



一週市場展望

美QE無上限：聯準會最大規模貨幣寬鬆政策，緩解信貸市場資金偏緊壓力，加上2兆美元財政刺激方案，有助股市短期反彈。

經濟衝擊：疫情對經濟影響逐漸浮現，美國首次申請失業救濟人數暴增，PMI數據驟降，景氣惡化狀況將持續對股市造成壓力。

債市分歧：聯準會對信用市場注資，投資等級債利差迅速收斂，高收益債利差仍處高位。企業財務惡化壓力，以高評等投資級債控管違約及價格波動風險。

股市

聯準會QE規模無上限，美國國會通過財政刺激方案，激勵全球股市反彈。歐美疫情持續惡化，經濟處於急凍狀態。政策刺激有助股市短期反彈，**積極操作者，搶短後宜逢高減持；不耐久震者，可調節以減緩跌價風險。**

債市

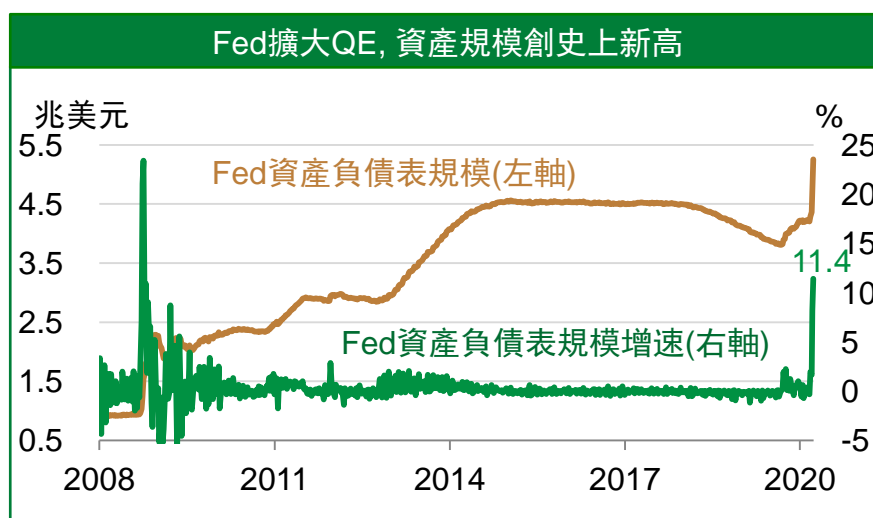
美股反彈及聯準會放寬可購買投資等級債，帶動近週信用債利差收窄。信用市場流動性依然脆弱，景氣衰退減低大宗商品及石油需求，短線高收債及新興債即使反彈，後市仍偏保守，**能源債尤須謹慎，布建短天期高評等債為主。**

匯市

聯準會大動作QE使美元未再攀高，但LIBOR與OIS利差卻未明顯收斂，預計在**流動性狀況實際改善前，美元指數短線高盤於百位附近**。外資於台股調節力道稍緩，但資金面偏匯出操作，台幣近期稍弱。

聯準會QE規模無上限，提供資金流動性

- ▶ 聯準會推出無限制量化寬鬆貨幣政策，並首度宣布以SPV(特殊目的機構)方式，購入投資等級公司債及相關ETF，以挹注金融市場資金，維持流動性。**Fed資產負債表規模迅速上升，超過5.2兆美元，創歷史新高。流動性疑慮緩解，激勵金融資產強彈。**
- ▶ 美參議院就2兆美元財政案達成協議，以緩和疫情衝擊。計劃撥款5,000億美元協助受創產業，並直接給予數百萬戶家庭最高3,000美元補貼。另，提供3500億美元中小企業貸款，2500億美元失業補助及750億美元資助醫院。**大規模財政輔以貨幣政策，給予金融市場短期信心。**



截至2020年3月25日，週資料。
資料來源: Bloomberg。

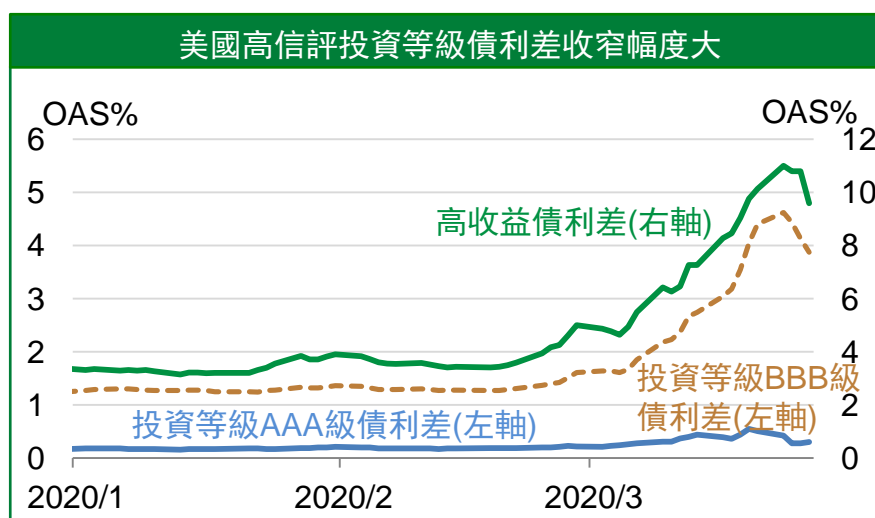
聯準會3月23日緊急會議內容

項目	目的
QE規模無上限、收購標的由公債、MBS擴大到CMBS (商用不動產抵押證券)	增加貨幣基數、給予MBS信心
重啟定期資產擔保證券融通機制 (TALF)	確保資產擔保證券流動性
擴大貨幣市場共同資金流動機制 (MMLF) 及商業票據融通機制 (CPFF)	確保共同資金及商業票據市場流動性
初級 (PMCCF) 及次級 (SMCCF) 市場公司信用機制	提供企業債流動性
商業借貸機制 (Main street loan)	中小企業信貸融通

