全球投資週報

2019.11.11

CTBC PRIVATE BANKING
中國信託私人銀行服務

CTBC Bank Co., Ltd. (incorporated in Taiwan with limited liability)
中國信託商業銀行股份有限公司(於台灣註册成立之有限公司)

Market Calendar，2019/11

	W1(11/1-11/8)	W2(11/11-11/15)	W3(11/18-11/22)	W4(11/25-11/29)
成熟國家	美國ISM(1) 美國非農就業(1) 澳洲利率會議(5) 英國利率會議(7) 全球製造業與服務業PMI(5)	德國ZEW(12) 日本第三季GDP(14) 歐元區第三季GDP(14) 澳洲失業率(14) 美國零售銷售(15)	歐元區PMI初值(22) 德國IFO(25) 美國消費信心(26)	美國第三季GDP(27) 美國個人支出(27) 日本零售(28)
新興國家	中國官方PMI(30)	中國物價(9) 中國社會融資(9-15) 中國零售、投資與工業數據(14)		中國官方PMI(30)
產業				
突發事件				
市場議題	中國四中全會(28-31)	美歐汽車關稅到期(13) 美中簽第一階段協議(16-17)	華為禁令到期(19)	12月

資料來源: 中國信託商業銀行整理，2019/11/8

貿易戰緩和利好金融市場表現，惟留意技術修正風險

貿易戰舒緩激勵風險性資產升溫

- ✓ 美股：貿易戰緩和 + 聯準會擴表，美股突破高檔區間震盪格局
- ✓ 歐股：預期汽車關稅有望遞延，短期歐股下跌空間縮減
- ✓ 成長型產業：貿易關稅加大可能性降，成長型產業修正幅度收斂
- ✓ 人民幣：美中可能達成第一階段貿易協定，人民幣獲得短線支撐力
- ✓ 能源產業：短期受貿易緊張情勢緩解支撐，然後續仍有變數

中國端政策救景氣

- ✓ 中國股：上證指數未來3-6個月先蹲後跳機率高
- ✓ 中國債：政策性銀行債將持續受追捧

資料來源: 中國信託商業銀行整理，2019/11/8

Agenda

Part I 、總經與市場回顧

Part II 、短線觀察焦點與投資策略

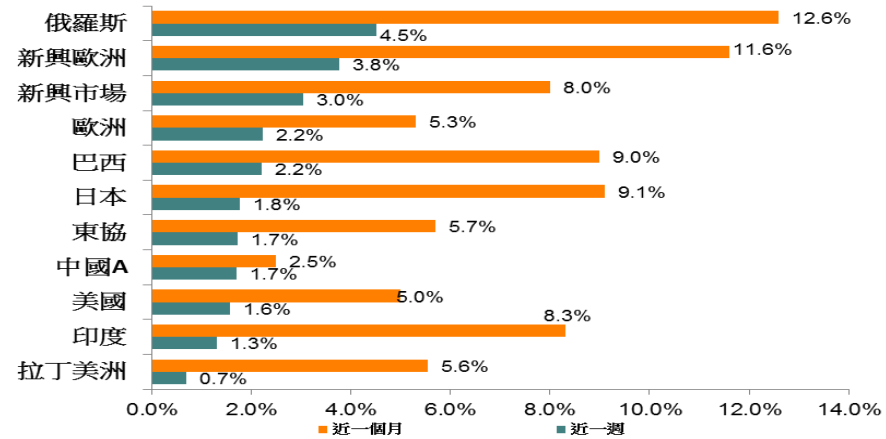
上周已公布經濟數據回顧(11/1-11/7)

公布日期	國家	經濟數據	時間	預估值	實際值	前期數據
11/01/2019 06:00	澳洲	CBA澳洲製造業採購經理人指數	Oct F	--	50	50.1
11/01/2019 09:45	中國	財新中國製造業採購經理人指數	Oct	51	51.7	51.4
11/01/2019 20:30	美國	非農業就業人口變動	Oct	85k	128k	180k
11/01/2019 21:00	巴西	Markit巴西製造業採購經理人指數	Oct	--	52.2	53.4
11/01/2019 21:45	美國	Markit美國製造業採購經理人指數	Oct F	51.5	51.3	51.5
11/04/2019 23:00	美國	資本財新訂單非國防(飛機除外)	Sep F	--	-0.60%	-0.60%
11/05/2019 11:30	澳洲	RBA現金利率目標	Nov 5	0.75%	0.75%	0.75%
11/05/2019 23:00	美國	ISM非製造業指數	Oct	53.5	54.7	52.6
11/06/2019 15:00	德國	工廠訂單WDA(年比)	Sep	-6.30%	-5.40%	-6.50%
11/06/2019 16:55	德國	Markit/BME德國綜合採購經理人指數	Oct F	48.6	48.9	48.6
11/06/2019 17:00	歐元區	Markit歐元區綜合採購經理人指數	Oct F	50.2	50.6	50.2
11/06/2019 18:00	歐元區	零售銷售(年比)	Sep	2.40%	3.10%	2.70%
11/07/2019 15:00	德國	工業生產(年比)	Sep	-4.40%	-4.30%	-3.90%
11/07/2019 20:00	英國	英國央行銀行利率	Nov 7	0.75%	0.75%	0.75%
11/07/2019 20:00	巴西	IBGE通膨IPCA(年比)	Oct	2.50%	2.54%	2.89%

