



# 寰宇金融 週報

■ 2019年09月23日

請詳見最末頁責任聲明

# 市場表現

區域	指數	日期	收盤價	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)	1Y High	1Y Low
股票	MSCI全球	2019/9/20	2197.5	0.08	4.91	0.89	4.90	-0.11	16.65	2,220.9	1,794.0
	MSCI新興市場	2019/9/20	1021.3	-0.57	4.89	-3.03	-3.62	-2.87	5.75	1,099.2	929.9
債券	彭博巴克萊全球公債指數	2019/9/20	239.9	0.43	-0.52	2.63	5.55	10.56	8.07	243.1	215.4
	彭博巴克萊全球投資等級債指數	2019/9/20	567.1	0.43	-0.47	2.47	5.41	10.23	8.31	573.2	511.1
	彭博巴克萊全球高收債指數	2019/9/20	503.1	0.20	0.92	0.66	3.63	7.25	10.35	505.2	453.7
	彭博巴克萊全球新興債指數	2019/9/20	416.8	0.56	0.27	1.80	5.33	11.02	10.66	418.2	370.0
成熟市場	美國	2019/9/20	2992.1	-0.51	5.09	1.41	6.83	2.13	19.36	3,028.0	2,346.6
	歐洲	2019/9/20	393.0	0.30	5.81	2.13	4.50	2.25	16.38	395.1	327.3
	日本	2019/9/20	1616.2	1.32	7.59	4.55	-0.05	-10.41	8.17	1,838.3	1,408.9
新興市場	中國A	2019/9/20	3935.7	-0.92	3.00	2.65	2.66	15.40	30.72	4,126.1	2,935.8
	中國H	2019/9/20	78.0	-1.09	3.94	-1.27	-6.48	-3.34	9.58	88.2	68.0
	印度	2019/9/20	11274.2	1.79	4.11	-3.84	-1.59	1.18	3.79	12,103.1	10,004.6
	巴西	2019/9/20	104817.4	1.27	7.32	2.75	11.82	31.94	19.26	106,650.1	77,005.5
	俄羅斯	2019/9/20	1377.4	0.62	8.59	0.17	13.51	19.82	28.88	1,413.8	1,033.3
	台灣	2019/9/20	10929.7	0.94	3.72	1.17	2.73	-0.39	12.36	11,097.0	9,319.3
	南韓	2019/9/20	2091.5	1.56	7.50	-1.47	-4.23	-10.46	2.61	2,356.6	1,891.8
	印尼	2019/9/20	6231.5	-1.63	-0.39	-1.33	-4.50	4.59	0.60	6,636.3	5,623.8
泰國	2019/9/20	1636.2	-1.55	-0.64	-4.71	-0.61	-6.83	4.62	1,766.6	1,546.6	
產業	科技	2019/9/20	1410.3	-0.77	4.38	2.55	9.60	7.56	29.59	1,452.8	1,010.9
	健護	2019/9/20	1066.2	0.99	3.97	-1.75	1.60	-2.36	6.49	1,112.2	934.2
	生技	2019/9/20	3312.7	1.14	3.11	-3.62	-2.54	-11.21	8.84	3,865.9	2,801.1
	能源	2019/9/20	452.3	0.99	10.12	-3.89	-6.73	-18.71	6.65	577.4	395.3
	黃金	2019/9/20	1873.6	5.90	-2.36	13.34	28.44	56.97	37.81	2,005.5	1,163.5
	礦業	2019/9/20	271.8	-0.42	7.19	-5.44	-3.89	-4.58	6.33	300.4	246.3
其他	VIX	2019/9/20	15.3	11.50	-22.90	-0.52	-7.04	31.16	-39.73	36.2	11.0

# 市場評等

## 市場評等-核心

資產類別		(投資評等) 低1← →高5					配置比重		市場評論
		1	2	3	4	5	10月	9月	
股票	成熟國家						20	20	Fed、ECB、BOJ均偏向鴿派，資金行情持續。成熟股市中，以美股較看好。
	新興國家						20	20	主要央行持續寬鬆，然美中貿易戰前景不明，新興市場中我們仍相對看好受政策面支持且估值較低的中國股市。
債券	政府公債						10	10	美中貿易談打打，景氣動能趨緩，央行貨幣政策偏鴿，10年期美債殖利率區間1.5%~2.1%。
	投資等級債						10	10	美中貿易談打打，景氣動能趨緩，央行貨幣政策偏鴿，美國投資等級公司債殖利率區間2.9%~3.5%，利差區間100~130bp。
	高收益債						20	20	目前美高收殖利率與利差分別為5.67%、358bp。8月美高收債違約率下降至2.9%，預估至2020/8上升至3.9%，且如果經濟數據良好預期違約率仍可能下降，且Fed可能於12月再次降息，利好無風險利率下行。
	新興市場債						20	20	目前新興債殖利率與利差分別為4.93%、314bp。近期新興國家CDS小幅下行，更多新興國家央行加入降息救市行列，且Fed可能於12月再次降息，DXY雖仍在高位但未來將逐步走低，模型預估至2020年資金仍將淨流入新興市場債市。

## 訊息錯綜

- 總結：上週，FOMC如預期降息一碼，但委員們對未來降息與否意見分歧，另，中國貿易代表取消農業參訪行程也讓美中貿易談判進展消息反覆。展望未來，我們維持股債40/60的資產配置建議不變，靜待事件發展再做調整。

# 市場評等-衛星

投資標的		(投資評等)					P/E (P/B)	估值(近5年)	市場評論
		1	2	3	4	5			
成熟市場	美國						17.0	70	景氣面仍穩健，貨幣政策中性偏多，美中貿易爭端談打打，維持中性(3)評等，預估S&P 500指數區間2700~3100。
	歐洲						14.1	31	歐元區景氣持續疲軟、英國脫歐未取得進展，風險猶存，維持中性(3)評等，預估Stoxx600指數區間360~395。
	日本						12.9	27	景氣面2H<1H，估值面便宜，日韓貿易爭端未解，維持中性(3)評等，預估Topix區間為1500~1700。
新興市場	中國						11.7	41	中美貿易談判仍具不確定性且景氣面仍弱，風險情緒承壓，且Q3人行降準基注入流動性，目前PE位於歷史10年的第個45百分位，建議分批買進，待指數向4000點(對應Forward PE約為12.06，位於過去10年第50百分位)靠攏時出場，給予逢低買進(4)評等，預估區間3500~4000。
	印度						16.3	45	印度政府祭出降企業稅利多，激勵印股大漲，然短線漲幅較大，我們認為印股後續波動可能較為劇烈，暫維持印股中性(3)評等，預估Nifty指數區間10800~12300。
	巴西						12.4	72	景氣面力道偏弱，巴西央行降息，預計退休金改革4Q過關，但估值已大多反應，維持中性(3)評等，預估Bovespa指數區間95000~105000。
	俄羅斯						6.1	59	俄羅斯高頻數據緩步改善，企業獲利預估基本保持2.46%的低速增長，中東局勢緊張提高石油地緣政治風險溢價，俄股料呈整理格局，預估RTS指數區間1240~1440，維持俄羅斯中性(3)評等。
	台灣						15.5	98	目前指數延5日線緩步爬升，預估指數空間10,850~11,000點，若有貿易戰利空訊息而拉回建議逢低買進，主因預期4Q19至1H20企業獲利可期。
產業	科技						19.6	98	美中貿易緊張情勢舒緩，科技類股壓力減緩，給予逢低買進(4)評等。
	健護						14.9	16	企業獲利穩健，估值合理，政策面仍是最大變數，維持逢低分批買進(4)評等。
	生技						10.1	3	企業獲利穩健，估值合理，政策面仍是最大變數，維持逢低分批買進(4)評等。
	能源						1.5	10	煉油廠逐漸進入歲修高峰，油價雖可能出現季節性走弱，然在沙特石油設施遇襲後，其復產進度大幅影響油價，並引領石油地緣政治風險溢價回歸，當前油市受地緣風險及基本情勢多空拉鋸，美能源股估值仍具吸引力，預估WTI價格\$52~\$62，維持原油/能源股逢低買進(4)評等。
	黃金						1.3	89	全球經貿摩擦加劇經濟下行風險進而提振避險需求，主要央行貨幣政策延續寬鬆基調及負收益率債券規模擴張利好無息黃金，美元指數走軟利好以美元計價的黃金資產需求，中長線看好黃金，金價短線料高位震盪，維持黃金/金礦股中性(3)評等，預估金價區間\$1400~\$1550。
	礦業						1.3	67	十一長假前的補庫存需求在近期陸續完成，同時鐵礦石港口庫存止跌回升，下游消費雖大致穩定，然近期隨著價格反彈乏力，或使致港口貿易量開始減弱，預期短線鐵礦石價格趨跌，未來市場是否恢復漲勢取決於基建發力時效，給予中性(3)評等。



# 投資展望

## 景氣仍穩健，維持中性(3)評等

- 從景氣面來看**，8月工業生產+0.6% mom，優於預期，其中製造業+0.5% mom、採礦業+1.4% mom、公用事業+0.6% mom，整體產能利用率較上月上升0.4pp至77.9%。8月新屋開工達136.4萬棟(+12.3% mom)，高於預期，營建許可141.9萬棟(+7.7% mom)，高於預期。8月年化成屋銷售達549萬棟(+1.3% mom)，高於預期。上週初領失業補助人數為20.8萬，少於預期。整體來說，美國工業生產、房市及就業數據均佳，反映美國景氣尚穩健。
- 從政策面來看**，上週FOMC結果如下：1)如預期地調降FFR目標區間一碼至1.75~2.00%，2)按Dot Plots來看，FOMC委員們中有7位預估今年接下來還會再降息一碼至1.50~1.75%，有5位預估今年底FFR會維持在1.75~2.0%；對於2020年，有8位委員預期FFR會維持在1.50~1.75%，3)下調IOER及RRP30bp至1.8%及1.7%，4)Fed主席Powell在會後記者會提到，針對近期貨幣市場所出現的緊縮，Fed會先透過暫時性的公開市場操作來緩解，並會在下次FOMC討論重啟擴表，擴表的時間點比原先預期要早。
- 結論**，景氣面中性偏多，估值面中性，貨幣政策面中性偏多，我們維持美股中性(3)評等，S&P 500區間2700~3100。



FOMC景氣預估						
Economic projection of Fed( Sept. 2019)						
Central tendency		2019	2020	2021	2022	長期
實質GDP	9月預估	2.1~2.3%	1.8~2.1	1.8~2.0%	1.7~2.0%	1.8~2.0%
	6月預估	2.0~2.2%	1.8~2.2	1.8~2.0%	-	1.8~2.0%
失業率	9月預估	3.6~3.7%	3.6~3.8%	3.6~3.9%	3.7~4.0%	4.0~4.3%
	6月預估	3.6~3.7%	3.5~3.9%	3.6~4.0%	-	4.0~4.4%
PCE	9月預估	1.5~1.6%	1.8~2.0%	2.0%	2.0~2.2%	2.0%
	6月預估	1.5~1.6%	1.9~2.0%	2.0~2.1%	-	2.0%
核心PCE	9月預估	1.7~1.8%	1.9~2.0%	2.00%	2.0~2.2%	-
	6月預估	1.7~1.8%	1.9~2.0%	2.0~2.1%	-	-
FFR Path (Median)	9月預估	1.9%	1.9%	2.1%	2.4%	2.5%
	6月預估	2.4%	2.1%	2.4%	-	2.5%

Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 脫歐協議無進展，維持中性(3)評等

- **從景氣面來看**，(1)歐元區9月份ZEW預期指數升至-22.4，優於預期(-32.2)，指數出現反彈，顯示美中貿易緊張稍緩、硬脫歐風險下降及ECB擴大寬鬆刺激經濟等發展使歐元區前景不若先前悲觀，雖然如此，指數仍在近年低點，並仍為負值，景氣還未出現確實改善的訊號。9月份消費者信心升至-6.5%，優於預期；8月份汽車註冊-8.4% yoy，為去年12月以來最大降幅，主要為去年9月燃油消耗監管新制生效前的提前購買推高基期所致。(2)德國9月份ZEW預期指數回升至-22.5，優於預期(-37)，然仍遠低於長期平均(22.5)。(3)BOE利率會議一致決議維持利率於0.75%不變，符合預期，BOE重申無協議脫歐將對經濟帶來衝擊，然也表示延長脫歐也會對需求帶來傷害。英國8月份零售銷售-0.2% mom、+2.7% yoy，皆低於預期。目前來看，歐洲近期指標多數仍為負值、或在近年低點，整體景氣前景黯淡。
- **從消息面來看**，(1)英國首相Johnson與歐盟執委會主席會談未取得進展，Johnson於9/19提出愛爾蘭邊境替代方案，然消息指出其可行性不高；上週英國最高法院開始審理Johnson要求國會休會的訴訟，預期本週將宣布判決結果。目前來看，英國脫歐前景仍不明，不確定性猶存。(2)標普(Standard and Poor's)將西班牙主權債信評等從A-調升至A，展望「穩定」，標普表示此次調升是因西班牙經濟前景良好，且財政整頓取得進展、政府債務佔GDP比重持續下降。
- **結論**，基本面偏空，政治面中性，估值面偏多，上週能源股及銀行股走高，帶動歐股週現小幅收紅。持續關注後續美中貿易談判發展，維持歐股中性(3)評等，預估Stoxx600指數區間360~395。

### STOXX 600指數



### 歐元區ZEW預期指數

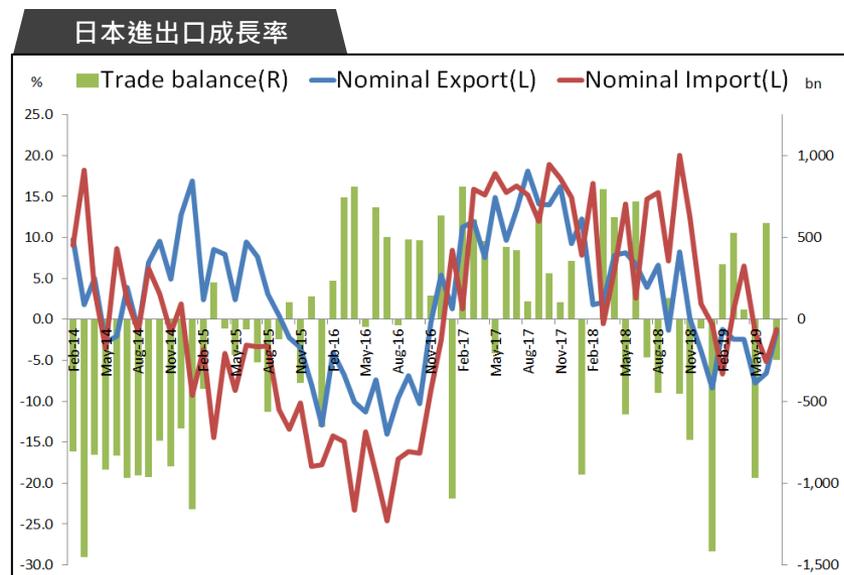


## 內外部需求動能仍弱，維持中性(3)評等

- 從景氣面來看，8月名目出口-8.2% yoy，衰退幅度大於上月(-1.6%)，但小於預期(-10.9%)，名目進口-12% yoy，衰退幅度大於上月(-1.2%)及預期(-11.2%)，實現貿易逆差1363億日圓，逆差小於預期。8月全國核心CPI +0.5% yoy，扣除食品及能源後CPI +0.6% yoy，與上月相同。整體來說，8月進出口及通膨數據顯示日本內外部需求動能仍偏弱。
- 從估值面來看，目前Topix指數約交易在12.9 X P/E，低於過去5年及10年平均。
- 從政策面來看，上週BOJ如預期維持原貨幣政策不變，聲明中強調景氣與通膨的向下風險，並提到BOJ會於下次貨幣政策會議時重新檢視景氣與通膨發展。
- 結論：景氣面中性偏空，估值面中性偏多，政策面中性，我們維持日股中性(3)評等，預估Topix區間1400~1600。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理



## 1年期LPR報價下行，維持逢低買進(4)評等

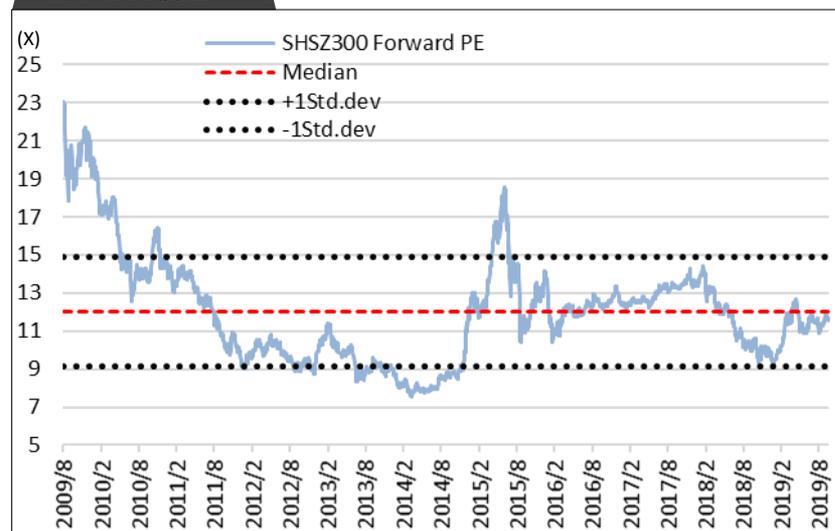
- **投資建議:**景氣面中性，政策面中性，政治面中性，估值面中性偏多，雖景氣仍疲軟且貿易不確定性仍高，但人行實施全面搭配定向降準，加上公開市場操作，市場流動性增加，且10月將舉行中美貿易談判，短期利好風險情緒，維持A股逢低買進(4)評等，調整滬深300指數預估區間3600~4200，MSCI China指數逢低買進(4)，預估區間70~85。
- **從景氣面來看**，上週無重要經濟數據公布。**總體來說**，人行降息(OMO利率)預期落空，雖於本月進行全面搭配定向降準，9/20LPR報價也下行，但房地產調控趨嚴且非標融資仍嚴，中小企業景氣仍未改善，中國景氣疲軟情況大概率延續至年底，預估A股3Q非金融業企業利潤低於2Q，政府將加大財政(增加今年專項債發行額)與貨幣逆週期調節，未來人行仍可能會調降OMO利率以利廣譜利率下行，預估今年Q3、Q4和全年中國實質GDP成長率為6.1%、6.0%、6.2%。
- **從估值面來看**，目前滬深300約交易在11.5 X Forward P/E，低於過去10年中位數(11.95)，我們的滬深300目標價為4200點，相對應的Forward PE為12.5 X。
- **從政策面來看**，9/20中國人民銀行間同業拆借中心公布LPR利率，1年期下降5bp至4.20%、5年期持平於4.85%。
- **從政治面來看**，9/19 USTR新增涵蓋2500億美元、共437項商品的關稅豁免清單，且當日舉行副部長級談判，雙方表示談判正面將繼續磋商，然9/20中國臨時取消美國農業參訪行程，而9/20川普表示只接受全面協議，不接受局部協議，且不需在2020年前達成中美貿易協議。消息面反覆導致市場情緒震盪，不確定性仍存，10月達成協議機率低。

### 滬深300指數



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

### 滬深300估值面





## 政府送降稅利多，印股維持中性(3)評等

- 從景氣面來看，8月份WPI+1.08% yoy，維持於2017年6月以來低點，其中能源價格持續下降，食物價格則進一步走升。8月份客車銷售-31.6% yoy，連續五個月大幅下降，反映印度消費動能趨緩、車市狀況低迷。目前來看，印度通膨溫和，景氣轉弱的趨勢不變。
- 從政策面來看，上週印度政府宣布調降企業稅，本地企業的有效稅率原先約在30%-35%，今財年起將一舉降至25%；今年10月1日以後新設立的製造業，有效稅率更降低至17%。預期印度政府降稅的刺激政策將有助於提振市場信心、吸引國外投資。
- 從估值面來看，NIFTY指數目前約交易在16.3X Forward PER，略低於5年平均。
- 結論：景氣面中性偏空，政策面偏多，估值面中性，印度政府意外調降企業稅，預期可使今財年印度企業獲利提升約8%，並有助提振近來一直呈現疲軟的投資，政府祭出的降稅利多激勵上週五(9/20)NIFTY指數大漲5.3%，週一(9/23)印股延續漲勢，因短線漲幅較大，我們認為印股後續波動可能較為劇烈，暫維持印股中性(3)評等，預估Nifty指數區間10800~12300，建議投資人衡量自身風險承受度尋找適當進場點。雖有降稅消息激勵印股氣氛樂觀，仍應留意印度景氣數據是否出現改善跡象、以及政府降稅使財政赤字面臨進一步惡化的風險。

印度Nifty指數



印度汽車銷售



## 印尼央行再度降息，印尼股市維持中性(3)評等

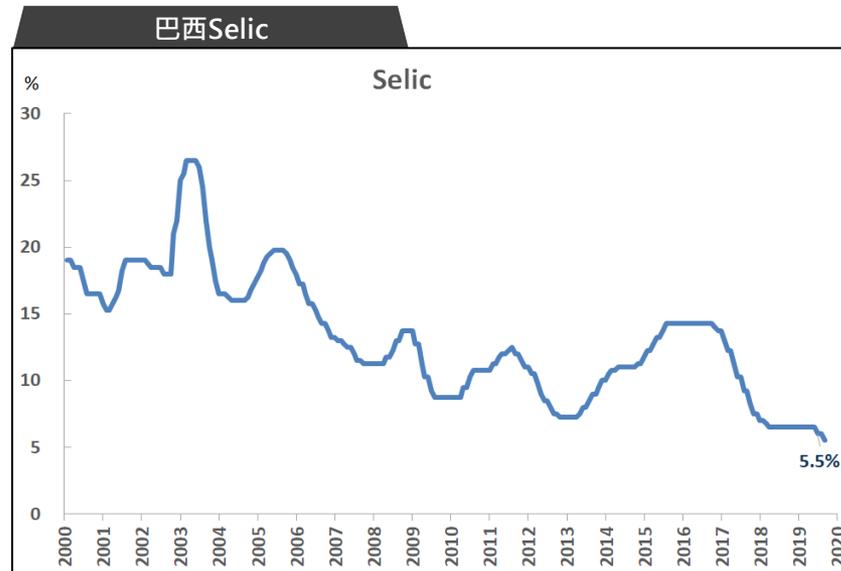
- 從景氣面來看，8月份出口-10% yoy，進口-15.6% yoy，降幅皆大於預期，貿易收支為順差8510萬美元，低於預期(1.9億美元)。因印尼政府有意控制貿易赤字，近來印尼貿易收支已轉為小幅順差，預期印尼今年經常帳赤字可有改善。
- 貨幣政策方面，印尼央行利率會議決議將政策利率調降1碼至5.25%，符合預期。印尼央行表示本次降息是基於通膨仍低於目標區間中點、外資撤出的壓力減輕，預先降息提振國內經濟動能，以應對全球景氣走緩帶來的壓力。印尼央行連續3個月降息，並重申維持寬鬆立場，放鬆部分總體審慎政策，顯示印尼央行當前政策重心仍傾向支持經濟成長。展望後勢，近期印尼國內經濟動能轉弱，而通膨溫和及多數央行立場皆持續寬鬆的環境給予印尼央行進一步降息的空間，預期今年印尼央行尚有1-2碼降息機會。
- 從估值面來看，JCI指數目前約交易在13.8x forward PER，接近10年平均(13.8x)。
- 結論：景氣面中性，估值面中性，技術面中性，預估JCI指數區間5800~6600。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 如預期降息二碼，維持中性(3)評等

