



國泰世華銀行
Cathay United Bank

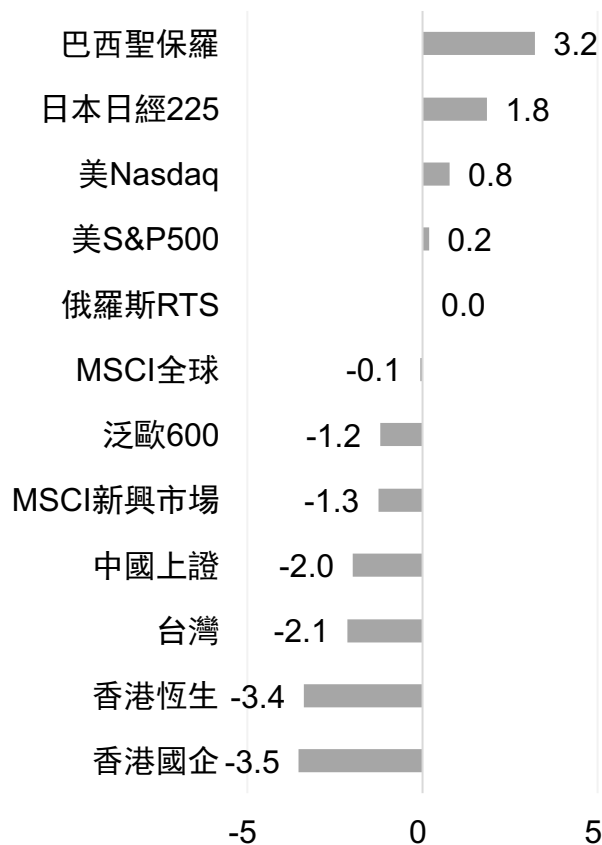
2024年6月28日

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

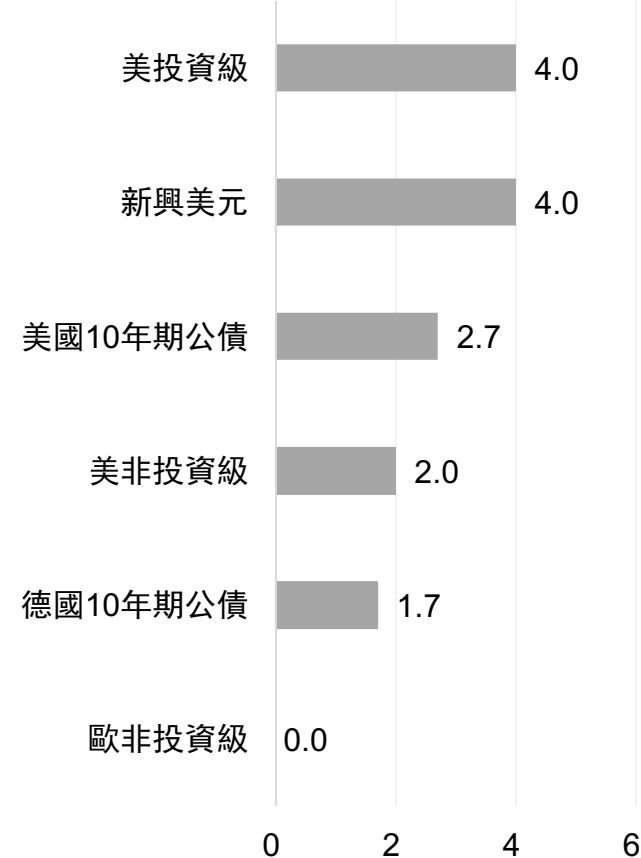
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/6/20- 2024/6/27。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- 核心PCE與官員談話：市場預期5月核心 PCE 年增率將從前值 2.8% 放緩到 2.6%、月增率也將從 0.2% 放緩至 0.1%，但聯準會理事Bowman鷹派談話，讓美債利率暫居高盤。
- 年中回顧及市場展望：今年上半年，標普上漲近15%，展望未來，企業獲利回升，讓股市仍有高點可期，不過，留意科技股漲多回調壓力。
- 全球政治不確定性升溫：1)法國議會重選，2)英國國會改選，3)美國總統大選辯論展開，留意川普政策對通膨的影響。

2) 未來焦點：

- 經濟數據：7/1 ISM製造業與服務業、7/5就業報告。

策略思維

- 1) **股市：**股市創下歷史新高之後，加上利率高盤，不排除有漲多拉回壓力，但基本面回升態勢不變，企業獲利也持續升溫，可待拉回後再布局。
- 2) **債市：**通膨具有僵固性，加上聯準會官員持續釋出鷹派言論，美債利率可能反彈，但視為逢高鎖利契機。
- 3) **匯市：**歐洲地緣風險升溫，加上聯準會官員鷹派言論，可能讓美元指數近期維持高盤格局。



