



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2024年5月17日

投資研究週報

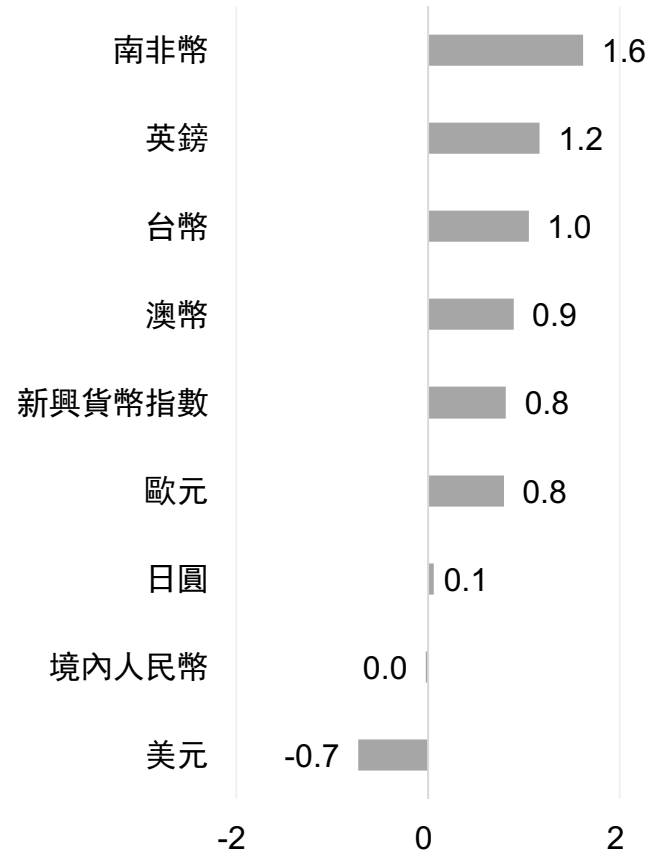
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

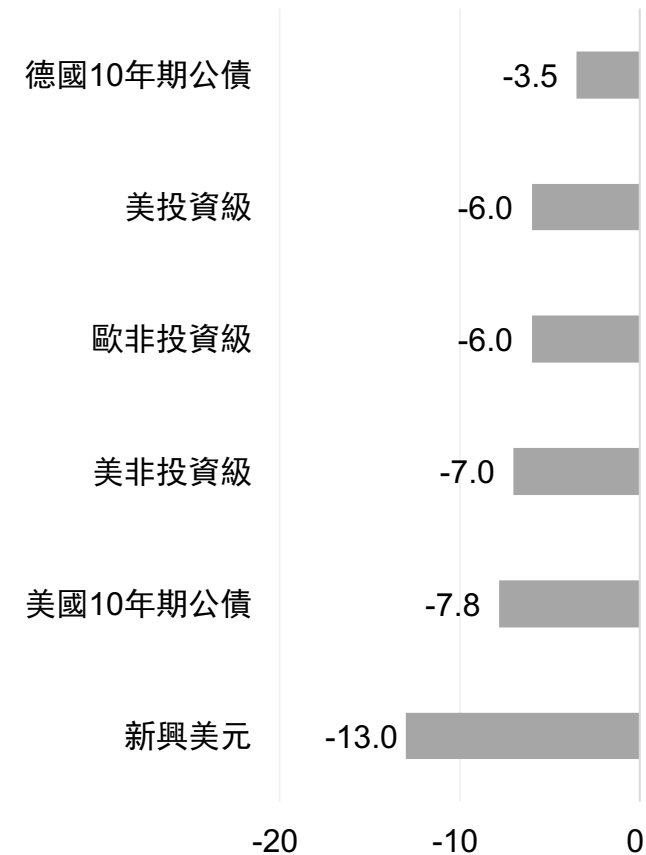
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/5/9- 2024/5/16。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 一週市場觀察：

- 美國4月通膨止升略降，終止連續3個月高於預期的走勢。9月降息預期重燃、風險偏好隨之回暖，美股三大指數齊創新高，美債殖利率、美元指數下探1個月新低。
- 美股Q1財報季進入尾聲，獲利優於預期的比重相較過去幾季提高，對於股價的提振效果卻不若以往，反映**高利環境下，評價擴張難度加劇**。
- 中國近期政策利多頻傳，但由於基本面改善速度緩慢，企業獲利復甦仍待時間發酵，股市短期受到政策行情推升後，**上方壓力猶存，操作上追高宜慎**。

2. 後續關注焦點：

- 重要事件：製造業PMI(5/23)、耐久財訂單(5/24)；**輝達財報(5/23)**。
- 央行動向：FOMC會議記錄(5/23)。

策略思維

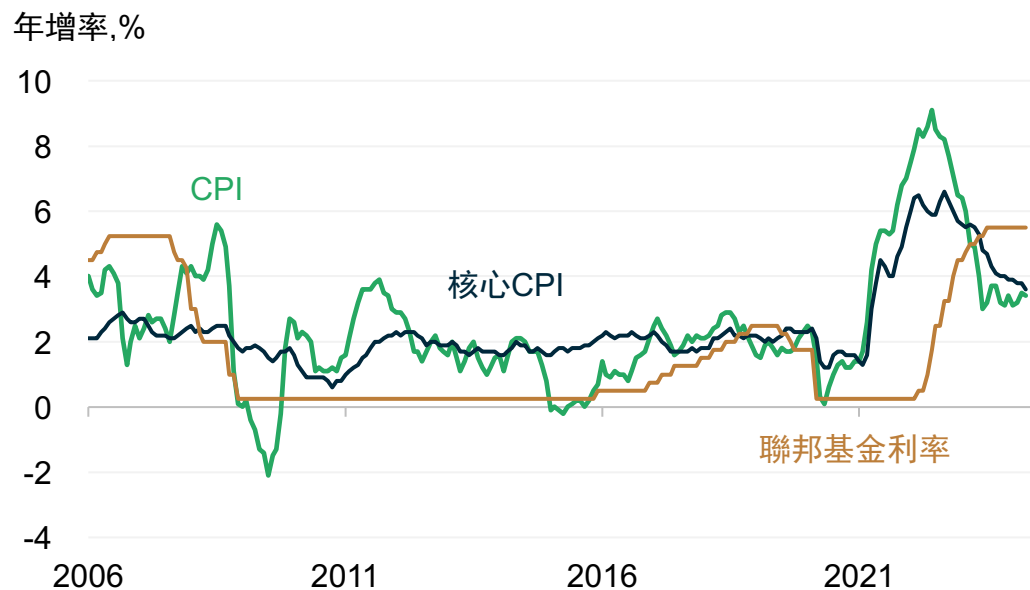
- 1) **股市**：利率高檔盤桓，**仍需留意評價調整風險**。製造業谷底復甦，企業獲利成長可期，長線仍不看淡。
- 2) **債市**：聯準會稱仍需時間觀察數據，顯示**短期內無意降息，研判利率短線調整後，未脫離高檔區間格局**。
- 3) **匯市**：聯準會維持觀望立場，其餘央行料率先啟動降息循環，**利差因素支撐美元指數延續高檔震盪格局**。

