

一週市場展望

聯準會持續寬鬆：為緩解資金壓力，聯準會如預期降息1碼。鮑威爾指出，通膨要顯著上升才可能調升利率。

美公債利率偏下：美國GDP走低，製造業活動萎縮，信貸數據放緩，及通膨偏低，預期央行仍有降息空間，驅動公債殖利率偏下。

中美貿易爭端猶存：中美可望於下月中簽署部分協議。彭斯演講指出中美價值差異，中國予以回擊，突顯中美長期對立衝突猶存。

股市

中美貿易爭端暫緩、聯準會再降息一碼，市場氛圍轉好，使股市短線走強。考量景氣下滑趨勢未變，企業獲利能力減弱，股市維持高位不易，加上貿易戰不確定性猶存，建議逢高減持風險性資產，增加避險商品比重。

債市

聯準會再降息一碼，通膨偏緩及經濟下行疑慮，預期寬鬆政策仍為央行主軸。短線市場Risk-on、公債利率反彈及殖利率曲線陡化，可趁高佈局高評等債券。成長危機下的債務壓力漸增，信評偏低的高收債及新興債宜低配，以控管利差擴大波動，及可能的違約風險。

匯市

聯準會進一步降息，美元高檔回落。但歐洲經濟體質偏弱，加上英國政治不確定性猶存，亦提供美元支撐，使美元指數區間盤整。

聯準會如預期降息，保留未來降息空間

- 為緩解近期資金流動性偏緊，及避免殖利率反轉，聯準會如預期降息1碼至1.5%-1.75%，為今年第三度降息。此外，聯準會調降超額準備金利率IOER至1.55%，並將重貼現率由2.5%降至2.25%。近期利率反轉有改善，今年底聯準會將維持利率不變可能性高。
- 聯準會以“將評估未來合適利率水準”取代“適時行動”之用詞，主要反映近月英國退歐及中美貿易發展有所改善。但鮑威爾也表示，**通膨顯著上升才可能調升利率，保留未來降息空間。**

聯準會購買短債，近期公債長短利差反轉改善



資料來源: Bloomberg。

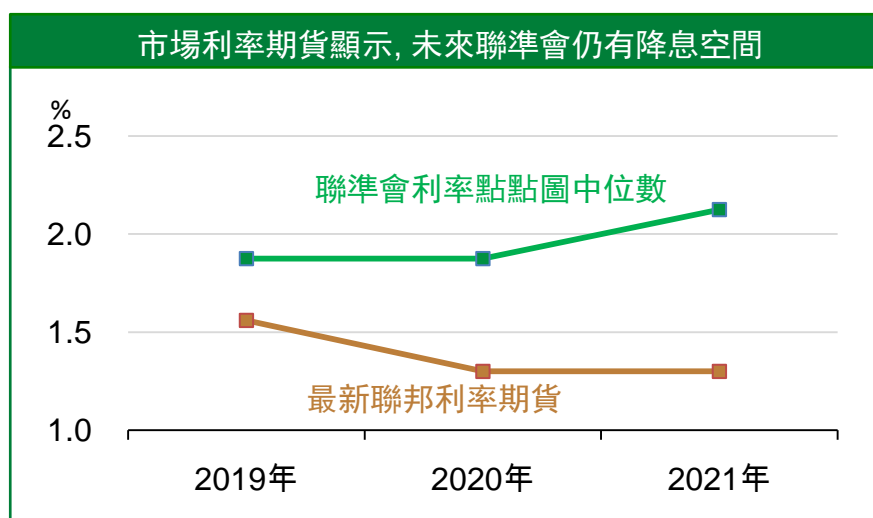
聯準會停看聽，年底維持利率不變可能性高



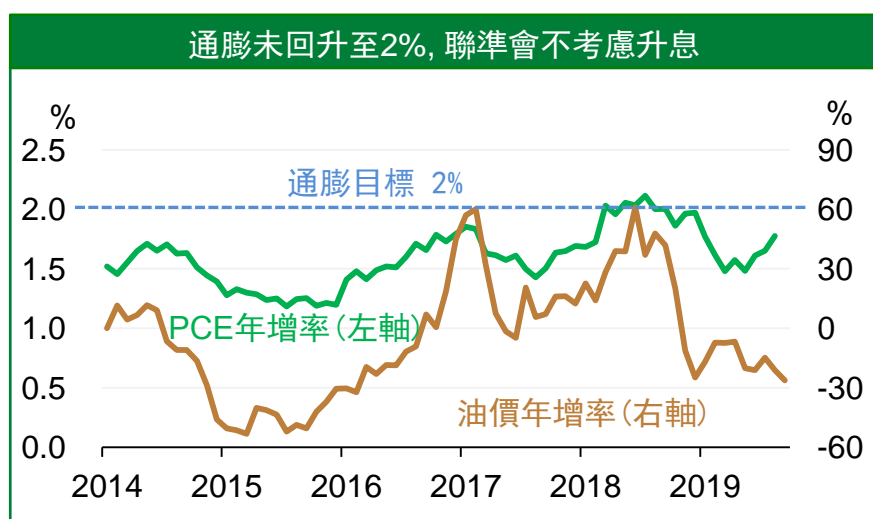
資料來源: Bloomberg。

景氣偏緩及通膨溫和，預期美國公債殖利率仍偏下

- ▶ 近期市場氛圍改善，帶動10年公債殖利率回彈至1.8%上方，但預期未來仍偏下，主因有三，1)利率期貨顯示，明年仍有1-2碼空間，2)油價偏低，通膨有下滑風險，3)美國GDP、ISM數據仍偏緩。
- ▶ 觀察美國通膨狀況，PCE目前維持在2%之下，且因油價持續走弱，景氣偏弱趨勢下，預期通膨仍有下滑壓力，提供聯準會未來降息空間。



