



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年3月26日

投資研究週報

Cathay's View

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。



一週市場變化

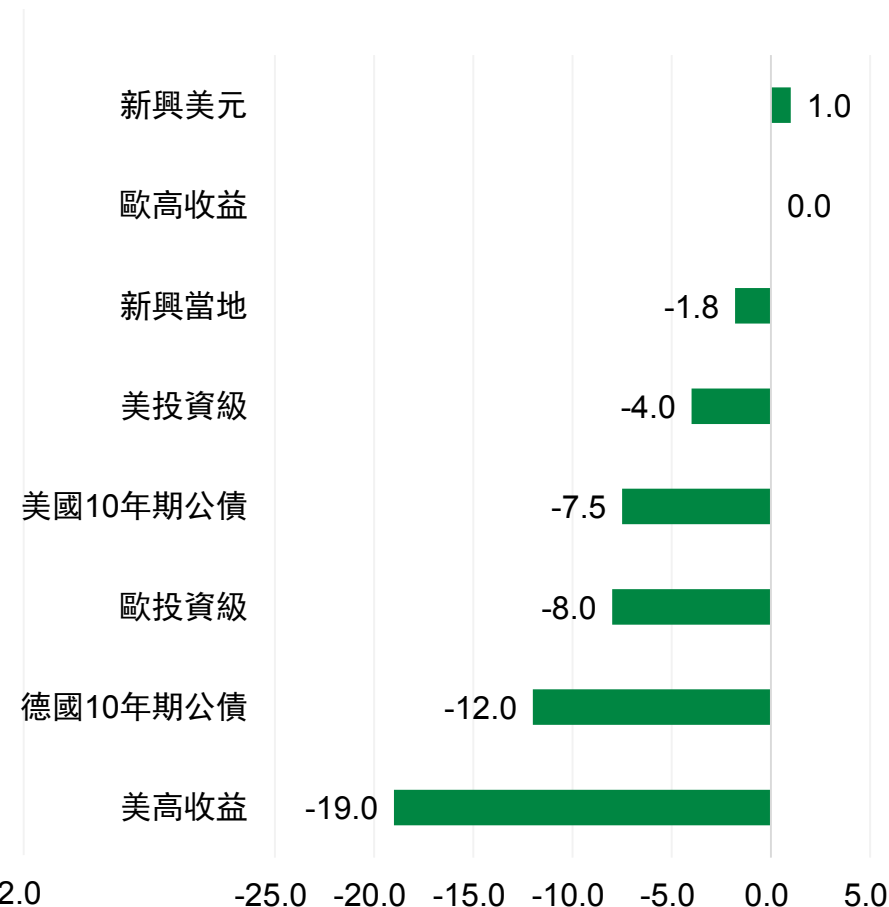
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/3/19~2021/3/25。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

“

科技股加稅勿擾？短線逢低承接好機會

短線科技股加稅雜音，考量科技股獲利強勁、5G及電動車未來趨勢，加稅議程最快也是明年，跌深將為逢低分批布局機會。

利率這一波，如何思考階段滿足點？

聯準會謹守貨幣寬鬆護衛，資本限制逐漸回復正常，不再過度放寬槓桿。景氣復甦、美債利率和緩向上，2020年初1.9-2%美債利率或為Fed干預可能。

美元貶勢趨緩，限縮新台幣升值空間

美長債利率走揚及貨幣供給增速放緩，將有助於美元下方支撐。隨經濟重啟，台灣國際收支買匯需求升溫，未來1-2季將限縮新台幣升值空間。

”

股市

歐洲疫情管制疑慮、美財政加稅討論，加大股市高檔震盪。各國財政刺激及貨幣政策寬鬆，**隨春季解封加強復甦題材，能源、工業等景氣循環類股，將受資金青睞。短線科技股雜音頻傳，獲利成長為恃，逢低為長期佈局點。**

債市

Powell國會聽證指出，**美債利率向上反映疫苗接種及經濟增速樂觀，經濟離完全復甦尚遠。強調更重視就業目標勝於通膨。美債利率朝疫前水準區間偏上，長年期債券波動壓力大，高收債利差優勢較有表現。**

