



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2020年11月27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。



# 一週市場綜覽

“

## 疫苗利多激勵風險性資產上漲

疫苗進展加快，激勵全球風險性資產大漲，勝過美國疫情惡化擔憂，**市場聚焦疫後復甦的投資機會。**

## 拜登內閣名單出爐，葉倫或任財政部長

政權可望移轉，拜登初擬新任內閣名單，可能選定前聯準會主席葉倫擔任財政部長，可望推出相關刺激政策預期，將有利美國疫後經濟復甦。

## 聯準會12月或擴大寬鬆

預期**12月FOMC**會議將發佈更新指引，可能加快購債步伐，或購買較長天期美國公債，提供更多調控以加強刺激經濟。

”

### 股市

全球疫苗研發突破，但感恩節活動後或加大疫情升溫，促美加大區域管制，**訊息交錯主導市場氛圍，著重疫苗上市後的解封預期，加速產業輪動及短線落後補漲類股表現。**

### 債市

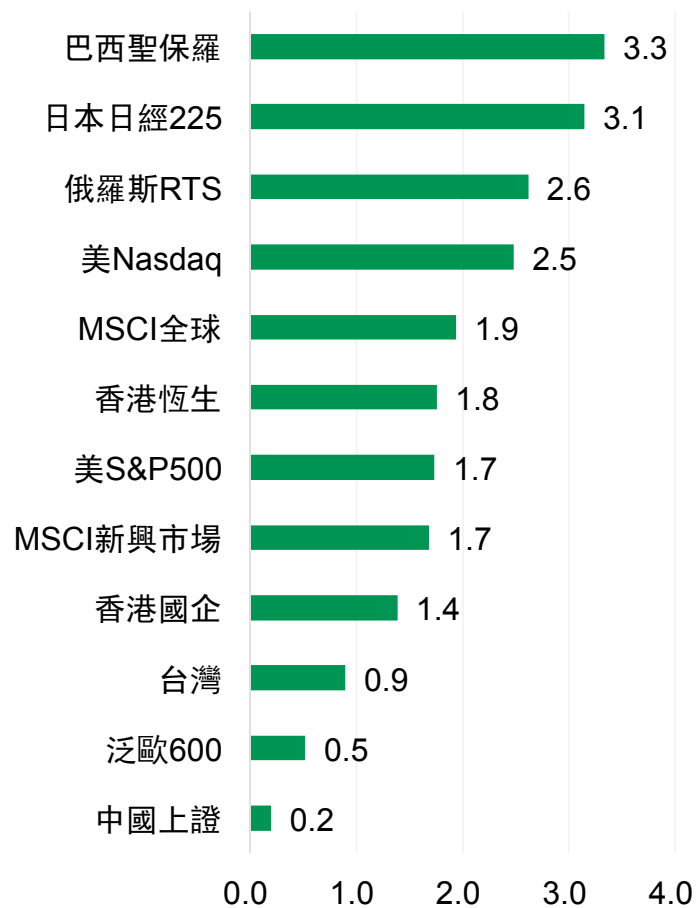
疫苗及疫情訊息多空交錯，拜登組閣人選陸續出爐，週間美十年期公債利率區盤，**Risk on**氛圍致信用債利差收窄。長線景氣改善下**利率緩升預期，投資級債類定存布局；尋息偏好及利差誘因有助高收債及新興債表現。**

### 匯市

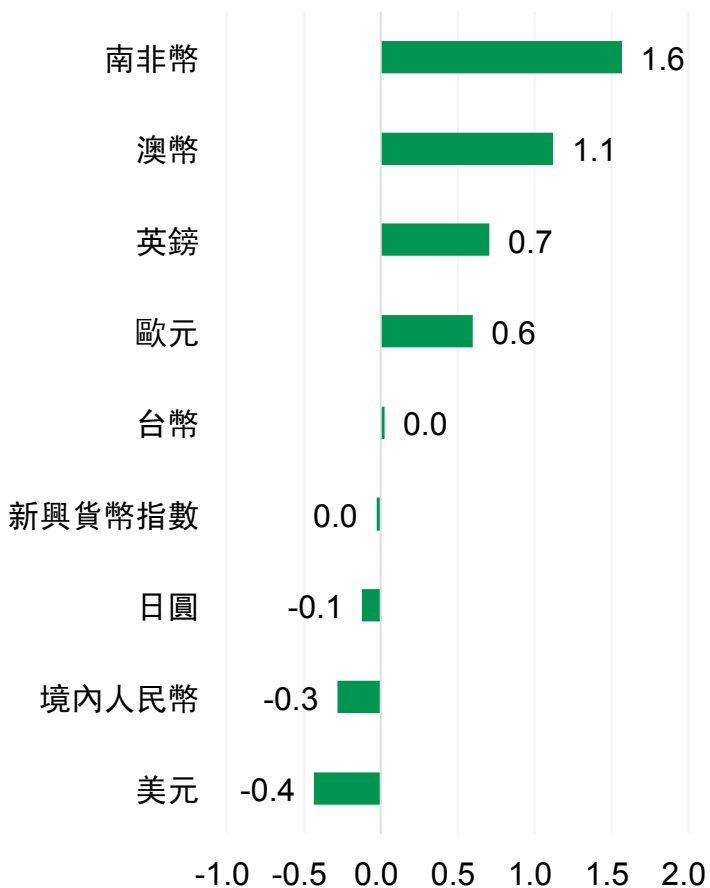
美歐央行寬鬆拉鋸，使短線美元盤整，後或隨解封下景氣復甦稍弱表現。風險偏好利人民幣等新興亞幣表現，台幣偏強增加央行穩匯難度，**欲拋匯者可先以衍生性商品鎖匯，以減緩匯率風險。**

# 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: 2020/11/23~2020/11/26。

資料來源: Bloomberg。

# 疫苗與經濟利多，激勵風險性資產走揚

輝瑞和Moderna表示，旗下疫苗效力達90%以上，第三款阿斯特捷利康與牛津大學合作研發的COVID-19疫苗，臨床試驗平均功效達70%，且售價更便宜，保存方式簡便及運送方式容易，市場對於明年景氣逐漸復甦更具信心，全球風險性資產反應疫苗上市與解封行情，普遍大漲。