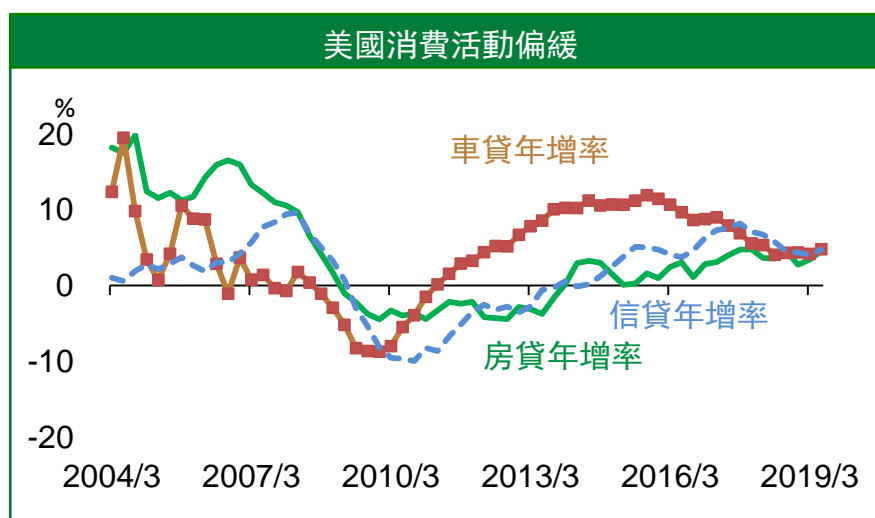
資料來源: Bloomberg。



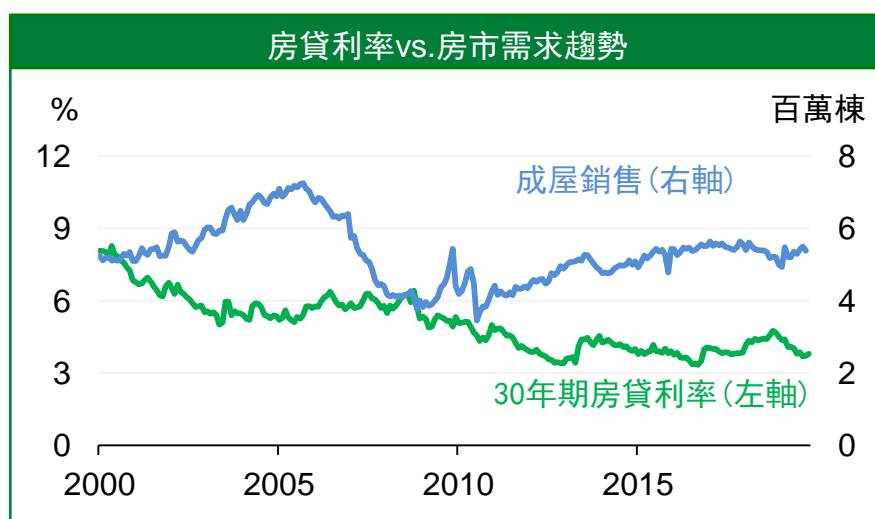
資料來源: Bloomberg。

為刺激消費回溫，低率政策仍是央行主軸

- ▶ 美國經濟活動中，有70%來自消費活動。以美國貸款狀況來看，68%來自房市，車貸9%次之，一般信貸與學貸為6%。美國失業率雖處歷史低位3.7%，但美國消費活動並未明顯增溫，尤其是車市需求明顯放緩。
- ▶ 房市為美國經濟最大支撐，金融海嘯後房市回溫主要依靠低利率政策。如果房貸利率明顯上升，將衝擊房市復甦，將是官方所不樂見的。預期景氣趨緩風險下，央行維持低利率政策，仍將是未來政策主軸。



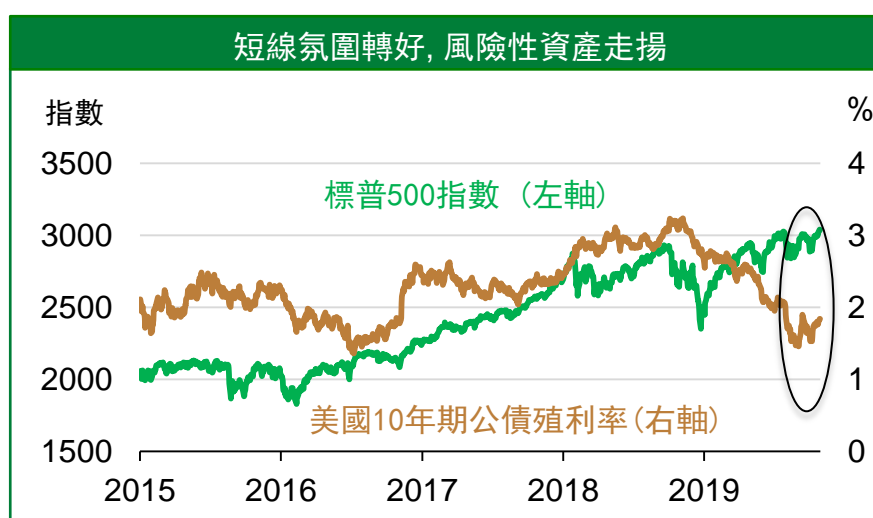
資料來源: NY Fed, 數據為2018年結果。



資料來源: NY Fed, 截至2019年Q2。

貿易戰稍緩，但中美長期對立問題未解

- ▶ 中美貿易戰緩解、聯準會再度降息、企業財報好於預期，驅動標普500指數持續挑戰新高，美國10年期公債殖利率也因避險情緒稍降而回升至1.8%。
- ▶ 中美雙方可望簽署部分協議，如農產品採購，但預期雙方長期對立關係並未明顯改善。美國副總統彭斯10月演講指出，雖然美國也樂於於11月中達成部分協議，但**中國仍嚴重傷害美國企業專利**，此外，**社會監控與香港鎮壓**，與美國民主及言論自由等理念不合，突顯中美衝突仍存。