匯市

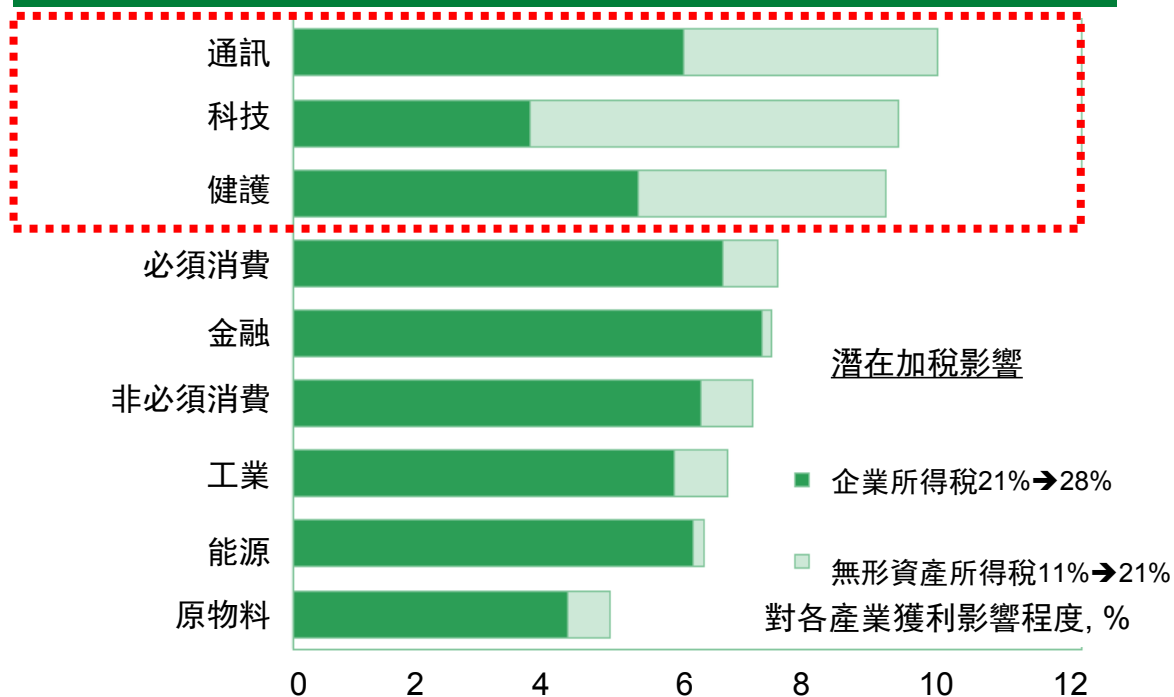
美長債利率走揚及貨幣供給增速放緩，將有助於美元下方支撐。反應國際收支的買匯需求升溫，預期新台幣強度漸鈍。

科技股加稅勿擾？獲利撐腰，短線修正布局好機會

歐洲疫情管制升溫，美開始討論加稅，近期股市順勢震盪拉回，科技股再現修正，短線雜音包括：(1)美長債利率走揚，市場對成長股重新評價；(2)拜登擴大財政刺激一波波，預算可能以加稅及發債支應。企業所得稅可能21%調高至28%，托拉斯企業最低稅負15%及無形資產所得(GILTI)稅調高至21%，在此稅制下，若美國股東持有一受控外國公司10%以上之股權價值，則該受控外國公司總所得超過有形資產10%部分視為無形資產所得。對此影響，**著重國際化佈局的科技、通訊及健護股首登其衝，對獲利影響估約達8-10%最多。**

觀察科技業創新及產業需求趨勢，獲利成長及高淨利率仍相對強勁 (Nasdaq獲利成長率30%優於整體S&P500指數20%)。**科技股成長性具持續獲利，5G及電動車未來趨勢發展。考量加稅議程最快也是明年，跌深反將視為逢低布局機會。**

