



一週市場展望

股市過度樂觀：美股屢創歷史新高，市場正向氛圍下，VIX期貨淨空單創歷史紀錄，顯示股市似過度樂觀，指數居高宜慎。

企業債務隱憂：IMF和聯準會都警示企業債務偏高疑慮，美國低信評企業擔保貸款憑證10月出現拋售，信用風險上升。

聯準會擴表：12月聯準會維持利率不變機率高，但資產負債表持續擴大，寬鬆貨幣政策將壓抑美長天期債券利率。

股市

中美首階段貿易協議簽署預期、全球央行降息寬鬆和部份經濟數據稍佳，使股市續漲。**考量景氣持續放緩，企業投資保守謹慎，股市維持高位不易，加上貿易紛擾不確定性高，建議逢高減持風險性資產，適量布局避險商品。**

債市

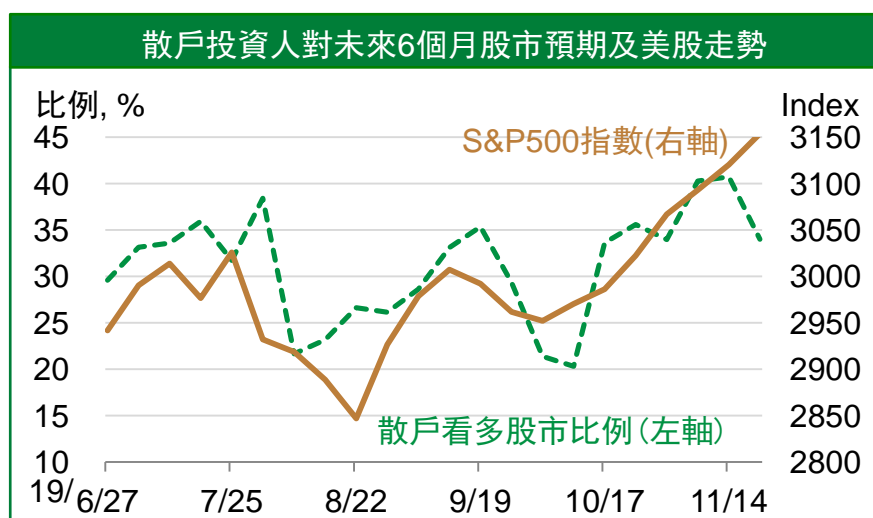
中美貿易協商有望達成第一階段和談簽署，但經濟成長趨緩與股市高位，支撐部份公債買盤，兩相拉扯致使美10年債券利率狹幅整理。**全球經濟成長趨緩使債信風險上升，資金fly to quality宜以高評等債券為主，降低高收債及新興債比重。**

匯市

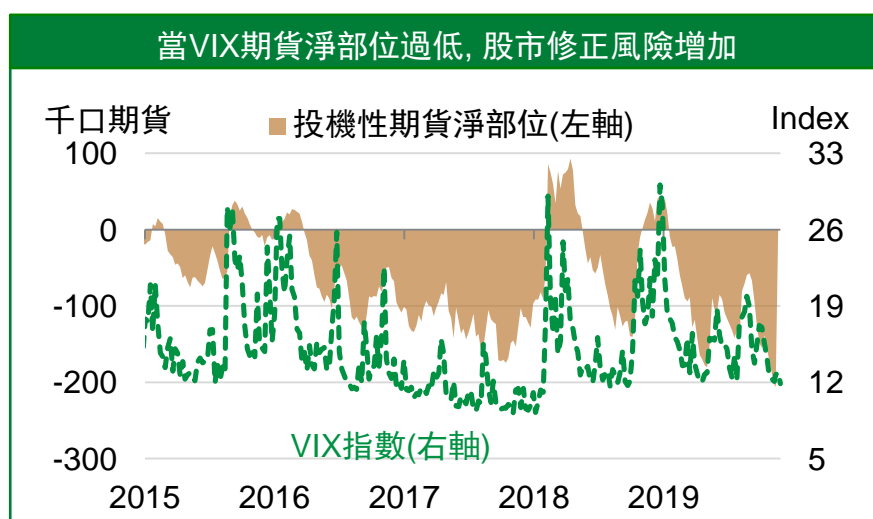
聯準會暫時按兵不動，美元指數年底前高位盤整。短線隨中美首階段貿易協議簽署預期，人民幣表現稍穩，但中國景氣疲弱下，後續緩貶看待。英國保守黨與工黨支持度差距收斂，壓抑匯率表現。

投資氛圍過度樂觀，股市宜居高謹慎

- ▶ 中美貿易氛圍改善，加上部份經濟數據稍有好轉，推升美股持續挑戰歷史高點。散戶投資人對股市展望轉而傾向樂觀，對股市看多比例高。但在可投資資產100萬美元以上的全球高資產富人中，超過半數相信2020年時市場將大幅修正，而持有較高現金部位，市場看法分歧。
- ▶ 恐慌指數來到今年低點，**VIX期貨淨部位創歷史新低**，意謂股市現階段有過熱傾向。觀察過去資料顯示，**VIX投機性期貨淨部位波段低點後，反轉可能性大，且伴隨平均10%美股跌幅**，**風險性資產居高宜慎**。



