

2019.03



## 群益投信 投資月報

群益證券投資信託股份有限公司

106台北市大安區敦化南路二段69號15樓 · T. 02 2706 7688 · F. 02 2706 5090

台中分公司 403台中市民權路239號4樓A1 · T. 04 2301 2345 · F. 04 2301 2626 / 高雄分公司 802高雄市苓雅區四維三路6號19樓之1 (A3) · T. 07 335 1678 · F. 07 335 0788



讓一群人受益  
群益投信

## ✓ 群益觀點：市況說明

### 市場回顧與展望－景氣訊號持續趨緩，然美中貿易談判樂觀及 FED 偏鴿立場利多激勵市場

- OECD 領先指標：12 月份再下滑至 99.2，已連續 6 個月低於分水嶺 100，全球景氣動能持續呈現放緩。成熟國家方面，美國、加拿大、歐元區及英國仍處於景氣放緩的態勢，僅日本反而相對穩定；而新興國家方面，俄羅斯仍存在轉緩疑慮，中國目前仍保持穩定，然而汽車製造活動下降為轉緩隱憂，印度保持穩定，巴西則受到服務業部門信心恢復而轉為穩定。
- JPM 全球製造業指數：2019 年 1 月 JPM 全球製造業採購經理人指數連續第九個月下滑來到 50.7，分項指數方面，產出活動大幅下降；訂單與存貨指標則持續轉弱，暗示產出活動可能進一步放緩。雇員指標止跌回升，但仍低於去年第四季均值；出貨價格指數亦放緩。企業信心調查指標的資本支出意圖偏疲軟，暗示未來設備投資增長也將放緩。
- 聯準會 FED 貨幣政策動向：1 月 FOMC 會議聲明超預期顯鴿派，加息預期進一步消退。縮表也可能提前完成。然而，上半年美歐貨幣政策邊際收緊，伴隨歐央行退出量化寬鬆，美聯儲縮表，全球流動性或仍將收緊。全球企業獲利預期仍將實現正增長，且就業市場保持穩定，薪資維持成長，但是通膨保持穩定，消費活動有望維持平穩。持續觀察景氣動能狀態，目前仍以利率為主要貨幣政策工具，但若未來降息仍不夠寬鬆時，將使用各種工具，包含調整聯準會資產負債表規模和組成內容。
- 市場預期 2019 年美聯準會 FED 升息步調趨緩，目前利率期貨預估今年甚至可能不會升息，投資人在高息收資產配置需求仍高，觀察目前成熟以及新興國家的實質殖利率，資金將持續移向息收較高的新興國家及高收益債券。
- 弱勢美元對新興市場影響：美元與新興市場資產之間具有高度的負相關性。美元走弱時，新興市場股票的表現通常優於已開發市場，且新興市場美元債務的利差轉為緊縮。投資機構預測美元指數 2019 年將貶值約 2%，2020 年則續貶 2%。
- 根據美銀美林 2 月份全球經理人調查報告顯示風險情緒未顯著改善，儘管 1 月份全球股市上漲 7%、商品價格上漲 5%，然而調查報告顯示經理人風險配置偏好仍再下降。流動性氣氛改善是這波風險性資產上漲的主要動力。看好流動性條件改善的比重單月回升 16 個百分點至 23%，為 2013 年 1 月以來最大單月升幅。
- 展望未來三個月，包括美國、歐元區的 GDP 預估值都維持原本預估甚至小幅調升，日本與新興亞洲持平，貿易爭端持續有和緩跡象、出口成長力道或有回升機會。利率政策方面，今年以來油價呈現反彈，預料對美歐整體通膨形成壓力，但仍在央行可容許上限之內，預計升息仍可保持耐心；新興市場在美 FED 利率態度轉鴿、食品價格回落但油價近期反彈下將觀察通膨壓力。

經濟增長放緩、中美貿易談判雖有樂觀進展但仍具不確定性，聯準會立場鴿派須留意意外升息，在多空訊息交雜下，市場料呈現震盪格局，故股票及債券皆維持中性看法。各市場看法分述如下：

- 調升中國、香港、印度及俄羅斯股市投資評級，中國因人行持續挹注市場流動性及刺激銀行貸放，降準與借貸條件鬆綁將有利資金流向實體經濟，再加上評價及 MSCI 調升權重，資金持續流入將有利股市表現；印度受惠降息、經濟動能仍可維持及外資開始回補將具補漲行情；俄羅

斯因油價今年觸底反彈，將有利油氣權值股未來表現，低本益比吸引外資開始回流，指數有望築底回升；下調美歐、南韓及印尼的投資評級，主要受制於經濟成長動能放緩及評價不低、外資逢高開始調節等負面影響。

