



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年2月26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。

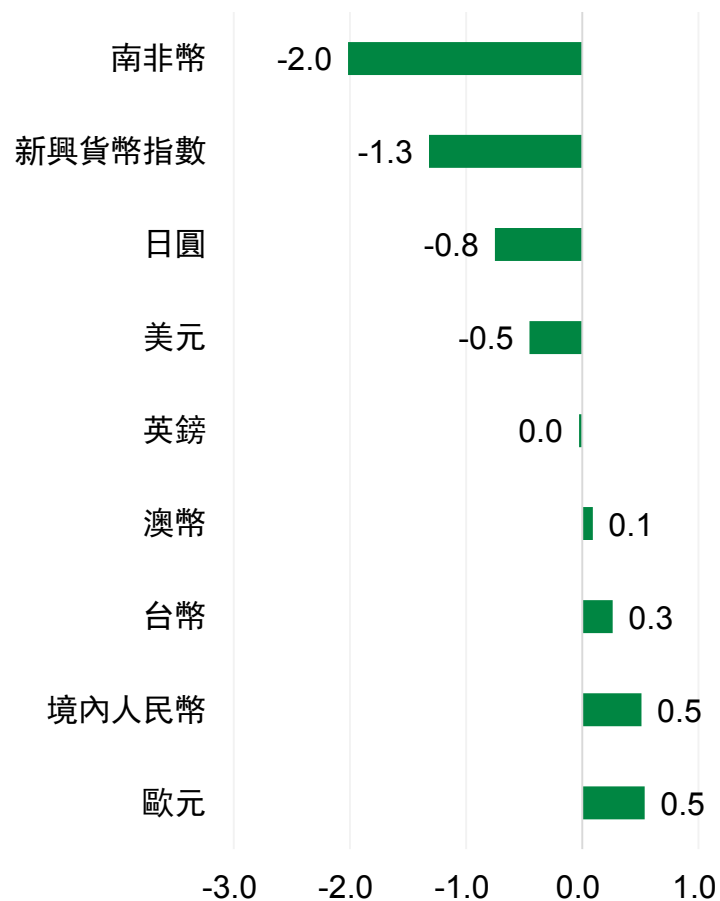


一週市場變化

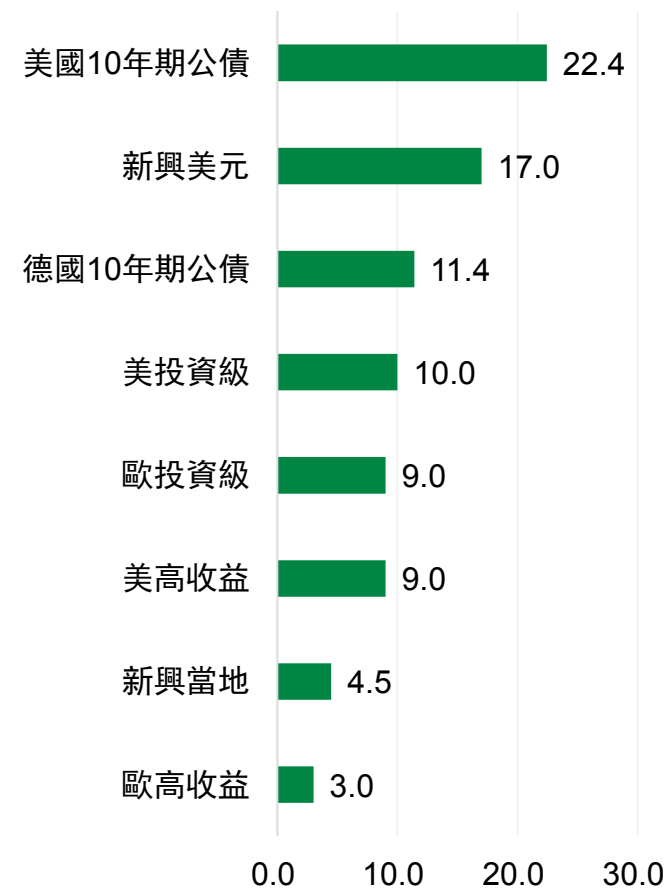
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/2/18~2021/2/25。

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

“

“疫”飛沖天，長債利率直上1.5%

通膨預期帶動美長債利率彈升，聯準會寬鬆立場使短率仍低、殖利率曲線則愈陡。債券利率揚升將使投資人思考Rebalance股債配置，市場波動度增加。

Reopen漸明朗，有利風險性資產表現

隨疫苗開始施打、接種人數增加，英國也計畫逐月開始解封。景氣復甦帶動企業獲利提升，有助風險性資產長期表現。

經濟復甦更穩，帶動景氣循環股輪漲

觀察過去，通膨預期升溫與利率上揚階段，有利金融、能源、原物料、工業等景氣循環股表現，近期類股輪動明顯。

”

股市

疫苗接種人數增加，Reopen帶動景氣復甦態勢。基期效果、油價上漲與供應鏈短缺帶動通膨預期升溫，利率揚升致類股輪動，短期有利景氣循環、非美與新興股表現。

債市

通膨預期上揚反應去年基期偏低，疫後需求拉動、油價上揚，隨景氣復甦愈穩，殖利率曲線偏陡，原物料復甦與尋息活動支持，高收債、新興債具利差優勢。

匯市

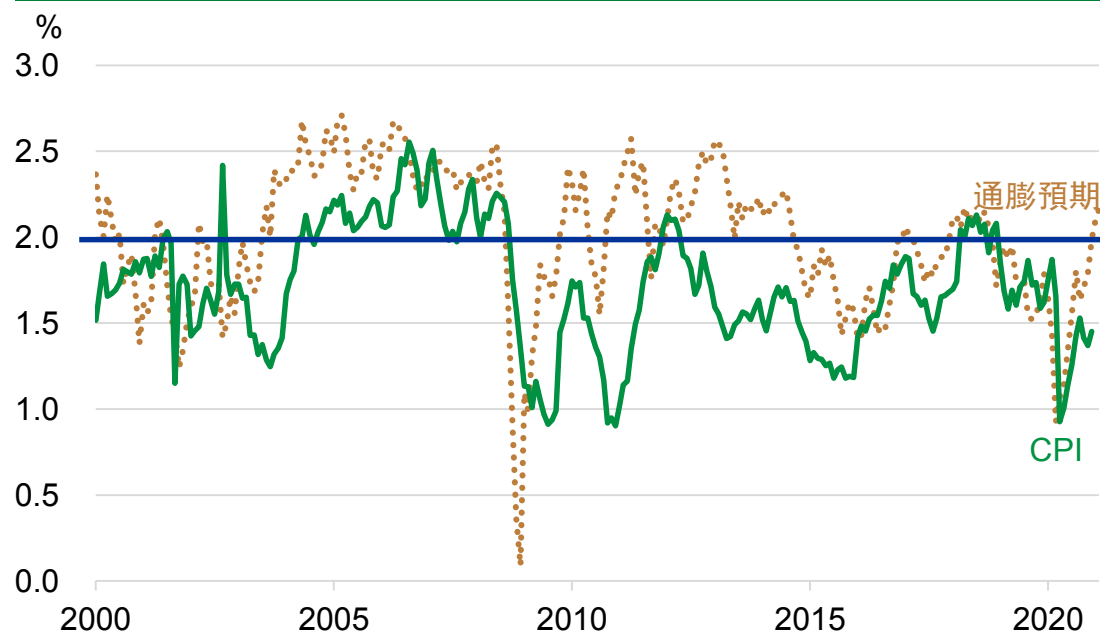
英國逐步解封計畫，推升英鎊續強；義德利差縮窄，提振歐元，美元指數盤整。台幣維持強勢反映順差、利差及出口換匯需求，央行穩匯動作增加美方點名操控風險。

