



Cathay's View

2021年5月28日

投資研究週報

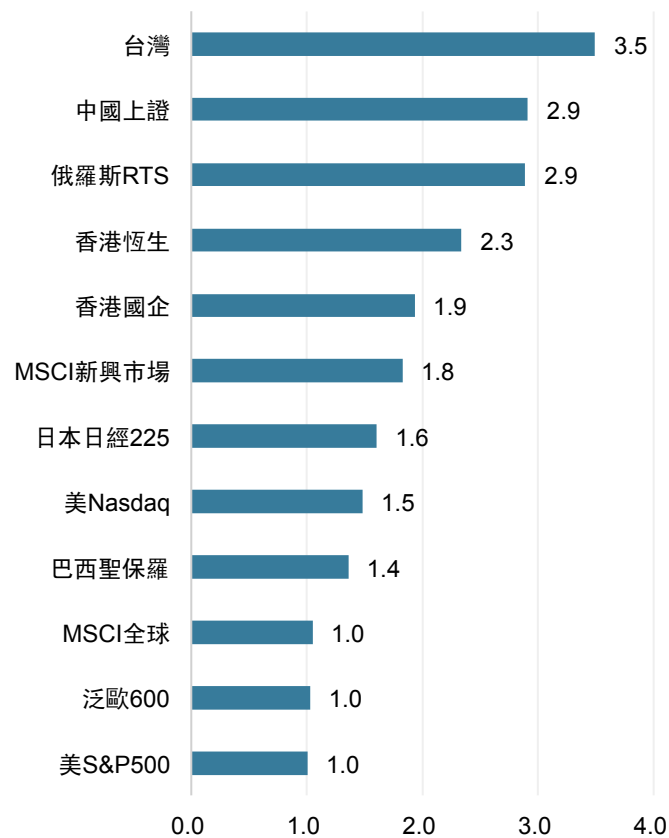
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



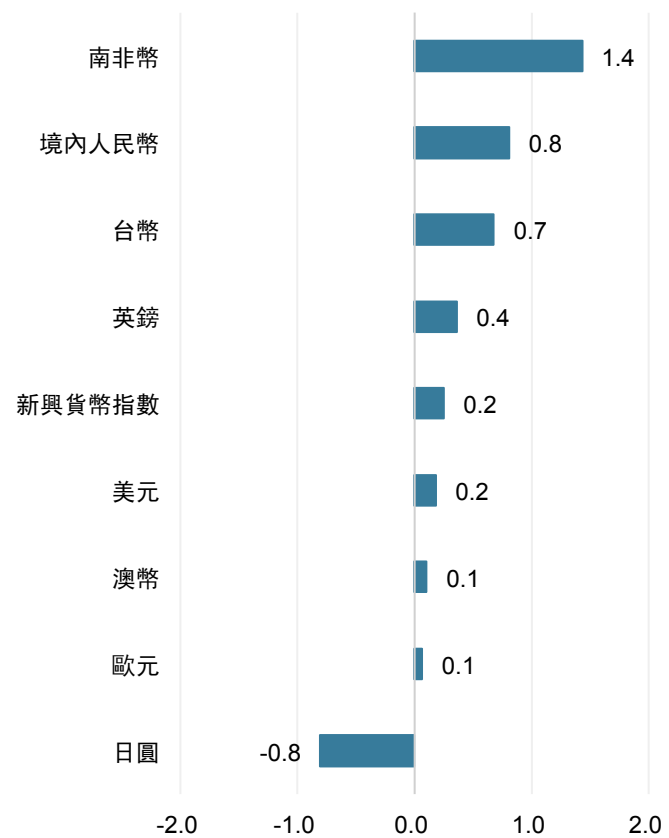
國泰世華銀行
Cathay United Bank

一週市場變化 歐美央行緩和市場通膨情緒, 股債同樂

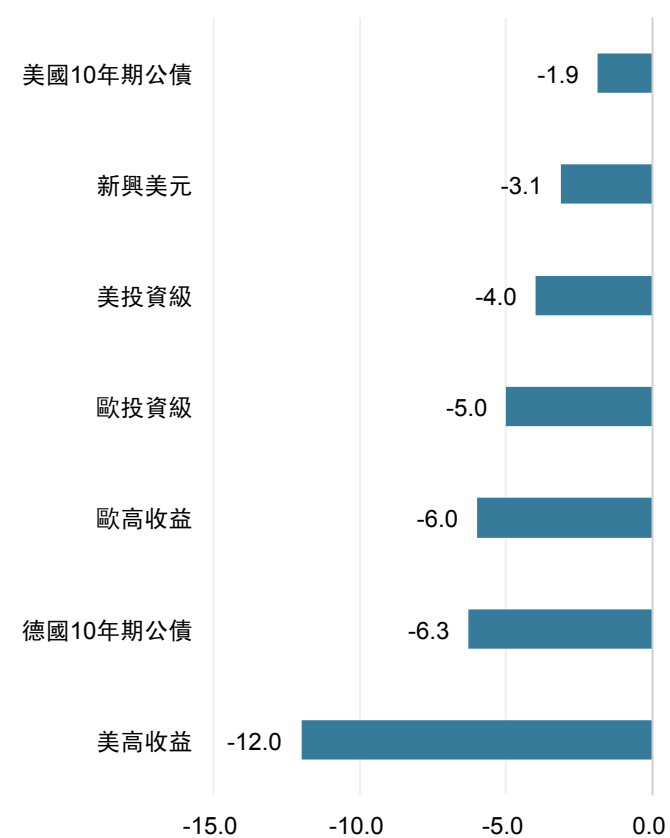
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/5/21~2021/5/27

