

# 理財諮詢週報

2020年9月25日

## 一週市場展望



- **歐洲疫情復燃：**歐美疫情升溫，英國較為嚴重，除提高管制措施外，並討論再度封城。**市場擔憂經濟復甦力道減弱，歐美股市明顯修正，震盪加劇。**
- **科技股乖離修正：**美國大選前不確定性高，加上今年科技股漲多乖離率過大，短期股市進入盤整期。**科技股修正後評價漸趨合理，可分批布建。**
- **美元底部回彈：**歐洲疫情與通膨疲軟，歐央或加大寬鬆力道，**歐元轉弱促美元底部反彈，預期短期區間稍強呈現，壓抑非美貨幣與商品走勢。**



### 股市

歐洲疫情復燃，歐股明顯修正，**美國科技股因乖離過大，進入盤勢調整階段。**料美國大選前波動將顯，積極者可趁此拉回修正且**評價漸趨合理，分批增加股市配置，長線著重具基本面題材的美股、科技股為核心標的。**

### 債市

Powell國會聽證重申，就業及景氣復甦不確定性下，需要進一步財政紓困，方有助穩健復甦。2023年前的Fed寬鬆低率模式已定，QE購債進度偏緩，財政方案接續疑慮及選舉風險，**美債利率維持低位。波動下的投資級債仍為防禦布局，高收債及新興債以息收為主。**

### 匯市

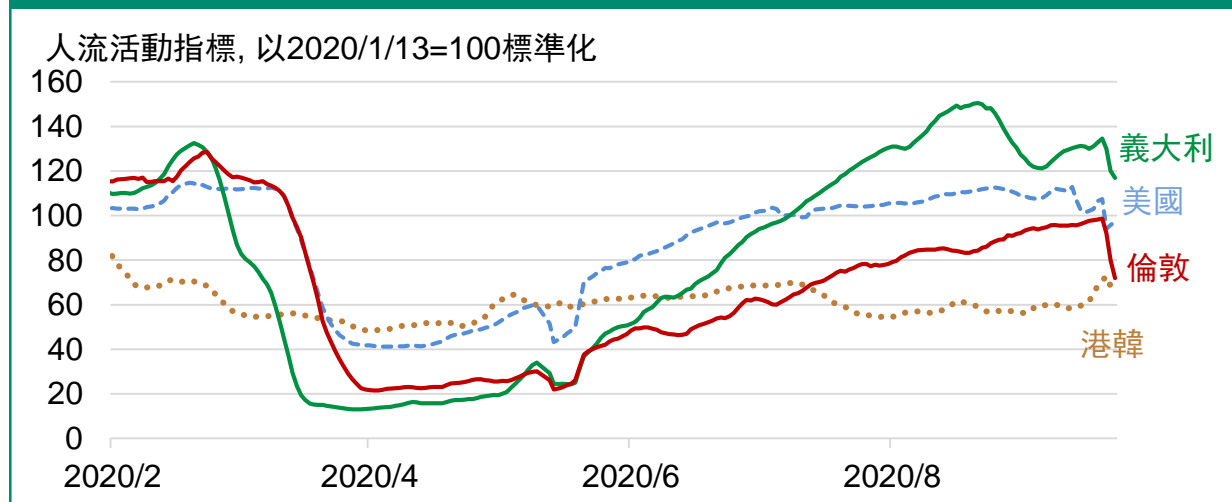
歐洲疫情與央行寬鬆臆測，提供美元支撐；聯準會鴿派宣言，壓抑美元上方空間，預期**年底前偏區間上緣盤整，供需等結構性改變使新台幣偏強。**

# 本週大事

## 歐洲疫情復燃風險升，衍生性商品加大股市波動

歐美疫情升溫，英國防疫層級從第三級升至第四級，顯示疫情傳播加速，若為第五級最高級，醫療體系有癱瘓風險，需實施封城，英政府現已限制商店酒吧營業時間、群聚和強制佩戴口罩。市場擔憂歐美更多限制措施，將使經濟復甦力道減弱，歐美股市近期跌幅顯重。

歐美疫情復燃管制再起，經濟活動放緩

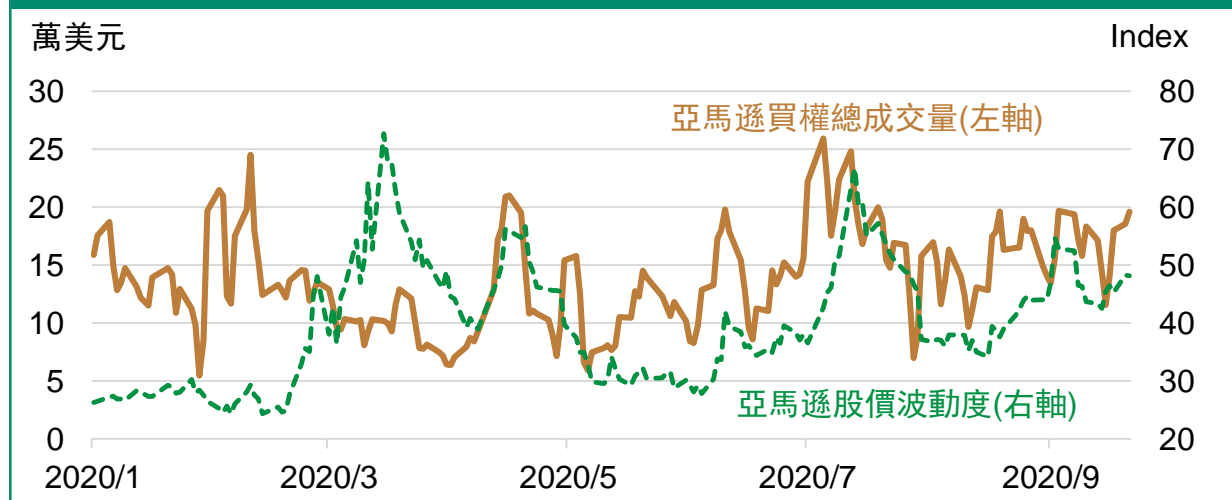


註：取7日移動平均，指數越大，反映經濟活動愈活躍。

資料來源：Apple。

金融衍生性商品交易熱絡(如選擇權)，為近期放大股票價格波動的原因之一，尤其交易量大的投資者交易訊息影響市場信心，及交易商Gamma避險效應，加上到期日的特定價格影響，美科技股近期波動放大，並在期權到期結算日(如四巫日)添股市震盪。

