



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年5月31日

投資研究週報

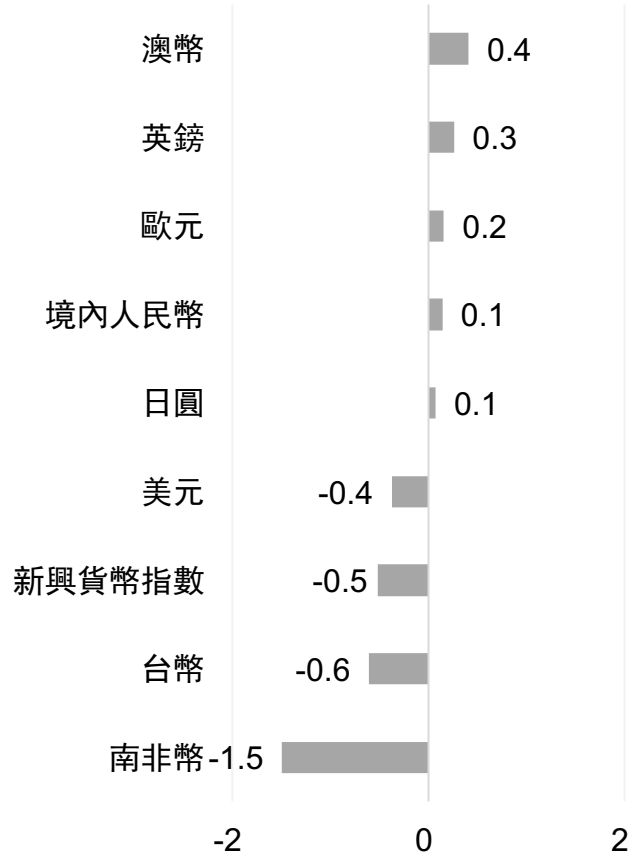
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

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：2024/5/23- 2024/5/30。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) 核心PCE緩降：通膨增速延續下行走勢，但降溫速度偏緩，恐不足以改變近期Fed官員立場。
- 2) 高利環境對企業衝擊有別：美債利率持續高企，除了民眾對於房屋與汽車等耐久財購買意願低迷，債務占比高、規模小的企業往往對高利環境更為敏感，股價表現更顯顛簸。
- 3) ECB降息在即：歐元區通膨不斷下滑，官員紛紛釋出降息訊號，預期ECB將領先Fed進入寬鬆循環。

2. 後續看點

- 經濟數據：美國5月ISM製造業指數(6/3)、5月就業報告(6/7)。ECB利率決策會議(6/6)。

策略思維

1. **股市：**美債殖利率居高不下，股市面臨漲多回調壓力，但景氣復甦態勢不變，Q1整體企業獲利也保持正成長，大盤長線正向展望不變，逢拉回可逐步增添部位。
2. **債市：**美國通膨降溫形勢放緩，聯準會官員釋出鷹派言論壓抑降息期待，使殖利率高位盤整時間拉長，操作上逢高鎖利策略不變，惟本次降息碼數不如過往，限縮資本利得空間。
3. **匯市：**在經濟展現韌性與官員鷹派談話下，美元偏強震盪；景氣對策信號走升，基本面將提供台幣支撐。

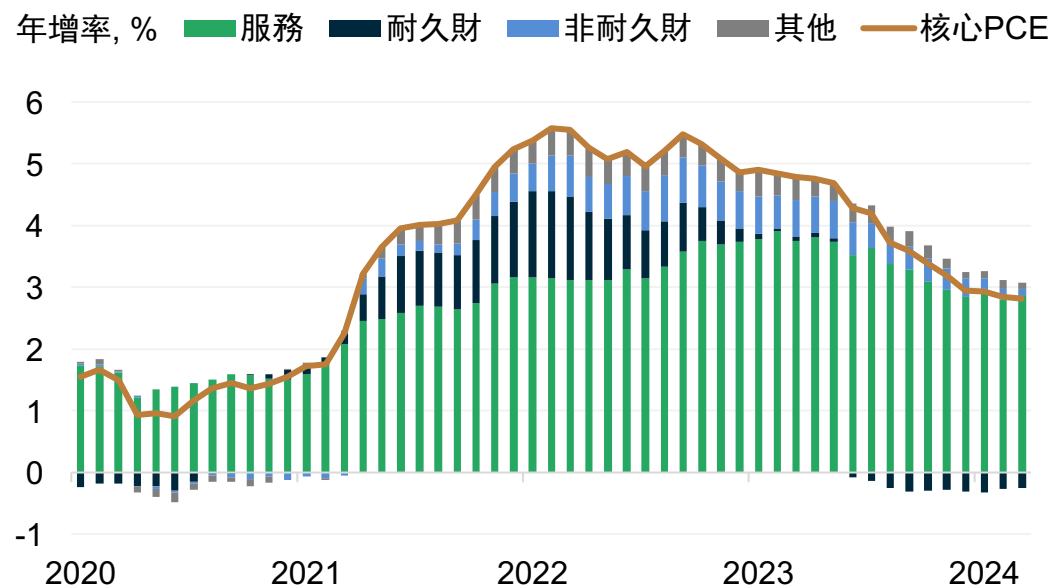


核心PCE料延續下行, 但降溫幅度偏緩恐難扭轉Fed謹慎態度

繼4月份CPI與核心CPI回到下降走勢, 年增率與月增率雙雙回落, 聯準會最為關注的核心PCE月增率預期將會降至今年低位。對於後市展望, 商品通膨升溫的可能性較低, Manheim二手車價的增速還在負值, 商品價格預期低位運行, 後續仍有下降空間; 由於勞動力市場逐漸平衡, 薪資增速降至4%下方, 加上新租金價格走弱, 服務通膨也將緩步降溫。

