



國泰世華銀行
Cathay United Bank

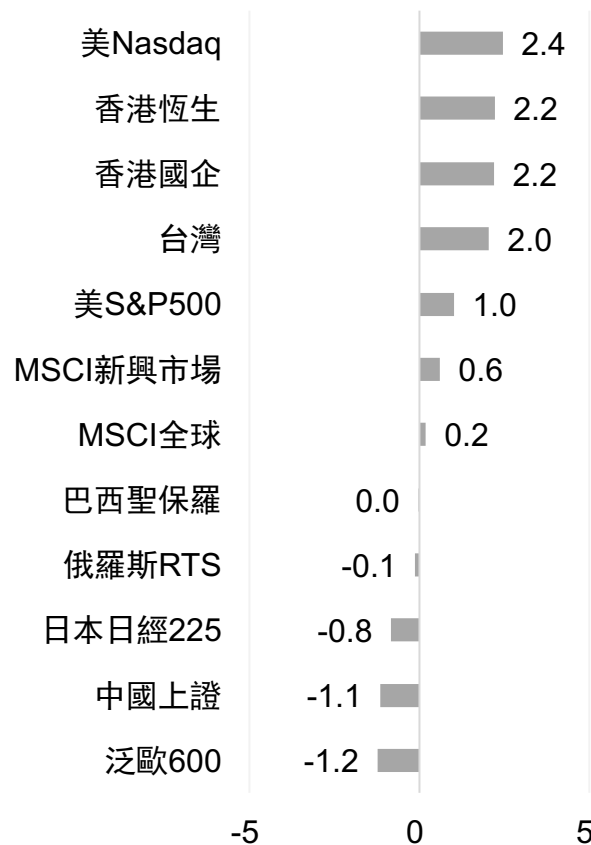
2024年4月12日

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

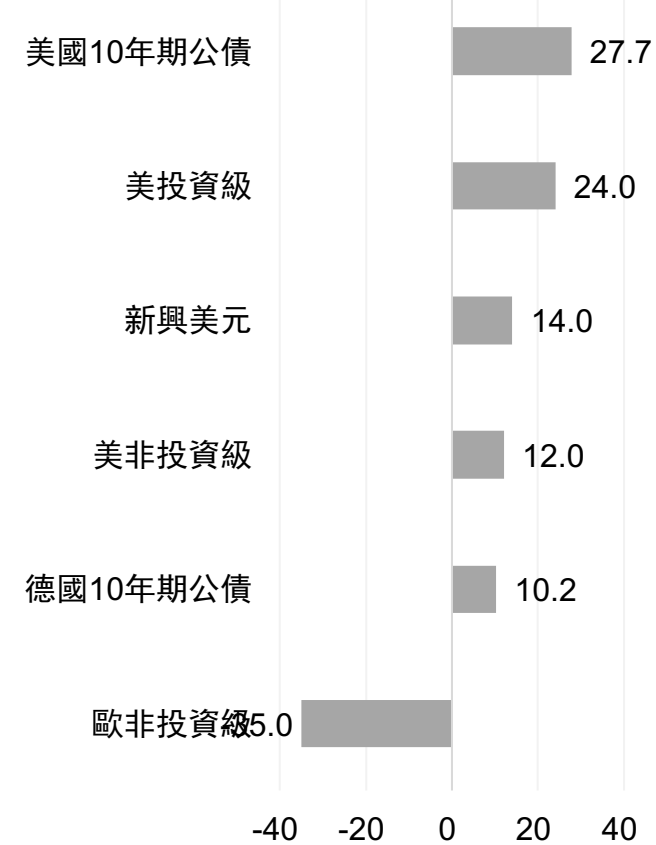
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/4/4-2024/4/11。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- 通膨數據高於預期，驅動利率走揚：美國3月CPI升至3.5%，核心CPI保持在3.8%，均高於市場預期，帶動美國10年期公債殖利率突破4.5%。
- Fed仍傾向降息，惟時點延後、幅度或下修：隨通膨高於預期，可能讓聯準會的降息時點或幅度遭到下修，未來2個月為觀察期，惟鮑爾也傾向降息。
- 利率上彈為股市短擾動，但企業獲利回升態勢不變：美債利率的上彈，股市的評價將面臨修正壓力，不過，製造業重回擴張狀態，企業獲利也持續回溫，提供拉回布局契機。

2) 未來焦點：

- 企業財報：4/15高盛、4/16美銀；4/18台積電、4/24德州儀器、特斯拉、4/26亞馬遜。

策略思維

- 1) **股市：**美債利率的上彈，加上美股本益比目前偏高，易引發股市漲多拉回壓力，但基本面回升態勢不變，無需過度擔憂。標普500公司獲利分化，仍以大型、獲利穩健的企業為主。
- 2) **債市：**考量聯準會仍傾向降息，加上核心通膨放緩趨勢不變，**近期利率的反彈，視為逢高鎖利契機，惟本次降息幅度有限，預期資本利得空間不大。**
- 3) **匯市：**美元指數短期可能因為官員談話及數據走強而偏高位震盪，但降息啟動，美元長線可望逐步轉弱。

