



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年1月29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。



市場策略思維

“

股市短線乖離過大，呈現高檔震盪

全球市場短期快速上漲，股指短線乖離過大。成熟市場乖離率為近20年來高位，加上投資人投機氛圍濃厚，使股市波動加劇。

美國企業財報表現分歧

美股財報好壞參半，科技股如微軟、蘋果上季財報優於預期，市場更聚焦企業對於今年展望。疫情使消費、航空股展望保守，產業存不均衡復甦。

聯準會低利寬鬆不輕易言退

Fed表示經濟溫和復甦，關注疫情及疫苗接種進展。未來通膨即使暫時性升溫，政策將保持耐心，現討論縮減資產購買尚早，持續提供低利寬鬆環境。

”

股市

美股財報表現分歧，科技股佳、消費航空展望保守，股市急漲後，短線軋空行情與散戶投資人樂觀情緒放大股市波動。**長現景氣復甦與基期偏低效果，股市逢回仍可漸布循環類股、非美與新興資產。**

債市

Fed表示經濟溫和復甦，並關注疫情及疫苗接種進展。**對通膨保持耐心，縮減資產購買討論尚早。企業獲利回溫助信用利差收窄，投資級債相對抗跌且利率偏升有助息收增益，尋息需求下以高收債、新興債更具利差優勢。**

匯市

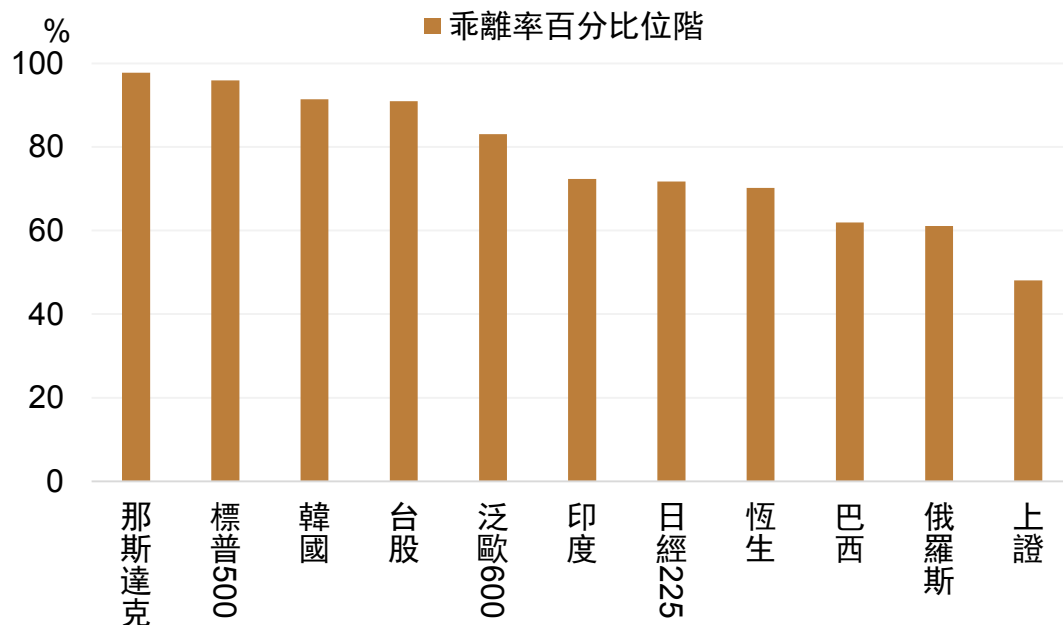
市場短線過度解讀葉倫談話，驅動美元反彈。考量解封與景氣復甦預期，預期資金續往非美區域靠攏，引導美元指數往90下方發展。**資金行情及基本面支持台幣偏強，2021年將呈現“七上八下”樣貌。**

股市創高後波動放大

自去年底開始，疫苗逐漸問市，景氣復甦預期升溫，加上拜登當選新政期待，低利率寬鬆環境延續，全球股市短時間快速上漲，**多數市場股市乖離率來到相對高位，增加投資人獲利了結誘因。**

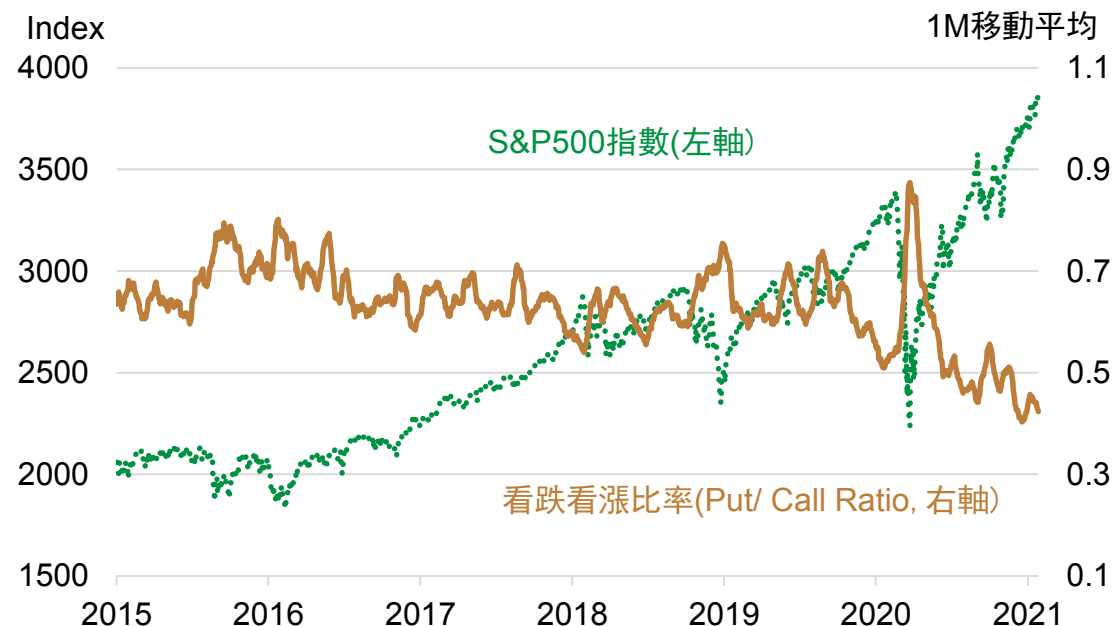
美國個股出現短線飆股，包括散戶追捧和空頭回補下的影音遊戲廠商GameStop，及全球戲院龍頭AMC股價漲停停牌，散戶投資人過度熱衷股市交易現象。**選擇權賣買權比率(put-call ratio)來到低位，顯示近期投資氛圍樂觀且投機行為濃厚，使股市近期波動加大。**避險基金因為空單部位被軋面臨巨幅虧損，部分避險基金為回補旗下空單，進而賣股求現加重股價跌勢。

