



一週市場展望

資金動向：資金大幅流入美國股票型基金，高收益債券價格上漲、利差收斂至逾一年低位，近期市場風險偏好情緒高漲。

景氣展望：11月美國耐久財訂單與銷貨數據欠佳，凸顯景氣壓力猶存，致使企業獲利略顯疲弱，研判今年各國股市普遍上漲的背後，缺乏基本面支撐。

金價表現：美國10年期公債短期盤於1.9%附近，油價上揚使實質利率走低對金價有利，隨季節性需求揚升，短線偏多看待。

股市

聖誕假期交投清淡，中美貿易樂觀氛圍持續激勵歐美股市創高。近期投資人風險偏好增強，資金重回股票型基金，美股基金上週淨流入創逾三個月新高。考量**企業獲利與經濟數據仍顯疲弱，逢高宜調降比重。**

債市

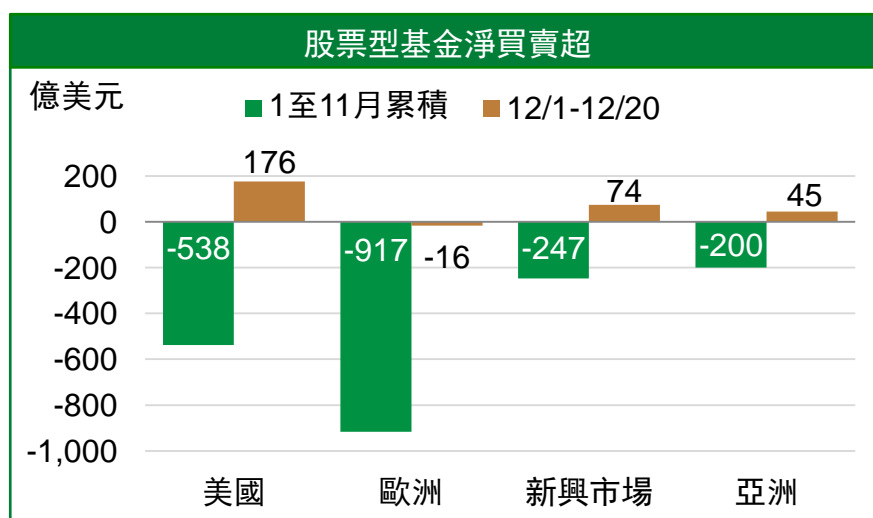
市場樂觀氛圍與資金尋息效應下，債市投資動向從高評級債券流向高收益債，使美高收債利差達逾一年低點。**景氣偏緩使利差有轉向擴大壓力，配置宜以高評級債券為主，避開評級較差券種。**

匯市

聯準會政策及英國政治不確定性改善，使美元強度漸緩，歐洲負利率環境提供美元支撐。英國脫歐過渡期討論雖使英鎊漲多回落，然期貨部位空單回補支撐匯率。

資金湧入風險性資產，市場樂觀情緒快速攀升

- ▶ 美中第一階段協議達成後，市場不確定性因素暫緩，投資人風險偏好大幅提升。資金在12月流入股票型基金，當中以美國股票型基金尤甚，逾170億美元淨買入為9月以來新高。債券市場亦復如是，資金重回高收益債懷抱，利差縮窄至今年新低。
- ▶ 高收益債利差縮減反應寬鬆貨幣政策與信心面提升，產業獲利與經濟數據未有顯著改善，企業成長動能仍顯疲弱，須留意基本面進一步下滑引發漲多回落風險，宜逢高調節部位。



