



Cathay's View

2021年6月25日

投資研究週報

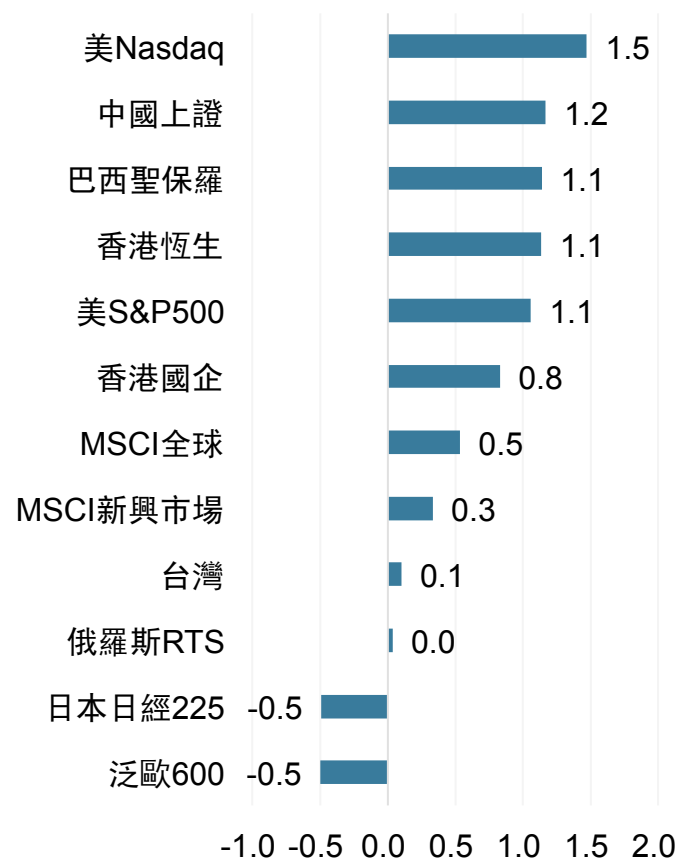
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



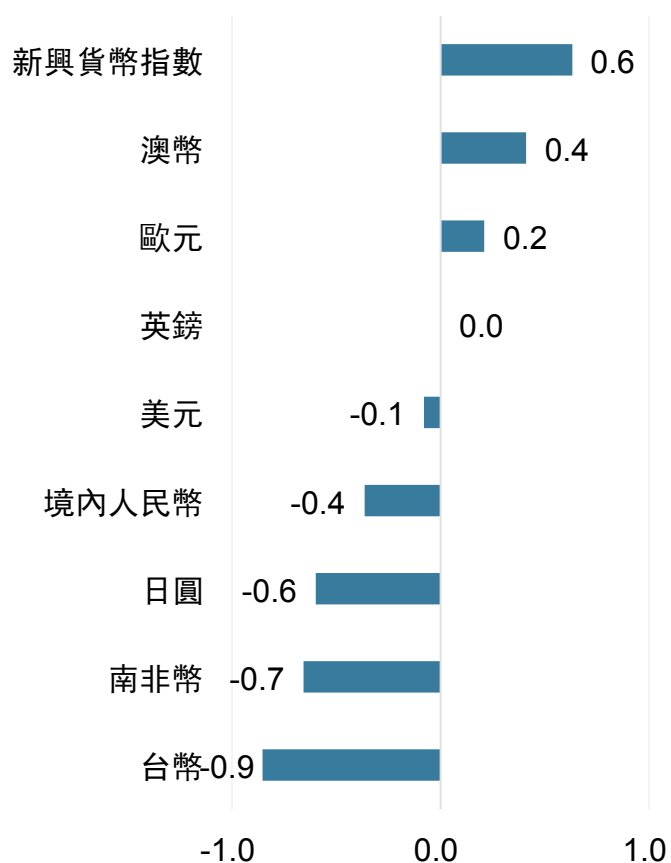
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

