



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年3月5日

投資研究週報

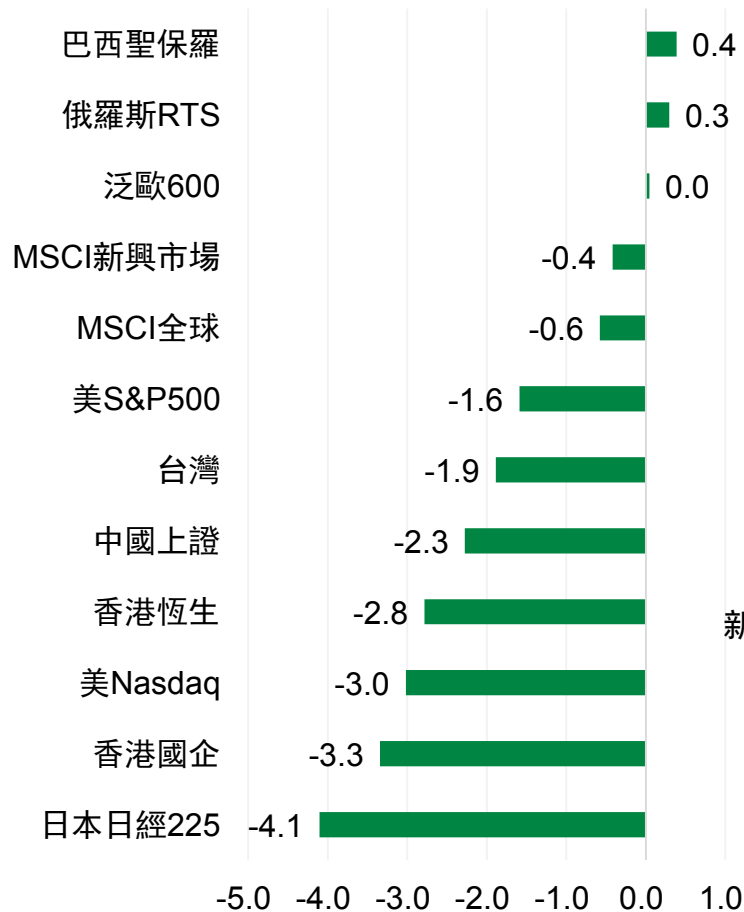
Cathay's View

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。

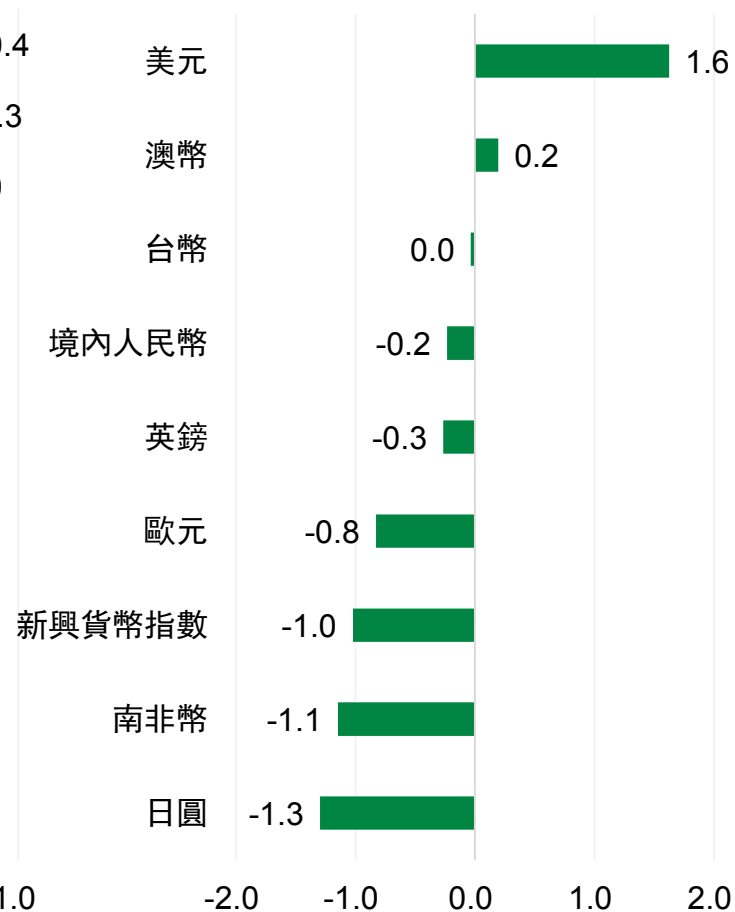


一週市場變化

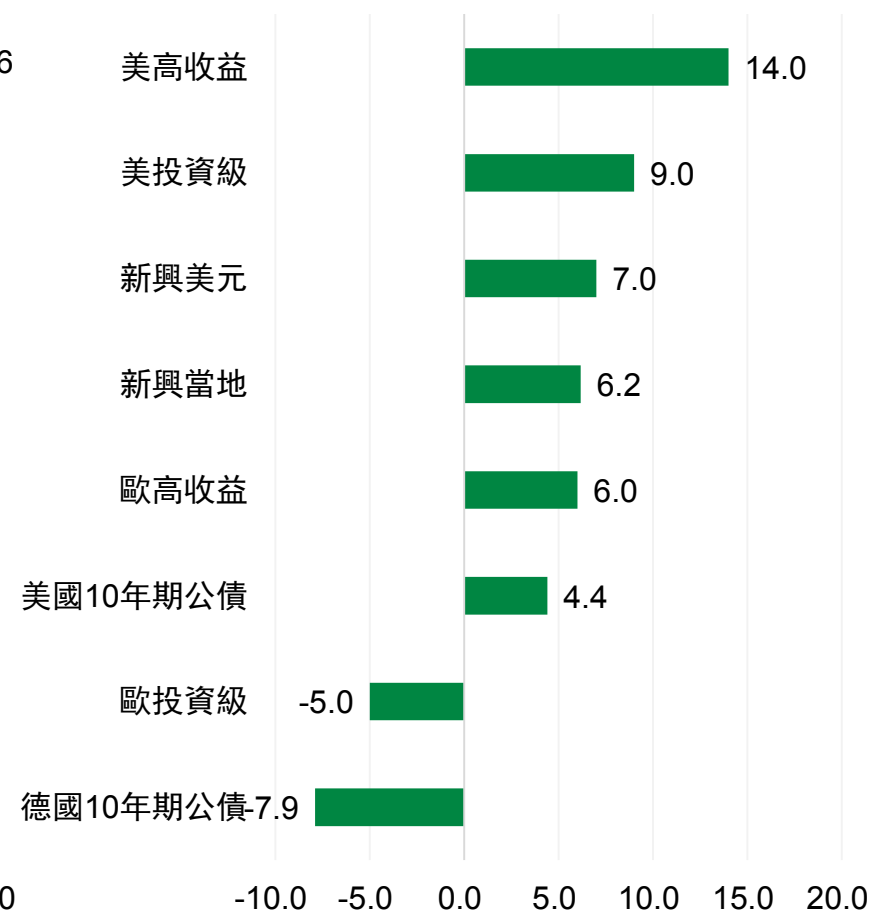
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/2/25~2021/3/4。

