

2021年度展望

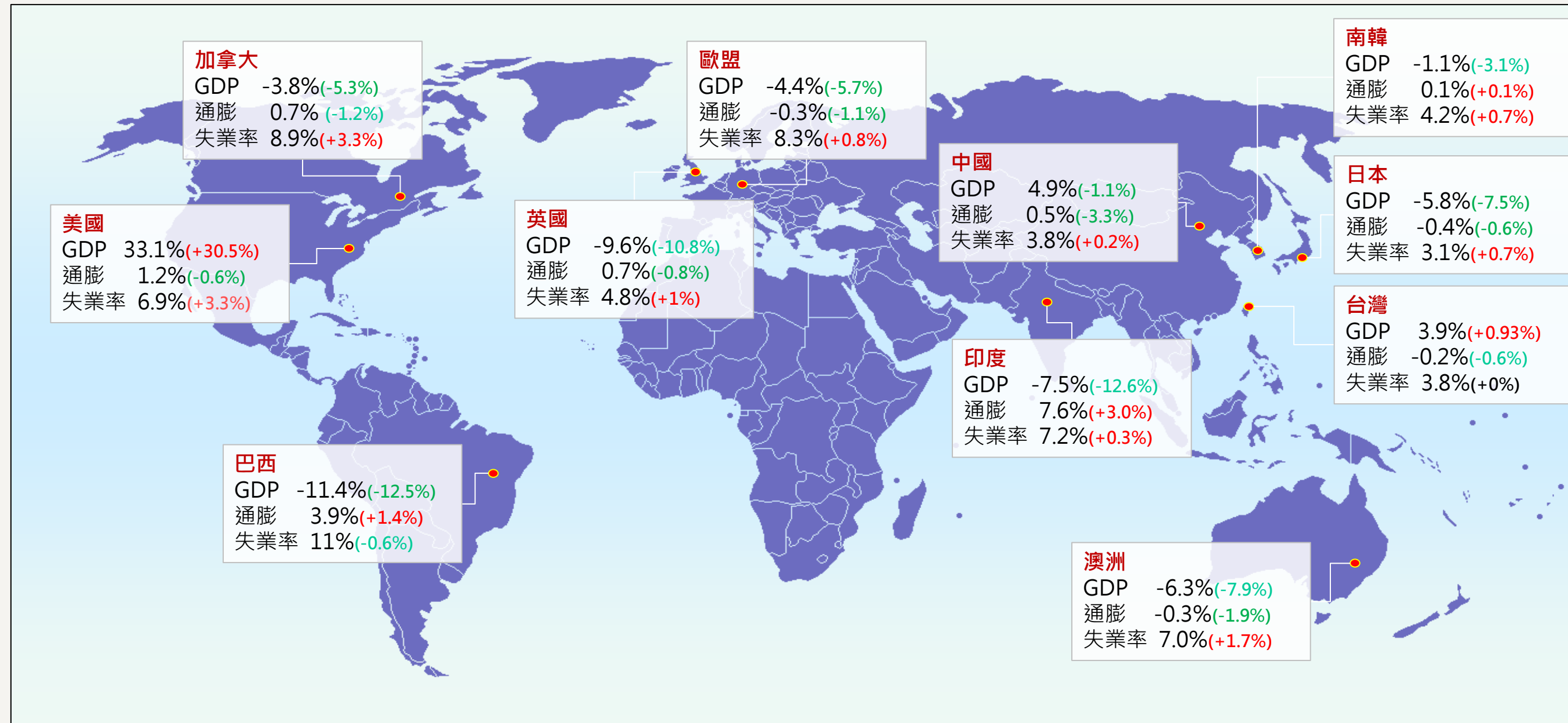
股市新高點

美元弱勢 原物料將走強？

2020.12.17

主要經濟體概況

資料時間：2020Q3



註1：通膨數據截至10月；失業率數據截至10月
註2：澳洲、巴西、加拿大GDP截至Q2
註3：歐盟、英國失業率數據截至9月

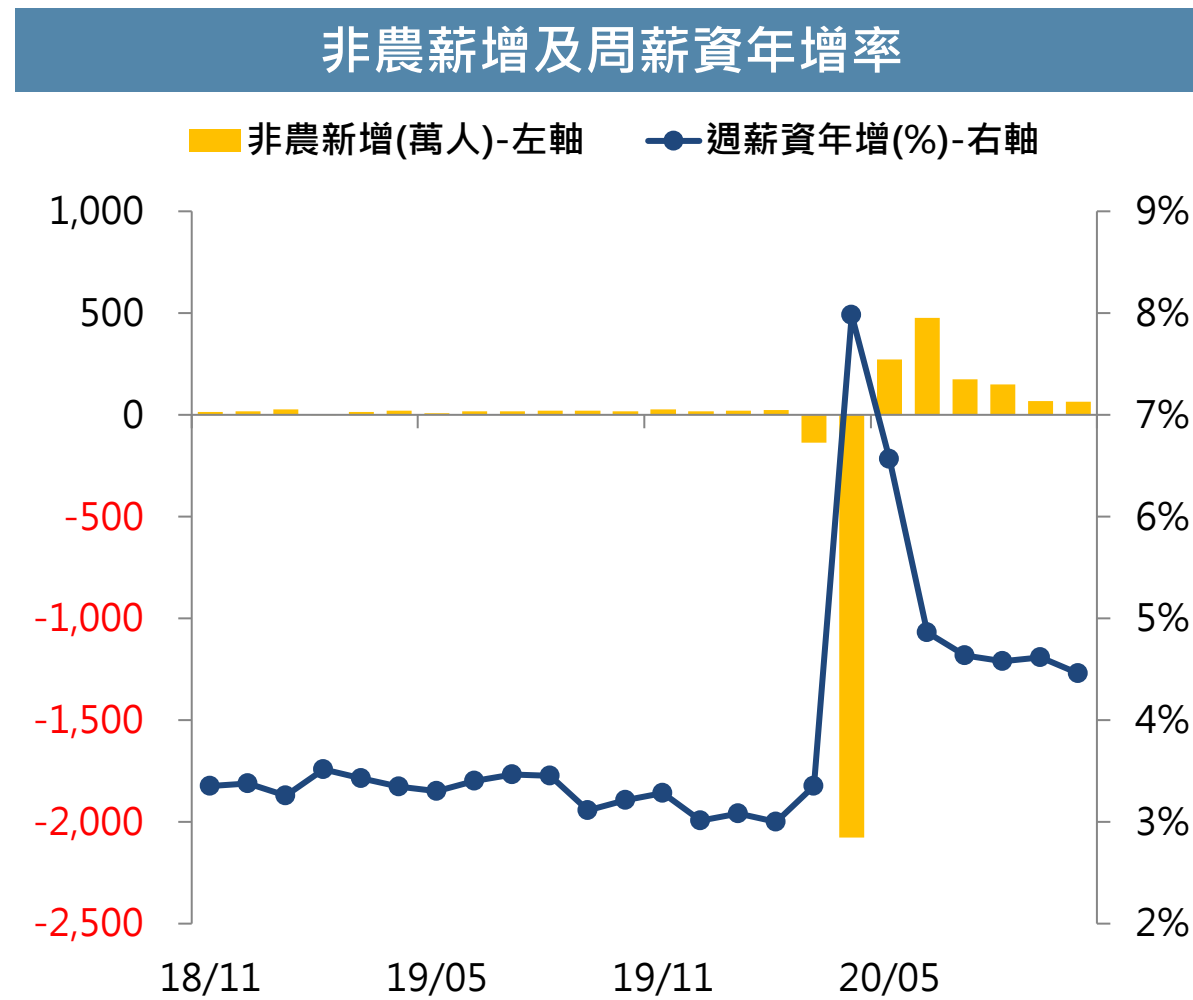
IMF上修今年GDP成長預估

發布日期	4月14日		6月24日		10月13日	
年度	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	-3.0%	5.8%	-4.9%	5.4%	-4.4%	5.2%
成熟國家	-6.1%	4.5%	-8.0%	4.8%	-5.8%	3.9%
新興市場	-1.0%	6.6%	-3.0%	5.9%	-3.3%	6.0%
美國	-5.9%	4.7%	-8.0%	4.5%	-4.3%	3.1%
歐元區	-7.5%	4.7%	-10.2%	6.0%	-8.3%	5.2%
英國	-6.5%	4.0%	-10.2%	6.3%	-9.8%	5.9%
日本	-5.2%	3.0%	-5.8%	2.4%	-5.3%	2.3%
中國	1.2%	9.2%	1.0%	8.2%	1.9%	8.2%
韓國	-1.2%	3.4%	-2.1%	3.0%	-1.9%	2.9%
印度	1.9%	7.4%	-4.5%	6.0%	-10.3%	8.8%
台灣	-4.0%	3.5%	未更新		0%	3.2%

資料來源：IMF；資料時間2020/10

美國勞動市場持續好轉

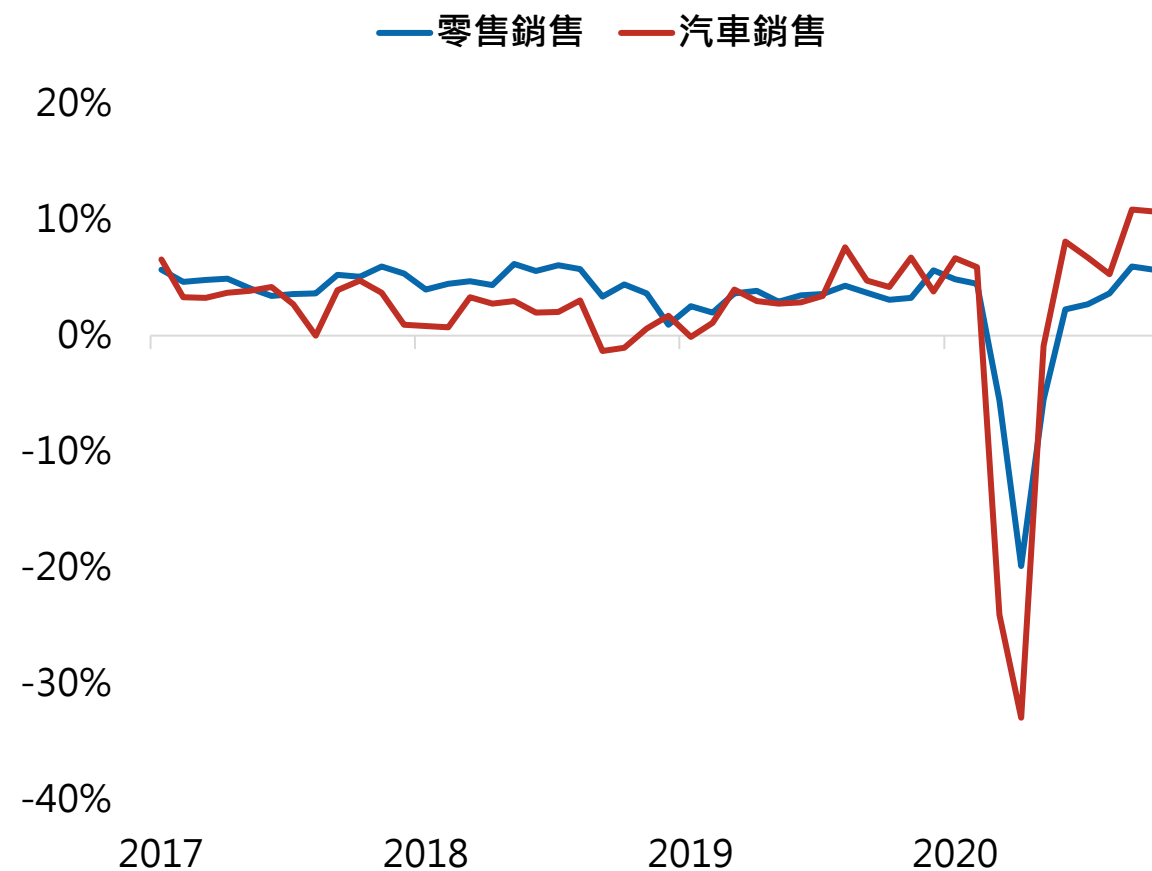
- 在疫情衝擊之下，美國勞動市場在4月出現了墜崖式的衰退一度引起市場恐慌，但在政府積極釋出救市方案後呈現逐月回升。
- 截至10月，非農新增就業已連續6個月維持正增長；失業率也由高峰時期的14.7%，大幅下降至6.9%。勞動市場狀況持續好轉也促使周薪資年增率維持在4%以上高速增長，有利終端消費擴張。



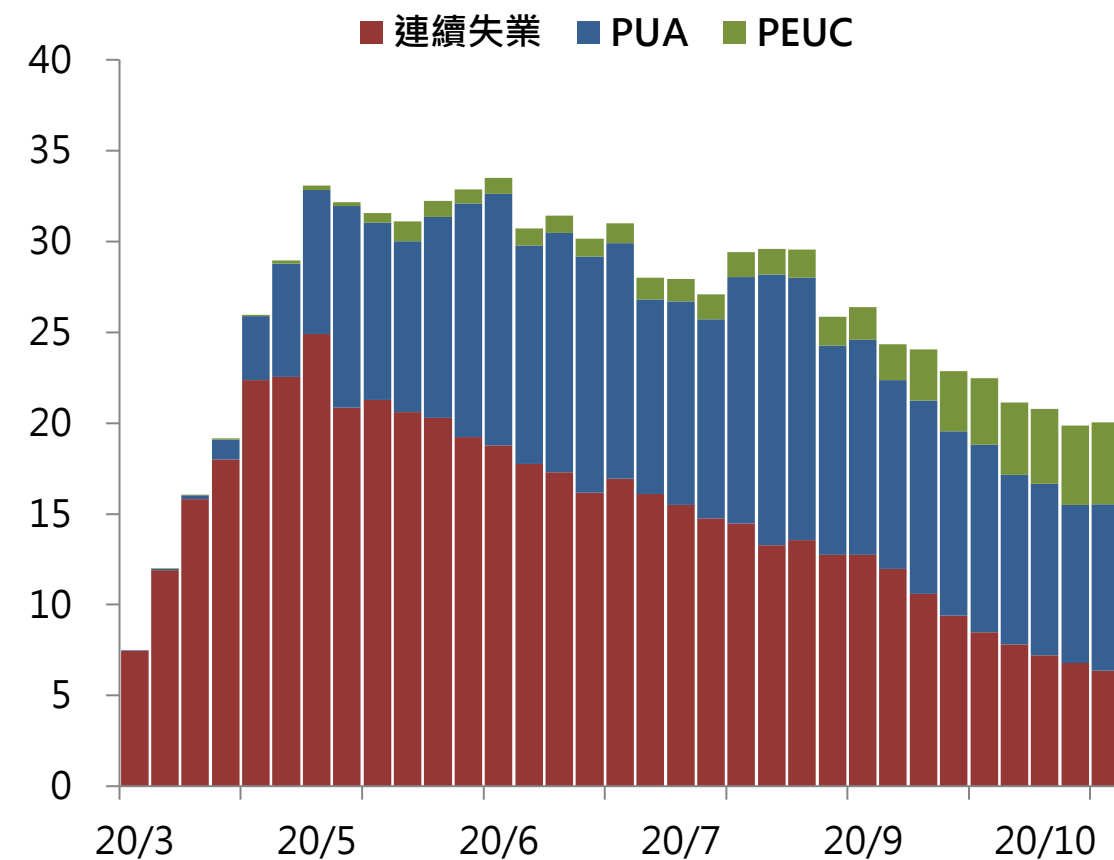
美國消費就業強勁

- 觀察美國10月零售銷售年增5.68%，其中電子商務(+29%)再創新高，透露相關電商、科技企業財報仍有高點可期；汽車(+10.7%)、耐久財等消費的強勁成長，亦透露美國民眾消費信心趨於穩健，有利消費動能延續。
- 除了連續申請失業救濟金人數持續下滑外，由Cares Act支援的PUA申請人數在10月底單周大幅下降75萬人，完全抵銷了PEUC出現的23萬人增長，顯示民眾仍持續重返就業崗位。