乖離率過高的市場，獲利了結壓力增



註：乖離率百分比位階為，衡量目前指數與240日均線的乖離程度後，此數值與過去相比的百分比位階。資料來源：Bloomberg。

股市再創新高，看漲氣氛濃厚



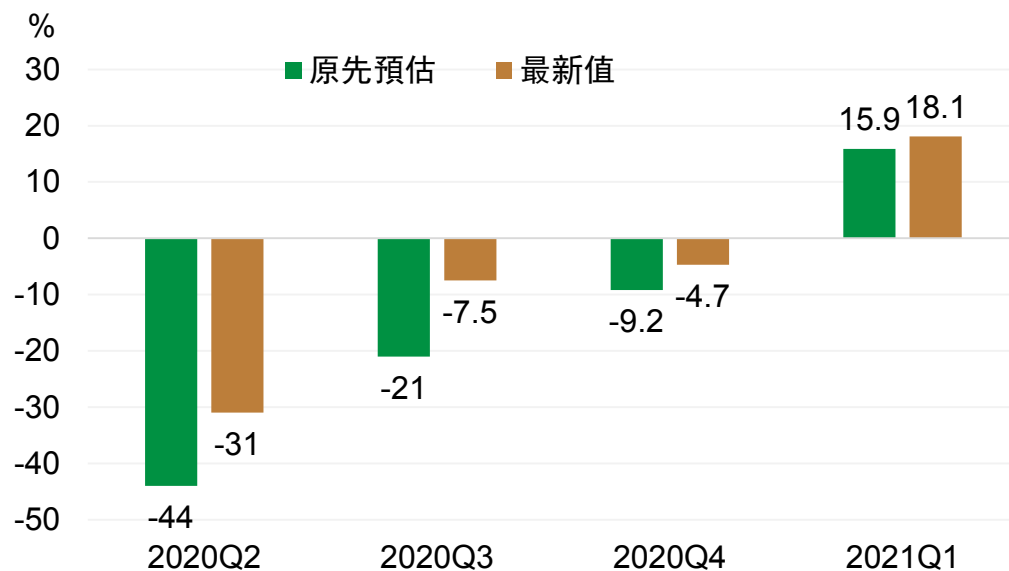
註：Put/Call Ratio越小，表示市場上Call的交易較Put活絡，市場偏多氣氛濃。資料來源：Bloomberg。

企業財報表現分歧, 不均衡復甦仍為主調

美股財報繼高盛、花旗等銀行股獲利創歷史新高後，**本週財報好壞參半**。科技股如微軟、蘋果、AMD甚至星巴克等上季財報優於預期，**但市場更聚焦企業對於Q1展望**。波音去年虧損創史上新高，星巴克預期第一季美國店面銷售額將下滑5%，特斯拉獲利不如預期且今年的生產計劃不明。企業財報表現分歧，產業間因疫情呈現不均衡復甦的情況。

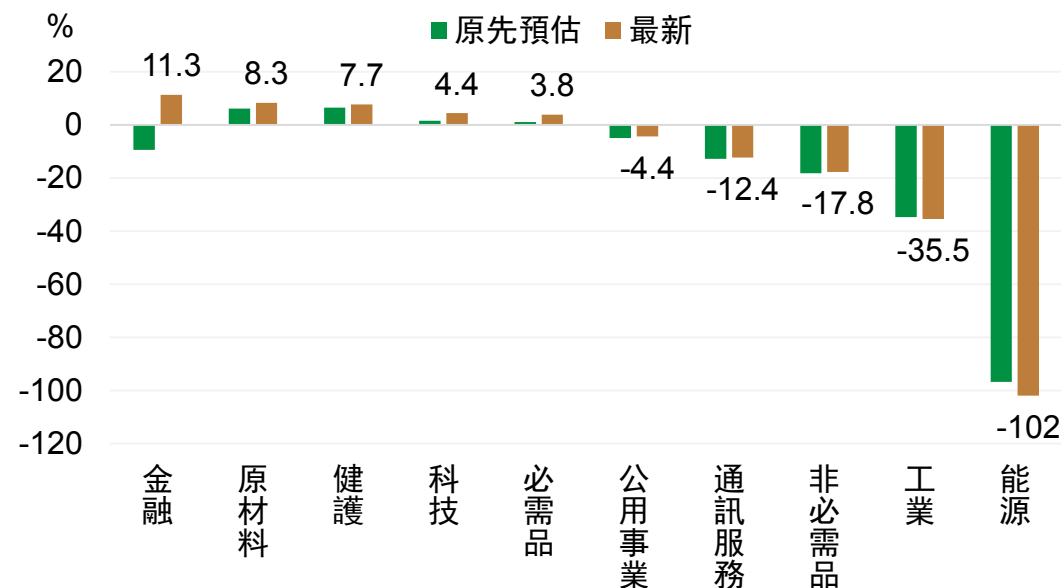
市場高度期待的1.9兆財政刺激方案目前國會進度暫緩，短期股市可能呈現漲多拉回。然而，整體美股第四季財報仍有上修現象，展望2021年，疫苗可望開始施打並逐步普及，加上去年基期偏低，今年多數企業獲利將大幅成長。**長期基本面支撐下，拉回可站在買方。**