“疫”飛沖天，美債利率直上1.5%

隨疫苗推展進度，各國陸續走出疫情壓力，Reopen經濟持續復甦，各國積極推動紓困方案，美國1.9兆美元刺激方案可望於三月份通過，企業補庫存及油價走揚拉動通膨預期升溫，帶動美長債利率突破1.5%。Powell國會聽證不認為通膨將過熱，就算短期過熱跡象，Fed也有工具因應，**疫苗及財政刺激進度將使今年景氣展望有所改善**，疫苗接種漸進有助經濟活動加速恢復正常。**利率政策方面，重申經濟前景高度不確定性，預期景氣復甦前不會升息**。聯準會耐心護持景氣復甦的寬鬆立場，**強調關注就業與通膨目標**，有助提供市場流動性。

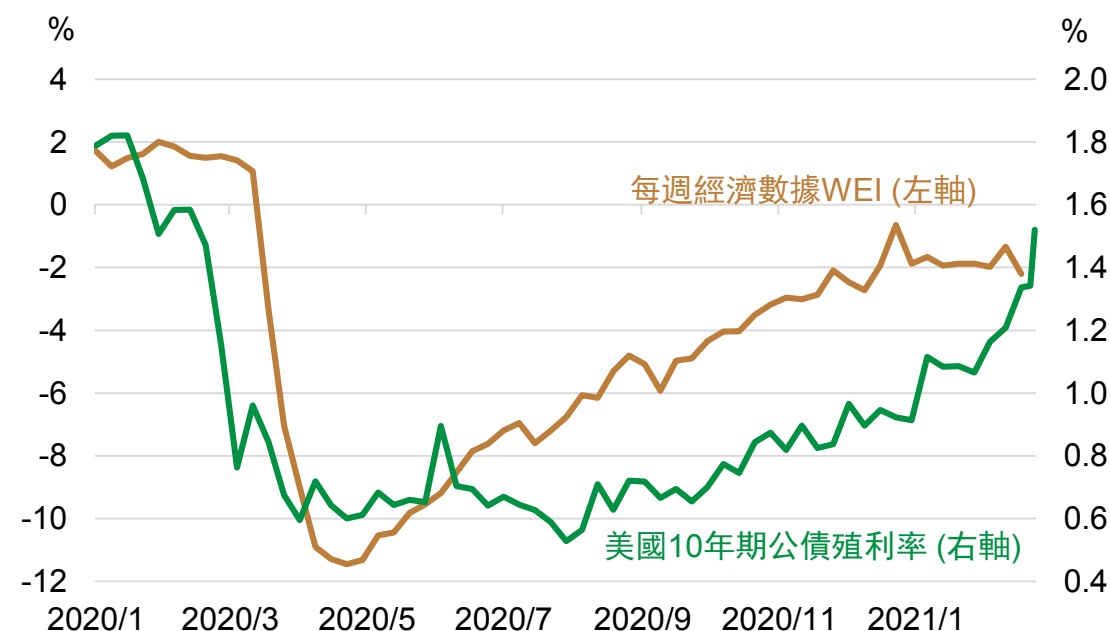
通膨預期提前反應景氣復甦動能良好，由於去年基期偏低，疫後需求拉動、油價上揚，隨景氣復甦愈穩，預期美公債利率將漸回復疫情前水準區間，殖利率曲線偏陡，持續反映復甦預期。

疫苗及財政刺激使景氣改善，通膨預期熱度升高



資料來源: Bloomberg。

Reopen復甦持續，帶動美長債利率突破1.5%



註: NY Fed Weekly Economic Index含零售、就業、消費信心、鋼鐵電力及石油銷售等，週資料更新至2021/2/19。資料來源: Bloomberg。

長債利率上升, 股市短期波動增

經濟復甦預期、油價與供應鏈短缺效果, 通膨預期帶動美長債利率彈升, 然而利率偏高除了增加資金成本外, 也降低股票的相對吸引力。自去年2月爆發肺炎疫情以來, 隨長債利率快速揚升, 美國10年期公債利率近日盤中一度達1.6%, 首度超過標普指數的股息率1.5%。

債券利率揚升將使投資人思考Rebalance股債配置, 使漲多評價偏高的科技股, 獲利調節壓力增加, 股市波動度上升。衡量股市波動度的VIX恐慌指數近期震盪加大, 長債利率上揚使公債出現資本利損, 債券波動度明顯上升。

美股股息率與美10年期公債利率走勢趨近



資料來源: Bloomberg。

近期股債波動度明顯上升



資料來源: Bloomberg。

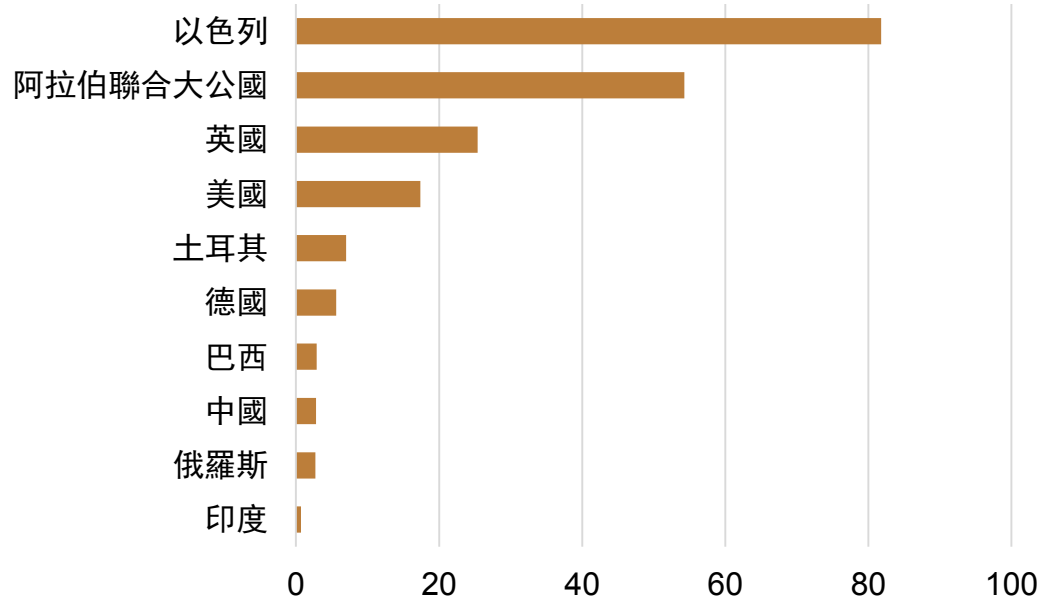
Reopen漸趨明朗，產業活動可望加速回升

隨疫苗開始生產配送，主要國家民眾接種人數漸增。**英國疫苗接種**計畫啟動以來，已有1770萬人施打了第一劑疫苗，超過總人口的1/4。**以人均接種數而言，僅次於以色列和阿拉伯聯合大公國，高於其餘主要國家。**英國之前出現高度傳染力的變種病毒，並在今年1月被迫全面封城、採嚴格隔離措施。隨疫苗接種漸普及，**英國政府希望能在6月底前全面解封，也成為全球經濟重回疫前常態的關注焦點。**