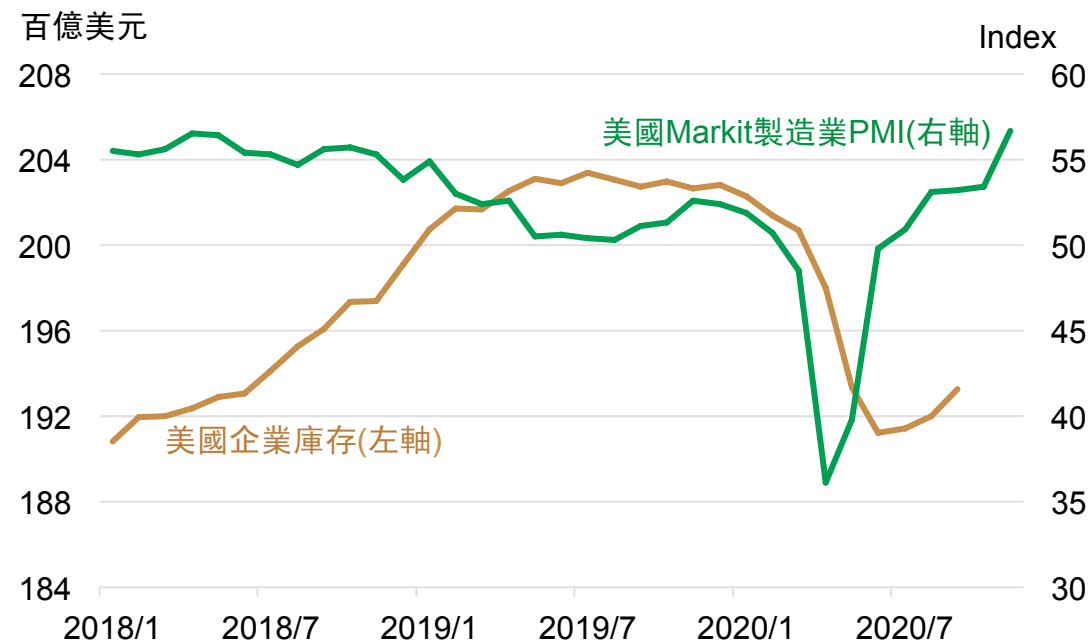
美國11月Market PMI初值顯示，製造業PMI從10月的53.4上升至56.7，服務業PMI回彈至57.7，皆處於50以上的景氣擴張期。預期今年二、三季受疫情導致的經濟活動暫緩，接下來的補庫存行情，將使全球製造業活動有機會持續保持熱絡。

## 目前歐美主要疫苗比較

疫苗	效力	特性	價格	進度	副作用	備註
輝瑞 (Pfizer)	95%	保存在攝氏負70度超級低溫，需要特殊的保存和冷鏈運送裝置	20 美元	向FDA申請緊急使用許可，預計年底前可量產5000萬劑	與COVID-19輕症相似的症狀，如高燒、肌肉疼痛、頭痛、整日疲憊等	注射兩劑
莫德納 (Moderna)	94.5%	保存在攝氏負20度的低溫下，可保存約6個月	32-37 美元			
阿斯特捷利康 (AstraZeneca)/牛津大學	70%	冰箱溫度下儲存，約攝氏2~8度，就能保存至少6個月，增產速度更快，價格較低	4-5 美元	年底前最多可生產2億劑疫苗，最快明年Q1全球7億劑疫苗		

註：疫苗療效指，將樣本分成兩組，一組注射安慰劑，一組注射疫苗。最後分析注射疫苗組，具有抗體的比例。資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理。

## 明年補庫存需求使製造業活動仍強



資料來源：Bloomberg。



# 拜登新內閣人選與政權交接, 有利未來施政推行

川普政府同意交接政權、總統當選人拜登已初定新任內閣名單, 可能選定前聯準會主席葉倫(Janet Yellen)擔任財政部長。**市場預期若葉倫擔任財政部長, 將有利美國疫後經濟復甦。**

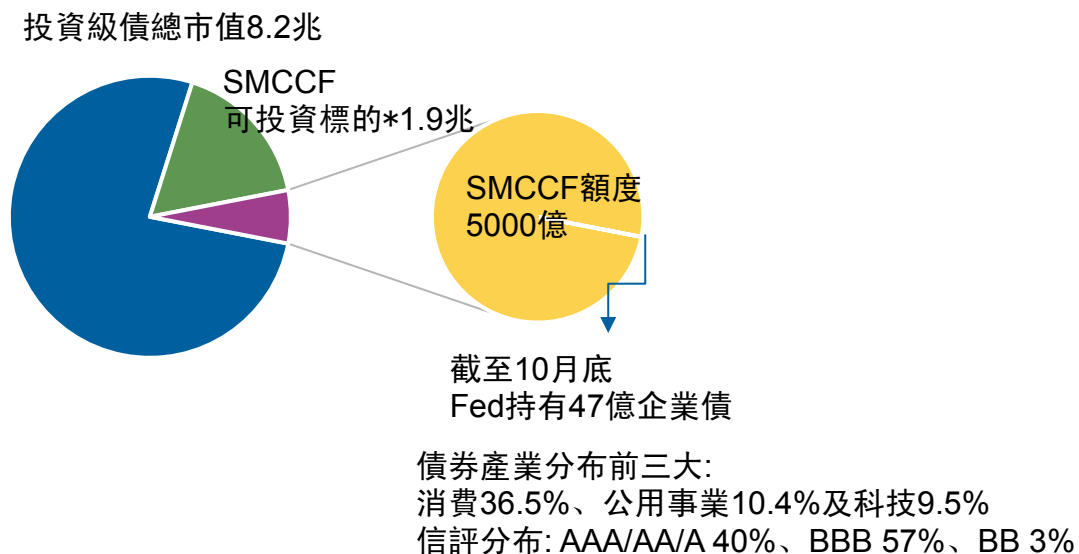
11/19美國財政部要求聯準會返還尚未用完的緊急借貸計畫(CARES Act)預算, 包括信用債購買、定期資產擔保證券融通(TALF)、市政債融通及中小企業貸款(MSLP)年底將不再展期。初級及次級信用債購買機制(PMCCF、SMCCF)額度7500億美元, 實際使用率不到1%, 對整體投資級債影響有限。

## 拜登首波可能主要內閣名單

職務	姓名	資歷	影響
財政部長	<b>葉倫</b> (Yellen)	<ul style="list-style-type: none"> <li>前任聯準會主席</li> <li>柯林頓時期的總統經濟顧問委員會主席</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>加速美疫後經濟復甦</li> <li>財政部與聯準會配合度更高</li> </ul>
國務卿	<b>布林肯</b> (Blinken)	<ul style="list-style-type: none"> <li>歐巴馬時期副國安顧問和副國務卿</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>熟悉歐洲、敘利亞、阿富汗等地外交</li> <li>強調集結盟友排中</li> </ul>
白宮安全顧問	<b>蘇利文</b> (Sullivan)	<ul style="list-style-type: none"> <li>希拉蕊重要幕僚</li> <li>拜登副國安顧問</li> <li>國務院政策規劃辦公室主任</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>熟悉兩岸關係</li> </ul>

