

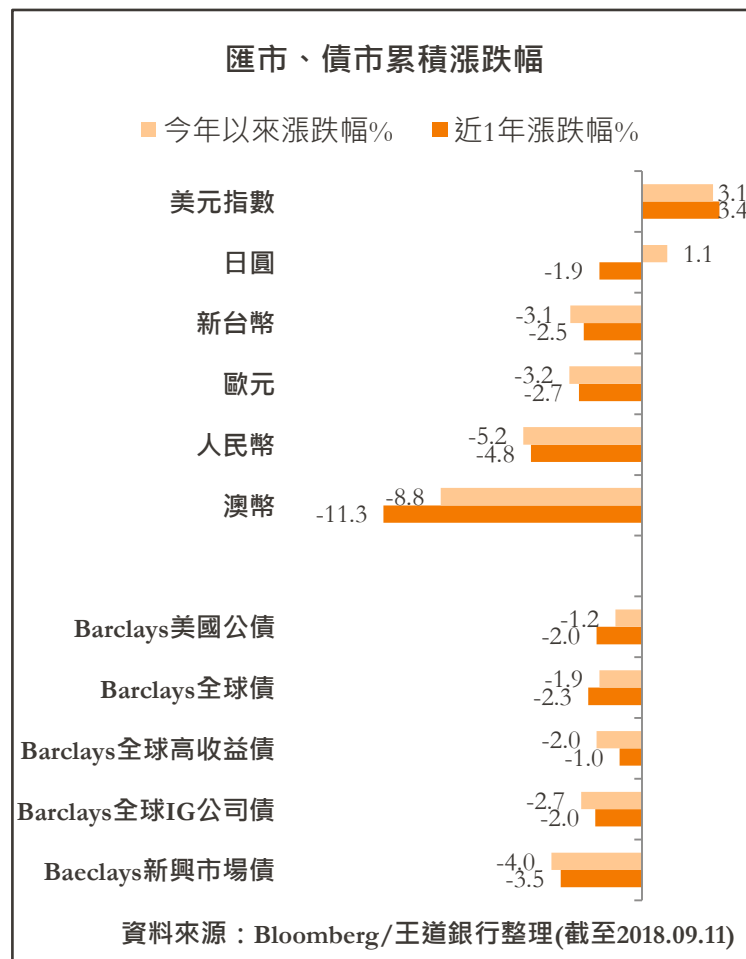
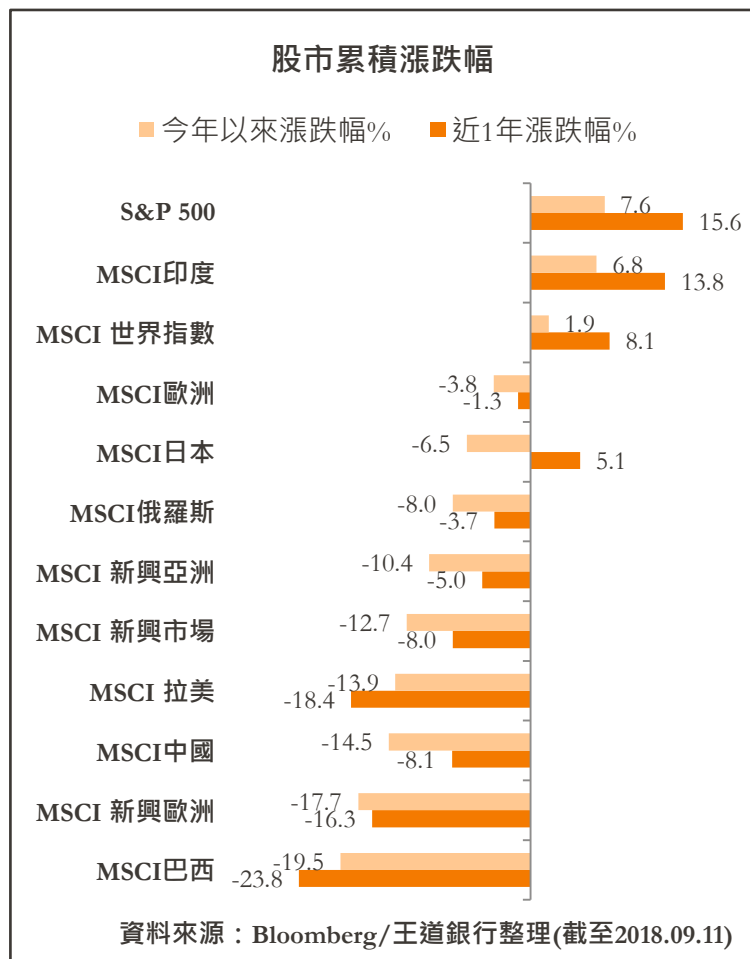


王道市場洞悉 O-Insight

Oct. 2018

全球金融市場表現

1. 美股創新高、新興市場驚現海嘯來最長下跌天數。
2. 美元近期漲勢趨緩，但新興市場貨幣續挫。



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	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

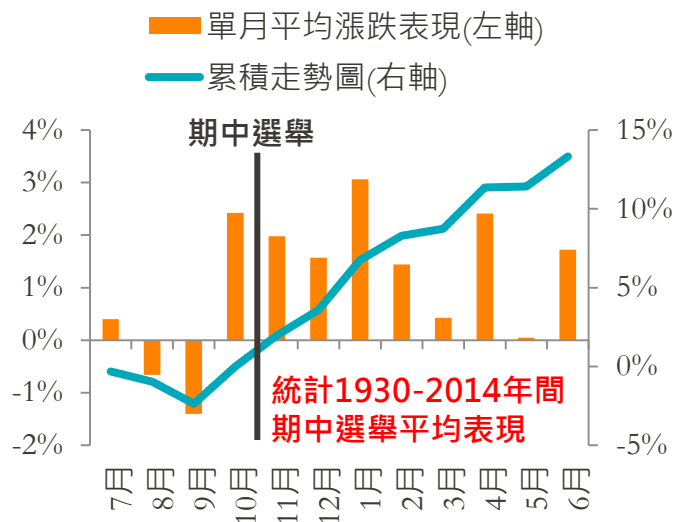
期中選舉後美股普遍表現佳，無須過度擔憂

1. 美期中選舉訂於11/6(二)，眾議院435席、參議院100席中34席將進行改選。
2. 各政黨預估可拿下席次 (截至2018/09/05，Real Clear Politics網站預估)：
 眾議院：共和黨191席、民主黨201席，**搖擺席次37席**，過半條件215席
 參議院：共和黨47席、民主黨44席，**搖擺席次9席**，過半條件51席
3. **目前政評認為共和黨可保住參議院過半席次，決勝點在眾議院，但只要不要掉太多席次，預料市場不會過度負面解讀。**歷史經驗顯示選前S&P500普遍表現平淡，但選後至翌年6月平均累積漲幅達13.34%，不需過於悲觀。

眾議院選舉結果情境分析

選舉結果和機率		影響		市場反應
共和黨保住過半席次(15%)		目前為止的刺激政策可望獲得延續		有利美股美元 美債殖利率上升
共和黨輸掉眾議院過半席次 (與民主黨席次差距)	<10席 (35%)	共和黨提出之政策可能被民主黨否決 (如：二階段稅改)		執政黨在期中選舉常會丟掉部分席位，預料市場不會過度負面解讀，短空但不悲觀
	10-35席 (45%)	重大立法擱置 (如：二階段稅改、醫改等)	對2020年大選仍無指標意義	市場開始正視政黨輪替風險，可能步入中期修正，但中長期仍會回歸美國經濟基本面
	>35席 (5%)	暗示共和黨將輸掉2020大選		機率低，一旦發生可能引發市場大幅震盪

