



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2020年10月23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

“

美大選藍潮推演情境

拜登及民主黨勝選預期持續領先，2016年大選結果前例，搖擺州風向甚至選舉計票可能延宕，**選舉結果正式出爐之前，市場將更顯波動，留意翻盤可能。**

財政協商僵局，侷限選前政策刺激力度

財政刺激方案未果，冬季疫情復燃可能再有管制壓力，**兩黨議案僵局更形塑選前大規模刺激政策有限。**

3Q企業財報多優於預期

近1成五的美國企業公布3Q財報多優於預期，反映經濟重啟的改善。**企業整併裁員潮、成本控制，營收成長仍為挑戰。**

”

股市

美選情倒數緊張氛圍，股市持續反應民主黨可能勝選的藍色浪潮，**考量美股評價面已多price-in 2021年成長預期，面對選前波動，宜採“倒金字塔”長線佈局思維，並以基本面較佳的美股、科技股為主。**

債市

美選情民主黨勝率領先，可能擴大財政方案期待，通膨預期帶動美債利率略揚。疫情共存下慢復甦，寬鬆政策牽制長率大幅彈升空間。**信用債將優於公債表現，債券維持中性存續期間策略，留意較差債信降評風險。**

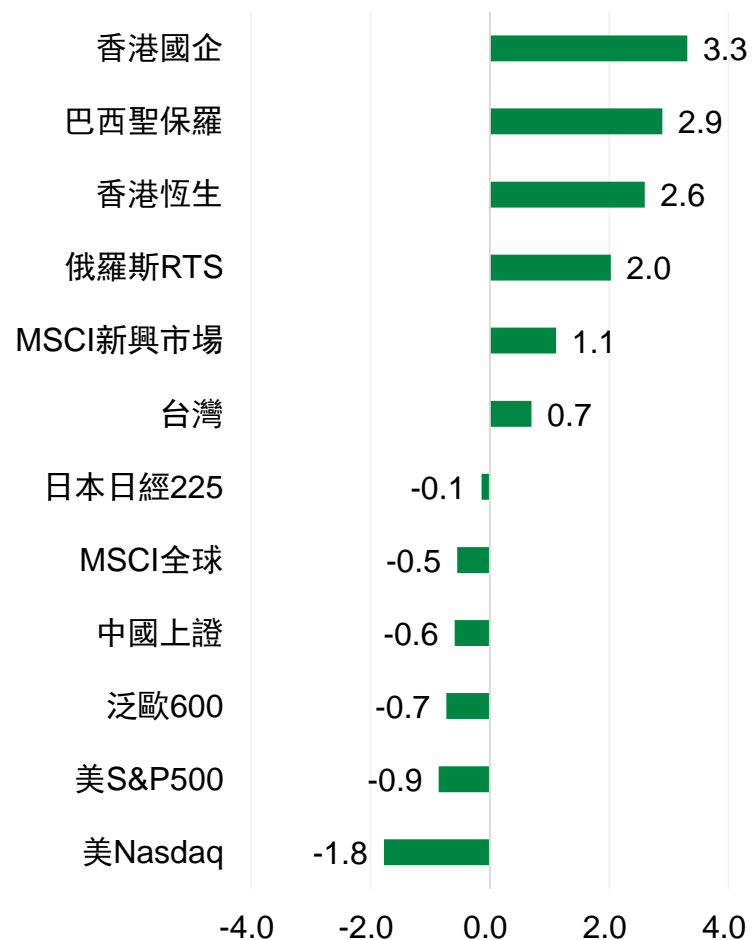
匯市

歐英央行加大QE寬鬆臆測，侷限歐元表現。**台央短線雙向調節穩匯牽制，外資匯入與出口商拋匯等基本面支撐台幣續強，有實際用匯需求者，可於盤中匯價走升時分批布局。**

