



國泰世華銀行
Cathay United Bank

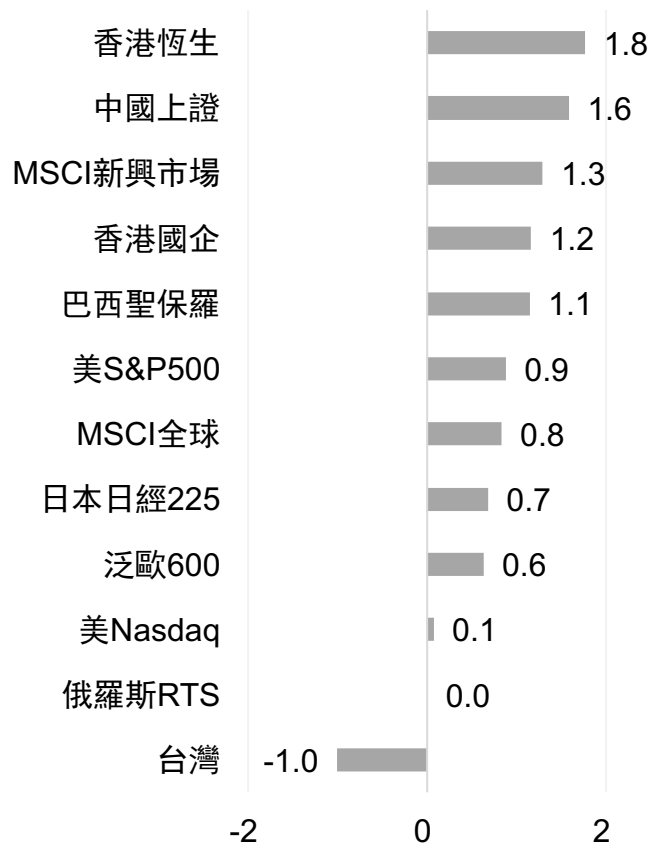
2024年8月2日

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

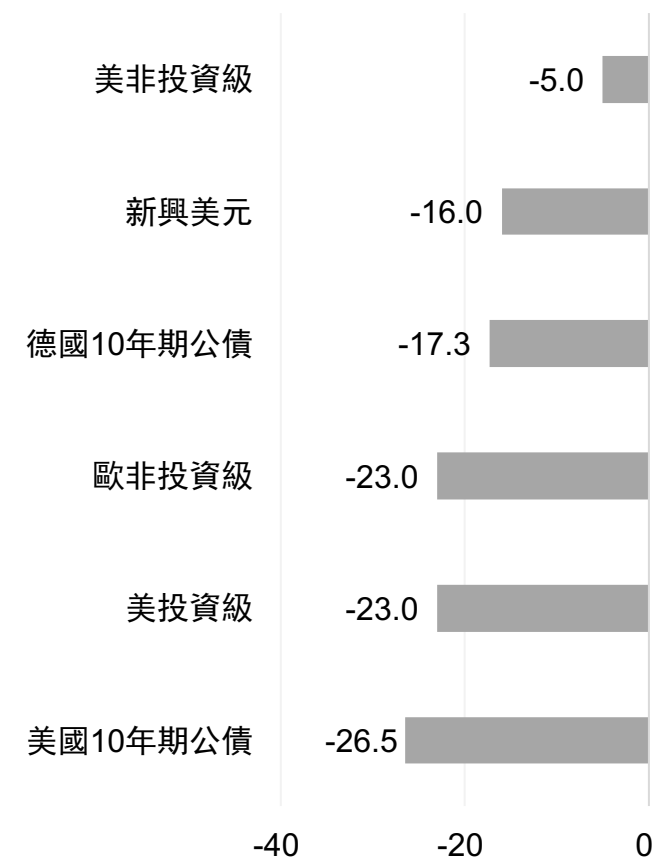
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/7/25- 2024/8/1。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場觀察：

- Q2通膨回落、勞動市場亦見降溫，**聯準會焦點自通膨回到雙重使命，釋出政策即將調整的訊號**。此外，財政部延續增發國庫券、長天期公債發債量維持不變的操作，兩大因素皆為債市的有利因子。
- 企業財報：大科技股利多不漲，反映業績預期過高、乖離率大等不利因素。與此同時，降息預期發酵，引發美股板塊輪動，部分資金轉往可望於降息循環中受惠的非科技大型股、小型股。
- BOJ升息15基點，公布購債縮減計劃。**美日政策分化可望緩步收斂，有助緩和日圓上半年弱勢格局**，惟匯兌利益下修的預期，則為日股帶來調整壓力。

2. 後續關注焦點：

- 美國CPI(8/14)、Jackson Hole全球央行年會(8/23)、NVIDIA財報(8/28)。

策略思維

- 1) **股市：**科技股修正AI題材帶來的高成長預期，與乖離率過大的壓力，造成**股市拉回整理，可伺機逢低佈局**。另一方面，降息前景趨於明朗、殖利率緩降，為利率敏感之族群、循環性類股帶來波段操作機會。
- 2) **債市：**聯準會關注雙邊風險，**9月可望啟動降息，引導殖利率區間緩步下移。惟需留意降息預期過於樂觀、川普恐為拉抬選情再釋出偏激政見，成為利率短線反彈推手**。若此，可視為降息循環前鎖利契機。
- 3) **匯市：**美國降息預期升溫、BOJ仍有升息空間，有助緩和美元強勢壓力。惟主要央行政策已先行轉向，導致美元利差不易持續大幅收斂。綜上所述，研判**未來數月美元高位震盪下稍偏弱勢**。

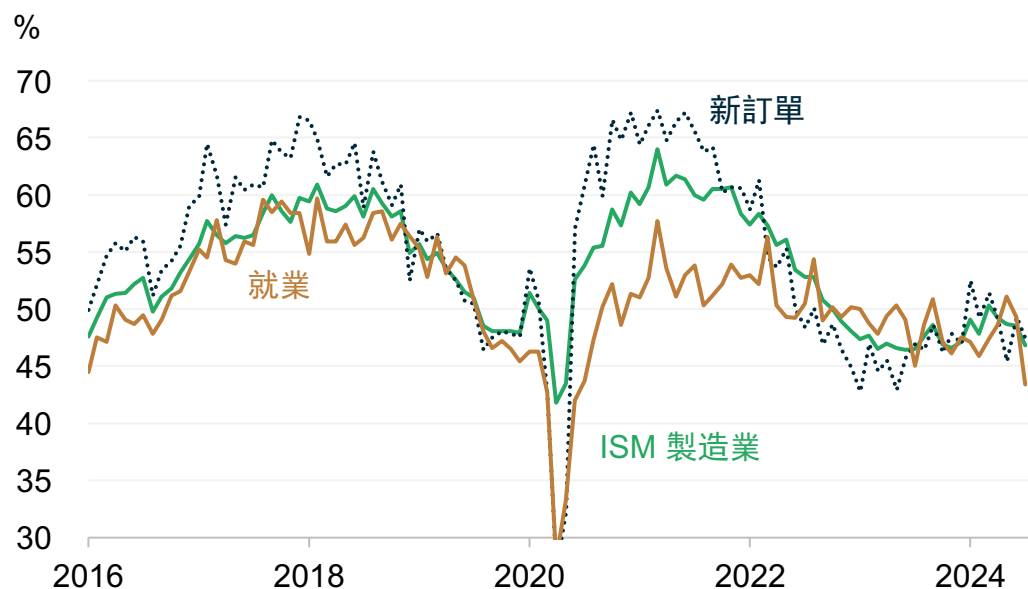


景氣動向 | 高利影響持續浮現，製造業復甦進程不及預期、勞動市場降溫

7月ISM製造業指數自前月的48.5降至46.8，除低於市場預期的48.8，更創下8個月新低。10大分項中，就業指數驟降至疫情以來新低43.4，與此同時，庫存指數連續3個月下滑來到44.5，新訂單指數亦降至47.4，反映高利率環境遲遲不變的背景，企業對於經濟前景似乎再度轉趨觀望，以至下單動能減弱、持續去化庫存，並縮減人力需求。

