

## 市場展望：日本掀起新一輪貨幣戰爭

上週(12/16-12/20) 美國公布的總經數據，並無重大偏離市場預期的狀況，美國市場維持既有穩定復甦的狀態，第三季 GDP 成長率上調到 4.1%，而且是來自於消費及投資部門，顯示市場利率上揚對經濟影響幅度有限，加上美國國會共和黨與民主黨良性的互動，明年度政府部門拖累經濟成長的狀況將緩和，預期明年度美國經濟成長率將在 3% 以上。在政策方面，聯準會主席柏南克在卸任前宣布 QE 減碼印鈔，並初次提及前瞻性指引 (forward guidance)，觀察市場利率變動狀況，已開始漸漸相信美國利率只會緩升非急升，我們調低明年底 10 年期美國公債目標利率，自 4% 降低到 3.5%。換言之，我們認為美國仍是明年度全球經濟的領頭羊。

歐洲經濟大致上是符合預期，但成長性市集中於製造業，服務業仍然疲弱。德國及其他歐盟國都維持在復甦的狀況，但法國的表現令人擔憂，可能是歐洲新病夫，須密切觀察。

日本政府為緩和明年度消費稅的衝擊，積極作多的態勢非常明顯。BOJ 重申打破通縮的決心，堅持達成通膨 2% 目標，具體的做法就是再度引導日幣貶值，提升企業獲利，鼓勵企業投資及替員工加薪。企業的確是安倍經濟學最終能否成功拯救日本的關鍵，如果日本本身的投資及消費無法拉上來，日幣狂貶只會造成惡性通膨的結果，日本政府之焦慮可想而知。我們預期日本政府明年度匯率目標為 110。日幣的貶值政策勢必牽動全球貨幣戰爭，預期東北亞如韓國、台灣的匯率跟貶的機率很大。歐元區的動向也可能偏向貶值。

中國 PMI 的初值開始下滑，與歐美旺季訂單效應告一段落有關。近期上海市場短期利率又開始上揚，雖然中國人行緊急釋出資金，仍不能緩和市場的緊張。由於中國新年提前在明年一月底，預期資金緊張的狀況可能要到明年一月中旬，才有機會緩解。QE 正式宣布減碼印鈔後，新興市場及原物料國資金有外逃現象，其中印尼、土耳其、泰國及澳洲的貨幣已經創下新低，建議投資人避開這些國家。另標準信評調高墨西哥到 BBB+，主因為墨西哥終結能源產業長達 75 年的壟斷局面，開放石油及天然氣的開採。由於墨西哥鄰近美國，能源產業開放有助於引進美國油頁岩技術，帶動墨西哥能源產業發展，且受惠於美國製造業的復甦，墨西哥相較於中國似乎是更好的生產基地，我們看好墨西哥的發展。

上週 Bernanke 意外宣佈 QE tapering，有基本面支撐的美股，以及有政策利多的日股，最為看好。新興市場(特別是原物料集中度高)，在中國製造業成長力道及資金緊縮的減緩疑慮下，短期股匯債市則難有表現。

## 本週觀察重點及看法(12/23-12/27)

美國				
公佈日期	活動	觀察期	調查	前期
12/23	個人所得	Nov	0.40%	-0.10%
12/23	個人支出	Nov	0.50%	0.30%
12/23	PCE 平減指數(月比)	Nov	0.10%	0.00%
12/23	PCE 平減指數(年比)	Nov	0.90%	0.70%
12/23	核心 PCE(月比)	Nov	0.10%	0.10%
12/23	核心 PCE(年比)	Nov	1.20%	1.10%
12/23	密西根大學信心指數	Dec F	82.8	82.5
12/24	MBA 貸款申請指數	20-Dec	--	-5.50%
12/24	耐久財訂單	Nov	1.60%	-2.00%
12/24	耐久財(運輸除外)	Nov	0.80%	-0.10%
12/24	資本財新訂單非國防(飛機除外)	Nov	0.70%	-1.20%
12/24	資本財銷貨非國防(飛機除外)	Nov	0.30%	-0.20%
12/24	房價指數(月比)	Oct	0.40%	0.30%
12/24	新屋銷售	Nov	448K	444K
12/24	新屋銷售 (月比)	Nov	0.80%	25.40%
12/24	聯準會里奇蒙分行製造業指數	Dec	10	13
12/26	首次申請失業救濟金人數	21-Dec	347K	379K
12/26	連續申請失業救濟金人數	13-Dec	2817K	2884K
德國				
公佈日期	活動	觀察期	調查	前期
12/23	進口物價指數(月比)	Nov	-0.20%	-0.70%
12/23	進口物價指數(年比)	Nov	-3.10%	-3.00%
法國				
公佈日期	活動	觀察期	調查	前期
12/24	GDP(季比)	3Q F	-0.10%	-0.10%
12/24	GDP 年比	3Q F	0.20%	0.20%
12/24	消費支出(月比)	Nov	0.40%	-0.20%
12/24	消費支出(年比)	Nov	0.20%	-0.10%
12/27	生產者物價指數(月比)	Nov	-0.10%	-0.20%
12/27	PPI(年比)	Nov	-1.20%	-1.40%