企業財報皆有上修現象



資料來源: factset, 2021/1/22報告。

科技股Q4財報, 多優於預期



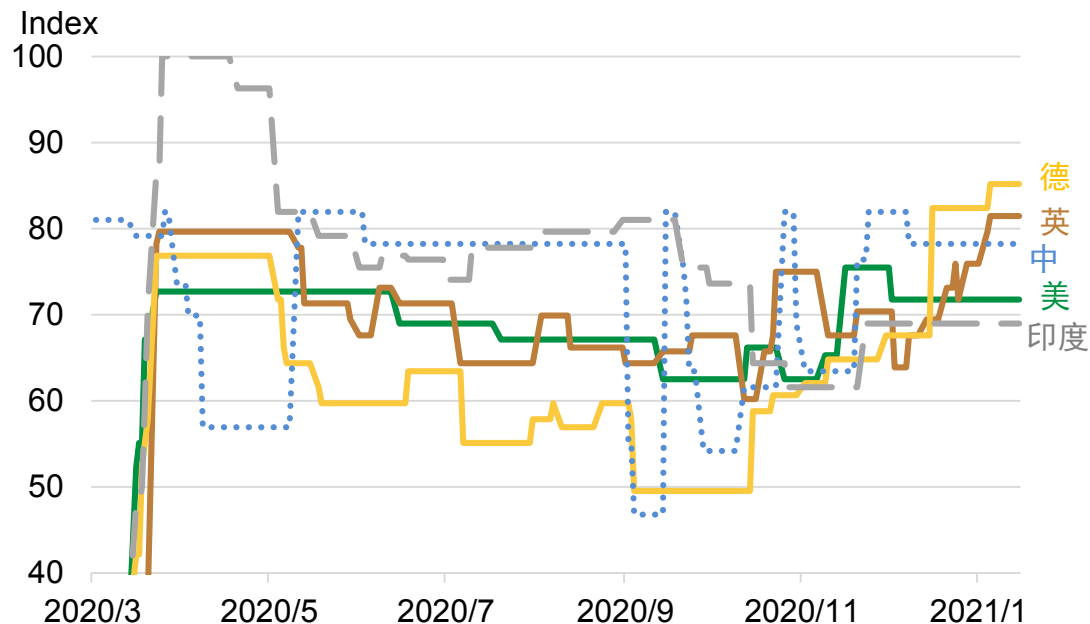
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

全球疫情多變，無礙經濟復甦展望

全球疫情搖擺，部分國家再度提高管制措施，包括歐洲再度討論封城、美國總統拜登對南非等疫情嚴重地區，下達非美旅客禁止入境的旅遊禁令，馬來西亞也延長實施行動管制令至3月31日，包括吉隆坡等禁止群聚、餐廳禁內用儘外帶，民眾移動範圍限制等。**預期第一季全球因疫情變化經濟活動略放緩，並以歐洲區最明顯。**

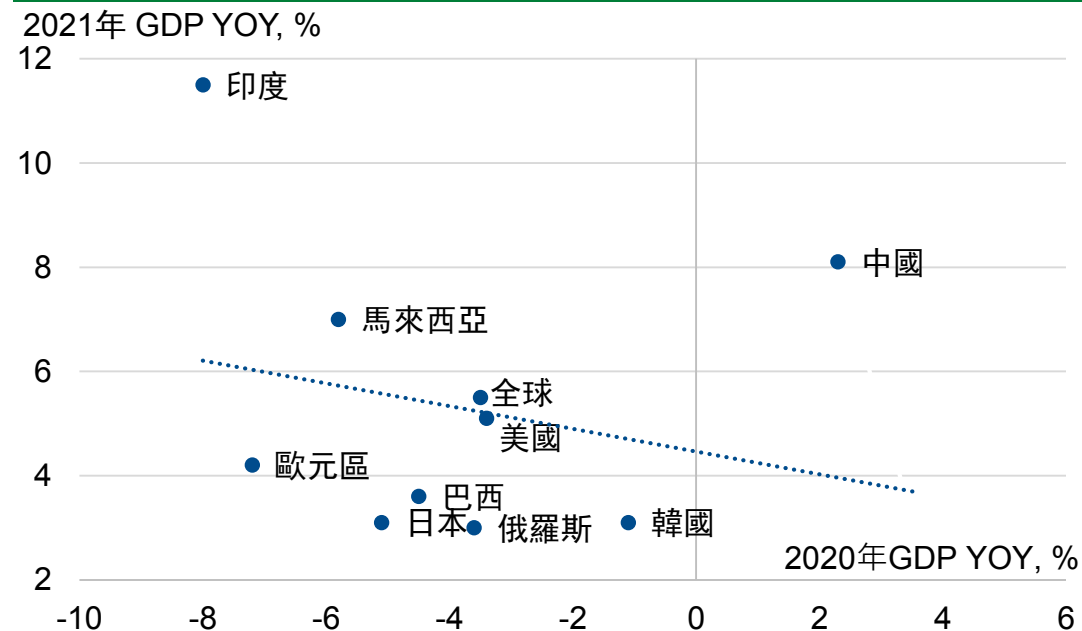
即使疫情使管制趨嚴，但預期重蹈去年3月時整體大封鎖的機率較低。**IMF近期上調今年全球經濟成長預估至5.5%，2022年成長4.2%，主因疫苗開始施打將有利經濟活動，大型經濟體的政策支援也添助益。考量經濟展望仍佳，為股市長期基本面利基，趁此波逢回可漸布較去年改善的非美與新興市場。**

