

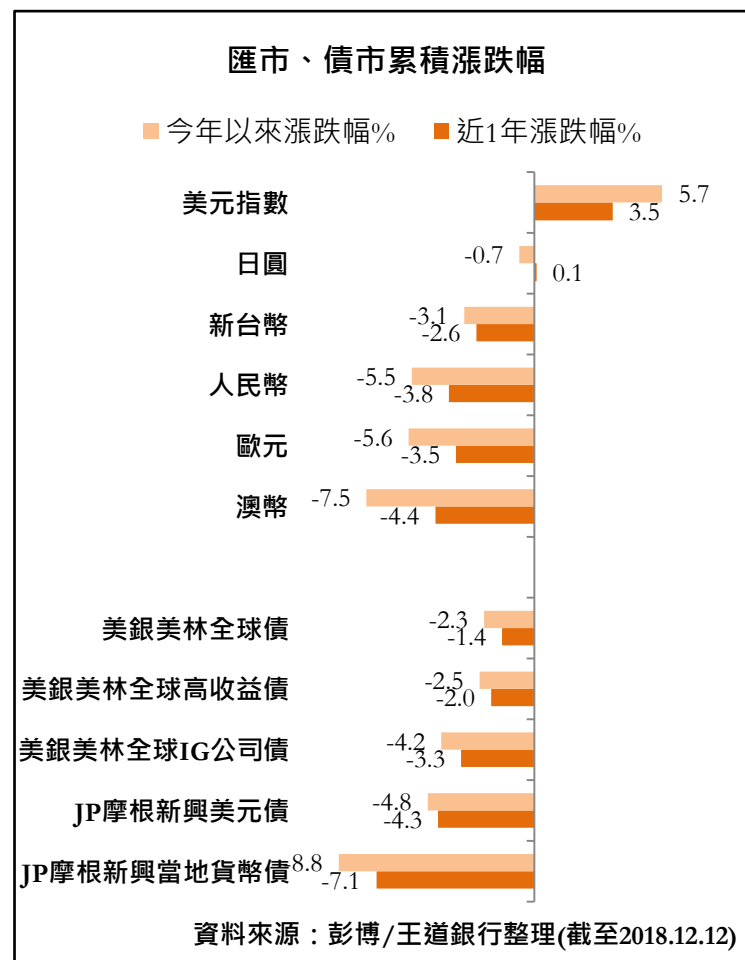
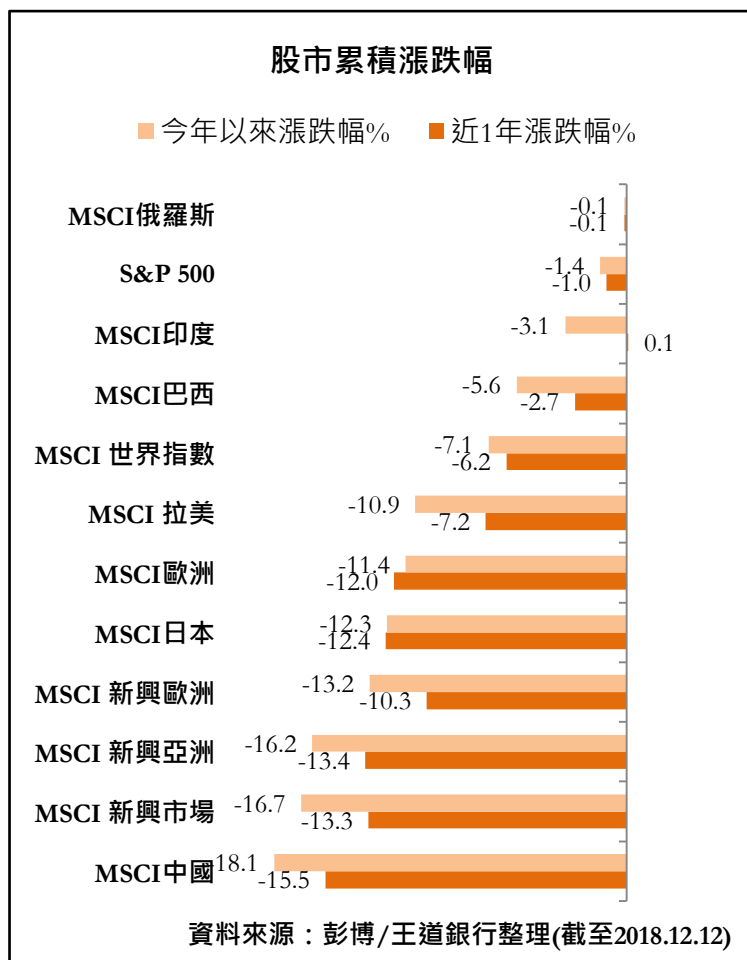


王道市場洞悉 O-Insight

Jan. 2019

全球金融市場表現

1. 美債殖利率曲線倒掛、美中貿易爭端延燒，近期市場仍持續動盪。
2. 英國脫歐談判進展惡化，「硬脫歐」風險逐漸升高。



1Q19 大事紀

	1月	2月	3月
美國	1/30 FOMC利率會議		3/20 FOMC利率會議
	2018Q4財報季		
	美國總統川普國情咨文	2/17 232調查截止日	3/1 債務上限暫停期結束
歐洲	1/24 ECB利率會議		3/7 ECB利率會議
			3/22 歐盟峰會
	1/21 若英國脫歐未達 協議需提相關措施		3/29 英國正式脫歐
日本	1/23 BoJ利率會議		3/15 BoJ利率會議
新興市場		2/24 泰國大選	

