

# 一週市場展望

**油價崩跌：**3月油價大跌後，市場投機部位因抄底氛圍強烈而不斷上揚。投資人於結算前面臨實物交割問題，拋售潮使油價重挫至負值。

**油市觀點：**觀察6月輕原油合約，溢價幅度與未平倉量皆處高位，短線大幅震盪風險仍存。待下半年減產協議落實，企業逐步復工，方有助油價逐步回升。

**新興債震盪：**疫情衝擊與美元高盤，新興匯率貶值壓力顯大。油價偏弱亦加大新興債修正，可把握時機適時調節，以減緩後續跌價風險。

## 股市

油價崩跌，加上美國第一季財報不如預期，讓股市有回落壓力，但若進一步修正，反提供未來逐步增持契機，其中**美股及科技類股為首選**。俄羅斯股市因油價低迷而低盤，**往下半年，預期油價有望回穩，RTS亦可逐步墊高**。

## 債市

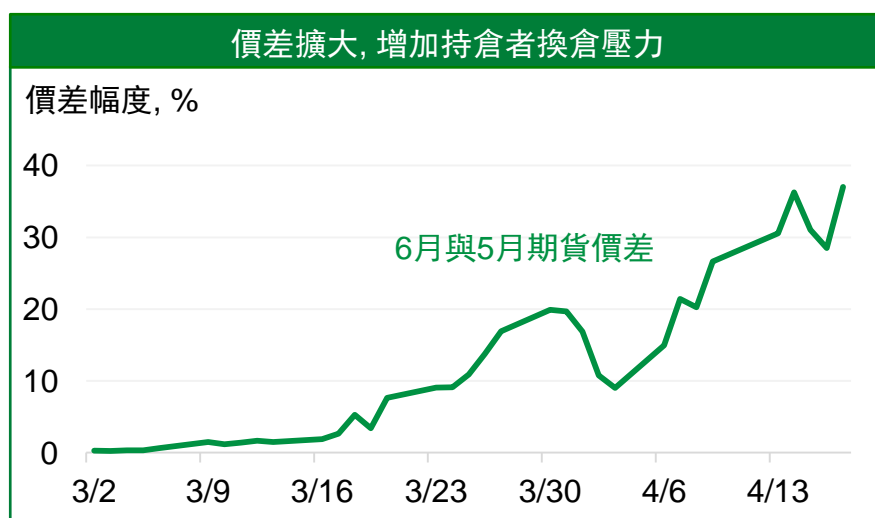
企業財報獲利偏弱及營運展望負向，加上油價崩跌，使得信用債風險上揚。**能源業、產油國占高收債及新興債比重偏高，加大震盪修正壓力**。聯準會政策有助於支持投資級債表現，**投資標的以高評等、短天期為主**。

## 匯市

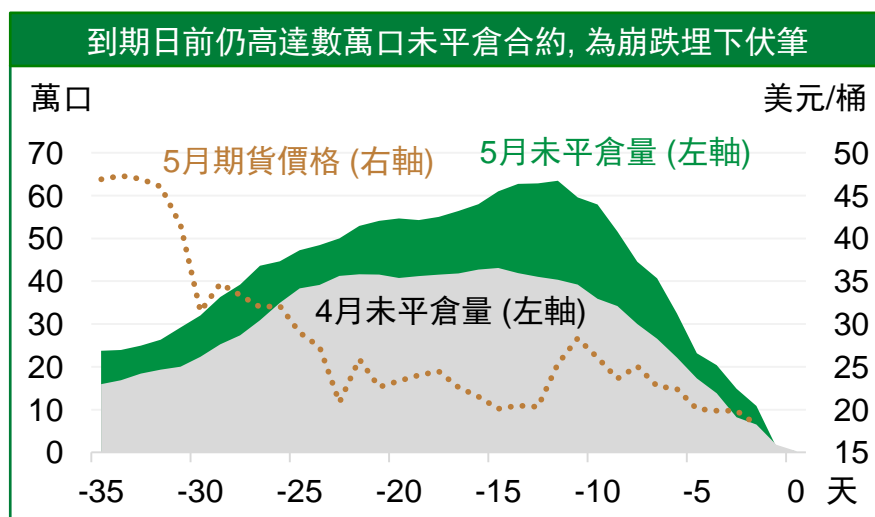
金融市場波動增加避險需求，**支撐美元於百位盤整**。原物料低盤與疫情衝擊經濟，新興匯率走勢偏貶，**短線南非幣貶壓仍重**。

