



Cathay's View

2021年7月9日

---

# 投資研究週報

---

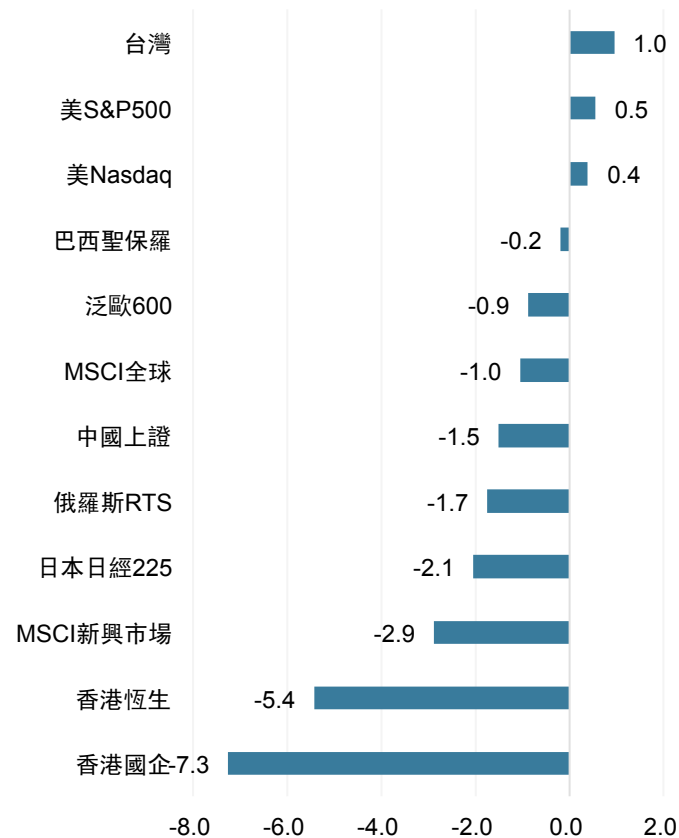
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



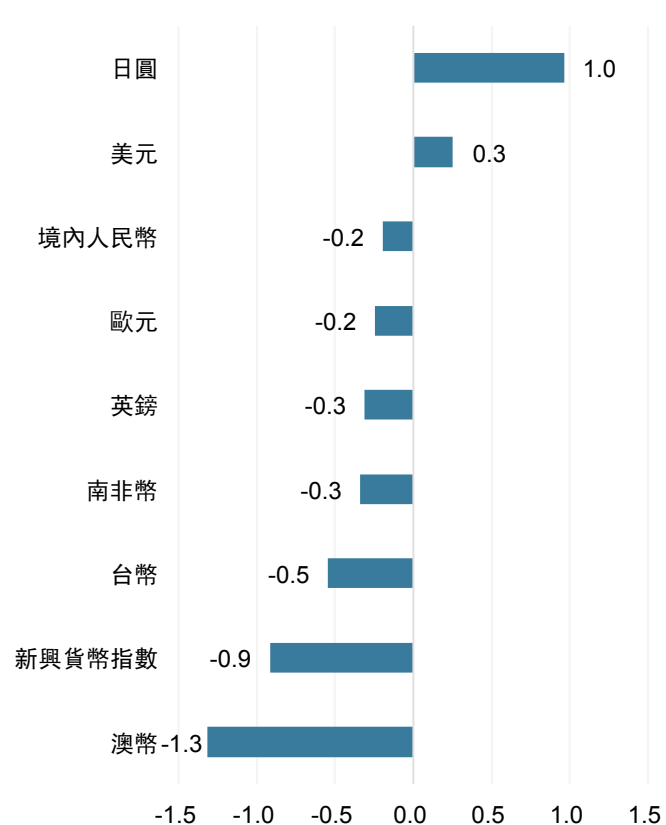
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 一週市場變化

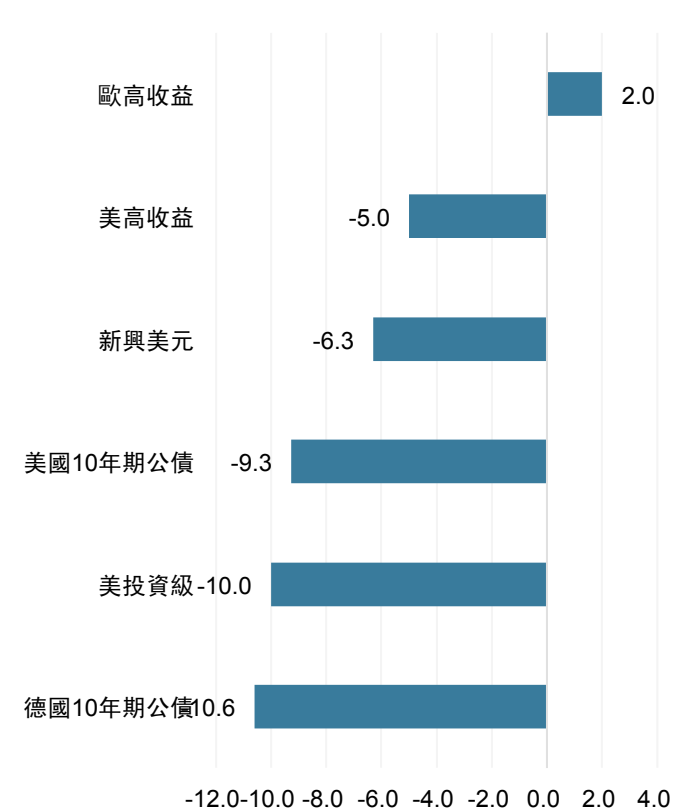
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 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2021/7/8。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ► 公債利率為何創4個月來新低？

