



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2020年12月18日

投資研究週報

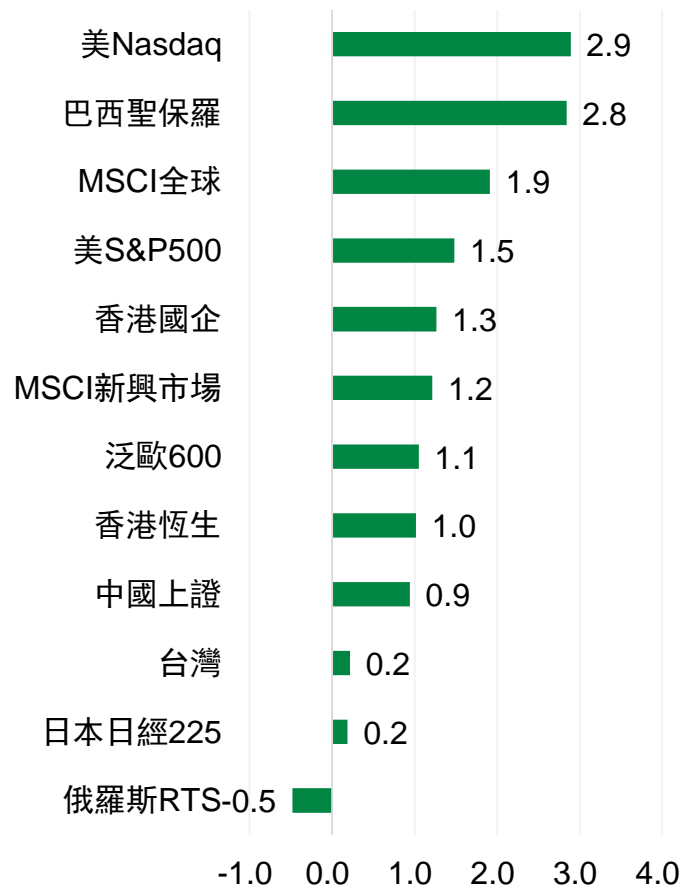
Cathay's View

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。

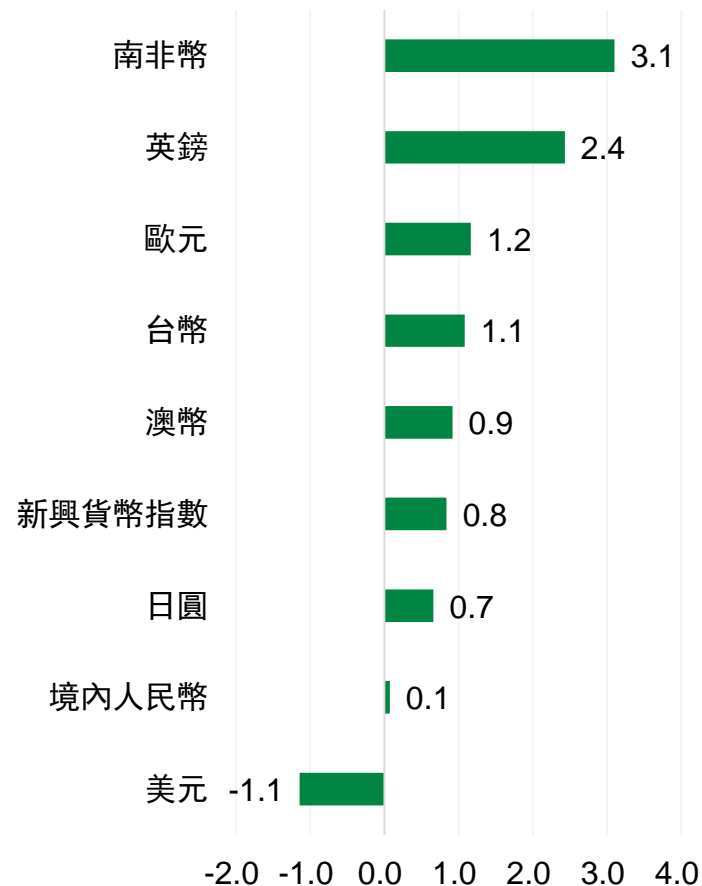


一週市場變化

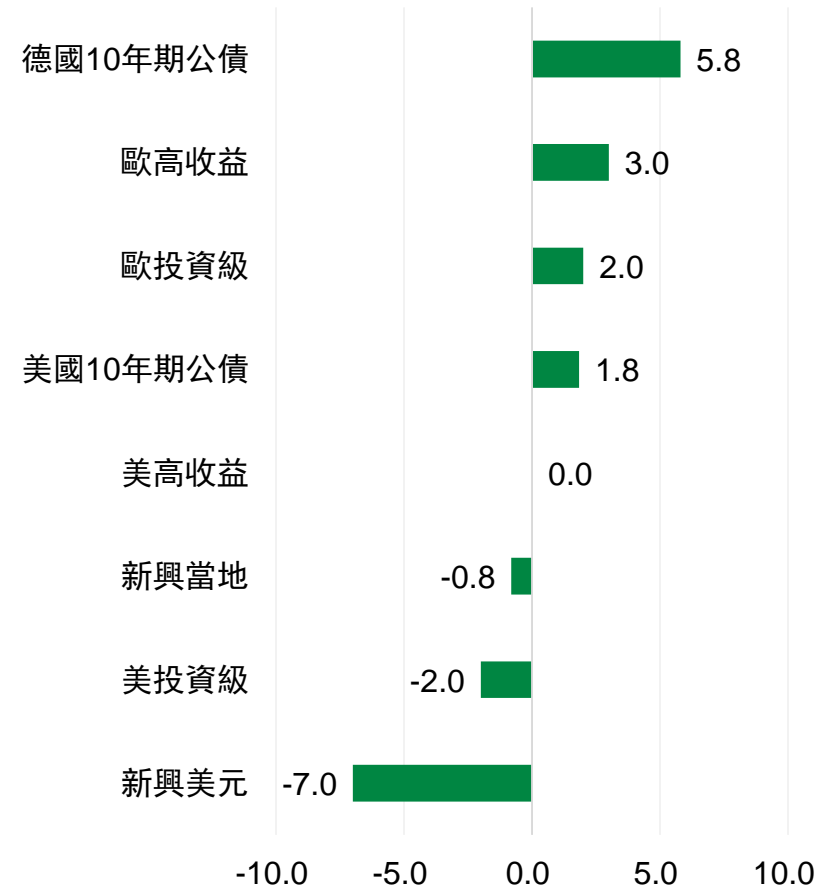
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/12/11~2020/12/17。

