



Cathay's View

2021年8月27日

投資研究週報

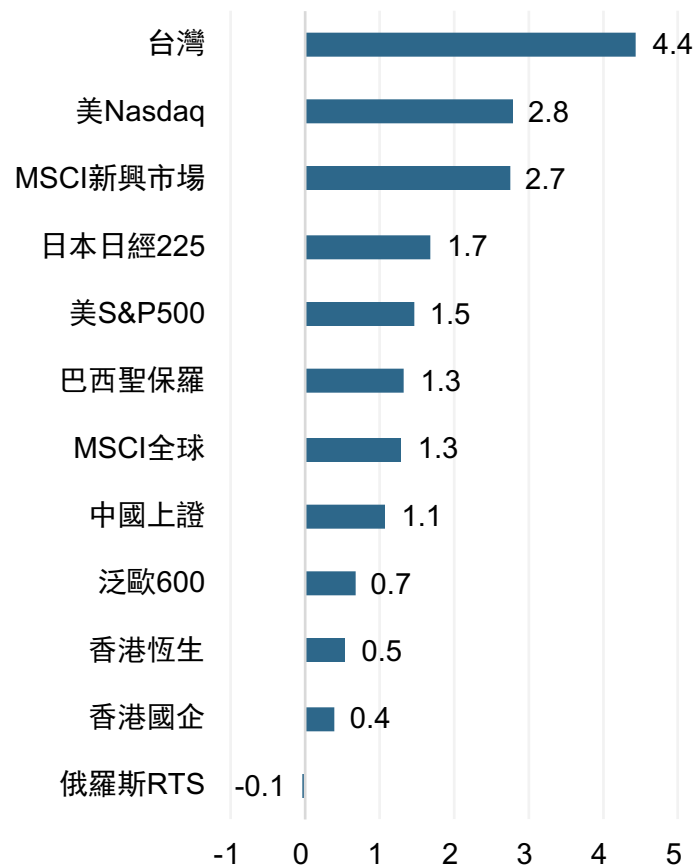
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



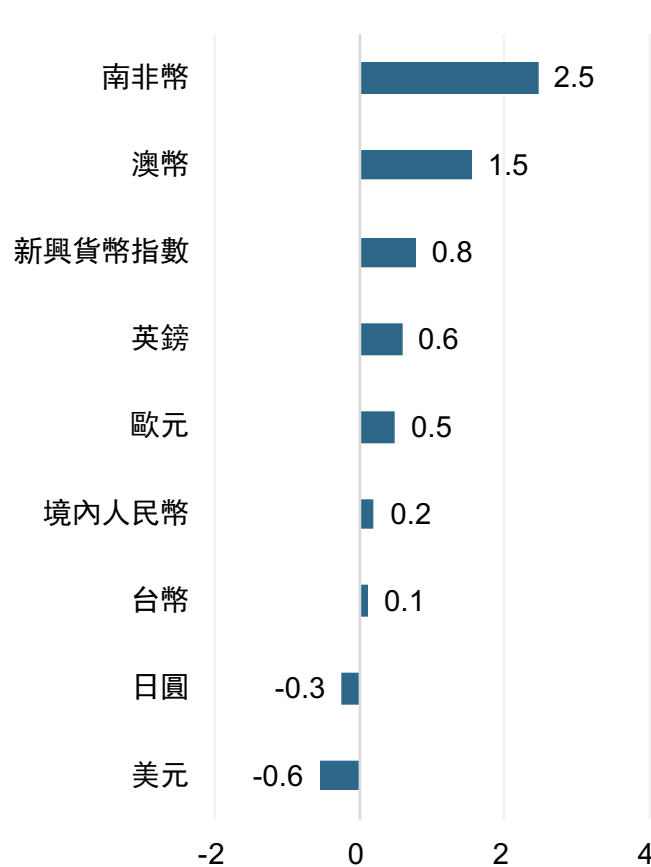
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化

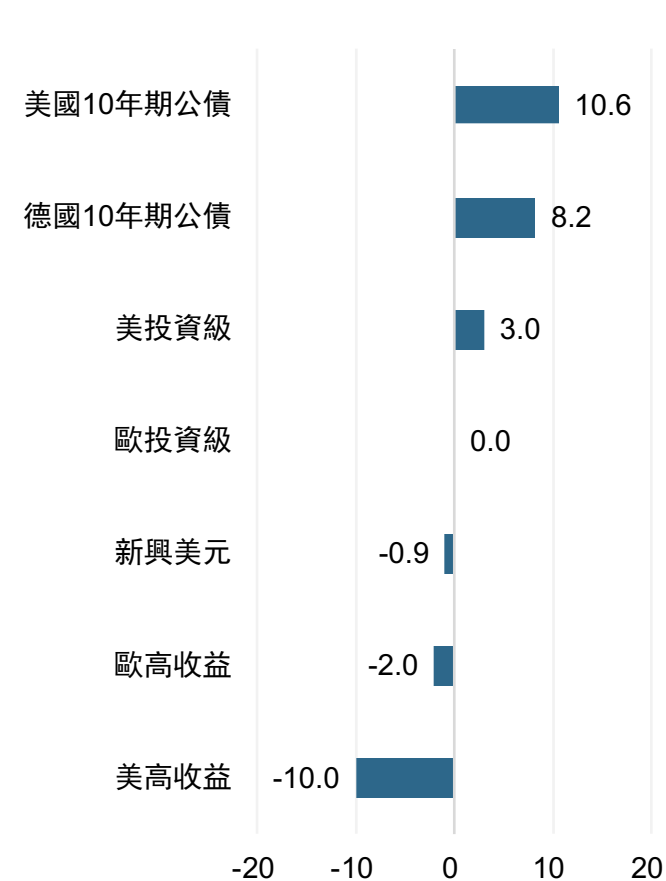
主要股價指數一週報酬率(%)