英國首相強森表示，解封規劃分成四個階段，由數據決定。每個解封階段至少要有五週間隔，以評估階段中肺炎感染率和住院人數變化，推行日期可能變動。**預期四個階段，將在今年3月到6月逐月放寬限制，6月底前或可全面解封。景氣復甦與經濟活動預期，激勵英鎊創近3年新高。**

各國疫苗接種狀況

各國家中每百人接種數量



註：接種總數指接種疫苗的總株數，並不一定等同接種人數。

資料來源：OWID, BBC。

英國預期開始解封計劃細則

	時間	內容細則
第一階段	3/8	開放全部學校，允許進行課後戶外運動和活動。容許兩人在室外公共場所休閒娛樂。
	3/29	允許兩個家庭混合或最多六人在戶外聚會。開放網球或籃球場等戶外運動設施，成人和兒童運動都將恢復。中學生考試開始舉行，但在教室和走廊內需配戴口罩。
第二階段	4/12	重新開放部分營業場所，包含： 1. 開放非生活必需品的零售商店和圖書館等公共場所。 2. 開放戶外空間，如動物園、主題公園和室內休閒設施。 3. 開放如游泳池、健身房和露營地。 4. 解除晚上宵禁，可以在外用餐與飲酒。 5. 境內開放旅遊(同一住戶可過夜)，葬禮最多30人，婚禮15人。
第三階段	5/17	取消戶外聚會6人限制，並放寬至30人。電影院、博物館、旅館、表演和體育競賽開放。
第四階段	6/21	政府取消所有關於社交距離及接觸的限制，開放最後一批商業活動空間，例如夜店等。取消對婚禮和葬禮的人數限制。

資料來源：BBC，國泰世華銀行投資研究團隊整理。

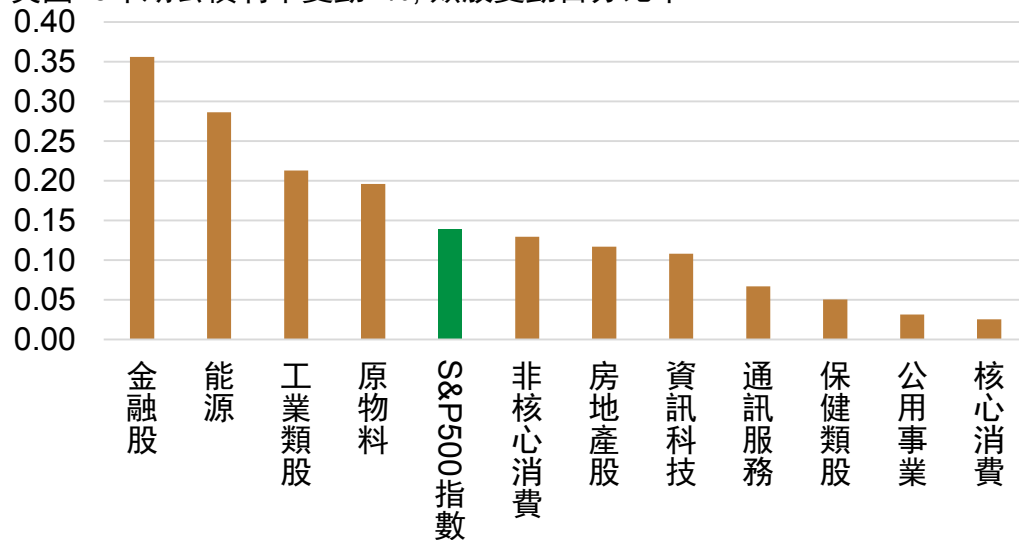
類股輪動現象，景氣循環股夯

受惠疫苗開打和拜登財政刺激計畫，市場預期美國通膨升溫。美長債利率上揚，殖利率曲線轉趨陡峭，從產業來看，利率上升對於金融業放貸收入有利，在利率向上階段，金融股表現通常優於大盤。觀察過去，利率上彈將提高資金成本，使長期持有股票折現率增加，此階段金融、能源、工業和原物料等表現較佳。

在經濟擴張時期，全球消費需求增加，帶動製造商增加生產，拉貨與補庫存需求，推升能源和其他商品原物料需求，能源及工業類股相對受益。今年以來，經濟復甦與利率揚升，疊加去年基期偏低效果，使景氣循環股表現優異，成為近期市場關注焦點。

美國10年期公債利率上彈，對不同類股影響

美國10年期公債利率變動1%，類股變動百分比率

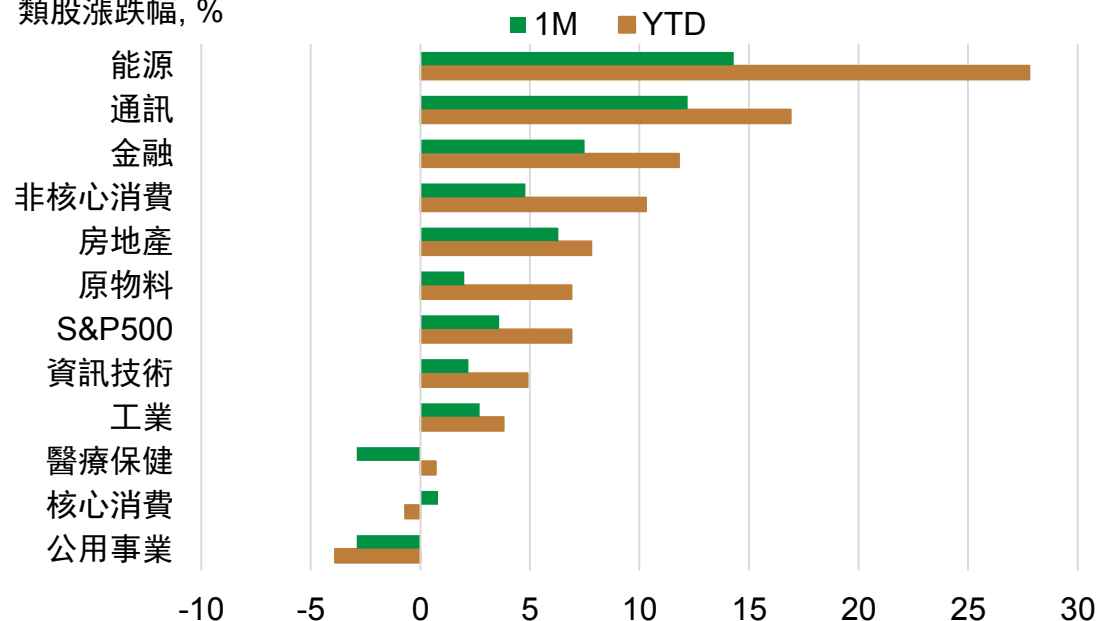


註：時間取2008/11/28至2009/12/31、2016/7/29至2018/10/31、2020/3/31至2021/2/17三個利率揚升階段，S&P500指數變動度平均。

