



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2020年11月20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。



一週市場綜覽

“

與疫苗及疫情共舞

疫苗研發屢傳佳音之際，美東西岸多州因應疫情惡化而加大管制，面對疫苗及疫情交錯訊息，應著重疫後復甦帶來的投資機會。

中國國企違約連環爆

中國華晨、盛京、永城、紫光等高信評國企，接連爆發債券違約，衝擊市場信心。人行MLF操作維穩流動性，個別因素不致轉為系統風險。

RCEP成軍，亞太經貿合作再下一城

歷經八年，東協及中國領導的RCEP成軍。亞太經貿合作再下一城，台廠如何因應？新時代下美是否揮別川普貿易保護色彩，重返CPTPP協議為重點。

”

股市

疫情升溫促美加大區域管制，不利4Q產業活動。考量全球疫苗研發突破，訊息交錯主導市場氛圍，關注疫苗上市後的解封預期，此提供短線價值股落後補漲題材；科技等成長類股，著重波動下的長線布局機會。

債市

冬季疫情加劇，避險氛圍使週間美十年期債利率0.9%以下，愈差信評者利差上揚。景氣改善、疫苗發展降低疫情風險，利率彈升破1%預期增溫。投資級債類定存布局；尋息及利差有助高收債及新興債，較差信評債券波動大。

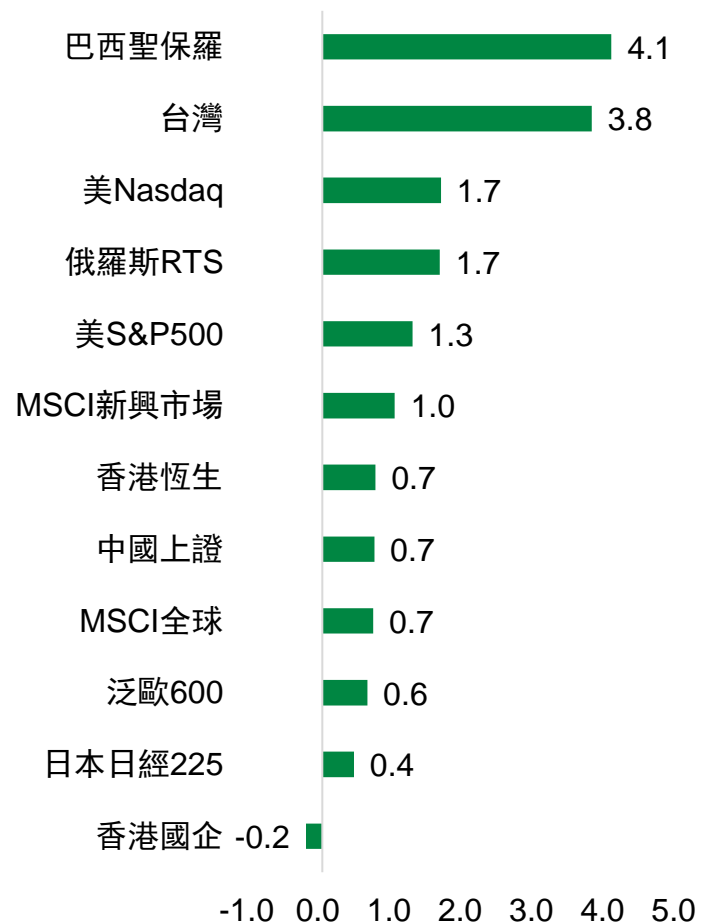
匯市

歐央寬鬆預期支撐短線美元，其後隨解封下景氣復甦期而稍弱表現。疫苗進度緩解疫情擔憂，風險偏好利人民幣等新興亞幣表現，台幣偏強增加央行穩匯難度，欲拋匯者可先以衍生性商品鎖匯，以減緩匯率風險。