資料來源: Bloomberg。

## 實際Fed信貸額度使用有限, 對整體投資級債影響有限



\*註:次級市場企業信貸額度擴大以參考追蹤指數方式, 建立廣泛多元化的美國企業債投資組合, 設定3/22前投資級信評等級, 設定買進期限5年或以下的個別企業債。

資料來源: Bloomberg。

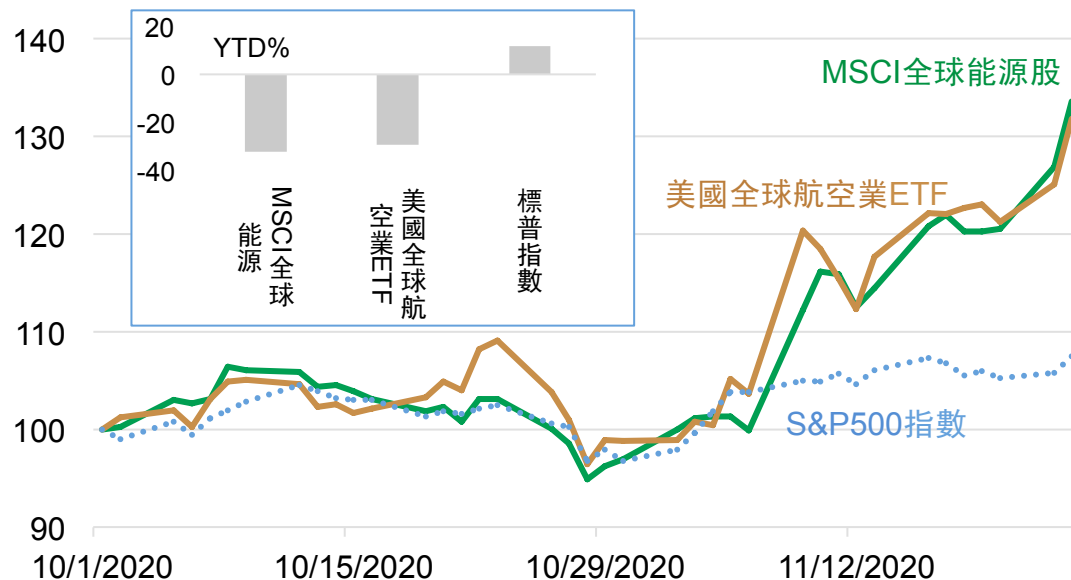
# 類股輪動持續，有助於落後補漲類股表現

疫苗利多頻傳，激勵盤面類股輪動及落後補漲行情，今年跌幅超過5成的航空股、能源類股及觀光類股大幅反彈，自疫苗訊息傳出後，反彈幅度接近3成。預期市場持續反應明年逐漸解封行情，與低基期效果，將使落後補漲類股更具表現空間。

進入年底11月感恩節至12月底耶誕節的傳統購物消費旺季，過去零售商此階段銷售額，通常佔全年營收約20%。預期4Q消費將較3Q進一步改善，金融市場表現強勁，可望提振年底消費支出，網購業受疫情影響下漲幅更顯。