資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投資研究團隊整理。

今年類股表現，金融、能源、原物料領先

類股漲跌幅，%



資料來源：Bloomberg。

高收債

長率彈升反應景氣復甦預期，油價偏升助高收債利差縮窄

近期長率彈升，反映企業補庫存、景氣回溫的通膨預期上揚，基期因素及解封題材使上半年出現暫時性通膨過熱，殖利率曲線偏陡，持續反映復甦預期，聯準會表明未來著重就業勝於通膨，2023年前升息機率極低，長短利差實則反映景氣復甦預期，資金緊俏程度仍穩。

企業補庫存、經濟持續改善，同時全球貨幣政策維持寬鬆，景氣復甦搭配資金行情，尋息效應持續，有助於債券利差收窄。高收債及新興債的利差水準相較過去歷史低點仍有空間，市場流動性充足、風險偏好提升，又與股市連動性高，都將造成其價格推升機會。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。

長短利差反映景氣復甦預期，利差收窄有助於債券表現



資料來源: Bloomberg。

油價偏升，有助於高收債及能源債利差縮窄



資料來源: Bloomberg。

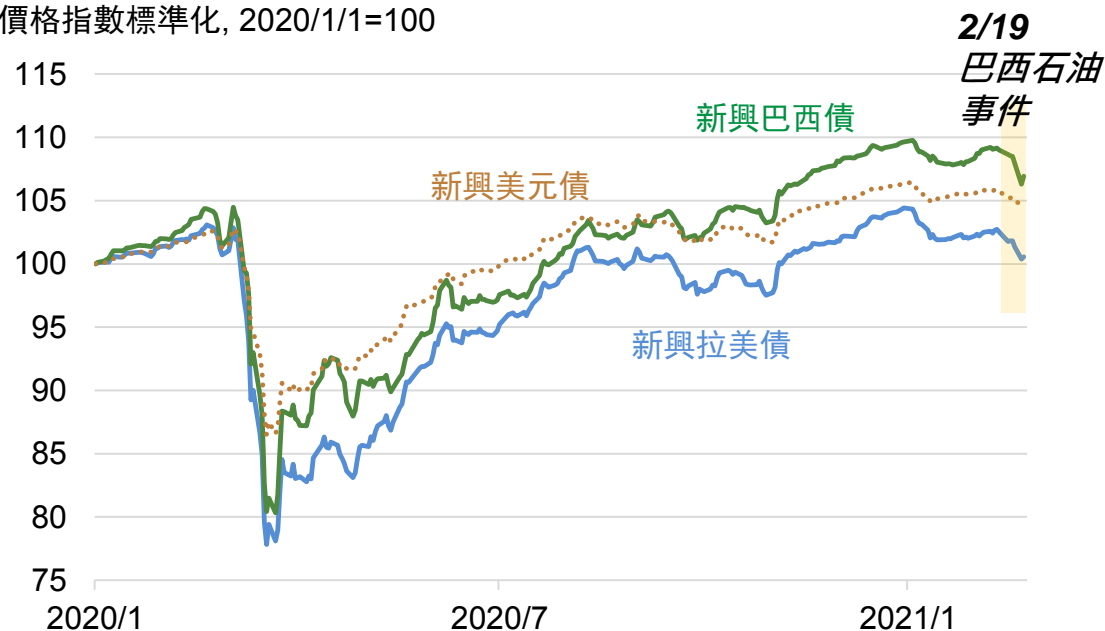
新興債 巴西石油事件凸顯政治風險，原物料行情持續加持新興債表現

巴西石油執行長遭無預警撤換，市場擔心政府過度干預油價政策，影響獲利及財務穩定性，Petrobras債券亦顯波動，CDS上揚17%至214bps，債務評等BB-，彭博估1年違約機率1.93%。評估巴西石油為單一事件風險可控，財務債信相較同業平穩，但須留意**巴西當地油價、物價高漲牽動的民生消費壓力升高，政府可能強勢牽制油價，補貼政策將使巴西財政惡化**。新興債指數跌0.7%反應不大，巴西債及新興拉美債指數跌2%、1.4%。

整體**新興債受惠於全球景氣復甦，利差相對價值為投資優勢**，留意原物料及油價漲高，新興國家通膨上揚，加大地緣政治不確定性及公衛防疫能力是未來可能擾動，**宜以美元債為主，控管個別國家風險**。新興市場各擁題材，全球復甦動能拉動新興拉美的原物料需求、新興歐洲的原油出口增加，新興亞洲貿易量也見回升，有助於新興債利差縮窄。

