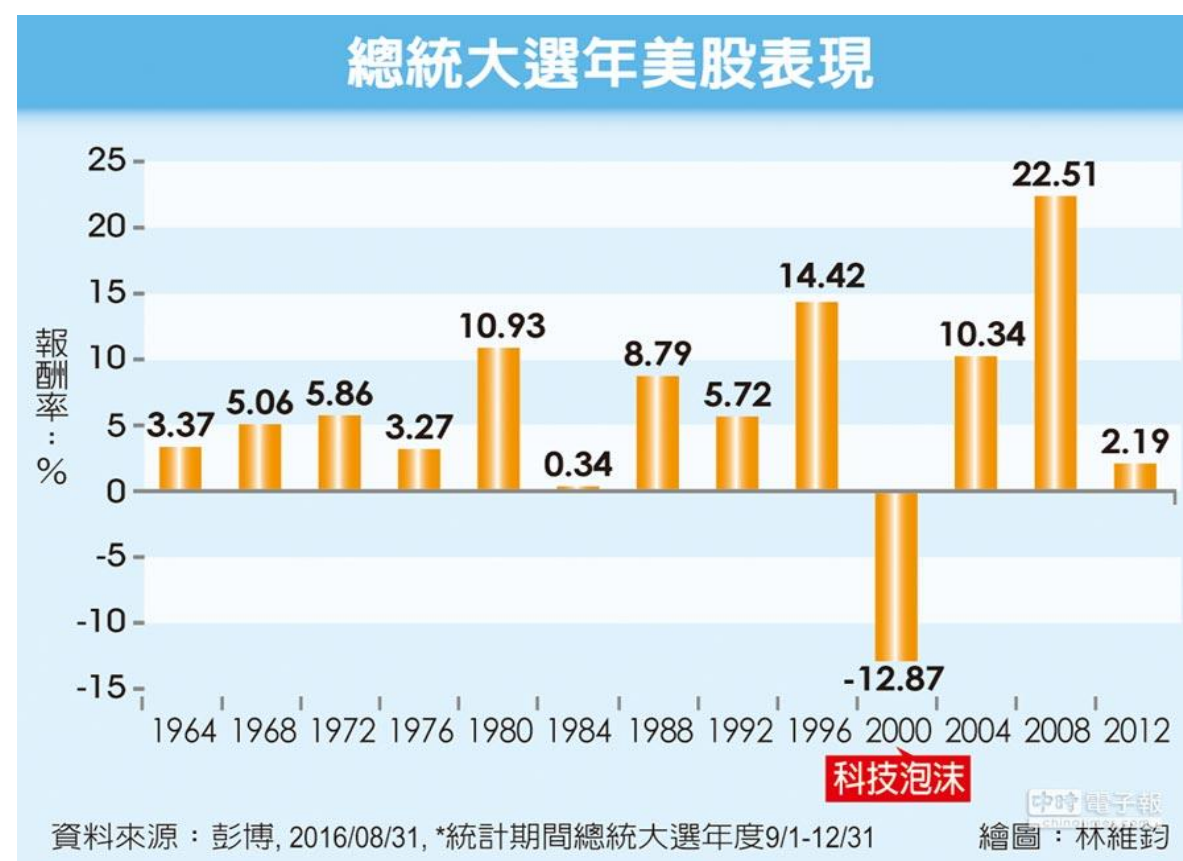
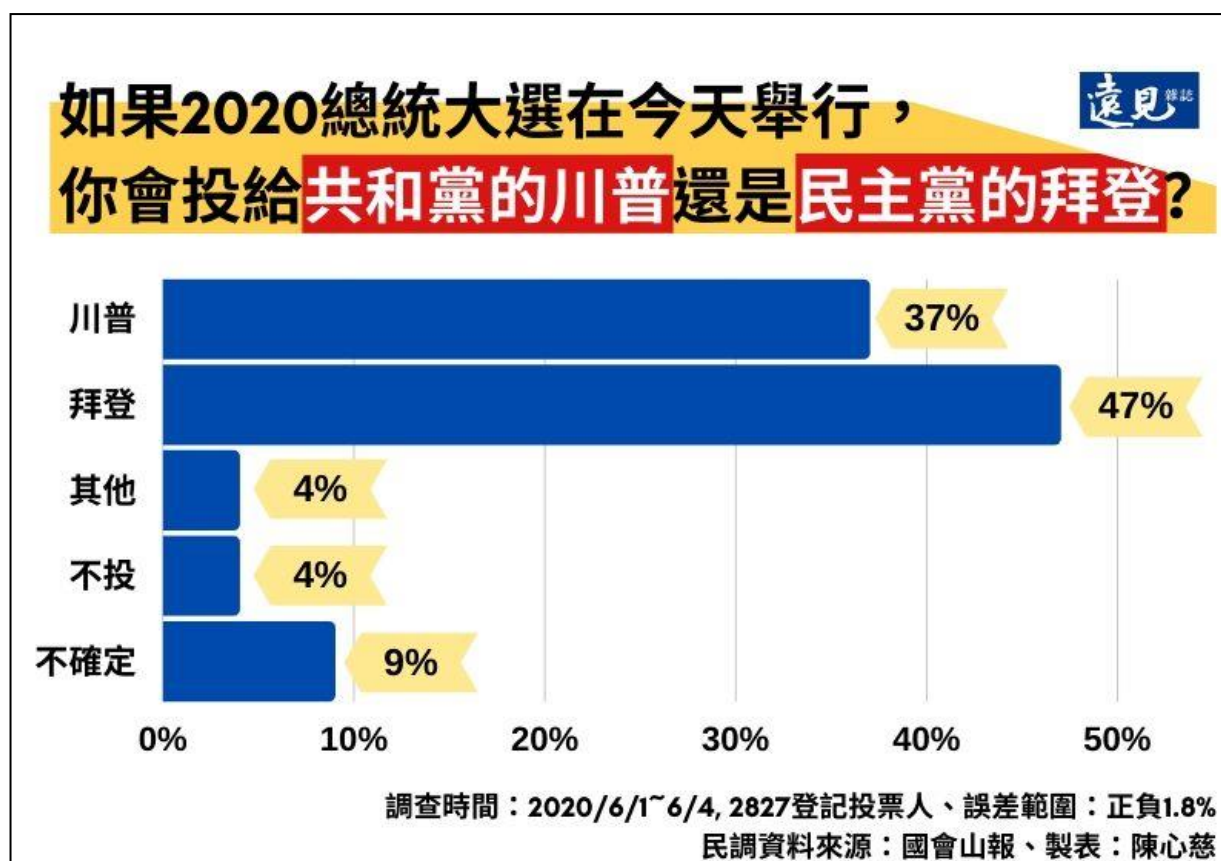

2020下半年金融市場展望 (迎接美國總統大選)

國際業務部2020.08.04

下半年投資主軸：11/03美國總統大選

- 2020年初至今，全球遭受新冠肺炎疫情影響，各國紛紛祭出史上最大規模貨幣及財政寬鬆政策救市，釋放出來的資金明顯湧入金融市場，全球股、債市經歷第一季暴跌後，第二季隨即展開一波「報復性」的強力反彈
- 根據華爾街日報7/27調查結果，民主黨的拜登以51%支持度領先川普的40%，從拜登的主要政見觀察，拜登主張對富人及企業加稅並對海外盈餘額外徵稅，計畫在10年內創造4兆美元稅收，然根據美國稅收政策中心預估，拜登的加稅提議有高達74%將由美國所得前1%家庭買單，市場普遍認為，若拜登當選，將對股市不利。

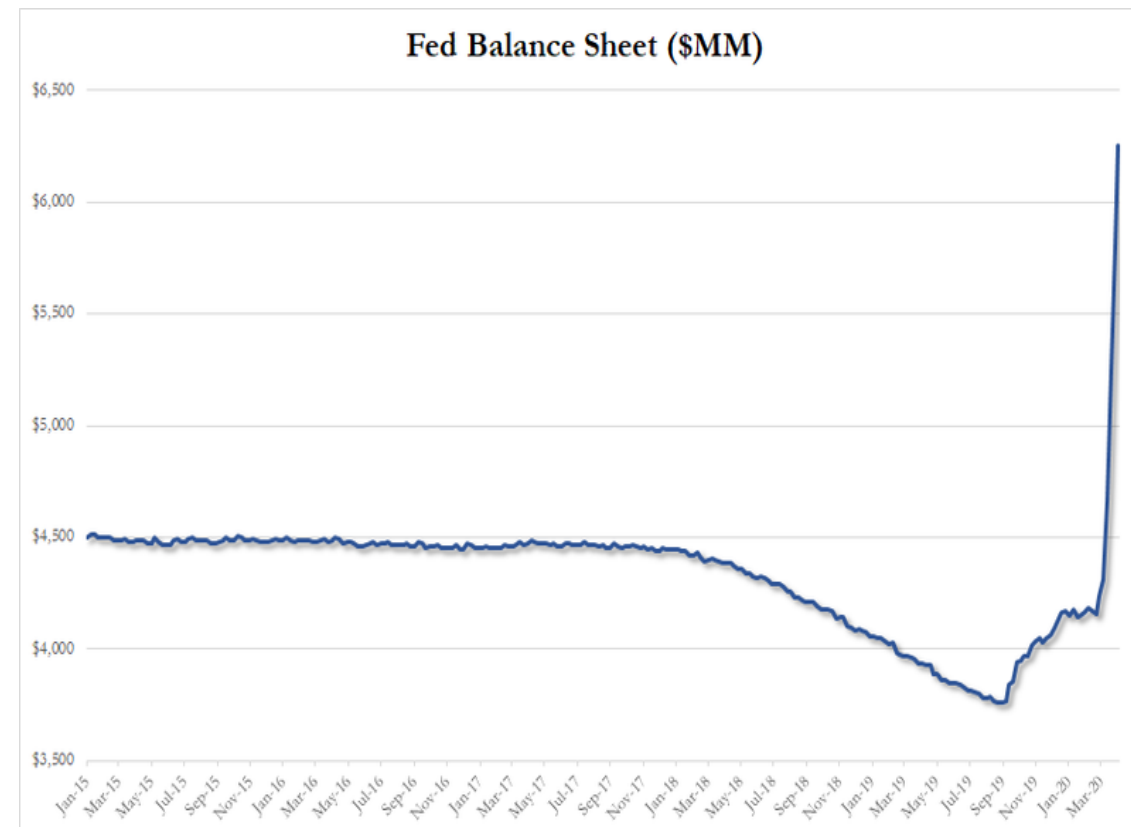
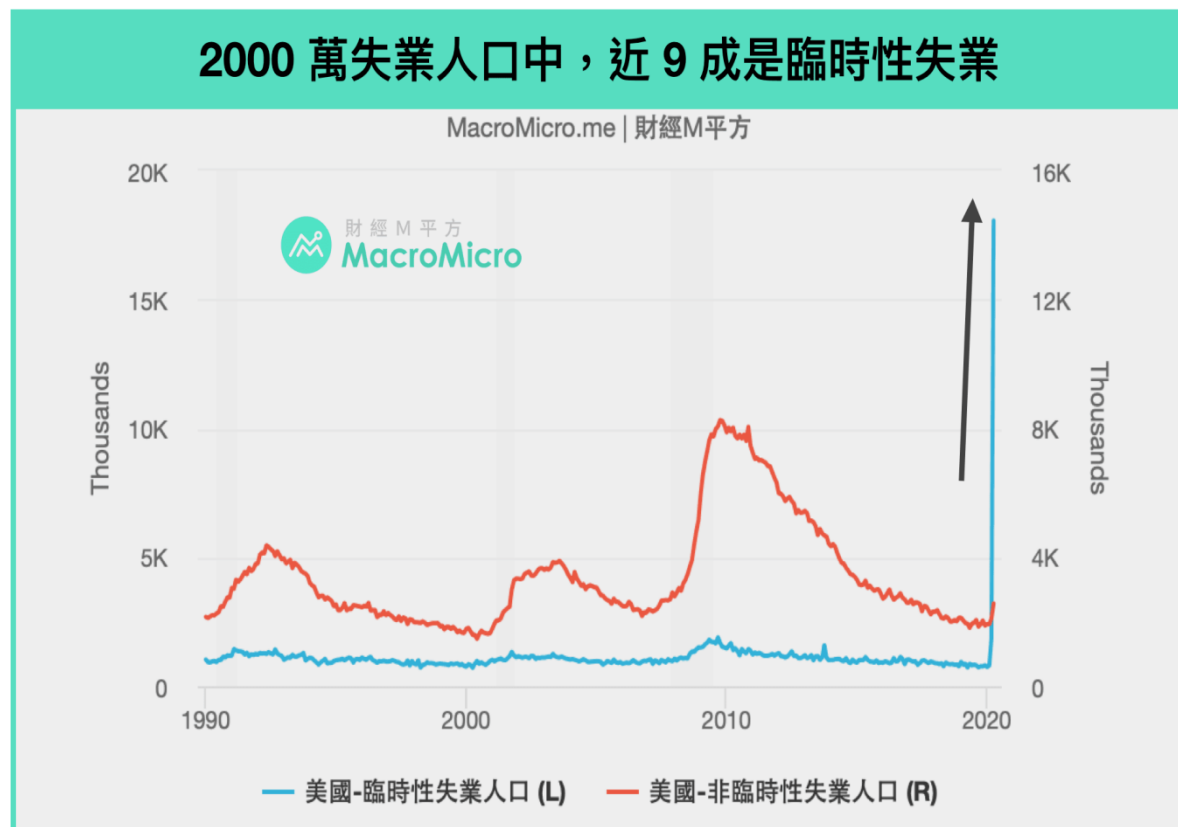
美國總統大選民調，川普落後於民主黨的拜登。端看白宮是否祭出更多經濟牌!?



