



一週市場展望

台股熱潮：台股站上萬二，指數看似距歷史高位一步之遙，市值早已創紀錄，結構轉變使今昔無法相比。

台央貨幣政策：投資支撐明年台灣GDP成長，並使台灣維持中性利率政策立場，穩匯難度增加。

市場動向：中美和談增添股市熱度，聲明稿突顯兩方立場。另一方面，產業活動疲弱，股市高位缺乏基本面支撐，景氣及金融市場冷熱溫差顯大。

股市

中美可望簽署第一階段協商，有利短期市場信心回升。然而，聲明稿凸顯兩方立場差異，中美角力恐持續衝擊企業投資意願，**限縮經濟成長回穩動能，不利風險性資產維持高位，逢高宜調降比重。**

債市

流動性及股市高位修正風險，將使全球央行寬鬆續行，有利債市利率低盤，近期美維持購買短債並加大附買回政策執行。**2020年固定收益預期報酬降低；景氣仍緩下信用風險將使利差有擴大壓力，宜避開較差評等債券。**

匯市

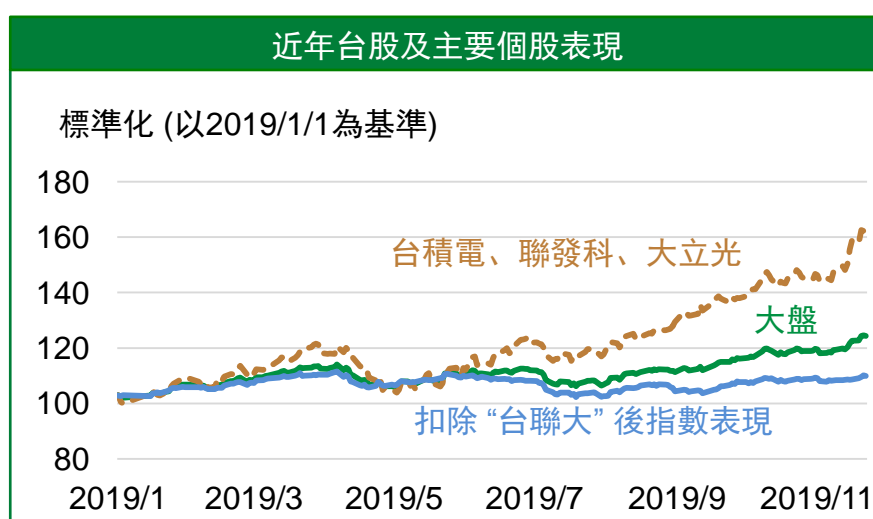
聯準會維持寬鬆論調，有助軟化美元強度，歐洲負利率支撐美元指數。英國退歐期限討論增添匯率波動，但不致扭轉走勢，預期英鎊有撐。

台股三十年，“萬二”的今與昔

- ▶ 台股站回12000，指數看似距離歷史高點僅一步之遙，然市值早已創新高，前十大權值股變化，與權息還原為其中關鍵。另，相較於30年前台股行情幾由中實戶、散戶主導，外資扮演角色漸增（目前外資佔台股市值比重約四成）。
- ▶ 今年來台股漲幅約25%，台積電、聯發科、大立光等三檔個股即貢獻約七成，個股報酬歧異極顯，扣除“台聯大”後指數漲幅僅7%。股市熱度與民眾感受度有出現差異，為這次“萬二”與30年前最大不同。故面對**台股萬二行情，操作宜慎，以免面臨“賺指數，賠價差”**。

台股“萬二”今與昔			
台股的結構性改變		1990/2	目前
1	成交量	1500億	1200億
2	權值結構	金融股	科技
3	主要參與者	個體戶	法人

資料來源: Bloomberg。



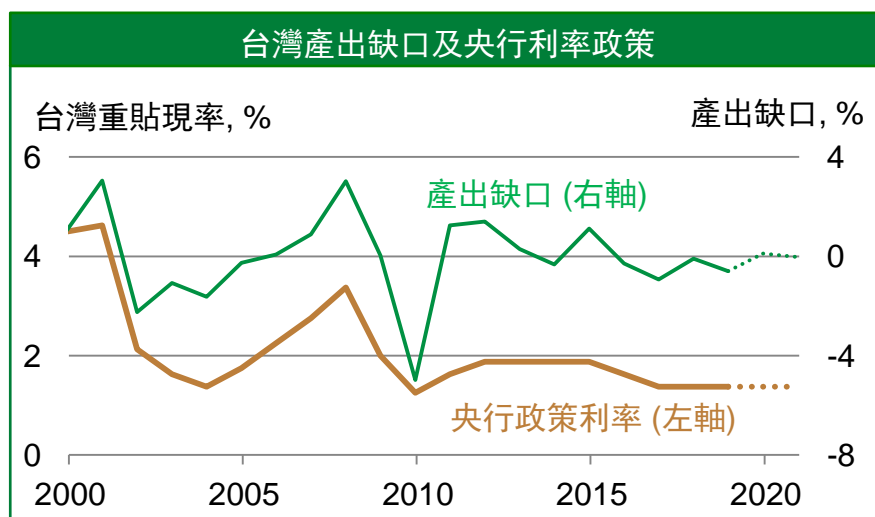
資料來源: Bloomberg。

投資支撐成長，台央本週維持中性立場

- ▶ 今年台灣經濟表現優穩，投資及轉單效應支撐經濟活動，為主要原因。考量今年企業獲利顯弱，明年農曆年終紅利、股利及加薪狀況恐差強人意，消費成長加速動能不足。出口亦因對美基期及轉單效應弱化而顯疲弱，投資成為GDP主要支撐。
- ▶ 本週**台央維持利率水準不變**，預計明年經濟成長於2.54%，較今年稍緩。在此之下，產出缺口將使明年央行保持中性政策立場，全年利率將續於目前1.375%水準。