部分國家管制措施再起，歐洲最明顯



註：Oxford COVID-19 Government Response Tracker，為牛津大學編撰可檢視全球政府管制肺炎疫情的評估指標。
資料來源：Bloomberg。

IMF上修全球經濟成長預估



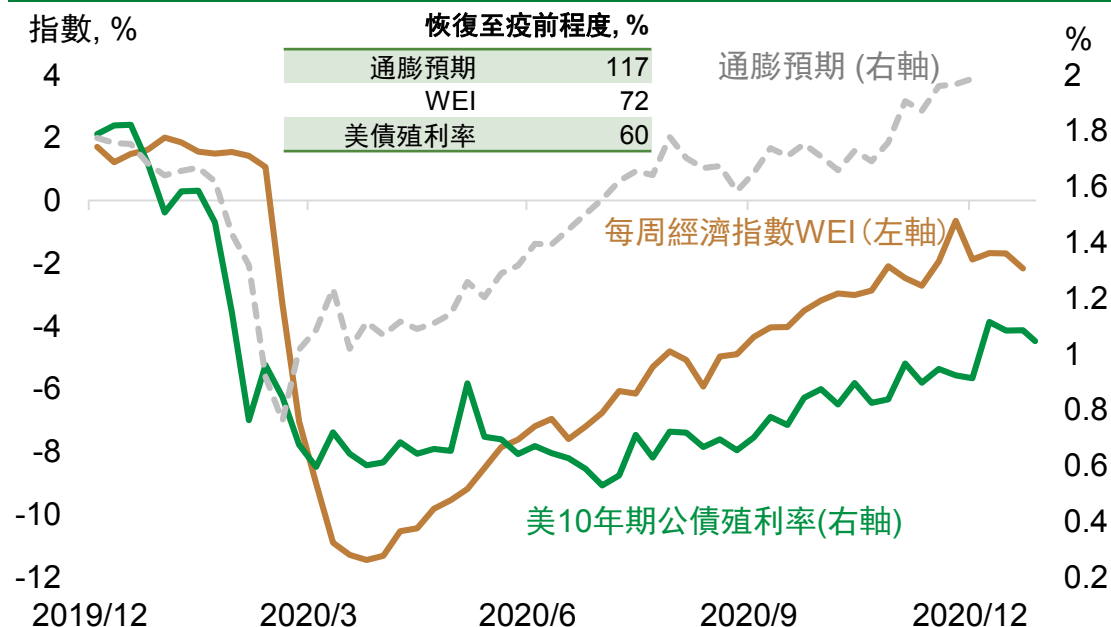
資料來源：Bloomberg。

FOMC: 復甦取決於疫情及疫苗接種發展

聯準會維持每月至少購買1200億資產計畫，提及經濟溫和復甦，**強調未來經濟取決於疫情及疫苗接種進展**，近幾月經濟活動及就業偏緩，特別是受疫情影響最嚴重的產業。**Fed將對通膨保持耐心**，即使今年美國物價上揚，也只是暫時現象，**不急於採取對策**，目前不是討論**縮減資產購買力道的時候**。財政及貨幣政策仍至關重要，將持續低利率寬鬆政策(QE+AIT)，以全面支持成長及金融穩定。

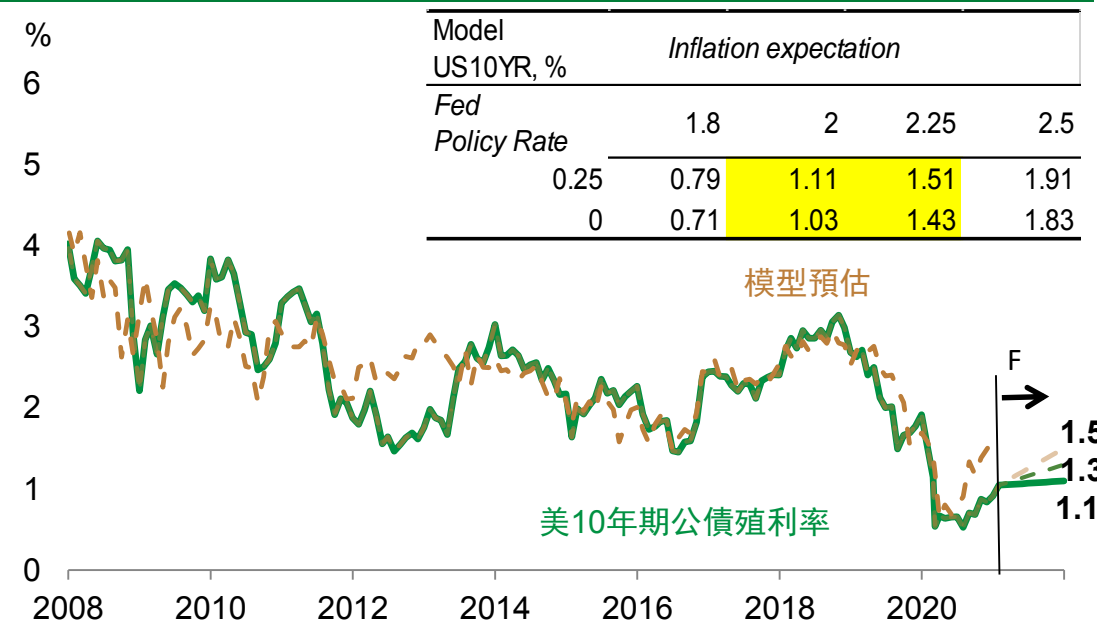
疫情逆風仍險，央行低利寬鬆政策不輕易言退。同時，觀察聯準會資產負債表增速愈有放緩，內部官員也開始討論資產收購進度，當經濟愈往疫前水準恢復，**通膨預期拉升也將帶動長債利率緩步上揚**。企業獲利回溫助信用利差收窄，**經濟不均衡復甦使市場波動加大**，**投資級債相對抗跌且利率上升有助息收增益**，**尋息需求續青睞高收債及新興債具利差優勢**。