Delta病毒風險上升，全球解封時程可能遞延，加上美國財政部短期舉債上限壓力，使近期利率往下。隨貨幣政策調整，公債利率緩步向上，但時間將往後推移。

## ► 減產協議分歧，原油供給缺口仍存

OPEC成員國意見相左，使增產協議無共識，研判目前尚不足以影響目前產出缺口，加上全球大型能源公司刪減資本支出，使產能受限，油價維持高盤。

## ► 財報上修與電子產品旺季，支撐股市

由於疫苗普及與基期偏低影響，美國企業財報持續上修。此外，公債利率走低和電子出貨旺季影響，提供股市拉回布建契機。

### 股市

美企業財報上修，加上電子產品出貨旺季，有利股市續揚。病毒風險上升，將構成市場的擾動，但在基本面支撐下，拉回站在買方。類股輪動加速，景氣循環與成長股都應相互搭配。

### 債市

近期債券需求及經濟數據增速稍緩，使殖利率震盪偏低，隨債務上限可能調整，Taper推進，將使美債長線偏上發展，可趁美債低盤先部分獲利。企業獲利動能有助利差收斂，信用債收益穩健表現。

### 匯市

QE逐步退場及利差優勢，提供美元支撐，聯準會官員寬鬆口吻，限縮美元強度。澳洲購債速度放緩，但美元偏強環境下，後續偏弱看待。

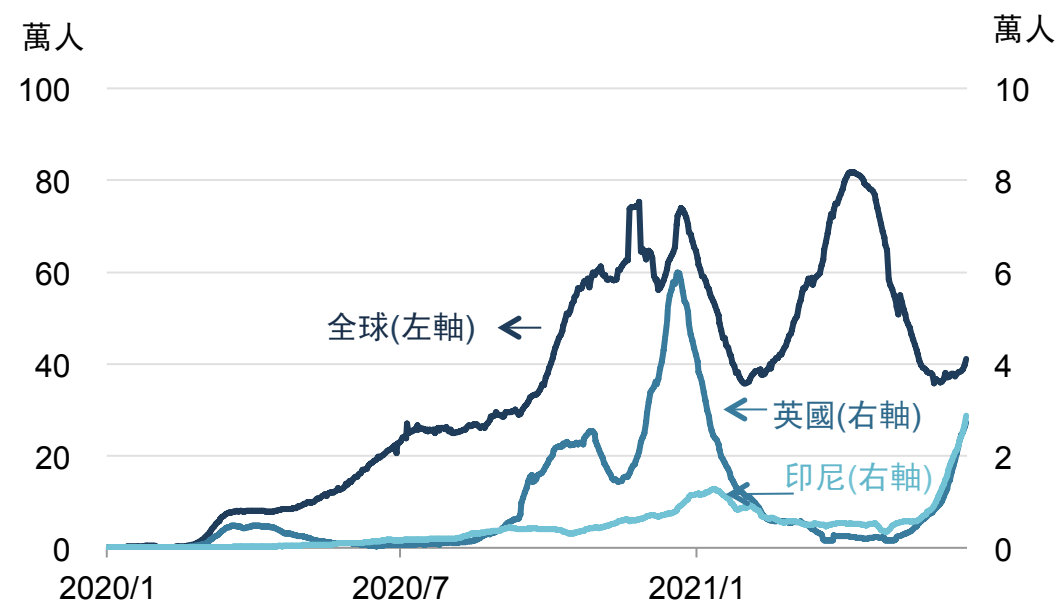


## Delta病毒風險可能延緩Taper時程，公債利率短期承壓

聯準會點點圖顯示，未來寬鬆幅度可能逐步縮減，有利公債利率偏上，但近期不升反降，主因有三，1)Delta病毒風險，提高市場避險需求，2)全球經濟解封時程，可能因病毒而推遲，3)財政部因舉債壓力，減少公債標售規模。

病毒風險可能降低全球復甦預期，甚至造成Taper的遞延，2023年聯邦資金利率期貨值亦有下降的跡象，將使美國10年期公債殖利率近期偏低盤。考量全球景氣復甦態勢未變，疫苗逐步普及，公債殖利率中期仍偏緩升，但時間可能因疫情變化而向後推遲。

