



Cathay's View

2021年6月4日

投資研究週報

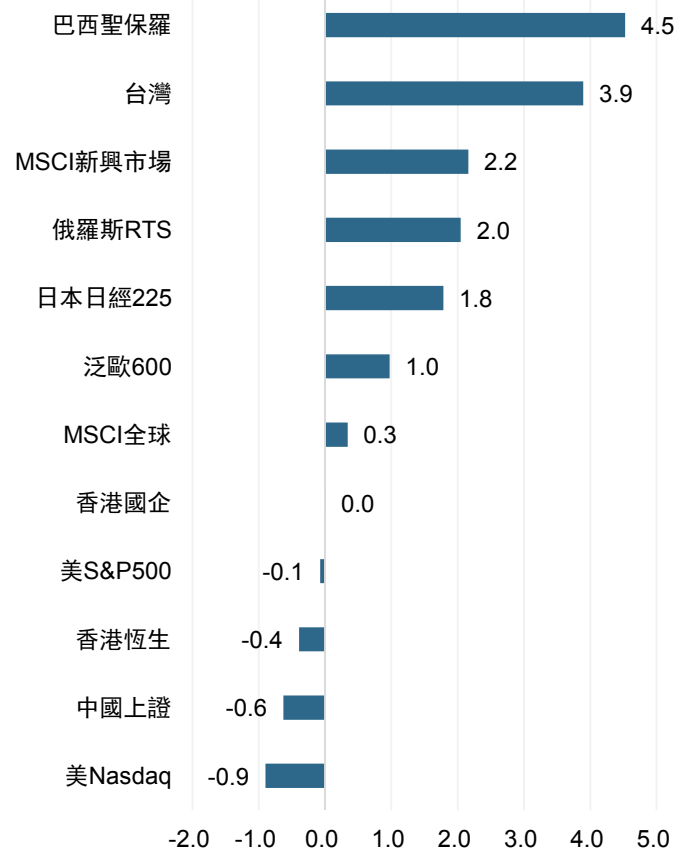
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



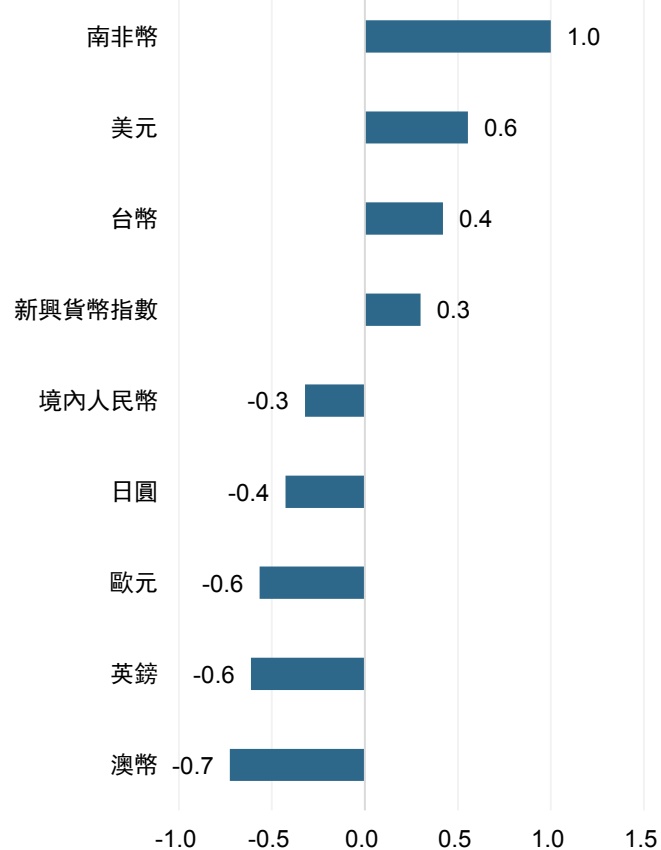
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

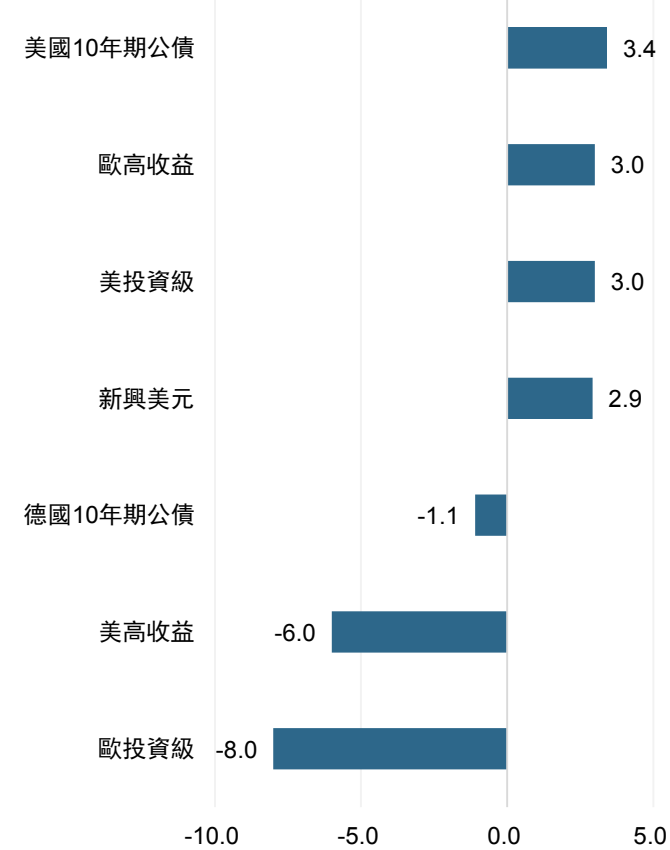
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/5/27-2021/6/3

