



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2021年1月8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。

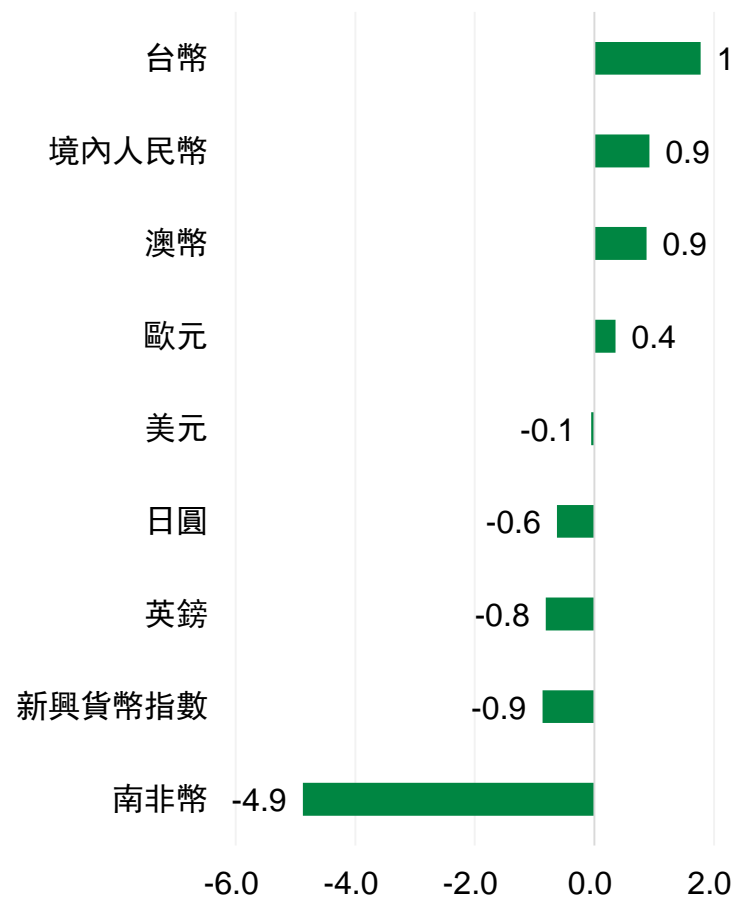


一週市場變化

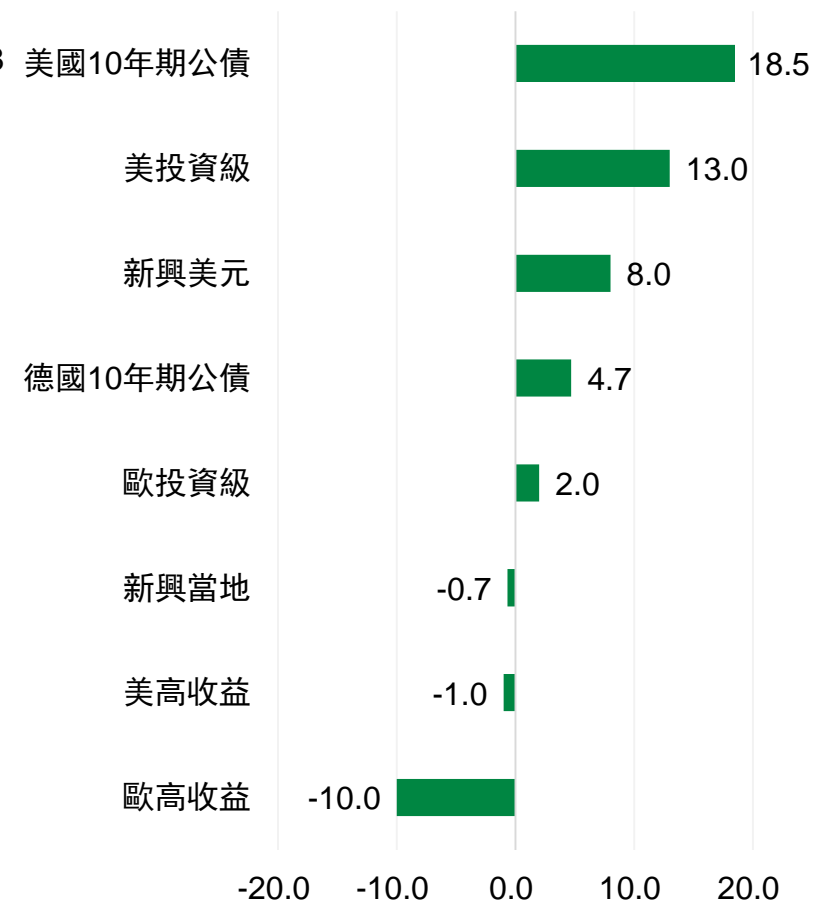
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/12/31~2021/1/7。

資料來源: Bloomberg。

市場策略思維

“

拜登藍潮全面執政，美債利率升破1%

民主黨掌控兩院有助拜登新政推行，擴大財政刺激期待，促美10年債利率升至1.08%。拜登上任之初控制疫情為首務，政策偏多助景氣延續復甦。

景氣續溫，有利多頭行情持續

疫情突變加大管制，但製造業景氣升溫，疫苗施打帶動景氣循環股表現，綠能、工業及基建股等政策題材性佳，美溫和對外關係助新興風險偏好。

新台幣開門紅，資金基本面助攻27字頭

利差、產業優勢、貿易順差及台股強度，美元走弱及人民幣帶動亞幣偏強，天時地利人和環境下，資金潮及基本面帶動台幣助攻27價位。

”

股市

拜登新政將著重加稅、財政刺激及產業監管，增稅討論及病毒突變加大管控，可能加壓短線指數高位震盪。2021年政策續多有助景氣復甦持續，資金輪動提供循環類股、非美、新興資產表現機會。

債市

美民主黨全面執政的財政期待，通膨預期帶動美債利率偏揚，Fed購債寬鬆牽制長率大幅彈升空間。2021年景氣復甦、利率偏升，投資級債券資本利得有限，高收債及新興債與股市連動性高，有助利差收斂機會。

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。資金潮及基本面支持台幣偏強。

民主黨拿下參議院, 拜登藍潮再推波瀾

美國1/6喬治亞州參議員由民主黨勝選, 民主黨意外拿下參眾兩院, 市場反應拜登藍潮全面執政擴大財政刺激的期待, 選後結果使美10年期債利率升破1%, 美股漲聲慶祝, 景氣循環股及小型股表現強。

去年11月選後美股創高、美債利率上揚, 美元偏弱, 主要反映景氣回溫、疫苗加速發展的Risk on偏多情境。拜登大政府主義, 將著重加稅、財政刺激規模, 促使債券利率偏升; 增稅可能減低企業獲利, 也將加壓短線指數震盪。考量拜登上任將以控制疫情為首務, 力推財政刺激, 並將維持貨幣寬鬆政策, 政策續多將有助於景氣延續復甦, 短線預期政策題材的綠能、工業及基建股等較有表現。較溫和的對外關係立場, 將利新興風險偏好, 有助中國為首的新興亞資產表現。

