



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2020年12月11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

“

## 獲利回升預期, 助長Risk-on “Switch”

英國率先施打疫苗, 美歐本月中旬也將陸續批准上市。解封預期帶動生產活動增溫, 庫存回補助景氣續升。獲利反差愈大, 股市Switch效應愈有表現。

## 台灣央行出手打炒房, 限制貸款成數

12月7日宣布選擇性信用管制, 自然人第3戶以上購屋貸款限制, 最高貸款6成, 且無寬限期, 意圖遏阻過熱的房市, 控管金融風險。

## 台幣28關卡戰? 利差及拋匯需求助升

台灣11月進出口皆呈雙位數成長, 全球供應鏈重組及半導體產業優勢, 企業資本投資增加、外資動向及利差等資金面, 使台幣偏強。

”

### 股市

疫苗問世及景氣動能續溫, 解封補庫存需求及殖利率稍彈趨勢, 風險性資產偏多。短線資金偏好非美、新興股, 及解封題材如工業、非必須消費等景氣循環股, 長線科技股動能亦看好。短線須留意指數乖離率過大風險。

### 債市

歐美疫苗上市, 市場期待關注國會財政紓困進度, 經濟改善、長率上彈預期增溫。歐央擴大購債及Fed後續可能增持長債, 央行續寬鬆政策下, 債券Switch效應著重利差相對價值, 有助高收債及新興債表現。

### 匯市

景氣穩步復甦, 歐洲財政及貨幣政策齊出, 削弱美元指數。風險偏好利人民幣等新興亞幣表現, 資金面持續支持台幣偏強, 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。

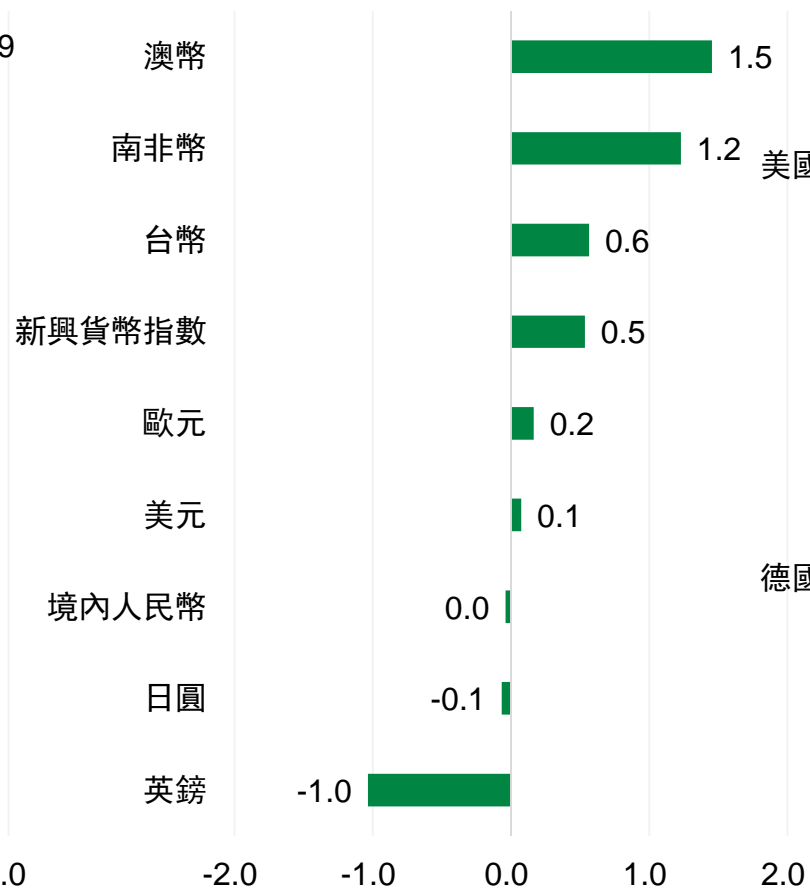
# 一週市場變化

市場變化

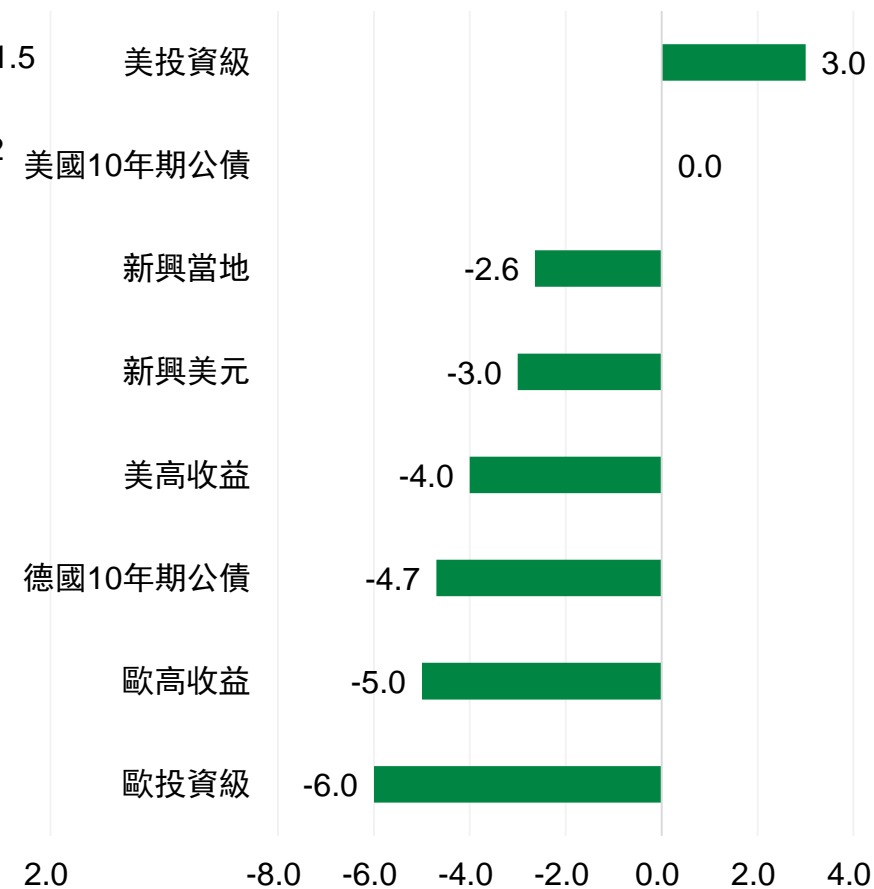
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/12/4~2020/12/10。

