



# 一週市場展望

**股市評價：**股市延續去年漲勢，多數國家本益比偏高，美股、台股和巴西股等估值至5年平均2倍標準差之上，股市獲利了結的風險升溫。

**避險配置：**過去美股大幅修正時，避險資產如黃金、日圓和美國10年期公債表現較佳，預期未來股市波動增加，避險資產應漸增持。

**中國降準：**人行調降存款準備率2碼，並將銀行對企業的基準貸款利率，從舊制全面轉換為使用1年期LPR，引導利率進一步下降，寬鬆貨幣政策對短期股市提振。

## 股市

中美貿易樂觀氛圍持續激勵股市上漲，**多數國家股市評價漸高，未來修正風險增加，逢高宜調降持股比重，並增加避險如黃金、美國公債、日圓等配置。**中國人行宣布全面降準，短期陸股受利多政策刺激偏多。

## 債市

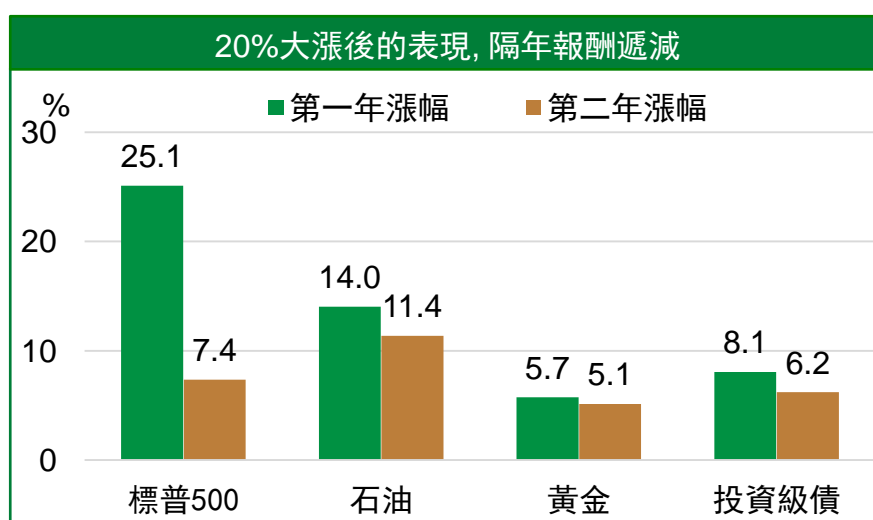
寬鬆政策為當前全球央行主調，侷限公債利率反彈走勢。市場樂觀氛圍與資金尋息效應，使美高收債利差達逾一年低點，**資產評價相對基本面價值已偏高，景氣仍緩下配置以高評級債券為主，宜避開評級較差券種。**

## 匯市

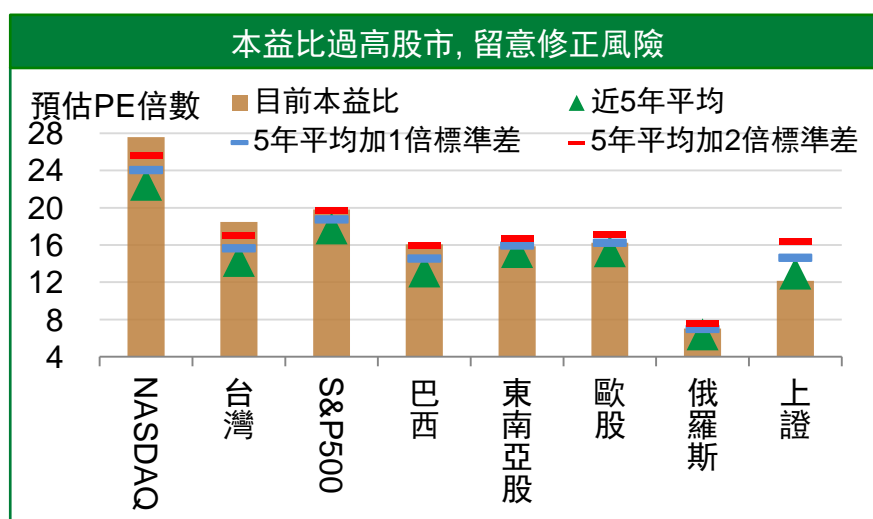
**美元強度減弱，歐洲負利率環境提供支撐，預期未來一季將偏貶靠攏。**南非國內經濟表現欠佳，匯率貶壓猶存，宜把握調節機會。中美預計1月15日於白宮簽署首階段貿易協議，使人民幣近期稍強。

## 多數國家股市評價偏高，留意修正風險

- ▶ 2019年股、債、油、金各類資產齊漲，且逾雙位數漲幅，同樣情況僅2009年時發生過。金融資產大漲除反映主要央行貨幣寬鬆、中美貿易正向發展外，2018年4Q市場大幅修正，基期偏低更是主因。預期今年各資產複製今年漲幅機率低，總報酬易降難增。
- ▶ 股市大漲後，多數市場預估本益比已來到近5年平均加1倍標準差。其中**美股S&P500、Nasdaq、台灣、巴西**等股市甚已超過2倍標準差，中國股市本益比目前低於過去5年平均。評價過高市場，獲利了結壓力漸增，留意修正風險上升。



