



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年4月26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。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 市場觀察：

- 總經面：受油價走升影響，美國通膨放緩不如預期，使官員態度轉鷹，帶動公債殖利率高位震盪；不過首季GDP季增年率下滑，景氣動能出現放緩態勢。
- 央行：1)FOMC preview: **預期利率不變，並維持不急於降息的態度**，2)BoJ(4/26): **本次會議維持不變**，不過隨日圓走貶，若進口物價持續走升，BoJ將可能再度升息。
- Fed降息時點遞延、台積電下修產業成長率、美國企業財報分歧導致股市震盪，不過隨庫存調整近尾聲，預期企業獲利將持續成長，**股市短線拉回可視為加碼布建契機**。

### 2) 後續關注焦點：

- 經濟數據：ISM製造業指數(5/1)、非農就業變動(5/3)；央行會議：FOMC(5/2)。

## 策略思維

- 1) **股市**：降息預期延後、美債利率走升壓抑評價面；不過企業獲利有望持續增長，不改長線股市利多展望。
- 2) **債市**：黏性通膨恐拖累Fed降息節奏，**預期首次降息時點延至9月，全年降幅為2碼**；債市布局逢高鎖利。
- 3) **匯市**：Fed官員態度偏鷹，研判美元Q2維持相對強勢；長線待政策轉鬆後，美元獨強局面才將終結。

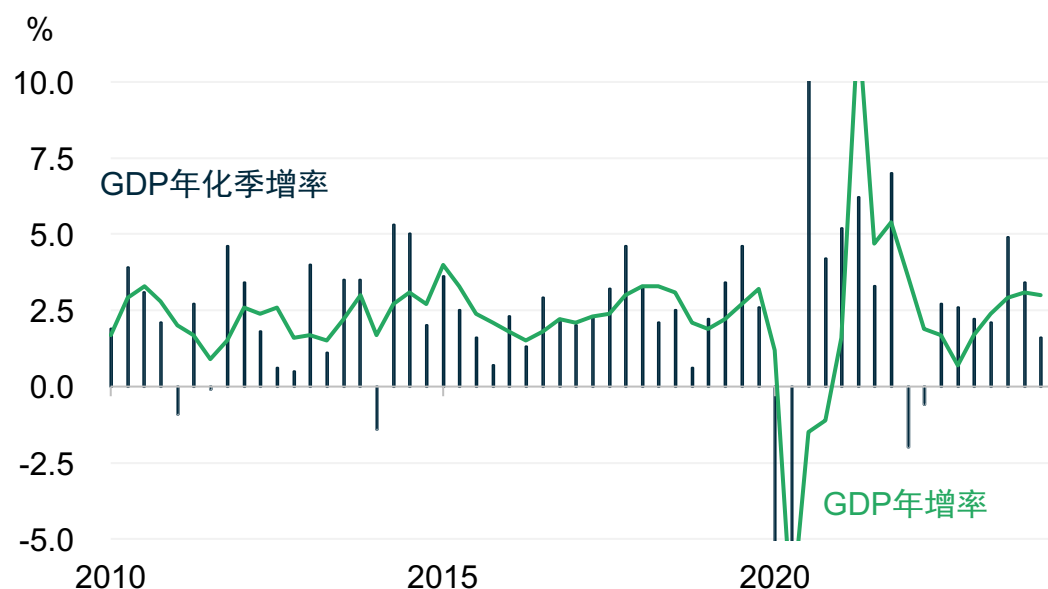
## 高利影響發酵, 美國首季景氣動能放緩

美國Q1 GDP年化季增(下同)1.6%, 除低於市場預期的2.5%, 亦是2022年Q3以來新低。細項而言, 個人消費支出成長2.5%, 低於前兩季的3.1%、3.3%, 同時回到2010-2019年平均2.4%左右水位, 反映內需消費終出現放緩跡象。另一方面, 聯邦政府支出終止過去六季成長, 下滑0.2%, 壓低整體政府支出動能, 以及油價回升墊高進口成本, 淨出口轉為負貢獻0.86%, 是首季經濟成長放緩的幾項影響因素。

值得注意的是, 固定投資創下8季新高5.3%, 其中住房投資大增13.9%, 遠高於前季的2.8%, 反映公債殖利率於去年10月觸頂後, 房市逐漸觸底回溫。非住宅投資則成長2.9%, 連續10季增長, 惟仍低於長期水平的5.6%, 顯示高利背景下, 企業對於資本支出的意願仍屬保守。