零售、汽車銷售年增率



失業救濟金請領人數



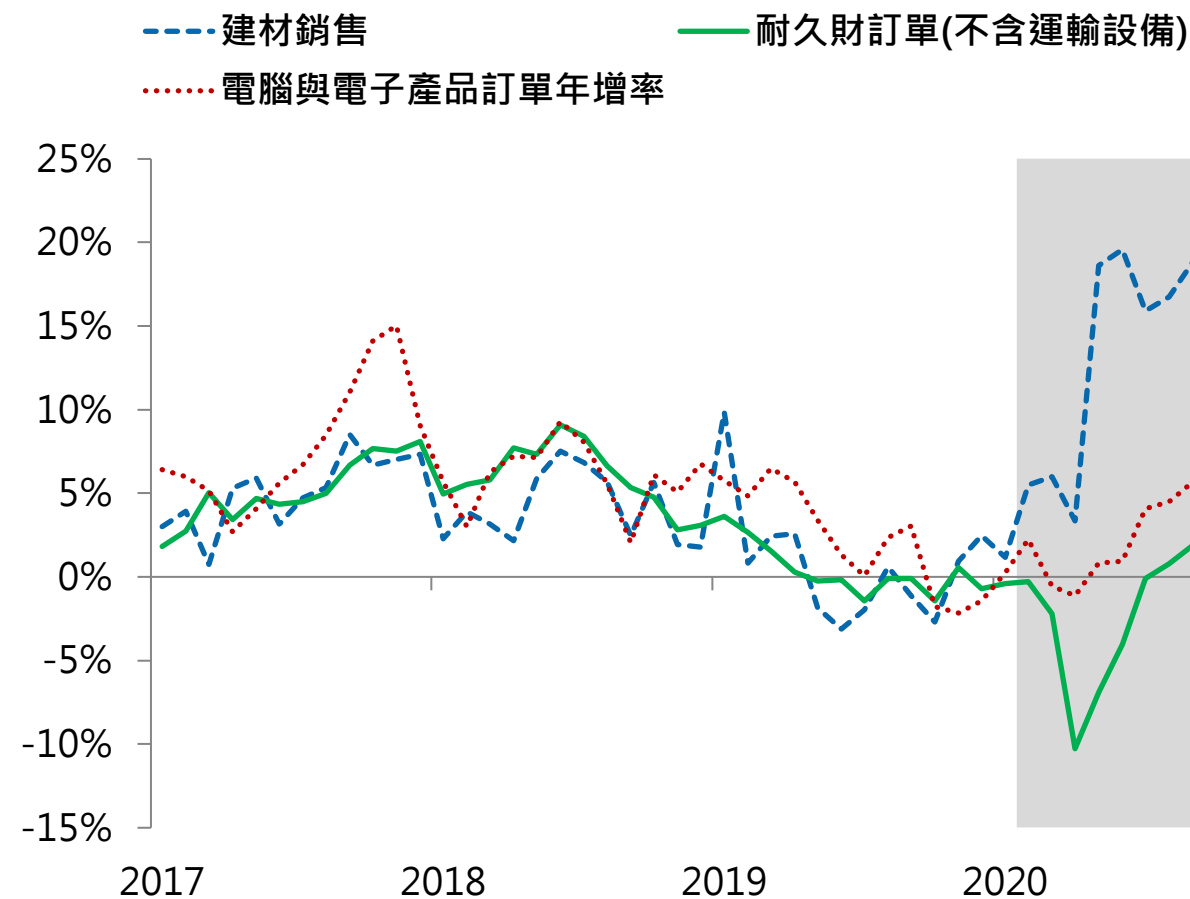
資料來源：US. Bureau of the Census; ETA

注：PUA：大流行失業援助
PEUC：大流行緊急失業補貼

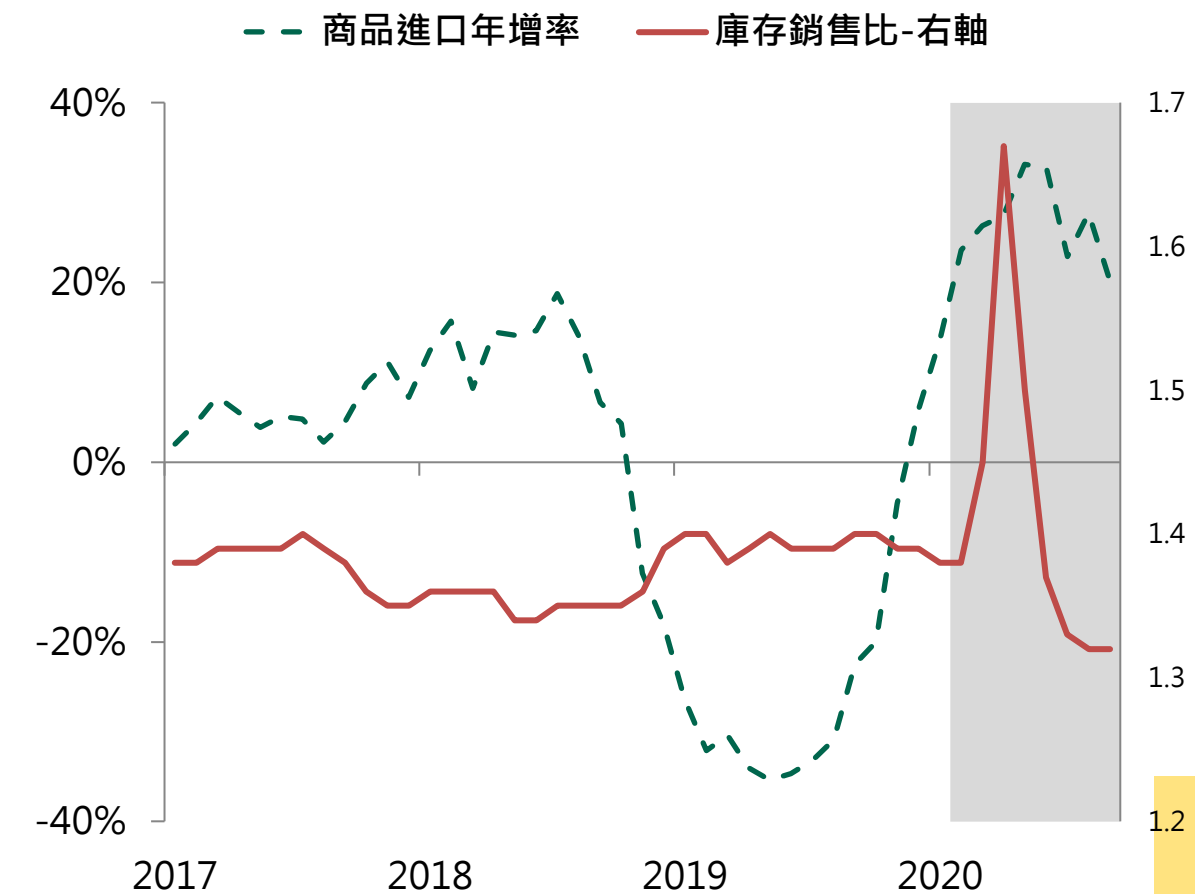
美國內需市場持續復甦

- 在經濟解封與Cares Act三兆美金救市下，耐久財、電子產品重回擴張，其中受到房市榮景帶動的建材消費更大增19%，隨著後續季度的比較基期進一步走低，增長數值勢必更為亮眼。
- 美國的庫存銷售比大幅改善，未來若紓困案通過引爆終端市場需求，美國廠商回補庫存的壓力，將使進口再隨著零售飆升，帶動以製造為主的新興市場經濟。

