



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年1月15日

投資研究週報

Cathay's View

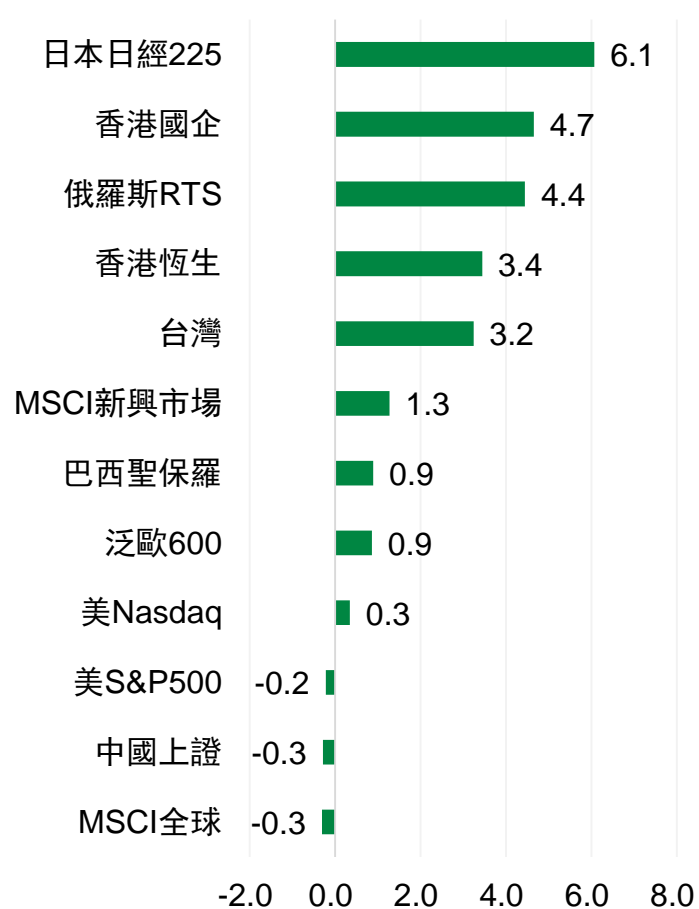
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



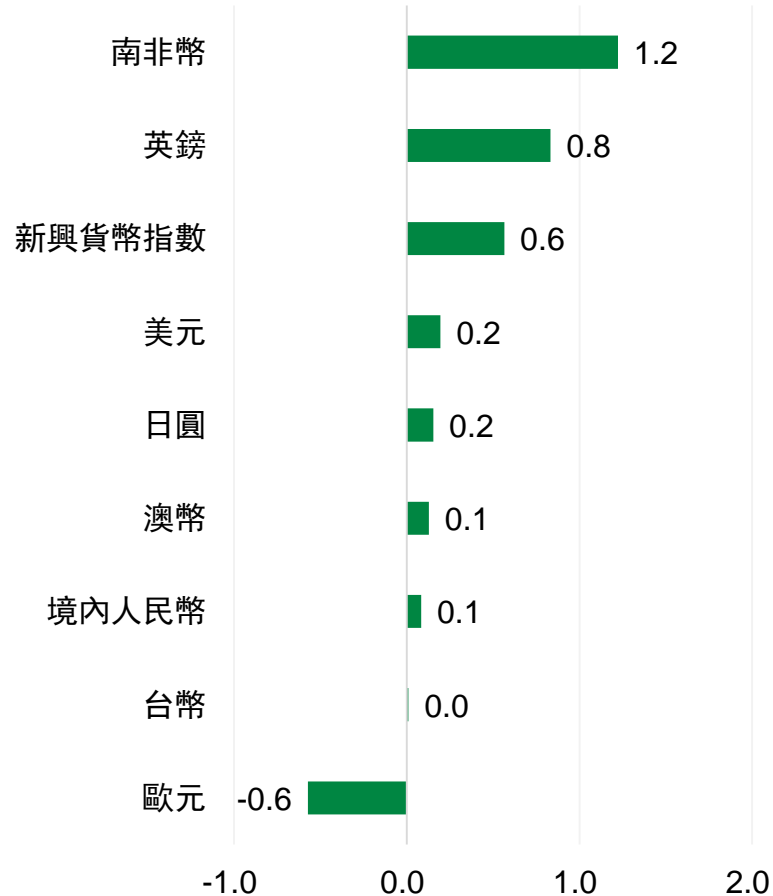
一週市場變化

市場變化

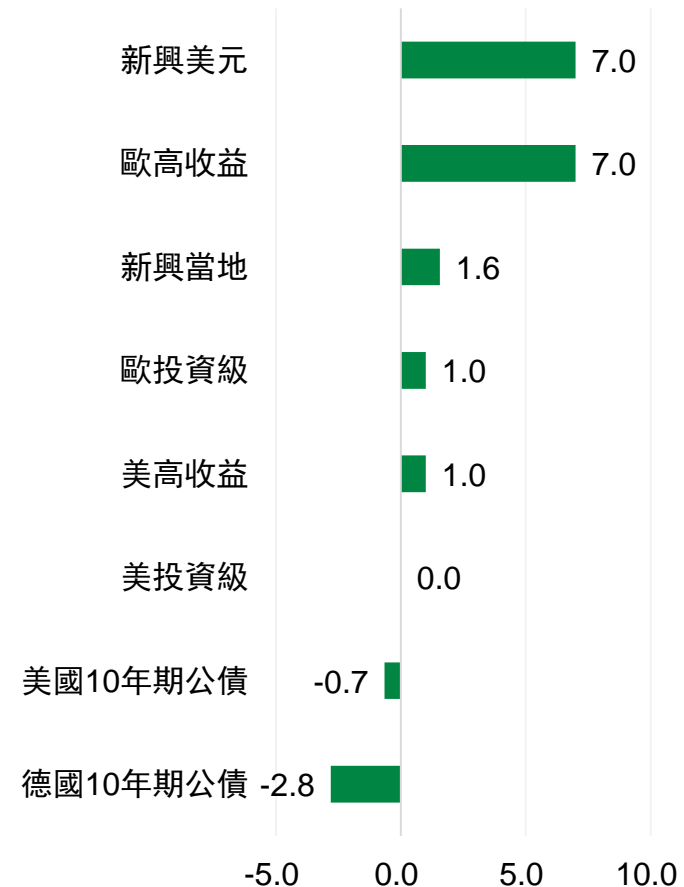
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2021/1/8~2021/1/14。

