



Cathay's View

2021年4月1日

---

# 投資研究週報

---

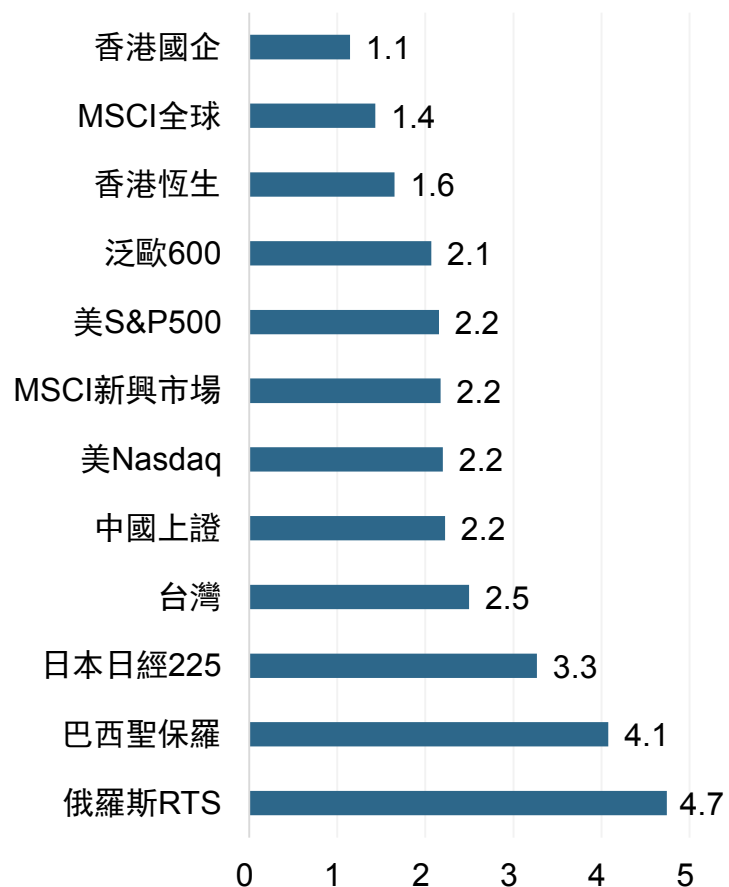
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



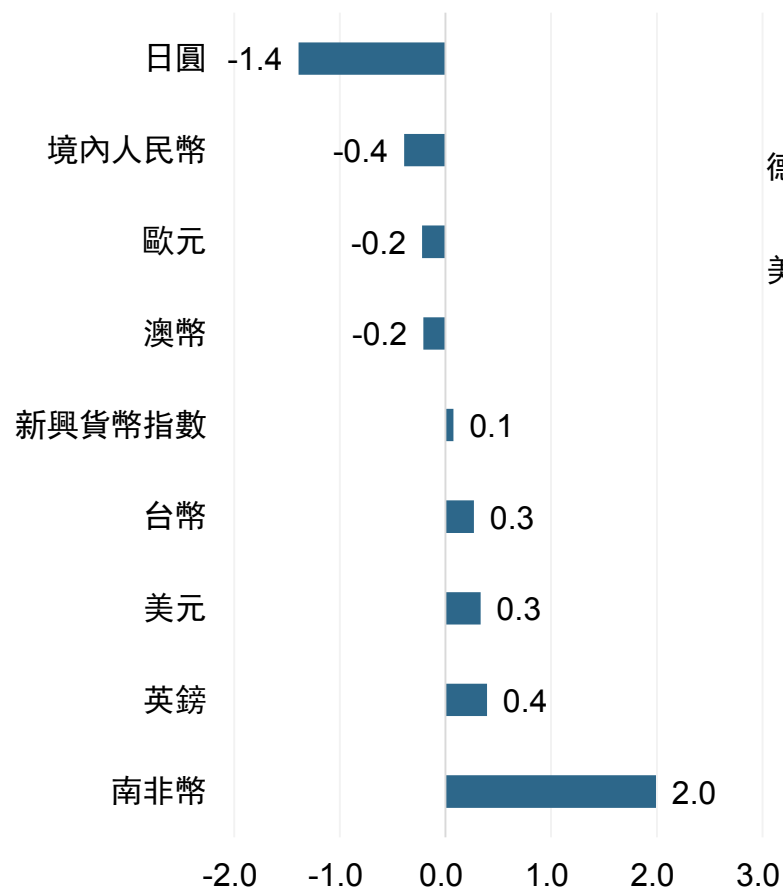
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 一週市場變化

