



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2020年12月31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。

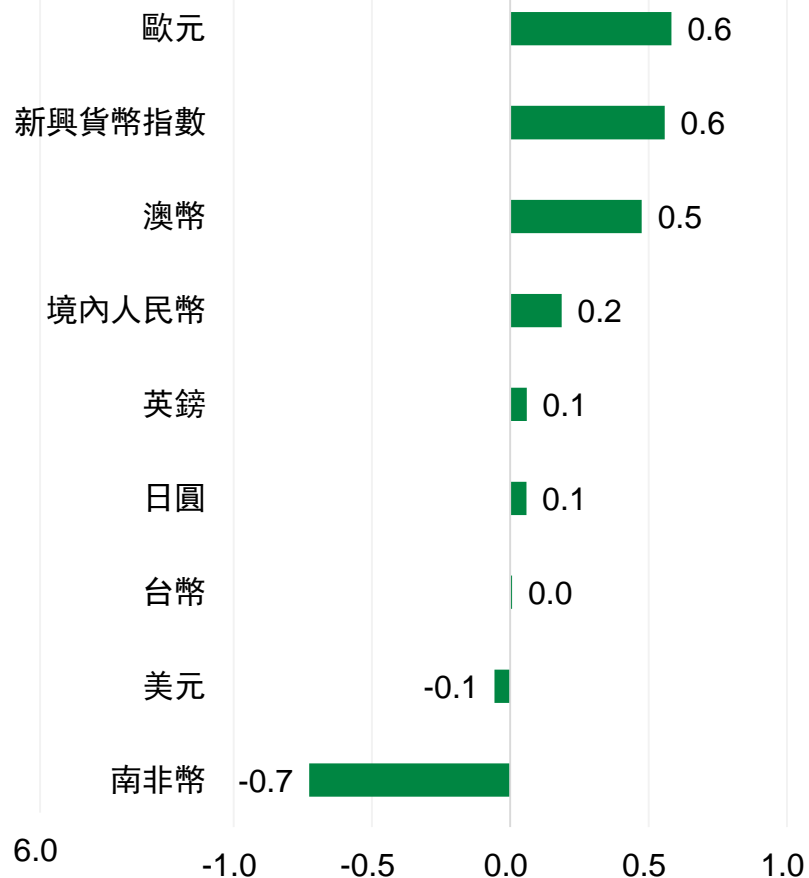


# 一週市場變化

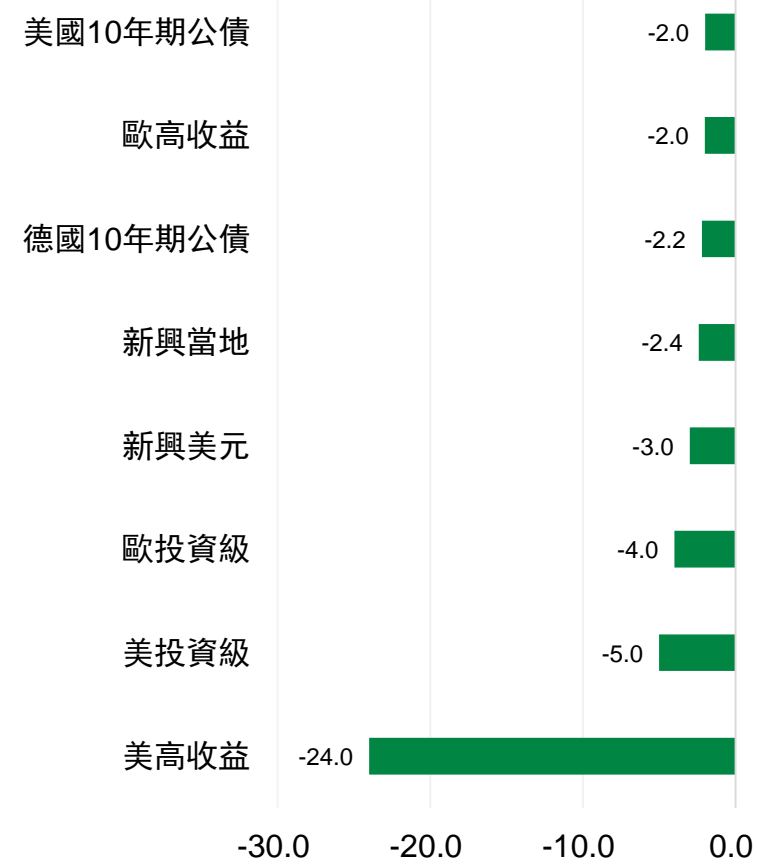
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/12/24~2020/12/31。

資料來源: Bloomberg。

# 市場策略思維

“

## 疫苗逐步普及，淡化疫情變種風險

多國疫情病毒突變，傳播速度更快，惟普及率逐步提高，加上新款疫苗持續推進，淡化疫情對經濟的衝擊。

## 景氣回溫，全球海運、空運回升

疫情升溫使部分國家實施新一輪管制措施，但不改景氣復甦態勢，全球航運、空運均見升溫跡象。

## 美國持續施壓，強化中國科技自主決心

中國面臨內憂外患，外部來自美國持續施壓，內部為科技自主與反壟斷，但不改中國對科技研發的支持，高新技術對GDP比重持續提升。

”

### 股市

新款疫苗問世，加上川普簽署新一輪紓困法案，有利風險性資產表現，病毒突變為潛在風險。2021年景氣復甦趨勢將促資金持續輪動，提供**循環類股、非美、新興資產表現機會，長線著重具成長性強的科技類股。**

