



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年7月5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

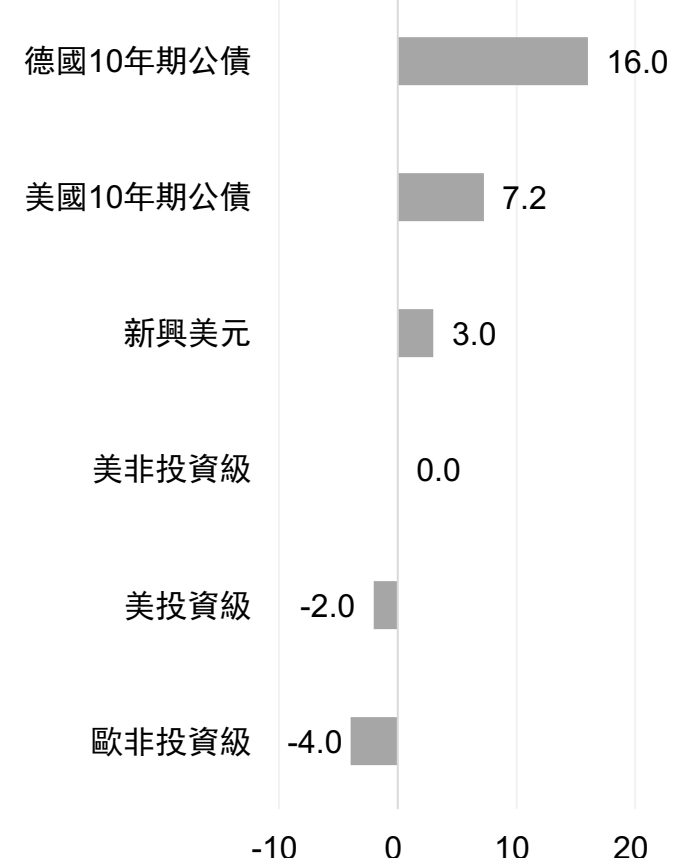
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/6/27-2024/7/4。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 回顧：

- 1) 政治：法國議會極右翼應掌多數，英國由工黨取代保守黨成多數黨，加上今年下半，日、美選舉接踵而至，**政治不確定性升溫**，恐添加市場波動，近期川普當選機率上升，「**再通膨交易**」聲音再度響起即是一例。
- 2) 美國：a)**非農**方面，職缺比仍高，就業市場不差，但將延續降溫。b)美國GDP揭示**高利率對消費確有影響**，為殖利率上方壓力。c)各產業受高利率影響有異，**AI概念股影響較小、台積電破千**，但提醒短線震盪難免。
- 3) 中國：10年殖利率創22年新低後，**人行宣布開展公債借入操作**，引發後續賣出國債擔憂，殖利率反彈；市場猜測旨在引導殖利率曲線趨陡、穩定中美利差、降低期限錯配風險，惟通縮下，長線趨勢不易扭轉。

2. 後續看點：

- 1) 政治：法國第二輪選舉_(7/7)、中國三中全會_(7/15)
- 2) 經濟：**美國CPI**_(7/11)、中國社融_(7月上旬)、台積電法說_(7/18)、**日本央行會議**_(7/31)、**FOMC會議**_(8/1)

策略思維

1. **股市**：企業獲利持續推升，股市不差但留意震盪機率會增加；強者恆強，AI概念、大型科技仍是長線主軸。
2. **債市**：政治面擾動推升長率，但美國經濟受高利率影響逐漸呈現，牽引殖利率長線走降，可逢高布建、鎖利。
3. **匯市**：法國首輪選舉結束，雖暫時舒緩歐洲陰霾，但美、歐貨幣政策差異延續下，支持美元續於高位震盪；鑒於Fed尚未進入降息軌道、美債殖利率延續高位，下半年政治擾動升溫，恐壓抑亞幣延續弱勢格局。



政治 | 政治議題輪番接棒，惟市場對英法大選態度不同，對法擔憂明顯較深



法國：總統馬克宏為解歐洲議會選況不佳、自身民調低迷的窘境，大膽解散國會，訴求民意翻轉，引發對法國國會恐由極右翼主導之擔憂。

英國：也面臨國會改選，選前民調推測工黨取代保守黨成執政黨，惟工黨、保守黨皆屬中間派政黨，因此市場對法、英國會大選的態度有所不同。

歐洲政治的擔憂明顯升溫



政治 | 法國首輪結果，極右翼雖居最大黨但“未過半”，市場有所舒緩；英國則由工黨成為最大黨

依首輪投票後出口民調估計，“法國”國會最大黨應會易主，所幸應該**未能單獨過半**，使市場鬆一口氣；但長線而言，因法國左右翼都反退休金改革，並支持財富稅，較不利企業投資氣氛。

法國議會大選，第一輪選後出口民調結果

光譜	政黨	所屬政團	2022	2024*	變化	備註
極右	RN國民聯盟		89	193	+104	雷朋
右翼	LR共和黨		55	58	+3	薩科齊(前總統)
中間	RE復興黨	Ensemble	249	119	-130	馬克宏
中左	PS社會黨		31	71	+40	歐蘭德(前總統)
中左	EELV綠黨	New Popular Front	31	30	-1	
左翼	FI不屈法國		76	51	-25	
極左	PCF共產黨		19	10	-9	
總席次			577	577	過半：289	

據民調，“英國”國會將由**工黨取代保守黨成為最大黨，並單獨過半**；保守黨則因歷任首相強森、特拉斯及蘇納克的醜聞、財政危機、移民問題等包袱，席次恐大減。

英國下議院大選，由工黨取代保守黨成為第一大黨

光譜	政黨	2019	2024*	變化	備註
極右	Reform英國改革黨	1	13	+12	法拉吉(黨魁)
中右	DUP北愛民主統一黨	7	0	-7	
中右	Tories保守黨	344	131	-213	蘇納克(英首相)
中間	Lib Dems自由民主黨	15	61	+46	
中左	Labour工黨	205	410	+205	施凱爾(黨魁)
中左	SNP蘇格蘭民族黨	43	10	-33	
左翼	Green綠黨	1	2	+1	
左翼	Sinn Féin新芬黨	7	0	-7	
總席次		650	過半：326		