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

“

回補庫存將持續驅動利率偏升

利率偏升雖造成近期市場擾動，主要為景氣復甦更加明確所致。尤其，補庫存行情，供需吃緊帶動通膨預期升溫，更是驅動利率偏升的主因。

產業庫存偏低，驅動製造業ISM維持高位

美歐製造業指數續創3年來新高，主要反映訂單需求暢旺所致。產業庫存偏低，將使製造業景氣維持一段時間熱度。

新款疫苗問世，類股輪動延續

美國通過第三款疫苗-嬌生疫苗，中國也再通過二款疫苗，主要特徵是施打一劑，且可常溫保存，有助類股輪動行情持續。

”

股市

新款疫苗問世，各國加速施打，研判解封行情將延續，包括金融、工業、能源類股偏強呈現。就區域而言，預期資金也將流向非美地區，指數拉回後站在買方思考。

債市

通膨預期上揚反應去年基期偏低，及景氣復甦所致，**預期美10年公債利率將漸回復疫情前水準、殖利率曲線偏陡，債券著重利差優勢及股市連動性，預期高收債將更有表現。**

匯市

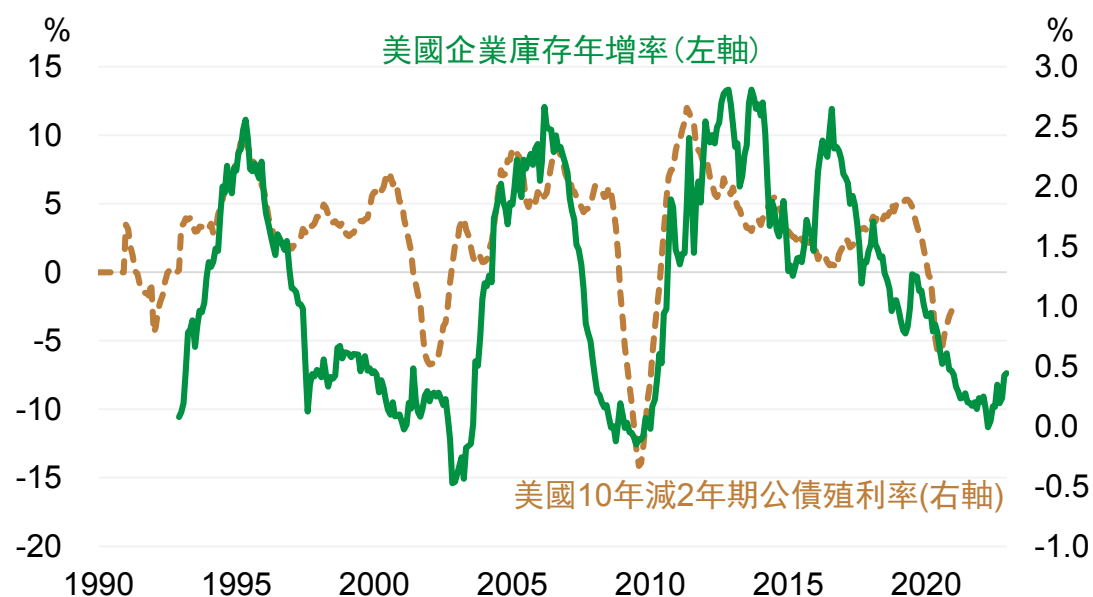
近週美元指數顯強，反映金融市場震盪及美長債利率走揚，預計隨解封啟動，risk-on氛圍將限縮強度。出口商換匯需求支撐新台幣偏強，產業競爭力考量下，**央行穩匯動作增加美方點名匯率操控風險。**

景氣緩升，驅動公債利率向上

美國10年期公債殖利率向上攀升，甚至突破1.5%，造成美股息收益率與公債殖利率縮窄，使近期股市波動再起。但就基本面而言，公債利率揚升，主要反映的是景氣復甦。尤其，補庫存行情，更是驅動利率上升主因。根據統計，美國整體企業庫存較去年同期仍有5-6%的落差。

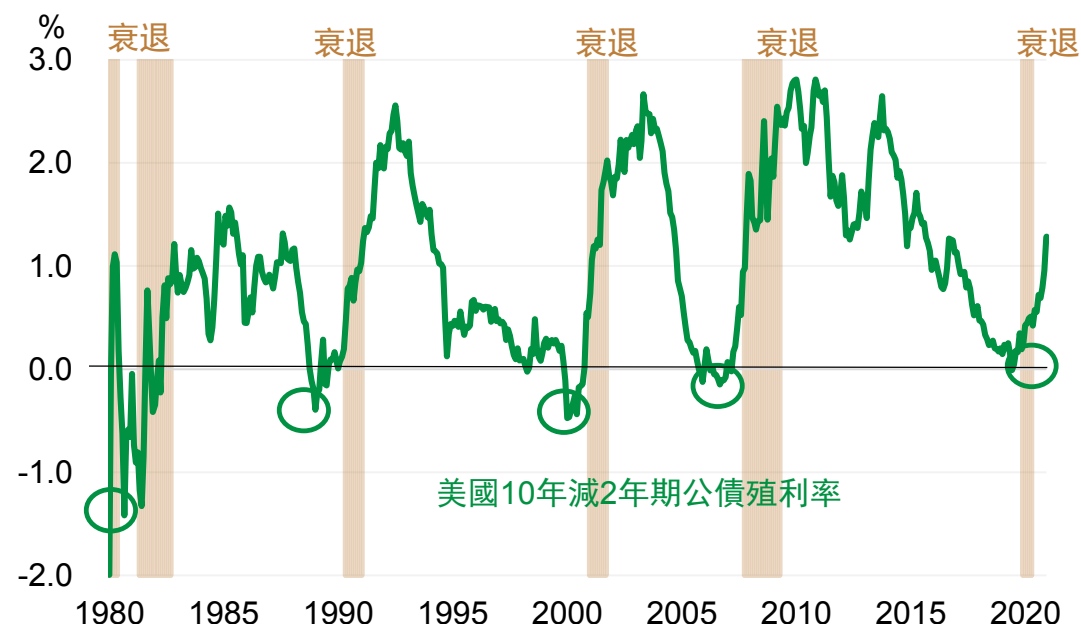
就過去經驗來看，利差擴大為景氣復甦初期的正常現象，短天期利率跟著政策利率保持在低位，長天期利率反映通膨預期與經濟活動升溫而逐步走揚，使得利差逐漸擴大。預期景氣復甦，將驅動公債利率向上、殖利率區間偏陡。

