

一週市場展望

美中貿易談判：市場樂觀氛圍帶動標普指數創新高，僅股價年線乖離率已達8%，且後續美中貿易協商障礙未除。

景氣疑慮猶存：美中簽署貿易協議預期，支撐近期風險性資產表現。回歸基本面，美國製造業景氣持續下滑，未來股市修正風險仍存。

美公債利率反彈：短線市場risk-on氛圍帶動美國公債殖利率反彈，面對未來不確定性，可把握契機適量布局美投資級債部位，鎖利高評等收益報酬。

股市

中美將簽署首階段貿易協議預期、全球央行降息寬鬆，提供短線股市支撐。考量景氣下滑趨勢，企業獲利成長力道轉弱，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，適量布局避險商品。

債市

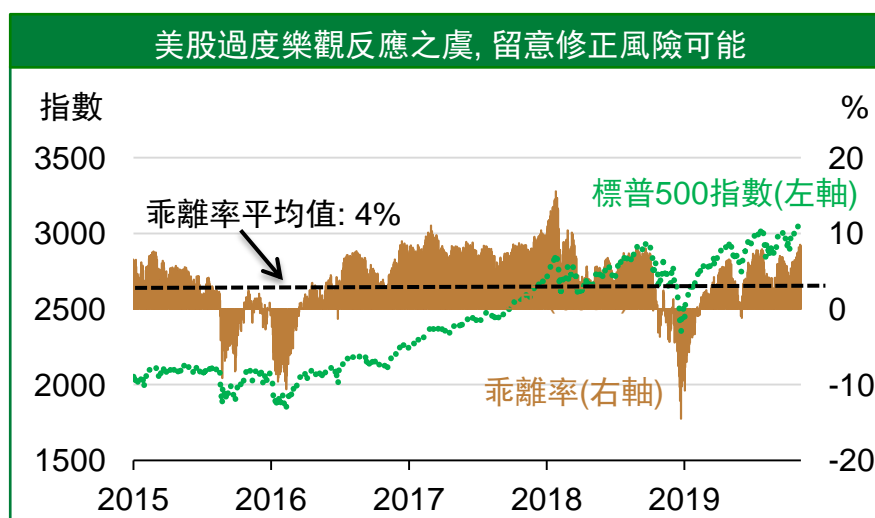
短線市場risk-on情緒，美公債殖利率回彈。考量景氣續弱，企業獲利偏下，政經不確定性猶存，及通膨預期溫和，降息寬鬆依然為Fed政策主調，長線公債殖利率偏下，可趁高增持高評等債券。較差信評的高收債及新興債宜低配。

匯市

聯準會進一步降息，美元高檔回落，提供新興匯率支撐。但歐洲基本面偏弱，加上英國政治風險猶存，亦提供美元支撐，預期美元指數區間盤整。避險降溫，日圓需求者可把握兌換契機。

短線市場氛圍樂觀，後續美中談判不確定性猶存

- ▶ 美中可望於年底前簽署首階段協議，甚至階段性取消關稅，市場樂觀氛圍帶動標普500指數持續創歷史新高。與此同時，目前**美股股價離年線的乖離率已達8%，遠高於過去的均值4%，股市有過度樂觀反應之虞。**
- ▶ 市場risk-on情緒提供風險性資產支撐，僅**後續談判障礙依然未解，且協議簽署時間延後等不確定性猶存**。至於川普取消年底關稅，主要考量避免衝擊美國民間消費，保守解讀為美方示好行為。



資料來源: Bloomberg。

後續美中協商隱憂猶存

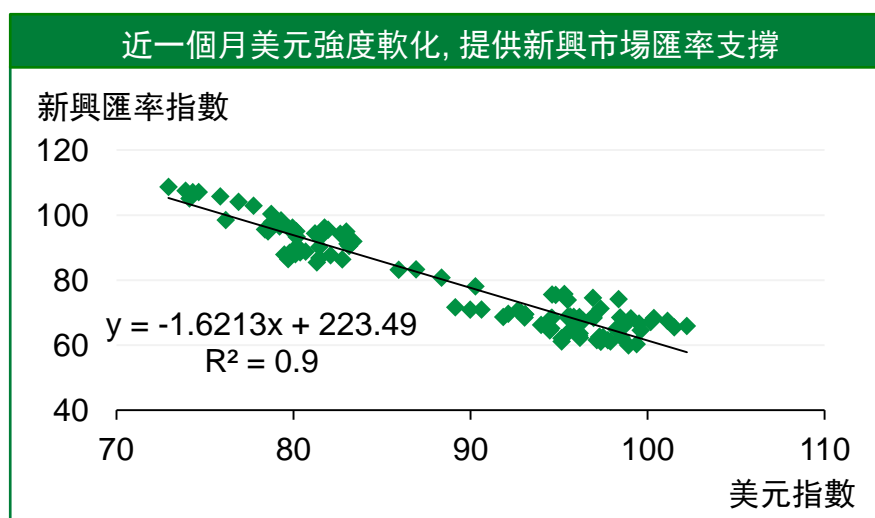
後續美中貿易協商主要隱憂

- 1) 雙方首階段協議為現階段共識較高的部分，如**中國補貼等議題於後續討論，為下一階段協商阻礙。**
- 2) 華為事件預期美方將堅守態度，包括**海康威視等企業加入黑名單，國安考量下，解除機率甚低。**
- 3) **美方干涉香港反送中事件，恐碰觸北京官方底線，將不利後續協商溝通。**

