



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2020年10月30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

“

美大選最新觀察

國會分歧機會上升，若刺激規模下降將限縮利率升幅。搖擺州選情膠著，**川普勝選不利新興亞幣**。若大選結果無法如期公布，將提供股市逢低加碼契機。

美歐疫情升溫，加重選前波動

美歐新冠肺炎疫情加速惡化，歐洲多國加強防疫措施，封城疑慮迅速升溫。**疫苗問世前，疫情加重恐影響景氣復甦步伐，宣布建投資級債降低資產波動。**

歐洲央行維持貨幣政策

基本面疲態增添物價走弱風險，本週歐央預計維持貨幣政策，年底會議料加大PEPP購債規模，**政策發展將使歐元稍弱，支撐美元指數。**

”

股市

美國大選最後倒數，歐美疫情升溫引發封城疑慮，市場波動顯重。資金行情支撐股市水位，美國企業獲利逐步改善，**長線股市佈局宜採金字塔思維，並以基本面較佳的美股、科技股為主。**

債市

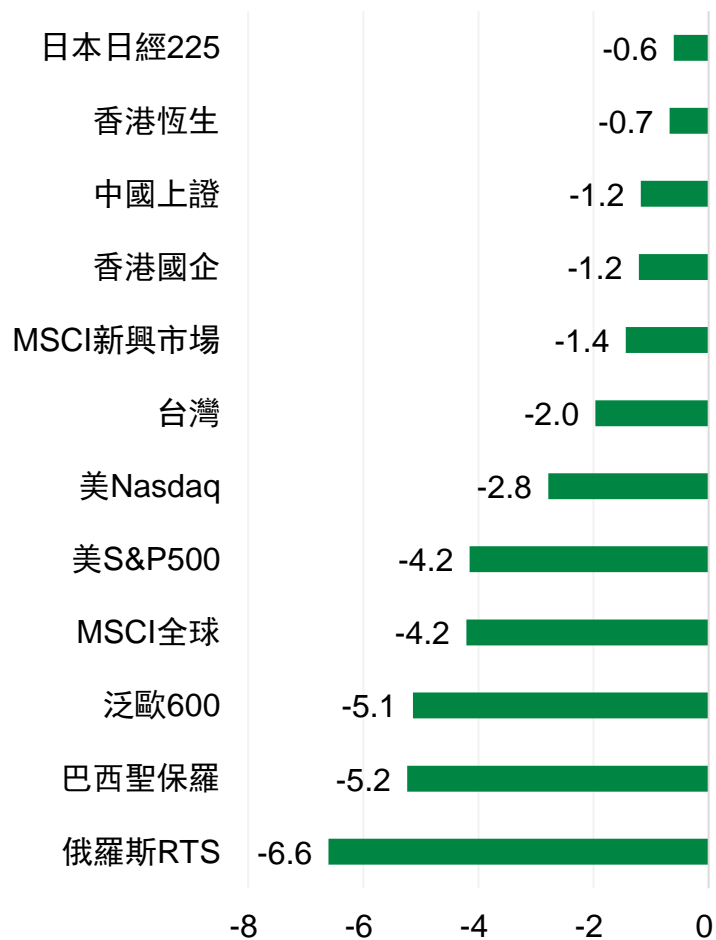
近期市場反應預期後續可望推出財政方案，使得美債波動加大。冬季疫情復熾及重啟管制壓力，**歐美央行低利率及可能加大QE政策，預期美債利率走勢偏上。**可趁殖利率彈升，分批漸布投資級債。

匯市

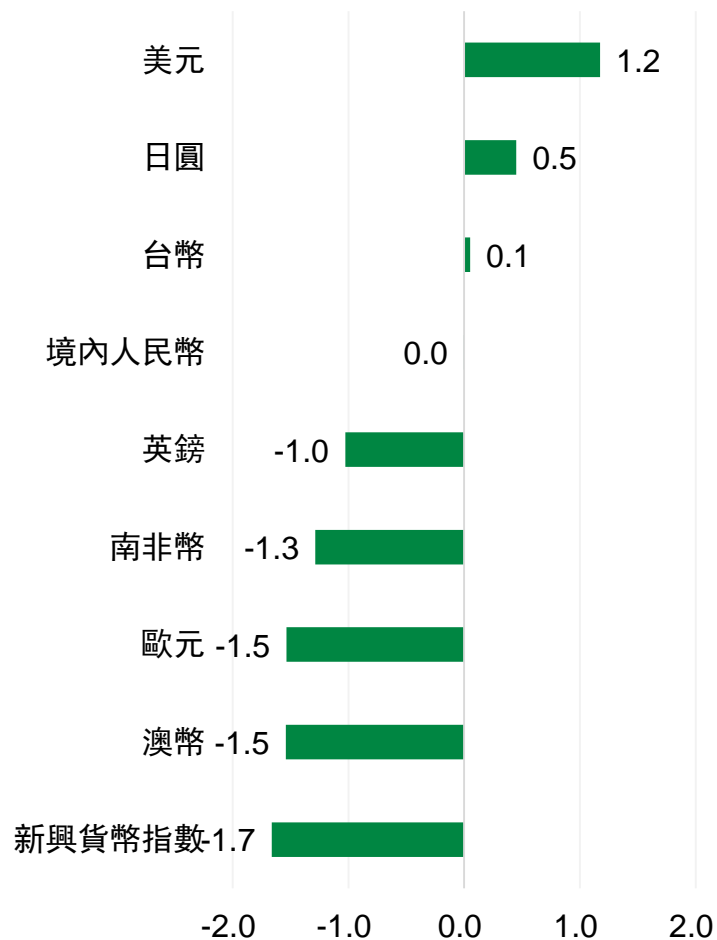
歐英央行加大QE寬鬆臆測，政策發展將使**歐元偏下稍弱，支撐美元指數。**台央短線區間雙向調節穩匯牽制，外資匯入與出口商拋匯等基本面支撐台幣續強。