資料來源: Bloomberg。

一週市場綜覽

“

美兩黨可望達成財政方案，促股市上揚

美國參眾兩院協議提出9000億美元折衷紓困方案，市場預期**年底前通過機率高**，加上英美開始施打疫苗，激勵股市續揚。

Fed未調整購債規模，經濟展望偏樂觀

聯準會上調經濟成長預估，低利率及QE購債持續，維持一貫鴿派寬鬆立場，隨機應變。預期**美國長債利率隨景氣復甦而上揚**，殖利率曲線趨陡。

台灣被美列入匯率操縱國觀察名單

美國財政部將台灣及中國列入匯率操縱國觀察名單，另將瑞士與越南列為匯率操縱國。

”

股市

美財政紓困方案可望通過，疫苗問世及景氣動能續溫，**風險性資產偏多表現**。短線資金Switch轉向非美、新興股，及解封題材的景氣循環股，長線科技股基本面仍為看好。**短線須留意股市過熱與高檔獲利了結壓力漸增。**

債市

近期美債利率一度彈至0.985%，反應疫苗期待及通膨預期。Powell仍對經濟前景審慎口吻，將**謹守量價(QE+AIT)寬鬆政策**，若**長率上彈預期增加**，未來將擴大購債。**利率偏升、債券著重相對價值**，助利差型商品表現。

匯市

聯準會持續購債，美元貶破90關卡，預期短線弱盤。風險偏好有利人民幣等新興亞幣表現，台灣被列入匯率觀察國名單，侷限央行穩匯動作。

財政方案期待與疫苗利多，激勵股市創高

美國參眾兩院共同提出9080億美元折衷紓困方案，其中7400億包括小型企業貸款、失業保險、疫情配送、教育與租屋補貼。另一部份規模為1600億美元，含較具爭議性的企業免責、州與地方政府金融紓困行動等。共和黨對提案持開放態度，**川普簽署機率高，若能達成共識，可望於聖誕節或新年休會前通過。**

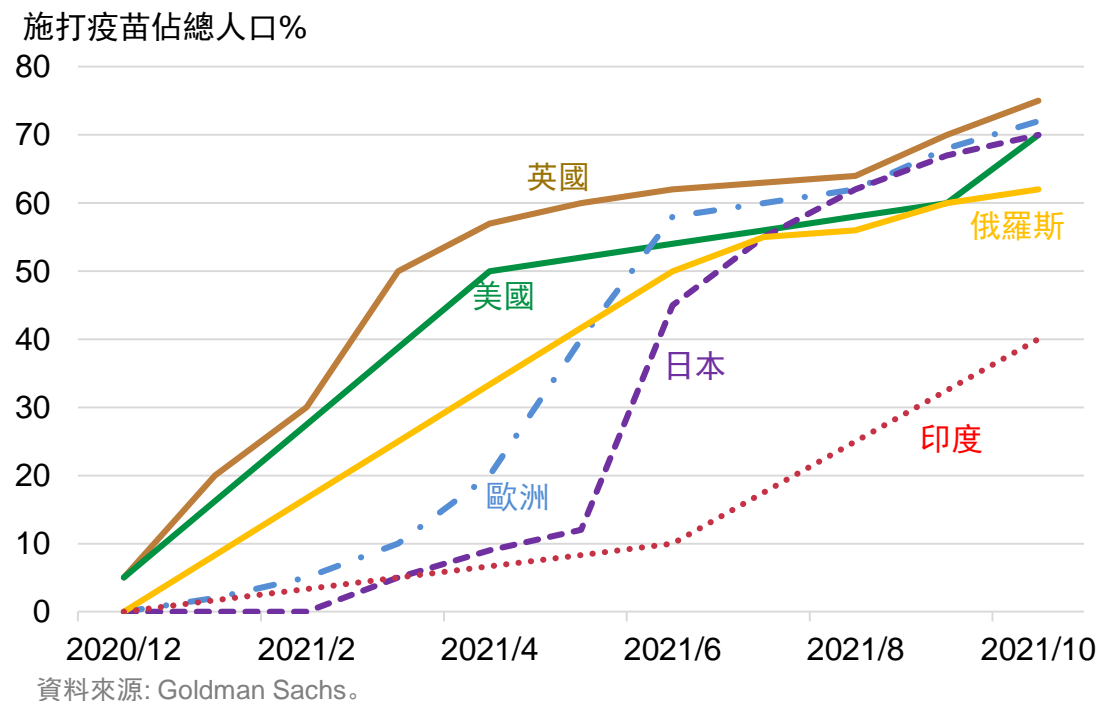
英美疫苗開始施打，預估至明年中甸，成熟國家疫苗施打普及率可望達五成以上，新興國家如印度等需待下半年後才可能獲得較廣泛接種，**疫苗分配存不平等現象**，資源可能相對集中在資源豐沛國家如美國、歐盟等。**財政紓困可望通過，與疫苗開始施打利多，激勵股市續創新高。**

