



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年6月21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

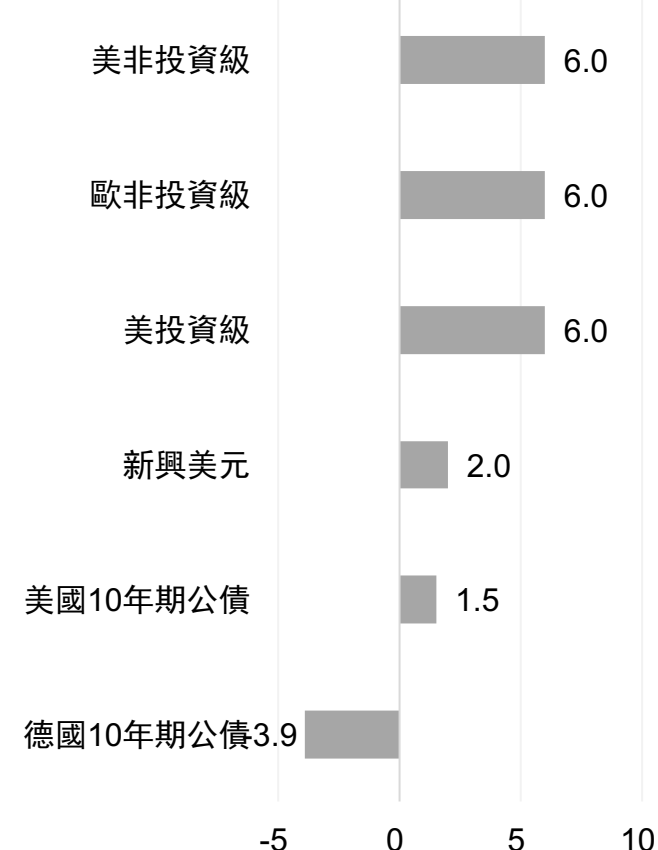
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/6/13- 2024/6/20。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場觀察：

- 法國國會大選：極右派國民聯盟支持度顯著領先，且將與右派共和黨合作，執政聯盟民調僅居第3，朝小野大情勢料將加劇。**選後馬克宏內政將進一步受阻，且右派有意擴大開支，加劇財政前景風險。**
- 拜登川普首場電視辯論：川普民調領先，極端稅務政見主為拉抬民調，當選後落實的可能性不大。惟須留意移民政策動向，為明年貨幣政策的風險來源。

### 2. 後續關注焦點：

- 重要事件：耐久財訂單(6/27)、PCE (6/28)；拜登川普首場電視辯論(6/27)、法國國會大選(6/30)。

## 策略思維

- 1) **股市：**降息預期回溫推升指數續揚，留意短線漲多調整風險。AI題材持續挹注企業獲利，大盤長線正向展望不變，逢拉回可逐步增添部位。
- 2) **債市：**景氣、通膨雙雙出現放緩跡象，9月降息預期再度升溫，惟聯準會暫不改觀望立場，短期內無意躁進降息。殖利率短線回檔後，逢反彈仍可布局鎖利。
- 3) **匯市：**歐洲議會右派勢力抬頭、法國提前國會大選，助長歐元區短期政治風險。聯準會按兵不動、主要央行陸續降息，利差收斂空間有限，皆支撐美元維持高檔震盪。



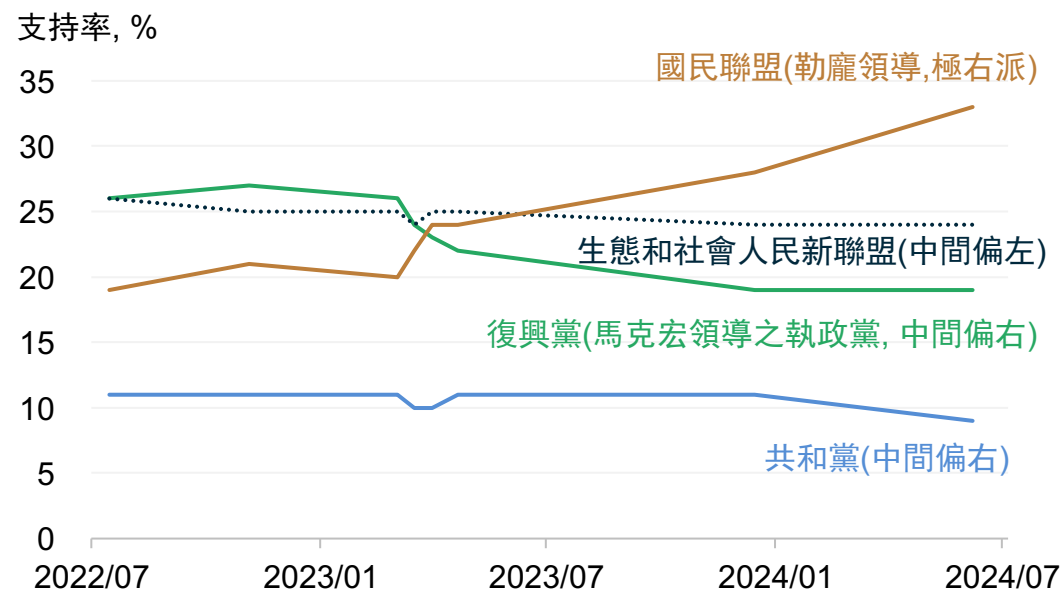
## 法國議會選舉 | 極右派席次料大幅增加, 增添財政前景惡化風險

法國總統馬克宏領導的中間派聯盟於歐洲議會選舉中大敗, 得票率僅14.6%, 低於極右派政黨國民聯盟的31.4%。前者隨即宣布提前解散國民議會, 並將於6/30舉行大選(7/7第2輪)。

民調顯示, 極右派國民聯盟支持率大幅領先, 且右派共和黨有意與之合作, 兩者支持度分別達33%、9%, 合計後遠勝當前執政聯盟的19%、左派聯盟的24%, 選後朝小野大情勢料將惡化, 且存在左右共治(總統被迫任命反對黨黨魁擔任總理)風險, 進一步限縮馬克宏總統內政操作空間。

