

政策行動升級，但市場仍在等待真正的激勵因素



**Pascal
BLANQUÉ**
集團投資總監



**Vincent
MORTIER**
集團副投資總監



**Monica
DEFEND**
全球研究部主管

- 目前的危機進展以及後續觀察重點：**研判全球疫情可能全面升溫 (美國亦加入緊急應變措施)，造成全球市場的震盪以及過度反應；由於消息面利空頻傳，這個階段可能會延續一段時間。其他國家的後續狀況，則可將中國與義大利視為某種領先指標。不出所料，總經數據可能會非常疲弱，畢竟中國的 1 月及 2 月份零售銷售和工業生產數據就是如此。關鍵在於停工抗疫過後，能否確實恢復經濟活動。同樣地，中國在這個問題上，也是可供參考的領先指標。至於疫情危機對於歐洲乃至於接下來美國的影響及持續時間，義大利乃是重要的關鍵。現階段想要看到明顯的改善仍嫌過早；未來兩週非常關鍵，除了疫情抑制措施的效益會慢慢浮現，經濟成長緊縮期可能持續多久也會逐漸顯現。意料之外的正向 (或負面) 成效，都將影響市場信心。此外，透過中國重新開始的經濟活動，也能據以評估第二波疫情風險的規模。
- 政策因應：**自 2008 年以來，這是各國政府第一次感到必須採取全球一致行動，如同 G7 聲明所言，各國領袖都表示願意「採取一切必要措施」支撐全球經濟。在國家層級，決策者公布支援與財政方案，以支撐國內經濟和醫療支出，各大央行則介入，提供流動資金安排、量化寬鬆方案與降息等。為了因應新型冠狀肺炎疫情的歐元區展望風險，並維持當地金融穩定，預防歐盟金融體系分裂衝擊歐元，歐洲採取了一系列的措施，最新的措施則是歐洲央行決定推出新的暫時性 PEPP (疫情應變緊急收購方案)，金額高達 7,500 億歐元。目前看來，中央銀行介入的階段尚未結束；各國央行料將提出更多財政措施。政策搭配旨在確保各經濟體安然度過暫時性鎖國時期，最終得以維持金融穩定。負債率的提高，將成為危機過後的終局後果，可能的解決方式則是債務貨幣化。無限期的量化寬鬆 (QE) 與零利率則將繼續維持，就算不是永久實施，至少也會是很長一段時間。直升機撒錢 (Helicopter money) 的可能性也正在成形，但這又是另一個全新領域。同時，本次危機也為歐元區提供了機會。有別於歐元危機，新型冠狀肺炎疫情同時席捲了所有國家，如今政府也獲得了遠勝以往的誘因，積極強化歐元區的體制架構，同時逐步邁向歐元區債券的發行；歐元區正處在「此時不把握更待何時」的關頭。
- 市場展望：**此時賣出太晚，買進則嫌太早。若是現在賣出，有可能損害投資人實現長期目標的能力。在「真正」的市場築底因素 (歐洲各國實施同步財政與貨幣對策，或是新病毒的療法開發完成之際，歐洲出現狀況受控的明確訊號，即代表築底完成) 明朗化之前，大盤仍將持續波動起伏。這樣的情況下，我們仍以審慎態度看待風險資產，並加強聚焦於流動性。

在信用市場方面，違約率可能飆漲，並可能再出現一波評等調降潮，尤其是 BBB 級美國公司債券可能調降至高收益級別，在產業方面，隨著油價下跌也要特別留意美國能源產業的高收益債。整體而言，利差仍有擴大的空間，然而只要塵埃落定，健全的商業模式勢必帶來投資良機。聚焦於基本面良好的企業，將是安度此一階段的關鍵所在。在股市方面，或許會出現罕見的熊市，甚至可能有極端情況發生，但至少不會像 2008-09 年的危機期間延續那麼久。我們依舊樂觀看待今年下半年，隨著經濟情勢改善，市場價格料將強勁復甦。