景氣回溫，帶動美債利率緩升



註: NY Fed Weekly Economic Index包括同店銷售、首次請領失業救濟金人數、臨時及合約工人數、消費者信心指數、鋼鐵生產、電力生產及石油銷售等, 更新至1月22日週資料。
資料來源: Bloomberg。

通膨預期上升及QE持續，美長債利率維持高位



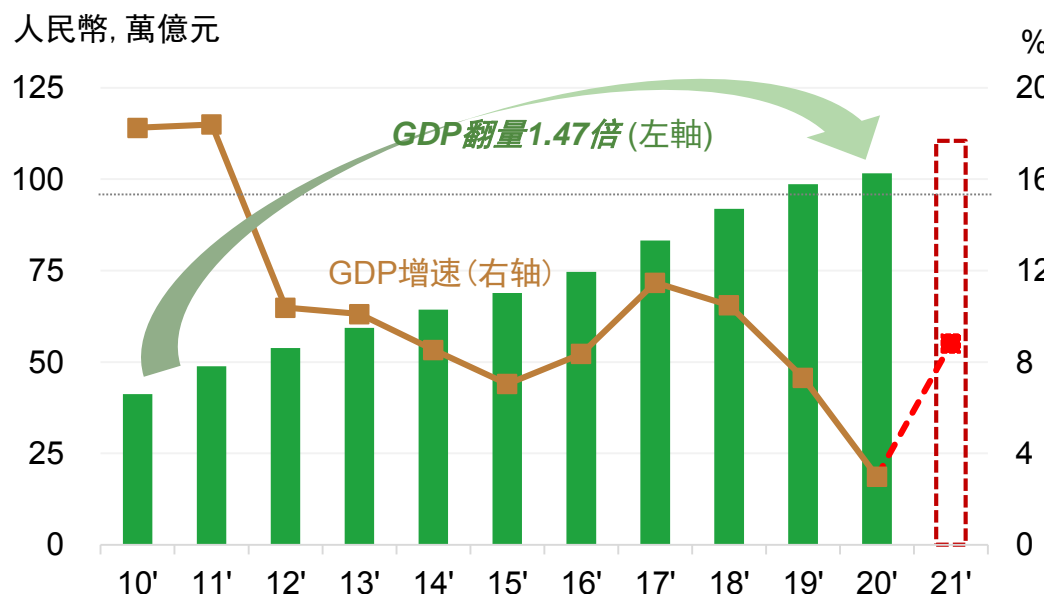
註: 2007年1月至2021年1月之月資料; $UST\ 10YR = -1.70 + 0.31 \cdot FDTR + 1.62 \cdot PRICE - 0.5 \cdot QE$, $R-sq=0.8$. $FDTR$ 聯邦政策利率, $PRICE$ 通膨預期; QE 虛擬變數 (QE 期間=1)。模型預估10年公債殖利率區間1-1.5%採 $FDTR=0-0.25\%$ 及 QE 持續, 以及市場通膨預期2-2.25%估算。
資料來源: Fed, 國泰世華銀行投研團隊。

中國 GDP首次破100兆，預期2030年將超越美國

2020年經濟數據顯示，中國已達成2012年十八大對於全面建成小康社會的兩項目標，包括2020年國內生產毛額與城鄉居民人均收入，要較2010年增加一倍。**IMF與世界銀行對中國今年經濟成長預測皆接近8%，呈現V型復甦態勢**。展望後市，即使中國最大煤產地－內蒙古因反腐敗調查使中國出現缺煤、缺電問題，短期或將壓制工業生產活動，但**預期長期復工復產趨勢仍將持續**。