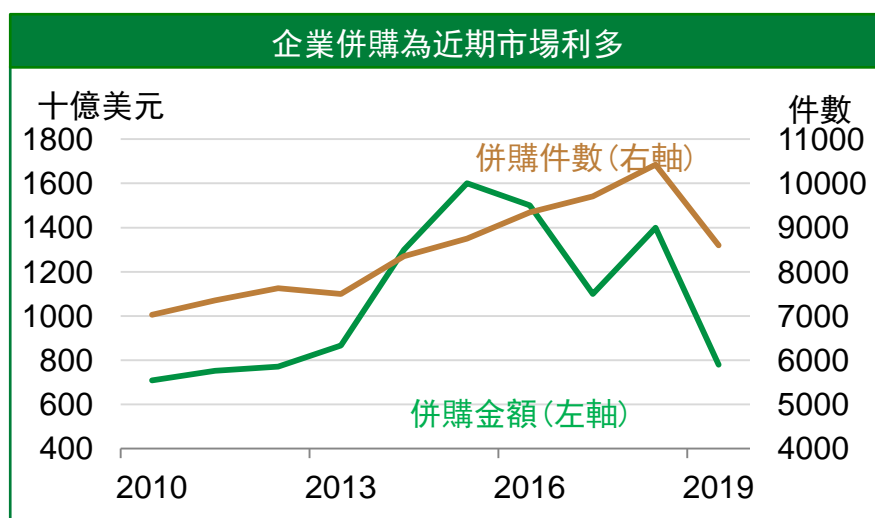
資料來源: The American Association of Individual Investors, Bloomberg。



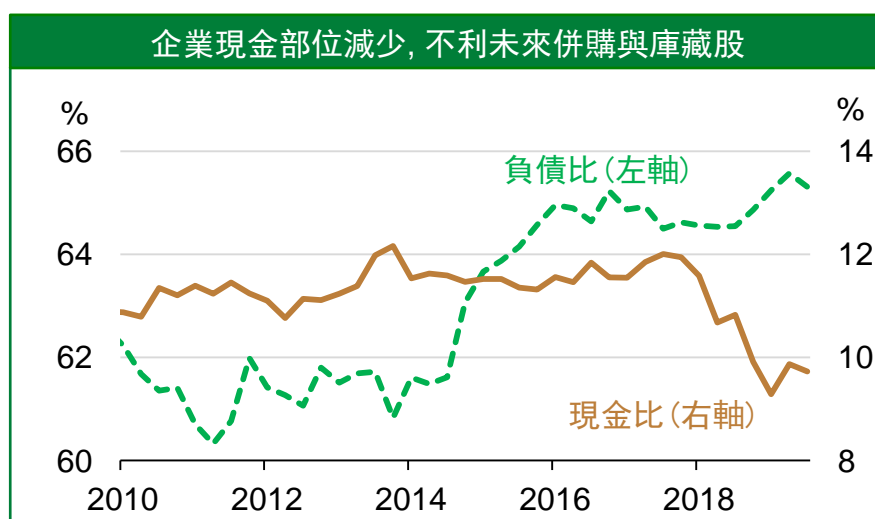
資料來源: Bloomberg。

美企現金下滑，併購與庫存股的力度將不若以往

- ▶ 除貿易戰緩和提振市場信心外，企業併購亦為市場利多，包括LVMH併購Tiffany，嘉信理財收購德美利證券，和瑞士藥廠諾華收購膽固醇藥品開發商Medicines Company，使得標普500指數再創歷史新高。
- ▶ 觀察過去，因利率偏低，使得企業大幅舉債，並實施庫藏股回購。隨著基本面持續弱化，企業現金部位明顯下降，加上企業舉債攀高，要維持過往大幅實施併購與庫藏股的力度將逐步減弱，股市推高力道料趨和緩。