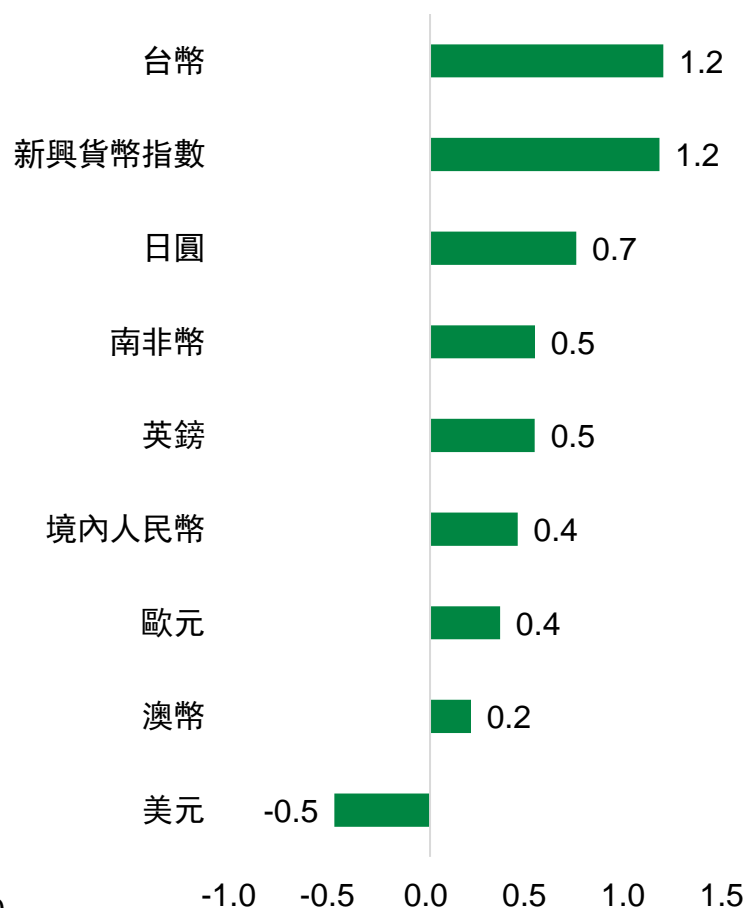
一週市場變化

市場變化

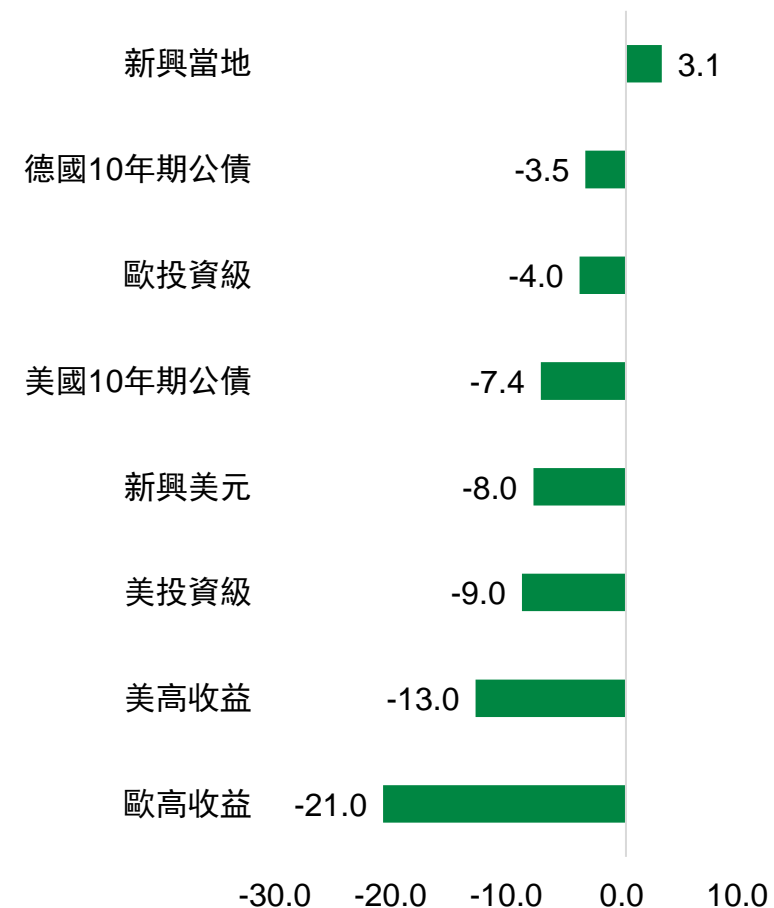
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/11/12~2020/11/19。

資料來源: Bloomberg。

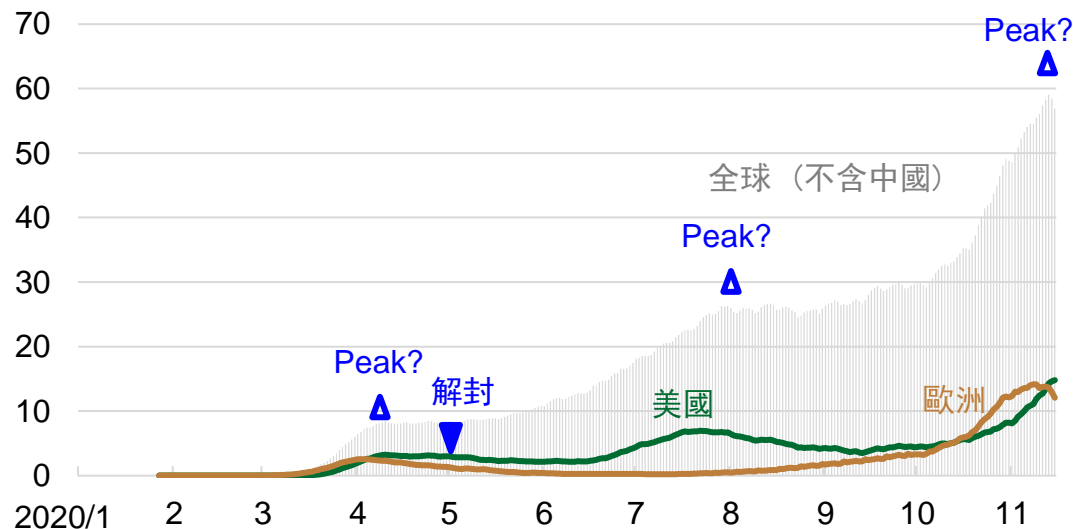
美加大疫情管制，聚焦疫情突破後的復甦行情

面對美疫情升溫快速，氣溫漸低下人群聚集於室內，加快疫情傳遞。在此之下，東西岸部分區域加強管制，如紐約、底特律等關閉學校，暫停實體授課，芝加哥則實施居家建議，佐以亞洲如日本病例亦見成長，預期**疫苗及疫情訊息，主導短線金融市場氛圍，投資人可著重疫苗上市後解封及景氣復甦動向。**

本週輝瑞重申近日申請疫苗緊急使用授權，莫德納藥廠研發進度亦有突破，年底前疫苗上市機率明顯增加。若能實現，可望確立後續經濟重啟後的復甦腳步。反映於此，**近期美歐管制動作促市場調降4Q成長預估，但並未影響投資人對明年景氣成長預期。**