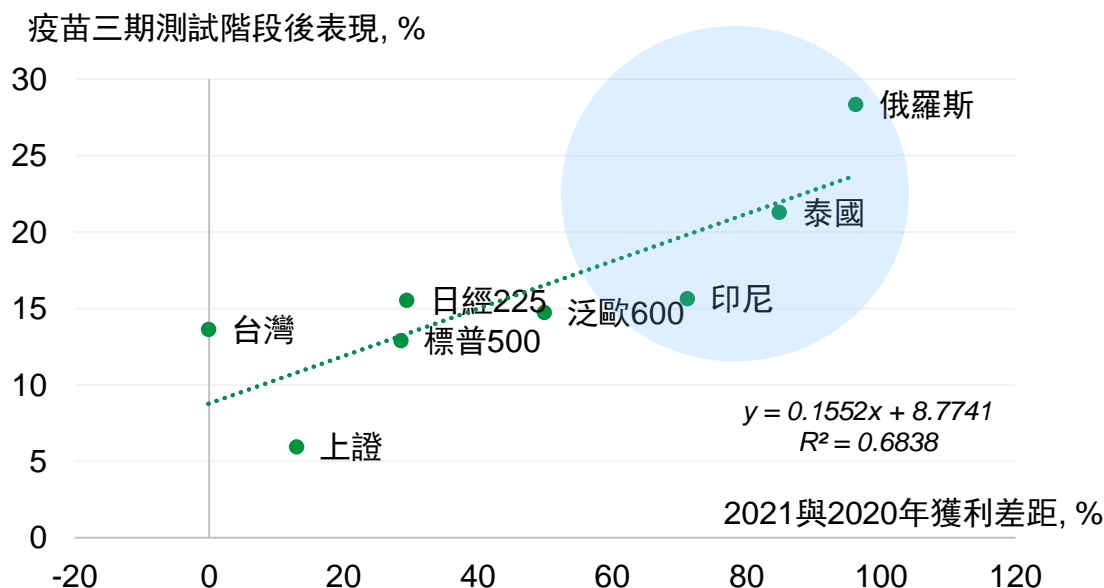
資料來源: Bloomberg。

# 疫苗問世及獲利回升預期, 持續帶動Switch效應

疫苗三期試驗效果良好, 可望進一步帶動解封及供應鏈復工、生產活動增溫, 有助於消費需求增加, 帶動企業獲利成長, 進而升股市表現。**獲利預期反差愈大, 將使Risk-on Switch效應愈顯, 亦反應景氣復甦下各國產業結構的表現空間。**俄羅斯股市五成為能源類股, 受惠油價急漲, RTS指數成為11月來反彈幅度最大市場。反之, 中國與台灣因疫情控制良好, 疫苗對股市的提振效果就較為薄弱。

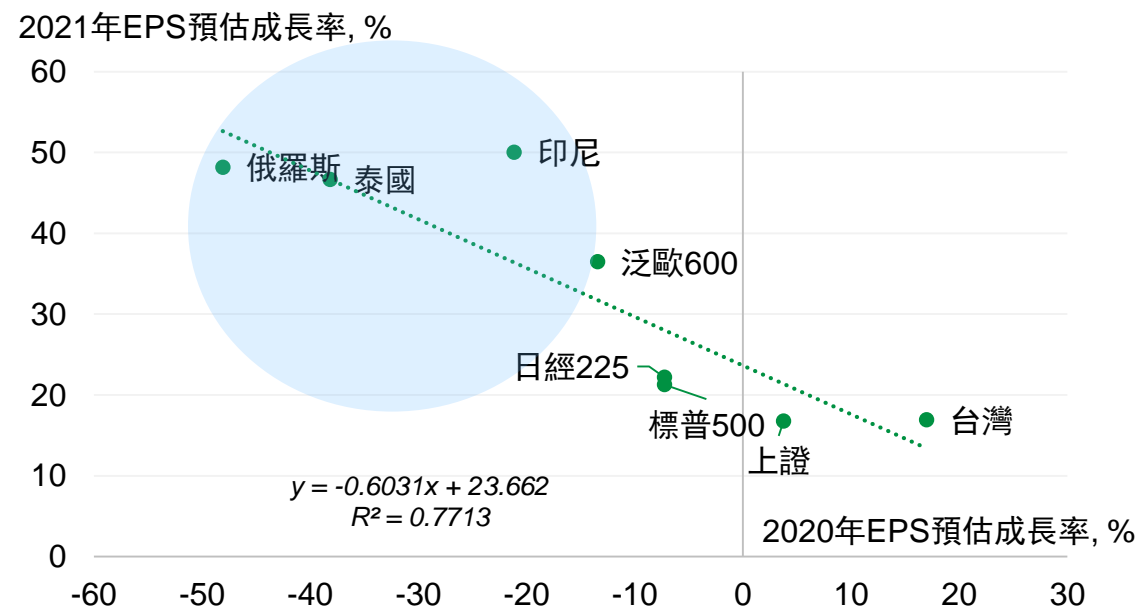
對於主要國家的明年展望, **今年衝擊較大的市場, 因基期偏低及疫苗普及的預期, 明年獲利將有明顯改善**, 如俄羅斯RTS指數獲利增速, 可能從衰退48%, 轉為成長48%。因此, 若疫苗發展及景氣復甦帶動的獲利回升逐步順行, 類股輪動效應將延續。

