



Cathay's View

2021年5月14日

---

# 投資研究週報

---

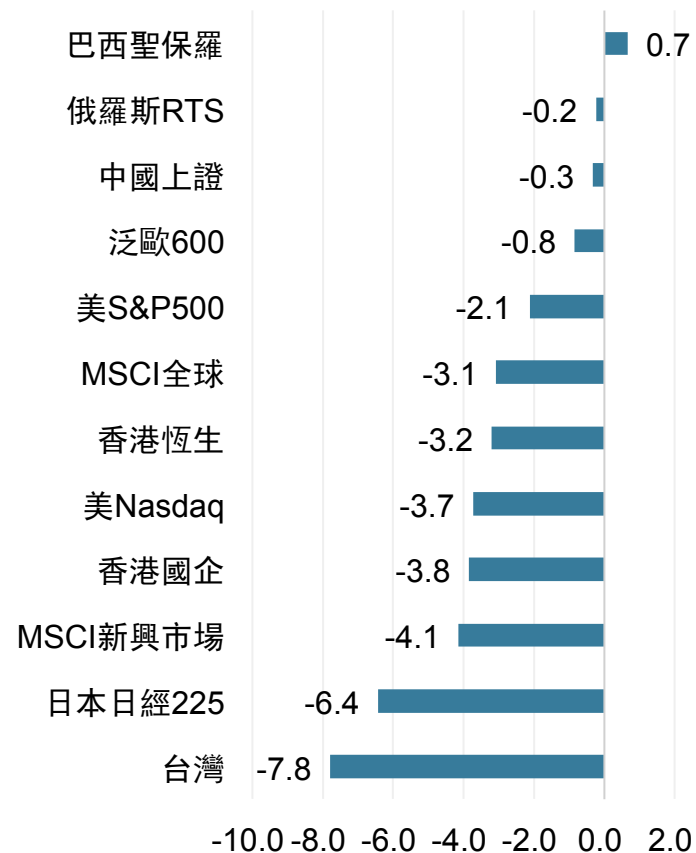
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