選擇權成交量增加，股市波動度上升



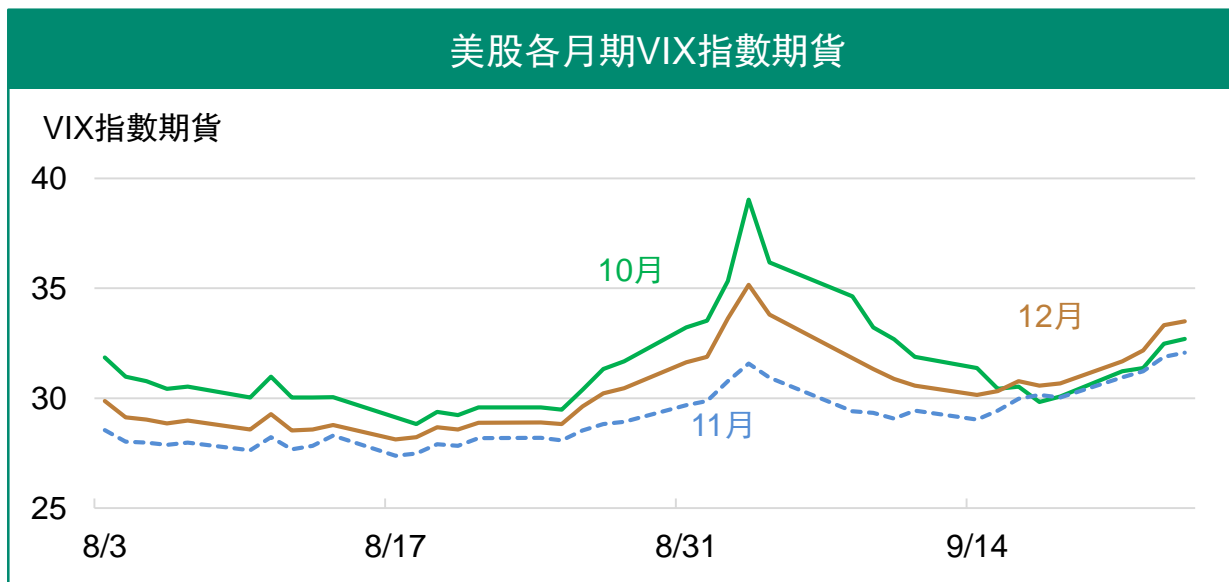
註：選擇權成交量為3日移動平均。

資料來源：Bloomberg。

# 本週大事

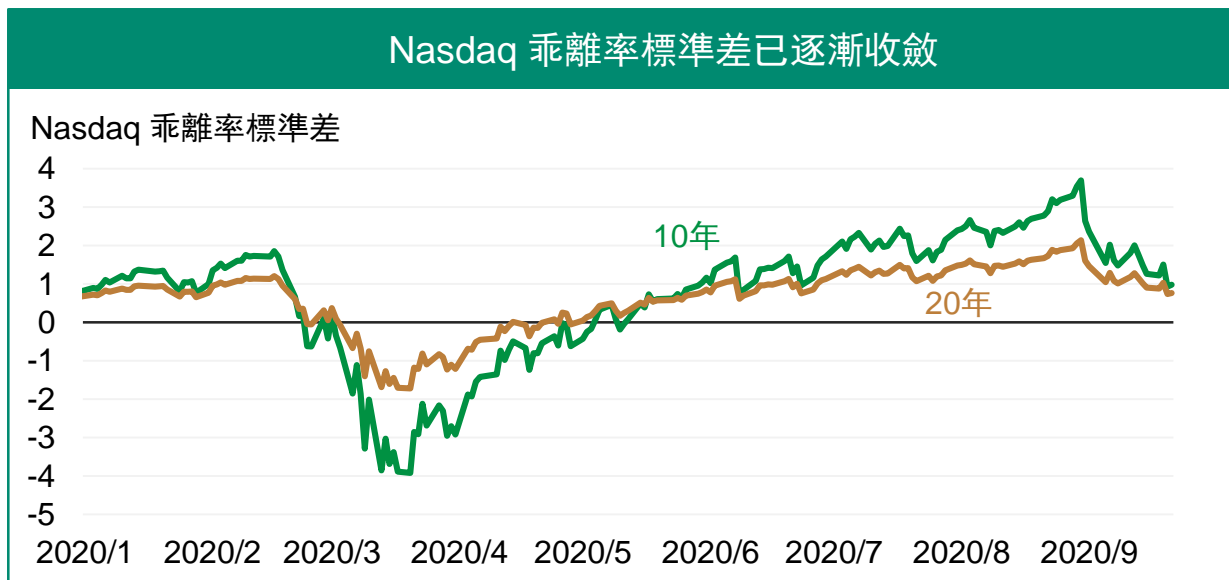
## 選前不確定性升溫，科技股乖離率收斂，逢回漸布

美國11月3日總統大選，疫情影響使通訊投票比重增加，加上近期自由派最高法院大法官金斯伯格辭世，相較於9月初時，投資人擔心選前市場波動，10月VIX指數期貨值高於9、11月。最新12月VIX指數期貨值，已明顯高於10、11月，顯示年底前市場波動偏大。



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

9月初Nasdaq指數乖離率逾32%，為2000年科技泡沫後新高，隨本波修正，至9月24日的乖離率已掉至14%。若以過去10年及20年的資料觀察，乖離率的標準差已從9月初的3.6倍及2.1倍，至目前調整至1.1倍及0.8倍，預期未來進入修正盤整格局，評價過高的風險降低。