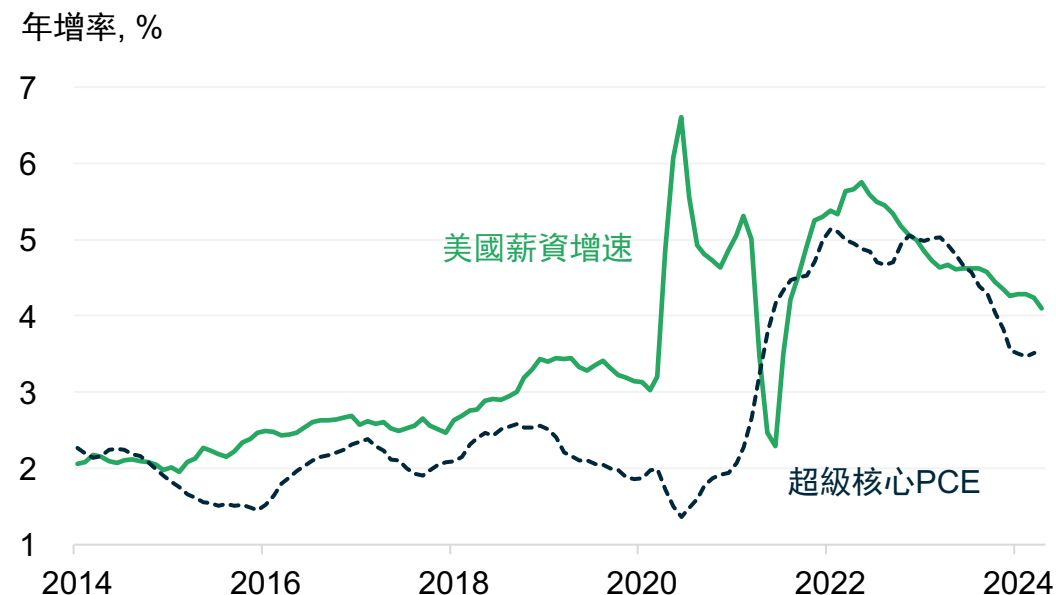
然而, 儘管核心PCE大幅反彈的風險不高, 但如同Fed官員近期紛紛表示**通膨降溫的速度較原先預期緩慢, 加上去年下半年快速下滑的基期效應, 本月數據恐怕不足以改變聯準會官員近期對降息的謹慎立場。**

服務性通膨降溫將主導下半年回落進程



資料來源: Bloomberg。

薪資增速下滑帶動超級核心PCE回落



註: 超級核心PCE為服務價格支出扣除能源與房租, 資料取3個月移動平均。
資料來源: Bloomberg。

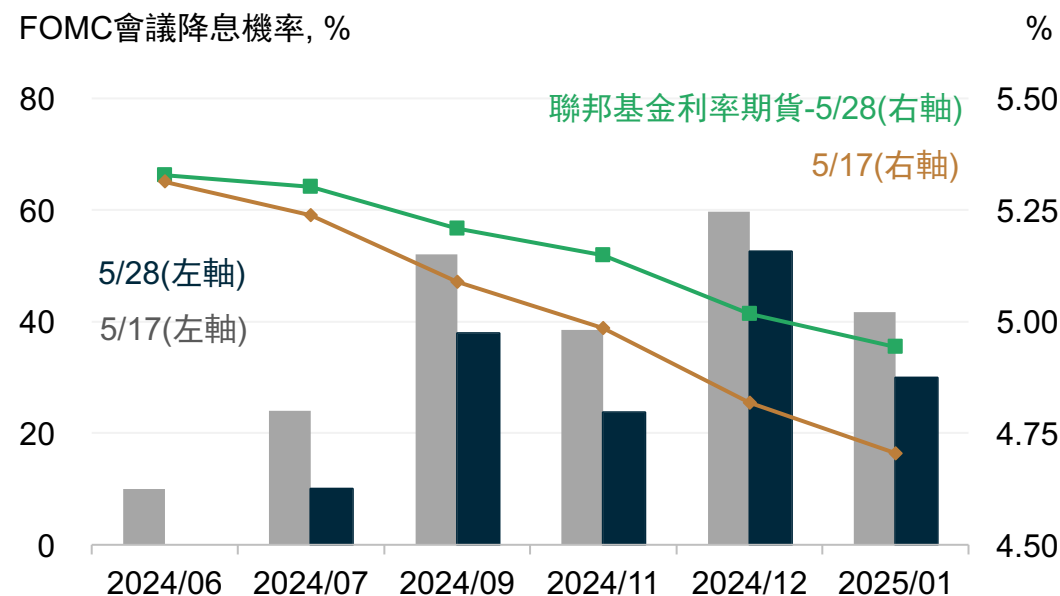
會議前官員齊聲淡化降息預期、公債買盤降溫，債市利率將延續高檔波動格局

6月FOMC會議緘默期之前，多位聯準會官員發表談話，皆持續傳達需要更多時間觀察通膨數據的訊號，立場相對鷹派的理事Bowman、明尼亞波利斯Fed總裁Kashkari更稱，如有必要不排除再度升息的選項，顯示**單僅4月通膨數據低於預期，並不足以改變聯準會當前觀望的立場。**

另外，財政部標售2、5、7年期公債，總規模1830億與上月相同。然而，投標需求明顯降溫，其中，前兩者投標倍數降至2.41、2.30倍，分別創下30、20個月新低。至於反映海外央行、壽險、退休金買盤的間接得標比重則降至57.9%、65%，皆反映買盤減弱情勢，或意味著5月份公債價格上漲、殖利率回檔後，**機構法人對於債市持續上漲的看法趨於保守，以致加碼公債的意願有限。**