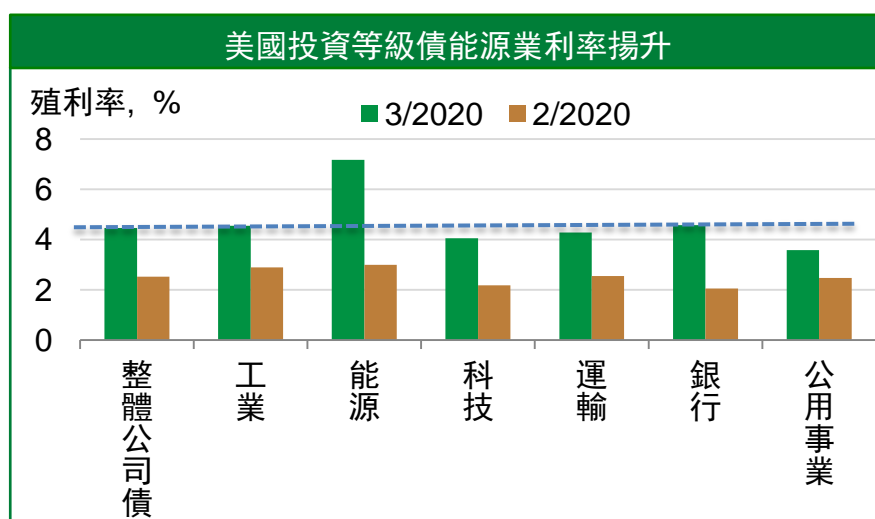
資料來源: Fed, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

聯準會對信用市場注資，擇優短期投資級債可布

- ▶ 聯準會在初級 (PMCCF) 及次級 (SMCCF) 市場提供企業流動性，收購符合資格企業公司債或提供信貸，評等越高者可獲得到融通額度越大。在此之下，加上風險性資產回揚，近週信用債利差出現收斂，並以高信評者尤甚。
- ▶ 考量寬鬆政策及信用風險，**債券投資應以高評等且短天期為主，以減緩未來景氣不確定性和價格波動壓力**。產業差異分歧，油價低盤未穩，能源相關債券仍有利差擴大風險，保守看待。



