



一週市場展望

股市震盪：中國以外國家疫情惡化，引發全球景氣衰退疑慮，美歐股市急速重挫，市場Risk off情緒上升。

央行降息：聯準會意外降息兩碼，突顯疫情帶來的景氣風險，其他地區央行料跟進行動，加大寬鬆成為短線風險。

公債利率：美國10年期公債利率反應降息與避險需求，降至1%以下歷史新低。公債及投資級債可部份先獲利調節，待利率回彈後再行布局。

股市

中國以外武漢肺炎疫情擴散，增添全球景氣放緩疑慮，**聯準會意外降息2碼，市場在景氣放緩與資金行情裡擺盪，股市波動加大**。預期疫情下半年或漸趨和緩，待中國以外地區擴散速度放緩，為後續提供短期機會投資操作契機。

債市

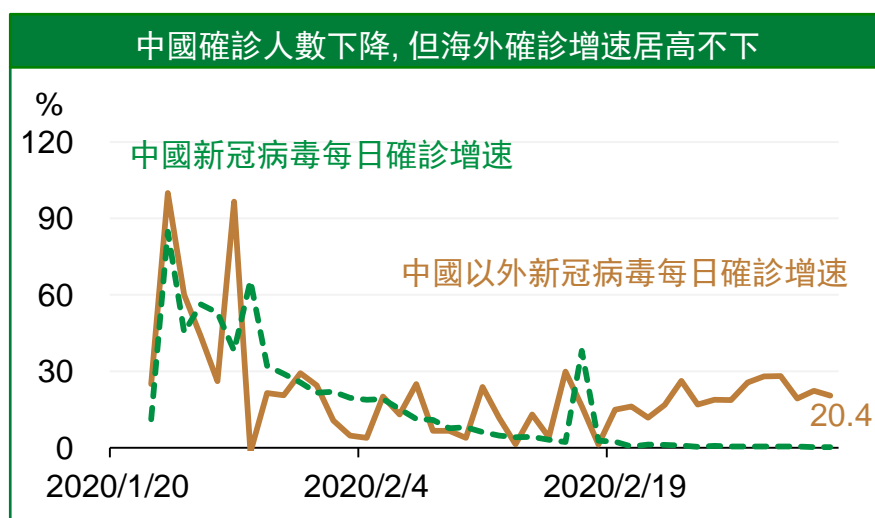
美10年期公債利率下探至1%附近，反應3、4月仍將續降息情境，預期再大幅下滑空間有限，**可部分獲利了結公債及投資等級債部位**。景氣面偏弱，**信用債違約率上升**，較差信評高收債利差擴大壓力愈明顯，待反彈後減。

匯市

聯準會降息使美元走貶，美國潛在貨幣寬鬆空間最大，政策發展將壓抑美元表現，**短線偏貶調整**。預期商品貨幣近期存在貶值風險，南非幣與澳幣偏弱表現。

全球肺炎疫情惡化，聯準會提前降息兩碼

- ▶ 武漢肺炎擴散持續干擾金融市場。中國新增確診人數雖下降，但海外人數上升，亞洲日、韓外，歐洲義大利、中東伊朗疫情惡化，甚至美國確診人數突破百人。美國國防部指出，武漢肺炎可能在未來30日內成為全球大流行傳染病，美國衰退疑慮引發市場恐慌。
- ▶ 本週聯準會意外提前降息兩碼因應，政策利率由1.5-1.75%降至1-1.25%，為2008年以來罕見。會後聲明表示美國經濟依舊強勁，但疫情在一段時間內將對景氣造成壓抑。美10年期公債利率反應3/19及4/29 FOMC可能再度降息預期，降至1%以下創歷史新低。