資料來源: Bloomberg。

2019年10月彭斯演講重點

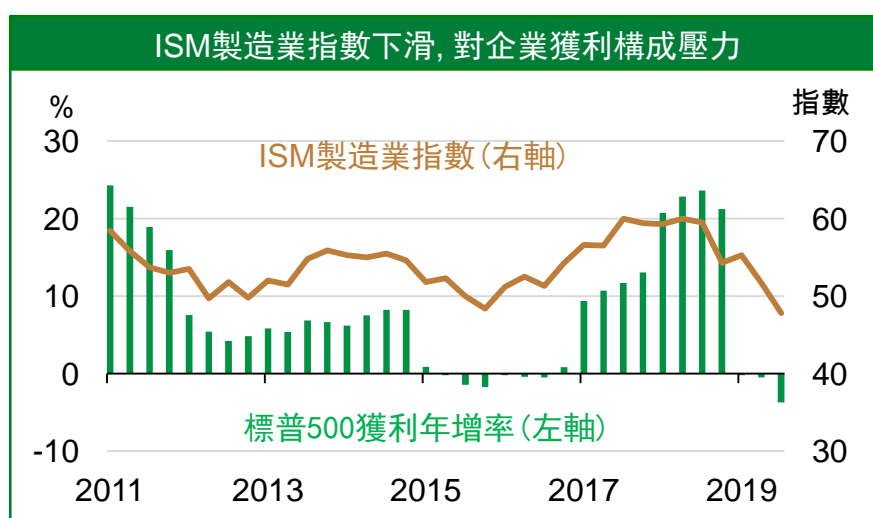
內容摘要

1. 自去年10月以來，北京仍未採取重大措施來改善美中經濟關係，且舉止越來越具侵略性
2. 專利侵權仍嚴重，傷害美國企業利益；社會監控問題，與美國言論自由理念不符
3. 美國與台灣站在一起，捍衛台灣得來不易的自由
4. 必須用和平解決方案來尊重香港民眾的權益

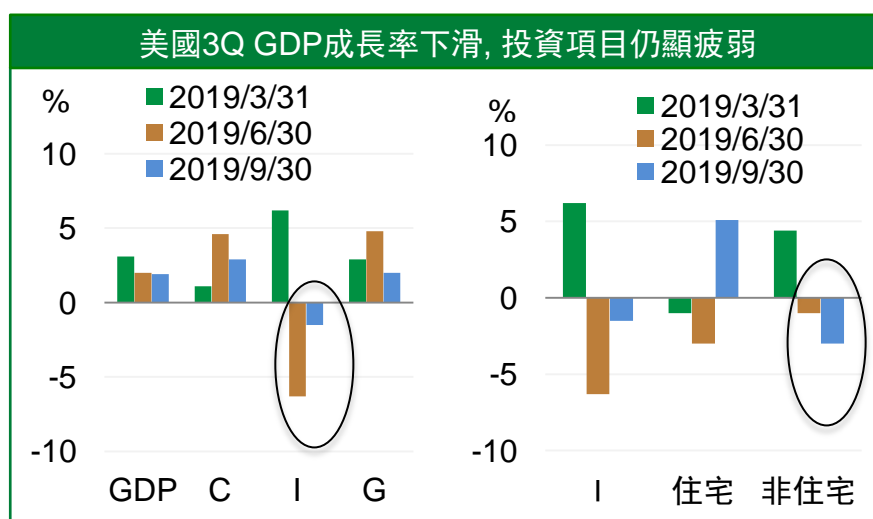
資料來源: 國會世華投研團隊整理。

美國 製造業放緩，對企業獲利構成壓力

- ▶ 庫藏股回購及企業保守提前下修財報，使美股財報表現多優於預期，獲利年增率從預估-4.6%，提高至-3.7%。觀察景氣的先行指標**ISM製造業指數**卻持續走低，顯示景氣放緩之下，對企業獲利仍將構成壓力。
- ▶ 美國第三季GDP自前期2.0%，下滑至1.9%，雖數據好於預期，但連2季走低且為3年來次低水平。固定投資回升為GDP為優於預期主因，但就細項來看，住宅投資增溫為主因，其他如基礎建設、設備投資仍明顯下滑，突顯景氣放緩壓力仍存。