補庫存行情，為驅動利率揚升主因



註：美國公債長短利差對企業庫存具有領先效果，時間達33個月。
資料來源：Bloomberg。

景氣復甦，長短利差走升為常態



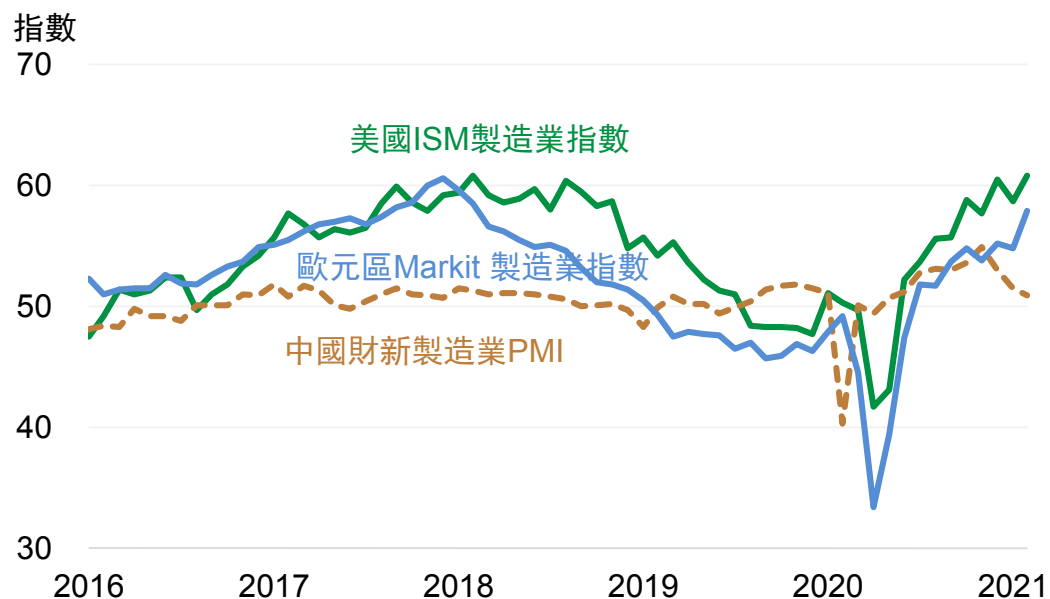
資料來源：Bloomberg。

企業庫存水位偏低，支撐需求訂單維持高位

受到全球景氣逐步復甦影響，2月美歐製造業PMI已陸續創下3年來新高，中國製造業PMI近期雖回落，主因為季節性因素，加上局部產業因疫情再起影響所致，但整體仍連續11個月維持擴張，研判後續將逐步回升。

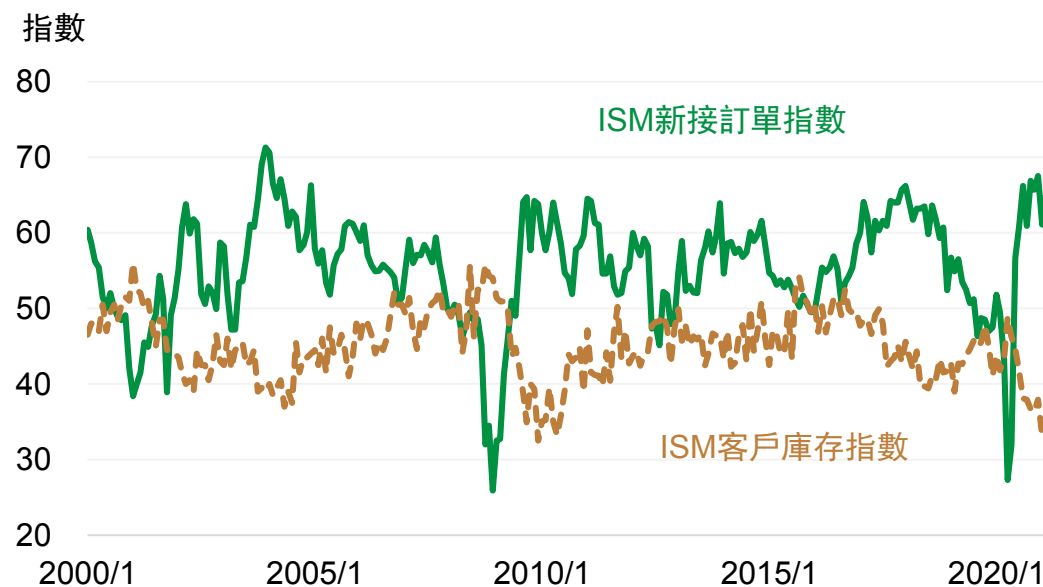
就ISM製造業指數的分項結構來看，整體產業庫存水位偏低，除了廠商庫存外，客戶端庫存更是創2000年以來新低。因此，預期補庫存將延續一段時間，將使得未來新接訂單呈現榮景，ISM製造業指數將保持在高位一段時間。