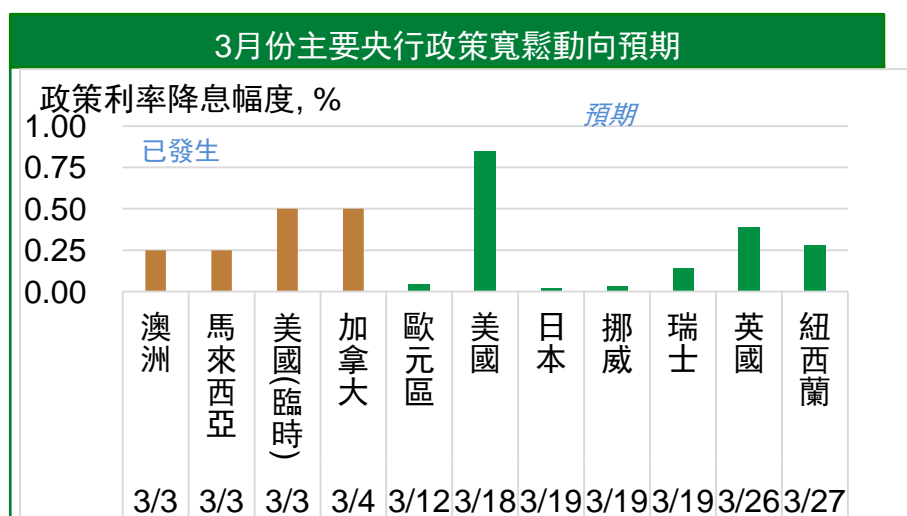
資料來源: Bloomberg。



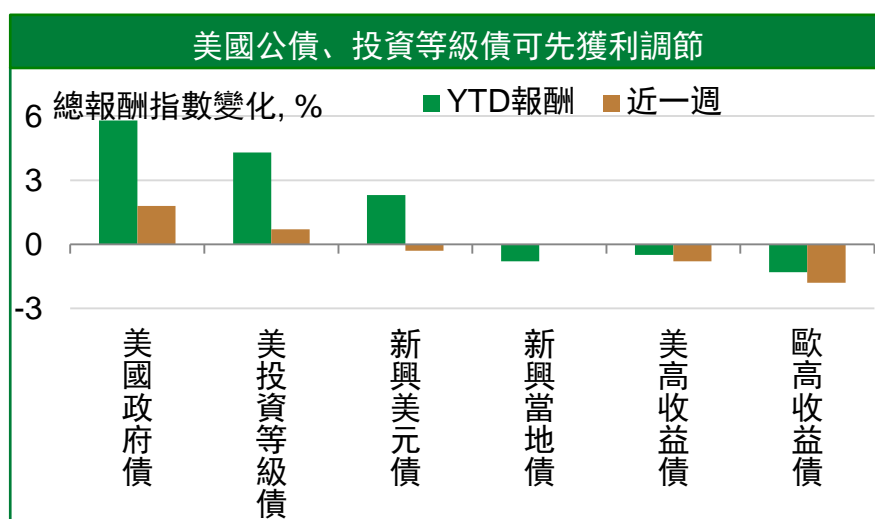
資料來源: Bloomberg。

全球央行哀的迫降，類公債資產部份漸獲利調節

- ▶ 澳洲、馬來西亞、美國和加拿大央行，皆在本週宣布降息，此前包括俄、巴、菲、泰土國等也都降息以因應中國景氣放緩所造成的可能衝擊。**預期全球主要央行近期將續採寬鬆貨幣方式，維持經濟與市場流動性。**
- ▶ 美國10年期公債利率現已反應今年超過4碼降息幅度，再大幅下降空間有限，若疫情改善利率將有上彈可能，持有公債及投資等級債投資人現可部份獲利調節。**未來視疫情與景氣變化靈活操作，待美10年期公債利率回彈再承接漸布。**



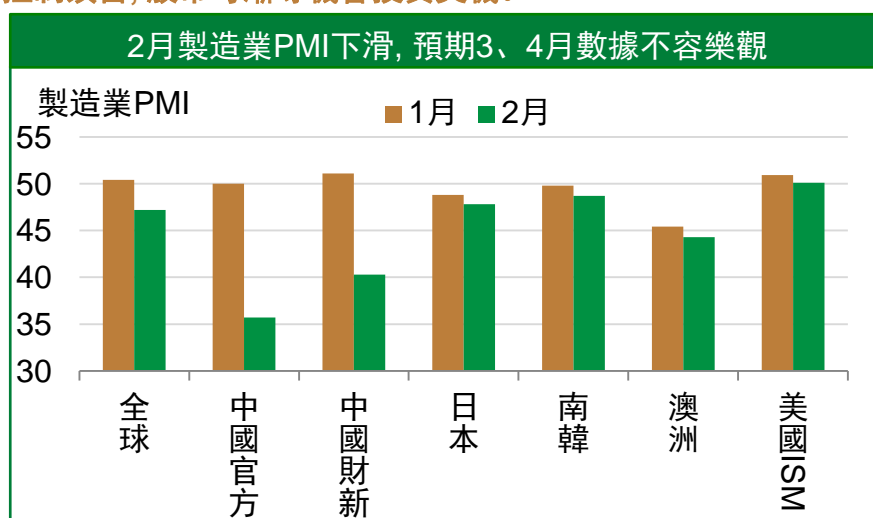
註：日期為各國央行開會時間，美3/3為臨時聲明；利率升貶幅為3月5日利率期貨所隱含的政策利率與現值之差距；負值表降息。資料來源：Bloomberg。