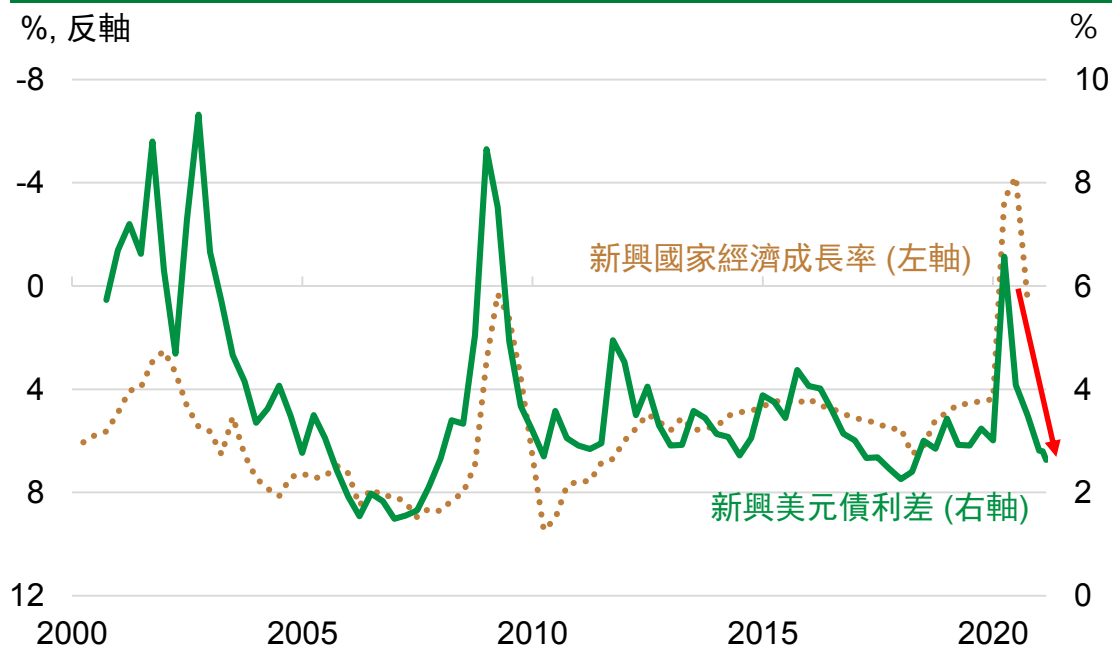
Petrobras 單一事件風險，新興債指數整體反應不大

價格指數標準化, 2020/1/1=100



資料來源: Bloomberg。

新興國家經濟成長動能有助於利差收窄



註: 新興國家經濟成長率為季比年增率, 新興美元債利差更新至2021/2/25資料。

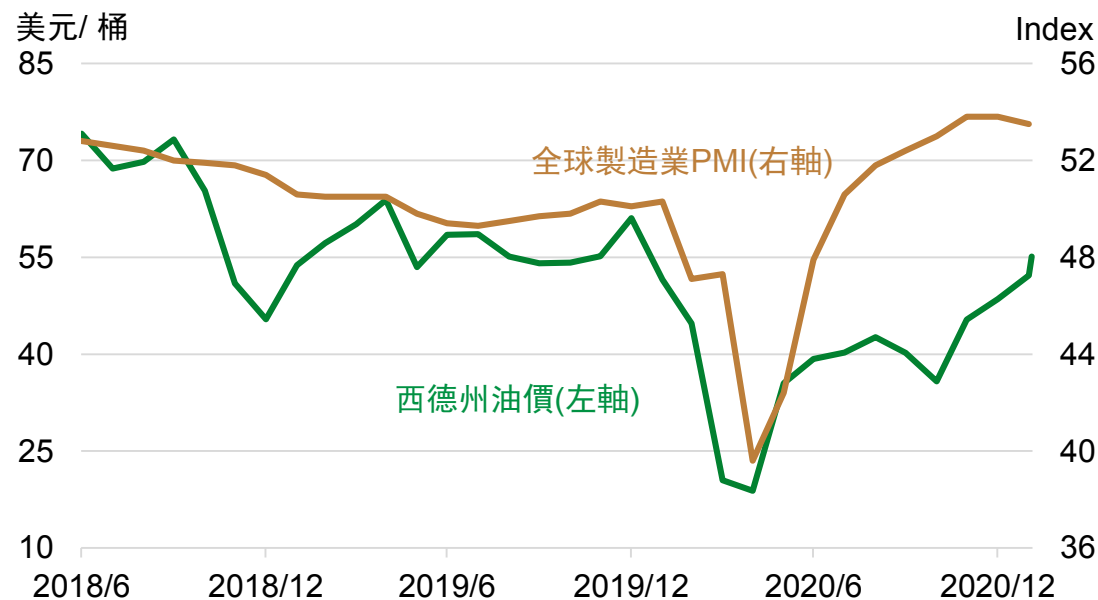
資料來源: Bloomberg。

商品 需求火熱，支撐油、礦價續強

全球經濟與景氣重回正軌可期，加上美國財政部長Yellen呼籲全球擴大財政刺激，激勵商品原物料價格攀升。此外，美國德州大雪使煉油廠關閉，原油供給中斷，取暖需求推升近期油價上漲，西德州油價突破每桶60美元關卡。預期全球用油需求，隨景氣復甦仍強，美國原油庫存下滑及**OPEC不致過快大幅增產，近期油價仍將偏強表現。**

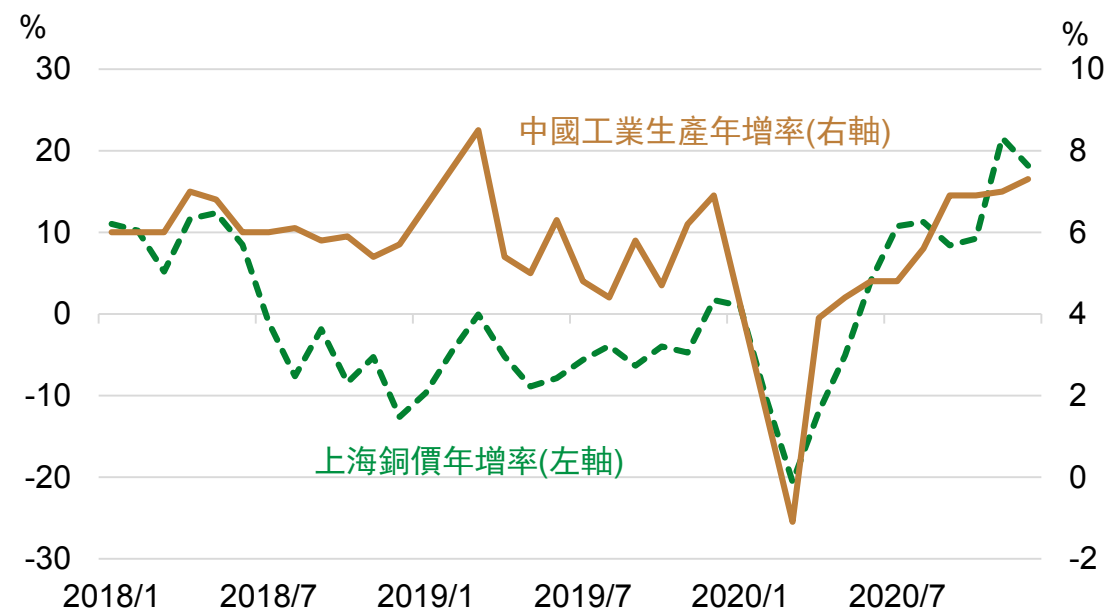
新興市場如中國、印度和東南亞，基礎建設、工業需求穩定。**中國政策持續以節能減排為目標，壓縮中國鋼鐵產量，但國內與全球需求強勁，使年後鐵礦砂價格續創歷史新高，銅價大漲接近歷史高點，錫價也因主要供給國緬甸政變罷工供給短缺，景氣復甦需求與短期供需不平衡現象，支持基本金屬價格續漲。**

