



Cathay's View

2021年4月16日

投資研究週報

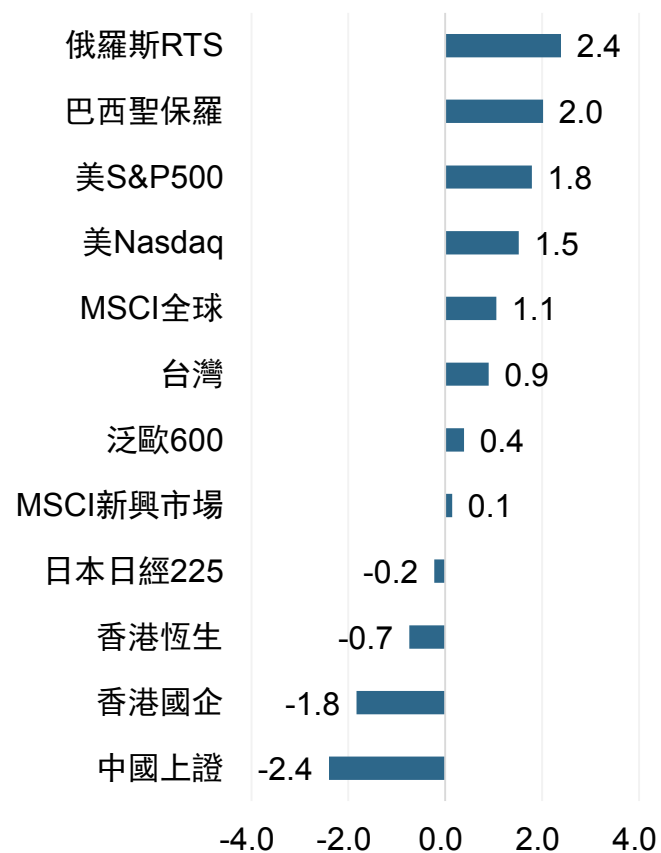
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



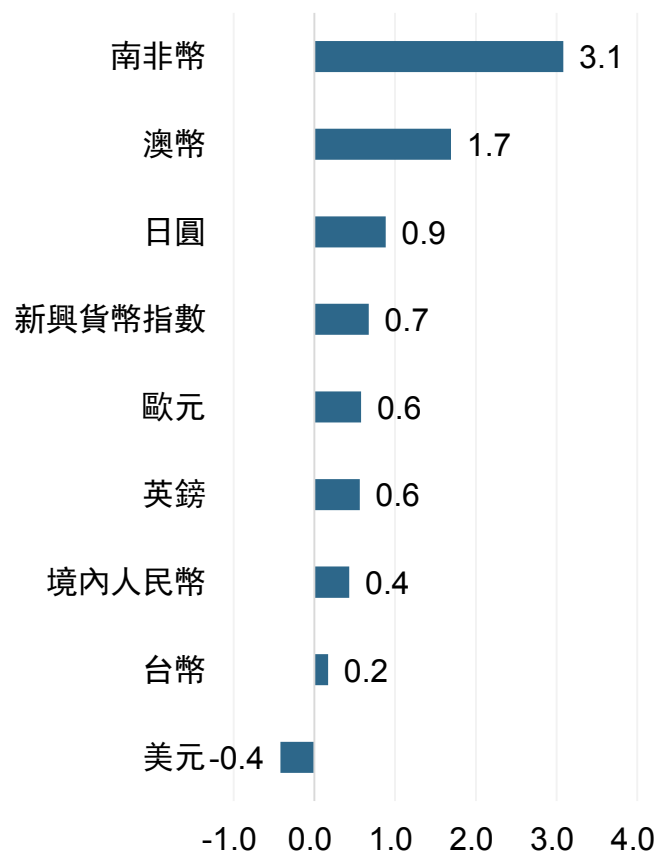
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

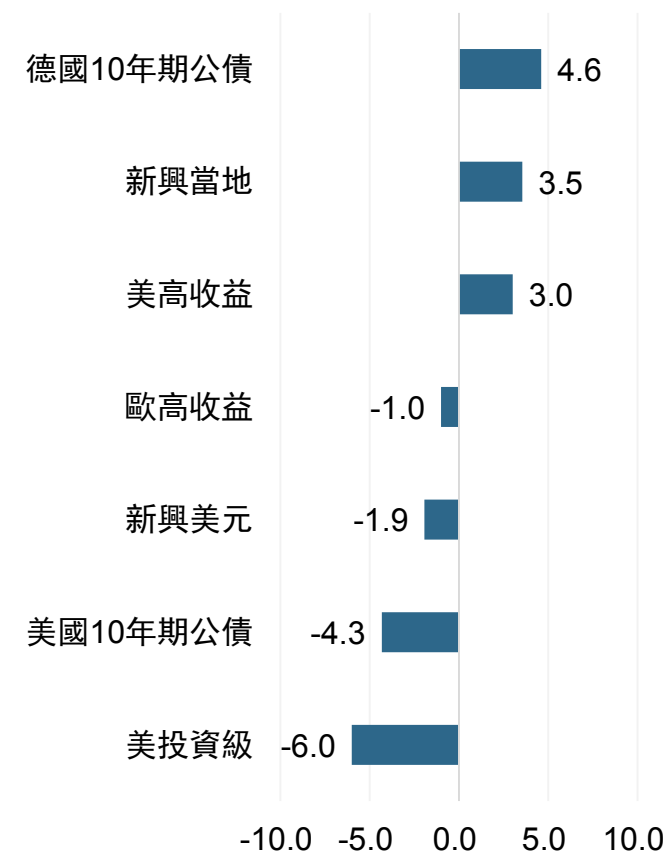
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2021/4/8~2021/4/15。資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 台積電法說會表示未來需求仍強勁

儘管外界對重複下單情況存有疑慮，但實體需求仍強勁，尤其，疫情加速數位轉型，讓**未來18個月供應鏈都將維持吃緊狀態**。

► 市場先行消化美國通膨回升，利率反跌

基期效果令通膨回升，但更需注意**下半年疫苗普及**，美國產出缺口大幅改善恐令核心通膨有撐，長線仍為殖利率下方支撐。

► Fed副主席Clarida稱“年底通膨是關鍵”

副主席Clarida(4/8)表示“**年底通膨將是研判通膨趨勢持續與否的關鍵**”，除透露更多data dependent意涵，也略給就業與通膨雙元目標些許平衡的空間。

