



王道市場洞悉 O-Insight

Mar. 2018

王道市場洞悉 O-Insight

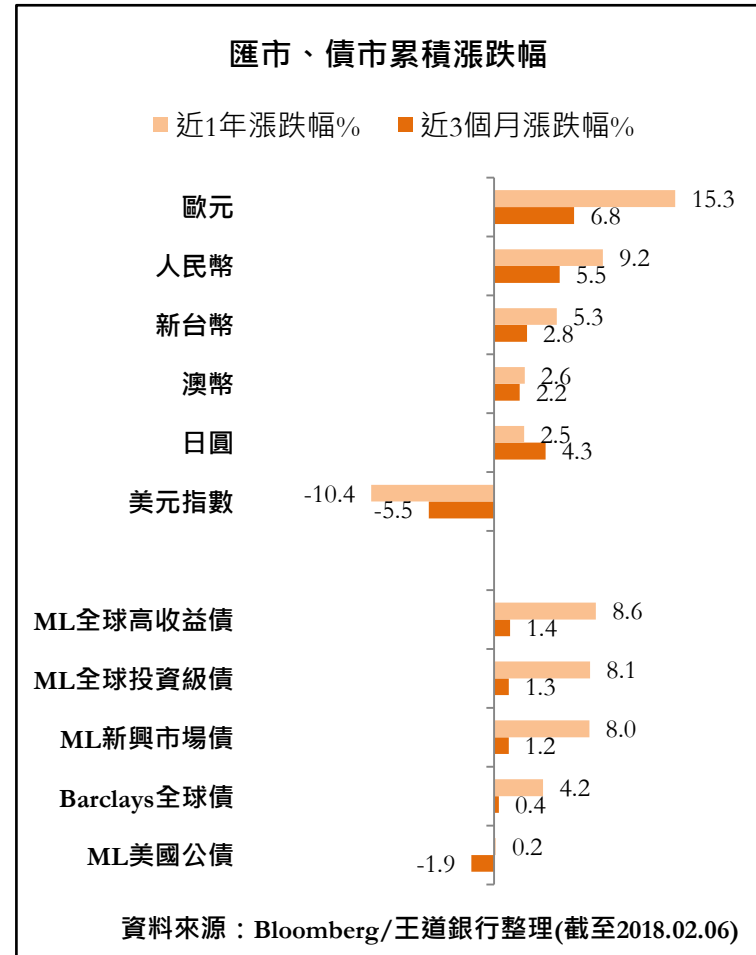
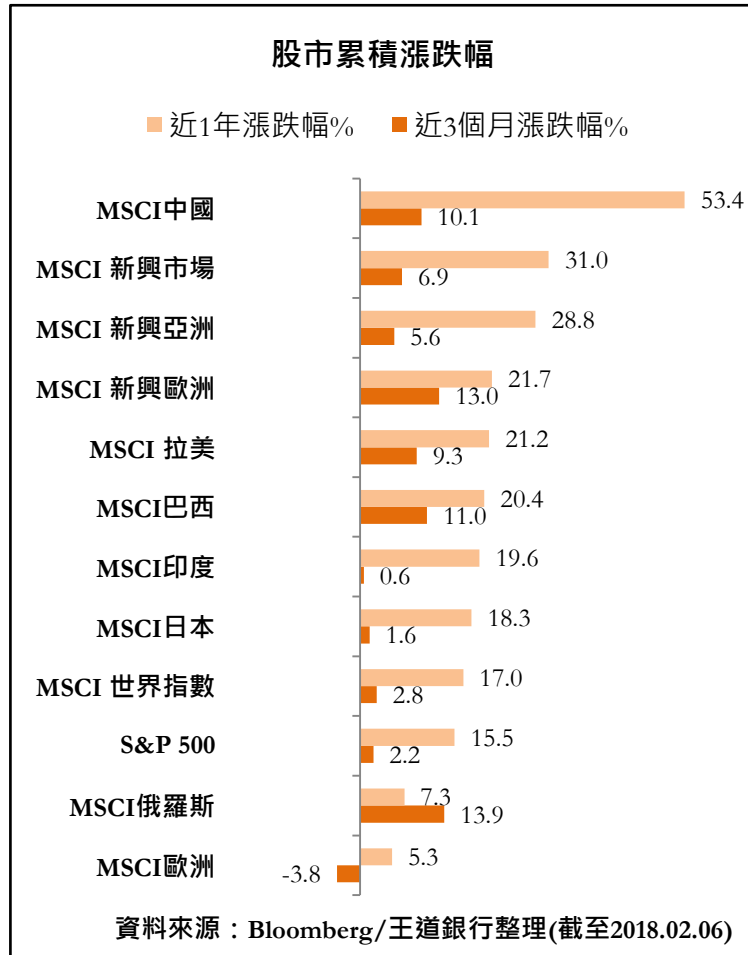
總經情勢及全球市場解讀

固定收益解讀

投資市場評等

全球金融市場表現

1. 美股漲多拉回：美股1月創下近20年最佳漲幅，但隨後出現重大修正。
2. 美債殖利率攀升：在央行緊縮和通膨升溫預期影響下，殖利率一度逼近3%。



1Q18 大事紀

	1月	2月	3月
美國	1/31 FOMC利率會議	2/03 Fed主席耶倫任滿 鮑威爾接任	3/21 FOMC利率會議
	4Q17美股財報季		
歐洲	1/25 ECB利率會議		3/04義大利國會選舉
			3/08 ECB利率會議
			3月底前英國完成就脫 歐後過渡期的安排與歐 盟擬定協議大綱
日本	1/23 BoJ利率會議		3/09 BoJ利率會議
新興市場			3/18 俄羅斯總統大選
			3月初中國兩會

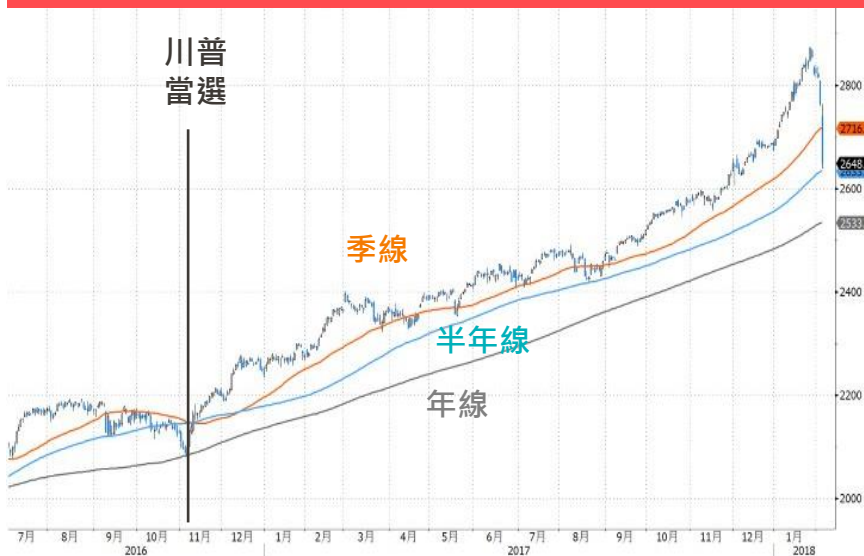
2018年投資機會與風險

		2018年投資建議	近期變化及分析
資產配置		股市積極配置，債市拉回可佈局	<ol style="list-style-type: none"> 1. 全球股市拉回修正，後市仍可期 2. 美債看法轉保守，伺機佈局新興債
股票	已開發市場	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美國優於歐洲 2. 歐洲小型股優於大型股 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美股財報表現亮眼。雖短線出現較大拉回修正，但仍看好美股表現 2. 考量匯率因素，仍以歐小型股為主
	新興市場	新興亞洲 > 新歐 > 拉美	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新亞仍持續看好 2. 新歐看好俄羅斯成長力道，拉回之後等待佈局時機 3. 拉美巴西漲幅領先，退休金改革等政治問題將提高不確定性
債券		<ol style="list-style-type: none"> 1. 新興債 > 高收債 > 美債 2. 新興美元主權債 > 企業債 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美國通膨預期升溫、歐日央行政策轉向，拉升美債殖利率 2. 新興主權債利差仍有收斂空間
潛在風險		<ol style="list-style-type: none"> 1. 通膨預期升溫引發貨幣政策加速緊縮疑慮 2. 川普政策引發貿易戰風險 3. 中東地緣政治風險引發油價上揚 4. 北韓核子危機 	

美國—重大修正出現，評等下調至「中性」

1. S&P500在2/2(五)、2/5(一)兩天發生重大修正，跌幅超過6%，主因是隨最新就業市場數據公布，薪資成長率遠超預期，讓市場認為通膨可能因此快速走高，進而加快升息速度，再加上今年初美股漲勢強勁，因而引發市場爭相賣股，結果出現大規模賣壓。
2. 目前S&P500已經跌破季線(2716點)、半年線(2634點)均線，雖下方仍有年線(2534點)和0.382x回檔修正價位(2570點)支撐，但預計至少要修正整理1-3個月時間，故將美股投資評等由「中性偏多」下調至「中性」。

