



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2021年3月19日

# 投資研究週報

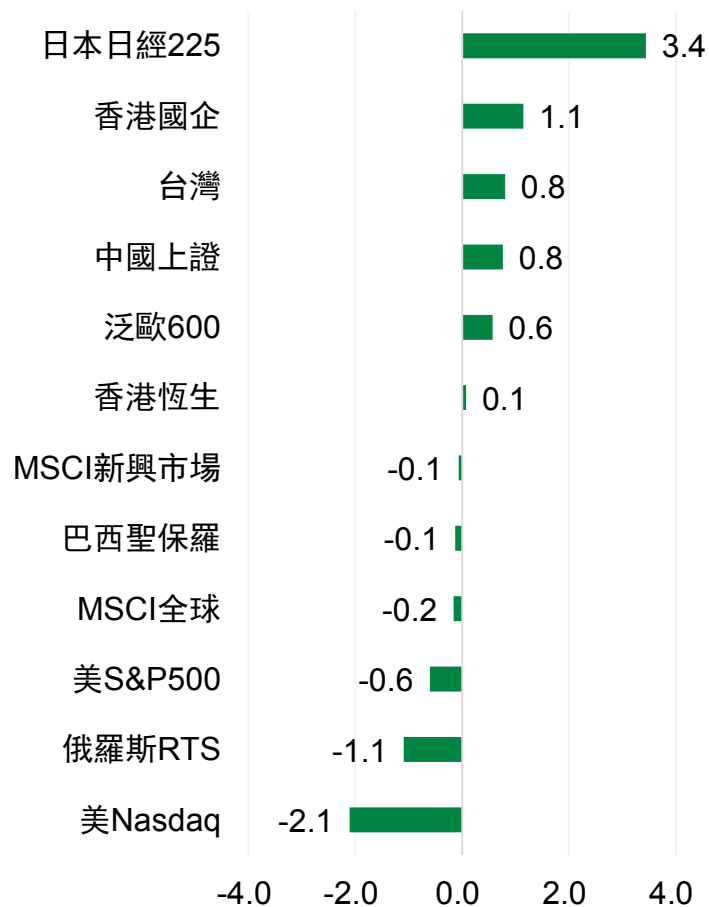
Cathay's View

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。

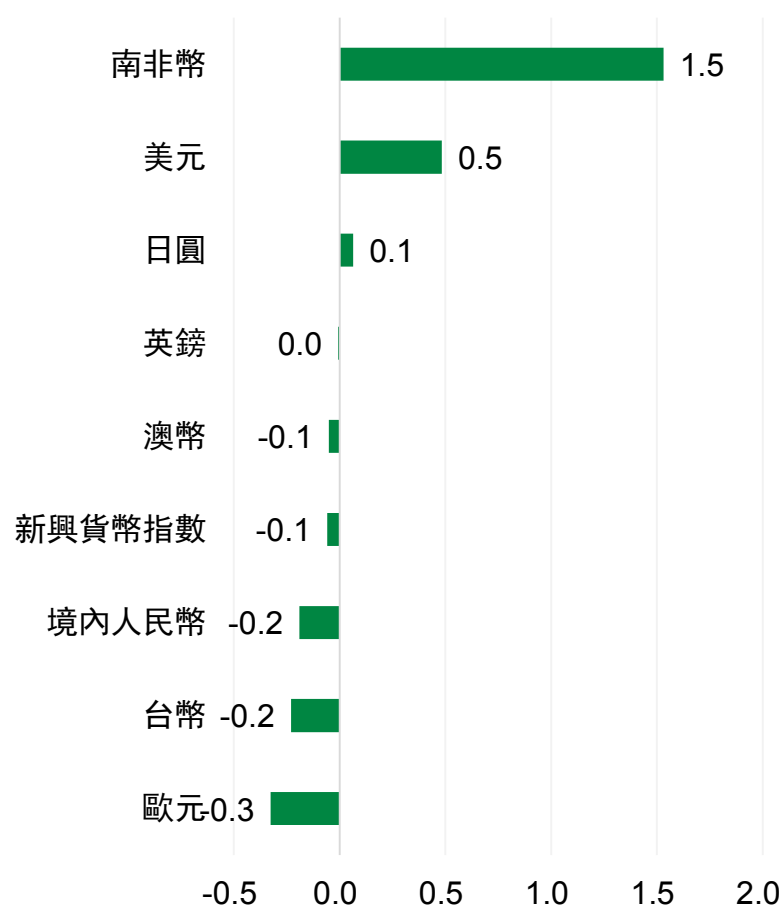


# 一週市場變化

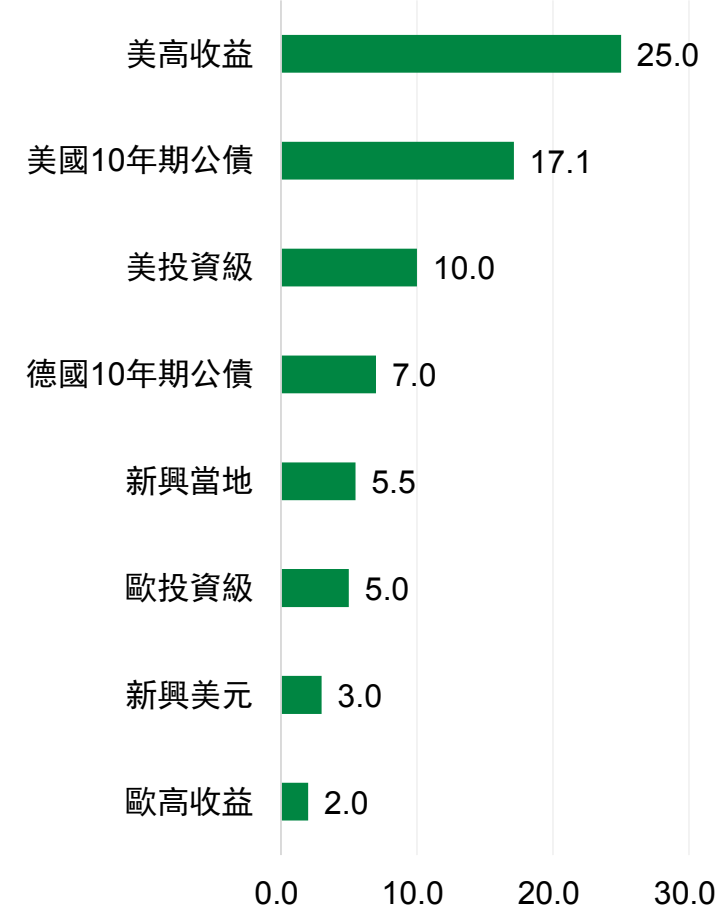
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/3/11~2021/3/18。

