



# 一週市場展望

## —市場綜覽—

**公債利率回彈：**中美10月重啟貿易談判，市場投資氛圍轉佳，股市反彈、避險商品下跌，美德10年期公債殖利率上揚。

**歐央寬鬆降息在即：**歐洲經濟表現疲弱，預計本週ECB將降息，並釋出QE重啟計劃。預期德拉吉將維持一貫鴿派論調，德債殖利率續彈空間有限。

**聯準會前瞻指引：**市場預期下週聯準會將降息一碼，會後前瞻指引偏中性，短期美國長債利率可能上揚。考量未來景氣放緩趨勢不變，利率短彈後仍將偏下。

### 股市

中美雙方於10月再度重啟貿易談判，加上中、歐、美央行實施寬鬆貨幣政策，提振短期股市表現。貿易紛擾難解，全球出口下滑與景氣放緩趨勢未變，股市未來波動加大，**反彈宜降低風險性資產比重，適度增持避險商品。**

### 債市

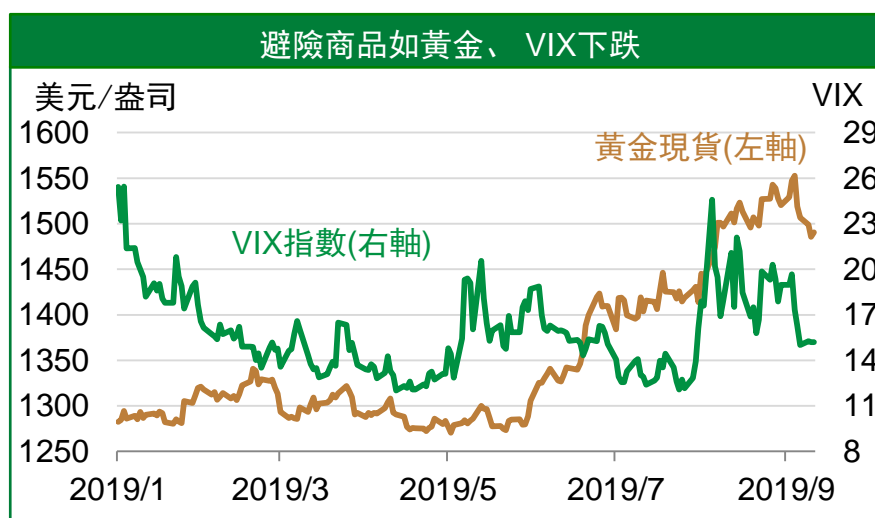
貿易協商復談，避險氛圍舒緩使近期美債殖利率反彈。市場預期9月ECB及Fed將降息，並調降利率途徑點點圖。**央行政策寬鬆及低通膨，債券泡沫風險尚低。可趁此波利率反彈機會，增持公債及高評債。**

### 匯市

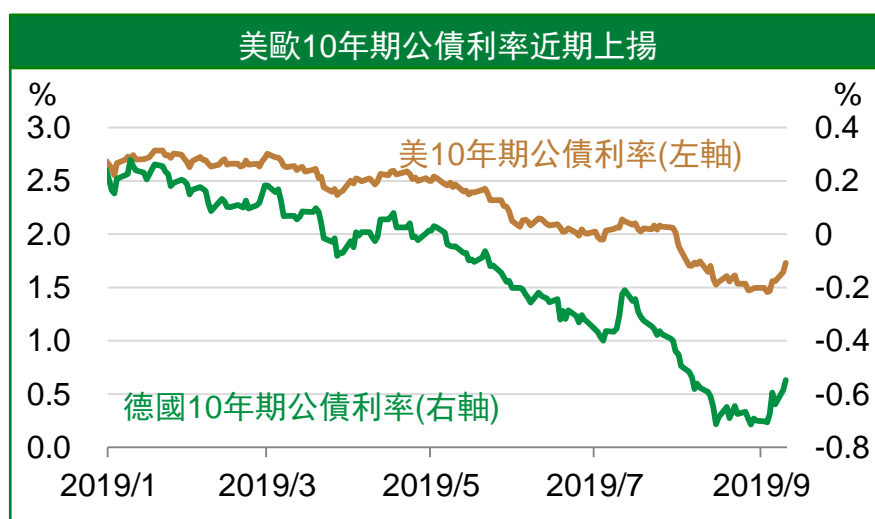
歐央寬鬆預期，壓抑歐元表現，避險氛圍下降使日圓回弱，支持美元偏強表現。英國國會進入休會期，各黨派年會將續討論脫歐議題，**壓低英鎊。中美重啟談判，緩減人民幣貶勢，後續景氣疲弱使長線偏貶看待。**