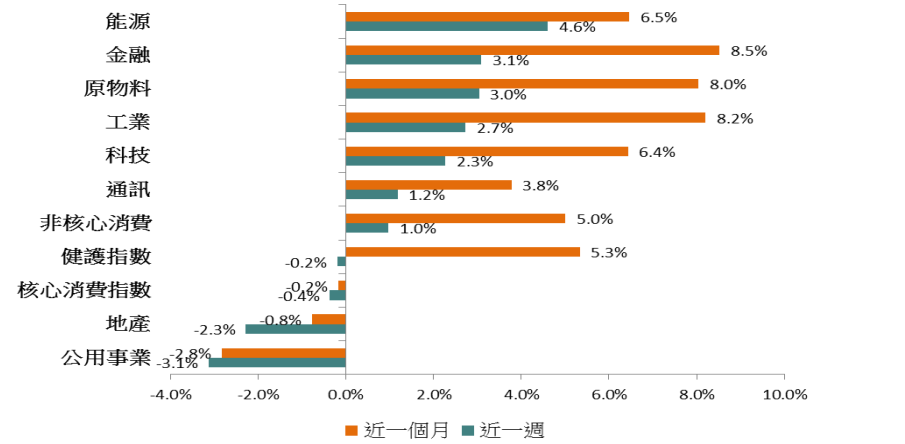
資料來源: Bloomberg、中國信託商業銀行整理，2019/11/8

美中貿易緩和，風險性資產價格走揚

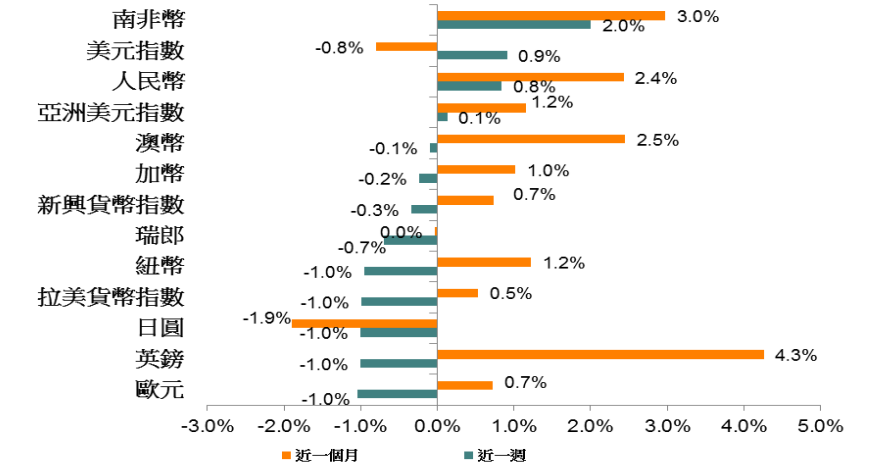
全球主要股市指數變化



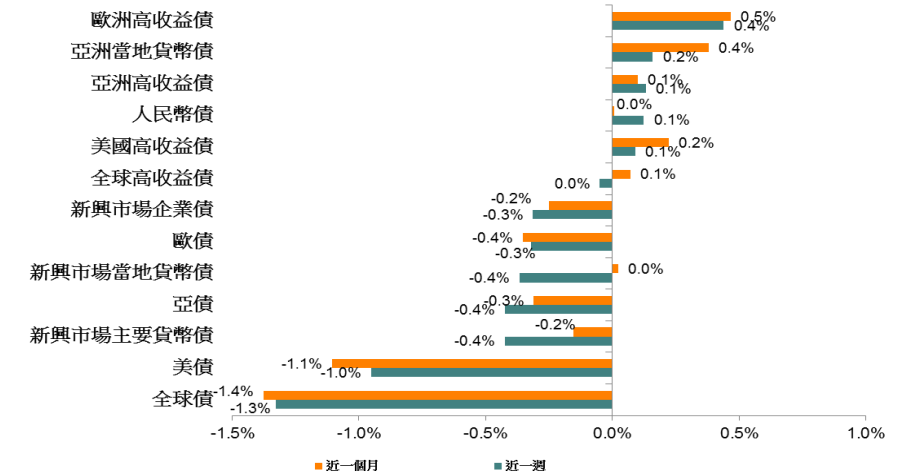
全球主要產業指數變化



全球主要匯市指數變化



全球主要債市指數變化



資料來源：Bloomberg，近一個月期間為2019/10/7~2019/11/7，近一周數據期間為2019/11/1~2019/11/7

產業指數以MSCI全球十一大產業分類為主，MSCI是摩根士丹利資本國際公司。債券取美銀美林債券指數各期間價格變動，

Agenda

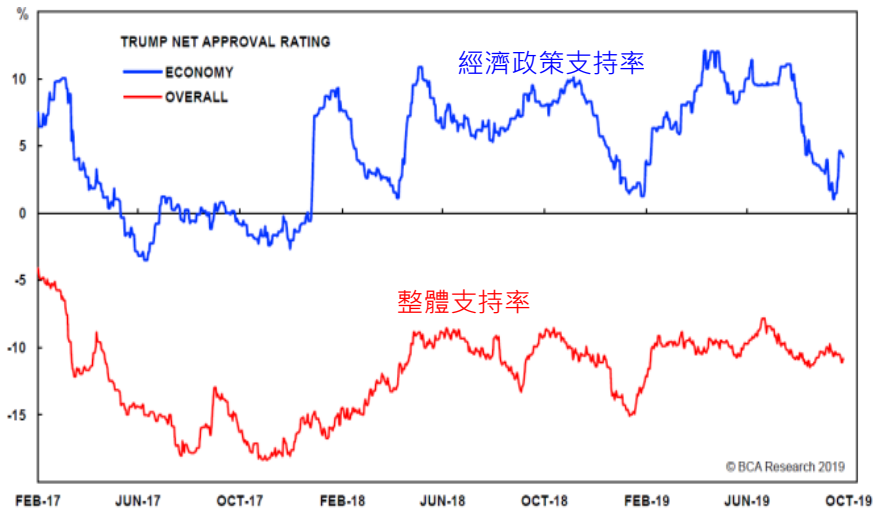
Part I 、總經與市場回顧

Part II 、短線觀察焦點與投資策略

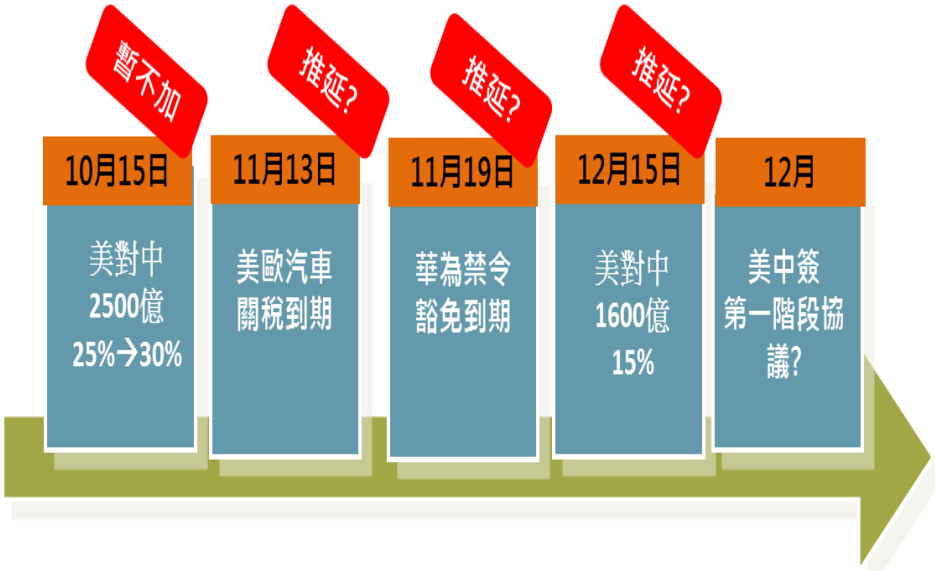
美中同意分階段取消加徵關稅，激勵風險性資產攀升

- **美中雙方持續互釋善意，簽署第一階段貿易協議機率提升：**川普為8月貿易戰升溫付出代價，民調不利總統大選，越來越多選民認為貿易戰會破壞美國經濟，在經濟政策方面川普的支持率急墜，某種程度將迫使川普態度暫時放軟，而中國方面則迫於國內經濟放緩的壓力，欲化解政策方面的風險，隨美中雙方互釋善意，預期第一階段協議在今年底前達成機率提升，美中同意隨協議進展分階段取消加徵關稅，儘管接下來第二階段乃至於第三階段不確定性仍高，但被推延的貿易關稅期限，將繼續維繫投資人達成協議的預期，短線有利風險性資產攀升。

川普在經濟政策支持率急墜，不利大選民調



貿易戰樂觀預期推升風險性資產攀升



資料來源: (左) BCA，2019/10/18 、(右)中國信託商業銀行匯整，2019/11/6

美中貿易樂觀預期+流動性改善推升美股突破高檔區間震盪格局

標普500指數			
上調	上調	4Q19/1Q20	3000/3100
TP偏移	TP觸及	計量警示	自發調整

展望未來六個月，美中貿易戰第一階段協議可望在今年底達成，聯準會預防性降息暫告一段落，扭轉市場對景氣悲觀預期，且重回擴表為市場提供流動性，企業獲利預估在第三季觸底回升，股票相較債券具投資價值，美股技術面出現過熱，短線拉回視良性修正。

- **貿易戰樂觀預期+流動性改善推升美股創高，短線謹慎視之，六個月看法正向：**美中第一階段貿易協商出現進展、聯準會釋放流動性以抑制金融波動、3Q19財報季結果好於預期，大幅扭轉市場投資氣氛，標普500指數收復8月份主要下跌幅度，一舉突破3000點整數關卡，創今年以來新高，循環性類股如科技、金融、能源等表現超越大盤。短線美股已陸續反應貿易戰樂觀預期，技術面出現過熱訊號，修正拉回風險高，但下檔較先前預估幅度限縮，市場錢滿為患令投資人開始尋找低基期標的，目前來看債券過貴，在殖利率彈升階段將有助股市繼續反彈，上調標普500指數4Q19、1Q20目標價。

聯準會再度擴表推升美股突破高檔區間震盪格局

技術面顯示美股過熱，短線拉回視良性修正

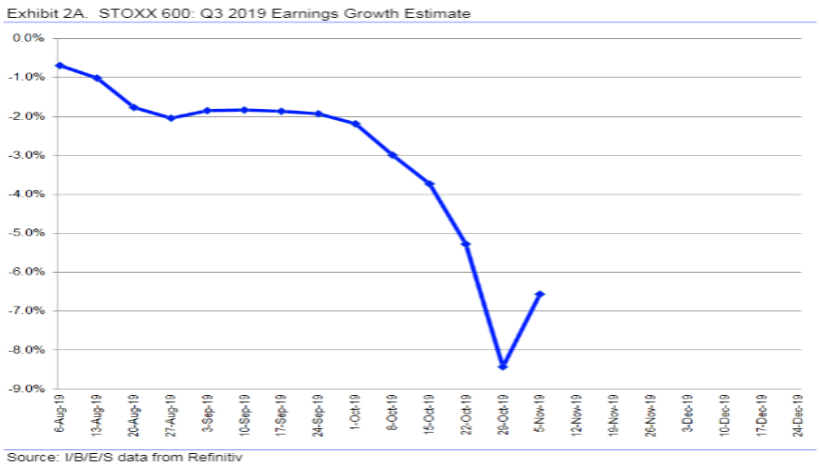
資料來源：Bloomberg，2019/11/6

預期汽車關稅有望遞延或僅部分實施，短期歐股下跌空間縮減

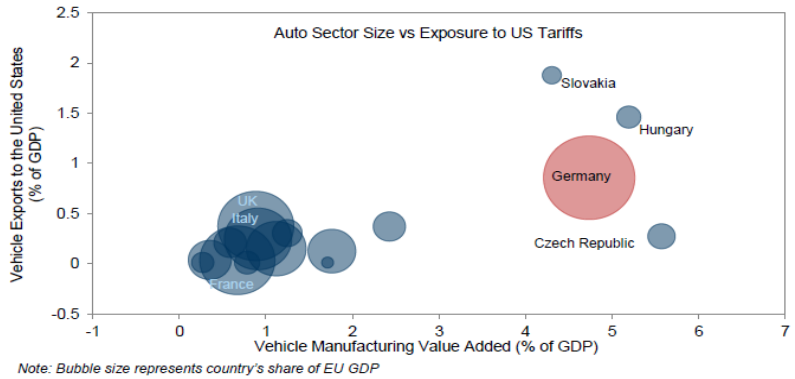
歐股指數、英股指數、德股指數			
上調	下調	4Q19/1Q20	歐洲：3250/3350 英國：3950/4090 德國：12700/13300
TP偏移	TP觸及	計量警示	自發調整