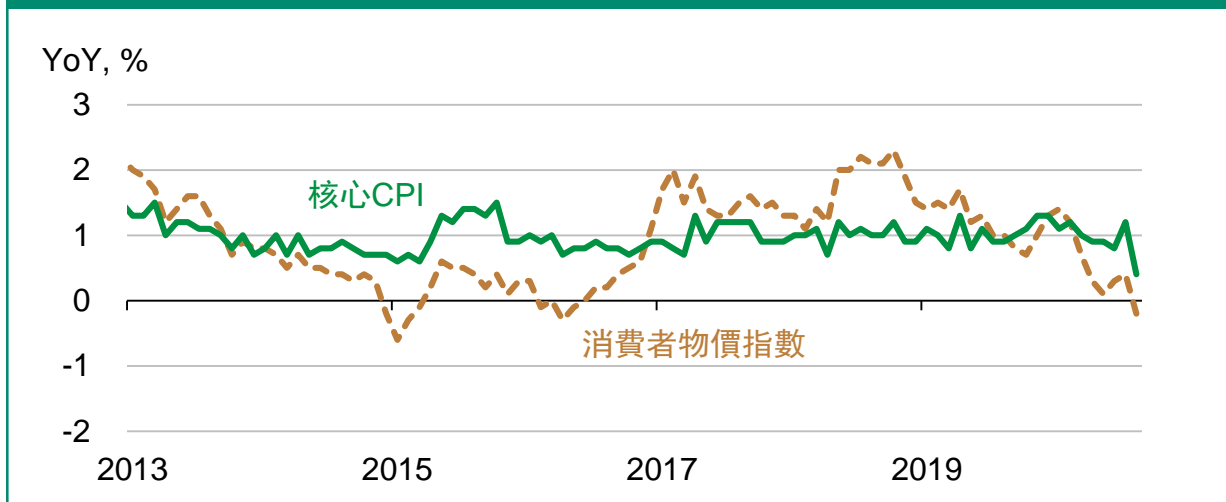
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

# 本週大事

## 歐洲疫情及土耳其曝險使歐元轉貶，美元反彈

近週多位歐央官員提及偏強歐元影響，以目前央行對年底通膨將返正值，係基於匯率維持於1.14假設觀察，預計年底物價走勢可能將不如預期，佐以近期疫情升溫，料迫使央行加大購債，政策發展將壓抑歐元走勢。

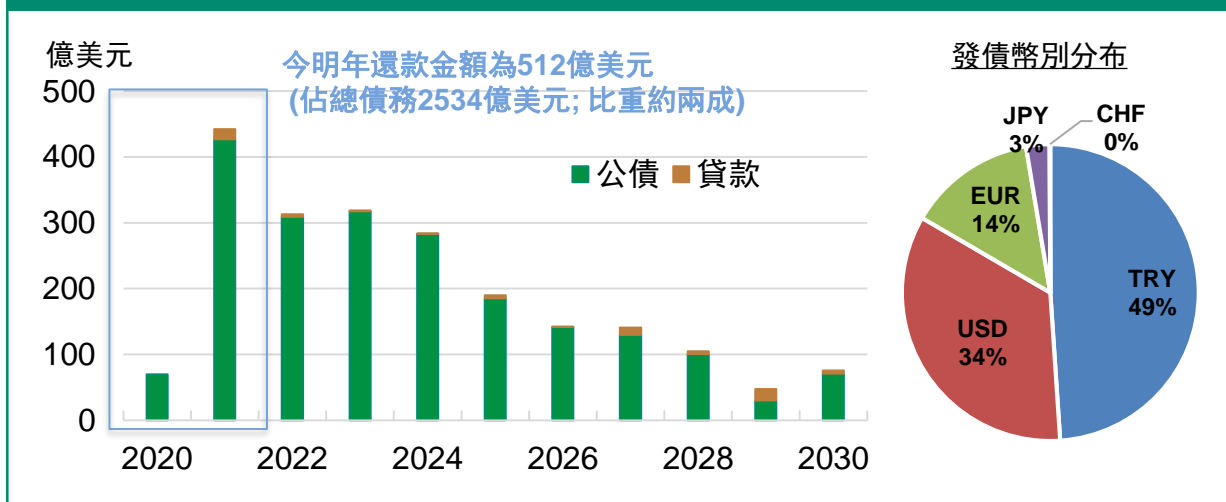
### 偏低通膨壓力，將迫歐央擴大寬鬆



資料來源: Bloomberg。

另一方面，隨匯率貶至歷史低位，土耳其外債佔比過半，償債壓力升高。由於歐系銀行對當地曝險偏高，並以西班牙尤甚，**土國債信惡化疑慮恐連帶牽制歐元表現**。在此之下，**5月以來歐元強勢升值趨勢將暫告段落，年底前間偏盤整呈現。**

### 土耳其債務到期時點分布及結構



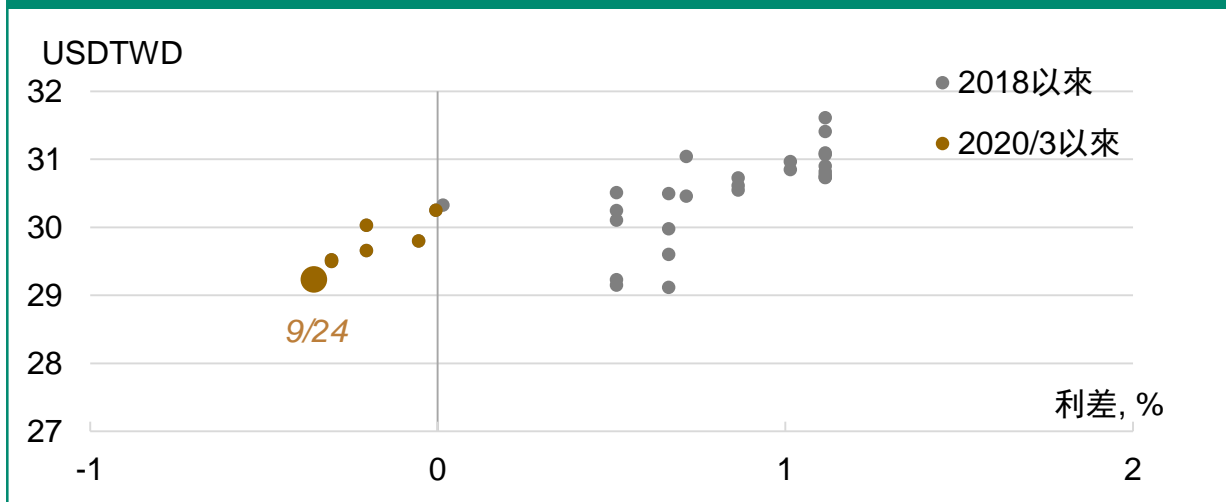
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

# 新台幣

## 供需結構改變支撐偏強台幣，惟利差題材趨向尾聲

今年利差、法人海外投資意願降低、資金匯回與出口商拋匯供給增加等因素，減緩外資流出影響，支撐台幣於二字頭偏強表現。隨美元定存利率降至歷史低位，除非台灣央行較美先一步升息，**未來美台負利差要進一步擴大機率有限，限縮長線新台幣大幅升值空間。**