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

“

美政權交接前，政爭衝突擾動金融市場

美總統大選後，國內分裂壓力升高，挑戰自由民主價值，加大美股盤中震盪幅度。國際資金持續流向新興亞，台積電引領台股再寫新猷。

美擴大財政下，美債利率升勢難控？

近期美10年期公債利率偏升走勢，反映美新一輪財政刺激計畫，可望強化景氣復甦速度之期待。上半年美10年債利率偏揚，聯準會政策為防線。

美元乍見反彈，後續偏弱機率猶高

美加大財政刺激及利率偏升趨勢，促空方回補美元空頭，但難扭轉弱勢姿態。春季美歐解封與全球景氣復甦預期，削弱美元強度。

”

股市

美國內政爭雜音擾動市場，拜登新政下增稅討論及疫情下管控措施，牽制美股走勢。2021年財政及貨幣政策，支撐景氣復甦，資金輪動有助循環類股、非美、新興資產表現。

債市

美新政新氣象的財政刺激，殖利率曲線長端偏陡峭，預期30-50bps升幅為政策期待滿足點。景氣回溫與通膨主導利率偏升，低利差、長天期債券波動加大，高收債、新興債因利差縮窄而較有表現空間。

匯市

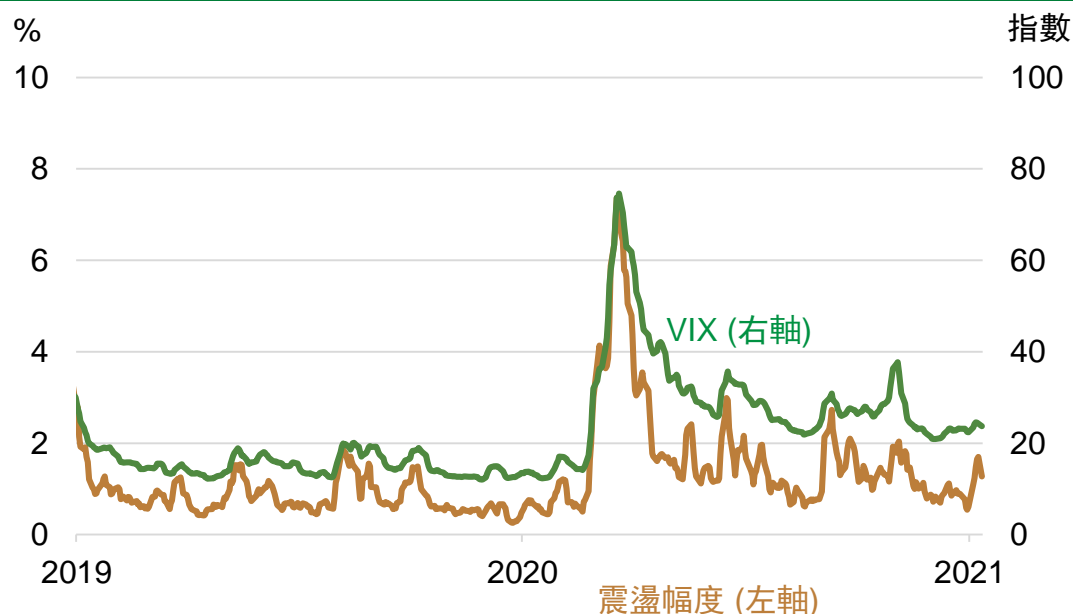
春季解封與景氣復甦預期，將驅動資金續增非美區域配置，引導美元指數偏弱；資金行情及基本面支持台幣偏強。

美眾院通過川普彈劾, 政爭雜音擾動市場

美總統大選後, 國內政治分裂壓力升溫。一方面FB等社交媒體封鎖川普帳號且Parler被迫下架, 引發左右派爭議。同時, 眾議院對月初國會衝突, 啟動彈劾Trump, 致兩黨黨內皆現異議。除共和黨再現反Trump聲浪, 民主黨亦浮現國會及當選總統的派系紛爭。因參院於19日方開議, 且須逾三分之二參議員支持, 方能完成彈劾。然而, 政爭惡化增加今年以來美股盤中震盪幅度, 加快類股輪動。

1月20日為美新總統就職典禮, Trump對外聲明不會出席。為避免國會衝突重演, 華盛頓特區進入緊急狀態。隨政權應可和平轉移, 民主黨些微優勢的全面執政, 將以內閣人事及防疫紓困為首要任務, 當選總統Biden公布近2兆美元的新一輪財政刺激計畫, 提供利多題材。另投資人關注美對外立場, 國務卿Blinken、國安顧問Sullivan及貿易代表Katherine Tai, 為統籌Biden時代美中台關係之關鍵代表。

標普五百指數盤中震盪幅度及VIX指數



註: 震盪幅度為美標普五百指數每交易日盤中最低點至最高點震幅。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