資料來源: Bloomberg。

# 市場策略思維

“

## 科技股回跌，長線展望佳

美國10年期公債利率向上，使科技股面臨修正。市場對科技產品的需求仍強，加上各國科技自主，長線偏多，逢回可布。

## 成熟央行寬鬆，新興央行部分轉向

聯準會維持利率水準不變，上調今年經濟和通膨預估，強調維持寬鬆直到2023年。巴西央行因通膨增溫，升息3碼，5月或再升，央行步調開始分歧。

## 美國貨幣政策寬鬆

拜登啟動1.9兆財政紓困方案，通膨預期和發債或增使利率走升。聯準會維持寬鬆政策不便，預期長年期公債再上空間有限。

”

### 股市

美財政紓困及聯準會保持寬鬆，預計短線解封加強復甦題材，如能源、工業等景氣循環類股，將受資金青睞。景氣復甦帶來的利率走升雜音，股市逢波動站買方思考。

### 債市

FOMC經濟預測樂觀，強調更重視就業目標勝於通膨。預期今年將維持低率寬鬆，最快明年縮表暖身美債利率朝疫前水準移動。長年期債券波動壓力大，高收債受惠股市連動性及利差優勢較有表現。

### 匯市

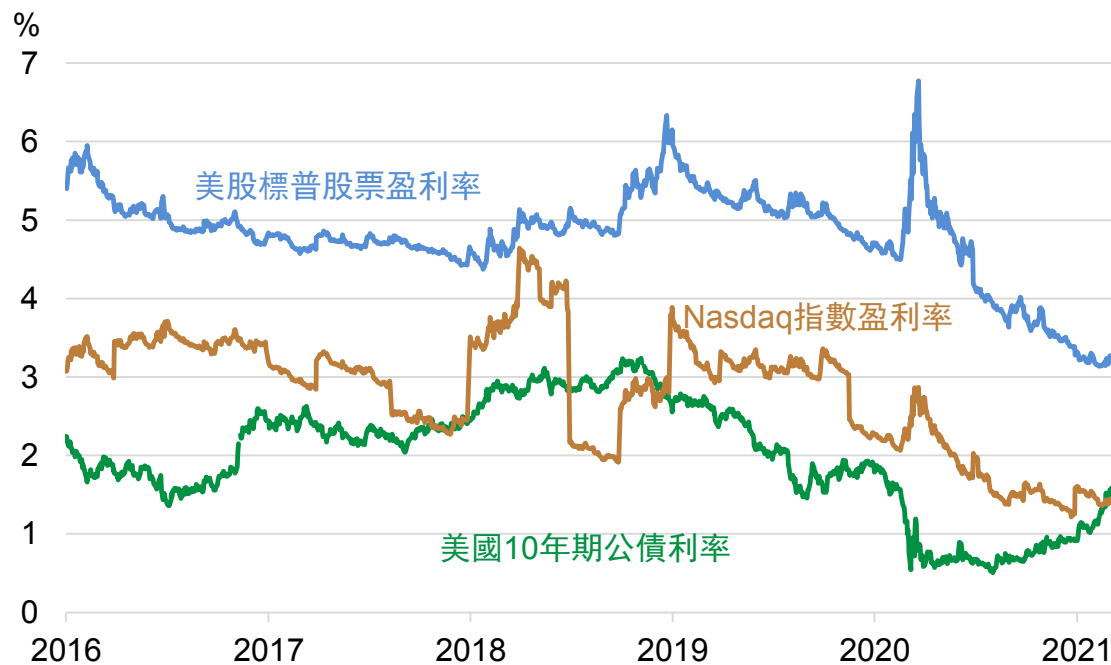
聯準會寬鬆及景氣復甦通膨升溫，美元指數盤整。日央為強化政策效果，加大殖利率控制區間，使日圓維持弱勢。

# 利率使股市擾動，但不影響對科技產品的需求

10年期公債利率向上，改變股票的貼現率，並增加資金借貸成本，對股市估值產生負面影響，其中，科技股更成為近期最弱勢的族群。由於短期利率仍有上彈壓力，預期科技仍偏弱勢盤整。

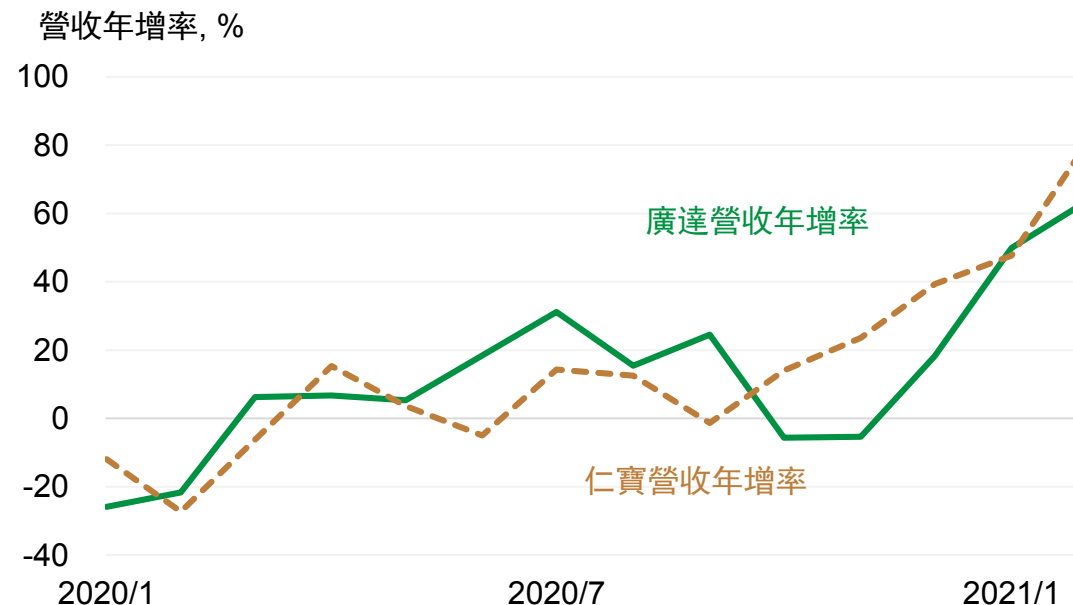
股市雖偏弱，但**科技股後續仍看好的理由**包括，1)**市場對科技產品的需求仍非常暢旺**，如筆電大廠的廣達、仁寶，營收持續大增，2)Factset數據顯示，**標普500科技股獲利增速今年仍將保持17%的成長**，3)**疫情洗禮下，各國加強科技自主的研發，其中半導體更成為重中之重**。因此，**短期股市的拉回，宜採分批布建。短期欲積極操作者，以循環類股為主。**

