Global Investment Committee

Investment Strategy & Outlook for Asset Classes

22 July 2020

CTBC PRIVATE BANKING
中國信託私人銀行服務

CTBC Bank Co., Ltd. (incorporated in Taiwan with limited liability)
中國信託商業銀行股份有限公司(於台灣註册成立之有限公司)

3Q20-4Q20 市場趨勢

股債匯市場策略

短期資產配置策略

© CTBC

3Q20~4Q20 市場趨勢與投資策略

【3Q20~4Q20市場趨勢】

七月之後全球新型冠狀病毒(COVID-19)疫情再度出現升溫，其中尤以美國最為明顯，但在再次採取全面封鎖經濟的手段以阻隔疫情蔓延的可能性不高下，只會影響經濟復甦的速度而不會影響經濟U型復甦的趨勢。而企業第二季財報陸續公布，在極度保守的預期下反繳出多數優於預期的表現，加上市場仍期待包括全球政府持續加碼的紓困政策，使得風險性資產七月表現多數走揚。利率方面美債殖利率在寬鬆政策加持下維持在0.6~0.7%狹幅整理，多數信用債利差持續收斂、價格上漲。匯市方面，美元指數因美國COVID-19疫情再度惡化下的財政赤字擔憂而轉弱，非美貨幣則迎來升值。

展望下半年，本行維持整體大盤以震盪微幅上行機率較高的研判，主因金融市場中期行情的二大決定因子-資金面與基本面，並未因近期的事件出現趨勢變化。首先在資金面，雖然聯準會(Fed)被質疑資產規模近期有所縮小，但此一情形更多反應的是在市場流動性改善後，央行間的換匯需求減少以及各項緊急授信機制的需求減少。更何況以中期視野檢視，七月以來多位官員陸續表態將推動更多刺激政策與前瞻指引，均代表全球央行維持一段長時間寬鬆政策的必要性與可能性極大。畢竟後疫情時期的經濟不確定性仍大，況且目前不管是政府、企業或是家庭在財務結構上均明顯惡化，恐難承擔寬鬆政策一旦退出所造成的利率彈升。基本面方面，隨著經濟數據已由谷底爬升一段時間，先前受惠於低基期的因子將有所弱化，雖然整體趨勢上仍屬改善，但改善速度勢必逐漸放緩，也就是說下半年的經濟數據將難像5、6月經濟剛解封時一面倒的優於市場預期。美國7月以後的初領失業金人數雖逐周改善，但改善幅度有所縮小，且有時不如市場預期就是明顯例子。但儘管如此，隨著COVID-19疫苗陸續傳出好消息，以及封城對經濟損害過大，研判歐美中政府不會輕言再採取封城的激烈手段，則景氣下半年U型復甦的趨勢不致改變。基於上述研判，本行重申上月提及的美中角力、美國大選與高昂的企業本益比仍為金融市場波動的來源，但應無礙於資金面堆砌與基本面持續改善下的中多行情。

【3Q20~4Q20投資與配置策略】

投資策略方面，大規模政策的持續支撐以及全球復工復產的進程不中斷，讓全球經濟得以維持復甦態勢。但企業端大規模放棄給出下半年財測目標則說明未來金融市場的高度不確定性，反應在投資策略上尋找確定性與抵禦波動性將成為資金在資產選擇上優先考量的構面。股市方面可著重的確定性題材有高成長性的科技、技術升級趨勢的通訊服務、防疫受惠的健護、新政策加持的中國，以及科技佔比高的美股、新亞；信用市場方面可著重的確定性題材，是聯準會購債支持下的墮落天使與投資等級企業債，同時投資等級債亦兼具抵禦波動性，本行建議包含全球投資級債或新興投資級債都是信用市場策略首選；匯市策略上可著重抵禦波動性題材，則美元與黃金仍屬必要配置，不過因美國疫情在成熟國家中相對嚴重，醞釀的第五輪財政紓困將加深財政赤字隱憂，也將成為後續壓抑美元的因子，也創造出非美貨幣下半年輪動升值的契機。

配置策略方面，面對高頻波動的市場環境，投資人應該謹慎檢視投資組合與自身風險承受度，一方面藉由長短期投資策略提高投資彈性，一方面藉由股債多元資產配置均衡波動與收益。

資料來源：中國信託商業銀行，2020/7/22

© CTBC

不確定性伴隨波動環伺，成長與抗波動雙軌策略並行

基本假設~景氣大U型復甦

4Q20		Like	Neutral	Dislike	理由
股市國家	成熟市場股				疫後重建投資信心及地緣政治衝突多空交雜，全球股盤整震盪機率高，回歸alpha策略
	美國				寬鬆貨幣政策尚未結束，大量處於觀望的資金將為美股提供支撐，科技的alpha表現將延續到大選前
	拉丁美洲				美中基建計畫推升全球原物料需求，商品出口國可望有表現機會，惟拉美疫情仍失控，抵銷部份投資信心
	歐洲				復甦基金有助減緩整體歐洲資產的下方風險。然歐元受到激勵，恐壓抑歐企獲利，上調3Q&4Q歐股評等至中性
	新興歐洲				油價轉趨震盪加上疫情影響令央行大幅降息，料持續打壓權值之能源&銀行類股，壓抑新歐指數表現
	泛太平洋				澳幣與日圓持續升值不利日本及澳洲出口型企業，但若原物料價格因美元貶值續強，澳股表現將優於日股
	新興市場股				經濟恢復力道將逐季遞減，不過年底前若美元持續走弱，新興市場股票有望再度轉強
	新興亞洲				因疫情控制得當及靠科技產品支撐出口，基本面相對其餘新興市場穩健，地緣關係緊張為短期可控風險
	中國A				因應美中金融戰，中國加速通過金融市場資本改革政策，且下半年通膨續降下有助更多刺激政策出台穩內需
	東協				經濟恢復力遜於東北亞，且油價持續上漲對仰賴觀光業的東南亞國家造成二度衝擊
股市產業	科技				半導體成長趨勢延續、軟體服務受惠雲端遠距需求，疊加5G技術將為智慧型手機帶來正成長趨勢
	非核心消費				零售和休閒活動持續加溫、車市有望擺脫谷底並改善，正向看待4Q20非核心消費類股
	工業				工業活動回溫但緩慢，因航空產業鏈拖慢復甦力度，中性看待4Q20工業類股
	金融				股權政策受限、借貸風險高、息差收入折損，負向看待4Q20金融業
	地產				房市活動因重啟經濟而復甦、租金收入狀況逐月改善，正向看待4Q20地產類股
	能源				能源產業結構調整、減產去化原油庫存及北美頁岩鑽探活動止跌回穩。次產業相對看好大型整合性能源商
	原物料				礦產供給恢復，然中國需求支撐。次產業看好工業氣體優於礦產優於化學
	公用事業				市場仍處低利率環境，以股利率跟本益比角度看待，公用事業相對具吸引力
	核心消費				節慶採購需求增加、成本控管，次產業看好家用消費品及核心消費零售通路商
	健護				預期新藥銷售、併購活動及病毒療法發表，相對看好醫藥生技優於醫療器械
	通訊服務				企業對數位廣告投放量增加及電信銷售業務回溫。次產業相對看好網路媒體
信用	全球投資級債				殖利率達歷史低位，以聯準會購債計畫內的科技、通訊服務、健護醫療及非循環消費表現相對穩健
	全球高收益債				美高收債企業違約持續然賤售比率持續改善，以受惠聯準會政策的信評BB級及墮落天使企業債相對具表現空間
	新興主要貨幣主權債				主權國家發債量可望較上半年減少，降評風險暫時降低，利差仍在2倍標準差附近，新歐及亞洲債市走勢穩健
	新興主要貨幣企業債				大量流動性支撐新興企業債，賤售債券比率已見改善，惟拉美及中國違約風險猶高，不確定因素也將加大波動
	新興當地貨幣債				資金拋售當地債壓力持續，經濟回穩將降低寬鬆政策力度，殖利率可能於低檔震盪，而匯市難見大波段行情
匯市	美元指數				聯準會保證美元流動性緊縮問題不再發生，川普民調落後不利美元，4Q20轉為中性看待
	日圓				全球低利率環境，日圓負利率劣勢不被凸顯，不過避險需求有所降低，中性看待
	歐元				歐盟跨出財政整合第一步為歐元利多因素，經濟表現也逐漸改善，4Q20轉為正向看待
	澳幣				第三季基本面將呈改善，澳幣大幅下挫風險降低。然墨爾本進入第二次封鎖掀起疫情復發擔憂。維持中性看待
	人民幣				低利率環境下人民幣坐擁利差吸引力，川普民調落後有利人民幣展望，4Q20轉為正向看待。
	南非幣				南非幣具備利率吸引力，但經濟下行趨勢明顯，財政體質惡化問題仍引發資金流出可能性，負向看待
商品	布蘭特原油				4Q20逐漸去化原油高額庫存，維持中性看待
	黃金				全球維持低利率環境、貨幣寬鬆及股市本益比偏高，黃金可對沖資產風險

資料來源：中國信託商業銀行整理，2020/7/22

3Q20資產位置

© CTBC

Cross- Asset Preferences

資產類別	我們偏好…	我們較不偏好…
• 股市	國家 • 美國 • 新興亞洲 • 中國A 產業 • 科技 • 非核心消費 • 地產 • 公用事業 • 健護 • 通訊服務	國家 •新興歐洲 •東協 產業 •金融
• 固定收益	• 全球投資級債 • 新興主要貨幣主權債	•新興當地貨幣債
• 外匯/商品	• 歐元 • 人民幣 • 黃金	•南非幣

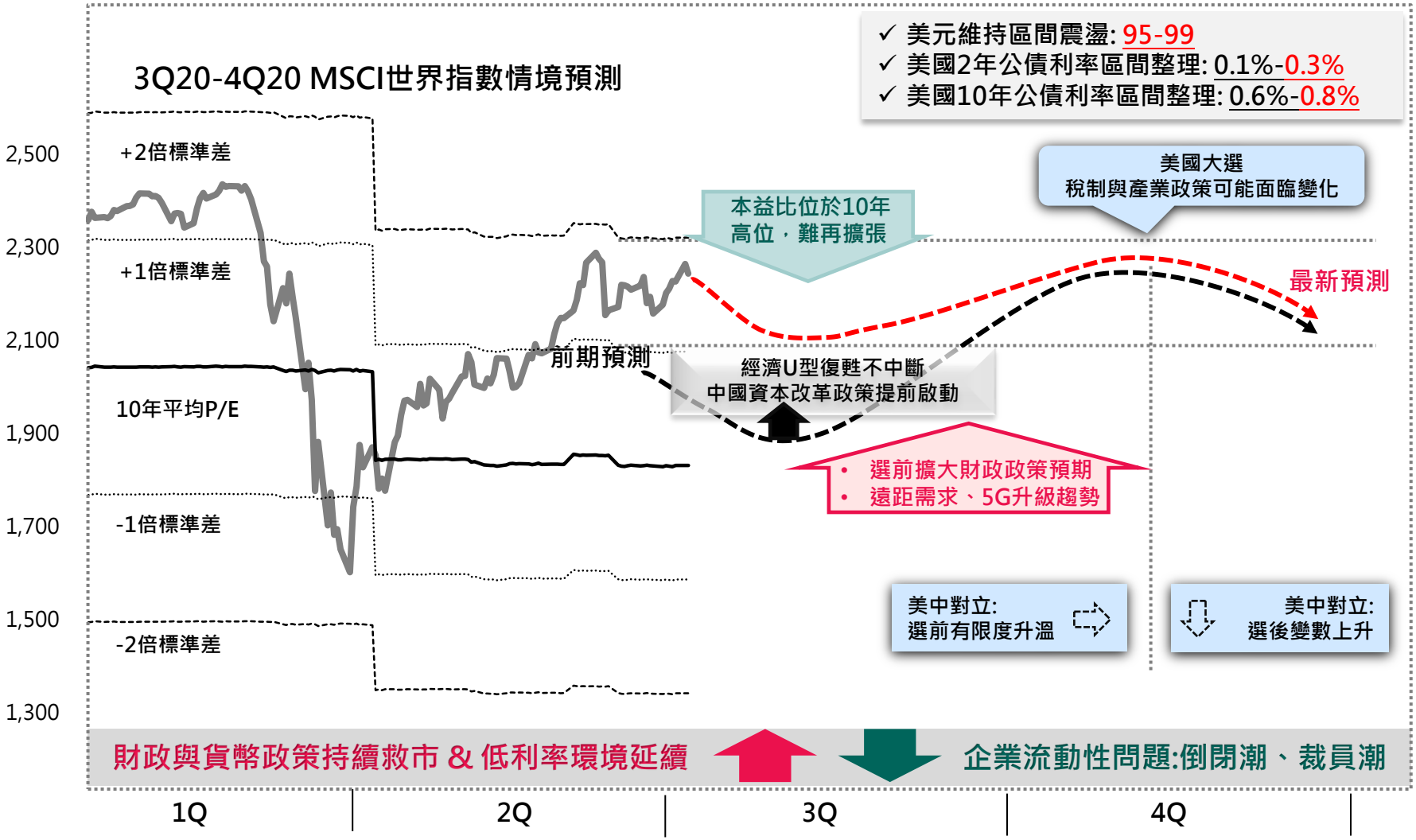
4Q20 股債匯市場策略

股市(國家)	**市場追逐成長性高標的，聚焦強者恆強市場** 疫後全球股的獲利成長主要集中在具戰略意義的科技股，全球股強者恆強，漲勢集中度創下歷史新高。4Q20繼續看好科技比重高的美股、新亞，中國數位經濟轉型與資本開放並行，上調中國A股至買進。礦業價格較油價表現突出，但拉美疫情仍失控而中立看待拉美股市。受限於油價多空拉鉅，俄羅斯大型能源股獲利動能疫弱，新歐負向看待。
股市(產業)	**產業投資掌握三益，受益、收益、效益** 企業的復甦之路，概不會少了美中衝突帶來的煙硝味，以及疫情變化帶來的陣痛，但科技、非核心消費、通訊服務、健護等產業卻可受惠遠距需求、5G技術發展而相對受益。而公用事業、地產擁收益，是對抗低利環境的利器。僅管市場波動度已不如先前疫情爆發時，但仍高於近年平均水準，為防紙上富貴，可增加黃金提高投資效益。
信用	**成熟市場企業債以購債名單企業具表現空間，違約風險較低的新興美元債可拉長投資期間** 美企業違約率緩步走升但聯準會政策挹注信用債市且賤售比率持續改善，以政策購債名單上企業債具表現機會，流動性差且償債壓力高之新興國家企業在全球經濟衰退擔憂下恐更難取得資金；新興當地債利多已漸出盡，主權債利差收斂速度可望趕上當地債，企業債考量下半年初級市場供給量可能增加及違約持續上升，可偏重基礎建設、金融、大宗商品等相對穩健之產業。
匯市	**非美經濟加速復甦，降低美元動能** 聯準會在積極寬鬆後，美元動能便開始有所放緩，而實際開始購入公司債後，美元有較大幅度的修正，顯示市場對聯準會資產負債表的品質抱有一定程度疑慮。另外，美國疫情時期大量支出加深雙赤字(財政赤字+經常帳赤字)問題，也將成為壓抑美元的因子。整體外幣配置可適時增加非美貨幣的比重，歐元和人民幣為展望較佳者。

