



6月份 總經討論

邱郁潔

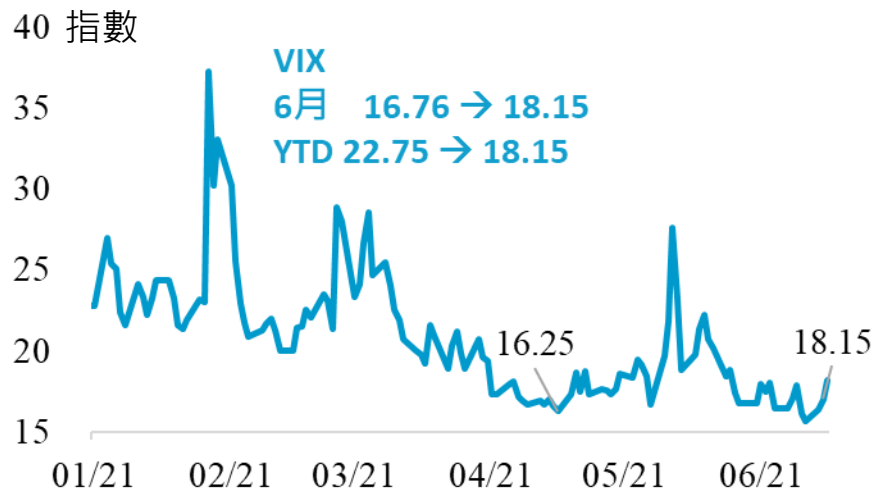
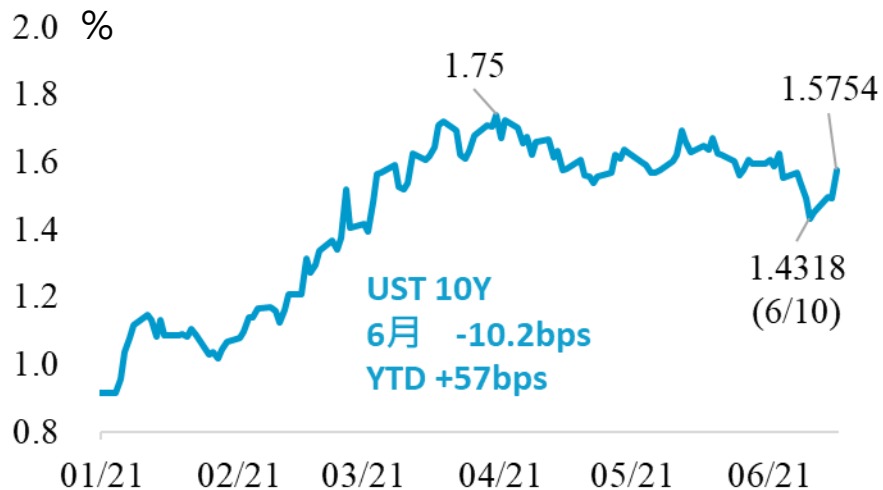
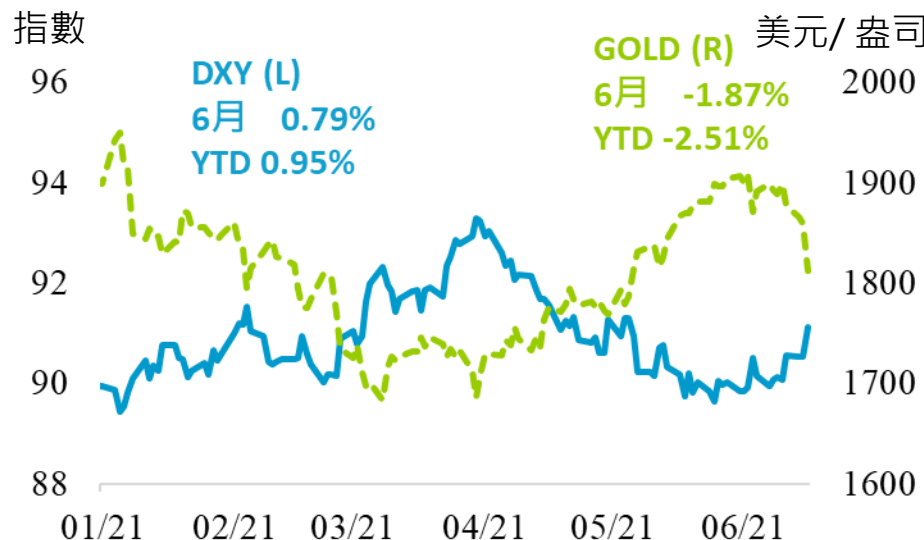
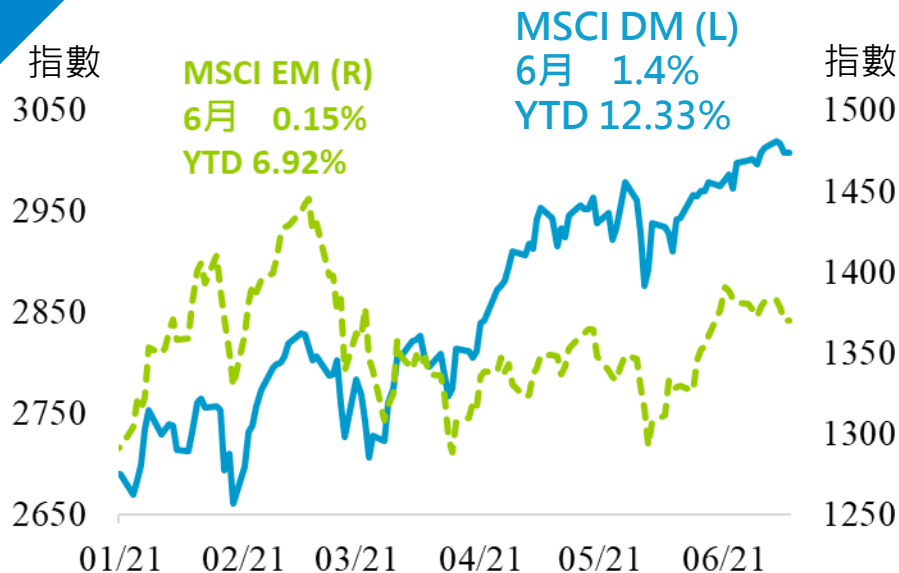
經濟研究處 資深研究員

6/18/2021



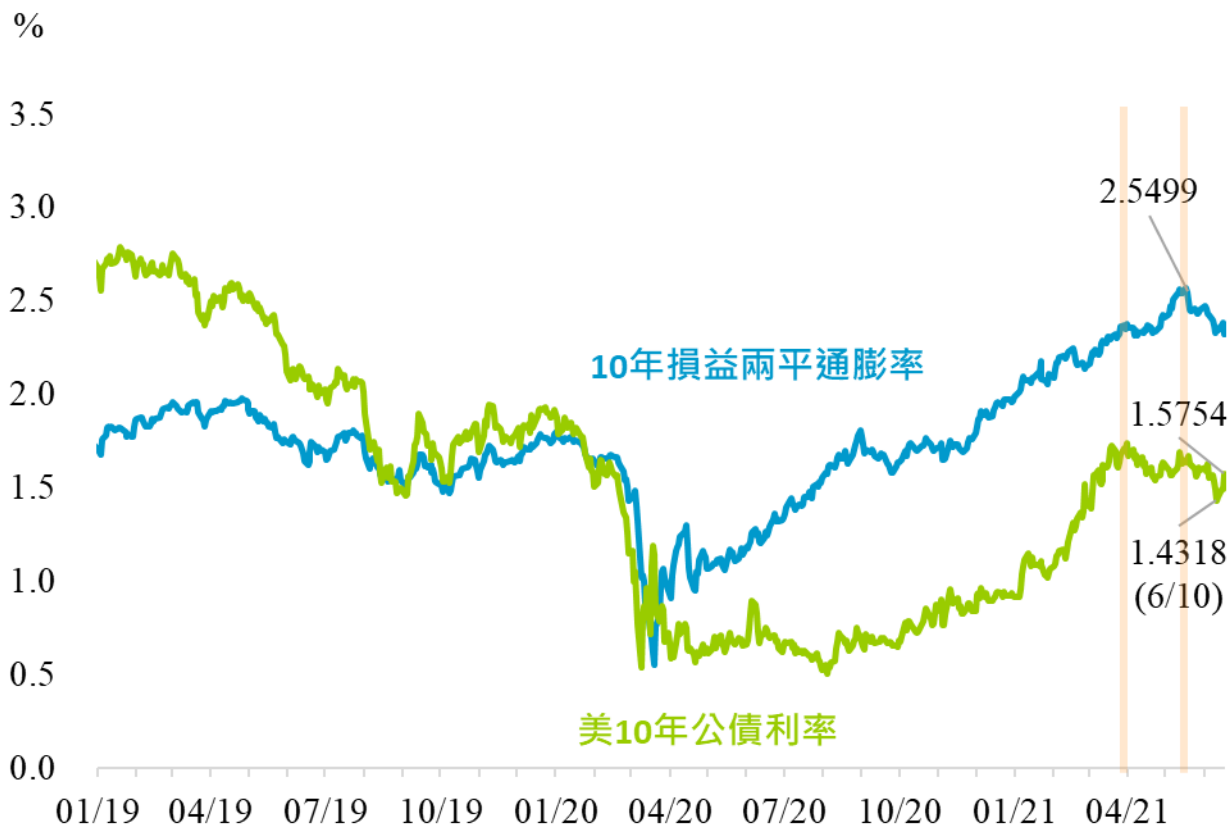


近期金融市場動向





美10年公債利率回探1.5%下方



4月

通膨預期與美長債脫鉤

- 疫情不確定性
- 日本買盤
- Fed鴿聲強勁



5月

通膨預期與美長債利率

同步下滑

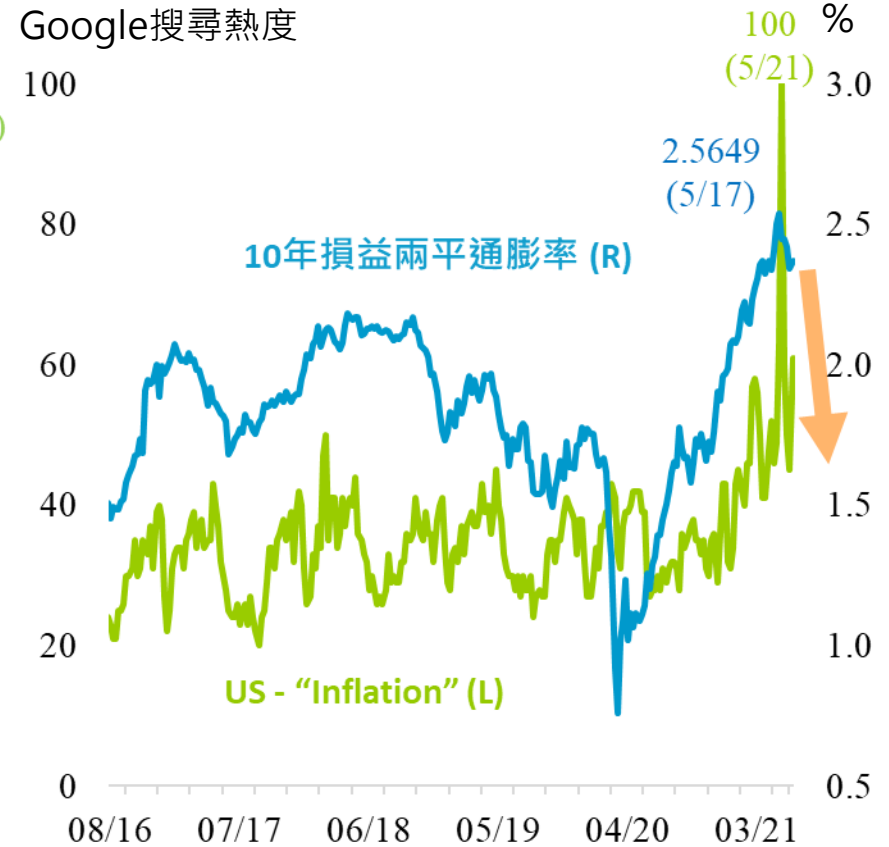
- Fed鴿聲
- 部分商品價格回降
- 流動性過剩



物價年增率及通膨預期 “分道揚鑣” ？

5月消費者物價躍升至2008/8後新高

通膨預期指標由高檔回降



註：淺藍線條為未來一年通膨預期 (t) 往後移12個月 (t+12)