## 利率走揚，壓抑近期科技股表現



資料來源: Bloomberg。

## 市場對科技產品的需求仍強勁



資料來源: 廣達、仁寶官網。



# 成熟、新興央行步調初現分歧

多國央行召開利率決策會議，普遍上調今年經濟與通膨展望。聯準會表示實質通膨須持續超過2%，才會啟動政策緊縮，利率途徑預估至2023年仍為近零利率。此外，澳洲央行公布3月貨幣會議紀錄，表示準備購買任何數量的債券，以維持國債利率目標，最早要到2024年才能達到失業率及通膨目標。美、澳央行都表示，現階段討論寬鬆貨幣政策退場言之過早。

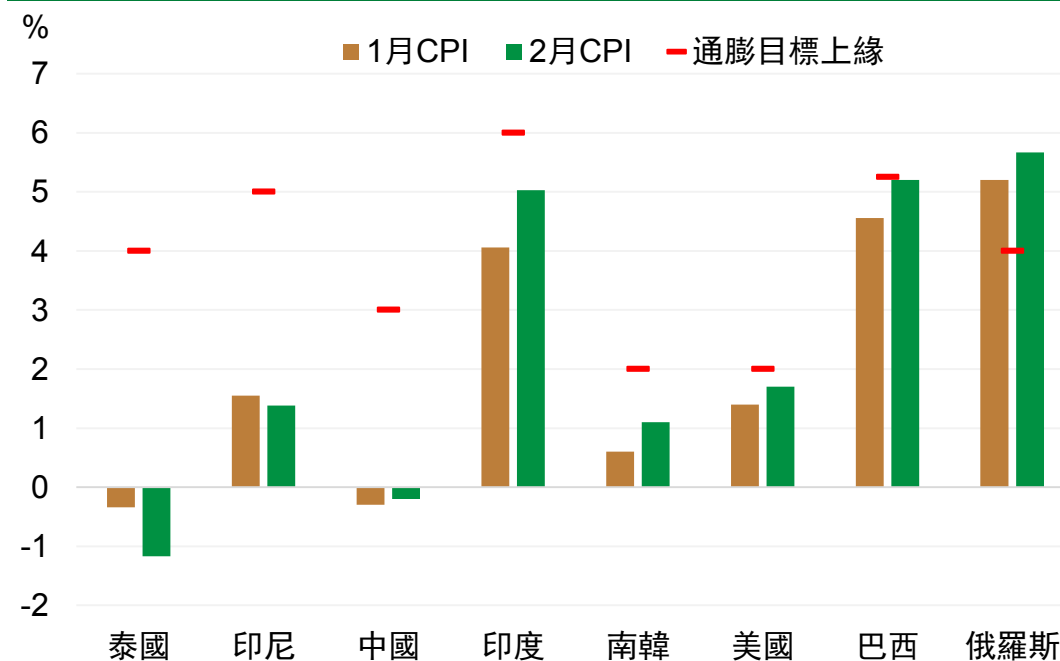
成熟國家央行貨幣政策論調仍偏鴿派，貨幣寬鬆政策未有變，持續提供市場低廉資金成本。新興市場因能源和食物價格上揚，加上匯率貶值，部分新興市場通膨升溫，巴西央行意外調升3碼，土耳其央行大幅度升息200個基點，預期俄羅斯央行今年也可能升息。成熟與部分新興的貨幣政策出現分歧，但若成長展望仍佳和通膨、匯率可控，新興市場多數能抵禦利率彈升風險。

各大央行普遍上修2021年經濟與通膨前景

央行	GDP (%)		通膨 (%)		貨幣政策重點
	上次	最新	上次	最新	
美國	4.20	6.5	1.80	2.4	維持低率
歐元區	3.90	4.00	1.00	1.50	加速PEPP購買
英國	7.25	5.00	2.00	2.00	維持低率
日本	3.60	3.90	0.70	0.50	放寬利率控制區間
台灣	3.68	4.53	0.92	1.07	控炒房
巴西	3.20	3.20	4.10	4.4	升息3碼
印尼	4.80	4.80	2.30	3.0	維持低率
土耳其	4.50	5.0	13.7	14.03	升息8碼
俄羅斯	3.00	-	4.40	-	維持低率

註：英國與日本的最新經濟預測分別於今年2月、1月發布，俄羅斯央行本週五公布。  
資料來源：Bloomberg。

通膨升溫，侷限少部分新興央行寬鬆力道



資料來源：Bloomberg。

# FOMC經濟預測樂觀，強調就業目標勝於通膨

Fed維持0-0.25%政策利率及購債進度不變，重點聚焦：

- (1)上調經濟預測：今年經濟成長及通膨明顯調升高於長期均值。
- (2)最新利率途徑至2023年維持利率不變，Powell強調通膨要持續超過2%，才會啟動政策緊縮。
- (3)針對公債利率近期陡升現象，Powell認為市場並未失序，不擔心債券賣壓。將在未來數日宣布關於放寬認定資本補充槓桿比例(SLR)。

