



Cathay's View

2021年5月21日

投資研究週報

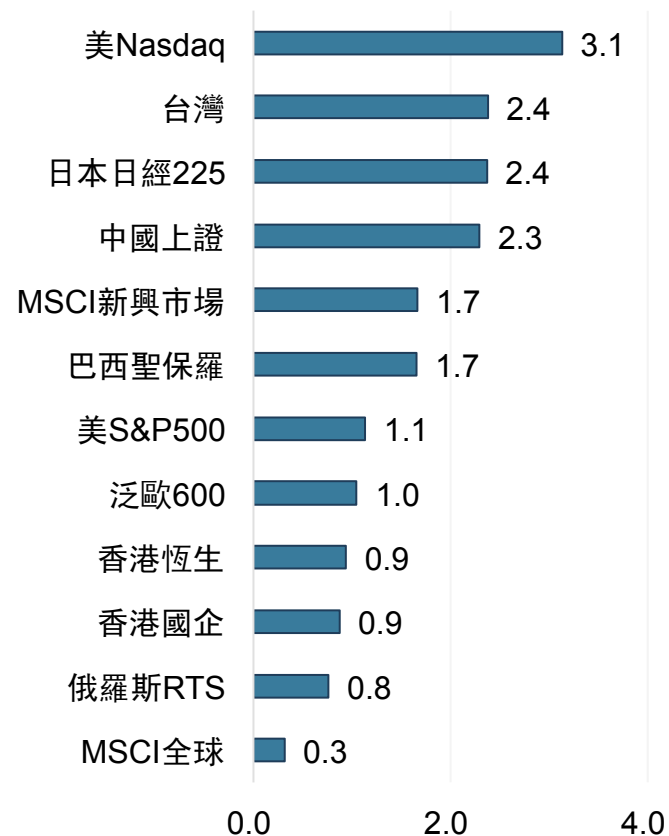
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



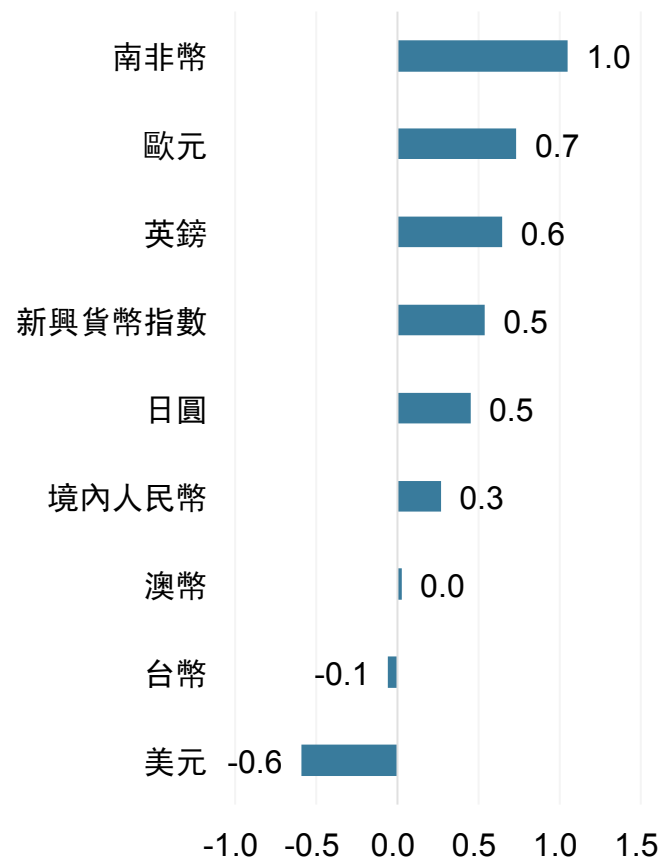
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

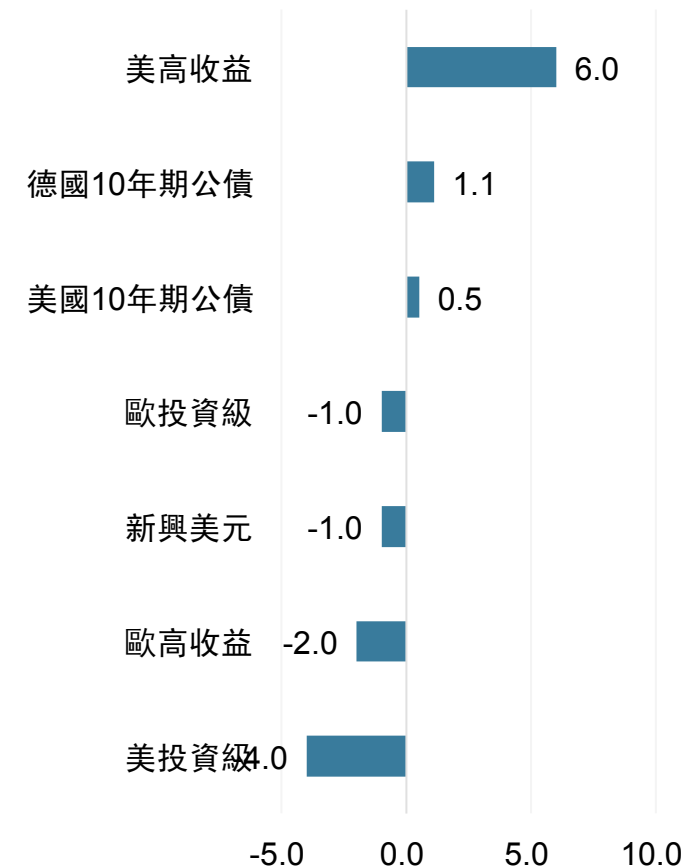
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/5/14~2021/5/20。資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 台灣疫情衝擊台股表現