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 台幣及人民幣，近期偏強呈現

美元弱盤，加上亞洲出口旺盛，台幣及人民幣上半年偏強呈現。往下半年，Fed可能開始討論購債緊縮問題，加上新興國家出口增速將放緩影響，未來升值力道漸鈍。

► 如何觀察Fed開始緊縮

經驗顯示，Fed可能在會後聲明中逐步調整購債措辭，離實際緊縮可能約2-3季時間。一旦Fed開始討論緊縮，市場擾動將不可避免，新興市場更加明顯。

► 補庫存行情猶存，景氣動能持續增溫

疫苗普及，及美國擴大財政支撐，帶動補庫存行情延續，使歐美製造業指數同步走高。值得注意的是，若補庫存高峰已過，後續股市偏溫吞。

股市

美歐製造業景氣持續走高，加上美國推出新一輪財政刺激方案，有利股市維持多頭格局。留意QE緊縮的風險，可能使後續股市偏擾動。股市明顯拉回後再布建，較能創造更大的利潤空間。

債市

美債短線盤整，但隨聯準會寬鬆程度趨緩，長線利率緩升。信用債著重利差優勢，風險面向留意新興債務將加壓新興債波動，高收債新券供給增加、股市高位的連動，槓桿控管更著重獲利成長穩定性。

匯市

歐洲解封預期升溫，Fed官員寬鬆言論，均使美元近期偏弱，加上美國近期通膨揚升，使實質利率進一步走低，不利美元走勢。考量QE緊縮可能在下半年發酵，進而推升美元走高。