聯準會強調“重視就業勝於通膨”，目前就業數據顯示截至2月離疫前缺額仍鉅，**Fed貨幣政策將持續維持寬鬆，美10年期公債將區間波動，若持續往上，聯準會或有進一步購債動作。**

## 聯準會經濟成長及通膨預估：景氣趨勢樂觀偏上

(%)	2021	2022	2023	長期
GDP	4.2→6.5 (↑)	3.2→3.3 (↑)	2.4→2.2 (↓)	1.8→1.8 (—)
失業率	5.0→4.5 (↓)	4.2→3.9 (↓)	3.7→3.5 (↓)	4.1→4.1 (—)
PCE	1.8→2.4 (↑)	1.9→2.0 (↑)	2.0→2.1 (↑)	2.0→2.0 (—)
核心PCE	1.8→2.2 (↑)	1.9→2.0 (↑)	2.0→2.1 (↑)	2.0 (—)

註：以2020年12月及本月預估為比較。  
資料來源：Fed。

## 未來三年升息機率仍低，預期2022年將為縮表暖身



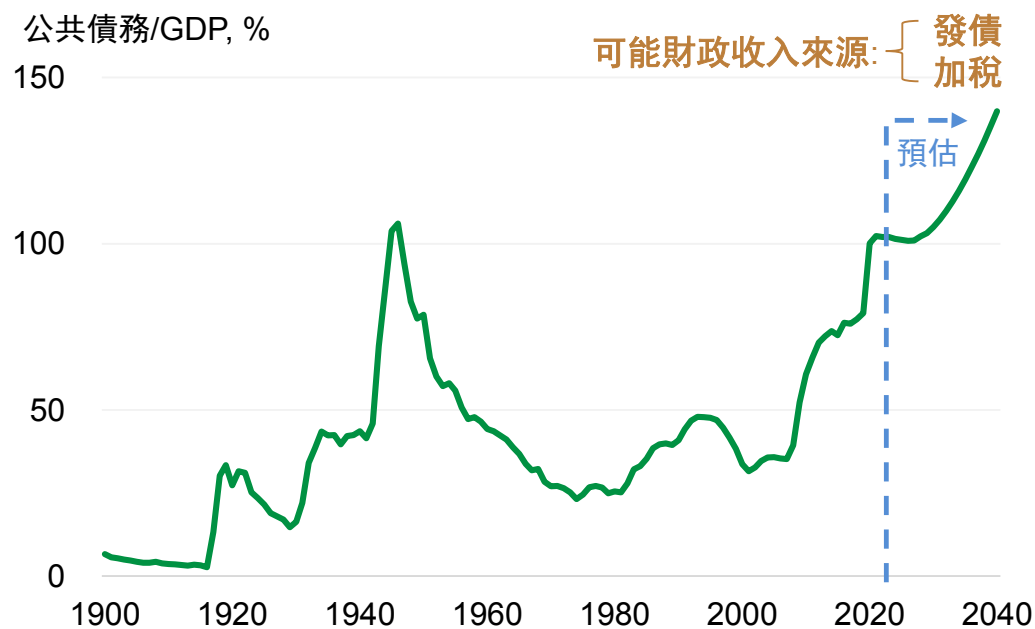
資料來源：Bloomberg。

# 拜登擴大財政支出，刺激經濟不遺餘力

美總統簽署了1.9兆美元財政刺激方案後，國家稅務局開始發放1400美元振興支票至部分民眾帳戶，預計3月底前全數寄出。國會預算辦公室估算，2021年財政預算赤字/GDP比重將達10.2%，累計公共債務/GDP也達102%，為二戰來新高。政府計畫推出**下個振興方案**，來支應基礎建設、氣候變遷發展計畫，及協助貧窮低收入戶，財源不僅靠發行公債取得資金，更可能調高企業稅率及富人稅率因應。

目前拜登政府可能的加稅內容包括：將企業稅率從21%調高至28%、減少對企業的租稅優惠、年收入超過40萬美元的個人應繳交更高所得稅、擴大課徵遺產稅，及高收入者調高資本利得稅等。**預期若能有效刺激經濟成長與企業所得，課稅對美股影響可控，但發債預期仍將推升公債利率偏上可能。**

## 累計公共債務/GDP挑戰歷史新高



資料來源：美國國會預算辦公室CBO。

## 拜登新政府可能加稅方向

分類	可能項目	細節	對總EPS衝擊
企業稅	企業所得稅	21%調高至28%	約4-5%
	托拉斯企業增稅	會計利潤課徵15%最低稅負	約1-2%
	海外超額利潤稅	美企海外利潤最低稅負稅率從10.5%調高至21%	約4-5%
分類	可能項目	細節	
富人稅	收入級距	年收入過100萬，長期資本利得併入所得課稅 年收入過40萬，加徵12.5%社會安全薪資稅	
	個人稅最高上限	最高課稅級距從37%調高到39.6%	
	遺產稅	1158萬免稅額調降至549萬 取消繼承人無須繳納資本利得稅	