### 債市

新型冠狀病毒變異，將拖延景氣復甦步調，限縮利率上揚空間。2021年**利率環境偏升，投資級債資本利得空間有限，以息收思維作配置。債券著重相對價值，資金輪動有助高收債及新興債表現。**

### 匯市

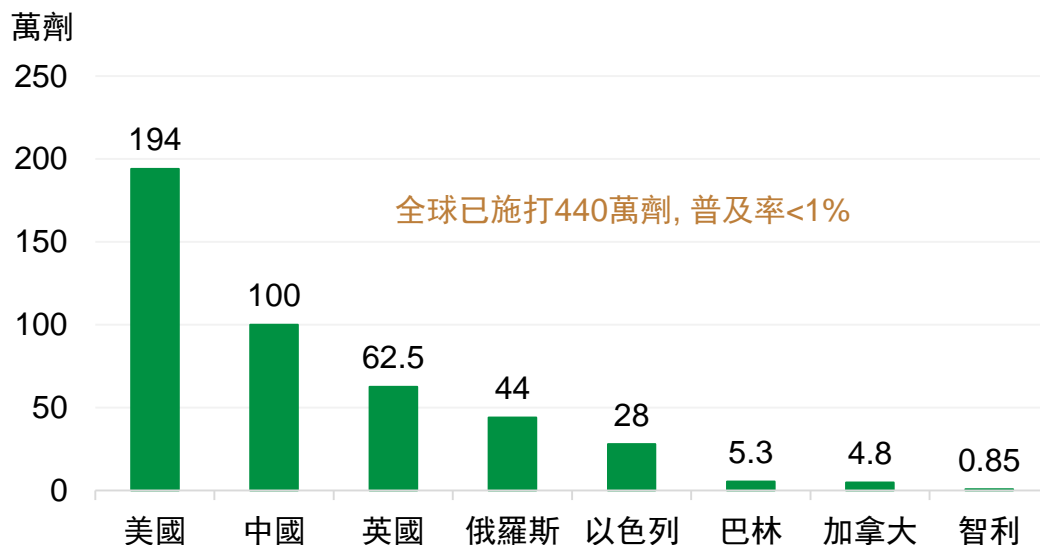
2021年解封與景氣復甦預期，驅動資金往非美區域配置，引導美元指數偏弱發展。**基本面支持台幣偏強。**

# 疫苗逐步普及，淡化疫情擴散風險

英國肺炎病毒傳出突變訊息，導致各國相繼中斷航班，預期對市場衝擊有限，主因有二，1)目前普及率雖不及1%，但後續將逐步提高，2)疫苗研發持續推進，德國CureVac疫苗相繼進入3期臨床階段，英國批准阿斯特捷利康使用許可。

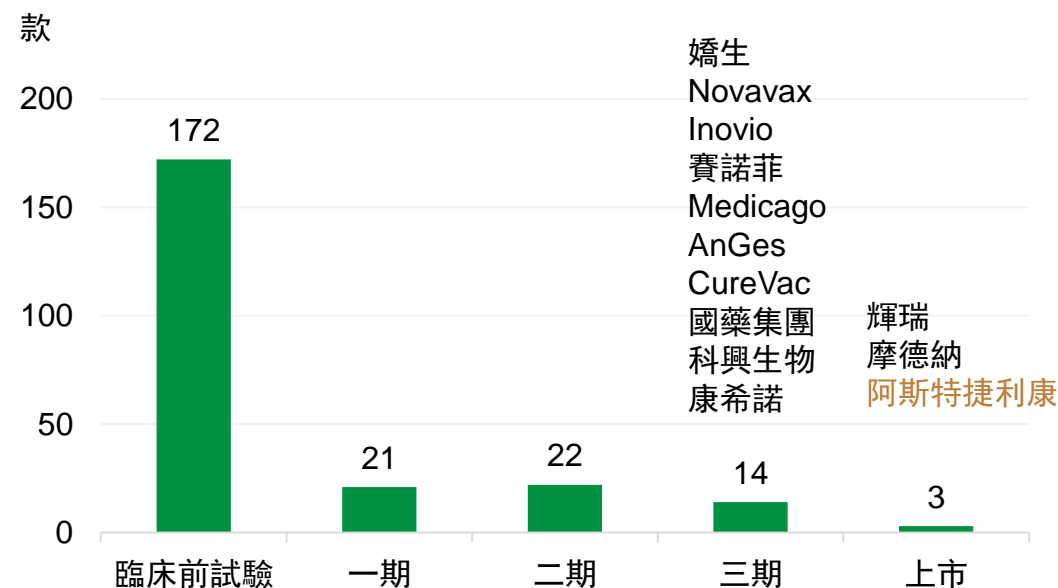
考量疫苗逐步普及，加上基本面回升，疫情突變雖造成股市擾動，但拉回仍應站在買方思考。尤其，因為疫情受壓的資產，隨經濟逐步解封，後續表現空間更大，包括非必需品、能源、工業等類股。

## 目前普及率仍低，但2021年H1將逐步擴大



註：普及率指已接種人數/應該接種人數。  
資料來源：Bloomberg，截至2020年12月28日。

## 全球疫苗研發狀況



資料來源：WHO。

# 景氣回溫，空運、海運持續回升

疫情雖尚未完全消除，但全球飛機、航運狀況已見逐步回升跡象。以美國為例，2020年3月，因高度封鎖，機場每日進出旅客僅10萬人，但現在已來到100萬人次，且持續走揚。

