



Cathay's View

2021年6月18日

---

# 投資研究週報

---

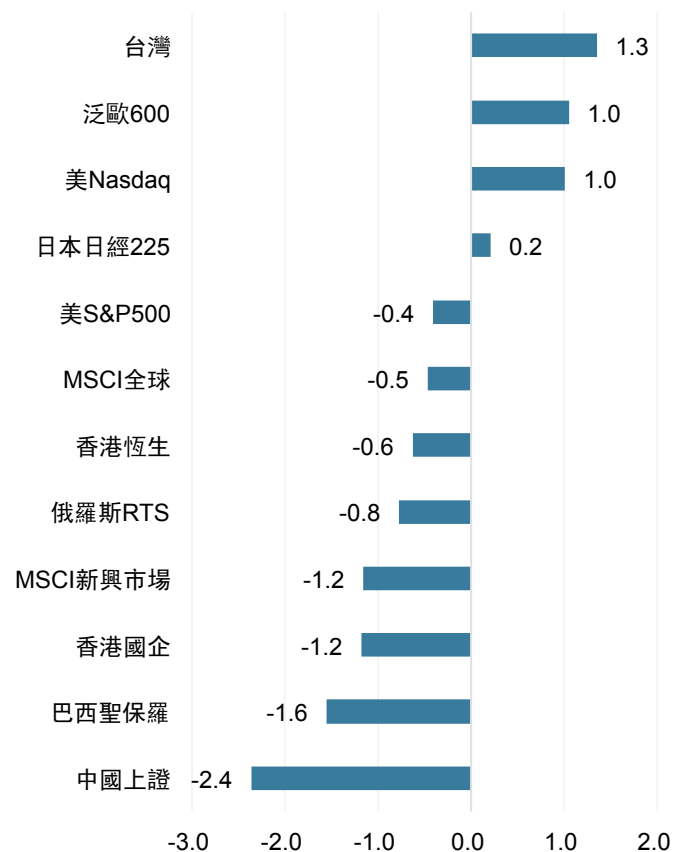
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



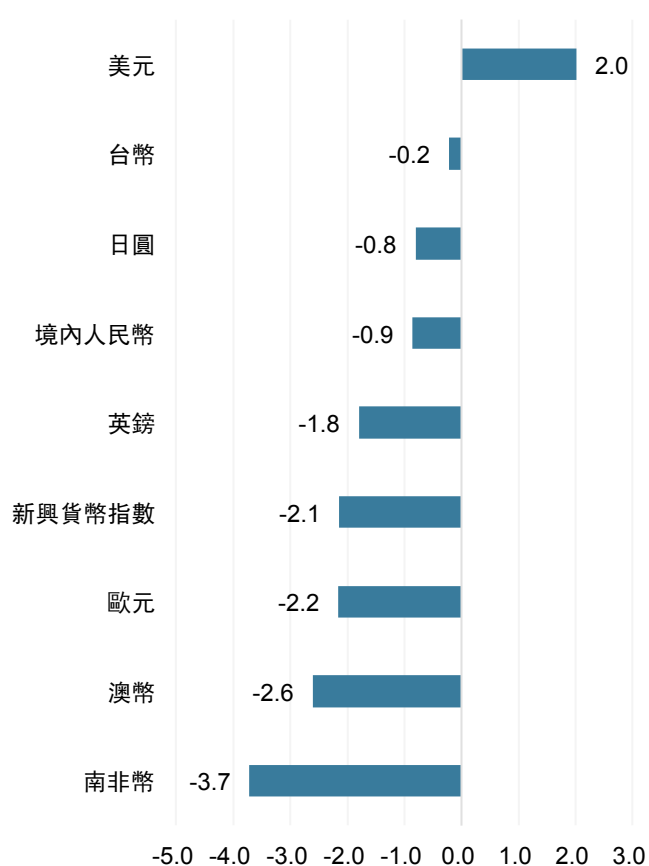
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 一週市場變化 聯準會點陣圖帶動升息預期，推升美元及公債殖利率走升

