

目錄

全球市場展望

5 月份匯利率觀點	5 月份資產配置觀點
5 月份股債市觀點	4 月份全球市場回顧
5 月份商品市場觀點	

觀察重點

■ 美國延長歐盟、加拿大與墨西哥鋼鋁製品關稅豁免至 6/1

繼南韓取得美國鋼鋁製品進口關稅永久豁免後，4/30 白宮新聞稿表示，已與澳洲、阿根廷和巴西達成鋼鋁關稅豁免原則性協議，細節將於後公布。至於歐盟、加拿大及墨西哥暫時豁免將延長至 6/1，待雙方繼續協商後再行決議。後續留意 NAFTA 談判進程與歐盟是否對美國採取貿易報復。

■ 中國加快落實金融業對外開放措施

4/27 中國銀保監宣布將加快開放措施落地，如：取消銀行與金融資產管理公司外資持股限制、取消外資銀行申請人民幣業務需滿足開業 1 年等待期要求，降低外國銀行在中國吸收人民幣定期存款由 100 萬元降至 50 萬元等。4/29 證監會正式發布「外商投資證券公司管理辦法」，內容包括：允許外資控股合資證券公司，即日起符合條件的境外投資者可提交變更公司實際控制人；逐步放寬合資券商業務範圍；統一外資持有上市與非上市兩類證券公司的股權比例等。

■ 美國第一季經濟成長率由 2.9 降至 2.3%

4/27 美國商務部公布第一季經濟成長率由 2.9% 降至 2.3%，增速放緩主因為個人消費支出相對疲弱，對經濟成長率貢獻度由 2.75% 降至 0.73%，企業設備支出與房屋建築投資增長亦有所放緩，但庫存增加與貿易逆差收窄優於上季表現。美國首季經濟成長常因季節性因素而放慢，但第二季經濟成長率可能回溫，因減稅效益將逐漸浮現、美國國會近期批准增加政府支出及首季家庭可支配收入增幅擴大等。

■ 英國第一季 GDP 季增率 0.1%

4/27 英國國家統計局 (ONS) 公佈英國第一季 GDP 季增率僅 0.1%、年增率 1.2%，創 2013 年以來最低紀錄，受 2~3 月份寒流影響，營建業產值較上季衰退 3.3% 為最大主因，此外，製造業放緩、消費者購買力下降亦為經濟增速不振原因。此前 BOE 總裁 M. Carney 已試圖沖淡 5/10 BOE 升息可能，近期升息迫切性也因經濟增速表現不佳，通膨自年初以來逐月下滑而有所減緩，根據 Bloomberg 截至 5/1 利率預測，BOE 於 5 月份升息機率已降至 16%。

觀察重點

■ 韓國第一季 GDP 季增率由-0.2%升至 1.1%

韓國第一季 GDP 季增率 1.1%，較前季明顯提升，主要因出口穩健成長，及設備投資、政府消費增加提振。其中以設備投資季增表現最為強勁，由-0.7%增至 5.2%；其次為出口季增率由-5.3%增至 4.4%，主要來自機械設備、半導體及石化製品的強勁需求。去年第四季由於長天期國定假期影響，經濟成長明顯放緩，在較佳基期因素下，出口及設備投資第一季皆大幅成長，惟需留意近來韓國汽車、手機及週邊零組對歐、美出口同步放緩，目前出口成長主要仰賴中國支撐。

■ 台灣第一季經濟成長率 3.04%

台灣第一季經濟成長率 3.04%，創近三年同季新高，並高於主計總處原先預期的 2.77%，主要來自民間消費及出口成長提振。由於就業市場持續增溫，股市交易熱絡，第一季民間消費年增率由 2.89%增至 3.02%，連續四季上揚；出口年增率由 6%續增至 6.03%，除了電子零組穩健成長，機械、塑橡膠等基本工業製品外銷皆呈兩位數增長。惟需留意由於半導體業者資本支出持續減緩，造成第一季資本形成較去年同期減少 1.7%，已連三季下滑。

■ 義大利五星運動黨黨魁欲尋求 6 月份重新大選

義大利政府組閣談判在五星運動黨與中右翼聯盟協商失敗、民主黨延後宣佈組閣意願後，至今未有結果，民主黨組閣協商意願將在 5/3 黨內會議後決定，然民主黨拒絕與五星運動黨合組聯合政府立場明確致使第二輪談判走向破局風險仍大。五星運動黨黨魁 L. Di Maio 已於 5/1 表示不排除尋求在 6 月份重新大選。市調機構 Demos & Pi 於 4 月底統計，若重新大選，五星運動黨將仍為得票率最高政黨、聯盟黨得票率有望提升至 22%，反觀民主黨支持率則可能由 18.7% 下滑至 17.8%。

■ Apple 財報公布結果喜憂參半

5/1 Apple 財報公布第二季營收、獲利均優於預期，主要受惠 Apple music、App store 等服務事業營收成長 31%，將為下季營收主要動能，緩解 iPhone 需求減緩對獲利影響疑慮。惟第二季 iPhone 銷量僅 5,220 萬隻，低於市場預期 5,230 萬隻，平均售價約 728 美元，亦低於市場預估 742 美元，加上帳列存貨大幅增長 164%，透露有大量 iPhone 產品尚待去化。而在 Apple 財報公布前，多家上游供應商包含 Samsung、AMS 及台積電等，都提出手機應用銷售持續面臨挑戰。



外匯市場

歐元

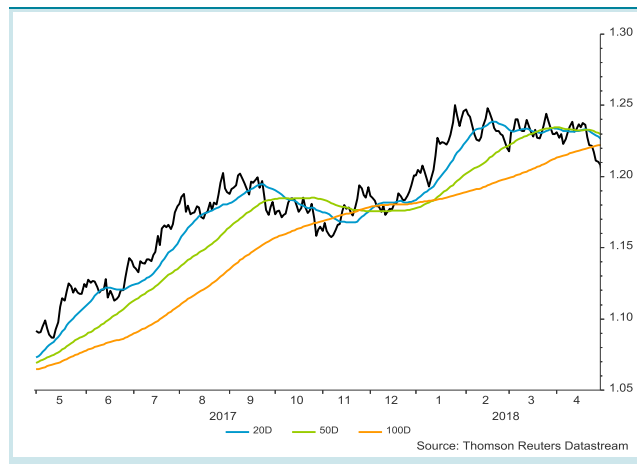
ECB在每年的3、6、9、12月的會議中同時發布季度經濟預測報告，而重大貨幣政策的變動亦習慣在上述月份作出，例如2014/06宣布負利率政策；2014/09將負利率降至-0.2%；2015/12再次擴大負利率至-0.3%並延長資產購買6個月至2017/03；2016/03擴大資產購買規模至每月800億歐元，存款利率從-0.3%降至-0.4%；2016/12宣布原定2017/3到期之每月800億歐元資產購買計劃延長至2017/12，且規模降至600億。然而，這當中亦有例外，像是量化寬鬆政策是在2015/1的會議上宣布；今年1月起購債計劃將降至每月300億歐元且至少購買到2018/09則是在2017/10的會議上宣布。有鑑於去年才有過於購債計劃預定日期前不足一季才公布最新政策，近期歐元經濟與通膨數據表現疲弱，ECB在最新會議上又表達出對於貿易衝突之擔憂，或許不會急於在今年6月份會議傳達今年9月到期之資產購買將何去何從，已有傳言指出ECB的決策者可能會等到7月再決定如何退出新增購債。