## 中美重啟貿易談判，股市反彈、市場避險情緒降溫

- ▶ 中美重啟10月份貿易談判，中國公布對美加徵關稅商品減免清單，激勵短期股市回彈。避險商品如公債價格、日圓、金價和VIX近期出現回落。但中美貿易協商短期難解，未來股市波動風險仍大，避險資產未來具上漲動能。
- ▶ 近週美、德公債利率回彈主要反應：1) 避險情緒降溫；2) 聯準會主席Powell對美國經濟前景樂觀，預期下週FOMC會議降息一碼，但不排除語調維持中性。考量未來景氣放緩壓力，美歐及全球央行貨幣寬鬆政策仍為主要基調，利率仍偏下趨勢，此波反彈提供布局時點。



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

## 聯準會預期降息一碼，調降利率途徑空間

- ▶ 貿易協商復談、市場避險氛圍舒緩，鮑威爾蘇黎世演講中性且對於美國經濟穩健說法，使得8月來一衝到底的美債利率反彈。觀察基本面經濟數據偏緩，美非農就業人數低於預期，Fed仍強調適時行動 (act as appropriate) 重要，**預期下週聯準會將降一碼，並調降利率途徑點點圖**，使得美債利率有進一步下跌空間。
- ▶ 貿易政策不確定性及景氣衰退牽制下，聯準會**“預防性降息”**將朝**“降息循環”**調整，**長線美10年期公債殖利率偏下趨勢**。如果聯準會語調不如預期鴿派，短期利率或再有小幅彈升，可趁公債利率反彈布局。



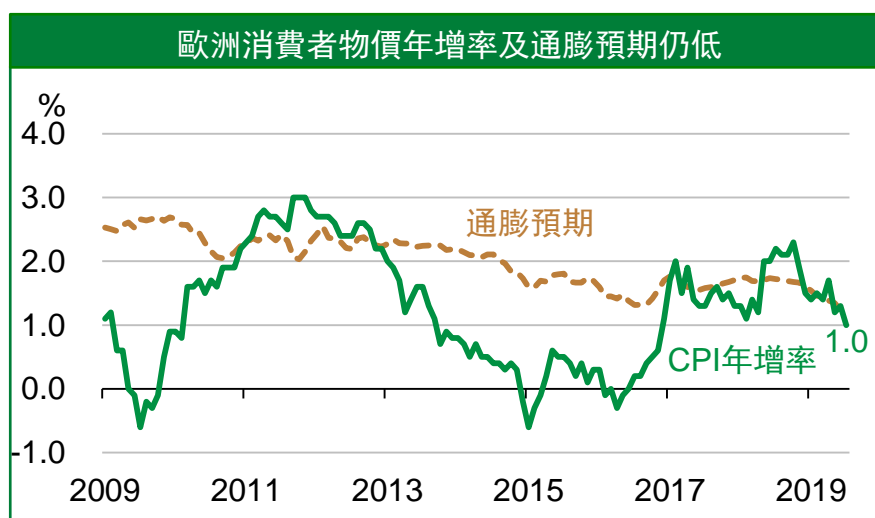
資料來源: Bloomberg, 利率期貨預期。



資料來源: Bloomberg。

## 歐央預計降息及暗示未來QE發展

- ▶ 近期歐洲基本面未見改善，美貿易政策加大景氣減速壓力，牽引通膨走低。7月消費者物價年增率及通膨預期下探，**預計本週歐央將降息**，調降存款利率10bps至負0.5%，**同時宣布計畫重啟QE以提振通膨**。
- ▶ 預期德拉吉將維持一貫鴿派論調，但QE購債計劃留給下任主席擬訂細節，**德國10年期公債利率再彈空間有限**。考量歐洲經濟活動較美國為弱，美德政策寬鬆程度的相對發展，牽制短線歐元續弱，長線待美國政策進一步加大寬鬆，方有緩升機會。