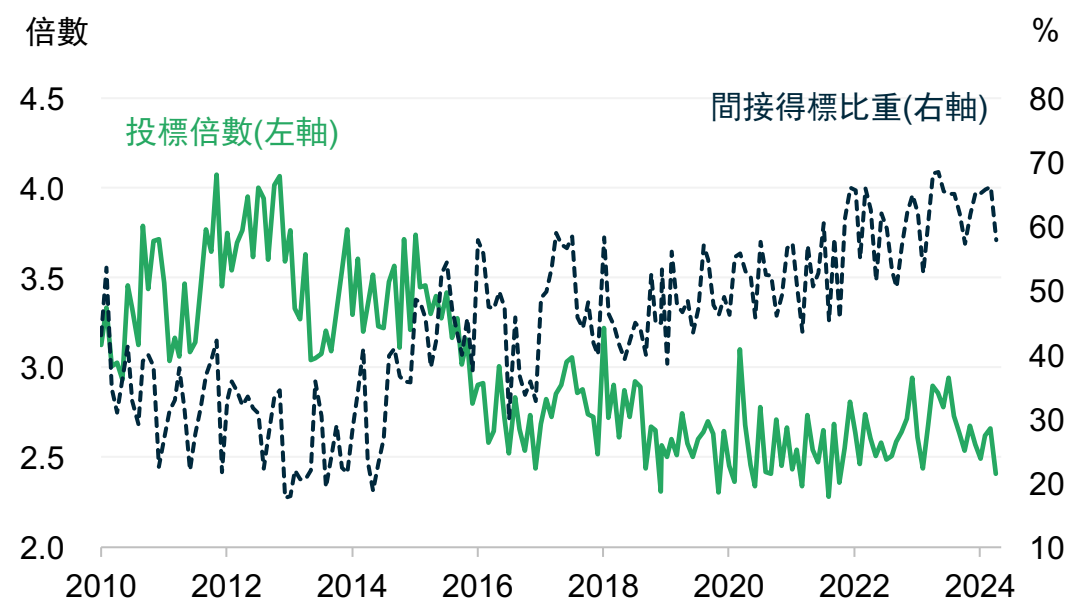
鑑於**聯準會短期內無意調整政策、公債買盤降溫，預料債市殖利率將延續高檔區間波動格局。**

聯準會持續淡化CPI公布後回升的降息預期



資料來源：Bloomberg。

2年期公債標售結果顯示需求降溫



資料來源：Bloomberg。

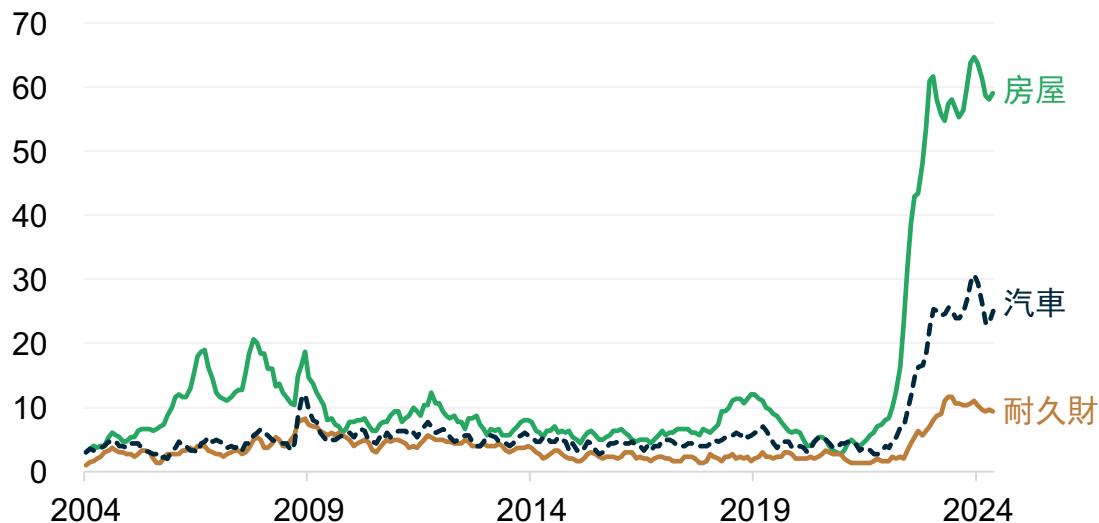
美國整體景氣雖具韌性，高利率環境對企業衝擊猶存

美國Q1 GDP增速小幅下調，不過觀察5月標普製造業PMI重回榮枯線上方，服務業PMI進一步上揚至54.8，失業率也保持低位，顯示整體經濟韌性十足，但在聯準會官員短期無意大幅放寬貨幣政策，殖利率高檔震盪之下，仍有不少企業的營運受到衝擊。

相較於服飾之類的非耐久財，耐久財受高利率的影響明顯更大，5月密西根消費者信心指數當中，因高利率而影響對於購買耐久財意願的比例來到高點，反映在4月汽車銷售較去年同期衰退，房屋銷售年增率同樣也呈現負成長。從企業規模的角度，標普500企業獲利走向復甦，但小型企業受限於融資成本較高，對未來信心低迷，以羅素2000來說，今年Q1的獲利就出現明顯下滑。

