

一週市場展望

疫情二次復燃：6月以來全球疫情新增確診及累積數創高，美國部分州已暫緩經濟重啟，**恐限縮景氣復甦，加大市場修正風險。**

港版國安法通過：美歐各國公開譴責，加大全球反中情緒，美中緊張衝突可能升溫，**貿易戰及科技戰延續，增加企業經營挑戰。**

新台幣強升：近月央行加大干預穩匯，**利差題材及資金流向支撐新台幣偏強。**

股市

全球經濟活動重啟，景氣自谷底改善，但**疫情二次復燃風險、龐大失業及社交距離將限縮復甦速度**。港版國安法通過，加大全球反中情緒，美中緊張衝突可能升溫，**增添市場震盪波動，股市修正可站買方，首選美股及科技股。**

債市

疫情二次蔓延及地緣政治風險升高，避險情緒有助公債及高評等債表現。各國央行低利率寬鬆及QE購債續行，**尋息需求支持高評級債券。**經濟成長偏緩加重國家及企業債務負擔，**新興債及高收債降評違約風險將使利差擴大。**

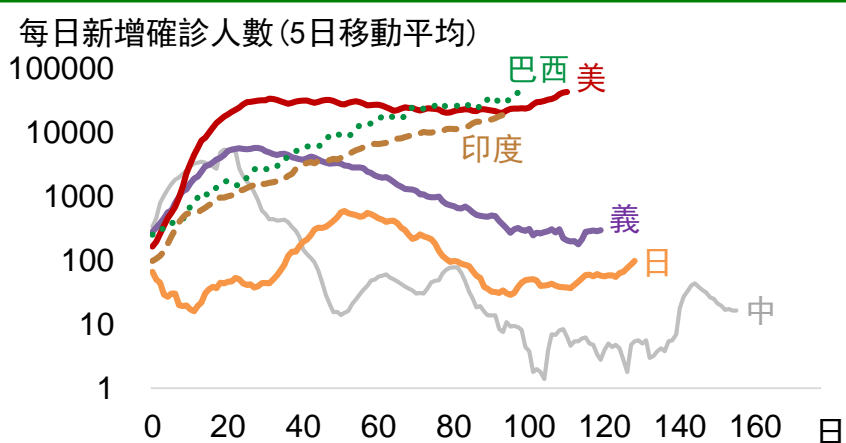
匯市

聯準會寬鬆政策及**英歐FTA談判不確定性交互拉鋸美元盤整。**中國人行政策偏寬，港版國安法加大中美緊張，有資金外流壓力，人民幣偏弱。

疫情二次復燃蔓延，增添市場震盪修正風險

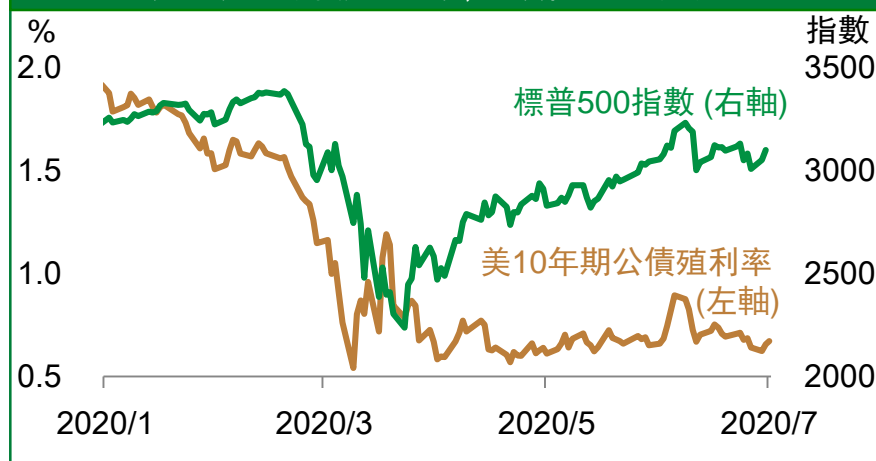
- ▶ 隨各國陸續解封復工，6月ISM製造業指數重回50上方，生產及消費需求漸回溫。6月以來**疫情二次復燃漸顯**，全球新增確診及累積數創高。**美加州、德州及佛州等至少12州暫緩經濟重啟計畫**，印度、巴西確診數續攀升，世界衛生組織(WHO)警告，解封過速下**疫情面對新危險階段，恐限縮景氣復甦，加大市場修正風險**。
- ▶ 各國已有抗疫經驗，及**疫苗藥物發展預期**，**研判疫情再次失控風險有限**。經濟重啟助漲股市，6月以來高檔震盪加劇，公債則持續受避險資金青睞。**面對3Q市場波動，投資策略考量風險控管下，以股債平衡配置為宜，修正可站買方，首選美股及科技股**。