政治 | 美國總統辯論會後, 川普當選機率上升, 市場留意再通膨交易(川普交易, Reflation Trade)的可能性

1. 減稅方面, 2017年川普提出**減稅和就業法案(TCJA)**, 其中個人稅務減免將於**2025年底到期**, 影響每年約增加4000億美元(約GDP1.3%)。若**川普當選並由共和黨掌兩院**, 將有利法案延長; 若兩院分立則法案將較折衷; 若**拜登當選並由民主黨掌兩院**, 可能恢復高所得者的較高稅率及額外醫療保險稅, 並提議將企業稅率從21%提高到28%、無形資產所得(GILTI)稅率由10.5-13.125%提高到21%, 以支應擴大兒童稅收抵免。
2. 關稅方面, **拜登**自由貿易色彩仍重, 僅針對中國電動車、半導體等關鍵產業加徵關稅; **川普**則提出對所有中國進口產品徵收60%關稅, 據JPM推估, 將增加約2000億美元的金額, 可能推升物價約1.1%。
3. 拜登任內, 移民大幅增加; 相對地, 川普誓言要關閉西南邊境, 並開始大規模驅逐已經在該國的非非法移民, 可能使就業供給增加的情況改變。

美國總統與國會選舉結果矩陣

總統 \ 國會	共和黨掌兩院	兩院分立	民主黨掌兩院
	川普勝	折衷, 影響較小	出現機率較小
川普勝	延續減稅(TCJA) 關稅(激進) 反對移民 較不利通膨降溫 → Reflation Trade	折衷, 影響較小 最有利通膨降溫	出現機率較小
拜登勝	出現機率較小	折衷, 影響較小	調整減稅 增加社福 關稅(穩健) 引進移民 財政擴張 → 通膨降溫 速度減緩

美債 | 再通膨交易(Reflation Trade)是什麼？目前的總經環境與2016年相同嗎？

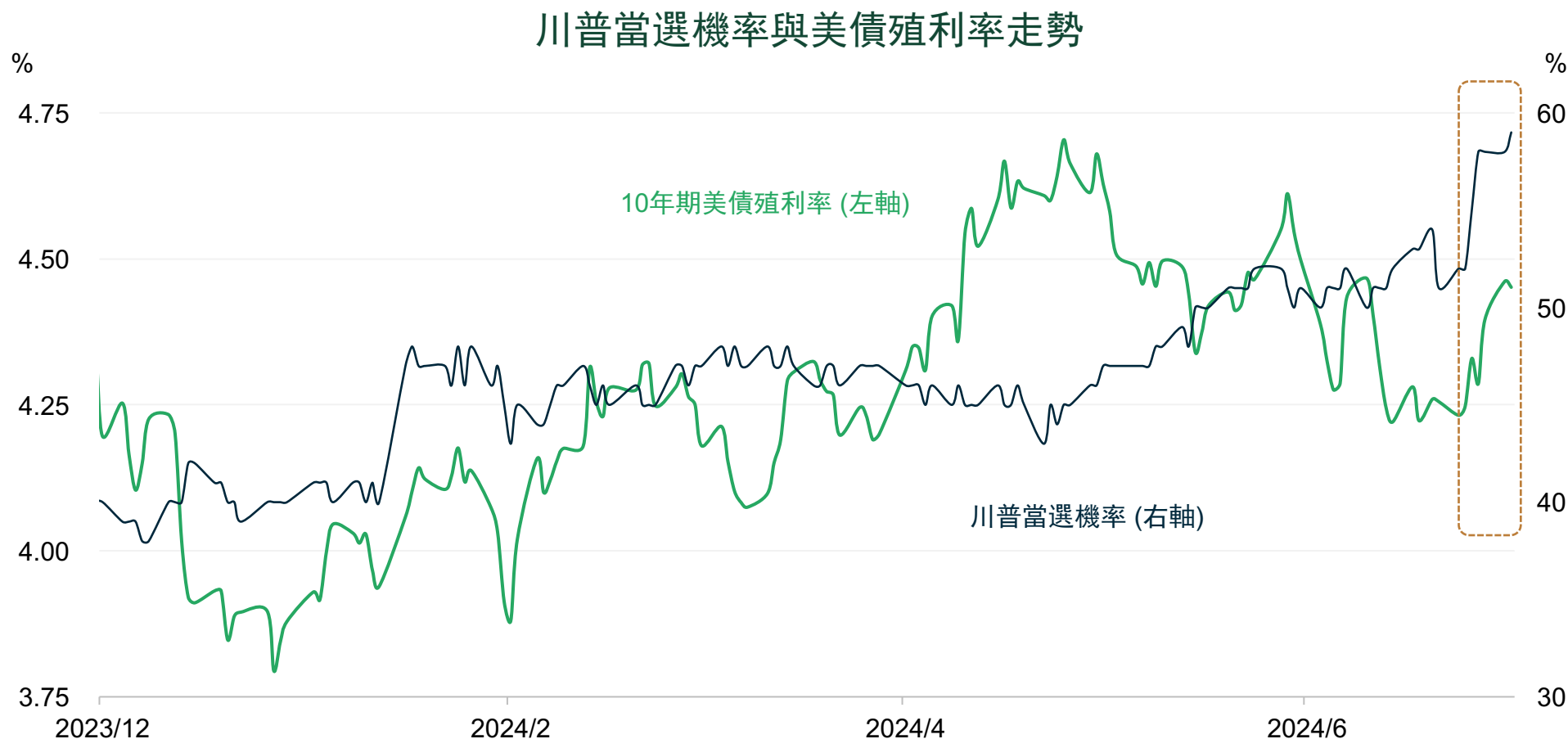
再通膨交易(Reflation Trade)是一種市場策略，投資者在預期經濟和通膨上行時採用，大多於政府財政、央行進行擴張性政策時出現。在此期間，由於經濟與通膨上行，往往伴隨著股市、殖利率同步上行的狀況。然而，**比對目前與2016年底的總經狀況，可以看出二者存在不同**，因此，要再出現2016年底的再通膨交易，機率可能相對較低。

