



Cathay's View

2021年4月9日

投資研究週報

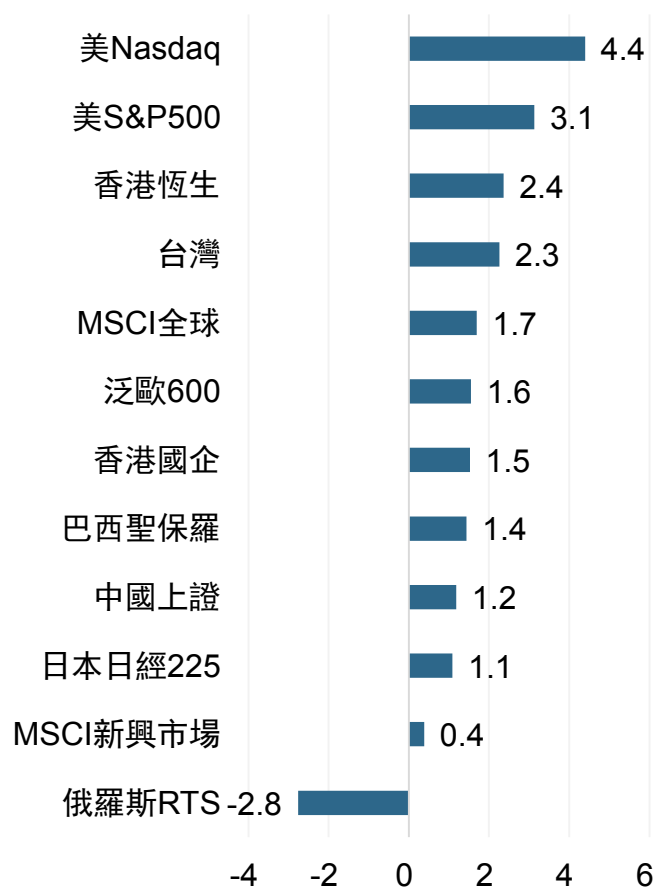
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



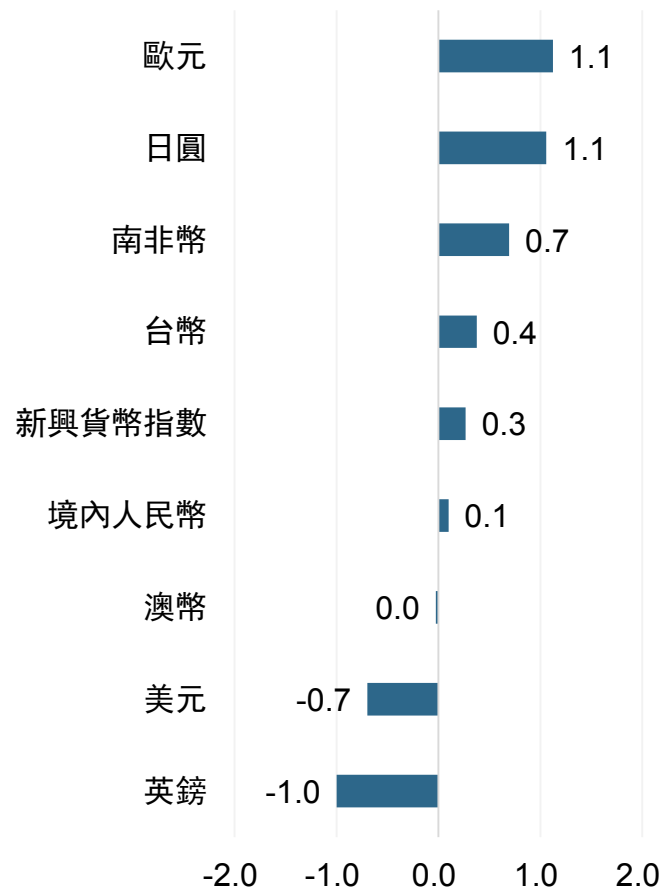
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

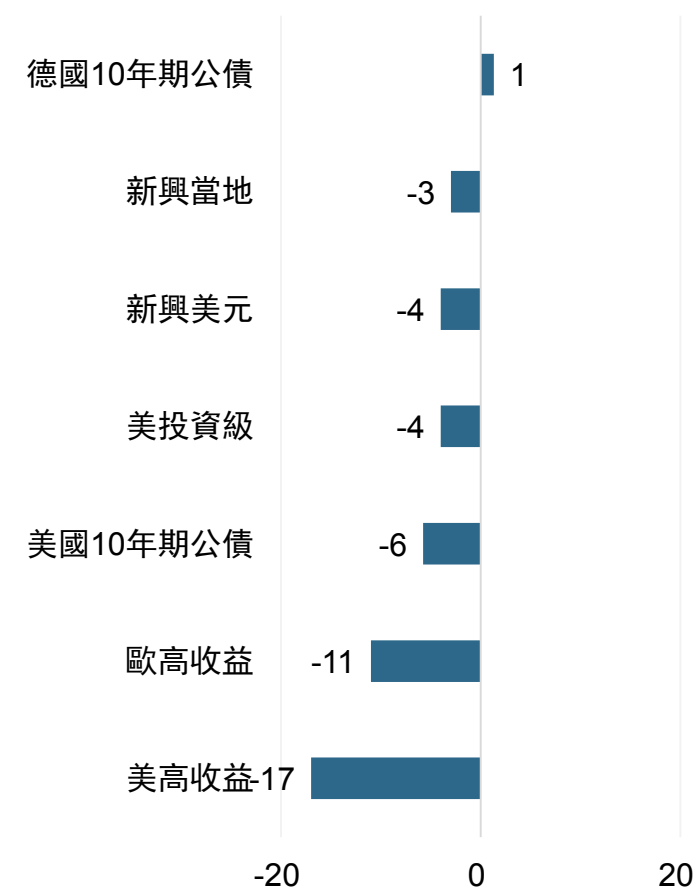
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/4/1~2021/4/8。資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 非農就業優異，公債利率反應平淡