美國疫情有二次復燃現象，新興國家巴西及印度疫情仍燒



註：取每日確認人數逾100人之日為0日。
資料來源：WHO, 更新至6月28日。

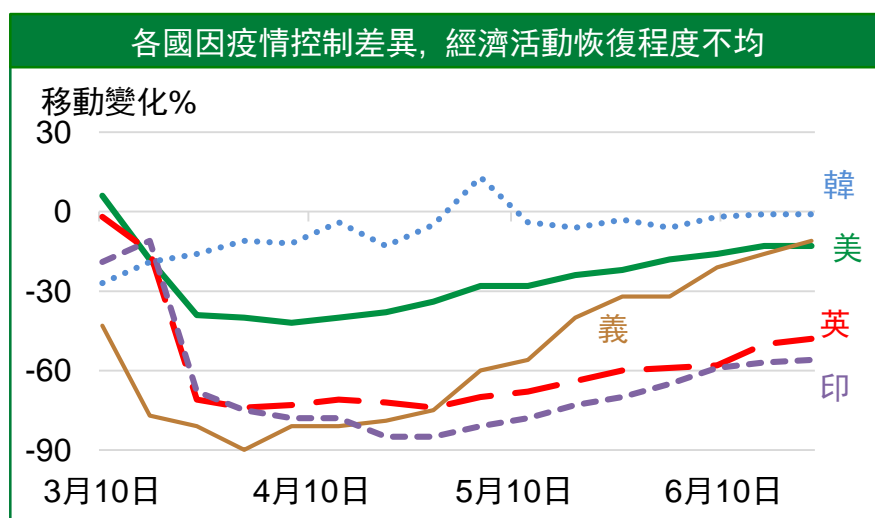
6月以來股市高檔震盪加劇，公債仍有避險需求支撐



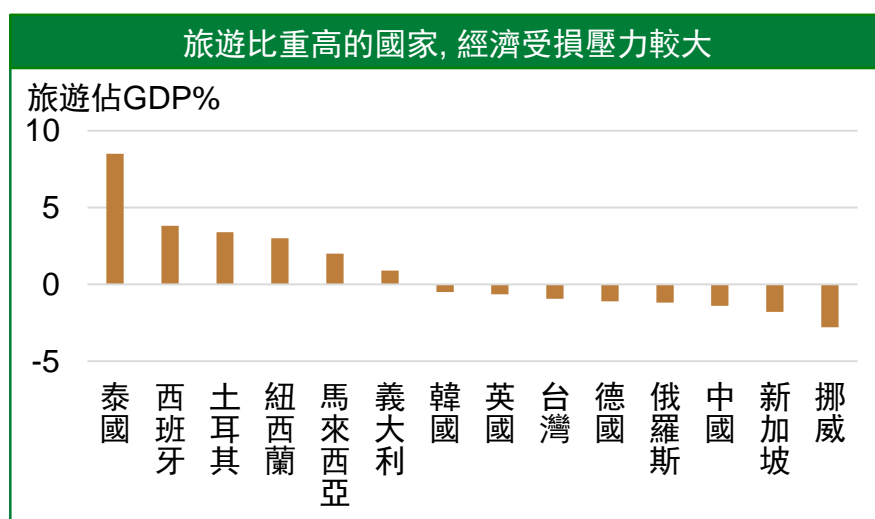
資料來源：Bloomberg。

景氣不均衡復甦，疫情發展與經濟組成使各國分歧

- ▶ 全球主要國家雖都已逐步解封、重新開放，使經濟自谷底回升，6月PMI及其他流動性、支出方面的高頻經濟數據持續反彈，但各國復甦狀況並不一致，包括義大利活動反彈較為迅速，英國、印度、巴西等因疫情未受控制而復原相當緩慢。
- ▶ **經濟體差異也影響復甦力道不同**。國際旅遊仍顯黯淡，世界旅行協會預估今年國際旅客數量將下滑53%，使**旅遊佔GDP比重高的國家**，如**泰國、西班牙、土耳其等國家**，經濟受到影響衝擊較有壓力。



註：Google行動數據，主要經濟體民眾在零售和娛樂場所人潮量。
資料來源：Google Mobility Reports。



註：經常帳旅遊佔GDP%。
資料來源：Refinitiv Datastream, HSBC。

中國通過港版國安法，中美政經衝突升溫

- ▶ 中國通過香港安全法，未來可以國家安全為由，執行逮捕及調查，並擴及境外人士適用。美歐公開譴責北京破壞香港民主及獨立性，美方重新評估對港政策，宣布暫停香港特殊出口地位、停止對港國防設備出口，及特定人員管制。此外，針對陸企受控政府嫌疑者，可能再封殺制裁，增加企業經營挑戰。
- ▶ 今年11月美國將進行總統大選，貿易戰、香港國安法及華為事件，都使全球反中情緒升溫。無論是民主黨或共和黨，對中國反感度來到歷史新高。**中美角力對抗將影響全球政經情勢及資金動向，增加市場震盪波動。**

