



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年3月12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

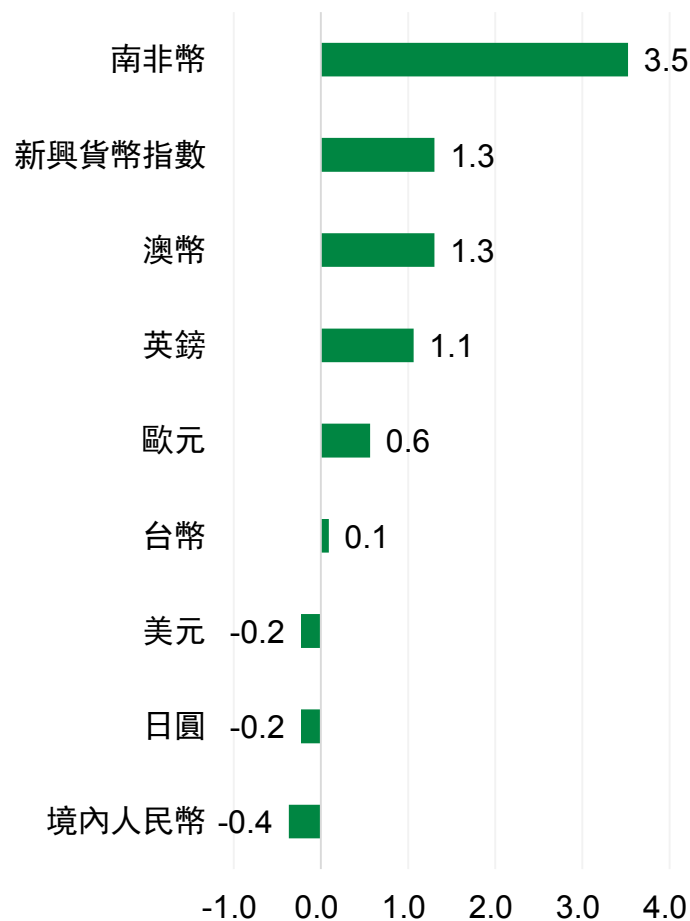
一週市場變化

國泰世華銀行

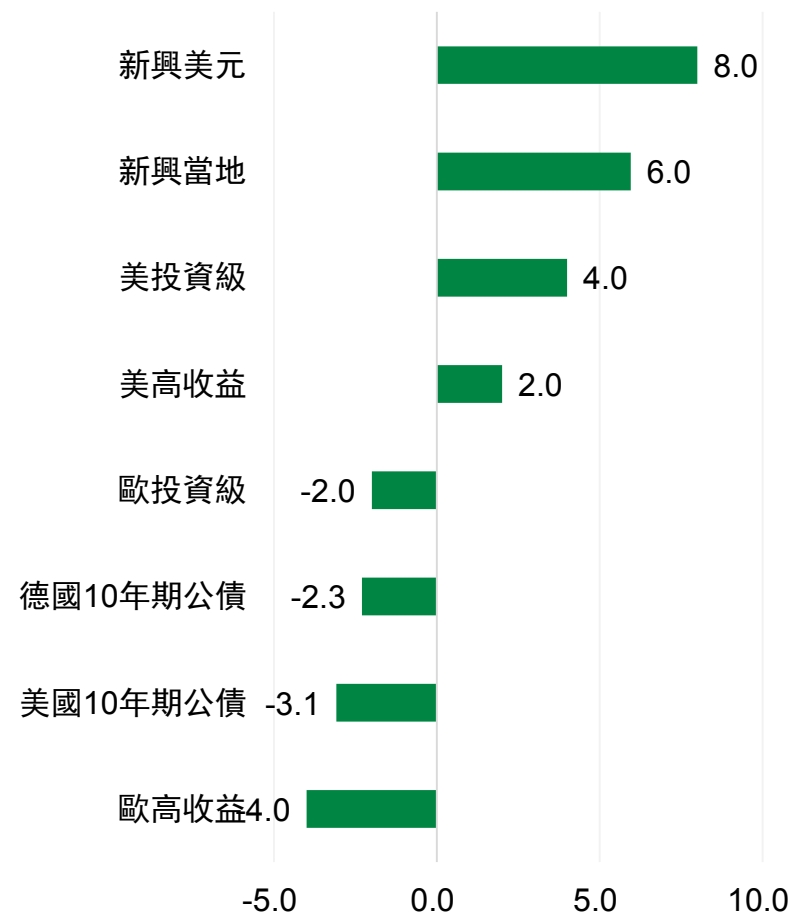
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/3/5~2021/3/11。

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

“

美長率走揚, 2013年金融亂流再現?

美長債利率揚升, 引發金融市場波動。對比2013年, 目前聯準會尚無收緊政策想法, 利率走揚實反映景氣復甦, 科技股明顯受波及。

美元重返強勢?

隨通膨預期升溫, 美實質利率走揚, 助美元指數挑戰92關卡。現階段尚無法論定美元指數重返強勢, 預計隨解封啟動, risk-on氛圍將壓抑強度。

聯準會政策展望

面對通膨預期推升長債利率走揚, 本週歐央強調加快購債速度, 下週美、日、英及台灣等央行會議, 預計將以聯準會為首, 強調低率寬鬆立場。

”

股市

疫苗及美財政紓困, 有助全球景氣加速復甦, **解封加強復甦題材, 預計短線如能源、工業等景氣循環類股, 將受資金青睞。面對景氣復甦帶來的利率走升雜音, 股市逢修正站買方思考。**

債市

就業數據改善, 疫苗及財政法案發展順利, 市場關注3月FOMC政策動向, 近週美債維持1.5%高位。2Q因通膨預期影響, **美10年公債利率偏升; 高收債受惠股市正向氛圍而較有表現。**

匯市

近週美元指數一度挑戰92上方, 反映金融市場震盪及美長債利率走揚。隨解封啟動, risk-on氛圍將限縮美元強度。出口商換匯需求支撐新台幣, **市場關注3月台央理監事會議對匯率政策之討論。**

美長率走揚, 2013年Tantrum再現?