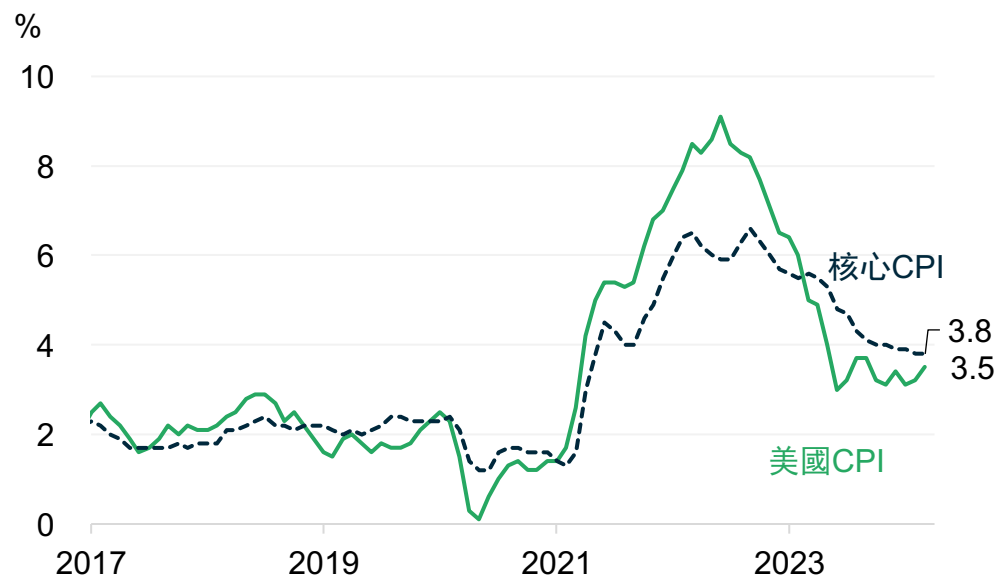


美國CPI高過預期，油價上漲及服務通膨高位為主因

美國3月CPI年增率達3.5%，高於市場預期的3.4%，核心CPI年增率為3.8%，亦高於市場預期的3.7%。但因為房租占CPI權重較高，**預期3月的PCE通膨可能較本次CPI溫和。**

本次通膨上升的主因，係服務通膨維持高位，包括醫療服務與交通服務，且3月西德州油價年增9.5%，致能源價格明顯上升。

核心CPI持平，但CPI大幅反彈



資料來源：Bloomberg。

主要通膨分項指標

%	權重	2023 12	2024 1	2	3
CPI	100.0	3.4	3.1	3.2	3.5
-食物	13.4	2.7	2.6	2.2	2.2
-能源	7.2	-2.0	-4.6	-1.9	2.1
核心	79.5	3.9	3.9	3.8	3.8
-商品	21.1	0.2	-0.3	-0.3	-0.7
-服務	12.6	5.3	5.4	5.2	5.4
-房租	34.8	6.2	6.0	5.7	5.7

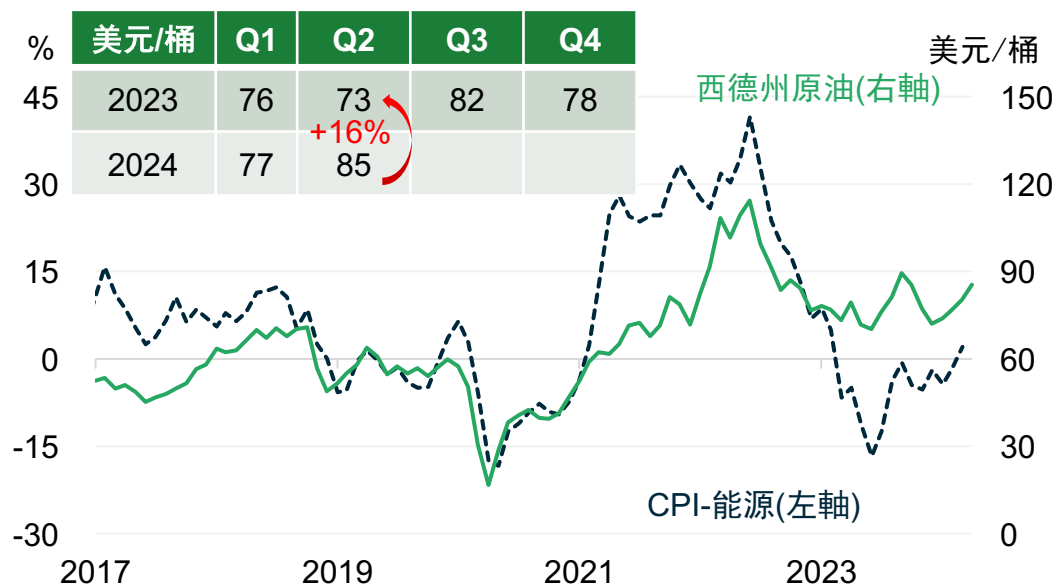
資料來源：Bloomberg。

油價基期偏低, 留意未來1~2個月通膨變化

值得注意的是, 由於去年Q2油價基期偏低, WTI平均每桶73美元, 但今年4月以來, 油價每桶來到85美元, 年增幅達16%, 若油價持續維持在目前水平, 恐讓Q2通膨下滑的趨勢受到影響。**不過, 邁入Q3後, 因為油價基期拉高, 研判能源通膨再揚升力道可能趨緩。**