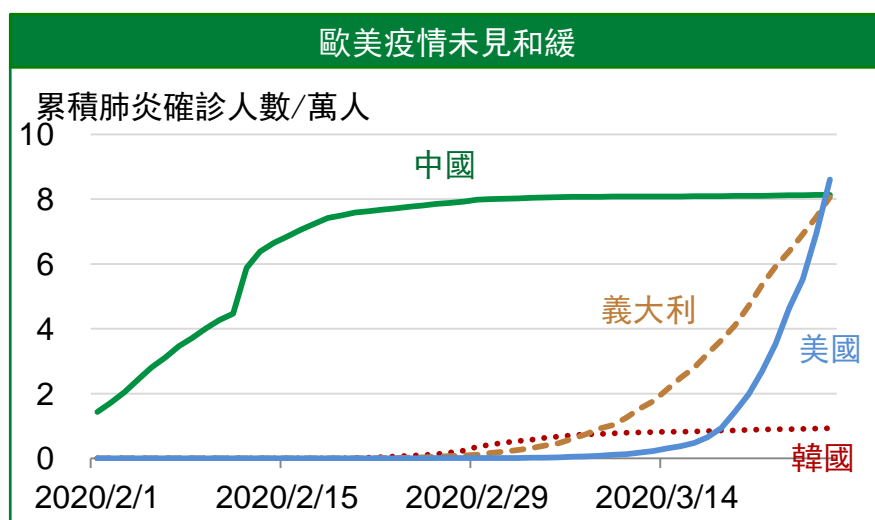
註：資料截至2020/3/26。
資料來源：Bloomberg。



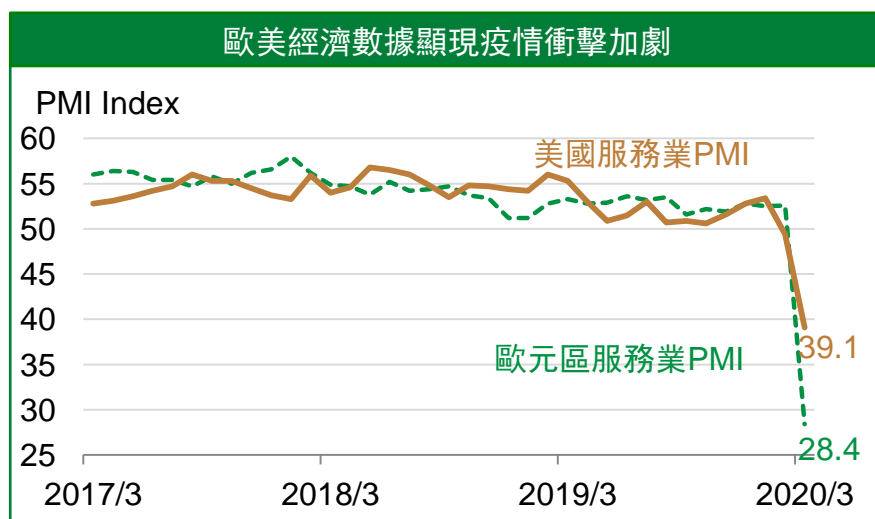
註：月資料。
資料來源：Bloomberg。

疫情持續惡化，經濟負向衝擊加劇

- ▶ 亞洲中、日、韓肺炎疫情稍受控制，但歐美疫情未見和緩。美國、義大利兩國累計確診人數皆突破8萬人，兩國死亡人數已超過中國，**歐美疫情發展持續惡化，後續股市仍震盪有壓。**
- ▶ 歐美經濟活動反映疫情衝擊急速驟降，尤其服務業最為明顯。3月Markit歐元區服務業PMI從2月的52.6降至28.8，創史上新低，美國服務業PMI從2月的49.4大幅下降至39.1，本週首次申請失業救濟金人數創歷史新高。**預期經濟數據持續惡化，影響股市表現。**



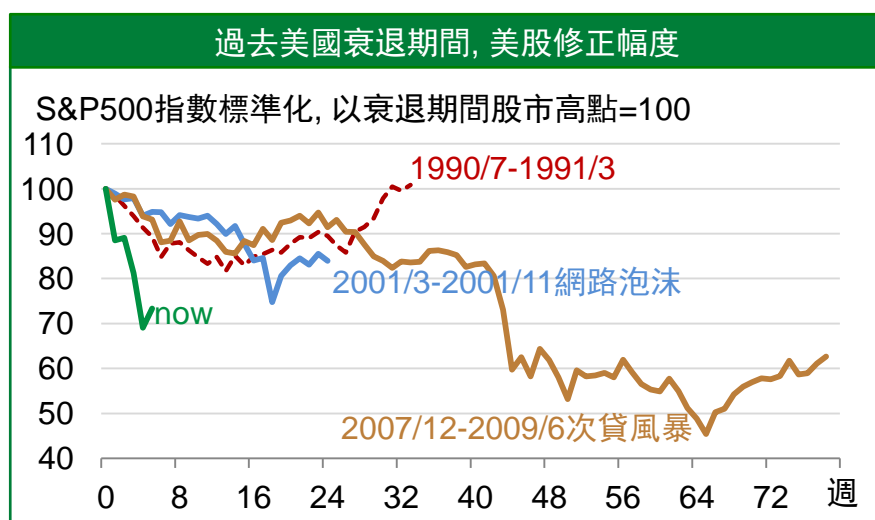
資料來源: Wind。



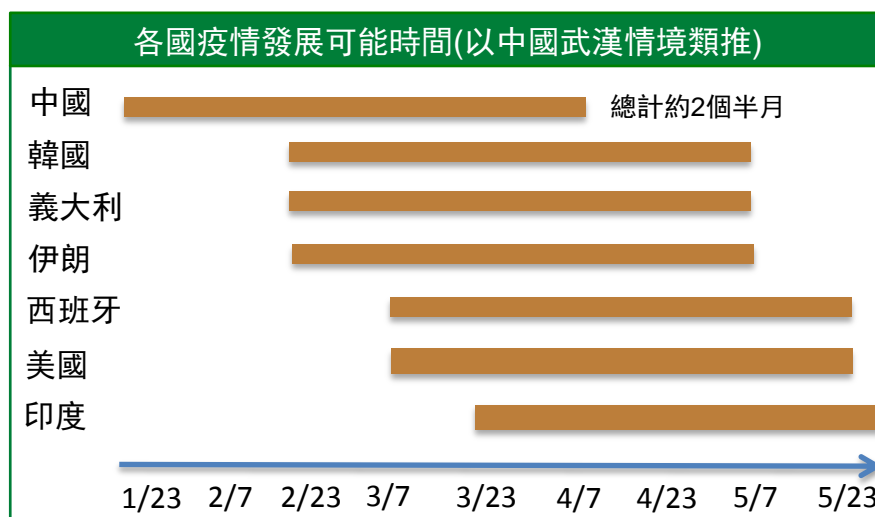
資料來源: Bloomberg。

疫情可能發展至第二季下旬

- ▶ 過去衰退期間，S&P500指數跌幅約20-50%，這次美股短時間修正幅度已達30%。由於疫情擴散發展可能高峰未至，**不排除股市還有下跌風險，但創造未來反彈空間。**
- ▶ 對照中國武漢封城時間，若採嚴厲方式將可讓疫情在2個半月內獲得控制。若以此推估其他國家，歐美國家有機會在5月下旬以後，疫情漸趨和緩，屆時風險性資產可能有較大幅度反彈。