美國決定是否對汽車進口加徵關稅，料於11/13到期。考慮川普為選舉收割美中貿易第一階段協議的作為，加上關稅若實施，連美國汽車業也將受到負面影響，恐不利選情。故預期汽車關稅遞延或僅部分實施的機率提高。此外，3Q19財報已公布過半，獲利年增率雖仍為負成長但已出現了反彈跡象，料上述兩大因素將令歐股後續下跌空間有所縮減。

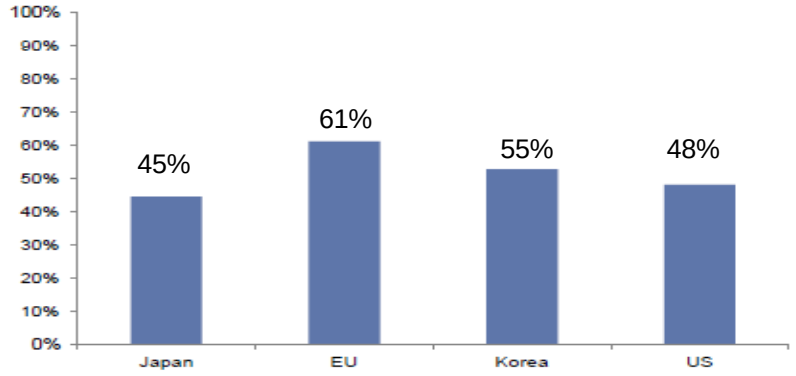
3Q19財報數據出現改善跡象



歐洲易受汽車關稅影響，其中德國受影響最大



美廠的美國車亦有48%零件自美加以外地區進口



資料來源：高盛(左下、右下)、I/B/E/S(右上)，中國信託商業銀行整理，2019/11/7

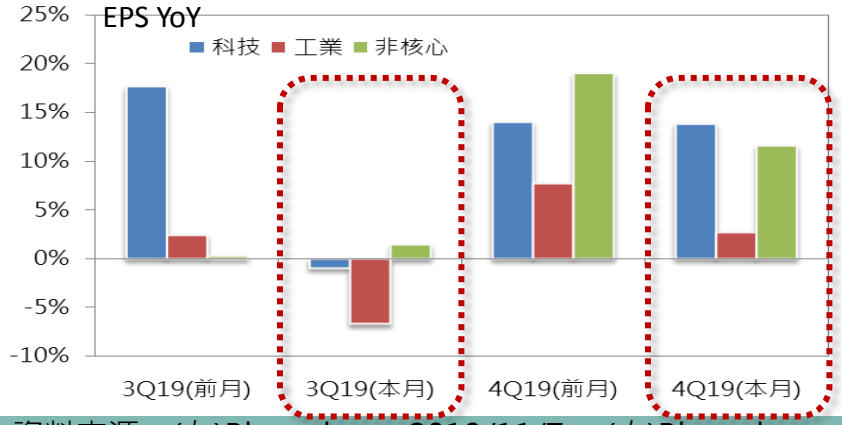
貿易關稅全面加大可能性降，成長型產業修正幅度可望收斂

成長型產業			
產業	調整	4Q19	1Q20
科技	上調	270	295
非核心消費	上調	255	275
工業	上調	254	265

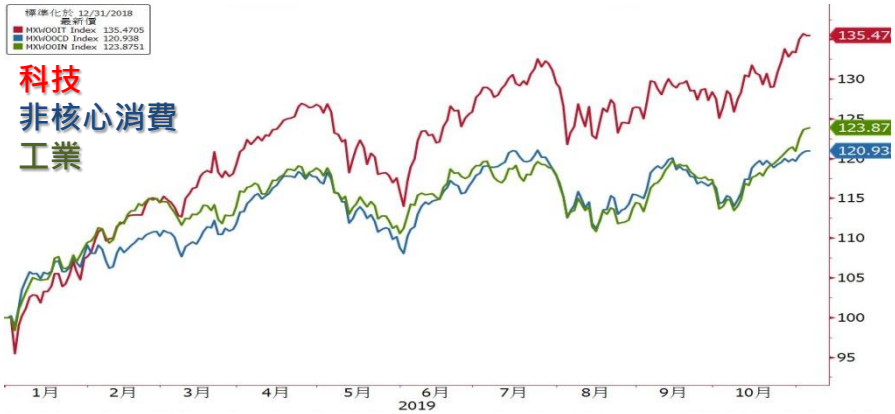
調整原因：原先擔憂中美貿易全面課稅加上其他區域的貿易紛爭，將讓企業紛紛下調2020年獲利展望，而負向看待4Q19，如今部分疑慮舒緩，雖因漲多仍有修正風險，然可望收斂震盪幅度，因此上調4Q19與1Q20目標價。

- **企業大幅下調2020年展望可能性降：**本行原先擔憂中美貿易全面課稅加上其他區域的貿易紛爭，將讓企業紛紛下調2020年獲利展望，如今部分疑慮舒緩，包含因素如下：1).中美貿易紛爭短期有部分關稅可望豁免，或是對華為禁令的放緩，維持有緊有放的談判態度，而非全面制裁的方式，短期不致帶來嚴重負向干擾、2).3Q19財報雖出現部份下調獲利，但對盤勢影響未如預期，同時也避開可能的貿易戰影響2020年獲利，整體展望相對正向、3).基本面雖疲弱，然市場已陸續反應。短線仍提醒市場已提前反映，留意獲利了結震盪風險，然基本面可望於1Q20打底止穩走回成長趨勢軌道。

僅3Q19獲利大幅下調，4Q19相對持穩



成長型產業指數近期挑戰上檔關卡



資料來源：(左)Bloomberg, 2019/11/7； (右)Bloomberg, 2019/11/7，中國信託商業銀行整理，2019/11/7
圖中指數為MSCI產業指數，MSCI為摩根士丹利資本國際公司。

美中可能達成第一階段貿易協定，人民幣獲得短線支撐力道

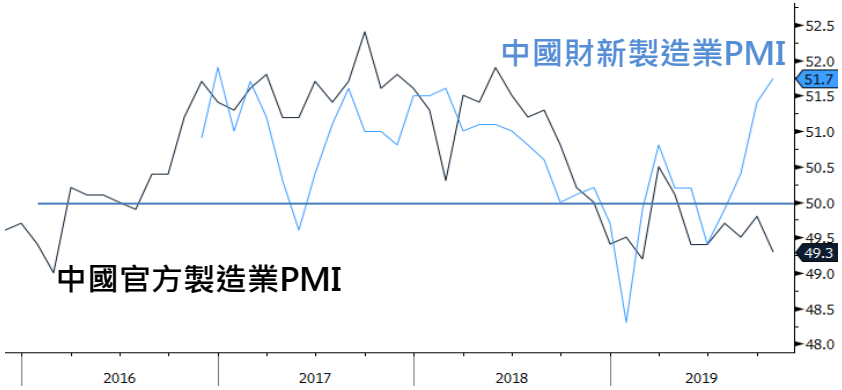
美元兌人民幣			
上調	下調	4Q19	6.95
TP偏移	TP觸及	計量警示	自發調整

雖中國經濟數據仍顯疲弱，但展望至年底，美中貿易達成階段協議的機率提高，加以貨幣政策有所支持，中國第四季出口可望回升，短線人民幣將獲得支撐力道。本行將4Q19美元兌人民幣的目標價由7.20調整為6.95。

- **人民幣短期轉向樂觀：**人民幣近一周開始出現較明顯的升值走勢，離岸人民幣一度升破7.0的關卡，主要原因為市場對美中達成首次貿易協議的期待。加以媒體報導美國也將考慮部分撤回已加徵的關稅，更讓金融市場情緒轉向樂觀。中國貨幣政策方面，中國人行宣布調降1年期中期借貸便利(MLF)利率5個基點。中國目前整體景氣數據都仍顯疲弱，而美中貿易短期雖可望達成協議，長期結構問題亦都難解，因此難言人民幣已準備進入波段回升的趨勢。但展望至年底，貨幣政策有所支持，中國第四季出口可望回升，短線人民幣將獲得支撐力道。本行將4Q19美元兌人民幣的目標價由7.20調整為6.95。