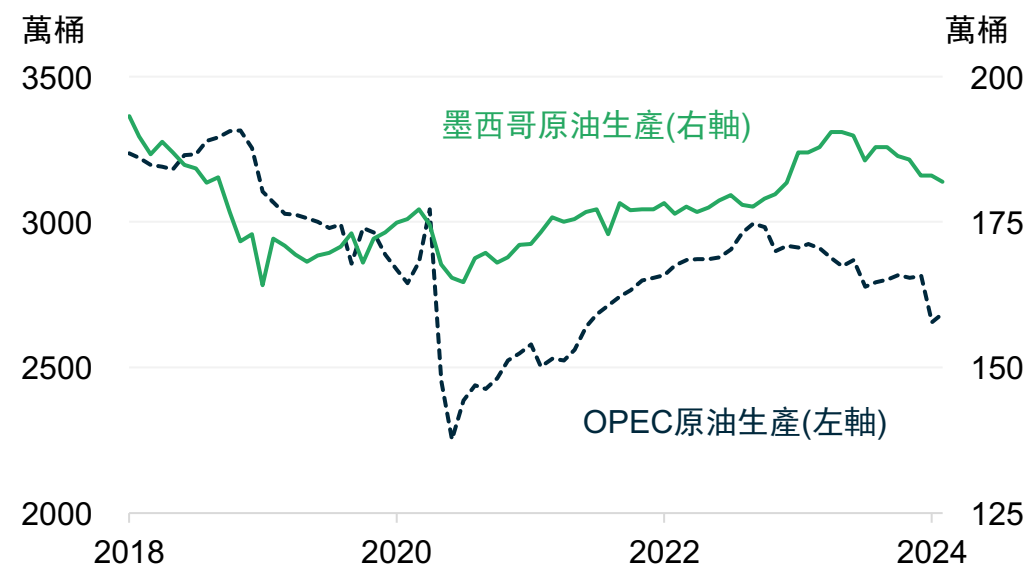
對於油價展望而言, OPEC減產協議維持到Q2, 加上墨西哥自5月起也減少1/3出口, 使得供給受限, 與此同時, 全球製造業的回溫, 帶動需求走升, **預期油價Q2仍將高檔震盪。**

油價攀升, 為通膨潛在壓力



資料來源: Bloomberg。

地緣風險因素, 油價Q2高檔整理



資料來源: Bloomberg。

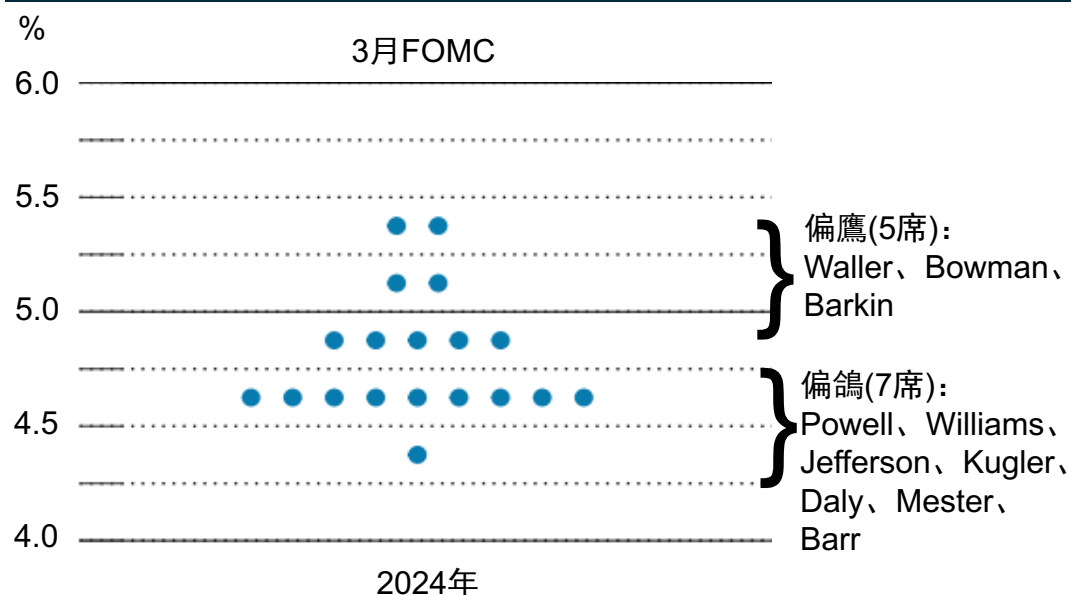
聯準會目前仍傾向今年降息3碼, 但仍需視通膨降溫狀況而定

根據最新3月FOMC會議紀錄, 儘管通膨正走在一條崎嶇不平的降溫道路上, 不過幾乎所有官員認為今年降息是合適的。就通膨趨勢而言, 雖然勞動市場仍偏強韌, 但隨著勞動缺口持續改善, 薪資增速也持續放緩, 均有利通膨維持下降態勢。

儘管如此, 市場對聯準會的降息節奏總是過度反應, 包括今年初, 市場一度認為今年有7次降息。如今, 因為就業報告與CPI數據強於預期, 讓市場再度調整成今年可能僅降2碼。

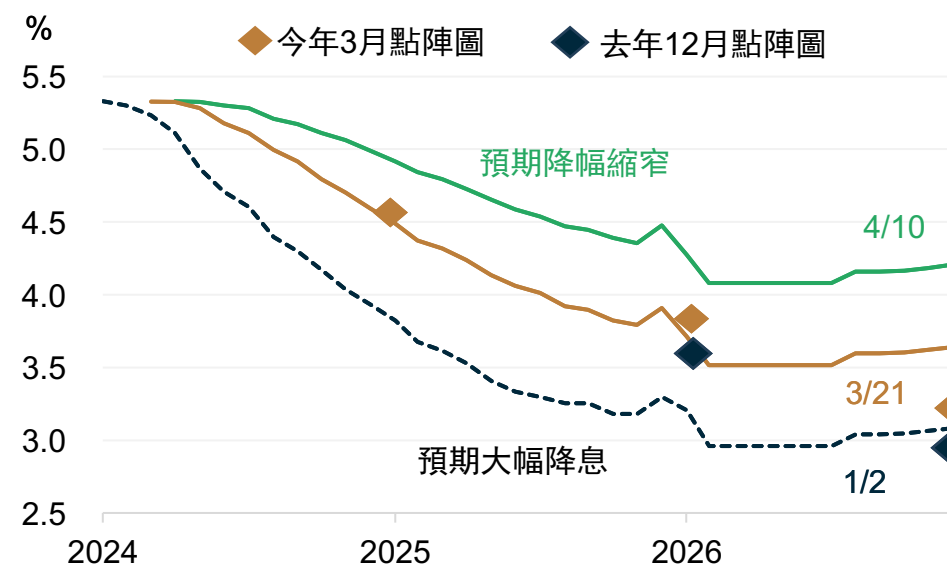
距6月開會前, 聯準會仍有2個月的觀察期, 特別是3月PCE(04/26)、4月就業報告(5/3)、4月CPI(5/15)、4月PCE(5/31)、5月就業報告(6/1)及5月CPI(6/12)。目前12席的投票委員中, 有7席支持今年將降息3碼, 未來數月通膨降溫將成關鍵。