美國本週通過新一輪1.9兆紓困案, 加大財政及日益普及的疫苗施打, 使全球景氣復甦更趨具體, OECD大幅調升今年GDP成長預估至5.6%, 投資人預期今年美國景氣復甦, 將更勝全球。在此之下, 美10年公債利率往1.5%上方發展, 引發股債配置調整疑慮, 同時助美元指數挑戰92關卡, 投資人擔憂新興市場再現2013年聯準會欲減緩QE購債, 所引發的市場震盪。

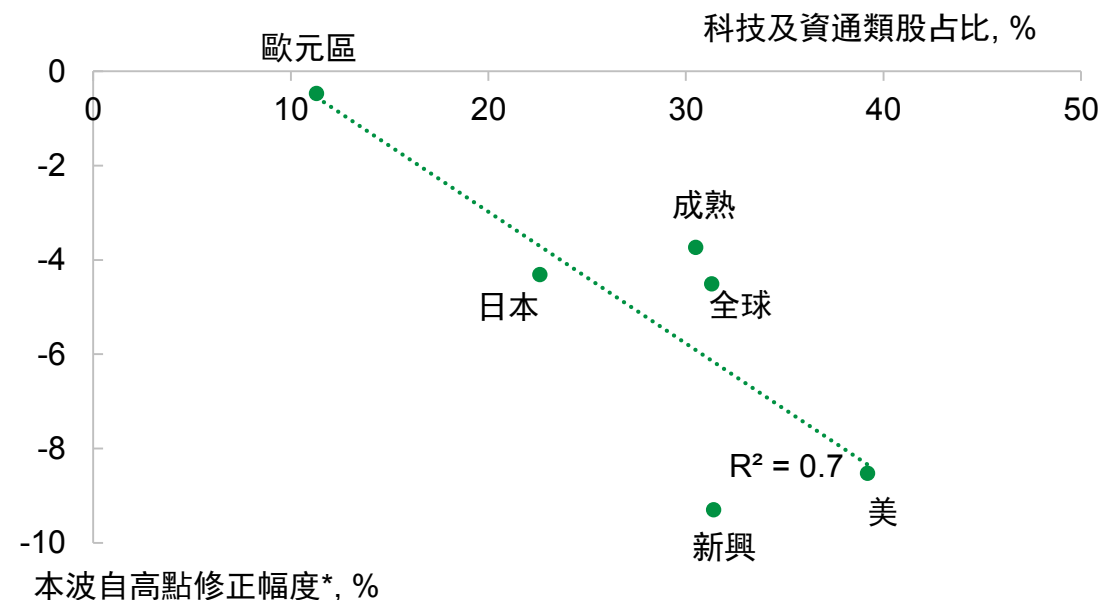
目前基本面與2013年明顯不同: 1) 當時美勞動市場已重返08年海嘯時水準, 現階段美方處於復甦初期; 2) 目前聯準會尚無收緊政策計畫。觀察包含新興市場在內各區股票指數表現, 近期金融市場波動, 除反映美國雙率走升, 科技股修正亦為原因。

美10年期公債及期間主要資產表現



註: *為期間資產價格變動幅度, 美債利率為變動基點。
資料來源: Bloomberg。

科技及資通訊類股占比較高者, 近期大盤表現較弱



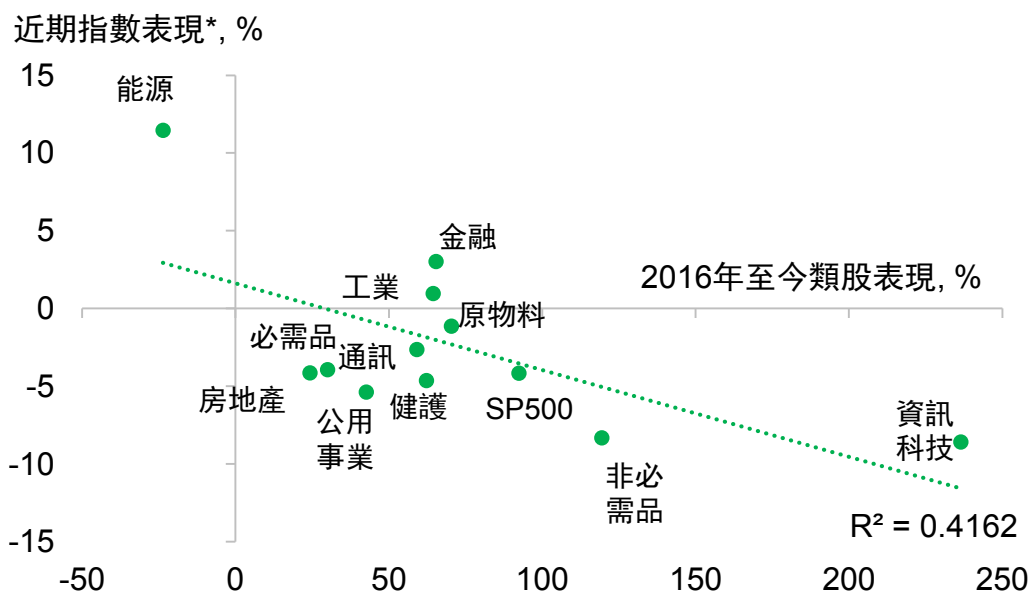
註: 以全球指數2月16日的本波高點為基準, 統計至3月8日低點, 取MSCI中區域指數計算。
資料來源: Bloomberg。

科技亂流反映資金對“最佳進步獎”之追逐

2016年以來，科技類股的高成長性，一直吸引大量資金湧入。2020年疫情衝擊，所帶來的遠距教學及5G需求，支撐產業獲利成長，使資金進一步集中流往科技股，類股表現因此遠勝於大盤。美長債利率走揚，帶來市場資金對各資產評價面的重新評估 (re-rating)，為近5年“吸金度”居冠的科技股，帶來修正壓力。

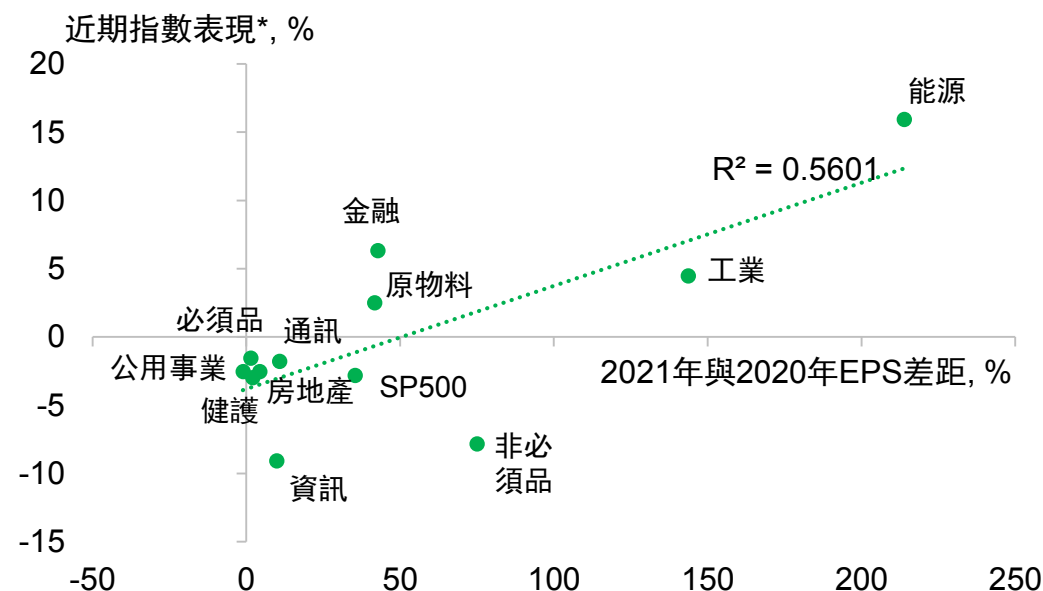
利率的走揚，增加評價面對股價的驅動難度，短線股價的上漲，須獲利成長加速；春季解封後景氣復甦題材，更強化資金對“最佳進步獎”的偏好。換言之，近期科技股的雜音，並非基本面轉差，而是資金面Switch效應顯現，預計在解封及復甦題材發酵下，短線資金將持續偏好如能源、工業等景氣循環類股。中長期而言，科技股成長性具持續性，加上5G及電動車題材，布局著重長線表現空間。