## 非常態低價與實物交割問題，導致油價跌至負值

- ▶ 西德州原油期貨變負值，主要是由三種因素所造成，1)新冠肺炎導致需求驟降，2)油價下跌，引發投機性買盤上升，3)期貨交割前夕，期貨價格將趨近現貨價格，套利交易投資人為規避實體交割問題，只能認賠出場，造成期貨價格崩跌。
- ▶ 因低油價湧入的投資人對實務交割的熟悉度低，原油庫存因供過於求而快速見頂，面臨即將結算的5月合約，投機客不願持有實體原油而急欲出脫，油商因需求不振，承接意願低迷，導致油價暴跌至負值。



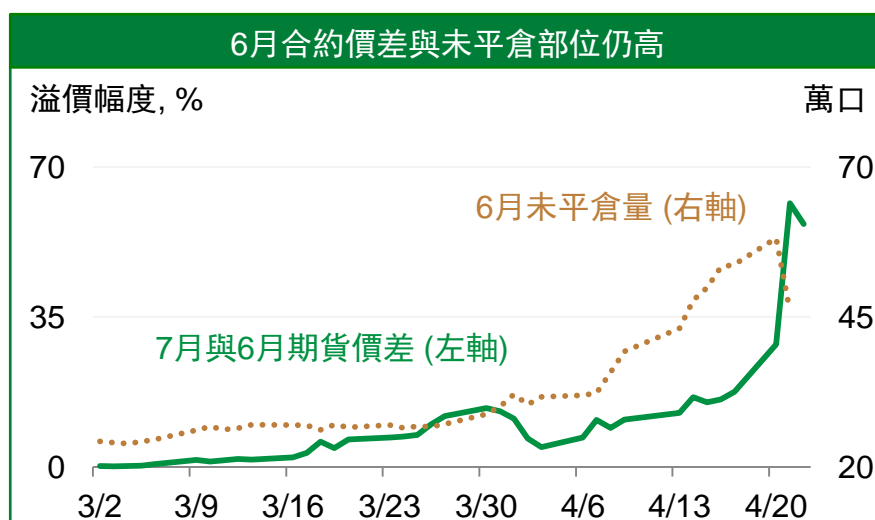
註：價差幅度計算方式為6月期貨價格減5月價格除以5月價格。  
資料來源：Bloomberg。



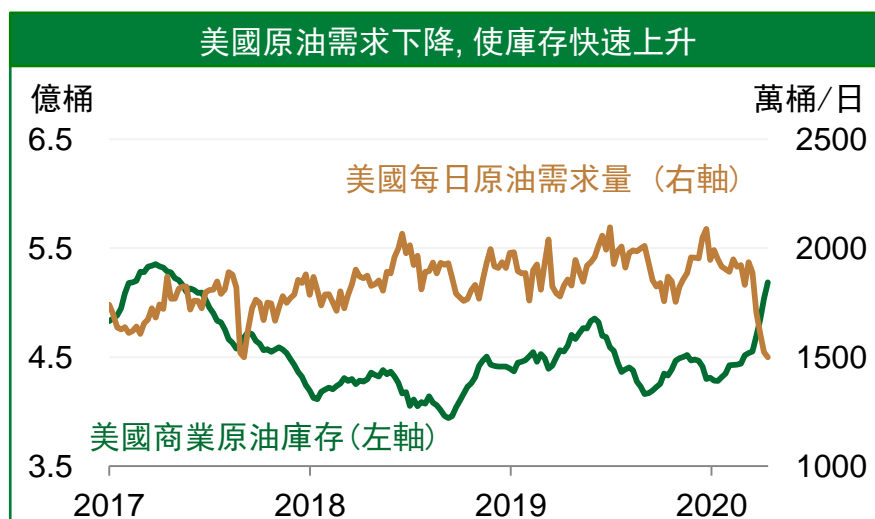
註：0為到期日。  
資料來源：Bloomberg。

## 下半年供需逐步改善, 油價有望緩步回揚

- ▶ 觀察6月期貨部位, 溢價幅度與未平倉量皆處高位, 為油價大幅震盪增添風險。供給過剩與倉儲議題持續壓抑油市, 短期內價格波動劇烈為可見情境, 具投資意願之客戶需慎思風險承受能力。
- ▶ 美國原油庫存攀高, 景氣偏弱亦隱含去化原油的難度上升, 預期近期油價仍偏低盤。下半年隨減產協議落實, 企業逐步復工, 方有助油價逐步回升。