一週市場變化

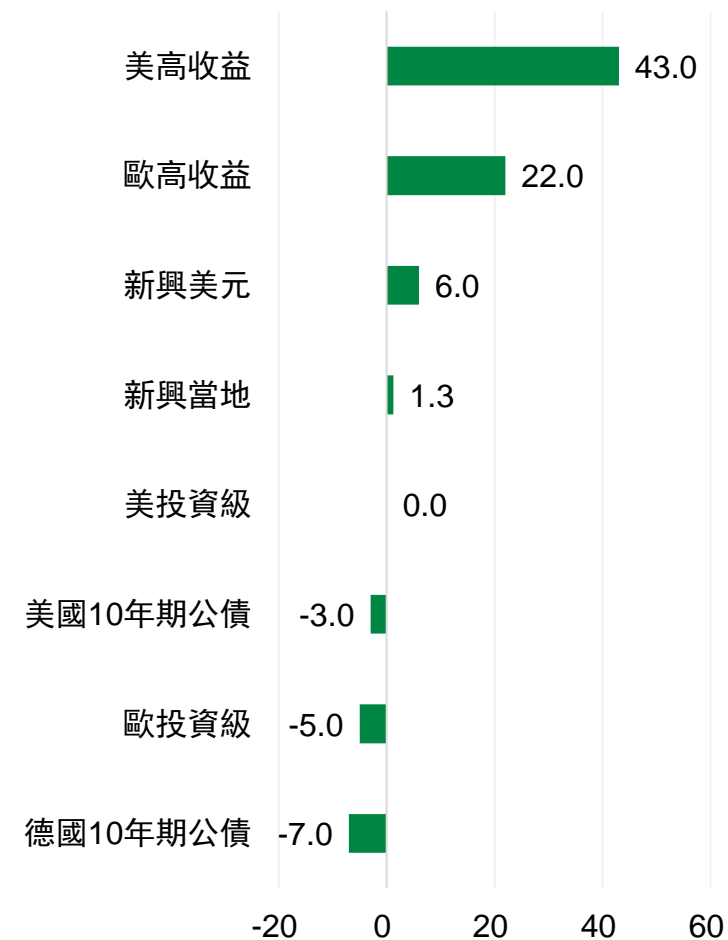
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/10/23~2020/10/29。

資料來源: Bloomberg。

美國大選策略及資產布局

美國大選逼近，選後情境影響市場氛圍。拜登及民主黨民調持續領先，稅收政策影響企業獲利，或衝擊股市短期表現。搖擺州左右選情，川普勝選情境有利美股，新興股與新興亞幣承壓。大選結果如無法如期公布而延宕，將使風險性資產受挫，提供逢低加碼契機。

大選時程		選後著重政策聚焦及時間發展		
		11/4		
股市	策略	情境一：拜登勝選	情境二：川普勝選	情境三：結果無法如期公布
	產業	股市逢高減碼，跌幅超過5-10%，金字塔向下布建。新興股有表現空間。	美股有望挑戰新高，逢低布建。新興股承壓。	股市向下修正機率高，長期正向展望不變，逢低加碼美股及科技股。
	債市	投資級債 新興亞債	信用債優於公債	避險公債及投資級債
商品	匯市及	新興亞幣、日圓偏強 避險：黃金，VIX	新興亞幣受壓 黃金偏弱	避險氛圍將使日、美元指數偏強 黃金，VIX

註：表格內為選後三個月之配置策略。
資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

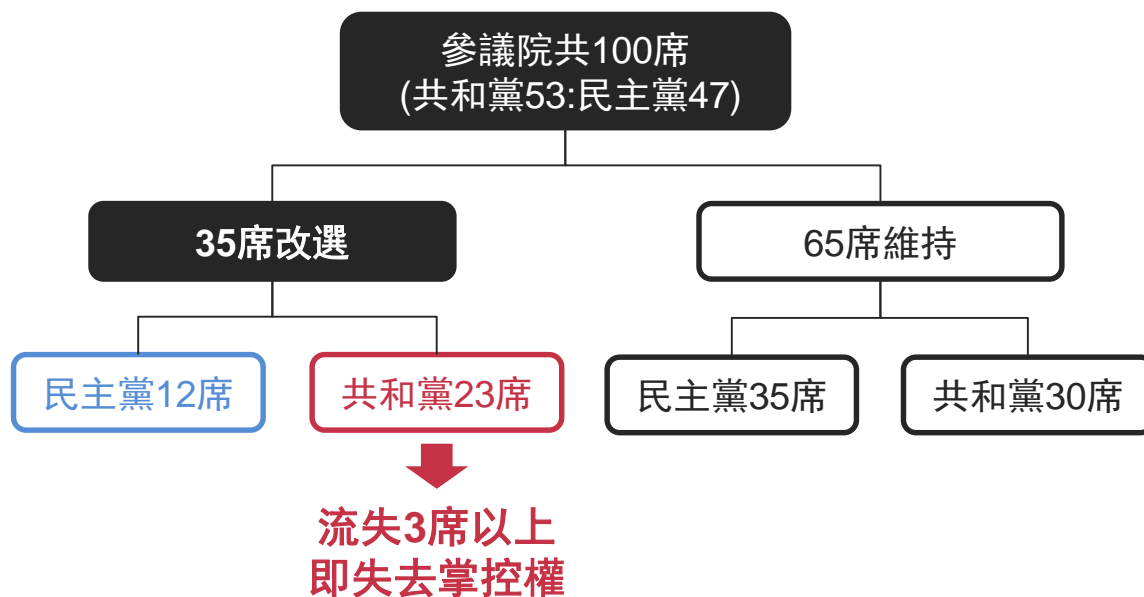
美國大選最新進展

國會分裂機率上升，不利重大政策推動

依民調看來，民主黨全面執政仍是目前最有可能情境，但近期參議院掌控權的賭盤機率略有異動。參議院本次改選的35席中，共和黨佔23席，只要其中3席以上倒戈即造成參院易主，但依最新民調看來，如北卡羅來等多個關鍵州差距不到5%，選情膠著程度更勝總統大選。

民主黨藍潮情境之下，加稅效應可能使美股企業獲利調降，大規模財政刺激則為市場利多。若參眾兩院分歧，預估加稅力道有所減緩，但財政刺激將不如原先藍潮情境，美債利率揚升幅度受限，適宜加碼高評等債券，以因應可能的風險性資產震盪及疫苗問世前的疫情擾動。