全球景氣回溫帶動用油需求上升



資料來源: Bloomberg。

中國工業需求對金屬價格有撐



資料來源: Bloomberg。

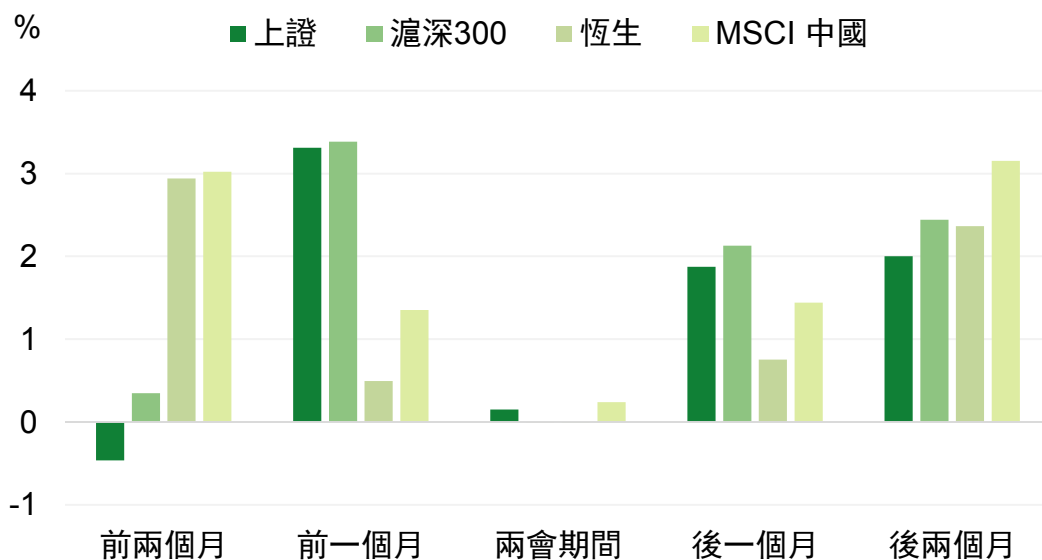
中國

兩會臨近，逢低佈局兩會重要議題領域

中國人大、政協會議將於3月4日、5日召開，市場關注兩會對中國經濟展望規劃。兩會預計將詳述更多十四五計畫細節，**預期可佈局內循環與科技為主題的板塊，如消費、新基建、新能源、信息技術等**。從地方兩會發布的2021年《政府工作報告》觀察，各地政府將著重部署科技創新、打造數字經濟。

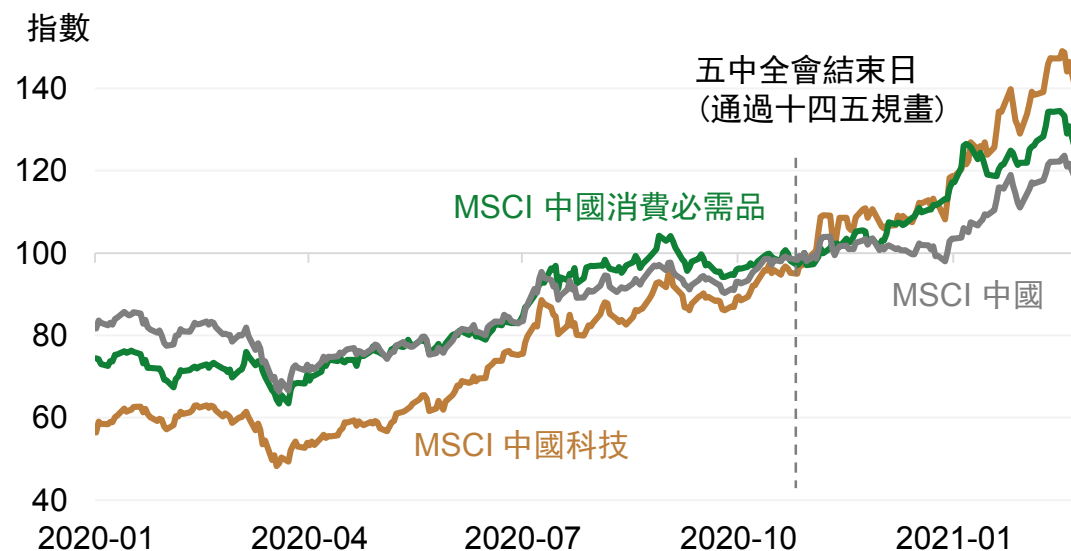
今年為中國十四五規劃的開局之年，市場普遍對政策利多預期較強，加上**兩會前貨幣與財政政策轉向機率不大，股市動能可望延續**。觀察近十年股市表現，**兩會前1個月，市場期待政策利多，上證指數平均漲幅達3%**，會後的市場亦為逐步走揚偏多趨勢。

近十年來兩會前後，股市漲跌幅表現



資料來源: Bloomberg。

五中全會後，科技與消費類股至今漲幅近兩成



資料來源: Bloomberg。

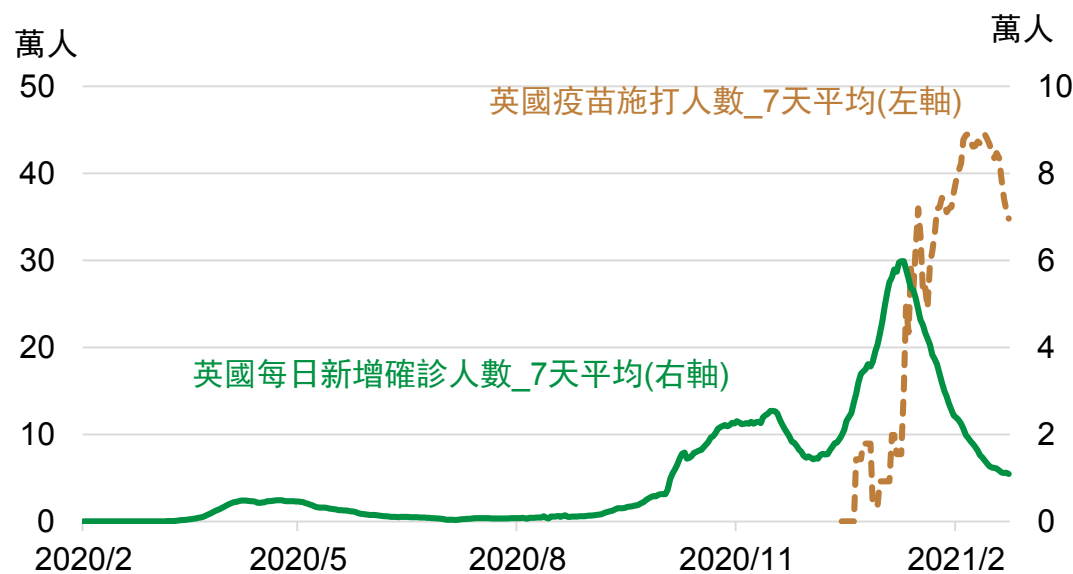
歐洲

經濟解封預期，有利股市動能提升

隨疫苗快速施打，歐洲主要國家新增確診人數也快速下降，包括英國、德國等。受此影響，英國率先公布解封細則，主要分成4個階段，初期先讓學校重新開放，接著是商店重啟，最後才是解除社交距離管制。