全球Covid-19疫況

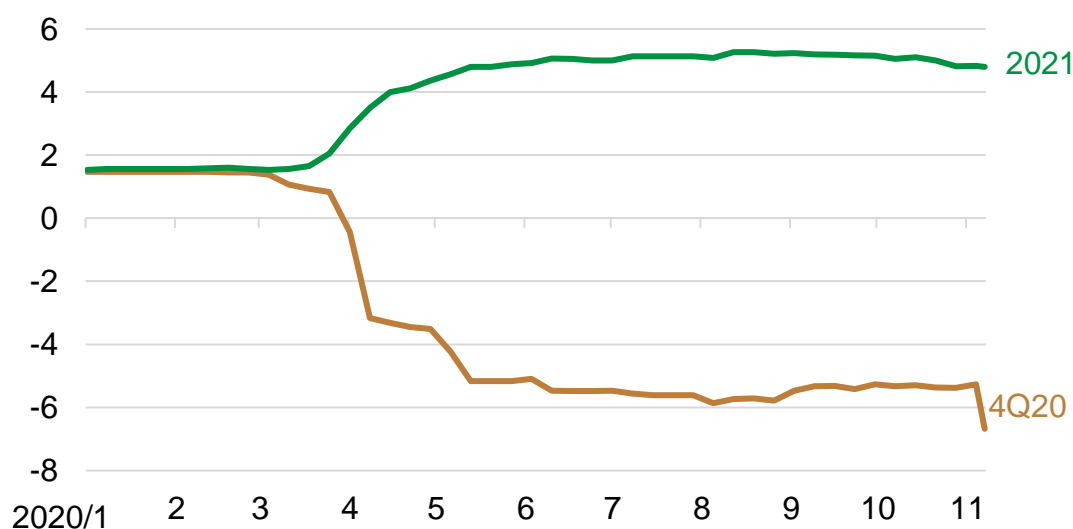
每日新增確定病例數，萬例



註：取七日移動平均；歐洲為英、德、義、法、西五國。
資料來源：WHO，國泰世華銀行投研團隊整理。

投資人對今年第四季及明年經濟成長預期

以美、歐元區及英國之經濟成長預期, YoY, %



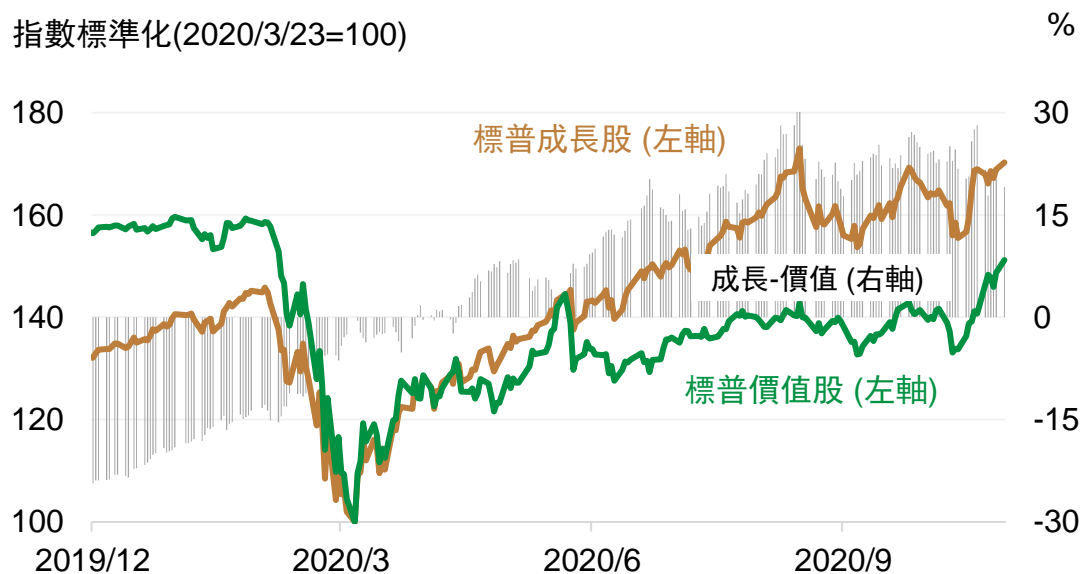
資料來源：Bloomberg。

疫苗問世預期, 加速產業輪動現象

疫苗問世後, 全球景氣活動回溫態勢料更趨明朗, 隨之而來的解封及補庫存需求, 有利先前受疫情衝擊的產業, 如旅遊、能源、金融、工業等生產活動, 並進一步支撐全球經濟成長復甦。

就指數來看, 自3月23日以來, 成長股因為疫情受惠, 指數反彈幅度高達70%, 與價值股差距最高達30%。在目前股價差異顯大, 且疫苗上市將淡化明年景氣二次衰退之風險, 佐以隨之而來的解封期待, 使**短線價值股存在落後補漲題材**; 而對今年表現較佳的科技等成長類股來說, **資金輪動將影響漲勢, 著重波動下的長線布局機會**。

類股輪動下, 價值股有望落後補漲



資料來源: Bloomberg。

成長相對價值股, 短期漲幅有過大之虞



資料來源: Bloomberg。

中企債券違約屬短期衝擊，人行MLF穩定流動性

近週如華晨汽車、盛京能源、永城煤電、半導體紫光集團等高信評國企，接連爆出債券違約，使市場聚焦中國債信問題，近週信用利差明顯擴大，同時影響陸股風險偏好，近週上證指數偏震盪。

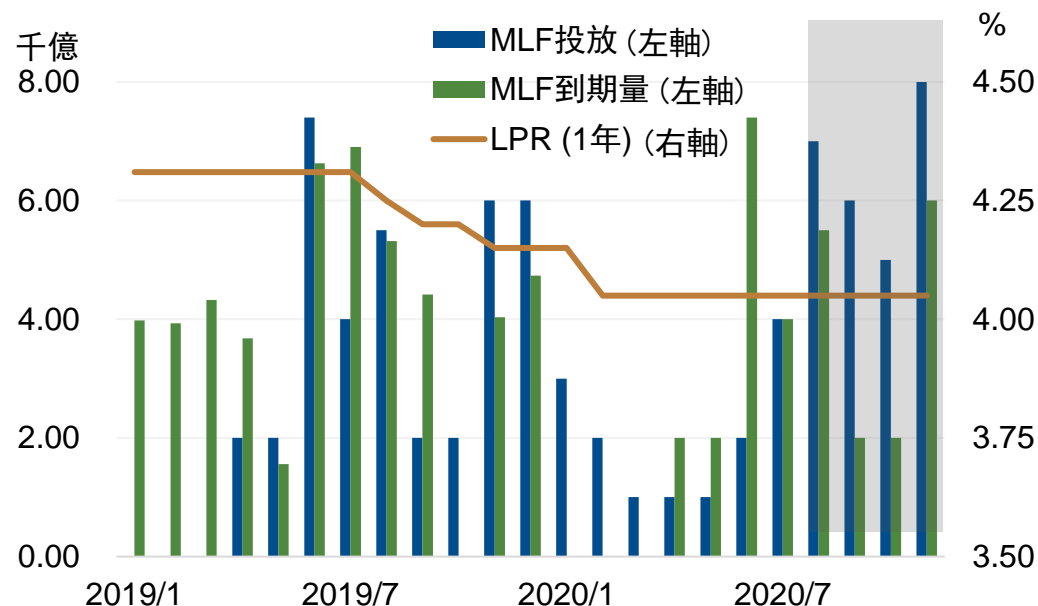
為避免事件擴散，人行於16日進行了8000億元MLF投放，淨投放金額達2000億元，規模為今年之最，反映人行穩定金融市場流動性決心。在人行積極提供中期資金以穩定市場的應對下，預期**個別國企債務違約風險應可控，尚不致構成系統性風險並導致股匯明顯震盪，惟須留意體質偏弱公司之信用狀況。**