但更重要的是，聯準會大舉印鈔救經濟

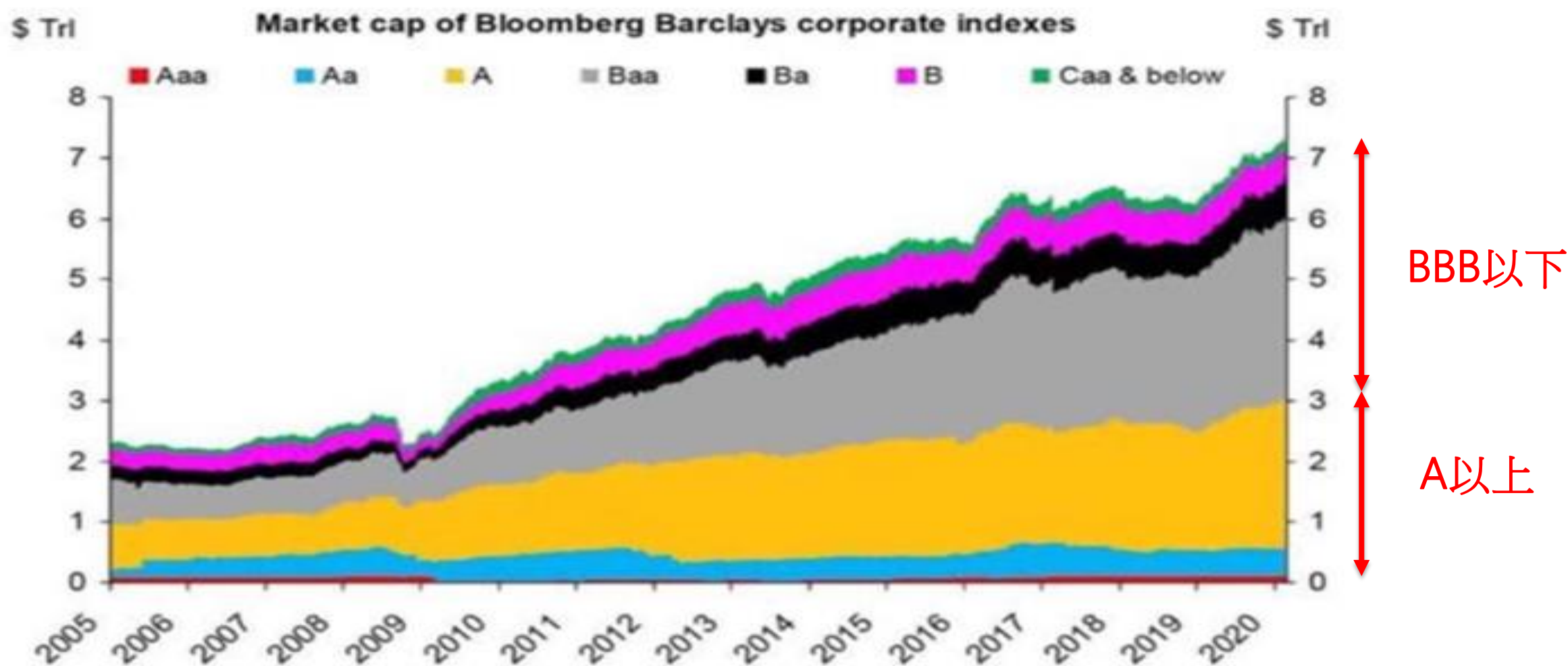
- 近期以來，由於全球外在經濟環境不穩定，如中美貿易戰、新冠肺炎疫情等等衝擊之下，美國聯準會FED大舉印鈔支撐實體經濟與金融信用市場
- 高盛執行長 David Solomon 週三 (22 日) 表示，美國新冠疫情持續惡化，將導失業率居高不下，經濟復甦力道疲弱，將進一步阻礙美國經濟前景發展。**Solomon 補充說，美國的高失業率會維持很長一段時間，因為即使開發出疫苗，服務業必須努力苦撐才能爬升到先前的營運水準**

為了挽救經濟，支撐美國企業與就業(左)；聯準會的寬鬆印鈔機火力全開(右)



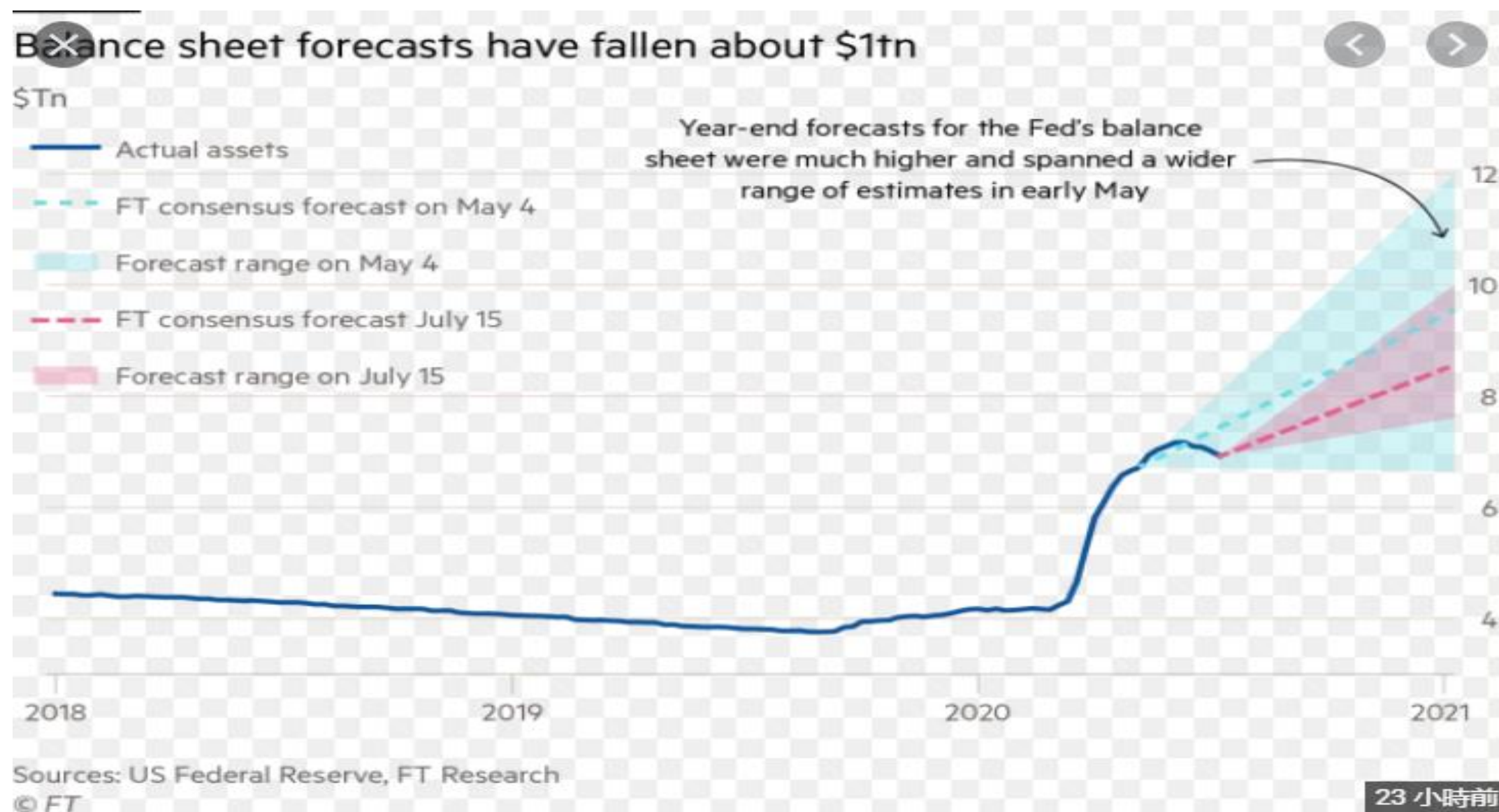
美企業債個別信用並不足，依靠寬鬆環境支撐

- 聯準會大舉印鈔的目的是**支撐美國企業債市場，使美國企業能夠繼續營運下去**，導引出更多就業需求。目標更以BBB級公司債券為目標，此類債券約占美國公司債券市場總量的40%，未償還金額為3兆美元
- 近年的低利率環境讓美國企業瘋狂發債，其中「BBB」等級的企業債增加最多。BBB級只比高收益債(BB)高出一級，一旦經濟衰退，很容易遭降評，落入垃圾等級。**美國銀行2019年底的研究指出，若以槓桿程度來看，BBB 級企業債中，有25% 應打入垃圾等級**