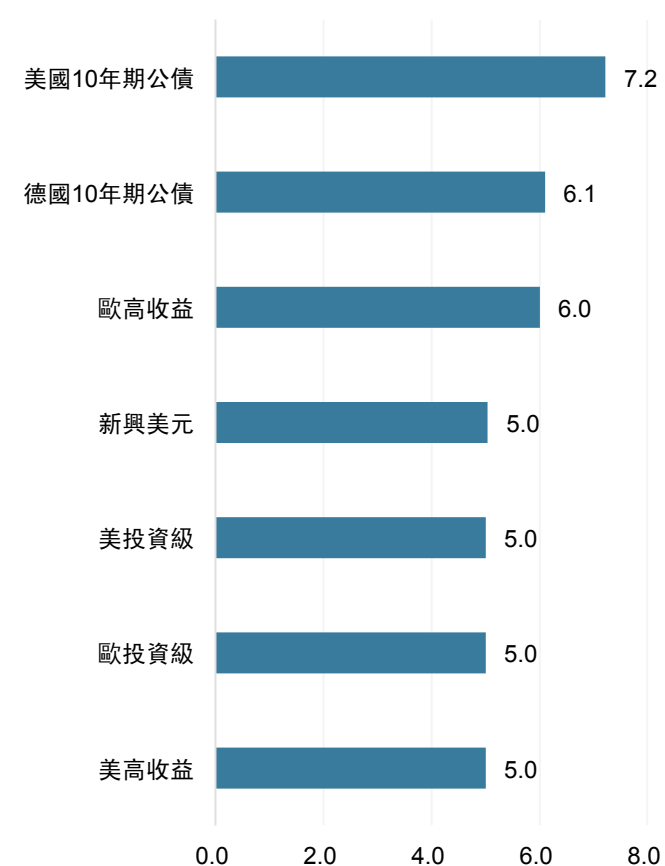
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 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2021/6/17。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## ▶ 市場偏鷹派解讀FOMC會議結果

因點陣圖上移，市場偏鷹派解讀FOMC會議結果，但主席鮑爾記者會則仍持一貫鴿派立場未變。投研推估後續政策步調，8、9月可能釋出縮減QE的訊息，2022年逐步縮減QE。

## ▶ 股市漲勢由評價推動改由獲利拉升

股價報酬循環可以分成4階段，分別為絕望、期待、成長及樂觀。從去年3月到今年1月，股市急彈70%，屬於期待階段，後續股市將進入成長階段，股價本益比面臨調整壓力，由企業獲利成長帶動漲勢。

## ▶ 3Q美債殖利率預料仍有上行空間

拆解過往通膨預期與實質利率對漲勢貢獻，通膨預期往往在前三月攀升後，走勢轉趨橫盤，之後則由景氣面帶動實質利率回升。

### 股市

近期傳產、科技類股快速輪動，建議勿隨盤勢追高殺低。金融、能源等類股相對受惠於通膨議題；但長期而言，半導體等科技產業則為長線值得布局的產業類別。

### 債市

截至6月中，通膨預期、實質利率分別貢獻美債殖利率漲幅14、47bps，相對過往實質利率漲幅約達90bps，本次漲幅貢獻僅約五成。鑒於3Q景氣仍屬擴張階段，將有利實質利率回升，推動3Q美債殖利率上行。

### 匯市

美國3Q失業補貼將到期(9月到期，已過半州宣布6~7月提前結束)，就業人口回籠下，美國實體數據應能帶動實質利率的回升，有助支撐下半年美元走勢。

# FOMC展望

## 8、9月可能釋出縮減QE的訊息, 2022年逐步縮減QE

FOMC維持0-0.25%政策利率及每月1200億購債進度, 疫苗接種進展已降低疫情擴散速度。重點關注:

- (1)今年經濟成長情勢更樂觀。上調今年經濟成長率至7%, 核心通膨大幅升高至3%。長期通膨仍在2-2.2%水準。
- (2)點陣圖中, 2023年預估中位數升息兩碼, 七成以上官員調升後年升息預估。(但主席鮑爾對點陣圖的升息路徑則態度保留)
- (3)這次有開始討論「討論縮減QE可能性」仍處於內部官員表達意見階段, 但表示如果順利, 未來會議考慮縮減購債規模是合適的。

結論: 隨疫苗施打及經濟重啟, 就業及通膨成長比預期快, 預期聯準會將於**8月底全球央行年會暗示Taper將至, 9月會議聲明釋出規劃評估, 明年開始8次會議調整每月縮減購債150億美元, 最快2023年升息, 預期美10年期公債殖利率朝上。**

聯準會上調今年經濟成長及通膨預估

(%)	2021	2022	2023	長期
GDP	6.5→7.0 (↑)	3.3→3.3 (—)	2.2→2.4 (—)	1.8→1.8 (—)
失業率	4.5→4.5 (↑)	3.9→3.8 (—)	3.5→3.5 (—)	4.0→4.0 (—)
PCE	2.4→3.4 (↑)	2.0→2.1 (—)	2.1→2.2 (—)	2.0→2.0 (—)
核心PCE	2.2→3.0 (↑)	2.0→2.1 (—)	2.1→2.1 (—)	2.0 (—)
Fed Funds Rate Projection(中值)	0.1→0.1 (—)	0.1→0.1 (—)	<b>0.1→0.6</b> (↑)	2.5→2.5 (—)