美民主黨全面執政, 對金融市場氛圍影響



政見主張

上方機會

下方風險

財政稅改

大規模財政刺激
擴大基建
就業補助
有利景氣循環類股

外交國貿

貿易政策多方結盟
不確定性降低
有利新興資產

產業政策

重返巴黎協議
綠能減碳政策
較有利ESG概念股

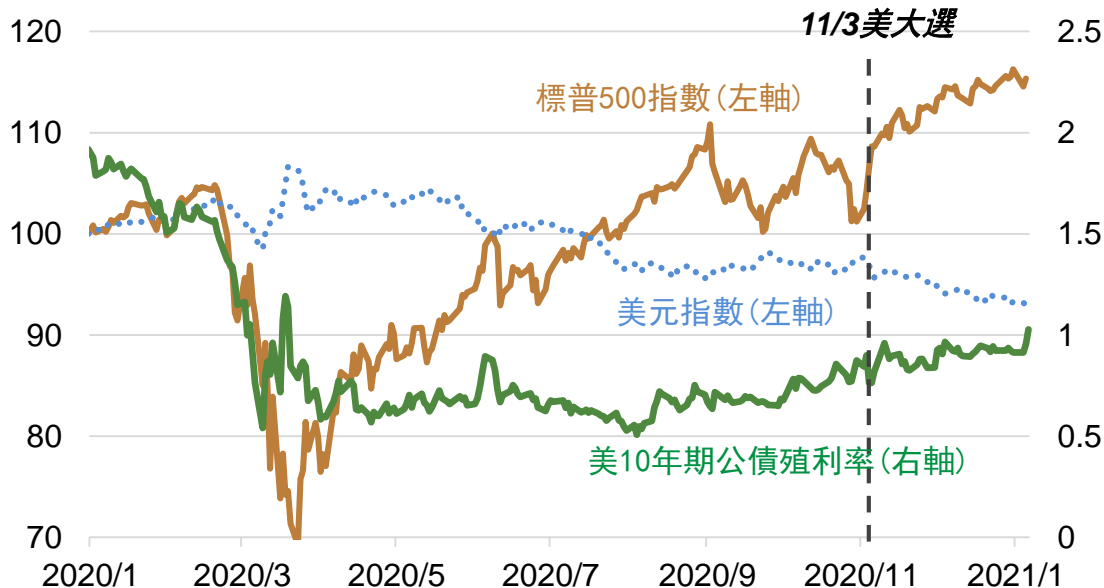
加稅討論
企業獲利可能下降

關注
加稅
監管力道

加強科技監管
反壟斷調查
較不利科技股

拜登藍潮助政策推展, 美債利率突破1%、美元偏弱

指數標準化, 2020/1/1=100



資料來源: Bloomberg。

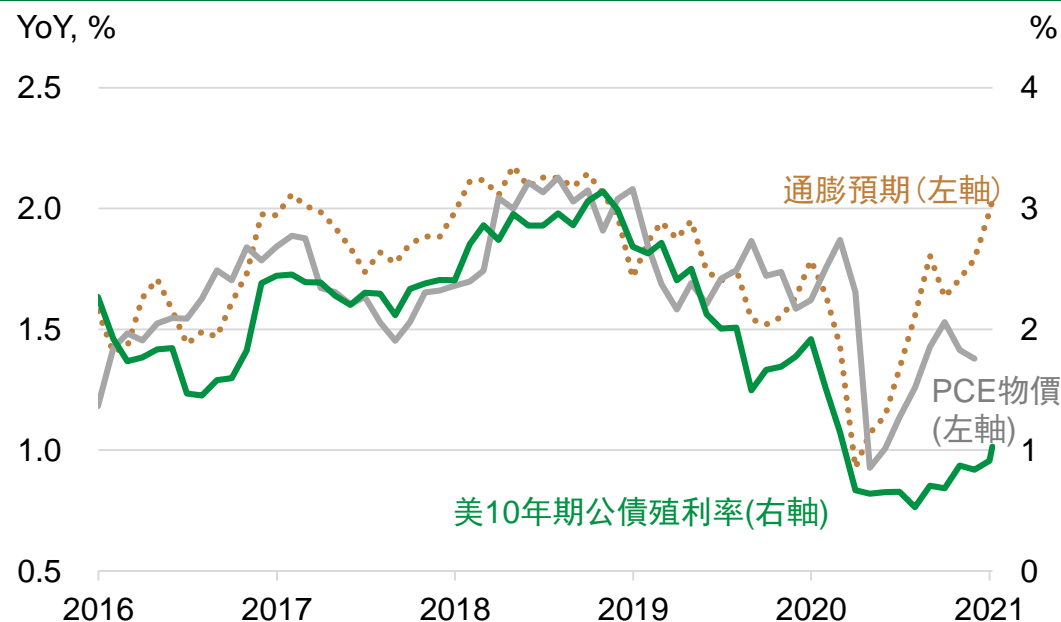
資料來源: 國泰世華銀行投研團隊。

美債利率1%以上偏升, Fed政策限縮緩揚空間

美民主黨全面執政, Blue Wave加大財政刺激方案期待, **市場通膨預期拉高, 美10年債利率升破1%略揚**。肺炎病毒變種仍為當前景氣復甦最大風險, 聯準會公布12月FOMC會議記錄內容, 表示儘管近幾個月就業增長速度有所放緩, 但整體就業復甦速度比預期快, 為達成經濟成長目標, **將考慮進一步調整資產購買計畫, 如加快資產購買速度, 或購買較長天期公債等**。

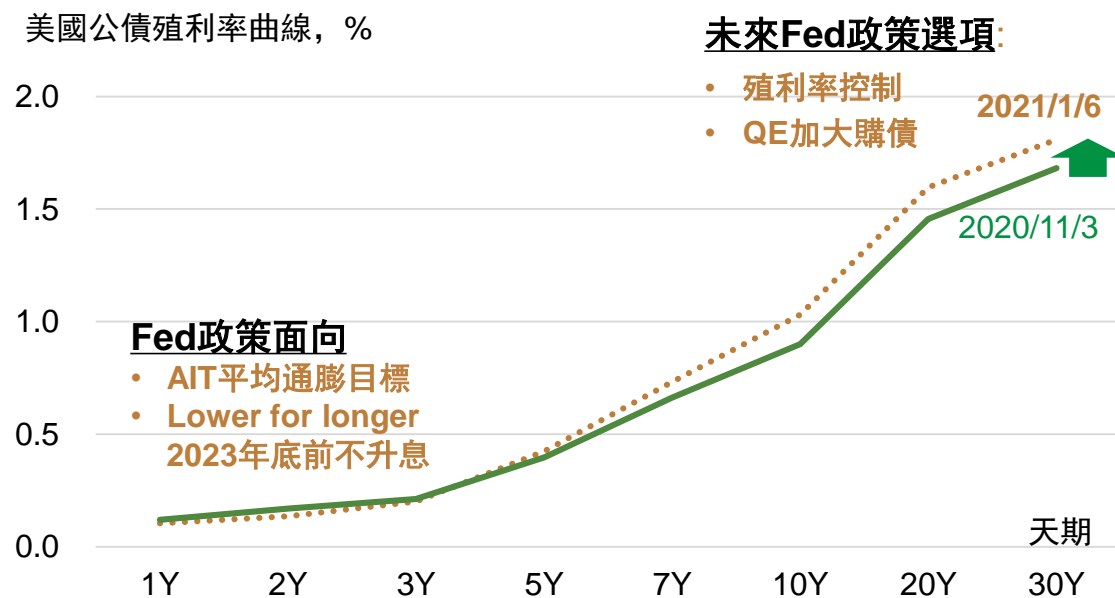
聯準會0-0.25%政策利率至2023年前, 平均通膨目標AIT容許短期通膨超過2%, 有助於短端利率偏低; 擴大購買長債及殖利率控制是未來政策選項, 將有助於限縮利率緩上空間。**預期上半年反映基期因素、白宮新政策、疫苗發展等, 隨基本面改善, 公債利率將偏升趨勢, 殖利率曲線偏陡。2021年利率偏升, 壓縮投資級債券資本利得空間, 高利差的高收債及新興債較有表現。**