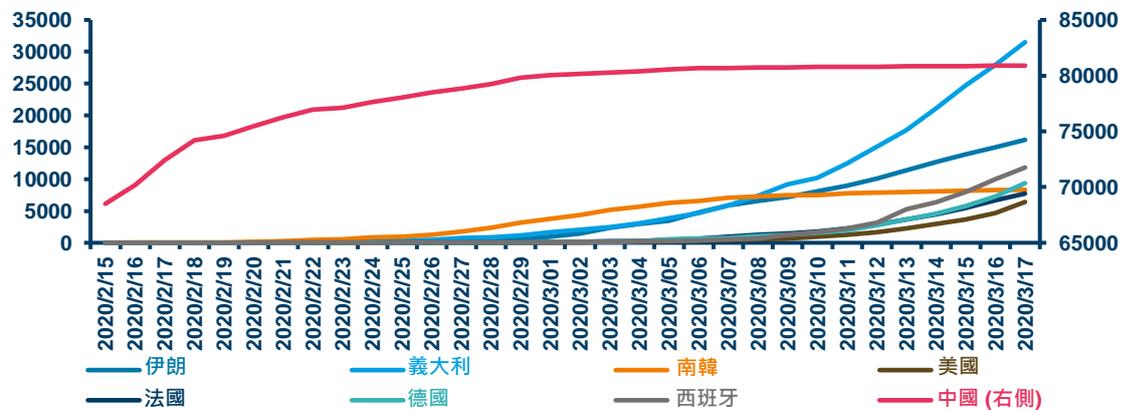
危機的演進

本質上，任何流行傳染病都屬於可控制、具可逆性的衝擊。然而，就目前新型冠狀肺炎的疫情擴散情況來看，依舊不清楚如何遏制病毒擴散，以及何時達到高峰期。目前疫情中心從東方國家轉為西方國家，似乎波及更多北半球國家。中國和南韓似乎已經控制住疫情的擴散，其他亞洲國家大致控制不錯；由於近年頻繁的抗疫經驗，亞洲多半更能做好準備面對流行病。

「未來數週將是評估義大利與歐洲防疫措施是否有效的關鍵，據以判定經濟緊縮的程度和延續的時間長短。」

歐洲目前趨向封城，並首度採取邊境限制措施以遏制疫情擴散，美國也已開始正視危機。未來數週將是評估歐洲防疫措施是否有效的關鍵，特別是率先面對新型冠狀肺炎疫情的西方國家義大利，目前疫情最嚴峻。這未必表示一切必將恢復正常，但至少最極端的措施所產生的部分緩解效果足以減輕當地某些產業所承受的壓力。接著將是第二波考驗，目前仍不確定還會不會出現第二波疫情，而疫苗與病毒醫療的研發正在持續進展，可能成為真正改變市場傳統遊戲規則的機會，並可能提高市場信心，但截至目前所觀察，這方面的醫療成果依然有限。