19名官員中, 12席的投票委員態度分布



資料來源: Fed。

市場對Fed利率, 總是有過度反應之虞



資料來源: Bloomberg。

CPI後：華爾街投行或有延後首次降息時點或調降降息幅度，但降息方面大致不變

Morgan Stanley

核心CPI高過預期，
聯準會將重思
6月降息的必要性，
若PPI數據仍高過預期，
可能會延後
我們對6月降息的看法，
目前仍維持全年降3碼

JPMorgan

CPI 讓6月降息大門關上，
我們維持
7月降息，全年降3碼
現階段的預測難度很高

Goldman Sachs

3月CPI高過預期，
我們將原6月降息改成7月，
全年降3碼改成2碼

Citi

3月CPI高過預期，
但我們仍預期，
6月降息，全年降5碼

資料來源：國泰世華銀行整理。



通膨降溫與降息方向不變下，債市利率逢高仍視為鎖利契機

3月通膨意外反彈，加上去年油價Q2基期偏低影響，預期通膨短期仍難往2%方向靠攏。不過，就趨勢而言，美國自去年以來，大幅鬆綁移民政策，CBO預估今年仍將有330萬的移民，有助於缺工問題持續改善，同時鮑爾也表態，就業市場不影響未來降息決策。

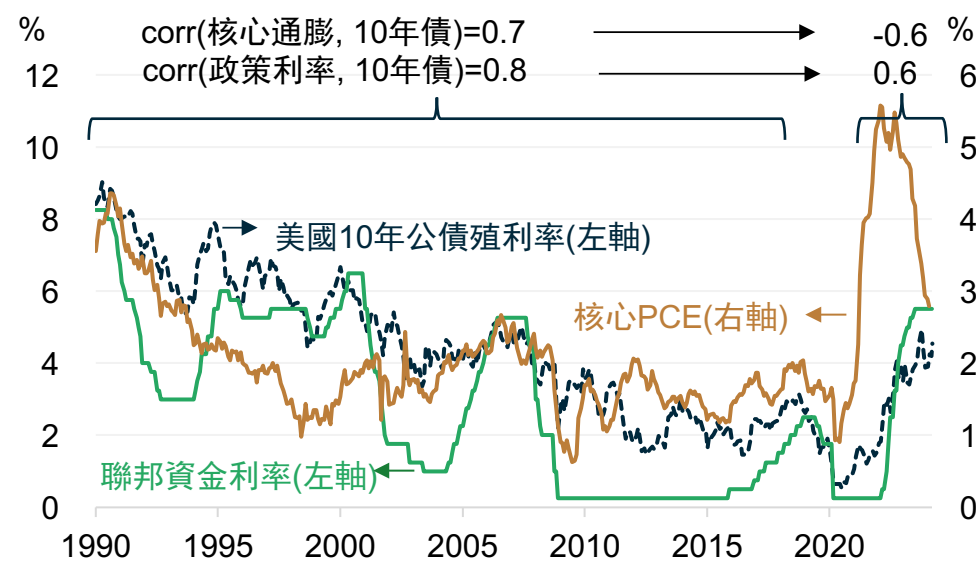
對債市利率而言，美債利率雖上彈至4.5%，但預期上方空間有限，逢高仍視為鎖利契機，因1)實質利率偏高，聯準會仍傾向降息，2)通膨下降趨勢不變。不過，本次降息循環幅度有限，預期資本利得空間不大。

勞動缺口持續改善，有助維持通膨降溫態勢



註：移民人口由美國國會預算辦公室CBO估算。
資料來源：Bloomberg, CBO。

通膨放緩趨勢下，美債利率上彈空間有限



註：相關係數比較期分別是1990/1-2019/12, 2023/1-2024/2。
資料來源：Bloomberg。

短期漲幅已大加上美債利率上彈, 形成評價調整壓力

今年以來, 經濟衰退風險明顯下滑, 使得美股屢創新高, 首季上漲10%, 為近5年來最佳Q1的漲幅。不過, 隨著美股走高, **標普500的本益比也來到21倍, 創3年來新高, 加上美債殖利率突破4.5%, 恐形成股市評價修正的壓力**。此外, 就乖離率而言, 目前也超過13%, 表示股市也都處在相對的高點, 就過去的經驗, 短期可能面臨漲多拉回的壓力。