註: 以2021年3月及本月預估為比較。資料來源: Fed。

聯準會政策調整四重奏: 暖身/Taper/觀望/升息



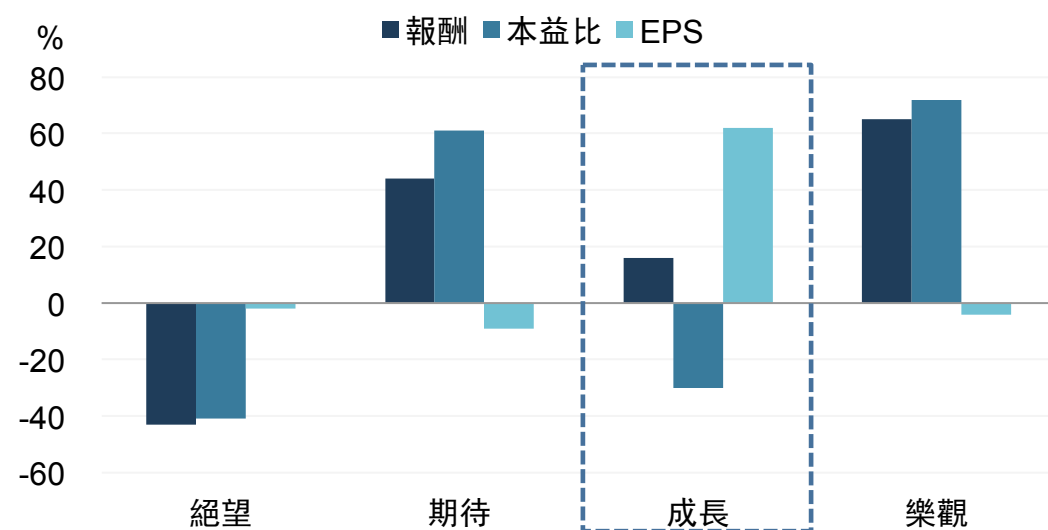
資料來源: Bloomberg, 聯準會政策調整預期為國泰世華銀行投研團隊預估。

# 股市 評價在利率回升下緩步下修, 但獲利增長將支撐股市

根據過去的經驗, 股價的報酬循環可以分成4階段, 分別為絕望、期待、成長及樂觀。恐慌就是股市下跌階段, 接為股市急漲的期待階段, 再來是基本面的成長階段, 最後是市場樂觀但報酬已開始下滑的階段。

就現階段而言, 從去年3月到今年1月, 隨疫情趨緩與疫苗問世, 股市急彈70%, 屬於期待階段, 後續將回歸到企業獲利成長階段, 但股價本益比面臨調整壓力(de-rating), 預期後續股市漲幅偏平穩。

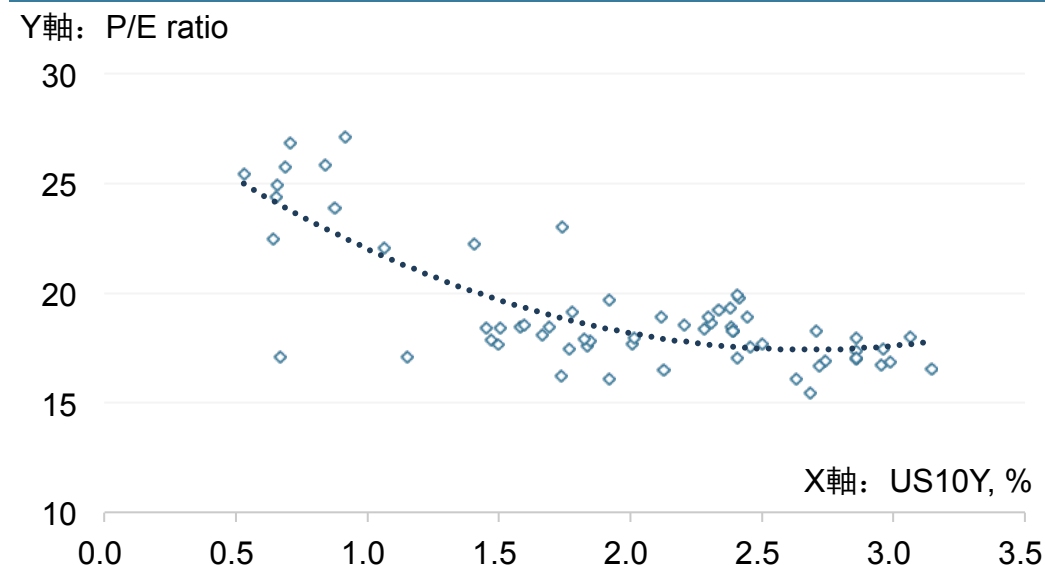
## 過往歷史：報酬分別由評價面與獲利面帶動



註：自1973以來, 共歷經7次循環, 且股市低點分別為1974/10、1980/3、1982/8、1990/10、2002/10、2009/3及最近的2020/3。數據為過去6次結果, 並區分為4個階段。