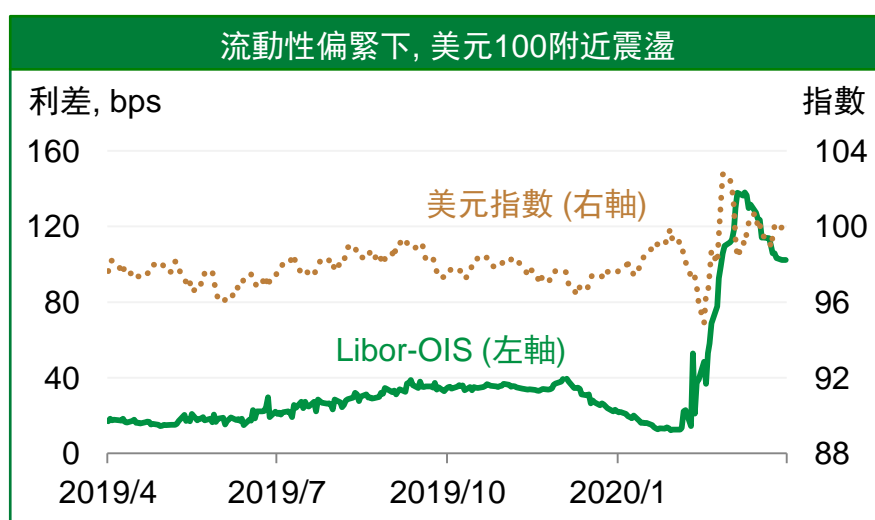
註: 溢價幅度計算方式為7月價格減6月價格除以6月價格。  
資料來源: Bloomberg。



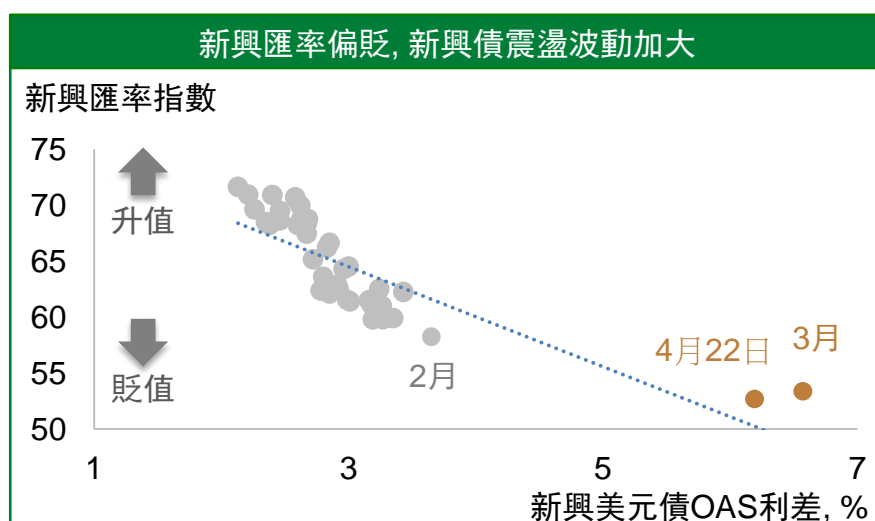
資料來源: Bloomberg。

## 美元高盤與財政惡化，新興匯率貶值風險仍存

- ▶ 各國央行緊急釋放流動性後，美元流動性緊張狀況獲得舒緩，不過市場震盪及企業週轉資金需求，料持續支撐美元，預計短線將於97-102區間偏強呈現。
- ▶ 另一方面，新興匯率貶值壓力顯大，原因有二：1) 新興市場對疫情因應的執行度較差，使經濟受衝擊程度恐甚於成熟；2) 外部環境如美元偏強及國際資金調節，所帶來的匯價貶值，加重償債負擔。**油價偏弱亦加大新興債修正，近期受聯準會等央行措施提振，新興債利差稍有收斂，可把握時機適時調節，以減緩後續跌價風險。**