3月非農就業數據優於預期，並創去年8月以來新高，提振美國經濟復甦信心。聯準會堅守寬鬆貨幣立場，葉倫呼籲加稅擴充財政財源，美長債利率反應平淡。

► 新興高息吸金度褪，體質差異現分歧

通膨趨升壓縮實質利率，利差對波動影響降低，不利後續利差交易吸引資金流入。新興市場匯市行情不若去年，宜趁風險氣氛良好時檢視部位，適時撿擇。

► OPEC將逐步增產，穩控油價

面對景氣逐漸復甦，加上美國頁岩油開始復工，4月OPEC+會議表示5月起將開始逐步增產，預期西德州油價2Q將盤整。

股市

美國新一輪基建方案，欲以加稅方式取代發債，加上就業數據亮眼，景氣復甦動能持續增溫。**聯準會寬鬆貨幣政策續行，利率揚升趨勢放緩，經濟基本面提供支撐，股市長線偏多看待。**

債市

三月FOMC紀錄維持寬鬆購債進度，經濟重啟及財政刺激加使，有助景氣成長動能。預期通膨已提早反應，實際就業仍待疫情缺口補足，**年初以來美債利率升幅及殖利率曲線陡化稍鈍，增加高評等債券息收吸引力。企業獲利成長、利差縮窄將有助於信用債表現。**

匯市

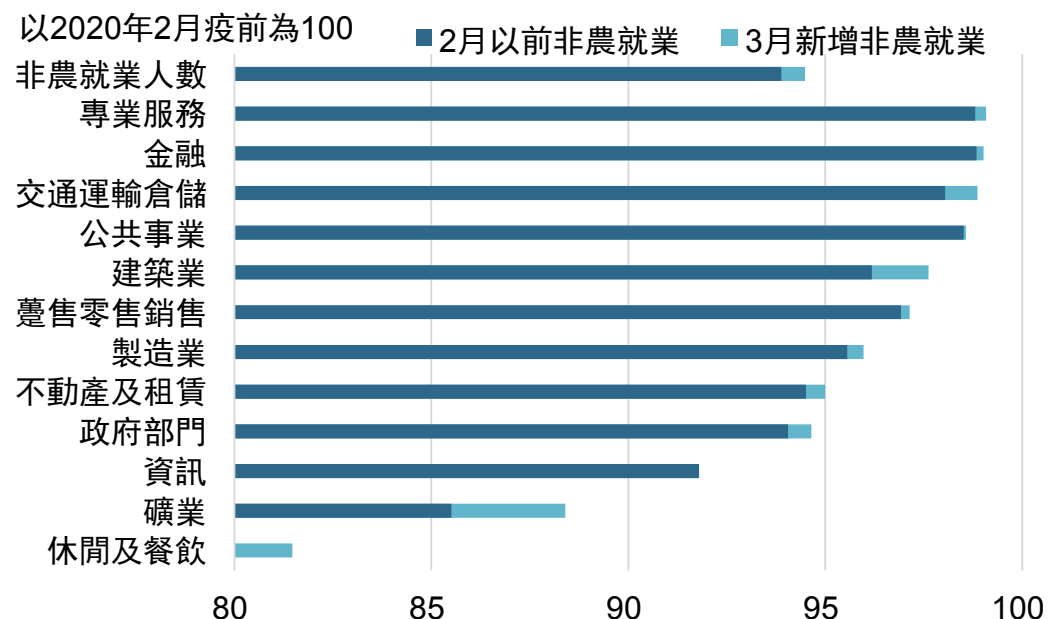
聯準會寬鬆貨幣政策侷限美元強度，然貨幣供給增速放緩，提供美元下方支撐。國際收支的買匯需求升溫，新台幣強度漸鈍。

3月非農就業優於預期，強化經濟復甦

3月非農就業人數大增91萬人，遠優於預期值66萬人，創2020年8月以來新高，失業率下降至6%，提振美國經濟復甦信心。觀察分項，以**疫情和緩，反映解封最明顯的休閒餐飲類增加最多，其次為礦業、建築業**，此三類加總超過3月非農新增人數一半以上，資訊業就業下滑，料後續幾月非農就業仍將以強勁速度回補。

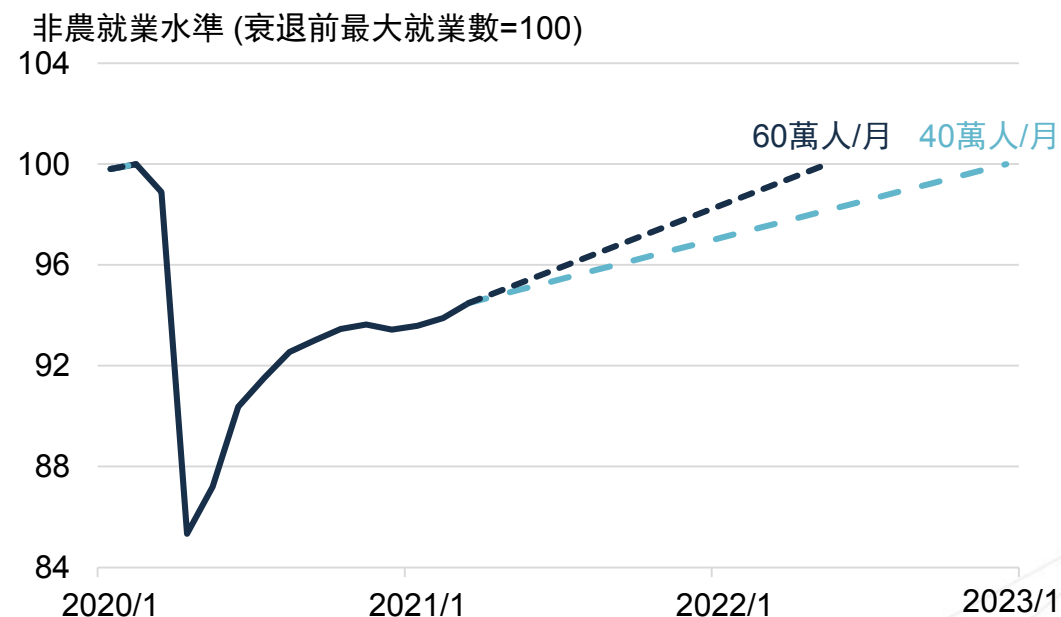
考量服務業在疫苗施打普及和逐漸解封下，休閒餐飲類和公部門仍有大量新增就業可能。若以每月新增40萬人推估，須待2023年1月就業人數能回到疫前水準，若以每月新增60萬人推估，就業人數在明年中旬可回到疫前，**2023年前貨幣政策雖不致轉向緊縮，但明年下半年將高度關注縮表討論。**

