



Cathay's View

2021年7月2日

投資研究週報

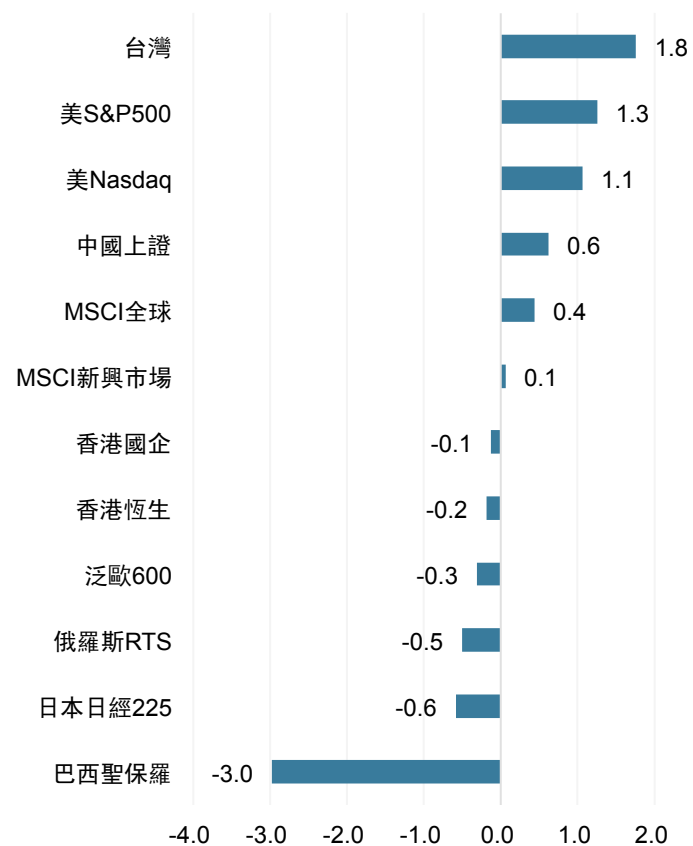
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



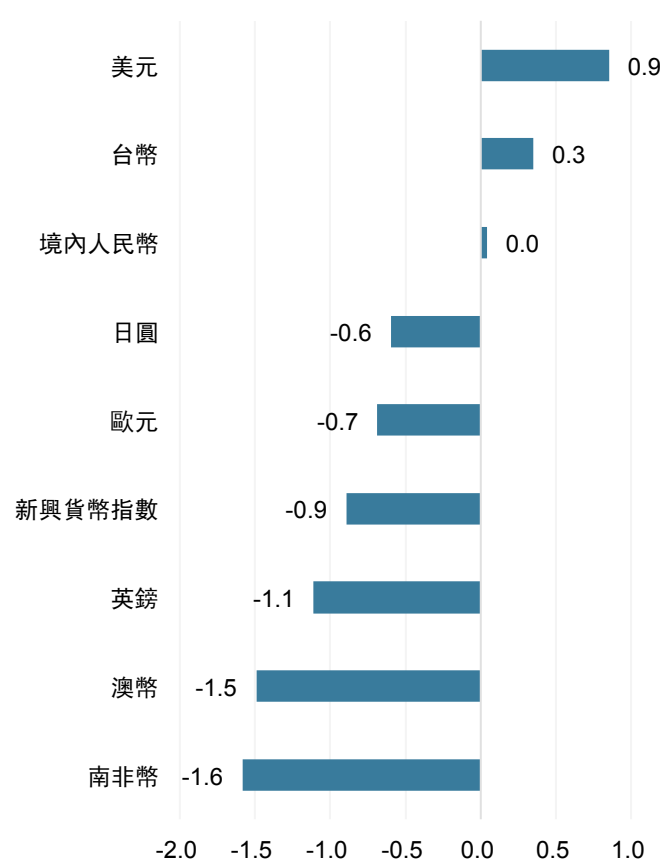
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

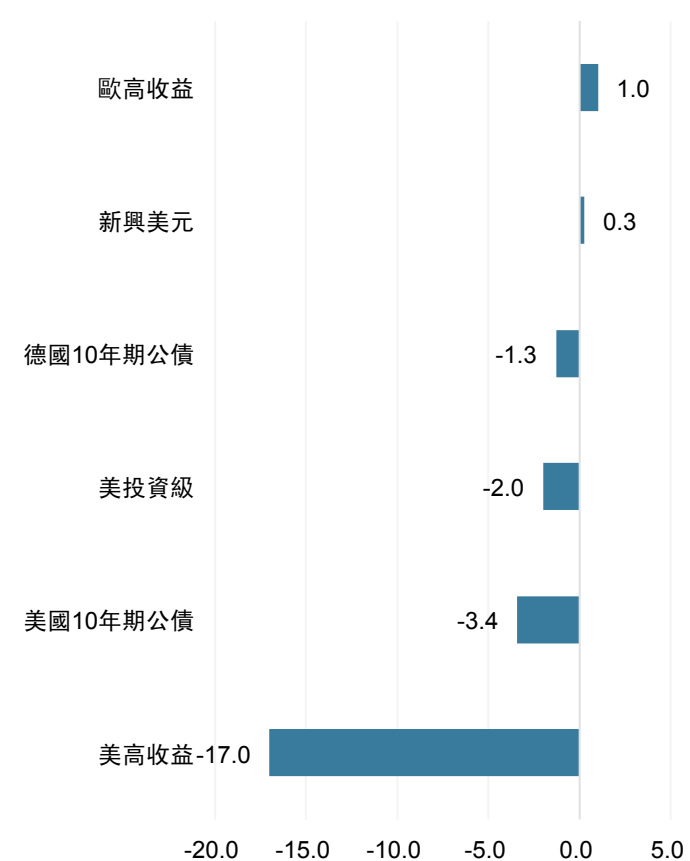
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/7/1。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

▶ 機會與風險並存，拉回找買點

時序進入3Q，市場樂觀氛圍使股市續創新猷，通膨題材延續。股市乖離率偏高，央行縮減QE擾動，添高位震盪風險，投資以拉回找買點適宜。

▶ 貿易回溫與商品偏高，新興市場風險降

新興市場經濟受商品原物料和貿易影響。全球貿易需求回溫與商品高價，景氣復甦及多數國家財務狀況改善，預期新興風險較過去美國縮表時期較為可控。

▶ OPEC緩步增產，支撐油價

OPEC雖緩步增產，但美歐解封、夏季用油旺季來臨，需求上升，供需失衡使油價高位有撐。

股市

股市創高與聯準會緊縮QE預期升溫，增加股市高位擾動。然，全球續往復甦方向前進，基本面持續改善，新興市場風險較過去QE Taper時可控。類股輪動加速，景氣循環股仍有表現，成長股長期展望佳，可互為配置。