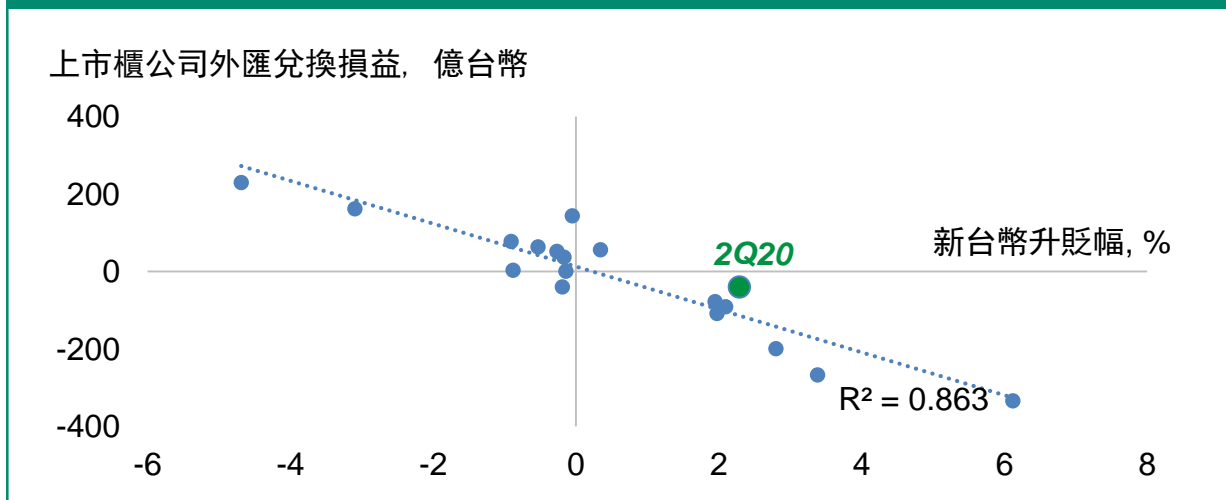
美台一年期定存利差及新台幣匯率



註：利差為台銀一年期美元定存利率扣除台幣定存，2018年以來與新台幣相關性為0.9。  
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

同時，偏強匯率下對企業獲利負面影響，亦將讓央行不樂見新台幣進一步走強。即便今年台積電等半導體廠商因技術領先優勢而表現亮眼，**工具機及傳統電子出口業者，卻面臨極大匯損。**第三季至今新台幣累積升幅近2%，**匯損壓力將使央行持續穩匯操作，牽制匯價。**

上市櫃公司外匯兌換損益及新台幣升貶幅



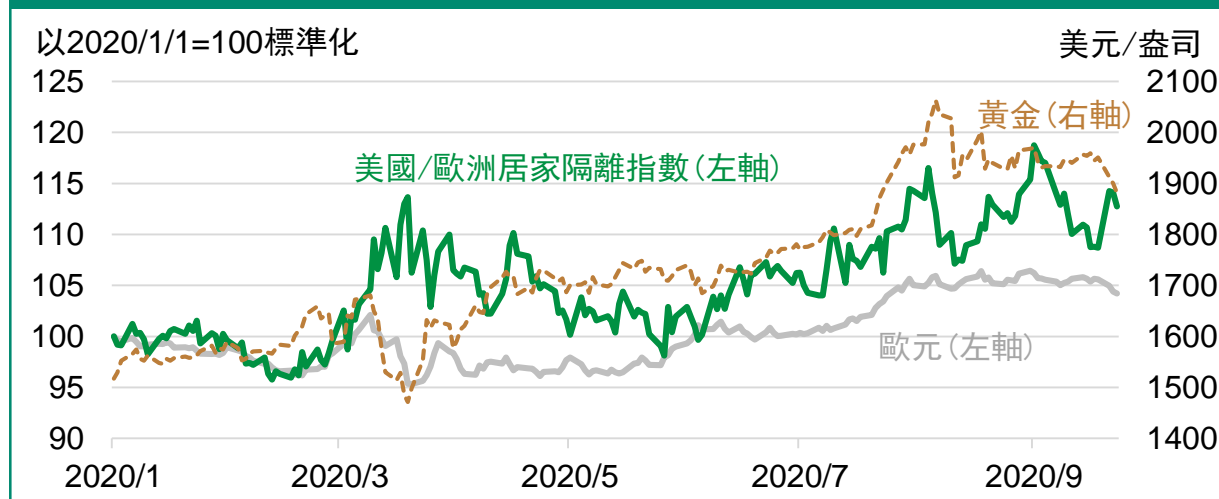
註：2016年以來兩者相關性為0.86，季資料。  
資料來源：TEJ。

# 黃金

## 美元底部回彈壓抑金價，逢低區間操作

歐洲與英國疫情復燃，重啟封鎖討論，加上歐洲銀行業醜聞疑慮，使歐股、歐元走弱。歐元貶值提振美元指數，對金價形成壓力，加上變現套利賣壓加重金價跌勢，黃金跌破1900整數關卡，創至近2個月低點，預期短期偏弱整理。

歐洲疫情復燃使歐元走弱、美元升值，金價受挫



註：居家隔離指數(Stay at home Index)，兩地比值今年和金價相關係數0.72，和歐元相關係數為0.7。  
資料來源：Bloomberg。

黃金雖因美元反彈遭逢逆風，但英、澳央行加入負利率討論，全球利率偏低，美10年期公債利率低盤1%下。景氣復甦時間拖長，未來向上趨勢不變，實質利率有機會再度走弱。預期美元指數漲幅有限，金價分批布建區間操作。

黃金今年底前預估區間

美元 實質利率			
	90	93	95
-1.2	2265	2144	2681
-1.1	2240	2118	2269
-0.6	2111	1989	1880

註：美歐日資產負債表規模約20兆美元，以5-6月央行擴張速度計算，至年底約為27兆美元。美10年期公債利率預估為0.4%-1%間，金價=2400+0.033央行資產負債表-14.8美元-257.5實質利率，R-sq=0.86。實質利率以TIPS rate為代表，為美國10年期公債利率扣除通膨。  
資料來源：Bloomberg。