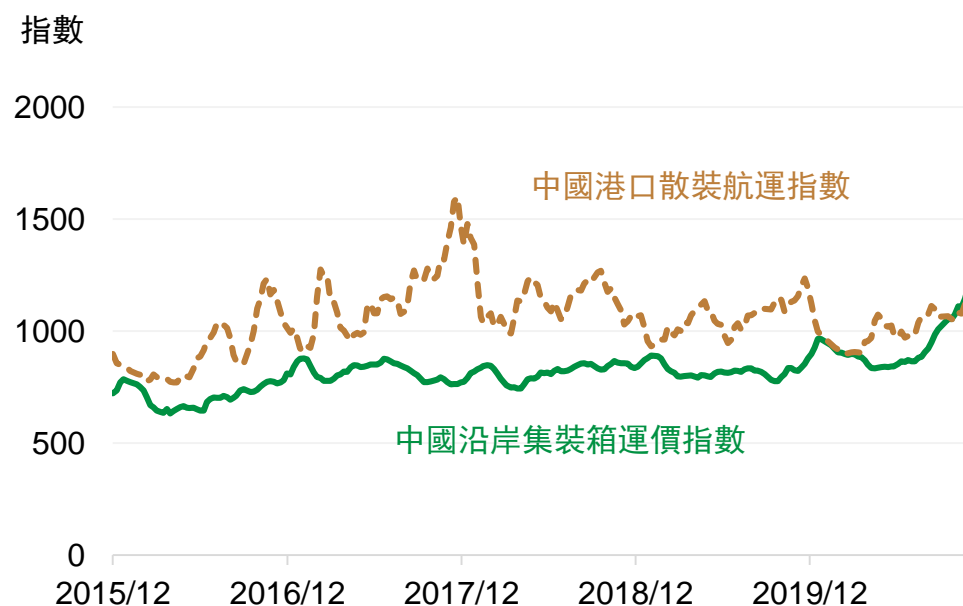
此外，隨景氣回溫，終端需求逐步上升，但疫情導致港口作業受限，造成缺船、缺櫃及缺工的現象，使得國際航運費用持續飆漲，市場預期，此現象恐延續至2021年上半年。

## 美國機場進出人數逐步上升



資料來源: Bloomberg。

## 供不應求，中國港口航運價格大幅飆漲



資料來源: Bloomberg。

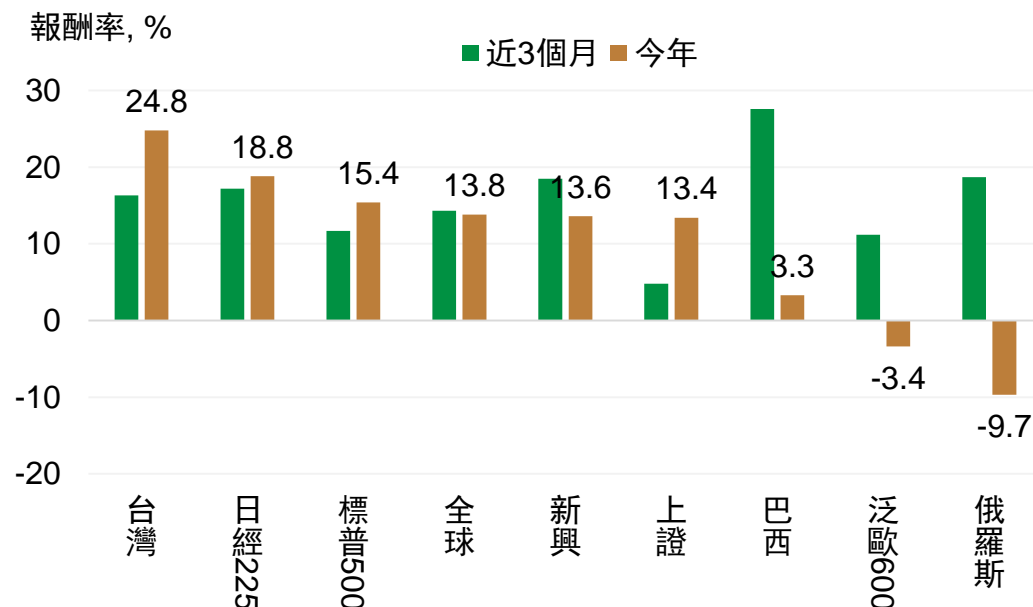


# 元月效應？標普500指數第一季偏上漲格局

回顧2020年，因為新冠肺炎蔓延至全球，導致全球股市一度重挫，修正幅度達三成。所幸，受到全球央行同步寬鬆，聯準會無限購債等政策激勵下，帶動股市從底部回彈。隨疫苗於該年底問世後，更是驅動新興市場大幅回揚。