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2021/8/26。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

► 預期Fed於全球央行年會保持中性立場

疫情持續擴散，全球央行年會上Fed主席Powell預期維持寬鬆口吻，研判Taper進程將於12月正式宣佈，明年開始執行縮減購債。

► 經濟增長回歸常態，美股漲勢漸緩

機場安檢及餐廳訂位人數下降，民眾消費受疫情影響降溫。經濟增長動能將不若上半年強勢，股市漲幅回歸常態。

► 供需缺口縮窄，原物料後市區間震盪

原物料供需缺口仍存，需求受疫情影響略降，失衡狀況往年底將逐漸改善，石油與基本金屬波動放大，預期後續價格呈現區間震盪。

股市

美股財報獲利增速明顯優於預期，且上修全年獲利，加上市場資金仍多，支撐股市維持多頭格局，但後續漲幅趨緩，波動可能加劇，操作難度提高。

債市

隨貨幣政策正常化推進，通膨增溫有助利率緩升，隨疫情逐漸控穩下，則助美債長線偏升。過去經濟擴張、殖利率上揚環境，高收債表現較抗壓，但信用利差處於歷史低位，縮窄空間有限。

匯市

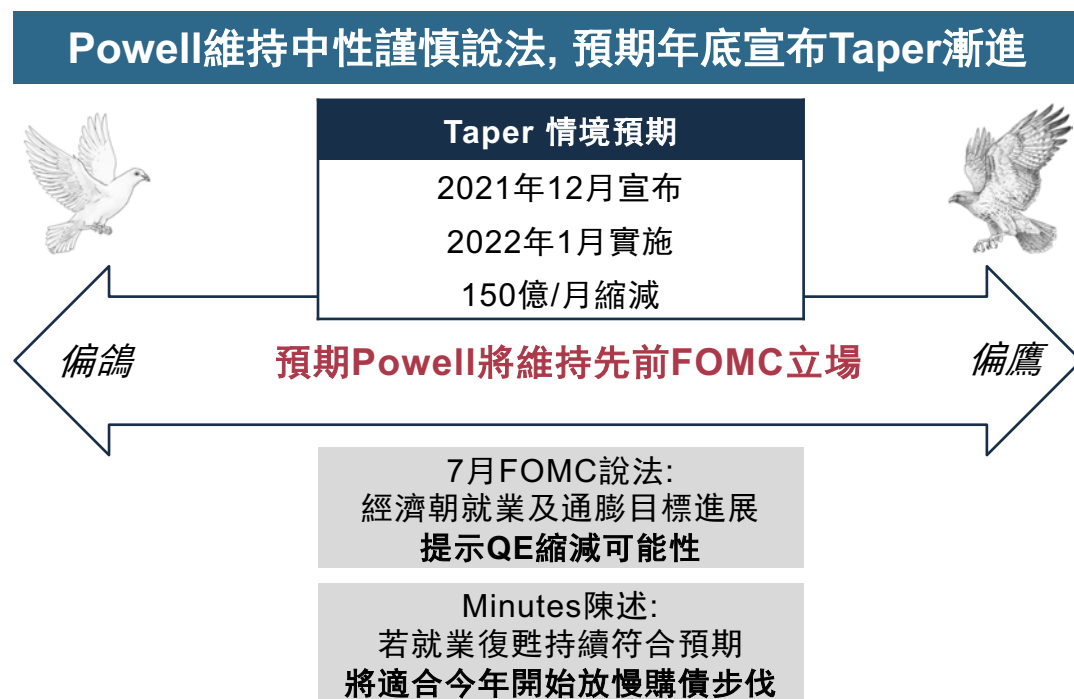
美國貨幣政策趨正常化，美歐政策差異仍支持美元長線偏升，但疫情反覆使聯準會寬鬆，美元短線升勢趨緩。原物料價格增速已見回落，商品貨幣走勢受壓。

央行年會Powell維持中性謹慎，關注變種病毒加劇的影響，預期今年12月將宣布Taper

2021年全球央行年會再度因疫情顧慮而改為線上會議，主題為“不均衡經濟下的總體經濟政策”，關注：

- (1) **8/27台灣晚上10點的Powell演說**，是否釋出縮減購債規模進一步動向。
- (2) 我們預期Powell將戰戰兢兢，**維持中性謹慎立場，更關注變種病毒加劇影響**。疫後不均衡復甦愈顯，Fed重視廣泛性就業問題。涵蓋不同種族及弱勢族群等，**隨就業及通膨持續進展，將適合調整購債步伐**。
- (3) **後續觀察8月底PCE、9月非農就業及CPI數據，預期9月、11月FOMC將漸進釋出Taper細節，12月宣布Taper計畫**。