註：通膨預期為5年期Swap所隱含的5年後通膨預期。  
資料來源：Bloomberg。

| 歐央寬鬆政策可能選項及發展 |   |
|---------------|---|
| 政策            | 相應搭配措施  |
| 降息            | 銀行儲蓄利率下調10點至-0.5%、存款利率分層制度  |
| 討論重啟QE政策      | 每月300億歐元資產購買計劃（可能10月啟動）<br>1. 資產收購類型：公債、公司債甚或風險性資產<br>2. 調整各國QE購買限制、33%單券與發行人限制 |

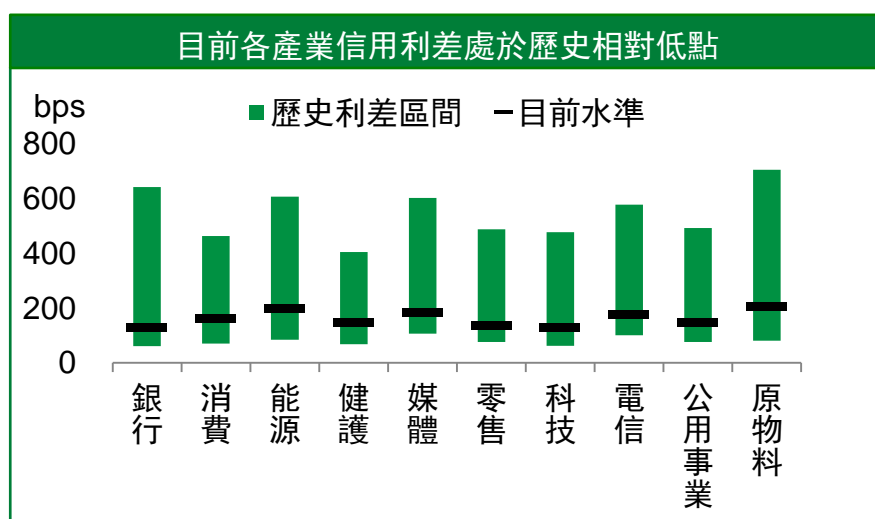
資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

## 政策寬鬆及通膨溫和，債券泡沫風險仍低

- ▶ 觀察過去美債殖利率反轉，多為降息階段末端或升息階段，提前反應央行政策轉向預期。現階段景氣趨緩，預期央行政策持續鴿派寬鬆及低通膨環境，債券泡沫風險仍低。可趁近期避險氛圍稍緩的利率反彈機會，增持公債及投資級債。
- ▶ 景氣趨緩、企業獲利趨緩，加重企業經營壓力，削弱財務體質，影響債信穩定度。目前各產業信用利差處於歷史相對低點，預期利差擴大將為價格波動風險。景氣循環類產業相對壓力較大，具穩定現金流者包括電信、必須消費、健護等，防禦表現較強。