通膨預期是什麼？

FEDS Notes (2020/9)

Index of Common Inflation Expectations

	inflation concept
Blue Chip survey	Consumer price index (CPI)
Conference Board survey	Prices in general
Consensus Economics	CPI
TIPS	CPI
Livingston	CPI
Michigan survey	Prices in general
Michigan survey (25, 75 percentile)	Prices in general
Survey of Professional Forecasters (SPF)	CPI
	PCE price index
	Core PCE index

相關性矩陣	UST 10Y	UST 2Y	5Y5Y	Breakeven	PCE	Core PCE	Real UST 10Y	Michigan	大宗商品	金屬價格
UST 10Y	1.00									
UST 2Y	0.45	1.00								
5Y5Y	0.50	-0.34	1.00							
Breakeven	0.55	-0.09	0.92	1.00						
PCE	0.20	0.42	0.17	0.29	1.00					
Core PCE	0.37	0.21	0.48	0.52	0.72	1.00				
Real UST 10Y	0.84	0.59	0.02	0.04	0.06	0.12	1.00			
Michigan	0.33	-0.37	0.74	0.66	0.02	0.41	0.00	1.00		
大宗商品	0.56	0.26	0.51	0.62	0.42	0.80	0.27	0.40	1.00	
金屬價格	0.28	0.15	0.18	0.30	0.05	0.41	0.13	0.09	0.71	1.00

註：統計2011年以來資料



金屬價格調整或為通膨預期回落原因

Covid-19以來，基本金屬為首的大宗商品價格飆漲為通膨預期走揚重要推手

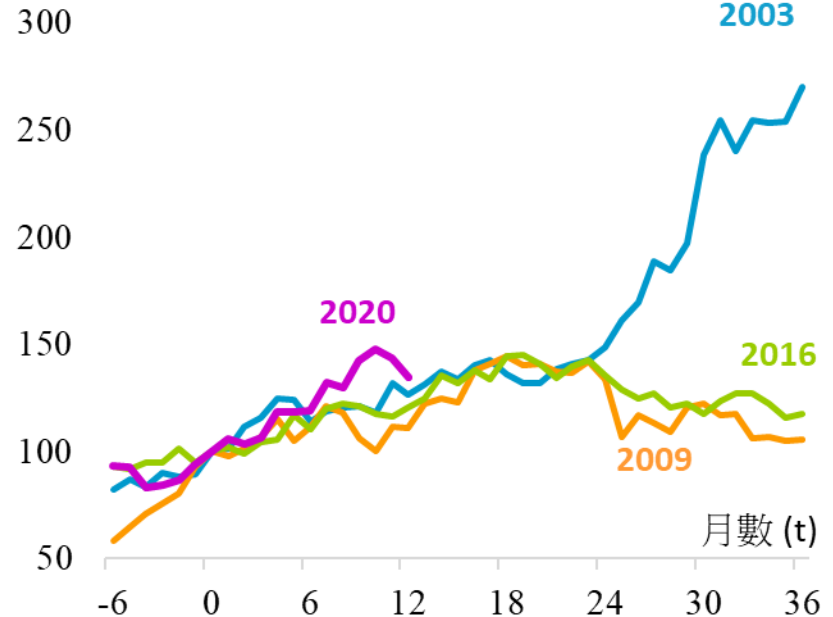
回補庫存動作，有助後續相關商品價格

基本金屬價格



註：基本金屬價格為S&P GSCI Industrial Metals Index

基本金屬價格 (美國金屬庫存波段低點=100)



註1：金屬價格為S&P GSCI Industrial Metals Index
註2：T=0為美國基本金屬存貨波段低點，分別係2003/10、2009/8、2016/6，本次為2020/7



Fed與(金融)市場的共識？



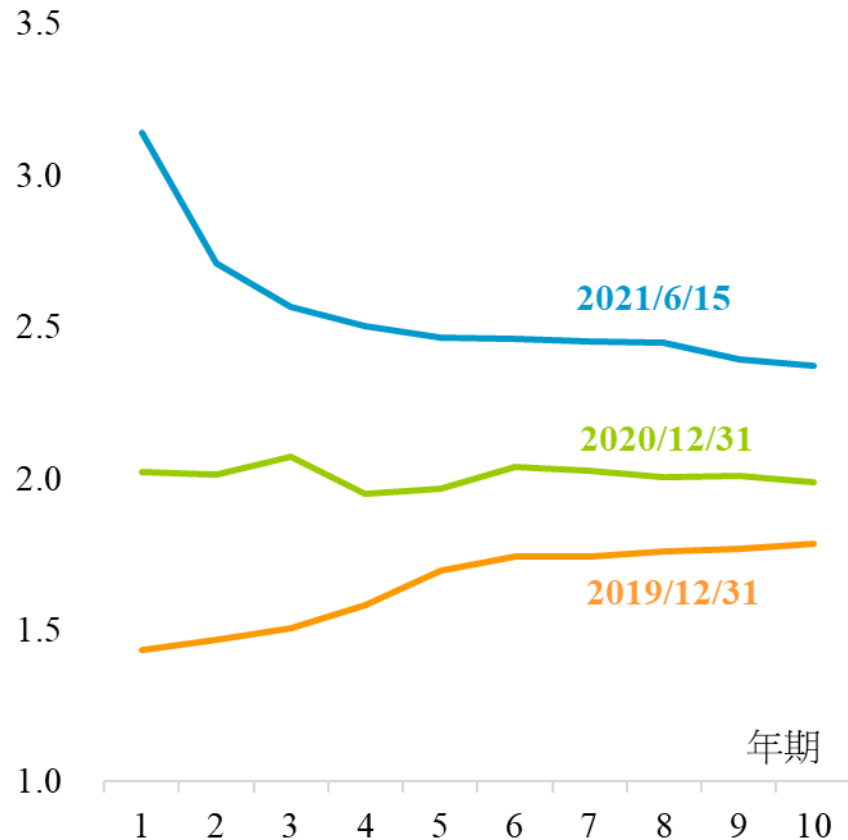
...inflation will pick up in the coming months but that it would likely prove temporary...

Powell (3/4、3/24、4/8、4/28、6/4、6/16)

(Inflation) which increased in recent months because of imbalances caused by the pandemic, should decline in the fall....But some measures could remain elevated by year-end if some of the disruptions persist.

Kaplan(5/15、5/17、5/21)

Inflation expectation curve, %



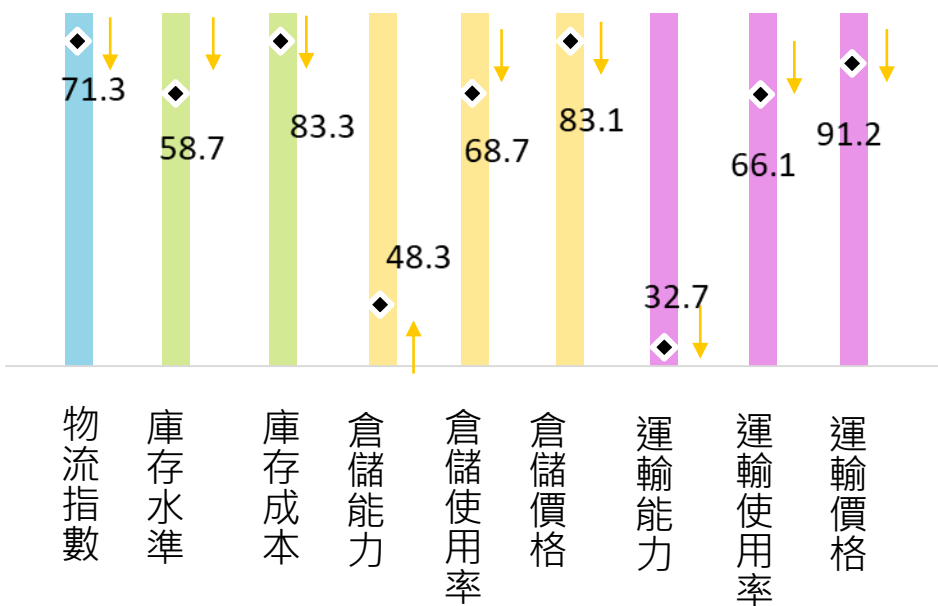


長線通膨風險正在升高

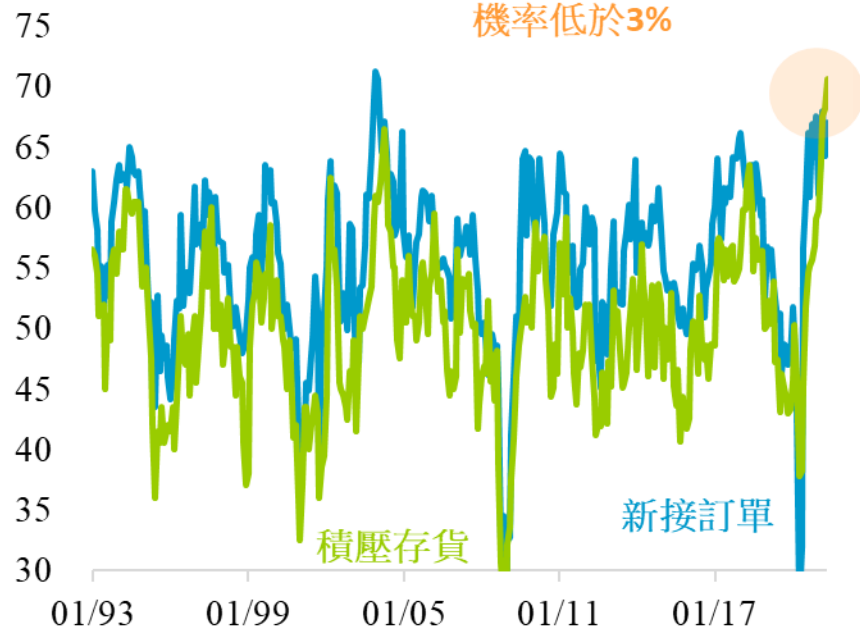
美國物流運輸產能處於歷史上飽和狀態

積壓存貨創新猷，凸顯供應鏈之“三缺”困境

Logistics Manager's Index Report® (2021/5)