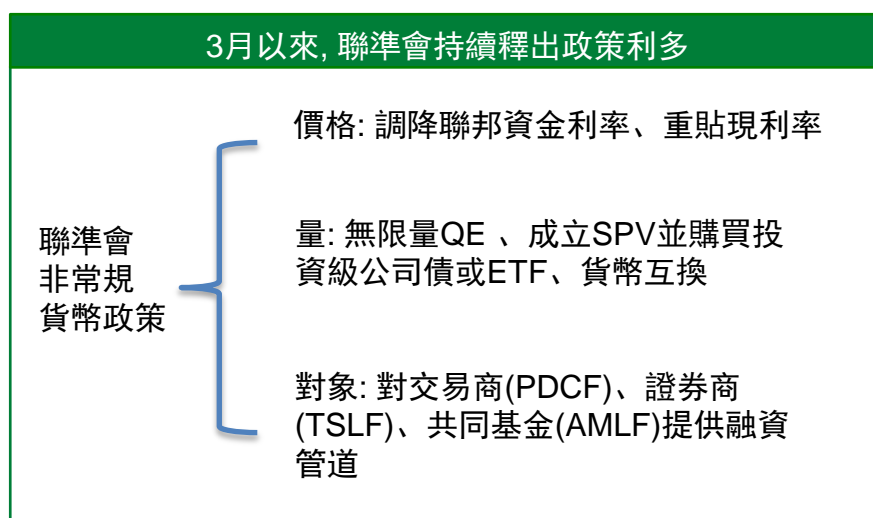
註：以過去美國衰退期間股市高點計算，2020年以2月19日起始計算。
資料來源：Bloomberg。



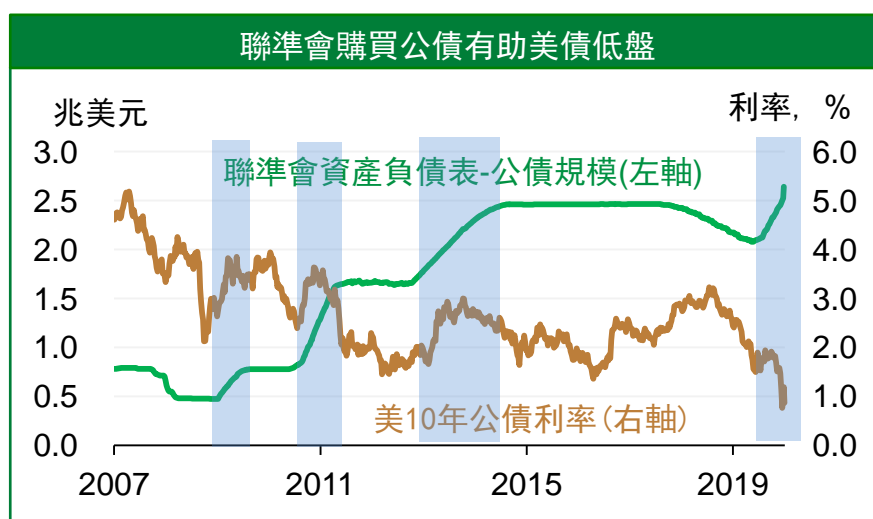
註：各國起始點為宣布封城日，以中國武漢封城2個半月，推估可能和緩時間。
資料來源：國泰世華投資研究團隊整理。

公債 聯準會超寬鬆政策，有助公債利率維持低位

- 為緩解流動性不足問題，聯準會再度提出非常規貨幣政策，針對資金的價格與量提出相關應對措施。首先，調降聯邦資金利率、貼現利率；其次，除國債購買外，並成立特殊目的機構，直接購買公司債。此外，擴大對象包括對交易商、證券商、共同基金提供直接資金管道。
- 市場恐慌性拋售及擴大財政發債預期，美10年期公債殖利率一度突破1%。聯準會加大流動性供給，除了緩解市場疑慮外，亦將有效壓低利率，**預期美10年期公債殖利率在1%以下低位盤整。**



資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

美元指數 聯準會QE救急，流動性改善前美元將顯強

- ▶ 近週美國疫情快速惡化，各州管制範圍已逾全國三分之一人口，生產及消費活動快速降溫。本週首次請領失業救濟金補助人數，躍升逾三百萬，上半年美國景氣恐難樂觀。
- ▶ 隨聯準會與各大央行加大美元換匯協定，近日反映海外美元借款成本的交叉貨幣交換利差 (CCSB) 收斂，歐元與美元的交換利差轉正值，拆借環境改善使美元指數強度稍緩。考量LIBOR與OIS利差未明顯收斂，意味美元需求仍偏緊俏，在**流動性狀況改善前，預計美元後續修正空間有限，短線將偏強呈現。**



