



Cathay's View

2021年7月30日

投資研究週報

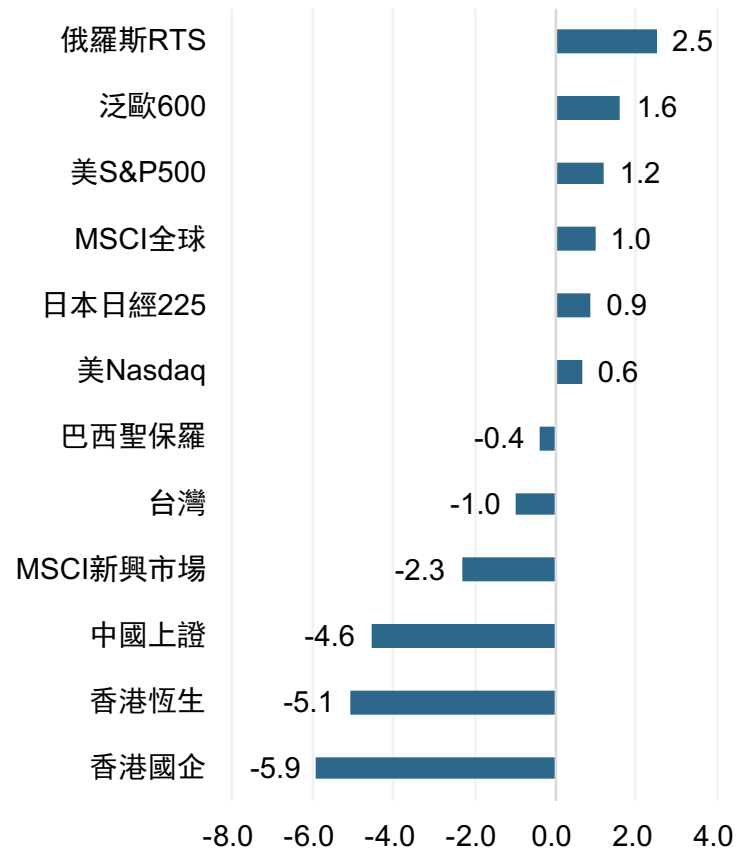
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



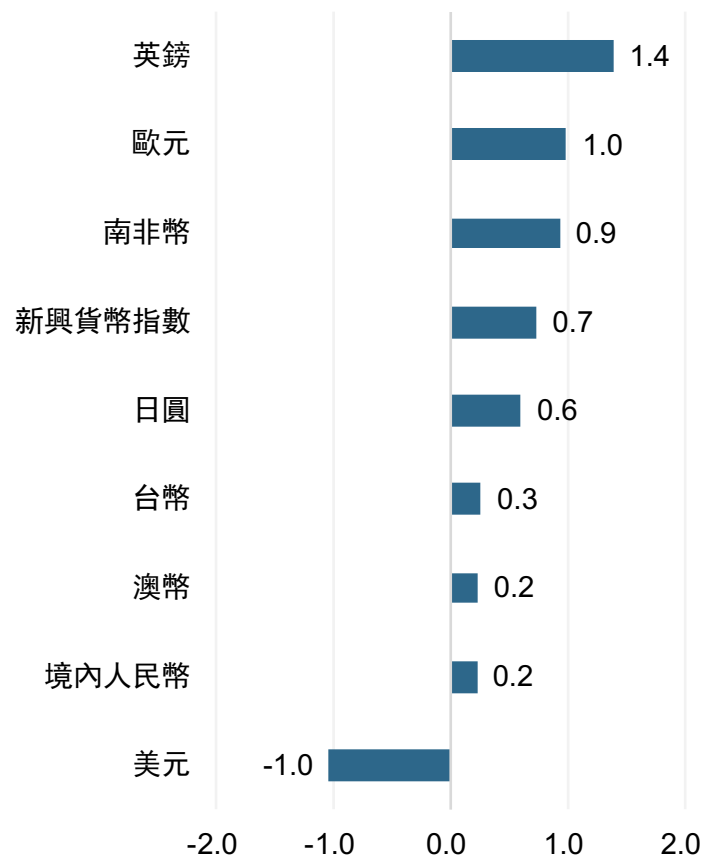
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