美債走勢：隨貨幣政策正常化推進，通膨增溫有助利率緩升。**Delta疫情避險、市場適應Taper政策調整，預期10年公債偏升看待**。



資料來源：國泰世華銀行投研團隊預估。



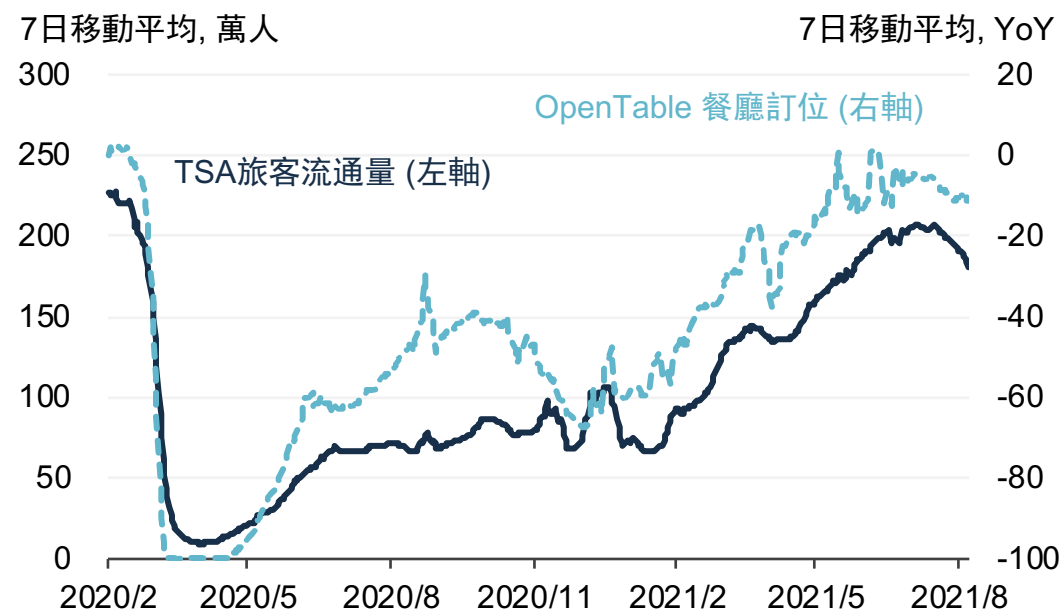
資料來源：Bloomberg。

經濟增長逐步回歸常態，股市操作宜分批佈建

預期Powell論調提振市場風險偏好，但觀察經濟表現，疫情反覆仍造成一定衝擊，機場安檢及餐廳訂位人數顯示民眾消費活動下滑，零售銷售在耐久財方面的增速也出現放緩，整體消費動能有所降溫。所幸美國疫苗施打率突破六成，已接種人群的致死率與重症率仍遠低於未接種人群，未來疫情不致全面失控。加上就業市場持續復甦，每週初領失業救濟金人數逼近疫情爆發前水平，**經濟增速雖不若上半年強勢，整體景氣仍維持復甦態勢。**

投資策略方面，伴隨經濟增速從高點回落，**股票市場上漲幅度回歸常態，但企業2Q財報表現亮眼，且市場上資金仍顯充沛，股市多頭格局不變，操作上可趁逢震盪拉回時分批進場佈建。**