零售銷售細項年增率



商品進口與庫存銷售比



資料來源：Fred

從後川普時代談起



施政方向的轉變



寬鬆環境的延續

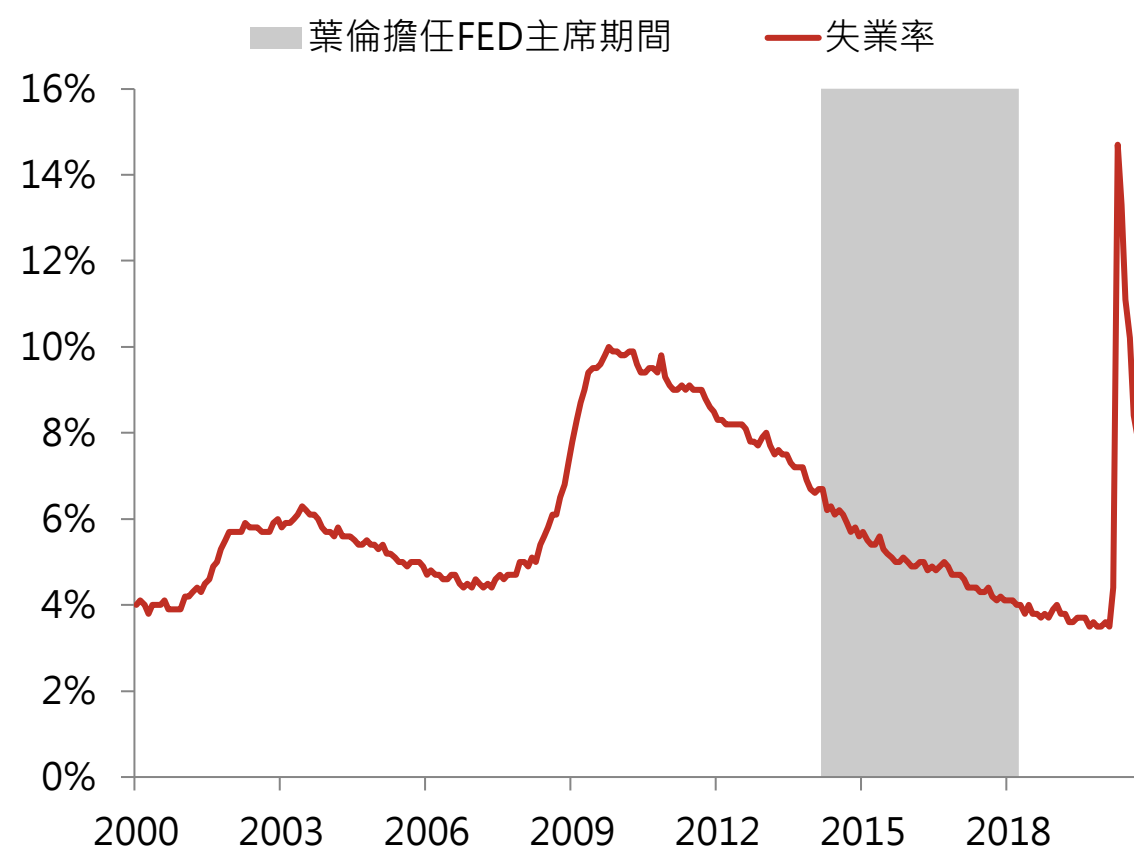


弱勢美元的格局

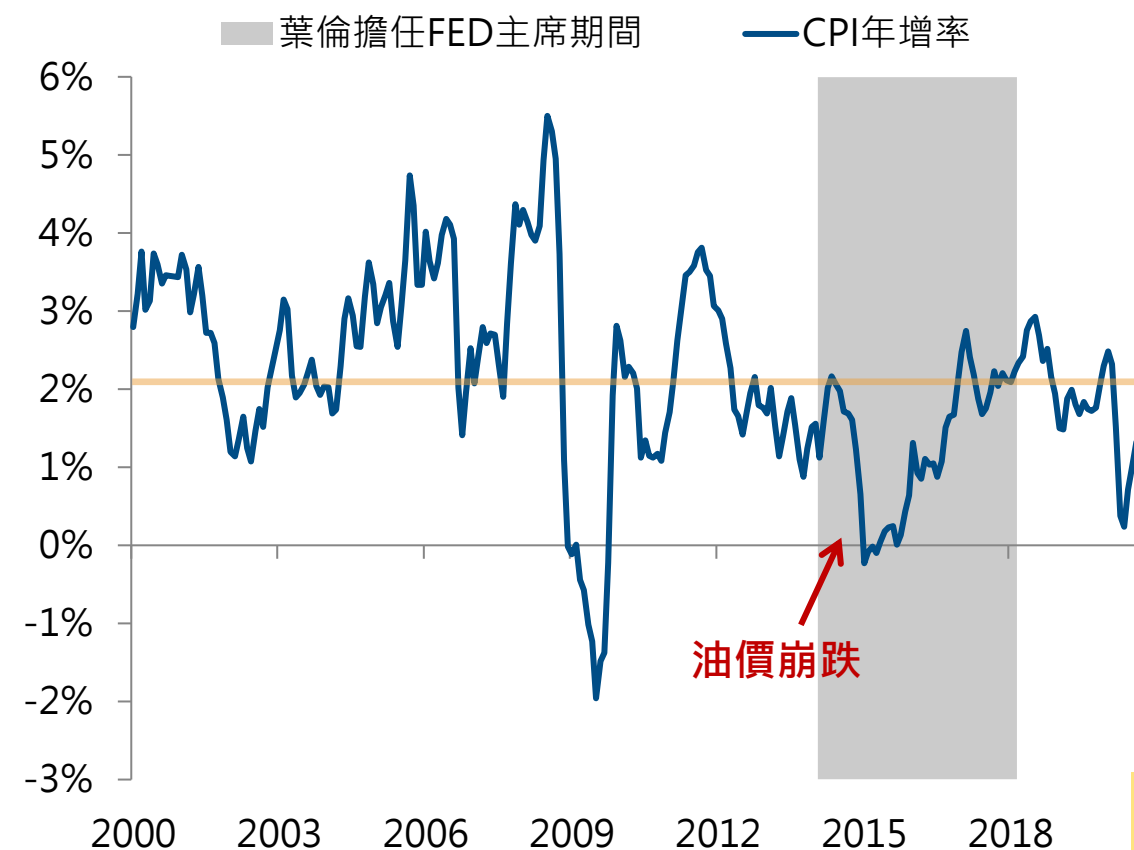
葉倫可望出任財政部長

- ◆ 葉倫兩大優勢：
 - 折衝朝野歧異的交易手腕。
 - 聯準會主席任內漂亮的成績單。
- ◆ 以提振經濟取代「加稅」與「加強監管」作為施政主軸。

失業率



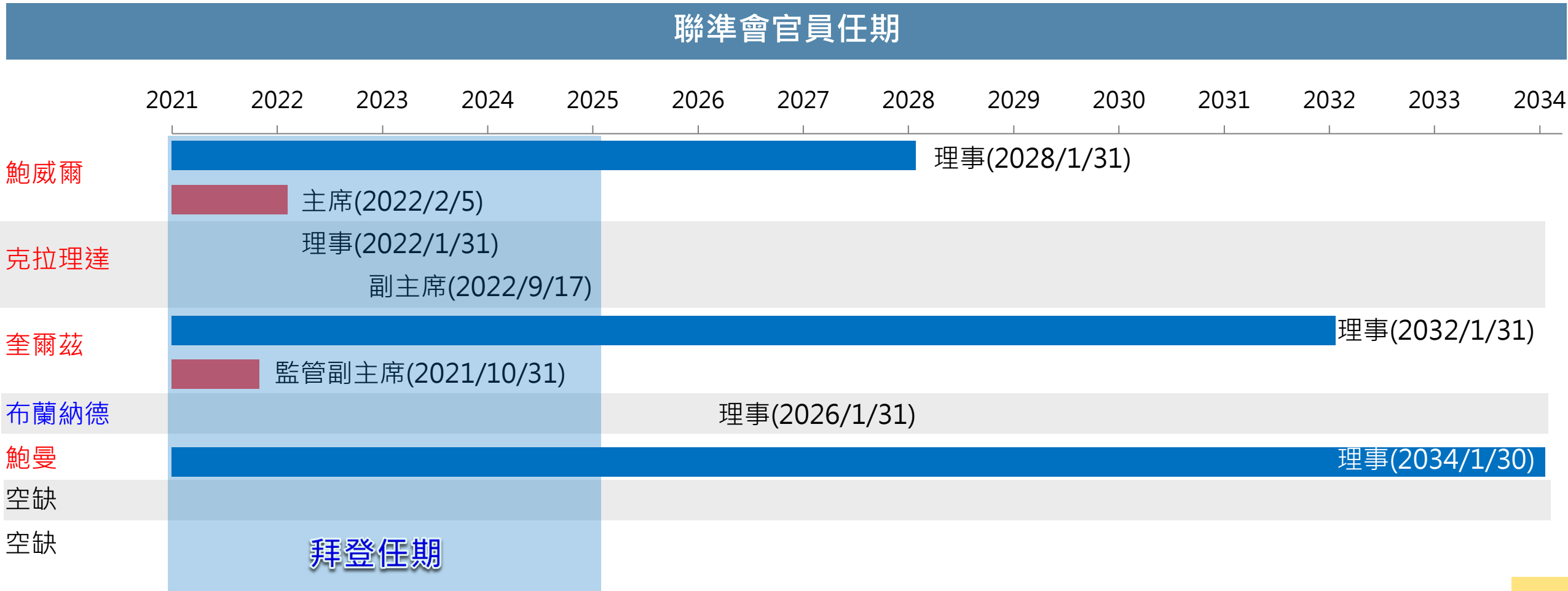
通貨膨脹率(CPI)



資料來源：Fred

拜登可望掌握三席聯準會理事任命

- 市場傳出聯準會理事布萊納德可望於主席鮑威爾任期屆滿後接任主席職位。依慣例，鮑威爾一旦卸任主席，將一同辭去理事職務，等同拜登掌握至少三席聯準會理事任命權。
- 布蘭納德一向被視為大鴿派，若果真接任主席職務，可視為拜登對市場釋出持續寬鬆的強烈訊號。



資料來源：Fed；統一期貨整理繪圖

20/21年聯準會票委整理



資料來源：FED

2020/2021年FOMC成員列表

統一投顧整理列表

	委員名單	立場	職位	投票規則	2020票委	2021票委
1	包威爾	中立	主席	永久投票權	V	V
2	克拉里達	中立	副主席	永久投票權	V	V
3	奎爾斯	中立	監管副主席	永久投票權	V	V
4	鮑曼	中立	美聯儲委員	永久投票權	V	V
5	布蘭納德	鴿派	美聯儲委員	永久投票權	V	V
6	空缺					
7	空缺					
8	威廉斯	中立	紐約	永久投票權	V	V
9	梅斯特	鷹派	克里夫蘭	兩年輪值投票權	V	X
10	伊凡斯	中立	芝加哥	兩年輪值投票權	X	V
11	羅森格倫	鷹派	波士頓	三年輪值投票權	X	X
12	哈克	中立	費城	三年輪值投票權	V	X
13	巴金	中立	里士滿	三年輪值投票權	X	V
14	布拉德	鴿派	聖路易斯	三年輪值投票權	X	X
15	卡什卡利	鴿派	明尼亞波利斯	三年輪值投票權	V	X
16	伯斯蒂克	中立	亞特蘭大	三年輪值投票權	X	V
17	喬治	鷹派	堪薩斯	三年輪值投票權	X	X
18	卡普蘭	鴿派	達拉斯	三年輪值投票權	V	X
19	達利	中立	舊金山	三年輪值投票權	X	V
		永久投票權		2020投票權		2021投票權

貨幣、財政政策發酵 美元流動性充足

- 新冠疫情使美國大幅度QE，存款機構準備金隨之飆升，使銀行間的短端資金拆借流動性相當充足。
- 貨幣政策為觀察美元指數的關鍵指標，2020年美國基準利率再度接近0軸，緩解美國與海外國家利差導致的資金回流，解決2020年3月的美元流動緊縮問題。

存款機構準備金與美元指數



聯邦基準利率與美元走勢



備註：存款機構總準備金 (Total Reserves of Depository Institutions)，並未經季度調整資料。

資料來源：Fred; DQ2

美元避險需求下滑

- 各個空頭年美國信用風險利差均有飆升跡象（如今年初疫情爆發），多數時候引發美元避險需求。不過目前風險利差已大幅下降，促使美元指數走弱。

信用風險利差與美元指數走勢



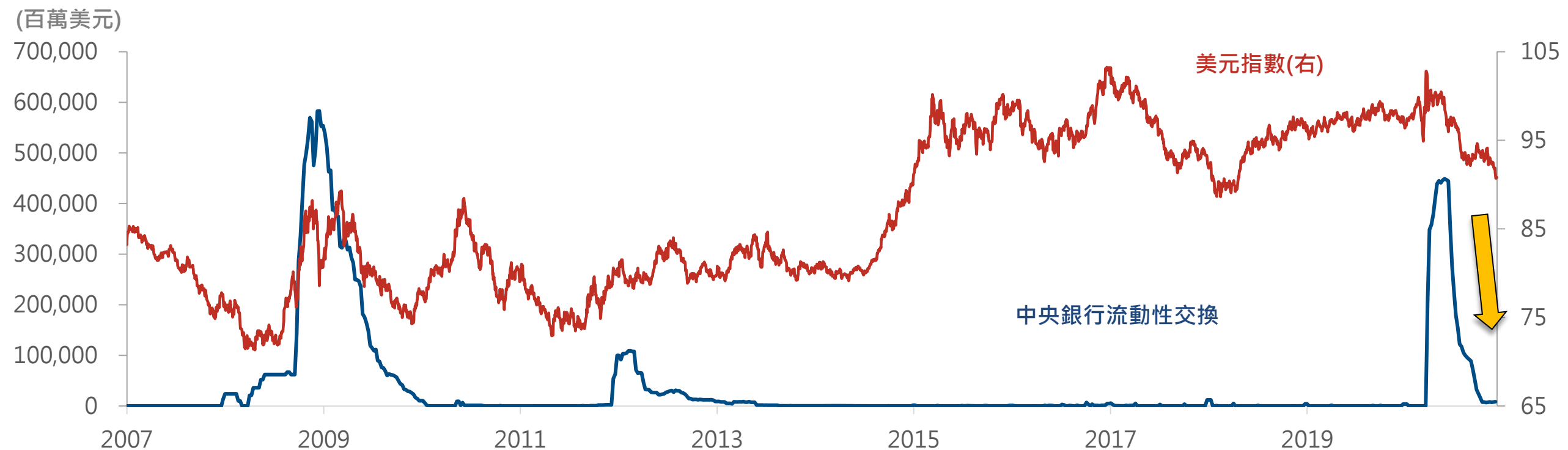
備註：信用風險利差公式為：美林CCC級以及更低平等的高收益債券殖利率 (ICE BofA CCC & Lower US High Yield Index Effective Yield) - 美國10年公債殖利率 (10-Year Treasury Constant Maturity Rate)，該指標代表市場給予企業違約機率的風險貼水，反映對企業違約風險之預期。

資料來源：Fred; DQ2

美元流動性緊縮問題緩解

- 今年3月新冠疫情爆發，信貸市場的風險溢價快速增加，股票、黃金、美債等資產均遭到拋售，此時海外對美元需求超過供給，使市場上美元短缺。
- 聯準會為提供境外美元流動性，調高央行流動性交換額度，緩解美元流動性危機。6月時，金融市場已恢復正常水平，債券回購需求降低，使美元需求下降，各國央行減少美元流動性交換，美元流動性緊縮問題緩解。

中央銀行流動性交換與美元指數走勢



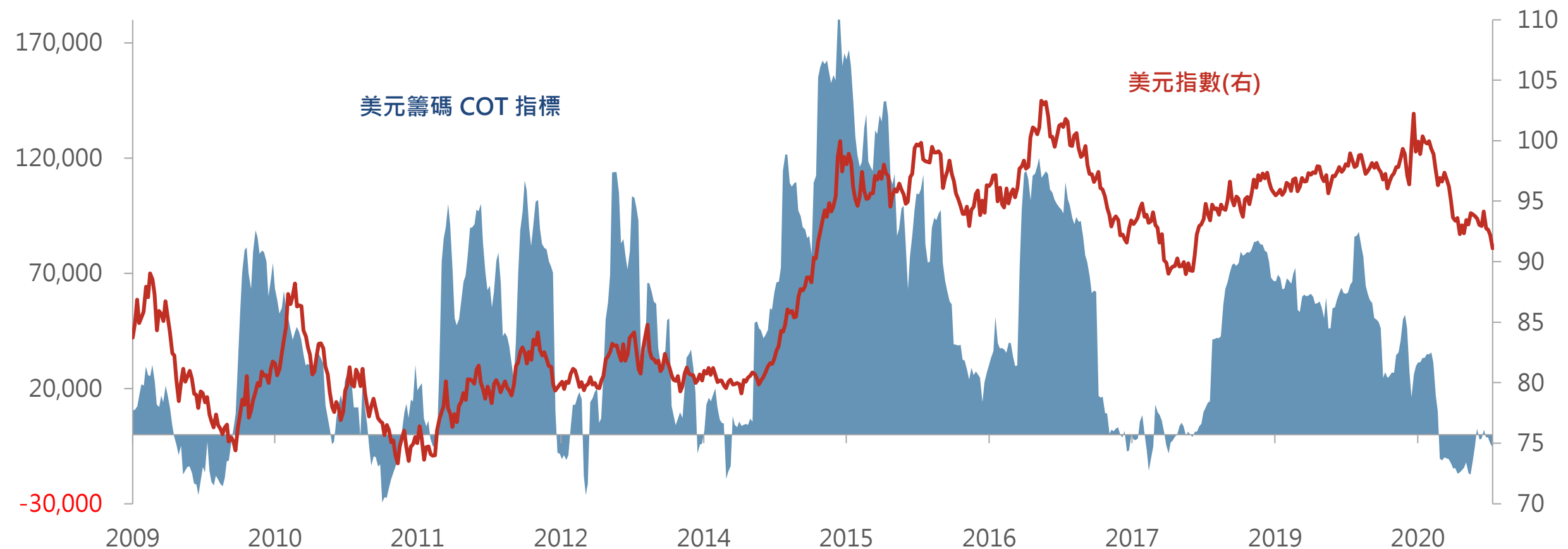
備註：中央銀行流動性交換 (Central Bank Liquidity Swaps)的內涵為，當外國中央銀行利用流動性交換時，它將特定數量的貨幣出售給美聯儲，以換取當時市場匯率的美元。

資料來源：Fred; DQ2

美元籌碼 COT 指數中性偏空

- 回顧過去10年，美元指數走多頭的時期，美元指數期貨的大額投資人籌碼均有明確表態，COT 指數將大幅飆升。而目前美元籌碼 COT 指數持續在零軸下方震盪，顯示大額投資人仍是偏空操作。

美元籌碼COT指標與美元指數走勢



備註：美元籌碼COT指數為指數公式：投機者 (Non-commercial)減去避險者 (Commercial) 的淨部位，與美元有正向的連動關係，可視為市場大額投資人對於美元的看法。

資料來源：CFTC; DQ2

黃金走勢與利率水準高度負相關

- 通常在市場極度寬鬆，美元同步走弱的背景下，金價下檔較為有撐，從下圖的10年公債殖利率與黃金呈現高度負相關即可證明。不過 FOMC 多次表明負利率政策不在考慮範圍，目前利率水準已達極值，殖利率又出現些微上行走勢，金價較為承壓。