各國新型冠狀肺炎疫情的累積確診人數

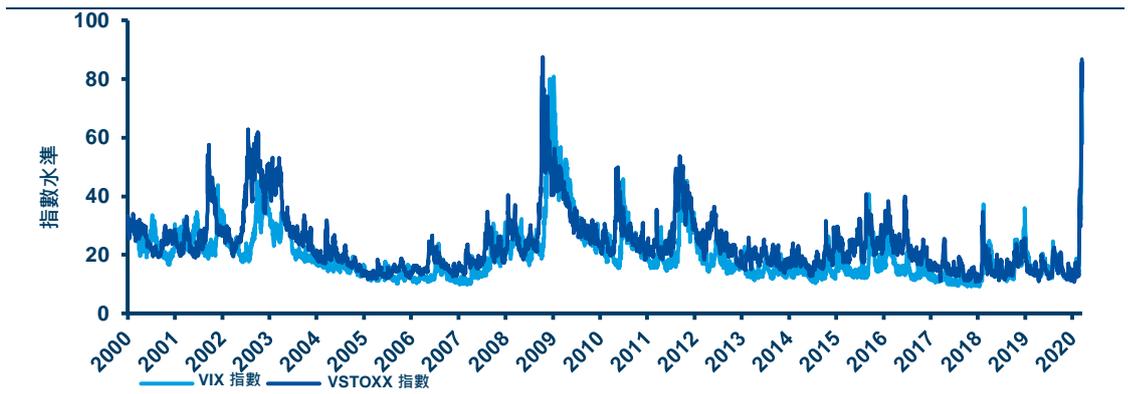


資料來源：彭博，鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/17。

嚴酷的市場反應：信用市場仍待觀察

最近幾週以來，我們觀察到股市劇烈震盪，類似於 2008 年金融海嘯期間的情況，甚至有更加嚴重的狀況。

VIX 與 VStoxx 波動率指數回到 2008 年以來未曾見過的水準



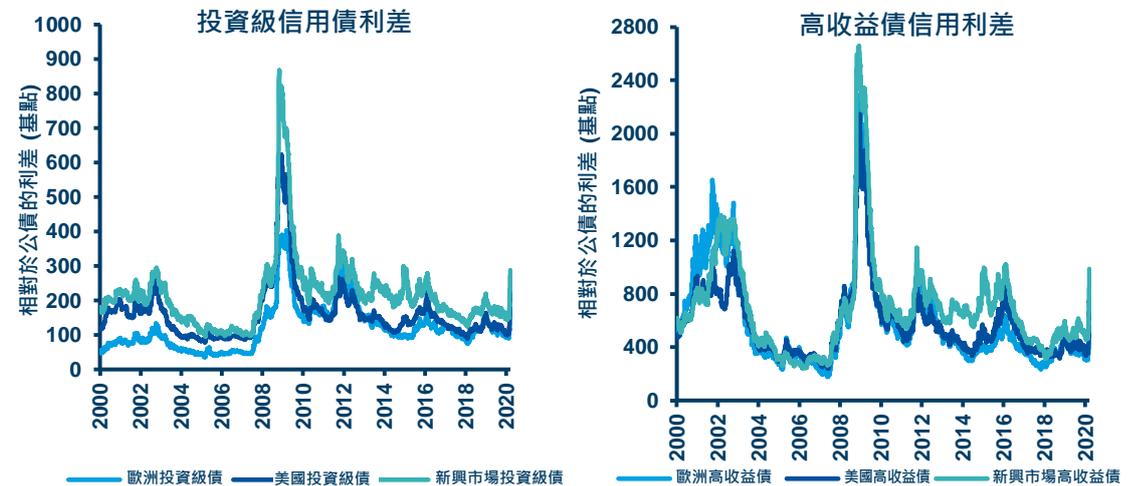
資料來源：彭博，鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/17。VIX 指數是 S&P 500 指數隱含波動率的指標，VStoxx 指數則是 EuroStoxx 50 指數隱含波動率的指標。

「當前的防疫心法似乎是『各種手段輪番嘗試』，縱使相關單位已經實施眾多措施，但卻無法促使金融市場完全放心。」

暫時蟄伏的波動性終於被喚醒，風險平價(Risk Parity)基金和自動賣出策略導致了波動率的飆升。投資人拋售持股，這種流動性最高的資產類別隨之出現了高速下挫態勢。然而，這些狀況並非金融危機使然，而是經濟危機。2008 年金融海嘯之後，目前銀行體系更加健全，決策者則採取了「不計代價」的防堵作法，防範本次疫情亦轉變為金融危機。這個過程並不會一路順暢，並且可能令市場覺得這是某種「各種手段輪番嘗試」，因此無法完全放心。

如欲評估本次疫情是否可能擴散為金融危機，甚至產生更為深遠的影響，信用市場則是最值得觀察的領域。近期信用市場的利差明顯擴大，但相較於 2008 年信用緊縮的極端情況，目前仍維持較為壓縮的水準。

信用利差雖逐漸擴大，但仍未構成信用緊縮



資料來源：彭博，鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/17。相關數據係參照各地區的 ICE 美銀美林指數。

「信用市場是值得觀察的領域，因為金融環境極度惡化可能導致違約率急速上升，進一步損及未來可能出現的經濟復甦力道。」

雖然金融環境確實已大幅緊縮，但尚未看到 2008 年危機期間信用市場出現的觸發全球經濟極度衰退的極端狀況。由於流動性和信用緊縮可能促使違約案例迅速增加，繼而導致失業率攀升，