## 獲利預期反差愈大, Switch效應愈有表現空間



註: 輝瑞與摩德納疫苗相繼於11月開始公布, 疫苗三期測試階段係指2020年11月至今。  
資料來源: Bloomberg。

## 先前因疫情受壓國家, 2021年企業獲利可望大幅改善



資料來源: Bloomberg。



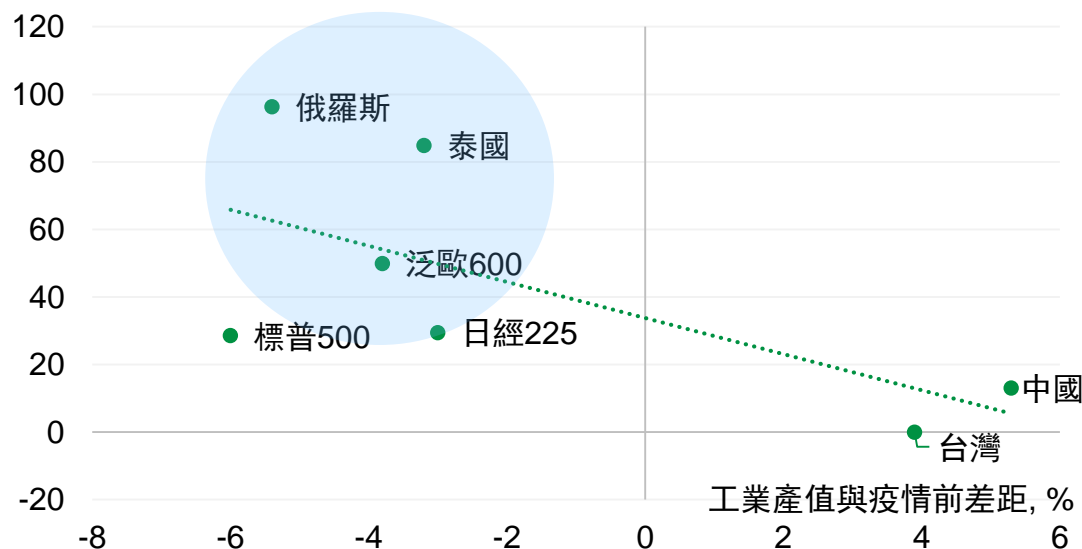
# 解封期待，疫情受壓的國家明年較具成長空間

企業獲利高低預期，與總體經濟回復力相關性大，反映產能利用率將有提升空間的潛力。解封預期帶動供應鏈復工、生產活動增溫，庫存回補助景氣續升。生產活動與疫情前水準差距愈大，將代表未來潛力空間愈大，中國、台灣因轉單效應與疫情控制良好，目前工業產值甚至超過疫情前水平，未來潛在成長空間較小；反之，相對其他地區的成長空間較大，獲利預期愈有表現，將有助於類股輪動持續。

解封預期帶動歐美生產活動升溫，亞洲國家包括中國及台灣工業生產，已率先反映疫情控制及電子需求而持穩表現，隨疫苗問世及景氣動能續溫，可望進一步帶動企業回補庫存需求增溫，有助資本支出增長，景氣動能穩健持續。

## 疫情受壓國家，明年基本面回復力成長較具空間

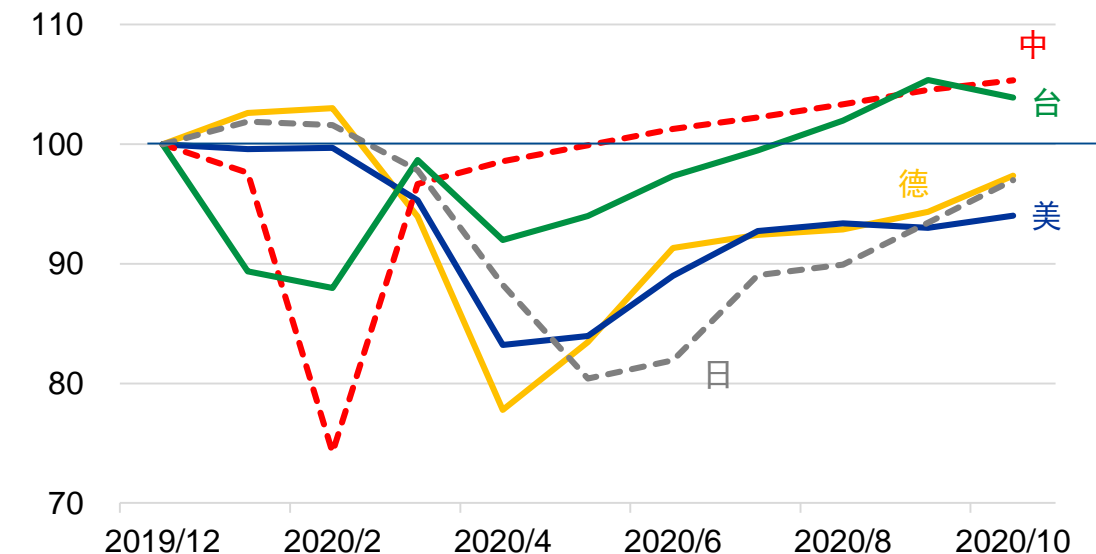
2021與2020年獲利差距，%



資料來源: Bloomberg。

## 庫存回補將助歐美生產活動回溫

工業生產，2019/12=100



資料來源: Bloomberg。

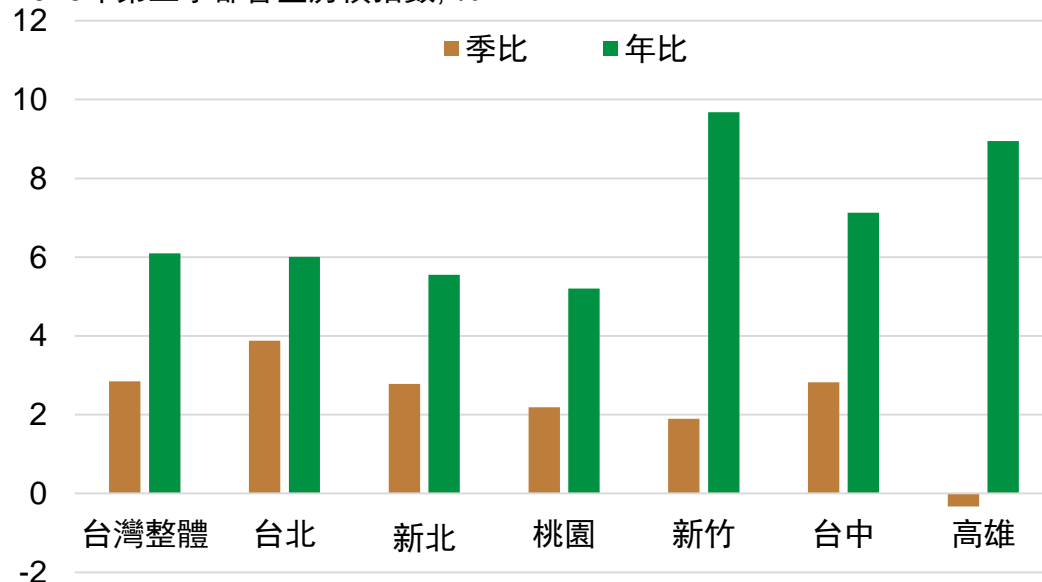
# 央行出手打炒房，選擇性信用管制並限制貸款成數

台灣央行出手打炒房，**12月7日宣布進行選擇性信用管制**，包括**自然人第3戶以上購屋限制**，**最高貸款成數6成**，**無寬限期**。全球供應鏈重組及半導體產業優勢，資本投資增加、外資動向及利差等基本面，資金回流台灣使台幣偏強。**低利率寬鬆環境更促資金湧向房市，造成房價上揚、不動產貸款佔GDP比重增加。**