美國經濟活動受疫情影響略有降溫



美國初領失業金人數逼近疫情前水準

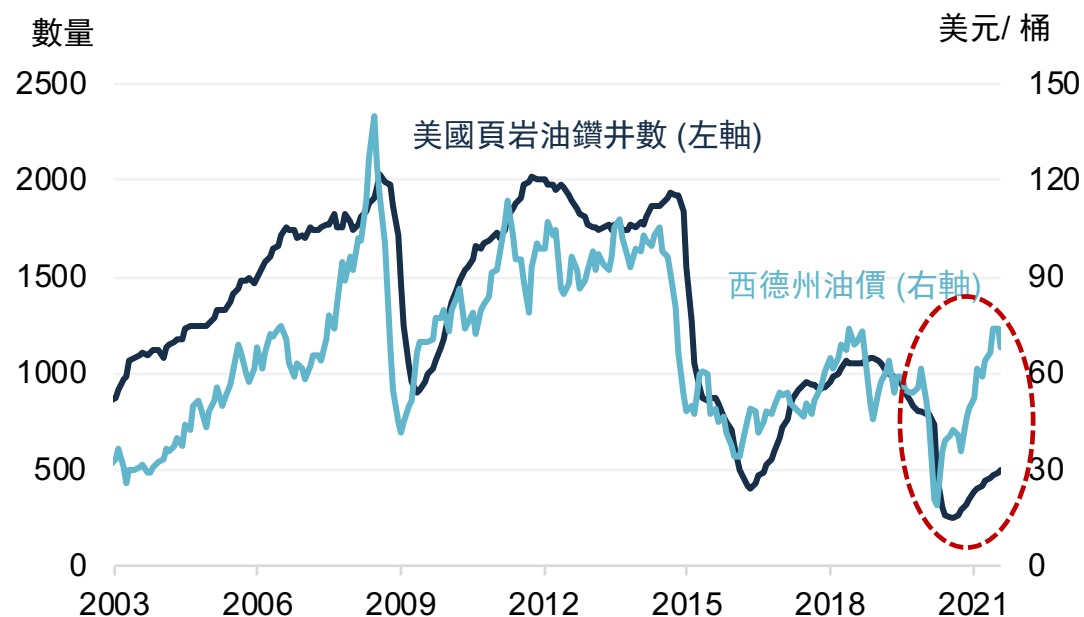


原油供給仍緩，需求因疫情變化使油價高盤

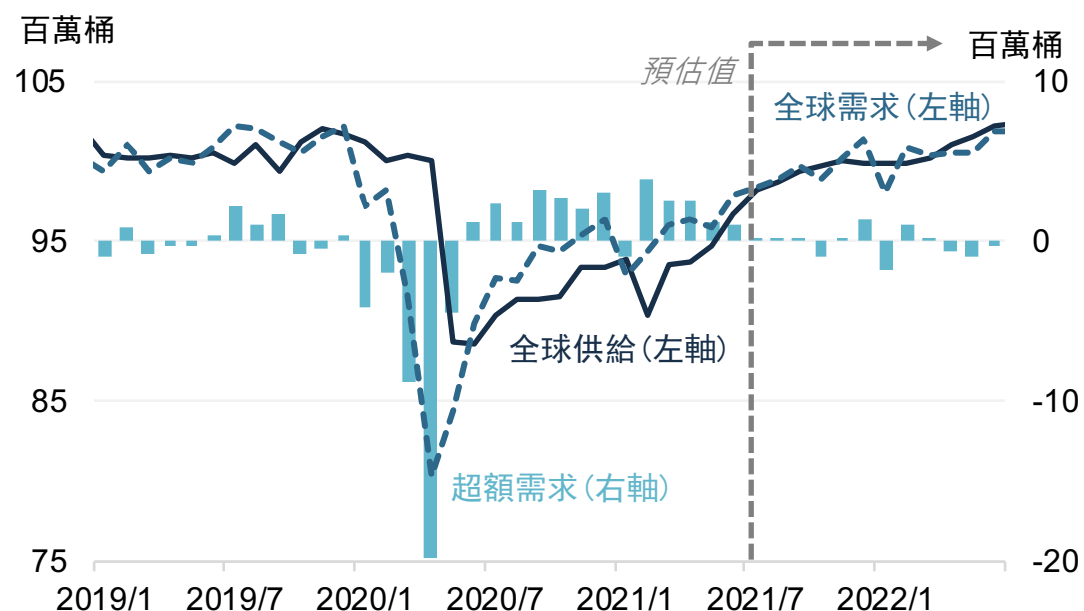
全球疫情反覆變化，加上美國聯準會可能將開始縮減購債規模、美元築底往上升等因素，使油價日前重挫，近日跌深反彈。觀察原油庫存目前仍於偏低水位，美國頁岩油商資本支出保守，美國頁岩油鑽井油數未如過去隨油價回升，加上OPEC+遵守緩步增產紀律，使油價可維持高位表現。

現階段影響油價波動的因素在於需求面，疫情擾動使多數新興市場（尤其東南亞）用油需求偏弱，多數國家下調今年經濟成長預估。**預期供需失衡情況越往年底將逐漸改善，QE縮減雜音使其波動加劇，不耐久震投資人可稍調節部位，並將油價目標區間隨全球經濟成長小幅下調，短期油價區間震盪表現。**