債市

疫苗接種普及、解封重啟帶動就業及消費信心增揚，經濟穩健復甦，Taper預期及貨幣政策愈趨正常化將為長線發展，可趁美債低盤先部分獲利，待利率偏升逐步布局。企業獲利動能有助利差收斂，信用債收益穩健表現。

匯市

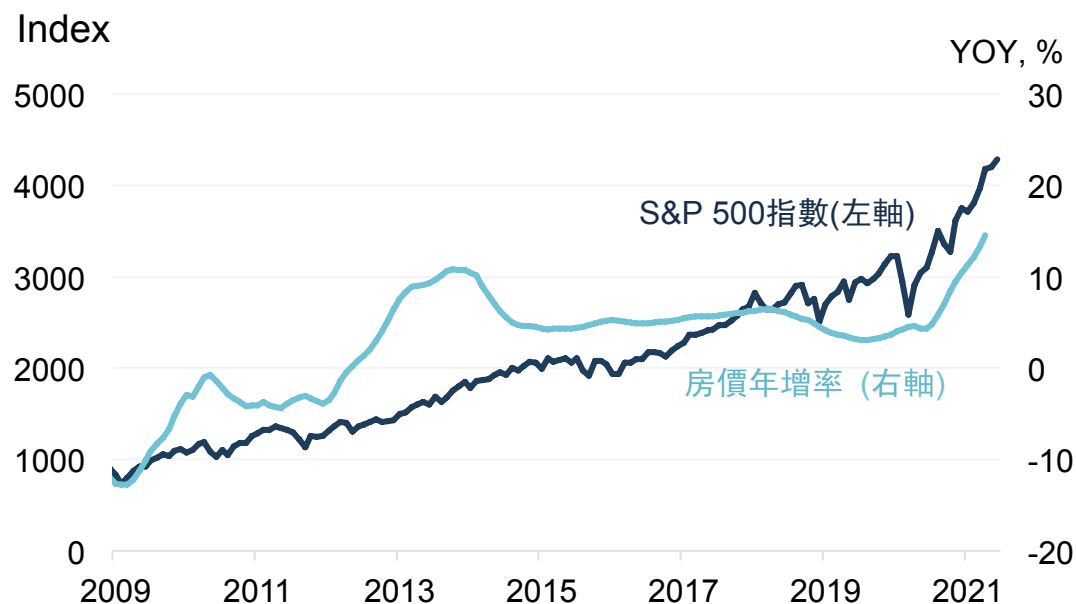
QE逐步退場及利差優勢，提供美元支撐，聯準會官員寬鬆口吻，限縮美元強度。商品價格雖見回溫，但澳紐利率降至低位，利差吸引力降低，使未來匯率展望偏弱。

資產上漲添樂觀氛圍，支撐美股高位

美債利率低盤，美股在資金輪動下，指數續攀歷史新高。4月標普全國房價指數年增14.6%，較3月年增13.3%進一步上升，顯示美國房市火熱，除反應疫情下的郊區移民潮外，低利率環境亦為原因。經濟持續復甦，就業數據良好，股市和房市大漲，激勵6月消費者信心升至127.3，回到2020年3月疫情前水準。

資產價格上漲，投資氛圍熱絡，加上建築、運輸及原物料等價格偏高，**預期3Q通膨議題仍將延續，工業、核心消費、原物料和公用事業等景氣循環類股仍有表現，但油價基期效果漸退，通膨增幅放緩，相關類股漲幅將較2Q收斂。**

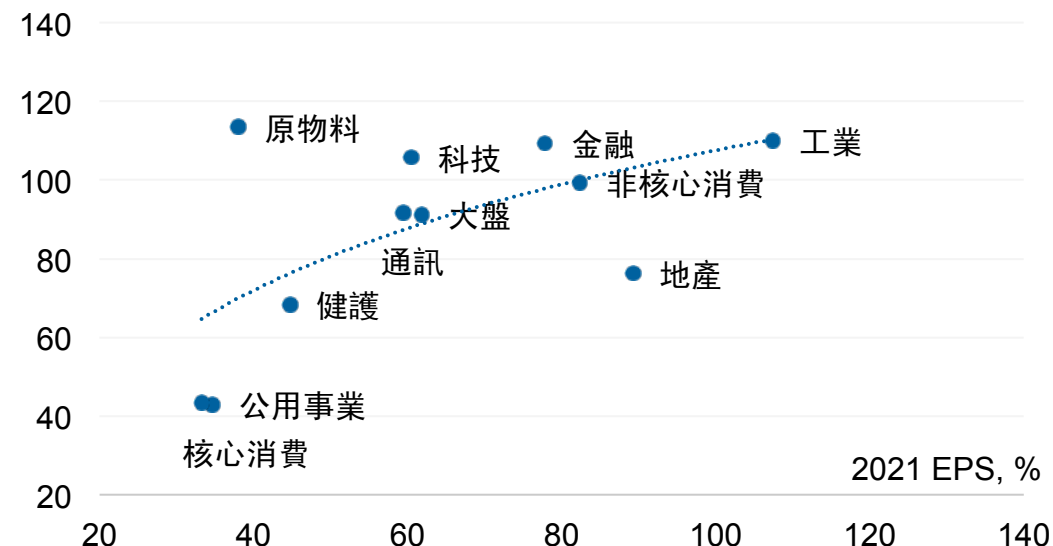
美國股市、房價創高，提振消費信心



資料來源: Bloomberg。

景氣循環股高位有撐，後續漲幅趨緩

美股漲幅, 2020/3/23-2021/6/25, %



資料來源: Bloomberg。

政策調整預期與乖離過大，股市後續波動上升

全球經濟處於疫情後回歸常態前的調整階段，美中貨幣政策轉趨中性，聯準會QE縮減預期升溫下，資金動能未來將進一步放緩，添短期股市擾動。觀察過去貨幣政策調整時間領先股市約6個月，**預期聯準會8-9月釋出縮表訊息，明年初開始實行每月減少購債規模，近期股市高位波動加大，呈現類股輪動格局。**