註：紅色圈處為美10年期公債殖利率較大漲幅。  
資料來源：Bloomberg。

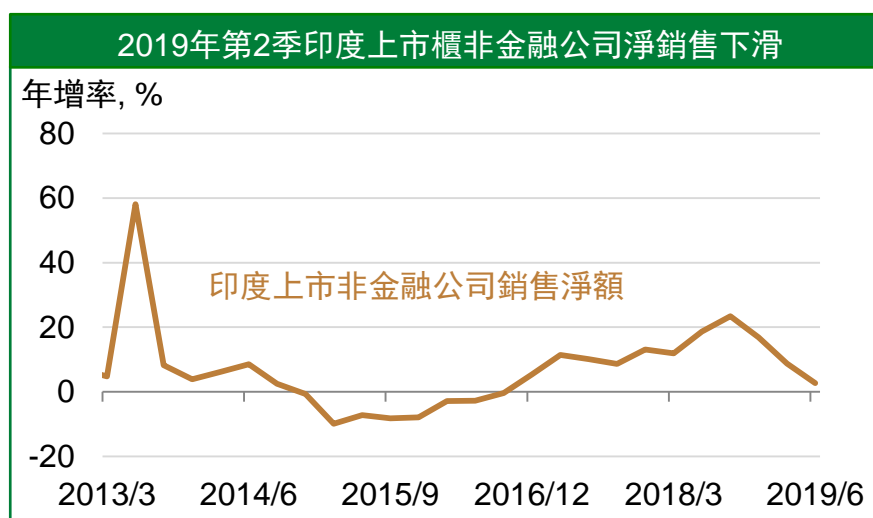


資料來源：Bloomberg，自2000年至今。

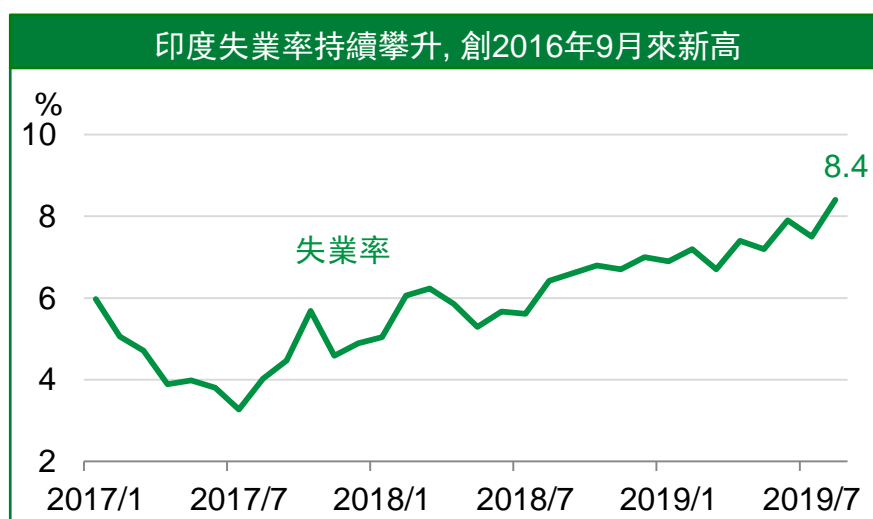


## 印度 金融業放貸趨嚴使流動性緊縮, 打擊終端消費

- ▶ 去年影子銀行違約後, 金融與非金融業放貸緊縮、審核趨嚴, 打擊整體商業和消費活動。2019年2Q上市非金融公司淨銷售額年增2.7%, 創2016年底來最低增速。其中, 製造業銷售額佔所有銷售額約70%, 下滑最明顯, 並以汽車業表現最顯疲弱, 金屬和紡織業亦疲。
- ▶ 8月整體失業率為8.4%, 創2016年9月新高, 其中城市失業率為9.6%, 農村失業率為7.8%。城市就業增長率為0.2%, 劣於農村的2.9%, 顯示都市的失業問題更為嚴重, 失業率攀升為印度消費疲軟原因之一。