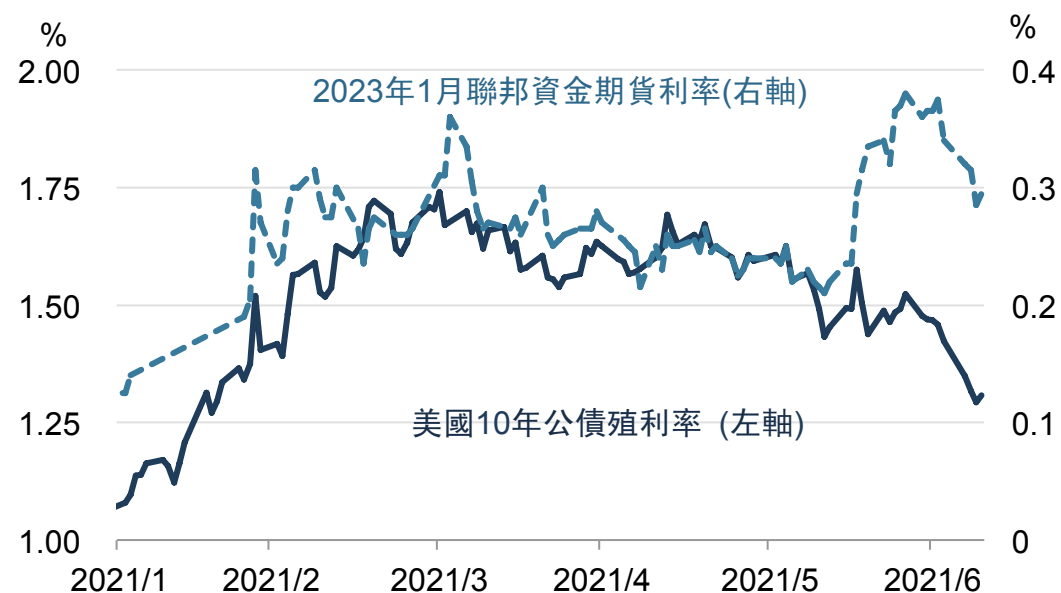
### 部分國家疫情明顯升溫，增加市場避險需求



註：數值為7日移動平均線結果。

資料來源：Bloomberg。

### 2023年聯邦資金利率已下滑，Taper可能推遲



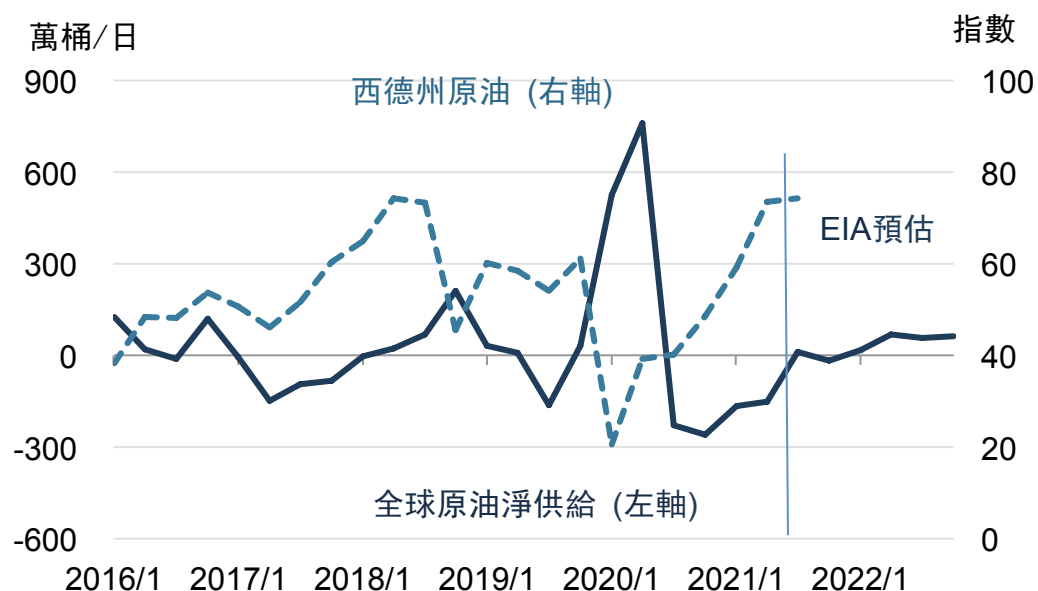
資料來源：Bloomberg。

## 供給缺口仍在, 油價維持高盤

沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國意見相左, OPEC+協商無限期延, 但雙方都同意要擴產至年底, 僅增產規模未能達成共識。OPEC+增產所引發的價格戰, 未來可能使油價漲幅受限且波動加劇, 但短期供需失衡的狀況難解, 油價偏高盤。

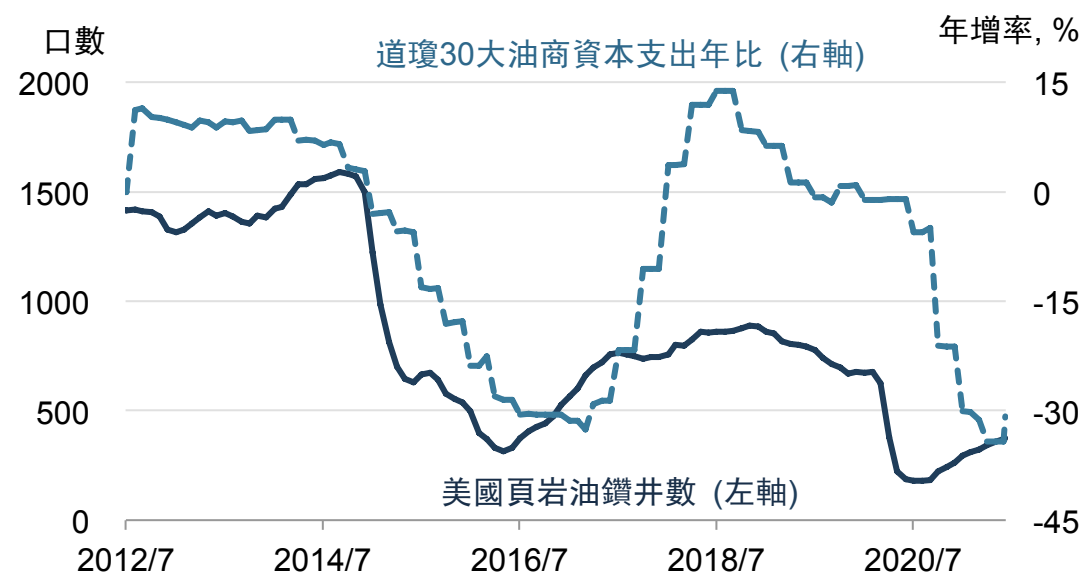
今年以來原油飆漲, 有助美國油商提高增產意願, 頁岩油鑽井數亦有回升的跡象。但全球油商近年亦面臨減碳壓力, 使得企業大幅縮減資本支出, 限制大幅增產的可能, 亦有助油價維持高位。