台灣自有住宅率達85%，高房價使換購房屋更形吃力，**投資炒房的過高信用乘數將為金融循環的中期風險**。低利率、高房價且大量餘屋閒置，**企業投資房地產與建商餘屋貸款快速增加**，**房價續升恐將導致更嚴重的資源錯置**。強台幣與高房價將使央行利率政策陷兩難。

## 台灣房市資金行情延燒，房價上揚

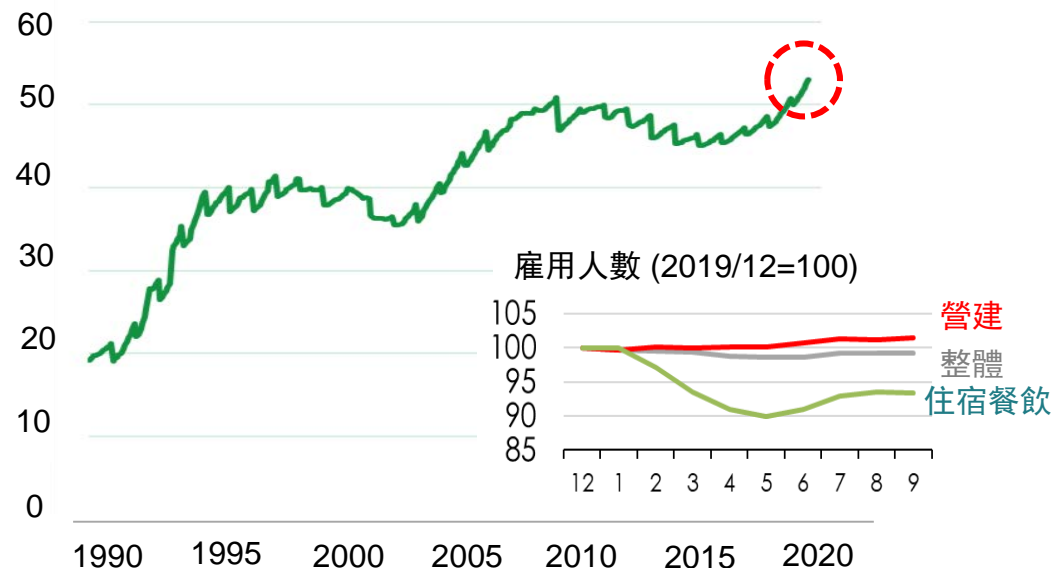
2020年第三季都會區房價指數，%



資料來源：信義房屋房價指數。

## 央行突襲滅炒房：房價上漲的資源錯置

台灣不動產貸款/GDP, %



註：不動產貸款包含購置住宅貸款，房屋修繕貸款，及建築貸款。

資料來源：臺灣中央銀行，主計總處。

# 新台幣28關卡戰？外資及出口商資金助升台幣

近期新台幣明顯升值，因素有三：1) 市場Risk-on情緒削弱美元指數，新台幣隨新興亞幣而走升；2) 權值股助台股挑戰萬四關卡成功，外資回補部位；3) 出口商拋匯助陣。近週新台幣每日開盤即升往28.2，挑戰23年新高姿態明顯，加重央行穩匯壓力，收盤逼近28.5關卡。

出口商拋匯需求及美台利差等因素，將使新台幣續強呈現。在此之下，近週一個月NDF已升值至27字頭。所幸，隨台股近歷史新高，同時歐美聖誕假期因素將至，或稍緩年底前升值速度，近週NDF與現貨價格折價幅度稍收斂。

