



# 一週市場展望

**新冠病毒：**病毒擴散引起市場恐慌，增添股市再下跌壓力。觀察中國以外地區的新增確診病例增速若放緩，將為短線操作契機。

**公債利率：**疫情對經濟衝擊漸顯，市場預期聯準會今年降息機率攀升。考量美長債利率似過度反應“降息幅度”，短線可獲利了結，待利率反彈再回補。

**中國復工：**中國每日發電耗煤量自低點緩步回升，沿海城市已漸恢復交通，中國復工進度可望逐漸提高，陸股為短線機會操作市場。

## 股市

武漢疫情外溢效果衝擊，增添全球景氣放緩疑慮，股市波動加大。中國逐漸復工並加強貨幣與財政政策力度，有助提振市場信心，**待中國以外地區疫情擴散速度放緩，為後續提供短期機會投資操作契機。**

## 債市

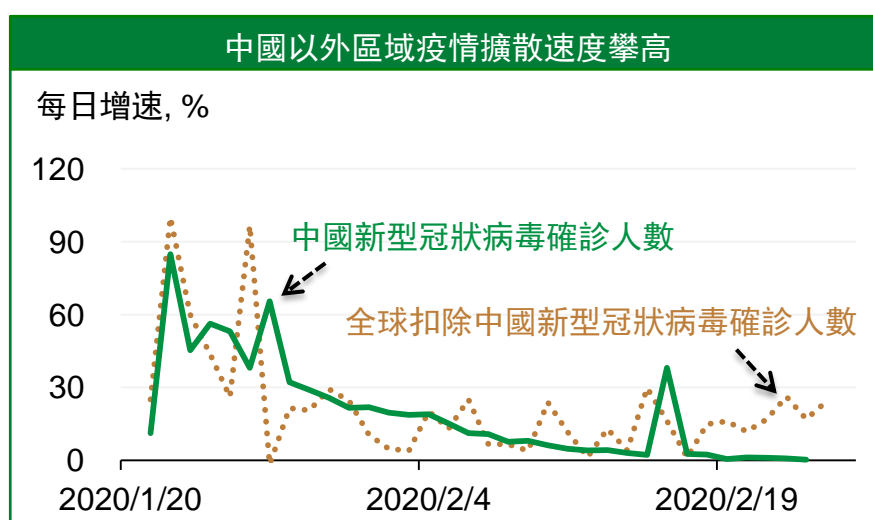
市場關注新冠肺炎疫情發展，及中國復工程度對全球供應鏈的影響，短線**可趁美10年公債殖利率仍處低位，部分獲利了結。**景氣面偏弱，**預期今年信用債違約率上升**，較差信評高收債及新興債利差擴大壓力愈明顯。

## 匯市

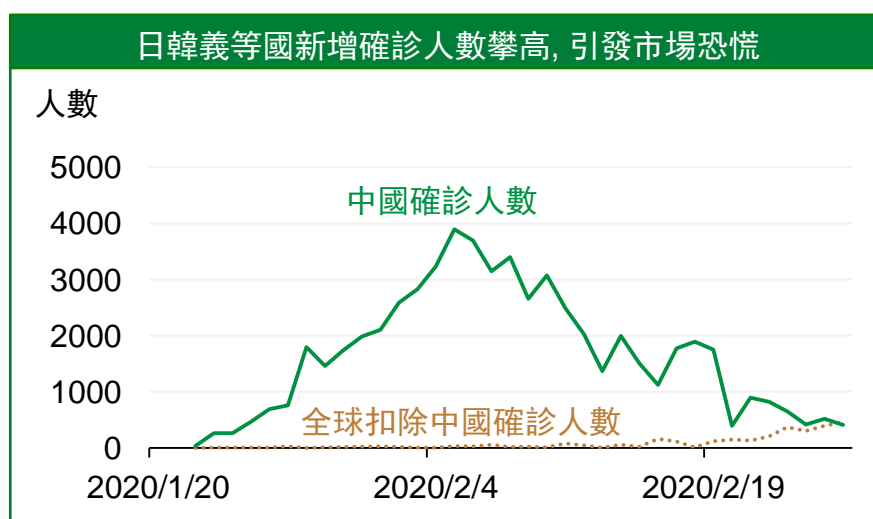
義大利疫情急遽升溫，將使美歐經濟強弱分化，支撐**短線偏強美元**。預期商品貨幣近期存在貶值風險，如南非幣與澳幣。

## 中國以外地區疫情擴散風險升溫

- ▶ 日本、南韓、義大利及伊朗等國家疫情惡化，新型冠狀病毒確診人數急遽上揚，**武漢疫情向外擴散風險上升，造成市場避險情緒升溫，全球股市重挫、金價急彈。**
- ▶ 日韓等國疫情仍未受控，將增添全球景氣放緩壓力。目前義大利部份城市已進入管制，南韓亦開始加強防堵疫情。若後續**中國以外地區每日確診病例增速下滑至個位數成長，可視為股市短線操作契機的進場訊號。**



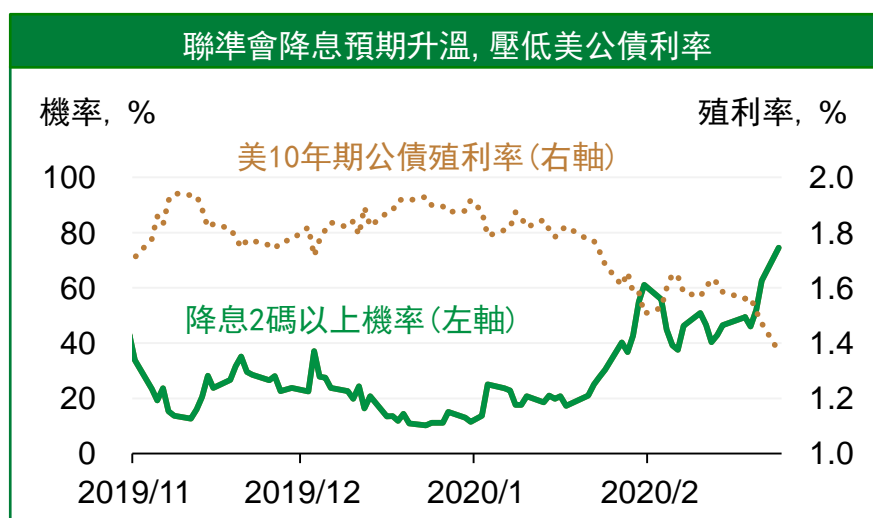
資料來源: WHO, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。