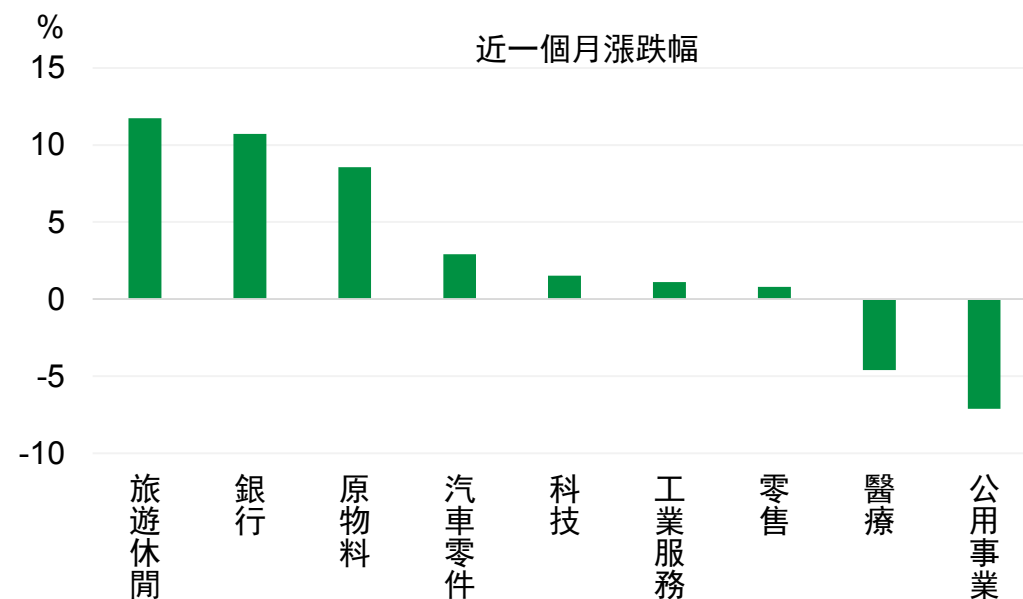
目前管制措施仍存，但經濟解封將是可以預期的，尤其，**先前受疫情最大的類股，預期未來反彈幅度將更為明顯。就近一個月股市來看，旅遊、原物料、汽車等類股績效更為出色，主要就是反映解封期待，研判歐股仍有續揚動能。**

疫苗加速施打，疫情明顯改善



資料來源: Bloomberg。

隨經濟重啟，歐洲指數的循環類股漲幅明顯偏強



註: 截至2/24日資料。

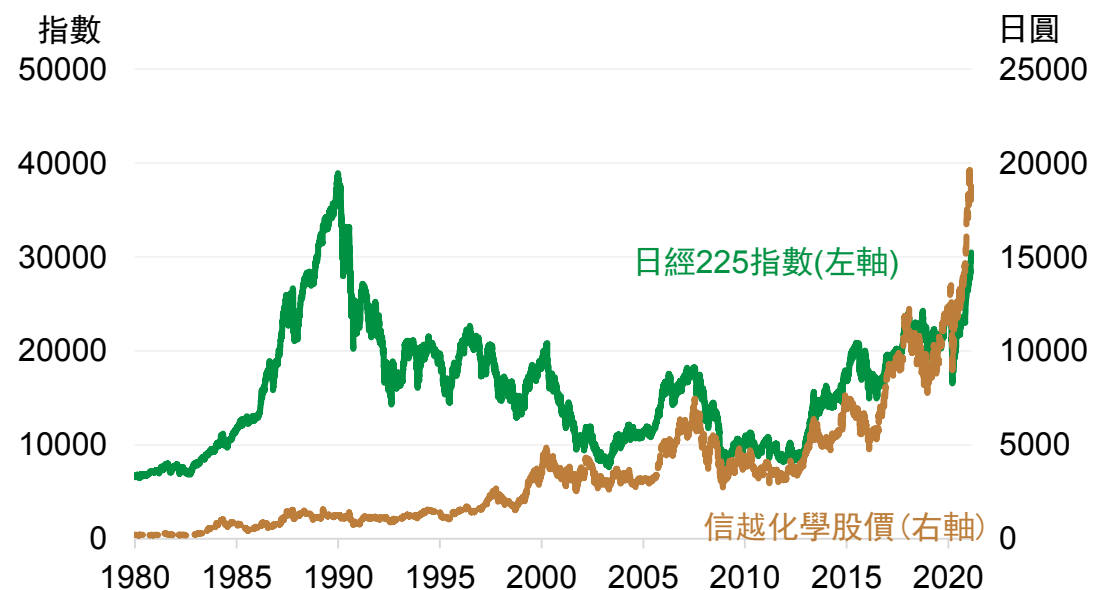
資料來源: Bloomberg。

日股 科技角力競賽下，日股有望因科技優勢續揚

日股自近期30年高點小幅回落，但預期三大利多仍將支撐日股後續漲幅：1)日央維持超寬鬆政策，並持續買入指數型ETF，2)股神巴菲特於去年9月首度進軍日本後，讓日本股市再度受到市場關注，3)日本企業在全球科技角力競賽中，具有關鍵地位，尤其在半導體產業領域，從矽晶圓材料、設備，都具有一定的影響力。

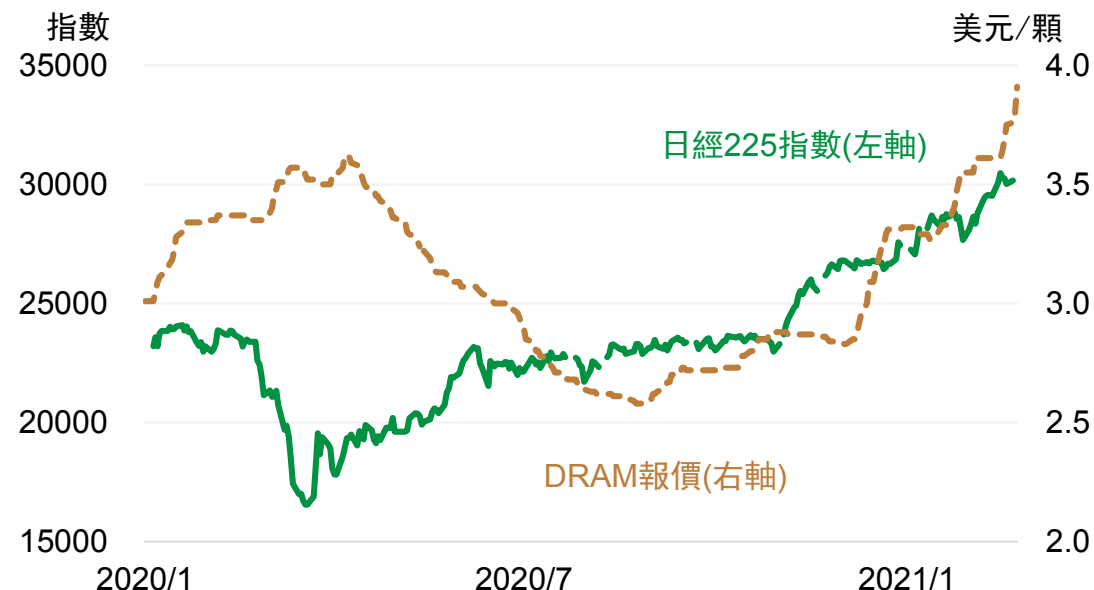
觀察日股成分，半導體的信越化學、東京科創；遊戲類股的索尼；電動車電池的松下電器、古河電器等，都續創歷史新高，是驅動日股續新高的主因。後疫情時代下，各國加深對科技的依賴，並加強科技實力的研發，研判日股有望因科技優勢續走揚。