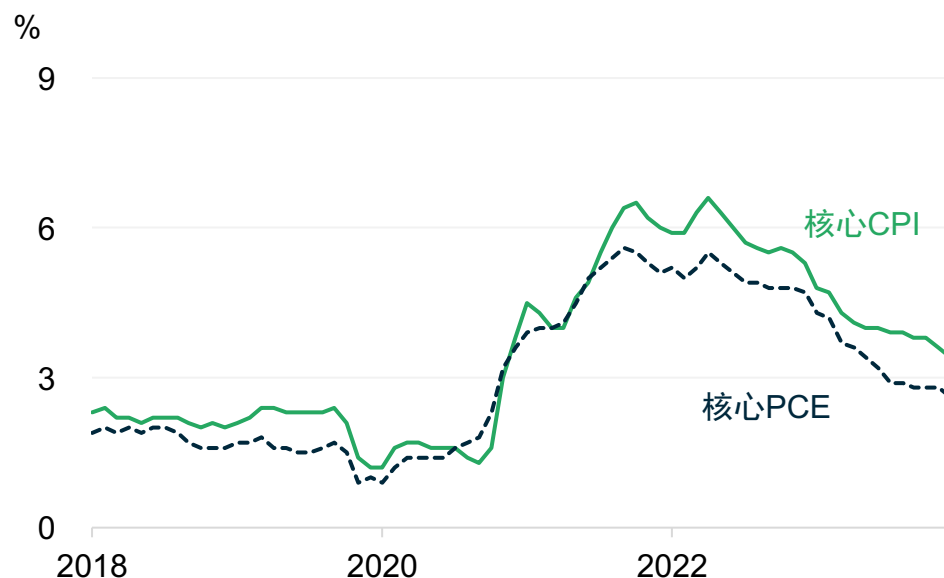
Fed官員態度保守, 美債殖利率維持偏高震盪

近期美國經濟數據降溫：經濟成長率走弱、零售銷售成長銳減、勞動力缺口逐漸回到疫情前的水平，而Fed最關注的通膨也緩步下滑，**隨4月PCE增速走弱，市場預期5月PCE年增率將降至2.6%(前值2.7%)，核心PCE也同步落在2.6%(前值2.8%)，月增率有望雙雙滑落**，通膨降溫有利降息前景。

但現階段來說，Fed對通膨仍感信心不足。理事Bowman放鷹，「預期今年不降息，通膨仍存在上行風險，未排除升息選項」；而舊金山Fed總裁Daly則表示，「Fed必須謹慎行事，在降低通膨方面仍有工作要完成」，官員維持觀望態度之下，預計限制性利率將延續，直至通膨滑落趨勢更明朗。

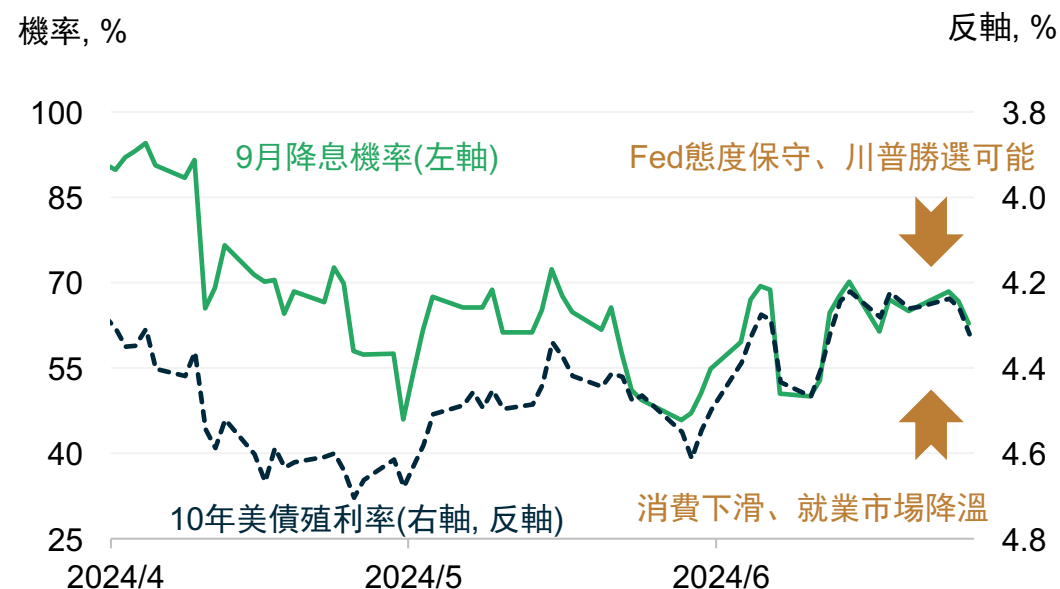
高利環境影響下，總體經濟降溫有助貨幣政策漸轉寬鬆，帶動近期10年期美債殖利率逐漸下探至4.2%關卡，不過隨Fed延續觀望態勢，短線將支撐美債殖利率底部空間，大幅下滑的空間有限；因此，債市布局延續逢高鎖利的操作方針，不過預期本次降息幅度有限下，債市報酬將以息收為主。