### 供需漸改善, 油價漲勢趨緩



資料來源: EIA。

### 美國未來原油大幅增產幅度有限



資料來源: Bloomberg。

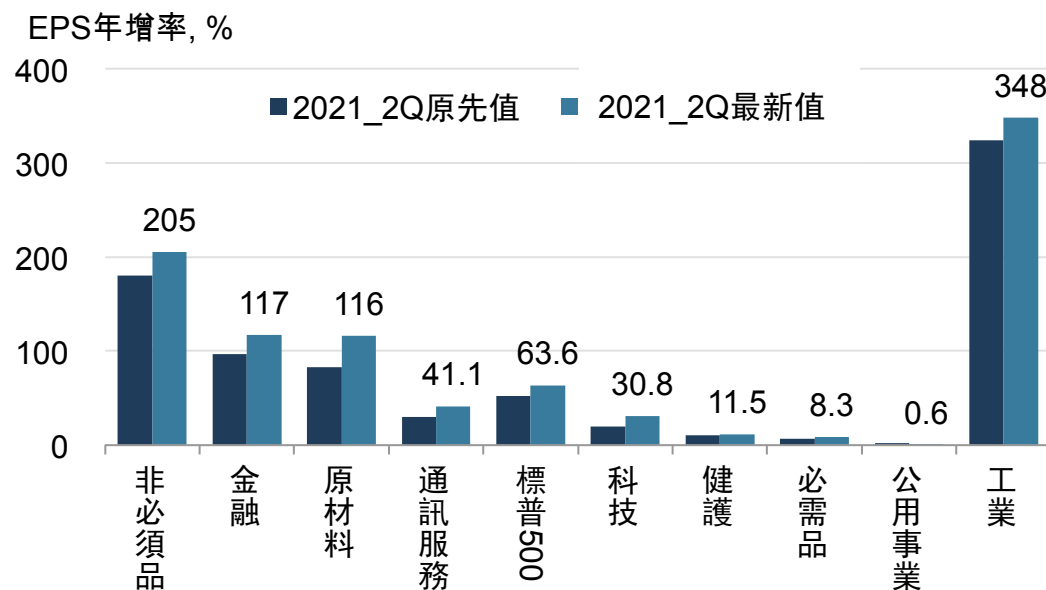


## 財報上修與庫藏股動能, 仍有利風險性資產

7月中旬將是美國的財報週, 由於疫苗普及帶動經濟活動升溫, 加上基期偏低影響, 預估2Q財報仍有不錯表現, 目前獲利增速已從52%, 上修到63%, 提供股市回檔支撐

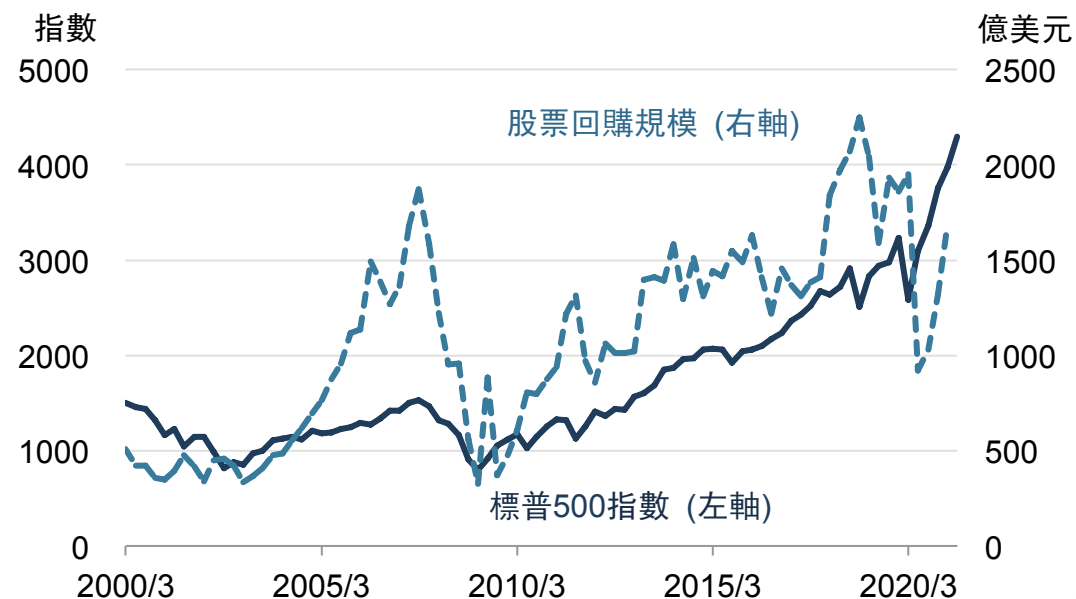
2020年因為疫情影響, 聯準會限制銀行業實施庫存股。隨著疫情趨緩, 銀行業通過壓力測試, 聯準會允許銀行重啟庫藏股措施, 最新數據顯示, **1Q庫藏股規模已成長至1689億美元, 連續3季成長, 將增添未來股市上漲動能。**

