

# 一週市場展望

**誰是下一個負利率：**美、英負利率討論，反映復甦動能疲態，非兩國政策優先選項，但凸顯“更大、更多”的寬鬆措施，為發展趨勢。

**發債潮來襲：**疫情紓困加大財政負擔，美財政部第二季發債量創單季最大紀錄，若使短線美債利率稍彈，將為布局機會。

**市場波動再起：**復工後，金融市場震盪回升，反應疫情二次蔓延及中美角力疑慮。政策支持下，股市波動愈大，將愈具投資空間。

## 股市

美歐復工後，疫情二次擴散疑慮升溫，加上中美緊張關係，短線市場波動增加。**財政及貨幣政策更大更多發展，支撐風險性資產表現，股市修正可站買方，美股及科技類股為首選。**

## 債市

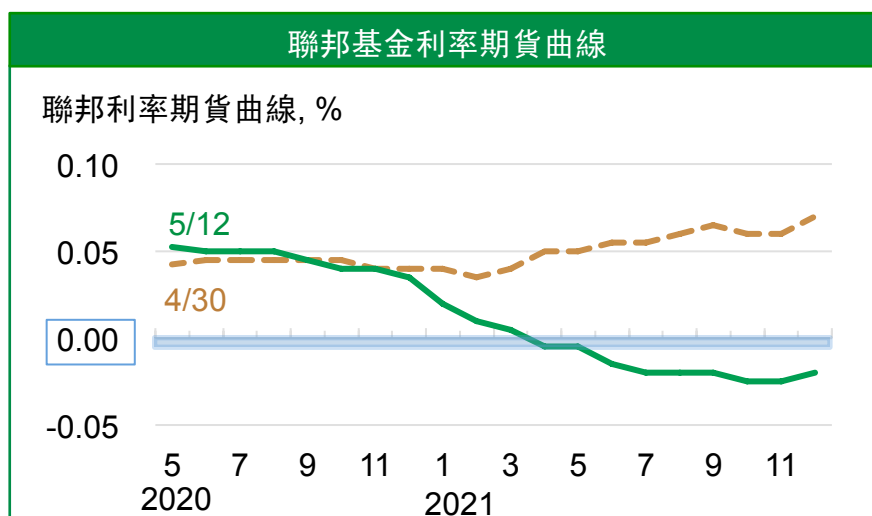
美財政部發債增加，帶動公債利率曲線稍揚，聯準會低率承諾及市場需求，料牽制上方空間，**短線美10年債利率若稍彈，將提供高評等、短天期債布局時點。**新興國家債務融資需求增加，加上匯率壓力，宜降低配置。

## 匯市

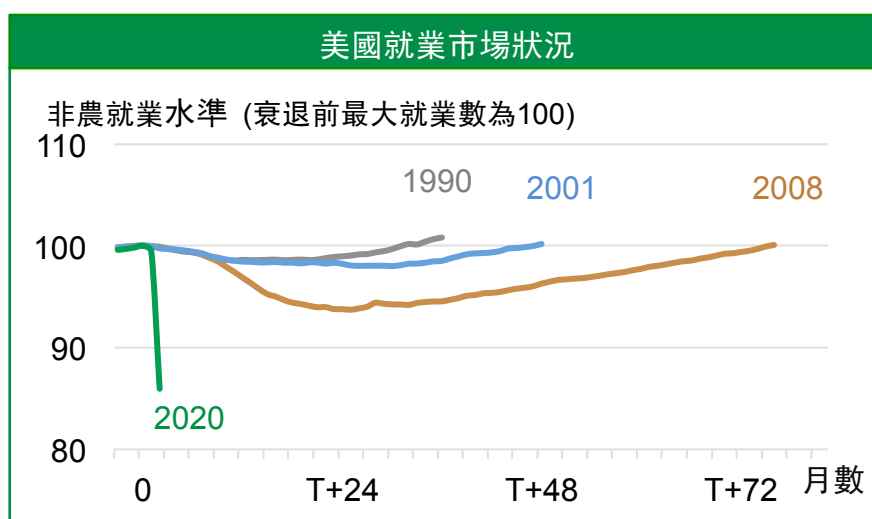
英歐FTA協商壓力及擴大QE議論，將使英鎊稍弱，**支撐短線美元。**中美角力升溫，人民幣偏弱呈現。

## 美、英負利率討論，凸顯景氣復甦動能疲弱

- ▶ 近期對美、英實施負利率之討論，反映疫情二次蔓延風險，及遠超過往的失業人口，恐壓抑投資及消費，侷限復工後景氣復甦動能。本週Fed主席Powell與官員，除警示景氣減速風險，亦指經濟要有效復甦，需財政政策加大提振，方能實現。
- ▶ Fed官員多數保守看待負利率成效，Powell重申其非政策選項；英國則以擴大QE為優先考量；總裁楊金龍稱台灣尚有降息空間，但無負利率計畫。此討論凸顯在：1) 全球景氣復甦不確定性大；2) 各國財政及貨幣政策，只有“更大更多”，美低率將延續至景氣動能恢復前。