台灣疫情延燒，管制措施升級，民眾減少外出，考量台股多數企業以外銷為主，料對經濟影響甚過台股企業營收。法人現低接買盤，基本面佳大型股分批布建。

▶ 原物料供需失衡情況短期難解

銅礦供給國智利、秘魯產量偏弱，加上全球景氣復甦，供需失衡情況短期難解。但中國官方管控商品價格及信貸活動，添商品價格高檔壓力，料3Q維持高盤。

▶ 聯準會會議記錄暗示漸討論縮表

會議記錄暗示，央行官員開始討論何時讓貨幣政策回歸正軌，考量言論官員多未具投票權，Fed仍以寬鬆貨幣立場為主，但政策臆測將使美國雙率底部有撐。

股市

台灣疫情加重，台股偏震盪表現，對GDP影響更甚過對台股多數企業營收的衝擊。股市跌深後見法人買盤進入，除部分休閒娛樂和運輸外，基本面良好大型股，拉回後站在買方思考。

債市

4月FOMC記錄部分官員提及未來討論縮減QE將為適宜，更多陳述經濟及通膨上方增速風險。**預期2-3Q通膨仍偏高，美債利率偏升格局。**企業獲利增強高收益債信用表現，考量利差已低，票息收益將為主要報酬。

匯市

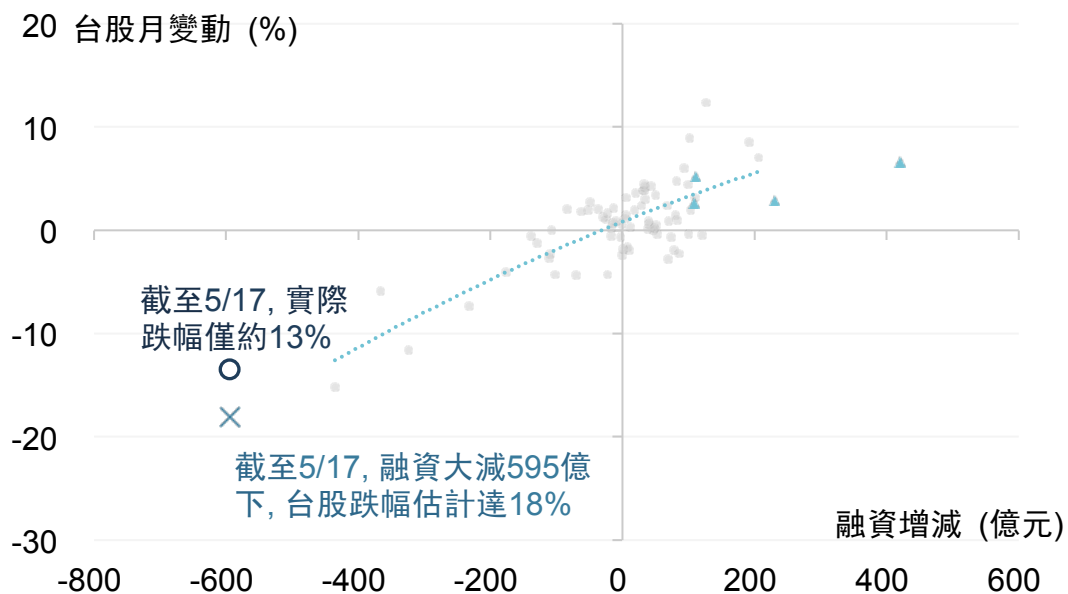
聯準會主要官員仍強調寬鬆論調，定調通膨僅為暫時性因素，考量美國復甦速度較他國優穩，**預期美元2Q打底、下半年漸趨升。**

長線投資人進場, 台股修正應尋買點

台灣疫情升溫, 台股融資餘額合計大減約600億台幣, 估計影響台股約18%的跌幅, 但實際跌幅僅約13%, 顯示當融資客丟盔棄甲之際, 長線投資人已悄然進場, 使股市跌幅不若融資減幅。

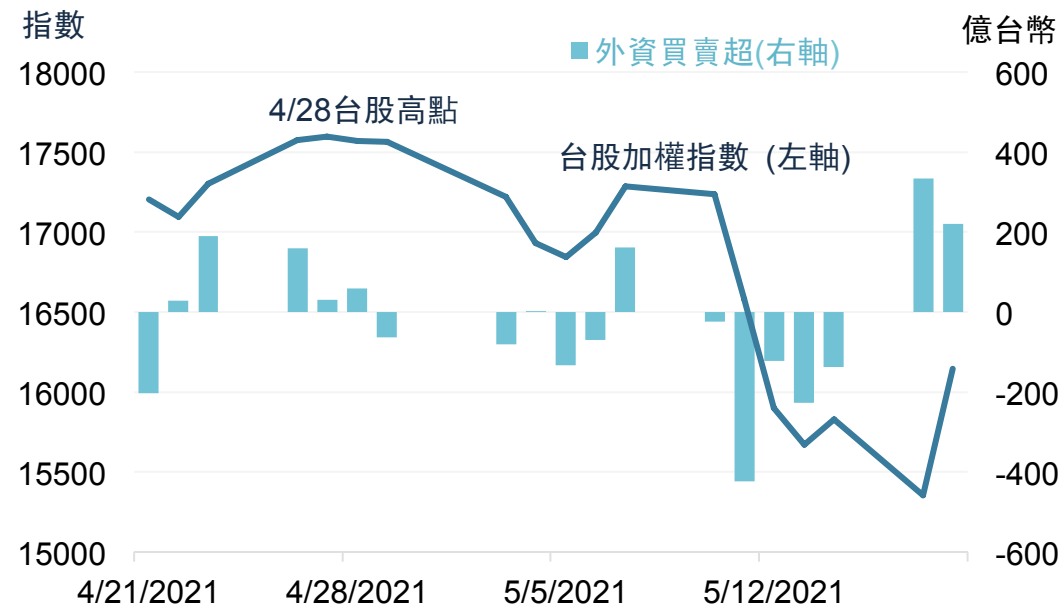
台股多數企業以外銷為主, 對產業衝擊分歧。疫情爆發前相對弱勢的績優股, 如台積電、聯發科等, 受國內疫情影響營收較小, 現已見外資反手轉買。外資在指數大跌後, 轉買操作有助台股底部支撐。預期指數再大幅下跌空間有限, 但近日融資與當沖比率同步增加, 股市仍顯波動。投資人可趁股市下跌時, 以大型基本面良好個股分批布建。