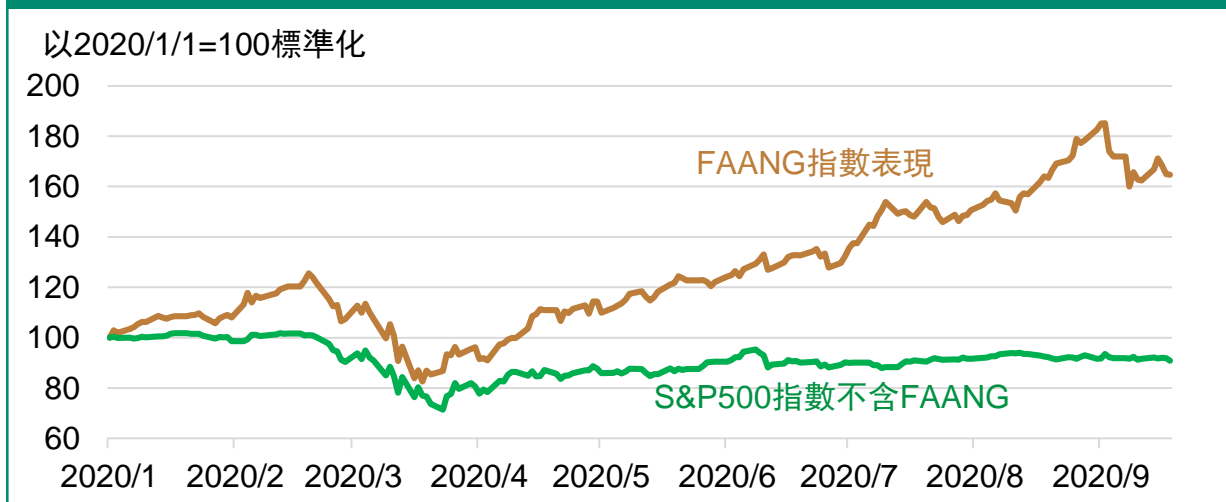


# 美股

## 科技長期較其他產業優穩，基本面佳

今年全球疫情蔓延，社會階級與國家呈現K型復甦樣態差異外，產業分歧狀況亦然。美國尖牙股FAANG近期修正，但今年漲幅仍遠優於其他類股，包括消費、金融、能源等皆尚未回到疫情前水準。預期第四季疫情復燃隱憂下，科技股具基本面支撐，逢回可布。

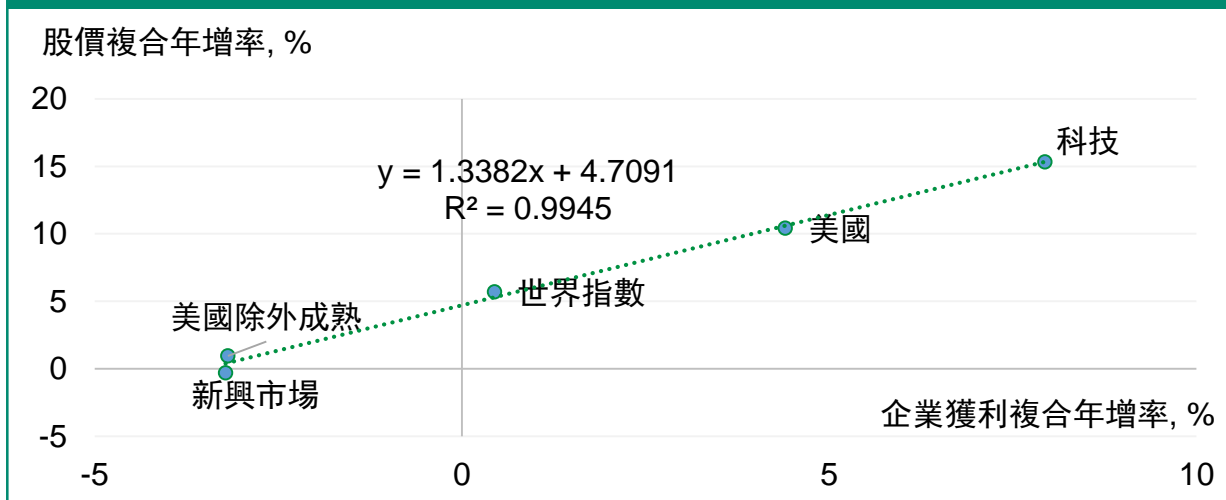
### 股市K型復甦，科技股短期修正後仍優於其他類股



資料來源: Bloomberg。

疫情衝擊下，今年全球企業獲利飽受衝擊，但長期而言，美國企業獲利動能，仍高於其他市場，其中科技股更是強勁。近期科技股雖漲多回落，短期仍偏震盪，但就資產配置上，美國及科技股獲利仍屬優穩，可做為資產配置主軸。