非農就業恢復速度加快



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

整體非農就業回到疫前所需時間



資料來源: Bloomberg。

FOMC會議記錄寬鬆以對，通膨預期已多反應，美債利率升幅稍鈍

3月FOMC紀錄維持寬鬆購債進度，經濟重啟及財政政策加持，有助經濟成長。近期聯準會官員說法著重維持鴿派言論，以因應疫情狀況恢復的持續性及穩定性。隨疫情控穩及疫苗發展，低率環境將使消費、就業及企業投資等挹注景氣動能，**預期勞動市場恢復疫情水準前，仍將維持低率。**

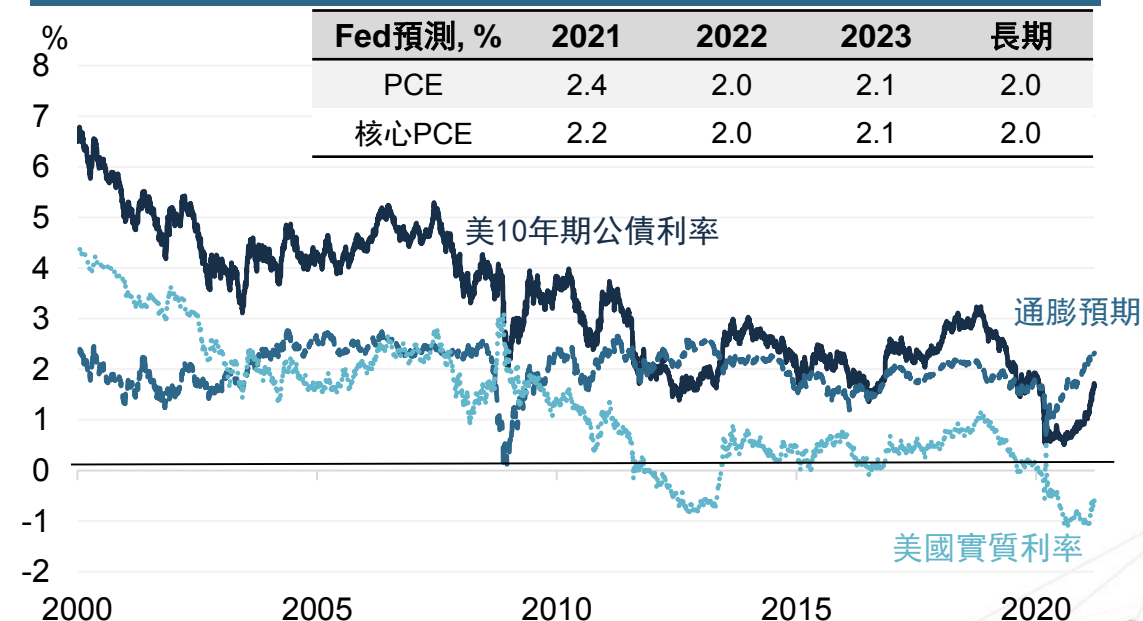
反映去年油價低基期，預估2Q通膨壓力稍升，聯準會保守看待就業市場，維持寬鬆政策，整體實質利率仍低，將使年初以來美債利率升幅及殖利率曲線陡化稍鈍。

近期聯準會官員談話，多傾向維持寬鬆

日期, Fed官員	言論立場
4/7 Robert Kaplan 達拉斯Fed	擔心風險過度失衡，疫情結束將使通膨上揚高過2.5%，GDP成長及失業率下降，將適時結束部分超級寬鬆措施
4/6 Thomas Barkin 里奇蒙Fed	疫苗發展及天氣變暖，超額儲蓄、財政刺激將使得報復性消費增加，春夏之際將因經濟重啟，帶來更多工作機會
4/5 Loretta Mester 克里夫蘭 Fed	3月就業數據優於預期，但重返疫前水準仍需更多職位恢復，聯準會將耐心審慎維持寬鬆政策
4/1 Mary Daly 舊金山Fed	預期今年通膨將暫時性增揚，主要反映2020年疫情重創的低通膨時期回復，2021年整體就業及通膨仍難達標，支持聯準會寬鬆購債政策

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

實質利率仍低，通膨預期多已反應，美債利率和緩偏上



註:通膨預期為美10年損益平衡率，實質利率為10年公債殖利率減通膨預期。

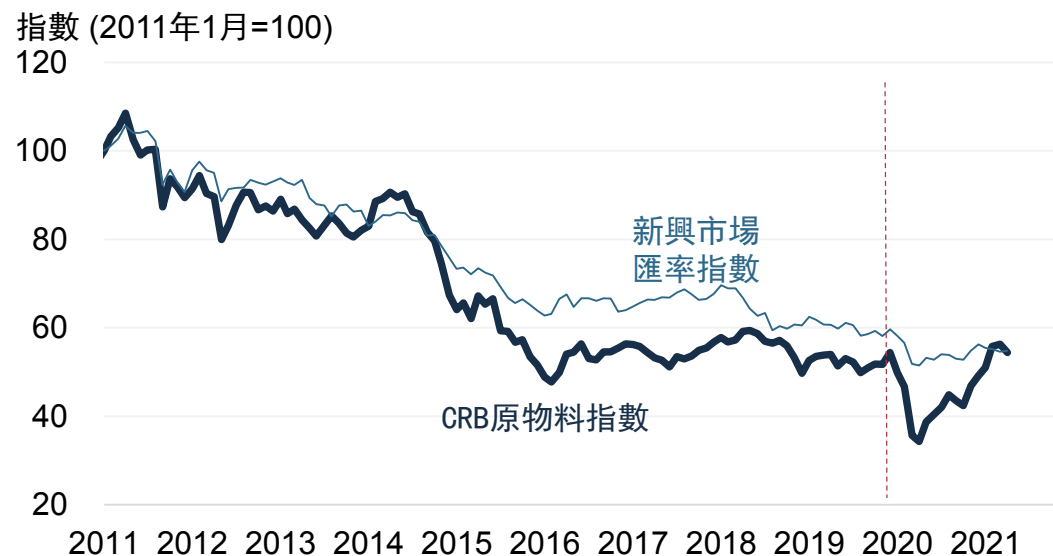
資料來源: Bloomberg。

原物料與利差吸引新興資金效果有所褪色

回顧過往歷史，新興匯市多數時間與原物料指數走勢亦步亦趨，但比對今年與疫情前二者價位，原物料指數已然超越疫情前的水準，而新興匯率指數則仍低於疫情前的價位，此顯示現**原物料行情對新興匯市的拉抬效果已不如以往，這也令新興匯市必須更仰賴高利率以吸引資金。**