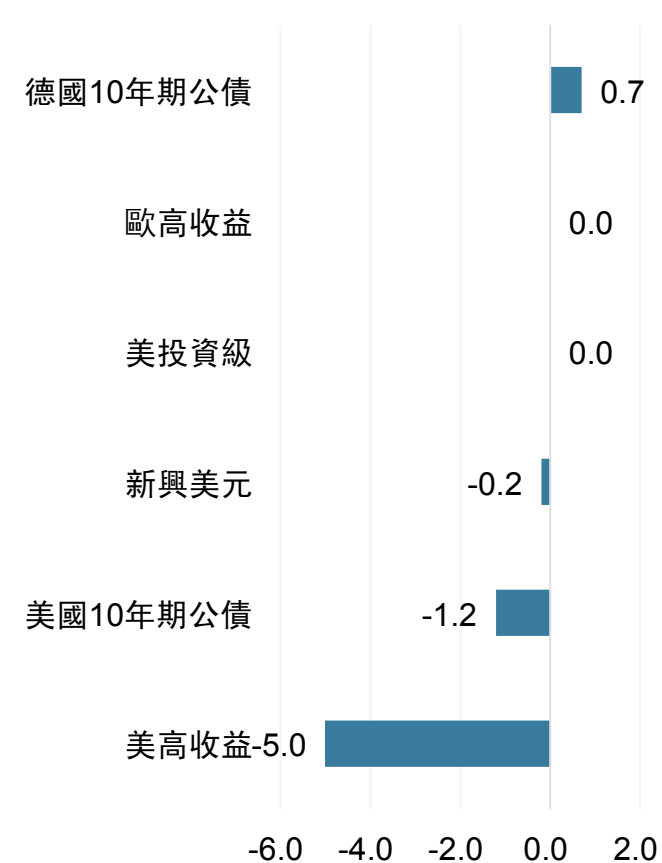
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：更新至2021/6/24

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 大宗商品價格行不行？

銅價乖離過大及中國釋出庫存的消息，使銅價短期承壓，但景氣復甦及供給缺口仍存下，支撐後續緩漲，積極操作者，可適度承接，宜短期波段操作。

► 美元指數上漲，為何公債利率下跌？

部分商品價格回落，使通膨預期降溫，帶動10年公債殖利率回落，但景氣復甦及升息預期上升，將驅動公債利率緩步向上，支撐美元築底格局。

► 類股快速輪動，成為新常態

購債緊縮使利率偏上，但聯準會可能視經濟數據而調整規模，研判公債利率在震盪中走揚，與此同時，成長股與價值股的快速輪動，將成為新常態。

股市

美元築底及未來QE緊縮環境下，將增加市場擾動。然而，在基本面持續改善下，拉回後站在買方思考。另外，成長股與價值股快速輪動下，宜相互搭配。

債市

FOMC調升經濟展望，未來朝向縮表發展，顯示貨幣政策逐步回歸正常化。近期通膨預期稍緩、風險性資產震盪，使美債利率頻破1.5%，可部分調節，待利率偏升再逐步增持。景氣復甦助利差收斂，信用債以息收為主。

匯市

QE逐步退場及利差優勢，提供美元支撐。聯準會官員寬鬆口吻，限縮美元強度。台幣不若上半年強勢。南非幣宜利用升值期間獲利了結。



銅價還行不行？漲多拉回為主因

為抑制商品價格飆漲，中國擬釋出部分庫存，使得國際銅價自歷史高點回落12%。**研判中國釋出庫存衝擊有限，主因為漲幅過大，乖離率再度來到40%所致。**

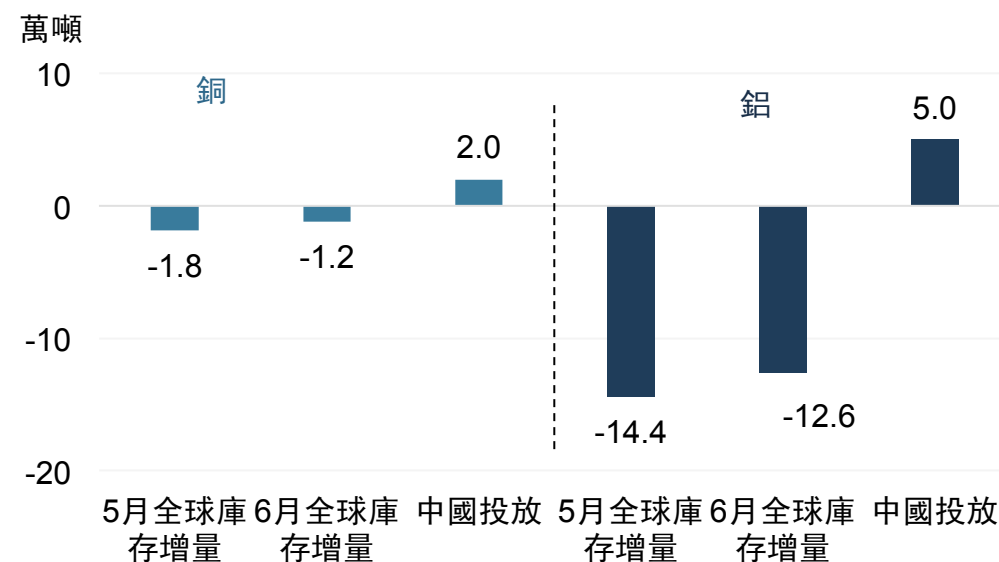
中國5月PPI創2008年來最大增幅，剔除食品CPI也從1月份的-0.8%回升至1.6%。物價壓力促中國將於7月初釋出銅庫存2萬噸（約佔中國每月銅消費1.8%）、鋁5萬噸（約佔中國每月鋁消費1.4%）、鋅3萬噸（約佔中國每月鋅消費5.3%），以抑制原物料漲勢，提供未來貨幣政策更多空間。