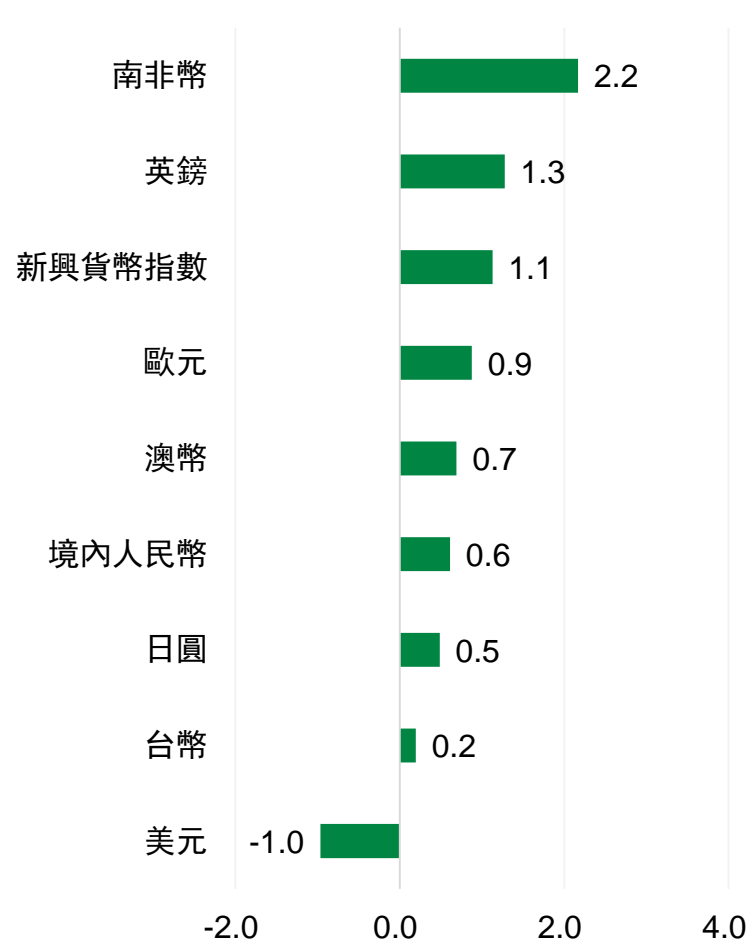
一週市場變化

市場變化

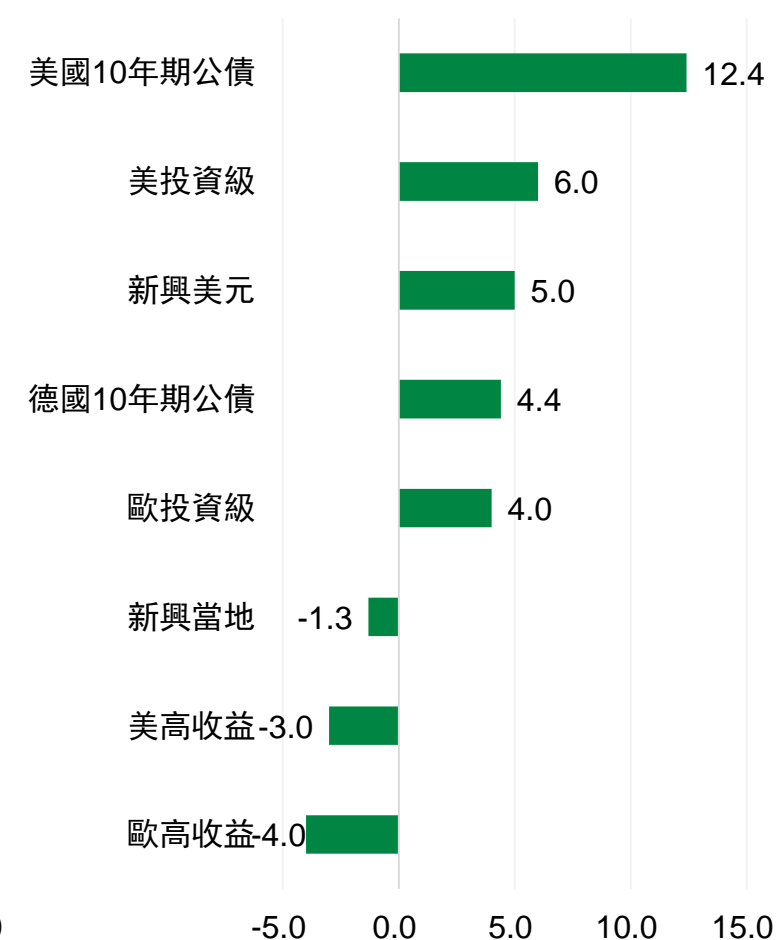
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



主要債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/10/16~2020/10/22。
資料來源: Bloomberg。

美大選策略

謹慎為上，政策預期主導市場資產表現

美總統大選邁入倒數，投資人更加關注最後可能結果與影響。**拜登及民主黨勝選預期持續領先**，金融資產表現多朝向選後藍潮當家的推演情境。**2016年選舉結果前例**，搖擺州風向甚至選舉計票可能延宕，選舉結果正式出爐之前，市場將更顯波動，留意翻盤可能。

投研
報告

10/23

選前波動加強防禦布局

11/4

選後著重政策聚焦及時間發展

如果Poll對

Defensive Risk-on, 加強防禦布局

Biden wins
藍潮

股市逢高減碼, 跌幅超過5-10%, 金字塔向下布建

投資級債
新興亞幣偏強、中國股
避險: 黃金, 日圓, VIX

如果Poll錯

Cautious Positive, 川普連任行情

Trump
wins

股市有望挑戰新高, 逢低布建

信用債優於公債
新興亞幣受壓
黃金較弱

資料來源: 國泰世華銀行投研團隊。

選前股市波動放大

美國總統大選將在台灣時間11月4日舉行，由於這關乎中美僵局是否續激烈對抗，已成為未來數週，市場最關注的焦點。此外，歷史經驗顯示，選前股市波動放大，影響金融市場變化，更是投資人不可忽視的課題。

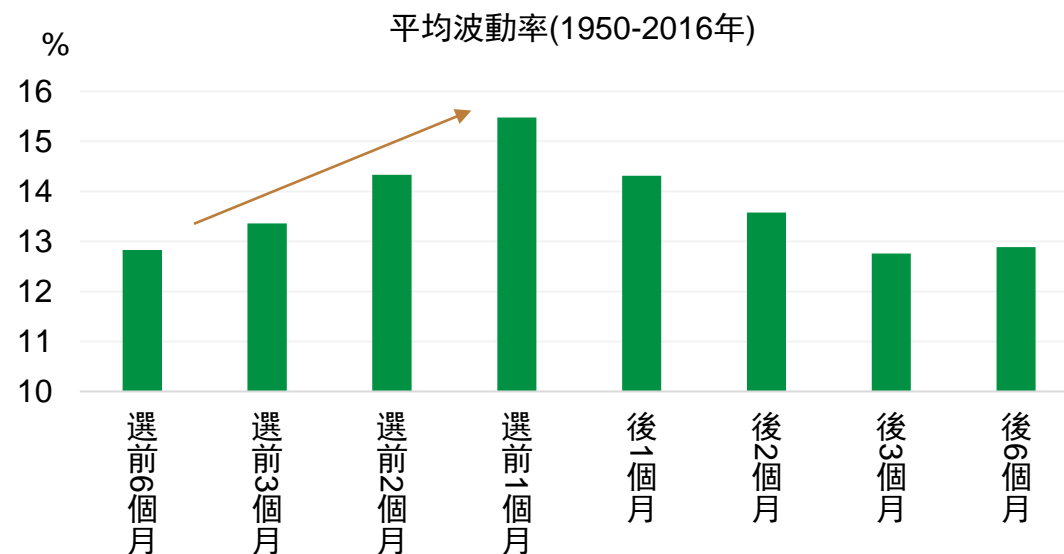
目前最新民調顯示，川普民調雖落後，但參照2016年總統大選，不排除川普將有翻盤的可能。尤其，拜登陣營正因「通烏門」事件，民調有下滑跡象。