王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

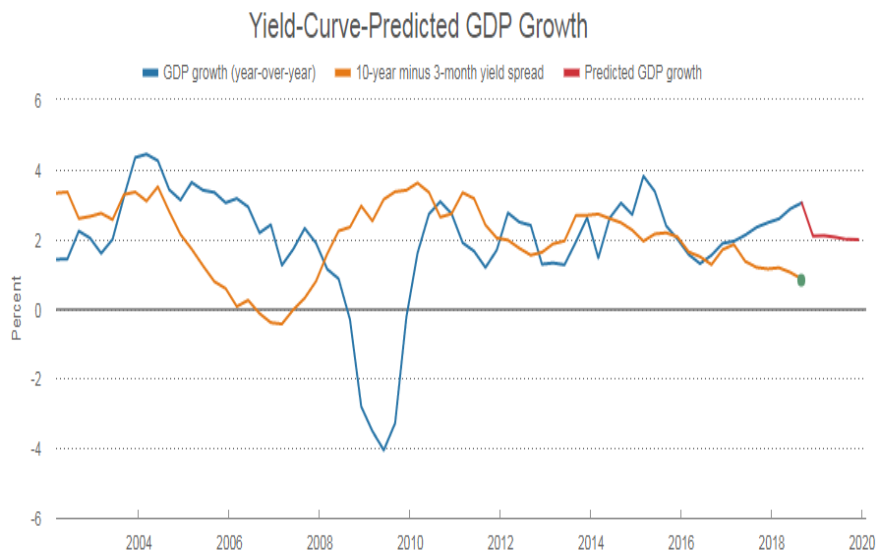
債券市場解讀

投資市場評等

美國—經濟持穩，惟放緩壓力漸顯

1. 美國近期陸續公布的經濟數據，顯示美國經濟表現持穩；如2018年11月製造業採購經理人指數(ISM)從前月的57.7升至59.3，同時也是連續第27個月高於50(榮枯分界點)大關。但部分公債殖利率曲線出現倒掛(3年期/5年期和及2年期/5年期美債殖利率曲線倒掛)，顯現經濟增長放緩的信號。
2. 隨著民主黨掌握眾院，川普未來推出更多財政刺激措施將受限，加上Fed已多次升息後的貨幣政策遞延效果將逐漸浮現，促使美國經濟成長放緩壓力加重。預期未來美國經濟成長率將逐季放緩。

部分公債殖利率曲線倒掛



美國經濟成長率逐季放緩



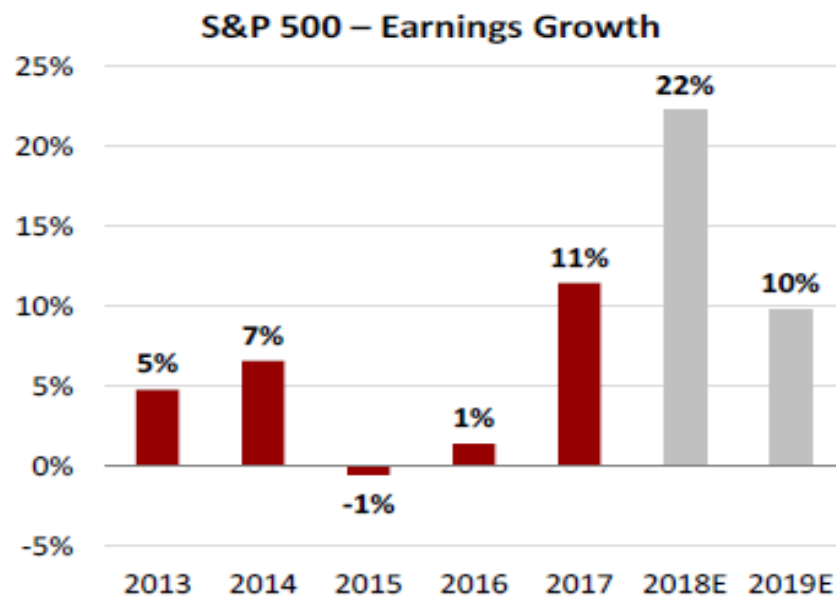
美國—企業獲利可望持續成長，惟成長幅度放緩

1. 由於美國經濟持穩，企業獲利可望延續成長態勢。2018年受惠於減稅效應，S&P500成分股的盈餘成長年增率平均可望超過20%以上。
2. 不過，隨著基期墊高，加上減稅效應減退，企業獲利成長幅度將下滑，預期2019年S&P500成分股的盈餘成長年增率將下滑至10%左右。在此情勢下，**美股後市不看淡，但美中貿易戰後續發展未明、企業獲利成長放緩等因素，將增添美股震盪加劇壓力。**

企業獲利可望持續成長



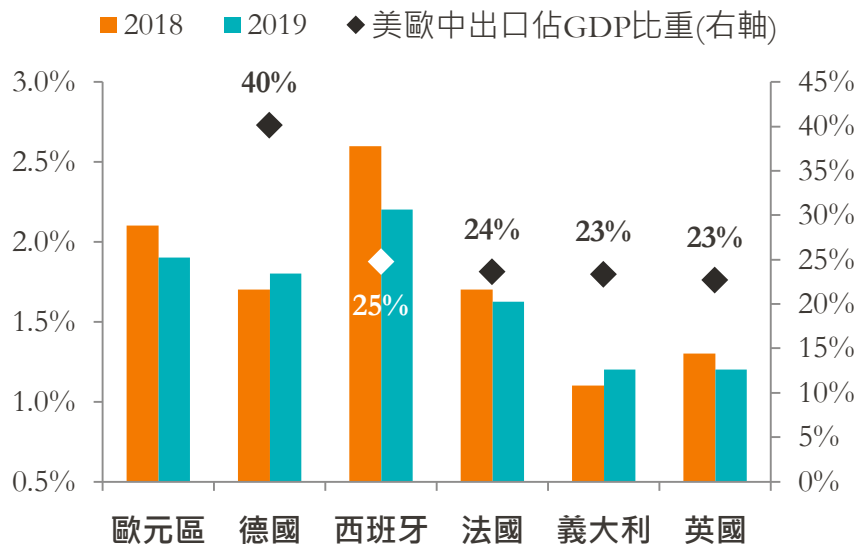
成長幅度放緩



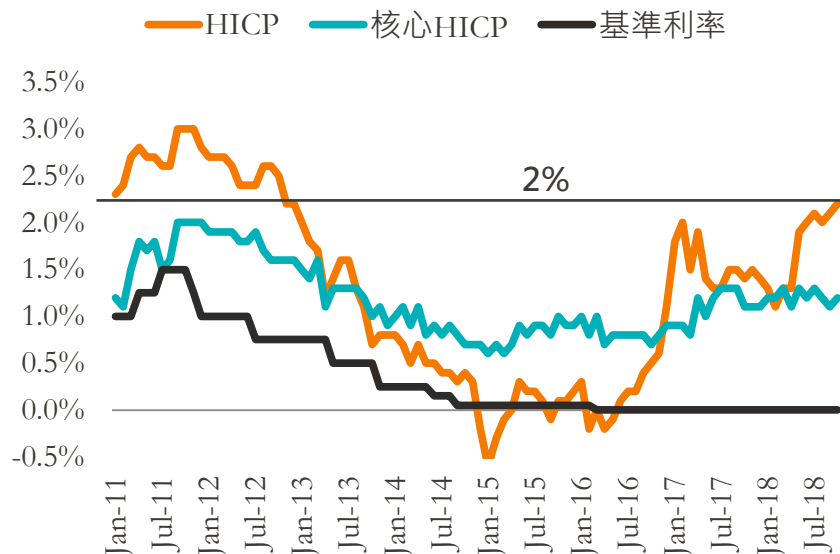
歐洲—經濟疲弱，ECB可能推遲緊縮步調

1. 歐盟執委會表示，2018年歐元區GDP雖可維持在2.1%，但2019年在全球貿易成長趨緩、歐洲就業市場復甦減慢下，GDP可能進一步下滑至1.9%。此外，因**德國對美歐中出口佔GDP比重高達40%、佔歐元區GDP也將近30%，若三大經濟體成長放緩勢將嚴重打擊德國，進而拖累整體歐洲經濟。**
2. 儘管歐洲央行(ECB)總裁德拉吉表示，近期經濟轉弱僅是受暫時性因素影響，不足以打亂ECB縮減刺激的計畫。然而，**若未來美歐中經濟表現沒有顯著回升來提振歐洲經濟，ECB可能被迫推遲貨幣緊縮政策時程。**