融資大減所導致的指數跌幅應被實質買盤緩解



註: 月變動=0.84+0.026*融資增減-10⁻⁵*融資增減², R-sqr=0.58, 期間2015-2020年。
資料來源: Bloomberg。

外資操作開始轉賣為買



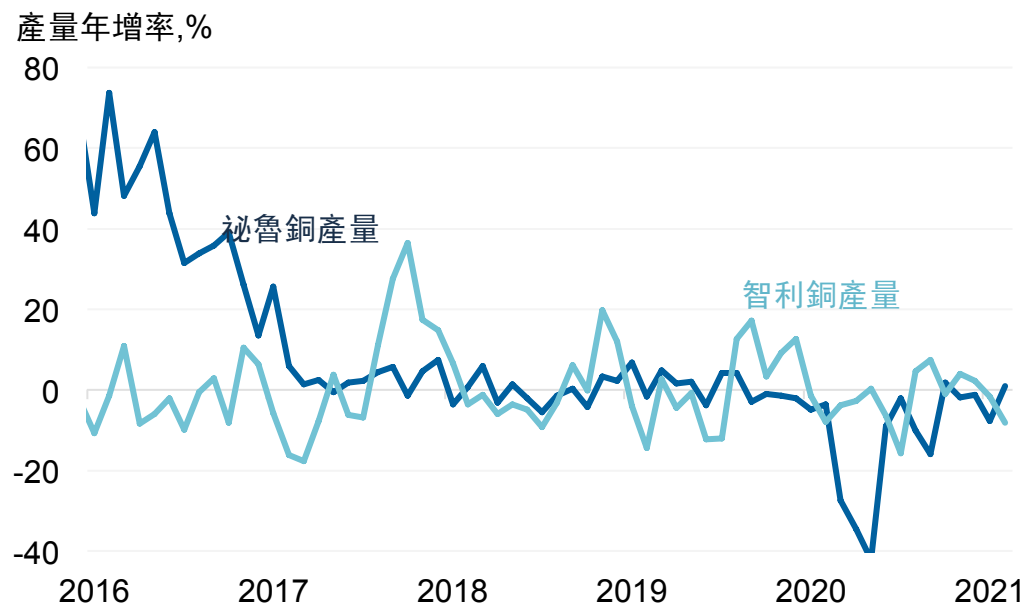
資料來源: Bloomberg。

供需失衡情況短期難解，原物料3Q高盤

主要銅礦生產國智利、秘魯皆面臨供給短缺問題。秘魯將於6月舉行總統大選，候選人之一Pedro Castillo主張不排除將部份礦產資源國有化。智利掌握全球四分之一銅礦產量，4月初疫情升溫關閉邊境，5月也通過提高礦業稅支付社會福利法案，兩國政策或使外資對礦企投資放緩。**智利工人罷工使3月礦產銅產量年減1.2%，1Q整體銅產量年減2.1%，預期供給短缺情況難解或延續至3Q。**

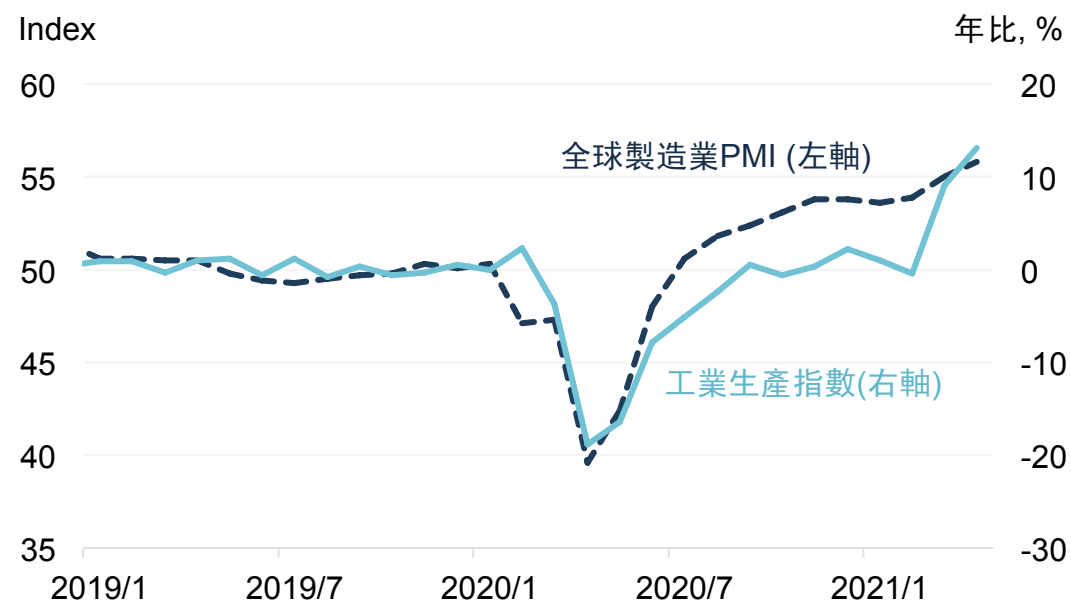
全球景氣復甦，金屬需求仍強，成熟國家更優於新興。過去中國為全球最大的礦產進口國，近期中國總理李克強在國務院常務會議再三強調，高度重視商品價格攀升帶來的不利影響，要求保障供給，遏制價格不合理上漲，促價格高檔震盪。**料近期金屬價格因供需失衡維持高盤，但展望3Q漲勢將較2Q趨緩。**