拜登內閣人事對中美台關係變化之代表



資料來源: 當選總統拜登之官方網站 (Buildbackbetter.Gov), 國泰世華銀行投研團隊。

國際資金偏往新興亞洲，台積電率領台股寫新猷

今年以來，包含台股在內的新興亞股票指數，表現較全球股票指數強勁。原因有二：1) 相較於歐美，近期亞洲疫情升溫，但多數在可控範圍；2) 美新一輪擴大財政預期，強化今年全球景氣復甦期待，促國際資金持續流往新興市場，並以新興亞尤甚。預計上半年美歐解封將支撐復甦題材續航，助新興亞股維持偏強姿態。

台積電本週舉行線上法說會，高達250億至280億美元的資本支出計畫，一方面係利用此波偏強台幣，加碼投資布局；同時強化先進製程、並擴大產能，以因應市場強勁需求。預計有助今年EPS進一步成長，提供股價及台股大盤表現題材，支撐市場行情。

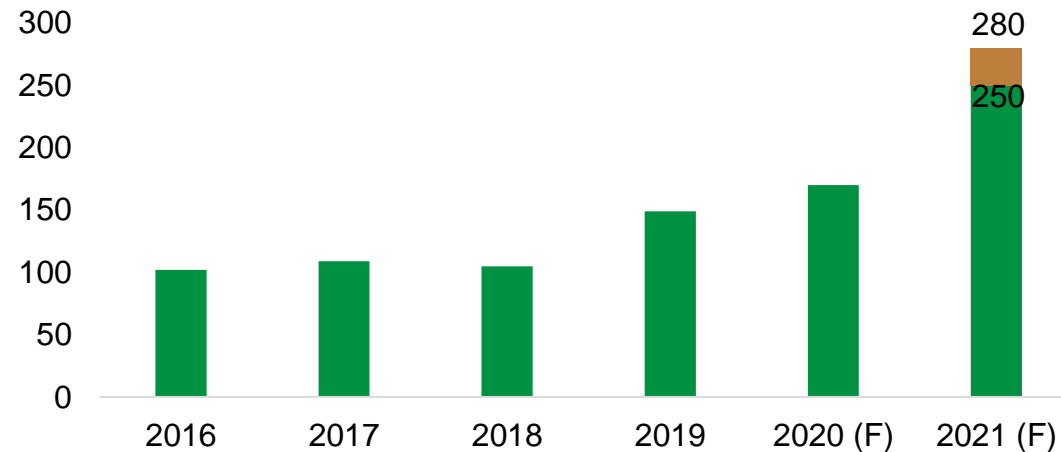
新興亞、全球股票指數及台股指數



註：新興亞及全球分為指MSCI 新興亞股票指數及MSCI全球股票指數。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

台積電資本支出計畫

台積電資本投資, 億美元



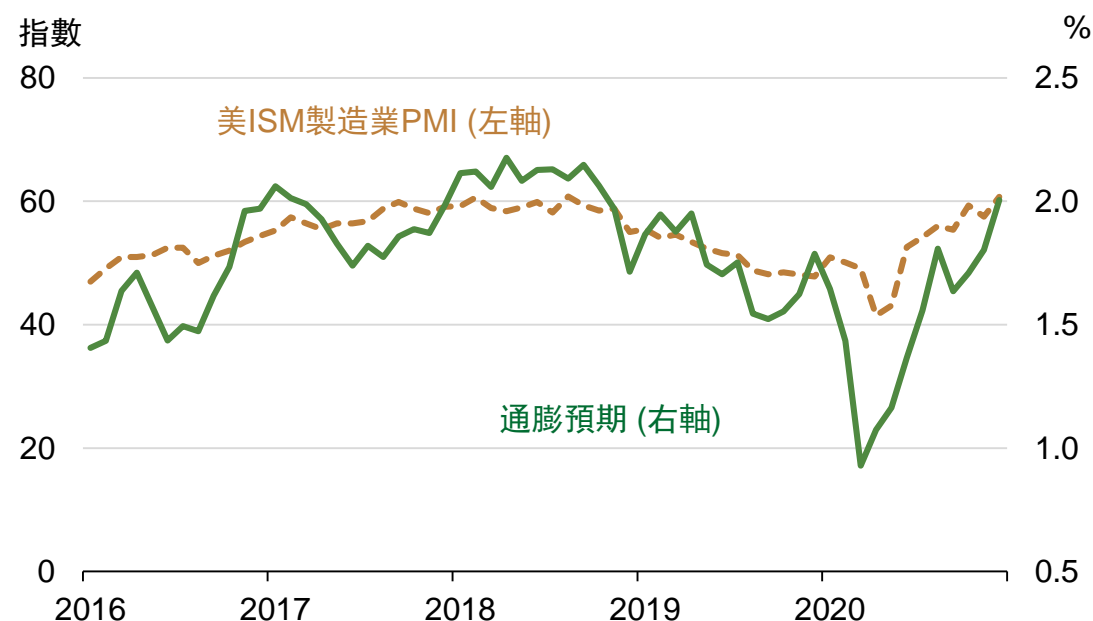
資料來源：Bloomberg, 台積電法說會資料。

美10年期公債利率走揚, 反應景氣正常化期待

近期美10年期公債利率偏升走勢, 主要反映對景氣可望回歸正常化之期待。面對冬季疫情, 12月ISM製造業指數續揚, 支撐通膨預期; 當選總統Biden公布的新一輪財政刺激方案, 強化投資人對今年美國景氣復甦期待, 帶動10年期公債利率走揚。若以目前利率水準推算, 市場臆測目前美國產業活動, 至少已回復至疫情前九成以上水準。

