



一週市場展望

聯準會：聯準會再推2.3兆援助措施，並放寬投資等級債購債標準，展現支撐經濟決心。考量景氣衰退風險，債券以高評等、短天期為主。

減產協議：普丁重回減產協議談判桌，OPEC與俄羅斯等國達成每日減產1000萬桶協議，若美國產量同步下滑，油價將偏強呈現。

布局思維：全球新增確診人數下彎趨向，有助緩減市場恐慌情緒。後續隨疫情近尾聲，加上油國減產協議預期，有助股市回穩。股市若因景氣放緩二次擴散風險升溫而有所回落，反而應逐步增持。

股市

隨全球疫情漸緩，及產油國減產協議有望，有助緩減市場恐慌情緒。各國積極財政及寬鬆貨幣政策持續救市出招，隨疫情放緩，預期後續企業補庫存效應將有助股市表現，**若後續股市拉回將提供機會投資買點。**

債市

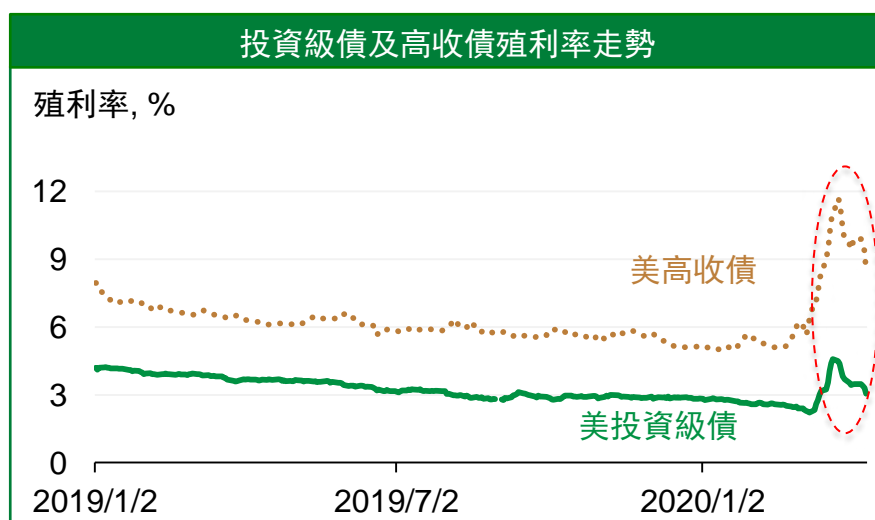
聯準會放寬投資級債購債標的，**直接提供中小企業及地方政府流動性支持**，將有助於高評等企業債利差收窄，壓低利率水準。**觀察調降企業降評潮持續，BBB級債券及高收益債信用惡化愈顯，整體仍以高信評投資級債較優穩。**

匯市

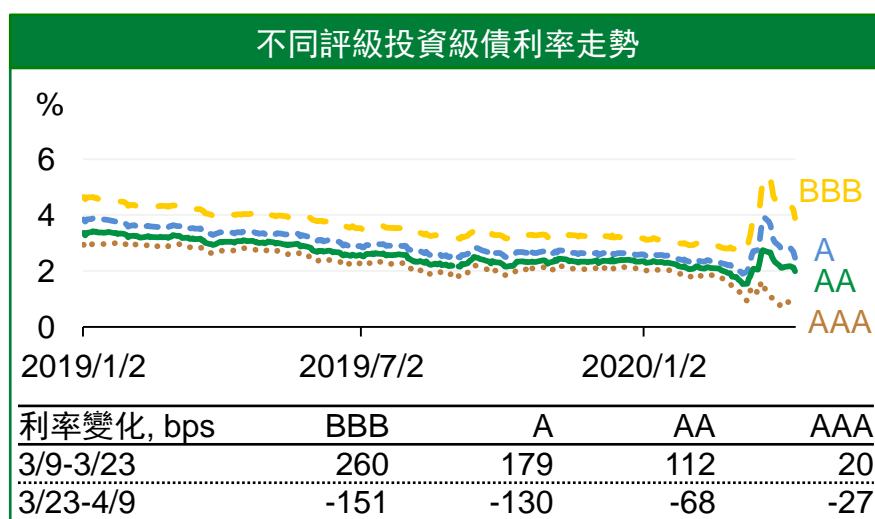
聯準會以無限量QE及流動性因應措施，欲紓緩市場美元緊俏壓力。**預期流動性政策效果顯現前，市場需求將支撐美元偏強呈現。**