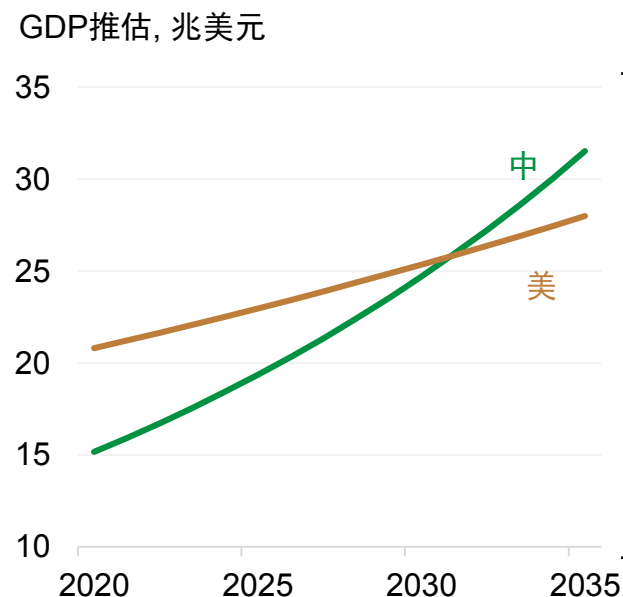
2030年中國GDP可望超越美國，由此**預期拜登可能延續川普「抗中」路線**，如**新任國務卿布林肯表態，贊成對中強硬**。中美維持競爭關係，中國將積極推動經濟結構轉型，促使高新技術與內需成為市場關注的投資機會。**資金面觀察，南向資金尤其集中流入資訊科技板塊**。

2020年GDP較2010年翻量1.47倍，建成小康社會達標



註: *2021年為Wind預估值
資料來源: Wind。

2030年中國GDP可望超越美國



註: 若以中國年均經濟成長5%、美國年均經濟成長2%估算兩國國內生產毛額; 南向資金統計至1月28日。資料來源: Bloomberg, Wind。

行業	12月以來南向資金 淨成交額 (億元, 人民幣)
資訊技術	1,377
電信服務	479
能源	258
可選消費	197
金融	38
日常消費	30
房地產	10
工業	0.3
醫療保健	-11
材料	-25

港股 南向資金大舉入市,追捧資訊科技板塊

中國資本市場回溫並存溢出效應,資金尋求其他市場的配置機會,由於中國投資者熟悉港股,且**港股估值相對A股具有吸引力**,促使**近期內資南下大舉加倉港股**。港股過去兩年相較A股平均折價30%,加上港交所批准同股不同權第二上市、美國國會通過「外國公司問責」法案等事件,加速**優質中概股如阿里巴巴、網易、京東集團等回港上市**,對中國內地的資金吸引力日漸增加。

近期香港股市關注資訊科技龍頭公司。近日科技股飆漲後有回檔修正的情況,但從2018以後的獲利表現上看,指數仍具落後補漲優勢,科技類股走強並非無基之彈。展望後市,除了有基本面支撐外,各國貨幣政策不會立即緊縮趨勢,有利後續港股表現。

港股估值相對較低,南向資金大舉流入



註: *恆生AH股溢價指數高於100代表A股相對H股有所溢價,小於100則表示A股相對H股有所折價。例如,指數若為120,表示A股相對H股整體溢價水平為20%。
資料來源:Wind。

市場關注港股資訊科技、消費產業



資料來源: Bloomberg。

俄羅斯

經濟改善，企業獲利展望佳

俄羅斯股市與原油價格呈高度相關，長期相關係數達0.92。近期油價受景氣復甦與疫情升溫拉鋸，布蘭特油價高盤於55美元附近。另，俄羅斯反對派領袖人物納瓦爾尼，去年8月在國內被施以神經毒劑險喪命，1月17日在德國救治康復後返回莫斯科遭捕，引起近日聲援反對派的示威遊行，政治風險添股市雜音。

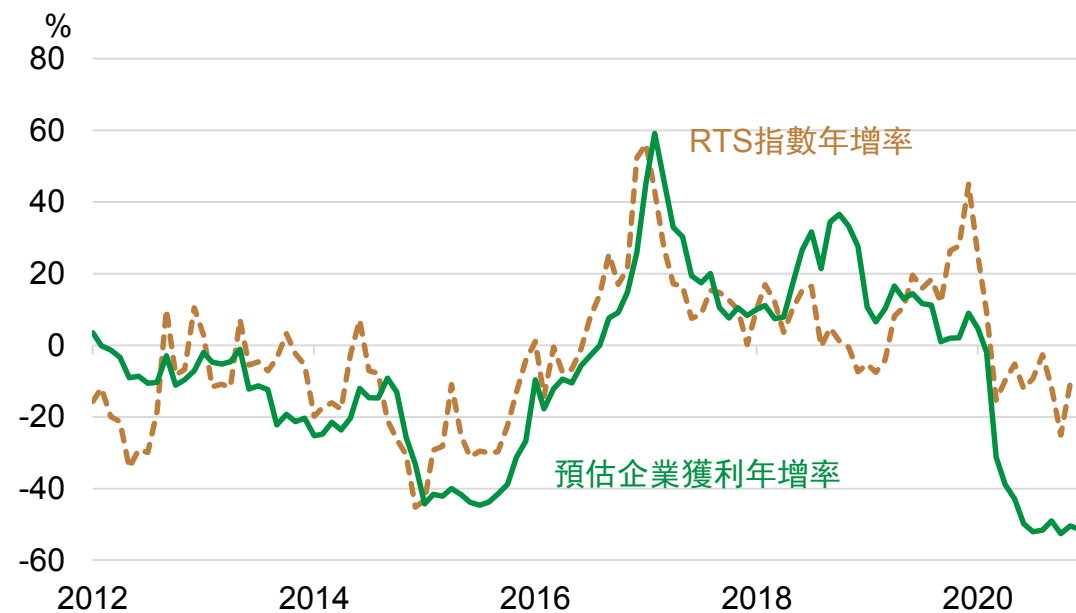
長線原物料價格與需求持續回溫，俄羅斯2021年股市EPS預估值相較前3個月持續上修，最新製造業PMI回到49.6、工業生產年增率接近正值，預期俄羅斯指數隨企業獲利向上，可分批漸布。