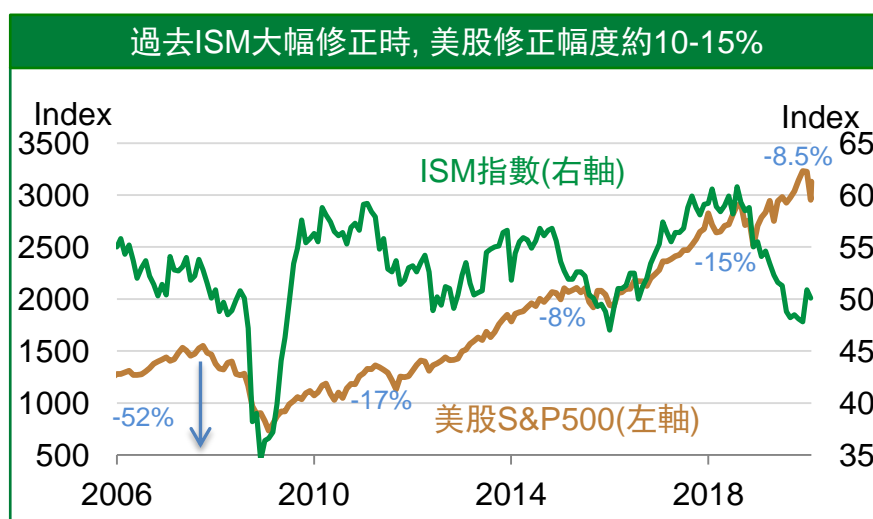
資料來源：Bloomberg。

股市若再度修正，可尋機會投資契機

- ▶ Markit 2月全球製造業PMI由1月50.4降至47.2, 創2009年中來新低, 主要受中國製造業與新訂單大幅拖累所致。其中, 製造業就業指數創09年8月來最大降幅, 中國延後開工為主要因素。觀察中國新增確診人數逐漸下滑, 企業開始緩慢復工, 若疫情和緩並獲得控制, 製造業將有補庫存需求, 研判疫情對經濟活動影響約一至兩季。
- ▶ 過去美國ISM製造業指數大幅下滑時, 扣除2008年金融海嘯, 平均每次美股修正幅度約13%, 未來觀察1) 中國以外確診人數增速趨緩, 2) 股市再跌5-10%, 或3)美國ISM持續往上。疫情將逐漸獲得控制改善, 股市可漸尋機會投資契機。



資料來源: Bloomberg。



資料來源: Bloomberg。

中國 官方利多政策延續，有助陸股反彈

- ▶ 因應武漢疫情，官方利多政策持續，國務院表示進一步加大政策力道，3-6月免收進出口貨物費等，並將企業納稅截止日期自3/16後延至3/23。
- ▶ 財政部預估社保費用減免措施，可望為整體企業降低1兆人民幣稅金負擔。2019年上證指數稅前淨利4.2兆，稅後淨利為3.1兆，實質稅率約25.6%，減稅幅度約上證企業去年總稅額，有助提升陸企獲利表現。**預期今年陸企獲利成長率約2%左右，後續上證指數可逢高分批減持獲利了結。**

中國減稅降費政策幅度預估		
	增值稅	企業稅
(A) 2019年	4.8兆	2.9兆
(B) 近3年平均	5.5兆	3.2兆
(C) 預估減稅幅度	*1.1兆	1.0兆
= (C) / (A)	22.6%	31.1%

註：官方預估減免社保費用，可望為整體陸企降低近1兆人民幣稅金負擔。
*估值採2019年3-5月數值估算，並考量疫情影響。資料來源：Bloomberg。

陸股情境預估		
預估情境	企業獲利成長預期	上證指數區間預估
情境一：疫情發生前	5~10%	3300 - 2750
情境二：疫情發生後+官方減稅退費政策	0~5%	3150 - 2625
情境三：中國境外疫情失控，造成全球系統性風險	-10~-15%	2850 - 2375

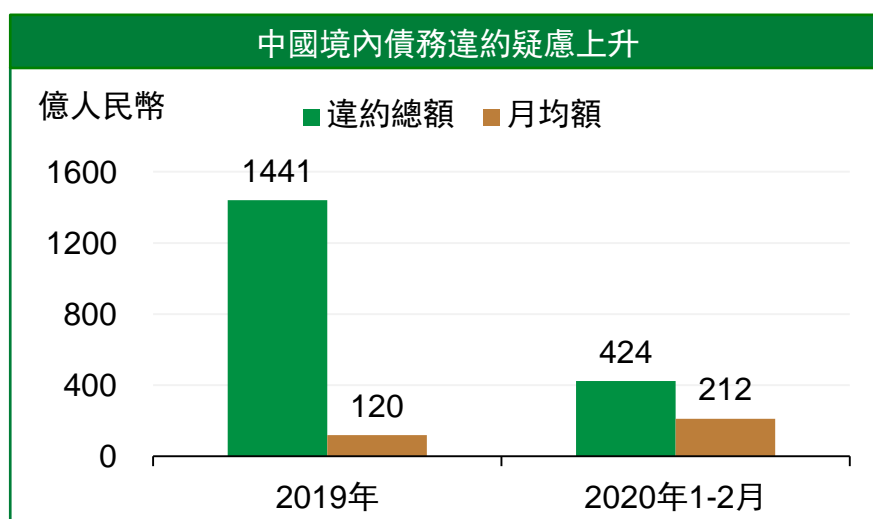
註：估值以BESestEPS及BESestPE相乘估算，BESestPE上、下界為10-12。
資料來源：Bloomberg。