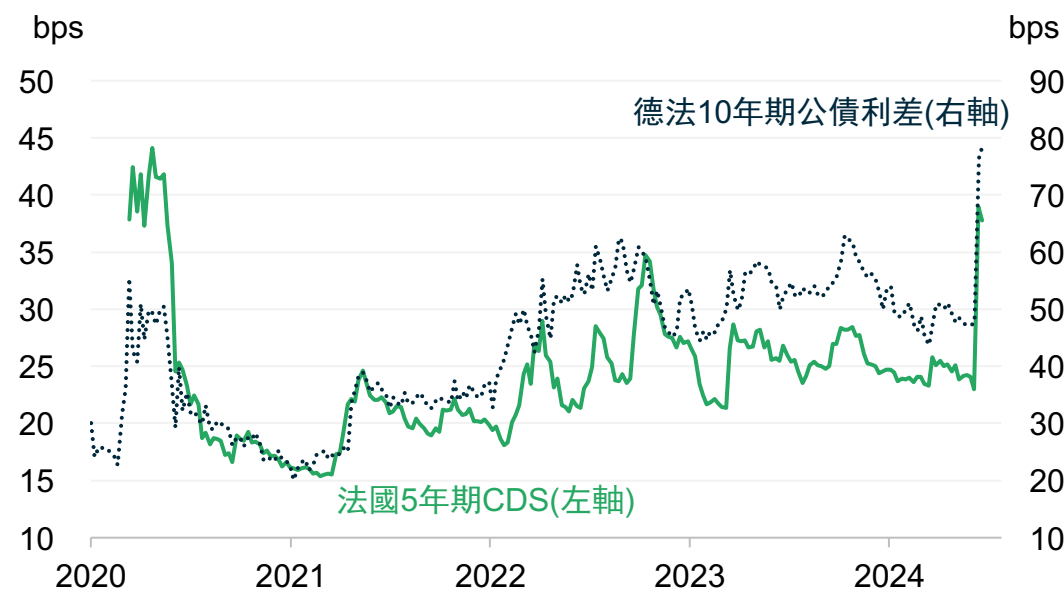
此外, 國民聯盟政策圍繞於降低民眾生活成本、降低中產階級稅負、限縮移民政策等, 若選後政策強行落實, 勢將加劇法國財政負擔, 為法債以及歐元的風險因子。

### 法國主要政黨立場與民調分布



資料來源: POLITICO。

### 法國CDS彈升、德法利差走擴, 反映財政前景惡化疑慮



資料來源: Bloomberg。

## 法國議會選舉 | 歐洲議會仍由中間派主導，極右派席次增加的影響仍有待觀察

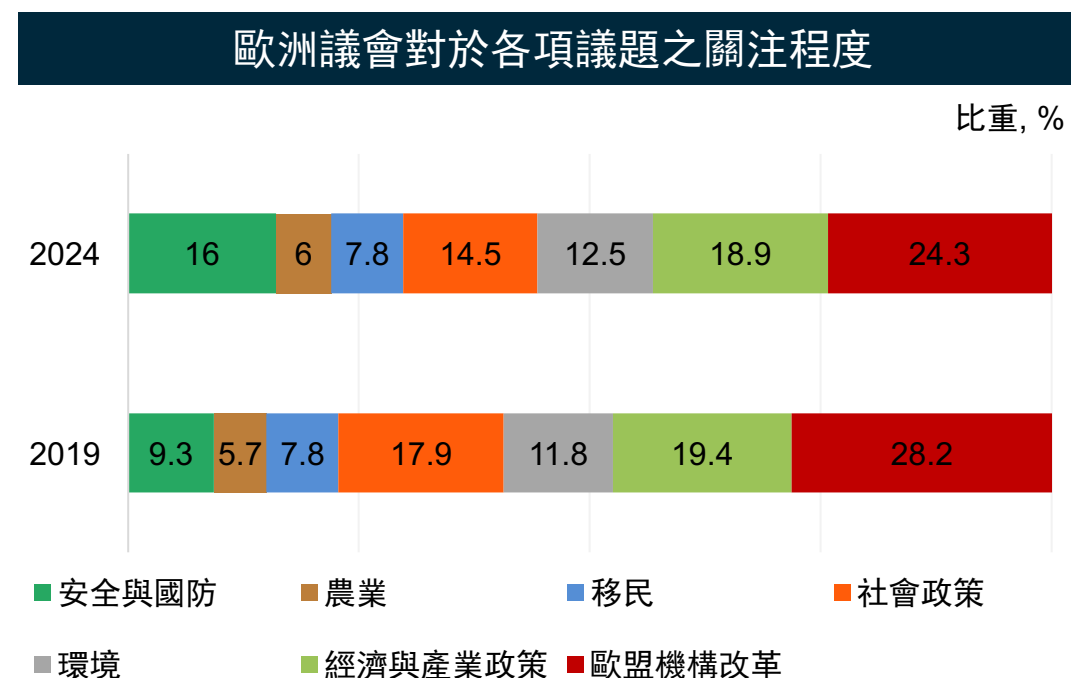
第10屆歐洲議會選舉落幕，極右派聲量有所增長，包含法國的國民聯盟、德國的另類選擇黨，於國內之得票率皆較2019年提升，以致歐洲議會中，政治光譜右傾之認同與民主黨、歐洲保守與改革派黨席次同步上升，反映過去幾年烏俄戰爭衍生的移民問題、能源危機等，加劇民眾對於傳統中間派政黨的反彈聲浪。

研判**歐盟政策短期內巨變的可能性不大**，主因在於立場居中、親歐盟之政黨，合計席次仍佔相對多數，包含歐盟執委會主席范德賴恩所屬的歐洲人民黨、法國總統馬克宏領導的復興歐洲黨，以及社會主義與民主進步黨等，意味著政策方針不至於大幅轉向，降低政治風險惡化的疑慮。惟極右派席次成長，代表後續執政聯盟政策之推行，將更加仰賴各黨團間協商，恐影響綠色轉型、移民、財政紀律等議題推動之先後時程，未來需持續留意。

歐洲議會席次分布				
政治光譜	黨派	2019席次	2024席次	席次增減
左至極左, 疑歐	聯合左派	37	39	2
中間偏左, 親歐	綠黨	71	52	-19
中間偏左, 親歐	社會主義與民主進步黨	139	136	-3
中間, 親歐	復興歐洲黨	102	80	-22
中間偏右, 親歐	歐洲人民黨	176	190	14
右至極右, 疑歐	歐洲保守與改革黨	69	76	7
右至極右, 疑歐	認同與民主黨	49	58	9
	無黨派	62	45	-17
	本次新增(黨派未定)	-	44	-

註：藍體標註之政黨為第9屆議會之執政聯盟。

資料來源：European Parliament。



資料來源：Bloomberg。



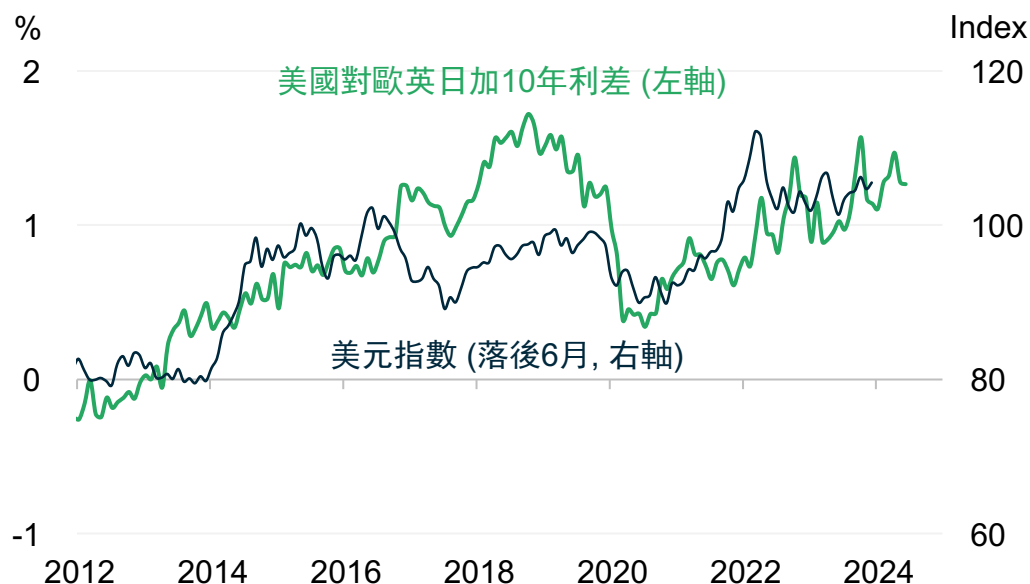
## 美元 | 法國政治不確定性上升, 對歐元匯價形成壓抑, 支持美元指數高位震盪