2020年中美主要政經衝突及風險

政治面：香港戰、疫情戰、科技戰

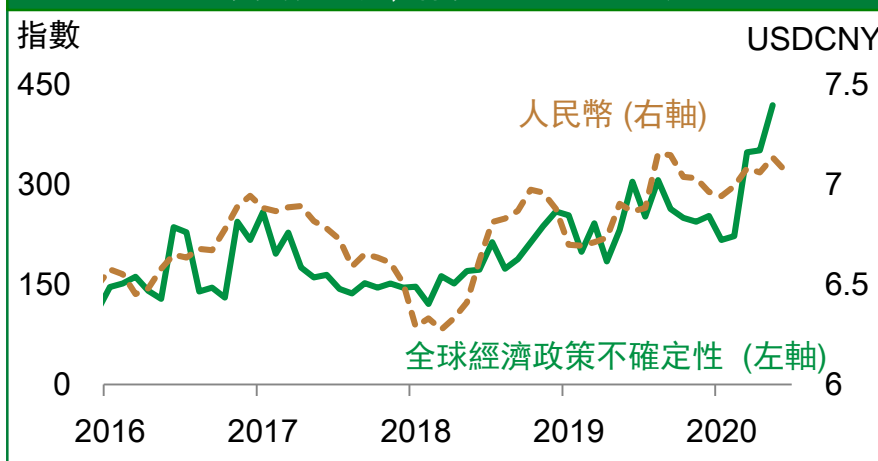
- (1) 中國通過香港國安法，美國通過新疆人權法，人權法治衝突加劇
- (2) 美歐譴責中國隱匿疫情，國際政治對立延續
- (3) 美以國家安全為由，封鎖華為、中興通訊，科技業成為角力戰場

經濟面：貿易戰

- (1) 貿易關稅衝突下，全球貿易量不易快速回升
- (2) 全球經貿不確定性升溫，企業將縮減投資，黑名單禁令可能加大
- (3) 貿易制裁及反中聲浪，中國經濟下修風險，全球供應鏈重新調整