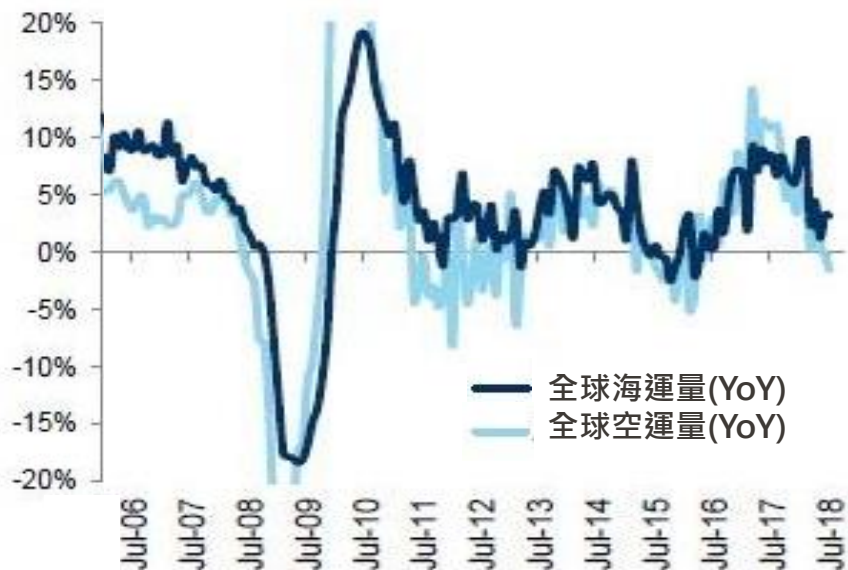
S&P500於期中選舉前後表現



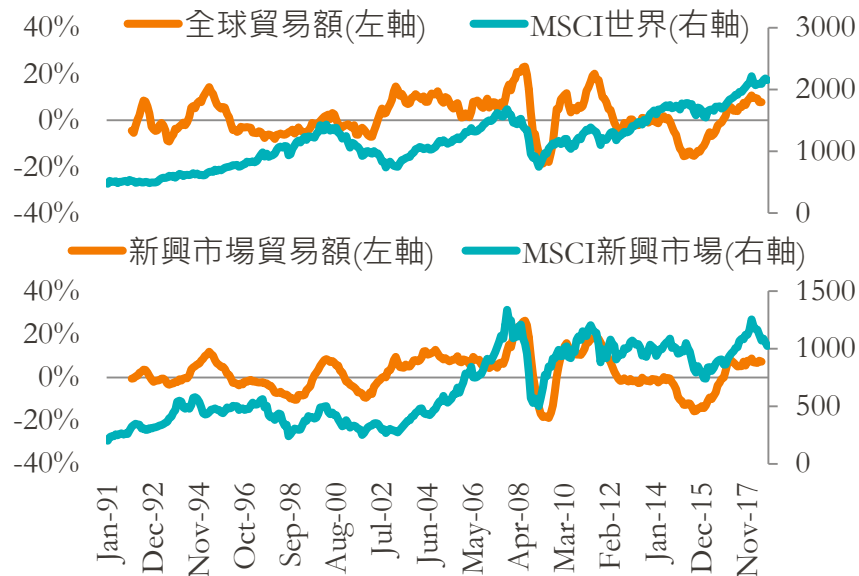
全球貿易現趨緩跡象，新興市場可能受拖累

1. 荷蘭經濟政策分析局(CPB)指出，受美中貿易戰、智慧手機產業對亞洲半導體需求減緩影響，2Q18全球貿易量季增率持平，結束連8季增長腳步。而高盛分析也表示，雖海運貨運量近月有所回升，但空運貨運量卻出現近2年來首度負成長，全球整體貨運量自去年中旬以來明顯下滑。
2. 當全球貿易額成長力道趨緩，甚至步入衰退時，對MSCI世界指數影響並不大，但當新興市場貿易額趨緩或衰退時，新興市場股市卻經常受到拖累，而如今全球貿易逐漸趨緩，需留意是否會對新興市場股市帶來負面衝擊。

全球空運量、海運量年增率趨勢



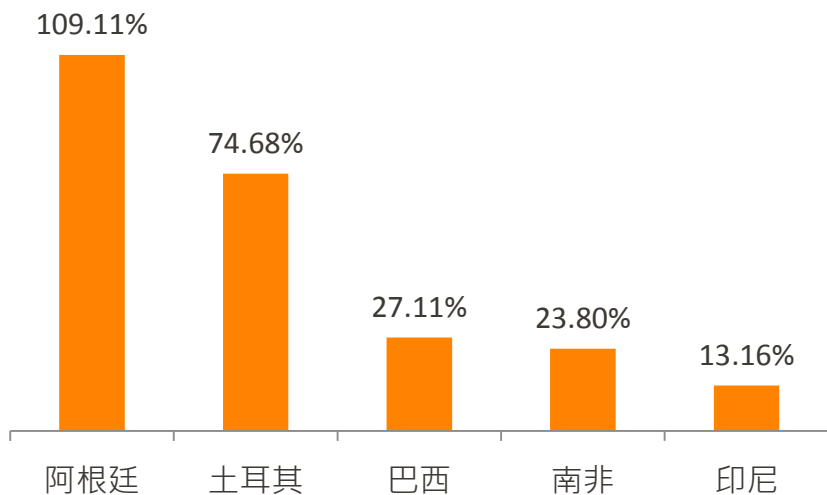
貿易額年增率變化與股市關聯



建議避開貿易赤字新興國家

1. 美元漲勢暫歇，貿易赤字新興國家資金仍持續流出：雖然6月以來，美元上漲力道放緩，但阿根廷、土耳其、巴西、印尼等新興國家匯率仍持續貶值，紛紛創下新低紀錄。這些國家皆**存在貿易赤字、高度依賴海外資金的特性，當風險上升時，海外資金撤離，便導致當地股債匯市動盪。**
2. 若匯率持續貶值，未來導致外幣計價債務風險上升：以土耳其為例，美元兌里拉從年初的3.79一路貶至6.63，**同樣償還一美元的債務需付出更大的成本。**隨著景氣放緩，**債務償還壓力更沉重，資金恐有加速外流的可能，因此建議避開。**