銅礦供給偏弱，供需失衡



資料來源: Bloomberg。

景氣復甦下，需求仍存



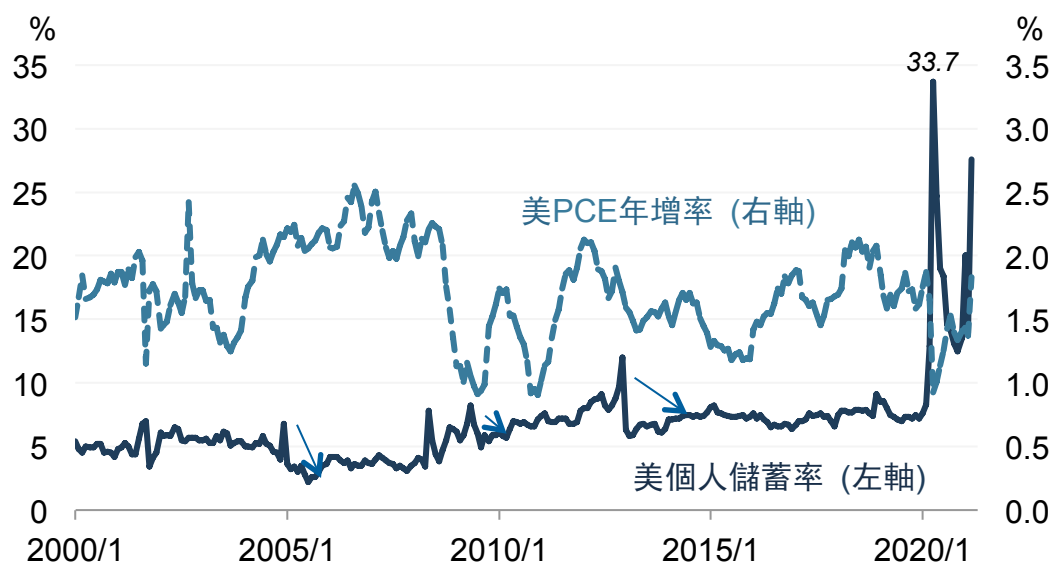
資料來源: Bloomberg。

FOMC紀錄暗示未來討論縮減QE, 通膨及景氣復甦趨動美債利率緩升

4月FOMC記錄顯示, 部分官員提及未來某個時點討論縮減QE將為適宜, 更多陳述經濟及通膨上方增速風險, 隨經濟重啟、財政刺激及疫苗發展, 過高儲蓄率預期將下降, 消費增加及供應鏈缺口都將影響通膨推升壓力; 關注就業不均衡復甦, 政策調整將以實質進展為原則。央行理事Waller論及暫時性通膨高漲, 隨疫苗普及, 9月返學及失業救助到期, 將有助消弭供應端失衡壓力。預期2-3Q通膨仍偏高, 美債利率偏升格局。

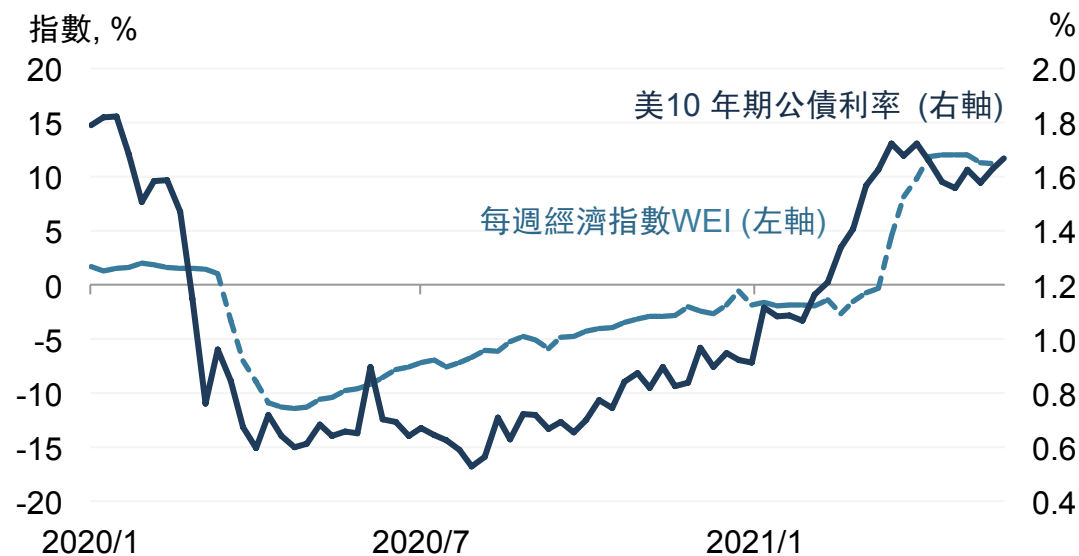
聯準會公布年度家庭經濟決策調查報告, 疫情重創家計財富效果愈顯, 非裔或拉丁裔、低教育程度者財務壓力更嚴重, 就業差距與不均將為景氣復甦風險。預期今年聯準會將寬鬆不變應萬變, 8月底央行年會及9月FOMC再視經濟狀況調整政策風向。