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

► 6月重要事件多，事件前股市偏向整理

近期籌碼面相對乾淨，但6月初將公布非農就業，中旬則有ECB、FOMC先後召開利率決策會議等重要事件，故事件前股市應偏向盤整。

► 溫和看待中國實體經濟動能

以投資增長為例，年增速雖見回升，但以2020-21年平均增速來看並不值得振奮，而部門類別則仍須仰賴官方所不樂見的房地產開發支撐。

► 美國貨幣市場美元充沛、公債需求強

短天期公債標售需求旺盛，顯示銀行間對公債在貨幣市場作為抵押品的需求強烈，壓抑隔夜利率，交投區間下緣甚至低至負利率。

股市

美國疫苗逐步普及，支撐基本面持續改善，包括Markit製造業與服務業PMI持續走揚。另，標普500企業獲利持續上修，支撐股市緩步向上，股市明顯拉回再布建，為穩健作法。

債市

中國官方降信貸、控風險的態度明確，因此未來一季社融反轉上行的機會不大，投資中國公債或為債券投資人於中國信用債之外的另一個投資機會。

匯市

附買賣回市場缺券、美元流動性充沛，導致債券需求增加，美元拆款利率走降，加上美歐數據動能拉近，令美元走勢偏弱，惟下半年Fed為縮表暖身，應支持美元回升。

股市 6月重要事件多, 事件前盤勢偏向整理

美股方面, 截至5月20日美股散戶與專業經理人調查顯示, 專業經理人的樂觀程度較5月初有所降溫, 而散戶態度雖也較5月初趨保守, 但以絕對水平而言, 則仍較年初態度樂觀。台股方面, 5月12日交易量拉至高位後, 開始見到交易量縮, 加上近日外資買賣切換快速, 呈現洗盤態勢。

整體而言, 近期調查顯示美股投資人對風險氣氛並未過分樂觀, 而籌碼面也已經歷過5月中旬的清洗, 因此短線股市應不致重現5月11-12日的急殺; 但6月初將公布非農就業, 中旬則有ECB、FOMC先後召開利率決策會議等重要事件, 故投資人追價也不會太積極。

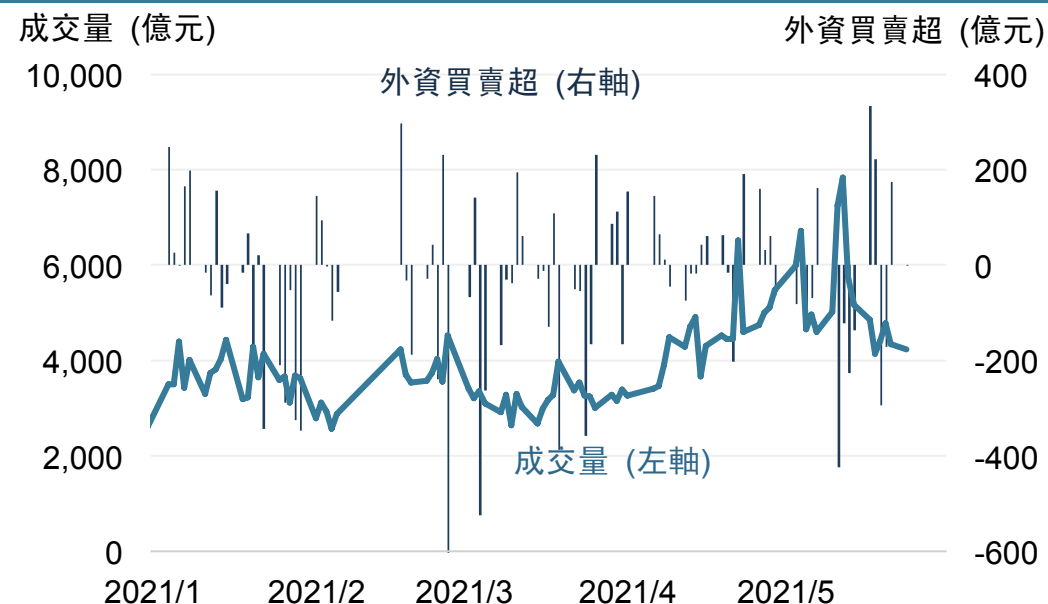
結論: 籌碼面相對乾淨, 操作心態無需太悲觀, 進出宜買黑不買紅。

美股經理人與散戶樂觀情緒已較5月初降溫



資料來源: 美國個人投資人協會、美國投資經理人協會。

台股見外資買賣交錯, 持續洗盤



資料來源: Goodinfo, 截至5/24。

債市 中國官方降信貸、控風險下，中國公債或為另一投資機會

檢視近期中國數據表現，4月社融數據較上月趨弱，整體趨勢延續反轉的跡象，此外，近期公布的零售銷售、固定資本投資^(註)等顯示經濟實體面增長力道不強；另一方面，CPI年增速雖受基期影響持續上行，惟絕對水準仍低於過往，**且實際通膨動能並不如基期效果顯著**(參閱深入分析：中國)。