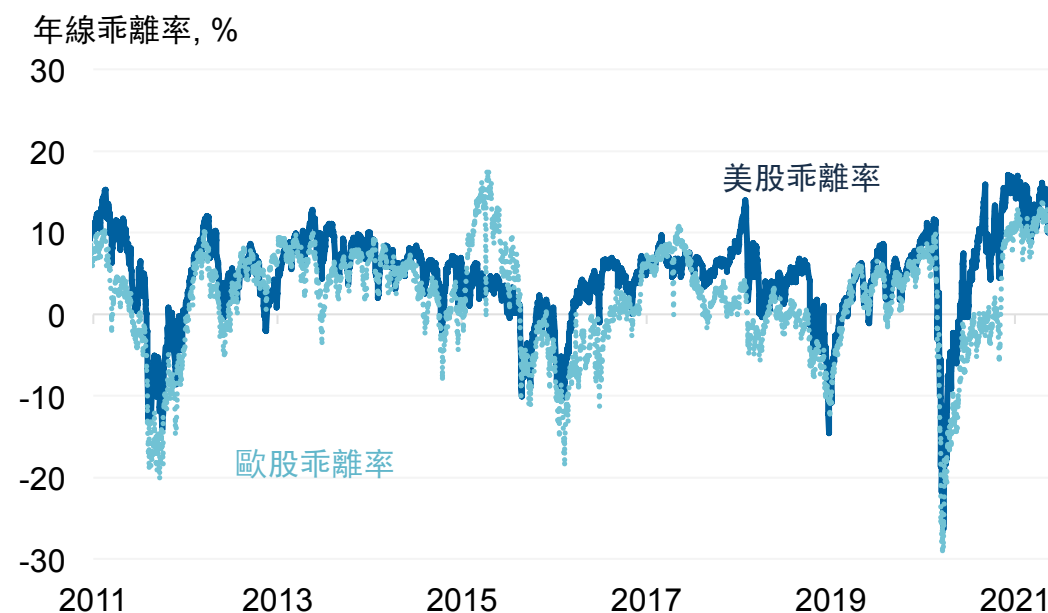
除美股各產業評價面來到相對高位外，**多數市場如美、歐股市，與年線乖離率也來到近年高點，超過疫情前水準。短期股市漲幅已高，進入3Q後較易受訊息面擾動，以拉回布建方式為宜。**

央行寬鬆程度趨緩，添金融資產擾動



資料來源: Bloomberg。

美、歐股市乖離率來到較高水位



資料來源: Bloomberg。

新興市場經濟復甦，相較過去美國升息期抵禦能力較佳

過去新興市場股市表現不若成熟股創高，主因為1) 部分新興國家通膨升溫，央行被迫調整朝緊縮貨幣政策方向，資金面疑慮猶存。2) 中國、台灣和南韓股市權重佔MSCI新興市場指數約2/3，包括台積電、騰訊、阿里巴巴和三星電子等約佔20%，科技股在上半年表現相對偏疲。**新興市場隨全球景氣復甦，過去疫情影響加上疫苗短缺，使經濟恢復速度落後歐美，凸顯現在反彈力道，花旗新興市場驚奇指數上揚。**

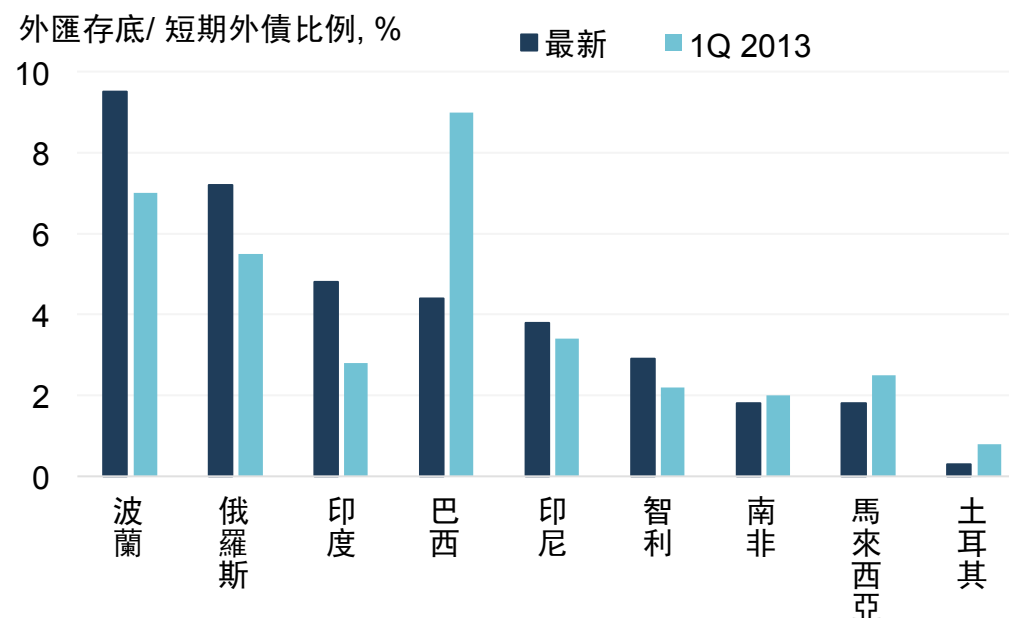
過去在QE縮減前，新興市場多面臨資金外流、資產大跌情況，然觀察現在成長趨勢、經常帳盈餘和財務體質，多數較過去改善，加上中國6月製造業PMI維持擴張，經濟仍偏穩定，**預期新興市場相較過去較能抵禦聯準會縮減QE前的擾動。**