離岸人民幣一度升破7.0的關卡

財新製造業PMI略有回溫 但官方PMI仍顯疲弱

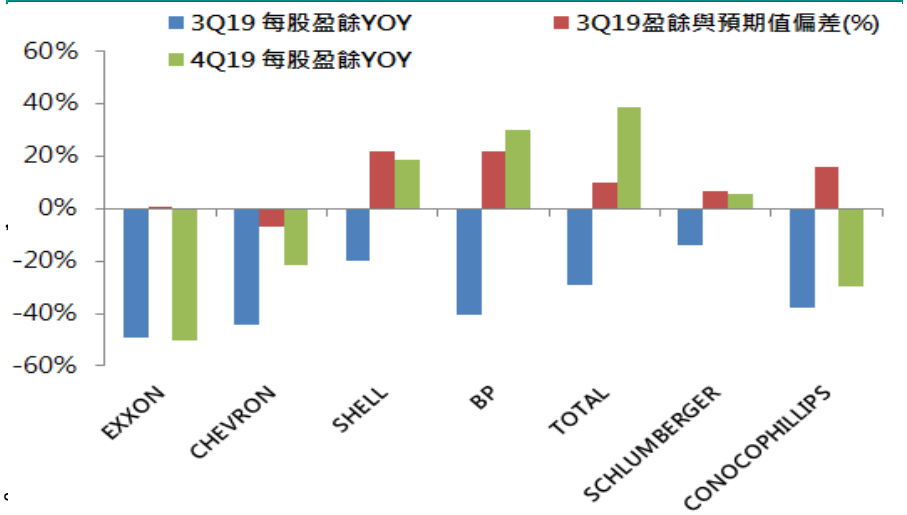


資料來源：Bloomberg, 2019/11

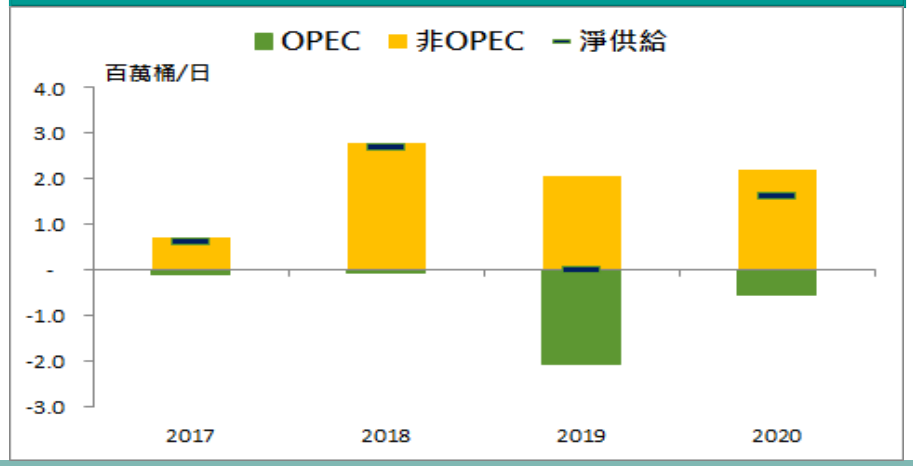
短期受貿易緊張情勢緩解支撐，然後續仍有變數

- **3Q19能源類股財報優於預期，4Q19盈餘回復正成長**
  3Q19能源類股受油價下跌，盈餘同比呈現大幅下滑，然因市場已提前下修，獲利多優於預期，4Q19受天然氣產量，預期4Q19能源呈現盈餘季比正成長。
- **受貿易緊張情勢緩解及預期OPEC(石油輸出國家組織)可能擴大減產，短期原油及能源類股有撐，然有變數：**
  4Q19~1H20全球油市因非OPEC增產，呈現供給過剩，且沙特阿美啟動初次公開募集，對油價心態偏多，本行預期12月初OPEC將擴大減產至2020年6月以後。然1Q20將回歸景氣放緩對原油需求的擔憂，且因伊朗增加濃縮鈾產量以逼迫歐、美經濟承諾或放寬制裁，再者若美中貿易談判再生變數或OPEC減產不如預期，仍對1Q20油價及能源類股造成壓力，建議4Q19中性看待。

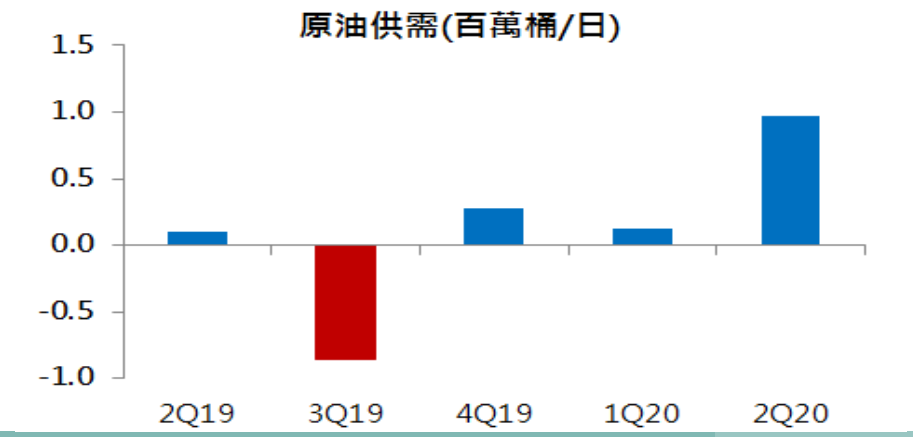
3Q19能源類股財報多數優於預期



非OPEC國家增產，油價上檔有壓



油市供過於求，OPEC有擴大減產壓力

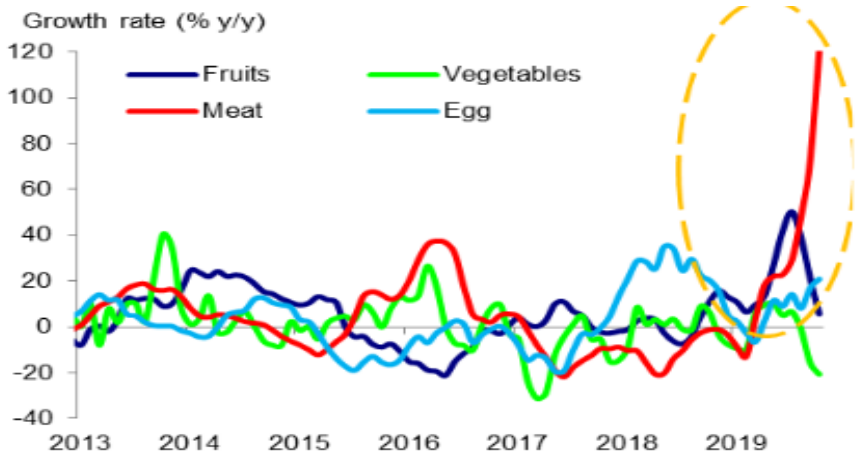


資料來源：右上: Bloomberg，2019/11/6。左下、右下: EIA，2019/10。中國信託商業銀行整理，2019/11/7

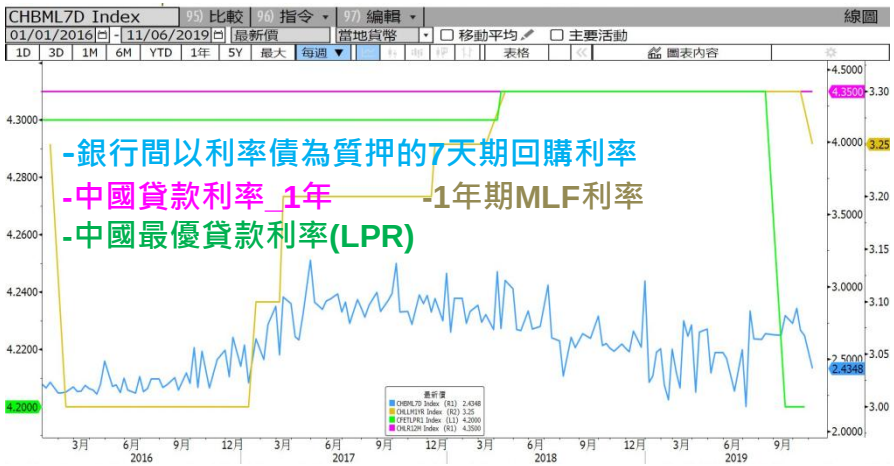
無懼停滯性通膨，救景氣優先，中國央媽端出麻辣粉

- **10月經濟數據恐難令人振奮，關注貿易協議：**10月官方與財新中國製造業PMI兩樣情，財新中國製造業PMI好轉或來自貿易紛爭緩解挹注出口產業信心，但考量官方中國製造業PMI涵蓋樣本數較多，對整體中國製造業較具解釋力，從官方中國製造業PMI各分項來看，生產、需求端疲弱，庫存水位偏低。推估中國10月經濟數據成績單恐難樂觀，10月中國實質工業生產、零售銷售與投資年增速或前月下滑，10月社會融資季節性疲軟，物價增速站上3.5%關卡。本行將關注中美貿易協商進程，留意若協商陸續完成，或有機會看到中國景氣底成形。
- **政策朝穩增長靠攏，歷經三年後首度調降MLF利率：**中國正面臨經濟成長低迷，物價高漲的「停滯性通膨」環境，但最終官方政策朝穩增長傾斜，11/5中國央行進行4000億一年期中期借貸便利操作，繼2016年2月後首次將得標利率下調5個基點至3.25%。本行認為在景氣未見明顯好轉前，官方將力保寬鬆貨幣環境，高物價或制約貨幣政策放鬆力度與節奏，本行維持年內中國央行仍有降準50個基點的空間，中國兩年國債殖利率預估4Q19、1Q20目標價分別為2.75%、2.60%。