資料期間: 2019/1/1-2019/12/20。

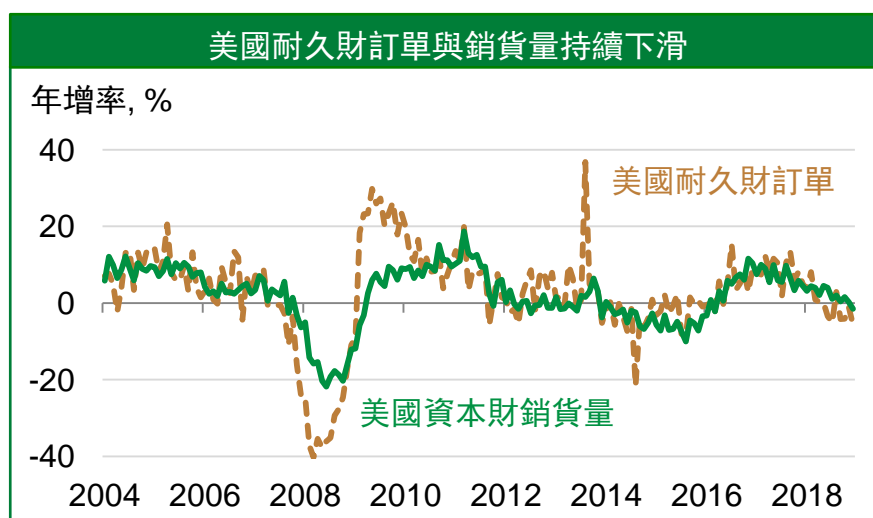
資料來源: EPFR。



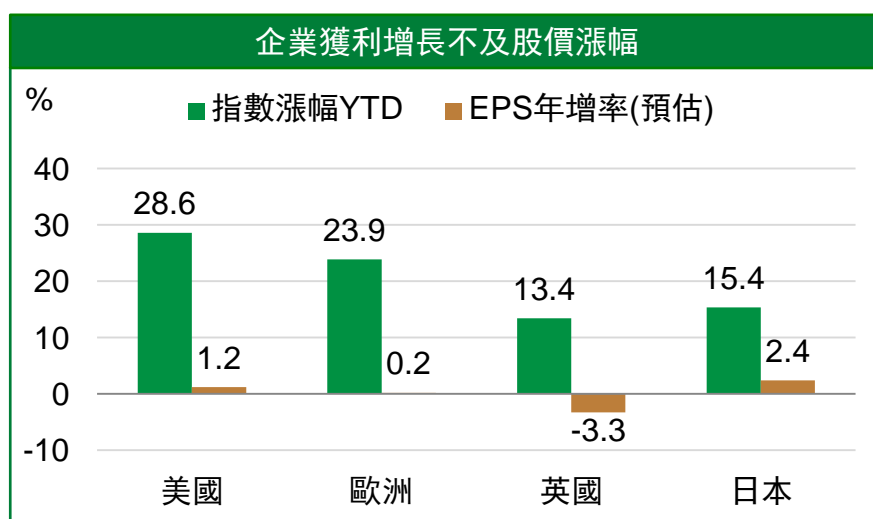
資料來源: Bloomberg。

產業活動持續放緩，企業成長難追股市腳步

- 適逢聖誕假期，金融市場交投清淡，股市維持歷史高位，但假期前公布的經濟數據卻不如股市強勁。美國11月耐久財訂單與資本財銷量持續下滑，顯見明年企業資本支出仍緩，產業成長動能不足，增加景氣減速壓力。
- 今年以來股市與基本面走勢背離，美股創下近3成漲幅，為近6年最佳，但企業獲利增長幅度卻與股市表現相距甚遠。過往股市上漲逾2成後，隔年報酬顯著下降，加上企業資本支出力道疲弱，增加修正風險，宜調降風險性資產比重。



