



一週市場展望

聯準會動向：年底降息機率下滑，支撐美10年債利率高盤，考量景氣趨勢及流動性壓力，後續聯準會恐被迫加大寬鬆，使長線美債利率向下調整。

中國經濟：中國10月數據持續轉弱，GDP保6難度上升，財政及貨幣政策面臨加大需求，人民幣體質波動顯弱。

香港問題：香港動盪打擊市場信心，近週亞股及新興亞匯率表現疲弱。事件發展升溫恐加劇當地景氣惡化壓力，增加資金外流風險。

股市

中美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

美中和談期待支撐風險性資產，美公債偏高整理。**中美尚有細節待磨合，香港議題增添障礙。預計在基本面顯疲、低通膨疑慮，全球央行預期將延續寬鬆低率政策，支持債券表現。成長趨緩推升債信風險，投資宜以高評等債券為主，降低高收債及新興債比重。**

匯市

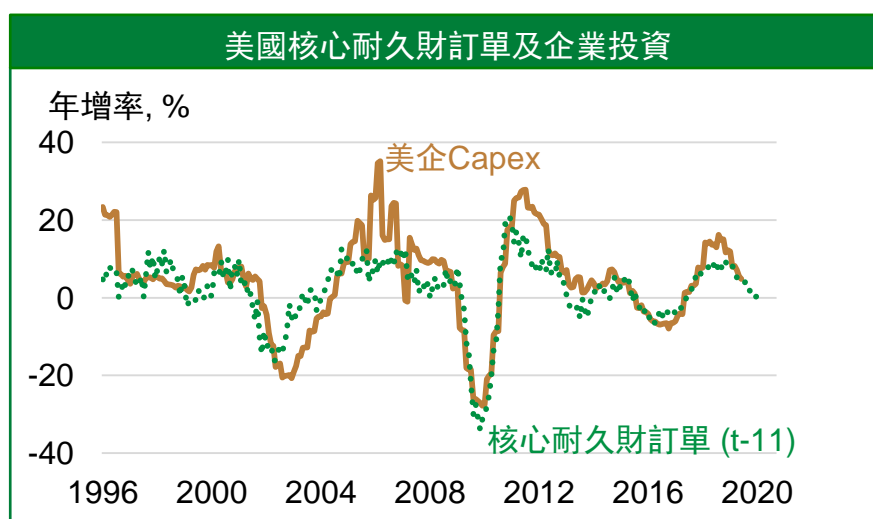
聯準會短線按兵不動，歐洲基本面偏弱及英國政治風險，提供美元下方支撐。澳洲勞動市場見轉弱壓力，央行寬鬆臆測壓抑澳幣表現。中國景氣疲態難解。貨幣政策寬鬆導向使人民幣波動顯弱。

聯準會停看聽，景氣及流動性壓力迫使寬鬆續行

- ▶ 本週聯準會主席Powell國會聽證指出，下步政策將觀察景氣動向後再決定，期貨隱含年底降息機率降至1成之下。**除非金融市場明顯修正，預期12月聯準會或按兵不動。**
- ▶ **長線政策料續往寬鬆發展**，原因有二：1) 9月重啟REPO窗口後，聯準會累積操作規模近2000億美元，顯見流動性壓力。2) 近期市場期待景氣止穩回揚，惟廠商投資意向躊躇，核心耐久財訂單暗示至少未來半年美企投資將進一步減弱，增添景氣風險。以上兩者**料迫使央行進一步寬鬆，牽引長線美債利率往下調整，宜把握此波利率反彈的布局契機。**