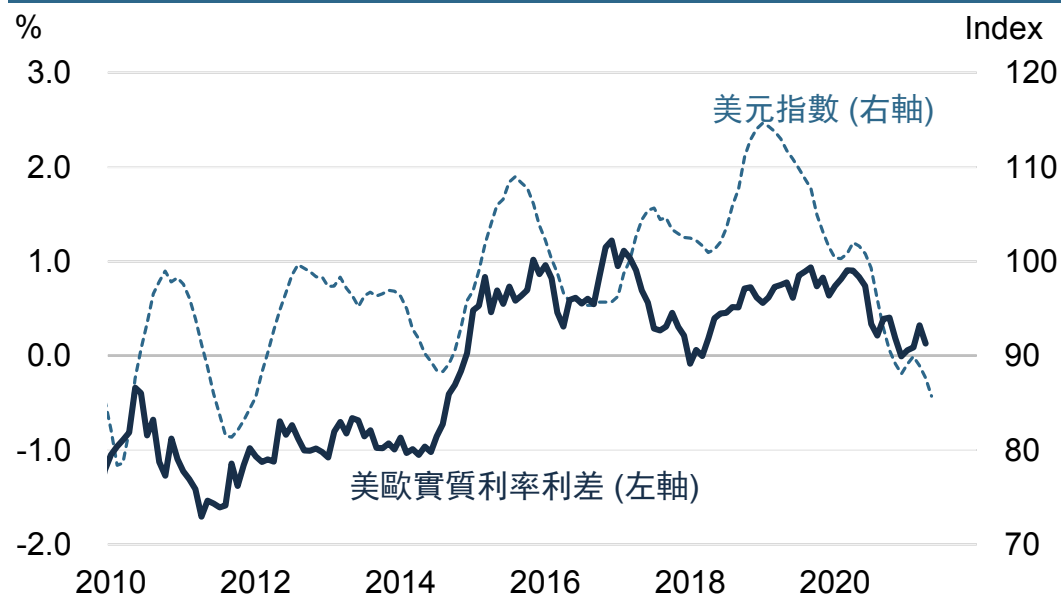


通膨彈升壓低實質利率，使美元續弱；出口強勁推升亞幣上半年偏強

Fed核心官員持續強調，通膨為暫時性因素所致，寬鬆論調壓抑殖利率走勢，加上通膨急彈，使美國實質利率走低，縮窄美歐間實質利率差，壓抑近期美元指數走勢。

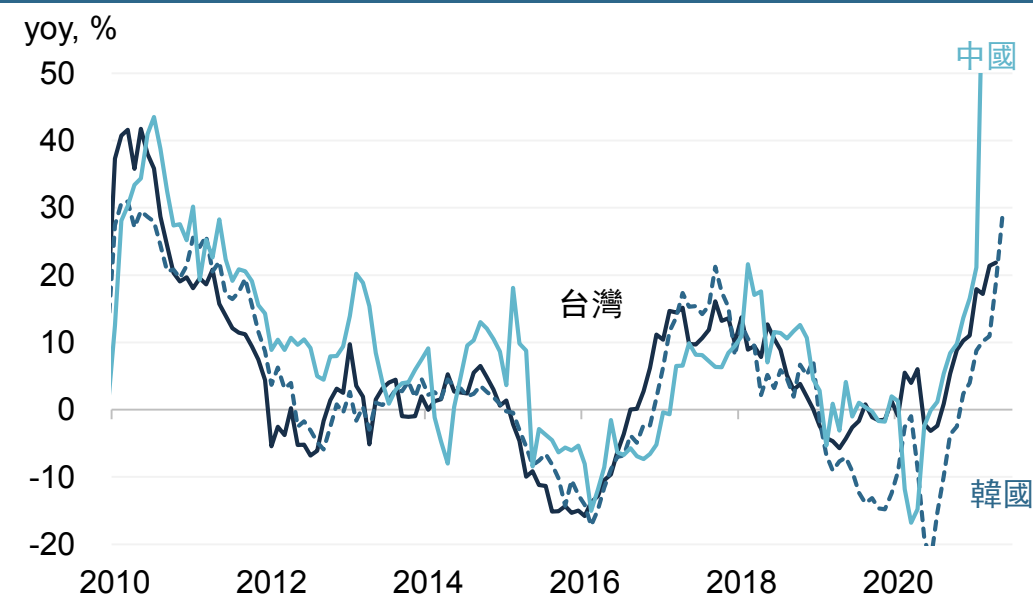
台灣、中國及韓國，受到出口大幅成長影響，加上央行減少干預，使得出口商進一步拋匯，推升亞幣近期明顯走強。中國人行為阻止單邊升值預期升高，祭出調高外匯準備金率的政策(5%至7%)，以減少境內美元流動性、降低做多人民幣的利差誘因，已使升勢趨緩。在Fed政策態度持續偏鴿，近期美元延續弱勢格局，待FOMC正式開啟QE縮減議題後，貨幣政策題材應支撐美元回升。

通膨躍升、實質利率偏低，壓抑美元



資料來源：Bloomberg。

東北亞三國出口動力強勁，出口商拋匯支撐匯率



資料來源：Bloomberg。

Fed何時緊縮？

隨著美國經濟逐步復甦，加上整體通膨水位有拉高的現象，購債規模緊縮將是下半年可能面對的問題。觀察2013年情況，柏南克先在國會中首度透露緊縮購債意向，接著在FOMC會議中調整措辭，終於在年底會議中，正式宣布於隔年開始縮減購債規模。從剛開始到宣布縮減購債，歷經2-3季的期間。

展望未來，先觀察鮑威爾未來的談話，再觀察會後聲明是否有調整，今年9月為一個重要觀察點，研判也可能需要2-3季的時間，才可能實際縮減購債，**美國貨幣供給M2已自高點回落，已使美歐的寬鬆程度縮窄，提供美元支撐。**