股市

統計過往股市表現，今年盤勢已邁入獲利推升期，全面性beta行情不易重現，增添操作難度。雖然近期股市延續清明節前以來的漲勢，但**宜注意融資水位偏高**，容易增添市場波動。

債市

美國通膨數據回升但公債標售需求良好，短線殖利率有所回落。**聯準會官員話鋒漸轉，關注通膨持續及疫苗接種率超過75%，或透露政策可能調整之解讀**。惟經濟及財報改善，助利差優勢的債券表現。

匯市

近日美債殖利率利多不漲，帶動美元升勢修正，但中長線而言，美歐資產負債表寬鬆程度拉近，**美國疫苗普及領先於歐洲**，都有助支撐美元後續走勢。

股市 美股近期延續漲勢，惟須注意融資水位偏高，容易增添市場波動

市場普遍認知今年企業獲利可望在景氣復甦下大幅回升(右上圖)，加上Powell於IMF論壇強調延續鴿派立場、拜登表示企業稅率上限可以談判，消弭政策不確定性後，近日股市延續清明節以來的漲勢。

但何以今年操作難度明顯高於去年？

統計過往大跌後的股市表現，今年盤勢已暫別評價推升期，轉而進入獲利推升期(左下表)，全面性的beta行情不易重現，操作難度較去年升高，且**美股融資水位持續拉高(右下圖)**，容易增添市場波動。

當股市邁入獲利推升期，操作難度往往升高

評價推升期			獲利推升期		
波段 起迄		平均 月漲跌%	波段 起迄		平均 月漲跌%
Apr-2003	Mar-2004	2.4	Jul-2004	Oct-2007	0.8
Mar-2009	Mar-2010	3.6	Apr-2010	Apr-2011	1.2
Oct-2011	Dec-2013	1.8	Jan-2014	Jan-2015	0.6
Mar-2016	Feb-2017	1.7	Mar-2017	Sep-2018	1.1
Apr-2020	Mar-2021	3.6	May-2021	~	?

註：統計歷次重挫(跌15%)後由評價與獲利推升的漲勢(取突破年線的漲勢)。

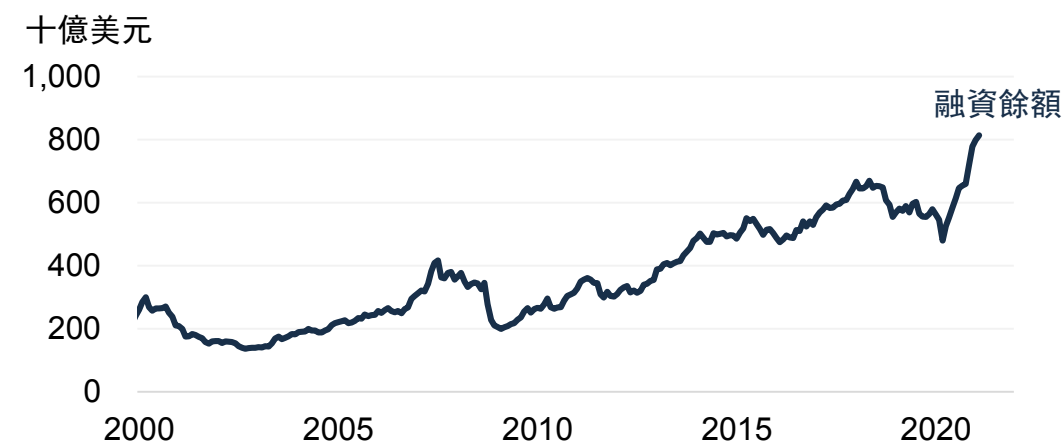
資料來源：Bloomberg。

景氣復甦帶動企業獲利回升



資料來源：Bloomberg。

須注意美股融資水位已高，易添增市場波動



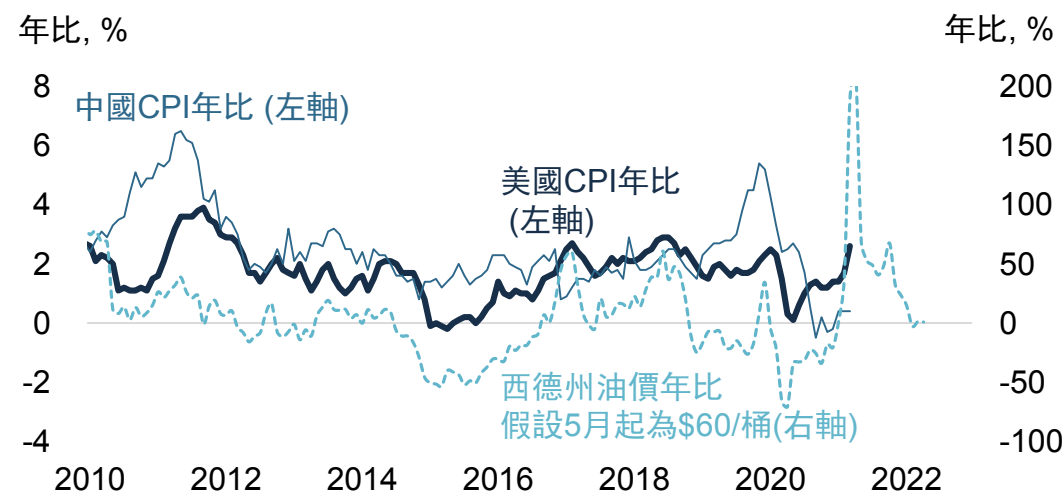
資料來源：美國金融業監管局，截至2021年2月。

債市 基期效果令通膨回升, 但更需注意下半年產出缺口改善將令核心通膨有撐

近日美國公布CPI數據雖受基期效果推升(左下圖)而高於預期, 但市場多已price-in數據受基期推升的影響, 加上期貨淨多單持續獲利了結(右上圖), 30年公債標售需求良好, 令殖利率升勢持續修正。