資料來源: Bloomberg。

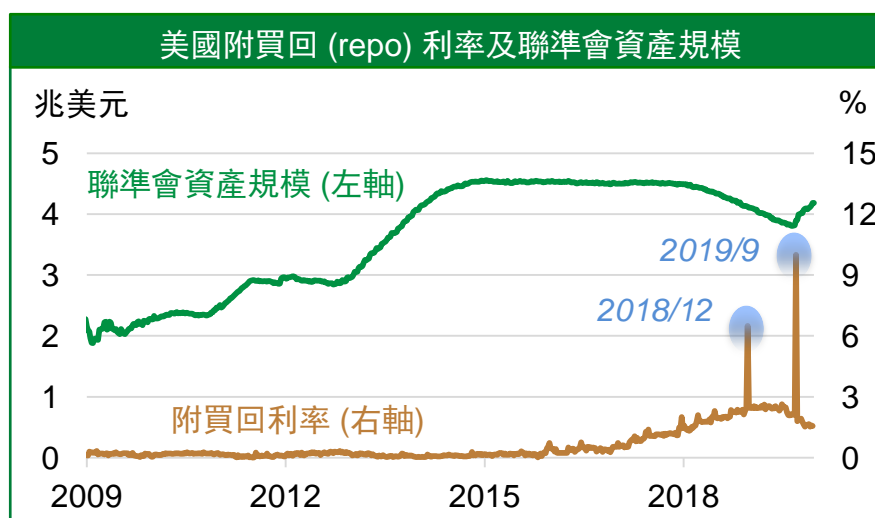


註: 指數漲幅計算至2019/12/24。標的依序為美國標普500、泛歐600、英國富時100、日本TOPIX。

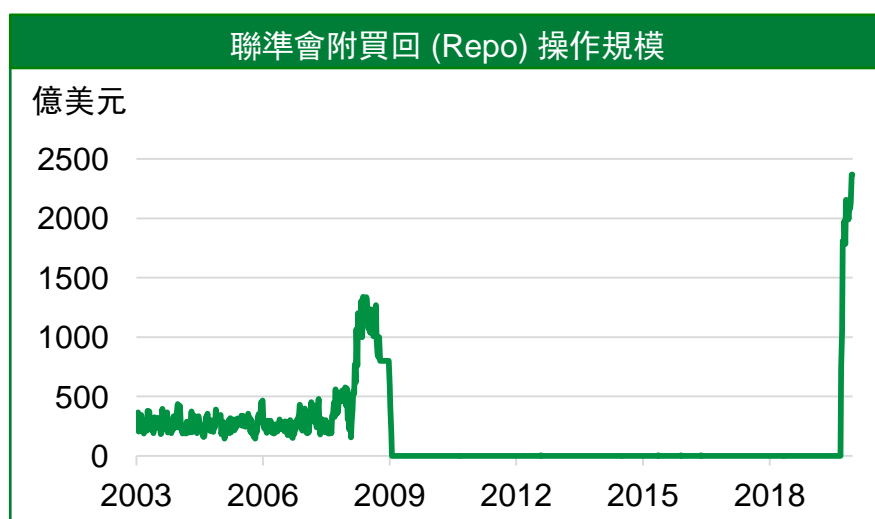
資料來源: Bloomberg。IBES。

聯準會加大Repo操作, 提供流動性以穩定貨幣市場

- ▶ 9月美國貨幣市場流動性異常緊縮, 附買回 (repo) 利率飆升至10%。此致聯準會被迫重啟Repo窗口, 近季注資逾兩千億美元, 顯示資金緊俏壓力沉重, 亦為4Q以來聯準會資產規模快速擴張的推手之一。
- ▶ 因應年底短期資金需求旺盛, 聯準會已計畫加大附買回操作, 至明年1月底預計再釋出約3650億美元流動性, 避免貨幣市場利率飆升。在此操作下, **預期明年第一季聯準會資產規模將往4.5兆美元方向靠近, 寬鬆環境有助美10年期公債利率偏下發展。**



資料來源: Fed。



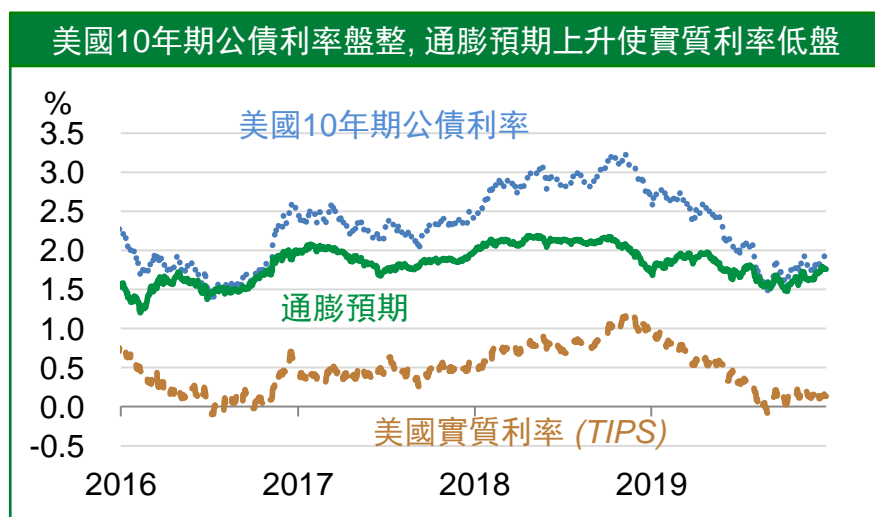
資料來源: NY Fed。

油價上漲與基期效果使通膨預期揚升

- ▶ OPEC同意擴大減產與中美貿易達成階段協議樂觀氛圍，帶動近期油價突破每桶60美元。去年油價自10月份開始崩跌，基期效果使短期通膨預期上揚，帶動美國10年期公債利率稍升。
- ▶ 美國10年期公債利率為實質利率加上通膨預期，尋息與Fed寬鬆貨幣政策等因素，壓抑10年期公債利率於1.9%附近盤整，通膨預期漸增，使實質利率在未來一季將呈現低盤。