2013年情況

柏南克在國會備詢，
如果就業市場改善
考慮退出QE

2013.5.23

Statement: 調整購
債步調前，尋求更
多數據的支持

2013.9.19

開始縮減QE
購債規模

2014.1

2013.6.20

Statement: 聯準會
可能因就業或通膨
變化，**適度增加或
減少購債速度**

2013.12.18

Statement: 考量經
濟與就業市場的改
善，**聯準會決定溫
和調降購債步伐**

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

Fed若緊縮購債，可能推升美元走強



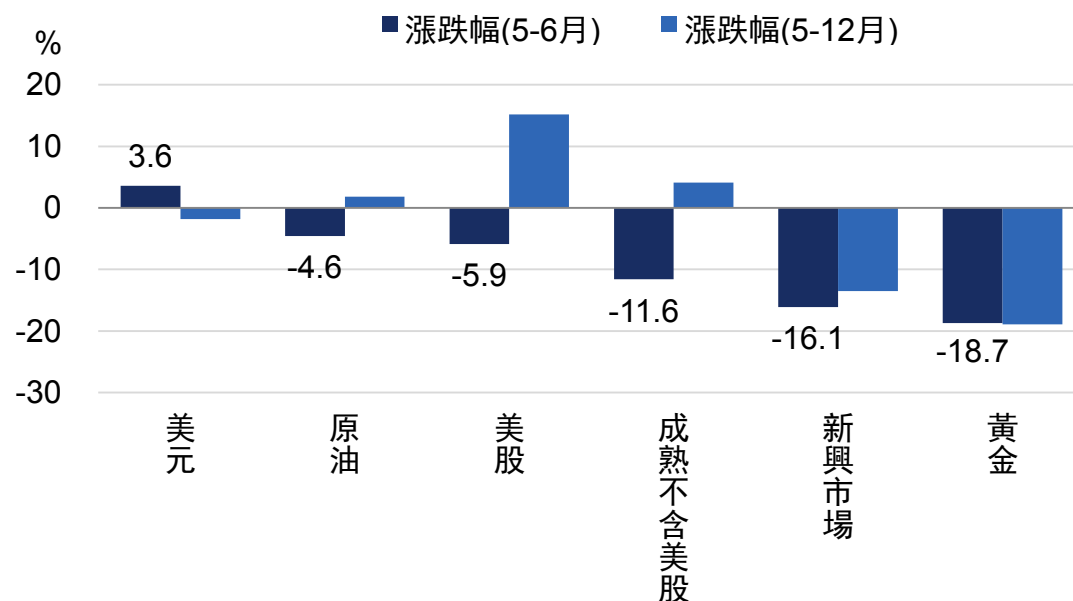
資料來源：Bloomberg。

一旦透露緊縮, 可能對市場造成擾動

過去的經驗顯示, 一旦Fed透露緊縮資金的動向後, 可能造成市場的擾動。以區域來看, 新興市場的跌幅可能高於成熟及美股, 而黃金可能因為美元及利率走高, 跌幅又更大。對類股而言, 健護、必需品的跌幅相對較小, 但原物料與能源的跌幅偏大, 主因為當時商品價格持續走低。

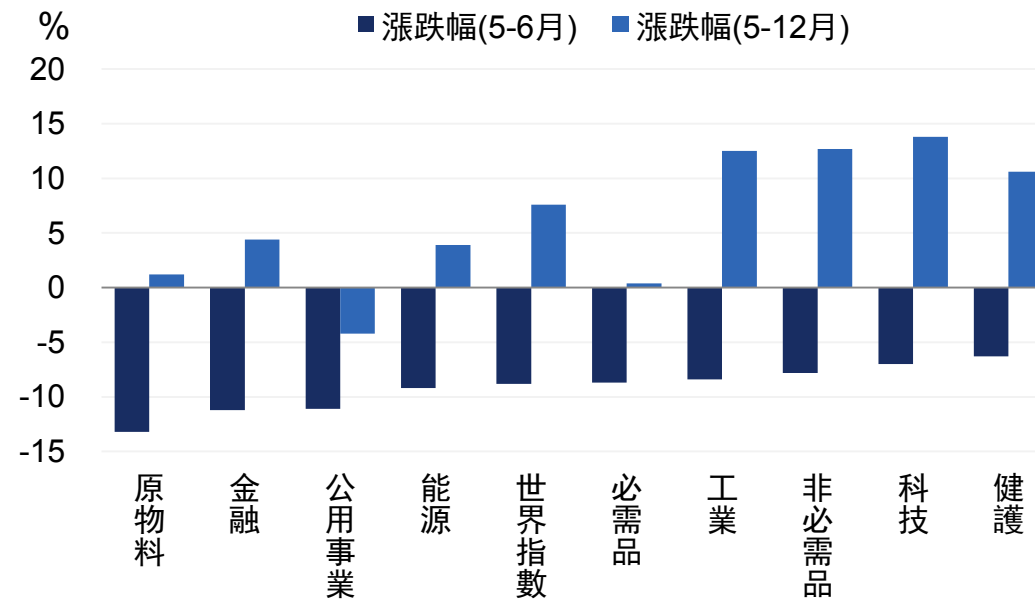
展望未來, 一旦Fed透露緊縮意向, 可能造成市場美元與利率的走揚, 進而影響股市的波動, 但研判幅度比較小, 因為目前處在復甦的初期, 且商品價格仍將維持高漲。

