

# 理財諮詢週報

2020年9月18日

## 一週市場展望



- **新台幣突破29.5防線：**台灣央行調整匯率政策，促出口商加速拋匯，**供需等結構性因素，使新台幣偏強表現，穩匯心態不變下，央行動作仍是制肘。**
- **科技產業競合：**華為禁令生效、Nvidia併ARM，中美角力下產業競合加速，預計**美大選前科技戰火延燒，與股市乖離調整壓力，短線盤勢將續震盪。**
- **FOMC會議：**極低利率將至2023年底，Fed調升全年成長及通膨預估，Powell警告復甦續航力存不確定風險，寬鬆政策牽制美10年債利率走勢。



### 股市

美股如科技股等乖離過大尚待調整，**中美角力加速產業競合，選前盤勢波動將顯，不耐震盪者逢高可戰略性獲利調節。長線隨極度寬鬆下的資金行情續行，逢修正可逐步增加股市配置，並以全球股、美股、科技為主。**

### 債市

**FOMC延長近零利率政策至2023年，維持現有步調購債。景氣展望謹慎調升，Powell警告復甦續航力不確定風險仍存，量價 (QE+AIT) 政策及未來可能寬鬆措施，將牽制美長債利率向上空間。可趁利率逢高鎖利投資級債防禦布局，高收債及新興債以息收為主。**

### 匯市

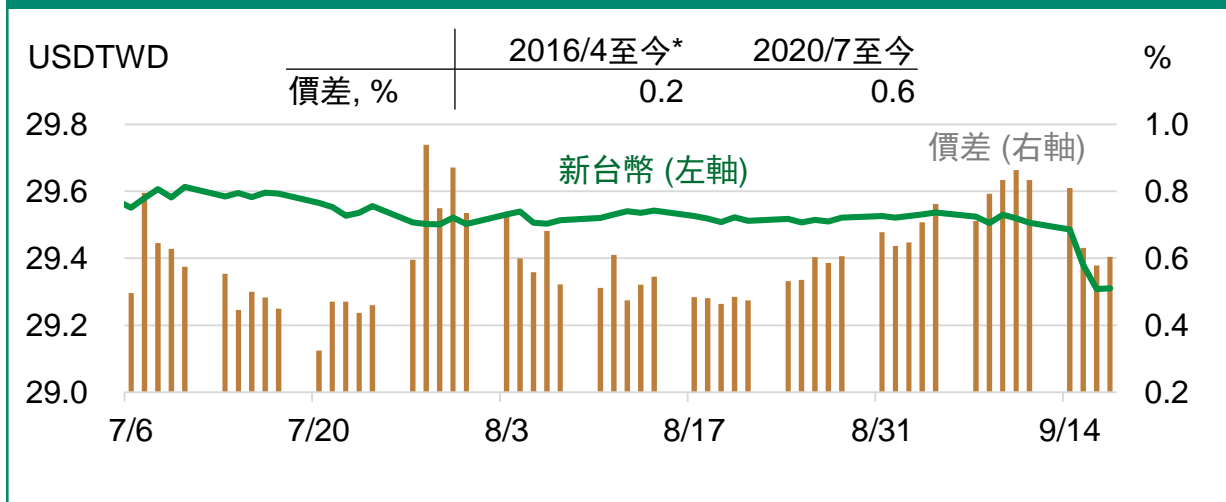
英歐FTA僵局、歐央寬鬆臆測，提供美元支撐；聯準會極度寬鬆壓抑上方空間，預期**年底前美元偏盤整。供需等結構性改變使新台幣偏強，換匯可改採分批方式進行。**

# 本週大事

## 新台幣升破29.5, 出口商拋匯加大升勢

本週新台幣收盤價往29.5下方發展, 致出口商加速拋匯, 加大匯率升勢。台灣央行之所以不再堅守29.5, 預計是承接月初美元鉅額掛單討論, 欲避免特定價位下的投機炒匯。若觀察盤中匯率動向, **尾盤與盤中價差仍約0.6%, 穩匯操作依舊明顯, 預計將持續牽制台幣表現。**

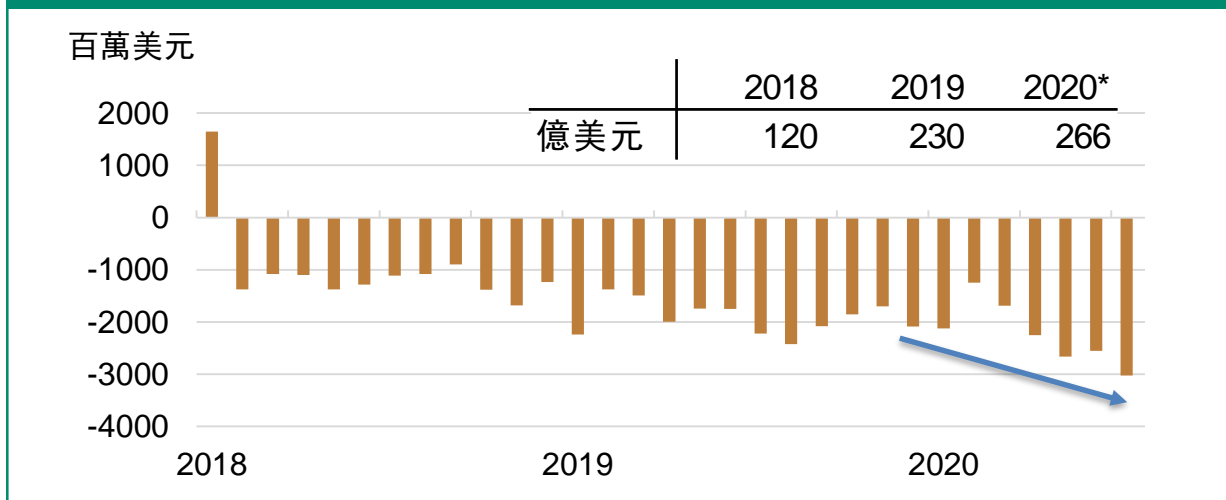
9月以來新台幣收盤價及與盤中最強價位之價差



註: 價差為收盤價與盤中最強價位之價差; \*至今為統計至9月17日。  
資料來源: 台灣央行。

**現階段新台幣升值壓力, 反映供需結構性變化。**需求面如美台利差收斂、旅外限制, 民眾無換匯需求; 保單宣告利率調降, 新契約保費驟減, 加上偏高避險成本, 壽險業海外投資需求降低。供給面因海外資金匯回、轉單效應下對美順差擴大, 增加出口商拋匯規模。預計**在央行掣肘下, 欲換匯者可改採分批方式進行。**