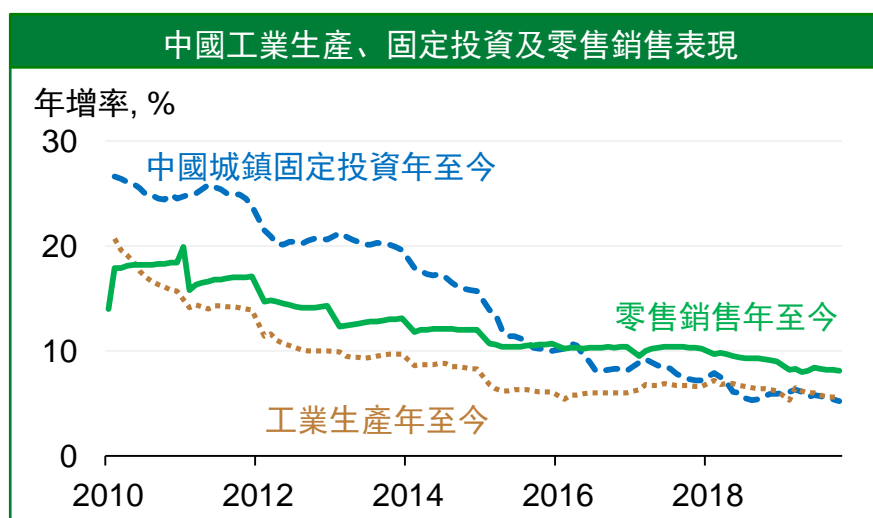
資料來源: FED。



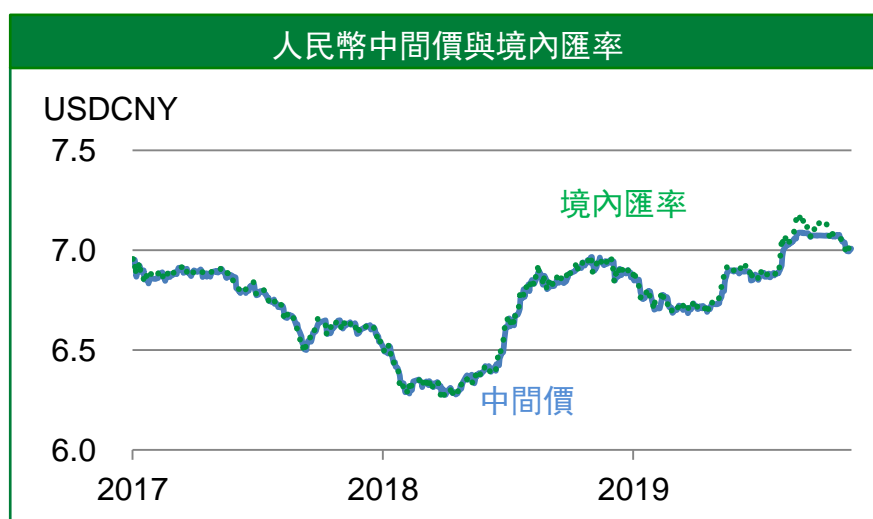
註：核心耐久財對美企投資具11個月領先性，三年移動相關性達0.85；美企係以標普五百企業為基準，計算過去12個月資本投資。資料來源: Bloomberg。

中國經濟數據顯弱，保六難度升高

- ▶ 中國10月工業、消費和投資等成長減慢，表現劣於市場預期。其中，固定資產投資創紀錄新低，工業生產顯示產業活動疲弱，零售銷售年增率更創近半年低點。預期第四季經濟成長保六難度升高，景氣減速風險嚴峻。
- ▶ 面對景氣壓力，中國財政及貨幣政策存放寬的必要性。若當局加大刺激政策或提供陸股支撐，疲弱經濟及貨幣政策將使人民幣易弱難強，隨中美協商發展，預計短線境內匯價偏弱調整的可能性大。