中國債 官方放寬企銀貸款期限，有助降低企債違約情形

- ▶ 今年1-2月份，中國境內債違約金額已達442億人民幣，約2019年總額30%，主要違約大宗為北大方正，去年下旬已發生過違約狀況，屬意料中之事。扣除北大方正違約的部份，其他企業違約金額為97億元。
- ▶ 近期官方除了推出逾3000億的專項貸款額度，同時放寬企業銀行貸款償還期限，受疫情影響者可申請展延至2020年6月底。在官方利多政策支撐下，上半年境內債違約風險尚屬可控，投資人無須過度恐慌。

2020年來中國境內債違約狀況			
企業名稱	產業類別	違約金額(億)	違約檔數
北大方正	資訊科技	345	23
西王集團	食品加工	30	5
康美藥業	中藥	24	1
中國城市建設	營建業	18	1
康得新複合材料	基礎化工	10	1
大連天神娛樂	家庭娛樂	10	1
安徽省外經建設	營建業	5	1
加總		442	33

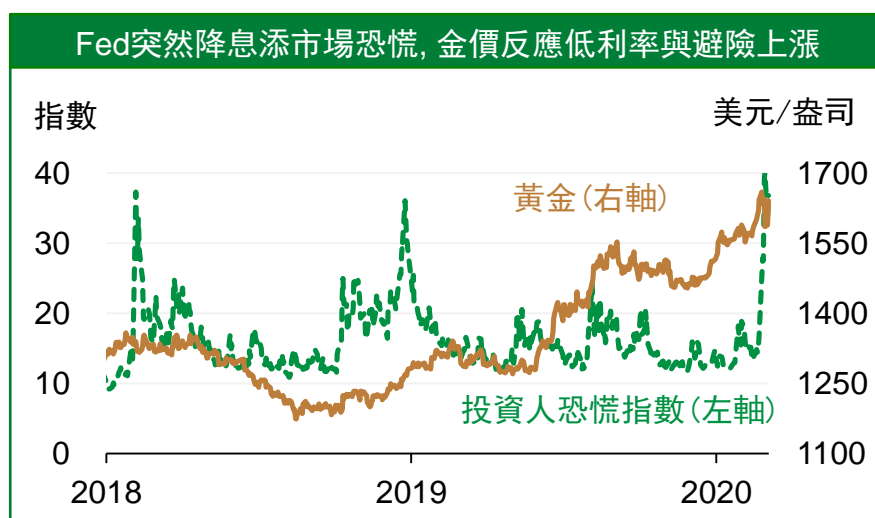
註：資料期間為2020/1/1-2020/3/2。
資料來源：Wind。



資料來源：Wind。

黃金 聯準會急降兩碼，金價再漲可漸獲利調節

- ▶ 美股因肺炎疫情擴散重挫，投資人為彌補虧損部位，獲利調節黃金使上週單日跌逾3%。但聯準會意外降息2碼，美國實質利率負值擴大，不排除近期Fed仍有續降息可能，**低利率環境有利金價表現**。
- ▶ 股市波動加劇，過去黃金多存避險效果。以現在美國10年期公債利率和美元指數推估，**黃金有機會挑戰前波高點**，現有投資人可隨價格上揚漸獲利調節。