2016年vs.2024年總經情境的異同

項目	2016年	2024年
Fed	進入升息循環	準備進入降息
美國製造業PMI	擴張(>50)	收縮(<50)
美國失業率	4.9%(趨勢往下)	4%(低位震盪)
美國通膨	趨勢往上	趨勢往下
中國社融	趨勢往上	低位震盪
中國通膨/通縮	通膨	通縮
油價年增速	雙位數(趨勢往上)	雙位數(趨勢往下)

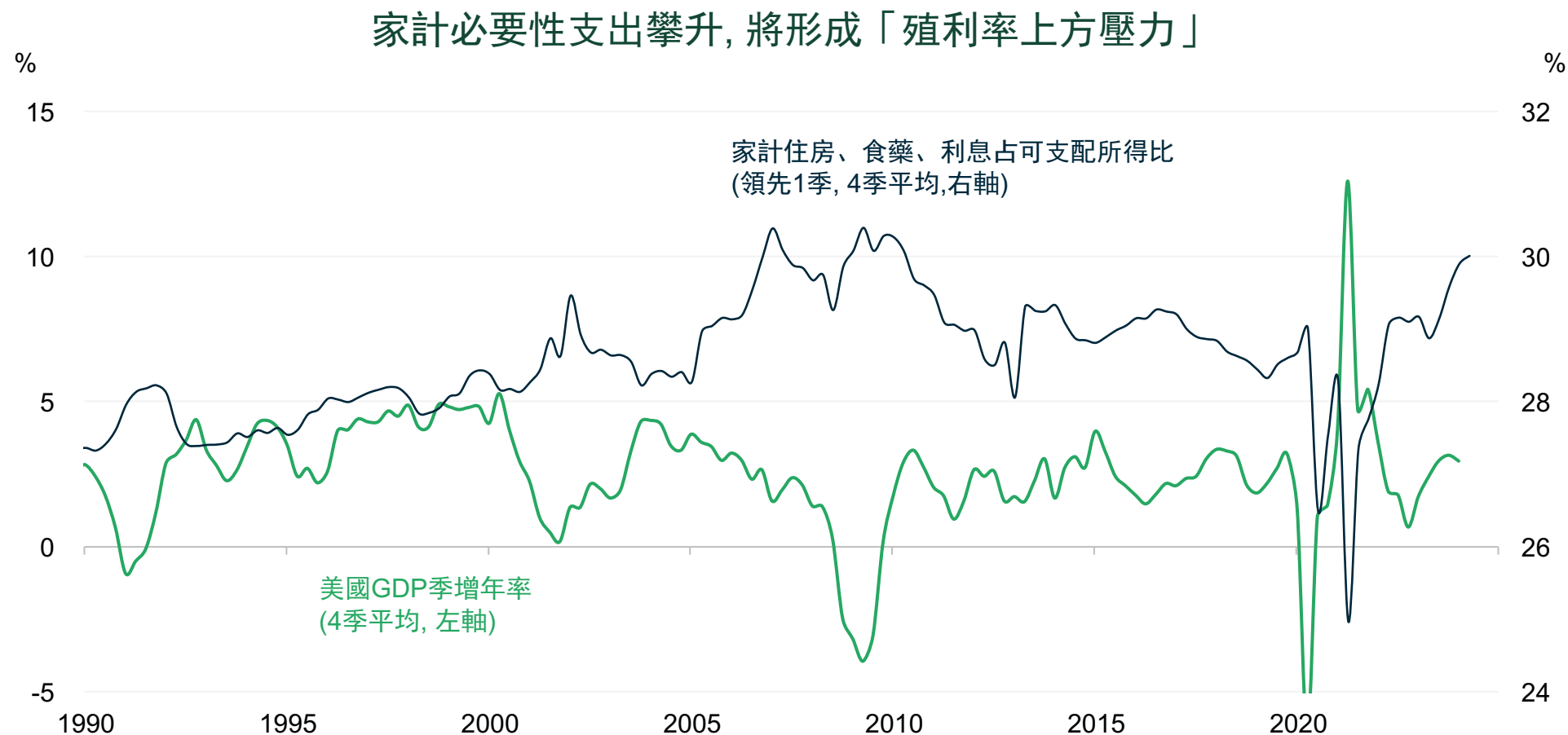
美債 | 拜登與川普辯論後，川普當選機率陡升，市場再通膨交易氣氛濃厚，推升美債殖利率

由於6月底首次辯論拜登表現不佳，市場預期川普當選總統的機率大幅上升，連帶推升美債殖利率的走勢。主要因為，市場猜測川普的政策將讓2016年底開始的再通膨交易(Reflation Trade)再次出現，特別是在減稅和管制移民等方面，因為減稅有利經濟增長，並削減Fed緊縮貨幣政策對通膨降溫的效果。