乖離率過大，使銅價回調



資料來源: Bloomberg。

中國抑制銅價效果有限



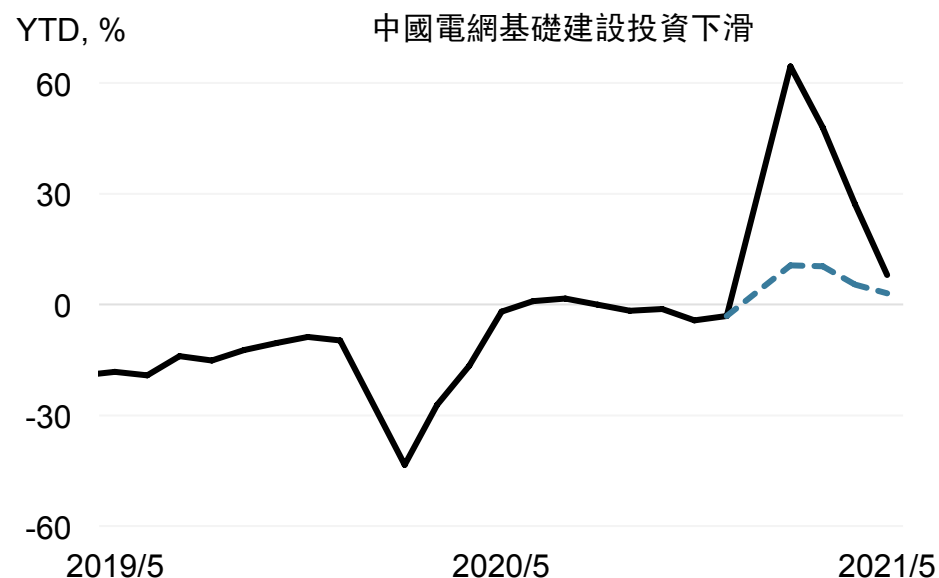
資料來源: Bloomberg。

積極投資人可波段操作

中國作為全球最大銅消費國(占比約五成)，電網基本建設投資累計年增率已自3月逐步放緩，回歸正常水平，料銅價後續漲勢較為溫和，與此同時，全球製造業PMI持續走揚，**顯示實質需求仍在，但增幅逐步趨緩。**

另外，就庫存而言，全球三大交易所的銅庫存仍保持在低位，同時，主要礦商的產能因疫情影響，仍受一定程度的壓抑。因此，近期銅價快速回跌，積極操作者，可短期波段操作，不耐風險者不宜進場。

最大需求者中國，回歸到正常水平



資料來源: Bloomberg。

全球景氣復甦與庫存偏低，提供回檔支撐



註: 主要交易所指倫敦、紐約及上海。

資料來源: Bloomberg。

FOMC會議後，為何美元上漲，公債利率下跌？

6/17 FOMC會議後，聯準會上修GDP成長率，加上利率點點圖於2023年上調2碼，超寬鬆貨幣政策逐步退場，成為可能的發展。受此影響，美元指數突破92關卡，並創5個月來新高，但美國長天期公債殖利率不增反降，主因為通膨預期降溫所致。

往下半年來看，美公債利率仍將逐步向上，主因有三，1) 研判QE購債在明年將逐步退場，2) 聯邦資金利率期貨顯示，2023年初可能升息1碼，3) 美國景氣動能增強，驅動實質利率走高。**投資策略上，近期債券部位可適度獲利了結，待利率往後再逐步增持。**