## 航空股和能源股近期大漲

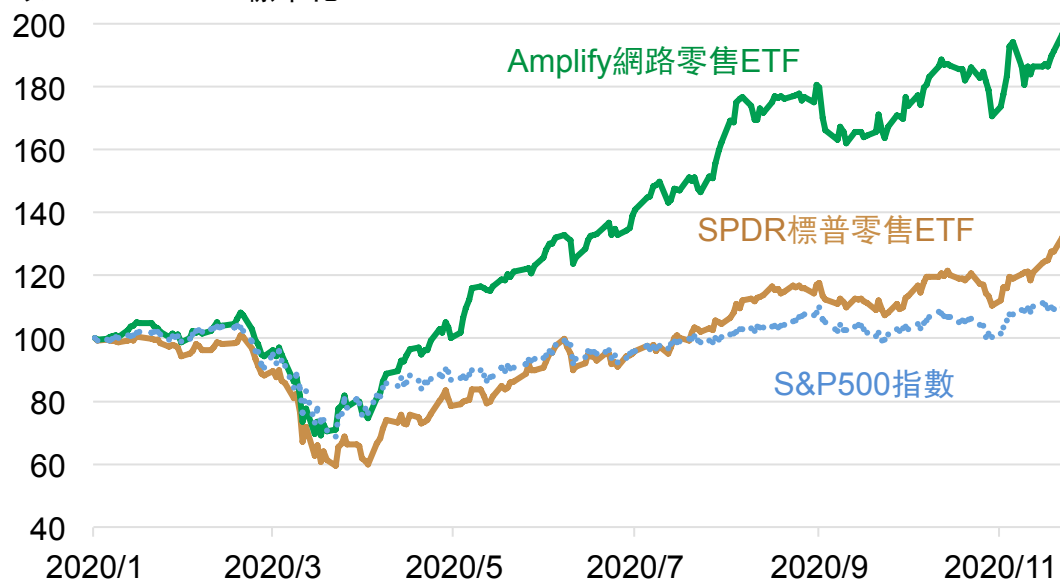
以2020/10/1=100標準化



資料來源: Bloomberg。

## 4Q零售類股可期，網路零售股更佳

以2020/1/1=100標準化



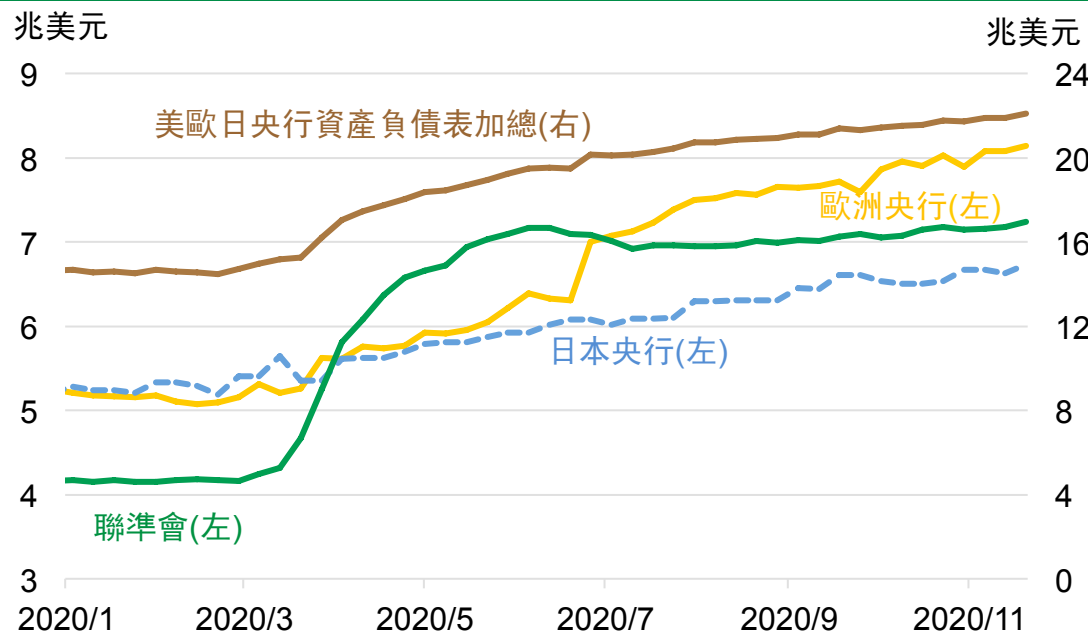
資料來源: Bloomberg。

# 聯準會暗示不排除進一步擴大寬鬆

11月FOMC會後聲明表達對冬季疫情與經濟前景擔憂，預期2023年前，政策利率將維持現行0-0.25%水準，直到通膨率持續超過2%、失業率明顯下降，才可能啟動升息。預期**下次12月FOMC會議將發佈更新指引，提供有關購買公債和房貸擔保證券等更多細節，可能加快購債步伐，或在不增加購買規模情況下，轉向購買較長天期美國公債，提供更多調控以加強刺激經濟。**

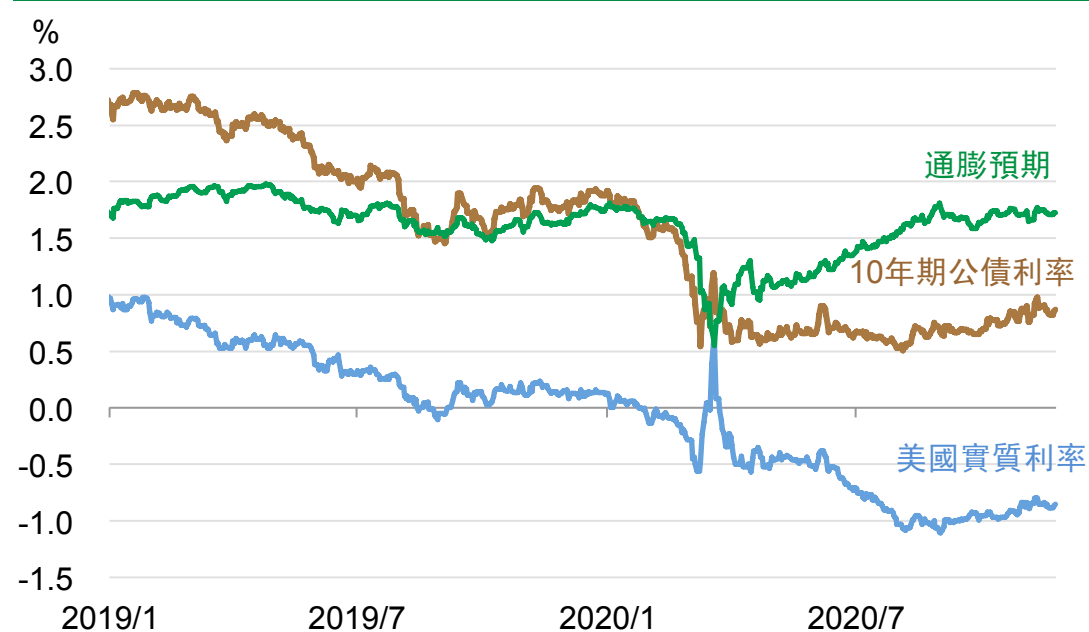
今年6月以來，Fed平均每月購債金額低於預定的每月1200億目標。另一方面，歐央也將在12月擴大寬鬆，促歐元區公債利率偏下，葡萄牙10年期公債殖利率降至負值，全球整體負利率債券規模近17.5兆美元。**全球央行低率環境，持續寬鬆購債，將侷限債券利率上彈幅度。**

## 主要央行擴大寬鬆購債，資產負債表續增



資料來源: Bloomberg。

## 聯準會加大寬鬆預期，侷限10年期公債利率上彈幅度



資料來源: Bloomberg。

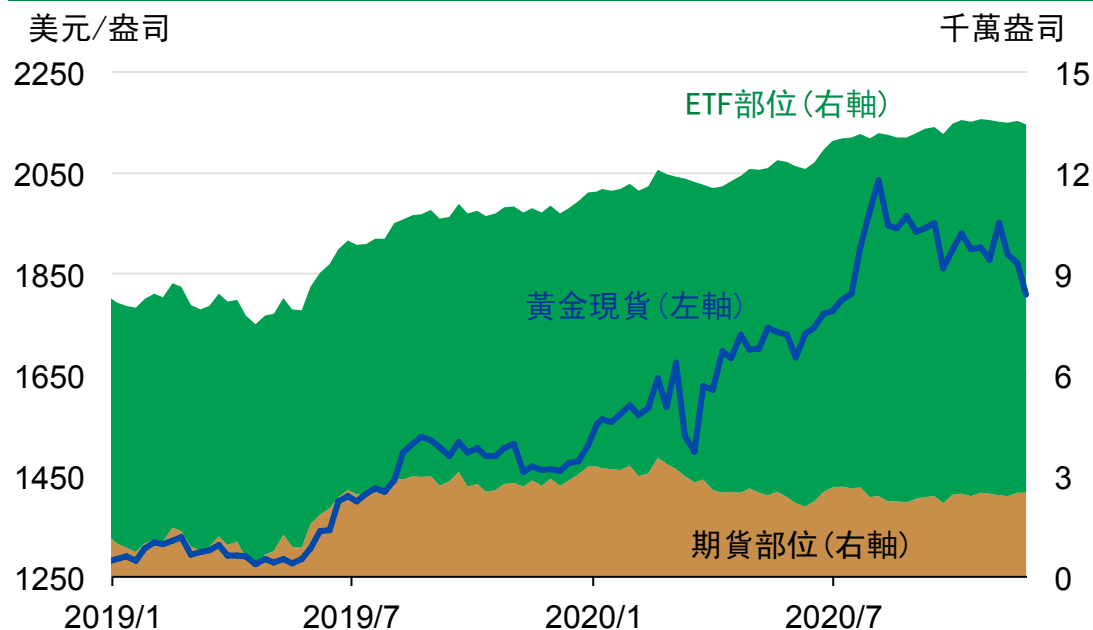
# 黃金

疫苗樂觀情緒使金價短期偏弱，低率與擴大財政長期有利

疫苗樂觀發展預期，使市場風險偏好轉移，加上地緣政治風險降低，淡化黃金避險需求。全球黃金ETF持有部位，從10/15的1.1億盎司高位，至11/24下滑至1.08億盎司，總計**ETF流失幅度達2.4%**。短期全球**Risk on**情緒激揚，預期金價近期仍將偏弱盤整。