目前兩黨共擬財政紓困案內容

紓困方案	金額 (美元)	內 容	附 註
支出方案	7480億	(1) 每週額外300美元失業補助， 為期4個月 (2) 3000億美元補助小型企業 (3) 350億美元補助醫療保健業者	較無爭議
地方補助	1600億	(1) 針對州和地方政府的援助資金 (2) 企業免責的負債保護條款	較有爭議
總計	9080億		

資料來源：國泰世華研究團隊彙整。

預期2021年主要地區疫苗施打情況



FOMC上調經濟預測, 鴿派寬鬆隨機應變

FOMC維持利率0-0.25%不變, 維持每月800億公債及400億MBS購債計畫, 維持至2023年接近零利率水準。**同時上調經濟成長預測及物價, 預期2023年前通膨都將低於2%目標, 並調降失業率。**此次會議未調整資產購買計畫, 僅延長海外美元流動性換匯及美債臨時回購至2021年9月, 以維持金融穩定運作。

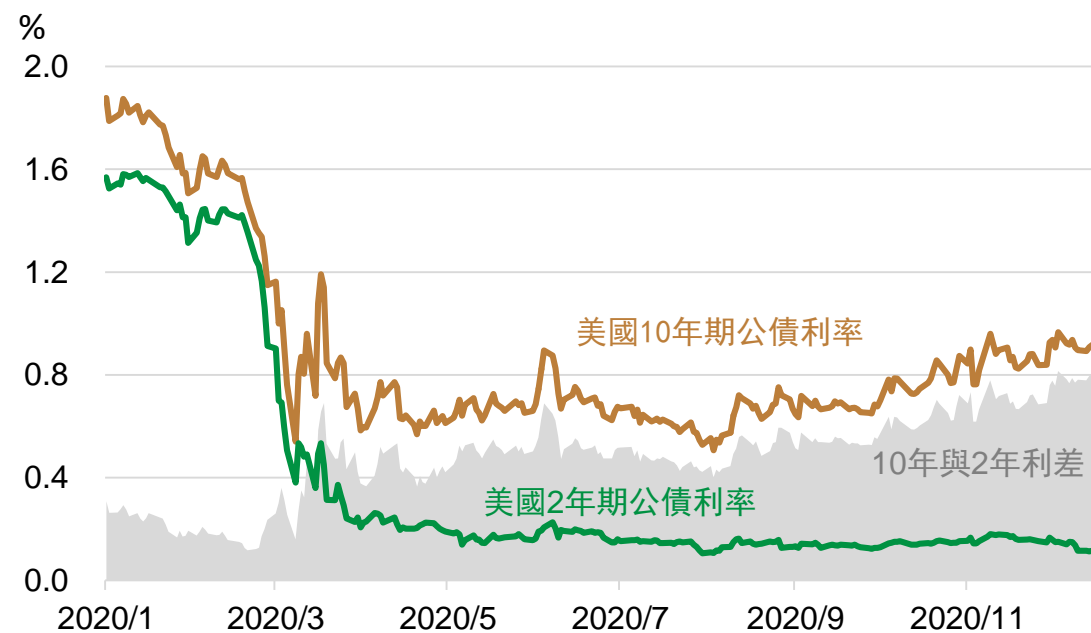
近期美債利率一度彈至0.985%, 反應疫苗期待及通膨預期揚升, 2023年政策利率期貨0.155%亦稍偏上。聯準會未增加購買長債, 對經濟前景稍偏樂觀, 使美10年期公債利率微揚, 殖利率曲線偏陡。**預期未來聯準會仍將謹守量價政策(QE+AIT), 若長率上彈幅度過快, 將擴大購債應變。明年上半年反應基期因素、疫苗施打及財政進度, 美10年期公債利率將隨通膨預期偏向1-1.3%靠攏。**

聯準會經濟成長及通膨預估

(%)	2020	2021	2022	2023	長期
GDP	-3.7→-2.4	4→4.2	3→3.2	2.5→2.4	1.9→1.8
	(↑)	(↑)	(↑)	(↓)	(↓)
失業率	7.6→6.7	5.5→5.0	4.6→4.2	4→3.7	4.1→4.1
	(↓)	(↓)	(↓)	(↓)	(—)
PCE	1.2→1.2	1.7→1.8	1.8→1.9	2.0→2.0	2.0→2.0
	(—)	(↑)	(↑)	(—)	(—)
核心PCE	1.5→1.4	1.7→1.8	1.8→1.9	2.0→2.0	2.0
	(↓)	(↑)	(↑)	(—)	

資料來源: Fed網站。

FOMC會後, 美國長短期公債利差擴大



資料來源: Bloomberg。

台灣被美國列入匯率操縱國觀察名單

美國財政部將台灣及中國列入匯率操縱國觀察名單，另將瑞士與越南列為匯率操縱國，主因(1)台灣對美順差增加，累計前10月超過 200 億元，(2)經常性順差超過GDP 2%，但因未有半年純買匯率超過GDP 2%情況，因此不列入匯率操作國。市場Risk-on情緒削弱美元，新台幣隨新興亞幣走升，偏強台幣幾成市場共識，加上央行調整穩匯政策，出口商加大拋匯，升值預期助漲為近期偏強原因。