PCE仍具僵固性, 但不改長線降溫趨勢



資料來源：Bloomberg。

Fed態度保守, 殖利率區間震盪



資料來源：CME FedWatch, Bloomberg。

航運價格飆漲，為通膨潛在壓力

自去年10月以巴衝突以來，葉門反叛組織胡賽運動也開始攻擊穿越紅海的商船，導致國際運價開始飆漲，加上減艙效應及出貨旺季將至，運價再度攀升，截至6月底，40呎標準櫃運價已從年初的1600美元，揚升至5000美元，年增幅高達240%，加上近期商品價格的走揚，再度引發市場對通膨的擔憂。

不過，根據波羅的海國際航運公會BIMCO預估，今年貨櫃運量將大增41%，不至於發生供不應求狀況，而目前供應鏈指數表現相對平穩，研判不致重演2021年供應鏈斷鏈危機，但可能導致後續通膨偏向僵固。

運價飆升，驅動商品價格走揚，為通膨潛在壓力



資料來源: Bloomberg。

整體供應鏈順暢，貨運價格上方有壓



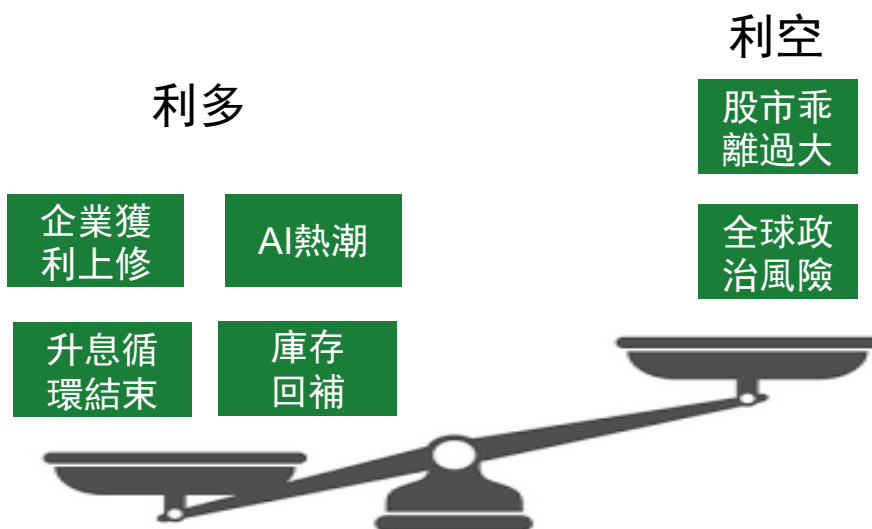
註：供應鍊指數為NY Fed編制，數值越高表示供應鏈趨向緊張。
資料來源: Bloomberg。

股市多頭可望延續, 但留意漲多拉回壓力

時序邁入6月底, 累計今年上半年, 標普500指數上漲近15%, 與此同時, 隨著企業獲利回升, 加上AI科技股的熱潮延續, 多數投資銀行也紛紛上調今年標普500目標價。以高盛來看, 今年以來已3度上調標普500目標價, 尤其是大型科技獲利成長前景佳, 預估前5大權值股今年獲利將成長37%, 此外, 調升大盤評價估值, 從19.5倍上升至20.4倍, 預期今年目標價上看5600點。