S&P500指數和移動平均線



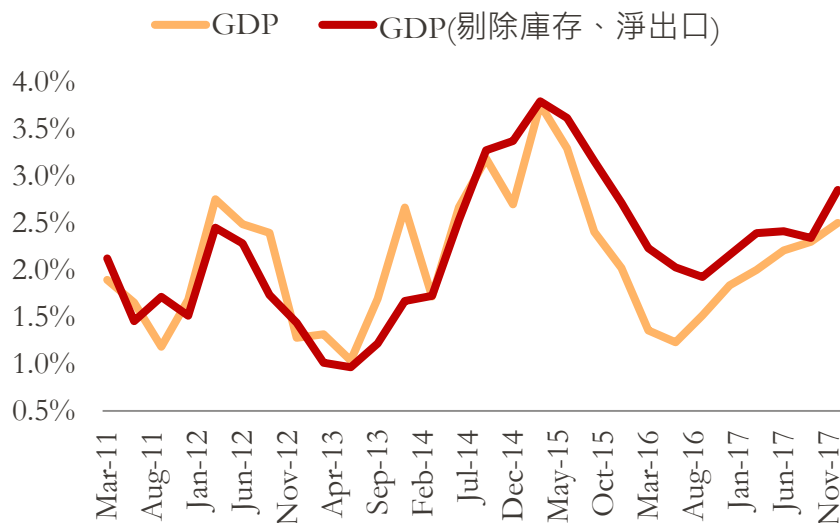
S&P500指數和費波南西數列



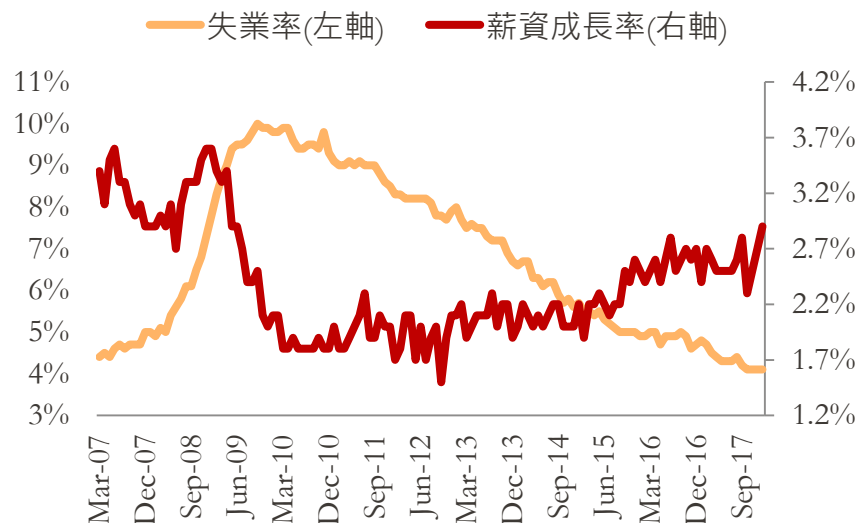
美國—稅改逐漸發酵，經濟持續加溫

1. 美國總統川普在國情咨文演說中呼籲兩黨合作，期能順利通過至少1.5兆美元基建案，而對外貿易將尋求公平互惠原則，避免不公平的貿易協議。
2. 美國4Q17GDP季增年率為2.6%，略低於預期的3.0%，但從年增率來看，仍有2.5%成長力道，保持上升趨勢，且剔除庫存和貿易後成長將近2.9%，逼近。**展望未來，在稅改漸發酵下，IMF上修今年2年GDP至2.7%和2.5%**。
3. 1月失業率維持4.1%，但**薪資成長率攀升至2.9%，創2009年6月來最強**，也強化了市場對於「**就業市場逼近充分就業，最終將推升通膨**」的預期。

美國GDP成長率走勢圖



美國失業率和薪資成長率



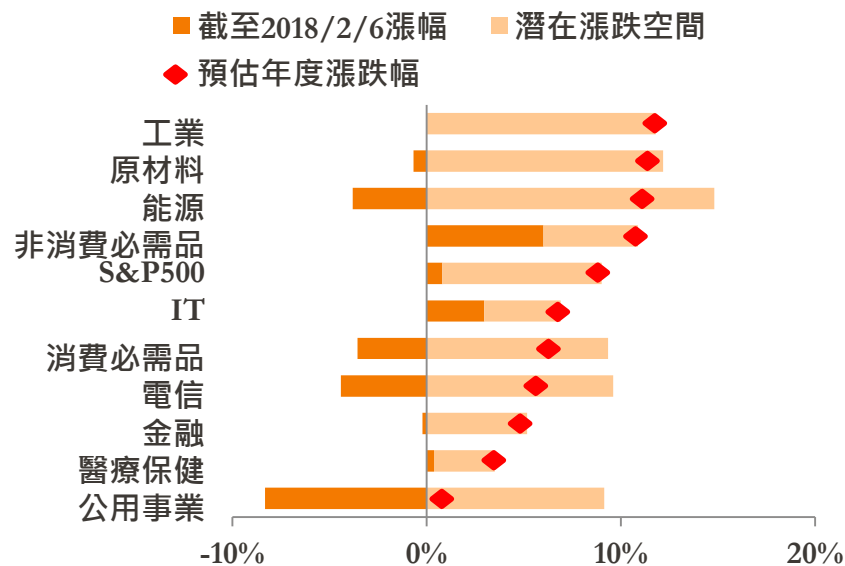
美國—財報佳，循環性類股有較大表現機會

1. 美股4Q17財報亮眼，已公布財報企業中，**78%營收優於預期、81%EPS優於預期**。在稅改持續發酵、經濟加溫下，**預料2018年S&P500盈餘成長還將加快，但公債殖利率走高也將壓抑本益比評價，維持2,860點目標價不變**。
2. 需留意的是，今年1月S&P500漲幅驚人，創下近20年來1月表現最佳紀錄，但在2/2(五)出現大幅度拉回修正。而展望全年，能源、原材料、工業、非消費品和金融等循環性類股較有表現空間，可伺機進場布局。

4Q17，S&P500各產業財報表現彙整表

	成長率		優/劣於預期幅度	
	營收	EPS	營收	EPS
能源	-0.74%	-12.30%	16.50%	85.81%
原材料	2.73%	12.81%	13.61%	44.55%
科技	1.71%	5.41%	13.31%	23.71%
消費者服務	1.11%	13.42%	11.33%	14.87%
S&P500	1.06%	3.98%	8.75%	14.50%
通訊	1.66%	9.15%	1.95%	9.81%
消費品	1.16%	4.76%	-0.36%	8.64%
工業	1.38%	4.79%	9.27%	8.19%
金融	0.49%	4.26%	4.52%	7.79%
公共事業	-1.09%	1.24%	4.23%	6.47%
醫療保健	1.54%	-2.14%	7.05%	4.98%

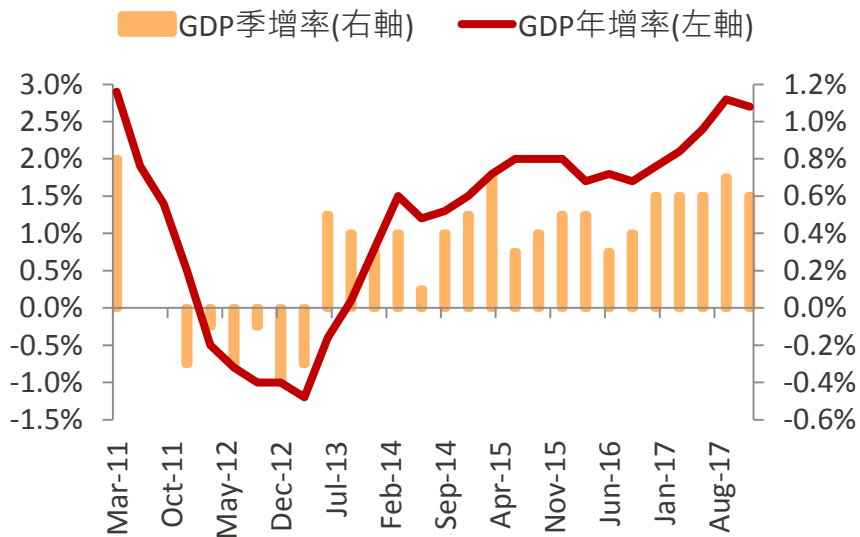
2018年，S&P500今年表現和剩餘上漲空間



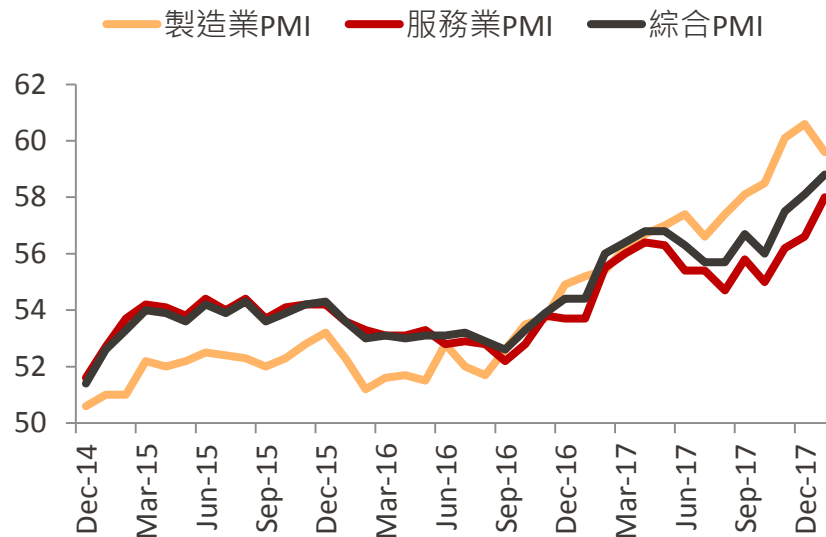
歐洲—2017 GDP創10年新高 綜合PMI持續升溫

1. 歐元區第四季GDP初值年增率由2.8%微幅下滑至2.7%，季增率則由0.7%下滑至0.6%，持續維持經濟擴張的態勢，而2017年全年GDP成長2.5%，則創2007年以來新高，連續兩年表現皆優於美國。
2. 1月份製造業PMI雖然從歷史新高的60.6下滑到59.6，但在內需強勁帶動下，歐元區服務業由56.6升至58.0，創2007年8月以來新高。綜合PMI則在服務業帶動下，由58.1升至58.0，創2006年6月以來新高。