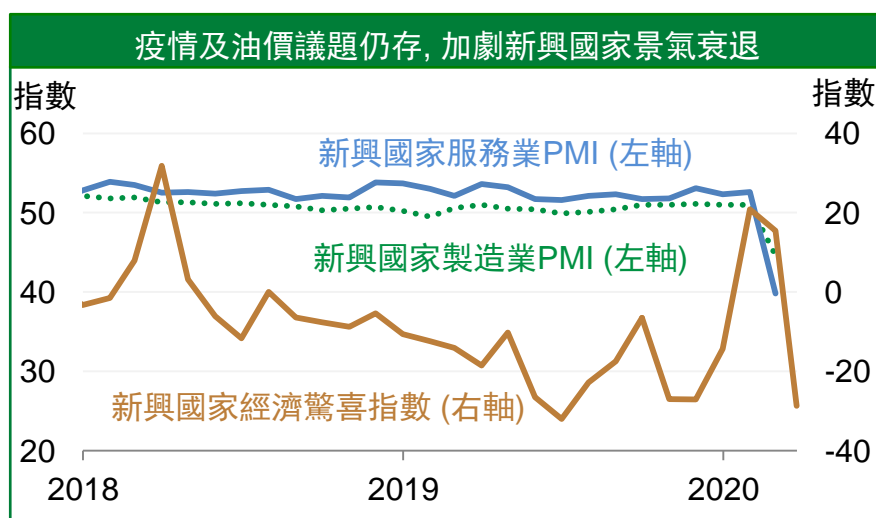
資料來源: Bloomberg。



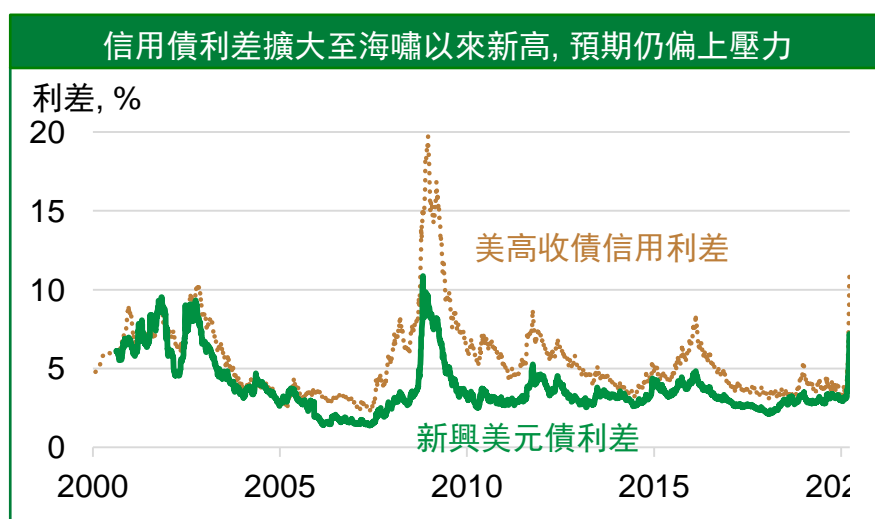
資料來源: Bloomberg。

新興債 疫情及油價議題仍存，違約風險及利差有偏上壓力

- ▶ 肺炎疫情延燒全球未止、歐美國家正臨高峰期，市場risk off使新興資產下跌，股債匯波動加大，信用債利差也創海嘯以來新高。各國央行持續提供支撐，但今年上半年景氣衰退加壓，降低大宗商品及石油需求，加上美元高位偏強，加重新興國家基本面及企業債務壓力。
- ▶ 疫情及油價議題仍存，預期違約風險及利差有向上空間，景氣衰退的信用惡化壓力將使利差顯震盪，尤其石油出口國佔新興債比重近4成，新興資產整體謹慎看待，建議逢高減碼，信評較高的亞債較穩。持債selective以高品質投資級債券為主，控管風險。