ISM製造業指數

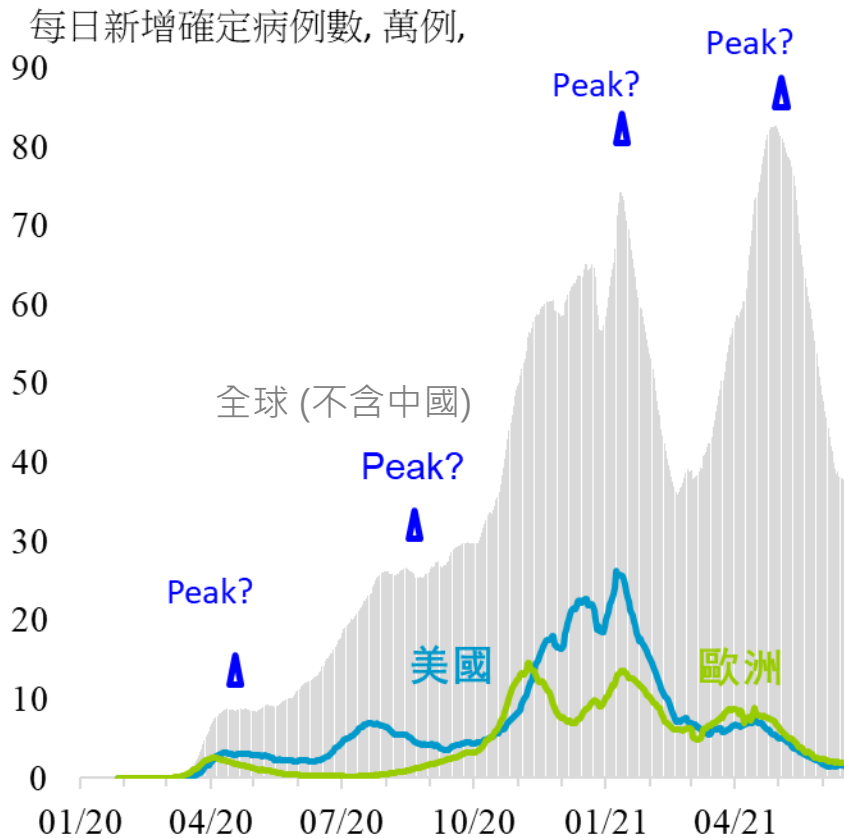


註1：值為2021/5報告調查水準；區間係以物流指數 (LMI) 及細項指標自2016/1月至2021/5之極值為0及100，作標準化呈現
 註2：箭頭方向為相較於4月之變化



疫情增添供應鏈及通膨不確定性

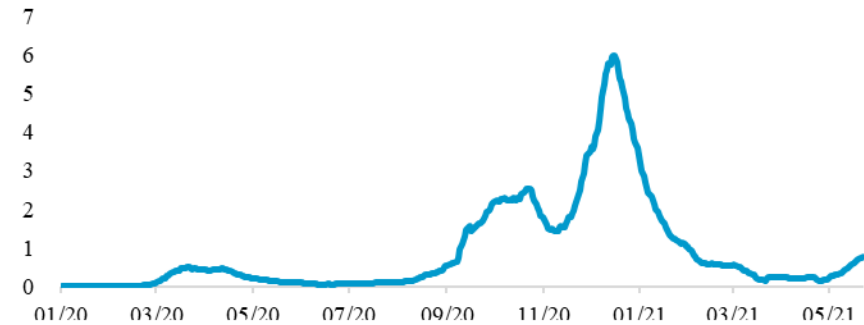
Covid-19 全球及美歐疫情趨向控制



註1：為截至6/16之7日移動平均數
註2：歐洲為英、德、法、義及西班牙五國

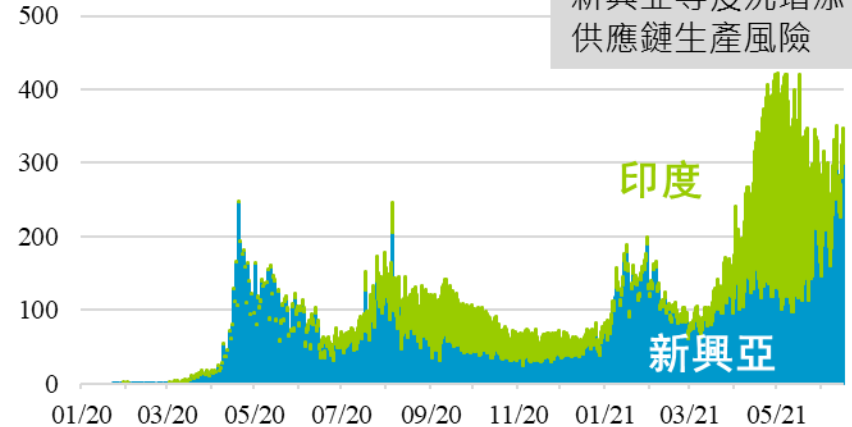
每日新增確定病例數, 萬例

英國近期疫情升溫



每日新增確定病例數/每百萬人

新興亞等疫況增添
供應鏈生產風險



註：新興亞為台灣、印尼、新加坡、馬來西亞、泰國、柬埔寨、越南總和



5~6月份重大事件

- 5/19 全台三級警戒；5/24台灣延長第三級警戒至6/14；6/7 延長第三級警戒至6/28
- 5/20 人行維持LPR利率
- 5/25 人民幣升破6.4
- 5/26 紐央行維持利率政策，2022/9或升息
- 5/27 美共和黨提9,289億美元基礎建設計畫
- 5/27 中共中央政治局委員劉鶴與美貿易代表戴琪視訊通話；6/2 與美財長Yellen通話
- 5/28 Biden公布2022財年6兆美元預算規劃
- 5/28 馬來西亞宣布6/1-6/14全國封鎖
- 5/28 日本宣布延長緊急狀態至6/20
- 5/31 人行宣布6/15起調升金融機構外匯存款準備金由5%調整至7%
- 5/31 中國決議開放三胎、延遲退休年齡
- 6/1 土耳其總統Erdogan稱，7或8月下調利率，TRY重挫至歷史新低
- 6/2 OPEC+ 部長級會議逐步恢復每日200萬桶限產目標，7月日產量月增44.1萬桶
- 6/2 Fed表示將開始出售去年為穩定金融體系而購買的公司債和債券ETF
- 6/4 Biden行政命令禁止投資59家中國 軍方持有或控制企業，8/2生效
- 6/5 G7財金首長達15%全球企業最低稅負共識
- 6/5 美貿易代表戴琪APEC稱美中貿易關係失衡
- 6/6 美跨黨派參議院訪台
- 6/8 世界銀行將2021年全球成長預估由4%上調至5.6%
- 6/9 美眾院跨黨派小組公布1.25兆美元基建計畫
- 6/9 拜登簽署行政命令撤銷TikTok 及微信禁令
- 6/10 美台啟動貿易暨投資架構協議 (TIFA) 討論
- 6/11 俄羅斯央行升息兩碼至5.5%
- 6/13 G7公報就抗疫、重建經濟、貿易改革及綠色轉型等面向達共識
- 6/13 莫斯科重啟封鎖，6/13至6/20休閒娛樂等場所暫停營運；6/15至6/19停止上班
- 6/14 英國將解除管制時間由6/21延後至7/19
- 6/15 歐洲復興基金首批發債規模200億歐元
- 6/15 美紐約及加州宣布解除多數疫情管制措施
- 6/15 美歐宣布暫緩波音及空巴補貼爭議五年
- 6/16 美俄同意就軍備競爭及網路安全展開談判
- 6/16 巴西央行升息三碼至 4.25%
- 6/16 FOMC調升IOER及RRP各5bps至0.15%、0.05%；點陣圖中位數顯示2023年升息兩碼¹⁰

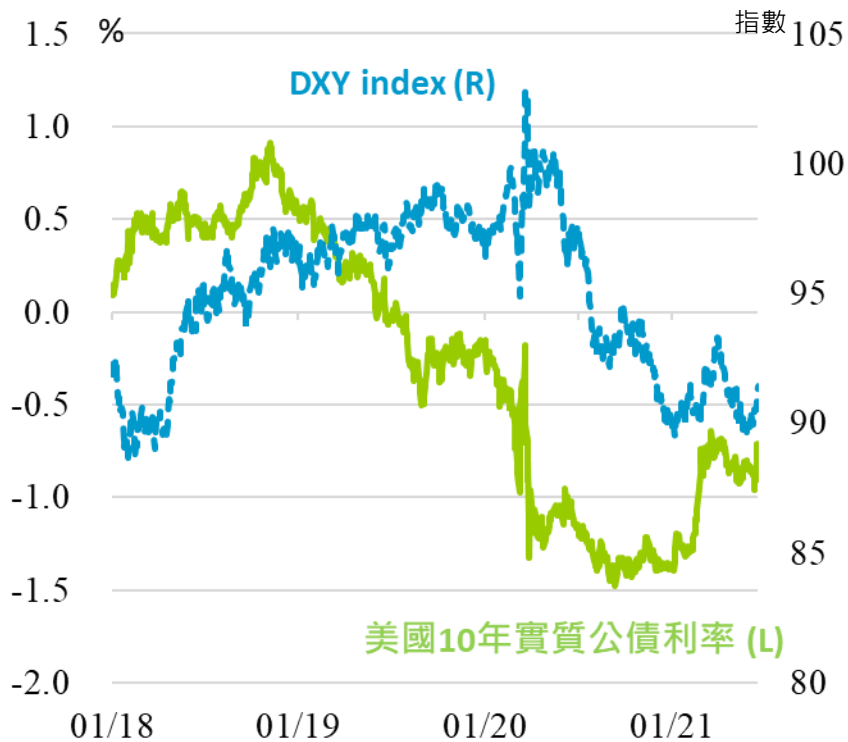


未來一個月關注焦點

- 主要央行利率決策會議：BOJ (6/17~18)；BOE (6/24)；RBA (7/6)、ECB (7/22)、FOMC (7/27~7/28)
- 中國人行LPR利率決策 (6/20、7/20)
- 產油國部長級會議 (7/1)
- 美國舉債上限恢復 (7/31)
- 第二季企業財報
- 美中首階段貿易協議檢視
- 美國就業計畫 (AJP)、美國家庭計畫 (AFP) 進度

