



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2020年11月13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

“

## 拜登經濟學的蜜月行情

拜登勝選及兩院分治的選舉結果愈趨明朗，即使川普選票訴訟或為短線noise，預期將不致再翻盤。極端Blue wave疑慮降低，有助於風險性資產表現。

## 疫苗可能加速上市，提振經濟改善預期

輝瑞疫苗試驗結果優於預期，本月中將緊急申請藥用許可，市場預期年底至少有一款疫苗上市，疫苗可能加速上市及效力普及，提振經濟改善預期。

## 選後逐步聚焦基本面，未來挑戰仍大

選舉激情過後，歐美疫情擴散、政權移轉與新執政團隊等不確定性仍存，留意短線漲幅過大過猛(Overshooting)時，將使金融資產高位波動加大。

”

### 股市

選舉結果愈趨明朗，極端Blue wave執政疑慮消除，又有疫苗加速發展利多，有助於短線資金行情Risk on及類股輪動。拜登內政外交政策預期將不慍不火，景氣及企業獲利改善，長線股市以基本面較佳的美股、科技股為主。

### 債市

選情及疫情利空鈍化，週間美十年期債利率反映樂觀成長預期，一度觸及0.97%，信用利差則同步收窄。利率驟升將不利景氣發展，Fed料將延續寬鬆牽制美債利率向上空間。利率緩升趨勢下，投資級債以鎖利類定存布局思考。

### 匯市

拜登聽牌、疫苗突破進展使風險偏好改善，短線美元強度稍緩。後續歐英央行寬鬆將支撐美元指數。國際政經不確定性降低，人民幣等新興亞幣偏強。

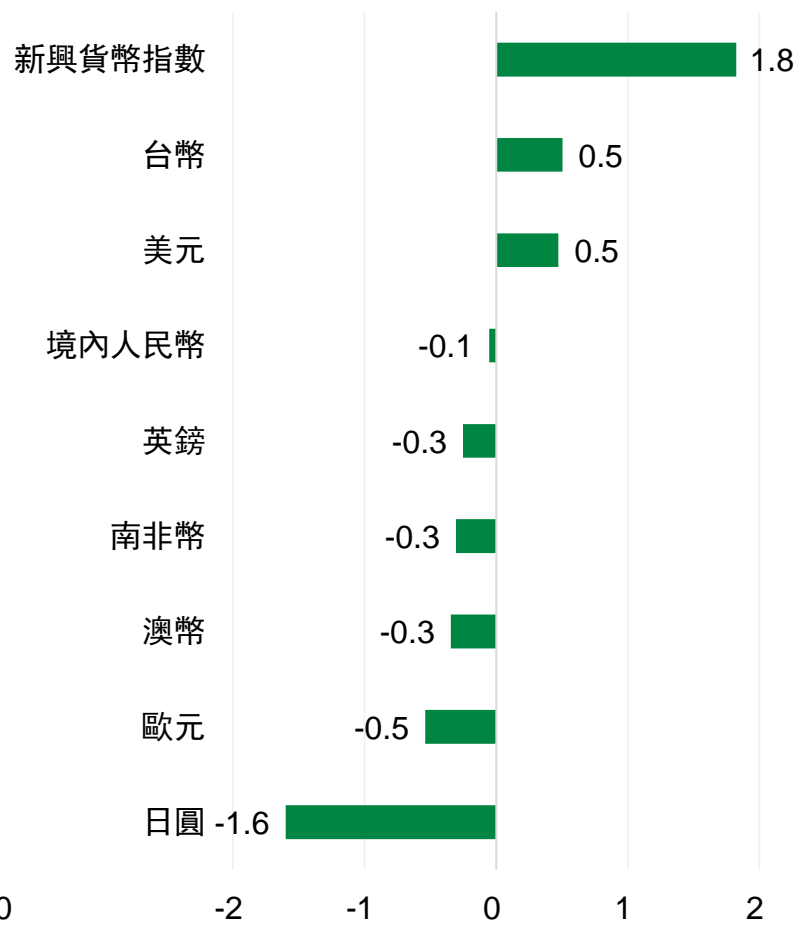
## 一週市場變化

市場變化

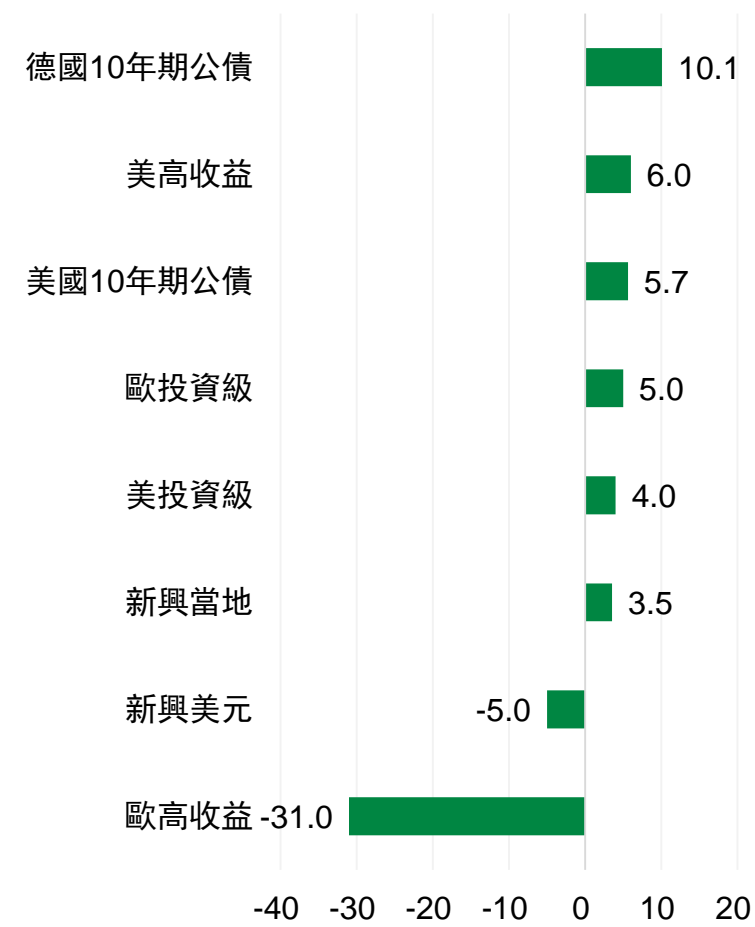
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間: 2020/11/5~2020/11/12。