華爾街普遍認為，FED仍需繼續擴表

- 許多分析師預計，到今年年底，聯準會的資產負債表將達到10兆美元。一些人更是向上修正預測，例如，**德意志銀行預測，未來幾年資產負債表將達到20兆美元**



本次FOMC會議維持鴿派言論，強調支撐經濟

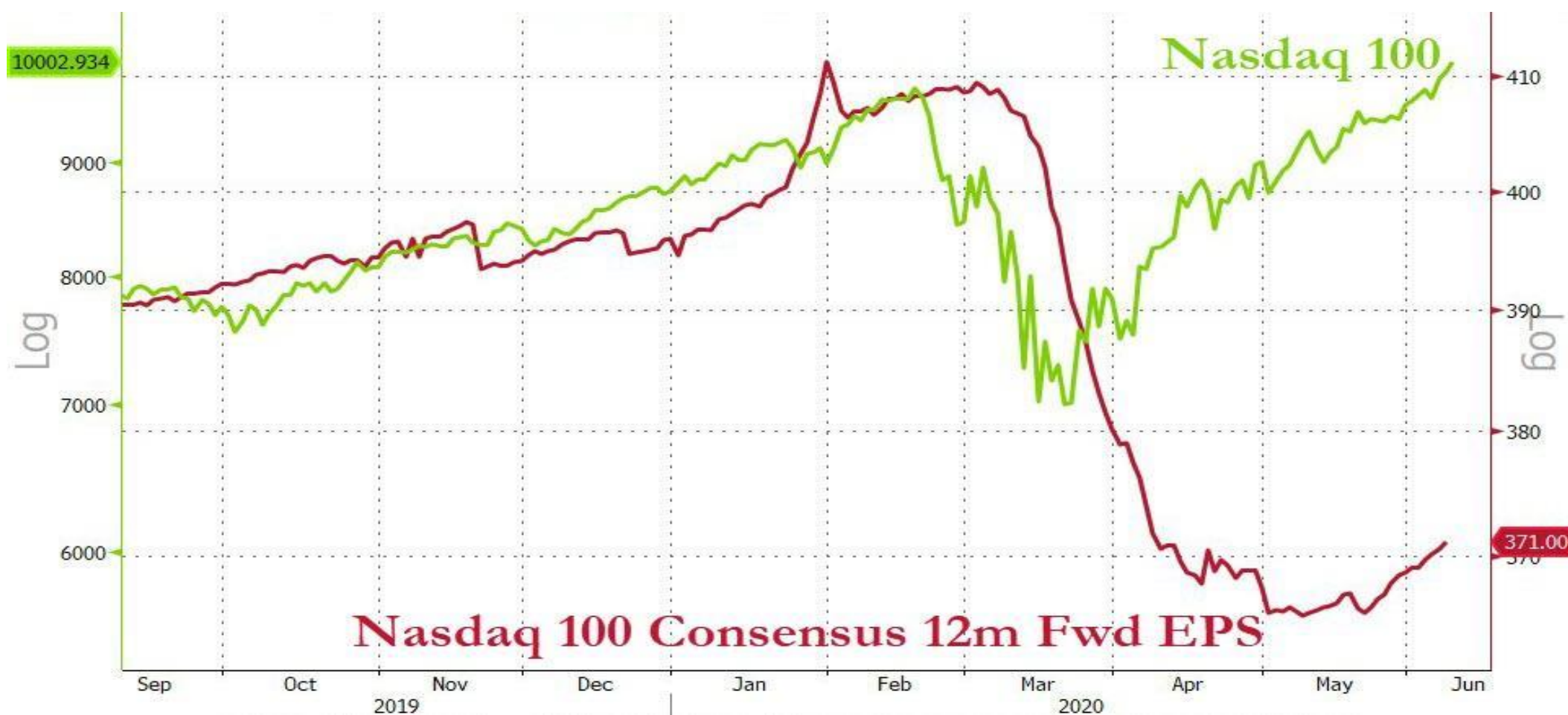
- FOMC於7月29日結束為期兩天的貨幣政策會議，宣布將基準利率維持在0%-0.25%的近乎零利率的水準，將超額準備金率維持在0.1%不變。FOMC政策聲明和6月份的聲明相比幾無變化，**只是微調了聯準會對經濟前景的預期**
- 聯準會在會後聲明中表示，在這個充滿挑戰的時刻，**致力使用所有工具支持美國經濟，以實現就業最大化和物價穩定的政策目標**。CNBC報導，FED顯然認為經濟表現跟疫情演變密不可分，他們火力全開，FED會協助經濟度過疫情難關
- 瑞士信貸亞洲區首席經濟分析師陶冬評論認為，鮑威爾在記者會上，沒有提出當局考慮如何豐富貨幣政策工具，只是強調會繼續寬鬆。**會後聲明指出經濟復甦取決於疫情的發展，基調相當溫和鴿派。鮑威爾稱聯準會有借貸能力，但是沒有消費能力，暗示財政政策才是刺激經濟需求的關鍵**



三月以來美股反彈，泰半為FED所推動

- 因為疫情造成經濟封鎖，導致企業Q2財測釋放出來的EPS大跌，逾半的藍籌股公司甚至不願提供全年財測指引，但很明顯的FED並不在乎股市的本益比是18、20，還是25，**Fed的目標很明確，就是在經濟封鎖期間護住市場，直到失業率再次回落至個位數為止**

疫情衝擊美股EPS大幅下滑；美股反彈來自聯準會供應大量流動性



但股市上漲至今，是資金面還是基本面？

- 美國8月3日公布最新製造業採購經理人指數(PMI)，**7月ISM製造業PMI報54.2，高於預期和前值，為連續2個月擴張，且擴張速度創下1年多來最高**
- 從細項指數來看，生產指數在7月提升62.1，為2018年8月以來最高水平，新訂單則攀升至61.5，同樣創下2018年9月以來最高水平。由於工廠在疫情期間停產，零售商和其他終端銷售商必須仰賴庫存來滿足大量需求，因而帶動生產指數走高

7月美國 ISM 製造業 PMI 細項指數：

- 新訂單指數報 61.5，前值 56.4
- 生產指數報 62.1，前值 57.3
- 雇傭指數報 44.3，前值 42.1
- 供應商交貨指數報 55.8，前值 56.9
- 存貨指數報 47.0，前值 50.5
- 客戶端存貨指數報 41.6，前值 44.6
- 價格指數報 53.2，前值 51.3
- 未完成訂單指數報 51.8，前值 45.3
- 出口訂單指數報 50.4，前值 47.6
- 原物料進口指數報 53.1，前值 48.8

雖然美國第一季GDP年減9.5%，
但先行指標製造業PMI已現V轉

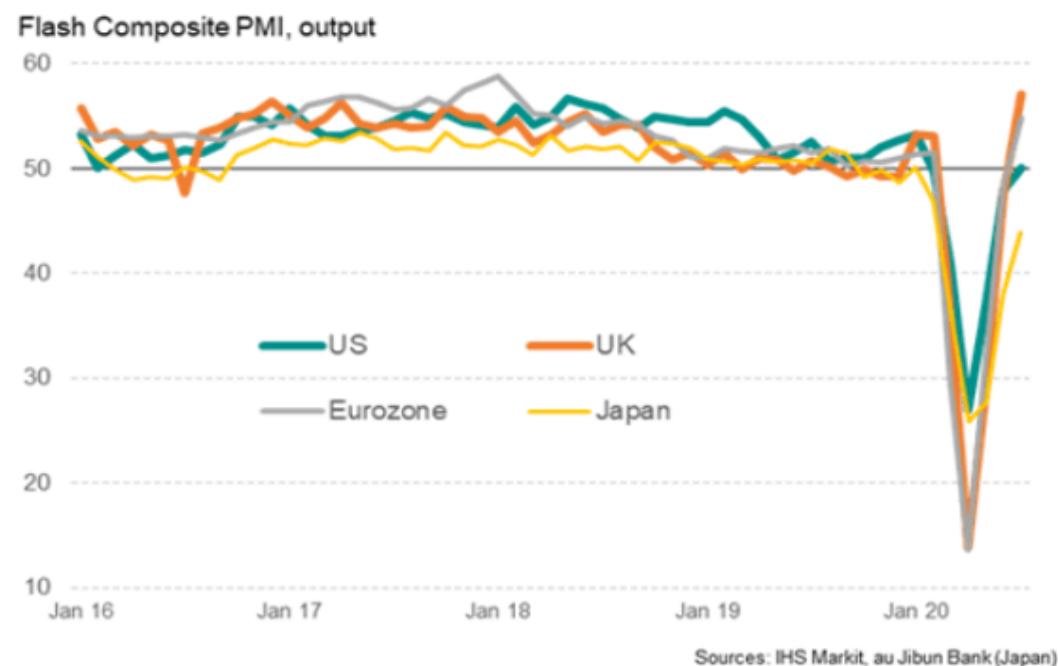
IHS Markit Composite PMI and U.S. GDP



Sources: IHS Markit, U.S. Bureau of Economic Analysis

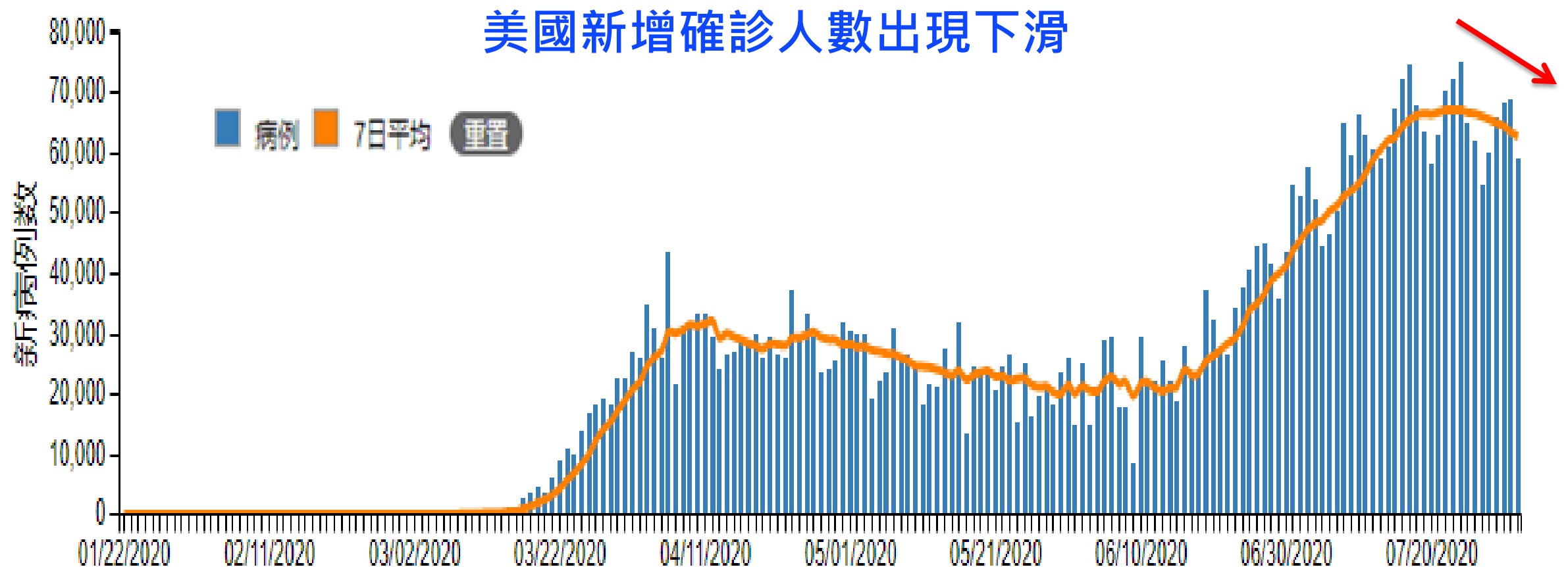
歐洲的復甦速度比美國快。
歐元區錄得近兩年來最佳的生產成長

Output in the 'G4 economies'



美國每日確診病例數下滑，疫情出現改善

- 美聯社8/30(四)報導指出，儘管在美國死于冠狀病毒的人數正在迅速增加，但公共衛生專家卻看到了好消息的閃現：**美國確診病例的二次曲線似乎正在趨於平穩**
- 約翰·霍普金斯大學公共衛生研究人員Jennifer Nuzzo說，**亞利桑那州，德克薩斯州和佛羅里達州的趨勢“開始有點彎曲”**，這些州以及加州每天都在向全國統計大量案件她說，所以當這些地方取得進展時，整個國家看起來會更好
- 進一步看，像**路易斯安那州、密歇根州、和紐約等這樣的其他早期受到嚴重影響的州，每天的死亡人數也大大減少**。在美國疫情最早發作的紐約，迅速傳播並在4月初達到高峰後，之後疫情出現控制，每日確診人數也逐漸減緩