然而，去年**新興國家為對抗疫情，普遍大幅降息以對，但在通膨趨升壓縮實質利率下，整體利差對波動已經降到接近2011年來低位，將不利吸引後續利差交易的資金流入。**整體而言，**新興市場匯市的行情已不若去年，仍宜趁風險氣氛良好時檢視部位，適時撿擇。**

新興匯率指數尚未如原物料指數回到疫情前水準



註：JPM新興匯率指數權重為亞洲56.3%、歐洲23.7%、拉美16.8%、中東非洲3.3%，國家上限10%，包含中國10%、墨國9.3%、印度8.1%、俄國6.6%、巴西4.2%，東協22%等。
資料來源：Bloomberg, JPM。

EM實質利率對波動度比已降至低位



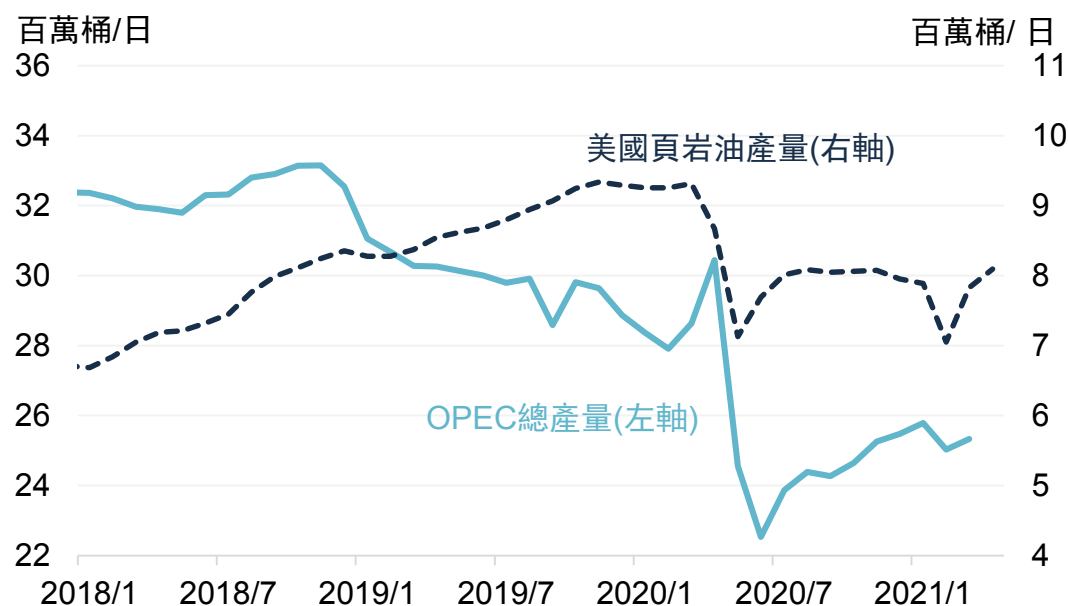
註：實質利率 = LIBOR - CPI年比，波動度取過往12個月年化標準差。國家包括韓、泰、馬、雙印、巴、墨、南非、俄等9國，取9國實質利率平均數及波動度均值。
資料來源：Bloomberg, JPM。

OPEC+逐步增產, 穩控油價

3月OPEC較2月每月增產約30萬桶, 以伊朗、利比亞、安哥拉為主要增產國, 沙國3月每日仍減產6萬桶。然面對美國頁岩油開始復工, 加上景氣逐漸復甦, 4月OPEC+會議表示5月起將增產35萬桶、6月也增產35萬桶、7月增產44萬桶, 沙烏地阿拉伯以漸減方式撤回1月開始自願實施的每日減產100萬桶目標。

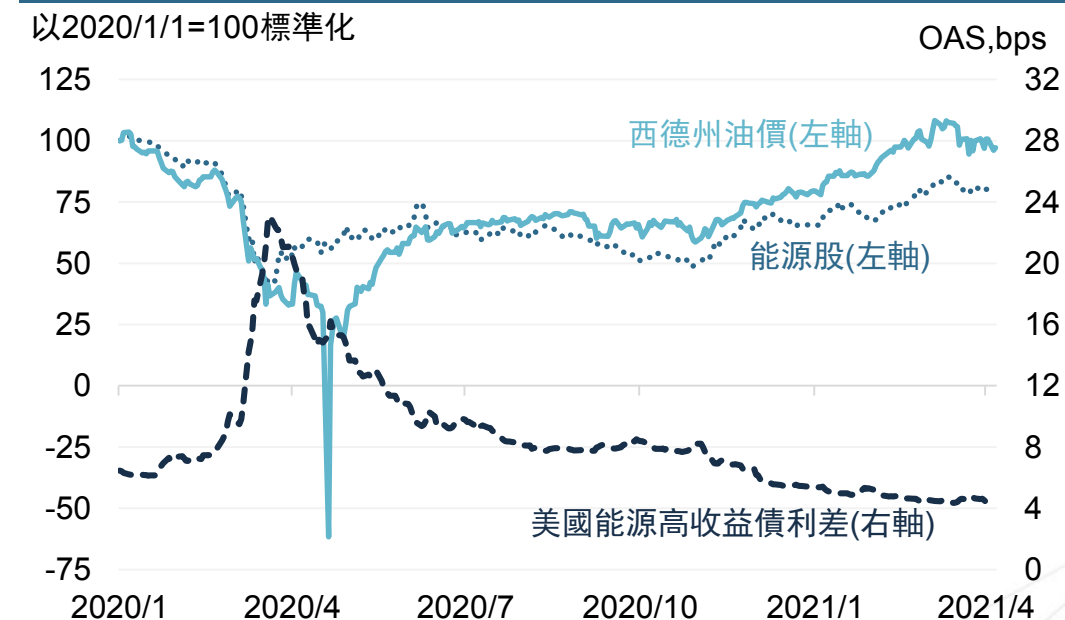
預估OPEC+緩步增產控油的情況下, 西德州油價2Q將盤整。油價持穩仍有利能源股企業獲利和現金流穩定, 觀察美能源高收益債利差持續收窄, 只要油價不大幅波動下跌, 能源債可續抱, 2Q反映通膨題材能源股高檔有撐。