各國GDP預估、美歐中出口佔GDP比重



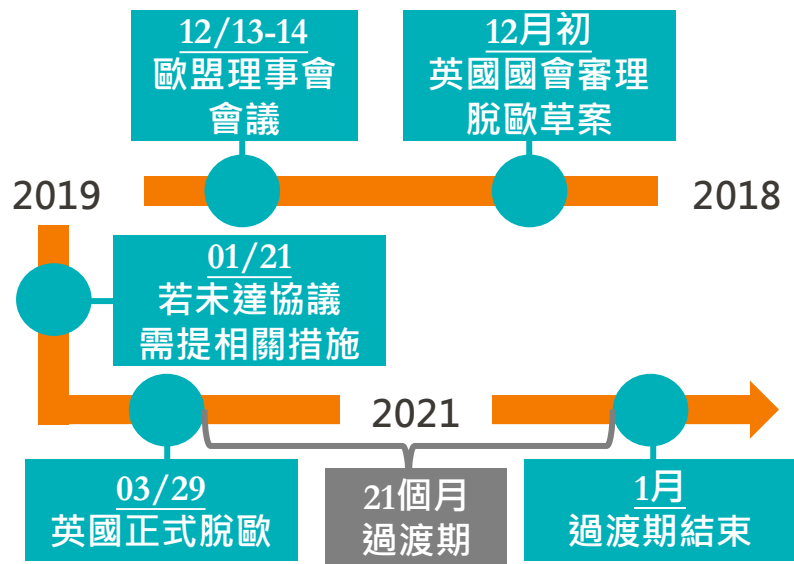
歐元區通膨指標和基準利率



歐洲—基本面欠缺亮點，股市中性看待

1. 歐盟在11/25通過英國脫歐協議草案，但英國內部反彈聲浪強大，首相梅伊被迫推遲12/11的脫歐協議投票以避免草案被否決。儘管歐洲法院裁定英國得單方面撤回退歐決定，為英國繼續留歐開了大門，但在歐盟不願再次修改草案、梅伊不太可能舉行二次公投下，「硬脫歐」風險正在提高。
2. 今年來歐洲股市表現疲弱，儘管歐元今年由1.25大貶至1.135左右，但對歐洲出口的提振幫助有限。目前看來，**歐洲經濟仍舊低迷，即使歐股本益比已降至近5年新低，但在基本面仍缺乏亮點下，歐股仍持中性看待。**

英國脫歐時程表



道瓊歐洲600指數和預估本益比



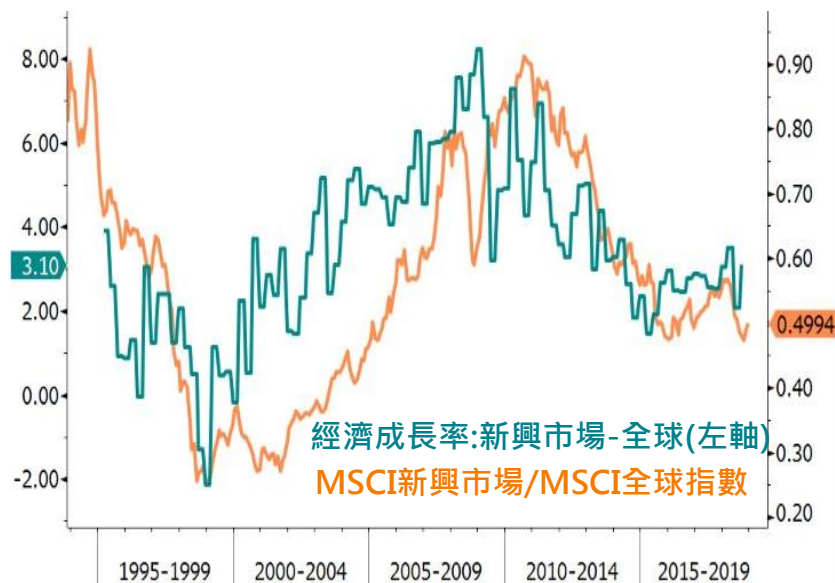
新興市場—經濟表現平穩，有望出現反彈

1. 新興市場指數與新興市場貨幣呈現同向走勢，2018年新興市場貨幣貶值，股市全年走低。2019年美國經濟成長放緩，稅改效應淡化，但新興市場經濟仍表現平穩，經濟成長率預估4.7%，美元基本面相對新興市場貨幣轉弱，美元大幅升值空間有限。
2. MSCI新興市場指數與MSCI全球指數的比值已降至0.49，為2008年以來新低，新興市場有跌深反彈空間，**但美中貿易爭端未解，且聯準會仍將持續升息，新興市場需等待不利因素一一消除，建議評等仍維持中性。**

新興市場指數與貨幣呈現同步走勢



新興市場指數已來到相對低點



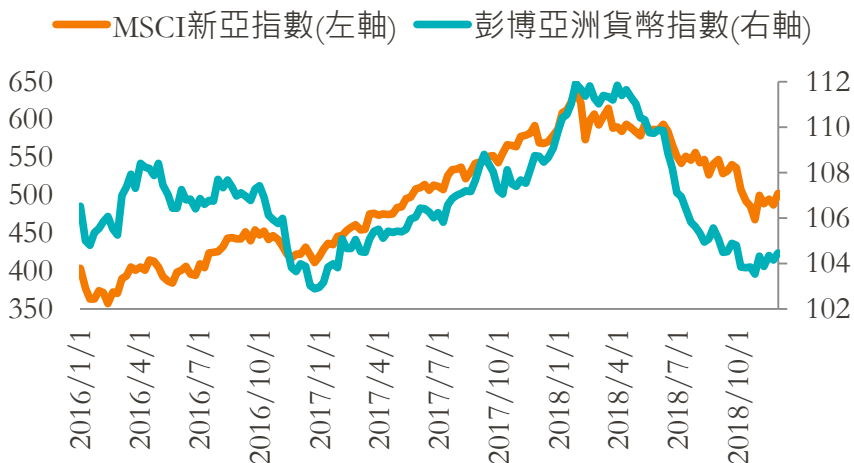
新亞—半導體成長趨緩，可能壓抑股市表現

1. 近期新亞股市回檔讓本益比降至近3年低位，且從亞幣也逐漸由貶轉升來看，資金逐漸回流。
2. 然而，亞洲是半導體產業鏈重要一環，與全球貿易緊密連結。在中美貿易戰大背景下，**今年全球進口放緩，明年也仍可能保持低速，預計半導體產值也將明顯減速，進而壓抑新亞股市表現。**