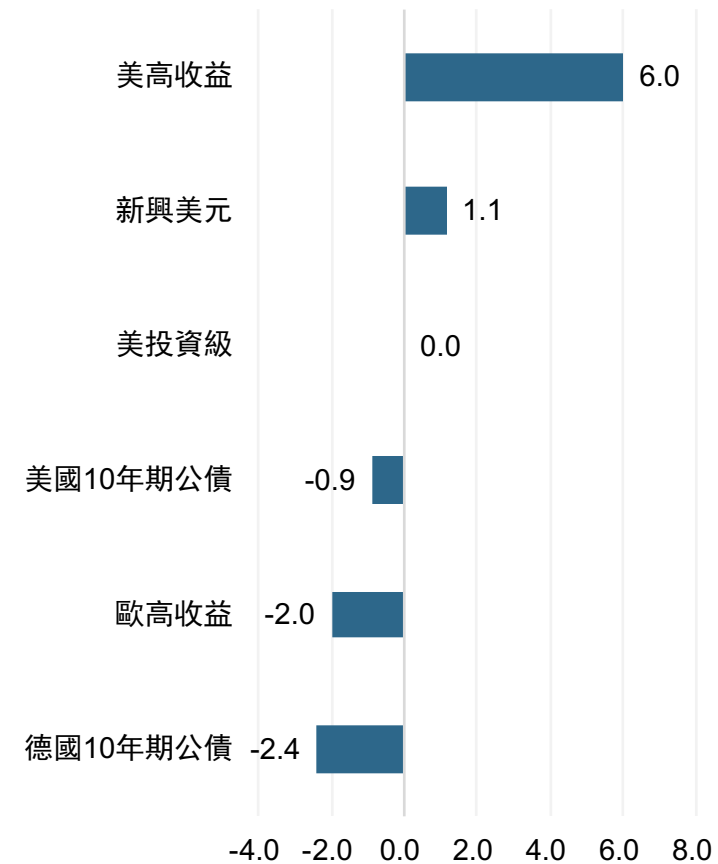
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/7/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 中國監控利空連發，僅是個開端？

中國頻頻發出監管措施，引起中概股重挫，不過比起國際投資人的資本損失，中國下個百年更在意維持金融、反壟斷、資訊安全、社會公平四面向穩定，監管風險短期未見緩和跡象。

► FOMC維持政策不變，首次討論縮減QE

FOMC維持基準利率區間於0%~0.25%，及1200億美元的購債規模未變，本次會議首次深入討論如何縮減購債。預估FOMC將於8-9月為Taper暖身，最快明年開始縮減購債規模。

► 企業體質轉強，提供波動回檔支撐

隨經濟逐步解封，加上疫後民眾更加倚賴科技產品，使得科技財報明顯走強。科技大廠的營收及毛利同步揚升，均顯示企業體質再升級，提供波動回檔支撐。

股市

中國開鋸重創中國股市，其中以境外受監管產業佔比較高，持有A股者無須過度恐慌。另，中國引發的市場恐慌情緒蔓延，使全球股市風險性資產波動再起。考量歐美經濟仍朝復甦態勢做發展，標普企業財報仍持續上修，美國股市拉回仍站在買方，布建以大型績優股為先。

債市

美國經濟朝目標進展，隨失業補助金9月到期，學校重新開放將有助就業缺口漸補足，Taper進度預期支持美債緩升，企業獲利動能有助利差收斂，信用債收益穩健表現。

匯市

長線美歐政策差異支持美元緩升，惟近期市場擾動較大，美疫情也有所反覆，可能令短線美元升勢趨緩。台灣疫情管控得宜，加上貿易帳仍舊強勁，隨時序進入電子業出口旺季，令台幣走勢相對較其他亞幣走勢偏強。