美債 | 家計必要性支出攀升, 恐排擠後續消費、拖累經濟增長, 將形成「殖利率上方壓力」

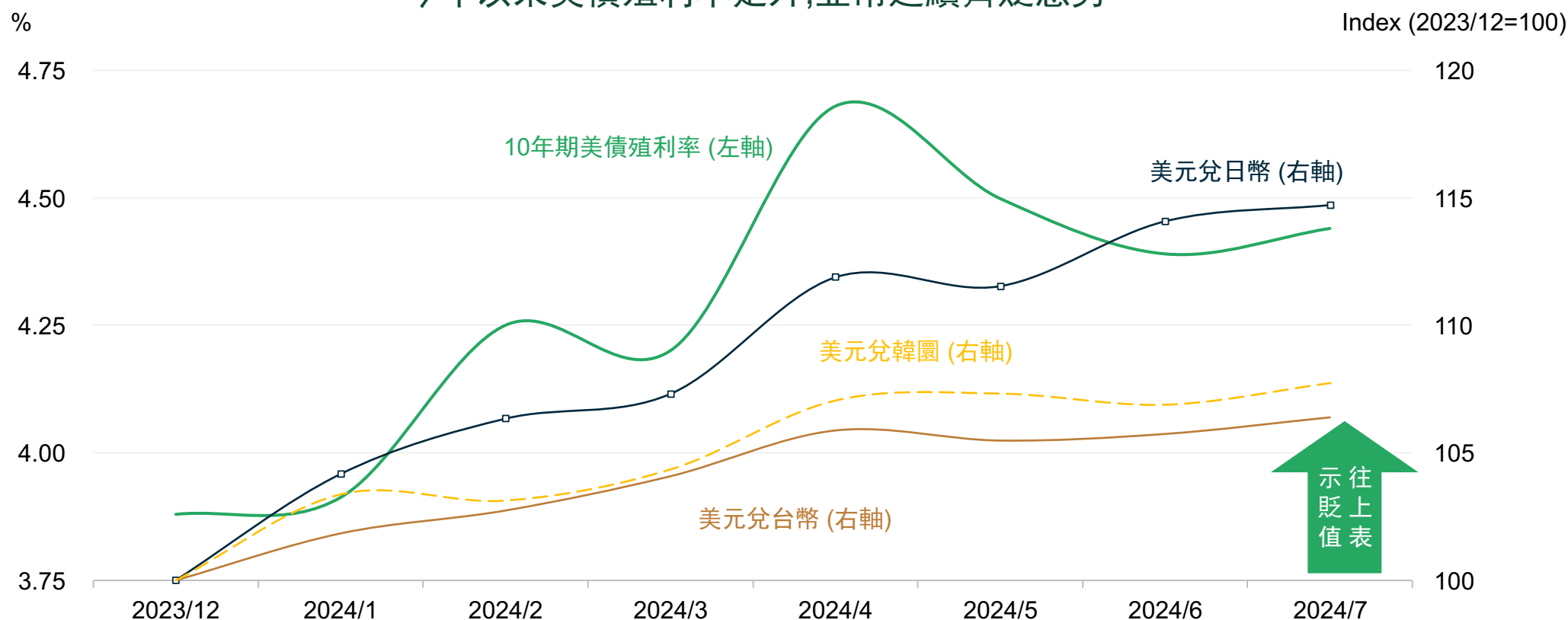
美國家計單位面臨著住房、醫藥和利息等必要性支出已然攀升至高位, 後續如果必要性支出繼續攀升, 美國家計的負擔勢必進一步加重, 這可能導致消費需求放緩, 並對美國經濟增長造成拖累。因此, 長線而言, 基本面對美債殖利率將會形成上方壓力, 而**近期政治面的紛擾導致殖利率陡升, 反而是投資人逢高鎖利的機會。**



亞幣 | 川普當選機率上升, 推升美債殖利率走揚, 使亞幣延續齊貶態勢

今年以來, 美國通膨降溫速度不及預期, 使Fed降息時程與次數屢屢調整, 美債殖利率呈現上升態勢。亞洲貨幣在這一背景下普遍呈現貶值態勢, 特別是貨幣政策常年寬鬆的日幣, 匯價更貶破160關卡, 並牽動亞幣齊貶態勢。6/28川普與拜登辯論後, 川普當選機率躍升, 令10年期美債殖利率由6月間低位回升, 令日幣等亞幣更形弱勢。鑒於Fed尚未進入降息軌道、美債殖利率延續高位, 下半年政治擾動升溫, 恐壓抑亞幣延續偏弱格局。