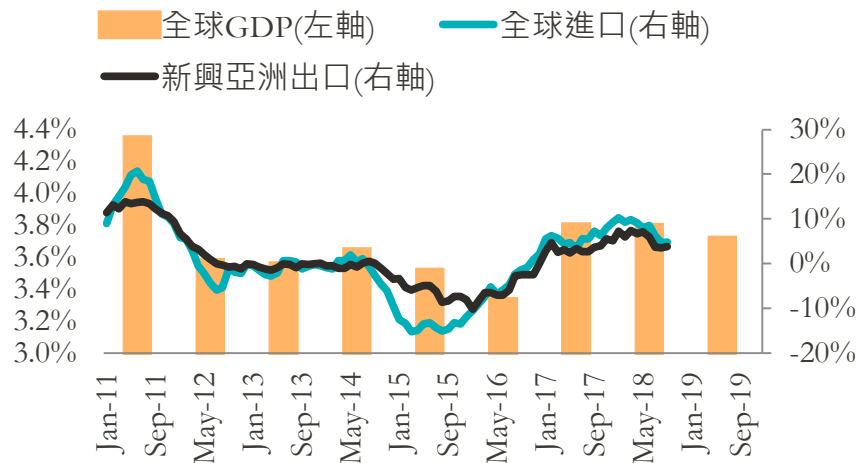
全球半導體市場規模預測(億美元)

	2018		2019	
	市場規模	年增率	市場規模	年增率
IC Insight	5091	14.5%	5333	4.8%
國際數據資訊(IDC)	4817	15.5%	4849	0.7%
顧能(Gartner)	4811	14.4%	5155	7.2%
世界半導體貿易統計(WSTS)	4770	15.7%	4980	4.4%
平均	4872	15.0%	5079	4.2%

MSCI新亞指數和彭博亞洲貨幣指數



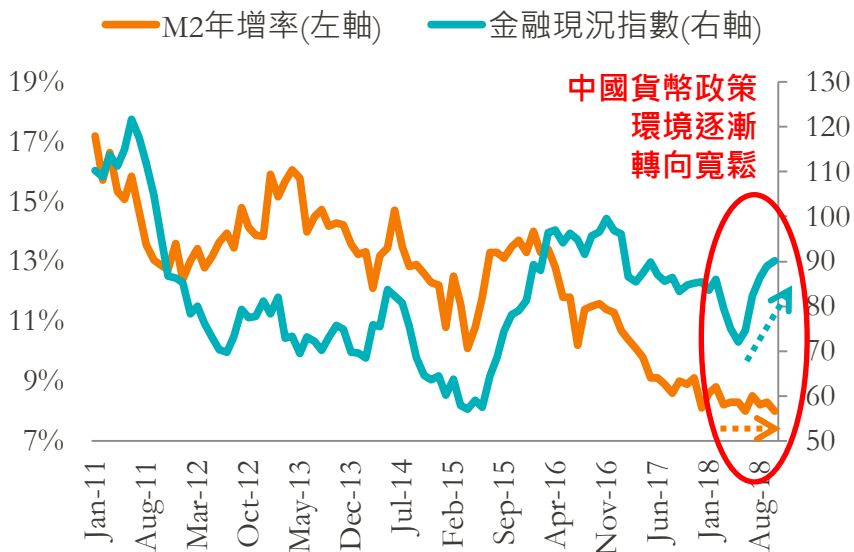
全球進口和新興亞洲出口關聯



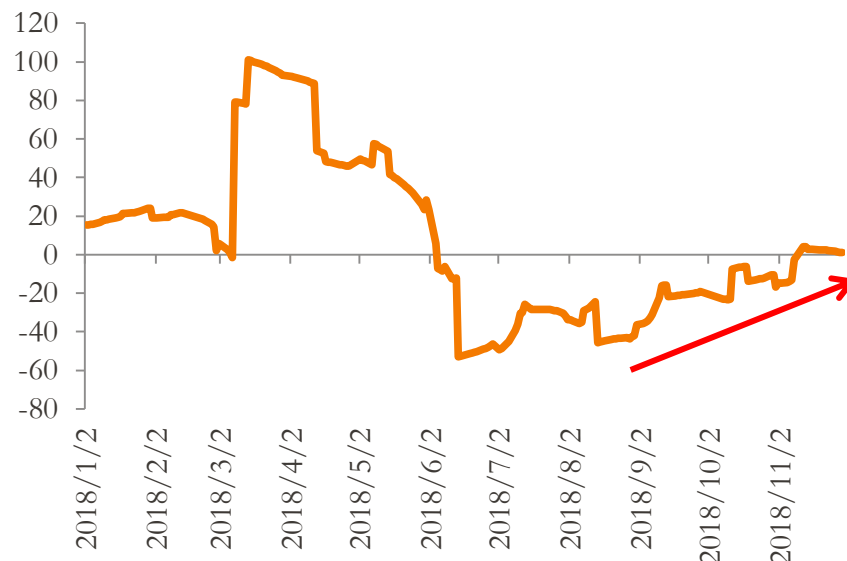
中國—宏觀調控現成效，經濟放緩壓力減輕

1. 先前幾年中國政府宏觀調控主基調為「降槓桿」，此可從M2年增率不斷下降看出。但2018年起中國政府發現經濟下行壓力更加沉重，漸將宏觀調控主基調由「降槓桿」切換至「穩增長」，讓M2年增率降幅趨緩，且年內4度降準釋放流動性，也讓整體貨幣政策環境呈現「緊中帶鬆」。
2. 從花旗經濟驚奇指數可看出，中國經濟自第二季起下行壓力轉強，但隨著中國官方的宏觀調控政策轉向、托底經濟的力道加大，**花旗經濟驚奇指數已從第三季緩慢回升，進而有助於舒緩市場對中國經濟下行的擔憂。**