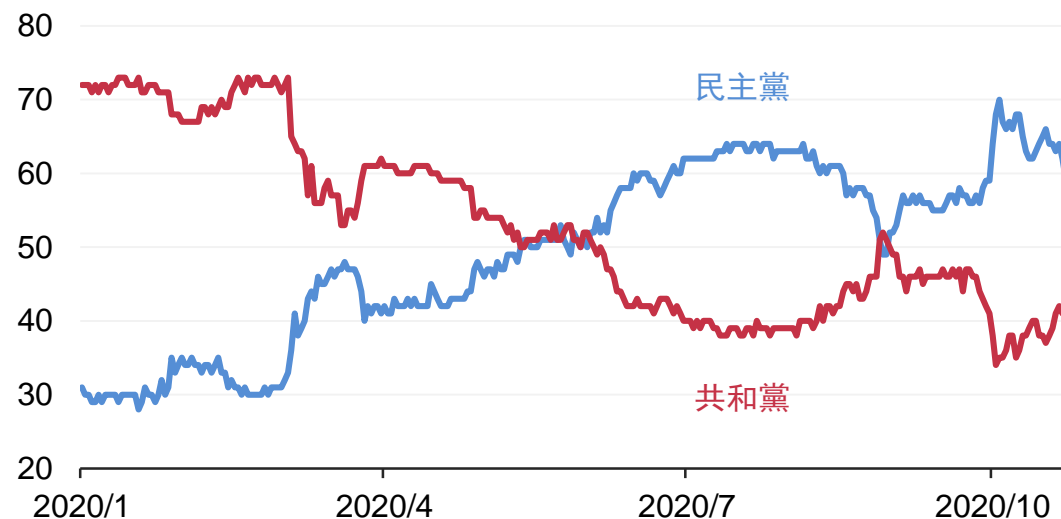
參議院改選席次



資料來源: 國泰世華銀行投研團隊。

參議院多數黨賭盤機率

成為多數黨機率, %



註: 資料時間截至10月25日。
資料來源: Bloomberg。

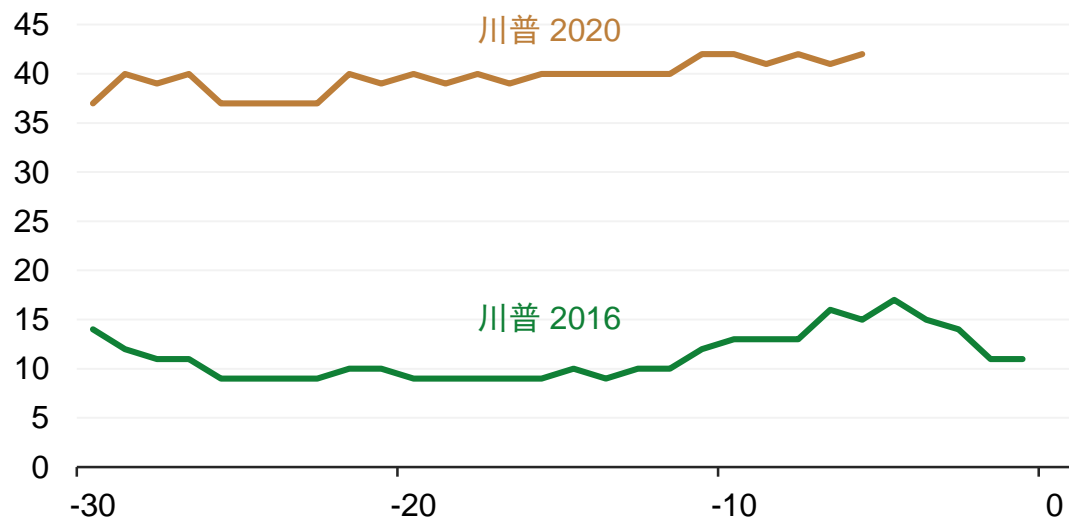
民主黨是否再次“大意失賓州”？

截至目前，各項民調數據持續偏向民主黨，而回顧2016年選情，川普的全國平均民調支持率在40%至45%徘徊，賭盤的勝選機率更低至20%下方，情勢之壞較今年猶有過之，但在美國大選的選舉人團制度下，民主黨選情恐未如表面樂觀。

關鍵搖擺州的戰況陷入膠著，亞利桑納、俄亥俄與佛州的民調正逐漸轉向川普，上次由共和黨奪下的密西根與威斯康辛州卻傾向拜登，賓州所扮演角色愈加重要，**23日舉行的辯論會後，川普在推特貼文的拜登頁岩油政策影片，恐對賓州選情有所衝擊。**而被視為賓州大選結果風向球的候選人餅乾，川普銷量遠勝拜登，也透漏民調之外的另一層聲音。