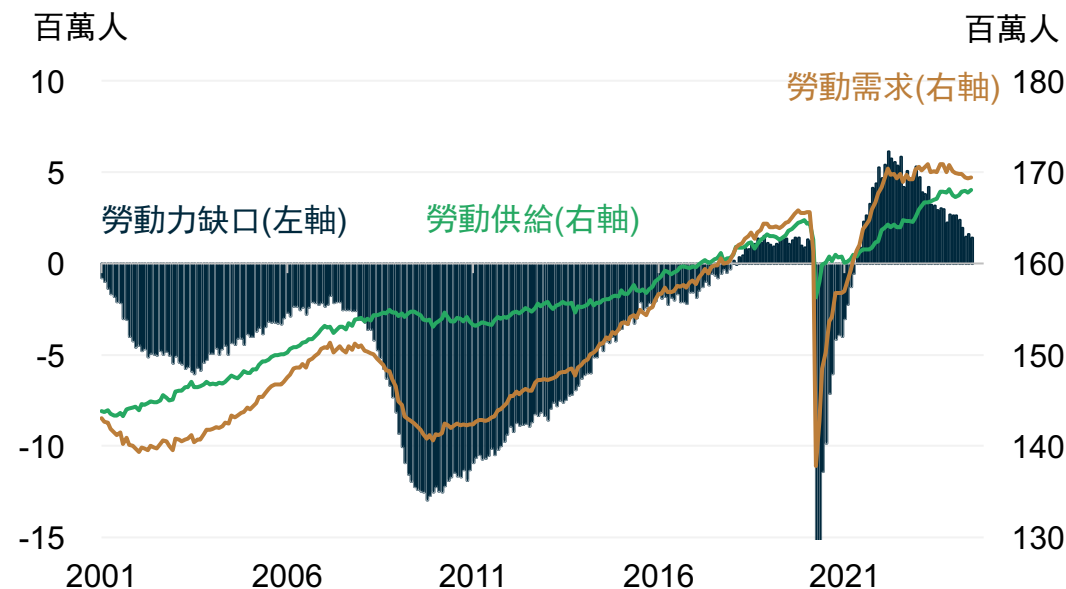
另一方面，6月職位空缺818.4萬，雖高於市場預期的800萬人，但下降趨勢並未改變，職位空缺率亦持穩於3年半低點4.9%，皆反映企業用人需求降溫。影響所及，勞動力缺口進一步收斂至137.4萬，與2019年平均的116萬已相去不遠，則呼應此前多位聯準會官員強調的勞動市場放緩情勢。

ISM製造業指數及新訂單、就業分項



資料來源：Bloomberg。

勞動需求持續降溫，供需情勢接近疫情前水平



註：勞動供給為勞動力總數，勞動需求為就業人數與職位空缺數總和。

資料來源：Bloomberg。

FOMC會議 | 釋出更明確的9月降息訊號

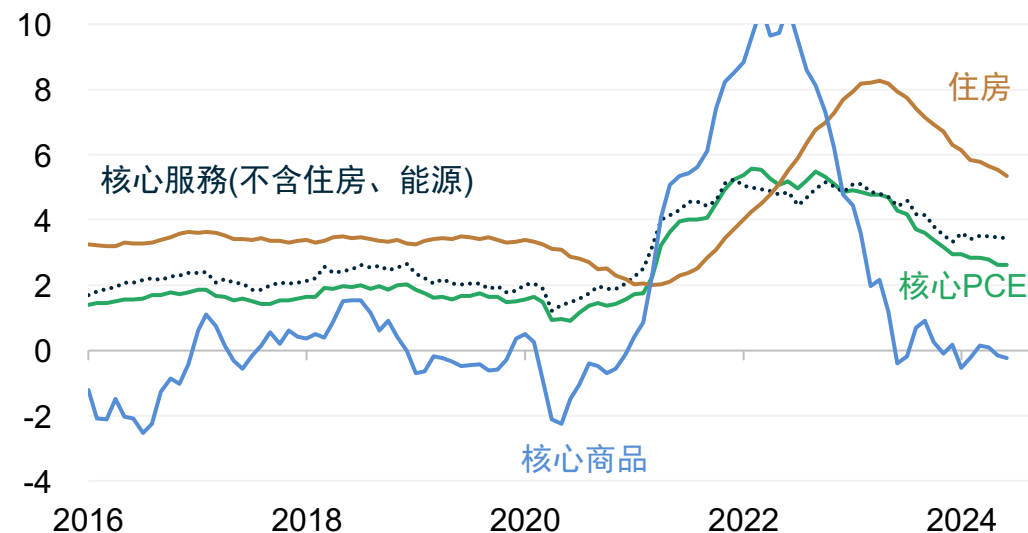
本月FOMC會議維持聯邦基金利率目標區間於5.25-5.50%，與市場預期相符。會後聲明稱就業成長已有放緩、失業率略為上升，通膨取得進展的程度則進一步增強，與此同時，先前強調「高度關注通膨」的描述，正式調整為「關注雙重使命」，顯見聯準會政策立場已做出調整。

會後記者會中，主席稱Q2通膨數據增加聯準會的信心，且通膨上行風險降溫，而勞動市場下行風險存在。目前正接近可以降息的時機，若數據表現如預期，最快將於9月會議展開降息。

Q2核心PCE月增幅回到去年下半年水平，年增率則創下13季新低。此外，新增非農就業趨緩、職缺數續降、失業率走高等，皆反映**勞動市場已不再過熱，雙雙降低了政策維持極度緊縮的必要性，預期9月及12月各降息1碼。**