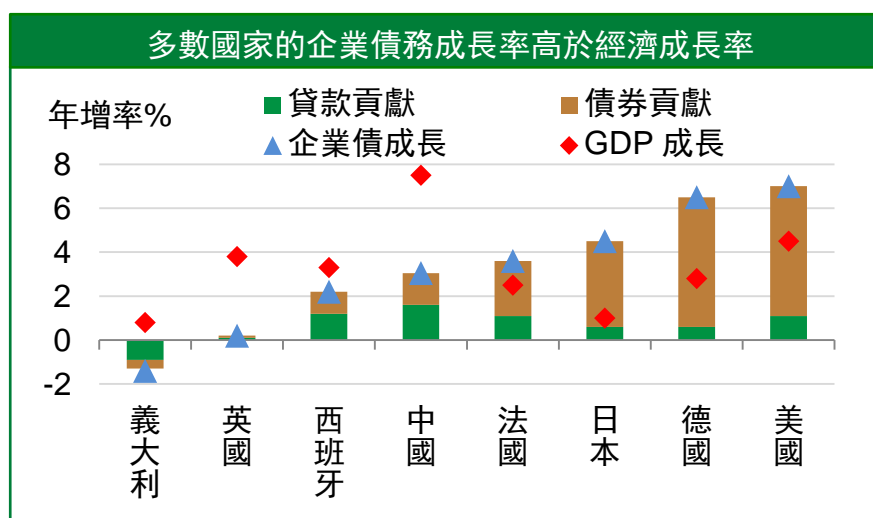
資料來源: Bloomberg。



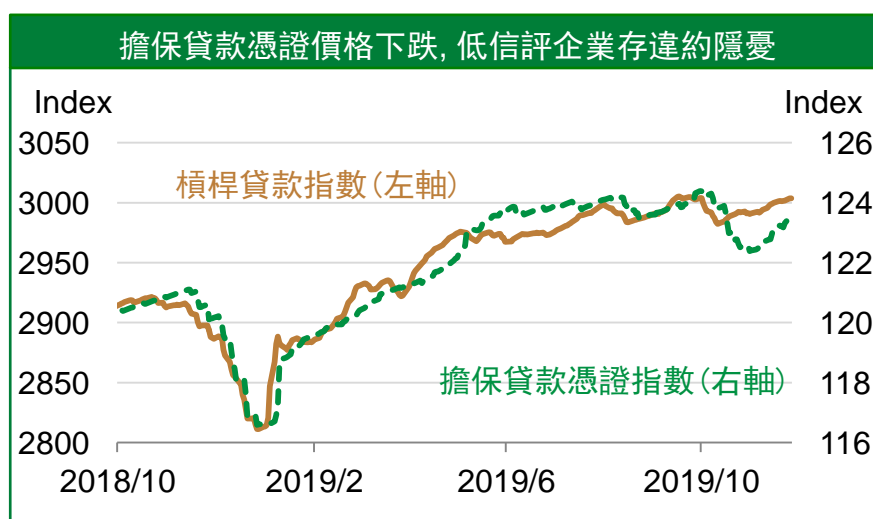
資料來源: Bloomberg。

企業債務成長過快，獲利下滑違約隱憂上升

- ▶ 低利率環境降低企業發債成本，多數企業趁此機會大舉發債，或增加槓桿進行借貸。IMF示警，多數國家企業發行貸款或舉債成長率高過經濟成長率，當經濟成長趨緩、企業獲利率下降時，企業債務的違約風險上升。
- ▶ 10月債市風險較高的領域-擔保貸款憑證(Collateralized Loan Obligations, CLO) 大幅下挫，顯示部份如CCC等級的槓桿貸款遭到拋售，評等偏低公司利差擴大風險揚升。信用市場分歧下，高收益債仍應漸減部位。



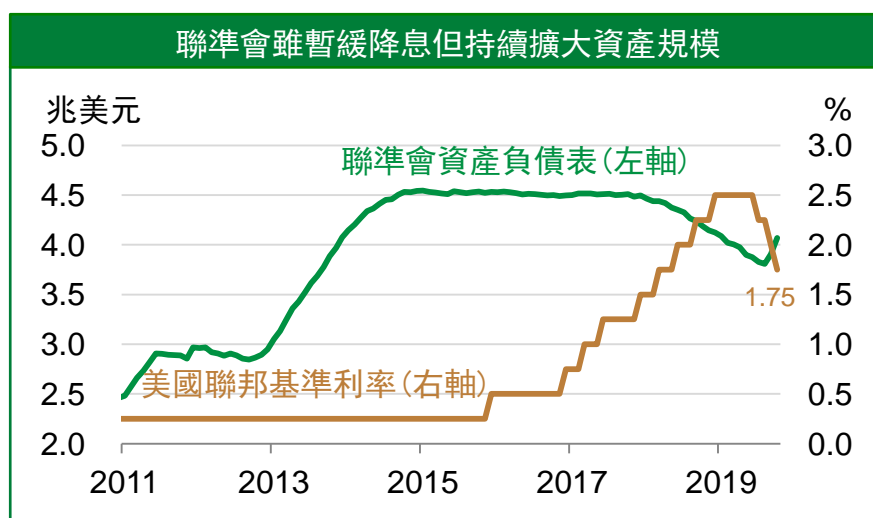
註：GDP為IMF預估的名目GDP年增率。資料來源：IMF。



註：指標分別為Leveraged Loan Index及CLO Index。
資料來源：Bloomberg。

聯準會即使不降息，仍擴大資產負債表和寬鬆低率

- ▶ 目前利率期貨顯示今年底美國聯邦資金基準利率約為1.5-1.75%，12月聯準會可能保持利率水準不變。央行雖不降息，仍持續購買短期債券，自**10月以來資產負債表規模已擴張2,850億美元、擴張速度快，維持寬鬆貨幣政策方向不變，為公開市場注入流動性。**
- ▶ 降息預期稍降，但央行擴表、寬鬆政策方向，與部份投資人仍對未來看法謹慎，使美國10年期公債利率維持於1.7%附近盤整。預期未來若股市修正，資金將從股轉入公債等避險資產，美國10年期公債利率仍有下降空間。