義大利重新大選的可能性正不斷提高。由於五星運動(M5S)黨魁L. Di Maio只願意和中右翼聯盟中的聯盟黨(League)合作而欲排除力量黨(Forza Italia)與其領導人S. Berlusconi，因此，兩大民粹政黨合組聯合政府的談判已經終止，總統S. Mattarella旋即要求五星運動與民主黨(PD)開啟談判，只不過上述兩黨在選前便已充滿敵意且在諸多議題上想法相左，前總理暨民主黨前黨魁M. Renzi甚在談判的同時公開批評Di Maio，民主黨黨魁M. Orfini亦稱民主黨沒有和五星運動達成協議的條件，5/3民主黨高層會議將定調合組政府可能性，如果失敗，總統Mattarella或會授權組成技術官僚內閣並擇期於明年春季重新大選，Di Maio則是呼籲在6月立即大選。就媒體預測，如果現在重新選舉，五星運動與聯盟黨兩大民粹政黨席次恐會進一步增加。

就期貨顯示歐元非商業性淨多頭部位雖然略有下滑，但至4/24為止仍有13.06萬口，距離不久前所創下之歷史新

高15.14萬口相距不遠，美元軋空題材仍會是未來1個月主導歐元走跌最重要因素。EUR/USD已跌破三角收斂之底部1.220關卡以及2017年以來上昇趨勢線，目前暫時停留200日線在1.201上方，預料修正格局的滿足點位會落在1.170~1.180，阻力則位在4月中的起跌價位1.240。

EUR/USD



資料來源：Datastream

日圓

觀察過去歷史數據，日本企業往往會在財年結束前，由其是3月中到4月初降低海外債券投資，而新的財年開始後兩週開始擴大海外債券投資，並通常會持續到5月中下旬之後。2017/2/25~4/25日本共計賣出折合5.18兆日圓之海外債券，2017/05則是大買3.70兆日圓；2016/4/2~4/9賣出2.73兆，2016/4/16起的6週內累積買入5.27兆；2015/04第一週賣出了3.07兆，之後至5/23為止共計投資2.90兆海外債券。今年亦不例外，3/31~4/7賣出1.37兆日圓，接下來的兩週則是買入1.75兆，隨著海外債券收益率的提高，預料這樣的情況應會持續到5月，並為USD/JPY提供買盤支撐。

在年初見高點後，近期日本通膨數據已經出現下滑跡象，3月份全國CPI年率從1.5%下滑至1.1%，核心CPI年率從1.0%降至0.9%，而4月份東京核心CPI年率進一步降至0.6%，較分析師預期之0.8%更為疲弱，東京CPI年率更只有0.5%。無獨有偶，BOJ在最近一次會議上調高



2018、2019財年GDP預測的同時下修了2017與2018財年的核心通膨預期，日本政府恐難以在今年宣布通縮結束。另一方面，日本首相安倍晉三支持度已來到2012年上任以來最低，約略在二至三成附近，安倍與北韓領袖金正恩會面如能解決日本人被北韓綁架問題，或有助於其支持度止跌回升，而安倍副手以及黨內盟友麻生太郎下台與否，將會是能否順度渡過此次危機的關鍵，BOJ寬鬆政策在政治發展明朗化前料將延續。

受美日公債利差擴大激勵，USD/JPY成功上破107.0與108.0兩道關卡，目前來到109.5，接下來的阻力約在110.2附近。後續美元指數或因軋空行情而持續上行，惟美國10年期公債走勢亦是關鍵，本月份若持續守在3%下方，不免會限制USD/JPY上行空間。因此，推估匯價高點在111.0附近，低檔支撐為一目均衡雲區上緣和月線107.5。

USD/JPY



資料來源：Datastream

人民幣

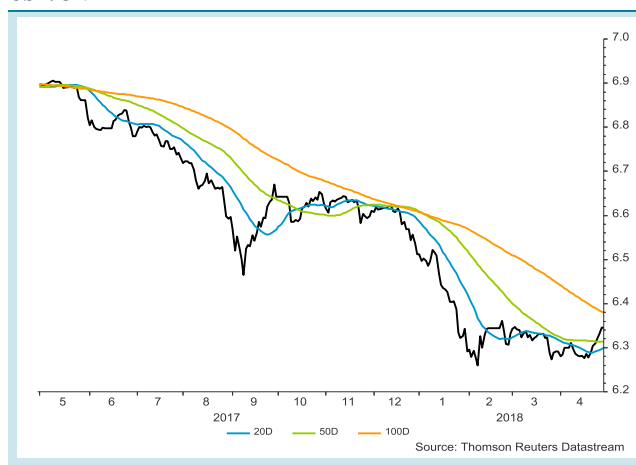
4月份受企業季度預繳所得稅影響，境內資金流動性情況吃緊，雖然PBOC實施定向降準1%並置換MLF措施約向市場投放4,000億人民幣，不過由於市場推估繳稅約會抽走近5,000億游資，加上降準和繳稅日期有一定的錯位，使得近期短期利率不跌反升，國債回購隔夜利率一度來到21%，銀行間7天質押利率在降準正式實施後維持在2.950~3.040%間震盪，如此一來限制了市場參與者對於作空人民幣意願，美元指數雖然突破了過

去數月的橫盤區間，然USD/CNY及USD/CNH仍保持在6.250~6.350低位波動。

然定向降準卻使得境內公債市場多頭趨勢更加確定，10年期國債從今年初逼近4.000%回到4月下旬的3.500%，4月底為止收在3.622%，10年期國開債年初一度上破5.000%關卡，4月初已回到4.600%，4月底收在4.417%。值得注意的是，3月份金融機構又開始出現加槓桿的情況，而「關於規範金融機構資產管理業務的指導意見」正式落地，資管新規對過渡期有所放鬆，較徵求意見稿延長一年半至2020年底，除了對債券市場有利，在監管下亦有望促使資金從低信用評級債往利率債移動。如此一來，中美利差問題恐又會再度浮出檯面，或為人民幣帶來短線壓力。