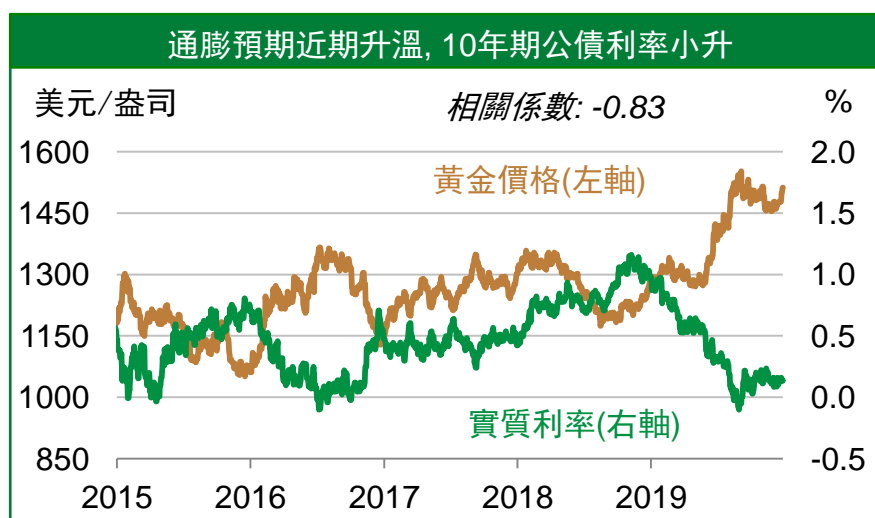
註：綠色實線為西德州油價每桶60美元預估，虛線為每桶50美元預估。
資料來源：Bloomberg。



註：通膨預期為美國10年期公債利率與同期TIPS利差。
資料來源：Bloomberg。

實質利率走低有利金價表現

- ▶ 黃金為不孳息商品，當利率偏高實使持有黃金成本增加，觀察過去，美國實質利率和黃金長期走勢相關係數高達負0.83，預期實質利率未來一季偏低下，對金價有多。
- ▶ 股市屢創歷史新高，未來修正風險漸增，加上中國年前為傳統黃金需求旺季，過去五年黃金在1月份皆為上漲表現。**在實質利率短期偏低、季節性因素與避險效果下，黃金現偏多看待、區間操作。**



資料來源: Bloomberg。

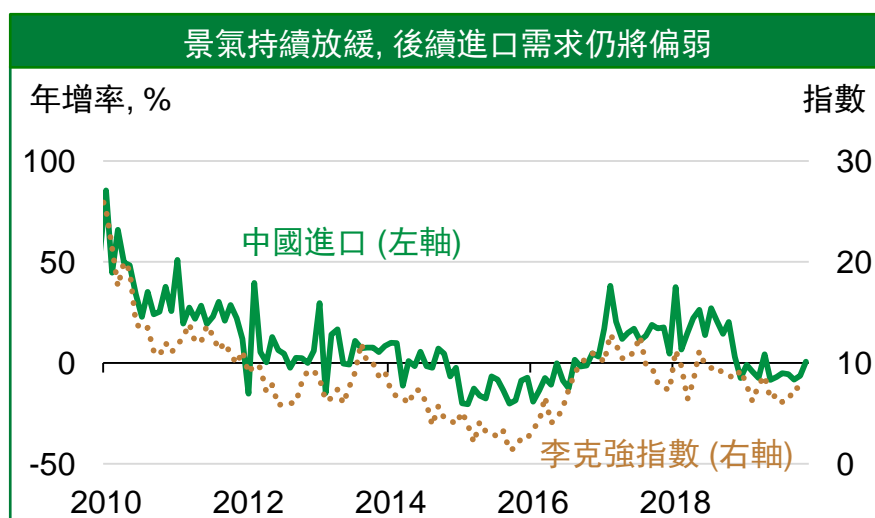
過去5年1月份, 金價皆上漲												
漲跌幅	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2014	3.6	6.6	-3.2	0.6	-3.3	6.2	-3.4	0.4	-6.2	-2.9	-0.5	1.5
2015	8.4	-5.5	-2.4	0.1	0.5	-1.5	-6.5	3.6	-1.8	2.4	-6.8	-0.3
2016	5.4	10.8	-0.5	4.9	-6.1	8.8	2.2	-3.1	0.5	-2.9	-8.1	-2.2
2017	5.5	3.1	0.1	1.5	0.1	-2.2	2.2	4.1	-3.2	-0.7	0.3	2.2
2018	3.3	-2.0	0.5	-0.8	-1.3	-3.5	-2.3	-1.9	-0.9	2.0	0.5	5.1
2019	3.0	-0.6	-1.6	-0.7	1.7	8.0	0.3	7.5	-3.2	2.8	-3.2	3.4
5年平均	5.2	2.6	-1.1	1.3	-2.0	1.6	-1.5	0.6	-2.3	-0.4	-2.9	1.2