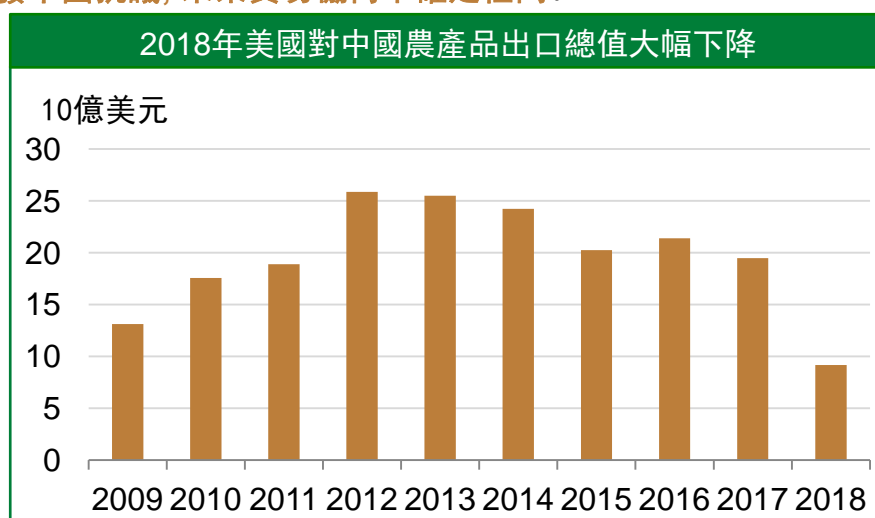
資料來源: Bloomberg。



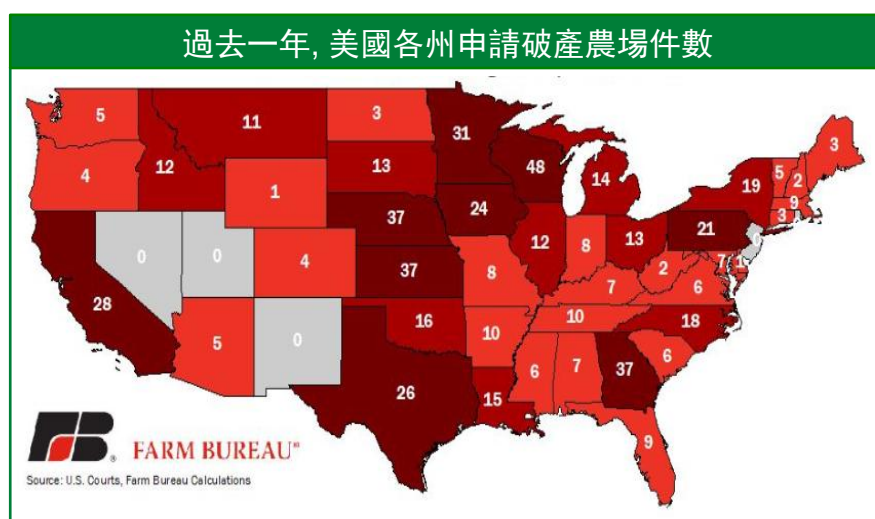
資料來源: Bloomberg, 月資料, 兩者相關係數負0.68。

貿易戰 中美雙方皆有達成貿易協議壓力，但進度緩慢

- ▶ 2012到2017年中國每年購買美國農產品約200億到260億美元，但2018年大幅下滑至92億美元。其中，美出口至中國的大豆下降約75%，農業為中美貿易戰中飽受衝擊。儘管美國政府在近兩年提供約280億美元的資金補貼農民，但截至9月底過去1年裡，申請破產的美國農場高達580件，年增率為24%，創近8年新高。
- ▶ 中美第一階段協議內容，中國承諾將購買400億至500億美元農產品。研判此部份中美雙方簽署意願高，成為短期支撐股市利多。但美國總統Trump正式簽署香港人權與民主法案，引發中國抗議，未來貿易協商不確定性高。



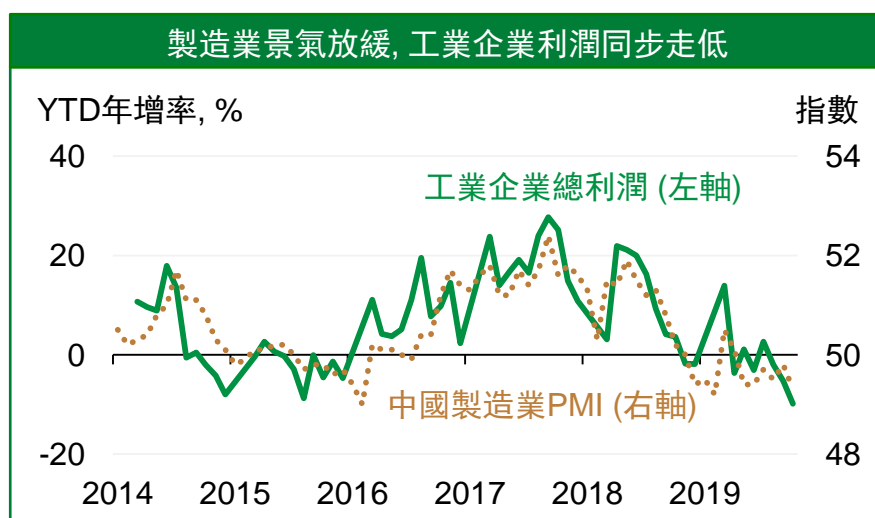
資料來源：USDA Foreign Ag Service Global Agricultural Trade System。



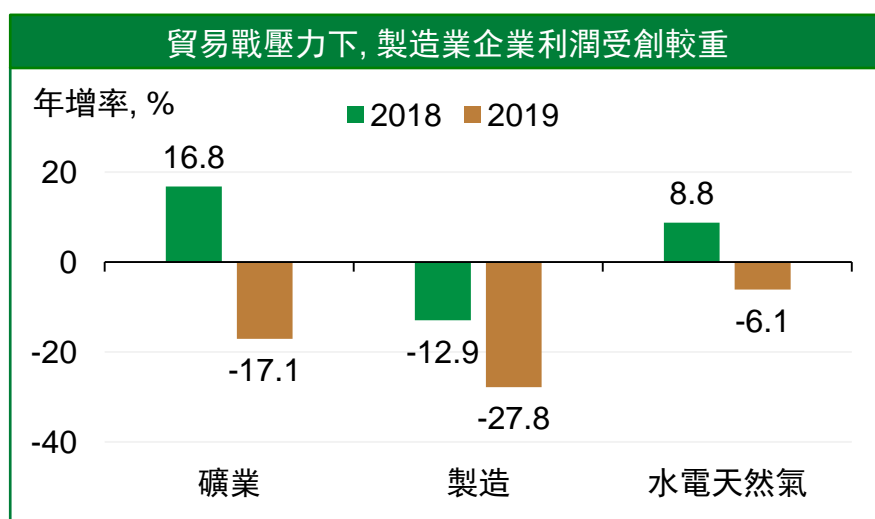
資料來源：U.S. Courts, Farm Bureau Colculations。時間截至2019年9月。