最後，3月份人行口徑外匯佔款雖然上升78.38億人民幣，為連續第3個月錄得順差，不過，銀行結售匯逆差579.59億人民幣，其中自身結售匯逆差414.51億，為已連續7個月逆差，代客結售匯逆差165.08億，為連續第2個月逆差，因此得知不論是企業或民間的結匯意願仍然不高，如果後續人民幣貶值預期再起，很可能會因此刺激購匯意願出籠。本月份USD/CNH區間估計會小幅上移至6.260~6.370。

USD/CNH



資料來源：Datastream

新台幣

觀察過去15年台美利差歷史，美國10年期公債減去台灣10年期公債殖利率最闊出現在2006/04約320bps，最窄



出現在2015/01的20bps。雖然USD/TWD短期走勢並不盡然與台美利差呈現高度相關，但大抵上就中長線而言仍可看出當利差擴大時新台幣有貶值壓力，反之在利差縮小時新台幣往往處在較強水平，例如2015年中過後台美利差拉大，至2016/01來到當時近2年高點126bps，USD/TWD亦一路從30.40升至33.40；2007起台美利差大幅收斂，至2008/03僅剩下85bps創當時6年以來最窄，而USD/TWD從33元上方跌至30元關卡，隨後利差反轉走揚，USD/TWD又大彈至2008年底的33.50。

2015年起台美利差趨勢轉為上行，但最近一次拉大出現在2017/09，當時約莫在110bps，現已走高至195bps，然這段期間USD/TWD卻從30.30走低至29.00元附近，兩者乖離程度明顯擴大。因此，配合近期外資擔憂中美貿易磨擦會對台灣經濟造成衝擊，以及台積電下修獲利目標等因素，順勢對台股進行獲利了結並擴大匯出。只不過，利差議題不單只出現在台灣，多數亞洲國家同樣面臨類似情況，亞幣的弱勢亦反應出資金確實因為美元荒而有撤離亞洲的現象。

須留意的是，全球美元荒最糟糕的時期似已過去，3個月Libor-OIS利差已從4月中的60bps下滑至現在約55bps，雖然仍處於較高水平但美元資金緊俏情況已出現改善。另一方面，VIX指數並未隨著美國10年期公債升破3%而跳升，近期已回到15上下，顯示全球風險偏好仍有利於資金停留在體質較佳之新興市場國家。29.800約為現今USD/TWD季線水平，同時也是今年初的起跌點、是2014年大波段的起漲點，30元則是重要心理關卡，短線新台幣走勢不免隨美國公債殖利率起舞，惟在接近上述價位時應會面臨阻力。本月份區間估計為29.300~30.000。

USD/TWD



資料來源：Datastream



公債市場

美國公債

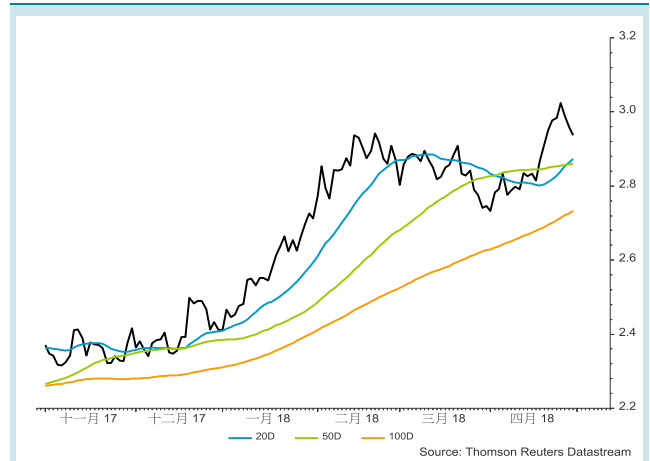
根據 CFTC 數據，10 年期公債期貨至 4/24 當週非商業性淨部位來到為-46.21 萬口，正式突破 2017/02 當時的歷史紀錄-40.97 萬口；此外，5 年公債期貨非商業性淨部位為-59.18 萬口繼續刷新歷史紀錄；2 年期公債期貨則是出現空頭回補跡象，非商業性淨部位從今年 1 月的-32.91 萬口已回升至-6.93 萬口，顯示市場作空 2 年期公債的興緻已大為下降。觀察 10 年期公債期貨商業性淨部位亦曾在 2017/01 來到 64.46 萬口，爾後不久便出現軋空行情來看，目前商業性淨多單又已創下歷史新高 66.62 萬口水平，美債似乎又再次具備軋空條件。值得注意的是，15~25 年期公債期貨之非商業性淨部位為正的 1.83 萬口，亦即市場似乎在操作殖利率曲線趨平交易，如果後續投機方退出放空 10 年與 5 年公債交易，較長天期公債亦可能會有許賣壓出現。

至於公債市場另須留意最新季度財政部發債計劃，近 2 個月 2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年公債每月發行量約為 280~320 億、260~300 億、350 億、290 億、210~240 億、130~160 億美元，今年初之前分別約為 260 億、240 億、340 億、280 億、200 億、120 億美元，增發部份主要集中在殖利率前端，如果接下來的一季中長天期公債增發額度不要太大，應該不致於再對公債市場構成嚴重利空。此外，如果就國庫券發行來看，上個月份 6 個月國庫券每次的發行量於已經從 3 月份的 450 億美元降至 420 億，3 個月國庫券每次發行量從 510 億美元降至 480 億美元，隨著美國財政部現金水位於 3 月底已回到 2,900 億美元，亦再次映證在今年 2 月解除舉債上限後所出現的發債高峰已經暫時過去。

惟本月份就業報告若表現良好，不免再次提高今年升息 4 次預期，財政赤字所帶來中長期供給面壓力亦限制公債殖利率大幅回調空間。短線 10 年期公債殖利率拉回修正滿跌點在季線、月線交匯處 2.860% 附近，能否再進一步下測 100 日線 2.720% 則視數據及油價表現而定；反之，若原油價格再創新高，3.040% 關卡一旦失守

