



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2021年1月22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

“

## 拜登上任，財政方案陸續推出

拜登正式就任美國總統，葉倫接掌財政部，呼籲國會通過1.9兆美元方案。從目前國會結構來看，可望順利通過，但規模可能有所調整。

## 股市多頭不變，投資人可抱股過年

目前基本面、資金面及政策面，有利股市維持多頭格局，投資人仍可抱股過年，留意市場過度樂觀後的漲多拉回壓力。

## 基本面升溫，推升陸股成交量放大

年初以來，中國股市成交量持續放大，研判基本面回升為主因。就股票市值/GDP來看，尚無偏高情況，無須過度擔憂。

”

### 股市

美國政治雜音逐漸消彌，加上新一輪財政刺激法案，有利股市維持多頭格局。目前資金輪動下，有助**循環類股、非美、新興資產表現**。

### 債市

準財長葉倫的財政刺激立場鮮明，美10年期債利率高盤，5年期至30年期殖利率一度觸及去年3月以來高點。景氣回溫持續引導市場通膨預期升溫，**有利風險性債券表現**。

### 匯市

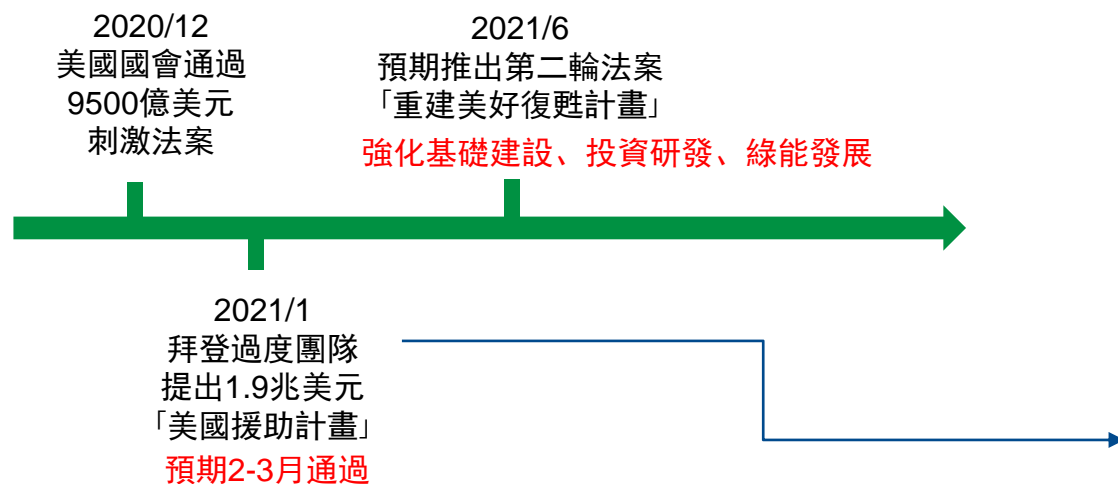
市場短線過度解讀葉倫談話，驅動美元反彈。考量解封與景氣復甦預期，預期資金續往非美區域靠攏，引導美元指數偏弱發展。**資金行情及基本面支持台幣偏強**。

# 拜登再推新一輪刺激法案

拜登主要人事案底定。新任財長葉倫於1月19日的國會聽證會中表示，總統將推動1.9兆美元的經濟刺激法案，替美國民眾以及經濟復甦帶來支撐力道，長期而言，符合成本效益。就目前國會結構來看，即使參議院需要60票才能通過，但經過協商之後，研判仍有上兆美元的規模。

此外，拜登政府也在計畫第二輪復甦計畫，主要是強化基礎建設、投資研發。值得注意的是，未來若想再擴大財政刺激，可能面臨增稅的議題討論，以解決稅源不足的問題，可能造成後續市場擾動。

## 拜登當選，財政刺激法案陸續推出



資料來源：高盛，國泰世華銀行投研團隊整理。

項目	金額(億美元)	備註
州政府補助	3700	
教育補助	1700	協助學校重新開放
公共醫療	1600	疫苗研發與檢測
子女扣除稅額	4500	延長繳稅扣抵時間
失業保險	2000	每週補貼提高至400美元
租金補貼	350	
孩童照護	400	
安全網計畫	200	
企業援助	500	
醫療保險	1000	
其它	2850	