資料來源: Bloomberg。

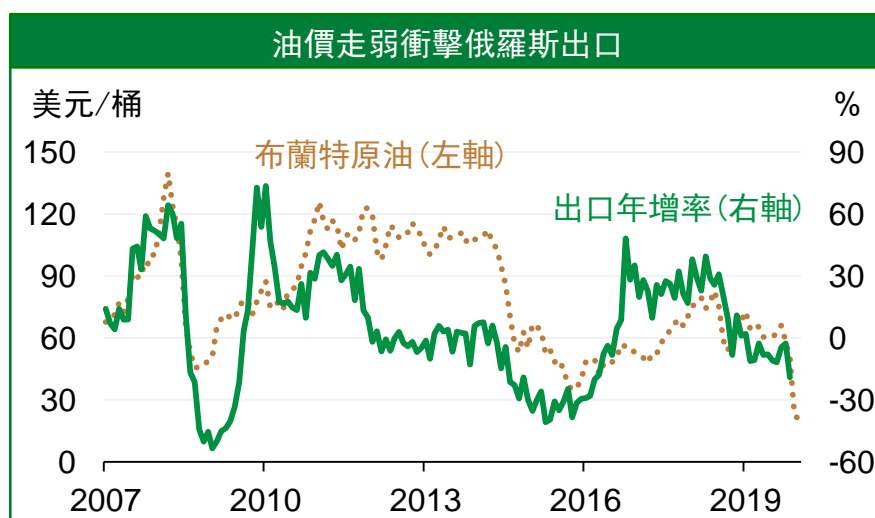


資料期間: 2017年1月至2020年4月。

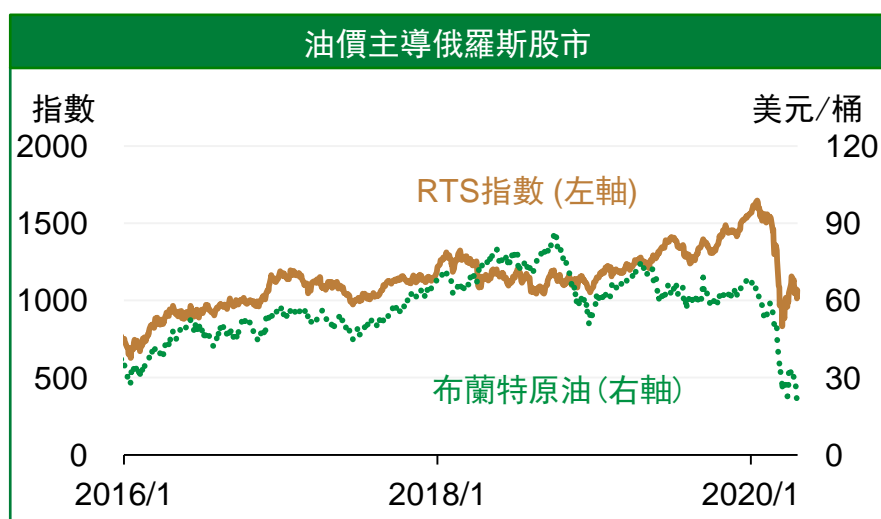
資料來源: Bloomberg。

## 俄羅斯 預期股市隨油價逐步震盪走高

- ▶ 受到油價大幅走弱影響，俄羅斯經濟首當其衝，2月出口年減19%，創3年來最低增速。由於3月國際油價更顯弱勢，預期出口仍將進一步下滑。
- ▶ 油價將主導俄羅斯RTS指數，短期油價低位震盪，亦讓股市低盤。**往下半年，預期油價有望逐步回穩，RTS亦將逐步墊高。**