中國 製造業景氣放緩, 工業企業利潤走低

- ▶ 受製造業景氣放緩影響力, 10月份工業企業利潤年增率自-5.3%下降至-9.9%, 其中製造業企業利潤下滑幅度較大。
- ▶ 中美貿雖可望簽署首階段貿易協議, 在先前已課關稅未取消前, 研判製造業景氣將持續走弱, 工業企業獲利疲軟, 壓抑陸股表現。短線陸股修正風險猶存, 預期官方後續將推出更多政策紅利, 緩減經濟下行壓力, 投資人宜靜待布局契機。



註: 兩者相關係數達0.8。資料來源: Wind, Bloomberg。



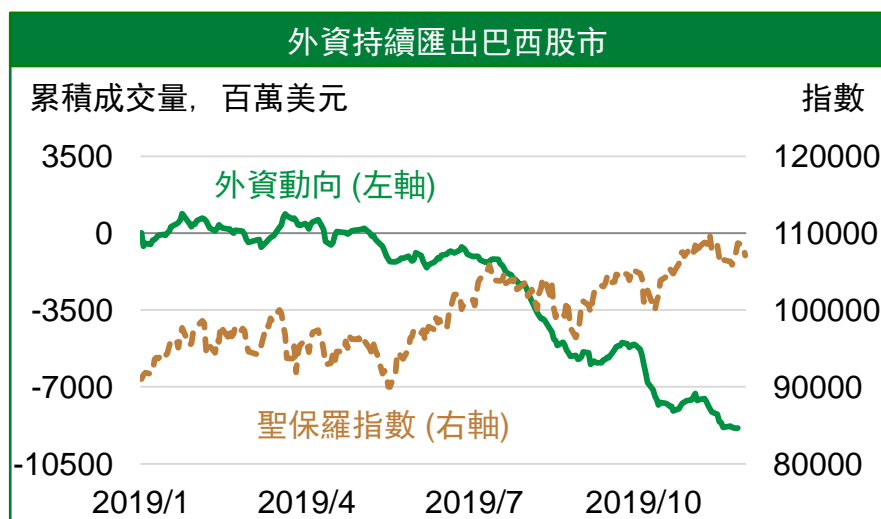
資料來源: Bloomberg。

巴西 巴西里奧貶至歷史低點

- ▶ 11月5日至今，美元兌巴西里奧自4.0一路貶至4.2之上，原因有以下幾點：**1)油田拍賣情況冷清，外資匯入量大減。****2)前總統魯拉遭釋放，市場擔憂政治風險揚升。****3)南美洲鄰國如智利等動亂不斷，對巴西造成同步影響。****4)通膨持續低迷，預期年底前巴西央行仍會降息。****5)企業股利發放，資金匯出。**
- ▶ 匯率貶值亦部份反應外資於股票市場動向，政治動盪與對貶值的擔憂促使股市資金加速流出，削弱對股價高位的支撐，須**慎防股匯雙跌情境，逢高減持部位。**



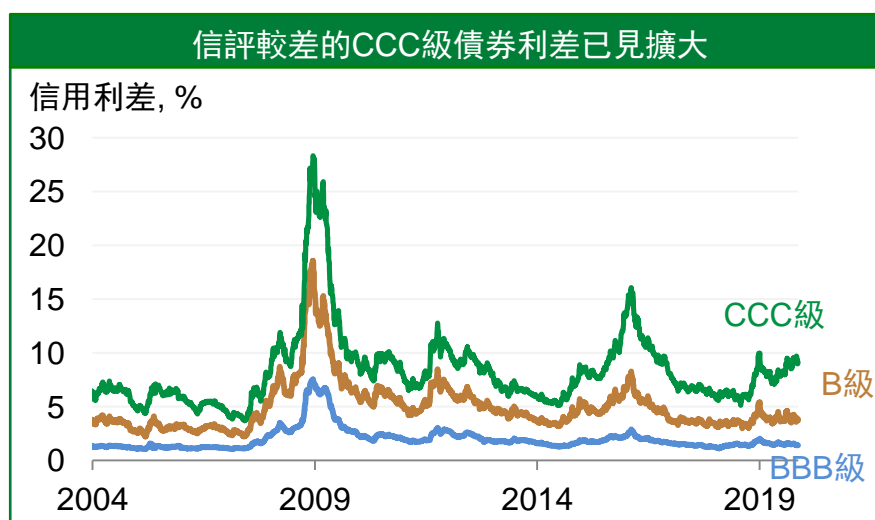
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

債券 景氣趨緩及政經風險仍存, CCC級債券利差已見擴大

- 在景氣趨緩及全球負利率等環境下, 整體債市fly to quality的氣氛未變, 觀察不同信評等級債券指數, 信用利差呈現兩極化, 愈差信評者如**CCC級企業**, 信用利差愈有擴大趨勢, 留意未來**distress ratio**或及違約可能。
- 經濟低成長、物價低通膨, 央行低利率等三低年代, 公債殖利率不致大幅反轉向上; 但另一方面, 政府財政壓力漸增, 企業獲利趨緩, 致使利差縮窄空間有限。以目前偏低的信用利差, **預期債券資本利得空間有限, 故投資收益以息收為主要報酬預期。**