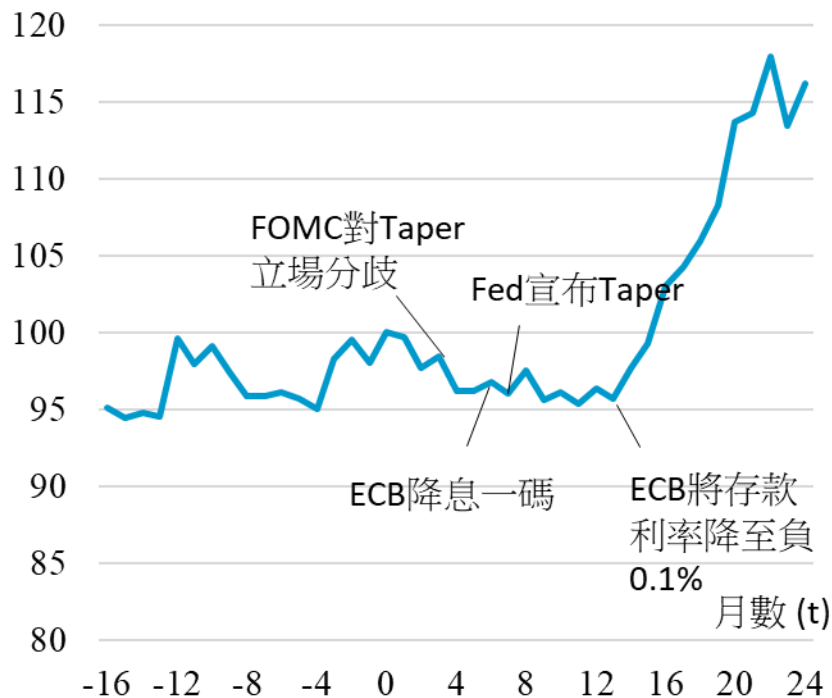


美元指數



- 6月FOMC點陣圖中位數展露2023年升息兩碼機率，會後美元彈升反映市場調整政策途徑之預期
- 政策發展提供美元底部支撐，隨實質利率反彈至3-4月水準，解封後實體經濟狀態連動Taper態度，短線指數於92上方空間受局限

美元指數 (2013/5 Bernanke QE Tapering=100)

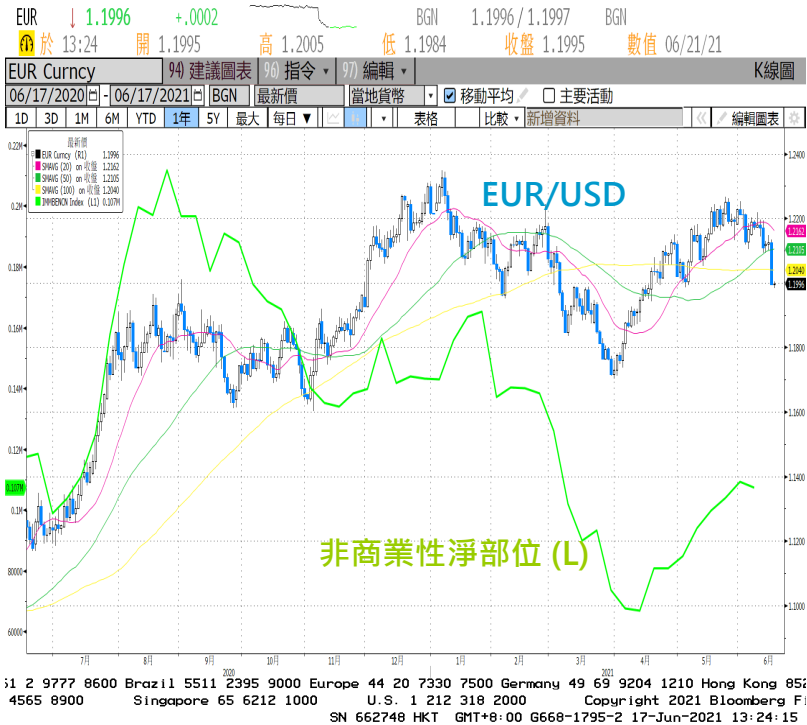


註：T=0為2013/5 Bernanke對外釋出QE Taper意向

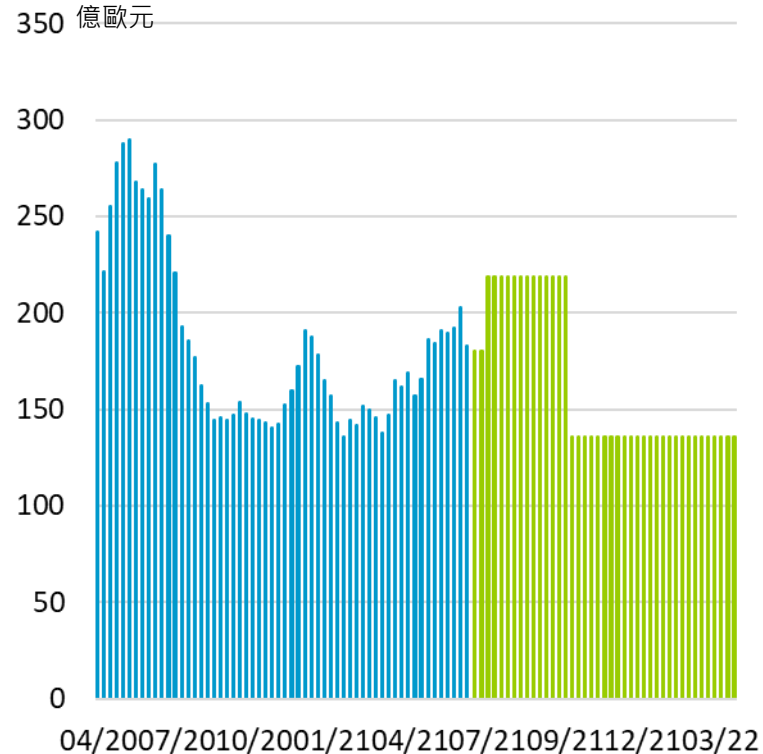


歐元與歐央

EUR/USD



PEPP購債規模



註1：藍色為ECB每周購債規模的四周移動平均
 註2：綠色為預估值

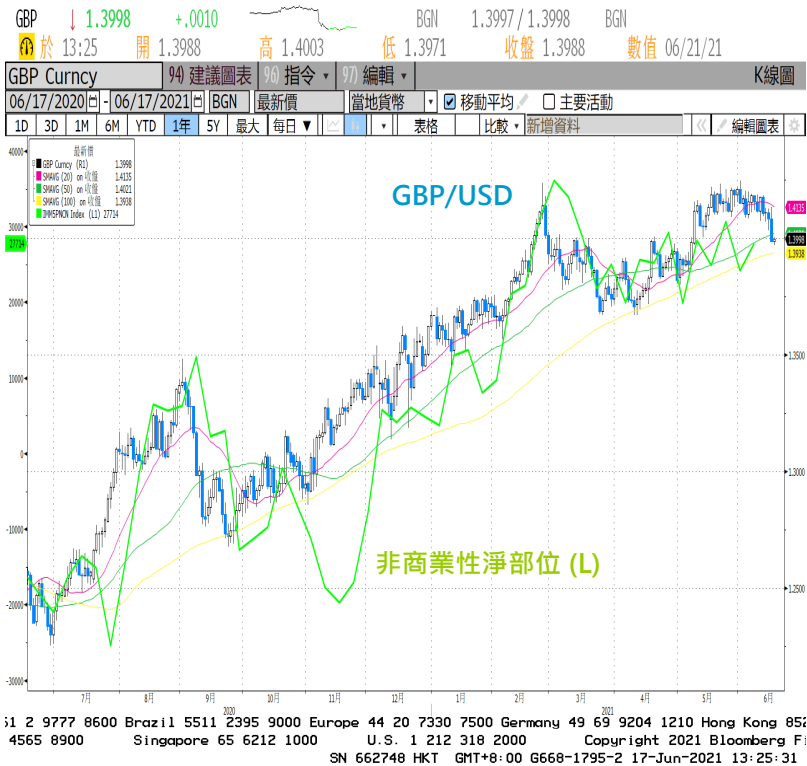
- ECB調升通膨及景氣預估，對比6月FOMC顯鷹，第三季將持續加速PEPP購債
- 歐盟復興基金開始執行，夏季經濟復甦期待仍將支撐歐元，1.19下方應有支撐

- 3Q購債加快，更須著重的是，ECB對3Q以後PEPP的執行想法



英鎊及日圓

GBP/USD



USD/JPY



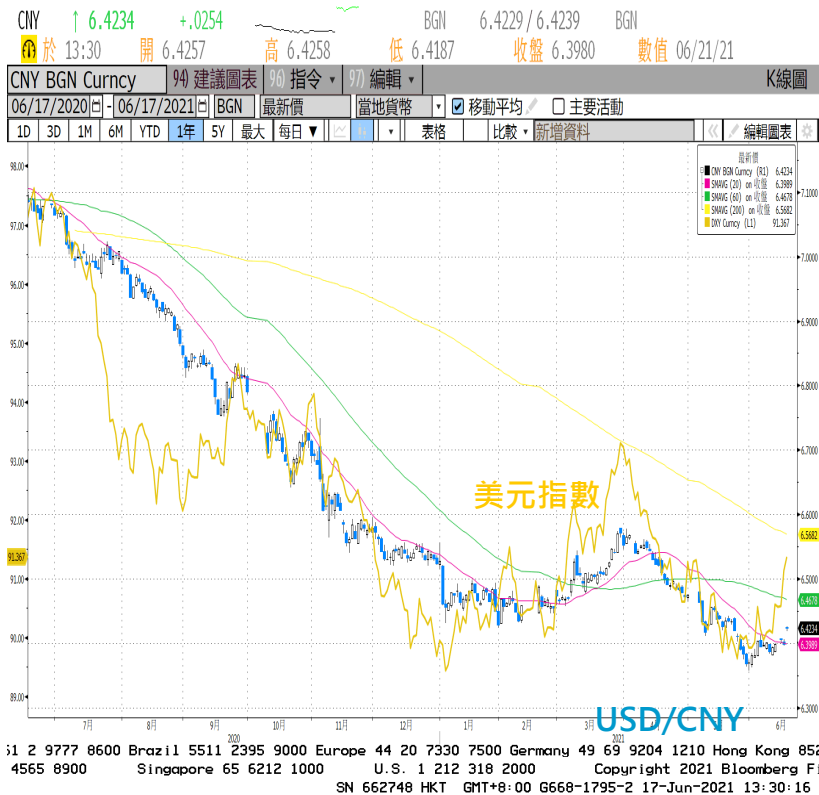
- 變種病毒挑戰疫苗防護效果，延後解封使樂觀情緒消散，壓抑匯率
- GBP/USD波動區間為1.39-1.42