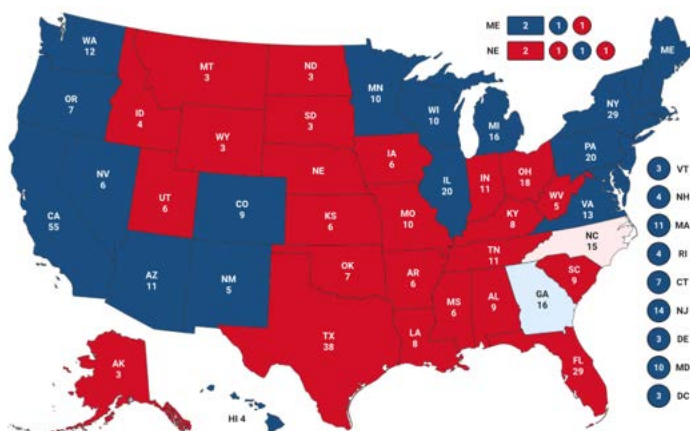
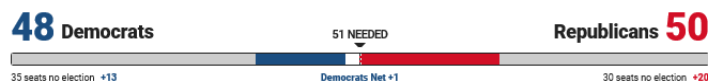
資料來源: Bloomberg。

# 拜登經濟學(Bidenomics)的蜜月行情

截至台北時間11/12日，拜登已取得290張選舉人票，川普217票，拜登勝選及兩院分治的結果愈趨明朗，選票統計將以12/14各州選舉人名單為主，**預期川普選票爭議訴訟或為短線noise**，政治不確定性降低有助風險性資產表現。

11/3選後標普500指數再測3580點高位、美債利率上揚，美元指數微幅收低，VIX波動度明顯下降。**極端Blue wave執政疑慮消除**，拜登經濟學的內政外交政策預期將不慍不火，又有疫苗加速發展利多，選情及疫情利空鈍化，助**短線資金行情Risk on**及類股輪動。

## 美選舉最新: 拜登當選及參眾兩院分治



**參議院: 共和黨**  
民主黨/共和黨席次48:50

**眾議院: 民主黨**  
民主黨/共和黨席次218:202

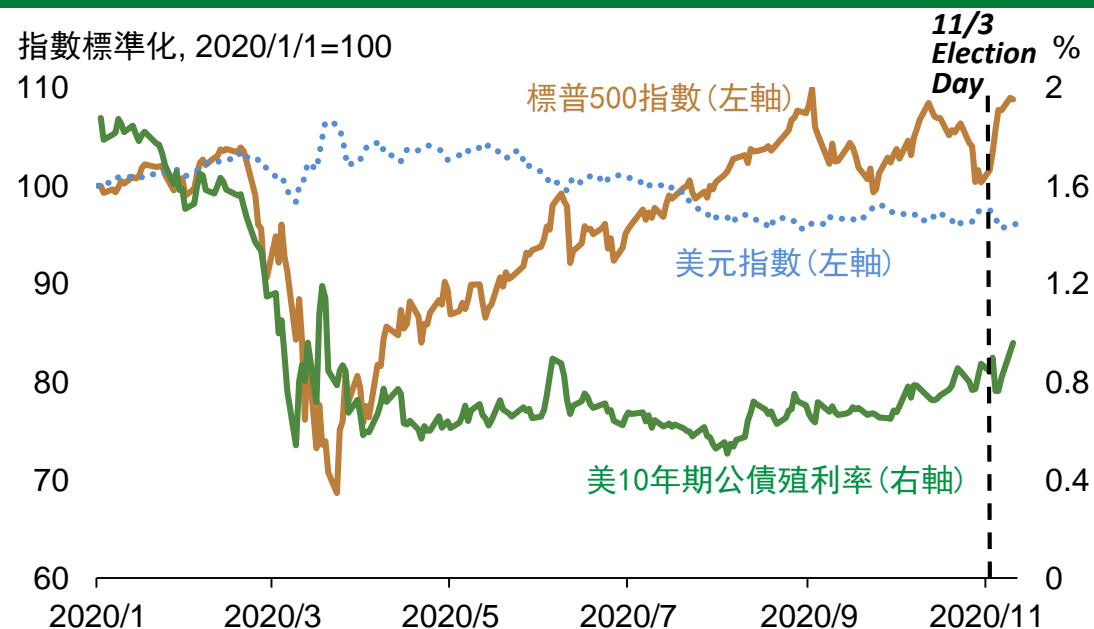
總統選舉人票統計

**拜登:290票 vs.**  
**川普:217票**

- 12/8選舉人團提名日 (各州完成計票)
- **12/14選舉人團投票日**
- 2021/1/3 新國會宣誓就職
- **2021/1/20新總統就職**

資料來源: Fox網站, 國泰世華銀行投研團隊整理。

## 選情及疫情利空鈍化, 助漲拜登蜜月行情



資料來源: Bloomberg。



# 拜登經濟學(Bidenomics): 重建美好

兩黨分治將使政策不致極端激進，預期拜登內政外交的溫和路線，將有助於美股偏多及類股輪動，中期則留意政策落實。

拜登經濟學(Bidenomics)重建美好，主要政策及金融市場可能影響：(1)**經濟財政**：國會分治下，預期大規模加稅及財政刺激減弱，利率上彈空間較Blue wave預期為低；(2) **外交國貿**：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；(3) **產業政策**：支持綠能及健康醫療、工業及基建等類股。