緊縮購債, 對各區域指數的影響



資料來源: Bloomberg。

緊縮購債, 對類股的影響



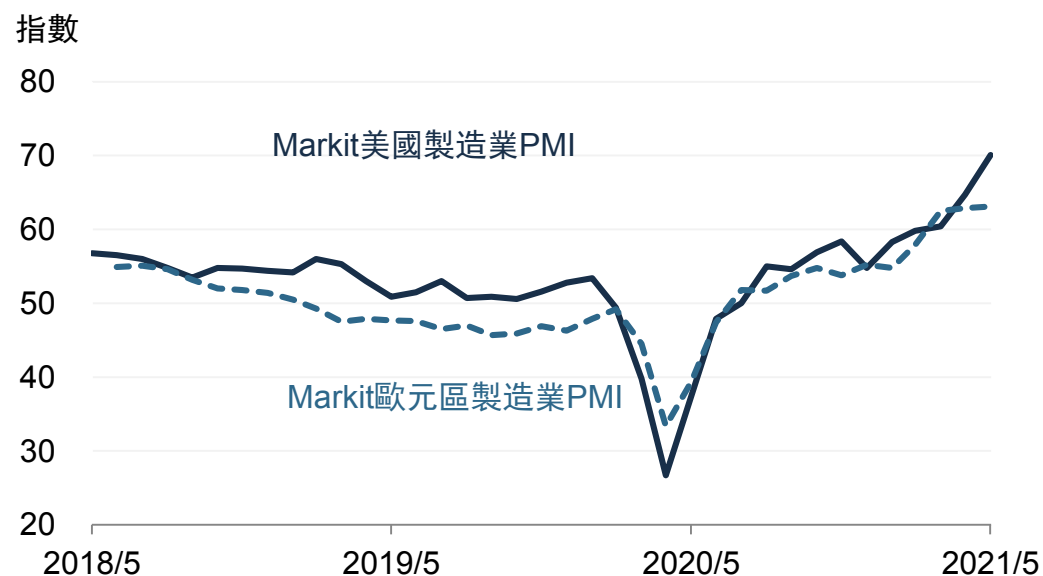
資料來源: Bloomberg。

補庫存行情仍在, 推動製造業景氣增溫

隨疫苗普及和美國新一輪財政刺激方案影響, 美歐製造業PMI持續創近年新高, 反映景氣持續在復甦, 支撐股市維持多頭格局。此外, 美國最新ISM製造業指數顯示, 新訂單指數持續走高, 同時客戶庫存偏低下, 顯示補庫存行情仍存。

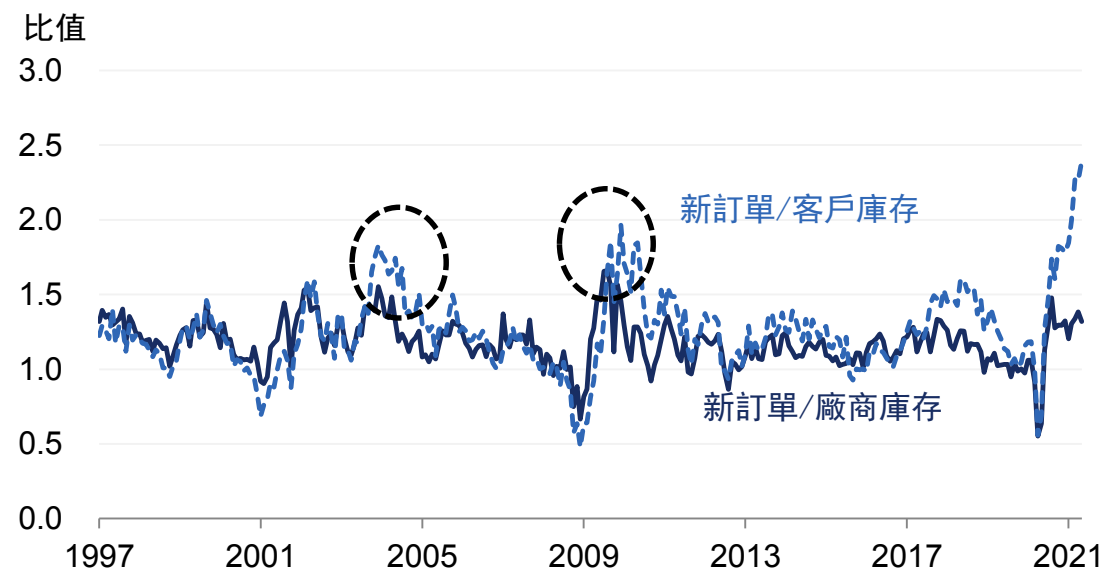
目前庫存水位偏低, 除需求回升外, 疫情造成生產缺口, 亦為主因。值得注意的是, 一旦疫情趨緩, 生產快速提升, 將使補庫存行情開始淡化, 景氣轉向中循環, 股市偏振盪。