### 企業財報上修, 提供股市回檔支撐



資料來源: Factset。

### 股票回購力道上升, 助長股市



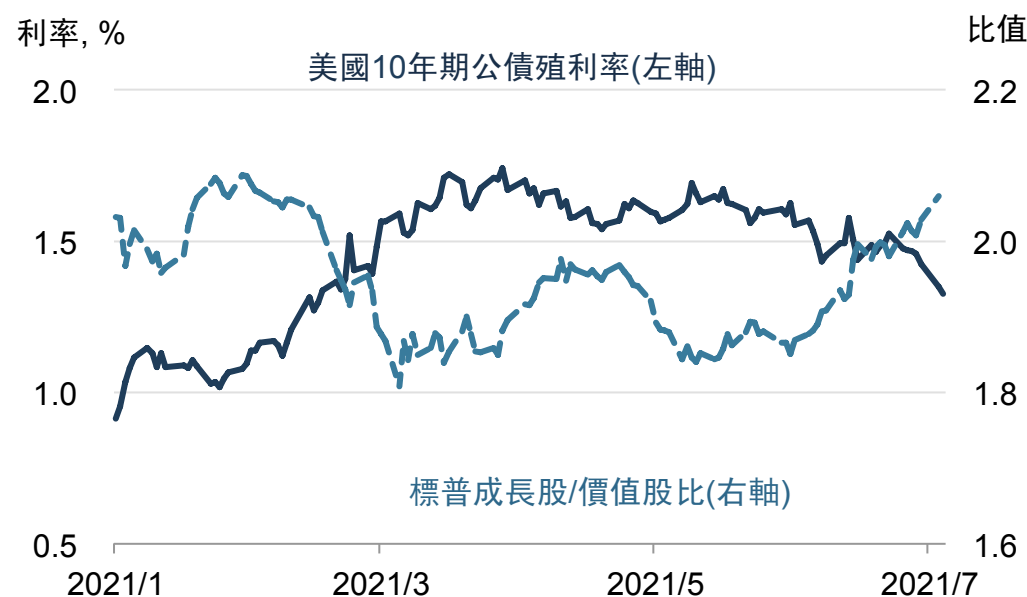
資料來源: Bloomberg。

## 利率回落與拉貨潮啟動，提供成長股回檔布建契機

美國10年期公債殖利率近期偏低盤，有利成長股。另外，從過去的經驗來看，**9月為返校日，科技大廠也將陸續發表新品。因此，邁入3Q，將是傳統電子的消費旺季，利好科技股。**

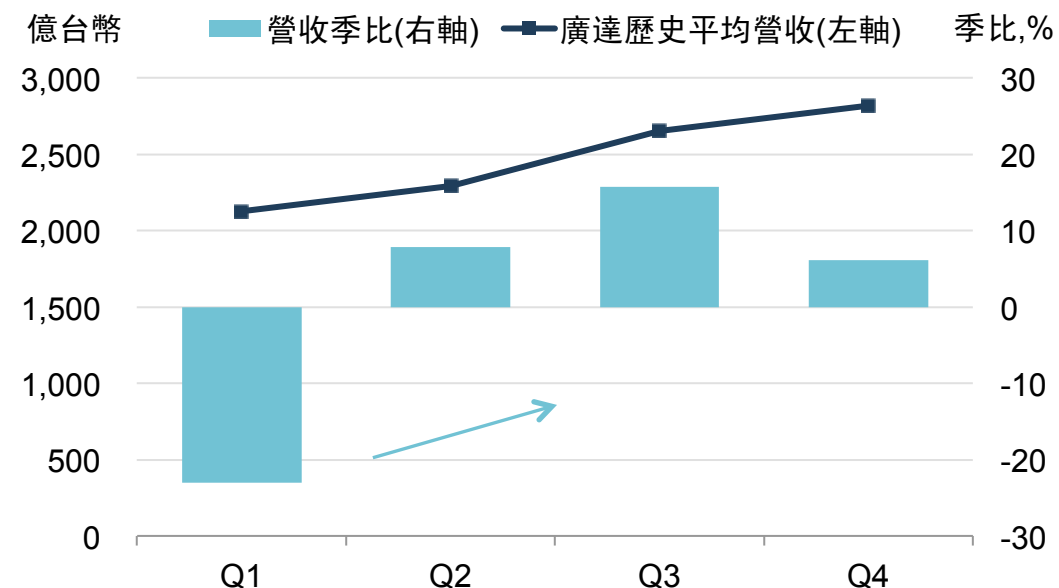
邁入2021年，類股輪動明顯加快，短期雖有利成長股，但解封動能仍在，循環類股亦不看淡，投資配置上，都應相互搭配。QE Taper及疫情變化，為後續擾動的主要風險，但在基本面支撐下，拉回應站在買方。