### 長期而言，企業獲利仍支撐科技及美股表現

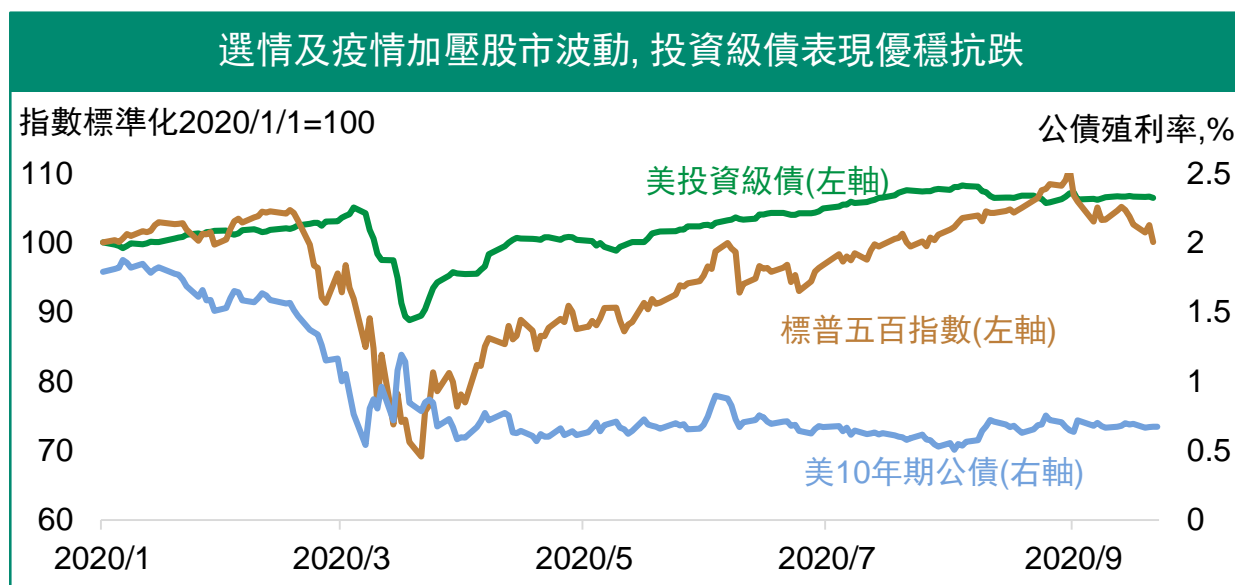


註：資料為過去10年股價與EPS的複合年增率關係走勢。  
資料來源：Bloomberg。

# 投資級債

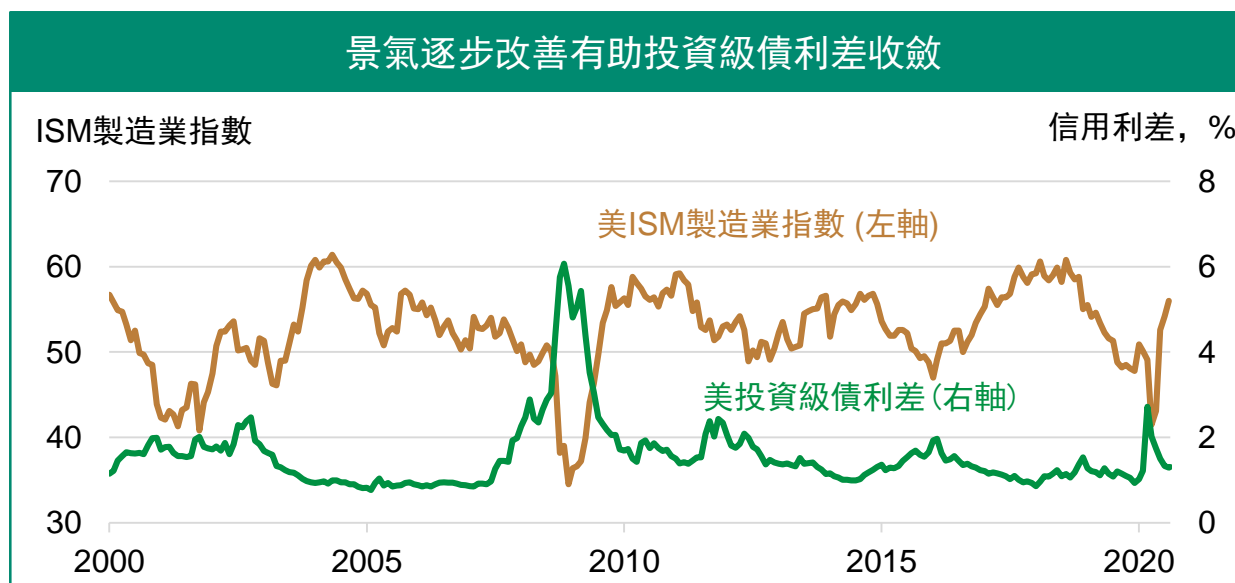
## 選情及疫情加壓股市修正，投資級債表現抗跌

選情及疫情擾動，加壓股市修正，投資級債表現相對優穩。相較美股自9/2高點下跌修正近10%，投資級債報酬持平抗跌，高收債則小跌1.5%。面對疫情共存的景氣緩慢復甦，若選前波動大，避險需求將有助支持投資級債表現。



資料來源: Bloomberg。

投資級債為債市配置優先考量，具有攻守兼備的優勢。聯準會維持0-0.25%利率至少到2023年，美國選前波動加大及地緣風險升溫，資金fly to quality尋息需求仍將青睞；若景氣復甦優於預期，利差仍有收斂空間。QE買盤支持及AIT (平均通膨目標) 政治正確下，有助減輕波動。



資料來源: Bloomberg。

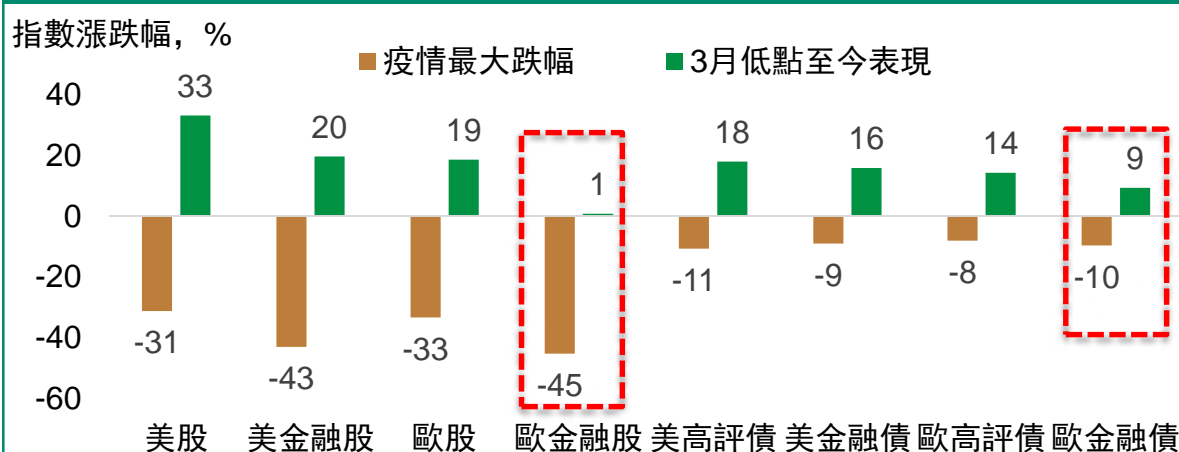


# 投資級債

## 金融業獲利仍疲，歐系銀行負利率挑戰增加波動風險

金融業主要業務包括存放利差、財管/資產管理及資本市場。景氣慢復甦、低率環境使淨利差承壓，壞帳準備及資產品質可能惡化，預估金融股今年獲利將衰退35%，相較美股整體-18%。歐洲銀行面對負利率的挑戰更甚，不均衡復甦下，企業經營差異的信用風險愈顯。

今年來金融股債相較大盤指數表現，歐系銀行明顯落後



資料來源: Bloomberg。

近來爆發國際調查記者聯盟(ICIJ)取得美國主管機關「犯罪執法網絡」(FinCEN)可疑活動報告，其並非刑事起訴或調查，仍屬“金融情資”合規文件，且自2012年起國際大幅修訂反洗錢規範，依央行對銀行充實資本之要求，研判再有鉅額罰款可能性不大。與金融危機前相比，目前資本健全度和流動性更強，須留意業務困境及獲利挑戰下，歐系銀行波動壓力較大。