今年以來美債殖利率走升, 亞幣延續齊貶態勢

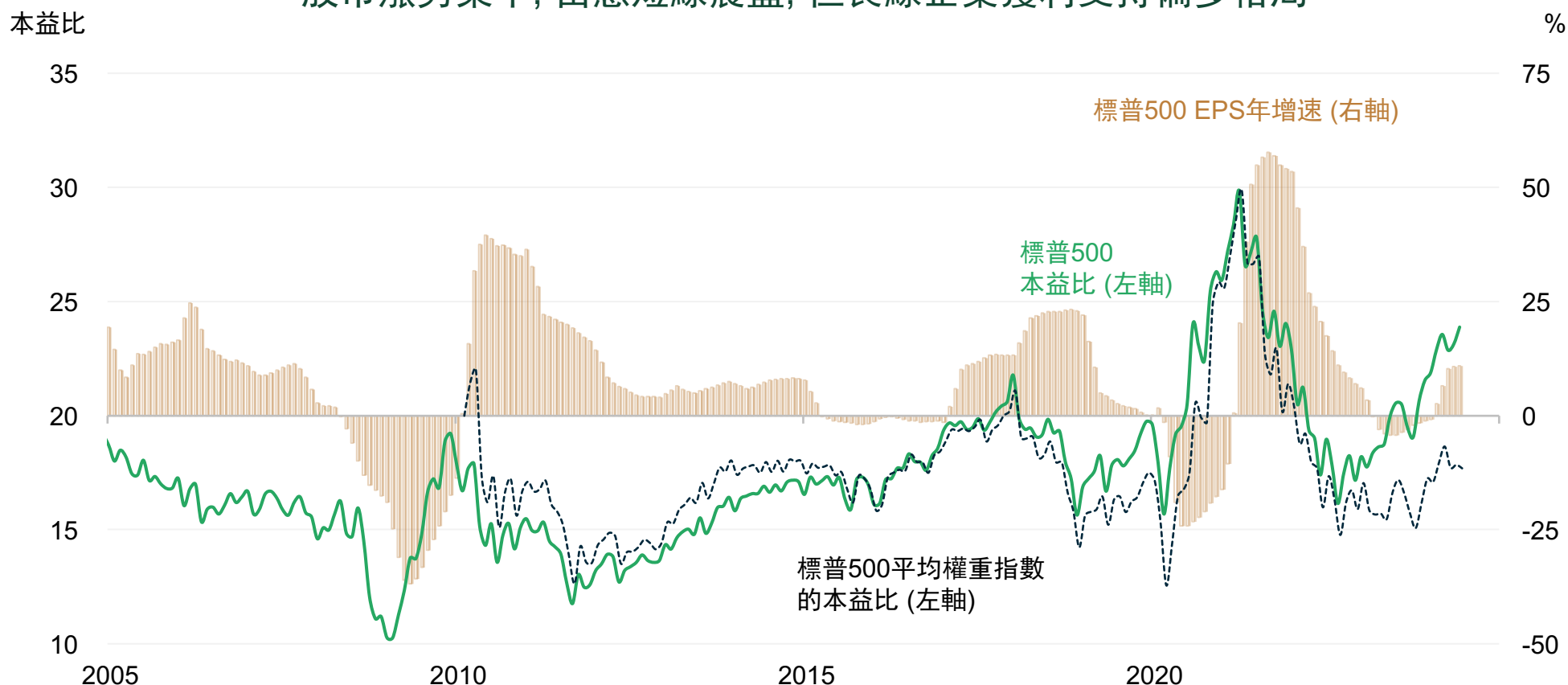


示往
貶上
值表

股市 | 去年以來，漲勢集中在權值股的態勢明顯，留意短線震盪，但長線仍係偏多格局

2024年美股漲勢集中，尤其AI題材帶動下，Capex所費不貲，使得AI題材並非雨露均霑，而是集中在大型權值股上(如台積電破千)，從標普500與平均權重指數的本益比差異，便可看出端倪。但目前標普500本益比已來到2022年股市回調後的新高，**下半年政治滋擾增加、殖利率延續高位下，評價面恐難無止盡的推升，因此短線震盪恐怕難免。**儘管如此，從長期來看，**企業獲利持續呈現增長態勢，將能維持長線偏多格局**，仍可逢修正加碼。

股市漲勢集中，留意短線震盪，但長線企業獲利支持偏多格局

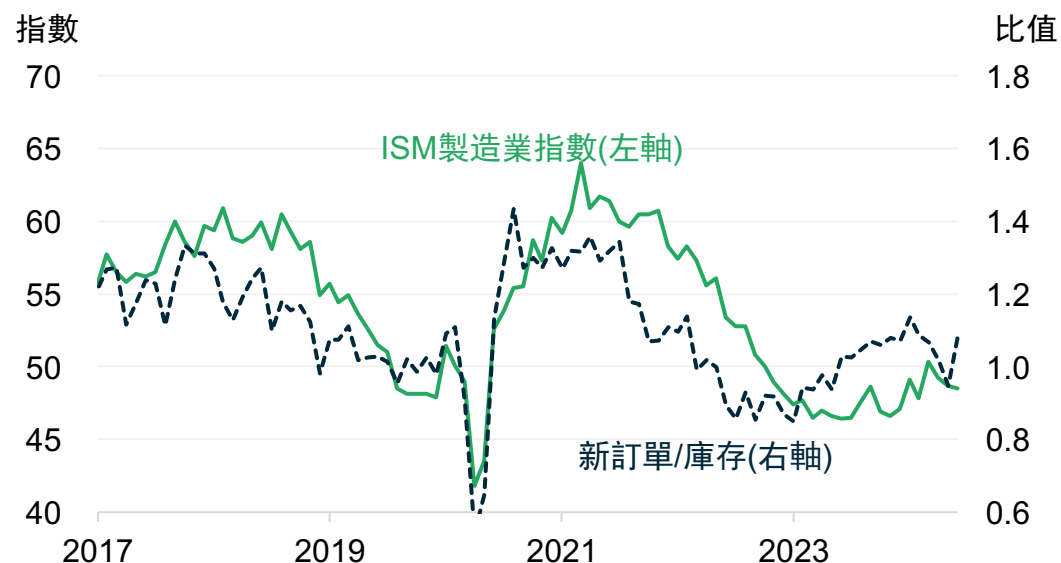


美股 下半年企業營運動能升溫, 有利股市多頭延續

6月ISM製造業指數再度下滑至48.5, 連續3個月放緩, 但新訂單指數明顯的提升, 從45.4上升至49.3, 同時庫存指數滑落至45.4, 使得新訂單/庫存比大幅回彈至1.08, 重返1的關卡, 支持製造業持續復甦的態勢。

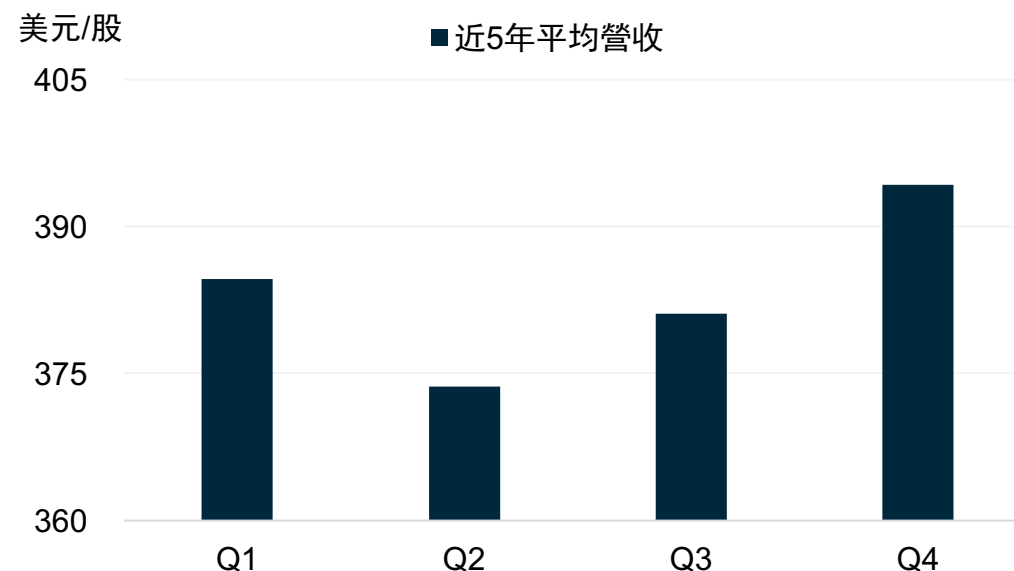
自首場大選辯論之後, 川普整體表現優於拜登, 市場預期其當選機率提高, 使得通膨隱憂再度浮上檯面, 也帶動美國10年期公債殖利率一度挑戰4.5%。不過, 就過去的經驗來看, 往下半年看, 企業的營運動能將逐步提升。整體而言, 製造業復甦雖顛簸, 但回溫方向不變, 加上企業營運動能升溫, 支持美股在下半年持續走高, 但留意漲多拉回壓力。