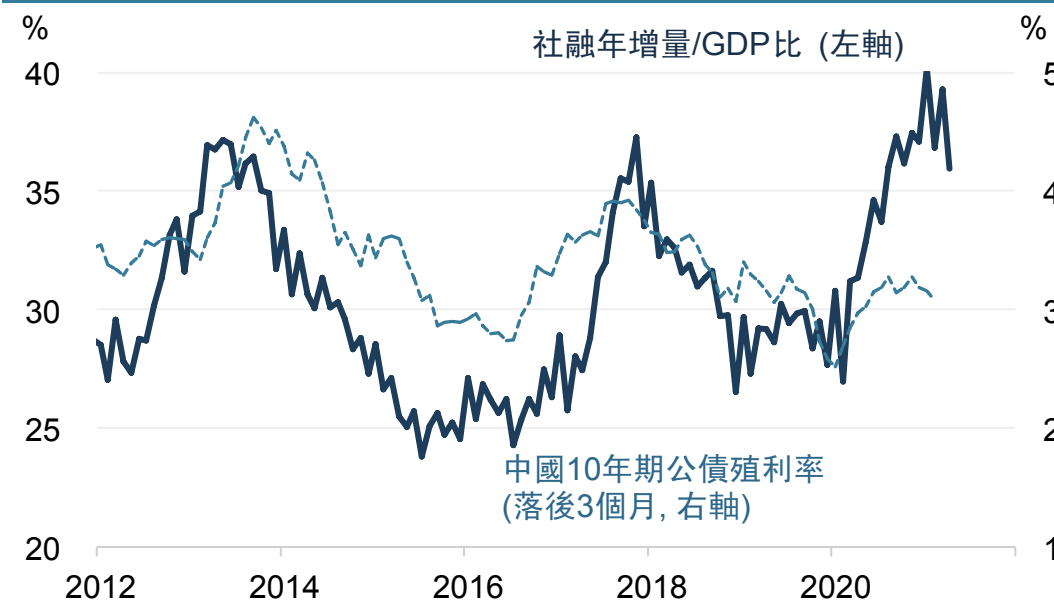
此外，比對過往社融數據與中國公債殖利率間的走勢，往往反應實體經濟擴張與收縮的關係，多呈現亦步亦趨的態勢^(社融領先約3個月)，鑒於中國官方降信貸、控風險的態度明確，因此未來一季社融反轉上行的機會不大下，**投資中國公債或為債券投資人於中國信用債之外的另一個投資機會。**