註: 黃字表示上漲, 綠色為下跌。

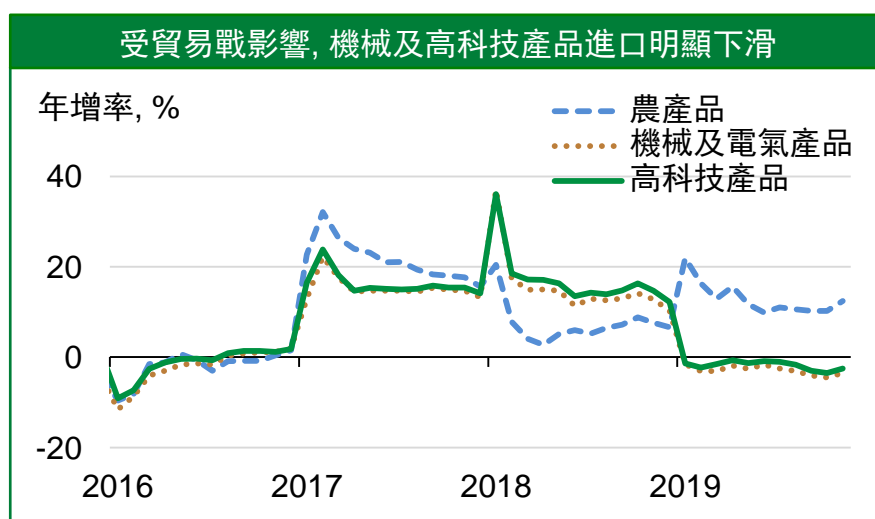
資料來源: Bloomberg。

中國 景氣持續放緩，中國進口需求仍將偏弱

- ▶ 12月23日中國下調859項進口商品關稅，所列商品在2018年進口金額約3890億美元，占整體2.14兆美元的權重約18%左右。另，因應國內豬隻價格走揚，官方放寬冷凍豬肉限制以緩減通膨飆升的現象。
- ▶ 檢視數據走勢，受貿易戰影響，景氣下滑的同時，中國進口需求明顯轉弱，其中機械相關設備及高科技產品負成長。**在中美雙方取消先前已課關稅前，負面影響將壓抑中國經濟表現，後續進口需求承壓。**



