



# 一週市場展望

**市場動向：**疫情惡化下，四大外資銀行同步調降美國經濟成長預估，預計景氣恐陷衰退，致近週各類資產同遭拋售。

**匯率市場：**企業資金需求上升，與恐慌情緒導致各類資產拋售，轉持現金策略及流動性緊俏，致美元快速升值。

**債券市場：**債市Sell off 壓力使利率反彈，可布建短天期高信評債。油價震盪顯弱，美高收債與新興債跌價壓力顯大。

## 股市

景氣失速風險急劇升高，美歐疫情持續擴散。各國央行緊急寬鬆與政府大量財政出籠，增加資產上下震盪幅度。**短線股市跌價壓力顯重，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

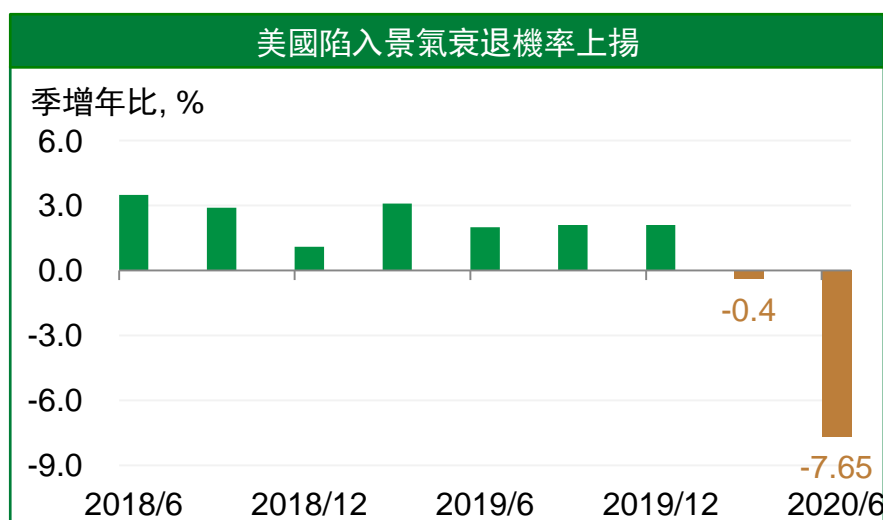
資產拋售與大規模財政政策，帶動美公債及投資級債利率快速回彈，**投資人可布建短天期的優質公司債**。油價震盪偏弱，**高收與新興債利差擴大，後市保守看待。**

## 匯市

避險特性與流動性偏緊情境，引發美元快速升值，待近週各國流動性挹注措施發酵，強度將漸緩發展，惟此前美元恐偏強呈現。**景氣惡化等負面利空，澳幣短線壓力顯大。**

## 疫情重創實體經濟，美國上半年恐陷衰退

- ▶ 美國新冠肺炎疫情進入快速擴張期，每日確診增速突破30%，累積確診突破萬人。隨疫情控管措施加重，已有部分地區採封城控管，供需兩弱之下將重挫經濟，**四大外資銀行率先調降第一、二季經濟成長預估，景氣於上半年恐陷衰退。**
- ▶ 美國經濟衰退擔憂，使**各類資產同遭拋售，2月底至今，黃金與投資級債等避險資產與股市相關性顯大，資產價格隨股市修正而下滑，近週公債亦遭拋售，轉持現金成為投資人主要策略。**



註: 2020前兩季資料為高盛、摩根大通、摩根史坦利與BOA預估平均值。  
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