油價上漲帶動俄羅斯股市上揚



資料來源: Bloomberg。

預期企業獲利推升俄羅斯RTS指數



資料來源: Bloomberg。

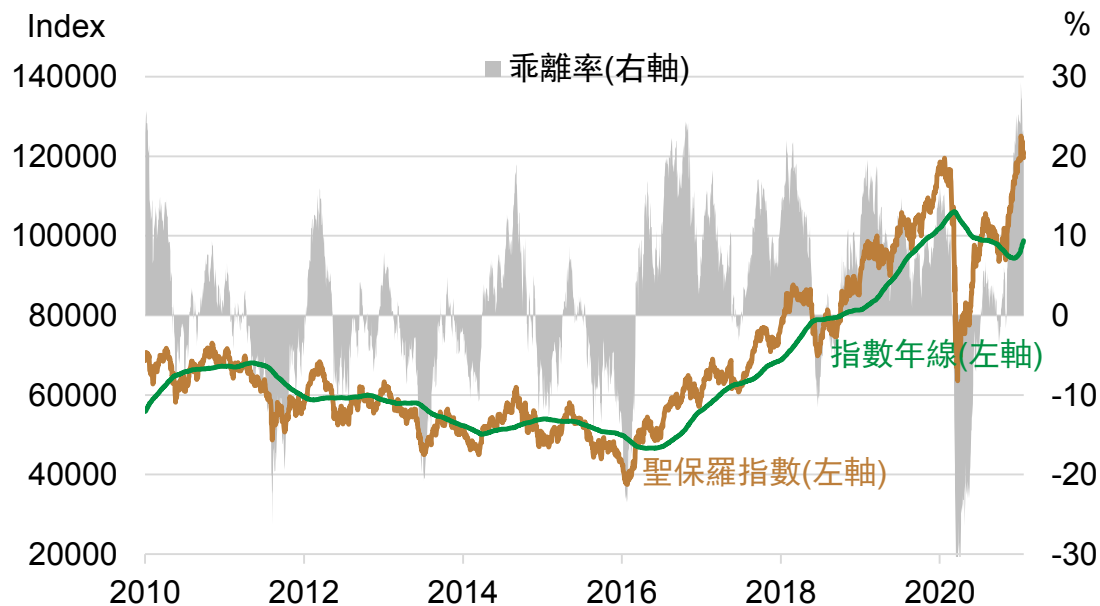
巴西

短線股市漲多拉回，逢回可布

巴西股市1月初創歷史新高後，年線乖離率達29.3%，為近10年高點，增加獲利了結賣壓，漲多的能源、原物料股為主要回調標的。**短線強勢股出現轉弱現象，加上全球股市皆現高檔震盪現象，留意股市短期仍有修正壓力。**

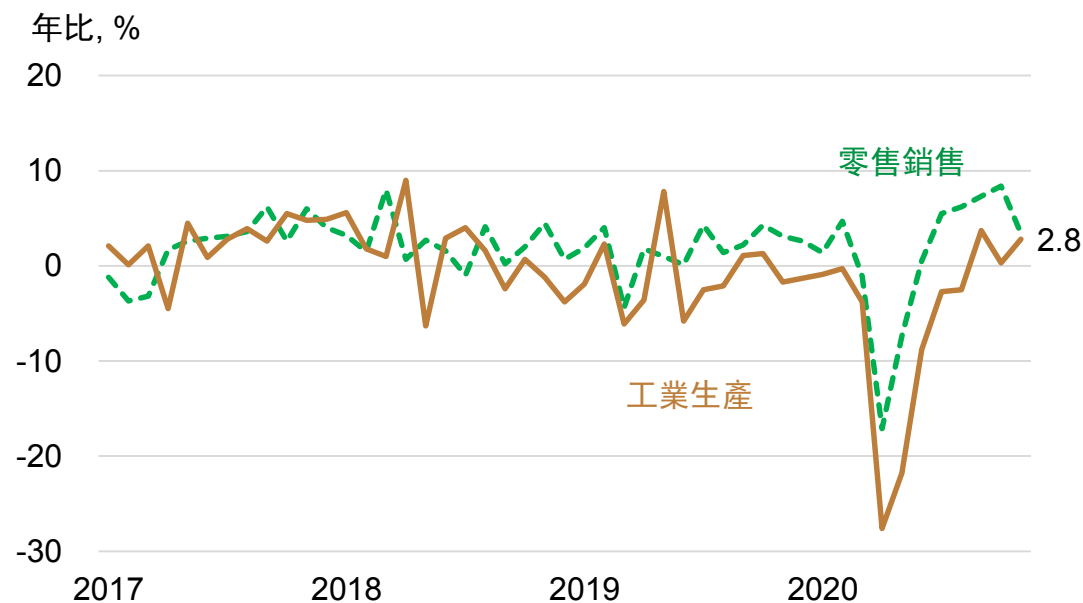
巴西2021年和2022年的GDP預期為3.2%和2.3%，經濟穩定成長。政府通過大規模財政刺激方案，加速巴西經濟活動正常化，特別是工業生產年增率逐月改善，並緩步向上至11月，在9月開始轉為正值，零售銷售也回到正成長。基本面佳有助巴西股市仍有向上空間，建議逢回後漸布。