中國M2和金融現況指數



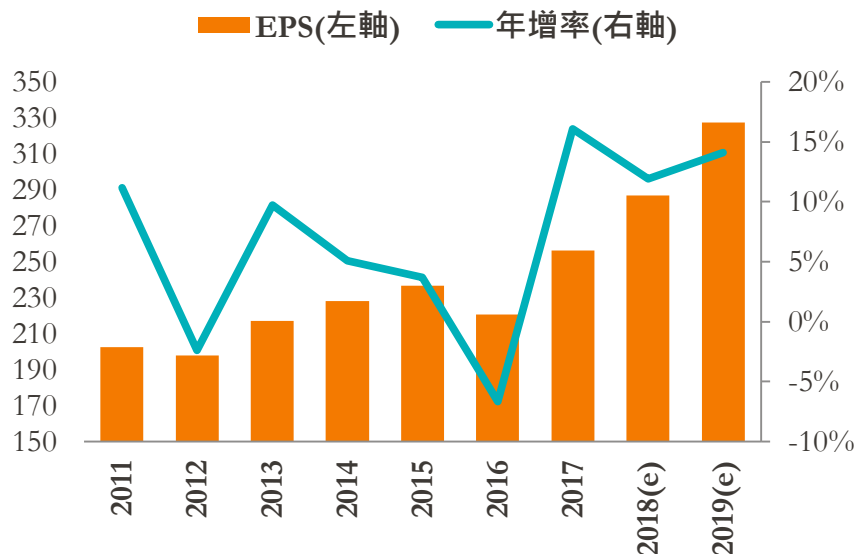
花旗經濟驚奇指數—中國



中國—評價降至歷史低位，投資機會浮現

1. 12/2(日)川習會就美中貿易問題達成共識，雙方同意自2019年1月1日起暫停加徵新一輪關稅90天。雖然會談結果仍有但書，若90天過後未達成協議，美國可能再加徵關稅，但由於**中國股市的營收僅約10%來自海外，仍以內需為主，判斷貿易戰對陸股影響有限，無需過度擔憂貿易戰的衝擊。**
2. 從基本面來看，陸股有望隨經濟回穩、貿易戰暫歇而受益，預料2019年陸股EPS仍有機會保持在雙位數成長，且評價面顯示，**滬深300指數的股價淨值比已降至逼近歷史低位，投資機會逐漸浮現。**

滬深300指數EPS和年增率



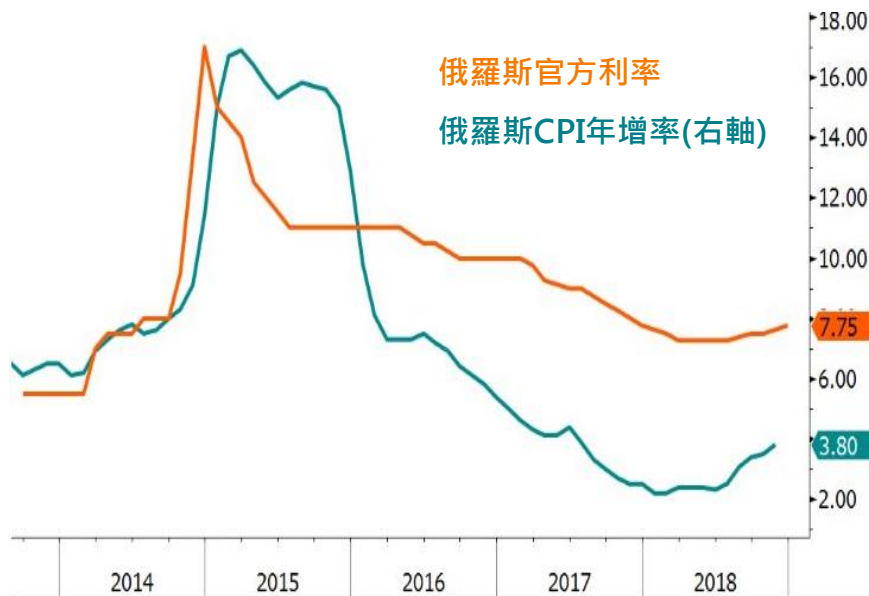
滬深300指數股價淨值比



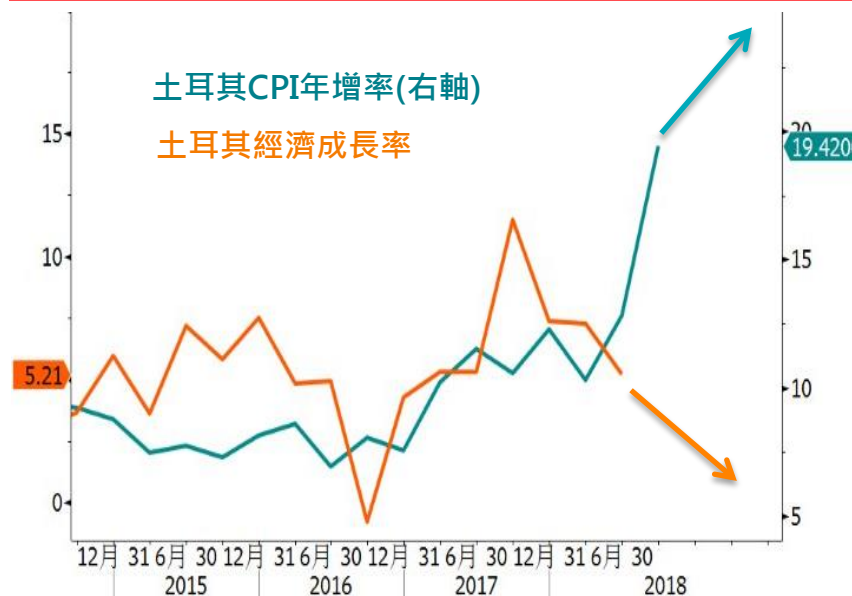
新興歐洲—2019年景氣仍不明朗

1. MSCI新歐指數主要成分股來自俄羅斯、土耳其及波蘭，俄羅斯受惠油價自2016年低點反彈，經濟好轉，經常帳盈餘改善，推升盧布自9月低檔反彈，俄羅斯於12/14升息一碼，以因應通膨上升，但預估2019年物價年增率在4%左右，後續大幅升息空間不大，仍看好俄羅斯經濟發展。
2. 新興歐洲由於地緣政治影響，俄羅斯、土耳其的評價都偏低，MSCI新歐指數預估本益比才6.6倍，但土耳其受到貨幣危機的衝擊呈現經濟下行、通膨高漲的情形，**景氣預估2Q19才會落底。在景氣仍不明朗的情形下，維持中性評等。**

俄羅斯利率及CPI年增率



土耳其景氣明年上半年落底



拉美—新政府政策方向和進展是觀察重點

1. 巴墨2國都正值新舊政府交接之際。關注焦點在於新任政府未來施政方向，有「巴西川普」之稱的波索納洛雖在反同、擁護槍枝方面備受爭議，但其財經政策受市場討喜，進而推動巴西股市和匯率在近期保持強勢。
2. 墨西哥的AMLO政策則較不親市場，再加上近期的機場停建、限制銀行收取手續費等均引發市場不安、股匯雙跌。展望未來，**巴西新政府能否如實推出友善市場政策將是重要觀察重點，而墨西哥新政府目前仍站在與市場較對立一面**。整體來看，在政策方向均尚未明確下，拉美股市中性看待。