過高儲蓄率預期下降, 將帶動消費及通膨偏升



註：個人儲蓄佔可支配所得比率。過去2000年至2020年2月（疫情前）平均為6.07%。
資料來源：Bloomberg。

景氣復甦料驅動美債利率緩升格局



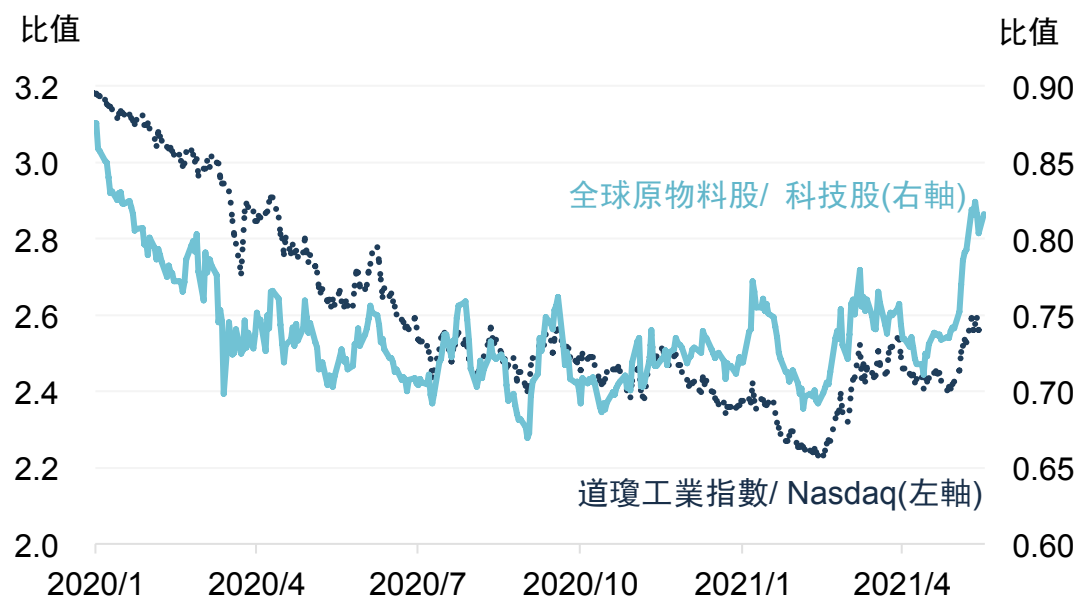
註：NY Fed Weekly Economic Index包括同店銷售、首次請領失業救濟金人數、臨時及合約工人數、消費者信心指數、鋼鐵生產、電力生產及石油銷售等, 更新至5月14日週資料。
資料來源：Bloomberg。

類股輪動著眼科技股未來漲幅, 虛擬幣近期黯然失色

儘管如原物料等景氣循環股仍是近期領漲標的, 但科技股跌幅已深, 原物料股與科技股比值接近2020年1月高點。削減QE話題討論發酵一段時間, 隨美債利率盤整, 科技股或有利空鈍化現象, 短期投資以景氣循環類的原物料股偏強, 基本面良好且現修正的科技股宜分批布建。

去年至今年4月上漲6倍的比特幣, 近期出現大跌, 主因 (1) 馬斯克以消耗太多化石燃料為由, 宣布特斯拉不再接受比特幣付款。(2) 中國政府禁止金融機構與支付業者為加密貨幣交易提供服務, 並對相關的投機炒作現象提出警告。**支付變現問題對比特幣造成衝擊, 相關加密貨幣與類股表現疲弱。**

短期景氣循環股領漲, 科技股宜分批布建



資料來源: Bloomberg。

比特幣近期自高檔回落



註: Coinbase又名比特幣基地, 是美國交易量最大的加密貨幣交易所為加密貨幣產業在美國首家上市的公司。

資料來源: Bloomberg。

美國 通膨預期影響近期股市, 但不衝擊企業基本面

基期因素、油價走揚及政府補貼等因素, 使美國通膨有上彈的現象。聯準會官員如Waller重申, 目前通膨仍屬暫時性因素, 若9月補貼結束, 學校重啟之後, 勞動力短缺問題也將改善, 將使通膨壓力緩解, 預期此現象可能維持半年之久。

通膨預期升溫, 雖使近期股市偏波動, 但從過去的經驗來看, **適度的通膨升溫, 如平均核心PCE未超過2%, 其實有助企業獲利揚升**。另外, 根據最新統計, 已有九成企業公布Q1企業財報, 因基期效果及疫苗普及影響, 企業獲利持續上修, 從原先的23.7%, 大幅揚升至50.3%。整體而言, 股市維持多頭格局, 但通膨增溫議題使短期偏擾動。