# 葉倫匯率政策立場, 著重市場機制

葉倫於參院任命聽證會中強調, 包含美元在內之貨幣匯率將由市場機制決定。傳統上, 美匯率政策為財政部負責, 但基本上不會就匯率強弱有明顯立場, 甚引導或干預匯率走勢, 多為口頭宣示。**美元之強度, 實際上反映市場對央行政策及利差等基本面環境。**

相較市場對新財長美元政策之關注, 葉倫證詞凸顯拜登政府對“匯率政策公平性”之重視。葉倫著重市場機制想法, 減輕美元政治層面上被口頭打壓風險。除非美國基本面優於預期發展, 促聯準會提前收緊貨幣政策, 目前研判受**春季美歐經濟解封與全球景氣復甦題材引導, 上半年美元指數偏弱調整, 非美貨幣如新興亞、澳幣等仍有表現機會, 有拋售美元需求者, 可趁此波美元反彈操作。**

## 準財長葉倫匯率政策三大重點

- 1

美國不會追求弱勢美元以取得競爭優勢, 同時反對其他國家採取此類做法
- 2

美元與其他貨幣匯價應交由市場決定
- 3

不允許刻意以匯率為手段, 來取得不公平的貿易優勢

資料來源: 美參議院, 國泰世華銀行投研團隊整理。

## 歷任提及過“強美元”之美財長與期間美元漲跌幅

財長	期間	時任總統 (政黨)	美元 漲跌幅	背景
Robert Rubin	1995/1-1999/7	Clinton (D)	14.85%	美國科技創新
Lawrence Summers	1999/7-2001/1	Clinton (D)	6.76%	美國科技創新
Henry Paulson	2006/7-2009/1	Bush Junior (R)	-0.55%	後期為次貸危機
Timothy Geithner	2009/1-2013/1	Obama (D)	-2.20%	Fed三輪QE期間
Jack Lew	2013/2-2017/1	Obama (D)	27.60%	Fed收緊政策
Steven Mnuchin	2017/2-2021/1	Trump (R)	-9.70%	Fed政策由緊轉寬

註: D代表民主黨, R代表共和黨。  
資料來源: 美國財政部, 國泰世華銀行投研團隊整理。



# 基本面支撐股市多頭，可抱股過年

雖然全球疫情未止，部分人口亦受管制，但侷限在服務業居多，整體而言，因基本面持續好轉、市場資金充沛及拜登政府的新一輪財政刺激法案，支撐股市維持多頭。因為基期偏低及景氣復甦影響，市場預估2021年主要國家的GDP將大幅成長，製造業受訂單逐步回升下，PMI指數逐步攀升，已連續7個月回到擴張狀態，甚至突破疫情前的水位。