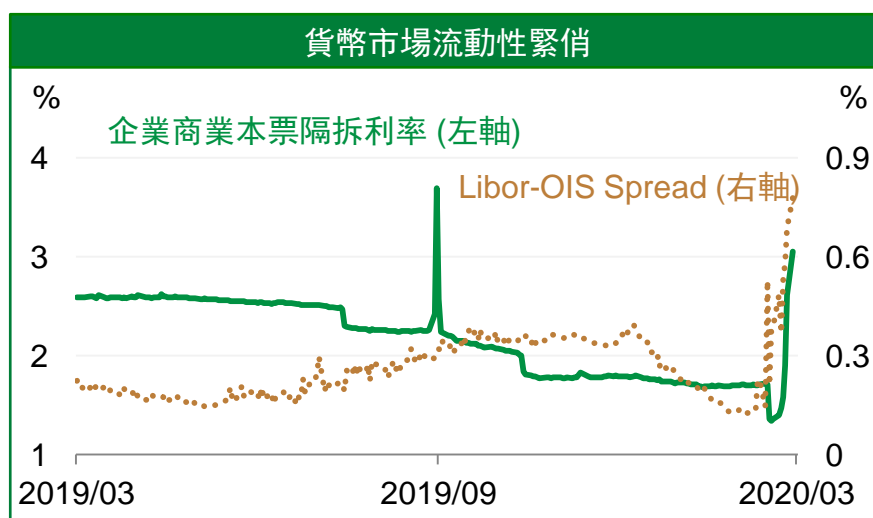
各類型資產走勢相關係數						
$\rho$	美股	歐股	黃金	投資級	高收債	新興債
美股	1.00					
歐股	0.97	1.00				
黃金	0.69	0.71	1.00			
投資級	0.76	0.77	0.89	1.00		
高收債	0.94	0.96	0.80	0.90	1.00	
新興債	0.90	0.91	0.86	0.96	0.99	1.00

註: 資料期間2020/2/20-2020/3/19。

資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

## 市場流動性快速緊縮，美元指數飆升破百

- ▶ 武漢肺炎對經濟傷害的負面衝擊，已從流動性層面浮現。3月以來美國企業商業本票隔拆利率，與Libor-OIS利差同步飆升，反映**1) 景氣衰退風險增溫，銀行體系間拆借意願下降，而企業急需資金週轉，加大融資難度。2) 投資人轉持現金，美元流動性趨於緊俏。**
- ▶ 流動性壓力下，近週美元快速升值。儘管主要央行紛紛釋出資金，預計短期**在疫情惡化壓力，及流動性趨於穩定前，美元恐偏強勢，不排除挑戰前波高點。**



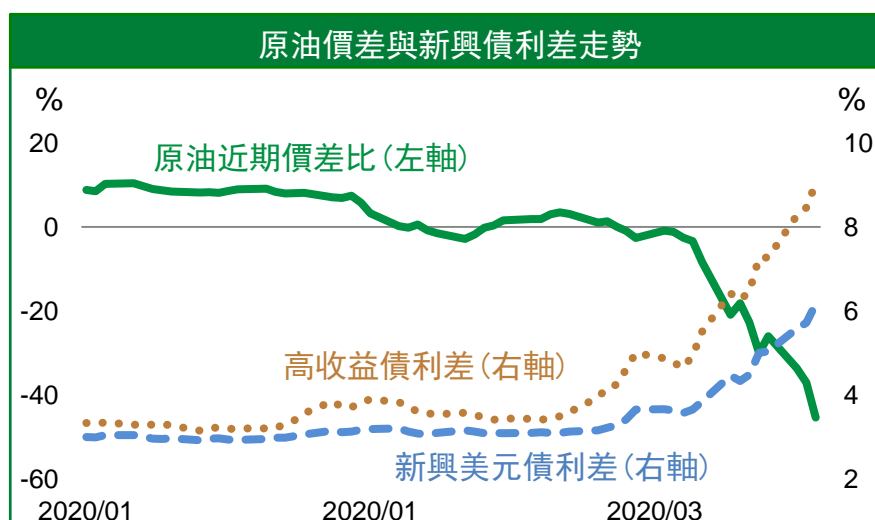
資料來源: Bloomberg。

主要央行緊急釋出流動性		
日期	國家	措施
3月16日	美國	購買7000億美元公債與MBS。
3月18日		重啟商業票據融資便利機制(CPFF)和一級交易商信貸機制(PDCF)。
		向Repo Market提供1兆美元資金。
3月18日	英國	進行36.8億英鎊指數化長期回購操作(ILTR)
3月19日		加碼寬鬆2000億英鎊。
3月19日	歐元區	啟動7500億歐元流行病緊急收購計畫。