基本面：近期美國對主要國家10年公債利差走勢震盪，一定程度上反應貨幣政策走向趨於同向。一方面，歐洲央行已先行降息；另一方面，Fed雖未降息但持續強化年內預防性降息的預期，主要央行同向而行之下，讓6月FOMC會後，貨幣政策題材暫時付之闕如。

然而，市場總不缺乏題材，在歐洲議會大選之後，因法國國內民意出現變化，執政黨與右翼政黨間民意明顯消長，法國總統馬克宏因而提早解散國會、於6月底進行改選，由於市場擔心選後出現總統與國會隸屬不同政黨的分治狀況，讓政治不確定性上升，因此，讓近期歐元匯價受到壓抑。

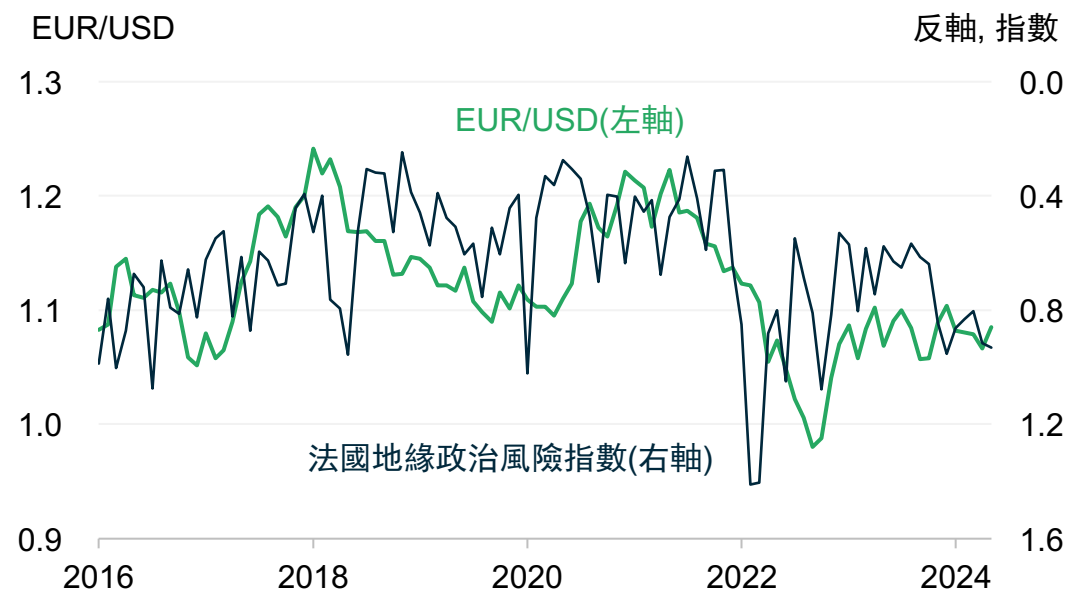
匯價：由於貨幣政策方面暫時無題材，市場將觀望法國議會選舉之後，法國政局動向，政治不確定升溫將壓抑歐元匯價，**近期美元指數走勢仍將延續高位震盪的走勢。**

### 利差走勢震盪, 顯示貨幣政策暫無明顯趨勢



資料來源：Bloomberg。

### 今年以來, 法國政治不確定性攀升, 壓抑歐元



註：2020/01-2024/05兩者相關係數為-0.5。

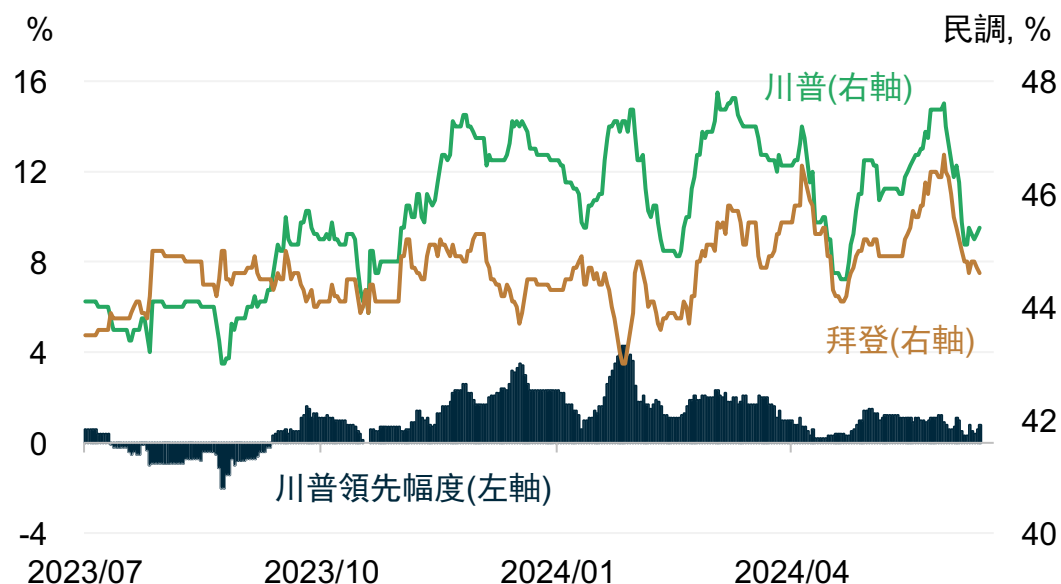
資料來源：Economic Policy Uncertainty。

## 美國大選 | 川普東山再起，於搖擺州居領先地位

共和黨、民主黨全國代表大會將於7/15、8/19登場，即便川普封口費案遭定罪、拜登施政滿意度低迷，但美國憲法未限制罪犯參選、擔任總統，且兩者於黨內民調皆顯著領先他人，料雙雙成為總統候選人，雙方首場電視辯論會將於6/27登場。

去年Q4起川普民調持續領先拜登，近期幅度則收斂至0.5%-1.0%左右，幅度並不顯著。然而，2020年幫助拜登勝選的六大搖擺州當中，當前皆由川普領先。其中，亞利桑那州、內華達州、喬治亞州幅度皆在4%之上，加計傳統共和黨票倉的235票，選舉人票數已達267票，逼近勝選的270票。

### 過去8個月川普民調持續領先拜登



資料來源：RealClearPolitics。

### 川普於六大搖擺州亦居領先

搖擺州	選舉人票	川普領先幅度		2020大選	2016大選
		2024/6/20	2024/1/1		
亞利桑那	11	4.6%	4.8%	民主黨	共和黨
內華達	6	5.3%	4.0%	民主黨	民主黨
威斯康辛	10	0.1%	0.0%	民主黨	共和黨
密西根	15	0.3%	4.8%	民主黨	共和黨
賓夕法尼亞	19	2.3%	1.0%	民主黨	共和黨
喬治亞	16	4.8%	5.2%	民主黨	共和黨