美國頁岩油鑽井數仍低，侷限供給量



越往年底超額需求將逐漸改善

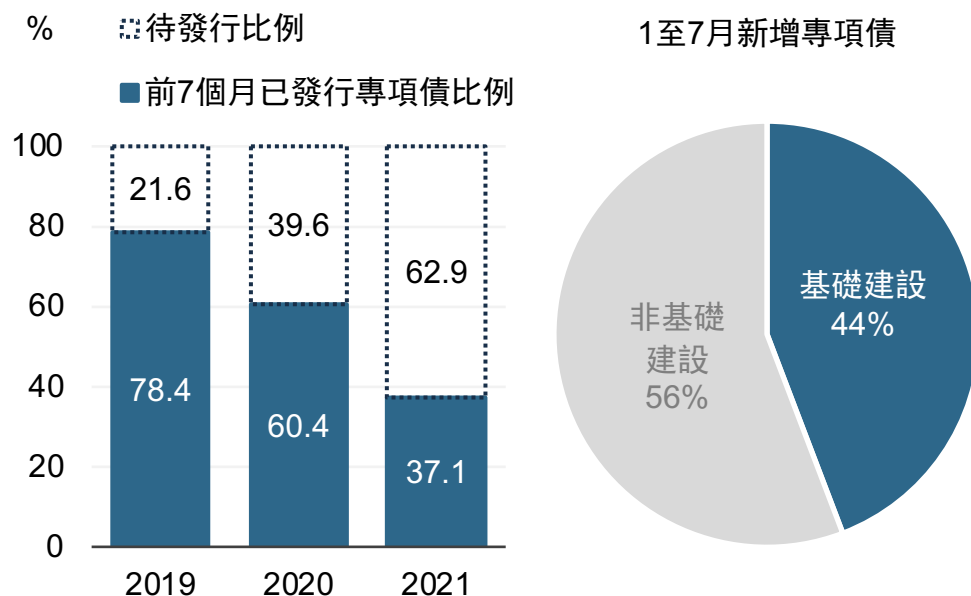


銅礦供需缺口漸窄，中國下半年財政提供底部支撐

礦業價格面臨修正，主要反應 1. 疫情反覆使全球經濟成長放緩，美國與全球GDP成長預估可能下修。2. 美國QE Taper箭在弦上，資金縮水與美元轉升，對商品價格造成壓抑。3. 中國經濟轉弱與政府管控，參考銅礦處理與精煉費用 (TC/RC) 通常反應整體供需狀況，數值往上表示供需緊張狀況獲得改善。觀察TC/RC至8月中仍持續走升，顯示中國銅礦供應現為寬鬆，上述因素使基本金屬價格面臨回檔壓力。

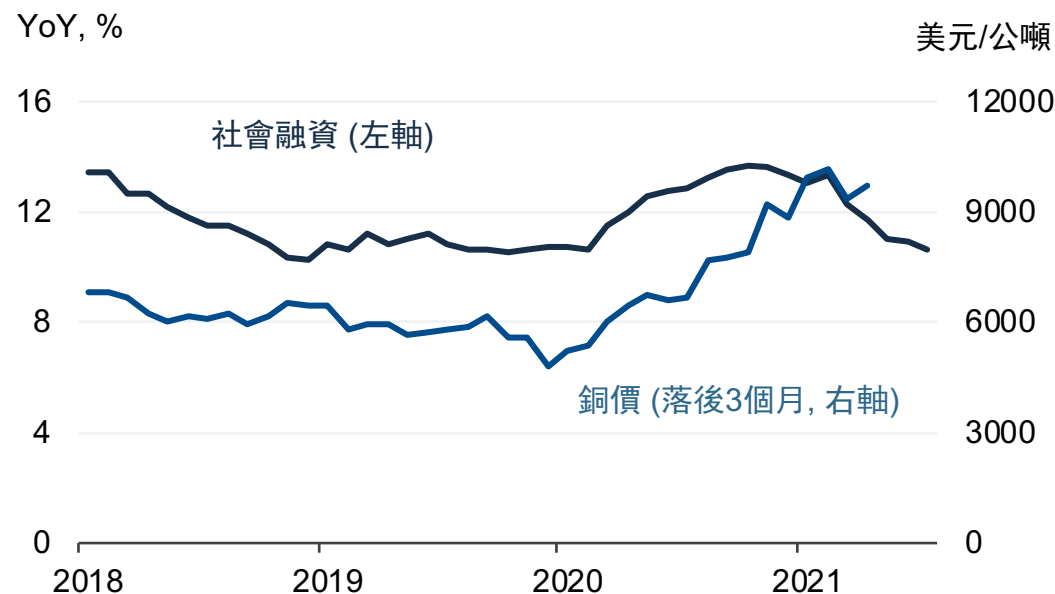
展望後市，中國下半年經濟動能趨緩，但財政仍有施力空間。今年1至7月新增專項債發行量僅佔全年預算37%，依照往年經驗，2020年達標96%，2019年更是達到99.9%，**政府於8至12月將加速發債，資金可望流向交通與市政等基礎建設項目，亦有助社融止穩回溫，對基本金屬需求將有所支撐，惟供給面狀況亦逐漸改善，基本金屬將以區間操作為主，挑戰上半年高點難度較大。**