資料來源：中國信託商業銀行整理，2020/7/22

© CTBC

政策護航抵銷下檔風險，變數環伺壓抑上檔空間

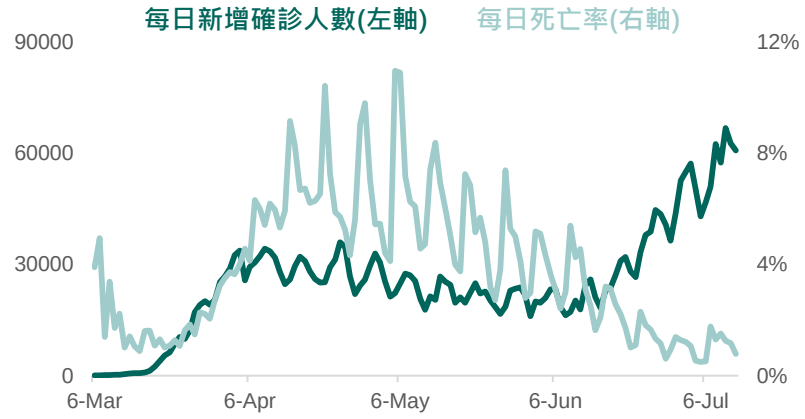


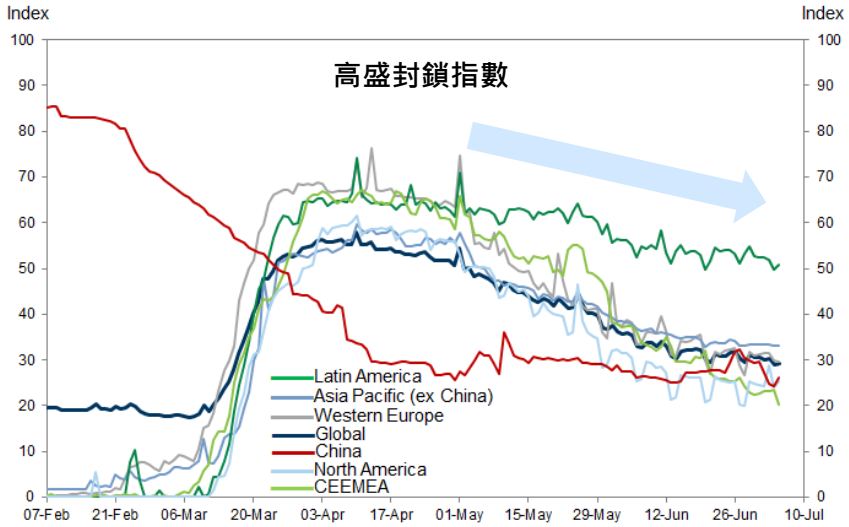
資料來源：中國信託商業銀行整理，2020/7/17

© CTBC

美疫情爆發再封城的擔憂消除、新增中國資本市場改革利多

疫情再度爆發不封城→經濟U型復甦不中斷





美中金融戰加速中國資本市場改革

2004-2020 中國資本市場四次改革

美中貿易戰 科技戰 金融戰

2004年: 中小板
2004/6/25，
首批8家企業在中小板掛牌上市

2009年: 創業板
2009/10/30，
首批28家企業集體在深交所掛牌

2019年: 科創板
2019/7/22，
首批25家科創板企業股票上市交易

2020年: 創業板註冊制
2020/4/27，
通過《創業板改革並試點註冊制總體實施方案》

其他
2020/6/5，
准許紅籌企業在科創板上市
2020/6/17，
中國太保GDR在倫敦交易所上市
2020/6/18，
摩根大通獲准成立全資控股期貨公司
2020/6/19，
發布上證科創板50指數公告
2020/7/17，
銀保監會宣布放寬保險公司持有權益類資產最高上限至45%

資料來源：左上:維基百科，2020/7/12，左下:高盛，2020/7/9，右:中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

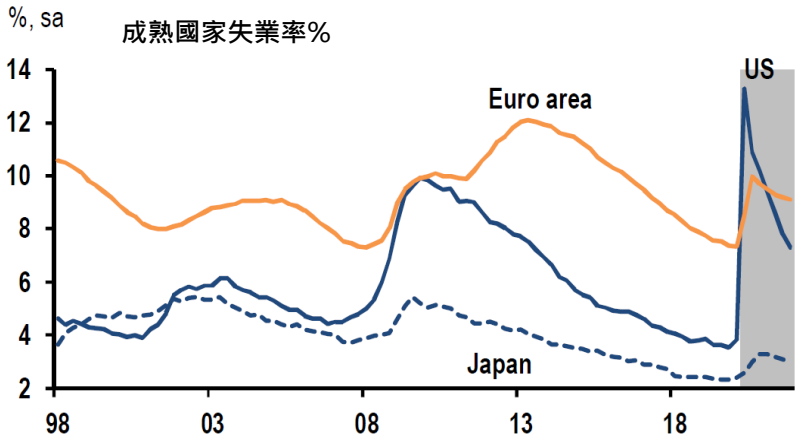
受疫情重挫的信心將持續向上重估，但實際景氣回升需更多時間

- **經濟預測向上重估:** 6月IMF預估全球2020年經濟衰退-4.9%，成熟國家預估衰退-8%，然從6月以來(左下圖)可見，花旗全球經濟驚奇指數大幅從谷底反彈，顯示先前疫情引發封城對經濟數據帶來的衝擊已告一段落，隨之而來的則是大幅下修的經濟數據在解除封城後呈現高於預期的現象，也帶動經濟驚奇指數大幅走揚，預計3Q20經濟數據維持向上重估的態勢。

- **高失業率不易回到常態:** 疫情對就業所帶來的衝擊加速了很多產業變遷，因此雖多數國家解除封城，但失業率並未快速的回歸常態，短線全球消費力道受政府振興方案所支持(如台灣三倍券)，然而中長期的經濟環境仍需觀察就業帶來的常態性收入才能提供終端需求長期的動能，成熟國家失業率需要很長一段時間才能夠回到疫情前的水準，整體而言，3月受疫情重挫的信心將向上重估，但實際景氣回升需更多時間。

經濟數據優於預期創3年新高，預計3Q20繼續向上重估

成熟國家失業率需要很長一段時間才能夠回到疫情前的水準



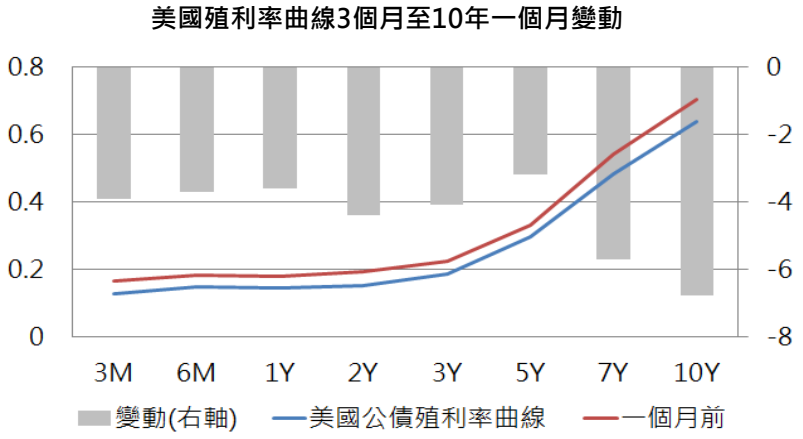
資料來源：左: Bloomberg，2020/7/15，右: JPMorgan，2020/7/1，中國信託商業銀行整理，2020/7/13

© CTBC

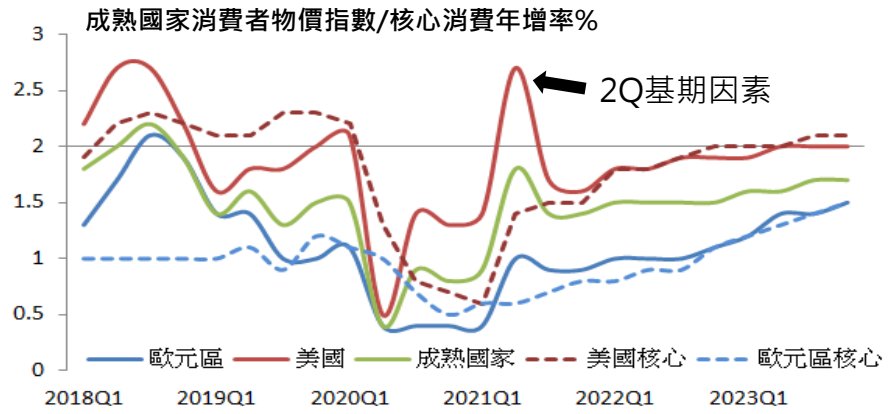
預計美債利率狹幅整理，下半年通膨穩定，央行購債動能續揚

- **公債利率波動下降:** 一個月以來，兩年期及十年期公債殖利率月變動分別為-4.4基點及-6.8基點，遠低於12個月平均之14.6及17.4基點，債市在央行擴大量化寬鬆後波動度明顯下降，美林公債波動率指數亦逼近一年低點。
- **通膨展望低於目標:** 高盛預估，成熟國家通膨在疫情及油價崩盤的干擾下將維持在目標2%以下，扣除2Q20基期因素的影響，美國通膨預計到2023年底才回到2%，歐元區則維持極低水準。
- **歐洲央行接棒寬鬆:** 3月以來主要擴大量化寬鬆政策由美國主導，預計下半年歐洲央行接棒加入寬鬆，成熟國家資產負債表擴張動能到年底持續向上。

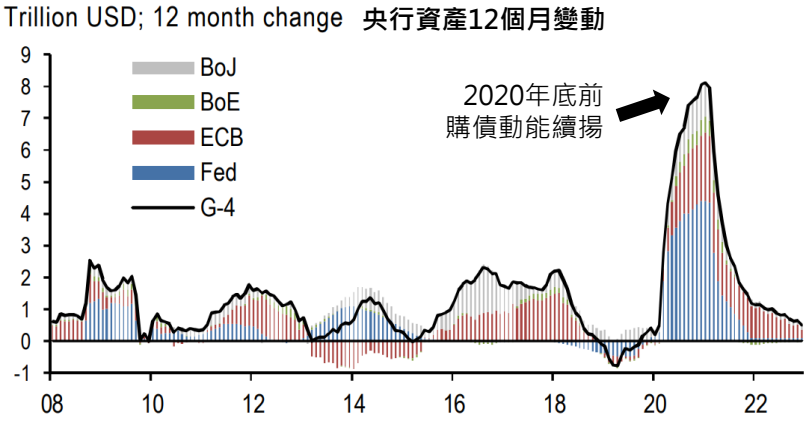
美國殖利率曲線一個月以來變動趨穩



成熟國家通膨長期維持在2%目標以下



央行資產負債表預期將繼續擴張



資料來源：右下: JPMorgan，2020/7/8，左下: Goldman，2020/7/13，右上: Bloomberg，2020/7/13 ，中國信託商業銀行整理，2020/7/13

© CTBC

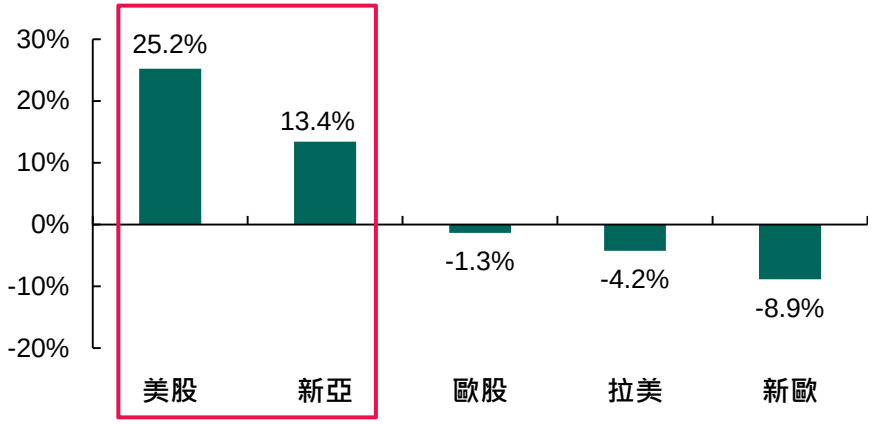
2021年半導體重返成長，科技股引領復甦趨勢不變

- **2021年半導體重返成長，科技股權重高低決定2021年指數盈餘恢復力:** 過去20年，半導體銷售業績主要由網際網路及智慧型普及化所帶動。2021年，在經歷疫情全球大流行，智慧型裝置因遠距需求上升成為生活必需品一，及5G通訊裝置滲透率提高下，半導體產業重返成長趨勢又更加明確，而科技股權重高低也將影響個別區域指數的盈餘恢復力強弱。總體來說，科技比重高的美股或部分新亞國家預估盈餘恢復力，相對歐洲或新歐及拉美強。