- 疫情加重景氣及通膨下行風險，BOJ寬鬆難以退場甚被迫因應風險，使美日利差趨勢擴大，削弱日圓，USD/JPY偏108~112區間上緣



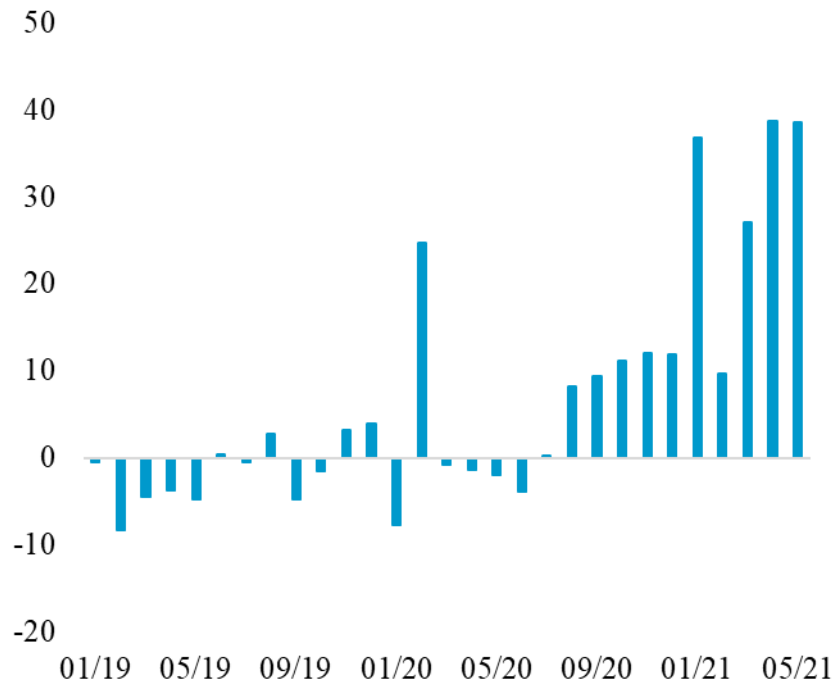
人民幣及新台幣

USD/CNY



USD/TWD

美國自台灣進口年增率, %



- 人民幣隨美元指數波動，區間6.35~6.45

- 出口商拋匯支撐新台幣，留意股息發放後外資動向
- USD/TWD波動區間為27.5~28.0

7月份 投資觀點

王威鈞

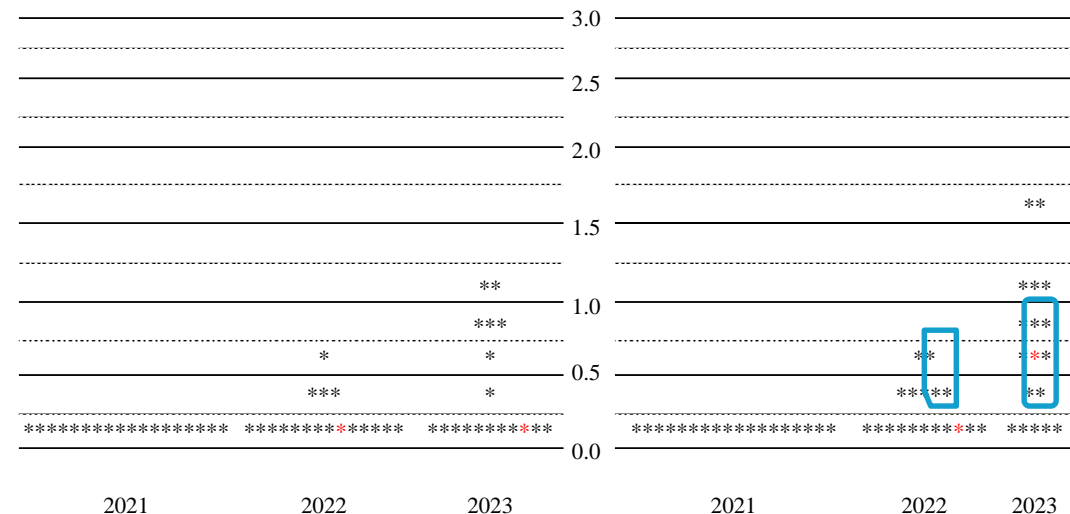
經濟研究處 資深研究員



點陣圖 (%)

Mar-21

Jun-21



經濟預測 (%)

%	2021	2022	2023	長期
實質 GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
3 月預測	6.5	3.3	2.2	1.8
失業率	4.5	3.8	3.5	4.0
3 月預測	4.5	3.9	3.5	4.0
核心 PCE	3.0	2.1	2.1	
3 月預測	2.2	2.0	2.1	
FFR	0.1	0.1	0.6	2.5
3 月預測	0.1	0.1	0.1	2.5

點陣圖

支持2023年升息委員從7位大幅增加至13位；

支持2022年升息委員從4位增加至7位。

IOER & RRP

超額準備金利率 (IOER)與隔夜附買回利率 (RRP)分別調高5bps至0.15%、0.05%。符合市場預期。

討論削減購債

有。但僅是“talking about”。

未來每次會議都會討論。

經濟預測

大幅調高2021年GDP與核心PCE。

留意對今年失業率的預測維持在4.5%。

會後聲明

疫苗的接種降低公共危機之影響。通膨已經上升，但大部份反應暫時性因素。

通膨低於長期目標的用字，從「正低於 (running)」改為「持續低於 (having run)」。

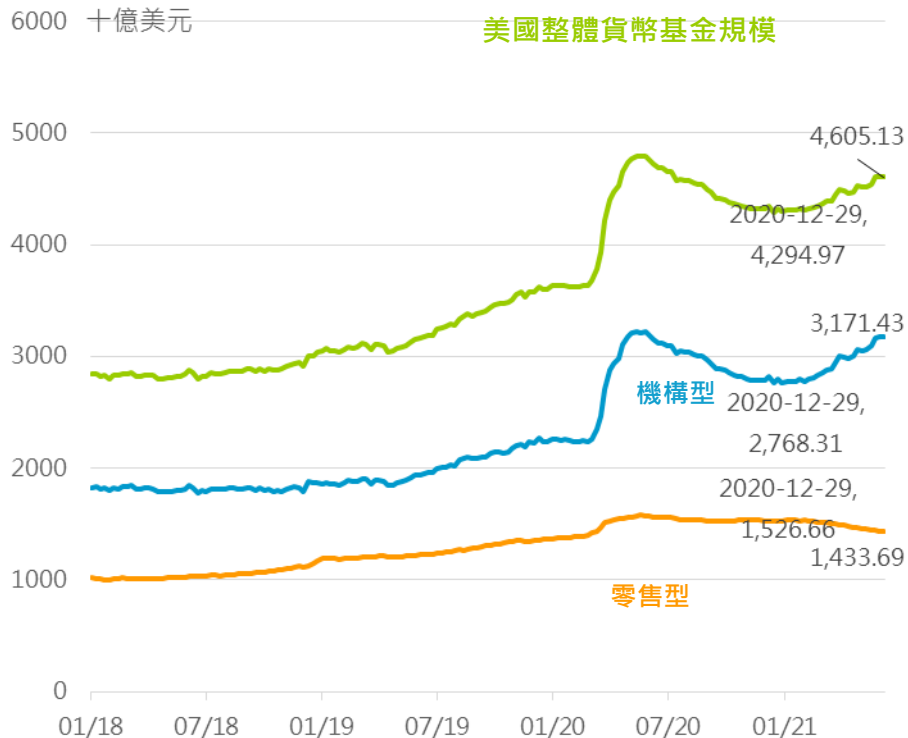
主席J. Powell於記者會

鴿派。淡化點陣圖。不對經濟設具體數字。



MMF

貨幣市場基金規模



- 今年至6/9，美國貨幣市場基金規模暴增3,102億美元
- 其中機構型大增4,031億美元，零售型不增反減，減少約930億美元
- 由於貨幣基金幾乎零息，特別是零售型規模達1.43兆美元，將會股市提供大量動能

Fed O/N RRP餘額

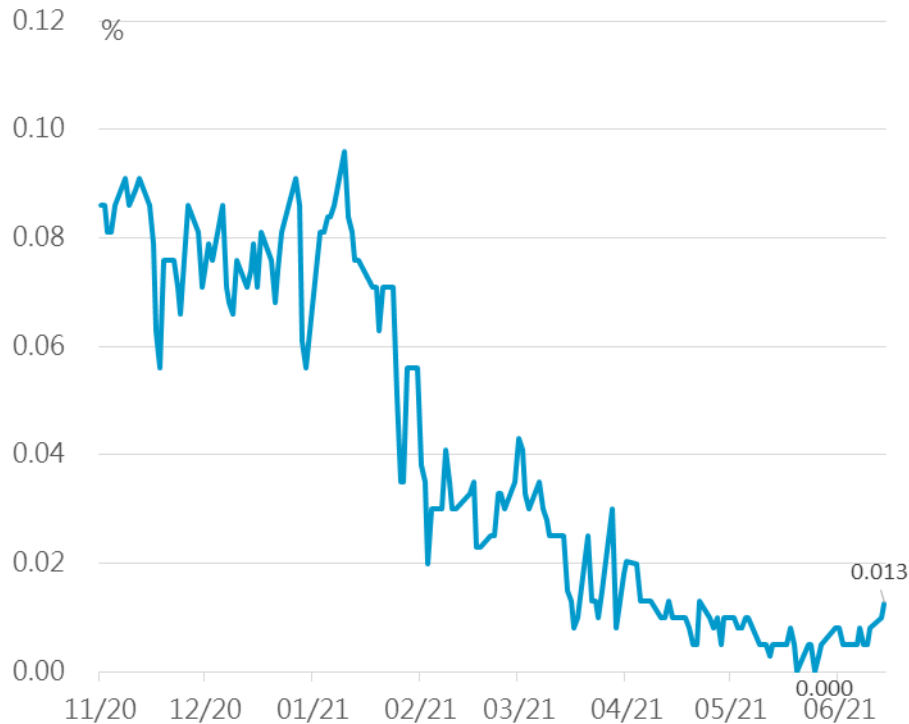


- RRP工具為Fed負債
- RRP與IOER利率調高，將帶動短天期利率小幅往上
- 市場游資過剩，為股、債提供充份彈藥
- 某些風險較高新興市場亦能同步受惠



短期利率

1個月國庫券利率 (%)

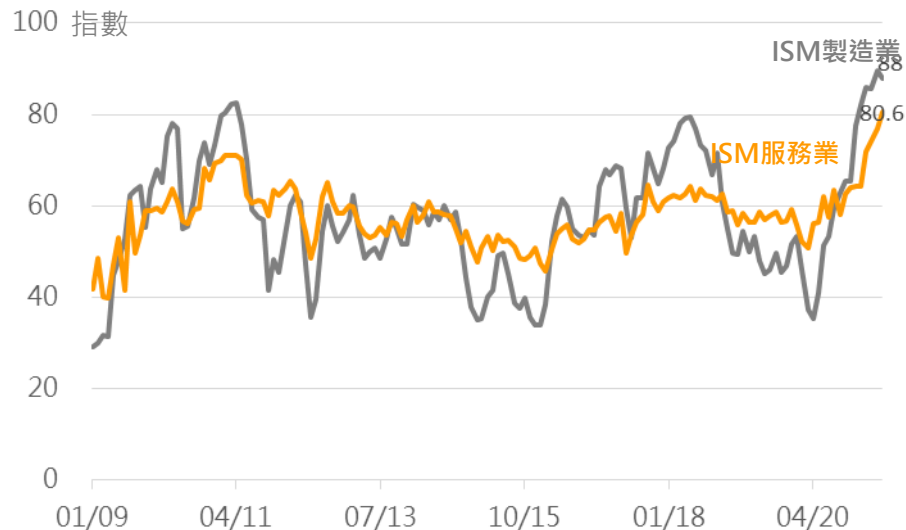


- 1個月國庫券殖利率一度跌至0%·惟近日已觸底翻揚
- 6/1 ISM製造業Prices Paid指數88.0不如預期且較前月89.6下滑
- 6/3 ISM服務業Prices Paid指數80.6反較預期與前值為高