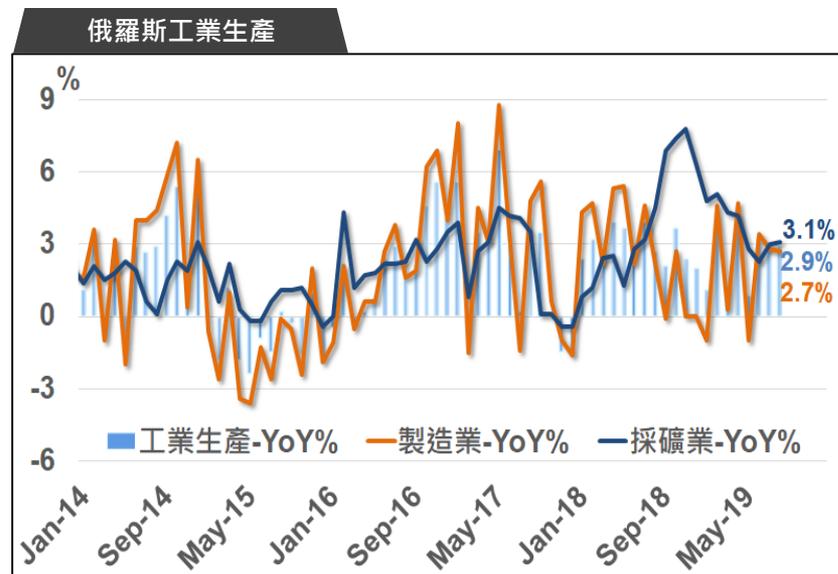
- 從景氣面來看，7月份IBC-BR景氣指標-0.16% mom，是近三個月來首次mom下滑，今年以來IBC-BR景氣指標+0.78% yoy，顯示巴西景氣復甦遲緩，預估今年實質GDP成長率大約落在+0.8% yoy左右。
- 從政策面來看，上週巴西央行如預期地降息二碼，將指標利率Selic由6.0%下調至5.5%，歷史新低。會後聲明論調偏鴿，巴西央行維持寬鬆展望，並預期即便在匯率弱勢(BRL/USD=4.05)、利率低檔(Selic=5.0%)的情況下，2020年底的通膨仍會落在+4.0%的低檔。整體來看，巴西央行暗示未來仍有降息空間。
- 從估值面來看，目前巴西聖保羅指數約交易在12.4 X P/E、1.9 X P/B，高於過去平均。
- 結論：景氣面中性，政策面中性偏多，估值面中性偏空，我們維持短線中性(3)評等，預估Bovespa指數短線區間95000~105000。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 指標緩步改善，維持中性(3)評等

- 從景氣面來看，俄羅斯1)8月工業生產年增率由2.8%略升至2.9%，高於預期(+2.2%)，當中製造業(+2.8%→+2.7%)和採礦業(+3.0%→+3.1%)維持低速增長。2)8月生產者物價指數年增率由1.1%下行至0.3%，符合預期。3)8月失業率由4.5%下滑至4.3%，低於預期(4.4%)；8月實質薪資年增率為3.0%，符合預期，7月由3.5%下修至3.0%。4)8月實質零售銷售年增率由1.1%放緩至0.8%，低於預期(+1.0%)。5)截至9/13止，俄羅斯黃金與外匯儲備為5,312億美元，低於前週的5,327億美元。整體而言，俄羅斯生產活動溫和復甦，就業市場十分強勁，然在所得持穩之際，消費動能卻未能跟上增長步伐，對此預期央行在通膨壓力繼續緩解的背景下，將於12月再度降息以刺激消費需求及提振經濟增長。
- 從估值面來看，跟過去十年相比，RTS指數Fwd PE為6.1X，落在第68百分位數，Fwd PB為0.8X，落在第85百分位數。
- 結論：景氣面中性，估值面中性，技術面中性，俄羅斯高頻數據緩步改善，企業獲利預估基本保持2.46%的低速增長，中東局勢緊張提高石油地緣政治風險溢價，俄股呈整理格局，預估RTS指數區間1240~1440，維持俄羅斯中性(3)評等。

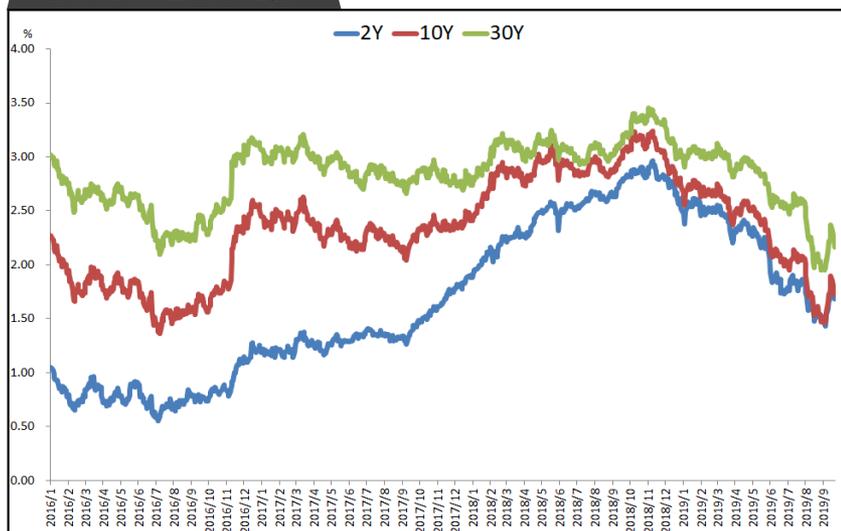


Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

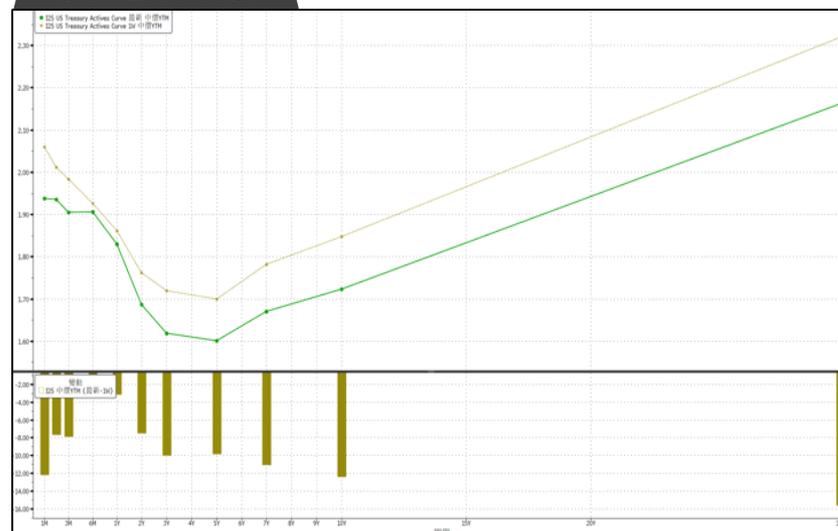
## 殖利率下滑，殖利率曲線下移

- 上週，美國8月工業生產+0.6% mom，優於預期，其中製造業+0.5% mom、採礦業+1.4% mom、公用事業+0.6% mom，整體產能利用率較上月上升0.4pp至77.9%。8月新屋開工達136.4萬棟(+12.3% mom)，高於預期，營建許可141.9萬棟(+7.7% mom)，高於預期。8月年化成屋銷售達549萬棟(+1.3% mom)，高於預期。上週初領失業補助人數為20.8萬，少於預期，通週美國10年期公債殖利率下滑17bp至1.72%。
- 7月份日本仍是美國公債最大海外持有者，擁有1.13兆美元公債，較6月份的1.122兆上升；中國7月份持有1.11兆美元美國公債，較6月份的1.112兆略為下滑。
- 上週FOMC如預期降息一碼，但Dot Plot顯示FOMC委員對未來是否降息意見分歧。另，Fed主席在會後記者會提到，有鑑於近期貨幣市場的波動，Fed將於下次FOMC討論重新擴表。在前週美債殖利率大漲後，吸引部分資金逢低進場，上週美債殖利率下滑，殖利率曲線下移，我們維持美國公債中性評等，10年期公債殖利率區間1.5%~2.1%。