台灣經濟成長與預估			
項目	評估時間	2019	2020
GDP	Dec-19	↑ 2.60	↑ 2.57
(%)	Sep-19	2.40	2.34
CPI	Dec-19	↓ 0.54	↓ 0.77
(%)	Sep-19	0.70	0.88

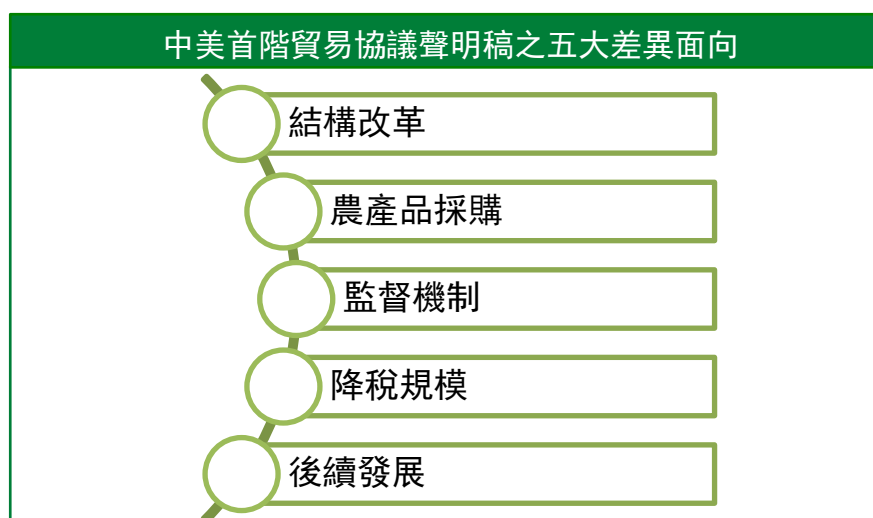
註：箭頭係與9月評估水準相比，紅色為調升，綠色為調降。
資料來源：台灣中央銀行。



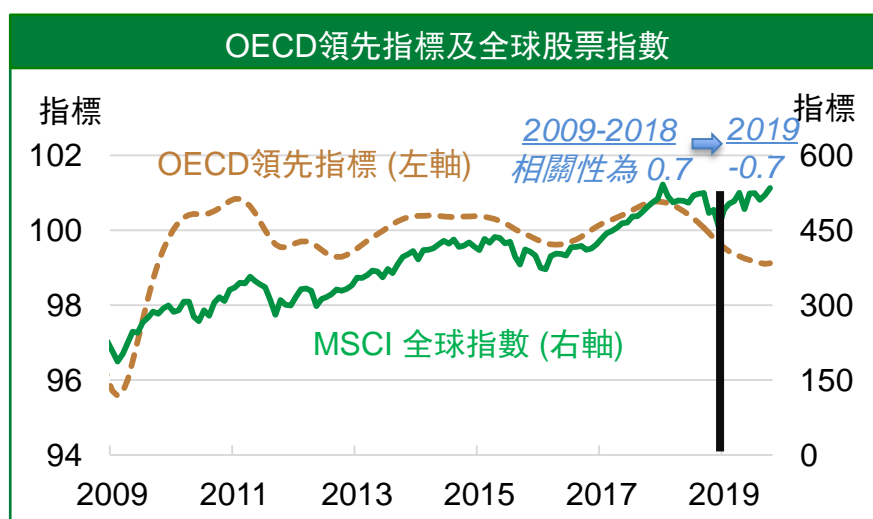
註：產出缺口為(GDP產值-潛在經濟產值)/潛在經濟產值；虛線為預估值。
資料來源：IMF、台灣央行。

中美和談增加股市熱度，產業活動顯見景氣涼意

- ▶ 中美公布首階段協議重點，暫緩12月15日關稅新制，美方另以降低9月1200億美元關稅至7.5%，換取中國320億美元農產購買，預計明年1月首週簽署後30日生效。正面訊息助漲風險性資產，**聲明稿五大差異顯見分歧立場，中美角力為2020年景氣及金融市場紛擾。**
- ▶ 12月主要國家製造業指數走跌，外需疲弱使產業生產欲振乏力，全球景氣未再惡化但成長動能疲弱。**近月OECD領先指標續處低位，股市漲勢缺乏基本面支撐，後續修正風險大於潛在上方空間。景氣及金融市場冷熱溫差顯大，降低風險性資產比重為主要思維。**