歐元區GDP



歐元區PMI



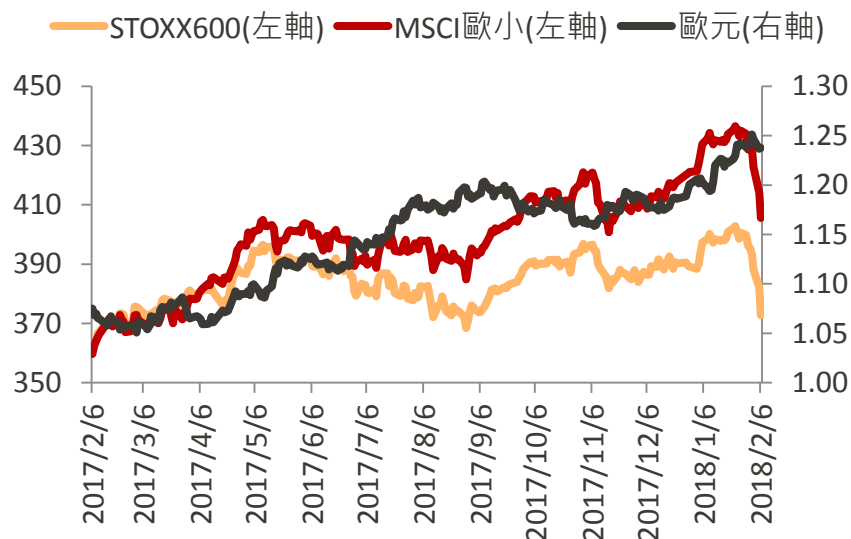
歐洲—ECB關注通膨變化 歐股受歐元走強承壓

1. ECB 1月份利率決議維持三大利率及QE購債規模縮減計畫不變，但ECB總裁德拉吉表示近期歐元走升主要為反應經濟成長超乎預期以及市場對會議紀錄的解讀。**歐元的波動造成不確定性，對未來通膨的影響有待評估。**
2. 儘管歐洲經濟表現強勁，但受到今年以來歐元大幅升值影響、加上近期美股的修正，導致歐股表現相對於全球多數股市較為落後，預料短期進一步下跌空間有限，投資人可觀察底部是否出現再逐步進場。**投資仍以內需導向的小型股為主**，一來可以受惠於歐洲經濟的復甦，二來可以避免歐元匯率風險。

歐元區HICP與歐元走勢圖



歐元與STOXX 600、MSCI歐洲小型股走勢圖



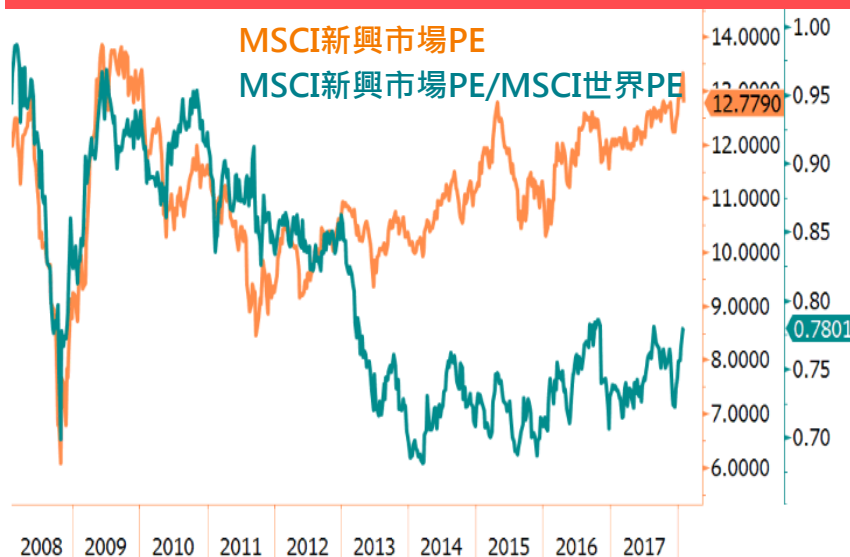
新興市場—貨幣走強，股市同步上漲

1. 年初以來美元走弱,新興市場貨幣指數上漲,資金持續流入新興市場，即使短線全球股市拉回修正，新興股市仍將受惠資金行情持續走高，觀察年初以來MSCI新興市場指數隨新興市場貨幣指數一路走高，兩者相關性高，因此弱勢美元格局仍有利新興股市持續上漲。
2. 新興市場在經過2017年大幅上漲之後，PE拉高至12.78倍，已是2010年以來新高，不過若觀察MSCI新興市場PE與MSCI世界之比值，目前僅0.78，較2006-2010年的高點仍有空間。

MSCI新興市場指數&新興市場貨幣指數



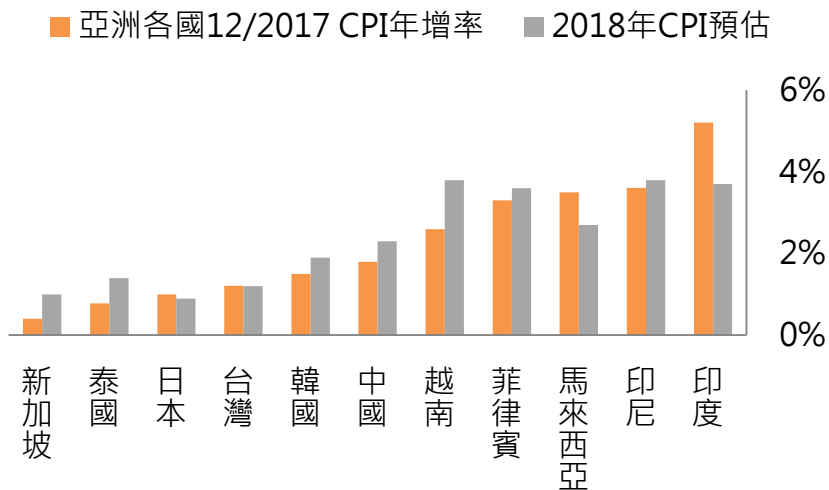
新興市場PE仍有上升空間



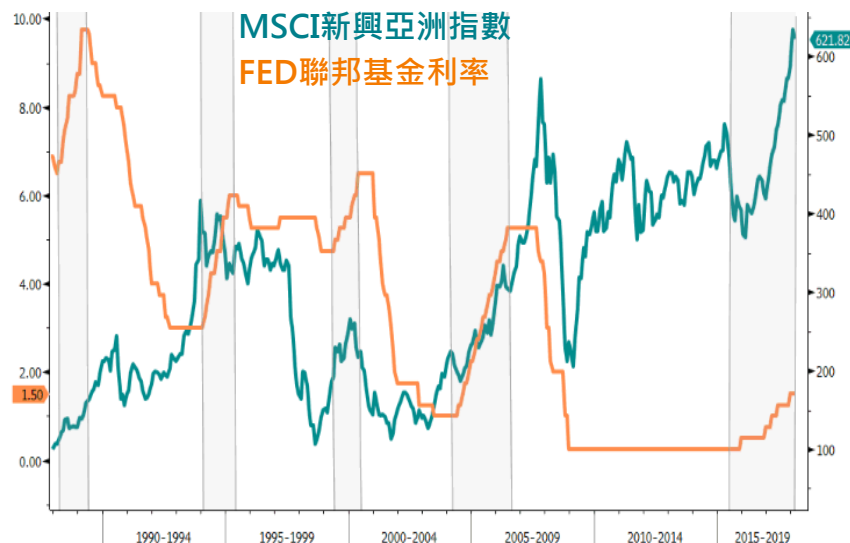
新興亞洲—經濟成長，通膨壓力不大

1. 亞洲國家跟進FED升息壓力浮現，包括韓國、馬來西亞已分別於11/2017、01/2018展開升息，不過以目前亞洲各國CPI年增率觀察，除印度略高外，其餘各國都在合理範圍，無明顯通膨壓力。預計上半年升息的壓力不大。
2. 過去亞洲國家利率多跟隨美國動向，不過觀察近30年FED升息循環期間，新興亞洲指數多仍維持漲勢，反而是降息循環啟動時，通常代表經濟走弱，新興亞洲股市才有較大下跌壓力，預估FED今年仍將升息3次，**新興亞洲經濟成長加速，企業獲利上揚，仍維持中性偏多看法。**