惟須注意**今年下半美國產出缺口有望大幅改善(右下圖)**, 將令美國核心通膨有撐。加上美國名目GDP可望持續回升, 皆應給予殖利率長線支撐。

雖然油價基期影響尚未顯現, 但美中通膨已漸回升

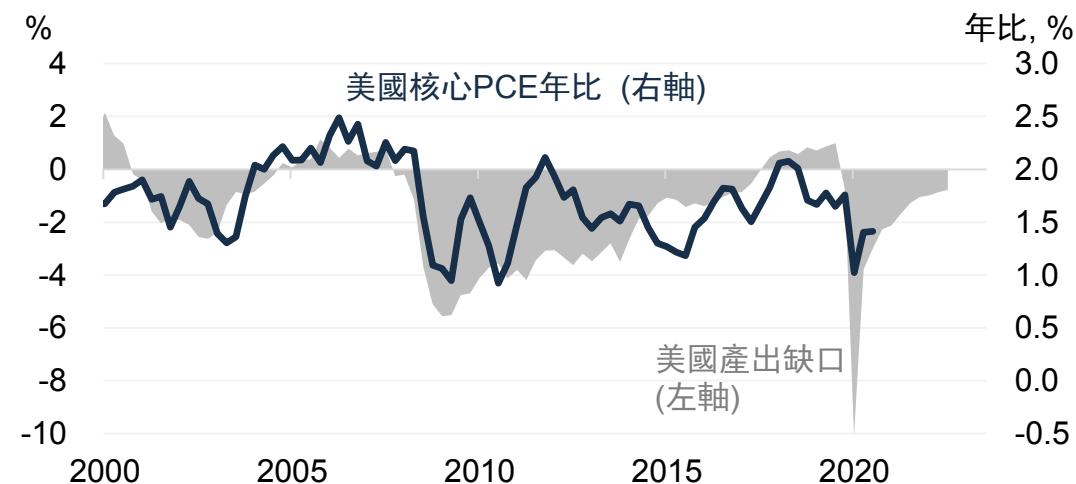


期貨空單持續獲利了結



資料來源: Bloomberg。

2021年下半美國產出缺口有望大幅改善



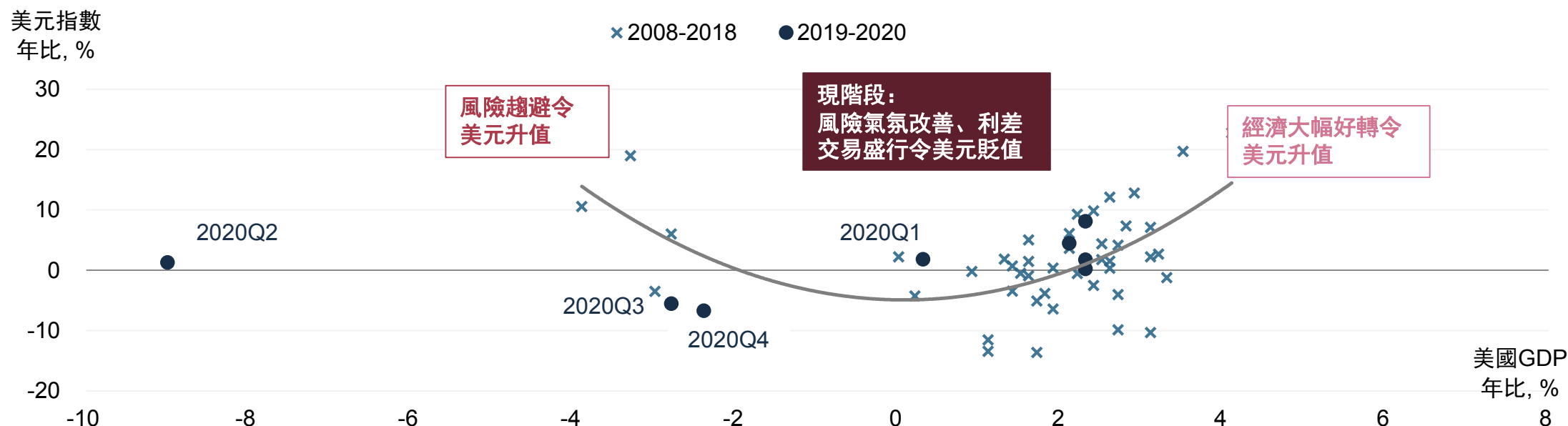
註: 2月估計。
資料來源: CBO。

匯市 Fed副主席Clarida談話增添data dependent意涵, 美元指數持續打底

美元微笑理論(下圖): 階段1)經濟動盪時, 市場追求美國公債等安全資產(或回補美元拆款)將增加美元需求而令美元升值; 階段2)隨恐慌降溫但經濟仍疲, Fed採極度寬鬆貨幣政策, 令利差交易盛行、美元走貶; 階段3)隨美國經濟露出曙光, 吸引資金回流, 美元轉強。

武漢肺炎疫情以來, Fed極度寬鬆政策因應下, 令美元加速重蹈“微笑理論”的週期。雖然近期Fed主席Powell仍強調令就業回升的政策主軸, 但Fed副主席Clarida(4/8)也表示“**年底通膨將是研判通膨趨勢持續與否的關鍵**”, 除透露更多data dependent的意涵, 也略給就業與通膨雙元目標些許平衡的空間。依此, 近日美元走勢漲多拉回, **但預料Q2美元仍處於打底的階段**。

美元微笑曲線



註: 統計2008-18年, $DXY_{年比} = -4.91 - 0.17 \times \text{美國GDP年比} + 1.19 \times \text{美國GDP年比}^2$, $R\text{-sqr}=0.33$

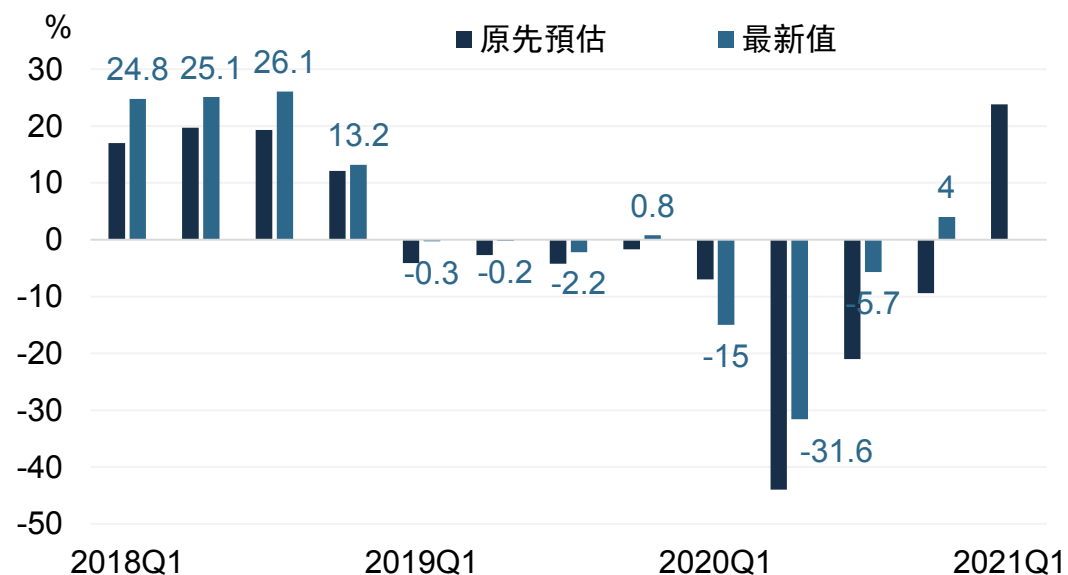
資料來源: Bloomberg。

美國 財報有利股市走揚, 惟留意高檔拉回壓力

時序邁入4月, 將公布美國Q1財報, 由於去年疫情衝擊, 造成基期偏低, 預估首季獲利年增率將達23.8%(左圖), 創2年來最大增速, 其中, 非必需品、金融、原材料等循環類股, 獲利增速最為搶眼。