將會觸發更大規模停損，殖利率將因此朝向 2011 年中高位的 3.220% 邁進。

美國 10 年期公債



資料來源：Datastream

台灣公債

雖然受到結構性因素影響，台灣公債殖利率亦跌難漲，與多數亞洲國家央行相比，包括韓國、新加坡、馬來西亞、印度、印尼、菲律賓等國已開始或正準備將過度寬鬆的政策轉為中性甚至緊縮，我國中央銀行似乎仍不為所動。不過，受到美國公債殖利率持續走揚，以及全球美元荒所造成的吸磁效應，多數亞洲國家公債市場早已轉為空頭格局。以韓國、新加坡、馬來西亞 10 年期公債為例，今年以來分別彈升了 25bps、60bps、23bps，4 月中以來則是分別上揚 13bps、26bps、20bps，台灣 10 年期公債自今年、以及 4 月中以來僅上升約 6bps、1bps。目前亞洲各國公債以美國公債馬首是瞻，倘若美國 10 年期殖利率在未來數月再度走高並上破 3.040% 重要關卡，在比價效應之下台債恐難長期置身事外。

央行 6 月份理監事會議按兵不動幾已是定局，然有趣的是，台灣公債殖利率曲線於 2015~2016 年降息循環中反而出現趨平現象，而在 2016 年最後一次降息過後，殖利率曲線反而趨陡，就 2017 年以來的走勢觀察，2 年與 5 年利差在 22bps、5 年與 10 年在 30bps 以下便很難再吸引多方進場追價，而目前上述兩者利差分別在 26bps、31bps。假定央行的下一步是升息非降息已為市場共



識，殖利率曲線再走平的空間將十分有限。

因此，即便美國10年期公債殖利率於稍後累計出現20bps以上跌幅，但台債在過去1個月並未隨著美債殖利率走升，修正行情能帶給台債的利多本就有限，即便本月份30年期公債標售結果獲得良好需求，考量10年券A07102又將面臨第二次再發行，終端買盤應不致急於追價。本月份A07102恐難跌破發行以來低點0.975%，惟高點亦不致於突破4月中高位1.040%。

台灣 10 年期公債



資料來源：Datastream

王威鈞

經濟研究處資深研究員

jenson.wang@fubon.com



美國信用債市

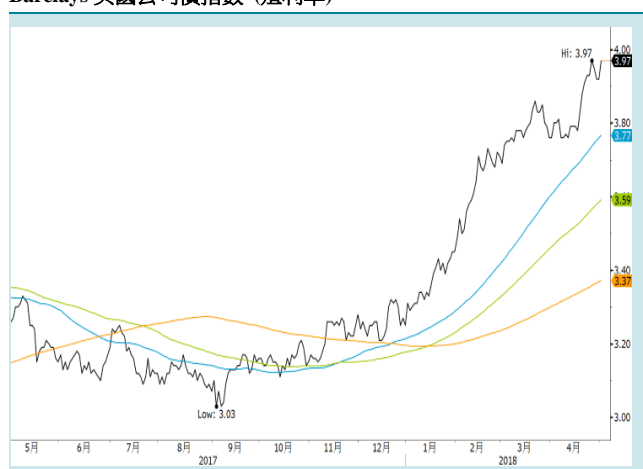
投資等級公司債

Barclays 美國公司債指數 4 月利差未有太大變化，然 10 年期公債殖利率一度攀升至 3% 之 4 年高點，衝擊該指數 4 月跌近 1%，惟銀行產業公司債受惠殖利率上揚及財報利多，債券價格相對抗跌。

今年來投資等級公司債表現疲弱原因包括 Libor 利率上揚及交叉匯率避險成本上升，降低美元信用債對國際投資人吸引力，在美國持續升息下，這種情況還可能再延續，更何況即使投資等級公司債利差今年以來擴大 15 bps，仍僅較公債高出 108 bps，投資價值尚不高。在利率相對平坦環境下，零售投資人持續縮短投資部位存續期間，長天期投資等級公司債基金及 ETF 今年來已淨流出 60 億美元，但短天期產品卻獲淨流入，所幸保險業者與退休基金等機構法人因限制較多而不會隨意調整部位，觀察 2004 年升息期間，這類型機構法人長天期公司債持有比重雖有下滑，但大致上維持平穩，更長天期公司債則有小幅增加現象，若今年情況類似於前次升息，20 年期以上公司債亦能獲資金流入。

美國薪資持續成長，輔以西德州原油接近 68 美元，投資人對通膨擔憂又起，5 月初 FOMC 會後聲明若再次提示通膨上升風險，美債殖利率就算回檔空間應相對有限，投資等級公司債表現也將受到壓抑。

Barclays 美國公司債指數 (殖利率)



資料來源：Bloomberg

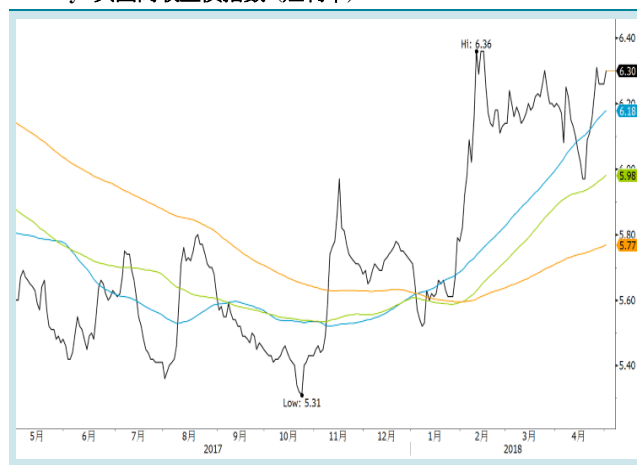
高收益公司債

Barclays 美國高收益債指數 4 月上漲 0.65%，利差收斂 21 bps 至 333 bps，除了能源債價格上漲外，T-Mobile 與 Sprint 達成 265 億美元合併案，有助於 5G 技術發展，通訊相關產業債券價格均上漲。

企業發行浮動利率債券多以 3 個月 Libor 為基準，這些企業債成本將因 Libor 利率來到 2009 年以來高點而墊高。雖然在 2 兆美元的美國公司債市場中，浮動利率債券規模並不算大，但地產、汽車製造及公用事業為規模占比較高的產業，且有 60% 以上屬於高收益債類別；尤其汽車製造商今年仍面臨汽車銷量下滑利空，若 Libor 利率居高不下，該產業所受影響可能較大。

4 月資金一度有回流高收益債趨勢，然在連續 2 週資金淨流入後，因美國雙率走升擔憂，衝擊資金再轉為淨流出。Barclays 高收益債指數利差今年在 310~370 bps 區間震盪，若美債殖利率自高檔下滑，高收益債市亦能同步受惠，惟利差要再大幅收斂可能性較低，且與投資等級公司債利差已來到 230 bps、接近歷史低點，若投資等級公司債殖利率持續上揚，高收益債投資吸引力也將下降，資金可能再轉向高評等公司債，兩者走勢便可能出現逆轉，為未來一段時間需留意之處。