製造業復甦雖顛簸, 但回溫方向不變



資料來源: Bloomberg。

往下半年, 企業營收動能將逐步提升



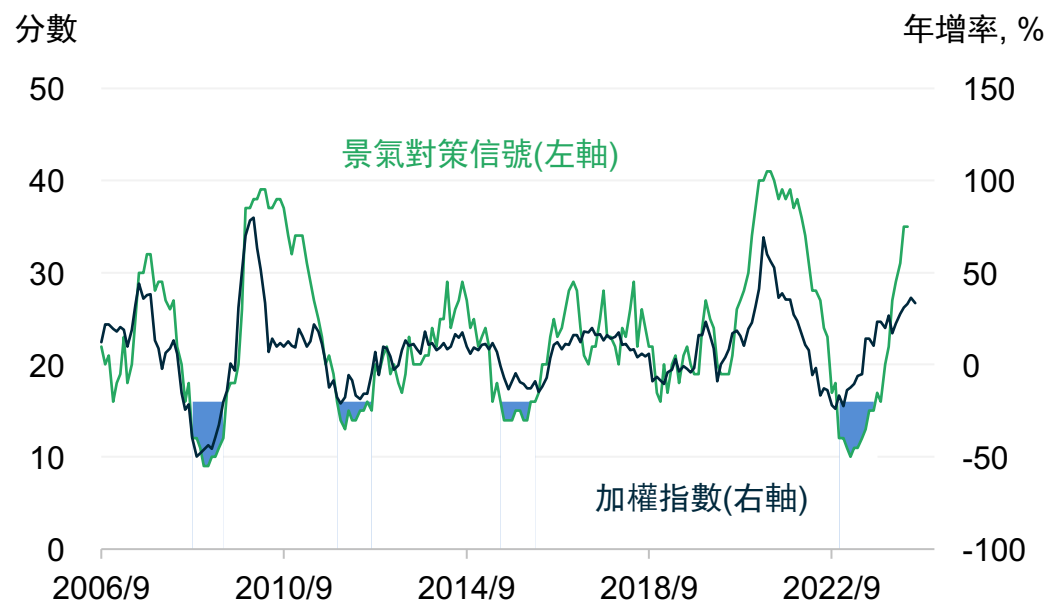
資料來源: Bloomberg。

台股 指數23000點攻防, 觀察月線支撐

台灣5月景氣對策信號連2個月亮出黃紅燈, 分數持平在35分。分項中, 股價指數、工業生產維持代表熱絡的紅燈, 製造業營業氣候測驗點及海關出口值維持代表穩定的綠燈, 顯示景氣穩定看好; 分項中貨幣供給M1B仍維持黃藍燈, 代表資金環境偏緊縮, 央行6月利率決策會議雖維持利率不變, 但調升存款準備金率, 顯示在聯準會維持利率高檔、台灣股市、房市價量齊揚之下, 央行仍維持較為緊縮的貨幣政策。

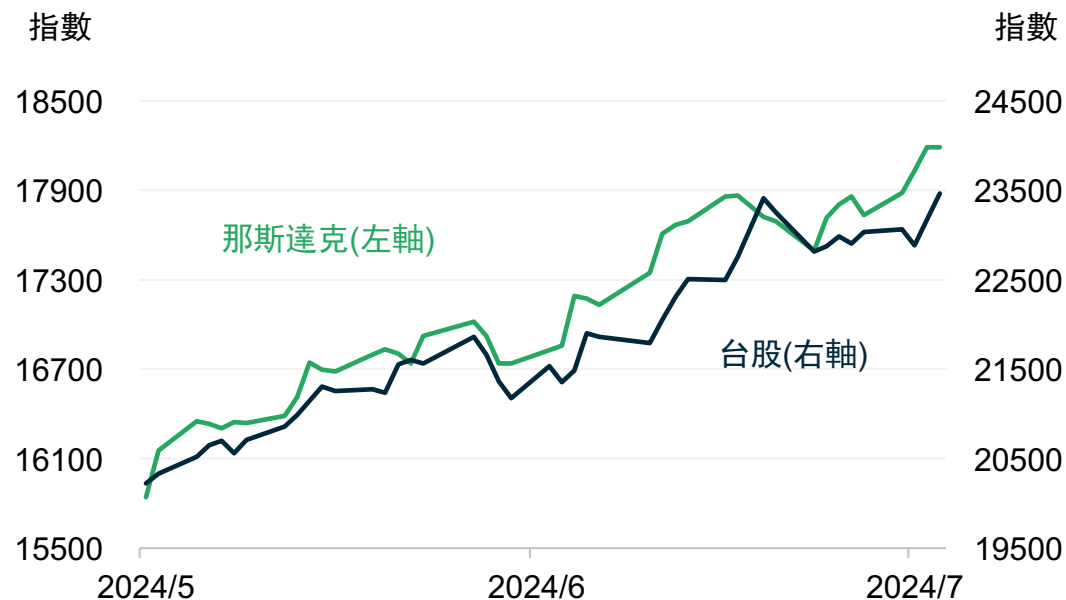
台股6月領漲全球, 但進入7月後走勢轉為震盪, 觀察與台股走勢同步性高的美國那斯達克指數, 可發現那指於7月仍持續創新高, 帶動台股再創新高, 但6月下旬以來外資有逢高調節跡象, 增加台股續漲壓力。由於台灣基本面仍緩步加溫, 短期走勢稍事休息有利多頭行情持續, 可觀察台股月線支撐, 逢低分批布局。