資料來源：國泰世華銀行投研團隊。

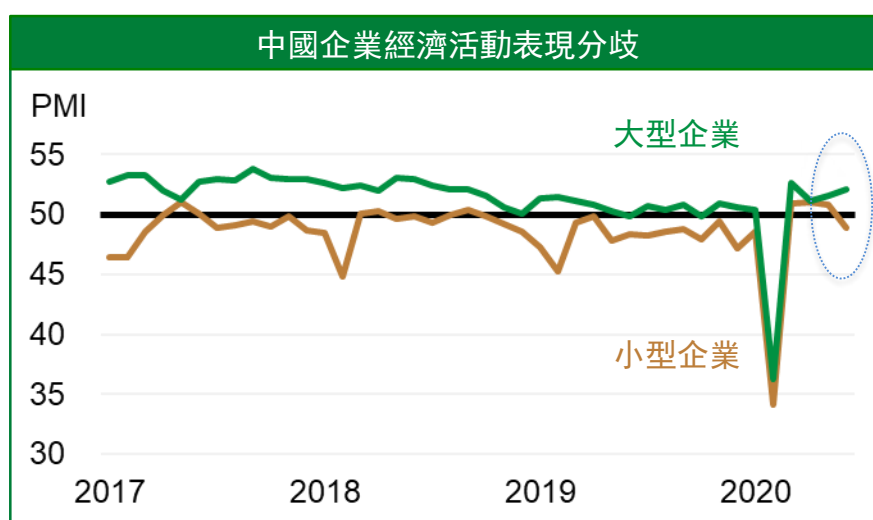
中美衝突升溫，增添人民幣貶值壓力



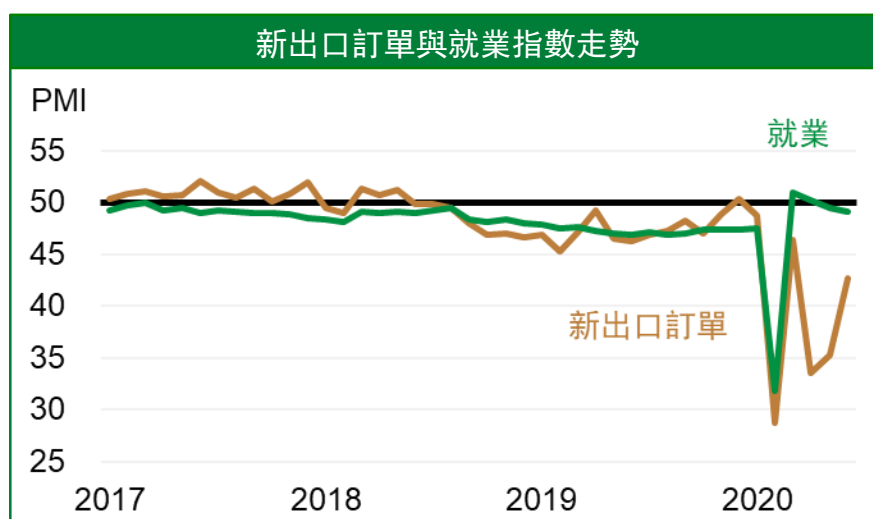
資料來源：Bloomberg。

中國 景氣回穩，但小微企業仍未走出困境

- ▶ 6月製造業PMI持續回穩，官方與Markit指數雙雙站穩於50榮枯線上方。新訂單指數上揚0.5%至51.4，自3月以來持續表現強勢，顯示中國解封後內部需求支撐經濟活動。規模來看，**大中型企業在各分項走勢向上，而小型企業下滑1.9%至50下方，營運狀況未見樂觀。**
- ▶ 新出口訂單自35.3上升至42.6，歐美復工提振出口表現，但疫情反覆恐壓抑後續改善速度。加上小型企業的前景保守，反映在就業指數連續兩個月下降，對招聘的態度維持謹慎，預期後續經濟回穩步伐將趨緩。



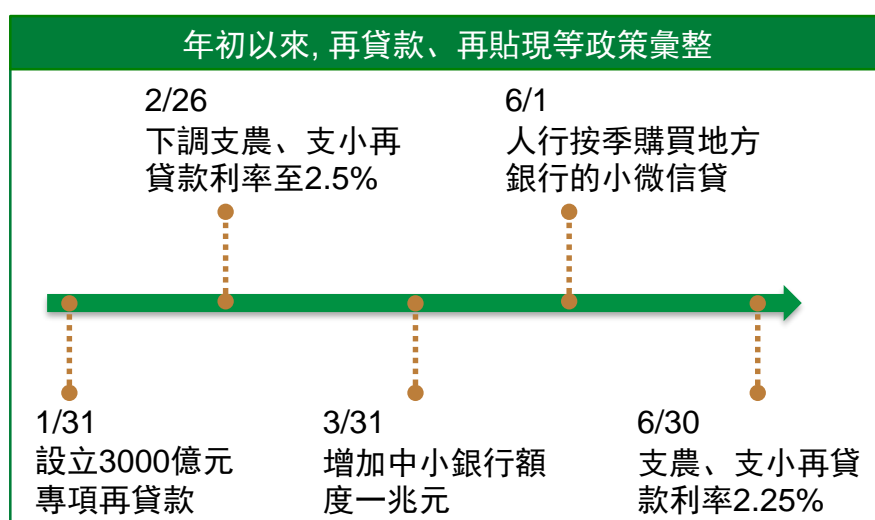
資料來源: Wind。



資料來源: Wind。

中國 人行定向降息支持小微企業，對債市直接影響有限

- ▶ 中國人行於7月1日調降利率，第一部分將支農與支小再貸款利率下調0.25%，並降低金融穩定再貸款利率0.5%。第二部分則是將再貼現利率調降0.25%至2%。**調降再貸款與再貼現利率的目的為提升傳導效率並直達目標，以協助小微企業減輕資金壓力，呼應6月PMI所呈現的大小企業分歧現象，小微企業營運上面臨更多壓力。**
- ▶ 本次調降利率，主要對應銀行負債資金成本小幅度下降，對於**債券市場利率直接影響有限。惟須留意小微企業營運是否進一步惡化，引發信用債違約事件。**