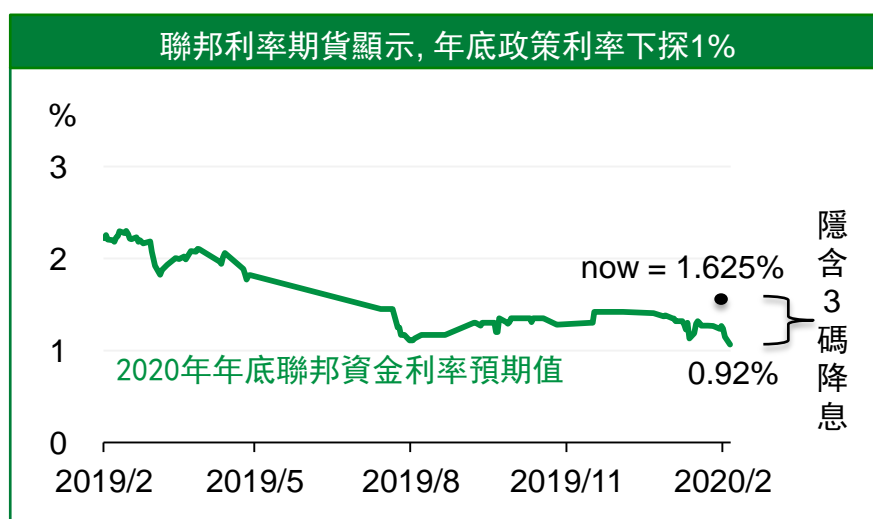
資料來源: WHO, Bloomberg。

## 疫情加重景氣壓力，提高聯準會今年降息預期

- ▶ 武漢疫情對全球經濟負面衝擊漸顯，IMF日前已下修全球經濟成長率。美國同難倖免，該國2月Markit製造業、服務業PMI同步下滑。日韓及歐洲相繼淪陷，更增添經濟下修風險。
- ▶ 為緩解武漢疫情對經濟的衝擊，市場預期聯準會今年降息2碼以上機率攀至7成。**投資策略上，短線可先部分獲利了結，待利率回彈後再行回補。**



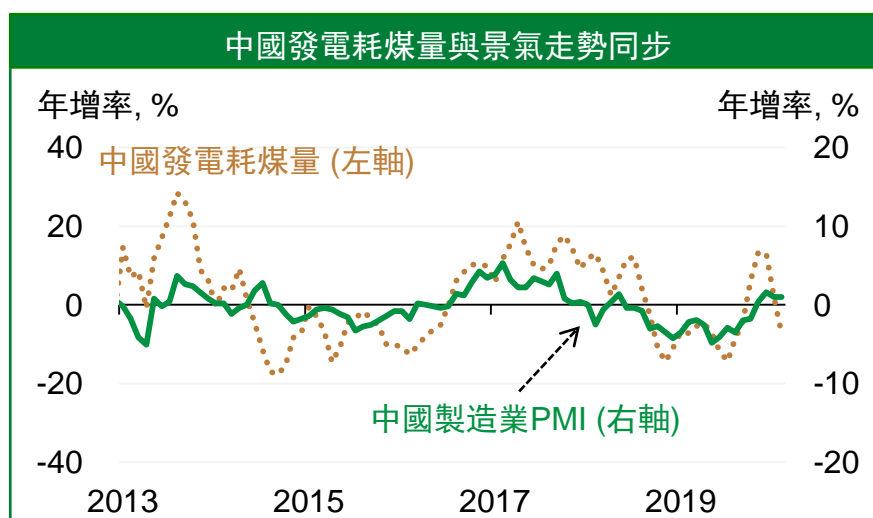
資料來源: CME, Bloomberg。



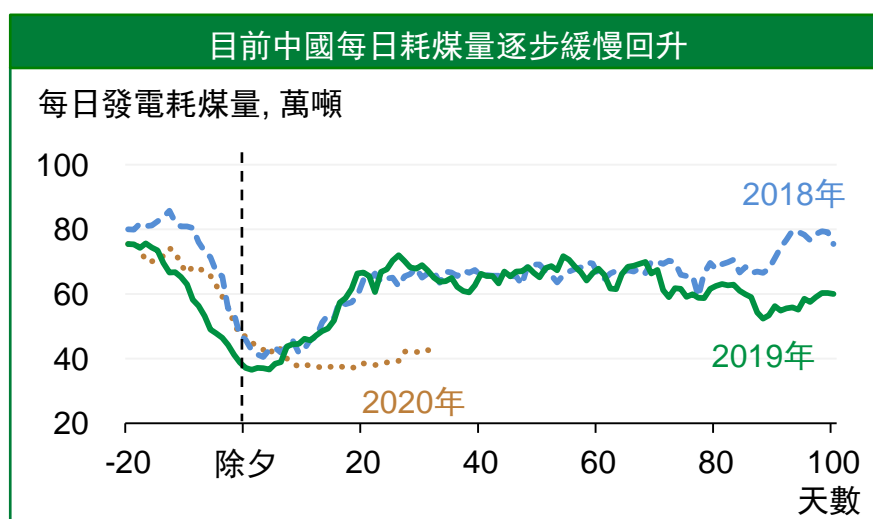
資料來源: CME, Bloomberg。

## 隨中國逐漸復工，將有助於提振市場信心

- ▶ 觀察中國製造業景氣與發電耗煤量走勢，兩者具高度正相關。此次武漢疫情爆發，加上封城等防疫措施，經濟停擺衝擊製造業及民眾消費力道，發電耗煤量大幅下滑。
- ▶ 中國每日發電耗煤量自低點37萬噸，緩步回升至每日42萬噸左右水準，目前沿海城市已逐步恢復交通，中國復工進度可望逐漸上升，將提振投資人信心。近期中國**官方除調降企業及房貸貸款利率基準，同時宣布3500億人民幣專項貸款額度，協助企業度過難關，並減免今年3-5月個人增值稅，利多政策加持及復工漸進，有助陸股後續表現，為短線機會操作市場。**