遠距需求疊加5G技術創新，半導體產業重返成長

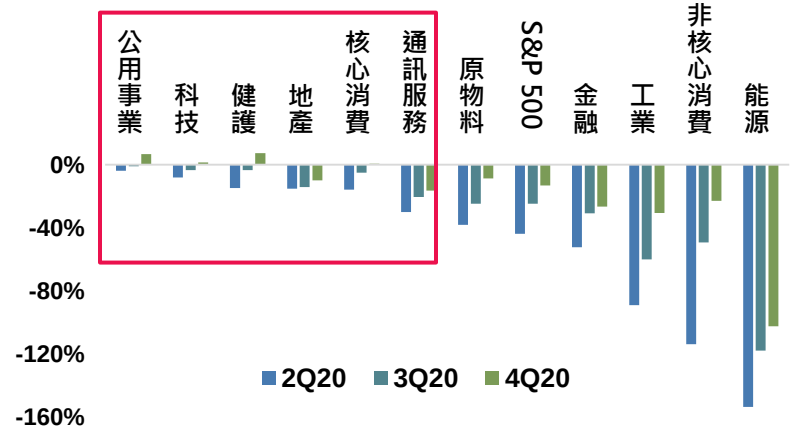
中長期:科技股比重高的市場2021盈餘恢復力相對強

2021預估每股盈餘相對過去五年平均值(變動)



疫情突顯必需品及科技重要性

預估盈餘成長率



資料來源：右上: Bloomberg，2020/7/20 ，左下:IBES，2020/7/10 ，右下:JP Morgan，2020/7/13，中國信託商業銀行整理，2020/7/16

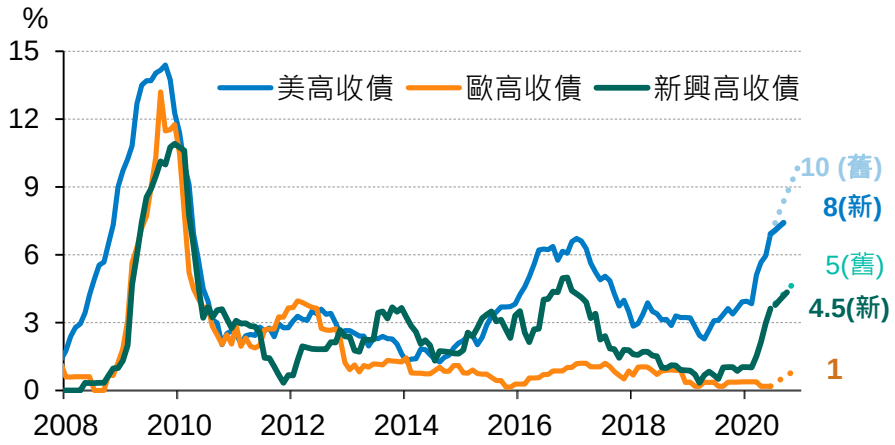
流動性改善及違約預期下修，但仍未到進一步承擔風險的時刻

- **聯準會購債政策改善企業流動性，可望限縮違約惡化程度：**聯準會次級市場企業信貸機制(SMCCF)購債量走升至107億美元，此外，探勘生產能源商巨頭Chesapeake出現債務違約一舉推升6月份美國企業債違約率上升至6.7%，然而成熟國家企業違約仍集中能源、零售等脆弱體質產業，而新興國家中如運輸及多角化企業仍是違約好發行業，由於聯準會及各國央行持續挹注市場資金流動性，即便企業信評調降及違約事件持續發生，但觀察降評及違約家數有逐步減少現象，預期流動性改善後將限縮企業違約情況惡化程度。

- **以受惠聯準會購債政策的債種較具投資價值：**美信評BB級前10大企業貢獻度占25%且其中有3家為墮落天使，包含福特、西方石油及卡夫亨氏等。觀察信評BB級與BBB級利差比率來到歷史高位2.2倍具評價吸引力，相對CCC/BB級利差比率約3.1倍與歷史均值相去不遠，以購債政策支持BB級與墮落天使債較具相對投資價值。

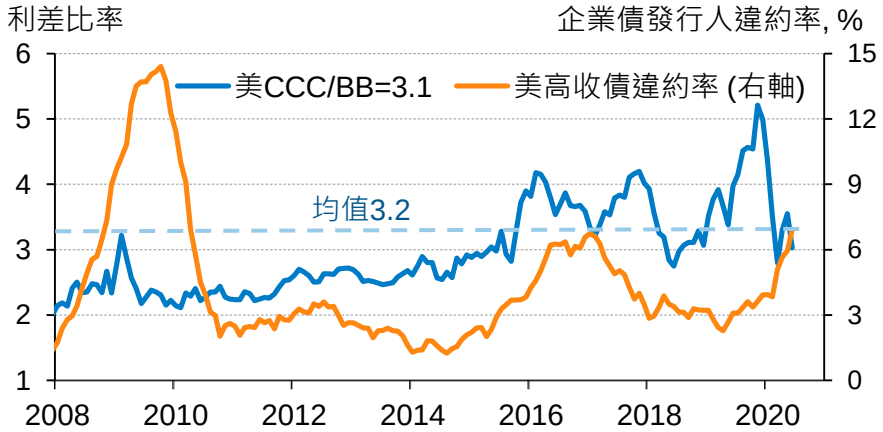
流動性改善後下修高收債違約率預估

美國、歐洲及新興國家企業債發行人違約率



信評BB級相對仍具投資價值

信評CCC/BB級利差比率與美高收債違約率



資料來源：左: Fed，2020/7/17，右：BofA，ICE Data Indices，2020/7/1，中國信託商業銀行整理，2020/7/10

© CTBC

【投資主題-股市_國家篇】

市場追逐成長性高標的，聚焦強者恆強市場

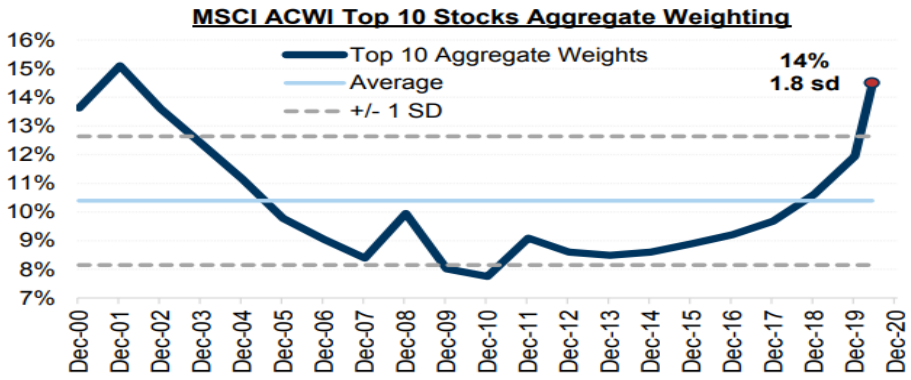
疫後全球股的獲利成長主要集中在具戰略意義的科技股，全球股強者恆強，漲勢集中度創下歷史新高。4Q20繼續看好科技比重高的美股、新亞，中國數位經濟轉型與資本開放並行，上調中國A股至買進。礦業價格較油價表現突出，但拉美疫情仍失控而中立看待拉美股市。受限於油價多空拉鉅，俄羅斯大型能源股獲利動能疫弱，新歐負向看待。

© CTBC

市場追逐成長性高標的，科技股比重高市場強者恆強

- 在不確定環境中，資金傾向追逐成長確定性高的標的，疫後全球股的獲利成長主要集中在具戰略意義的科技股，全球股強者恆強，漲勢集中度創下歷史新高。
- 4Q20繼續看好科技比重高的美股、新亞，上調中國A股至買進，中國數位經濟轉型與資本開放並行，無論財務品質、獲利、評價及技術面皆有利續漲動能。
- 礦業價格較油價表現突出，但拉美疫情仍失控而中立看待拉美股市。受限於油價多空拉鉅，俄羅斯大型能源股獲利動能疫弱，新歐負向看待。

全球股強者恆強，漲勢集中度創歷史新高



	成熟市場股			新興市場股				
4Q20	美國	歐洲	泛太平洋	拉丁美洲	新興歐洲	新興亞洲	中國A	東協
基本面			+		+	+	+	
獲利面		+	+			+	+	
評價面	+				+	+	+	
技術面	+		+	+		+	+	+
政策面	+	+		+				
事件面								

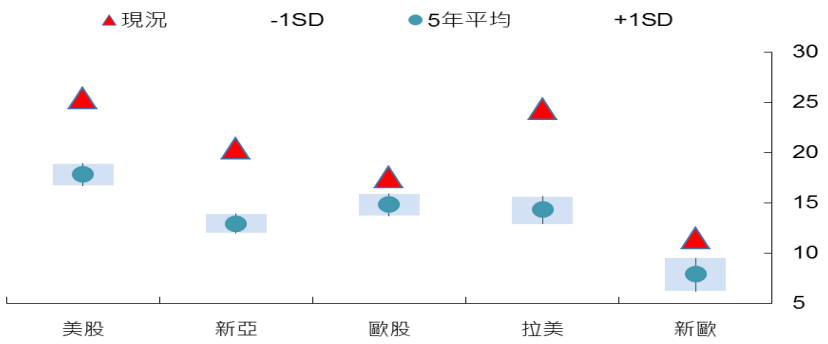
資料來源：(右上)高盛，2020/7/17，中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

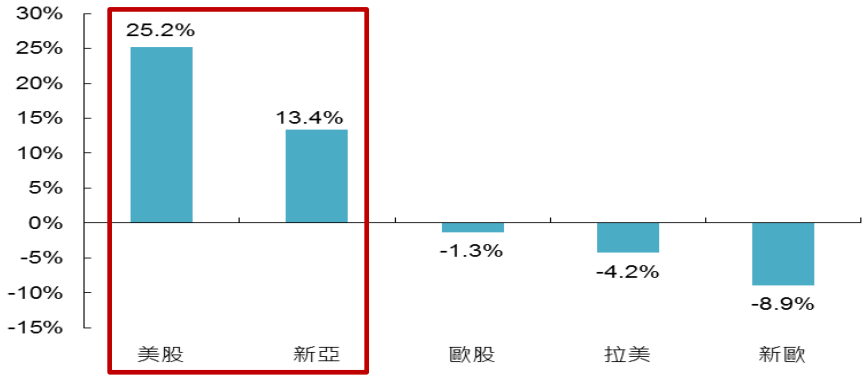
熱錢推高股市本益比，科技股比重高的市場因能見度高而仍是首選

- **科技股權重高低決定2021年指數盈餘恢復力**：今年市場在疫情發生後找尋潛在投資機會時，除了觀察疫情本身是否受到有效控制，另一個重要指標是科技股權重佔指數高低，因為疫後遠距通訊需求增加，提高對科技產品黏著度。例如，2021年預估每股盈餘高於過去5年平均的市場，如美股及新亞，科技股權重皆高於2成，盈餘恢復力相對新歐及拉美強。
- **熱錢無差別推高指數本益比**：從本益比角度，目前幾乎找不到便宜的市場，顯示熱錢太多以及市場對於企業未來獲利展望期待非常之高。熱錢短期內還不可能撤退，因此在選股上只能選未來成長性相對高或趨勢明確的類股，如科技。

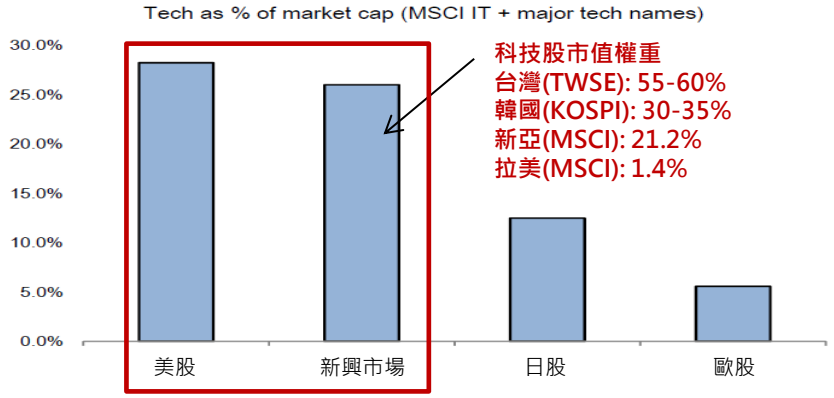
熱錢幾乎無差別推高指數本益比



科技股比重高的市場2021盈餘恢復力相對強



新興市場科技股市值權重僅次於美國



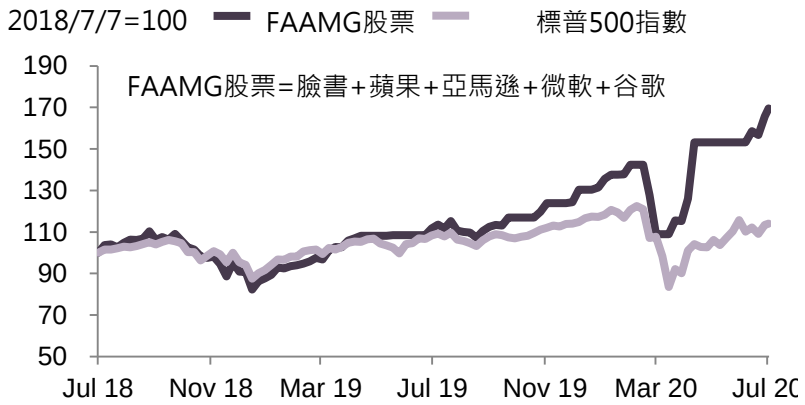
資料來源： 右上-Bloomberg，2020/7/10、左下-IBES，2020/7/10、右下-Credit Suisse，2020/5/4、中國信託商業銀行整理