今年以來經常帳赤字新興國家匯率貶值幅度



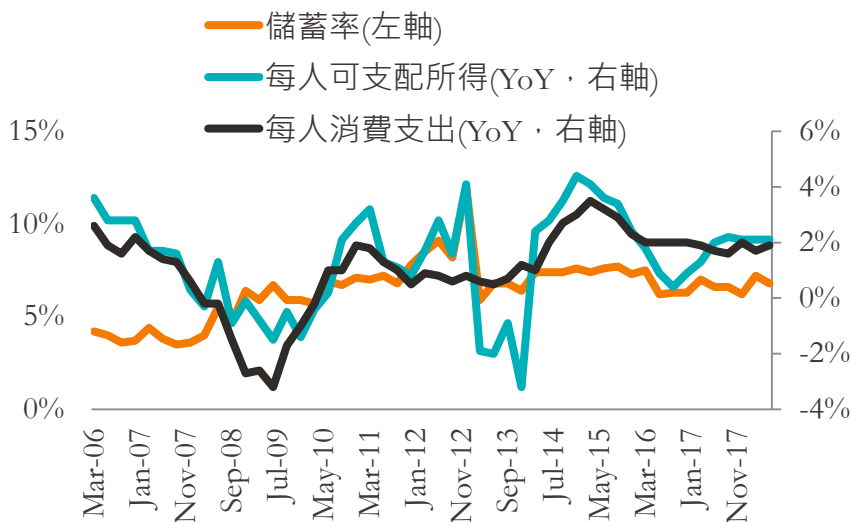
美元兌土耳其里拉走勢圖



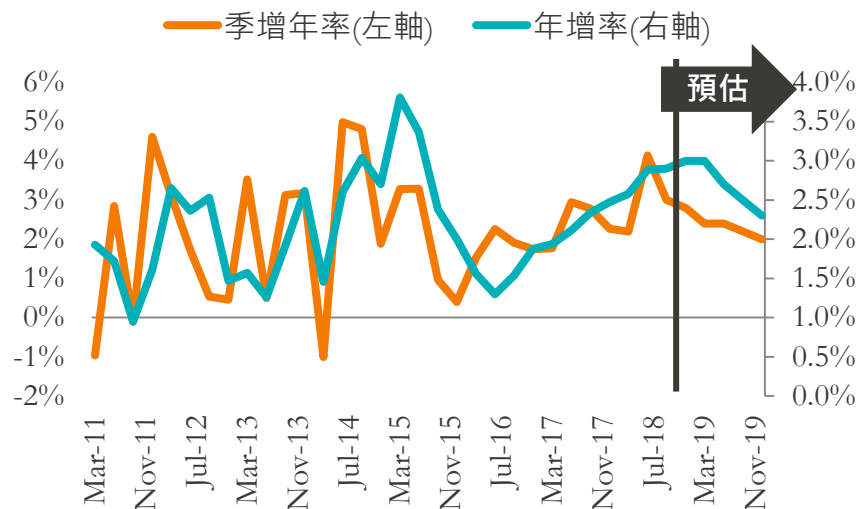
美國—消費力道維持穩定，有助支撐經濟

1. 美國經濟分析局(BEA)修訂儲蓄率計算方式，大部分年度儲蓄率都被上修，2016、2017年更由平均約3.5%大幅上修至約6.5%，上修的3大收入來源為經營者收入、股息/利息收入、微幅薪資成長，反映大多數業主或富人變得更富有。而**目前美國民眾可支配所得和消費支出仍維持穩定，並無出現消費力道因儲蓄率上升而被排擠現象，此可為經濟持續帶來支撐。**
2. 美國2Q18 GDP季增年率達4.2%，政府支出、智財類投資是成長動力來源，但住宅投資、設備支出放緩導致些微拖累，消費則持平。而根據彭博中位數預估，直到2019年Q4美國GDP季增年率和年增率都可保持在2%以上。

美國儲蓄率、可支配所得和消費支出



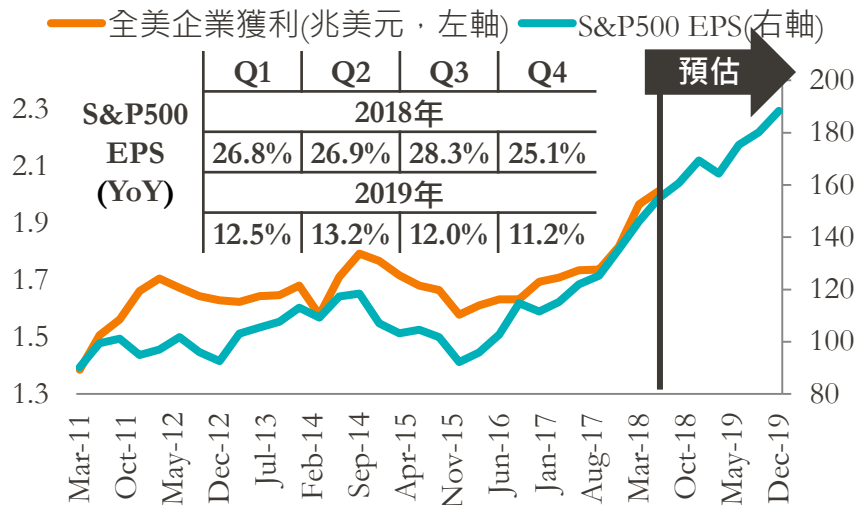
美國GDP季增年率、年增率



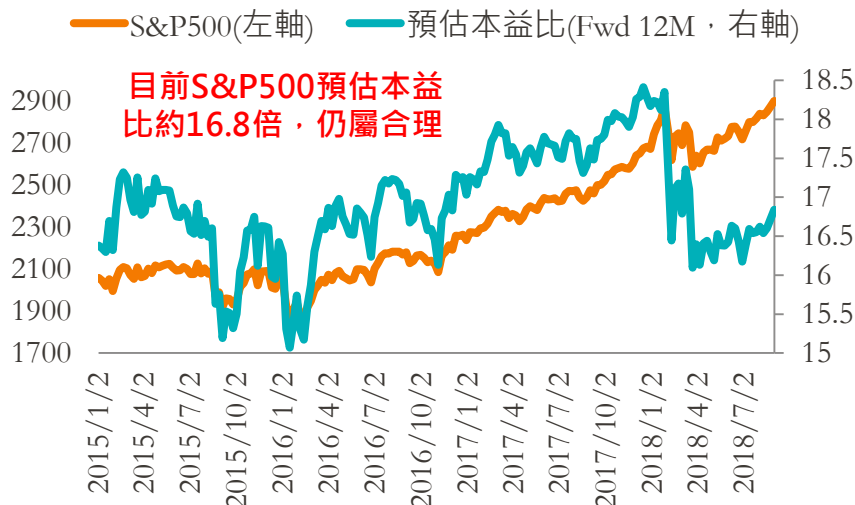
美國—盈餘成長維持高檔，目標上探2950點

1. S&P500的EPS年增率在2Q18高達26.9%，反映美國企業獲利的強勁。而標普公司預估，**S&P500的EPS於今年3Q和4Q年增率仍有28%和25%成長潛力，2019年也可維持10%以上成長力道，美股基本面仍無太大疑慮。**
2. 美中於8/22-23進行貿易談判，但無實質進展，而美國打算再對2000億美元、甚至全部中國進口品課徵關稅，貿易戰持續延燒。接下來川普和習近平將於11月G20峰會會面，可留意峰會前是否有緩和跡象。而雖美股接下來仍可能持續受貿易戰干擾，但**在美國經濟、美股財報仍佳下，足以抵抗風險，判斷未來12個月仍有機會挑戰2950點。**

全美企業獲利和S&P500 EPS



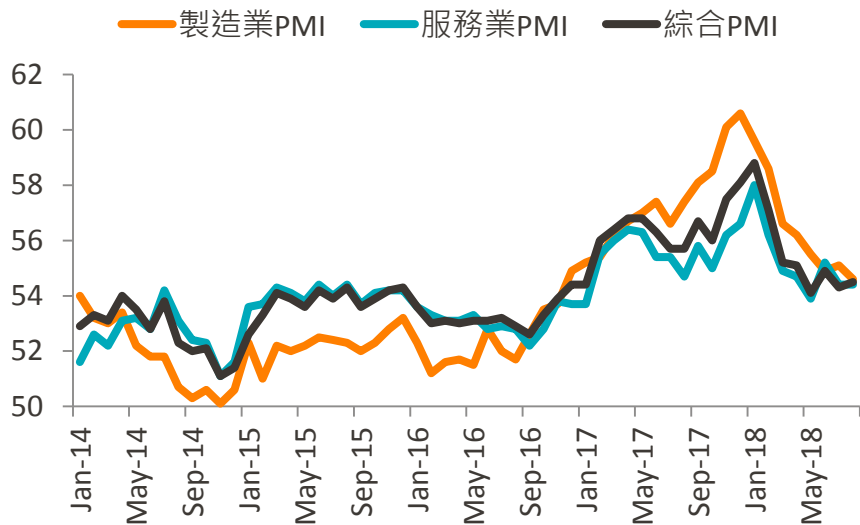
S&P500和預估本益比(Fwd 12M)