台灣對美貿易順差



註: \*為截至7月累積順差年化規模。  
資料來源: 台灣央行。

# 本週大事

## 台灣央行維持利率不變，未來降息可能性降低

本週台灣央行維持重貼現率於1.125%，預計新台幣一年期定存利率將維持於0.76%。受消費及企業投資等內需支撐，央行調升全年經濟成長預估至1.6%，明年隨全球景氣改善，及回台投資廠商產能開出，經濟成長可望緩步加快至3.28%。

台灣央行對經濟成長、通膨之預估

項目	評估時間	2020	2021
GDP	Sep-20	↑ 1.60	3.28
(%)	Jun-20	1.52	
CPI	Sep-20	↓ -0.20	0.92
(%)	Jun-20	0.01	

資料來源: 台灣央行。

9月台灣銀行業者向央行申購的定存單餘額，增至8.35兆元历史新高；同時，364天期存單得標利率僅0.27%，創歷史新低，顯示市場閒置資金充沛。除非是欲藉降息減緩利差所帶來的匯率升值壓力，預期後續台灣央行已無加大寬鬆之必要，未來進一步降息可能性降低。

台灣定存單餘額及364天期得標利率



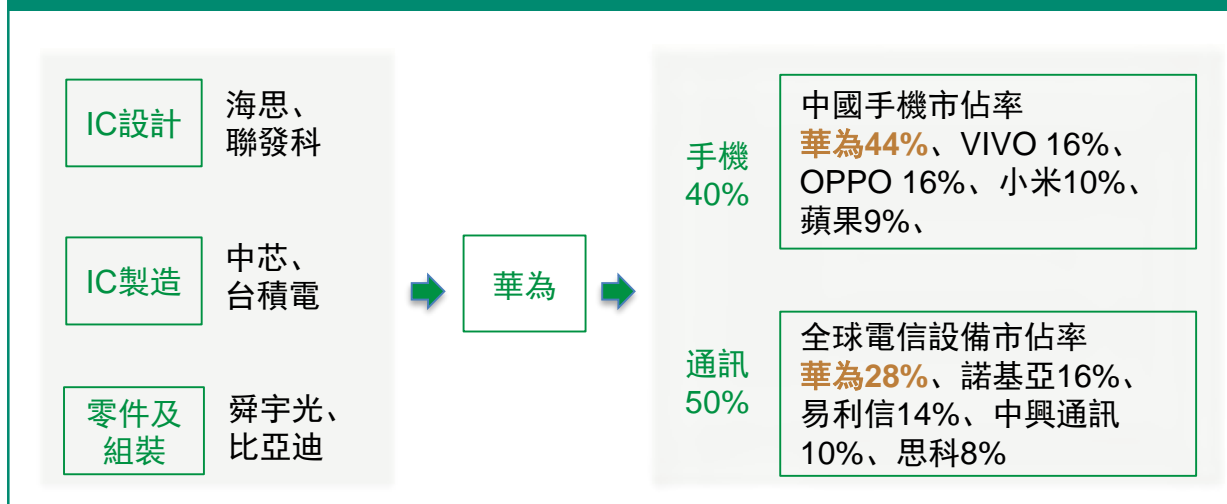
資料來源: 台灣央行。

# 本週大事

## 華為禁令及Nvidia併購ARM, 選前雜訊將使盤勢震盪

9月15日華為禁令正式生效, 預期對產業上游供應鏈的IC設計、封裝衝擊較大; IC製造如台積電因具技術優勢, 產能缺口可由其他廠商填補, 影響有限。另華為市佔可望由蘋果及VIVO等中系品牌承接。產業鏈以零件、組裝廠等, 因業務接單集中於華為者多, 衝擊較顯。

### 華為斷鏈對上下游產業鏈之影響評估



資料來源: Canayls、Dell'Oro Group、高盛。

繪圖晶片廠Nvidia宣布併購晶片設計廠ARM。若成功, 美將掌握Intel與ARM兩大晶片技術, 不利中國晶片自製發展。隨美大選將至, 兩國科技角力擴及產業動向, 20日尚有WeChat禁令範圍, 及甲骨文與TikTok合作審議。產業訊息繁雜, 加上指數乖離壓力猶存, 近期修正後如納指乖離程度尚近2個標準差, 選前股市易顯波動, 不持久震者, 逢高可戰略性獲利調節。

### 美股納斯達克指數與年線差距



資料來源: Bloomberg。

# 本週大事

## FOMC謹慎調升景氣預估, 2023年前維持近零利率

最新FOMC表示: 1) 政策利率0-0.25%到2023年, 維持現有步調購債。2) 景氣展望謹慎調升, 2023年前通膨都低於2%目標。3) 允許通膨在一段時間內適度高於2%。Powell提及經濟恢復比預期快, 但警告復甦續航力不確定風險仍存, 須仰賴財政刺激才能全面復甦。