資料來源: Bloomberg。

## 利率回升可能令評價面臨修正



註:  $PER = 29.2 - 8.8 * \text{美債10年殖利率} + 1.64 * \text{美債10年殖利率}^2$ ,  $R\text{-sq} = 0.60$ , 期間2016-2021年3月。

資料來源: Bloomberg。



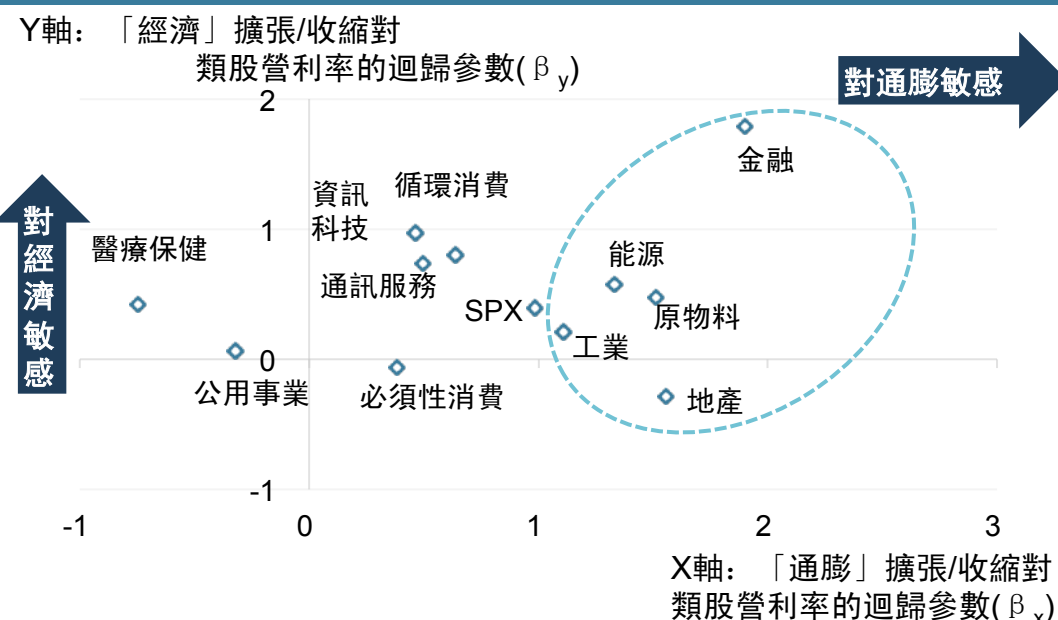
# 股市 類股輪動快速, 宜掌握「核心—衛星」的雙核心原則

衛星部位：時序已告別端午，通膨議題宛如炎夏氣溫尚難降溫，於此，觀察過往各類股利潤率對通膨敏感度的敏感度，顯示「**金融、不動產、能源、原物料與工業**」類股相對受惠於通膨題材，故可挑選此類通膨受惠股作為波段操作標的。

核心部位：長期而言，研發投入程度高的企業往往可以維護自身較佳的獲利護城河，因此獲利增長也相對較佳。尤其「**半導體、軟硬體科技、零售電商及醫療設備**」產業，研發投入與獲利增長的關係尤其顯著，則為長線值得布局的產業類別。

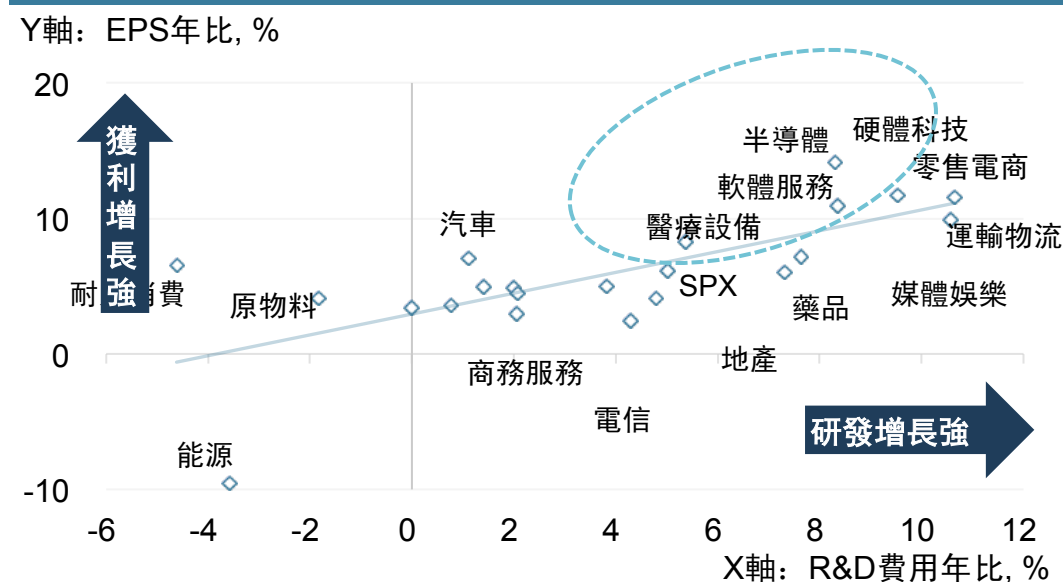
由於近期傳產、科技類股快速輪動，**建議勿隨盤勢追高殺低，操作上宜買黑不買紅。**