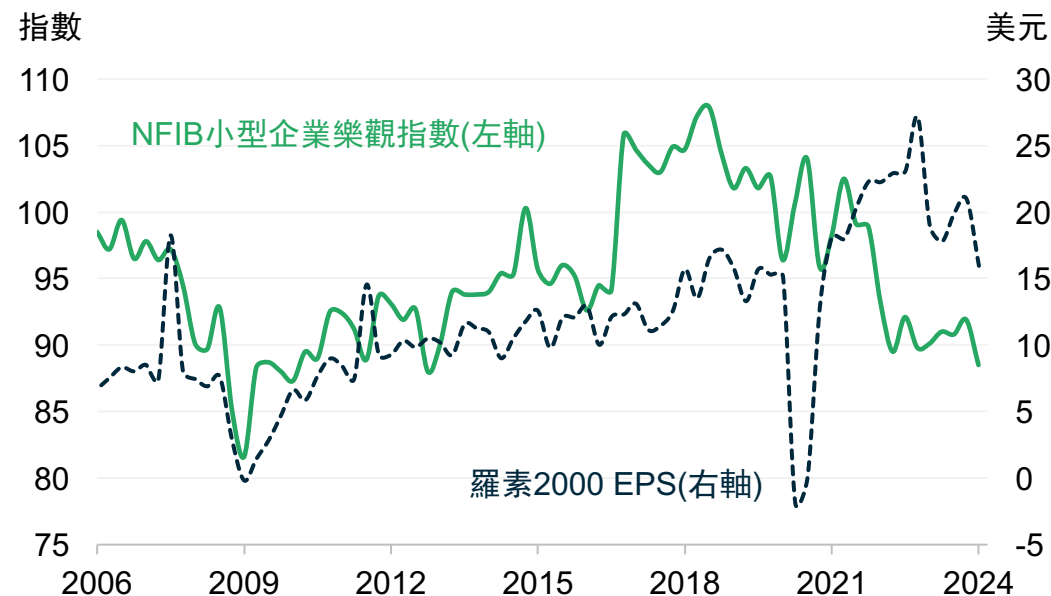
民眾買車買房意願在高利環境受到打擊

因利率環境影響購買意願的比例，%



註：資料取3個月移動平均。
資料來源：密西根大學消費者信心指數。

小型企業信心低迷，獲利表現也出現下滑



註：季資料。
資料來源：Bloomberg。

美股中長期展望正向看待，惟小型股及對外借款比重偏高產業走勢料相對落後

美債殖利率居高不下，近期隱約可見美股面臨漲多拉回壓力，但景氣復甦態勢不變，除了**標普全球製造業PMI回到榮枯線上方**、**ISM新訂單/庫存指標連續11個月突破1**，**標普500獲利在Q1年增約6%**，基本面提供大盤下方支撐，中長期正向展望不變。

操作上，考量小型企業營運展望低迷，預期大型股表現將持續優於小型股。另一方面，高利率環境影響企業融資活動，對外借款比重偏高企業的影響也相對更大，兼之不動產、汽車等行業面臨的消費信心問題，波段操作恐有更大波動。

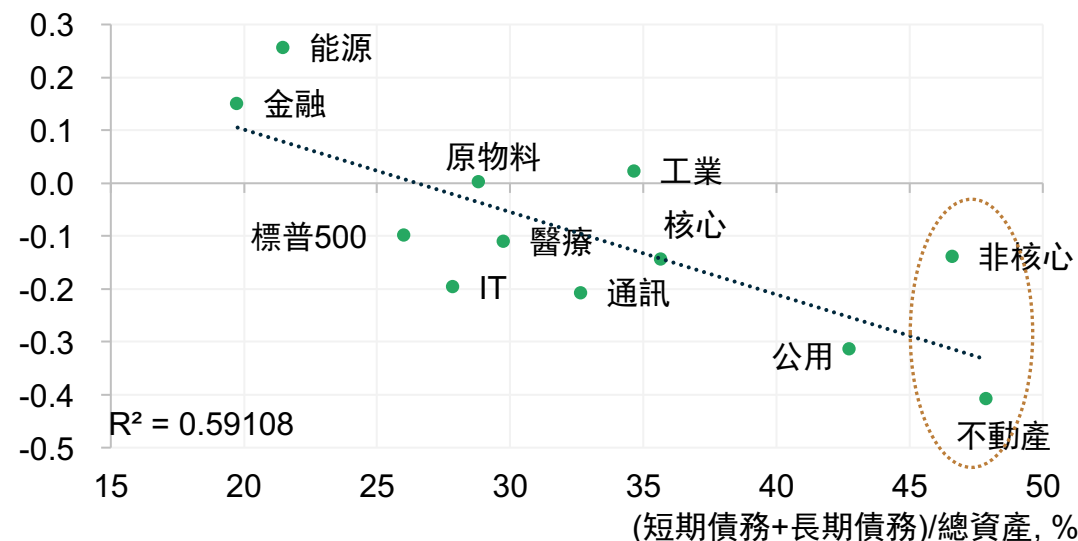
小型股過去三年走勢落後大型股



註：相關係數為0.86。左軸為標普500與羅素2000以2021/1/4=100標準化後的比值。
資料來源：Bloomberg。

不同產業債務占比與利率敏感程度分布圖

股價報酬和10年債利率變動的相關係數



註：橫軸為(短期債務+長期債務)/總資產，取2023年底數據，由於僅計算對外借款，故金融業存款不採納。縱軸取2014-2024/4股價月報酬與美國10年期公債殖利率變動的相關係數。
資料來源：Bloomberg。