註：以2021年S&P 500指數EPS 200美元，推估衝擊幅度。

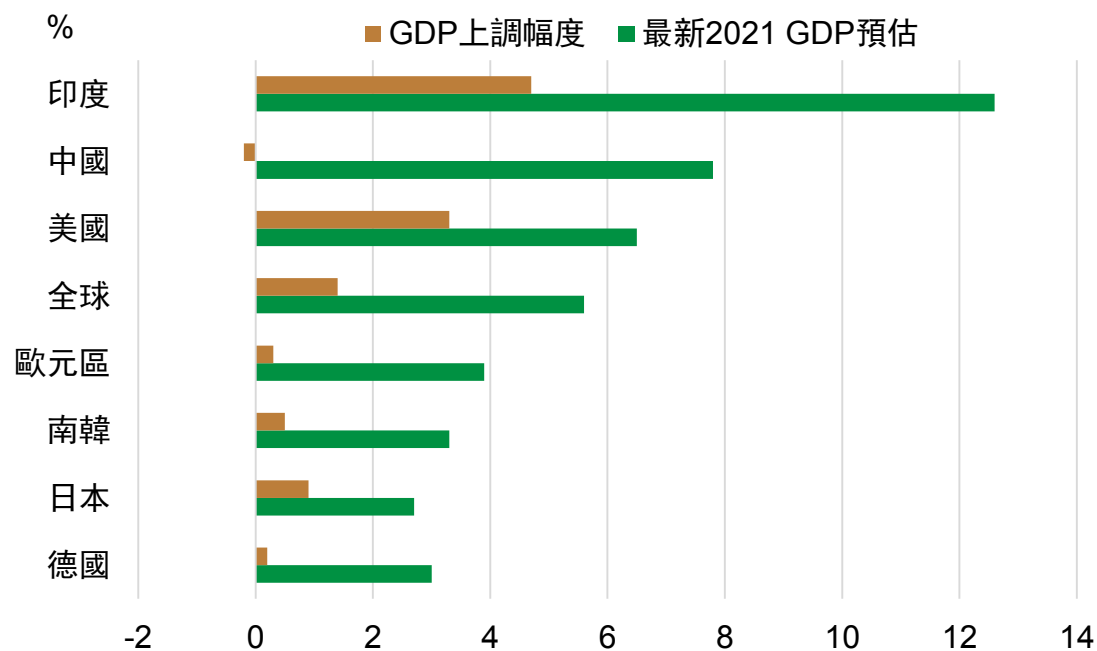
資料來源：資誠、國證。

# 總經環境持續改善, 有利企業獲利

聯準會對經濟展望樂觀, 將今年美國GDP成長幅度一口氣由4.2%調至6.5%, 並維持低利率環境。美國新一輪刺激方案通過, 可望帶動美國和鄰國經濟表現。全球疫情漸受控制, 經濟回溫, 除多國央行調升經濟預估外, 研調機構如OECD也上修今、明兩年全球經濟成長預估。今年全球經濟成長率上調至5.6%, 明年調高至4%, 其中印度和美國為上調幅度最明顯的國家。

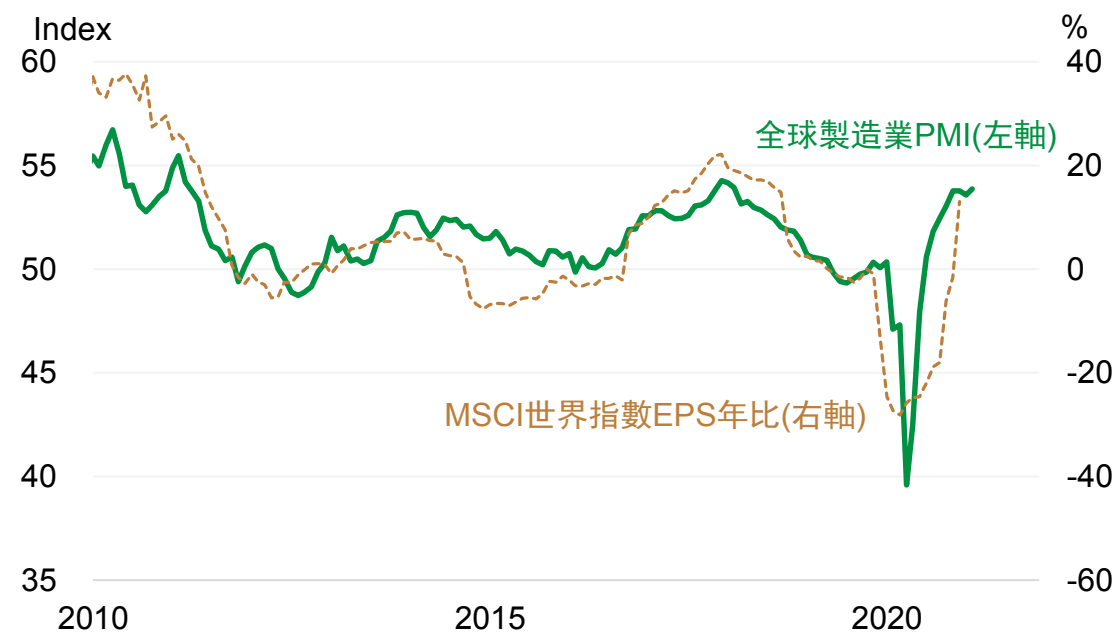
依照過往經驗, 總經環境引領企業獲利, 以製造業PMI為例, 約莫領先企業獲利一季的時間, 有助於推動未來一季企業獲利動能。今年疫苗接種漸增, 疫情逐漸和緩, 景氣復甦更為明朗, 有利企業獲利和股市表現。