2016與2020年川普賭盤勝選機率比較

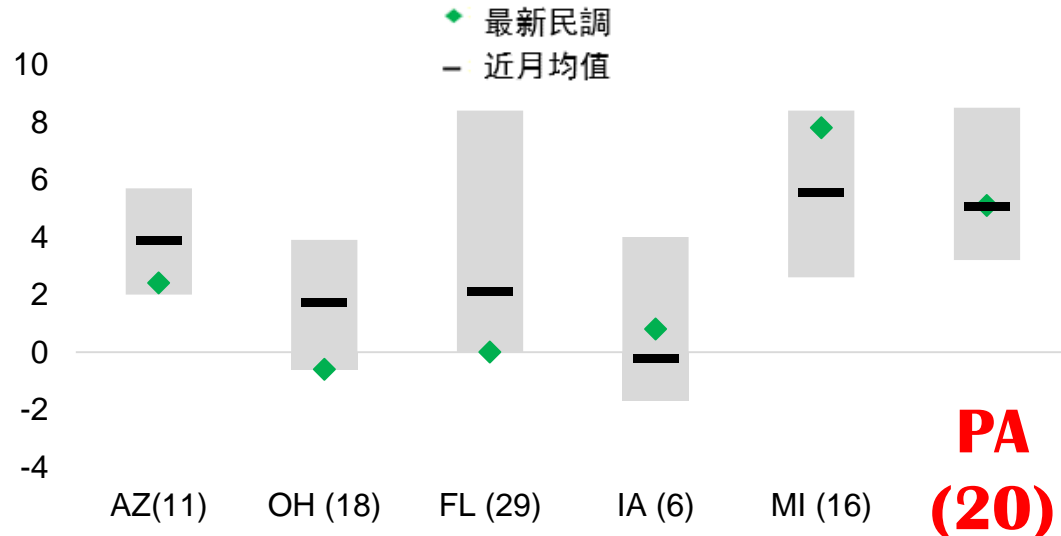
賭盤勝選機率，%



註：橫軸為選前剩餘天數
資料來源：Bloomberg。

關鍵搖擺州7月至今民調變化

Biden民調領先程度，%



註：括號內為該州選舉人票數；AZ為亞利桑納州、OH為俄亥俄州、FL為佛州、IA為愛荷華州、MI為密西根州、PA為賓州。資料來源：Bloomberg。

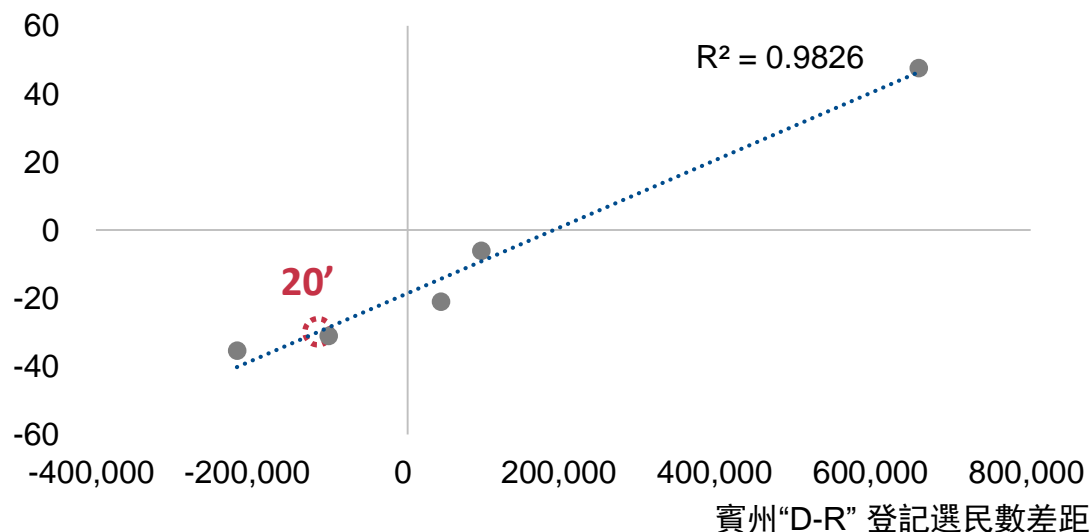
民調若再次失準，有望助美股挑戰新高

美國選舉方式與台灣大相逕庭，選民須先行登記申請標方可投票，申請表中須註明政黨歸屬。觀察過往五次大選，登記選民的差距變化與該州實際的得票變化具高度相關性，**以賓州為例，本次新增的共和黨登記選民遠高於民主黨新增選民數，暗示共和黨在當地的得票率，有機會較2016年進一步上升。**

以2016年金融市場變動為例，美國標普500指數在選舉後，表現顯著優於非美國股市，同時亞洲貨幣呈現貶值走勢，反映出川普對中國的強硬態度。本次若成功連任，川普將沒有選舉壓力，預期對中國實施更激進的科技、軍事等面向制裁，且不排除與歐洲的貿易緊張關係加劇。**因此股市表現仍首推美股，且減稅題材同樣有助上漲動能，預期指數有望挑戰新高，而亞洲貨幣將因國際關係緊張承壓。**

賓州登記選民數差距與實際得票率變化

賓州“D-R” 得票率差距與上次變化, %



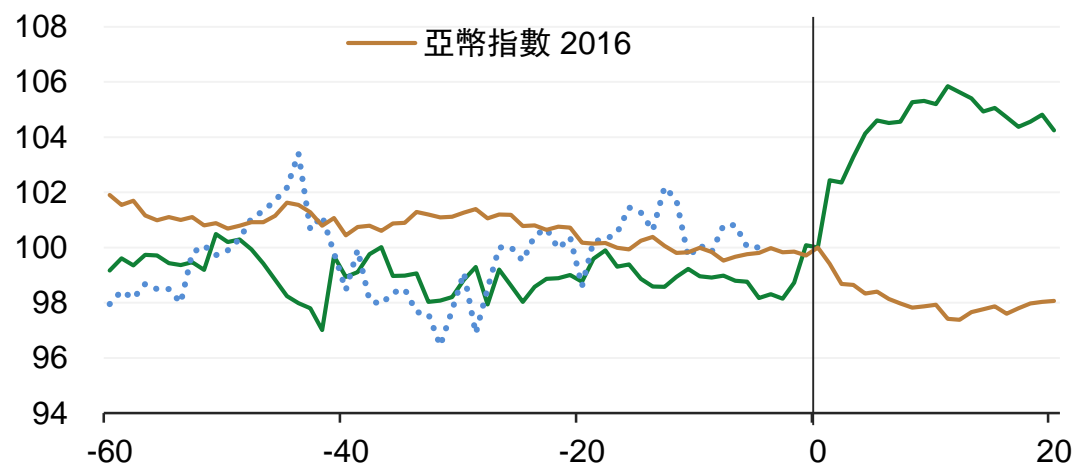
註：截至6月，民主黨登記選民約410萬人，共和黨約330萬人。
資料來源：Lochel's Bakery, 紐約時報, 賓州國務院, 國泰世華銀行投研團隊。

2016年選後美股表現優於非美國股市，亞幣走弱

以選舉日標準化100 — 美股相對非美股市 2016

..... 美股相對非美股市 2020

—— 亞幣指數 2016



註：2016年資料以選舉日為基準100標準化，2020年以最新報價為基準日。橫軸為距選舉日天數。
資料來源：Bloomberg。

指數修正，有助乖離率收斂

繼金融股之後，美國將進入科技股財報週，包括蘋果、亞馬遜、臉書。面對疫情復燃，市場更加關注科技動向，尤其，民眾是否因此加大對科技產品的需求，科技公司是否持續擴大雲端的投資。整體而言，標普500指數第三季企業獲利有望從Q3的-31%，收斂至-16.5%，有持續上修的現象，此外，企業的淨利率可能從7.5%，提高至9.9%，均顯基本面有改善的跡象，提供股市未來回檔支撐。