資料來源: 國泰世華投資研究團隊整理。

## 原油走弱，負面影響擴散至不同債種

- ▶ 今年第一季油價本已走弱，關係密切的高收益債表現受限，因部分國家創匯能力來自石油出口，導致新興國家公債陷入波瀾。**觀察原油價差與兩個債種信用利差走勢，新興債似乎有跌幅擴大的跡象，風險正在升溫。**
- ▶ 新興美元債不若當地貨幣債受惠自身央行降息，風險趨避下賣壓出籠。新興債相較高收益債ETF，1至2月資金流尚屬穩定，但3月突然被大幅提款造成流動性擠壓，虧損逾兩位數。**研判市場氣氛和油價未穩前，新興美元債表現可能會更遜於高收益債。**



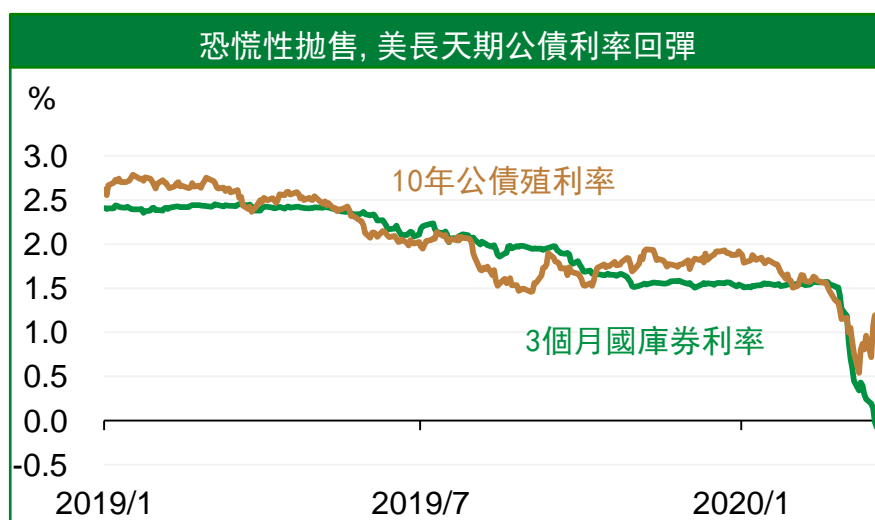
註：原油價差比=(當期-遠期)/當期，負值代表正價差，隱含當前需求凹洞。因儲藏成本，正常應呈現逆價差(近月>遠月)。資料來源: Bloomberg。

債券ETF近期表現與資金變化		
EMB/HYG	資金變化 (美元)	同期表現
一月	5838萬 / -13.9億	1.2% / -0.5%
二月	4764萬 / -33.7億	-1.3% / -1.3%
三月迄今	<b>-14.5億 / 12.4億</b>	<b>-24.5% / -18.2%</b>

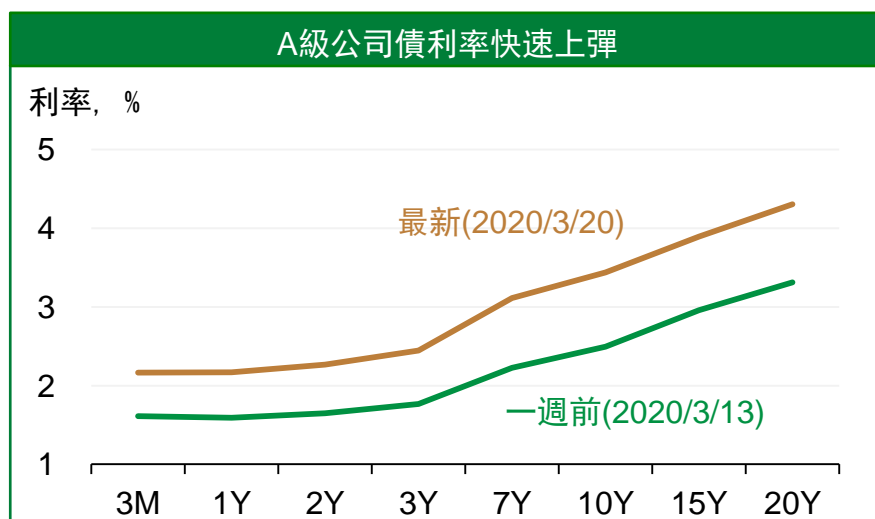
註：三月迄今為3/1~18，使用EMB，HYG為proxy(規模約131、138億)。資料來源: Bloomberg。