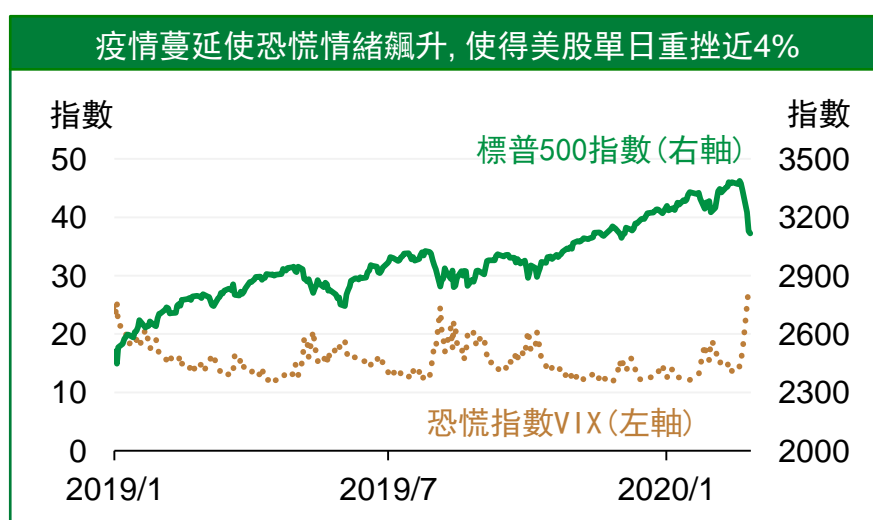
註：發電耗煤量採3個月均值估算；兩者相關係數0.6。  
資料來源：Wind, 投資研究團隊整理。



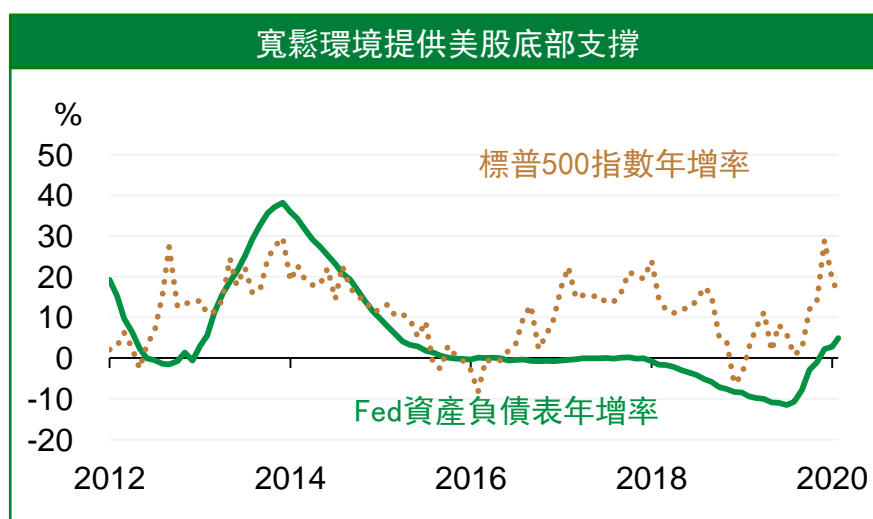
資料來源：Wind。

## 美國 市場波動加大，聯準會可能持續擴大資產負債表

- ▶ 武漢疫情擴散跡象，日韓單日新增病例達百人，市場擔心全球經濟衝擊，恐慌指數VIX一週上漲92%至27.6，美股一週重挫逾8%。考量中國以外，確診人數仍有上升的可能，短線仍不宜躁進。
- ▶ 美股若持續走弱，不排除聯準會將進一步寬鬆，當**中國境外疫情見放緩跡象，將創造美股反彈空間，可伺機而動。**



資料來源: CME, Bloomberg。



註: 月資料。  
資料來源: Bloomberg。

## 歐洲 義大利疫情擴散，進一步拖累基本面表現

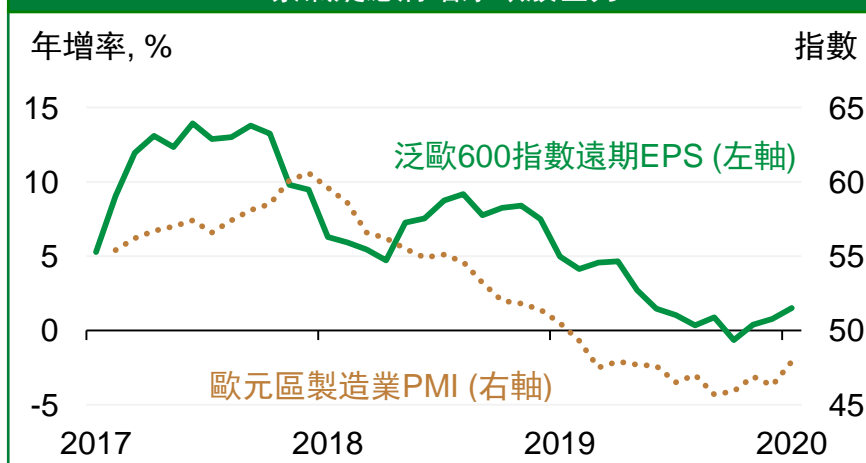
- ▶ 義大利新冠病毒感染人數持續擴增，確診人數已突破300人，官方宣布將部份城市及重要交通管道封閉，以避疫情失控。
- ▶ 由於義大利GDP占歐元區權重為15%，目前7個主要地區進入疫情管制，包含金融與工業重鎮區域，加上義大利疫情恐向鄰近國家擴散，加重歐洲經濟放緩壓力，後續企業獲利恐隨PMI而再次轉弱。**在此之下，保守看待歐股表現。**

義大利疫情升溫，管制區域對GDP影響逾半

單位: %	GDP*	就業人口*
倫巴第 (米蘭)	22	17
威尼托 (威尼斯)	9	8
艾米利亞雷焦	9	8
皮埃蒙特	8	7
利古里亞	3	2
特倫蒂諾	3	2
弗里烏爾-威尼西亞-朱利亞	2	2
加總	56	47