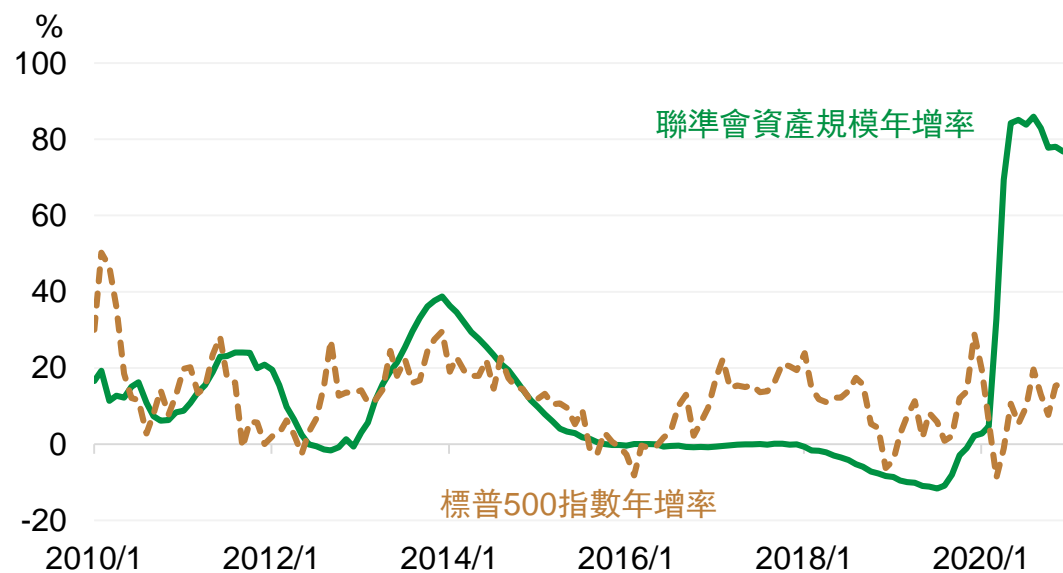
景氣回溫下，市場已提前預期，美國利率正常化的議題，帶動美國10年期公債殖利率突破1%。然而，最新FOMC會議紀錄顯示，在就業及通膨改善前，每月仍將維持1200億美元購債計畫。統計2009年以來，聯準會資產規模與股價指數具有高度連動性，因此，預期在市場資金偏寬鬆下，仍有利股市表現。

## 全球製造業PMI連續7個月保持在擴張狀態



資料來源：聯準會，歐盟委員會，中國社科院，Bloomberg。

## 資金行情，有利股市表現



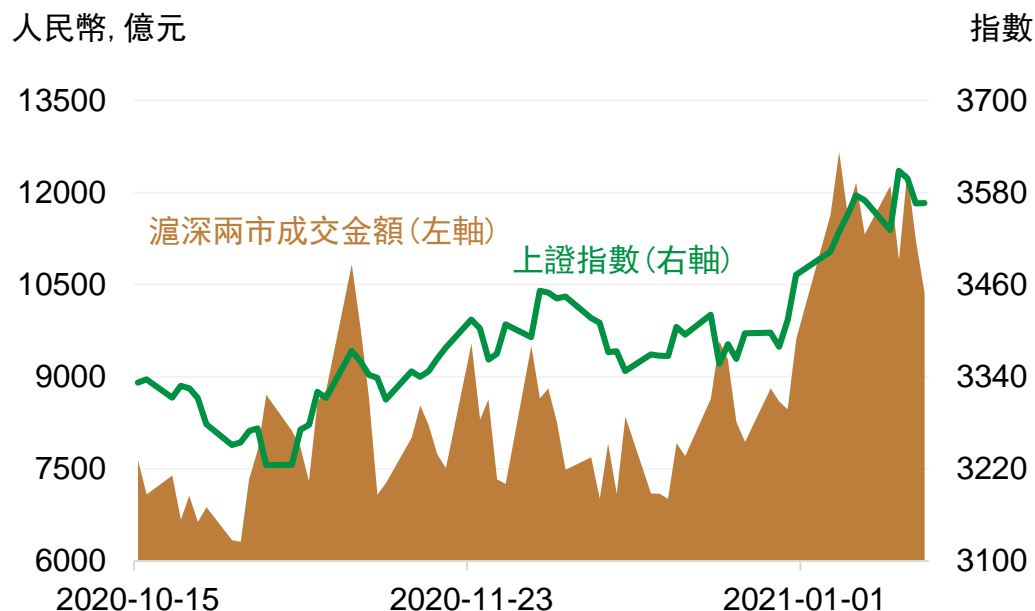
資料來源：Bloomberg。

# 中國股市成交量放大，景氣復甦勝於投機性因素

基於景氣復甦與資金面充裕下，陸股兩市成交額破萬億。經濟方面，即使美國對中國制裁，貿易順差仍續創新高。中國12月工業產值較2019年增長7.3%，顯示經濟活動穩步復甦，有助企業獲利回升，尤其受到低基期影響，預期2021年企業營利增長幅度加大，支撐2021年股市表現。