OPEC+緩步增產控油價



資料來源: Bloomberg。

油價持穩, 能源股、債仍可續抱



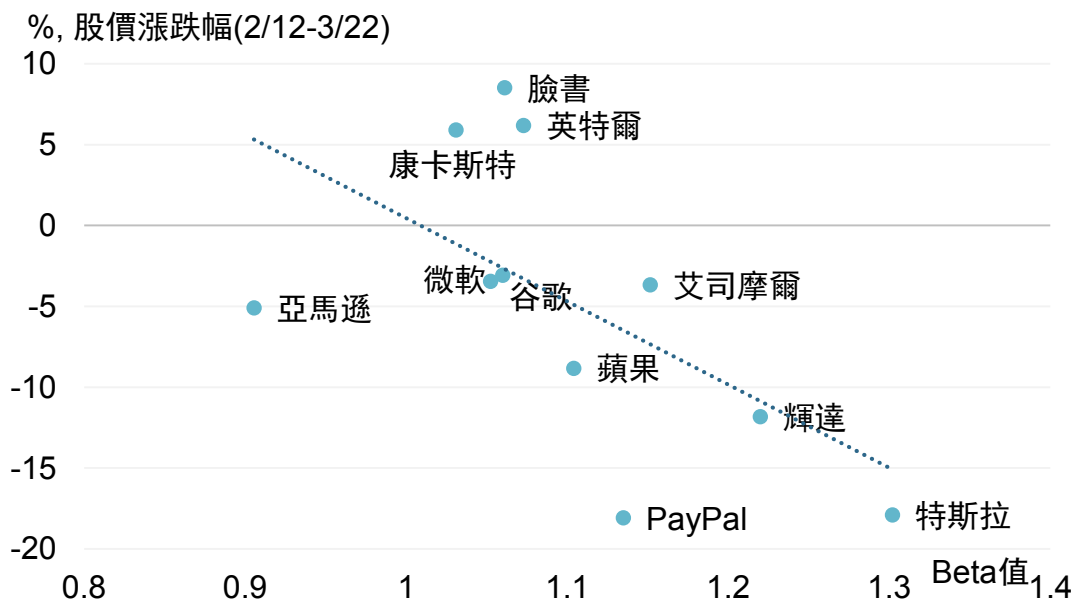
資料來源: Bloomberg。

評價過高使科技修正, 基本面支持長期偏多

科技股面臨修正, 除美債利率揚升, 造成股息率低於10年期公債利率, 市場再平衡調整外, 另外之前受疫情影響, 遠端科技、電動車等類股, **評價過高、乖離率過大, 股價漲多的特斯拉、輝達等, 漲幅越高者, 獲利了結賣壓使修正幅度越大。**

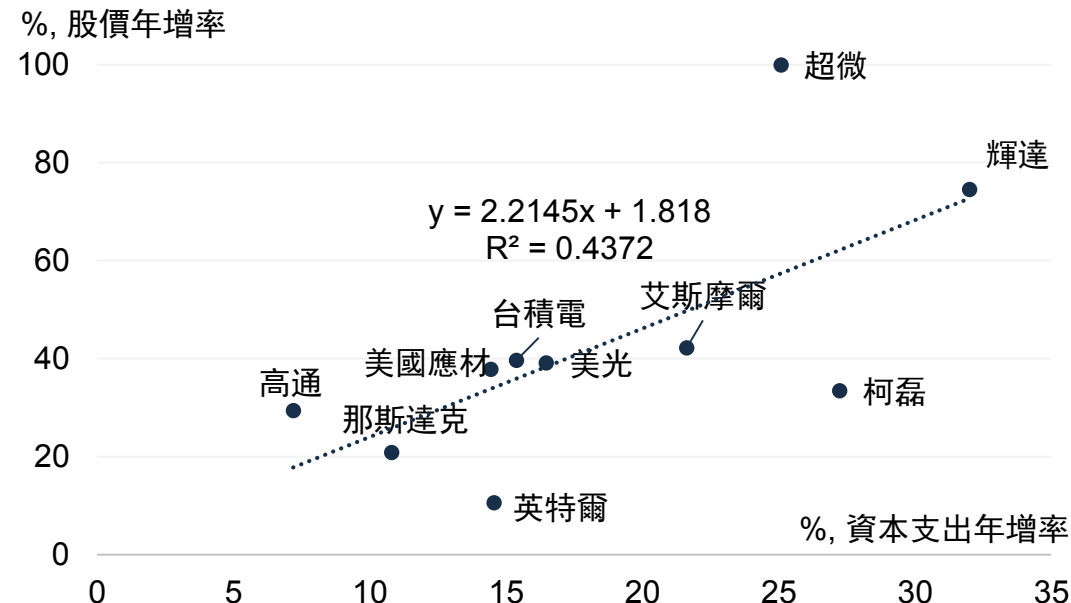
研判近期市場擾動, 無妨礙科技業長期發展趨勢, 半導體仍為市場焦點。5G、電動車用晶片, 及新興市場半導體自主化, 仍為今年需求主流, **觀察過去股價表現和資本支出呈正相關, 如台積電將在未來3年投入1000億美元擴增產能, 顯示企業看好需求前景。科技類股基本面佳, 現修正評價漸趨合理, 可分批漸布。**