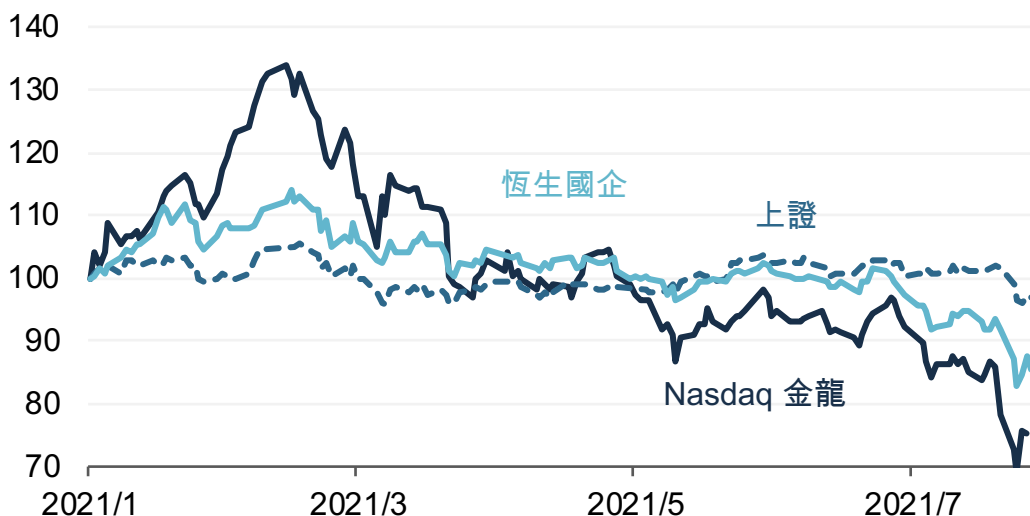
中國越發頻繁的監控利空, 恐怕只是個開端

中國政府監管重拳連發, 在7月24日公布教育產業的雙減政策後, 本週中國企業在美、中、港三地股價同步下挫, A股中曾被下過監管命令的白酒產業也遭遇沉重賣壓。比較中國企業在不同地區上市的股價表現, 以美國上市公司為主的那斯達克金龍指數, 年初至今重挫2成以上, 香港上市的國企指數為15%跌幅, 上證指數相對平穩, 相較年初跌幅5%以內。

今年以來, 受監管政策影響的領域從網路、金融科技, 延伸至教育和外送員權益, 涵蓋面向越發廣泛, **研判未來在, 1) 金融穩定, 2) 反壟斷, 3) 資訊安全, 4) 社會公平等面向仍為施政重心, 監管風險短期內未見緩和跡象。**

中國股票指數走勢

標準化, 2021/1/1=100



資料來源: Bloomberg, 截至7月29日。

中國越發頻繁的監控利空, 恐怕只是個開端

時間	事件	核心議題
2月	平台經濟反壟斷指南上路	反壟斷 資訊安全
3月	對12間網路巨頭開罰50萬人民幣	
4月	依據反壟斷法對阿里巴巴罰款182億人民幣 對騰訊等企業以違反反壟斷法開罰50萬人民幣	
5月	官方指出105個App竊取個資	
6月	滴滴上市前遭反壟斷調查 網信辦通報小米等129款App違法使用個資	
7月	滴滴上市後遭下架App 開罰騰訊並要求放棄獨家音樂版權 禁止騰訊投資之遊戲直播平台合併 公布教育行業雙減政策 發布外送平台送餐員權益的指導意見	
		社會公平