過去五年，科技股“吸金度”居冠



註：*取2月16日至3月8日間，標普五百及類股表現。
資料來源：Bloomberg。

Switch效應：獲利“改善”幅度愈明顯者，類股表現較佳



註：*取2月16日至3月8日間標普五百及類股表現；X軸為今年預估EPS成長與2020年差距。
資料來源：Factset, Bloomberg。

債息勝股息，股債配置須調整？

此波隨美長債利率走揚，美10年期公債利率超過標普五百的1.5%股息率，引發市場股債配置調整疑慮。金融海嘯以來，債券殖利率日益降低，主要反映央行極低利率及QE等寬鬆貨幣政策。以資產屬性觀察，**股市投資的重點，在於股價上漲所帶來的資本利得空間，債息利率高於股息率，歷史來看屬正常現象。**

換言之，美10年期公債利率超過標普五百指數的1.5%股息率，為景氣復甦及經濟活動正常化的必然現象。觀察近三次美10年公債利率超過股息率，其後一年美股受景氣復甦及企業獲利成長帶動，皆有近兩成表現。在此之下，**應正面看待近期美長率走揚下的股市波動，逢修正可站買方，作長線布局。**

美10年期公債利率及標普五百股息率



資料來源: Bloomberg。

以史為鑑: 美10年期公債利率超越股息率後的美股表現

期間	美股漲跌幅, %		
	一個月	三個月	十二個月
2009/5	1.2	8.7	19.5
2013/5	-1.5	0.1	18.0
2016/11	4.4	7.0	19.3

註: 美股為標普五百指數。

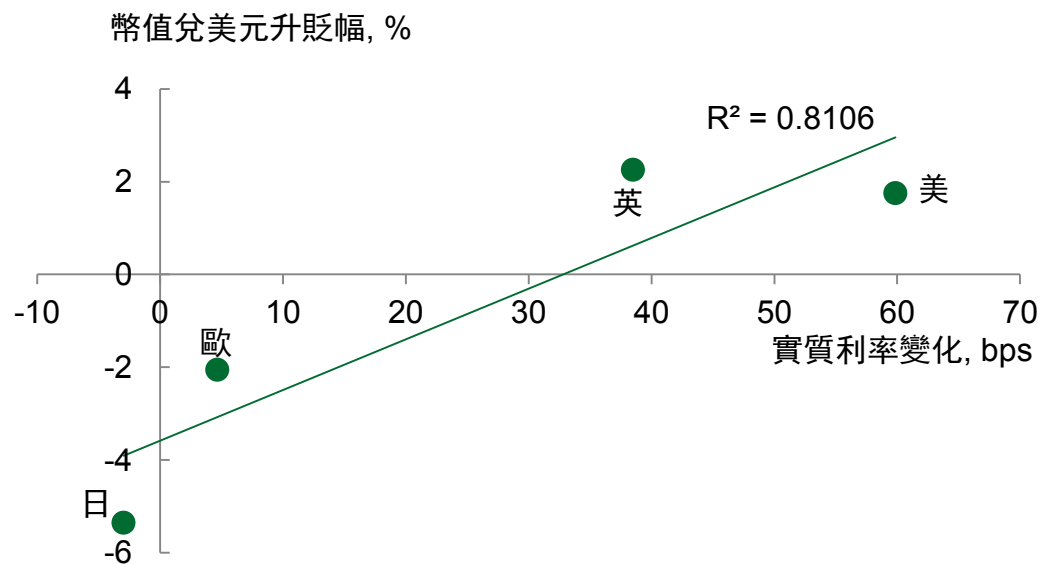
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊計算。

隨美長債利率走升, 美元重返強勢?

面對美10年公債利率往1.5%上方發展, 近期美元指數挑戰92大關。主因在於, 幾成定局的美新一輪1.9兆刺激方案, 提升市場對今年美國經濟復甦, 將更甚於全球之信心。反映於此, 今年以來美國實質利率明顯走升, 支撐美元表現。相比之下, 歐元及日圓, 則受兩地實質利率影響而顯弱勢。此有助提供美元指數支撐, 但**現階段尚無法論定美元指數重返強勢**。

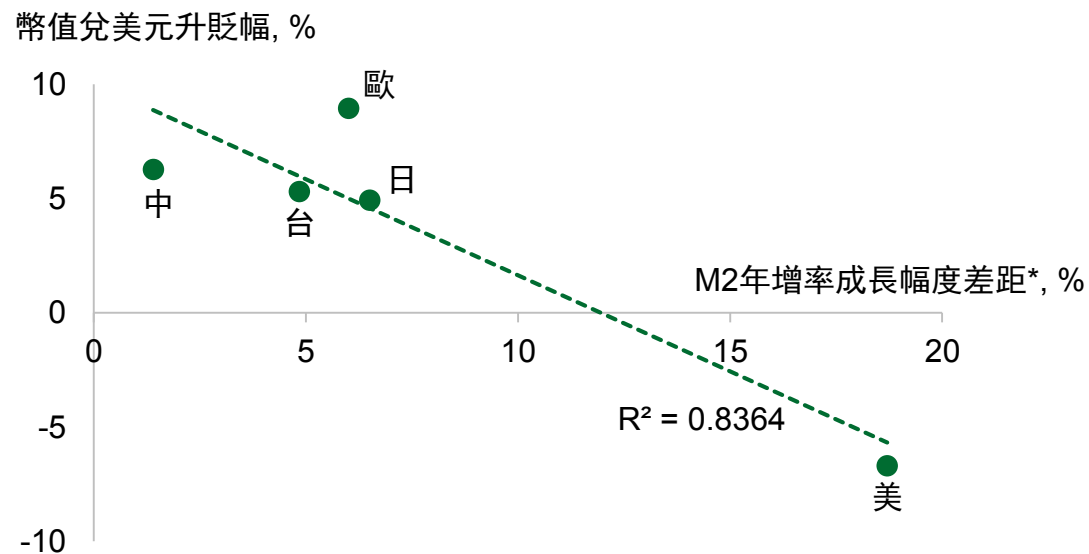
原因有二: 1) 過去一年偏低美債利率, 降低利差與美元相關性; 預計在聯準會維持低率寬鬆下, 目前美歐利差擴大趨勢, 恐不足以扭轉資金增加美國以外區域資產配置之動作。2) 聯準會所釋出的龐大貨幣供給, 壓抑美元。在此之下, **預計2Q美元指數偏盤整**。待疫苗普及率超過五成, 市場聚焦基本面且聯準會收緊寬鬆力道, 方能重振旗鼓。