聯準會調升經濟成長與通膨預估

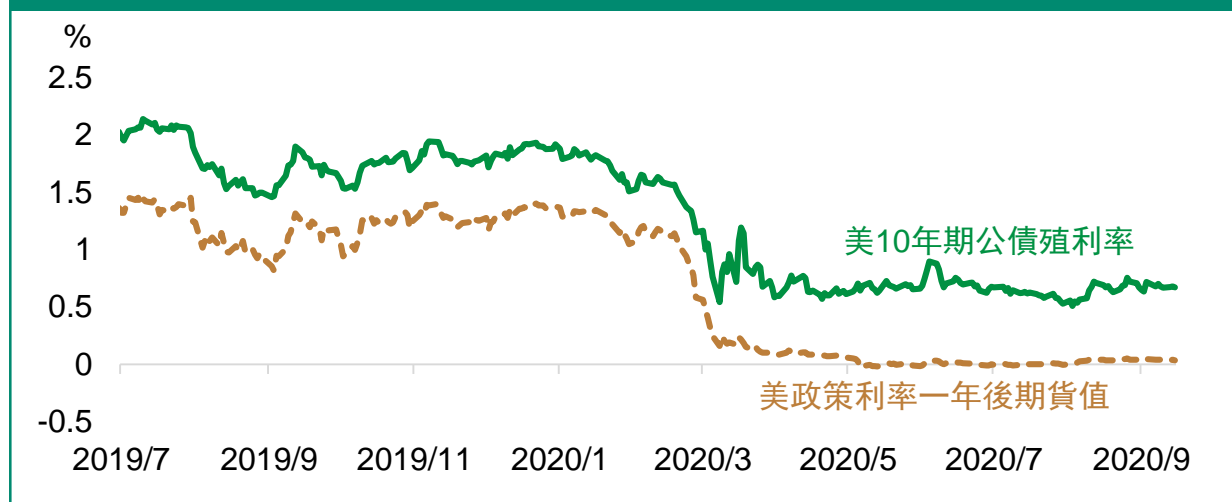
(%)	2020	2021	2022	2023	長期
GDP	-6.5→-3.7 (↑)	5→4 (↓)	3.5→3 (↓)	2.5	1.8→1.9 (↑)
失業率	9.3→7.6 (↓)	6.5→5.5 (↓)	5.5→4.6 (↓)	4	4.1→4.1 (—)
PCE	0.8→1.2 (↑)	1.6→1.7 (↑)	1.7→1.8 (↑)	2	2.0→2.0 (—)
核心PCE	1.0→1.5 (↑)	1.5→1.7 (↑)	1.7→1.8 (↑)	2	

註: 以2020年6月及本月預估為比較。

資料來源: Fed。

後疫情時代的不均衡且緩慢復甦, 產業結構性變化、中美政經發展及地緣政治情勢, 就業回復速度及消費、企業投資等, 將是經濟回復能否穩定持續的重要觀察, 利率期貨顯示, 未來一年美政策利率近乎零, 聯準會 (QE+AIT) 量價寬鬆及低率前瞻指引將牽制長率走勢。

聯準會(QE+AIT)量價寬鬆及低率前瞻指引, 將牽制長率走勢



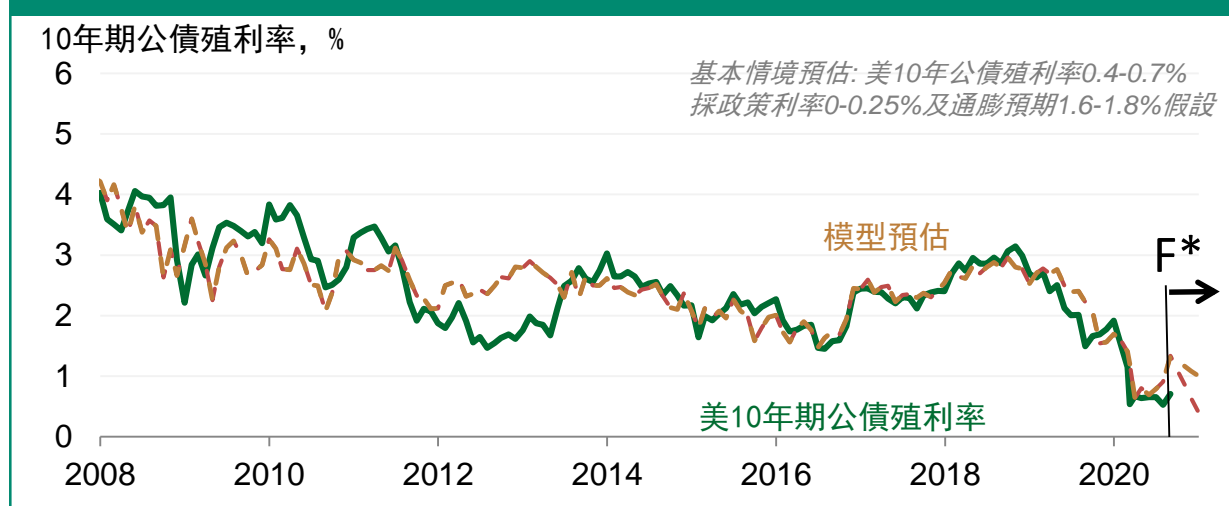
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

# 公債. 投資級債

## 寬鬆政策選項限縮利率上彈，投資級債仍為防禦布局

疫情共存下的景氣緩慢復甦，就業成長和物價穩定政策目標下，**FOMC可能討論的政策選項包括殖利率控制政策及擴大購買長債等**，公債利率不至於大幅反轉。年底前隨景氣穩步改善及疫苗發展，及通膨預期回溫，公債利率區間稍升發展。