Barclays 美國高收益債指數 (殖利率)



資料來源：Bloomberg



成熟股市

美股

美股先漲後跌，儘管 10 年債殖利率一度升至 3% 以上，然中美貿易戰擔憂放緩、美國企業財報亮眼、美國經濟數據喜多於憂，支持 S&P 500 指數 4 月小漲 0.25%，以內需為主之小型股上漲動能更佳。油價衝至 3 年多高點帶動能源類股漲逾 9% 最佳，鋁、鐵等大宗商品價格上漲亦挹注原物料產業漲勢，美國總統 D. Trump 對 Amazon 之抨擊於月初拖累科技股表現，所幸財報利多不斷，Nasdaq 指數才止跌回升。

美國第一季GDP季比年增率為2.3%，較去年第四季放緩，主因在於汽車銷售減少拖累民間消費僅成長1.6%。去年夏季颶風Harvey挹注第四季維修支出、汽車銷售及耐久財採購，並帶動經濟成長，卻使今年第一季成長力度受到波及，加上冬季氣候嚴寒影響消費，第一季成長下滑在預期之中。3月零售銷售已見回升，經濟開始出現起色，加上減稅利多，第二季民間消費可望獲得提振，企業投資及政府支出在政府財政擴張政策帶動下可望回升，第二季經濟成長應能明顯改善。不過，自ISM製造業分項指數來看，價格指數已來到2011/5以來高點，加上油價處於高檔不墜，可能要留意物價上揚將對企業獲利或民間消費產生壓力。

根據 Wall Street Journal 報導，5/3~4 美國財長 S. Mnuchin 將率領多名官員前往中國進行會談，旨在避免貿易戰，同行人員包括貿易代表 R. Lighthizer、首席經濟顧問 L. Kudlow、商務部長 W. Ross，以及白宮國家貿易委員會主席 P. Navarro。Trump 對此行表示樂觀，由於中國國家主席習近平已先釋出善意，包括增加進口、降低汽車關稅、開放金融部門，雖然不確定性仍在，但暫時能先以正面消息解讀，貿易談判若有所進展，將大大提振投資信心。

目前S&P 500大企業中已公布財報的250家來看，有79%以上獲利優於預期，為2008年第三季來最高水準，金融、耐久財、科技、民生消費及工業等8項類股獲利成

長動能均獲上修，營收成長也有近8%、為近8年高點，然這些利多未對美股帶來持續性提振效果，中美貿易糾紛、油價持續上漲帶來通膨隱憂、美債殖利率站上3%心理關卡均是讓投資人觀望之原因。

若以 AII 多空指數來看，年初投資人對美股過度樂觀自滿情緒已逐步修正至相對合理水準，S&P 500 指數本益比約 20.7 倍左右，為 Trump 當選總統以來低點。雖然大型股表現弱勢，但 Russell 2000 指數相對強勢，顯示投資人對美國經濟並不悲觀。S&P 500 指數需突破目前的三角收斂區間才能見到更為明確方向，所幸年線支撐力道強勁，若各項利空消息逐漸鈍化，美股可望再度反映財報利多。

S&P 500 指數



資料來源：Datastream

歐股

經濟數據普遍不如預期，但歐洲Stoxx 600指數4月仍上漲3.90%，ECB維持寬鬆貨幣政策不變支持投資信心，義大利儘管至今無法組閣，股市仍收高7%最為強勁。能源及原物料類股對Stoxx 600指數上漲貢獻最大，德10年債殖利率來到今年高點亦挹注金融類股漲幅。

雖然歐洲企業獲利持續成長，但根據Credit Suisse數據，經由分配股利或股票買回將獲利回饋予股東的獲利占比已來到歐元成立以來低點，歐洲企業多以償還債務及增加資本支出為優先考量，期望能為帶來更多收益，



雖然短期對投資人而言並非利多，然而若能因此提升獲利能力，並轉為實體經濟成長動能，長期而言，不論對經濟體或企業體均屬正向。

不過歐元區經濟仍在放緩，3月製造業PMI指數來到8個月新低，產出分項指數更為16個月低點，在全球貿易戰擴大擔憂下，德國Ifo商業信心指數已連5個月惡化，所幸營建資本支出依然穩健，並未因第一季歐元強勁升值而受損，成長力道仍維持在穩健水準。ECB總裁M. Draghi認為經濟放緩只是短暫現象，觸發因素包括氣候嚴寒及復活節等季節性因素，因此在4月利率會議上決策委員們暫持觀望態度，預期ECB各項主要利率將維持低利率更長時間，而且是在資產購買結束很久之後；ECB並再次提及9月購債計畫結束之後，如有必要將繼續購債，貨幣政策延續亦可望支持股市及經濟。

美國將歐盟鋼鋁製品關稅豁免期延長至6/1，即便法德領袖相繼訪美，但歐盟仍未取得永久豁免權。由於歐盟與美國於貿易面勢均力敵，歐盟前三大經濟體英、德、法同意若有必要，歐盟將做出反擊，不確定性猶存。PMI見頂顯示歐股已達到相對高點，加上全球經濟暫出現全面性放緩，也對歐股持續性上漲帶來壓力，歐洲Stoxx 600指數要突破390點可能需更多利多消息輔助。

道瓊歐洲 STOXX 600 指數



資料來源：Datastream

日股

USD/JPY 來到 109 以上之 2 個月高點，支撐 Nikkei 225 指數 4 月上漲 4.72%，原物料類股漲幅最大，美債殖利率上升有助於推升保險業者毛利，同步帶動保險股股價

強勁表現。

BOJ 如預期維持現行貨幣政策不變，但刪除 2% 通膨目標達成時間點，將使中長期目標物價更具彈性，加上九位委員中有八位認為通膨有向下風險，貨幣政策正常化時間可能再往後推遲。惟利率決策出爐後，USD/JPY 並未因此波動，反而維持在 109 附近，匯價已多提前反應，不過鴿派貨幣政策對股市仍為正面消息。

截至 4/26，外資已連 4 週買超日股，帶動日股出現較明顯的反彈，買盤若要延續須關注以下幾點：(1) 全球經濟成長動能：第一季全球經濟均出現放緩，由於日本為出口導向國家，日本自身經濟也有走弱，外資在第一季因此喪失信心而連續賣超，若全球經濟恢復成長動能，有助於資金回流；(2) 美國引發貿易衝突：美國鋼鋁關稅並未將日本列於豁免國家，日相安倍晉三在拜訪 Trump 時未有太大收穫，加上中美貿易摩擦也將對日本經濟帶來間接性影響，不確定因素可能降低投資意願；(3) 國內外政局不穩定：除了美國引發的地緣政治風險外，安倍晉三低迷的支持度也推升提前下台擔憂，若此，日圓可能因避險買盤而走升，日股也將隨之受到衝擊。雖然現階段對日股看法已不如先前悲觀，但在眾多不確定因素下，短線暫以跌深反彈視之。