睽違半年，通膨終不再高於預期，市場風險偏好隨之改善

勞工統計局公布4月份CPI月增0.3%(預期0.4%)，是過去6個月以來首度低於市場預測值。年增率由3.5%回降至3.4%(預期3.4%)，未延續前2個月回升走勢。核心部分增速亦見放緩，月增0.3%(預期0.3%)、年增3.6%(預期3.6%)，雙雙低於Q1的0.4%、3.8%。

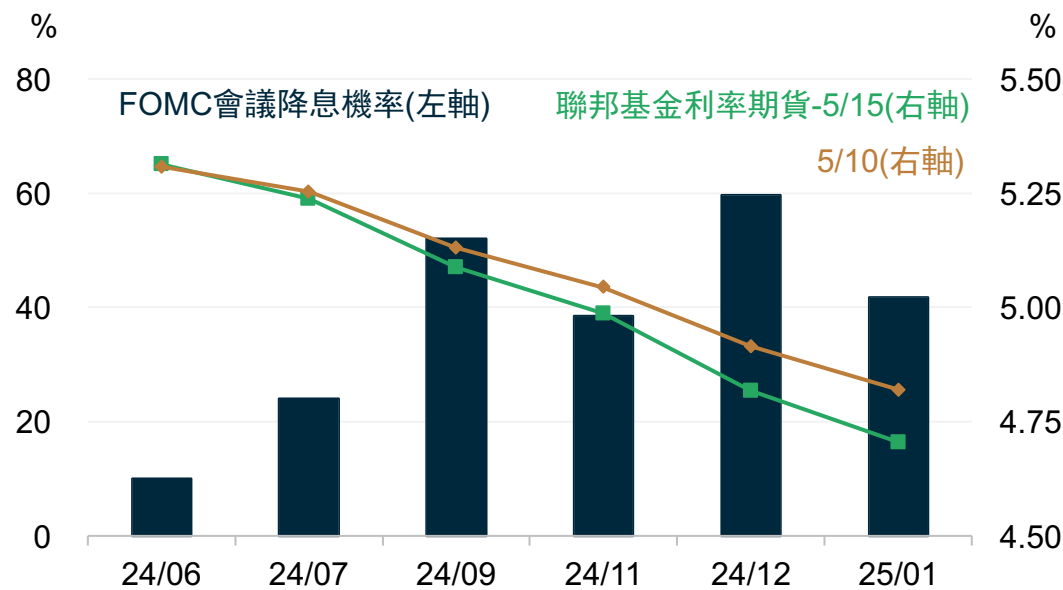
影響所及，市場對於年內的降息預期隨之回溫，預估9月降息機率自月初的40%升至52%，帶動美股三大指數同創歷史新高，美債殖利率、美元指數則下探1個月新低。

整體通膨止升、核心通膨創下3年新低



資料來源: Bloomberg。

降息預期回升，市場預期首次時點落在9月



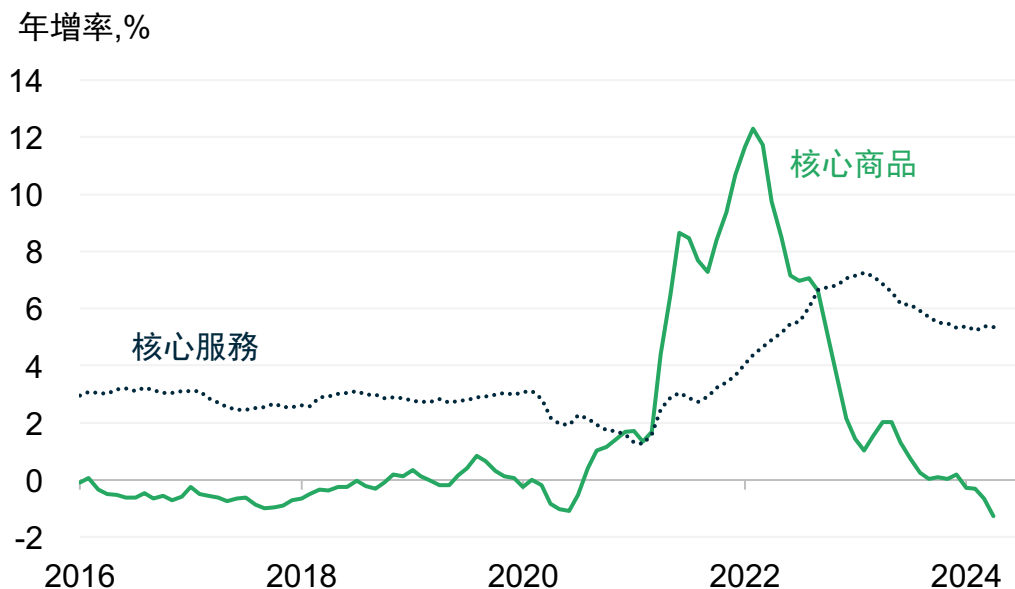
資料來源: Bloomberg。

通膨緩降趨勢不變，惟風險因素仍需時間觀察

4月通膨回落主要受惠於新車、二手車價格續跌，帶動核心商品年、月增幅雙減所致，至於Q1進展停滯的服務項目，月增幅則回降至0.4%，低於Q1的0.5%，惟仍與23Q4的水平相當，有所進展但步伐仍緩。考量勞動市場持續平衡、薪資增速續降，研判**服務類通膨仍可望逐步降溫，支持通膨緩降的格局。**

值得注意的是，去年基期偏低，加以前地緣風險推升油價，已帶動能源項目連續3個月回升。若5、6月份國際油價持穩於75-80美元，將帶動能源通膨延續上升趨勢，是未來一季通膨下滑是否順利的風險來源。