資料來源：Fred; bloomberg

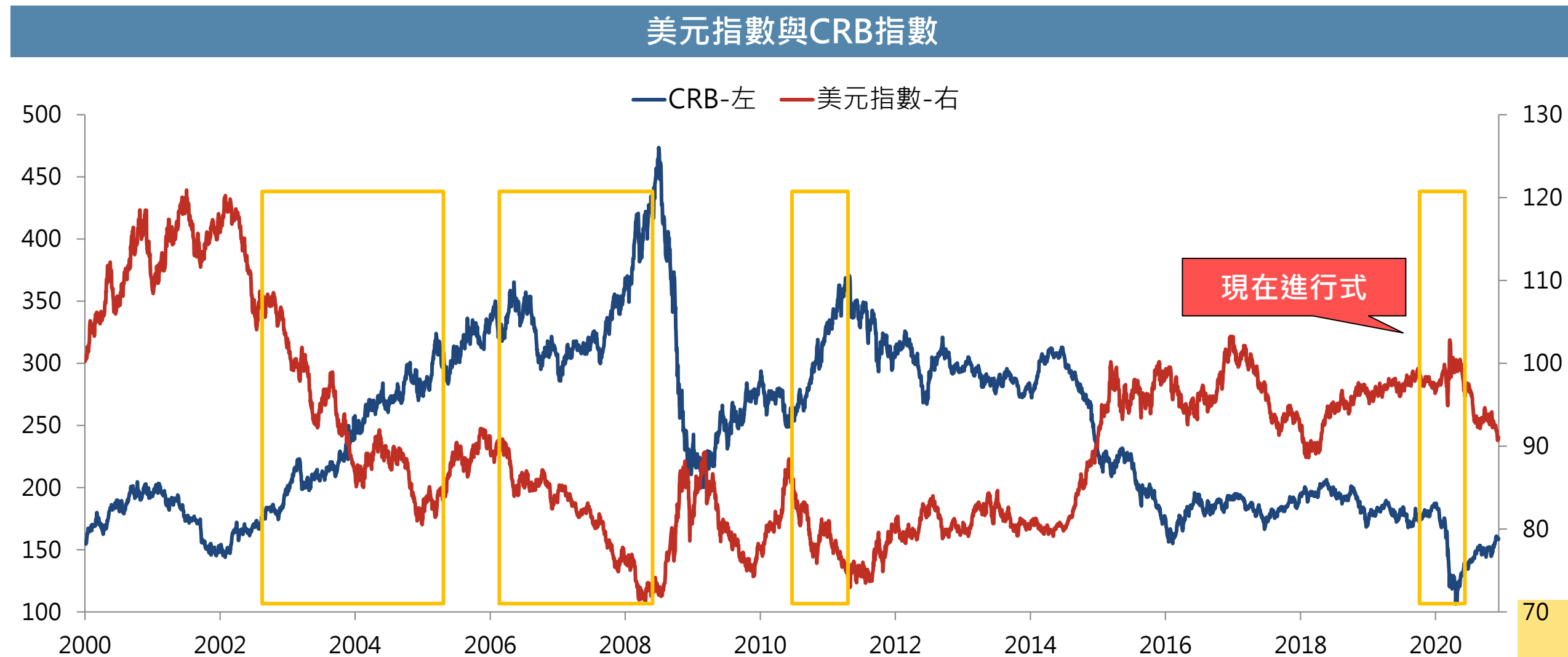
弱勢美元下的新商機

除了股市之外，你還有其他選擇



弱勢美元推升原物料走強

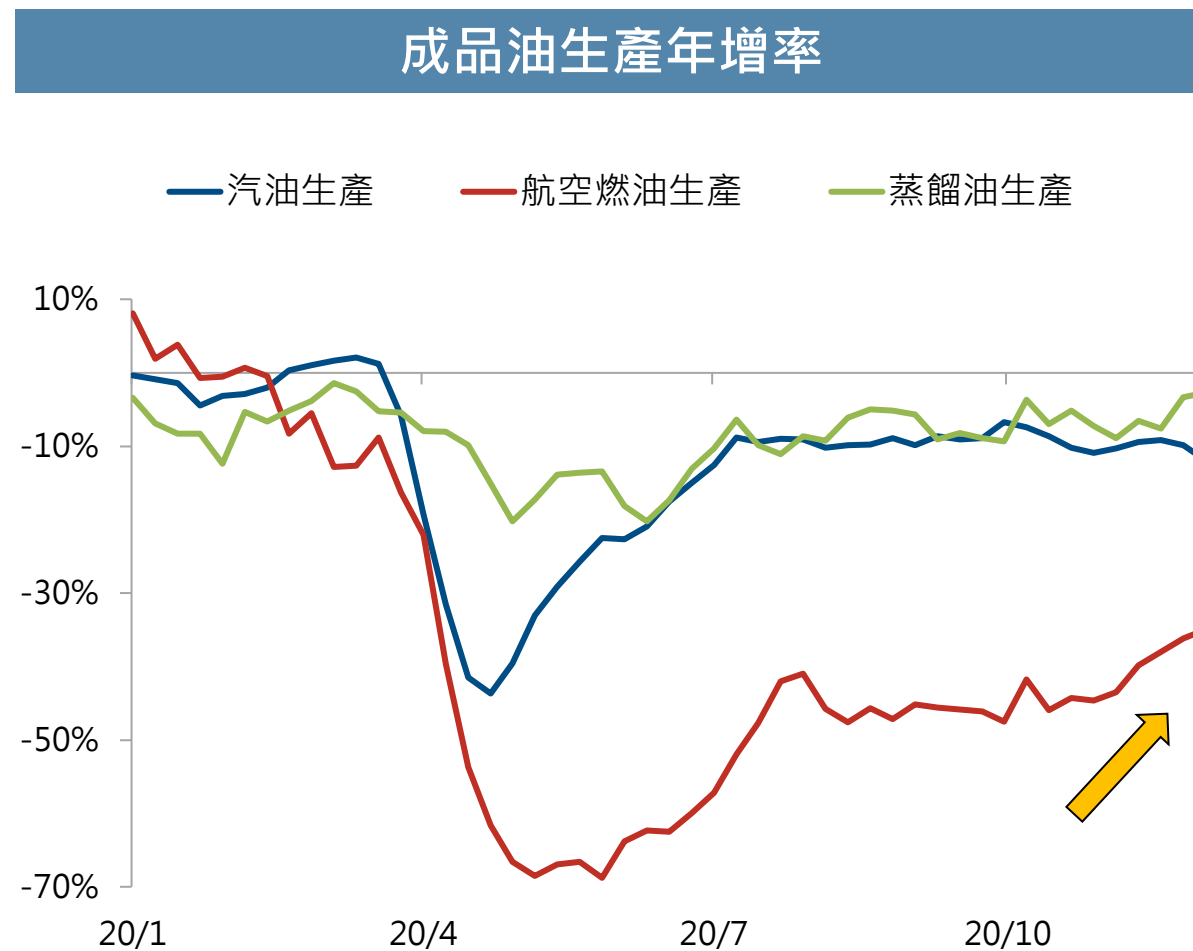
- CRB指數(Commodity Research Bureau Futures Price Index)是由美國商品研究局彙編的商品期貨價格指數，涵蓋了農產品、金屬、能源、畜產品等 19 種原物料商品期貨合約，與美元指數走勢存在一定程度的負向關係。



資料來源：bloomberg

疫苗拉動原油商品曲線

- 11 月初以來，Pfizer、Moderna 公布疫苗有效性高達9成後，英國阿斯利康疫苗同樣傳出捷報，利多消息激勵市場情緒樂觀，疫苗問世能夠振興實體經濟的預期，也拉動航空燃油生產回升。
- 在各國疫苗接連報捷後，輕原油商品曲線在2021/4合約開始出現逆價差，顯示市場預期到明年Q2，疫苗量能充足，全球經貿在一定水準的開放下，報復性消費的需求，將使原油供需轉向緊俏。



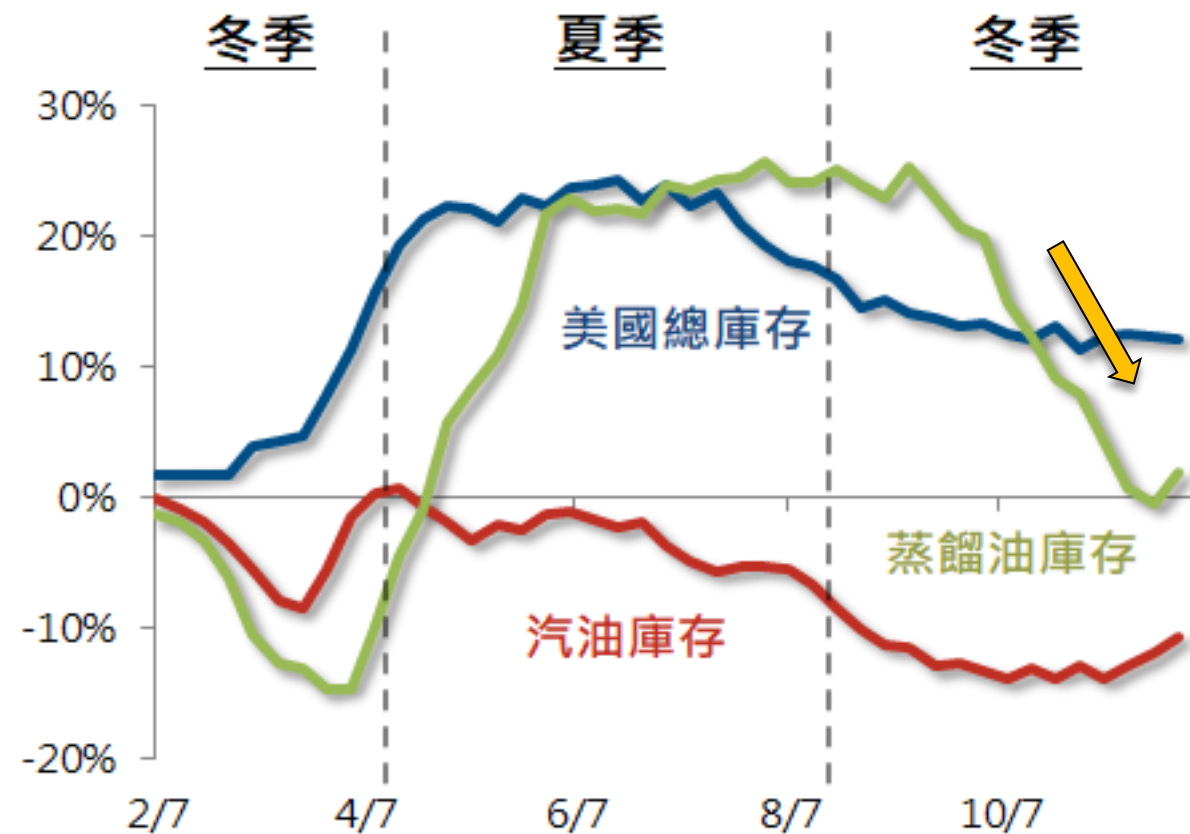
資料來源：EIA; bloomberg



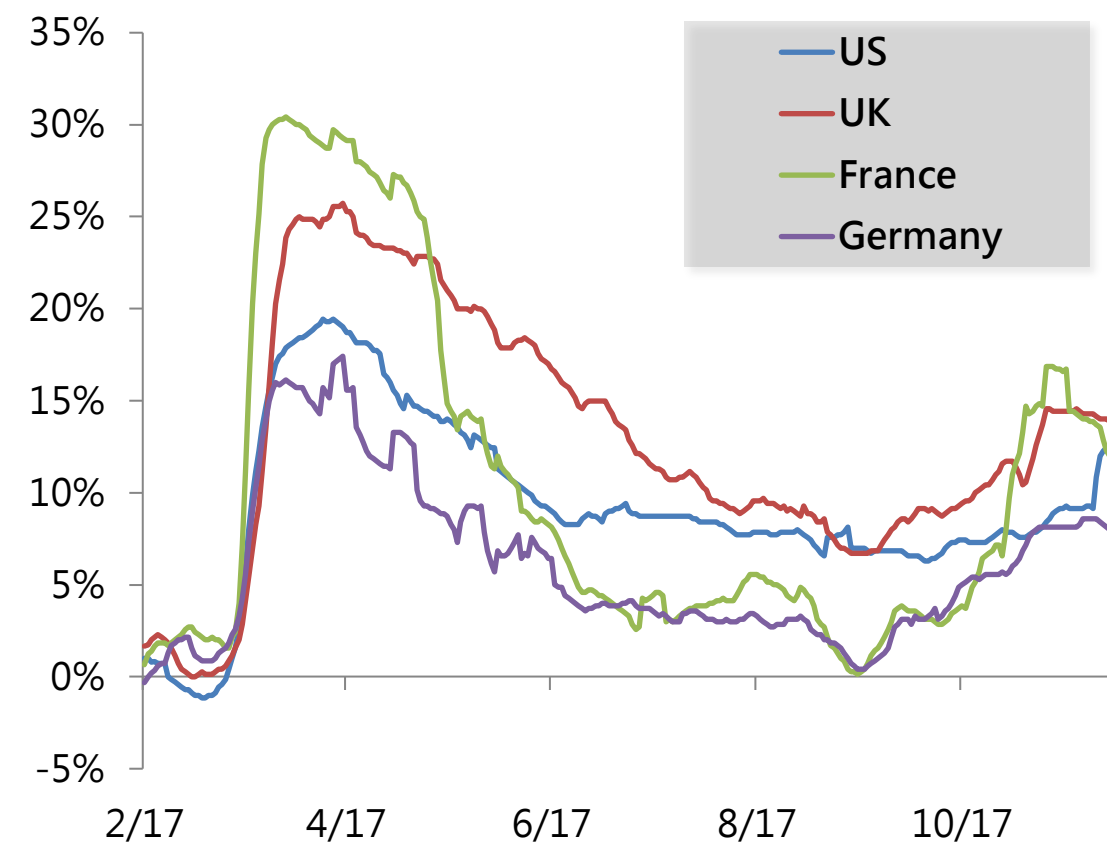
蒸餾油持續去庫存

- 夏季結束後，出遊需求減少，使汽油消耗趨緩；冬季用油主力轉為房屋供暖的蒸餾油，在10月以來歐美居家時間較疫情前平均增加約10%，帶動冬季供暖需求上升。
- 隨著疫情改為在家上班、上課，加上秋冬更嚴謹的防疫措施，民眾居家時間勢必進一步上升，有助去化蒸餾油庫存並拉動煉油廠產能利用率。