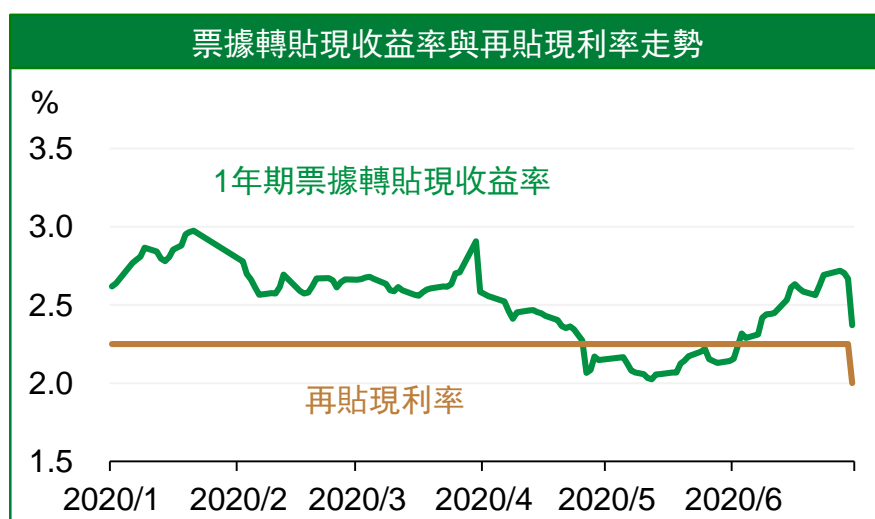
說明：

支農再貸款：針對農村金融機構的貨幣政策工具。

支小再貸款：針對小型城市商業銀行等地方金融機構的貨幣政策工具。

註：時間為2020年初至今。

資料來源：國泰世華銀行投資研究團隊整理。



資料來源：Wind。

美國 景氣谷底改善，金融股體質仍穩，半導體需求逐步回溫

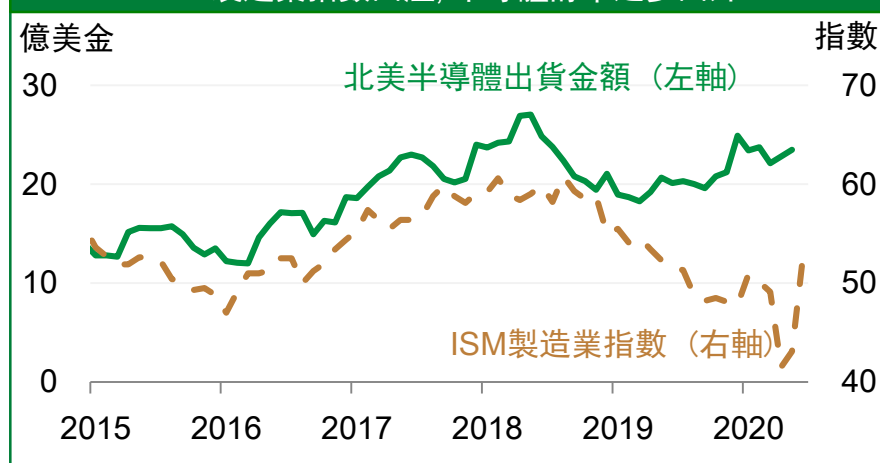
- ▶ 聯準會最新銀行壓力測試報告顯示，若經濟二次衰退，銀行可能面臨7000億美元的資本損失，因此，限制第三季股票回購，且股利發放金額須低於前4季淨利平均。但整體而言，**銀行業仍通過壓力測試，符合巴賽爾協定III的最低資本適足率要求，財務體質仍穩。**
- ▶ 景氣自谷底漸回溫，**6月份ISM製造業指數52.6回升至景氣榮枯線之上，結束連3個月萎縮，其中新訂單指數從31.8大幅回升至56.4**，但雇員及庫存指數仍弱。觀察記憶體大廠美光、IC設計商賽靈思均上調財測，**半導體訂單需求領先續強，有利景氣復甦穩健行進。**

不同復甦情境下，聯準會銀行壓力測試報告結果

普通股權益CET1			
	25 th	75 th	整體
2月測試	8	12.3	9.9
6月敏感性分析	(巴賽爾III標準4.5%)		
V型復甦	7.5	11.3	9.5
U型復甦	5.5	10.8	8.1
W型復甦	4.8	10.5	7.7