AAA評級企業債信用利差擴大



註：信用利差為一年期中債企業債到期收益率 (AAA or BB) 與一年期國債到期收益率差距。
資料來源：Wind。

人行連續四個月超額續做MLF



註：陰影部分為同業存單利率高過MLF利率，顯示中期市場利率過度偏離政策利率中樞，促使央行超額續做MLF。
資料來源：Wind。

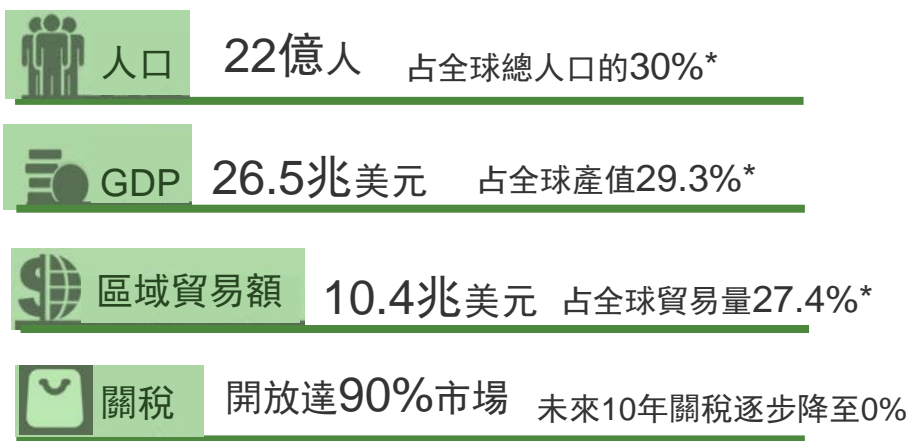
RCEP成軍，關注美國貿易下步動向

歷經八年協商及印度退出風波，在中國大陸主導下，本週東協10國及日韓中澳紐等15國，簽署「區域全面經濟夥伴關係協定 (RCEP)」，與2018年由TPP演化成的「全面與進步跨太平洋夥伴關係協定 (CPTPP)」，並列為亞太兩大貿易協議。

RCEP主要針對貿易關稅，而東協與多數國家即有自貿協定，原與各國無FTA的印度退出，使效果大打折扣；中國則因藉此與日達成首宗關稅協議、增加亞太勢力，成最大受惠者。對台灣而言，七成與RCEP出口商品屬免關稅的資通訊類產品，可能受衝擊的機械、鋼鐵、紡織等產業，多數於東協亦有設廠，且相應商品在排除名單或關稅分10年調降，短線影響有限，下步關注美是否因此重返CPTPP協議。