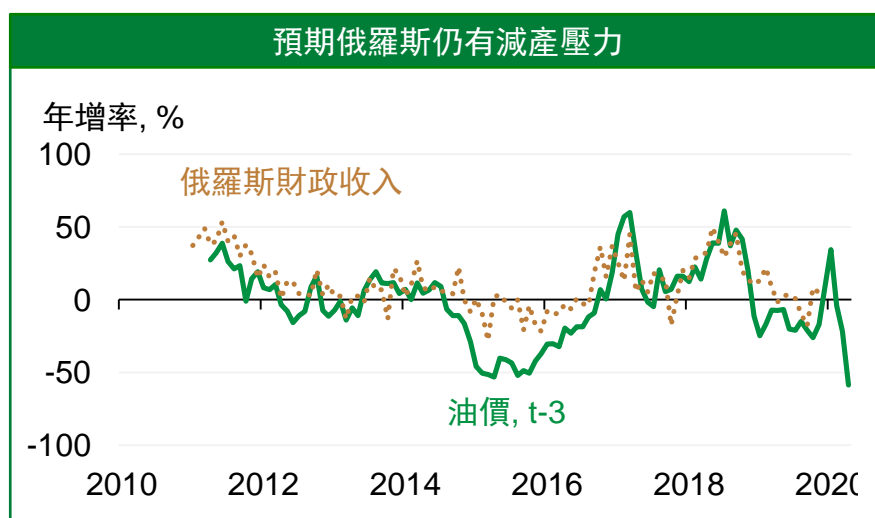
資料來源: Bloomberg。



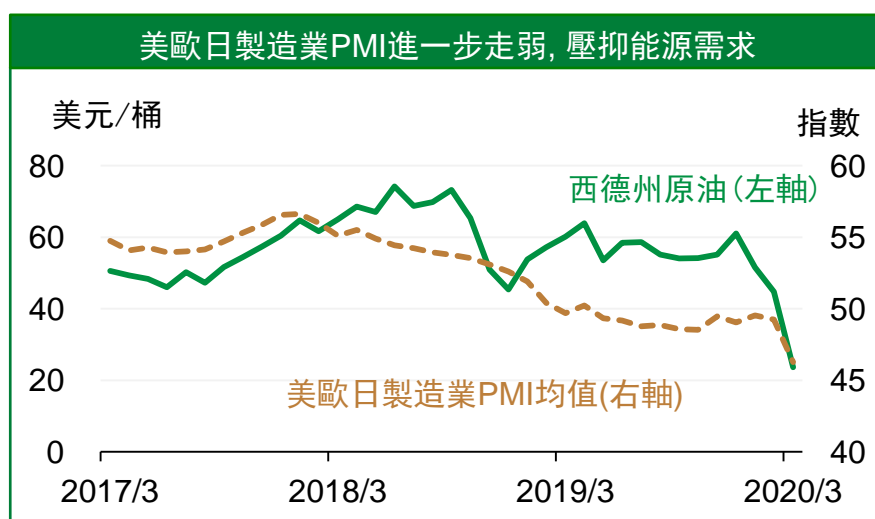
資料來源: Bloomberg。

能源 景氣減速風險升高，油價反彈後宜減持

- ▶ 俄羅斯財政部長坦言，因油價暴跌每桶20美元，導致今年財政收入短缺3兆盧布，遠低於先前預估的財政平衡價格(每桶42.4美元)，因此**預期沙俄兩國仍有望重啟協商**。另一方面，川普宣布重啟戰備儲油，有利油價短線反彈。
- ▶ 美歐日率先公布製造業PMI，均進一步走弱，且預期未來1-2個月趨勢向下，暗示能源需求仍偏弱。**短線油價跌深有反彈機會，但需求放緩下，限縮上方空間，反彈後宜適度減持。**



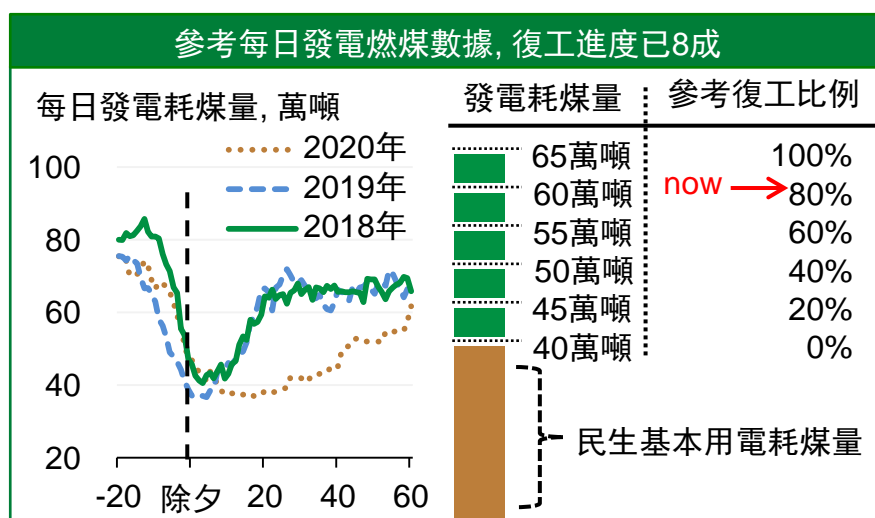
資料來源: Bloomberg。



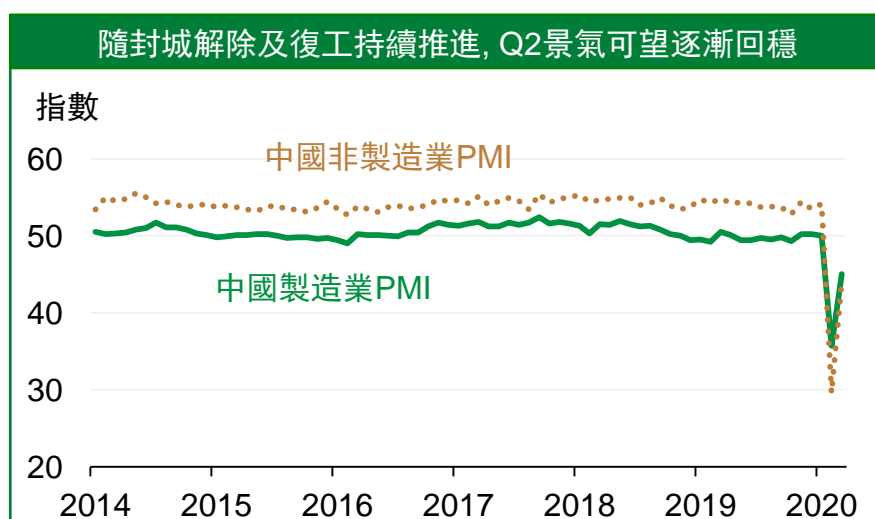
資料來源: Bloomberg。

中國 封城即將解除，復工漸進有助後續景氣回穩

- ▶ 官方宣布近期湖北省以外地區封城措施將解除，湖北省預計於2020年4月8日解封，疫情已逐漸受到控制，有助後續經濟活動回穩、景氣回升。
- ▶ 參考六大發電廠每日燃煤數據，目前每日燃煤量已來到60萬噸左右水準，反應復工進度持續推進已逾八成，預期2020年第2季景氣將逐漸回穩。在財政及貨幣利多政策加持下，加上疫情疑慮降溫及復工漸進，有助後續陸股表現，上證指數可望逐步向上。