資料來源: Bloomberg。

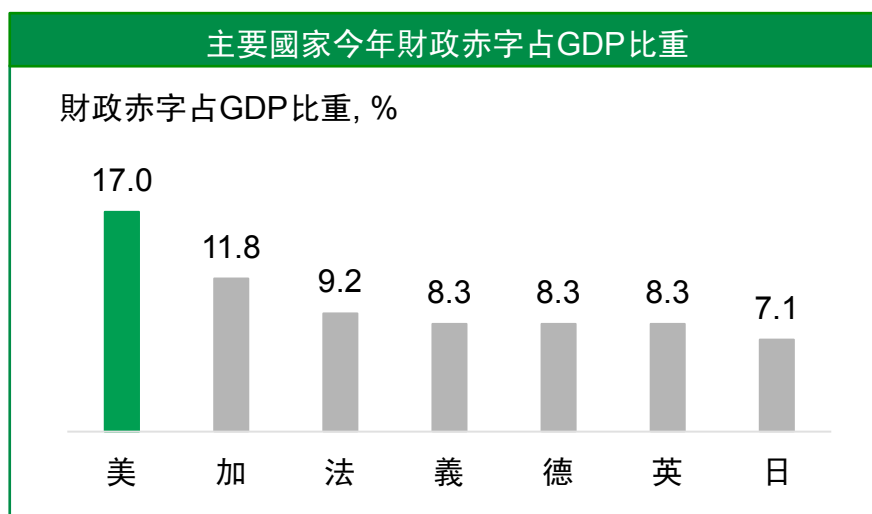


註: T=0為該次衰退前最大就業時期。

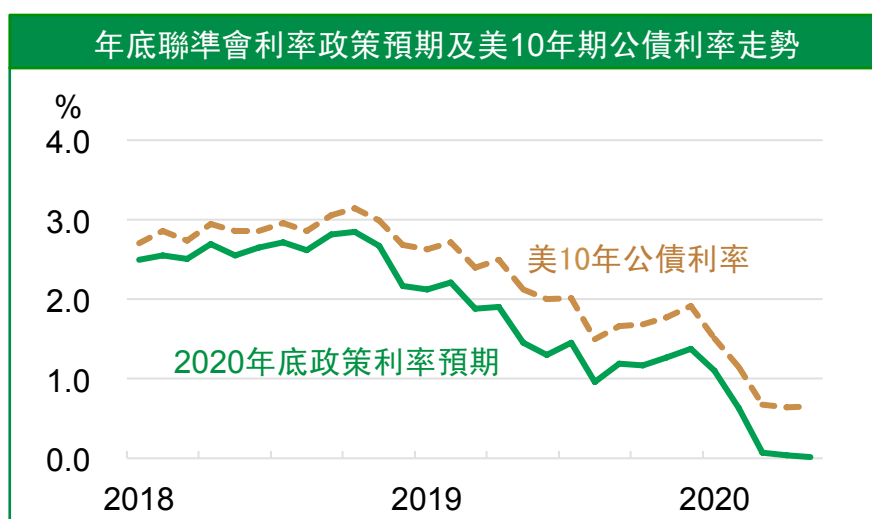
資料來源: Bloomberg。

## 紓困促發債量大增，低率寬鬆政策限縮利率走升空間

- ▶ 疫情紓困增加政府支出，全球主要國家今年財政赤字大幅成長。預計美國今年赤字達3.7兆，第二季3兆美元公債發行，為史上單季最大規模。近週美公債利率曲線陡升發展，反映債券供給增加；近月金融市場趨穩，聯準會彈性降低每日買債額度，為另一原因。
- ▶ 考量Fed寬鬆將延續至充分就業且經濟回復動能，無限量QE、市場避險及尋息需求，可望去化新債發行，美低率承諾則限縮公債利率走升空間。若短線美公債利率稍彈，**反而將增加債券投資人潛在報酬空間，可把握布局時機。**



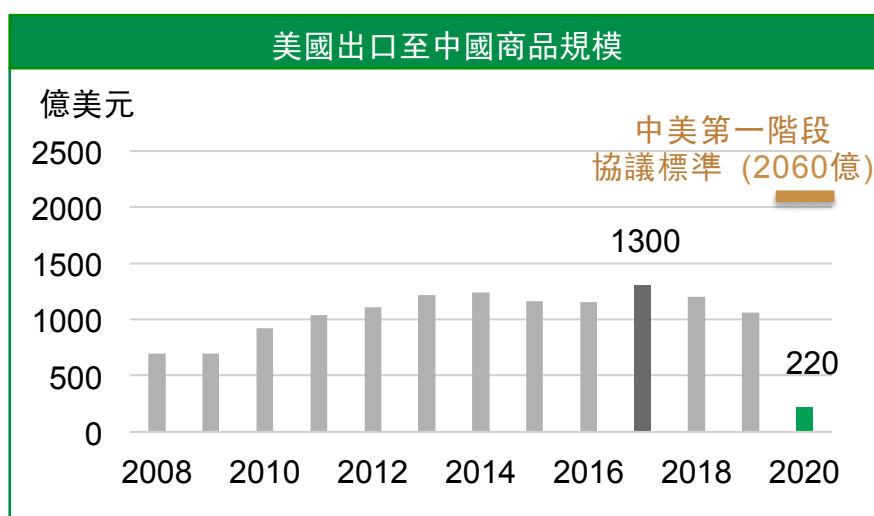
註：以2020年4月底前各國紓困政策下財政赤字發展預估。  
資料來源：IMF。



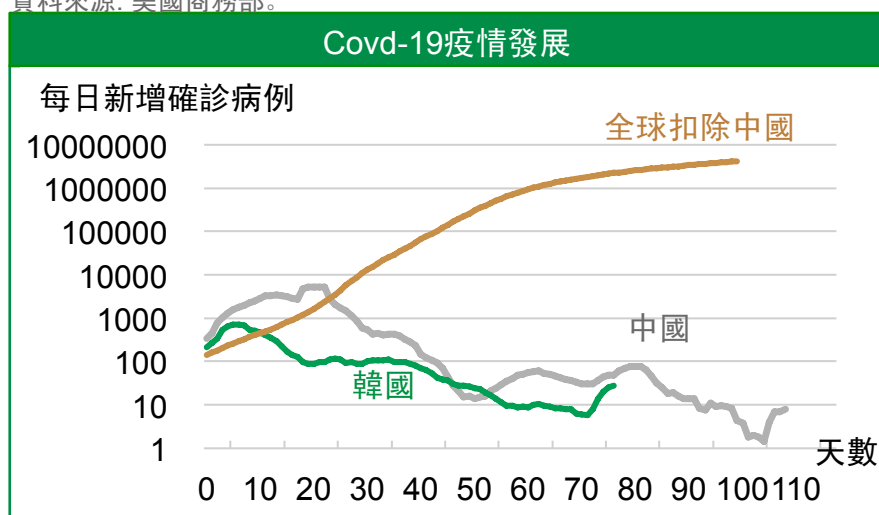
註：2018年以來兩者相關性為0.99。  
資料來源：Bloomberg。

## 短線市場波動稍升，積極投資人可伺機布局

- ▶ 近週股市波動增加，原因有二：1) 中美關係趨向緊張，美國延長華為禁令，並將於未來一至兩週，檢視第一階段中美貿易協商進度；2) 中、韓疫情病例數躍升，引發歐美復工後，疫情二次蔓延疑慮。
- ▶ 疫情下景氣壓力，迫各國擴大財政及貨幣政策。**隨之而來的資金行情，成為股市下方重要支撐。**面對未來只有更大、更多的政策紅利，**股市修正應站在買方思考，可分批佈局全球股、美股及科技類股。**