## OECD上調全球經濟展望



資料來源: Bloomberg。

## 整體環境改善, 有利企業獲利



資料來源: Bloomberg。

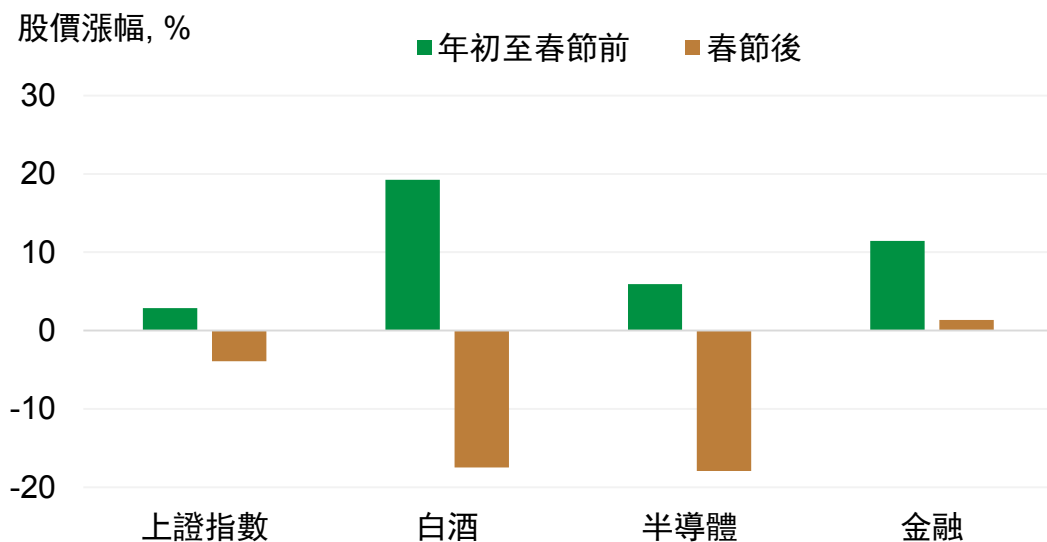


# 中國 政府政策使陸股短期有壓，逢回漸布

政府對科技股實施反壟斷政策，加上白酒與半導體行業漲多拉回，使陸股近期表現疲弱。上證指數中權重最高的貴州茅臺，春節後至今下跌17%，為上證偏弱主因。在中國市場，一瓶53度飛天茅臺酒出廠價是969元人民幣，但市面流通價格則高達2200人民幣以上，使貴州茅臺極具投資吸引力。茅臺除持續增加供給外，也嚴格規定經銷商80%的酒要開箱賣出，控管價格打擊投機，呼應官方嚴禁炒作風氣。

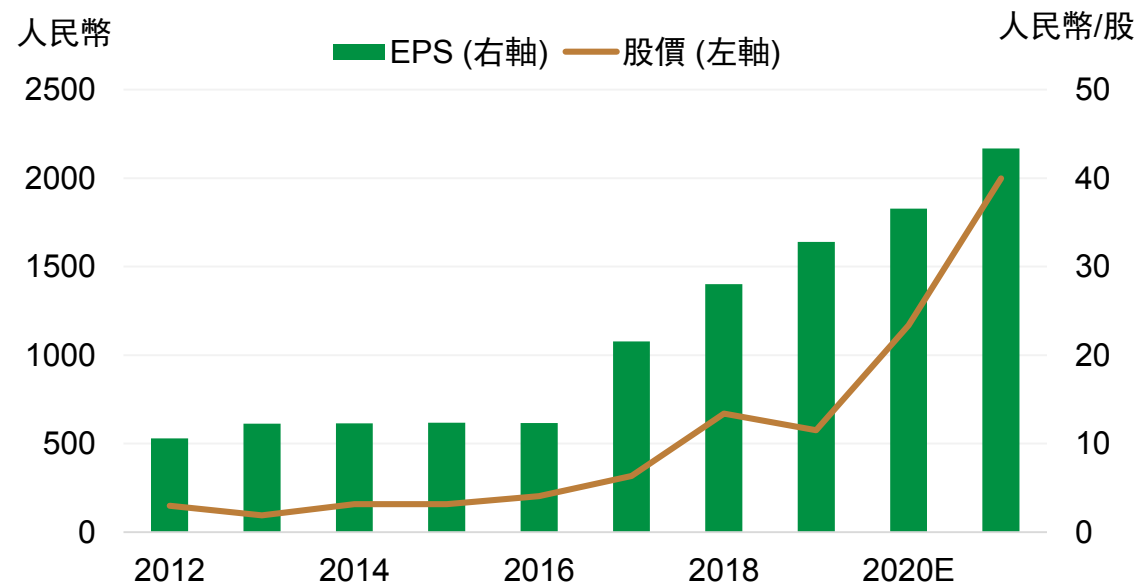
茅臺控價策略，加上國際利率走揚，促市場氛圍轉為觀望。展望後市，茅臺獲利預估仍持續增長，加上中國經濟基本面持續修復，消費緩步回溫，研判基本面仍提供底部支撐。

## 白酒與半導體行業漲多拉回，促春節後陸股調整



註：白酒行業權重為7.4%，尤其貴州茅臺在上證指數中權重為6%；半導體行業權重為3.5%；金融行業權重為17%。  
資料來源：Bloomberg。

## 貴州茅台獲利增長預估



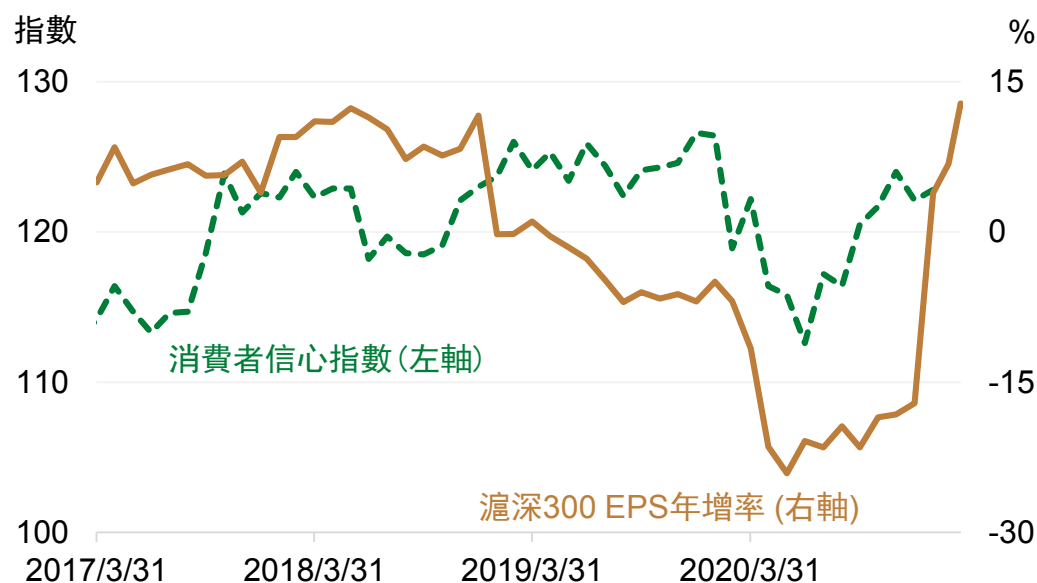
註：2020年與2021年每股盈餘為彭博預估值。  
資料來源：Bloomberg。