美債利率上彈, 形成評價回調壓力



資料來源: Bloomberg。

指數短線乖離已大



註: 年線乖離指200均線的乖離率。

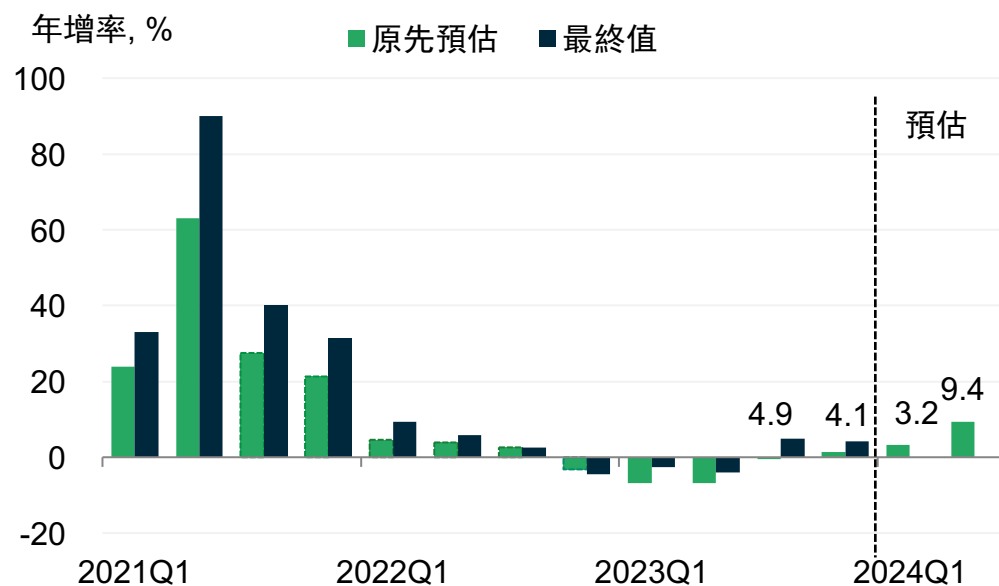
資料來源: Bloomberg。

企業獲利持續升溫，但獲利狀況明顯分化

美國Q1財報季即將開跑，根據Factset統計，**預期標普500獲利增速將達3.2%，可望達成連3季成長的目標，甚至Q2的獲利增速將進一步提升至9.4%，這將提供股市拉回布建的動能。**

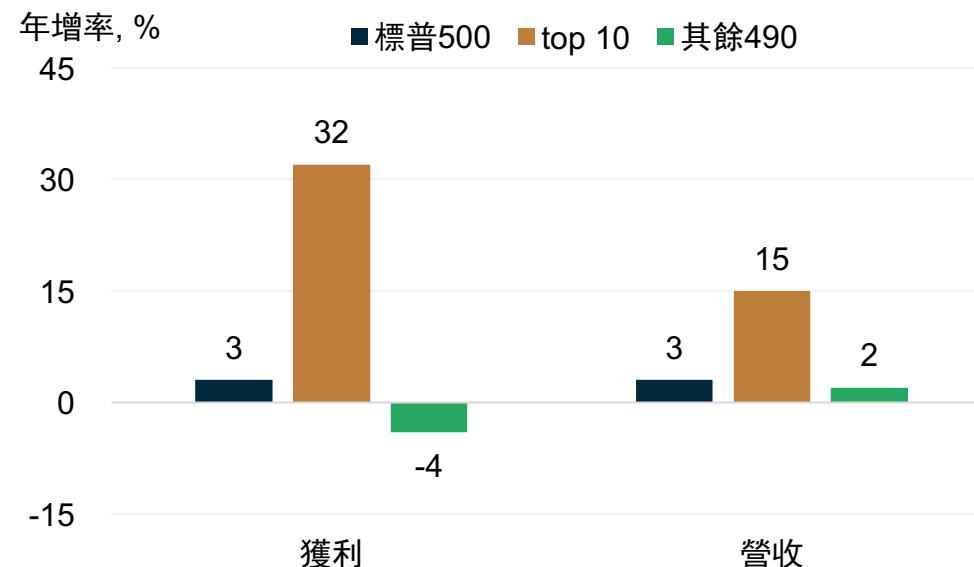
值得注意的是，標普500整體企業獲利持續成長，但個別企業獲利狀況明顯分化，市值前10大公司，獲利增速達30%以上，包括輝達成長400%，谷歌、微軟也15%以上的成長率。但**撇開前10大，其餘企業獲利明顯疲弱，顯示現階段布局，仍以獲利穩健的大型企業為主。**