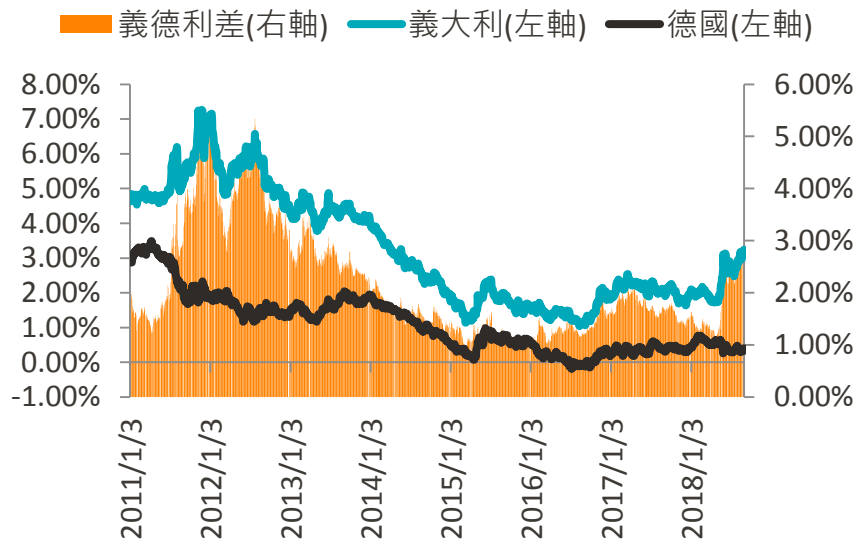
歐洲—經濟放緩及義債問題 持續影響歐洲表現

1. **PMI未隨歐元貶值而獲得改善**：儘管歐元/美元已從今年高點1.25下滑至1.1299(8/15盤中低點)，美歐貿易戰也暫時休兵，但8月份歐元區各項**PMI數據仍持續在低點徘徊，顯示經濟動能仍繼續維持疲軟狀態**，基本面缺乏投資亮點。
2. **義德利差持續擴大，市場關注義大利債務問題**：7月中以來，義德利差持續擴大，近期創2013年7月以來新高，市場除了關注土耳其債務若違約，歐洲銀行業是否遭受衝擊外，也擔憂關心義國政府財政主張恐使債務惡化。目前預料明年度預算納入公共福利政策後，恐遭歐盟否決，但義國若一意孤行，恐讓債務問題浮上檯面。

歐元區PMI



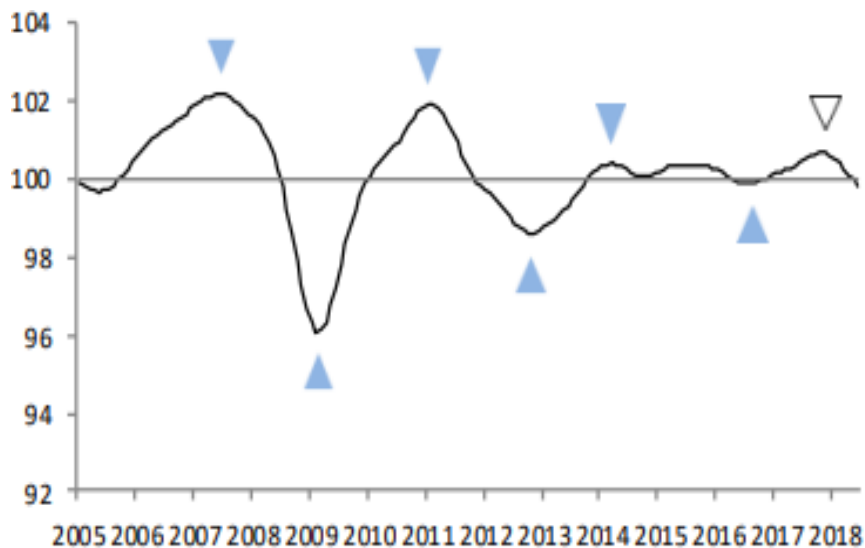
義、德十年期公債殖利率與義德利差



歐洲—考量經濟等其他因素 維持歐股中性看法

- 第四季關注英國脫歐協議、ECB放緩QE對歐洲影響**：在目前脫歐協議難有共識下，英國於8/23公布「無協議脫歐」內容。目前最後結果仍難以預測，市場也擔憂硬脫歐若成真，恐衝擊全球金融市場。另一方面，10月開始ECB計畫將放緩購債速度至年底結束QE，O-Bank將留意緊縮是否干擾歐元區經濟復甦。
- 經濟放緩加上重大事件干擾，維持中性看法**：在考量經濟動能放緩、歐洲央行貨幣政策將進一步緊縮，加上第四季歐洲存在影響金融市場的潛在因子下，維持歐股中性看法。

OECD領先指標顯示歐元區成長動能放緩



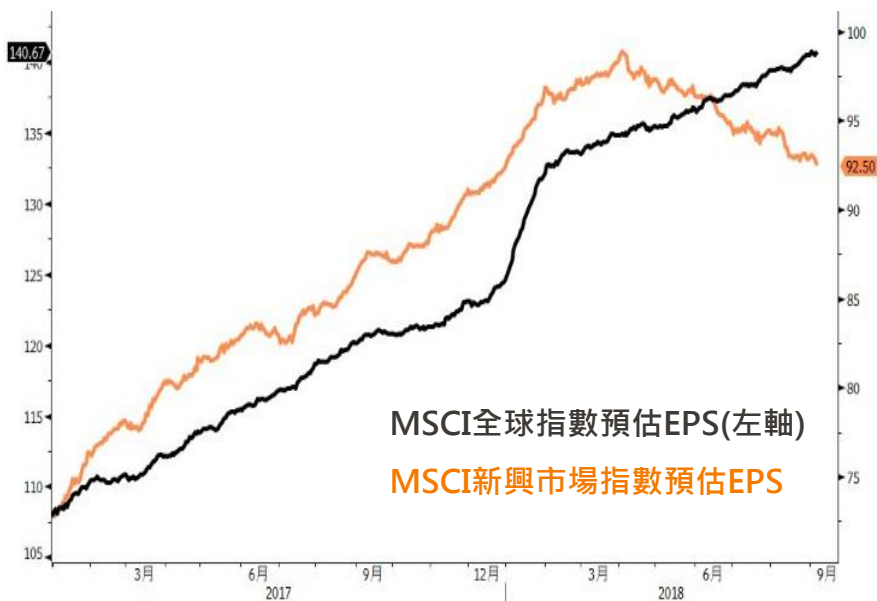
道瓊歐洲600日K線圖



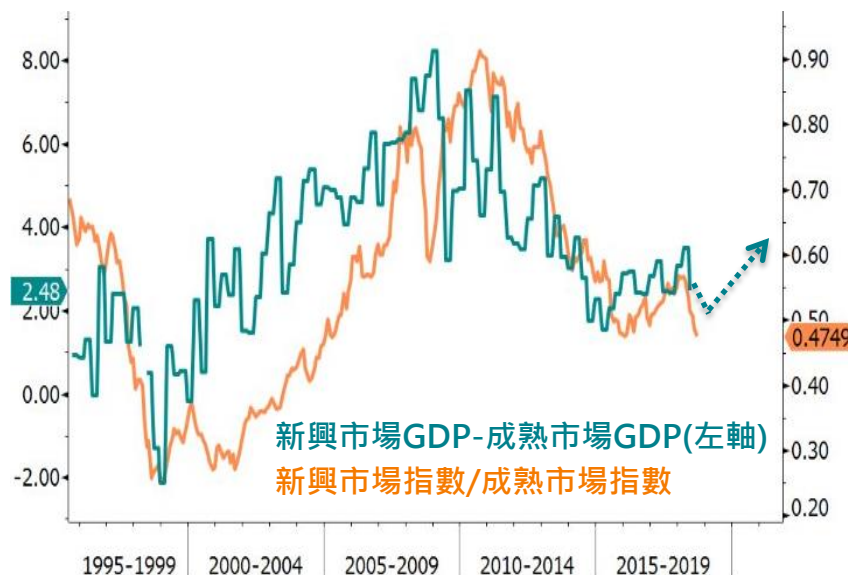
新興市場—獲利預估下修

1. 新興市場今年以來走勢不如預期，尤其是BATS(巴西，阿根廷，土耳其，南非)狀況頻傳，資本外流，貨幣急貶的情況衝擊投資信心，而金融市場的變化也回過頭來影響經濟基本面，**MSCI新興市場企業獲利預估持續下滑，相較MSCI全球指數受惠美國減稅效應獲利預估持續上修，造成兩者評價面持續拉開。**
2. 長期而言，新興市場評價與基本面同步，仍看好在2019年經濟動能將拉開與成熟市場的差距。不過在全球流動性收縮，**貿易戰陰霾未除之下，新興市場低本益比的優勢將因為獲利下修而消失，建議將評等調整為中性。**