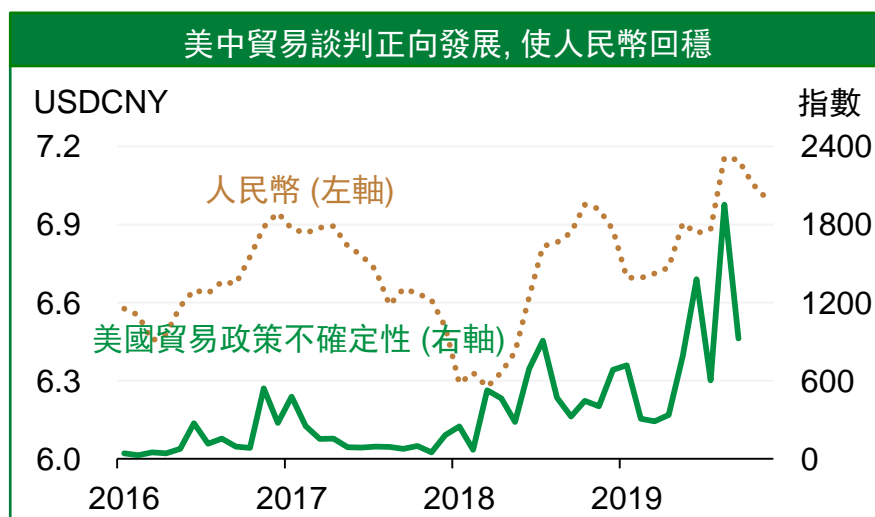
資料來源: 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

美中談判樂觀預期及美元稍軟化, 人民幣升破7

- ▶ 歐央年底前再降息機率有限, 近一個月歐元升值近1%, 加上先前歐盟同意英國脫歐日期後延, 英鎊近一個月反彈近5%, 壓抑美元指數表現。
- ▶ 短線美中貿易談判正向發展, 及美元指數強度稍軟化, 人民幣升破7, 僅後續美中兩國談判不確定性猶存, 如今年5月川普政策急轉彎等狀況。另, 中國經濟數據表現顯弱, 因應景氣放緩狀況, 預期人行持續加大寬鬆政策力道, 將稍壓抑後續人民幣強度, 長線緩貶看待。



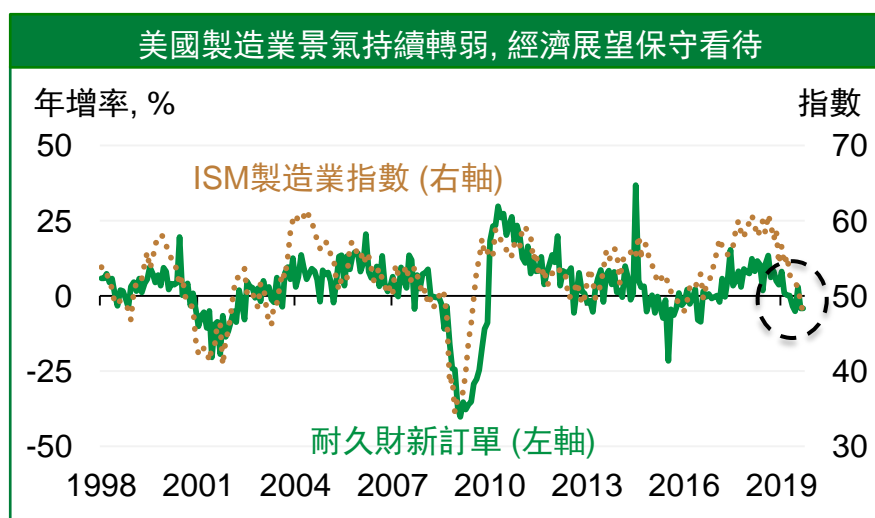
註: 資料期間為2011/1-2019/10, 月資料。
資料來源: Bloomberg。



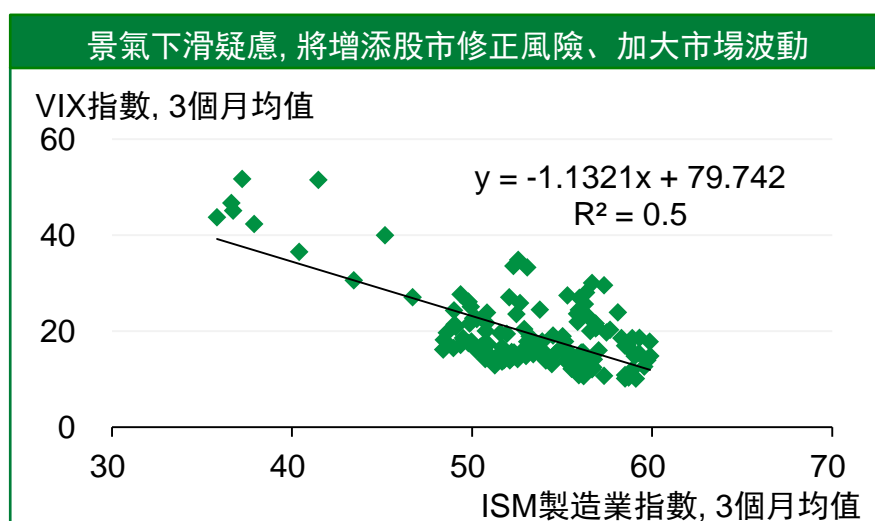
資料來源: Bloomberg。

美國景氣持續走弱，將增添股市修正風險

- ▶ 美中簽署貿易協議預期，提供近期風險性資產支撐，避險資產表現明顯偏弱。回歸基本面，美國ISM製造業指數跌破50，反應製造業景氣轉弱，且耐久財訂單年增率轉為負成長，後續美國資本支出等投資力道恐漸轉弱，**美國經濟展望保守看待**。
- ▶ 歷史數據顯示，美國景氣走弱將增添市場波動，亦推升美股修正風險，雖近期部分國家製造業PMI下滑趨勢稍緩，**現在論全球基本面表現將止穩仍言之過早，投資策略仍以減股加債為主調**。