亞洲國家通膨壓力不大



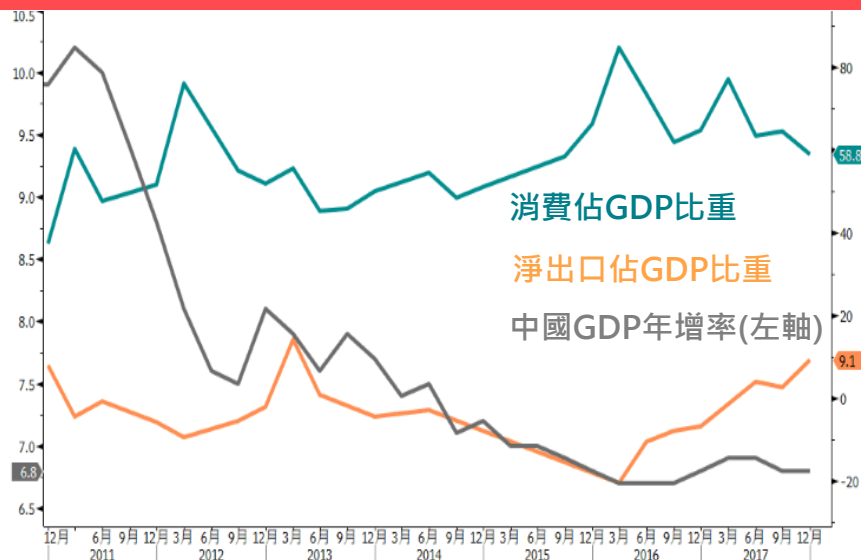
升息期間新興亞洲走勢不弱



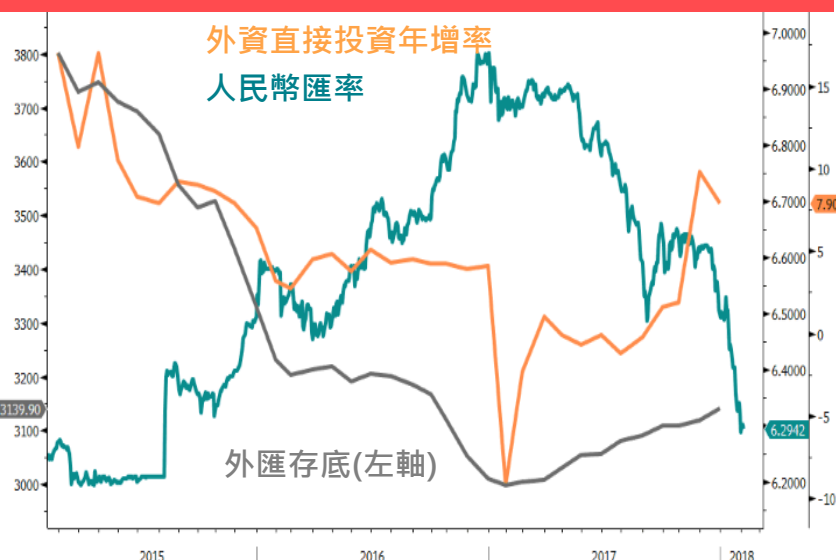
中國—基本面穩中向好

1. 中國4Q17GDP成長率6.8%，優於預期的6.7%，2017年全年GDP成長6.9%，高於預期的6.8%，為過去7年以來首次加速。經濟成長主要動能由過去的投資轉為消費帶動，淨出口的回升也對GDP成長產生貢獻。
2. 中國外匯存自1Q17見底回升，在人行穩中偏緊的貨幣政策下，人民幣自2017年初轉貶為升，人民幣貶值預期消除，外資直接投資的意願也隨之改善，外資直接投資年增率在2017年中降至低點，2017年全年回到7.9%，為三年來最高。
3. 經濟成長加速，投資意願改善，中國基本面穩中向好。

2017年出口成長帶動GDP



外資直接投資年增率觸底回升



中國—行情加溫，後市仍可期

1. 中國證監會預計1Q18展開H股全流通試點，預計將吸引大量資金流入香港H股，H股成分股中以金融股為大宗，中國人行1月25日正式啟動定向降準對金融股有利，兩大利多刺激之下H股一月份上漲15.8%，在中國各指數中表現最佳。
2. 上證指數開年12連漲，指數一度突破近兩年新高，均線亦轉為多頭排列，短期受到全球股市拉回影響，預估指數在3300-3500間整理，但由於獲利穩健成長，**本益比僅約13倍，仍有上漲空間，年底目標價3822點。維持中國股市中性偏多評等，看好MSCI中國，目標價107.66點。**

各指數權值前三大類股

類股權值排行		第一大	第二大	第三大
上證指數-A股	類股	金融	工業	原材料
	比重	31%	17%	10%
香港國企-H股	類股	金融	能源	工業
	比重	73%	11%	5%
MSCI中國指數	類股	科技	金融	非核心消費
	比重	41%	22%	9%

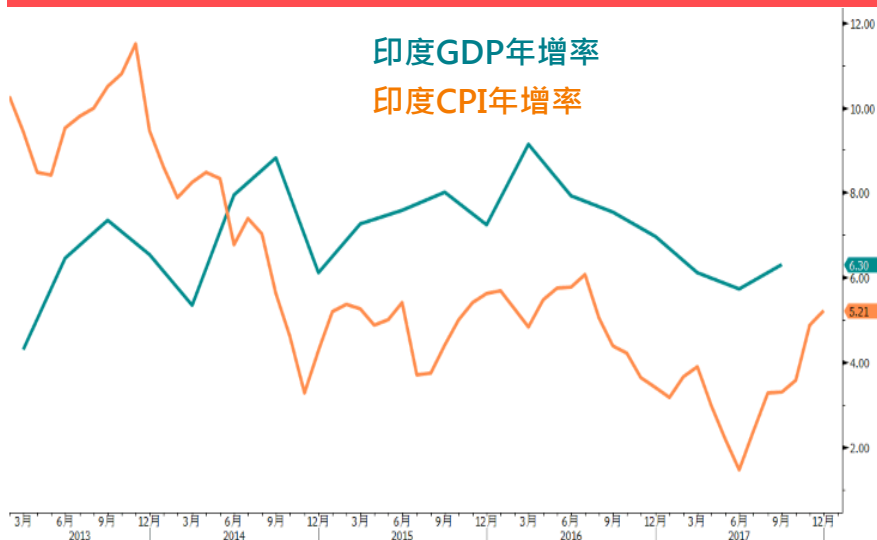
上證、MSCI中國指數走勢



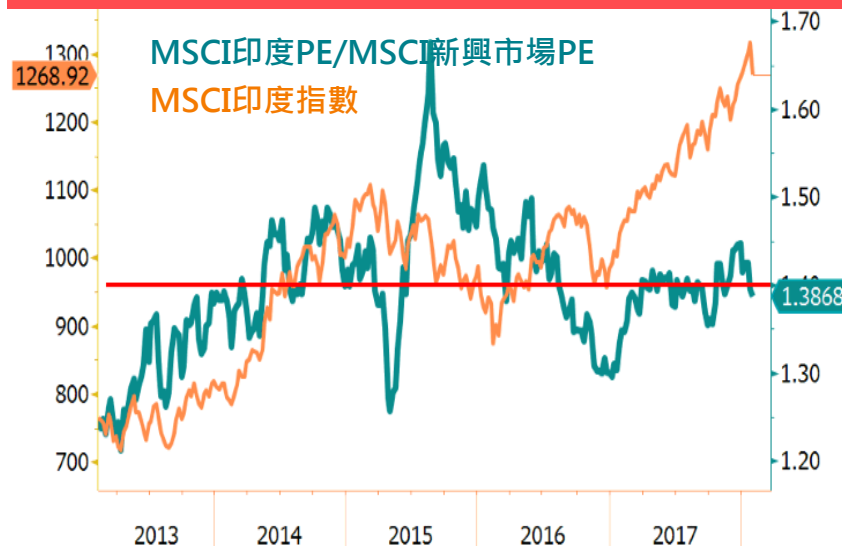
印度—財報表現佳，估值略高

1. 印度財政部經濟調查報告，2018財政年度經濟成長率6.75%，2019財政年度受惠出口成長，經濟成長率預估在7-7.5%間，高油價將是影響通膨的主要風險，預估通膨3.7%。2018年印度企業獲利成長強勁，各季維持雙位數年增率。
2. MSCI印度指數PE來到17.3倍，相較MSCI新興市場指數的PE比值為1.38，顯示印度估值略為偏貴，不過近期指數拉回該比值已回到5年平均1.39倍以下。政府開徵長期資本利得稅對股市產生負面衝擊，**不過積極的財政政策與強勁的企業獲利將是股市有力的支撐，維持中性偏多評等。**

