

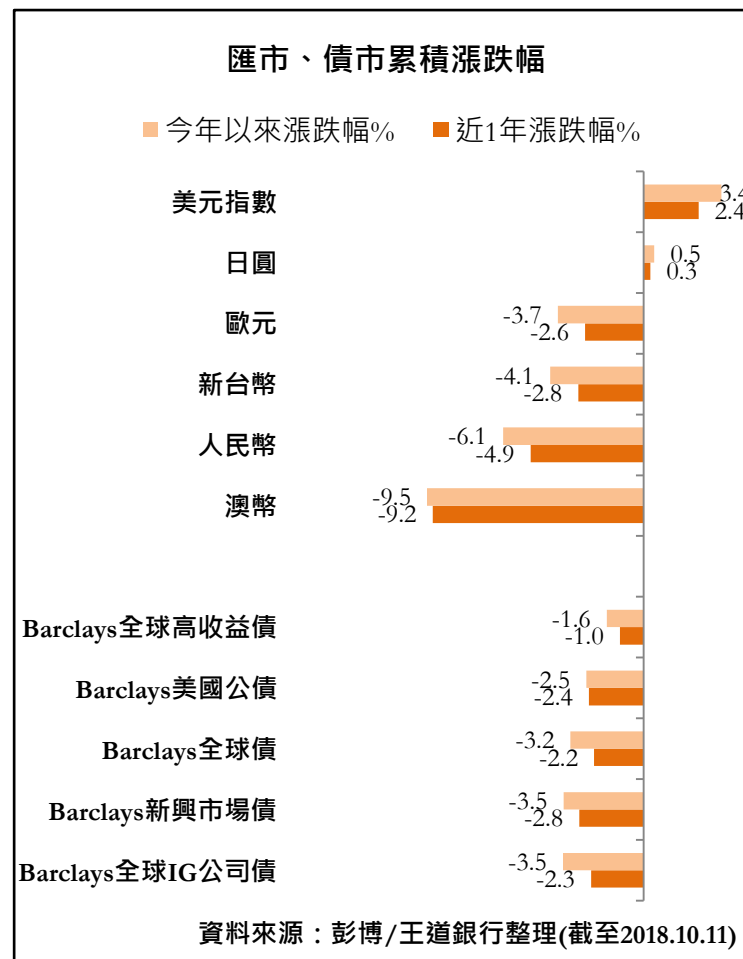
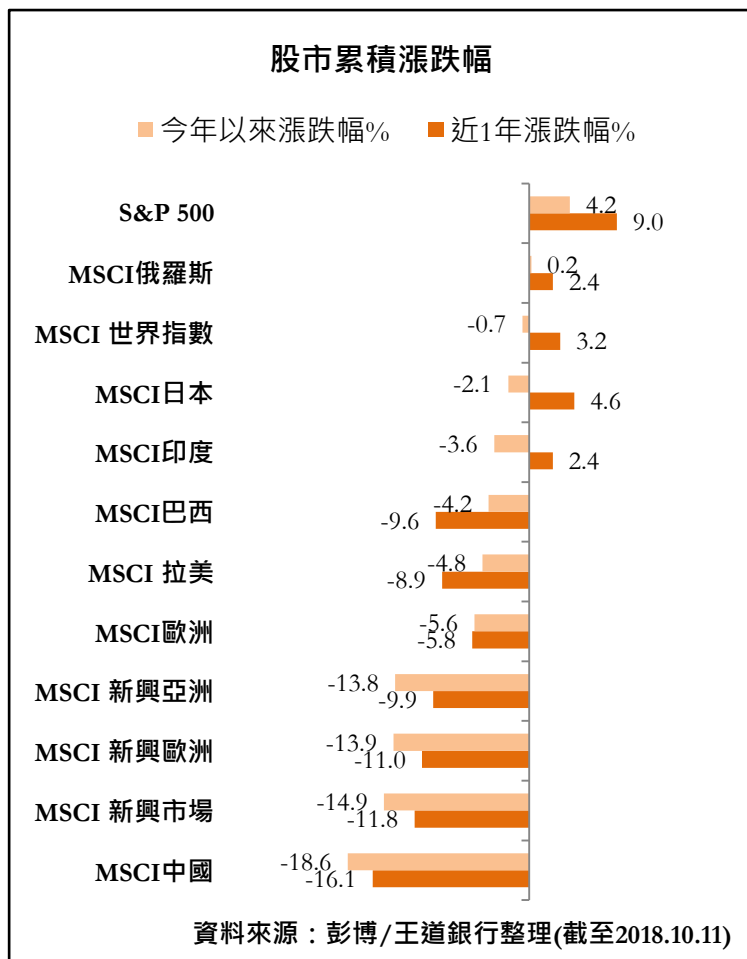


王道市場洞悉 O-Insight

Nov. 2018

全球金融市場表現

1. 升息預期加溫、Fed態度轉鷹，美債殖利率飆升，債市全線走跌。
2. 美股再逢重大修正，全球股市同步受挫。



4Q18 大事紀

	10月	11月	12月
美國		11/8 FOMC利率會議	12/19 FOMC利率會議
	2018Q3 美股財報季	年底消費旺季	
	10月匯率操縱報告	11/6 期中選舉	
歐洲	10/25 ECB利率會議		12/13 ECB利率會議
	10/15義大利遞交 預算截止日		
	10/18-19英國脫歐 協議可能達成		
日本	10/31 BoJ利率會議		12/20 BoJ利率會議
新興市場	10/7 巴西總統大選 (第一輪) 10/28 巴西總統大選 (第二輪)	11/4美國制裁伊朗第二 階段(禁止石油交易)	12/03 OPEC大會

王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

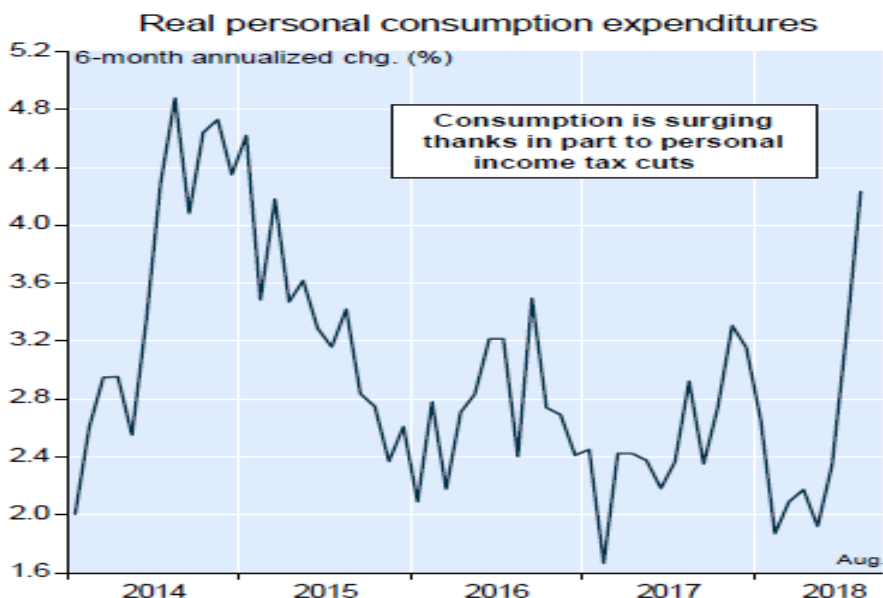
固定收益解讀

投資市場評等

美股—美國經濟成長無虞

1. 受惠於川普減稅效應持續發酵，美國近期陸續公布的經濟數據，諸如消費者支出持續上揚，有利美國經濟成長持續強勁(消費者支出占美國經濟產值的三分之二左右)。
2. 美國經濟諮商局最新公布的8月份領先指標年增率為6.4% (連續27個月維持成長或持平)，預測未來三至六個月的美國經濟可望延續擴張態勢。