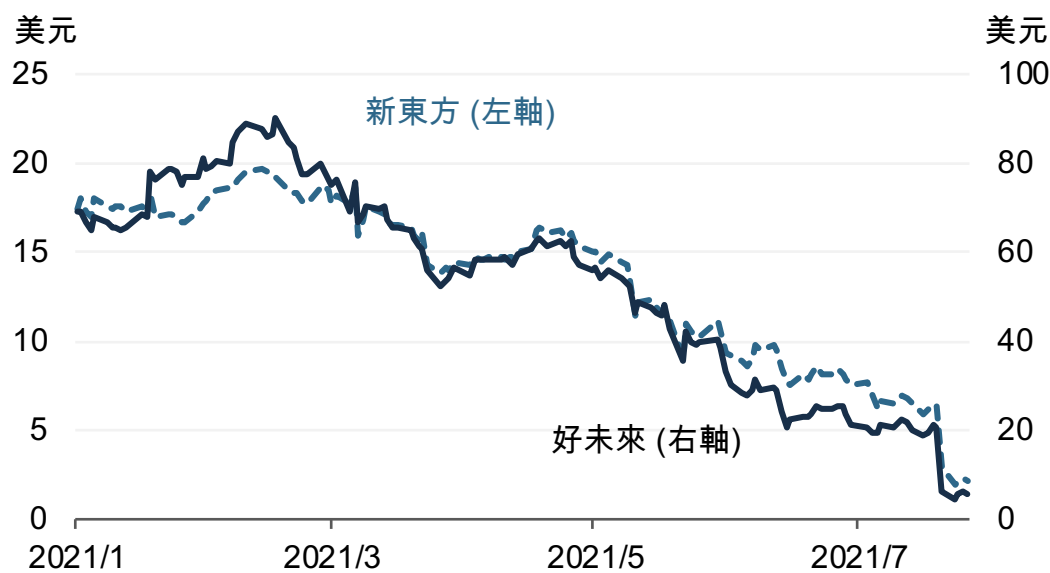
資料來源: Bloomberg。

雙減政策發布, 教育產業前景黯淡

中國共產黨中央委員會辦公廳、國務院辦公廳於7月24日公布「關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見」。隨著5月底出爐的三胎政策以及各項配套措施, 補教業已被視為官方提振生育率的阻礙。

該意見從資金、營運面等各個面向嚴格規範校外培訓機構, 且明令「已違規的, 要進行清理整肅」, 而轉型「非營利機構」恐使企業的收入跟盈餘轉為慈善用途, 儘管執行細節尚未明確, 但對相關企業的獲利表現、營運前景實為重大利空, 產業前景已然黯淡。

中國教育類股跌幅慘重



資料來源: Bloomberg, 截至7月29日。

雙減政策重點摘要

禁止資本化

- 現有機構統一登記為非營利機構
- 學科類培訓機構不得上市融資
- 外資不得參與學科類培訓機構

規範營運

- 不得佔用假日、寒暑假進行培訓
- 嚴禁超前培訓、提供境外課程

資金監管

- 堅持校外培訓公益屬性
- 明確收費標準, 禁止過高收費

廣告管控

- 確保各種媒體與場所不刊登廣告
- 肅查誇大效果

資料來源: 國泰世華銀行投研團隊彙整。

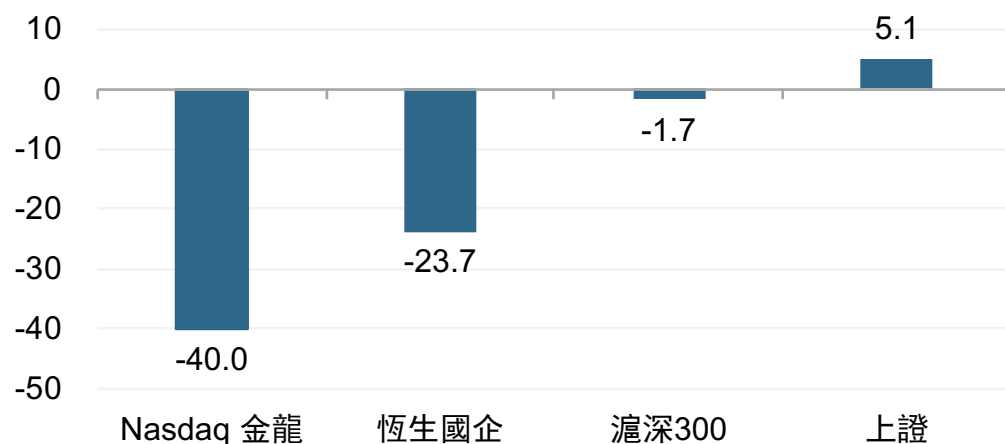
監管力道鬆綁時程難測, 配置選擇境內優於境外

觀察年初至今, 市場對各地上市的中國企業盈餘預估變化, 在美與香港上市企業的2021年底獲利下修幅度遠大於A股, 且引導海外上市企業回陸港上市為既定趨勢, 預期監管措施後續的影響層面, 在美上市的中概股都較A股為高。從資金流向看來, 7月至今的南向資金也出現明顯外流, 相關資產的配置選擇境內優於境外。

中國下半年貨幣政策仍有機會再次放水, 且美歐解封有助出口表現, 加上官方於7月28日在證券時報等多個官媒上喊話A股無系統性風險, 研判**市場情緒消退後A股有望回穩。考量H股與美國中概股, 受監管產業佔比較高, 股價與營運受政策影響幅度大, 投資人不宜貿然進場承接。**