今年以來主要國家實質利率與幣值強弱



註: 實質利率為10年期公債利率扣除5Y5Y通膨預期, 統計至3月11日YTD變化。
資料來源: Bloomberg。

2020年各國M2成長增幅及幣值升貶幅



註: *為2020年M2年增率扣除2019年水準。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

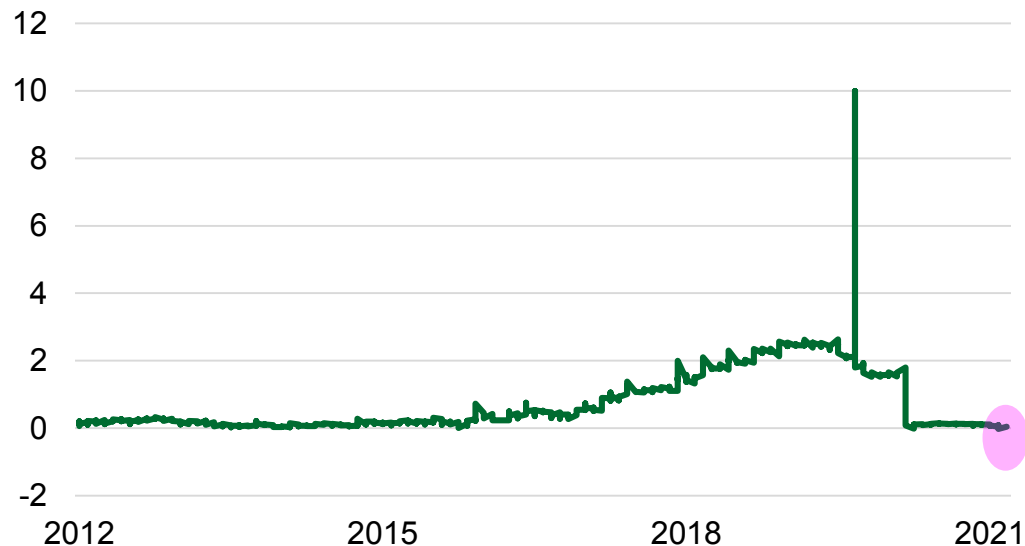
聯準會政策以勞動市場為重，強調低率寬鬆

近期美長債利率急揚，市場對上半年利率偏升共識已成，看空操作衝擊回購市場，使上週repo隔夜拆款利率一度轉負。其中，10年期美債repo利率跌至-4%歷史最低水準，顯見債券市場流動性出現異常。值得注意的是，金融海嘯後Fed放寬認定資本補充槓桿比例 (SLR) 措施，將在本月到期。由於準備金及公債未在其認定範圍，衝擊債市買盤，甚傳有部分銀行為補充資本而拋售公債。

在此之下，關注下週FOMC，如何解讀近期美長債利率走揚，及相應的因應政策。其中，**增加長債購買、扭轉操作，與延長SLR為討論選項**。考量Fed已明示，著重就業更勝於通膨，在勞動市場回到疫前水準前，低率寬鬆立場皆不會改變。預計**至少待就業人口重返疫情前的9成，方會討論放緩購債，未來3年升息可能低**。

近期利率急升衝擊美國Repo市場

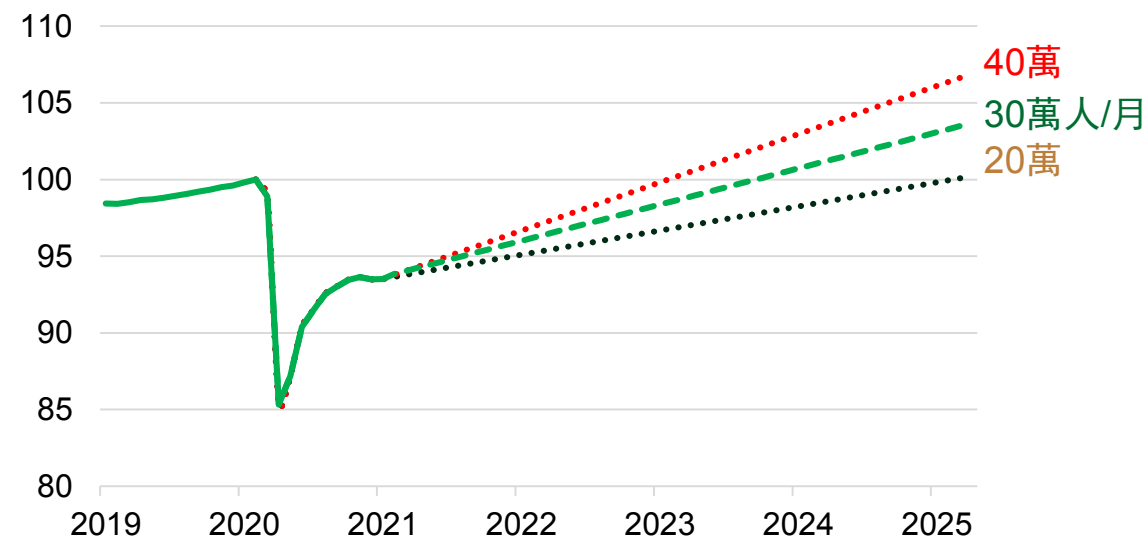
美國Repo隔夜拆款利率，%



資料來源: Bloomberg。

美國勞動市場狀況及情境推估

非農就業水準 (衰退前最大就業數=100)



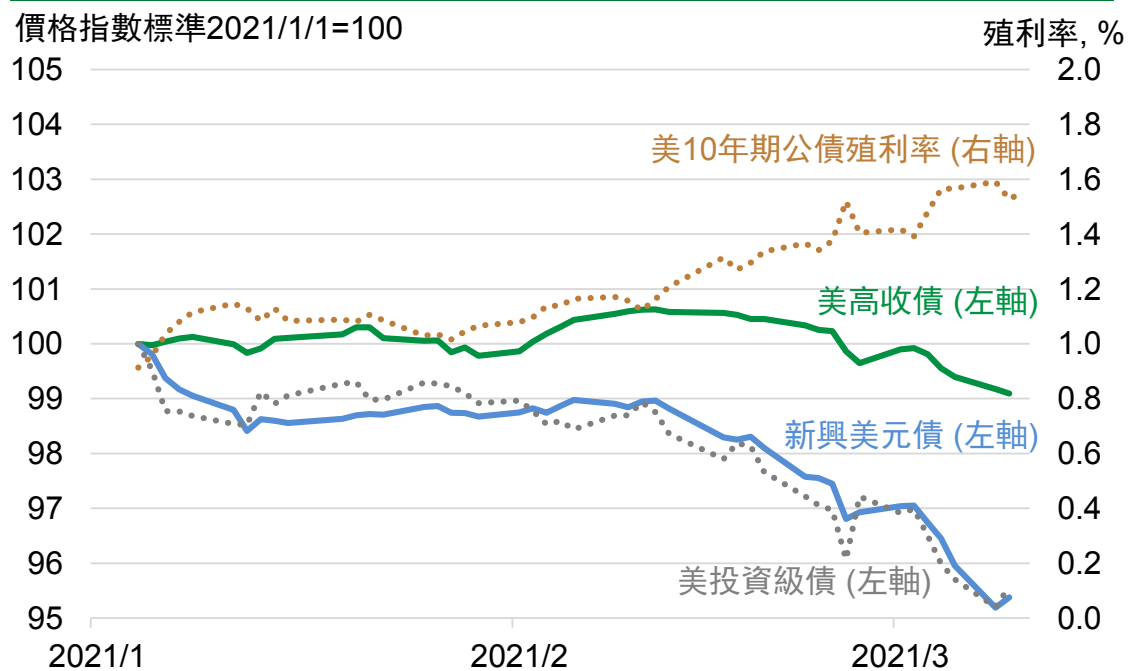
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