通膨預期降溫，使公債利率短期承壓



註：通膨預期為us inflation swap。

資料來源：Bloomberg。

利率期貨上揚，可能引導公債利率走高



資料來源：Bloomberg。

美元築底環境, 非美貨幣漲勢告緩

相較於歐央, 聯準會對經濟前景較為樂觀, 也暗示QE可能逐步緊縮。從貨幣供給來看, 美國M2增速已從先前的高峰27%, 下滑至17%, 但歐央M2增速仍保持在10%上下, 使得雙方差距有收斂的跡象, 提供美元底部支撐。

對於非美貨幣而言, 因美元已步入築底階段, 將形成未來的壓力。另外, 先前較為強勢的台幣, 可能也隨著外銷訂單或出口訂單增速的放緩, 升值態勢將不若年初。

美歐寬鬆幅度縮窄, 支撐美元



資料來源: Bloomberg。

台灣外銷訂單自高點回落



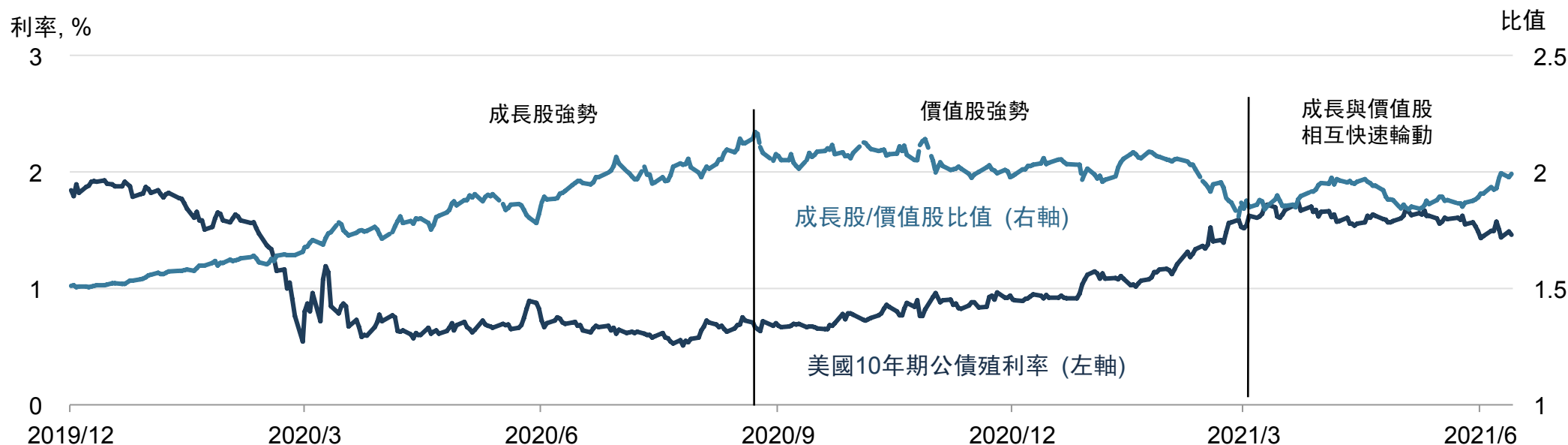
資料來源: Bloomberg。

類股快速輪動, 成為新常態

2020年3月以來, 受到疫情擴散, 加上聯準會快速降息, 使得科技為首的成長股表現亮眼。而後, 受到疫苗快速普及, 和公債利率彈升, 市場高度期待解封, 使得價值股成為強勢族群。然而, 時序邁入今年3月後, 公債利率高盤下, 成長與價值股也呈現快速輪動的現象。

展望未來, 聯準會QE Taper可能使利率偏上, 但鮑威爾於國會聽證會上也表示, 未來縮減速度仍將視經濟數據而定(data dependent), **研判利率在震盪中走揚, 因此, 成長股與價值股將交互輪替, 在資產配置上, 宜相互搭配。操作上, 急跌後逐步增持, 大漲後可部分獲利了結。**