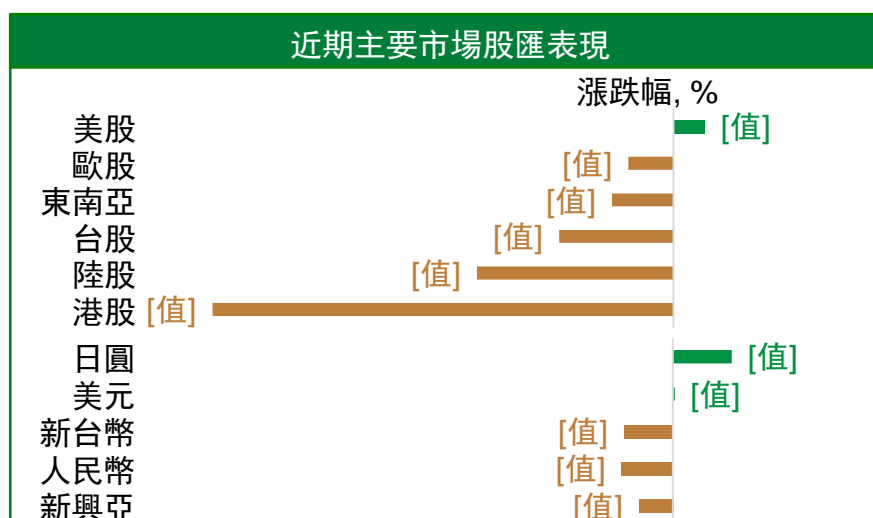
資料來源: Bloomberg。



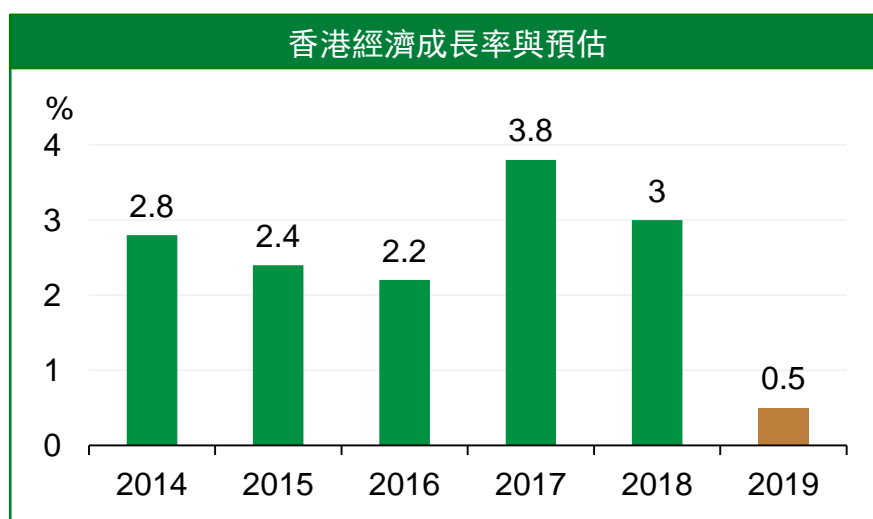
資料來源: Bloomberg。

香港衝突升溫，資金外流壓力增加

- ▶ 香港問題升溫，警民衝突擴至校園，香港中文大學甚出現催淚瓦斯及水泡槍等鎮暴動作。中國國家主席習近平指民眾嚴重挑戰一國兩制原則，恢復秩序是當前最緊迫任務。
- ▶ **事件衝突嚴重影響經濟活動**，今年飯店住房率腰斬，零售銷售等恐進一步減弱，全年GDP無法保1。**景氣疲弱衝擊當地企業獲利，且影響香港金融地位，資金流出壓力上升。**近週3個月期人民幣HIBOR利率，自月初的2.16%上升21bps至2.37%，顯示當局欲減緩匯率貶值及資金流出之動作。