景氣復甦下, 製造業持續升溫



資料來源: Bloomberg。

補庫存行情仍在, 留意後續鈍化效果



資料來源: Bloomberg。

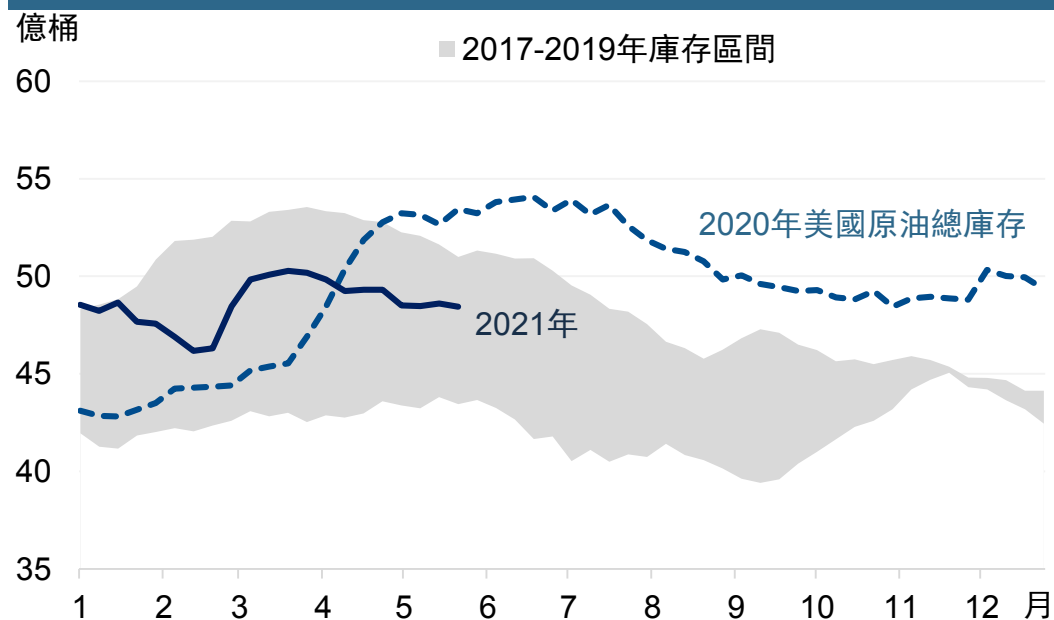
能源

景氣復甦使需求增加，油價近期維持高盤

OPEC+於6月1日會議維持逐漸放鬆減產的協議，在5月和6月每日增產35萬桶，7月日增產45萬桶，沙烏地阿拉伯在5-7月逐步撤回自願減產的100萬桶/日，對油市未來供需深具信心。

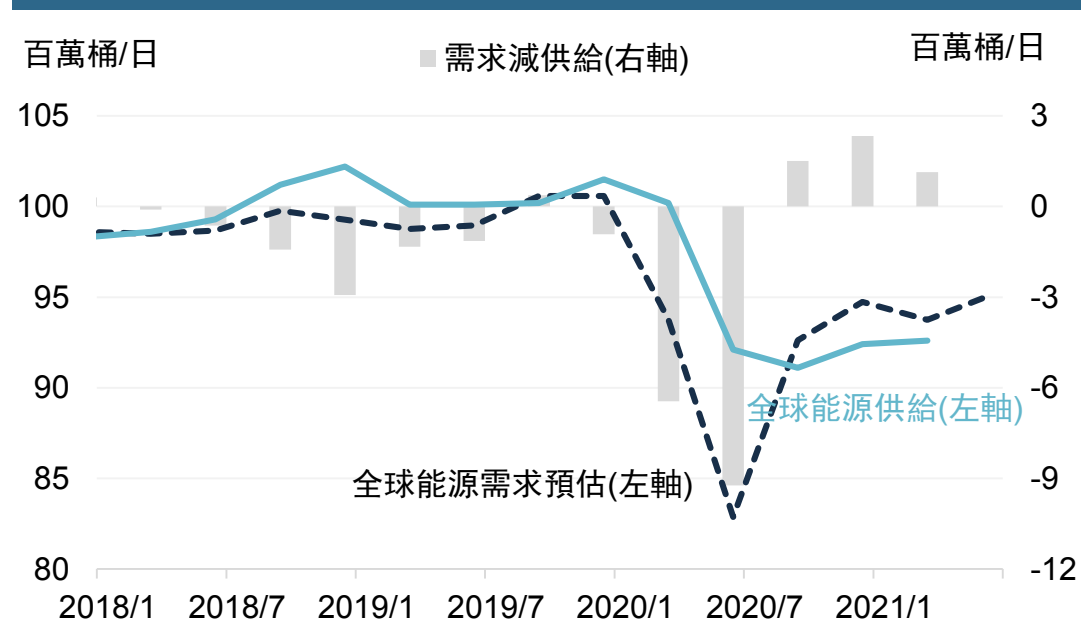
近期油價偏強利多為(1) 歐美景氣復甦，夏季用油增加使需求上升。(2) 美國現油井數僅442個，低於疫情前，預期年底油井數緩步增至490-510個，原油生產疲弱。利空因素包括 (1) 美國有望放寬伊朗制裁，伊朗或逐漸恢復生產與出口。(2) OPEC控產抑價，逐漸增加產量。**考量利空因素多已發酵，近月原油庫存有進一步下探趨勢，強勁需求有助油價高盤。**