新興經濟驚奇指數上揚，新興股短期高盤



資料來源: Bloomberg。

相較2013年，多數新興市場抵禦能力較佳



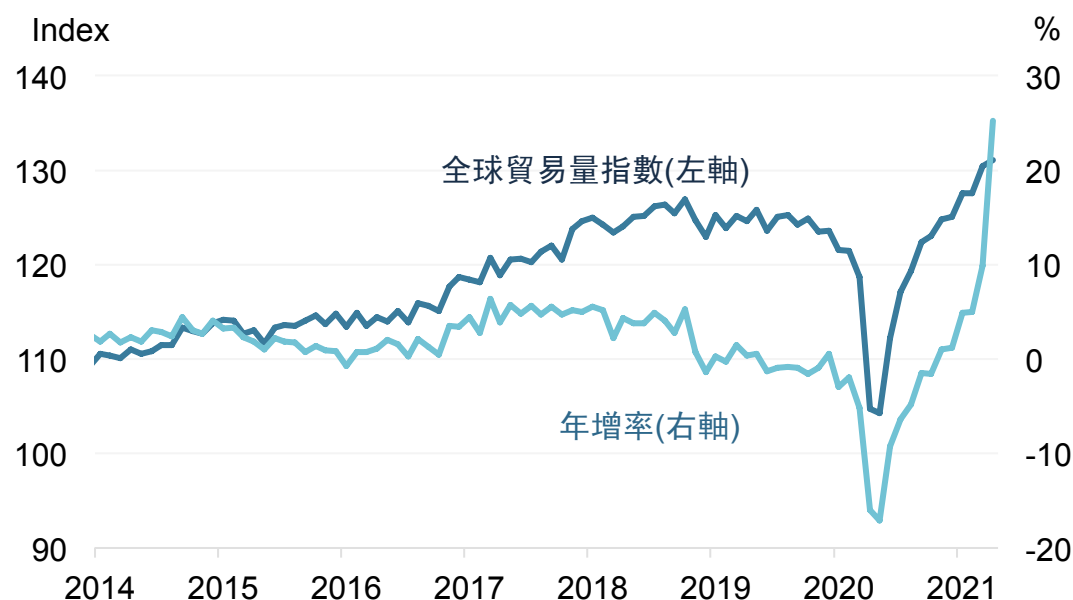
資料來源: Bloomberg。

全球貿易量創歷史新高, 對出口貿易國經濟表現有撐

疫苗普及、經濟重啟, 歐美國家個人消費回溫, 帶動全球貿易量大增。**4月全球貿易量指數已超過川普執政貿易保護時期, 年增25%創歷史新高, 相較2019年4月亦成長5%, 呼應全球景氣持續回溫。**就區域別看, 歐元區今年以來疫苗接種速度加快、經濟活動轉佳, 貿易量年增39%最顯, 美國4月年增28%, 增幅亦高於全球平均值, 日本增幅12%在成熟國家中較為溫吞。

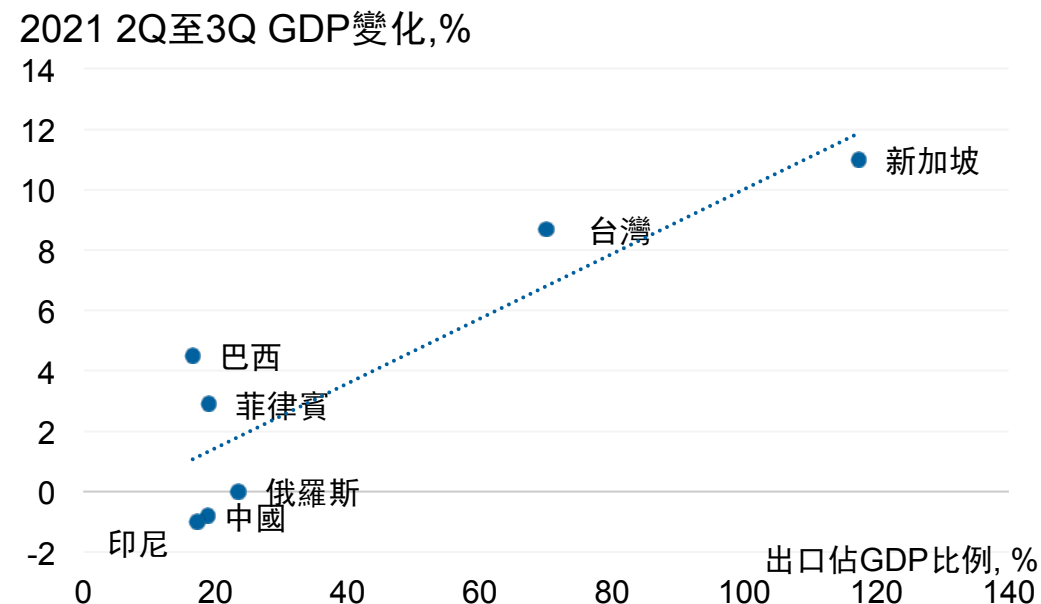
貿易回溫, 使空運、海運等航運需求持續偏緊, 對於貿易佔經濟比重較高的國家, 如新加坡、台灣等經濟復甦有益。目前**部分東南亞國家雖仍受疫情影響, 2Q經濟表現相對疲弱, 馬來西亞管制措施對電子供應鏈產生衝擊。**然預期未來隨疫苗施打漸增, 下半年出口需求暢旺將有助貿易出口國經濟回升。