註: \*為占義大利國家GDP及勞動市場比重。  
資料來源: GS。

景氣疑慮將增添歐股壓力

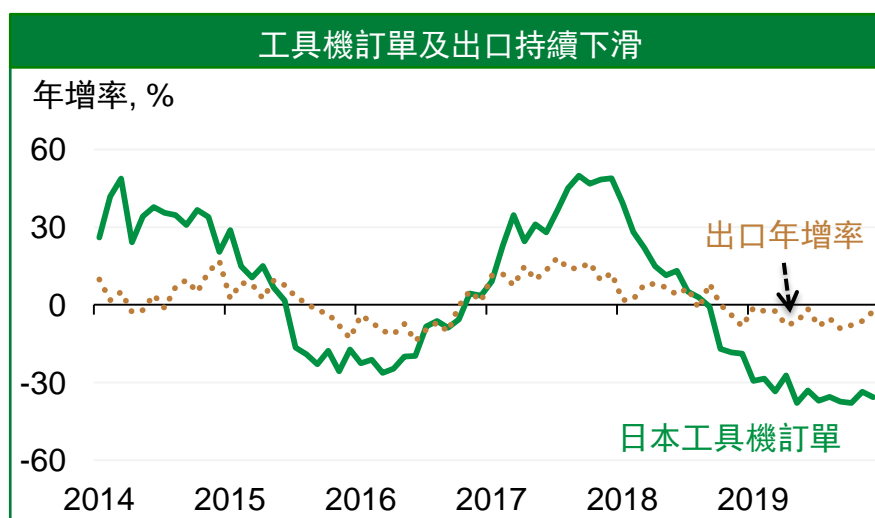


註: 兩者相關係數0.8。  
資料來源: Bloomberg。

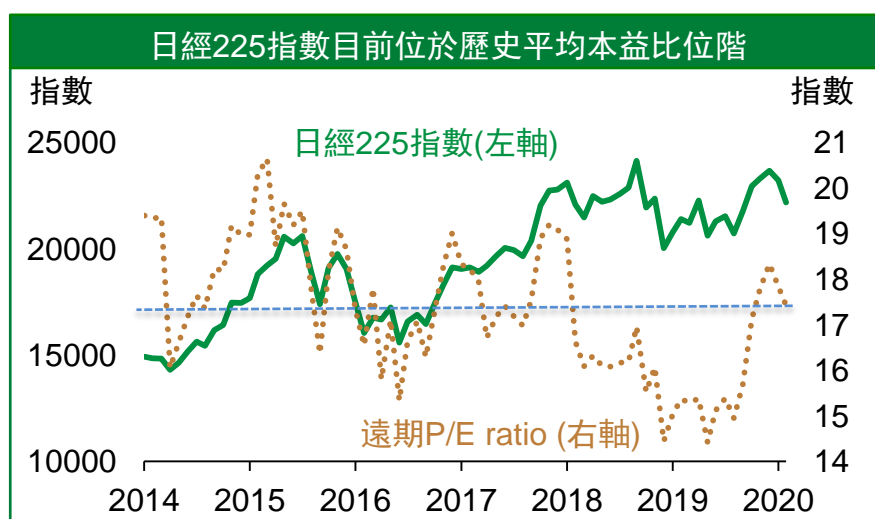


## 日本 出口及工具機訂單持續下滑，受武漢疫情衝擊景氣承壓

- ▶ 日本1月份出口年增率-2.6%，連續第14個月下滑，出口至中國亦呈現弱勢，截至2月25日為止，日本境內出現147例武漢病毒確診病例，將間接影響其他國家旅客到訪意願。
- ▶ 1月份工具機訂單-35%，依然呈現雙位數下滑態勢，預計2月份將持續衝擊製造業供應鏈，疫情及景氣放緩疑慮，將增添日股修正壓力、波動加大。



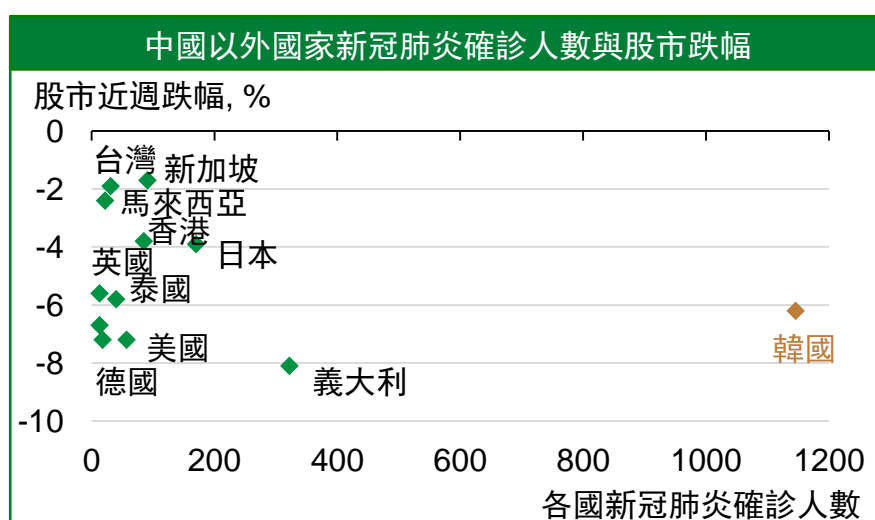
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

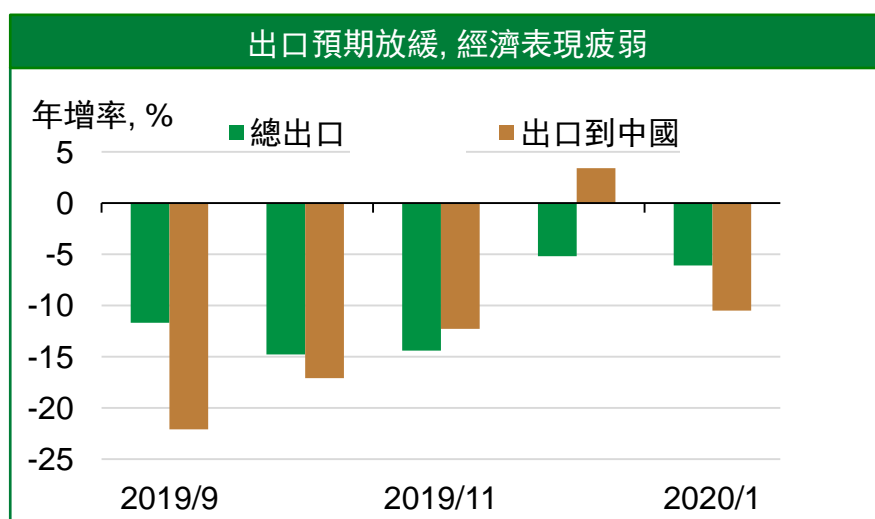
## 韓國 疫情爆發股價重挫，出口預期放緩將拖累經濟偏弱

- ▶ 新冠肺炎疫情在其他國家擴大惡化跡象，韓國為中國以外第二大重災區。封城與停工狀況短期難解，對相關電子供應鏈出貨造成拖累，在疫情未得到有效控制前，預期股市仍將震盪偏弱表現。
- ▶ 中國經濟活動停擺，直接衝擊韓國貿易與觀光產業。韓國央行本週利率維持1.25%，但擴大5兆韓元特別貸款計畫的流動性支應，並下調全年經濟成長率由2.3%至2.1%。韓元年迄今貶值近5%，整體經濟表現疲弱，股市短期反彈後仍將走弱。