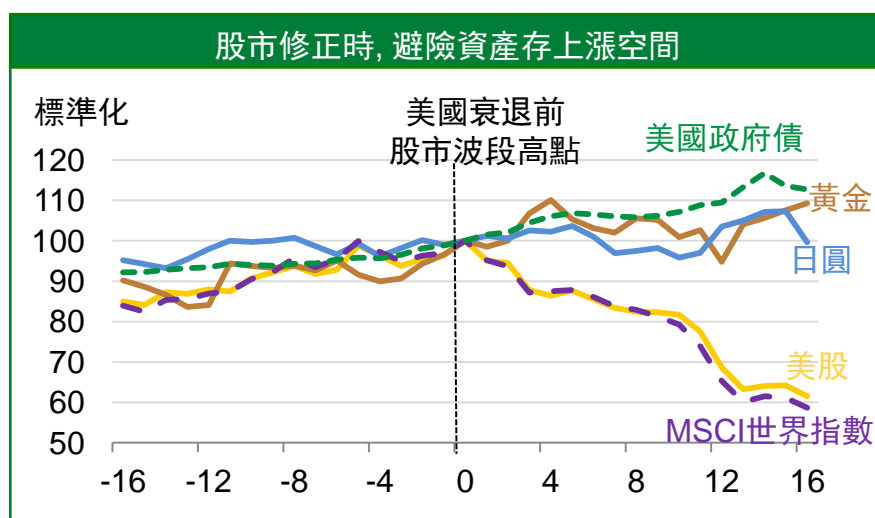
註：股市漲跌幅以標普500指數估算。  
資料來源：Bloomberg。



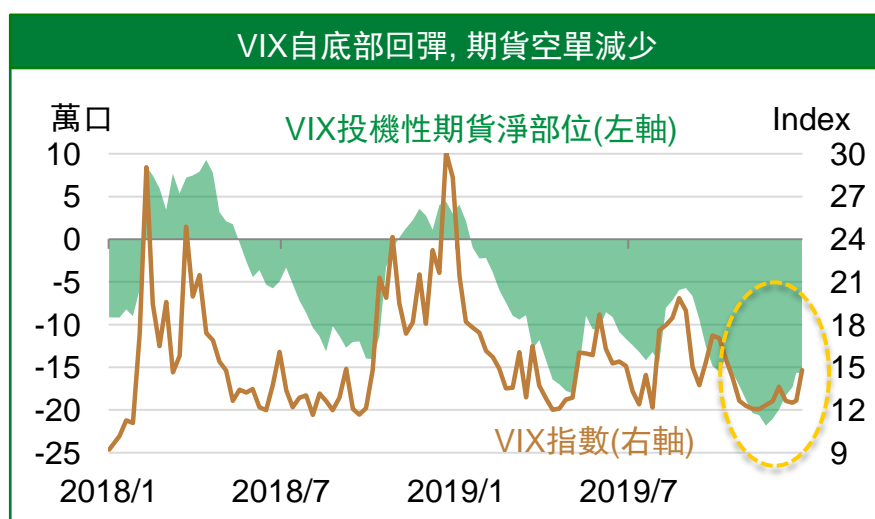
資料來源：Bloomberg。註：超過2倍本益比高至低排列。

## 股市波動下，避險資產具區間操作空間

- ▶ 中美將於1月15日簽訂貿易協議，短期股市續漲，短線須留意是否出現利多出盡現象。觀察過去，美股大幅修正時，避險資產如黃金、日圓和美國10年期公債利率表現較佳。未來股市波動風險使避險資產具上漲空間，可續增持避險部位。
- ▶ 去年隨美股屢次續創歷史高點，VIX期貨淨部位及VIX指數皆創波段低點。近期反應股市波動乍現，VIX指數再度彈升，空單部位迅速減少，顯示市場風險意識有升溫現象，宜調節風險性資產比重。



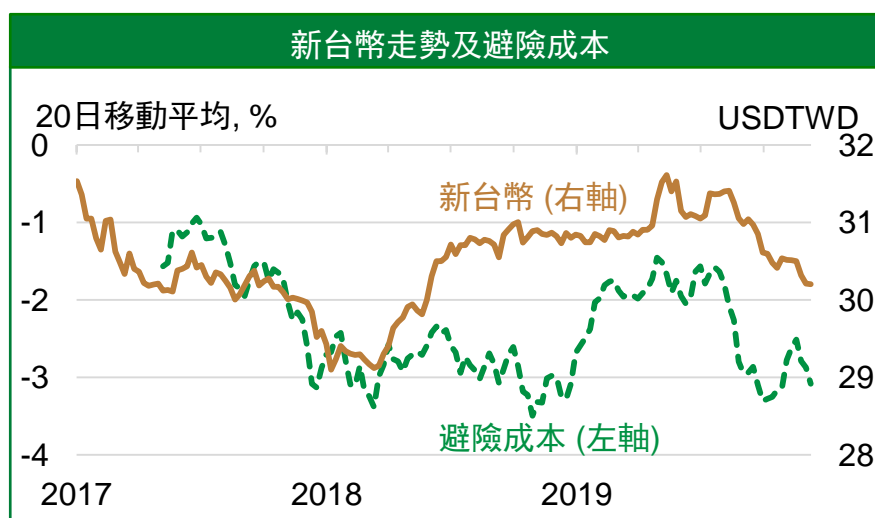
資料來源: Bloomberg。資料時間: 2000/8、2007/10取平均。



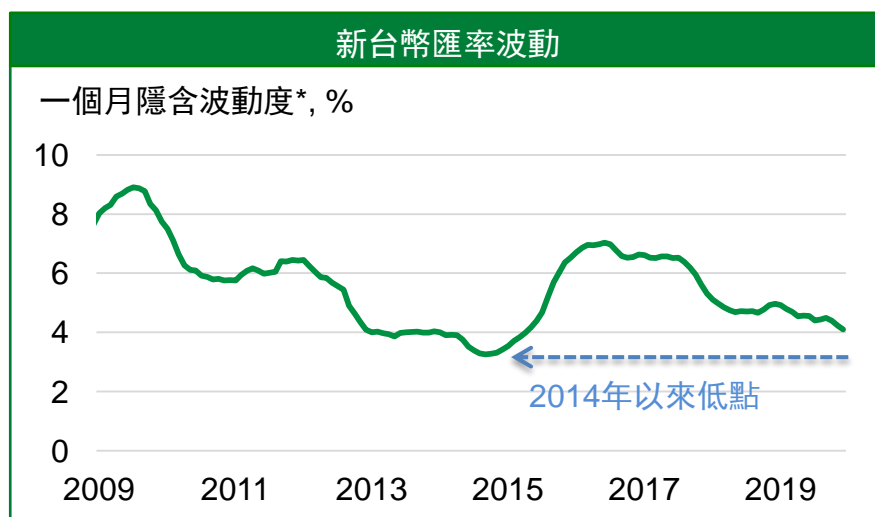
資料來源: Bloomberg。

## 新台幣波動頻率恐增加，把握換匯時機

- ▶ 近期新台幣顯強，本週一度升見二字頭，原因有三：1) 美中和談期待及中國刺激政策，引導人民幣重返7下方，使新台幣在內的新興亞幣同揚；2) 年末聯準會以Repo操作釋出流動性，使美元指數回跌；3) 出口商年底拋匯需求。
- ▶ 新年後出口商拋匯需求降低，此波因新台幣升值，出口商及壽險業者之避險成本，亦增至3%高位，恐讓台央維持穩匯動作。預計2020年匯率波動頻率增加機率顯大，宜以全年角度思維，**現階段趁新台幣顯強時，有外幣需求者可把握時機，並以美元及日圓尤甚。**