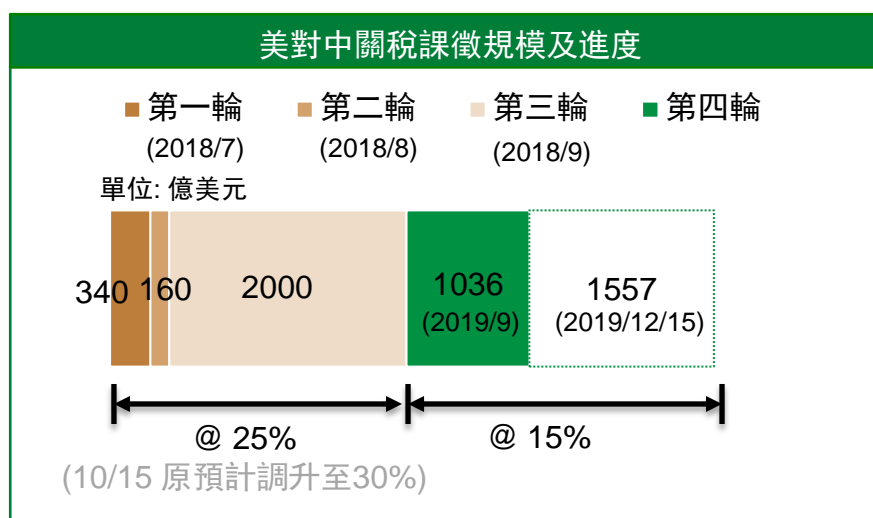
註：統計自11月11日至11月15日美股收盤。
資料來源：Bloomberg。



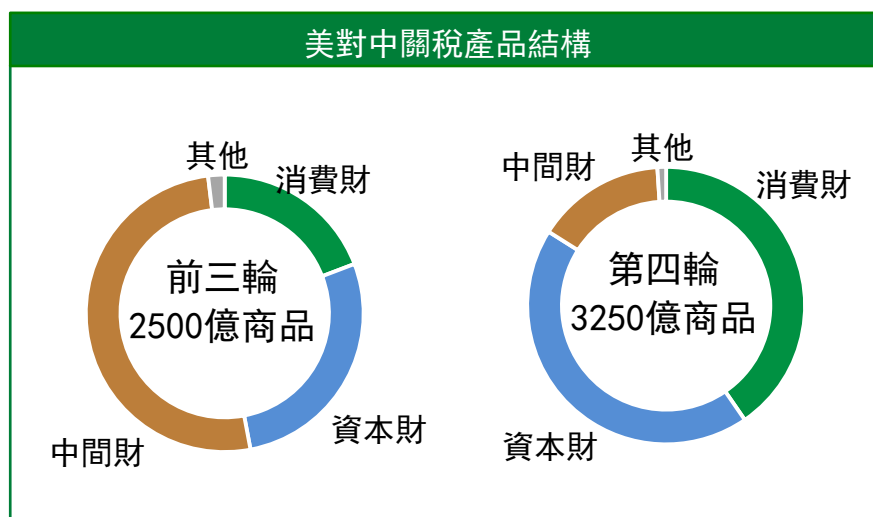
資料來源：Bloomberg。

中美對關稅撤回意見不一，協商再現波折

- ▶ 近週中美談判訊息交錯，兩方對關稅撤回意見不一。由於美對中第四輪關稅產品多屬消費品及資本財，使其較有誘因暫緩甚取消課徵。**年底兩方達成首階貿易協議之關鍵，在於對於前三輪關稅是否同步取消，香港問題增添中美角力議題。**
- ▶ 預期在不回溯或取消前三輪關稅下，年底中美達成首階段貿易協議機率仍高，惟此意味現階段關稅對景氣負面影響將持續。同時，G2角力亦難以落幕，關稅爭端轉以產業面的圍堵呈現，**19日華為及相關企業供貨禁令取消機率不大，產業鏈調整壓力難解。**



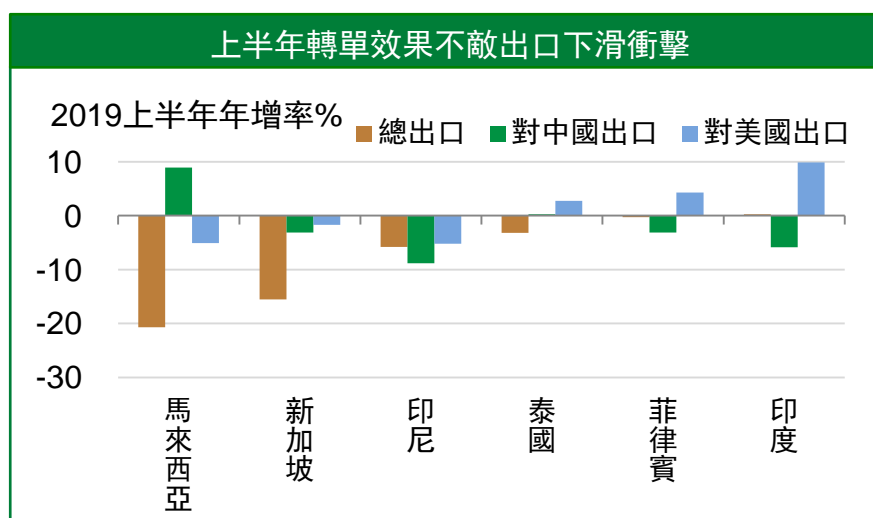
註: 日期為關稅生效日; @為稅率。
資料來源: 美國商務部。



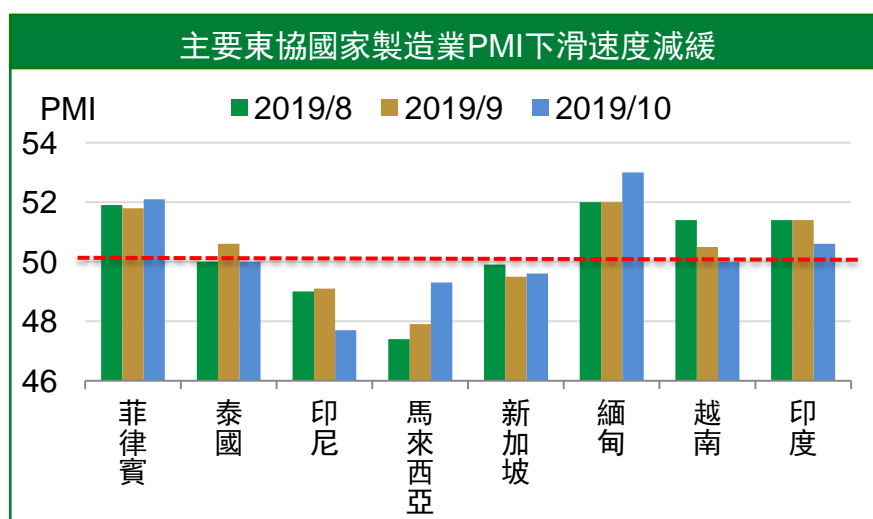
資料來源: 美國商務部, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