商品類通膨續降，服務類則進展緩慢



資料來源：Bloomberg。

能源通膨連月反彈，創下14個月新高



資料來源：Bloomberg。

債市 | 殖利率延續高檔區間波動, 佈局著眼於息收

聯準會主席鮑爾於外國銀行家協會的訪談中表示, Q1通膨高於預期, 聯準會需保持耐心, 維持利率於目前水平更長一段時間。4月以來聯準會官員立場一致, 淡化短期內降息的必要性, 以及年內降息3碼的預期, 顯示當前聯準會有意採取觀望立場, 靜待服務業、住房通膨降溫趨勢更加明確。

另一方面, 主席鮑爾於近兩次談話中, 明確指出不太可能再度升息。立場最為鷹派的理事Bowman, 雖稱其不預期年內將降息, 但亦未提及重啟升息的想法, 意味著政策再度緊縮的風險不大。

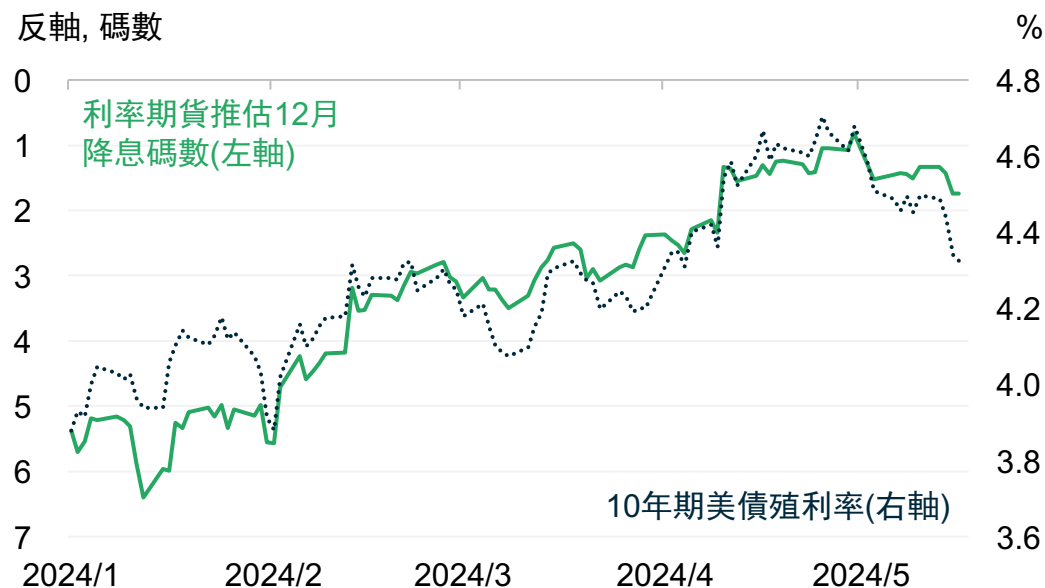
綜上所述, 推估聯準會短期內仍將按兵不動, 首度降息時點落在9月, 全年降息1-2碼, 端視通膨進展而定。影響所及, 公債殖利率向上突破的風險收斂, 但大幅回落的空間亦屬有限, 研判利率短期回檔調整後, 2月以來高檔區間波動的格局仍未改變。

5月FOMC會後, 多數官員持續淡化短期降息可能

職稱	官員	談話內容	推估今年點陣圖位置 (3月->6月)
主席	Powell	通膨比預期高, 需保持耐心, 維持利率於目前水位, 讓限制性政策發酵	降息碼數: 3 -> 2
理事	Jefferson	在有更多證據確認通膨將回到2%目標前, 應維持利率不變	降息碼數: 3 -> 2
理事	Bowman	Q1通膨缺乏進展, 不預期年內將降息	維持不降息
舊金山 Fed總裁	Daly	政策具有限制性, 但可能需要更多時間發酵以降低通膨	降息碼數: 3 -> 2
里奇蒙 Fed總裁	Barkin	聯準會需要更長時間維持高利率, 以令通膨回落至目標水平	降息碼數: 2 -> 1
亞特蘭大 Fed總裁	Bostic	預期年內仍可能降息, 但幅度僅1碼	降息碼數: 維持1碼

資料來源: 國泰世華銀行整理。

降息預期若未持續上升, 將限縮利率下檔空間



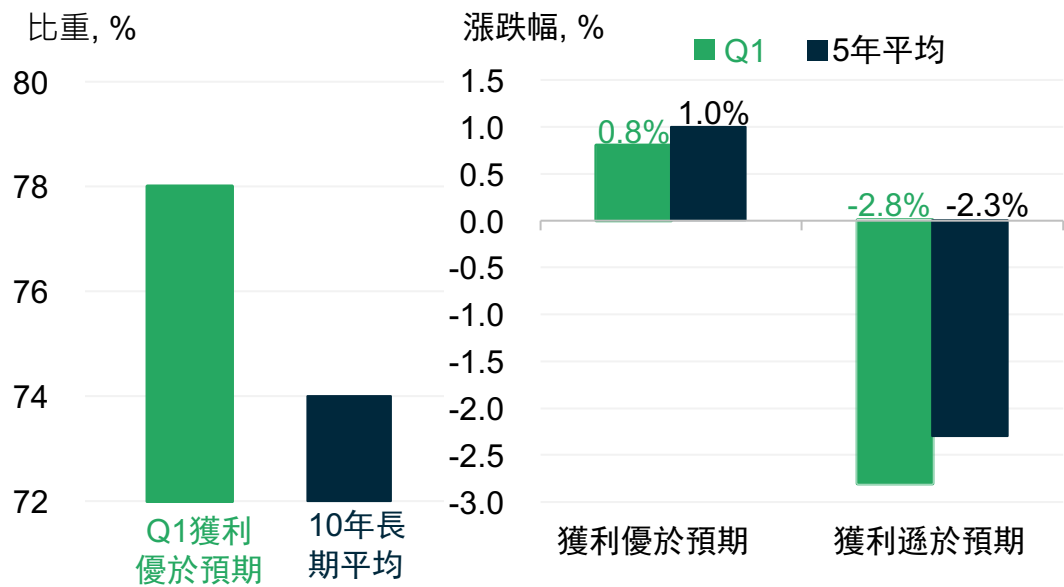
股市 | Q1財報表現優於預期, 股價表現卻漲少跌多

標普500逾9成企業發布財報, 其中約8成獲利表現優於市場預期, 高於長期水平的74%, 盈餘年增5.4%, 明顯高於財報季初預測值2.0%。

然而, 獲利表現超預期的個股, 隔日平均漲幅0.8%, 低於歷史平均水平的1.0%。至於獲利低於預期的個股, 隔日平均跌幅則為2.8%, 高於歷史平均的下跌2.3%, 形成**財報利多提振有限、利空反映加劇的情勢**。