進一步負面影響到經濟狀況，雖然目前已出現流動性緊縮狀況，但仍未達到足以判斷全球經濟進入衰退的明顯訊號。

決策者的新領域

我們認為，高度不確定性與高波動率將會持續一段時間。此時賣出太晚，買進則嫌太早。在市場築底因素（歐洲各國實施同步財政與貨幣對策，或是新病毒的療法開發完成之際，歐洲出現狀況受控的明確訊號，即代表築底完成）明朗化之前，大盤仍將持續波動起伏。

「決策者將不計代價，盡力避免 U 型復甦淪為 L 型長期緊縮。」

決策者將採取行動，以免市場探底過深，並試圖避免預期的 U 型復甦（延長緊縮階段）淪為 L 型衰退。如欲達成這項目標，重點在於避免危機急劇惡化，避免實質經濟狀況化為金融危機，甚至回頭再度衝擊實質經濟，否則就有可能產生深遠且極為持久的影響。

- **各國央行使盡渾身解數：**央行迄今已相當努力，未來料將更加努力。無論是寬鬆金融環境的能力，還是為私部門找尋流動資金，投資人都不應低估央行的火力與能耐。繼上週政策可能出錯之後，歐洲央行必須證明其致力於維持歐元區金融穩定，故於 3 月 18 日大膽推出新的暫時性「因應疫情大流行緊急收購方案 (PEPP)」，該項公司債與政府公債的資產收購方案也促使 2020 年量化寬鬆的總金額達到 1 兆歐元。這項新方案亦提供了重要的消息：希臘政府公債展延，以及信用品質優良的非金融商業本票，並放寬擔保標準，符合聯準會前一天公布的消息。新方案具備高度彈性，容許「長期性的收購金流分布波動，同時橫跨不同司法轄區及不同資產類別，此外收購措施也不受限於自行設定的 33% 發行機構/發行上限。歐洲央行將考慮在必要範圍內修改（上限）」。
- 歐洲央行給予市場的訊息相當明確：情況若有需要，歐洲央行將在某種程度上無限制提供火力。除了積極降息至零外，聯準會還重啟了大規模的量化寬鬆方案，及自 2008 年金融海嘯以來未曾採用的商業本票融資機制。而新興市場的各國央行，亦調降了利息。因此，利率將持續在極低的水準：意味著當危機結束，負債規模將明顯提高，各國將持續抑制金融，試圖延續債務泡沫的續航力。

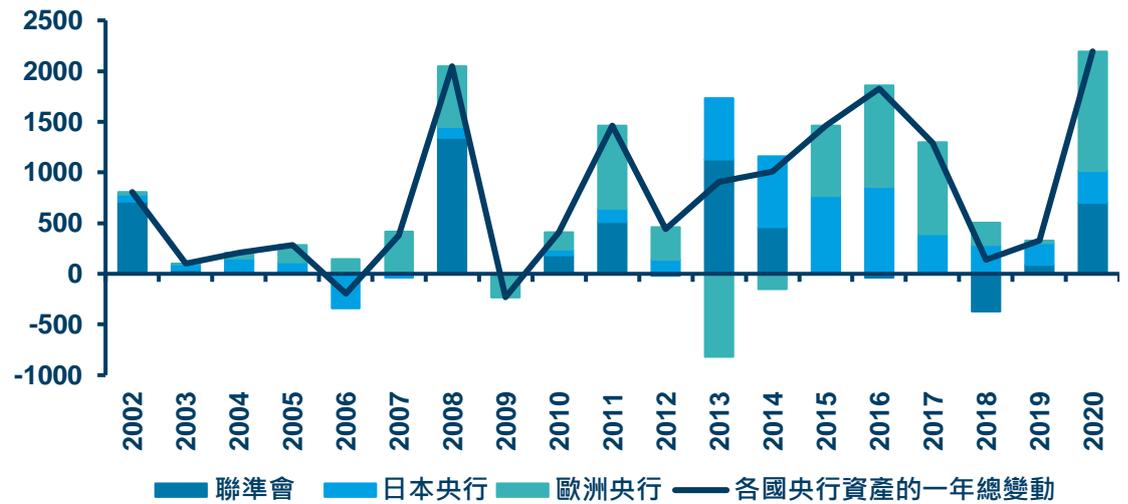
主要已開發市場的各國央行與銀行監督對抗危機之行動

中央銀行	降息(基點)	QE 追加	銀行監督	其他措施
美國聯準會	150	7,000 億美元	全額資本用途	重啟商業本票融資機制
歐洲央行	無	1,200 億歐元 + 7,500 億歐元 PEPP	資本緩衝用途	長期再融資操作 (LTRO) 改善
日本央行	無	指數股票型基金 (ETF) 收購計畫 增列 6 兆日圓，公司債券與商業 支付增加 20 億日圓		
英國央行	25	大型企業融資不設限制	抵銷景氣周期的緩衝手段 至多可動用 2000 億英鎊	