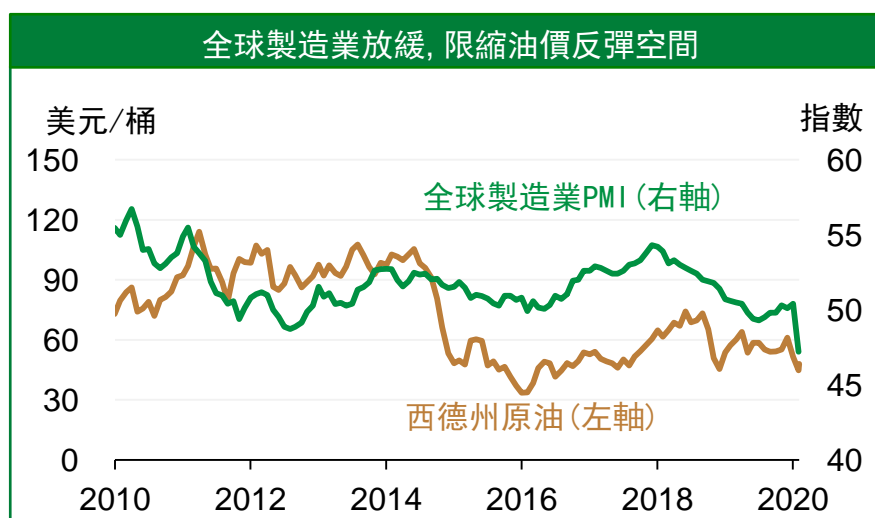
資料來源: Bloomberg。

金價再漲可漸獲利調節							
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	1595	1536	1447	1388
	100	1666	1636	1577	1517	1428	1369

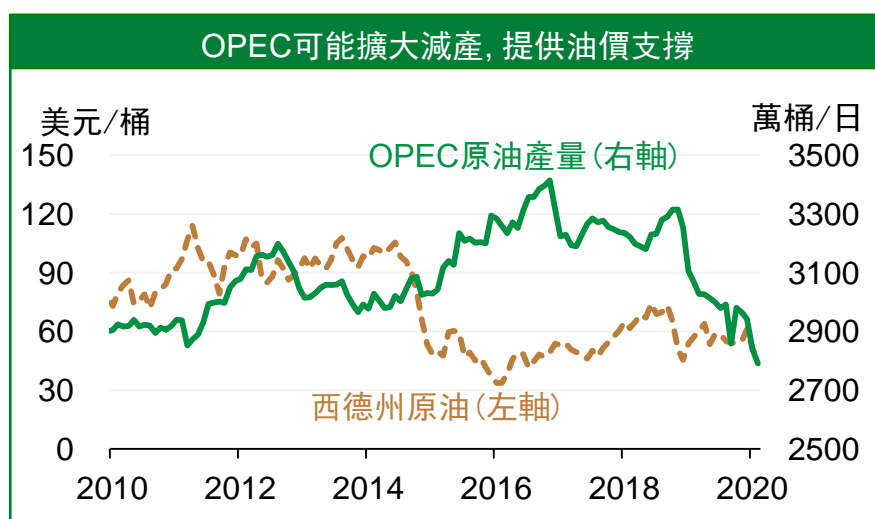
註: 2000年1月迄今資料; $GOLD = 2794.4 - 294.7 * US10Y \text{ rate} - 9.41 * Dollar$, $R\text{-sq}=0.8$ 。資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行投資研究團隊預估。

石油 降息預期及OPEC減產，油價反彈後宜減持

- ▶ 武漢疫情持續擴大，中國製造業與服務業PMI再創歷史新低，韓國、日本及伊朗亦為高度警戒區，將衝擊能源需求，**使得油價反彈動力不如預期。**
- ▶ OPEC將在3月5、6日召開能源會議，研判同意擴大減產機率高，並儘快於Q2提前實施，加上聯準會降息預期，有利短期油價止穩反彈，惟**空間不如預期下，反彈後宜減持。**