日本 Nikkei 225 指數



資料來源：Datastream



新興市場

新興股市

美元指數 DXY 升至 91 以上，MSCI 新興市場指數小跌 0.55%，新興東歐股市跌勢較重，因美國對俄羅斯加重制裁拖累俄羅斯 RTS 指數跌至 7 個半月來低點，雖然後續傳出制裁可望放緩利多，然該指數 4 月仍跌近 7%。NAFTA 出現進展支撐墨西哥股市月線收高近 5%，大宗商品價格上漲亦支撐巴西股市收紅。MSCI 亞洲不含日本指數逆勢上漲，韓、印股市分別上漲 2.4% 及 6%，地緣政治風險淡化及經濟數據亮眼均為利多。

外資雖流出印度股市，不過國內資金持續流入，因相較於房地產、黃金及固定收益等替代性投資商品，股市投資價值相對來得高，且定期定額基金投資 (SIP) 資金持續流入股市，2018 財年共同基金帳戶平均每月增加 97 萬個，高於 2017 財年的 62.7 萬戶，這些資金有助於長期支持印度股市。不過油價上漲壓力不容輕視，印度有 80% 以上原油依賴進口，留意財政赤字及經常帳赤字惡化將降低外資信心。

科技股在 MSCI 新興市場指數占比已達 28%，高於美國科技股在 S&P 500 比重，這些科技股主要集中於中、韓、台之亞洲國家，且與美國科技股連動性高，過去一段時間受到中美貿易戰不確定性及美國科技股自高點下滑拖累，新興亞洲股市表現不如去年出色，主要券商對企業獲利動能之預估也因眾多不確定因素而下修，硬體設備更是較 3 個月前預估值低，信心面低落將壓抑亞洲股市表現，可能需等待中美貿易爭端出現轉機，東北亞股市才可能再現強勢表現。

IMF 4 月經濟展望報告維持 2018 年全球經濟成長預估值為 3.9% 不變，新興市場及開發中經濟體成長率為 4.9%，新興亞洲在中、印兩國支撐下仍有 6.5% 年增率、為成長動能較強之區域；IMF 更上修巴西 2018 年經濟成長預估值 0.4% 至 2.3%、為今年第 2 次上修，主要受惠於民間消費及投資增長，若中美貿易摩擦不再進一步惡化，全球經濟復甦態勢獲延續將為新興國家股市及經濟之一大利多。

根據 EPRR 統計至 4/25，4 月仍有逾百億美元資金淨流入新興市場股票型基金，速度雖較年初放緩，但流入態勢不變，即便全球股市震盪，但投資人抱持逢低布局心態進場，在資金面驅動下，對新興市場長期看法並不悲觀。拉美經濟較不受中美貿易關係緊張影響，NAFTA 可望於 7/1 前定案對墨西哥股市有利，雖然大宗商品價格 4 月大漲後可望出現修正，對拉美股市負面影響有限，在寬鬆貨幣政策支持下，拉美股市仍具備上漲動能。

MSCI 新興市場指數



資料來源：Datastream

新興債市

Barclays 新興國家美元債及原幣債指數 4 月分別下跌 1.02%、2.22%，跌勢主要集中於最後一週，美元反彈及美債利率走揚均為拖累新興債市表現原因。

除了美國雙率走升影響外，布蘭特油價來到近 75 美元也引起市場對新興國家、尤其亞洲通膨之擔憂。印度央行在利率會議記錄中提及「下一步動作將是升息而非降息」，市場擔憂 6 月 RBI 將採取緊縮政策。觀察 3 月印度 WPI (YOY) 持平於 2.47%、CPI (YOY) 放緩至 4.3%，雖然 WPI 中能源通膨有加速現象，但食物通膨卻還在放緩，若即將到來的雨季如氣象局預估有正常降雨量，印度 WPI 應能維持穩定。RBI 在最近一次利率會議中調降上半年通膨預估值至 4.7%~5.1%，以目前 Bloomberg 統計各家券商預估值來看，今年 RBI 應不會調整貨幣政策，不過不確定因素眾多恐影響資金進場意



願，印度殖利率下降空間有限。

若美債殖利率及美元持續走升，新興債市壓力短期難降低，新興債指數殖利率不排除來到 6.6% 之上，具高殖利率且仍處於寬鬆貨幣政策循環的拉美債市應可有相對突出表現。

美銀美林新興債指數 (殖利率)



資料來源：Datastream

中港股市

定向降準利多未能有效提振中國股市，美國接連對中興及華為出手引發貿易戰轉向科技產業之疑慮，上證綜合指數4月下跌2.73%，獲利前景較佳之大型股同遭賣壓；能源及金融股雖支撐恆生指數收高，但權值股騰訊亦逢獲利了結壓力，股價跌至今年低點。

美國商務部宣布禁止美企向中興通訊出售零組件、半導體、商品、軟體及技術共7年至2025/3/13，主因雖在於中興通訊違反美國向伊朗出售美國商品與技術之制裁規定，但由於時間點敏感，難免引發貿易戰戰場擴大之聯想。由於中興通訊為中國第二大通信設備製造商，業務範圍涵蓋無線網路、光纖傳輸、數據通信、手機及終端設備等，對國內5G通信產業影響重大，光纖通訊、射頻天線、OEM/ODM等供應鏈均將受到衝擊；而中興通訊電信設備及終端設備核心零組件均來自美國供應商，占中興通訊採購比例約2~4成，尤其高端晶片多仰賴美國進口，Intel、Qualcomm、Oracle將受到程度不一影響，根據Canalys估計，中興手機採用Qualcomm晶片比例高達65%。在全球分工化背景下，各國產業環環相扣，中美半導體依存度亦較以往高，在制裁中企的同

時，美國也將受到損害，目前暫可將中興通訊事件視作單一案例，美國已批准中興通訊提供更多訊息，期能減輕制裁限令，事件或有轉寰餘地。

中國第一季經濟成長率6.8%符合預期，消費支出對GDP的拉動力較去年第四季增加1.2%，成為支持經濟增長重要力道，此趨勢應可延續，尤其在進口較出口強勁環境下，加上美中貿易不確定性，淨出口對未來經濟成長貢獻將持續下降，民間消費也更為重要。就投資面而言，房地產投資雖有回升，但基建及製造業卻在放緩，今年經濟成長應不太可能出現如去年般之榮景，所幸放緩力道溫和，也不致於對金融市場造成太大影響。