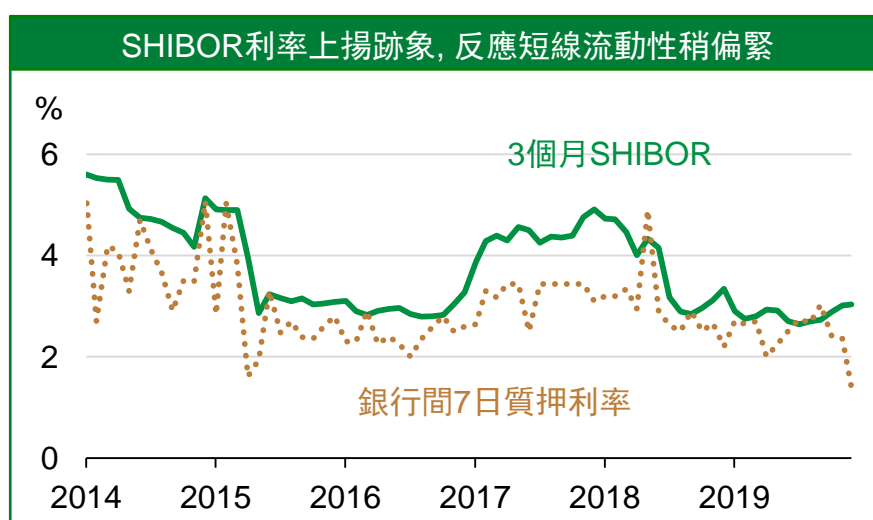
資料來源: Bloomberg。



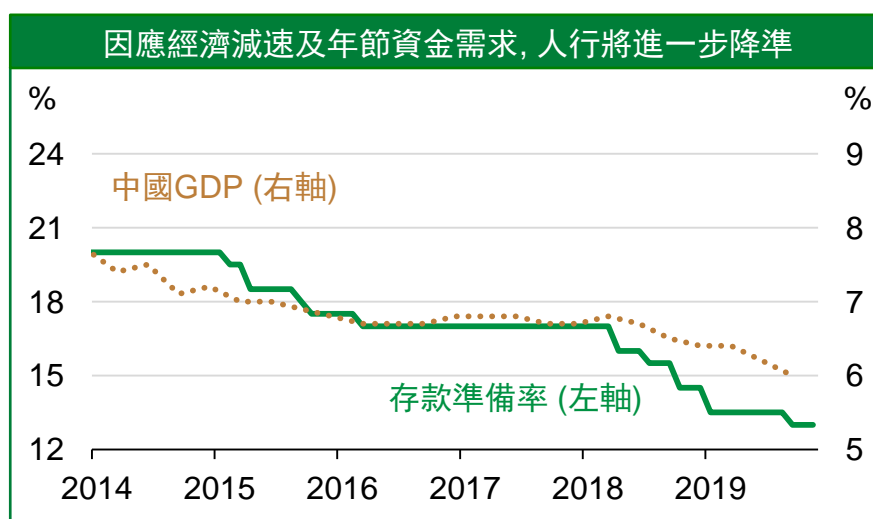
資料來源: Bloomberg。

中國 因應經濟減速及年節資金需求，人行將進一步降準

- ▶ 短線3個月SHIBOR稍揚，反應中國資金有稍偏緊跡象。近期人行調整14日逆回購目標利率，自2.70%下調為2.65%，同時，觀察指標DR007（銀行間7日質押利率）明顯下移，**官方有主導利率往下意圖。**
- ▶ 因應經濟減速風險及年節時期資金需求，近期官方表態，後續將進一步調降存款準備率，以緩減景氣放緩壓力。**在中美首階段協議簽署樂觀氛圍下，寬鬆貨幣政策利多將提供陸股支撐。**