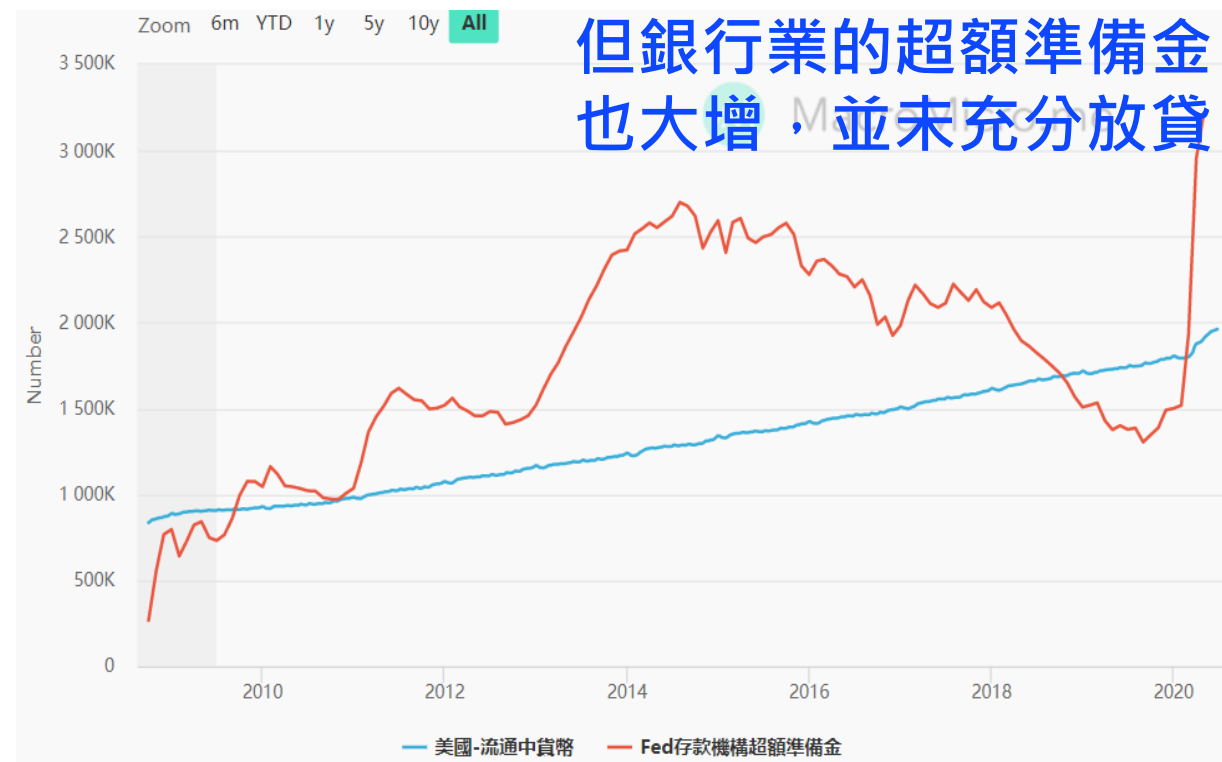


花旗驚奇指數顯示，美國經濟數據正在回暖



FED印鈔救經濟，但美國銀行業卻在屯現金

- 研究機構Trading Places Research研究指出，自新冠疫情爆發以來，**美國聯準會量化寬鬆政策的目的是保持銀行的流動性，讓它們能夠向實體經濟放貸**。自3月11日以來，聯準會已經通過量化寬鬆向經濟注入了2.3兆美元
- 然而，當聯邦政府舉債，聯準會大舉將債務貨幣化的時候，銀行卻不願意放貸了，如今銀行準備金和財政部帳戶內的存款增加額正在激漲。Trading Places Research指出，這部分資金主要流向了這兩個帳戶——美國財政部的支票帳戶和**美國銀行業在聯準會的銀行儲備金帳戶**
- 數據顯示，自3月11日以來，這兩個帳戶總共增加了約2.5兆美元，比聯準會注入的2.3兆美元還多了1800億美元。分析師表示，**這額外多出來的1800億美元說明了美國的銀行業正在囤積現金**



鬆綁沃爾克規則：美國銀行業重啟自營交易

- (6/25) 美國聯準會FED准為《沃爾克規則》(Volcker Rule) 鬆綁，此舉為銀行創造更多盈利空間。沃爾克規則的修改將允許銀行增加對創業投資基金等的投資。同時，美國監管部門還取消了銀行在交易互換等衍生品時必須持有保證金的要求，據彭博社報導，此舉將為華爾街銀行釋放出400億美元資金
- 2008年金融海嘯後，前美國總統奧巴馬採納了聯準會前主席Paul Volcker的建議，於2010年啟用「沃爾克法則」。該法則是為了防止銀行不負責任的自營性質交易行為，只能代客戶交易以防止07/08年的金融危機重燃，被認為是美國金融監管法案中最有影響力的改革內容。然而在川普上任後持續放寬「沃爾克法則」。但也有部分人認為，修訂版的「沃爾克法則」很有可能讓金融體系再次面臨風險



伏克爾法則 (Volcker Rule) 的衝擊

■ 伏克爾法則 (Volcker Rule) 國外紛提異見

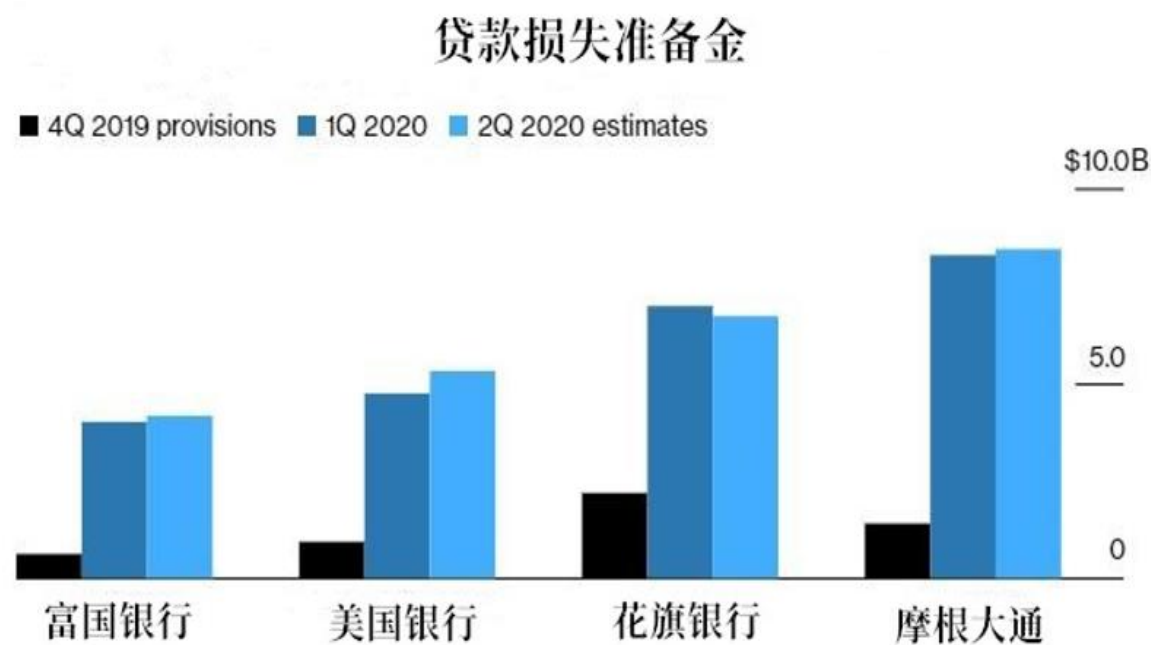
- ... Volcker Rule 主要為了限制銀行進行某些投機性的行為，以保護存款戶的權益。
- ... Volcker認為這些投資性的操作是導致全球金融危機的原因之一
- ... 此法則最重要的部份就是禁止商業銀行以自有資金進行自營交易 (proprietary trading)，亦即銀行用客戶的存款替自家帳戶進行交易，不過有一些豁免條款
- ... 另外，該法也限制銀行投資避險基金及私募股權基金，以及對其所投資之基金於經營困難時提供財務援助

51

Q2財報：美國銀行業的交易/自營業務亮眼

- 美國銀行業在目前疫情緊張的經濟低迷中受到沉重打擊。包括**摩根大通、美國銀行、富國銀行在內的主要銀行業第二季度的總收益預計將比去年同期下降65.1%，營收下降2.1%**。摩根大通、花旗集團和美國銀行的收益預計將下降兩位數
- 銀行業畢竟是一項週期性業務，對信貸和投資銀行服務的需求與GDP增長密切相關。該行業還受到信貸狀況惡化的影響，因為借款人難以償還債務
- 然而，第二季美國銀行業的支撐之一是交易和承銷收入增加。根據分析師的估計，隨著全球對流動性的追逐推動第二季度的手續費增加，交易和承銷業務將成為大多數銀行的一線希望。**市場預估顯示，五家最大銀行的股票和債券交易總收入可能較2019年第二季度增長31%**，其中**摩根大通**料增幅最大。該行聯合總裁Daniel Pinto在6月曾表示，預計交易收入將比一年前增長約50%

美國銀行大幅提撥壞帳準備金 (左圖)，但承銷與交易業務料明顯成長(右圖)