美國油品庫存變動率



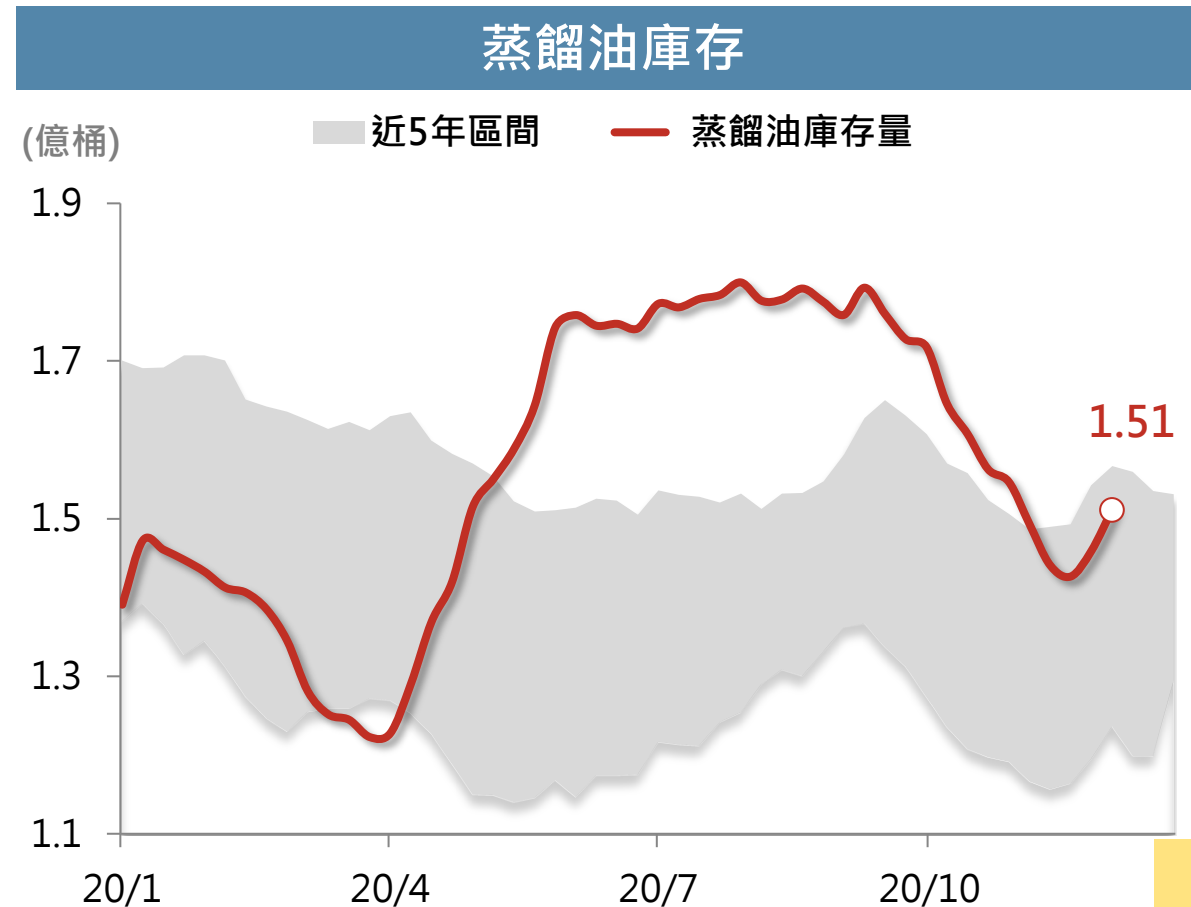
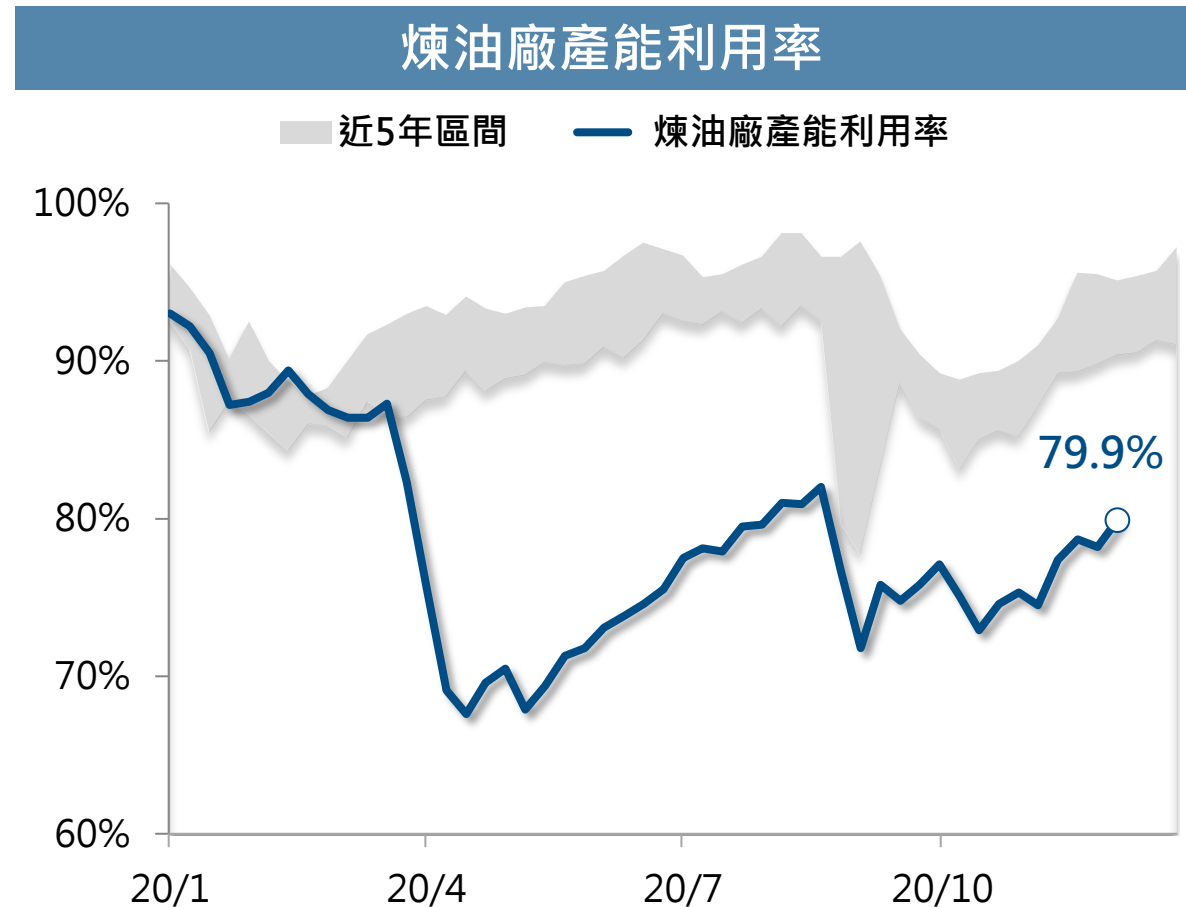
歐美在家時間 – 與疫情前相比



資料來源：EIA; bloomberg

冬季煉油廠拉貨效應啟動

- 冬季旺季逼近，觀察煉油廠產能利用率已恢復到79.9%，可判斷秋季歲修大致結束，煉油廠已經進入拉貨/精煉的階段，如果依循往年的季節性趨勢，有望可以延續到隔年 1 月左右，持續給予油價基本面支撐。
- 目前蒸餾油庫存仍在歷史同期上緣，若出現蒸餾油庫存不甩季節性，繼續下行，代表蒸餾油需求強勁，煉油廠將會進一步消耗原油庫存，提供油價續漲動能。

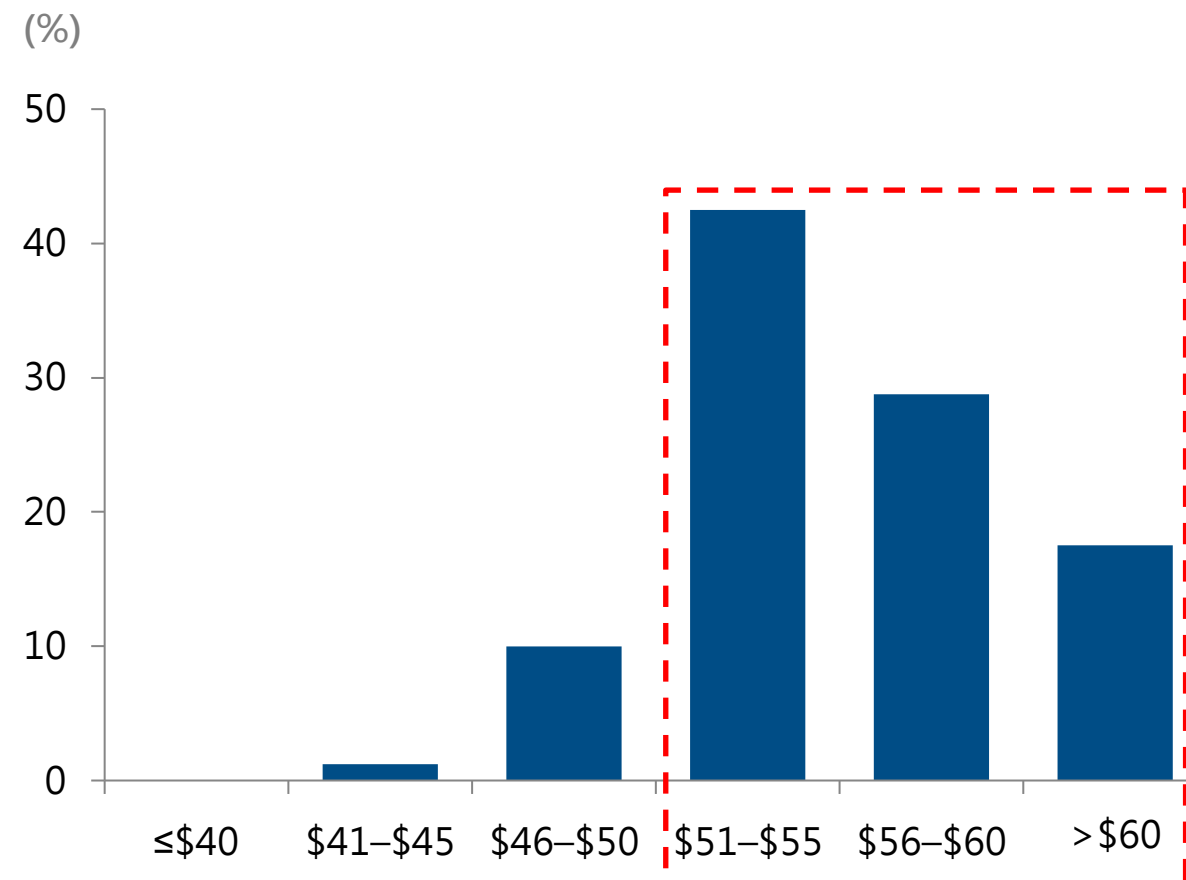


資料來源：EIA

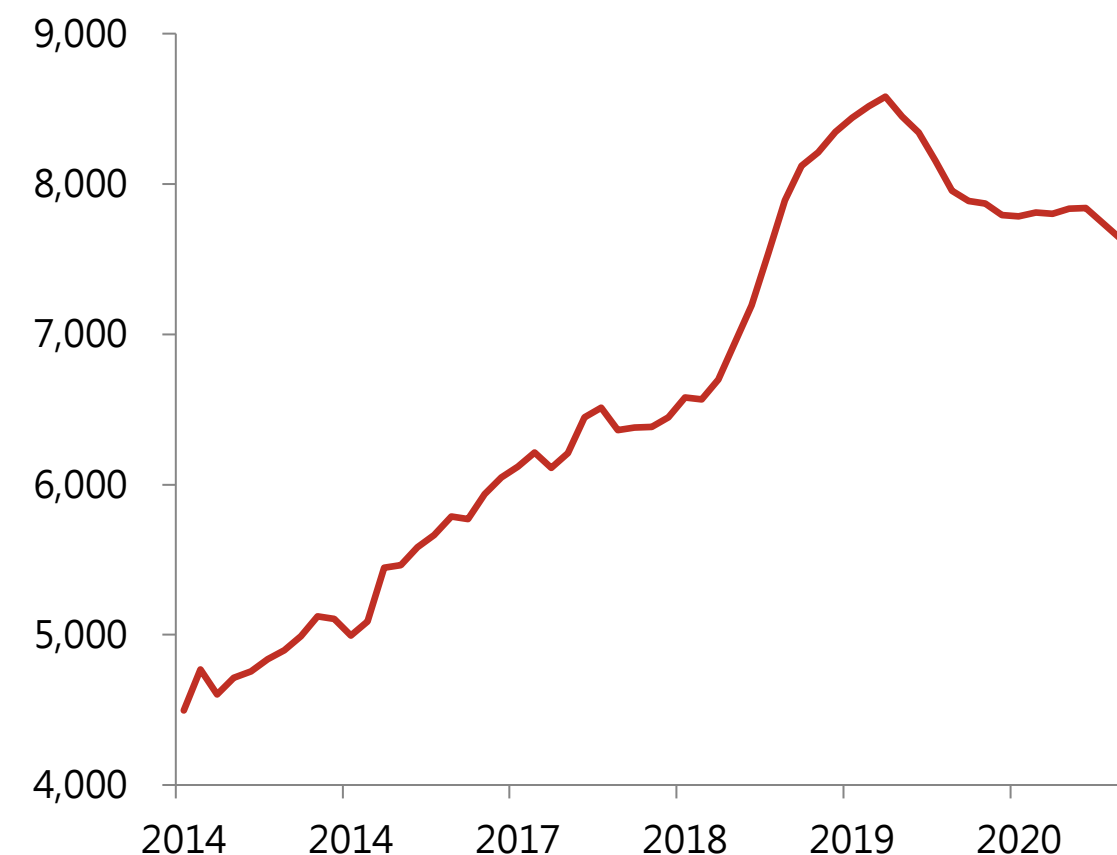
若油價持續墊高 仍需留意供給是否上升

- 達拉斯分行調查160位油氣產業經理人：你認為WTI油價在哪個區間會使鑽油井數大幅增加？9 成經理人認為油價在50美元/桶以上會開始激勵油井數增加。
- 留意油價若漲破 55 美元以上，油井數是否如期大增，並進而形成原油供需的失衡。