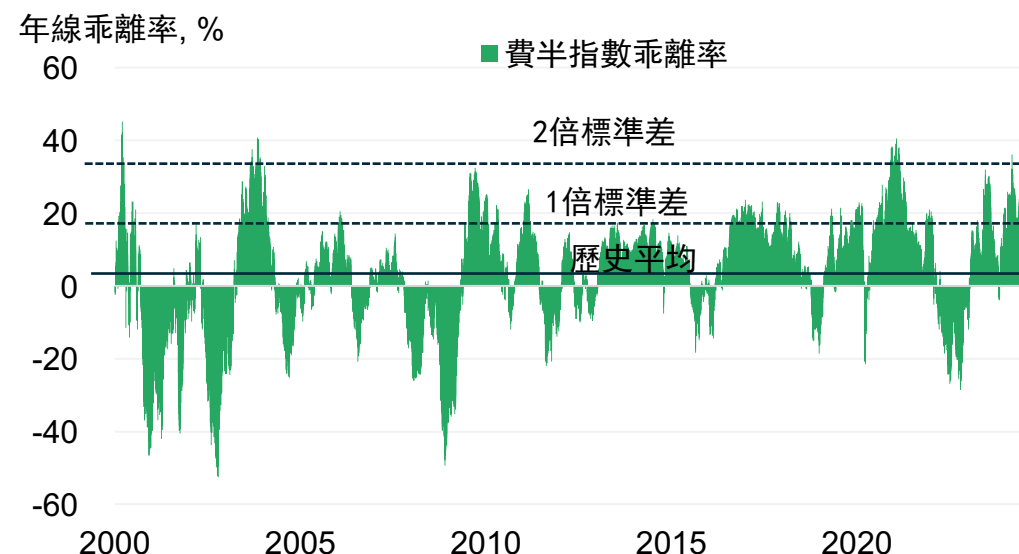
然而, 值得注意的是, 美國科技股確實也大幅反映庫存回補的利多, 費半指數今年也上漲了30%, 年增幅甚至逼近50%。**以乖離率的角度而言, 目前已超過2倍標準, 不排除股市將面臨漲多拉回的壓力。**

股市利多與利空



資料來源: 國泰世華銀行整理。

留意科技股短線漲幅已大



註: 年線指200日均線。

資料來源: Bloomberg。

企業獲利升溫，美股仍有高點可期

以標普500企業獲利而言，歷經2年的庫存調整之後，標普500企業獲利已連續3季重回正成長，今年Q1獲利已揚升至5.9%，創2022年以來最大增幅，往Q2來看，將進一步揚升至9.4%，全年獲利增幅達11%。

就評價而言，雖然高利率限縮評價短期大幅擴張，但升息循環結束，評價下跌空間也有限，市場預估將介於19-20倍。綜合考量獲利成長與評價，預估標普500指數今年目標價有望上看5800點。

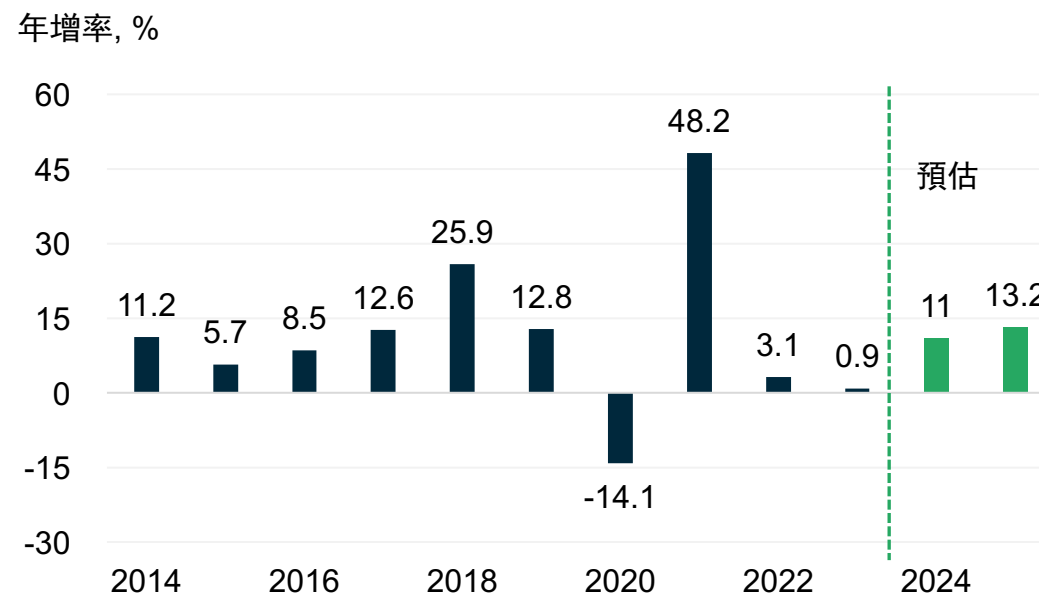
標普500指數目標區間估算

EPS Growth(%) \ P/E(倍)	18	19	20	21	22
20	5500	5800	6100	6400	6700
15	5300	5500	5800	6100	6400
10	5000	5300	5500	5800	6100
5	4800	5050	5300	5600	5800
0	4550	4800	5100	5300	5550