註: 資料期間為2020/2/17-2/25, 美國始自2/18。

資料來源: Bloomberg、WHO。

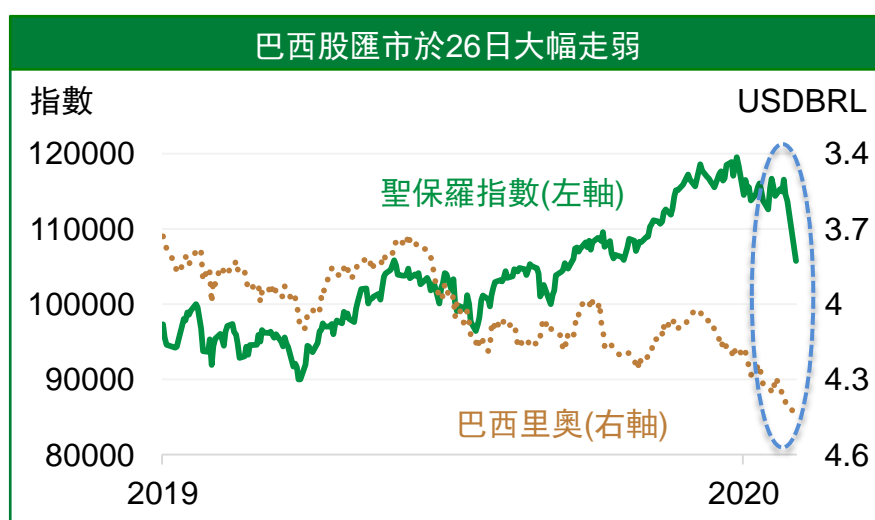


資料來源: Bloomberg。

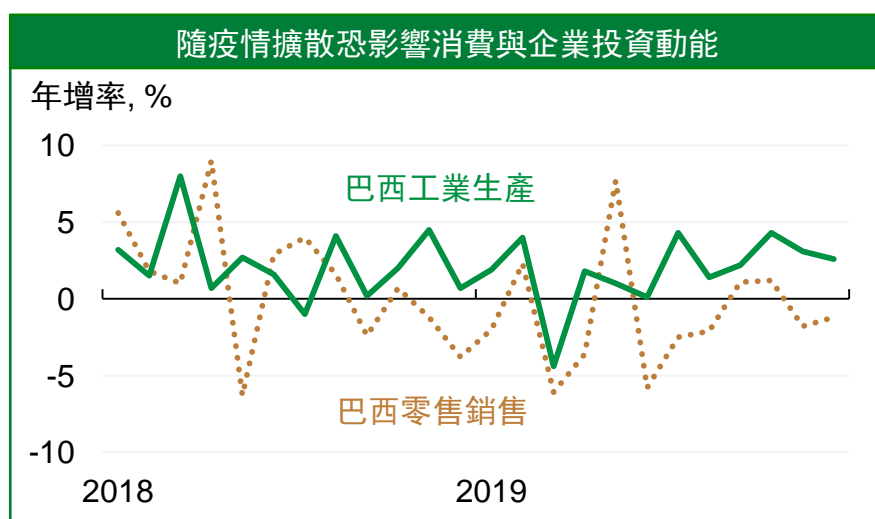


## 巴西 首例確診將使經濟復甦雪上加霜

- ▶ 巴西股市於2月26日大跌7%，巴西里奧貶至歷史新低。原因如下：1)金融市場因狂歡節休市兩日，國際緊繃氛圍累積釋放。2)今年來經濟復甦未如預期。3)新冠病毒首例確診，尚有22名疑似病例。
- ▶ 本週巴西狂歡節，人潮聚集恐加速病毒散播，加上目前無大規模防疫措施，預期短期內疫情升溫。疫情若擴散將影響消費與企業投資動能，加上中國需求減弱使原物料偏下，原先逐漸回升的經濟成長將進一步放緩。短期股匯隨疫情持續震盪偏弱，不宜進場承接。