主要金融股財務面向及信評表現

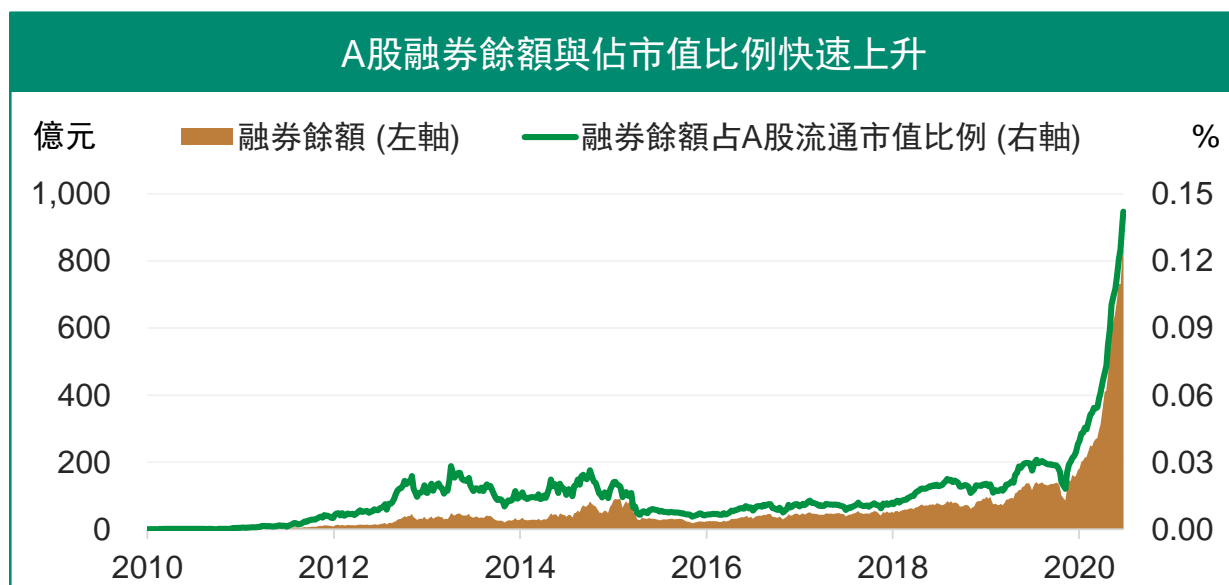
		展望	市值 (十億美元)	信評*	2019 稅前獲利/風險加權資產	1H 2020 稅前獲利/風險加權資產
美系 銀行	紐約梅隆	穩定	30	a1	3.5%	3.0%
	摩根大通	穩定	287	a2	3.2%	1.2%
	摩根士丹利	穩定	75	baa2	3.0%	3.0%
	美國銀行	穩定	207	a3	2.3%	1.1%
	花旗	穩定	90	baa1	2.1%	0.8%
	高盛	穩定	69	baa1	2.0%	0.8%
	富國銀行	負向	97	a2	2.0%	-0.9%
	瑞銀	穩定	43	a3	2.2%	2.5%
歐系 銀行	瑞信	正向	24	baa2	1.6%	1.8%
	匯豐控股	負向	75	a2	2.5%	1.0%
	巴克萊	穩定	20	baa2	1.5%	0.8%
	渣打	穩定	15	baa1	1.5%	1.5%
	德意志銀行	負向	17	ba1	-0.5%	0.2%

註:基礎信用評等(Baseline credit assessment)。

資料來源: Bloomberg, Moody's Investors Service 2020/9/17。

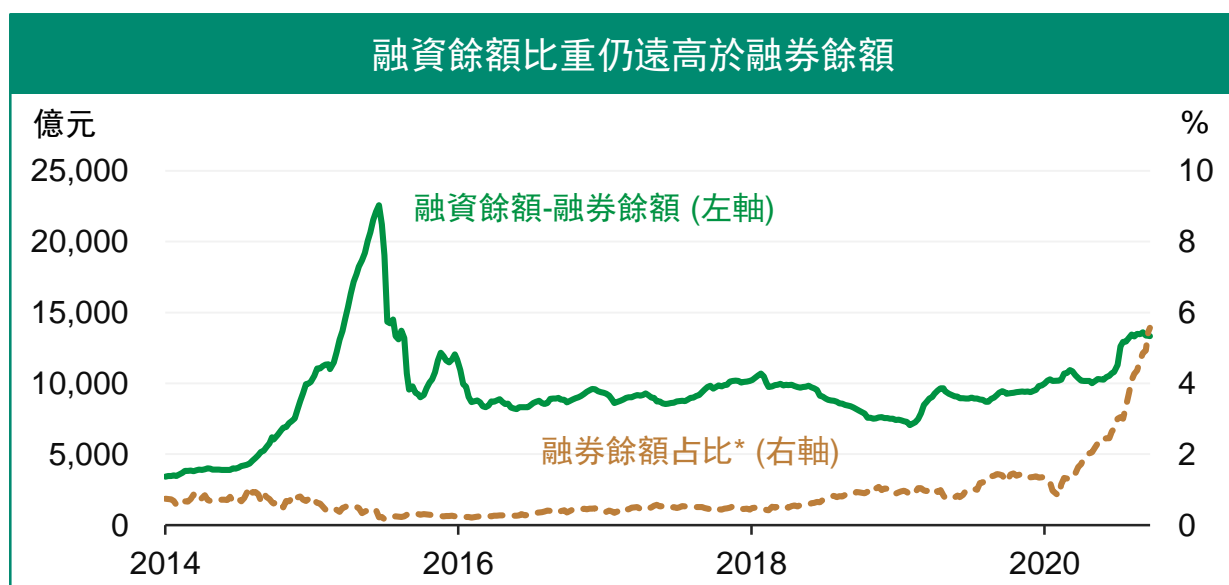
## A股融券餘額倍數增長，多空分歧加劇短線震盪

美中關係持續惡化，加上全球股市因疫情疑慮與大選逼近而加劇波動，中國A股融券餘額激增，融券餘額不斷創下紀錄，目前超過800億人民幣規模，較今年2月底點增加9倍，9月第三週單週增加88億人民幣亦為歷史新高，反映疫情等風險事件使更多投資人看壞後市發展。