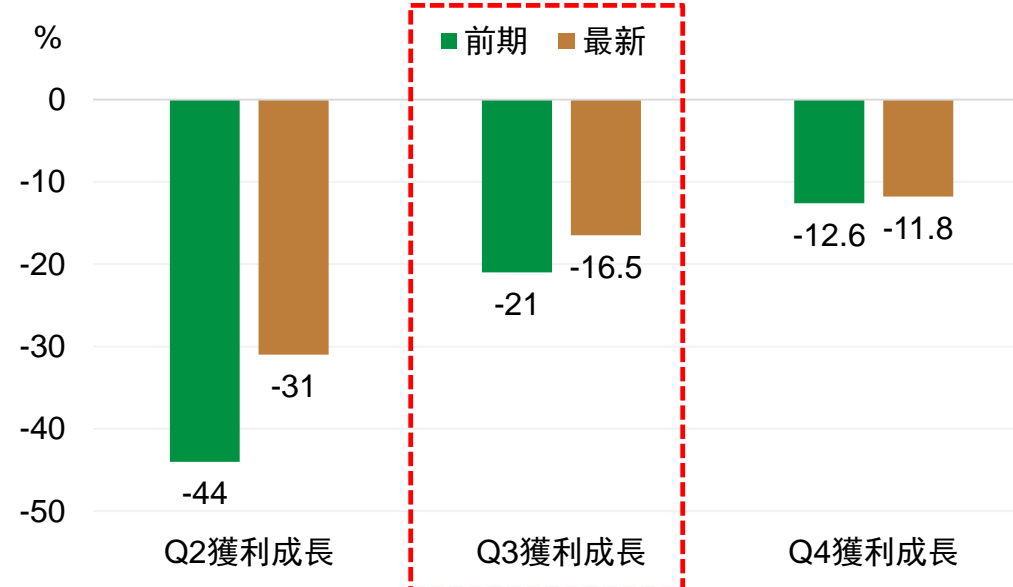
受到風險性資產近日修正影響，主要指數的乖離率有快速收斂的現象，如年初以來漲幅最大的那斯達克指數，年線乖離率已從22%，下降至12%，提供長線布局契機。

指數修正，有助乖離率收斂



註：年線乖離率以200個交易日為計算基礎。
資料來源：factset。

標普500企業獲利增速持續上修



資料來源：factset。

美債1%指日可待？

央行低率及疫情限縮上方空間，分批漸布投資級債

近期市場反應預期後續可望推出財政方案，使得美債波動加大、**長債利率揚升**。冬季疫情復熾及重啟管制壓力，歐美央行低利率環境及可能加大QE政策，**疫情共存經濟下將抑制利率向上空間，預期美債利率短線區間偏上走勢**。

近月美債殖利率陡峭，似過度反應新政期待及疫後復甦的樂觀。**選後對應兩黨僵局，實際政策力度及疫情發展對於景氣及通膨推升相較保守看待**，主因：1) 美歐疫情復燃增加經濟成長不確定性，美國國會預算局預估2023年底前將有近-3%產出缺口，將使實際通膨回溫緩慢。2) 低通膨疑慮下，聯準會至2023年低利率政策及QE購債，對長債利率稍有壓抑。3) 全球負利率環境，相較美債殖利率為正，尋息及避險需求支持美債。面對**金融資產高位修正壓力，信用優穩投資級債有助於降波動。可趁殖利率彈升之際，分批漸布投資級債**。