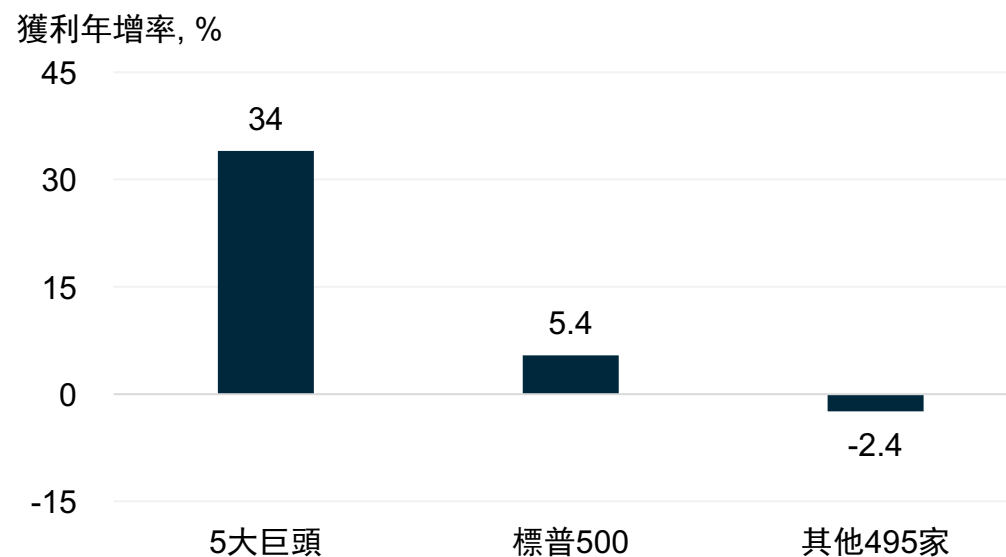
與此同時, 科技5大巨頭仍是帶動獲利的主因, 撇除前述族群後, 美股Q1獲利轉趨負成長, 顯示企業獲利復甦情勢相差甚巨, **或為本季財報未能大幅推升股價的一大因素**。

財報公佈前兩日至後兩日股價平均表現



資料來源: Factset。

標普500企業獲利分布不均



註: 5大巨頭為NVIDIA、Meta、Amazon、Microsoft、Alphabet。
資料來源: Factset。

股市 | 殖利率居高不下，評價面調整壓力仍未消除；製造業緩步復甦，可望支持多頭格局

2月下旬美債殖利率向上突破，十年債利率重返4.3%之上，最高一度來到4.7%，美股漲勢隨後趨緩，過去2個月呈現高檔區間震盪，反映**高利率成為評價持續擴張的阻力**。若利率持續維持於相對高檔，將壓縮本益比進一步擴張的空間，需留意股市短線追高風險。

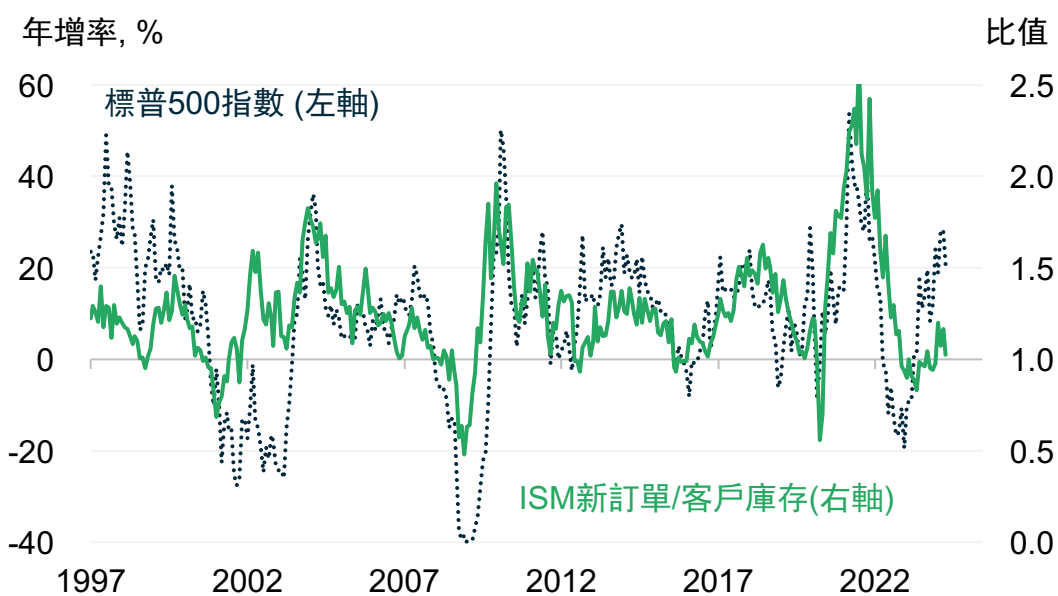
然而，考量1)庫存去化告一段落、2)內需消費維持於長期擴張水平，**研判製造業復甦趨勢不致扭轉**。配合企業落實AI題材至應用層面，提振資本支出與獲利成長，是美股長線延續多頭格局的有利因子。