中國前7個月專項債發行進度較往年落後



資料來源: Wind。

基本金屬價格有望受惠社融走揚



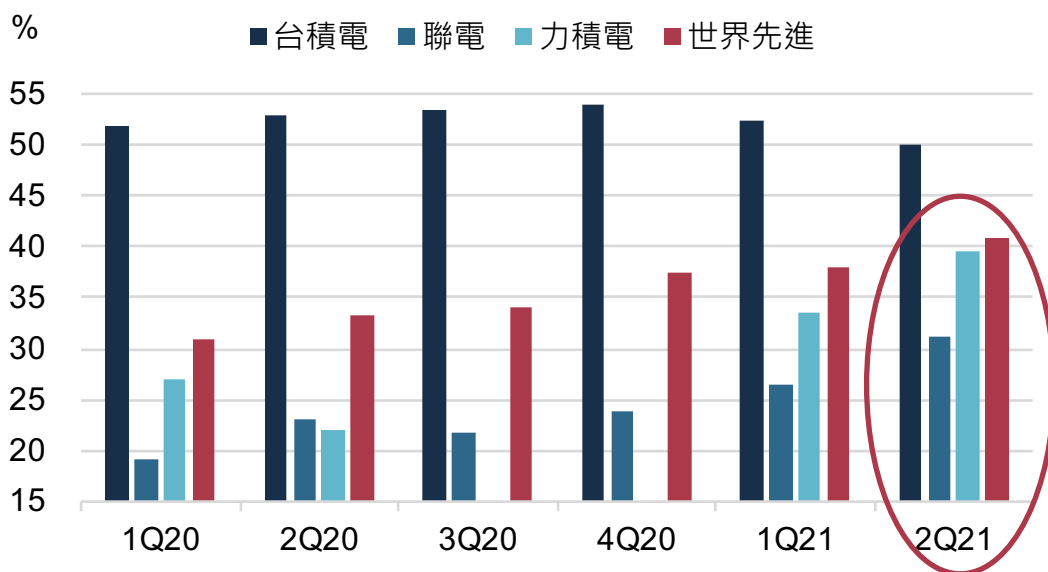
資料來源: Wind。

台股 車用晶片荒再現，半導體上游仍供不應求，台積電調漲晶圓代工價格

受車用晶片短缺衝擊，截至8月9日，全球汽車減產損失達585.3萬輛，近期馬來西亞疫情嚴重，意法半導體、瑞薩、安森美等IDM大廠位於馬來西亞廠區都受降載影響而產能大減。繼年初後，美三位參議員二度向台灣致函尋求協助，車用晶片多屬8吋廠成熟製程，**車用晶片荒顯示半導體上游仍處供不應求狀況，也推升二線廠2Q毛利率創近6季新高。因預期晶片缺貨問題恐延續至2023~2024年，台積電調漲晶圓代工價格10~20%。**

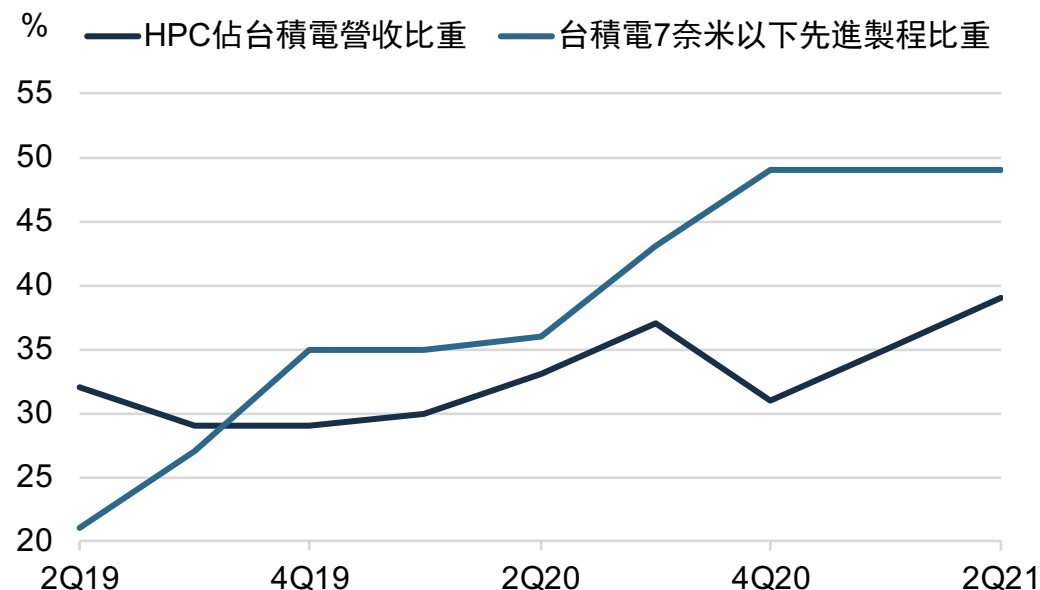
先進製程主要成長來自5G智慧型手機以及HPC (高效能運算) 需求。由於雲端伺服器需求大增，加上CPU (微處理器) 委外趨勢，使得HPC佔台積電營收比重持續增加，而5G手機對晶片需求較4G手機多2~3成，5G手機滲透率提升，加上蘋果新機效應下，預估下半年先進製程對台積電的營收貢獻將進一步提高，有望帶動毛利率及獲利走揚。