通膨預期回溫, 美債利率升破1%



資料來源: Bloomberg。

美選後殖利率曲線偏陡, Fed政策限縮緩上空間



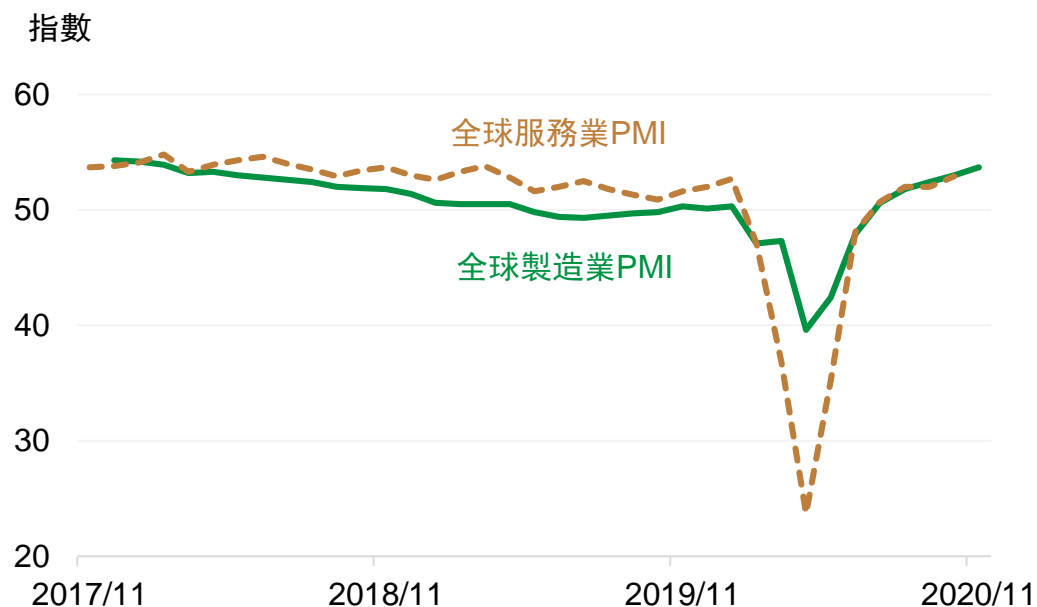
資料來源: Bloomberg。

景氣續溫，經濟數據報喜有助多頭行情

最新12月全球製造業及服務業PMI整體仍維持回溫趨勢，疫況反覆，使供應鏈產能無法全開，疫情帶動視訊、雲端應用需求，驅動電子訂單大增，廠商庫存水位偏低下，回補庫存現象至少延續一季。美國ISM製造業升至近2年半新高60.7。新訂單增長強勁、庫存仍低及訂單累積達到2年半高點，反映需求面力道增強，就業回復至51.5區間，因疫情致供應商交貨時間大幅拉長、原物料價格指數急速攀升，恐增後續通膨壓力、勞動力問題侷限製造業發展將為隱含風險。

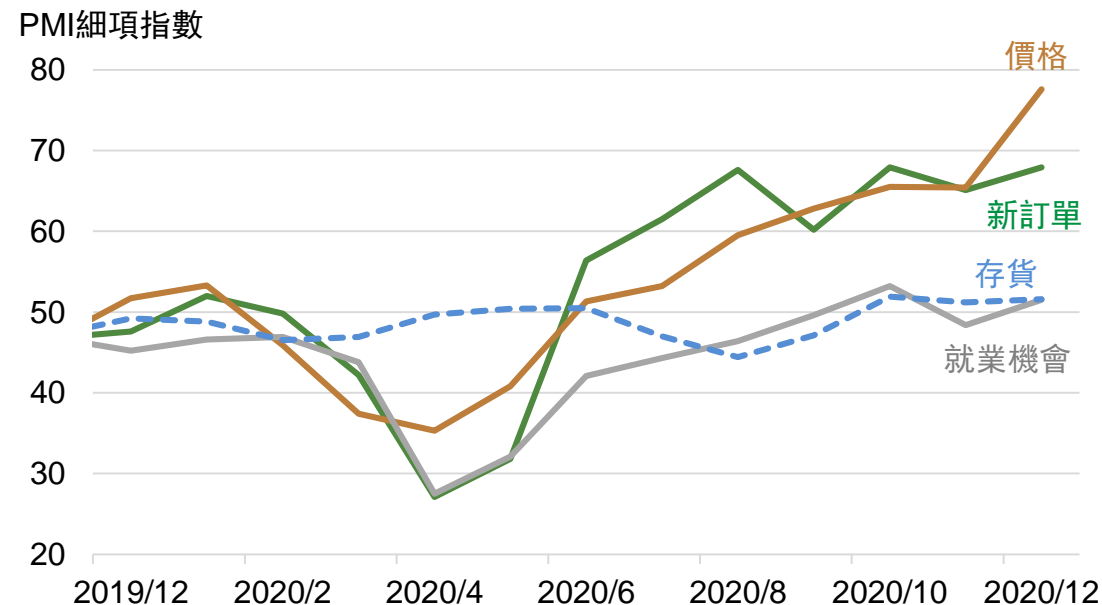
短線須留意，英國肺炎病毒突變，歐美亞洲確診人數攀高，英格蘭、歐洲及日本延長疫況管制，可能加壓現階段指數高位震盪壓力。整體而言，2021年政策續多有助景氣復甦持續，資金輪動提供循環類股、非美、新興資產表現機會，近期股市拉回宜站在買方思考。

全球製造業及服務業PMI續溫復甦



資料來源: Bloomberg。

美國新訂單需求強勁，就業回穩，價格指數明顯攀升



資料來源: Bloomberg。

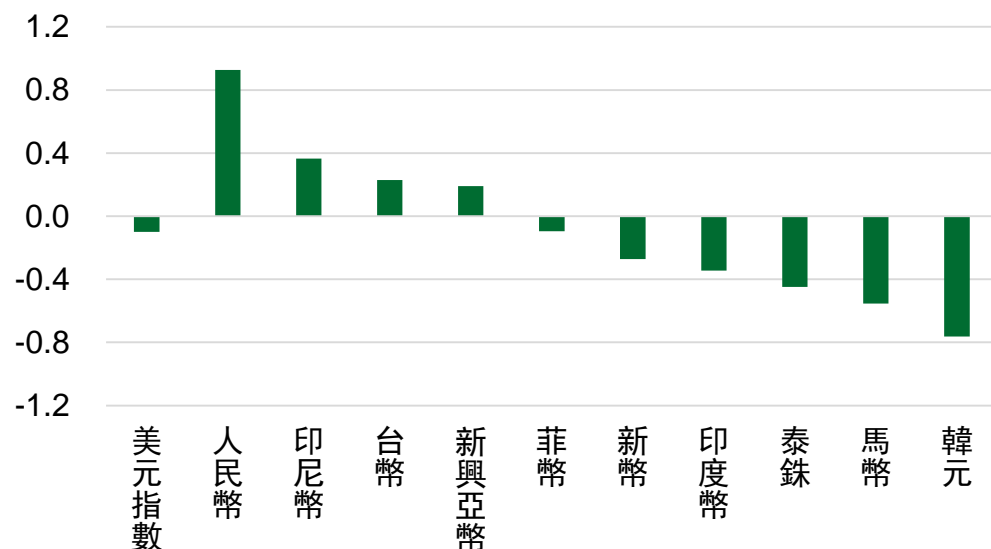
新台幣開門紅，資金潮及基本面助攻27價位

2021年開年台灣股匯表現強勁，盤中匯價閃見27價位，原因有二：1) 美歐疫情蔓延，美元指數走弱，人民幣引領新興亞幣走強，央行隨之調整；2) 外資回補台股部位，推升匯價。預計今年受對美順差及利差等基本面向支撐，新台幣將續顯強勢。面對偏強台幣，換匯著重其後如投資境外基金、ETF或相關美元商品，或實體需求。

三大關鍵，決定後續升值空間：1) 近年新台幣強度難歇，除利差外，疫情下美元需求疲弱，購油款的換匯需求更因航空業受創而驟降。若未來疫苗助全球經濟活動朝正常發展，美元買盤回溫，將牽制台幣強度。2) 若疫況趨向控制，其他區域產業活動恢復，需觀察台灣接單及對美順差成長之續航力。3) 1月20日拜登就任美國總統後，中美政治關係發展，連動短線台幣升勢。