中國實體數據近期偏弱，但通膨受基期影響續升



資料來源：Bloomberg。

中國社融增長與公債殖利率走勢



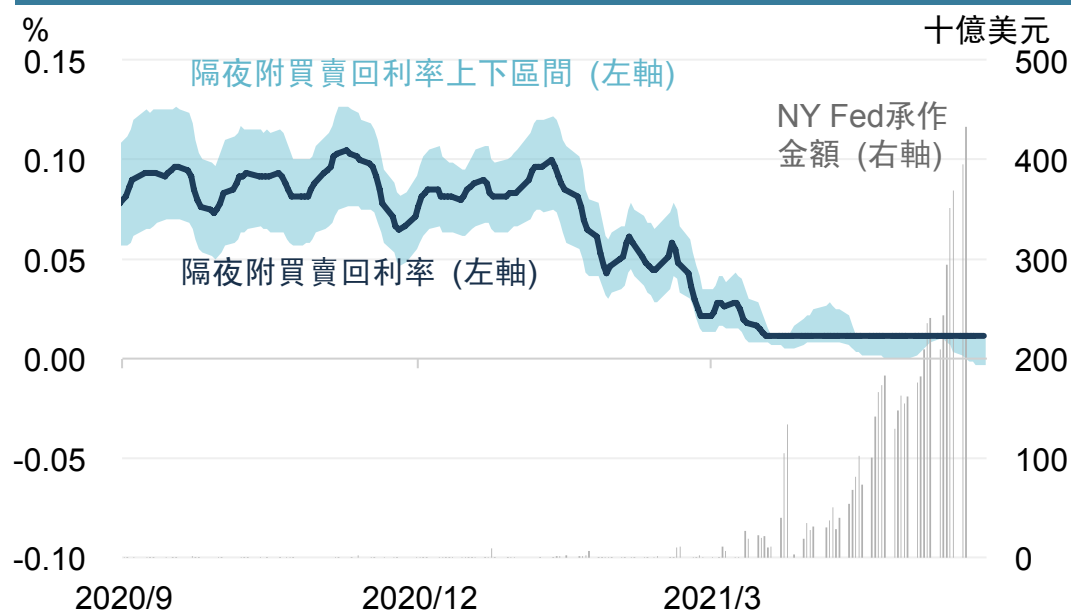
資料來源：Bloomberg。

美國雙率 近期走勢乏力，附買賣回市場缺券、美元流動性橫溢仍是主因

1. **市場缺券、美元過剩：**銀行間債券需求旺盛(美國2年期公債標售需求良好可見端倪)，壓抑隔夜利率，交投區間下緣甚至低至負利率；另一方面，Fed因大規模QE，形成公債市場大量買債放錢，貨幣市場放券收錢的景象，為維持貨幣市場正常運作，近日積極承做附賣回合約，令交易量飆升。
2. **近期美國與其他主要國家驚奇指數^(註)拉近：**1)分析師對美國數據期待已墊高令驚奇指數不易上行；2)歐元區經濟剛由疫情封閉中回升，驚奇指數大幅上行。上述原因令驚奇指數差異縮小，顯示美歐經濟好轉速度拉近，壓抑美元走勢。註：驚奇指數係指花旗銀行編制，統計經濟數據實際值與市場共識間的差異，通常經濟剛開始底部翻揚時轉強時，驚奇指數上行力道會較強。

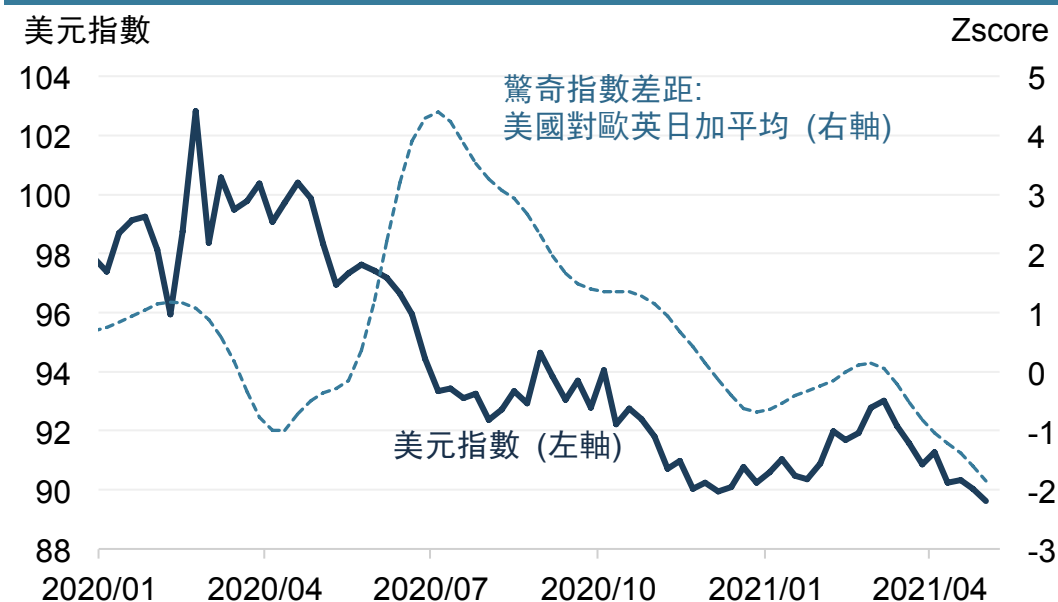
整體而言，美元流動性過剩壓低美元拆借利率是近期匯價走貶的主因，但**隨下半年為明年縮表準備，應能支持美元回升**；而公債殖利率方面，待消化數據期待過高的因素後，縮表與通膨回升(6~9月動能都偏升)的因素仍**支持殖利率長線走勢偏上**。