Beta加大股市修正壓力



註: Beta值為過去1年期間, 個別股票對那斯達克指數的市場風險。
資料來源: Bloomberg。

資本支出為長期支撐股價立基



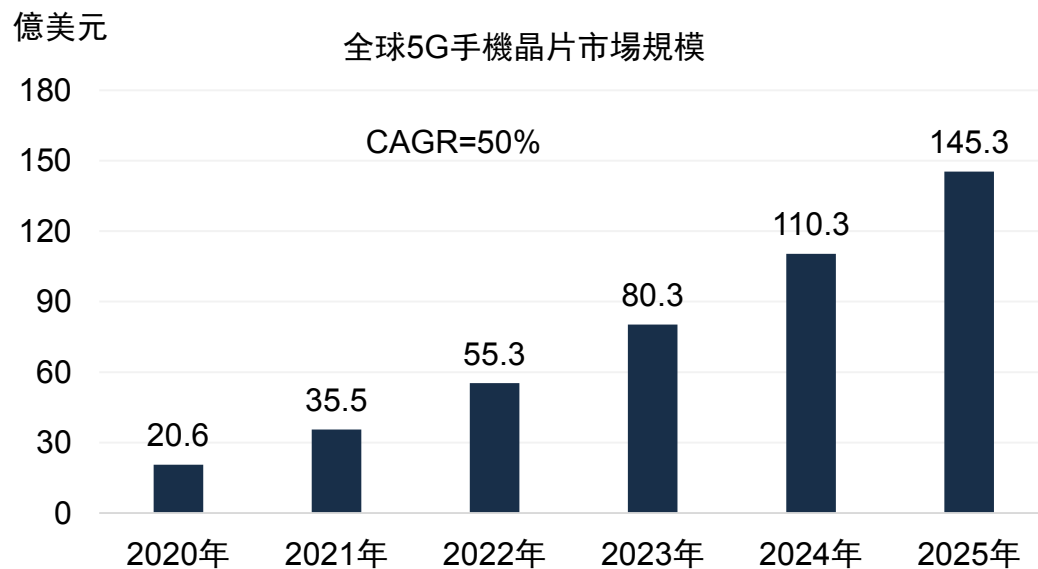
註: 資本支出與股價為過去5年複合年增率。
資料來源: Bloomberg。

科技 5G加速普及, 驅動半導體需求持續增長

台積電表示, 為了因應5G及AI的需求, 加上疫情導致的數位化需求, 台積電將在未來3年投入1000億美元擴增產能, 意味台積電正在進入一個成長幅度更高的期間。

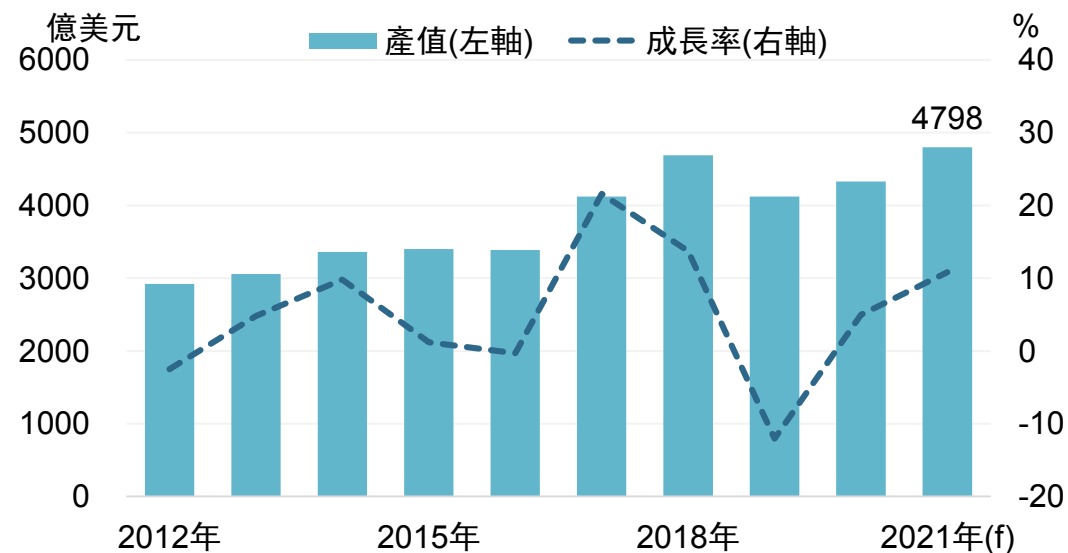
根據統計, **5G手機晶片的需求, 在未來5年複合成長率將高達50%, 加上AI、電動車等需求增長, 2021年半導體產值高達4798億美元, 年增率達10%。**整體而言, 隨新技術的普及, 科技類股仍有續揚空間。

5G普及率將快速成長



資料來源: Digital Times, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

半導體產值將創新高



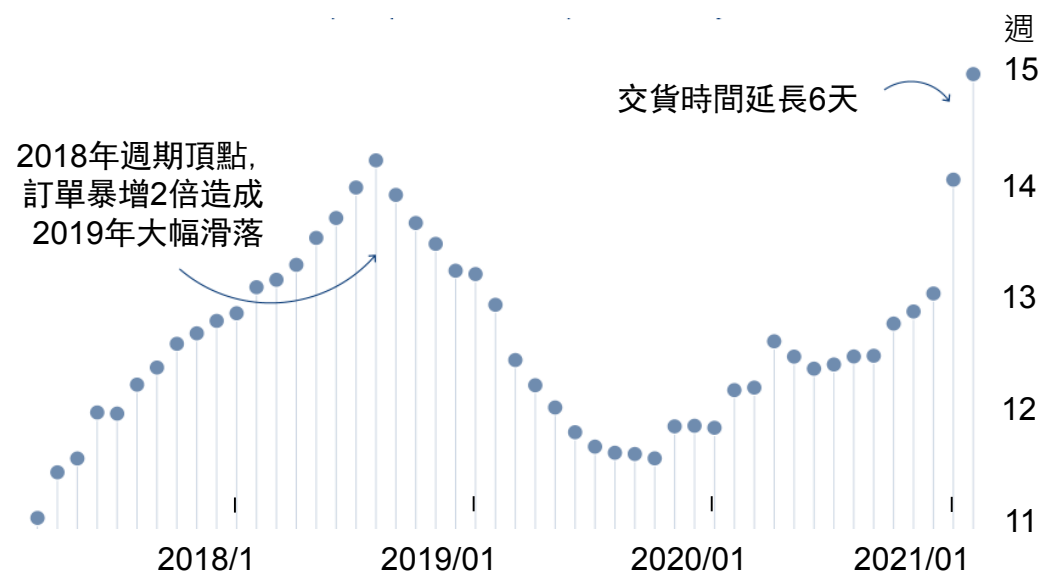
資料來源: MIC, WSTS。

科技 全球晶片荒, 復甦行情帶動中芯漲價

5G手機的崛起、驟然回溫的新能源汽車市場、與疫情宅經濟帶動的家電需求造成近一年來晶片的供應吃緊。加上日本接連遭受地震、火災以及美國多地停電潮的影響, 使**近期的全球晶片產業更是雪上加霜。2月晶片訂單從下訂到交貨時間已延長至15周, 創歷年來新高。**