商品通膨零成長、住房有所進展，服務通膨則緩降

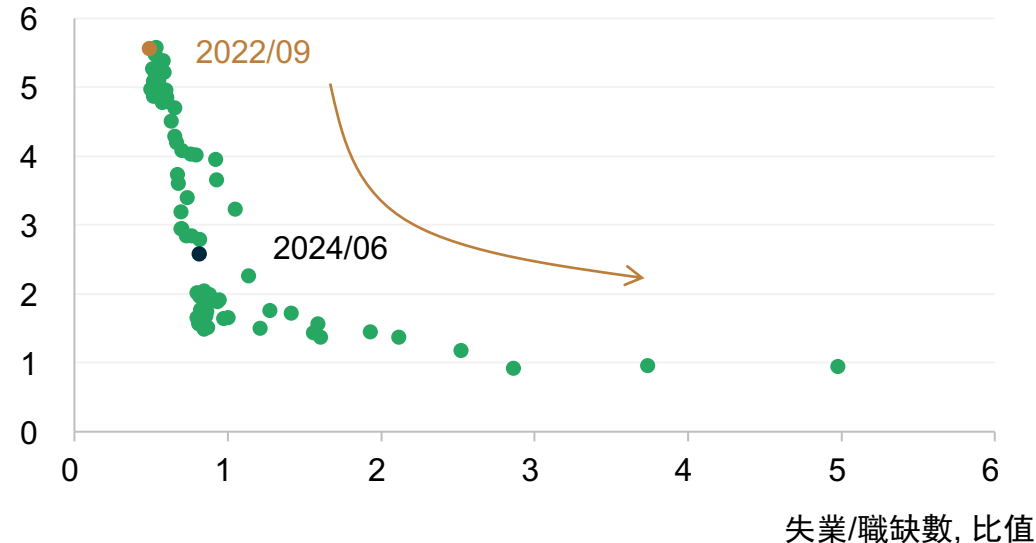
年增率，%



資料來源：Bloomberg。

勞動市場穩健伴隨通膨降溫的情勢，恐逼近轉折

核心PCE，%



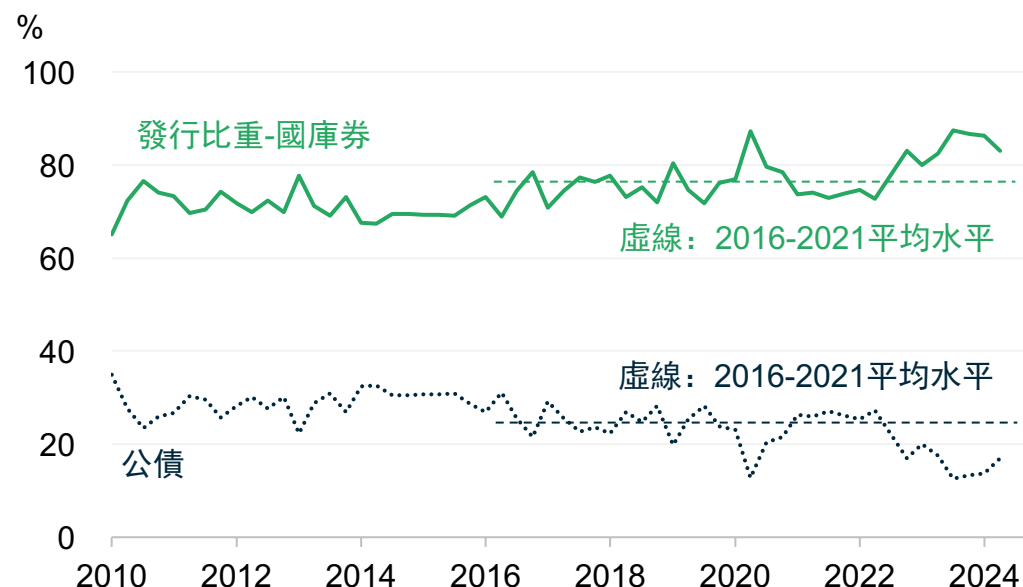
資料來源：Bloomberg。

債市 | 政策臨近轉向、公債供需有所改善, 殖利率區間可望緩步下滑, 惟須留意短線情緒過熱

財政部公布Q3再融資計劃, 預估借款7400億, 較前次預估值8470億明顯下修, Q4預估借款5650億, 則為8個季度次低水平。其中, **財政部延續提高短債發行比重的模式, 再配合5月底以來啟動的回購操作延續、規模擴大, 皆降低公債供給導致利率彈升的壓力。**此外, 隨著降息前景趨於明朗, 公債需求亦隨之升溫, 反映在6、7月公債投標較上半年熱絡的情勢之上。

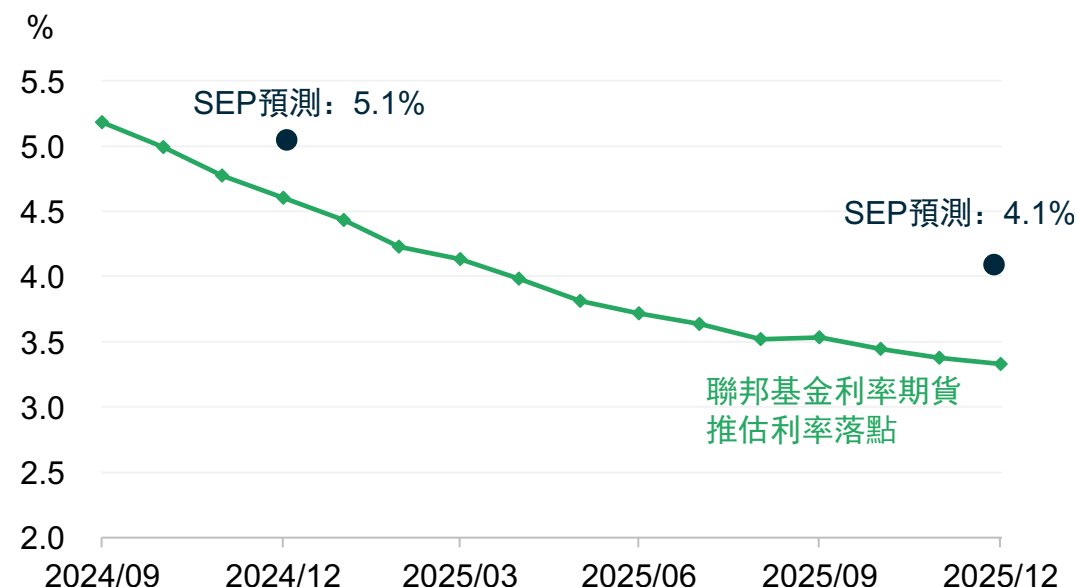
整體而言, 貨幣政策臨近轉向時點, 配合籌碼面供需改善, 皆有利殖利率波動區間緩步走低。惟須留意兩項風險: 1) 市場預期年內剩餘3次會議皆將降息1碼, 明年上半年4次會議再降息4碼, 顯見**降息預期十分樂觀, 若通膨降溫速度不如預期, 甚至因基期因素反彈, 將令殖利率反彈修正、**2) **大選前仍須留意川普偏激政策言論而導致「再通膨交易」再興起的可能。若此, 可視為降息循環前鎖利契機。**