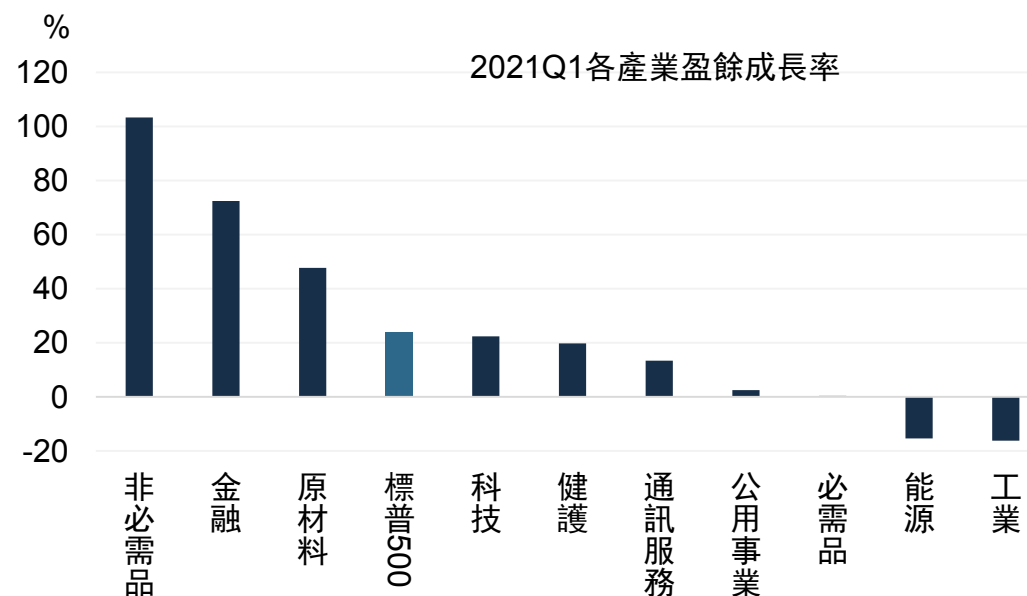
整體而言, 企業獲利改善下, 有利標普500指數續創歷史新高。雖然股價居高, 令財報數字需擊敗市場預期壓力(beat consensus)增加, 但現階段在仍處經濟擴張期, 基本面仍屬有撐下, 拉回仍可在站買方思考。

標普500獲利走勢



資料來源: Factset。

各產業盈餘成長預估



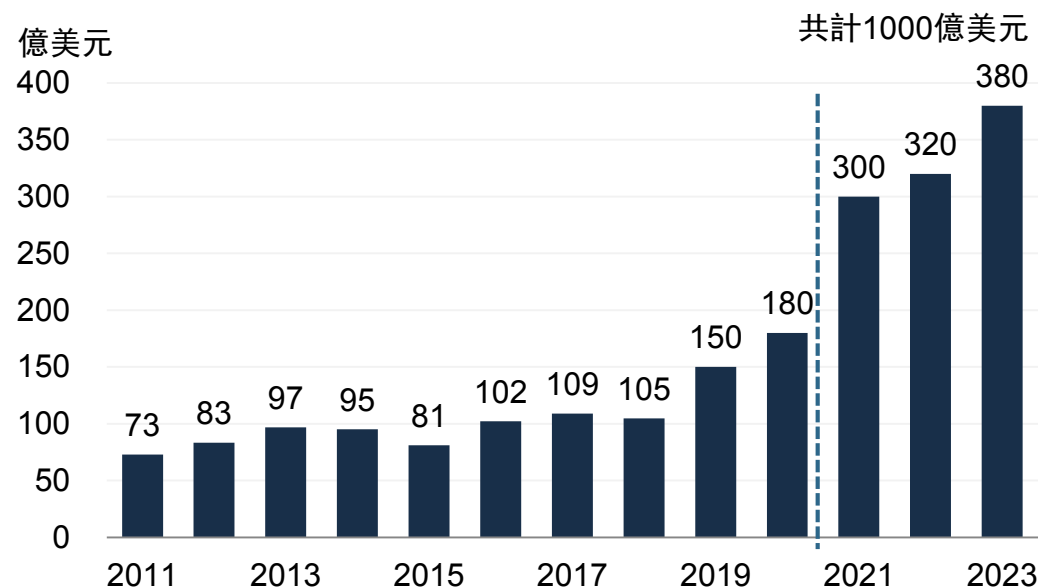
資料來源: Factset。

科技 台積電法說：疫情使數位轉型加速, 需求仍強勁

台積電法說會，重點如下，1)調今年高資本支出至300億美元(左圖)，2)高效能運算、車用、智慧手機與物聯網所有平台需求都比3個月前佳，並預期**未來18個月供應都將吃緊**，3) 5奈米製程(右圖)今年將貢獻20%營收，3奈米製程將於2021年試產，並依原訂進度在2022年下半年量產。