歐美疫情難控，與疫苗普及仍存諸多不確定性，全球央行持續購債，偏低利率環境延續，預期政府推出刺激措施來抵禦第二波疫情衝擊，財政政策明年可望推出下，對金價有利。若聯準會加大寬鬆，壓低美國長債利率，明年通膨預期上升幅度大於名目利率上彈幅度，實質利率有進一步下探可能，黃金無需過度悲觀看待。

ETF流失與期貨部位減持，短期金價偏弱



資料來源: Bloomberg。

預期黃金仍有機會上漲

黃金價格		美元指數			
		88	90	92	95
美國實質利率 (%)	-0.3	1884	1856	1827	1784
	-0.6	1962	1933	1905	1862
	-0.8	2014	1985	1956	1913
	-1	2066	2037	2008	1965
	-1.2	2117	2089	2060	2017

註: 美國10年期公債利率=美國10年期實質利率+通膨預期。

目前通膨預期為1.7%，美國10年期公債利率為0.88%，實質利率為-0.82%。

若市場預期明年10年期公債利率為1.4%，現在通膨維持1.7%，則實質利率為-0.3%。

若市場預期明年10年期公債利率為1.4%，通膨預期升至2.4%，則實質利率為-1%。

公式: 金價 = 2375 + 0.033 \* (美歐日央行資產負債表) - 14.35 \* 美元 - 258.7 \* 實質利率, R<sup>2</sup> = 0.88。

資料來源: Bloomberg。



台美官方21日宣布，簽署台美經濟繁榮夥伴對話合作瞭解備忘錄MOU，半導體領域為戰略合作的優先項目。此外，5G、AI也都列為未來可深化合作項目。

疫苗即將問世，有利短期市場類股輪動。但中長期而言，全球景氣逐步復甦，加上宅經濟發酵，筆電、遊戲機等產品需求強勁，帶動半導體等元件需求居高不下，台灣科技業仍將主導後續表現。

### 台美MOU共識

項	目	內	容
半導體		雙方均認為台灣在高科技硬體製造具競爭優勢，而美國在全球高科技產業扮演領導角色，因此確認將半導體領域列為優先項目。	
全球健康安全		台灣為生產個人防護設備之全球領導者，美國則於生物醫學研發，及疫苗、藥品及試劑生產居全球領導地位，雙方加強合作	
5G及電信安全		美國與台灣將在5G乾淨網路面向合作，台灣的產能可提供美國公司乾淨網路方面堅實的支援	
婦女經濟賦權		雙方共同聲明對全球女性經濟參與的支持	
投資審查		雙方承諾透過AIT及TECRO共同探討增進美國海外投資委員會（CFIUS）與台灣經濟部在投資審查工作上的交流與合作之方法	

資料來源：Bloomberg；國泰世華銀行投研團隊整理。

### MOU加上需求上升，市場再度聚焦半導體



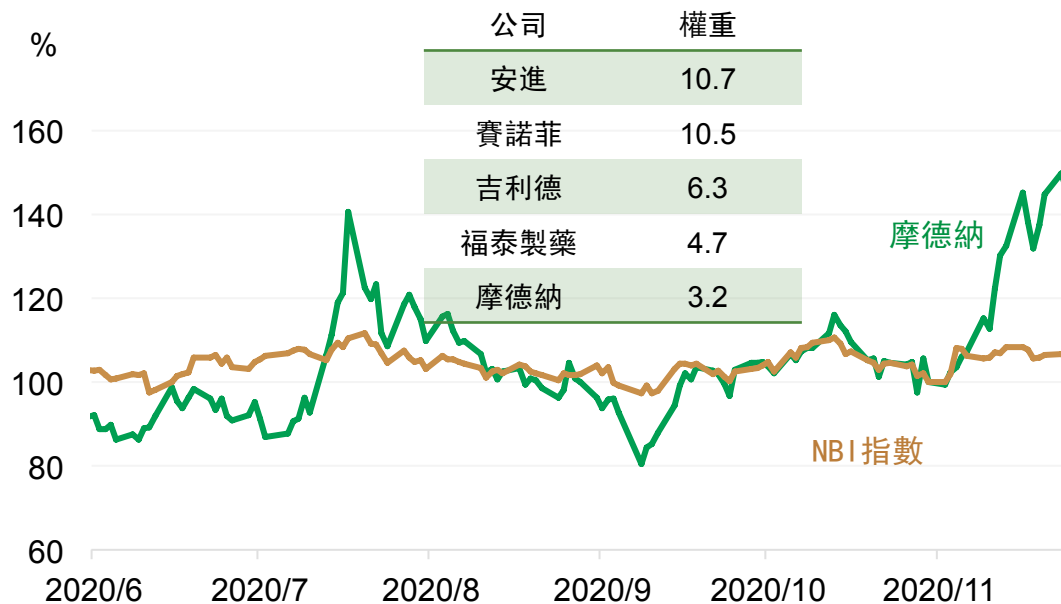
資料來源：Bloomberg。

# 生技 疫苗問世驅動健護股輪動，預期仍緩步上揚

自輝瑞、摩德納公布疫苗三期試驗結果，使得風險性資產大幅走揚，也帶動摩德納股價飆漲，但整體NBI指數持平，主因**市場預期，未來醫療與防疫相關需求可能下滑，導致其他藥廠股價下跌，抵銷特定公司股價上漲。**