聯準會再推2.3兆援助措施, 展現支撐經濟決心

- ▶ 4月9日聯準會主席Powell稱將動用所有工具, 強力、主動且積極地支撐經濟成長。同時, 公布2.3兆援助計畫, 重點有二: **1) 直接提供中小企業及地方政府流動性; 2) 擴大2020年3月23日投資級債收購範圍, 若因近期疫情而遭降評至BB信評者, 亦符合條件。**
- ▶ 在此之下, 投資級債與高收債信用利差明顯收斂。考量聯準會放寬購債條件是針對特定對象, 非整體高收債企業。**預期後續景氣疲弱, 高收益債信用利差擴大壓力尚顯, 故債券投資應以高評等、短天期債券為主。**



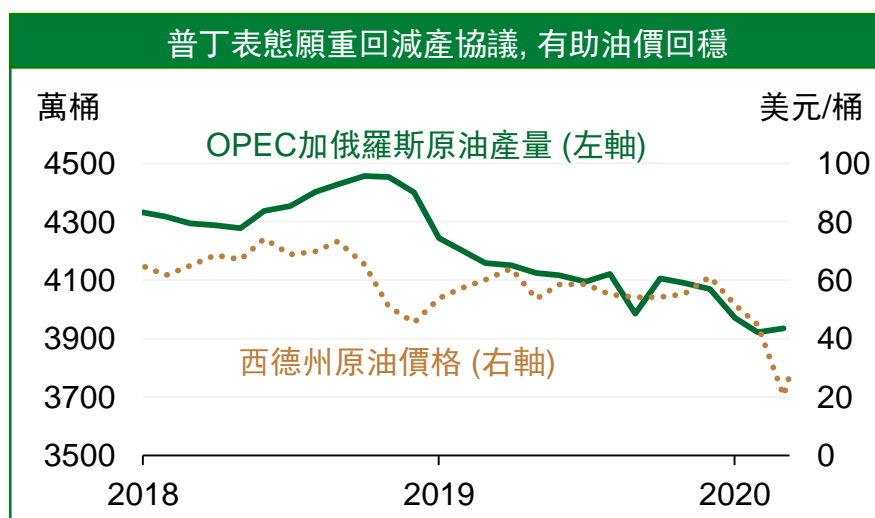
資料來源: Bloomberg。



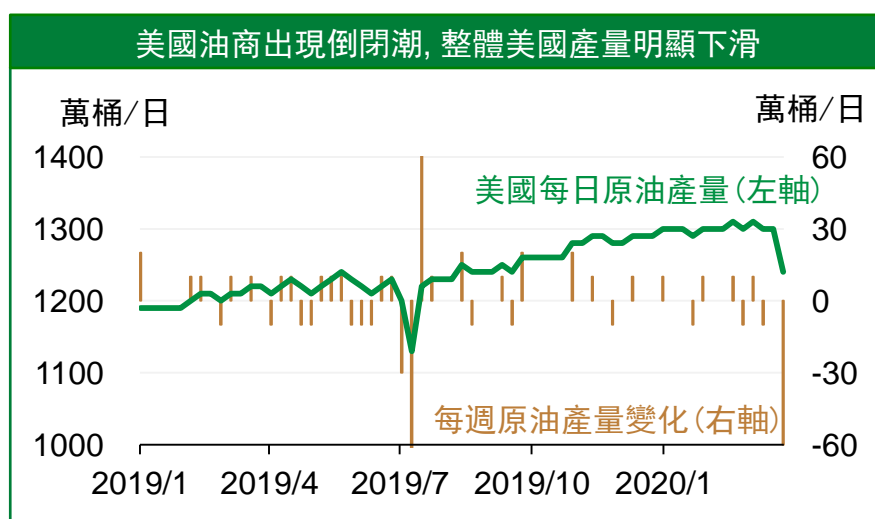
資料來源: Bloomberg。

減產協議達成預期，有助油價回穩

- ▶ 普丁重回減產協議談判桌，OPEC與俄羅斯等國達成每日減產1000萬桶協議。油價走低，雖有利消費，但若價格過低，隱含經濟衰退風險大幅上升，此外，對沙國、俄羅斯及美國等產油國，其負面衝擊更為廣泛，包括財政赤字壓力遽增，及企業違約風險上升。
- ▶ 美國礙於市場機制，無法限制油商減產，但油價過低，近期部分頁岩油商已現倒閉潮，使得美國每日原油產量下滑60萬桶。若美國產量持續下滑，不排除西德州原油偏強表現。