新興市場獲利預估持續下修



今年來新興市場評價較成熟市場下降



新興亞洲—貨幣難脫頹勢

1. 新興亞洲兩大經濟體中國，印度今年以來經濟表現穩健，但是在貨幣貶值，中美貿易戰壓力下，股市表現多空分歧，尤其四月以來美元波段升值走勢以及六月中美貿易戰升溫造成的人民幣急貶，都對新興亞洲股市造成壓力。
2. 中國雖於8月重啟逆週期因子，人民幣短期止貶，**不過在貿易戰陰霾籠罩，及新興市場避險情緒偏高之下，短期難以期待資金大舉回流**，新興亞洲指數歷經年初以來下跌，本益比回落至11.3倍，但考量主要成分股中國相關企業受貿易戰不確定性影響，建議調降至中性評等。

人民幣及亞幣今年以來持續弱勢



新興亞洲指數及預估PE



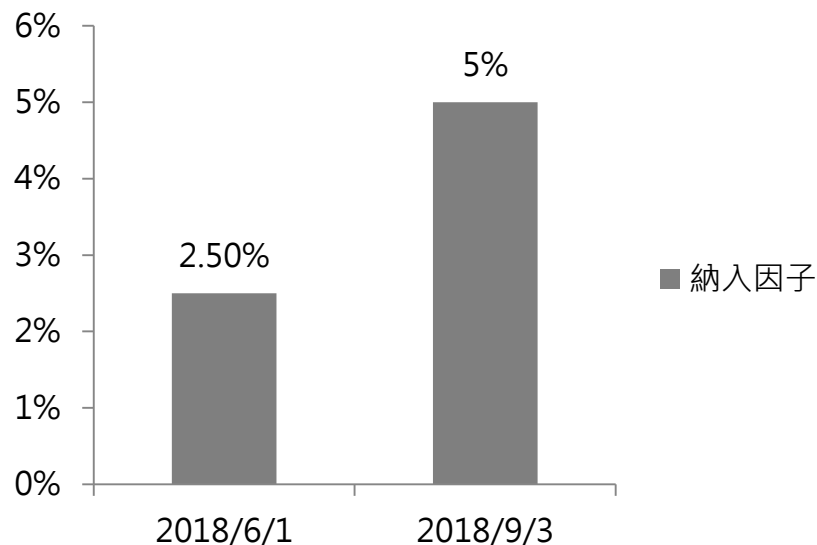
中國—逆週期因子啟動，人民幣預期止貶

1. 2017年5月26日，人行正式宣布在人民幣匯率中間價報價模型中引入「逆週期因子」，主要用意是為了適度對沖市場情緒的順週期波動，降低市場對於人民幣貶值的一面倒預期，隨後人民幣大幅升值，股市同步上漲。
2. 8月24日，人行宣布重啟逆週期因子，代表官方對於人民幣貶值不會坐視不管，人民幣破7的機率不高，我們維持人民幣6.5~7的預估。此外，A股納入MSCI第二階段將於9月3日生效，納入因子由2.5%提高至5%，**人民幣由貶轉升可望加速資金流入陸股的意願。**

人民銀行8月24日重啟逆週期因子



MSCI九月將A股納入因子提高至5%



中國—貿易戰短期仍難落幕

1. 中國股市受貿易戰因素影響，上證指數跌破2016年初低點，本益比也降至2015年以來最低的10.18倍。MSCI中國指數主要成分來自科技龍頭及金融類股，此次在BAT重量級龍頭股修正下，也出現大幅回檔修正，本益比同樣降至11.18倍，為2017年以來最低。
2. 企業財報表現穩健，工業總利潤成長，人民幣短期止貶，**但貿易戰短期仍難落幕，將影響投資信心，再加上科技龍頭股獲利前景遭下調，建議評等調降為中性。**

工業總利潤年增16.2%



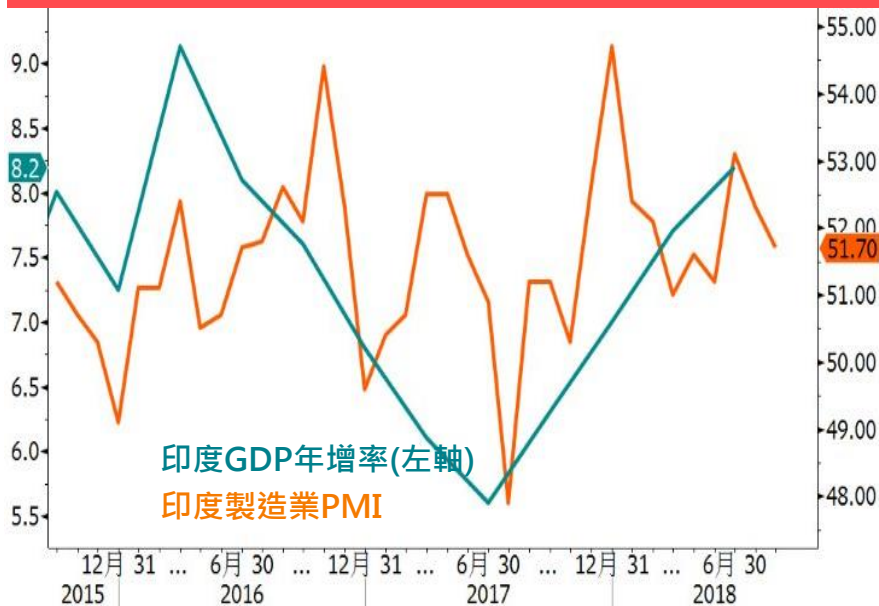
MSCI中國指數



印度—經濟成長，通膨溫和

1. 8月印度製造業PMI指數從7月份的52.3降至51.7，不過製造業公司對未來12個月看法仍樂觀。印度第一季GDP年增率7.7%，第二季GDP更達8.2%，高於市場預期，經濟表現優於預期帶動SENSEX指數突破新高。
2. 近期美元走強，印度盧比貶勢加速，對資金外逃是一項隱憂，印度股市創新高後震盪。財長Jaitley認為盧比貶值是全球因素，高經濟成長下無需過度擔憂，反而是**盧比貶值後實質有效匯率降至2016年以來新低，有利出口。印度股市受惠經濟成長強勁，企業獲利上揚，仍維持中性偏多看法。**

印度2Q18GDP年增率8.2%



印度盧比貶值有利出口



新歐-土耳其風暴未平 新歐指數維持中性評等

1. 土耳其遭制裁後，金融市場動盪：土耳其於8月初遭受美國制裁後，股、債、匯皆遭受衝擊，除了經濟信心滑落至2009年新低外，5年期CDS更是攀升到2008金融風暴以來新高，顯示市場極其擔憂土耳其風暴無法收拾。**在(1)經常帳赤字、(2)央行未積極升息因應、(3)土耳其與美國政府關係無好轉下，除非外力介入金援，否則風暴難以止血。**
2. 未來新歐指數止跌關鍵在土耳其：在土耳其股匯雙殺拖累下，MSCI新歐指數創3年新低水準，**在土耳其股市尚未明顯止跌下，將新歐指數維持中性評等。**