今年以來美元指數及新興亞幣表現

今年來漲跌幅，%



註：統計至2021年1月7日。
資料來源：Bloomberg。

外資於台股操作及新台幣匯率



註：*為2019年1月1日以來，每日外資於台股買賣淨額累積量，截至2021年1月7日。
資料來源：Bloomberg。

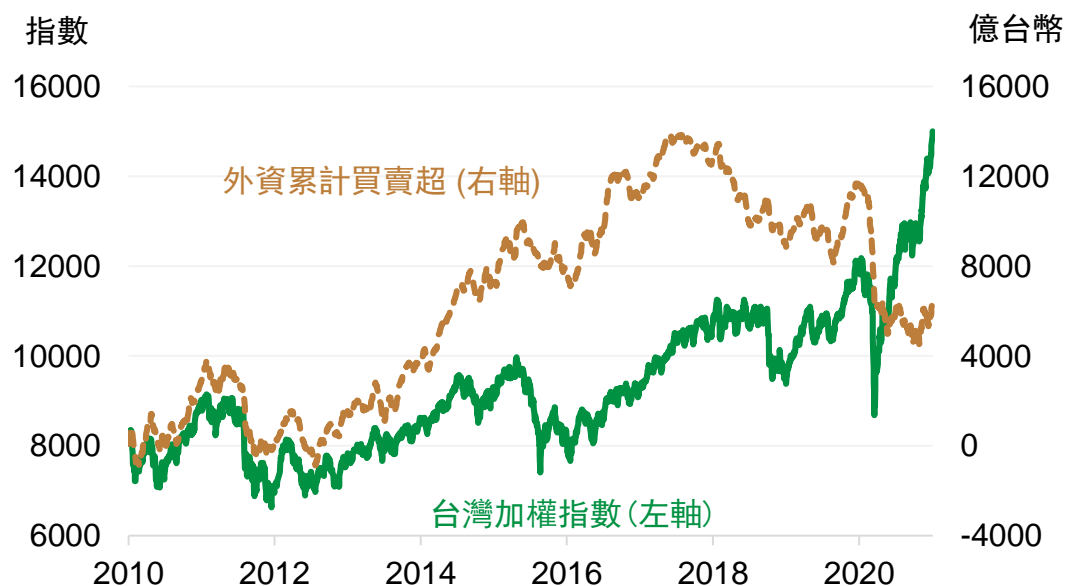
台灣

外資回補，有利股市偏升

2020年新冠肺炎全球蔓延，導致市場大幅震盪，台股修正幅度一度逼近30%，外資也順勢調節，2020年全年減碼幅度達5300億台幣。然，台灣受惠於轉單效應，高科技比重等因素，台灣2020年GDP仍保有2.58%，高居全球之冠，2021年GDP成長率甚至上看3.68%。

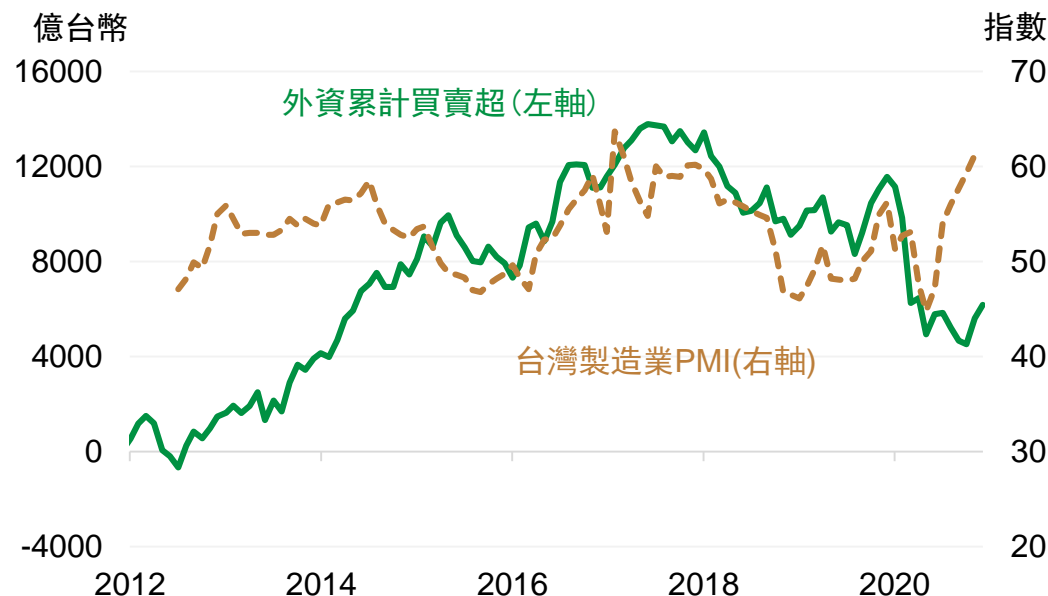
邁入2021年，隨疫苗逐步普及，全球景氣逐步回升，驅動全球貿易量回升，主要國家及台灣製造業PMI亦明顯回升，有利外資信心回升。綜合基本面與資金面，研判台股有望續創歷史新高，惟短線乖離過大，不排除有回檔修正壓力。

台灣股市與外資走勢



註：外資累計買賣超期間起自2010年1月設算。
資料來源：Bloomberg。

景氣回升，有利外資信心回升



註：外資累計買賣超期間起自2010年1月設算。
資料來源：Bloomberg。

歐洲

中歐投資協定的政經突破，獲利成長及政策利多有助歐股表現

歷經7年、35輪的中歐《全面投資協定》談判，12/30簽訂雙邊條約將為投資關係提供統一法律框架，**包括市場及產業開放、改善公平競爭環境、國企補貼透明度及勞工權益等，視為美貿易戰後的最大架構突破。**面對全球泛去中化及關稅壁壘，中國市場讓利的政治思維，此協定將視為非美國家政經戰略自主性的突圍，預期有助中歐雙方經濟及企業成長。

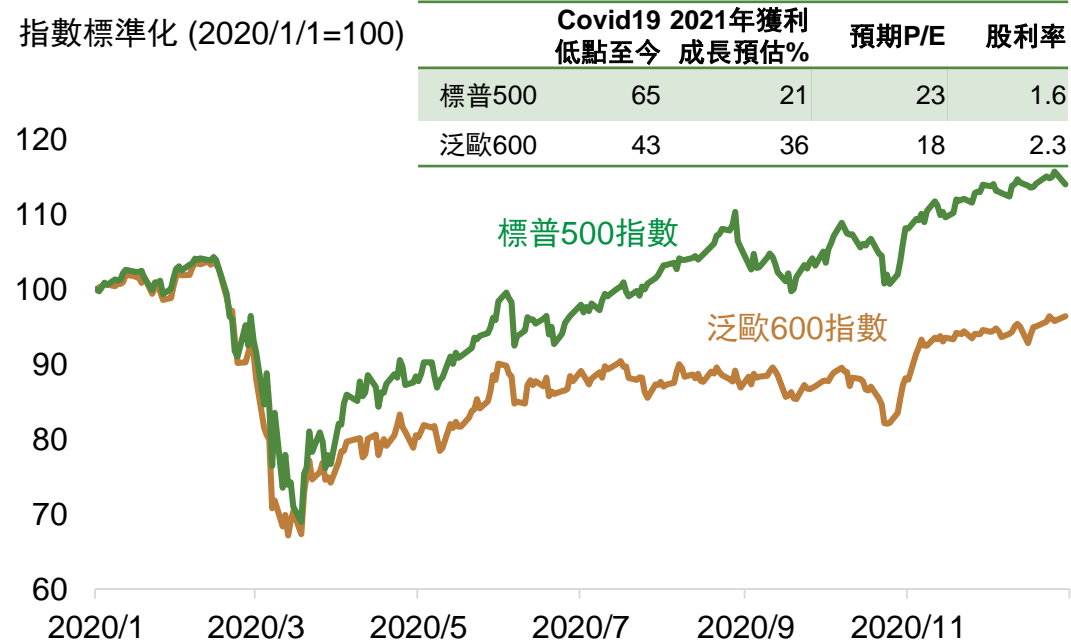
中國對歐洲准入的產業開放包括電動車、航空、化學及醫療、金融等多為歐洲指標產業，雖然協議生效仍需待下半年歐洲議會通過，對照**全球景氣回溫、歐洲PMI指數上揚，未來歐洲與中國經貿將更加緊密，投資動能及市場開放期待，又有歐央寬鬆及復興基金財政題材，獲利成長及政策利多，將有助於歐股表現。**