## 拜登經濟學2021: 政策及金融市場影響

總經政策：民主黨大政府主義		金融市場影響
經濟 財政	增加企業稅及富人稅，弱勢補貼及調高最低工資	<ul style="list-style-type: none"> <li>大規模加稅及財政刺激減弱，景氣改善及通膨預期，<b>利率緩步揚升</b></li> <li>增加基建支出，<b>有利工業、公用事業，持續布建5G</b></li> <li><b>利率預期緩和偏上</b>，景氣愈穩復甦，將有助於債券利差收斂</li> </ul>
	擴大財政、提高政府支出：基建、健護及教育	
外交 國貿	重返國際組織，奉行 <b>多邊主義</b> 結盟，形塑中國圍堵網	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球貿易政策不確定性降低，<b>有利於風險性資產Risk on</b></li> <li>貿易政策調整，<b>減緩對中國極限施壓</b>，有利新興股債匯表現</li> </ul>
	對中緊張關係或可鬆緩，政治談判取代高額關稅	
產業	能源： <b>綠色經濟新能源</b> ，降低碳排放及對抗氣候變遷	<ul style="list-style-type: none"> <li>重返巴黎協議，支持<b>新能源、ESG</b></li> <li>推動健康醫療</li> <li>加強科技監管</li> </ul>
	遷醫療： <b>推動平價健保(Obamacare)</b> ，降低藥價保費	
	科技：公平競爭，反壟斷托拉斯調查	

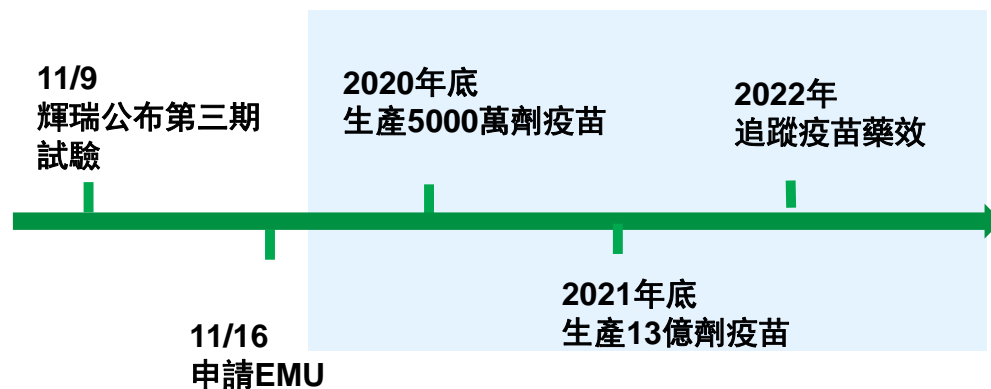
資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

# 疫苗露曙光, 年底前可望問世

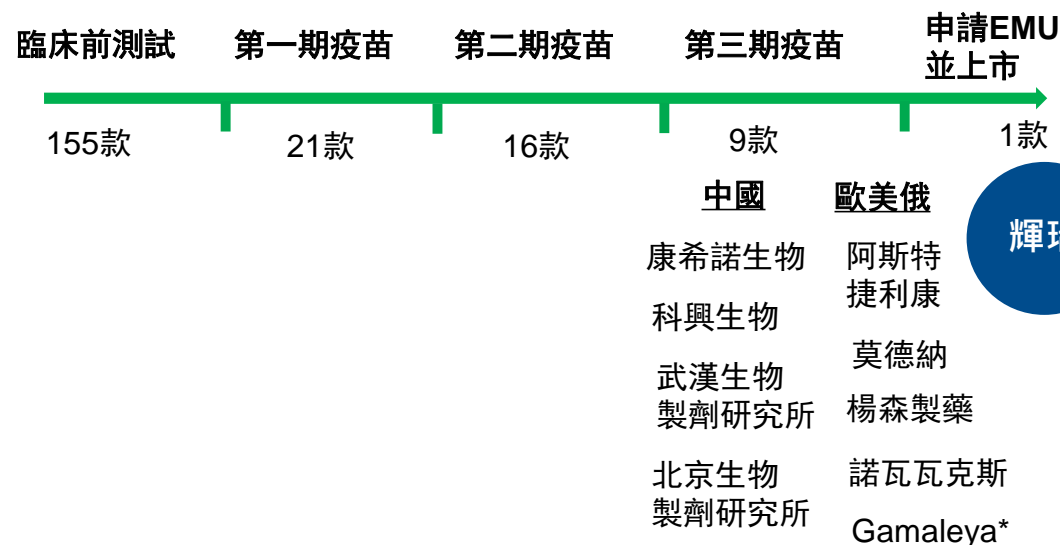
輝瑞於11月9日公布新冠疫苗3期試驗結果, 在4萬3538人的受測中, 接受施打2劑疫苗後的28天, 有高90%的受測者, 產生疫苗抗體。**輝瑞表示, 預計本月16號將向FDA申請緊急使用許可(EMU)**, 若後續順利上市, 預計今年可望生產5000萬劑, 明年生產13億劑。

綜觀全球疫苗發展進度, 已有47款疫苗進入臨床試驗, 其中, **輝瑞進度最為領先, 另有9款進入3期試驗**。市場普遍預期, **今年底至少有1款疫苗問世**, 對於當前全球肺炎邁入第三波高峰而言, 可謂一重大里程碑。

## 輝瑞疫苗最快今年可望上市



## 全球主要疫苗研發狀況



資料來源: 輝瑞預估, 國泰世華銀行投研團隊整理。

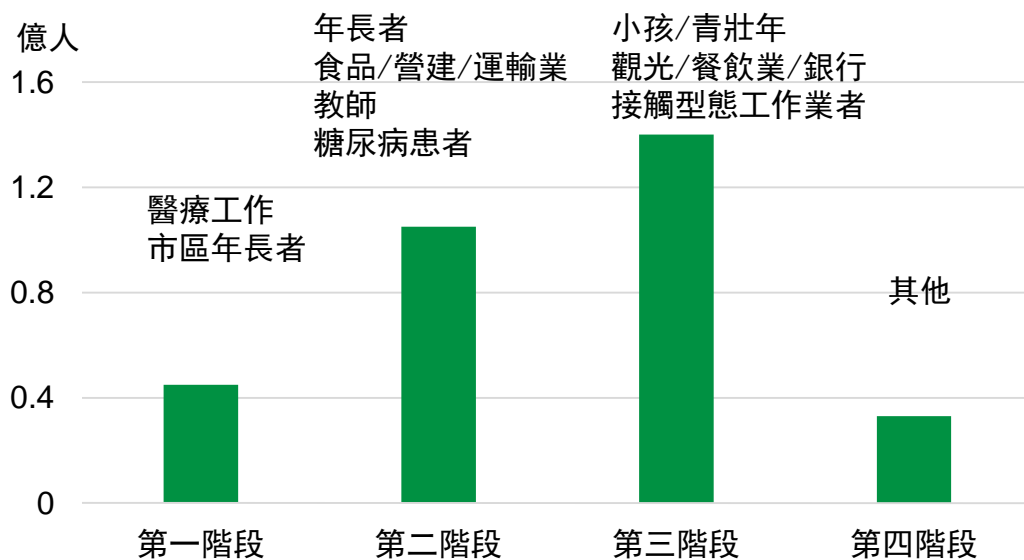
註: 俄國Gamaleya已搶先於其國內施打。  
資料來源: WHO, Bloomberg。