類股快速輪動, 將成為新常態



資料來源: Bloomberg。

Taper增加市場擾動，但預期幅度低於以往

從過去的經驗來看，一旦聯準會明確釋出QE緊縮訊息後，市場的波動將不可避免，尤其，若美元明顯走強，將使新興市場的波動更為劇烈。但就現階段而言，即使聯準會開始緊縮，研判波動將低於以往，主因有二，1)預期未來緊縮速度偏緩慢，2)目前的經濟環境好於過去，包括主要國家同步擴大財政與貨幣，同時，商品價格仍處在上升趨勢中。

QE Taper增加市場擾動



資料來源: Bloomberg。

2013年2021年比較

	2013年5月情況	2021年現在狀況
美國	失業率從10%降至7.7% 核心PCE從2.2%降至1.5% ISM指數從48彈至54 10年債利率從1.5%彈至2% 財政懸崖問題	失業率從13%降至6.2% 核心PCE從0.9%彈升至3.1% ISM指數從42彈至64 10年債利率從0.5%彈至1.7% 政府擴大財政
中國	CPI從1.7%彈升至3.2% PMI維持50附近上下 GDP首次跌破8%	CPI從-0.5%彈升至1.3% PMI從35彈升至52 GDP從-6.8%上升至18%
歐元區	歐債問題，緊縮財政 GDP從-1.2%緩升至-0.4%	提高購債計畫與擴大財政 GDP從-14.6%收斂至-1.3%
原物料	WTI在90美元附近高盤 銅價從高點9800美元降至6700美元	WTI從40美元上升至70美元 銅價從低點4900美元漲至10000美元

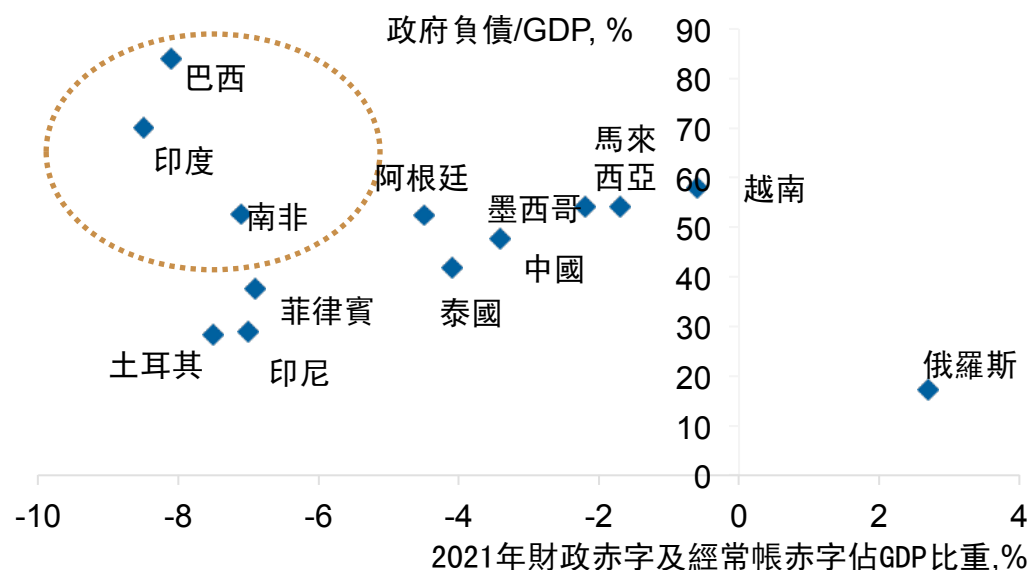
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀投研團隊整理, 截至2021/6。

新興債 Taper暖身將提高新興資產震盪，宜控高負債比及雙赤字國家比重

疫後復甦需求驅動原物料及油價漲高，新興國家經濟穩步成長，但通膨也同時升高，土耳其、巴西、俄羅斯央行都開始升息以抑通膨及匯率貶值。今年新興債最大風險將來自聯準會政策轉向的擾動，縮減QE、美債揚升及美元偏強，增加新興市場資金外流壓力，美元反轉將加重新興外債負擔，基本面將著重政治穩定性及債務體質，宜降低高負債比、雙赤字高的國家比重。

預期8-9月聯準會將釋出QE緊縮訊息，未來貨幣政策正常化將視為景氣復甦更穩訊號，但波動將上升，可運用複合債結合利率墊高的投資級債收益，高收債、新興債利差優勢，達到分散風險的效果。