美國公債殖利率走勢



美債殖利率曲線

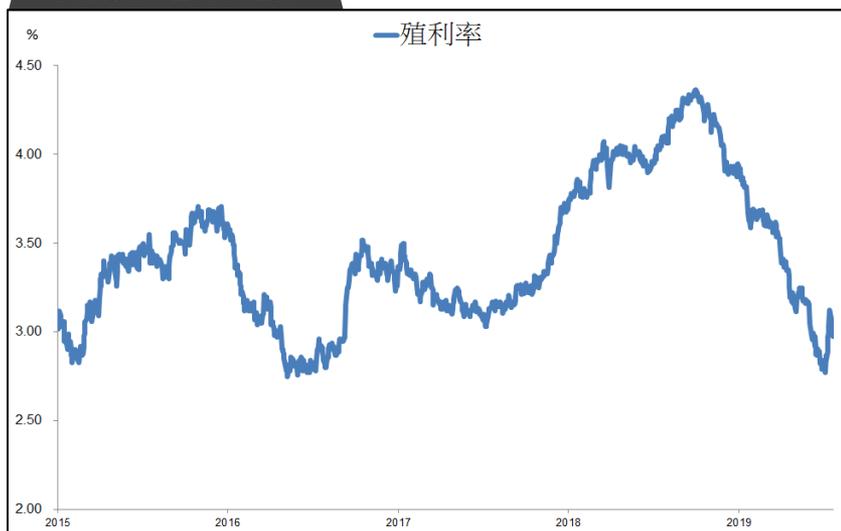


Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

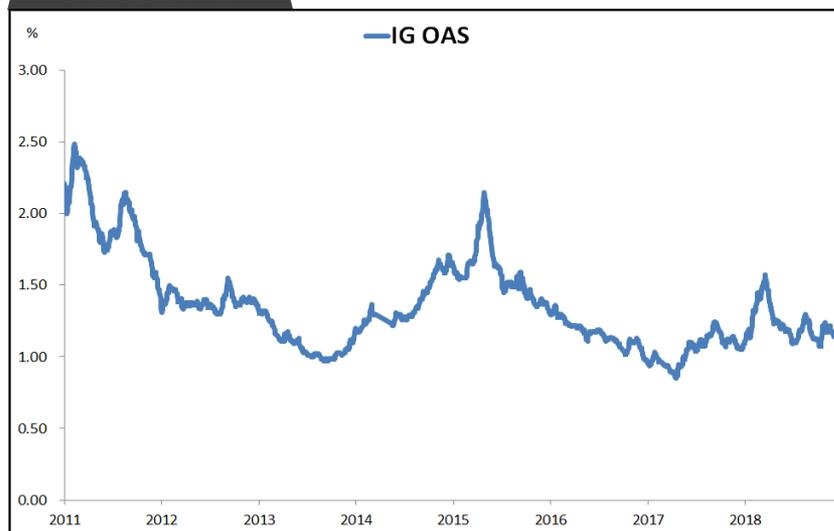
## 殖利率下滑，利差收窄

- 上週(截至9/18)，Lipper美國資金流向資料顯示，28.3億美元淨流入投資級等級公司債基金。**Danske Bank(Baa2/BBB+/A)**發行17.5億美元非特別優先無擔保債(NPS)，其中10億，2022/9/20到期，票面利率3.001%，NC2 FXD-FRN，殖利率3.001%(T+125bp)，Back-end：L+124.9bp，另外7.5億，2025/12/20到期，票面利率3.244%，NC5 FXD-FRN，殖利率3.244%(T+155bp)，Back-end：L+159.1bp。這是Danske Bank自今年1月以來首次發行美元債，需求頗佳(50億)，spread較原先預期還窄，也僅比1月已發行的次級市場流通債折讓2bp(OAS-based)，另外，PayPal與Walmart上週各募集50億及15億的案子也獲市場熱烈認購，顯示市場追逐高評等收益的資金力道仍十分強勁。
- 上週，美國投資等級債指數殖利率下滑4bp至2.98%，利差收窄2bp至114bp，我們預估美投資等級債殖利率區間2.9%~3.5%，利差區間為100~130bp，維持投資等級債中性評等。

美投資債殖利率走勢



美投資債OAS

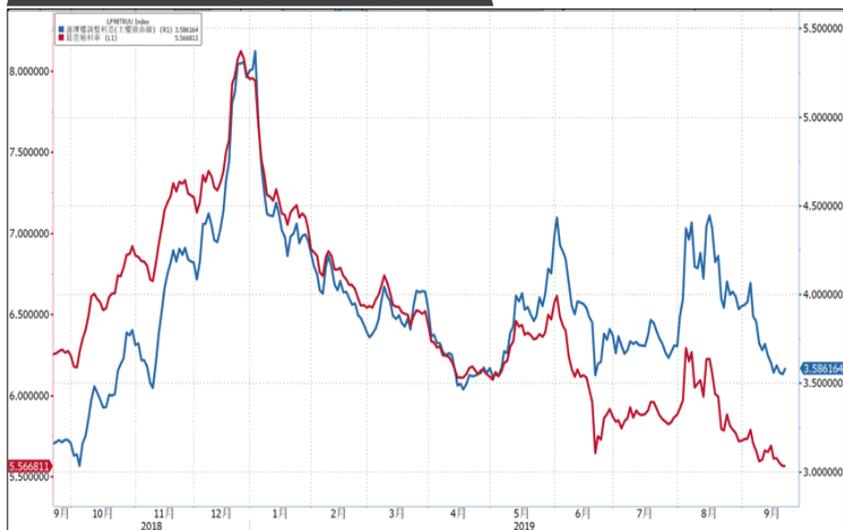


Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 殖利率下行，利差收窄

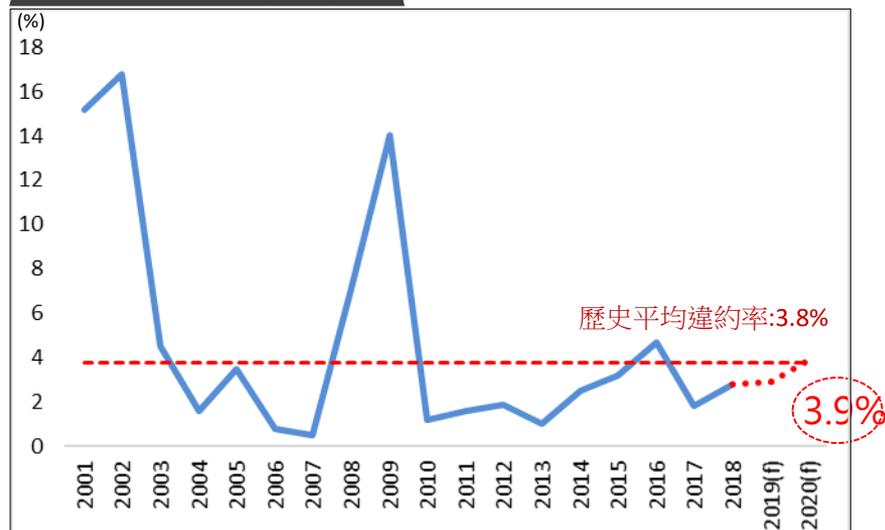
- 投資建議:** 上週美國垃圾等級債指數殖利率下行12.3個基點至5.67%，利差收窄3bp至358bp。總體來說，短期內貿易談消息錯綜，市場風險情性仍承壓，且9/18Fed如預期預防式降息一碼，預估無風險利率仍有下行空間，期貨市場預期12月再降一碼，而HV預估10月降一碼，美經濟仍穩健加上低利率環境有助美高收利差不至於再大幅擴大，美高收債違約率雖可能上升但仍低於長期平均，給予美高收債逢低買進評等。
- 分析:** 上週(截至9/18)，根據Lipper統計，美國高收益債基金淨出32.92億美元資金。**利多條件:** (1) Moody's統計8月美高收債違約率下降至2.9%，低於歷史平均的3.8%，預測至2020Q1上升至3.4%、2020/8上升至3.9%，現階段美高收債企業信用狀態仍健康，但未來若景氣持續下行違約率將走高; (2) 9/18 FOMC會議降息一碼，表示勞動市場強勁，經濟活動溫和上升，家庭支出強勁但企業投資與出口疲軟，預估經濟持續擴張，且將採取適當措施維持擴張，另宣布為維持市場流動性，將討論擴表時間點。目前House Views預估10月再降息一碼，期貨市場預期12月再降息一碼，近期Ted利差小幅走升，但未來無風險利率走低有利企業償債與高收債殖利率降低; (3) 從歷史經驗來看，美國企業銷貨收入成長率如果在未來反彈不利美債殖利率下行，但企業收入回升有助高收債利差維持低位;

美高收債殖利率(紅)與OAS(藍)走勢



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

美高收債違約率(TTM)



# 美高收債(2)

- (4)美國8月工業生產-0.1→+0.6% mom，高於預期(+0.2%)，為一年來最大增幅，製造業生產-0.4%→+0.5% mom，高於預期(+0.2%);(5)8月房市領先指標的美國新屋開工由121.5→136.4萬、營建許可由131.7→141.9萬，均高於預期(125、130萬)，供給面回升，低利率環境下購屋者仍看好美國經濟前景，而8月成屋銷售(年化)持續上升542萬→549萬，為17個月高，房市需求回升;(5)上周首次申請失業救濟金人數由20.6→20.8萬，仍位於歷史低點，美國就業市場仍穩健，可持續帶動內需消費。
- 利空條件:**(1)9/17EFFR飆升至2.30%，超過FFR區間上限2.25%，IOER-EFFR利差倒掛擴大至-20bp，凸顯美國貨幣市場結構性問題，銀行間市場缺少足夠流動性吸收大量發行的美國公債使流動性趨緊，然在紐約Fed分行連四日進行OMO投放共2781.5億後EFFR已降至1.90%，短期內Fed將透過OMO保持流動性穩定;(2)9/19USTR公布關稅或免清單，9/20中國臨時取消美國農業參訪行程，而9/20川普表示只接受全面協議，不接受局部協議，且不需在2020年前達成中美貿易協議，消息面反覆導致市場情緒震盪，不確定性仍存，10月難達成協議。
- **策略面:**過去歷史10年的美高收債殖利率中位數為6.47%，利差中位數為464bp。目前美高收債殖利率位於過去歷史10年的第11個百分位，利差位於歷史10年的第14個百分位。
  - **區間預估:**預估美高收債短期殖利率區間5.45~5.75%，短期利差區間350~380bp。

美高收債利差(黑)與歷史10年中位數(藍)



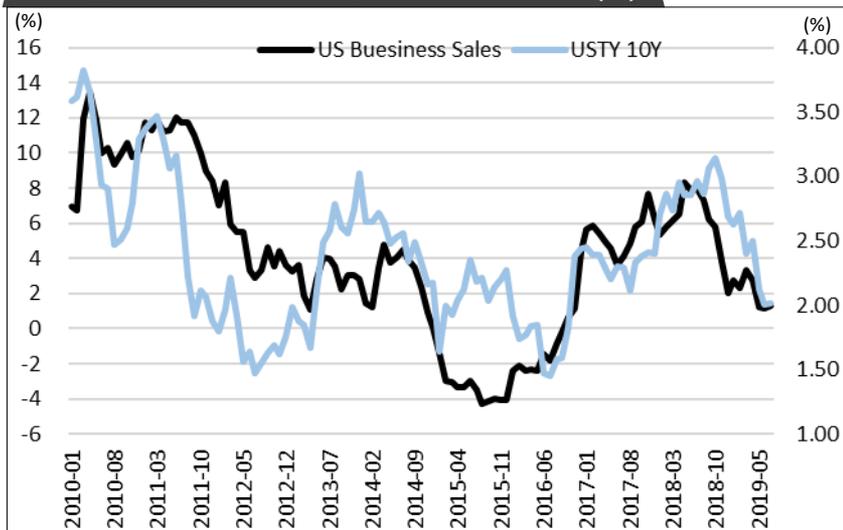
Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