中歐全面投資協定(CAI): 重點面向發展

面向	主要項目	內容
1 開放市場投資	中國市場准入承諾: 電動汽車、飛機製造、化學品、醫療保健、金融服務、環保服務、電信設備、雲端服務、運輸等	取消: 1. 數量限制 2. 股本上限 3. 合資要求
2 公平競爭環境	改善 • 中國國企權益 • 企業補貼透明度 • 強制技術轉讓 • 標準制定與授權	符合WTO規範
3 可持續發展	勞工權益 環境與氣候標準 監督執行與爭端解決	國際勞工組織公約 巴黎氣候協定

註:中歐全面投資協定EU-China Comprehensive Agreement on Investment。
資料來源: EC歐盟委員會, 國泰世華銀行投研團隊整理。

獲利成長及政策利多, 有助歐股補漲空間



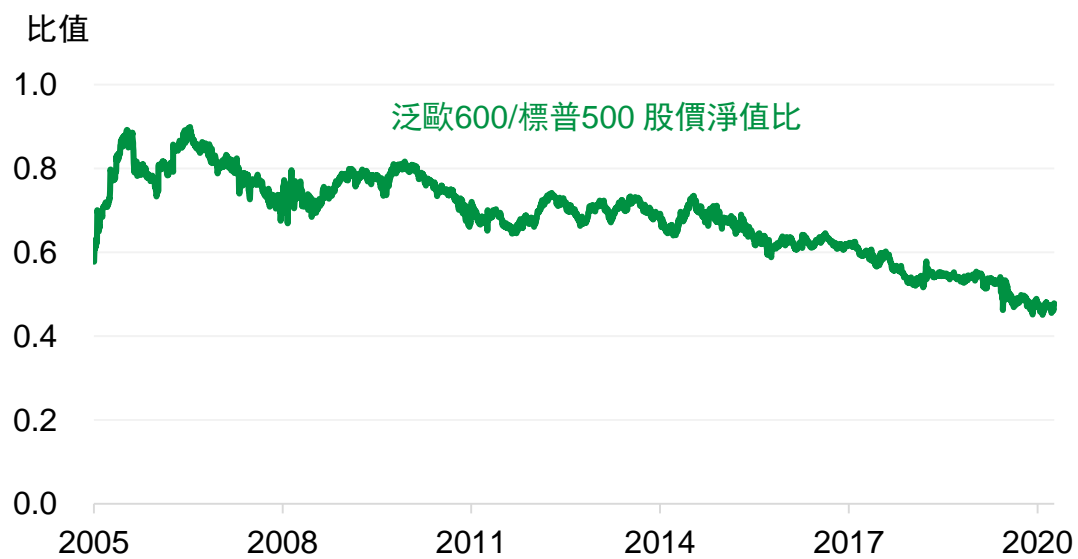
資料來源: Bloomberg。

歐洲 獲利成長預期及評價偏低

脫歐不確定性、疫情之下的封城，加上科技股比重偏低，使得2020年歐股表現明顯落後美股，就歐股與美股的股價淨值比來看，兩者比值已來到15年新低。考量疫苗逐步問世，景氣逐步復甦，加上歐股目前評價偏低影響，未來股市具較大成長空間。

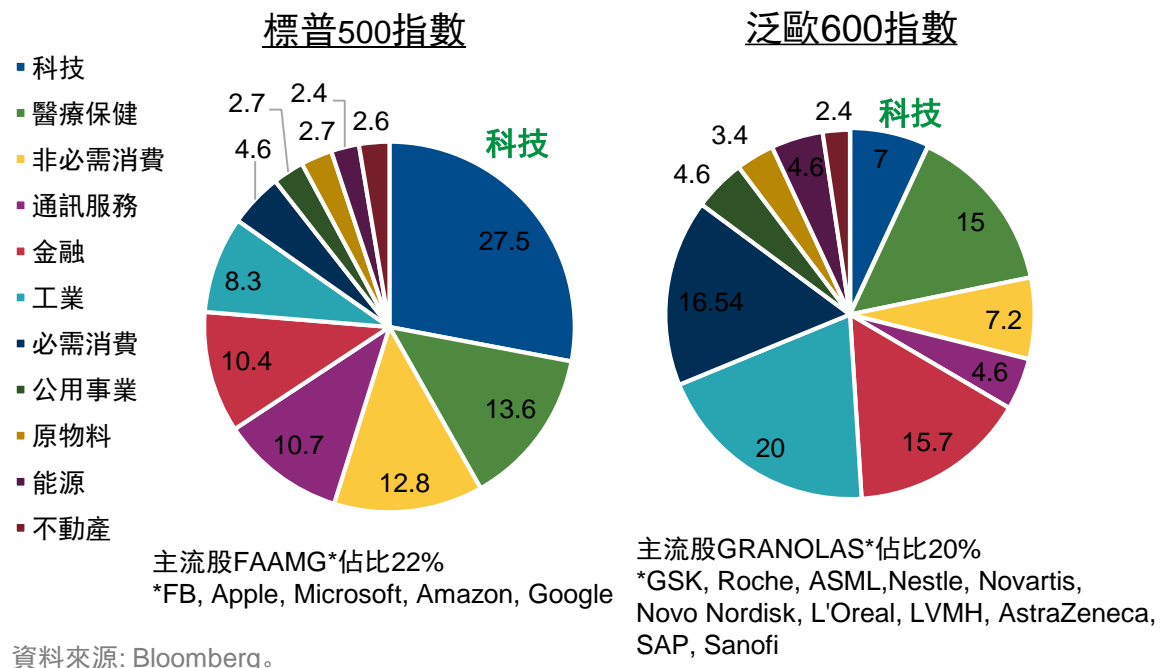
相較美股以科技股27%權重最大，歐股科技股權重僅約7%，主要以工業、消費、醫療保健及金融股為主，預期將持續受惠於景氣回升的循環性周期，股利率高、成長穩定及全球領導品牌包括醫療保健、消費必需品和科技等，預期將領漲歐股表現。

歐股評價偏低，具吸引力



資料來源: Bloomberg。

歐股權值股以工業、消費、醫療保健及金融股為主



資料來源: Bloomberg。

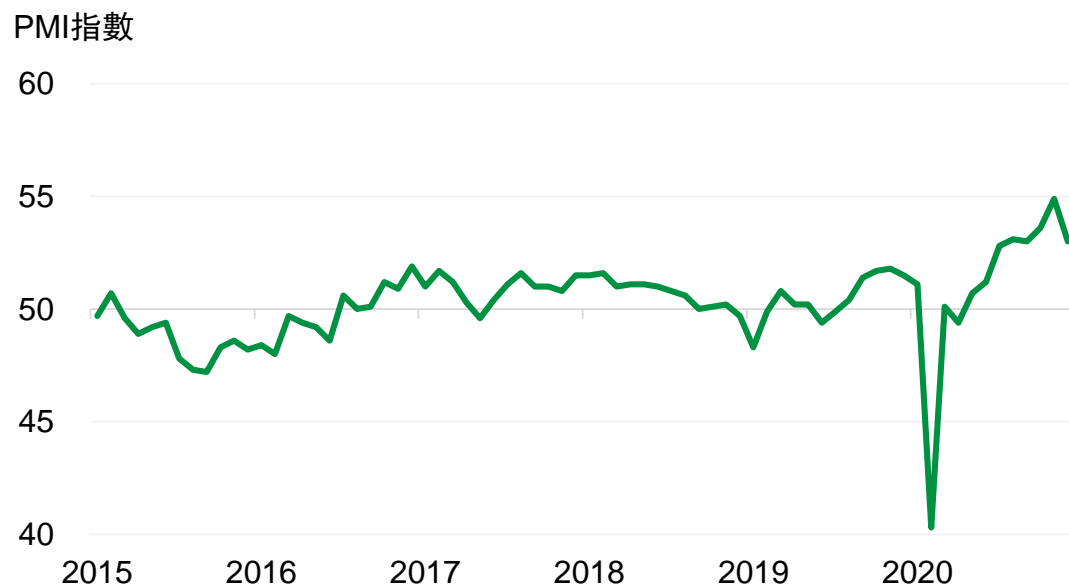
陸股

經濟擴張復甦態勢不改，外資推升陸股表現

中國12月財新PMI從11月的高點回落至53，增速放緩但仍處擴張區間，復甦態勢不變。中央經濟工作會議有意引導製造業擴大設備更新，進一步活絡生產活動，有望支撐工業產值與出口持續增長。