消費者支出持續上揚



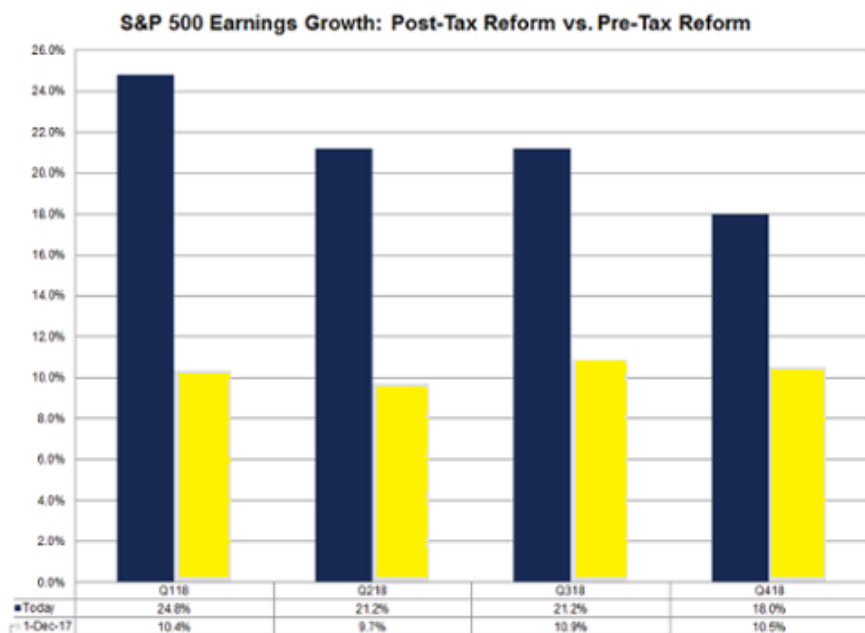
領先指標預測美國經濟可望延續擴張態勢



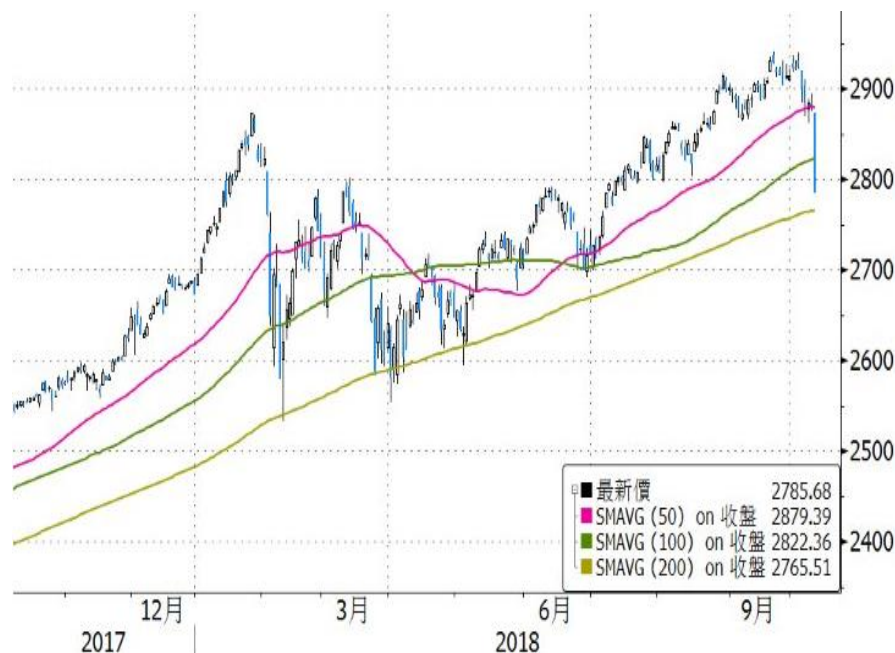
美股—企業獲利對美股推升力道減

1. 川普稅改帶動S&P500企業獲利上揚，預期Q3/18與Q4/18的盈餘成長率分別21.2%與18% (明顯優於Q3/17與Q4/17的10.9%與10.5%)。但預估2019年企業獲利成長將下滑至10%左右。
2. 企業獲利成長趨緩，激勵美股走高的動能減弱，美股於10/10/2018出現逾3%跌幅，不排除如2月一樣進入區間整理格局，評等下調至中性。

稅改有利企業盈餘提升



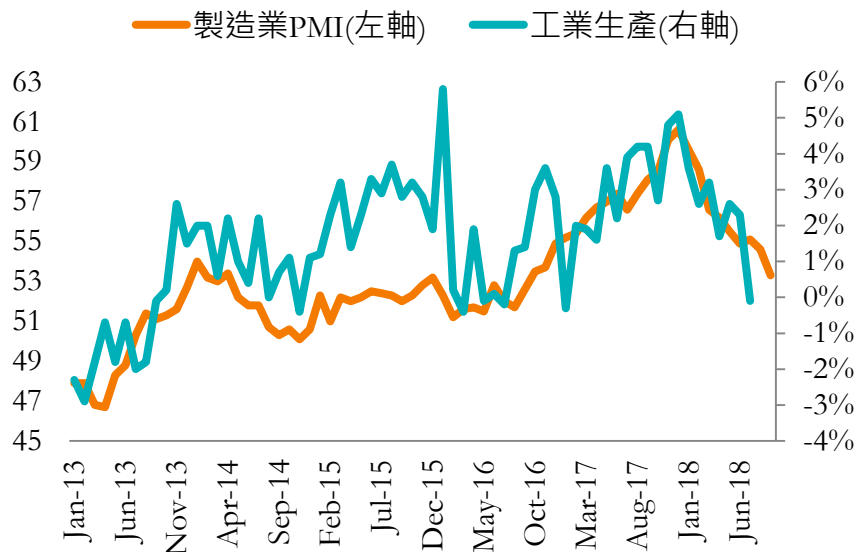
美股S&P500指數



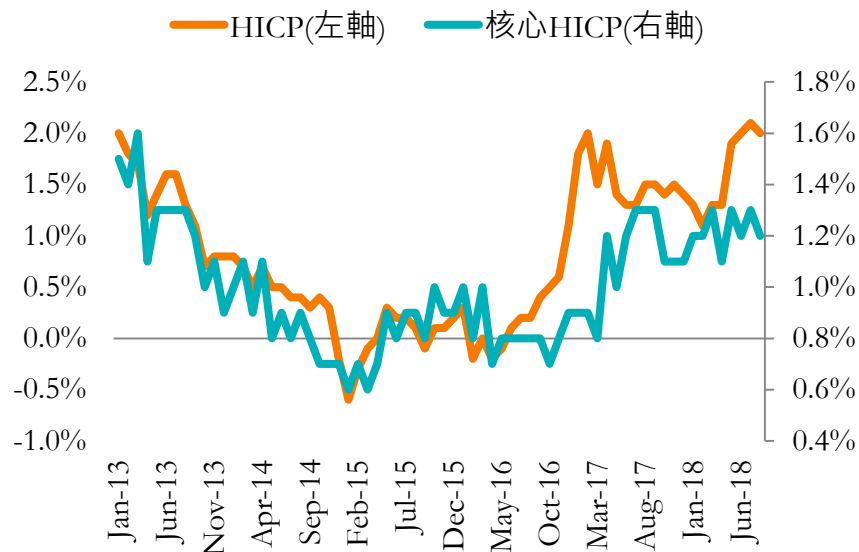
歐洲—製造業轉差，留意是否僅為短期現象

1. 9月歐元區製造業PMI持續回落，創2年新低，而製造業前景滑落也開始衝擊生產端，7月歐元區工業生產出現近17個月首次負成長，反映製造業景氣轉差愈來愈明顯，未來需持續追蹤生產衰退狀況是否僅為短暫現象。
2. 歐洲央行預估，至2020年，歐元區調和通膨都將保持在1.7%附近，核心調和通膨則有望拉升至1.8%，行長德拉吉亦表示，歐元區就業市況轉趨吃緊、逐漸推動薪資成長，且過去通膨看似表現穩定，但非核心通膨因子正「緩慢作出貢獻」，即使結束QE，通膨也能繼續朝2%的目標邁進。