## 新台幣盤中最低價及收盤價

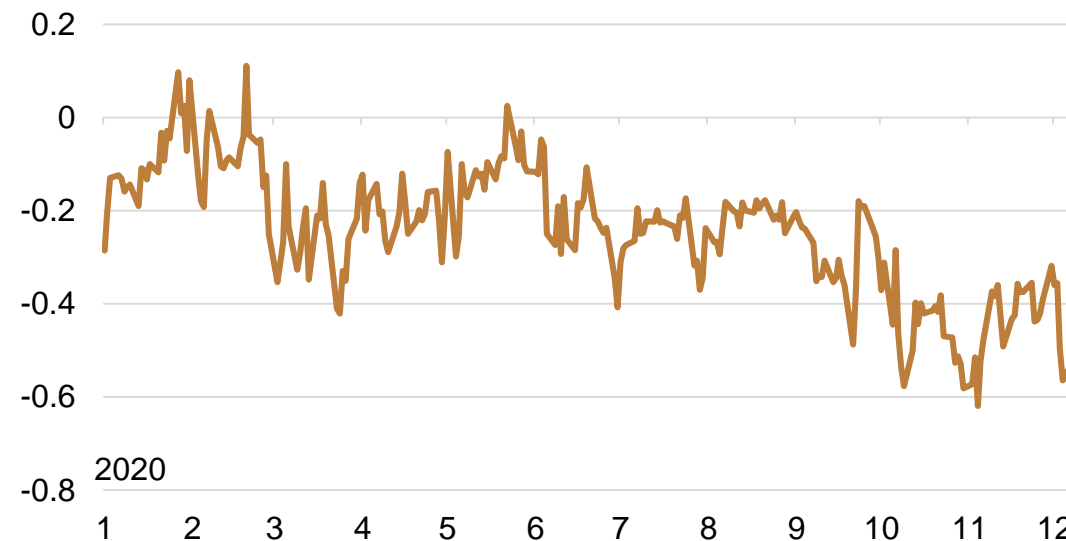
USDTWD



資料來源: Bloomberg。

## 新台幣盤中最低價及收盤價

新台幣一個月NDF與現價差距, 點數



註: 差距為負表示NDF處折價水準, 意味報價較現價兌美元為強, 隱含市場預期新台幣升值。  
資料來源: Bloomberg。

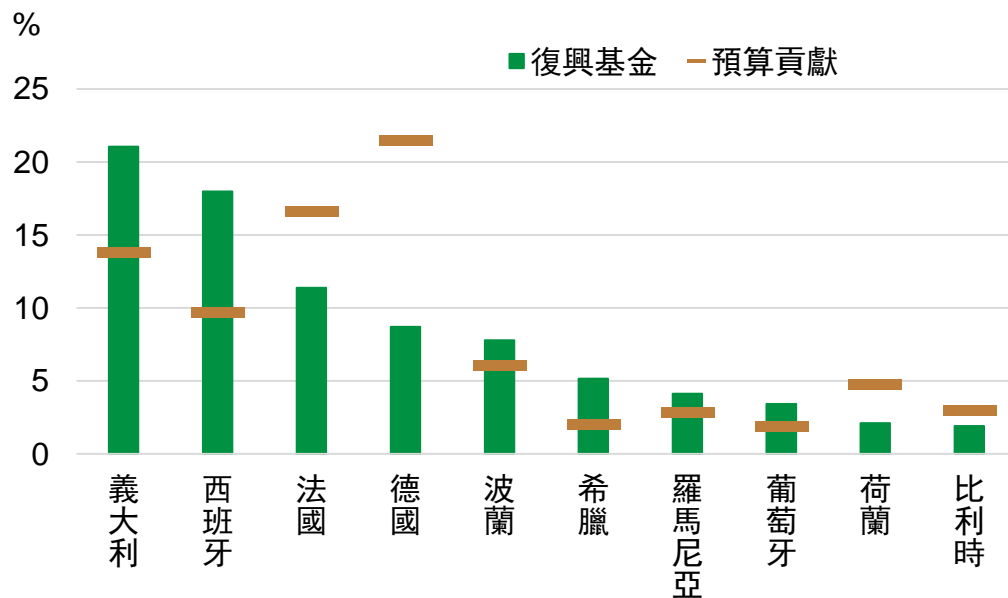
# 歐央及歐元

## 擴大購債及歐洲復興基金的政策助推，資金“牛”向歐元

2020年底歐央擴大購債規模，擴大緊急抗疫購債計畫 (PEPP) 5000億歐元至1.85兆規模，且購債時間至少延長至2022年3月。除央行擴大寬鬆外，同時歐盟亦通過歐洲復興基金的預算審議，預計受疫情影響最顯的義大利及西班牙，援助規模將超出預算貢獻，財政及貨幣政策同步推出，凸顯政策面引導景氣復甦之決心。

儘管央行政策將使明年德10年公債利率維持歷史低位，復興基金啟動題材及疫苗後復甦預期，將支撐市場風險偏好，淡化負利率環境及利差因素，吸引國際金流往歐洲，助歐元偏升發展。

歐洲復興基金 (Next EU) 各國分配比重



資料來源：歐盟執委會，國泰世華投研團隊整理。

解封預期下的風險偏好，將利短線歐元



註：3月以來兩變數相關性為0.9。

資料來源：Bloomberg。



# 聯準會及美債

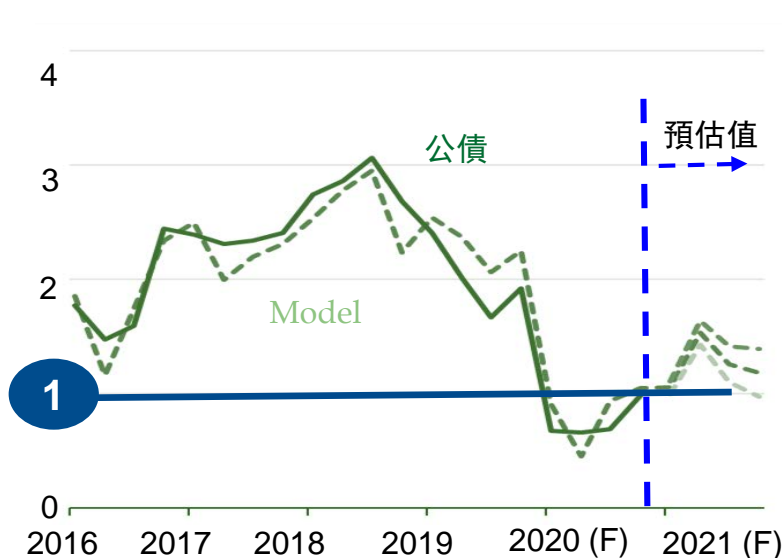
## 利率上彈破1%增溫, Fed下一步可能增持長債

疫苗問世及景氣動能續溫, 冬季疫情升溫及管制影響, 近期美國初領失業金人數及11月ISM就業指數再度回落, **經濟及就業市場不穩定下, 不排除聯準會年底可推出新的寬鬆政策**。就業市場穩定性仍為挑戰。疫苗上市到普及化仍需時, 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。**明年上半年反映疫苗施打及財政進度, 通膨增溫將使利率彈升破1%機率上升、殖利率曲線漸陡預期。**

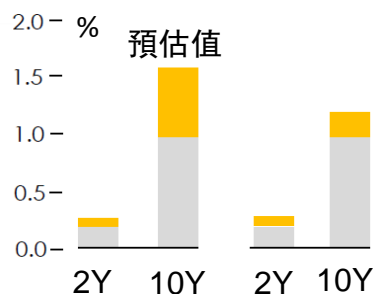
長線景氣改善、疫情可解, 但利率驟升將不利經濟發展, **若長率上彈預期增加, Fed可能增持長債以支持金融環境穩定**。利率偏升趨勢, 同時Fed加大購債應變及全球央行低利寬鬆持續, **預期全年美債利率上半年升幅力道較強。**