美國期貨市場預測降息機率

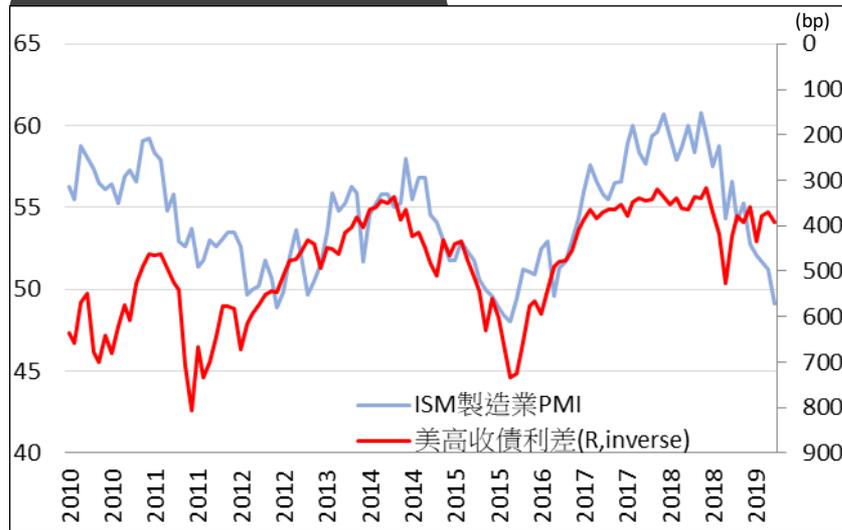
日期	會議	計息	已計算 09/23/2019					根據利率	1.75-2.00
	會議	升息機率	降息機率	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75	1.75-2	遠期利率
10/30/2019		0.0%	41.3%	0.0%	0.0%	0.0%	41.3%	58.7%	1.76
12/11/2019		0.0%	65.5%	0.0%	0.0%	17.0%	48.5%	34.5%	1.66
01/29/2020		0.0%	77.5%	0.0%	5.9%	28.0%	43.6%	22.5%	1.57
03/18/2020		0.0%	82.9%	1.4%	11.2%	31.7%	38.5%	17.1%	1.51
04/29/2020		0.0%	86.2%	3.3%	15.1%	33.0%	34.5%	13.8%	1.47
06/10/2020		0.0%	88.4%	5.2%	18.0%	33.2%	31.2%	11.6%	1.43
07/29/2020		0.0%	90.5%	7.5%	20.7%	32.9%	27.7%	9.5%	1.38
09/16/2020		0.0%	91.8%	9.4%	22.5%	32.1%	25.0%	8.2%	1.34
11/05/2020		0.0%	93.0%	11.3%	23.9%	31.1%	22.6%	7.0%	1.30

# 美高收債(3)

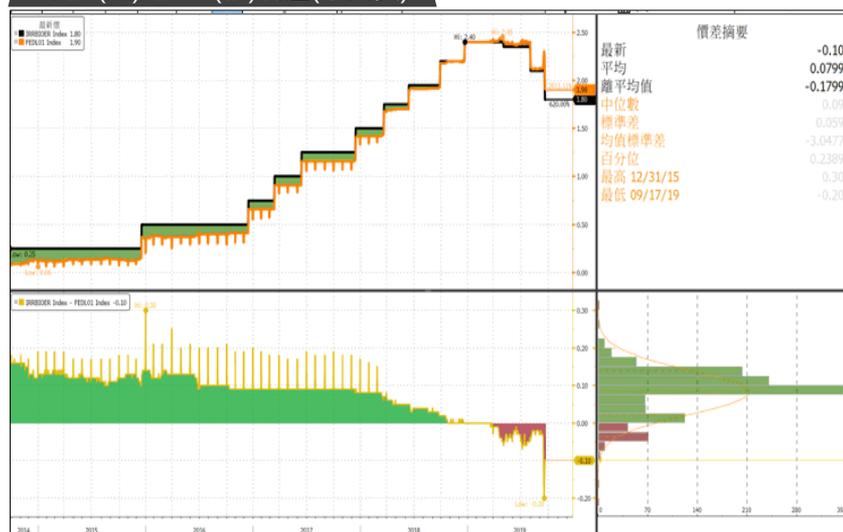
美國企業銷貨收入成長率與美國十年期國債利率(右)



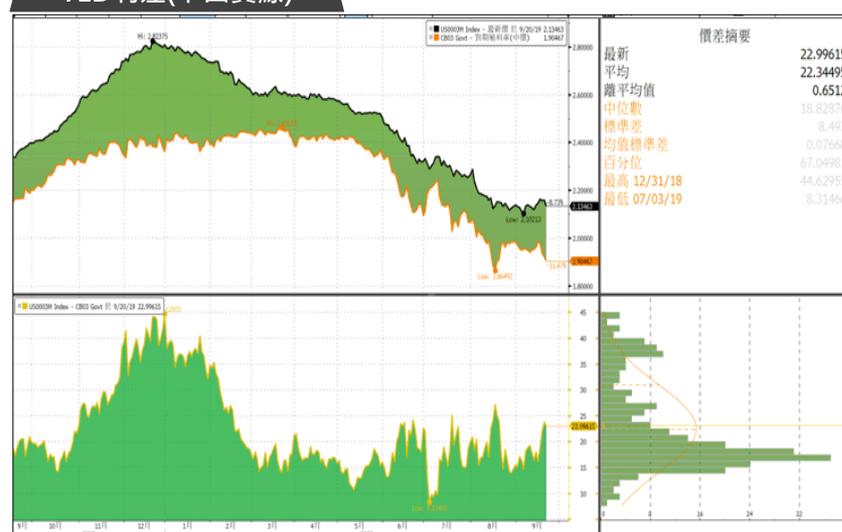
ISM製造業PMI與美高收債利差



IOER(黑)-EFFR(橘)利差(下圖黃)



TED利差(下圖黃線)



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 殖利率下行，利差擴大

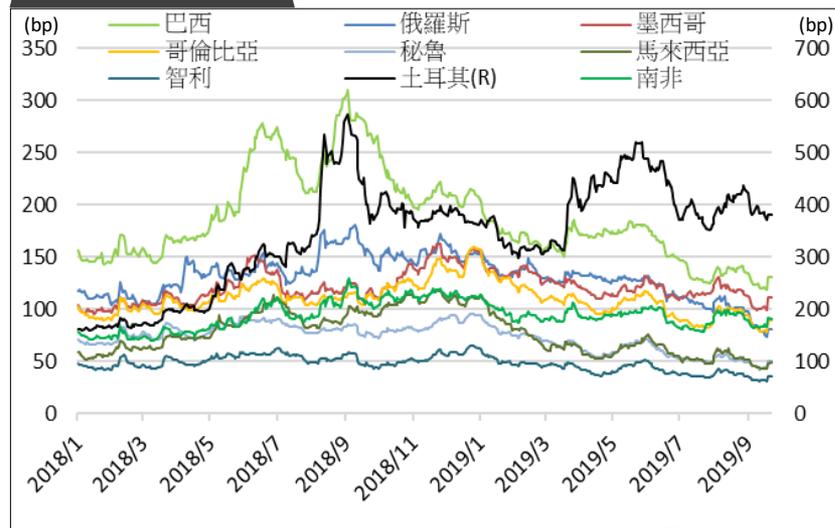
- 投資建議:**上週Bloomberg Barclay新興債指數殖利率下行7.3個基點至4.93%，利差擴大5個基點至314bp。整體來看，短期內新興市場風險情緒小幅改善，雖新興國家景氣仍可能下行，且點陣圖顯示FOMC傾向今年不再降息，但期貨市場預估今年再降1碼，新興國家貨幣政策空間仍具空間，無風險利率仍將下行，模型預估全球資金至明年底仍將淨流入新興國家債市，且利差走擴使新興債估值更具吸引力，因此給予新興債逢低買進評等。
- 分析:**(1)**風險面:**上週五前新興國家CDS持續下行，然週五受中美貿易負面消息影響整體上行，CDS前二高為的阿根廷:3752bp、土耳其380bp。(2)**總經與政策面:**新興國家景氣仍具下行風險，JPM新興國家經濟預期修正指數仍向下行，但9/12ECB降息且重啟QE、9/19BOJ維持寬鬆基調，HV預估Fed今年10月降息一碼，新興國家央行降息仍具空間，現在總體新興國家政策利率(以GDP權重計算)為4.82%，預估至年底降調降約30bp至4.51%，2020Q3至4.37%，無風險利率仍有下行空間。(3)**資金面:**EPFR顯示年初至今(9/19)資金淨流入新興債市550億美元，為2004年來第4高，風險情緒轉佳9月資金流入轉正(8月-36億、9月+29億)，我們的模型預估第三季資金流入小幅下降但Q4將回升，且未來因新興市場經濟成長率走暖加上美元走弱預期2020年持續淨流入新興市場;

新興債殖利率(紅)與OAS(藍)走勢



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

新興市場CDS



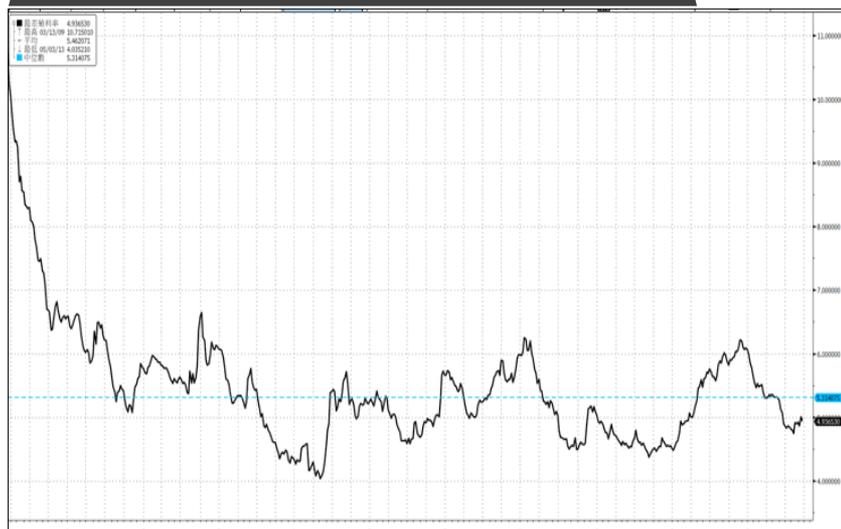
## 新興債(2)

已開發國家股市 > 新興國家股市 > 固定收益市場 > 商品市場 > 外匯市場

(4) **新興市場外匯**: 上週DXY指數小幅下行但仍在高位，近期新興貨幣小幅升值，但預估DXY至年底前仍可能上衝99，歐元區寬鬆加上人民幣貶值壓力仍大，JPM新興市場指數反彈後仍有下降壓力(JPM新興貨幣指數近一個月升值0.7%)，點陣圖的降息意向顯示FOMC傾向維持利率不變，加上外部仍具不確定性，且新興市場內部個別風險仍存，年底前新興市場貨幣短仍承壓。

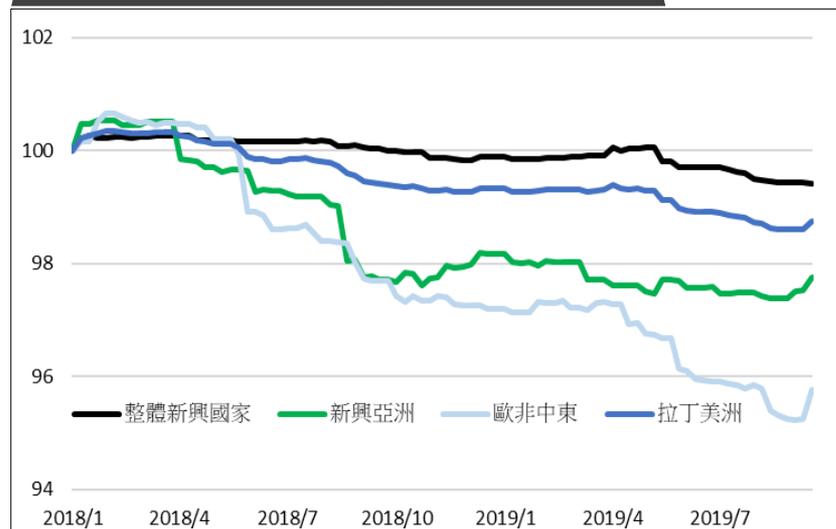
- **策略面**: 過去歷史10年的新興債殖利率中位數為5.29%，利差中位數為313bp。目前新興債殖利率位於過去歷史10年的第32個百分位，利差位於歷史10年的第50個百分位。
- **區間預估**: 預估新興債短期殖利率區間4.80~5.10%，短期利差區間300~330bp。