歐洲央行6月會議料將調降政策利率一碼，並維持先前減少再投資的規劃

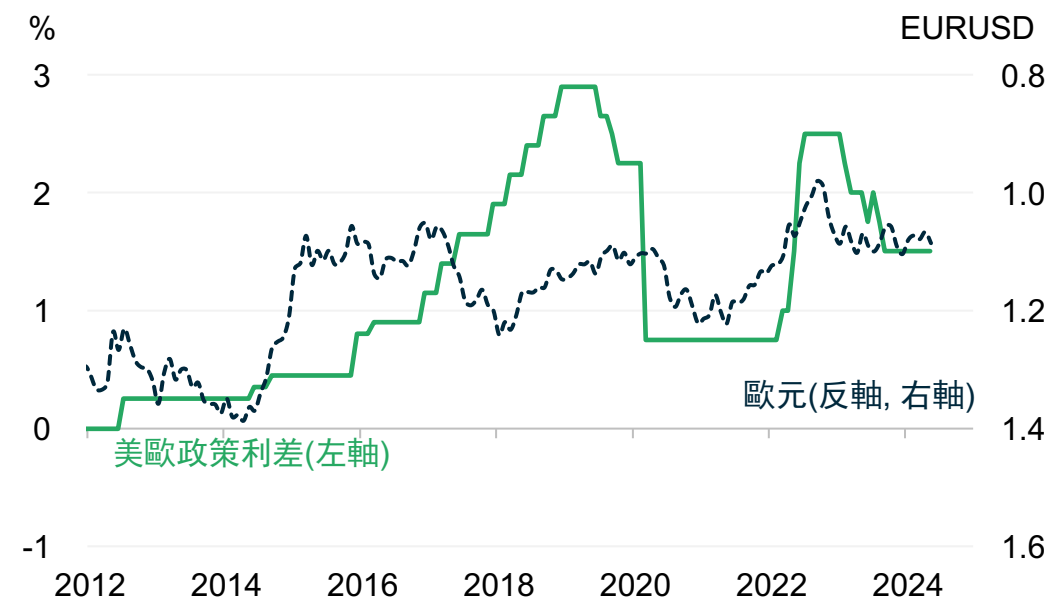
會議重點：**1)三大利率預期將調降1碼**，存款機制利率為3.75%、主要再融資利率為4.25%、邊際貸款利率為4.5%；**2)資產購買計劃(APP)**再投資已於2023年7月停止；**3)疫情緊急債券收購計畫(PEPP)**2024年上半繼續再投資，但下半年將以每月減少75億歐元速度來退出再投資計畫，年底停止PEPP再投資。

推敲原因，通膨回落仍是主因，加上先前ECB總裁已表態開始討論「緩和限制性立場」，且近期ECB成員兼法國央行總裁 de Galhau稱，除非出現重大意外，降息幾乎已成定局。匯價方面，因近期Fed官員對降息則轉為保留，因此，可能使美元維持高位震盪(歐元弱勢震盪)的格局。

歐元區政策利率與CPI年增速走勢



美歐政策利差與歐元匯價走勢

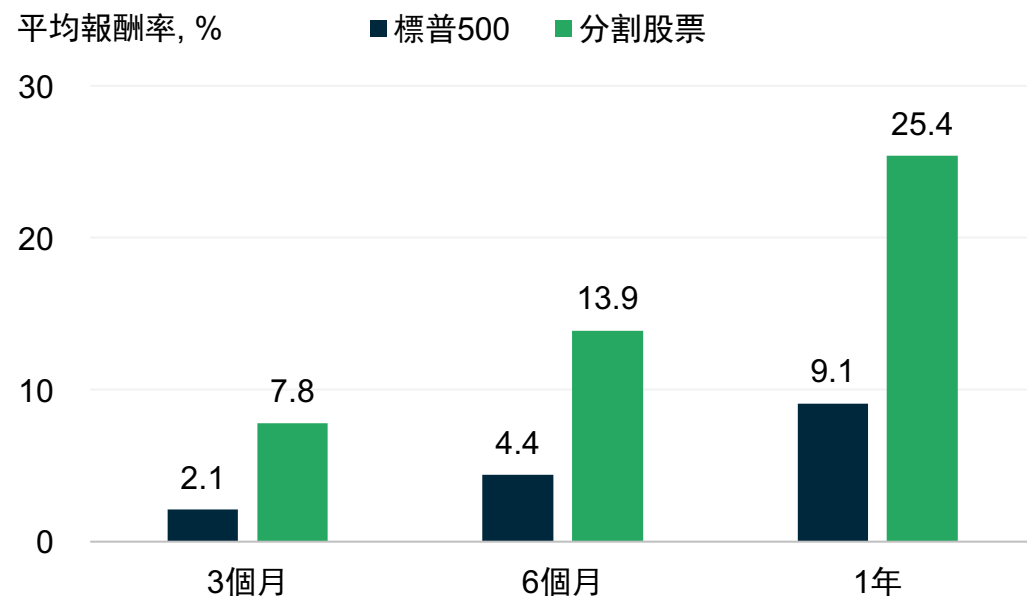


科技 股票分割通常有助於股價表現,但仍需注意追高風險

自5/23輝達公布財報後,除財報優於預期外,加上宣布股票分割,導致股價連續數日走揚,並突破千元大關。以過去的經驗來看,大多數的股票在分割之後,股價漲幅確實明顯優於同期間的大盤指數,顯示股票分割確實有助於資金的進駐。

不過,公司股票若進行多次分割,並非每全都會上漲。以90年代如日中天的英特爾為例,當時在個人電腦普及的大趨勢下,英特爾也曾進行5次股票分割,平均而言,宣布股票分割或短期分割後,股價短期內上漲的可能性確實較高,但當時間拉長後,分割對股價的幫助逐漸淡化。**輝達在2021/7也曾經進行1拆4的股票分割計畫,股價短期確實走揚,但中間也曾回檔調整,因此,輝達長線前景佳,但仍留意追高風險。**