歐元區製造業PMI、工業生產



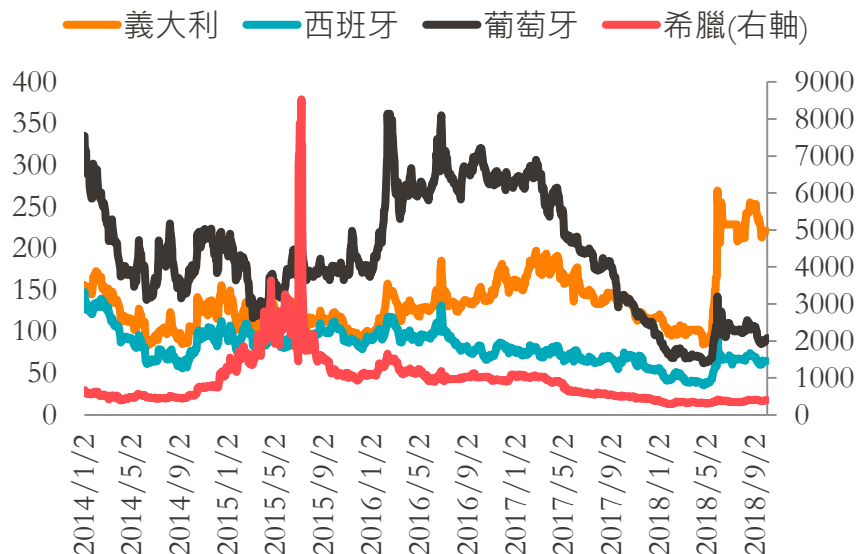
歐元區調和通膨率指標



歐洲—經濟動能不足，股市中性看待

1. 在英國脫歐議題上，英國首相梅伊所提出之「契克斯計畫」目前仍遭英國國內、歐盟多數官員反對，但11/12當週歐盟高層將於布魯塞爾召開會議，且有機會變成英國脫歐特別會議，可留意是否有突破性的進展。
2. 義大利預算案一度因赤字目標超標而引發市場動盪，但隨後義大利政府做出讓步且順利提交預算案讓僵局獲緩解，而雖義大利CDS出現走升，但並無帶動其他國家同步走揚，義大利財政問題不致進一步擴散。至於歐股，在經濟動能趨緩、歐洲央行縮減QE下，預料短期內仍難有表現。

「歐豬國家」5年期CDS走勢圖



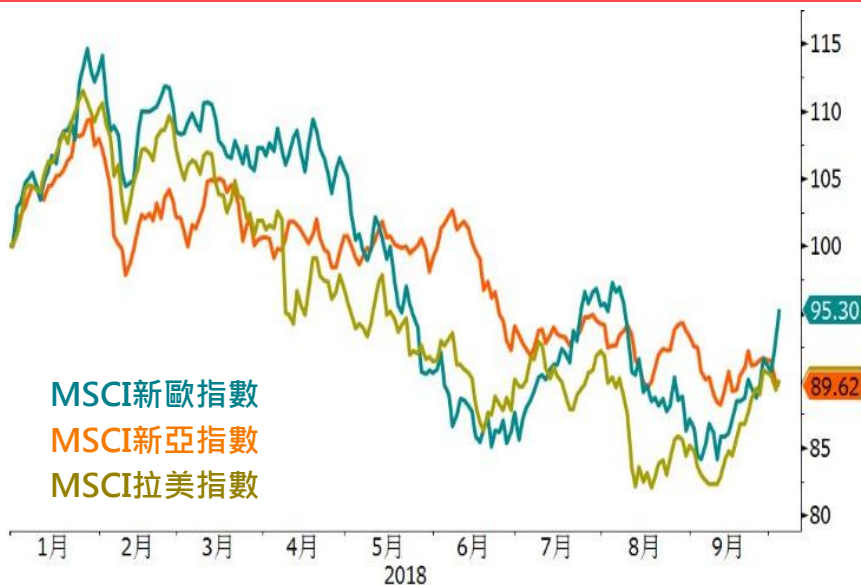
道瓊歐洲STOXX600指數和歐元



新興市場—股市弱勢反彈

1. 新興市場今年以來表現不佳，自1月底見高之後即一路下跌，由於美元強勢，再加上阿根廷、土耳其先後出狀況，中美貿易戰情勢也未見緩和，新興市場指數在9月份持續創新下今年新低。新亞、新歐、拉美指數全面下跌，其中新歐、拉美指數自9月以來先後展開反彈，相對之下新亞指數反而較為弱勢。
2. 新興市場受到資金流動影響甚大，今年在聯準會升息縮表、美債殖利率走高突破3%、貿易戰情勢升溫之下，美元走強，個別國家財政出狀況，**新興市場貨幣弱勢呈現一底比一底低的情況，短期仍難扭轉，建議仍維持中性評等。**

新興市場三大指數同步下跌



新興市場貨幣指數呈現一底比一底低



新興亞洲—資金失血因避險情緒仍強

1. 新興亞洲貨幣9月以來仍看不到止貶訊號，中美貿易戰議題仍未見緩和，基本面數據雖維持溫和成長，中國、印度經濟增速未減，但投資意願已降低，長期展望將受影響。
2. 中國今年來連續4次降準以應對經濟變局，印度也暫緩升息以防止國內金融危機，再加上美元強勢，短期避險情緒再度升高，新興亞洲貨幣貶值潮再起，資金再度失血，且短期難以大幅回流，建議維持中性評等不變。