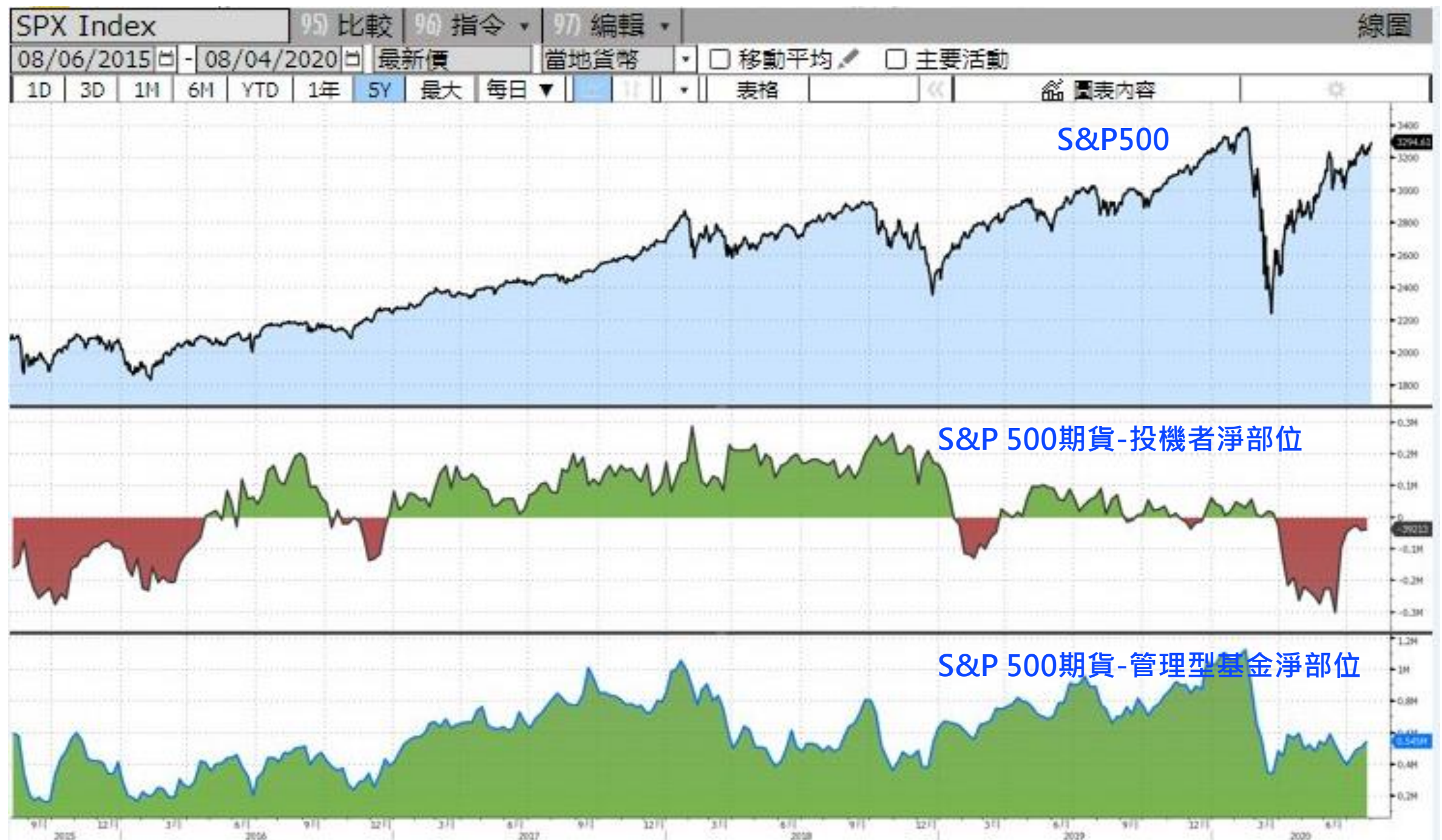


资料来源：彭博社



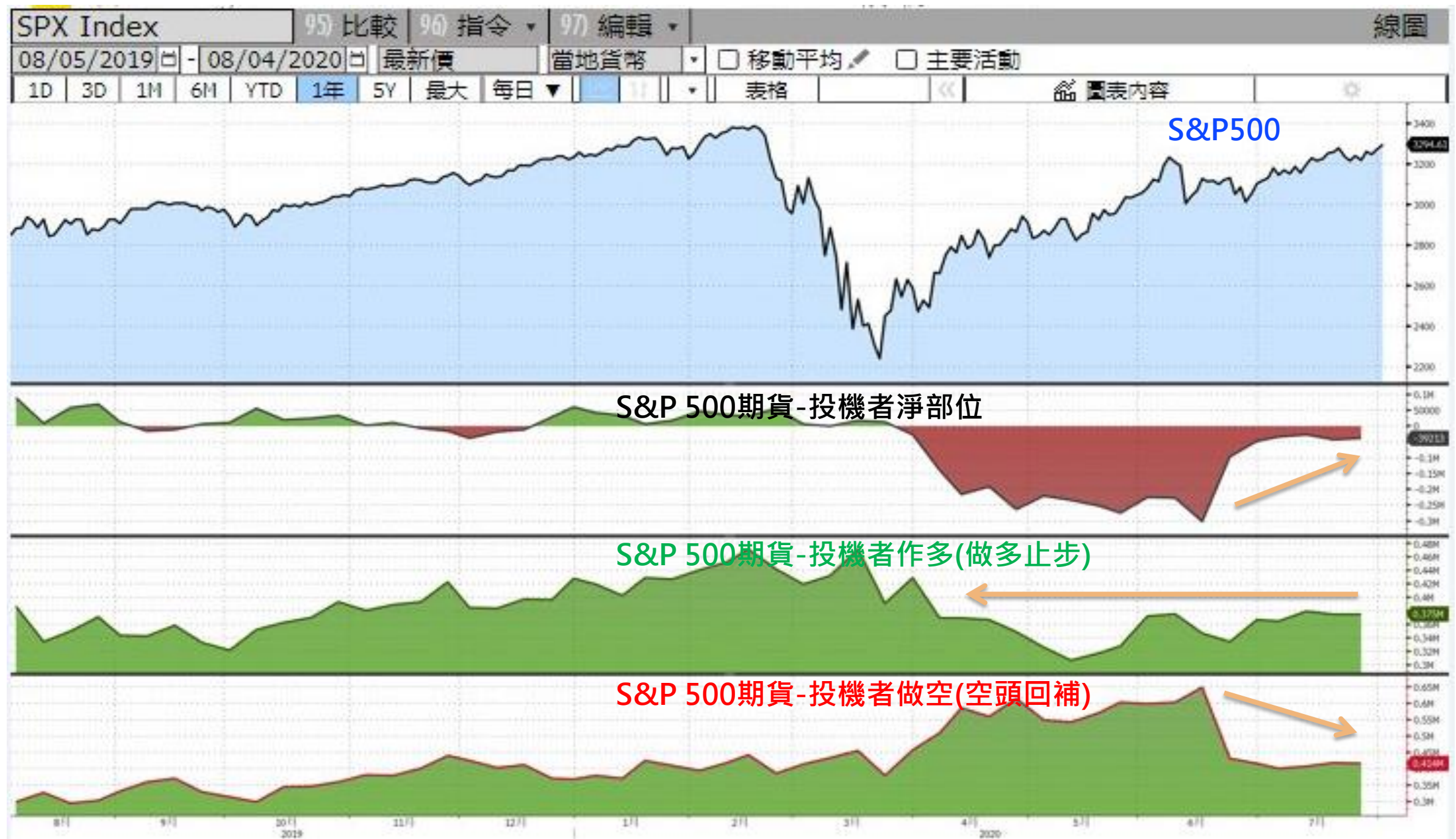
長線：長線資金尚未進場，投機者部位也低

- 從E-mini標普500指數期貨來看，管理型基金部位仍處在3月崩跌時的低位，顯示美股法人籌碼並未完全進場；而投機者部位也偏低(中性偏空)



短線：美股漲勢多來自軋空，做多信心停滯

- 從E-mini標普500指數期貨來看，投機者做空部位減少，顯示近兩周的漲幅多來自於空頭回補。但作多部位並沒有大幅增加，顯示市場缺乏進一步再做多的信心

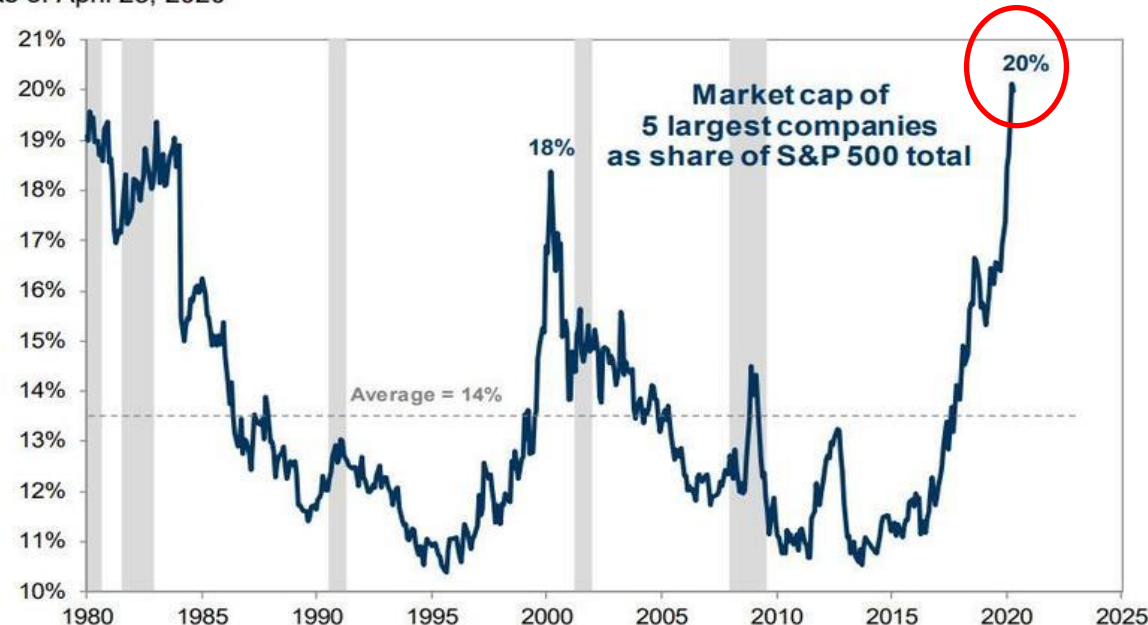


標普500靠FAAMG撐大局的情況不太健康？

- 美股正集中在少數幾支股票，而且是有紀錄以來的新高。S&P 500中五隻最大的股票，即FAAMGS(MSFT, AAPL, AMZN, GOOGL, FB)已上升至佔指數市場的20%。高盛上週更新了數據顯示。年初至今，五大股票上漲了15%，其餘495家標準普爾500公司下跌了8%
- 目前**美股漲勢過度集中在少數超級大型股身上，跟2000年網路泡沫前那樣，極度不健康**，Charles Schwab首席投資策略師Liz Ann Sonders表示：「要是市場轉跌，回頭重測低點，人們會讓獲利最多的部位落袋為安。」。
- 但高盛分析師柯斯汀 (David Kostin) 則認為**投資美股，就是要追逐這些超級企業而不是獲利衰退的中小企業**

美股市值多集中在FAAMG五隻科技股(左)。疫情至今，FAAMG反彈較其他股票強勢(右)

Exhibit 4: The concentration of market cap in the largest stocks has soared as of April 23, 2020



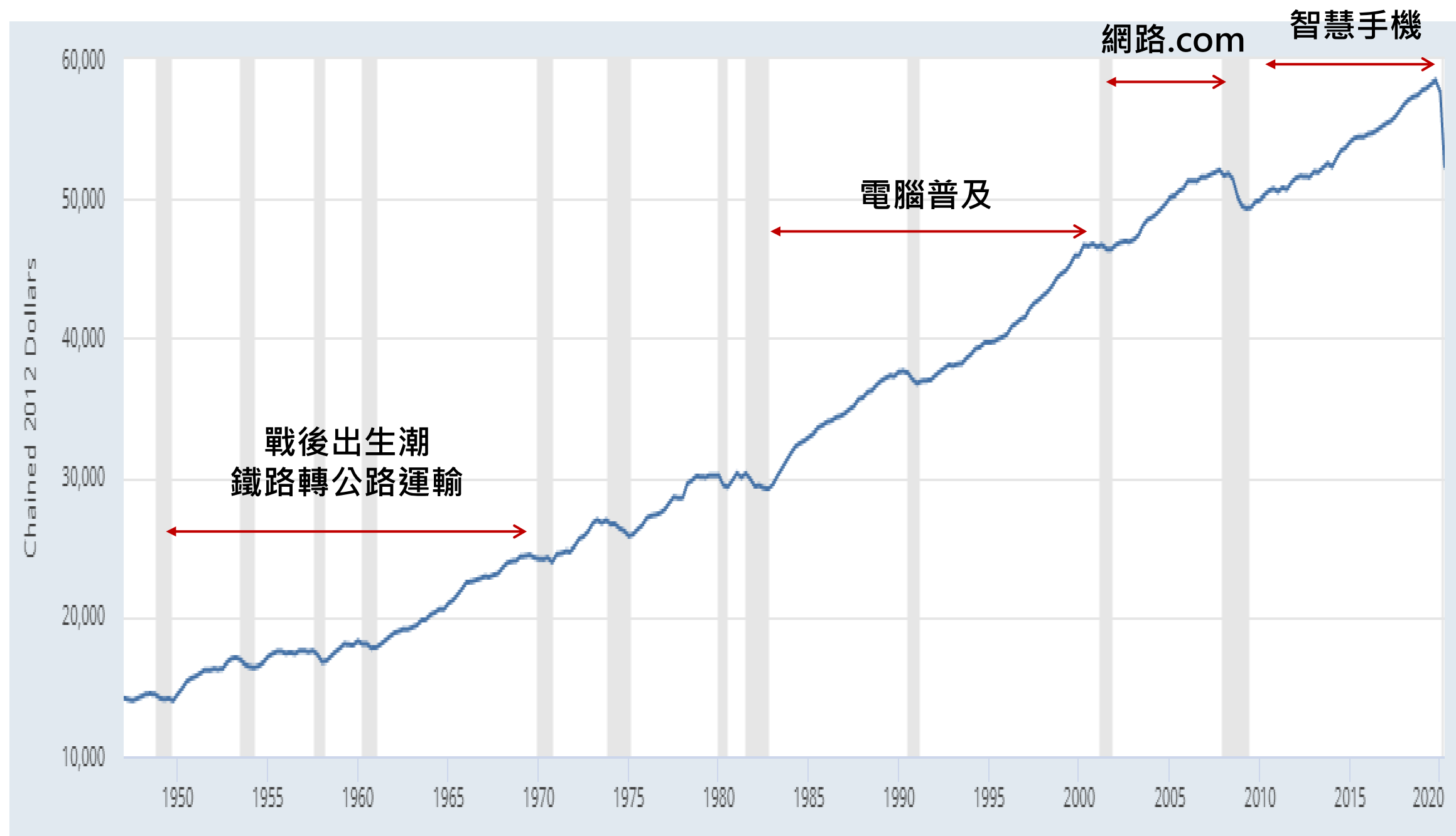
Source: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 3: Five largest stocks have returned +15% YTD vs. -8% for the remaining 495 stocks as of May 27, 2020