註：數值為2024年標普指數目標價，估算公式為2024年EPS*2025年成長率*P/E。

資料來源：Bloomberg。

標普500企業獲利逐年升溫



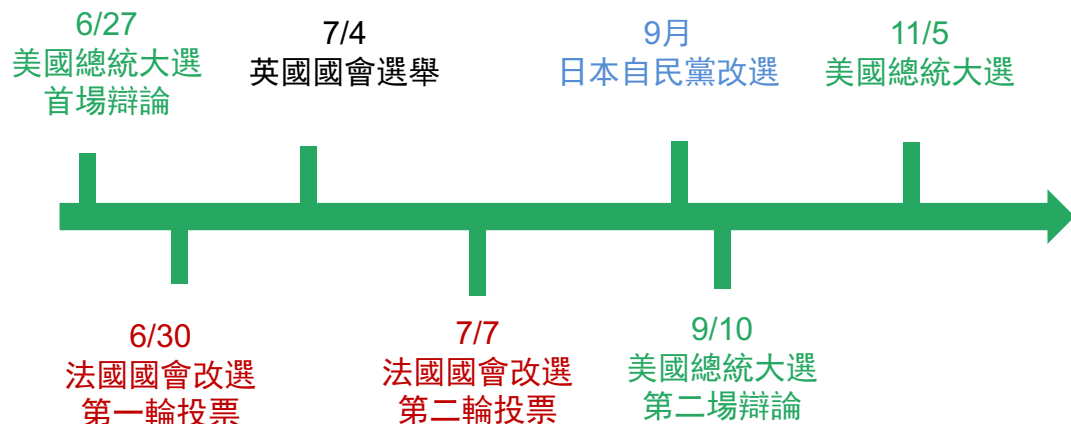
資料來源：Bloomberg, Factset預估。

全球政治風險升溫，增添下半年市場擾動

以金融市場而言，今年表現大致良好，除中國表現較為停滯外，多數股市均有不錯的漲幅，然而，時序邁入年中，**市場波動有逐步升溫的跡象，除了漲多拉回壓力外，政治風險的升溫，可能是構成股市擾動的原因。**近期，歐洲與法國議會改選，執政黨均面臨失利的狀態，造成歐股的震盪。展望下半年，英國在7月也將進行國會改選，現任執政的保守黨民調也明顯落後。

美國總統大選首場辯論結束，以雙方表現而言，川普佔有較多發言權，態度較為強勢，拜登是現任總統，包括邊境移民、社會醫療、及地緣風險等問題，受到對手較多挑戰。**對市場表現而言，川普勝選機率進一步提高，也帶動美債利率上揚，隱含其政策可能導致通膨走高，增添市場後續擾動。**

全球政治風險有逐步升溫的跡象



資料來源：國泰世華銀行整理。

首場辯論後，川普勝選機率提高



資料來源：Bloomberg。

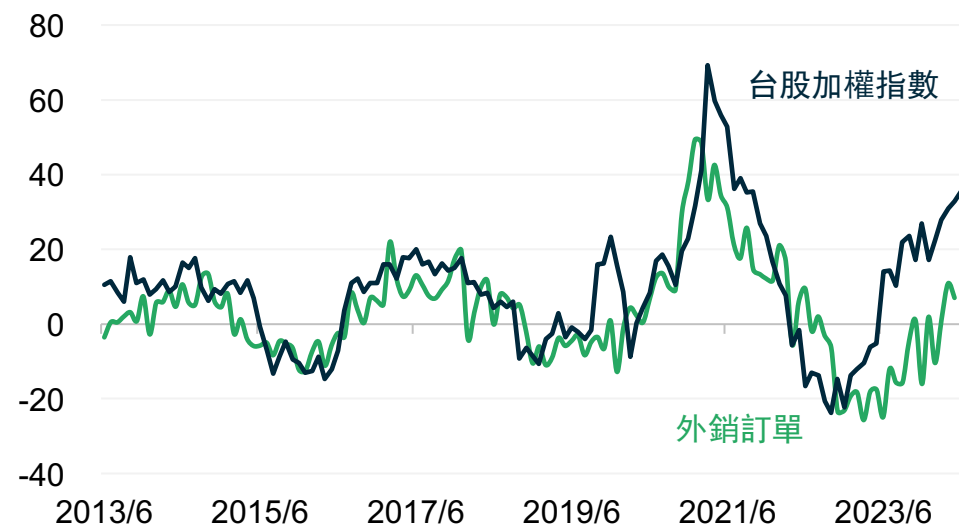
台股 指數上半年狂飆，下半年將檢視基本面能否跟上

台股上半年大漲逾30%，除了AI題材帶動外，基本面好轉也是股市領先大漲的主要驅動力，5月外銷訂單488.9億美元，年增7%，逼近去年Q4旺季500億美元以上水準。景氣回溫、企業獲利展望轉佳，激勵股市走高，台股的本益比也回到2020年高點18.6倍附近，這代表市場目前給予台股較高的評價，如果下半年企業獲利能進一步展望強勁成長動能，方有望推動指數續揚，否則恐面臨震盪修正格局。