彭博巴克萊新興市場綜合指數殖利率歷史10年中位數



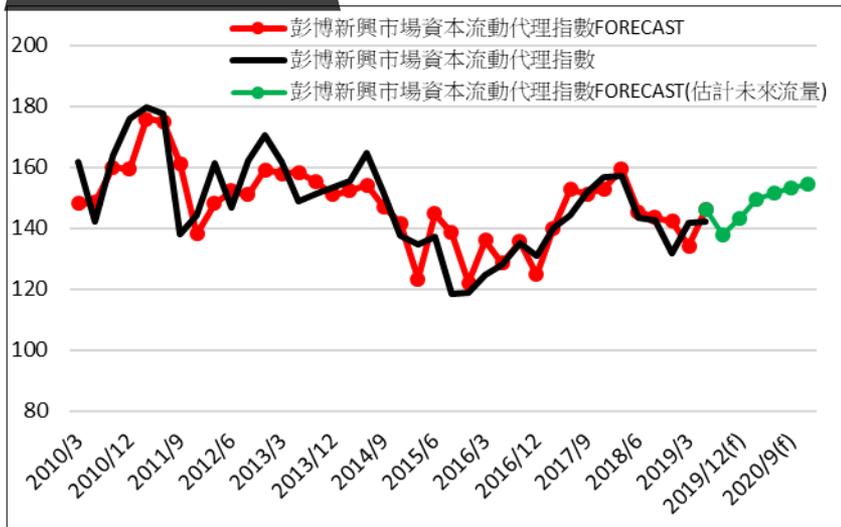
Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

JPM EM經濟預期修正指數(標準化, 2018=100)

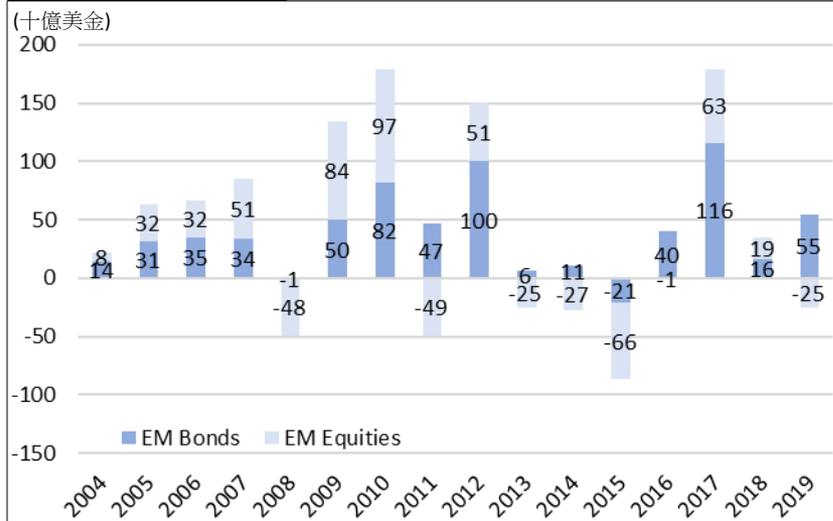


# 新興債(3)

## 新興市場資本流動預測



## 新興市場資金流向



## JP Morgan新興市場貨幣指數(藍)、30日MA(綠)與DXY指數(紅)



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 7月以來新興國家降息央行整理

日期	國家	降息幅度(bp)	降息後政策利率(%)
9/19	印尼	25	5.25
9/15	越南	25	6.00
9/12	土耳其	325	16.50
9/6	俄羅斯	25	7.00
9/3	智利	50	2.00
8/22	埃及	150	14.25
8/22	印尼	25	5.50
8/15	墨西哥	25	8.00
8/8	秘魯	25	2.50
8/8	菲律賓	25	4.25
8/7	印度	35	5.40
8/7	泰國	25	1.50
7/31	巴西	50	6.00
7/26	俄羅斯	25	7.25
7/25	土耳其	425	19.75
7/18	南非	25	6.50
7/18	印尼	25	5.75
7/18	南韓	25	1.50

- **墨西哥2019-2020財政年度預算:**9/8墨西哥財政部公布下一財政年度預算提案，(1)公部門借款(PSBR)需求由去年占GDP的2.7%→2.6%，負債佔GDP比率預估將小幅上升45.3%→45.6%，預估此後至2024年逐年下降。(2)預估明年稅收(3257→3499 MXN bill)和石油收入(913→987 MXN bill)入將會上升，而預算收入佔GDP比率為21%、總支出佔GDP為23.1%、融資成本佔GDP為2.8%，因此下一年度主要盈餘佔GDP將小幅下降1.0%→0.7%(此前政府預估為1.3%)。此預算案預計在11月於下議院被批准。
- **景氣面:**墨西哥7月工業生產-2.9%→-1.7% yoy、1.1% →-0.4% mom(S.A.)，其中製造業生產較為穩健(-0.8%→3.0% yoy、0.4% →-0.2% mom(S.A.))，主因為中美貿戰的轉單效應使墨國成為受益者，然營建生仍產大幅下降，主因為疲軟的政府支出、行政官僚和低迷的商業氣氛；8月CPI、核心CPI均下行3.78%→3.16% yoy、3.82%→3.78% yoy，非核心項目拖累CPI較多，預期至年底CPI將下降至3.2% yoy；墨西哥2QGDP。下半年墨國經濟增長將受於逐漸回升的消費支出以及穩健的外部需求拉動，但景氣仍具下行風險，投資是否回穩為未來關注重點。
- **貨幣政策面:**8/15Banxico調降政策利率25bp至8.0%，為2014年6月來首次降息，表示降息決定與通膨朝3.0%收斂目標一致，經濟活動仍遲滯，維持謹慎貨幣政策立場。市場預期於今年再降息3次各25bp，明年1H再降息2碼至6.75%。

墨西哥公共財政預測, 2019-2020

	MXN Billion		% of GDP	
	2019	2020	2019	2020
Budget Balance	-477	-547	-1.9	-2.1
Budget Revenue	5,324	5,512	21.4	21
Oil	913	987	3.7	3.8
Non-Oil	4,411	4,525	17.7	17.2
Total expenditure	5,801	6,059	23.3	23.1
Programmable payed	4176	4,358	16.8	16.6
Non-programmable	1,625	1,701	6.5	6.5
Public sector financial cost	717	733	2.9	2.8
Primary surplus	240	186	1	0.7

墨西哥財政部總經預測

	2019	2020
GDP		
Real, % change	0.6-1.2	1.5-2.5
Nominal, MXN billion	24,852	26,254
CPI (%Dec/Dec)	3.2	3
USD/MXN (average)	19.4	19.9
Oil production (mbpd, average)	1.73	1.95
Oil price (US\$ per barrel, average)	55	49
Interest rate (Cetes 28 days, %, eop)	7.8	7.1
Current Account (% of GDP)	-1.8	-1.8

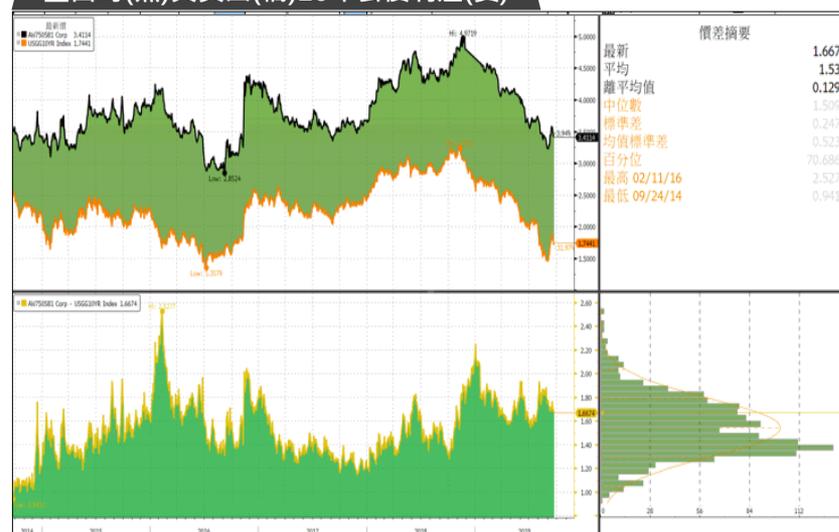
Source : Ministry of Finance. 2020 Fiscal budget proposal · 永豐投顧整理

- Pemex:**政府預算公布後，Pemex在9/12表示將接受墨國政府50億美元的資本投入，宣布將(1)利用墨國政府50億美元的資本投入進行債券收購要約(tender offer)，以償還2020-23到期的債務、(2)發行7、10、30年共50~60億美元債券用來償還短債、(3)並發起債券交換要約(exchange offer)，以支持短中長期的債務，平順到期時間進程。各到期日的新發債券比相應的現有債券殖利率低約40~90個百分點，此評等的債券來說估值面上具吸引力，但Pemex未來仍需要政府持續支助，且未來是否能達產量目標仍存疑，此計畫對Pemex為正向消息，但仍未大幅降低未來被降評的可能。
- 結論:(1)此財政預算並未改變墨國經濟展望:**墨國政府小幅縮減主要盈餘，且負債佔GDP比率將小幅上升，顯示政府在堅守財政紀律下意識到需要加大財政支出以支持經濟，然而所提出之項目支出並無亮眼之處，對經濟的刺激將非常小，投資支出佔GDP比率將下降3%→2.9%，其中固定資本投資也少於去年，投資將對經濟增長造成拖累。**(2)需注意的地方:**1)此預算提案假設石油生產為每日195萬桶，較目前的175萬桶大幅跳升13%，若未來石油產量低於預期將對政府收入造成衝擊，2)財政部對2020年GDP預期較為樂觀，比外部機構預期的高約0.5%。**(3)雖然美國國會尚未批准USMCA**，外部不確定性猶存，而預算案中提出對私部門投資低落的解決方案非常隱晦，預期不能大幅刺激投資，且下一會計年度石油產量目標存疑，且無風險利率(UST YD)仍有上行風險，然而在財政支出力道可能不足的狀況下，預期明年經濟仍將回升至1.5%以上，且預期Banxico繼續降息，另估值面偏多，我們對墨西哥持中性偏多看法。

## Pemex新發債券整理

New Issue Snapshot		
Ticker	PEMEX	
Issuer	Petroleos Mexicanos	
Rank	Senior Unsecured	
Ratings	Baa3	Negative
	BBB+	Negative
	BB+	Negative
Tenors	7Y	10Y 30Y
Marketed Size	\$5-6B	
Use of Proceeds	Revolver paydown/Refi	
SEC Registered?	No	
Last Issued	12/18/2018	
Pricing		
IPT	7Y	6.75%
	10Y	7.25%
	30Y	8.00%
Concession	7Y	+50 bp
	10Y	+75 bp
	30Y	+90 bp