# 中國 消費市場持續回溫, 高端消費增長較快

1-2月份消費零售數據優於預期, 反映消費市場持續恢復。社會消費品零售總額年增長33.8%, 排除去年低基期因素, 與2019年1-2月相比, 社會消費品零售總額增長6.4%, 兩年平均增速為3.2%。其中, 商品銷售保持較高增長, 尤其實物商品網路銷售額近兩年平均增長16%。相較之下, 餐飲服務仍受疫情影響, 不過整體復甦態勢不改, 可期待消費潛力持續釋放。

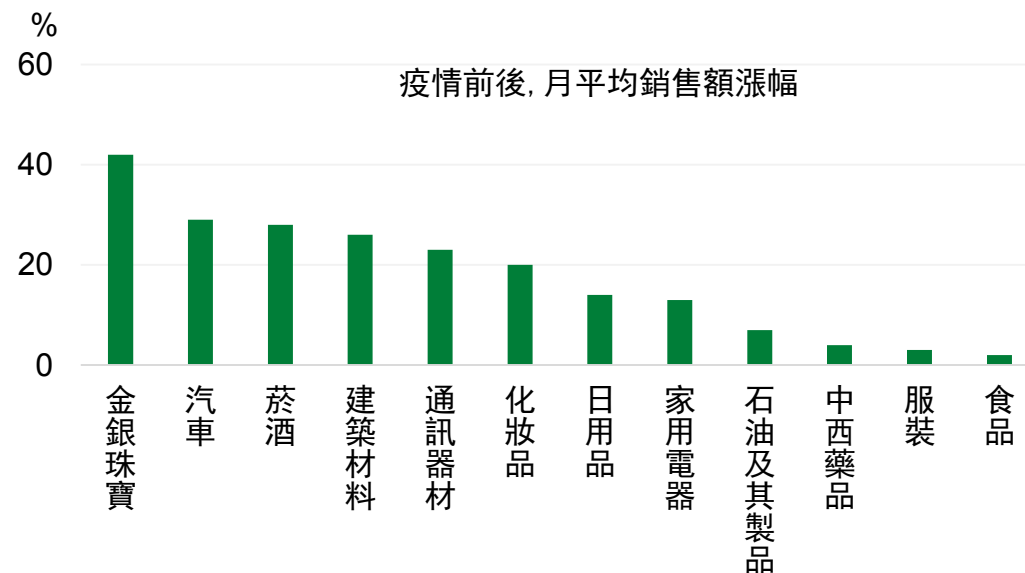
依消費品零售結構觀察, 後疫情時代高端商品如: 珠寶類、汽車、菸酒、通訊器材、建築材料銷售增長較快。展望後市, 隨就業市場逐步修復, 加上「內循環」政策推動, 消費類股具表現空間。

## 消費市場持續回暖



資料來源: Bloomberg。

## 汽車為零售品銷售額最高, 非必需品銷售增長較大



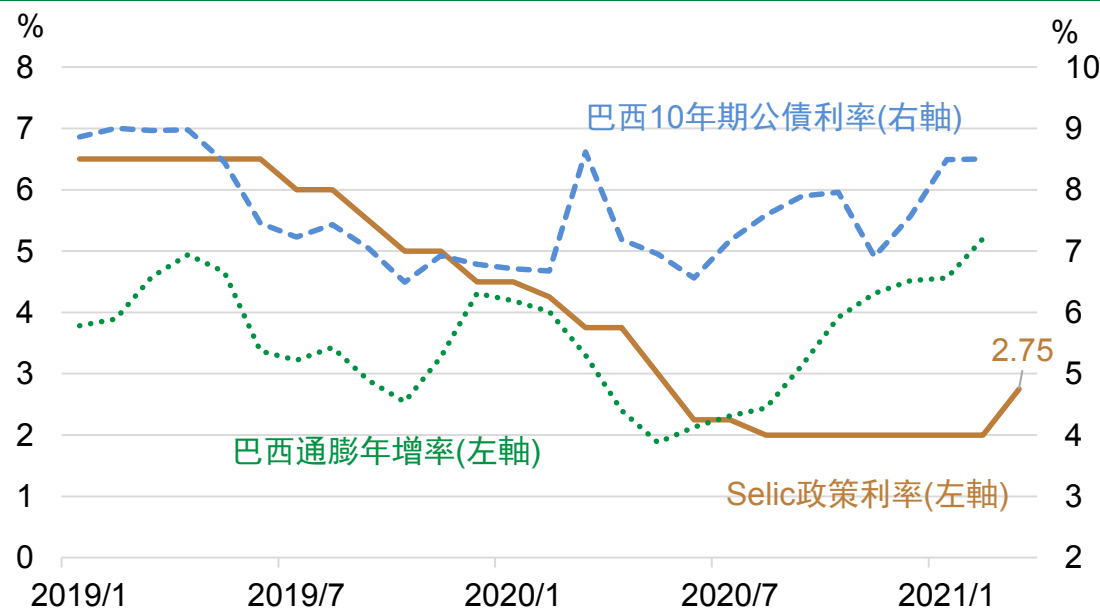
註: 漲幅以2020上半年每月均值, 與2020年下半年至今每月均值計算; 納入計算的企業為年銷售額達500萬人民幣以上且年末從業人員在60人以上, 其中, 汽車占總銷售額比重最大, 約29%。  
資料來源: Wind。

# 巴西 通膨升、匯率貶，央行啟動升息

巴西央行今年通膨目標為3.75%，加減1.5%通膨區間。然而受到國內食物和燃油價格上漲影響，通膨持續攀升，**今年2月份通膨年增率來到5.2%**，不但突破疫情前新高，更創2017年1月以來高點，來到通膨區間上緣。**巴西央行被迫在疫情未控，經濟疲弱環境下，在本次會議升息3碼，超過市場預期的2碼幅度，並暗示在5月召開利率會議時，將再升息75個基點。**