目前拜登選情民調領先，川普緊追，市場翻盤臆測增溫



主:t日為美國總統選舉日。
資料來源: Bloomberg, RealClearPolitics。

選舉前夕，股市波動有加大跡象



註:數值為標普500指數在過去17次總統大選, 平均波動結果, 選前1個月波動率指選舉日前20天日報酬的年化波動率,再予以平均,其他以此類推。
資料來源: Bloomberg。

大選藍潮推演情境 “倒金字塔” 布局因應選前波動風險

拜登和川普主要政見差異包括稅率、能源議題、振興經濟方針等。拜登主張調高個人所得及企業營業稅等；計畫重返巴黎氣候協定，發展乾淨能源，提升基本薪資、對大型科技公司展開反托拉斯調查。**加稅效果可能將使美股獲利調降，管制趨嚴亦不利能源業發展。**

拜登外交及貿易政策提倡多邊貿易，可望使全球關稅風險下降，提振非美地區風險偏好。民主黨主張的大政府經濟，將大幅擴張財政，著重基建及教育支出，針對弱勢族群補貼，重視社會正義與國際友好秩序，可能影響美經濟成長及企業獲利動能。美股評價面已多price-in 2021年成長預期，面對選前波動，宜採**“倒金字塔”**長線佈局思維，並以基本面較佳的美股、科技股為主。

兩黨政策差異

	拜登. 民主黨 (大政府主義)	川普. 共和黨 (小政府主義)
稅收	1.所得稅: 21% → 28% 2.境外無形資產所得稅率提高。 3.淨利超過1億美元課 15%最低稅率 。	主張 削減企業和個人稅賦 ，選後可能推動稅改2.0
財政	未來10年 擴充財政3兆美元 包括基建支出1.3兆，健護及教育等	1兆美元基建 聚焦道路橋樑 5G網路及鄉村寬頻
最低工資	最低工資，從 7.25調高至15美元	反對提高最低工資
能源	綠色經濟新能源，2兆美元對抗氣候變遷	提高美國的石油和天然氣生產
醫療	未來10年7500億美元 ，擴大Obama醫保	削減醫保開支，反對Obama醫改
對華策略	奉行 多邊主義 ，多邊結盟方式對中施壓	單邊和貿易保護主義 ，關稅強硬派

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

“倒金字塔” 布局, 以因應選前波動風險

標普五百指數前瞻本益比						
2021年 EPS成長率	18	19	20	21	22	
15% (148.4)	2671	2819	2968	3116	3264	— 3600 (+0.5%)
20% (154.8)	2787	2942	3097	3252	3406	— 3500 (-2.3%)
25% (161.3)	2903	3064	3226	3387	3548	— 3400 (-5.1%)
30% (167.7)	3019	3187	3355	3523	3690	— 3300 (-7.8%)
35% (174.2)	3135	3310	3484	3658	3832	— 3200 (-10.1%)
						— 3100 (-13.4%)
						— 3000 (-16.2%)

註: EPS成長率括號數為2021年底EPS預估; 右方括號為距此波高點(9/2: 3580)幅度。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

匯市藍潮效應 有利新興亞幣表現，歐央加大寬鬆臆支撐美元

儘管近年民主及共和兩黨立場均見反中發展，相較川普偏好以關稅等手段進行貿易制裁，拜登著重於國際政壇上，聯合主要國家形塑圍堵中國網之政策，相對顯溫和。在此之下，將舒緩近年中美於關稅議題上之緊張關係。反映市場預期，近期新興亞幣與拜登領先程度之相關性，明顯轉強。預計**若選後民主黨可執政，甚取得國會全面主導權，將有助新興亞幣延續近期偏強表現。**

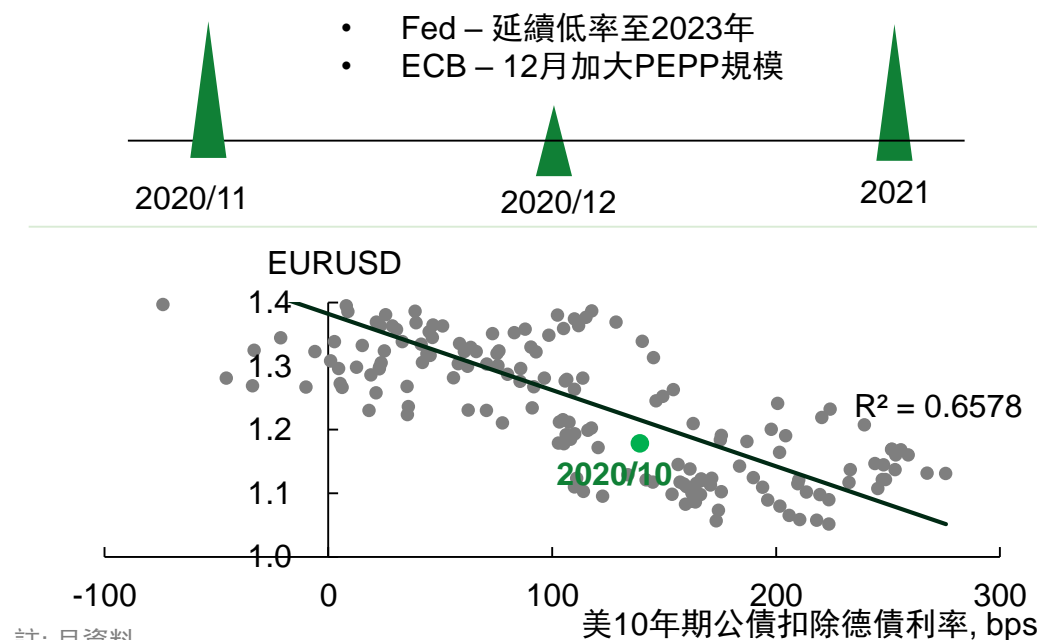
主要貨幣如美元及歐元，反映美歐央行政策發展。考量聯準會年底前將維持目前政策立場，而疫情惡化增加歐洲景氣及物價風險，歐央年底前恐被迫加大購債。反映於此，近月美歐10年期公債利差已呈擴大趨勢，牽制歐元強度，**政策發展將提供美元支撐。**