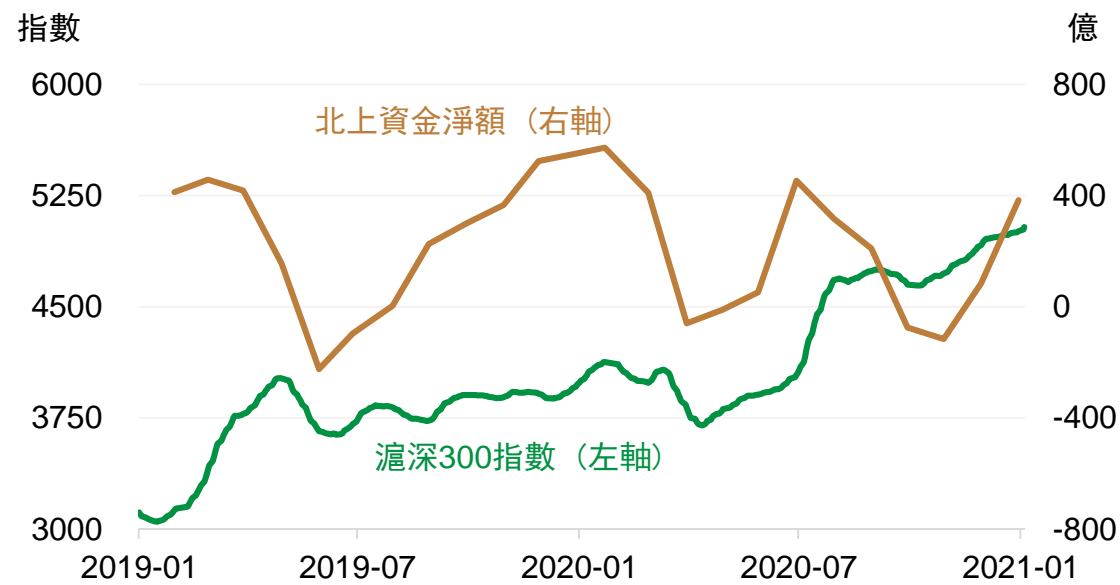
歐盟與美國相繼在12月推出新一輪財政刺激方案，推升全球風險偏好，資金流入疫情中率先復甦的中國股市。北上資金(外資)淨流入自2020年11月來持續回暖，11至12月合計淨流入約1152億人民幣，相較2020年1至10月的北上資金多出1倍，股市流動性有助推升A股表現。

中國景氣表現保持在50分水嶺以上的擴張區間



資料來源: Wind。

北上資金流入持續回暖



註:*北上資金為滬股通與深股通總和,表示進入A股的香港與國際資金。北上資金為3個月移動平均月資料統計。滬深300指數為30天移動平均。
資料來源:Wind。

巴西 經濟與企業獲利回暖，指數長期具上漲空間

巴西12月製造業PMI大幅揚升至61.5，服務業PMI50.9表現較弱，**整體經濟溫和復甦**。工業生產和零售銷售回至正值，**但近期有轉弱跡象**，顯示全球疫情死亡人數第二高的巴西，經濟活動因疫情險峻而可能將有所受限。

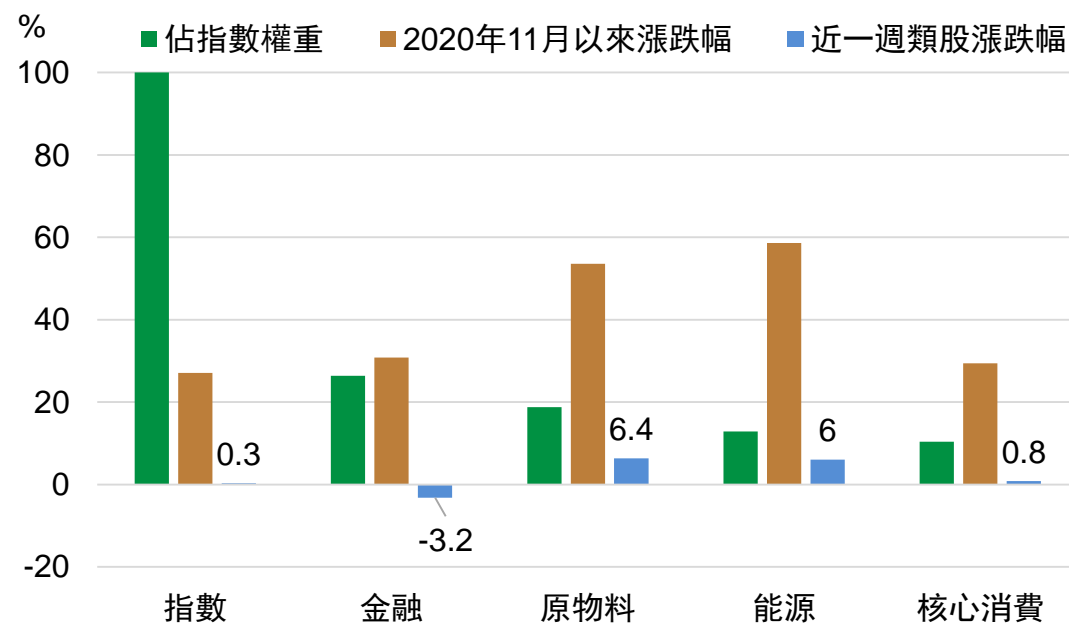
整體景氣溫和成長，巴西股市反映疫苗進展下，市場風險偏好大增，已連續10週呈現資金淨流入，並以原物料和能源等商品類股為主要領漲標的。若以12-14倍本益比估算，**巴西聖保羅指數股市具揚升空間**。然，考量近2月巴西股市漲幅已超過兩成，**短線股市急漲後，或因疫情變化波動加劇，宜回落後分批布建**。

巴西聖保羅指數2021年區間預估

2021年 盈餘成長率(%)	本益比 12-14倍	2022年盈餘成長率(%)		
		12	14	16
20	116000-135000	118000-137000	120000-140000	
22	132000-141000	134500-143500	137000-146000	
24	148000-158000	150000-161000	150000-164000	

註：根據未來12個月盈餘預估8400黑奧與彭博預估2021、2022年本益比估算。
資料來源：Bloomberg。

原物料和能源類股為近期主要領漲標的



資料來源：Bloomberg。

俄羅斯 油價回溫有利俄股長期表現

俄國12月製造業PMI從前期46.3, 進一步攀升至49.9, 接近榮枯分水嶺, 其中新訂單指數衰退幅度大減。受到疫情惡化影響, 整體經濟活動放緩, 服務業恢復速度猶為蹣跚。在此背景環境下, 預期央行今年仍存1碼以上降息空間, 基準利率可望達4%以下歷史新低。**景氣回溫、商品原油價格反彈, 帶動企業獲利上揚, 與資金面充沛等利多下, 有利股市偏多。**