財政部融資管道中, 國庫券占比仍高於長期水平



資料來源: Bloomberg。

市場降息預期樂觀, 與聯準會的預期產生明顯偏差



資料來源: Bloomberg。

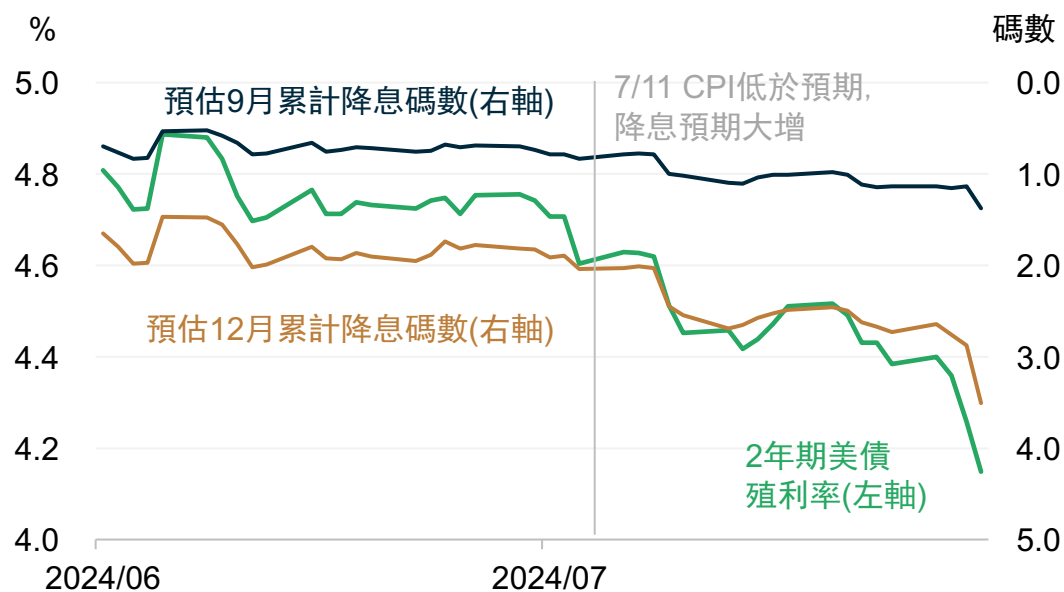
股市 | 9月降息箭在弦上, 引導美股資金類股輪動

美國公布6月CPI年、月增率雙雙低於預期後, 市場猜測9月降息的機率逼近100%, 是去年9月聯準會開始按兵不動以來, 最強烈的降息預期^{註1}。

當日2年期公債殖利率創下1月底以來最大跌幅10.3bps, 同時脫離4月以來的盤整區間下緣, 美元指數則相應跌破105整數大關。股市方面, 今年以來領漲的科技股大幅下挫, 拖累美股大盤走跌。註1: 此處指聯邦基金利率期貨交易結果, 推算未來兩次FOMC會議內降息的機率。

觀察過去三週市場變化, **9月、12月降息預期有增無減**的同時, 科技族群持續修正, 並拖累大盤表現。然而, 11大類股卻是漲多跌少, **資金轉進可望受惠於降息以及降息後景氣復甦的族群, 包含小型股、房地產類股、能源、金融、工業等循環性類股**。

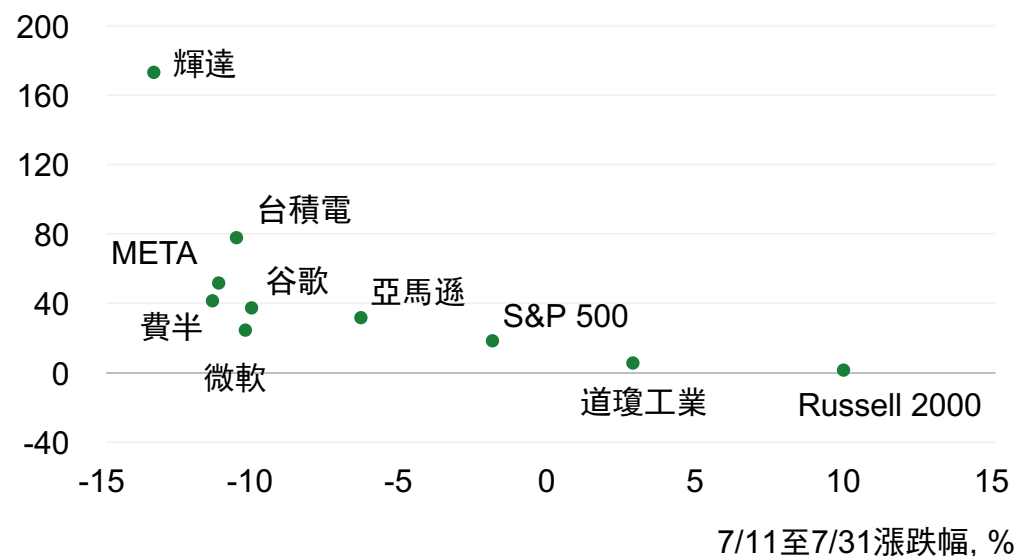
6月通膨低於預期, 市場確信9月將展開降息



資料來源: Bloomberg。

近期漲多者跌多, 部分資金流往大型非科技股、小型股

年初至7/10漲跌幅, %



註: 美國於7/11公布6月CPI低於預期, 市場降息預期回溫。

資料來源: Bloomberg。



股市 | 大科技股財報表現不遜色，但市場預期過高、AI變現時點不明，以致股價拉回整理

上半年領漲的指標科技股陸續發布Q2財報，其中，台積電、谷歌、微軟等Q2業績皆符合市場預期，前者EPS創下歷史同期新高，更高出市場預期近7%，然而，財報發布後隔日股價依舊下挫，部分大科技股走勢相同，呈現利多下跌的情勢。

細究其因，**Q3、2H展望未能維持此前季度之大幅成長、AI領域持續軍備競賽但變現時點及幅度仍不明朗**，是本次財報季中，幾項共同的因素，導致**股價短線面臨回檔整理壓力**。以微軟為例，過去4季以來市場持續上修微軟EPS，以致於Q2的獲利即便高於預期，但幅度明顯小於過往，導致盤後股價一度重挫6%。