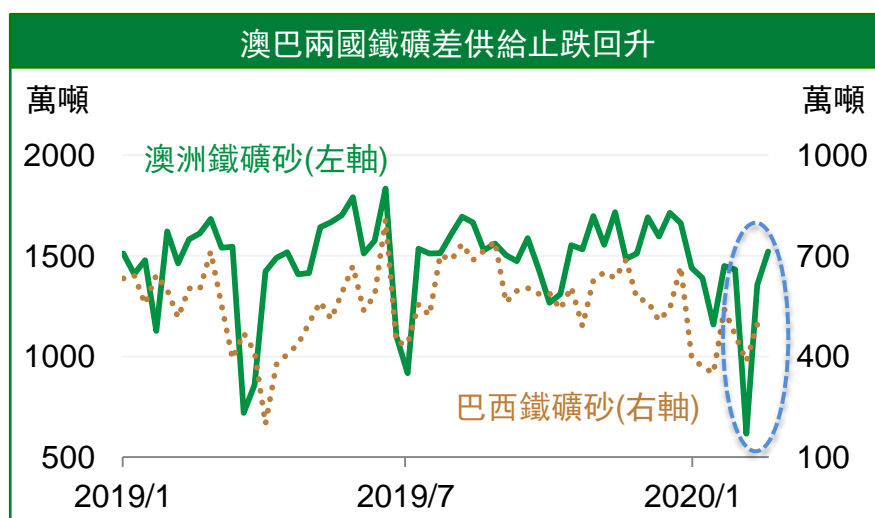
資料來源: Bloomberg。



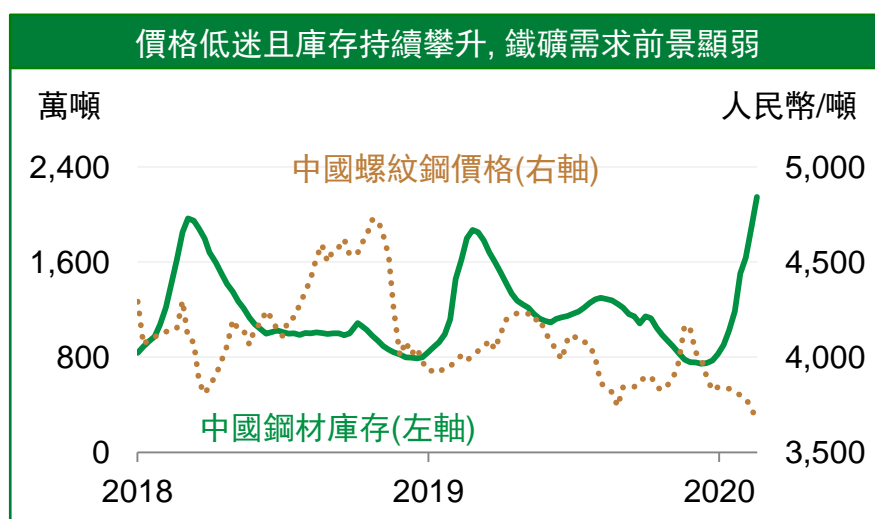
資料來源: Bloomberg。

## 原物料 供給疑慮漸除，實體需求仍疲，鐵礦價格負向看待

- ▶ 隨中國刺激政策接續出爐，中國LPR (企業貸款基準利率) 如預期下調，加上月初澳、巴兩國供貨吃緊，鐵礦砂價格回彈力度甚強，大連交易所價格一度突破1月疫情前高位。然，兩國氣候狀況改善，**鐵礦出口數據連兩週止跌回升，供給疑慮漸除。**
- ▶ 消費端持續表現不佳，螺紋鋼價格持續走弱，鋼材庫存向上攀升，反映實體需求仍未回穩，鐵礦消費仍須仰賴復工狀態。**後市行情顯弱之下，資金與政策期盼恐難支撐高位礦價，鐵礦走勢偏空看待。**



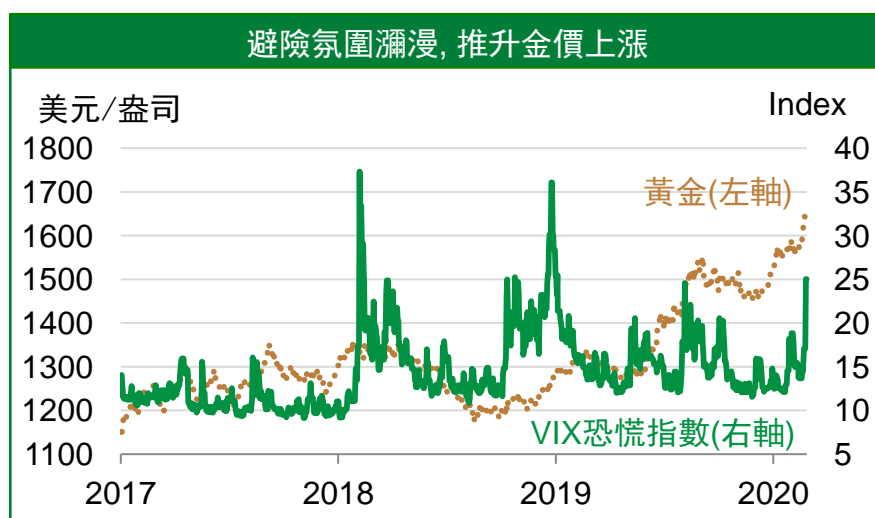
資料來源: Bloomberg。



資料來源: Wind。

## 黃金 金價已反應美降息預期，美股再挫為進一步上漲動能

- ▶ 新冠肺炎疫情在全球蔓延，並擴及歐美地區，美企業生產線供貨疑慮，添企業獲利和股市修正壓力。資金再度湧往避險性資產，美國10年期公債利率跌至1.4%下方，VIX指數大漲，黃金續創7年新高，逢高獲利了結賣壓漸增。
- ▶ 目前利率期貨顯示年底政策利率約為1.1%，反應美聯準會可能降息2-3碼預期，金價高位已多反應，投資人可部份獲利了結。若未來美股持續大跌，再度壓低公債利率表現，金價才有進一步上漲動能。



資料來源: Bloomberg。

金價已反應利率期貨降息2-3碼的預期

		美10年公債利率 (%)					
		1	1.1	1.3	1.5	1.8	2
美元指數	94	1721	1692	1632	1573	1484	1425
	96	1703	1673	1614	1555	1466	1406
	98	1684	1655 now	1595	1536	1447	1388
	100	1666	1636	1577	1517	1428	1369

註: 2000年1月迄今資料;  $GOLD = 2794.4 - 294.7 * US10Y \text{ rate} - 9.41 * Dollar$ ,  $R\text{-sq}=0.8$ 。資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊預估。

## 債券 預期今年信用債違約率上升，以高評等債券控管風險

- ▶ 2019年全球高收債違約率3%，投資級債違約率僅0.1%，整體公司債違約率1.5%。根據Moody's信評預估，今年高收債違約率將微幅上升至3.3%。今年全球景氣趨緩成長，又有疫情蔓延衝擊產業供應鏈及消費下滑，未來一到兩季經濟仍有負面影響，預期較差債券利差可能擴大，**整體高收債違約率將微幅上升，其中歐洲企業債信偏弱。**
- ▶ **企業降評家數增加趨勢，高收益債信用惡化愈顯，整體仍以投資級債較優穩。考量近期美長債利率似過度反應“降息幅度”，短線投資級債可獲利了結，待利率反彈再行回補。**

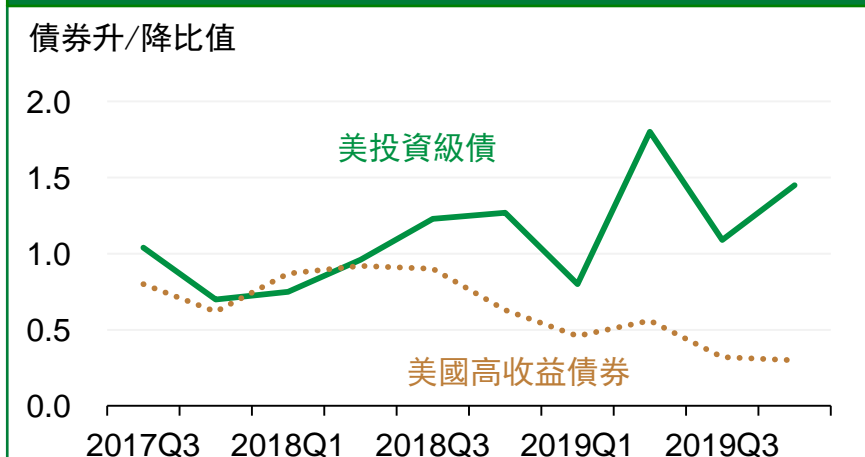
2020年預期高收債違約率微升，歐洲企業較有壓力

高收債違約率%	全球	美國	歐洲
2019年違約率	3.0	4.2	1.5
2020年違約率(估)	3.3	3.5	3.3
2020年最差情境	15.1	15.7	15.9
歷史平均	4.1	4.6	3.2