土耳其5年期CDS走勢圖



MSCI新興市場歐洲指數



俄羅斯—制裁衝擊有限 維持中性偏多評等

1. 俄羅斯再遭美制裁，衝擊有限：8/22美國因英國雙面間諜毒殺案為由，對俄羅斯實施制裁行動，若俄國無法提供不再使用化學武器之保證，美國將在90天內進行第二階段制裁。**俄羅斯盧布雖貶至2016年4月以來新低，但俄羅斯RTS指數僅回落至今年4月份低點，衝擊幅度相較於4月時來的緩和。**
2. 國際油價高檔抵銷了部分匯率衝擊，建議逢低布局：雖然盧布受制裁所影響，但在近期油價仍在高檔震盪下，抵銷了部分匯率衝擊。**考量基本面仍正面下，建議有興趣的投資人可逢低布局。**

布蘭特原油走勢圖



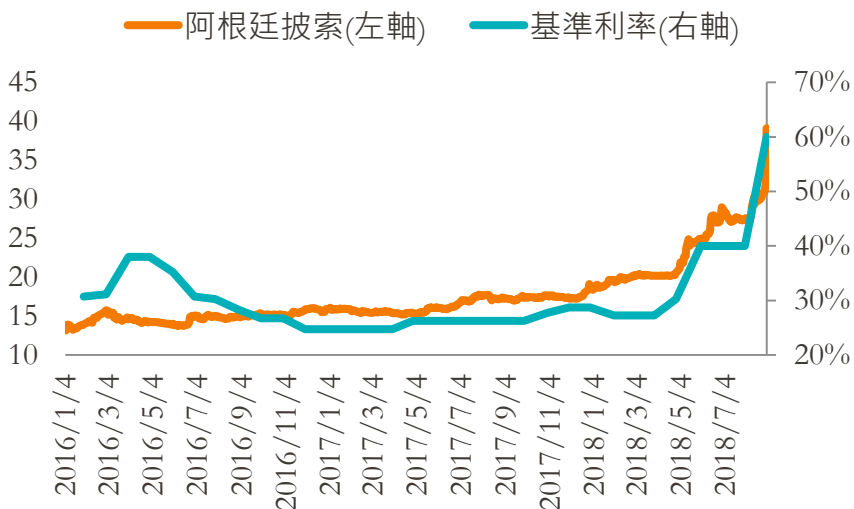
美元/俄羅斯盧布與RTS指數



拉美—財政疑慮、匯率衝擊，短期表現看淡

1. 阿根廷政府向IMF申請提前撥款，直接導致市場對財政、債務問題的擔憂加劇，阿根廷披索遭大舉拋售，央行被迫升息至60%阻止資金外流。阿根廷風暴也逐漸蔓延，**巴西里拉8月來已貶值超過10%，巴西央行不得不宣布在匯率4.2價位進行干預，且在總統大選干擾下，拉美短期仍不樂觀。**
2. 唯獨墨西哥例外，在美國對NAFTA的「落日條款」強硬態度出現軟化後談判加快，美墨兩國於8/27達成共識，如今加拿大也重回談判，NAFTA有望得以續命，而即使NAFTA進展持續不順，美墨雙方也能以雙邊協議取代，這對美國出口佔總出口75%的墨西哥來說不一定是壞事。

阿根廷披索和基準利率



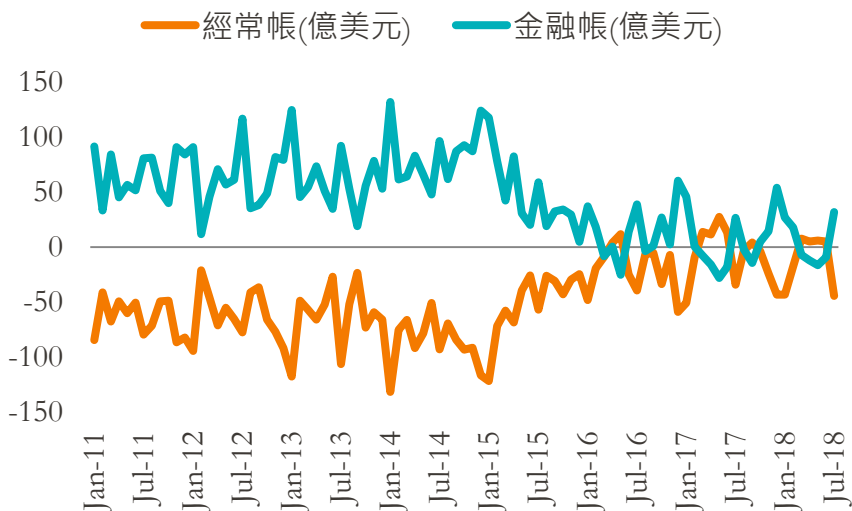
MSCI拉丁美洲、巴西、墨西哥指數



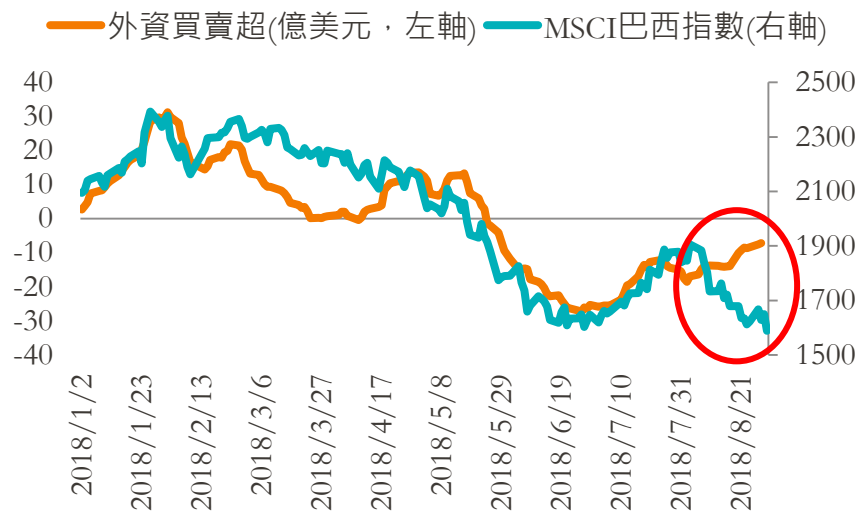
巴西—雖外資回籠但未大舉進場，中性看待

1. 巴西高等選舉法院於9/1宣判前總統魯拉不得競選總統，確立巴西總統大選將是「大亂鬥」局面，目前仍是由有「巴西川普」之稱的右派候選人Jair Bolsonaro領先，親市場的中間偏右派候選人Geraldo Alckmin落後。
2. 由於巴西長年處於經常帳赤字，必然會有長年金融帳盈餘，但這代表巴西經濟非常仰賴外資，一旦外資抽銀根，經濟、股匯市必將受到重挫。從外資買賣超動向來看，**今年來外資持續倒貨是巴西股市疲弱的重要原因，雖然8月以來出現回籠跡象，但同期間巴西里拉貶值超過10%，暗示外資可能僅是用停泊在巴西的資金進場，而非大舉抄底股市，仍持中性看待。**