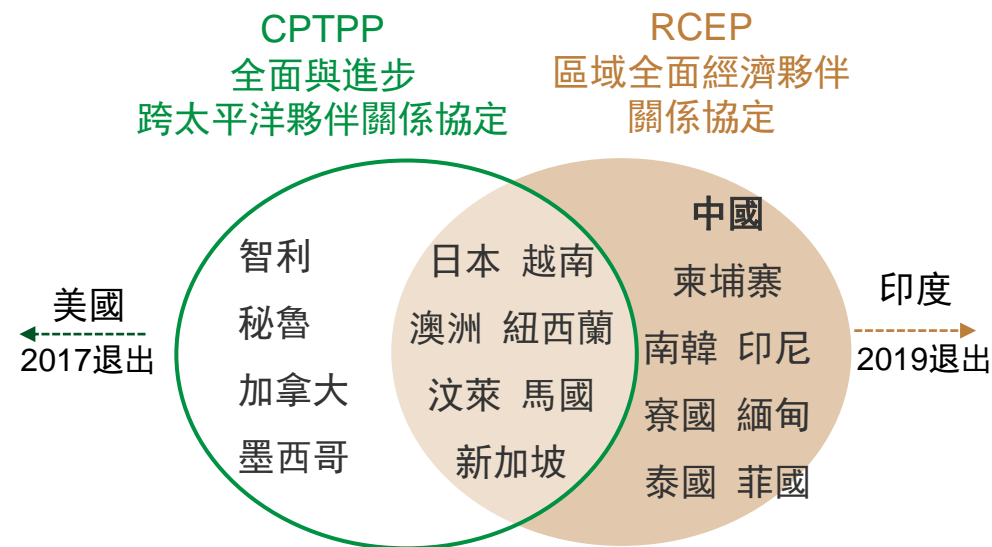
一秒讀懂RCEP

全球最大自由貿易協議



註：*為2019年數據。
資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

亞太兩大貿易協議：CPTPP及RCEP



資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

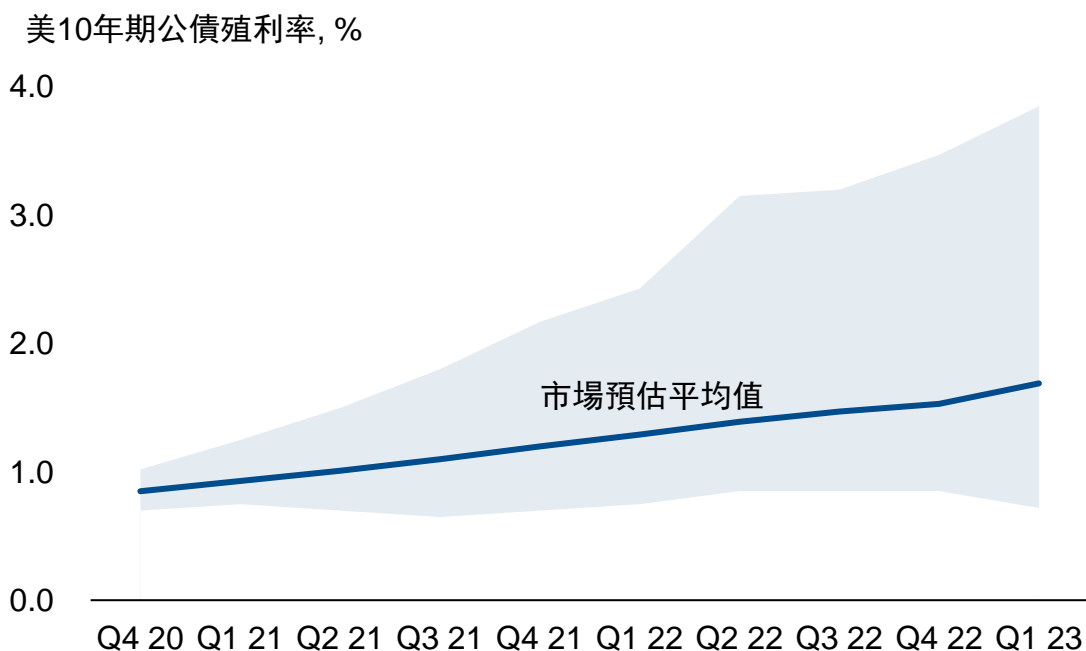
公債

長率彈升機率增加，明年上半年升幅預期較強

疫苗上市前，冬季疫情加劇使週間美十年期債利率於0.9%以下。美債利率主要受到聯準會政策、央行購債規模、通膨預期影響。聯準會2023年前維持近零利率、QE購債持續，近期通膨預期則反映疫苗發展及經濟改善復甦而揚升。

利率驟升將不利經濟發展，預期Fed將透過增持長債，控制利率緩升以支持金融環境穩定。長線景氣改善、疫情可解，輔以Fed可能加大購債應變及全球央行低利寬鬆環境，殖利率曲線緩升預期，將使利率緩升預期增加。

景氣改善、疫情可解，市場估美債利率緩升趨勢



註：藍區處為綜合外商分析師預估10年期美債殖利率的區間上下緣，時間更新至2020/11/13。
資料來源：Bloomberg。

預期明年上半年利率升幅力道較強

2020Q4 利率選後上揚，力度可控

- (1)大選不確定性消除，民主黨大政府預期，利率可望走升
- (2)疫苗推出進度樂觀期待
- (3)財政刺激Q4通過可能性偏低，壓抑利率彈幅
- (4) Fed 透過加大購債及低利寬鬆政策，控制利率遽升力道

2020H1 利率升幅力道較強

- (1)上半年各家疫苗陸續推出
- (2)財政刺激通過機率高，兩院共治妥協版
- (3)2020Q2 PCE基期偏低，帶動市場通膨預期增揚

2020H2 利率升幅回緩

- (1)正面題材大多Price in，美總統新政利多效果漸退
- (2)Back to reality基本面溫和成長
- (3)利率回幅有限，預期全年利率上揚趨勢

資料來源：國泰世華銀行投研團隊預估。

信用債 風險偏好及尋息需求有助利差型債券表現，留意較差信評債券波動大

預期拜登內政外交將不愠不火，疫苗發展進度預期有助短線資金行情**Risk on**。各國貨幣寬鬆政策及財政政策持續，市場流動性充裕，高收債、新興債與股市連動性高，油價持穩亦有助表現。拜登貿易外交採多邊主義結盟策略，對中政策調整提升新興風險偏好。

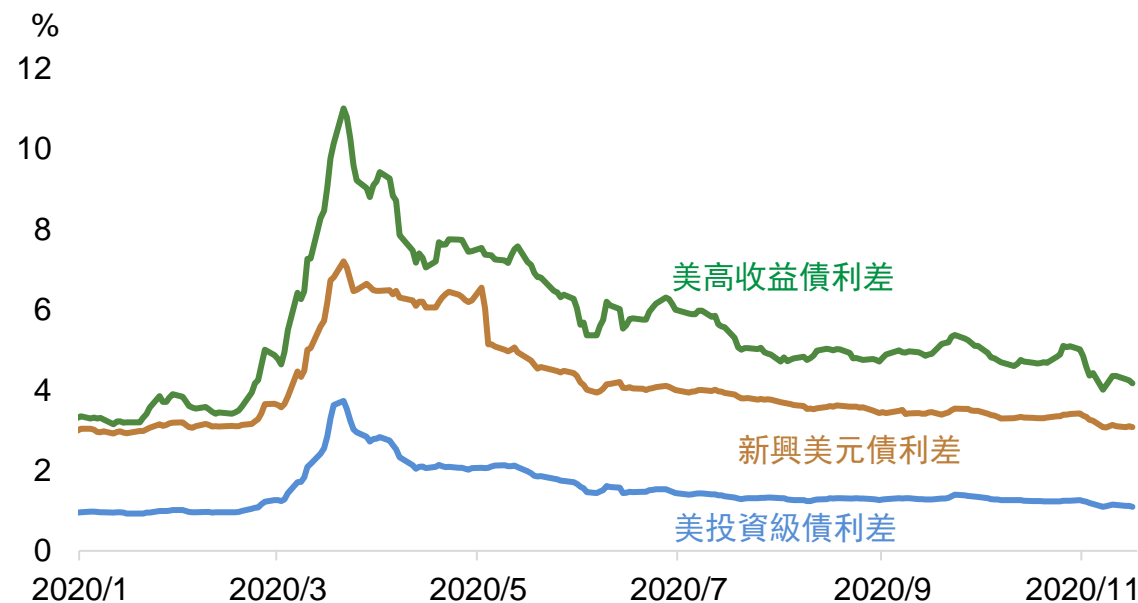
基本面經濟改善預期，考量經濟趨動可能利率揚升風險，高收債及新興債相對存續期間較低、股市連動性高，市場風險偏好及尋息追價將有助於利差縮窄，須留意較差信評波動較大。高評等留意短線利率波動較大的資本利損壓力，將以逢高鎖利偏類定存思考布局。