中國主要指數每股盈餘變化幅度

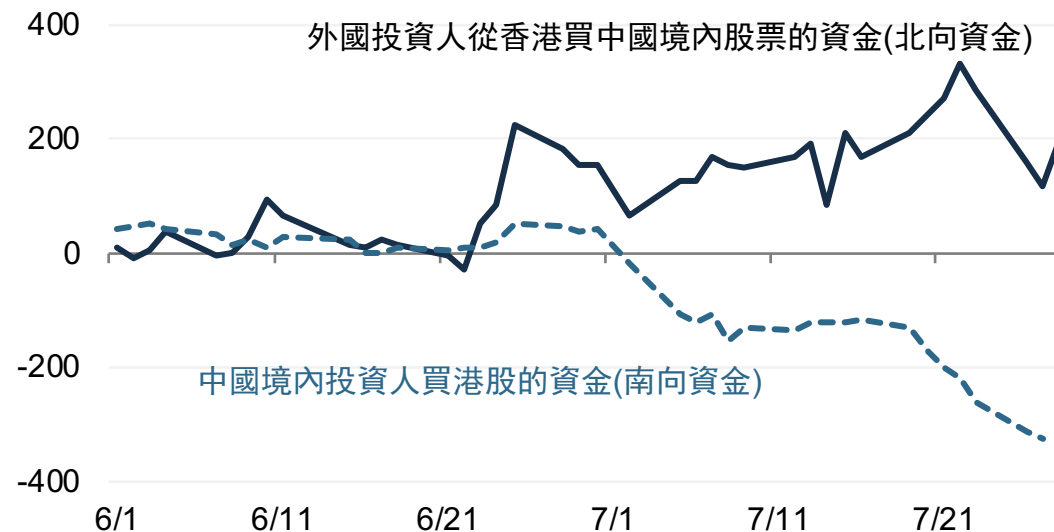
年至今預估每股盈餘變化, %



註: Nasdaq金龍指數為在Nasdaq上市中概股的市值加權指數。
資料來源: Bloomberg。

監管力道鬆綁時程難測, 配置選擇境內優於境外

累積買賣超, 億人民幣



資料來源: Wind, 截至7月28日。

FOMC 經濟朝就業及通膨目標進展, QE縮減暖身操

最新FOMC維持利率0-0.25%, 及每月800億公債及400億MBS購債進度, 重點關注:

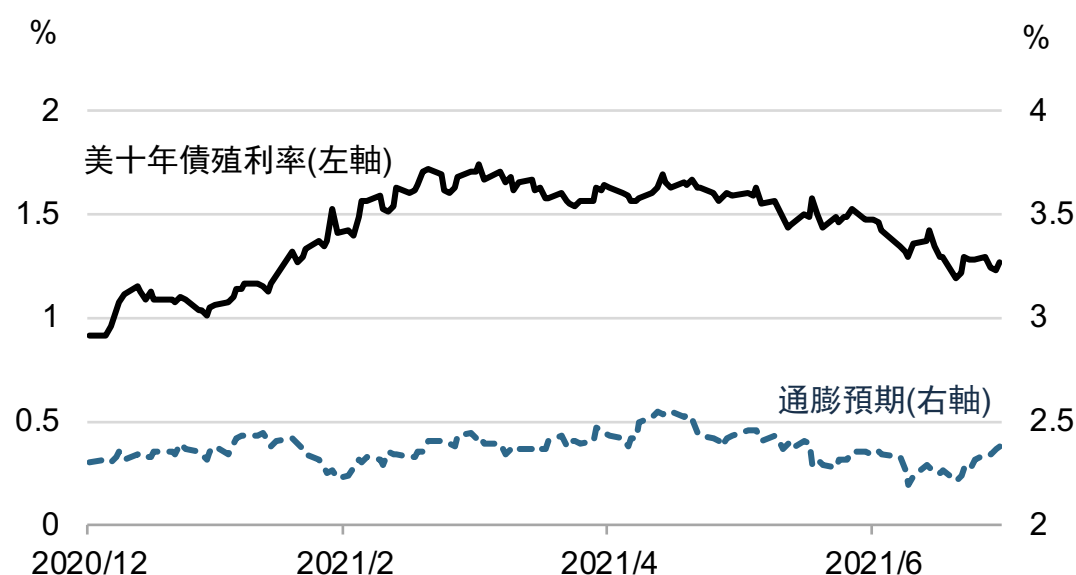
- 1) **經濟持續朝就業及通膨目標取得進展**: 疫苗接種及政策支持經濟成長。
- 2) **提及Fed首次深入討論QE縮減時點與方式**: 供應鏈瓶頸較預期嚴重, 通膨可能更高更持久, 關注各國疫苗取得影響成長分歧。