## 通膨題材受益股



註：以OECD領先指標、OCED CPI年比做為自變數，對標普500各類股利潤率進行迴歸，期間為1993~20年，僅不動產自2016年起。資料來源：Bloomberg。

## 具長期優勢的增長股



註：EPS年比=2.94+0.77\*R&D費用年比, R-sq=0.51, 期間2010-2020年, 地產等無R&D資料改以Capex代替。資料來源：Bloomberg。

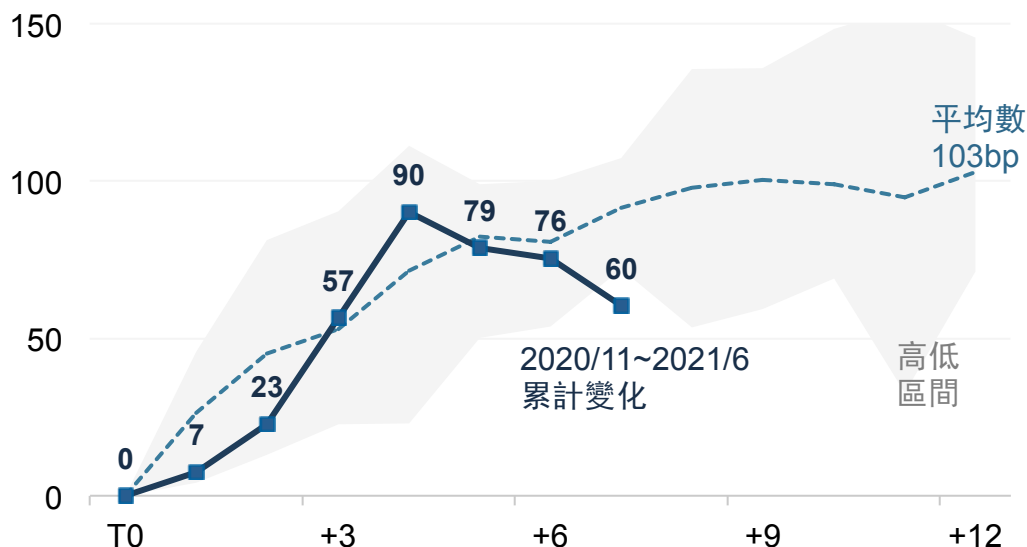
## 美債 近期雖面臨波段修正, 但3Q殖利率應仍有上行的空間

美債殖利率於六月份的回檔修正業已令本波漲勢回落至歷史區間下緣, 拆解過往通膨預期與實質利率對漲勢貢獻, 通膨預期往往在前三月攀升後則相對持平, 之後則由**景氣面帶動實質利率回升**。

截至6月中通膨預期、實質利率分別貢獻漲幅14、47bps, 相對過往, 本次實質利率漲幅貢獻僅約五成。鑒於3Q景氣仍屬擴張階段, 有利實質利率回升, **3Q美債殖利率預料仍有上行空間**。