利率水位走高後，本益比擴張明顯收斂



資料來源: Bloomberg。

製造業循環向上階段，股市多延續上漲格局



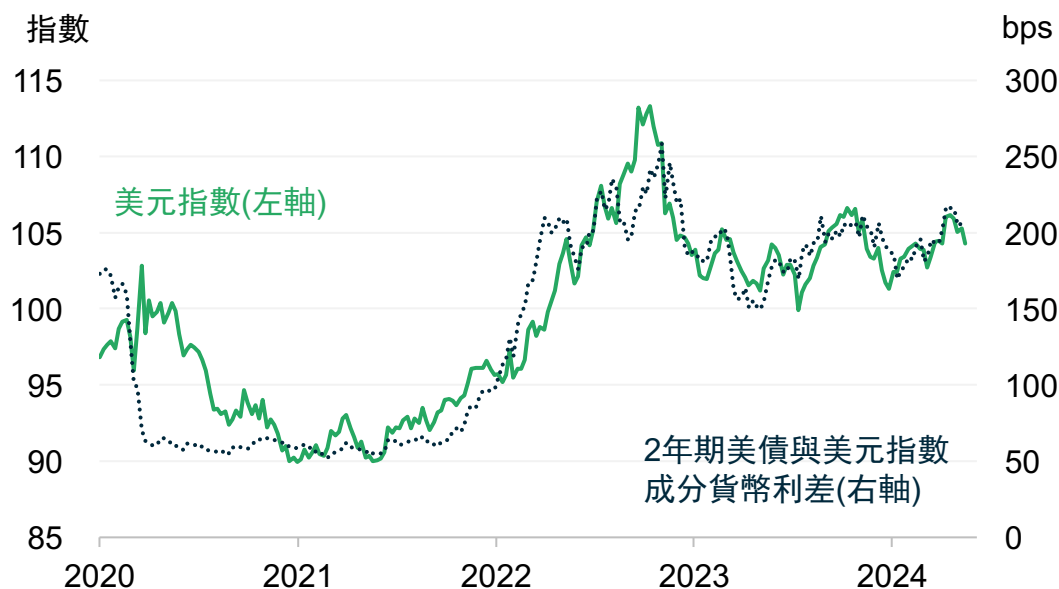
資料來源: Bloomberg。

匯市 | 降息預期回溫打壓美元修正, 惟歐英央行料率先啟動降息, 短線美元相對強勢格局不變

各天期美債殖利率下探1個月新低, 美元利率與海外利差隨之收斂, 是美元指數走弱的主要原因。

市場預期歐洲、加拿大央行預計於6月啟動降息循環, 英國央行則為8月, 瑞典、瑞士央行則已率先降息, 政策轉向時點皆早於聯準會的9月, 意味著短期內美元利差大幅收斂的空間有限, 可望支撐美元指數延續高檔震盪的格局。

利差回落, 引導美元脫離6個月高檔



資料來源: Bloomberg。

市場預估各國央行降息時間軸, 聯準會相對落後

6月	8月	9月	10月	11月	12月
		美國			美國
歐元區		歐元區			歐元區
			日本		
	英國			英國	
加拿大		加拿大			加拿大
	瑞典				瑞典
瑞士					

註: 日本央行預期為升息, 瑞典、瑞士央行已於5月、3月啟動降息。7月無央行預期降息。

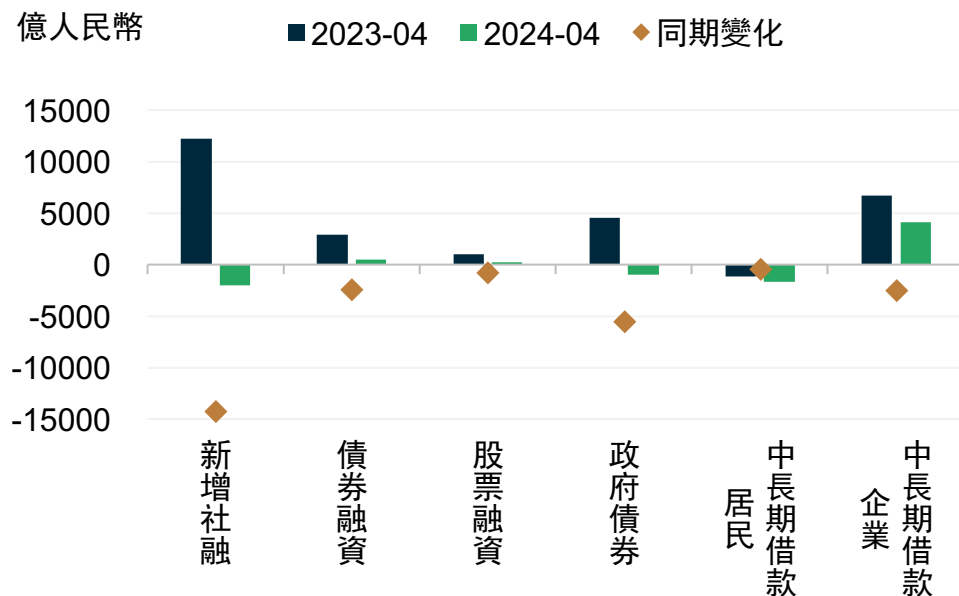
資料來源: Bloomberg預估, 國泰世華銀行整理。

中國 | 超長期特別國債拉開財政序幕, 惟景氣復甦緩慢恐削弱上行動能

中國官方對經濟的刺激動作持續推進, 繼5月初多個二線城市鬆綁限購管制, 財政部也在5/13公布超長期特別國債發債安排, 今年將發行20年期、30年期、50年期總計1兆人民幣國債。儘管刺激措施連連, 但今年經濟動能仍顯疲軟, 4月M1、M2增速下滑、M1年增率轉為-1.4%, 新增社融總量結構不佳, 相比去年同期, 無論企業或居民的中長期借款都呈現下滑, 顯示需求不足狀況延續, 民間買房或是企業資本支出意願低迷。

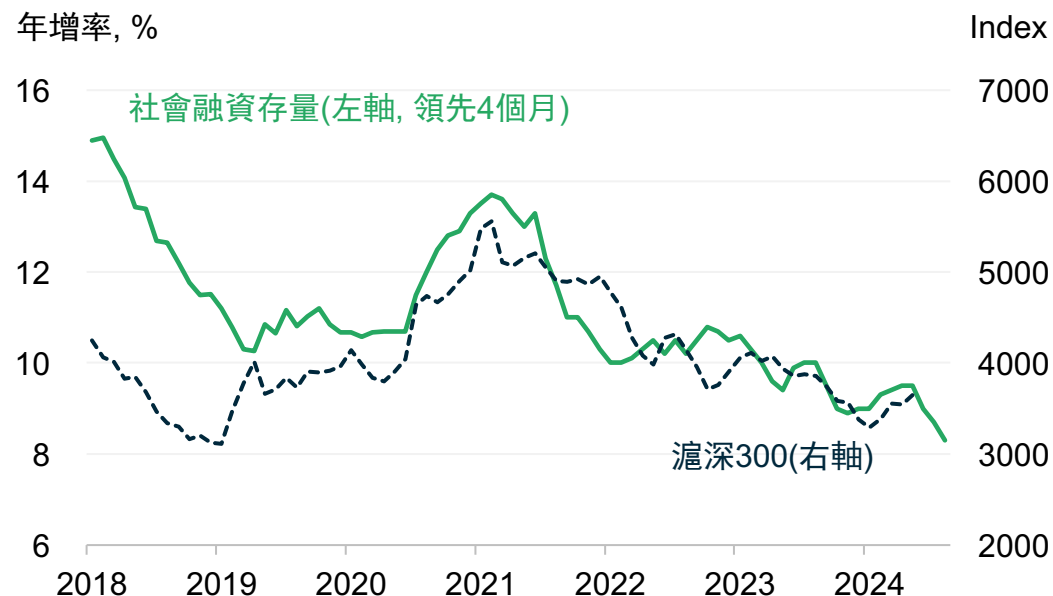
基本面數據疲弱, 政策支持勢必維持一定強度, 除了超長期特別國債將強化特定領域的財政支出, 貨幣政策也有望進一步走向寬鬆, 未來降息降準可期, 財政、貨幣同步放寬, 對股市下方也具有支撐效果, 然而, 由於**基本面改善速度緩慢, 企業獲利復甦仍待時間發酵, 股市短期受到政策行情推升後, 上方壓力猶存, 操作上追高宜慎。**