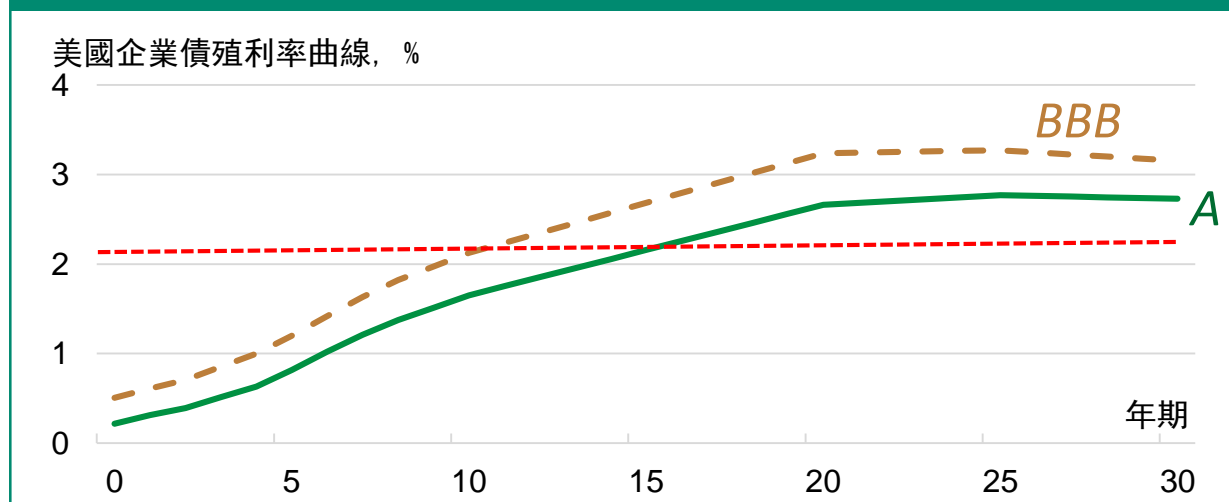
### 疫情共存的景氣緩慢復甦，牽制美10年期公債利率1%以上空間



註：2007年1月至2020年8月之月資料；\*為模型推估  $UST\ 10YR = -1.70 + 0.31*FDTR + 1.62*PRICE - 0.5*QE$ ,  $R-sq=0.8$ 。FDTR聯邦政策利率，PRICE通膨預期；QE虛擬變數 (QE期間=1)  
資料來源：Fed, 國泰世華銀行投研團隊。

後疫情低利率時代，成長需時且風險要顧。QE買盤支持及AIT (平均通膨目標) 政治正確下，跟著聯準會的腳步有助減輕波動，**可趁公債利率稍升時，防禦性布局信用優穩的投資級債**。預計在低率環境下，尋息需求將使利差再有收窄機會。

### 相較公債利率不到1%，尋息需求仍支持高評價



註：紅線為美十年期公債利率三倍之值。  
資料來源：Bloomberg。

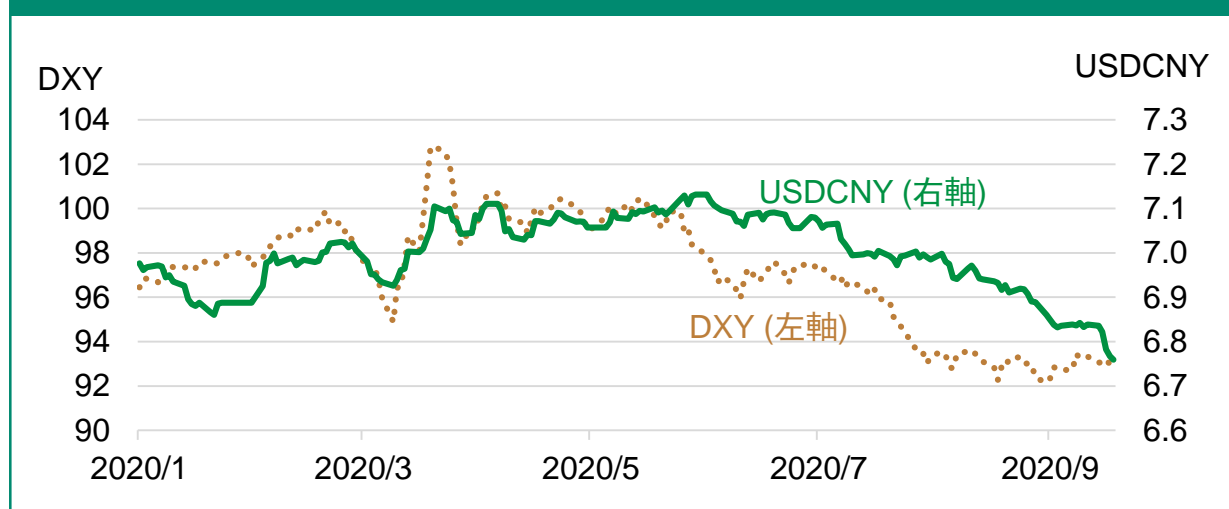


# 人民幣

## 升值反映政府強化金融信心，實體資金流出為挑戰

8月工業、出口累計成長轉正；隨地方加速基建投入，累積固定投資接近去年水準；8月單月消費較去年同期成長0.5%，經濟活動緩步改善。解讀**近月美元盤整下中間價升勢**，除反映景氣復甦期待，**政府引導中間價稍升，強化金融信心為主要原因**。

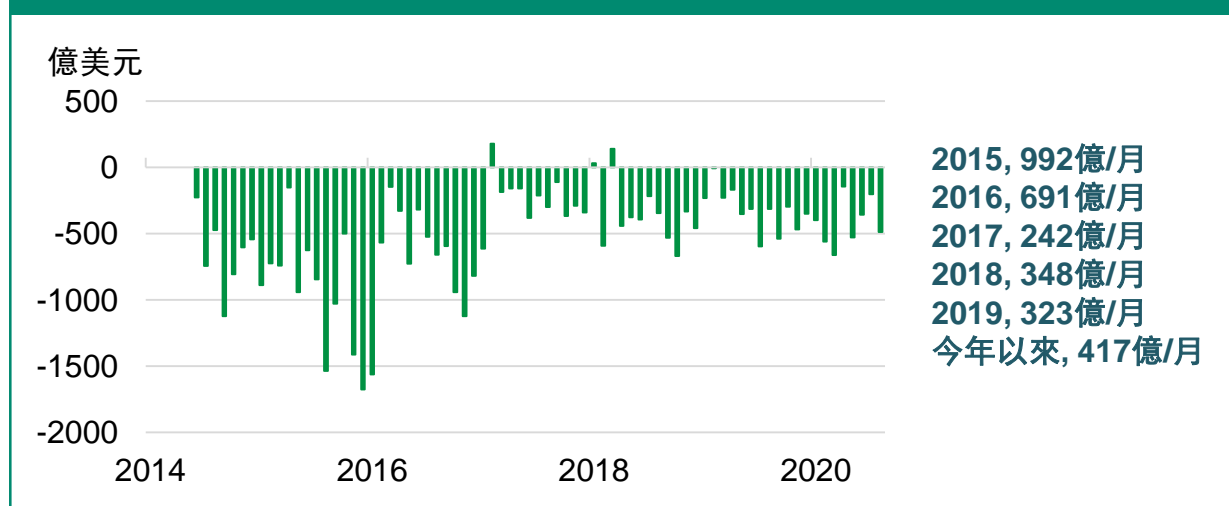
人民幣中間價強弱與美元指數之相關性



註：為美元指數漲跌幅與人民幣升貶幅的60日滾動相關；正值表示美元指數與人民幣強弱呈同向表現。  
資料來源：Bloomberg。

面對中美角力下產業鏈之調整，明年中國出口勢必需尋找其他動能；今年以來資金外流壓力升溫，考驗匯率穩定；年底美大選亦是風險。建議在**產業鏈持續調整下，謹慎因應人民幣偏強表現。若見匯率升值，甚可適時調整人民幣部位**。