隔夜附買賣回利率低至負利率



資料來源：Fed, 截至2021年5月25日。

驚奇指數壓抑近期美元走勢



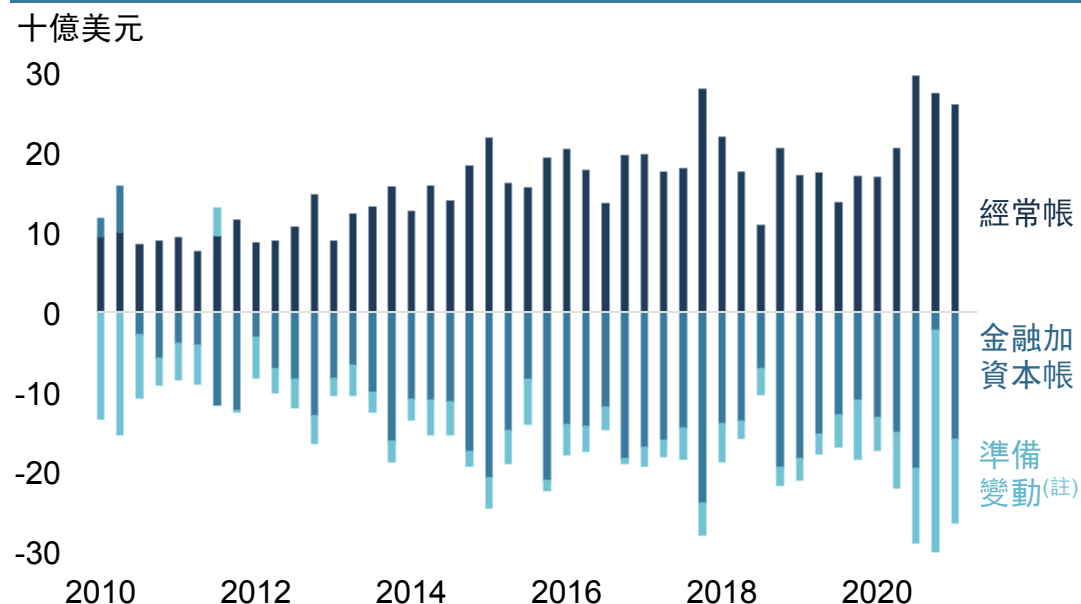
資料來源：Bloomberg, 截至2021年5月25日。

台幣 首季經常帳仍舊強勁，但海外債券投資需求回升，利用上半年買匯

台幣走勢：

1. 長線：鑑於疫情正常化前廠商仍積極下單拉貨，經常帳盈餘仍鉅，故上半年台幣升值壓力仍較大；但今年首季已見利差牽引海外投資流出增加（長期平均約150億美元，去年4Q僅約20億美元），此趨勢下半年應將延續。
2. 短線：4月以來台幣雖仍強勢但台幣NDF避險成本^(註)已較3月時好轉，尤其近日**現匯與避險成本有所背離**，顯示市場對台幣升值預期或壽險避險需求應有所降溫。註：台幣避險有on-shore swap與off-shore NDF兩種，其中off-shore NDF的避險成本較能反映出市場對台幣升貶值預期，當負值越深台幣升值預期越強。