GDP 3Q17反彈，高油價推升通膨



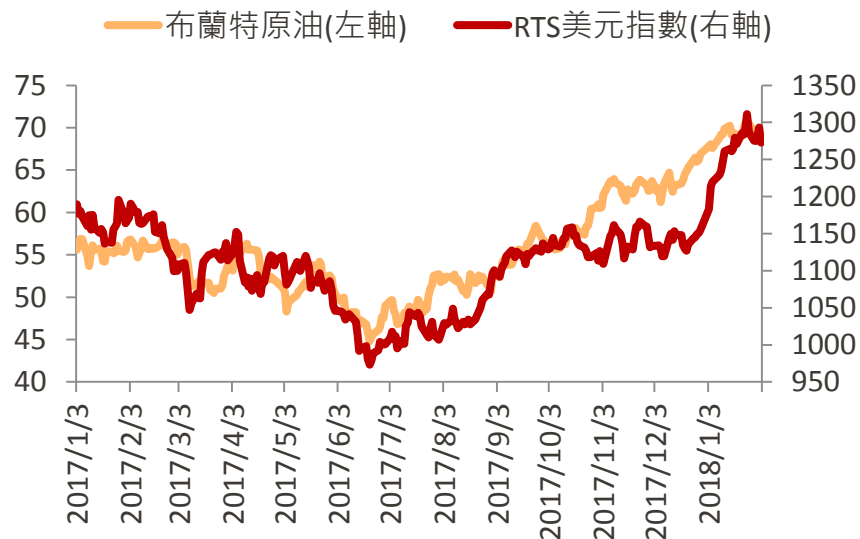
MSCI印度PE與MSCI新興市場比例



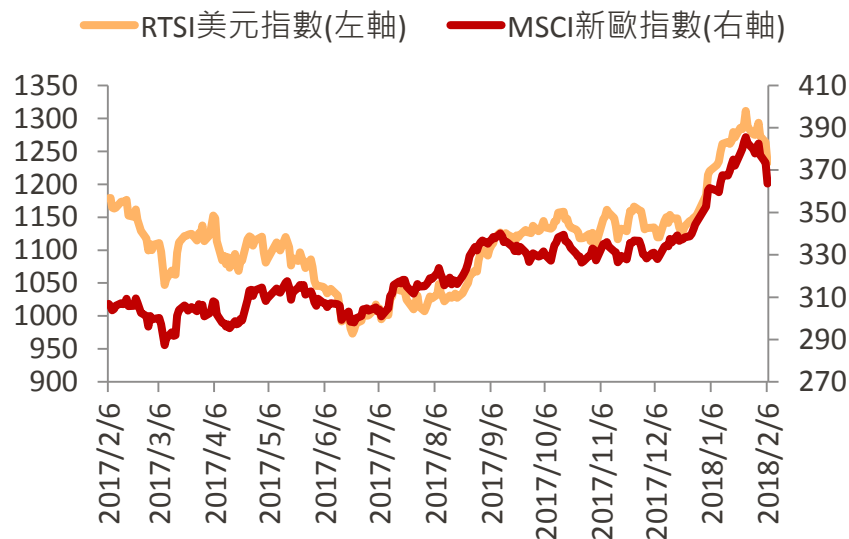
新歐—預料打底後股市緩步走升

1. 今年以來受惠於油價大漲，以及中俄油氣合作緩解美歐經濟制裁壓力等因素，RTS美元指數1月份大漲超過10%，由於MSCI新歐指數中，俄羅斯權重占比50.22%，因此RTS上漲也連帶帶動新歐指數表現亮眼。
2. 雖然近期因為美股震盪及俄羅斯RTS指數乖離率過大拉回，已碰觸到50日均線，有機會在目前價位附近做出底部，但隨著進入用油淡季，庫存短期可能由減轉增，油價短期可能因此漲勢受阻，因此**預估新歐指數打底後可能因缺乏油價大漲的因子下，預料股市將緩步上升。**

布蘭特原油與俄羅斯RTS美元指數



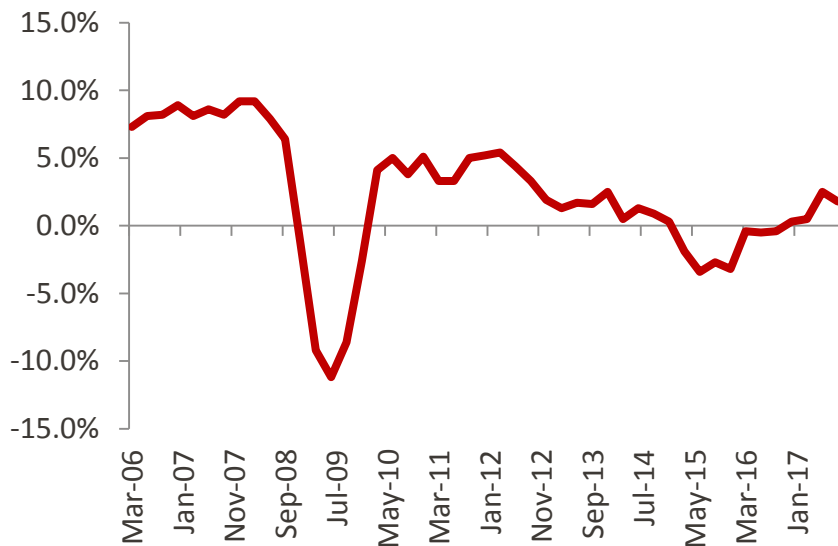
俄羅斯RTS美元指數、MSCI新歐指數



俄羅斯—通膨仍疲弱 Q1有降息一碼空間

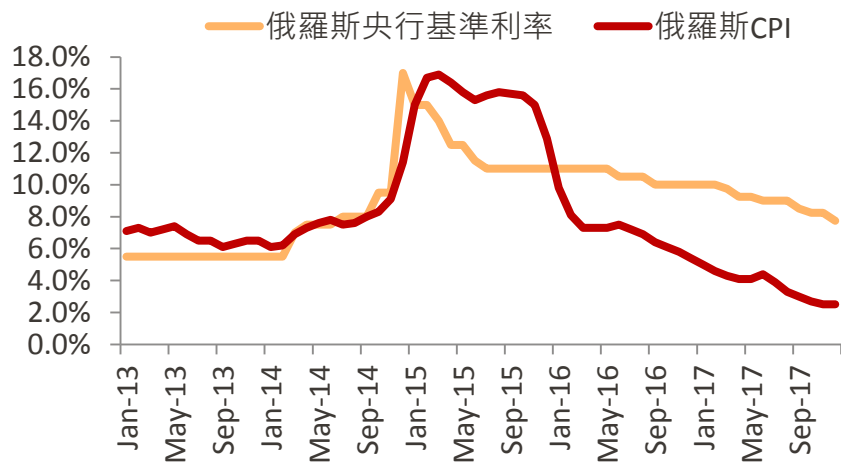
- 1/17俄羅斯央行行長納比烏琳娜於莫斯科蓋達爾論壇時表示俄經濟衰退期已於2017年底結束，目前處於轉折階段，主要任務是如何保持經濟繼續增長以及以怎樣的速度保持增長，預計**2018年俄經濟將增長1.5%至2%**。
- 另外，12月份CPI持續落於2.5%的歷史低點水位，距離俄羅斯央行通膨目標4%仍有一大段距離，預料下半年才有機會逐步回升，因此各機構預料仍有降息空間，**彭博綜合各家機構預測結果，預料第一季央行將有降息一碼空間**。

俄羅斯GDP年增率



俄羅斯央行基準利率與CPI

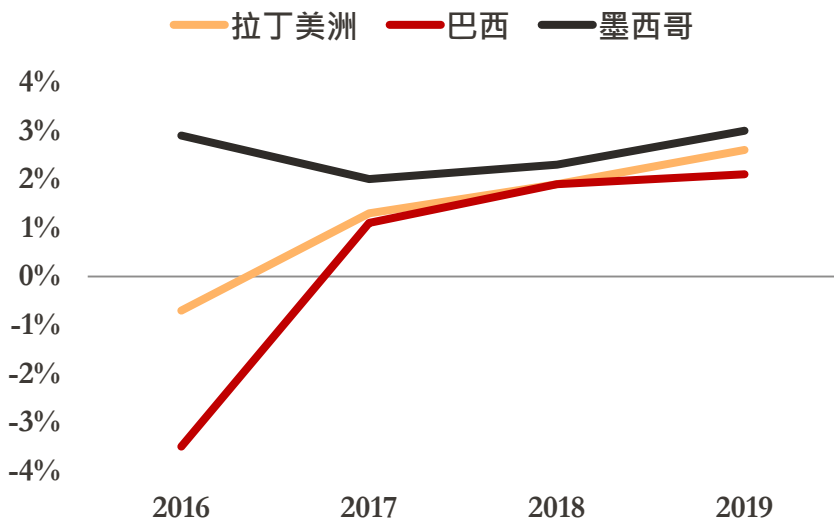
時間	目前	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18
利率預估	7.75%	7.50%	7.25%	7.00%	6.75%