夏季用油可能使美國原油庫存更降



資料來源: Bloomberg。

供給雖增，但供需漸趨平衡



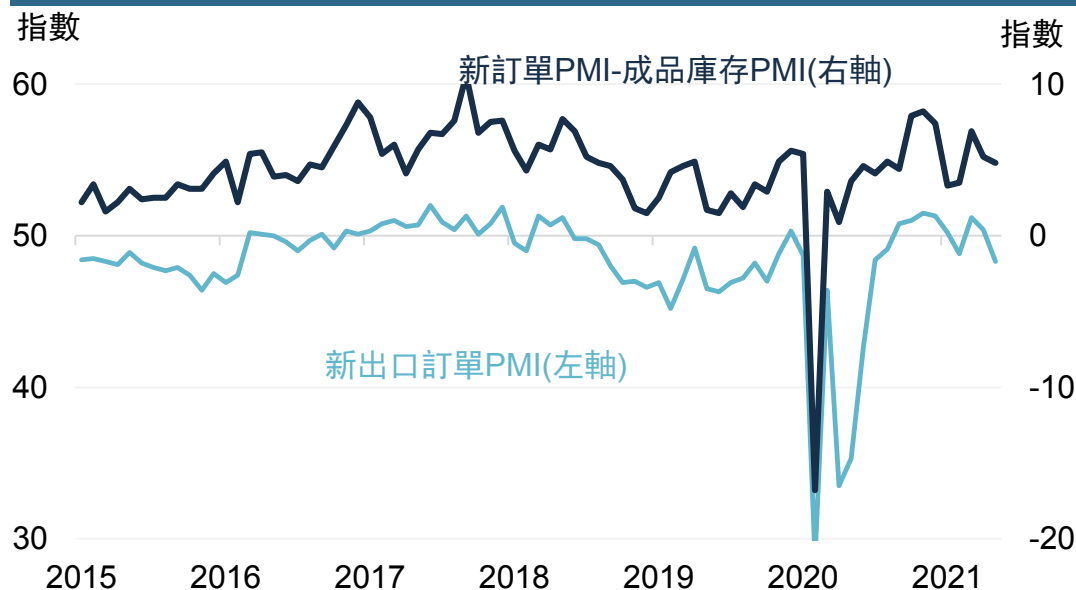
資料來源: Bloomberg。

中國 中美談判露曙光, 資金流動性支撐陸股近期緩升格局

中美近兩週就中美貿易議題開啟對談, 經貿交流有望重啟, 提振市場情緒。自2021年2月以來, 數據點位逐漸移動至回歸線的左上方, 顯示融資推升股價的動能更進一步強化, 近期融資餘額創近6年新高, 加上5月北向資金持續淨流入, 支撐近期陸股漲勢, 惟經濟動能偏溫, **維持震盪緩升格局**。

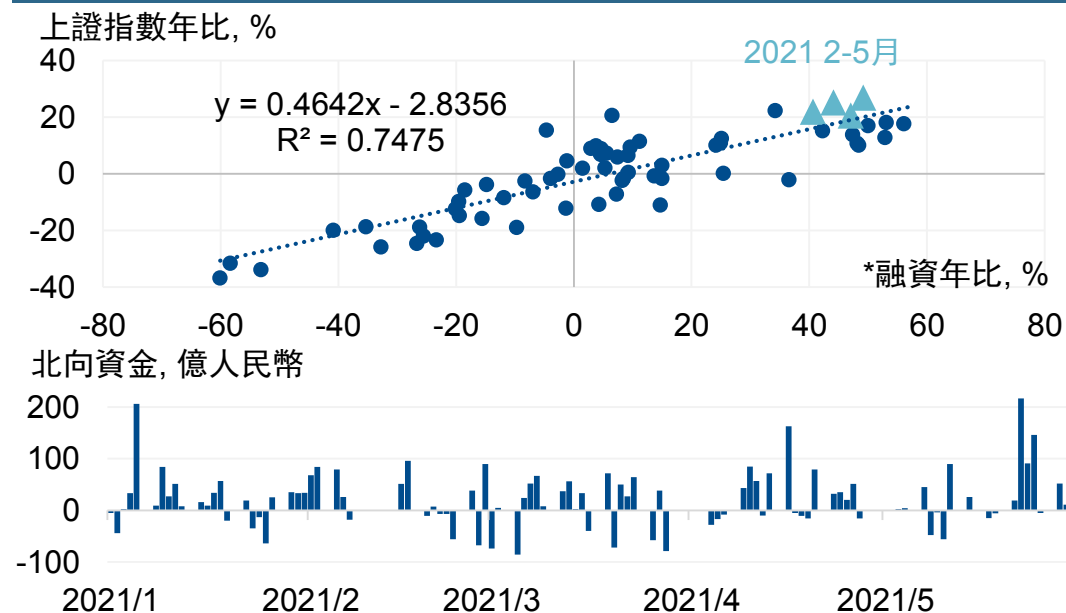
5月份製造業PMI保持下滑趨勢, 比市場預期值低0.1個百分點, 新訂單指數與產成品庫存指數差額持續走弱, 可能是因為歐美製造業回溫, 訂單轉向其他國家所致。