亞洲經濟成長擋不住貨幣貶值



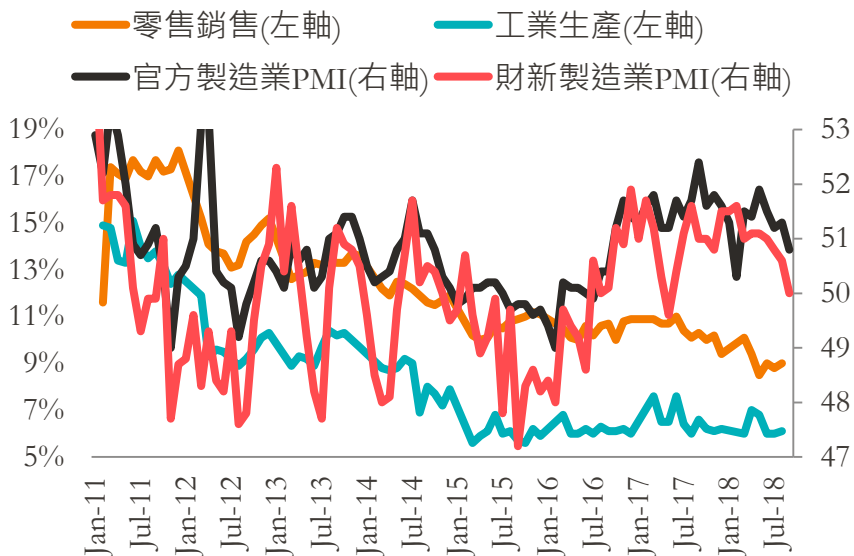
新興亞洲指數及預估PE



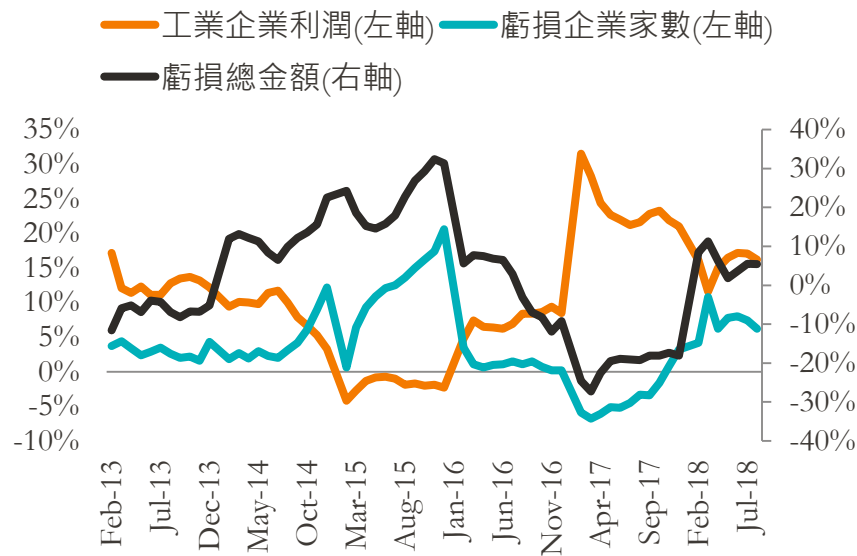
中國—央行再放水，但對提振經濟幫助有限

1. 中國內需持續放緩，截至2018年8月零售銷售年增率降至9.0%，遠低於先前幾年2位數的成長速度，而製造業景氣同樣在近幾個月出現降溫，官方和財新製造業PMI都持續下降，暗示中國大中小型企業的前景些微轉淡。
2. 在製造業景氣放緩下，中國工業企業利潤滑落、虧損企業家數增加，虧損金額甚至在今年大舉上升，顯示中國境內企業經營難度不斷提高。而中國央行雖於十一長假結束前降準1%，釋放約7500億人民幣增量資金，但此部分資金主要用於對沖10月中下旬稅期，刺激經濟的效果料將有限。

中國零售銷售、製造業景氣指標



中國工業企業營運指標(YoY)



中國—美中爭端範圍可能再擴散，不利陸股

1. 9/17美宣布對中2000億美元進口品課10%關稅，而中也於9/18反擊對美600億美元進口品課5-10%不等關稅，讓美中貿易戰持續僵持不下，再加上美加墨於USMCA上附加了「任何國家與『非市場經濟國家』簽署貿易協定，另外2國可在6個月內自由退出」條款，被市場解讀為是對中國的圍堵方針，預計美中貿易戰可能轉向長線發展，期中選舉前達成共識機率低。
2. 此外，美國副總統彭斯演說內容對中國現行政策立場偏鷹，雖中國官媒隨後逐一提出反駁，但目前看來，貿易爭端可能會進一步擴散至智財權、技術保護層面，對中國科技股來說負面可能多於正面，維持中性看待。

美國與各國貿易談判的進展

國家	進展
加墨	美、墨、加宣布達成美墨加貿易協定(USMCA)，取代原本的北美自由貿易協定(NAFTA)， 有進展
歐盟	與歐盟就非汽車類商品貿易達成零關稅、零壁壘、零補貼共識， 有進展
日本	日本同意展開貿易談判，美國暫時不向自日本進口的汽車課徵關稅， 有進展
韓國	簽訂新版《韓美自由貿易協定》， 有進展
中國	美中兩國已取消談判，但市場仍期待能在12月底G20會議前重啟貿易協商， 進展有限

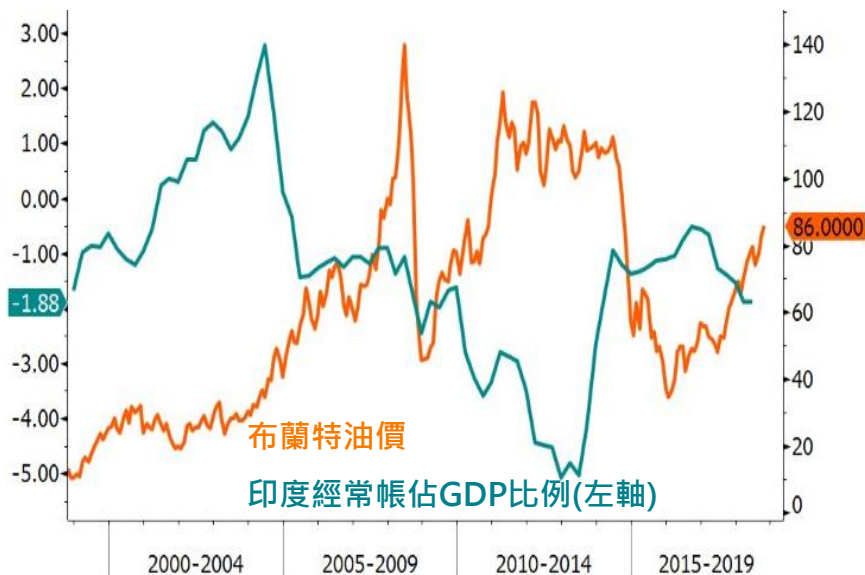
MSCI中國指數和EPS



印度—盧比破底，加重指數跌勢

1. 原油進口佔印度進口比重近20%，對印度經常帳帳戶有舉足輕重的影響，近期油價突破80美元，印度經常帳餘額佔GDP比重也惡化至-1.88%的近年新低，加上9月新興市場貨幣又出現一波貶值潮，印度盧比貶值突破今年新低價位。
2. 印度央行自6月起兩度升息，但僅短暫壓抑盧比貶值趨勢，10月初市場原預期將隨美國聯準會再度升息一碼，但印度央行意外維持利率不變，主因是基建融資公司IL&FS債務違約，印度政府宣布接管，以避免出現金融危機，但此一消息再次打擊市場信心，盧比短期難止貶，建議調降評等至中性。

油價走高將造成經常帳赤字惡化



印度盧比貶值加重指數跌勢



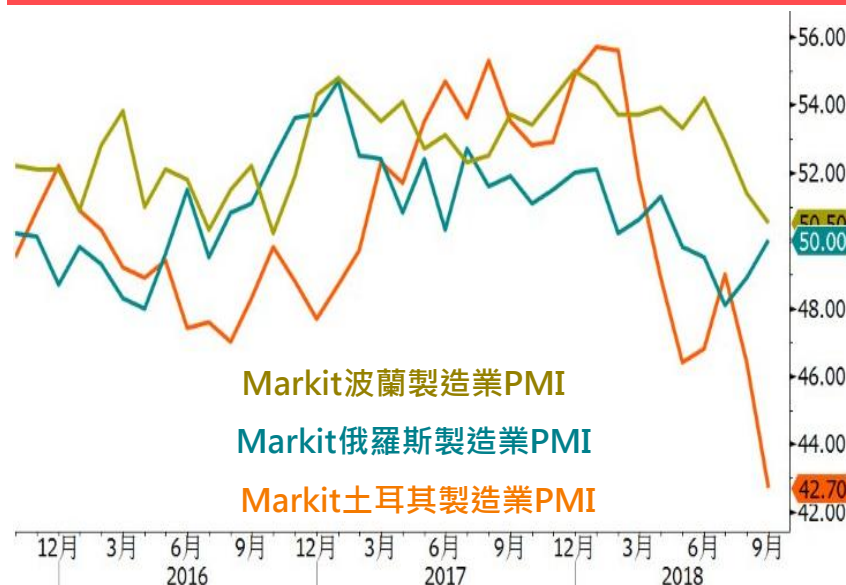
新興歐洲—土耳其仍是不定時炸彈

1. 土耳其9月CPI年增率高達24.52%，為十五年來最高，突顯出里拉貨幣危機對整體經濟和消費所造成的影響加重。在土耳其里拉未止貶前，土耳其危機難言落幕，新興歐洲指數縱反彈，仍充滿不確定性。
2. MSCI新歐指數主要成分股來自俄羅斯、土耳其及波蘭，由於土耳其貨幣危機影響整體經濟面，製造業PMI指數也落入代表衰退的50以下，顯示貨幣貶值的惡性循環仍主導土耳其的未來，對新歐指數而言是一顆不定時炸彈，維持中性評等。