4月社融結構較去年同期惡化



資料來源: Wind。

民間融資意願低迷恐削弱大盤上行動能



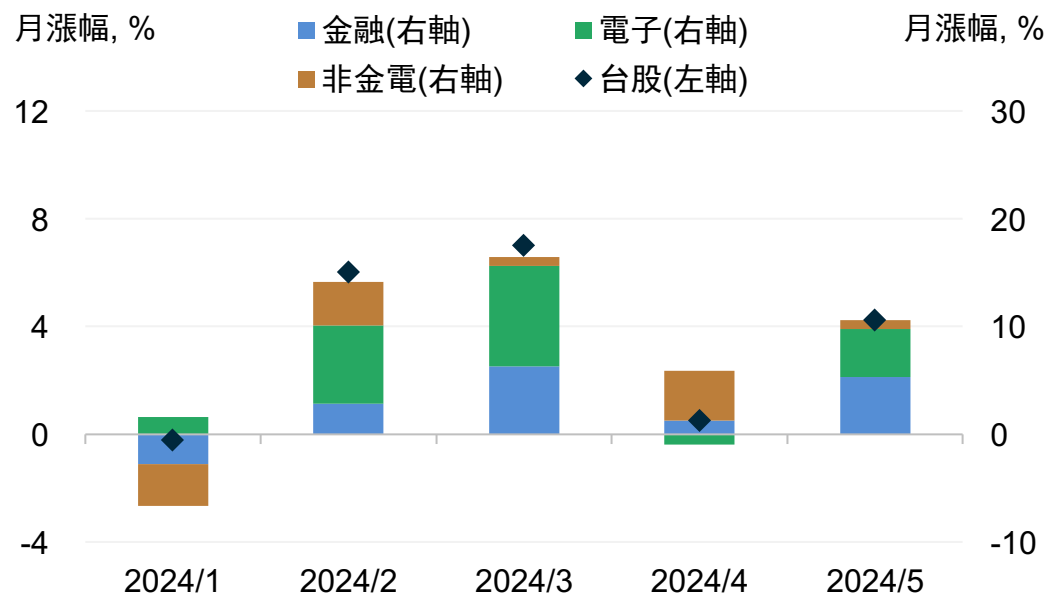
資料來源: Wind。

台股 電子、金融齊漲突破21000點，類股輪動有利漲勢延續

AI、電子權值股5月重啟漲勢，伴隨金融股上揚，激勵台股突破21000點。回顧台股4月份震盪修正逾千點，最終仍小漲0.5%，其中權值電子股小跌，金融股小漲，而傳產股表現突出穩住盤勢，如營建大漲21.6%、航運大漲9.8%、鋼鐵也上漲4.7%。**類股良性輪動，有利台股漲勢延續。**

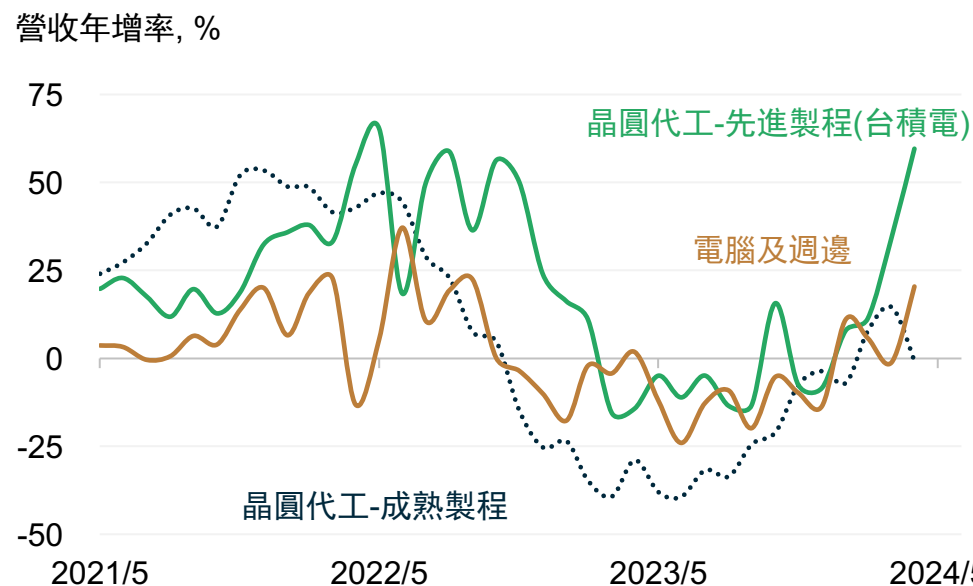
4月營收公布，台積電創歷史次高，年增近6成，電腦及週邊類股在受惠AI伺服器成長及低基期的優勢下，年增率突破2成，呈現淡季不淡，雖然車用、成熟製程景氣仍不明朗，但**台積電營收可望逐季走揚，將扮演台股基本面領頭羊，台股後勢仍有望呈現輪動格局，緩步上揚。**

台股類股輪動有利漲勢延續



資料來源：XQ, 截至2024/5/15。

台積電營收衝刺，扮演基本面領頭羊



註：電腦及週邊類股採用廣達、緯創、華碩、宏碁、仁寶、緯穎營收年增率平均；晶圓代工-成熟製程採聯電、世界先進、力積電平均。

資料來源：Bloomberg。

債市 美國財政部以短支長、重啟回購計畫，聯準會縮減QT規模，降低利率再度彈升的風險

美國財政部預估Q3籌資規模將從Q2的2430億，上升至8470億，為歷史第三高水平，儼然成為下半年債市再度陷入動盪的一大風險。觀察Q2、Q3公債預估發行金額，皆持平於首季水平，顯示**財政部將透過增發國庫券籌措所需資金，避免大量公債籌碼釋出**，令債市重演去年動盪。與此同時，**財政部宣佈5月底開始執行公債回購計畫，是2002年以來首次，將有助穩定債市流動性**，顯見今年以來公債殖利率大幅回升，且近月波動有所加劇，如何確保債市、金融情勢保持穩定，再度成為財政部一大關注重點。