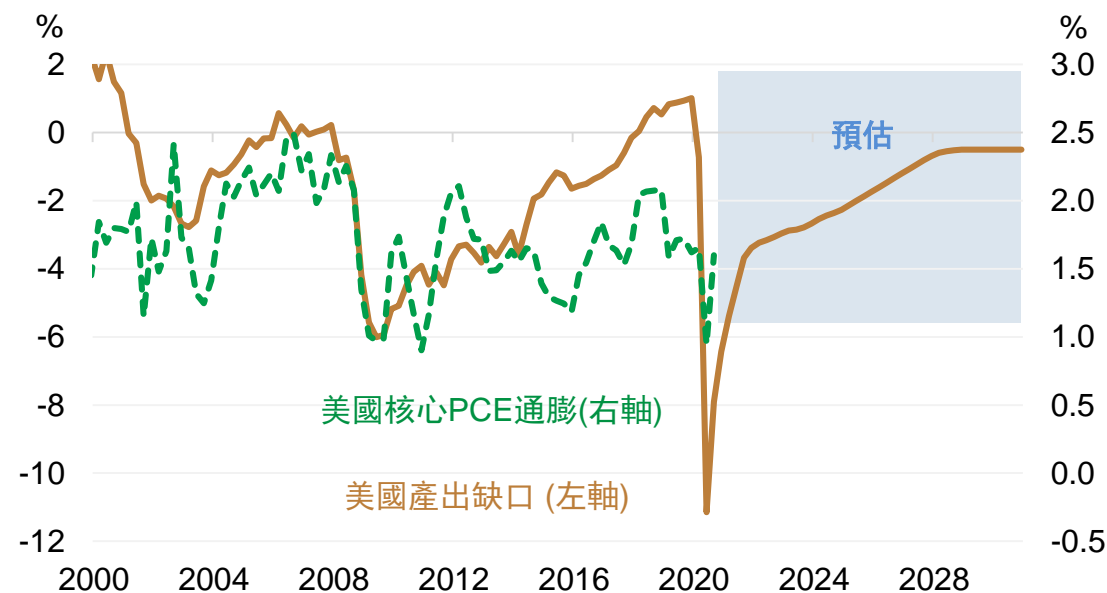
近期美債殖利率曲線陡峭似過度反應財政期待

美國公債殖利率曲線，%



註：未來三個月為美國公債Dollar Swap。
資料來源：Bloomberg。

美國產出缺口仍大，預期實際通膨回升緩慢



註：產出缺口 (output gap) 為實質GDP與潛在GDP差距；正值愈有通膨壓力，資料為CBO預估值。
資料來源：CBO, Bloomberg。

歐央會議及歐元

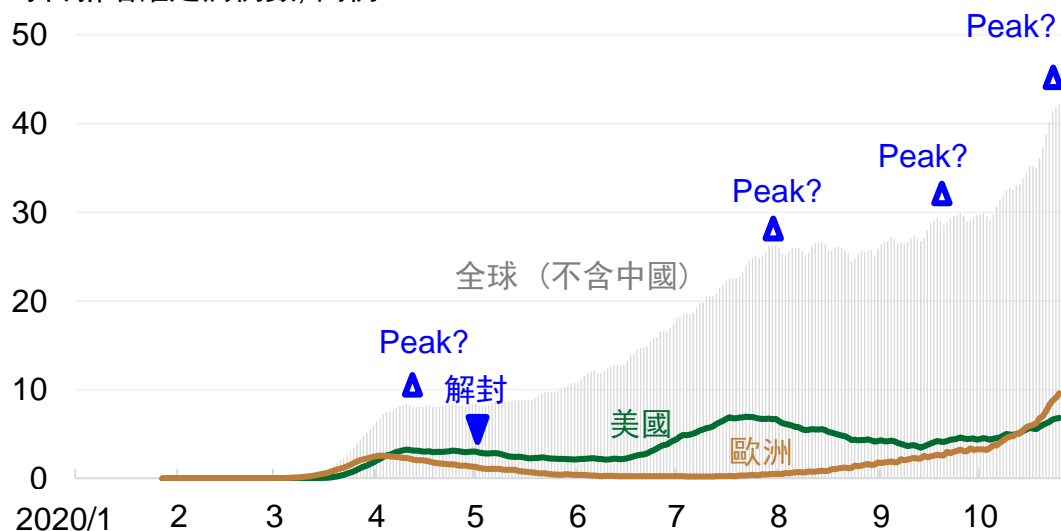
央行若展現寬鬆意向，將削弱短線匯價

近月歐洲Covid-19疫情急速惡化，英法德義西等每日新增確診病例數再創新高，並以法國最為險峻，政府紛加大管制因應。繼西班牙進入緊急狀態、義大利25日進行宵禁，法德政府考慮重啟居家隔離，景氣減速風險升高。

基本面疲態增添物價走弱風險，本週歐央維持貨幣政策，總裁Lagarde表示，央行將於12月10日會議重新評估是否需要更多支撐經濟行動，預計下次會議將加大PEPP購債規模，規模介於3000億至5000億歐元，政策發展將使匯價偏下稍弱，進而提供美元支撐。

近期歐洲疫情惡化壓力沉重

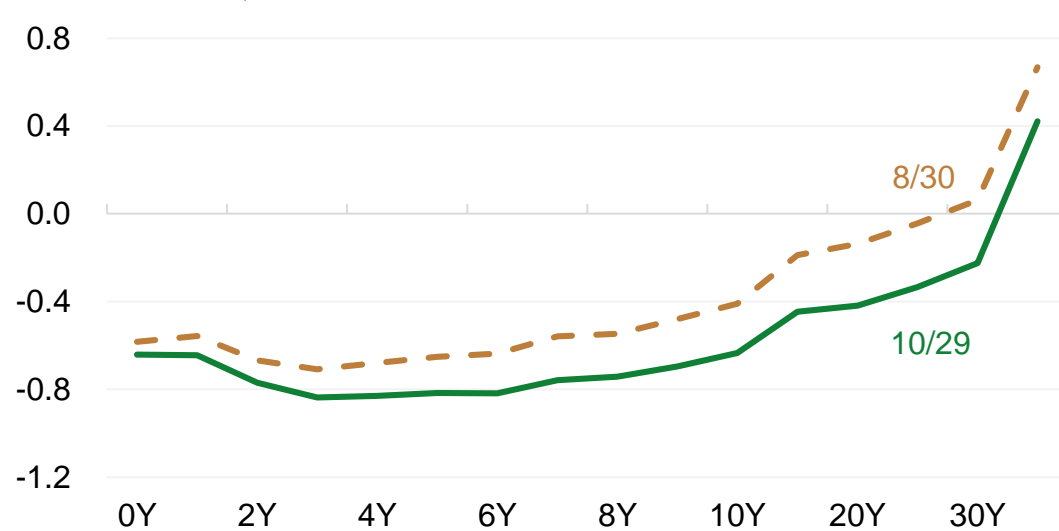
每日新增確定病例數，萬例



註：截至10月27日資料，為7日移動平均；歐洲為德、英、法、義、西等五國疫情總和。
資料來源：Bloomberg。

歐洲公債曲線反映歐央加大寬鬆力道而偏下發展

歐元區公債曲線，%



資料來源：Bloomberg。

中國 五中全會閉幕，創新與內循環為十四五經濟發展主旋律

中國第19屆五中全會會議公報中，重點領域延續兩會以來的雙循環主軸，但創新被拉抬到更高的層級，美中關係短期內不會大幅改善，**中國科技自主與核心技術突破是產業發展重心，預期半導體產業鏈如晶片製造、IC設計等高技術含量的環節，將受惠政策支持與補貼。**強調國內大循環為政策主線，公報提出“擴大內需同深化供給側改革”，預計推升高品質中國品牌，提高商品與服務質量。

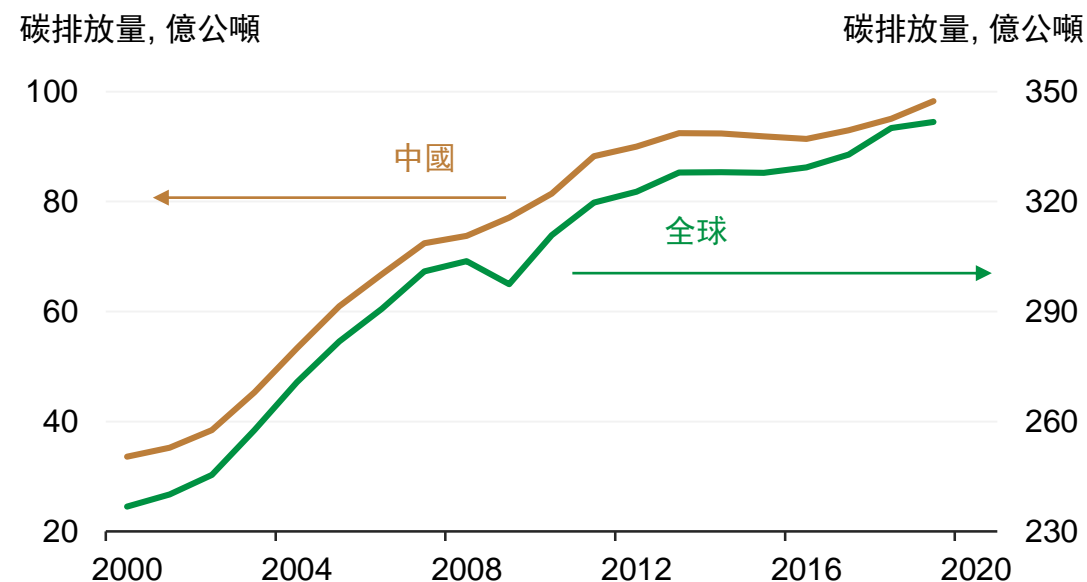
中國碳排放量佔全球首位，目前佔比已近三成，習近平於聯合國大會宣布2030年達碳排放峰值，2060年達碳中和。對應公報中**綠色發展成另一重點，其中太陽能、風力等新能源上游產業，以及電動車等下游應用將有望受惠。**