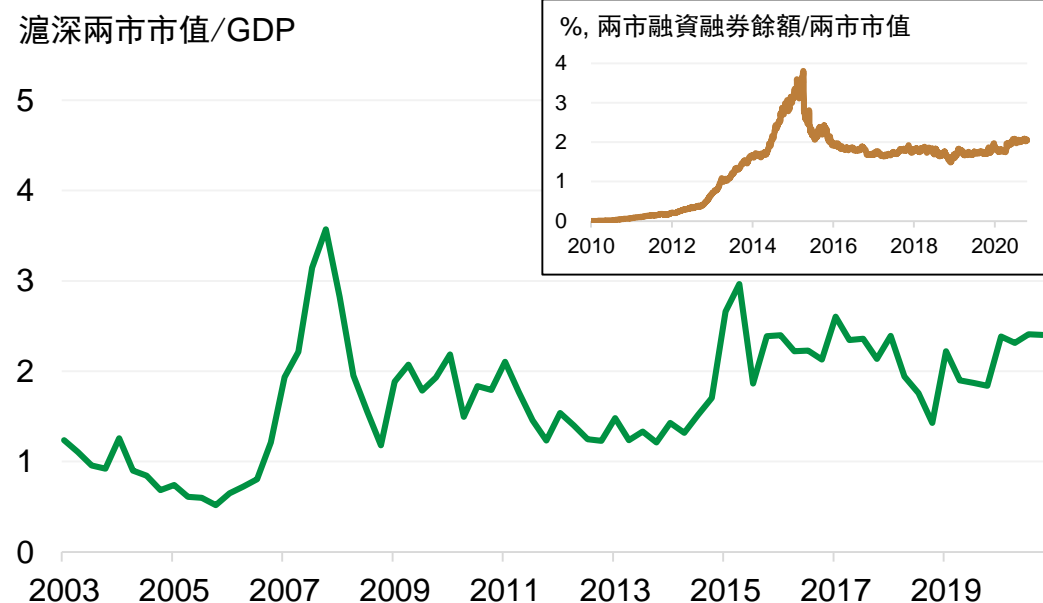
從目前的滬深兩市市值佔GDP比重來看，尚未觸及以往股災發生時的水位(2007年與2015年)，此外，兩市融券餘額佔兩市市值比重亦平緩，顯示散戶尚無過度瘋狂之勢。人民幣持續走強帶動人民幣資產對外資的吸引力，陸股仍有機會持續走高。