拜登新政加稅對產業獲利的可能影響



註：Global intangible low-taxed income, GILTI。
資料來源：Bloomberg, GS。

科技股獲利趨勢佳，短線修正將為逢低布局點



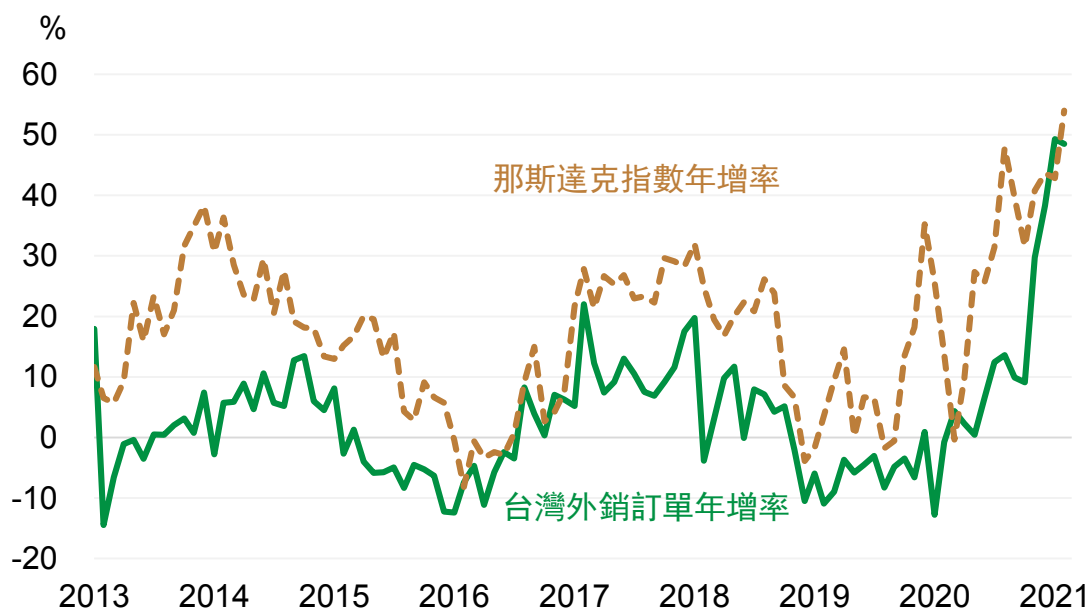
資料來源：Bloomberg。

科技產品需求趨勢仍強，提供股價支撐

台灣外銷出口以科技類商品為大宗，2月外銷訂單年增率達48%，創歷史次高水位，其中資通訊產品增幅甚至高達88%，主因為疫情影響，導致民眾對筆電、平板需求大增。

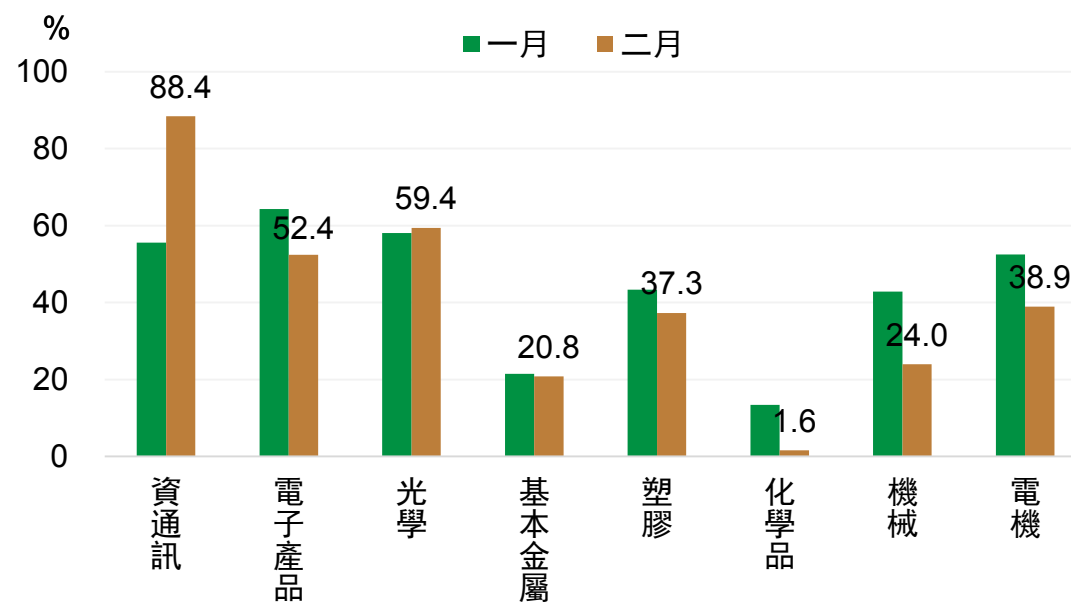
考量去年上半年基期偏低，預期科技股1Q與2Q財報仍偏強勁，提供股價表現機會。觀察台灣外銷訂單趨勢與科技股走勢連動性高。中長線而言，因為5G、電動車的快速普及下，整體科技股長線不看淡。

市場對科技產品需求強勁，支撐科技股



資料來源：Bloomberg。

台灣外銷訂單項目，科技產品需求仍強



資料來源：主計總處。

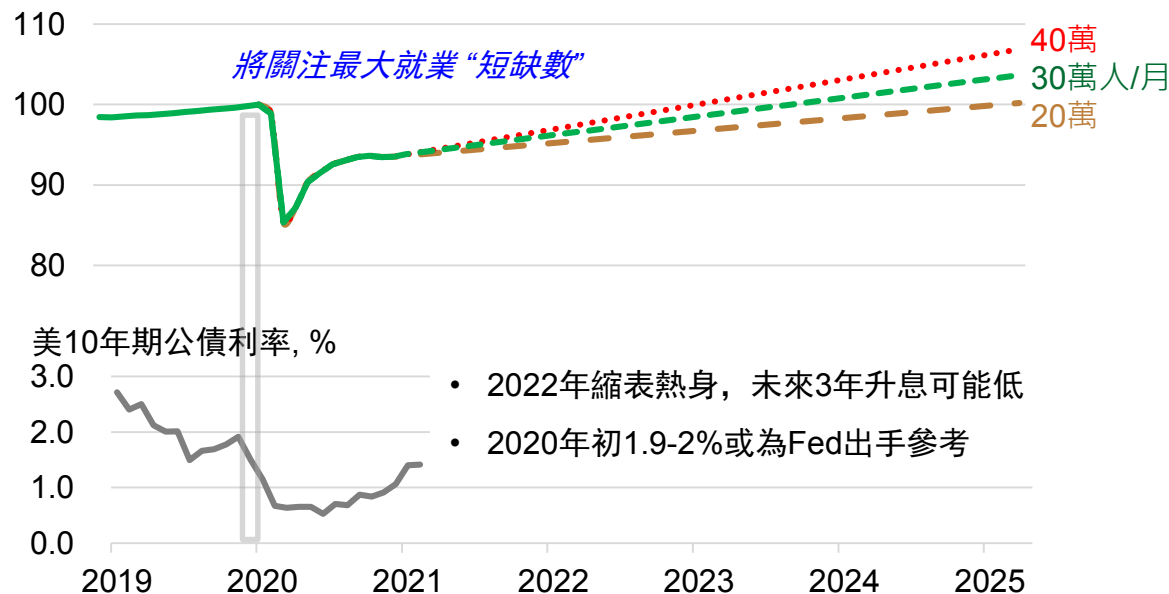
利率這一波滿足點？聯準會謹守寬鬆護衛天花板

Powell國會聽證指出，美債利率向上反映疫苗接種及經濟增速樂觀，金融流動性仍寬鬆，通膨可能短暫性升高但不致過熱，經濟離完全復甦尚遠。著重最大就業“短缺數”，重視就業目標勝於通膨。Yellen則強調財政力度行使，將持續有助於經濟復原，未來加稅則為必要考量。

聯準會謹守貨幣寬鬆護衛不遺餘力，去年放寬了通膨2%改以平均通膨目標，加大了政策時間與空間軸彈性，今年再以就業缺口作為政策調整關鍵。另方面，上週宣布先前放寬資本補充槓桿比率 (SLR)將於3月底到期，總槓桿曝險將計入公債及準備金為風險資產，顯示隨企業信貸回穩，制度上也樂見金融資本限制逐漸回復正常，不再過度放寬槓桿。過去一年銀行公債部位暴增，實際上隨利率偏升、銀行美債部位早已下降，反應景氣復甦預期。預期聯準會今年維持低率寬鬆，最快明年縮表暖身，2020年初1.9-2%美債利率或為Fed干預可能。