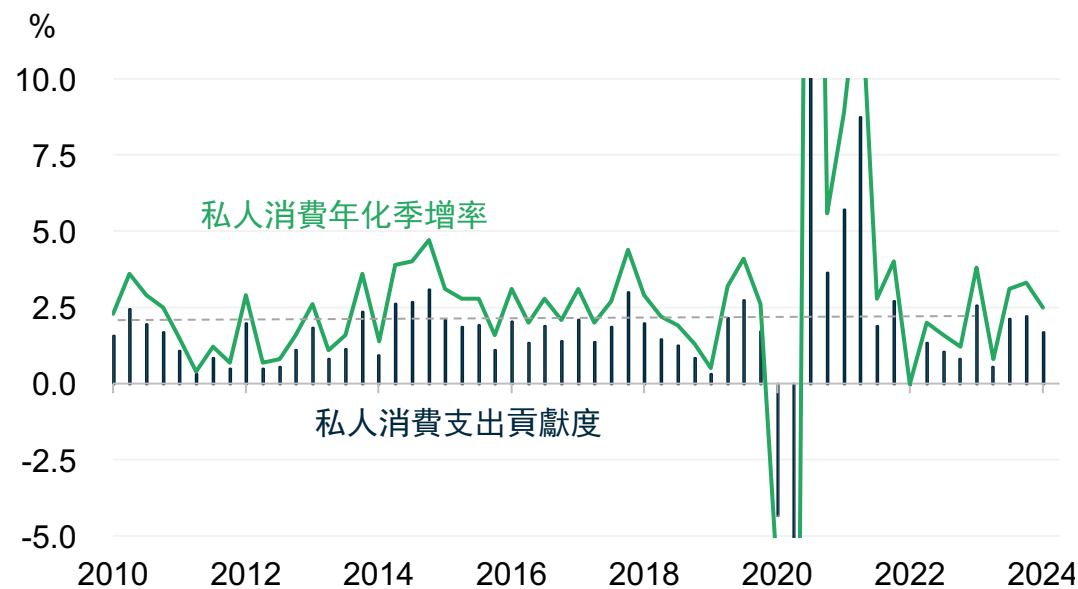
整體而言, 私部門消費、投資未見大幅惡化跡象, 然而利率居高的環境下, 對於景氣的負面效果持續發酵, 將成為聯準會後續政策的考量重點。

### 美國首季GDP季增率連二降、年增率緩降



資料來源: Bloomberg。

### 私人消費佔比近七成, 動能回降至長期水平



註: 2010-2019個人消費支出平均成長為2.4%。

資料來源: Bloomberg。

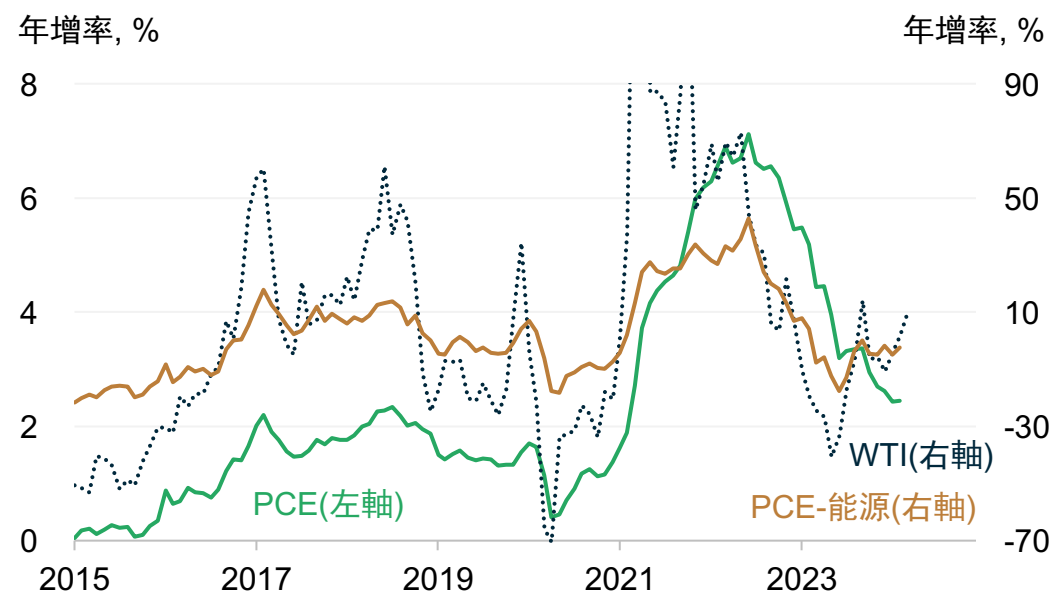
## 風險因素有所升溫，增添通膨最後一哩路的不確定性

3月FOMC會後，隨中東地緣風險惡化、美國經濟數據優於預期等，雙雙帶動國際油價走揚，上探六個月新高。與此同時，去年Q2油價基期較低(均價73.3美元)，意味著**能源通膨將延續反彈趨勢，助長通膨回落的不確定性**。

另一方面，受惠於市價租金回落的遞延效果，住房通膨年增率仍可望於Q2、Q3延續下降趨勢。然而，後者首季平均月增率出現止跌回升，是四個季度以來首次，則恐限縮住房通膨與整體通膨快速下滑的空間。