觀察去年底來幾波美債利率, 波段升幅約在30至50點, 預計在**民主黨確定新一輪財政紓困前後, 美10年債利率將偏升**。後續**美歐經濟解封, 及3至5月因油價基期偏低所帶來的物價壓力, 使上半年美10年債利率有偏升壓力**。隨基期效果鈍化, 通膨回落將引導利率由高位走低, 此前若利率升幅過快, 資金及美債成本, 與穩定金融環境需求, 皆將迫聯準會出手因應, 牽制利率上方走勢。

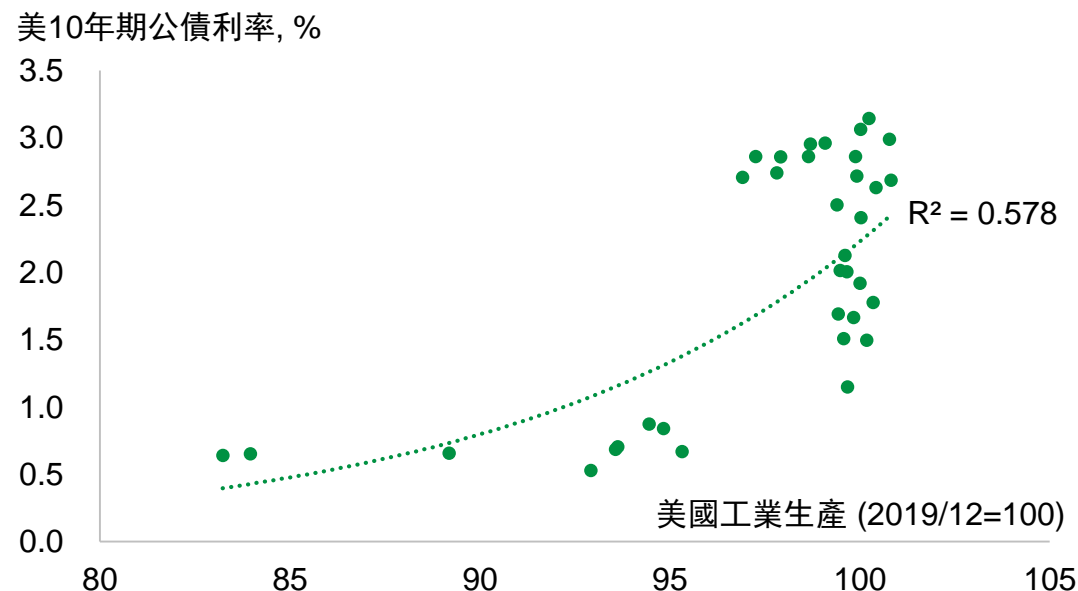
ISM製造業指數及美國通膨預期指標



註:通膨預期為美10年期公債名目利率扣除同期TIPS利率; 2016年以來與ISM製造業指數相關性為0.81。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

美國工業生產及美十年期公債利率走勢



資料來源: Bloomberg。

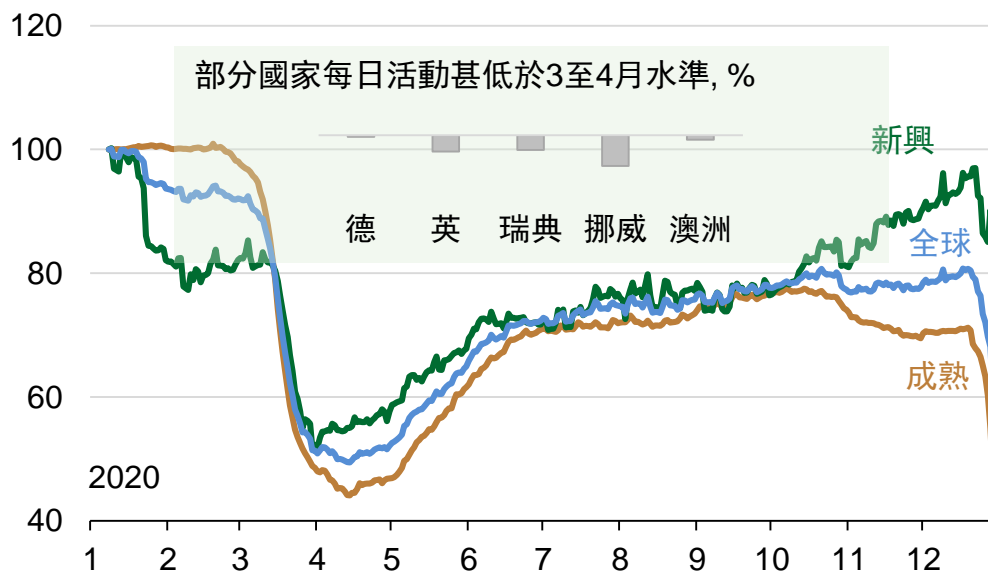
聯準會提前縮減購債？褐皮書警示疫情風險猶存

美新政府加大財政刺激，強化景氣加速復甦期待，點燃聯準會今年縮減購債臆測，為近週利率走升另一原因。值得注意的是，美財政刺激若能進一步擴大，有助支撐復甦走勢，但尚須衡量變異疫情帶來的減速風險。事實上，疫情及假期因素夾擊，已使12月以來各國與人流相關的經濟活動降溫，本週聯準會褐皮書警示疫情風險，多數今年具有投票權的聯準會官員，亦謹慎看待復甦步調，預計**年內要縮減購債機率並不高**。