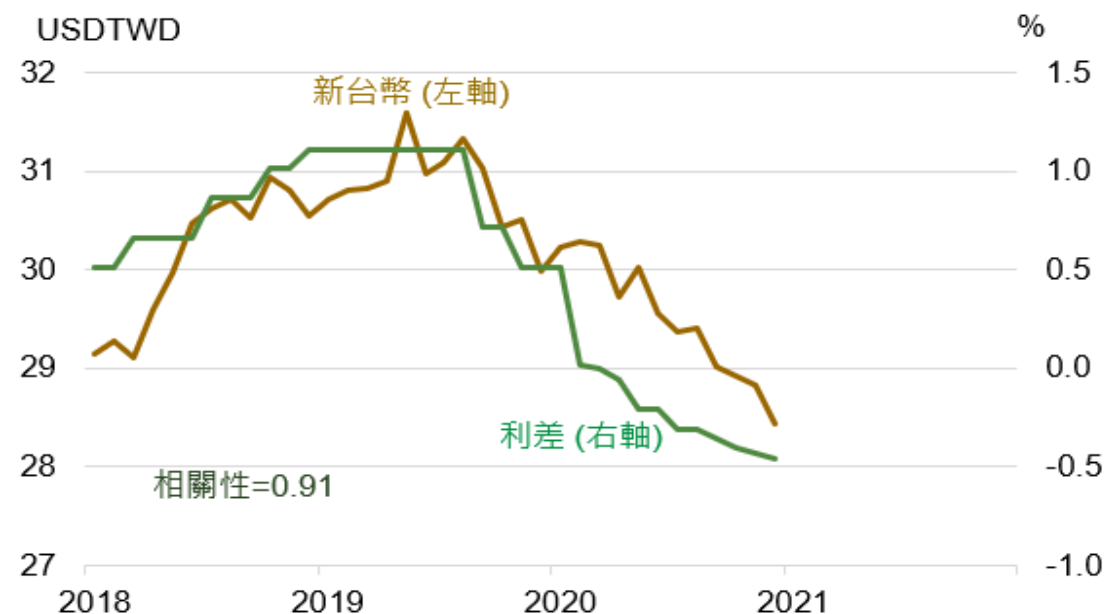
預計台對美順差維持高位，出口商拋匯需求及美台利差支撐偏強台幣。 台幣換匯應著重海外商品投資需求，以潛在較高報酬平衡匯損風險；有拋匯規劃者，宜以衍生性商品鎖定匯價，降低匯率風險。

台央經濟成長及通膨預估

項目	評估時間	2020	2021
GDP	Dec-20	2.58	3.68
(%)	Sep-20	1.60	3.28
CPI	Dec-20	-0.3	0.92
(%)	Sep-20	-0.20	0.92

資料來源：台灣央行。

美台利差支撐偏強台幣



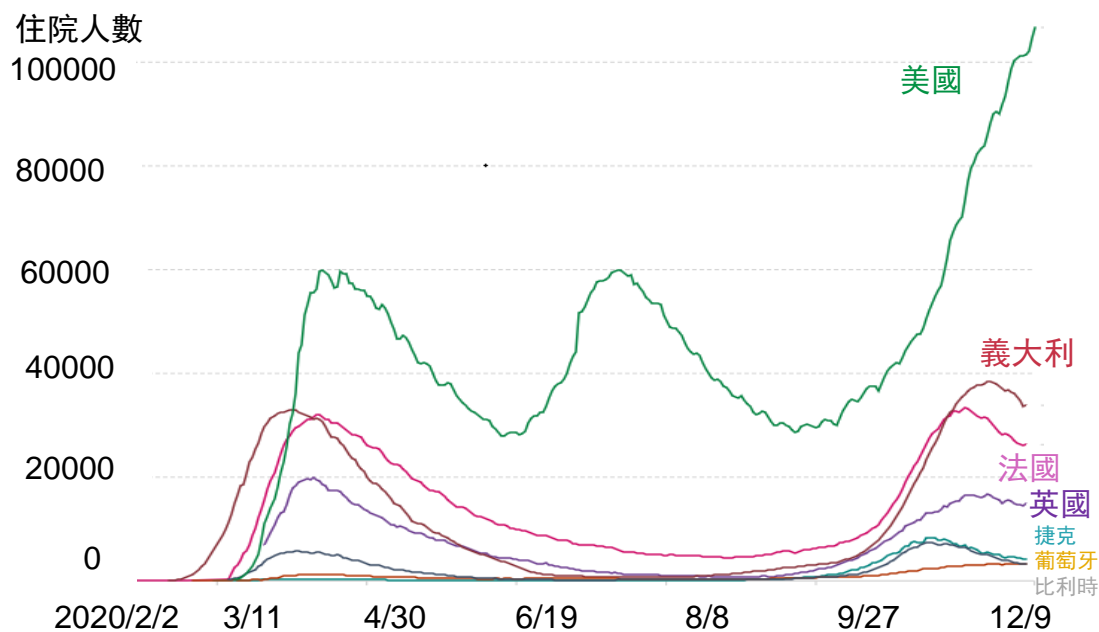
註：利差為台灣銀行美元一年期定存利率與台幣定存利率差距。
資料來源：Bloomberg。

疫情升溫，部分封鎖重啟恐影響消費活動

即使歐美加速疫苗問世，預期現在施打疫苗到群體免疫仍需要一段時間。年底歐美及亞洲疫情仍持續擴大，德州、紐約等醫院加護病房住院人數已達8成，高於全國平均77%，醫療體系承載壓力愈緊。紐約市可能再度封城，德國也宣布延長封鎖狀態至明年1月10日。歐美加強相關管制封鎖，後續恐影響零售、餐飲等消費活動。