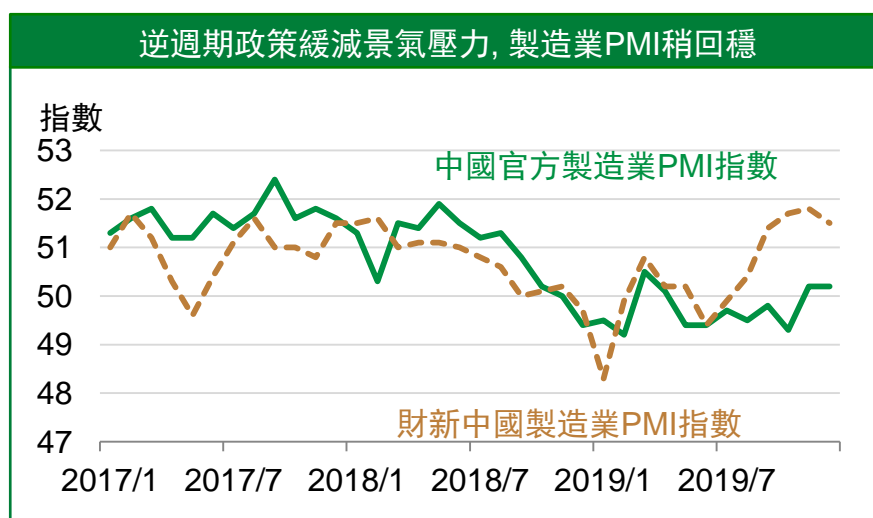
註：避險成本係以12個月新台幣NDF為操作所計算，負值為成本概念。  
資料來源：Bloomberg。



註：為12個月移動平均數。  
資料來源：Bloomberg。

## 中國製造業PMI回穩, 人行維持寬鬆政策

- ▶ 繼零售銷售與工業生產指數表現優於預期, 12月官方製造業PMI維持50.2, 但財新製造業PMI下滑, 短線製造業景氣稍有回穩跡象, 財政及貨幣等政策利多初顯發酵。考量美中先前已課關稅壓力猶存, 近期的數據佳績是否持續仍需觀察。
- ▶ 本週人行宣布調降存款準備率50bps, 且自2020年起, 銀行對企業的基準貸款利率, 從舊制全面轉換為使用1年期LPR, 目前新舊指標差距20bps, 企業資金成本可望降低。預計人行寬鬆政策有助緩減經濟減速壓力, 提供陸股支撐。



資料來源: Bloomberg。

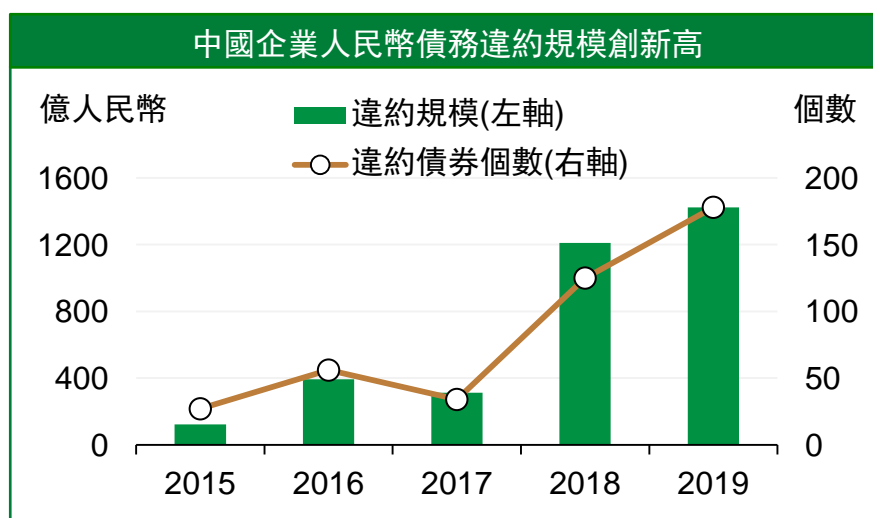


註: 人行2019年8月開始, 每個月20日宣告1年及5年期LPR (貸款基準利率), 分別作為銀行企貸與房貸利率參考基準。資料來源: Bloomberg。

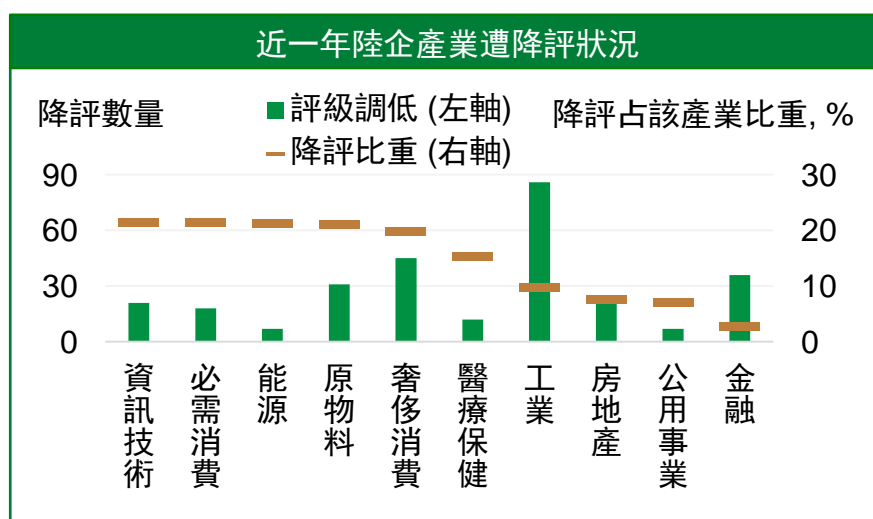


## 中國債 債務違約持續惡化，規模創新高

- ▶ 2019年12月中資企業人民幣債務違約金額爆增近300億，主因年底前北大方正、中國信安等企業違約，使2019年違約規模總額突破1400億人民幣，創下新高。
- ▶ 觀察產業信用評等狀況，以各產業降評次數占該產業權重來看，資訊技術、消費相關、能源及原物料相對比重偏高，科技業主要受中美貿易衝突影響，消費及原物料反應中國景氣與需求轉弱。研判在中國景氣完全落底前，體質較差的陸企違約風險仍高。