10 Years Breakeven Rate (%)



Prices Paid





Biden 6兆美元預算

十億美元	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
收入	3,421	3,581	4,174	4,641	4,828	5,038	5,332	5,632	5,888	6,119	6,370	6,643
支出	6,550	7,249	6,011	6,013	6,187	6,508	6,746	6,935	7,312	7,425	7,847	8,211
赤字	3,129	3,669	1,837	1,372	1,359	1,470	1,414	1,303	1,424	1,307	1,477	1,568
債務/GDP	100.1%	109.7%	111.8%	112.7%	113.8%	115.2%	116.1%	116.4%	116.8%	116.6%	116.8%	117.0%
公眾債務	21,017	24,167	26,265	27,683	29,062	30,539	31,958	33,266	34,691	35,996	37,481	39,059

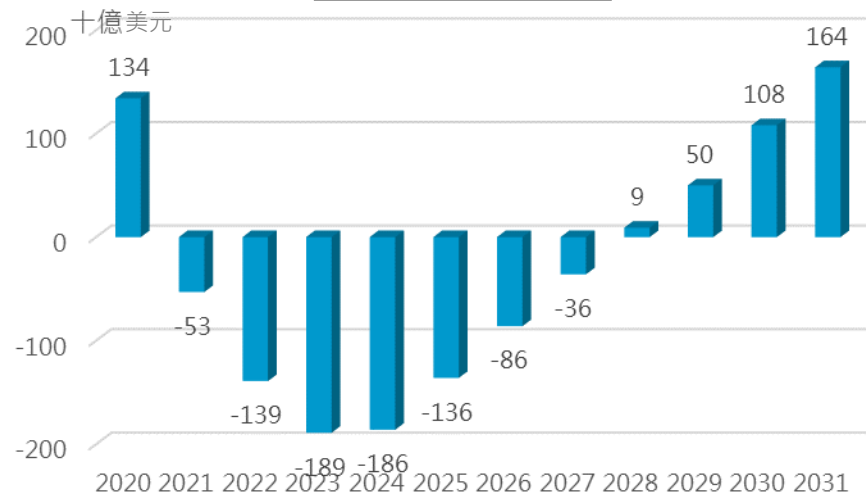
美國家庭計四劃

- 1.8兆美元提供兒童、學生與家庭支出
- 6歲以下每月300美元、6~17歲每月250美元
- 兒童稅收減免至2025年
- 低收入免費醫保、社區大學免費
- 年收入60萬美元以上所得稅率從37%調高至39.6%
- 年收100萬美元以上資本利得稅

美國就業計劃

- 2.3兆美元基建計劃
- 修復公路、橋樑、港口、機場，現代化公用運輸、EV
- 清潔飲用水、更新電網、高速寬頻
- 建造、都更住宅與商業建築、學校現代化
- 投資、研發，加強關鍵商品供應鏈
- 企業稅提高至28%
- 全球最低15%稅負、防止避稅與稅務漏洞

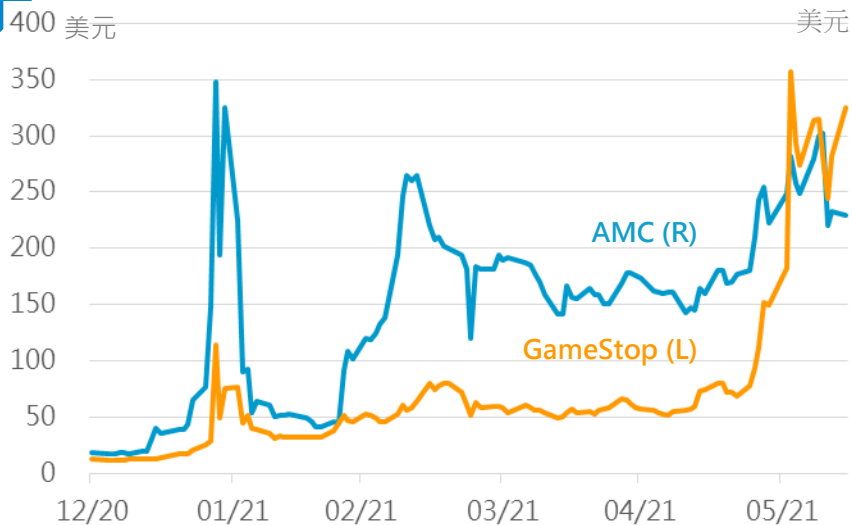
淨利息支出增減



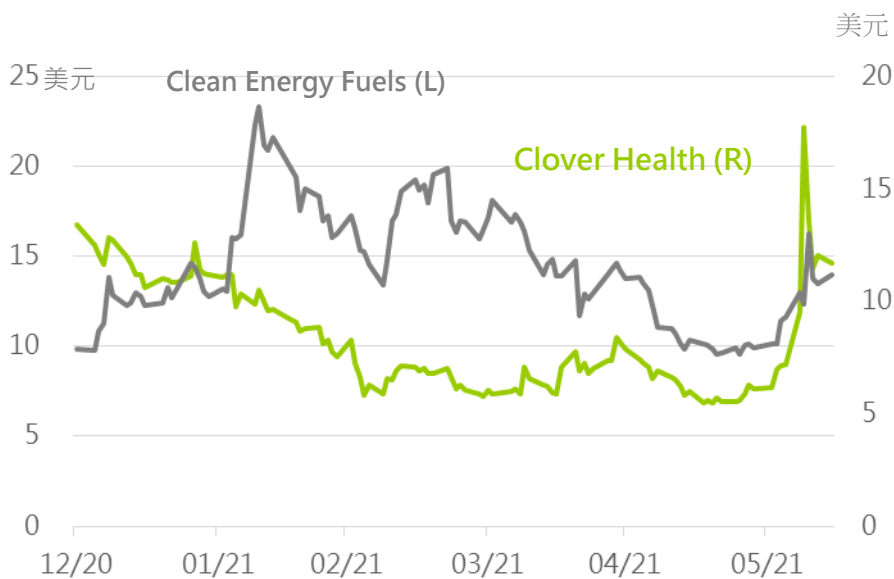
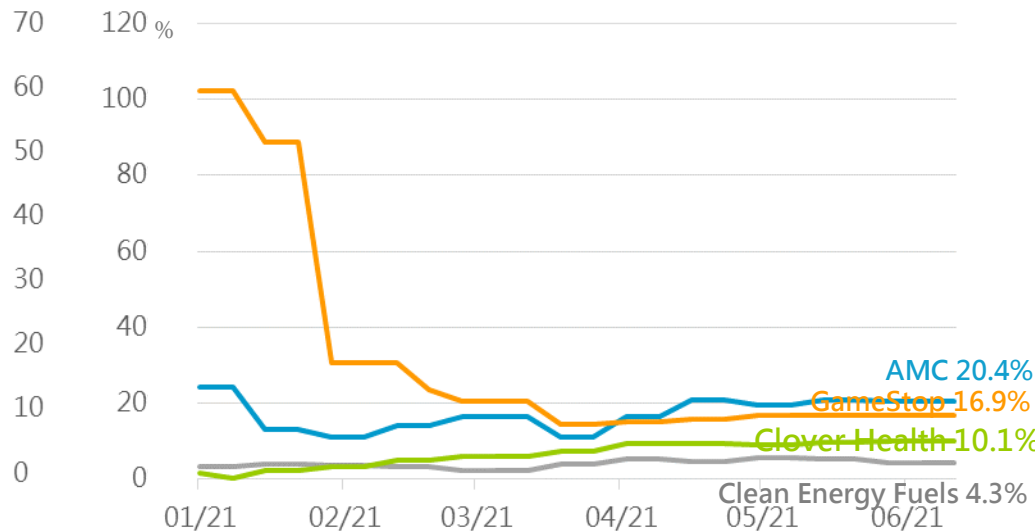


Meme Stocks

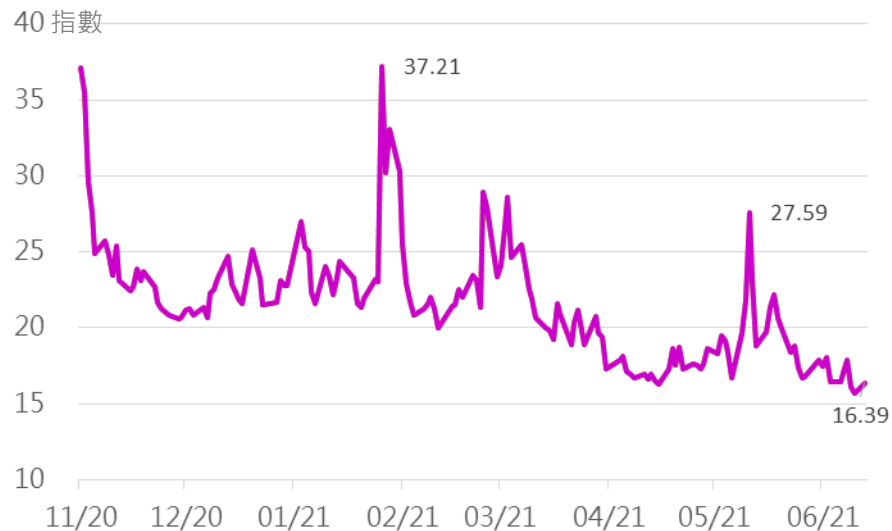
迷因股股價



放空佔流通在外股數 (%)