## 恐慌性拋售，利率回彈可布建短天期高信評債

- ▶ 市場恐慌性賣壓，加上政府可能舉債，帶動美10年期公債殖利率重新回彈至1.2%。另一方面，避險需求高漲，3個月國庫券利率(無風險利率)則降至0%以下。
- ▶ 因公債利率回彈，A級的投資債利率也同步回彈。考量信評佳的公司債違約仍低，加上市場短期有過度恐慌之虞，投資人可布建短天期的優質公司債，具鎖利外，亦可避免利率短期上彈壓力。



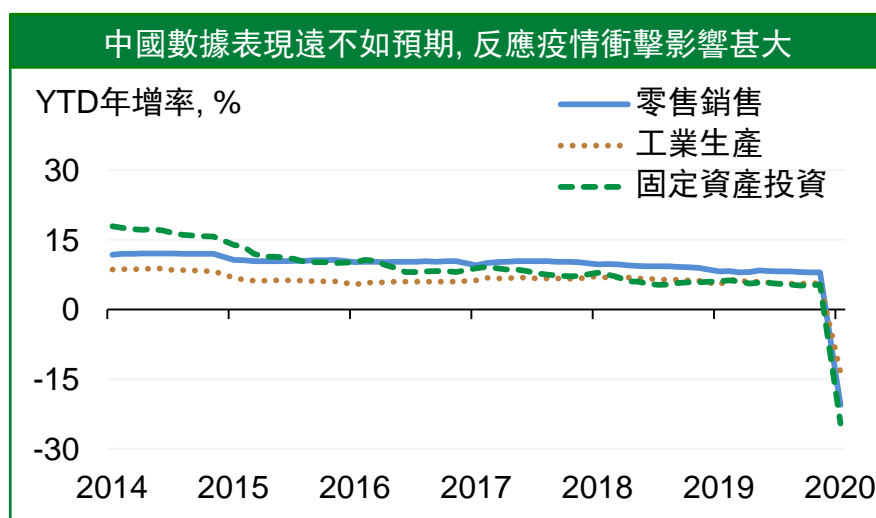
資料來源: Bloomberg。



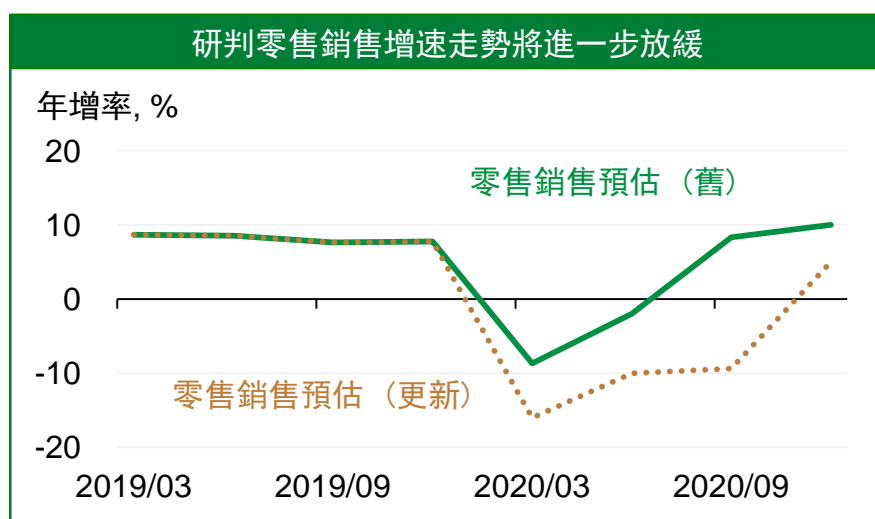
資料來源: Bloomberg。

## 中國 疫情衝擊超出預期，預期人行將進一步降息降準

- ▶ 中國1-2月份零售銷售、工業生產及固定資產投資年增率，下滑幅度均逾1成，遠超過預期3-5%，反應疫情衝擊影響甚大。零售銷售總額相較於2019年的41兆，2020年全年零售銷售總額恐僅勉強維持38兆人民幣。
- ▶ 目前六大發電廠耗每日煤量52萬噸，推估現階段復工進度約5成，考量疫情防控，要到4月中復工進度才可望破6成。**今年Q1中國GDP可能低於3%，加上全球疫情失控，4月拉貨有限，全年GDP研判僅保4%，預期人行將進一步降息降準，緩減經濟下行壓力。**