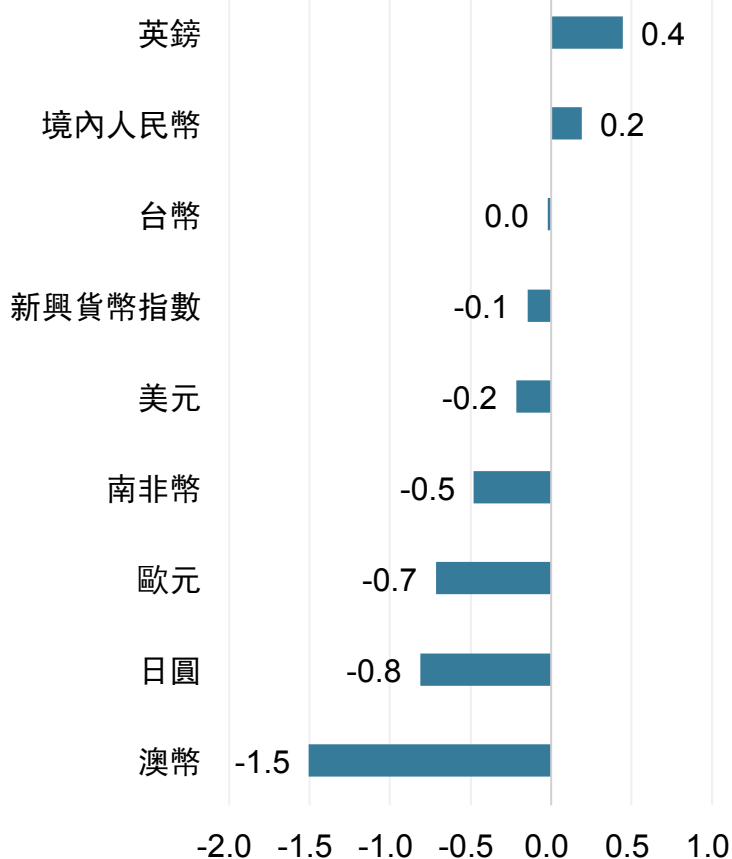
國泰世華銀行  
Cathay United Bank

# 一週市場變化

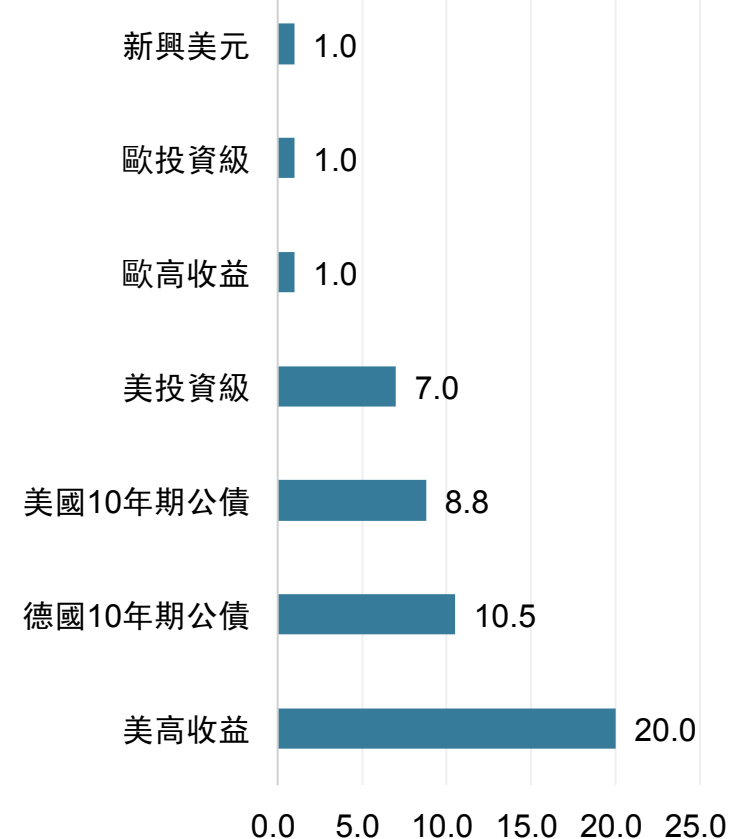
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/5/6~2021/5/13。

資料來源: Bloomberg。

# 市場策略思維

## ▶ 台灣疫情升溫，股市拉回分批布建

台灣疫情升溫與散戶槓桿比重過高影響，造成台股大幅回檔，短期不排除仍有下跌壓力。考量台股基本面與評價面，拉回後宜分批布建。

## ▶ 物價壓力墊高，推升美債利率緩步向上

隨能源及大宗商品價格走揚，美國通膨上升壓力漸顯，近一個季度更因基期效果，有急彈壓力，整體通膨水位緩步墊高，推升美債利率緩步上揚。

## ▶ 就業報告不如預期，限縮美元上方空間

缺料問題，造成就業報告不如預期，有利聯準會維持寬鬆口吻，近期美元指數仍偏弱盤。後續通膨壓力，將挑戰聯準會寬鬆立場。

### 股市

能源及大宗商品價格走揚，帶動通膨壓力漸增，可能增加近期市場擾動，尤其，市場籌碼偏凌亂，可能使股市偏震盪。然而，在基本面持續改善下，拉回後站在買方思考。

### 債市

雖然美國復甦動能良好，有利殖利率上升，但考量美債除受自身基本面因素，還受金融市場氣氛影響，短線市場波動恐令殖利率走勢較為震盪。

### 匯市

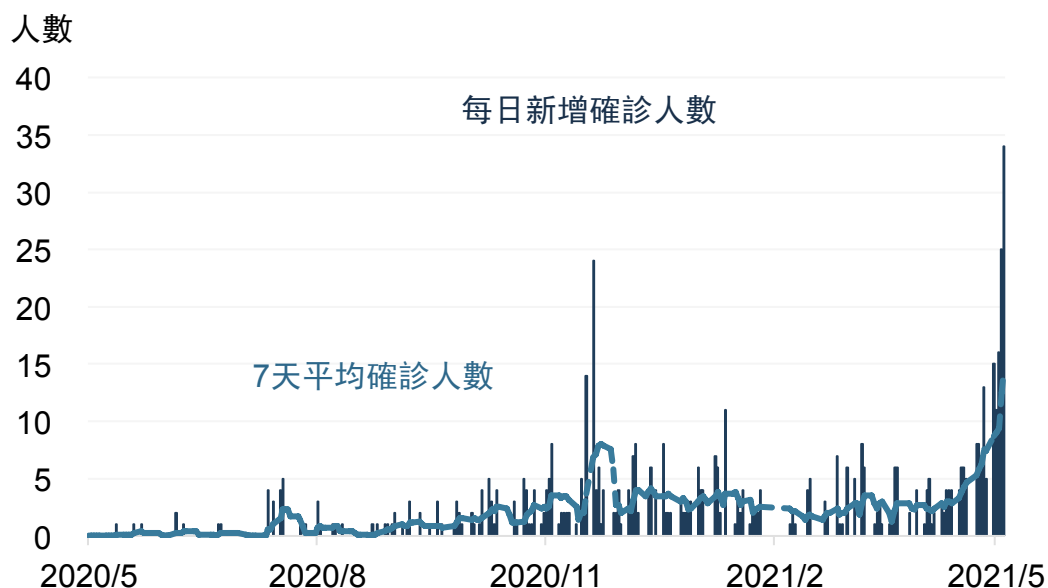
通膨升溫壓力，推動美債利率緩步向上，提供美元支撐。聯準會官員寬鬆口吻，限縮美元強度。台灣出口表現強勁，使得出口商拋匯動作頻頻，支撐上半年偏強呈現。

## 疫情及散戶過度槓桿, 加大台股跌幅

5/11大跌3.8%後, 台灣加權指數5/12再度大跌4.1%, 包括台積電、聯發科、鴻海等電子權值股全面下跌, 先前最熱門的航運類股甚至跌停, 累計跌幅近10%, 主因有二, 1) 台灣疫情有升溫的跡象, 包括新增數十例本土案例, 且部分感染源不明, 2) 通膨疑慮升溫, 衝擊科技股, 3) 當沖比重過高, 加大股市修正幅度。