在政治議題方面，由於朝野黨派對於國會改革法案歧見仍深，在立法院退回行政院覆議案後，行政院將聲請釋憲及暫時處分，若暫時處分經大法官裁定，相關法案將暫緩施行，等待大法官釋憲，但這樣的結果可能造成朝野對立加深，甚至杯葛行政院政策、預算案等，恐增加下半年金融市場不確定性。

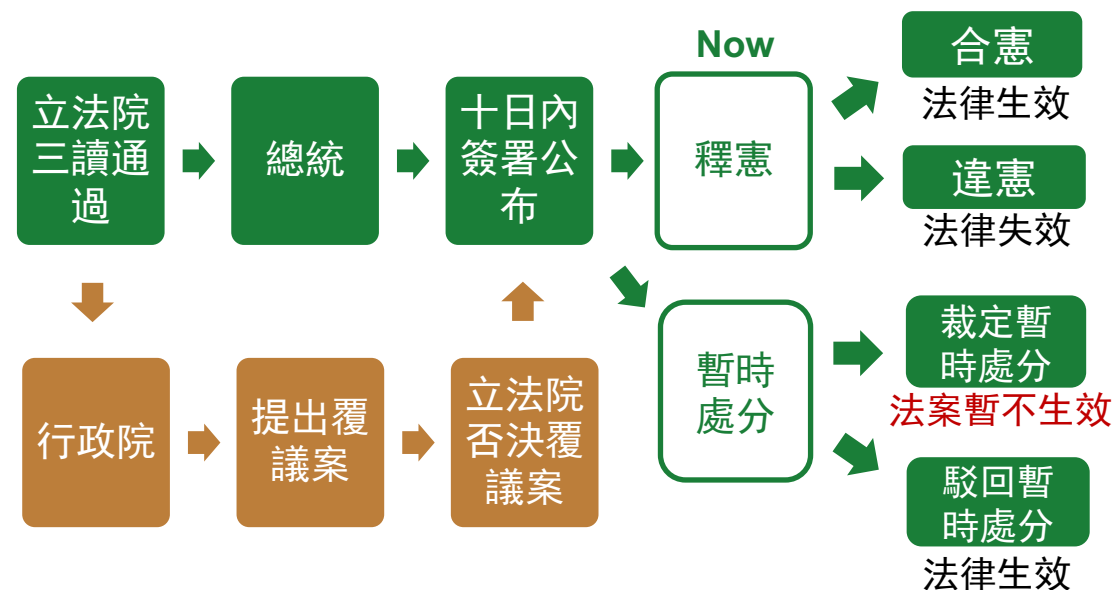
外銷訂單走揚，有助企業獲利轉佳

年增率，%



資料來源：Bloomberg。

立法院否決覆議案，行政院將提釋憲及暫時處分



資料來源：國泰世華銀行整理。

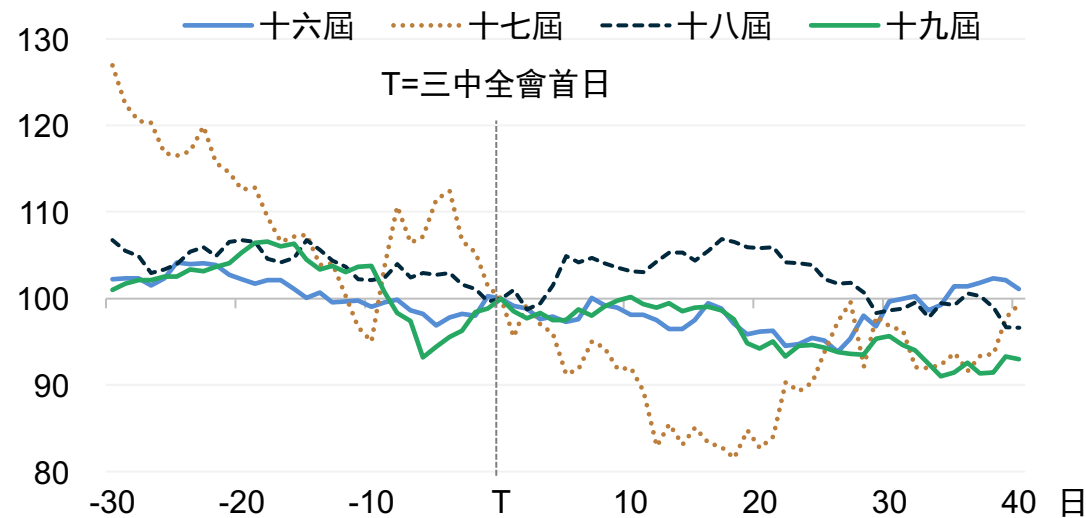
中國 三中全會恐難點燃A股行情, 大盤料延續區間格局

二十屆中共中央委員會即將在7/15-7/18召開第三次全體會議(三中全會), 相較於一中及二中全會著重人事布局, 三中全會更聚焦於經濟領域改革, 本次會議重點研究進一步全面深化改革。由於當下經濟挑戰嚴峻, 今年推出的刺激措施成效甚微, 使市場對政策預期也愈發強烈, 然而, 三中全會定位在中長期改革議題, 短期政策加碼或留待7月底中央政治局會議, 統計過往4次會議, A股多呈現震盪格局, 本次會議恐難一舉點燃A股多頭行情。