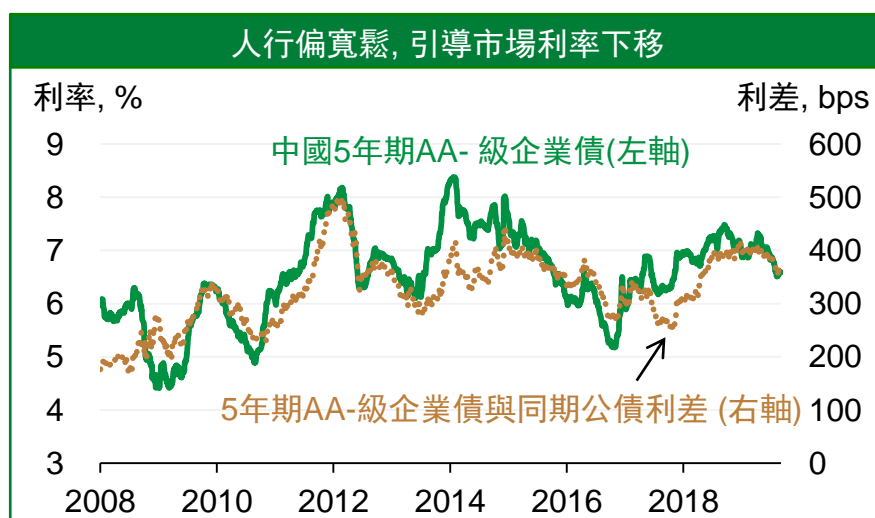
資料來源: CMIE。



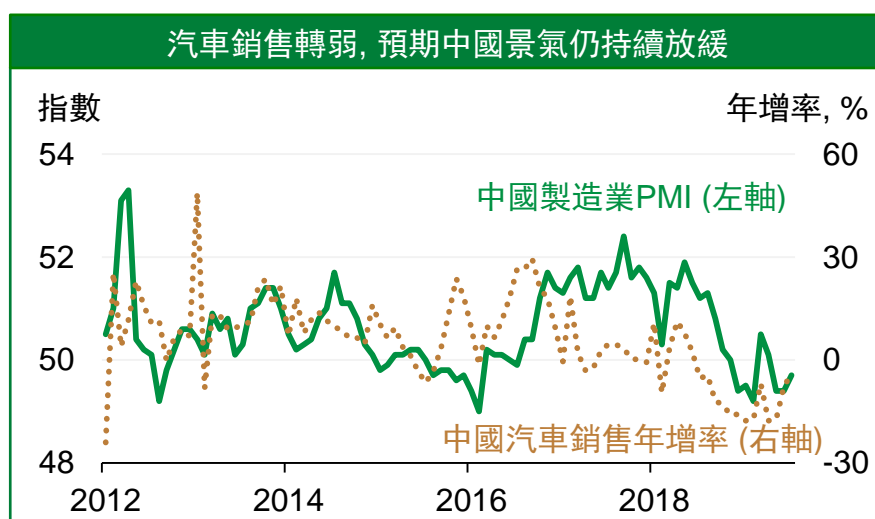
資料來源: CMIE。

## 陸股 人行降準因應景氣疑慮，反彈可稍作減碼

- ▶ 人行宣布降準釋出流動性，緩減經濟下滑壓力。受貿易戰影響，去年下半年起人行貨幣政策偏寬鬆，反應企業融資成本的5年期AA-級公司債利率走低，與公債的利差收斂。
- ▶ 預期後續人行政策仍將寬鬆續行，以因應美中貿易關稅衝突及國內景氣走弱風險。去年下半年，中國汽車銷售量負成長，反應消費力道轉弱，連帶影響相關製造業景氣同步下滑。**中國官方擴大財政、寬鬆降息及解除QFII與RQFII限制，利多政策提供股市短線支撐，長線景氣走弱風險疑慮猶存，可趁反彈稍作減持，以規避未來不確定性。**