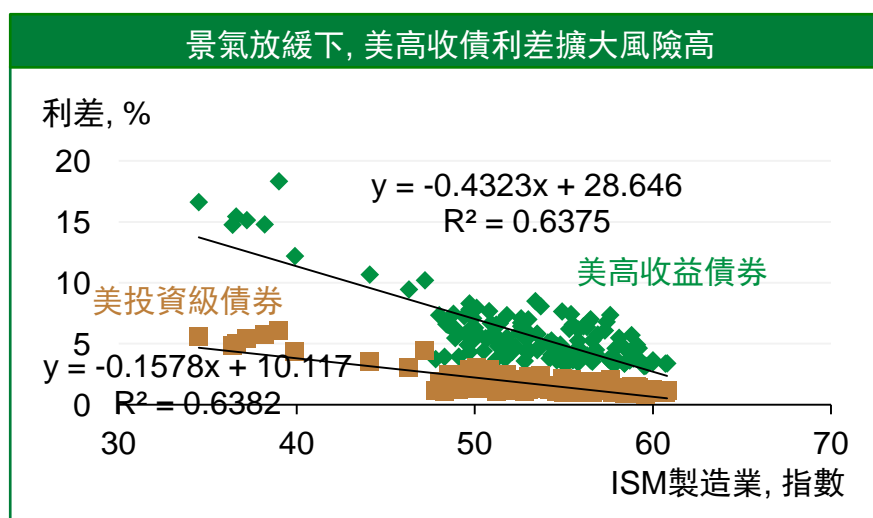
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

景氣放緩疑慮，美高收債利差擴大風險漸增

- ▶ 美國景氣下滑將使美高收債利差揚升，擴大幅度遠甚於美投資級債，**經濟衰退疑慮猶存下，需留意美高收債利差擴大風險。**
- ▶ 回顧過去，在衰退前一季、前半年或前一年，分別布局美高收債、美投資級債及美股部位，的一年後報酬，美投資等級債表現相對穩健。**短線美中簽署首階段貿易協議預期，市場偏好氛圍使美國公債殖利率反彈，面對未來不確定性，可把握契機適量布局美投資級債部位，鎖利高評等收益報酬。**



註：資料期間為2008/1-2019/11，月資料。
資料來源：Bloomberg。

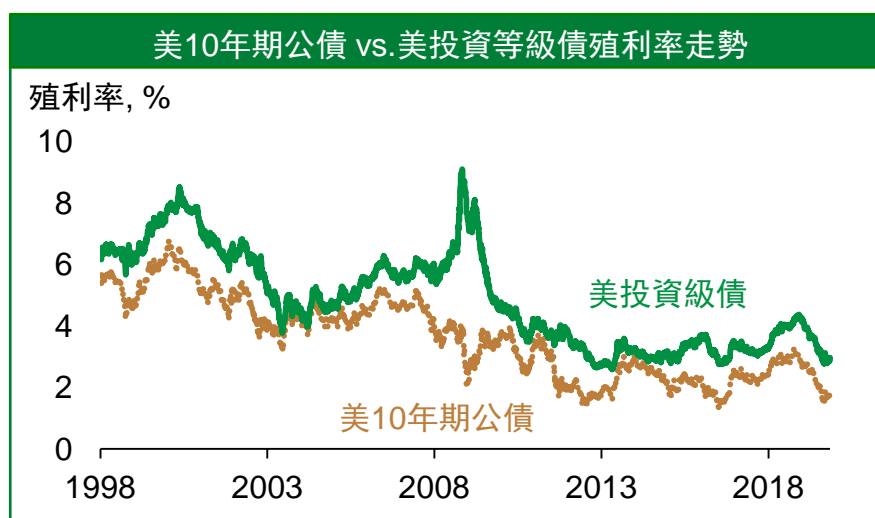
過去經濟衰退期間，美投資等級債表現相對較優

單位: %		一年後報酬		
		美投資級債	美高收債	美股
進場時間點	衰退前一季	11.4	0.7	-8.0
	衰退前半年	11.8	-3.5	-13.1
	衰退前一年	7.8	1.9	1.5

註：衰退期間為1990/7-1991/、2001/3-2001/11及2007/12-2009/6；美股為標普五百指數，債券報酬率以總報酬指數估算。
資料來源：Bloomberg。

債券 隨美中貿易協商利多反應，可趁時增持高評等債券

- ▶ 短線股市隨市場樂觀氛圍上揚，美10年期公債殖利率回彈至1.9%，投資級債券殖利率也靠向3%。但**反應聯準會動向的3個月國庫券殖利率則持續偏下，並創2年來新低1.5%**，顯示降息仍是聯準會未來可能的途徑，長線將驅動公債殖利率偏下。
- ▶ **觀察過去海嘯期間，投資級債利差擴大時期，景氣循環類股表現較差。預期景氣偏弱、企業獲利偏下趨勢，成長危機下債務壓力將漸增，利差再縮窄空間有限，債券投資建議以防禦類股的收息為主。**



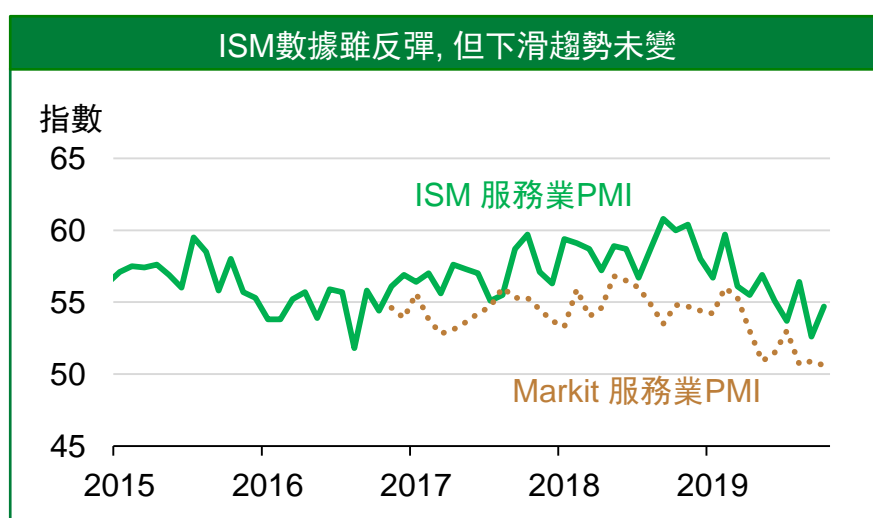
資料來源: Bloomberg。

2008年金融海嘯期間, 投資級債券信用利差表現								
單位: bps	銀行	醫療	零售	公用	電信	科技	能源	資源
利差擴大 倍數	1.90	2.02	2.16	2.27	2.29	2.30	2.50	2.55
海嘯前 水準	306	201	226	217	253	207	243	276
海嘯期間 利差擴大 幅度	277	205	263	276	325	270	365	430