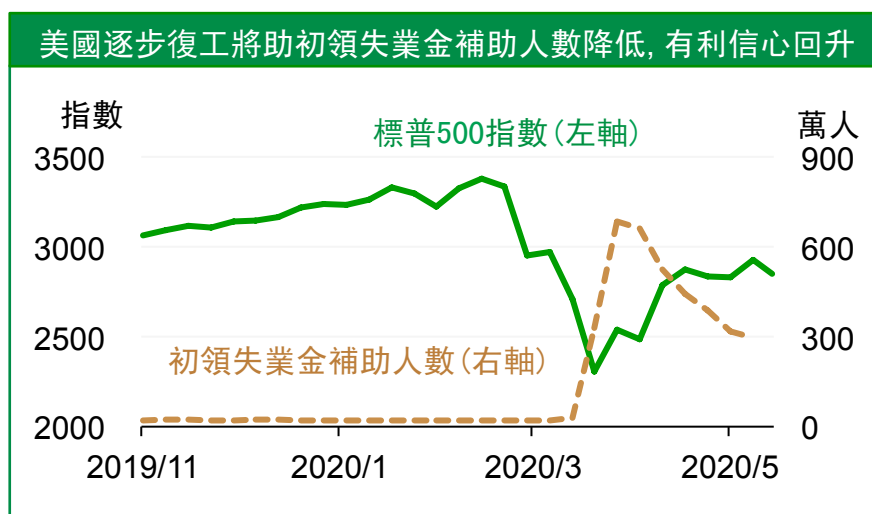
註：第一階段中美貿易協商規劃為中國需以2017年進口為基礎，2020年增加760億、2021年增加1240億美國商品進口；綠柱為2020年1至3月資料。  
資料來源：美國商務部。



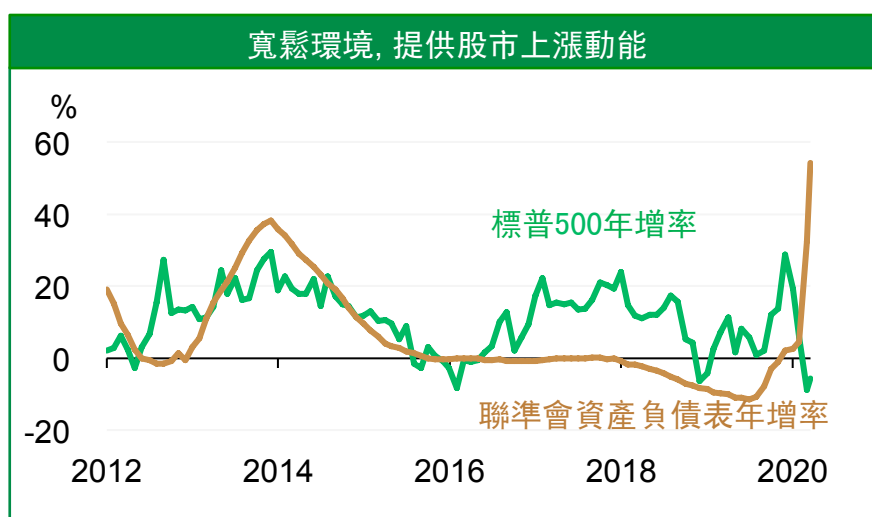
註：取每日確診人數逾100人之日為0日。  
資料來源：WHO，更新至5月12日。

## 美股 寬鬆環境提供美股未來上漲動能

- ▶ 美國經濟陷入衰退，疫情仍未完全解除。但隨央行寬鬆政策效果發酵，加上各州陸續復工，初領失業金補助人數已漸降低至297萬人。若疫情能進一步控制，市場不安情緒可望進一步緩解。
- ▶ 就股市而言，寬鬆環境提供股市最大支撐。過去兩個月，在QE操作下，聯準會資產規模擴增逾50%。**3月以來股市反彈已高，不排除有漲多回落風險，若大幅修正反提供布局契機。**



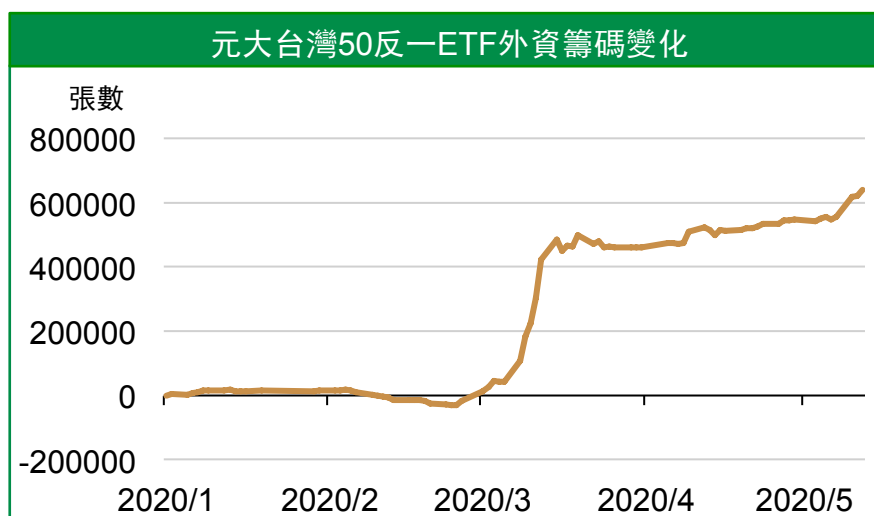
資料來源: Bloomberg。



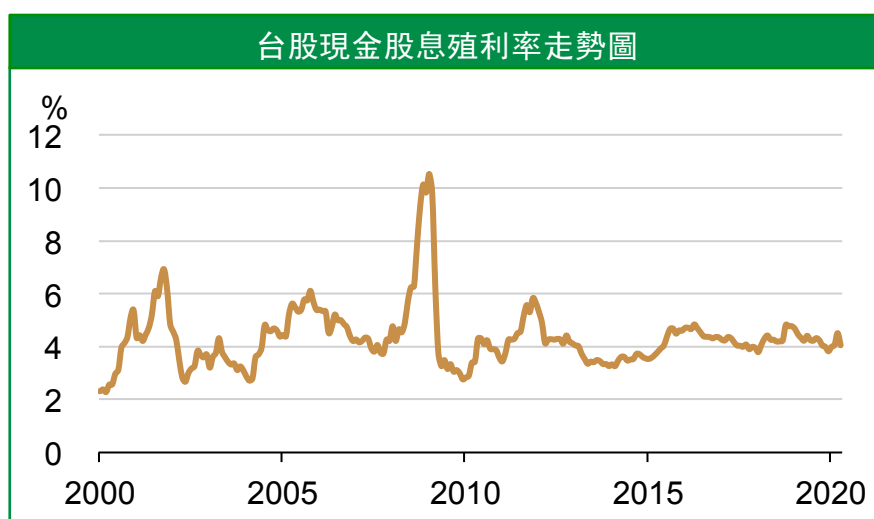
資料來源: Bloomberg。

## 台股 外資心態偏保守，添短期指數擾動，股息題材提供佈局誘因

- 台股今年四月以來出現明顯反彈，期間外資續呈賣超，甚加碼元大台灣50反一ETF（一倍反向），增添短期指數擾動風險。
- 台積電董事會決議全年配發10元現金股息，依5月15日股價推估，股息殖利率約3.5%。另，台股現金股息殖利率約4%，提供後續逢低買盤佈局誘因。