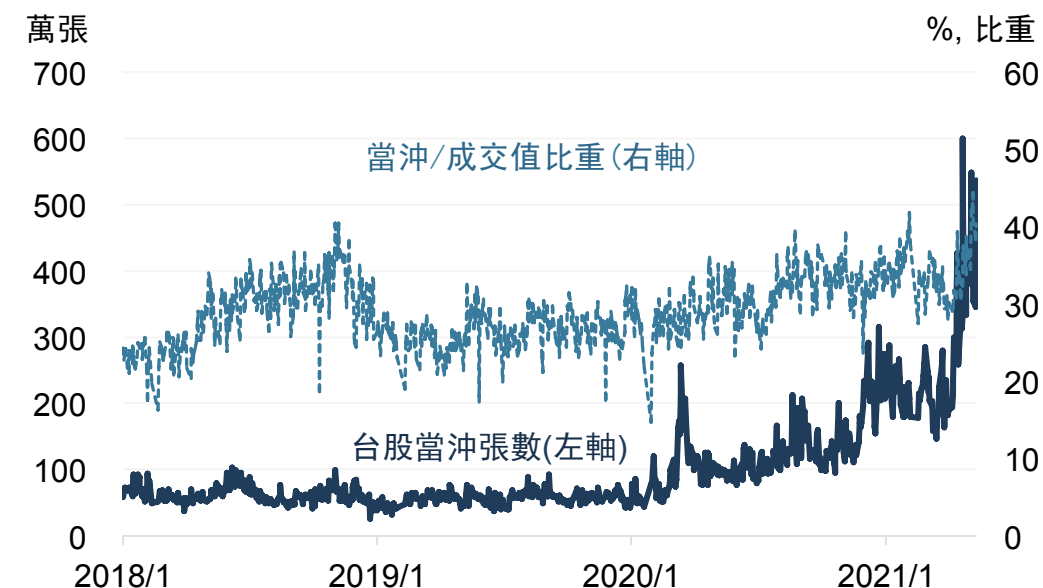
今年以來, 台股熱絡, 加權指數成交量持續放大, 甚至突破7000億大關, 其中, **更有40%的比重來自當沖, 交易量突破500萬張, 均來到歷史高位, 顯示散戶有過度樂觀之虞。**

### 台灣疫情升溫, 衝擊市場信心



資料來源: Bloomberg, 衛福部, 截至5/14。

### 散戶當沖比重過高, 加大股市修正幅度



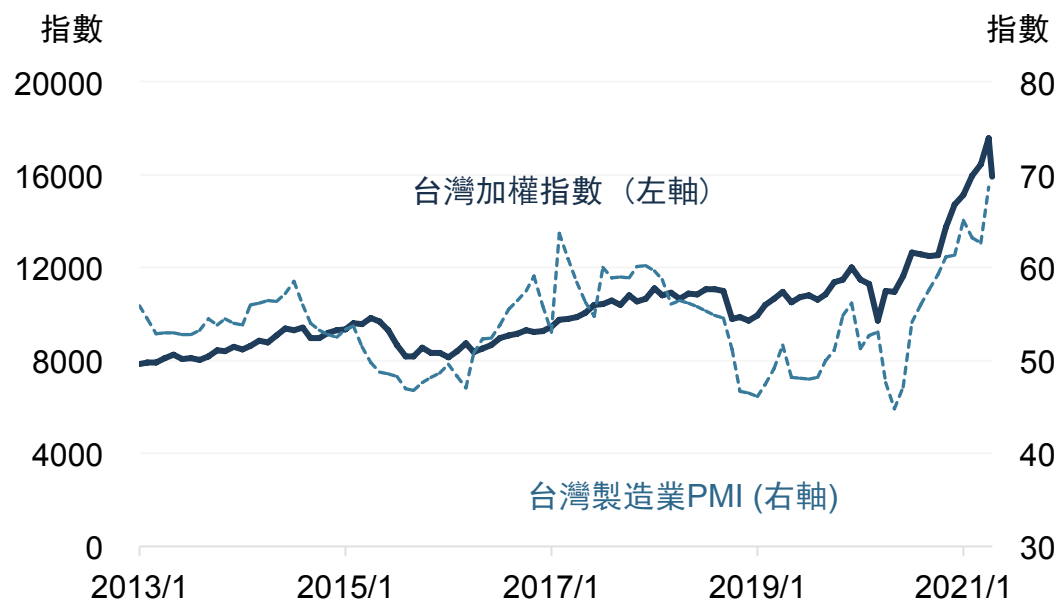
資料來源: Bloomberg。

## 疫情使股市仍有下跌風險，基本面提供台股分批布局契機

台灣本土疫情有惡化的現象，地方政府也啟動新一輪管制措施，可能再度衝擊市場信心，加上國際股偏震盪，讓台股短期仍有下跌壓力，不排除還有5-10%的空間。然而，考量台灣經濟基本面走強，企業獲利亦持續改善，均提供股市回檔支撐。

就評價來看，台股本益比已回到近年的平均水平，評價回歸合理區間，投資人可採分批布建的策略，進行加碼。長線資金仍以科技股為主，短期熱錢，則以解封題材為主，包括原材料、工業。