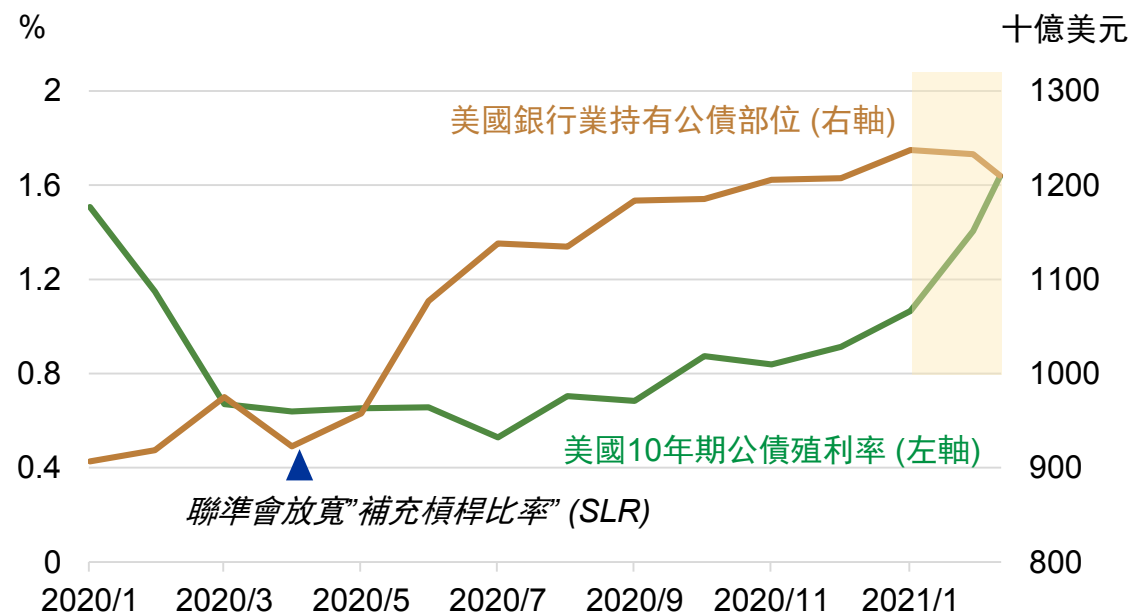
升息仍遠，聯準會關注就業勝於通膨

美非農就業人口 (衰退前最大就業數=100)



資料來源：FRED, Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

美國銀行業持美公債部位下降



註：補充槓桿比率(Supplementary Leverage Ratio)為一級資本除以總槓桿曝險。銀行在聯準會的存款準備金及美國公債不列入總槓桿曝險計算。

資料來源：Bloomberg, Fed。

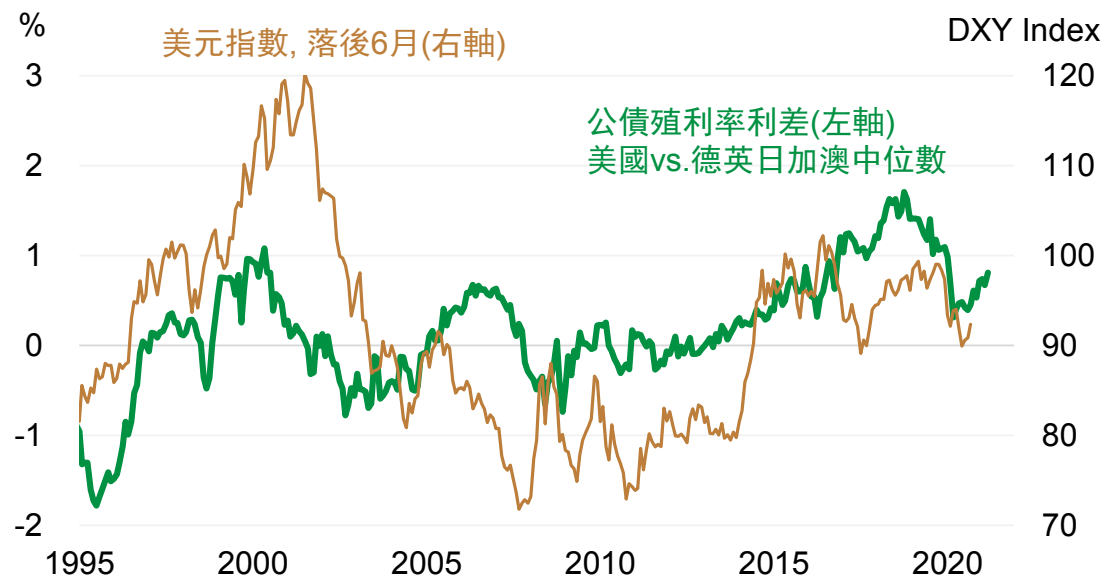
利差及貨幣政策寬鬆度差異，美元貶勢漸緩

兩大因素包括美長債利率走揚、貨幣供給增速放緩，將有助於美元下方支撐：

1)利差方面，以往經驗顯示，美國對其他主要國家利差，約領先美元指數約6個月時間，今年美國財政與疫苗推行的助益下，推動此利差由去年低位回升，預料能形成2Q美元指數下方支撐，可能扭轉下半年美元弱勢格局。