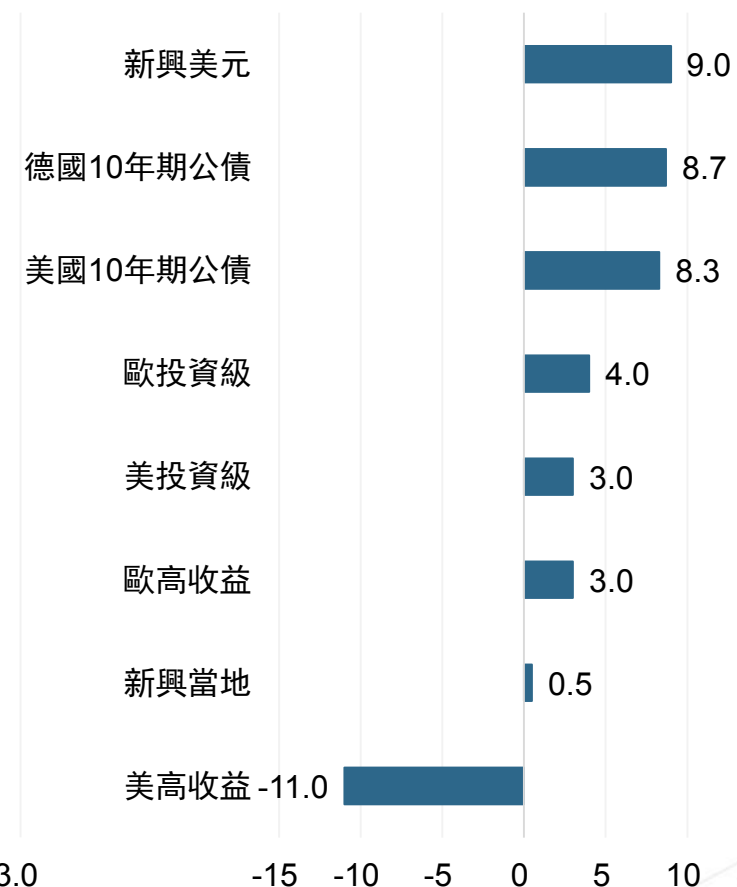
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/3/26~2021/3/31。資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► Archegos事件，為短期市場擾動

Archegos事件造成投資銀行被迫出清股票，使特定股票重挫，預期為個別事件，但留意部分銀行基於風險考量，降低槓桿操作使賣壓猶存，增添短期擾動。

## ► 美國疫苗加速，有利經濟動能升溫

美國疫苗加速施打，有望在上任百日內達到2億人次的接種，多數國家亦加快疫苗普及，美歐日中等國的製造業PMI同步轉強。

## ► 美經濟動能與利差優勢，美元穩健築底

美債利率揚升，驅動美國與主要國家利差擴大，加上美國可能再推出一輪財政刺激政策，提供美元回升力道。

### 股市

美國疫苗加速推進，加上新一輪刺激方案，有助景氣動能持續增溫。利率揚升對股市造成擾動，但已有鈍化現象，加上經濟基本面與獲利支撐，股市拉回仍站在買方思考。

### 債市

美國1.9兆財政補貼陸續發放，市場期待拜登再推2兆基建方案，助長景氣復甦預期，加稅或發債籌措財源亦促升美公債殖利率偏上。殖利率曲線偏陡，增加長券配置的息收吸引力。企業獲利成長、利差縮窄將有助於信用債表現。

### 匯市

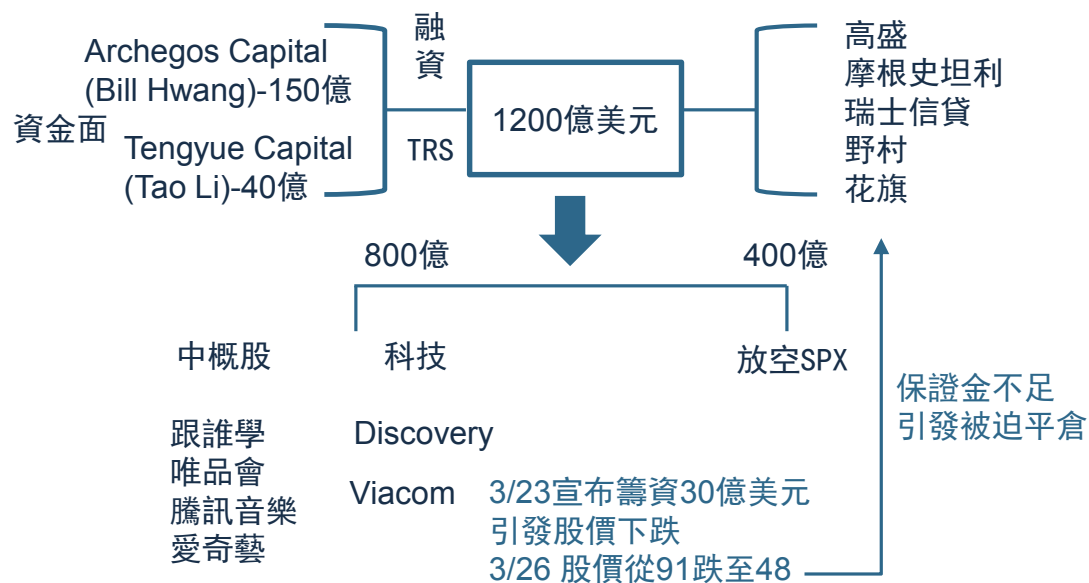
美長債利率走揚及貨幣供給增速放緩，將有提供美元下方支撐。反應國際收支的買匯需求升溫，預期新台幣強度漸鈍。