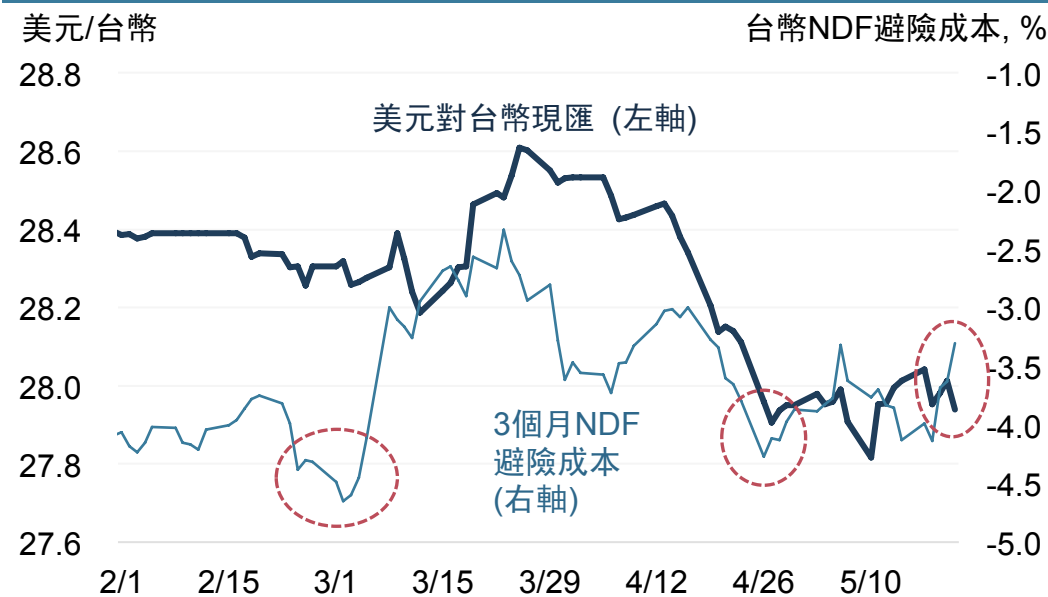
經常帳表現仍舊令台幣升值壓力大



註：準備變動負向表示外匯存底增加，即央行越多干預。

資料來源：台灣央行，截至1Q 2021年。

台幣現匯與台幣NDF避險成本



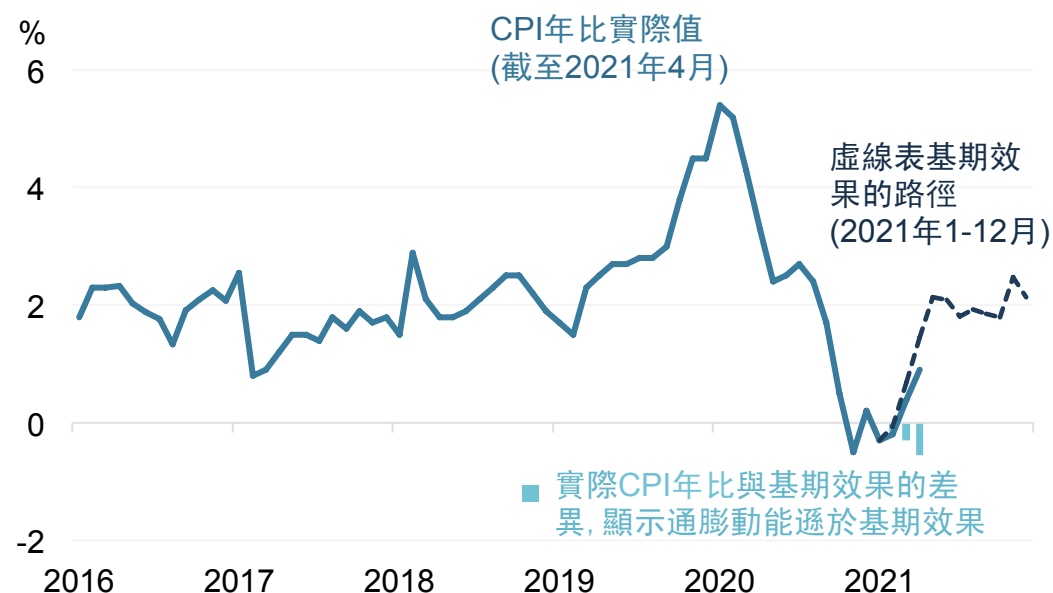
資料來源：Bloomberg，截至5/21。

中國 CPI受基期效果支撐, 但實體經濟動能僅屬溫和

觀察中國通膨數據, **今年CPI年增速雖自低位回升, 但主要受到基期效果推升**, 若拆解基期效果的影響, 則通膨動能實際上是遜於基期效果的, 這也顯示出實體經濟動能僅屬溫和下, 物價從PPI至CPI間傳導或轉嫁效果並不通暢。而以企業端的角度來看, 定價能力差的企業勢必被迫面臨毛利率或營利率下降的困境。

實體經濟方面, 以投資增長為例, 年增速雖見回升, 但以2020-21年平均增速來看並不值得振奮, 尤其製造業投資兩年平均下降0.4%, 令驅動經濟復甦仍僅仰賴房地產投資(兩年平均增速8.4%)的積習難改。惟房地產監管態勢延續以避免信貸增長再度失控, 後續官方形塑上有壓下有撐的格局恐尚難改變, **實體經濟動能僅能溫和看待**。

CPI雖受基期推升, 但實際動能卻遜於基期效果



註: 虛線為假設CPI維持1月指數水準下的年比路徑, 藉以拆分出基期效果路徑。
資料來源: Wind。

以兩年平均增速來看, 投資端增長力道僅屬溫和



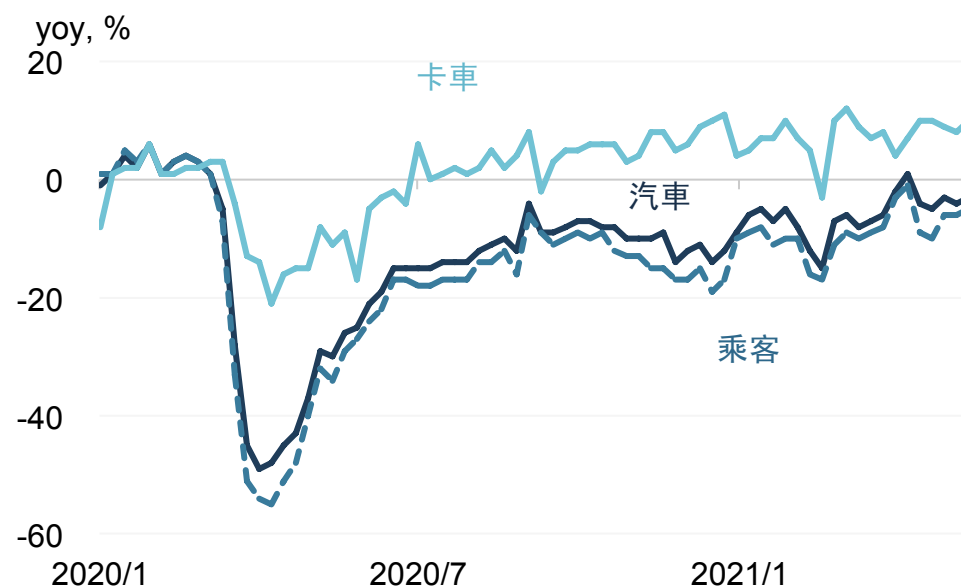
資料來源: Wind, 國家統計局, 截至2021年4月。

美國 經濟解封下，服務業明顯改善

根據〈Our World in Data〉統計，美國已近50%的民眾至少接種一劑疫苗，30%完全接種。美國CDC宣布，完全接種後戶外可免戴口罩，並在國內可自由旅行。部分地區也恢復中學以下全日實體課程，受此影響，美國國內人流與車流已逐步接近疫情前水平。