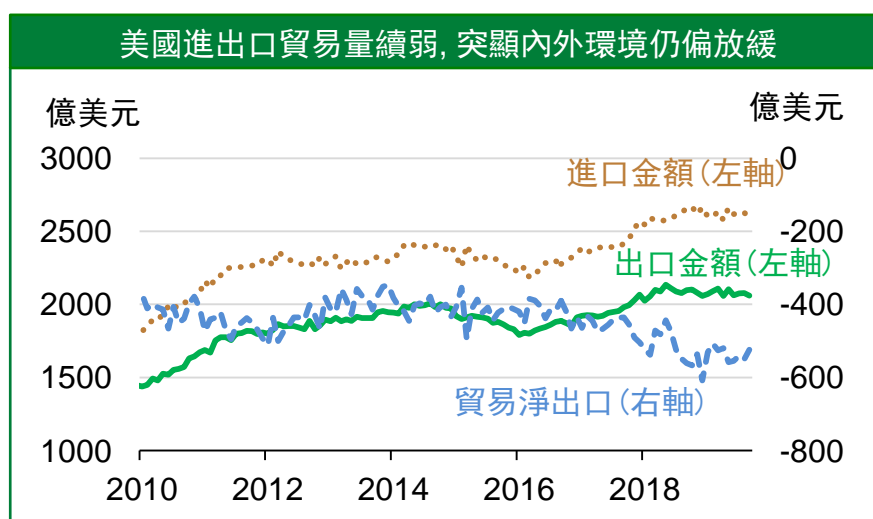
資料來源: Bloomberg。

美國 信心面支撐股市，但景氣下滑壓力猶存

- ▶ 貿易戰和緩、央行寬鬆、財報優於預期等因素，驅動標普500再創歷史新高，僅美國景氣放緩壓力並未解除，10月**ISM調查數據有所反彈**，**Markit數據依然偏下**，且再創近年新低。
- ▶ 美國9月貿易逆差從前期的550億美元，縮窄至524億美元，主因進口金額下降幅度大於出口，但貿易總額持續收斂，突顯內外需求持續放緩，其中資本財萎縮幅度較大。**就股市而言，市場樂觀氛圍為近期股市偏多主因，回歸基本面考量仍不建議追高。**



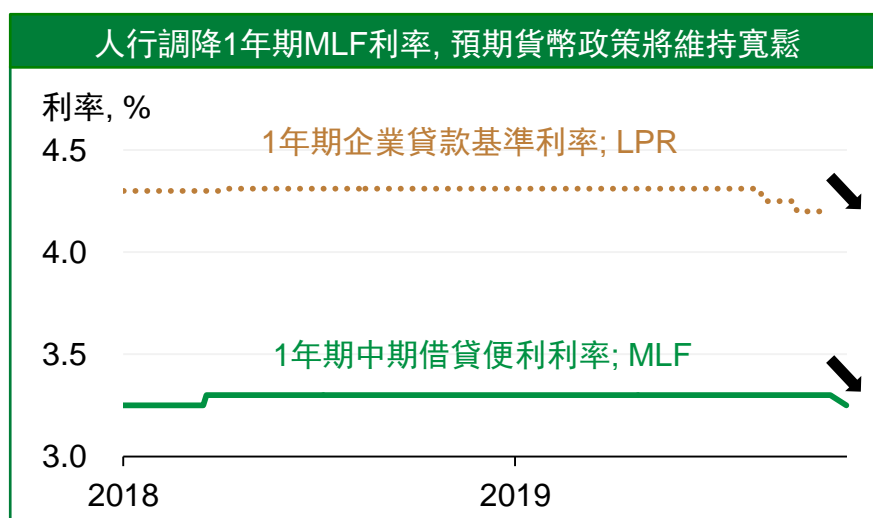
資料來源: Bloomberg。



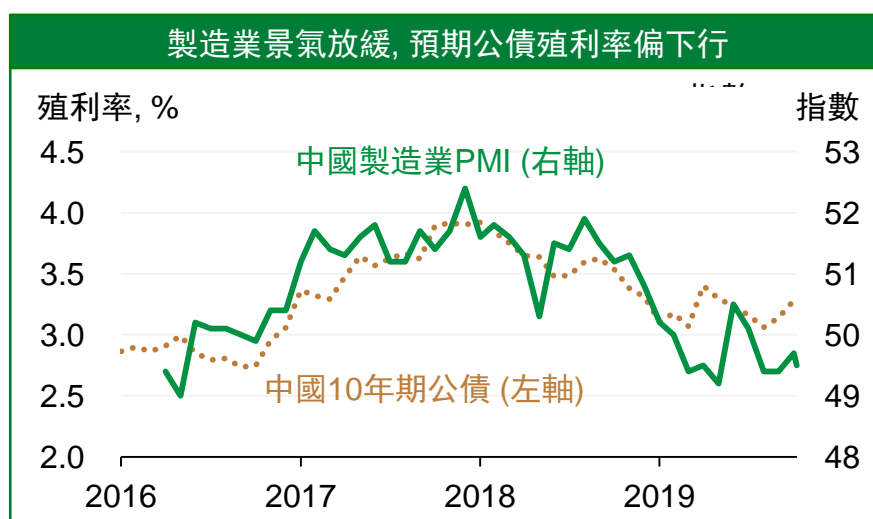
資料來源: Bloomberg。

中國 人行調降1年期MLF利率，預期將維持寬鬆政策

- ▶ 雖美中貿易談判進程朝正向發展，中國整體經濟數據表現依然偏弱，**央行出手加大貨幣政策寬鬆力道，因應景氣放緩疑慮。**
- ▶ 人行調降一年期中期借貸便利利率 (MLF)，自3.30%下調為3.25%，**預期1年期企業貸款基準利率 (LPR) 將進一步走低，有助緩減經濟下滑壓力，降低企業償債成本，且利多政策亦將提供短線陸股支撐。**