指數乖離率來到近10年來高點後，漲多拉回



資料來源: Bloomberg。

經濟數據持續改善



資料來源: Bloomberg。

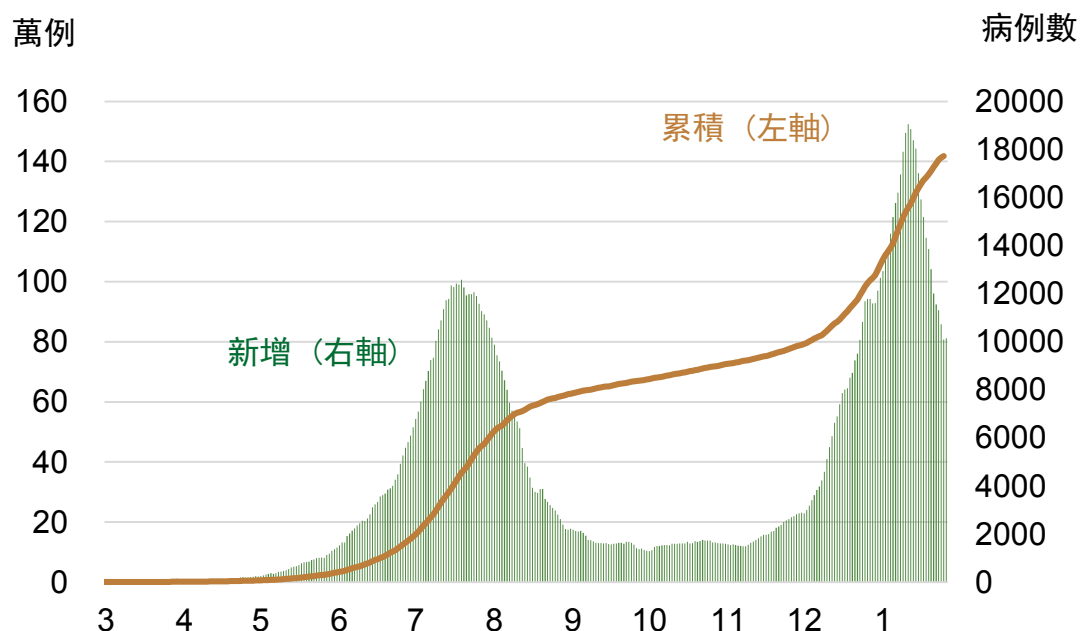
南非幣

疫情增加央行再寬鬆機率，限縮上半年匯率表現空間

病毒變種使南非於去年12月邁向Covid-19疫情第二波高峰，每日新增確診人數一度逼近20萬人次。隨年底政府加大管制措施，1月中旬後疫況漸趨向控制。在此之下，考量去年GDP基期偏低，同時隨疫苗開打，疫情可望趨向穩定，調升2021年經濟成長預估0.1個百分點至3.6%。

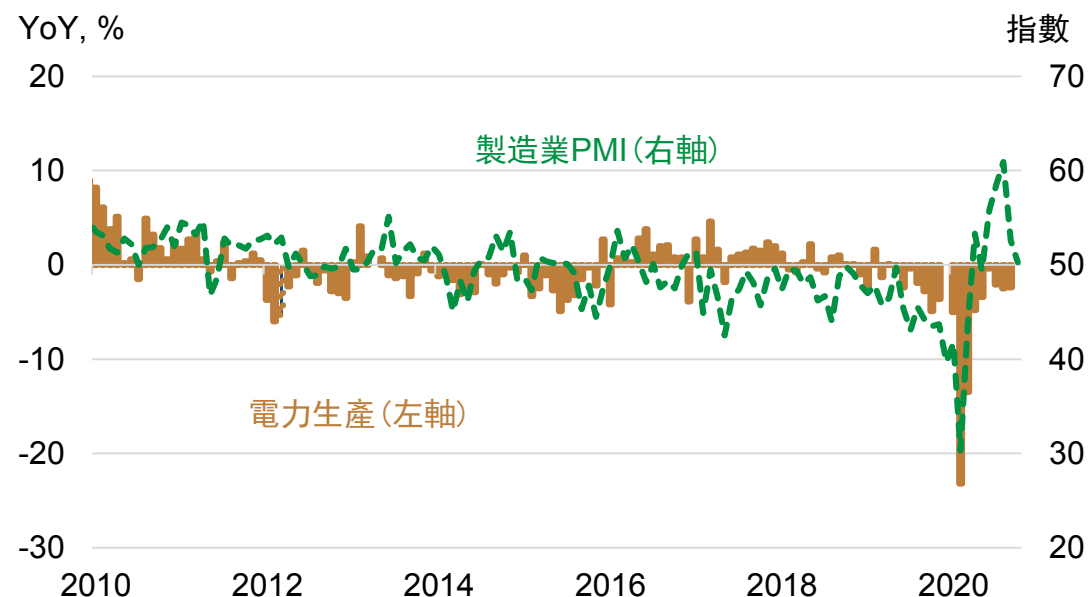
疫情及國內電力供給問題，使景氣下方風險較顯，12月南非製造業PMI明顯降低，顯見產業活動衝擊。考量此次會議有兩位官員提出降息建議，若未來兩月產業活動無法改善，不排除央行進一步調降利率機率，政策發展將侷限上半年南非幣表現空間，景氣疲態及債信壓力為潛在風險。

南非Covid-19疫情狀況



註：統計至2021年1月25日。
資料來源：WHO。

南非電力供給及製造業指數



資料來源：Bloomberg。

Feb 2021

1 Mon	美國製造業PMI 日本製造業PMI 歐洲製造業PMI 中國製造業PMI 美國ISM製造業 美國ISM就業	2 Tue	歐元區GDP	3 Wed	MBA貸款申請 ADP就業變動 美國服務業PMI 中國服務業PMI	4 Thu	歐元區零售銷售	5 Fri	台灣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。

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