土耳其通膨問題嚴重



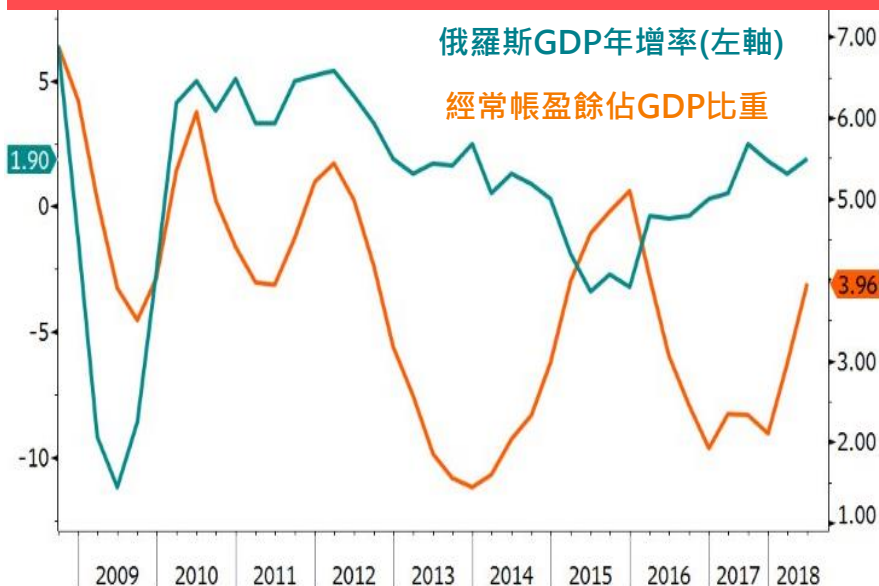
土耳其製造業出現衰退訊號



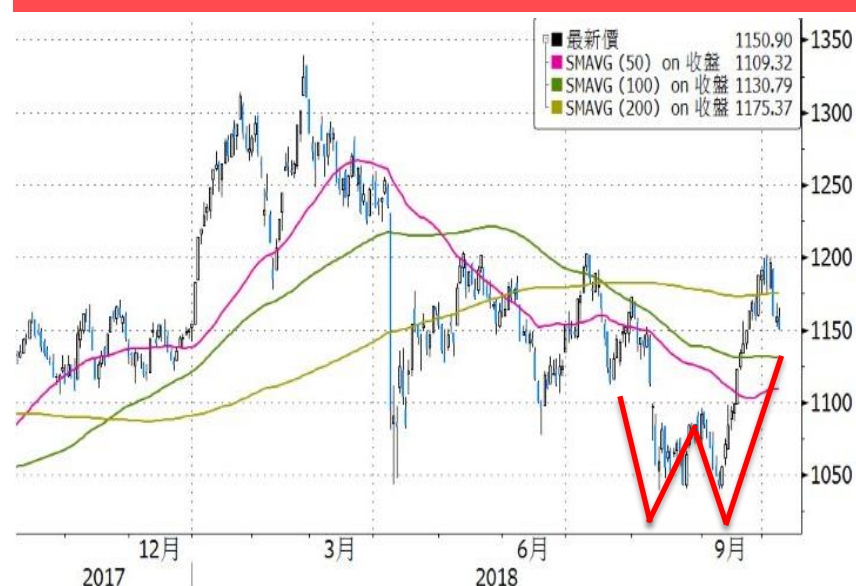
俄羅斯—1100點以下形成W底格局

1. 布蘭特油價9月份上漲6.85%，油價上漲不僅推升俄能源企業獲利，也推動GDP成長及改善經常帳盈餘，俄羅斯2Q18 GDP年增率1.9%，較首季1.3%回升，經常帳盈餘佔GDP比重也勁揚至3.96%。
2. 經常帳盈餘上升則有助於推升盧布走勢，俄羅斯盧布自9月10日的低點以來勁升7.2%，在今年以來十分弱勢的新興市場貨幣中領先升值，具有指標性意義，俄羅斯RTS指數在1100點以下形成W底格局，盧布升值可望帶動資金流入，推升俄股進一步走揚，維持中性偏多評等。

俄羅斯經常帳盈餘佔GDP比重回升



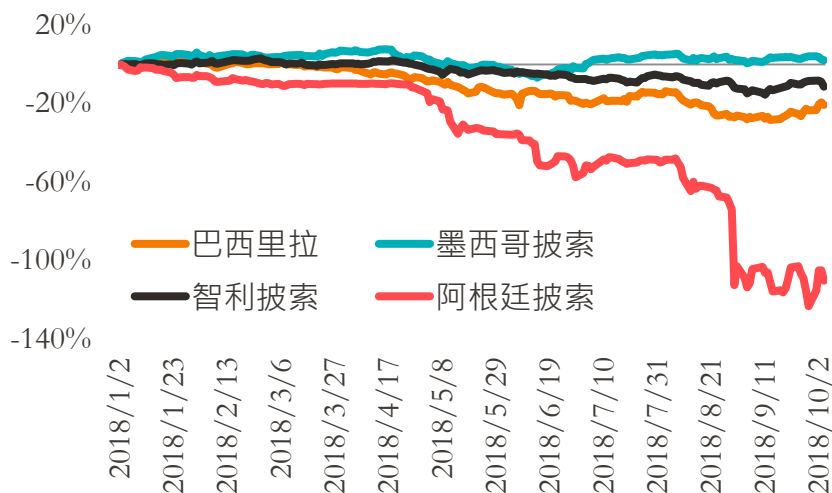
俄羅斯RTS指數



拉美—新版USMCA有助整合北美汽車業

1. 阿根廷向IMF請求加碼紓困、新任央行總裁閃辭，讓市場對阿根廷的處境投下不信任票，阿根廷披索表現持續疲弱；巴西里拉9月起雖在美元些微轉弱下出現彈升，但今年來累積貶幅仍高達20%，且近期在Fed主席鮑威爾發表偏鷹派談話、市場升息預期也逐漸加溫，拉美貨幣貶勢可能難止。
2. 美國、加拿大和墨西哥談成「美墨加協定(USMCA)」，取代原先的「北美自由貿易協定(NAFTA)」，重要內容包含落日條款(成員國每6年重新審議內容)、加墨銷往美國之75%汽車及零組件在北美生產等，這對25%出口產品是汽車及零組件的墨西哥有正面影響，也讓北美汽車產業正密切整合。

今年來，拉美貨幣累積升貶值幅度



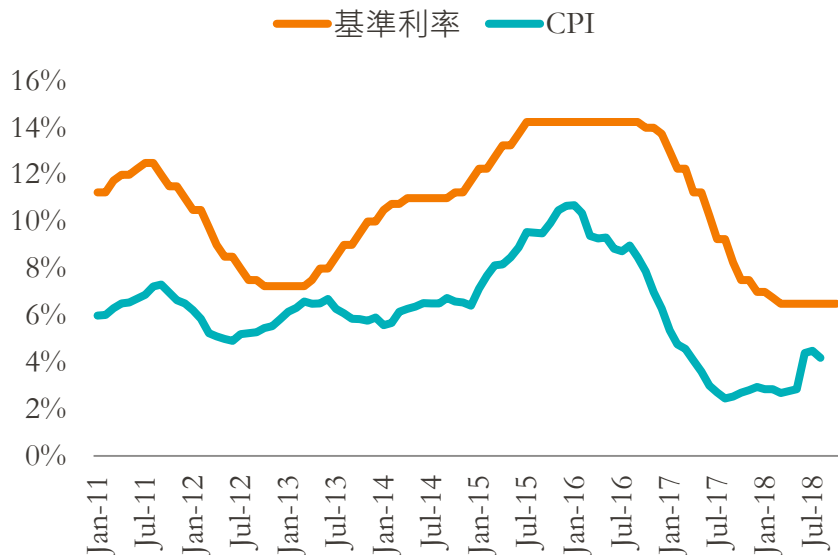
美墨加協定(USMCA)內容

項目	內容
落日條款	協定有效期為16年，但每6年重新審議
爭議解決機制	保留NAFTA爭議解決機制，加拿大在面對美國反傾銷關稅時，得保護國內木材業及其他行業
能源	墨西哥對其他地下碳氫化合物擁有直接、不可剝奪、不可侵犯的所有權
汽車	<ul style="list-style-type: none"> ● 加墨出口至美國之汽車75%的零件需在北美生產，高於此前62.5%標準 ● 加拿大銷往美國汽車上限260萬輛免關稅配額
乳製品	加拿大同意對美國開放3.5%乳品市場，並提供受波及本土業者補貼。