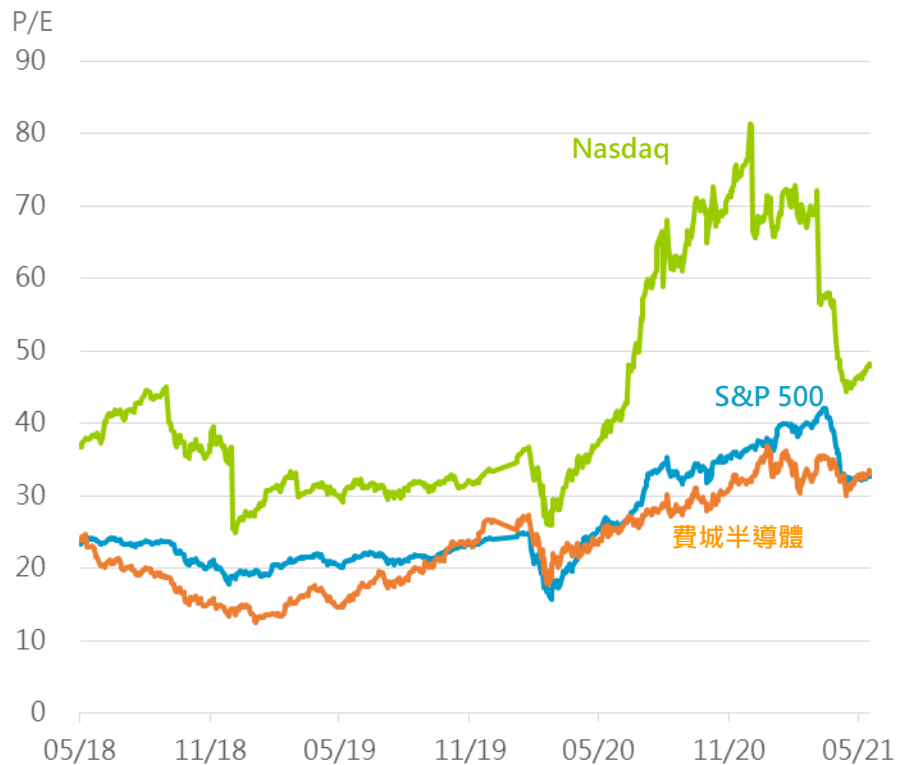
VIX指數





P/E Ratio

美股



- S&P 500本益比為32.62倍
- Nasdaq本益比為47.96倍
- 費半為本益比33.22倍
- 美股相對歐股估值較高

歐股

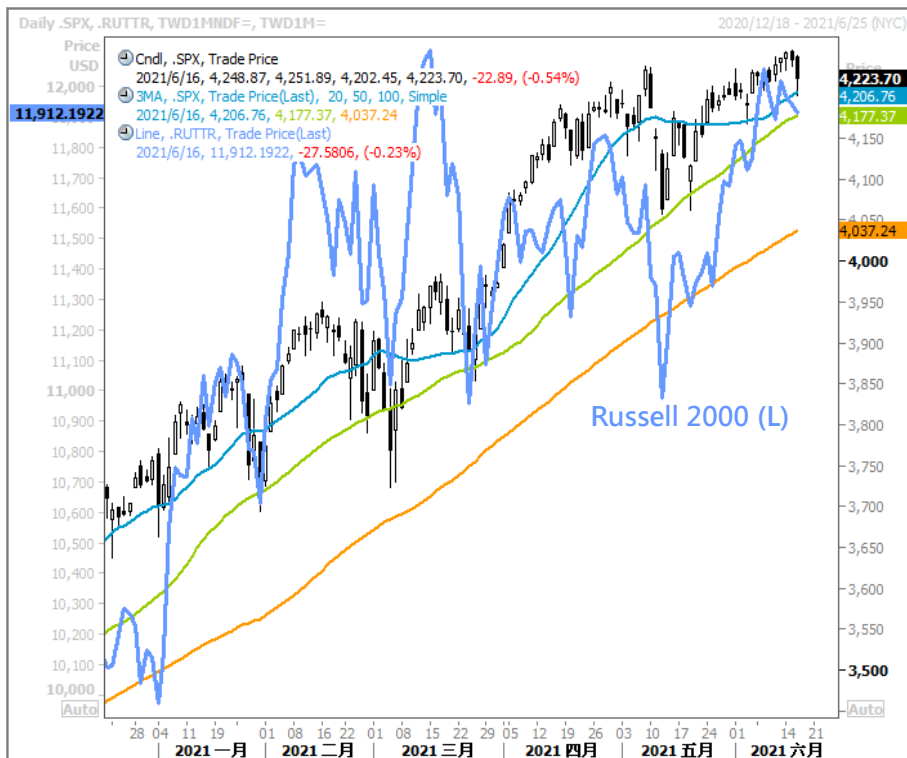


- 歷史最高本益比為今年4月所創23.6倍，目前為21.86倍



美股

S&P 500



- 本月至6/16 為止，DJIA下跌1.4%，S&P 500上漲0.5%，Russell 2000上漲2.1%
- 最近一周美股基金呈現淨流出48.53億美元，連十周吸金紀錄終止

Nasdaq

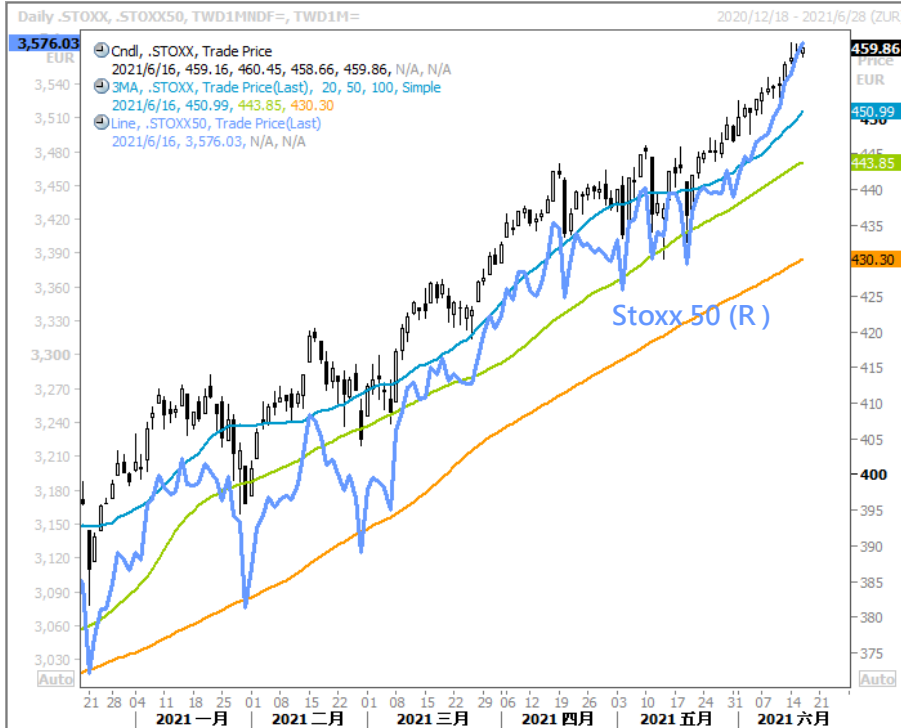


- 反觀Nasdaq大漲2.1%，費半小漲0.5%
- 科技股獲利高於預期帶動指數反彈，I/B/E/S預估2021年EPS可成長16.4%



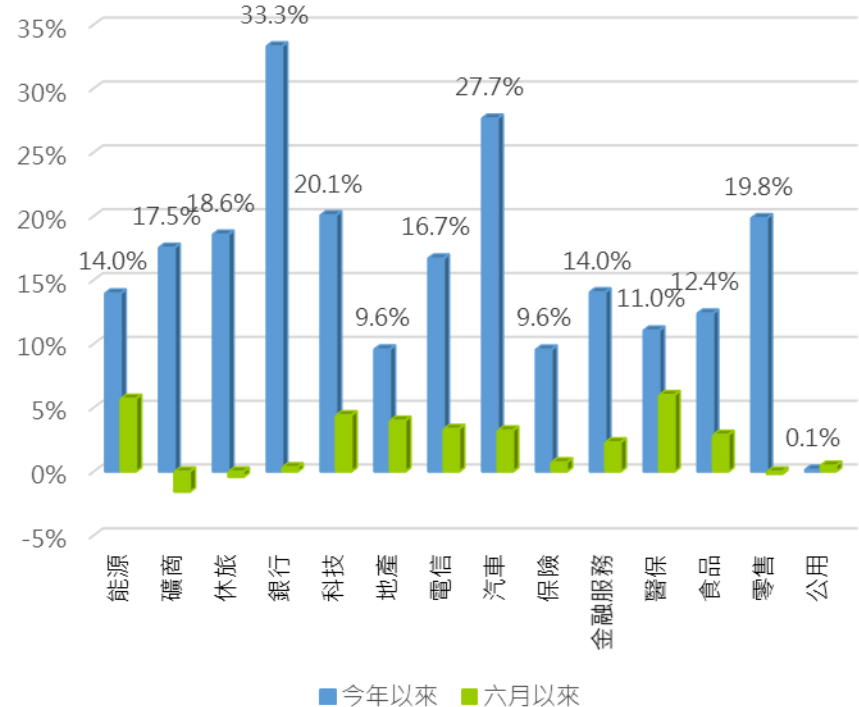
歐股

Stoxx 600



- 6月以來Stoxx 50上漲3.7%、Stoxx 600上漲2.7%
- 歐洲周期性股票比重較高、本益比相對較低
- EPFR顯示歐股基金連9周淨流入，過去四周為9.52、28.46、22.7、27.0億美元

產業別漲跌幅 (%)



- 6月以來醫療保健上漲6.0%、能源股上漲5.7%、科技上漲4.4%居前
- 今年以來則以銀行、汽車、科技、休閒旅遊漲幅最大
- 留意德債殖利率似止跌回升，銀行、保險、金融服務或有機會