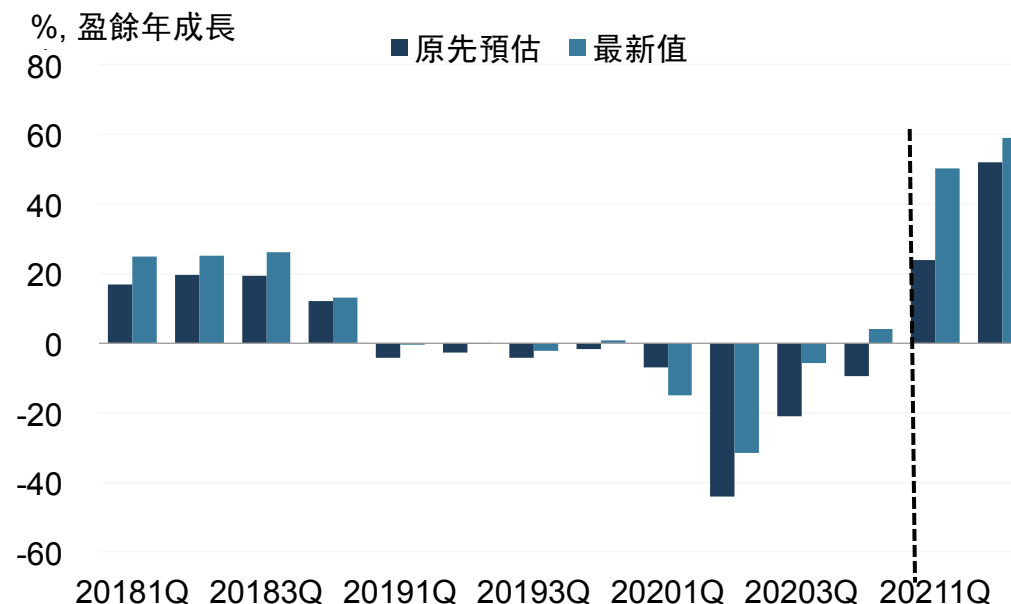
適度通膨, 有助企業獲利揚升



註: 數值為過去一年的平均結果。

資料來源: Bloomberg。

美股企業獲利上修, 有利股市維持多頭趨勢



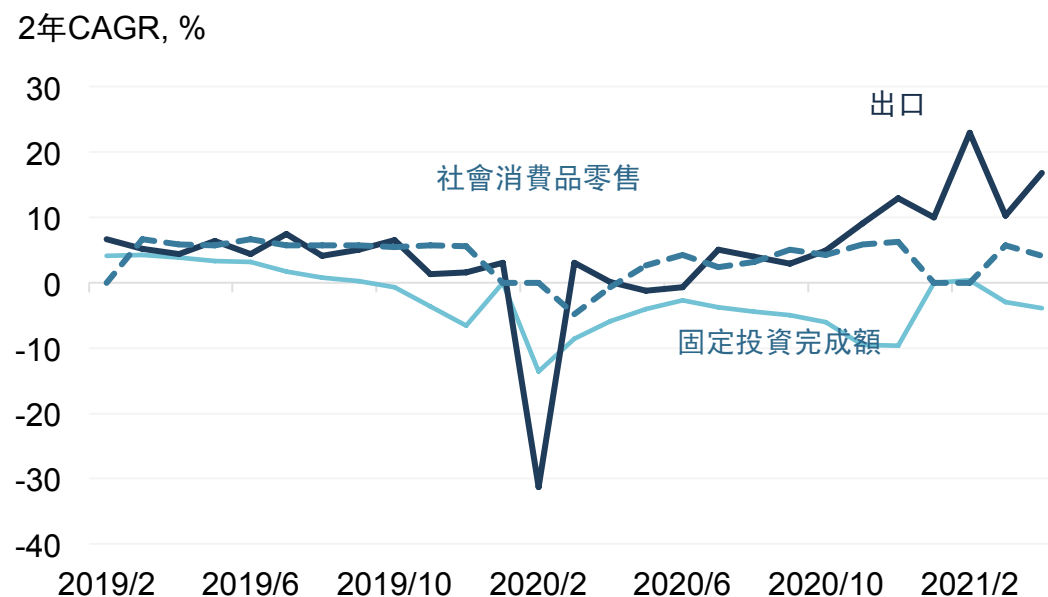
資料來源: Bloomberg。

中國 經濟復甦放緩，信貸市場偏緊，侷限原物料價格再飆漲空間

海外需求保持強勁，支撐中國4月份出口穩定增長，尤其消費電子類出口額維持高位。固定投資方面，由於財政支出力度不大，基建投資表現平淡；製造業投資因原物料漲價，呈現上游產業投資需求勝於中下游產業；房地產投資強勁，惟政策收緊料後續數據回落，整體顯示經濟復甦動能逐步放緩。

穩健的出口數據支持政府以寬鬆有限的方式維穩信貸市場。過往的中國信貸市場緊縮程度，相對於全球大宗商品市場具有領先效果。原物料供給缺口仍存，惟留意 4月信貸脈衝指數已由正轉負，或對商品價格造成影響，侷限再飆漲空間。