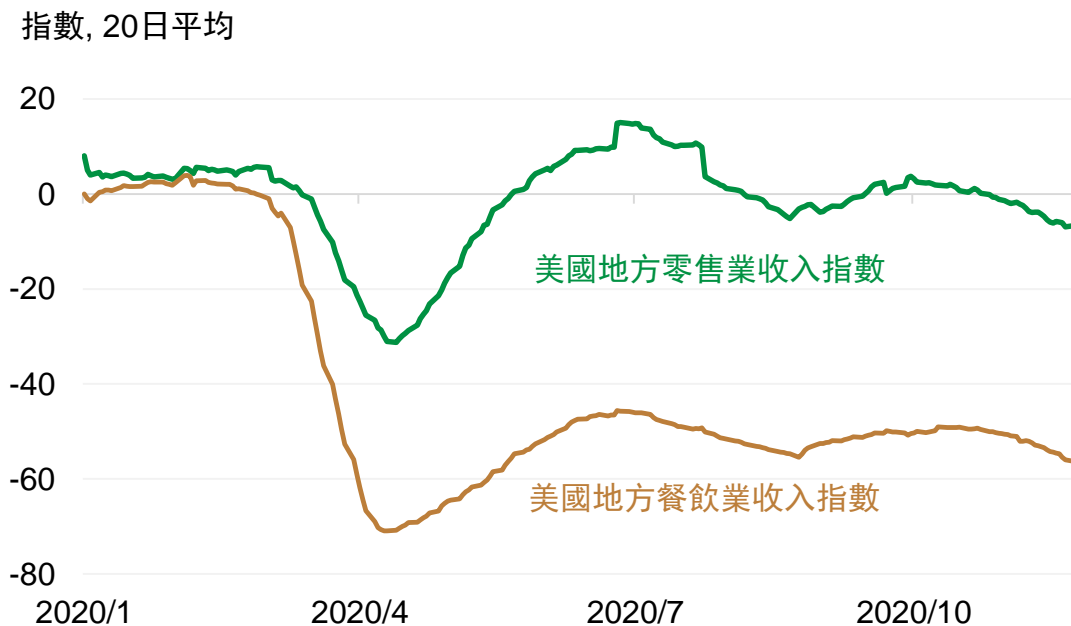
美國11月零售銷售額較10月下降1.1%，降幅大於市場預估-0.4%，即反映近期疫情惡化，對餐廳、百貨公司和汽車銷售等消費活動造成影響，此外服飾和家具銷售也呈現趨緩。相較之下，日用雜貨、建築材料及電子商務的銷售額則呈現上漲。考量消費支出佔美國GDP比重近七成，且疫情消費部分轉為線上模式，或有助於減緩經濟衝擊。

美國因COVID-19疫情住院人數創新高



資料來源: Our World in Data。

部分管制重啟，後續恐影響消費活動



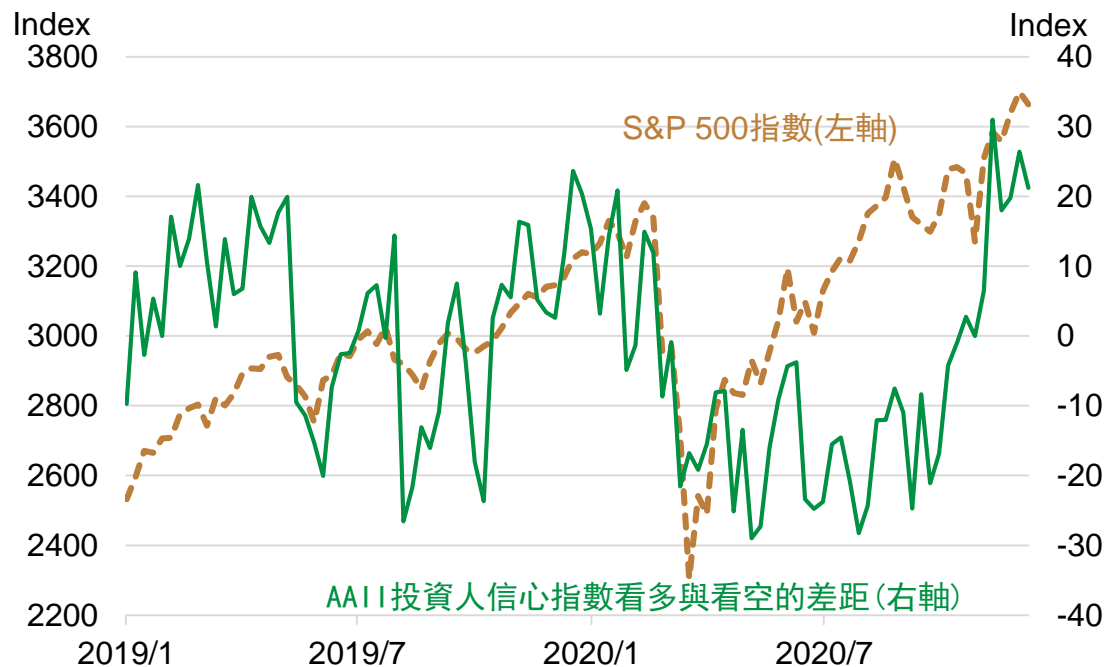
資料來源: Bloomberg。

股市漲幅過高，留意短期修正

美股屢創新高，11月全球股票型基金單週淨流入創史上最高，投資人信心指數多空差距創近年高點，市場恐懼貪婪指標來到90之上，接近100的極度貪婪，多項指標顯示短期市場似有過熱現象。**疫情再度蔓延、主要城市可能加強封鎖措施，指數高位階段，留意獲利了結賣壓漸增。**短線股市漲幅過快、乖離率偏大如印度等，追高宜慎。