## 股市升溫，成交量自月初維持高位



資料來源: Wind。

## 滬深兩市市值佔GDP比重並無異常增加



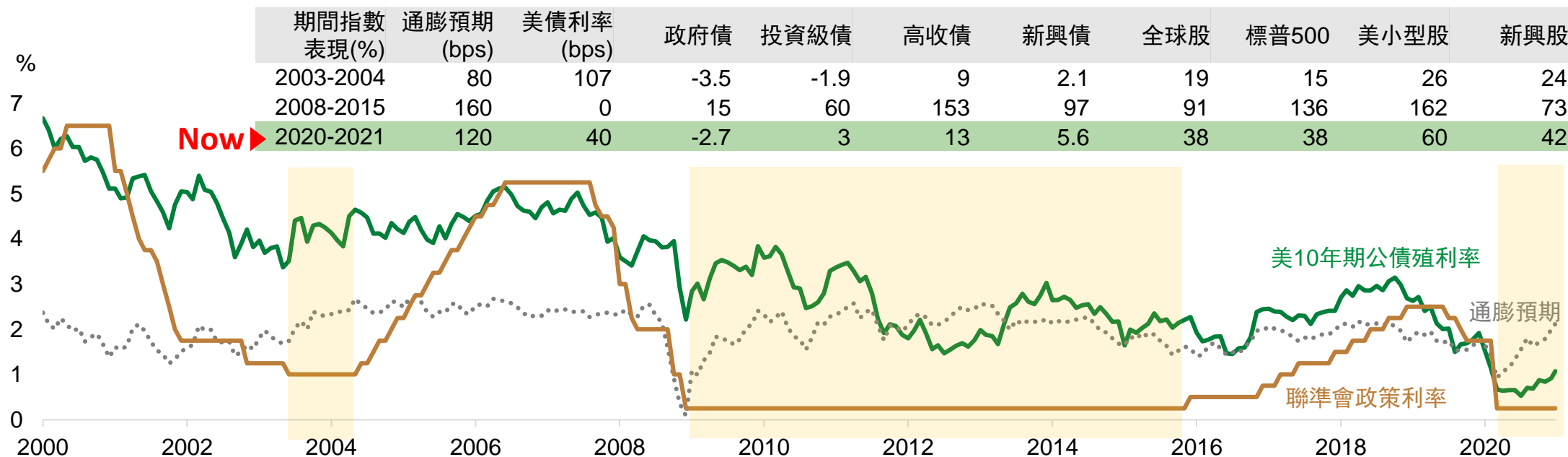
資料來源: Bloomberg, Wind。

# 景氣升溫帶動殖利率走揚, 有利風險性資產表現

景氣回溫持續引導市場通膨預期升高, 公債殖利率曲線續陡, 5年至30年期殖利率一度觸及去年3月來高點。**利率偏升, 將取決: (1)財政刺激規模力度 (2) 疫情惡化進展風險。**準財長葉倫19日於參院表明舉債救經濟的財政刺激立場明確, 聯準會官員近期談話多重申將容忍通膨超過2%, **疫苗發展將使今年經濟增長更強勁, 但擔憂病毒惡化及疫苗分發方式, 加大購債料為政策防線。**

聯準會購債政策使低利環境依舊, 力拱景氣復甦。觀察2000年以來, **降息到底、至下一波升息循環開始之前, 通膨預期漸溫、美債殖利率震盪偏升, 有利風險性資產表現。股市表現強勁, 債券利差也多呈現縮窄, 高收債及新興債受惠景氣循環及股市連動性高的特性, 表現較強。**

## 升息未至、政策利多, 景氣復甦拉動通膨預期回溫, 有助風險性資產表現



註: 橘色區域為2000年以來, 前波降息循環結束至下波升息循環前的期間, 主要股債指數表現。通膨預期為美國10年通膨平衡利率。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