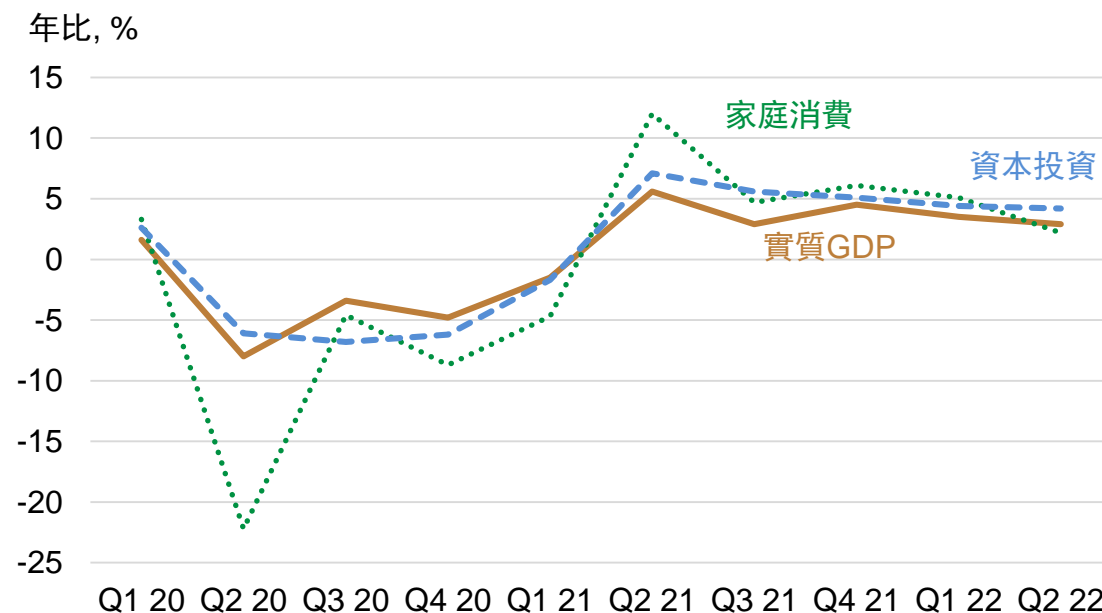
OPEC+近月維持減產, 促油價大漲, 俄羅斯可小幅增產, 俄股相對受惠。**短期留意美國對俄羅斯天然氣公司所主導的通往德國天然氣管線, 欲聯合歐洲盟國和私人企業方式, 停止協助管道工程及制裁等, 促近月俄盧布稍貶, 後續觀察制裁是否進一步擴大, 將為指數壓力。**

俄羅斯RTS指數2021年區間預估

2021年 盈餘成長率(%)	2022年盈餘成長率(%)		
	18	20	22
45	1300-1700	1325-1845	1350-1900
50	1450-2000	1480-2090	1500-2160
55	1570-2260	1600-2350	1600-2400

註: 根據未來12個月盈餘預估170-250與彭博預估2021及2022年本益比估算。
資料來源: Wind。

俄羅斯GDP、零售銷售與工業生產年增率



資料來源: Bloomberg。

信用債

景氣回溫、獲利改善助於債信趨穩，高收債及新興債著重利差價值

景氣回溫、獲利改善，有助於企業債信體質增強，高收債降評趨勢漸緩。美民主黨全面執政的財政刺激預期，美債利率升至1.08%，使較高存續期間的投資級債較有壓力，高收債及新興債反映較高利差優勢，表現最佳，景氣續溫預期將有助於利差縮窄表現。

利率緩步偏升趨勢，影響短線投資級債較波動，利差再縮窄空間有限，將限縮資本利得機會。高收債存續期間短、利率風險低，較高利差有助抵銷利率上揚影響，油價持穩亦有利高收債表現。全球貿易量回溫，商品需求及補庫存效應將有助於新興國家經濟成長。偏弱美元稍解壓新興財政惡化壓力，新興風險偏好提升，利差縮窄仍有空間，有助於報酬表現。

景氣回溫、獲利改善，高收債信評漸趨回穩

信評升降比

家數	Q3升等	Q3降等	Q4升等	Q4降等
IG	16	31	8	36
HY	10	32	10	18

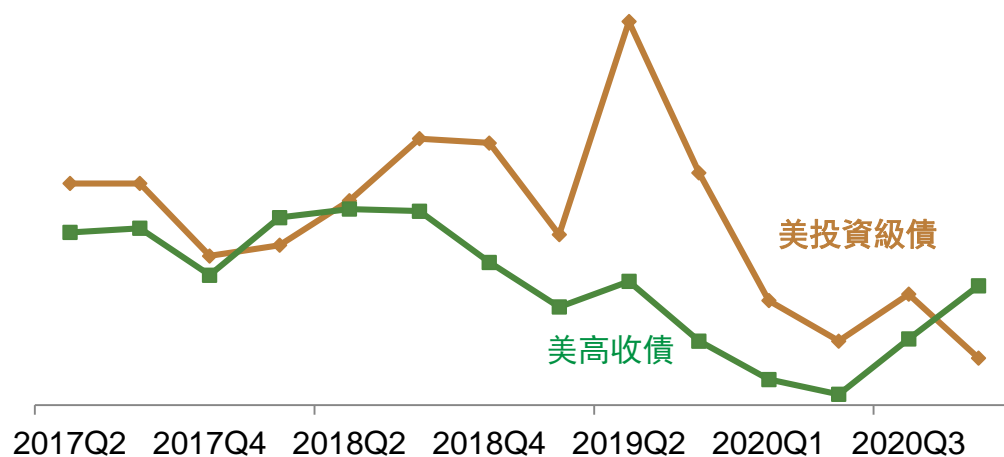
2.0

1.5

1.0

0.5

0.0

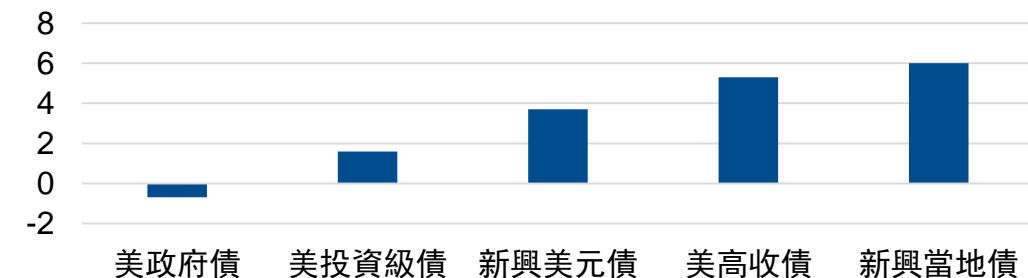


註：升降比為標普信評機構的企業信評升等家數/降等家數。

資料來源：Bloomberg。

高收債及新興債利差優勢，有助於抵銷利率上揚影響

美選後至今債券指數表現，%



	美投資級債 指數	美高收債 指數	美元計價 新興債指數
1/7 債券指數利率 (%)	1.87	4.17	3.58
存續期間	8.65	3.39	6.98
假設預期報酬歸零， 可容忍利率最大上升幅度(bps)	22	123	51

資料來源：Bloomberg。

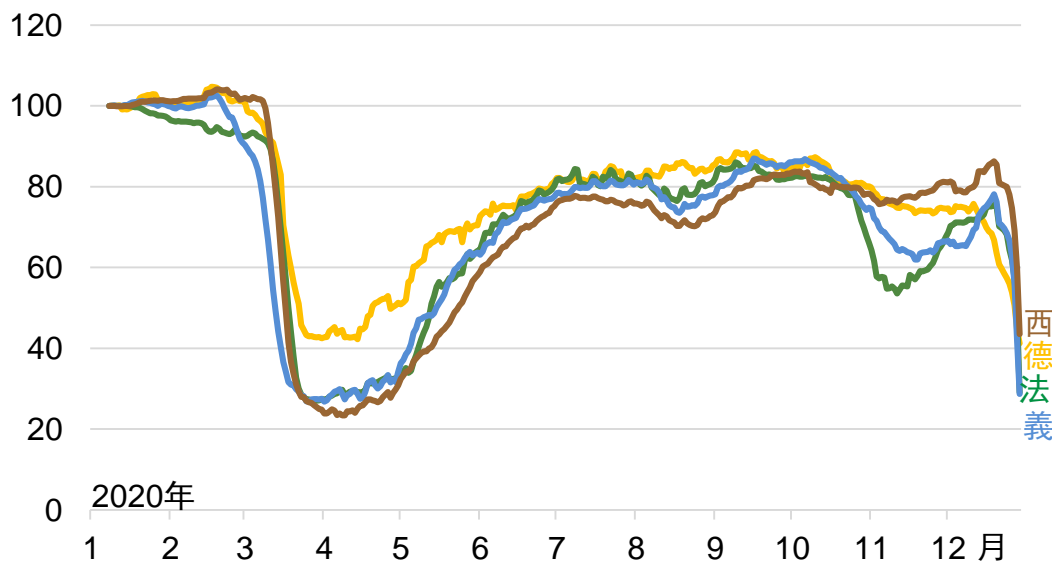
歐元 12月製造業PMI走揚，春季後產業活動轉強期待助歐元表現

歐洲各國加強管制及聖誕假期因素，使12月以後主要國家經濟活動明顯降溫，如德、法、義等國家探3月封城時低點。隨病毒變種，冬季疫情升溫壓力難控，近週如德國等每日新增確診病例高居不下，**本週主要國家已在思考再次延長甚加大管制範圍，短線與人流相關的經濟活動，將受壓抑。**