## 已開發國家股市：經濟數據報佳音，多頭佳節很開心

- **美國：OW**

Q3/13 GDP 成長率第 3 次預估值的內容比上次好很多，十分正面，更加支撐了明年景氣加速論調。另，Fed 宣佈減碼 QE 的舉動也消除了不確定性，我們維持美股 OW 評等不變，短線操作上建議逢低承接。

- **歐洲：OW**

上週總經指標中性偏多，其中又以德國及英國較強，我們維持歐股 OW 評等不變。

- **日本：OW**

我們預估未來日本的外貿數據大致會延著 J 曲線理論來走，維持日股 OW 不變。

## 新興國家股市：美國 QE 縮減，新興貨幣走貶，進場時點推延

- **中國/香港：EW(短)**

上週，銀行間的資金面緊張及 QFII 在年底前的部位調整影響到整體 A 股的走勢(特別是銀行股)，但也帶來短線的反彈契機，我們維持 A 股短線 EW 評等不變，操作策略由上週的多單逢高減碼改為逢低加碼。

- **印度：EW(短)**

上週 RBI 意外維持政策利率不變，帶領大盤演出慶祝行情，儘管 FED 即將縮減量化寬鬆規模，對比同樣有雙赤字問題的印尼，印度股匯市相對淡定，我們認為當中差異在於印度經常帳項目及政府/央行政策回應相對正面。現階段 RBI 對貨幣政策走向的採取觀望態度，12 月份物價能否降溫是關鍵，短線我們暫維持印度股市 EW 看法。

- **韓國：OW→EW(短)，OW(長)**

儘管日圓走貶引發削弱韓國出口產業相對於日廠競爭力疑慮，但就目前韓國製造業的單位生產成本仍低於日本，依然保有成本優勢，而且長線來看，我們認為韓國出口仍將受到已開發國家經濟復甦的提振，惟基於近期盤面上仍有日圓貶值利空消息待消化，因此短線下調韓股至 EW，長線維持 OW 不變。

- **台股：EW**

眼前大盤雖然看來受制於 8,500 點關卡，但從技術指標有利多頭的情勢下，本週有機會突破，拉回可逢低買進。至於選股，由以上說明可知，強弱勢將分途發展，汽

車、IC 設計、電腦周邊與零件等較強勢，長抱較為有利。本週區間看 8350 點至 8550 點。

- **東協市場**

由於上週聯準會聲明內容溫和、態度偏鴿，降低了新興市場的不確定性，我們維持現階段的看法/做法不變，展望東協後市，大抵上仍是跟著基本面走。現階段基於新馬情勢相對穩健，故維持 EW 評等，但泰國(政治風險)及印尼(對外失衡前景不明)仍有疑慮，因此維持 UW 看法不變。

- **拉丁美洲**

- **巴西：短:UW、長:EW**

在上週 FED 宣布縮減量化寬鬆規模後，包含巴西里拉在內的多數新興市場貨幣兌美元走貶，隔日巴西央行隨即宣布延長外匯穩定措施，我們認為有助於降低里拉匯價的波動；另外，儘管巴西就業市場緊俏，但所得的增加，尚未明顯見到轉為實質的消費力道，因此維持巴西 UW 評等。