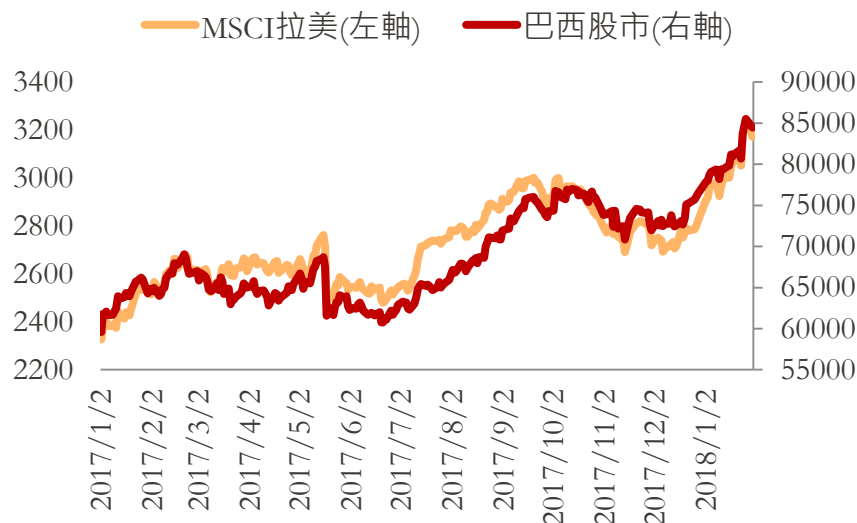
拉美—經濟展望正向，留意政治風險

1. 因巴西擺脫經濟衰退、大宗商品回升，IMF上修拉美今明2年GDP至1.9%和2.6%，**MSCI拉美盈餘成長也可望達到18%和15.5%**，持續看好拉美國市。
2. 巴西前總統魯拉貪汙案維持有罪判決且加重刑期，可能失去總統參選資格，政治風險降溫，接下來**焦點重回2月中旬開始的退休金改革案進度**。
3. 1月底結束的NAFTA第6回合談判仍無重大進展，2月底將舉行第7回合談判，進度勢必要再加快，一旦無法在3月底的最終談判(第8回合)取得共識，談判就可能宣告破裂，屆時墨西哥股匯市將再度受到干擾而震盪。

IMF對拉丁美洲GDP成長率預估



拉美股市走勢圖



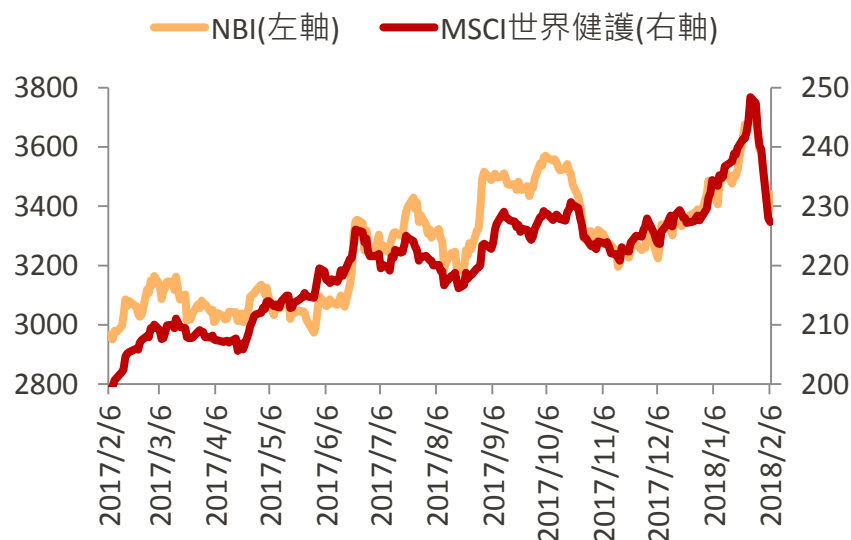
健護—打底後預估併購題材將持續推升股價

1. 一月以來**健護併購題材不斷**，國際知名律師事務所Baker McKenzie預估2018年全球醫療保健產業併購活動將達4,179億美元，成長幅度達50.76%，以北美地區占這些併購活動比例最高。**預料今年隨著併購題材消息持續釋出，將持續拉動健護指數及NBI指數升溫。**
2. 短線拉回後雖然已到上升趨勢軌道下緣，但因川普於(1/31)國情咨文演說時，再度強調削減藥價是他的政府「最優先考量的事情之一」，打擊藥價的消息短期恐繼續對指數產生影響，預料需打底一段時間才有機會繼續上攻。

全球醫療保健產業併購預估(單位：億美元)

	2017	2018	2019	2020
北美	1495	2502	2432	2182
歐洲	942	1048	1032	891
亞洲	307	551	570	516
拉丁美洲	12	37	45	43
中東非洲	16	41	57	44
總金額	<u>2772</u>	<u>4179</u>	<u>4136</u>	<u>3676</u>

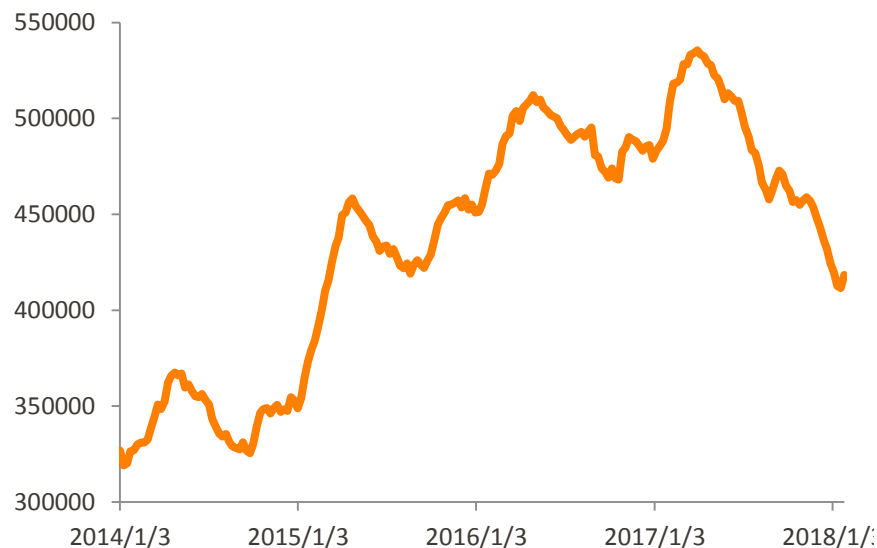
NBI與世界健護指數



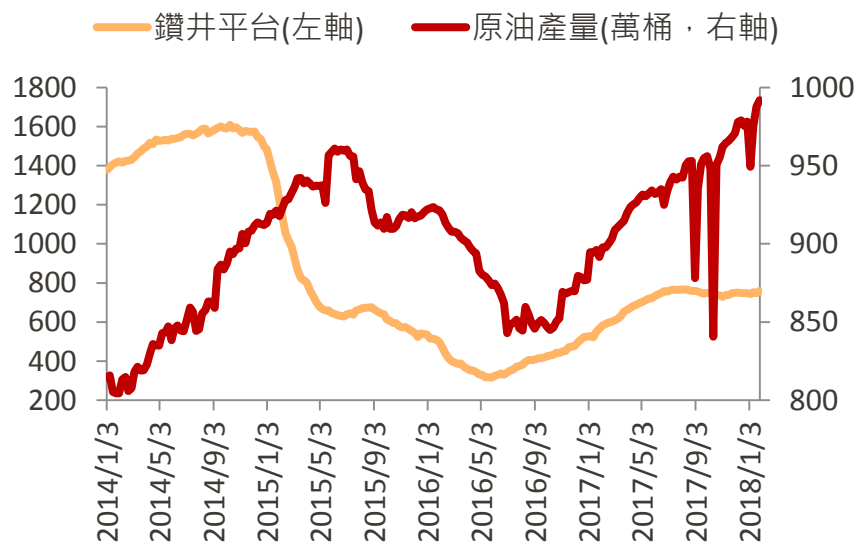
原油—OPEC減產延續 EIA原油庫存持續下滑

1. (1/21)OPEC 會議，原本市場預計近期油價高漲可能會讓減產計畫提早退場，但在北美頁岩油的擴張壓力下，令產油國與俄羅斯一同對外表示減產將持續進行下去，並合作到2019年的堅定立場，但沙特表示未來並不一定以減產方式合作，但尚未敲定未來的合作機制。
2. 根據EIA的資料，雖然原油庫存仍呈下滑趨勢，但鑽井平台與原油產量皆有攀升跡象，顯示頁岩油企已開始蠢蠢欲動。國際能源署(IEA)於1月月報也警告，**頁岩油增產恐抵銷OPEC減產效益，未來恐需留意美國頁岩油活動狀況。**

EIA原油庫存(單位：千桶)