資料來源：RealClearPolitics, 270towin。

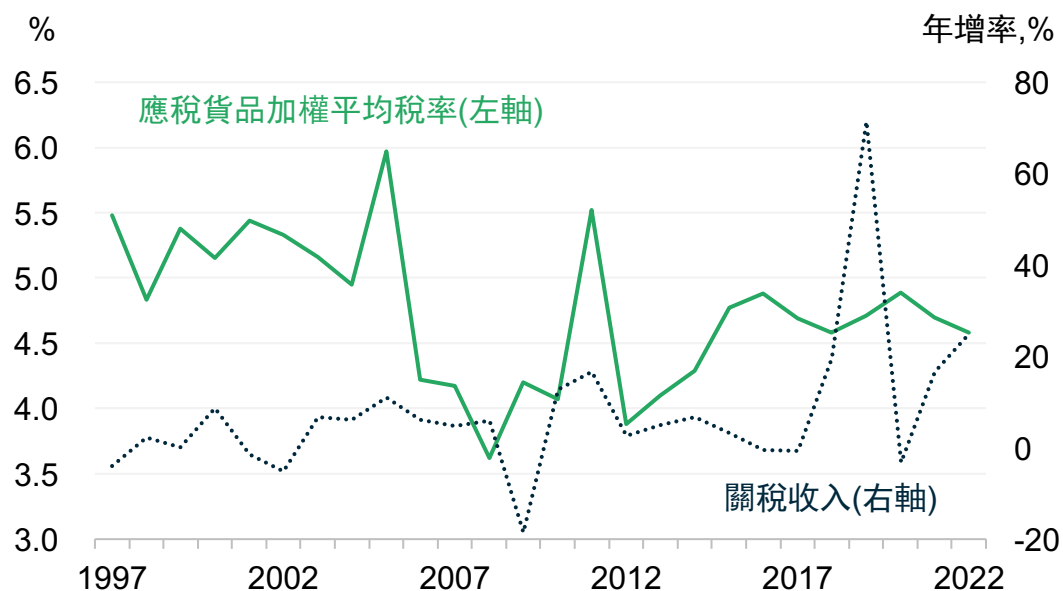
## 美國大選 | 川普關稅政見日趨極端, 意在博取選民支持

競選活動起跑後, 川普宣稱將提高進口關稅至10%, 對中國進口之關稅則提高至60%。近期甚至進一步表示, 考慮全面大幅提高關稅, 以替代國內所得稅, 降低美國人民稅負壓力, 引發2018年貿易戰的既視感。

觀察1997年至2022年政府關稅收入、美國進口應稅貨品平均稅率, 兩者未見顯著關聯性, 反映稅率的高低, 並非政府關稅收入的決定性因素, 主因在於關稅稅率提高後, 恐導致進口商品售價提高、消費量減少, 反導致進口量、關稅收入下降。

民調顯示, 除共和選民支持提高關稅外, 中間派選民之支持比例亦略高於反對。其餘3~4成選民則暫無定見, 此則給予川普端出政策牛肉、塑造與拜登政策差異的空間。綜上所述, **研判川普關於極端稅率之政見, 主要在於迎合選民偏好, 當選後落實的可能性不大。**

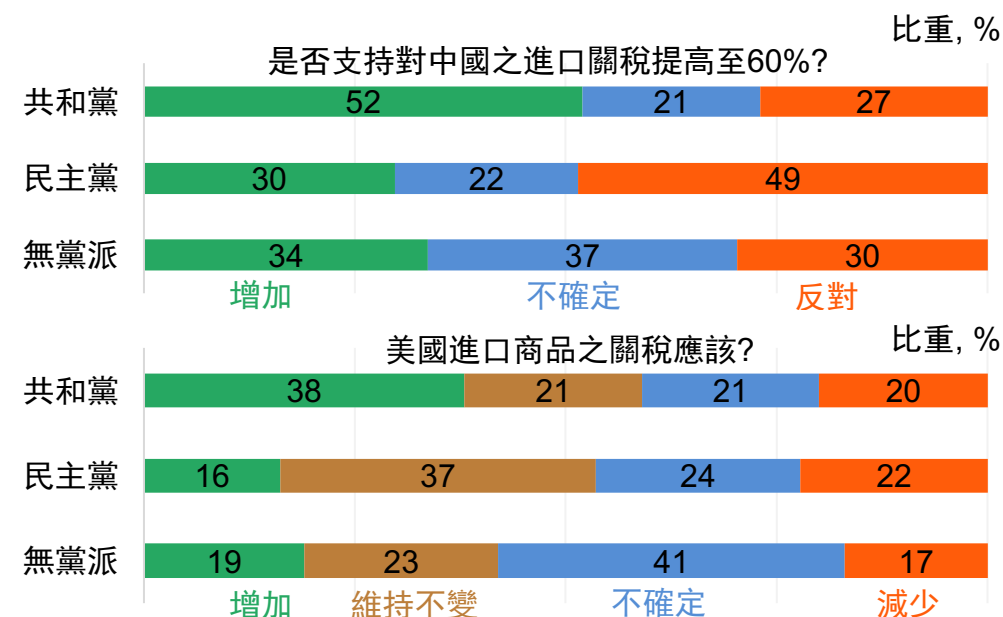
### 美國進口貨品平均稅率與政府關稅收入



註: 1997-2022年兩者相關係數為-0.02。

資料來源: WTO, 美國財政部。

### 中間選民略為傾向支持增加關稅, 剩餘3成暫無定見



資料來源: YouGov。

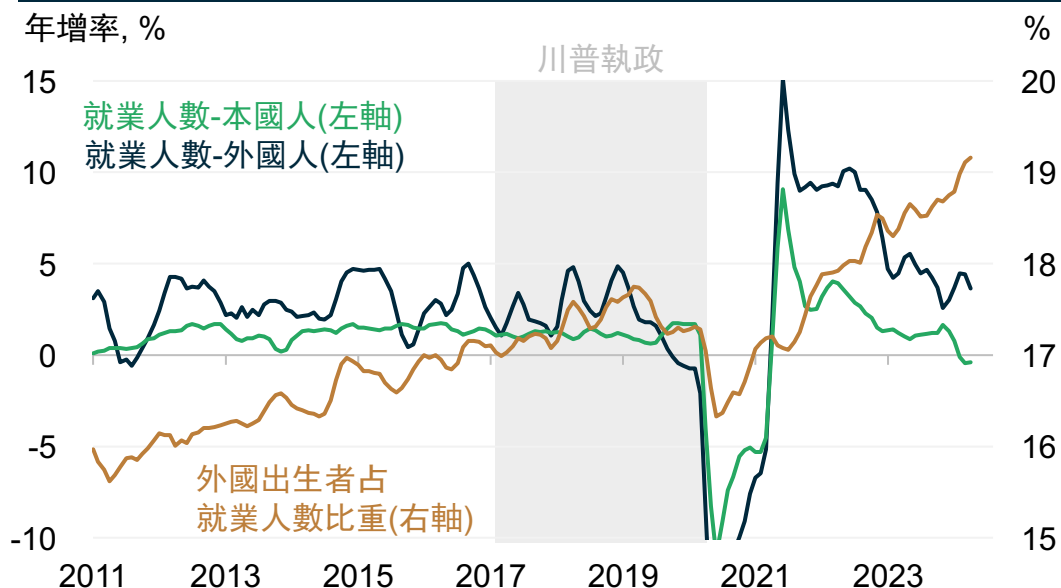


## 美國大選 | 選後移民政策動向, 攸關金髮女孩經濟延續與否

拜登上任後移民政策反轉、疫情後邊境解封, 帶動移民人數快速成長, 國會預算辦公室估計2022、2023年(合法、非法)移民淨增260萬、330萬, 遠高於2010-2019年平均的92萬。影響所及, **2022年至今外國出生之就業人口成長11.7%, 遠高於本地人的1.8%, 以及2017-2019年川普執政時期外國出生者的5.4%, 而外國出生之就業人數比重則創下歷史新高19.2%, 顯示大量移民填補疫情後經濟重啟的勞動力缺口。**