資料來源: Bloomberg。

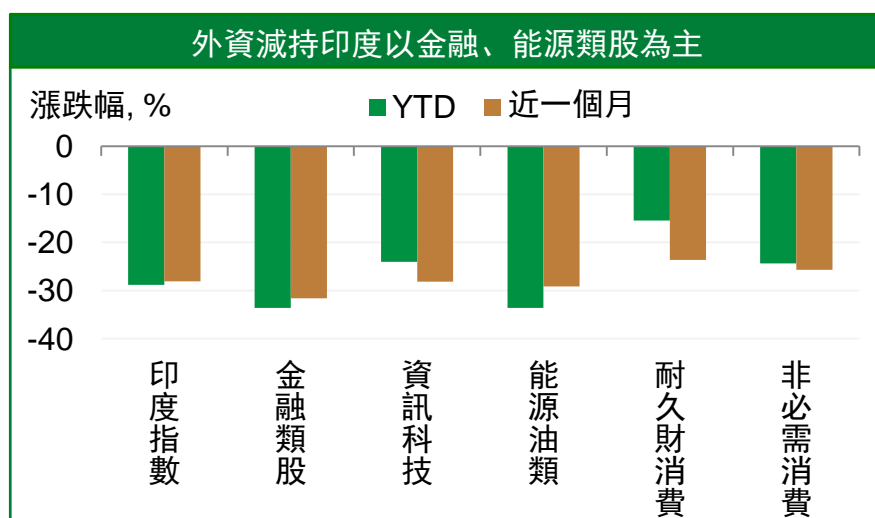


資料來源: Wind, 國泰世華銀行投資研究團隊預估。

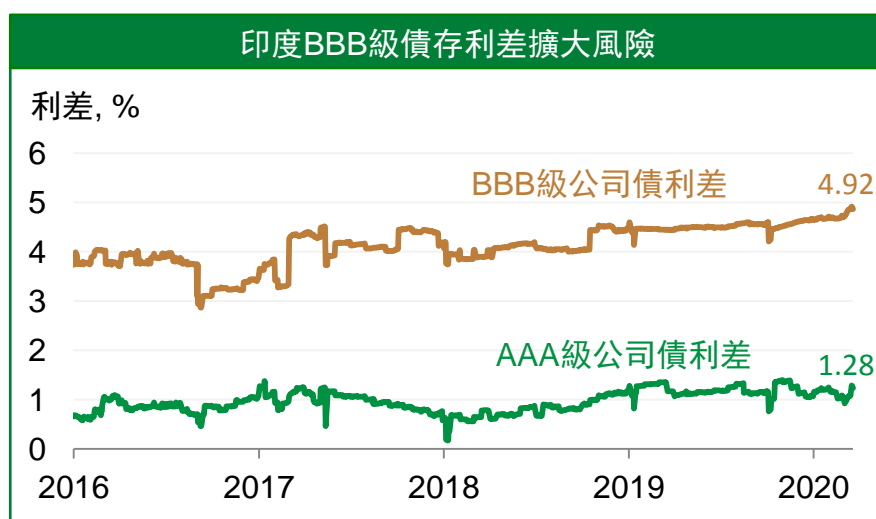


## 印度 肺炎確診人數增加，股市短期有壓

- ▶ 印度央行接管YES銀行，並要求印度國家銀行注資245億盧比收購YES銀行49%股份，挽救金融市場信心。但國際股市波動劇烈，外資仍持續調節印股，並以資訊、金融相關產業為主，印度肺炎確診人數增數上升，股市短期仍有修正壓力。
- ▶ 油價暴跌近30%，預估對印度通膨年增率有降低0.9%的效果，不排除4月印央有降息可能，壓低印度10年期公債利率於6.2%附近。景氣降溫下，印度BBB級企業債利差擴大突破前高，但AAA級債利差仍穩，投資債券應以高評等債為主。