股市動能仍仰賴基本面改善狀況, 觀察5月份經濟與金融數據顯示經濟修復不穩, 需求與信心疲弱成為近期市場修正主因。不過, 由於年初以來官方護盤態度積極, 全球製造業緩步復甦也推動出口復甦, 預期大盤不至跌破2月初低點, 指數上有壓下有撐, Q3呈現弱勢整理格局。

2000年後的四次三中全會對A股短期影響並不顯著

滬深300, 以T=100標準化



註: 十六屆(2003/10/11-2003/10/14)、十七屆(2008/10/9-2008/10/12)、十八屆(2013/11/9-2013/11/12)、十九屆(2018/2/26-2018/2/28)。

資料來源: Wind。

出口回溫與政策調整料能提供A股下方支撐

年增率, %



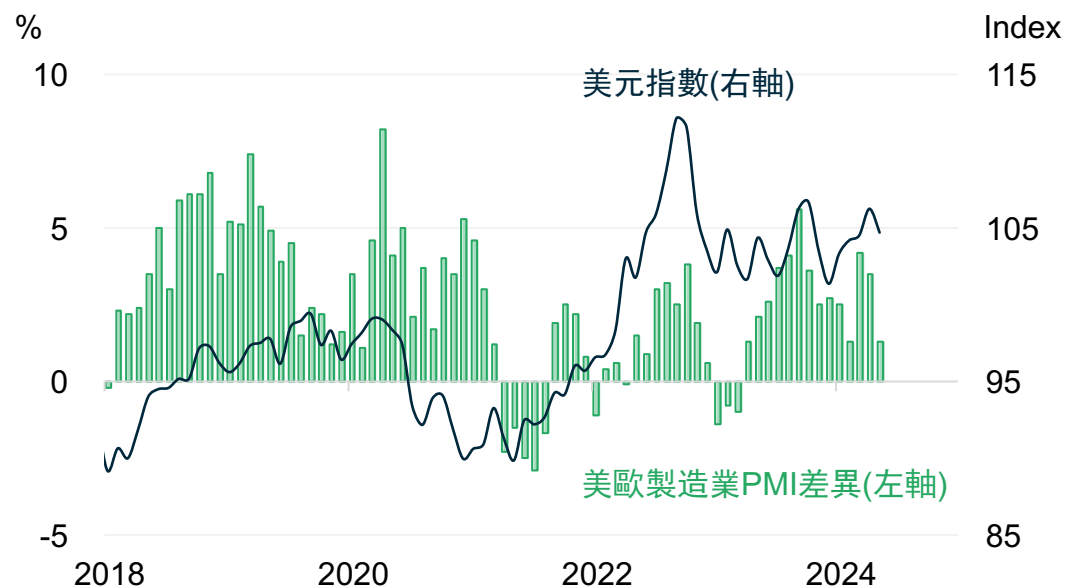
資料來源: Bloomberg。

美元 歐元區經濟數據回升, 但反應政治不確定性, 仍舊壓抑歐元匯價, 美元指數受到支撐

基本面：今年3月以來，歐元區PMI已逐漸回升，且美歐PMI的差距也見到縮窄的跡象，顯示美歐經濟動能有所拉近，有利歐元匯價回升。惟歐洲議會大選後，法國總統馬克宏所屬政黨得票不佳下，馬克宏於6/9旋即解散國會，並於6/30、7/7(兩輪制)進行改選。鑒於近期民調顯示，**最大黨恐易主，且可能出現無絕對多數**情況，使得政治不確定性有所上升。