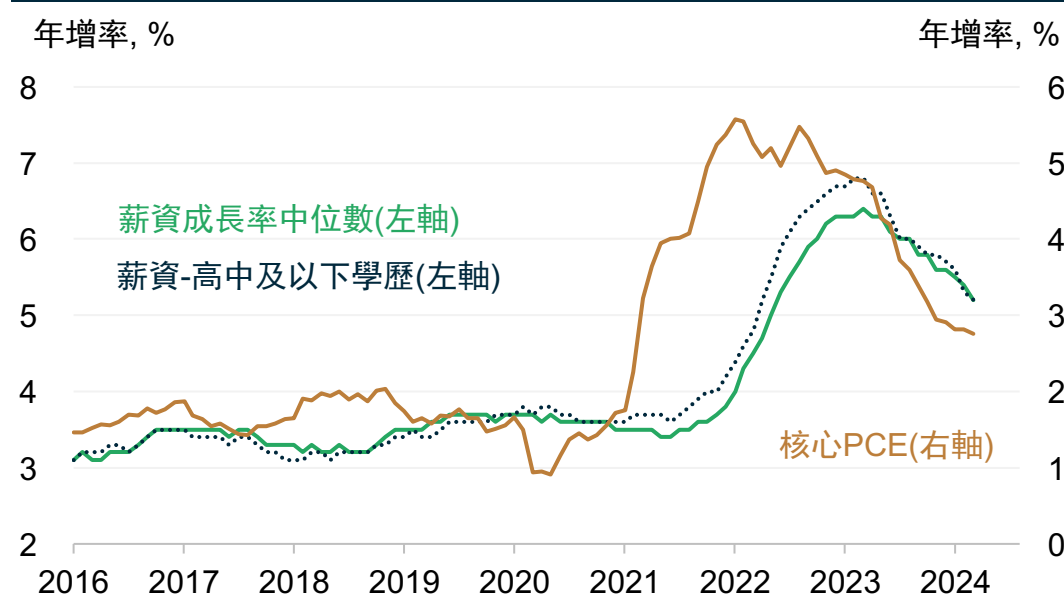
勞動市場持續平衡, 薪資增幅則於2023年初起降溫, 其中, 高中及以下學歷之就業者薪資增速下降幅度較大, 呼應**外國移民就業大增之情勢, 是通膨順利降溫的重要因子。**川普鼓吹大量驅逐非法移民、再次限縮移民門檻, 獲得兩黨選民普遍支持。若川普順利入主白宮, 移民政策再度趨緊, 恐將令過去兩年移民幫助勞動市場平衡、通膨下滑的趨勢出現改變, 亦將牽動聯準會貨幣政策, 是選後需持續留意的風險。

### 疫情後, 移民就業大幅成長



註: 就業人數皆採3個月移動平均計算。  
資料來源: Bloomberg。

### 移民填補勞動力密集之職缺, 緩和薪資成長壓力



資料來源: Bloomberg。

# 美國 AI需求升溫, 帶動PC、手機出貨量上升

自ChatGPT於2022年底問世以來, 已造成市場不小的轟動, 緊接著各大CSP也加大資本支出的投資, 深怕在AI的賽道上落後, 使得AI的伺服器出貨量不斷上升。此外, 隨著AI的普及, PC及手機也成為下個戰場, 加上景氣逐步升溫, 預期消費性電子的產品也有逐步升溫。

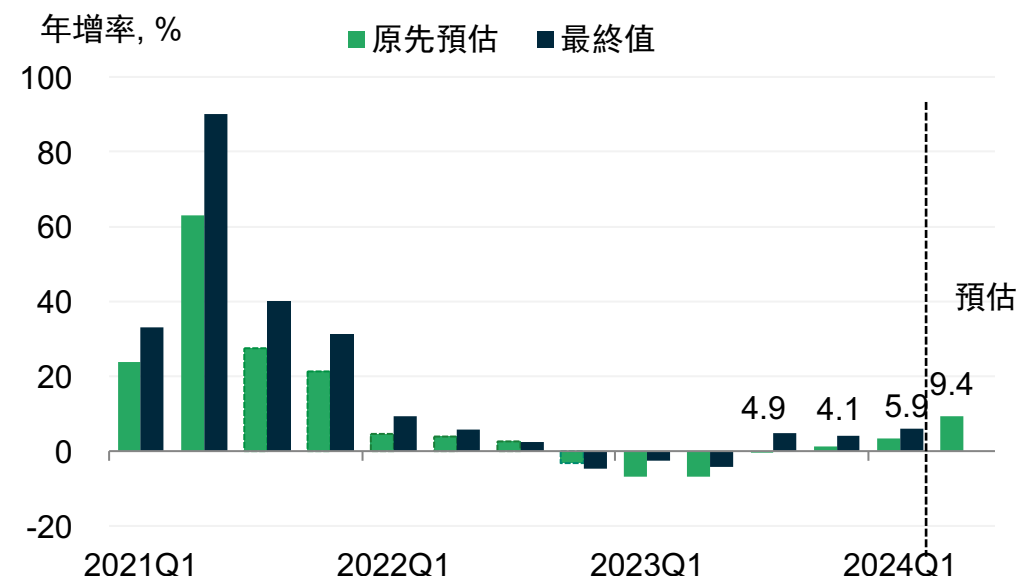
就企業獲利而言, AI的應用, 對科技巨頭的獲利看到推波助瀾的效果, 包括谷歌、臉書、微軟等, 紛紛上修獲利表現。根據統計, 今年Q1獲利增速已達5.9%, 預期Q2獲利將進一步拉高至9%。**短期股市在創新高之後, 不排除有拉回壓力, 但企業獲利升溫仍是未來分批布局的動能。**

AI加持, 市場上修手機、PC出貨量

	預估	2023年	2024年	2025年	2026年
全球PC	新	260	270	283	293
(百萬台)	舊	253	270	282	293
	變動	7	0	1	0
全球智慧型手機	新	1164	1202	1238	1260
(百萬台)	舊	1160	1183	1218	1232
	變動	4	19	20	28
AI server	新	274	591	927	1054
(千台)	舊	272	558	872	981
	變動	2	33	55	73