### 台股基本面強勁，提供股市支撐



資料來源: Bloomberg。

### 台股本益比回到合理水位



資料來源: Bloomberg。

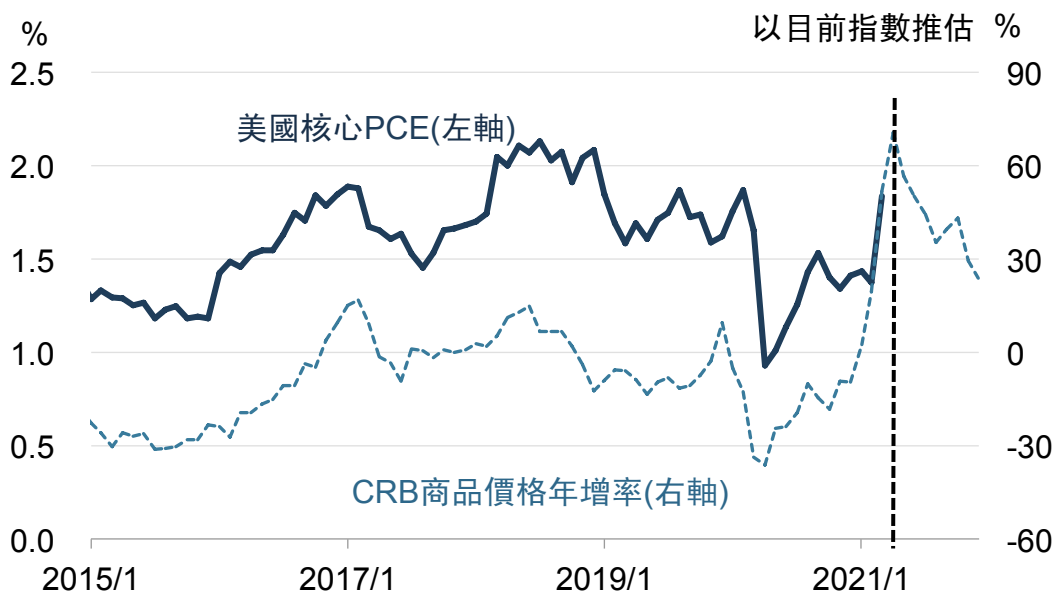


## 商品價格走揚, 通膨壓力漸增

隨疫苗普及, 實體需求上升, 帶動商品價格明顯走揚, 除石油外, 鐵礦砂、銅價、黃小玉等產品, 亦全面高漲, 使得美國4月CPI年增率從前期2.6%, 大幅揚升至4.2%, 扣除能源與食品, 核心CPI亦有3%, **預期聯準會關注的核心PCE, 亦將同步走高。**

隨物價走揚, 通膨預期升溫, 也將推動公債利率緩步向上。基期因素, 讓2Q通膨有急彈的壓力, 但後續增幅可能放緩, 整體平均通膨水位有緩步墊高的壓力。目前聯準會的寬鬆態度, 壓抑利率上方空間, 預期美債殖利率區間盤整。

### 商品價格走揚, 推升物價壓力



資料來源: Bloomberg。

### 通膨升溫, 推動公債利率緩步向上



資料來源: Bloomberg。

## 就業報告不如預期，可能使美元近期維持弱盤

美國4月非農就業人口僅增加26萬人，遠不如市場預期，市場預期聯準會近期可能維持寬鬆口吻，尤其，缺料問題，可能使汽車相關產業仍將受壓，預期就業市場短期仍可能受壓，使美元近期偏弱盤。

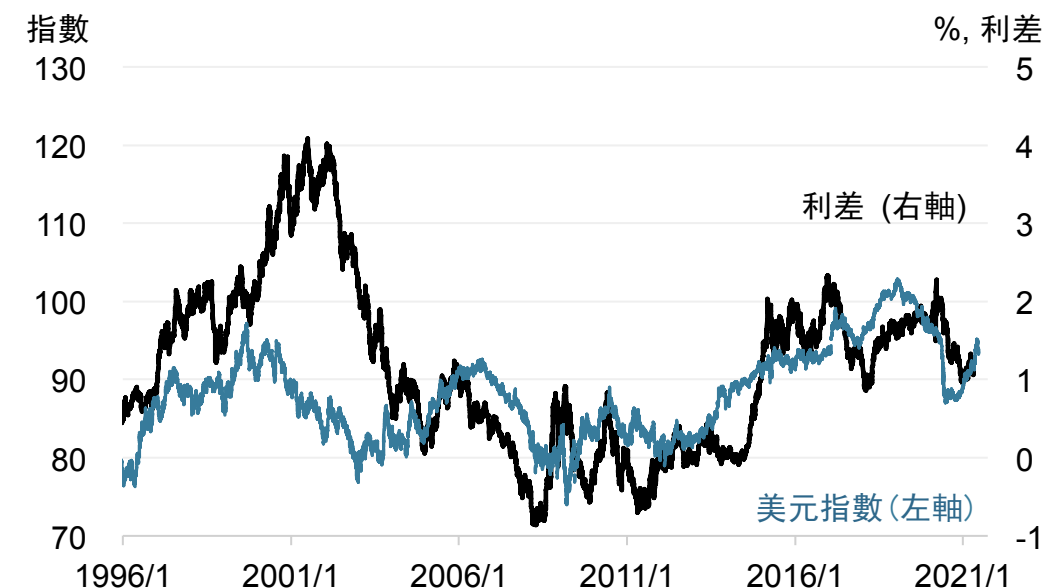
另一方面，利差持續擴大，加上通膨壓力持續上升，均提供美元底部支撐。聯準會官員近期的口吻，仍以暫時性通膨為定調，以保持寬鬆立場，使美元指數近期仍不易走強。