© CTBC

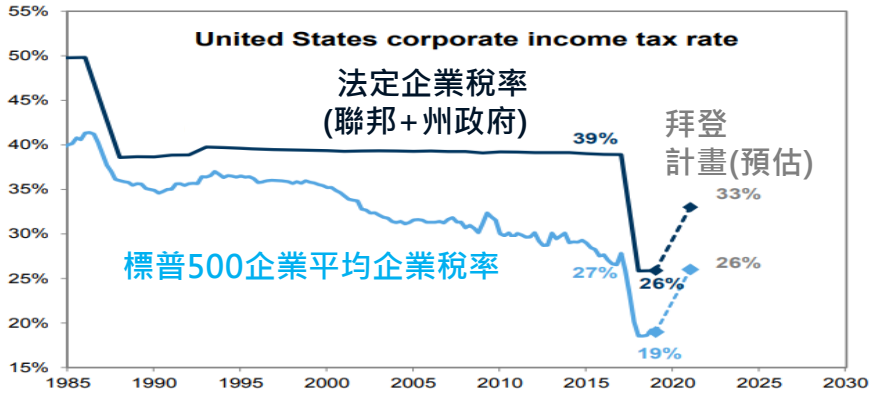
美股漲勢集中大型科技股，拜登當選是變數

- **美股漲勢過度集中，短線調整壓力存**：在高度不確定環境，資金傾向尋找成長確定性高股票，成長型股票在第四季獲利先價值股翻正，前5大龍頭股FAAMG市值佔標普500指數迅速澎脹至26%，超越2000年科技泡沫時期18%水準，扣除前 5 大龍頭股漲幅，美股反彈並沒有那麼強勁，短線市場過度擁擠存在調整需求，但不影響趨勢上漲格局。
- **大選 8 月下旬正式進入白熱化階段，為美股增添變數**：8 月下旬即將進入兩黨全國代表大會，選戰正式開跑，若拜登當選意味著:(1)逆轉川普2017年的全國大減稅政策、(2)現行去全球化框架可能得到部分修正、(3)在歐巴馬基礎上延續大戰略架構。加稅政策或在選前反應而有所波動，若此則選後反而可能利空出盡。

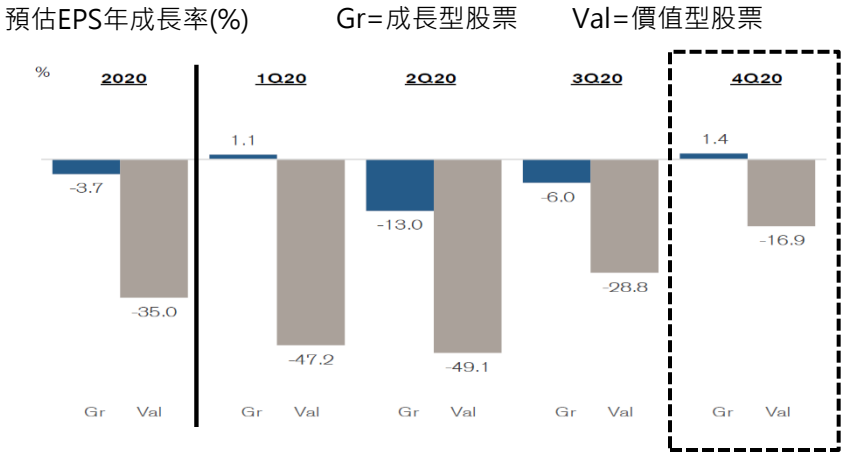
美股漲幅主要集中在FAAMG股票



若拜登當選，企業稅率將上調



成長型股票獲利將在4Q20先轉正



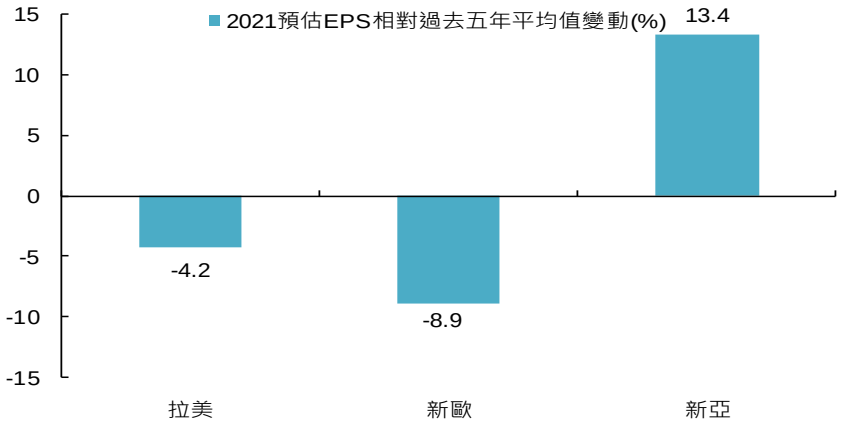
資料來源: 右上:Bloomberg，2020/7/20； 左下:高盛，2020/7/14；右下:瑞士信貸，2020/7/2 ,中國信託商業銀行整理

© CTBC

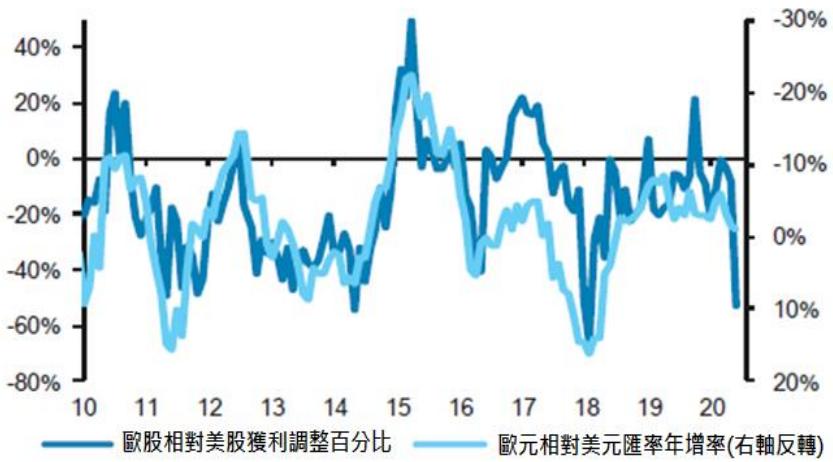
歐股上調至中性，新歐則維持在負向

- **復甦基金達陣緩和下方風險，但歐元走強壓抑歐企獲利：**歐盟在連續4天的峰會上終於對復甦基金條件達成協議，雖復甦基金決議降低贈款並提高貸款，然整體規模未受稀釋，同時釋放出歐盟團結的訊號，料有助減緩整體歐洲資產的下方風險。然而，歐元受到激勵，恐壓抑歐企獲利，上調歐股評等至中性，預期美股強於歐股走勢未有改變。
- **新歐獲利回復程度相對落後：**就三大新興市場來看，若以疫情前水準作為標準(以過去5年EPS(每股盈餘)平均值代表)，2021年新歐預期獲利是三大新興市場中恢復程度最落後的，新亞則是最快的區域，代表基本面不足以提供新歐指數動能。

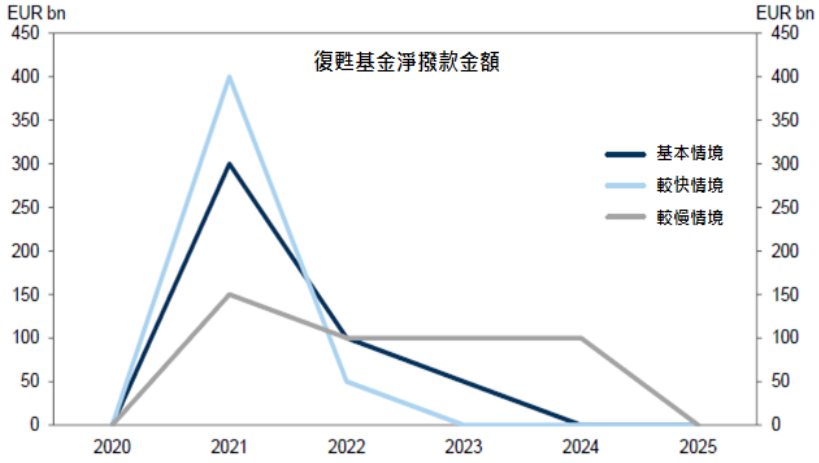
新歐獲利是三大新興市場中恢復程度最落後的



歐元走強壓抑歐洲企業獲利相對表現



2021年料為復甦基金撥款高峰，有助支撐歐洲景氣



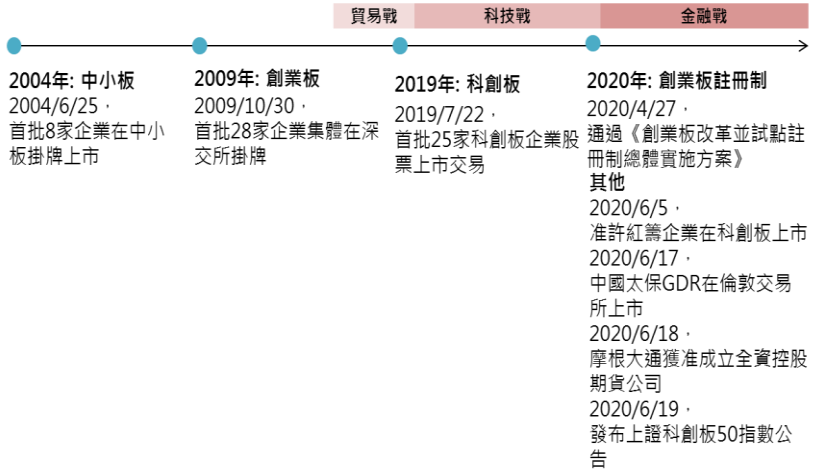
資料來源: 左下: Barclays , 2020/7/17，右下:高盛2020/7/21，右上：IBES , 2020/7/20， 中國信託商業銀行整理

© CTBC

政策想像空間趨動資金湧向陸股

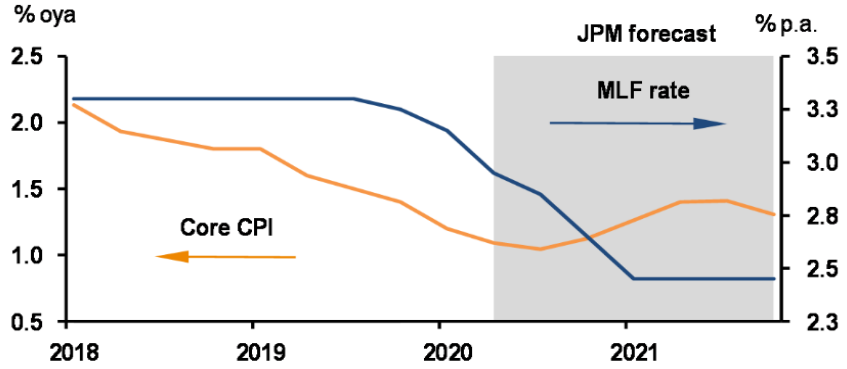
- **3因子點火陸股，基本面並非主因之一：**陸股7月走勢相較過去一整年脫胎換骨，研判主要由3個因子趨動: 1.美中金融戰觸發的資本政策改革潮，2.下半年人行貨幣政策寬鬆預期，3.拜登民調領先川普幅度擴大，市場期待美對中鷹派政策轉彎或降溫。本行認為，在美中由合作轉向競爭的大框架下，中國為了防範海外籌資管道受限於美國，必然擴大資本市場改革或加速開放國內金融市場來吸引外資。此外，中國人行上半年受限於高通貨膨脹，撒錢程度不如其他央行積極，下半年將因通膨回落而改變。最後，川普受到疫情失控與種族議題影響，民調落後拜登幅度擴大，以現階段局勢及美國疲弱經濟，難對中國採取更嚴厲制裁，反倒給中國一絲喘息的機會。

2020年為中國資本市場第四次改革年



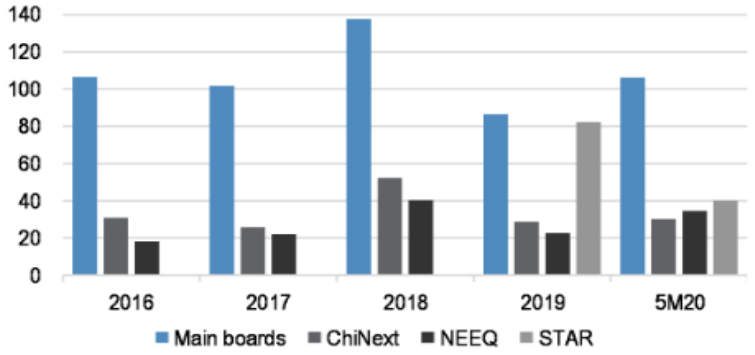
券商預估溫和通膨將引導中國官方利率持續下行

中國核心通膨及MLF(中期借貸便利)利率預測



今年前5個月中國IPO融資額超越去年全年總量

中國股票IPO融資額(10億RMB)