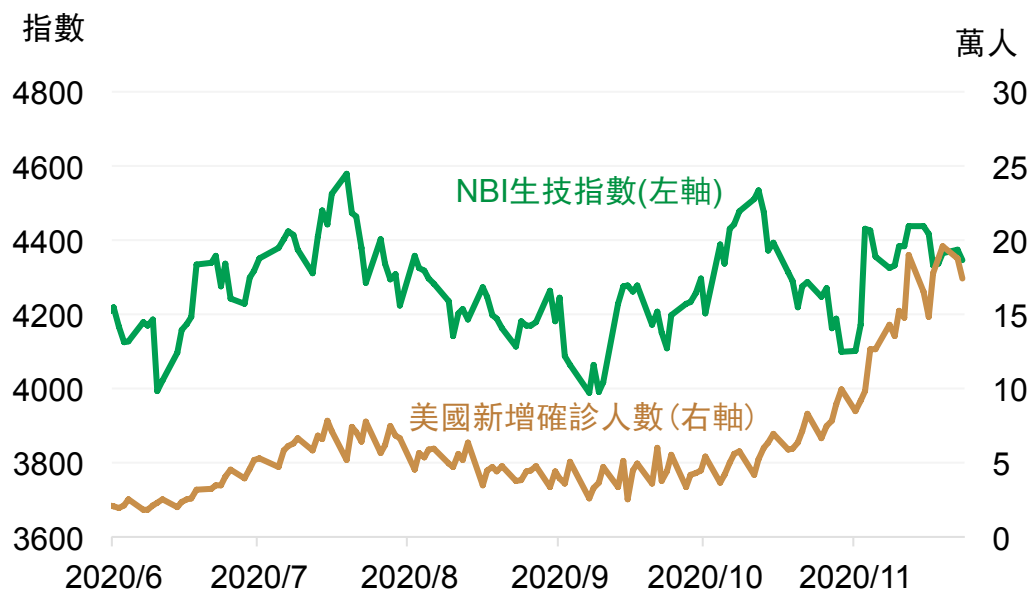
然而，考量美國疫情仍居高不下，且疫苗施打仍耗時，加上拜登政府更加重視醫療防護，或擴大政府補貼，預期NBI生技指數未來仍將緩步墊高，操作上可採大跌大買的策略。

## 疫苗研發有利特定股票飆漲



資料來源: Bloomberg。

## 美國疫情高居不下，提供NBI一定支撐



資料來源: Bloomberg。

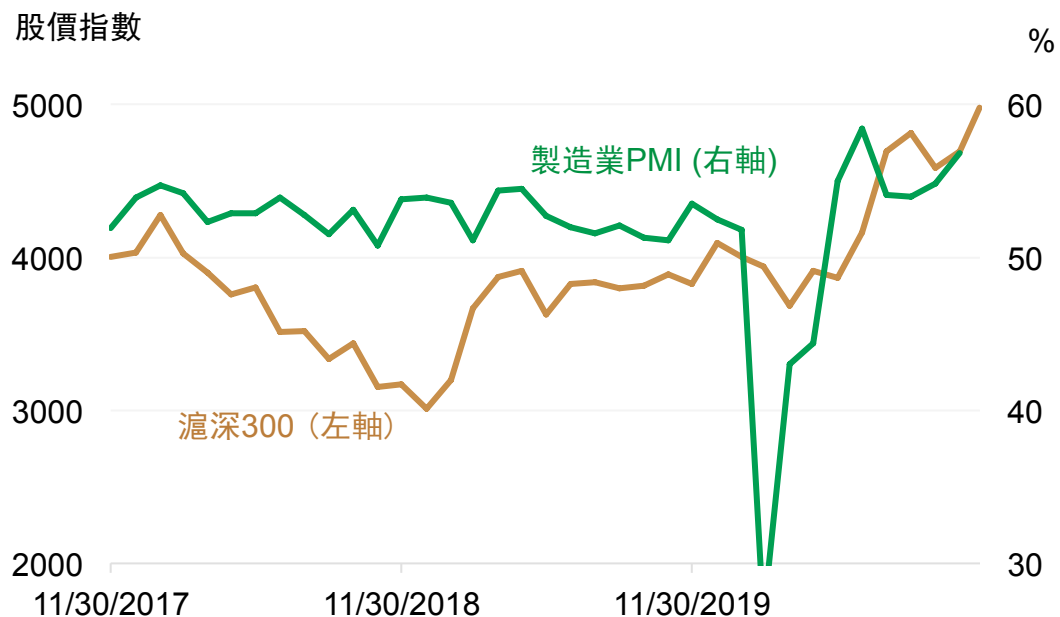
# 中國

## 經濟增勢持續支撐陸股

中國逐漸擺脫疫情陰霾，經濟動能持續回溫，且預期拜登勝選將使中美貿易衝突降溫。在供給與需求重回正軌下，製造業生產與消費市場皆逐步回溫，**研判基本面改善，支持陸股表現。**

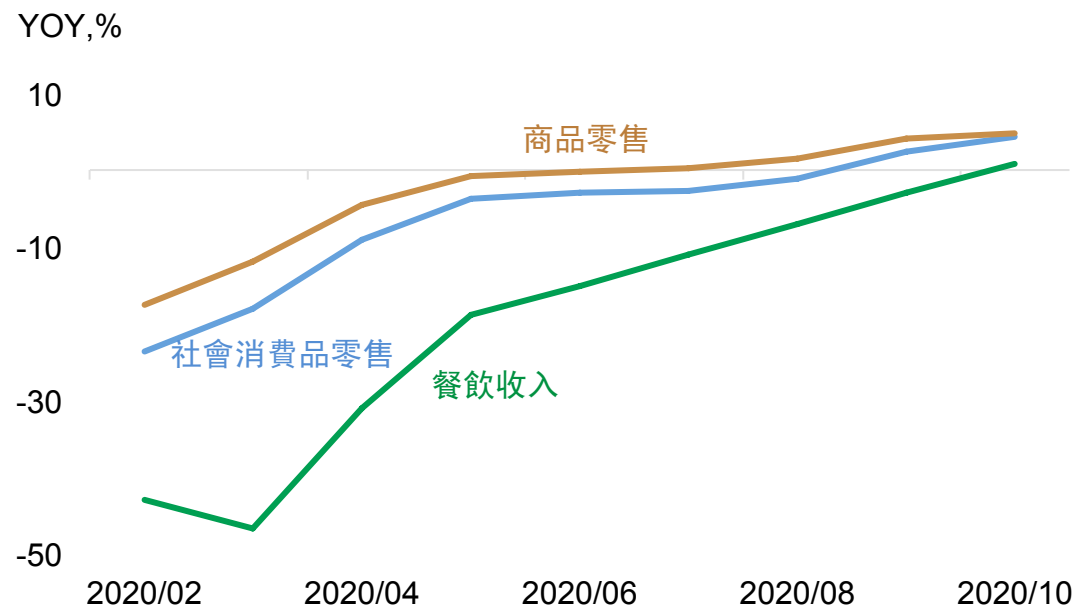
中國零售銷售較去年同期連續3個月正成長，因疫情淡化使中秋與國慶長假的報復性消費、餐飲收入年增率也首次轉正，**顯示服務產業有望重回正常軌道。**另外，雖然在中美貿易戰與疫情期間，**消費性貸款增速有下降態勢，但隨中國經濟發展持續偏上，預估未來中國在消費性貸款市場也將逐步回升。**