資料來源: Bloomberg。

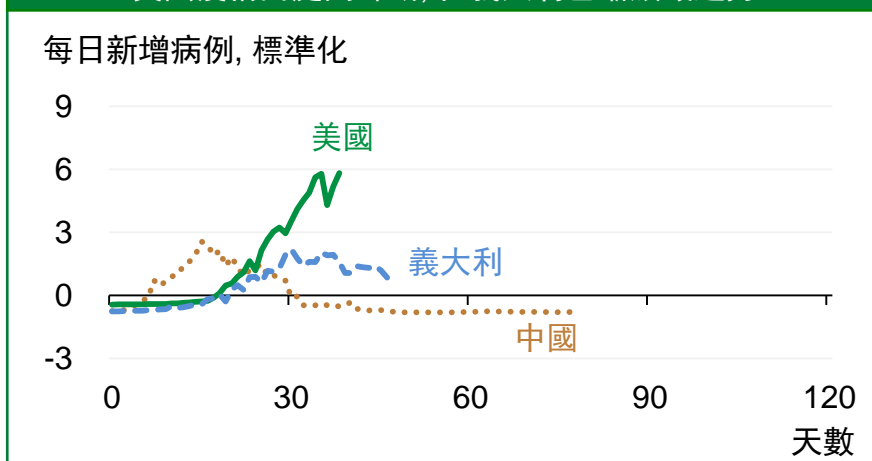


資料來源: Bloomberg。

後續疫情放緩，將提供風險性資產支撐

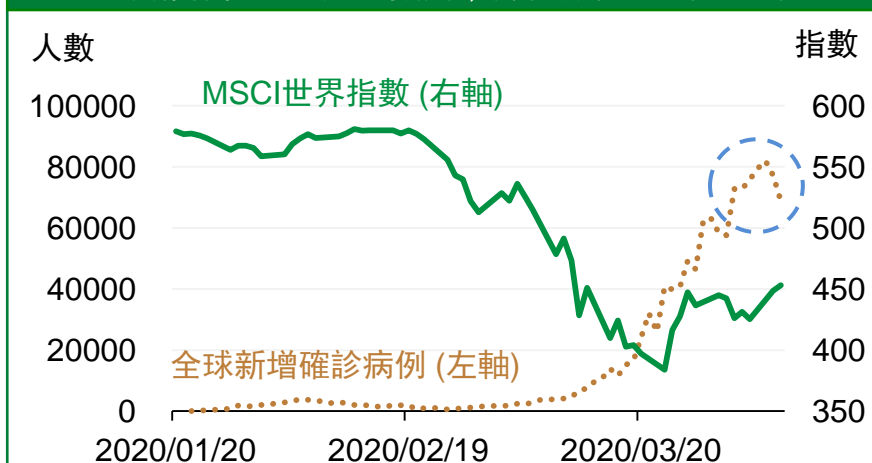
- ▶ 疫情自中國區域型演變為系統性風險，使全球股市承壓。中國武漢自4月8日起解除封城等措施，義大利疫情已出現放緩跡象，現階段風險在於美國疫情是否能逐漸受控，為後續不確定性。
- ▶ 整體來看，全球新增確診人數有下彎趨向，後續隨疫情放緩，有助於緩減投資人恐慌情緒。

美國疫情尚處高峰期，但義大利已漸放緩趨勢



註：標準化 = $(X - \text{平均數}) / \text{標準差}$ 。中、義、美以1/20、2/20及3/1為 t_0 。
資料來源：Wind, 國泰世華銀行投資研究團隊。