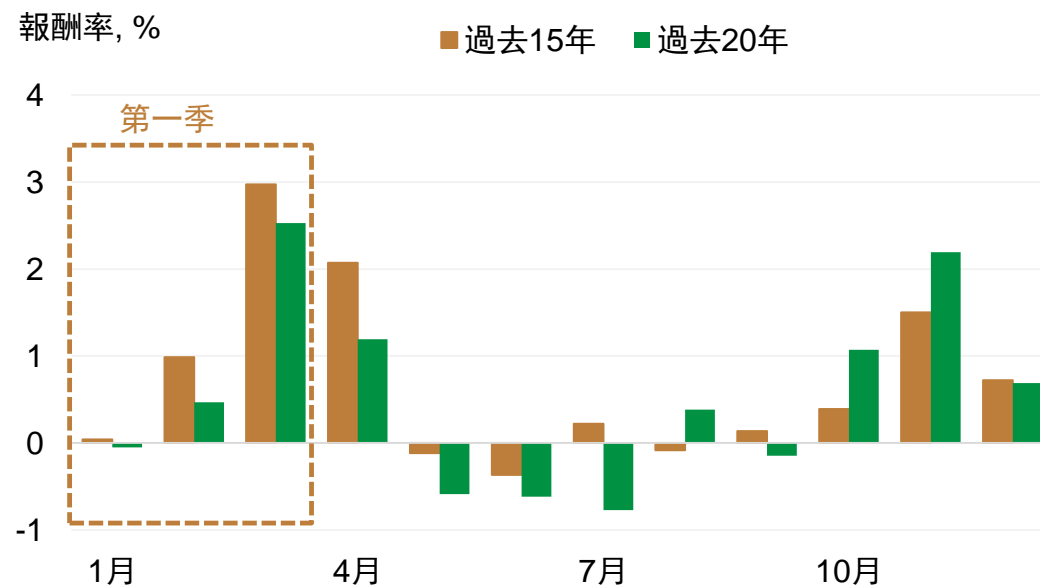
展望2021年，研判央行仍將維持寬鬆論調，加上景氣隨疫苗逐步普及而增溫，預期風險性資產具表現空間。統計標普500指數過去表現，第一季指數偏上漲格局。

## 央行寬鬆與疫苗問世，激勵2020年風險性資產普遍走揚



資料來源: Bloomberg, 截至2020年12月29日。

## 歷史經驗顯示，第一季標普500指數偏漲上漲



資料來源: Bloomberg, 期間2001年至2020年。

# 美國制裁施壓，不改中國科技自主決心

美國將數十家可能涉及軍事相關活動的中企增加至實體清單，限制清單內企業採購美國關鍵技術，與此同時，MSCI、標普、富時等公司也相繼將中國公司移除成份，不利公司未來籌資。**但對中國而言，政府將大力扶持，包括28奈米10年免稅等，使中國高新技術產值佔GDP比重持續提高。**

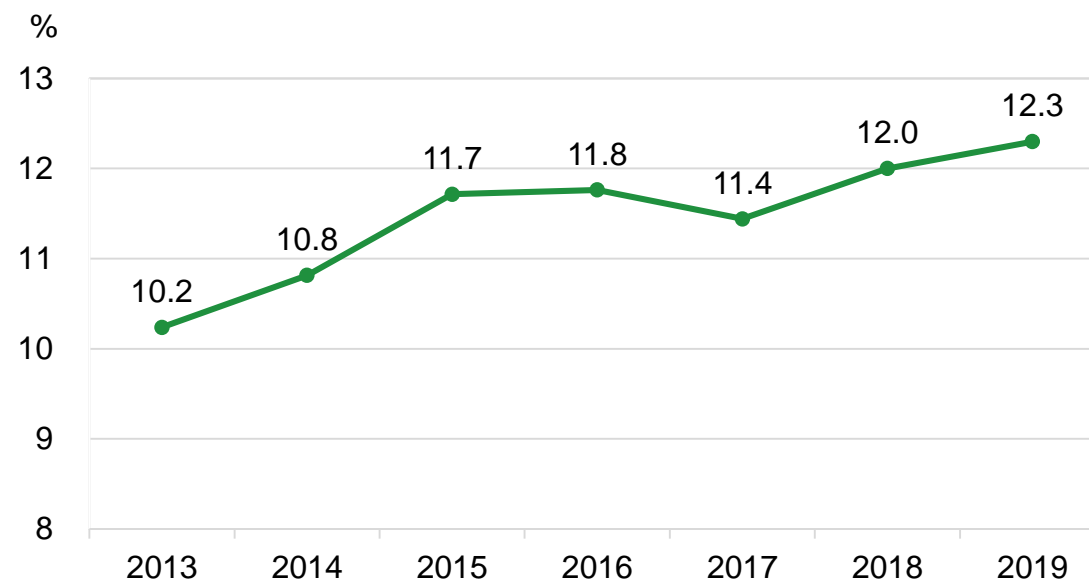
中國近期對國內網路科技巨頭實施反壟斷調查，除了進行整頓外，亦有政治層面因素。推估政府目的為加強監管網路經濟秩序，而非阻止網路業務發展。中期而言，因為技術領先、雲端運算業務快速增長，行業前景看好，預期不改阿里巴巴龍頭地位。

## 美國對中施壓，英美指數剔除中國軍事相關企業

	富時 FTSE	MSCI	那斯達克 NASDAQ	標普道瓊 S&P Dow Jones
中芯國際		✓	✓	✓
海康威視	✓	✓		✓
中國交通建設股份有限公司	✓	✓	✓	✓
中國鐵建股份有限公司	✓	✓	✓	✓
中國中車股份有限公司	✓	✓	✓	✓
中科曙光	✓	✓		✓
中國化學工程集團	✓			✓
中國核工業建設	✓			✓
中國衛星	✓	✓		✓
中國建築國際				✓