## 墨西哥(黑)與美國(橘)10年公債利差(黃)

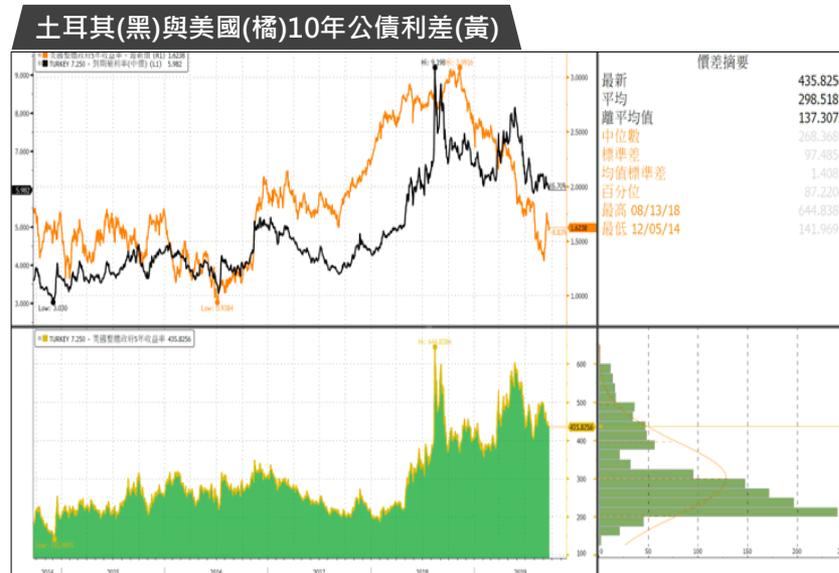


Source : Ministry of Finance. 2020 Fiscal budget proposal · 永豐投顧整理

- 景氣面:**土耳其9月PMI由46.7→48，雖仍在收縮區間，但為去年7月以來高;7月工業生產由-3.7%→-1.2%;8月CPI由16.65%→15.01% yoy，低於預期(15.5%)，為去年6月來最低、1.36%→0.86% mom，低於預期(+1.3%);PPI由21.66%→13.45% yoy，為去年2月來最低、-0.99%→-0.59% mom;核心通膨由16.2% to 13.6% yoy;第二季GDP成長率由-2.6%→-1.5% qoq，優於預期的-2.6%;7月經常帳順差轉正-5.48→11.58億美元。雖然土國經濟逐步回升，通膨受緊縮性貨幣政策壓抑而逐步走緩，然土國香菸稅上調於8月中生效，且8月底天然氣價格將調升15%，加上如果里拉於Q4走弱，反通膨進程仍可能會反轉，而調查顯示未來12個月與24個月的通膨預期仍在雙位數。
- 貨幣政策面:**9/12土耳其央行調降政策利率325bp至16.5%，幅度大於市場預期的250bp，主因為通膨前景持續進步，此為今年二度降息(7月曾降息425bp)，維持謹慎的貨幣政策立場，市場預期未來土國央行降持續降息，年底再調降利率125~150bp，因為來反通膨將減速，利率調降速度將減緩。央行表示通膨前景持續進步、里拉匯率穩定、國內需求適中都支持了土國的反通膨進程，且數據顯示土國經濟仍在經歷緩和復甦。
- 結論:**土國經常帳轉順差、反通膨進程持續、里拉較為穩定、國內資產美元化程度下降，經濟可能緩和復甦，且估值面偏多，但美國財長Mnuchin表示土國因採購俄羅斯S-400防空系通飛彈，考慮實施制裁，我們給予土耳其中性評等。

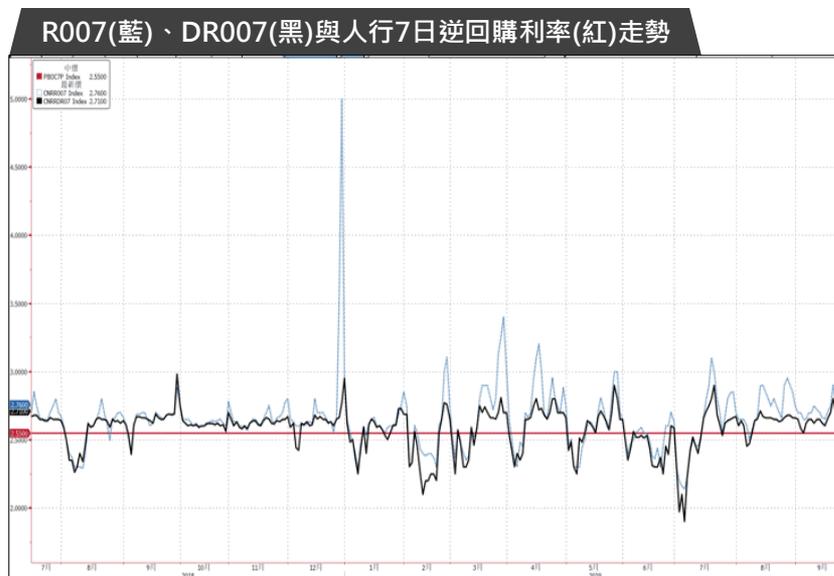
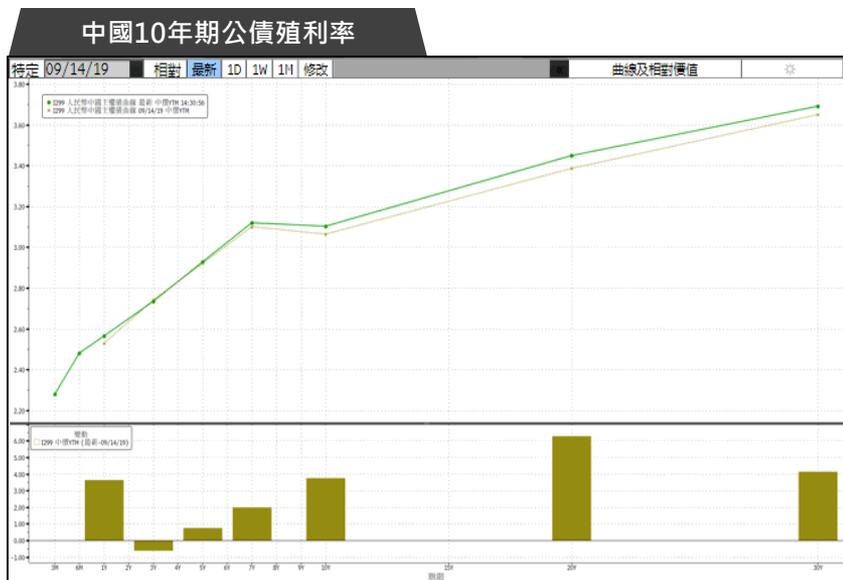
土耳其經濟數據數據預測										
土耳其										
實際 / 預測										
衰退機率 40.0%										
經濟指標	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
<b>經濟活動</b>										
實質GDP(年比%)	-2.8	-2.4	-1.5	-0.5	2.2	2.7	2.0	2.8	2.6	
- 民間消費(年比%)	-7.7	-4.8	-1.1	-2.0	3.0	0.0	1.5			
- 公共消費(年比%)	5.30	6.63	3.31							
- 固定投資毛額(年比%)	-11.6	-12.4	-22.8	-9.5	-4.8	-0.2	1.9			
- 出口(年比%)	10.74	9.17	8.07							
- 進口(年比%)	-24.33	-28.94	-16.89							
<b>物價指數</b>										
CPI(年比%)	22.4	19.9	18.0	11.3	14.0	14.7	13.8	12.1	11.7	
<b>勞動市場</b>										
失業率(%)	12.5	14.5	12.9	13.9	13.7	13.6	13.2	13.0	13.0	
<b>利率</b>										

Source : Ministry of Finance. 2020 Fiscal budget proposal · 永豐投顧整理



## 降息預期落空，公債殖利率上行

- 上週人行公開市場淨回籠150億元，10年期國債收益率小幅上行1個基點至3.10%，DR007與R007上行，銀行間流動性由緊趨緩。**(1)貨幣政策面**，中性:近期人行貨幣政策基調保持「穩健」，雖然降準落地釋放約8000億人民幣，但降息(OMO利率)預期落空，加上繳稅、公開市場回籠疊加跨季資金需求，資金面有所趨緊，且LPR利率1年期下調幅度如預期，利率債市信心走弱，然在中國經濟疲軟背景下，未來人行將加大對小微與民營企業支持，HV預測仍可能調降OMO利率使廣譜利率下行，10年期國債仍可能再次破3.0%。**(2)總經面**，中性偏多:預估製造業景氣疲軟情況可能延續至年底，PPI陷入通縮，數據顯示生產、需求端均疲弱，預測中國Q3、Q4實質GDP成長率將滑落至6.1%、6.0%，年底前觸底反彈概率低。**(3)消息面**，中性偏多:中國臨時取消美國農業參訪行程，且川普表示只接受全面協議，不接受局部協議，不需在2020年前達成中美貿易協議，消息面反覆導致市場情緒震盪，不確定性仍存。**(4)供給面**，中性:地方債發債高峰於將9月結束，且政府尚未宣布提前發行專項債時間，地方債發行空窗對利率債擠壓效果下降。
- 投資建議:**人行貨幣政策保持穩健，雖然上週降息預期落空，但景氣疲軟使人行仍可能調降OMO利率，且外部不確定性仍高，10年期國債仍可能破3.0%，維持利率債逢低買進評等，預估短期中國10年期公債殖利率區間2.80%~3.20%。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

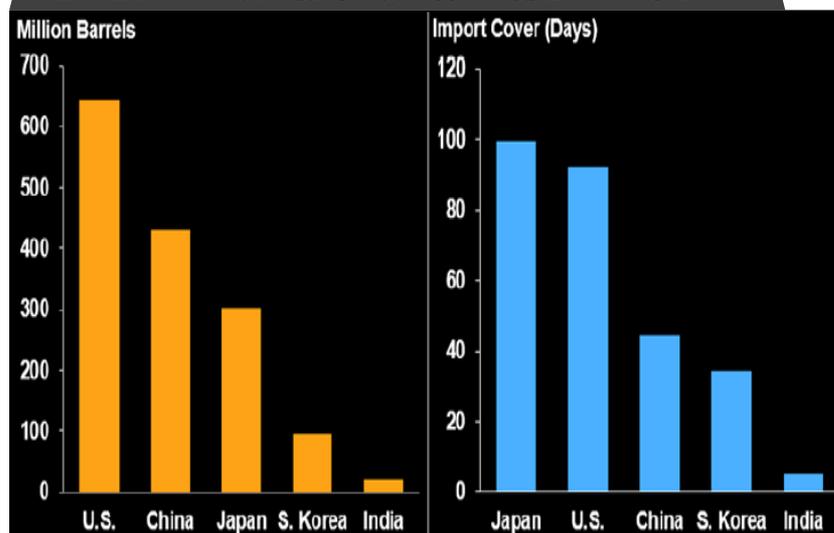
## 地緣風險溢價，維持逢低買進(4)評等

- **供需面錯綜**：1)EIA公布截至9/13止，美國商用原油庫存意外增加106萬桶至4.17億桶，高於預期及API預測值，五週來首度攀升，原油出口保持在300萬桶之上，煉油廠開工率驟降3.9pp，汽油及精煉油庫存微幅上揚，國內日產油量持平於1,240萬桶。2)美國七大主要頁岩油產區的日產油量將在10月增加7.4萬桶達到創新高的884.3萬桶，新鑽井的活動雖減緩，但自第二季起產油商已持續透過DUC的完井推動來釋出部分產能；上週美石油鑽井平台數銳減14座至719座。
- **籌碼面偏多**：CFTC截至9/17資料指出，WTI期權投機性淨多單增加6.1%，因多單增而空單減，多空比值自5.6升至6.3。
- **消息面中性偏多**：1)美中重啟貿談，儘管消息反覆，然近期雙方互釋友好舉措，10月談判或大概率朝對彼此有利的進展推進。2)沙特事件後，美國稱會避免與伊朗開戰，但對伊朗央行及主權財富基金祭出新制裁，並宣布增兵海灣地區。
- **結論**：隨著煉油廠逐漸進入歲修高峰，油價雖可能出現季節性走弱，然在沙特石油設施遇襲後，其復產進度大幅影響油價，並引領石油地緣政治風險溢價回歸，同時美國收緊對伊朗制裁且增兵波斯灣，加劇中東緊張局勢。當前油市受地緣風險及基本情勢多空拉鋸，美能源股估值仍具吸引力，預估WTI價格\$52~\$62，維持原油/能源股逢低買進(4)評等。