預估變種病毒不致再釀疫情風暴, 隨失業補助金9月到期, 學校重新開放將有助就業缺口漸補足, **預期8-9月將透露意向“適度減少購債速度”**, 明年起每月縮減公債及MBS購買150億美元, 預估2023年升息。隨基本面復甦助通膨預期上揚、政策動向將帶動升息預期, 支持推升美債緩升機會。

通膨超標, Fed將謹慎因應政策調整節奏



Taper表態及通膨預期升溫, 再有推升殖利率機會

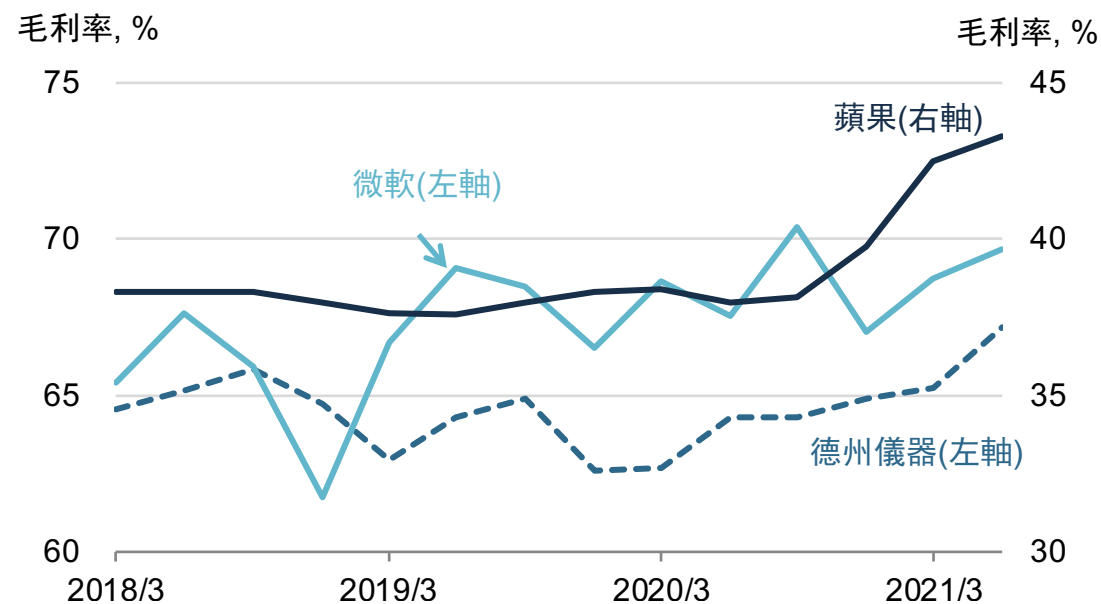


美國 財報亮眼提供回檔支撐, 缺料、疫情問題為潛在隱憂

科技龍頭財報多優於預期, 使得2Q獲利年增速攀升至88%, 續創金融海嘯以來最大增幅。隨經濟逐步解封, 加上疫後民眾更加倚賴科技產品, 使得科技財報明顯走強。蘋果因iPhone熱銷, 營收年增36%, 創下歷年同期新高, 功率元件大廠的德州儀器, 因為漲價效應影響, 營收大增41%。微軟因雲端業務需求升溫, 營收亦有20%的增幅。此外, 科技大廠的毛利也同步上升, 均顯示企業體質再升級。