中國正面臨物價揚升景氣偏弱的停滯性通膨環境



2016年後首次下調MLF利率有助引導LPR利率下滑



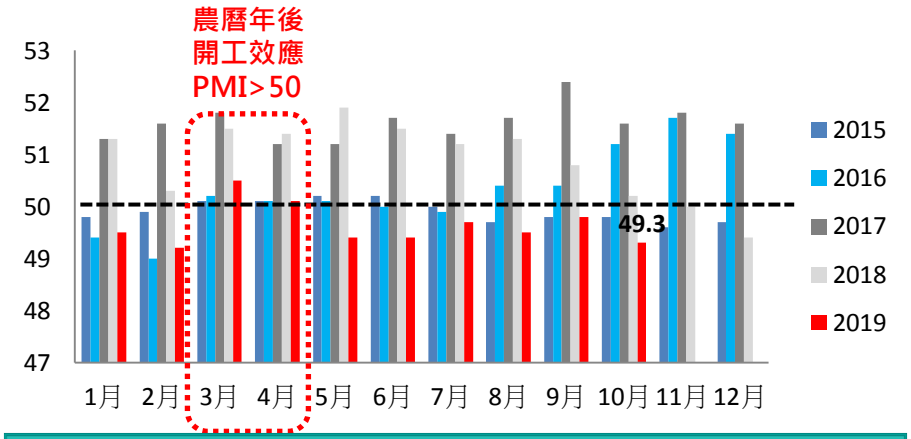
資料來源：(左)UBS，2013~2019/9。(右)Bloomberg，2016~2010/11。

上證指數未來3-6個月先蹲後跳機率高

- **上證指數打底中等待製造業好消息：**美中貿易戰自去年4月開打，9月擴大關稅規模，11月中國製造業開始明顯感受到貿易戰的影響。而上證指數在去年12月落底後，曾一度靠美中重啟談判及製造業農曆年後短暫復甦，在4月底衝上3200點。4月底美中談判破局至今，即便雙方可能達成臨時協議，但上證指數仍未擺脫2850-3000點整理區間，主因製造業持續在收縮。
- **關注農曆年後開工效應行情：**不過留意每年農曆年後的2個月，因訂單的擠壓及補庫存，3、4月製造業PMI>50機率是100%。若明年農曆年後開工效應強勁，上證指數未來3-6個月再走高的機率不低。

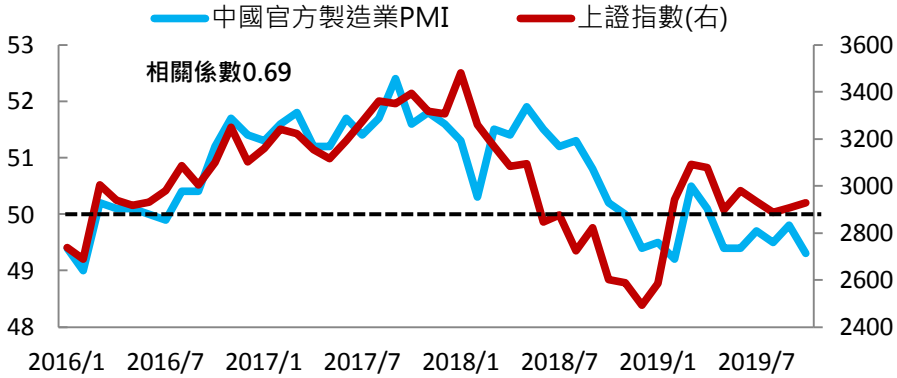
每年農曆年後的2個月製造業開工效應特別顯著

中國各月度官方製造業PMI



上證指數走勢與官方製造業PMI相關係數不低

上證指數與官方製造業PMI



製造業農曆年後開工效應越顯著上證指數表現越強

上證指數農曆年前後表現與製造業PMI變化

農曆年前後	2015/2-2015/3	2016/2-2016/3	2017/2-2017/3	2018/2-2018/3	2019/2-2019/3
製造業PMI	49.9->50.1	49->50.2	51.6->51.8	50.3->51.5	49.2->50.5
製造業PMI變化	收縮轉擴張	收縮轉擴張	持續擴張	持續擴張	收縮轉擴張
轉擴張前2-3個月收盤價	3,234.7	2,737.6	3,103.6	3,307.2	2,493.9
3月底收盤價	3,747.9	3,003.9	3,222.5	3,168.9	3,090.8
區間報酬率	15.9%	9.7%	3.8%	-4.2%	23.9%

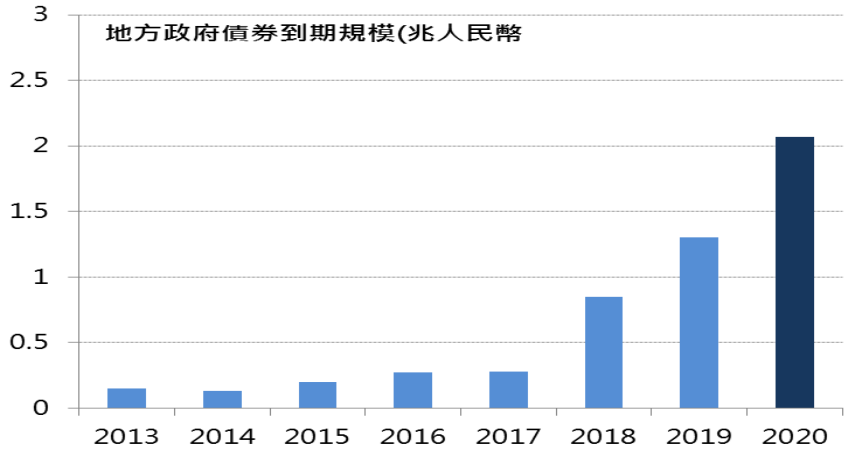
資料來源: Bloomberg 2019/11/7、中國信託商業銀行整理

中國政策性銀行債將持續受追捧

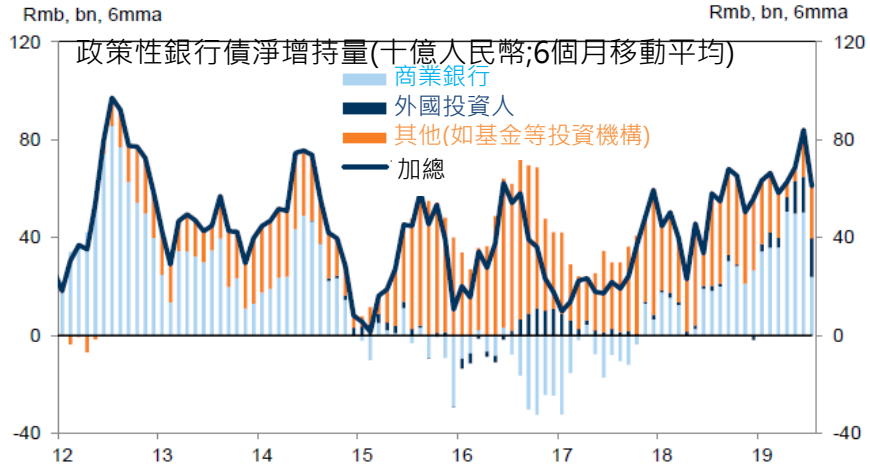
■**地方政府債面臨供給大增壓力：**中國雖可加大財政政策刺激力道來支持經濟，但地方政府沈重的債務負擔開始引起市場關注，尤其地方債債務到期年限較長，根據Bloomberg統計，2020年將有約2兆人民幣地方債務到期，相較今年的1.3兆成長近6成，若成功借新還舊加上明年可能新增發行的地方債額度，輔以目前通膨走高壓力推升無風險利率，均將為地方政府債帶來考驗。

■**政策性金融債在利率中更具優勢：**考量 (1)地方政府債發行量逐年攀升，高於政策性銀行與公債發行規模，且後兩者供給量對穩定；(2)外資持續增持政策性金融債，僅少量佈局地方政府債，且商業銀行在非標規範趨嚴後可望增加利率債或高評等信用債之需求；(4)政策性金融債流動性較公債與地方政府債更佳；(5)政策性金融債與地方政府債利率水準接近、均較公債高；預期政策性金融債較具利差收斂空間。