註：巴賽爾III協議規定，普通股權益比率CET1最低要求為4.5%，若加上資本緩衝，則須達7%。資料來源：Fed，共33家銀行納入測試。

ISM製造業指數回溫，半導體訂單逐步回升

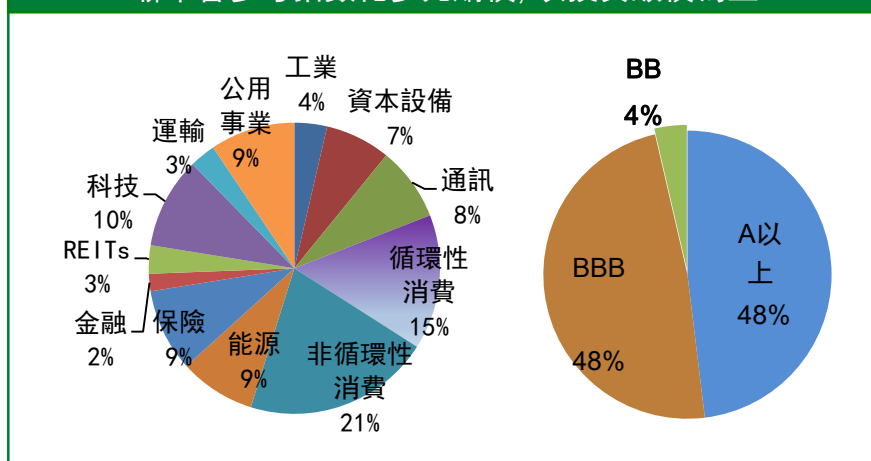


資料來源：Bloomberg。

債券 聯準會購債計畫啟動，強化銀行監理及風險承擔力

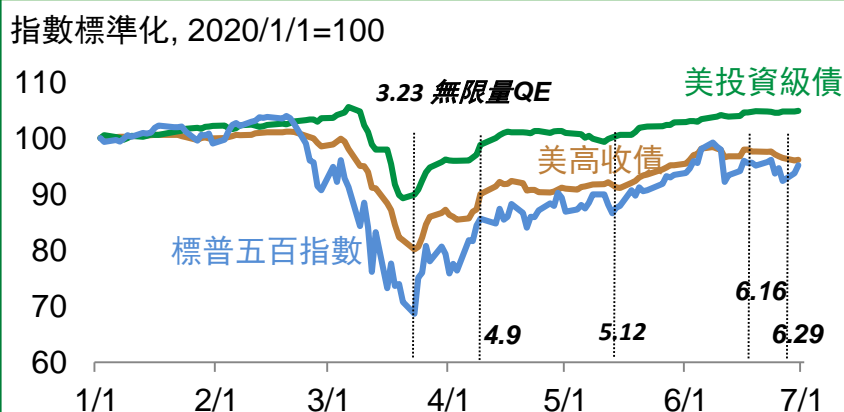
- ▶ 聯準會**6月29日宣布啟動初級市場企業信貸額度**，購債條件為3/22前保有BBB-信評，設定期限4年以下債券。相較債券ETF，**將更著重直接購買債券，支持金融流動性**，助於企業籌資暢通。**3月以來無限量QE提振市場信心，公司債發行量大增、投資債利差收窄最顯。**
- ▶ 為維持金融體系穩定，聯準會亦強化銀行監理機制：(1)最新銀行壓力測試整體資本適足率達7.7%(去年底為12%)，高於法定門檻4.5%，限制銀行**3Q執行庫藏股及發放股息**；(2)**放寬沃爾克規則，允許銀行投資部分風險基金**，取消部分衍生性商品保證金要求。政策將緩解銀行資本壓力、提高風險承擔力，資本結構穩健將有助支持金融債券。

聯準會參考指數化多元購債，以投資級債為主



資料來源: Fed, Bloomberg, 國泰世華銀行投研團隊整理。

聯準會QE購債全面啟動，有助投資級債利差收窄



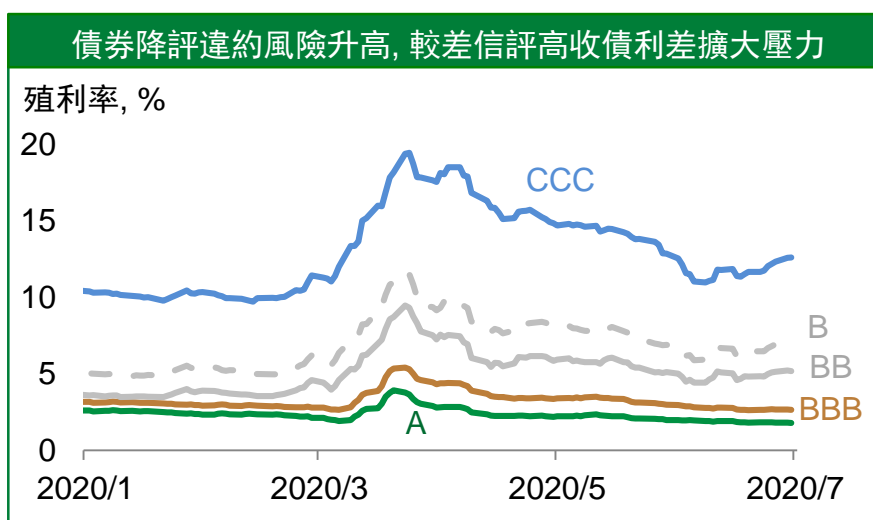
資料來源: Fed, Bloomberg。

Fed政策動作循序漸進

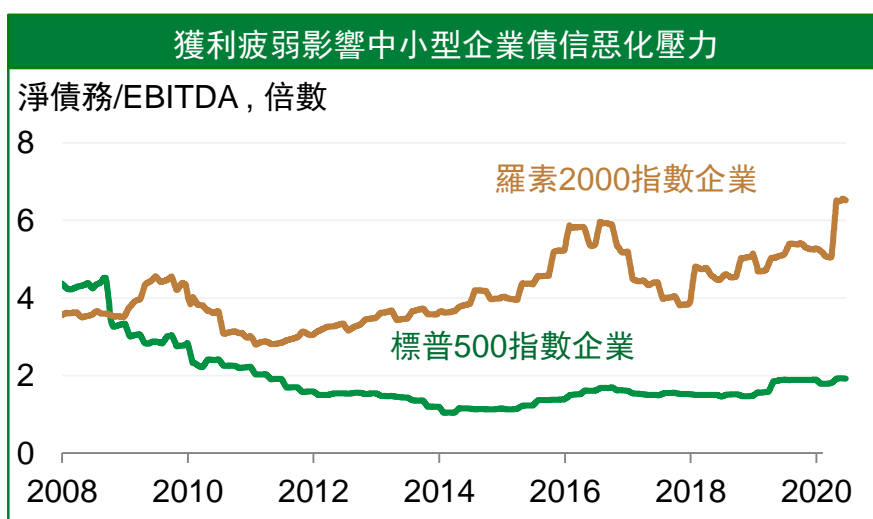
- 3.23 宣布無限量QE政策
- 4.9 說明債券ETF及墮落天使適用範圍
- 5.12 購買債券ETF
- 6.16 購買次級市場公司債
- 6.29 啟動初級市場公司債