### 利率偏下，短期助長成長股



資料來源: Bloomberg。

### 消費旺季將至，啟動拉貨潮



註：歷史營收為過去9年各季數值平均。

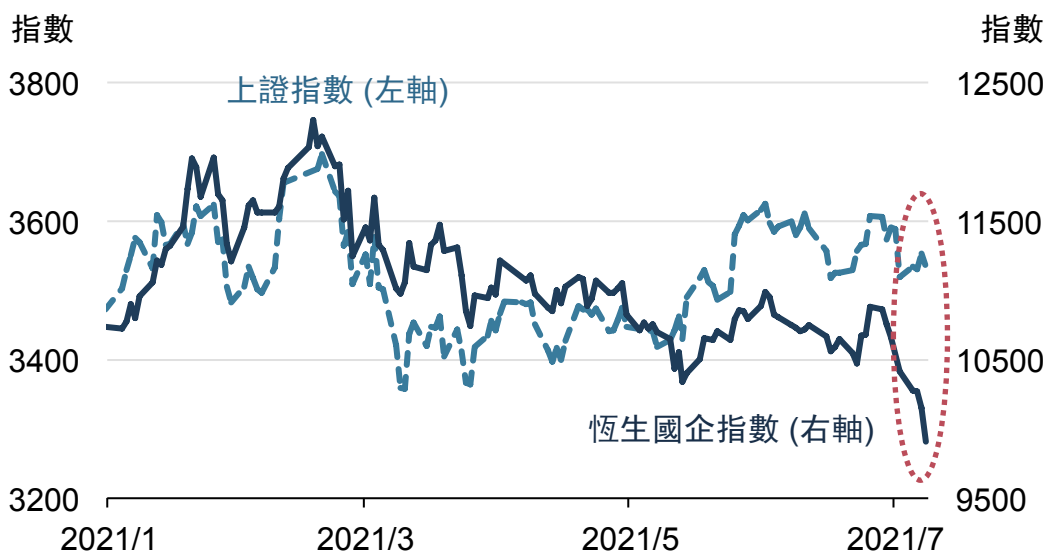
資料來源: Bloomberg。

## 中國 監管風險分化A股與H股走勢, 近期以A股為重

7月起中國官方針對海外上市的大型企業實施一連串監管加強措施, 除接連停止滴滴、滿幫等平台企業新用戶註冊外, 7月7日以反壟斷為由, 進一步對阿里巴巴、騰訊等網路科技公司開出22張罰單, 明顯收緊企業赴海外上市條件。監管風險拉高投資人恐慌情緒, 使在香港與美國掛牌上市的網路科技類股價格向下修正。

中國股市政治風險雖上升, 但經濟維穩仍是主要格局, 中國人行貨幣政策可能較上半年稍微寬鬆, 如推出定向降準, 以緩解美國經濟制裁的壓力。整體而言, 中國股市以區間格局看待, 近期以A股為重, 若想規避政策風險, 仍以成熟市場為主。

### 官方強化海外上市企業監管, 使A股與H股走勢分歧



資料來源: Bloomberg。

### 中性信用政策, 陸股表現較為平淡



註: 灰色區塊表示新增社會融資年增率為負的期間。

資料來源: Wind。



## 中國 下半年貨幣政策偏向中性, 信用緊縮幅度縮窄

6月28日中國人行發布第二季貨幣政策委員會通稿, 除了對經濟態度轉趨樂觀, 貨幣政策以“穩”為主, 主要可觀察以下面向1)聯準會政策方向帶來的外部不確定性、2)通膨物價風險、3)國內經濟成長速度。

相較上半年快速增長的CPI與PPI, 官方近期對大宗商品價格的管控似乎略有成效, 6月份PMI出廠價格已有明顯回落, 預計價格漲勢逐漸收窄。信用管制方面, 新增企業與政府債券為上半年新增社融主要拖累, 研判為政策影響的局部信用緊縮。地方政府發債進度遞延, 下半年將有發行壓力, 預期信用面仍趨向收緊, 但下行速度有所放緩。

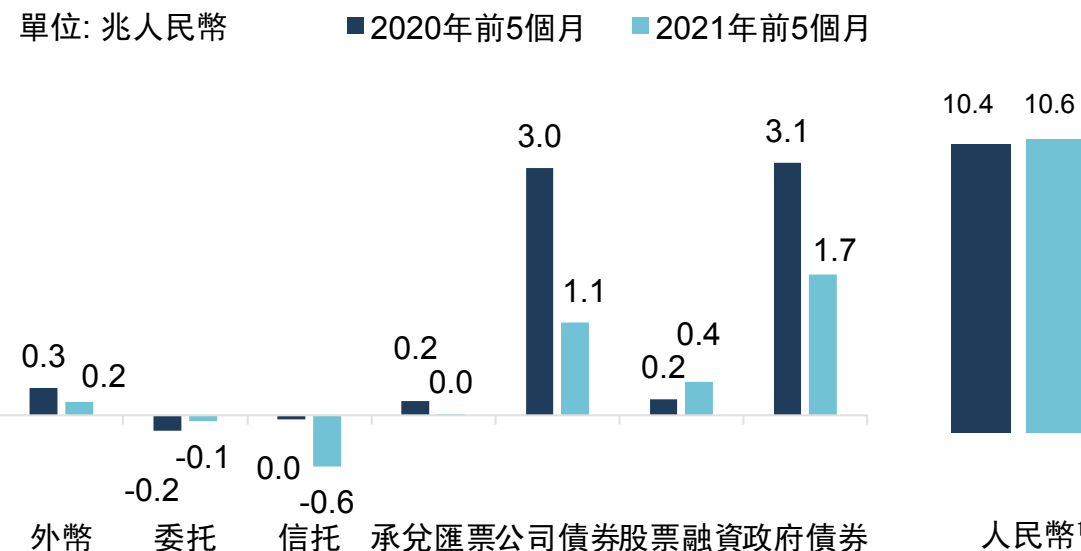
**結論: 通膨壓力稍減, 但經濟增速收斂, 貨幣政策走向中性, 信用偏緊但速度趨緩。**