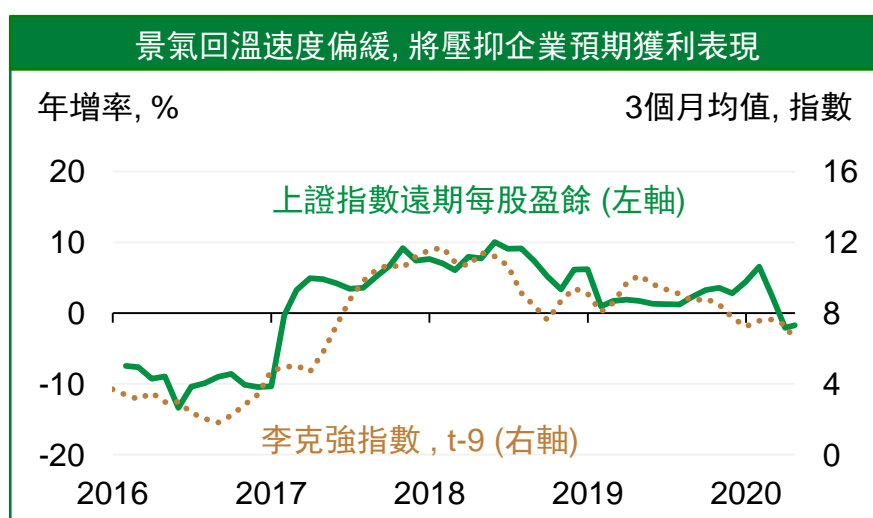
資料來源: Bloomberg。



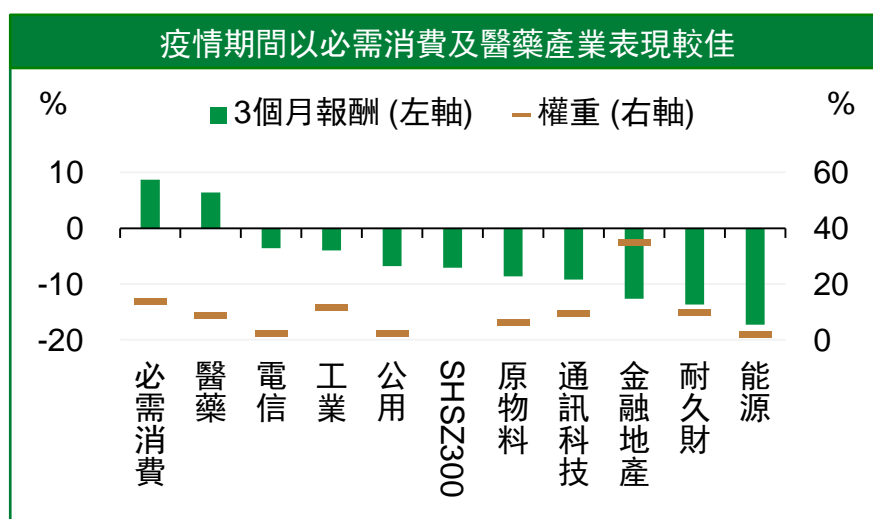
資料來源: Bloomberg。

## 中國 海外需求訂單大減，景氣回溫速度偏緩

- ▶ 中國2020年第1季受疫情衝擊，景氣放緩拖累企業獲利表現不佳，企業獲利年增率掉入負值。預期歐美疫情趨穩並解除封鎖等防疫措施前，將壓抑企業獲利表現。
- ▶ 短線經濟回復速度緩慢，加上海外訂單需求大減，目前僅必需消費及醫藥類股表現相對穩定，反應疫情期間以民生需求為主。近期人行降息並調降貸款基準利率，政策利多提供陸股支撐，上證指數靠逢高可分批減持，下半年企業倒閉風險升溫及景氣回升恐不如預期，長線中性保守看待。



註：月資料，兩者相關係數0.87。  
資料來源：Bloomberg。

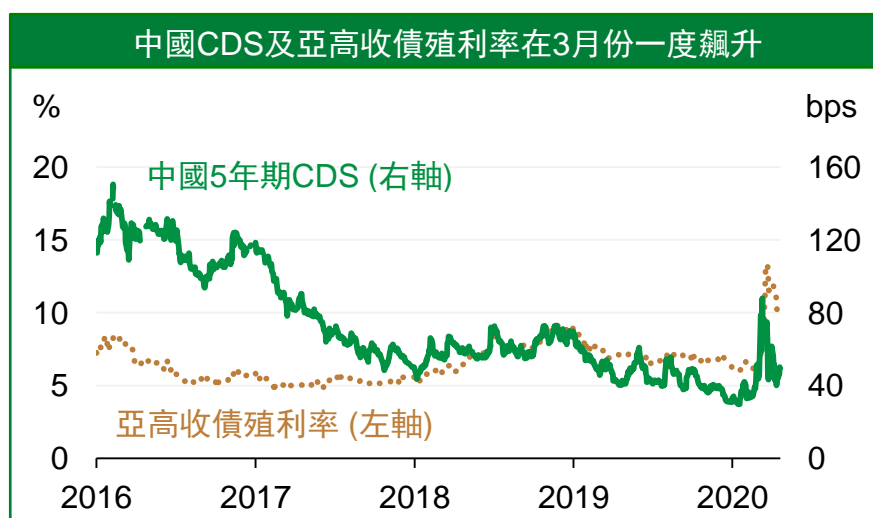


資料來源：Bloomberg。

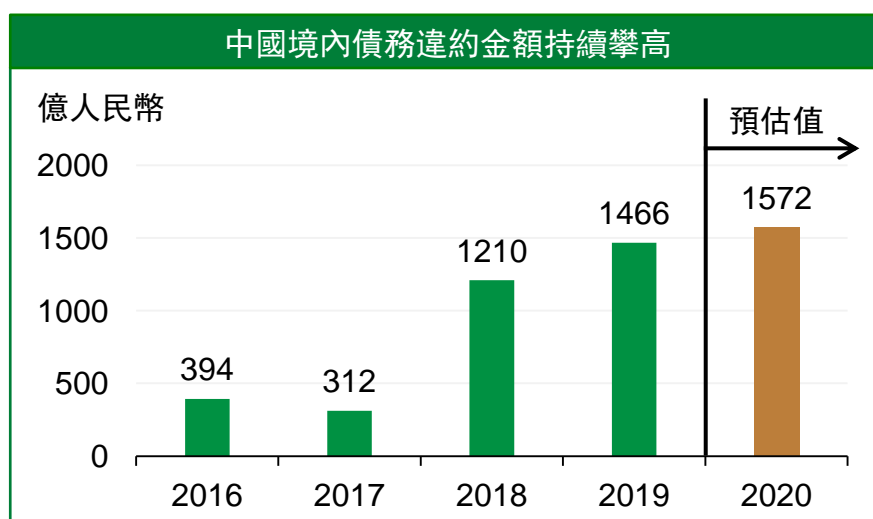


## 中國債 境內債違約金額持續攀高，下半年風險將升高

- ▶ 觀察中國5年期CDS及亞高收債殖利率，3月份一度飆升，反應投資人對疫情衝擊的擔憂。在聯準會釋出無限量QE政策後，亞高收債殖利率稍下移，短線在人行降息寬鬆政策下，有助緩減債務壓力。
- ▶ 中國境內債務違約金額持續升高，2020年截至4月22日逾600億人民幣，按照現在違約的成長速度，今年違約總金額可能突破1500億人民幣。**目前企業貸款寬限及企業稅賦減免只到6月底，下半年需留意大規模企業倒閉及債務違約的風險。**