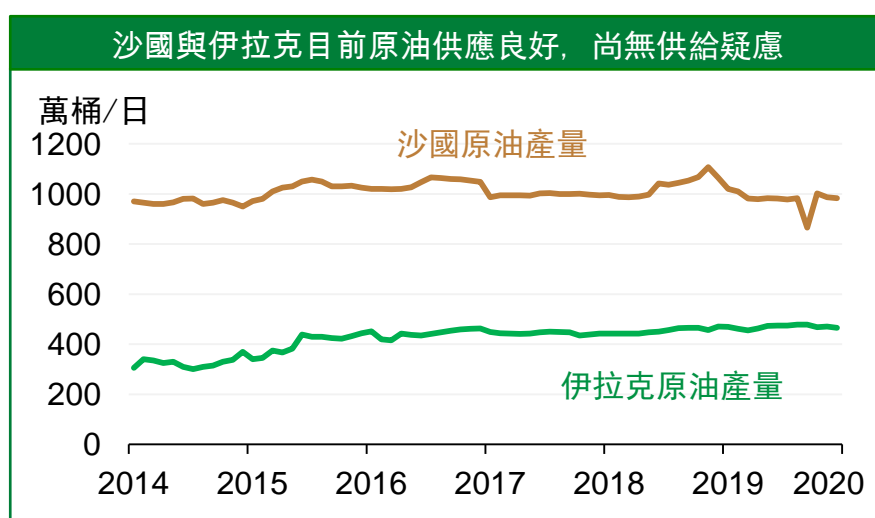
資料來源: Wind。



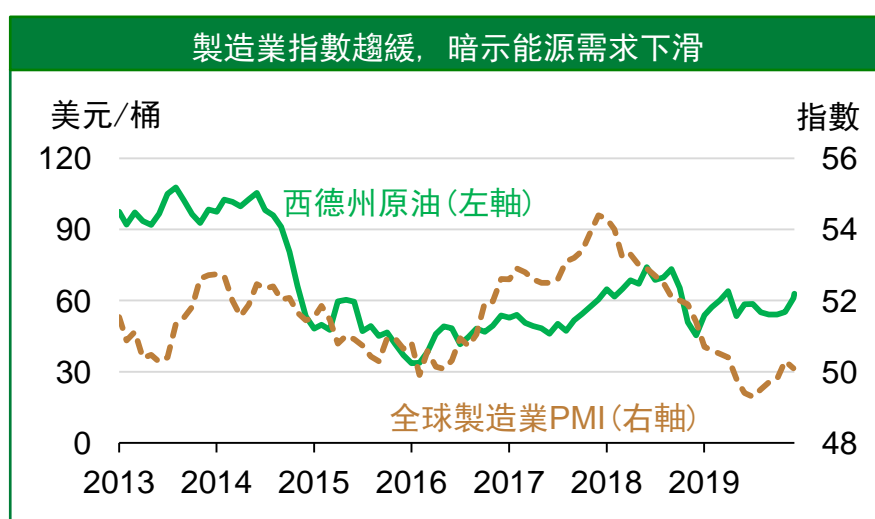
資料來源: Wind。

## 石油 突發事件使油價大漲，宜逢高減持

- ▶ 美國1月3日宣布，針對伊拉克境內的反叛組織進行轟炸，導致油價上漲逾3%。美軍目前攻擊的地點僅針對機場或特定建物，非對油田攻擊，研判伊拉克能源供給不受影響。另，美國若擴大制裁伊朗，沙國目前有多餘產能進行填補，**研判事件性衝突對油價的影響為暫時性。**
- ▶ **中美貿易協商預期及年底旺季效應，雖帶動2019年11月全球製造業PMI反彈至50.3，但2019年12月數值再度回落，顯示全球製造業活動仍疲軟，不利能源需求。**此外，今年能源超額供給問題猶存，油價此時因事件性大漲，宜逢高調節。



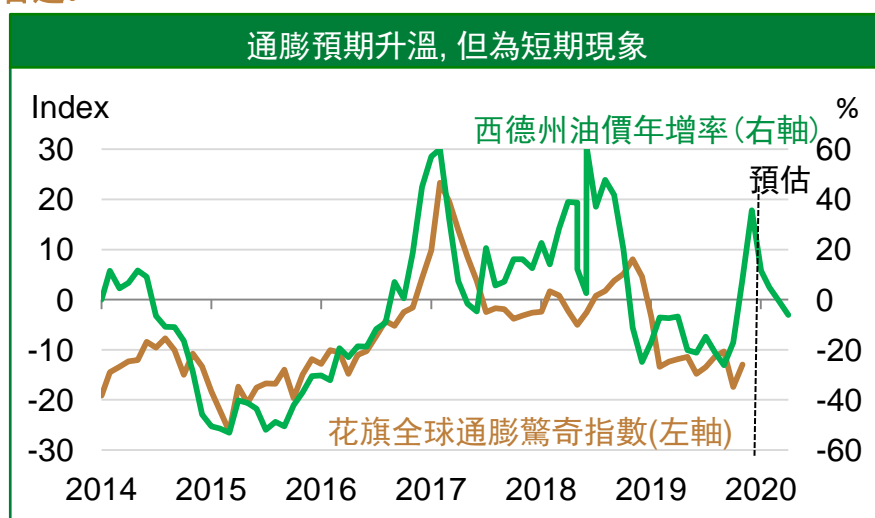
資料來源: Bloomberg。



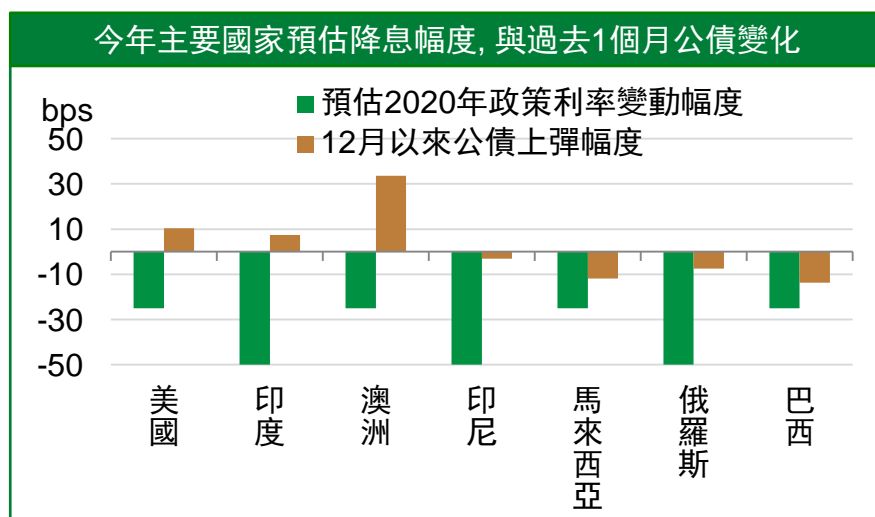
資料來源: Bloomberg。

## 通膨升溫 利率回彈宜布局高信評債

- ▶ 油價年增率因基期因素上揚，帶動通膨預期升溫，多數國家公債殖利率隨通膨預期和股市樂觀情緒而攀高。研判通膨增溫為短期現象，景氣偏弱使通膨後續仍將在第二季回落，多數國家未來仍有降息預期。
- ▶ 考量 1) 股市高位，未來修正風險大，資金避險將往公債靠攏；2) 全球景氣偏弱，通膨升溫為短期現象，後續將回落；3) 多數國家未來續降息預期。現在公債與投資等級債利率回彈，提供布局時點，但新興市場債考量股市波動時，資金外流和匯率貶值風險，以美國公債和高評等債為首選。