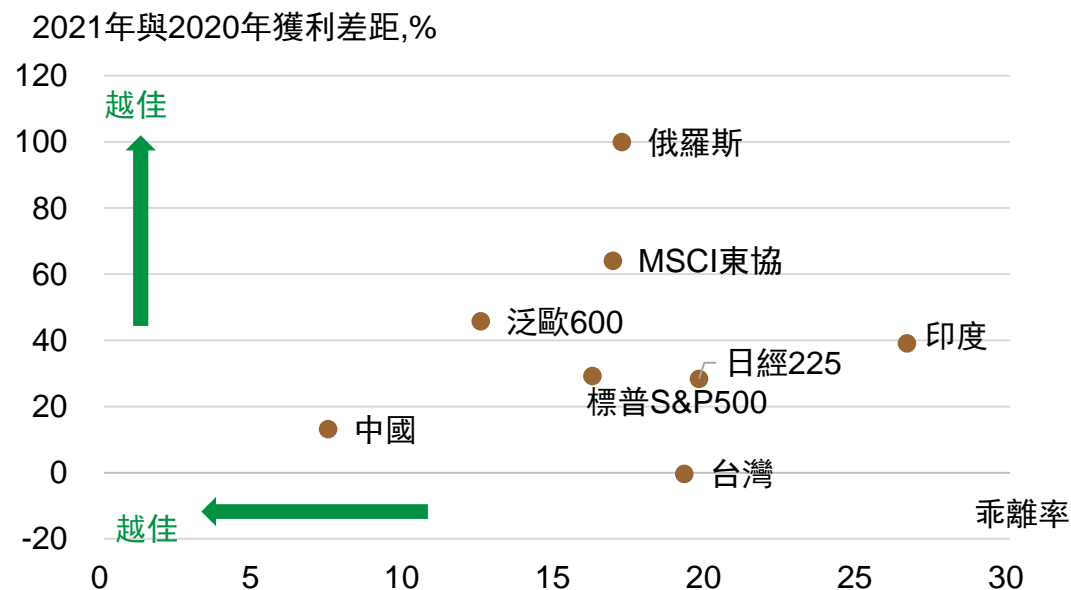
全球央行寬鬆貨幣政策延續，市場資金充沛，加以財政政策刺激經濟改善，股市逢回站買方思考。**Switch投資思維，著眼低基期、未來成長差距大、股市乖離率偏低的俄羅斯、東協與歐股等市場，較具落後補漲效果，短期上漲空間較大。**

看多股市的投資人信心指數來到近年高點



資料來源: Bloomberg。

短線留意指數乖離過大，獲利預期回升將助表現



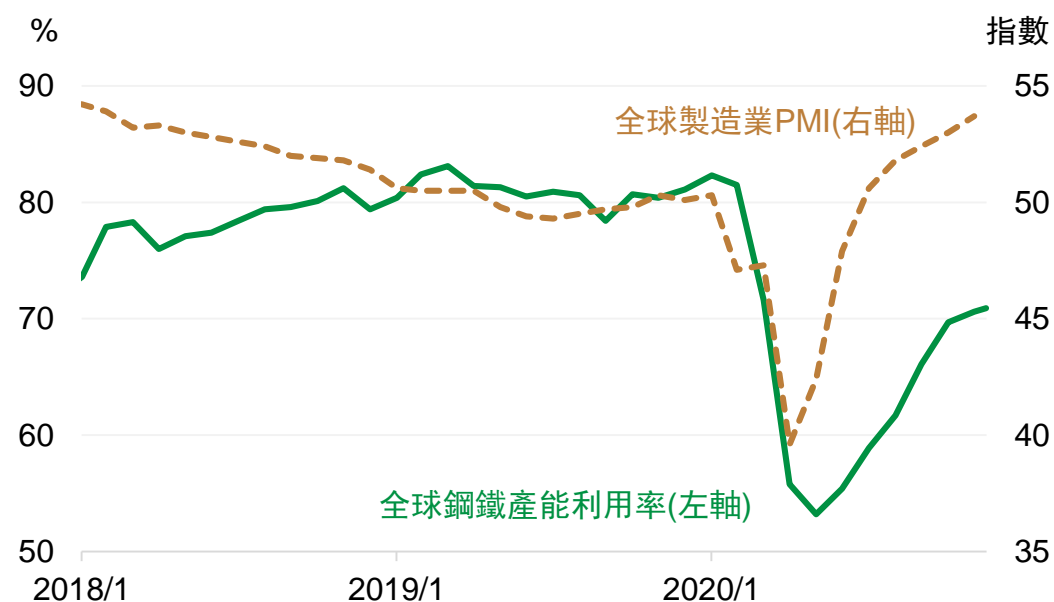
註: 乖離率為目前指數與年線值差距。
資料來源: Bloomberg。

商品 景氣復甦支撐商品價格，類股仍具上漲空間

歐美疫情雖有增溫跡象，但疫苗逐步施打，驅動全球製造業PMI逐步向上，並創3年來新高。全球製造業回溫，各產業陸續復工，包括增產或擴廠，加上**各國陸續復工，預期工業、原物料等景氣循環類股，後續仍有上漲空間**。

中國鋼鐵需求強勁，進口量增加，使港口鐵礦砂庫存下降，加上美元指數偏貶，鐵礦砂價格創6年新高。銅礦供需偏緊，加上全球銅交易所庫存降低，預期至明年初，景氣復甦題材驅動下，基本金屬價格偏多看待。相較鐵礦砂短線漲幅過大，後續漲幅漸縮，銅價較有支撐。