東協 對美國轉單效應不敵出口下滑衝擊

- ▶ 東協國家享有來自中國出走廠商的轉單效果，仍難抵對中國出口及全球需求減弱衝擊，反映各國總出口的疲態。泰國、菲律賓和印度對美國出口增加，轉單效果減緩經濟衝擊，新加坡、馬來西亞和印尼，出口負向影響甚鉅，拖累經濟表現。
- ▶ 製造業PMI和出口相呼應，10月份東協PMI從9月份49.1降至48.5，創近4年低點。其中，緬甸因新接訂單穩健使產業活動具有支撐，主要國家新、馬、泰處榮枯線下方，**整體經濟活動偏弱，保守看待市場表現。**



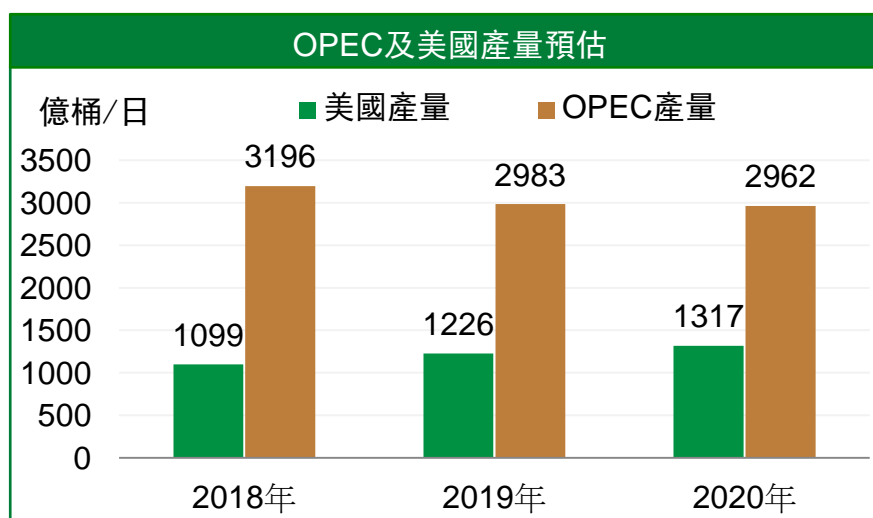
資料來源: Bloomberg。



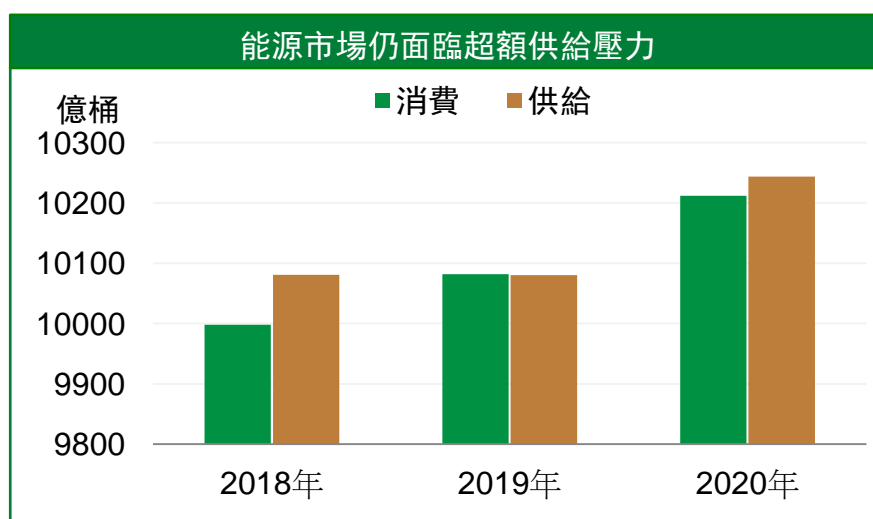
資料來源: Bloomberg。

石油 超額供給壓力仍存，油價區間整理

- ▶ OPEC將於12月召開能源減會議，討論是否再度延長減產協議。考量沙國能源部長先前談話，加上阿美石油確定在今年11月開始IPO，研判油價區間震盪。
- ▶ 觀察能源機構近期報告指出，美國因頁岩油持續增產，原油產量將從今年的每日1226萬桶，再度上升至1317萬桶，增產趨勢明顯，讓明年能源市場面臨超額供給壓力。