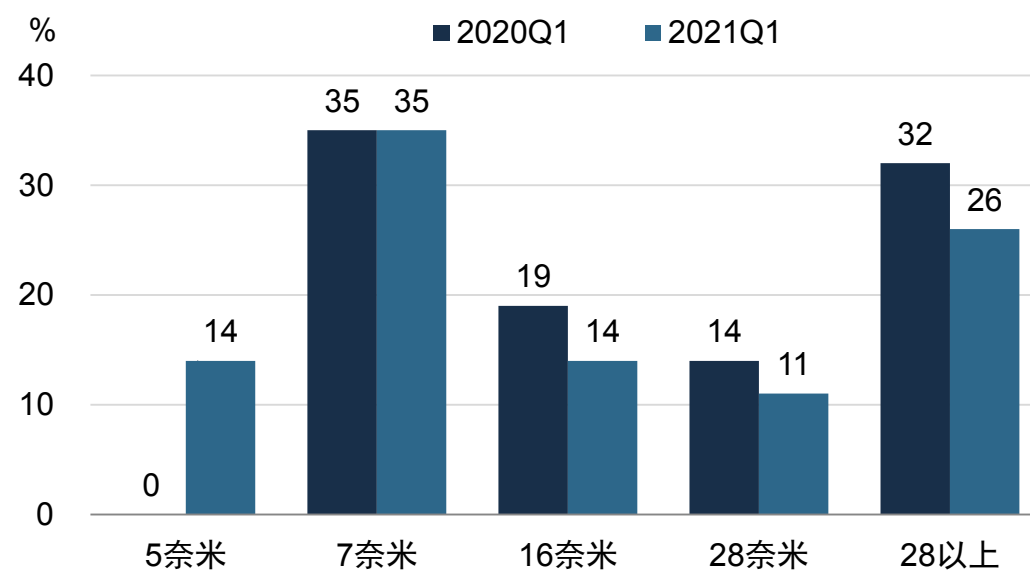
整體而言,儘管外界對重複下單情況存有疑慮，但實體需求仍強勁，尤其，疫情加速數位轉型，讓未來18個月供應鏈都將維持吃緊狀態。另外，像英特爾等IDM廠雖想擴廠，但未來也將更多訂單釋出。因此，對於半導體的後市，仍顯正面，有利科技股續揚。

台積電資本支出走勢



資料來源: 台積電法說會, 國泰世華銀行投資研究團隊。

台積電營收分布 - 依製程分類



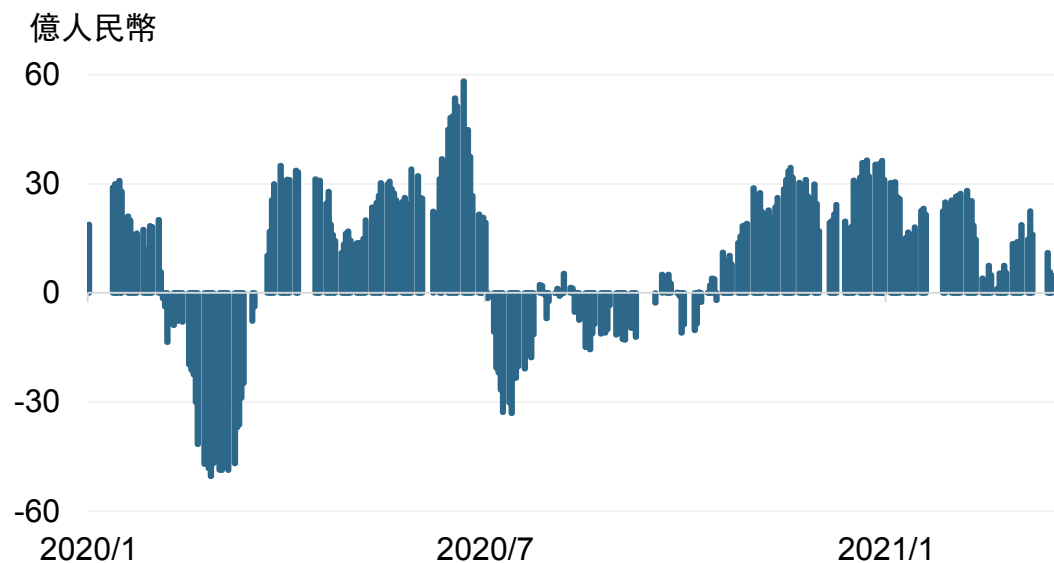
資料來源: 台積電法說會。

中國 阿里巴巴巨額罰款影響市場信心，但經濟循環仍處擴張階段，基本面仍屬支撐

阿里巴巴被指違反《反壟斷法》，遭罰182.28億元人民幣，為中國《反壟斷法》歷來案件中最高。受此影響，美團與騰訊等科技巨頭股價受挫，回吐年初漲幅。地緣風險影響國際資金信心，3月北向資金動能有減弱現象(左圖)。

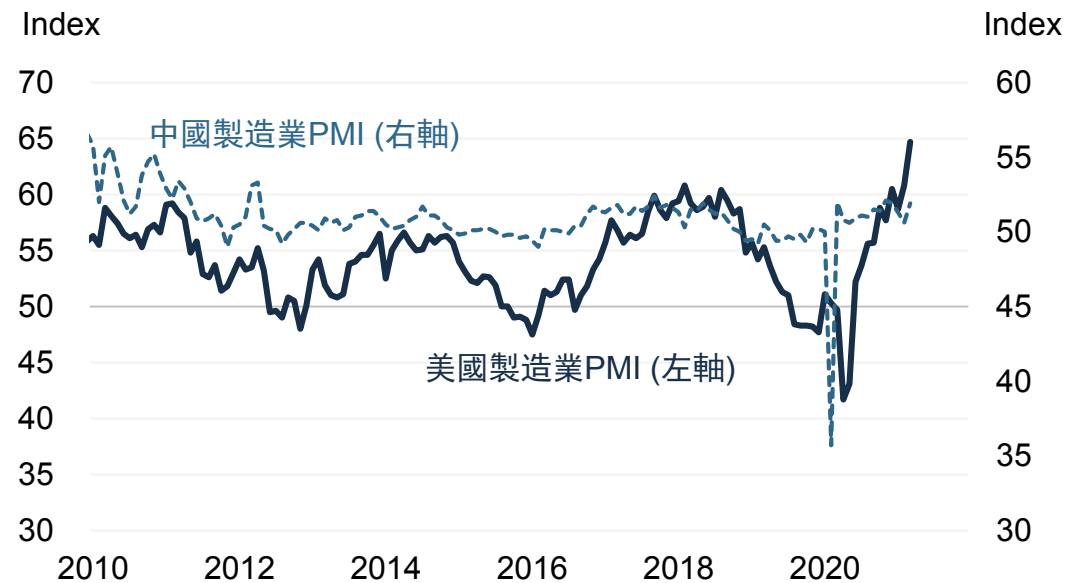
惟中美等主要國家現階段仍處於經濟擴張的階段(右圖)，有利後續企業獲利增長，加以全球股票仍處長線牛市格局，雖然近期中國市場消息面較不利盤勢，但隨企業獲利好轉，仍將給予陸股支撐。