美歐製造業景氣走揚，中國因季節性暫時回落



資料來源: Bloomberg。

客戶庫存偏低，驅動廠商訂單滿載



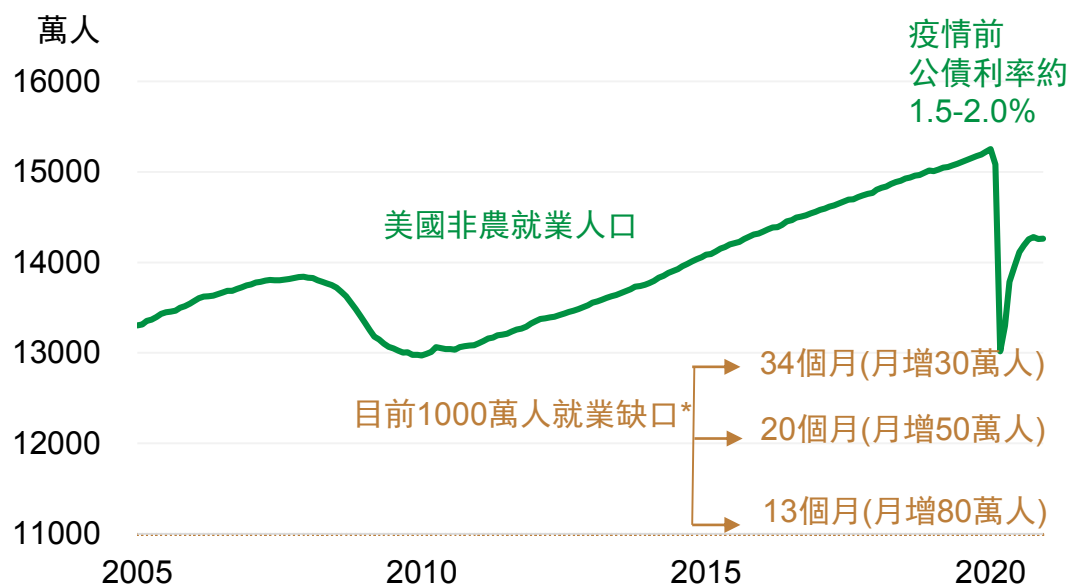
資料來源: Bloomberg。

Fed寬鬆態度限縮利率上彈壓力

入冬以後隨美疫情再度升溫，使得就業回升的速度略見放緩，目前相距疫情前失業人口仍高出了約1千萬人，其中休閒娛樂產業缺口最嚴重。聯準會主席鮑威爾國會證詞重申，關切勞動市場狀況，尤其是“中低收入者”，預計在勞動市場回復疫情失業缺口前，聯準會皆將保持低率寬鬆政策。

對比金融海嘯以來，美10年期公債利率突破年線波段上漲時間，每次變動升幅約介於100至110基點，預期本波利率上揚幅度尚未完結，佐以油價帶來的基期影響，短線美10年期公債利率揚升壓力猶存，上方空間則受限於聯準會態度，特別是近週Fed官員Brainard已表態對利率上升之不安，政策面將可能將增加購買長債或殖利率曲線控制。

美國就業市場仍待時間回復



註：*預期回復疫前水準所需時間(每月增加就業人數)。
資料來源：Bloomberg。

歷史經驗，美債10年期公債"突破年線"的波段漲勢

日期	事件	時間 (月)	美債低點 (%)	美債高點 (%)	變動 (%)
2009/2~2009/10	股市落底起漲	8.1	2.66	3.84	1.17
2010/7~2011/1	QE1結束	6.1	2.51	3.47	0.96
2013/2~2013/10	歐債危機落幕+QE Tapering	8.1	1.67	3.03	1.36
2016/6~2016/11	Commodity Crash結束	5.1	1.45	2.45	1.00
2020/8至今	COVID-19	6.0	0.91	1.56	0.65

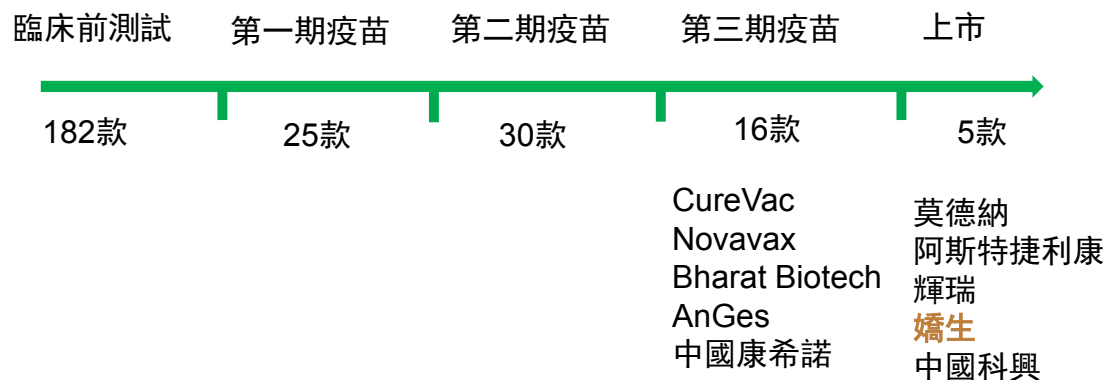
資料來源：Bloomberg。

疫苗研發持續推進，緩解疫情風險

美國政府除了加速施打疫苗速度外，也再度批准嬌生新冠肺炎疫苗，此疫苗的主要特徵是**安全性更高、一劑施打、可常溫保存**等優勢。拜登也宣布，將在今年5月以前，提供足夠疫苗供全國成年民眾施打，比預定時程提早2個月。

因疫苗快速施打，美國等主要國家的疫情也明顯改善，受此影響，金融市場持續反映解封行情，包括工業、金融、能源、觀光股，相對較具表現空間，近期股市的回落，應站在買方思考。