巴西墨西哥新政府上台



巴西

新任總統



雅伊爾·波索納洛
(極右派)

上任時間和財經政策

- 上任時間：2019/01/01
- 財經政策：
 - ✓ 擁護央行獨立性
 - ✓ 國營事業民營化
 - ✓ 退休金改革
 - ✓ 稅制簡化、降低政府支出
 - ✓ 與中國重談貿易協議



墨西哥



羅培茲·歐布拉多
(簡稱AMLO，右派)

- 上任時間：2018/12/01
- 財經政策：
 - ✓ 擁護央行獨立性
 - ✓ 在北部建立低稅率經濟特區
 - ✓ 抨擊「新自由主義」政府
 - ✓ 親緊縮(pro-austerity)政策
 - ✓ 中止能源業私有化

MSCI拉美、巴西和墨西哥指數走勢圖

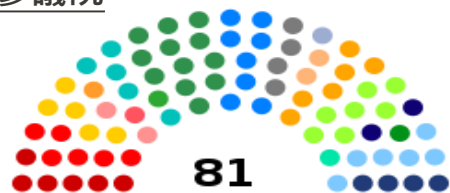


巴西—國會分化、通膨壓力可能打擊投資信心

1. 雖巴西新政府較親市場，但新政府的一大難題是「國會分化」，波索納洛所屬的社會自由黨雖是眾議院第2大黨，但僅有52席，參議院更只有4席。未來若波索納洛無法有效整合國會推行推行政策，則可能導致股市受挫。
2. 另一難題是，巴西里拉的貶值約需6-9月才會反映在通膨，預計今年年中的貶值將於近期或明年陸續反映。若未來要維持溫和通膨勢必得升息，但此將打擊經濟；不升息通膨又可能快速攀升，亦會同樣不利經濟，儘管市場預估2019年GDP將逐季增溫，但在央行可能有升息壓力下，能否達成此目標仍待檢驗。而從新政府動向、貨幣政策上來看，股市仍維持中性。

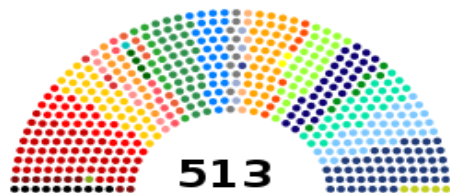
大選後，巴西國會現況

參議院



參議院由**20個不同政黨組成**，總統波索納洛所屬的社會自由黨(PSL)僅拿下4席，排名第10。

眾議院



眾議院由**30個不同政黨組成**，總統波索納洛所屬的社會自由黨(PSL)為第2大黨，共52席。

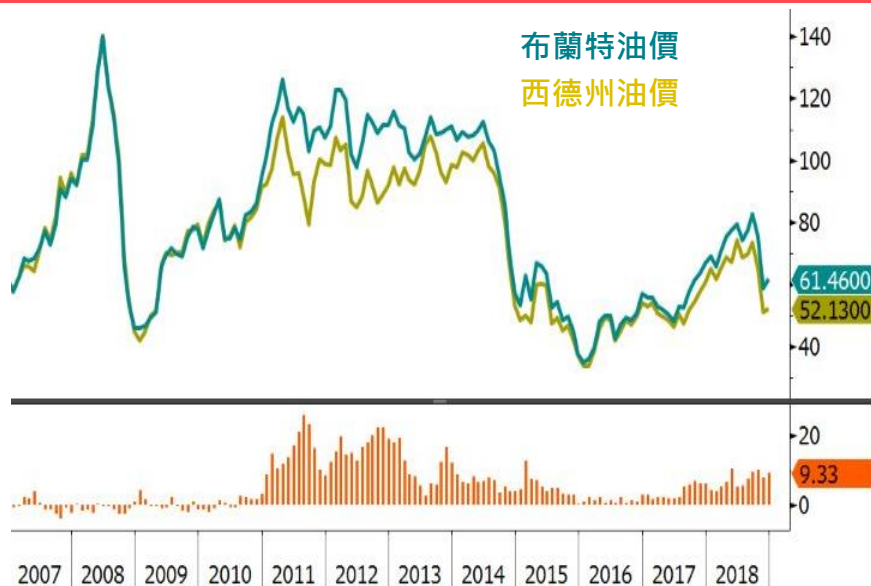
巴西利率、通膨情境分析及GDP預估

巴西央行的情境分析		2018	2019	說明				
情境一： 升息	基準利率	6.5%	8.0%	升息有助CPI 保持於溫和水位				
	CPI	4.4%	4.2%					
情境二： 不升息膨	基準利率	6.5%	6.5%	若不升息則CPI 可能大幅上揚				
	CPI	7.3%	5.4%					
單位：%	2018 Q4	2019				2018 全年	2019 全年	方向
GDP QoQ	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	-	-	走升
GDP YoY	1.7	1.9	2.3	2.6	3.0	1.3	2.4	走升

能源—減產仍主導價格走勢

1. 油價受惠OPEC減產措施，2016年起價格自低檔反彈，12/9 OPEC再度擴大減產幅度至120萬桶/日，激勵油價走揚，預估在OPEC主導下，2019年油價下檔仍有支撐。不過觀察長期油價走勢可以發現，自美國開採頁岩油以來，布蘭特與西德州的油價即出現較大幅度的價差，顯示美國供給不斷增加對油價帶來的壓力。
2. 在下有鐵板，上有鍋蓋的情形之下，預估布蘭特油價將在55~75美元區間，主要受到美國經濟可能放緩的影響，2019年MSCI能源指數預估也將呈現大幅震盪格局，評等維持中性。