台積電及焦點科技股Q2財報

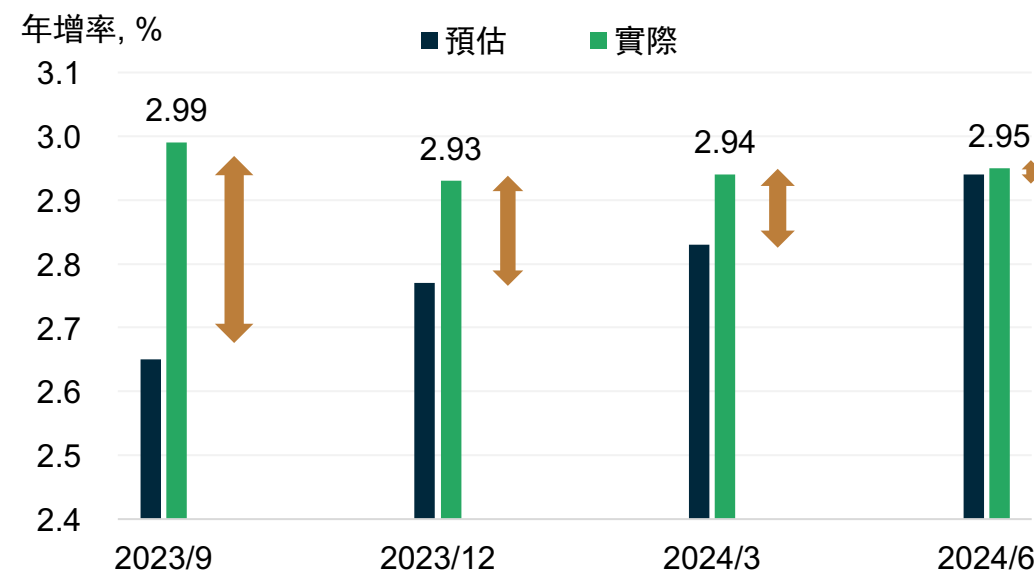
個股	Q2 營收		Q2 每股盈餘		財報重點
	實際值 (億元)	驚喜 幅度	實際值 (美元)	驚喜 幅度	
台積電	6735	4.1%	9.56	6.9%	Q3 展望樂觀，營收估增33%~38%，毛利率較Q2升
Alphabet	847	0.5%	1.89	2.7%	Q3營業利潤將受折舊與基建投資影響
微軟	647	0.5%	2.95	0.3%	Q3 Azure營收、整體營收預估中值低於預期
META	391	2.1%	5.16	9.8%	Q3營收預估中值高於預期，上修資本支出下緣
蘋果	858	1.5%	1.40	3.7%	Q3營收增長與Q2相當，毛利率落在45.5%~46.5%
亞馬遜	1480	-0.5%	1.23	20.6%	Q3營收、營業利潤預估中值顯著低於預期

註：台積電營收、每股盈餘單位為新台幣，其餘個股為美元。驚喜幅度為實際值與預測值之差距。

資料來源：Bloomberg。



微軟獲利預期幅度縮窄，盤後股價下跌作收



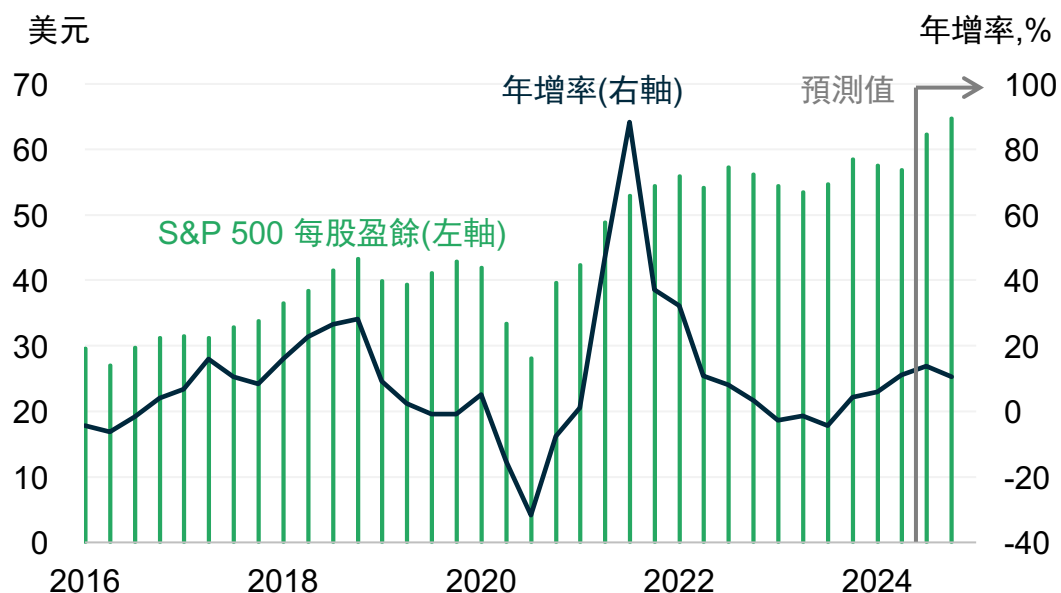
資料來源：Bloomberg。

股市 | 長線展望仍不看淡, 低檔伺機佈局

綜觀整體企業財報表現, Q2盈餘年增率自前季的8.1%升至11.1%, 已創下10季新高, 呼應上半年景氣溫和擴張情勢, 表現實屬穩健。9月可望啟動降息循環, 給予「金髮女孩經濟」(通膨溫和、景氣穩步成長)延續的可能性。市場預估未來2季企業獲利有望止跌回升, 同時維持高個位數增長, 明年全年則預估成長10-15%, 高於16-19年景氣擴張期平均的6.7%。

與此同時, 大型雲端業者持續加大資本支出, 顯示AI熱潮並非僅是短期的操作題材, 亦增添後續企業獲利提升空間。有鑑於此, 短期內股市雖因乖離率大、此前成長預期過高, 使市場進入無厘頭的調整期, 然長線展望並未轉趨悲觀, 後續乖離若進一步回落, 將提供股市布局機會。