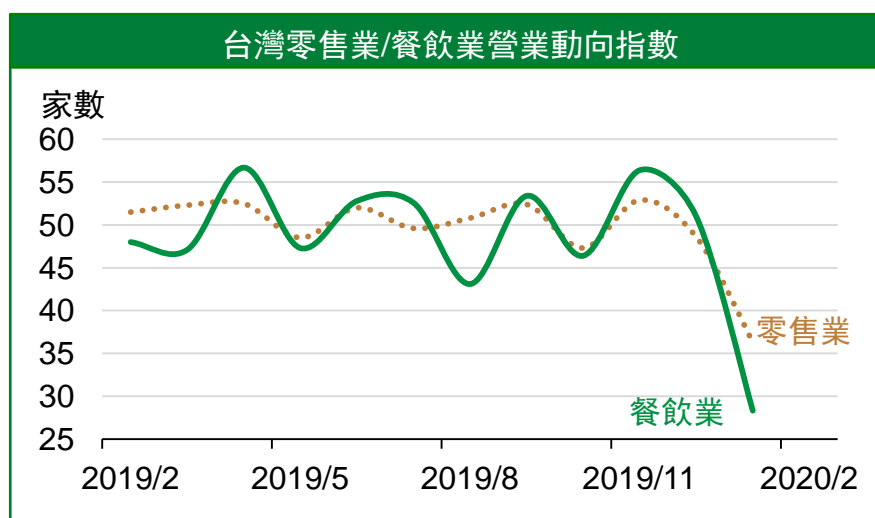
資料來源: Bloomberg。



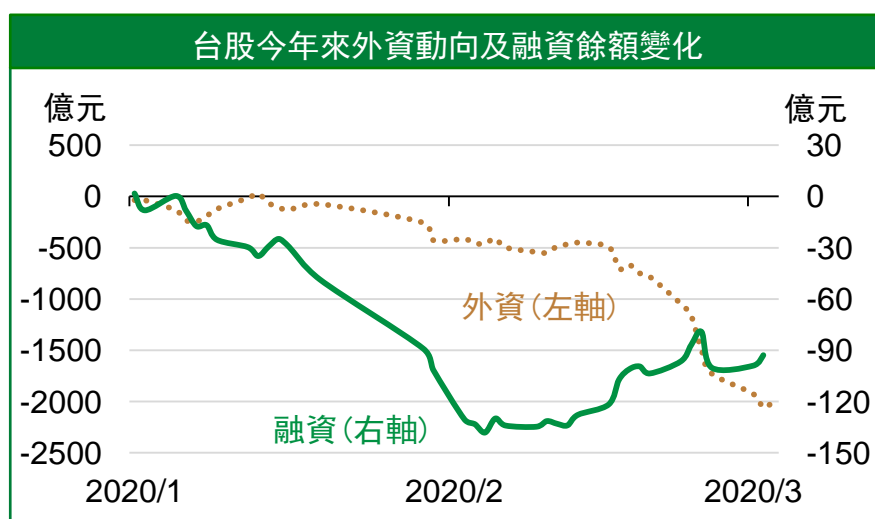
資料來源: Bloomberg。

台股 景氣雜音漸顯，籌碼漸趨凌亂，增添未來指數反彈阻礙

- ▶ 受惠於農曆春節採購及尾牙聚餐，台灣1月零售業、餐飲業營業額年增率分別為2.5%、17.5%。然而，受武漢疫情衝擊，零售業、餐飲業2月營運動向指數（按家數計），分別下滑至36.3、28.3，增添後續景氣雜音。
- ▶ 台股今年至今外資累計賣超近2000億元，同期間融資減近百億元，然自2月以來融資呈逐漸增加趨勢，考量籌碼面趨於凌亂，恐成為未來指數反彈阻礙。