有鑑於此，**若4、5月份能源、住房通膨仍持續高於預期，將增添聯準會將於6月份SEP中，下修年內降息幅度的可能性**。

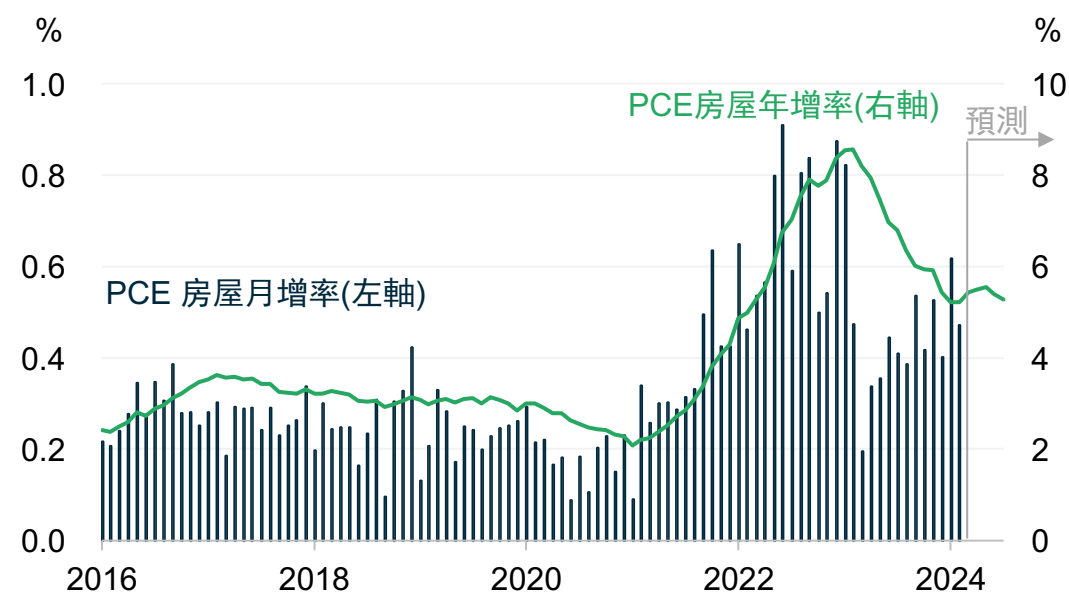
### 去年低基期、油價回升，能源通膨恐限縮PCE下降空間



註：WTI年增率與PCE年增率、能源PCE年增率相關係數為0.5、0.8。

資料來源：Bloomberg。

### 住房通膨月增率回升，將今年增率降幅趨緩



註：預測值以月增率0.4%估算。

資料來源：Bloomberg。



# FOMC前瞻 | 預料將按兵不動、調整市場降息預期

考量勞動市場持續平衡，緩和薪資壓力，以及通膨下降趨勢仍未改變，但風險有所升溫，預期下週FOMC會議將：

1. 維持聯邦基金利率目標區間於**5.25%-5.50%**，同時維持年內降息的政策方向不變。
2. 再度釋出短期內不急於降息的訊號，淡化3月SEP中，預期全年降息三碼的看法。

會議觀察重點：

1. 前次會議聲明稱過去一年通膨有所緩解，惟前3月CPI皆高於預期，相關措辭是否隨之調整，反映聯準會對於通膨的看法。
2. 首季通膨走勢料成為會後記者會重點，主席鮑爾是否維持通膨降溫之路崎嶇不平(bumpy)但下降趨勢不變的看法，攸關後續政策調整時點、力道。

## 三月FOMC會議重點摘要

- 會議聲明
- 就業成長依舊強勁，**過去一年通膨有所緩和**，但仍處於高檔
  - 在獲得更大信心，確認通膨持續朝2%目標移動前，委員會不預期降息為合適之舉

- 會後記者會
- 不會忽略通膨數據高於預期的狀況，但不會過分解讀
  - 預期**通膨降溫之路可能崎嶇，但劇本並未改變**
  - 住房通膨降溫狀況不如預期，但相信其終將下降
  - **強勁的就業成長，不會成為不降息的理由**

資料來源：Fed, 國泰世華銀行整理。

## 緘默期前FOMC票委談話立場一致：延後降息預期

職稱	官員	推估3月點陣圖位置	談話內容	近期態度轉變
聯準會主席	Powell	降息3碼	最近數據顯示，央行可能需要更長的時間，才能對啟動降息有足夠的信心	不若此前鴿派
聯準會副主席	Jefferson	降息3碼	通膨方面取得進展，但任務尚未完成，若有必要將維持利率在高檔	不若此前鴿派
紐約Fed總裁	Williams	降息3碼	預期年內將降息，但目前沒有降息的急迫性。 <b>若數據支持，再次升息是可能的</b>	略微轉趨鷹派
舊金山Fed總裁	Daly	降息3碼	目前沒有降息的急迫性，達成通膨目標仍有工作要做	不若此前鴿派
克里夫蘭Fed總裁	Mester	降息3碼	貨幣政策處於良好位置，聯準會不應急於降息	不若此前鴿派

資料來源：Bloomberg, WSJ, 國泰世華銀行整理。



# 債市 首次降息時點延後，公債殖利率高位震盪，債市策略宜逢高鎖利

展望債市後續動向，聯準會降息時點、力道不及原先市場預期，成為殖利率短線反彈、高位震盪的主要原因。利差方面，美國投等債、非投等債信用利差亦隨殖利率走高而微幅彈升，不過隨企業破產情勢未進一步走升，研判未來利差走擴空間仍相對有限。