# 隨疫苗普及發展，有助經濟改善預期

疫苗問世，初期因產能有限，可能分階段施打。預期將優先提供給高風險工作者，如醫護人員，老人。順序可能依次為糖尿病患、一般老人及必須品產業人員，最後才會針對一般民眾。若在明年中以前，可以將高風險族群施打完畢，先前受壓抑的旅遊、住宿及餐飲服務業，將會大幅反彈，市場預估預防注射將有助於經濟成長推升幅度約2%。

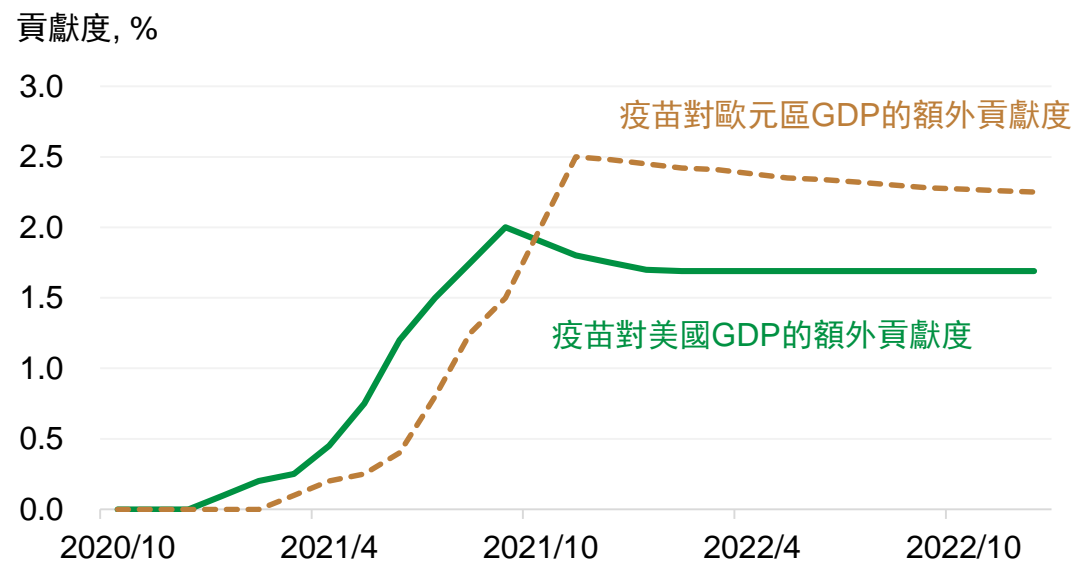
對於企業而言，因為疫情影響，預估標普500指數今年企業獲利衰退15%，明年成長20%。**若疫苗問世，不排除企業獲利動能有望進一步提升至25%。**

## 美國疫苗施打可能分4個階段完成



資料來源: Goldman Sachs, 國泰世華銀行投研團隊整理。

## 隨疫苗普及發展，有助於經濟改善預期



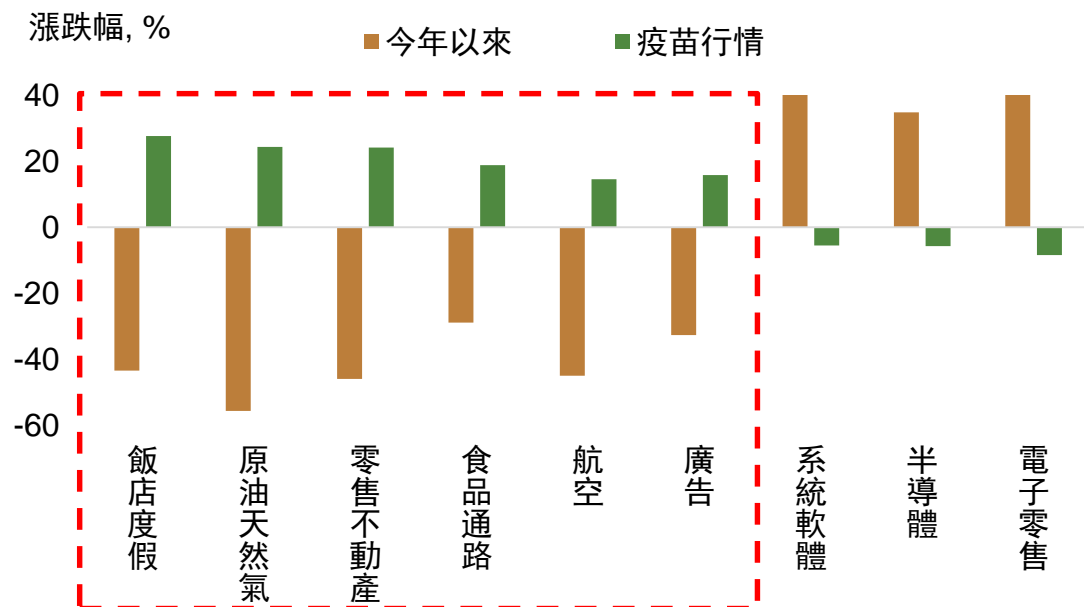
資料來源: Goldman Sachs, Bloomberg。

# 疫苗題材加速類股輪動，長線回歸基本面關注

選情及疫情利空鈍化，將加速選後類股輪動。疫苗問世，民眾接種後，便可外出活動，先前**因為人口管制而大幅承壓的觀光、運輸、工業、能源業，短期有望強勢反彈**。反之，先前因疫情受惠的科技股，資金動能輪動影響下，研判將偏盤整或稍弱。中期而言，潔淨能源已成未來趨勢，經濟低成長的能源消耗度不如以往。**考量需求及技術演進，科技角力競賽持續，科技股未來仍具成長契機**。