疫苗研發持續推進



資料來源: WHO。

疫苗已讓美國疫情獲得明顯改善



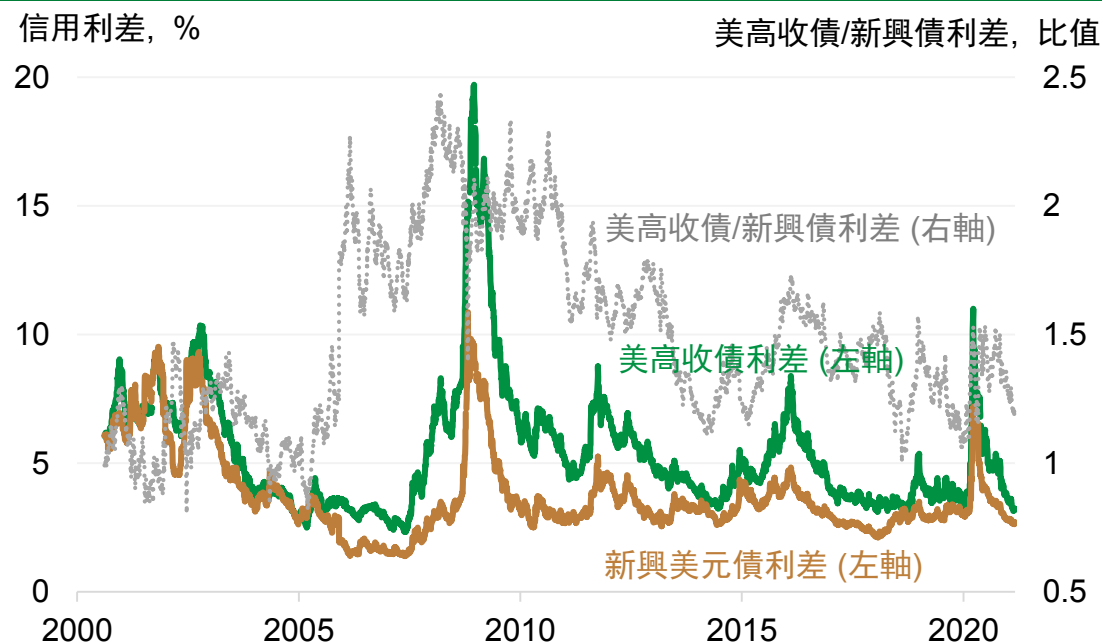
資料來源: Bloomberg。

信用債 尋息熱度未減，Reflation將著重利差優勢及股市連動性

景氣回溫帶動通膨預期上揚，結合拜登新政1.9兆紓困案推動期待，美債利率上週衝高1.6%後維持高盤。**殖利率曲線偏陡，持續反映復甦預期**，同時全球貨幣政策維持寬鬆，尋息效應持續，有助於風險性債券利差收窄。**高收債較新興債利差高，且距歷史低點仍有空間，又與股市連動性高，較具表現機會。**

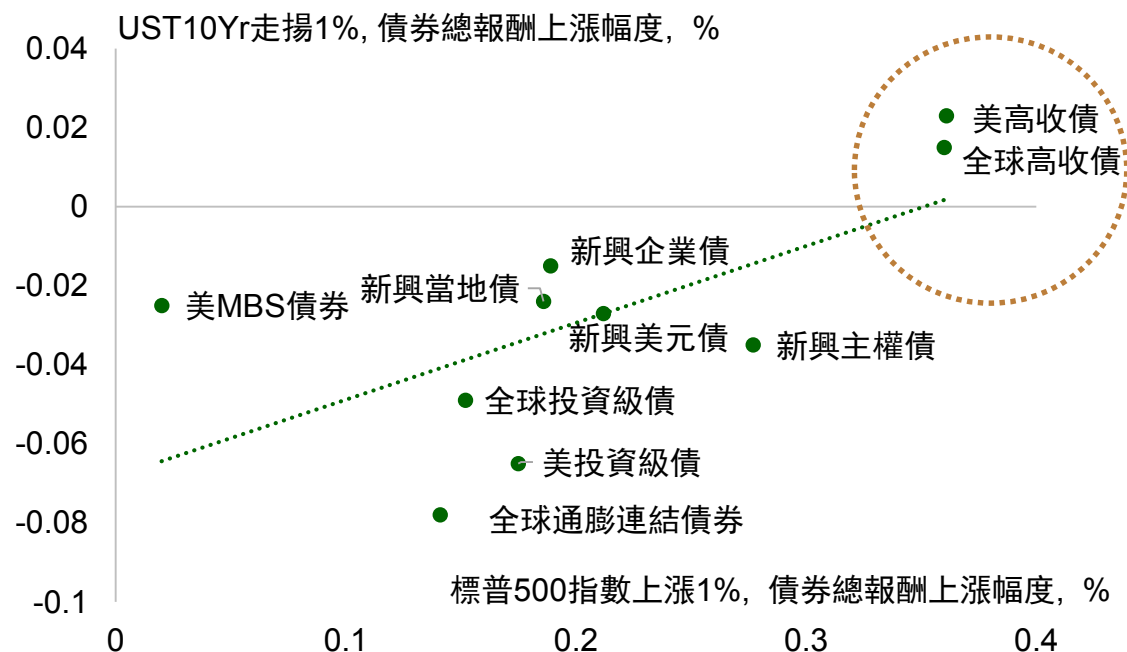
觀察各債券指數對應股市及利率連動表現，高收債存續期間低，面對利率偏上階段的報酬將較有表現機會。基本面來看，高收債指數權重景氣循環產業近9成，能源債券佔比高達13%，經濟回穩、需求提升，油價走高將對高收債後市有利。

高收債 vs. 新興債利差走勢



資料來源: Bloomberg。

債市報酬對應股市、利率連動性表現



註: 美10年公債利率1.45%上彈1%指利率至1.465% (1.465/1.45-1)。採2016/1/1-2021/3/2期間。
資料來源: Bloomberg。

台股

市場資金動能充裕，提供股市回檔支撐

美國公債利率揚升，造成全球股市波動，台灣外資於2月26日單日大賣新台幣994億，加權指數單日也大跌3%，研判為短期資金的調整，並非大幅賣空。近日，台灣8大行庫大幅加碼台股，提供股市下方支撐。