另以各國持美債規模觀察，最大持有者**聯準會持債量較去年翻倍，成長達108%**；日英增持反映低率下收益需求；中國持有量下降，凸顯2018年中美緊張關係影響。整體來說，**聯準會低率寬鬆牽制短率，解封前後經濟活動改善及通膨回溫，主導上半年長天期利率偏升，並使長短天期利差呈擴大趨勢。在此之下，長天期債券波動加大，高收債及新興債因景氣行情下利差縮窄，較有表現機會。**

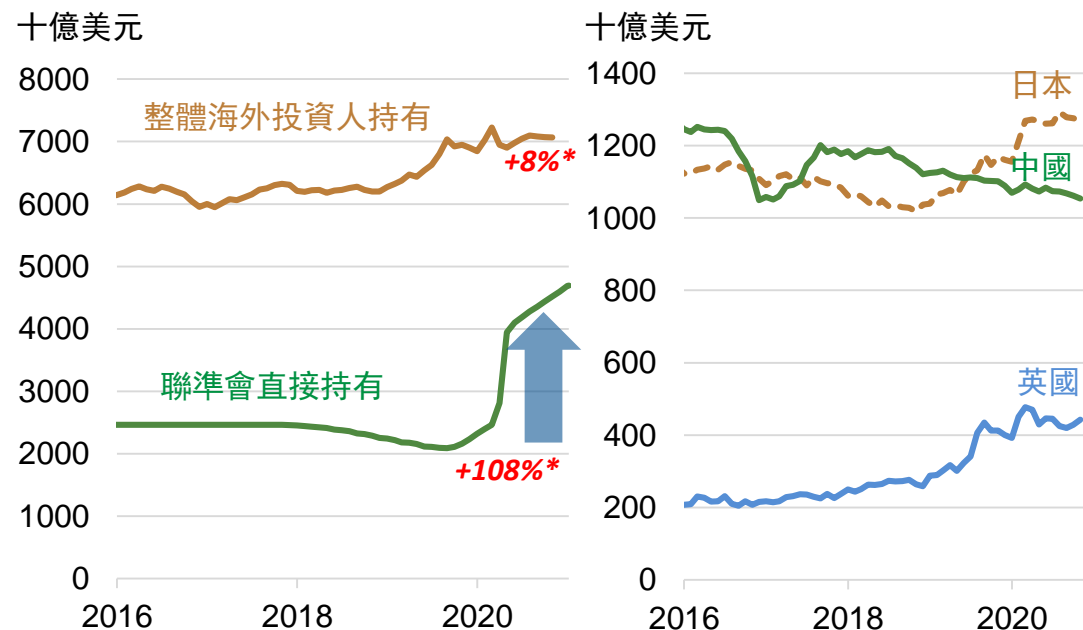
12月以來，每日活動指數下滑顯見管制及疫情影響

每日活動指數*，2020/1/8=100



註：為彭博統計各地Google人流、公共運輸、電力需求及銷售人流等指標計算而成。
資料來源：Bloomberg，截至2020年12月29日。

美債持有者分布趨勢：Fed為主要買盤



註：*為2020年12月底規模相較於去年同期成長幅度。
資料來源：Bloomberg。

美元指數隨利率走升而反彈，美元擺脫弱勢格局？

近週美元再現反彈，指數重返90關卡。主因在於，對比歐洲深陷疫情惡化困境，美新政府進一步擴大財政動作，增加投資人對今年美國經濟回溫信心。另一方面，美10年債利率突破1%關卡後續揚，使投資人聚焦美歐利差擴大趨勢，回補空單。此有助**美元不致邁入空頭**，**但現階段要擺脫弱勢格局，並非易事。**

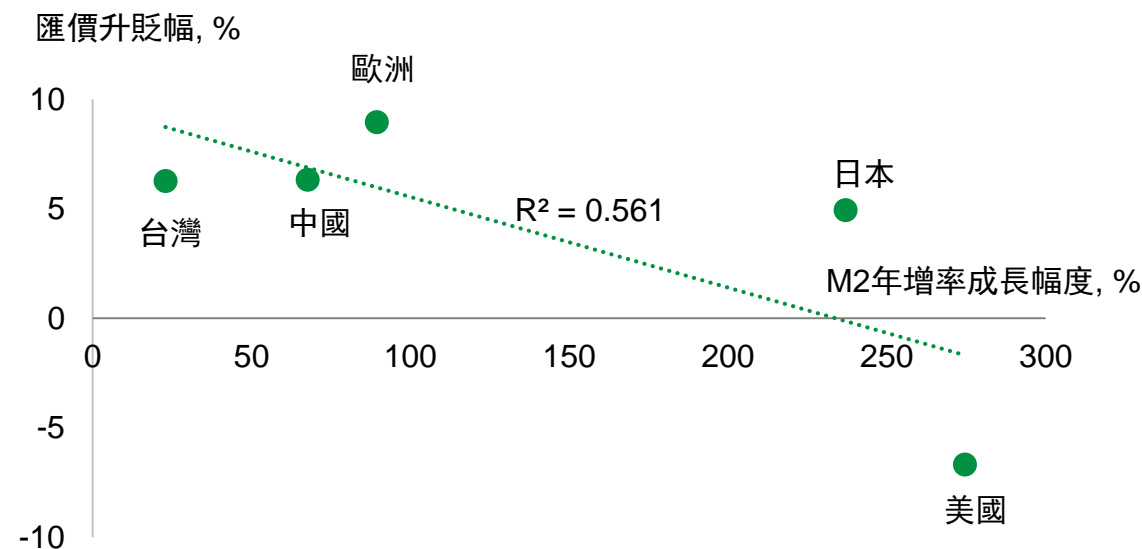
原因有二：1) 過去一年偏低美債利率，降低利差與美元相關性；預計在聯準會寬鬆政策侷限今年美債利率上方空間，**美歐利差擴大趨勢**，恐不足以扭轉資金流往非美區域配置，對美元提振效果有限。2) **聯準會所釋出的龐大貨幣供給，壓抑美元**。在此之下，預計上半年美元指數偏弱發展。待疫苗普及率達一定程度，美國相對為佳之基本面，若讓聯準會釋出或率先減輕寬鬆力道，方助美元回揚。