中國實體資金流向



註：各月資金淨流入估算方式為，外匯存底變動額，減貿易收支；今年為截至8月表現。  
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊。

# 日銀及日圓

## 令和大叔延續安倍政策，日銀寬鬆路線將獲支持

本週令和大叔菅義偉接任首相，因其設定疫情控制及振興經濟為首要任務，10月提前大選機率可控，預計待年底疫情趨緩，或Covid-19疫苗量產，**最晚明年上半年會藉解散國會、提前大選方式，進一步鞏固政權，此前料延續現行安倍各項政策，日銀寬鬆政策路線將獲支持。**

### 菅義偉政策重點

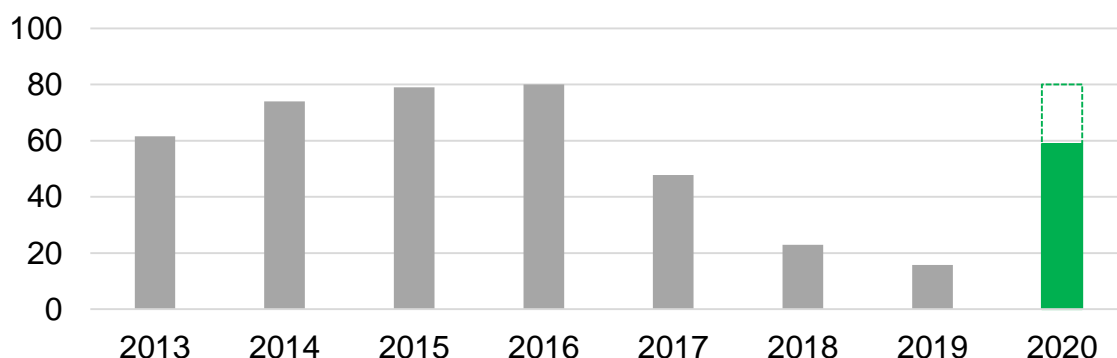
- 1 續以財政補貼及低率融資貸款，保護成長及就業
- 2 認同日銀超寬鬆貨幣政策
- 3 消費稅為重要財源，不考慮調降且不排除上調

資料來源：朝日新聞。

本週日銀維持利率水準不變，稍調升全年預估，但警告疫情使景氣具極高不確定性。今年以來日銀購債量逐月增加，至8月累積規模近60兆日圓。若以全年80兆速度計算，年底前每月購債速度將放緩，佐以美大選擾動下中美角力及全球疫情等，預期**使短線日圓易偏強呈現。**

### 2013年以來日本每年貨幣基數增加量

貨幣基數累積增量，兆日圓



註：綠柱為今年以來累積至8月日本貨幣基數增加規模；虛線為距80兆貨幣基數增加量年度目標之差距。  
資料來源：Bloomberg。



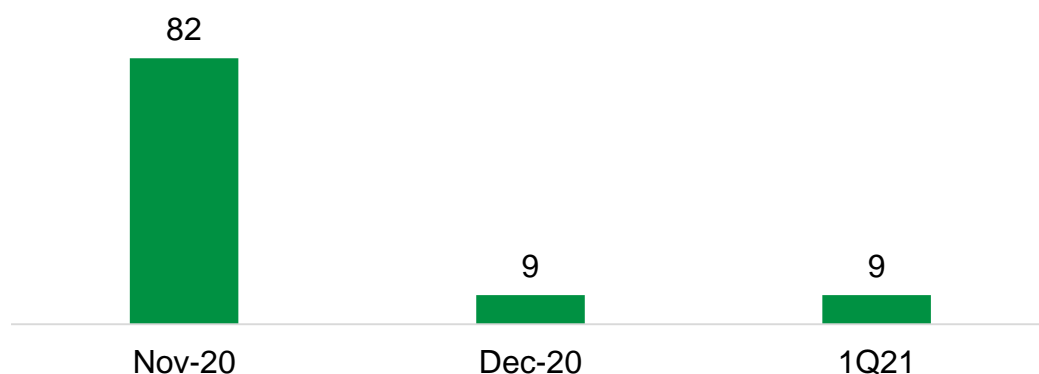
# 英央及英鎊

## 英央暗示擴大寬鬆，談判破局壓力使短線匯率承壓

本週央行維持貨幣政策不變，評估負利率之討論，使市場聚焦明年政策實施機率。7月失業率稍升，反應疫後勞工重回職場尋找工作。考量留工補助政策將於本季結束，增添4Q失業率上揚風險，為支撐甚強化景氣復甦動能，預期最快11月英央將擴大QE購債，牽制英鎊強度。