拜登民調領先程度及新興亞幣走勢



註：相關性為一個月 (20個交易日) 滾動相關。
資料來源：Bloomberg。

美歐十年期公債利差及歐元強度



註：月資料。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

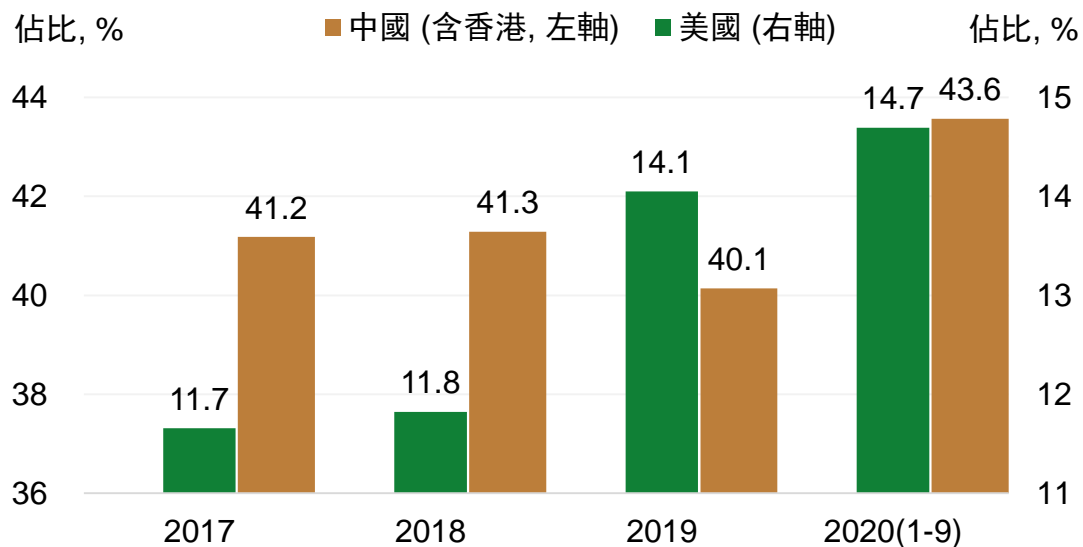
股市藍潮效應

貿易外交的政治不確定性有望緩減，新興股可望受惠

川普2018年開始的貿易關稅戰與科技制裁，除了降低美國對中國的大幅貿易赤字以外，甚至更提高外資企業於中國經商的不確定性。雖然外國企業暫時並未大量撤離中國，產業與貿易的移轉卻逐漸發酵。以台灣對兩國出口為例，扣除今年因華為禁令的拉貨效應及中國較早解封，使出口佔比提升之外，**2019年台灣出口訂單由中國轉往美國的效應顯著，對中國的實體經濟與投資皆呈負面影響。**

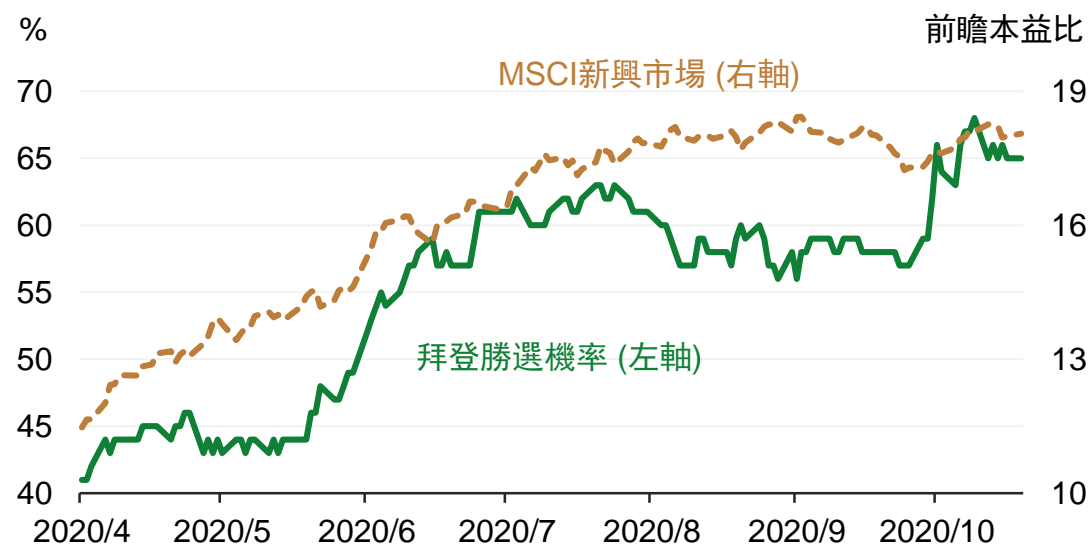
相較於川普在貿易和科技領域的強硬手腕，**拜登的多邊合作談判方式，可望降低全球商業環境的不確定性。**觀察近半年新興股市與拜登勝選率存在高度相關，反映政經不確定性下降將有利股價表現。研判短線隨政策發展主導市場預期心理，**選後新興股將具進一步上行空間。**