美歐十年期利差及美元指數



註：利差為美10年期公債利率扣除歐元區同期債券利率；2010年至2019年與美元相關性為0.87；2020年至今為負0.53。
資料來源：Bloomberg。

2020年各國M2年增率成長幅度及匯價升貶幅



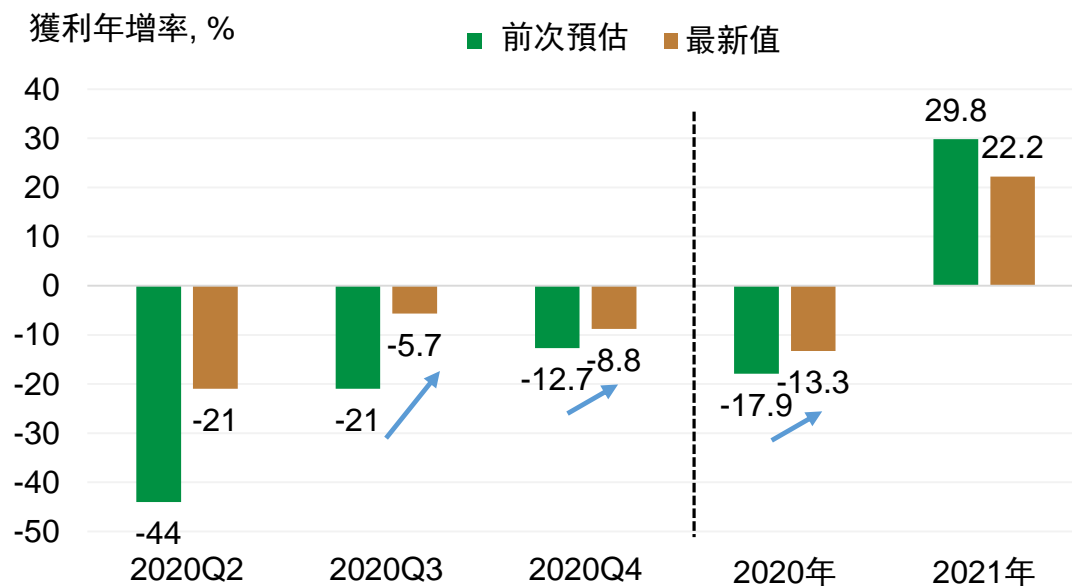
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

美國 企業財報上修，有利循環類股表現

美國邁入去年第四季財報公布期，市場預期標普500指數企業獲利將較去年同期衰退8.8%。觀察過去數季，因疫情影響，使得市場容易提前下修獲利預估，但隨景氣好轉，加上疫苗逐步普及，企業財報均有上修的現象。因此，預估去年第四季財報及2020年獲利預估，有進一步上調可能。

本週銀行股率先公布財報，隨股市熱絡及景氣回溫，預期銀行放貸、財富管理等部門收入，將進一步成長。就市場面而言，公債利率上揚，趨勢，有利銀行股表現。因此，研判市場有望延續Switch效應，可增持循環類股。

美國企業財報狀況



資料來源: factset。

利率回升，有助銀行股表現



資料來源: Bloomberg。

中國

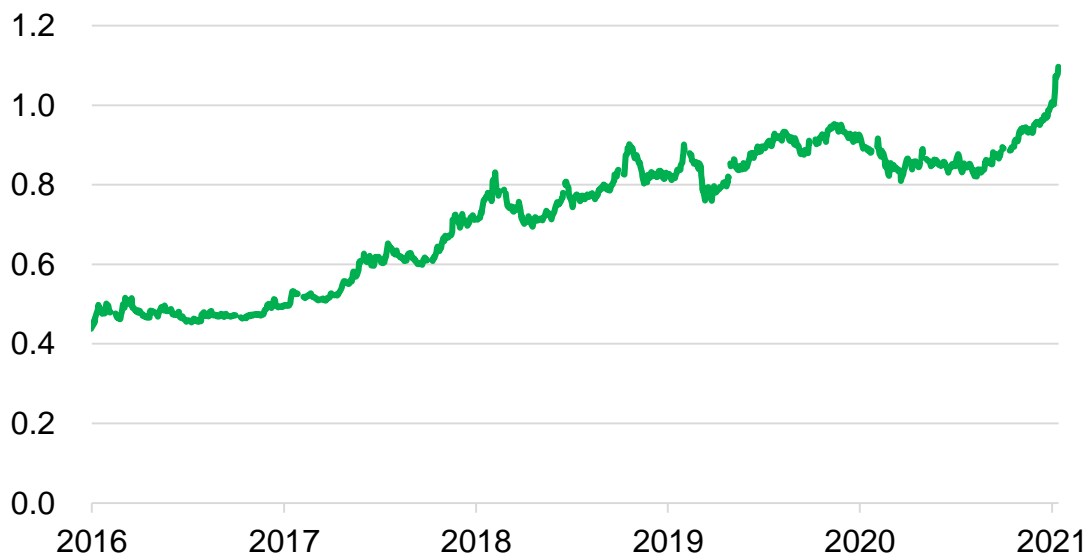
反映政策題材，大型股較小型股具表現空間

近期陸股大型股與小型股表現分化，反應機構投資者將資金集中投往A股優質核心資產，特別是光伏、新能源車、消費板塊等，契合中國經濟發展和產業升級方向之類股。考量3月中國兩會將確定十四五計畫，**政策題材成為短線資金可布局方向**。