國內晶圓代工業者近6季毛利率變化



註：力積電未公布2020年下半年財報。
資料來源：Bloomberg。

高效能運算對先進製程需求強勁



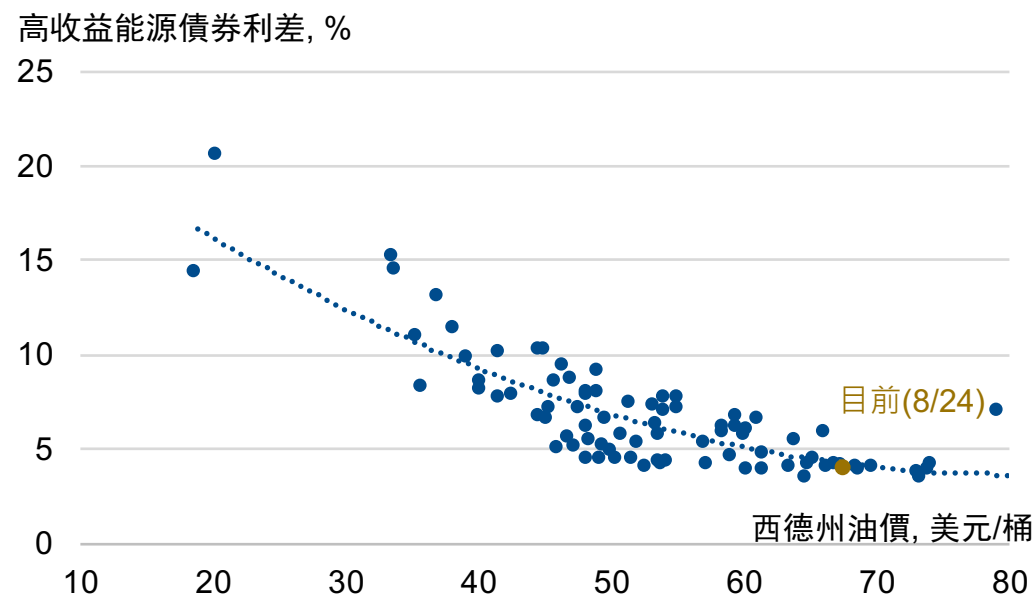
資料來源：台積電。

高收債 疫情擾動及美貨幣政策正常化漸進下, 注意高收債波動加大風險

Delta疫情擾動下, 影響全球復甦步調, 及需求減緩預期令近期油價受壓, 恐使與油價連動度高的高收債波動加大。觀察歷史油價與能源債券利差分布狀況, 若油價下方有撐, 對能源債券利差影響相較緩和。預期目前油價高檔震盪, 不致造成利差大幅擴大。

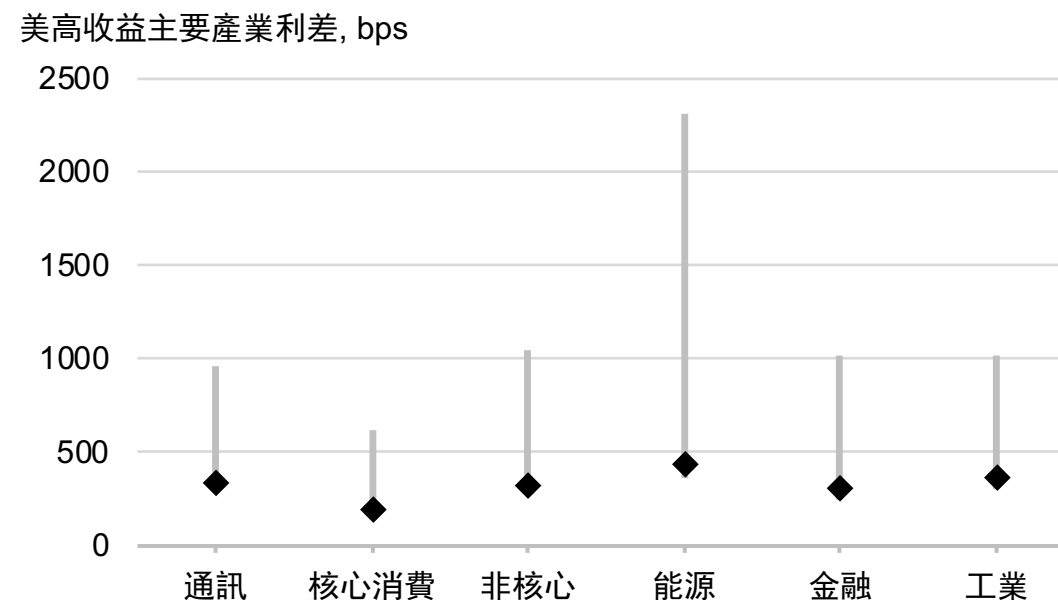
過去經濟擴張、殖利率上揚環境, 高收債信用利差可望進一步縮窄, 其存續期間短及高息收特性, 表現相較抗壓。**然須注意 1) 目前高收債信用利差處於歷史低位, 縮窄空間相較有限; 2) 美國貨幣政策正常化步調漸進, 將使高收債波動加劇。**高收債報酬預期將以息收為主, 選擇以基本面佳或具調升評等潛力之標的為宜。

油價於高檔震盪, 不致造成利差大幅擴大



註:取2011年8月至2021年7月之月資料。高收益債券利差=0.0034油價²-0.5498油價+25.833, R²=0.69162。資料來源:Bloomberg。