資料來源：精業嘉實。



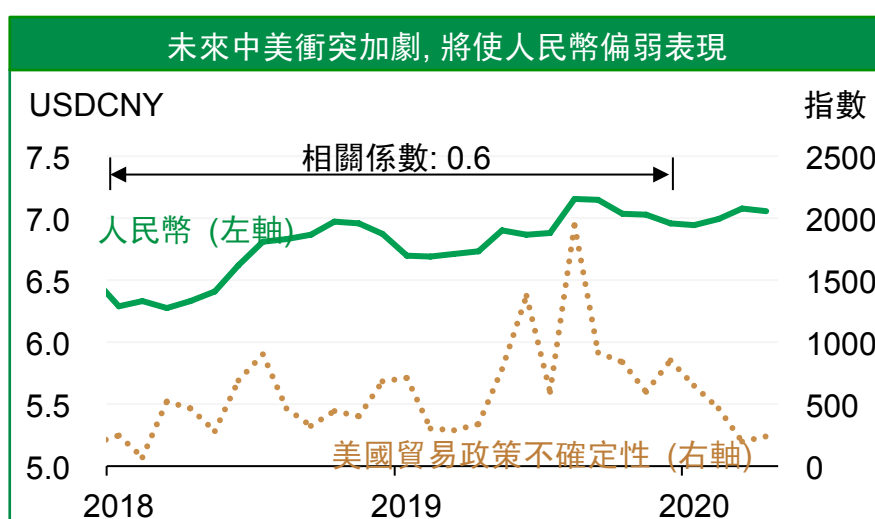
資料來源：台灣證交所。

## 中國 兩會即將到來，政策加持為趨勢，留意中美關係緊張升溫

- ▶ 2020年5月21日將進入中國兩會會期，如何實踐六穩政策，將為重點。受疫情影響，中國失業問題愈趨嚴重，**預期官方將持續財政及貨幣政策利多，緩減經濟面臨的衝擊。**
- ▶ **中美關係為會議重點：**面對各國指責中國為此次疫情的元凶，近期美國總統川普更警告加大中美貿易關稅可能，貿易衝突疑慮復熾。**5月12日中國第2批對美取消關稅清單**，似有釋出善意傾向，**僅該讓步恐難讓美方滿意，短線中美關係恐趨緊張發展。**在此之下，**人民幣將偏弱呈現，陸股上方有壓。**

此次中國兩會可能焦點與看法	
政策焦點	投研看法
美中關係變化	下半年衝突將逐漸升溫
GDP目標下移	目標下調至4%-5%
貨幣政策加強寬鬆力道	降息降準並調降1年期LPR
提高赤字率, 加大財政力道	將持續減稅降費政策
	提高基建投資
	5G建設速度進一步提升

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊。

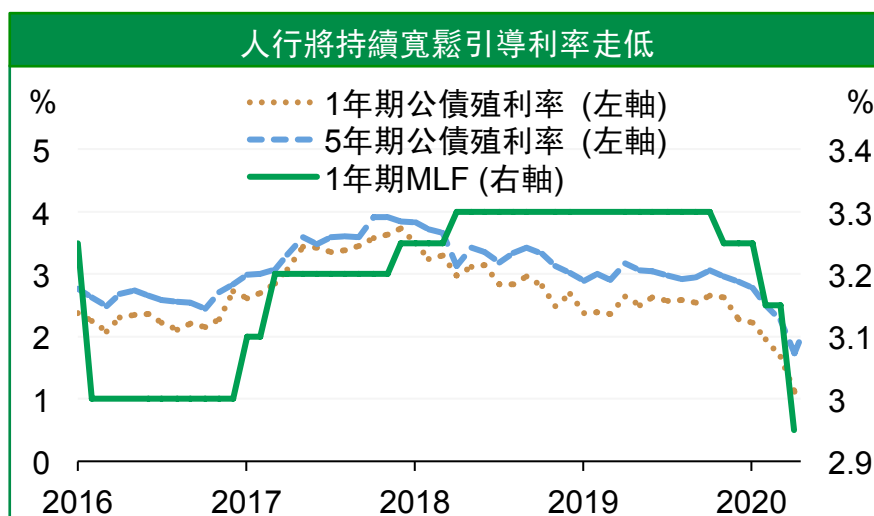


資料來源: Bloomberg。

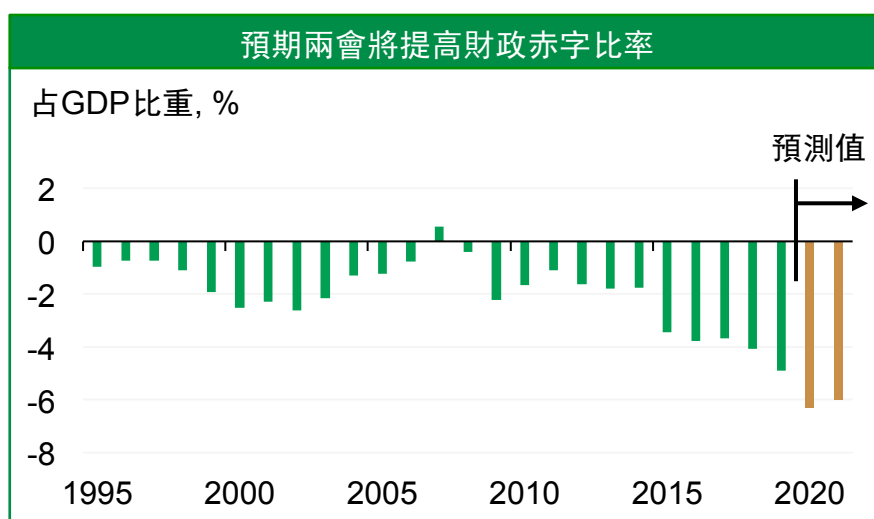


## 中國 政策持續加持，有助短線陸股表現

- ▶ 疫情衝擊經濟及海外需求訂單滑落，景氣表現偏溫和，失業狀況持續擴大中。另，在專項貸款等政策扶持下，截至2020年5月6日，企業債務違約金額已達652億人民幣，企業貸款限期將在6月30日到期，將增加**信用風險**，促人行持續寬鬆並引導利率走低。
- ▶ 財政政策將持續，目前交通建設預算金額，鐵路8000億人民幣，公路（含水路）1.8兆人民幣，為緩減景氣放緩壓力，官方可能提高預算上限。另，近期較淡化的棚改政策，可能將再度列為重要項目。預期**兩會政策利多有助陸股反彈**，可把握契機逢高分批減持。