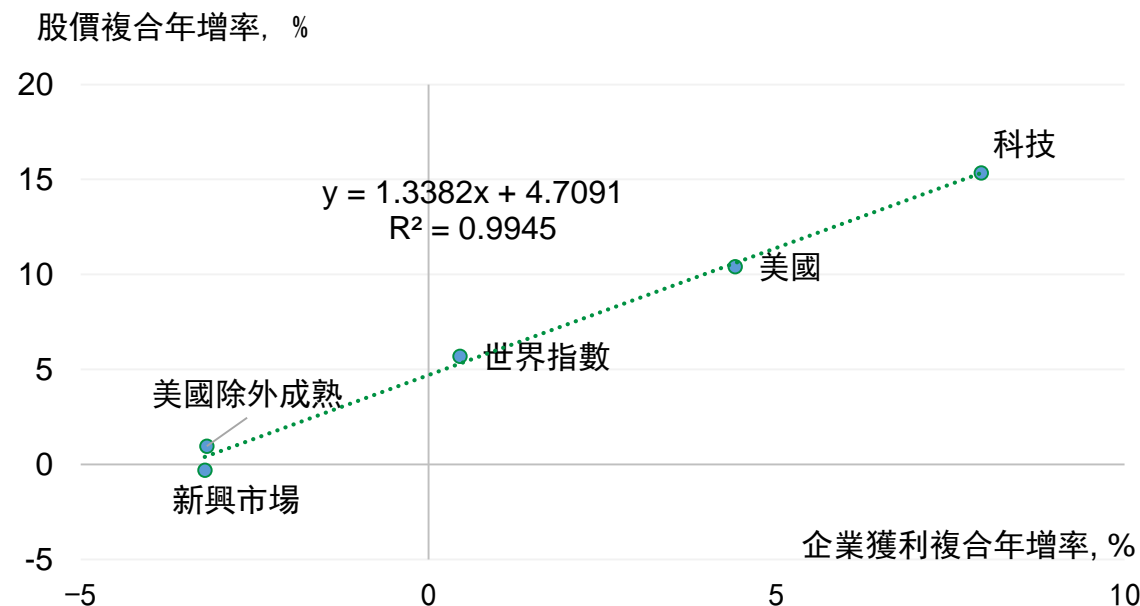
選後不確定性仍存，關注基本面挑戰，選舉激情過後，**歐美疫情擴散、政權移轉與新執政團隊等不確定性仍存**，留意短線漲幅過大過猛 (Overshooting) 時，將使**金融資產高位波動加大**。長線則因景氣及企業獲利改善，**以基本面較佳的美股、科技股核心布局**。

## 疫苗利多預期，先前受壓抑類股短期有望強勢反彈



註：今年以來為2020/1/1-2020/11/6；疫苗行情為11/9及11/10兩日表現  
資料來源：Bloomberg。

## 長期而言，企業獲利仍支撐科技及美股表現



註：資料為過去10年股價與EPS的複合年增率關係走勢。  
資料來源：Bloomberg。



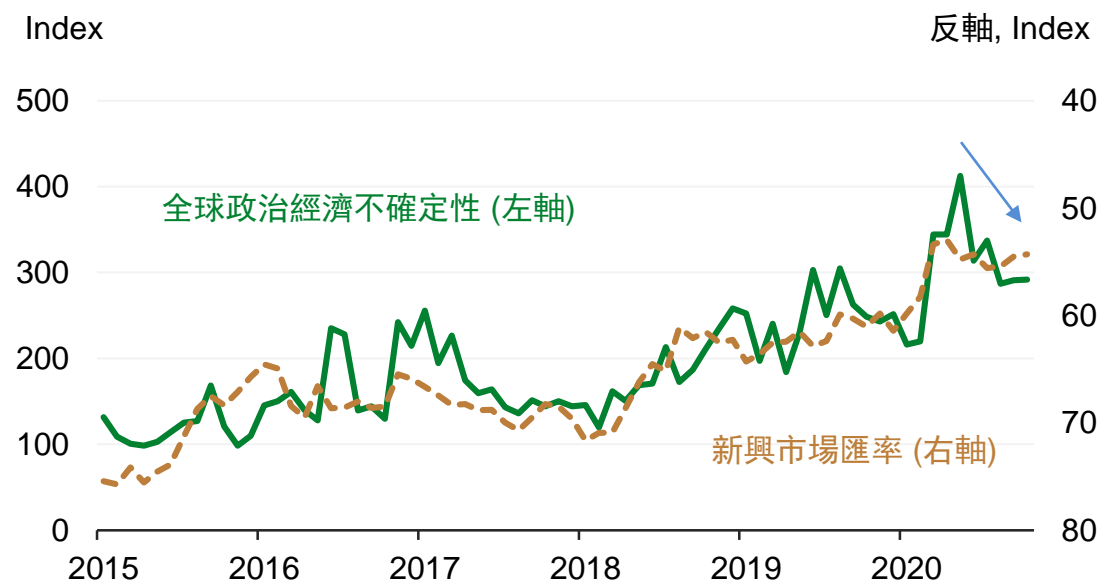
# 新興市場

## 地緣政治風險稍緩，提振新興股市表現

拜登入主白宮，美國對中國地緣政治風險稍緩。貿易層面，預期已課徵關稅短期內不會調降或取消，但進一步擴大戰場機率下降。儘管對美國兩黨而言，反中情緒已成共識，但新政府短期內不易出現大規模制裁行動，有利資金對新興市場偏好。

全球政經政治風險降溫，提振新興市場風險偏好，加上中國經濟復甦穩健，資金流入可望帶動近期新興市場匯率走升。中國經濟復甦相對穩健，全年GDP可維持正增長，**企業獲利亦逐步改善，加上外部風險，受美中關係影響較大的陸港股市可望受惠，提振新興股市表現。**