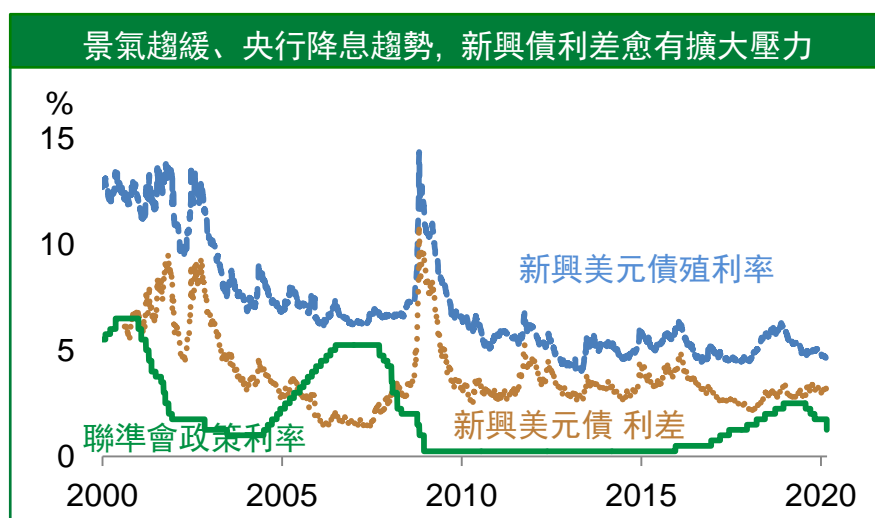
資料來源：經濟部統計處。



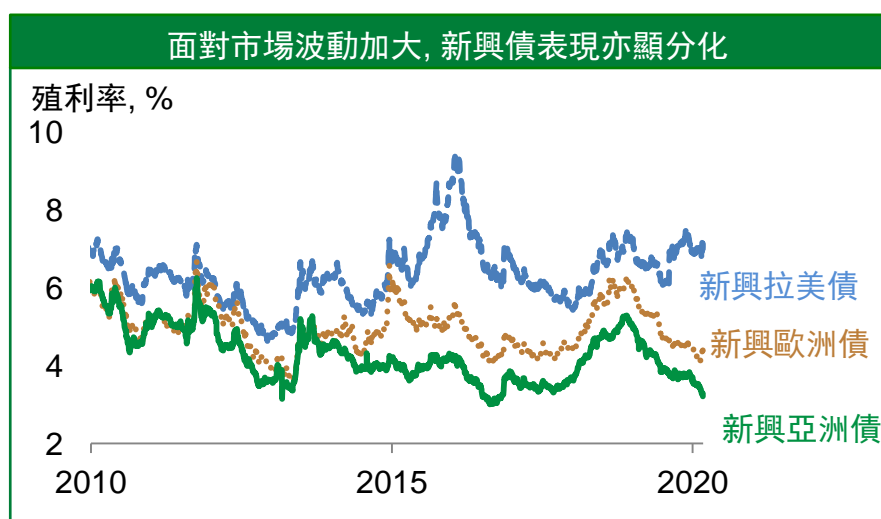
資料來源：精業嘉實。

新興債 信用利差愈擴大，殖利率偏上趨勢

- ▶ 聯準會緊急降息兩碼，反應景氣趨緩疑慮升高，武漢肺炎疫情影響全球經濟向下風險，市場氛圍risk off影響新興資產波動，資金外流顯壓，新興國家降息亦將使匯率偏貶。面對市場波動加劇，新興債表現分化，依賴外貿及原物料出口國家顯壓，信評較高的亞債較穩。
- ▶ 觀察新興債信用利差已漸回復歷史平均，景氣低成長、高息負債壓力下，預期利差仍將擴大、新興美元債殖利率往5%偏上趨勢。策略建議減碼，持債以高品質投資債券為主，控管波動及違約風險。



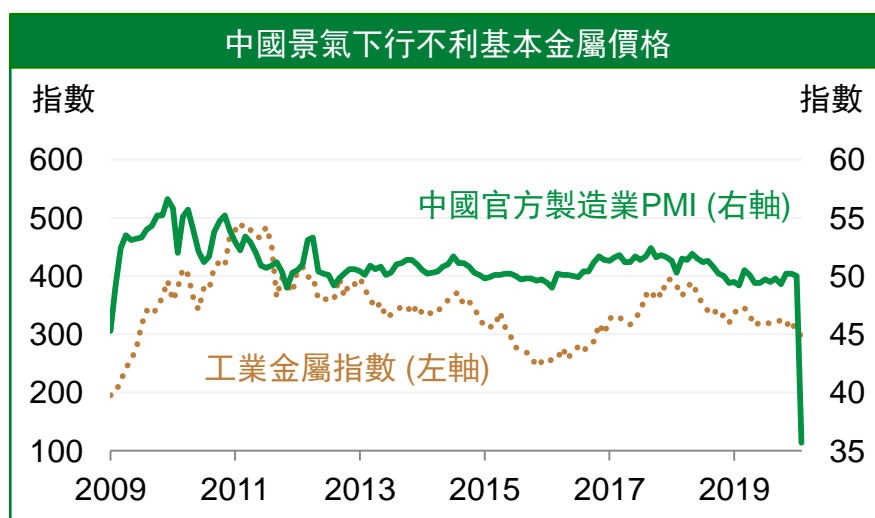
資料來源: Bloomberg。



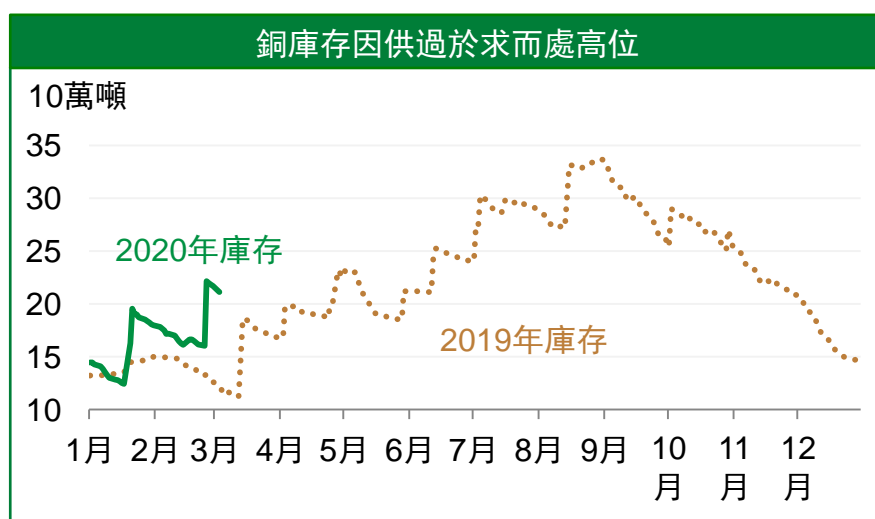
資料來源: Bloomberg。

原物料 短期銅礦需求維持弱勢，礦業類股保守看待

- ▶ 受武漢疫情影響，中國製造業PMI下滑至歷史低位35.7，儘管中國政府接連釋放流動性並力促企業復工，景氣偏弱仍不利原物料終端需求。**考量中國以外地區疫情仍持續上揚，市場不確定性將使基本金屬價格上方承壓。**
- ▶ 儘管中國復工漸有起色，但依煤炭消耗與城市出行數據，產能與全面復工仍有差距。**銅礦市場呈現供過於求，銅庫存持續維持高位，短期內需求不振使銅價偏弱震盪，待全球疫情緩解方有表現空間。**