資料來源: Bloomberg。

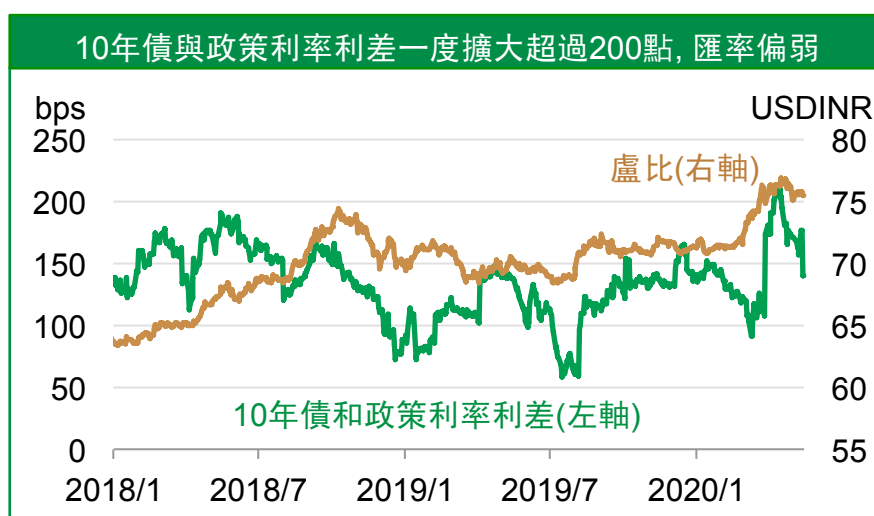


資料來源: Bloomberg。



## 印度 稅收下降及財政擴張，債市展望偏保守

- ▶ 印度政府宣布將擴大2021年財政預算借貸計劃，從原本6.19兆盧比增加至12兆盧比，增幅高達54%，財政赤字佔GDP比例由原計劃的3.5%增加至5.5%，預計每周透過出售債券借入3000億盧比。**因發債量大增、經濟成長放緩與預期稅收減少下，10年期公債利率上彈。**
- ▶ 疫情未受控制，經濟活動疲弱，外資減持股債及資金外流導致的匯率貶值，**印度相關資產近期皆偏保守看待。**考量通膨漸緩讓央行下半年仍有降息一至兩碼空間，加上央行與國銀買債侷限公債上彈幅度，持債者可續抱，但**匯率偏貶降低收益報酬，不耐久震者可適度調節。**



資料來源: Bloomberg。

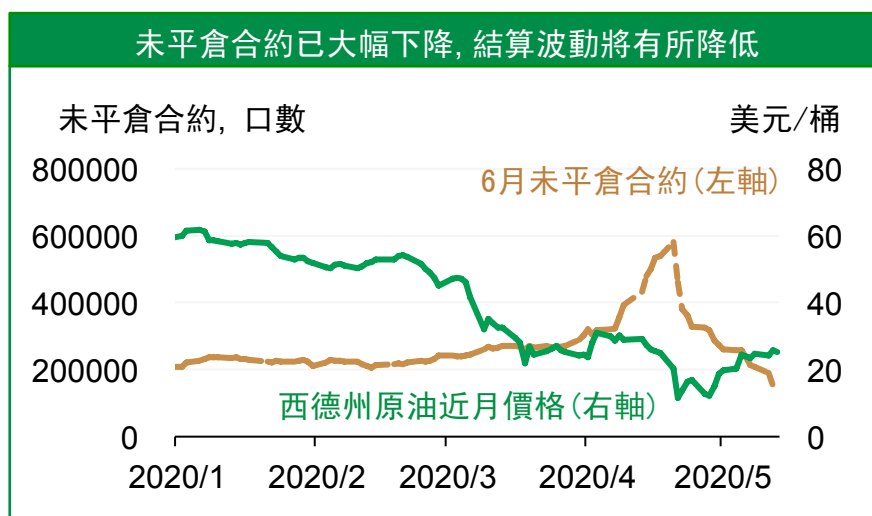
持有印度10年期公債至今年底預估報酬

10年債利率 \ USD/INR	6	6.2	6.4	6.6
74	7.49	6.09	4.69	3.29
76	4.49	<b>now 3.09</b>	1.69	0.29
78	1.89	0.49	-0.91	-2.31
80	-0.51	-1.91	-3.31	-4.71

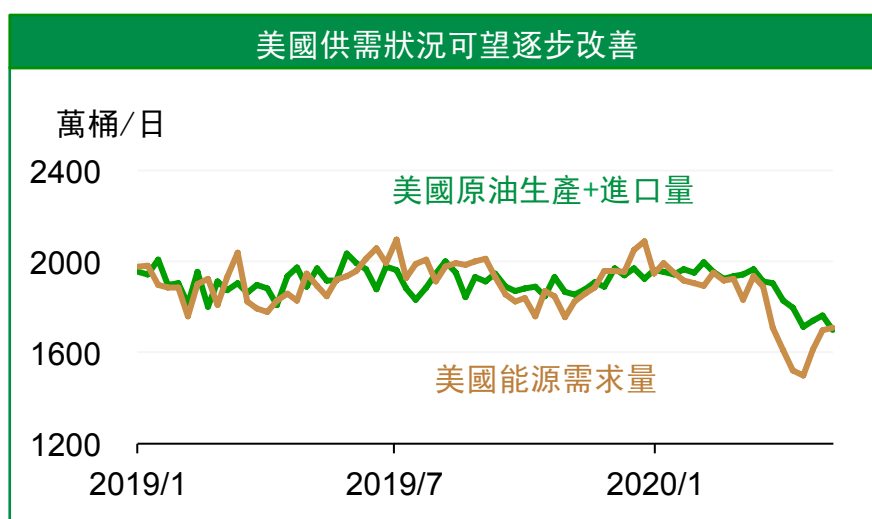
註: 以5/11的10年期公債利率6.18%，匯率75.8，存續期間=7，持有半年估算。  
資料來源: Bloomberg。