出口保持增長， 固定投資表現平淡



資料來源: Wind。

中國信貸趨緊，原物料市場增長動能受限



註: 過去3次信貸脈衝指數由正轉負的跌幅與7個月後期銅價格跌幅相關性為0.8。

資料來源: Bloomberg。

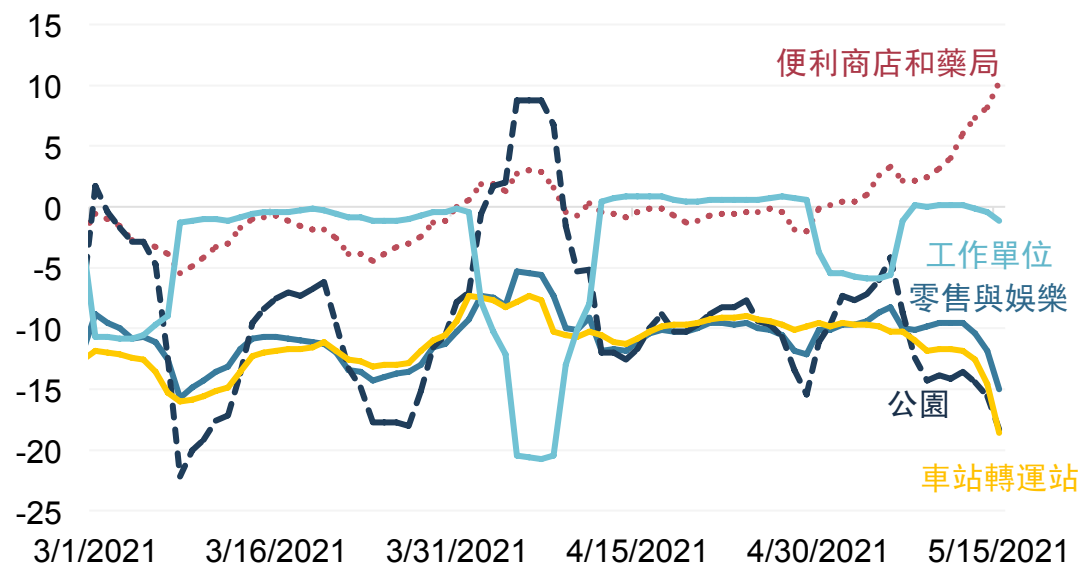
台股 疫情發展關鍵期，台股明顯去槓桿

5月初以來，台灣疫情延燒，管制措施升級，居民移動出現轉變。過去人流群聚的車站、公園和休閒娛樂場所，人口移動出現明顯下滑，僅藥局和便利商店人流增加，預期對台灣實體經濟影響甚過企業營收。**疫情未受控前，仍相對利好網購電商、物流業者、紙箱包裝、遠端需求與冷凍食品防疫醫療等相關產業。**

過去漲多個股，出現去槓桿現象，融資減幅和股市跌幅呈正相關。籌碼面而言，可觀察到題材最盛的鋼鐵、航運、面板類股融資消退，加上**前波修正明顯的半導體等電子業**，主要營收仍以海外為主，受台灣疫情衝擊較低，修正提供買點。