### 通膨預期vs. 央行買盤, 長率上彈1%預期增溫

美10年期公債殖利率, %



### 2021 Q2 升幅力道較強

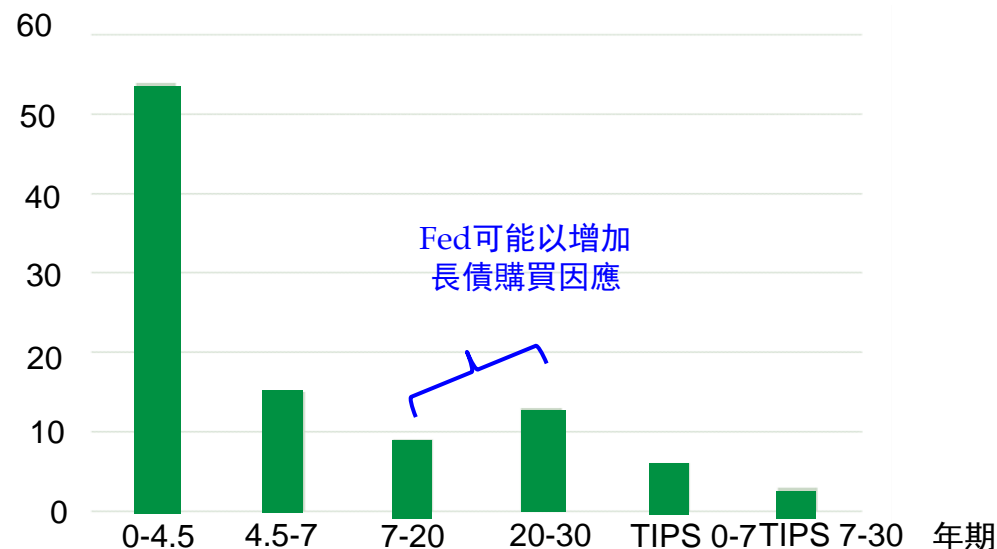


- (1)上半年疫苗陸續推出
- (2)財政刺激通過機率高
- (3)基期效果拉升通膨預期

註:  $US10Y = 2.05\pi - 0.07Fed\ GDP\%$ ,  $adj\ R-sq = 0.92$ , 2016Q1-2020Q3,  $\pi = 5$ 年損益兩平通膨率,  $Fed\ GDP\% = Fed\ 資產負債表規模 / 名目GDP$ 。右圖灰色區域美債殖利率以2020年11月30日基準  
資料來源: FRED, US Department of Treasury, 國泰世華銀行投研團隊預估。

### 若長率上彈預期增加, Fed 可能增持長債

Fed 近期購債年期分佈, %



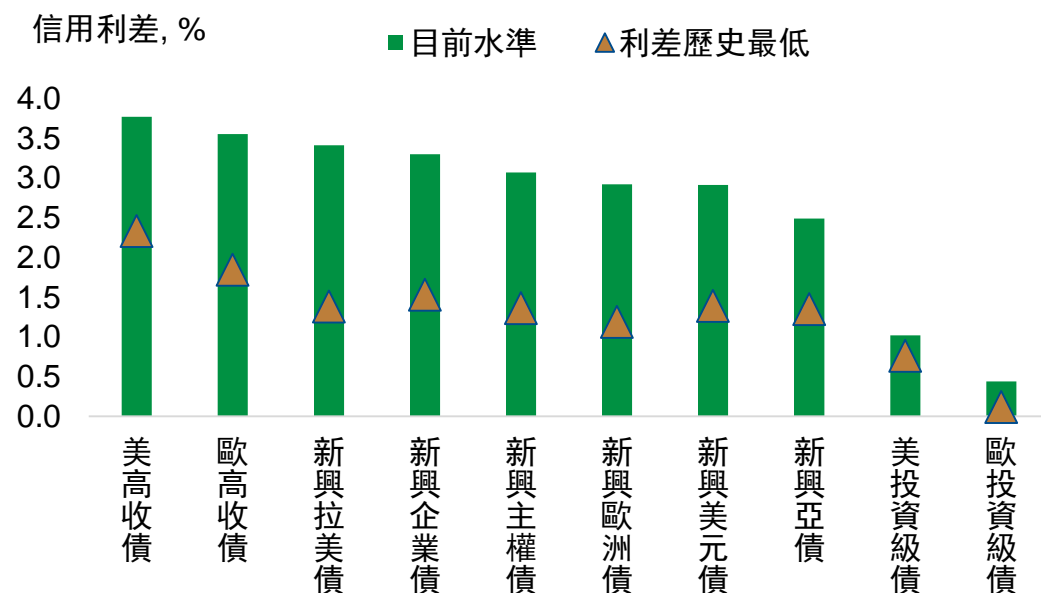
註: 以2020年8-10月Fed購債作為分析, 平均加權年限約6.9年。  
資料來源: Federal Reserve Bank of New York, 國泰世華銀行投研團隊。

# 信用債 經濟溫和成長，著重利差相對價值空間

歐美加速疫苗上市，市場關注國會財政紓困協商年底進度，補庫存帶動經濟數據持續改善，**長率上彈1%預期增溫**，**歐央寬鬆及Fed後續可能增持長債**。**債券Switch效應著重利差相對價值**，加速債券Risk on輪動，**支持高收債及新興債表現**。

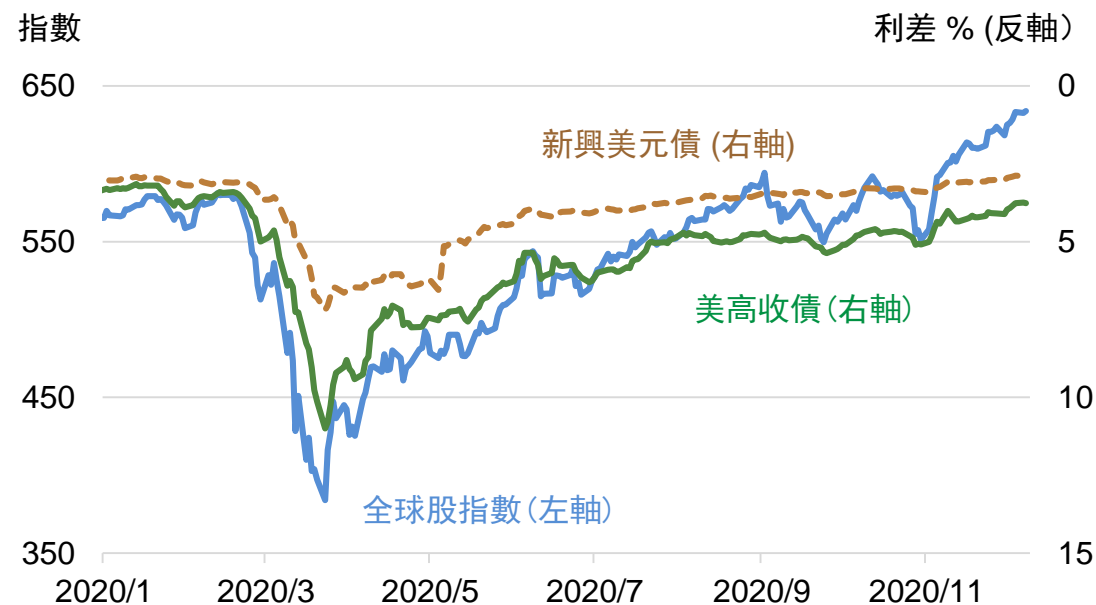
全球低利寬鬆環境持續，尋息需求仍強，考量經濟趨動可能利率揚升風險，**短線利率波動較大壓力**，**高評等債將以逢高鎖利偏類定存思考布局**。**高收債及新興債相對存續期間較低、股市連動性高**，**有助於利差縮窄**。**全球貿易量回溫**，**商品需求及補庫存效應將有助於新興國家經濟成長**。**偏弱美元稍解壓新興財政惡化壓力**，**美中政策可能調整將有利於新興風險偏好提升**。