資料來源：鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/19。

「央行採行擴張政策可望持續，因為量化寬鬆 (QE) 以及大規模的財政政策推動就目前而言均屬必要措施。」

QE 時間：各國央行資產的一年變動率預測 (單位為 10 億美元)



資料來源：Datastream，鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/19。

- **財政政策 — 規模擴大，格局升級：**幾乎所有國家都已經實施了多項財政措施，未來還有更多措施尚待落實。不過，前述所有措施仍有變數，而且並沒有經過充分的協調，從而突顯出歐元區的脆弱體質。至今，歐洲的因應措施多半停留在各國自行處理的層級，封鎖邊境在某種程度上也是繼續朝這個方向前進。本次危機的嚴重程度則會證明今後是否需要更多的跨國協調與同步行動。最近美國的重大公告指出今後可能注資 1.2 兆美元支撐經濟，包括直接支援消費者的措施、小型企業貸款，以及可能的減稅措施。

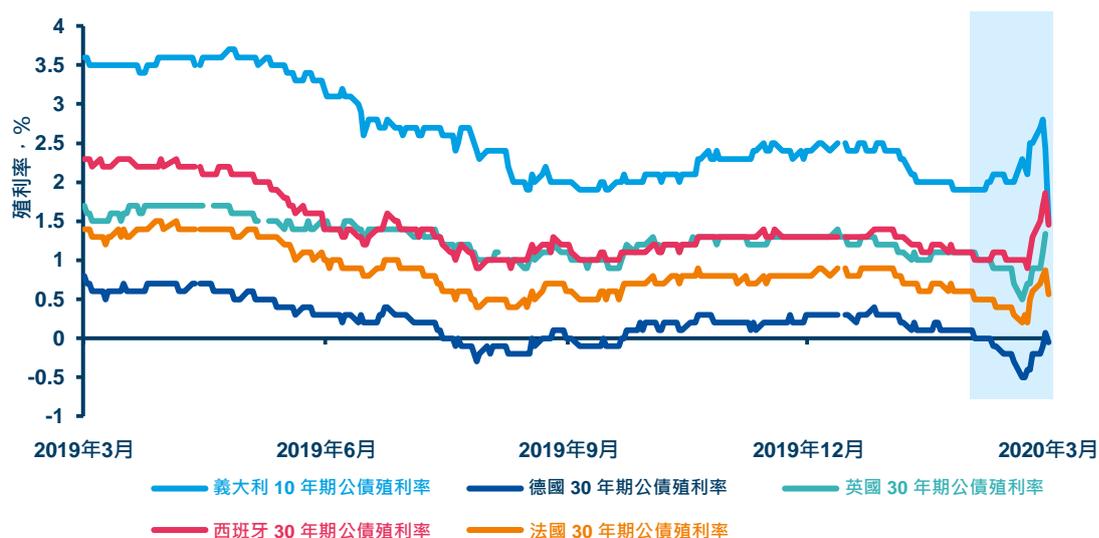
當前財政與貨幣政策之間必需緊密地連結

公部門所面臨的壓力也開始增加。市場開始質疑債務融資的財政政策將會導致未來必須償還多少金額，這點也導致了歐洲外圍國家的債券利差擴大，亦是宣布推動大規模財政政策之後，美國國庫券殖利率攀升 (儘管股市疲軟)、流動性偏高資產則歷經獲利回吐的原因。答案想必是更多、更積極的量化寬鬆政策，以及協調實施的財政對策。這樣的構想正在成真，更進一步的話恐怕就是直升機撒錢了，距離川普總統所提議的直接發錢補貼國民荷包大概也已經相去不遠。