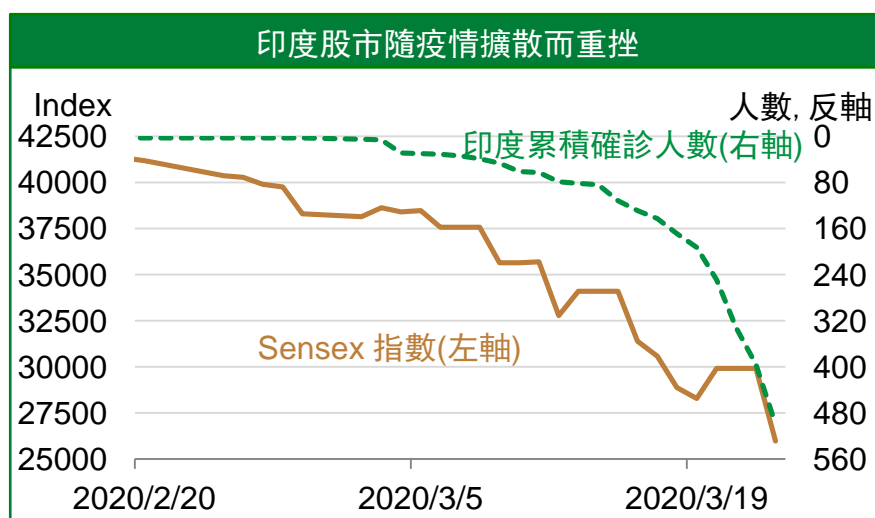
資料來源: Wind, 國泰世華銀行投資研究團隊。



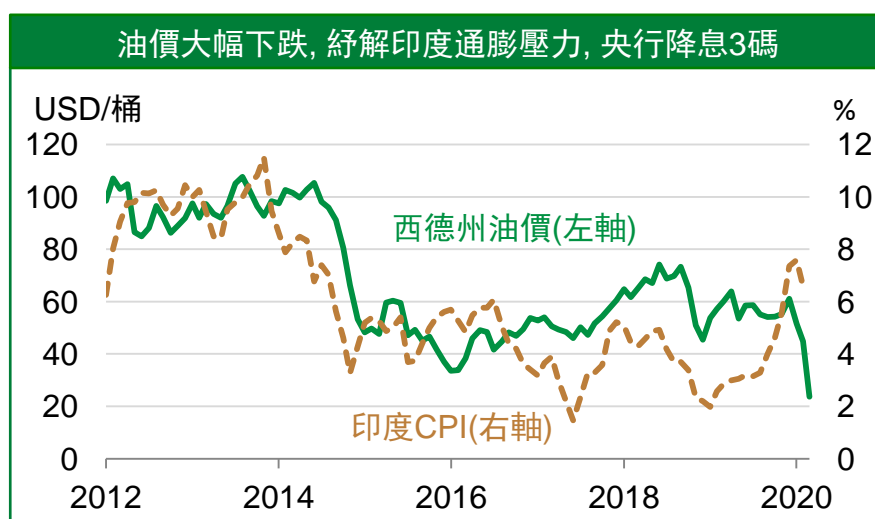
註: 2020年3月份數據為預估值。
資料來源: Bloomberg。

印度 封國使股市劇烈波動，央行緊急降息3碼

- ▶ 印度總理莫迪於3月24日宣布進行封國21天，非必要的民生服務如公共交通、商場及市場等關閉，民眾須待在家中，引發市場恐慌，股市重挫。部份國際電子供應鏈供貨延宕，經濟承壓。
- ▶ 油價重挫接近6成，可望紓緩印度國內通膨壓力。印央週五緊急降息3碼，附買回利率由5.15%降至4.4%，並降低現金準備率100bps來提高資金流動性，以減緩疫情對經濟可能造成的衝擊。