## 債券評價面：相對價值決定空間



註：資料期間2000/1/1-2020/11/30。  
資料來源：Bloomberg。

## 高收債與新興債與股市走勢相關性高



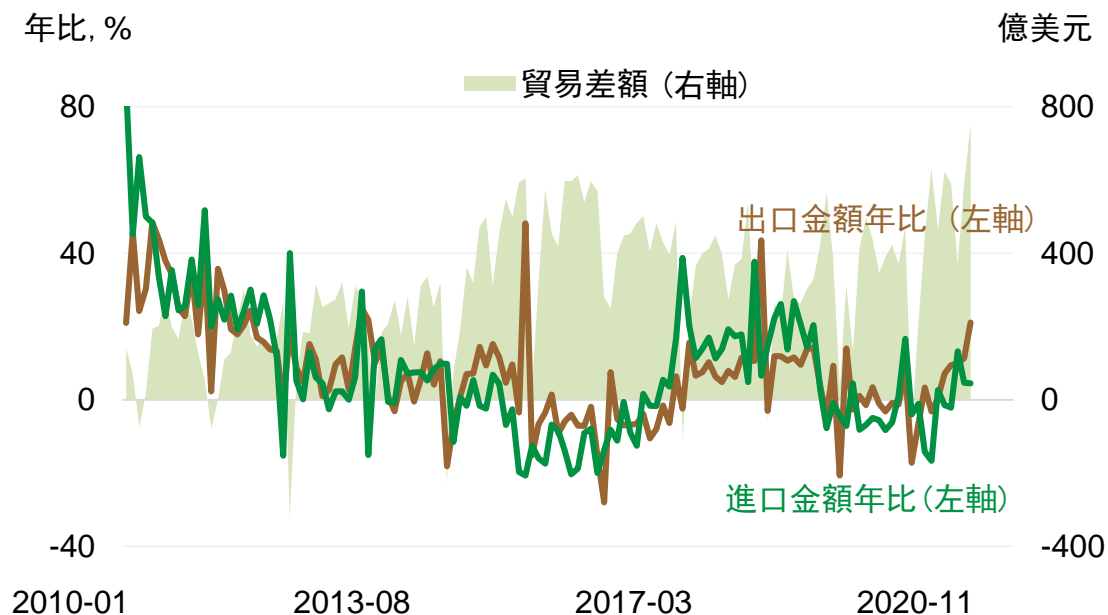
註：全球股指數為MSCI全球股，今年來新興美元債、美高收債與全球股指數相關性達0.92。  
資料來源：Bloomberg。

# 中國 經濟活動復甦，對外貿易持續增長

中國復工復產態勢良好，加上疫情使宅經濟火熱，11月高新技術與機電產品年增21%和25%，**中國11月貿易順差創十年新高**。進口增速持續恢復，但較為緩慢，主要因海外疫情反覆使復工進程延遲。**短期而言，外需隨年底疫苗問世，將持續支撐中國貿易順差保持高位。**

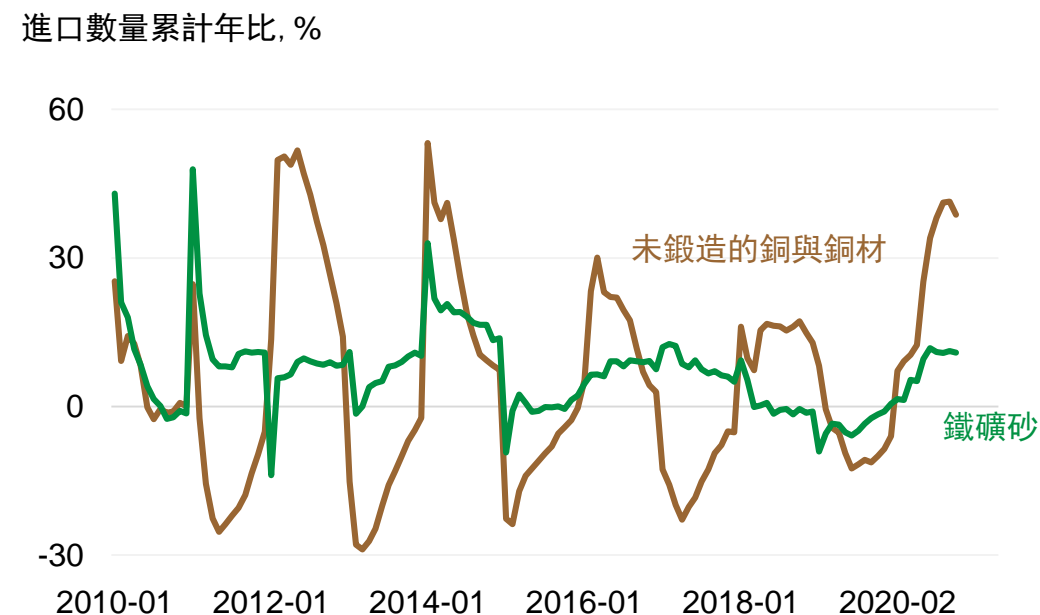
為提振內需增長，並避免政治風險，**政府在十四規劃中加強戰略性金屬儲備**，以減少對外依賴，今年**1-11月銅材與鐵礦砂年增速均為近三年的高位**。此外，**中國積極推動新能源與電動車**，亦造銅材需求大增，有利後續商品價格走揚。