科技股走強，引領日股再創30年來新高



資料來源: Bloomberg。

終端需求報價走強，有助於帶動日股長線走揚



資料來源: Bloomberg。

巴西 總統撤換巴西石油CEO, 股價暴跌拖累指數

巴西國內油價隨國際油價上漲, 引發民眾反對聲浪, 卡車司機等威脅罷工。巴西總統波索納洛突然撤換權值股巴西石油 (Petrobras) 執行長, 並批評國內油價措施, 意圖控制國內燃油價格, 以爭取民意支持, 使巴西石油股價週一暴跌21%, 隔天股價又大彈8%, 股價震動劇烈。國際投資人對於巴西政府改革開放心存疑慮, 擔憂明年總統大選前或添更多干預性經濟措施, **短期巴西市場反應政策事件, 將使近期波動加大, 仍有走跌可能。**

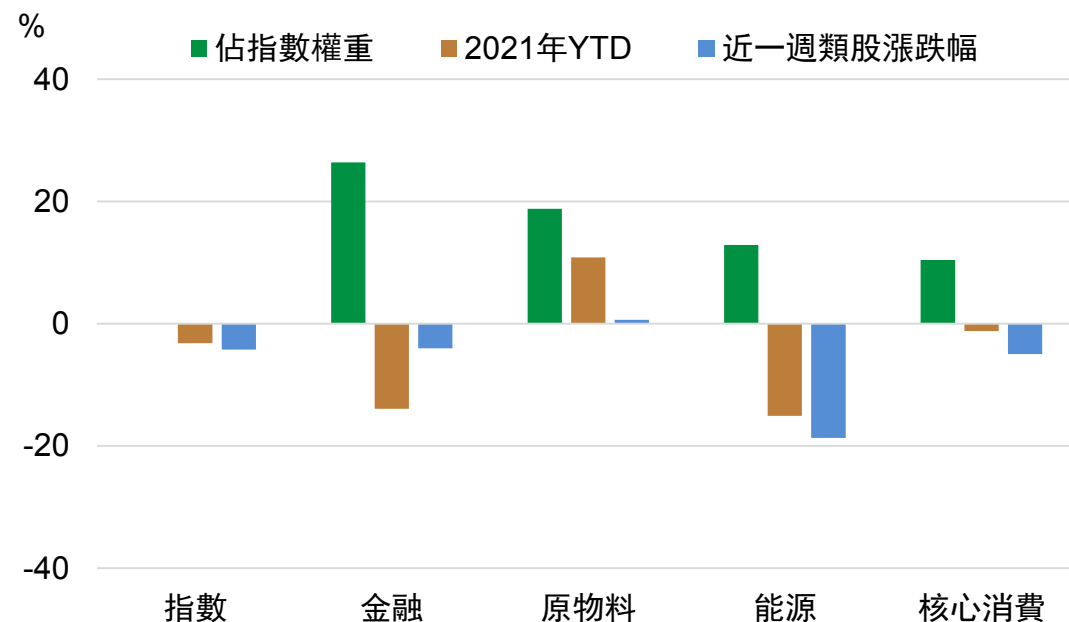
巴西1月通膨年增率隨油價上漲升至4.56%, 創2019年5月以來新高。**短期股匯波動加劇, 長線景氣復甦對原物料需求強勁, 第一大權值股Vale股價高檔有撐, 預期巴西股市長線偏上, 修正後可待止穩分批布建。**

巴西國內燃油價格上漲, 巴西石油股價因CEO驟換暴跌



資料來源: Bloomberg。

原物料類股支持巴西股價有撐



資料來源: Bloomberg。

日圓

把握短線日元稍弱，布局未來國際旅遊解封題材

今年以來，日圓相較於主要貨幣多顯弱勢，近期更跌一度跌破106，主因有三：1) 美債利率走升，凸顯如日圓及瑞朗等貨幣低率融資角色，使其匯率顯弱；2) 自去年7月起，日本物價維持負成長，1月反彈主要是因旅遊補助停止所致。通縮壓力迫日銀重新檢視貨幣政策，3月將公布結果。政策調整不確定性，致日圓較其他主要貨幣顯弱，近月CFTC投機期貨淨多單亦見降低。

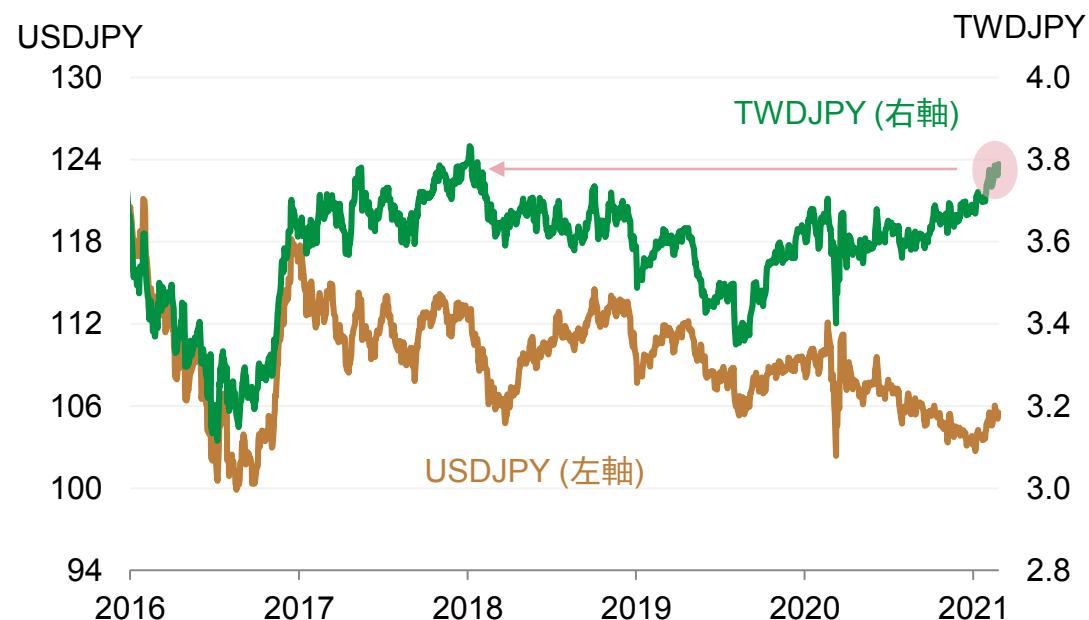
預計3月日銀會議公布前，政策不確定性將使日圓偏105上方稍弱。在**解封題材**下，**風險偏好及國際金流**，料壓抑美元強度，使日圓漸回歸**全年區間盤整**；疫情受控後，國內眾院提前大選可能，使匯價有波段升值風險。對比偏強台幣，**近期台幣兌日圓逾兩年多高位**。考量各國邁入**Covid-19疫苗施打階段**，有需求者可趁短線日圓顯弱時，布局未來國際旅遊解封題材。

日本核心消費者物價



資料來源: Bloomberg。

USDJPY及TWDJPY走勢



資料來源: Bloomberg。

March 2021

1 Mon	美國ISM就業 美國製造業PMI 日本製造業PMI 歐洲製造業PMI 中國製造業PMI 美國ISM製造業	2 Tue	歐元區CPI	3 Wed	MBA貸款申請 ADP就業變動 美國服務業PMI 中國服務業PMI	4 Thu	日本消費信心 歐元區零售銷售	5 Fri	
----------	---	----------	--------	----------	--	----------	-------------------	----------	--

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。