2020年地方政府債券到期規模大增



外國投資人持有政策性銀行債規模持續增加



資料來源：左：Bloomberg，2019/10/30；右：Goldman Sachs，2019/10/2，中國信託商業銀行整理

【附錄-總經】

	Macro
美洲	**【美國】**下週聚焦10月零售銷售數據，目前市場預期不含汽車銷售較9月成長0.4%，全國零售協會預估年末銷售較去年成長3.8-4.2%，就目前股市創新高的環境加上就業及新資成長穩定的環境下，本行看好美國年末消費旺季的表現。 **【南美】**繼巴西再度降息兩碼後，墨西哥11/15利率會議預計將降息一碼至7.5%，墨西哥及巴西通膨持續創低的環境提供兩國降息的空間，預計4Q19巴西及墨西哥將繼續寬鬆政策。
歐洲	**【歐洲】**英國央行及歐盟繼續釋出2020年經濟展望悲觀的看法，歐盟下修景氣預測而英國方面則表示該國經濟下行風險增溫，IMF認為歐洲各國需要提出財政政策計畫來帶動景氣回溫。下週聚焦德國11月ZEW領先指標的公佈，目前市場預期現況下行的可能性高，但6個月後預期指標轉佳，歐洲景氣下行的趨勢延續。 **【俄羅斯】**近期俄羅斯公布經濟數據好壞參半，10月Markit製造業與服務業PMI意外均較前月上揚，但物價數據續較前月回落並低預期，10月消費者物價增速年增3.8%，核心物價年增速3.7%均低市場預期及央行目標。儘管本周要公布的俄羅斯第三季經濟增速有望較前季改善，但本行認為俄羅斯景氣未止穩，且觀察現階段俄羅斯財政政策未見明顯擴張，物價低迷也給于俄羅斯央行採取較積極貨幣政策的空間，本行將持續觀察經濟數據表現擇機調整俄羅斯基準利率目標。
亞洲	**【成熟亞洲】**下週日本關注第三季GDP增速，料較前季改善，主要來自消費稅上調前的需求提前透支，9月日本零售銷售大增9.1%。但消費稅上調後景氣回落壓力極大且遭逢風災肆虐，日本10月服務業PMI終值近3年多來首次緊縮，目前研判日本政府將適時擴張財政政策因應風災帶來的損害，本行將觀察近期經濟數據、歐美主要國家央行舉措以及貿易協商進展，除非上述觀察層面急遽惡化，短期仍維持日央貨幣政策不變。澳央一如預期11月會議維持基準利率不變，會議基調無太大變動，下週將公布10月澳洲失業率與前月差異不大，本行重申澳洲央行已在降息循環尾端，來年首季或再度降息25個基點空間至0.5%。 **【新興亞洲】**中國下週即將要公布的經濟數據恐難稍佳音，10月物價增速進一步走高，社會融資季節性放緩，投資、生產與零售銷售增速均較前月回落，中國正面臨物價高漲景氣低迷的停滯性通膨環境，但最終官方政策仍朝向穩增長傾斜，11/5中國央行進行4000億一年期中期借貸便利操作，繼2016年2月後首次將得標利率下調5個基點至3.25%，這也意味重新更改的LPR利率也將調降。本行將持續關注若貿易協商順利，能否挹注後市中國景氣動能，在此之前官方貨幣政策節奏雖因物價而稍受限，但整體寬鬆基調依舊，維持年內存準率調降50個基點空間。

資料來源：中國信託商業銀行彙整，2019/11/8

【附錄-國家】

	Equity
美洲	【北美】標普500指數近五日上漲1.6%，美中同意隨協議進展分階段取消加徵關稅，大幅扭轉市場投資氣氛，標普500指數收復8月份主要下跌幅度，一舉突破3000點整數關卡，創今年以來新高，循環性類股如科技、金融、能源等表現超越大盤。短線美股已陸續反應貿易戰樂觀預期，技術面出現過熱訊號，修正拉回風險高，但下檔較先前預估幅度限縮，市場錢滿為患令投資人開始尋找低基期標的，目前來看債券過貴，在殖利率彈升階段將有助股市繼續反彈，上調標普500指數4Q19、1Q20目標價。 【南美】MSCI拉美指數近五日上漲0.69%，美中貿易樂觀發展，帶動風險資產偏好，外資加碼流入巴西，拉美股市表現亮眼。巴西對中國牛肉出口量大幅上升，10月出口較上月成長62%創新高紀錄，預計將有更多肉類加工廠獲得中國出口許可，巴西食品肉類生產商如：JBS、BRF、Marfrig近一個月漲幅超越大盤。
歐洲	【西歐】近五日歐股上漲，市場持續樂觀預期中美貿易初步協議的發展而帶動股市表現。考慮目前美方似乎較傾向不全面開戰的態度，故本行預判下週汽車進口關稅大限到期可望再度推遲或僅部分實施，加上企業財報數據亦出現改善跡象，本行決定上調4Q19&1Q20歐、英、德股市指數目標價。 【東歐】近五日俄羅斯受到油價反彈激勵也出現了顯著上漲。除此之外，市場傳出Gazprom可能再度調整該公司股利政策，也帶動市場對能源類股的偏好，預料高股利議題仍然是本波俄股上漲的主要動力。
亞洲	【新亞】上週本行提到要留意四中全會後，習近平或中方對於美中貿易談判態度是否出現轉折。雖然本行對於美中簽署第一階段協議抱持正面看法，但四中全會以來，幾個徵兆似乎又暗示協議可能簽不成或再度遞延。1. 原先第13輪高階協商結束後，美中推估4-5周將完成正式文本，也就大約在原先APEC(亞太經合)領袖會議前，而目前距離目標僅剩1周，雙方尚未有更進一步的說法，2. 中國昨(11/7)日午後表示美國同意階段性取消關稅，但晚間白宮顧問庫德洛的說法是，如果有第一階段的協定，將會有關稅協定和讓步，顯然雙方在關稅議題上仍無法對焦，更別說其餘關鍵議題。此外4月底美中談判破局前，美方對外說美中議題有95%達成協議，剩下的5%是結構性問題需要更長討論時間，而川普在10/31日推文表示，這次第一階段協議只佔全面性協議內容約六成比例，顯然這次進度相比4月達成的共識還落後。這也暗示兩件事: 1. 關稅戰已到頂，雙方急於交換條件，2. 接下來佔全面性協議四成的第二及第三階段協議將更棘手，而其中也包含華為禁令解禁。總的來說，此時股市創波段新高或許多已提前反映美中將達成第一階段協議，雖然後市可能還有高點，但不如預期所造成修正的機率也在上升。

資料來源：中國信託商業銀行彙整，2019/11/8

【附錄-產業】

	Cyclical
產業	**【成長型】**成長型產業再度走高，科技持續創高，非核心與工業則離前高不遠，本行原先擔憂中美貿易全面課稅加上其他區域的貿易紛爭，將讓企業紛紛下調2020年獲利展望，而負向看待4Q19，如今部分疑慮舒緩，雖因漲多仍有修正風險，然可望收斂震盪幅度，包含因素如下: 1).中美貿易紛爭短期有部分關稅可望豁免，或是對華為禁令的放緩，維持有緊有放的談判態度，而非全面制裁的方式，短期不致帶來嚴重負向干擾、2). 3Q19財報雖出現部份下調獲利，但對盤勢影響未如預期，同時也避開可能的貿易戰影響2020年獲利，整體展望相對正向、3).基本面雖然疲弱，然市場已陸續反應。則本行認為雖因貿易關稅部分擔憂獲得舒緩，然指數漲多同時製造業基本面尚未見顯著復甦，短期仍有修正風險，然可望收斂震盪幅度，進入1Q20將有機會打底止穩走回成長趨勢軌道。上調科技指數4Q19/1Q20目標價至270/295、非核心消費指數4Q19/1Q20目標價至255/275、工業指數4Q19/1Q20目標價至254/265。

	Cyclical
產業	**【天然資源】**本周油價及能源類股隨美中貿易協議的樂觀進展，抵銷OPEC(石油輸出國家組織）可能不會深化減產及美國原油庫存增幅超出市場預期的利空而震盪上漲。美國煉油廠維修高峰期漸過，對原油需求將增加，有助於美油庫存消化，加上沙特阿美啟動初次公開募集，近期對油價心態偏多，本行預期因1H20油市供給過剩，12月初的OPEC會議仍將延長減產協議至2020年6月以後，短期油價有撐。然受景氣放緩對原油需求面的擔憂，仍將成為1Q20油價上檔壓力，且伊朗增加濃縮鈾產量以逼迫歐、美經濟承諾或放寬制裁，再者若美中貿易談判再生變數或OPEC減產不如預期，仍將對油價及能源類股造成壓力，目前能源類股反彈已到本行目標價，建議4Q19中性看待。 本周原物料指數上漲，因市場樂觀看待美中貿易協議進展。因智利罷工不確定性，供給減少，銅價反彈；然鐵礦砂價本周下跌，因巴西淡水河谷逐步復產，供給增加，預計2020年鐵礦砂價將逐季回落。化學品方面，除南美農化需求增加外，車用需求仍疲弱，10月份全球製造業採購經理人指數雖略有回升，然仍在景氣榮枯線下，預期對原物料採購仍謹慎；工業氣體因專案接單，營運相對持穩；綜合研判，4Q19需求恐不如預期樂觀，原物料指數4Q19仍具回檔壓力。

資料來源：中國信託商業銀行整理，2019/11/8

【附錄-產業】

	Cyclical
產業	【利率型】金融與地產走勢明顯分歧，地產走弱，而金融走強。金融股除了有波克夏3Q19財報優於預期好消息外，最新景氣數據未進一步惡化(美10月ISM製造業指數由9月的47.8上升至48.3、歐元區PMI製造業指數由45.7上升至45.9)，以及中美貿易將進入階段性簽署所帶來的樂觀前景預期，推升金融股走高，另一方面，美10年期公債殖利率持續上升至1.9%附近。由於利率似有打底緩步墊高跡象，故需留意，目前美債水準在來到2016年中前波低點後即未再創低，而美房貸利率亦是同樣情形，依歷史經驗，當殖利率明顯反轉向上、房貸利率反轉走高時，地產指數多伴隨短暫下行走勢。依最新聯準會會議動向，市場已解讀聯準會短期內暫無進一步降息可能，少了政策力道加壓利率，恐會提高4Q19地產波動度。但在低利環境趨勢、及房租成長溫和穩定基盤下，具備高股利率特性的美地產股仍保有長線上行的優勢。