### 依過往經驗, 3Q美債殖利率應仍有上行空間

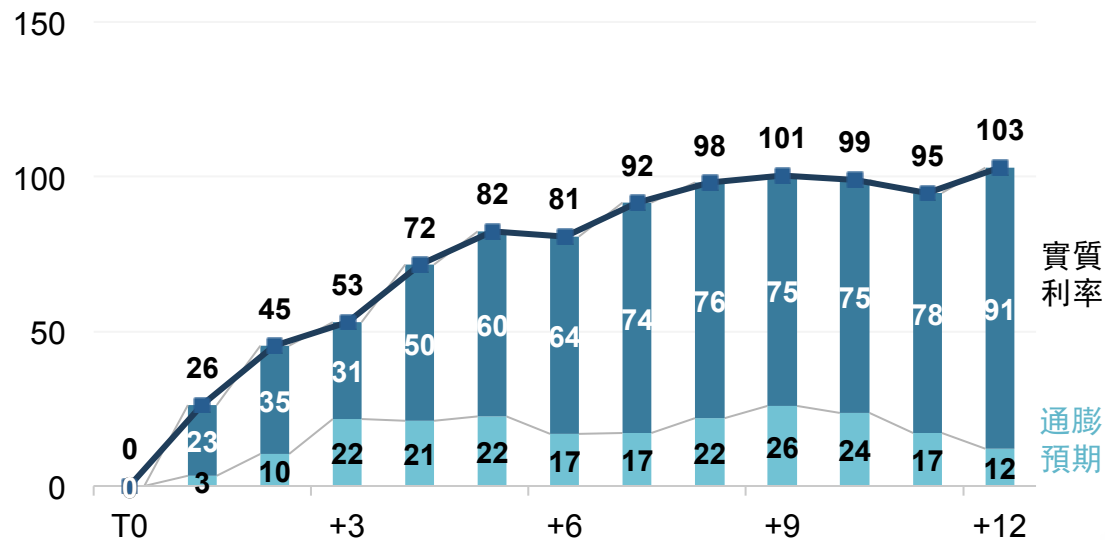
統計過往<sup>(註)</sup>殖利率谷底翻揚的平均累計幅度, bps



註: 統計1998、2005、2009、2010、2013、2016年, 自底部漲破年線的波段。  
資料來源: Bloomberg。

### 下半年應由實質利率接棒推升殖利率走勢

統計過往<sup>(註)</sup>殖利率谷底翻揚的平均累計幅度, bps



註: 統計1998、2005、2009、2010、2013、2016年, 底部漲破年線的波段; 2005、2009、2010、2013、2016年通膨預期採5y5y通膨交換, 1998年無資料故不納入。  
資料來源: Bloomberg。

## 匯率 美元下半年偏向回升；台灣出口年比因基期因素下半年趨緩

美元方面, 5月中通膨預期受壓抑, 因此通膨預期升勢過快壓抑實質利率的效果應降低, 且3Q失業補貼到期(9月到期, 已過半州宣布6~7月提前結束), 就業人口回籠下, 美國實體數據應能帶動實質利率的回升, **有助支撐下半年美元走勢。**

台灣方面, 上半年受出口商拋匯強勁支撐, 惟觀察近月新出口訂單對庫存差值的動能略見放緩, 且據主計處預估全年商品出口4156億美元, 回推下半年出口年比因基期因素將有所趨緩。

### 貨幣政策應給予美元支撐



註：通膨預期採5Yx5Y Inflation Swap。  
資料來源：Bloomberg。

### 台灣下半年出口因基期放緩



註：根據主計處6/4日預估, 全年商品出口4156億美元, 扣除前四月累計, 估計5~12月平均每月出口值約353億美元。  
資料來源：台經院, Bloomberg。

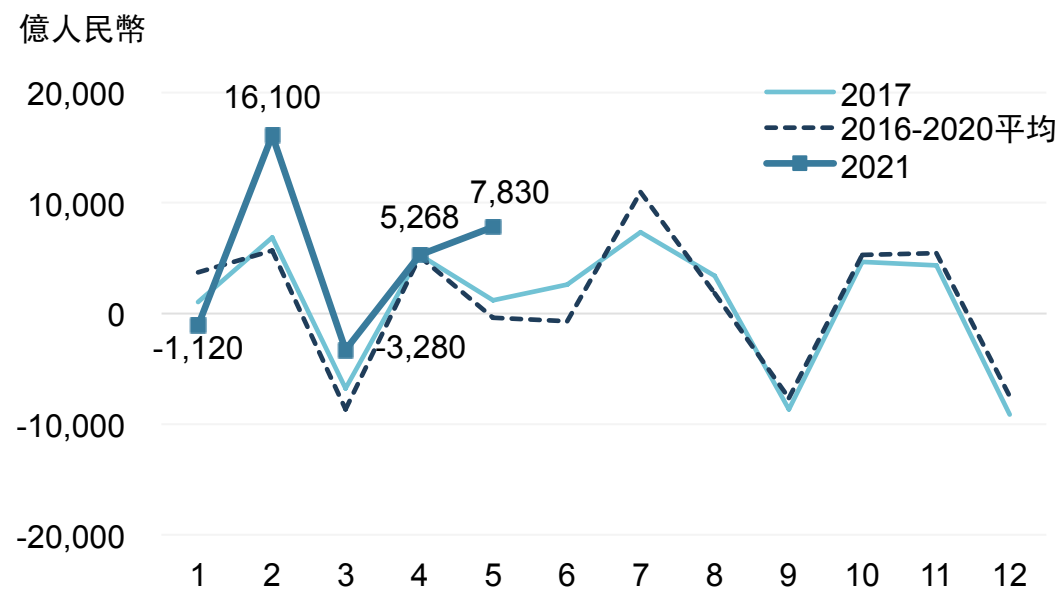


# 中國 公債殖利率近期上行, 但配置需求、信貸循環放緩皆有利殖利率趨勢下行

今年中國地方債額度較晚下達, 地方債放量高峰可能延遲至3Q。因此, 6月初出現地方債開始集中放量現象, 促6月初10年債殖利率回升, 不過研判應屬短期現象。由於2021年初至今, 非銀金融機構的新增存款高於歷年同期水準, 顯示機構現金龐大, **資金配置需求仍將持續**。