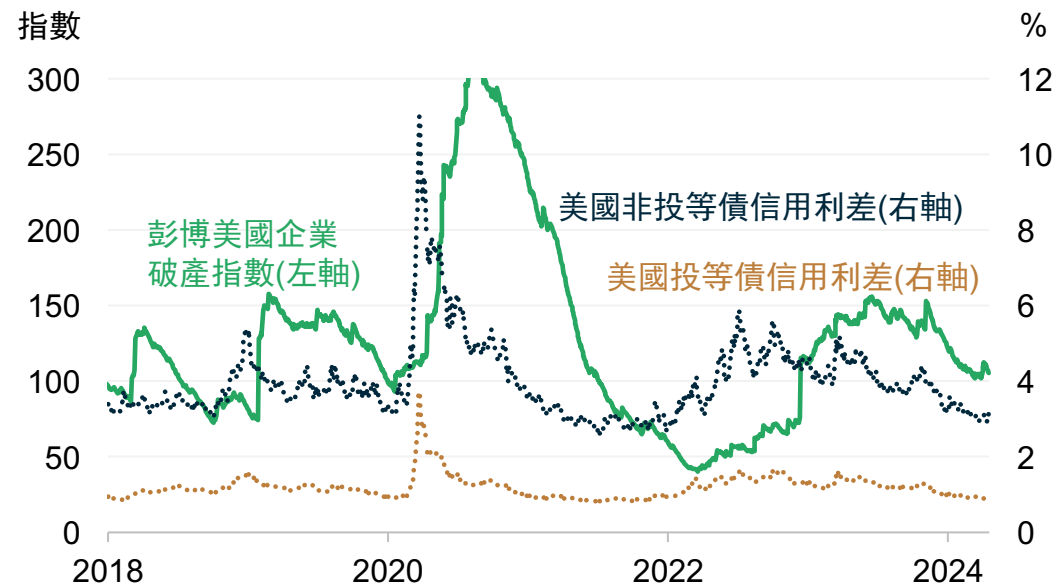
操作策略上，短期仍以息收回主，可採分批佈局逢高鎖利方式；長線待未來降息循環展開，方有獲取資本利得的空間。選擇上，以高信評發行人為主較穩健，對於風險承受度較高的投資人而言，可適度配置非投等債部位，使投資組合更加多元化。

年底隱含利率走高(降息預期下滑)，引導殖利率走揚



資料來源：Bloomberg。

企業破產數下降，預期未來利差走擴空間有限



註：彭博美國企業破產指數反應負債超過5000萬美元的公司破產情形，指數下滑表示破產企業數量減少。

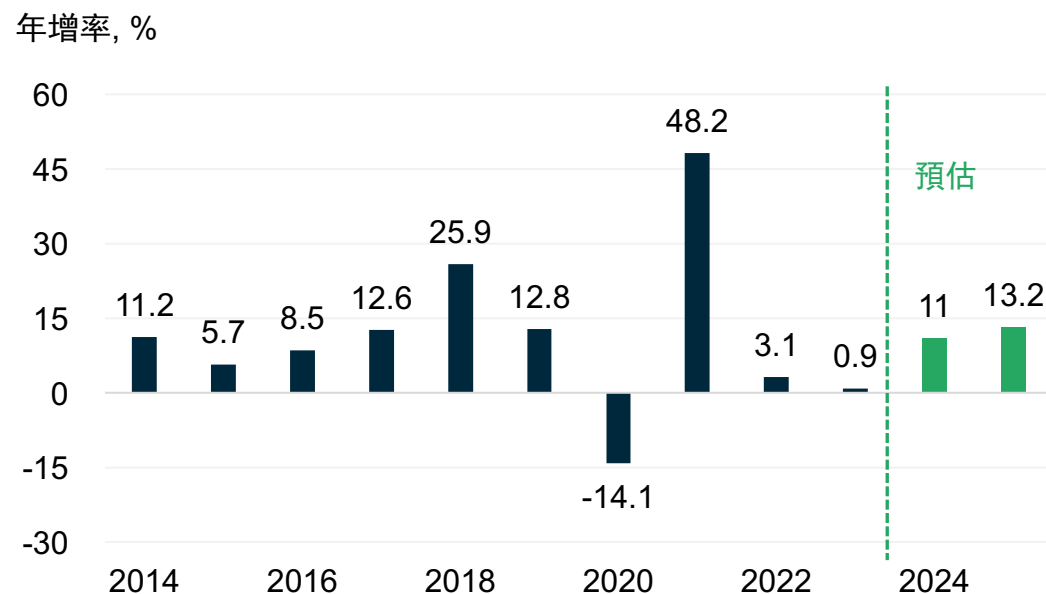
資料來源：Bloomberg。

# 美國 企業獲利回升態勢不變, 有利股市多頭行情延續

上週ASML財報不如預期, 台積電調降產業復甦力道, 加上評價偏高及聯準會降息時程遞延等因素, 使美股面臨一波回檔壓力。標普500修正5.9%, 費城半導體指數下滑幅度更是高達15%。不過, 隨著地緣風險下降, 德州儀器稱在庫存調整結束後, 也重新恢復下單, 帶動股市重啟反彈之姿。個別公司財報部分, 若展望未達預期, 皆可能加劇股價波動。