在歐洲計畫的關鍵時刻，這將是歐洲面臨的挑戰。迄今為止，歐洲對危機 (衛生與經濟方面) 的反應均未協調一致，市場開始針對義大利等負債最多致使殖利率全面飆升的國家測試債務路徑。歐盟所面對最重要的挑戰，也是最大的機會，將是採用嶄新、更協調一致的方法，處理這次的空前危機。德國 (連同義大利和法國) 似乎也改採更開放的態度，看待歐盟的債券發行、鎖定公衛危機的暫時性非常措施，或是啟動歐洲穩定機制 (ESM) 壓低歐洲國家的借貸成本¹。歐洲正處在「此時不把握更待何時」的關頭。

¹ 資料來源：彭博，資料時間 2020/3/18。

預期負債攀升將為公債殖利率帶來壓力



資料來源：彭博，鋒裕匯理資產管理整理，資料日期 2020/3/19。

如何安渡當前市場階段

除非見證了義大利以及後續其他國家的部分防疫措施確實發揮效用，否則今後仍將充斥著不確定因素。此時絕對不能陷入悲觀。投資人應當抗拒在這種市場環境裡出脫資產的誘惑，並且願意忍受高於預期的波動性。過往的危機經驗顯示，在如此特殊的環境裡採取情緒性反應才是投資人所面臨的最大風險，此階段所採取的行動恐將以無法補救的方式損害其達到長期目標的能力。值得一提的是，透過資本未曾減損的資產，足以收回其他具破壞性的損失，並轉而提供評價誘人的優質資產進場良機。

目前我們依然審慎看待風險性資產，並聚焦於部分超賣的優質資產，或是可能率先反彈的地區（例如新興市場）。當前監控流動性至關重要，亦是我們的主要首要任務。在風險資產中，我們仍會持續慎選股票和信用債之投資標的。

信用市場

信用債承受壓力。故此慎選標的至關重要，尤其是高收益債，目的是避免較脆弱/高槓桿的公司與風險領域（如：美國油頁岩產業公司）。

各國央行已透過各種工具，介入支援國內經濟。然而，央行終究無法支撐利潤創造，同時公司債違約率也持續攀升（根據目前市場價位所反映者，美國當在 6-8% 左右；相較之下，金融海嘯時的高點則是 15%）。未來可能再出現一波評等調降潮，尤其是 BBB 級美國債券發行機構可能因此降至高收益級別，在產業方面，則將留意美國高收益能源債違約率的攀升。

目前信用市場似乎運作正常，反映上週新發行量仍能滿足投資人的胃納，縱使是伴隨著艱困的市場環境。倘使各國央行挹注大量流動資金確實穩定了市場，相信未來不會進入嚴重的全球性衰退階段，而在目前市場錯置的情況下，可望發掘若干誘人的進場點。

「信用市場的展望更具挑戰性，尤其是已經陷入麻煩的產業（例如美國高收益能源業）。利差仍有擴大的空間，但塵埃落定時，將可為健全的商業模式帶來投資機會。」

股市

股市已經大幅修正，但目前水準仍未反映出全面性全球衰退。

當前的熊市或許是不常見的情況，甚至可能是極端的規模，但不會像 2008 年的危機期間延續那麼久。我們依舊樂觀看待今年下半年，相關政策因應可能為市場提供主要的支撐力。歐股方面，我們注意到拋售期間優質股的表現明顯超前，故而進一步重申將聚焦於低槓桿、資產負債健全的優質股。

投資組合架構

我們發現，包括避險基金或風險平價(Risk Parity)基金在內，部分法人因為面臨了贖回壓力或是降低風險的需要，從而減持手中部位，有可能促使短期內出現某些失常的市場反應。政府公債持續波動，因此可能削弱了美國國庫券的避險特質。一旦情勢穩定，公債將會回歸零/負殖利率，追求收益率的風潮也將重新抬頭；考量極端寬鬆的貨幣環境可能發生的機會，投資人仍應留意短期內可能出現的反向走勢。

長期來看，我們認為絕大多數的企業將恢復正常營運，只是部分領域將會經歷轉型。部分產業(例如航空業)可能面對新一波的國營化，此外原有的去全球化力量亦可能因此強化(委外事業改採國內生產的情況正在實現)，因此國家/區域的多元分散程度將有進一步加深的情況。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】