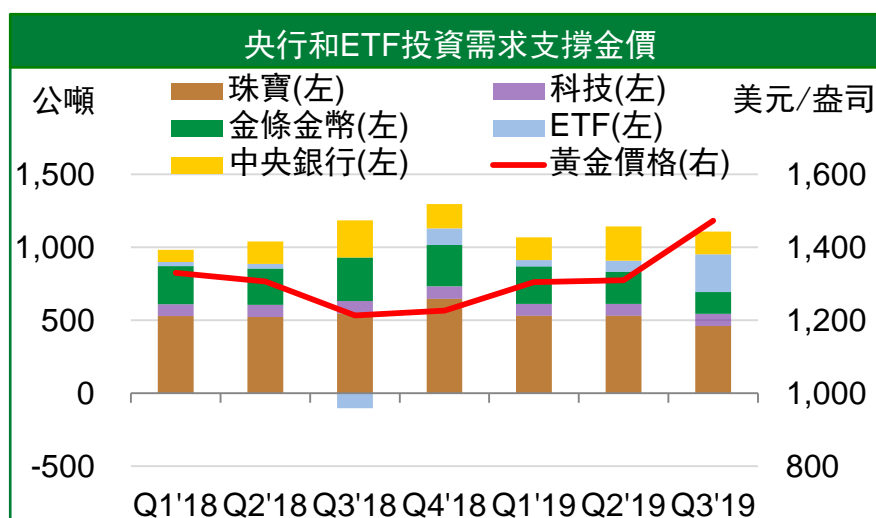
資料來源: OECD。



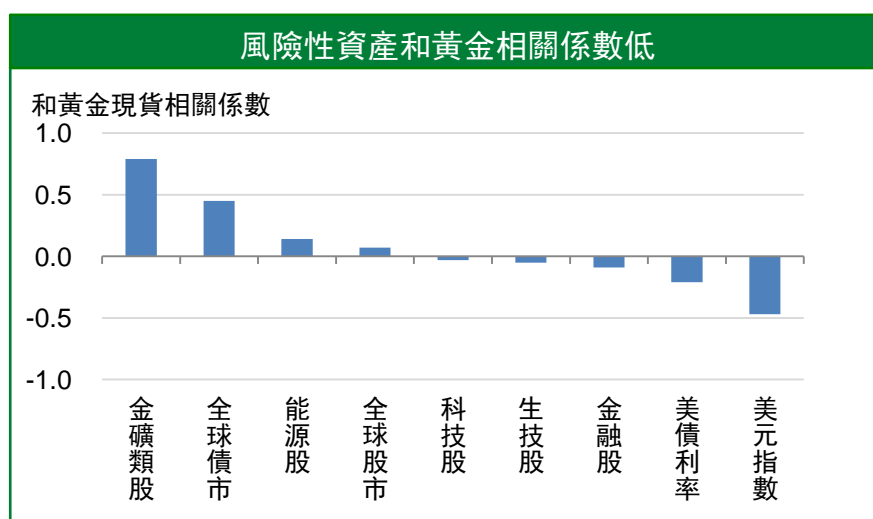
資料來源: EIA。

黃金 央行和ETF需求形成支撐

- ▶ 因中美貿易稍緩，股市投資氛圍較樂觀，對短期金價形成壓抑。但觀察實體黃金需求，近兩季全球央行傾向增持黃金作為外匯儲備，ETF投資也呈現穩定成長，抵消因金價上漲使民眾珠寶等需求下滑，為金價提供下檔支撐。
- ▶ 黃金與其他資產的相關連性低，過去當重大事件引起股市波動時，具有和股市反向變動特性。全球景氣放緩趨勢不變，未來股市震盪風險猶存，當風險性資產高位修正時，黃金有表現空間。