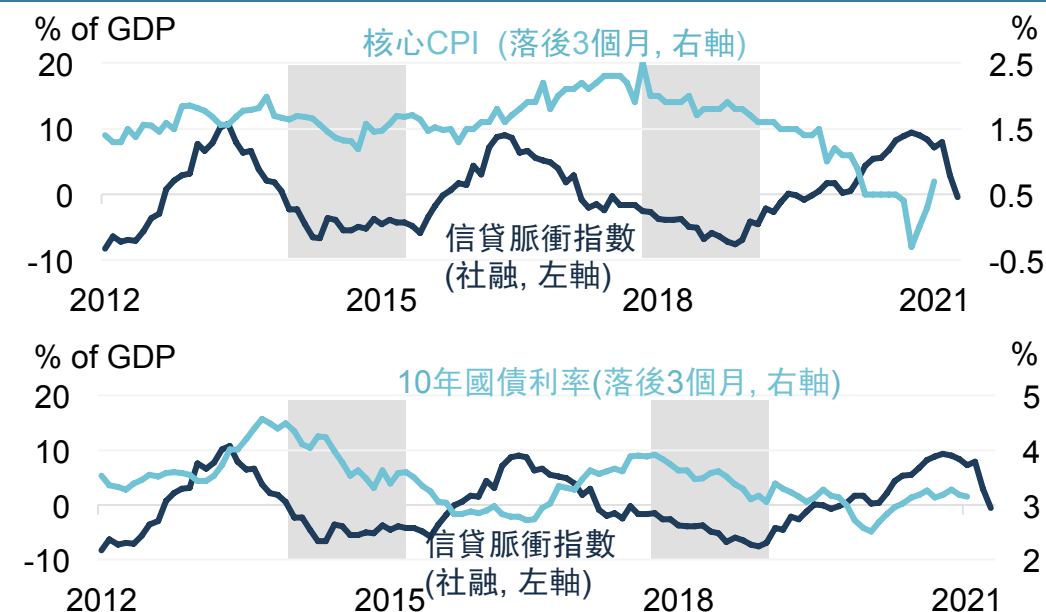
加上5月信貸(社會融資)增長趨勢持續下行, 對照歷史趨勢, 中國信貸進入緊縮循環時, 往往帶動實體經濟與核心通膨回落, 並牽動公債殖利率趨勢下行, 故**中長期中國公債殖利率偏下看待**。

## 非銀金融機構新增存款高於歷史同期



資料來源: Wind。

## 信貸循環放緩有利公債殖利率下行



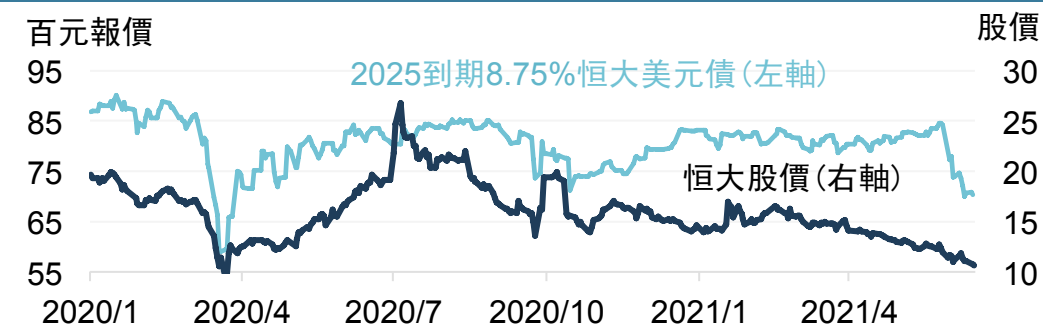
資料來源: Bloomberg。

# 中國 恒大債務擔憂重燃，但中國官方應能限縮金融風險外擴

5月底市場傳出金融監管機構正調查中國恒大與盛京銀行(恆大持有其36.4%股份)之間的交易，加上近期中國信評機構-中誠信發佈報告將恒大地產集團列入信評觀察名單，未來5年償債金額上看近884億，尤其**3Q債券到期壓力加大，恒大流動性擔憂重燃**，股債雙跌。

彭博社引述消息稱，監管機構近期要求恒大集團主要債權銀行展開壓力測試，滬深300金融地產指數自5月底來跌近6% (截至6/16)。但以去年9月的狀況為前例，**中國官方應能設法限制其金融風險外擴(目前已傳聞遼寧省擬安排國資入股盛京銀行)**，且因恒大減債動作積極，表明淨負債率將於6月底降至100%以下(已從2020年中199%下降至年底152.9%)，而其餘龍頭房地產開發商財務比率皆有明顯改善，**故目前應可定位恒大此次為自身事件，尚不致為全地產板塊或擴散至系統性風險的程度。**