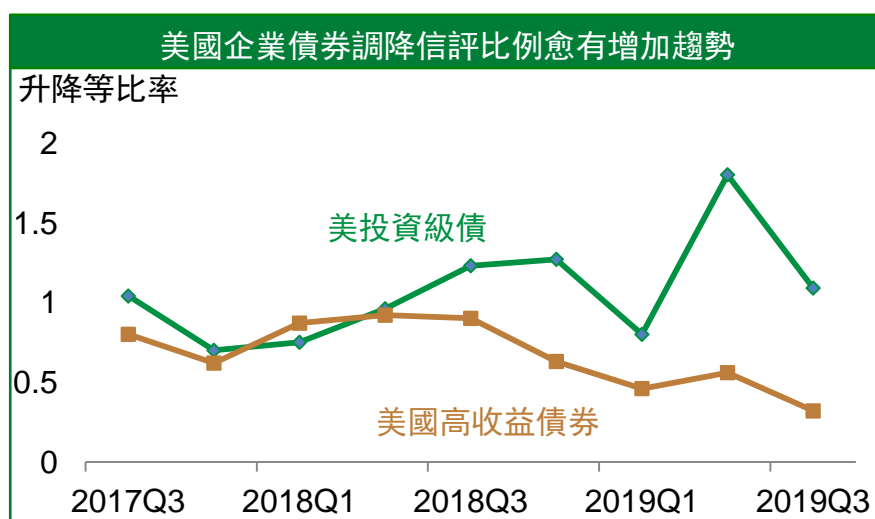
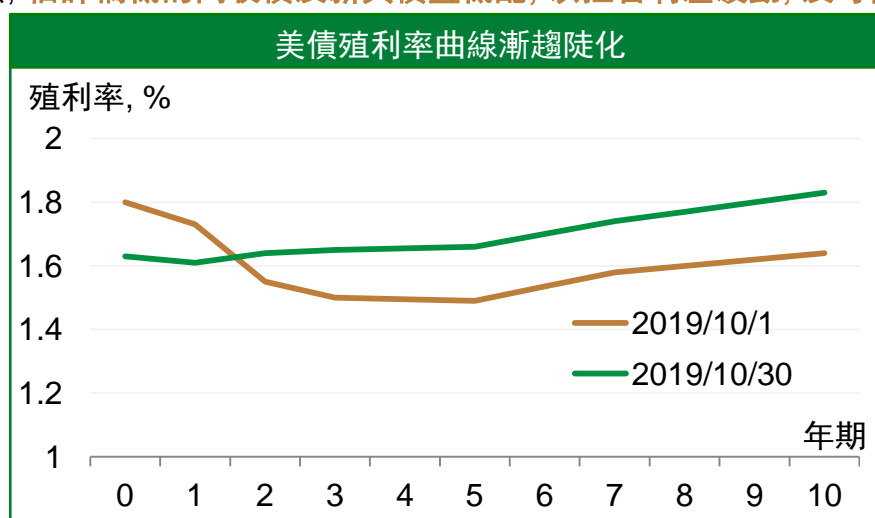
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg, BEA。

債券 弱經濟、低通膨、高風險下，以高評等債券控管違約風險

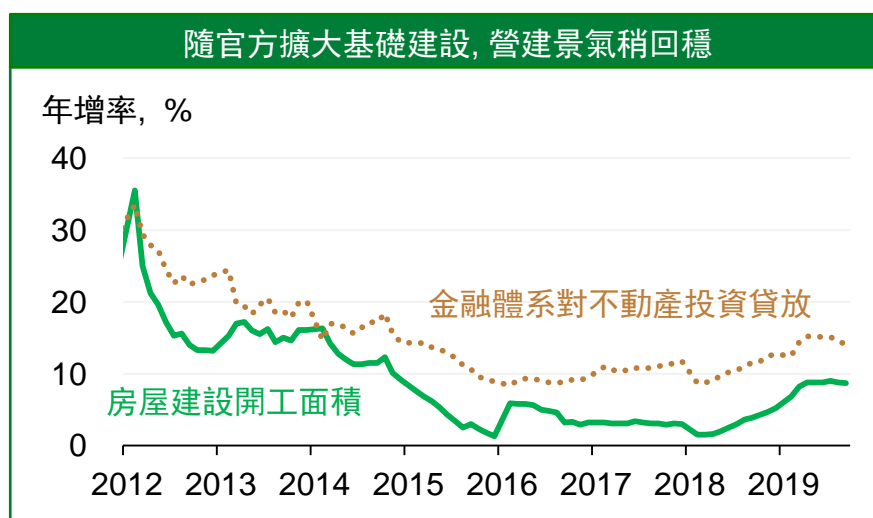
- ▶ 10月來，美中貿易Phase I協商推進、脫歐期限再延等事件風險稍鈍，又有聯準會降息及QE，亦增強市場Risk-on情緒，帶動公債利率回彈、殖利率曲線長端陡化。考量基本面數據疲弱，企業獲利偏下，政經不確定性仍存，預期寬鬆政策仍為Fed主要路線，預期第四季美公債利率區間震盪。弱經濟、低通膨、高風險下，且隨美中貿易協商利多反應，可趁美公債利率反彈時增持高評等債券。
- ▶ 成長危機下的債務壓力漸增，觀察調降信評的企業家數愈有增加趨勢，高收益債公司信用惡化愈顯，信評偏低的高收債及新興債宜低配，以控管利差波動，及可能違約風險。



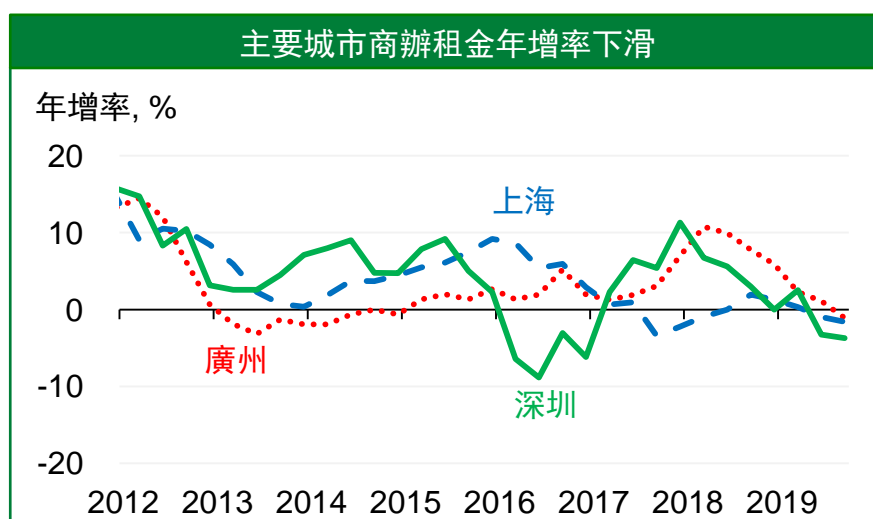
資料來源: Bloomberg, 標普信評統計。

中國 商辦租金持續下滑，突顯房市降溫疑慮

- ▶ 2012年至2017年間，中國房地產景氣走弱，直到去年部份地區房屋限令稍放寬，帶動房屋建設開工面積數據走勢稍回穩。今年走勢趨平，反應房市景氣降溫。另，主要城市商辦租金下滑，上海、深圳及廣州辦公大樓租金年增率為負值，反應需求力道減弱。
- ▶ 9月下旬國務院提出2030年基礎建設將完成交通強國政策目標，10月下旬中國國家發展和改革委員會，宣布14個項目1778億元投資計畫。**整體房市景氣轉弱，將激勵官方持續推出利多政策，緩減整體經濟下滑壓力。**