註：以西德州油價60元預估至2020年6月。花旗通膨驚奇指數為通膨超出預估值。資料來源：Bloomberg。

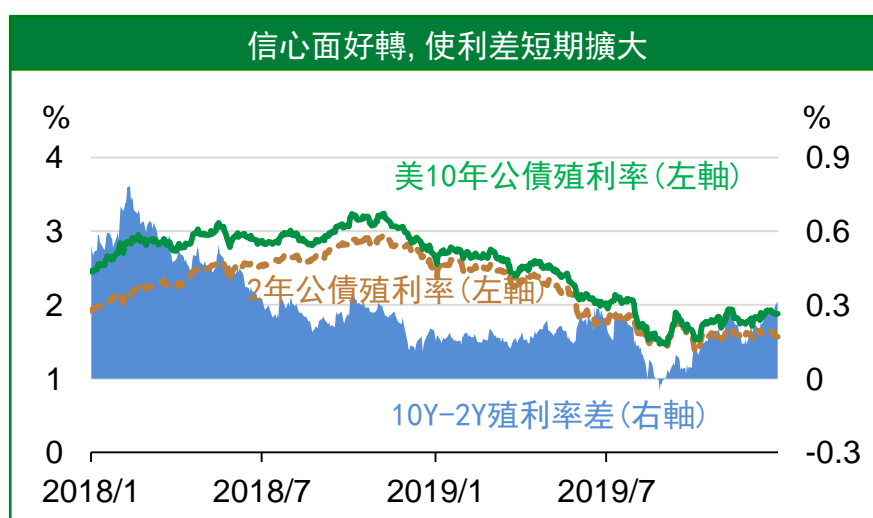


註：負值表示未來政策利率可能下調幅度。  
資料來源：Bloomberg。

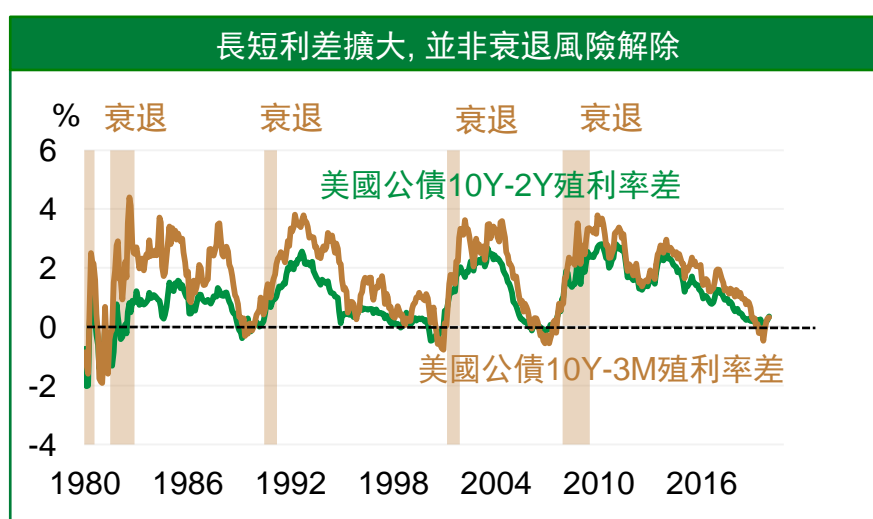


## 公債 近期長短利差擴大, 並非象徵景氣好轉

- ▶ 美國長短利差達31點, 近期擴大至1年來新高, 主因有二, 1)通膨預期升溫及貿易戰放緩, 帶動長債利率反彈; 2)聯準會擴大短債購買力度, 使短債利率偏下。
- ▶ 殖利率反轉後對市場的衝擊, 往往不是當下, 時間約是1年之後。因此, 若將利率擴大視為景氣反轉向上, 可能有過度樂觀之嫌。美國ISM製造業PMI估值雖有所反彈, 但料仍處在50之下, 長線10年期公債殖利率預期仍偏下。



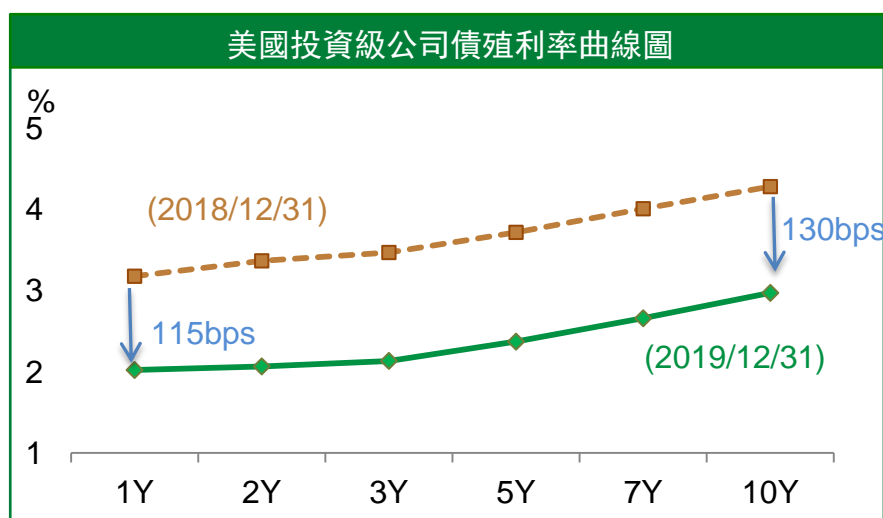
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

## 投資等級債 長天期公司債較有表現空間

- 過去一年隨聯準會此前重啟降息，投資級公司債殖利率曲線下移，且中長天期變動較大，使陡度略轉平，顯示資本利得預期導致市場偏好天期較長債券。**預期在2020年央行維持寬鬆基調下，長天期公司債仍較有表現空間。**
- 另以目前1.88%的美十年期公債利率，及與投資級債券約94bp的利差為基礎，評估未來一年IG指數報酬。若一年後利率環境無太大變化，美公債利率與相應利差維持目前水準，持有報酬約2.83%。倘若央行加大寬鬆，或景氣略溫使尋息效應猶存，潛在報酬有進一步增加機會。