標普500指數各季獲利年增率與預測值



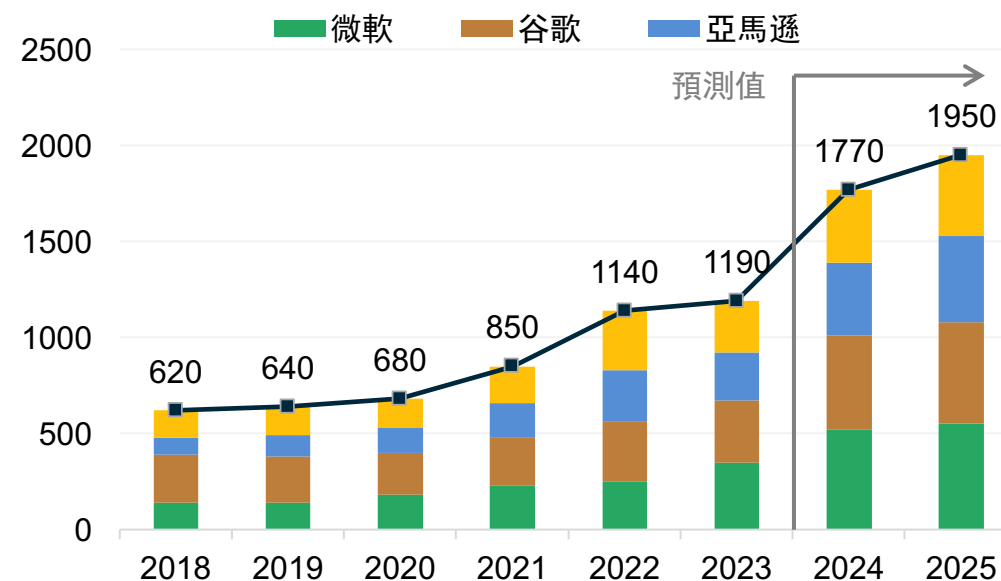
註: 預測值來源為Bloomberg。

資料來源: Bloomberg。



國泰世華銀行
Cathay United Bank

大型雲端業者加大資本支出, AI發展為長期趨勢



註: 預測值來源為高盛。

資料來源: 高盛。

股市 | 小型股債務體質相對疲弱，降息循環有助改善營運壓力

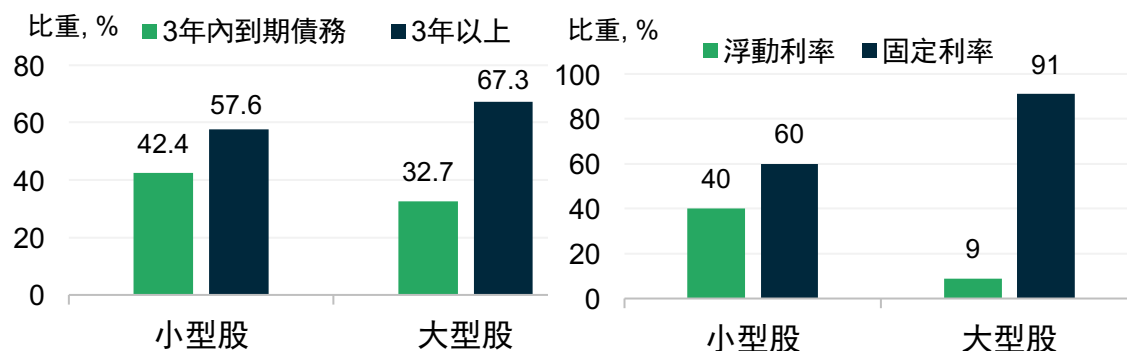
小型股(Russell 2000)債務當中，約40%為短期亦或是浮動利率債務，比重遠高於大型股(S&P 500)的9%。此外，小型股約4成債務將於3年內到期。上述情勢皆意味著Higher for Longer的環境，將對小型股再融資產生沉重壓力，是上半年小型股漲勢落後的一大主因。

觀察過往3次短降息循環(1995/07、1998/09、2019/07至疫情前)，除1998年因俄羅斯公債違約、市場避險意識大增外，其餘期間高收債(約8成小型股之評等為高收益債)殖利率皆於開始降息後明顯回落，顯示降息有助改善小型股融資成本與經營壓力。隨近期降息前景趨於明朗，可望為小型股未來營運帶來助益。

與此同時，2023至今小型股表現明顯落後，至今仍低於前高水平，基期、評價相對較低，亦為吸引短期資金流動的有利因子。

降息前後大小型股融資利率變化及債務結構組成

首次 降息時間	降息 碼數	期間殖利率漲跌幅(bps)	
		高收益債	投等債
1995/07	3碼	-97	-78
1998/09	3碼	130	4
2019/07	3碼	-54	15

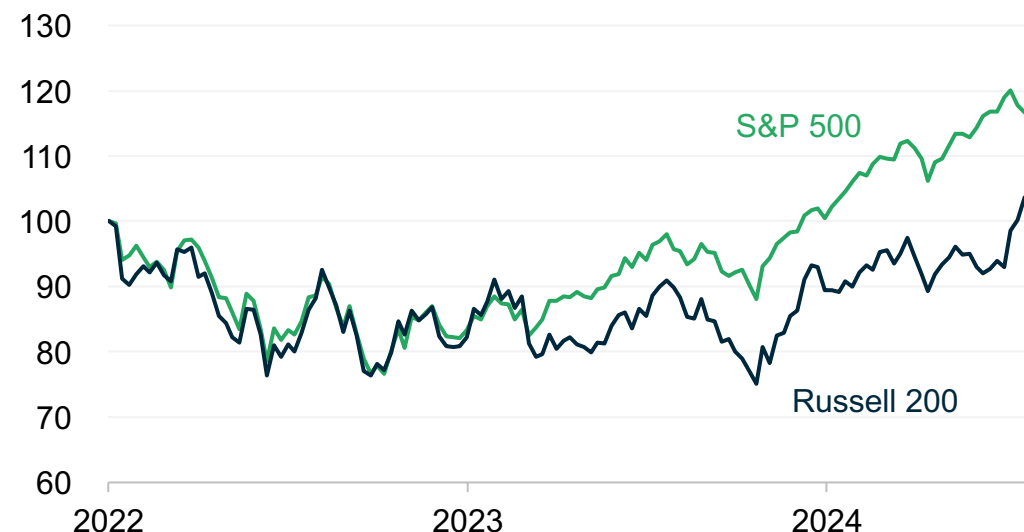


註：殖利率計算期間取最後一次降息後3個月與首次降息前2個月之殖利率差。

資料來源：Bloomberg。

2023年起，小型股表現明顯落後大型股

指數, 2022/1/7=100



資料來源：Bloomberg。

匯市 | 多國已先行降息, 預期未來數月美元高位震盪下稍偏弱勢

7月起降息預期持續發酵, 長短天期美債殖利率下降25~40基點, 同步引導美元指數自106高檔回落。

展望後市, 美元指數動向關鍵仍在於美元利率與海外利率收斂與否。預期聯準會將於9、12月分別降息1碼, 年內累計降息2碼。然而, 觀察美元指數組成貨幣: 歐元(57.6%)、日圓(13.6%)、英鎊(11.9%)、加幣(9.1%)、瑞典克朗(4.2%)、瑞士法郎(3.6%)。除日本央行逆勢升息外, 英國、歐元區、加拿大、瑞典、瑞士央行已率先降息, 與此同時, 市場亦預期前述央行皆將於下半年再降息2碼, 與預期聯準會降息的幅度相當。

有鑑於此, 聯準會啟動降息循環, 可望緩和美元指數持續強勢的壓力, 然受制於主要央行政策同步轉向、美元利差難以大幅收斂, 預料美元指數高位震盪下稍偏弱勢, 大幅下挫的可能性不大。

近期美元國內外利差收斂, 美元隨之回檔



資料來源: Bloomberg。

市場預估主要央行降息時程與機率

央行	8月	9月	10月	11月	12月	1-7月政策動向
美國	-	109%	-	66%	96%	按兵不動
歐元區	-	97%	42%	-	97%	降息1碼
日本	-	23%	43%	-	93%	升息35bps
英國	60%	42%	-	72%	51%	按兵不動
加拿大	-	95%	76%	-	41%	降息2碼
瑞典	105%	76%	-	98%	76%	降息1碼
瑞士	-	86%	-	-	65%	降息2碼