資料來源: Bloomberg。

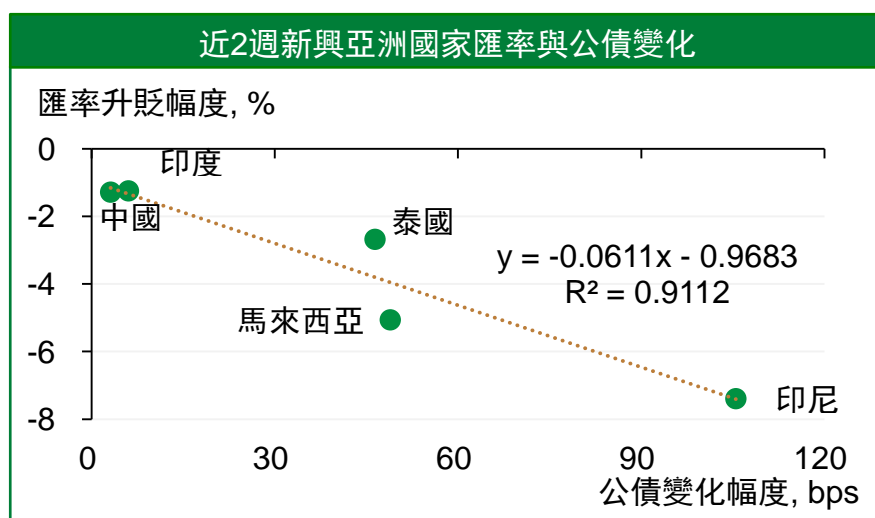


註:兩者利差為債券10年期利率減印度10期公債利率。

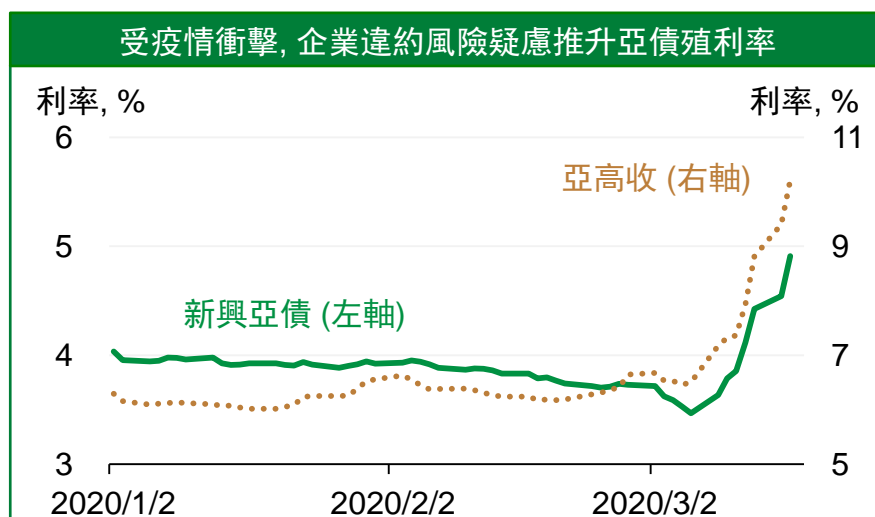
資料來源: Bloomberg。

## 亞債 全球疫情失控加重衰退疑慮，資金外流推升亞債利率

- ▶ 今年來中國境內債務違約金額達547億人民幣，已達2019年的三分之一水準，加上全球疫情持續擴散，增添經濟衰退風險，資金流出亞洲市場。
- ▶ 疫情高峰期未過，加上泰國等地區後續疫情有攀升疑慮，企業違約風險上揚，推升新興亞債及亞高收債利率，近2週亞高收利率已上彈376bps。在疫情受控前，亞債價格修正風險猶存，短線不宜躁進，待中國以外地區疫情有趨緩跡象，再行布局。後續隨中國人行進一步降息降準，及相關利多政策措施，將有減緩亞高收債修正風險。