高收債、新興債與股市連動性高

指數相關性*	美投資級債	美高收債	新興美元債
存續期間	8.65	3.45	7
全球股	0.37	0.73	0.62
新興股	0.34	0.71	0.66

註：相關係數取指數2000年至今的月資料計算
資料來源：Bloomberg。

風險偏好帶動利差縮窄空間



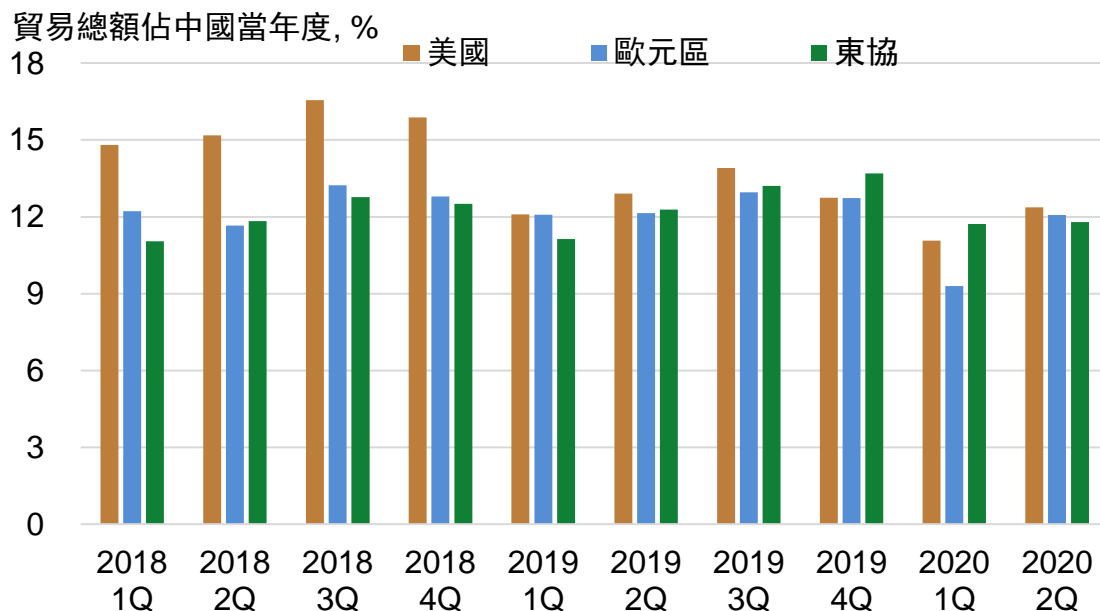
資料來源：Bloomberg。

東協 全球景氣復甦題材提供東協指數表現空間

RCEP使區域國家內關稅降至零，或未來10年內降至零之目標，考量現階段東協對中、日進出口關稅已低，短期對經濟影響較小。長期而言，零關稅降低區域供應鏈生產成本，整體貿易總額可望谷底回升，對企業獲利有利，並進一步加深區域內成員國貿易依存關係。

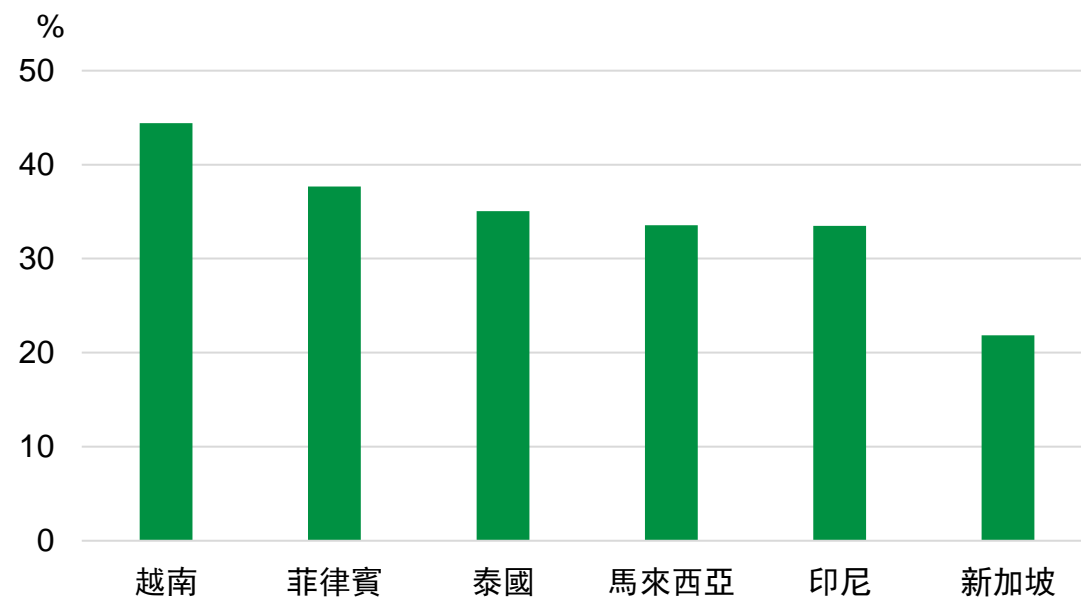
中國對東協今年上半年貿易總額超過歐、美，東協各國對中、日、韓三國出口佔比高，並以中、日為最大出口國，中、日兩國可望受惠RCEP最多。明年第一季拜登當選美國總統，全球貿易政策或可放鬆，加上疫情緩解，東協股市有機會因基期和貿易量改善而落後補漲。

