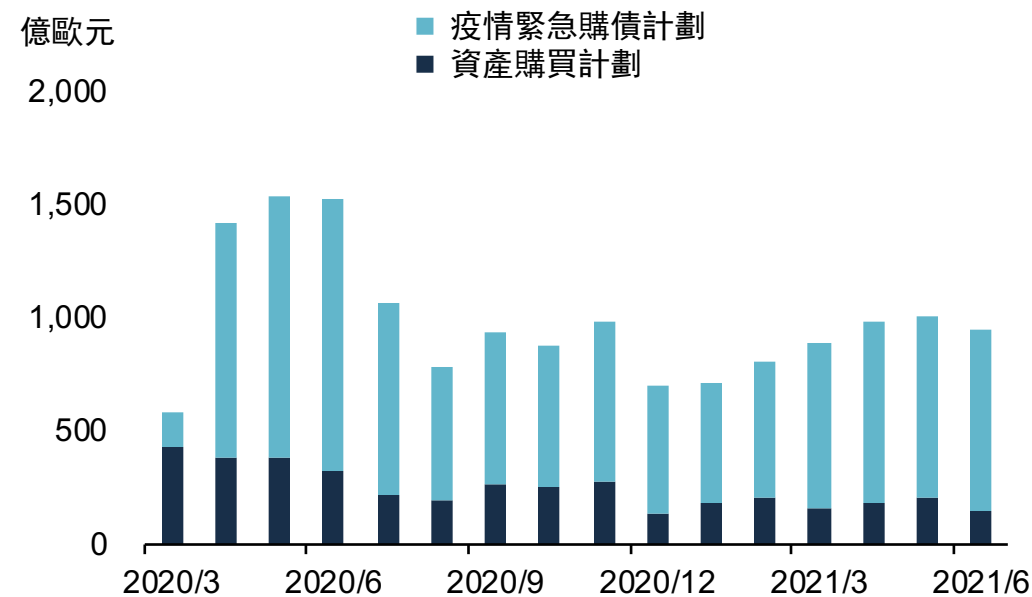
結論: 由於美歐景氣循環長期以來具有先後差異, 也因而影響貨幣政策步調先後, 故美元指數趨勢上仍偏升看待。

近期美德利差變化不大, 但風險氣氛支持美元



資料來源: Bloomberg。

ECB疫情以來資產購買狀況



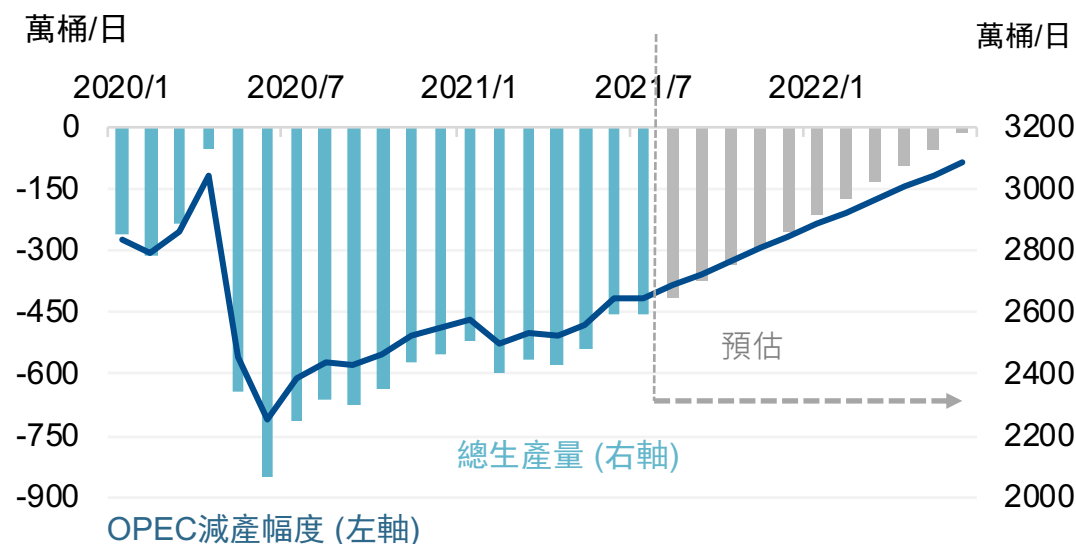
資料來源: ECB。

能源 OPEC增產與疫情復燃添近期擾動

上週OPEC+會議達成協議，自8月起將每月增加40萬桶/日的產量，2022年5月起將採用新的生產配額基準，包括沙國、俄羅斯、伊拉克、阿聯和科威特五國的產量基準皆上調，整體OPEC+產量基準從4385.3萬桶/日上調至4548.5萬桶/日，**預期至2022年下半年OPEC+的產量可恢復到疫情爆發前水準。**