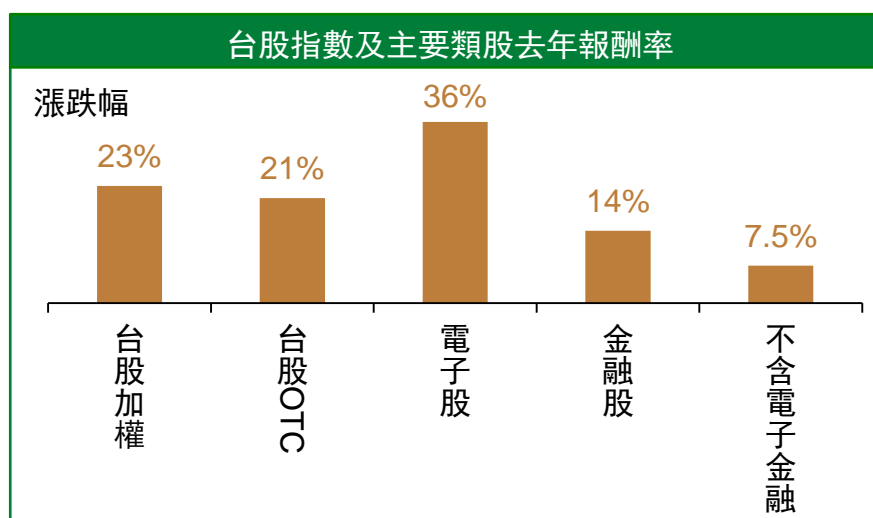
資料來源: Bloomberg。

美國投資級公司債一年含息報酬評估			
OAS/公債利率	1.40%	1.88%	2.20%
75	8.61%	4.54%	1.81%
85	樂觀 7.76%	可能 3.69%	0.96%
94	可能 6.99%	目前基礎 2.83%	0.20%
125	4.36%	0.29%	-2.44%
150	2.24%	-1.83%	-4.56%

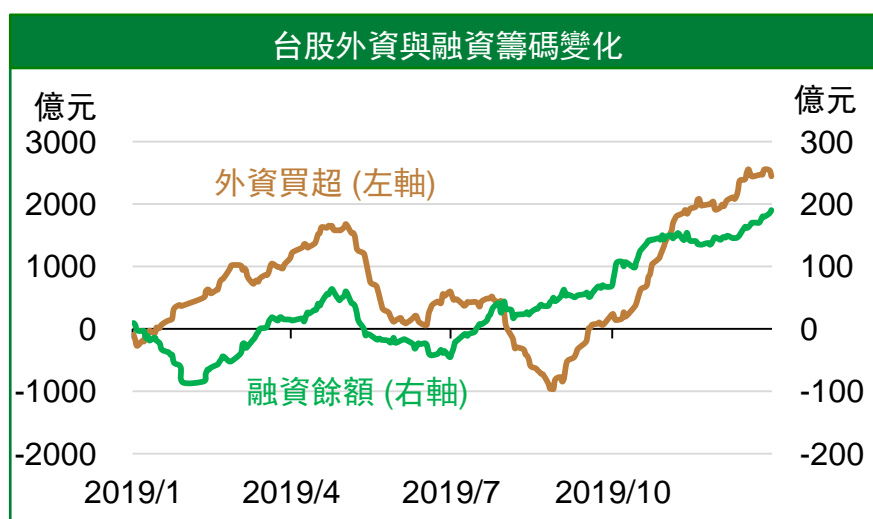
資料來源: Bloomberg。

## 台股 去年漲幅創2009年最大，類股走勢分歧

- ▶ 台股加權指數去年全年上漲23%，為2009年來最大年度漲幅，然類股走勢分歧。其中，電子上漲36%，半導體族群甚勁揚約五成，為主要貢獻來源。金融、傳產相對落寞，前者漲14%，後者不及一成。
- ▶ 外資去年買超台股2441億元，為2016年來新高，同期間融資增加190億元。另，觀察自2019年9月起，外資、融資同呈增加趨勢，推升台股重啟漲勢，並上探12000整數關卡。然而，後續若見外資減、融資增現象，恐添未來修正風險。