	Non-Cyclical
產業	【非循環型】中美貿易的樂觀情緒雖有助通訊服務產業，但本周整體表現卻相對有限，主要是受制於企業財報，線上旅遊公司貓途鷹財報不如預期，本周跌逾20%，抵銷了教育類媒體探索頻道Discovery財報優於預期的好消息。從財報好壞參半及今年底前對獲利放緩的預期，料通訊服務4Q19表現空間有限。健護產業本周從高點滑落，僅管周間有醫療管理保健類股CVS財報優於預期帶領同族群走高，但仍不敵其它三大次產業的拖累，尤其是瑞銀下調了輝瑞藥廠的目標價，低氣壓讓製藥類股成為拖累健護指數的核心。由於製藥廠正經歷獲利結構調整期，負面雜訊多，加上4Q19題材偏淡，且近期的漲勢讓上述指數的評價面也越來越不具吸引力，料上方空間有限。 因市場樂觀看待美中貿易協議進展，避險情緒消退，本周核心消費小幅下跌，次產業中表現較強為核心消費零售，表現較差為家用消費品類股。預期4Q19因家用消費品、食品銷售穩定成長；核心零售進入節慶銷售旺季，整體核心消費類股獲利仍呈現年盈餘穩定正成長，建議若股價有回檔時可留意。 本周公用事業受風險偏好回升、美債殖利率反彈及本益比偏高的影響而下跌，然因今年美、歐公用事業因剝離無關或虧損資產、新增可再生能源銷售及融資成本下降，預期3Q19、4Q19公用事業財報仍為年盈餘正成長，且受政府保護傘，營運相對穩定，加上全球央行實施寬鬆貨幣政策，預期負利率債券規模未來持續擴增機率仍大，以公用事業明(2020)年股利仍約有3.8%及市場不確定風險仍存，建議逢回可留意。

資料來源：中國信託商業銀行整理，2019/11/8

【附錄-信用債】

	Developed Markets	Emerging Markets
信用債	【美企業債】 10月美高收債指數表現回穩，以B級與BB級走勢相對優於CCC級，觀察(1)美能源高收債違約事件仍存，10月美高收債違約率維持2.5%水準，而美國能源高收債與整體高收債指數利差比率逾2倍，但各信評能源債年至今表現分歧，BB級能源債上漲10%，造成CCC級能源債下跌40%為CCC級高收債指數相對偏弱主因，(2)檢視美高收債持債者占比變化，今年共同基金及指數型基金持債占比年增2%，而避險基金及保險機構法人持債占比皆減少1%，即便今年美高收債淨發債量年增近4倍，尋息需求仍存投資人資金持續湧入美高收債市場，然而考量能源高收債表現仍疲及指數利差下方空間有限，預期美高收債指數表現以息收為主。 【歐企業債】 義大利聖保羅聯合銀行3Q19營收季減3%且營業成本上升1%整體淨利季減14%，然而聖保羅聯合銀行持續出售不良貸款資產，不良貸款率小幅下滑至7.6%優於市場預期，此外第1級資本適足率(CET1)持續改善較前季上升30點至14.2%遠高於SREP資本要求。考量歐洲當地利率讓銀行淨利差難有大幅成長空間，但歐洲央行新一輪TLTRO III緩解歐元區銀行融資成本壓力，此外，義大利銀行不良貸款問題相較其他歐系銀行仍有改善空間，歐系銀行債仍以資本體質改善者表現相對穩健。	【拉美】 墨西哥石油公司(Pemex)公布3Q19財報，受油價持續疲軟淨虧損約44億美元，觀察(1)墨西哥政府注資50億美元挹注流動性，Pemex總債務降至1043億美元為近10年首次減少。Pemex帳上淨現金加上可動用循環融資額度達122億美元，預期短期償債問題仍存但不大，(2)Pemex債券利差約350至450點落在信評BB至B級之間，降評至高收債問題已多反映於債券價格上，若Pemex獲利由虧轉盈將減低降評風險並提供主要貨幣新興債漲升動能。 【新歐】 信評機構穆迪繼調降南非主權信評展望至負向後，將南非電力公司(Eskom)信評調降至B3且展望為負向，考量(1)Eskom發電廠效能不佳且營收有限，總負債仍高達4500億蘭特債務壓力仍重，(2)南非政府承諾向Eskom提供財務支持，然而未來5個月內Eskom仍有250億蘭特流動性資金缺口，後續關注南非經濟及財政變化，若財政赤字占GDP進一步惡化至負6%以上，穆迪恐調降南非主權債評至垃圾級，將打擊Eskom債券表現，新歐主權債以財政體質改善者走勢相對抗跌。 【亞洲】 中國前3季境內債券發行量來到7.1兆人民幣較去年同期成長31%，顯示中國債券市場流動性稍有改善，然而有16家包含國有企業(SOE)在內企業於永續債首次可贖回日決定放棄贖回並發放較高利息，讓投資人認為該企業沒有足夠流動性或無法進行新券再融資。未來12個月內估計中國境內永續債仍有5150億人民幣將準備贖回，其中多數為AA+以上國有企業發行，僅600億人民幣為AA級以下企業所發行。考量當地政府持續挹注市場流動性防止系統性風險，預期投資人風險偏好以財務體質佳國有企業債為首選。

資料來源：中國信託商業銀行彙整，2019/11/8

【附錄-匯率】

	Developed Markets	Emerging Markets
匯市	**【美元】** 美國10月非農就業人口新增12.8萬人，高於市場預期的8.5萬人，且前值從13.6萬人上修至18萬人，雖然失業率較前月微幅上升0.1個百分點至3.6%，但勞動參與率也上升，因此整體就業報告來看，美國勞動市場仍表現穩健。美國10月份供應管理協會(ISM)製造業採購經理人指數(PMI)表現稍有改善，從前月的47.8小幅回升至48.3，但仍處在50的景氣榮枯線之下，全球性的製造業景氣放緩，使美國也難置身事外。就美國經濟數據來看，美元應不致有太多上漲動能，而期貨數據也顯示看多美元的情緒已經下滑不少，但美元指數近一個月來雖小有修正但幅度相當有限，整體震盪格局沒有出現太多改變。 **【商品貨幣】** 澳洲央行維持利率在0.75%，符合市場預期。措辭中最明顯的變化是認為此前的三次降息已經對經濟起到了明顯的作用，經濟將進一步改善，且通膨將符合目標區間，改變了此前認為通膨受抑的措辭，這進一步降低了澳洲央行年內降息的預期。受此影響，澳幣兌美元會後拉升。澳洲央行仍強調國內主要的不確定性依舊是消費，不確定性來源包括房屋建造以及旱災；家庭可支配收入的持續小幅增長繼續對消費者支出構成壓力。此外認為國內房地產市場也出現了明顯的改善，這也是較10月出現的新的樂觀跡象。澳幣受到央行偏正面的看法和進其中美貿易戰緩和影響支撐，但市場仍預計明(2020)年上半年會有至少1次的降息機會，若美聯儲接下來維持利率不變，外部環境不再惡化之下，重點便是在澳洲國內經濟的改善狀況，預計澳幣仍屬偏弱，不過下方空間不若之前的大。	**【人民幣】** 中國同意按比例降低對方商品的關稅，人民幣升破7.0的關卡。儘管雙方仍在探討何時何地簽署「第一階段」協議。但中方表示第一次關稅減免額該階段將在未來幾周內簽署，具體關稅取消階段取決於該協議的內容。本行研判，如果該說法得到美國後續的正式認可回應，將有助降低貿易戰導致的經濟陰影。除此之外，中國人民銀行削減銀行融資成本基準有助於該國債券和股票價格，同時支持人民幣延續強勢進而逼近本行4Q19的目標價6.95。 最新中國官方數據顯示，由於美國貿易戰的激烈打擊工廠生產，3Q19GDP(國內生產毛額)增速放緩至近十年來的最低水準。路透社(Reuters)的民意測驗預測，中國經濟疲軟也可能會在來年削弱貨幣。短線上，市場將聚焦美方或川普的回應，而下周將發布的新增人民幣貸款（New Yuan Loans CNY)則是重要的數據觀察。此數據將反映消費者和企業對其財務狀況的信心，從而影響人民幣之後的走勢。從技術面來看，目前布林頻通道出現縮窄信號，意謂人民幣未來波動性和潛在交易機會的增加。而黃金切割率（fibonacci retracement）顯示的支撐價位也支持本行目前對於匯價挑戰6.95的研判。

資料來源：中國信託商業銀行彙整，2019/11/8

【附錄】

近五個交易日價格變化暨未來操作策略

	國際現貨金價(US$/oz)
開盤價	1,512.9
最高價	1,518.7
最低價	1,460.7
收盤價	1,468.5
建議買進	1,480以下
建議賣出	1,600以上
下周趨勢	雖避險需求下降，然仍有不確定風險，國際金價逢回可留意