4月中國股市雖疲弱不振，但資金卻不斷透過互聯互通機制進入A股，4月共有逾380億資金淨流入滬深股市。A股將於6/1納入MSCI是影響因素之一，外資也藉此機會抄底買進，食品飲料、服裝及耐久財、銀行保險、醫藥生技行業等白馬股更成為資金聚集之處。雖然中美貿易摩擦將不斷出現，但在預期不會釀成全面性戰爭的情境下，未來衝突可望逐漸緩和，亦有助於中國股市打底。4月上證綜合指數屢次測試3,050點不破，3,000~3,050點支撐力道強，且2015年以來上證指數跌破3,000點機率低，若因暫時性恐慌情緒上升造成股市下跌至此價位，或許是進場承接的時機點。

上證綜合指數



資料來源：Datastream



商品市場

原油

4月布蘭特油價上漲6.3%至74.67美元，起因為：(1) 美國雖處於煉油廠歲修時期，但原油庫存並未因此大幅增加，截至4月底仍低於4.3億桶、低於5年平均；(2) 美國飛彈攻擊敘利亞，地緣政治風險再起；(3) 消息傳出OPEC減產協議可望延長至2019年；(4) 沙烏地阿拉伯表示樂見油價升至80~100美元，以利沙烏地阿美IPO；(5) 美國可能退出伊朗核協議帶來不確定風險。

5/12是美國修改核子協議最後期限，也是市場聚焦之處。Trump揚言若沒有令人滿意的修改方案，美國將退出協議，法、德首相先後出訪美國就貿易及核協議與Trump進行討論。法國總統E. Macron雖曾表示將在未來幾週至幾個月內提出修改版本的協議，不過最終歐盟仍決定支持目前的核協議，俄羅斯亦反對修改，伊朗外交部長更警告若退出協議便沒有其他替代方案，雙方對峙情況嚴重，地緣政治風險高漲將使油價維持在高檔。

然Trump曾對外表示新協議要有堅定基礎，待5/12以後再視情況決定，若美國暫時以續簽原協議作為過度條件並等待新方案出爐，不確定因素或可暫時消除，惟事件影響時間也將拉長，油價雖可能自3年多高點下滑，但下檔空間有限，加上多單仍在歷史高點，投資人看多原油情緒高漲，布蘭特油價67~71美元應有良好支撐。

布蘭特原油期貨



資料來源：Datastream

黃金

雖然金融市場面臨多項風險，然而金價無法脫離盤整區間，4月黃金現貨最高來到1,365美元，隨著美債殖利率站上3%、美元指數DXY來到3個月高點，對無法產生收益的黃金產生不小壓力，金價由紅翻黑，4月全月金價小跌0.51%至1315美元。

金價波動雖大，卻不改投資人持有黃金意願，4月黃金ETF持倉部位較前月成長2.72%至7,528.3萬盎司、創下5年新高。在Trump鷹派外交政策主導下，地緣政治風險恐不時引發市場恐慌情緒，如核協議導致美伊情勢緊張、對俄羅斯是否還有另一波制裁行為、朝鮮半島議題能否如預期順利解決，種種不確定性將提振黃金避險需求。

金價1,370美元壓力自2012年金價重挫以來便難以有效突破，美債殖利率及美元若維持在相對高檔，亦可能壓抑金價表現，非商業黃金淨多頭部位4月持續下行，投機性看多黃金意願暫時下降，不過金價仍守穩在年線之上，預估金價仍難脫離1,300~1,360整理格局。

黃金現貨



資料來源：Datastream

謝曉薇

經濟研究處資深研究員
hsiaowei.hsieh@fubon.com



5 月份資產配置觀點

Asset Allocation View, May. 2018

資產分類	投資組合	偏空	中性	偏多	理由	
主要市場	股市		●		市場謹慎觀望中美貿易發展	
	債市	▼			油價上升引發通膨風險，限制債券殖利率下行空間	
	商品			▲	地緣政治風險支持油價維持在高檔	
資產類別	成熟股市	美國			▲	不確定因素眾多壓抑投資信心，惟年線應有撐
		歐洲		●		經濟有放緩現象，低位橫盤整理格局將延續
		日本		●		政治及全球貿易不確定將對日股產生壓力
	新興股市	新興亞洲		●		美元走強及中美貿易關係發展將對亞股帶來壓力
		拉丁美洲		●		可受惠於商品價格強勢；寬鬆貨幣政策利於巴西股市
		新興歐洲	▼			俄羅斯股市雖自低點反彈，但美國制裁動向將壓抑投資信心
	債市	美國公債		●		年內升息 4 次可能性尚須等到 6 月 FOMC 才會明朗
		歐元區核心國家公債		●		通膨低於預期，市場預期 ECB 升息時點延後
		歐元區邊陲國家公債	▼			義大利重新大選可能性上升，政府面臨停擺
		投資等級公司債	▼			投資等級債面臨較大利率上升風險
		高收益公司債		●		風險偏好心態降溫，投資人維持觀望，利差收斂空間小
		新興市場債		●		美國雙率走升對新興債市不利
	匯市	美元			▲	空頭回補與經濟表現支撐美元反彈
		歐元	▼			ECB 偏鴿，歐元存在修正壓力
		英鎊	▼			BOE 暗示 5 月可能不會升息，脫歐路線之爭不利於英鎊
		日圓	▼			美/日利差擴大與美元走強支撐 USD/JPY 表現
		澳幣	▼			美/澳利差擴大疊加全球貿易保護主義風險
		人民幣		●		國際美元偏強帶給人民幣震盪走貶壓力，觀望中美貿易談判發展
商品	原油			▲	地緣政治風險將支持油價處於高點	
	黃金		●		避險需求及美元強勢拉扯金價處於區間整理	