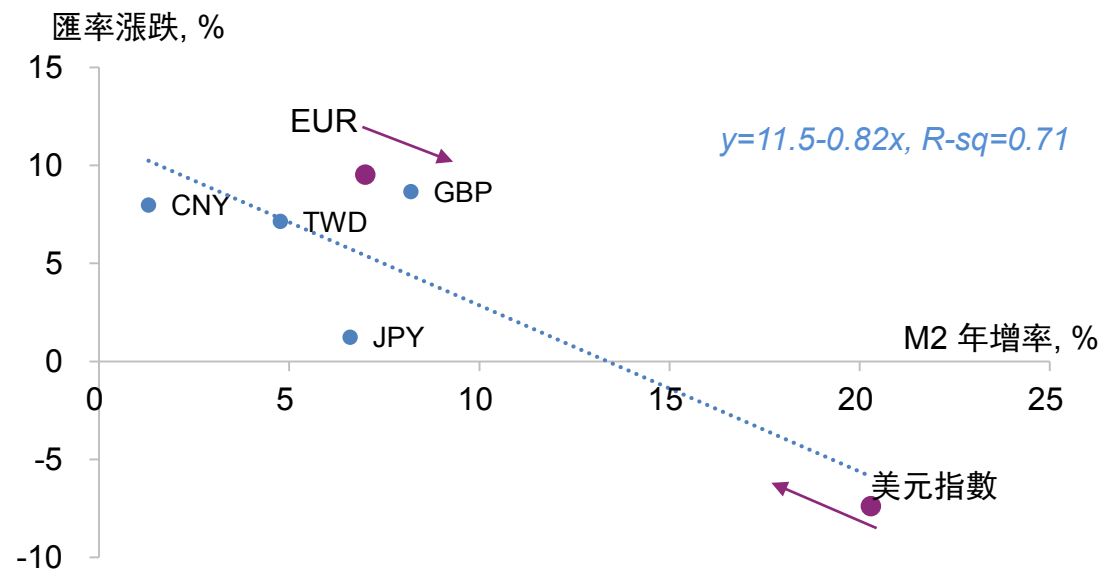
2)貨幣供給方面，由於去年美國貨幣寬鬆政策幅度遠高於其他國家，因而墊高其基期，後續年增速將有所下降；反之，去年歐洲央行政策規模相對較小，且在前次利率決策會議中釋放加快資產購買的言論，這將拉近二者貨幣供給速度，亦為美元指數支撐。

利差因素支持美元指數進入打底階段



資料來源：Bloomberg。

貨幣供給基期效果及美歐政策寬鬆度差異，有助支撐美元



註：採Covid-19期間2020/2-2021/2比較變化。
資料來源：Bloomberg。

國際收支買匯需求增, 限縮台幣升值空間

2020年國際收支盈餘大增, 甚至遠高於2016-18年景氣擴張期, 央行即便4Q阻貶(外匯存底年增約480億美元), 但仍難壓抑台幣升勢。

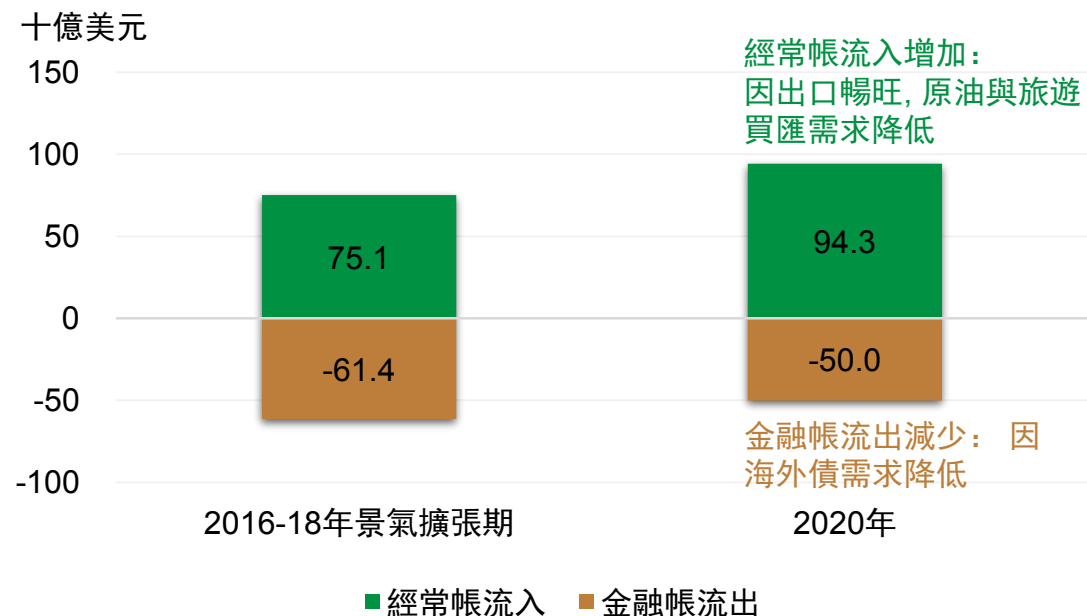
預期經常帳及金融帳的消長, 將使得過去國際收支盈餘影響台幣升值空間有所削弱, 包括:

- 1) 經常帳方面, 今年科技業出口雖仍暢旺, 但原油進口、數季之後的出國旅遊買匯需求回升, 將降低經常帳順差幅度。
- 2) 金融帳方面, 去年美台利差縮窄令海外債券投資需求大減, 但今年美債殖利率回升將吸引購債資金外流。