### 官方出手干預商品價格, 生產價格漲勢放緩



資料來源: Wind。

### 上半年新增社融增速下降為政策引導的局部緊縮



註1: 人民幣為新增人民幣貸款, 外幣為新增外幣貸款。

資料來源: Wind。

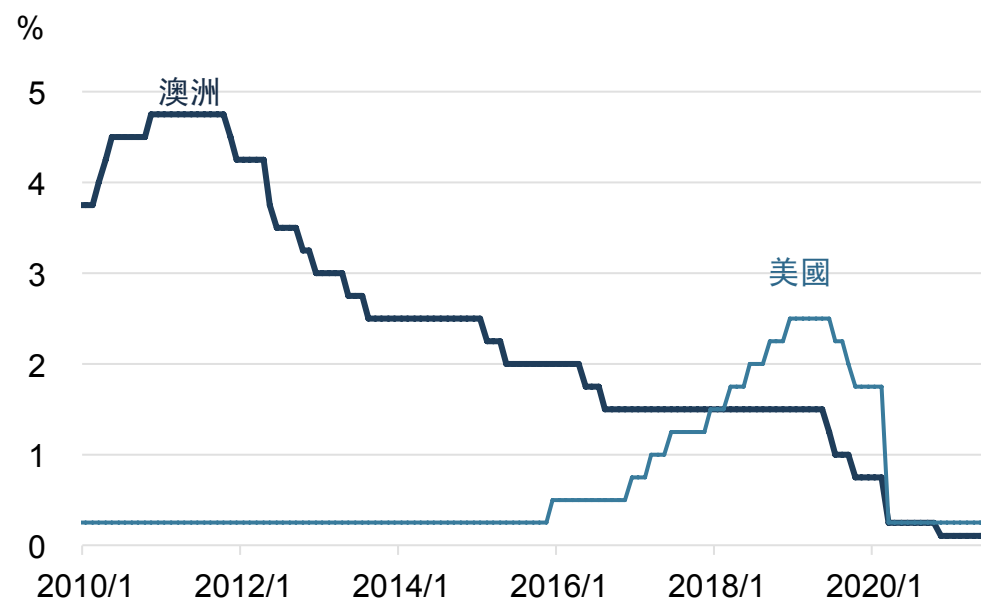
# 匯市 澳洲央行(RBA)會議略為收斂鴿派態度, 但仍強調2024前不太可能升息

澳洲央行7/6利率決策會議, 重點如下:

- 1) 維持利率在0.1%不變, 強調實際通膨來到2-3%, 目標前不會上調利率
- 2) 殖利率曲線控制(YCC)計畫, 將3年期政府公債殖利率保持在10個基點
- 3) 第二批1000億美元的採購將於9月初完成。在此之後, 將繼續購買債券至少到11月, **金額則由每週50億降為每週40億。**

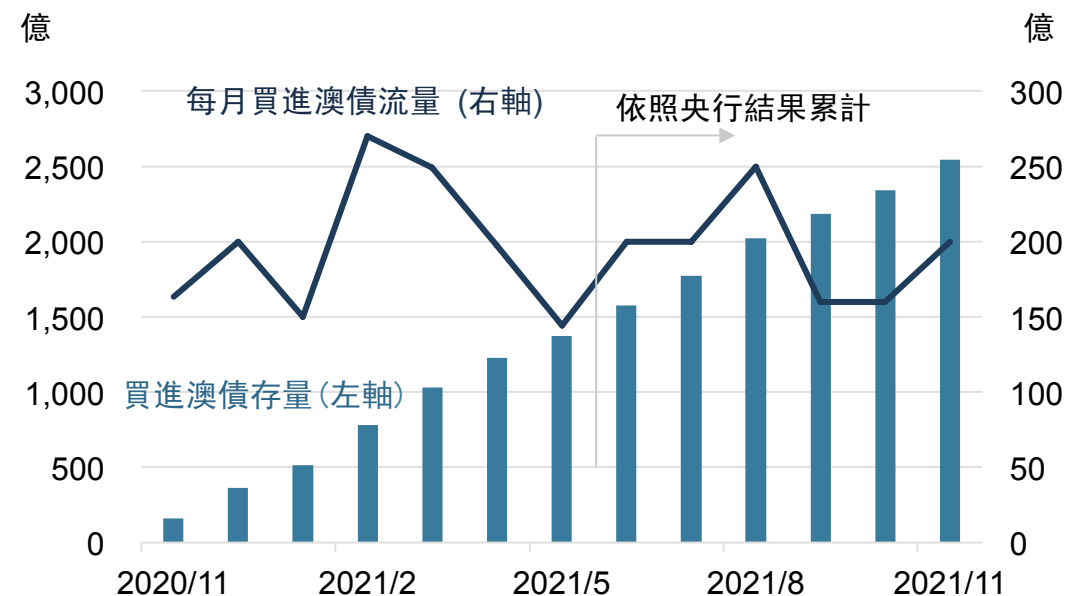
結論: 短線美元指數升至頸線附近漲勢應略有收斂, 但**後續在貨幣政策趨正常化下, 美元仍偏向逐步墊高, 不利後續澳幣續強。**