貿易量激增, 遠超過疫情前水準



資料來源: Bloomberg。

貿易回溫有利出口比重高的國家經濟表現

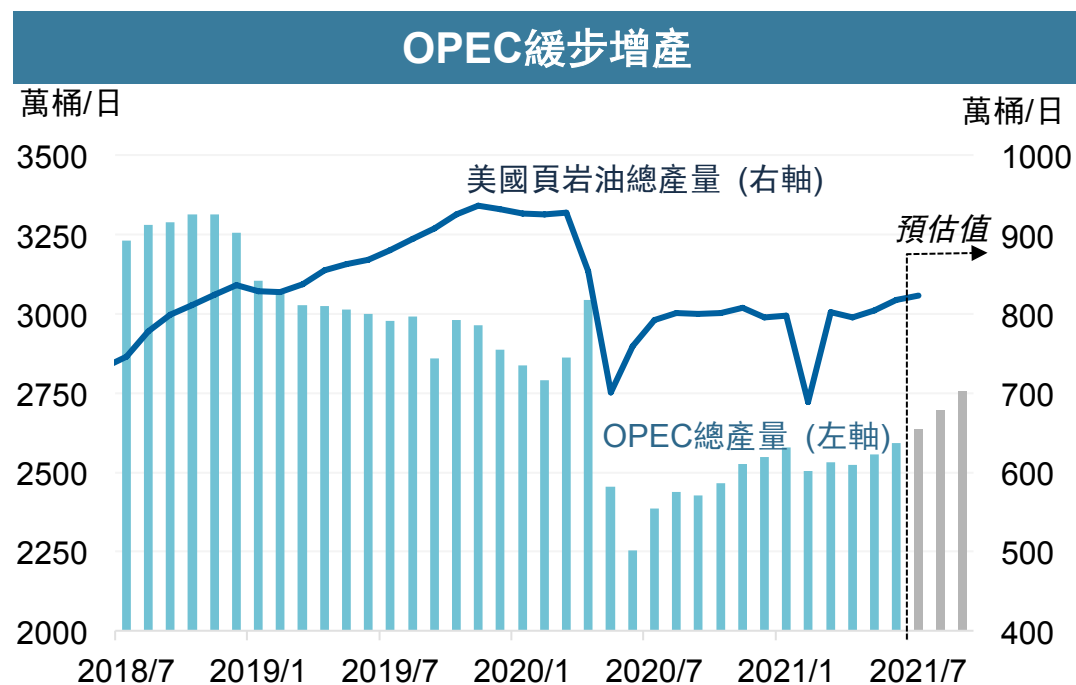


資料來源: JP Morgan, Bloomberg。

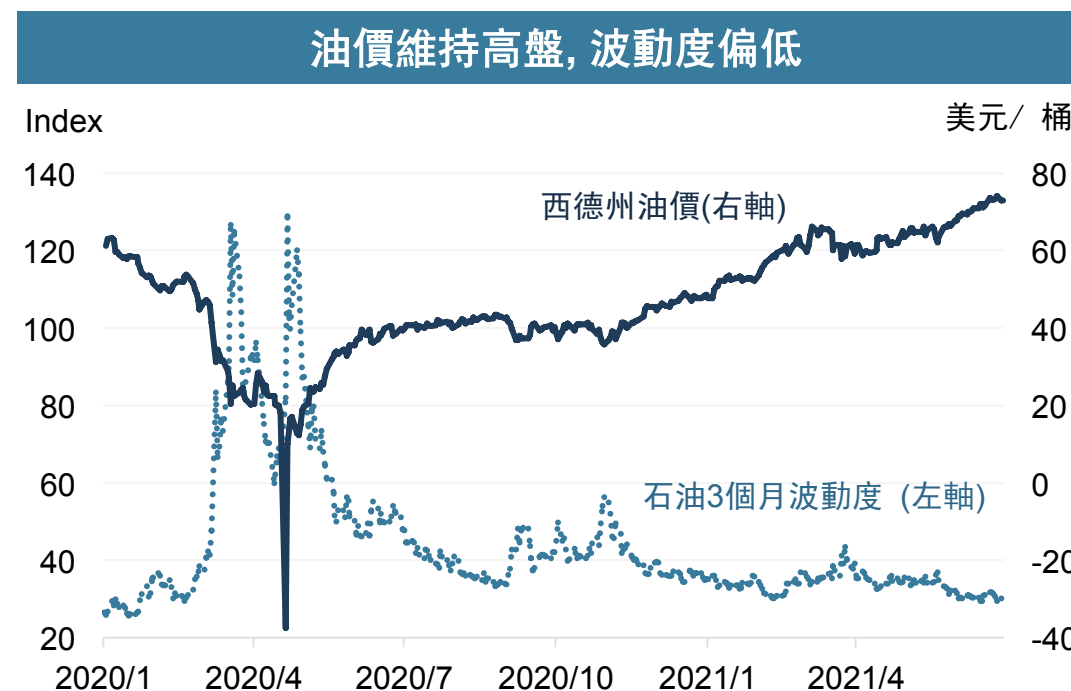
OPEC緩步增產穩控油價

OPEC於7月初開會決定8月份以後的生產配額，預期本次仍將小幅增產，以因應全球景氣回溫的用油需求。相較於美國頁岩油面臨環保減碳議題壓力，**OPEC+為提供需求增加的主要供應，但即使緩步增產，預期整體產量相較於疫情前仍有每日約500萬桶的短缺差距，供需失衡情況持續使油價高位有撐。**

隨美歐逐漸解封，出遊開車與搭機人數激增，市場預估夏天美國汽油需求預估將可達每日940-980萬桶，接近過去正常水準。在需求上升但供給緩增的情況下，西德州油價維持高盤，波動度偏低。



資料來源: Bloomberg。



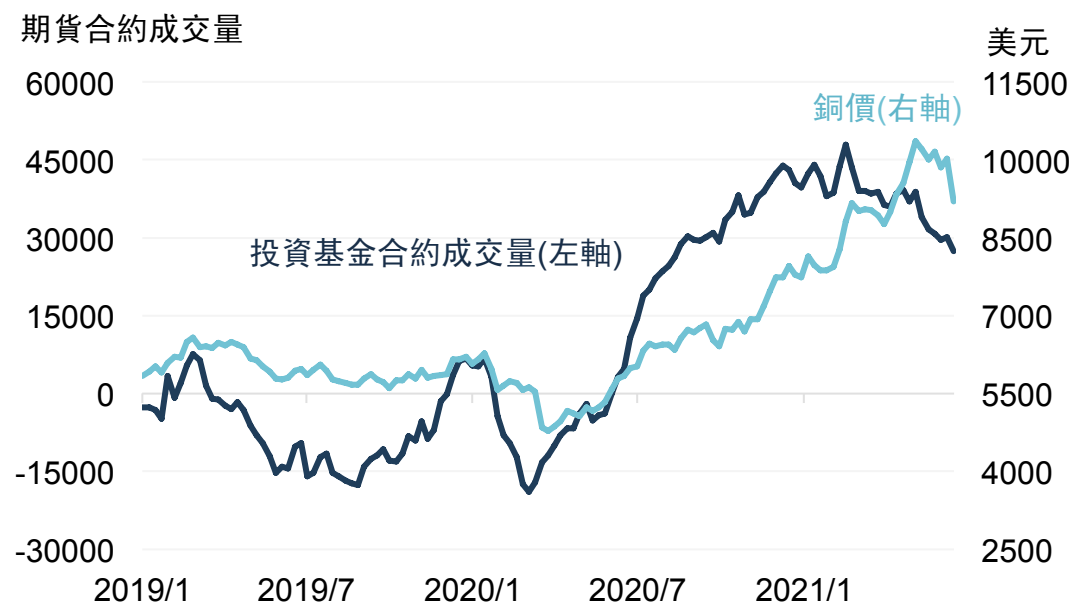
資料來源: Bloomberg。

礦業 短期波動加大, 供需失衡對價格有撐

短期金屬價格遭逢逆風, 原因為: (1) 中國政府出手干預, 釋出部分庫存調節價格、禁止商品期貨市場炒作, 限制銀行向散戶銷售與大宗商品相關的投資產品等, 打擊金屬投資信心。(2) 美國縮減QE前, 商品價格波動加大。