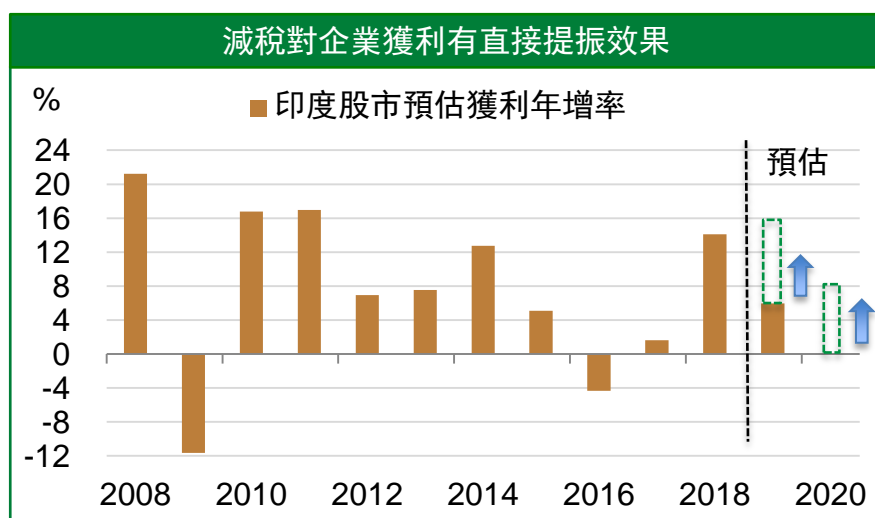
資料來源: Bloomberg。



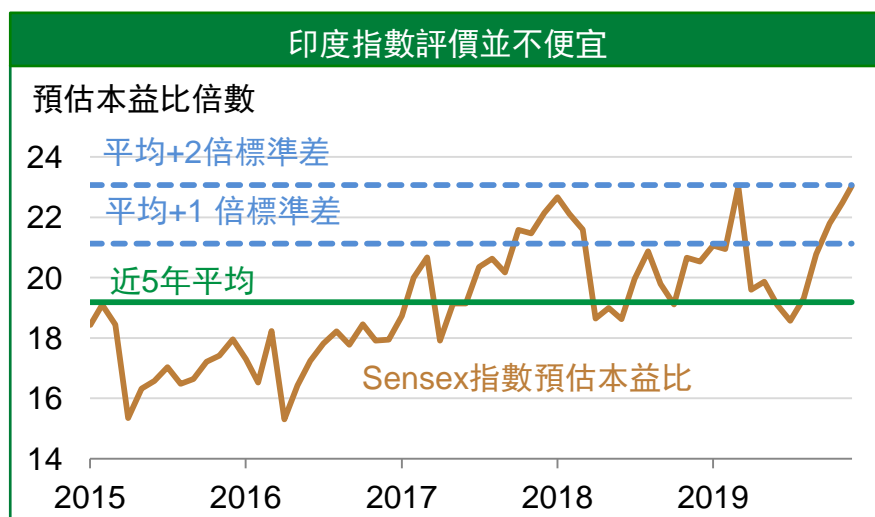
資料來源: Bloomberg。

印度 減稅政策激勵股價表現，但評價面偏貴增添修正壓力

- ▶ 印度政府推出財政利多刺激經濟，其中以調降企業稅對股市影響最直接。10月後國內企業稅率由30%降至22%，今年10月後成立的新創公司，稅率由25%降至15%。政府整體減稅幅度高達8-10%，對企業盈餘有直接提振效果，為近期印度股市創新高主因。
- ▶ 受減稅效果激勵，預期今年MSCI印度指數EPS年增率由6%增至16%，明年企業獲利也因此上升。目前印度股市本益比約23倍，高於近5年平均19倍，接近2倍標準差。在評價偏貴下，股市修正壓力漸增，建議逢高可減持股市部位。



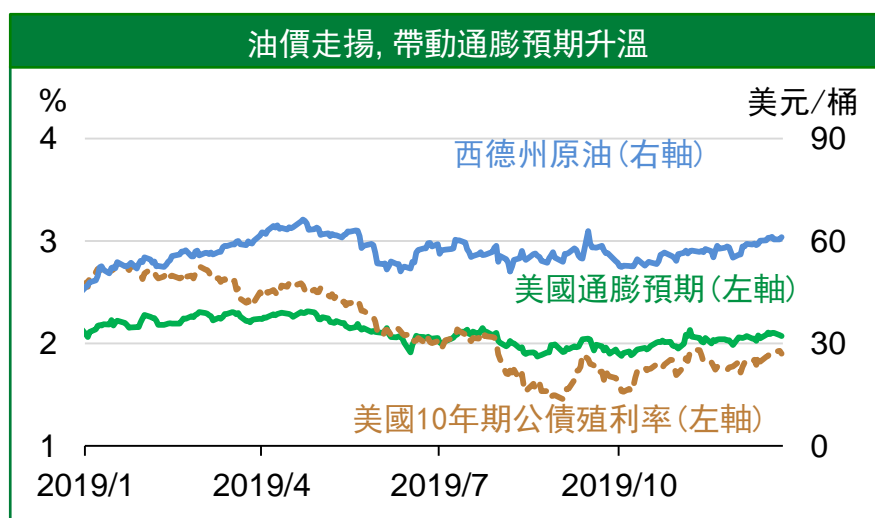
註：虛線為企業減稅8-10%，對2019、2020年企業獲利產生直接提振效果。
資料來源：Bloomberg。



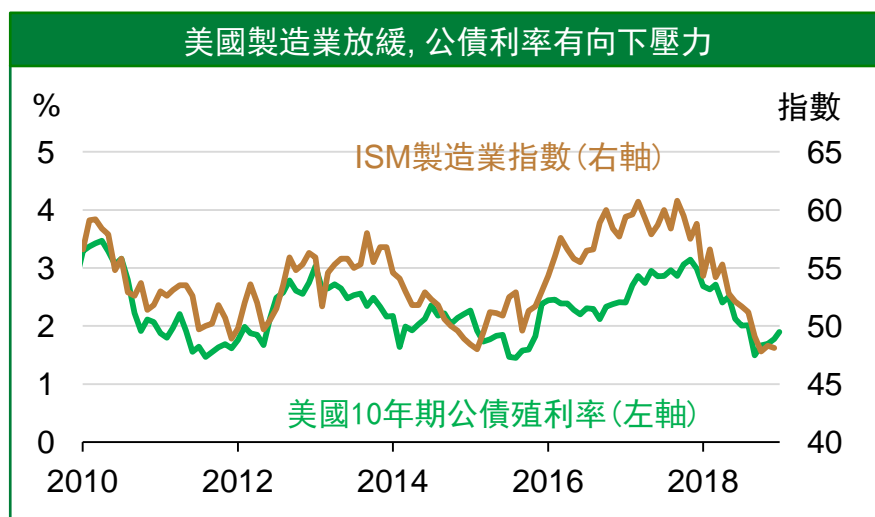
資料來源：Bloomberg。

公債 製造業放緩，公債利率存向下壓力

- 寬鬆環境下，美國10年期公債殖利率於1.9%高盤，主因有二，1)川普不斷表示，第一階段協議已近尾聲，2)西德州原油突破每桶60美元，帶動通膨預期升溫。
- 研判美國通膨升溫為暫時性現象，因為油價後續仍有修正壓力，如美國原油快速增產及超額供給過剩問題。另外，從過去經驗來看，美國景氣放緩，ISM製造業指數持續下探，對美國10年期公債殖利率存向下壓力。