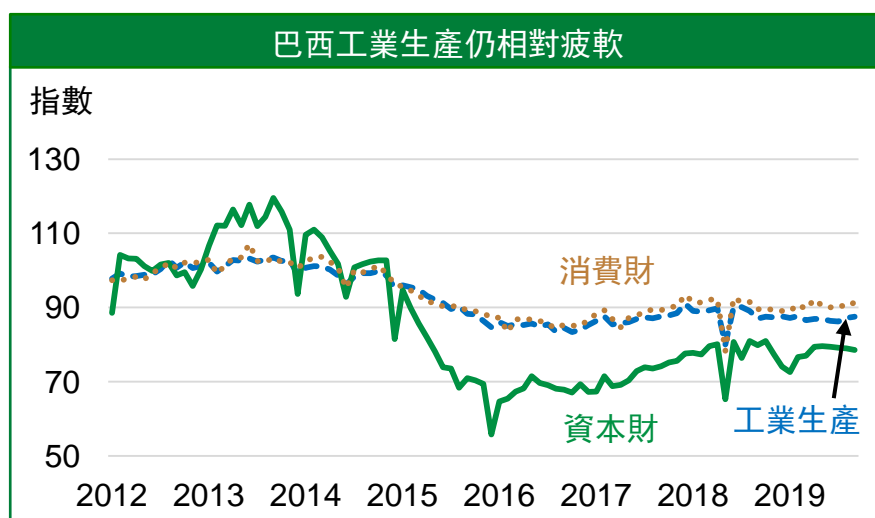
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

巴西 新一輪改革方案出爐，將持續優化政府財政體質

- ▶ 退休改革案的成功，象徵政府改革決心與財政赤字改善，但對實體經濟提振效果有限。基本面走勢雖暫脫離下滑趨勢，仍處相對低位，如**資本財與消費財產出**，相較於**2015年以前水準**的表現偏弱，且近期數據走勢稍有鈍化現象。
- ▶ 為接續退休改革動能，巴西總統於5日提交新一輪改革方案。除公營企業私有化之外，多數方案為財政體質改善，短期對經濟提振有限。**預期私有化進展將難如退休改革順利，稅改政策更遙遙無期，不宜對景氣回升過度樂觀。**



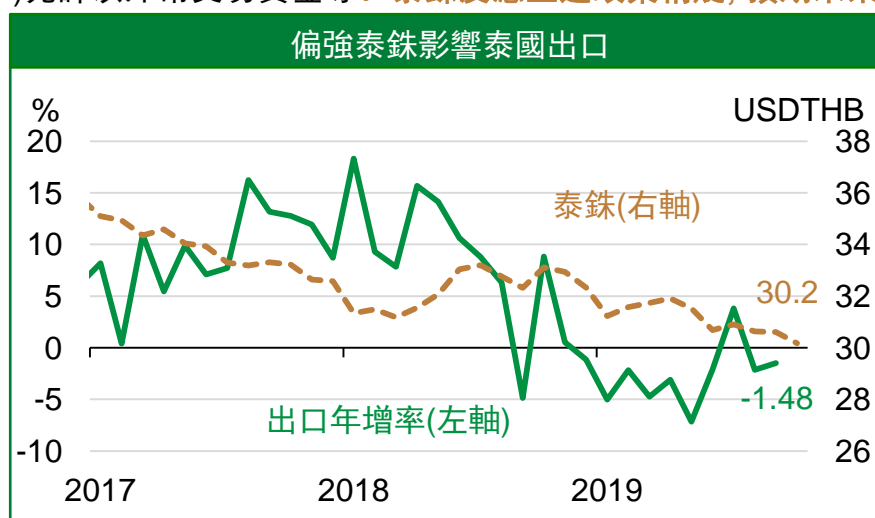
資料來源: Bloomberg。

巴西後續改革草案架構	
企業私有化	出售巴西最大電力公司, 國營企業 Eletrobras
公務部門重組	重新檢視公務人員的薪資、升遷與工作年限, 以減輕政府支出。
地方資源運用	地方政府可以於財政狀況不佳時, 更容易取得聯邦政府協助。
財政委員會	由總統、議員等組成委員會, 以監督政府預算及釋放使用權限。

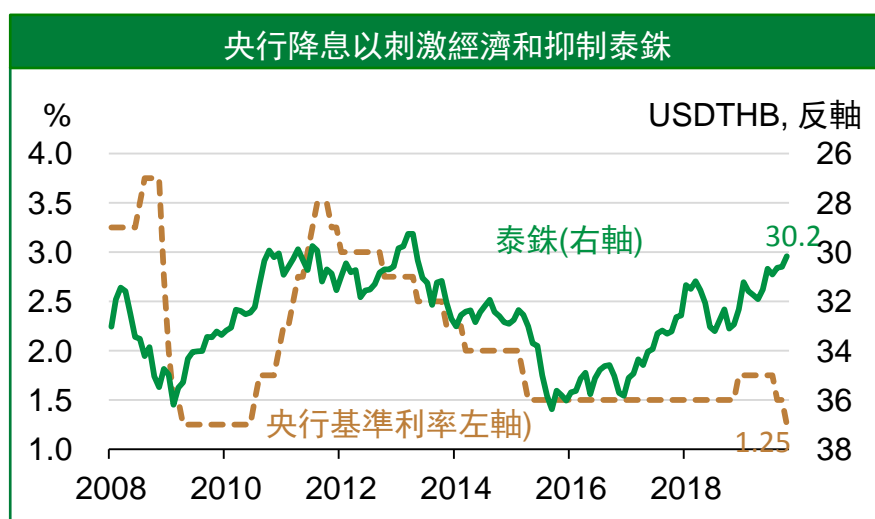
資料來源: 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