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

## 中國科技園區產值對GDP貢獻度逐年上升



資料來源：中國科技部。

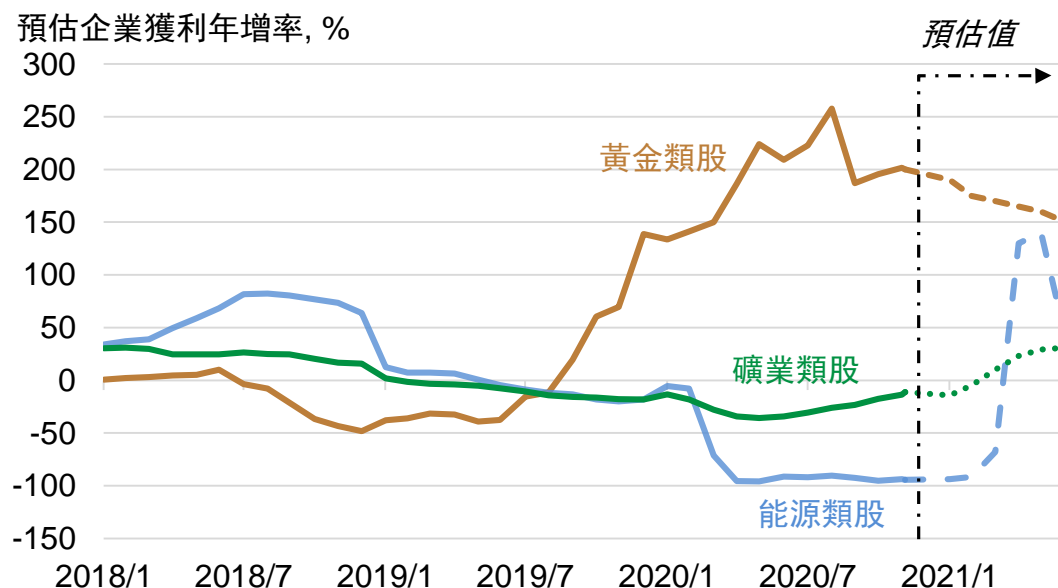
# 金屬

原物料需求增加，帶動航運類股大漲

2020年金礦類股獲利因金價創歷史新高而大增，預期2021年獲利年比將因基期墊高而下滑。油價於2020年3、4月崩跌，預期2021年第一季末，企業獲利年增率將大幅成長，後續增速可能漸緩。原物料等礦業類股受景氣復甦帶動，企業獲利緩步上升，表現相對穩健。

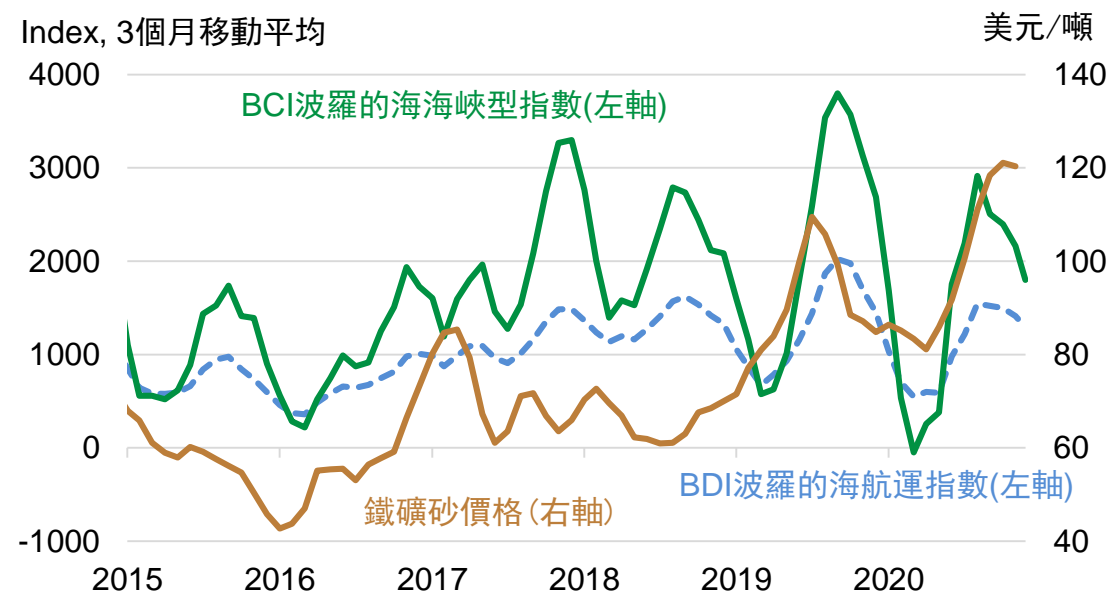
中國2020年的鐵礦砂進口量超越10億噸，鐵礦砂報價年內飆漲將近80%，主要從澳洲、巴西進口。在原物料強勁需求帶動下，衡量原物料散裝航運運費的波羅的海綜合指數(BDI)大漲，以載運鐵礦砂、煤炭等原物料為主的波羅的海海岬型指數(BCI)同步上揚。**預期疫苗逐漸普及後，全球貿易可望逐步回溫，散裝航運、海運市場及相關類股相對受惠。**