巴西經常帳和金融帳



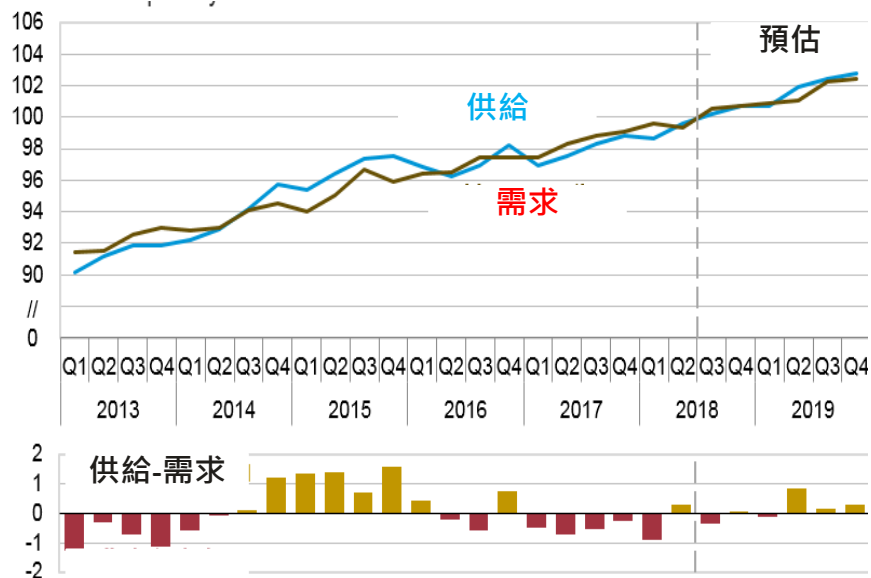
外資買賣超和MSCI巴西指數關聯



原油-受伊朗制裁影響 油價可望淡季不淡

1. 市場擔憂伊朗制裁，原油可望淡季不淡：儘管美國在9/3勞工節過後，進入了往年原油淡季，但面對美國要求各邦交國在11/4起終止購買伊朗原油，否則將面臨美國制裁下，**部分國家開始調整原油需求來源，支撐原油淡季價格**。另一方面，伊朗揚言封鎖中東原油出口航道-荷莫茲海峽，一旦成真，油市供給恐受衝擊。
2. 供需平衡至明年Q1，油價可望繼續高檔震盪：而根據EIA最新月報預估，**原油至明年Q1年皆呈偏緊的態勢**，預料油價將持續維持高檔震盪，**對於油價區間仍維持在65-85美元不變**。

EIA原油供需預估(百萬桶/日)



布蘭特原油走勢圖



王道市場洞悉 O-Insight

總經情勢及全球市場解讀

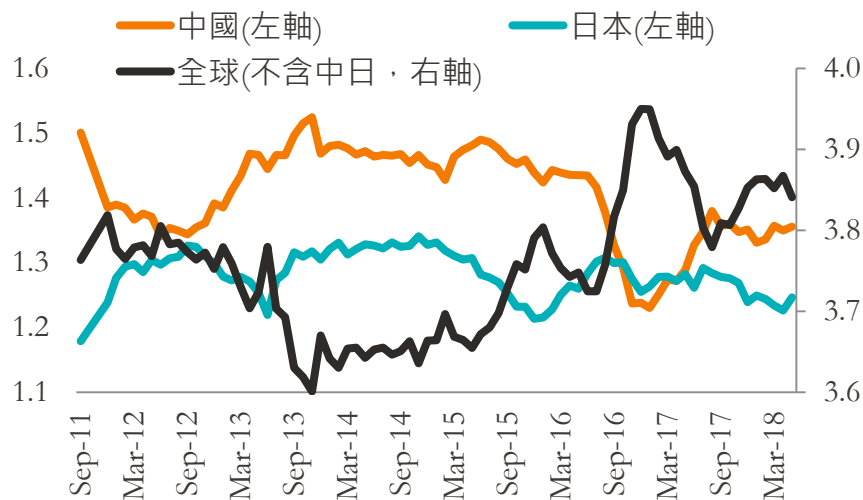
固定收益解讀

投資市場評等

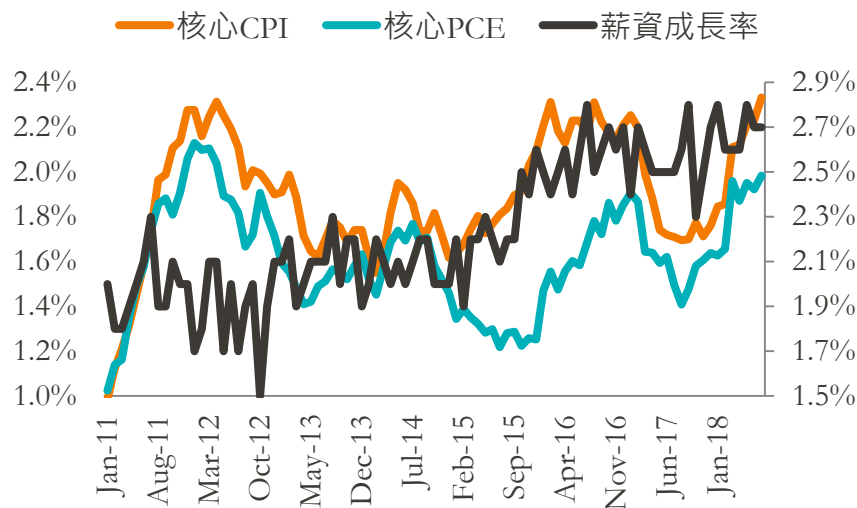
美債—美債需求量穩定，可避免殖利率飆升

1. 美國財政部數據顯示，截至2018年6月，美國政府約舉債21.21兆美元，美國投資機構、政府機構和Fed合計約持有15兆美元美國公債，佔70.72%，剩餘的29.28%(約6.21兆)則由外國投資人持有，中國和日本是最大持有者。而**雖中日兩國近年持有量呈下降趨勢，但非中日等其他國家持有量大增，讓美債需求得以保持穩定，進而避免殖利率快速飆升。**
2. 7月核心CPI達2.3%，連續5個月高於2%，核心PCE近5個月有3個月達到2%，反映美國通膨已大致能符合2%目標，另，薪資成長率也緩步走升，有助於通膨繼續保持一定水位，預計接下來美國仍能保持溫和通膨狀態。

中國、日本和全球對美國公債持有量(兆美元)



美國核心通膨、薪資成長率



美債—經濟佳適合緩步升息，年底前再升2碼

1. 8月初FOMC會後聲明多次用「強勁」字眼形容目前美國經濟，呼應了Fed主席鮑威爾於全球央行年會時的談話內容，他指出美國經濟沒有過熱風險，「預計美國經濟將繼續表現強勁」，且無跡象顯示通膨將加速超過2%。**若經濟繼續強勁增長，漸進式升息是適宜的。**
2. 美國國會通過由中立派的Richard Clarida接替Stanley Fischer擔任Fed副主席。目前市場認為9月、12月升息機率分別為90%、60%以上，而在**聯邦基準利率可能持續上升下，預料10年期美債殖利率也將緩步走升，區間介於2.8-3.3%**，投資級債則可望在今年發債量減少下，保持穩定表現。

近期Fed官員對貨幣政策的看法

官員		談話內容
主席	鮑威爾	如果經濟繼續強勁增長，漸進式升息可能是適宜的
克里夫蘭	梅斯特	年底前再升息2次「是合適的」
堪薩斯	喬治	
達拉斯	卡普朗	Fed可能已經接近升息週期尾聲，再升息3-4次會觸及中性利率
里奇蒙	巴金	利率必須上升至正常水平
波士頓	羅森葛倫	Fed應維持漸進式升息路線
聖路易	布拉德	建議Fed按兵不動