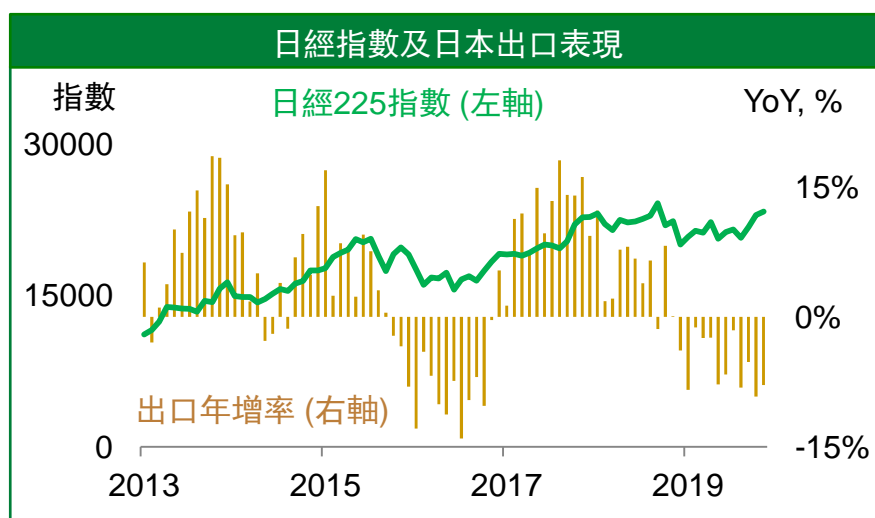
資料來源：美國白宮，中國商務部，國泰世華銀行投研團隊。



資料來源：Bloomberg。

日本 疲弱通膨反應景氣狀況，出口疲弱限縮指數上檔空間

- ▶ 11月出口年成長率為-7.9%，運輸設備、機械、原物料表現疲弱。其中，中國及美國出口衰退，顯示受貿易戰衝擊尚未恢復，對台為主要支撐。過去經驗顯示，日本出口由負轉正時，對股市為利多，目前疲弱狀態恐限縮指數上檔空間。
- ▶ 日本11月核心消費者物價指數較去年同期增加0.5%，僅微幅上升，距日央2%的通膨目標很遙遠，通膨低迷反應景氣疲態，並牽制日銀維持超寬鬆貨幣政策，本週日央維持短期利率在-0.1%，長期利率目標0%的中性偏寬立場。



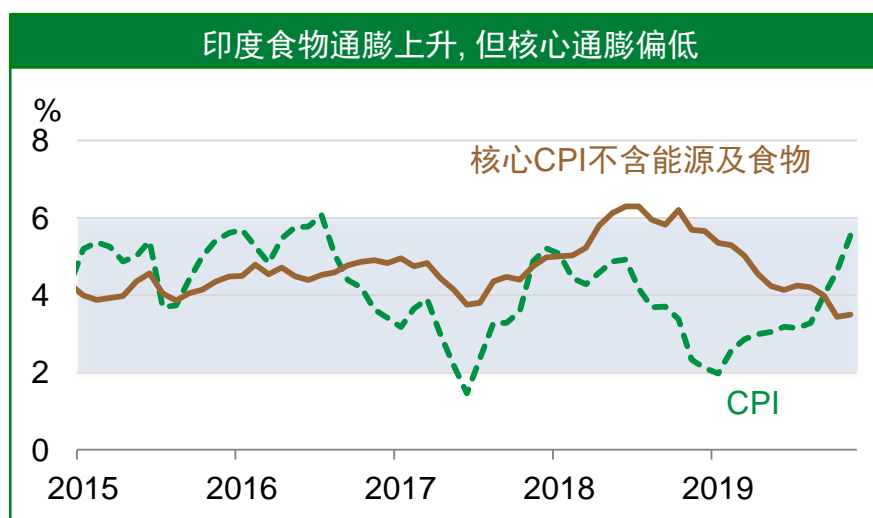
資料來源: Bloomberg。



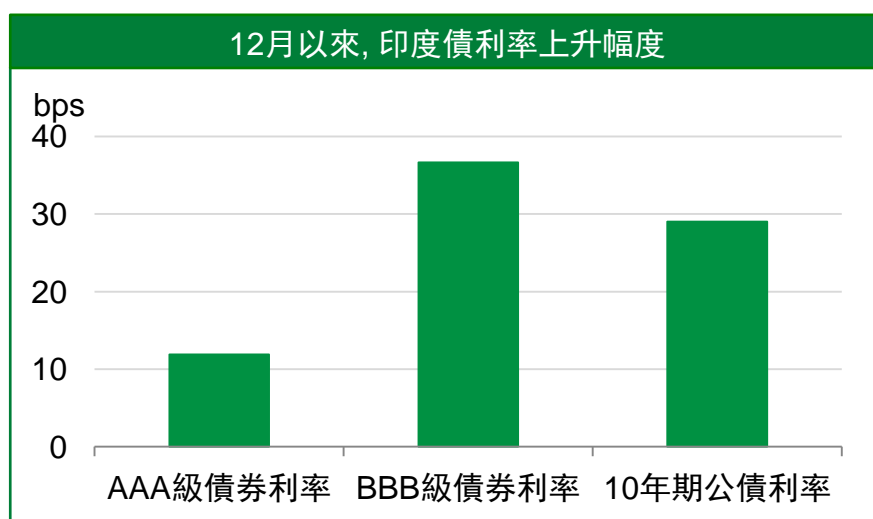
資料來源: Bloomberg。

印度 通膨上升因洋蔥，短期暫緩降息明年續寬鬆

- ▶ 印度11月通膨大幅上揚至5.5%接近央行通膨目標2-4%上緣，主要受到食物性通膨升溫所致，核心通膨持續維持偏低的3.5%。預期因洋蔥短缺導致食物價格上漲，在政府禁止洋蔥出口和實施農產管制措施後，將逐漸回落，短期通膨上升現象將於明年第二季逐漸回穩。
- ▶ 印度10年期公債利率和通膨相關係數高達0.7，12月央行意外維持利率不變，10年期債券利率上升近30個bps，投資等級債中的AAA級利率持穩，和BBB等級利差分化。若明年通膨回穩後，印央仍有降息誘因，印度債短期波動無需過度擔憂，未來報酬以息收為主。