以往高利差的利多有所降低



資料來源: Bloomberg。

澳洲央行資產購買狀況



註: 年底數值僅依照央行會議結果, 累加計算。  
資料來源: RBA, 國泰世華銀行投研團隊整理。

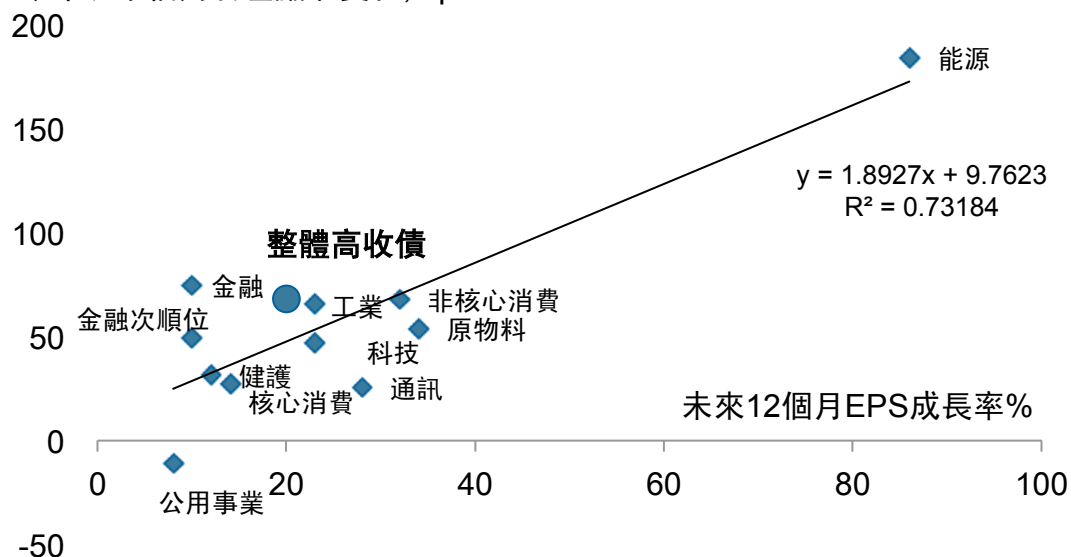
# 高收債 企業獲利動能、利差相對空間將為表現機會

經濟重啟、景氣偏好，債券信用風險相對低，美國高收債指數景氣循環產業佔超過7成，能源債券佔約12%，企業獲利及再通膨行情帶動債券利差縮窄表現。整體高收債利差300bps已為歷史低位，報酬率將以息收為主。

聯準會8-9月縮表暖身，明年開始縮表及升息預期上揚，債券將面對利率緩升風險。高收債存續期間短、息收優勢將較有效抵禦利率上揚的壓力。整體指數利差縮窄空間不大，著重個別企業獲利動能及利差相對空間，金融、工業、原物料及能源較有表現機會。

## 企業獲利動能帶動債券利差縮窄

今年以來信用利差縮窄變化, bps

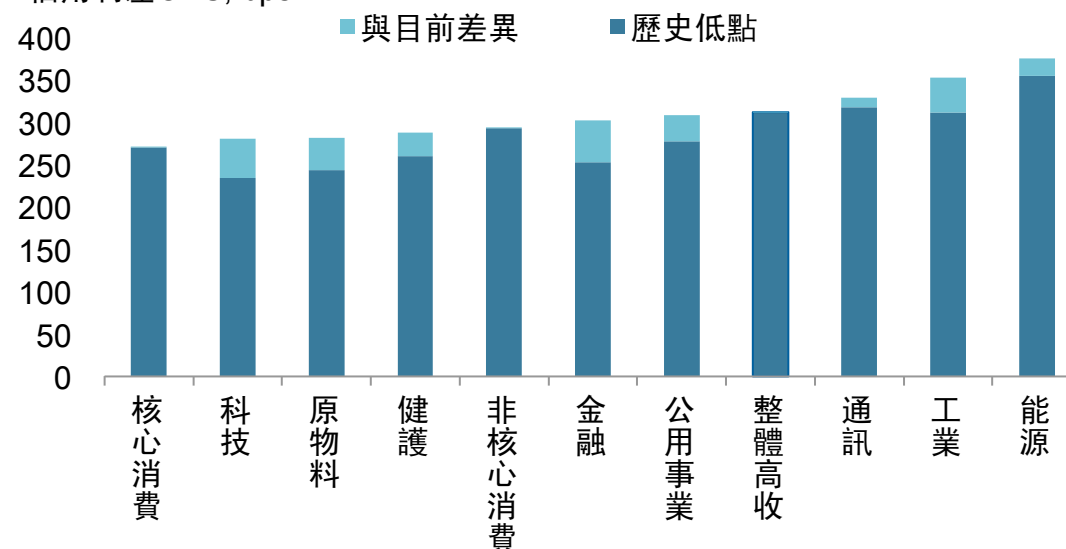


註：未來12個月EPS成長率為Russel 2000指數各產業中位數預估。

資料來源：Bloomberg。

## 各產業信用利差vs. 歷史低點空間

信用利差OAS, bps



資料來源：Bloomberg，資料期間為2012/1/1至今。

## July 2021

<b>12</b> Monday 印度CPI 印度工業生產 日本核心機械訂單	<b>13</b> Tuesday 美國CPI 中國進出口	<b>14</b> Wednesday 美國PPI 英國CPI 加拿大央行	<b>15</b> Thursday 韓國央行 中國M2 中國GDP 中國工業生產 中國人民幣貸款 美國初領失業金人數	<b>16</b> Friday 日本央行 美國零售銷售 美國密大信心指數
--	--	---	--	---

## 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