景氣續亮黃紅燈, 台灣基本面穩定加溫



資料來源: Bloomberg。

那斯達克指數及台股走勢



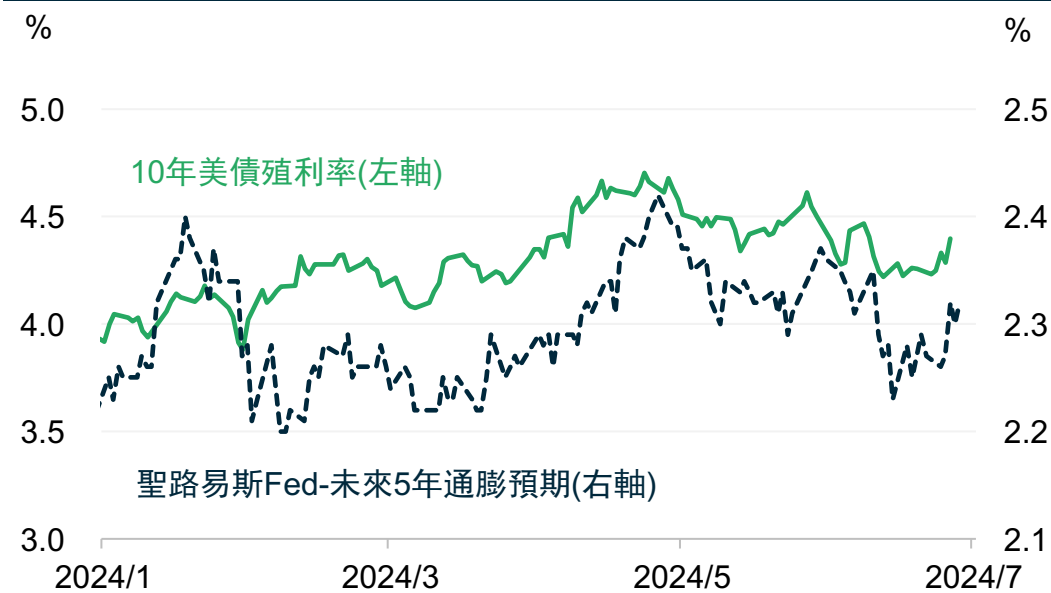
資料來源: Bloomberg。

債市 正負因素影響，利率短線反彈，但區間格局未變

總統候選人辯論後，**川普勝選機率提高，加劇未來通膨回升的可能，市場通膨預期明顯反彈，成為短線上利率的一大推手。**然而，5月職位空缺回升22萬至814萬，前月則下修14萬，合計兩月變化有限。自願離職人數、職缺失業比維持在346萬、1.22，皆與疫情前一年水平相當。配合此前公布的新增非農就業、ISM製造業指數等多項數據，皆顯示景氣放緩、勞動市場供需平衡的趨勢不變。

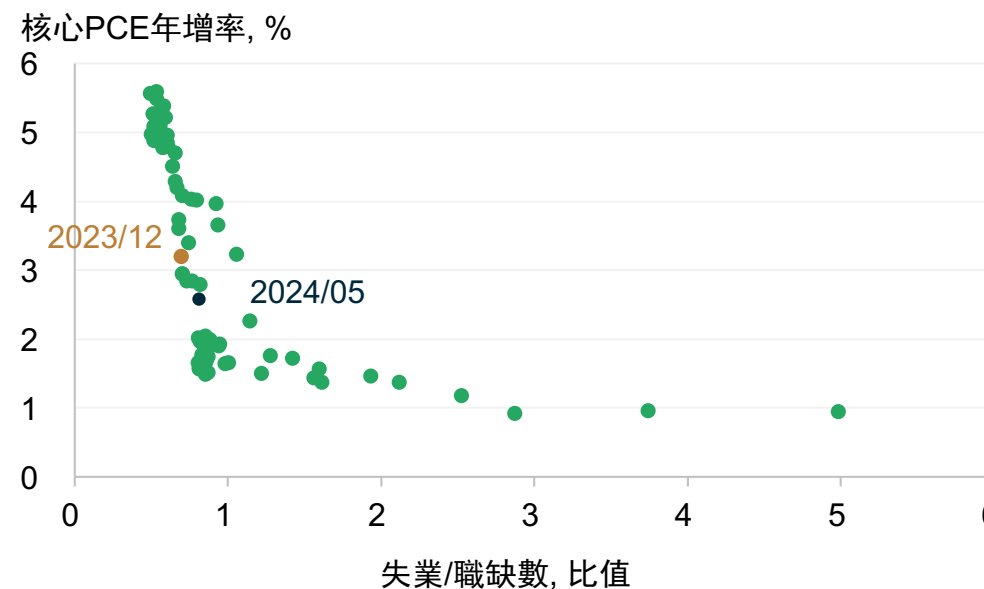
有鑑於此，Fed主席鮑爾稱通膨取得相當大的進展，樂觀幅度更甚6月FOMC會後聲明。FOMC票委舊金山Fed總裁戴莉則稱勞動市場恐接近進一步放緩的時點，雙雙凸顯Fed政策立場已隨5月經濟數據降溫，而逐步朝寬鬆方向調整。綜上所述，**即便短期政治不確定性推升殖利率反彈，然在景氣、通膨降溫，貨幣政策下半年轉向不變的背景之下，研判利率大幅突破的可能性有限，仍將維持高檔區間震盪格局，逢高仍可布局鎖利。**