此外, 央行為避免遭受到美國列入匯率操縱國, 去年上半調控動作不大, 4Q方明顯緩和匯率波動, 但龐大金流下阻升效果仍低。

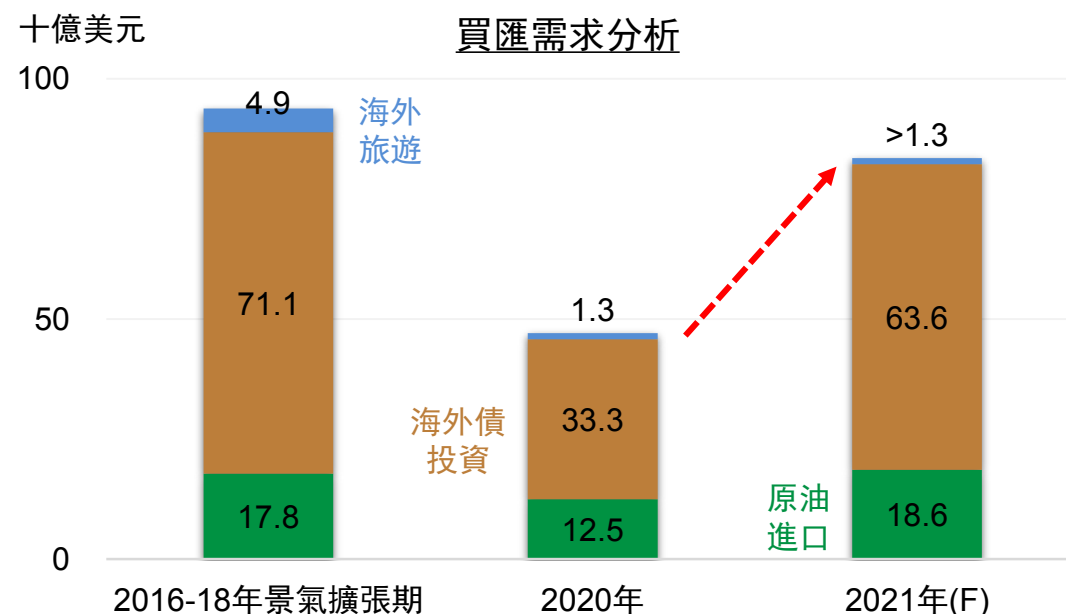
隨經濟重啟, 台灣國際收支買匯需求升溫, 未來1-2季將限縮新台幣升值空間, 預期新台幣強度漸鈍。

去年台幣強勢, 主要來自國際收支盈餘大增



資料來源: 台灣央行。

2021年經濟重啟復甦, 買匯需求將限縮台幣升值空間



註: 原油進口假設以平均每年3.1億桶、\$60/桶計算, 2021年約花費186億美元。以2010-18年海外債流出與美台10年利差迴歸, 外流金額=47+14.7*利差, R-sq=0.63。

資料來源: 台灣央行。2021年原油進口與海外債流出為國泰世華銀行投研團隊預估。

新興國家雙赤字壓力將凸顯政策的兩難

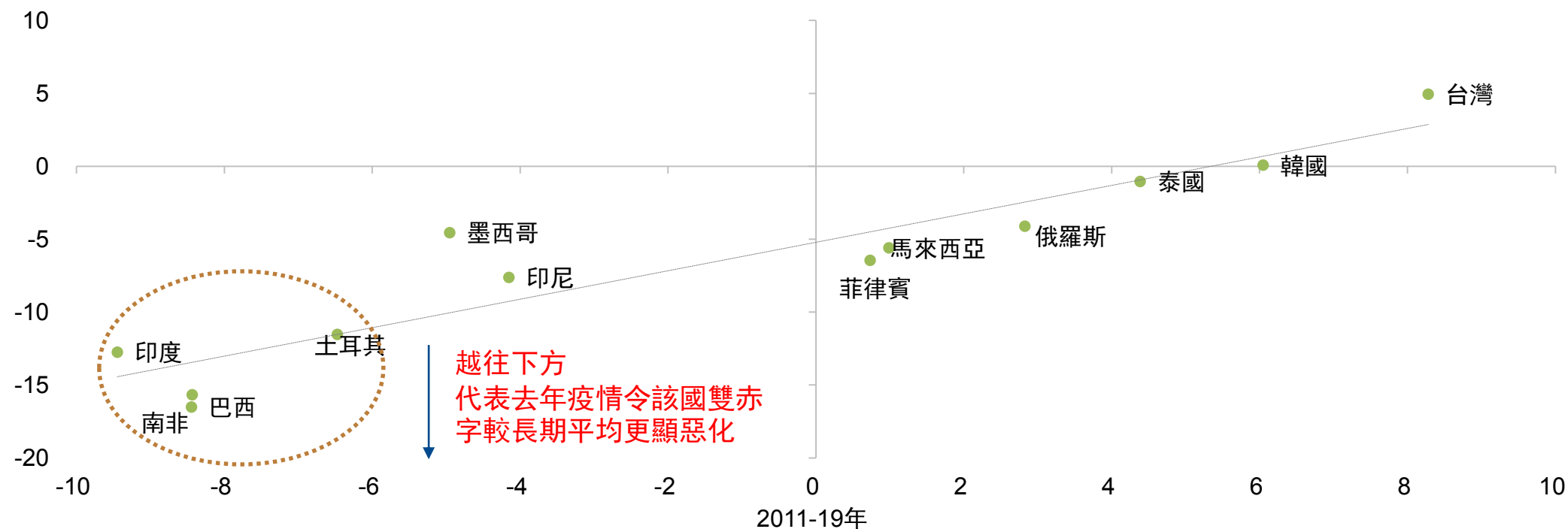
部分新興國家長期存在結構性雙赤字問題，此令每次受到外部衝擊時，將使國家體質更顯疲弱。當美元指數轉強時，往往抵禦能力相對較弱，當經濟衝擊時雙赤字情況便更顯惡化。