## 中國貿易順差創10年來新高



資料來源:Wind。

## 中國強化金屬戰備，大幅跟提商品需求



資料來源:Wind。

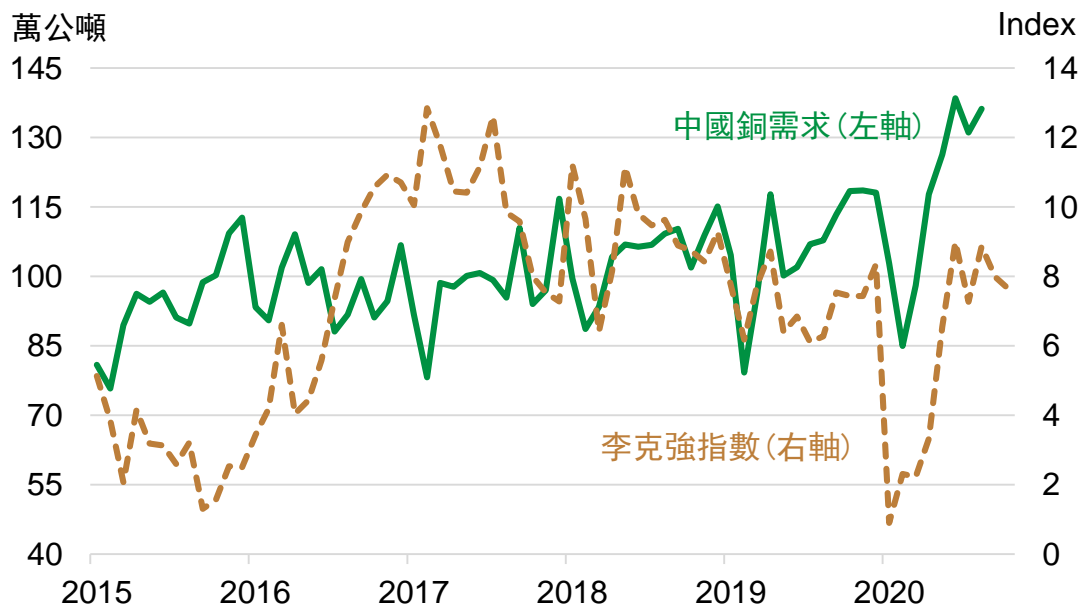
# 礦業

## 景氣復甦題材使企業獲利改善

近期礦價偏強，主因(1) 明年全球景氣復甦預期，主要國家財政政策以建設基礎設施，來刺激經濟復甦，使礦產需求上升。(2) 中國房產、基礎設施、汽車製造和白色家電等需求帶動，銅、鐵需求量大增，加上新興市場生產因疫情讓供給下滑，激勵銅價創歷史新高，鐵礦砂創近7年新高。**預期在中國春節停工前，相關廠商提前拉貨需求猶存，年底至明年初基本金屬價格仍有支撐。**

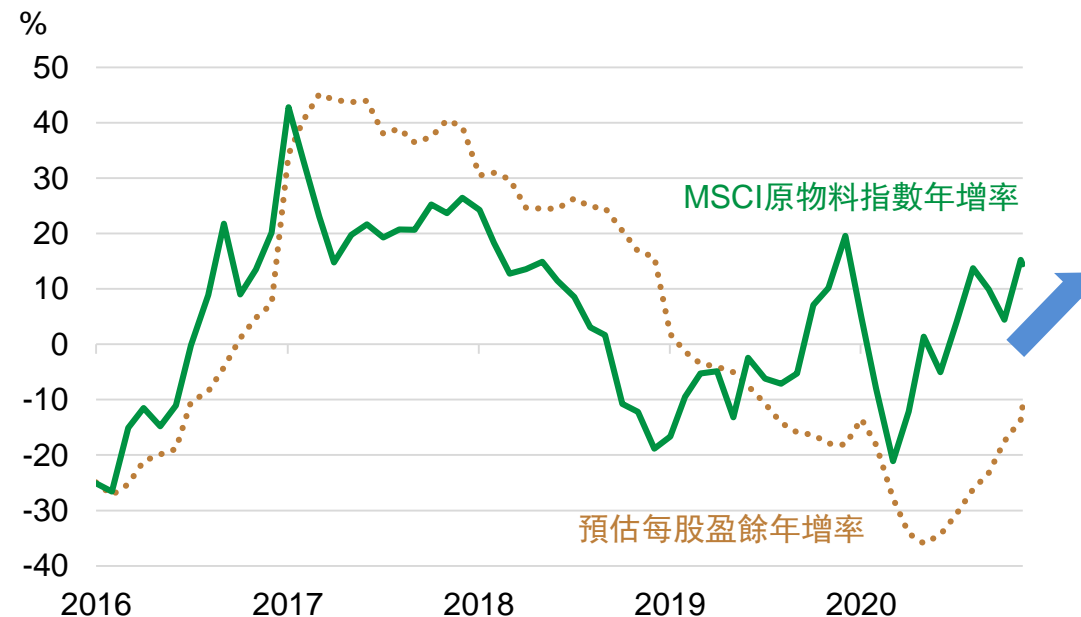
工業金屬價格偏強，有利原物料類股股價表現。**原物料股預估獲利可望由負轉正，近季偏多看待，但留意鐵礦砂價格短線漲幅已高，可待逢回再布。**另外，明年2Q後巴西、澳洲供給逐漸增加，漲幅可能逐漸趨緩。

### 銅礦需求強勁，可望續推銅價上漲



資料來源: Bloomberg。

### 原物料企業獲利改善帶動股價



資料來源: Bloomberg。

Dec 2020

14

Mon

歐元區工業生產

15

Tue

中國工業生產  
中國零售銷售  
中國固定資產投資

16

Wed

日本進出口  
美國Markit PMI  
美國零售銷售

17

Thu

歐元區CPI  
新加坡出口  
FOMC  
BOE, BOJ利率決策  
台央利率會議

18

Fri

日本CPI

## 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。