巴西一大選兩強對決，關注選後政策動向

1. 巴西通膨來到4.2%，漸逼近4.5%目標，巴西央行表示若在未來通膨前景惡化，不排除將逐步收回寬鬆措施，暗示升息可能逐漸逼近。
2. 巴西大選第一輪選舉由極右的Jair Bolsonaro和偏左的Fernando Haddad勝出進入10/28舉行的第二輪選舉。Bolsonaro因指派擁有芝加哥大學財經背景的Paulo Guedes出任財經顧問而受市場青睞，後續關注焦點在選後的政策動向。另，雖彭博預估巴西股市2018年EPS成長率可達32%，但2019年將降至19.4%，在盈餘成長力道減弱下，預料巴西股市上漲力道有限。

巴西基準利率和CPI



MSCI巴西指數和EPS



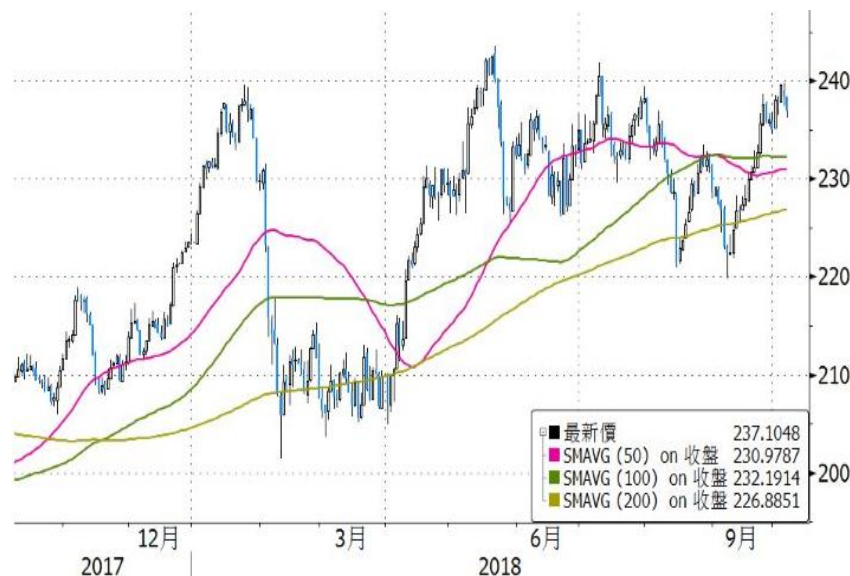
能源—年底前短多表現

1. OPEC於9月24日會議決議維持減產幅度不變及美國對於伊朗的制裁即將於11月正式生效推升油價站上80美元，在油價走揚帶動下，能源類股EPS也來到近3年新高，基本面強勢將帶動能源類股股價上揚。
2. 觀察過去10年MSCI能源指數表現，單月平均漲幅表現次佳的是10月份，平均漲幅1.63%，也就是在油價旺季來臨前，能源股將有預先反應並上漲的機會。可把握在年底前短多表現的機會，維持中性偏多評等。

MSCI能源指數EPS & 布蘭特油價



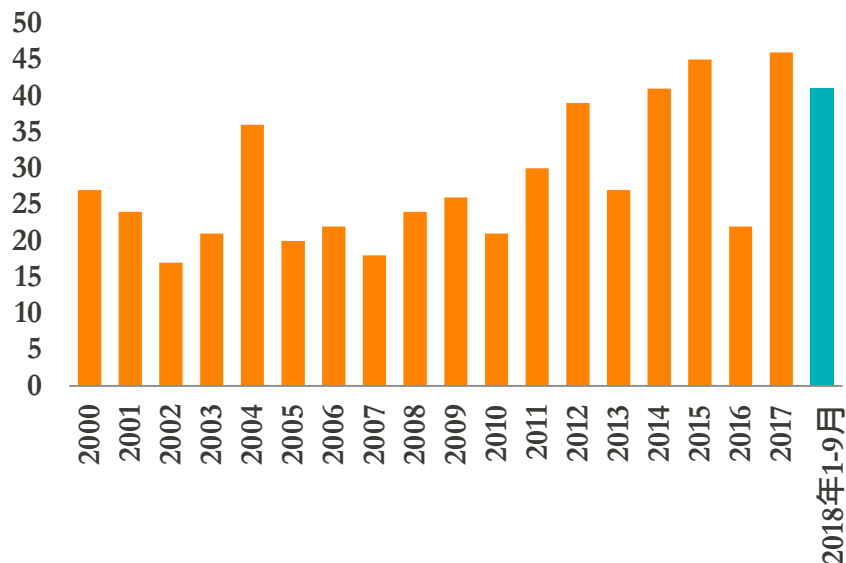
MSCI能源指數站上短中長期均線



健護—川普打擊政策影響有限，可逢低布局

1. 美國總統川普呼籲國會禁止「封口條款(gag clauses)」，誓言要讓民眾有權在藥局得知最低藥價，然而，此一措施主要的打擊對象是扮演「中間人」角色的藥品福利管理商(PBM)，而非藥廠，判斷對藥廠影響有限。
2. 美國食藥監管局(FDA)持續加速藥品審批速度，今年前9月累積新藥審核通過數量已達到41款。而隨新藥加速審核上市，也讓開發的藥廠加速回收研發成本，進而可能步入獲利階段。而根據彭博預估，2019年MSCI世界健護指數EPS仍有8.5%成長潛力，且本益比也僅17倍，建議可逢低布局。