五中全會公報重要經濟主題

	政策方向
創新為重	堅持創新在中國現代化建設全局中的核心地位，把科技自立自強作為國家發展的戰略支撐。
國內大循環	強化國內市場、擴大內需。國內大循環為主，國內國際雙循環為新主線。把實施擴大內需戰略同深化供給側改革結合。
產業升級	加快發展現代產業。預期新能源、醫療、高端設備製造為重點產業，5G、物聯網等數位科技領域將持續增長。
綠色經濟	習近平9月宣佈在2060年達到碳中和，能源改革為產業升級主力，預期減少碳排放、鼓勵新能源為重要目標。

資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

全球與中國碳排放量走勢



資料來源：Bloomberg。

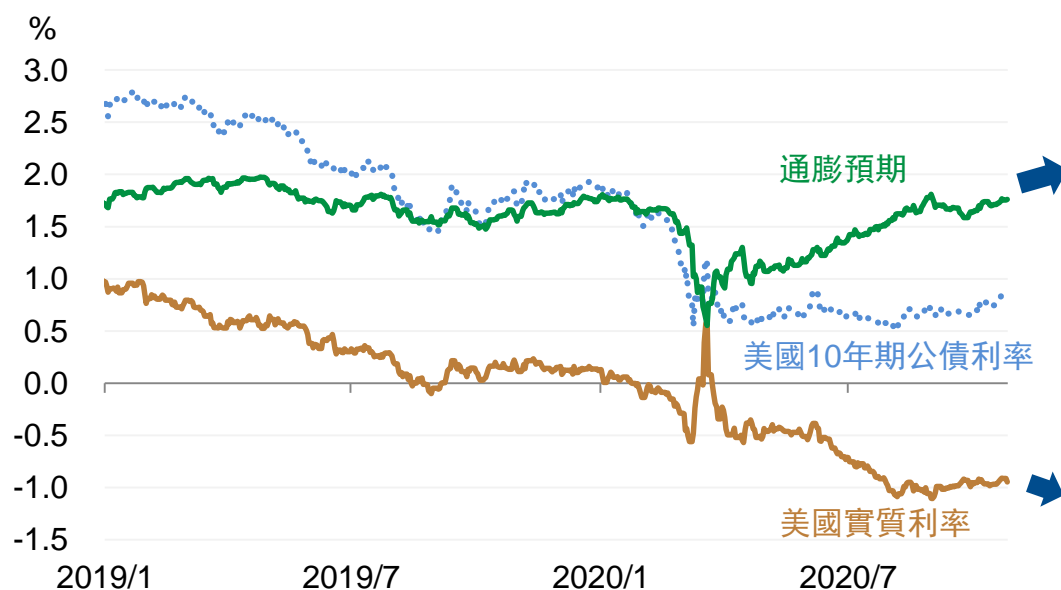
黃金

低利率環境對黃金有撐

美國兩黨皆欲擴大財政刺激，僅規模略有差異，使通膨預期升溫，但公債利率上彈幅度有限，實質殖利率維持在-0.90%。實質利率偏低為黃金塑造有利環境，加上秋冬疫情復燃，美國以外多數國家維持低利率環境，英、澳、歐或有更寬鬆貨幣政策預期，**全球負利率債券規模近17兆美元，逼近去年8月歷史高點，使金價高檔有撐。**

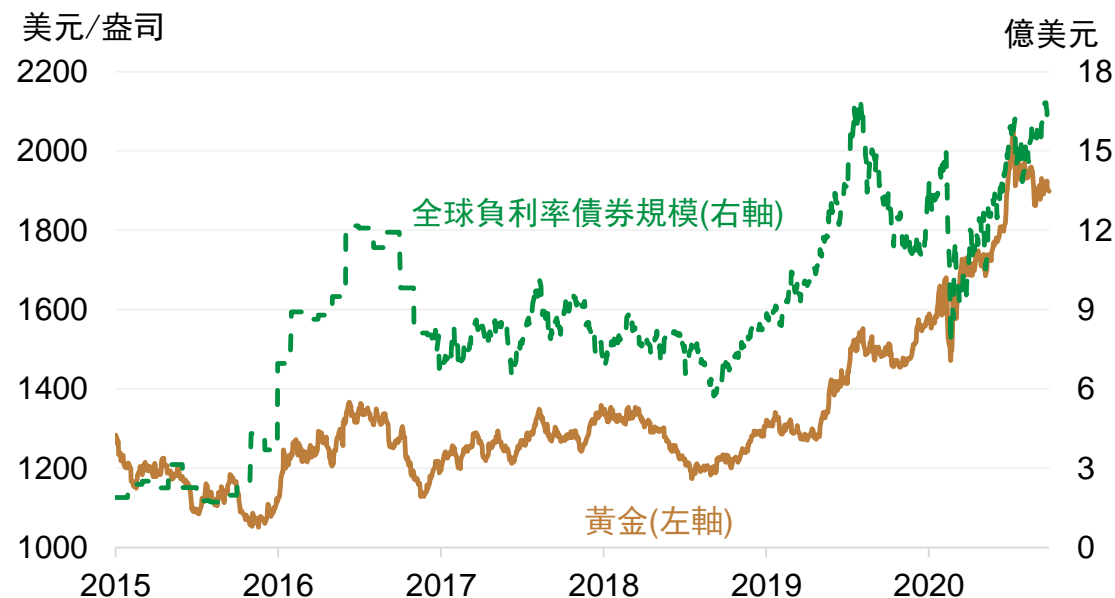
另一方面，歐洲疫情再起，歐元貶值推升美元指數，對黃金有壓，加上部分新興市場央行售金，及中、印實金需求偏弱，**預期短期金價盤整，可以逢回漸布方式區間操作。**