- 各區域/國家投資評等方面，東協與新興市場維持看好，前者受惠於星國股市具高殖利率吸引力、印尼有望維持連續兩年企業獲利雙位數成長、泰國政治不確定性有望進一步改善；後者受惠美元強勢減緩、資金有望回流，美中貿易戰舒緩，市場風險偏好上升。
- 中國：持續看好，總經方面：201902 製造業 PMI 49.2 較上月降低 0.3，觀察 PMI 新訂單/新出口訂單，其 PMI 新訂單出現回溫；非製造業 PMI 雖然回落至 54.3 但仍處於擴張階段，服務業以及建築業比重各佔 75%/25%，建築業季節性回落，服務業處於高檔；2019/01 社會融資金額新增 4.5 萬億創下近年新增紀錄，因為人民幣貸款/企業債券發行增加，且表外融資不再減少導致，然而仍須觀察中小企業透過票據融資而非企業貸款解決資金問題，須持續觀察套利影響性，企業還本付息比重仍高，顯示企業貸款增加並未轉化為投資而是還本付息。觀察後續信託貸款到期金額，2019 年 1 月為最高金額，顯示表外融資對於社會融資負面影響降低。AA 級企業債利差持續降低，民營企業利差也呈現降低現象。北上資金受惠於降准/預期社會融資即將觸底/科創板等措施，買超創下近期新高，MSCI 納入因子調整，分 3 階段納入 A 股，預估納入因子達 20%，預期流入資金將達 3200 億人民幣，資金行情可望延續。
- 印度：持續看好，雖印度股市近期走弱的原因來自：總經預期走緩和財政赤字持續增加、國內資金流動性仍呈現緊縮狀態、5 月國會大選執政黨 BJP 勝率下滑、去年股指表現相較整體新興市場有撐評價不算便宜等利空拖累。然而看好原因為：1. 貨幣政策從 Calibrated Tightening 調整為 Neutral，並因預期通膨風險在上半年降溫，經濟發展為其現行考量，順勢將官方利率降息 1 碼至 6.25%。另外，調降 FY19 和 FY20 的 GDP 增長率各 0.2%至 7.2%和 7.4%；2. 稅收不如預期，因此調高 FY19/20 政府赤字佔 GDP 比重至 3.4%，並提高農村支出和中產階段減稅；3. 財報大致符合預期，企業整體營收增速成長兩成，但受利潤率減少影響，稅後淨利僅成長個位數。整體產業分化，企業金融、基建、醫藥、IT 較好，將為重點觀察類股；4. 印度指數過往評價面通常比其他國家高，反應其較高速的經濟成長，目前指數也回到長期平均位置。
- 台股：2 月份受惠美中貿易爭端持續和緩、FED 偏鴿及美重要總經數據及財報表現亮眼激勵，重返萬點收在 10,389 點，單月大漲 456 點，漲幅為 4.6%，指數最高反彈至 10,416 點，台股 2 月份指數收連兩月收紅 K 棒。籌碼面上，外資 1 月買超 369 億元，2 月買超放大至 647 億元，19 年頭兩月呈現連續買超。融資餘額仍維持在 1,212 億元的相對低檔水位，單月小幅增加 34 億元，籌碼相對穩定。展望 3 月份，在第一季屬於產業營收淡季及財報利空出盡等夾雜因素下，預估大盤指數將維持在箱型區間整理。產業面上，電子產業基本面有機會在第一季落底，將是 2019 年波段的佈局點，現階段盤面主流仍將是科技新題材的中小型股為主流，如 5G、射頻被動元件、Data Center、高速傳輸及車用電子及 OLED 新應用等。
- REITs：看法中性。2 月全球 REITs 續彈，但漲勢明顯收斂。去年底的震央區美國於 1 月反彈超過 10%最為顯著，帶動歐洲及亞洲區不動產市場齊漲，惟防禦性較高的日股漲幅相對落後。去年 12 月跌幅較重、與全球景氣連動較高的次產業(工業、購物中心、辦公室)反彈最為強勁。全球利率上升走勢放緩，利率風險不大，但在指數大幅反彈後，未來對各區 REITs 看法為：美國