以企業獲利而言, 隨著經濟衰退風險的下降, AI的需求有增無減, 加上企業也將重新恢復下單, 預期企業獲利仍將明顯成長, 根據Factset預估, 預估2024-2025年都約有10%的成長。此外, 聯準會降息時點雖仍具不確定性, 但方向並不會改變, 預估標普500本益比可望保持在19-20倍。

標普500企業獲利升溫態勢不變



資料來源: Bloomberg, Factset預估。

標普獲利成長與指數預估

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

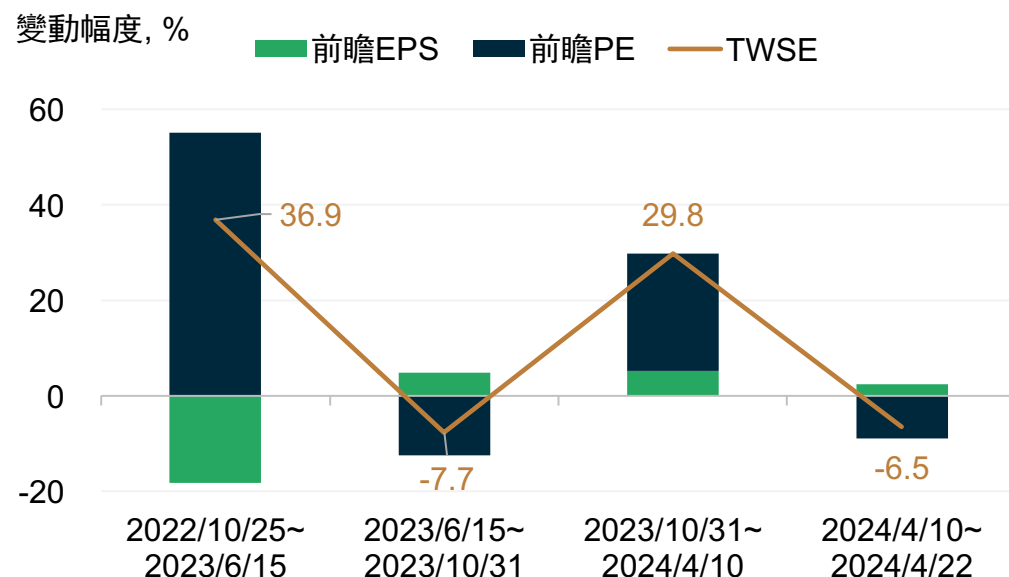
註: 預估數值為2024年標普指數目標價, 估算公式為2024年EPS\*2025年成長率\*P/E。  
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

# 台股 漲升過快面臨評價修正，無礙景氣續揚

台股自高點20883點快速修正逾千點，做頭疑慮浮現，若觀察去年10月以來股市漲幅近3成，台股基本面雖有所提升，前瞻EPS上升5.3%，但本益比的推升(24.5%)更加明顯，當評價上升過快，而獲利暫時沒有辦法跟上的時候，股價的修正難免。而以台股4/24前瞻本益比16.6倍來看，與2021/3高檔區的16.5倍相當，考量當時各國實施QE及台灣低利率的環境，目前台股要靠本益比進一步提高而上漲，機率不高。

台灣基本面好轉，3月外銷訂單年增1.2%，主要受惠高效能運算、人工智慧等新興科技應用需求增加。由於去年庫存去化告一段落，企業獲利自去年中以來緩步走高，台積電的營運展望樂觀，也有望帶動景氣持續走揚，台股在評價適度修正之後，仍可望隨著獲利推升，帶動股市緩步上揚。