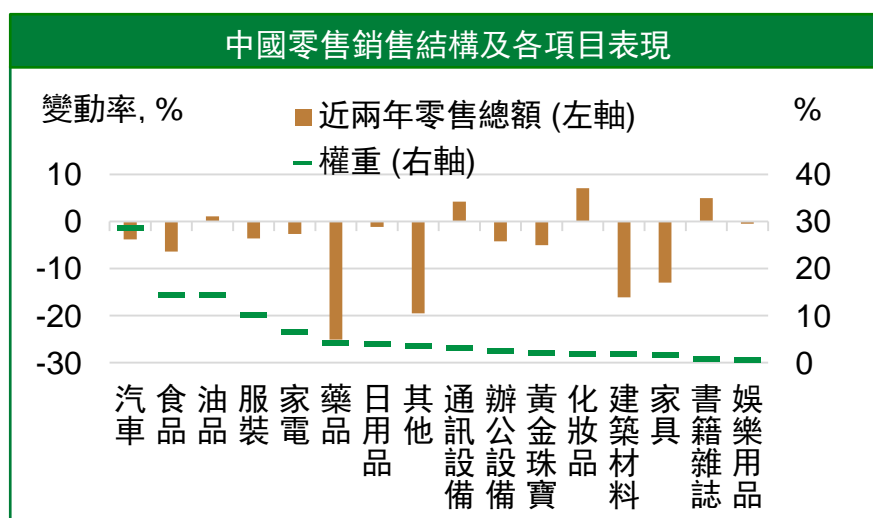
資料來源: Bloomberg。



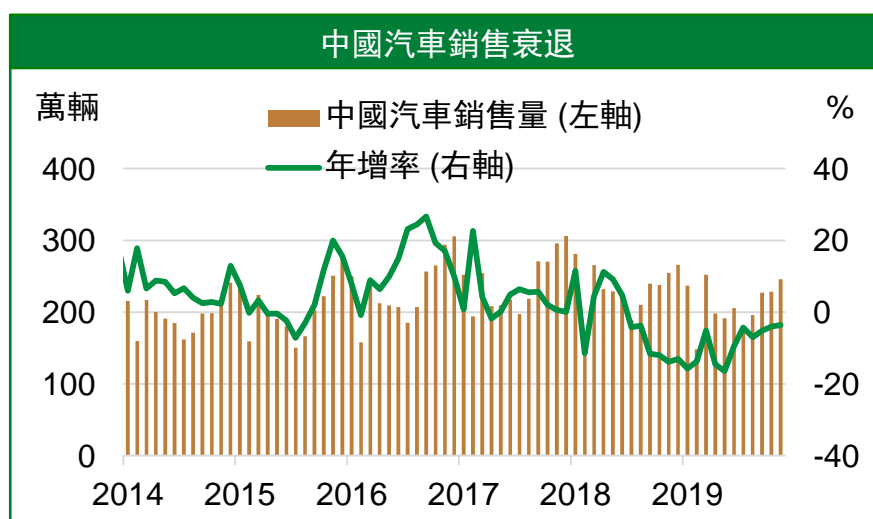
資料來源: Bloomberg。

中國零售銷售成長續航力恐有限

- ▶ 2019年11月中國零售銷售年增率8%，表現優於預期，主因雙11光棍節銷售旺季，後續數據佳績是否能延續受質疑。從整體零售銷售總額來看，除通訊、化妝品級書籍雜誌，大部分產業近兩年表現皆不如過去。
- ▶ 中國零售銷售當中，權重占比最高為汽車，高達29%。2019年1至11月銷量約2300萬輛，相較於2018年同期水準下滑近1成，年銷售恐少於2600萬輛，不及2017年及2018年2800萬輛以上表現，削弱零售銷售成長動力。



註：變動率以2018至2019年的均值，與2016至2017年的均值來估算。
資料來源：Bloomberg。



註：中國零售銷售占比主要為汽車29%、食品14%及油品14%。
資料來源：Bloomberg。

中國債 天津物產債券違約，國企美元債首例

- ▶ 2019年12月13日傳出天津物產集團債券違約事件，其前身為天津市物資供銷局，為中國最大的原物料進出口商，因景氣放緩及需求下滑，要求投資人以減免方式交換債券，價值減計最高達64%。
- ▶ 天津物產事件為首件境外國企美元債券違約。長遠來看，有助中國債務健全調整，汰弱留強也意味此非單一個案，後續企業違約疑慮猶存。

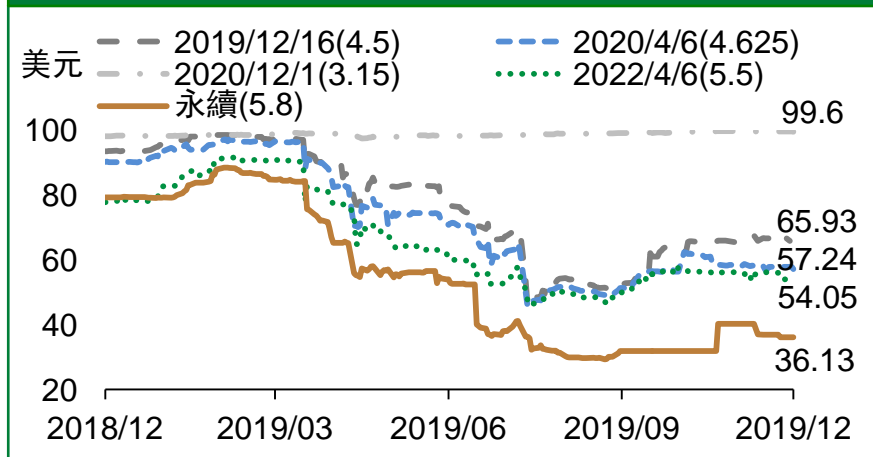
天津物產集團債券評等變化

日期	穆迪債券評等	觀察
2016/12/16	BBB-	
2017/12/1	BBB	展望負向
2019/4/10	BBB	展望負向
2019/4/15	BBB-	展望負向
2019/4/29	B-	
2019/7/10	WB(放棄債評)	