台灣對美國與中國出口占比變化



註：該比例為台灣對各國出口金額佔當年度總出口金額。
資料來源：Bloomberg。

拜登勝選機率與新興市場本益比走勢



註：4月1日至10月19日，兩者相關係數為0.91。
資料來源：Bloomberg。

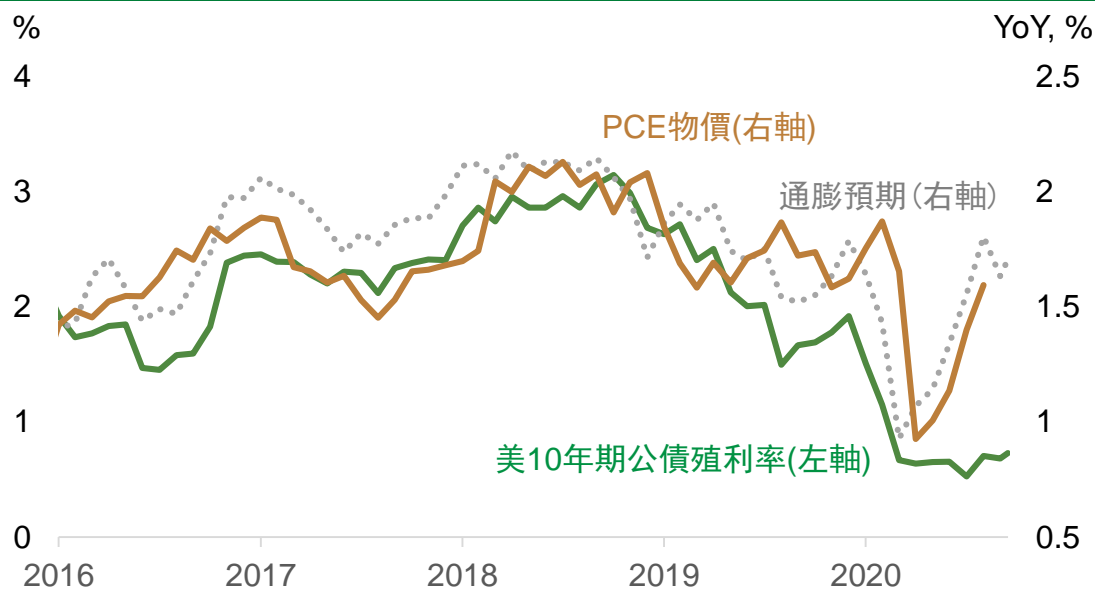
債市藍潮效應

財政期待促利率微彈，Fed政策及疫情經濟限縮緩上空間

美民主黨勝率領先,及財政刺激方案期待, **市場通膨預期拉高, 美債利率略揚**。實際上, 第三波疫情壓力及經濟數據改善速度見緩, 聯準會Powell更警告**景氣不均衡復甦, 若無財政刺激延續, 經濟前景高度不確定性。疫情共存的經濟緩復甦, 美債利率預期略揚**。

聯準會0-0.25%政策利率至2023年前, 平均通膨目標AIT容許短期通膨超過2%, 擴大購買長債及殖利率控制是未來可能選項。歐央最快12月加大PEPP購債, 英央11月可能擴大QE購債, 央行承諾極低利率環境, 疫情共存的景氣慢復甦, **油價、薪資、租金等推動通膨上升有限, 將壓制利率緩步揚升。預期明年第二季**反映基期因素、白宮新政策、疫苗發展等, 隨基本面改善, **公債利率將偏升可能**。