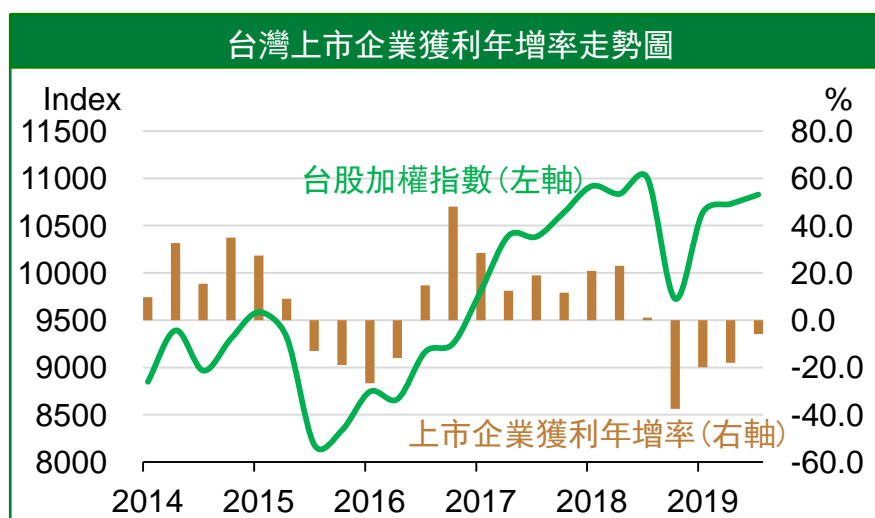
資料來源: Bloomberg。

債券投資的利率風險情境							
	殖利率 %	存續期(年)	信用利差 bps	利率上揚 100bps 預期報酬	報酬回正 持有期間 (年)	利率下跌 100bps 預期報酬	假設報酬歸零可容忍利率上升幅度 (bps)
美公債	1.8	6.5	0	-4.74	2.6	8.4	28
美投資級債	2.9	7.8	105	-4.92	1.7	10.8	37
美高收益債	5.7	3.2	377	2.48	N.A	8.9	177

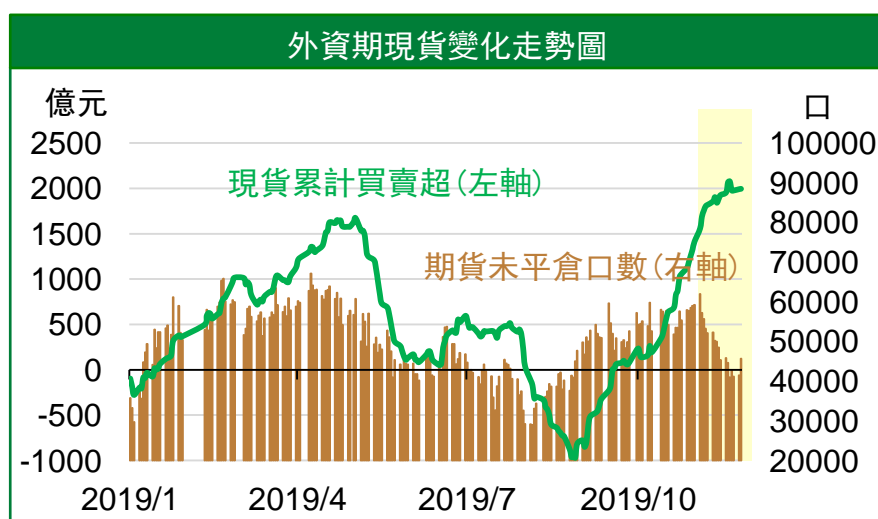
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊預估。

台股 外資期現貨不同調, 恐添指數短期波動

- ▶ 台灣上市企業今年前三季累計獲利年減19%，看似不利指數走揚，然逐季衰退幅度漸減，降低負面衝擊。
- ▶ 扮演今年台股走揚關鍵的**外資**，現貨買盤近期雖尚未轉向，然**期貨淨多單未平倉口數**已自高點**61916口**，降至低於**50000口**，對股市稍保守操作，恐添指數短期波動。