### 市場預期英國央行年底前將進一步加大寬鬆規模

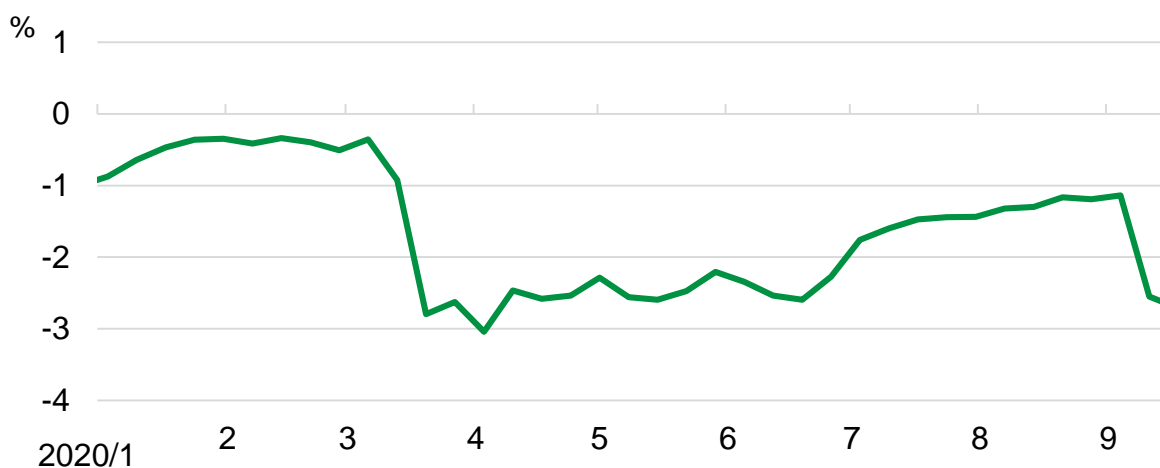
央行擴大寬鬆之各時間點機率，%



資料來源: Reuters。

本週英國會以340票對263票通過「內部市場法案」程序投票，其強調政府有權主導北愛爾蘭與英國其他地區的商品進出，與今年1月退歐協議部分內容相左，引發歐盟抗議，增加10月中FTA破局風險。近週6個月期Delta風險逆轉指標驟降，凸顯市場擔憂心態，預期短線承壓。

### 英鎊6個月期Delta風險逆轉指標



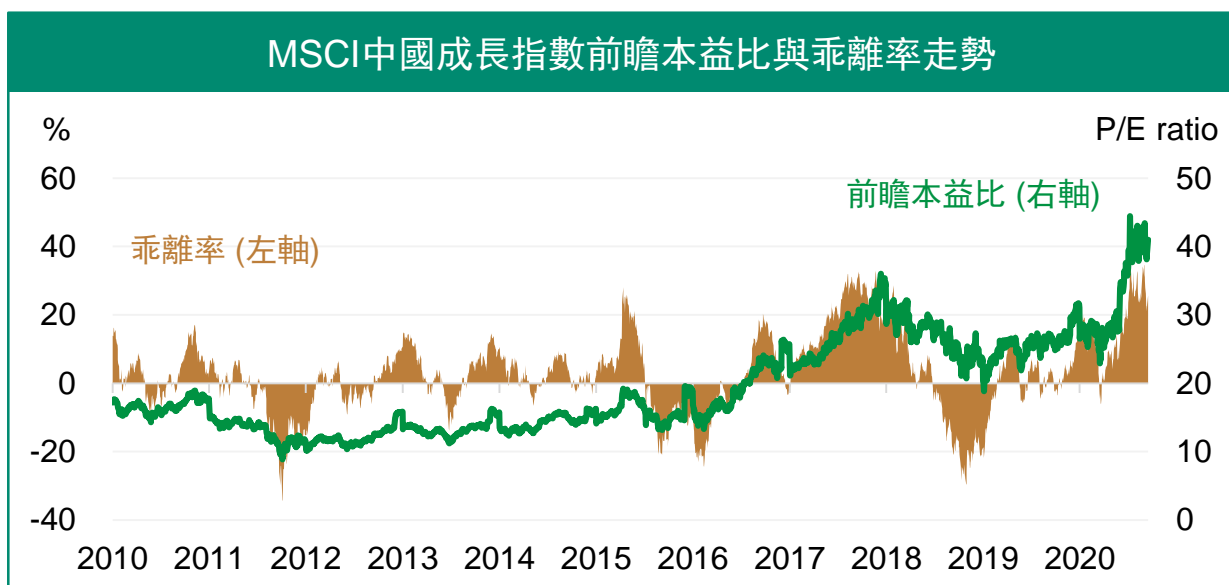
註：6個月期Delta風險逆轉指標匯率買權隱含波動率減去賣權隱含波動率；值愈小甚轉負值，表示市場投資人對該匯率看法趨保守。

資料來源: Bloomberg。

# 陸股

## 乖離過大與美中衝突恐壓抑Q4股市表現

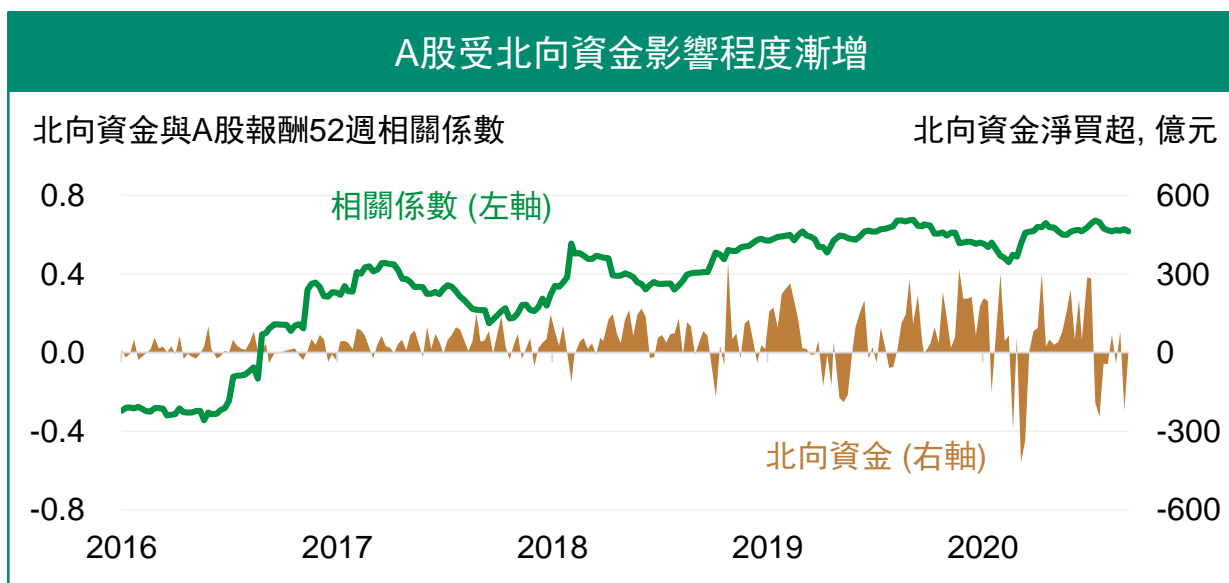
近期市場震盪加大，美國科技股因急漲後面臨回檔修正壓力。陸股科技類股占比較低，但資金追逐騰訊、美團、京東等網路服務企業，程度較美股猶有過之。**觀察MSCI中國成長指數走勢，乖離率8月多次突破30%，前瞻本益比處紀錄高位，須留意後市漲多回落加重陸股波動。**