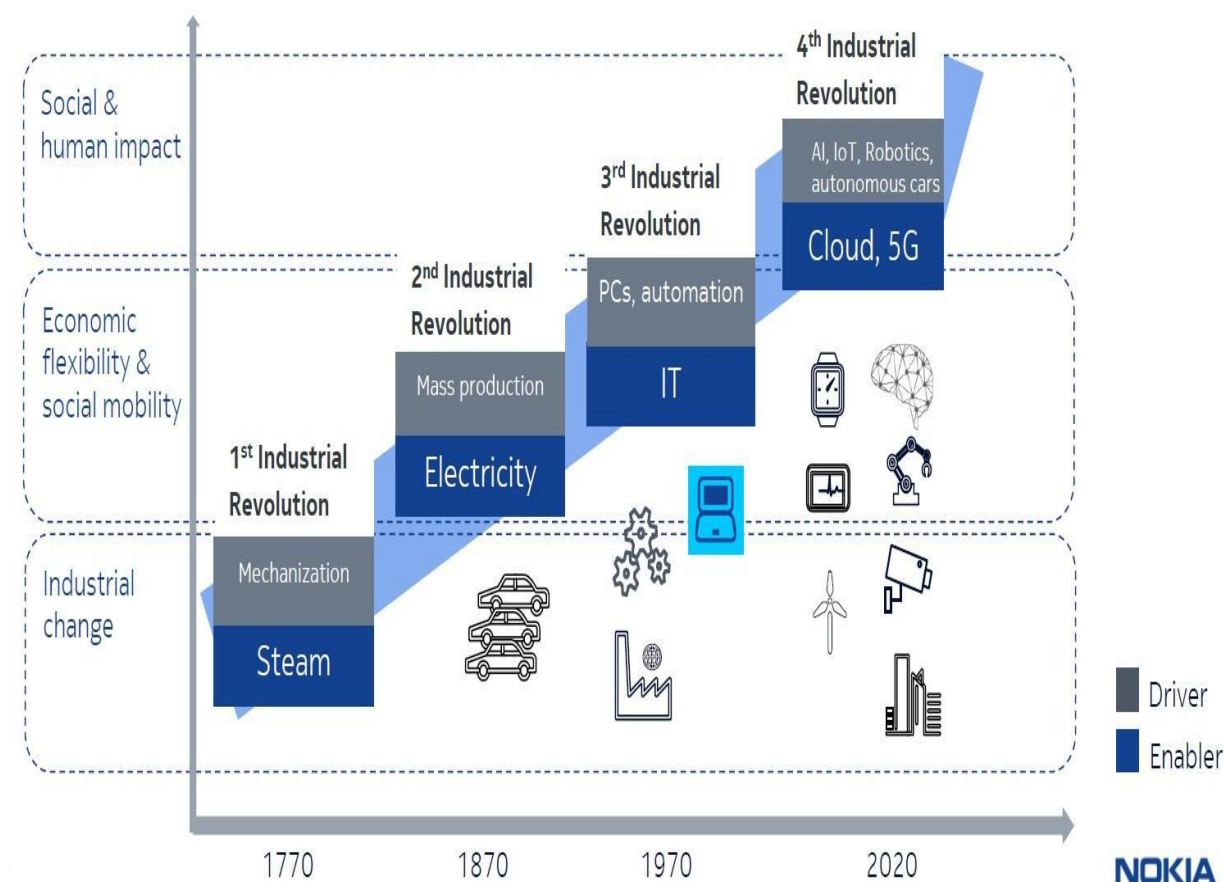
Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

美國生產力歷史



5G+AI推動第四次工業革命

- 從1770年蒸汽機發明觸發的第一次工業革命以來，這個世界已經再度經過第二次與第三次工業革命的洗禮，而即將進入到**第四次工業革命時代**。廣達 董事長林百里指出，隨著科技不斷邁進，每一次的工業革命都會帶領社會進入下一個時代，5G+AI時代來臨將從資訊社會 進入超智能社會
- TechRadar報導指出，5G將在下個十年成為多項科技創新的基礎，譬如機器人和自動化技術，為工業自動化帶來革命性的進步。還有**自駕車**連網，**工廠自動化**也將隨之普遍。5G高速特性，可讓X光或CT檔案瞬間傳輸，也讓遠距看診更加可行



美國經濟仍需刺激，川普推一兆美元基建計畫

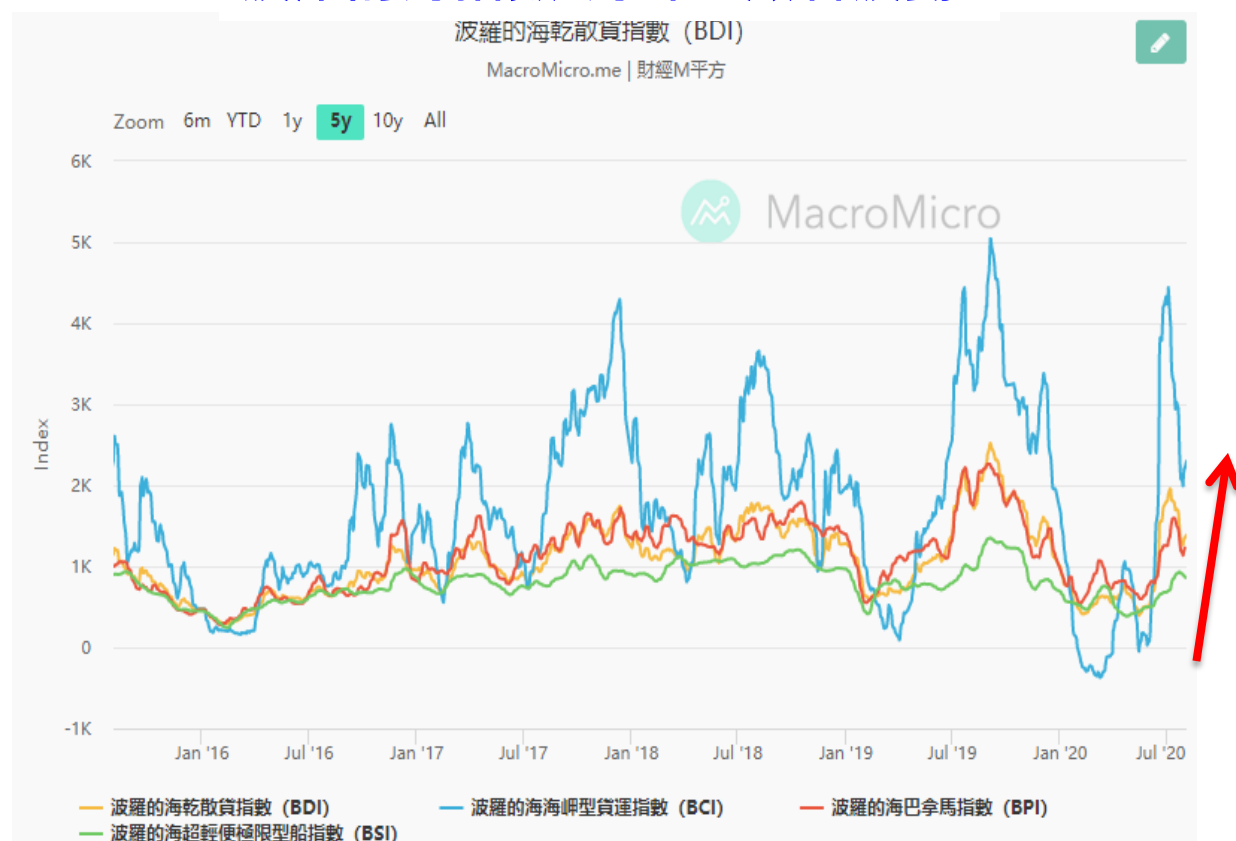
- 美國總統川普表示，考慮推一兆美元基建以刺激經濟。**分析師認為，這項基礎建設計畫將會在11月大選之前或之後實現**
- 《CNBC》報導，美國政府擬推出的這項基建計畫，將用於道路、橋樑等傳統基建項目，以及5G無線網路基礎設施、鄉村寬頻建設。知情人士指出，川普將提議在未來10年期間支出1兆美元
- 川普國去常提到有必要增加基礎設施支出，但與國會合作方面一籌莫展。根據金融時報，在總統選舉年要通過重要立法的難度大得多。川普將需要民主黨人的支持，因為該黨控制著眾議院。不過，**兩黨都認為，美國需要加大支出來維修其破舊的道路、橋樑和其他基礎設施。就時程表來看，美國目前的基礎設施融資法律須在9月30日前更新**



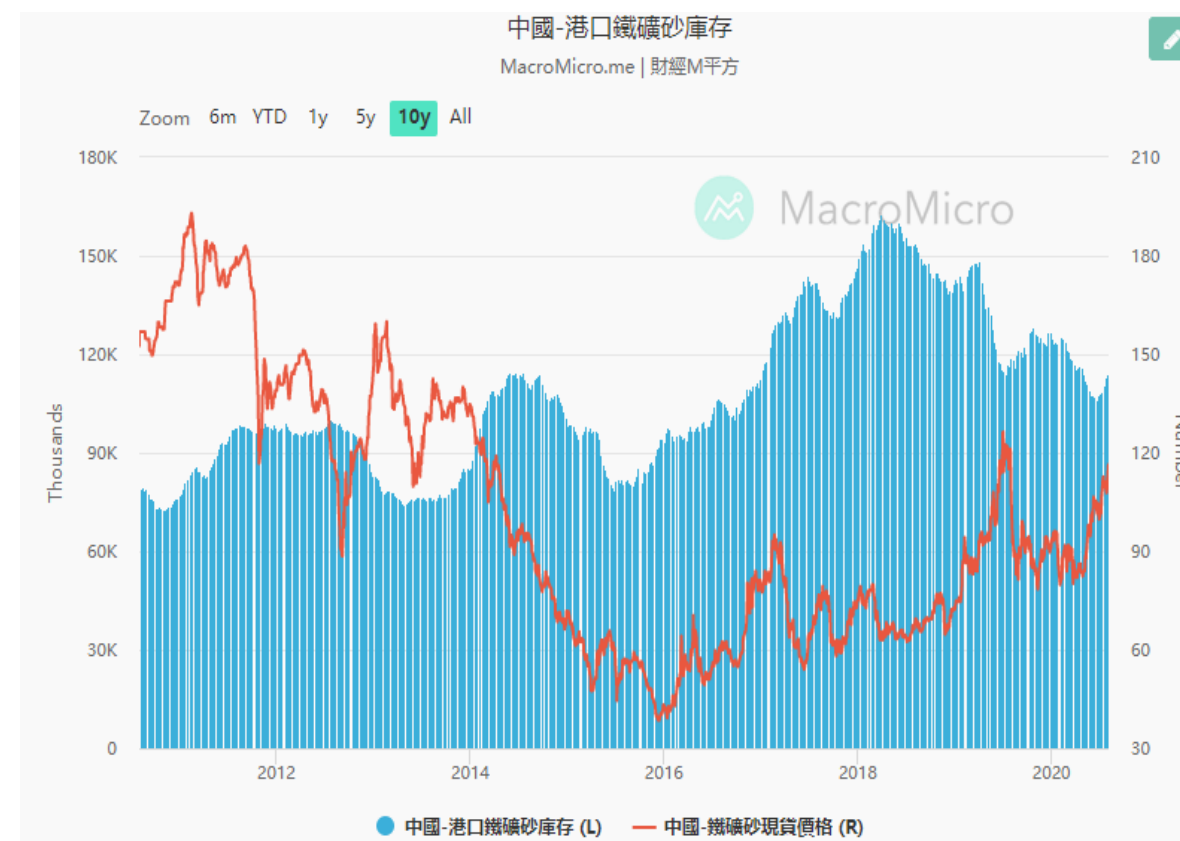
中國也推基礎建設，航運指數明顯拉升

- 今年的**中國兩會對「十四五」、「新基建」之雛型**，大致上已有明確的規畫與**財政預算編列**。並首度放棄設定2020年的經濟成長目標，反應出新冠肺炎疫情大流行，以及外在環境的高度不確定性帶來巨大的整體面阻力。但是提振就業仍是今年的重點工作，中國政府打算將失業率保持在6%左右
- 因此，**對中國來說，基礎建設支出是支撐經濟成長的關鍵**，由於中國解封政策持續實施，提振了對鐵礦石的需求外，據了解，船運業者於六月紛紛開始搶補庫存，激勵波羅的海各相關指數全面走揚。
- **海岬型(BCI) - 鐵礦砂、焦煤、磷礦石等工業原料**