北向資金動能減弱，顯示阿里事件影響市場信心



資料來源: Bloomberg。

中美都仍處於擴張階段，基本面好轉仍予陸股支撐



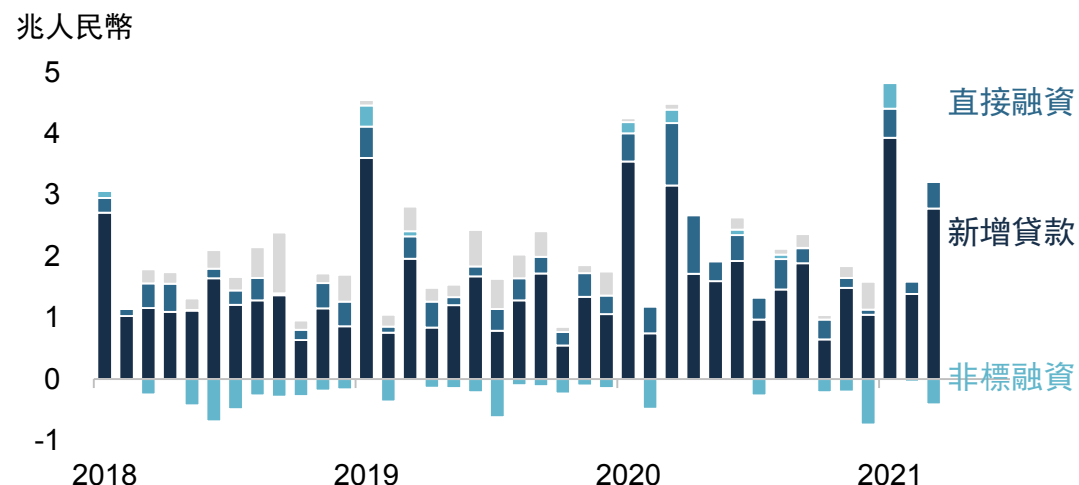
資料來源: Bloomberg。

中國 3月社融數據尚屬平穩, 人行公開市場操作仍保守, 後續須關注人行操作立場能否放鬆

3月整體社融數據尚屬平穩(左下圖), 分項中新增人民幣貸款表現仍良好, 顯示中國經濟現階段尚屬穩定, 而非標融資持續走降, 也顯示官方持續嚴控金融風險的態度。

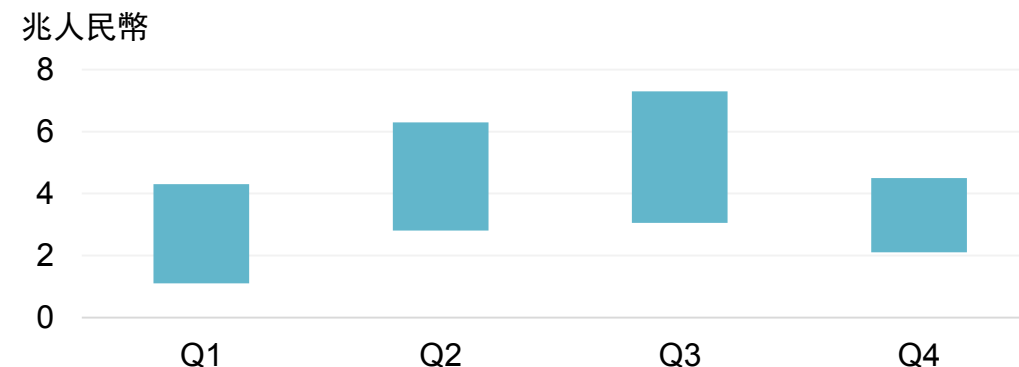
但觀察近兩月人行MLF操作仍偏保守, 隨時序進入4、5月繳稅大月, 且政府債券發行多集中在Q1、Q2(右上圖)以利後續建設鋪開, 資金需求將有所上升, 若人行公開市場操作僅延續目前保守的態度(右下圖), 恐影響後續市場信心。

3月社融數據尚屬平穩



資料來源: Bloomberg。

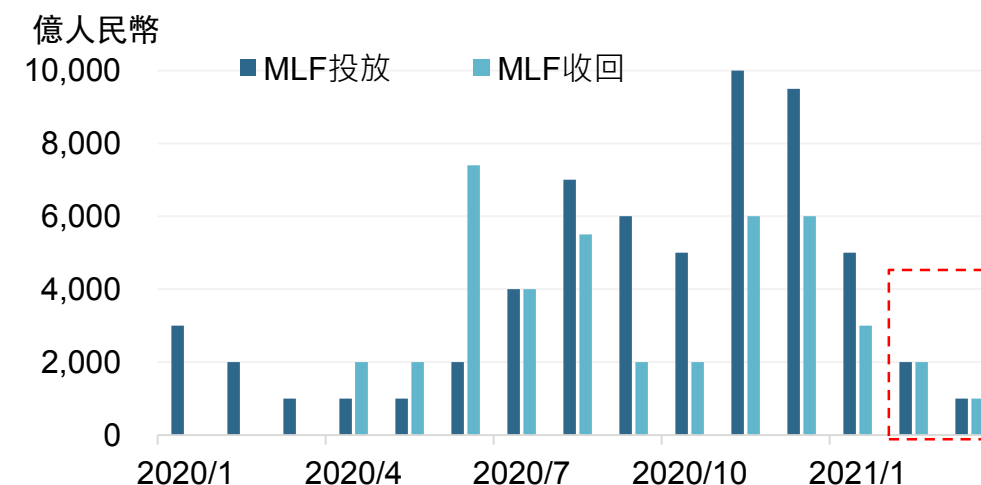
往年Q1、Q2地方債發行量增加



註: 柱狀圖上下界表示2015-2020年政府債發行額的最小值與最大值。

資料來源: Bloomberg。

人行公開市場操作維持中性對沖



資料來源: Wind。

新興債 華融事件拉動亞債利差擴大，景氣復甦與政策維穩將支持表現

中國不良資產公司華融，因無法公布財報及重組疑慮，令境外債券價格暴跌(右上圖)，連帶使亞洲投資級債相對美國投資級債的利差突破去年高點(左下圖，中國佔新興公司債權重8%)。但因**官方持股達67%**，料釀成全面性系統性風險機率較低。

雖然近期新興市場確有資金外流壓力。然，全球景氣持續復甦仍將有助於新興國家景氣回升。於此，新興債現階段仍具利差優勢下，仍宜挑選經濟成長前景佳與雙赤字較低的國家為標的(右下圖)。