達拉斯問卷調查



已鑽探但未完井數量

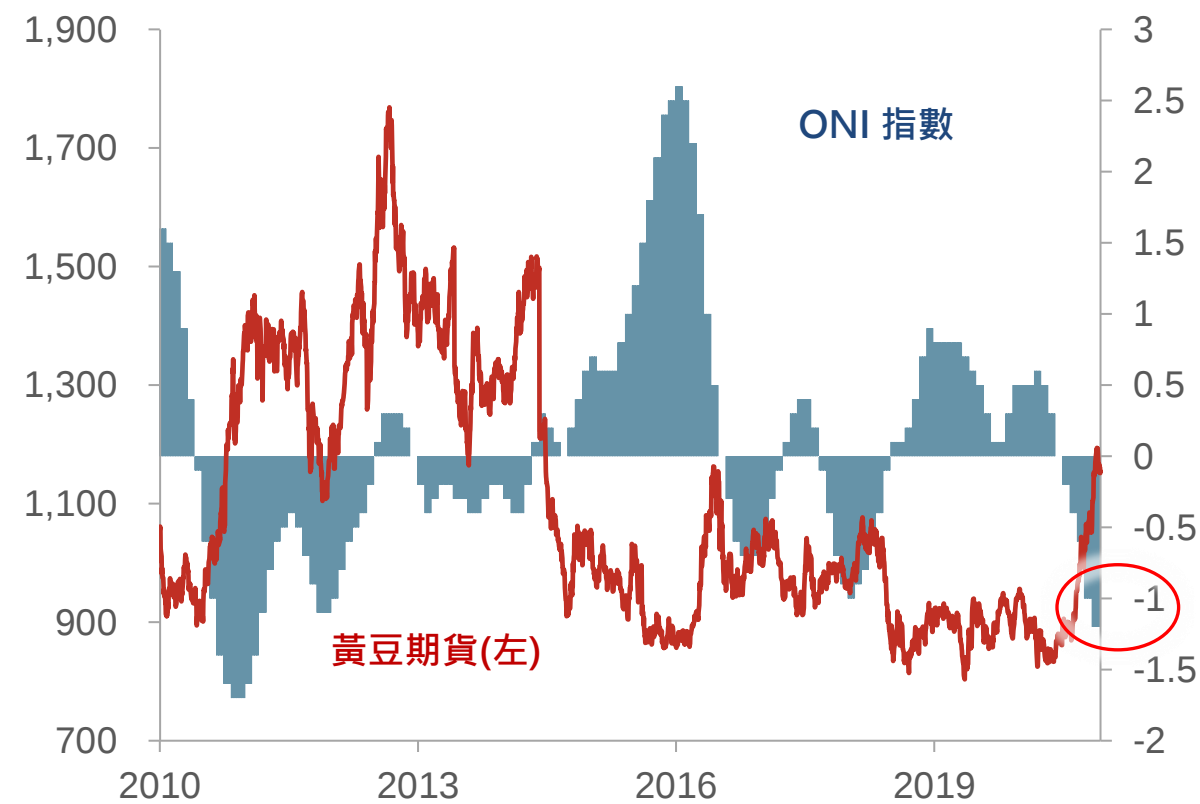


資料來源：EIA; bloomberg

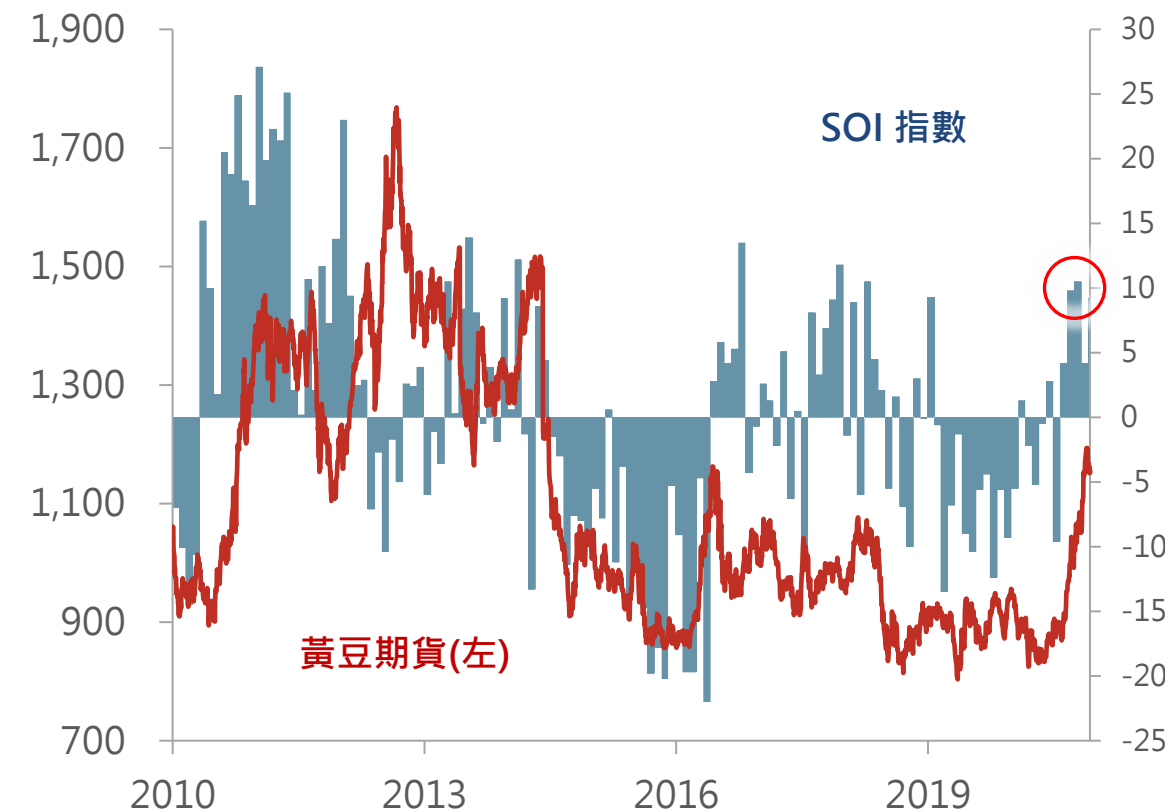
反聖嬰事件至少持續到明年一月

根據世界氣象組織（WMO）的最新預測，反聖嬰事件有高達90%的可能性將持續至2021年1月，導致北美與南美洲部分地區出現乾旱現象。

ONI 指標連續三個月低於 - 0.5



今年來 SOI 指標 3 次高於 7



備註1：ONI 指標量定義：測赤道中太平洋區域平均的「海表面溫度」和「氣候」平均值差距，根據美國氣候預報中心（Climate Predict Center, CPC）的定義，若 ONI 連續 5 個月低於攝氏 -0.5 度，即為「反聖嬰事件」。

備註2：SOI 指標（Southern Oscillation Index）定義：東太平洋大溪地和澳洲北部達爾文之間的壓力差，來觀察太平洋聖嬰、反聖嬰事件的發展強度。根據定義，當 SOI 持續正值高於 7，則代表「反聖嬰現象」的發生。

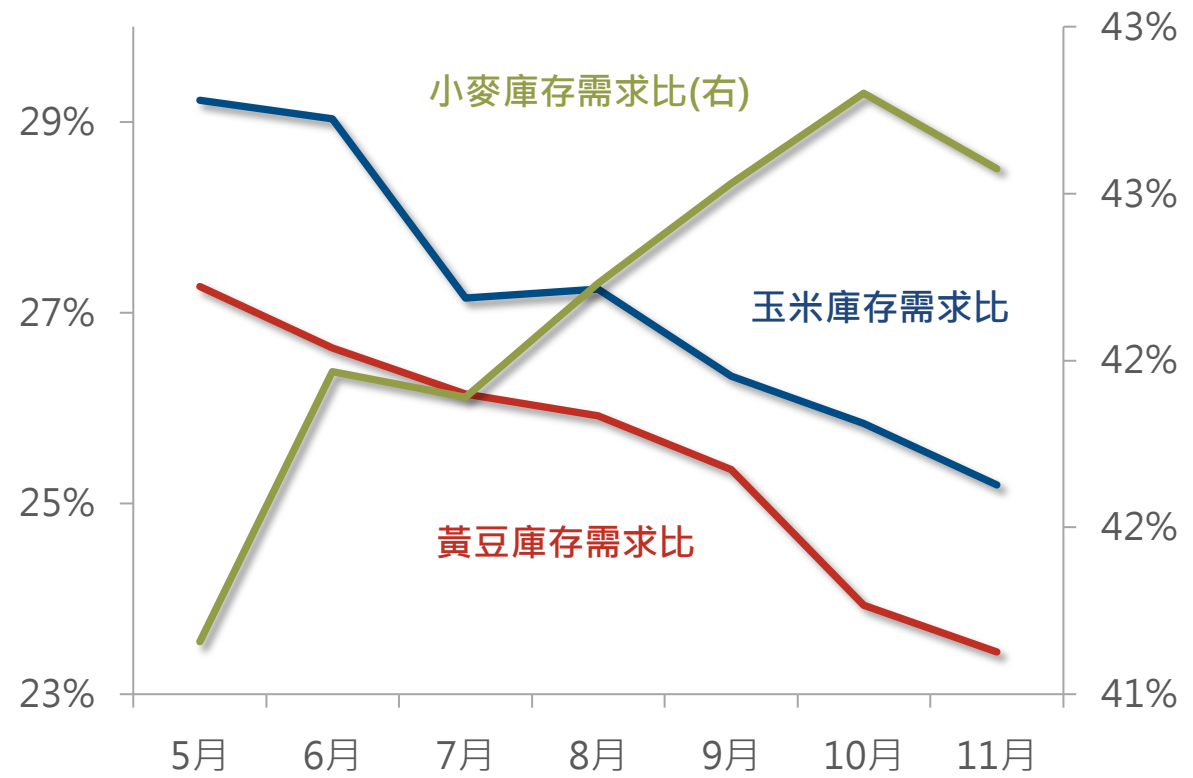
資料來源：bloomberg

黃豆基本面佳 預期收益率最高

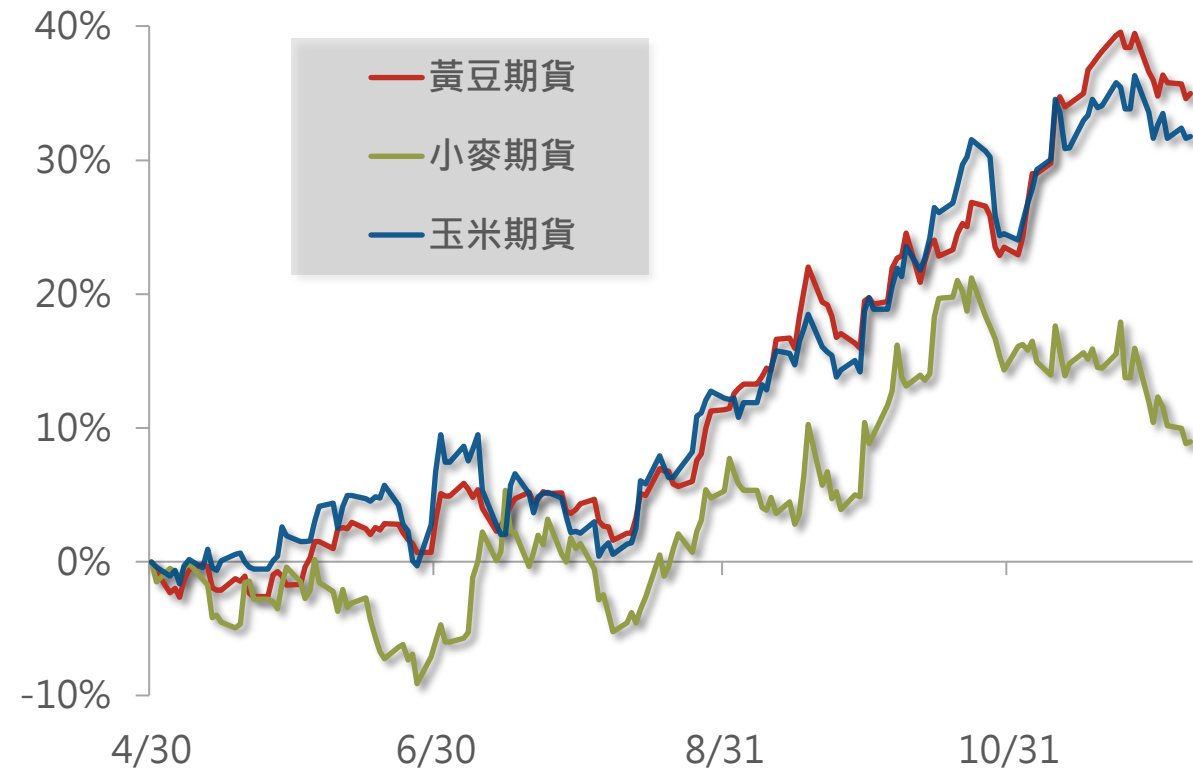
黃豆、玉米的庫存需求比持續下滑，其中黃豆基本面更優；小麥的庫存需求比則是大幅上升，供需面相對劣勢。

黃小玉基本面完全反映在價格走勢上，黃豆、玉米期貨價格飆升，但根據基本面與籌碼面判斷，黃豆的預期報酬率為農產品最佳。

黃小玉庫存需求比率



黃小玉期貨自 5 月以來的累計報酬率



備註：存貨需求比 (Stocks/Use Ratio) 公式：USDA 估算的每年期末存貨 / 需求量，代表現有的庫存水準可供應幾年的需求。由於是美國農業部 (USDA) 的估算值，因此數值可能依據時空背景不同進行上調或下修。