通膨升溫加劇新興國家通膨壓力，雙赤字將凸顯政策的兩難。鑒於美元2Q將逐漸打底，下半年美元弱勢格局將有所改變，因此可趁經濟重啟的景氣回復階段，適時選擇新興國家汰弱留強。

雙赤字國家遇逆風更顯疲弱

2020年

經常帳及財政盈餘/赤字 (% of GDP)



註： $y = -3.2 - 0.84x$, $R\text{-sq} = 0.75$ 。

資料來源：Bloomberg。

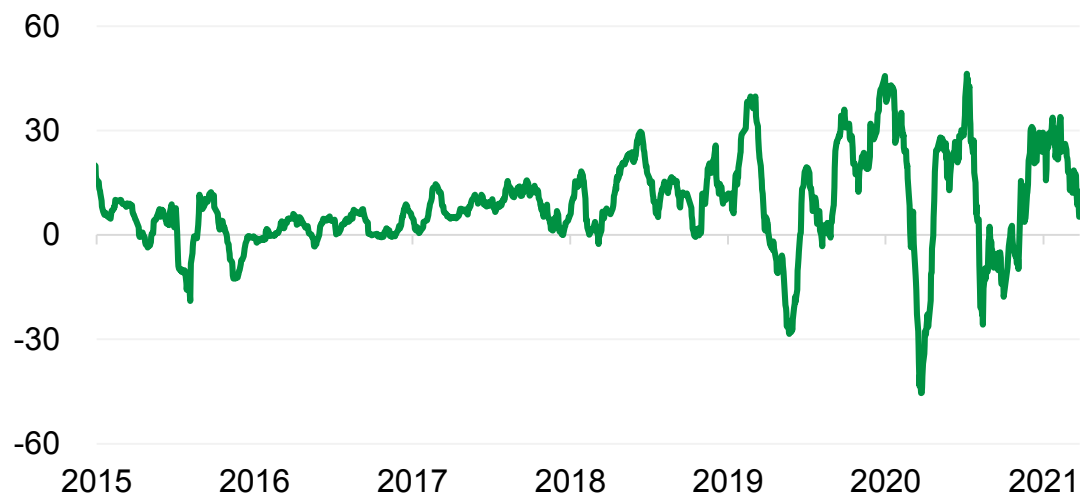
中國 地緣與政治風險上升，陸股短線震盪偏弱

全球風險性資產因美債利率走揚而面臨修正壓力，**中國又因政治與地緣風險上升，滬深兩市明顯拉回修正**。首先，中美利差快速從2.5%收斂至1.5%，加上美元反彈，促使人民幣回貶，同時**資金流入態勢放緩，北上資金流入陸股的規模持續縮窄**。

其次，**企業面政治風險升高，如阿里巴巴、騰訊面臨政府反壟斷調查。貴州茅台也推出控價措施，符合政策旨意「酒是拿來喝的，不是拿來炒的」**。最後，拜登勝選後，**中美衝突未如預期改善，甚因香港及新疆議題，兩國緊張關係再度升溫**。根據Pew民調顯示，美國對中國的反彈度持續上升，可能將加大未來政治壓力，以及中國對於企業政治主導性上升，也加劇市場疑慮。