信用債 掌握利率揚升節奏，高收債受惠股市連動性及利差優勢表現

疫情控穩加速經濟解封重啟的景氣熱度，加上拜登新政1.9兆大規模財政刺激期待，美10年債殖利率今年衝高1.6%後維持高盤，企業獲利成長則使信用利差多收窄。反映利率升高的震盪，整體報酬表現高收債相對持平，存續期間較高的投資級債及新興美元債短線資本利損較顯壓，高收債利差優勢有助於抵銷利率揚升風險。

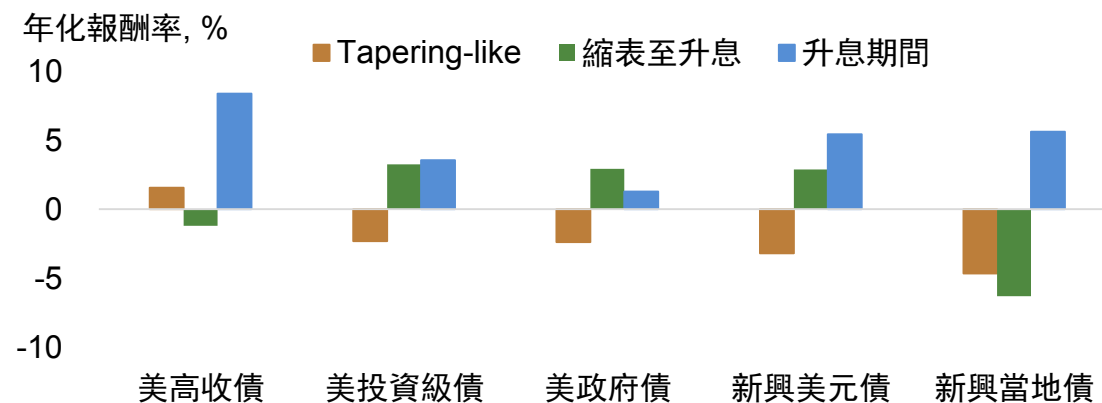
隨疫苗愈普及、疫情控穩，預期聯準會仍不會掉以輕心，今年持續護守景氣復甦的穩健持續性。論及貨幣政策正常化或言太早，**觀察2013年聯準會進行縮表溝通、開始縮表及後續升息循環，債券初期將反映利率上揚的敏感性，高收債具利差優勢表現最佳；縮表動作到升息階段，實際上更代表景氣復甦正向結果。現階段應掌握利率揚升節奏，面對利率偏上階段，高收債將較有報酬表現機會。**

今年以來美債利率陡升，高收債相較抗跌



資料來源: Bloomberg。

2013-2018年利率正常化期間的各債券表現



縮表-升息期間/美債殖利率變化	起點(%)	終點(%)	變動(bps)
縮表暖身期Tapering-like (2013/5-2013/12)	1.6	3	140
縮表開始至升息前 (2014/1~2015/12)	3	2.3	-70
升息循環 (2015/12~2018/12)	2.3	2.75	45

資料來源: Bloomberg。

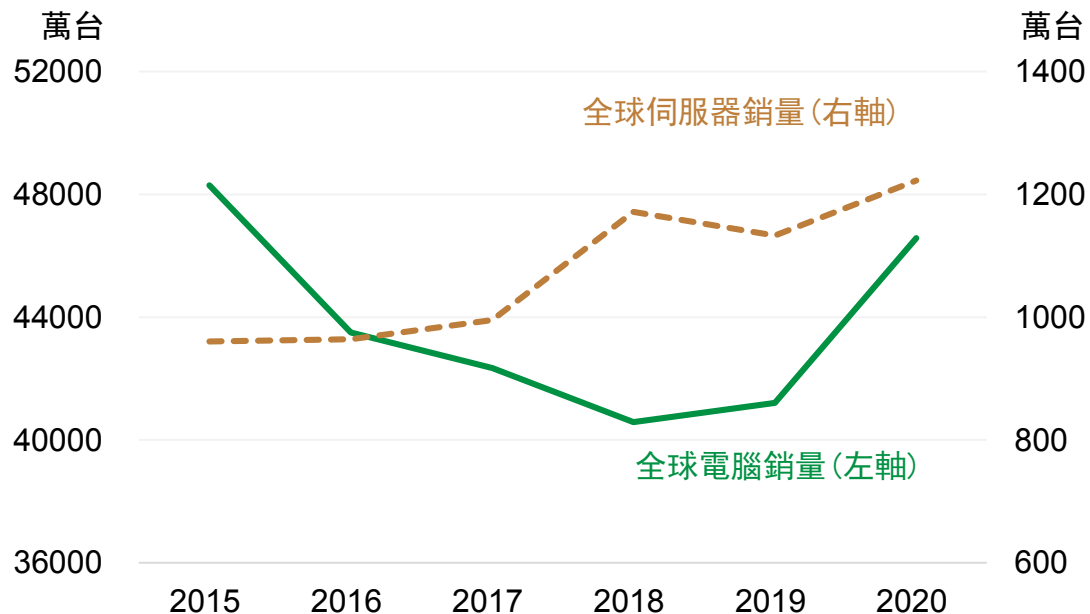
科技

科技產品需求強烈，支撐半導體產業股價表現

蘋果、谷歌近期因市場資金輪動而大幅回調，特斯拉股價甚一度修正超過3成，研判這僅屬於短期資金輪動的結果。隨時序邁入2Q，營收開始回升，加上科技新品逐步發表，市場熱度再度回升，科技股長線看好，回落後可增持。