*國際現貨金價之資料來源為彭博社，資料期間為2019/11/1~2019/11/7。

【市場短評】

受市場樂觀看待美中貿易協議、中國釋出雙方同意分階段取消加徵關稅，美國就業報告及非製造業指數優於預期，對風險性資產偏好上升，美國進一步降息機率下降，美元走強，壓抑國際金價，累計近五日下跌2.9%。依世界黃金協會資料顯示，今年前三季度各國央行黃金儲備年成長12%，且投資人增持黃金ETF抵銷因金價高漲所造成的實體黃金需求下滑，顯示仍有買盤逢低承接。下周觀察華為禁令、美歐汽車關稅等貿易期限是否向後延展或輕放，若緩解，則金價短線仍有壓。然美中間結構性問題待解，仍可能有其他領域的爭端；在全球央行寬鬆貨幣政策下，負利率債券仍將上升，加上英國脫歐不確定性、地緣風險仍存下，黃金可平衡資產風險，對國際金價長線仍正向看待，逢回可留意。

國際金價走勢圖(近半年)

資料來源：Bloomberg，2019/5/7~2019/11/7

Disclaimer on Use of Information and Materials:
The information and materials contained in this document are produced by CTBC Private Banking of CTBC Bank Co., Ltd. (Singapore Branch, hereinafter referred to as "the Bank") obtained from diverse sources and are only intended for its clients who are either (i)" professional investors " as defined under the Securities and Futures Ordinance, Hong Kong; and/or (ii) "accredited investors" as defined under the Securities and Futures Act, Singapore and/or (iii) such other professional investors located in or resident in jurisdictions that do not restrict the distribution of such information and materials. All interested prospective investors are required to seek appropriate professional advice and observe all relevant restrictions in his/hers/ their respective jurisdictions. This document is strictly for information purposes only and any information or opinion expressed should not be considered as an offer or solicitation to invest or deal in any of the securities mentioned herein. The information and materials whether provided by the Bank or other information provider are not intended to provide professional advice and should not be relied upon in that regard. The Bank accepts no liability or responsibility whatsoever for any damage or loss arising from the use of the information and materials in this document. The Bank shall not be held liable in any way in respect of any such information and/or materials herein under any circumstances. The Bank reserves ALL rights to change the contents of this document at any time without prior notice and liability whatsoever.

目標價-利率/債市

第二層	第三層	benchmark	2019/11/7	2019Q4	2020Q1
美	美國聯邦基準利率(上緣)	FDTR Index	1.75	**1.75**	**1.75**
	美國10Y	USGG10YR Index	1.91	**1.95**	**1.95**
	巴西利率	BZSTSETA Index	5.00	**4.50**	**4.50**
歐	歐洲央行再融資利率	EURR002W Index	0.00	**0.00**	**0.00**
	德國10Y	GDBR10 Index	**(0.23)**	**(0.70)**	**(0.70)**
	英國央行利率	UKBRBASE Index	0.75	**0.75**	**0.75**
	英國10Y	GUKG10 Index	0.79	**0.60**	**0.50**
	南非政策利率	SARPRT Index	6.50	**6.75**	**6.25**
	南非2Y	GSAB2YR Index	6.71	**6.50**	**6.40**
	俄羅斯政策利率	RREFKANN Index	6.50	**6.50**	**6.50**
亞	日本央行利率	BOJDPBAL Index	**(0.10)**	**(0.10)**	**(0.10)**
	日本10Y	GJGB10 Index	**(0.14)**	**(0.20)**	**(0.20)**
	中國存準率	CHRRDEPC Index	13.00	**12.5**	**12.0**
	中國2Y	GCNY2YR Index	2.75	**2.75**	**2.60**
	台灣央行利率	TAREDSC Index	1.38	**1.38**	**1.38**
	澳洲目標利率	RBATCTR Index	0.75	**0.75**	**0.50**
	澳洲10Y	GACGB10 Index	1.21	**1.10**	**1.25**

		Yield	目標價	目標價
第三層	benchmark	2019/11/7	2019Q4	2020Q1
全球投資級債	G0BC Index	2.33	**2.40**	**2.20**
美國投資級債	C0A0 Index	3.04	**3.20**	**3.00**
歐洲投資級債	ER00 Index	0.50	**0.65**	**0.60**
全球高收益債	HW00 Index	5.46	**6.35**	**5.83**
美國高收益債	H0A0 Index	5.74	**6.65**	**6.80**
歐洲高收益債	HE00 Index	3.00	**3.85**	**3.90**
新興主要貨幣主權債	IGOV Index	5.59	**6.00**	**5.80**
新興主要貨幣企業債	ICPD Index	5.07	**5.80**	**5.70**
新興投資級債	EMHG Index	3.36	**3.85**	**3.45**
新興高收益債	EMHY Index	6.76	**7.70**	**8.20**
新興當地貨幣債	LDMP Index	5.31	**6.20**	**6.40**
人民幣債	CNHJ Index	3.54	**3.60**	**3.50**
亞洲當地貨幣債	LDMA Index	4.15	**4.85**	**5.00**

資料來源：中國信託商業銀行整理，2019/11/7 黃色字體為本週調整

CTBC Bank Co., Ltd. (incorporated in Taiwan with limited liability)
中國信託商業銀行股份有限公司(於台灣註冊成立之有限公司)

目標價-股市

第二層	第三層	benchmark	2019/11/7	2019Q4	2020Q1
美	成熟市場股	MXWO Index	2266.7	**2200**	**2300**
	美國	SPX Index	3085.2	**3000**	**3100**
	拉丁美洲	MXLA Index	2796.6	**2600**	**2600**
	巴西	IBOV Index	109580.6	**97000**	**99000**
歐	歐洲	SX5P Index	3339.8	**3250**	**3350**
	英國	ASX Index	4078.8	**3950**	**4090**
	德國	DAX Index	13289.5	**12700**	**13300**
	新興歐洲	MXMU Index	360.9	**371**	**371**
	俄羅斯	RTSI$ Index	1487.0	**1500**	**1500**
亞	泛太平洋	MXAP Index	166.6	**155**	**155**
	澳洲	AS30 Index	6836.9	**6700**	**6700**
	日本	NKY index	23330.3	**21000**	**21000**
	新興市場股	MXEF Index	1073.6	**995**	**995**
	新興亞洲	MXMS Index	544.9	**500**	**500**
	中國A	SHCOMP index	2978.7	**2800**	**2800**
	中國H	HSCEI Index	10935.9	**11000**	**11000**
	香港	HSI Index	27847.2	**28800**	**28800**
	台灣	TWSE Index	11606.6	**10650**	**10650**
	韓國	KOSPI Index	2144.3	**2020**	**2020**
	印度	SENSEX Index	40653.7	**38550**	**38550**
	東協	MXSO Index	802.2	**800**	**800**

第二層	第三層	benchmark	2019/11/7	2019Q4	2020Q1
成長型產業	科技	MXWO0IT Index	290.3	**270**	**295**
	非核心消費	MXWO0CD Index	269.7	**255**	**275**
	工業	MXWO0IN Index	273.1	**254**	**265**
利率型產業	金融	MXWO0FN Index	122.6	**94**	**110**
	地產	MXWO0RE Index	228.6	**205**	**245**
天然資源產業	能源	MXWO0EN Index	194.4	**195**	**192**
	原物料	MXWO0MT Index	264.7	**238**	**245**
非循環性產業	公用事業	MXWO0UT Index	143.5	**144**	**145**
	核心消費	MXWO0CS Index	243.9	**237**	**245**
	健護	MXWO0HC Index	257.8	**235**	**260**
	通訊服務	MXWO0TC Index	74.8	**65**	**70**

資料來源：中國信託商業銀行整理，2019/11/7 黃色字體為本週調整

CTBC Bank Co., Ltd. (incorporated in Taiwan with limited liability)
中國信託商業銀行股份有限公司(於台灣註冊成立之有限公司)

目標價-匯市/原物料

		spot price	目標價	目標價
第三層	benchmark	2019/11/7	**2019Q4**	**2020Q1**
美元指數	DXY Curncy	98.14	**98**	**97**
美元兌日圓	USDJPY Curncy	109.28	**108**	**107**
歐元兌美元	EURUSD Curncy	1.11	**1.10**	**1.12**
美元兌瑞郎	USDCHF Curncy	0.99	**0.99**	**0.98**
英鎊兌美元	GBPUSD Curncy	1.28	**1.26**	**1.28**
澳幣兌美元	AUDUSD Curncy	0.69	**0.68**	**0.67**
紐幣兌美元	NZDUSD Curncy	0.64	**0.65**	**0.64**
美元兌加幣	USDCAD Curncy	1.32	**1.33**	**1.34**
美元兌台幣	USDTWD Curncy	30.45	**30.5**	**31.0**
美元兌星幣	USDSGD Curncy	1.36	**1.34**	**1.38**
美元兌人民幣	USDCNY Curncy	6.98	**6.95**	**7.20**
美元兌南非幣	USDZAR Curncy	14.74	**14.4**	**14.7**

		spot price	目標價	目標價
第三層	benchmark	2019/11/7	**2019Q4**	**2020Q1**
布蘭特原油	EUCRBRDT Index	59.55	**66**	**64**
黃金	GOLDS COMDTY	1468.50	**1700**	**1700**

資料來源：中國信託商業銀行整理，2019/11/7 黃色字體為本週調整

CTBC Bank Co., Ltd. (incorporated in Taiwan with limited liability)
中國信託商業銀行股份有限公司(於台灣註冊成立之有限公司)