為轉移對外經濟依賴，中國政府積極進行能源需求的改革，推動新能源汽車以期將用油需求轉向用電需求。在政府2025年新能源車的新車銷售占比要達到20%的目標下，以2020年為5%估算，年均複合增速須達33%，新能源車板塊具成長潛力。蔚來汽車作為中國電動車的龍頭，其市值自2020年4月以來，與特斯拉的比值持續縮窄。寧德時代(特斯拉與蔚來共同的電池供應商)，在動力電池產業的全球市占已達24%，預計新能源車及相關產業將持續受益題材面而具表現機會。

大盤指數表現持續優於小盤

大型股指數/小型股指數



資料來源:Wind。

蔚來汽車市值持續追趕特斯拉

特斯拉市值/蔚來市值



資料來源:Bloomberg。

日圓 疫情增加通縮風險，日銀檢視政策意向牽制日圓強度

12月底以來，日本疫情快速升溫，繼月初東京、神奈川、千葉及埼玉等一都三縣進入緊急狀態，日本首相菅義偉13日擴大範圍，京都、大阪、兵庫、愛知、岐阜、櫛木以及福岡等二府五縣，同步跟進。管制區域內，不僅餐飲等業者營業時間減短至晚間8點，居民非必要將不可外出，政府同步要求企業落實在家辦公，預計實施至2月7日。

自去年7月起，日本物價已陷入通縮，疫情嚴峻增加通縮惡化壓力，迫日銀重新檢視現行寬鬆成效，並將於3月會議公布結果，不排除加大寬鬆，增加ETF等風險性資產購買比重，或為選項。同時，因應偏弱美元下日圓偏升趨勢，首相菅義偉已警示關鍵防線重要性。**政府及央行政策立場，使上半年日圓偏盤整。**

日本通膨及央行政策目標



註：通膨預期為5Y5Y利率交換合約所隱含之通膨預期；藍虛線為日銀通膨目標。
資料來源：Bloomberg。

2011年以來日圓匯率



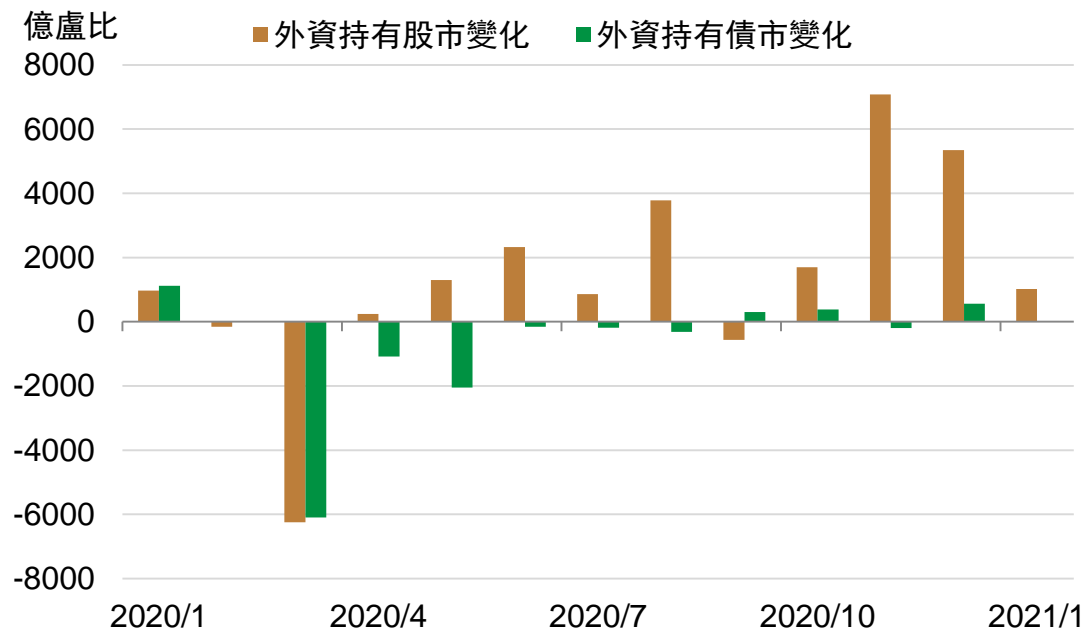
資料來源：Bloomberg。

印度 疫情改善，外資持續流入股市

印度Covid 19每日新增確診人數降至 2 萬人之下，疫情持續改善。另外，經濟數據包括製造業 PMI 連續5個月在50以上，服務業PMI連續3個月擴張，截至9月商業銀行不良貸款率由3月82降至75。預估4Q2020與1Q2021 GDP年增率將轉為正值，2022財年上半年GDP將年增6.5%。外資從去年10月開始增持印度股市，連續4個月淨流入為推升印股上漲主要動能。