全球製造業景氣復甦，驅動鋼鐵需求上升



資料來源: Bloomberg。

商品庫存低盤，有助商品價格緩步向上



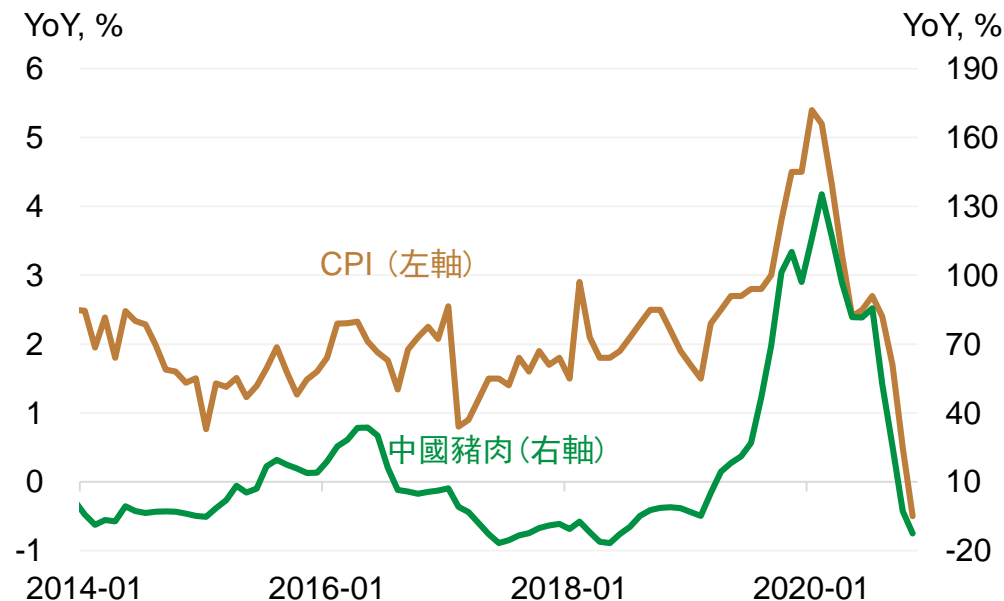
資料來源: Bloomberg。

中國 CPI年增率雖轉為負值,但不構成通縮疑慮

11月CPI和去年同期相比下跌0.5%，主因去年受非洲豬瘟影響使中國養殖的豬隻減半，導致豬價基期過高。近期豬肉產能持續恢復，促使豬肉供給回升，豬肉價格恢復正常水平，與去年同期相比下跌12.5%，牽動CPI跌至負值。

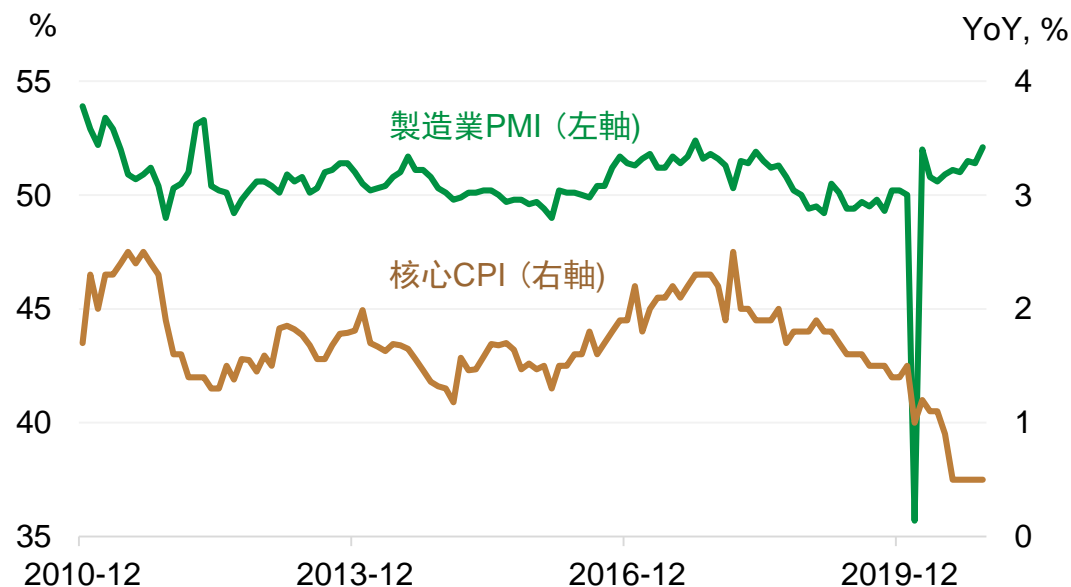
剔除波動較大的能源、食品項目，核心CPI自7月以來維持在0.5%，且中國出口強勁復甦，並未見通縮壓力。**景氣先行指標製造業PMI上揚，預期將帶動未來CPI回升。**

CPI下跌主要由豬價下跌帶動



資料來源:Wind。

中國景氣回升, 將有助於物價回穩



資料來源: Bloomberg, Wind。

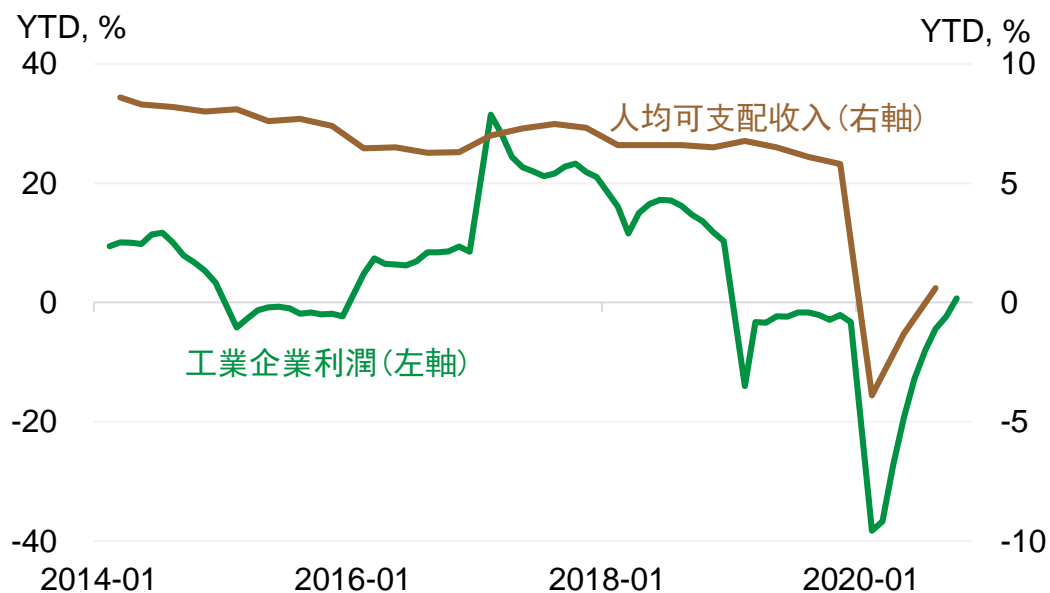
中國

消費復甦仍具成長空間，推動需求側改革

12月11日中共政治局提出需求側改革，**著重改善收入分配來加大消費需求，以及運用科技創新帶動新型消費**。在擴大內需的政策導向下，預期消費、科技、原物料板塊未來具有表現機會。