## 台股過去6個月的評價拉升過快，形成修正壓力



資料來源：Bloomberg。

## 台股本益比回到高檔，進一步上漲有賴獲利帶動



資料來源：Bloomberg。

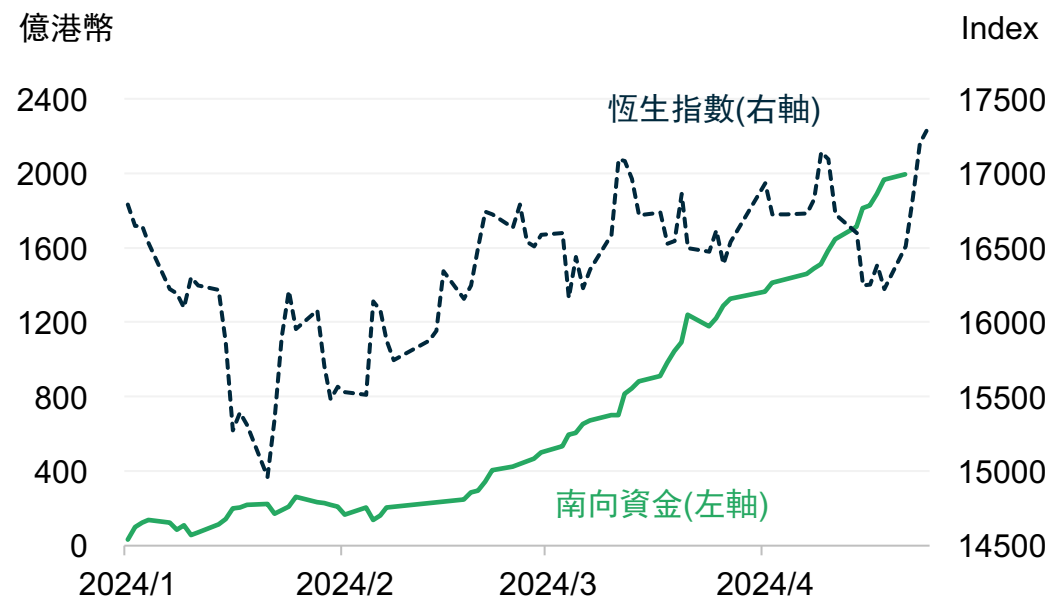


## 中國 證監會新舉措提振港股情緒, 內需疲弱壓縮大盤上方空間

中國證監會於4/19推出5項對香港新政策, 包含放寬ETF產品範圍、支持龍頭企業至香港上市融資等措施, 力求鞏固香港國際金融中心地位, 受政策帶動市場情緒, 未來港股資金活水有望上升, 南向資金連續淨流入香港股市, 評價面回彈也推升恆生指數重回震盪格局。

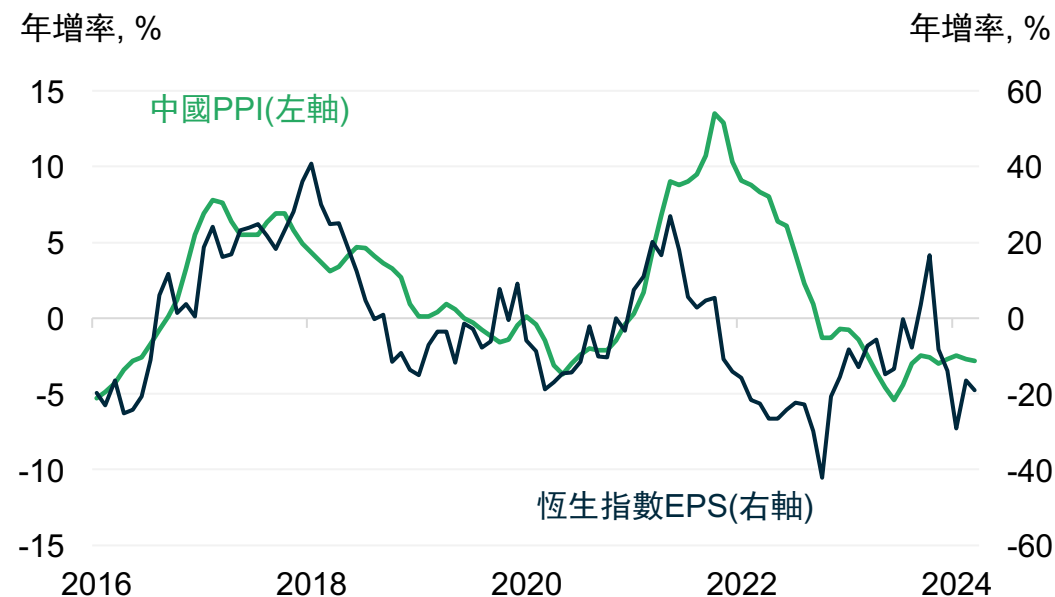
後市展望方面, 港股持續走升的難度偏高, 從外部環境來觀察, Fed調整政策口吻, 降息時程的遞延恐令雙率高位震盪, 添加市場擾動。另一方面, 中國3月數據顯示, 景氣復甦仍不穩固, 社融數據不佳隱含民間信心偏弱, CPI與PPI低位運行, 需求偏弱使企業獲利增長緩慢, 評價面擴張有限, 獲利展望也相對保守, 預期港股將維持區間盤勢。