通膨預期雖增，但實質利率低盤



資料來源: Bloomberg。

全球負利率債券規模擴大，對金價有撐



資料來源: Bloomberg。

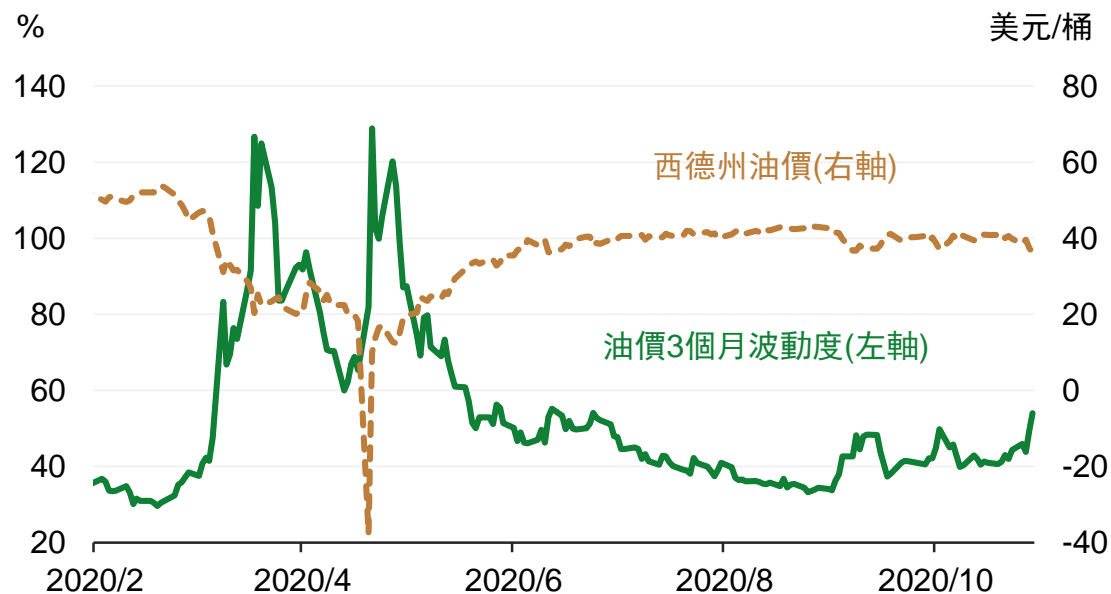
能源

疫情惡化添需求疑慮，短期偏弱

全球疫情加重，歐洲重啟封鎖限制，對全球能源需求形成壓力。另，美國大選前市場擔憂，民主黨拜登若當選，綠能主張或限制頁岩油業發展。油價受疫情擴散和大選干擾，短期波動度上升，創5月以來新高，西德州油價於偏弱盤整。

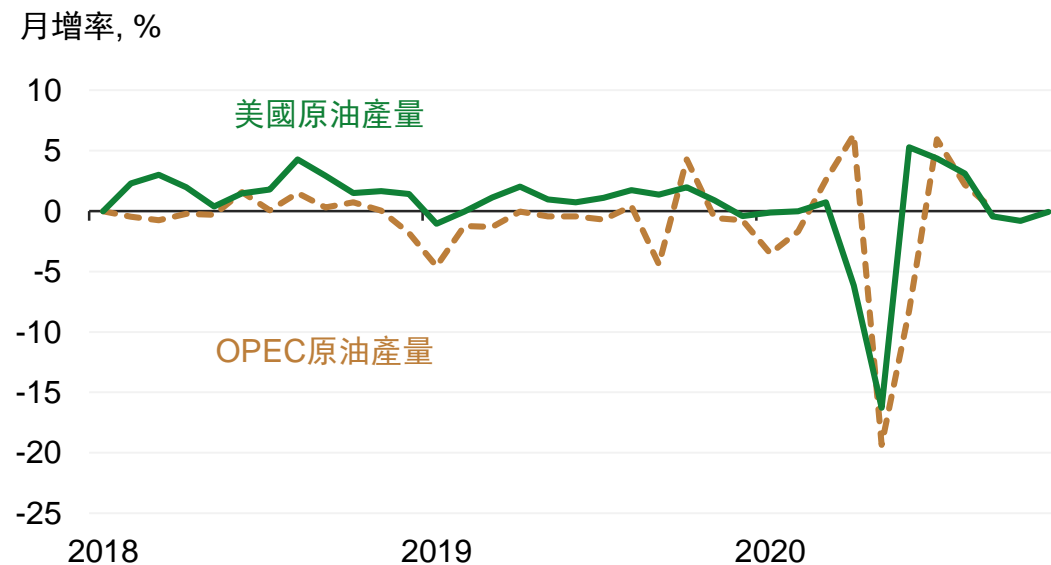
全球疫情再度嚴峻對石油需求造成衝擊，石油輸出國組織及俄羅斯等其他產油國(OPEC+)11月會議可能將被迫有所行動，預期OPEC+可能會延後原本預定明年1月起調高生產配額的時程，以支撐油價。料年底前油價弱盤，待選情與疫情和緩，才將止穩向上。

油價波動度近期又升



資料來源: Bloomberg。

OPEC及美國產量下滑，支撐原油價格



資料來源: Bloomberg。

Nov 2020

2

Mon

巴西休市
美國ISM
美國製造業PMI
日本製造業PMI
歐洲製造業PMI

3

Tue

日本休市
美國資本財
美國工廠訂單
美國耐久財訂單

4

Wed

歐元區PPI
俄羅斯休市
美國ISM服務業

5

Thu

英國央行
歐洲零售銷售

6

Fri

美國FOMC
美國就業報告

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