12月製造業PMI指數走揚，反映此次各國管制措施多侷限於服務餐飲層面，新接訂單及價格指標走揚，顯見市場需求，預計有助春季解封後產業活動復甦力道。在此之下，市場著重**解封後復甦行情，投資著重過去一段時間表現落後的非美區域，資金流向將助1Q歐元偏強。**

歐洲主要國家經濟活動

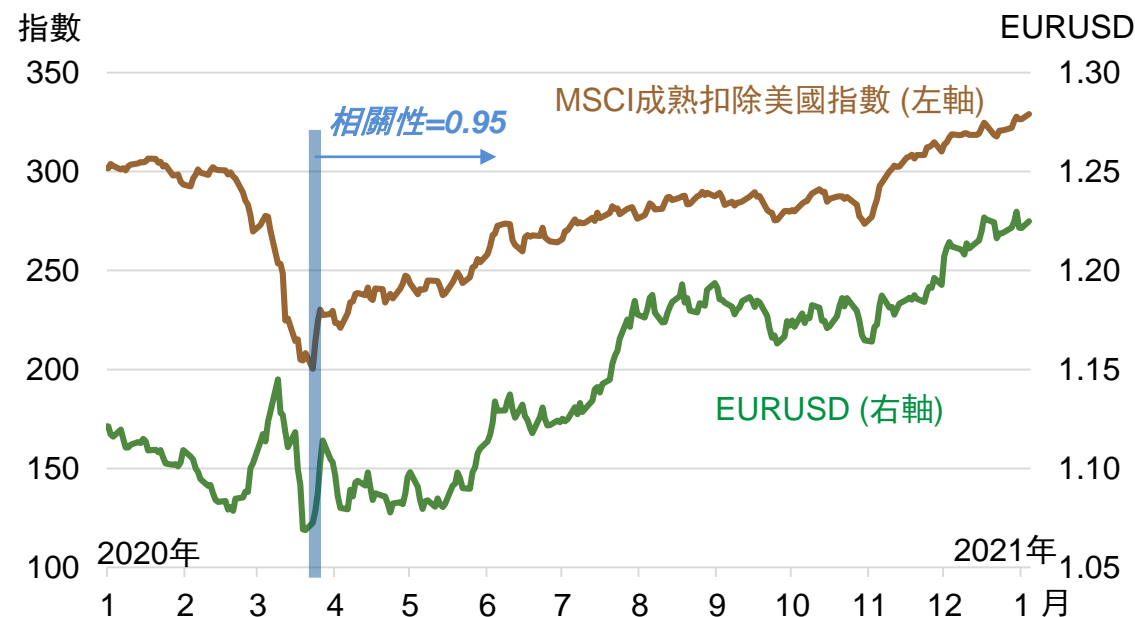
經濟活動指標，標準化



註：經濟活動指數為彭博統計各地Google人流狀況、公共運輸狀況、電力需求及銷售人流；並以2020年1月8日為100標準化計算。

資料來源：Bloomberg。

MSCI成熟 (扣除美國) 股票指數及歐元



資料來源：Bloomberg。

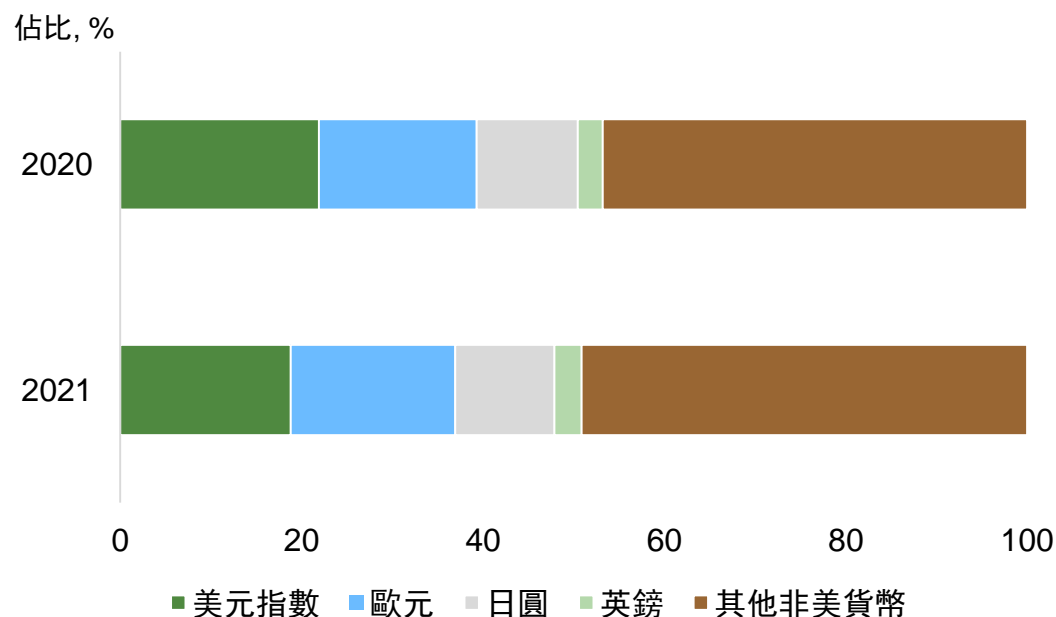
人民幣

CFETs權重調整反映貿易關係變化，資金流助人民幣等新興亞表現

因應2019年與各國貿易往來關係，中國去年底調整CFETs人民幣匯率指數貨幣籃子權重，新版指數於2021年1月1日起生效。其中，美元指數權重降至兩成以下，歐元及澳幣等比重調升。CFETs人民幣匯率指數，為中國官方人民幣中間價匯價參考指標，此次**美元權重調降**，反映於**2018年中美貿易戰後，對美貿易占總進出口比重降低，不代表美元指數強弱對人民幣之影響性。**

12月中央經濟工作會議及人行四季度例會，顯見當局貨幣政策“不急於轉彎”立場。面對新年人民幣升勢，人行調升企業境外放款係數，鼓勵對外放貸，平衡升值速度。面對偏弱美元，**國際資金偏好新興亞等地資產，境內外價差凸顯市場看多氛圍，預期1Q人民幣偏強呈現。**

CFETs人民幣匯率指數一籃子貨幣權重



資料來源：中國外匯交易中心。

人民幣中間價及境內外價差



註：價差為境內匯率扣除境外匯價；正值表示境外匯率較強。

資料來源：Bloomberg。

Jan 2021

11

Mon

歐Sentix投資者
信心指數
中國PPI
中國CPI

12

Tue

美國JOLTS職缺

13

Wed

歐元區工業生產
日本工具機訂單
美國CPI

14

Thu

美請領救濟金人數
Fed褐皮書
中國進出口
中國貿易收支
日本PPI

15

Fri

美國PPI
美國零售銷售
美國工業生產
歐元區貿易收支

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