滬港通的北上資金持續縮窄

億人民幣

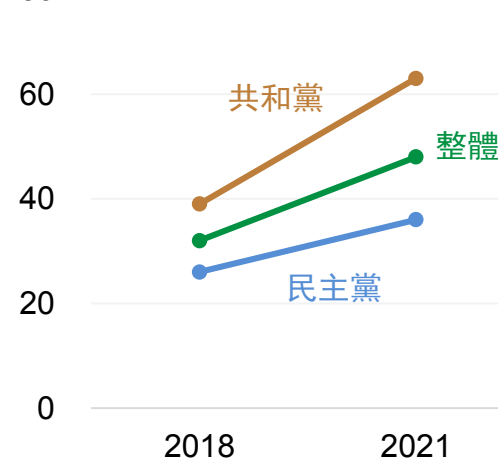


註：採一個月移動平均資料計算。
資料來源：Bloomberg。

拜登上任後，全美朝野對中反感度有增無減

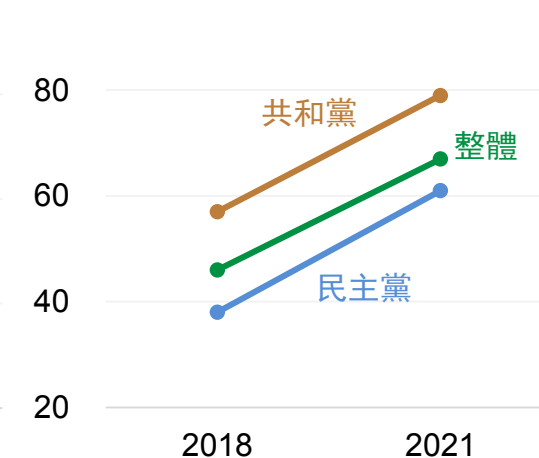
贊同
比例，%

認為限制中國權力
與影響力為首要任務



贊同
比例，%

對中國感到反感



資料來源：Pew Research。

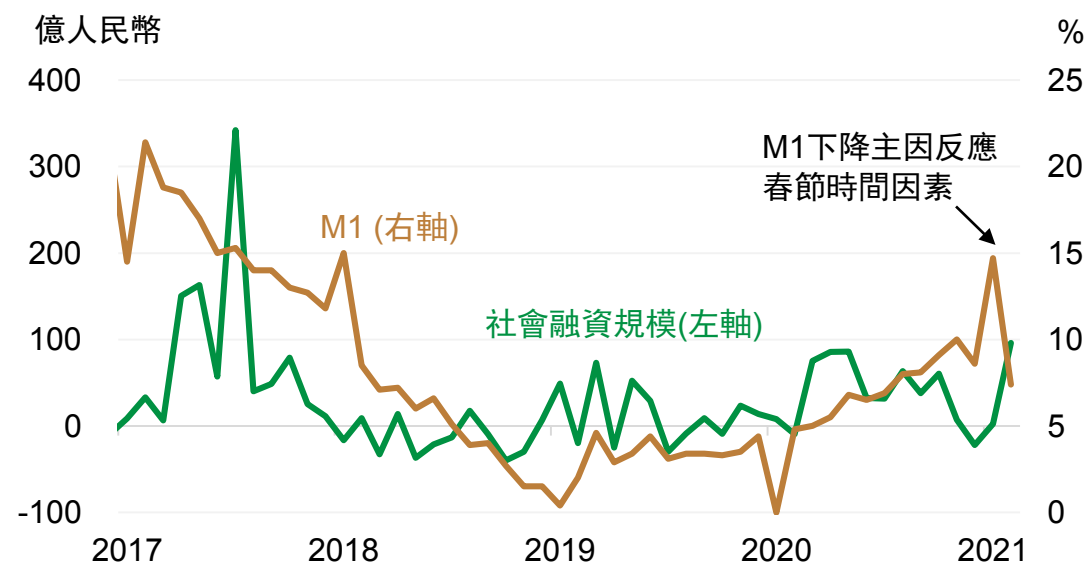
中國

基本面獲利及政策支持，長線維持正向看待

短期市場資金調節，造成股市擾動，目前估值仍處消化階段。展望後市，**企業中長期融資穩定增長，反映中國內部經濟持續修復**。另外，從外部層面，**美國祭出的大規模財政支出，有助拉抬中國對美國出口份額**。經濟基本面並未轉差，為陸股提供底部基礎。

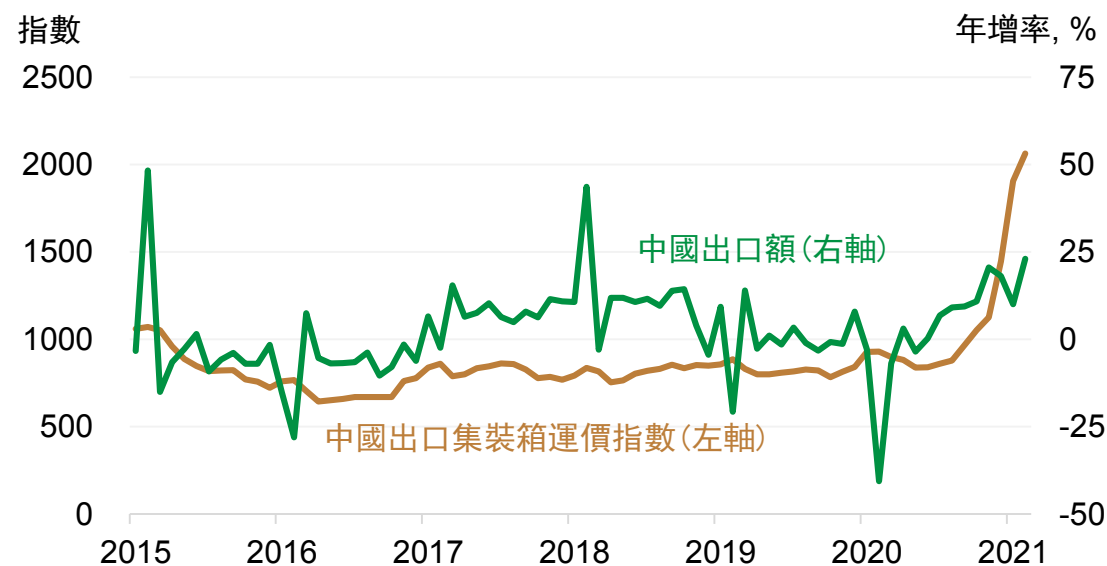
上半年出口增長與企業融資需求保持強勁，企業獲利仍持續上調。短期股市仍需等待市場消化通膨疑慮，估值相對低標的將較有表現。**中長期投資者可關注具政策題材板塊，逢低佈局**。

社會融資持續增長，中國實體經濟保持復甦進程



資料來源：Wind。

今年全球經濟重啟，海外需求帶動中國出口增長



註：2021年1、2月增長率對比2019年同期的年均複合增速。

資料來源：Wind。

March/ April 2021

29

Mon

30

Tue

美20城市房價指數
歐元區消費者信心
日本零售銷售
日本失業率

31

Wed

美國成屋銷售
美國MBA貸款申請
美國ADP就業變動
歐元區CPI
日本工業生產

1

Thu

美國製造業PMI
美國ISM製造業
歐洲製造業PMI
中國製造業PMI
日本製造業PMI
日本短觀報告

2

Fri

美國非農就業
美國失業率

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