亞洲投資級債利差對美投資級債利差揚升



註：採彭博巴克萊亞洲投資級債及美國公司債指數信用利差。

資料來源：Bloomberg。

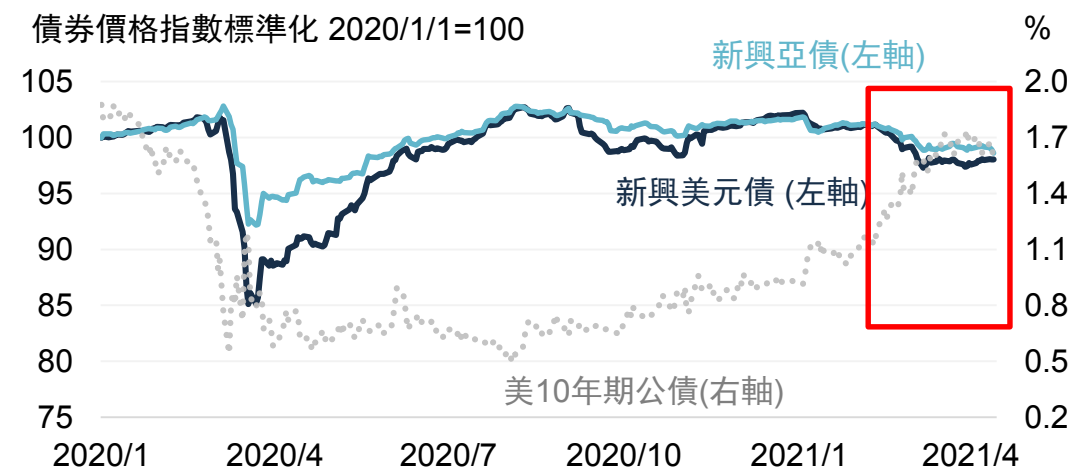
華融相關債券報價受壓，信評負向觀察



註：*4/13 三大信評機構皆為負向觀察。

資料來源：Bloomberg。

今年來美債利率陡升，新興亞債表現較穩



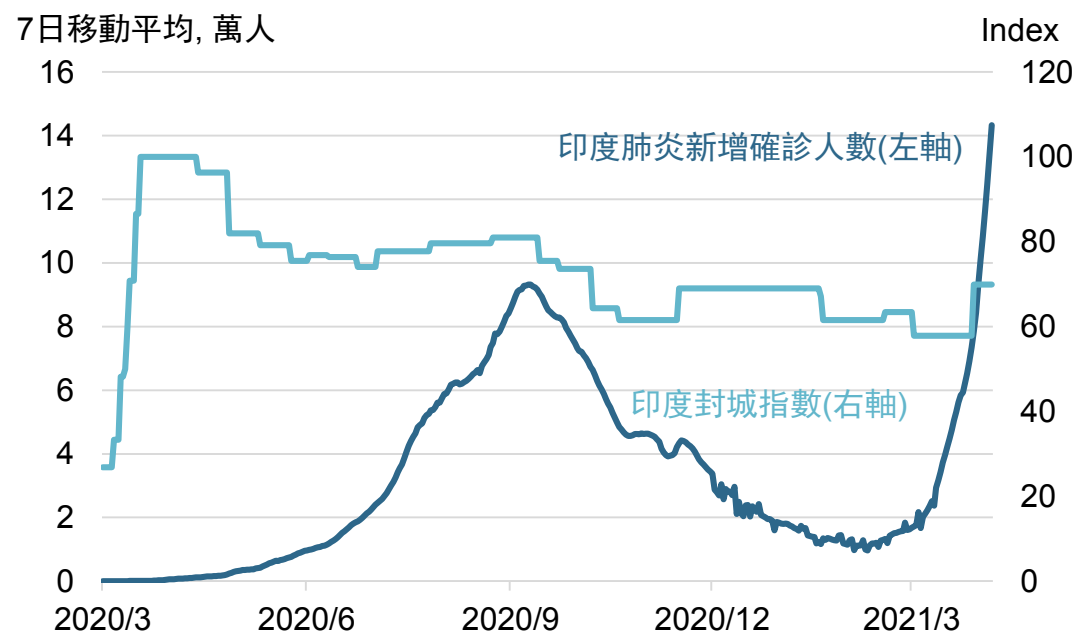
資料來源：Bloomberg。

印度 確診人數躍增, 股市短期稍有雜音

印度灑紅節等節慶到來, 加上選舉活動使變種病毒肆虐, 肺炎疫情再度升溫。本週新增確診案例突破新高, 取代巴西成為全球疫情第二嚴重的國家, 僅優於美國, 83%新增案例集中在包括馬哈拉施特拉邦(Maharashtra)的十個邦。印度金融大城孟買即位於馬哈拉施特拉邦, 是印度製造業重鎮, 2018-19年佔印度總製造業比重約17%。疫情復燃使該區政府考慮嚴格封城, 以遏阻疫情蔓延, 造成印度股市震盪。

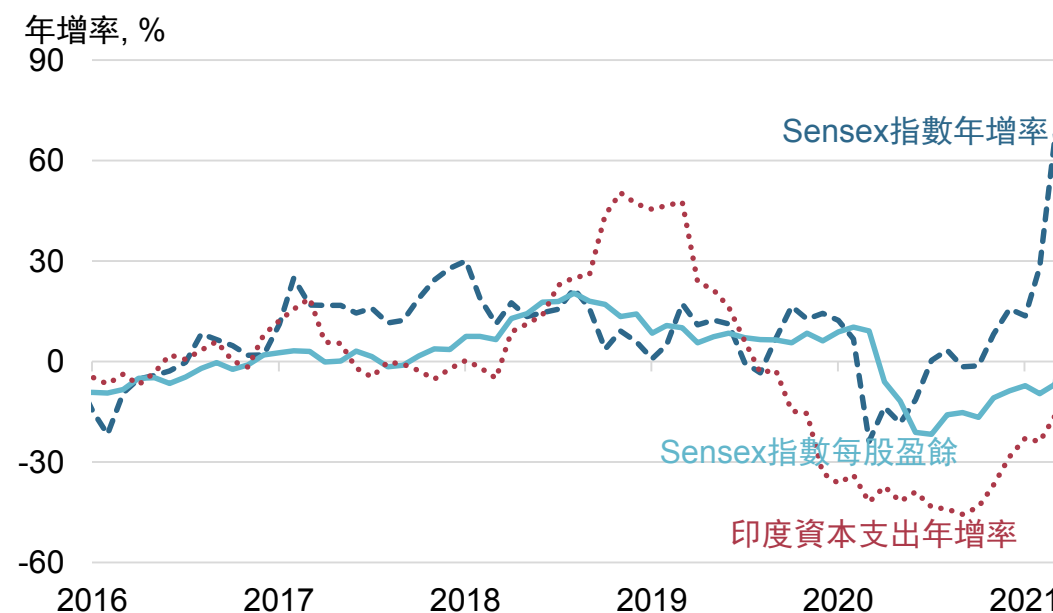
考量疫情重災區馬哈拉施特拉邦屬經濟重鎮, 活動暫緩或使今年經濟成長遭下修, 短期印股受此衝擊表現疲弱。然, 目前已公布的財報如塔塔諮詢獲利展望仍佳, 財政刺激有助工業反彈, 加上央行對市場借貸提供支持, 預期給予印股支撐。