註: 日本央行之欄位為升息機率。"- "表該月無央行政策決議。數值>100%表預期降息超過一碼。

資料來源: Bloomberg。

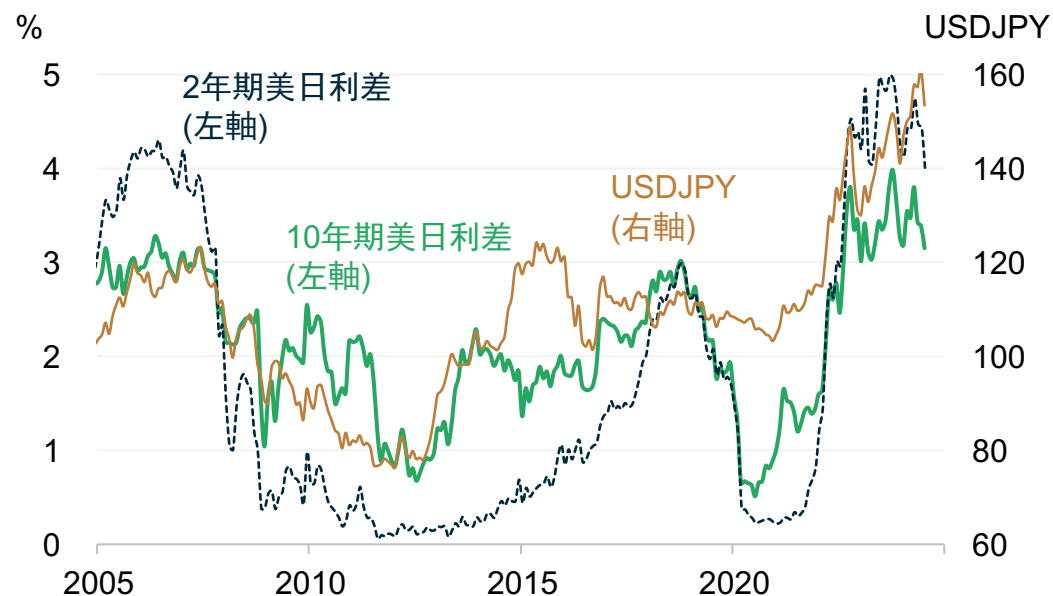
日本央行 升息15基點至0.25%，後市美日政策相異，利差縮窄有利日幣貶勢趨緩

央行重點：1)升息15基點至0.25%；2)釋出減緩資產購買細節，原則上購債規模每季減少約4000億日圓，購債規模將由目前的5.7兆日圓降至2026年Q1約3兆日圓，但保留彈性以預防長率過於快速的上升。

決策著眼於，核心核心CPI(去除食品與能源的CPI)年增速雖呈下降趨勢，但Q3-Q4間下降趨勢將逐漸減緩，尤其提及工資增長穩健，也會讓服務類項目將給予物價支撐。資產購買方面，除本身具貨幣緊縮的效果，且有助於債市正常運作，回顧植田總裁上任以來，每月淨購債量已大幅降低。

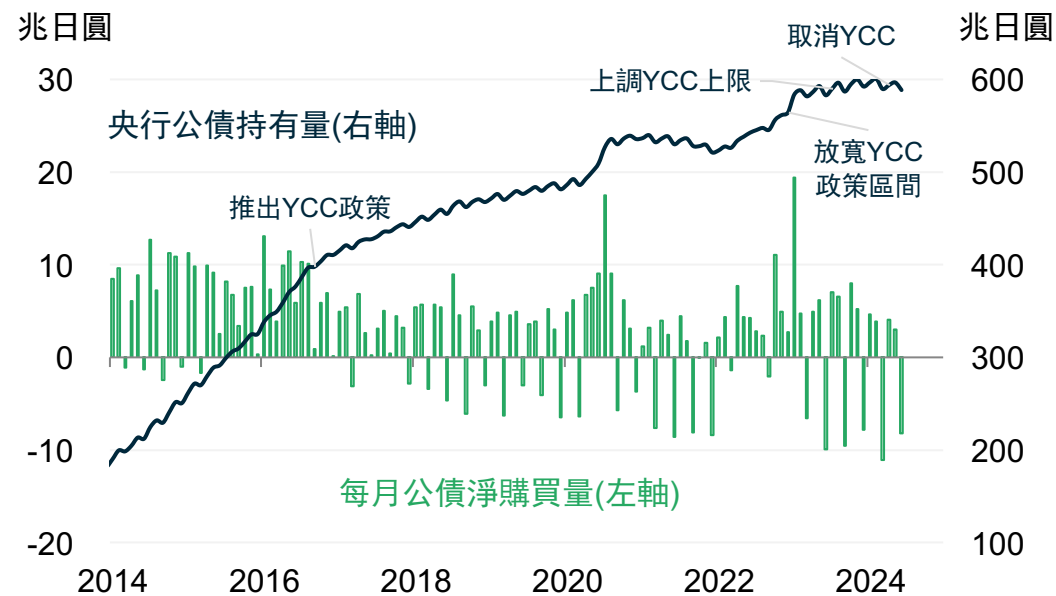
會議記者會因總裁植田稱不認為0.5%(金融海嘯08年Q3)是升息障礙，加上FOMC會議態度偏鴿，使日圓升破150關卡。後市而言，美日利差長線趨窄，將有利短線日幣從極度弱勢轉趨震盪格局，但隨Fed開啟降息大門，將有利日圓長線趨升。

美日利差與日幣匯價



資料來源：Bloomberg。

日本央行公債購買與持有存量



資料來源：Bloomberg。

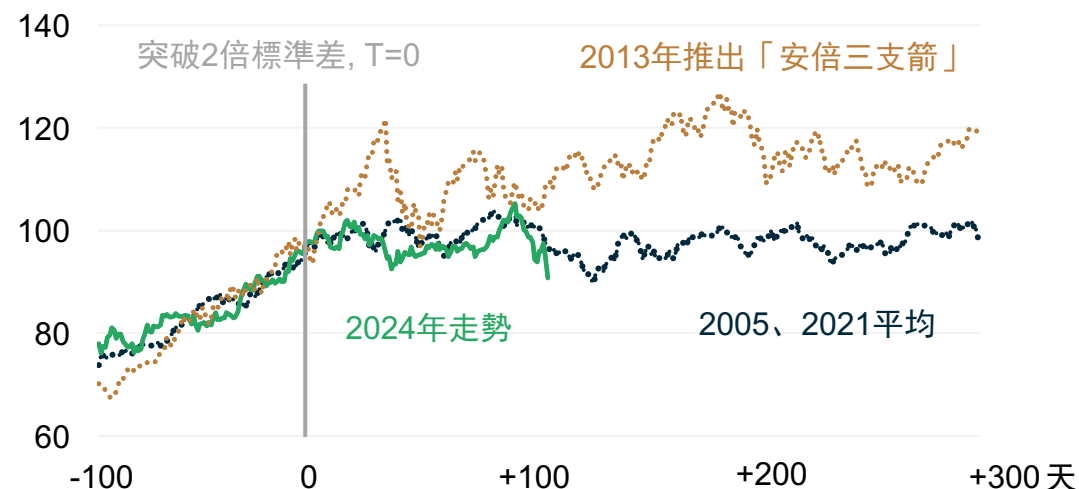
日股 日經指數乖離率過大, 加上日圓走升, 加劇股市跌幅

日股在經歷了本波大漲後, 近期走勢有所回落, 主因在**今年3月初, 日經225的500日均線乖離率已達到了2倍標準差**, 觀察歷史走勢, 先前共計發生三次乖離率突破2倍標準差的現象, 除去2013年當「安倍三支箭」推出後, 帶動日股見到久違的超額漲幅外, 2005、2021年的後續漲幅皆受到限制, 使得近期日股面臨乖離率修正的情形。

政策方面, **日銀於7/31升息15個基點至0.25%**, 並透露0.5%不是日銀的升息上限, 加上美國7月FOMC會議暗示9月降息的可能性, **未來美日政策一降一升之下, 美日利差收窄, 進而帶動日圓走強**, 使得日本出口相關企業(如Toyota)股價受挫, 加劇了近期的跌勢。