資料來源: 高盛預估。

科技產品銷售升溫, 企業獲利將逐步走高



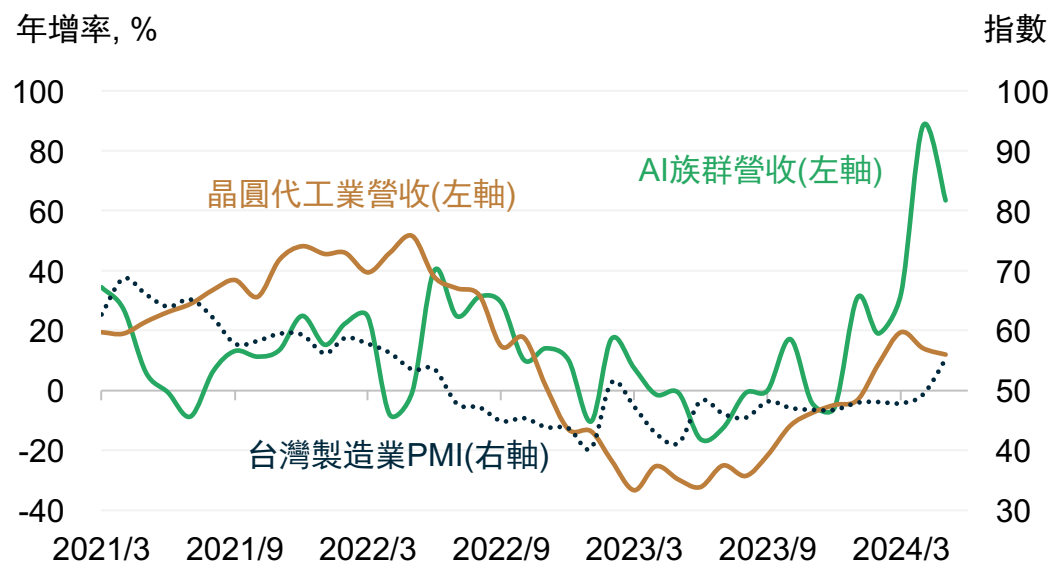
資料來源: FactSet預估。

# 台股 基本面助攻台股, 策略以逢回布局為宜

AI產業夯, 台股圍繞著NVidia, 供應鏈受惠最為明顯, 也帶動上游半導體景氣翻揚, 台積電創新高帶動台股上攻, 業績面也呈現逐季走高, 形成強勁的股價支撐。5月相關族群營收成長, 加上製造業PMI走揚, 擺脫傳統「五窮六絕」淡季的影響, 觀察PMI分項指標可以發現, 廠商存貨及客戶存貨都在低檔, 但新訂單明顯成長, 下半年旺季行情仍值得期待。

台股6月一口氣突破22000點、23000點整數關卡, 單月漲逾2千點, 上半年更大漲接近30%, 回頭看台股近30年來上半年表現, 一共也就5次漲幅超過20%, 若以上半年表現來看下半年股市, 歷史經驗呈現漲多於跌, 但平均漲幅5.2%難以與上半年相比, 不過整體而言仍有望延續多頭走勢, 特別是指數大漲通常伴隨著景氣強勁復甦, 因此當指數因漲多而出現大幅震盪之際, 仍可以逢低布局以參與年底的電子旺季行情。

## 半導體及AI伺服器營收走揚有助台灣製造業復甦

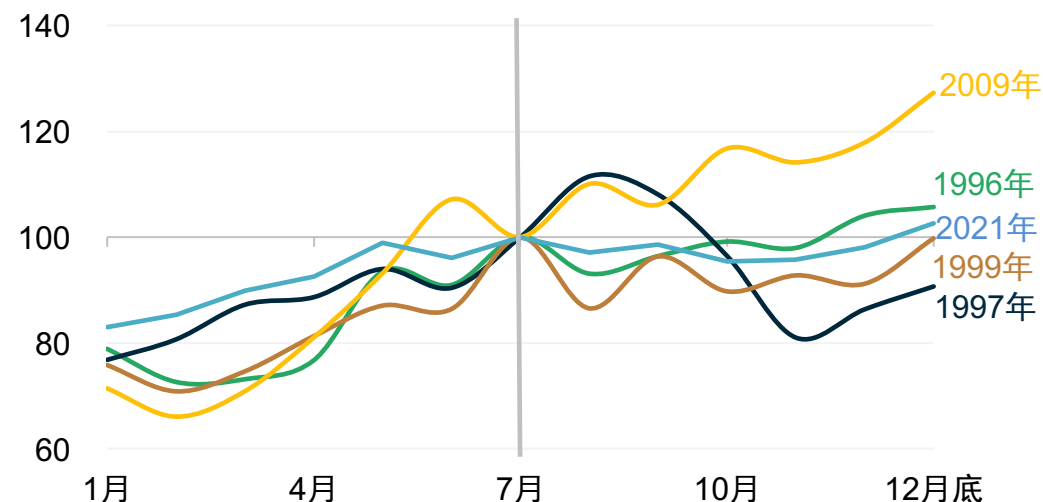


註：晶圓代工業營收年增率取台積電、聯電、世界先進、力積電平均；AI族群取廣達、緯創、技嘉、緯穎平均。

資料來源：Bloomberg。

## 台股上半年漲逾2成, 近30年來僅發生過5次

指數標準化, %, 該年度6月底指數=100



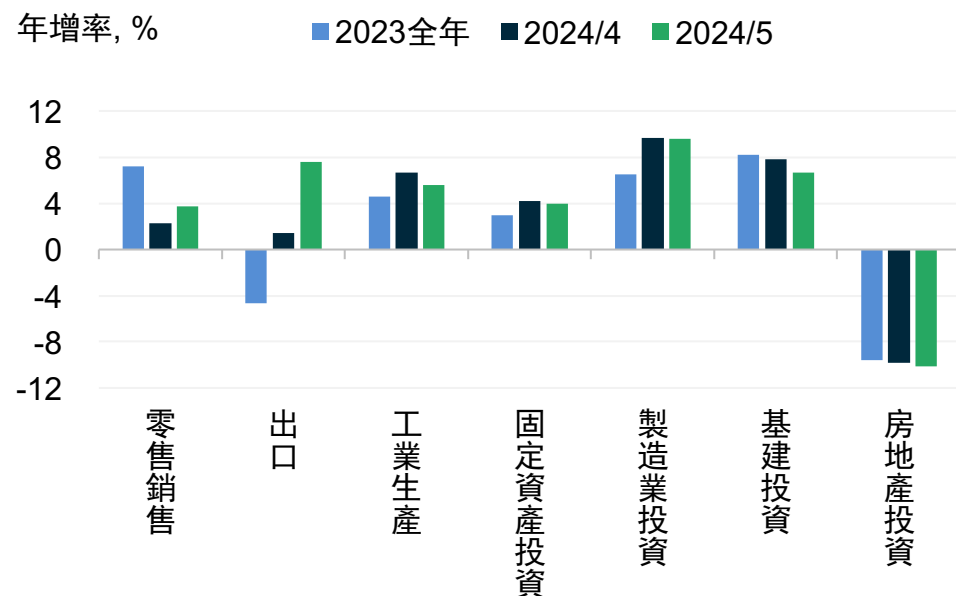
註：近30年台股上半年漲幅逾20%之指數走勢。  
資料來源：Bloomberg。