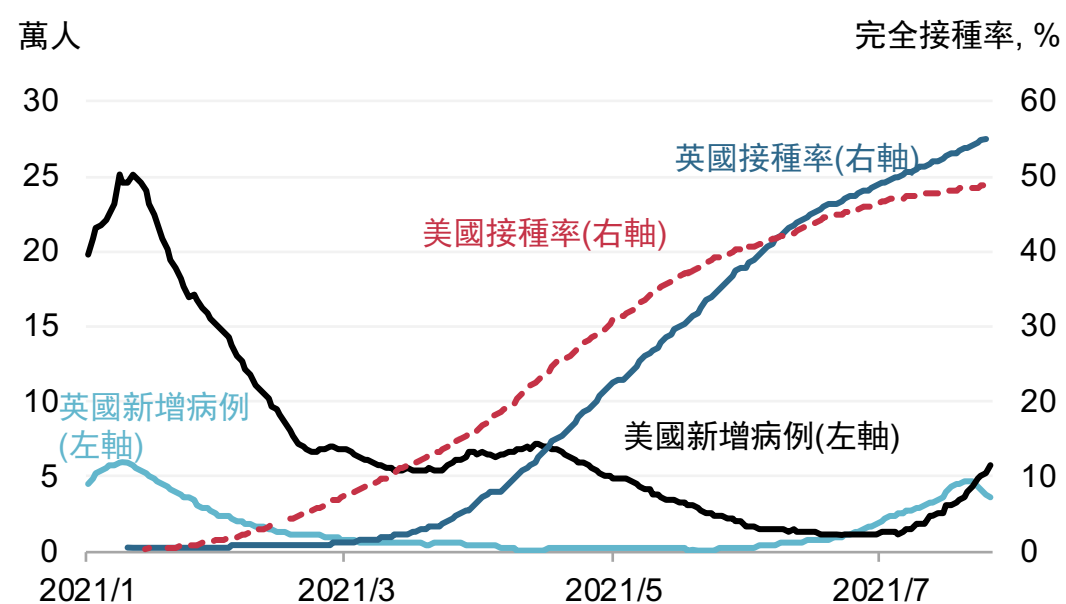
近期市場雜音增, 1) 疫苗覆蓋率提升緩慢, 美國新增病例, 2) 中概股重挫引發恐慌蔓延, 降低市場投資人的風險偏好, 3) 企業反映下半年仍受缺料問題影響。短期股市波動將增加, 但拉回站在買方。

科技業營收及毛利同步揚升, 企業體質再升級



資料來源: Bloomberg。

美疫苗接種速度放緩, 疫情添波動



資料來源: Our World in Data。

匯市 長線美歐政策差異支持美元緩升；台灣基本面佳，令台幣相較其餘亞幣有撐

儘管今年以來美歐公債殖利率隨市場風險氣氛有所波動，但市場對兩經濟體的升息時點相差一年的預期則變化不大，除過往經驗顯示兩經濟體循環由美國領先外，歐元區的最大經濟體—德國，主要經濟動力來自於出口增長，也是原因之一。故，基本面而言，**美國將先進入升息循環，有利美元長線趨升**；惟近期市場擾動較大，Fed所擔憂的疫情也有所反覆，預期將令Fed刻意維持偏鴿立場，可能令短線美元升勢趨緩。

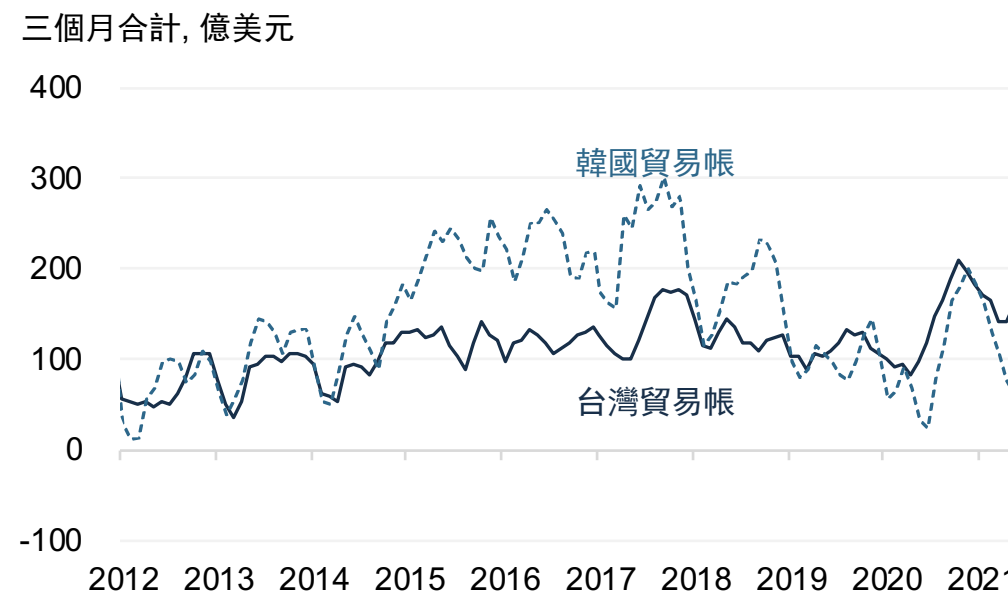
近期Delta病毒令韓國、東南亞等多國疫情升溫，衝擊其匯市，但台灣疫情管控得宜，加上貿易帳仍舊強勁，令台幣走勢相對較其他亞幣走勢偏強。隨時序進入電子業出口旺季，加上近期國際市場擾動恐令Fed格外維持鴿派立場，可能令台幣相對有撐。