中國景氣動能放緩



資料來源: Wind。

融資推升股價動能強化, 資金流動性支撐陸股



註: *融資餘額與上證指數年比資料區間為2015/01-2021/05。

資料來源: Wind。

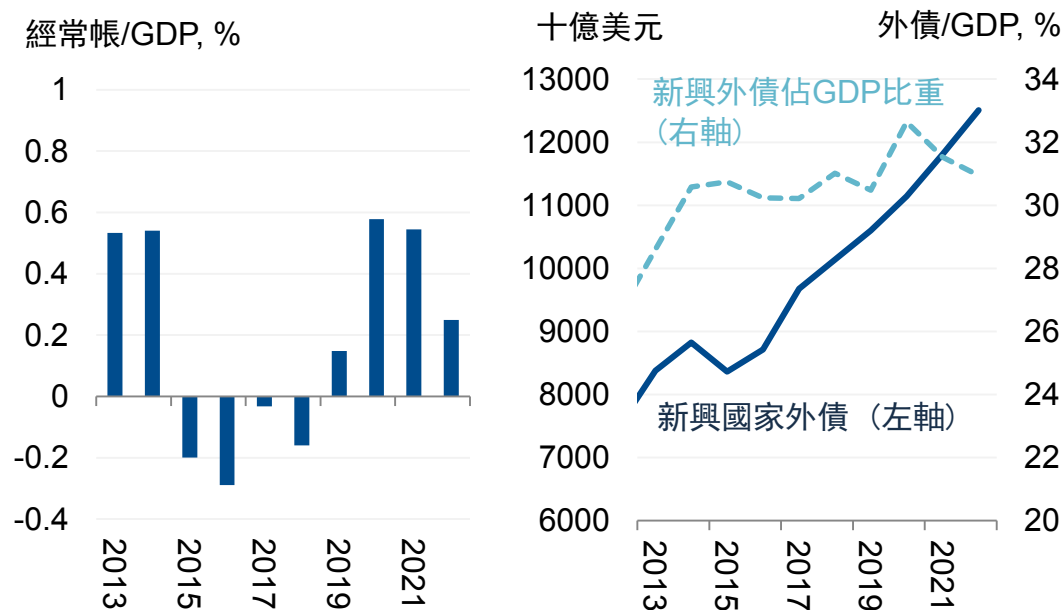
債券

縮表暖身期, 美債利率偏升, 新興債務加壓新興債波動

隨疫苗愈普及、疫情控穩, 通膨及經濟數據偏好, 加大聯準會Taper臆測, 使美債利率緩步偏揚。觀察2013年聯準會進行縮表溝通、開始縮表及後續升息循環, **債券初期將反映利率上揚的敏感性, 高收債具利差優勢表現最佳; 縮表動作到升息階段, 實際上更代表景氣復甦正向結果, 利差縮窄更提供債券報酬表現機會。**

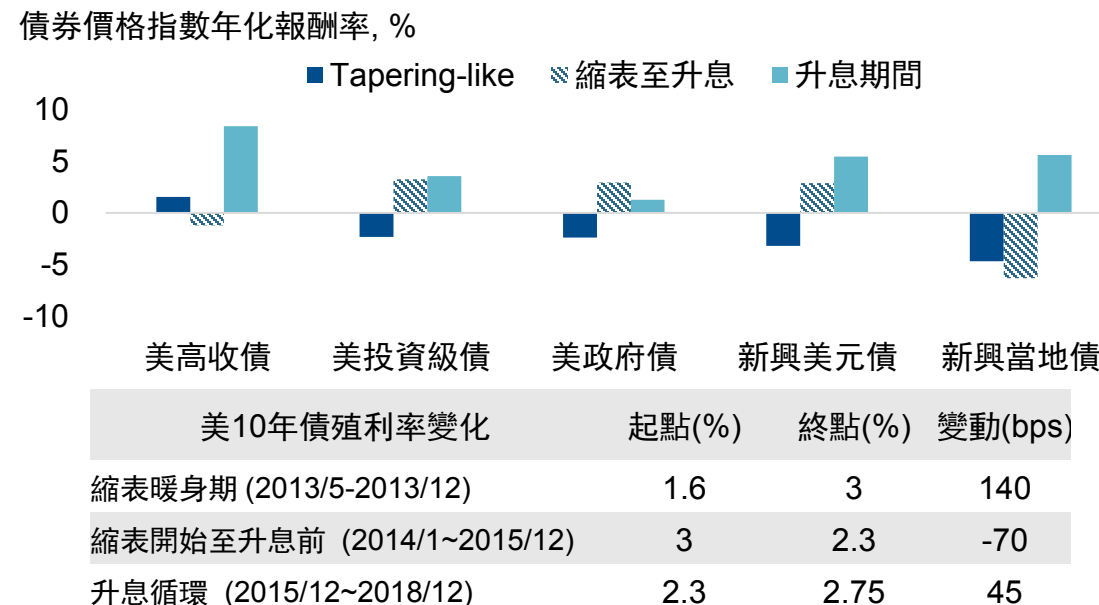
新興債受惠於全球景氣Reopen復甦, 帶動原物料行情持續。今年原物料及油價漲高, 也帶動新興國家通膨上揚, 土耳其、巴西、俄羅斯央行升息以抑通膨及匯率貶值。未來, 若**美債利率及美元走高, 將加重新興外債負擔, 也將使新興債較有波動壓力。**

新興國家債務及經常帳盈餘



資料來源: IMF, 2021及2022年為預估值。

先前聯準會縮表及升息階段的債券表現



資料來源: Bloomberg。

June 2021

7 Monday	8 Tuesday	9 Wednesday	10 Thursday	11 Friday
德國工廠訂單 中國貿易收支 日本景氣動向領先指標 歐元區Sentix投資者信心	台灣CPI 日本GDP 台灣出口 歐元區GDP 德國工業生產 美國貿易收支 德國ZEW調查預期 日本國際收支經常帳餘額	中國CPI 中國PPI 南韓GDP 南韓失業率 美國躉售存貨 日本貨幣供給M2 美國MBA貸款申請指數	日本PPI 美國CPI 美國首次申請失業金人數 歐元區主要再融資利率	英國工業生產 英國製造業生產 美國密西根大學市場氣氛

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