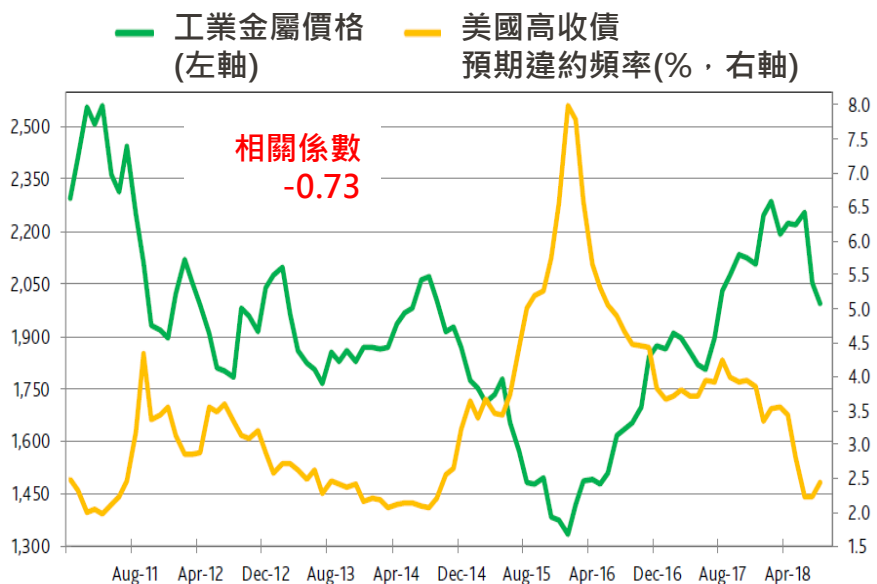
9月、12月升息機率和美債殖利率



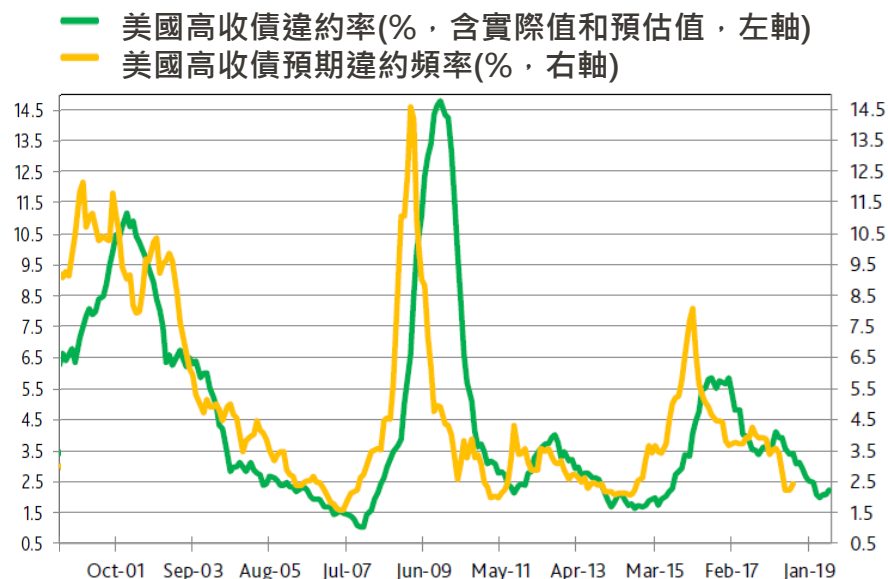
高收債—違約率可望持續下降

1. 穆迪指出，工業金屬價格年增率與美國高收債預期違約頻率(指公司在一年內發生違約的機率，其中，違約係指公司的總資產低於總負債)呈高度負相關，相關係數達-0.73。而近24個月工業金屬價格年增率都保持在5%以上，讓美國高收債預期違約頻率得以持續下滑。
2. 美國高收債預期違約頻率持續下滑有助於降低美國高收債的違約率，且前者通常會領先後者約9個月，因此在美國高收債預期違約頻率目前仍持續走低下，預估美國高收債違約率可望在未來12個月由3.4%降至2.2%。

工業金屬價格和美高收預期違約頻率關聯



美高收違約率預估和違約頻率關聯



新興債—下調評等至中性 留意經常帳赤字國家

1. **土耳其、阿根廷陷入危機**：土耳其在原先經濟體質不佳下，8月受美國制裁後，資金加速外流；另一方面，阿根廷於8月底再度陷入危機，央行利率由45%大幅升至60%，政府也開始實施樽節措施，兩國經濟持續陷入泥淖。
2. **留意經常帳赤字國家風險，將評等降至中性**：雖然短期美元上漲動能暫歇，但經常帳赤字國家(巴西、南非、印尼等)匯率仍持續創低，資金出逃顯著，將**持續關注危機是否有擴大新興債的可能，有鑑於上述市場皆為新興債發行國，因此建議將新興債評等下調至中性。**

巴西、南非、印尼匯率(經標準化)



摩根大通新興市場債指數



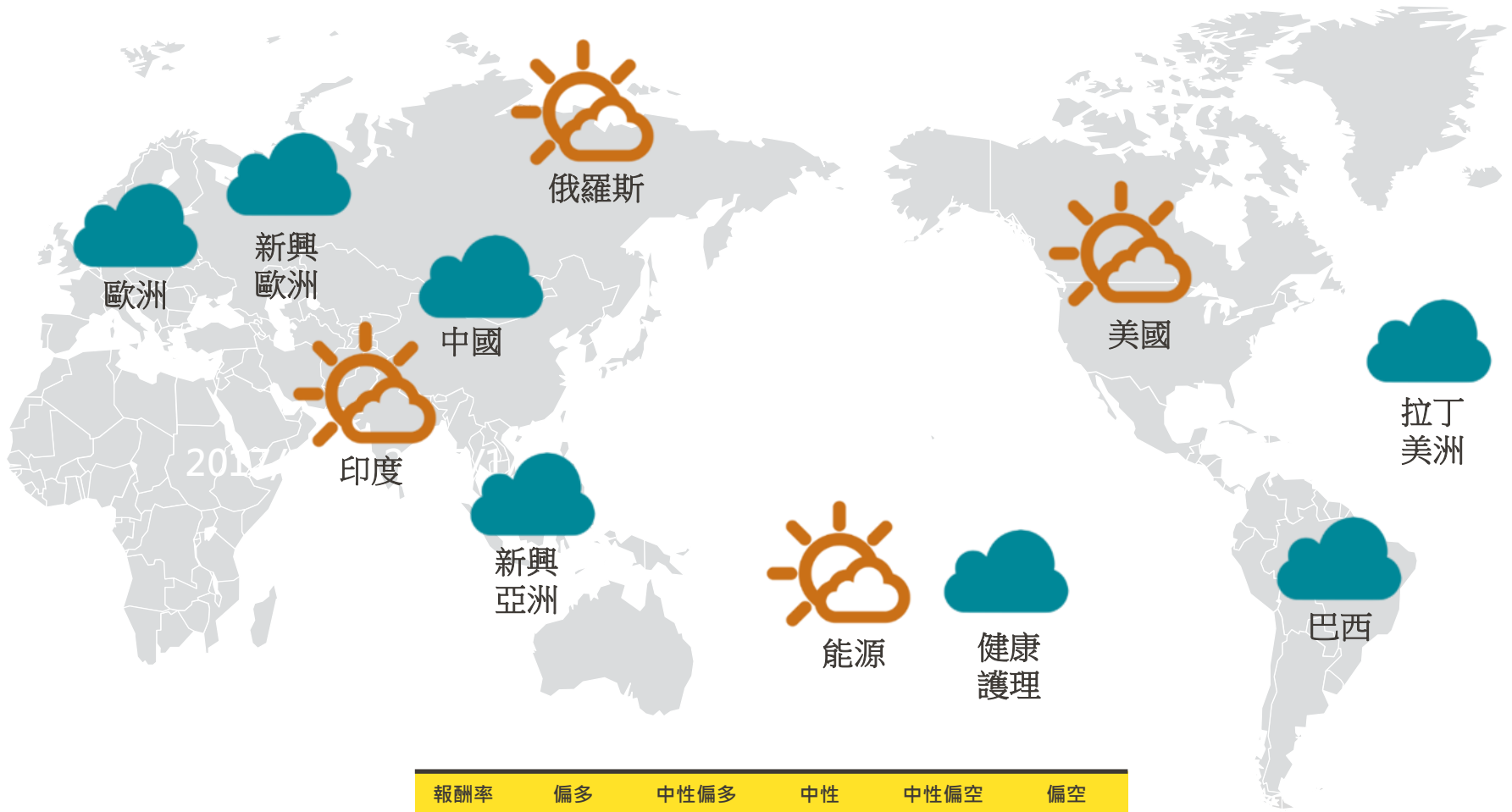
王道市場洞悉 O-Insight

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



2018年10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