註：MSCI中國成長指數為獲利增速較高之中國企業，如阿里巴巴、騰訊及美團等企業。非必須消費與通訊服務產業為大宗，占比逾八成。

資料來源：Bloomberg。

近年來A股對外資進入方式不斷放寬，北向資金對A股影響程度漸增，買賣超與A股相關係數維持在0.6上方。**大選前美中衝突升溫機會上揚，若外資流出幅度增加，將壓抑陸股表現。**考量景氣復甦與政策支持，中長期具上方空間，僅Q4不確定性較高，留意市場震盪風險。



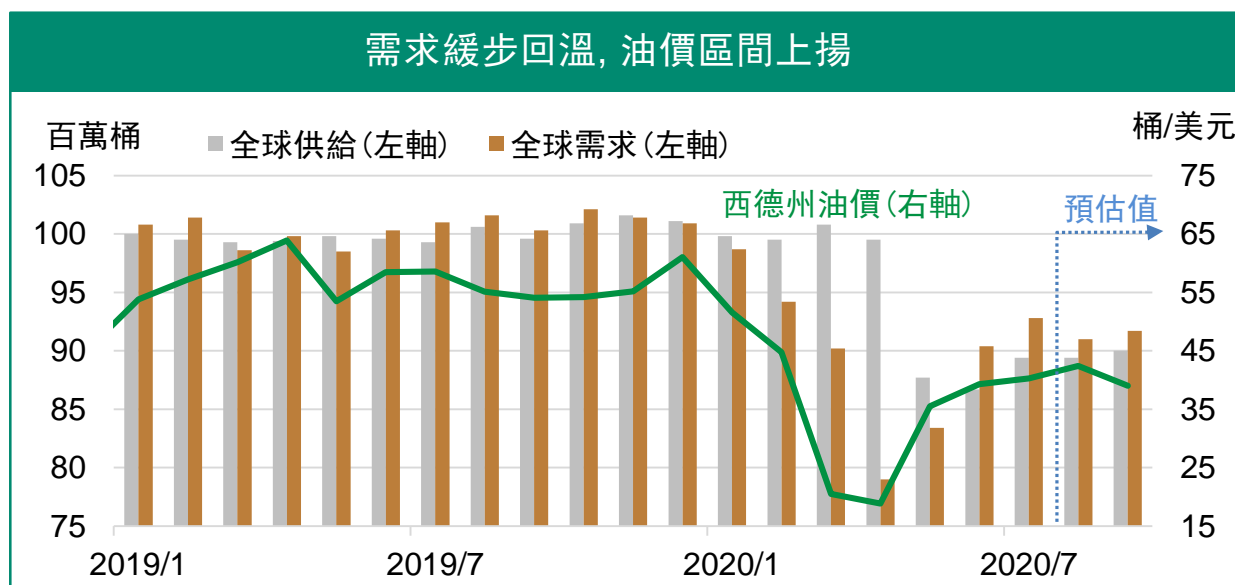
註：相關係數走勢為北向資金淨買超金額與滬深300指數週報酬率，取52週滾動相關係數。

資料來源：Bloomberg。

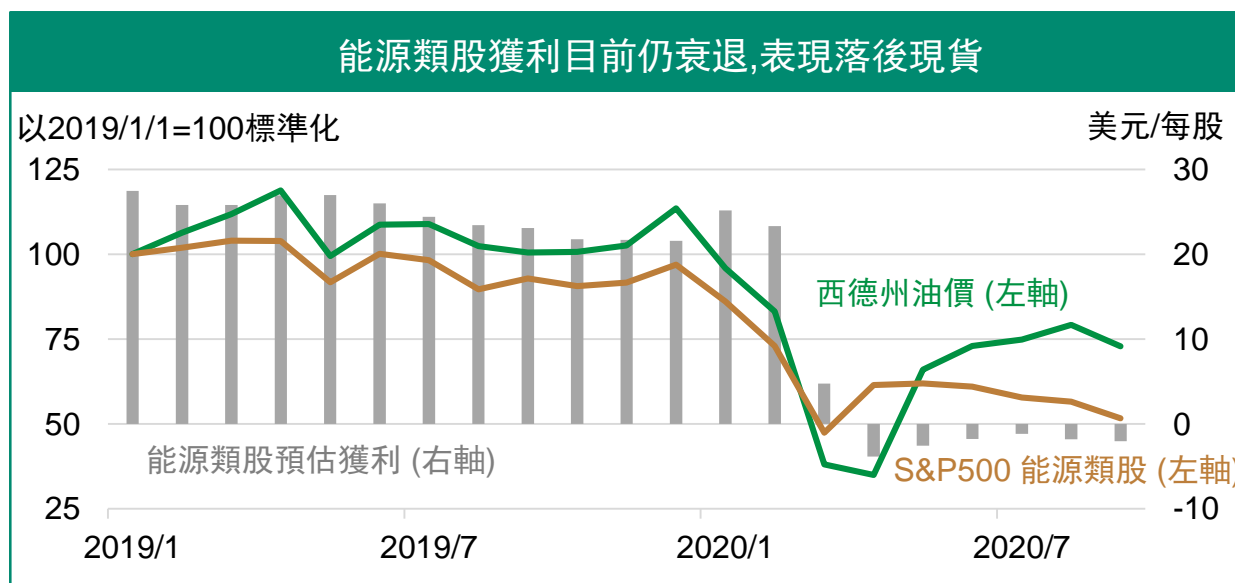
# 能源及能源類股

## 需求緩步回溫，油價區間上揚

全球疫情下，近期OPEC和IEA分別下修今年原油需求預估至9020萬桶與9170萬桶，後者與去年同期相比減少840萬桶，較8月時預估數量減少30萬桶，為近月油價走弱原因。OPEC+減產穩市態度明確，颶風影響美國供給，預期隨供需逐漸平衡，將助油價緩揚。