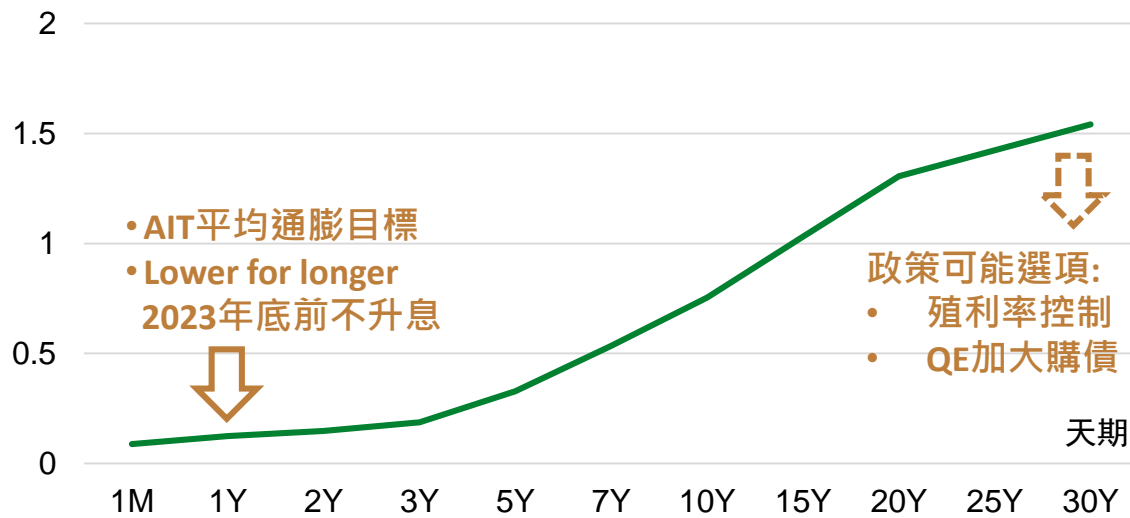
通膨預期回溫, 美債利率略揚



資料來源: Bloomberg。

聯準會可能政策選項, 壓抑債市向上利率

美國公債殖利率曲線, %



資料來源: Bloomberg。

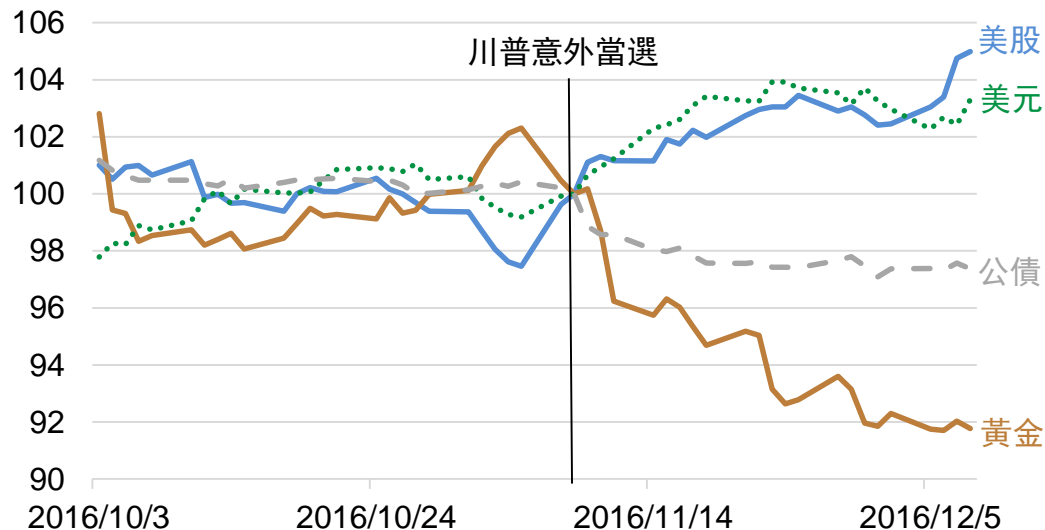
選舉可能的意外？ (1)川普連任 (2)選舉結果延宕

過去2016年選舉結果意外翻盤，不同於選前民調，**川普意外當選**，**金融資產呈現美股漲、美元走強，避險公債、黃金承壓**。2020年川普主張1)稅改2.0：中產階級減稅，削減企業稅，特別針對資金回流美國 2)貿易：中國Phase I檢視及Phase II加稅 3)產業：鬆綁金融管制，能源政策開放及減少干預藥價。**連任政策大致延續，但參眾兩院分治及續任的效力，或將使未來四年政策效果不如預期，將壓抑漲幅行情。**

本次選舉逢疫情蔓延，通訊投票比例升高，若開票時間延長至11月3日選舉日之後，或驗票及其他極端情境發生，將添股市震盪風險。若**重演2000年總統選票爭議使當選結果延宕一個月**，將不利美股、美元表現，資金將更青睞公債、黃金等避險資產。