# 金融槓桿效果, 加大市場擾動

Archegos Capital負責人Bill Hwang為前老虎基金的經理人, 以金融槓桿操作而聞名。此事件, 更是以自有資本190億美元, 操作1200億美元資產失利而引發的金融股災。

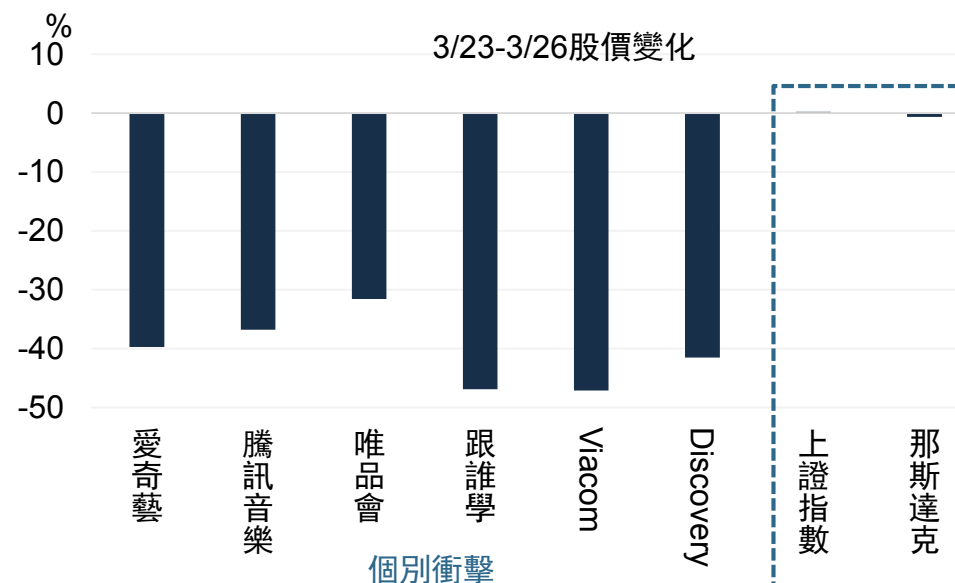
Archegos Capital大幅持有的Viacom, 3/23宣布普通股增資30億美元, 由於前景不受市場肯定, 當日股價開始下挫9%, 避險基金無法即時補足保證金, 引發投資銀行開始平倉股票, 進而造成Discovery及其他中概股集體走跌。

## 金融槓桿, 加大市場波動



資料來源: 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

## 主要金融資產表現(3/23-3/26)



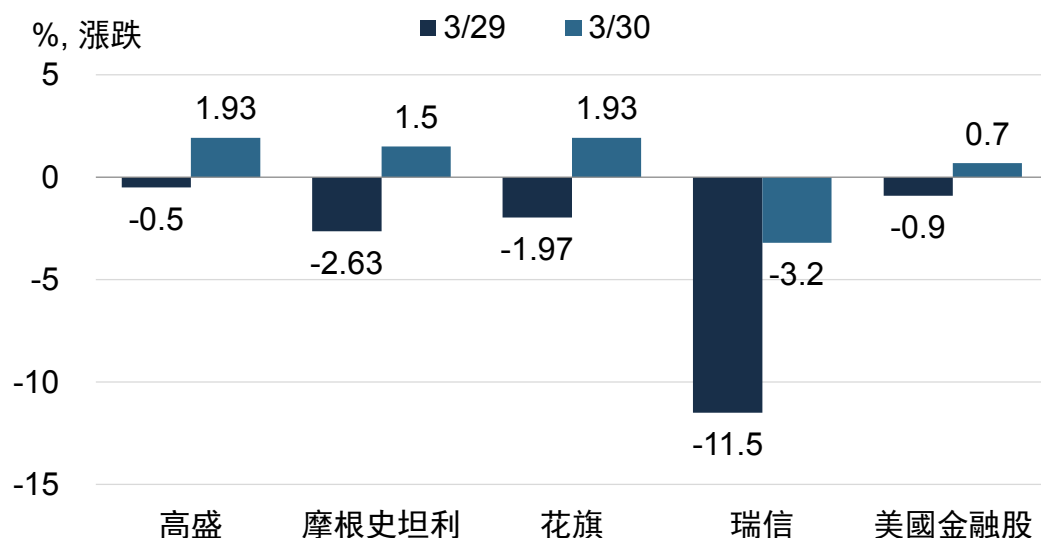
資料來源: Bloomberg。

# Archegos風險可控，關注銀行後續信用

3/29銀行股包括野村、瑞士信貸、大摩及高盛等確實較指數表現弱，但跌幅集中以野村、瑞信為主，其餘僅小跌作收；再者，觀察資金流動性仍舊充裕，尚無影響市場資金疑慮。隨市場淡化，3/30主要銀行股也明顯反彈。