資料來源：bloomberg

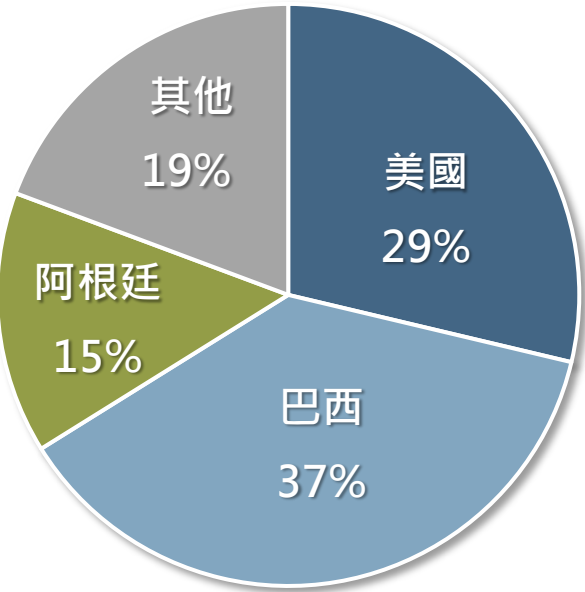
黃豆生長週期與供需

上方美國

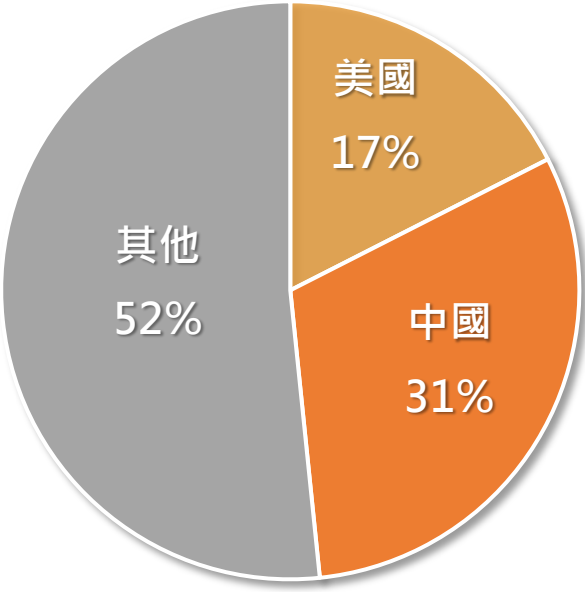
下方南美



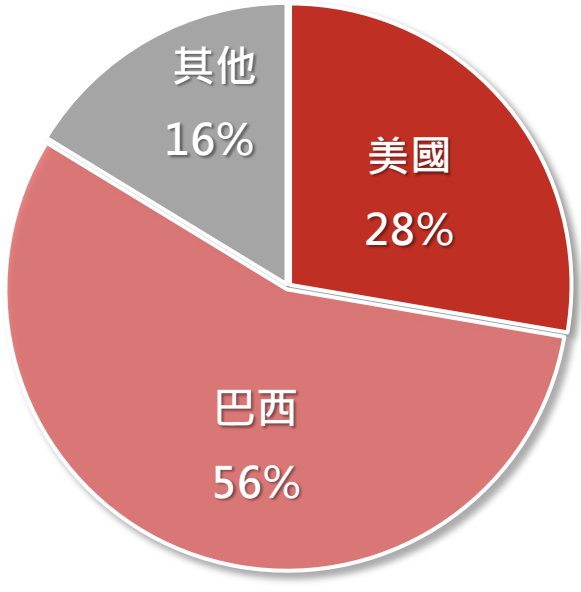
全球黃豆產量占比



全球黃豆需求占比



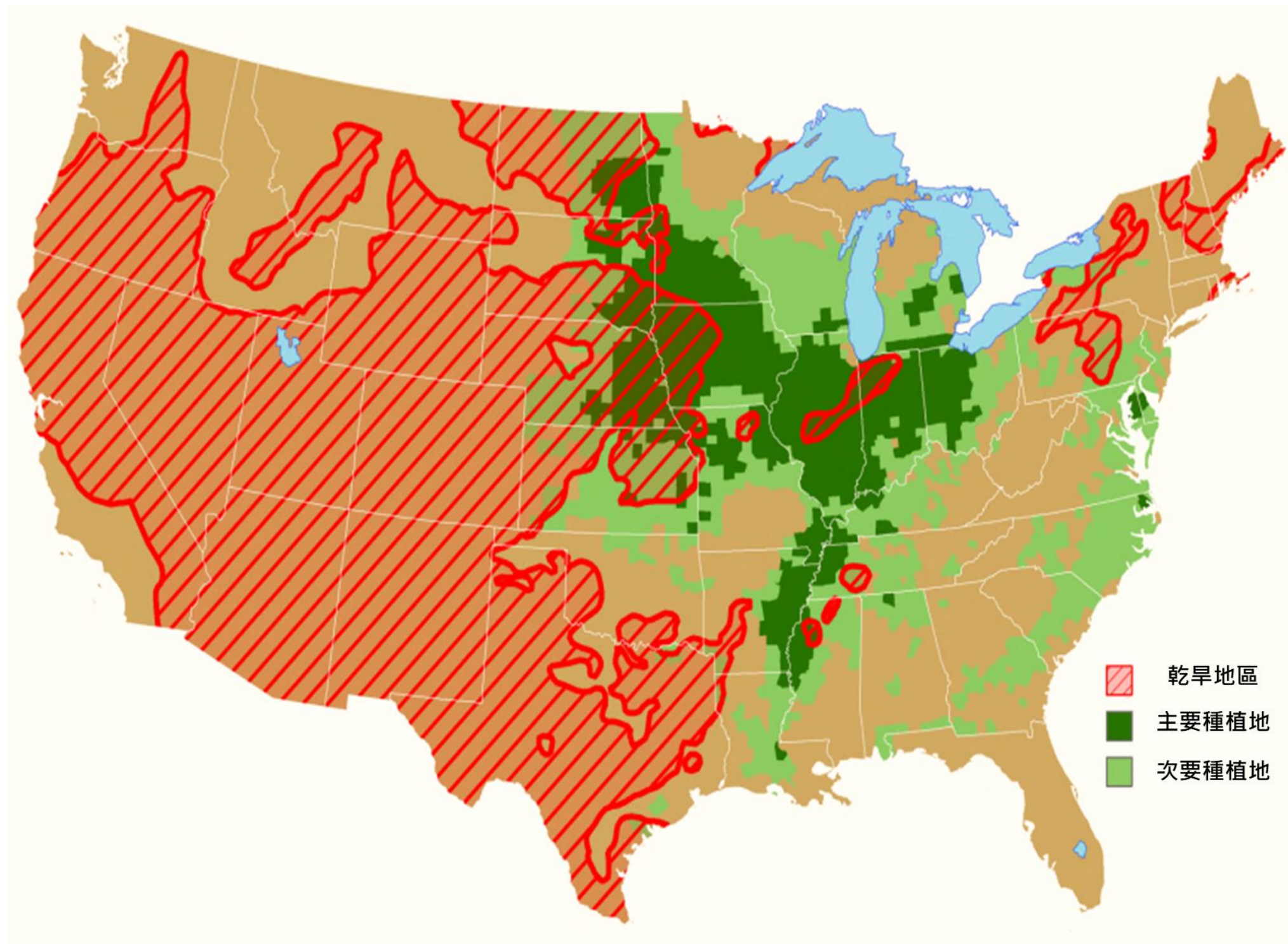
全球黃豆出口量占比



資料來源:統一期貨整理;

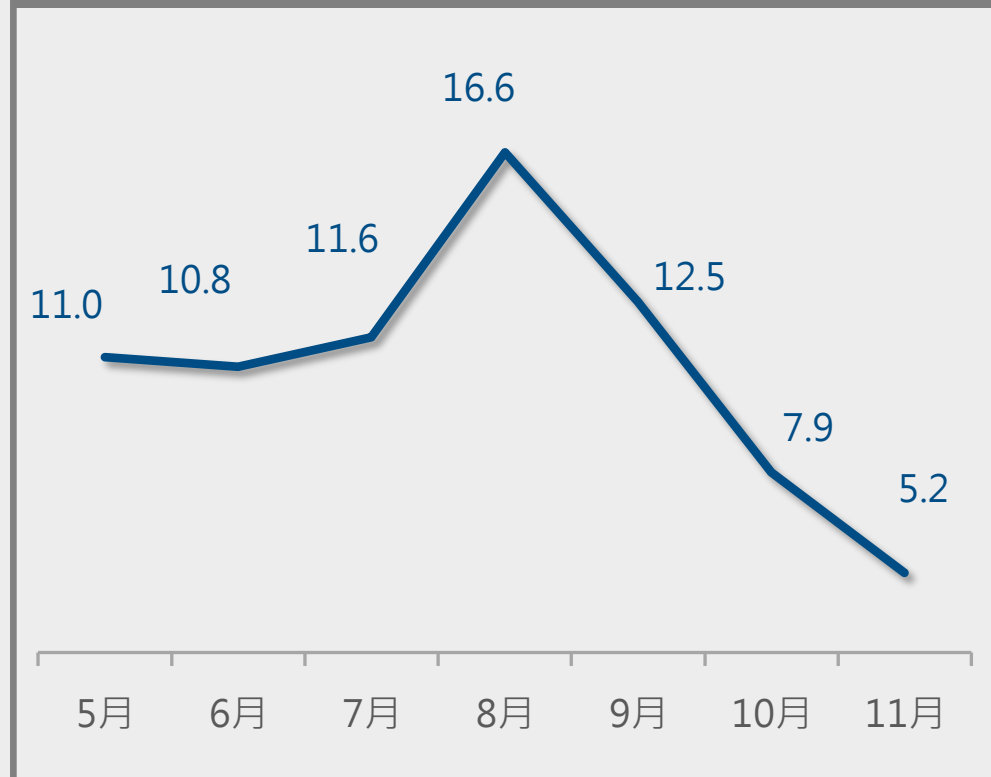
圓餅圖資料來自於 USDA 於 2020/11/10 釋出的報告中對於2020年的
供需預估 (2019/20 Est.)。

北美乾旱持續擴大 美國黃豆庫存下滑



資料來源：USDA , U.S. Crops and Livestock in Drought;

美國黃豆庫存預估狀況 (公噸)

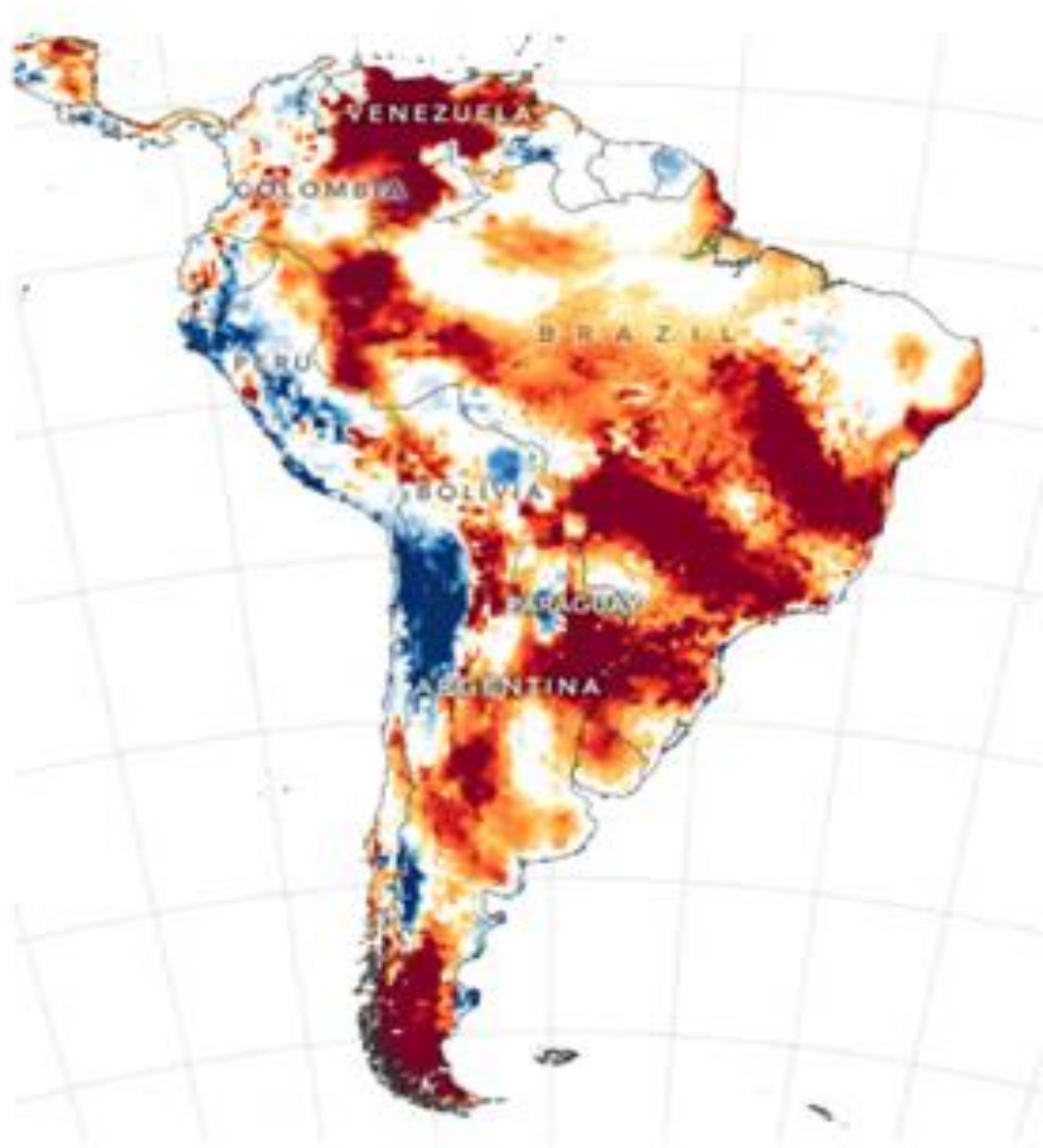


Source : USDA

- 在乾旱面積擴大與8月颱風影響下，北美黃豆產量大減，導致 USDA連續三次下調 2020/2021 美國黃豆庫存預估。

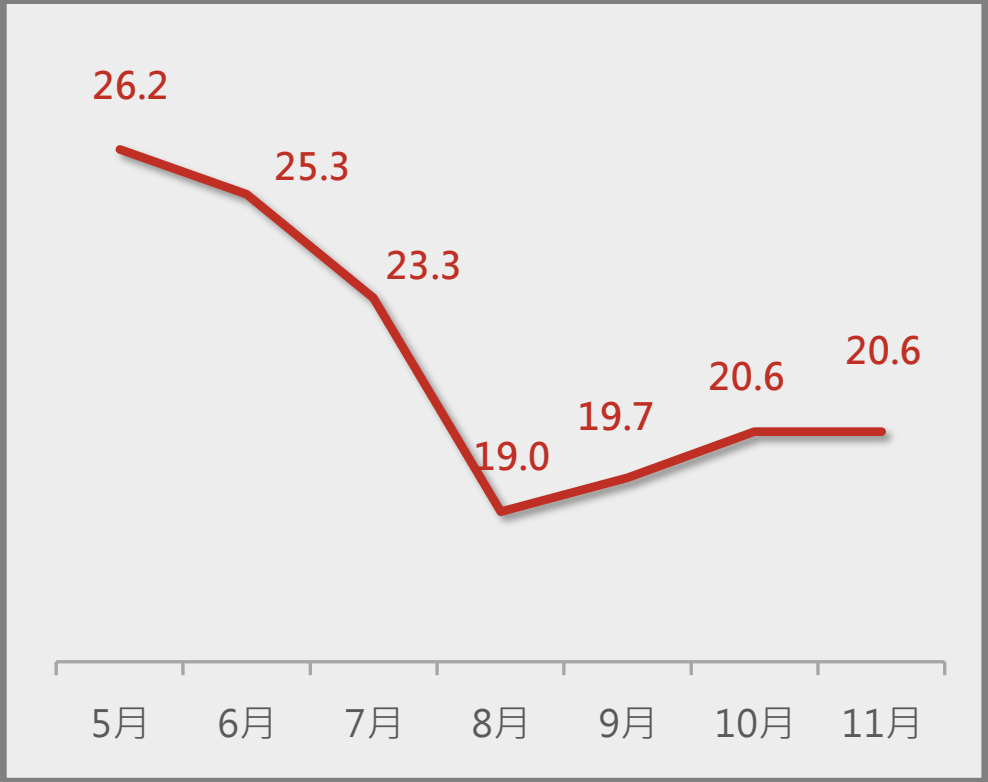
備註1：截至 2020/12/01 為止，美國農業部的乾旱監視圖顯示，目前美國黃豆產區，總體乾旱面積維已達 **29%**。回顧同年六月底，當時乾旱面積僅 2%。

南美乾旱嚴重 可能影響巴西黃豆收成



資料來源：NASA

巴西黃豆庫存預估狀況 (公噸)



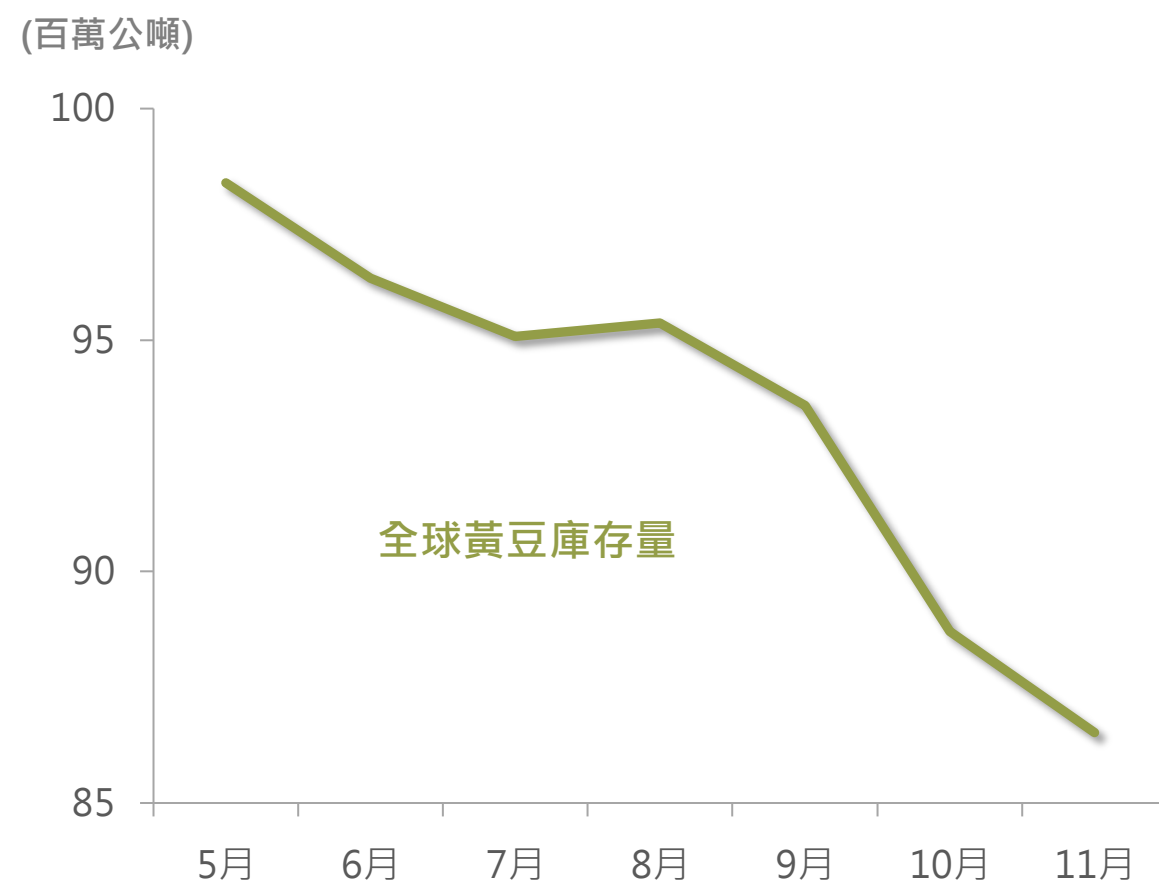
Source : USDA

- 世界氣象組織 (WMO) 預期反聖嬰事件發生機率高過90%，若對即將黃豆進入生長週期 (1、2月) 的巴西與阿根廷造成衝擊。
- 雖然 USDA 並未在 11 月的報告中調降巴西黃豆庫存預測，但若乾旱日益嚴重，可能影響巴西黃豆生產狀況。