2016年選舉意外翻盤，川普行情助漲美股表現

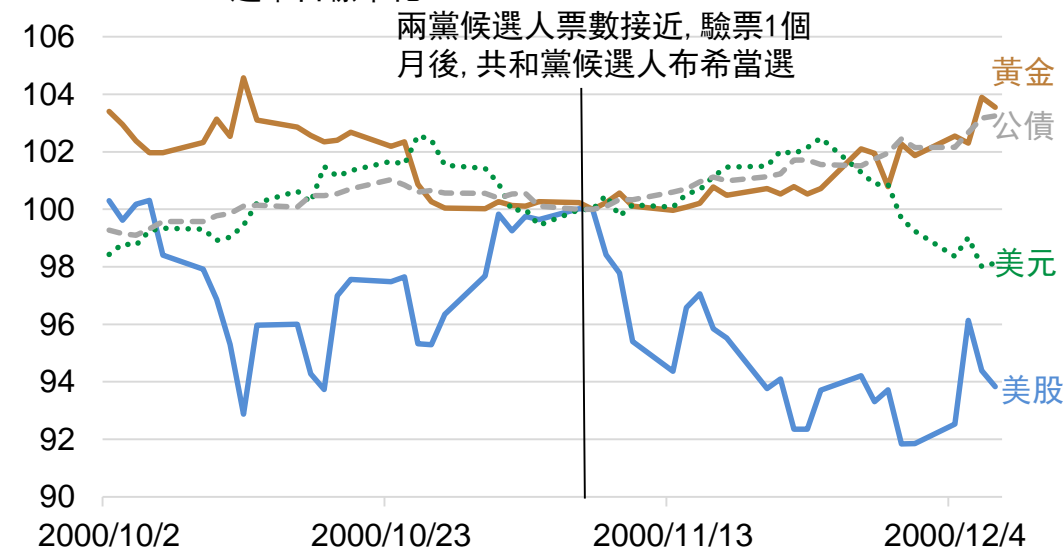
2016/11/8=100選舉日標準化



資料來源: Bloomberg。

2000年選舉結果延宕1個月，避險資產表現較佳

2000/11/7=100選舉日標準化



資料來源: Bloomberg。

選後長期展望

疫情共存下經濟緩復甦，有助於長線利多行情

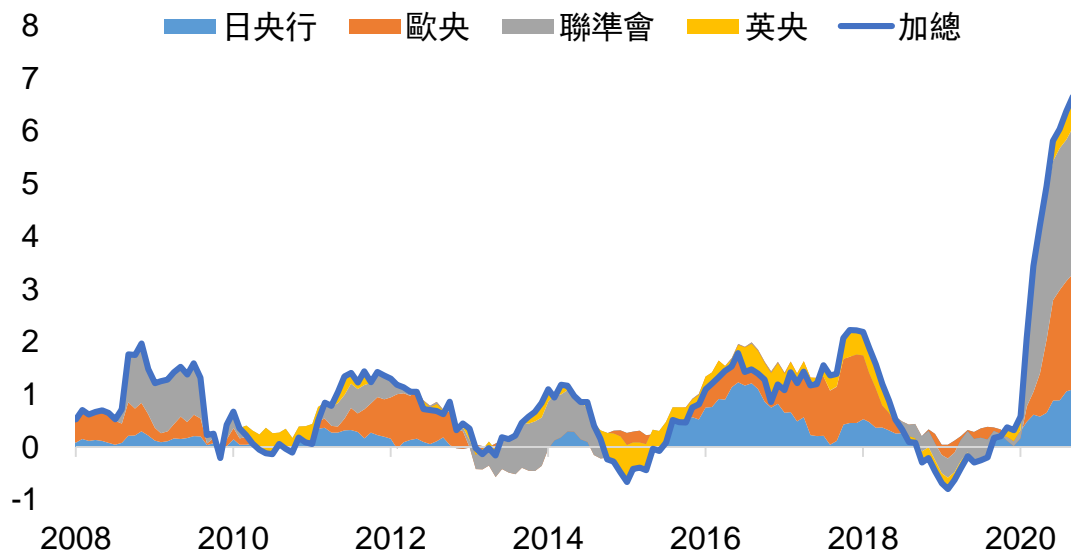
股市策略：疫情共存的不均衡復甦，央行持續低利率QE政策，尋息效應持續，預期股市仍有高點可期。就長期而言，美國企業獲利動能仍高於其他市場，其中科技股更是強勁，資本支出及購併動能將有利表現，**核心配置主軸以美股及科技股為主。**

債市策略：財政擴張及景氣改善拉升通膨預期，利率緩步漸揚。**信用債將優於公債表現，債券維持中性存續期間策略**，經濟Keep calm，息收Carry on，布局利差型產品為主。

匯市策略：歐美寬鬆政策力道及利差空間，將影響美元走勢。**全球復甦及產業優勢，有利於新台幣表現。**

主要央行持續購債

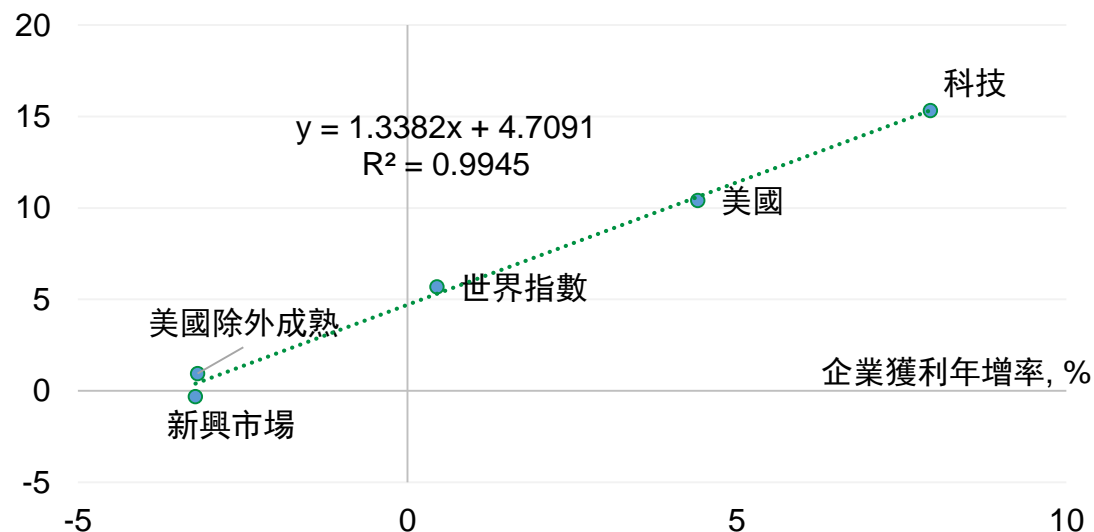
主要央行債券購買量12個月移動平均, 兆美元



資料來源: Bloomberg。

長期而言，企業獲利仍支撐科技及美股表現

股價年增率, %



註：取過去10年股價與EPS的複合年增率關係走勢。
資料來源: Bloomberg。

黃金 美國選舉不確定性高，短期金價偏多

影響黃金價格因素包括**美國實質利率、通膨預期和央行擴大資產負債表所創造出的流動性**，愈高利率水準對於持有實體黃金愈不利。各國央行營造持續寬鬆低利環境下，目前全球負利率債券規模約16.6兆美元，接近去年8月高點17兆美元，支持金價高檔有撐原因之一。

美國11月總統大選不確定性高，若民主黨拜登當選，甚至進一步掌控國會兩院，藍色浪潮預期將使財政支出擴大，整體而言對金價有利。若川普再度連任，美股上漲機會高，2016年選後黃金偏弱表現，若選舉結果短期未決，風險性資產承壓，金價將有表現空間。

黃金和其他資產相關係數

黃金和其他資產相關係數	美國實質利率	美10年期公債利率	主要央行資產負債表規模	石油(西德州)	美股	美元指數
近10年	-0.69	-0.52	-0.03	0.37	-0.30	-0.48
近20年	-0.91	-0.88	0.82	0.56	0.57	-0.42

註：月資料，近10年為2010/10/31，近20年為2000/10/31開始計算。
資料來源：Bloomberg、國泰世華銀投研團隊整理。

美國大選可能情境，短期對金價影響

	拜登當選	金價影響	川普當選	金價影響	選舉結果延宕	金價影響
美股	下跌 機率大	有利	上漲 機率大	不利	下跌 機率大	有利
財政支出 兩黨比較	較大	有利	較小	有利	未定	-
通膨預期	增加	有利	增加	有利	-	-
美公債	震盪 稍升	不利	稍升	不利	稍降	有利
實質利率	下降 機率大	有利	約當 持平	-	稍降	有利