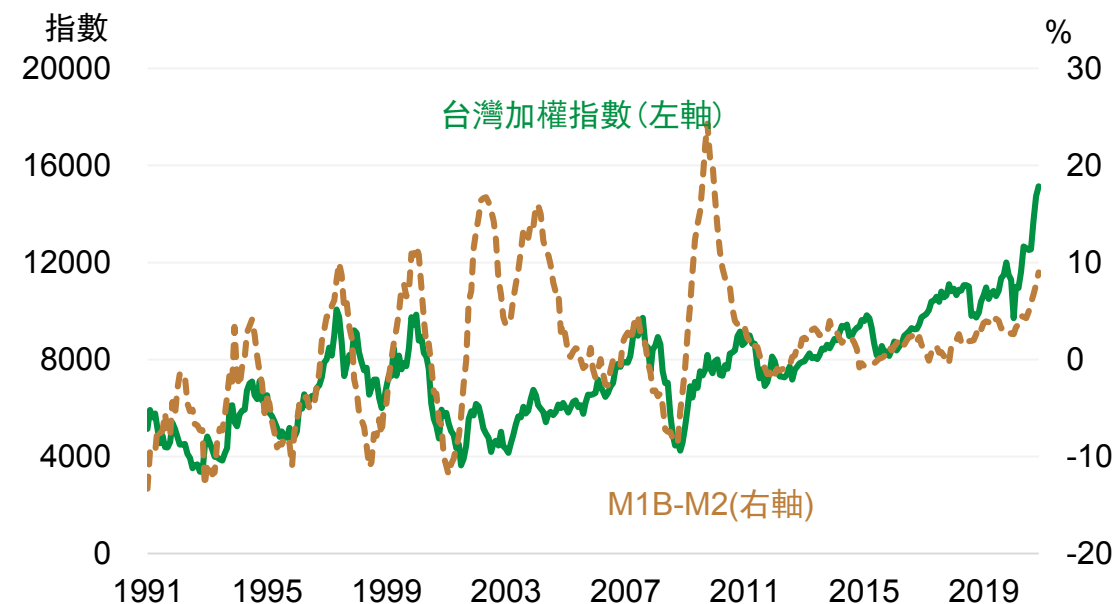
就整體資金面而言，與股市流動性相關的M1B揚升至17.8%，創2010年以來新高，遠高於M2的增速，顯示市場資金相當充裕，從過去的經驗來看，M1B-M2的差距擴大，有利股市走揚，近期股市回檔，應站在買方思考。

台灣八大行庫大幅買進台股



資料來源：群益證券。

市場資金動能強勁，有利台股表現



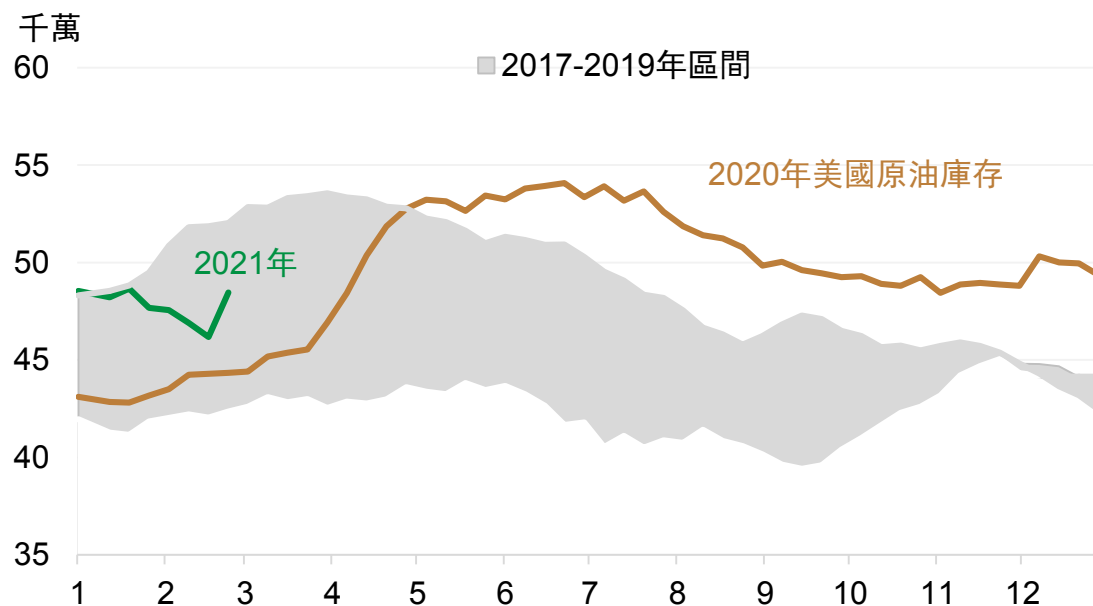
資料來源：Bloomberg。

能源 需求回溫, OPEC+維持減產, 支撐油價高盤

德州嚴寒天氣, 導致煉油廠關閉, 美國煉油廠的產能利用率僅剩56%, 創歷史新低, 導致原油庫存增加至4.85億桶, 創歷來最大單週增量, 但加工品如汽油與蒸餾油等庫存大減。預期德州氣候將逐漸回溫, 能源短缺現象屬短期, 油商產能和消費需求將逐漸恢復, 供需呈現改善趨勢。

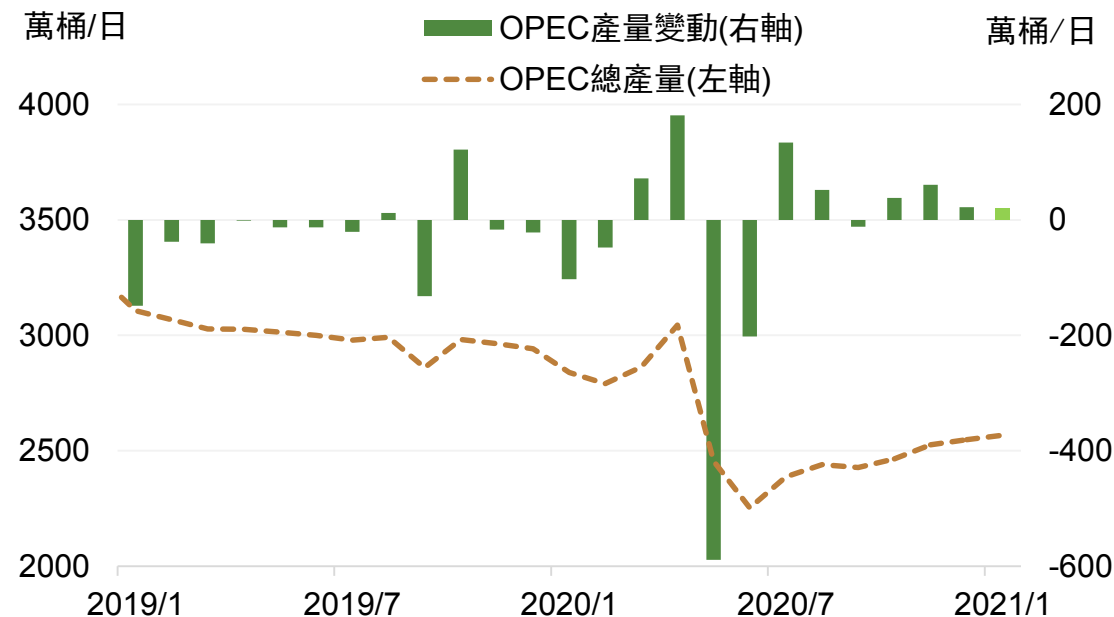
OPEC+會議延長減產協議, 沙國表示將自願延長每日減產100萬桶, 4月以後才會再決定何時取消, 促使國際油價大漲。全球解封使景氣復甦、需求漸增, 油價維持高位表現, 有利能源股等相關資產。