布蘭特、西德州油價及價差



MSCI能源指數



王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

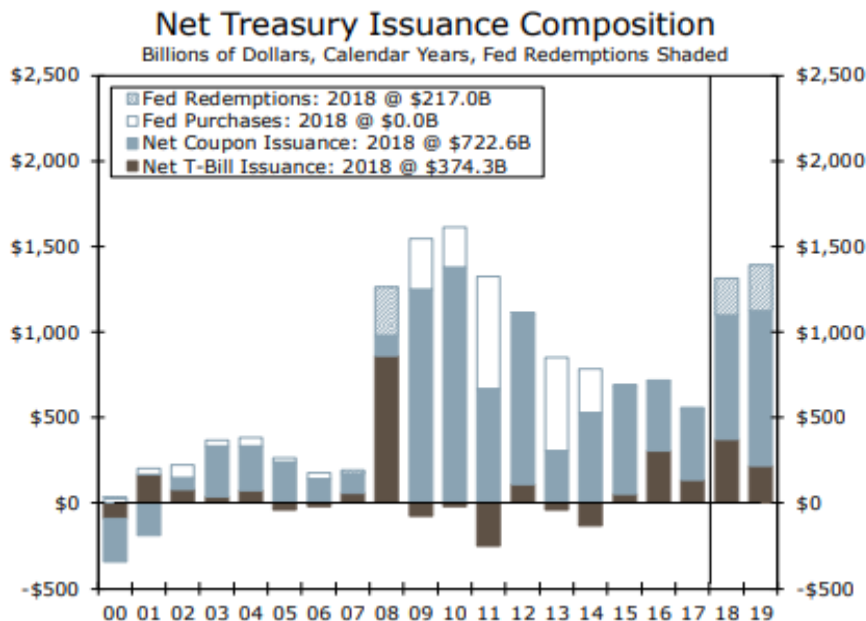
債券市場解讀

投資市場評等

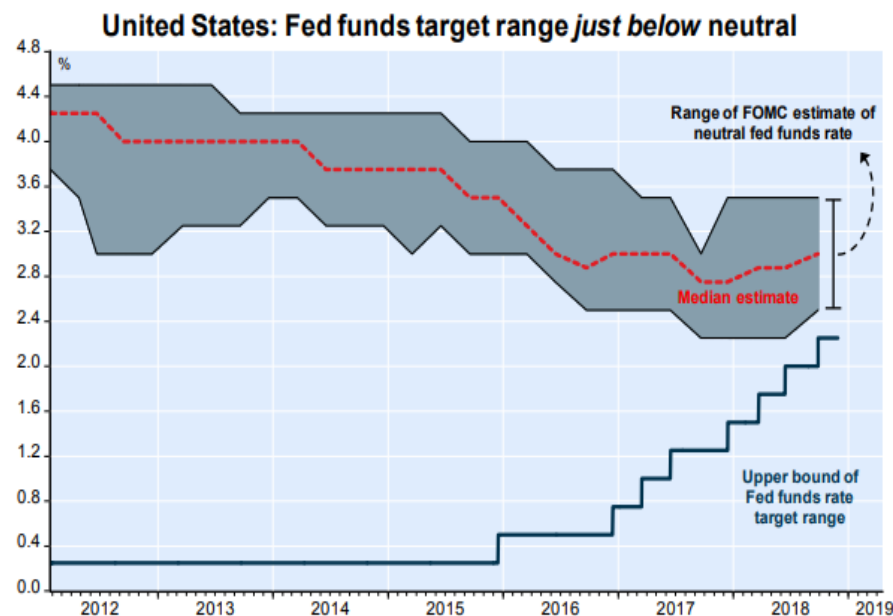
美債—新債發行持續增加，惟Fed升息腳步放緩有利美債

1. 由於美國財政赤字擴大，預估2019年美國財政部新債發行規模仍將增加(2018年全年發債規模達到1兆970億美元)；供給增加為負面影響因素。
2. 不過，隨著金融市場動盪加劇，美國Fed的貨幣政策出現轉向鴿派的跡象，如主席Powell表示當前利率水平略低(just below)於中性利率。Fed升息腳步放緩，將有利未來美債走勢。

新債發行規模增加



Fed升息腳步放緩



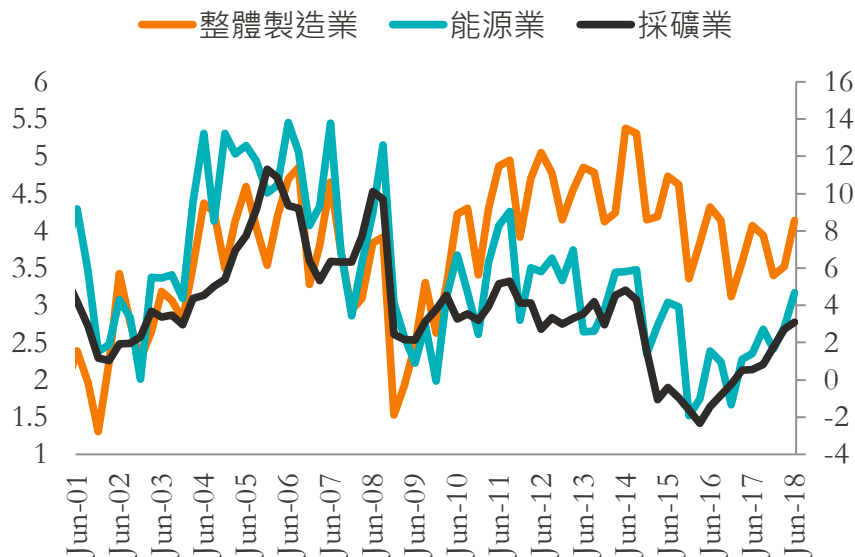
高收債—油價止穩，高收債跌勢亦可望止步

1. 近期國際油價受需求減弱、供給過剩等因素影響而發生重挫，也讓能源業高收債同步受創，進而拖累整體高收債表現。然而，**隨OPEC、俄羅斯等產油國加大減產力道，預料油價下檔有撐，高收債跌勢可望止步。**
2. 美國商務部統計，目前美國整體製造業的利息保障倍數(=EBITDA/利息支出，愈高表示償債能力愈佳)逐漸回升，尤以能源、採礦業最為明顯，反映目前美國企業的償債能力仍沒有惡化，美國高收債仍可逢低進場布局。而未來將持續密切追蹤此一指標是否反轉向下，進而可能逐漸推升違約率。