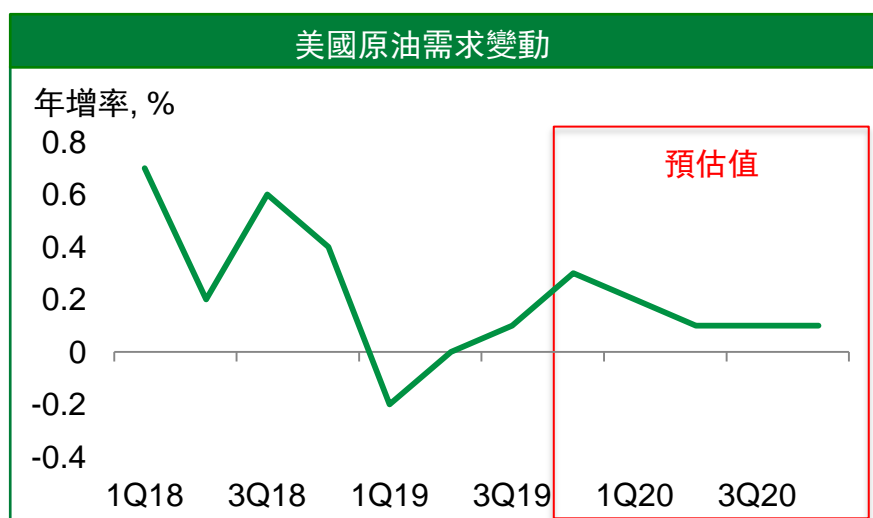
資料來源：證交所, 金管會, 精業嘉實。



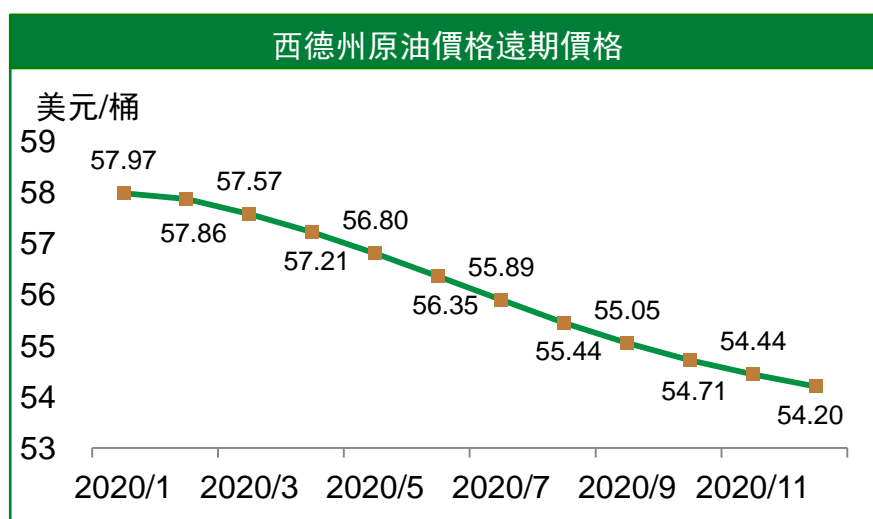
資料來源：精業嘉實。

石油 即使OPEC延長減產，供過於求壓力未解，油價60上方宜減持

- ▶ OPEC預估明年主要國家經濟成長增速可能較今年放緩，如美國 (2.3%→1.8%)、歐元區 (1.2%→1.0%)、英國 (1.1%→1.0%)、日本 (0.9%→0.3%)，對原油需求的成長亦將減慢，進一步衝擊供需市場。根據西德州原油遠期價格可發現，**市場對明年油價的預期偏空**。
- ▶ **OPEC將於12/5-6召開年會**，討論是否再度延長明年3月到期的減產協議。目前油價水準與明年上半年供需情況，**預料延長減產協議期間的可能性較高**，短期或有可能激勵油價走高，惟明年整體供過於求情況仍不利油價，**逢高減持**。