全球新增確診人數下彎跡象，疫情放緩有助股市回穩



資料來源：WHO, Bloomberg。

隨股市修正及疫情尾聲腳步，漸布美股及科技股

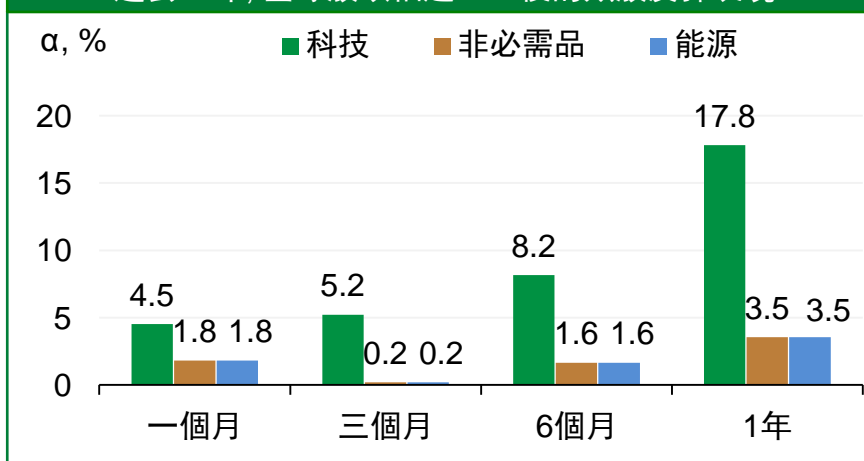
- ▶ 隨全球疫情接近尾聲，加上減產協議會議重啟，帶動風險性資產近週明顯回彈。考量疫情仍有二次擴散風險，指數不排除還有波動壓力，若標普500指數於未來數週修正，可逐步分批進場。
- ▶ 隨疫情趨緩後，企業補庫存需求、遠距辦公及5G等新興科技運用下，預期科技股將較有表現空間。統計過去市場大跌後的反彈表現，科技股擁有較高的超額報酬。

未來數週，美股若有拉回可分批布局

PER 下修*	20	19	18	17
-10%	3132	2975	2819	2662
-15%	2958	2810	2662	2514
-20%	2784	2644	2526	2366
-25%	2610	2480	2349	2219
-30%	2436	2314	2192	2071

註：預期今年美股企業獲利下修幅度，對應本益比預估的標普500指數價位。
資料來源：國泰世華銀行投資研究團隊。

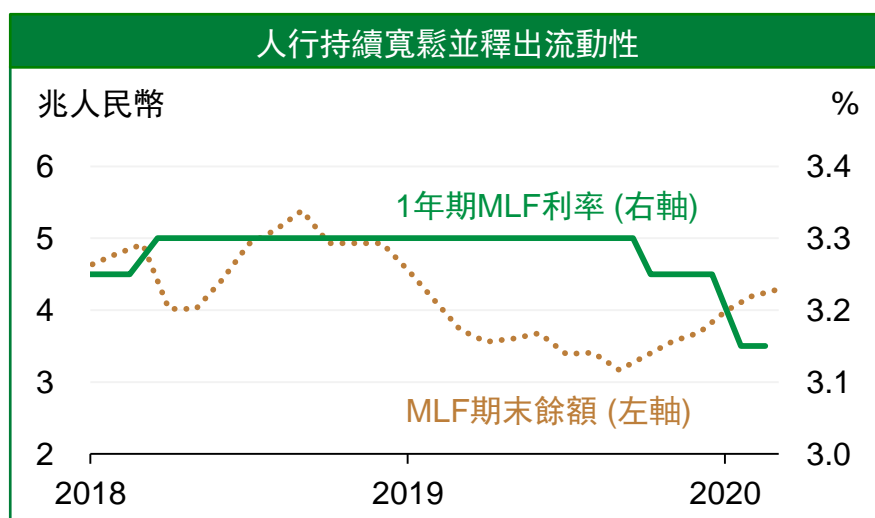
過去30年，全球股跌幅逾20%後的類股反彈表現



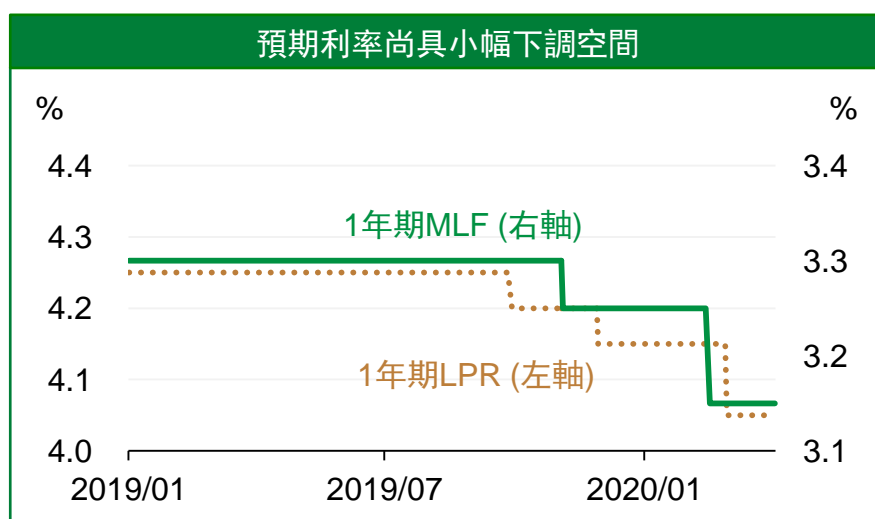
註：α為類股相較世界指數的超額報酬。統計過去跌幅超過20%後表現，期間2002/10、2009/3、2011/10、2016/2及2018/12。資料來源：Bloomberg。