此事件為單一避險基金運用槓桿交易，被迫追繳保證金所造成的市場賣壓，與金融海嘯房貸造成銀行壞帳問題不同。事件應僅於基金股票交易對手及貸款債權人。後續關注：1)銀行對避險基金Credit Line風控可能從嚴，基金本身可能先行限縮自身槓桿而加大賣壓，短期市場波動仍存。2)銀行提列損失可能影響SLR(補充槓桿比率)下降，影響銀行獲利及資本穩定性。

## 整體銀行股反應可控，且見反彈契機



資料來源: Bloomberg。

## 市場資金流動性仍平穩



資料來源: Bloomberg。

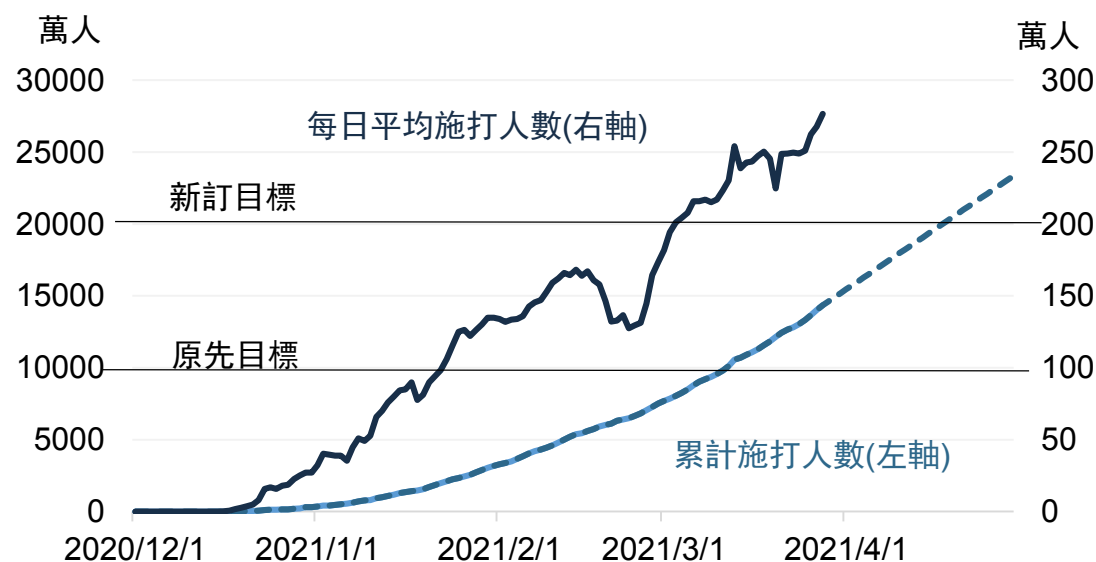


# 疫苗加速推進, 有助景氣回歸正常化

隨疫苗普及, 美國目前每日施打人數已來到250萬人次, 累計施打人數達1.4億人, 若按照此速度估算, 有望在拜登政府上任百日內, 達到2.4億人次, 超過2億人次的新目標。值得注意的是, 歐盟與英國正因疫苗配送問題產生嫌隙, 可能拖累英國後續施打速度。

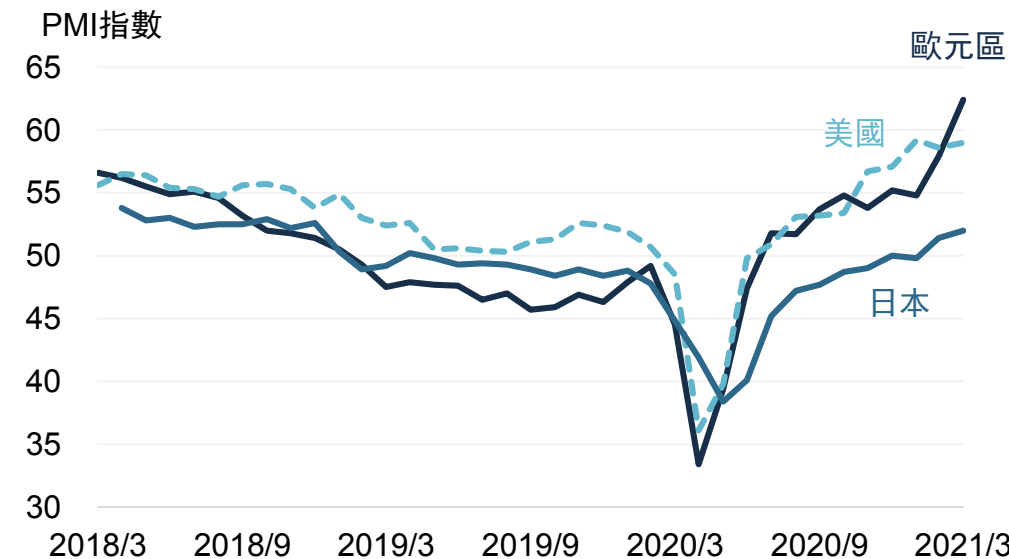
隨景氣復甦及疫苗施打, 各國經濟活動持續升溫, 最新製造業指數顯示, 歐元區PMI已率先達到歷史新高, 日本PMI也連續2個月回升到50之上, 有助全球景氣回歸正常化。