- **新興歐洲**

- **俄羅斯：EW**

雖然內需銷售數據佳，但工業數據依舊萎靡不振，加上俄羅斯經濟增長趨緩，通膨依舊偏高，央行貨幣政策仍受到侷限，故目前我們仍維持俄羅斯 EW 看法。

## 固定收益產品：縮減只是開始

- **美國公債**：FOMC 決議削減 QE 規模 100 億美元至 750 億美元，美國十年期公債殖利率在 Fed 開始談話後並未大幅上揚，顯示先前市場已預先打了預防針，目前仍維持在 2.89% 附近波動，由於 Fed 開始著手縮減 QE 規模並肯定就業市場及美國經濟復甦前景，預期十年期公債殖利率將緩步向上，目前仍維持美國公債(UW)的看法不變。
- **投資等級債**：美國投資等級債與公債連動性高(殖利率走勢)，目前投資等級債價格偏貴，在美國利率將緩步向上的前提下，故我們仍建議投資人觀望(EW)。
- **高收益債**：美國高收益債券價格與股市連動性高，表現相較其他固定收益商品佳，但美國經濟持續轉好利率必將走高，加上目前以美國高收債殖利率及利差來看(偏低)，惟價格偏貴，故建議投資人應先觀望(EW)。

- **新興市場債**：上週美國 FOMC 開始縮減 QE 規模，加上有些國家央行依舊為了抑制過高的通膨，醞釀在未來開始升息或已開始升息，例如：巴西、土耳其&俄羅斯，加上部分國家經常帳赤字過高，可能提高未來財政上的壓力，例如：土耳其&南非，故我們對新興債的看法維持 UW。

## 外匯市場：Tapering 明年啟動，美元轉強

- **美元**：美國公布的 11 月工業生產、11 月新屋開工、3Q GDP 等指標表現亮麗，加上 Fed 12/17~12/18 FOMC 會議，宣布自 2014 年 1 月起將每月購債金額由 850 億美元降至 750 億美元，激勵美元走強，DXY 週線升值 0.5% 至 80.58，終止連續 5 週貶值。展望本週，預期美 11 月個人支出(mom 0.3%→0.5%)、11 月耐久財訂單(mom -1.6%→1.8%) 正面，加上 QE 減碼利多支撐，有利美元，預估 DXY 將往 81 移動。
- **歐元 vs. 美元**：雖然歐元區公布 12 月綜合 PMI 初估值由 51.7 上揚至 52.1，優於市場預估的 51.9，德國 12 月 Ifo 企業信心由 109.3 上揚至 109.5，20 個月新高，然在 Fed 宣布啟動 QE 減碼下，歐元承壓，週線貶值 0.5% 至 1.3671。展望本週，在歐元區缺乏重要指標公布，而美國指標正面與 QE 減碼題材下，不利歐元，預估歐元將往 1.35，本週歐元預估區間 1.35~1.38。
- **日圓 vs. 美元**：相較 Fed 啟動 QE 減碼，BOJ 12/20 利率會議，繼續維持年增貨幣基礎 60 兆~70 兆日圓的寬鬆政策，BOJ 總裁黑田東彥更承諾在達成 2.0% 通膨目標前，會持續推行寬鬆政策，日圓承壓，週線貶值 0.8% 至 104.10，連續 8 週貶值，12/20 最低來到 104.64，創 2008/10 以來最低。展望本週，目前做空日圓氣氛濃厚，截至 12/17 做空日圓期貨投機性部位由前週的 129711 口增加至 130223 口，預期日圓將續往 105，本週日圓預估區間 102.5~105.5。
- **人民幣 vs. 美元**：Fed 將於 2014/1 縮減購債規模，美元彈升促貶人民幣中間價，然在跨境資金持續匯入(11 月金融機構新增外匯占款持穩於 3979 億，銀行代客結售匯順差達近 1 年高 451 億)，市場升值預期不變下，支撐匯價走勢。隨年底將近，市場交投將轉趨清淡，預期本週人民幣維持高檔震盪，波動區間 6.06~6.10。
- **澳幣 vs. 美元**：12/16 公布 12 月匯豐中國製造業 PMI 初估值由 50.8 下降至 50.5，低於市場預估的 50.9，及 RBA 12/17 公布 12/3 利率會議紀錄顯示，若有需要仍會再降息，加上 Fed 12/18 宣布啟動 QE 減碼，澳幣承壓，週線貶值 0.4% 至 0.8925，12/18 最低來到 0.8819，創 2010/8/25 以來最低。展望本週，QE 減碼支撐美元，加上 RBA 持續口頭干預匯率，預期澳幣將在 0.90 附近偏空整理，本週澳

幣預估區間 0.88~0.91。

- **南非幣 vs. 美元**：12/18 Fed 決議啟動 QE 減碼後，南非幣再度走貶，最低貶至 10.47，12/20 收在 10.3556。在 QE 減碼確定後，美元回流態勢確立，預期南非幣將維持偏弱整理格局，本週波動區間在 10.20~10.55 元之間。