資料來源: WGC。

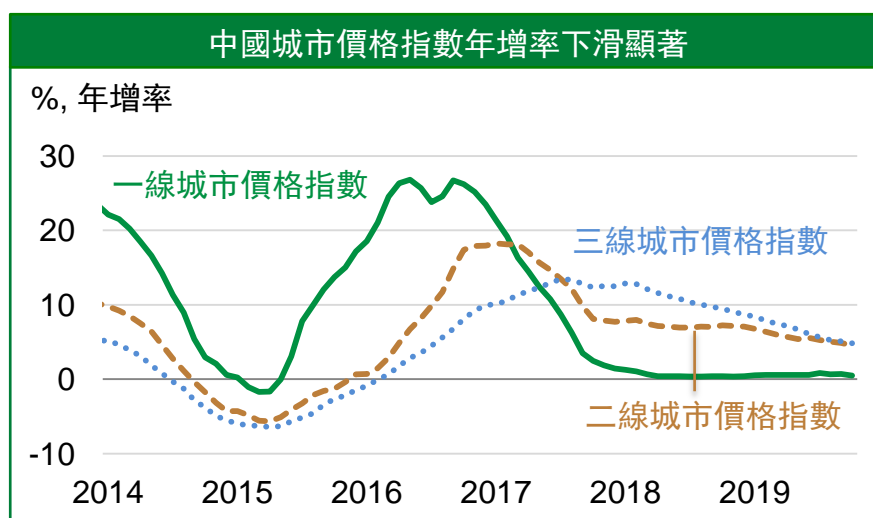


註: 以富時黃金礦脈指數、彭博巴克萊全球債券指數、MSCI世界指數及S&P500能源、科技、金融和NBI生技指數計算。

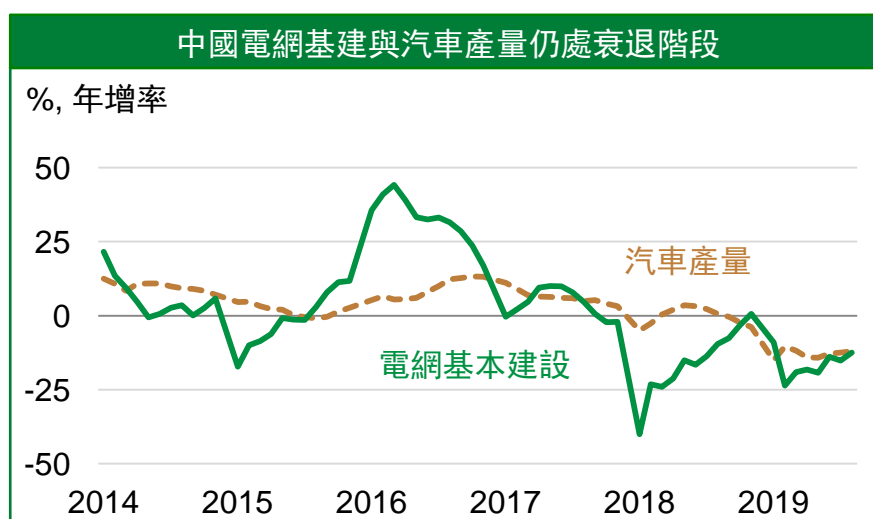
資料來源: Bloomberg。時間自2008/1-2019/8/31, 週資料。

原物料 終端需求疲態難反轉，基本金屬價格震盪偏弱

- ▶ 深圳官方於11月11日取消部分豪宅稅徵收，或將促使交易量上升。然，儘管陸續有地方政府推出刺激措施，但在房市調控的原則不變下，購屋放寬力道有限，預期整體房價上揚幅度低，**價格增長減緩的走勢難改，將使鐵礦砂價格持續偏弱。**
- ▶ 中國車市表現亦不樂觀，「金九銀十」的汽車銷量年增率持續下跌，被寄予厚望的新能源汽車10月銷量更是下滑45.6%。另一方面，電網基建投資也維持衰退。**銅價短線受中美貿易樂觀消息與智利供給疑慮支撐，但萎縮的終端需求仍然不利後續價格表現。**