考量短線印股漲幅已高，Sensex指數和季線乖離率達10%之上，為近幾年高位，高檔獲利了結賣壓恐添股市震盪，建議逢回分批布建。

外資持續加碼印度股市部位



資料來源: <https://www.moneycontrol.com>。

印度Sensex指數今年目標價與季線乖離率



資料來源: Bloomberg。

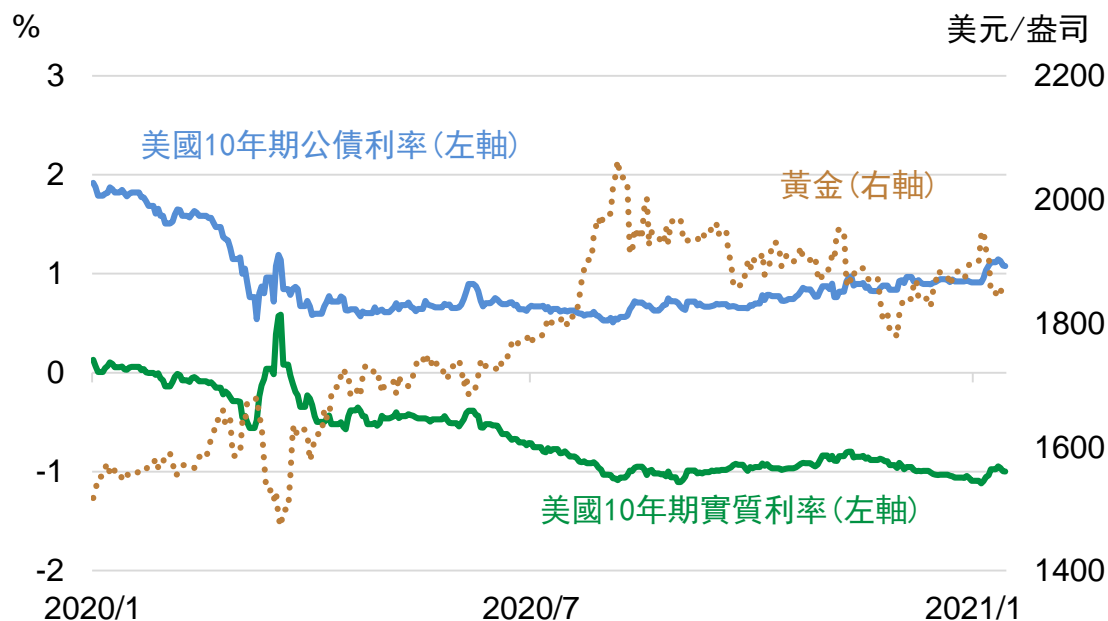
黃金

利率變化與寬鬆貨幣政策拉鋸，上半年金價有撐

民主黨可望推出大規模財政刺激方案，有助美國通膨預期進一步升溫。美債利率近期緩步偏上，美元指數重回90美元關卡，美國10年期實質利率雖上升幅度較名目利率為小，但仍對金價造成壓抑效果。

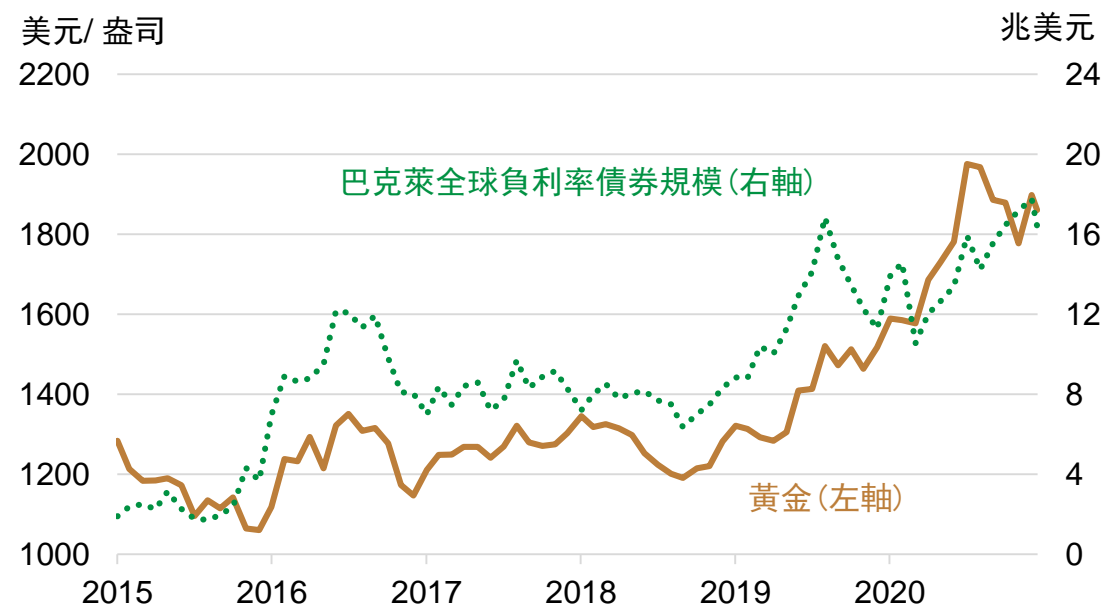
考量美國聯準會2023年前將維持政策利率不變，短線利率反映訊息面，彈升速度過快，未來再大幅上升空間有限。美元指數亦於90元附近盤整，歐洲央行持續加大購買公債，侷限歐洲利率彈升幅度，**全球負利率債券規模仍大，及疫情發展不確定性猶存，股市高位波動下，金價上半年具有支撐。**

美國名目與實質利率上彈升，對金價有壓



資料來源: Bloomberg。

負利率債券規模仍大，支撐金價



資料來源: Bloomberg。

Jan 2021

18

Mon

日工業生產
日產能利用率
加拿大新屋開工

19

Tue

德ZEW景氣調查
歐ZEW景氣調查

20

Wed

英國CPI物價
歐元區CPI物價
加拿大CPI物價
加拿大貨幣政策
美NAHB房市指數
俄羅斯消費者信心

21

Thu

日貿易報告
日工具機訂單
日企業信心指數
義大利工業訂單
歐洲央行貨幣政策
美請領救濟金人數

22

Fri

日本CPI物價
英國零售銷售
歐洲Markit製造業PMI指數
美國Markit製造業PMI指數

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