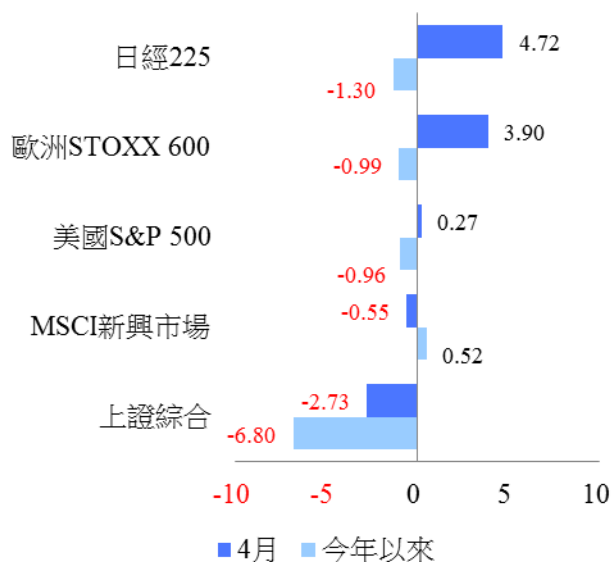
資料來源：富邦金控經濟研究處整理

▼為看空 ●中性 ▲為看多

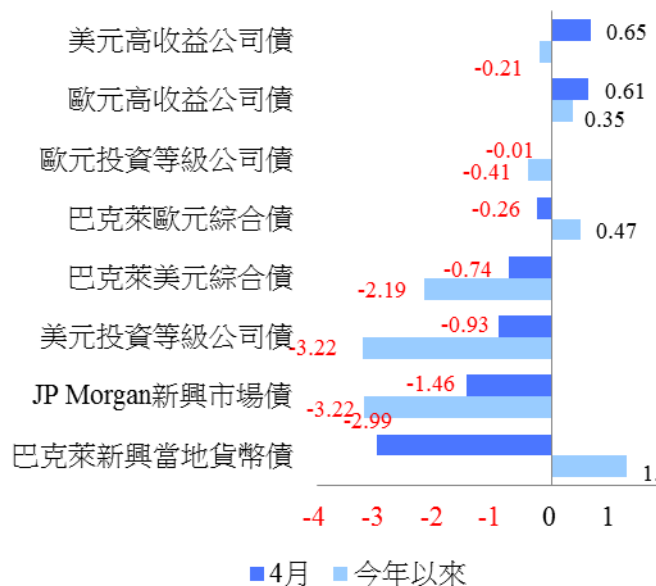


4 月份全球市場回顧

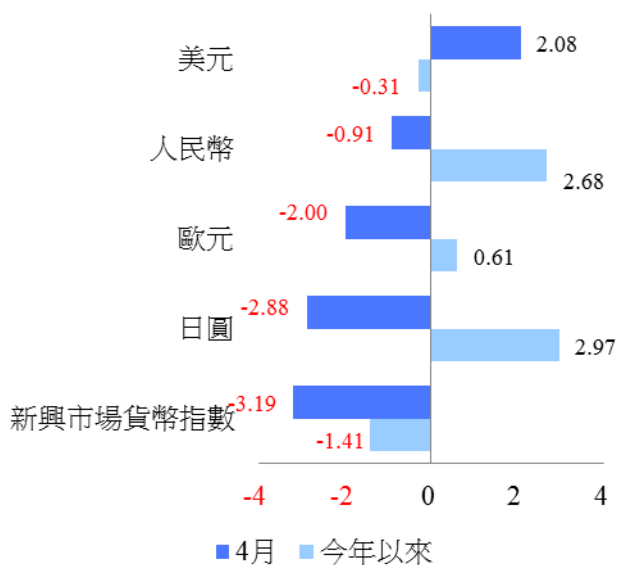
主要股市 (%)



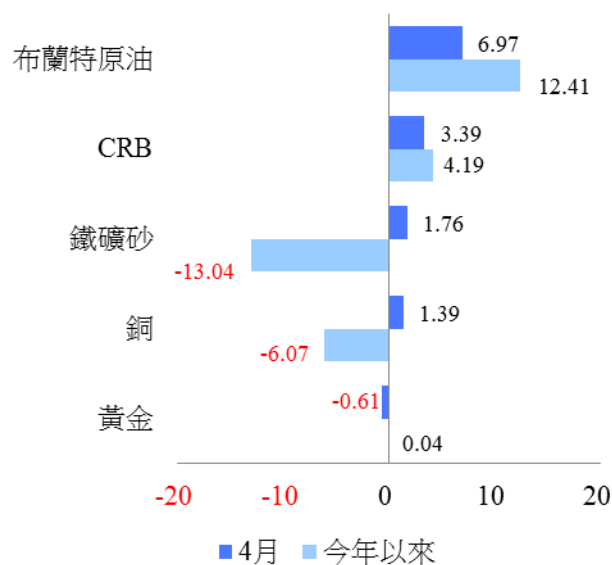
主要債市 (%)



主要匯市 (%)



主要商品 (%)



資料來源：Bloomberg，截至 2018/4/30，債券指數除新興市場債為摩根大通指數外，其餘均為 Barclays 指數；新興市場貨幣指數為摩根大通指數



上週公佈重要經濟數據 (2018/04/23~2018/04/29)

	日期	數據	實際值	前值
美國	04/23	成屋銷售 MOM (MAR)	1.1%	3%
	04/24	FHFA 房價指數 (FEB)	0.6%	0.9%
	04/24	新屋銷售 (MAR)	694k	667k
	04/26	耐久財訂單 (MAR) P	2.6%	3.5%
	04/26	躉售存貨 (MAR) P	0.5%	1%
	04/27	雇用成本指數 1Q	0.8%	0.6%
	04/27	國內生產毛額 (年化季比)1Q A	2.3%	2.9%
	04/27	密西根大學消費者信心調查 (APR) F	98.8	97.8
歐洲	04/23	歐元區-採購經理人指數-製造業 (APR) P	56	56.6
	04/23	歐元區-採購經理人指數-服務業 (APR) P	55	54.9
	04/23	德國-採購經理人指數-製造業 (APR) P	58.1	58.2
	04/24	德國-IFO-企業信心指數 (APR)	105.7	106.6
	04/26	德國-GfK 消費者信心調查 (MAY)	10.8	10.9
	04/27	歐元區-消費者信心指數 (APR) F	0.4	0.4
	04/27	英國-國內生產毛額 QOQ1Q A	0.1%	0.4%
	04/27	德國-進口物價指數 MOM (MAR)	0%	-0.6%
日本	04/24	景氣動向領先指標 (FEB) F	106	105.8
	04/27	求才求職比率 (MAR)	1.59	1.58
	04/27	失業率 (MAR)	2.5%	2.5%
	04/27	零售銷售 MOM (MAR) P	-0.7%	0.5%
	04/27	工業生產 YOY (MAR) P	2.2%	1.6%
台灣	04/23	工業生產 YOY (MAR)	3.09%	-2.22%
	04/23	失業率 經季調 (MAR)	3.67%	3.7%
	04/27	國內生產毛額 YOY 1Q P	3.04%	3.28%
	04/27	景氣對策信號 MOM (MAR)	23	24

資料來源：Bloomberg，富邦整理製表

免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。