# 中國 5月數據好壞分歧, 房地產投資持續拖累經濟

中港股市歷經4月下半至5月中旬的反彈後, 隨即面臨近一個月的回檔調整, 究其背後原因, 仍是經濟復甦不如預期, 導致市場動能難以延續。觀察5月整體經濟數據表現, 受惠全球製造業逐步回升, 5月出口數據亮眼, 加上「新質生產力」政策支持, 製造業投資增速展現韌性。另一方面, 消費增速雖仍在相對低位, 但是受到五一假期與618檔期提前影響, 增速小幅改善, 惟汽車年減4.4%, 連續3個月負成長。

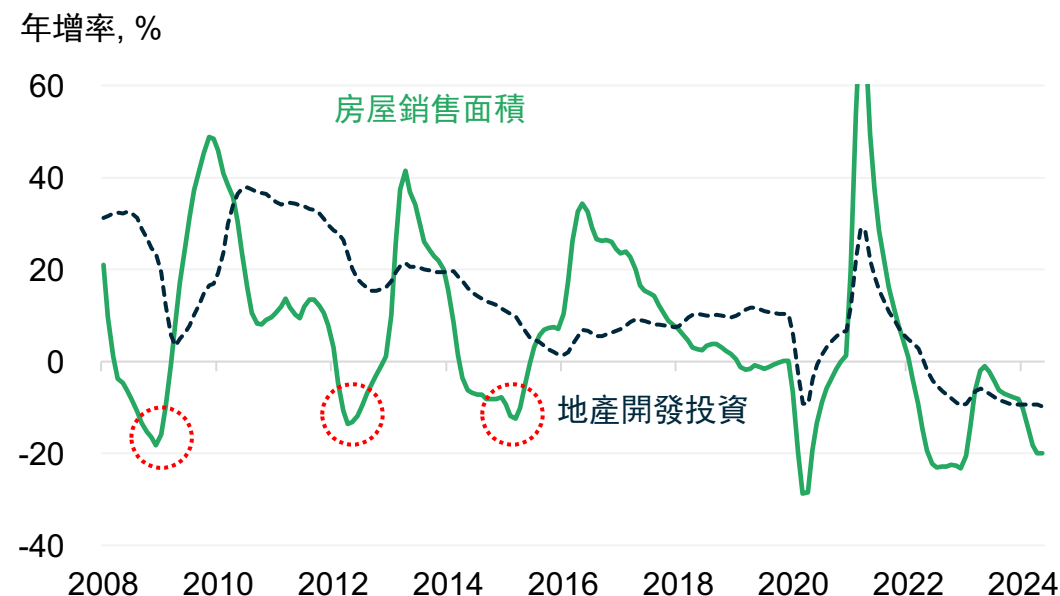
然而, 經濟環境依舊呈現供給強於需求, 尤其是房地產投資惡化, 即便房地產政策在5月進一步鬆綁, 目前來看效果有待發酵, 其中, 中古屋銷售略見改善, 但整體銷售面積年減20%, 從歷史經驗來看, 從銷售轉折到建商地產投資回升需要1-2季, 預期今年下半房地產投資對經濟仍是嚴重拖累。

## 出口與製造業投資成為主要經濟支柱



資料來源: Wind。

## 房地產開發投資落後銷售1-2季見底



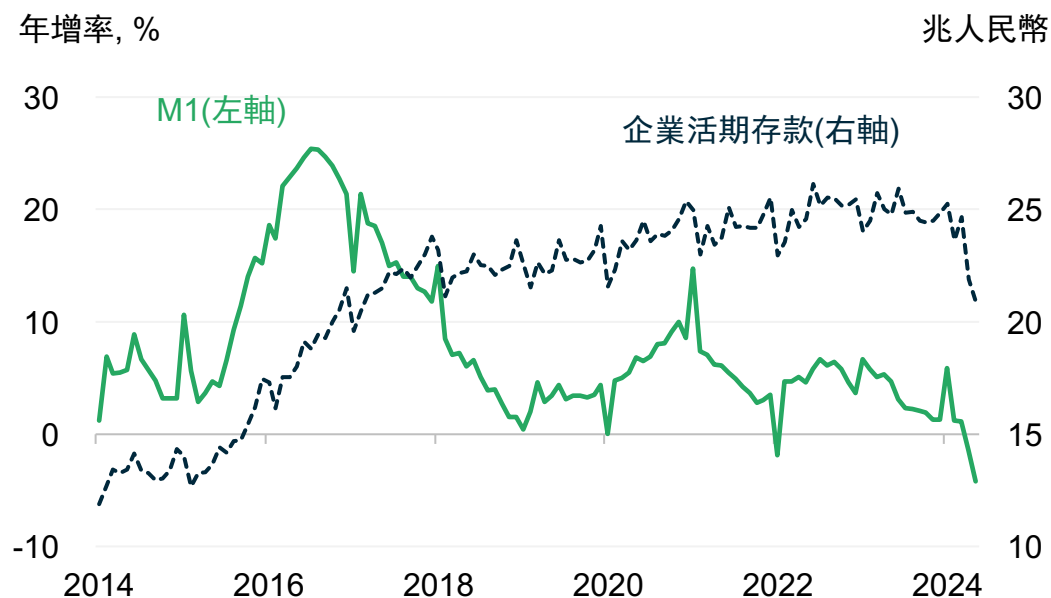
資料來源: Wind。

## 中國 M1負成長加上民間借貸意願低迷，股市料保持區間擺盪

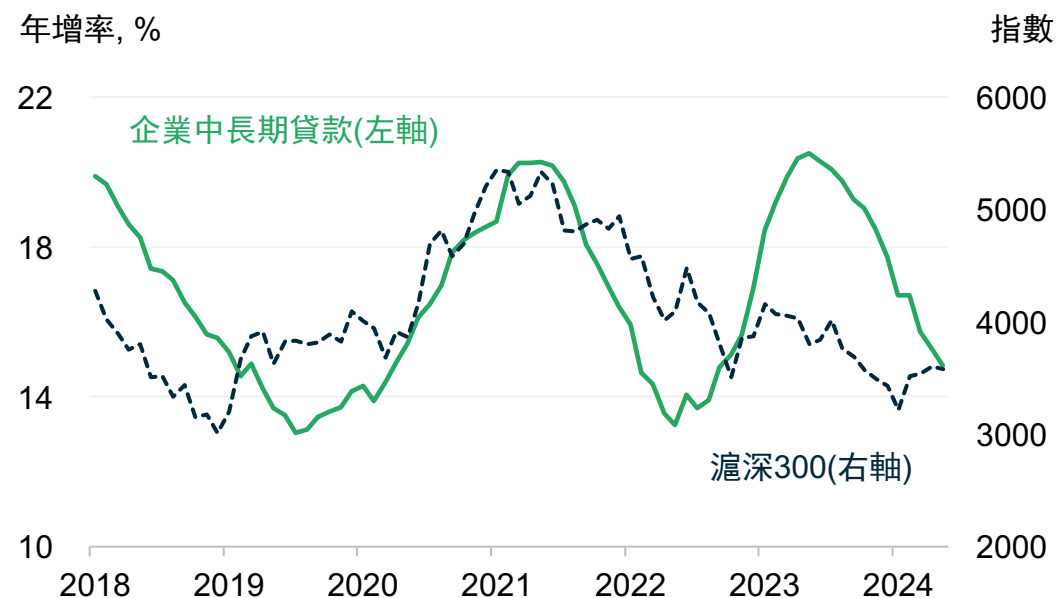
5月中國經濟數據好壞分歧，金融數據卻明顯不佳，5月M1及M2同步回落，其中以企業活期存款為大宗的M1年增率從-1.4%降至-4.2%，而企業整體存款保持穩定，顯示存款從活存挪移至定存的趨勢明顯。在社融方面，政府債券大量發行使新增社融平穩，新增人民幣貸款較去年同期減少逾4000億，民眾與企業貸款齊降，M1負成長與貸款收縮皆側面驗證需求偏弱、企業信心不佳的總經環境。