## 原物料類股企業獲利穩健



註：預估值係參考Bloomberg Consensus及FactSet預估計算。  
資料來源：Bloomberg。

## 航運指數近期隨原物料需求回溫上漲



資料來源：Bloomberg。



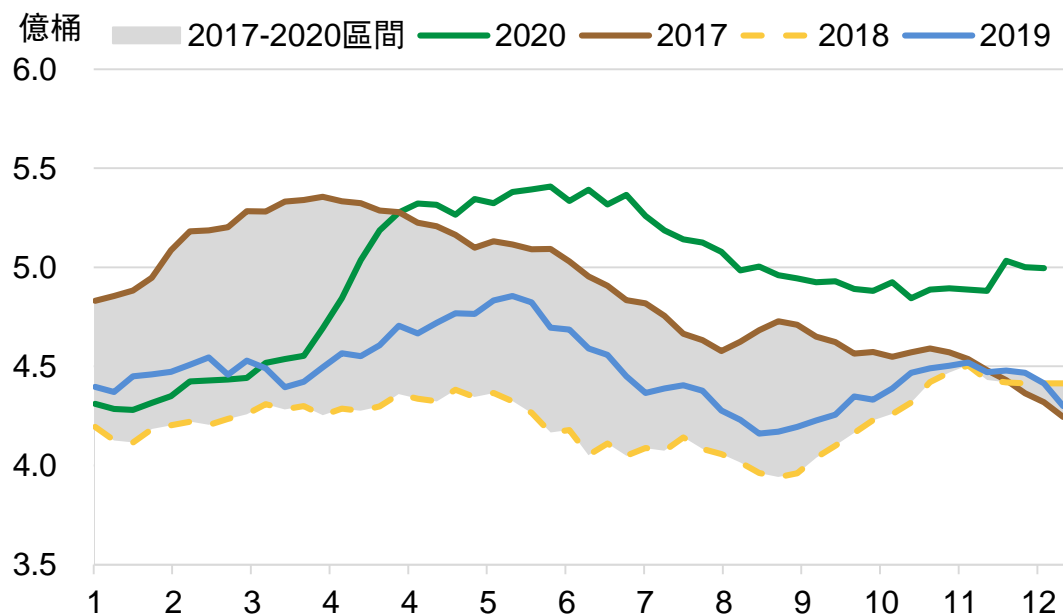
# 能源

## 疫情升溫封鎖或增，短期有壓逢回可布

全球石油庫存自高點下滑，多數庫存集中在中國儲備，美國原油庫存也從4、5月高點回落。需求方面，亞洲地區如中國、印度，原油需求逐漸恢復，但美國與歐洲地區需求仍顯疲弱，研判短期油價偏震盪。

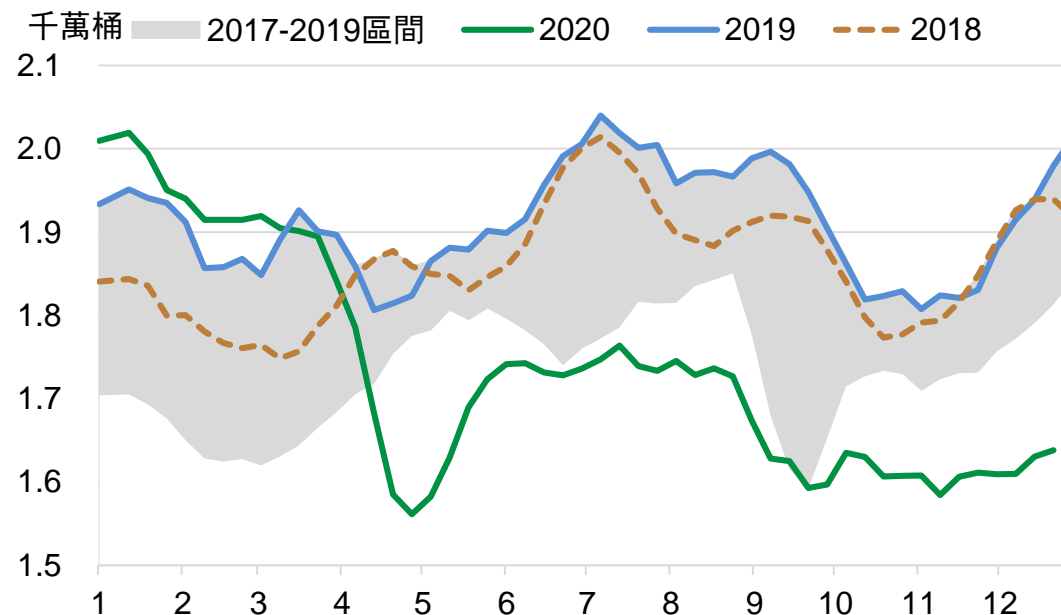
OPEC+原定2021年1月開始增產配額200萬桶/日，但因疫情影響僅上調50萬桶/日。近期包括俄羅斯等國家，開始討論4月份以後，OPEC+將恢復原定每日增產200萬桶配額計畫，預期短期油價強勁漲勢暫歇。料2Q之後景氣回溫，實體用油需求漸增，將帶動油價緩步向上。