受到OPEC明年進一步增產，和Delta病毒肆虐添需求隱憂，油價近期出現獲利了結壓力而修正。但**歐美景氣復甦趨勢不變，近期油商資本支出仍偏保守，供需失衡情況有助3Q油價高盤有撐，籌碼與交易層面影響短期波動放大。**待明年以後，美國頁岩油商也將加入增產行列，供需失衡改善更為明顯，油價將有較大壓力，操作仍以短期為主。

OPEC+產量明年下半年可回到疫情前水準



註：採2019和2018兩年平均產量3100萬桶/日為基礎。
資料來源：Bloomberg。

油價短期有撐，明年供需失衡改善更顯



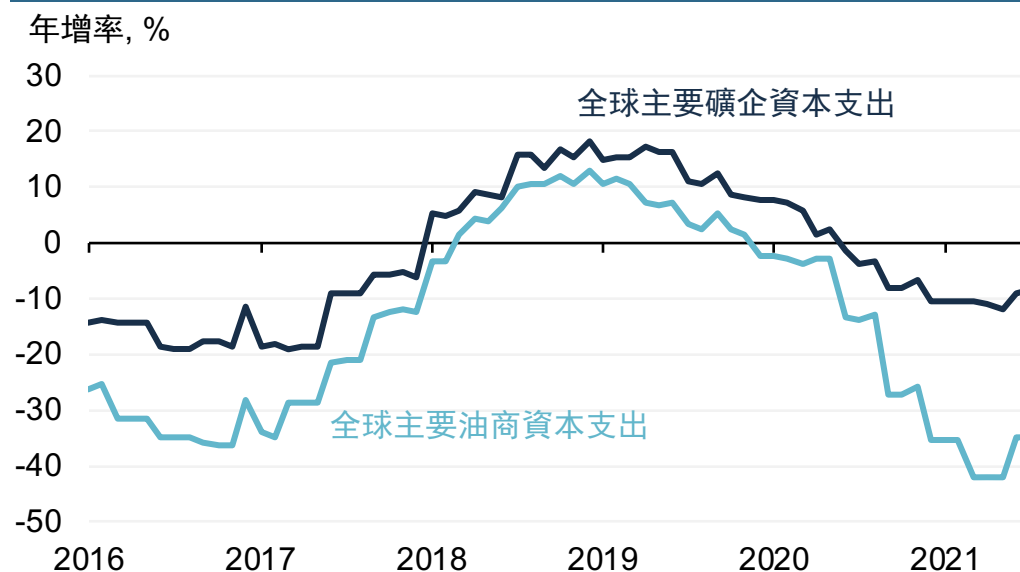
資料來源：Bloomberg、EIA預估。

礦業 短線價格高盤, 明後年供給漸增

上半年商品價格大漲, 礦企和油商皆有增加資本出現象, 但油商在環保減碳趨勢下, 擴產動機更為保守。主要礦商雖預估資本支出較去年成長, 但也僅相當於2019年疫情爆發前水準, 實際反映在產出上有相當時間差距。另一方面, 中國限制鋼鐵生產, 使中國鋼鐵需求仍大, 包括巴西淡水河谷、英美資源集團和力拓等鐵礦砂巨擘, 近期產量不如預期, 短期供需失衡的情況將有利鐵礦砂價格維持高位。

短期金屬價格可維持高位, 但明年產出漸增, 預期2022、2023年價格將現回落。更長期展望, 電動車和再生能源需求於2023至2025年後, 成長更為快速, 將有利銅礦等需求大增, 以銅價來說, 其價格3-5年後具另一波成長空間。