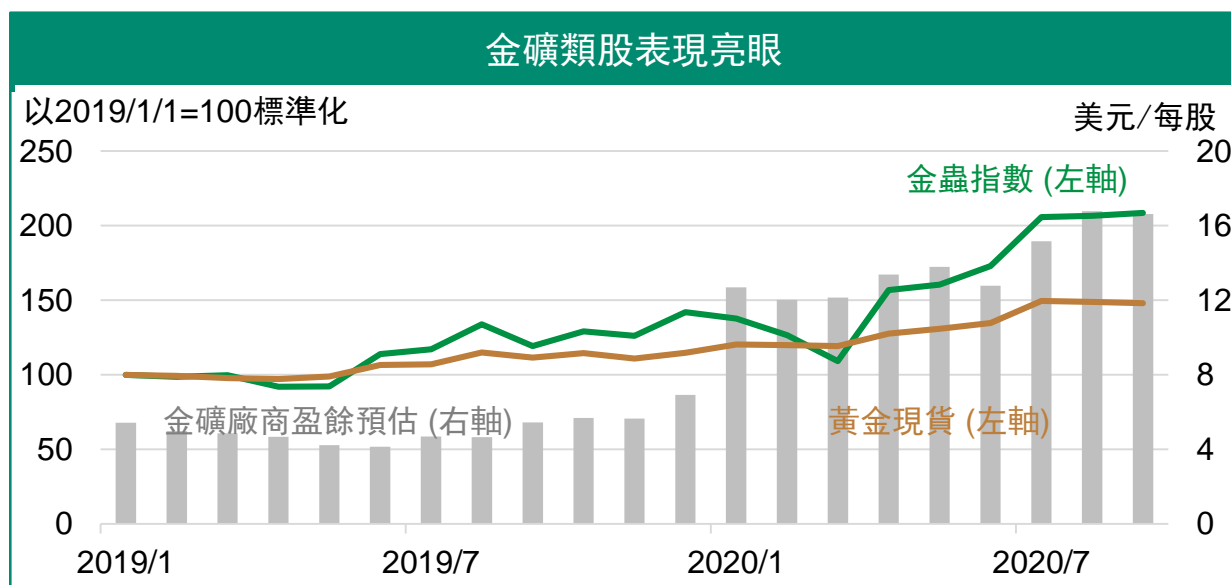
今年油價較去年同期重挫近3成，多數能源類股目前預估獲利仍呈現衰退，部分油企今年初舉債擴大資本支出，面臨債務惡化疑慮，使類股走勢較現貨顯弱，預估油價將至明年第一季緩升，需待較長時間反應景氣復甦，帶動類股表現。



# 金礦類股

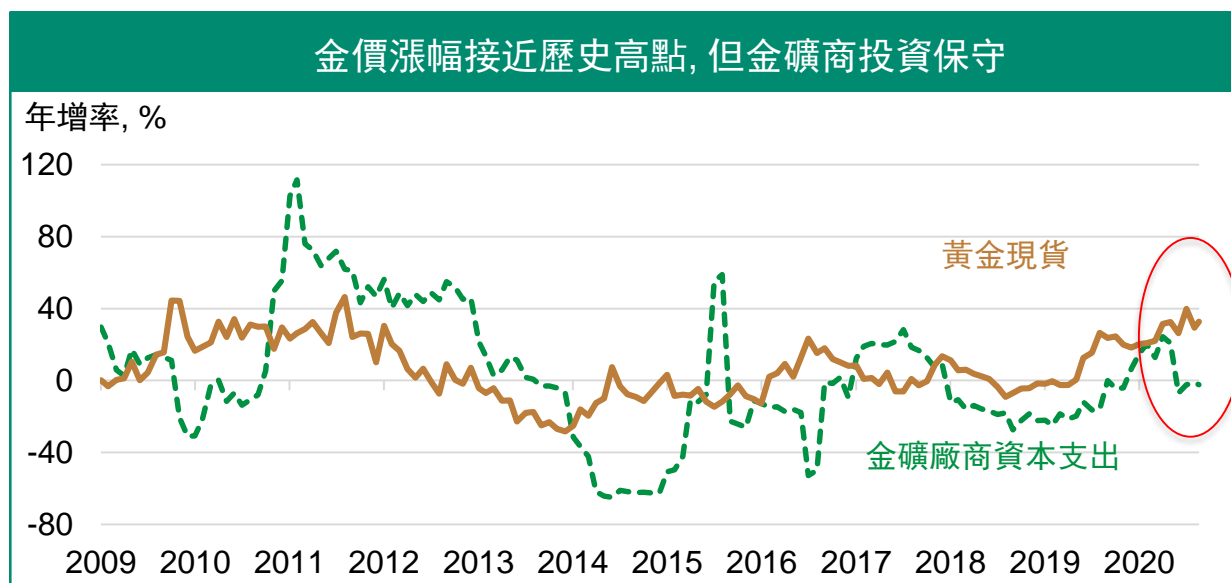
## 低利率對金價有撐，金礦類股獲利轉佳

**FOMC會議重申維持低利率，並允許通膨略微升高，有利金價表現。**今年黃金現貨價格較去年漲50%，金礦類股獲利盈餘翻倍，使金礦類股股價表現亮眼。目前金礦商皆保持高現金流與配發股利，未來一季只要現貨價格維持區間高盤，將有利金礦類股緩步偏上。



資料來源: Bloomberg。

今年金價上漲30%，接近2011年時的歷史高點漲幅，但**目前金礦商對資本投資仍偏保守**。中大型金礦商所持有的現金部位偏高，約50億美元，並**以提高股東報酬率為首要目標**，包括紐蒙特黃金公司、巴里克黃金公司等都在今年減產7%以上，也反映疫情期間生產關閉所致。



資料來源: Bloomberg。

# 一週重要數據

Sep 2020

21	22	23	24	25
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
英國房價	美國成屋銷售 歐消費者信心	日製造業PMI 德消費者信心 德製造業PMI 法製造業PMI 美製造業PMI	美國新屋銷售 美國進口物價 德ifo企業信心	俄貨幣供給 歐洲貨幣供給 美耐久財訂單

## 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