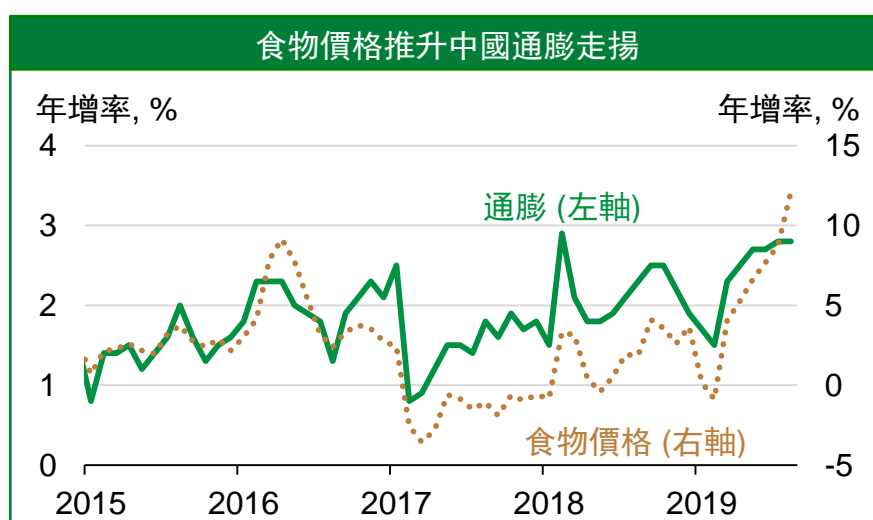
資料來源: Bloomberg。



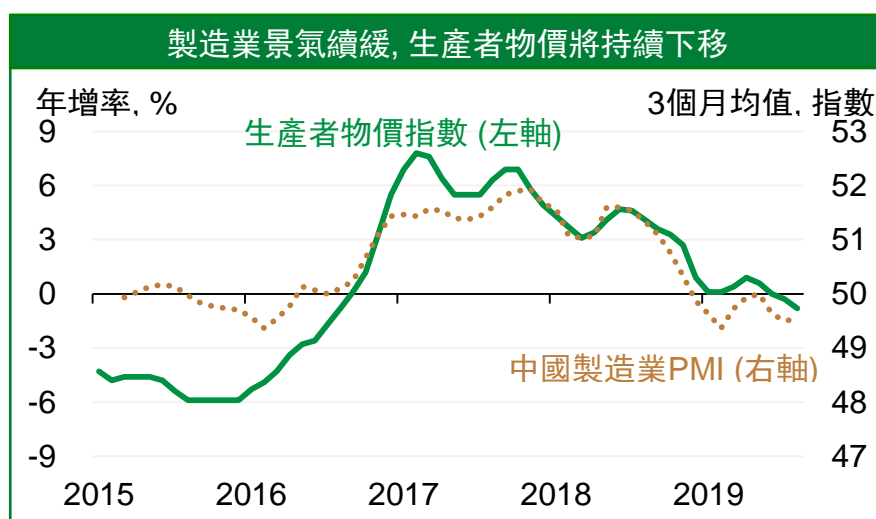
資料來源: Bloomberg。

## 中國 核心通膨走低，生產者物價持續下探

- ▶ 中國通膨持續墊高，及人民幣走貶將加重輸入性通膨壓力，物價持續飆升可能影響後續貨幣政策寬鬆力道。今年來物價攀高，主因為食物價格上揚，尤其是豬肉價格，8月份年增率更高達46%，但扣除食物與能源價格的核心通膨僅1.5%，且趨勢向下。
- ▶ 關於豬肉價格後續走勢，官方已伸手干預，極力使豬肉價格漲勢趨緩。需要關注的是生產者物價持續下滑，景氣放緩下將使企業利潤降低，有鑑於此，**預期官方將持續推出更多利多政策，緩減基本面疑慮，提供股市支撐。**



資料來源: Bloomberg。

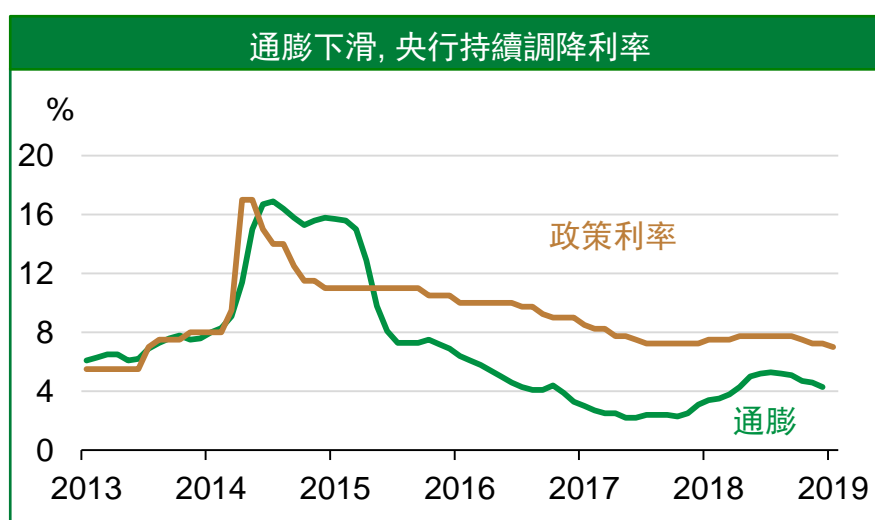


資料來源: Bloomberg。



## 俄羅斯 經濟活動放緩，股市難維持高位

- ▶ 今年以來，因課徵商品加值稅影響，導致通膨一度走揚。但隨著全球景氣放緩，國內消費與企業活動也同步緩降，導致通膨持續下滑。央行於9月6日再度降息1碼，為今年第三度降息，並預告未來將進一步調降利率。
- ▶ 央行調降利率的同時，也同步下修今年的通膨與GDP成長，暗示經濟下滑風險加大。考量貿易談判仍有變數，油價波動加大及美元目前居高位影響，預期俄羅斯股市漲勢將不若年初，宜適度減持。