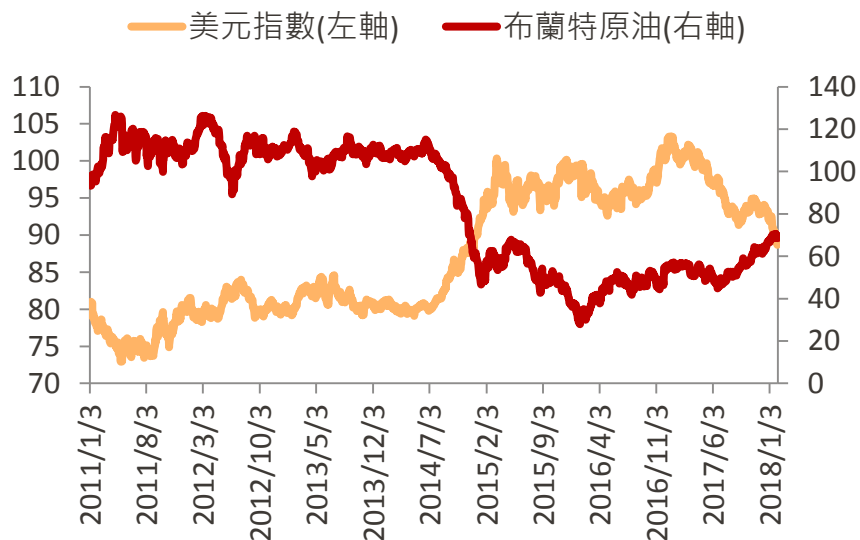
2014年來，美國鑽井平台數和原油產量



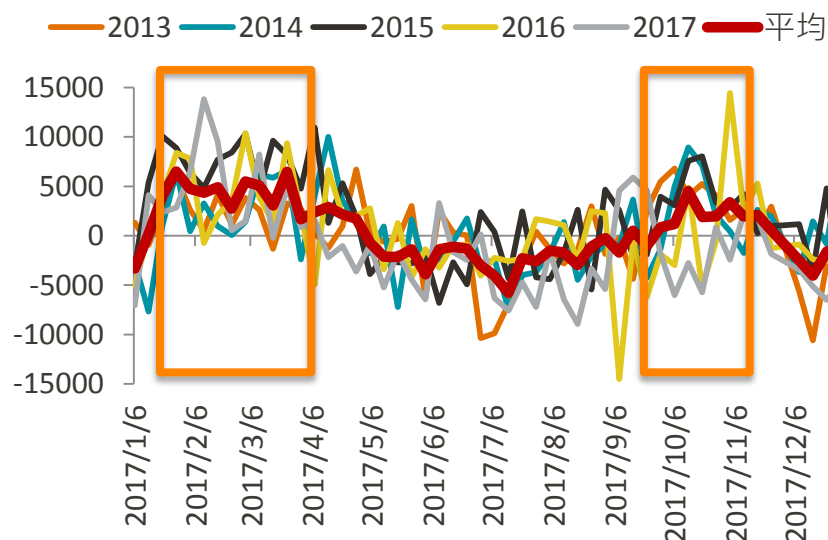
原油—關注美元反彈及用油淡季庫存狀況

1. 近期推升油價的另一個重點則是美元，在近期美元指數創下近3年新低後，助長布蘭特原油突破每桶70美元大關。短期美元可能跌深反彈壓抑油價表現，長期來看，在市場多數機構預估歐元年底前有機會進一步走強下，恐讓美元進一步走低，油價屆時也有機會再創新高，**預估布蘭特原油區間為62-75美元**。
2. 而另一方面，短期另一個須關注的焦點則是2-3月開始，北半球用油旺季的結束煉油廠歲修季的到來，以及寒冬的結束，可能造成用油需求放緩，讓油價出現暫時性回落的現象，**需持續關注庫存變化的趨勢**。

美元指數與布蘭特原油走勢圖



近五年EIA原油庫存變動趨勢(單位：千桶)



王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

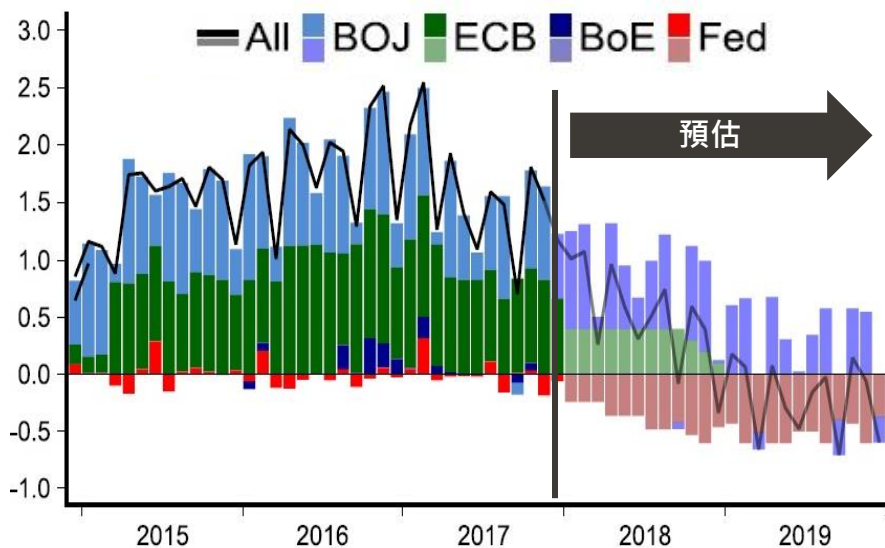
固定收益解讀

投資市場評等

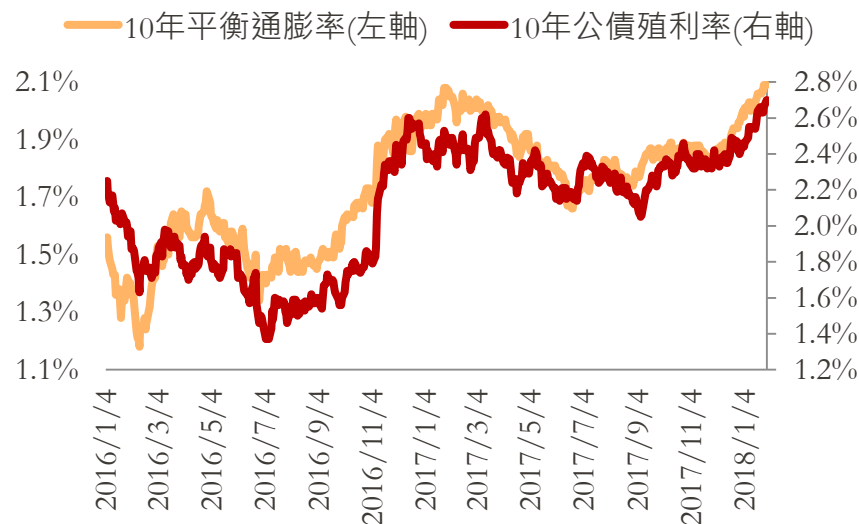
美債—央行轉向、通膨預期上升，殖利率走高

1. 耶倫正式卸任、鮑威爾上任。1月FOMC聲明維持經濟增長支持升息基調，並**刪除通膨近期將低於2%措辭**，**暗示通膨將上升，預計3月將再升息1碼**。
2. BoJ宣布縮減購債、12月ECB會議記錄暗示調整前瞻指引，讓市場認為主要央行轉趨緊縮，且**美國通膨預期攀高**，均刺激美公債殖利率大漲。若此兩變數趨勢不變，殖利率可能持續走高，區間落在2.6-3.0%，評等調降至中性偏空。
3. **2/8美國短期支出法案將到期，兩黨需再協商以防政府再度關門**，而美國財長已指示希望能在2/28前上調債務上限，否則政府違約風險將加大。

4大央行資產負債表變化(每月年化，兆美元)



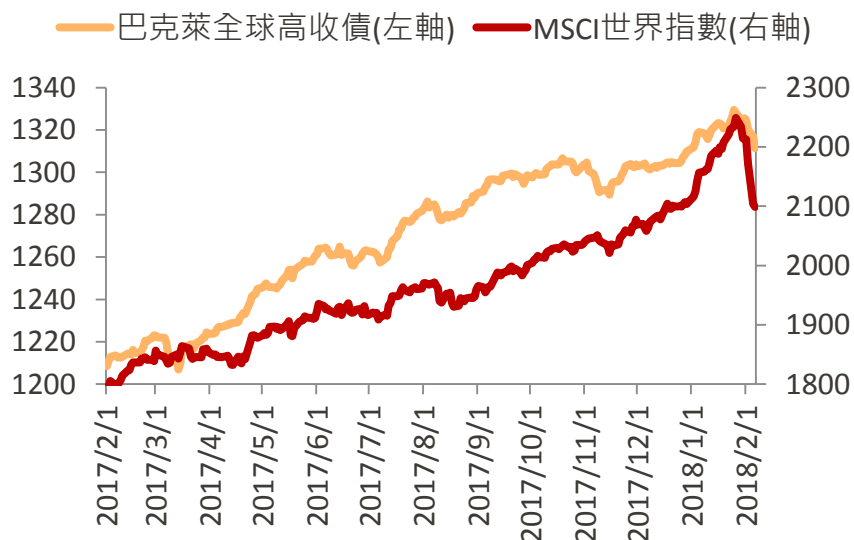
美國10年平衡通膨率和公債殖利率



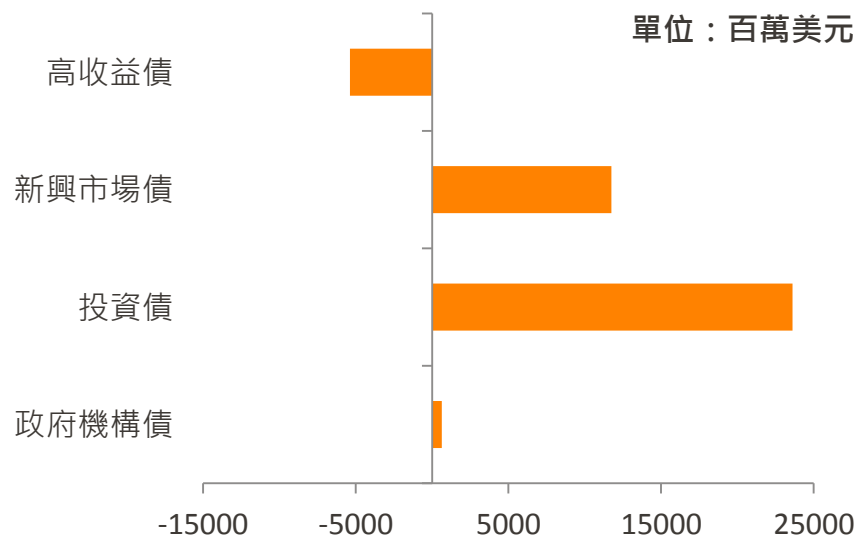
高收債—近期資金呈現淨流出，仍持中性看法

1. 今年以來受惠於全球股市上漲帶動下，連帶與股市相關性高(相關係數：0.9415)的高收債也一同受益，截至1月底，MSCI世界指數上漲了5.22%，巴克萊環球高收債指數則小漲了1.19%。
2. 但相對之下，在**各類型債券中，高收益債券仍是較不受寵的一環**，根據EPFR的資料，近一個月高收益債券型基金資金流向為-53.84億美元，是主要債券型基金中唯一呈現淨流出的商品，在利差在低檔的狀況下，目前價值面偏貴，因此仍以中性看待。