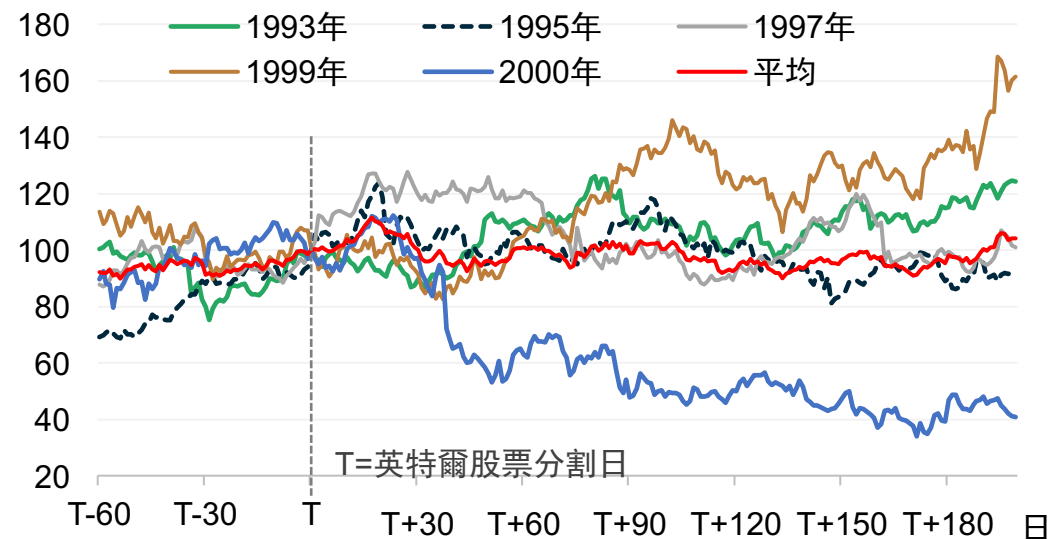
歷史經驗顯示,股票分割後股價表現相對大盤亮眼



資料來源: 美銀美林, 資料統計1980年至今。

90年代的Intel股票分割前後股價走勢

以分割日股價=100標準化



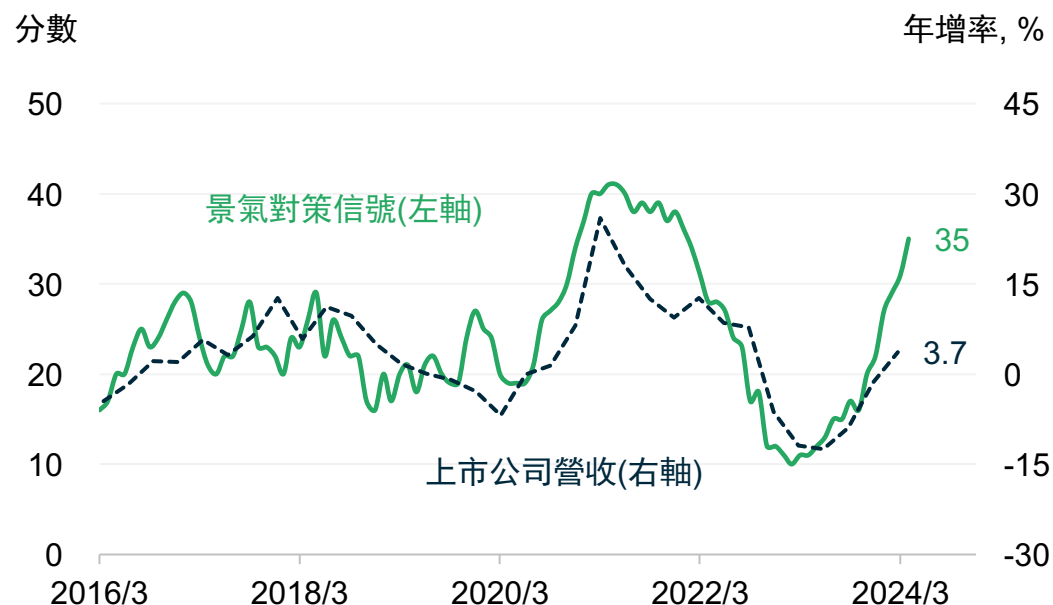
資料來源: Bloomberg。

台股 景氣亮出黃紅燈, 企業營收可望逐季走揚

國發會公布4月景氣燈號, 綜合判斷分數為35分, 較上月增加4分, 燈號從綠燈轉為黃紅燈, 也是睽違2年3個月再度出現黃紅燈, 其中受惠AI需求持續擴增, 帶動生產、機械及電機設備進口值等指標轉呈紅燈, 顯示國內景氣穩定回溫。而首季財報公布完畢, 上市公司Q1營收年增率由負翻正, 代表隨著景氣走揚, 企業Q2營收可望進一步成長, 將帶動獲利上揚, 形成股市基本面支撐。

今年以來台積電ADR跟輝達股價走勢亦步亦趨, 顯示帶動半導體及電子股景氣復甦的推手仍來自輝達的AI晶片需求, 也是台積電股價和台股創新高的主因, 近期OpenAI新版ChatGPT4o、台北Computex電腦展、蘋果WWDC開發者大會, 以及馬斯克新創xAI公司等題材不斷, 也推升AI需求長線看好。惟需留意股價漲速過快, 超過營收獲利成長速度, 可能造成股價大幅波動, 宜逢拉回分批布局。