未來通膨預期升溫，支撐美債殖利率



註：聖路易斯Fed未來5年期通膨預期反映市場對未來通膨的展望。
資料來源：Bloomberg。

隨勞動市場降溫，通膨亦逐步回落



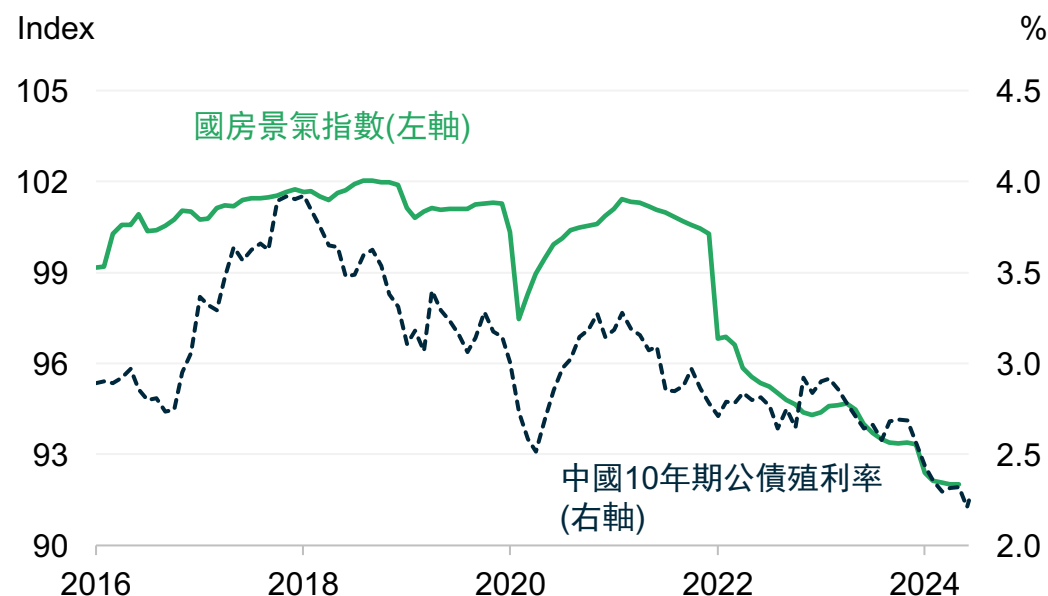
資料來源：Bloomberg。

中國 人民銀行債券賣出, 力求緩解悲觀預期與貶值壓力

7/1中國人民銀行發布公告, 決定近期向部份公開市場業務一級交易商(主要是商業銀行)開展國債借入操作。5月以來人行多次向市場提示長債風險並展開實質操作, 主要因為: 1)緩解人民幣貶值壓力。隨中國公債利率下滑, 美債利率高盤, 美中利差自2022年來持續擴大, 成為人民幣貶值主因之一; 2)維持殖利率曲線斜率, 預防銀行利率風險; 3)引導市場預期。公債殖利率走弱, 反映投資人對長期經濟與投資回報的悲觀預期, 持續低迷的殖利率恐造成負向自我實現。

後續影響: 人行此舉訊號意義大過實質影響, 短期有助於中國10年期公債轉為震盪盤整, 惟殖利率長期走勢仍仰賴基本面變化, 若景氣循環無法於短期見到改善成效, 殖利率下行與人民幣偏貶走勢恐不易扭轉。

中國公債殖利率隨經濟預期一路下滑



資料來源: Bloomberg。

美中利差影響人民幣匯率偏弱運行



資料來源: Bloomberg。

中國 需求不足持續壓抑投資人情緒, 房市止穩與政策期待提供下方支撐

經濟數據：中國6月官方製造業PMI持平於5月的49.5, 低於經濟學家預期之外, 也維持在榮枯線下方, 從PMI結構來看, 主要分項僅有生產指數在50以上, 新訂單回落、成品庫存上升, 顯示供過於求的格局延續。基本面需求放緩, 企業前瞻獲利展望偏弱, 使A股及港股近期雙雙跌落關鍵點位。

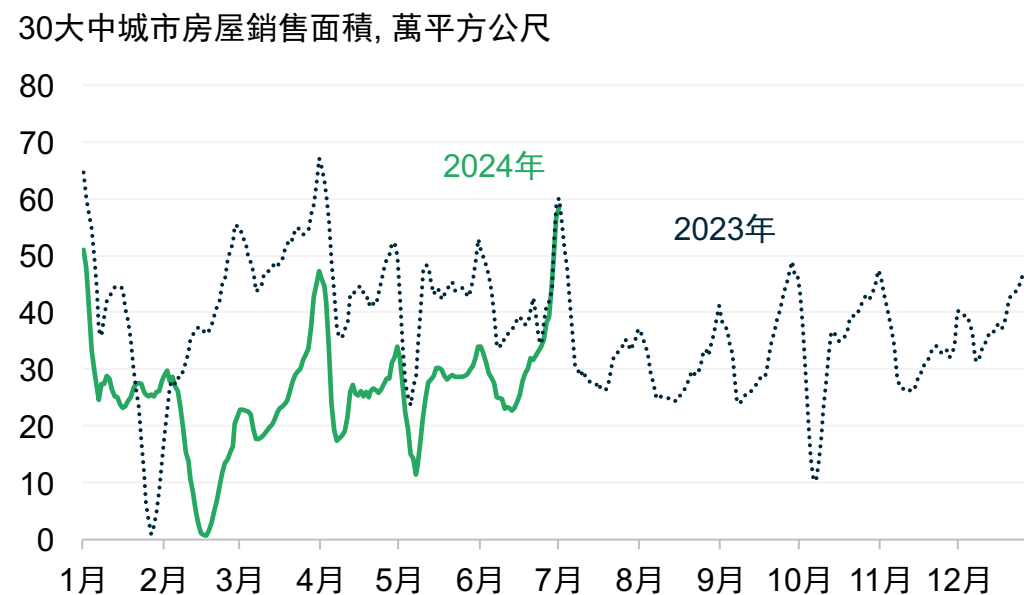
後市展望：房地產寬鬆政策加碼, 北京跟進調降頭期款比例與房貸利率後, 一線城市已全面鬆綁, 6月下旬房市銷售狀況好轉, 30大中城市房地產銷售面積創下年內新高, 若房市交易能持續改善, 應能提供大盤一定支撐。展望後市, 即便股市評價面處於低位, 在獲利增長預期偏弱環境下, 境內外股市出現多頭行情機率不高, 短線恐難擺脫整理格局。

需求不足對企業獲利影響依舊負面



資料來源：Bloomberg。

6月中國房地產銷售出現回升跡象



註：房屋銷售面積取7日移動平均。

資料來源：Wind。

Jul 2024

8	Monday	9	Tuesday	10	Wednesday	11	Thursday	12	Friday
日本貿易帳 德國出口		美國中小企業樂觀指數 中國社融 澳洲NAB商業信心指數		中國CPI 中國PPI 紐西蘭利率決策		美國CPI 德國CPI 日本核心機械訂單 英國工業生產		美國PPI 美國密大消費信心 中國貿易帳	

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