波羅的海指數-海岬型顯著波動



中國鐵礦砂港口庫存與鐵礦砂價格



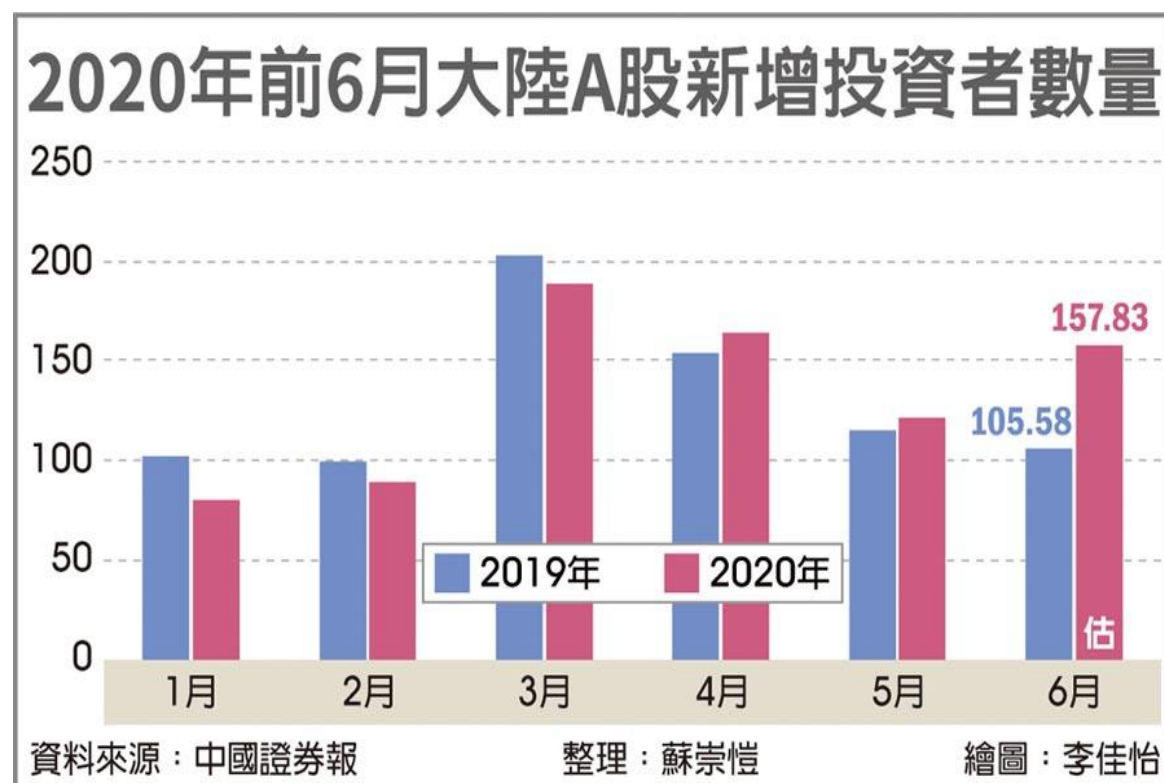
同步指標銅博士：銅期貨部位持續看多

- 彭博所統計的國際兩大交易所，銅期貨淨部位自六月起翻多，尤其是近三周的看多籌碼更是顯著增加，顯示**金融投資人逐漸看多基本金屬的前景**



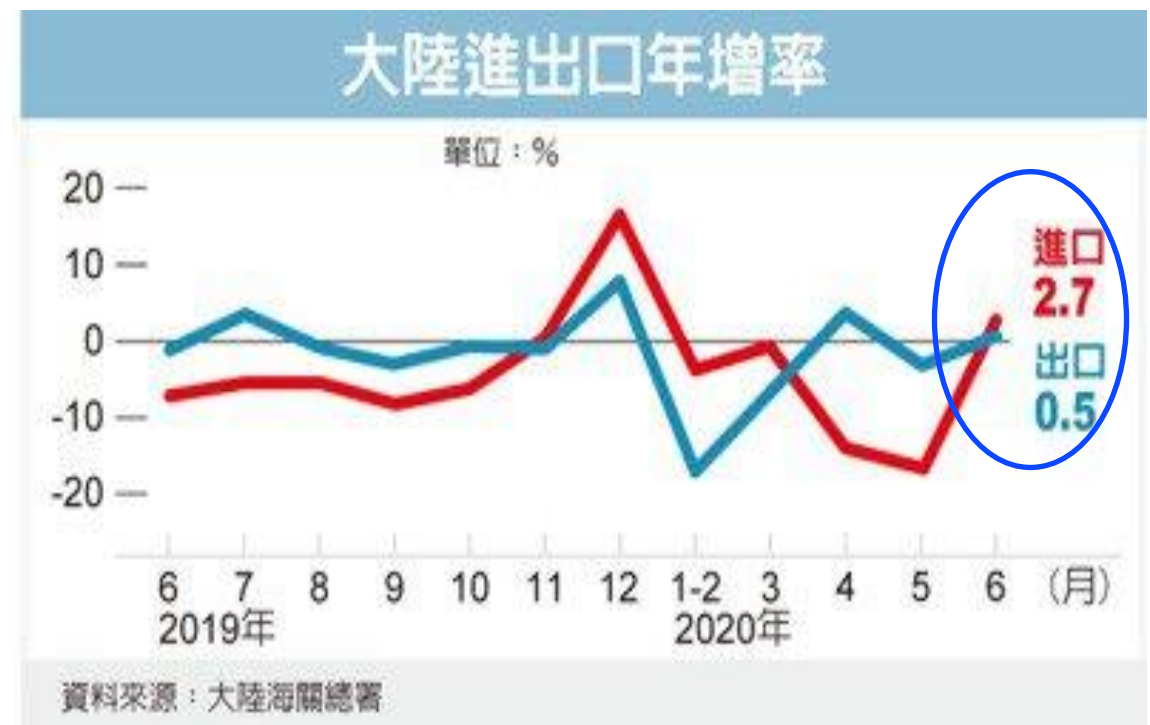
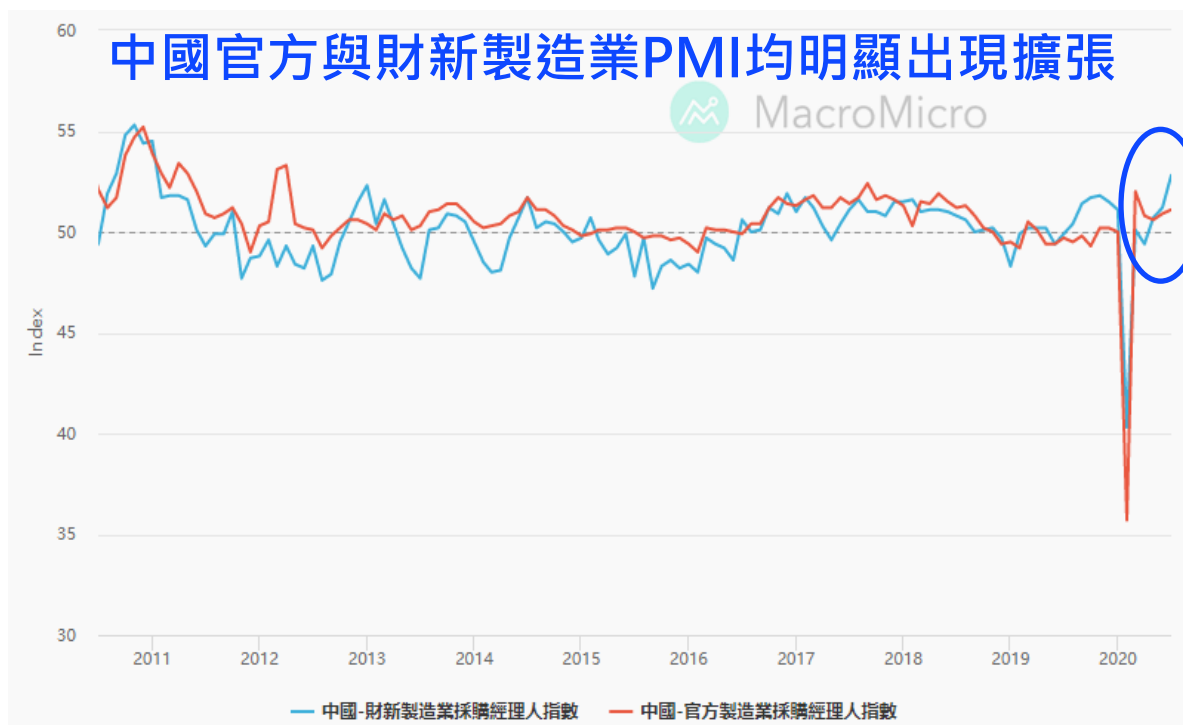
經濟重啟+放水作多，A股情緒越趨樂觀

- 今年漲幅落後於其他國際股市的上證指數，在財新6月PMI指數優於預期、人行變相雙率降息下，上證成功站上 3100 點整數關卡。在熱錢持續低接今年漲幅落後的權值股之下，本週累計漲幅逼近 6%。A股市場轉旺吸引投資者進場，部分券商新增開戶數量增加，國泰君安、中信證券等券商**6月新增開戶數量月增30%**
- 分析指出，A股受兩大因素推動。第一是**中國放寬新冠肺炎疫情管控措施**，國內經濟活動基本恢復正常，IMF最近估計美國經濟今年會萎縮8%，中國會成長1%。第二是**中國官方政策維穩經濟，市場資金充沛為最大利基**
- 值得注意的是，保險系資金也展現入市熱情。險資是公募基金市場的第一大機構投資者，業者認為A股迎來顯著的「修復」，外資大規模湧入，加上對疫情憂慮的緩解、中國經濟率先復甦、政策面利多持續發酵等因素，讓市場情緒轉為樂觀



中國財新製造業PMI創9年半新高，進出口增長

- 本周一(8/3)公布的財新7月中國製造業採購經理指數(PMI)由6月51.2，進一步升至52.8，創9年半新高，亦是連續3個月處於擴張區間
- 財新網報導，大陸製造業產出已連續5個月處於擴張區間，7月生產指數創2011年2月以來最高。許多企業表示，**市況從疫情中逐漸恢復，客戶需求增強。新訂單指數也是2011年2月以來最高，連續兩個月處於擴張區間**。海外疫情繼續拖累出口，7月新出口訂單指數繼續處於收縮區間，但降幅為6個月以來最低
- 新訂單增加帶動廠商增加採購意願，原物料庫存指數自1月後重新回到擴張區間，而成品庫存指數則連續兩個月處於萎縮，但跌幅減緩。**受訪企業表示，這與銷售改善、需要向客戶出貨有關。而市況的改善帶動原物料成本上升，原物料買進價格結束連續三個月的跌勢，出現2月份以來的最高值**