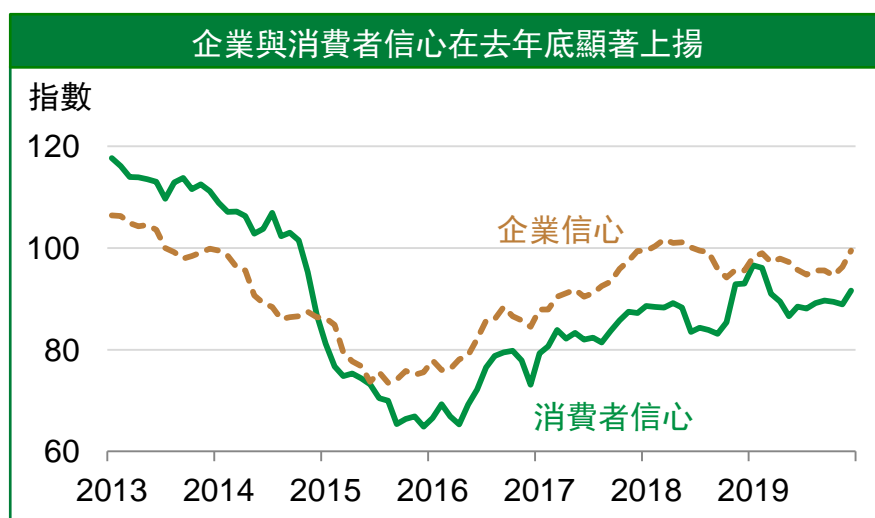
資料來源：精業嘉實。



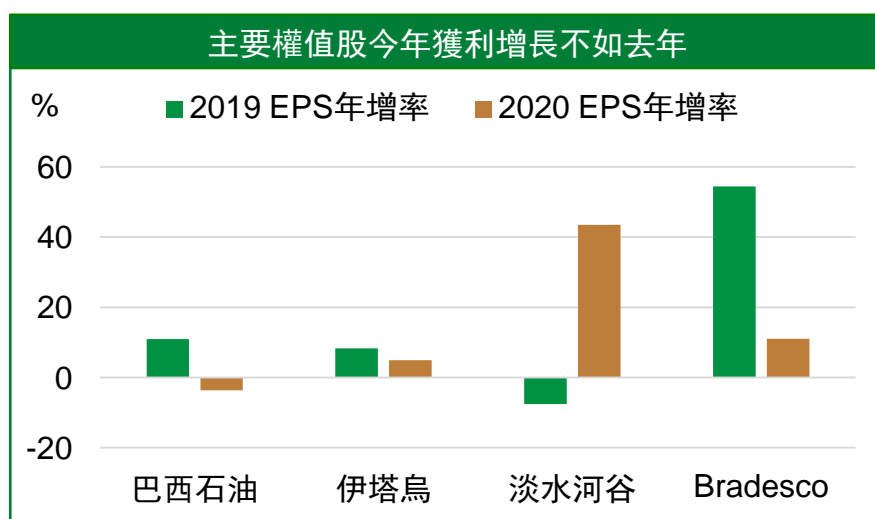
資料來源：精業嘉實。

## 巴西 市場信心回升,仍須留意企業獲利下滑引發修正風險

- ▶ 2019年11月就業市場數據優於預期，就業崗位新增近十萬創2019年新高。隨經濟數據回穩與股市不斷創高，市場信心於去年末顯著上揚，企業信心指數達全年高點，消費者信心指數在就業情況改善下，自2019年3月後首度突破90。
- ▶ 展望2020年，企業獲利預期皆明顯下調。其中，占比逾35%的**前四大權值股除淡水河谷因2019年潰壩致使基期過低外，其餘每股盈餘恐比2019年下滑**。財政改革力道將放緩，提振股市效果難與退休改革法案相比，須**留意股市評價過高引發漲多回落風險**。



資料來源: Bloomberg。

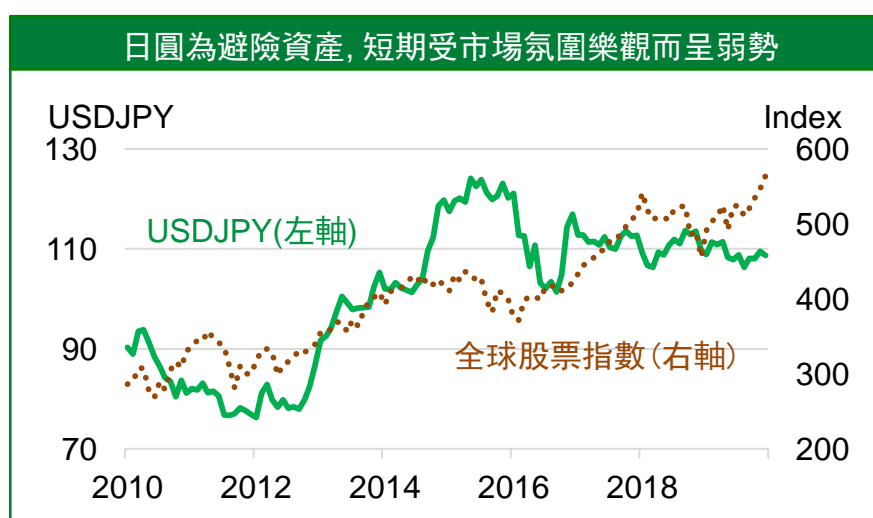


註: EPS年增率為預估值。

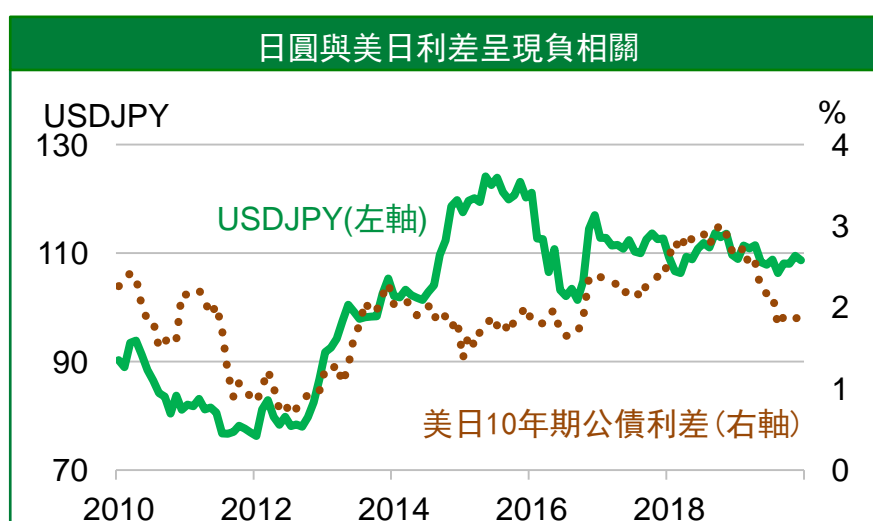
資料來源: Bloomberg。

## 日圓 避險需求下，逢低漸布好時機

- ▶ 日圓去年下半年呈現貶值，原因有二：1) 中美談判樂觀提振市場風險偏好，日圓與全球股市呈現負相關，因此在股市氛圍樂觀下，避險資產短期受到壓抑；2) 近期美國10年期公債殖利率反彈，使得美日利差呈現擴大情勢，進而壓抑日圓短期走勢。
- ▶ 全球股市2019年呈現強勁走勢，目前多數國家本益比已來到歷史相對高檔區間，未來景氣仍有不確定之情勢，及美日貨幣政策空間使利差擴大幅度有限，建議逢低漸布日圓。