印度新增確診人數和封城指數



資料來源: Bloomberg。

印度預估資本支出、企業獲利上揚, 支撐股價



資料來源: Bloomberg。

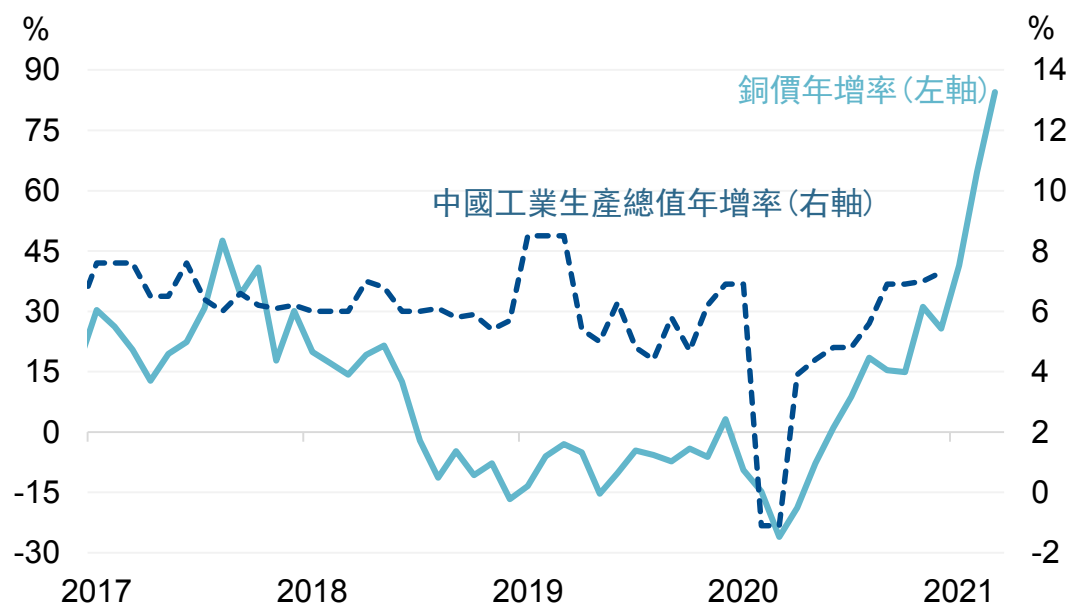


礦業 景氣復甦對礦價有撐

中國為全球金屬需求最大消費國，工業生產、製造業數據和房地產活動等持續改善，可望對金屬價格形成支撐。其中，工業製造類需求，對銅價有帶動效果，然**中國政府對房市調控或使鐵礦砂價格漲幅趨緩**，預期銅價較鐵礦砂價格表現佳。

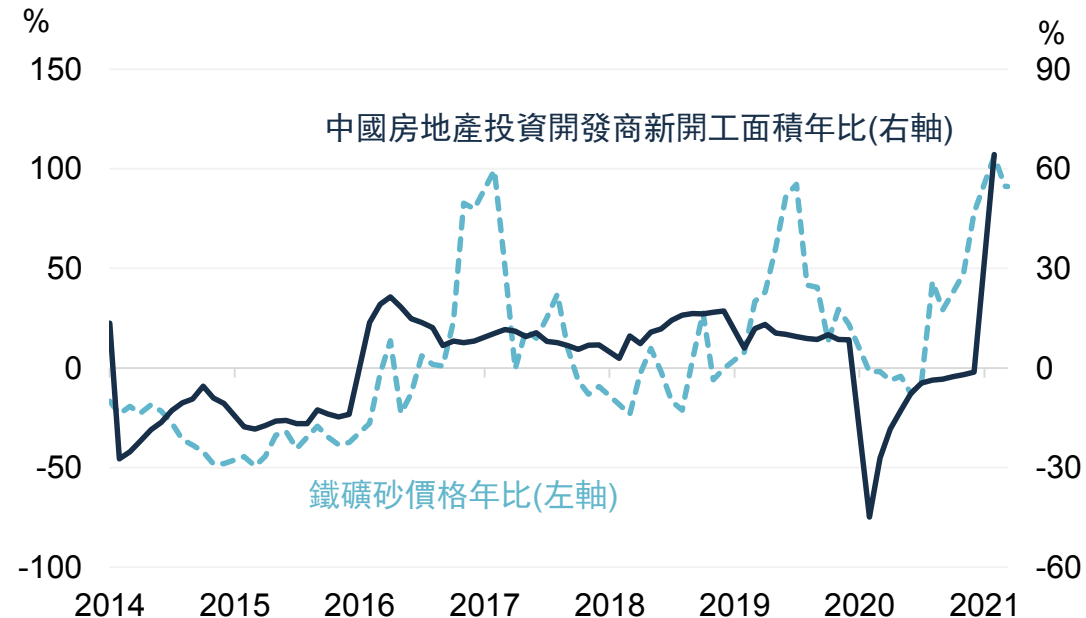
除需求面穩增外，全球最大銅礦產國智利，肺炎疫情擴散，政府宣佈4月份關閉邊境，礦業公司被要求須加強防疫措施。供給短缺疑慮未解，加上全球景氣復甦，**Q2基本金屬正向看待**。

中國工業製造穩增，支持銅價表現



資料來源: Bloomberg。

中國房地產需求火熱，鐵礦砂價格有撐



資料來源: Bloomberg。

April 2021

19 Monday 日本工業產出 日本進出口 英國房價指數	20 Tuesday 英國就業數據 德國PPI	21 Wednesday 英國CPI 加拿大CPI 紐西蘭零售銷售	22 Thursday ECB利率決策 美國存屋銷售 美國堪薩斯製造業調查	23 Friday 日本CPI
---	----------------------------------	---	---	-----------------------

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