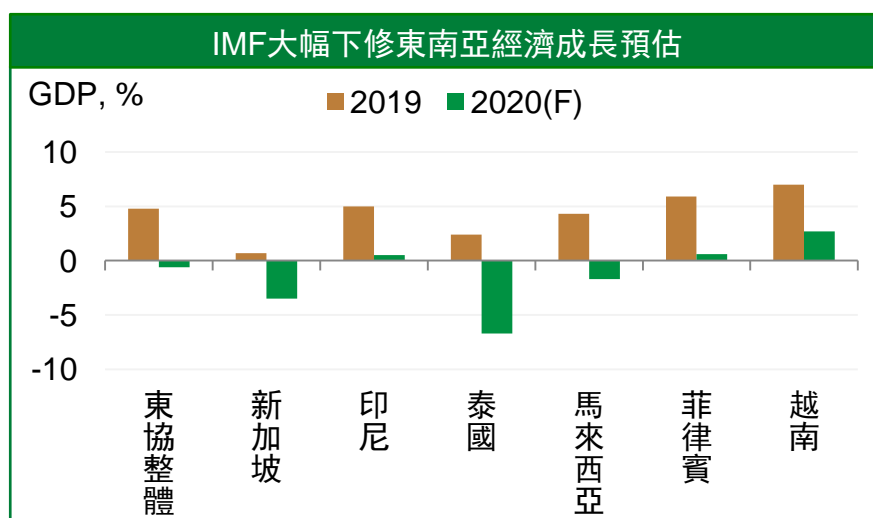
資料來源: Wind。



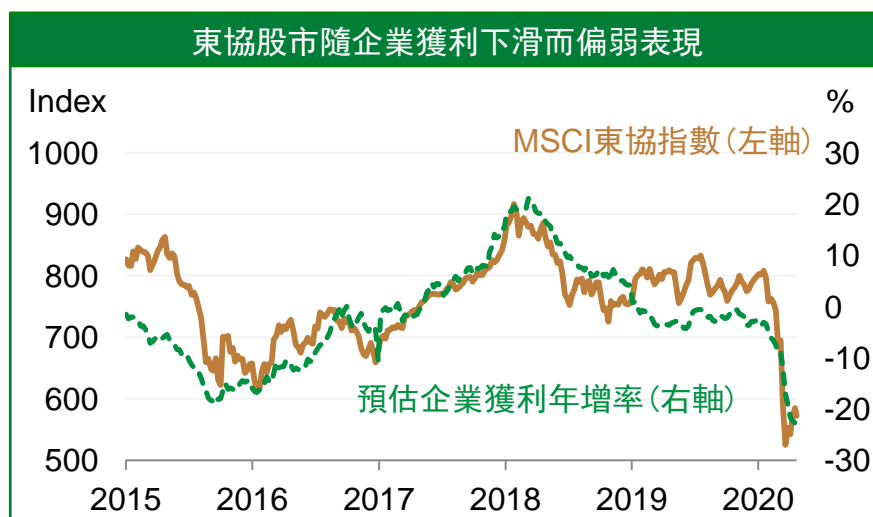
註: 2020年為Wind預估值。  
資料來源: Wind。

## 東協 疫情惡化和油價暴跌，重挫東南亞經濟

- ▶ 疫情在東南亞國家擴散，新加坡甚至爆發第二次群聚感染，IMF調降整體今年經濟預估為衰退0.6%，最直接影響出口和旅遊相關產業，並以開放程度較高的星、馬、泰對經濟衝擊較大。其中，泰國經濟產值約1/5為旅遊所貢獻，故遭IMF大幅下調經濟展望。
- ▶ 國際油價重挫將使能源為出口的國家財政收入短缺，包括印尼、馬來西亞等。印尼煤炭和石油佔出口比重約1/4，石油和天然氣佔馬來西亞總出口約16%，能源業企業獲利大幅下修，消費類股因疫情而前景保守，預期在疫情未見和緩前，東南亞股將偏弱表現。