### 中國製造業回暖



資料來源: Bloomberg。

### 中國消費重回正常軌道



資料來源: 中國統計局。

# 中國 網貸業務門檻提高，科技金融業者或將調整估值

隨數位技術發展，中國政府加強對創新金融服務的監管，以避免過度放貸風險。以螞蟻金服為例，微貸科技業務目前已是其最大收入來源，在聯合貸款業務中，自行出資比率只有2%，其餘98%來自其發行資產擔保債券或金融機構放款。此高槓桿行為預期未來將受到網路小額貸款業務管理暫行辦法(徵求意見稿)限制，出資比例至少需達到30%。

中國政府對數位經濟的監管動向明確，繼月初發布對網路小貸業務的徵求意見稿後，又於11/10發布《關於平台經濟領域的反壟斷指南(徵求意見稿)》，科技股如京東集團、騰訊控股、阿里巴巴短期受衝擊。長線來看，監管緊縮將使體質不佳的網路小貸面臨轉型或淘汰結果，行業格局在政府整頓下有望改善，消費信貸市場仍有表現空間。

## 螞蟻金服公司現狀

微貸科技業務佔總收入39.4%



360億表內資產  
驅動1.8兆聯合貸款

聯合貸款出資比例2%



花呗\*實際年利率約16%

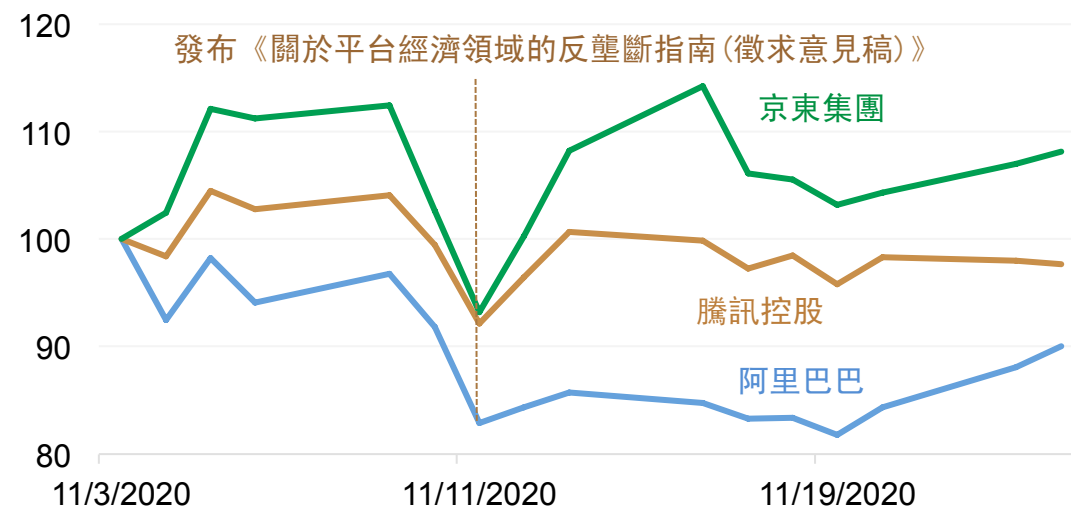


蚂蚁借呗

借呗\*年利率約7.5-23%，  
大多分佈在14.6%

## 監管緊縮衝擊金融科技業者

以11/03=100標準化



資料來源: Bloomberg。

註:\*花呗類似網路信用卡的功能，可在淘寶、天貓上購物享受先消費後付款；借呗是貸款服務，按照芝麻信用分數的不同，使用者可申請的貸款額度不等。  
資料來源: 國泰世華銀行投研團隊整理。

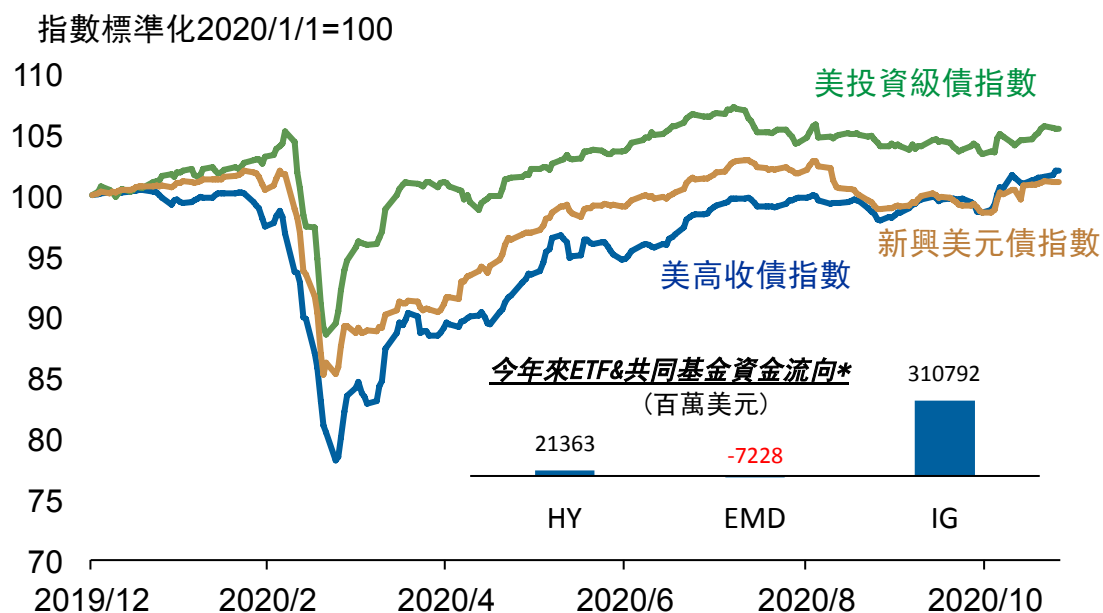
# 信用債

疫苗發展及經濟改善預期, Risk on 尋息追價利差型債券表現

全球低利寬鬆環境及尋息需求, 債券資金動能續強, 除了投資等級債今年淨流入最多, 隨疫苗發展及經濟改善, **新興市場債連續7週淨流入**, 上週單週淨流入量創今年來新高, 高收益債也續受資金青睞。考量經濟趨動可能利率揚升風險, 高評等留意短線利率波動較大的資本利損壓力, 將以逢高鎖利偏類定存思考布局。