### 美國汽車銷售強勁，但缺料問題，使生產面受衝擊



資料來源: Bloomberg。

### 利差提供美元支撐



註：利差為美德、美日、美英、美加的10年期公債殖利率的差距作加權平均，其中，權重分別57.6%、13.6%、11.9%及9.1%。利差約領先美元指數3個月。

資料來源: Bloomberg。

# 黃金 短期實質利率偏低使金價盤整，下半年中性看待

美國10年期公債利率從4月初高點回落，非農就業意外低於預期，**實質利率再度下探接近年初低點-0.93%**，加上**美元指數走弱**，提供金價喘息空間，**預期全球疫情未止與股市波動，金價短期仍有向上空間。**

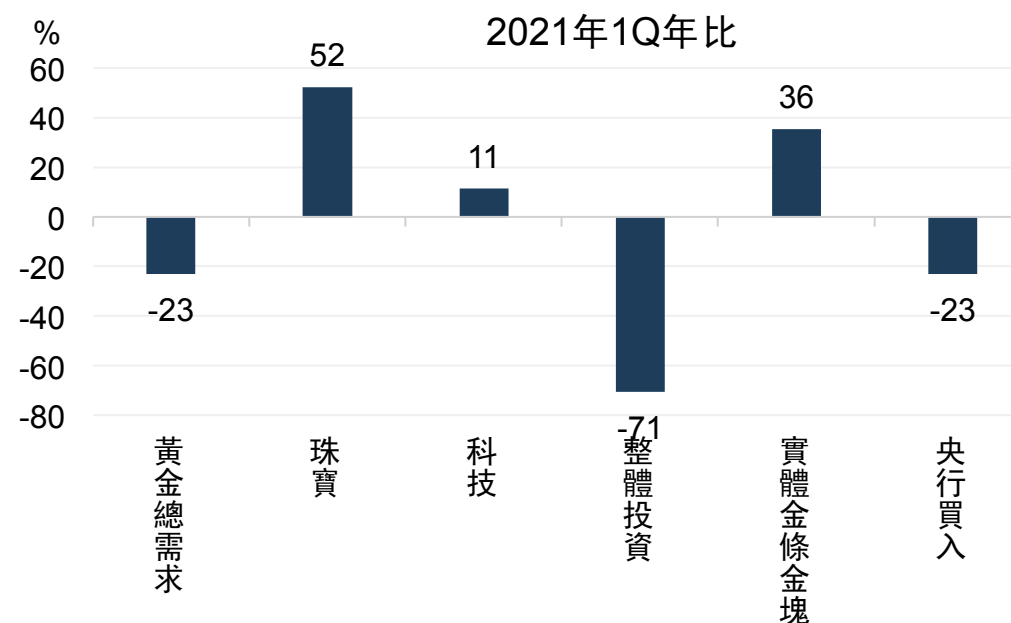
世界黃金協會報告顯示，今年1Q全球黃金需求與前季持平，但較去年同期減少23%，主要來自於ETF投資需求的流失，淨流出規模為177公噸。1Q金價年增13%，較去年4Q下跌4%，刺激主要黃金消費國-中國的金條金幣需求量達86公噸，創10個季度來新高，年增133%，金飾需求年增212%達到191公噸，創2015年來首季新高。**短期投資氛圍和實金需求有利金價高盤，但下半年實質利率和美元仍有緩升壓力，黃金中性看待。**