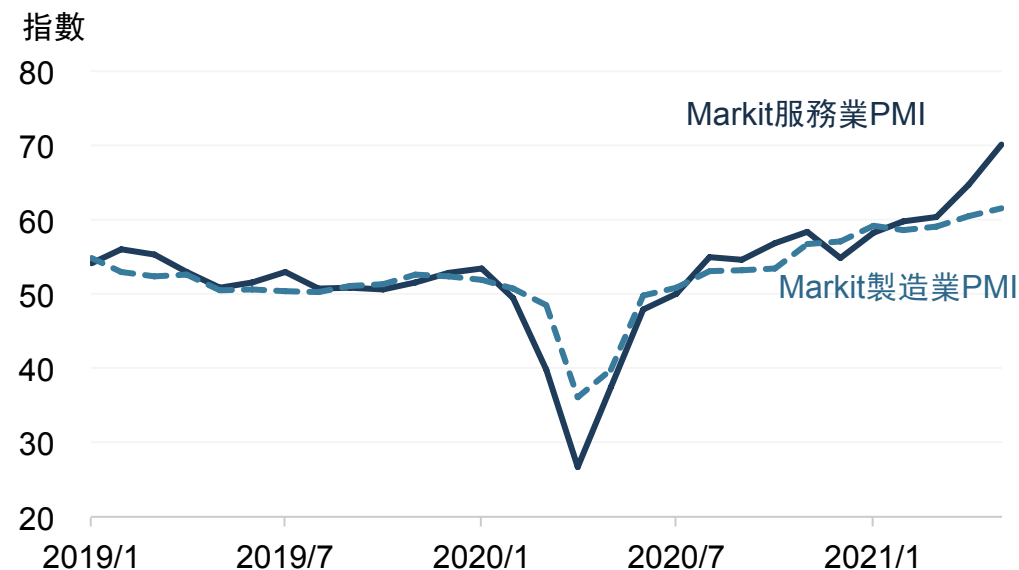
隨著美國疫情趨緩，經濟重啟加強客戶信心，帶動需求顯著改善，5月製造業PMI初值為61.5，連疫情期間嚴重受創的服務業PMI，甚至跳升至70.1，一併寫下 2009年有紀錄以來新高。

疫苗普及下，高速公路流量逐步回歸



資料來源：Bloomberg。

經濟解封下，服務業活動明顯改善



資料來源：Bloomberg。

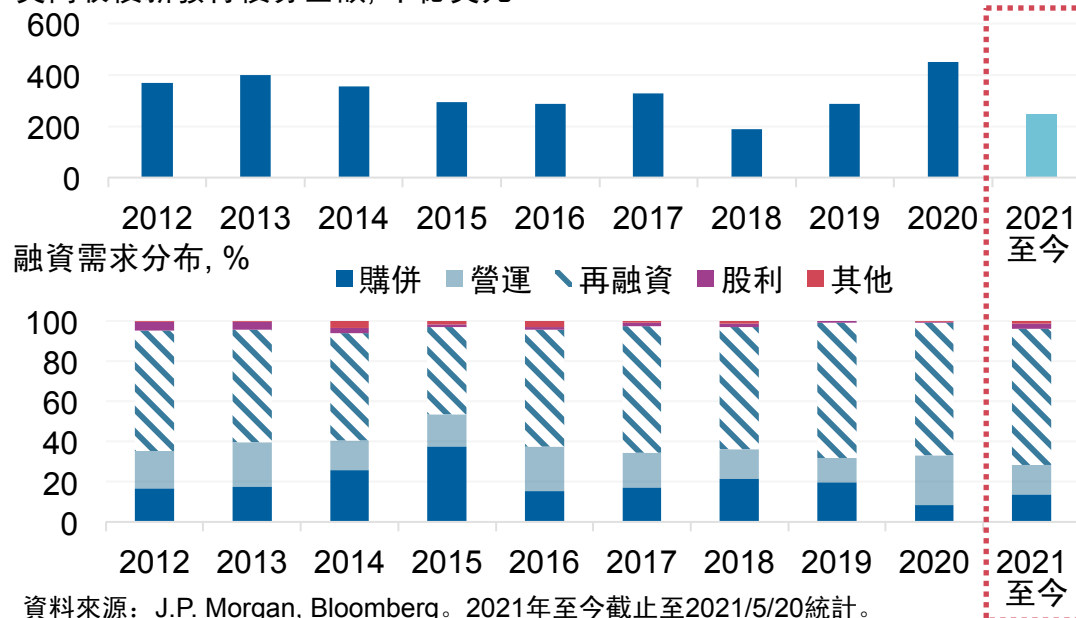
債券 企業發債供給增加，資金面及市場震盪將使高收債波動加大

美歐疫苗施打、經濟重啟及政策偏多助景氣復甦，市場臆測聯準會taper預期，近周美公債標售需求良好，多空拉鋸美10年期公債1.6%低盤。隨過高儲蓄率預期下降，消費增加及供應鏈缺口影響**2-3Q通膨推升、美債利率緩升，可趁利率近1.5%相對低點，減持公債及較長年期債券。**