資料來源： 右上-中國信託商業銀行整理，2020/7/6、左下-J.P. Morgan，2020/7/9、右下-J.P. Morgan，2020/7/1

© CTBC

【投資主題-股市_產業篇】

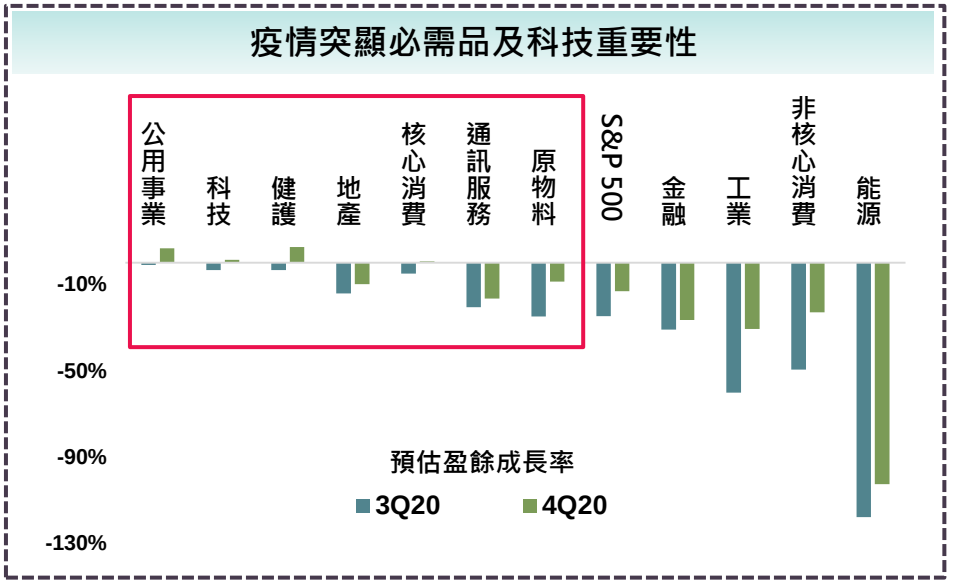
產業投資掌握三益，受益、收益、效益

企業的復甦之路，概不會少了美中衝突帶來的煙硝味，以及疫情變化帶來的陣痛，但科技、非核心消費、通訊服務、健護等產業卻可受惠遠距需求、5G技術發展而相對受益。而公用事業、地產擁收益，是對抗低利環境的利器。儘管市場波動度已不如先前疫情爆發時，但仍高於近年平均水準，為防紙上富貴，可增加黃金提高投資效益。

© CTBC

產業投資掌握三益，受益、收益、效益

- 受益：企業的復甦之路，概不會少了美中衝突帶來的煙硝味，以及疫情變化帶來的陣痛，但科技、非核心消費、通訊服務、健護等產業卻可受惠遠距需求、5G技術發展而相對受益。
- 收益：公用事業、地產擁收益，是對抗低利環境的利器。
- 效益：儘管市場波動度已不如先前疫情爆發時，但仍高於近年平均水準，可增加黃金提高投資效益。



	循環型產業							非循環型產業			
4Q20	科技	非核心	工業	原物料	能源	金融	地產	公用事業	核心消費	健護	通訊服務
基本面	+	+			+					+	+
獲利面	+			+		−		−	+	+	+
評價面	−	−	−	−	−	−		+	−	−	−
政策面						− (股權政策受限)					
事件面 (重啟經濟)	+	+	+			+	+	+		+	+

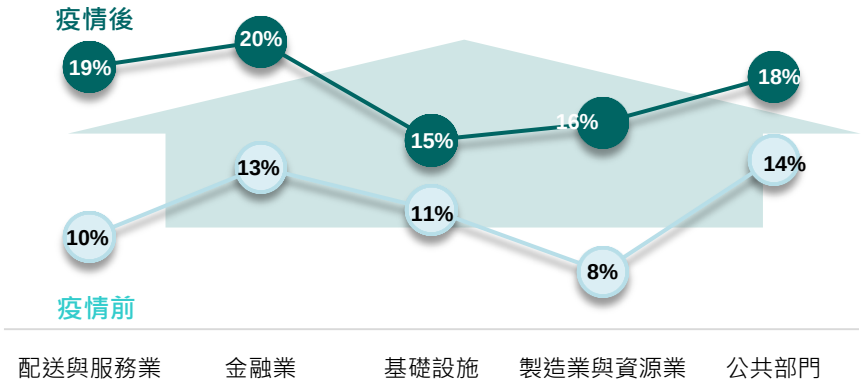
資料來源：右上:JP Morgan，2020/7/13，中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

疫情加速企業數位轉型需求、5G推動技術升級需求，4Q20正向看待科技

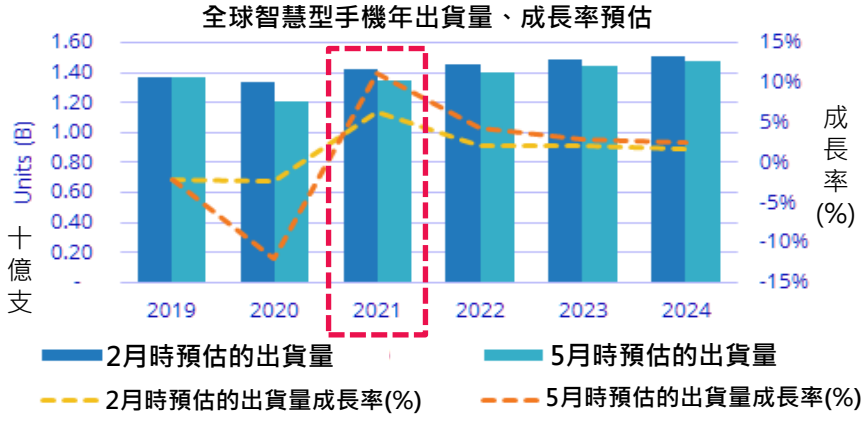
- **疫情加速企業數位轉型需求、5G題材因手機應用而發燙，4Q20正向看待科技：**市場預期5G技術升級趨勢有望逆轉2020年智慧型手機市場的頹勢，研調機構IDC預估5G手機所帶動的需求成長將使全球智慧型手機市場於2021年重返正成長軌道，在5G手機需求成長可期下，率先轉為正成長的上游半導體晶片供應商，出貨動能也有望延續，除了受惠於5G晶片的需求，部份也受惠於遠距技術的晶片需求，故本行正向看待4Q20科技股展望。

疫後各行業數位轉型支出成長率加速



遠距需求疊加5G技術創新，半導體產業重返成長

全球智慧型手機出貨量預估於2021年轉為正成長



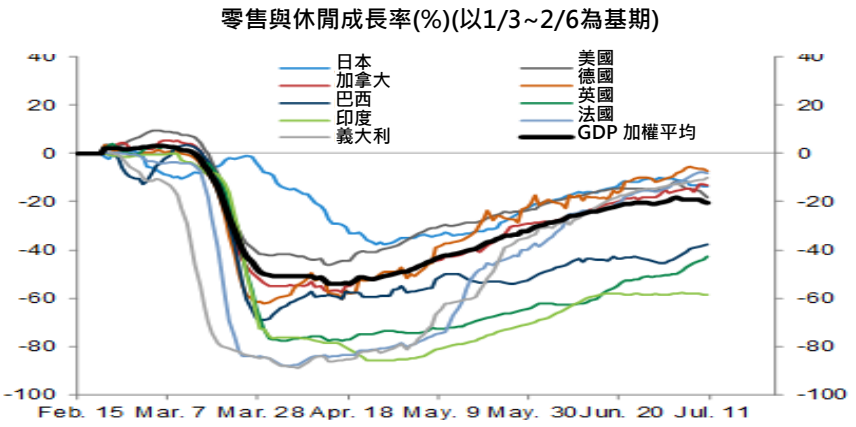
資料來源：右上:IDC，2020/5/20，左下:Bloomberg，2020/7/20，右下:IDC，2020/7。中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

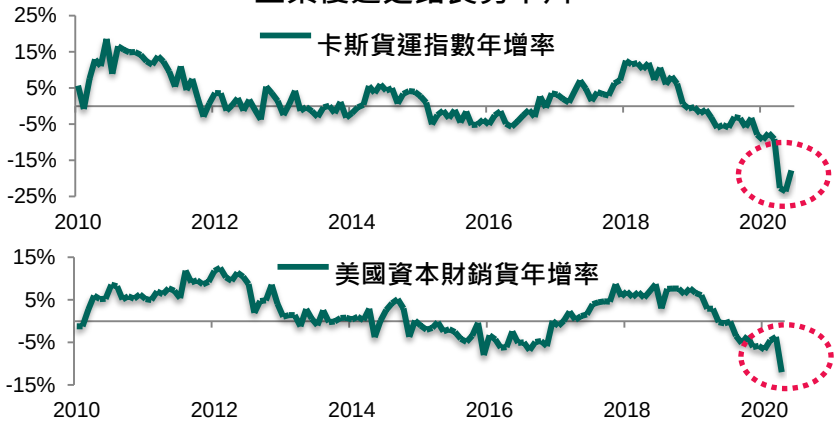
4Q20正向看待非核心消費，4Q20中性看待工業

- **零售和休閒活動持續加溫，車市頹勢有望漸趨改善，正向看待4Q20非核心消費：**隨著各國封鎖和遏制疫情的措施逐步放鬆和取消，全球各地的零售和休閒活動持續出現生機，與1/3~2/6正常時期相比，也恢復了大半，另，原本因疫深陷頹勢的車市，已有脫離最壞情況的跡證浮現，預期會漸趨改善，故本行正向看待4Q20非核心消費。
- **工業復甦之路良莠不齊，4Q20中性看待：**工業復甦狀況呈分歧走勢，運輸數據已見谷底翻揚的跡證，但資本物資仍未見好轉跡證，最新的5月數據仍在大幅衰退中，主要還是下游企業的獲利普遍處衰退的階段，除了採取暫緩資本支出計劃外，航空製造業訂單不是被取消就是被遞延出貨，讓資本物資的恢復滯後於整體趨勢，多空夾雜下，本行4Q20中性看待工業。

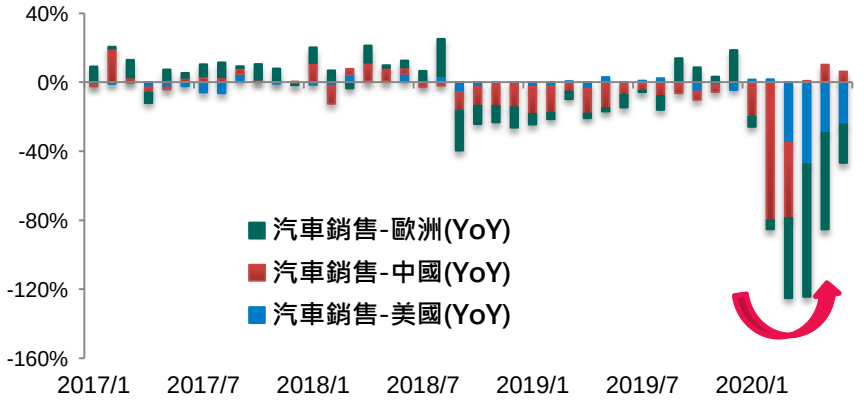
零售和休閒活動持續加溫



工業復甦之路良莠不齊



車市頹勢有望漸趨改善



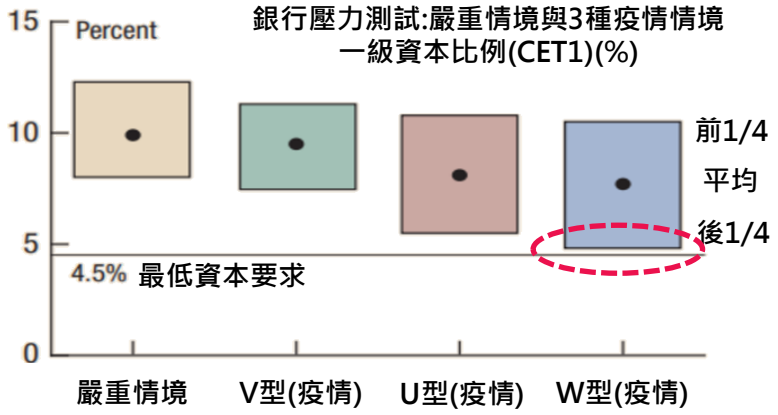
資料來源：右上:高盛，2020/7/16，右下/左下:Bloomberg，2020/7/16，中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

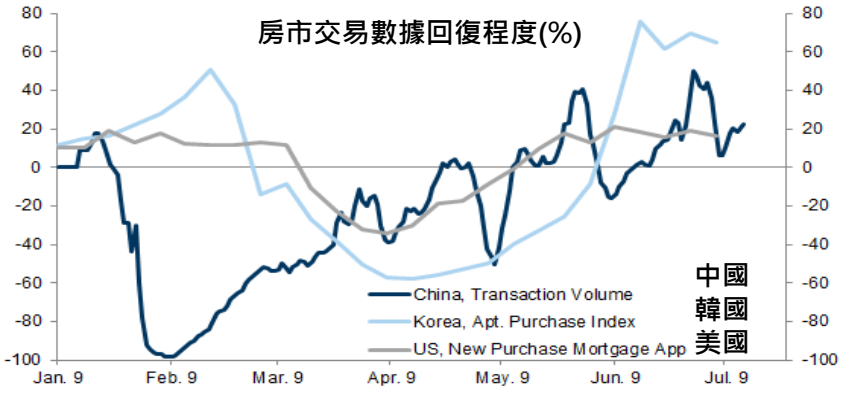
房市活動與租金改善有利地產，借貸風險壓縮金融獲利空間

- **房市活動因重啟經濟而復甦、租金收入狀況逐月改善，正向看待4Q20地產：**隨著經濟活動重啟，各國出現房市交易量回溫跡證，前有率先解封的中國，後有美國與韓國跟上腳步，在租金方面，6月各類房型收租情況也較5月有所改善，工業型、公寓型和商辦型租金收入繼續居高不下，而經營遠距需求相關的基礎設拖電塔、受托管理數據中心的物業公司也將持續受惠遠距、線上需求的崛起。
- **股權政策受限、借貸風險高、息差收入折損，負向看待4Q20金融業：**銀行業進行壓力測試後，股權政策受到限制，聯準會要求銀行停止股票購回，並要銀行遵守股利發放上限，因疫情拖累的風險存在，同時，銀行業在破產和不良貸款激增之前持續提列損失準備金，規模不亞於金融海嘯時期，透露出對前景的不確定性，疊加先前聯準會降息已損害淨息差，故本行負向看待4Q20金融股。