## 拜登上任百日, 可望達成2億人次施打目標



資料來源: Bloomberg。

## 主要國家景氣PMI持續增溫



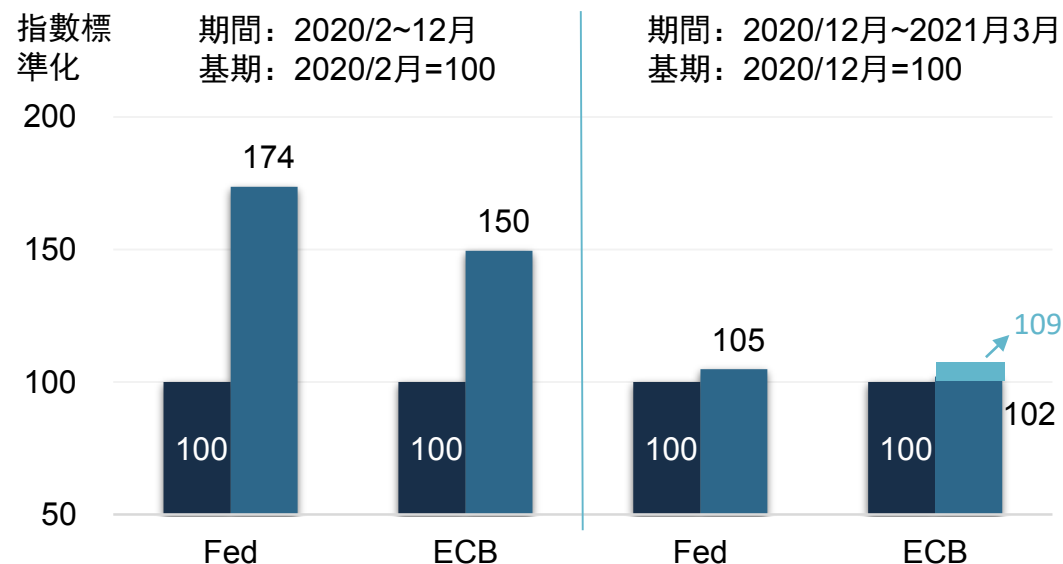
資料來源: Bloomberg。

# 貨幣政策與期貨倉位, 有利美元指數回升

央行貨幣政策方面：由於ECB於今年3月利率決策會議表示後續將加速每月資產購買的進行，後續美歐央行資產負債表增速預期將進一步拉近。若以2020年第4季ECB的資產購買速度計算，截至今年3月的ECB資產負債表應已高於Fed的資產負債表水準。

期貨倉位方面：今年以來匯率期貨的倉位開始見到變化，美元淨空單已由低位回升。**由於目前美元倉位仍是淨空單的狀態，預期後續空單回補仍將支撐美元。**

## 今年以來美歐央行寬鬆程度已不如去年懸殊



資料來源：Bloomberg。

## 美元期貨淨多單持續由低位回升



資料來源：Bloomberg。

# 科技 費城半導體指數率先反彈，醞釀科技股反彈契機

科技股近期進入回檔修正階段，主因有二，1)利率揚升，市場對科技股估值重新調整，2)經濟解封在即，市場資金流入循環類股。但就基本面而言，仍持續走強，包括5G、AI、及電動車都將快速發展。

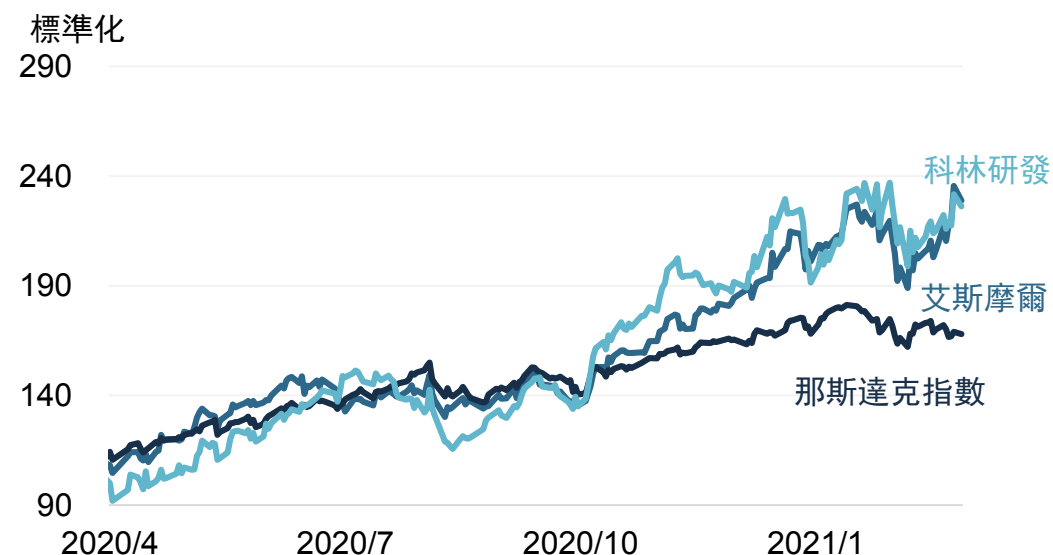
從過去的經驗來看，費城半導體指數具有領先科技股效果，預此期科技股將醞釀反彈契機。此外，半導體設備商如，艾斯摩爾、柯林、東京威力科創等股價，已率先走揚並突破歷史新高，可能因素包括美歐日政府正著手提出新一輪補助方案所致，隱含科技有望開始走強。