景氣亮出黃紅燈, 企業營收可望逐季走揚



資料來源: 國發會, 證交所。

今年以來台積電ADR與輝達股價走勢亦步亦趨



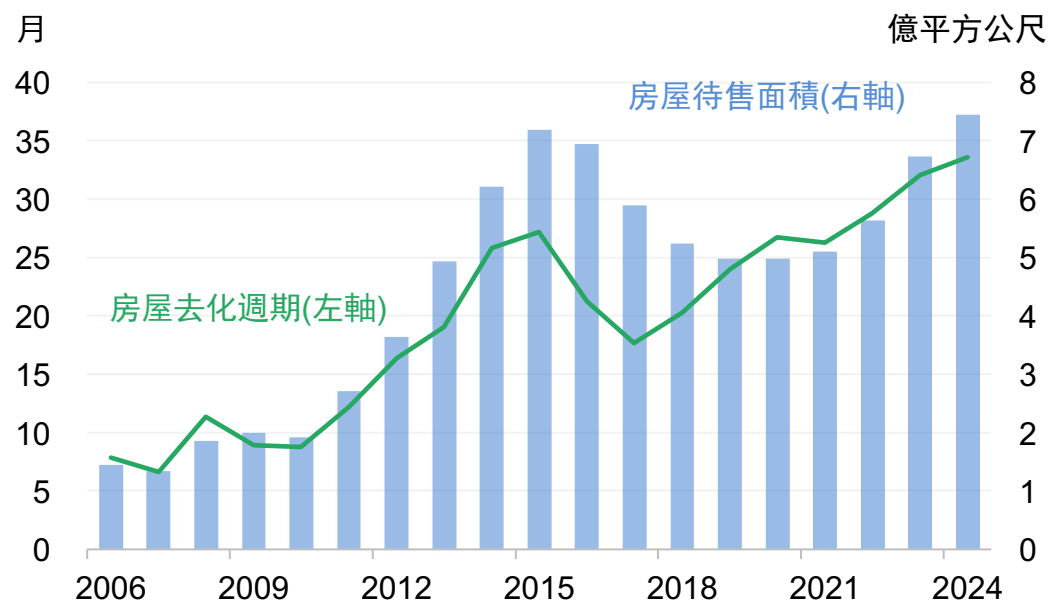
註: 輝達與台積電ADR2024年以來相關係數0.96, 2023年相關係數0.61。
資料來源: Bloomberg。

中國 一線城市積極挽救房市買氣，惟基本面復甦溫吞影響大盤動能

在中國人行帶頭放寬政策後，一線城市正式跟進，上海於5/27除了將買房的頭期款成數與貸款利率下調之外，對於中古屋交易與限購政策都有不小程度的鬆綁。深圳與廣州也在隔日跟進，深圳比照上海將首購頭期款成數降至20%，廣州則是更進一步將首購頭期款成數降至15%，並取消利率下限。

截至4月，全國房屋待售面積高達7.45億平方公尺，已超越2016年高點，市場明顯供過於求，預期3000億保障性住房再貸款的消化幅度不足1億，因此房市重點仍在需求端，短期部分一二線城市剛需有望抬升房地產交易，但價格預期扭轉不易，房市恐難成為股市推手。**陸港股前期受到政策行情推升後，市場焦點將重回景氣復甦進程，預期基本面改善仍須耐心，股市上方壓力猶存。**