## 美國實質利率偏低，金價高位盤整



資料來源: Bloomberg。

## 今年第一季黃金需求分項變化



資料來源: 世界黃金協會。



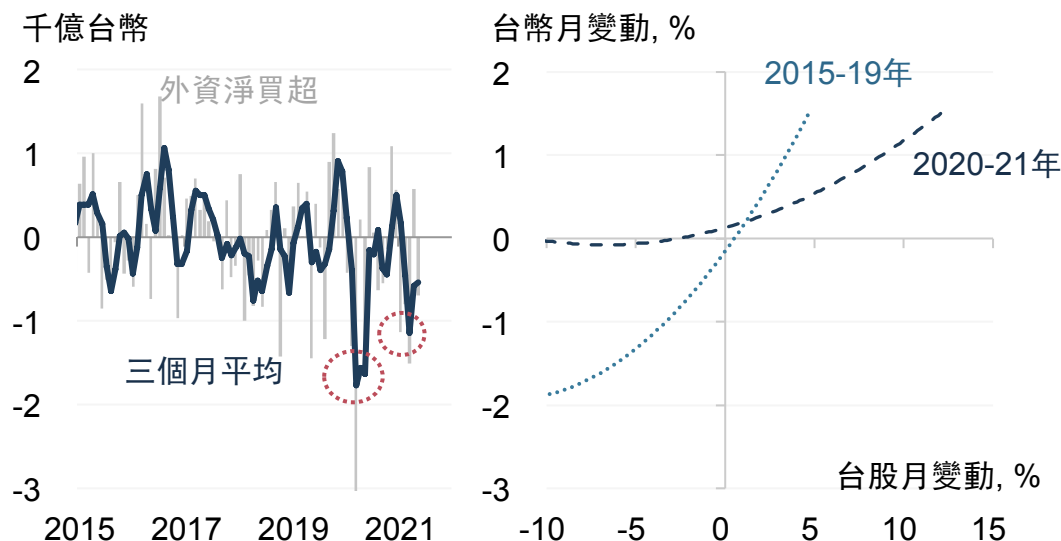
# 匯市 台幣雖隨台股回檔，但出口商拋匯仍令台幣相對有撐

外資買賣超方面，由於外資去年在台股大幅賣超，今年多數時間雖仍賣超但幅度已相對較小，也因此今年股市漲跌幅由內資主導的成本居多，這也體現在去年以來台股與台幣連動性明顯有所下降。

出口商方面，雖然年初以來原油與資本財進口確實較去年大幅增長，但整體電子業庫存仍低的情況，廠商補庫存的需求仍舊支持電子業出口的表現，令出口商拋匯力道不減。

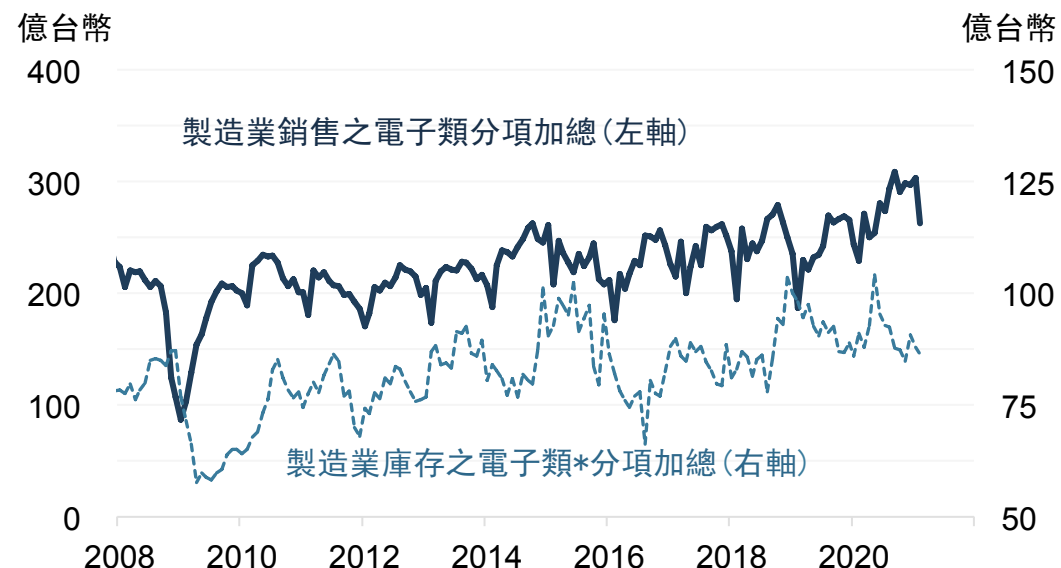
於此，兩項因素令台幣上半年相對有撐，即便5月以來台股雖然走勢顛簸、本土疫情加劇，但台幣僅見日內交投區間放寬但終場貶幅不大，顯示出口商拋匯仍積極，**故上半年台幣走勢恐仍相對有撐。**

## 外資今年賣超幅度下降且股匯連動明顯變小



註：2015-19年，台幣變動= $-0.15+0.29*台股變動+0.012*台股變動^2$ ，R-sqr=0.39；  
2020-21年，台幣變動= $0.13+0.10*台股變動+0.004*台股變動^2$ ，R-sqr=0.31。  
資料來源：Bloomberg，截至2021/5/12。