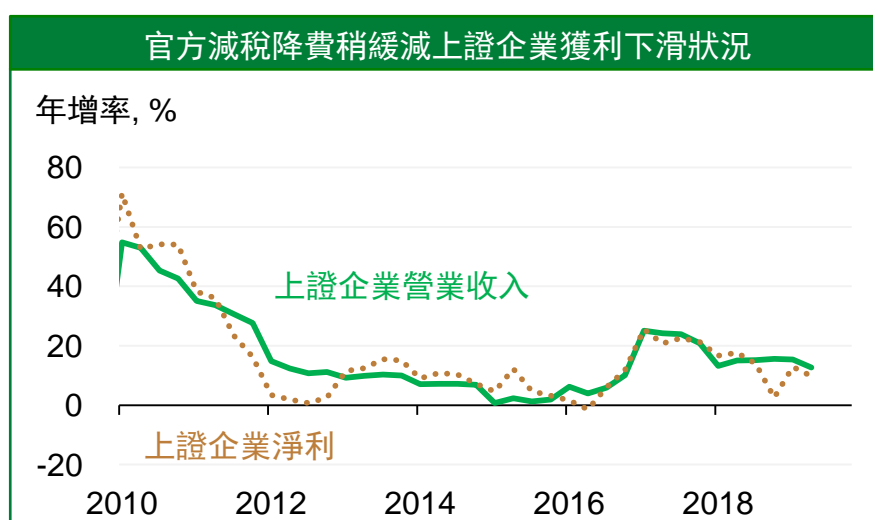
資料來源: Bloomberg。



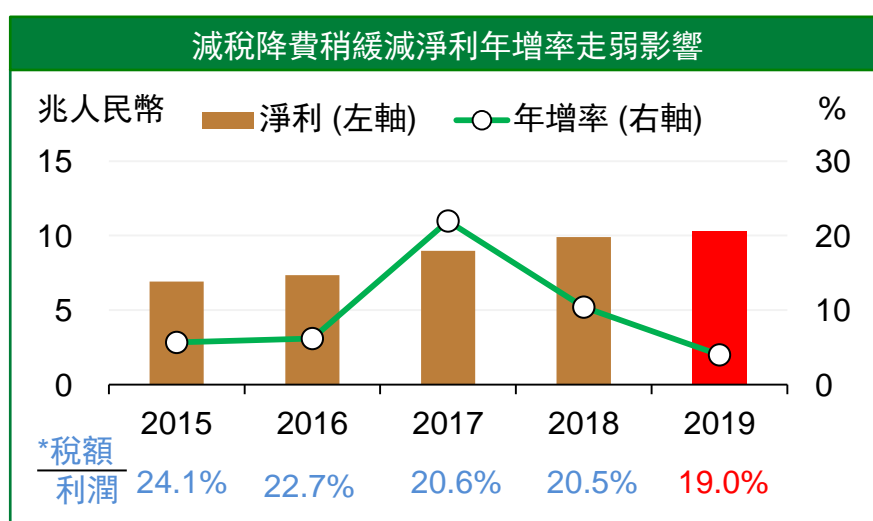
資料來源: Bloomberg。

陸股 減稅降費仍無法扭轉企業獲利下滑態勢

- ▶ 2017年下半年，上證企業獲利表現已開始轉弱，2018年恰逢中美貿易衝突壓力，加重企業獲利下滑態勢。官方因應景氣放緩及貿易戰，加大財政政策力道，以減稅降費的方式緩減企業壓力。
- ▶ 相較於2015年，目前企業稅金額佔營業利益佔比，已降至19%。考量景氣下滑、企業獲利放緩，及美國貿易關稅壓力，使2018年淨利年增率大幅下降，預期今年淨利年增率不及5%。在**中美貿易談判結果未明下，陸股修正風險猶存，靜待布局契機。**