在W型疫情模擬情境下，有銀行資本逼近最低要求

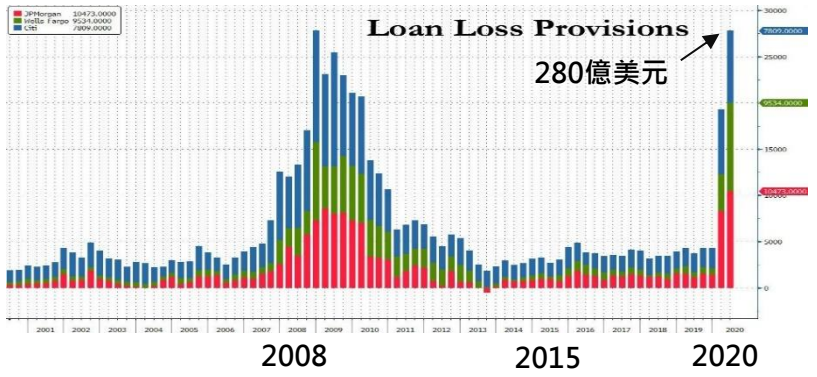


美國，韓國和中國的房市活動均回復至疫情前水準



防信貸風險，銀行損失準備金逼近金融海嘯時期

摩根大通、富國銀行、花旗　　貸款損失準備金



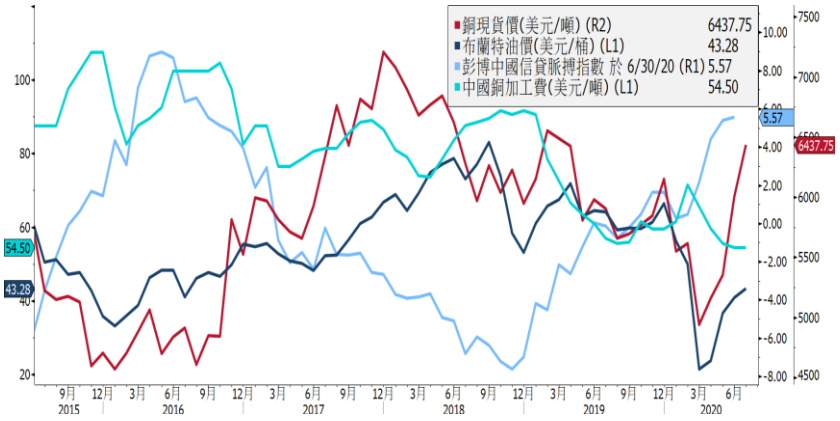
資料來源：右上:JP Morgan，2020/7/5，右下:finanz.dk，2020/7/14，左下:高盛，2020/7/16，中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

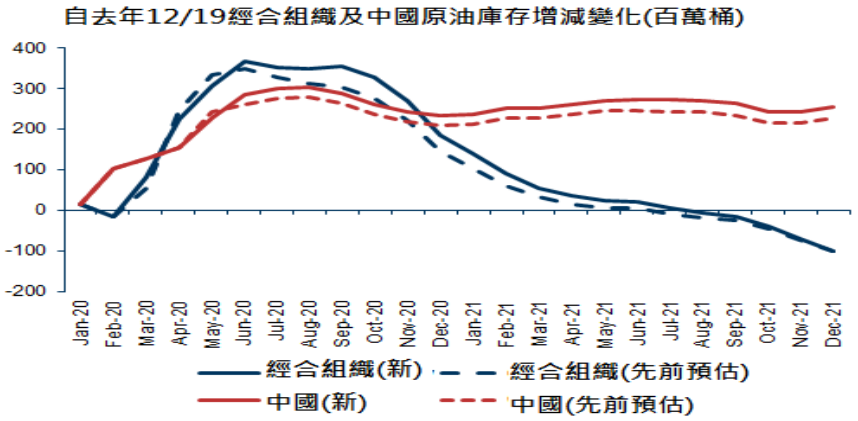
中國需求支撐，天然資源轉中性看待

- **中國需求支撐抵銷礦產供給增加，4Q20原物料指數轉中性看待**：受中國經濟刺激政策、限制廢銅進口、銅庫存下跌及4Q20基建、房產趕工需求，銅價有撐，然鐵礦砂因南美供給增加，價格緩跌。油價回升，基礎化學品價格走升，然受亞州產能擴增，利潤率仍呈壓。綜合研判，對原物料指數持中性看法。
- **4Q20油市漸去化全球原油高額庫存，對能源指數轉中性看待**：4Q20雖產油國放寬減產力道，然需求回升將緩步消化高額庫存，對布油中性看待。能源產業持續進行汰弱留強及節能減碳產品組合調整，預期北美頁岩鑽探活動止跌回穩；液化天然氣受季節性需求，價格可望反彈；對能源產業轉為中性看待，次產業相對看好財務較佳及現金流較寬裕的大型整合性能源商。

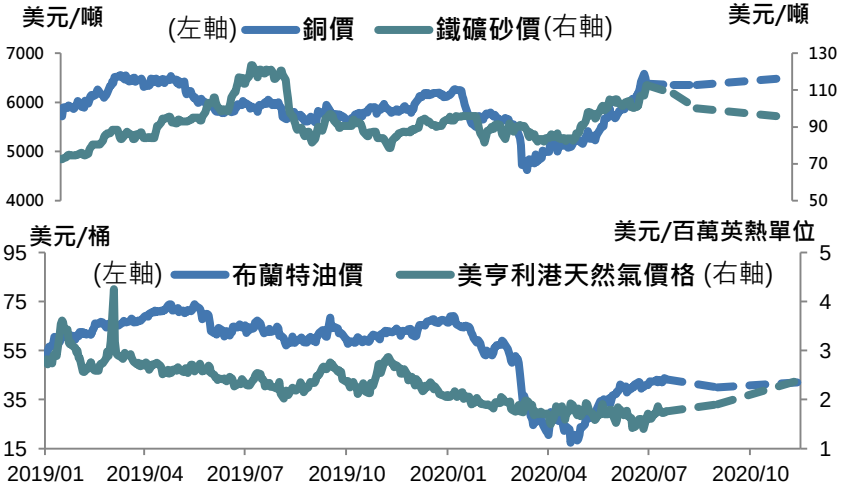
政策(中國限制廢銅進口、新基建)支撐銅價



2H20原油庫存改善放緩，然2021夏季正常化



4Q20價格：銅、天然氣漲、布油持平、鐵礦砂跌



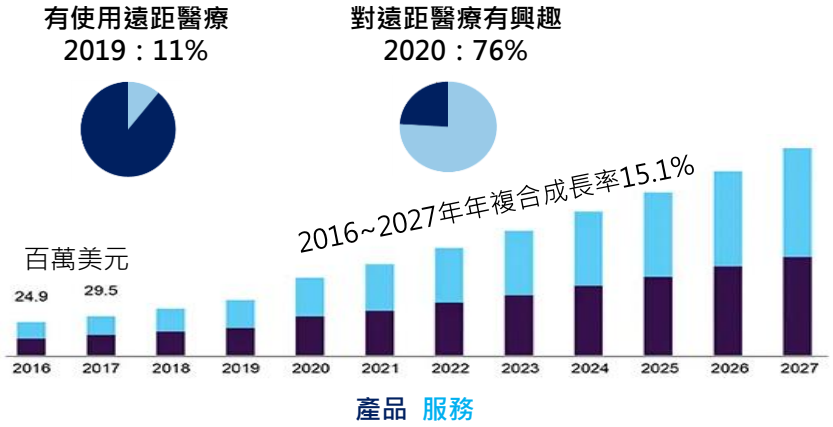
資料來源：右上/右下: Bloomberg，2020/7/14；左下：高盛，2020/7/16，中國信託商業銀行整理，2020/7/17

© CTBC

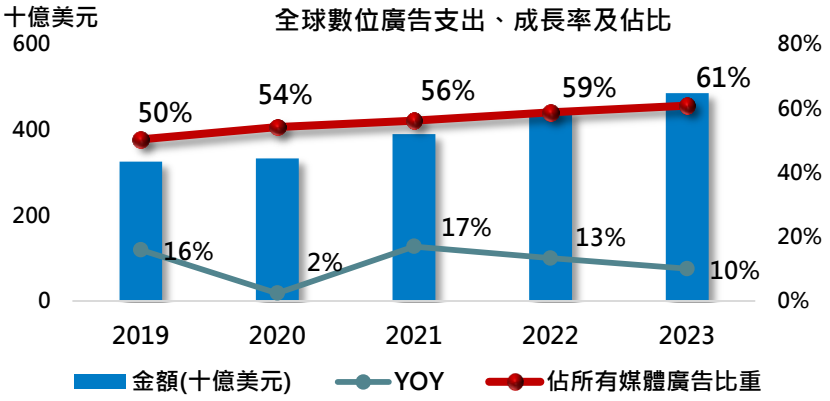
健護>通訊服務>公用事業>核心消費

- **對4Q20健護指數、通訊服務、公用事業正向看法**：新藥通過美食品藥物管理局(FDA)核可、新藥銷售、併購、病毒疫苗及治療法陸續發表、遠距醫療發展等，對健護維持正向。受惠企業加速數位化轉型，對雲端服務、數位廣告投放、宅經濟、5G電信設備銷售及服務需求成長，對通訊服務類股正向看待。公用事業現本益比僅17倍，遠低於大盤，股利率為3.8%，在低利率環境下仍有利，維持正向看法。
- **4Q20核心消費持中性看法**：預期4Q20進入節慶採購旺季，然飲料業進入淡季，部分酒類、農產品受美歐貿易戰影響恐被加徵關稅，維持中性看法。次產業看好節慶消費需求的家用消費品及核心消費通路商。

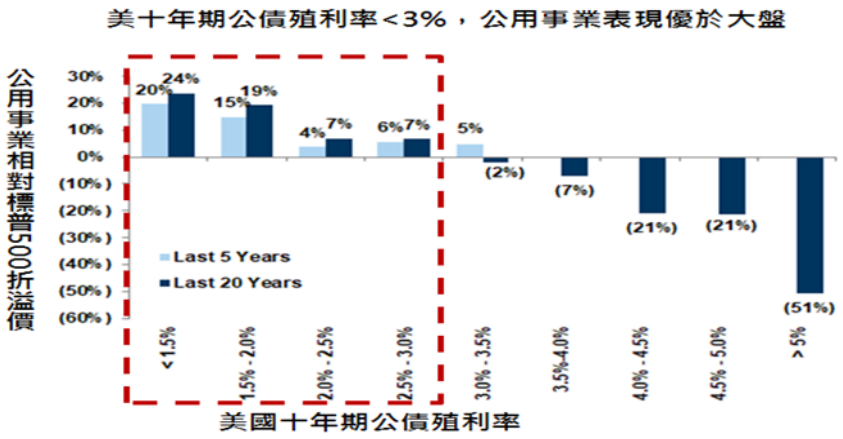
醫療加速數位化，推動遠距醫療需求成長



廣告支出向線上移轉及景氣回溫，數位廣告續成長



低利率環境對公用事業相對有利



資料來源：右上: GrandviewResearch，2020/4；Mckinsey & Company，2020/5。左下: eMarketer，2020/7/6。右下: Goldman Sachs ，2020/7/10中國信託商業銀行整理，2020/7/17

© CTBC

【投資主題-信用篇】

成熟市場企業債以購債名單企業具表現空間，違約風險較低的新興美元債可拉長投資期間

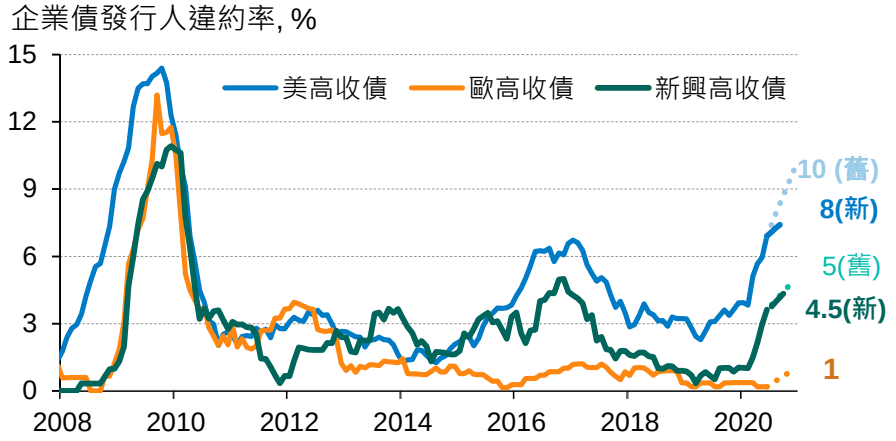
美企業違約率緩步走升，然而聯準會政策挹注信用債市，以政策購債名單上企業債具表現機會，流動性差且償債壓力高之新興國家企業在全球經濟衰退擔憂下恐更難取得資金；新興當地債利多已漸出盡，主權債利差收斂速度可望趕上當地債，企業債考量下半年初級市場供給量可能增加及違約持續上升，可偏重基礎建設、金融、大宗商品等相對穩健之產業。

© CTBC

企業流動性持續改善，聚焦債券具表現空間者

- 聚焦聯準會購債清單購債名單企業債，聯準會政策挹注企業流動性改善，預期將限縮違約情況惡化程度，以購債政策支持BB級與墮落天使債存相對投資價值。
- 企業債違約問題雖可望隨流動性改善而不如預期嚴重，企業債投資可相對偏重違約風險相對較低之產業並拉長投資期間以賺取孳息。

流動性改善後下修高收債違約率預估



	成熟市場債		新興市場債		
3Q20	全球投資級債	全球高收益債	新興主要貨幣主權債	新興主要貨幣企業債	新興當地貨幣債
基本面					-
供給面				-	
事件面 (聯準會購債)	+		-		
評價面	-		+		

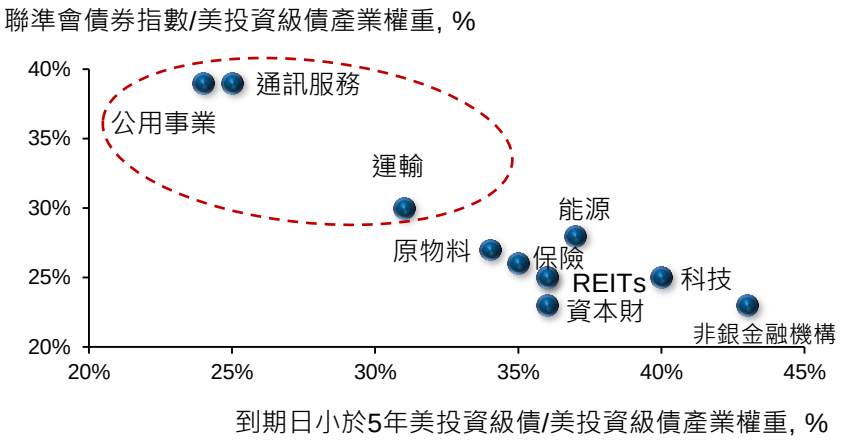
資料來源：中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