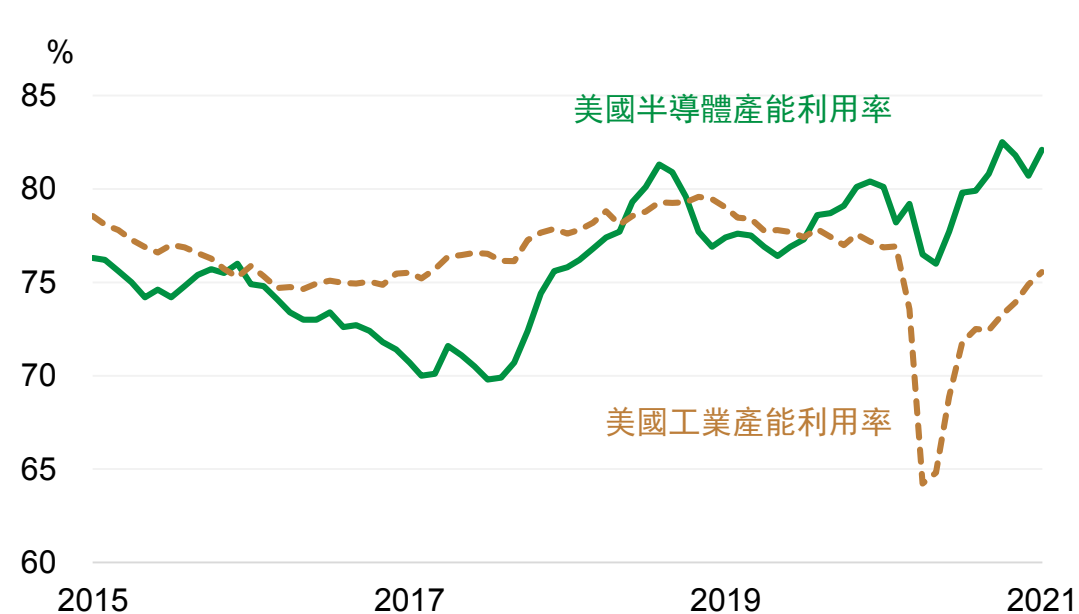
從產業數據來看，因為疫情影響，2020年全球電腦銷量達4.6億台，創5年來新高，伺服器也因企業雲端化成長至1.2億台，創歷史新高，使得市場目前對半導體的需求旺盛，驅動半導體產能利用率維持高位。因此，**研判近期市場的擾動，無礙科技業的成長，其中半導體產能將是重要指標。**

疫情造成電子產品需求大增



資料來源: Bloomberg。

半導體產能持續吃緊



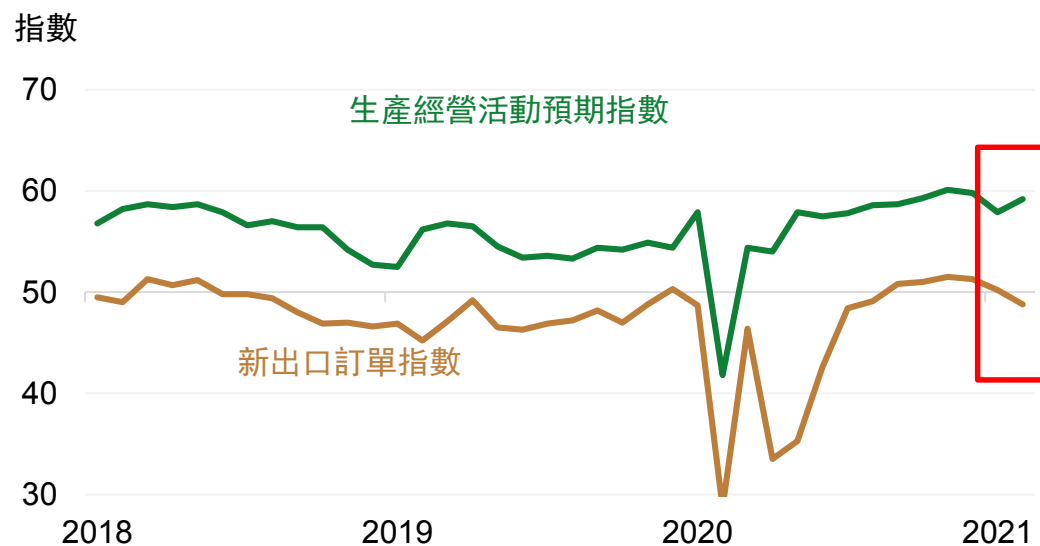
資料來源: Bloomberg。

中國 製造業PMI指數保持擴張區間，關注企業成本壓力

二月份中國製造業活動有放緩現象，製造業PMI回落至50.6，反映2月春節期間企業生產、採購活動放緩，致新出口訂單指數降至48.8。不過，觀察製造業出口企業的生產經營活動指數，60.8水準高於整體製造業的50.9，表明多數製造業出口企業，對近期外貿形勢樂觀，出口接單應無轉差疑慮。

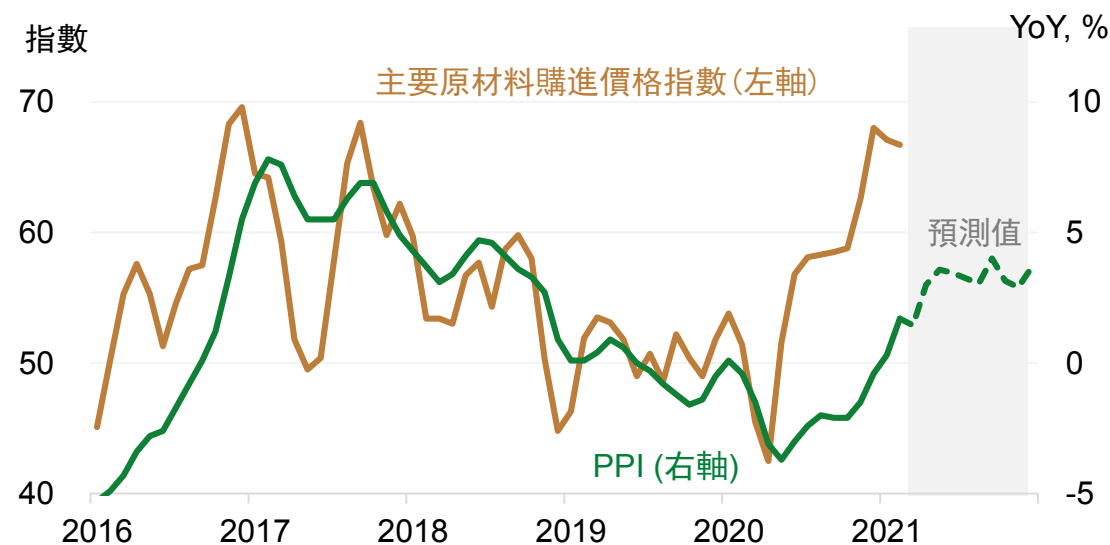
受國際大宗商品價格上行影響，原材料購進價格指數保持高位，推升工業生產者出廠價格 (PPI) 年增1.7%，高於預期的1.5%。其中，企業採購成本壓力增加促金屬相關行業價格繼續上漲，黑色金屬冶煉和壓延加工業價格上漲3.8%，有色金屬冶煉和壓延加工業價格上漲0.9%。在此之下，**須留意商品原物料價格上升所帶來的成本端壓力。**

新出口訂單受春節影響回落，出口企業仍抱持樂觀預期



註：以50作為分界線，高於50表擴張區間，低於50表衰退。
資料來源：Wind。

原材料價格指數上揚，企業採購成本壓力增大



註：預估值為Wind預估。
資料來源：Wind。

中國

兩會財政政策擴張力度略高於預期，貨幣政策維持中性基調

本次中國兩會對今年財政擴張規模高於市場預期。其中，赤字率設定為3.2%，地方政府專項債3.65兆元，顯示政府採漸進式退出因疫情祭出的財政措施，以避免破壞經濟復甦。整體來說，**十四五計畫著重製造業升級、城市化2.0、綠色經濟**：包括全社會研發支出的增長保持在7%、確保勞動生產率增長高於GDP、到2025年將城鎮化率提高到65%（現為61%）、2025年單位GDP碳排放量較今年減少18%。