中國 人行再次定向降準，緩減疫情對經濟的衝擊

- ▶ 近期人行宣布定向降準，針對中小型銀行，分別於4/15及5/15兩次到位，預計將釋放4000億人民幣流動性。另，人行將超額存款準備金利率自0.72%下調至0.35%，該利率調整為2008年金融海嘯以來首例，目的欲將銀行過多的存款準備金從人行釋出。
- ▶ 官方再次加碼寬鬆貨幣政策力道，對經濟回穩有所幫助，但也暗示後續企業倒閉及債務違約的風險猶存。**短線中國疫情放緩及武漢封城解除消息，加上官方財政及貨幣救市政策支撐，有助上證指數走強。**



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

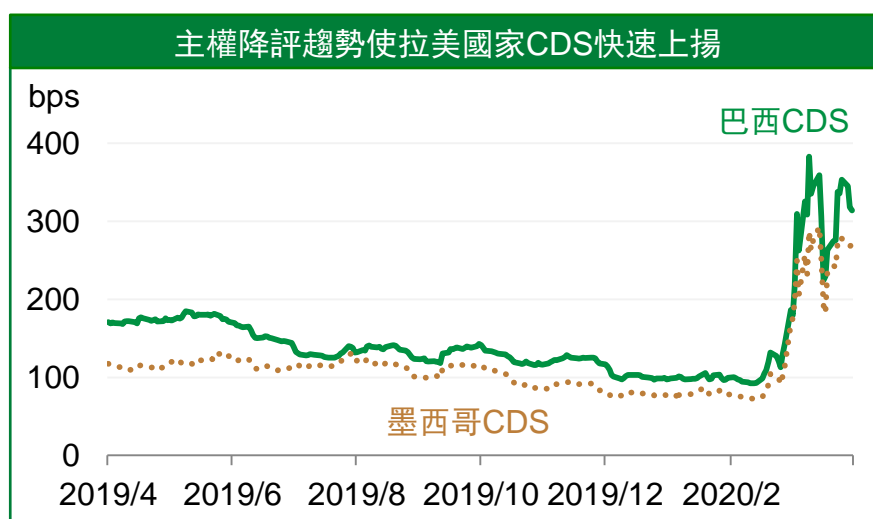
拉丁美洲 防疫措施加重償債壓力，拉美股匯賣壓沉重

- ▶ 拉美國家疫情逐步擴大，3月中開始確診病例破百，巴西更成為全球最快確診破萬國家。隨各國邁入快速擴散期，防疫措施與財政刺激政策將不利國家債務展望。
- ▶ 今年4月以來拉美主要國家陸續遭信評機構調降評等，資金外流增添拉美匯率貶值壓力，墊高美元債務還款成本，CDS（信用違約交換）快速走揚，債務疑慮升溫。近週拉美股市隨全球股市稍作反彈，**考量疫情仍處擴張期，財政赤字及債務問題將限縮激勵政策力道，經濟展望趨於負向，股市修正壓力仍存，積極操作搶短宜謹慎。**

拉美各國近期陸續遭調降評等		
	最新評等*	近二週評等異動
巴西	BB-	正向展望降為中立
墨西哥	BBB	BBB+調降至BBB
阿根廷	SD	CCC-調降至SD
哥倫比亞	BBB-	BBB調降至BBB-