註：預估違約率為美國失業率3.8%及利差上揚140bps的假設估算；最差情境美國失業率7.4%及利差上揚630bps假設估算。

資料來源：Moody's Investor Service。

愈差信評債券，信用風險愈有惡化趨勢

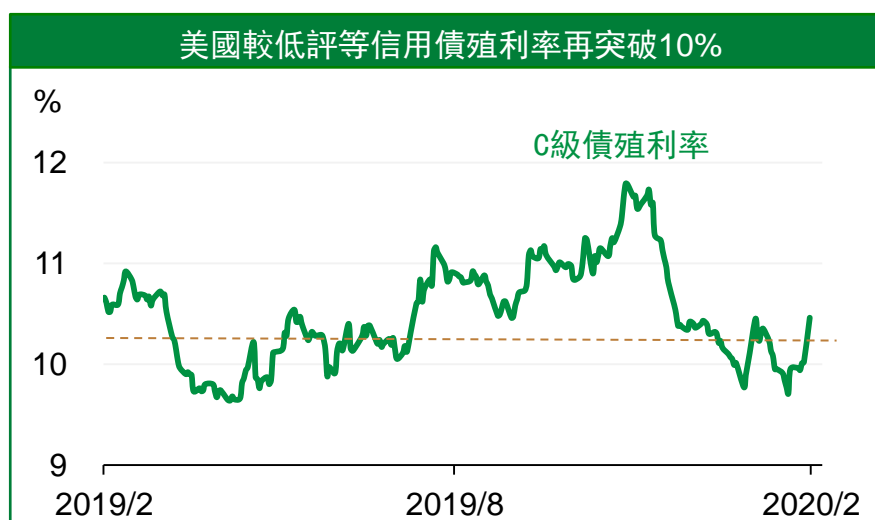


註：升降比為債券信評調升家數/債券信評調降家數。

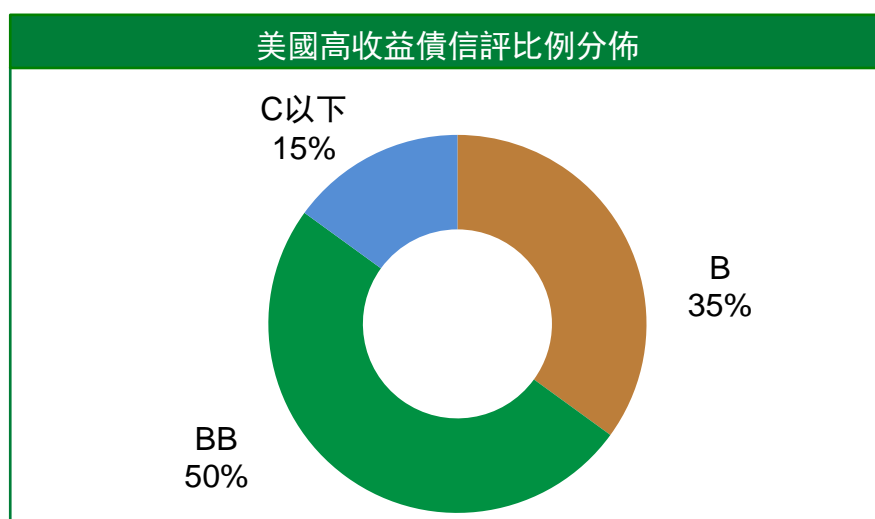
資料來源：Bloomberg。

## 高收債 利差擴大及降評趨勢愈顯，限縮表現空間

- ▶ 近期反應股市震盪和油價受疫情影響回落，高收益債C級信評殖利率突破10%關卡，由於今年以來C級債券領漲整體高收益債，**預期疫情衝擊恐增加市場風險趨避，壓抑高收債表現空間。**
- ▶ 惠譽與標普兩大機構將卡夫亨氏的信評自BBB-降評至BB+，為近15年來規模最大的墮落天使，更是第三大的債券發行企業，整體市場規模擴大至290億美元。**觀察高收益債信評分佈，BB級占50%，短期供給驟增及風險趨避氛圍影響，將不利高收債報酬表現。**



資料來源: Bloomberg。

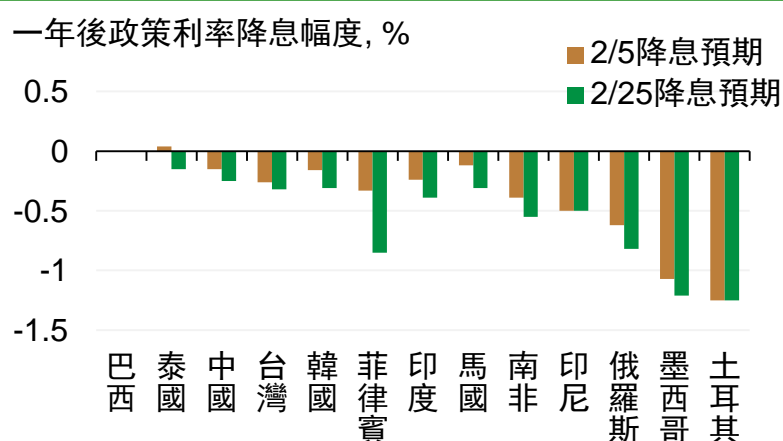


資料來源: Bloomberg。

## 新興債 偏強美元及股市波動，當地貨幣債壓力顯重

- ▶ 面對中國武漢肺炎疫情蔓延危機、全球經濟偏弱壓力，市場避險驅動美元偏強。新興國家央行寬鬆預期，意圖增強**降息政策刺激效度**，但較低利率亦將驅使貨幣偏貶，**risk-off**將使資金外流顯壓。
- ▶ 觀察美元偏強、股市震盪加劇，**反應新興經濟動能疲態及匯率風險**，市場風險趨避使新興債波動加大，今年來**巴西里奧貶幅達10%**，新興債利差亦有揚升壓力，**選擇宜以新興美元債高信評為主，控管波動及違約風險。**