德州煉油廠因氣候關閉, 使美國原油庫存增



資料來源: Bloomberg。

OPEC+產量變化趨勢



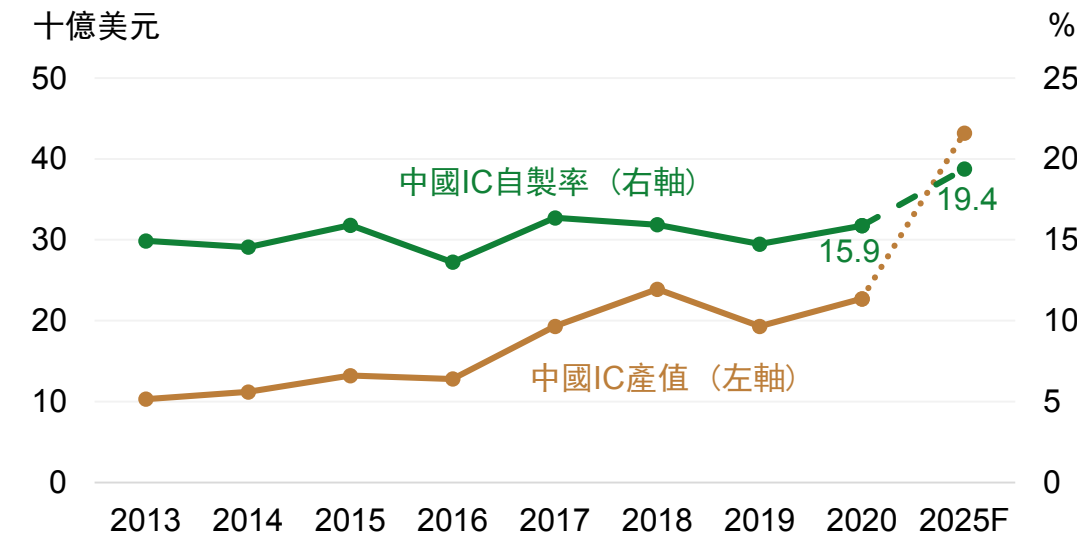
資料來源: Bloomberg。

中國 工信部表示將大力扶植半導體產業

拜登政府擬計畫在半導體、5G、AI及生物科技等領域,與其他國家組成聯盟以防堵中國在科技產業的發展。美國透過限制敏感技術出口打壓中國在半導體產業的發展, IC Insights調研機構指出, **依目前發展預估,2025年中國半導體自製率約達19.4%,與原期望70%目標仍有很大落差。**

為突破困局, **中國工信部對晶片產業發展表達高度重視, 透過擴大企業減稅力度、開放與全球產業鏈合作、加強如半導體材料、工藝、設備產業基礎等方式扶植半導體產業, 提供政策利多助半導體類股表現機會。** 財政部免稅政策也擴及整體半導體產業鏈, 有助減緩上下游龍頭企業財務壓力。