標普500企業獲利將逐步回升



資料來源：Bloomberg, Factset預估。

個別企業獲利狀況有別



註：top 10指微軟、輝達、亞馬遜、禮來、谷歌、波克夏、博通、摩根大通、蘋果、Meta。
資料來源：GS。

黃金 俄烏戰爭以來, 殖利率對金價影響下降, 尤其實質買盤無視雙率, 持續推升金價

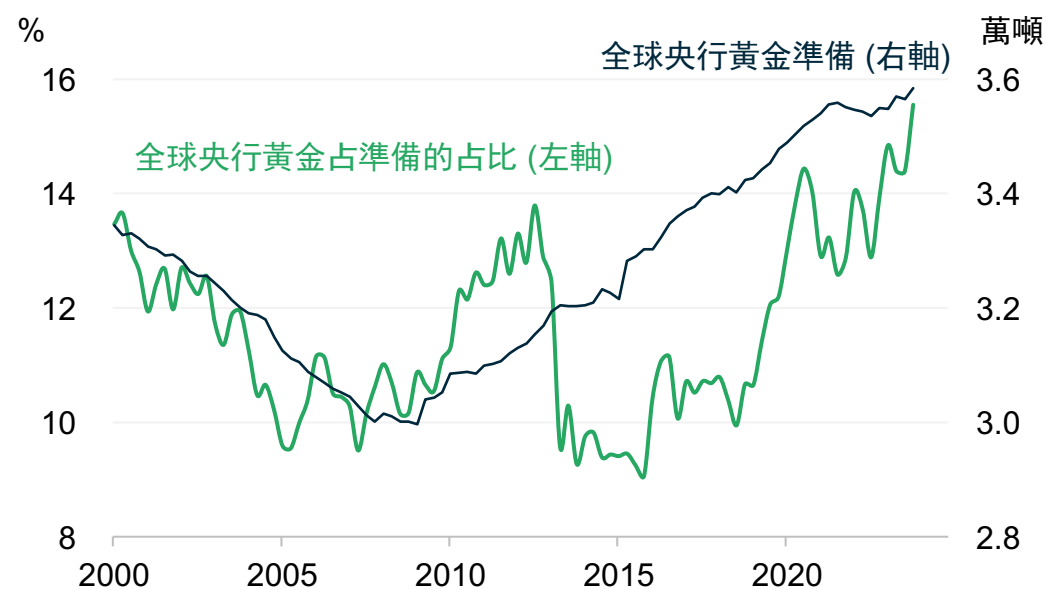
概略分析影響金價因素, 包括美國雙率、主力(央行準備), 及地緣政治。雙率雖為金價帶來逆風, 但俄烏戰爭以來, 地緣政治紛擾持續, 來自央行的買盤不斷, 步步墊高金價; 加上近期中國年輕人搶買金豆子、中國版QE的傳聞甚囂塵上, 更為金價短線漲勢加油添火。長期而言, 中國等央行降低美元準備的趨勢不變, 將有利金價長線表現。

俄烏戰爭以來, 殖利率對金價影響下降



資料來源: Bloomberg。

央行持有黃金準備上升趨勢未變



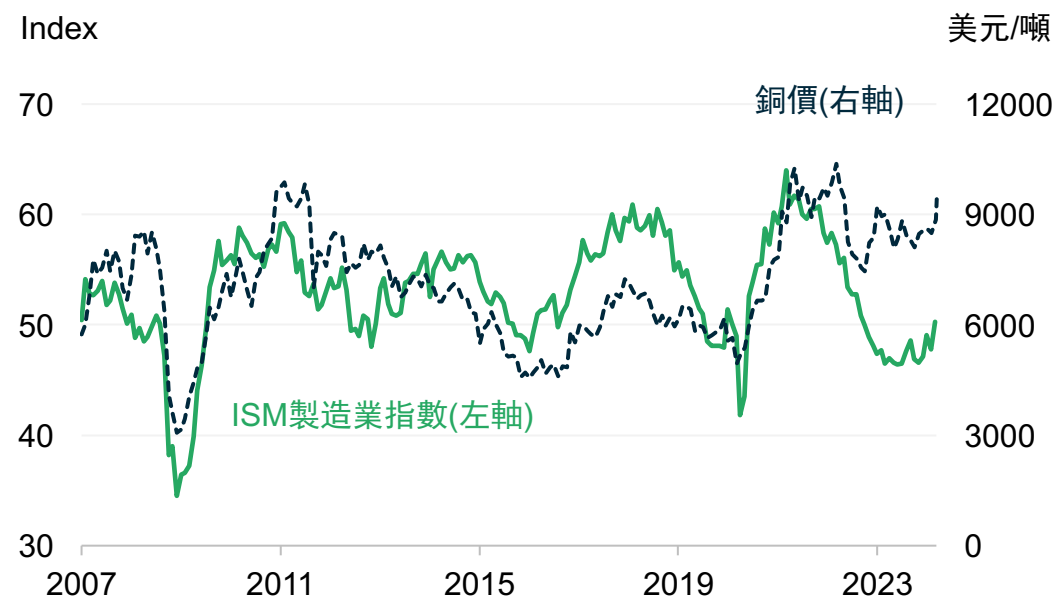
資料來源: Bloomberg。

工業金屬 減產預期與製造業復甦推升價格，惟鐵礦砂需求仍顯疲弱

銅價在4月大幅上揚至每噸9400美元，帶動今年低檔震盪的其餘工業金屬出現上漲，在基本面，中國官方製造業與美國ISM製造業PMI共同回到榮枯線上方，製造業復甦前景與能源轉型對需求有所支撐。另一方面，由於銅礦供應不如預期，中國冶煉廠加工費大幅下滑，中國銅原料聯合談判小組同意將全年計畫產量減少5-10%，供給下滑擔憂與供需緊張的預期點燃銅價上漲火苗。