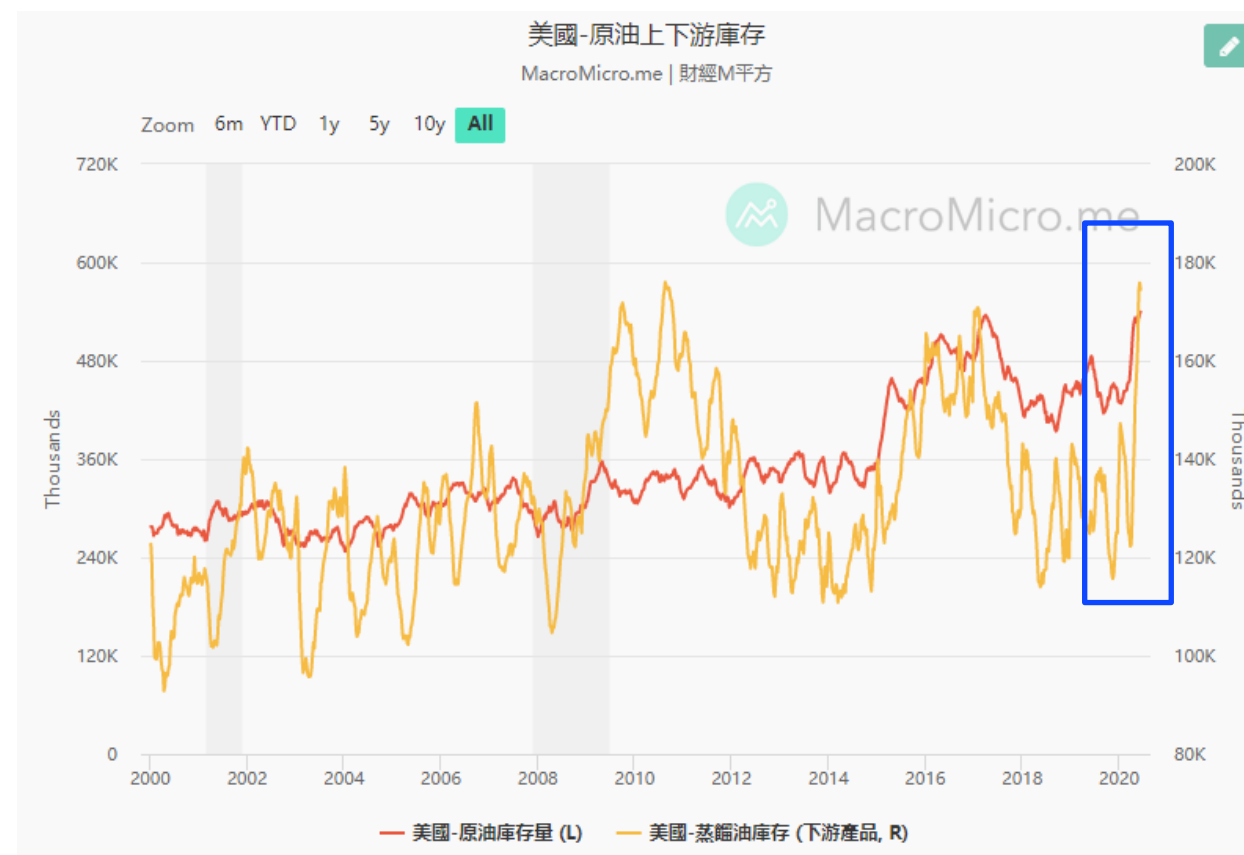
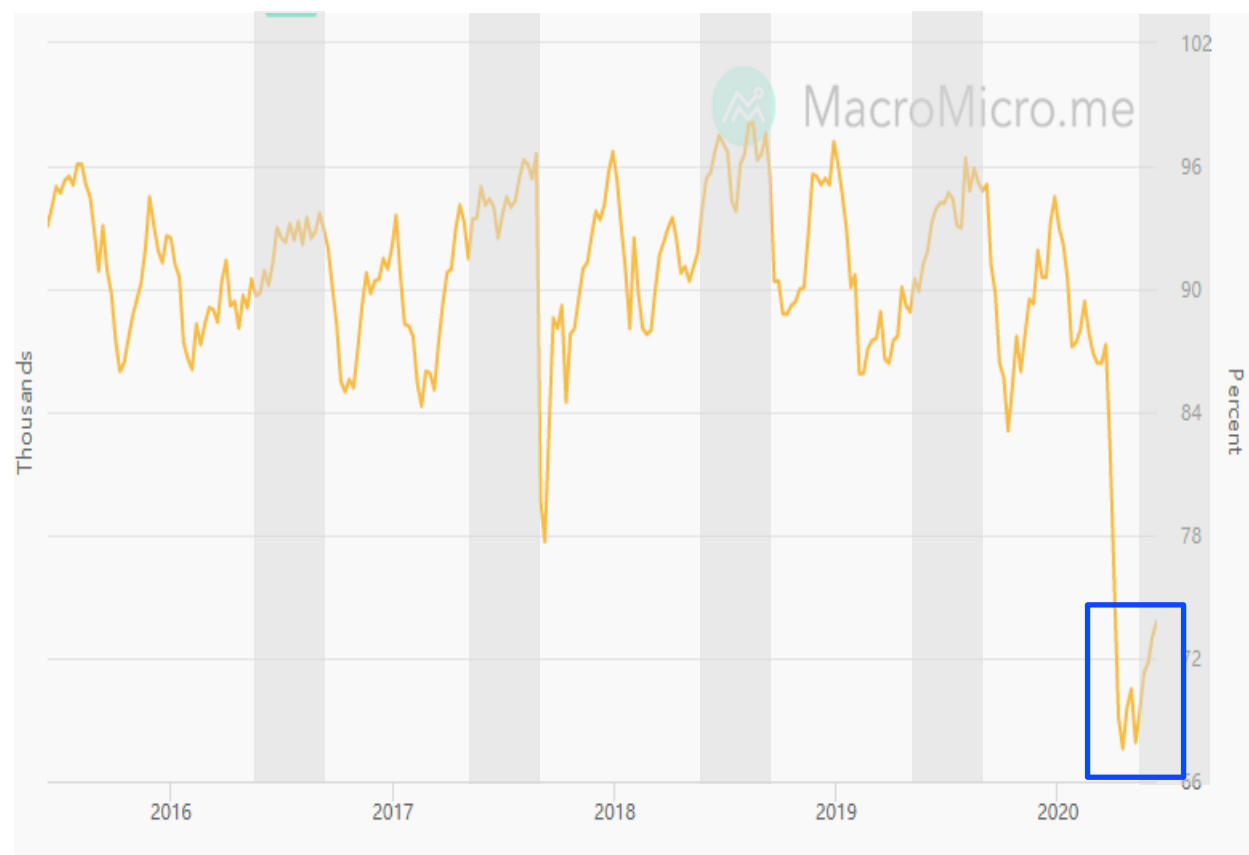
深成指(周線圖)



美國進入夏季用油，至少油價有支撐

- 今年因受到疫情打擊影響導致經濟停滯，**美國境內需求大減，上下游庫存也明顯堆高**。美國原油市場一年有兩個旺季，分別是每年12月中旬至次年3月底的冬季用油旺季，以及每年6月到9月中的傳統夏季用油旺季。其中又以夏季用油需求最大
- 西德州油價目前位於40美元上下，有利美國經濟復甦

美國時序開始進入夏季用油(左)，但由於上下游庫存仍偏高(右)，油價基本面中性看待



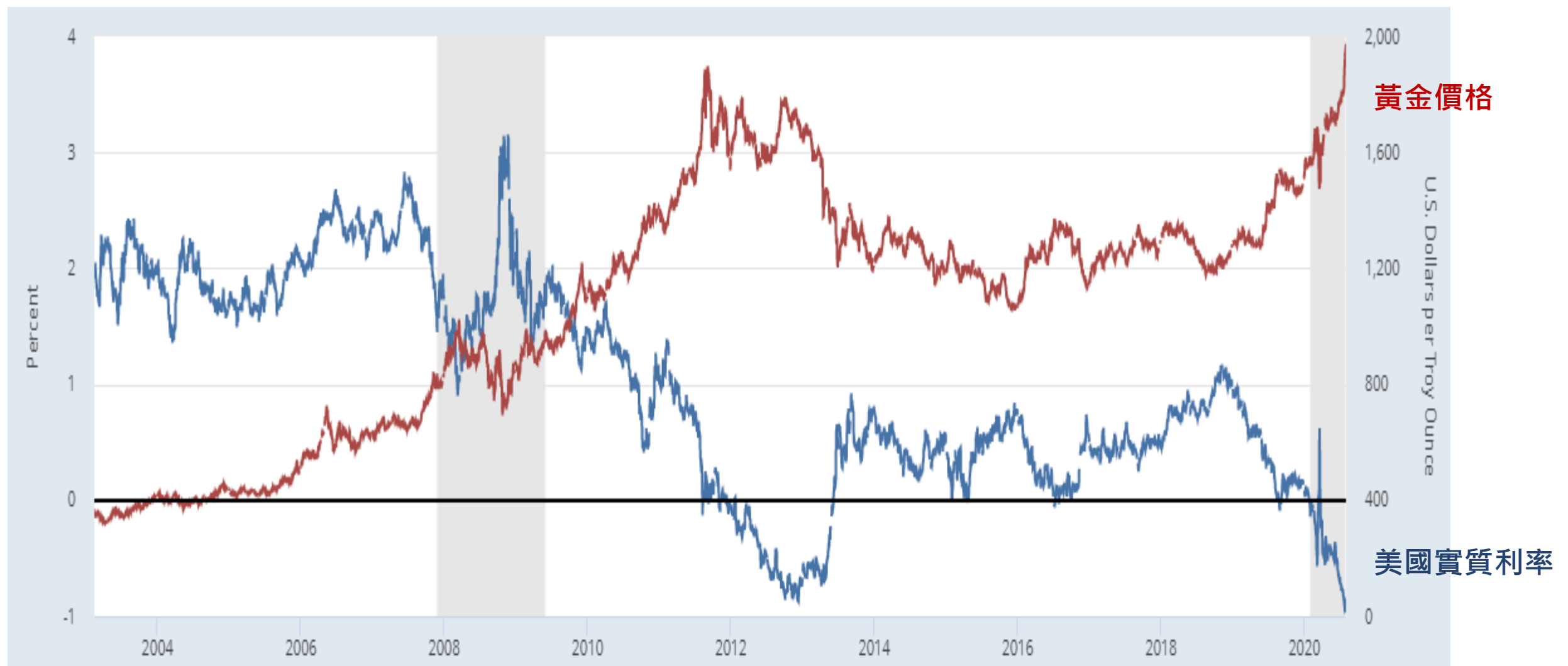
中美關係緊張情緒升溫，油價可能有戲？

- 美中關係緊張，也讓投資人不安。**繼華盛頓政府下令關閉中國位於休士頓的大使館之後，北京當局也決定關閉美國成都大使館作為反制。**美國總統川普23日在疫情簡報會上指出，中美貿易協定「目前對我的意義，已不如當初敲定的時候」。國務卿蓬佩奧日稍早才剛呼籲全世界加入美國，共同對抗中共領袖。**投資人擔心，這可能是另一波中美衝突的開端**
- 南海成為中美雙方軍事較勁場域。美軍近日在南海動作頻頻，根據北京大學海洋研究院的「南海戰略態勢感知計畫（SCS）」計算，美軍在7月已經偵巡中國沿海和南海約50次，不但創下新高，且數次逼近中國沿海的領空
- 美國兩艘航空母艦戰鬥群在南海恢復演習，是這個月以來，大型軍艦在有爭議的海域第二次進行聯合演練。**美軍兩大航母打擊群，2012年後首度在南海演習**，共有12,000多名美國軍事人員，還部署了120多架飛機，進行戰術防空演習



黃金：趨勢並未改變

- 高盛分析師團隊將未來12個月每盎司黃金目標價自2,000美元調高至2,300美元，同時將白銀每盎司目標價自22美元調高至30美元。高盛重申今年3月即提出的做多建議以及黃金是「終極貨幣」的論點，**預估美國實質利率(US real interest rates)還有更多下跌空間**
- 短線: 實質利率下滑，美元不振
- 中線: 原物料概念，通膨預期
- 長線: 景氣擴張晚期，成為避險標的



免責宣言說明

本報告所載係台新綜合證券(股)公司 國際業務部根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，僅供參考，本公司不保證其正確性及完整性。內容如涉及任何有價證券或金融市場商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，任何人如參考本報告後、所進行相關投資行為或交易，應自行承擔所有損益，本公司並不負任何法律責任。

此外，非經本公司同意，不得將本報告內容之部分或全部加以複製、轉載或散布。