註：天物集團美元債違約金額達20.5億美元，除2020/12/1到期的債券有工商銀行信用狀擔保外，其餘四檔可選擇減計或換天津國有資本投資營運有限公司發行的新券，目前僅有22.6%選擇換券

資料來源：穆迪, Bloomberg。

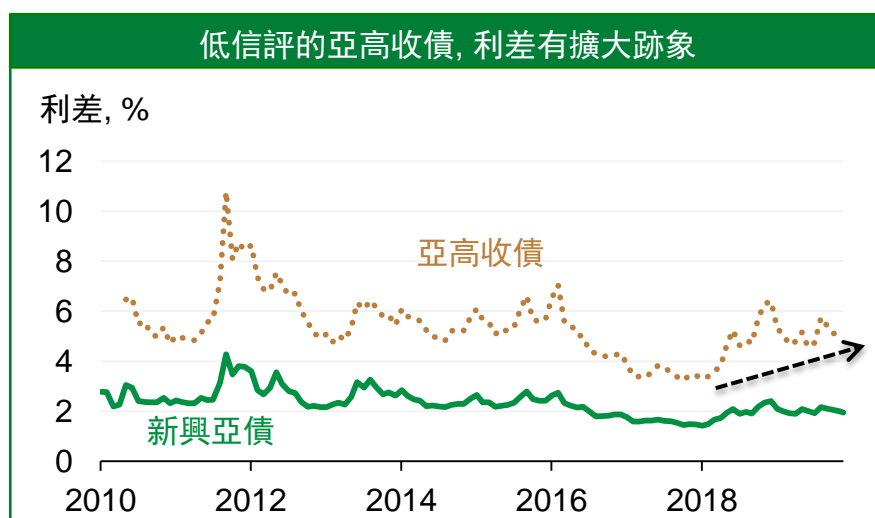
天津物產發行的美元債券價格



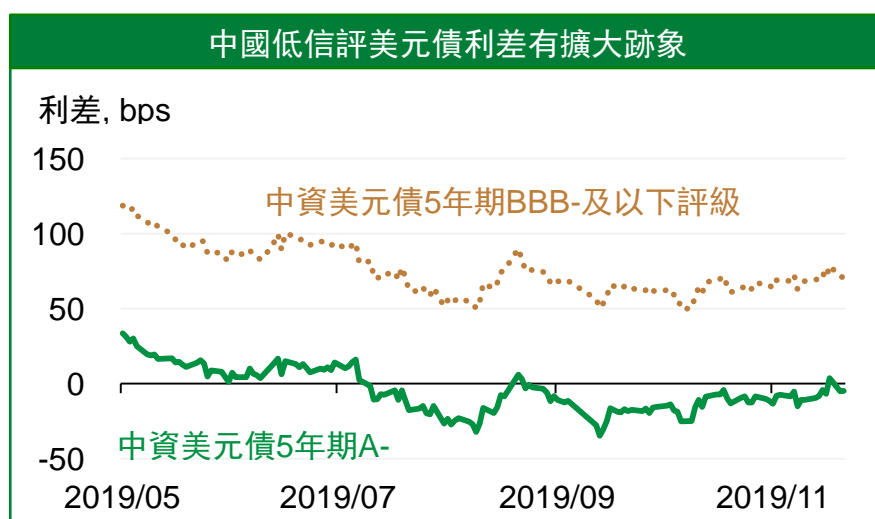
資料來源：Bloomberg。

新興債 天物違約致亞高收利差擴大, 但尚未擴及整體新興亞債

- ▶ 近週新興亞洲美元債券利差表現尚穩, 顯示天物集團違約事件尚未擴及整體新興亞債, 但明顯反應於低信評的亞高收債, 反映於中國債權57%的高占比, 而其又以不動產類別為大宗。
- ▶ 以中國美元債觀察, 現階段評等較高的美元債利率, 普遍低於中國5年期公債殖利率, 但低信評債券利差從先前低點50bps, 反彈近80bps, 顯見信用風險差異。考量近期如盛茂等企業評等亦出現如天物集團般多次降評現象, **為避免類似事件風險, 建議宜以高信評及主權債比重較高的美元債為主。**