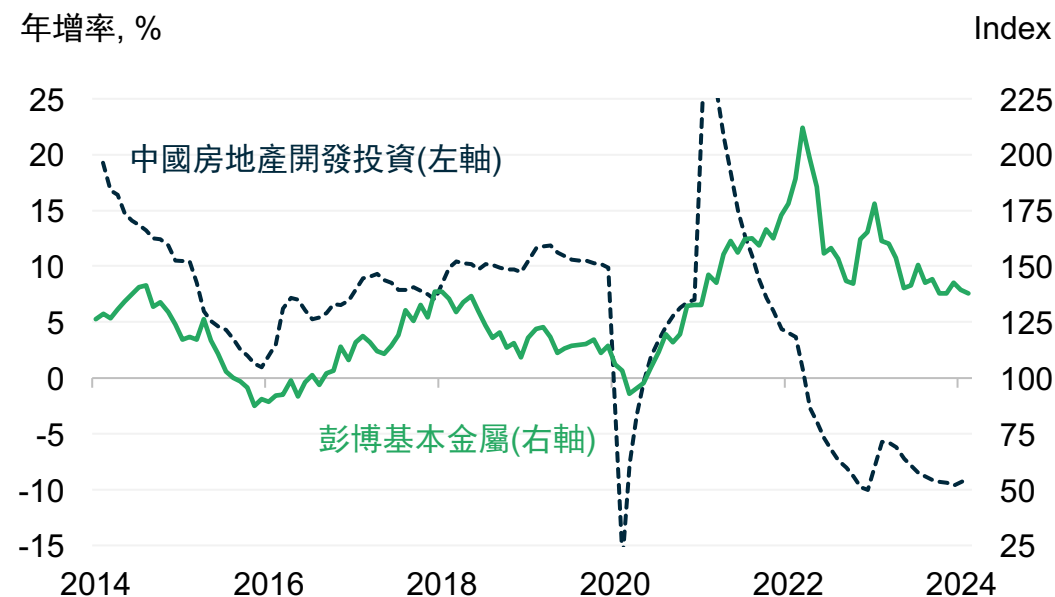
相較於減產預期與能源轉型需求助漲銅價，鐵礦砂走勢則尚未扭轉偏空結構，因為中國房地產復甦不見起色，地產投資低迷對於銅之外的基本金屬產生抑制效果，預期後續不同工業金屬走勢分歧的情況延續，銅、鋁等具有製造業復甦與綠能轉型題材的價格偏強運行，鐵礦砂則相對落後。

製造業復甦期待支撐銅價表現



資料來源：Bloomberg。

中國地產萎靡，鐵礦砂需求相對弱勢



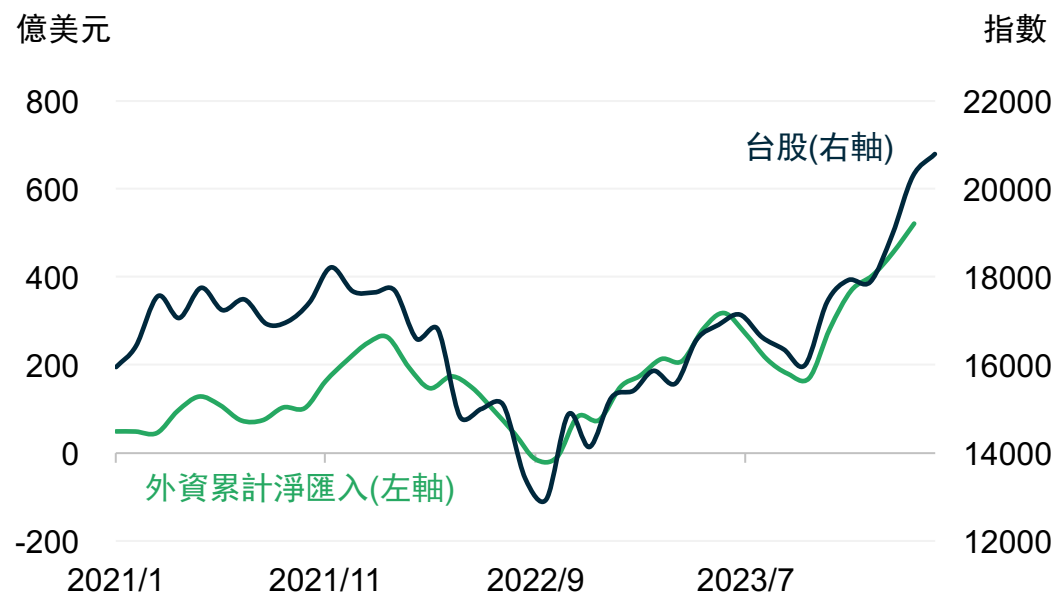
資料來源：Bloomberg。

台股 資金追捧，台積電登峰，景氣復甦擴散將有利低基期族群

電子業景氣在AI需求強勁及半導體產業帶動下，復甦方向較為明確，特別是台積電布局先進製程、高速運算持續開花結果，今、明兩年將展現雙位數成長動能，在美國晶片法案確定將給台積電66億美元補助後，台積電也順勢提高在美投資規模至650億美元，高額資本支出搭配晶圓代工高市佔率，進一步帶動外資追價，台積電股價創新高對台股上漲貢獻最大，後續復甦動能也將由半導體擴散至其他科技族群，如消費電子、設備、伺服器。

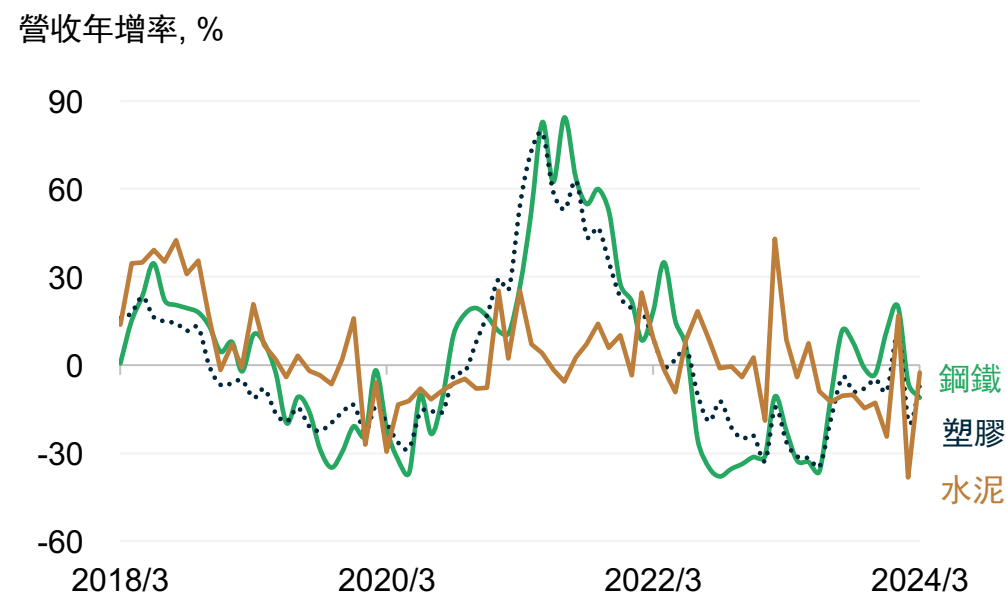
除電子產業外，傳統產業的景氣仍在低檔，因中國房地產景氣低迷，歐美需求仍未明顯回升，相關產業的營收仍未回到成長軌道，不過相對的股價也還在低檔，由於**今年是製造業復甦的一年，景氣好轉將逐漸擴散至不同行業，在科技漲多之際，也可將目光放在低基期的族群。**