信用債 獲利疲弱影響債信惡化, 較差信評的高收債利差擴大壓力

- ▶ 全球景氣由谷底漸好轉, 但腳步仍緩, 最快明年中才可能回復到今年1月的水準。**超過4成美企撤回財測, 反應景氣不確定性高, 獲利疲弱使得企業債務負擔增加、債信惡化趨勢。**能源及零售業破產家數增, 債券降評違約風險升高, **較差信評的高收債利差有擴大壓力。**
- ▶ **觀察調降信評的企業家數愈有增加趨勢, 景氣壓力下, 公司信用惡化愈顯, 整體仍以投資級債較優穩。**Fed信貸援助以投資級債為主, 僅有限度納入高收債, 優質投資級債下方有買盤支撐, 上方有息收需求的利差縮窄機會, 資金fly to quality將支持表現。



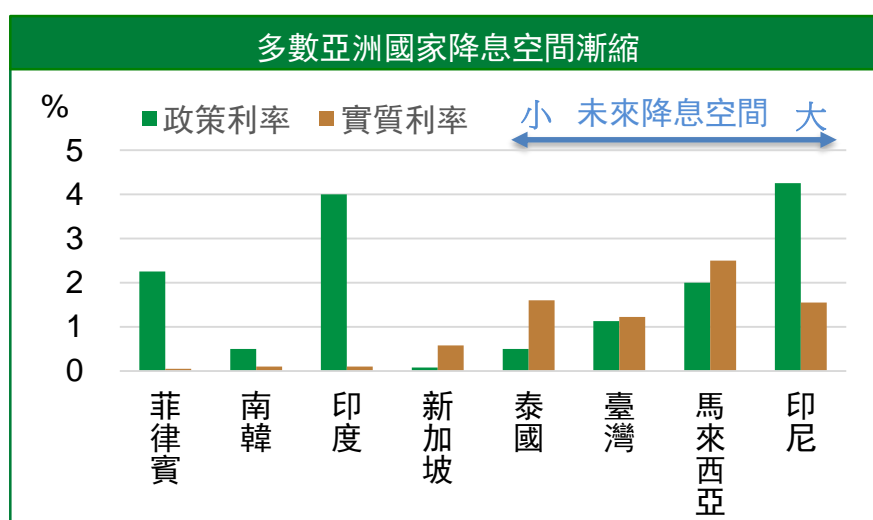
資料來源: Bloomberg,



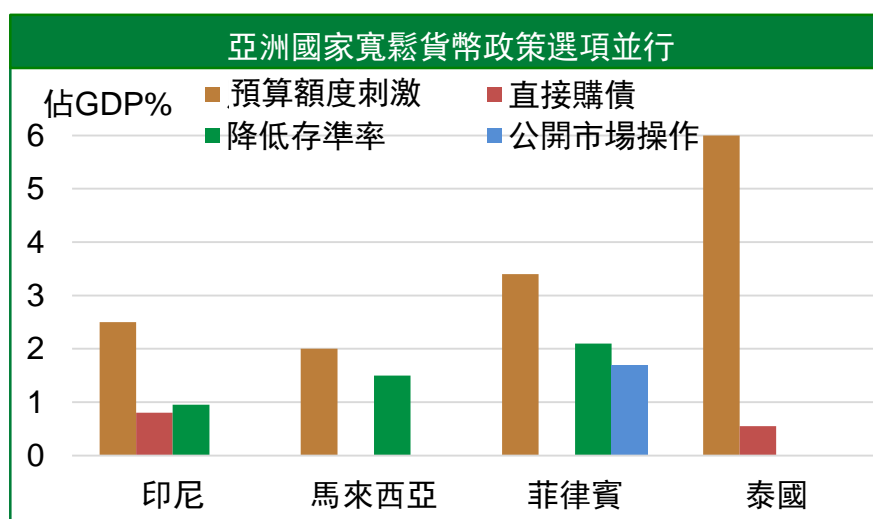
資料來源: Bloomberg。

東協 降息空間漸縮，或以其他貨幣工具替代

- 為抵禦肺炎疫情所造成的衝擊，多數亞洲國家今年皆已大幅降息，菲律賓央行也在6/25降息兩碼至2.25%。考量多數國家實質利率已接近零，**接下來亞洲國家央行如菲央，或以調降存款準備金利率等貨幣工具，代替直接降息達到寬鬆資金環境。**
- 東協央行也開始採用許多非常規貨幣政策工具，泰央少量購債，菲央採公開市場操作來支持債市，並大幅下調存準率以支持流動性。有別於成熟國家央行增加貨幣基數，來刺激經濟，推升通膨與匯率貶值，**東協央行購債主要為支持債券市場，短期或對主權債有穩定效果。**