### 美國原油庫存近月微增



資料來源: Bloomberg。

### 美國原油需求升幅緩慢



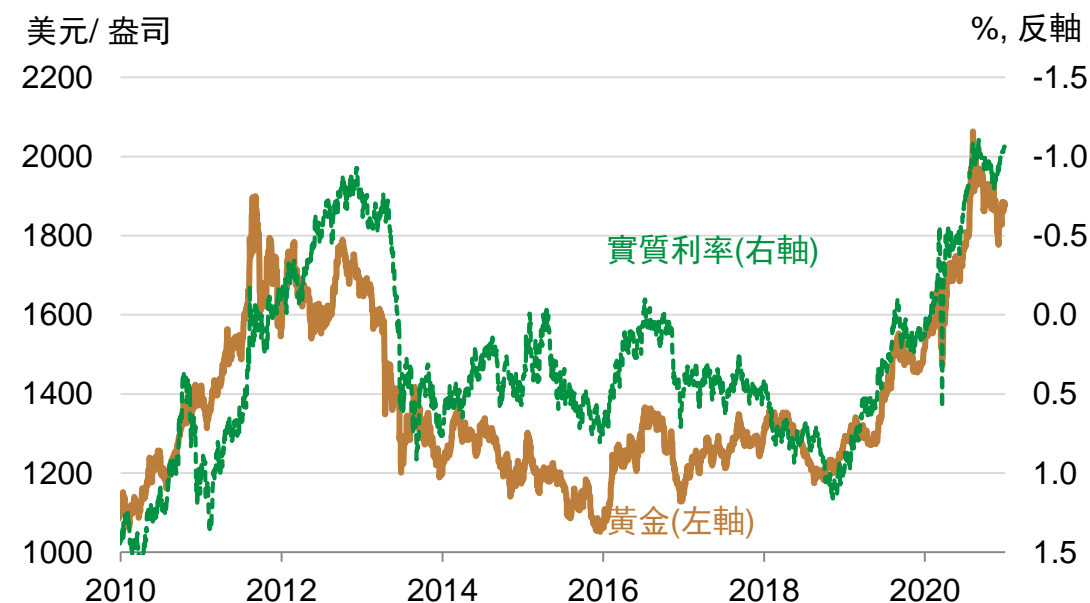
資料來源: Bloomberg。

# 黃金 貨幣與財政對金價有利，景氣復甦與礦商增產侷限大漲空間

央行寬鬆貨幣政策及政府財政刺激措施，2021年上半年將持續壓抑公債殖利率，實質殖利率偏低盤於負值區，加上美元走弱、疫情變化與主要國家可能再度封城，有利金價走揚。然下半年後，全球經濟復甦預期漸趨明朗，侷限黃金漲勢，下半年金價表現或較上半年相對偏弱。

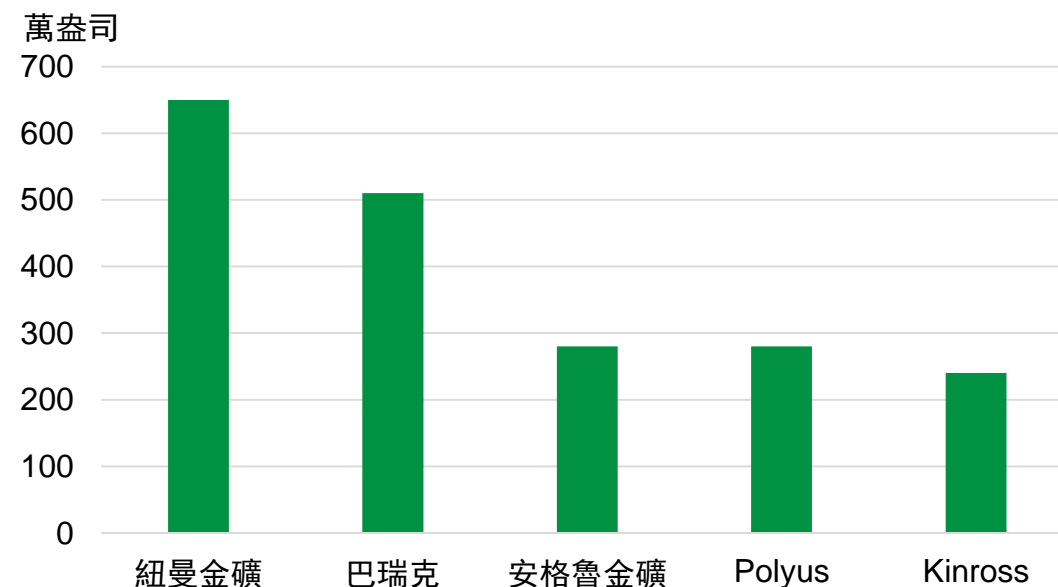
2020年全球主要金礦商受到全球疫情及其封鎖措施的影響，總生產量預估年減5%至3,730萬盎司。但2021年金礦商年度生產指引顯示，受到金價上漲及大型金礦商合併影響，**預估2021年全球主要金礦商總生產量將年增6%至3,938萬盎司**，並以澳洲與俄羅斯為主要生產地，或添**2021年下半年金價擾動因子**。

### 貨幣與財政寬鬆對金價有利



資料來源: Bloomberg。

### 全球主要金礦商2021年產量預估



資料來源: KITCO。

# 投資級債 High-Quality債信尋息需求仍存，資本利得空間漸縮

投資級債券利差隨景氣改善而有進一步收斂機會，但目前利差已近歷史低點，再縮減空間有限，高評等債存續期間長，公債利率緩步偏升情境下，將限縮資本利得空間。

疫苗普及仍需時，經濟偏緩慢復甦，全球央行維持低利率寬鬆政策，美債殖利率向上將增加未來息收吸引力。美債利率緩步揚升，但投資級債殖利率預期仍優於定存報酬，且與股市相關性低，可作為資產配置中抗跌避險、High-Quality尋息需求為主的布局。