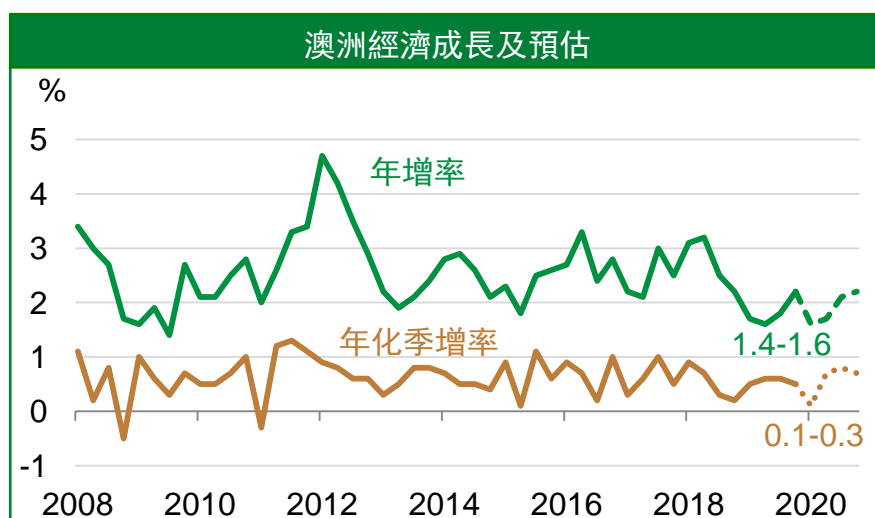
資料來源: Bloomberg。



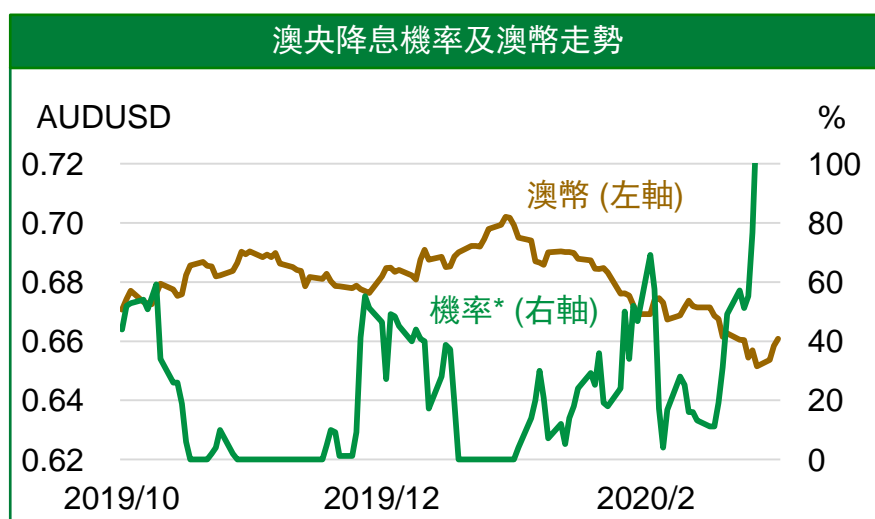
資料來源: Wind。

澳幣 澳央不排除再降1碼，短線匯率反彈先調節

- ▶ 武漢疫情往全球擴散，加重景氣風險。其中，占澳洲出口逾四成的中國為主要災區，若以中國2月驟降至歷史新低的製造業活動評估，1Q澳洲經濟成長季增率恐僅0.1至0.3%，全年成長重回2%難度上升。
- ▶ 景氣風險使本週澳央降息一碼，且今年後續有再寬鬆可能。在此之下，儘管近週美元因聯準會緊急寬鬆而回落，使澳幣止穩稍揚，後續空間恐受基本面及澳央政策發展而侷限，**短線若AUDUSD反彈可先調節。**



註：虛線為2020年各季經濟成長預估值；以中國官方製造業指數回歸推估。
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊預估。



註：*為年底澳央政策利率降至0.5%機率。
資料來源：Bloomberg。

MARCH 2020

9	10	11	12	13
Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
日本GDP 台灣進出口 日本經常帳 日本貿易收支	日本M2 歐元區GDP 中國CPI/PPI 日本工具機訂單	美國CPI	美國PPI 日本PPI ECB會議 歐元區工業生產	德國CPI

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