巴克萊全球高收債與MSCI世界指數



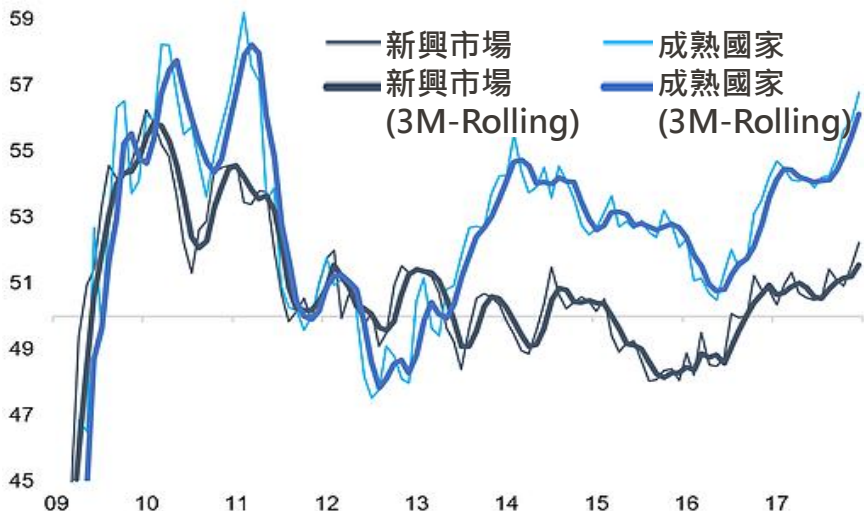
12/28-01/31，主要債權型基金資金流向



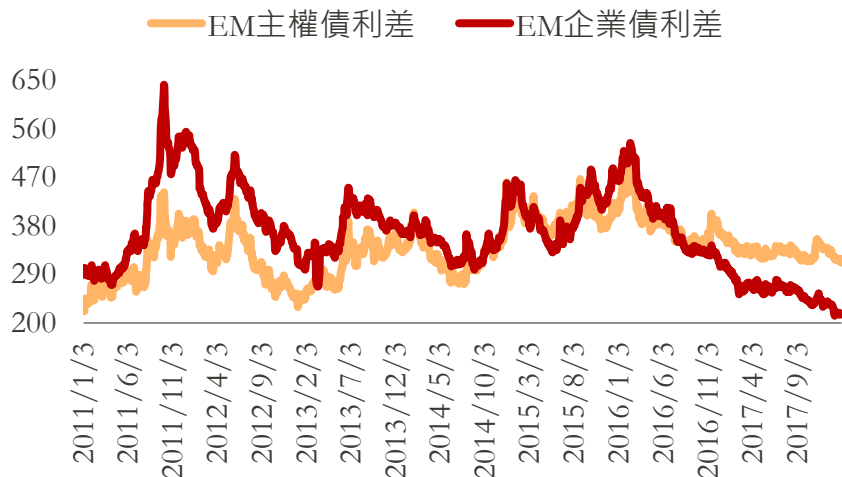
新興債—全球景氣廣泛復甦，有利新興債

1. Markit的數據顯示，成熟國家和新興市場製造業PMI都創下2011年中旬以來新高，**IMF也順勢上調今年全球GDP成長率至3.9%**，而隨全球經濟持續升溫，新興市場出口預料也將持續回升，有利新興市場債表現。
2. 美債殖利率近來快速走高，引發生市場升息加速的擔憂，但新興市場體質仍穩健、部分國家有降息題材，足以抵銷升息衝擊，對新興債影響有限。
3. 從利差來看，新興市場企業債利差已跌至2007年中旬以來的新低位置，在評價上偏貴，而主權債利差仍有300bps左右，預料未來還有下降空間，**故較偏好主權債，也建議應避開企業債比重較多的新興市場債標的。**

成熟國家和新興市場製造業PMI



新興市場主權債和企業債利差(單位：bp)



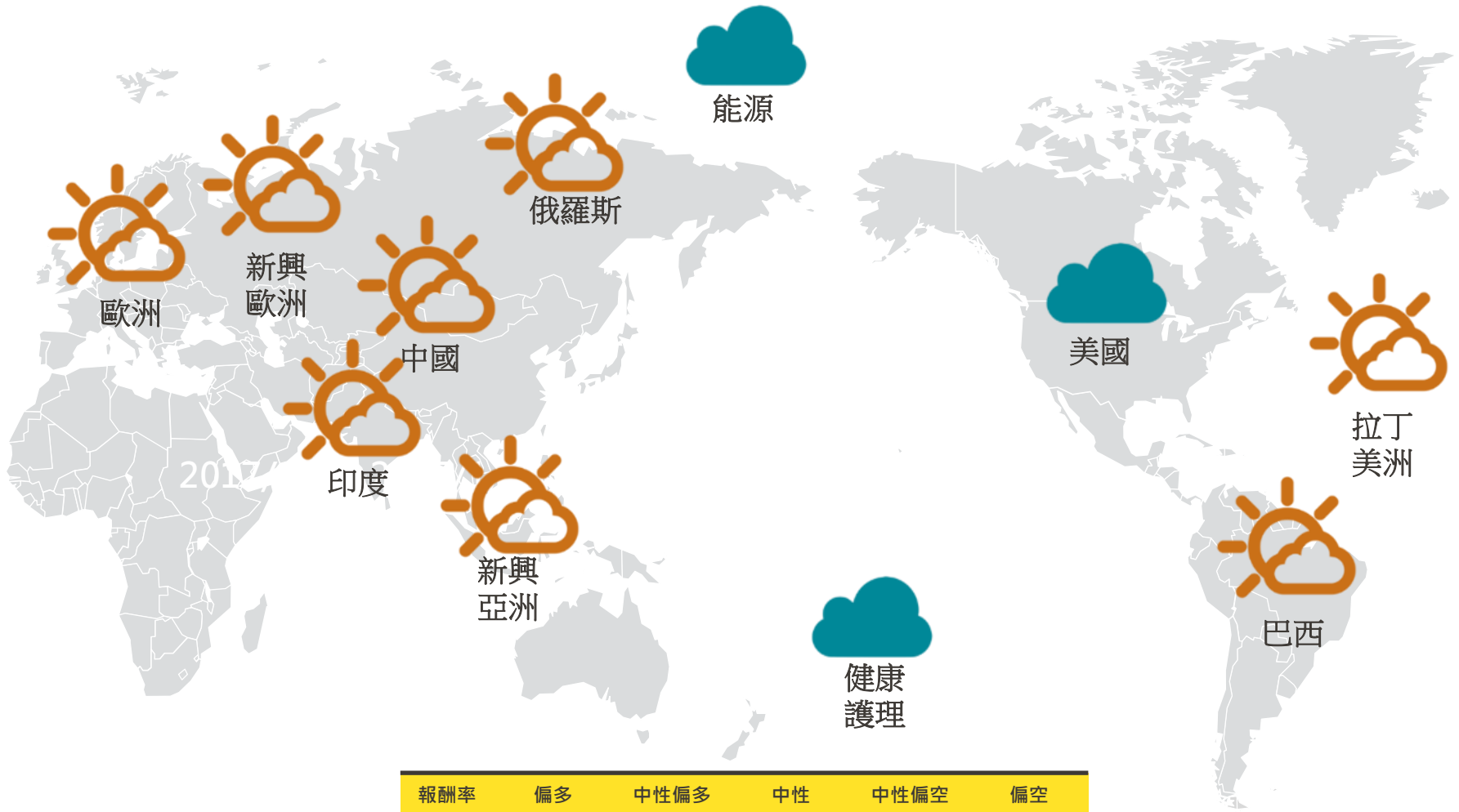
王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

固定收益解讀

投資市場評等

投資氣候示意圖



報酬率	偏多	中性偏多	中性	中性偏空	偏空
圖示					

2018年3月投資市場評等

市場		偏多	中性 偏多	中性	中性 偏空	偏空
區域型	世界		◎			
	新興市場		◎			
	新興亞洲		◎			
	新興歐洲		◎			
	拉丁美洲		◎			
	平衡型		◎			
已開發	美國			◎		
	歐洲		◎			
新興市場	中國		◎			
	印度		◎			
	巴西		◎			
	俄羅斯		◎			
產業	能源			◎		
	健康護理			◎		

市場		偏多	中性 偏多	中性	中性 偏空	偏空
債券	全球債			◎		
	全球高收益債			◎		
	新興市場債		◎			
	美國債券				◎	
	投資等級債			◎		

- ◎ 本月評等調升：無
- ◎ 本月評等調降：美國、美國債券

◎ 中性評等：已開發市場+/-3%；新興市場+/-5%；債券市場+/-2%



ALL FOR YOU

www.o-bank.com

 O-BANK 王道銀行