美歐週期有異，但Fed尚未到升息階段，美元僅緩升



註：實質利率以10年期公債殖利率減CPI年比。
資料來源：Bloomberg。

台灣貿易帳仍強勁，令台幣走勢較鄰國偏強



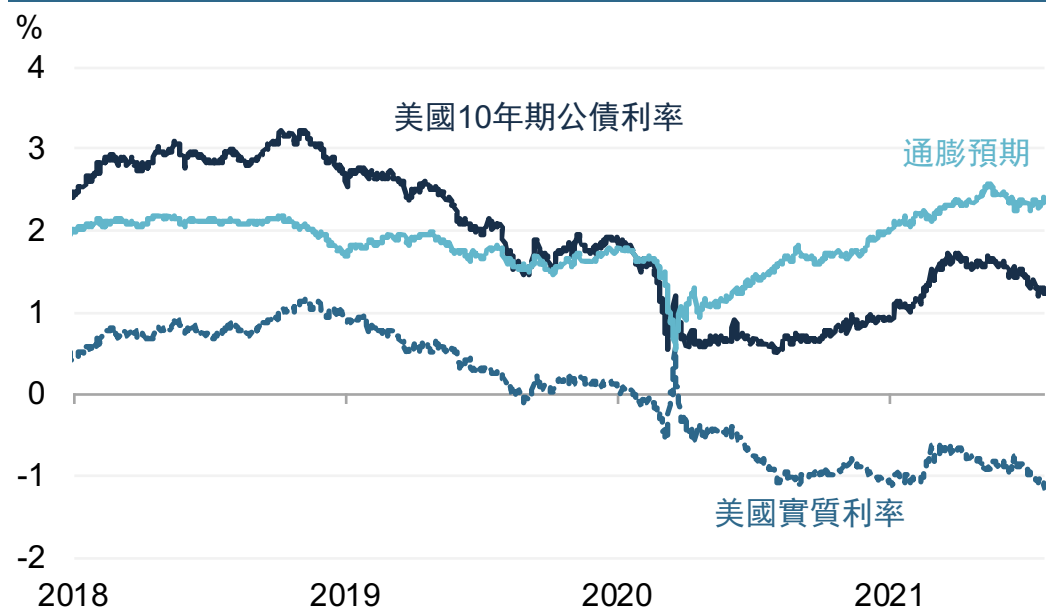
資料來源：Bloomberg。

黃金 聯準會鴿聲嘹亮, 通膨偏高有利金價

疫情不確定性使聯準會本次仍維持寬鬆論調, 美國10年期公債利率偏低。另一方面, 通膨預期隨薪資和解封後的供應鏈短缺偏高, 實質利率保持在偏低水位。實質利率和黃金呈現高度負相關變動, 短期仍為黃金有利環境。

歐洲疫情反覆與經濟復甦緩慢, 德國公債殖利率再度往負值下探, 包括評等較差的意大利5年期公債利率也再度回到負值。全球負利率債券規模回升至15兆美元, 景氣復甦短期仍顯蹣跚, 有利金價維持在高盤, 預期年底隨美國QE Taper啟動, 美國雙率偏上將對金價壓力漸顯。

實質利率低盤, 有利金價



資料來源: Bloomberg。

全球利率偏低, 提供金價喘息空間



資料來源: Bloomberg。

August 2021

2 Monday	3 Tuesday	4 Wednesday	5 Thursday	6 Friday
中國財新製造業PMI 歐元區製造業PMI 德國製造業PMI 日本製造業PMI 南韓製造業PMI 台灣製造業PMI 美國Markit製造業PMI	美國耐久財訂單 美國工廠訂單 日本東京消費者物價指數 南韓CPI 美國耐久財訂單 美國消費者信心	美國MBA貸款申請指數 美國ADP就業變動 美國Markit服務業PMI 中國財新服務業PMI 日本服務業PMI	美國首次申請失業救濟金 美國貿易收支 英國央行銀行利率 台灣CPI 德國工業訂單	美國非農就業人口變動 美國失業率 美國躉售存貨 南韓國際收支經常帳 德國工業生產

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