高收債主要產業利差處歷史低位, 縮窄空間有限



註: 資料區間2016/8/26-2021/8/25。
資料來源: Bloomberg。

匯市

ECB會議紀錄透露主席偏鴿立場, 但近期匯價隨風險氣氛擺動; 台灣景氣信號分數到頂, 後續將逐步放緩

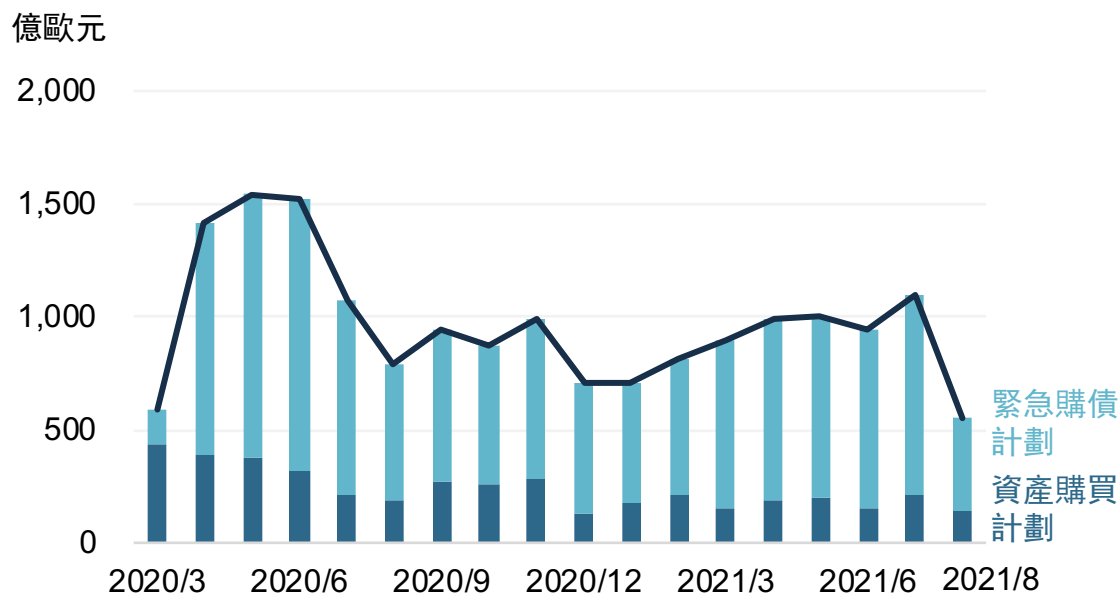
重點:

1. 7月會議紀錄顯示, 官員們對新的利率前瞻指引展開爭論。根據新指引, 除非央行看到通膨觸及2%時間比預期中大幅提前且能一直保持在此水平, 才會考慮上調利率。資產購買政策則未有改變。
2. 主席態度: 拉加德稱, Delta病毒在英國和歐洲快速傳播, 這是維持超寬鬆貨幣政策的關鍵原因之一。

結論: ECB配合8月夏休, 市場清淡而降低購買金額, 但9月後應能提高。相對美國貨幣政策趨正常化, 政策差異仍支持美元長線趨勢。

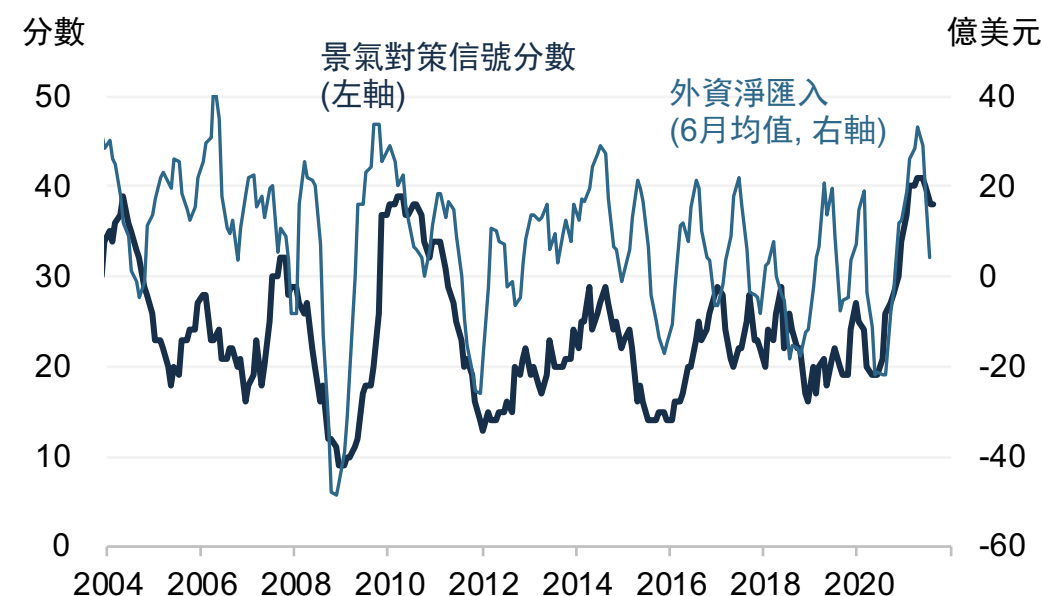
台灣景氣對策信號: 景氣對策信號多數分項面臨去年3Q基期墊高的影響, **4、5月燈號應已見頂**, 但部分分項仍大幅高於紅燈門檻, 故未來一季分數應只是緩降; 而對應到長期外資淨匯入的變化, 下半年外資淨匯入的趨勢可能持續下降。

ECB疫情以來資產購買狀況



資料來源: Bloomberg。

台灣景氣對策信號與外資淨匯入



資料來源: Bloomberg, 金管會。

August / September 2021

30 Monday 德國CPI 日本零售銷售 歐元區消費者信心	31 Tuesday 中國PMI 歐元區CPI 美國消費者信心	01 Wednesday 巴西GDP 歐元區失業率 美國ISM製造業 美國ADP就業變動	02 Thursday 歐元區PPI 美國貿易收支 美國耐久財訂單	03 Friday 美國就業報告 美國ISM服務業 歐元區零售銷售
--	--	--	--	--

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