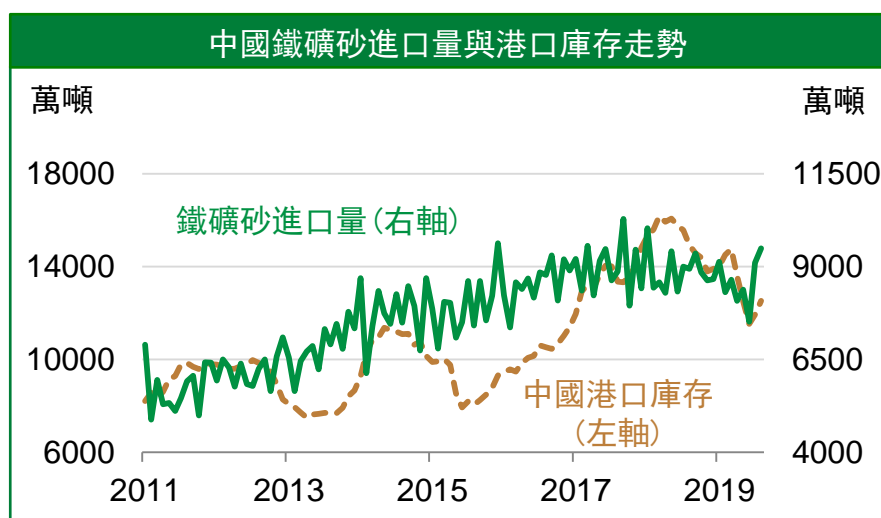
資料來源: Bloomberg。

| 俄羅斯央行GDP與CPI預估 |         |         |         |       |
|----------------|---------|---------|---------|-------|
|                | GDP     |         | CPI     |       |
|                | 2019年   | 2020年   | 2019年   | 2020年 |
| 6月預測           | 1.0-1.5 | 1.8-2.3 | 4.7-4.9 | 4     |
| 9月預測           | 0.8-1.3 | 2.0-2.5 | 4.6-4.8 | 4     |
| 方向             | 下調      | 上調      | 下調      | 不變    |

資料來源: Bloomberg、俄羅斯央行。

## 原物料 中國房市下行風險，長線壓抑鋼鐵需求

- ▶ 澳洲與巴西的鐵礦砂供應量回升，中國的主要港口鐵礦砂進口量與庫存量皆從谷底向上攀升，年初至今累積進口量雖低於去年同期，**整體供給偏緊態勢已見改善**。
- ▶ 近期隨著需求端進入傳統旺季，政策面中國國務院宣布加快地方政府專項債發行，鐵礦砂價格回彈。但**中長期需求仍受限房市調控政策，資金難以流向地產，固定資產及房地產開發增速顯著放緩，鐵礦砂價格走勢偏空對待**。