## 費半指數具有領先效果



資料來源: Bloomberg。

## 半導體設備商股價已率先走強



資料來源: Bloomberg。

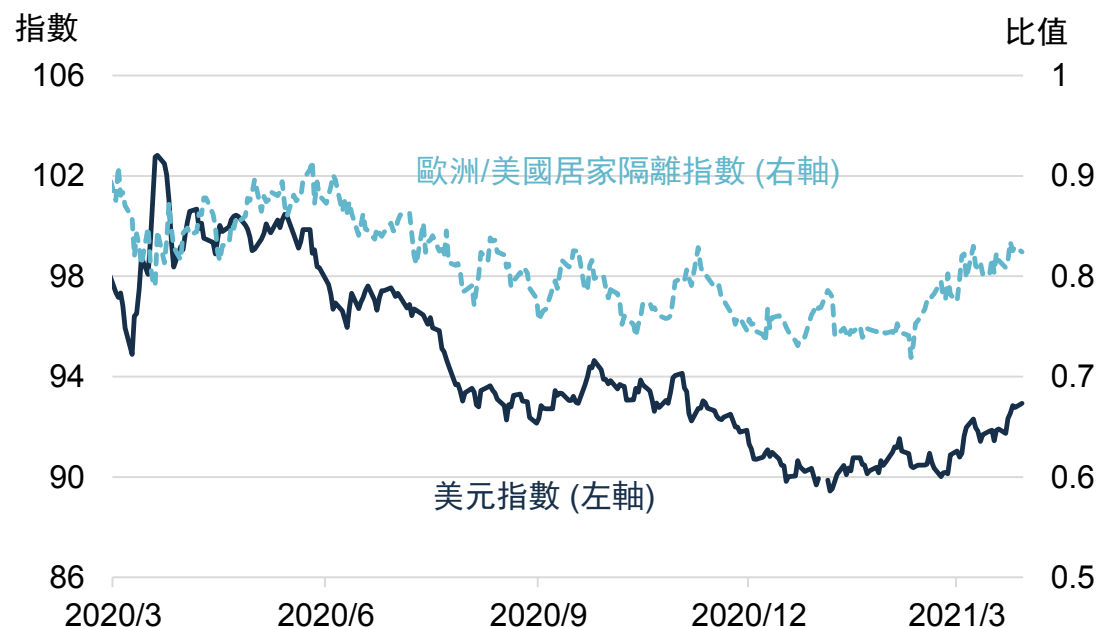


## 黃金 美元與實質利率稍升，壓抑金價

美國接種疫苗人數增加，加上總統拜登將公佈規模約2兆美元的基礎設施支出計劃，可望加快經濟復甦。反觀，歐洲多國延長封鎖時間，居家隔離措施再起，**歐美疫情發展差異，使歐元短期偏弱，美元指數獲得支撐，黃金近期承壓。**

德州冬季風暴導致當地石化工廠停擺，產能利用率下滑、推動石化價格上漲。德州3月製造業商業活動指數和新訂單指數分別創2018年8月及6月新高。原物料價格指數自57升至66，創2008年7月以來最高。美國通膨預期升至2.38%，超越疫情前水準，帶動**美國名目與實質利率上升，對金價造成壓抑，預期第2季金價仍將偏弱盤。**