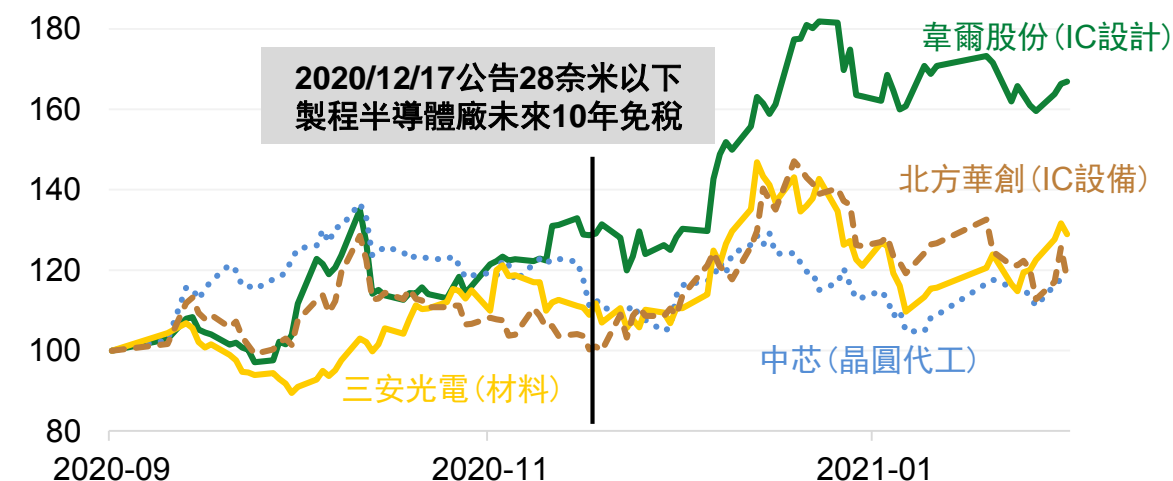
中國2025年半導體自製率預估達20%



資料來源: IC Insights。

政府產業政策扶持半導體, 上下游龍頭股價漲幅出色

股價標準化, 2020/09/30=100



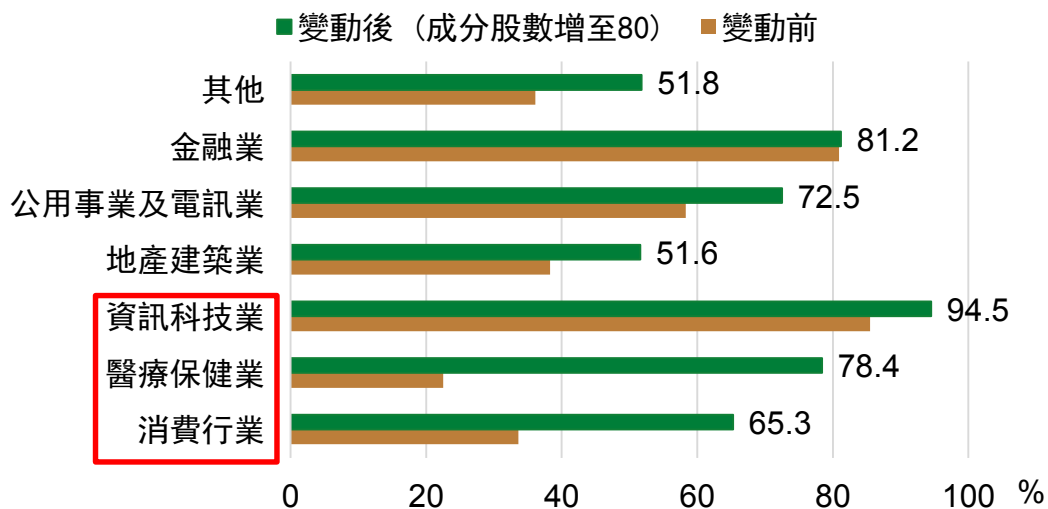
資料來源: Bloomberg。

中國 恆生指數調整，新經濟成分股占比有望提升

近期恆生指數公司公布指數改革五大面向，包括：(1) 2022年中前增加成分股至80檔，最終目標為100檔；(2)按七個行業種類挑選成分股，並確保其覆蓋率不低於50%，自2021年5月指數檢討時開始實施；(3) 縮短上市歷史要求至3個月，自2021年5月指數檢討時開始實施；(4) 維持20-25只香港企業成分股；(5) 統一權重上限至8%，並自2021年6月指數調整後生效。

指數調整後，整體指數市值覆蓋率將較2021年1月的56.5%提升至71.2%，且醫療保健和消費類行業有望在行業覆蓋率獲得較大改善。由於騰訊和友邦保險權重需下調至8%以下，預期出現近5.5億和4.7億美元的潛在被動資金流出。同股不同權和二次上市公司權重上限從當前的5%提高至8%，有助於打開部分個股如美團的權重上限空間。

2022年中前，恆生指數成分股將增至80檔的市值覆蓋率



資料來源：恆生指數。

恆生指數權重調整，可能對個股潛在資金流向影響

	騰訊控股	友邦保險	美團
2/24權重 (%)	10.6	10.2	5.6
3/15調整後權重 (%)	10	10	5
若權重上限調整至8%後 潛在變化 (%)	-2.6	-2.2	0.8
潛在被動資金變化 (百萬美元)	-554.5	-472.2	173.3

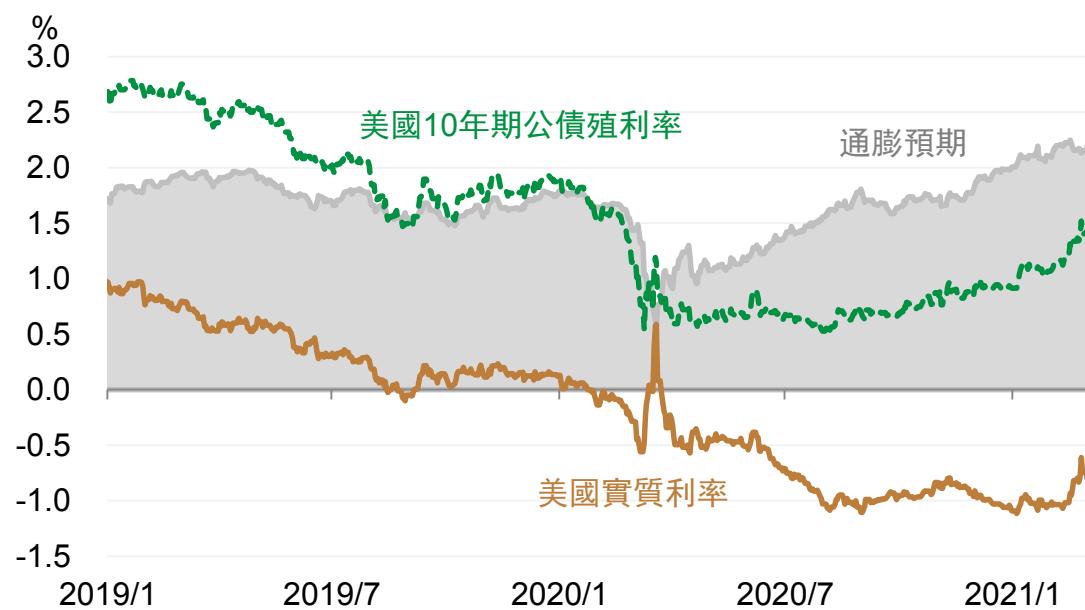
資料來源：Bloomberg。

黃金 美債利率續升，黃金承壓

近期美國公債利率揚升，市場期待聯準會動向。主席Powell表示，現階段美國長天期債券殖利率雖走高，但不是聯準會關注的單一指標、更在意整體金融狀況。如果金融市場出現失序或金融狀況持續緊縮，將準備動用工具來促進目標實現。**聯準會未如市場預期加大寬鬆，使實質利率隨通膨揚升，預期美10年期公債利率短期可能高位偏升，金價仍有壓力。**今年2月，全球黃金ETF持倉減少84.75公噸，創去年11月以來最大單月減量，為歷年來第七大單月減量，主要來自歐美市場投資人減持，亞洲ETF則為增加。

對金價可能形成支撐理由，1) 美國經濟和勞動市場復甦緩慢，預期聯準會有誘因維持寬鬆。2) 統計顯示，由商品價格所主導的再通膨環境，前6個月金價漲幅落後，但未來6-36個月投資人將重視黃金抗通膨的特性，有利金價。

美債殖利率與實質利率彈升，對金價不利



資料來源: Bloomberg。

黃金ETF需求下降，金價持續承壓



資料來源: Bloomberg。

March 2021

8 Mon	日本貿易收支	9 Tue	台灣CPI 台灣進出口 日本貨幣供給 日本工具機訂單	10 Wed	中國CPI 中國PPI 加拿大央行會議	11 Thu	ECB會議 初領失業人數 中國人民幣貸款	12 Fri	美國PPI 密大消費信心
----------	--------	----------	-------------------------------------	-----------	---------------------------	-----------	----------------------------	-----------	-----------------

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