礦企和油商資本支出增加



註: 採MSCI世界能源和MSCI世界原物料指數。
資料來源: Bloomberg。

長線銅需求具想像空間, 但明後年供給將回升



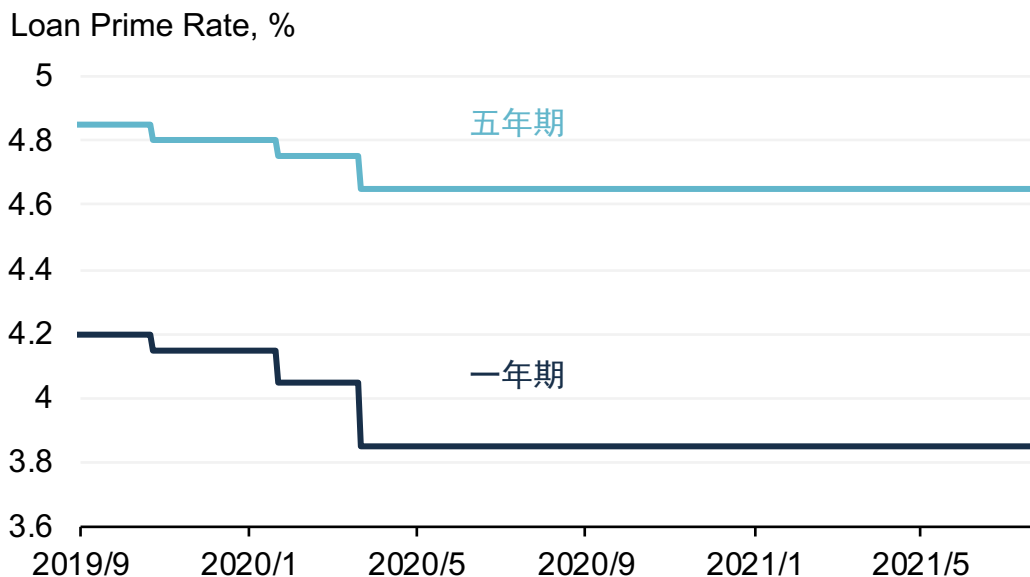
註: 取高盛、摩根大通、摩根士丹利對未來各年精煉銅供需年比之均值進行推估。
資料來源: Bloomberg。

中國 MLF與LPR利率維持不變, 短期公債利率下方空間受限

全面降準後, 本週公布的一年期與五年期LPR維持不動, 原因包含: 1) 經濟與物價仍對利率調降形成掣肘。經濟環境仍受外需支撐, 2Q數據維持平穩。但近期水患為原本就處於高位的物價增添變數, 河南為中國養豬重鎮, 若豬價上漲不利CPI持穩。2) MLF利率不變, 降準釋放出的資金須對沖7月MLF的3000億到期未續作, 考量後續仍有大量MLF到期, 單以銀行資金成本的改善幅度來看, 不足以驅動LPR下調。

短期內貨幣政策基調沒有轉變, 但消費不強與下半年外部不確定性較大的情境下, 基本面仍支持中國債券利率走勢偏下。惟降準宣布後, 殖利率出現大幅下降, 10年期公債利率已降至2.95%下方, 短期內下方空間漸縮。

一年期與五年期LPR維持不變



資料來源: Bloomberg。

公債利率於降準宣告後快速下滑



資料來源: Bloomberg。

新興債 中國經濟放緩疑慮及疫情擾動下，新興亞洲債信用風險或將擴大

中國最大的地產開發商中國恆大，遭廣發銀行申請凍結旗下宜興市恆譽置業1.32億人民幣的銀行存款，法院批准消息傳出後，使恆大集團相關的股票大幅下跌。截至去年恆大總負債高達1.95兆，其中有息負債也高達7165億，面對中國房市監管趨嚴環境下，本次1.32億事件，可能僅是房地產走緩帶來隱憂的冰山一角。惟，恆大去年合約銷售額約等同於0.8%中國GDP，影響不可不慎，估中國求穩的基調下，不排除SOE出手收購入部分資產的可能，降低恆大對中國經濟的負面影響。觀察中國地產商發行債佔比高的金融優先順位債部位，整體信用利差亦有逐漸擴大的趨勢。

新興亞洲債中國發債占比高，除1) 近期中國製造循環恐屆高，中小型企業擴張動能偏弱、2) 房市監管趨緊引發地產開發商信用風險增高，及3) 東南亞近期疫情險峻，及疫苗施打進度緩慢下，估計3Q新興亞洲債信用風險或將加大，建議新興債佈局以新興主權債為主。

中國房地產開發熱度趨緩



註：由中國國家統計局編制，衡量面向包含土地、資金及銷售。
資料來源：Bloomberg

中國房市放緩，新興亞債風險漸顯



資料來源：Bloomberg。

July 2021

26 Monday	27 Tuesday	28 Wednesday	29 Thursday	30 Friday
德國IFO 日本PMI 美國新屋銷售	中國工業利潤 美國耐久財訂單 美國消費者信心	日本景氣指標 美國全國房價 美國躉售存貨	FOMC 美國GDP 德國CPI 歐元區消費者信心	美國PCE 日本失業率 歐元區GDP 日本工業生產 日本零售銷售 美國個人收支

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供相關部門的內部教育訓練及媒體記者之參考資料，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: +886 8722-6666