泰國 刺激經濟和壓抑過強泰銖，央行再度降息

- 央行為刺激經濟成長，抑制過強泰銖，8月降息後再度降息一碼至1.25%，並創歷史新低。此前央行調降今年經濟成長預估，由原本 3.3-3.8%，降至 2.7-3.2%，為近5年新低，出口減弱和旅遊業下滑為主因。泰銖今年升值7%，若持續偏強，央行下季可能再度降息。
- 除降息外，央行加碼實施鼓勵資金流出政策，包括1)出口商國外收益可保留額由原本5萬美元提高到20萬，2)一般投資人每年投資20萬美元國外證券，3)除特定目的外，匯款沒有限制，4)允許以外幣交易黃金等。泰銖反應上述政策稍貶，預期未來強度減弱。



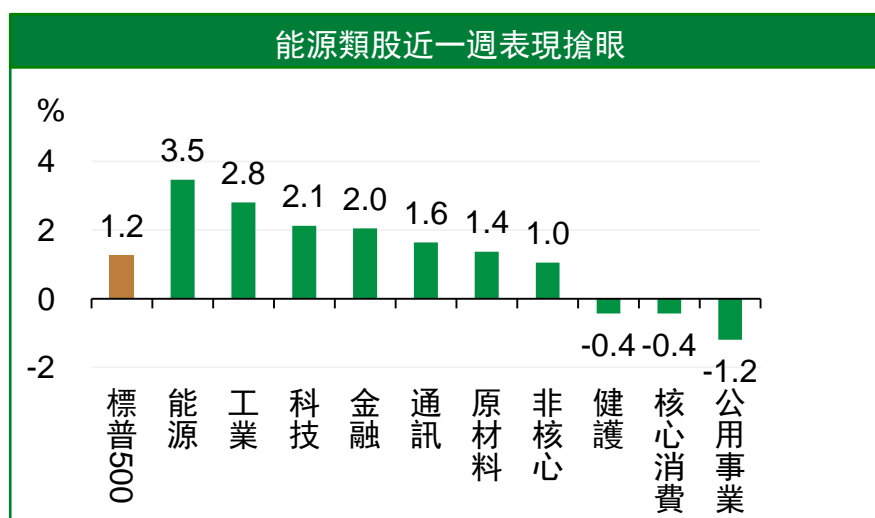
資料來源: Bloomberg。



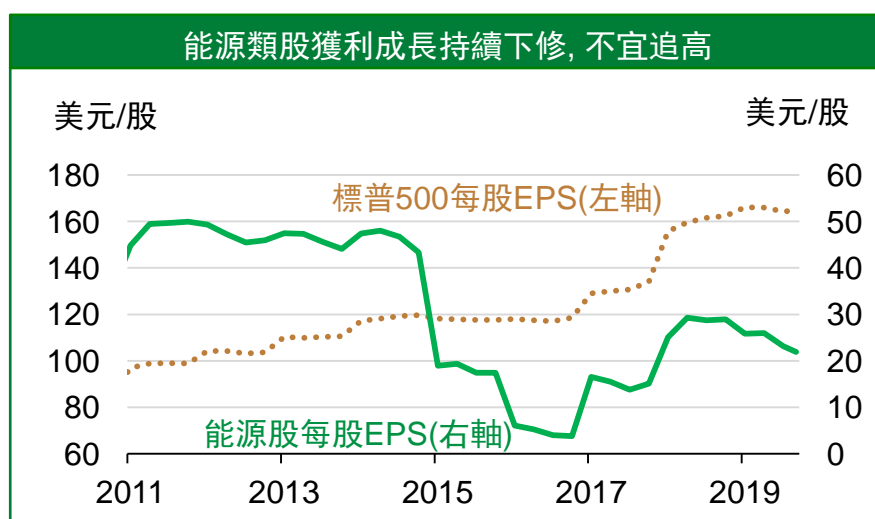
資料來源: Bloomberg。

能源 能源股獲利持續下修，不宜追高

- ▶ 川普政府正式申請退出巴黎氣候協議，預計明年11月生效，預期將增加原油需求，西德州原油上漲至2個月來新高至每桶57美元，能源類股漲幅也較其他類股搶眼。
- ▶ 就能源股獲利表現來看，受全球景氣放緩影響，IEA持續下調全球能源需求估值，能源類股企業獲利成長同步下調。因此，**短線能源類股表現搶眼，但不宜追高**。