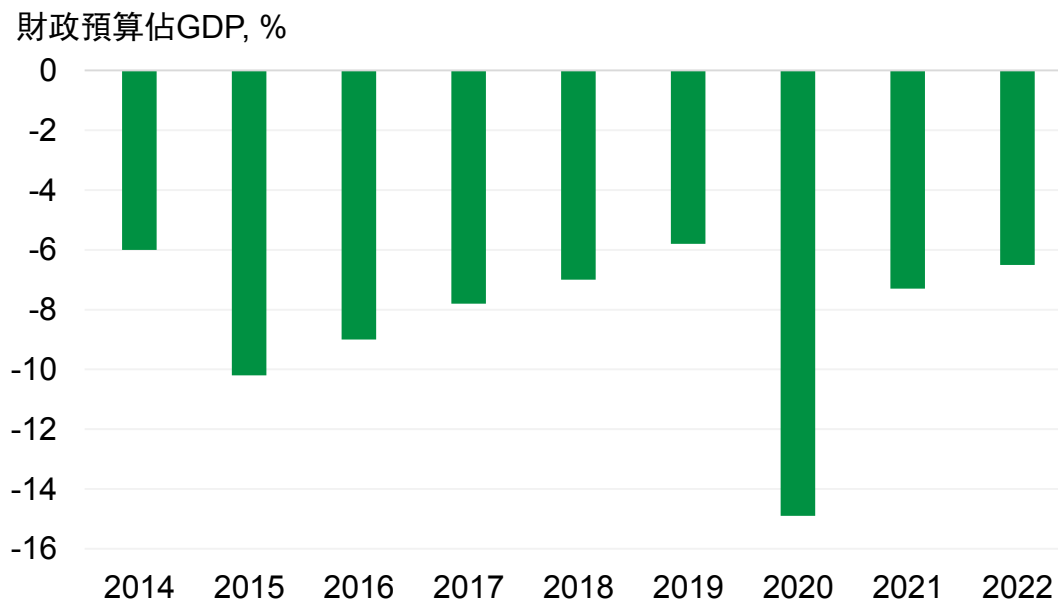
經濟疲弱、疫情未控，使巴西參議院正討論發放紓困現金給低收入民眾，巴西國會面臨解除公共支出上限角力。但巴西政府去年財政赤字已創歷史新高，財政惡化擔憂使**外資減持債市，巴西匯率與當地貨幣債，在5月升息3碼機率偏高下，仍有壓力。**

### 巴西通膨上升，迫使央行升息



資料來源: Bloomberg。

### 巴西政府財政政策惡化，刺激經濟有限



資料來源: Bloomberg。

# 新興債

原物料需求利於新興經濟成長，留意通膨漸升溫壓力

油價上揚帶動新興國家通膨升高，美債利率偏升使新興市場資金外流愈顯，新興國家面對可能升息壓力，近期債券波動亦大。近期美國實質利率拉動，美元稍強使新興貨幣稍顯弱，若後續美國實質利率持續揚升，當地貨幣債務壓力將增加。

新興債受惠於全球景氣Reopen復甦，帶動原物料行情持續，利差相對價值也為投資優勢。全球利率處於低檔，景氣復甦搭配資金行情，尋息效應持續，新興債的利差水準相較過去歷史低點仍有空間，與股市連動性高，都將有利於新興債價格表現。新興國家著重財政體質及政策空間，地緣政治不確定性及公衛防疫能力則為關注風險，宜以美元債為主，控管個別國家風險。

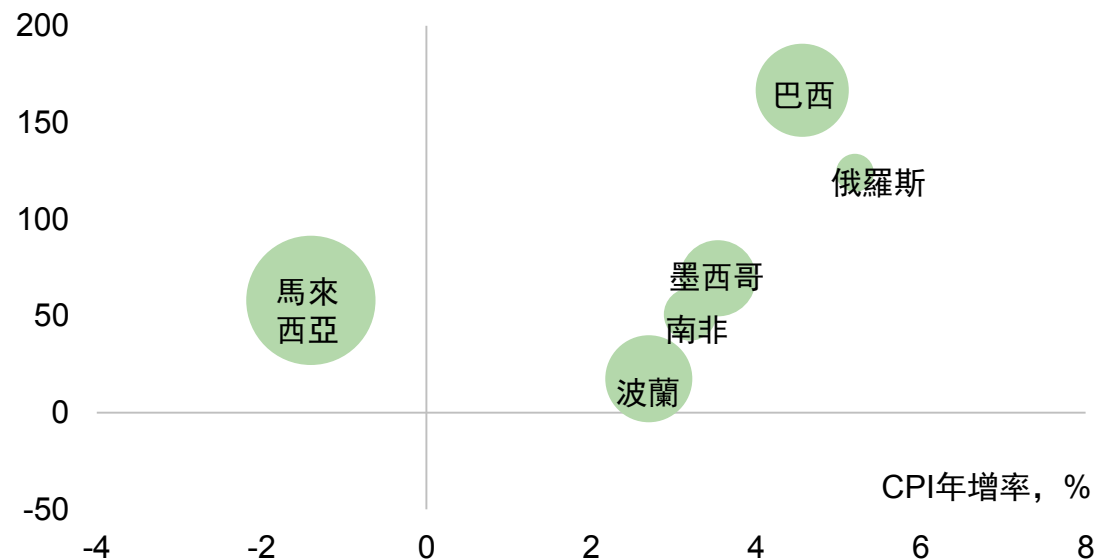
美債利率走勢 vs. 新興資產表現



資料來源: Bloomberg。

留意通膨對新興當地利率的負面影響

今年10年公債利率上升幅度, bps



註: 圓圈面積大小為過去一年當地石油價格漲幅。

資料來源: Bloomberg。

## March 2021

22

Mon

美國成屋銷售  
台灣出口訂單  
南韓20天出口  
日景氣領先指標

23

Tue

美國新屋銷售  
台灣工業生產  
日本工具機訂單

24

Wed

日本各項PMI  
美國耐久財訂單  
美國Markit PMI  
歐元區消費信心  
歐元區Markit PMI

25

Thu

美國2Q GDP  
美申請失業救濟

26

Fri

美國PCE  
日本CPI  
美密西根景氣

## 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