註: 新興亞及亞高收債券皆為美元債。
資料來源: Bloomberg。



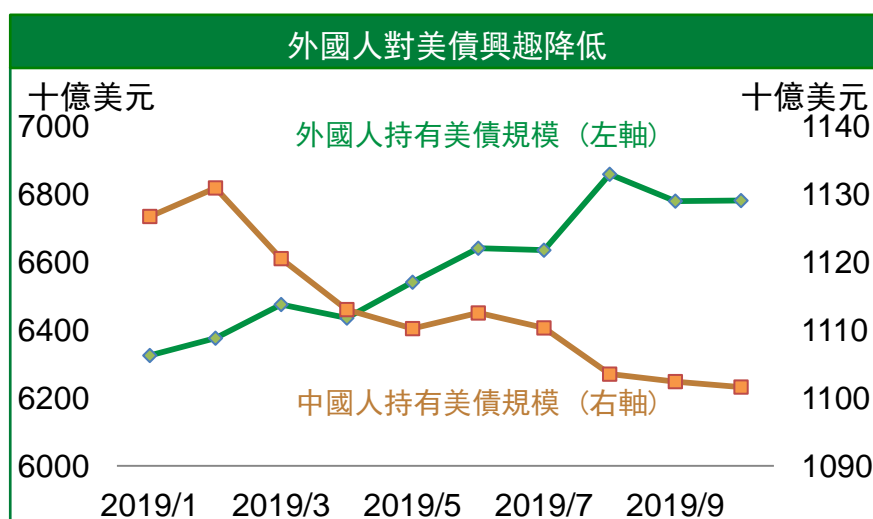
資料來源: Bloomberg。

債券 長短利差漸陡峭, 美債短線遇壓力

- ▶ 美國總統川普彈劾一案, 並未影響投資人對貿易協議達成, 加上近期勞動市場穩健報捷樂觀情緒。近週長短天期公債利差擴大至28個基點, 接近今年6月以來最高水平。
- ▶ 美國財政部報告顯示, 外國投資人持有的美國公債量, 10月延續下降, 為連續第三個月減少。其中, 中國持有美債規模走低。以上利差及籌碼面技術因子不利短線公債, 亦影響公司債買盤, 為近期利率偏上原因。**投資人可趁這一波利率上彈時, 伺機建立鎖利部位, 並藉機調整至市場主流的較高信評債投資。**



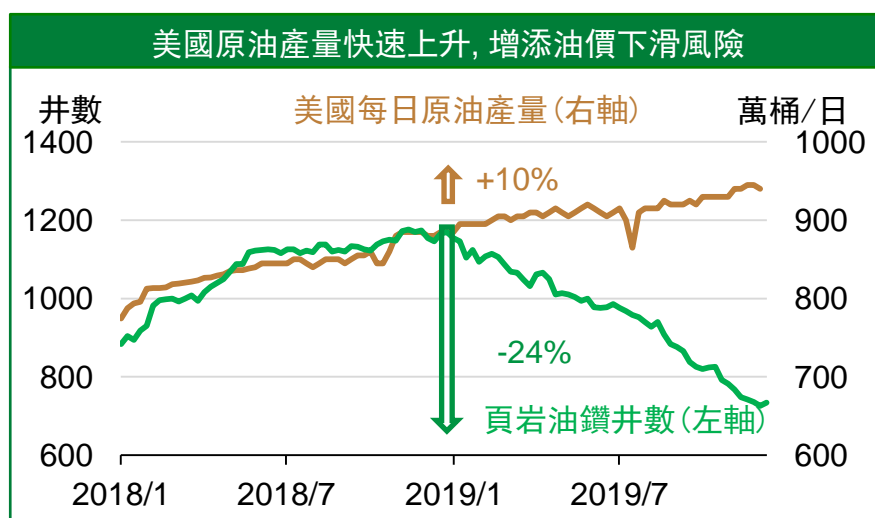
資料來源: Bloomberg。



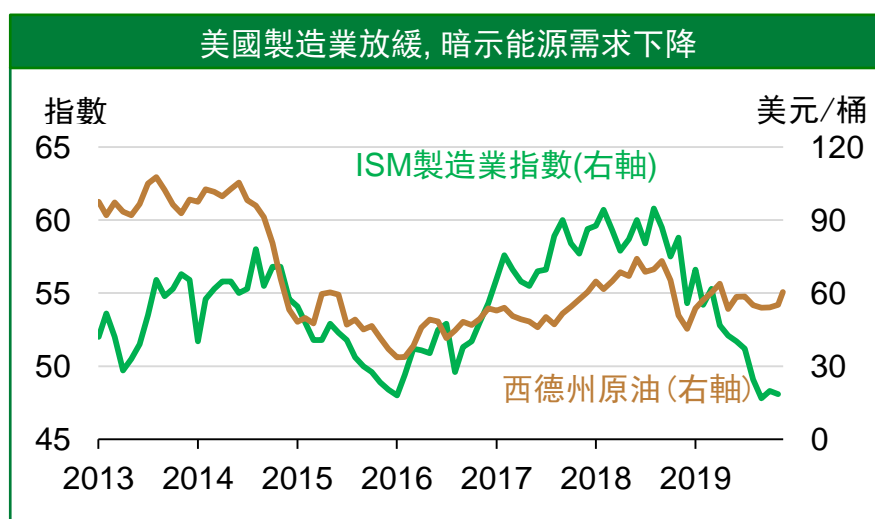
資料來源: Bloomberg。

石油 油價突破每桶60美元後，可逢高減持

- ▶ OPEC同意擴大減產協議，加上中美達成第一階段協議，使得西德州原油突破每桶60美元，創3個月來新高。考量美國原油產量快速增產，加上供給過剩疑慮猶存，目前價格逢高宜減持。
- ▶ 今年以來，美國頁岩油鑽井數下降24%，美國每日原油產量逆勢成長10%，來到每日1289萬桶，技術突破為主因，預期未來產能將持續提升，帶來供給面壓力。另一方面，製造業放緩，暗示能源需求下降，不利油價維持高位。