### 今年港股上漲仰賴南向資金挹注



資料來源: Bloomberg。

### 內需疲弱下, 企業獲利修復相對有限



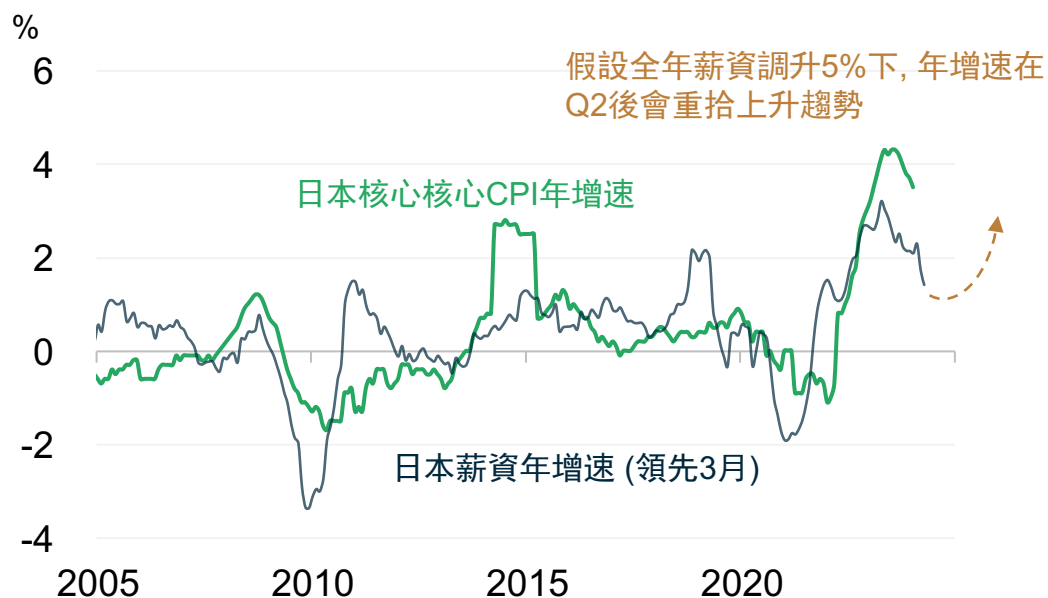
資料來源: Bloomberg。

## 日幣 美債殖利率走勢仍舊偏強下，可能使得日幣近期走勢仍偏弱勢格局

日本央行會議重點：1) 利率政策維持0%~0.1%；2) 維持視需要繼續購買長天期政府債券的承諾。預期2024財年核心通膨約為2.5-3.0%，但聲明中提及對進口物價與油價的關切。這也呼應日前，總裁植田在出席美國華盛頓G20財政首長會後的言論，表示“如果日圓持續貶值大幅推高通膨，央行可能會再次升息，並強調匯率走勢將對下次政策轉變的時機產生影響”。

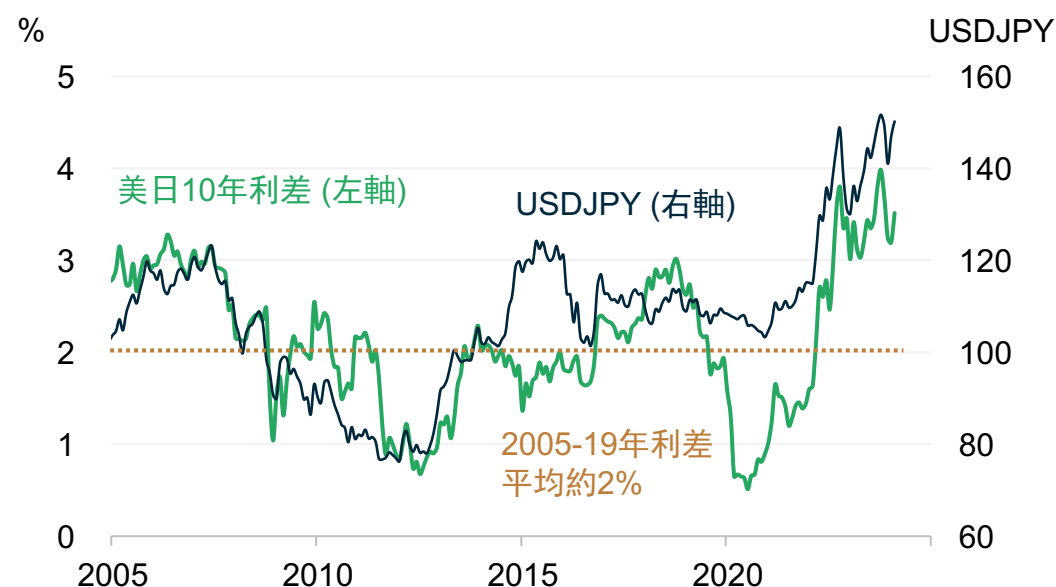
匯價：日銀發布決策後，因維持寬鬆政策不變，當下日圓續貶。就Q2來看，由於Fed官員發言轉向，使得市場調整對Fed降息前景的看法，美債殖利率持續走高。因此，儘管日本央行政策趨緊方向不變，但美債殖利率走勢仍舊偏強下，可能使得日幣近期走勢仍偏弱勢格局。