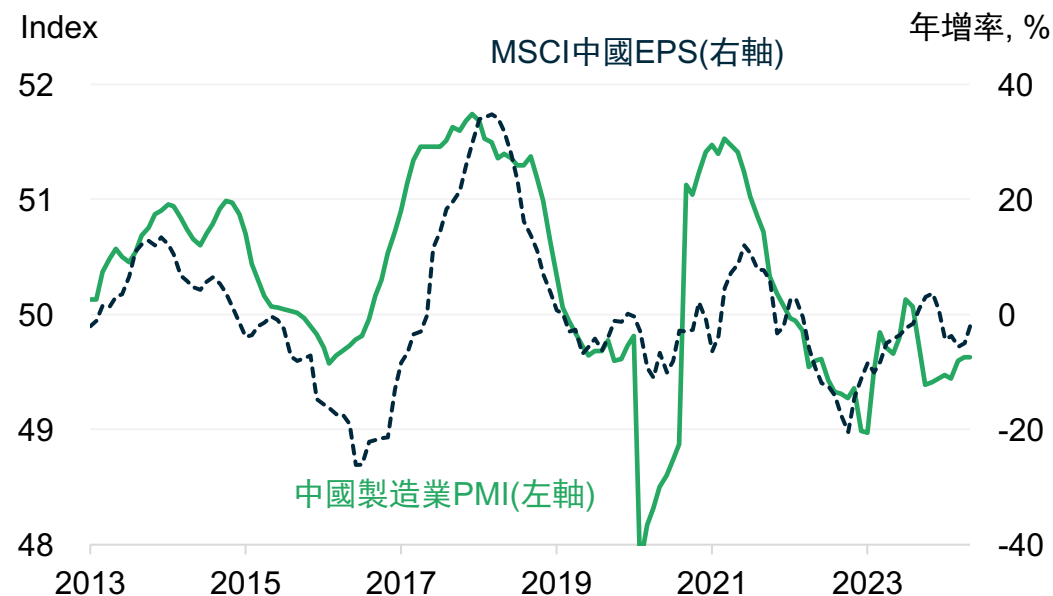
中國房屋庫存已超越2016高點



註：2024年資料截至4月，房屋去化週期為待售面積/過去12個月平均每月銷售面積。

資料來源：Wind。

企業獲利復甦緩慢恐影響股市動能



註：中國製造業PMI取6個月移動平均。相關係數為0.65。

資料來源：Bloomberg。

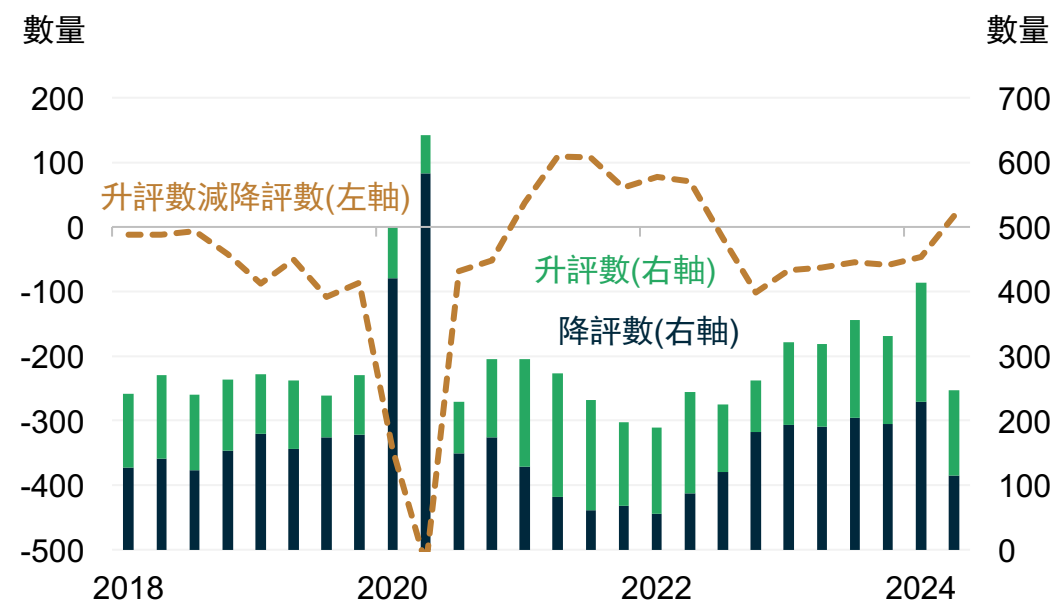
信用債 企業體質改善、金融情勢趨穩，高利尾聲下債市布局逢高鎖利

美國非投等債發行人Q1財報表現亮眼：1)EBITDA(扣除利息、稅項、折舊、及攤銷)優於預期比例(44%)，未達預期比例(12%)、2)正面展望比例(28%)，負面展望比例(9%)；反應在企業升降評趨勢上，標普調整美國信用債升/降評比例持續提升並已突破1，顯示整體美國企業體質正持續改善。

在利差走勢上，鑒於發債企業信用風險降低，金融情勢趨穩下，同步帶動利差收窄。預期短線利差大幅走擴空間有限，不過隨殖利率水準仍高於長期均值，美國信用債依舊為高利環境尾聲下，值得投資的固定收益商品。

配置上，對於風險承受度較高的投資人而言，可適當配置非投等債部位，使得投組配置上更多元化；不過投等債發行人信評高、體質穩健，仍是較為安全的投資標的。預期本次美國貨幣政策的降息幅度有限下，資本利得空間恐受限，債市報酬以息收為主。

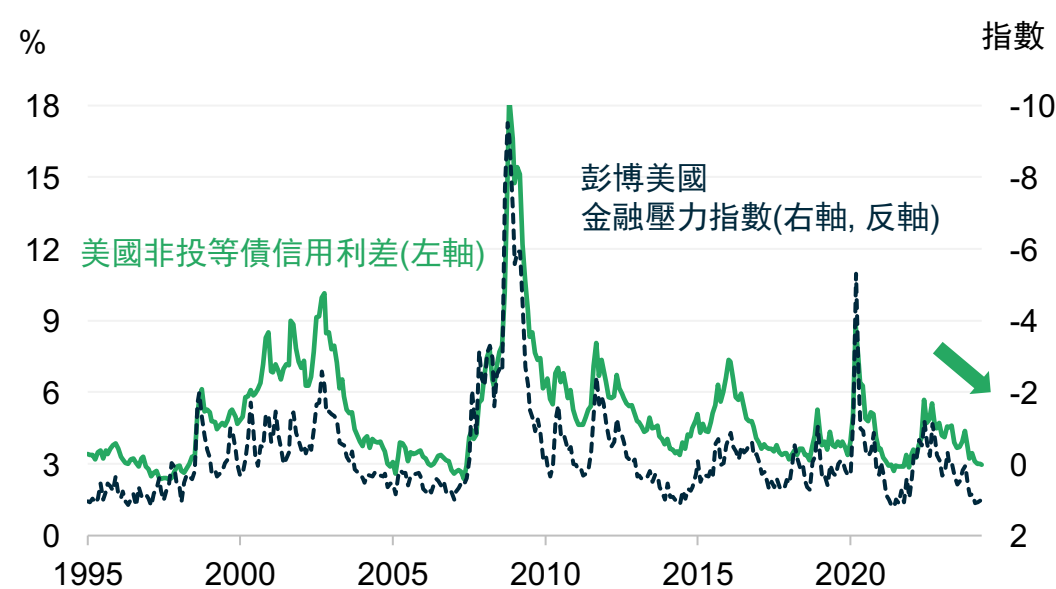
標普信評調整，2024年美國企業升評數已超越降評數



註：標普調整美國整體信用債升/降評情形、以及計算升評數減去降評數。

資料來源：Bloomberg，資料截至2024/5/27。

金融情勢趨於穩定，信用利差持續收窄



註：彭博美國金融壓力指數追蹤整體金融狀況，負值顯示金融情勢趨緊，正值代表轉寬鬆。

資料來源：Bloomberg。

June 2024

3	Monday	4	Tuesday	5	Wednesday	6	Thursday	7	Friday
日本製造業PMI 台灣製造業PMI 美國ISM製造業PMI		德國失業率 美國工廠訂單 美國耐久財訂單 美國JOLTS職缺		美國ADP就業 美國ISM服務業PMI		台灣CPI ECB會議 德國工廠訂單 美國貿易收支 韓國休市		中國進出口 美國失業率 美國非農新增崗位	

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抵觸之情事；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抵觸為由，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