中國主要貿易夥伴已漸轉往東協



資料來源: Bloomberg。

東協主要國家對中日韓貿易總額佔該國總比重



註: 統計2020年上半年各國進出口數據。

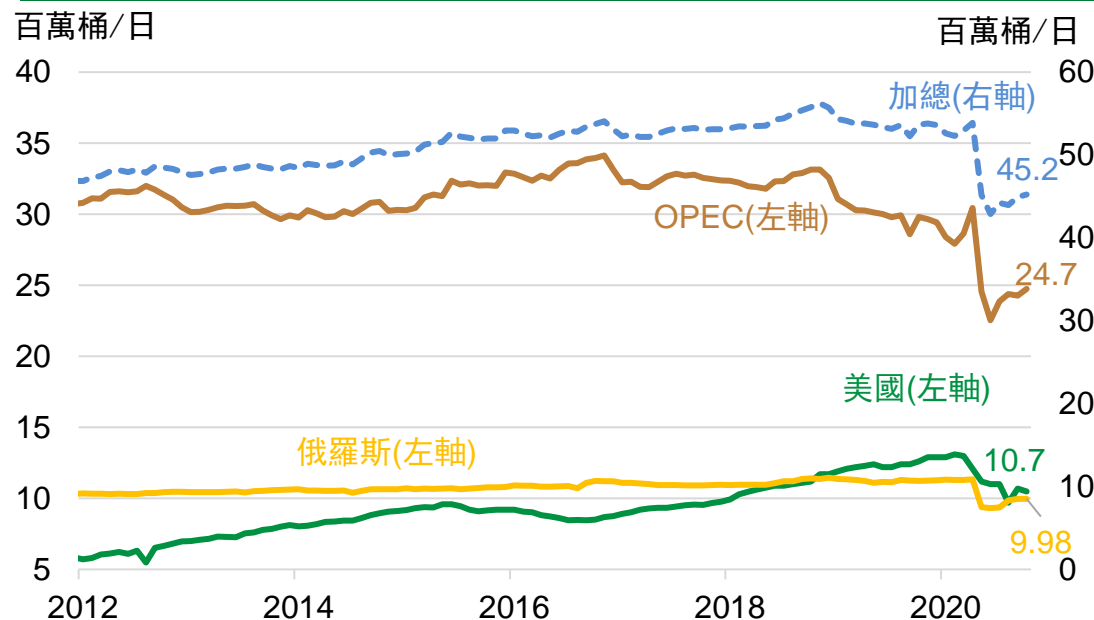
資料來源: Bloomberg。

石油 延長減產預期與疫苗利多，激勵油價未來緩升

疫苗利多激勵景氣循環類資產上漲，但歐美疫情升溫與歐洲限制活動加重，使油價維持40美元附近震盪。OPEC+本週召開部長級聯合監督委員會，會後未做出政策調整，市場關注明年1月每日減產200萬桶配額是否延長3到6個月，**結果或於11/30至12/1正式會議上宣布，延長減產預期仍強使油價有撐。**

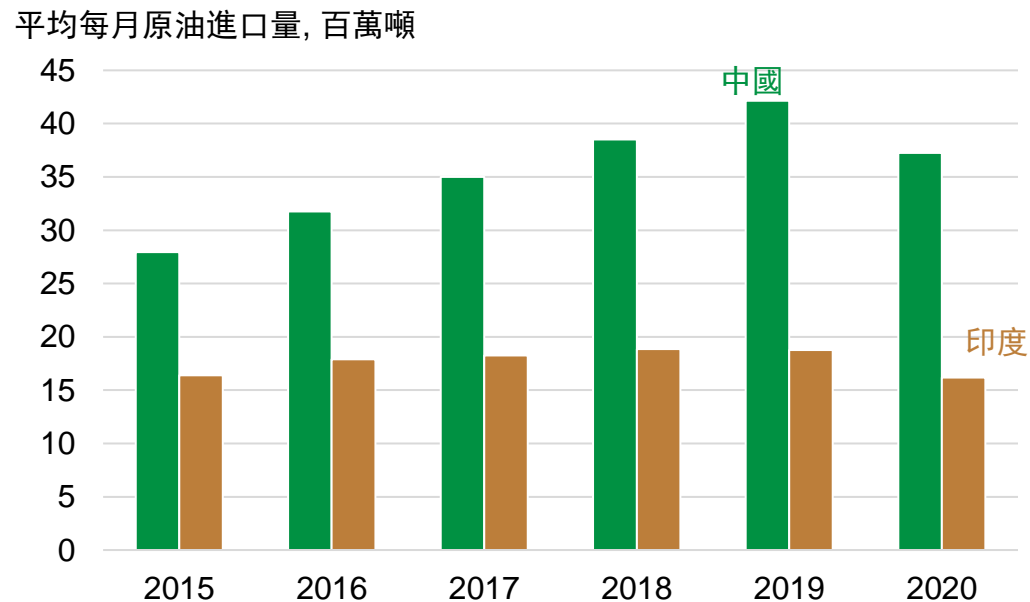
中國今年至10月石油進口量，較去年同期年減10%，主因1、2月疫情使需求凍結所致。隨10月進口總量回到2018年同期水準，顯示中國經濟活動逐漸恢復。印度9月份能源進口年減9.7%，較8月負14.7%縮窄，預期隨逐漸解封，未來需求面穩增。**油價短期反映歐美疫情加重稍有壓力，明年第一季全球各地陸續解封題材，油價緩升機率大。**

全球原油產量恢復緩慢



資料來源: Bloomberg。

中國需求回升，印度隨解封仍有成長空間



註: 2020年中國為1至10月，印度為1至9月。

資料來源: Bloomberg。

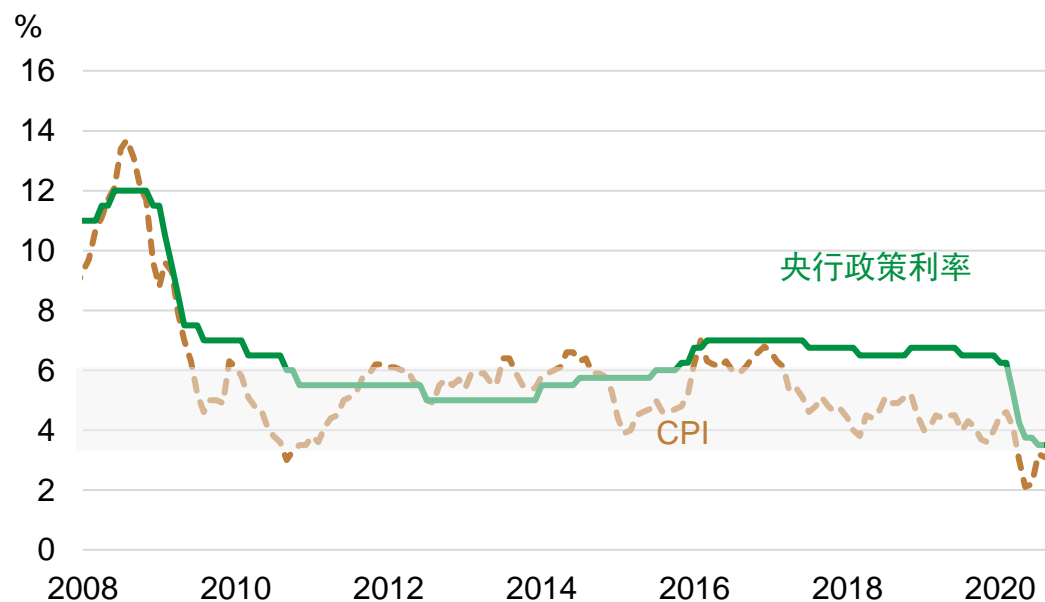
南非幣

匯率反彈反映市場氛圍，景氣疲弱及債信為難解地雷

近月南非幣明顯反彈，主要反映美總統大選後市場風險偏好改善，使南非幣隨新興匯率而走升。就國內情勢觀察，景氣基本面疲弱狀況仍顯，近期通膨維持低位。在此之下，**本週央行維持利率水準不變，擔憂疫情下景氣減速風險，歷史低位之政策利率，削弱傳統高息優勢。**