### 日本通膨與薪資年增速



資料來源：Bloomberg。

### 美日利差與日幣匯價走勢



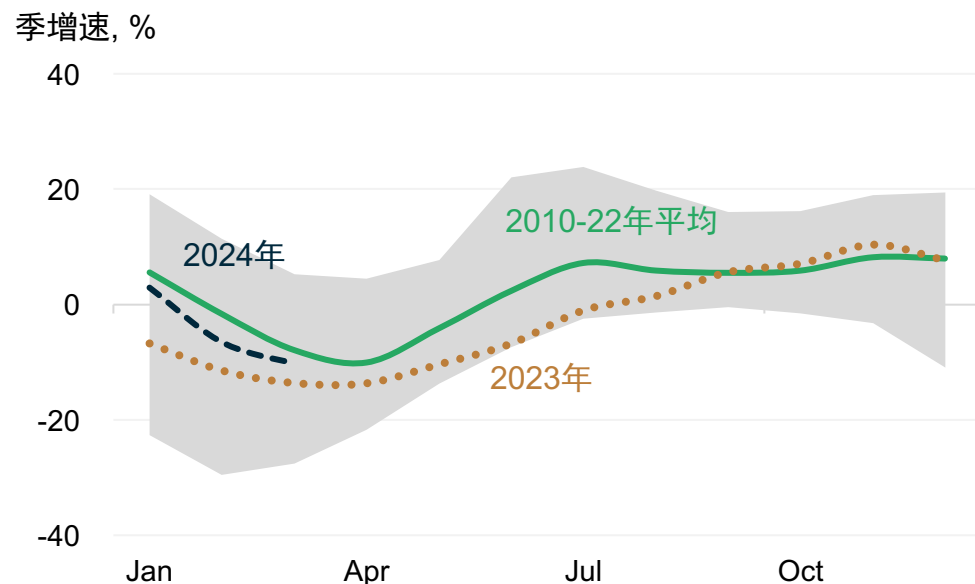
資料來源：Bloomberg。

# 台幣 外銷訂單增長逢淡季轉弱, 另一方面, 美債殖利率續居高位, 持續不利台幣匯價

外銷訂單：經濟部公布3月外銷訂單雖翻紅，累計Q1卻年減2.1%。經濟部表示，訂單減幅持續收斂，在庫存回補、低基期及新興科技應用推升下，看好Q2正成長，但留意中東情勢可能的影響。就貨品別而言，受惠新興科技需求熱絡，3月電子產品、資訊通信產品年增長都呈現正值；傳統貨品則因終端需求回升力道不強，業者對設備投資仍偏保守，機械、基本金屬、塑橡膠製品及化學品訂單在3月及首季累計皆為負成長。長期而言，隨庫存去化告一段落及終端需求回溫，**經濟部看好外銷訂單「向上格局」，預估4月訂單為430至450億美元，年增1.2%至5.9%。**

匯價：雖然經濟部看好外銷訂單年增速回溫，但**季節性影響下，訂單季增長應隨淡季轉弱**；另一方面，由於Fed官員近期對降息的態度有所轉變，市場持續推延降息預期，**美債殖利率續需高位，將持續不利台幣匯價，台幣近期仍係偏弱格局。**

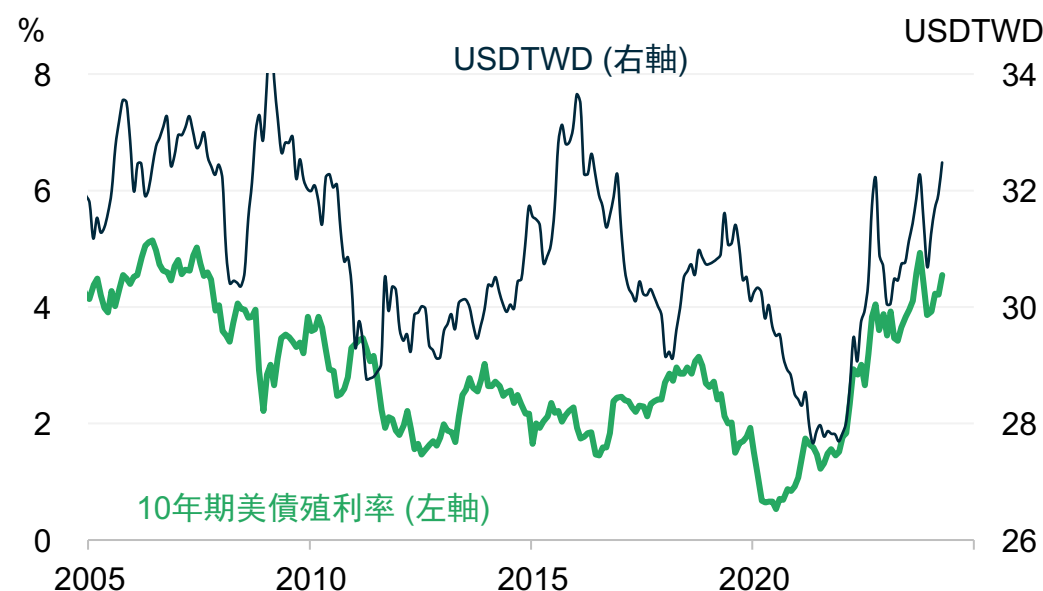
## 外銷訂單增長動能逢淡季轉弱, 對台幣匯價助益減弱



註：灰階為2010-2022年區間。

資料來源：Bloomberg。

## 美債殖利率續居高位, 持續不利台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

# Apr/May 2024

29	Monday	30	Tuesday	1	Wednesday	2	Thursday	3	Friday
美國FHFA房價指數 美國雇傭成本指數 德國CPI		歐元區CPI 歐元區GDP 中國財新製造業PMI 日本工業生產 台灣GDP		美國ISM製造業 美國ADP就業變動 美國JOLTS職缺 台灣休市		美國FOMC 美國貿易收支 台灣製造業PMI		美國非農就業變動 美國失業率 美國平均時薪	

## 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