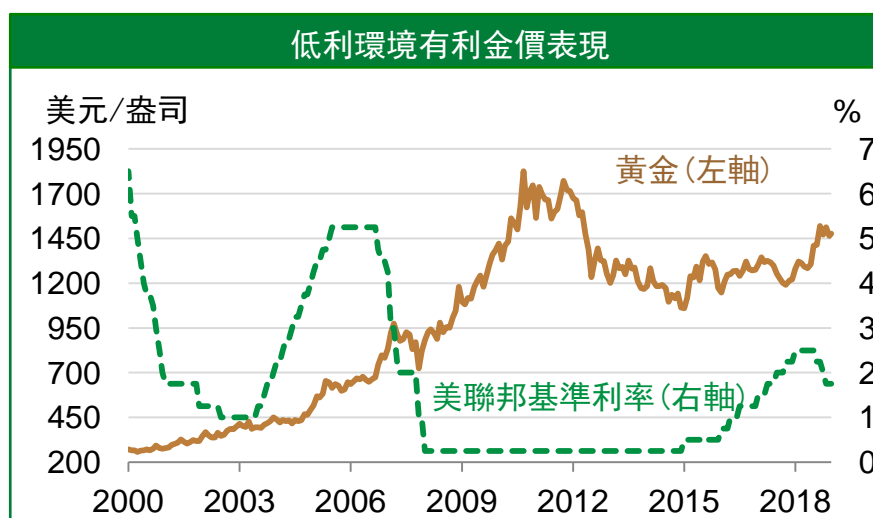
資料來源: Bloomberg。



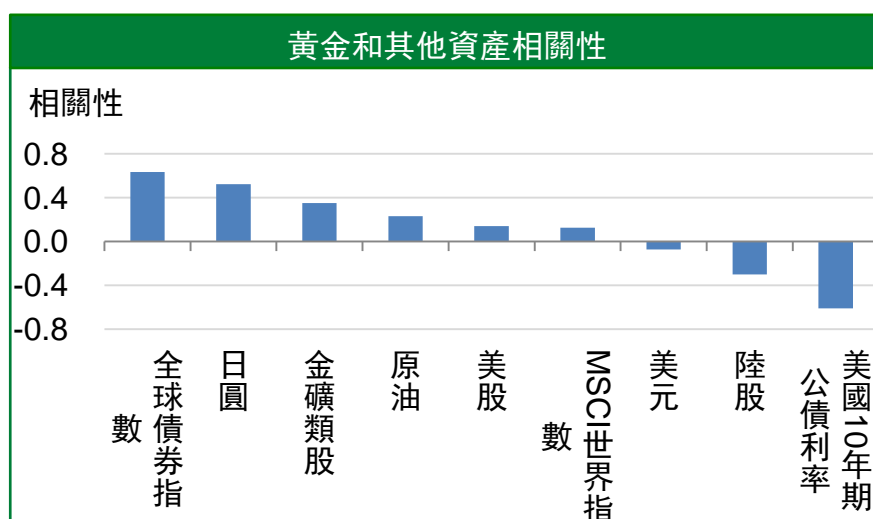
資料來源: Bloomberg。

黃金 低率環境有助金價表現

- ▶ 聯準會主席偏鴿派言論，包括明年不會有升息計劃、隨時準備調整回購操作，以保持基準利率在目標區間，同時關注年底融資壓力，若有必要會考慮擴大購買短期國庫券等。
觀察過去，當降息後初期或低利率環境下，金價表現佳，預期未來黃金有上揚空間。
- ▶ 黃金和利率呈高度負相關，當經濟成長放緩或景氣衰退期間，央行多以低利率或降息方式來刺激經濟。黃金、公債和日圓相關係數高，預期明年經濟偏弱表現下，資產組合中配置此類避險商品，可以有效降低整體資產波動。



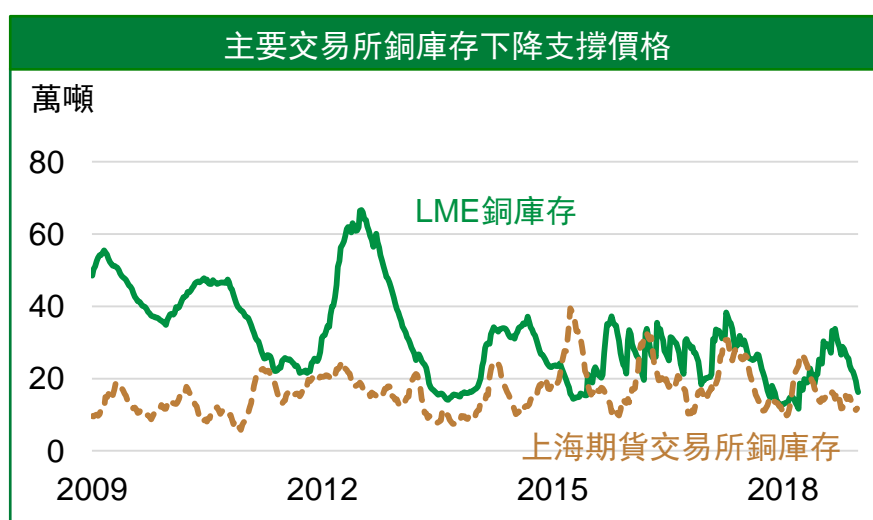
資料來源: Bloomberg。



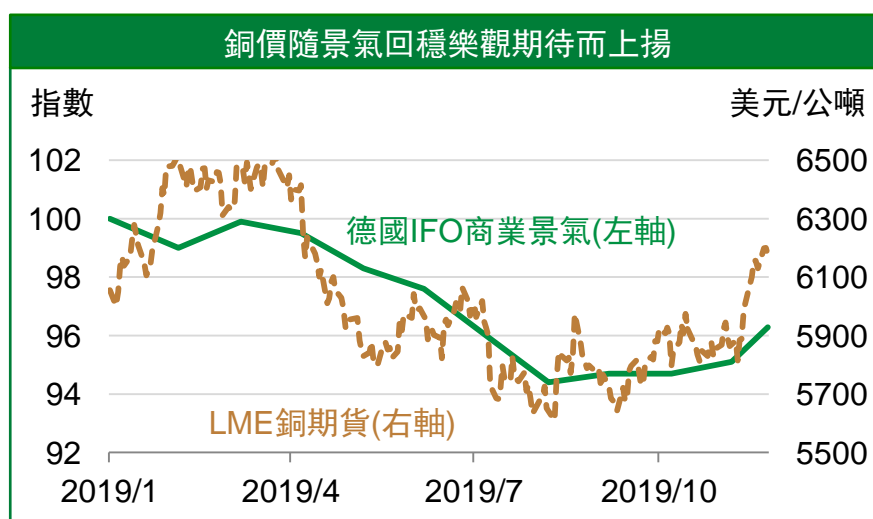
資料來源: Bloomberg。資料時間: 從2008年至2019年, 週資料。