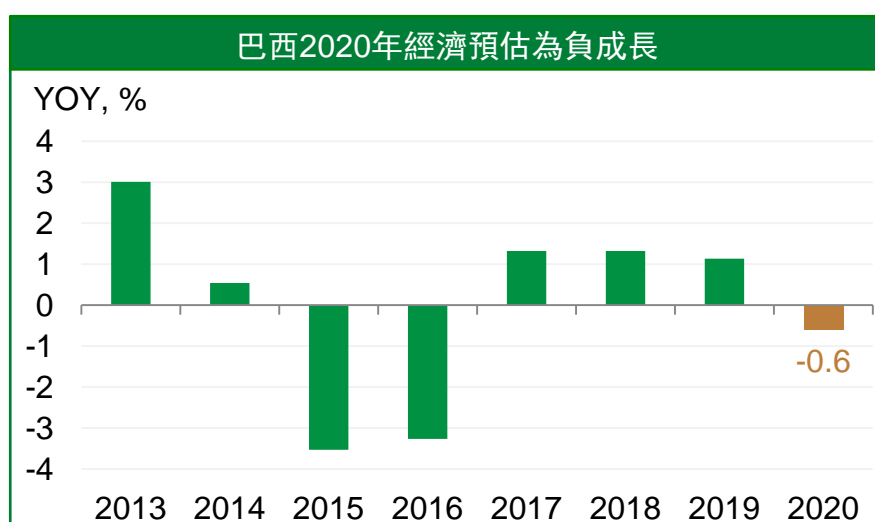
資料來源: Wind, Bloomberg。



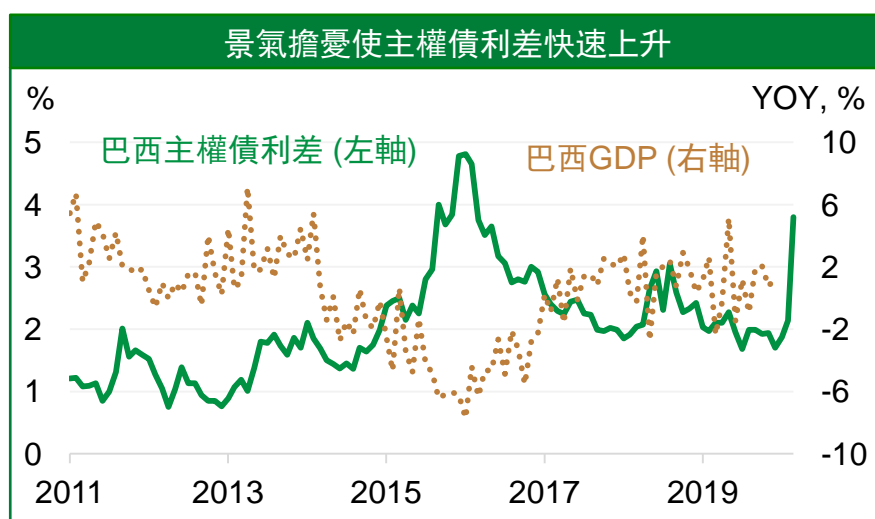
資料來源: Bloomberg。

巴西 防治措施不當，後續疫情擴散加大衰退風險

- ▶ 巴西確診病例已破2000例，但政府防疫鬆散，總統甚至要求州長解除封鎖令。預估第二季疫情恐呈數倍擴張，情境推估不排除全國累積確診病例將突破5萬人。
- ▶ 全球需求放緩影響礦業出口，後續國內疫情擴大將使民生消費凍結，全年衰退機率大幅上揚。巴西主權債利差大幅擴大至3%以上，逼近2015年衰退期間水位，反映景氣下滑風險升溫，全年經濟恐成負成長，股匯展望維持負向。



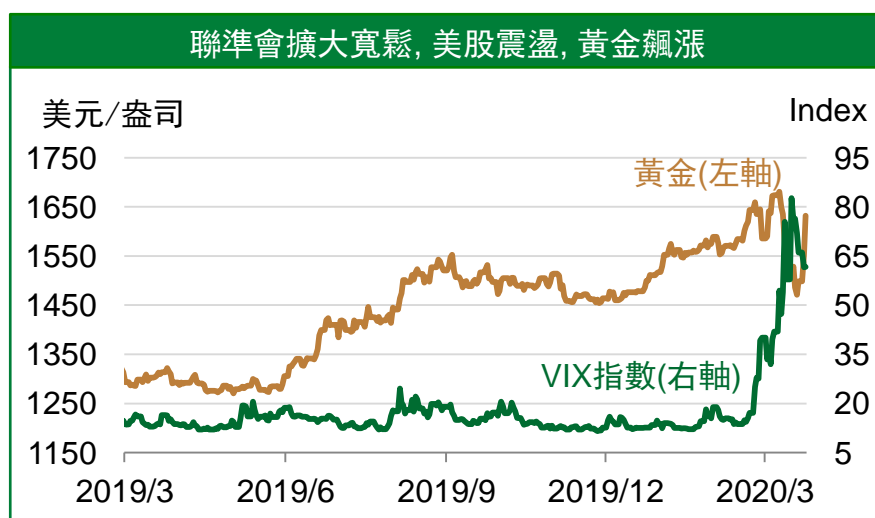
資料來源: Bloomberg。



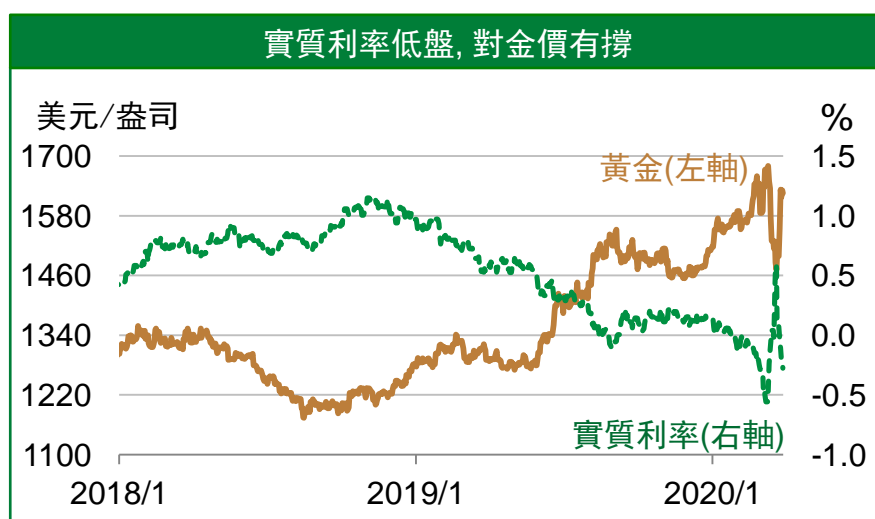
資料來源: Bloomberg。

黃金 美國擴大QE規模，有利金價表現

- ▶ 觀察過去，Fed降息或實施QE，皆有利黃金表現。現Fed QE規模創史上最大，除了激勵股市上漲外，黃金同樣受惠，本週大漲幅度超過8%，創近年來單週最大漲幅。
- ▶ 先前金價下跌主因投資人為補足股票虧損部位，而出售黃金維持流動性，但全球央行已經大動作挹注市場資金，流動性資金壓力可望和緩。全球寬鬆貨幣環境下，實質利率偏低對黃金有利，區間操作方式較佳。



資料來源: Bloomberg。



註: 實質利率以US TIPS rate 為代表
資料來源: Bloomberg。

MARCH/APRIL 2020

30	31	1	2	3
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
歐洲消費信心	歐元區CPI 中國製造業PMI	MBA貸款申請 ISM製造業指數 歐洲製造業PMI	台灣清明節	歐洲零售銷售

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666