恒大股債齊跌，3Q 債券到期壓力大



資料來源: Bloomberg。

主要房地產企業「三條紅線」踩線狀況

三條紅線 指標	現金 短債比 <100%	剔除預收款 項後的資產 負債率 >70%	淨負債率 >100%	2020/06 踩線數	2020/12 踩線數
萬科	180	70.4	18.1	1	1
恒大	53	76.7	152.9	3	3
碧桂園	190	80.53	55.6	1	1
中海	252	53.3	31.2	0	0
融創	108	78.3	96	3	1

註：紅字表示已踩線；截至2020年底。

資料來源：北京商報，Wind。

# 金屬 中國釋礦舒緩高價, 短期高盤表現

中國政府加強對大宗商品價格監管, 避免現貨和期貨市場炒作。國儲局計劃出售儲備銅、鋁和鋅, 給予下游終端企業, 投放時間為每月月底, 並持續至今年年底。**市場擔憂中國積極採取措施抑制商品價格, 及主要國家央行因通膨升溫將收緊貨幣政策, 銅價自高點修正8%, 創7週新低。**

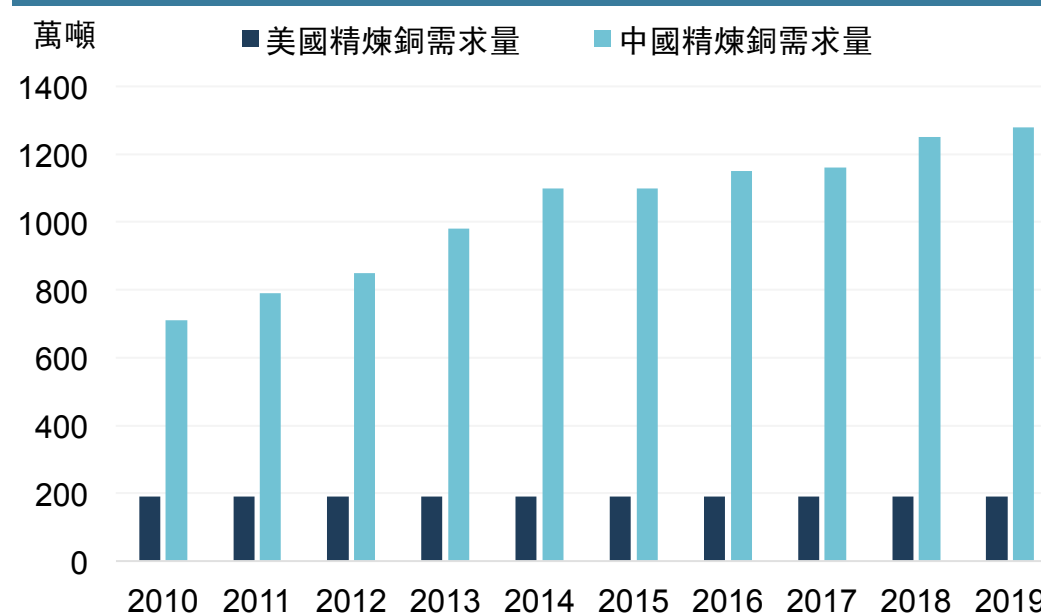
觀察近期銅價下滑, 鐵礦砂價格先跌後彈主要反映 (1)中國國儲局本次釋出未含鐵礦, 鐵礦壓力較小, (2) 巴西疫情嚴峻, 鐵礦砂出口偏低, 對鐵價支撐。考量鐵礦砂為製鋼原料, 多用於基礎建設、房地產等項目, 在拜登財政支出恐縮減, 及中國對房市管控, 鐵價未來呈高檔震盪表現。**不論銅、鐵等金屬價格在中國政策與供給面仍短缺下, 未來漲幅漸縮, 呈高盤表現。**

金屬價格高盤, 銅回落、鐵反彈



資料來源: Bloomberg。

中國需求對價格影響力大



資料來源: Wind。

# June 2021

21 Monday	22 Tuesday	23 Wednesday	24 Thursday	25 Friday
台灣出口訂單 英國Rightmove房價	美國成屋銷售 日本工具機訂單 英國公部門淨借款 歐元區消費者信心指數	美國新屋銷售 美國製造業PMI 德國製造業PMI 英國製造業PMI 歐元區製造業PMI 日本製造PMI 日本景氣動向領先指標	美國GDP 美國躉售存貨 美國耐久財訂單 美國首次申請失業救濟 德國IFO企業預期 英國央行銀行利率 俄國工業生產	歐元區M3貨幣供給 美國個人支出/所得 美國密西根大學市場景氣 日本東京消費者物價指數

## 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