### 全球政經風險下降，有助短線新興匯率走升



註：新興市場匯率反軸呈現，越向下(值越大)表示新興市場貨幣升值。兩者相關係數0.83。  
資料來源：Bloomberg。

### 匯率偏穩，將有助於新興股表現



註：指數以2018/1/1為100標準化，將MSCI新興市場指數除以成熟市場指數。與新興市場匯率指數的相關係數0.86。  
資料來源：Bloomberg。

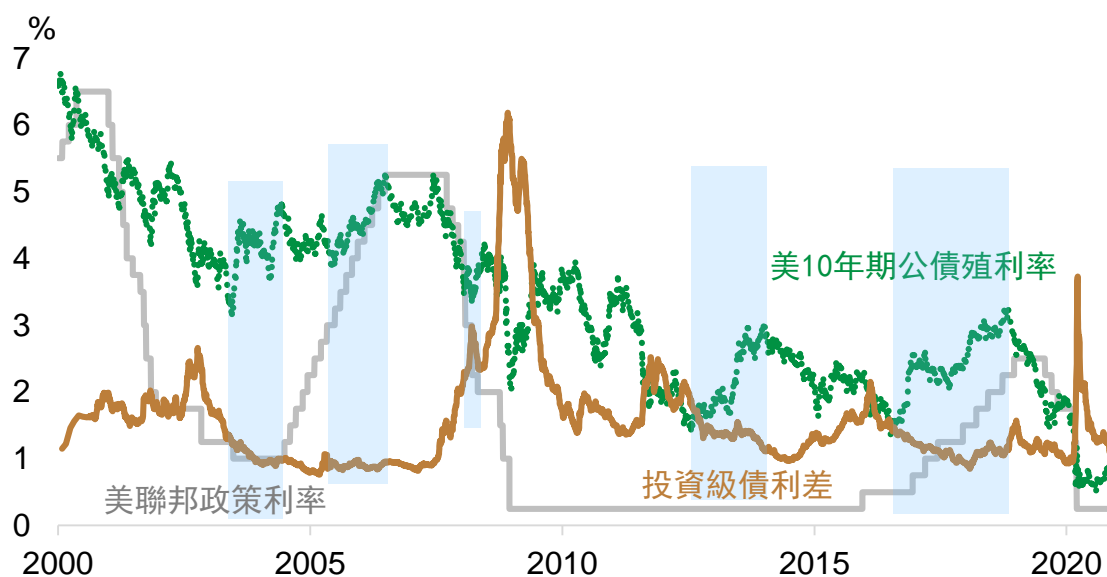
# 投資級債

逐利而居的類定存思考, 疫苗發展及經濟改善有助利差收窄

選情及疫情利空鈍化, 美10年期公債殖利率反映樂觀經濟成長預期, 趨近1%表現, 殖利率曲線明顯揚升。然, 利率驟升將不利景氣發展, **Fed料將延長信貸機制及加大QE購債, 牽制短線美債利率向上彈升空間。** 疫苗突破性發展將有助經濟改善, 長線利率呈緩升趨勢。

疫苗發展及經濟改善預期, 投資債信用利差進一步收窄, 觀察美債利率彈升階段, 投資級利差多收窄。疫苗普及仍需時, **全球寬鬆低利環境及尋息需求仍有支撐。** 高評等債存續期間長, **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。**

### 美債彈升階段, 投資級債利差多收窄



註：藍框處為美債彈幅較大期間, 對應投資級債利差表現。  
資料來源: Bloomberg。

### 投資級債逐利而居, 逢高鎖利的類定存布局思考



資料來源: Bloomberg。

# 能源

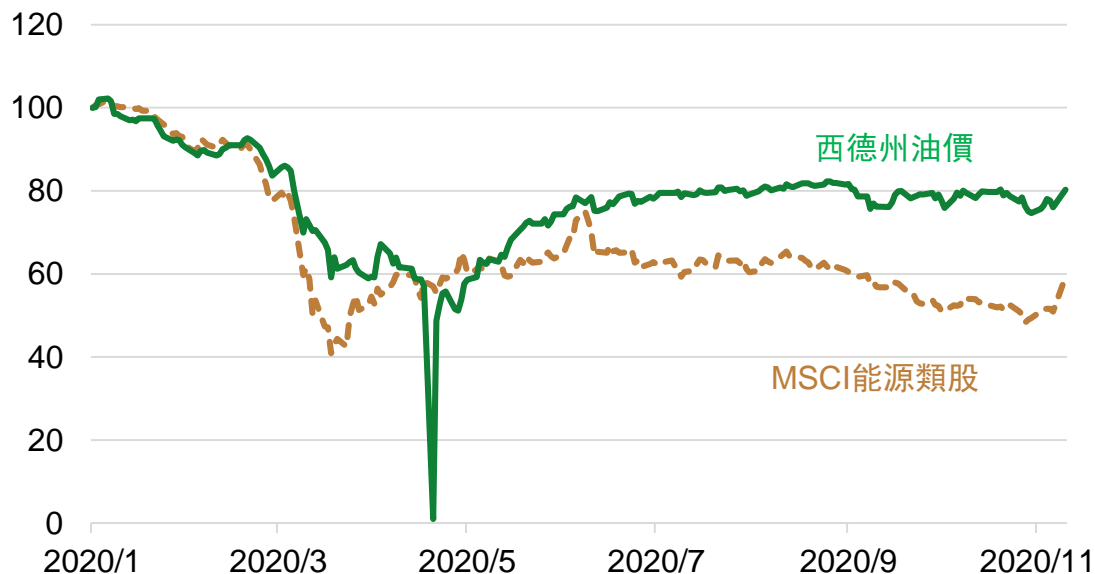
## 反映疫苗大漲後，續航力以實體需求為依歸

疫苗有效性利多，激勵短期景氣循環類資產上漲。然而疫苗量產到普遍施打耗時，加上歐洲封城至感恩節前夕、美國疫情待控，航空、郵輪等實質能源需求恢復緩慢，**預期短期油價激情大漲後，未來將回歸基本面緩漲格局。**

**拜登當選美國總統**，承諾上任第一天(2021年1月21日)將帶領美國重返巴黎氣候協定，並主張2050年前成為零碳排經濟體目標。**政策訴求未來可能限制土地鑽探、空汙排放等管制措施，或對頁岩油廠商生產成本與企業獲利長期有壓。建議能源相關資產仍以短期操作為宜。**