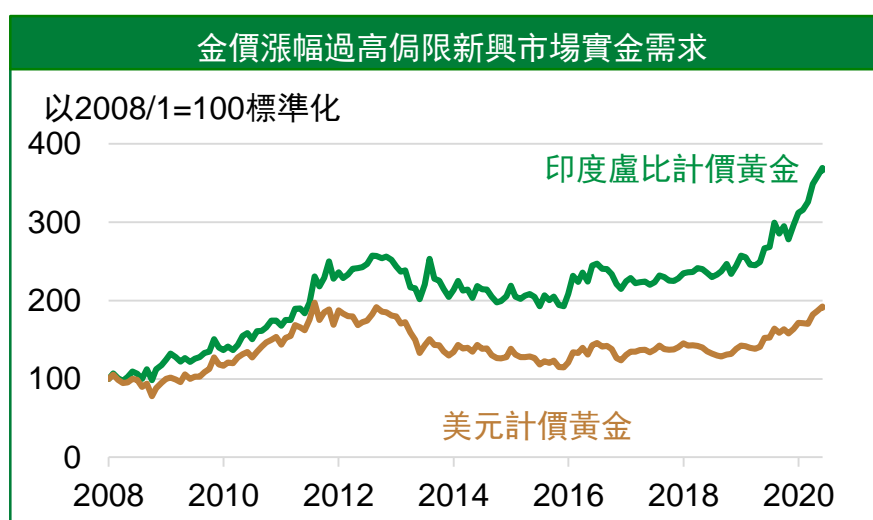
資料來源: Bloomberg。



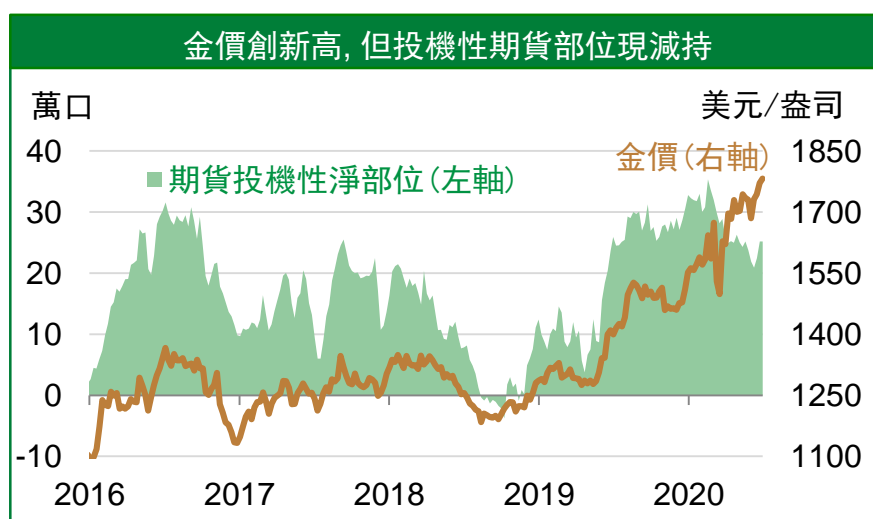
資料來源: 各國央行公告, Bloomberg。

黃金 復工與疫情復燃拉鋸，留意高檔獲利了結賣壓

- ▶ 二次疫情復燃風險，全球央行推出最大規模寬鬆貨幣措施，以及全球低利率環境，為支撐金價短期偏強主因，以美元計價的黃金逼近歷史高點，盧比計價黃金早已創歷史新高，使新興市場實金需求大減。
- ▶ 金價雖來到近八年新高，但目前投機性期貨部位卻背離下滑，顯示高檔獲利了結壓力漸增，加上肺炎疫苗開發、復工後經濟數據好轉等訊息頻傳，侷限未來金價漲勢，以區間操作較佳。



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

JULY 2020

6	7	8	9	10
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
美ISM非製造業 歐洲零售銷售 德國工廠訂單	澳洲利率會議 台灣進出口 日本景氣領先	美貸款申請 巴西零售銷售	美首次申請失業救濟金人數 中國PPI、CPI	日本PPI 印度工業生產

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。