註：此為標普信評機構評等。

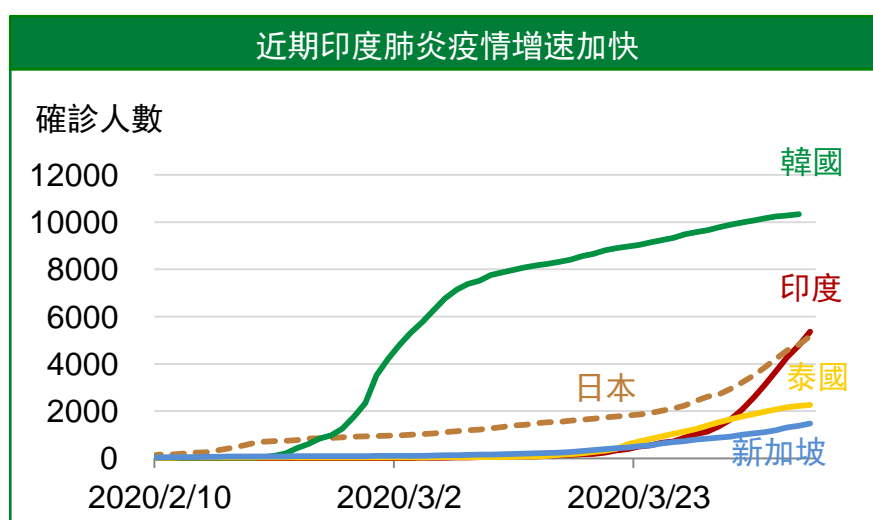
資料來源：Bloomberg，國泰世華投資研究團隊整理。



資料來源：Bloomberg。

印度 企業違約壓力與金融體系風險上升，短線保守看待

- ▶ 印度疫情惡化，政府陸續封鎖及管制等措施，高峰期恐未至。考量印度人口眾多且密集，低薪者眾多，加上醫療體系落後，**若鎖國封城時間拖長，對國家財政、民生經濟、企業獲利衝擊將較成熟國家更為嚴重。**
- ▶ 央行3月緊急降息3碼，並祭出1.7兆盧比紓困方案，主要針對農民、低收入戶和弱勢族群，雖然後續有望持續推出財政、貨幣政策，對短期股市有激勵效果，**但疫情未現和緩前，企業違約壓力與金融體系風險對股債有壓，保守看待相關風險性資產。**



資料來源: Wind。

印度推出財政和貨幣刺激政策		
政策	貨幣政策	財政政策
內容	3/27緊急降息3碼至4.4%，下調存款準備金率100bps，再投入1兆盧比作長期再融資，整體釋出3.74兆盧比流動性。	推出1.7兆盧比紓困方案： 1) 未來3個月糧食供應 2) 老人婦女殘疾等發放現金 3) 小公司低薪者補貼 4) 醫療補助
隨印央降息75bps和直接購買公債，壓低10年期公債及預期AAA級公司債殖利率，但BBB級公司債利差擴大，景氣惡化使匯率偏貶，股市仍有下跌風險。		

資料來源: 國泰世華銀行投資研究團隊整理。

債券 企業降評潮持續，選擇高評等投資級債為主

- ▶ 疫情及油價波動的不確定性，使企業債信惡化，近期降評多集中能源業及汽車業。今年來投資級債降評比例達整體約8%，其中墮落天使佔BBB級比例亦達4%，下半年疫情受控假設下，Moody's估高收債違約率將升至7%，預期信用利差仍有向上壓力。
- ▶ 目前聯準會一系列信貸援助措施，主要支持投資級企業債為主，僅有限度納入高收益債，目的為維持整體經濟的資金流動性，避免金融系統風險。景氣衰退下，BBB級債信及高收益債企業信用惡化愈顯，政策援助也見差異，債券選擇宜以A級以上高信評債較優穩。