## 補庫存需求仍強，令出口商拋匯力道不減



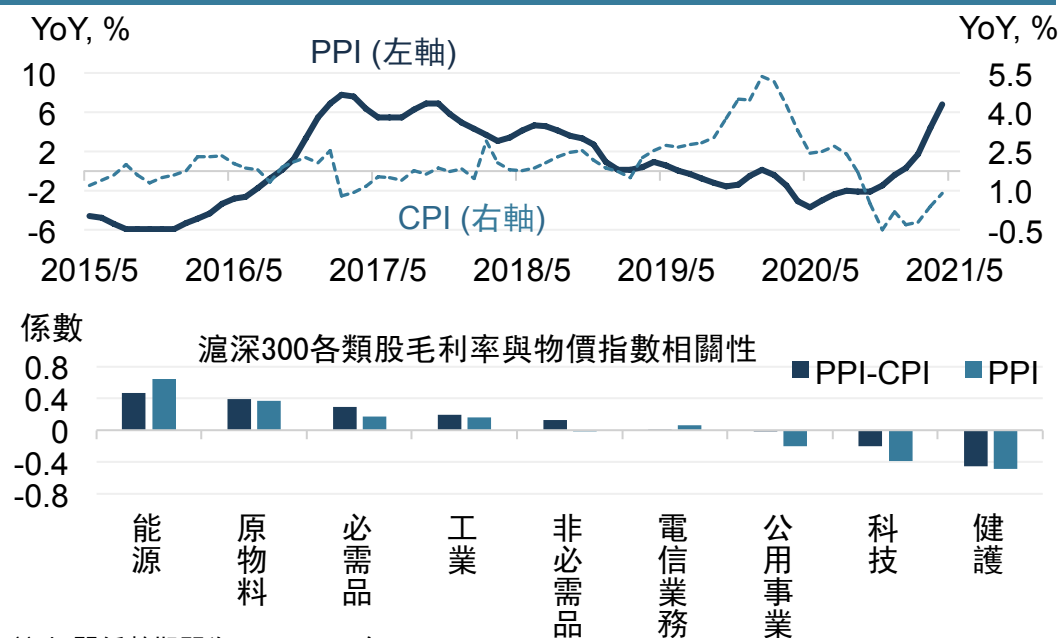
註：\*晶圓代工、動態隨機存取記憶體、構裝IC與晶圓測試、被動元件、印刷電路板與載板類、面板、個人與工業電腦合計。  
資料來源：經濟部統計局，截至2021/2。

# 中國 經濟復甦不均，價格傳導尚不顯著

國際大宗商品價格屢創新高，中國作為原物料進口大國，PPI、PMI購進價格指數大幅揚升，4月份PPI與CPI差距擴大，顯示經濟復甦不均，大宗商品漲價成本未能傳導致消費端，短期有利能源、原物料類股毛利率增長。惟留意中國發現新的非洲豬瘟突變株，豬肉價格可能持續震盪，加上去年豬價高基期因素消退，CPI仍有上行空間。