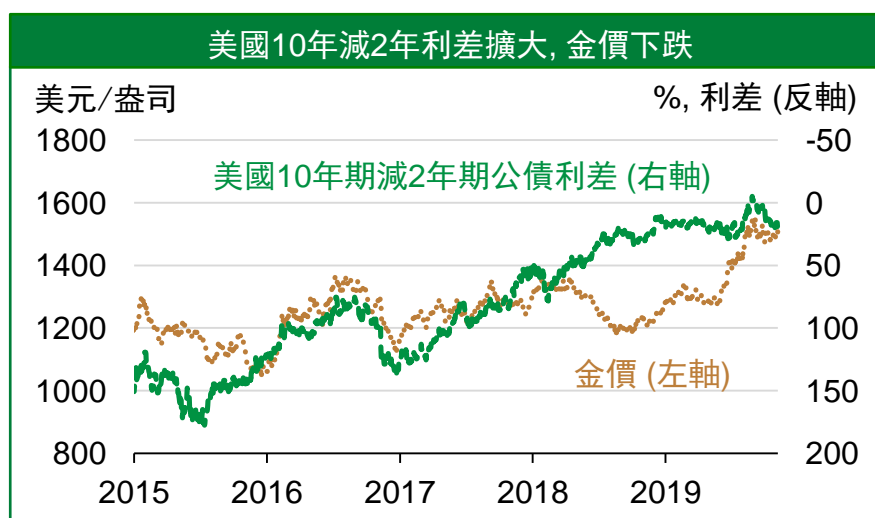
資料來源: Bloomberg。



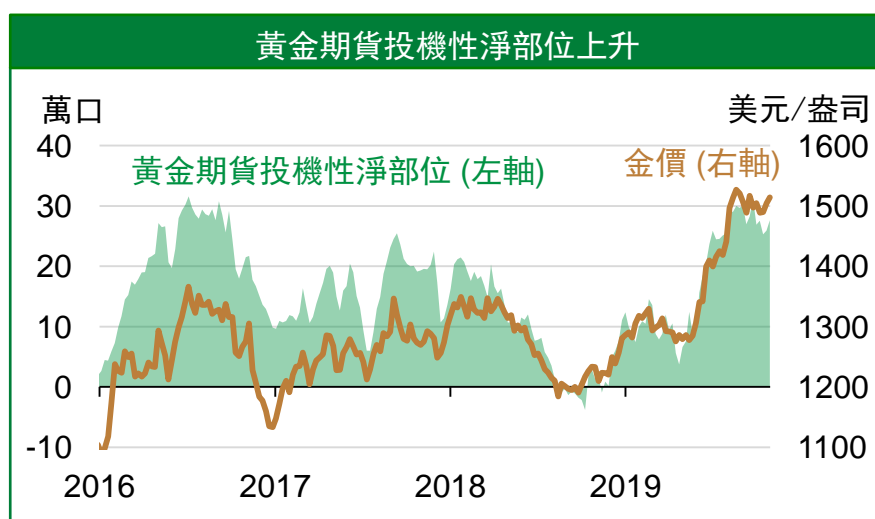
資料來源: Bloomberg。

黃金 貿易氛圍轉好使金價承壓，逢回可漸布

- ▶ 中美貿易戰和緩，全球風險偏好回升，美股甚創歷史新高，美國10年期公債殖利率反彈。此外，美國就業數據良好，年底降息機率下降，美國10年減2年期公債利差擴大，**避險需求降溫使短期金價承壓**。
- ▶ 10月底美國**黃金期貨投機淨多單增加**至27.6萬口，高於4年均值15.6萬口。加上世界黃金協會表示第三季黃金ETF和實體黃金需求大增，顯示**股市高位與主要國家利率低盤**，**投資人仍偏多看待黃金**，對金價形成下檔支撐，股市波動存在避險需求，逢回可漸增持。



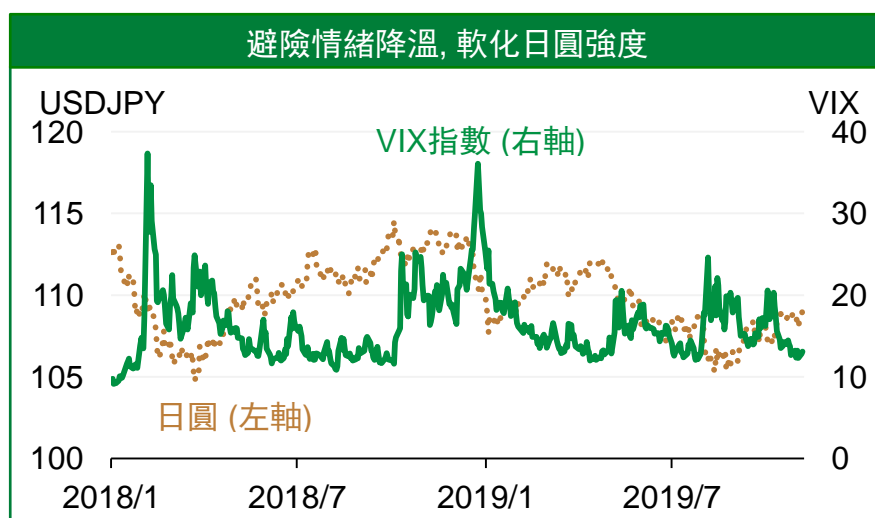
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

日圓 避險情緒降溫，把握換匯契機

- ▶ 美中可望簽署首階段貿易協議，使金融市場充斥樂觀氛圍，避險需求降溫，軟化日圓強度。後續景氣放緩疑慮猶存，增添未來股市修正風險，避險需求將提供長線支撐。
- ▶ 日銀總裁黑田表示將維持寬鬆，但部分官員認為降息並非寬鬆唯一方法，今年底利率期貨降息機率已自先前100%回落至30%附近，使日圓貶值幅度稍受抑。近期日圓偏貶，有日幣需求者可把握換匯契機，長線日圓偏升看待。