美銀美林美國高收債總報酬指數和油價



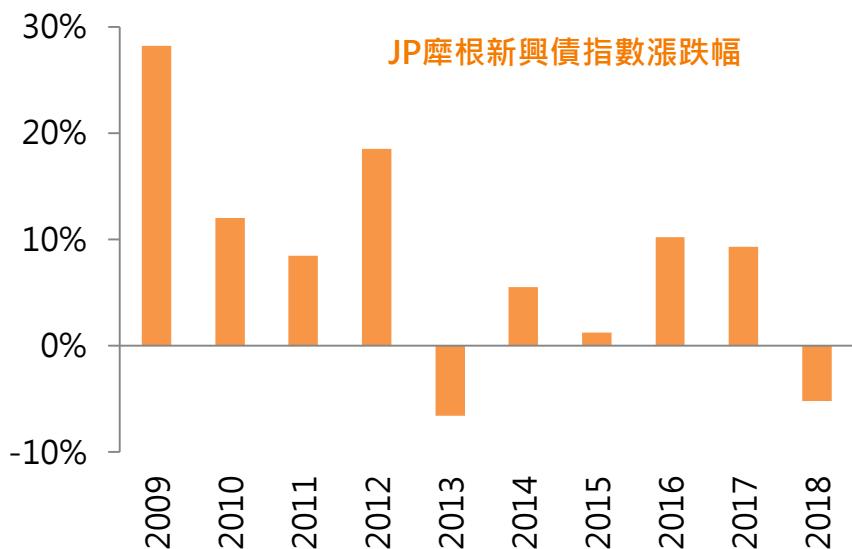
美國製造業利息保障倍數走勢圖



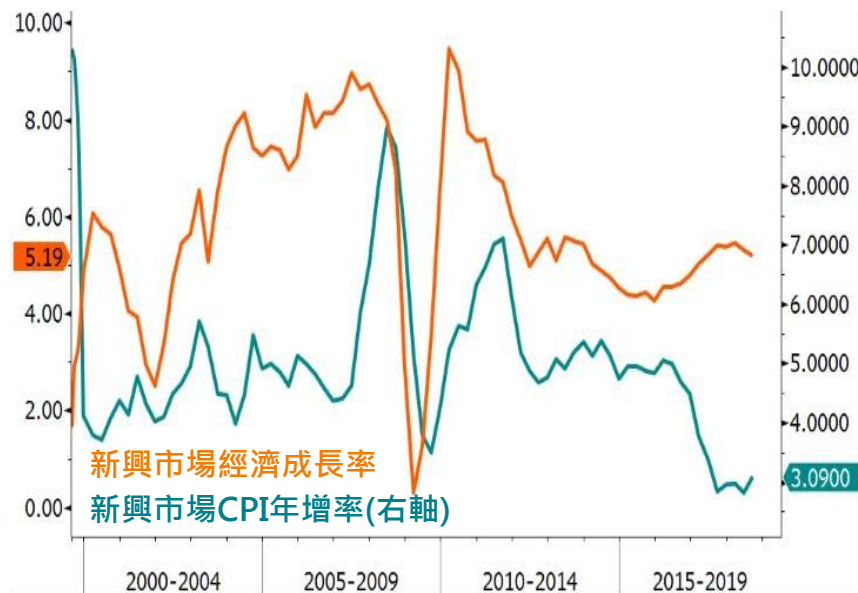
新興市場債—仍需觀察聯準會升息步調

1. 新興市場債過去10年累積上漲110.4%，每年平均漲幅8%，2018年表現不佳，將出現10年來第二度下跌的走勢，預估下跌幅度5%，依歷史平均值來看，2019年表現應明顯優於今年。
2. 新興市場經濟成長率溫和走高，而物價年增率則在相對低檔，有利新興國家政策上維持較為寬鬆的步調，不過今年新興國家受到聯準會升息縮表，美元走強的壓力下紛紛升息，**2019年可觀察美國經濟放緩之下，聯準會是否改變升息步調，暫維持中性評等。**

新興市場債2018年出現下跌



新興市場仍呈現高經濟成長、低通膨



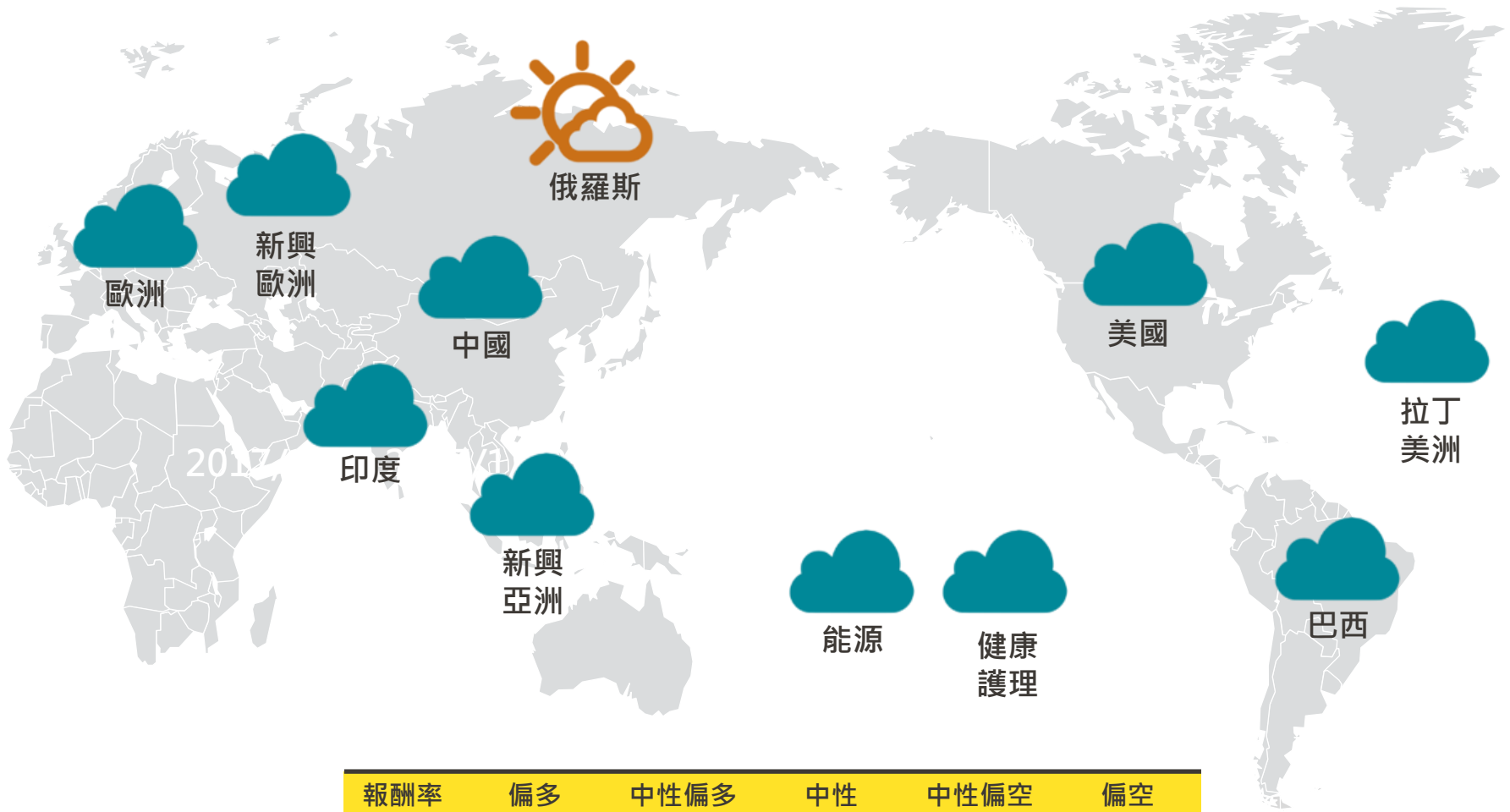
王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

債券市場解讀

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					

2019年1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