資料來源: Wind。

**觀察融資與融券餘額變化**，融券餘額佔比儘管從2%以下，增長至逾5%，整體比重仍小。對比兩方增量變化，融資餘額扣除融券餘額持續上升，自年初不足1兆，8月後已突破1.3兆人民幣，**多方情緒持續主導。惟多空思維愈顯分歧，研判陸股第四季延續震盪格局。**



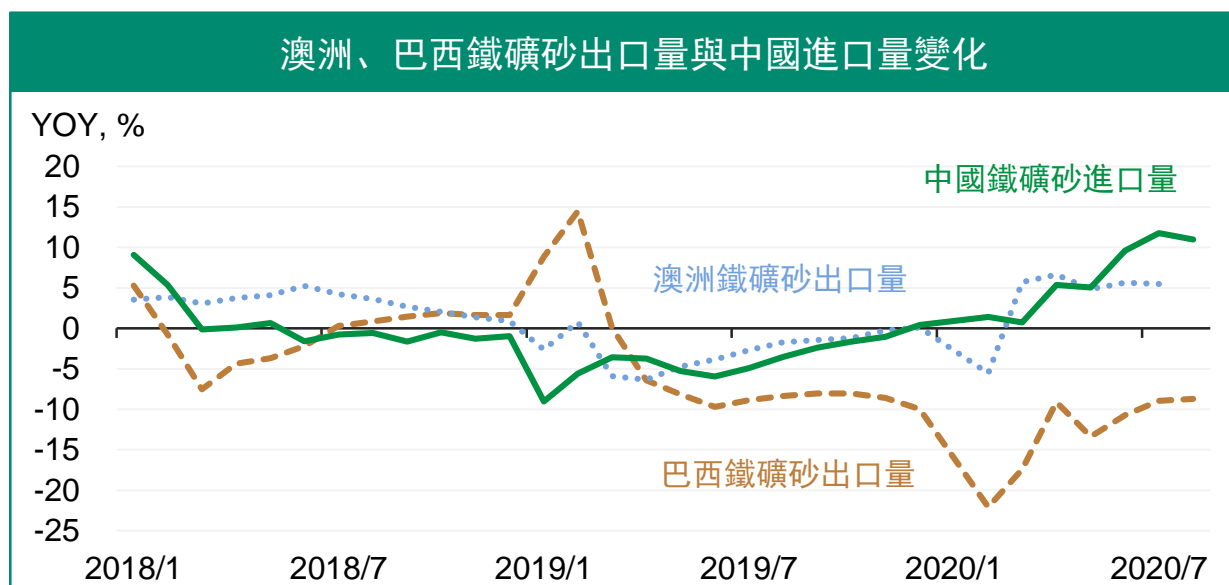
註: \*融券餘額占比=融券餘額/(融資餘額+融券餘額)。

資料來源: Wind。

# 礦業

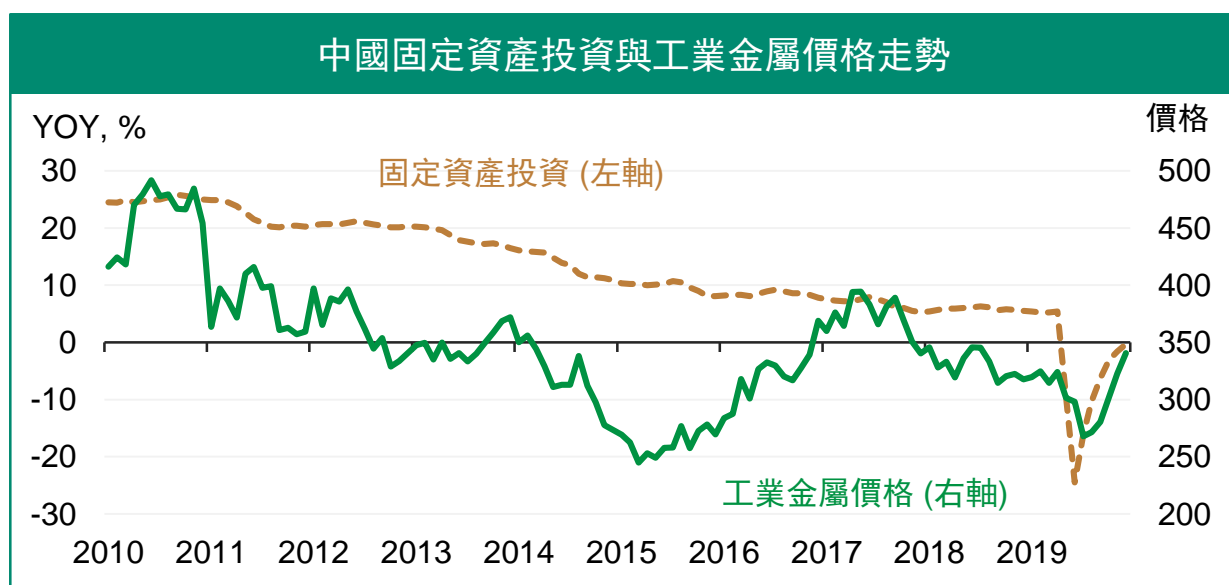
## 供需緊張逐漸緩解，工業金屬價格區間整理

第三季鐵礦砂價格屢創新高，推動礦業類股表現亮眼，主因為原物料供需吃緊。需求面有中國政府大力施行財政政策，加強基礎建設以拉升經濟活動。另方面，巴西今年受豪雨及疫情影響，使上半年供給持續偏緊。下半年巴西出口數據明顯回升，供需緊張格局將獲得緩解。



資料來源: Wind, Bloomberg。

近期因疫情疑慮與供給回升，工業金屬價格有所回落。觀察中國8月份新增社會融資數據，在政府債券加大發行助推下意外上揚，預期中國政府第四季維持發債步調，挹注基礎建設。研判固定資產投資上升，替礦價提供下方支撐，工業金屬價格表現以區間整理為主。



註: 近十年相關係數0.62。

資料來源: Wind, 國泰世華銀行投研團隊。

# 一週重要數據

## Sep/ Oct 2020

28 Monday	29 Tuesday	30 Wednesday	1 Thursday	2 Friday
美消費者信心		美MBA貸款 美國ADP就業 中國製造業PMI	美國個人所得 美國個人支出 歐洲製造業PMI	美製造業ISM 美國非農就業 歐洲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。