資料來源: Bloomberg。

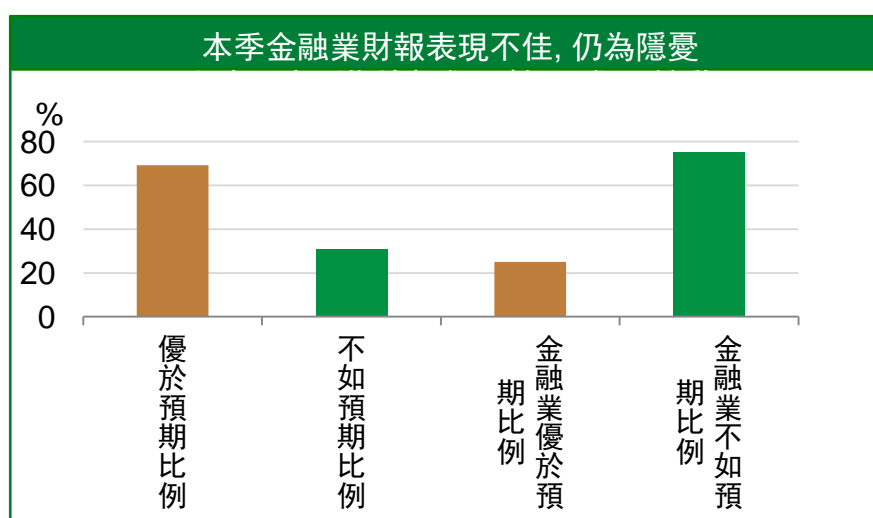


註: *為(企業稅 / (營業收入-營業成本))x100%; 2019年為預估值。

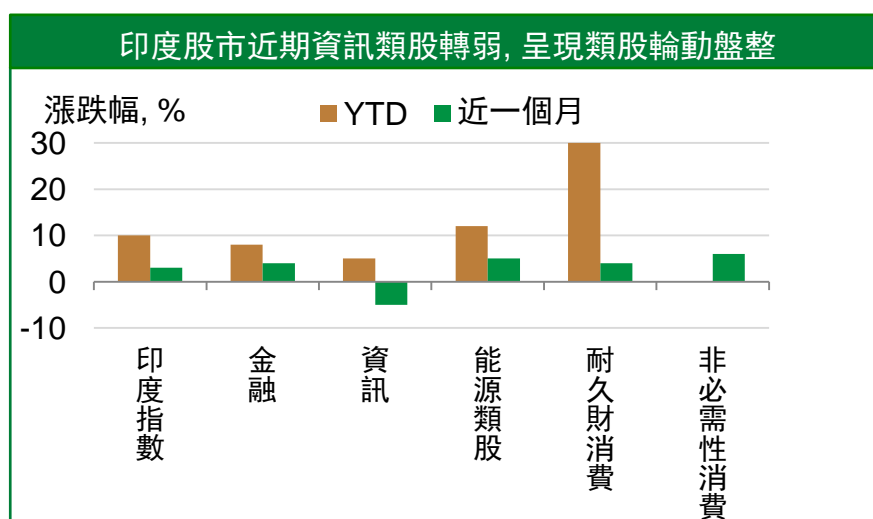
資料來源: Bloomberg。

印度 類股輪動, 股市偏盤整

- ▶ 印度調降企業稅後, 企業盈餘仍較去年同期衰退近2%。目前已公布企業財報優於預期比例約70%, 但以非金融股為主, 權重最大的金融股目前優於預期比例僅25%, 顯示**金融業放貸趨嚴, 流動性緊縮與壞帳等問題, 仍為市場隱憂。**
- ▶ 今年上半年印度股市主要由金融、資訊類股領漲。但近期外資持有比重較高的金融、資訊有轉弱現象, 改由能源、消費股領漲。**預期未來股市呈現類股輪動, 但權值股轉弱下, 侷限大漲空間, 以區間盤整為主。**



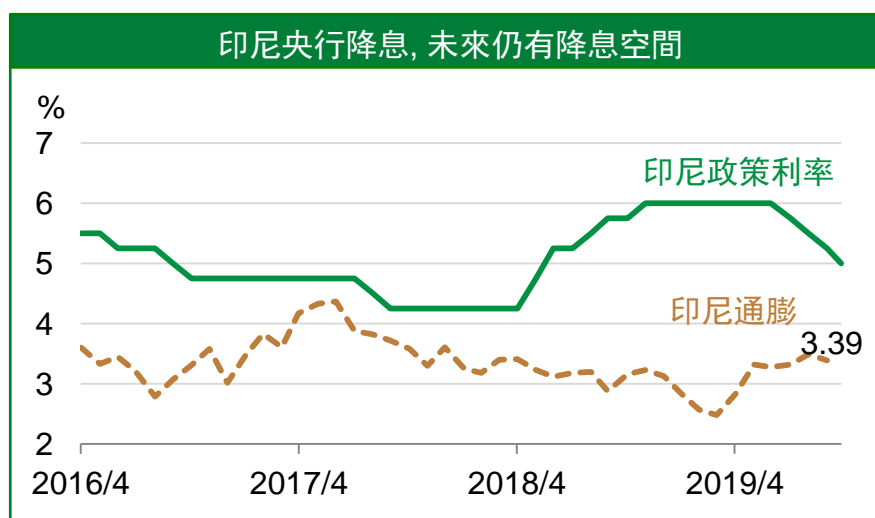
資料來源: Bloomberg。



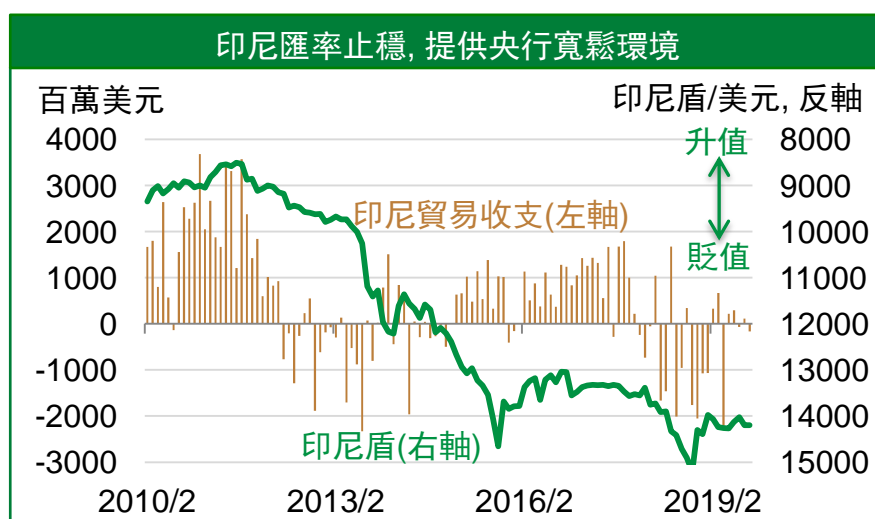
資料來源: Bloomberg。

印尼 央行再度降息以刺激經濟

- ▶ 印尼央行本月降息一碼，將基準利率由5.25%降至5%，因通膨仍處央行目標2.5%至4.5%區間下緣，加上匯率因外資持續流入債市而持穩，未來仍有持續降息空間。
- ▶ 考量央行雖已降息多次，但國內消費者和企業貸款利率仍偏高，未來貨幣政策將加強促進資金傳導為主。另，本月總統佐科威總統於就職典禮上表示：新任期財政政策方向將以降企業稅、增加基礎建設與簡化法規為主，其內閣佔國會過半，有利經濟改革政策推行，整體內部風險可控，但需留意國際股市震盪連動的外部風險。