中性，歐洲低配，超配基本面佳的亞太地區。

- 生技：持續看好。FED 暫停升息後，「企業獲利成長」成為美股持續上漲與否的關鍵。根據歷史經驗，企業獲利成長強勁，將伴隨評價上漲，推升股市持續創新高。類股角度來看，醫療保健產業表現最佳，勝率最高，因不受景氣循環影響。唯選舉考量，藥價議題重返選期討論議題，須留意國會藥價相關議案的動態。3 月份國際間將舉行四場大型醫藥年會，新研究與療程的發表將提供新題材與對類股的激勵。
- 原油：原油價格延續反彈態勢，後續走勢端看減產執行效果與全球需求變化：OPEC+於去年 12 月決議進行減產 120 萬桶/日，截至 1 月底減產達成率已達 86%，供給減少提供油價反彈基礎；然而美頁岩油產量續創新高，加上美國原油出口解禁將擾亂供給市場，目前市場傳出 OPEC 為了平衡供給不惜持續減產行動，在市場預估 19 年需求恐呈現疲弱，後續須持續留意減產執行及美頁岩油產量對供給面的影響。
- 高收益債：FED 於今年 1 月首次利率決策會議對未來利率立場持續保持鴿派，利率上行風險續緩，目前利差雖有所收斂但仍具備息收優勢，惟仍須留意風險資產大漲後獲利了結賣壓帶來的連帶影響。
- 投資等級債：雖利率上行風險降低，但因利差較低，抗波動能力不如公債而影響配置意願。
- 新興市場債：經歷去年大幅修正後，FED 立場轉趨鴿派、美元強勢不再及利差優勢吸引資金回流，惟仍須留意風險資產大漲後獲利了結賣壓帶來的連帶影響。

#### 資金流向—成熟市場資金流出幅度較大，中國維持資金淨流入

- 根據 EPFR 統計，以市場來觀察，最近 1 周美國、新興市場有較大流入，分別達 90.98 及 17.55 億美元；已開發歐洲及國際股市則是有較大流出，分別達 41 及 35.56 億美元。最近 3 個月則是新興市場及亞洲(不含日本)有較大流入，分別達 191.23 及 24.34 億美元；美國、已開發歐洲及國際股市則有較大流出，分別達 787.49、360.39 及 332.31 億美元。以國家別來觀察，最近 1 周新興國家中的印度、臺灣及南韓有較大流入，分別達 20.85、8.56 及 1.68 億美元；南非、日本及馬來西亞則有較大流出，分別達 4.28、1.37 及 1.22 億美元。最近 3 個月則是南韓、印度及臺灣有較大流入，分別達 49.64、28.16 及 23.07 億美元；日本及南非持續維持較大流出，分別達 191.10 及 26.88 億美元。而中國在近一月及近 3 個月北上資金持續推進下流入分別達 38.44 及 88.51 億美元
- 從 ETF 類別來看，2 月份在美掛牌 ETF 轉為流入達 228.47 億美元，從上個月的淨流出 41.37 億美元轉為淨流入，流入類別主要為美國市場股票 ETF，金額達 136.99 億美元；次多類別主要為美國及國際市場債券 ETF，金額分別達 42.84 及 47.43 億美元。整體看來，資金逐步回補股票型 ETF 態勢明顯，唯商品 ETF 轉為淨流出達 15.16 億美元。
- 產業類別來看，2 月份資金轉為淨流入，總金額達 33.54 億美元，較上個月大量淨流出首度轉為淨流入，除了金融、能源及原物料類 ETF 持續淨流出分別達 16、4.23 及 2.14 億美元之外，其餘如不動產、醫療保健、科技等產業型 ETF 皆轉為淨流入，分別達 28.79、9.04 及 7.03 億美元，顯示投資人在 1 月大幅調節後逐步回補部分。
- 債券 ETF 2 月份整體較 1 月仍維持淨流入態勢，流入金額則達 90.26 億美元，與今年 1 月略微下降。而除了公債型及抗通膨型為反向流出分別達 1.07 及 1.01 億美元之外，其餘債券如國際債市、美國債市及企業債等皆為淨流入，顯示市場利率風險下降及對景氣放緩避險的需求仍存在。

- 商品 ETF 在 2 月份資金整體轉為淨流出，金額達 15.16 億美元，相較今年 1 月的淨流入已轉為獲利了結。細看各類商品資金流向，除了工業金屬類呈現淨流入 0.15 億美元，其餘皆呈現淨流出，如貴金屬、基本金屬及能源類，淨流出金額分別達 10.27、3.79 及 1.21 億美元，顯示市場在 2 月份美元指數反彈帶動下投資人選擇調節與獲利了結。
- 總結 2 月份的資金流向：股市方面整體資金由流出轉為流入，不同於 1 月股市大漲，資金大幅趁勢調節股票型 ETF，2 月美股續彈，資金開始重新回補，其中主要流入美國市場指數 S&P500 及新興市場，新興中東非洲則為小幅流出；產業方面，流入房地產、醫療保健及科技產業，景氣循環高相關產業(能源、金融、原物料)則持續流出。債券方面在 FED 暫停升息預期升高之下，整體資金持續維持流入，資金大幅流入公司債、新興市場債及美國長期公債，持續流出短/中期公債，反應 FED 鴿派的態度及對於景氣放緩的擔憂。商品方面則在黃金反彈至 2014 年高點後，投資人選擇獲利了結而轉為流出。