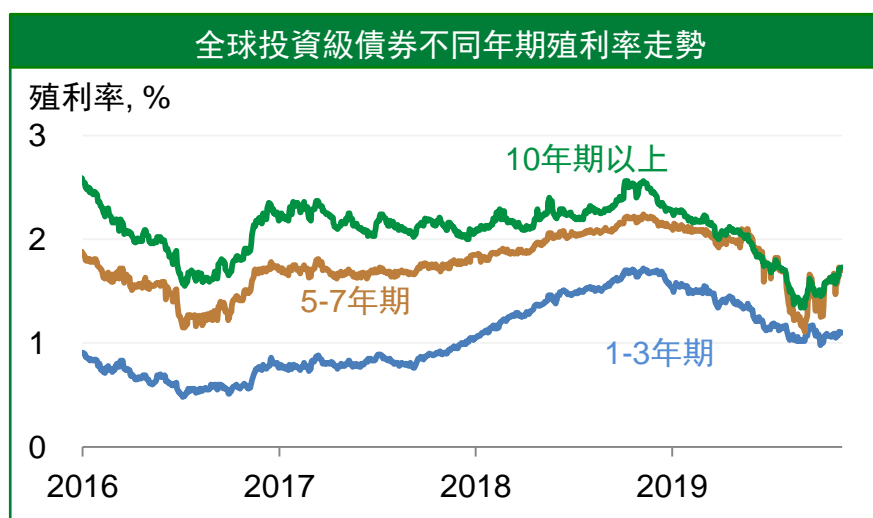
資料來源: Wind。



資料來源: Wind。

債券 貿易利多假設 vs. 基本面疲弱，留意風險性資產過熱的修正

- 美中談判討論幾朝向最佳情境設想，包括可能分階段取消已徵關稅，短線氛圍造成風險性資產走揚，美公債殖利率1.5-2%偏高整理。考量中美尚有細節待磨合，**香港議題增添障礙。預計在基本面顯疲、低通膨疑慮，全球央行預期將延續寬鬆低率政策，支持債券表現。**
- 現階段市場利多反應及聯準會資產購債使近期美債殖利率曲線趨陡，對照基本面活動續緩，須留意短線風險性資產過熱的修正風險。**由於公債及投資級債與股市相關性低，可趁此波利率回彈，布建高評等債券為主。**



資料來源: Bloomberg。

公債與投資級債與股市相關性低						
	全球股	新興股	特別股	公債	高評債	高收債
全球股	1	0.89	0.55	0.38	0.39	0.76
新興股	0.89	1	0.51	0.45	0.43	0.72
特別股	0.55	0.51	1	0.36	0.51	0.56
公債	0.38	0.45	0.36	1	0.67	0.35
高評債	0.39	0.43	0.51	0.67	1	0.59
高收債	0.78	0.72	0.56	0.35	0.59	1

註：深色底為相關性低於0.5者。

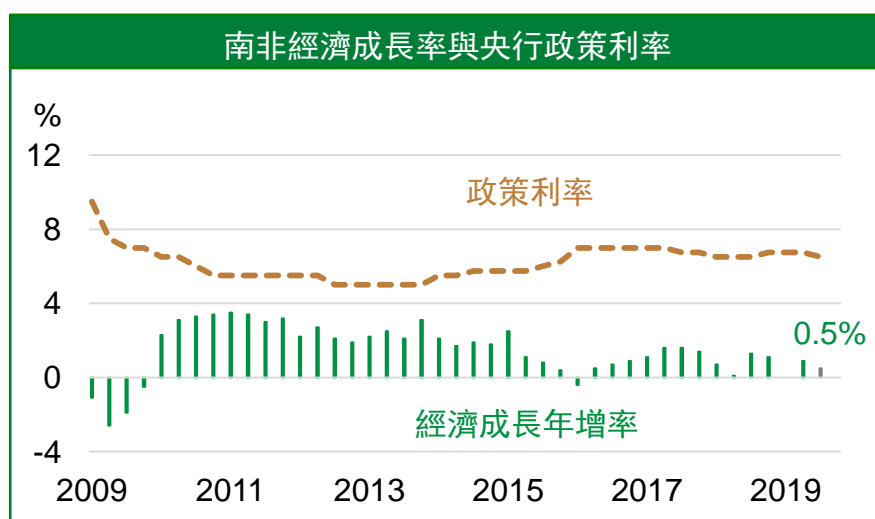
資料來源: Bloomberg, 資料期間2004年至今的月資料統計。

南非幣 央行料調降成長預估，景氣擔憂使匯率顯弱

- ▶ 南非9月礦業生產持續萎靡，產業活動改善乏力。財政部上週大幅度調降2019年GDP成長至0.5%，預計下週央行將跟進，且不排除進一步降息以提振景氣，**基本面疲態及貨幣政策將使匯率顯弱，預期年底偏弱發展。**
- ▶ 另一方面，穆迪年度信評檢視維持南非投資級評等，惟展望調降至負向，未來6至12個月有降評風險。若遭調整，南非主權將全面淪入垃圾評級，促國際資金調節配置，為長線匯率風險。

南非主權信用評等			
機構	評等	展望	備註
標普	BB/垃圾級	穩定	
穆迪	Baa3/投資級	負向	11月2日調降展望至負向
惠譽	BB+/垃圾級	負向	7月26日調降展望至負向

資料來源：三大信評機構。



資料來源：Bloomberg。

NOVEMBER 2019

18 Monday	19 Tuesday	20 Wednesday	21 Thursday	22 Friday
墨西哥休市 美國NAHB指數	美國新屋開工	德國PPI 巴西休市 日本貿易收支 台灣外銷訂單	印尼央行會議 南非央行會議 美國成屋銷售 美國領先指標 歐元區消費信心	美國製造業PMI 歐元區製造業PMI

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