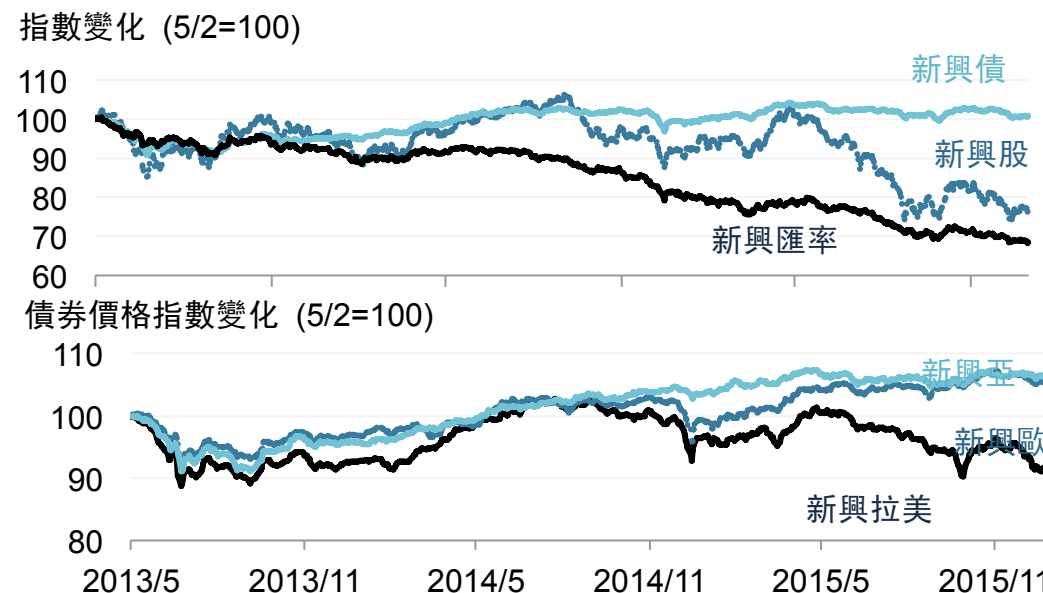
新興國家債信關注負債比及雙赤字風險



註：政府負債/GDP為2021年5月最新值，雙赤字佔2021年GDP比重為年度預估值。

資料來源：Bloomberg。

2013年Taper加壓新興資產震盪，新興債相對抗跌



註：新興股債匯採MSCI新興股指數，Bloomberg Barclays新興美元債指數，J.P.Morgan新興匯率指數。

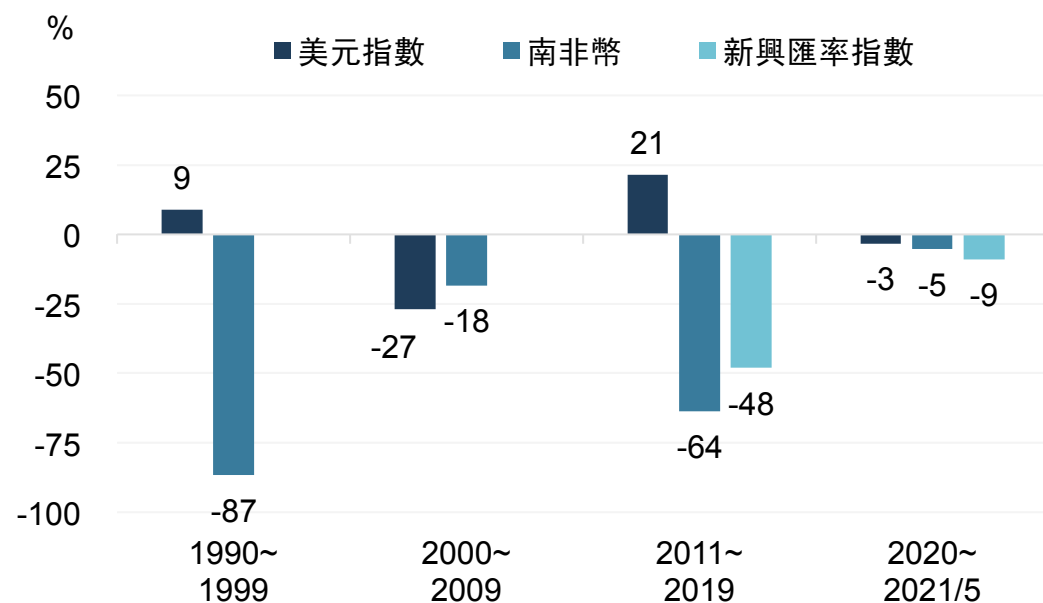
資料來源：Bloomberg。

匯市 南非匯率呈現長期趨貶態勢，宜利用升值期間獲利了結

就匯率而言，主要國家匯率多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，而令匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，反之，趨勢性貶值的趨勢明顯，其中南非幣於新興市場貨幣中更並非屬於前段班，長期貶幅更甚於新興匯率指數。