## ✓ 群益觀點：配置建議

資產	區域	國家	方向	理由
股票	成熟股市	美國	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 美國經濟及企業盈餘增長仍佳</li> <li>● 就業佳、薪資揚、支撐美國內需消費動能</li> <li>● 貿易戰議題可望有解，股市將逐步回歸基本面</li> <li>● 房市狀況轉好有利經濟成長延續</li> </ul>
		歐洲	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 英國脫歐時程接近，經濟動能放緩</li> <li>● 歐洲央行寬鬆空間大，估值為近年新低</li> </ul>
		日本	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業獲利衰退，多數公司持續下修財測</li> <li>● 消費者信心仍低迷</li> <li>● 景氣循環產業可能到達底部但好轉時間未明</li> </ul>
	新興股市	中國	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府支持中小企業融資需求，央行擴大貨幣寬鬆</li> <li>● 社融數據回升，企業資金改善</li> <li>● 估值位在歷史底部區間，修正空間有限</li> </ul>
		香港	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府支持中小企業融資需求，央行擴大貨幣寬鬆</li> <li>● 社融數據回升，企業資金改善</li> <li>● 估值位在歷史底部區間，修正空間有限</li> </ul>
		印度	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市場聚焦莫迪 3 月競選活動，執政黨支持度提升有助選情</li> <li>● 企業獲利與評價回到歷史均值附近，估值有助資金回流</li> </ul>
		東協	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 新加坡具高股利率優勢，可望吸引長期資金</li> <li>● 印尼 19 年企業獲利成長有望連兩年雙位數增長</li> <li>● 泰國政治不確定性進一步減緩，股匯有機會雙升</li> </ul>
		台灣	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 預期 3 月大盤指數將維持箱型區間整理</li> <li>● 盤面主流仍是具科技新題材的中小型股</li> </ul>
		拉丁美洲	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政治風險消退，股市將反映持續上修的企業獲利</li> <li>● 唯指數與原物料已累積相當漲幅，獲利了結壓抑表現</li> </ul>

	產業型	生技	偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 醫療保健較不受中美貿易戰影響</li> <li>● 新藥審核雖因政府部門關門而暫停，然鼓勵新藥上市政策不變</li> <li>● 雖藥價議題因選舉再起，如能適度調整美國境內藥價，將使境內藥品來源需求增加，料屬短空長多</li> </ul>
		REITs	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公債殖利率因 FED 偏鴿而回落，但各國房市數據表現不佳</li> <li>● 短期股價累計較大漲幅，動能有所減弱</li> </ul>
債券	新興市場債		中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 聯準會升息預期趨緩，美元趨弱</li> <li>● 經濟表現相對成熟國家穩定，且具息收優勢</li> <li>● 今年累積一定漲幅後短期可能震盪</li> </ul>
	高收益債		偏多	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 聯準會升息預期趨緩</li> <li>● 違約率維持低位，具備息收優勢</li> <li>● 唯近期風險資產可能震盪留意獲利了結風險</li> </ul>
	投資等級債		偏空	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 利差偏低且近期抗波動能力不如公債</li> </ul>

本報告所提供之資料僅供參考。本報告所提供之資訊乃基於或來自於相信為可靠之消息來源。本公司並不保證其完整性。該等資訊將根據市場情況而隨時更改。本公司並不對任何人因使用任何本簡報提供之資訊所引起之損失而負責。本基金經金管會核准或同意生效，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，不負責本基金之盈虧，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或簡式公開說明書，有關基金應負擔之費用已揭露於基金公開說明書或簡式公開說明書中，投資人可向本公司及基金銷售機構索取，或至公開資訊觀測站(newmops.tse.com.tw)及本公司網站(www.capitalfund.com.tw)中查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。若基金有配息，基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。若有投資大陸地區證券市場；但法令有修正者，依修正後之法令規定。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治經濟情勢穩定度可能使資產價值受不同程度之影響，此外匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產價值變動。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。相關資產配置比重，係依目前市況而定，本基金之實際配置，經理公司將依實際市場狀況進行調整。