FDA新藥核准數量



MSCI世界健護指數本益比和EPS



王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

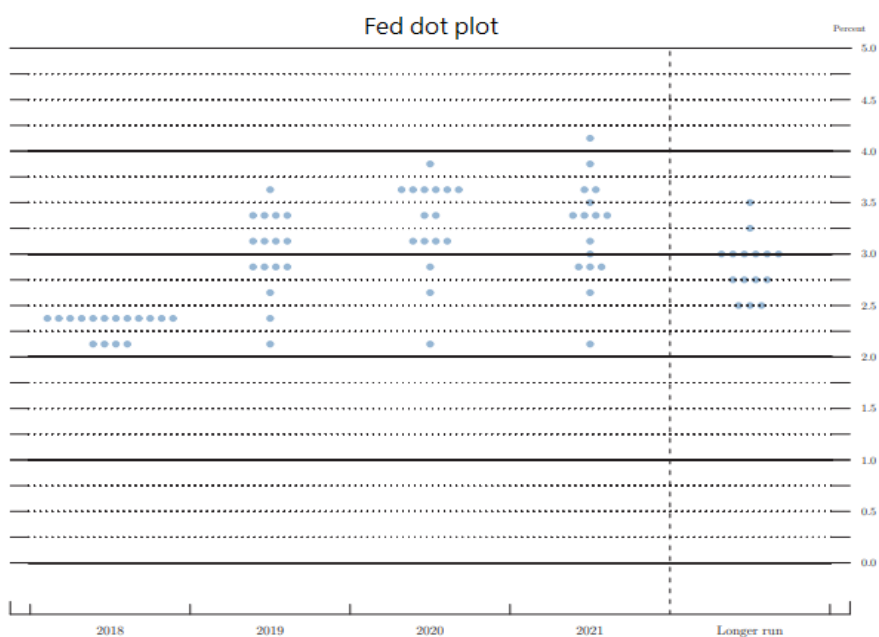
固定收益解讀

投資市場評等

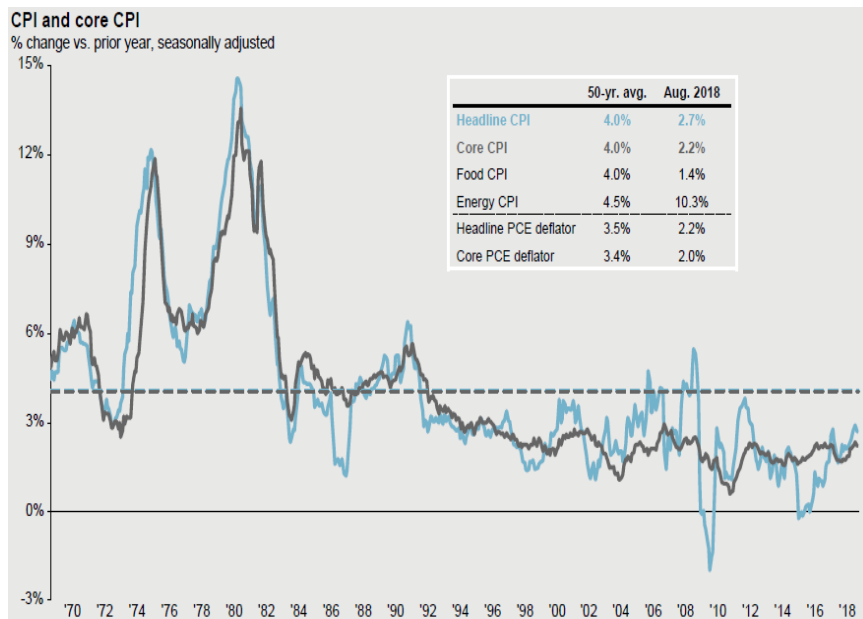
美債—Fed升息趨勢持續，推動美債殖利率攀高

1. Fed主席看好美國經濟前景，預期將持續緊縮貨幣政策立場。且依據Fed利率點陣圖(Dot Plot)，除預估今年12月將再度升息外，也預估明年將升息三次，促使美債殖利率明顯走高。
2. 展望後續，由於美國通膨增速未見失控，Fed貨幣政策可望延續緩步升息立場。市場充分消化明年升息三次預期後，美債市場可望回穩。預期今年第四季美債殖利率將呈震盪盤高走勢。

Fed將持續升息



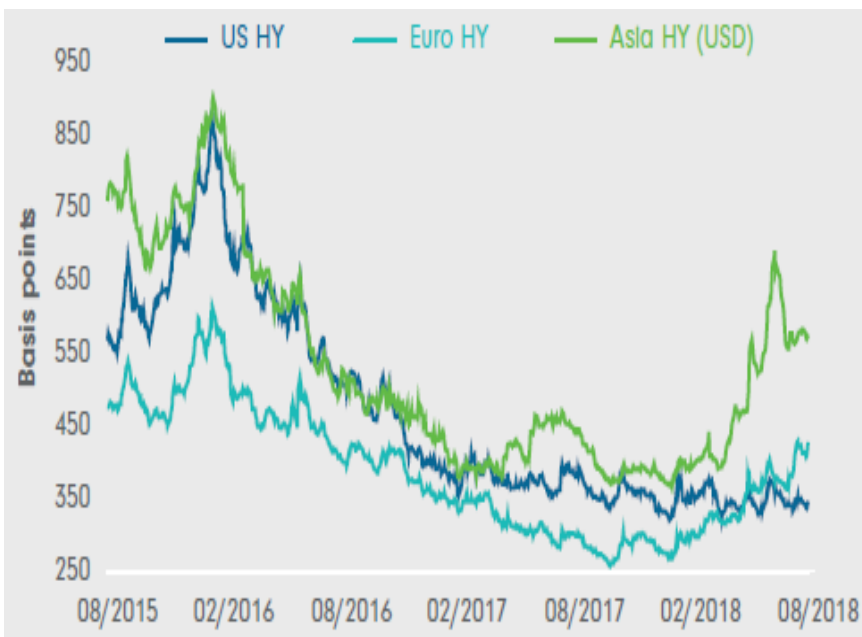
通膨增速未見失控



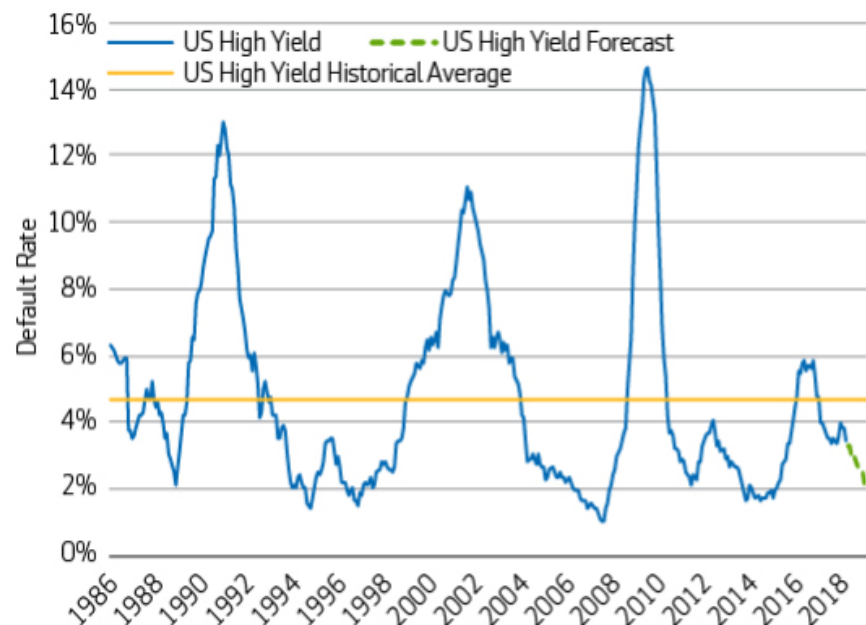
高收債—美高收債表現持穩，違約率低

1. 美國高收債受惠於企業獲利佳，表現持穩。相對於此，歐洲高收債與亞洲高收債分別受到義大利財政問題與土耳其貨幣大貶等負面因素影響，OAS利差存在擴大壓力。
2. 展望後續，由於美國經濟維持擴張態勢，有利企業獲利成長與違約率維持低檔。目前市場預期美國高收益債券違約率有望進一步下滑至2%左右，顯示美高收債的基本面相對穩健。

高收債表現分歧



美高收債違約率低

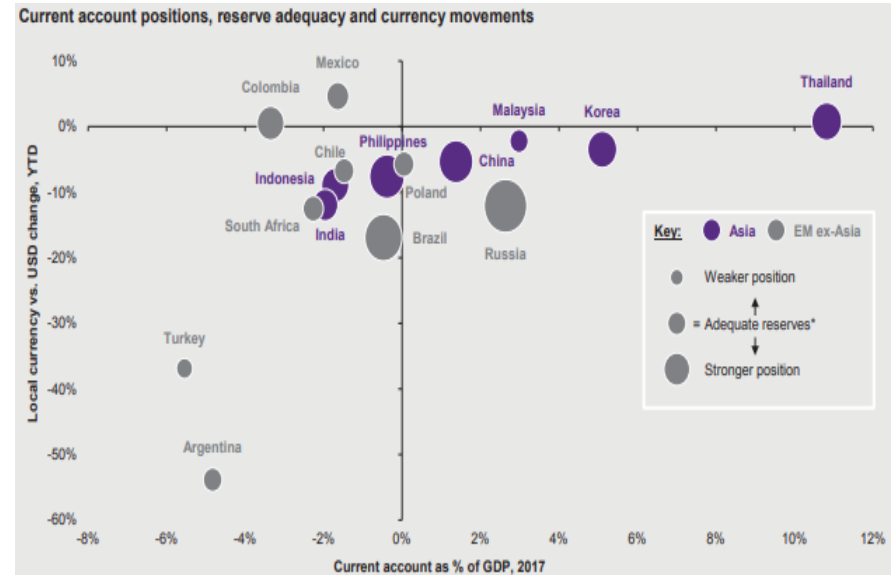
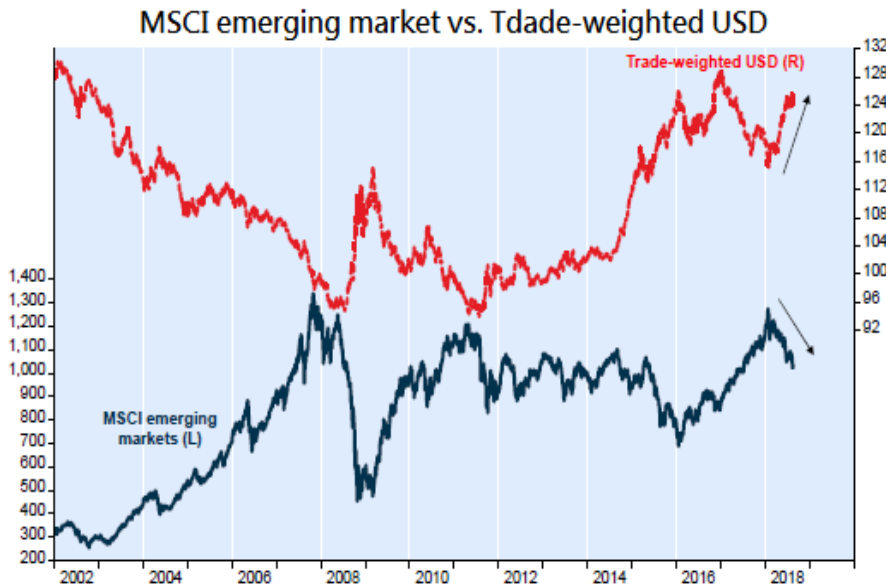