今年景氣復甦及利率偏升情境，整體債券以高收債正報酬最佳，反應較高票息及利差收窄，有助抵消部分公債殖利率上揚效果。隨利差縮窄空間漸縮，影響高收債波動可能加大，來自 **(1)供給面增加：**隨利率偏升預期，企業看好景氣動向而增加購併、股利發放，高收債企業發債供給增加，財務槓桿倍數亦揚升；**(2)資金面偏好稍減：**近月共同基金資金流向轉買為賣，(3)市場面：**股市高位震盪連動帶高收債價格波動。**回歸基本面，**負債高及低信評的企業債，將更著重獲利成長穩定性，財務槓桿控管及調升信評將有助價格上揚。**

債券供給增加，以再融資為主，購併/股利需求漸增

美高收債新發行債券金額，十億美元



小型企業財務槓桿高，更著重獲利成長穩定性

淨負債/EBITDA, 倍數



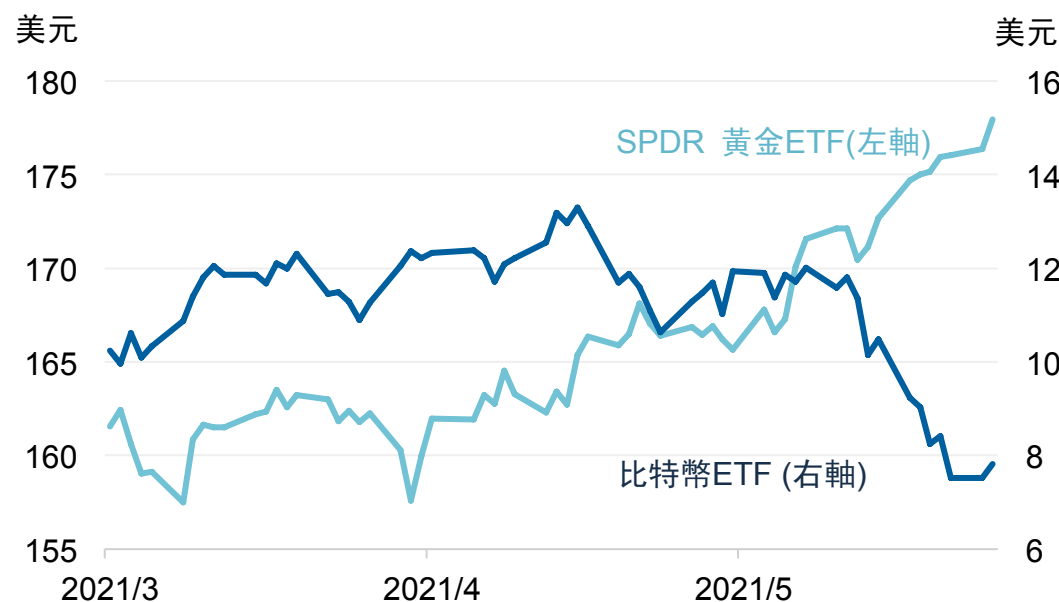
資料來源：Bloomberg。

黃金 比特幣、美元、美債殖利率下跌, 金價短期續強

今年黃金和比特幣的走勢呈現負0.77高度負相關，觀察不論期貨未平倉部位與ETF流量，兩者也都出現此消彼長的變化，反應**黃金避險貨幣與比特幣的替代關係**。然而，若以近5年時間，兩者長期相關係數仍低於0.5，**比特幣下跌對黃金的正面影響或為短期現象**。

美國近期經濟數據如消費者信心指數，新屋銷售數據下滑，美短天期公債利率轉為負值，十年公債殖利率降至逾1個月低點，美元指數於90低位徘徊。**聯準會寬鬆貨幣政策延續，實質利率處歷史低位，激勵金價一度突破1900美元，短期偏強格局延續**。然，若下半年美國經濟復甦更見明朗，對金價有壓。

比特幣和黃金近期呈現反向變動



資料來源: Bloomberg。

美債利率走弱, 有利金價上漲



資料來源: Bloomberg。

June 2021

31 Monday	1 Tuesday	2 Wednesday	3 Thursday	4 Friday
日本工業生產 日本新屋開工 中國製造業PMI 歐元區M3貨幣供給 德國CPI	中國財新製造業PMI 台灣製造業PMI 韓國製造業PMI 歐元區製造業PMI 歐元區失業率 德國製造業PMI 美國ISM製造業PMI	歐元區PPI 日本貨幣基數 美國MBA貸款申請件數 英國抵押債許可件數	美國ADP就業變動 美國初請失業金人數	台灣GDP 美國失業率 美國非農就業人口變動 美國耐久財訂單

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