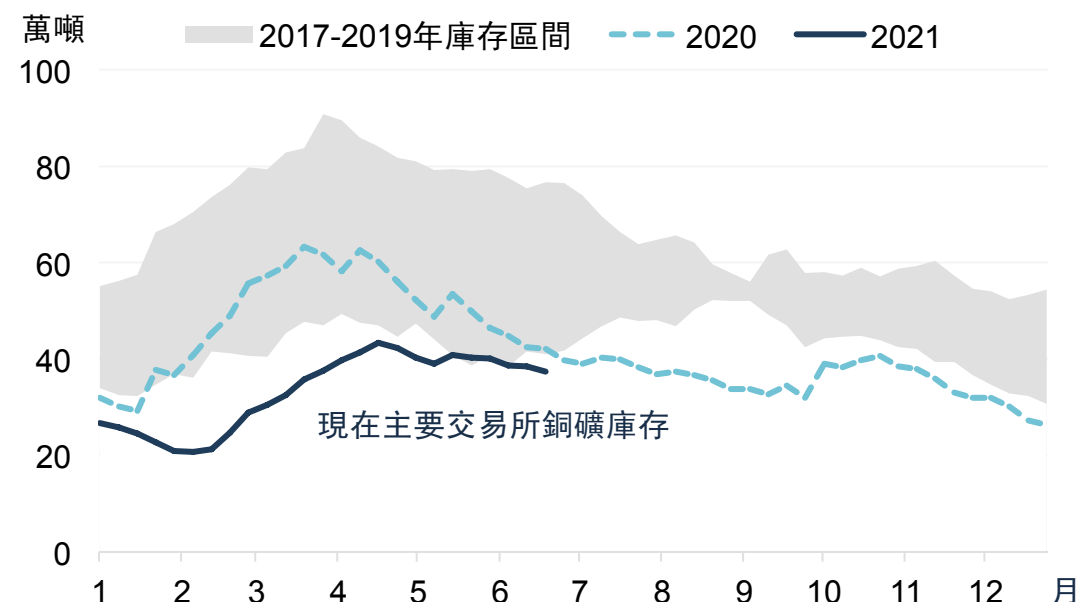
從去年底開始原物料起漲, 主要反映廠商補庫存需求, 和供給端因疫情無法順利補足所致, **供需不平衡短時間難大幅改善**, 全球最大銅礦生產商智利國家銅業(Codelco)今年第一季產量雖較去年增加, 但**增幅有限, 加上多數礦企資本支出仍偏保守**。近期景氣復甦、補庫存需求仍強, 及長期電動車和綠能所需太陽能板、風力發電等結構性轉變, 金屬價格短期波動增, 長期展望不看淡。

短期投資信心受到影響



資料來源: Bloomberg。

庫存偏低, 對礦價有撐



資料來源: Bloomberg。

信用債 控管利率偏升可能影響, 企業獲利帶動債券利差縮窄表現

疫苗普及、解封重啟帶動就業及消費信心增揚, 經濟穩健復甦, 通膨增溫, 預期實質利率將帶動美債上揚, 年底美債將偏上。Taper預期及貨幣政策愈趨正常化將為長線發展, **隨著明年聯準會開始縮表及升息預期上揚, 利率風險將是債券比較大的壓力。**

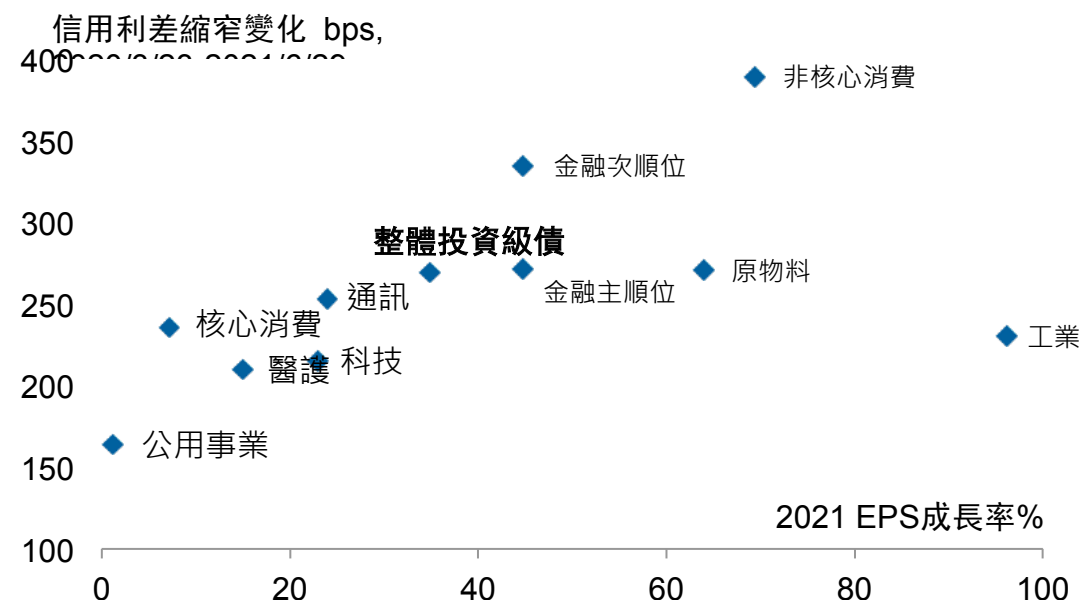
景氣偏好, 債券信用風險相對低, 企業獲利及Reflation Trade帶動債券利差縮窄表現, 今年以來投資級債利差仍持續收窄, 相較於去年3月收窄幅度漸縮。預期現階段來到相對低位, 未來收窄空間有限, 評價面偏貴。愈長年期債券即使利差有縮窄可能, 也將難以抵禦利率上升對於總報酬影響, 將**著重高信評收益為主, 殖利率愈高可介入布局。高收債及新興債利差空間較高, 存續期間較低, 與股市連動性高較具優勢。債券投資宜以息收為考量、縮短債券天期。**

景氣復甦及利率偏升階段, 留意債券天期波動壓力

	美投資級債	美高收債	美元計價
	指數	指數	新興債指數
目前債券指數利率 (%)	2.05	3.78	3.8
存續期間	8.63	3.69	7.03
假設預期報酬歸零, 可容忍利率最大上升幅度(bps)	24	102	54