總結而言，出口與政策推動製造業成為當下經濟支柱，但無論從房地產現況、M1增速或是借貸數據，在在顯示基本面供給大於需求，成為投資人信心與股市上漲動能掣肘，不過，考量年初以來官方護盤態度明確，政策積極度也到達近年高峰，股市下方風險不高，預期盤勢將保持區間擺盪。

### M1負成長程度惡化，企業營運狀況不甚樂觀



### 企業投資信心不足，股市上行動能顯弱





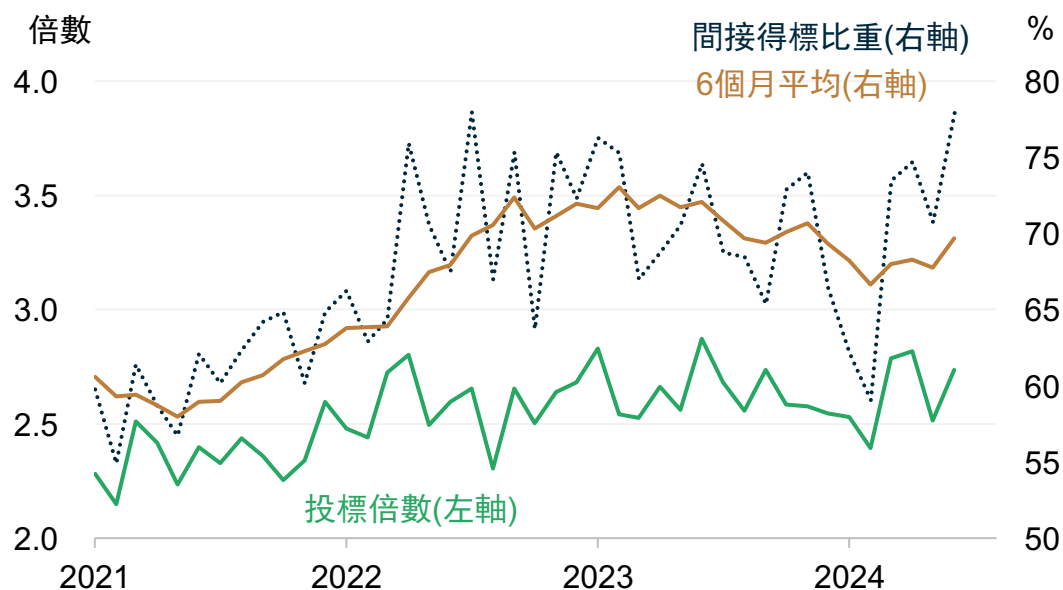
## 債市 降息預期引導利率回檔整理，後續反彈仍可逢高布局

財政部標售20年期公債，得標利率4.452%，低於標售前市場水平4.48%。投標倍數升至2.74倍，高於過去6個月平均的2.60倍。反映海外央行、壽險需求的間接得標比重升至77.9%，創下4年次高水平。前週標售的10、30年期公債亦呈現相同情勢，顯示買盤需求強勁，是債市的有利因子。

另外，人口普查局公布5月零售銷售月增0.1%，低於預期的0.3%，前月則由0%下修至-0.2%，是14個月次低水平，當月年增率2.9%，低於前月的3.8%、Q1的3.4%；扣除汽車、加油站之核心銷售增幅亦告趨緩，年增率僅2.6%，低於Q1的2.9%，皆反映內需消費降溫情勢。

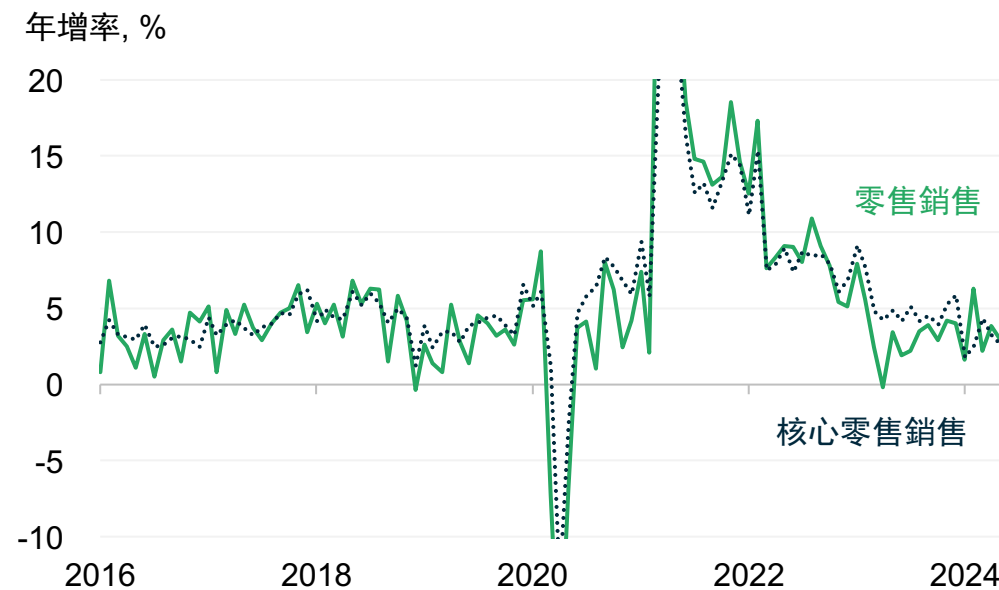
5月就業、消費雙雙降溫，通膨則進一步走低，助長市場對於9月啟動降息的預期，配合買盤需求回溫，是近期公債殖利率走低的主因。惟FOMC會後，多位官員談話不改觀望立場，顯示短期內仍無意降息。正負因素交錯下，利率短線回檔整理後，逢反彈仍可布局鎖利。

### 20年期公債投標狀況



資料來源：Bloomberg。

### Q2內需消費延續降溫情勢



資料來源：Bloomberg。

# June 2024

24	Monday	25	Tuesday	26	Wednesday	27	Thursday	28	Friday
台灣貨幣供給、工業生產		美國房價指數 美國消費者信心指數 日本工具機訂單		美國新屋銷售		美國Q1 GDP終值 美國初領失業金人數 美國耐久財訂單 歐元區貨幣供給 日本零售銷售 中國工業利潤		美國PCE平減指數 日本求才求職比 日本東京消費者物價指數 中國經常帳收支	

## 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