礦業 供給疑慮與景氣樂觀氛圍拉抬銅價，逢高宜減持部位

- ▶ LME銅期貨價格自12/3每公噸5815美元上漲至每公噸6200美元，帶動基本金屬指數與礦業類股反彈，因印尼、智利等國的產量下滑衝擊供給，導致今年下半年主要商品交易所庫存下降，而冶煉廠的加工費下跌也反應供需關係持續偏緊，為價格提供支撐。中美貿易戰第一階段合談使投資人對需求的預期攀升，激勵銅價連續兩週上漲。
- ▶ 中美貿易後續仍多變數，首波合談利多已有反應。國際銅研究小組(ICSG)預期明年產能較今年增加44萬噸，供給小幅改善。消費需求未顯著回升之下，建議逢高減持部位。



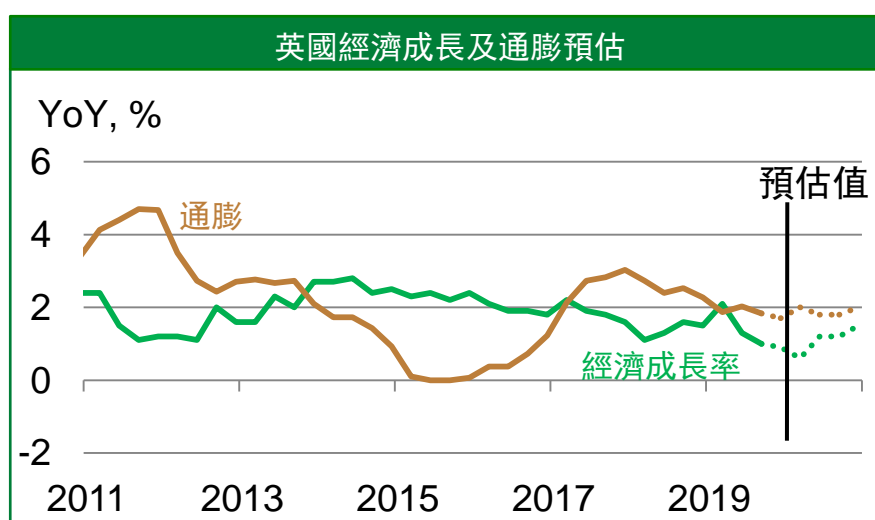
資料來源: Bloomberg。



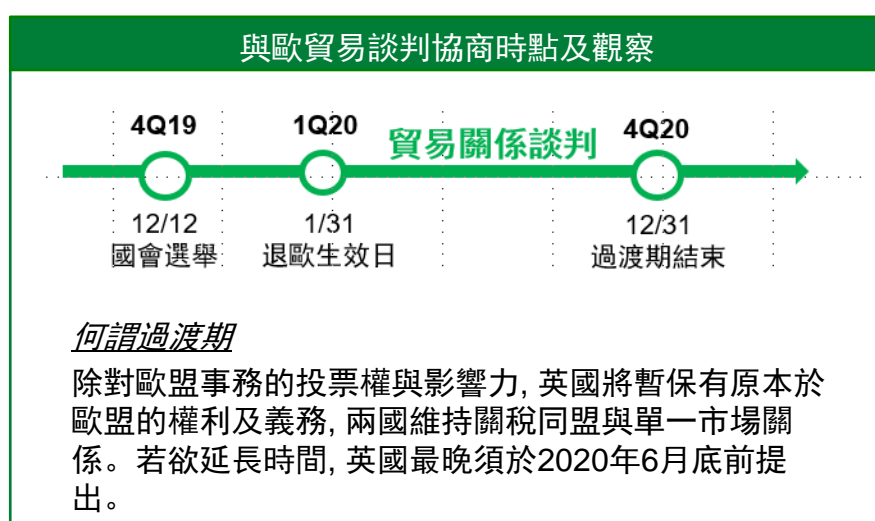
資料來源: Wind, Bloomberg。

英央及英鎊 貿易關係議題不致扭轉短線走勢，英鎊1.3上方有撐

- ▶ 本週英央維持利率政策不變，關注全球貿易政策及退歐發展影響。若不確定性愈高難降，可能以貨幣政策支應，若上述風險未惡化，將持續採溫和緊縮表不。預計隨國內政治不確定性降低下，明年GDP維持溫和成長，讓央行維持利率水準不變，有助支撐英鎊。
- ▶ 英國執政保守黨以365席取得國會過半優勢，首相Johnson重獲退歐議事主導，計畫於聖誕節前完成退歐法案審議，並欲藉立法禁止退歐過渡期展延，加速與歐盟的貿易關係談判。後者決定時間為明年中，**討論或為雜音但不致扭轉走勢，預計短線英鎊將有支撐。**



資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊預估。



資料來源: 英國政府。

DECEMBER 2019

23	24	25	26	27
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
美國新屋銷售 台灣工業生產	台灣貨幣供給 德國/巴西休市 美耐久財訂單	美國/英國休市 德國/法國休市 澳洲/南非休市 巴西/印度休市 香港/新加坡休市	南非休市 德國/法國休市 香港/澳洲休市	日本零售銷售 中國工業利潤

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