資料來源: Bloomberg。

企業獲利及Reflation Trade帶動債券利差縮窄



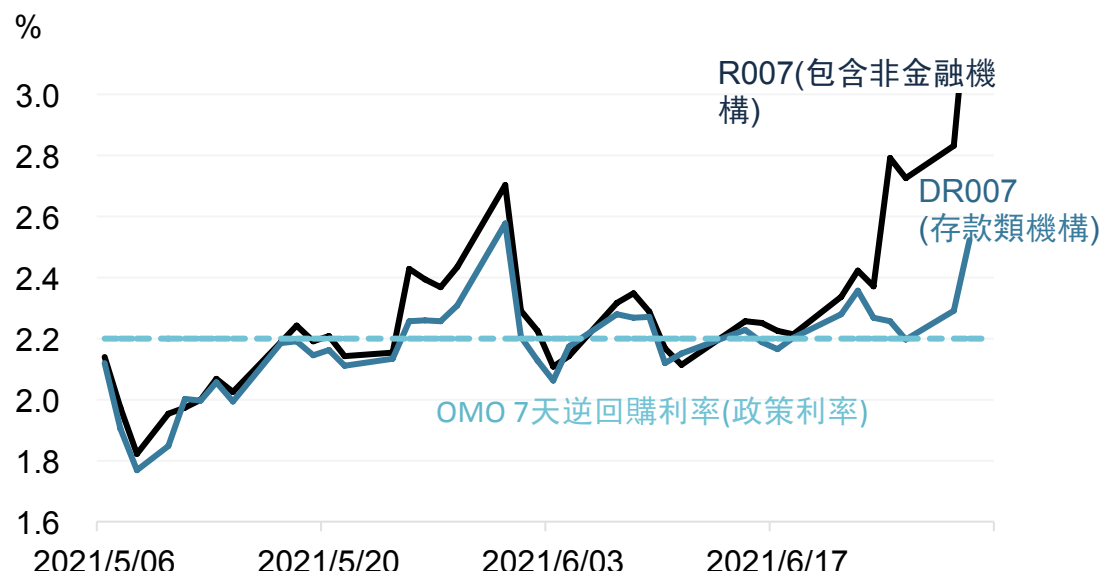
資料來源: FactSet, Bloomberg。

中國 跨季資金緊張促人行重啟逆回購，料以預期引導為主而非政策轉向

截至5月底，中國完成全年中央政府發債目標的35%，仍低於歷年的42%水準。地方債發行加上跨季資金需求增強（DR007基本圍繞政策利率波動，但R007明顯上揚，顯示部分機構季末流動性壓力加大），同時也為了要在建黨百年之際維穩市場，人行自24日至30日連續展開每日投放300億元人民幣的逆回購操作，以緩解短期資金壓力，有別於春節以來的小量等價續作。

不過，此次操作並無明顯放量，仍凸顯貨幣政策以穩為主，且2Q貨幣政策例會對於2Q政策論調基本與前一季相比無太大變化，料人行此次公開市場操作仍是通過預期引導來緩解市場對資金面的擔憂，加上季末機構資金面緊張為暫時性因素，**料跨季之後短期流動性將再次回籠，維持貨幣政策再寬鬆有限的看法。短期人行釋出流動性，促金融股走揚，上證重回3600點，惟A股市場已反彈至高位，若後續追漲需持謹慎態度。**

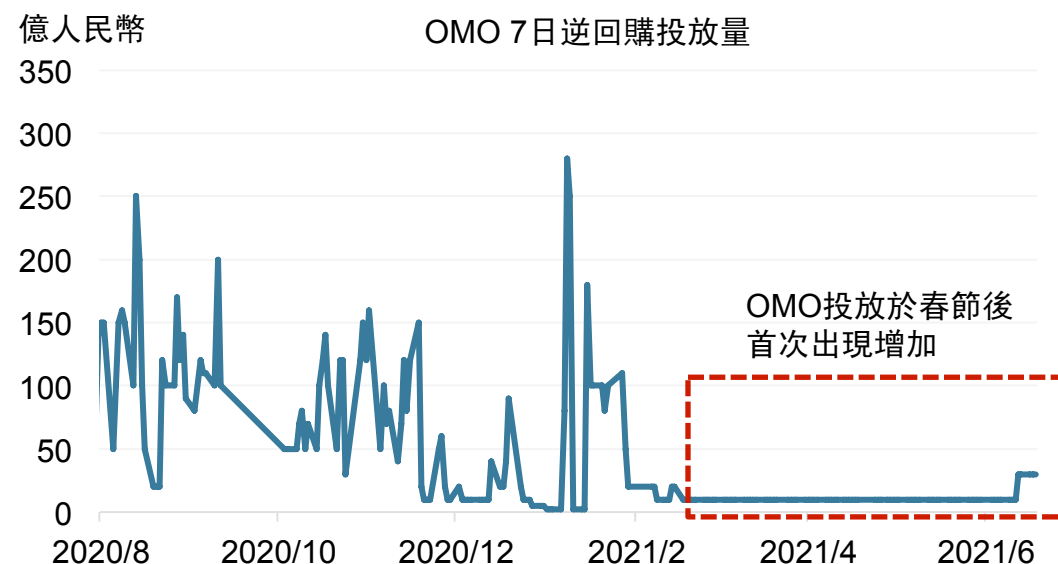
MPA考核、地方債供給壓力增大，半年末資金面緊張



註：當流動性緊張時，DR007稍有上揚，R007則反映劇烈，表示市場面臨可拆借資金緊張、機構資金拆借能力的不足，非銀機構衝擊較大。

資料來源：Wind。

人行重啟逆回購以抑制跨季波動，不過並無大量投放



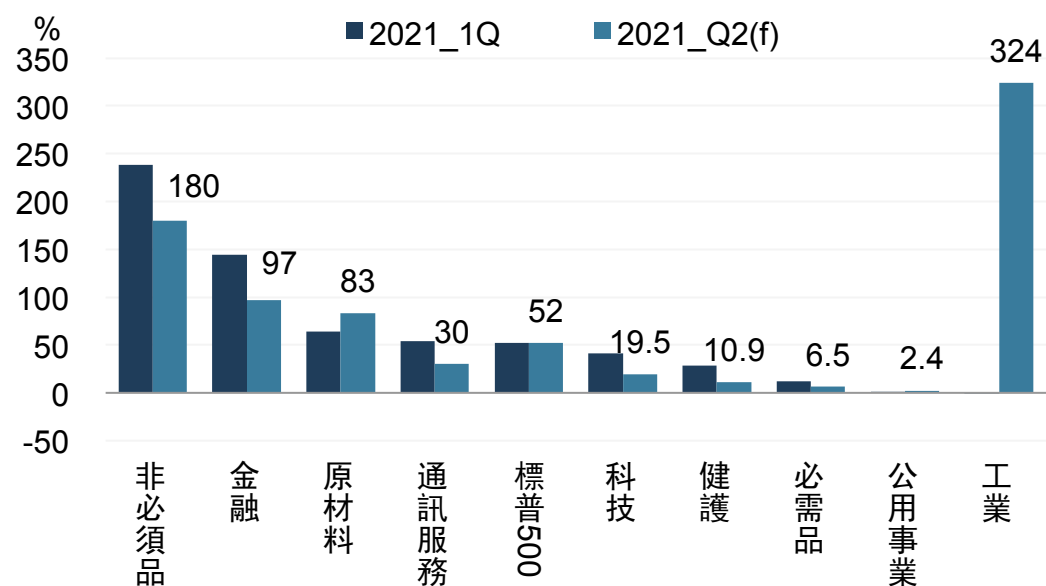
資料來源：Bloomberg。

美國 2Q獲利持續增溫，提供股市回檔布建利基

時序邁入7月，中旬之後便是財報週，市場預估標普500指數2Q獲利年增率仍有保有52%，近期有再度上修跡象，主因為疫苗普及與基期偏低所致，其中能源、工業、非必需品為主要成長動能。