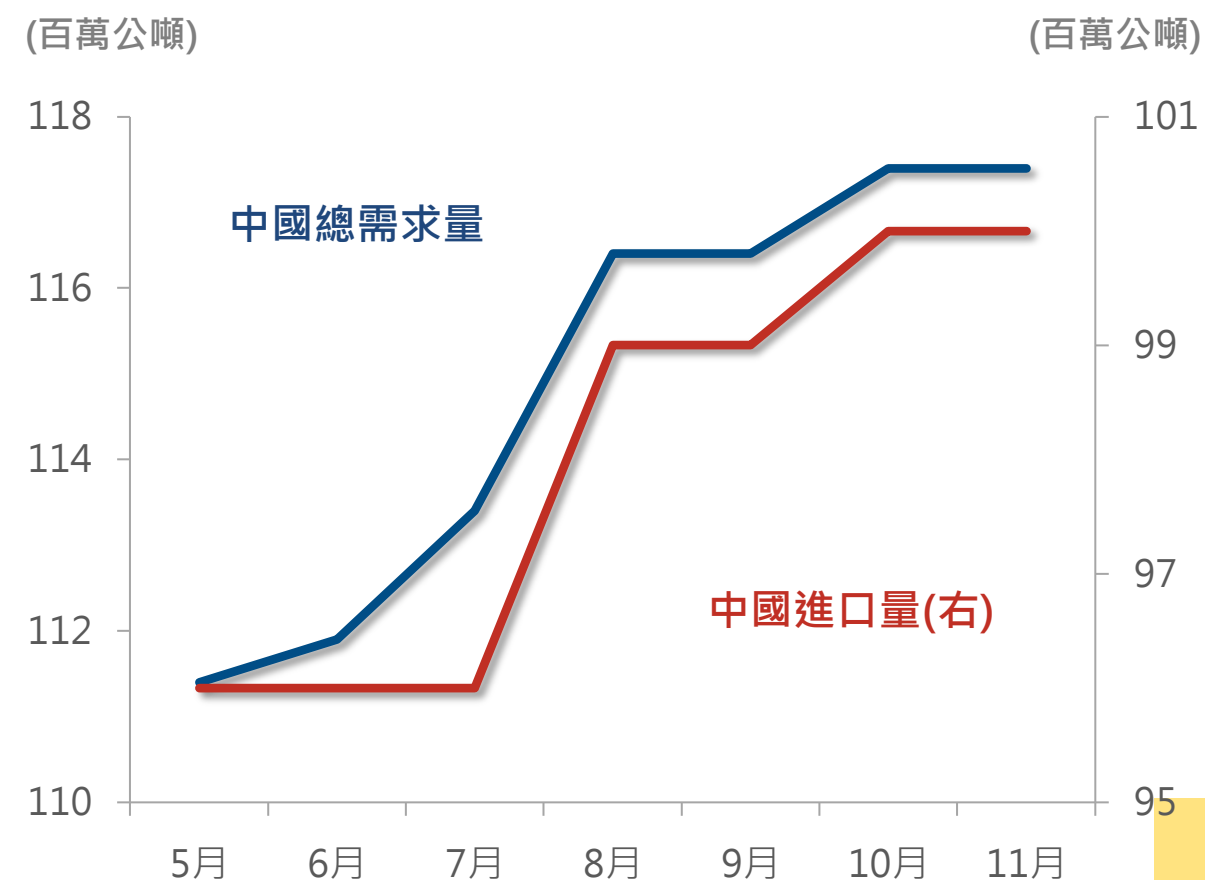
全球黃豆庫存吃緊 中國需求強勁

- USDA 持續下調全球黃豆的庫存量，加上面臨反聖嬰年，南美黃豆產能可能受到衝擊，黃豆供給面吃緊。
- 中國為全球最大的黃豆需求國，整體需求量上升，加上全球次大的黃豆需求國（美國）的黃豆庫存受到調降，黃豆需求面強勁，可望支撐黃豆價格。

全球黃豆庫存持續下滑



中國黃豆需求狀況



資料來源：USDA

中美基建需求銅礦長期看俏



十四五計畫

強化5G建設

2025年，建成基本覆蓋全國的5G網路，預計需要5G基站500萬-550萬個

電動車充電樁普及

到2025年，建成超過3.6萬座充換電站⁵，全國車樁比達1:1

基礎電力設施擴充

換流站土建、電氣設備安裝、變電站擴建等。



拜登新能源政策

2兆美元綠能支出

2035年無碳發電；2050年禁止交通、暖氣使用化石燃料發電

電動車加速推廣

提供補貼方案及稅減措施；2030年全美50萬輛校車汰換；政府新能源車換裝(預估300萬輛)

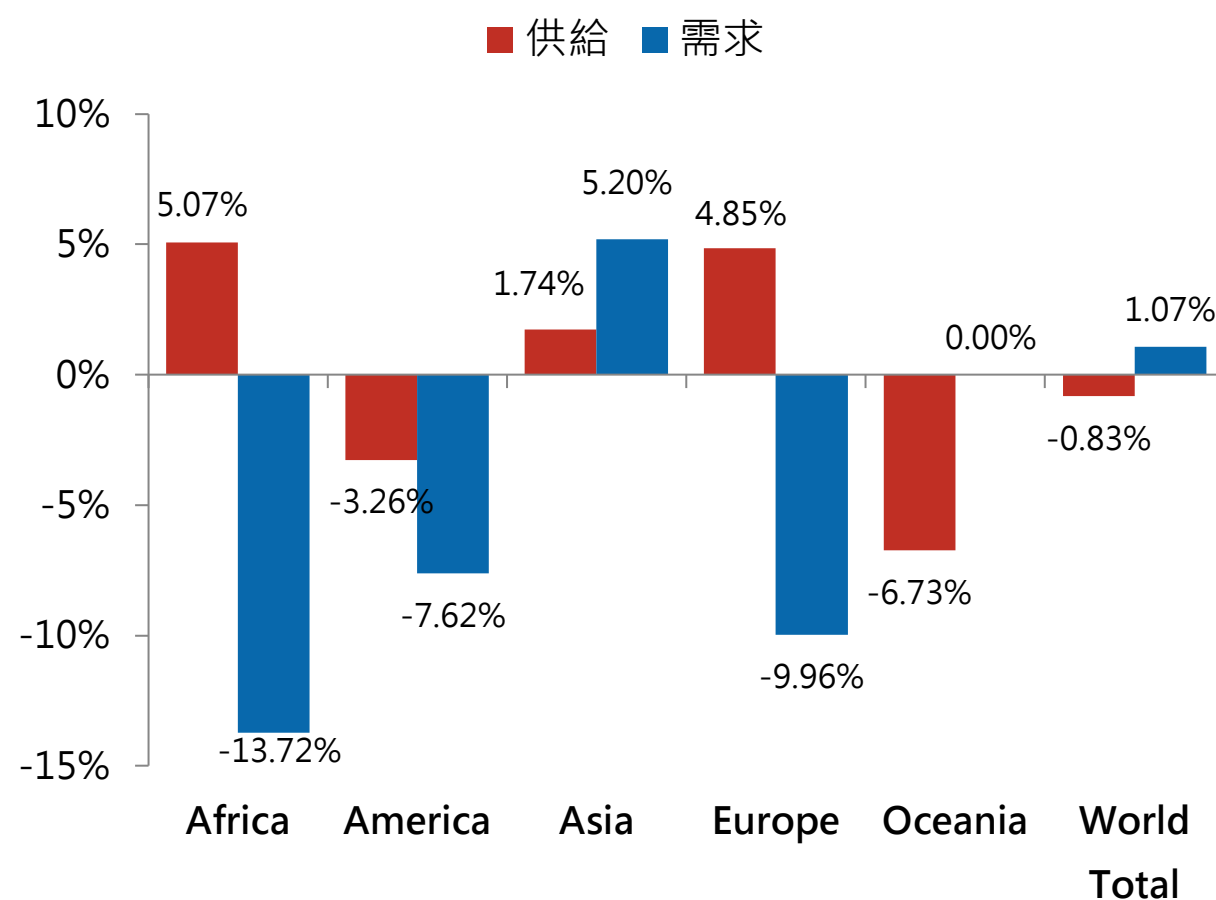
鋪設電動車充電站

2030年完成50萬座充電站鋪設

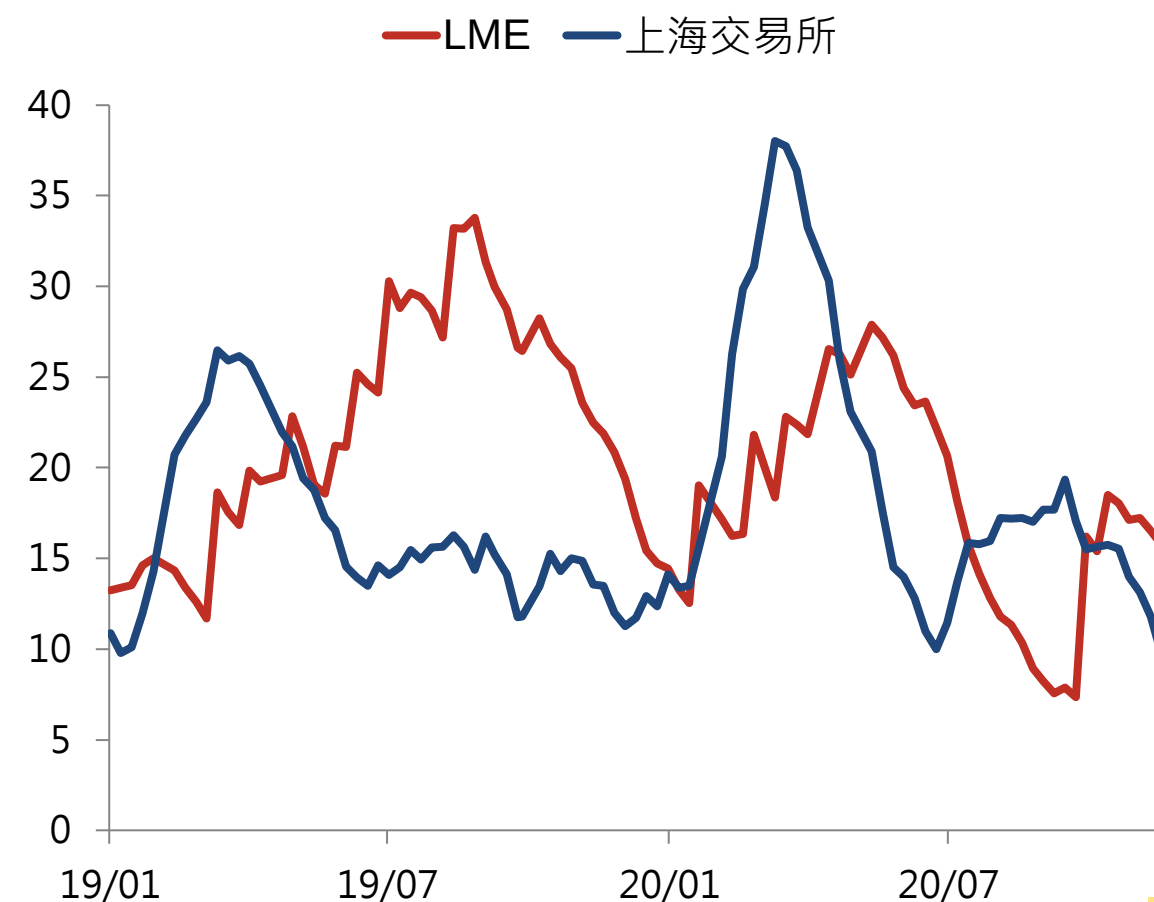
經濟重啟拉動短期需求上升

- 在疫情衝擊之下，南美洲主要礦區供給下滑，整體需求受惠中國復甦帶動全球需求增溫。
- 在需求漸增的狀況下，也使上海及LME庫存持續減少，有助於提振短期銅價上漲。

1-8月銅礦供需年增率



上海及LME銅礦庫存(萬噸)



資料來源：Bloomberg

2021各類資產百花齊放

- 2021全球政府將持續釋出財政刺激，經濟繼續復甦。
- 量化寬鬆延續，資金氾濫推升各類資產上漲。
- 股市先行，原物料接棒轉強。



NYMEX - 輕原油(CL)
ICE_EU - 布蘭特原油(B)



CBOT - 黃豆(S)



NYMEX - 銅(HG)
LME - 銅 (CU)



ICE_US - 美元指(DX)

期貨合約規格表

資料日期：2020.12.17

	美元指數	黃豆	N輕原油	銅
商品代碼	DX	S	CL	HG
最小跳動點	0.005點=5美元	1/4 ¢ =12.5美元	0.01點=10美元	5點=12.5美元
原始保證金	2,090 USD	2,090 USD	5,225 USD	4,620 USD
交易時段	周一 E06:00AM~05:00AM 周二到周五 E08:00AM~05:00AM	E08:00-20:45 E21:30-02:20	E06:00AM-05:00AM	E06:00AM~05:00AM
交易月份	3.6.9.12月	1.3.5.7.8.9.11月	當年度所有月份外加96 個連續月份	3.5.7.9.12月
交易所	ICE_US	CBOT	NYMEX	NYMEX

免責宣言、警語

- 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- 本投資報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- 本投資報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

統一期貨各據點資訊

台北總公司

電話：(02)2748-8338

地址：台北市東興路8號B1之1

103年金管期總字第001號

台中分公司

電話：(04)2202-5006

地址：台中市進化北路369號5樓

102年金管期分字第012號

台南分公司

電話：(06) 208-2088

地址：台南市開元路280號6樓

100年金管期分字第002號

高雄分公司

電話：(07) 222-2788

地址：高雄市中正三路55號13樓之1

104年金管期分字第005號