註：F為預估值。  
資料來源：IMF。

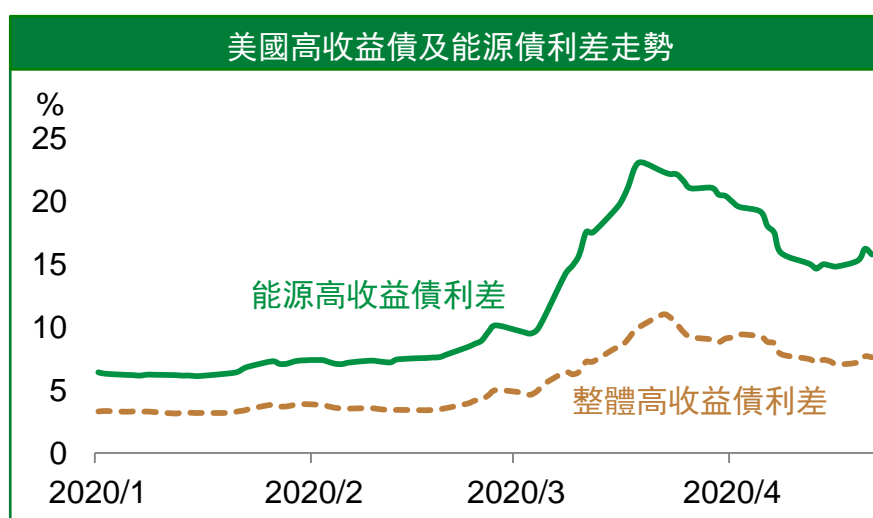


資料來源：Bloomberg。



## 高收益債 原油倉儲告急，高收益債走勢受挫

- ▶ 年初油價緩跌之際，能源高收益債利差緩步擴大但仍低於1000點，整體高收益債利差則約處500點。但三月油價跳水致利差擴大，能源債利差暴增至2300點之上，明顯領跌整體高收益債，但跌多漲多或成常態，加以四月Fed宣布有條件收購部分墮落天使和油價暫穩，使高收益債利差快速收斂至1500之下，單周78.4億資金流入。
- ▶ 隨原油期貨創負值紀錄，「儲藏空間」儼然形成新變數，油商營運被打問號使能源債利差再度突破1500點，受此拖累，研判近期高收益債漲勢暫告停滯。



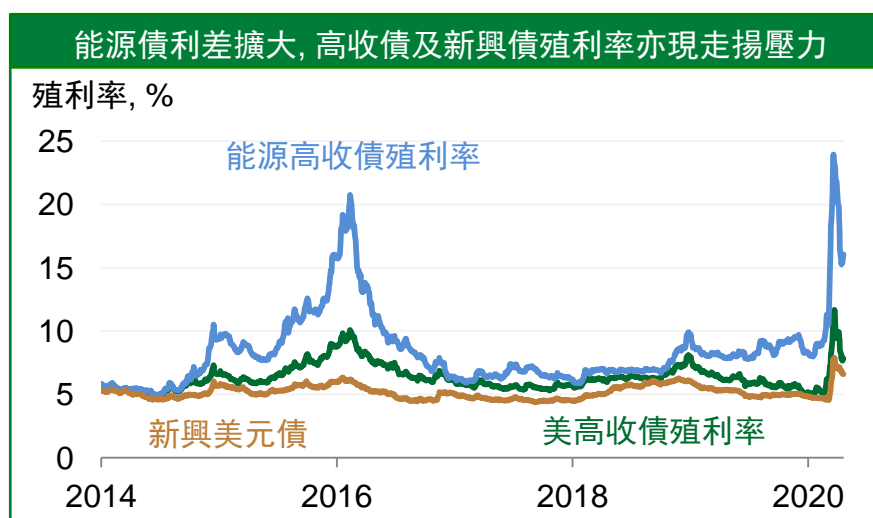
資料來源: Bloomberg。

高收益債特定日期之利差與變動		
日期, 利差(點)	能源高收益債	整體高收益債
2020/3/2	977	487
2020/3/23	2310 <small>+1333</small>	1013 <small>+526</small>
2020/4/23	1578 <small>-844</small>	761 <small>-252</small>