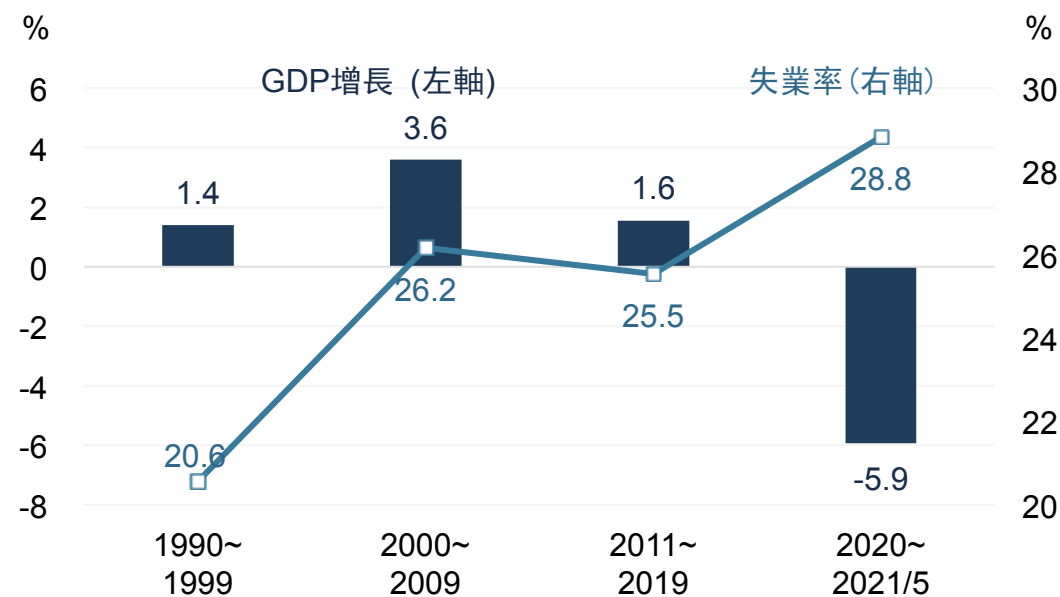
南非經濟主要原因在於，政治、治安問題令企業投資不足，長期經濟增長趨緩，國內失業呈現結構性上升的趨勢。整體而言，南非經濟並非循環性的擴張或衰退，而是存在結構性下行的問題。**故對該國曝險仍宜注意下方風險與損控，宜利用升值期間獲利了結。**