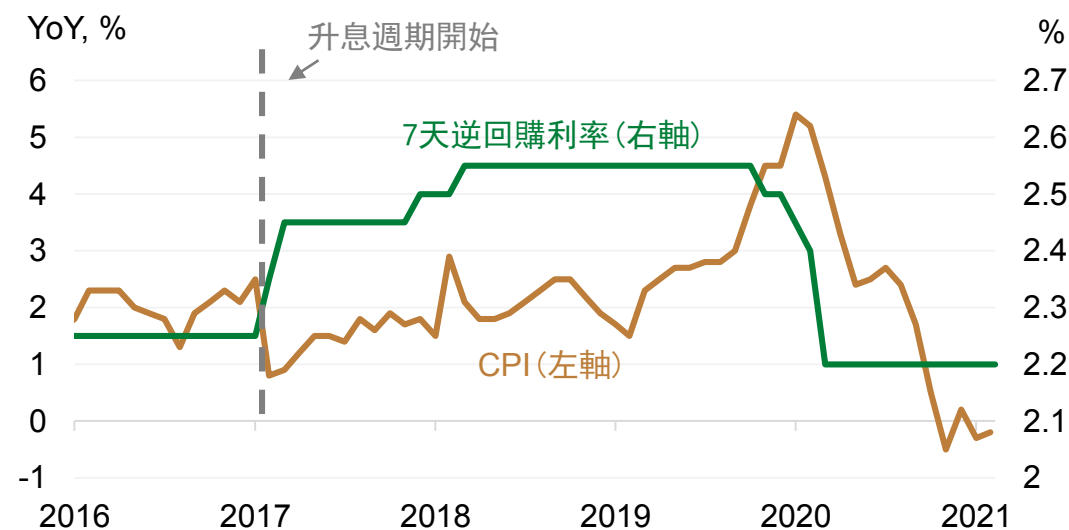
同時，政府工作報告維持推動降低實際貸款利率，要求金融系統向實體經濟讓利。考量**中國當前CPI水準仍低，尚未滿足過往升息條件，預計將助央行維持中性貨幣政策基調，有助緩解近期市場對政策轉緊之擔憂。**

2021政府主要目標

	面向	政府目標		實際值
		2021	2020	2020
經濟社會發展目標	GDP年增率	>6%	-	2.3%
	通膨率	~3%	3.5%	2.5%
	城鎮調查失業率	~5.5%	~6%	5.2%
	城鎮新增就業 (百萬人口)	>11	>9	11.9
	赤字率 (占GDP比重)	~3.2%	>3.6%	3.7%
財政	地方政府專項債 (兆人民幣)	3.65	3.75	3.6
貨幣	社融餘額年增率	與經濟增速匹配	明顯高於去年	13.4

資料來源: Morgan Stanley。

依歷史經驗, CPI偏高時會觸發升息周期



資料來源: Wind。

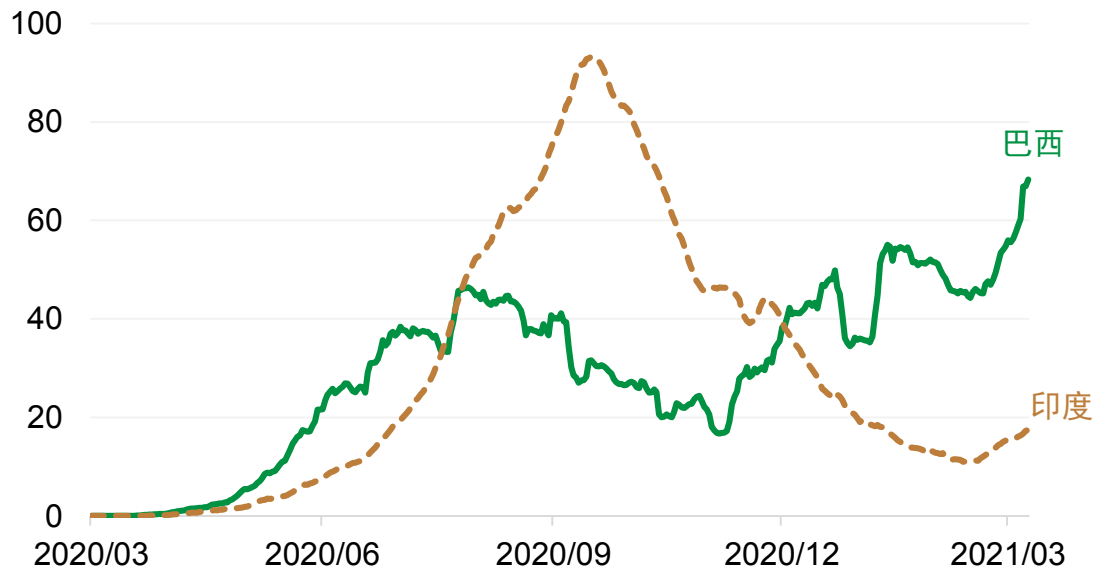
巴西 利率彈升、匯率貶值，股市承壓

巴西疫情未受控制，新增確診人數持續上升，加上通膨因國內燃油價格升溫，市場預期巴西央行在今年升息機率大增，外資減持巴西公債。此外，市場動盪的另一事件為，最高法院大法官週一宣布撤銷前總統魯拉，自2018年以來所有定罪，恢復其政治權利，使魯拉或在明年和現任總統波索那洛角逐總統大位。

前總統魯拉和現任總統波索那洛為政治立場的兩極端，市場擔憂為競選成功，將大幅擴增財政支出，使巴西財政赤字惡化，且財政政策規劃與推行無法持續，不利現已疲弱的經濟表現。巴西10年期公債利率自年初彈升超過170bps，巴西幣今年貶值超過10%，股市亦從高點回落，僅礦業類股表現持穩。研判巴西股、債、匯市短期震盪加劇。