註：資料期間為2020/3/5-3/18。  
資料來源：Bloomberg。

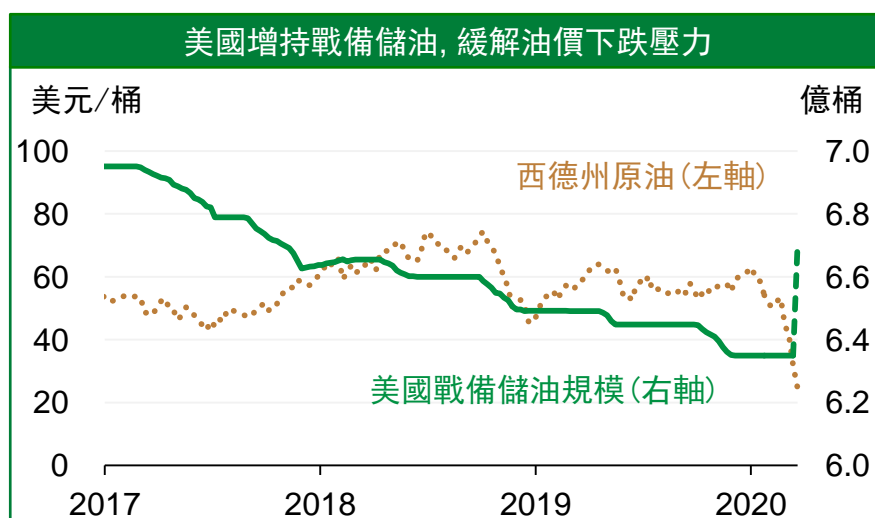


資料來源：Bloomberg。

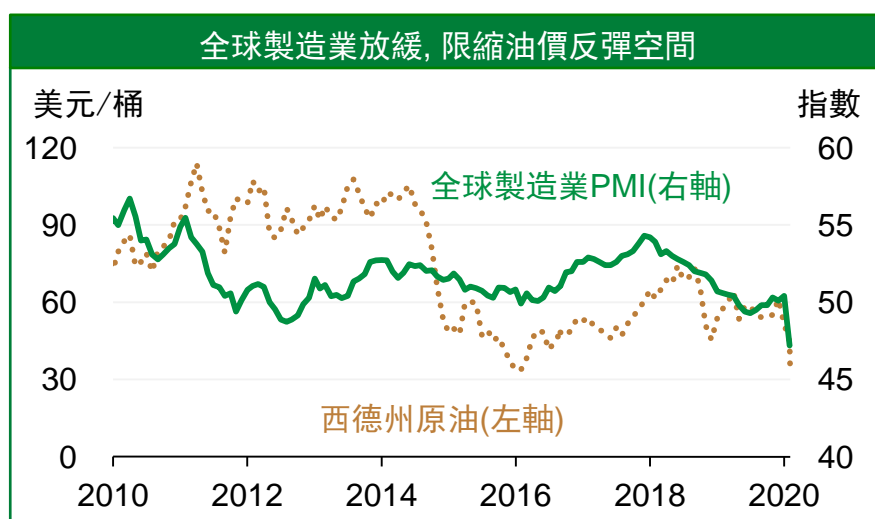


## 石油 全球景氣減速風險升高，油價反彈後宜減持

- ▶ 國際油價受景氣下滑及OPEC減產協商破局影響，下探至每桶25美元，創2002年以來新低。為避免油價持續重挫，川普已下令提高戰備儲油，預期**訊息面將主導油價近期走勢，短線價格恐呈現暴漲暴跌格局。**
- ▶ 因財政預算考量，沙國與俄羅斯仍有協商可能，但尚未重啟協商前，預期油價仍偏弱調整。**短線油價跌深有反彈機會，但全球景氣下滑壓力仍大，限縮上方空間，反彈後宜減持。**