## 美投資級債利差再縮窄空間有限



註：百分位指該數值於2000年以來歷史高低差的百分位置，數值越低表示越接近底部。  
資料來源：Bloomberg。

## 美投資級債報酬估算

預估債券持有1年報酬率(%)		美10年公債利率(%)				
		NOW				
		0.8	0.9	1	1.1	1.3
美高評債信用利差(bps)	80	4.7	3.7	2.7	1.7	-0.3
	90	3.8	2.8	1.8	0.8	-1.2
	100	NOW 2.9	1.9	0.9	-0.1	-2.1
	150	-1.5	-2.5	-3.5	-4.5	-6.5

註：預估報酬率=美投資級債指數殖利率-10年債利率變動\*10-投資級債利差變動\*8.73。  
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

# 高收債 股市連動性高及油價回升，利差收窄將有助於報酬表現

高收債與股市連動性高，能源債券佔比高，預期原油緩升趨勢，有利能源債及高收債表現。**景氣回升及企業獲利帶動利差收斂預期，將有助抵銷利率上揚壓力，提供一定報酬率空間。**

疫後復甦的經濟改善預期，**高收債利差相較疫情前水準仍有空間，將有助於信用利差收斂。**風險面向則須留意，即使景氣最壞情況已過，但預期復甦仍相當緩慢，經濟不均衡復甦將使得降評倒閉家數增加，較差信評債券波動風險猶存。

## 美高收債利差尚未回覆疫情前水準



註：百分位指該數值於2000年以來歷史高低差的百分位置，數值越低表示越接近底部。  
資料來源：Bloomberg。

## 美高收債報酬估算

預估債券持有1年報酬率 (%)		美10年公債利率(%)				
		0.8	0.9 NOW	1	1.1	1.3
美高收債信用利差 (bps)	250	8.7	8.2	7.7	7.2	6.2
	350 NOW	5.2	4.7	4.2	3.7	2.7
	400	3.5	3.0	2.5	2.0	1.0
	550	-1.8	-2.3	-2.8	-3.3	-4.3

註：預估報酬率=美高收債指數殖利率-10年債利率變動\*5-高收債利差變動\*3.5。  
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

# 新台幣

## 央行“努力”穩定匯價

隨英歐完成FTA談判，英鎊止穩稍升，衝擊美元反彈聲勢，加上年關將至，出口商拋匯需求強勁，推升新台幣匯價盤中最低點突破28.1價位，再寫逾23年來新高紀錄。觀察17日美國重列台灣於匯率觀察名單，同時讚許近年台灣央行匯率政策透明度增加，其後**新台幣尾盤波動幅度明顯加大**，預計是在美方不反對之前提下，央行為減緩出口商年底財報作帳之動作。

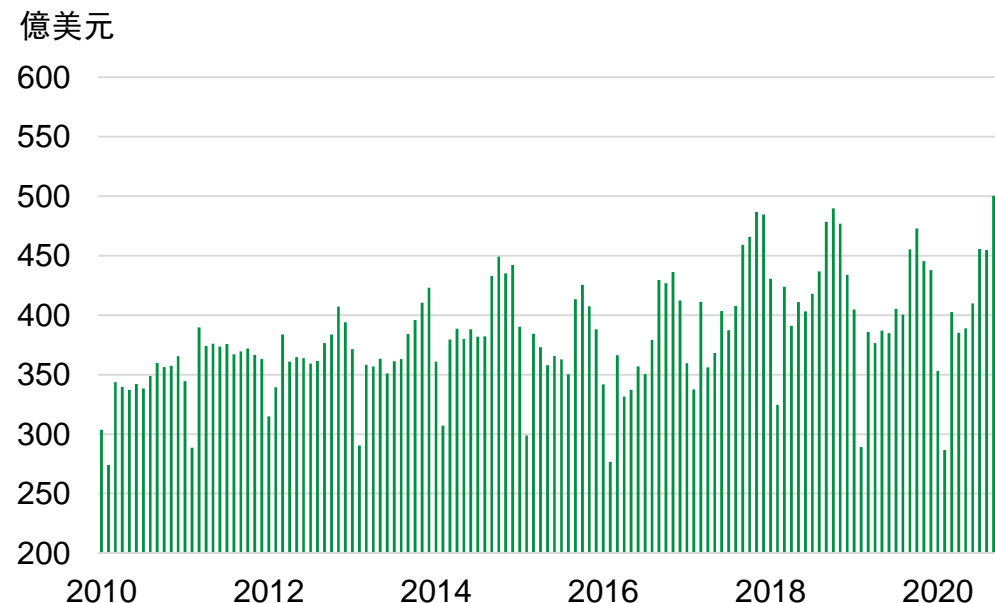
考量11月台灣外銷訂單再創單月紀錄，資通訊及電子產品項目成長強勁，意味**2021年出口商拋匯需求易強難弱**。有拋匯規劃者可趁**近期美元反彈操作**，或利用交換合約鎖價避險；而換匯著重海外投資需求，權衡商品潛在報酬及匯損風險。

### 新台幣盤中最低點及收盤價位



資料來源: Bloomberg, 台灣央行。

### 台灣11月外銷訂單持續走揚



資料來源: Bloomberg。



Jan 2021

4 Mon	中國製造業PMI 韓國製造業PMI 巴西製造業PMI	5 Tue	美國ISM指數	6 Wed	美國ADP報告 美國工廠訂單 中國服務業PMI 印度服務業PMI	7 Thu	台灣CPI 美國貿易收支 美國初領失業金 歐元區零售銷售	8 Fri	台灣進出口 美國就業報告 巴西工業生產
----------	----------------------------------	----------	---------	----------	---	----------	---------------------------------------	----------	---------------------------

## 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