500日均線乖離率突破2倍標準差後, 後續漲勢恐受限

日經指數以T=0為100標準化



註: 日股突破2倍標準差日期採: 2005/12/12、2013/4/5、2021/2/16、2024/3/4。

資料來源: Bloomberg。

美日利差收窄, 日圓升破150加劇日股跌勢



資料來源: Bloomberg。

台股 基本面形成下檔支撐, 但動能略有不足

國發會公布台灣景氣對策信號分數為38分, 亮出代表景氣「熱絡」的紅燈, 搭配7月台股自高點大幅下跌, 難免引人聯想是否景氣已到過熱階段, 股市也將形成反轉? 然而若觀察細項中的製造業營業氣候測驗點, 則是由黃紅燈掉至綠燈, 分數減少1分, 顯示製造業景氣尚未來到高峰, 而從6月外銷訂單僅小幅成長3.1%也可看出, 景氣復甦尚有反覆, 但距離過熱實在言之過早。

若景氣上行循環尚未結束, 則近期的拉回可視為股市的中期回檔, 由於台股近期在季線附近尋得支撐, 且明顯量縮, 醞釀反彈契機, 不過需留意的是在7月大幅修正之際, 融資餘額的減幅低於大盤跌幅, 因此反彈至短期均線皆有套牢賣壓, 長線雖看好, 但中期以區間格局視之。

台灣6月外銷訂單仍呈現溫和成長



資料來源: Bloomberg。

7月台股大幅修正, 但融資減幅低於大盤跌幅



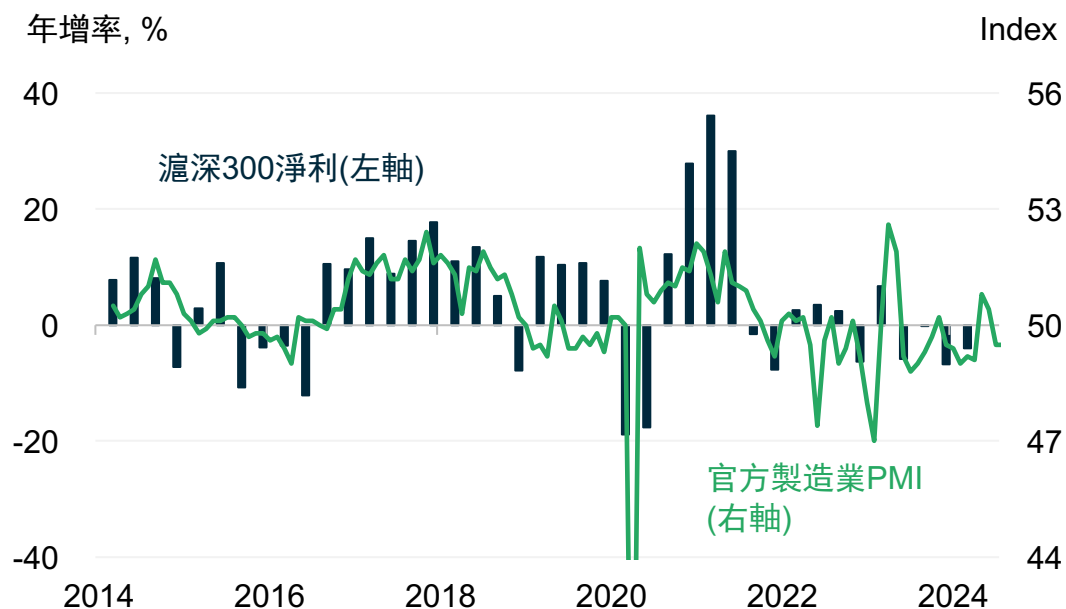
資料來源: XQ。

中國 7月PMI顯示需求持續疲軟，股市回彈靜待市場信心止穩

經濟數據：中國7月官方製造業PMI從上月49.5小幅降至49.4，連續3個月在榮枯線下方擺盪，從結構來看，僅生產分項處於50以上，新訂單分項小幅下滑至49.3，製造業仍是供應大過需求。服務業景氣也出現壓力，PMI從50.2降至50.0，反映製造業及服務業正共同面臨需求不足的環境。

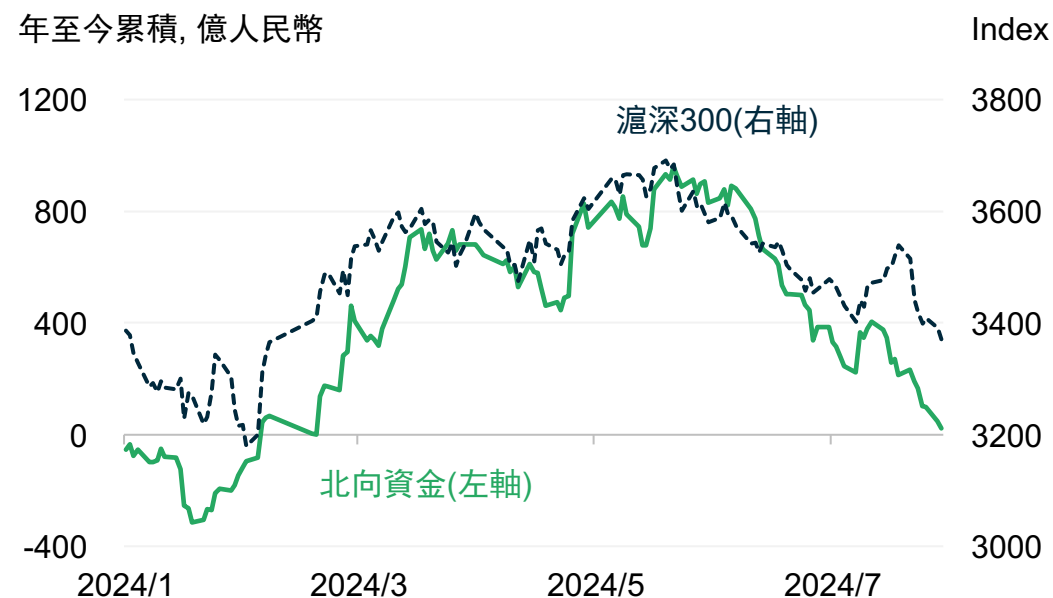
市場展望：內需疲軟與通縮疑慮持續增添境內外股市賣壓，北向資金自從6月初開始連連賣超，6月與7月皆淨流出逾300億人民幣，導致上證指數重新回到2900點附近掙扎。往前看，7/30中央政治局會議傳遞出積極訊號，包括“下半年改革發展穩定任務很重”、“宏觀政策要持續用力、更加給力”，政策正向料提供大盤部份支撐，然而民眾與企業信心若無法止穩回升，股市上方空間有限，研判大盤保持弱勢整理格局。

中國製造業PMI持續低檔徘徊



資料來源：Wind。

6月至今北向資金大幅流出



資料來源：Wind。

August 2024

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
美國ISM服務業指數 歐元區PPI 日本BOJ 6月會議記錄 台灣外匯存底	美國資深銀行家授信調查 歐元區零售銷售 日本勞工現金收入 台灣CPI	日本領先指標 中國進出口	美國消費信貸 美國初領失業金人數 日本BOJ 7月意見摘要 日本國際收支帳 台灣進出口	中國進出口 中國國際收支帳

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