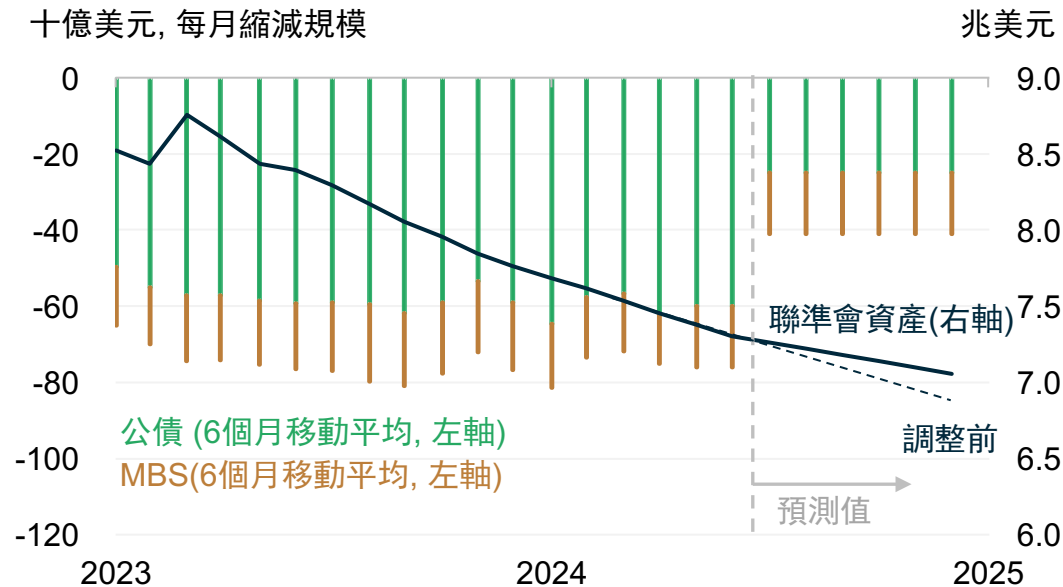
另一方面，聯準會宣佈6月起，每月公債縮減上限自**600億調降至250億**(MBS維持於350億)，相當於每月公債買盤增加350億。**財政部、聯準會雙雙針對4月中上旬債市波動加劇、利率彈升的狀況做出回應，調整供需兩端籌碼因素，將有助緩和殖利率再度彈升的壓力。**

Q2、Q3公債發行量維持不變，緩和籌碼供給壓力



資料來源：美國財政部。

6月起聯準會將放緩縮表步伐



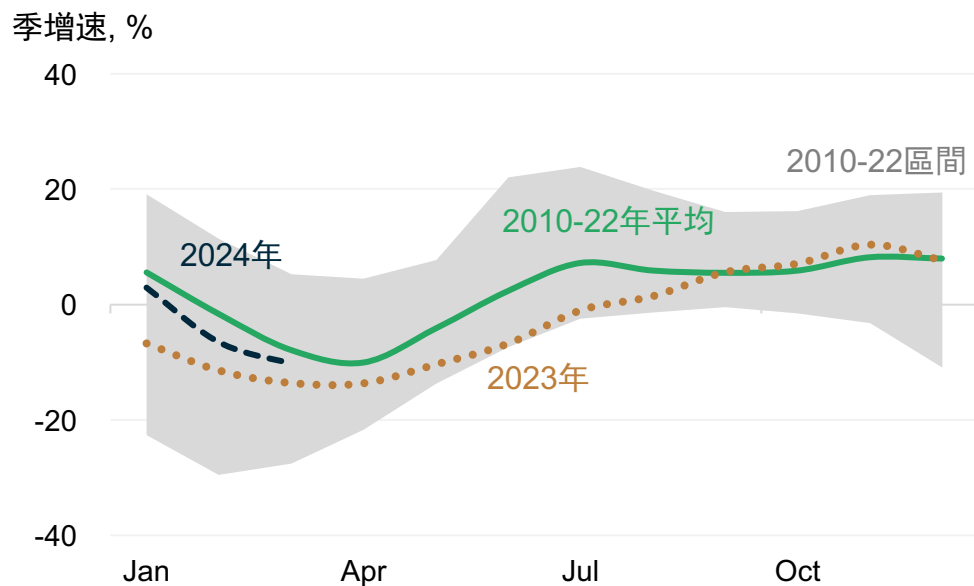
註：預測值中，公債、MBS每月縮減規模以250億美元、160億美元推算。
資料來源：聯準會。

台幣 美國CPI降溫, 台幣回升, 但美債殖利率仍吸引國人買盤, 加上產業淡季, 台幣走勢震盪

基本面來看, 雖然製造業隨庫存去化告一段落, 終端需求較去年有所回溫, 經濟部也看好外銷訂單「向上格局」。但時序進入產業淡季, 觀察過往外銷訂單, 3-6月間外銷訂單的季增速動能往往放緩, 象徵著出口商拋匯力道也較弱。

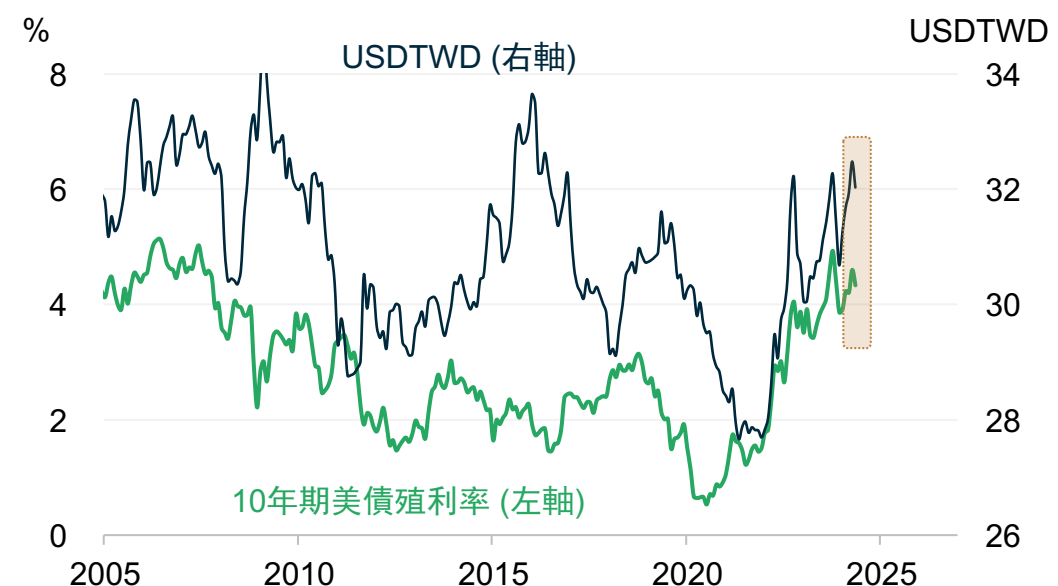
另一方面, Fed降息前景尚未明朗, 美債殖利率仍舊居於高位、吸引國人美債買盤, 因此, 雖然美國5/15公布CPI低於預期, 使得美債殖利率有所回落、台幣走升, 但預料後續匯價走勢仍偏向震盪, **投資人不妨可利用美國數據有利台幣回升之際進行換匯。**