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

## 澳央及澳幣 負面利空集聚，澳幣短線下探壓力顯大

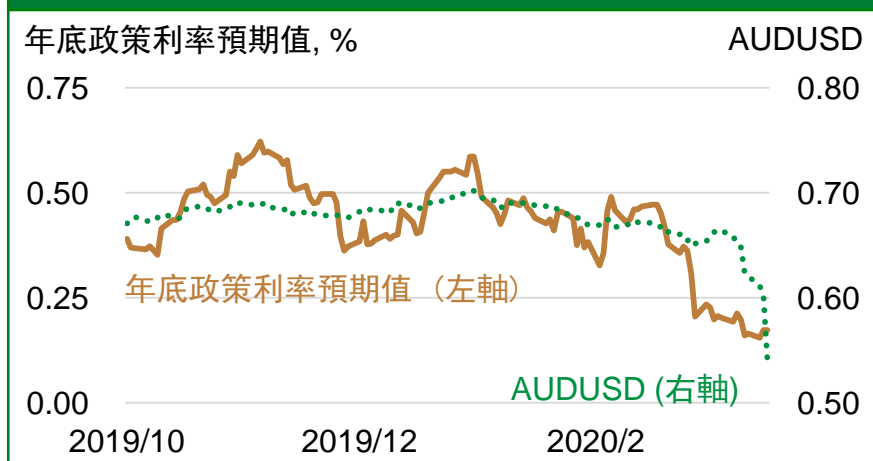
- ▶ 本週澳幣挫至2003年後新低，原因有三：1) 澳洲經濟出口占比高，中國生產活動不佳及全球疫情惡化，4月澳洲領先指標下跌加重衰退疑慮，打擊貨幣信心；2) 澳央緊急會議，期貨預期年底政策接近0%，加上QE臆測，致匯率重挫；3) 美元流動性緊俏，美元強彈。
- ▶ **負面利空匯聚使短線澳幣承壓**，未來貨幣要轉向升值，需待疫情和緩及中國經濟重拾成長動能方能實現。在此之前，**澳幣修正壓力顯大，逢彈宜調節**。

### 澳央臨時會議決策

- 1 降息一碼至0.25%，承諾就業及通脹達標前不升息
- 2 以澳洲3年利率0.25%為利率控制目標，週五開始購債
- 3 提供銀行機構三年期融資窗口，鼓勵對中小企業放貸
- 4 每日以REPO操作，以維持市場流動性充裕

資料來源: Bloomberg。

### 年底澳洲政策利率預期及澳幣



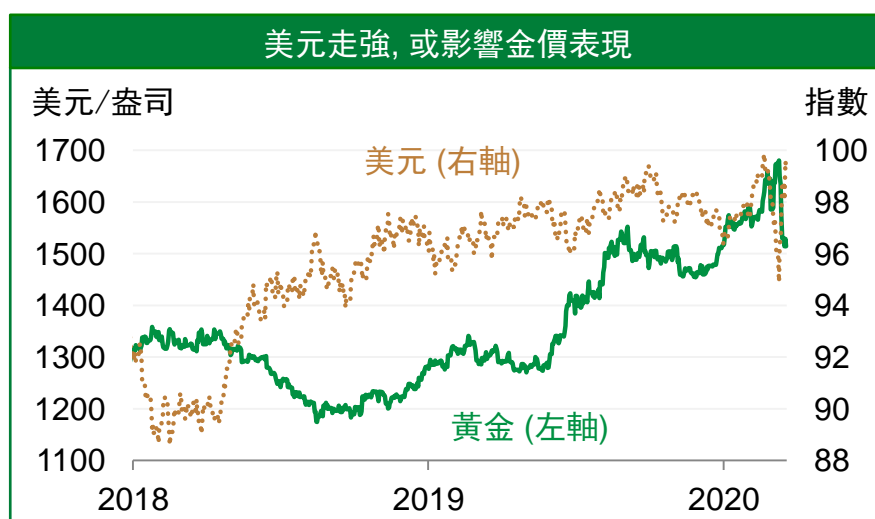
註：為利率期貨所隱含年底澳洲政策利率發展，資料截至3月19日；今年以來政策利率預期與澳幣相關性為0.83。資料來源: Bloomberg。

## 黃金 低利環境提供黃金底部支撐

- ▶ 股市大跌，但黃金近期重挫，原因為1)股市大跌，投資人獲利了結黃金部位，維持流動性以補股市虧損。2)資金暫泊貨幣市場，外資自新興市場撤回，美元有撐。3)美國雖降息四碼，但歐洲央行未降，南歐國家為肺炎重災區，風險驟增使公債利率上彈，全球負利率債券規模大幅縮減。
- ▶ 短期股市震盪下，資金存贖回壓力，但低利率環境對金價有撐，美國經濟數據上半年難見好轉，黃金基本面仍佳，投資人可區間操作。



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

## MARCH 2020

23	24	25	26	27
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
台灣工業生產 歐元區消費信心	美國新屋銷售 日本製造業PMI 歐洲製造業PMI	德國IFO 泰國央行	英國央行 美國GDP	美國PCE 中國工業利潤 美國個人收支

## 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