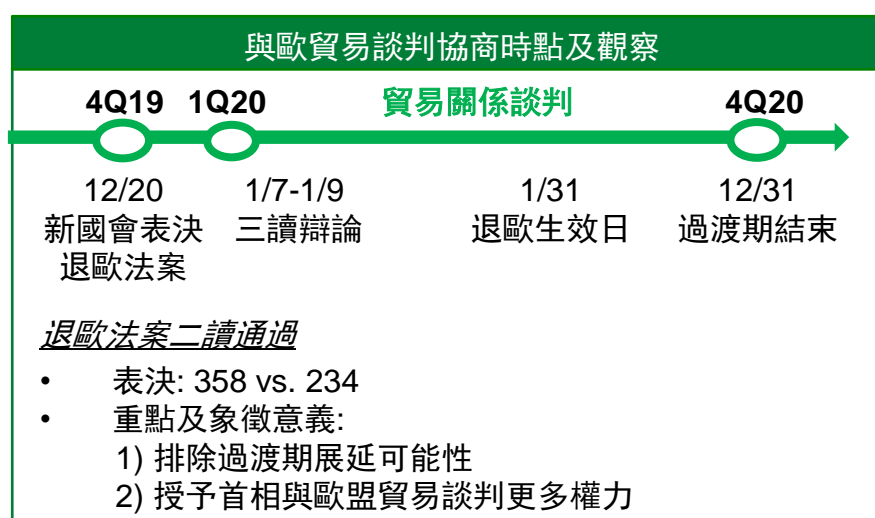
註：美國通膨預期為未來5年之5年期預期通膨率(5y5y)。
資料來源：Bloomberg。



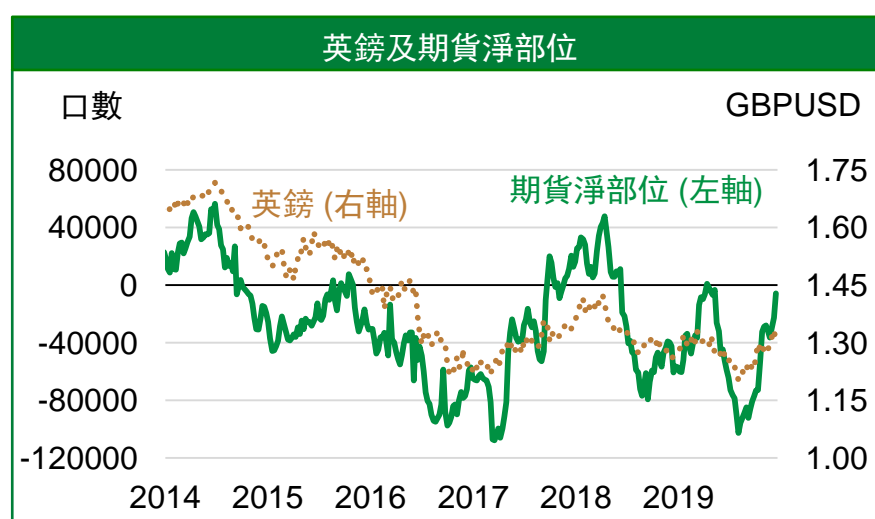
資料來源：Bloomberg。

英鎊 過渡期討論使英鎊漲多回落，期貨部位顯見匯率下方有撐

- 上週英國會二讀通過退歐法案，排除過渡期展延可能性，同時授予首相Johnson於英歐貿易關係談判更多權力。市場擔憂其強硬立場恐不利明年談判進行，協議僵局恐增加無協議退歐機率，促英鎊自高位回跌。
- 預計英國明年一月將落實退歐動作，與歐貿易關係談判主導明年英鎊走勢。隨過渡期條例發展確立，**短線匯率調整料趨尾聲，投資人回補空單提供匯價下方支撐，隨明年貿易談判開始，初期正向發展將助英鎊偏多呈現。**



資料來源: Bloomberg, 英國國會。



註: 期貨淨部位為負表示淨空單; 正表淨多單; 2014年以來兩者相關性為0.7。
資料來源: Bloomberg。

DECEMBER 2019

30	31	1	2	3
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
	美國消費信心 日本/泰國休市 巴西/俄國休市 中國製造業PMI	美/英/德休市 法/台/日休市 泰/韓/俄休市 港/中/印休市	日本休市 歐元區PMI 俄羅斯休市 中國財新PMI 美國製造業PMI	日本休市 歐元區CPI 美國ISM製造業

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