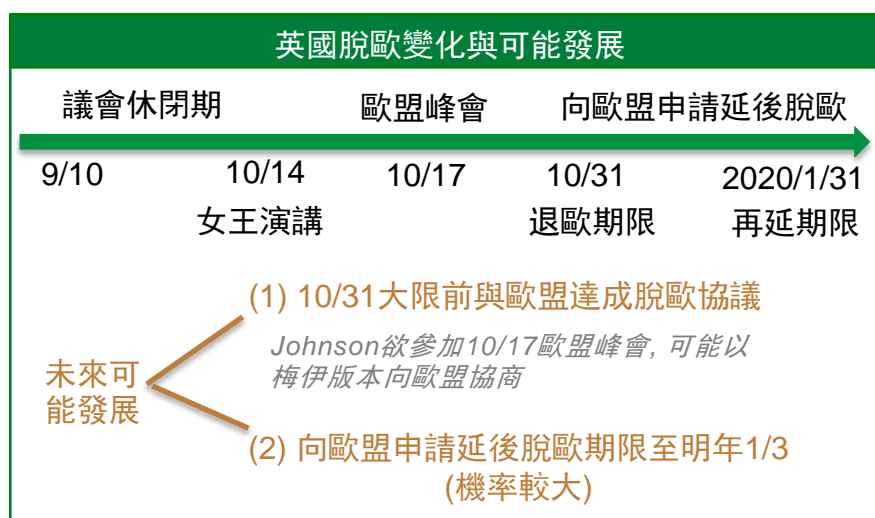
資料來源: Wind, Bloomberg



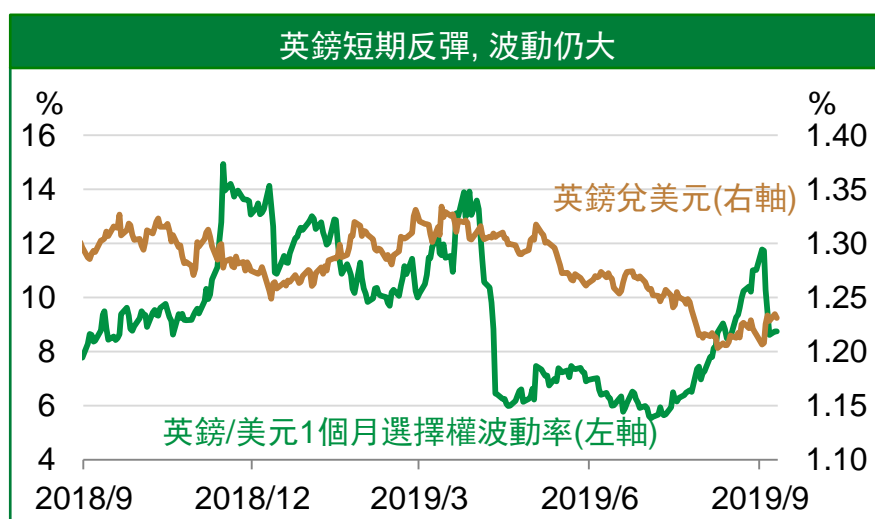
資料來源: Wind

## 英鎊 國會休會紛擾延續，英鎊弱盤

- ▶ 英國首相Johnson主張無協議脫歐和提前大選皆遭國會否決，國會進入休會期五週至10/14，但法院判決強制休會此舉違法。Johnson除將上訴外，10/17於歐盟峰會就前梅伊脫歐版本和歐盟協商，目前英脫歐紛擾延續，以1) 在10/31大限前與歐盟達成脫歐協議，2) 向歐盟申請延後脫歐期限至明年1/31，兩種發展較有機會發生。
- ▶ 考量在10月復會後和歐盟達成協議倉促，再度提前大選機率低，不排除最後延後脫歐至明年。事件未來發展仍牽動英鎊表現，預估偏弱盤整。



資料來源：國泰世華投資研究團隊彙整。



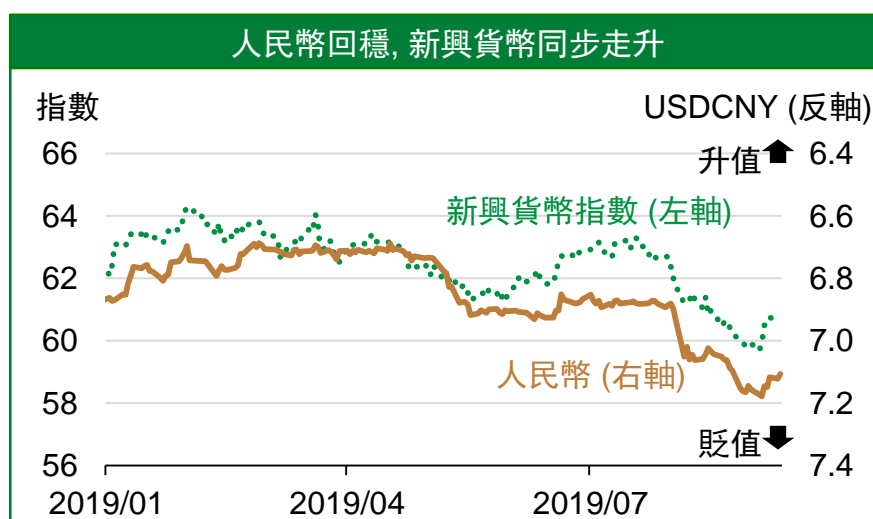
資料來源：Bloomberg。

## 人民幣 近期稍回穩，長線緩貶看待

- ▶ 美中重啟談判，預定10月雙方將會面並持續協商，貿易衝突緊張氛圍降溫，人民幣明顯回穩。人民幣近一週升值，及阿根廷資本管制稍見效，美元指數自高點回降，帶動整體新興匯率走升。
- ▶ **長線人民幣緩貶看待**，主因有二：1) 短線美中貿易雖出現好轉，後續美對中12月15日剩餘1600億商品關稅課徵未解，**貿易衝突仍將加重人民幣貶值壓力**；2) 近期人民銀行宣布將降準，**貨幣政策偏寬鬆將使人民幣偏弱**。



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

## SEPTEMBER 2019

| 16<br>Monday               | 17<br>Tuesday                       | 18<br>Wednesday            | 19<br>Thursday  | 20<br>Friday                                  |
|----------------------------|-------------------------------------|----------------------------|---|---|
| 中國工業生產<br>中國零售銷售<br>馬來西亞休市 | 德國ZEW<br>美國NAHB<br>歐元區ZEW<br>美國工業生產 | 歐元區CPI<br>美國新屋開工<br>日本貿易收支 | <b>FOMC會議</b><br>台灣央行會議<br>英國央行會議<br>美國領先指標<br>美國成屋銷售 | 德國PPI<br>日本CPI<br>BOJ會議<br>台灣出口訂單<br>歐元區消費者信心 |

## 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