政府發布的貨幣政策執行報告重申穩字當頭（但抽走「不急轉彎」字眼），物價上行限制社會融資增長程度，信貸擴張步伐放緩，使資金面逐步回歸正常化。

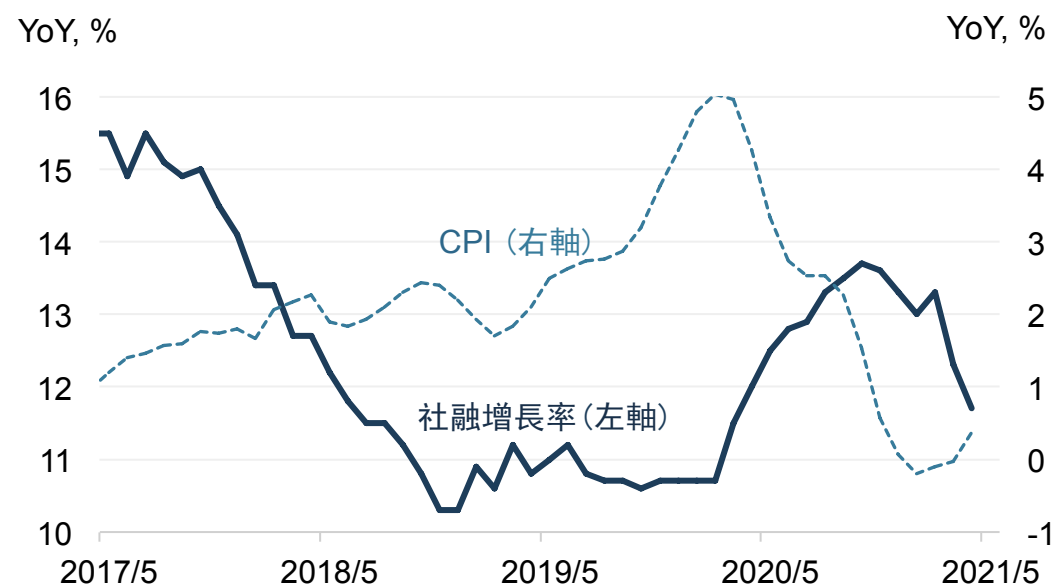
## 大宗商品物價上漲，向下游傳導尚不顯著



註:相關係數期間為2010-2021年。

資料來源: Bloomberg。

## 通膨走揚，抑制信貸寬鬆程度



註:CPI 做3個月移動平均。

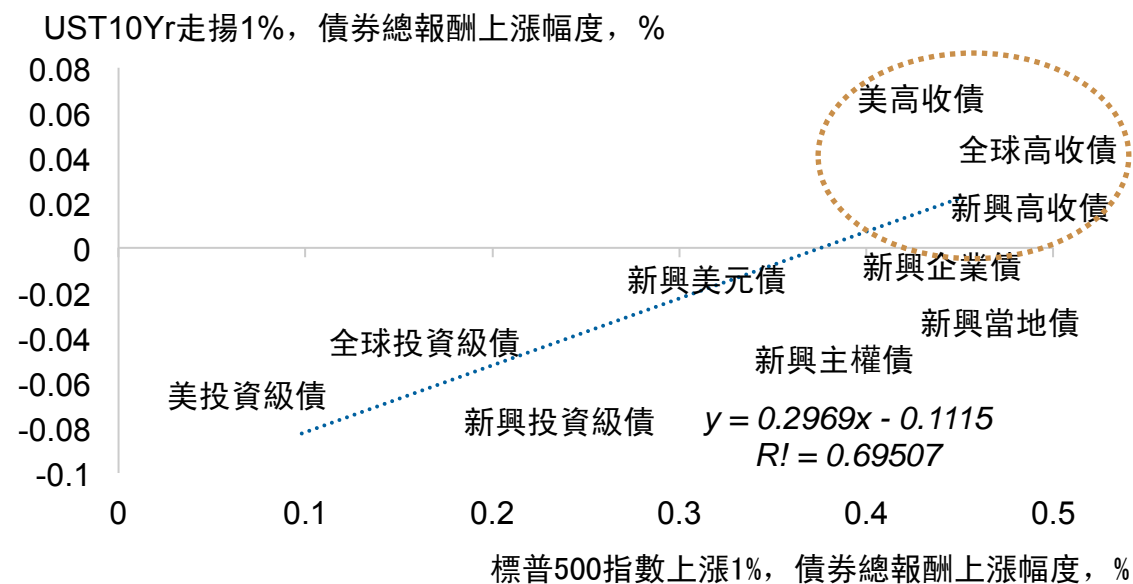
資料來源: Bloomberg。

# 信用債 景氣回升、通膨加溫致利率上揚，債券投資著重利差價值空間

最新CPI及PPI數據飆高，反映重啟復甦的原物料需求、供給面壓力，通膨增溫推升美債利率往1.7%靠攏。隨經濟及財政刺激加溫通膨，疫苗接種進度預期將於7-8月更達普及門檻預期，聯準會官員漸釋出Taper討論，使美債區間盤整。

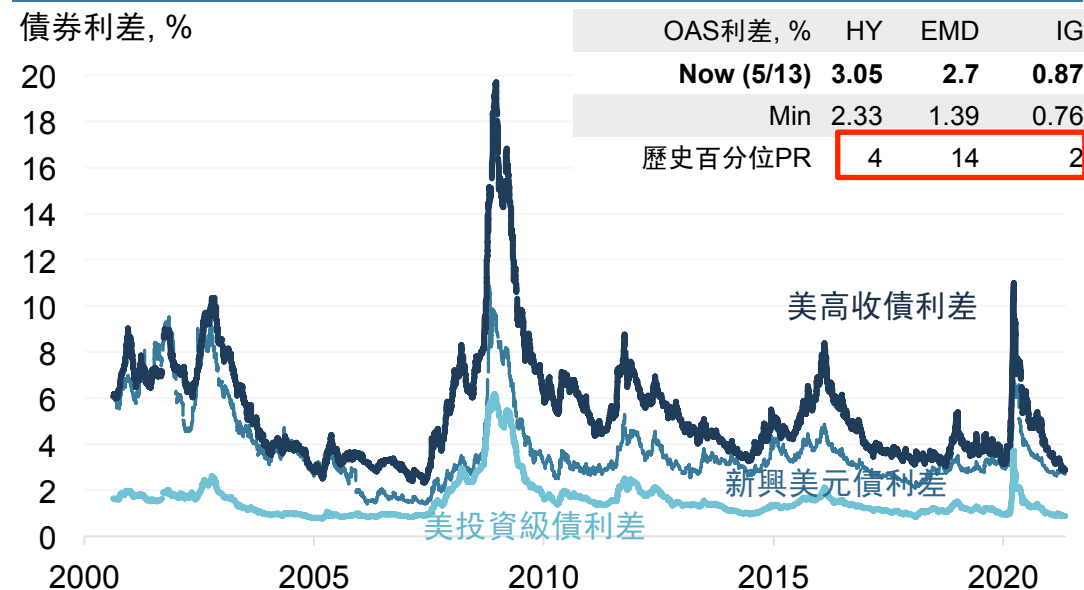
經濟回穩、需求提升，再通膨行情，著重利率風險控管及股市連動效應。油價高位將對高收債後市有利。美國高收債指數權重景氣循環產業近9成，股市連動性高又相較抗跌低，存續期更有利於控管利率上揚風險。企業體質改善與獲利增強信用表現，目前信用利差300bps已為歷史低位，預期票息收益將為主要報酬貢獻來源。

## 再通膨行情，著重利率風險控管及股市連動效應



註：美10年公債利率1.5%上彈1%為1.515% (1.515/1.5-1)。採2000年1月至今的月資料。  
資料來源：Bloomberg。

## 利差價值空間已大幅壓縮



資料來源：Bloomberg。

# May 2021

<b>17</b> Monday 美國房屋市場指數 日本工具機訂單	<b>18</b> Tuesday 日本1Q GDP 歐元區1Q GDP 美國新屋開工數	<b>19</b> Wednesday 英國CPI 日本工業生產	<b>20</b> Thursday 台灣外銷訂單 日本核心機械訂單 美國初領失業人數	<b>21</b> Friday 美國成屋銷售 美國製造業PMI 歐元區製造業PMI
--------------------------------------------	----------------------------------------------------------	-------------------------------------------	---------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------

## 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