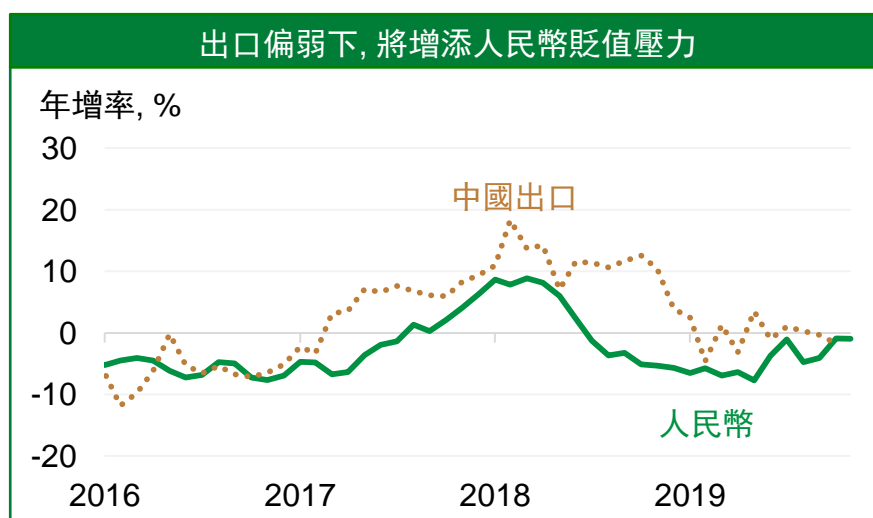
資料來源: OPEC Secretariat。



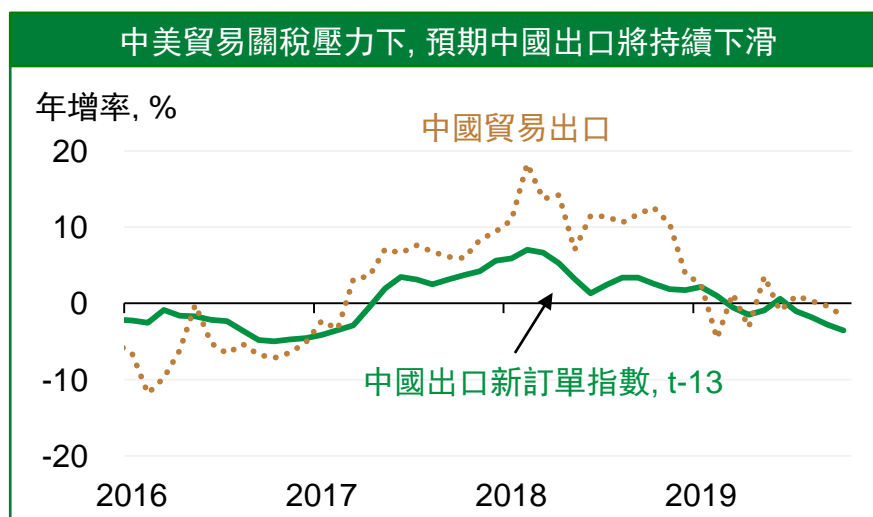
資料來源: Bloomberg。

人民幣 出口持續放緩，將增添人民幣貶值壓力

- ▶ 隨全球景氣放緩，今年來中國出口年增率多呈現負成長。數據顯示，出口表現偏弱下，人行或因應基本面走弱而較傾向放手使人民幣偏貶，尤其中美關稅壓力沉重，匯率稍弱有助緩減經濟壓力。
- ▶ 考量中美貿易談判不確定性，先前已課貿易關稅是否能取消變數猶存，在出口新訂單指數表現持續走低下，預期出口將持續走弱，將增添人民幣貶值壓力。短線隨中美首階段貿易協議簽署樂觀預期，人民幣表現暫止貶，景氣續緩下，後續人民幣緩貶看待。



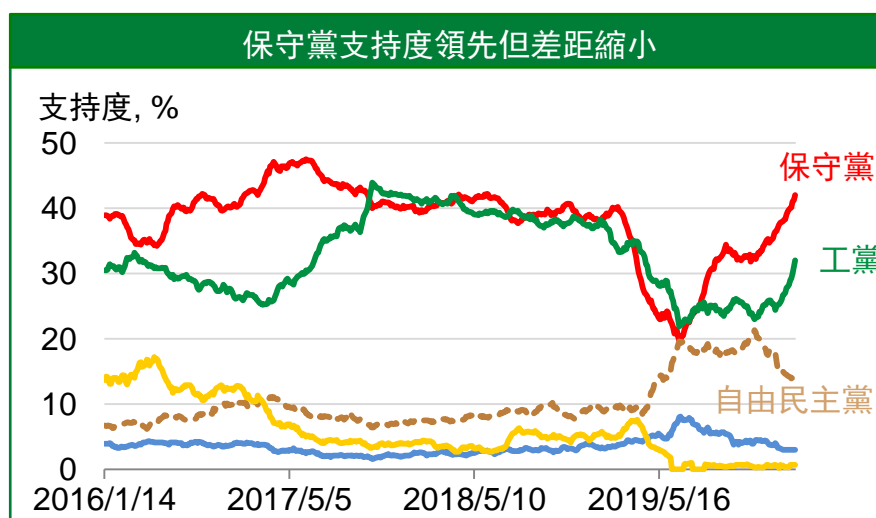
註：中國出口數據以出口貿易總額3個月均值估算。兩者相關係數達0.7。
資料來源：Wind, Bloomberg。



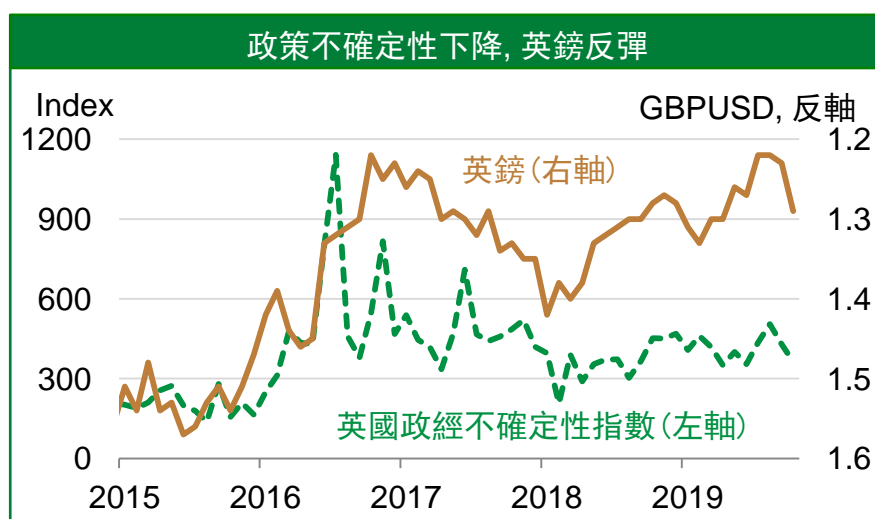
註：資料期間為2016/1-2019/10，月資料，以3個月均值計算。出口年增率
= $1.83 + 1.9 \times \text{出口新訂單指數年增率}(t-13)$, $R^2=0.7$ 。資料來源：Bloomberg。

英鎊 保守黨若得過半席次，政經不確定性下降有利英鎊

- 自英政府決定提前大選後，英鎊反映選情而顯震盪。儘管保守黨民調領先，近期與工黨支持度差距收斂，壓抑匯率表現，**短線匯價可能受選情波動**。
- 預計會後保守黨可望維持第一大黨身分，席次能否過半，為明年初順利退歐關鍵。在**其能贏得大選並於明年1月順利退歐的基礎情境下**，預期選後英鎊可望偏升表現，有英鎊需求者可趁此時匯率承壓之際，適時操作。



資料來源: 主要民調機構。



資料來源: Bloomberg。

NOVEMBER 2019

2	3	4	5	6
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
美國製造業PMI 中國製造業PMI	歐元區PPI 澳洲央行會議	加拿大央行會議 美ADP就業變動	台灣CPI 歐元區GDP 印度央行會議 美國工業生產 美國貿易收支	中國進出口 美國就業數據

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