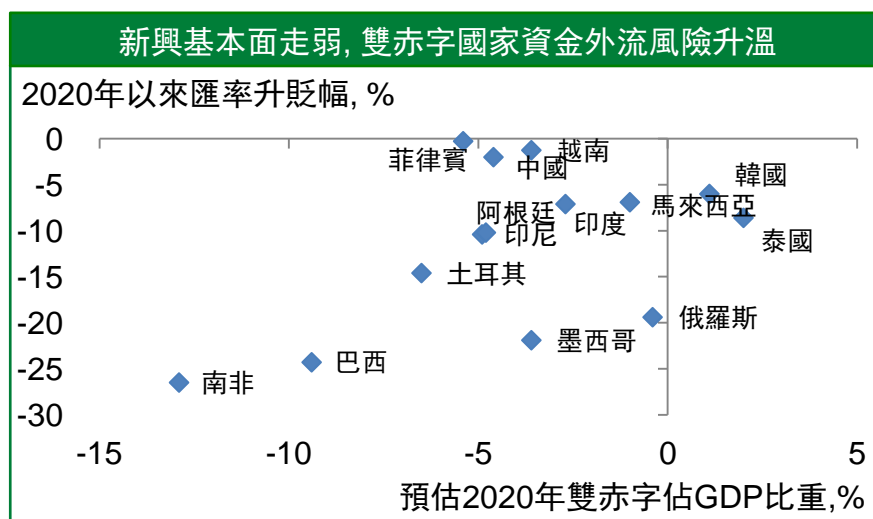
資料來源: Bloomberg。

## 新興債 油價偏弱，能源債恐加壓新興債震盪修正

- ▶ 美國第一季企業財報展望更趨保守，2020年美企業獲利預期為負成長年減10%，其中**能源業獲利更衰退88%**。油價偏弱震盪，油商融資成本較高，違約壓力升高仍有壓。能源債佔高收債12%權重，能源產業及產油國佔新興債比重亦達2成，**考量全球衰退壓力，又有新興匯率貶值的債務風險，恐加壓較差信評的高收債及新興債震盪修正。**
- ▶ **新興貨幣貶值使得債務壓力倍增**，尤其商品及原油出口國，阿根廷債務協商仍未果，5月恐再現違約風險。雙赤字(經常帳及財政預算)國家，**資金外流風險愈大，宜避開或低配。**



資料來源: Bloomberg,



資料來源: Bloomberg。

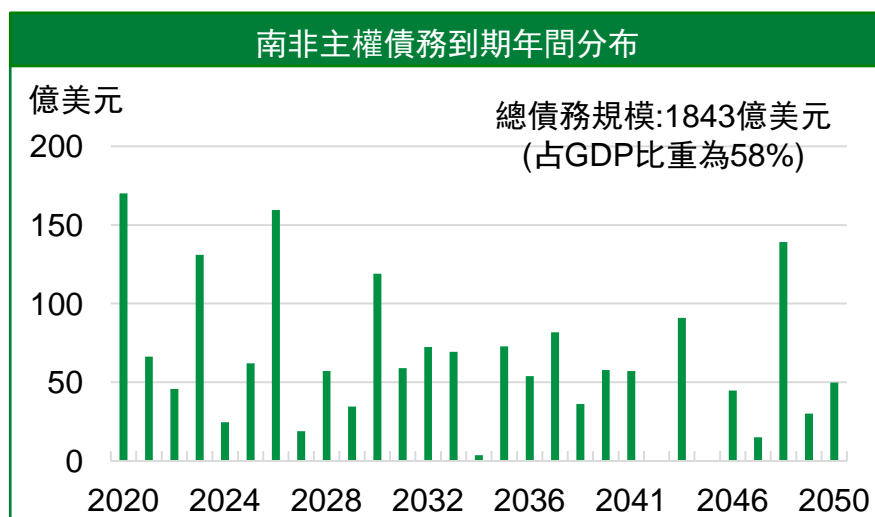
## 南非幣 油價衝擊市場風險偏好，短線匯率承壓

- ▶ 近週南非幣回貶，反映國際油價急挫，衝擊市場風險偏好，推升美元指數，使南非幣隨新興匯率走勢而貶至19上方。
- ▶ **短線南非幣仍有匯壓，操作宜慎**，原因有三：1) 疫情加壓景氣，南非今年衰退幅度恐逾6%，央行保留降息動作弱化高殖利率投資誘因，匯率缺乏支撐；2) 降評後，南非恐遭FTSE全球債券指數 (WGBI) 除名，屆時或引發約40億美元調整調節；3) 今年為還債高峰，新興債務疑慮加重匯壓。近期傳政府將加大經濟刺激方案，**若讓匯率走勢偏強，可適時調節**。

南非經濟成長及通膨預估					
項目	評估時間	2019	2020	2021	2022
GDP	2020年4月	0.2	↓ -6.1	↑ 2.2	↑ 2.7
(%)	前次會議		-0.2	1.0	1.6
CPI	2020年4月	4.1	↓ 3.6	↓ 4.5	4.4
(%)	前次會議		3.8	4.6	4.4

註：方向為與前次會議評估時相比。

資料來源：南非央行。



註：包含政府及相關機構債券及貸款。

資料來源：Bloomberg。

## APRIL/MAY 2020

27	28	29	30	1
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
中國工業利潤	日本央行 美國消費信心	日本休市 美國GDP	歐洲央行 美國PCE 歐/台GDP 美國FOMC 日本零售銷售 中國製造業PMI	日本CPI 美國製造業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