註：美國10年期公債利率=美國10年期實質利率+通膨預期。
資料來源：Bloomberg。

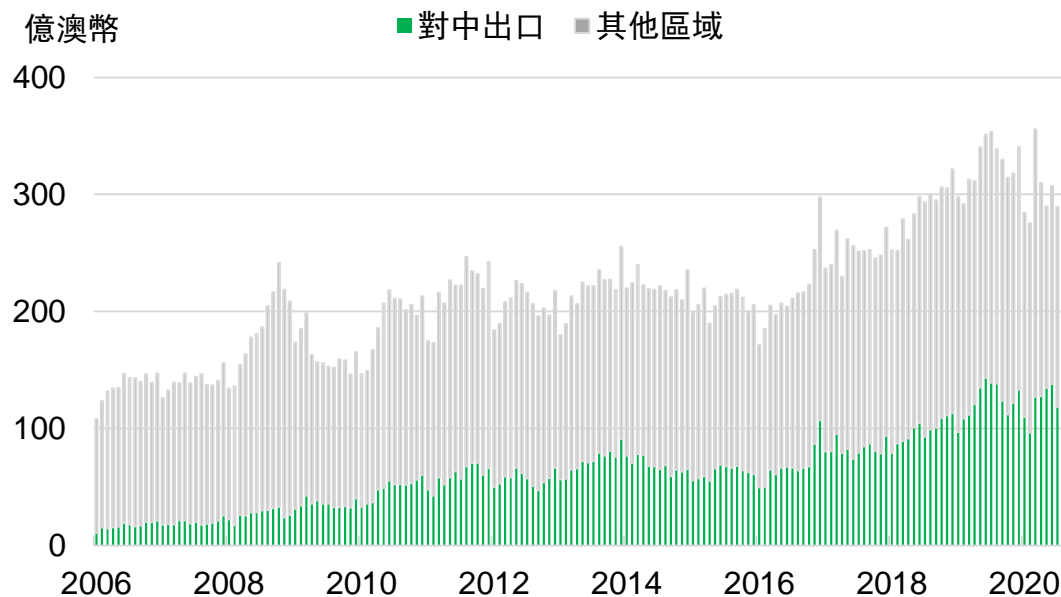
澳幣

央行加大寬鬆臆測，短線匯率偏貶發展

近月澳幣顯弱，主要反映中澳緊張關係及澳央擴大寬鬆疑慮。今年以來，中澳政治關係趨於緊張，中國對澳洲商品採取一連串行動，包括加徵小麥關稅、暫停5家肉類加工廠牛肉進口，並對澳洲葡萄酒等發動貿易調查，近月傳禁止澳洲煤炭及棉花進口。**由於中國占澳出口近4成市場，政治關係偏緊張發展，不利出口動能，同時牽制澳幣走勢。**

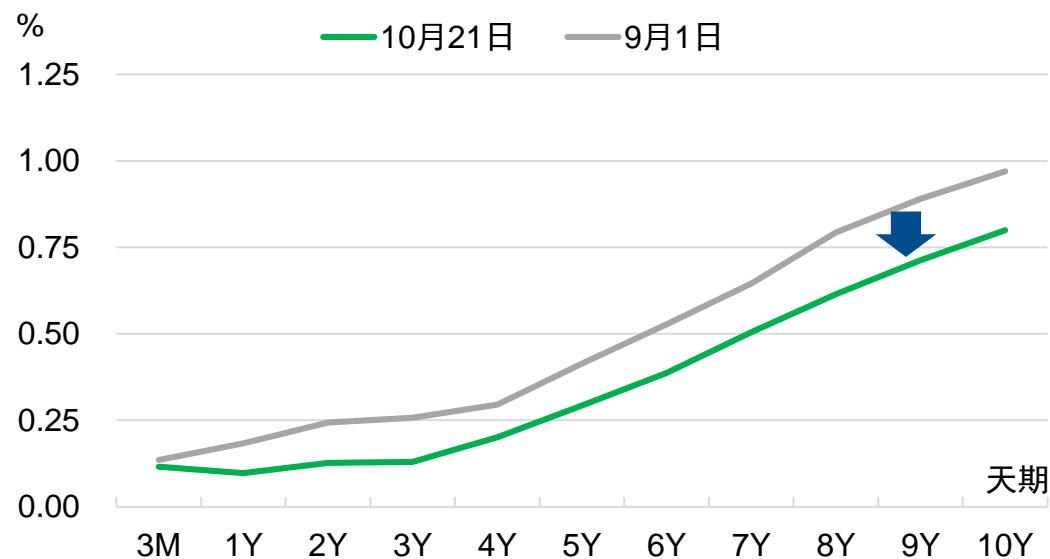
同時，近期澳央總裁及官員，紛暗示加大寬鬆必要，預計最快11月3日會議將有所行動，降息或加大長天期公債購買為初步選項。在此之下，公債利率曲線已明顯走低，預計**短線匯率偏貶發展**。

澳洲出口及對中出口額度



資料來源: Bloomberg。

澳洲公債利率曲線



資料來源: Bloomberg。

Oct 2020

26

Mon

日本PPI
香港休市
美國新屋銷售

27

Tue

中國工業利潤
德國零售銷售
美國耐久財訂單
美國資本財訂單

28

Wed

巴西央行
美國躉售存貨

29

Thu

美國GDP
日本零售銷售
美國成屋銷售
日本/歐洲央行

30

Fri

美國PCE
美國個人收支
日本CPI/失業率
歐洲CPI/失業率

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