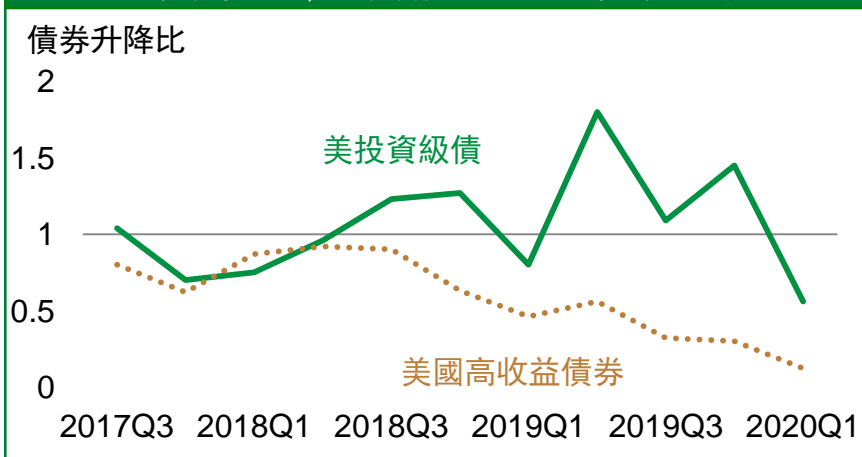
景氣衰退加大違約壓力，預估高收債違約率達7%以上

Moody's信評 情境預估	2020.2 實際值	下半年疫情 受控情境*	金融海 嘯模式	最差 情境
美高收債 違約率 %	3.1	6.8	16.1	20.8
美失業率 %	3.5	6.1	10.0	15.0
美高收債利差 bps	500	1060	1833	2500

註：* 假設疫情下半年受控，今年全球經濟衰退-2%，明年回穩至1.6%。

資料來源：Moody's Investor Service。

今年第一季，企業債信惡化的降評趨勢愈顯

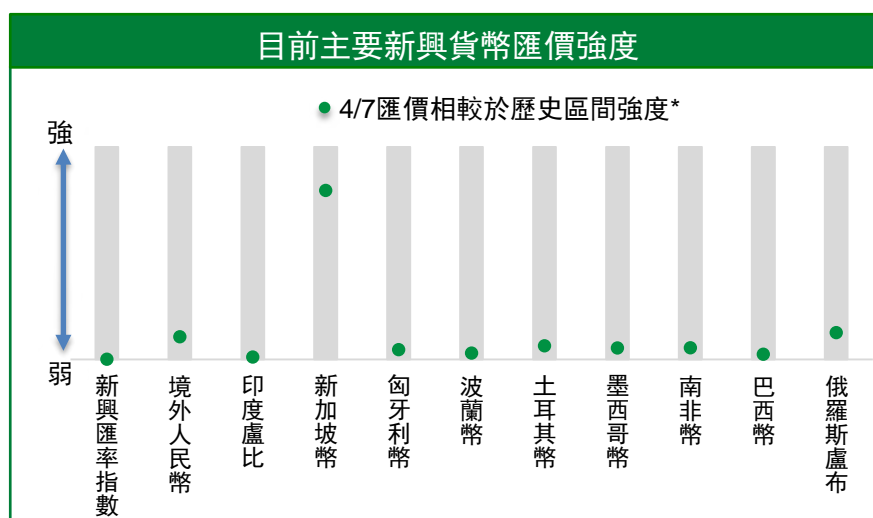


註：升降比為債券信評調升家數/債券信評調降家數。

資料來源：Bloomberg。

南非幣 新興風險偏好改善前，短線匯率波動壓力顯大

- ▶ 3月南非幣急挫，匯價一度貶至歷史新低，主因有二：1) 全球景氣衰退風險，衝擊新興風險偏好，南非幣隨新興貨幣指數走弱；2) 景氣壓力衝擊債信品質，穆迪、惠譽調降評等。前者動作致南非喪失僅剩的投資評級，墮落天使致投資人被迫調節配置，加重匯價偏下。
- ▶ 由於墮落天使的最大可見利空已出，近期南非幣隨全球風險性資產而反彈。然而，此波疫情加重南非景氣壓力，後續新興債務疑慮恐再升溫，增添匯率波動風險。在此之下，**短線操作宜慎，持有者可趁近期反彈先行調節。**



註：*統計1970年來匯率表現以0至100標準化處理，目前匯價相對強弱位置。
資料來源：Bloomberg。

南非主權信評			
機構	評等	展望	備註
標普	BB/垃圾級	負向	2019/11/22
穆迪	Ba1/垃圾級	負向	2020/3/27 由Baa3 (投資級) 降至Ba1 (垃圾級)
惠譽	BB/垃圾級	負向	2020/4/3由BB+降至BB

資料來源：Bloomberg。

APRIL 2020

13 Monday	14 Tuesday	15 Wednesday	16 Thursday	17 Friday
日本M2	印尼央行 中國進出口	加拿大央行 美國零售銷售 美國工業生產 美國NAHB指數	德國CPI 美國新屋開工	中國GDP 日本工業生產 中國工業生產/ 零售銷售

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