台灣疫情擴散，管制升級改變經濟活動

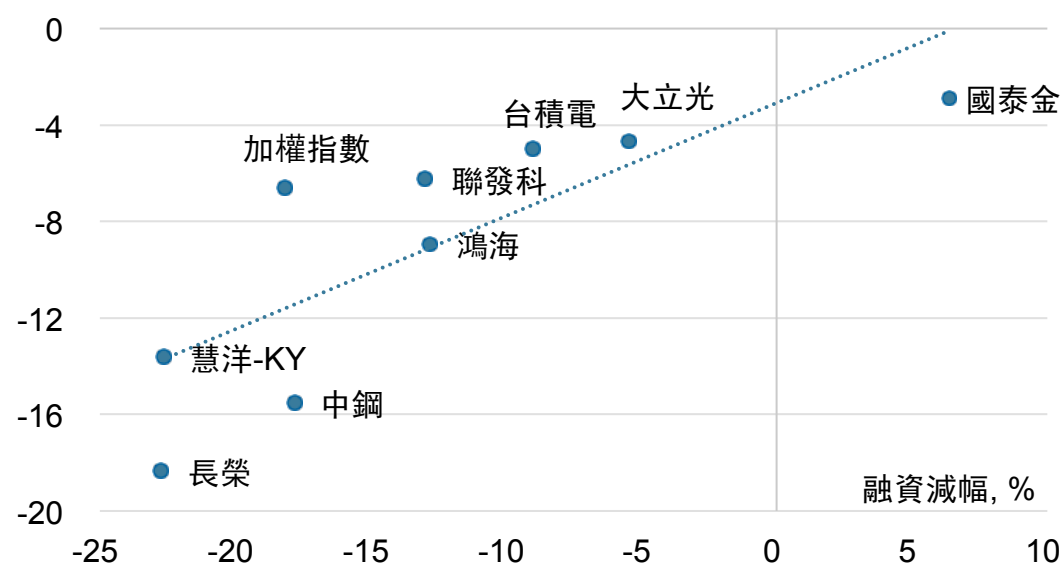
與基準相比百分比變化，7日移動平均



資料來源：Google mobility, 截至2021/1/1至2021/5/18, 基準日為2020/1/1。

股市去槓桿，融資比高者跌幅重

股價跌幅，%



資料來源：嘉實資訊。自疫情爆發期5/7至5/18日。

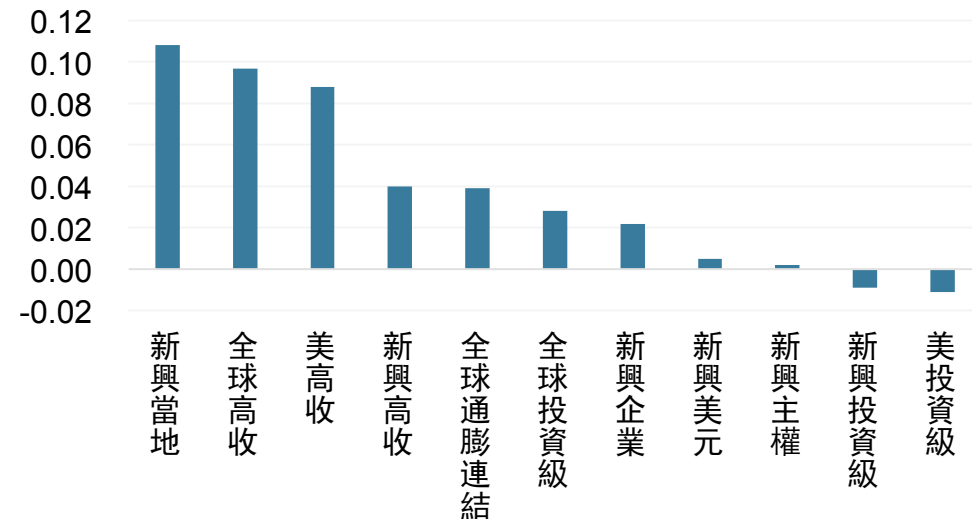
信用債 債券再通膨行情下，殖利率仍具吸引力

現階段處於經濟回穩、需求提升的利率緩升情境，**債券再通膨行情將著重景氣循環連動強度的表現。油價高位，美高收債指數中景氣循環產業佔9成，股市連動性高，低存續期更有利於控管利率上揚風險。**新興國家景氣復甦受惠於原物料行情，有助於經常帳改善，同時企業獲利增加，也將有助於新興企業債利差收窄。部分新興國家通膨上揚，包括土耳其、巴西、俄羅斯央行升息以抑通膨及匯率貶值，則將留意雙赤字國家債務壓力影響。

整體企業財報獲利動能佳，高信評發債需求良好，金融債受惠利率緩升及貸款回溫，債券利差持續收窄，高評等債券息收穩定。面對景氣增溫、利率緩升的階段，**債券配置著重高殖利率、較低存續期間，有助於受惠於利差收窄機會及控管利率風險。**

通膨預期升溫，有助於債券再通膨行情

通膨預期走揚1%，各類債券指數變動幅度，%

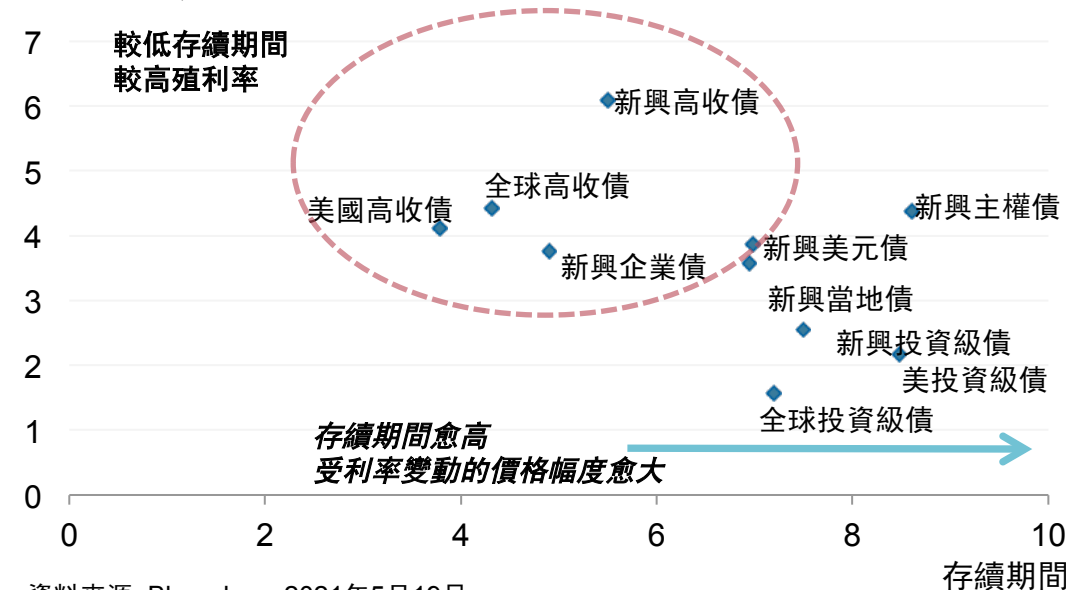


註：美國通膨預期5y5y變動，對各債券指數的敏感度係數，通膨預期5y5y 為2%上彈1%=2.02% (2.02/2-1)。採2000年1月至今的月資料。

資料來源：Bloomberg。

殖利率的吸引力 vs. 利率風險權衡

債券殖利率，%



資料來源：Bloomberg 2021年5月19日。

May 2021

24 Monday	25 Tuesday	26 Wednesday	27 Thursday	28 Friday
台灣失業率 台灣工業生產(年比) 台灣貨幣供給M2(年比)	美國新屋銷售 美國消費者信心 日本工具機訂單(年比)	日景氣動向領先指標 美MBA 貸款申請指數	美耐久財訂單 美國個人消費 中國工業利潤	美國個人所得 美國個人支出 美國PCE(年比) 東京消費者物價指數 美密西根大學消費者信心

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