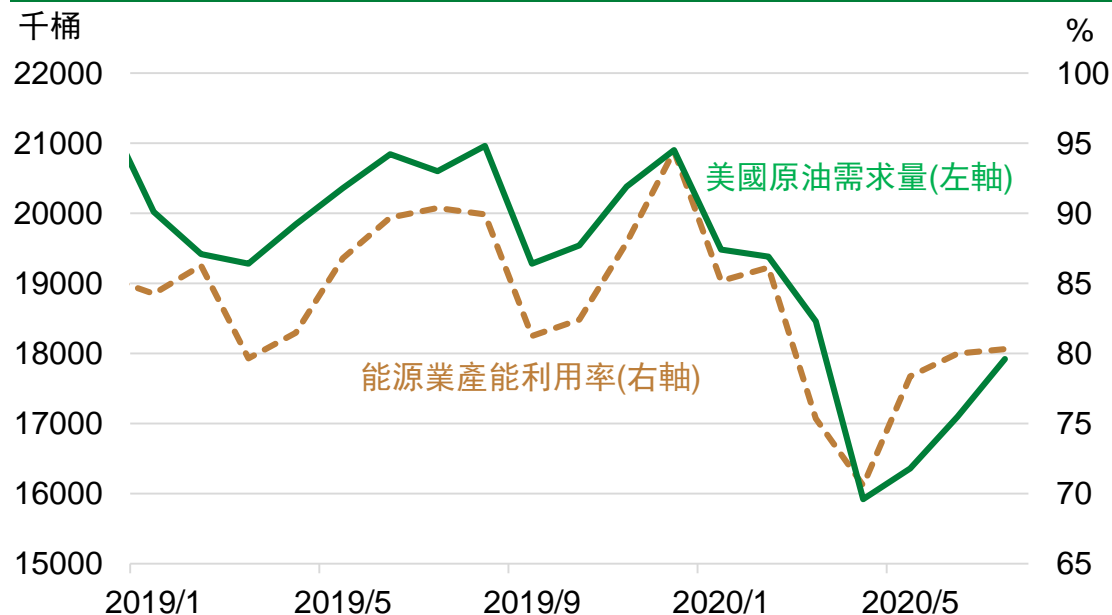
### 油價預期緩步向上，但能源類股仍顯疲弱

以2020/1/1=100標準化



資料來源: Bloomberg。

### 能源需求回升速度緩慢



資料來源: Bloomberg。

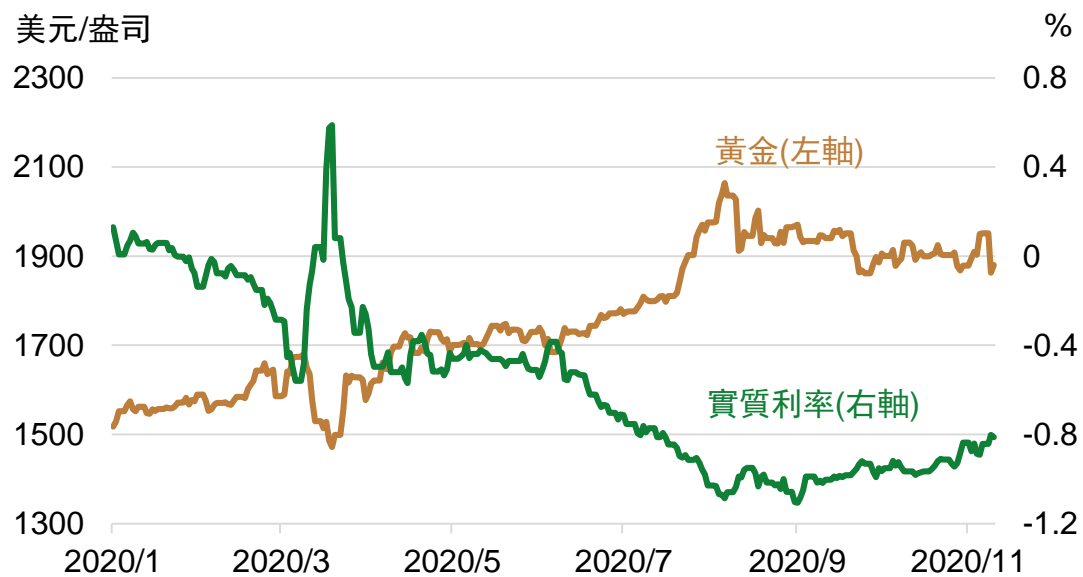
# 黃金

## 美元美債稍升，金價短期有壓

輝瑞與德國藥廠BioNTech肺炎疫苗，有效率達90%以上，市場預期美國經濟復甦加快，近期金融市場Risk on情緒明顯，美元指數與美國10年期公債殖利率上彈，實質利率同步從9月低點向上連動，使近期金價承壓。

歐美近期疫情壟罩，聯準會對美國經濟保守看待，企業與家庭消費仍顯疲弱，預期年底前10年期公債利率再大幅彈升空間有限。若**未來財政政策實施與明年第二季基期效果**，**推升通膨預期上升**，**美10年期公債利率上升幅度較小**，**實質利率有下探可能**，**金價區間操作為宜**。