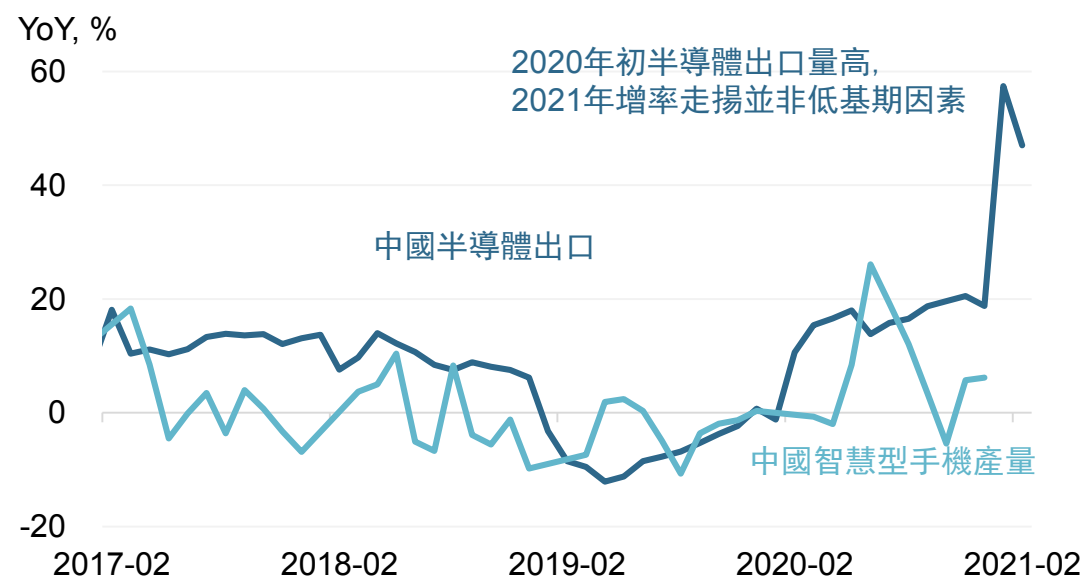
消費電子產品等終端需求旺盛, 採用8吋晶圓廠為生產的電源管理IC、影像感測器、指紋辨識晶片和顯示驅動IC等產品的供應吃緊。以成熟製程為生產主力的中芯, 其產能利用率已高達96%, 宣布4月起全面調漲代工價。全球各大晶圓廠投入大筆資本支出擴產, 新建廠房釋出產能仍需時間。**雖市場傳出重複下單疑慮, 預期在5G與新能源車浪潮下, 對於半導體行業今年表現仍正向看待。**

全球晶片產能吃緊, 2月份晶片交貨時間創新高



資料來源: SFG Research。

半導體需求強勁促晶圓廠紛紛漲價



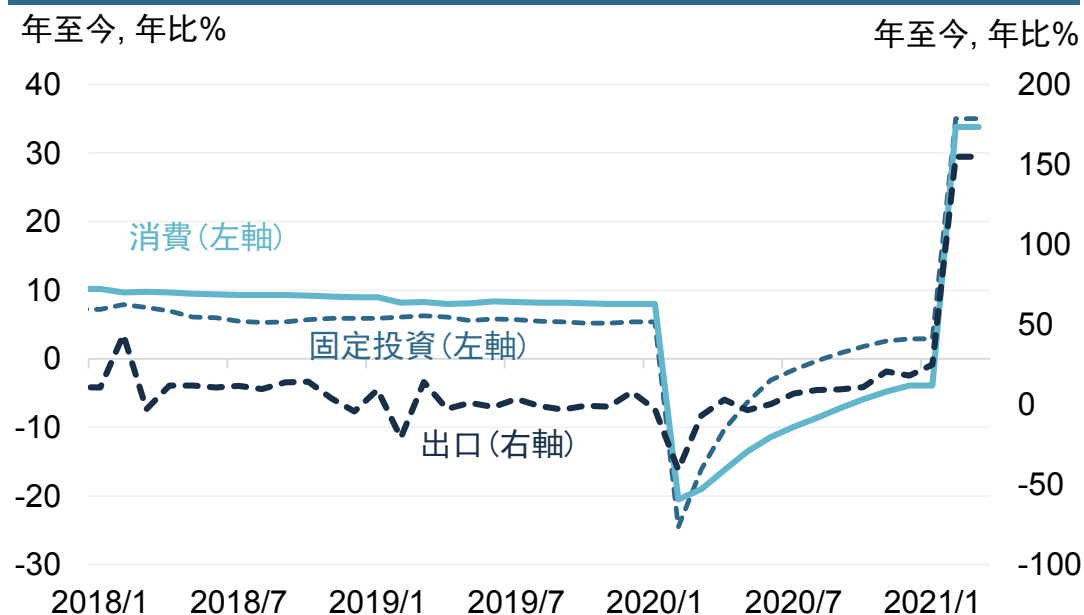
資料來源: Wind。

中國 經濟基本面穩定復甦

今年以來中國經濟數據延續向好趨勢，1到3月消費、投資、出口等主要指標，皆呈現逾30%的強勁增長。消費和投資的推動下，加上出口有上行潛力，**IMF也上調中國今年經濟成長至8.4%**。商品零售明顯恢復，民生必需品及通訊器材等零售額，近兩年平均增速超過10%，在汽車消費政策帶動下，汽車消費需求續增，近兩年平均增速為5.8%。