新興債—美元升值不利新興國家金融市場，惟經濟基本面佳之標的存在逢低布局機會

1. 美國Fed持續升息，促使美國與其他主要經濟體的利差持續擴大，有利美元升值，並促使資金外流壓力加大，不利新興市場國家的金融市場，包括股匯債市。
2. 不過，新興市場國家的經濟基本面存在差異；尤其是經常帳赤字與外債高的國家，如土耳其、阿根廷等，貨幣貶值與流動性緊縮壓力大，促使資產價格的波動性加劇。相對於此，經濟基本面佳的新興市場資產，如部分亞洲新興國家存在逢低布局機會。

美元升值不利新興國家金融市場

經濟基本面差異為投資新興市場資產的關鍵因素



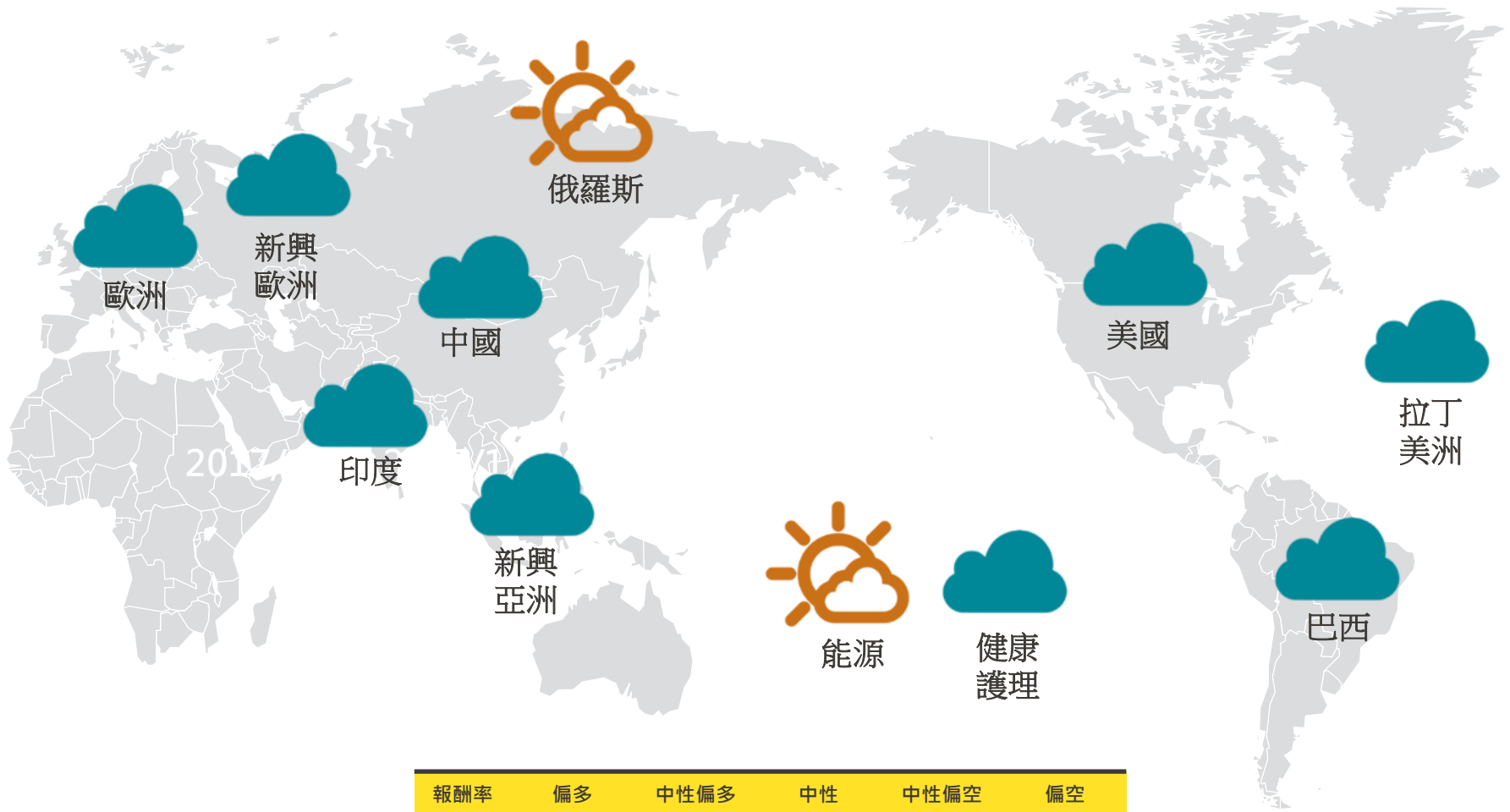
王道市場洞悉 O-Insight

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11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			◎		

注意事項

1. 王道商業銀行投資顧問服務係無償提供，投資建議乃由王道商業銀行分析人員根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，內容僅供參考，如有涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳等任何形式之表示。投資人知悉且同意其所作成之任何交易均不得視為係王道商業銀行為其作成之投資決定，且須由投資人自己承擔投資相關風險。
2. 王道商業銀行並未且不得代理投資人為任何決定、處理投資事務或從事證券投資行為，且王道商業銀行並未亦不得與投資人為證券投資收益共享、損失分擔之約定，投資人應基於獨立判斷自行決定是否依投資建議進行交易，投資人如參考或接受投資顧問服務之投資建議進行相關交易時，應自行承擔所有投資風險(包括但不限於投資金之損失、價格波動、匯率變動及政治等風險等)，王道商業銀行並不保證投資人之獲利或負擔損失。
3. 基金之交易特性與存款、股票及其他投資工具不同，投資人於開戶及決定交易前，應審慎評估本身之財務狀況與風險承受能力是否適合此種交易，並充分瞭解下列事項：
 - 1) 基金買賣係以投資人自己之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始投資金額。
 - 2) 投資建議之基金均經金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責該基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書及投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書，並衡量自身之風險承擔能力。
4. 除公開資訊外，非經王道商業銀行同意，投資人不得將本研究報告或投資建議內容之一部或全部加以複製、轉載或散布或洩漏予他人。

王道商業銀行股份有限公司 經105.11.10金管證投字第1050045584號函及106.01.26金管證投字第1060002690號函核准兼營證券投資顧問業務及經營外國有價證券投資顧問業務

地址：台北市內湖區堤頂大道二段99號 24小時客服專線：080-080-1010



ALL FOR YOU

www.o-bank.com

 O-BANK 王道銀行