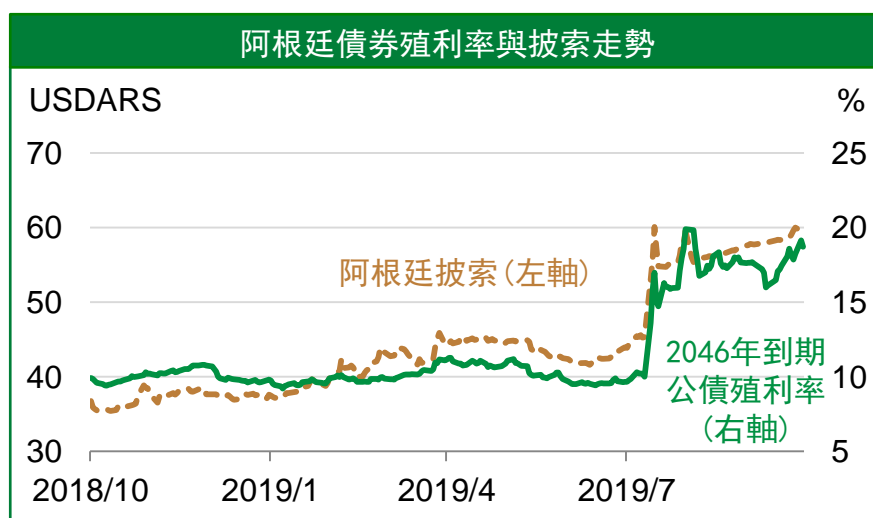
資料來源: Bloomberg。



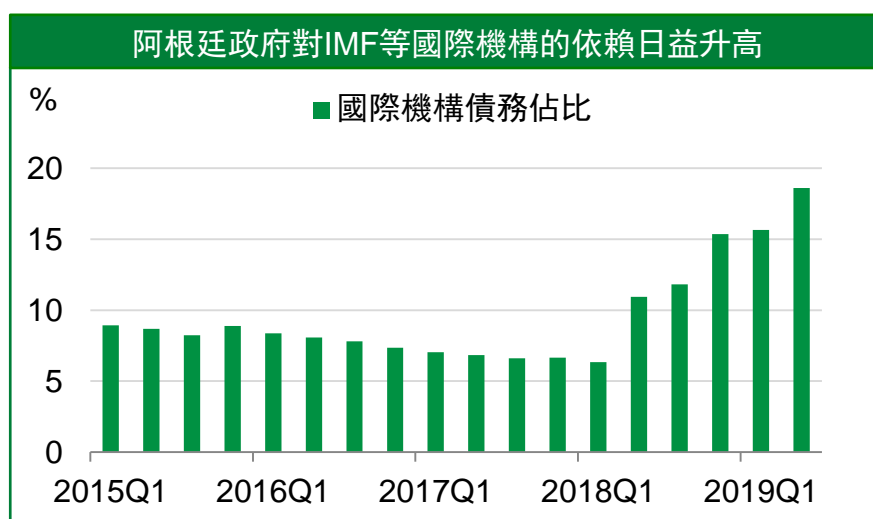
資料來源: Bloomberg。

阿根廷 民粹政黨重返執政，債市保守看待

- ▶ 阿根廷左派候選人費南德茲於27日總統大選中，如外界預期勝選。而阿根廷央行隨之祭出超嚴格外匯管制。**阿根廷披索自9月第一波外匯管制後由56一路走貶至60，10月28日阿根廷公債價格自42下跌5.1%至39.8**，顯見投資人對新政府疑慮仍存。
- ▶ 阿根廷政府債務結構中，2020年以前到期之債務佔20%以上，能否順利與債權人達成共識以避免違約或降評至關重要。世界銀行、IMF等國際機構佔阿根廷債務的比重已近2成，**新政府的債務重組方針及IMF態度未明朗前，阿根廷債保守看待。**