## 油價 短線波動難免，供需調整將助油價止穩稍升

- ▶ 5月19日為西德州原油6月期貨合約結算，預期波動難免，但要像上月劇烈震盪且陷入負油價機率有限，主因有二，1) 近月未平倉合約已大幅下降，2) 轉倉成本已下降至個位數。
- ▶ 受肺炎疫情影響，2020年全球能源需求較去年可能下降10%，其中4月份可能最為嚴重，達30%。時序邁入下半年，隨各國陸續解封，加上OPEC減產，預期**超額供給過剩問題將改善，油價有望止穩緩揚。**！



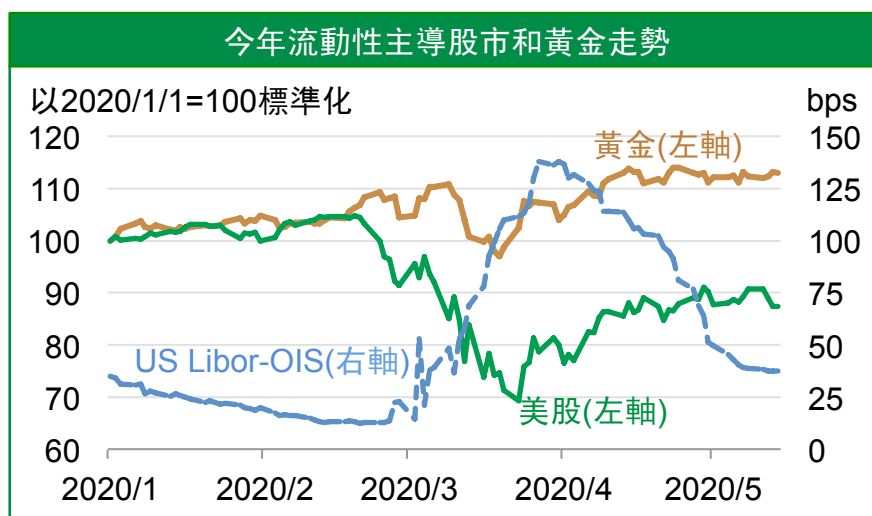
資料來源: Bloomberg。



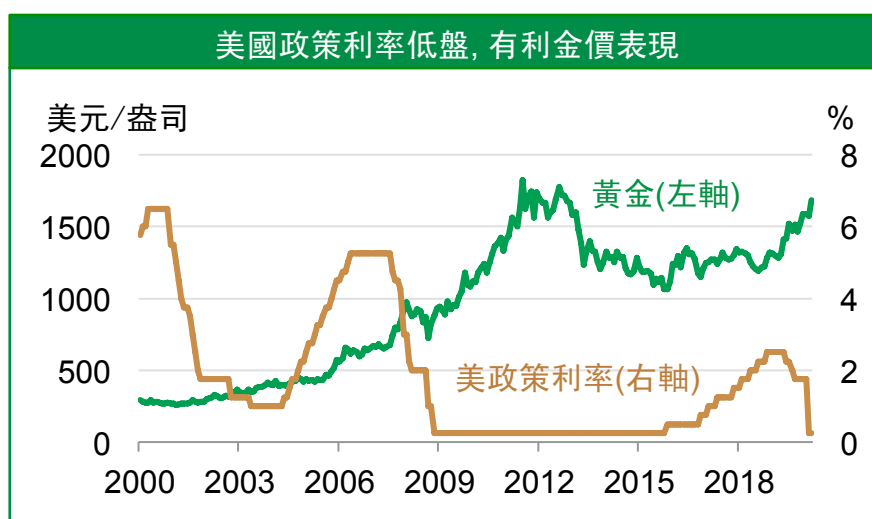
資料來源: Bloomberg。

## 黃金 短期高位盤整，宜區間操作

- ▶ 今年以來黃金主要受到利率與資金流動性影響，對股市的避險功能不顯，且漲幅已高達12%，居各商品之冠。短期若疫情漸趨和緩，及美元高盤下，短線進一步大漲空間料有限。
- ▶ 考量未來經濟與疫情發展不確定性高，若經濟成長緩慢，低利率維持更久時間，或疫情如前次西班牙大流感再二次爆發，金價將可能挑戰今年高點。在政策利率低盤下，有利黃金表現，後續宜以區間進行操作。