### 歐洲疫情復燃，侷限歐元支撐美元



資料來源: Bloomberg。

### 實質利率上揚壓抑金價



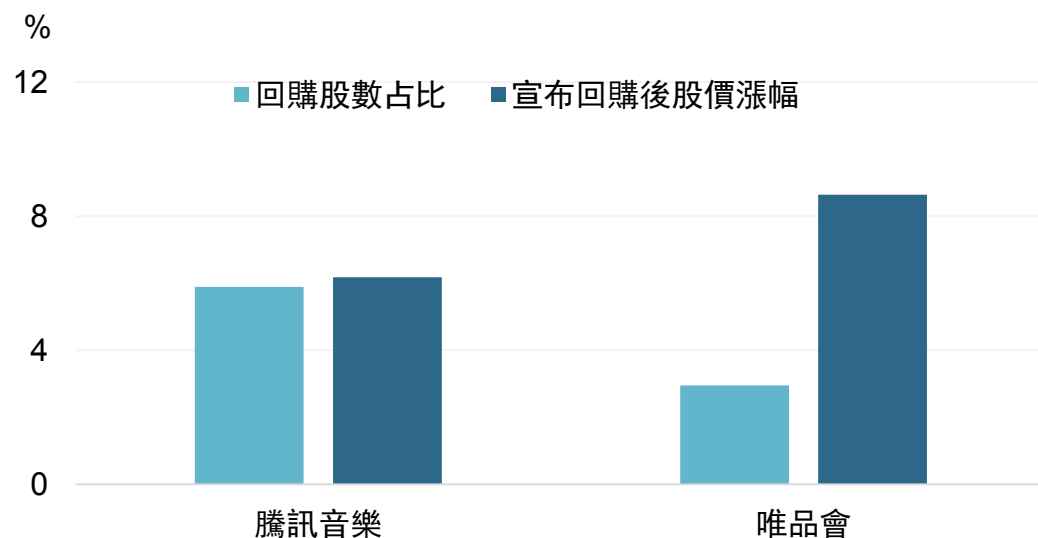
資料來源: Bloomberg。

## 中國 基本面升溫，企業對公司前景保持信心，可逢低布局

美國政府緊盯中概股，加上對沖基金遭砍倉等利空消息影響，包括騰訊音樂、唯品會等多檔中概股重挫。騰訊音樂與唯品會分別宣佈回購價值10億美元與5億美元的股份，占總流通股數近6%與3%。**大規模回購計畫反映企業對公司前景保持信心，消息發布後提振股價止跌回升。**

春節後，企業生產加速恢復，3月製造業與商務活動PMI指數皆有回溫趨勢，其中服務業市場需求較2月明顯增加。資訊軟體服務的行業景氣呈現擴張態勢，彭博社預估2021年唯品會與騰訊音樂營收成長率逾20%。Archegos事件雖造成股市快速修正，但**整體中概股展望仍持續改善，提供股市回檔支撐，加上指數急跌後，短期存在跌深反彈空間，積極操作者，可逢低分批承接。**