疫情影響經濟下滑風險，新興央行降息預期引導利率向下



資料來源: Bloomberg, 政策利率期貨預估。

市場風險趨避，新興債波動顯壓

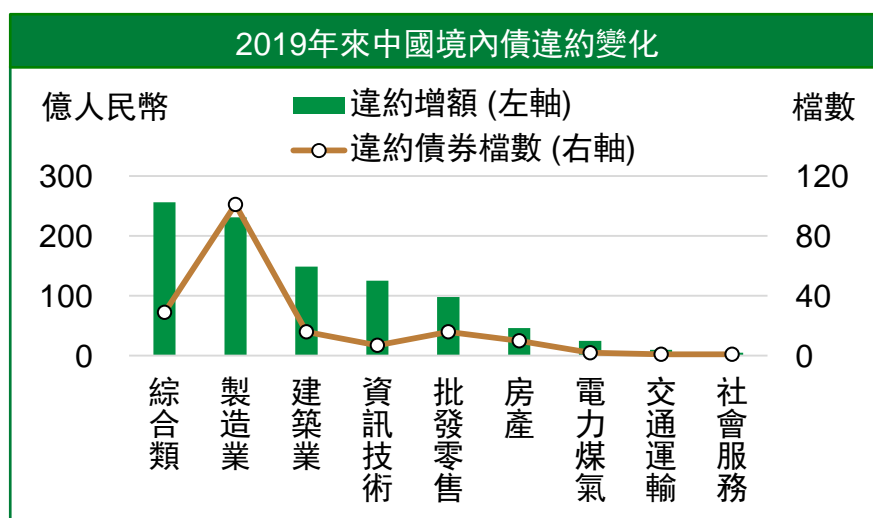


資料來源: Bloomberg。

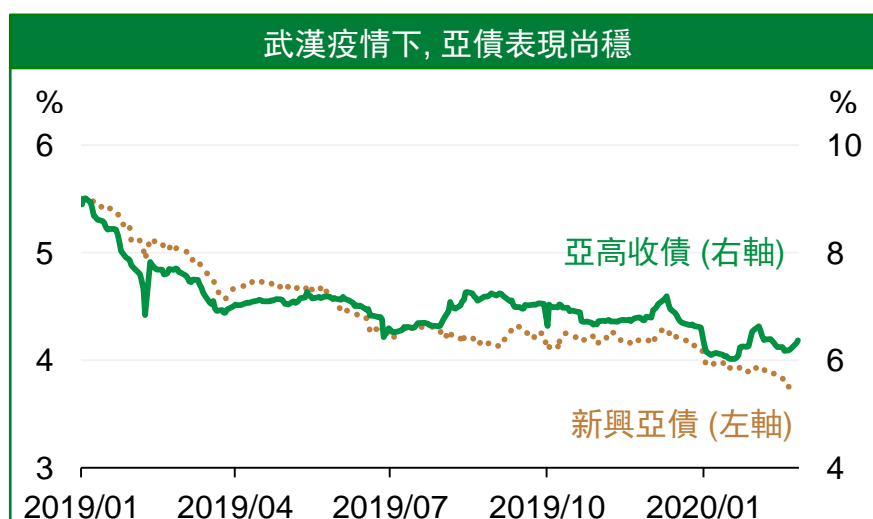


## 中國債 官方推專項貸款，緩減陸企債務壓力

- ▶ 今年來中國境內債違約金額164.5億人民幣，其中6檔債券為北大方正，規模總額為105億人民幣，其次為食品加工西王集團，違約規模為30億人民幣。
- ▶ 此次疫情受到封城與生產斷鏈影響，製造業與批發零售壓力倍增，中國官方因應疫情對企業的衝擊，推3000億人民幣專項貸款，利率0.5-0.75%，預期上半年違約風險仍屬可控範圍。亞高收債利率一度攀升逾6%，在中國寬鬆貨幣政策及減免稅務政策下，研判利率尚不至於大幅攀升，亞債持有者可續抱。



資料來源: Wind。



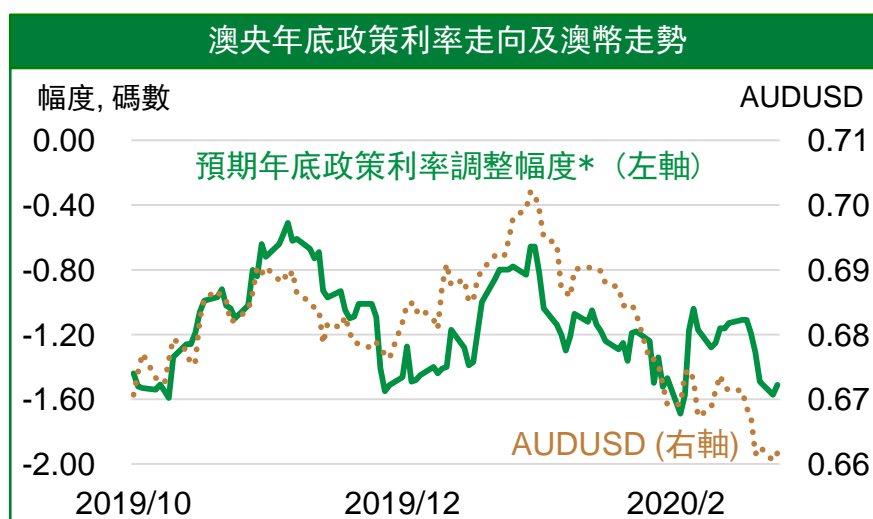
資料來源: Bloomberg。

## 澳幣 景氣風險加大市場寬鬆臆測，短線匯率承壓

- ▶ 近期澳幣跌至11年低點，反應國內野火及武漢疫情下澳央恐被迫擴大寬鬆之擔憂。而作為政策指標的失業率於1月意外躍升，亦增加短線澳央政策難度，若**下週利率會議態度轉鴿，將加重短線匯壓，使AUDUSD進一步走貶**。
- ▶ 預計澳央最快於5月有降息一碼可能，在中國經濟可望在官方政策支撐下保五，減緩澳洲景氣風險，**今年澳洲降息超過一碼機率可控**。在此之下，**隨2Q疫情影響淡化，澳幣可望反彈，提供長線AUDTWD止穩回升契機**。



資料來源: Bloomberg。



註: \*為與目前0.75%政策利率相比之差距; 正值表示升息, 負值表降息。

資料來源: Bloomberg。

## MARCH 2020

2	3	4	5	6
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
歐元區PMI 財新中國PMI ISM製造業指數 美國製造業PMI 日本製造業PMI	澳洲央行 日本消費信心 歐元區CPI/PPI	加拿大央行 美國ADP就業 歐元區零售銷售	美國初領失業 美國工廠訂單 美耐久財訂單	台灣PPI 美國貿易收支 美國就業報告

## 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牴觸之情事;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牴觸為由,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