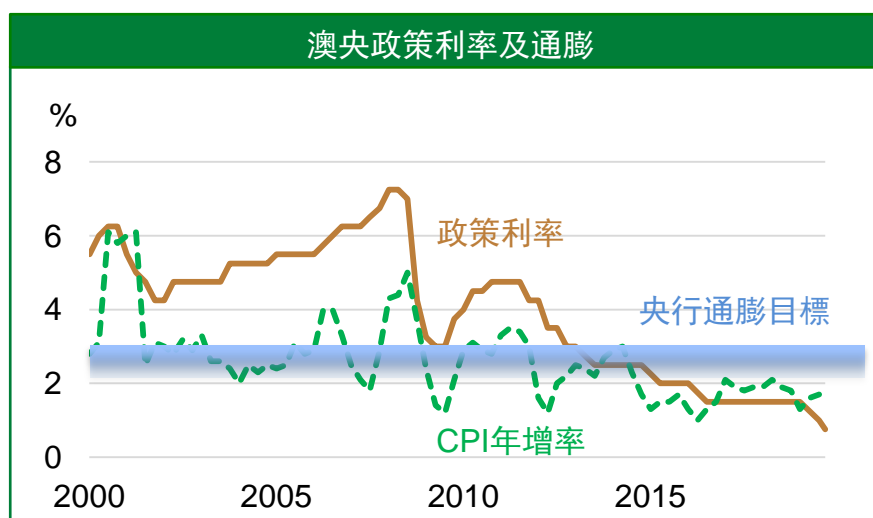
資料來源: Bloomberg。



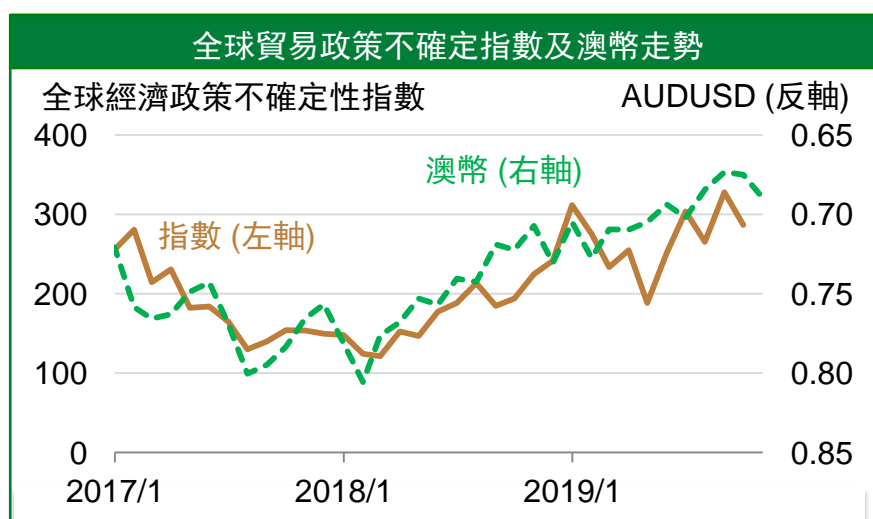
資料來源: Bloomberg。

澳央及澳幣 澳央調降成長預估，寬鬆意向使匯率上方有壓

- ▶ 澳央本週維持政策利率於0.75%，調降今年經濟成長至2.25%，外部不確定性使景氣減速風險猶存。政府決議維持央行政策2至3%通膨目標，通膨偏弱提供政策空間。景氣及物價將促央行保留進一步寬鬆空間，期貨顯示未來半年再寬鬆機率逾5成。
- ▶ 受中美貿易和談樂觀氛圍提振，近月全球貿易政策不確定性改善，助澳幣明顯止貶轉升值，**央行寬鬆意向恐限縮澳幣反彈空間**。



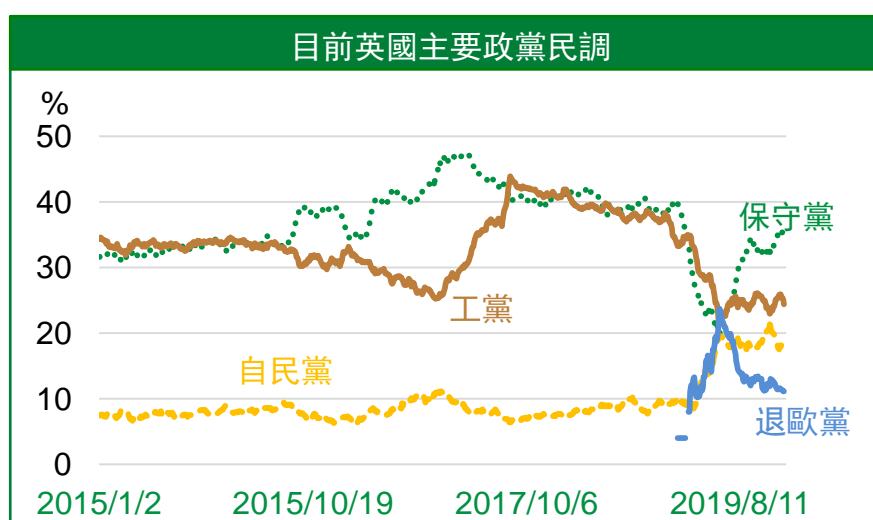
註：藍底為央行通膨目標區間。
資料來源：RBA、Bloomberg。



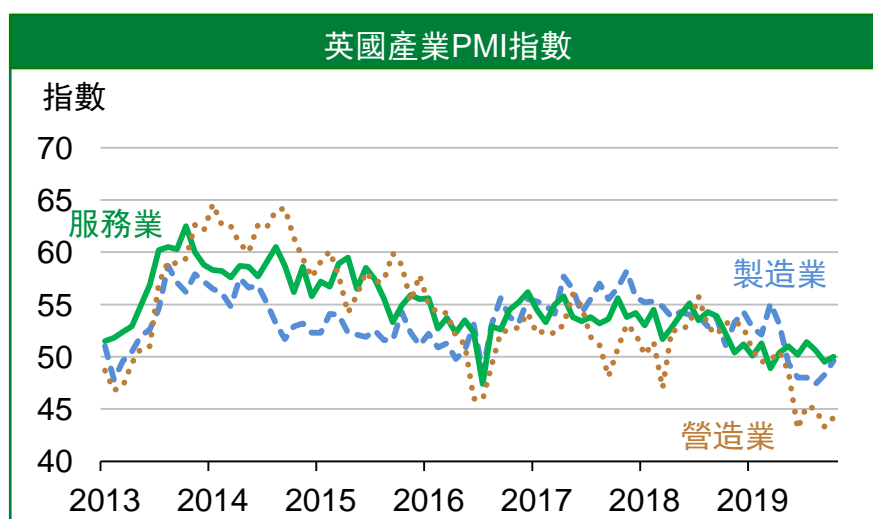
註：指數數值愈高表示不確定性愈強，2017年以來與澳幣匯率相關性為0.8。
資料來源：Bloomberg。

英鎊 大選使國會擱置退歐討論，英央保守展望牽制英鎊

- ▶ 英政府正式公告12月12日國會改選，重新選舉將使退歐議程遭擱置。硬退歐派支持度回流，使近期保守黨民調明顯轉強。若選後可奪回議會主導，將有利完成退歐協議及落實，反之將加大不確定性，**政治能見度降低，牽制匯率走勢**。
- ▶ 10月製造業指標反彈，主因為廠商在原本退歐期限下提前拉貨動作。隨事件再次展延，產業活動改善動力不足，本週英央調降經濟成長預估，未來再升息機率有限，弱化利差對匯率支撐效果，預期英鎊上方有壓。



註：為10日民調移動平均；最新調查期間為10月31日至11月4日。
資料來源：YouGov、ICM、Ipsos、Populus等民調機構。



資料來源：Bloomberg。

NOVEMBER 2019

11	12	13	14	15
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
日本經常帳 日本機械訂單	日本M2 德國ZEW 印度休市 歐元區ZEW	日本PPI 美國CPI 歐元區工業生產	美國PPI 日/德GDP 中國工業生產 中國零售銷售 菲律賓央行會議	巴西休市 歐元區CPI 美國工業生產

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牴觸之情事；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牴觸為由，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