相較於印度，巴西疫情持續惡化

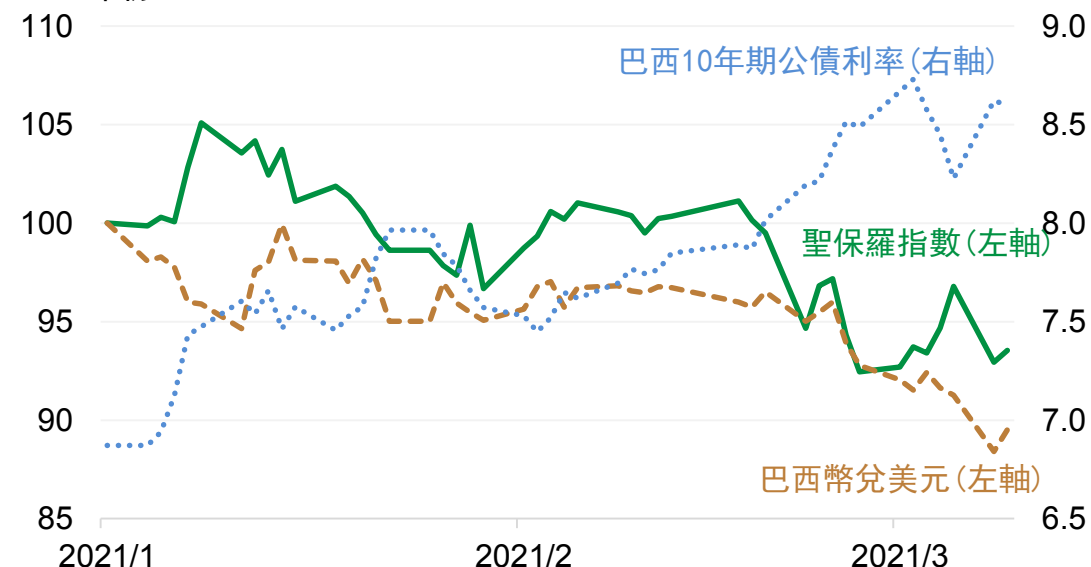
每日新增確診人數_7天平均, 千人



資料來源: Bloomberg。

近期巴西股債匯市偏弱

2021年初=100



資料來源: Bloomberg。

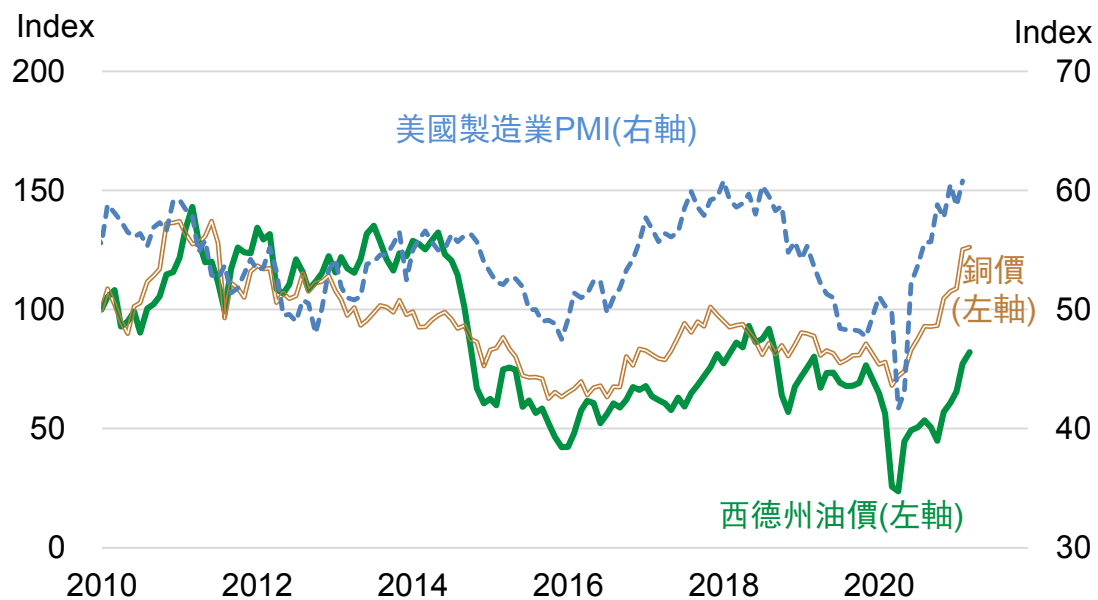
工業金屬

面對偏低庫存，廠商回補需求將支撐價格表現

2020年初油價、銅價等大宗商品價格受到疫情影響而回落，但隨各國官方頻頻祭出政策支持，加上2020年夏季以來疫情有所舒緩，令其價格獲得支撐。對照美國PMI走勢，明顯可看出商品價格與製造業PMI，自2020年3月後亦步亦趨，齊步上行。

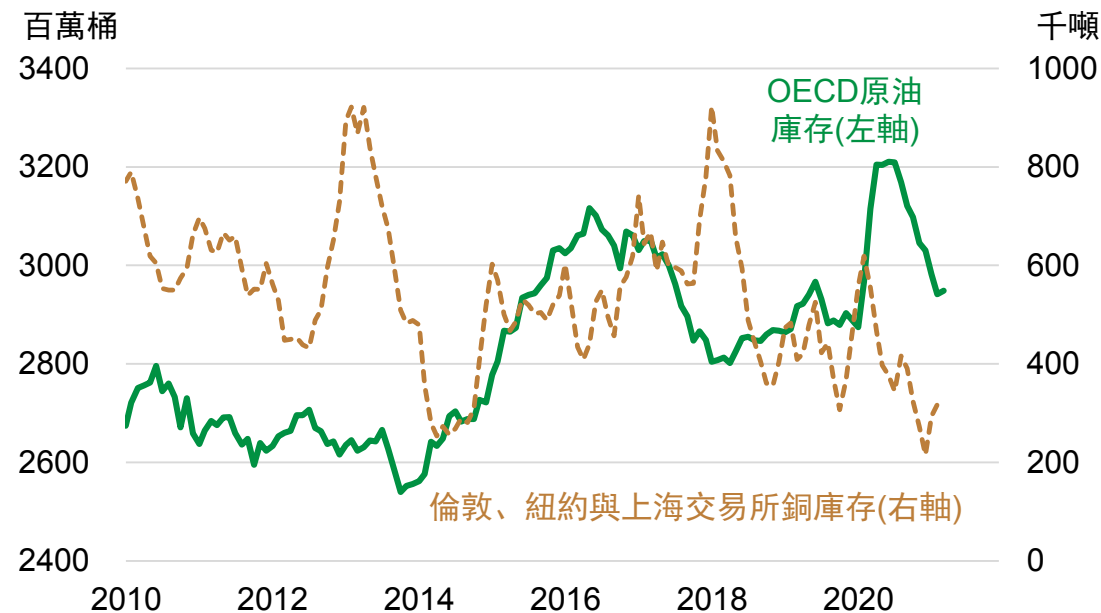
除政策支持外，經濟好轉也令廠商補庫存需求持續回升。基本金屬價格去年迄今漲幅已高，考量需求回溫而供給面產能受壓抑，預計使金屬等大宗原物料庫存水位續處低位，支撐大宗商品價格表現。但今年漲幅已高，預期後續商品價格呈緩漲表現。

原油、銅價自2020年3月谷底持續回升



註：油、銅價格以2010年1月為100標準化。
資料來源：Bloomberg。

庫存水位低，恰逢經濟復甦帶動補庫存需求所致



資料來源：Bloomberg。

March 2021

15

Mon

日本機器訂單
英國房價指數
加國新屋開工
美國紐約製造業
PMI指數

16

Tue

日工業生產
歐ZEW報告
德ZEW報告
美零售銷售
美工業生產
美NAHB房市信心

17

Wed

FOMC
加國CPI指數
俄國工業生產
日本貿易報告
美國營建許可
歐元區CPI指數

18

Thu

FOMC、BOE
美國領先指標
歐元區貿易報告
台央行理監事會議

19

Fri

日本CPI、BOJ
英國消費者信心

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