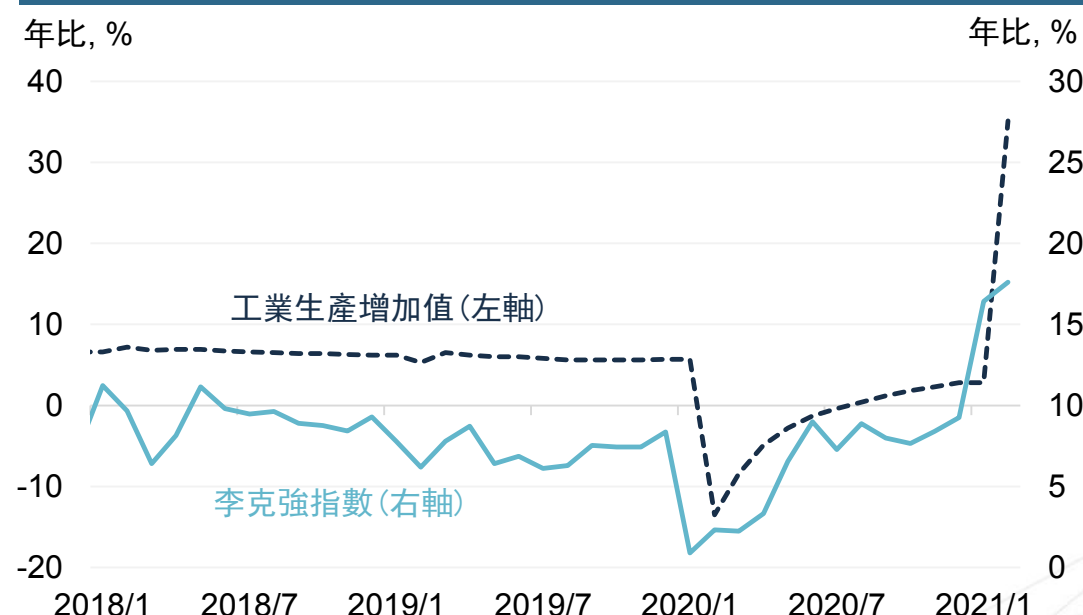
隨海外復甦，中國出口也拉動部分的製造業投資以及工業生產，工業表現穩中有升，顯示生產端動能持續釋放。**近期雖中美角力升溫，加上政策擾動使股市偏弱，但經濟回暖形式明確，基本面無須太過擔憂。**

中國三駕馬車持續創高



資料來源: Bloomberg。

工業增加值和李克強指數穩定上揚

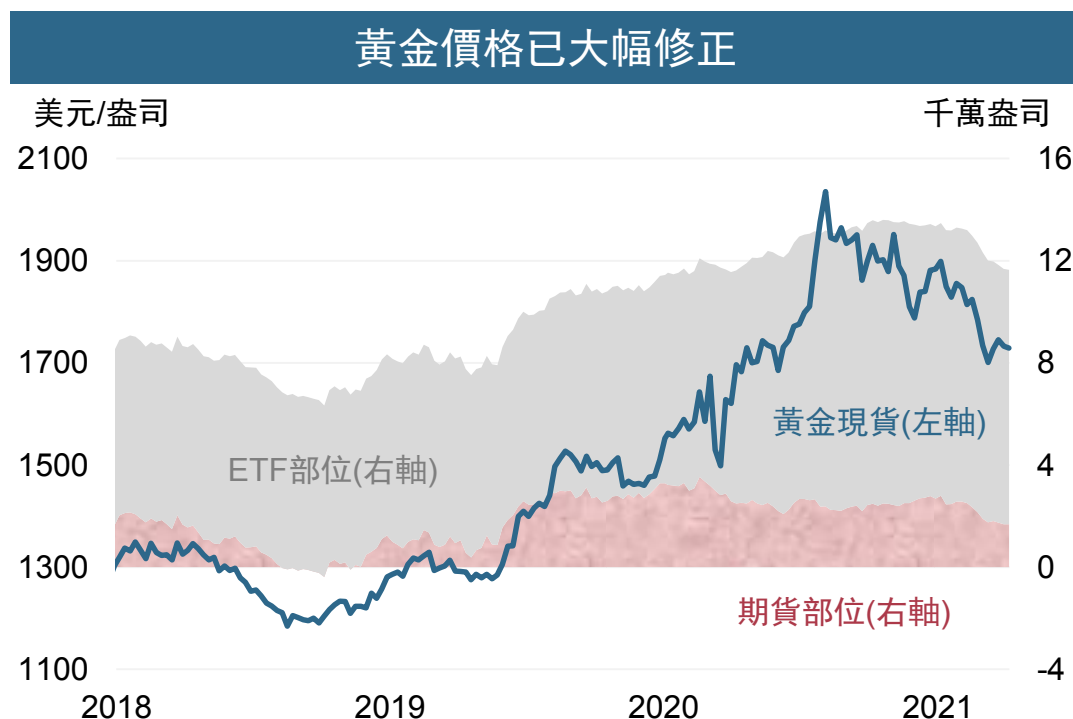


資料來源: Bloomberg。

黃金 再大跌空間有限

黃金從去年高點修正幅度約15%，和ETF及期貨部位加總的高點下滑幅度14%相當。總計今年從2月至3月底投資部位(期貨加ETF)，因反應利率揚升和避險需求下降，大幅流失共1658萬盎司黃金，但**截至4月6日當週已縮減至流失40萬盎司，出現明顯和緩，金價大幅賣壓可望偏緩。**

近期對金價不利的消息，包括公債殖利率上漲、股價指數創新高，及經濟前景改善等，似有利空鈍化情況。研判關鍵影響因子**美債殖利率，短期再上彈空間有限，預期金價底部有撐。**



資料來源: Bloomberg。

黃金現貨預估價格					
黃金現貨 預估價格	美元指數				
		90	93	95	98
	1	1907	1862	1832	1787
	1.3	1828	1783	1753	1708
美10年期 公債利率	1.5	1775	1730	1700	1655
	1.7	1722	1677	1647	1602
	1.9	1670	1624	1594	1549

註: 回歸以黃金=3324.3-15美元-264美10年期公債+200, R2=0.82。時間:2010/1/1-2021/3/30,

日資料。
資料來源: Bloomberg。

April 2021

12 Monday	13 Tuesday	14 Wednesday	15 Thursday	16 Friday
中國社會融資 中國貨幣供給 歐元區零售銷售	美國CPI 中國進出口 歐元區ZEW調查	美國進出口物價 歐元區工業生產	美國工業生產 美國零售銷售 美國企業存貨	歐元區CPI 中國Q1 GDP 中國零售銷售 中國工業生產 美國房屋數據 美國消費信心

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