逢淡季外銷訂單動能轉弱, 出口商拋匯力道減弱



資料來源: Bloomberg。

美國CPI降溫、美債殖利率回落, 台幣回升



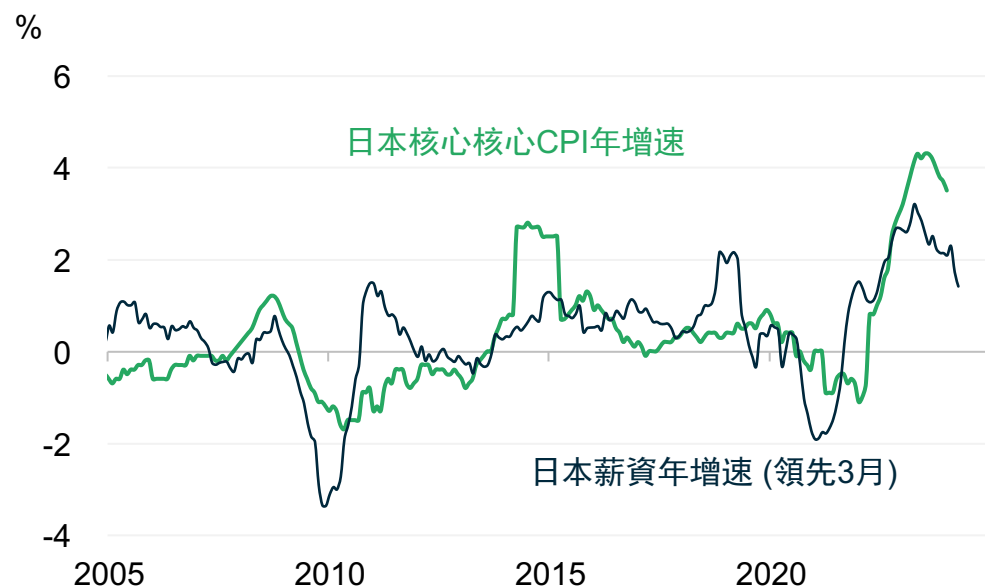
資料來源: Bloomberg。

日幣 日幣雖因美國通膨降溫而反彈，但Fed尚未降息，震盪後利差交易延續，日幣仍偏弱震盪

日前眾位聯準會官員陸續調整談話立場，往鷹派偏移，加上日本央行暫時沒有調整利率政策的預期下，使得利差交易盛行，即便有日本央行干預，日幣仍持續弱勢。也因為如此，市場進行利差交易的部位過於同步，一旦美國通膨數據降溫、美債殖利率走降，立刻觸發利差交易的停損，也使得美國CPI公布當下，日幣震盪幅度頗鉅。

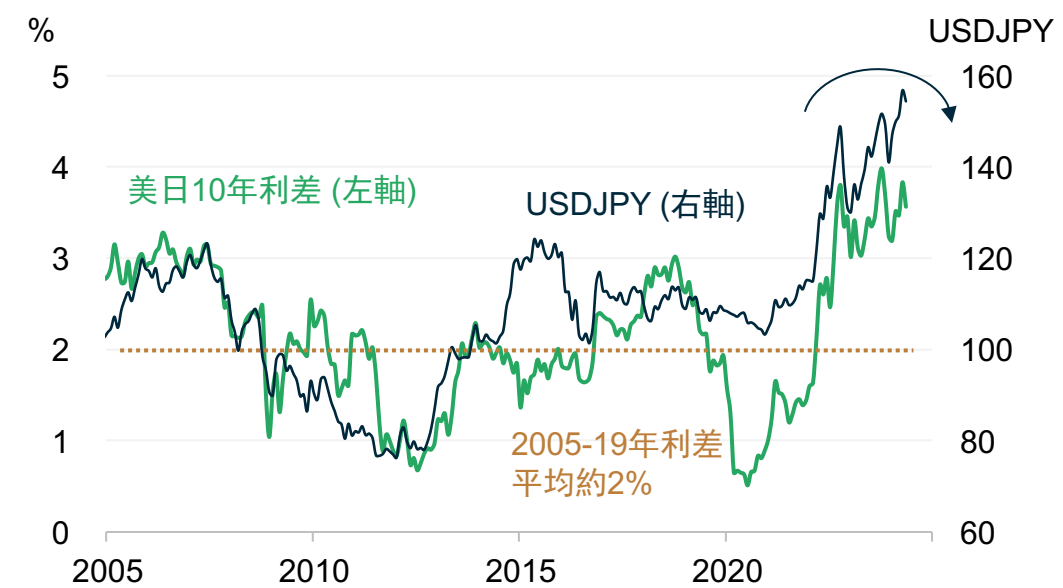
但就趨勢而言，由於美日利差仍大，震盪後仍舊吸引利差交易，日幣欲強不易，弱勢震盪格局延續，需待Fed透露口風，搭配日銀進一步緊縮，日幣轉強的態勢方較明朗。

日本通膨與薪資年增速走勢



資料來源：Bloomberg。

美日利差與日幣匯價走勢



資料來源：Bloomberg。

May 2024

20	Monday	21	Tuesday	22	Wednesday	23	Thursday	24	Friday
日本第三級產業指數 中國LPR利率 台灣外銷訂單		歐元區經常帳		美國成屋銷售 日本進出口 泰國休市 新加坡休市 馬來西亞休市		FOMC會議紀錄 美、歐、日製造業PMI 日本工具機訂單 台灣工業生產 印尼休市		密西根大學消費者信心指數 美國耐久財訂單 日本消費者物價指數 台灣貨幣供給 印尼休市	

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供理財客戶及媒體記者之參考資料,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