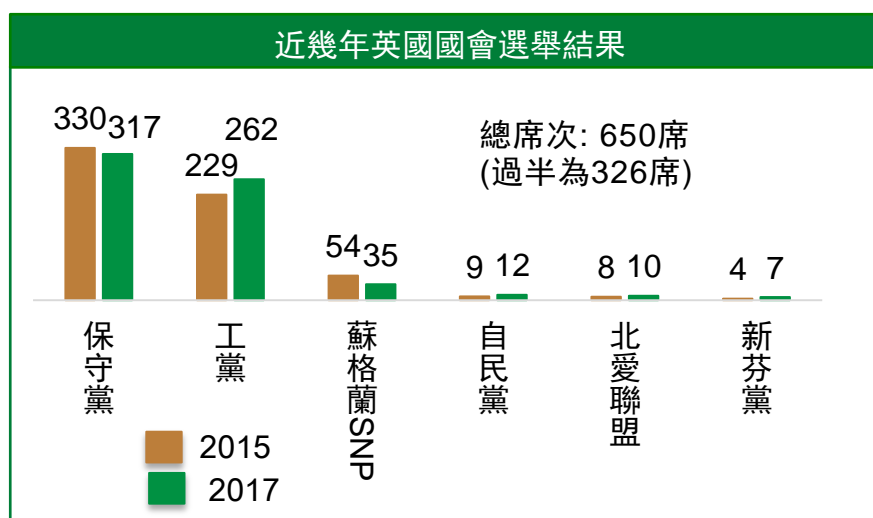
資料來源: Bloomberg。



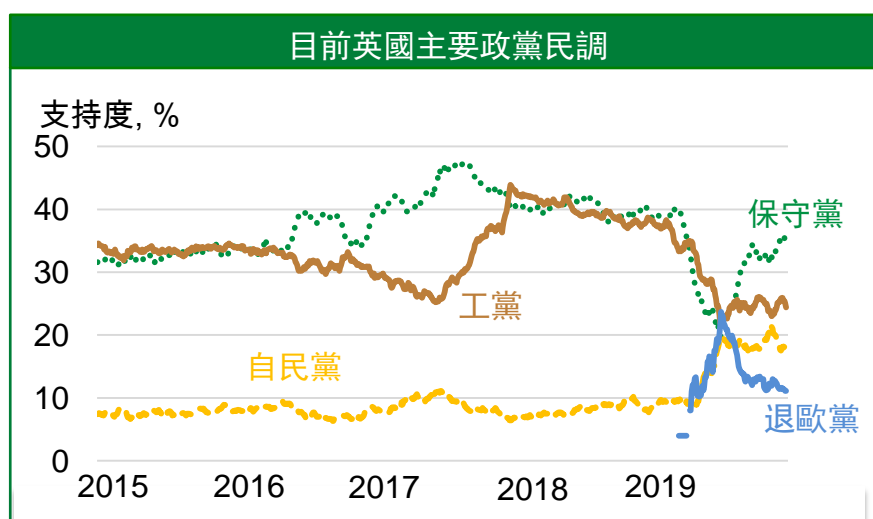
資料來源: Bloomberg。

英鎊 提前大選削弱政治能見度，壓抑匯率走勢

- ▶ 歐盟延長退歐生效日至明年1月底，英國會同意政府提前大選要求，預計將於12月12日舉行國會選舉。此為近五年英國因為國內退歐立場分歧而第二次提前選舉，目前保守黨民調領先，惟前次提前大選亦是在領先民調的誤判，失去原本絕對多數優勢。
- ▶ 若此次選後執政保守黨無法增加國會聲勢，恐進一步削弱政府決策主導，加大明年1月退歐不確定性。政治能見度降低下，此波英鎊反彈恐趨尾聲。



資料來源: 英國議會。

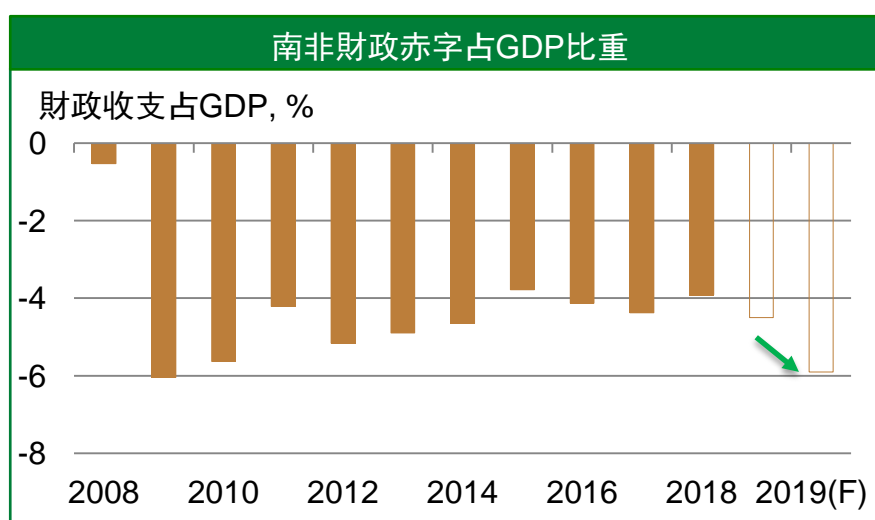


註: 為10日民調移動平均。

資料來源: YouGov、ICM、Ipsos、Populus等民調機構。

南非幣 財政疑慮發酵，降評擔憂使短線匯率承壓

- ▶ 週三南非財政部預計，2019財年政府財政赤字占GDP比重恐達5.9%，超於原本4.5%預估，且創近10年以來最高。評估原因有二：1) 年初國營電力公司Eskom紆困使支出大幅成長；2) 基本面疲弱下GDP面臨保 1 危機，並加重赤字占比規模。
- ▶ 財政惡化引發降評疑慮，匯率單日貶幅一度近3%。隨政府公布財政發展，不排除年底信評機構將有調整主權債信及展望風險。**若穆迪調降信評，南非恐全面淪入垃圾級評等，觸發國際資金調節，預期年底前匯率將偏弱承壓。**



資料來源: Bloomberg, 南非財政部。

南非主權信評展望			
機構	評等	展望	備註
標普	BB/垃圾級	穩定	
穆迪	Baa3/投資級	穩定	2018/7調升展望至穩定
惠譽	BB+/垃圾級	負向	2019/7/26調降展望至負向

資料來源: Bloomberg。

NOVEMBER 2019

4	5	6	7	8
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
日本休市 俄羅斯休市 美國工廠訂單	歐元區PPI 澳洲央行會議 美國貿易收支	台灣CPI 泰國央行會議 歐元區零售銷售	英國央行會議	中國進出口 台灣進出口 密大消費者信心

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