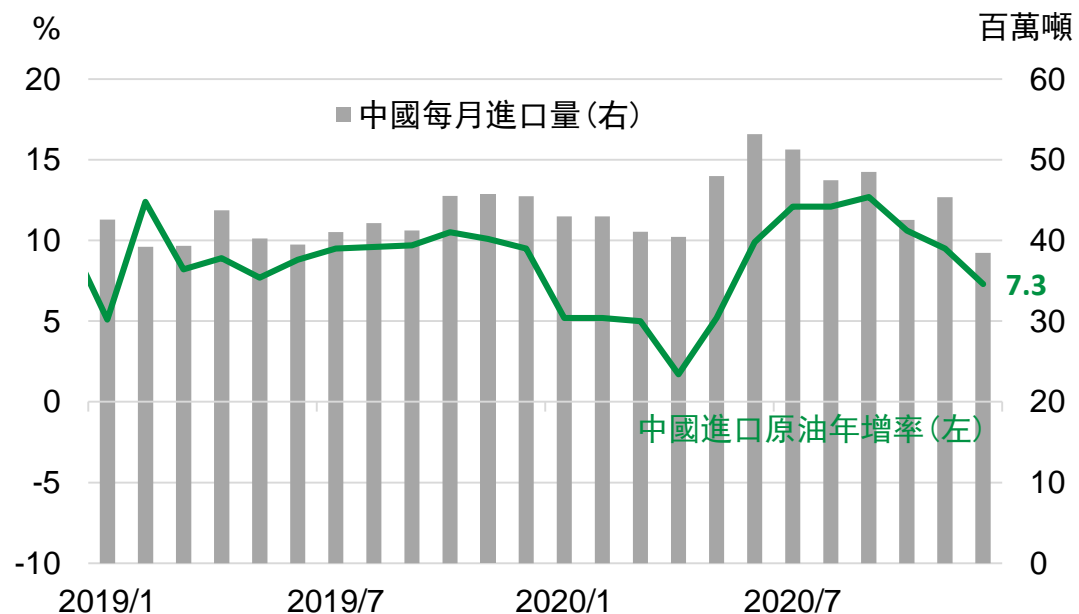
# 能源

## 亞洲能源需求，對油價有撐

中國為全球最大原油進口國，2020年原油進口量年增7.3%約5.4億噸，創歷年新高，主因煉油廠擴大業務，加上低廉油價激勵庫存累積。OPEC報告顯示，**2020年**全球石油消費量年減980萬桶/日，平均約每日9,000萬桶，**下半年美國市場需求復甦偏弱，中國原油需求已恢復到疫情前水準**。另，11月**印度**進口量相較2019年同期年減5%。相較2020年均值減幅2%，**接近疫情前水準**。

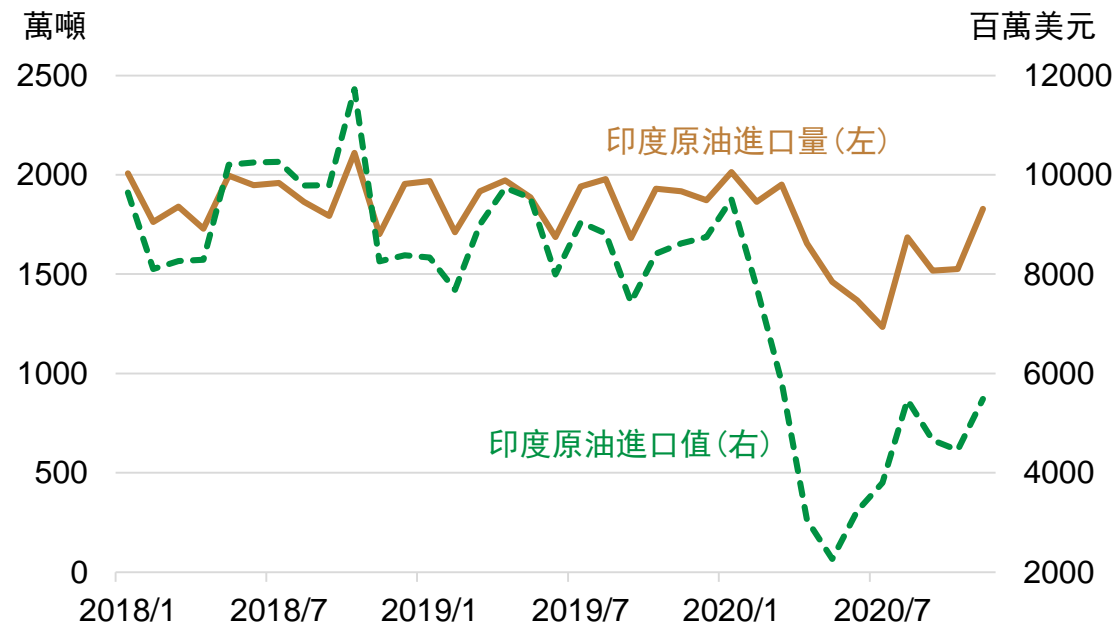
OPEC預估2021年，全球石油需求將較2020年增590萬桶/日。其中，OECD國家主要受到美國需求復甦影響，預估將年增260萬桶/日，OECD以外國家主要受到中國、印度及亞洲地區需求所帶動，料可年增330萬桶/日。相較於歐美疫情多變，**目前中、印兩國需求穩定回升，成為油價需求面支撐**。

### 2020年中國原油進口成長



資料來源: Bloomberg。

### 印度原油進口也接近疫情水準



資料來源: Bloomberg。



Jan 2021

25

Mon

德國IFO指數

26

Tue

南韓GDP  
美國消費信心  
俄羅斯工業生產

27

Wed

美國耐久財  
澳洲通膨

28

Thu

美國利率會議  
美國新屋銷售  
英國房價指數  
美國初領失業金

29

Fri

德國GDP  
日本失業率  
日本工業生產  
美國個人所得

## 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。