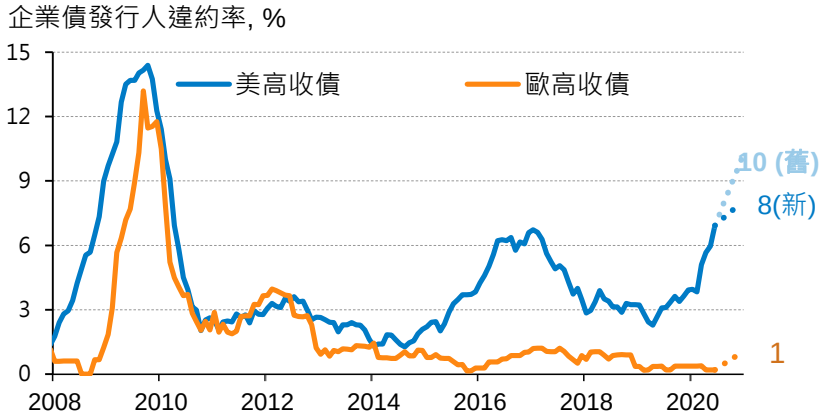
美聯準會政策支持，留意購債名單企業債

- **聯準會購債政策從ETF買到單券:**聯準會次級市場企業信貸機制(SMCCF)購債量走升至107億美元，然而購債速度有放緩跡象，平均每日購債量從再前一周1.8億美元降至1.5億美元，主因來自前周宣布開始購買單券後，聯準會官員表示將逐步從購買債券指數型基金(ETF)轉向單券，此外，市場流動性好轉亦促使聯準會保留銀彈來降低SMCCF購債量，然而，考量當前美投資級債指數殖利率已達歷史新低，仍以聯準會購債清單內投資級債較具表現機會。
- **企業流動性改善可望限縮違約惡化程度:**美信評BB級前10大企業貢獻度占25%且其中有3家為墮落天使，觀察信評BB級與BBB級利差比率來到歷史高位2.2倍具評價吸引力，此外，從前月降評及違約家數逐步減少來看，預期將限縮違約情況惡化程度，以購債政策支持BB級與墮落天使債存相對投資價值。

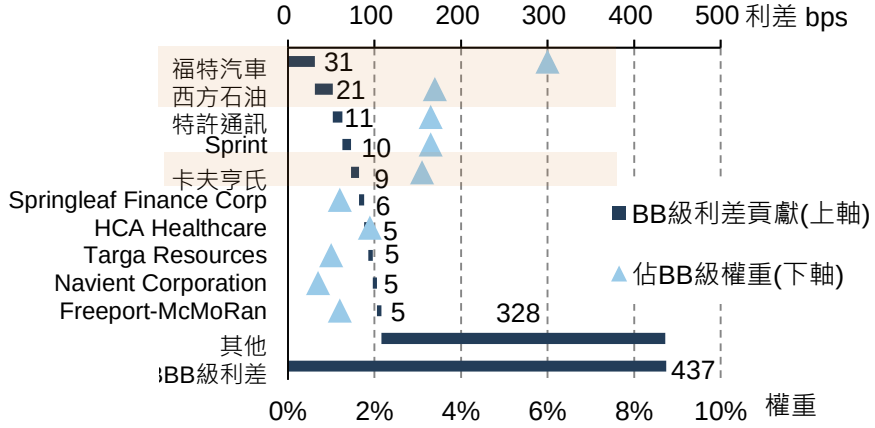
聯準會購債清單比重高企業債具表現機會



流動性改善後下修高收債違約率預估



信評BB級企業債前10大有3家為墮落天使

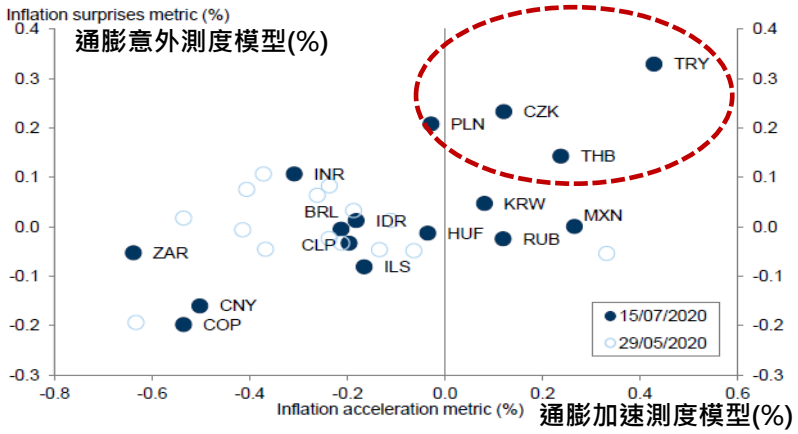


資料來源：右上&左下&右下: BofA，2020/7/9，利差貢獻=占BB級權重*該企業平均利差，中國信託商業銀行整理，2020/7/13

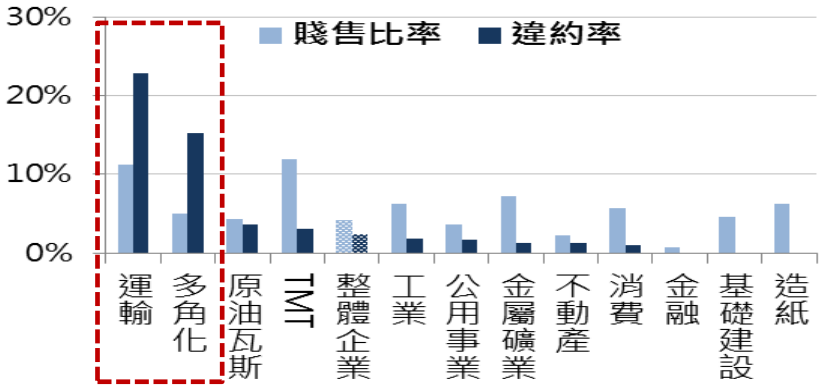
新興當地債利多出盡，選擇財務體質佳及具利差優勢之美元債

- **主要貨幣主權債利差可望加速收斂:**受匯率貶值及油價回升影響，部分新興國家通膨出現回升，如捷克、泰國及土耳其等，雖暫不會成為負面因子，但可能使決策者增添一層考量，加上目前經濟情勢暫不需大規模的寬鬆政策，當地債殖利率預期將於低位整理。觀察2008~2009年主要貨幣主權債殖利率高於當地債時，前者殖利率將加速收斂並漸貼進當地債，主要貨幣主權債有較大的收斂空間可期。
- **避開違約風險較高、融資壓力較重之產業:**企業債違約問題雖可望隨流動性改善而不如預期嚴重，但像運輸及多角化企業仍是違約好發行業，現金流難順利恢復將加大這些產業的流動性風險；上半年受到壓抑的初級市場下半年若能順利恢復，供給增加則將增添次級市場利差收斂壓力，企業債投資可相對偏重基礎建設、金融、造紙及大宗商品等違約風險相對較低之產業並拉長投資期間以賺取孳息。

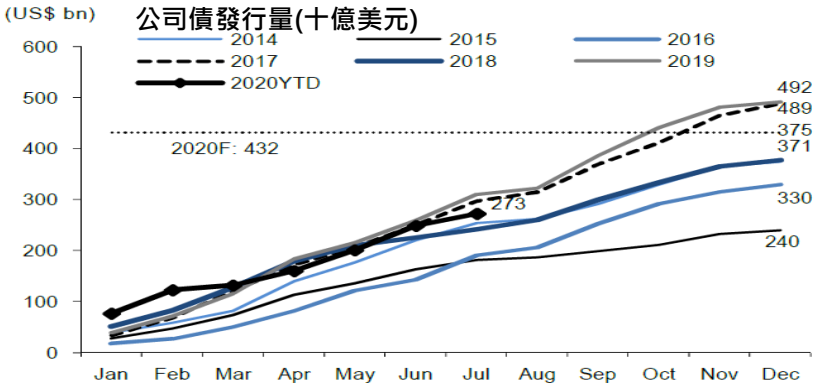
新興國家通膨有上升的現象，惟仍多處低位



運輸及多角化企業違約率逾10%並創近10年高點



新興國家企業下半年發債量可能加速



資料來源：右上：Goldman Sachs，2020/7/15；下：J.P. Morgan，2020/7/8、2020/716，中國信託商業銀行整理，2020/7/20

© CTBC

【投資主題-匯市篇】

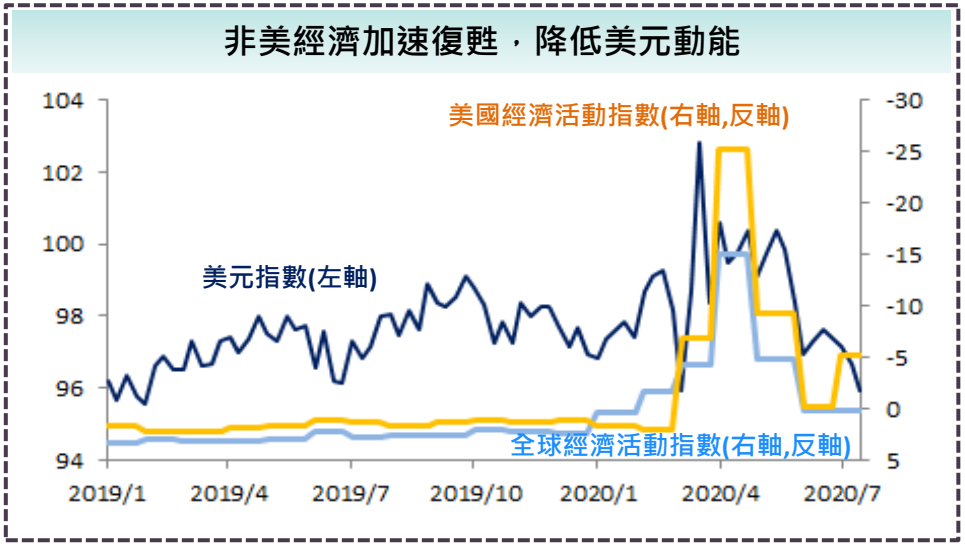
非美經濟加速復甦，降低美元動能

聯準會在積極寬鬆後，美元動能便開始有所放緩，而實際開始購入公司債後，美元有較大幅度的修正，顯示市場對聯準會資產負債表的品質抱有一定程度疑慮。另外，美國疫情時期大量支出加深雙赤字(財政赤字+經常帳赤字)問題，也將成為壓抑美元的因子。整體外幣配置可適時增加非美貨幣的比重，歐元和人民幣為展望較佳者。

© CTBC

非美經濟加速復甦，降低美元動能

- 全球景氣維持緩步復甦，不過美國卻面臨二次感染問題，壓抑美國經濟動能，也使得聯準會再度寬鬆的機會提高，美元動能開始有所轉弱。
- 整體外幣配置可適時增加非美貨幣的比重，歐元和人民幣為展望較佳者。



	成熟市場貨幣				新興市場貨幣	
4Q20	美元指數	日圓	歐元	澳幣	人民幣	南非幣
基本面			+		+	
貨幣政策、利率						
市場情緒 (籌碼,資金,技術面)		+	+		+	
事件面						- (財政體質惡化)

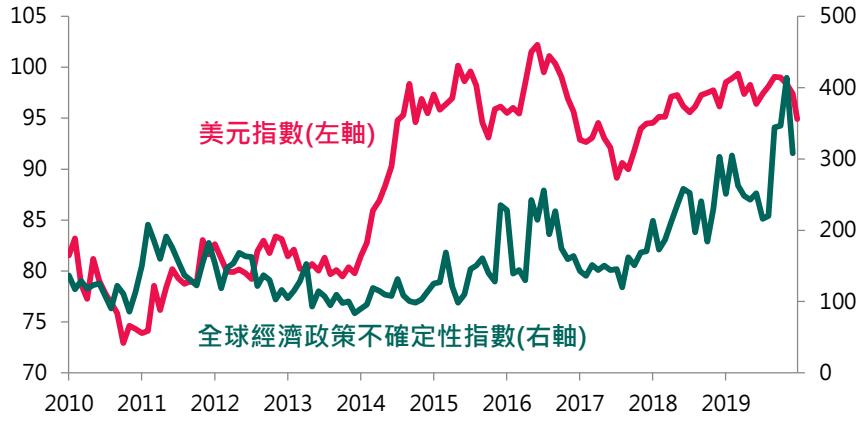
資料來源：Bloomberg,高盛，中國信託商業銀行整理， 2020/7/20

© CTBC

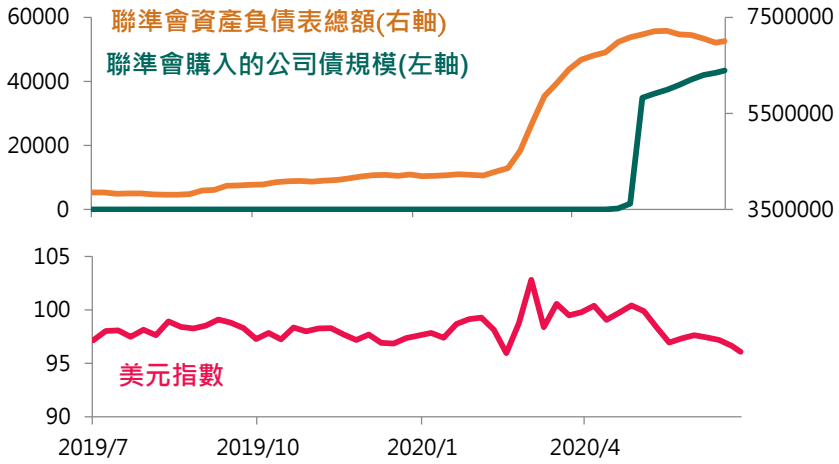
政經不確定性是美元短線最大支撐，惟趨勢開始放緩

- **政經不確定性是美元短線最大支撐**：全球景氣維持復甦軌道，美元避險需求下滑，惟全球政經不確定性仍維持偏高位置，加以聯準會政策暫時中性，對美元形成下檔支撐。美元第三季區間震盪格局不易改變，評等維持正向。
- **惟後續美元趨勢有放緩可能性**：聯準會在積極寬鬆後，美元動能便開始有所放緩，而實際開始購入公司債後，美元有較大幅度的修正，顯示市場對聯準會資產負債表的品質抱有一定程度疑慮。另外，美國疫情時期大量支出加深雙赤字(財政赤字+經常帳赤字)問題，也將成為壓抑美元的因子，因此將第四季美元評等下調至中性。