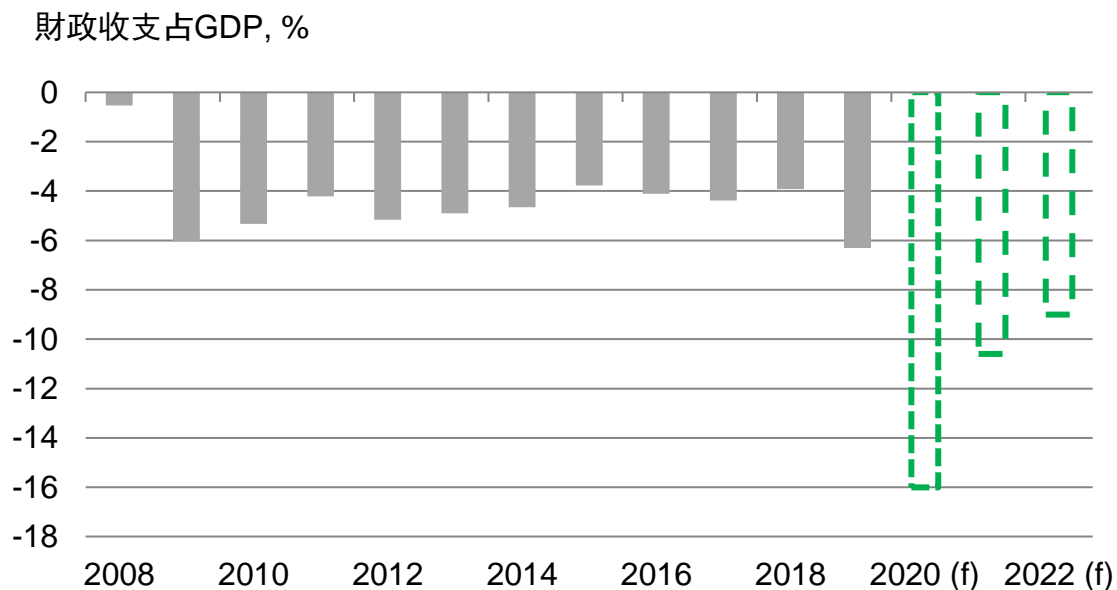
另一方面，在10月財政部新預算計畫下，**明後年南非財政赤字仍顯龐大，債信品質堪慮，年底信評檢視評估增添匯率波動風險**，預計將與疫苗突破及後續美歐重啟所帶來的景氣復甦期待，互為拉拒，**謹慎看待後續南非幣走勢。**

南非政策利率及通膨



註：灰底為南非央行通膨目標3至6%區間。
資料來源：南非央行。

南非財政赤字占GDP比重



註：虛線為10月財政部預算報告後市場對於今明後三年財政支出預估之中位數。
資料來源：Bloomberg。

新台幣

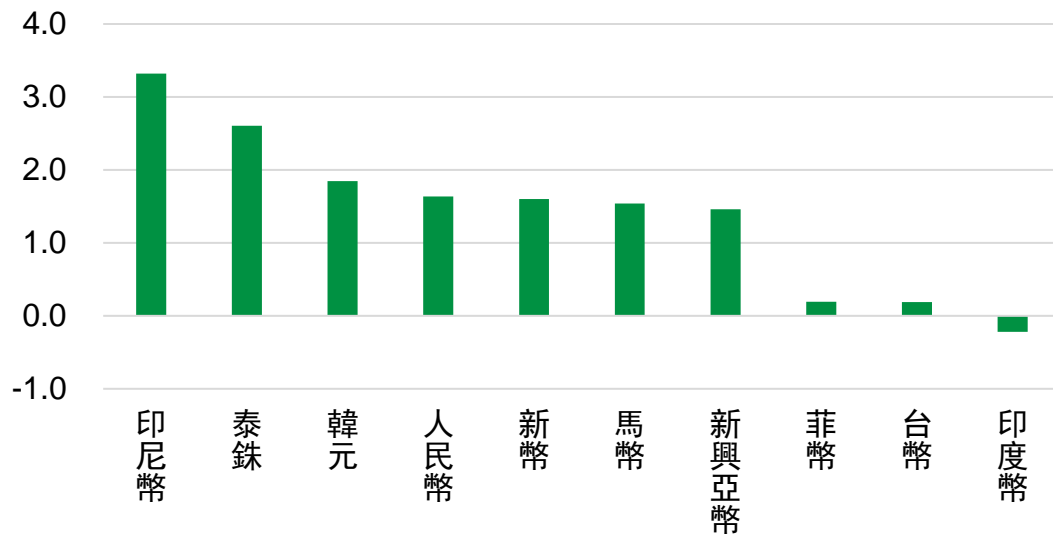
資金面考驗央行政策，關鍵匯價壓力增加

近期新台幣走勢，主要反映三因素：首先，美大選後拜登較溫和的對外關係立場，提振新興風險偏好，人民幣等新興亞幣走升帶動台幣；再者，選後外資回補部位，資金流向為另一助力；最後，出口商拋匯動作推動台幣升值。

台央力守關鍵匯率，**資金面簇擁增加政策難度，關鍵價位突破之壓力增加**。隨疫苗發展突破，明年隨全球疫情趨於控制，可望促旅外、投資等市場換匯需求回溫，或減緩新台幣升值壓力，**欲拋匯者可以衍生性商品鎖定匯價，降低匯率風險**。

11月以來新興亞幣表現

匯率升貶幅，%



註：統計11月1日至19日各匯價表現。
資料來源：Bloomberg。

新台幣盤中最低點與收盤匯價

USDTWD



資料來源：Bloomberg。

Nov 2020

23

Mon

Markit美國、歐
元區及歐洲各國
製造業PMI

24

Tue

德IFO企業信心
美國FHFA、CS
房價指數
美國諮商局消費
者信心

25

Wed

美國Q3GDP
美國耐久財訂單
美國個人所得
美國個人支出
美國密大消費者
信心

26

Thu

聯準會會議記錄
日本景氣動向
日本領先指標
歐元區M3成長

27

Fri

法國Q3GDP
歐消費者信心
德國零售銷售

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