油價在沙特事件後之起伏跌宕已經轉趨平靜



全球主要能源消費國擁有的戰略石油儲備足以應對緊急需求



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## 高位震盪整理，維持中性(3)評等

- **總經面偏多**：1) Fed如預期地降息1碼至1.75%~2.00%，點陣圖則顯示委員對未來是否降息意見分歧；上修今年經濟成長預測(2.1%→2.2%)，Powell表示美國內需消費依舊穩健，衰退機率極低，重申本此減息為利率適度調整，市場解讀為鷹式降息。2) BOJ維持基準利率於-0.1%及購債目標規模不變，將重新評估通膨及經濟展望，市場偏鴿解讀政策前景。
- **籌碼面偏多**：1) 截至9/20止，全球黃金ETF部位為2,479.2噸，單週增持27噸或1.1%。2) 截至9/17止，黃金期權投機性淨多單增加5.7%，多單略增2.9%而空單回補26.6%，多空比值自11.6跳升至16.3。
- **結論**：基於1) 政策寬鬆預期：ECB及Fed接連降息釋放寬鬆信息，同時新興市場降息循環延續，統計至9/20彭博巴克萊全球負收益率債券規模高達14.3兆美元。2) 貿談前景審慎：儘管美中重啟貿談消息反覆，然近來彼此互釋友好舉措顯示磋商將大概率朝對雙方有利的方向推進，市場審慎觀望10月初美中談判。3) 英退僵局難解：英國向歐盟遞交北愛爾蘭邊界替代方案後，但最新的歐盟官員談話表明雙方在脫歐條款各執己見，英退仍缺乏實質進展。4) 資金流向回暖：黃金ETF倉位及期權投機淨多單水位揚升。金市依舊多空拉鋸，預估金價\$1400~\$1550，維持黃金/金礦股中性(3)評等。

金價與美國實質利率



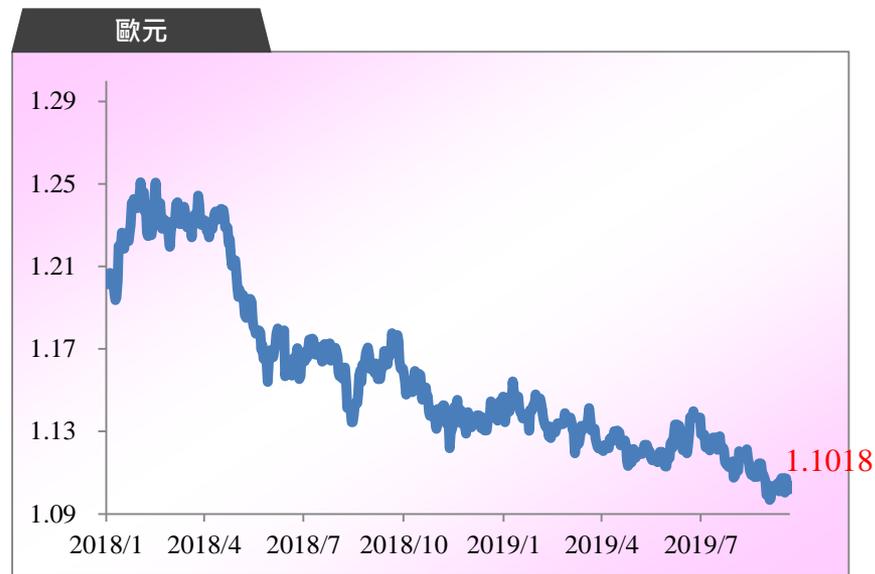
Source : Bloomberg · CME · 永豐投顧整理

利率期貨市場顯示Fed年內第三度降息預期減弱

MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30				0.0%	44.9%	55.1%
2019/12/11		0.0%	0.0%	14.6%	48.2%	37.2%
2020/1/29	0.0%	0.0%	4.0%	23.9%	45.2%	26.9%
2020/3/18	0.0%	0.8%	8.0%	28.1%	41.5%	21.5%
2020/4/29	0.1%	2.0%	11.4%	30.4%	38.1%	17.9%
TOTAL PROBABILITIES						
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE		
2019/10/30		37	44.90%	55.10%	0.00%	
2019/12/11		79	62.79%	37.21%	0.00%	
2020/1/29		128	73.09%	26.91%	0.00%	
2020/3/18		177	78.45%	21.55%	0.00%	
2020/4/29		219	82.15%	17.85%	0.00%	

## FOMC鷹式降息，美國工業、房地產數據佳，DXY續強(EW) 沙國油廠遇襲、美國關稅進逼，歐元區景氣蒙陰影，歐元走軟(EW)

- FOMC降息1碼、暗示擴表，然點陣圖顯示不再降息，並上修GDP預估，且美國工業生產(mom+0.6%)、房地產供需面數據(新屋開工、成屋銷售、NAHB房屋市場指數)表現遠優於市場預期，為延續景氣擴張的利多因素，加上中東地緣、美中貿易衝突升溫，美元需求仍強，終場DXY週線收升0.3%至98.51。展望本週，關注耐久財訂單、PCE數據公布，並觀望Fed多位官員發表談話，將對10月是否再降息帶來指引，維持美元EW評等。
- 沙特油廠遇襲，油價飆漲逾10%，美國將獲WTO准許對歐盟加徵關稅，歐元區景氣蒙陰影；歐元區8月CPI年增率僅0.9%，加上FOMC利率點陣圖預示不再降息、調升GDP展望，歐元對美元承壓，終場歐元週線收貶0.5%至1.1018。展望本週，關注9/23 ECB總裁Draghi將赴歐洲議會進行聽證，Fed亦有多位官員將發表公開談話，將對兩大央行貨幣政策展望帶來指引，此外，9/23歐元區9月PMI公布，製造業是否轉佳成焦點，維持歐元EW評等。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

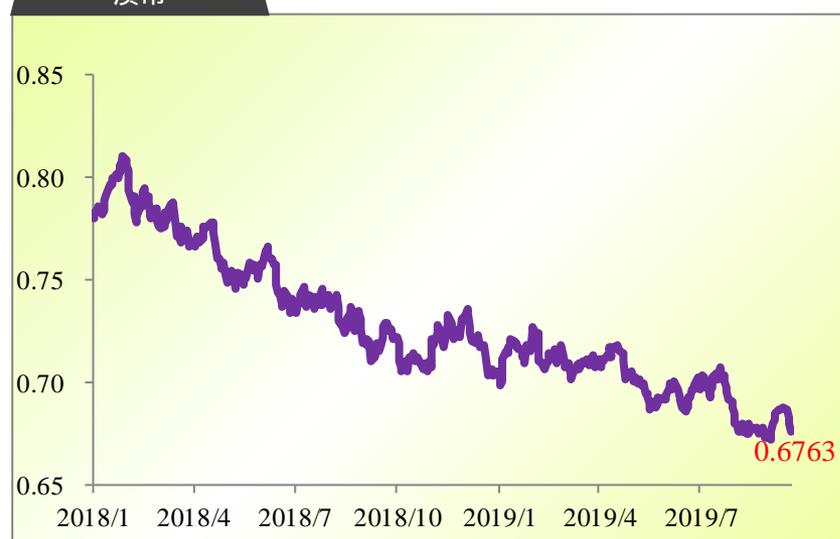
## 中國經濟下行壓力偏大，美中貿易談判消息反覆，人民幣走勢錯綜(UW) 澳洲就業市場元氣有待恢復，澳幣反彈倚賴市場風險情緒(UW)

- 外部來看，FOMC會議鷹鴿並存、美中貿易談判消息反覆，不利人民幣，中國8月重要經濟數據全線不如預期，中國10月連假出遊與進口商的剛性換匯需求偏強，CNY最終週線收貶0.18%至7.0915、CNH收貶0.75%至7.1221。展望未來，近期美中雙方在10月貿易談判前開始互釋誠意，說明促成貿易談判的可能性高，但美國總統對局部協議觀點反覆，不確定性猶存，8月經濟數據說明中國經濟下行壓力仍大，貶值風險仍圍繞人民幣，維持UW評等。
- 澳洲8月新增就業為高於市場預期的34.7萬人，然就業市場消化新增就業能力有限，導致失業率由5.2%→5.3%，加上美中貿易談判、中東地緣風險等影響市場風險情緒，澳幣出現大幅回貶，週線收貶1.53%至0.6763。展望未來，RBA關注的就業與房地產市場景氣尚未完全復甦，市場預期後續有降息空間，美中10月貿易談判前仍有不確定性，加上鐵礦石市場進入跌價的供需再平衡階段，澳幣階段性反彈若非建立於自身經濟改善，貶值風險偏高，維持澳幣UW評等。

人民幣



澳幣



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

## BOJ按兵不動，美中衝突升溫，日圓週線收升0.5%(EW) 中東地緣政治風險升溫打壓風險偏好，南非幣承壓(EW)

- 日本出口連9黑(yoy -8.2%)，然美日達成初步貿易協議，且沙國油廠逐漸恢復生產，日圓一度回貶至108.48；BOJ 9/19利率決策會議，維持政策、前瞻指引按兵不動，日圓聞訊由108.5回升至107.8，後因BOJ宣布將於10/30重新評估通膨展望而小幅回貶，然9/20中國取消拜訪美國農場，增添美中衝突疑慮，終場日圓週線收升0.5%至107.57。展望本週，關注Fed官員談話，以及中東地緣、美中貿易等風險事件發展，維持日圓EW。
- 阿拉伯石油公司遭受攻擊推升油價，市場擔憂推升通膨並衝擊南非消費支出，地緣政治風險升溫打壓風險偏好，南非央行9/19維持政策利率於6.5%不變，然分別將2020年及2021年經濟成長預估下調至1.5%和1.8%，南非幣週線下跌2.35%至14.9280。展望未來，南非景氣前景疲弱，SARB呼籲政府進行結構性改革以提高潛在成長率，外部則持續受到美中貿易不確定性以及地緣政治風險干擾，長線維持南非幣EW評等。



Source : Bloomberg · 永豐投顧整理

# 投資聲明

---

1. 本研究報告由永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司提供，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
  2. 投資均有風險，任何投資商品過去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損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
  3. 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，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。
-