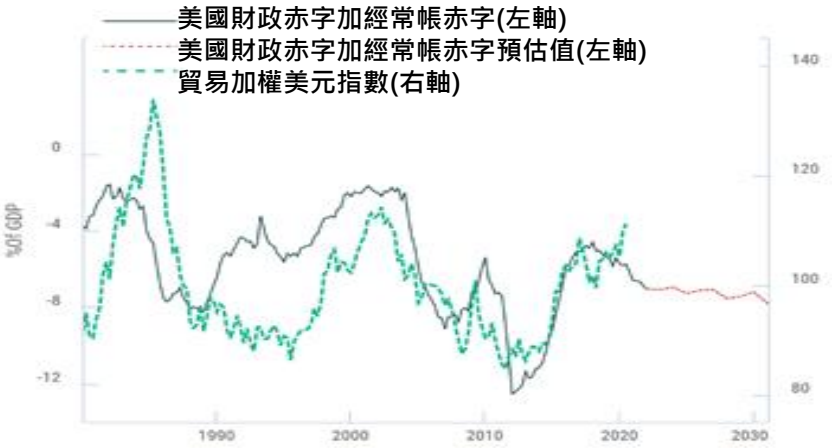
政經不確定性是美元短期的最大支撐



聯準會加大寬鬆並購買公司債時期 美元動能較弱



美國雙赤字的影響將在長期逐漸發酵



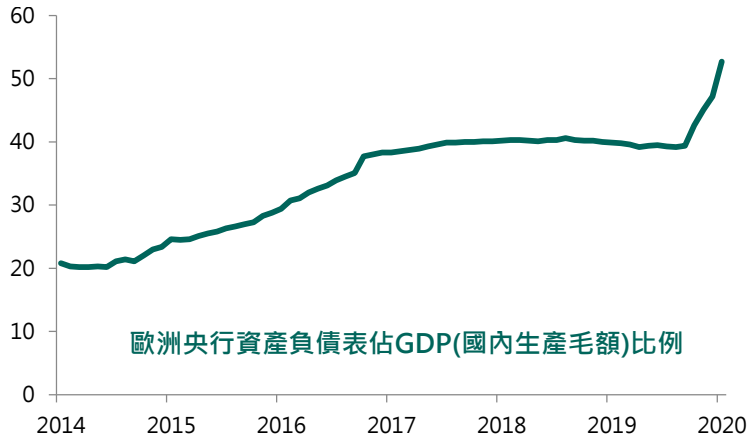
資料來源：右上,左下：Bloomberg，2020/7/15，右下：BCA Research，2020/6/26，中國信託商業銀行整理

© CTBC

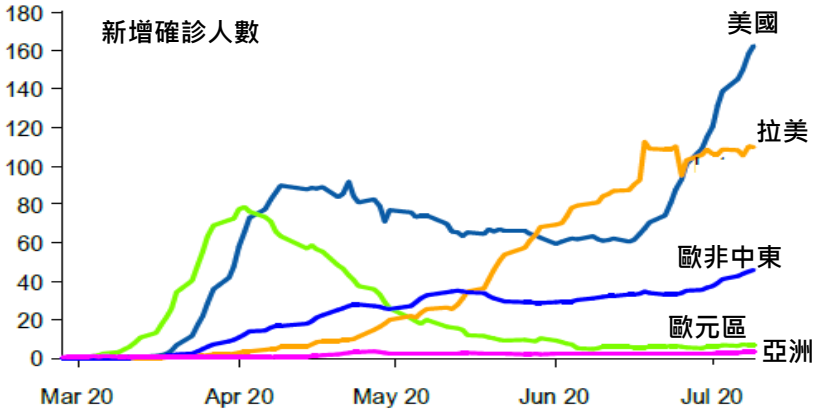
疫情壓制有成疊加經濟上修程度佳，歐元4Q20展望正向

- **疫情壓制有成，歐元動能有所轉強**：歐洲央行寬鬆程度與美國聯準會相比並不遑多讓，也是壓抑歐元動能的重要因素。不過由於歐元區疫情壓制有成，美國卻面臨二次感染問題，造成兩大影響：(1)後續聯準會再度加大貨幣寬鬆的可能性因此大於歐洲央行；(2)歐元區經濟預測上修程度優於美國。本行將歐元4Q上調至正向。
- **復甦基金是長線最重要因子**：歐元長線最大的利多是跨出財政整合第一步的「復甦基金」協議達成，此為影響歐元後續升值幅度的最大影響因子。

歐洲央行寬鬆的程度與聯準會相比不遑多讓



歐元區疫情壓制有成



近期歐元區經濟預測上修程度優於美國

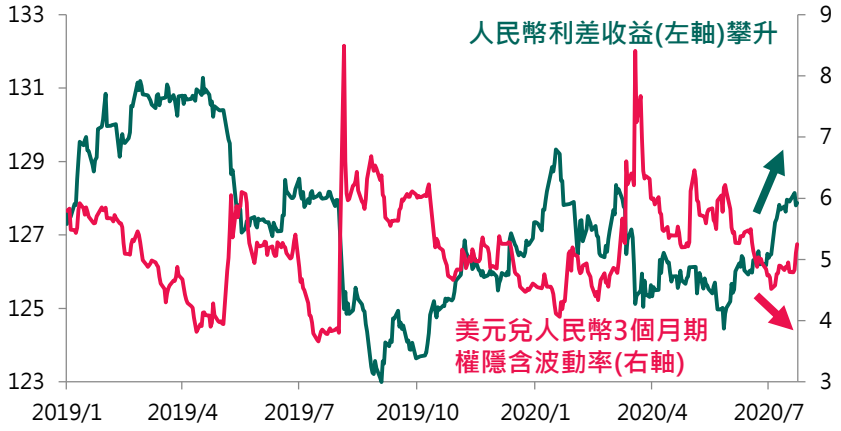
資料來源：右上，Bloomberg，2020/7/23，左下：摩根大通， 2020/7/17，右下：Bloomberg，2020/7/23

© CTBC

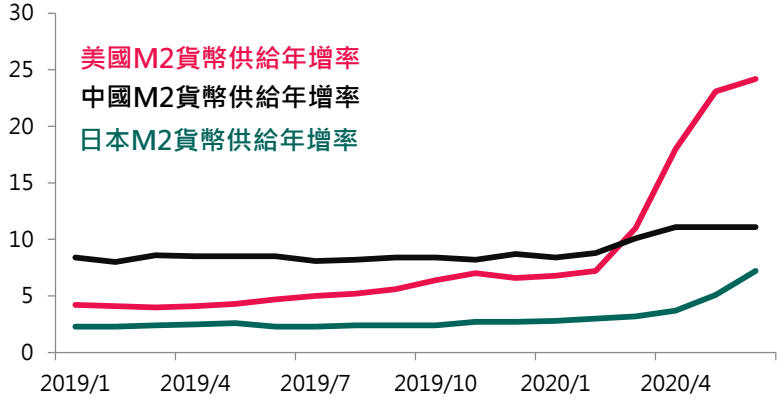
人民幣3Q20仍有回貶可能，4Q20則有望逆轉為正向

- **政經面動盪留意美元短線回溫，人民幣3Q20走貶**：在川普民調明顯落後下，估計美中關係短線有惡化傾向，3Q20美元仍具支撐下，人民幣匯價仍有回貶至7上方風險。
- **各國貨幣政策與第一階段貿易談判時期不同**：各大央行擴大寬鬆政策，主要市場流動性充裕疊加低利率環境，導致具備低波動及利率優勢的人民幣受到境外投資者的青睞。
- **陸股表現與離岸人民幣正相關性攀升**：美元貨幣供應量大幅增長並超越人民幣，預計股債市資金將流入中國抵消人民幣下行壓力。展望4Q20，即便二波疫情爆發亦不易導致再次封鎖，全球增長反彈下，造成美元貶值壓力，人民幣則有望回升。本行正向看待人民幣第四季表現。

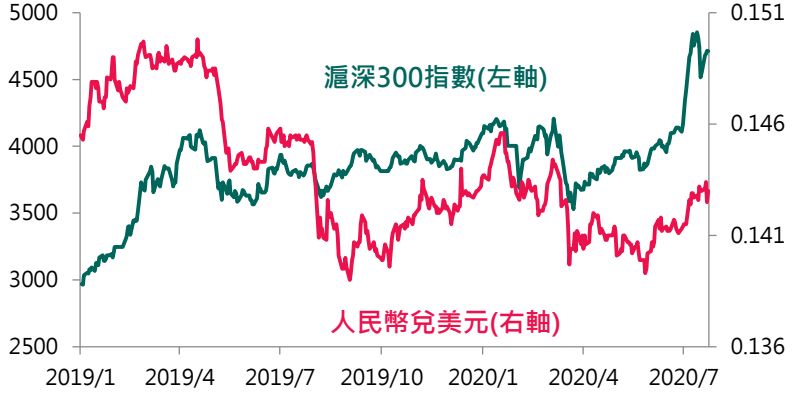
人民幣波動漸穩定，利差收益攀升



各國貨幣政策與第一階段貿易談判時期顯著不同



境外資金推動陸股及人民幣需求



資料來源：左下、右上&右下圖-Bloomberg，2020/7/23，中國信託商業銀行整理，2020/7/23

© CTBC

GENERAL DISCLAIMERS:

1. This document and the investments and/or products referred to herein are for information only and do not have regard to your specific investment objectives, financial situation or particular needs.
2. This document and the investments and/or products referred to herein should not be construed as any recommendation for you to enter into the investment briefly described above and this document must be read with CTBC's General Terms and Conditions including without limitation Risks Disclosure Statements, Supplemental Terms and Conditions and such terms and conditions specified by CTBC from time to time.
3. You are advised to exercise caution in relation to this document. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice from a licensed or exempt financial adviser before making your commitment to invest in the investments and/or products referred to herein.
4. If you choose not to seek advice from a licensed or exempt financial adviser or such other independent professional, you should carefully consider whether investment in the investments and/or products referred to herein is suitable and appropriate for you taking into consideration the risks and associated risks.
5. The final terms and conditions of the proposed investment in the investments and/or products referred to herein will have to be set out in full in the definitive trade confirmation between CTBC and you.
6. CTBC does not guarantee the accuracy or completeness of any information contained herein or otherwise provided by CTBC at any time. All of the information here may change at any time without notice.
7. CTBC is not responsible for any loss or damage suffered arising from this document.
8. CTBC may act as principal or agent in similar transactions or in transactions with respect to the instruments underlying the transaction.
9. Until such time you appoint CTBC, CTBC is not acting in the capacity of your financial adviser or fiduciary.
10. Investments involve risks. Past performance figures, predictions or projections are not necessarily indicative of future or likely performance. Actual performance may differ from the projections in this document.
11. Any references to a company, financial product etc is used for illustrative purpose and does not represent our recommendation in any way.
12. Any scenario analysis is provided for illustrative purpose only and is no indication as to future performance and it does not reflect a complete analysis of all possible scenarios that may arise under an actual transaction. All opinions and estimates given in the scenarios are illustrative and do not represent actual transactions.
13. The information in this document must not be reproduced or shared without our written agreement.
14. This document does not identify all the risks or material considerations that may be associated with you entering into of the transaction and the transaction period you wish to consider.
15. This document does not and is not intended to predict actual results and no assurances whatsoever are given with respect thereto. It does not present all possible outcomes or takes into consideration all factors that may affect or influence the transaction.
16. This document is based on CTBC's understanding that you have inter alia sufficient knowledge, experience and access to professional advice to make your own evaluation and choices of the merits and risks of such investments and you are not relying on the CTBC nor any of our representatives or affiliates for information, advice or recommendations of any sort whatsoever.
17. You should have determined without relying on CTBC or any of our representatives or affiliates for information, advice or recommendations of any sort whatsoever, the economic risks and merits as well as the legal tax and accounting aspects and consequences of the transaction and that you are able to fully assume such risks.
18. CTBC accepts no responsibility or liability whatsoever for any loss of whatsoever nature suffered by you arising from the use of this document or reliance on the information contained herein.
19. CTBC may have alliances with product providers for which CTBC may receive a fee and product providers may also receive fees from your investments.
20. The following exemptions under the Financial Advisers Regulations apply to the CTBC and its representatives:
    (1) Regulation 33(1) – Exemption from complying with section 25 of the Financial Advisers Act ("FAA") when making a recommendation in respect of (a) any designated investment product (within the meaning of section 25(6) of the FAA) to an accredited investor; (b) any designated investment product (within the meaning of section 25(6) of the FAA) that is a capital market product, to an expert investor;
    (2) Regulation 34(1) – Exemption from complying with section 27 of the FAA when making a recommendation in respect of (a) any investment product to an accredited investor; (b) any capital markets product to an expert investor or (c) any Government securities;
    (3) Regulations 36(1) and (2) – Exemption from complying with sections 25, 26, 27, 28, 29, 32, 34 and 36 of the FAA when providing any financial advisory service to any person outside of Singapore who is (a) an individual and (i) not a citizen of Singapore; (ii) not a permanent resident of Singapore; and (iii) not wholly or partly dependant on a citizen or permanent resident of Singapore; or (b) in any other case , a person with no commercial or physical presence in Singapore.

© CTBC