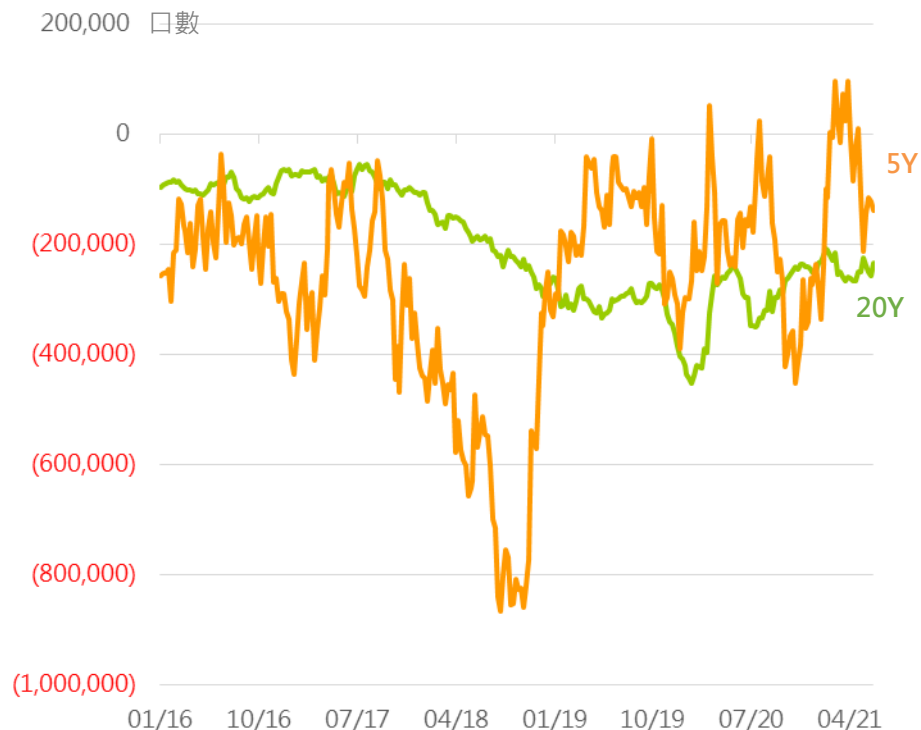
美債期貨空單

10年期



- 5月中，非商業10年期公債期貨淨部位轉正，至6/8為止為17.34萬口
- 上周大增近12萬口多單

5年與長天期

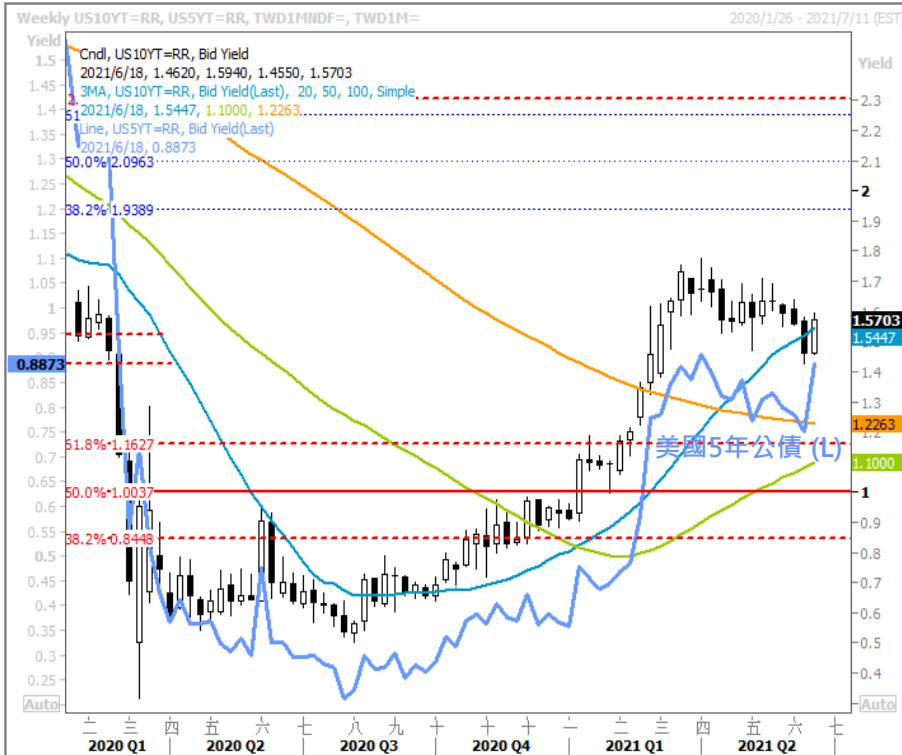


- 上周非商業長天期公債期貨淨空單回補逾2萬口，來到-23.33萬口
- 5年期公債期貨淨空單仍有-13.8萬口



美歐公債

美國10年公債weekly



- 美公債曲線趨平
- 6/16 2年大彈近5bps，5年大彈10bps，10年約6bps，30年不足2bps

德國10年公債



- 6/16 歐盟10年復甦債券從0.091%大跌至0.039%
- 6/15 C. Lagarde 鴿派發言，儘管歐元區經濟正處轉折，但必須出現強勁且可持續性復甦，才能就撤回緊急支持展開辯論
- 二線國家公債持續受惠

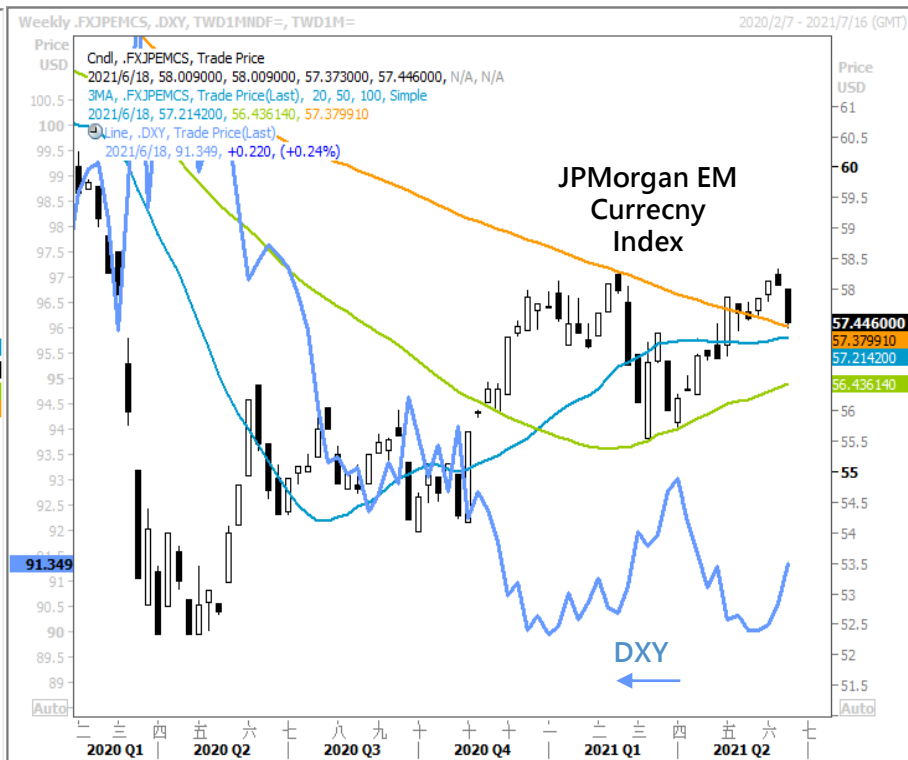


新興市場

新興市場股、債



新興市場貨幣指數



- 就EPFR統計，過去四周資金流向新興市場股票基金分別為12.29、6.09、6.53、-4.18億美元，累計今年流入751.3億美元，遠優於過去兩年的流出
- 過去四周流向新興市場債基金1.92、14.08、12.03、17.38億美元，累計今年流入289.16億美元，遠優於去年85.11億美元

- 今年以來，美元指數小升1.5%，但新興市場貨幣指數僅小跌0.4%



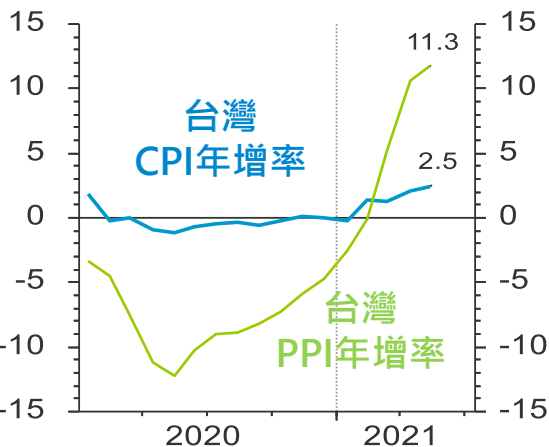
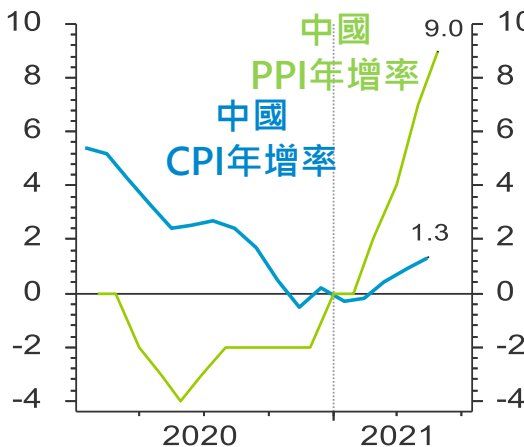
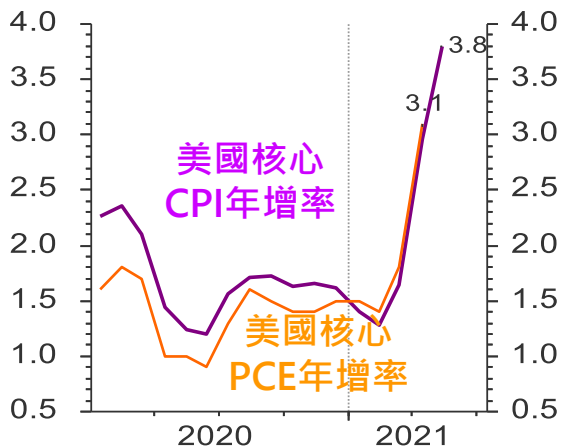
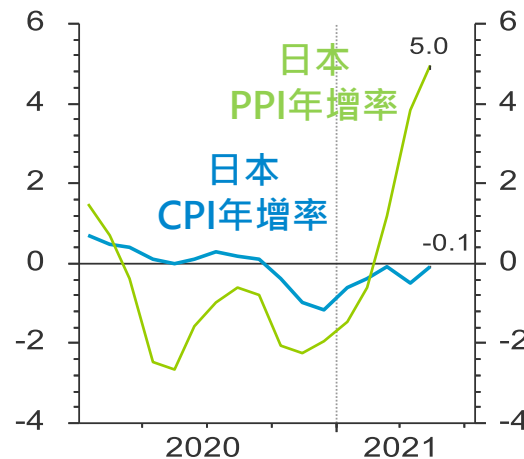
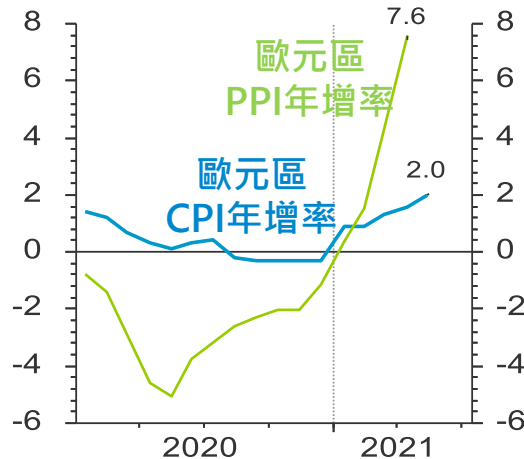
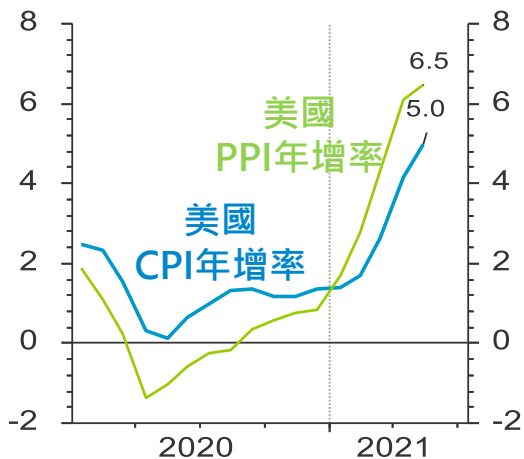
月度配置觀點

月度 配置觀點	公債	信用債	成熟股市	新興股市	貨幣	商品
▲正向		美國高收益	歐洲	印度	歐元 英鎊	原油
●中性	美國	美國投資級	美國	中國	美元	
▼負向	台灣				日圓	黃金



原物料價格上漲尚未傳導至消費者物價

6/2 OECD 公佈其38個成員國4月份CPI年增率由3.1%上升至3.3%



Source: Refinitiv Datastream



小結

Yellen和Powell聯手出擊 加上中國從旁助攻

兩黨參議員達成基礎建設方案框架共識

留意第三季股票市場出現較大幅度修正