匯價：基本面改善有助歐元回升，但6月以來的政治擾動不利歐元匯價，且可能影響6、7月soft data(如：PMI、ZEW等企業調查數據)的表現。因此，近期歐元匯價仍舊受到壓抑，美元指數受到支撐。

美歐製造業PMI差異與美元指數走勢



資料來源：Bloomberg。

民調顯示，最大黨恐易主，且可能出現無絕對多數情況

光譜	政黨	所屬政團	2022	2024(f)	變化	主要人物	民調*
極右	RN國民聯盟		89	185	+96	雷朋	32%
右翼	LR共和黨		55	40	-15	薩科齊	7%
中間	RE復興黨	Ensemble	249	87	-162	馬克宏	15%
中左	PS社會黨		31	81	+50	歐蘭德	14%
中左	EELV綠黨	New Popular Front	31	35	+4		6%
左翼	FI不屈法國		76	58	-18		10%
極左	PCF共產黨		19	12	-7		2%
總席次			577	577			

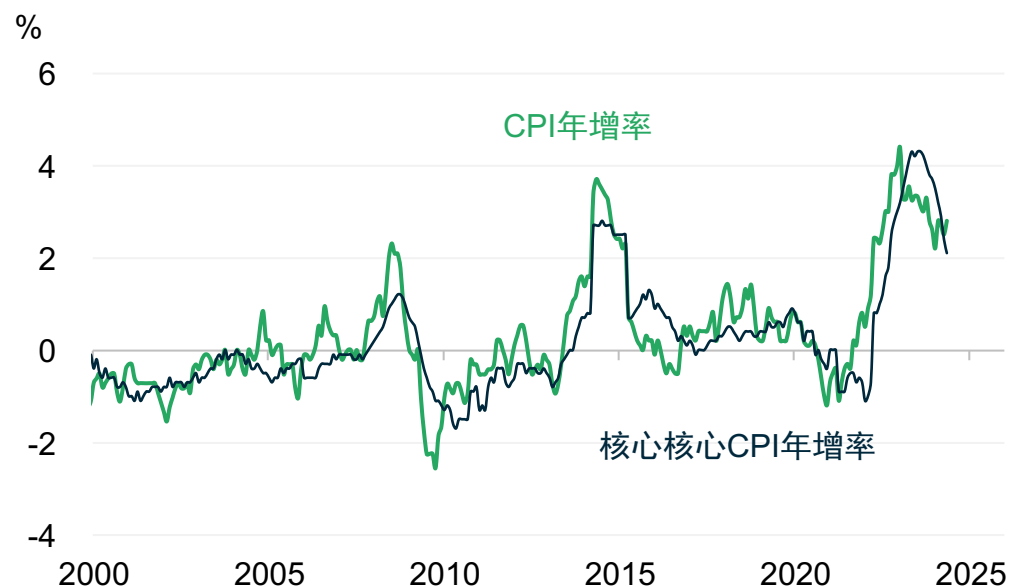
註：*2024年席次引用民調推估，但法國選制為兩輪制，席次變化不確定性仍高。
資料來源：POLITICO。

日幣 美日利差仍寬，日本通膨仍舊放緩，恐讓央行緊縮態度依舊審慎，日幣恐延續弱勢震盪

基本面：日前日本公布CPI年增2.8%，核心核心CPI(扣除能源與食品)年增速2.1%，升幅低於預期。雖然日本央行指出，住宿服務價格大漲、運輸價格揚升，帶動服務業通膨動能，但受到去年同期高基期的影響(9-10月之後基期才會逐漸下降)，使得核心核心CPI年增速走勢仍延續放緩的趨勢，這也限制了日本央行雖走向緊縮的方向，但緊縮步伐恐僅牛步。

匯價：儘管日本財務省主管外匯事務的副大臣神田真人表示，對最近日幣迅速貶值深感擔憂，已密切留意市場趨勢，而當局也將對任何日元匯率過度貶值採取必要行動；此外，央行先前也釋出減緩資產購買意向，但美日利差仍是日圓主導因素，由於美債殖利率仍舊高踞、美日利差仍寬，使得日幣Q3多數時間恐延續弱勢震盪格局。

日本通膨增長狀況



美日10年公債利差與日幣匯價



July 2024

1 Monday	2 Tuesday	3 Wednesday	4 Thursday	5 Friday
美國ISM製造業指數 中國財新製造業指數 日本短觀報告 香港休市	歐元區CPI	美國貿易收支 美國ADP就業報告 美國初領失業金人數 美國ISM服務業指數 中國財新服務業指數	德國工廠訂單 FOMC會議紀錄 美國休市	美國就業報告 歐元區零售銷售 台灣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