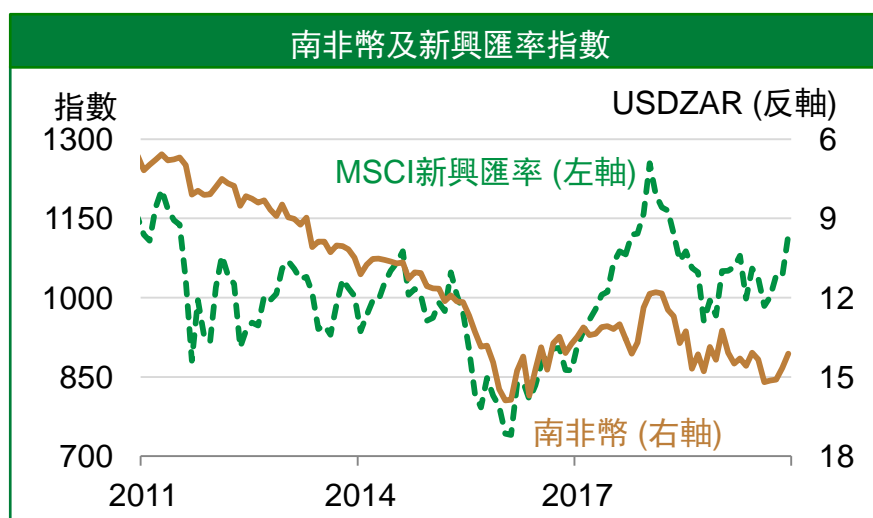
資料來源: Bloomberg。



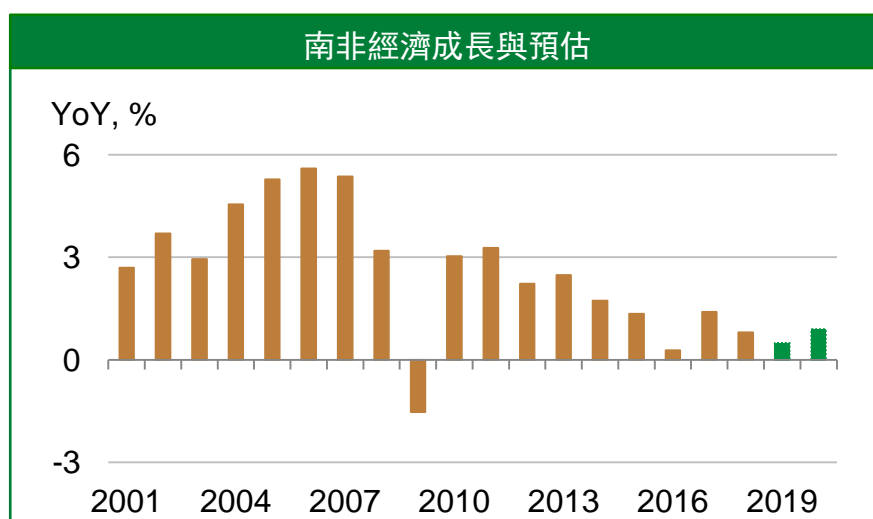
資料來源: Bloomberg,

## 南非幣 無“基”之彈，把握調節機會

- ▶ 12月南非幣升值近4%，原因有二：1) 中美和談期待提振市場風險偏好；2) 年末聯準會以Repo操作釋出流動性，使美元指數回跌，讓南非幣隨新興匯率反彈而走揚。
- ▶ 對比匯價強勢，南非國內經濟活動欲振乏力，Eskom限電不利2020年1Q經濟成長，今年GDP恐不如預期。景氣疲弱更增加財政惡化壓力，衝擊2020年信評穩定，使**匯率難脫貶值風險**，持有之投資人宜把握此波反彈帶來的調節機會。



資料來源: Bloomberg。



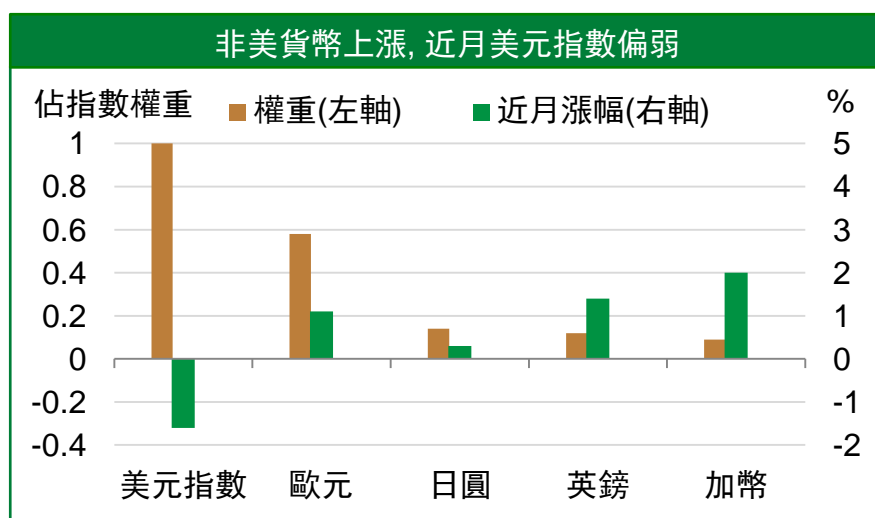
註：綠柱為2019年經濟成長預測，及2020年GDP預估。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。

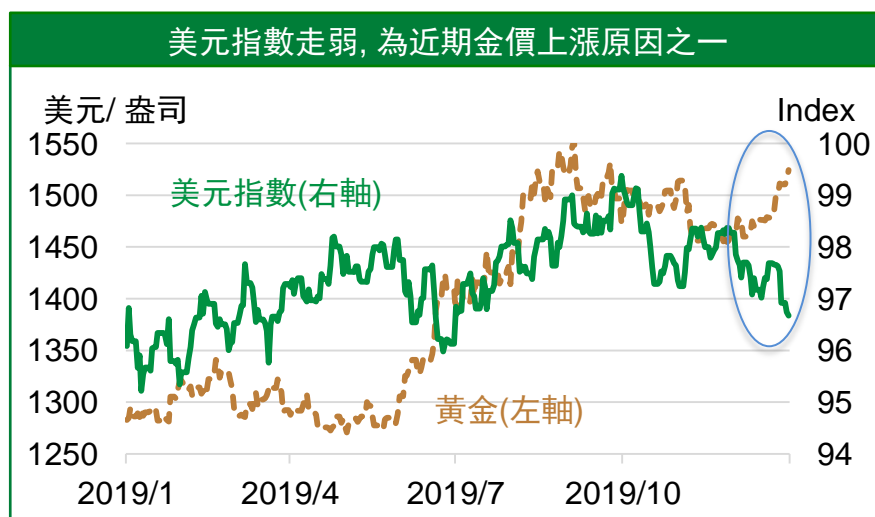


## 黃金 美元指數回落與實質利率低盤，提供有利環境

- ▶ 英國脫歐議題可望於1月底抵定，近月如歐元、英鎊等歐系貨幣走揚。同時，市場高位修正風險促避險貨幣如日圓與瑞士法郎等升值，使美元指數顯弱，助金價表現。
- ▶ 長期黃金和實質利率、美元呈反向關係，風險事件亦提供金價吸引力。**預期短線美元強度有限，實質利率低盤，且股市高位修正風險猶存，創造黃金有利環境，可區間操作。**



註：美元指數由歐元、日圓、英鎊、加幣、瑞朗組成。  
資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

## DECEMBER 2020

6	7	8	9	10
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
歐元區PPI	台灣CPI 台灣進出口 美國工廠訂單 美國貿易收支 歐洲零售銷售	美ADP就業	中國CPI 中國PPI	美國就業報告

## 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