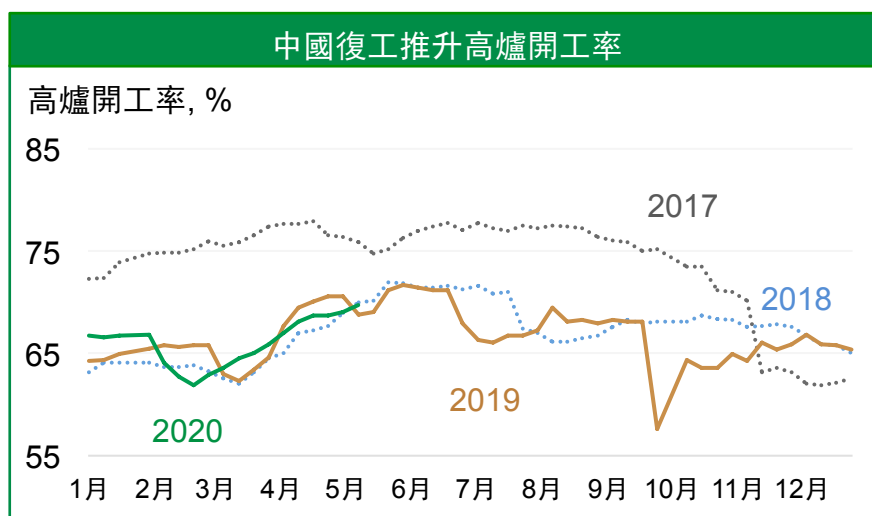
資料來源: Bloomberg。



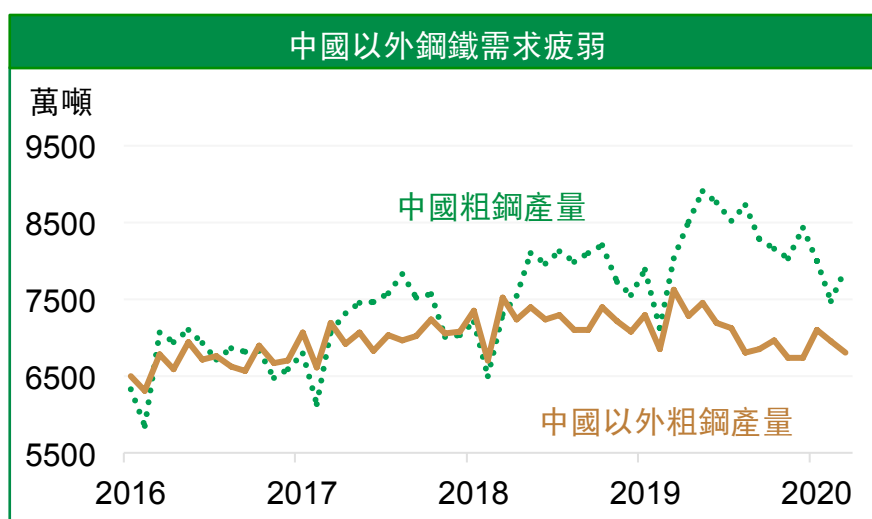
資料來源: Bloomberg。

## 礦業 復工需求支撐短期鐵礦價格，長線供過於求使上方壓力仍存

- ▶ 中國政府政策刺激，地產、基建復工後，鋼鐵生產與消費漸旺。供給方面，巴西鐵礦出貨量雖有改善，但供給不確定性仍高。中國鐵礦砂港口庫存下滑，與高爐開工率達70%，顯示**鋼鐵冶煉需求處於高位，將支持短線鐵礦砂價格高盤。**
- ▶ 疫情影響下，中國以外鋼鐵需求持續疲弱，疫情控制與復工皆需較長時間，使短期漲勢受限。**長期在鐵礦供給緩步回穩，鋼鐵消費不振之下，整體將呈現供過於求，使礦業類股仍有價格下行風險。**



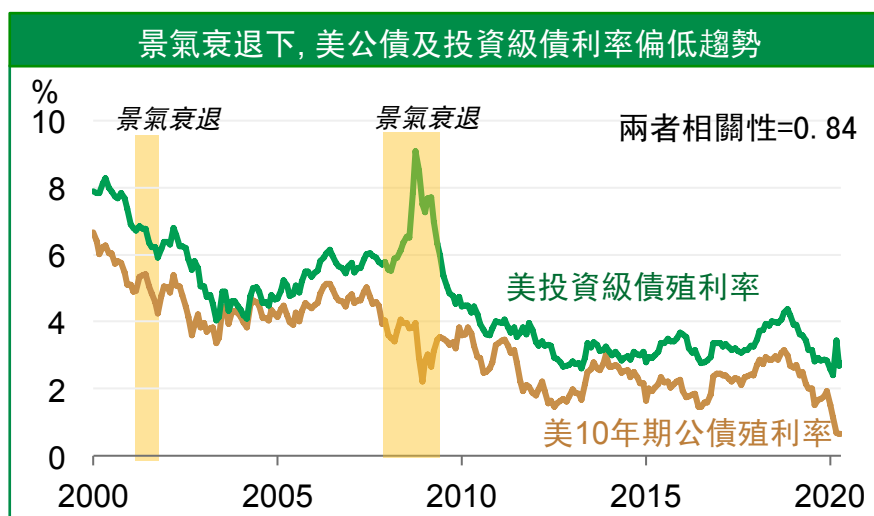
資料來源: Wind。



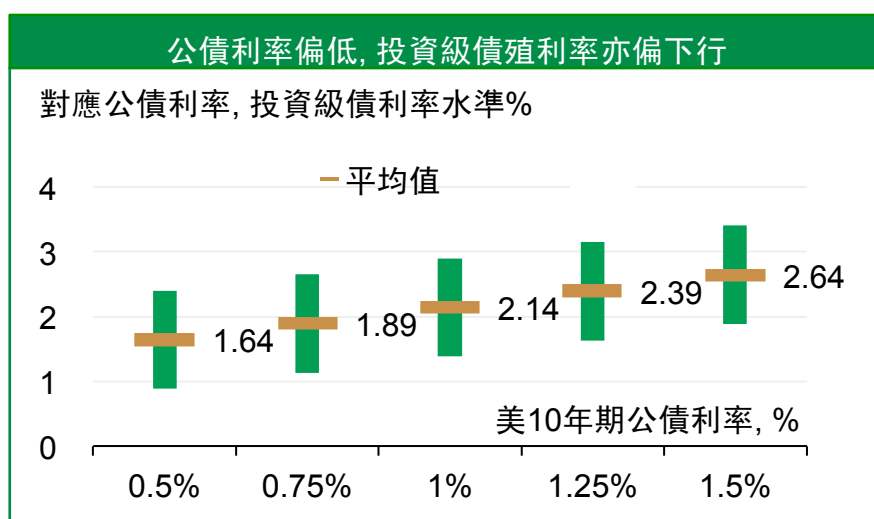
資料來源: World Steel Association。

## 投資級債 波動及低利率環境下，支持投資級債表現

- ▶ 聯準會無限量QE及信貸措施穩住了市場流動性，承諾動用所有工具支持成長。各國財政及貨幣政策更大更多發展，全球公債殖利率偏低趨勢將為Lower for longer環境。
- ▶ 預期低利且波動環境，資金fly to quality，尋息需求有助投資級債表現。隨經濟重啟，景氣預期回穩將有助於投資級債利差收斂；若疫情復燃，Fed買盤將減緩投資級債利差擴大壓力。宜以高評等且短天期為主。



資料來源: Bloomberg, 衰退期間為NBER定義。



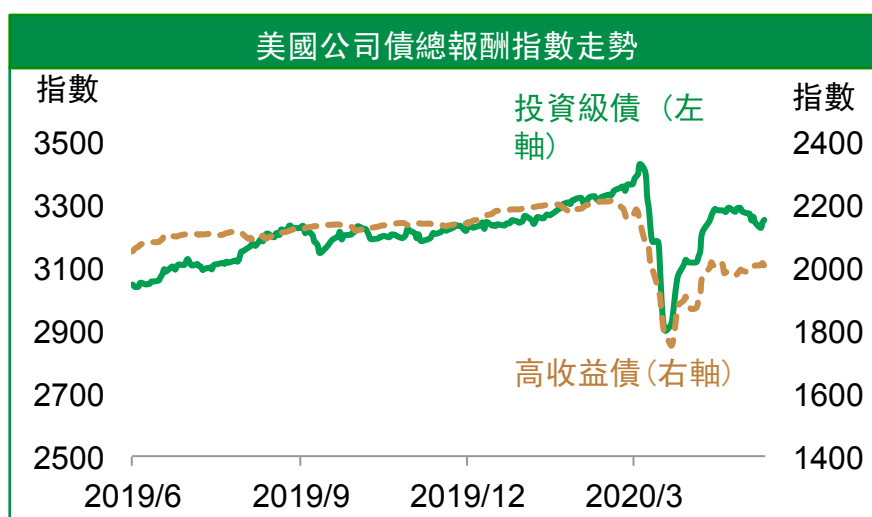
註：月資料，2013年1月至2020年4月，綠色區間為正負一倍標準差。  
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊估算。