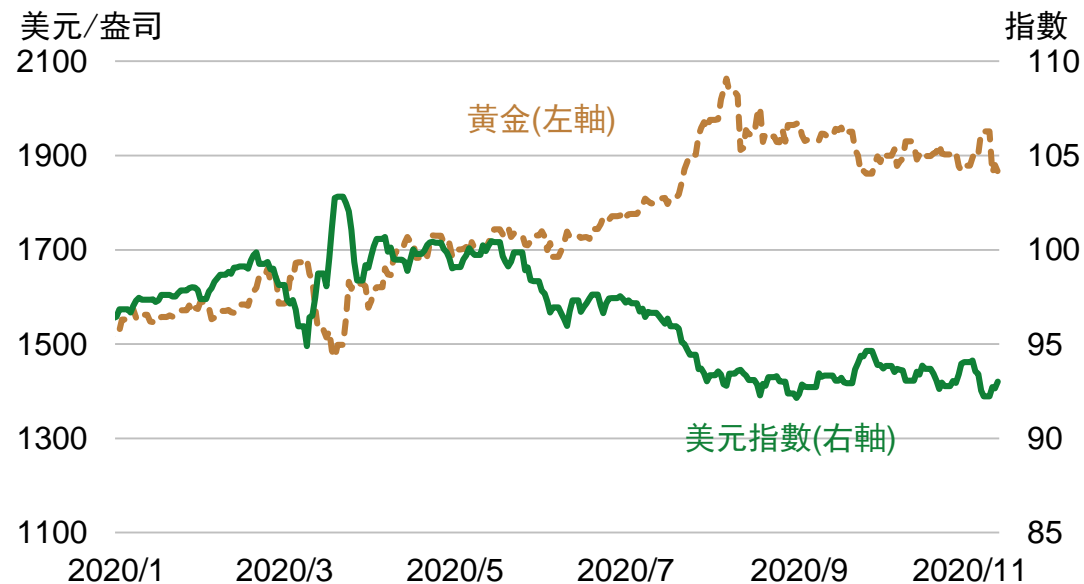
### 實質利率上彈，對金價形成壓抑



註：今年以來兩者相關係數達-0.96。

資料來源：Bloomberg。

### 美元指數區間盤整，金價有壓



註：今年以來兩者相關係數達-0.83。

資料來源：Bloomberg。

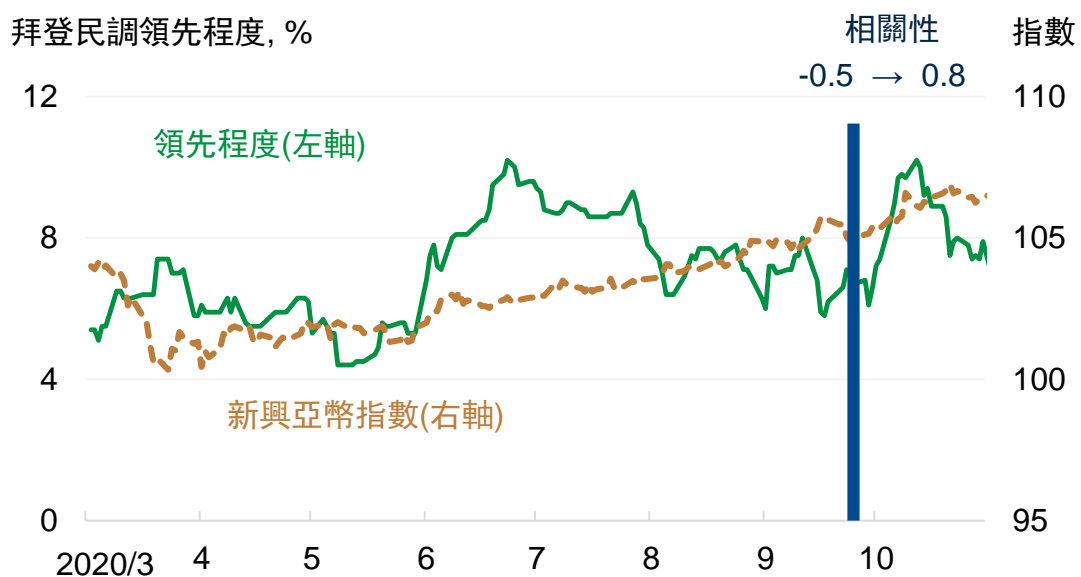
# 人民幣

隨市場反映拜登新貿易政策期待, 短線人民幣升值利多將趨和緩

過去兩年, 人民幣匯率受貿易戰影響而重挫。拜登對外貿易將不以關稅為主要核心之政策預期, 9月來新興亞幣較美元等主要貨幣顯強勢, 人民幣明顯升值。若全球貿易政策不確定性可因拜登當選而改善, 將有利出口為主的新興亞洲經濟, 後續須關注實際政策推動。

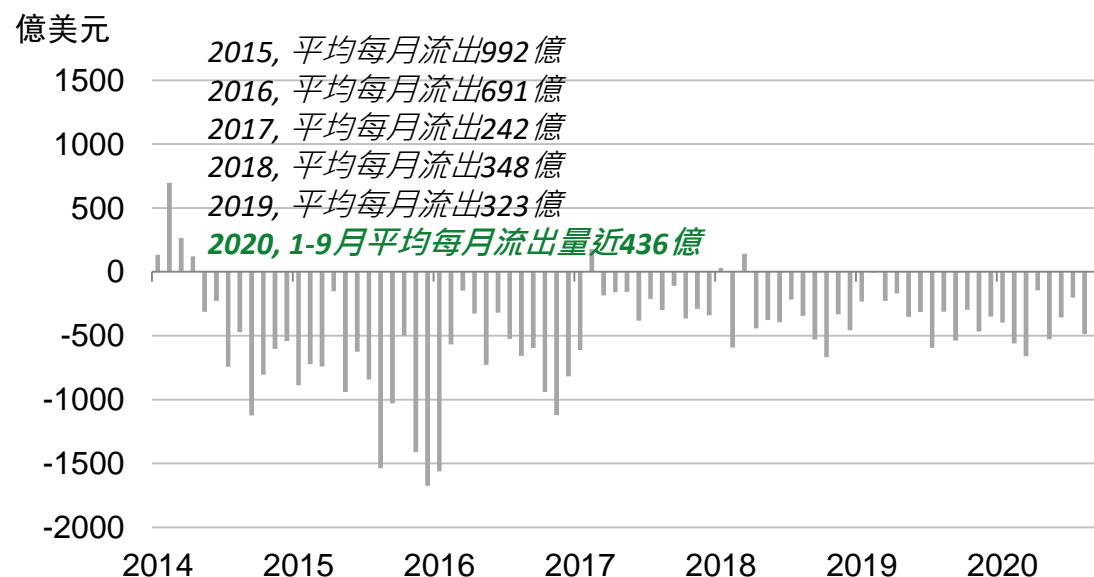
考量先前反映拜登當選預期, 人民幣已明顯走升。觀察實體資金流向, 產業鏈調整仍使近季中國資金外流持續, 9月規模甚近600億美元。佐以美國國會反中立場明確, 美對中國圍堵政策大方向恐難180度扭轉, 預期選後慶祝行情的人民幣升值利多將愈趨和緩。

### 拜登民調領先程度與新興亞幣指數



資料來源: Bloomberg。

### 中國資金流向



註: 每月中國資金流向為外匯存底變化量扣除貿易收支。  
資料來源: Bloomberg。



Nov 2020

16

Mon

中國工業生產  
中國零售銷售  
日本GDP  
日本工業生產

17

Tue

美國工業生產  
美國產能利用率

18

Wed

美國新屋開工  
日本進出口

19

Thu

美申請失業救濟  
美國成屋銷售

20

Fri

日本CPI  
台灣出口訂單

## 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