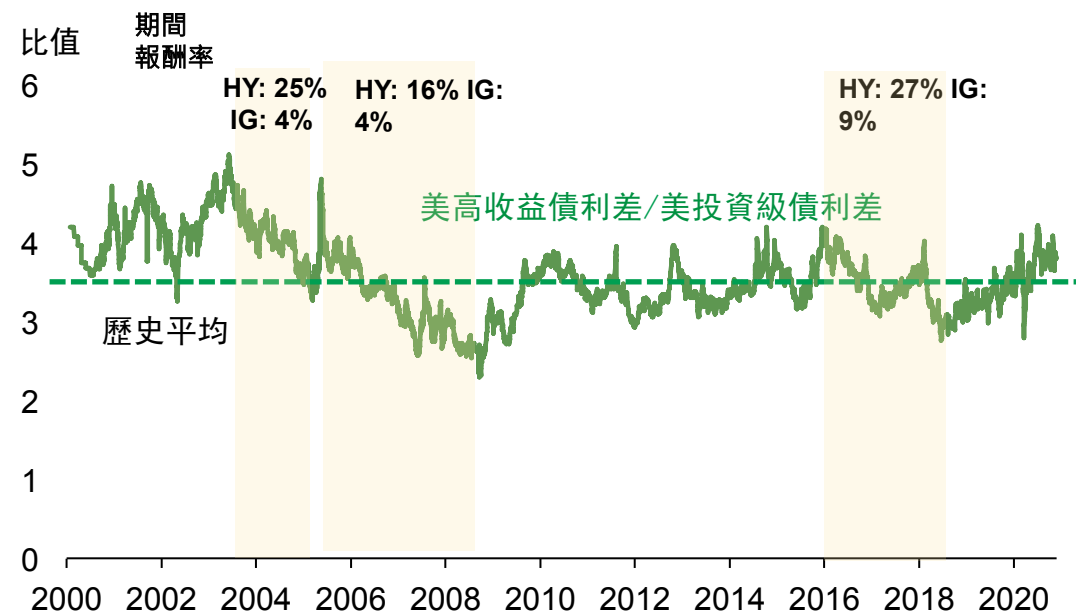
高收債及新興債相對存續期間較低、股市連動性高, 且信用利差仍高於疫情前水準, 尋息追價有助於利差縮窄。拜登組閣人選陸續出爐, 對中政策可能調整將有利於新興風險偏好提升, 偏弱美元稍解壓新興財政惡化壓力, **Risk on** 氛圍亦有助新興債表現。疫情影響新興國家經濟分化差異, 財政舉債空間有限, 留意雙赤字較大國家的降評風險。

## 今年來投資級券表現最佳, 高收債及新興債資金流入增溫



註: \* EPFR Global, JPMorgan, 2020/11/18。  
資料來源: Bloomberg。

## Risk on 尋息追價效應, 有助於高收債利差縮窄



註: \* 橘色區域為高收益債與投資級債之間利差收斂較大期間的指數報酬率。  
資料來源: Bloomberg。



# 南非幣

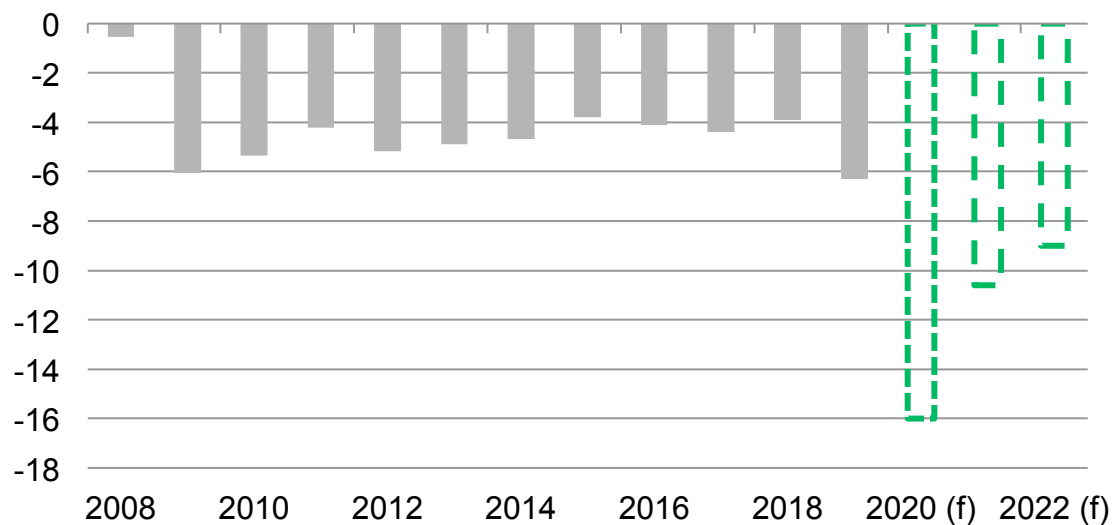
## 信評機構調降評等，凸顯基本面疑慮

疫情加重景氣負擔，政府債務明顯成長，依循10月財政部新預算規劃，今明三年赤字占GDP比重將逾長年平均的4%。在此之下，上週五信評機構如穆迪及惠譽，再次調降主權評等至Bb2及BB-，且維持長期信評展望至負向，意味未來評等存進一步調降風險。另一方面，標普全球則維持南非長期外幣和本幣評級不變。

反應全球Covid-19疫苗突破及隨後可能帶來的復甦期待，市場氛圍正向抵銷此次信評調降衝擊，**近期南非幣走勢顯強勁。預計疫苗上市前，研發突破訊息將助短線匯率，惟在債信等基本面疲弱下，追高宜慎，以避免氛圍改變後匯率回弱風險。**

### 南非財政赤字占GDP比重

財政收支占GDP, %



註：虛線為10月財政部預算報告後市場對於今明後三年財政支出預估之中位數。  
資料來源：Bloomberg。

### 南非主權信評

機構	評等	展望	備註
標普	BB-/垃圾級	穩定	2020/11/20 review穩定
穆迪	Ba2/垃圾級	負向	2020/11/20 由Ba1降至Ba2
惠譽	BB-/垃圾級	負向	2020/11/20由BB降至BB-

資料來源：信評機構。

Dec 2020

30

Mon

中國製造業PMI  
美國成屋銷售

1

Tue

美國ISM製造業  
歐元區CPI年比  
歐洲製造業PMI

2

Wed

美國新屋開工

3

Thu

美申請失業救濟  
歐元區零售銷售

4

Fri

美國就業數據  
美國耐久財訂單

## 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