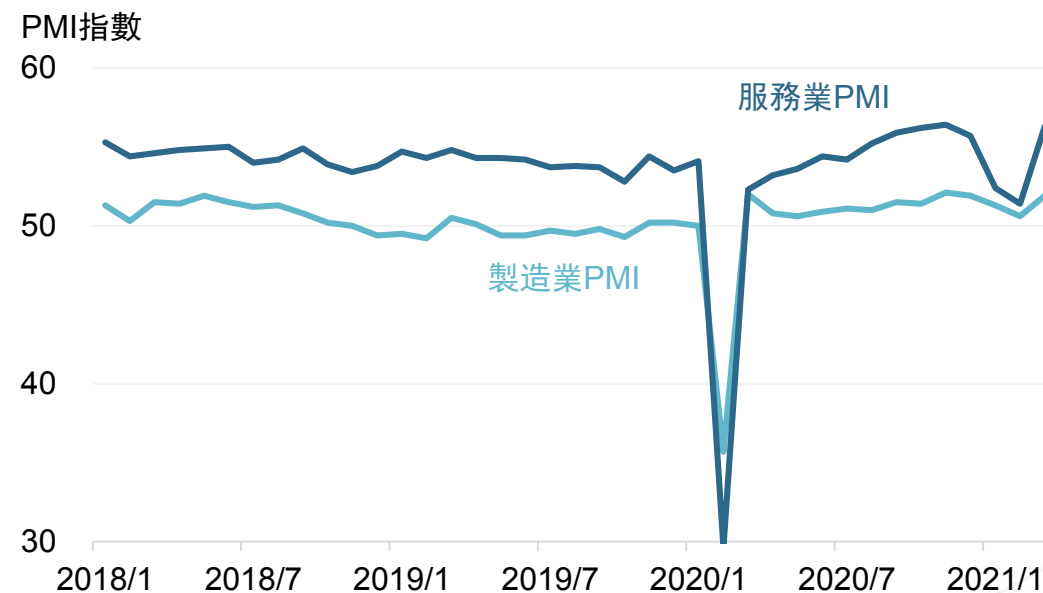
受事件影響的中概股，宣布回購股票



註：\* 回購股數占比為估計回購股數占在外流通股數比值；回購股數以公司宣布回購金額除以當日股價做估計。

資料來源：Bloomberg。

中國PMI明顯增溫



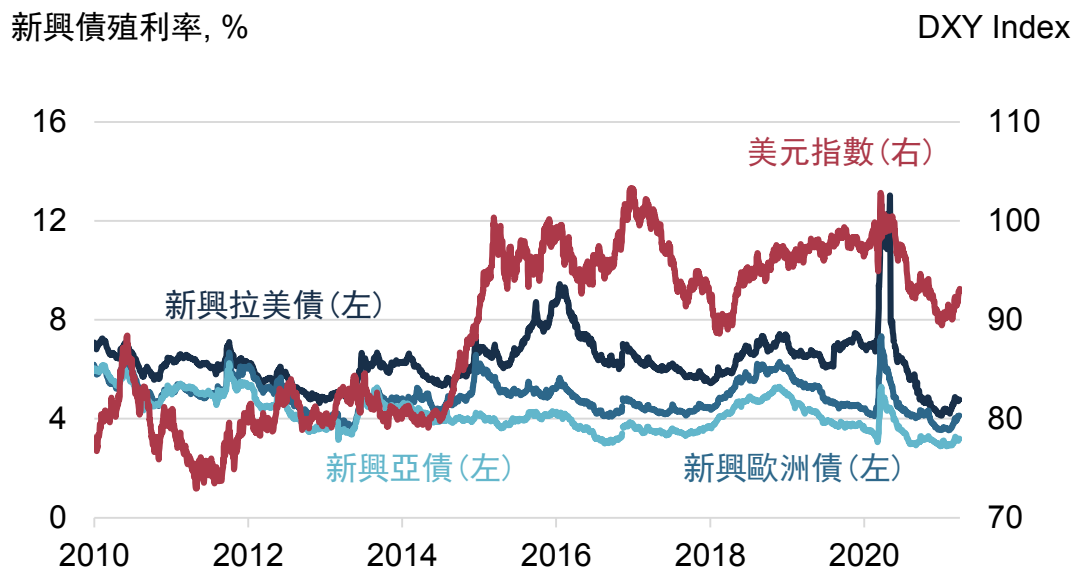
資料來源：Bloomberg。

# 新興債 美元及美債利率揚升, 新興美元債及亞債表現較穩

新興債受惠於全球景氣Reopen復甦帶動原物料行情持續, 加上利差水準相較過去歷史低點仍有空間, 且與股市連動性高, 仍保有投資優勢。值得注意的是, 今年原物料及油價漲高, 帶動新興國家通膨上揚, 土耳其、巴西、俄羅斯央行都開始升息以抑通膨及匯率貶值。**由於美元與新興債利差走勢呈負相關,美元反轉將加重新興外債負擔,預期信評較高的亞債較優穩。**

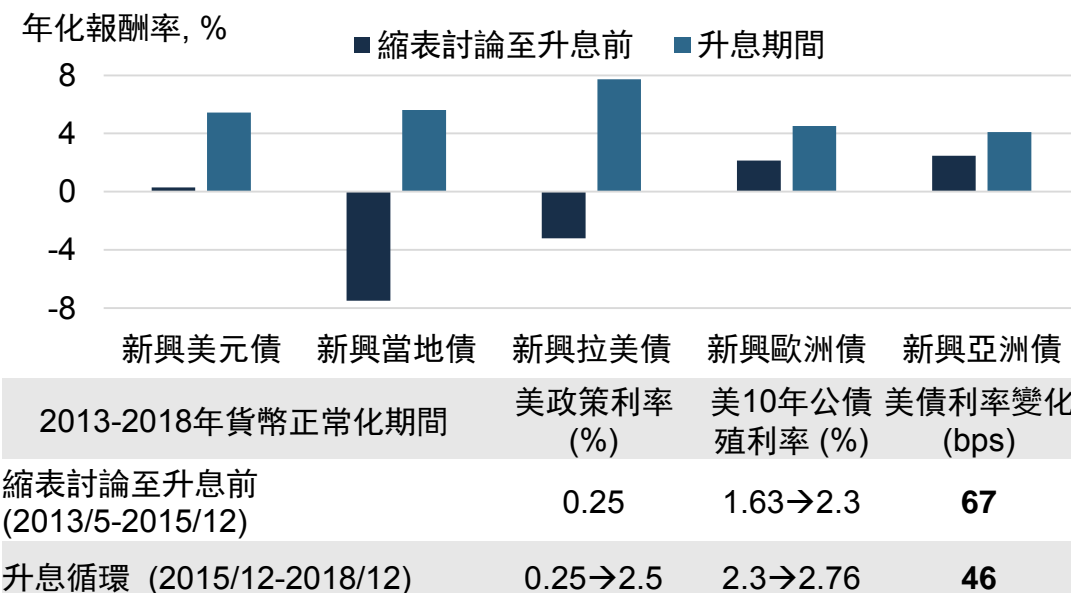
隨疫苗愈普及、疫情控穩, 聯準會重視就業目標勝於通膨, 強調著重最大就業“短缺數”。勞動市場回復疫情失業缺口前, **預期將維持低率寬鬆, 最快明年為縮表暖身。**觀察**2013年聯準會縮表到後續升息循環, 美債偏升階段, 新興債初期將反映利率上揚及匯率波動的敏感性, 新興美元債表現較穩,並以新興亞洲表現最佳。**實際升息階段, 更代表景氣復甦正向結果, 受到利差收窄效應, 都將造成其價格推升機會。

## 美元築底, 加壓新興債分化表現



資料來源: Bloomberg。

## 美債偏升階段, 新興美元債及亞洲表現較穩



資料來源: Bloomberg。

April 2021

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
美國ISM服務業指數 印度製造業PMI 美國工廠訂單	財新中國服務業PMI 巴西服務業PMI 歐元區失業率	中國外匯存底 印度央行會議	美國初領失業金人數 日本貿易收支 歐元區PPI 台灣CPI	中國CPI 中國PPI

## 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