外資連5月淨匯入



註：外資淨匯入乃統計自2021/1以來累計金額。
資料來源：金管會, Bloomberg。

傳產族群營收仍處負成長



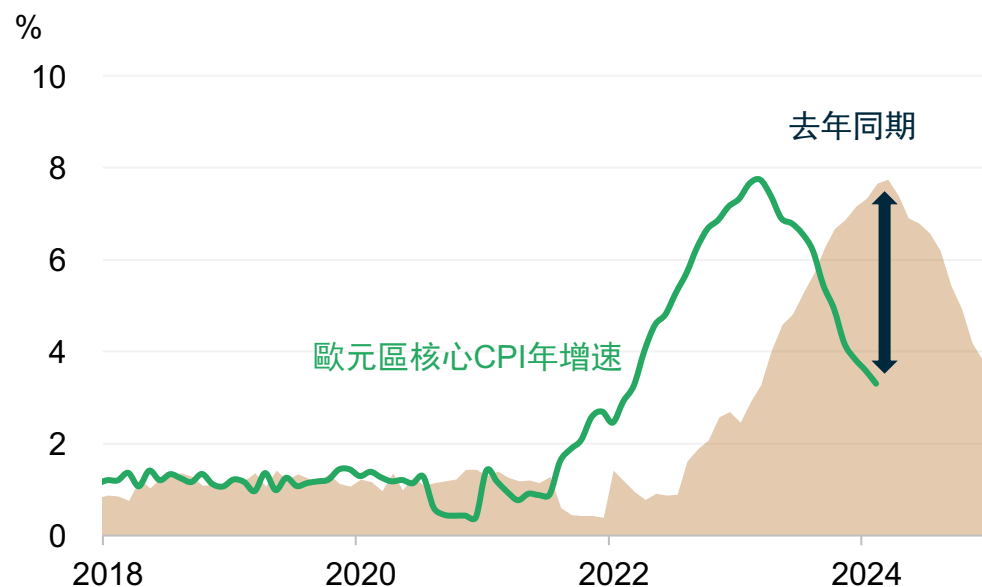
註：鋼鐵營收年增率採中鋼、中鴻平均；塑膠採台塑、南亞、台化；水泥採台泥、亞泥。
資料來源：XQ。

歐洲央行 貨幣政策維持不變，仍舊維持觀望態度

維持政策不變：1)三大利率維持不變，存款機制利率為4%、主要再融資利率為4.5%、邊際貸款利率為4.75%；2)維持縮表計畫不變，包括資產購買計劃(APP)再投資已停止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，年底停止再投資。

考量近期油價有所回升，加上下半年開始，歐元區CPI將逐漸脫離去年高基期，因此，總裁拉加德雖表示多數成員希望等到6月再做出是否降息的決策，但也表示本次會議並沒有對6月是否降息做出決定，且未來將密切關注能源價格上漲的情況。另一方面，近期Fed官員對降息轉為保留態度，因此，就Q2而言，兩大央行態度可能對美元較有支撐(對歐元不利)。

下半年開始，歐元區CPI將逐漸脫離去年高基期



資料來源：Bloomberg。

美歐政策利差與歐元匯價走勢



資料來源：Bloomberg。

日幣與台幣 美台、美日利差擴大，抵銷台灣、日本央行貨幣緊縮效果

台幣：台股續創歷史新高，外資連5個月買超台股，不過，新台幣再度貶破32關卡，創5個月來新低，主因美國通膨高於預期，美債利率揚升至4.5%上方，造成美台利差擴大，也抵消了台灣央行先前意外升息的效果。

日幣：日本央行雖擺脫負利率環境，植田和男也再度釋出升息訊息，但也因為美債利率快速揚升，造成美日利差擴大，使得日圓再度貶破34年來新低。**現階段，在聯準會降息以前，日圓短期仍將偏弱。**

美台利差擴大，帶動台幣貶破32



註：美台利差指美國與台灣的10年期公債殖利率之差距。
資料來源：Bloomberg。

美日利差擴大，日圓再創新低



註：美日利差指美國與日本的10年期公債殖利率之差距。
資料來源：Bloomberg。

Apr. 2024

15 Monday 美國零售銷售 美國NAHB房屋市場指數 歐元區工業生產 中國貨幣供給 中國MLF利率	16 Tuesday 美國營建許可數 美國新屋開工數 美國工業生產 歐元區ZEW調查指數 中國Q1 GDP 中國工業生產 中國零售銷售	17 Wednesday 日本進出口	18 Thursday 美國初領失業金人數 美國領先指標 美國成屋銷售 日本工具機訂單	19 Friday 日本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