## 商品市場：貴金屬 漲也 QE 跌也 QE

- **能源**

上週布蘭特期油週線上漲 2.76% 收 \$111.83 美元/桶；西德州期油週線上漲 2.72% 收 \$99.23 美元/桶。截至 12/16 日一週美國普通汽油平均零售價格為 \$3.239 美元/加侖，較前週下跌 \$0.03 美元，和去年同期 (3.254) 相比減少 \$0.015 美元；天然氣週線上漲 4.05%，12/19 日收 \$4.460 美元/mmbtu，創下今年的新高價。

### 能源類股：(短期:OW；長期：OW)

近期石油及天然氣價格的走揚，預期 Q4 營收上游能源類股將有不錯的表現，我們維持對能源類股 OW 評等不變。

- **黃金(短線 UW；長線 EW)；白銀(短線 EW；長線 EW)；金礦類股(短線 UW；長線 EW)**

黃金現貨上週週線下跌 2.92% 收 \$1,202.50 美元/盎司，今年以來下跌 28.32%；白銀現貨週線下跌 1.40% 收 \$19.43 美元/盎司，今年以來下跌 35.36%。GDX ETF 上週週線下跌 2.75%，收 \$20.53 美元，年初至今下跌 54.42%。

預期黃金整理區間：\$1,150~\$1,250；白銀整理區間 \$18.0~\$21.0。

- **基本金屬**

上週 LME3 個月期基本金屬漲多跌少，LME 鋅週線 +3.13% 收 \$2,040、鉛週線 +3.07% 收 \$2,216、鎳週線 +2.27% 收 \$14,420、錫週線 +0.88% 收 \$22,950、銅週線 -0.23% 收 \$7,238、鋁週線 -0.78% 收 \$1,785。澳洲 Newcastle 煤價週線下 0.46%，收 \$86.30。中國天津港進口鐵礦砂價格週線下跌 2.40%，收 \$132.7/乾噸。上海期交所鋼筋價格週線下跌 0.68%，收 \$579/噸。

### 礦業類股：(短期:EW；長期：EW)

在全球景氣復甦下，建築活動以及耐久財的需求將增強，我們維持看多全球鋼鐵類股的表現不變。在礦業類股部份，對於金礦族群維持 UW，礦業族群維持 EW。

## ● 農糧

上週 CBOT 玉米+3.03%收每噸\$433.25 美元；黃豆+0.87%收每噸\$1,331 美元；小麥-0.77%收每噸\$613.5 美元。從型態上來看上週玉米跌深反彈，目前和小麥維持空頭走勢的看法不變，黃豆則持續低檔盤整。

就短線來看目前的壓力因子包括：1)美元走升預期、2)全球農作物產量豐沛、3)氣候有利小麥生長。因此我們認為小麥、玉米的空頭走勢尚未結束，至於黃豆因下游需求轉強，預期短線不是持續整理就是上漲。

### 農糧類股：(短期：EW；長期：EW)

今年農糧類股族群強弱分明，今年漲多的農業機械、加工、配送服務族群目前估值已不便宜，而肥料族群維持低檔整理，總的來說農糧類股動能疲弱(YTD+2.77%)，建議維持觀望。

### 【研究報告投資聲明】

- 本研究報告內容由永豐證券投資顧問股份有限公司所提供，所載資料僅供參考，客戶進行任何投資前應審慎考量本身之需求與投資風險，永豐證券投資顧問股份有限公司及永豐商業銀行恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。
- 本研究報告中之內容或有取材於永豐證券投資顧問股份有限公司認可之來源，但無法保證完整性或預測正確性；報告中所有資訊或預估變更時，永豐證券投資顧問股份有限公司將不另行通知或預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責；任何人不得以因信賴該等資料做出投資決策為由，向永豐商業銀行或永豐證券投資顧問股份有限公司主張任何權利或提出訴訟。
- 投資均有風險，任何投資商品過去之績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金之損失；若申購以外幣計價的投資商品應需瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。投資人進行任何投資交易前，應詳閱各產品之公開說明書，並應考量本身投資需求、目標及財務狀況作妥適之決定，並應自行承擔投資風險及結果。如有必要，投資人申購前可洽詢永豐商業銀行各分行服務專員。
- 永豐商業銀行辦理財富管理及信託業務時，除盡善良管理人之應注意及忠實義務外，不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負投資盈虧。
- 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何型式沿用、複製或轉載本文件內容之一部分或全部。