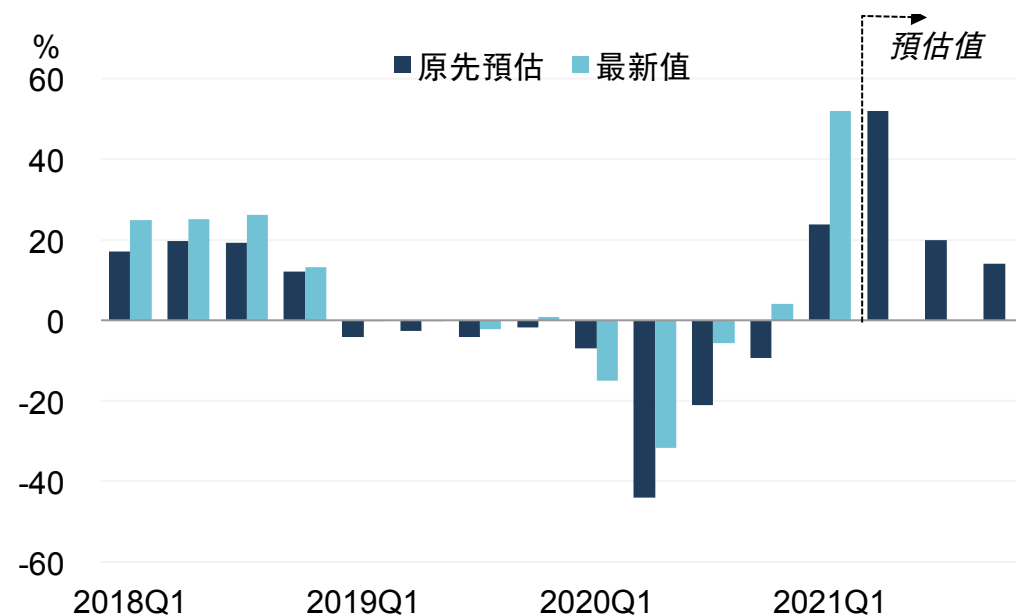
標普500企業獲利來看，首季企業獲利大幅上修，主因為疫苗加速普及影響，研判第二季獲利亦可望上修，加上2Q為傳統消費旺季，提供回檔支撐，但上修幅度可能不及首季。

循環類股驅動2Q財報續揚



資料來源: Factset。

標普500各季獲利走勢



資料來源: Factset。

匯市 美元下半年可能逐步墊高，將不利後續澳、紐幣走勢

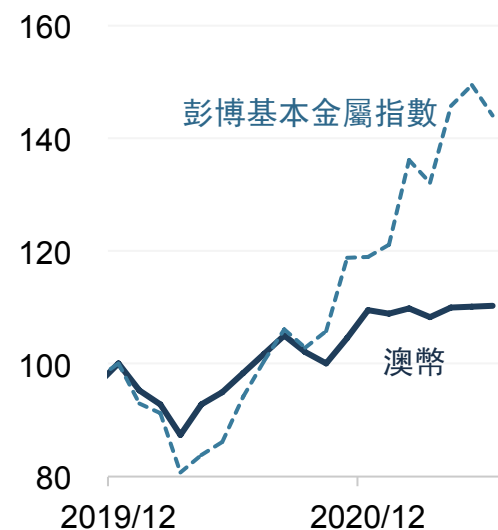
去年疫情以來雖短暫重創大宗商品價格，但隨各國貨幣、財政救市政策先後發揮作用，商品價格持續回升，惟澳幣、紐幣走勢卻未能完全受惠於商品價格的回升。

究其原因，澳洲、紐西蘭央行大幅降息至歷史低位，令兩國對美利差縮窄，喪失以往高息貨幣的優勢是主要原因。

結論：6月美國聯準會點陣圖上移2023年升息預期，加上下半年可能透露縮減QE，**美元下半年可能逐步墊高，將不利後續澳、紐幣走勢。**

商品價格回升，但澳紐幣受惠程度受限

2019/12月=100



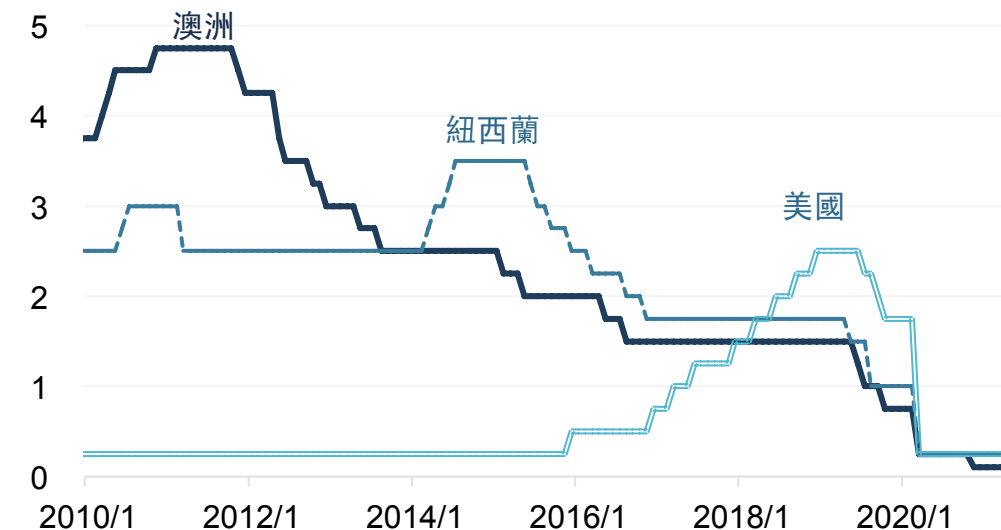
2019/12月=100



資料來源: Bloomberg。

澳紐政策利率持續走低，喪失高利差優勢

%



資料來源: Bloomberg。

July 2021

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
日本綜合PMI 中國綜合PMI	美國綜合PMI 德國工廠訂單 德國ZEW調查預期	台灣CPI 台灣進出口 中國外匯存底 德國工業生產 美國MBA貸款申請指數	俄國CPI 俄國黃金與外匯儲備 美國首次申請失業救濟 日本國際收支經常帳餘額	中國CPI 中國PPI 美國躉售存貨 英國工業生產 英國製造業生產

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