11月工業產值年增7%，帶動企業利潤回升，同時居民收入也首度回到正成長，有助於後續消費回溫。隨疫苗上市，預期就業市場回暖趨勢將會延續，有助政府推動需求側改革，進而引導經濟成長動能由貿易逐漸轉向消費。

中國企業利潤上升，有助人均收入提升



資料來源:Wind。

需求側改革摘要

需求牽引供給

改善收入分配

增加低收入戶收入
提高居民財政性收入
減輕居民支出負擔

財政金融支持

減稅
財政補貼
推動社保改革

改善消費環境

消費政策優化(如放寬汽車限牽限購)
強化市場監管
完善產品標準

供給創造需求

擴大消費供給

科技創新
放寬行業准入
推動服務業發展(旅遊、養老、體育)

新型消費模式

線上消費
數字消費
信息化智能化消費

加強配套基建

農村基建(農村配送網路)
新型基建(5G、數據中心)
綠色基建(充電樁)

資料來源:國泰世華銀行投研團隊整理。

黃金

美元偏低與通膨預期有利金價高盤

疫苗利多激勵全球股市上漲，削弱黃金避險需求，11月全球黃金ETF持倉較前月的創新高水位，減少107公噸至3793公噸，為近12個月來首度減少，導致金價在11月份下跌7.6%，為金市主要賣壓。預期金價再度下跌空間有限，主因美元偏貶、美國通膨預期上揚，聯準會持續寬鬆使名目利率升幅度有限。預期金價在上述背景下，高位有撐。

全球經濟復甦不均且疫苗效果存不確定性，**實質利率繼續維持在超低水位，有利金價表現**。預期明年疫情較今年較受控，金礦類股因今年漲幅過高，料後續漲幅趨緩，但中國與印度兩大消費國的金飾需求將回溫。

美元指數偏貶，有利金價



資料來源: Bloomberg。

通膨預期升溫，使實質利率走低



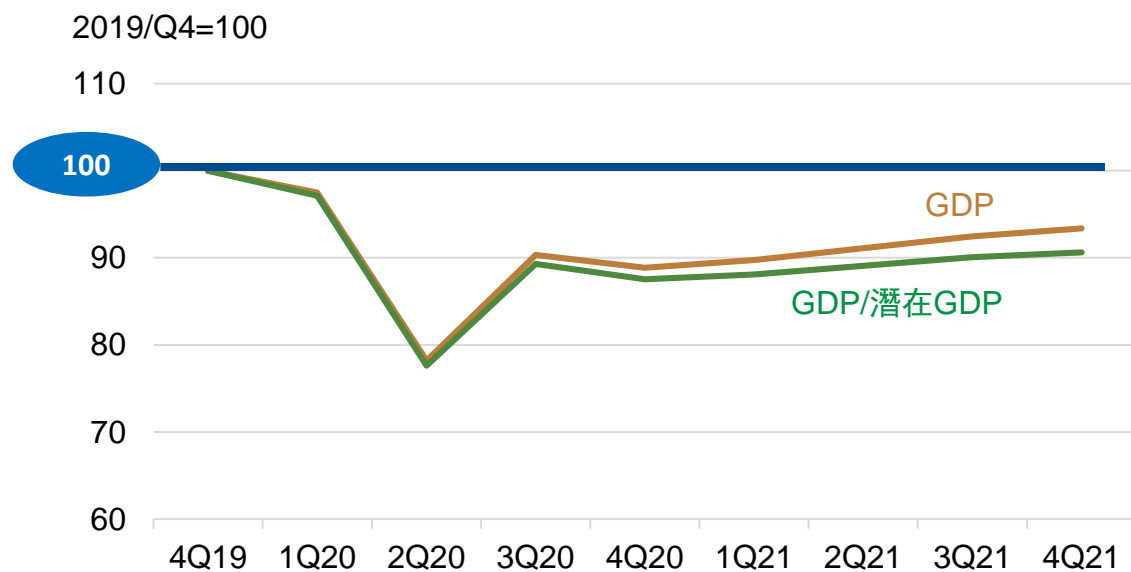
資料來源: Bloomberg。

英鎊 預計歐英FTA將以框架性商品貿易為主，負利率討論牽制匯率走勢

隨年底將至，近期英歐FTA協商，預計年底前將以框架性協議完成FTA談判，與金融業相關性的服務貿易，將待明年後再以擴大FTA談判方式進行。政策不確定性及疫情升溫，將延宕明年景氣回溫速度，**本週英央維持利率不變，兩大負面因素使央行不排除進一步加大寬鬆。**

在此之下，明年英鎊上方空間受限，原因有三：1) 服務貿易協定連動英國金融業於退歐生效後業務角色，緩慢談判削弱產業競爭力；2) 退歐及疫情副作用，將使2021年英國GDP無法回復疫情前水準，腳步落後於歐美；3) 央行維持寬鬆選項，負利率機率成為英鎊反彈最大障礙。

英國經濟成長及預估



註：GDP走勢係以目前市場推估基礎。

資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊計算。

英歐FTA談判三大重點項目及進度

- 1 商品貿易 → 年底完成協議
- 2 北海漁權 → 以框架性設定
暫略過細節設定
- 3 服務貿易 (含金融服務) → 2021年後
方進行討論

資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

Dec 2020

21

Mon

台灣出口訂單
歐洲消費者信心

22

Tue

英國出口
美國GDP
英國GDP
美國個人消費
美國成屋銷售
德國消費者信心
日本工具機訂單

23

Wed

美國PCE年比
美國新屋銷售
台灣工業生產
美國耐久財訂單
密西根大學預期

24

Thu

聖誕平安夜

25

Fri

日本零售銷售
日本營建訂單
美歐英日印休市

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