## 信用債 三大信評加大信評檢視，負向觀察家數稍降

- ▶ 三月疫情全球爆發後，穆迪、惠譽、標普等三大信評公司加大企業信評檢視，當月公司債升降評家數為9:499，4月則為19:610。考量疫情下經濟復甦動能顯弱，產業經營難度上升，**預期企業降評動作持續**。
- ▶ 預計今年企業降評家數將較去年明顯增加，但5月情勢可望趨穩。原因在於，機構降評前通常會先列負向觀察 (negative review)，4月展望觀察家數已由上月的237降至62，預期首波降評潮暫告段落，**近月公司債價格於急跌急漲後，可望趨穩定**。

美國信用債信評變化家數				
4月動作	升等	降等	正向觀察	負向觀察
穆迪	3	213	1	20
標普	8	303	1	32
惠譽	8	94	無	10

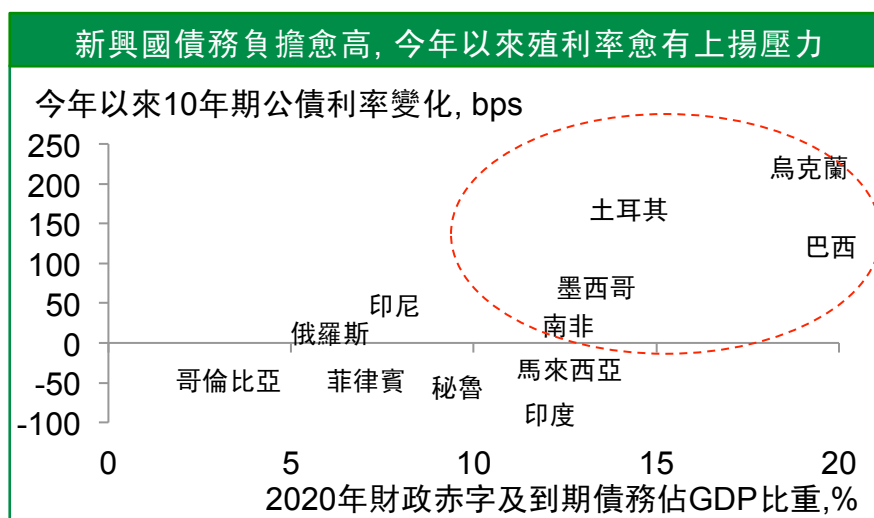
註：公司債包括投資級債及高收益債企業。  
資料來源：Bloomberg。



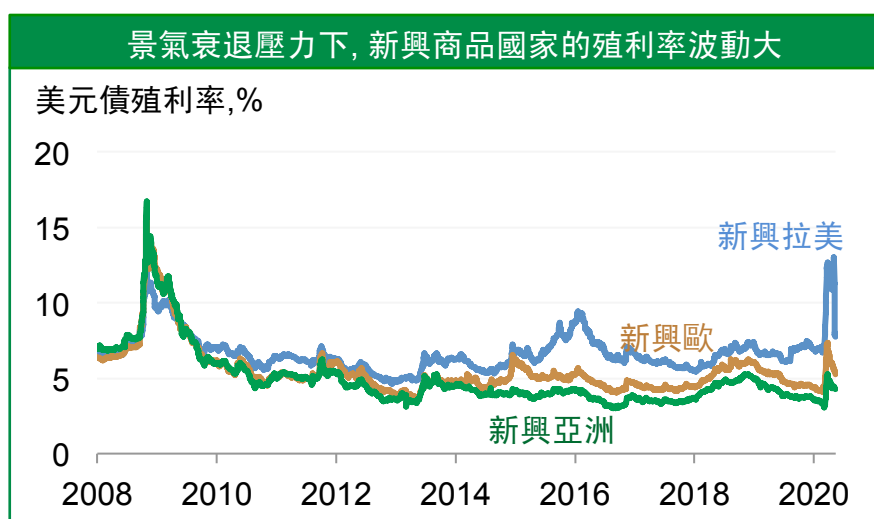
註：資料截至2020年5月14日。  
資料來源：Bloomberg。

## 新興債 衰退及債務負擔的兩難，利差擴大考驗新興國家融資能力

- ▶ 新興國家疫情未止，中國經濟成長仍弱，原油及商品需求下降，增添新興經濟衰退壓力。面對疫情重建及防疫，財政籌措推高債務負擔，考驗新興國家融資能力，加上新興匯率貶值！  
"恐加壓較差信評的新興債。"
- ▶ 面對景氣衰退及債務負擔的兩難，今年以來新興主權債殖利率上升壓力增加，並以赤字及債務比較高的國家尤甚。加上匯率貶值及資金外流風險，宜低配以控管價格波動壓力。



資料來源: Bloomberg, IMF, 國泰世華銀行投研團隊。



資料來源: Bloomberg。



## 英鎊 貿易談判及QE討論，將削弱短線匯率

- ▶ 上週英央維持現行0.1%利率及2000億QE措施，其中有2位官員投票加碼1000億購債。考量現行QE或於7月達標，若屆時疫情及經濟活動未見回穩，若促央行加大寬鬆，**不排除8月會議將有動作，此前政策調整臆測料牽制短線英鎊強度。**
- ▶ 本週英歐兩國亦重啟貿易談判，疫情延宕過去一季進度，6月底前要有突破機率不高，政治擾動將衝擊匯率穩定，預計英鎊波動度將再次放大。兩因素交錯下，**短線匯率將偏弱呈現。**

英國央行經濟成長及通膨預估

項目	評估時間	2019	2020	2021	2022
<b>GDP</b>	<b>May-20</b>	<b>1.0</b>	<b>-14.0</b>	<b>15.0</b>	<b>3.0</b>
(%)	Jan-20	1.3	0.8	1.5	1.8
<b>CPI</b>	<b>May-20</b>	<b>1.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>2.0</b>
(%)	Jan-20	1.5	1.5	2.0	2.3

資料來源: BoE。

英鎊匯率及波動度\*



註: \*為一個月選擇權波動度。  
資料來源: Bloomberg。

## MAY 2020

18 Monday	19 Tuesday	20 Wednesday	21 Thursday	22 Friday
日本GDP 美國NAHB指數	日本工業生產 英國就業報告 德國ZEW調查 歐洲ZEW調查 美國新屋開工	英消費者物價 歐消費者物價 日本核心機械訂單	美國成屋銷售 美國領先指標	日消費者物價 德製造業PMI 歐製造業PMI

## 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