長期而言新興匯率趨向貶值，南非幣尤有甚之



資料來源: Bloomberg。

長期而言，經濟趨緩、失業攀升



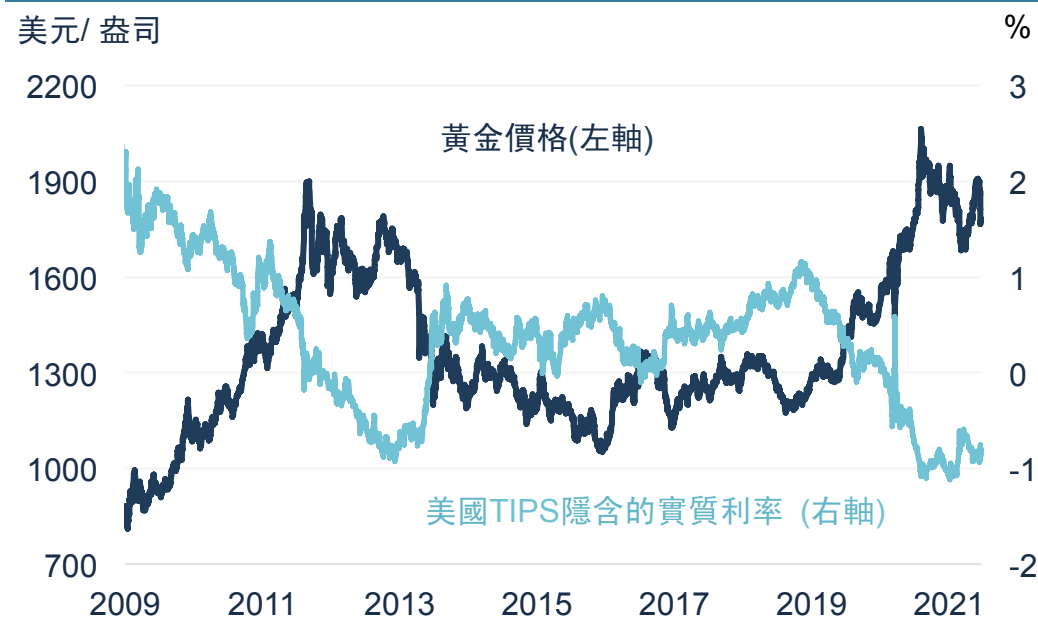
資料來源: Bloomberg。

黃金 美國縮減QE訊息，對金價構成上方壓力

隨美國景氣復甦，聯準會縮減QE預期上升，實質利率未來可能緩步偏上。觀察過去，**美國啟動升息前，雙率偏強，黃金和美國實質利率呈高度負相關，金價仍有壓。**

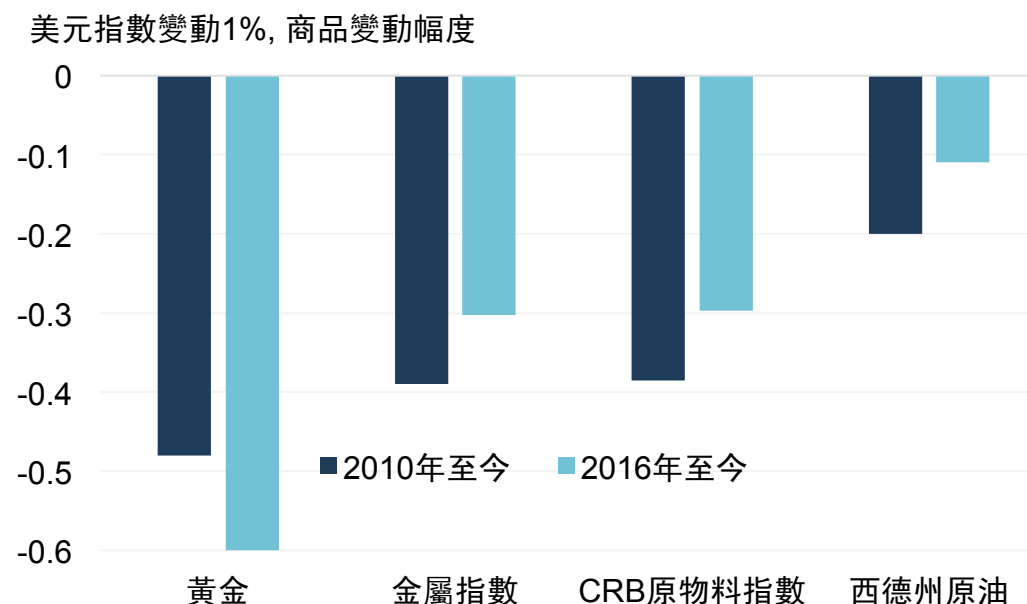
商品多以美元計價，美元升值對商品存負向壓力，其中黃金作為美元之前的替代貨幣，負向關係最為顯著。**預期聯準會於8、9月正式提出QE縮減計畫，美元指數若再進一步升值，黃金仍有下探可能。**

黃金和美國實質利率呈反向變動



資料來源: Bloomberg。

美元升值，對商品構成壓力



資料來源: Bloomberg。

June 2021

28 Monday	29 Tuesday	30 Wednesday	1 Thursday	2 Friday
達拉斯聯邦製造業展望	德國CPI 日本失業率 英國全國房價 美國消費者信心指數 英國抵押債許可件數 歐元區消費者信心指數	英國GDP 歐元區CPI 日本工業生產 中國製造業PMI 德國失業人口變動 美國ADP就業人口 美國MBA貸款申請指數	南韓進出口 南韓製造業PMI 日本製造業PMI 歐元區製造業PMI 中國財新製造業PMI 美國ISM製造業PMI 美國首次申請失業救濟	南韓CPI 美國失業率 美國貿易收支 美國工廠訂單 美國耐久財訂單 美國非農就業人口

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供相關部門的內部教育訓練及媒體記者之參考資料，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