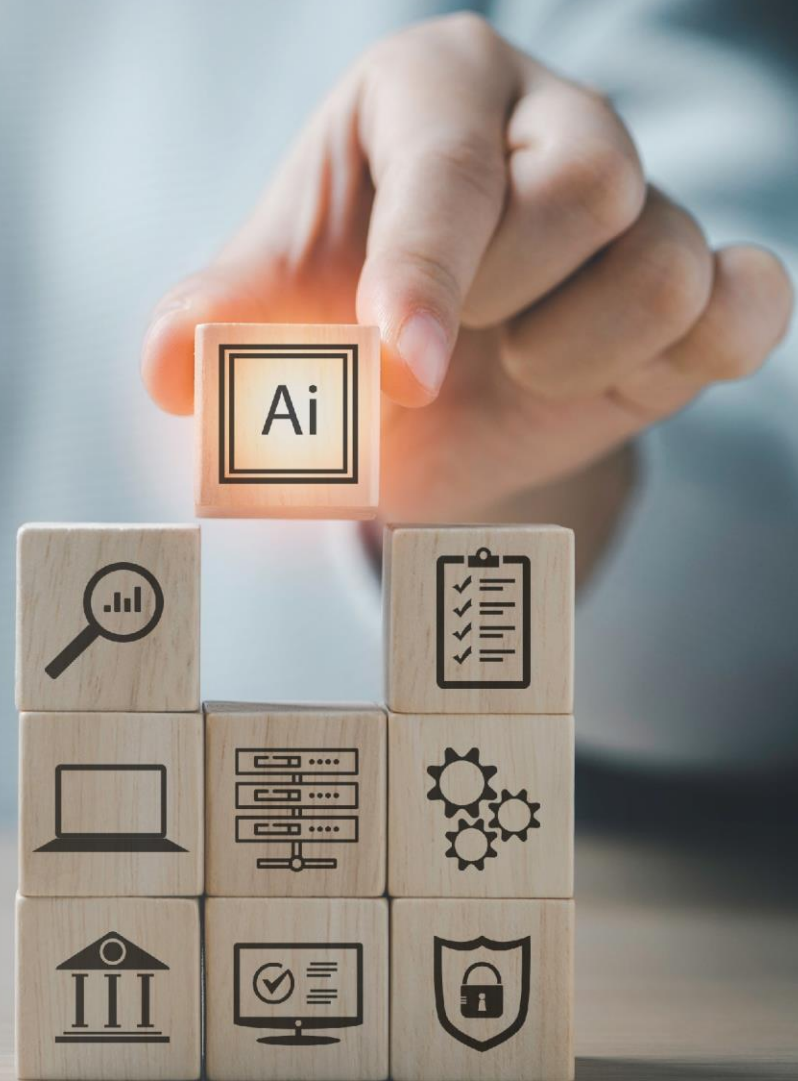


2024年第2季 全球經濟及市場展望

降息近在眼前，股市居高思危？

除另有指明，本報告以2024年3月所能取得之訊息為分析基礎。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。



Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 18 個別市場

摘要

「千呼萬喚始出來，猶抱琵琶半遮面。」用來形容美國聯準會貨幣政策轉向，真是再貼切也不過了。自從去年12月FOMC會後記者會，鮑爾暗示2024年將轉向降息之後，市場對於降息可說是殷殷期盼，等來的卻只有Fed官員苦口婆心解釋對通膨復燃的擔憂，於是市場對3月降息預期落空，對於降息時程的預期一再延後，也讓美國10年公債殖利率維持4%以上高檔不墜。

進入第二季，降息的條件逐漸成熟。首先，核心PCE回到3%以下，逐步往2.5%靠近。其次，經濟緩步降溫，這讓Fed有較適當的立場來調降利率，然而勞動市場的緊俏以及美國房市的價格創高，都讓聯準會沒辦法早早鬆口，也吊足市場胃口。

市場擔憂高利率帶來的衝擊，可能會造成經濟衰退，隨著美股創新高，這些擔憂已逐漸緩解，取而代之的是AI的狂熱，半導體投資的風潮，以及供應鏈移轉的商機。在製造業甫由低迷的景氣復甦之際，這些投資機會吸引了市場的目光，也引領了資金的流向。隨著製造業景氣好轉，投資機會將進一步擴散到低基期的循環性產業，漲勢的擴散將帶來樂觀的氛圍，進一步推升股市。

然而需要留意的是，股市上漲，景氣樂觀，將使得聯準會的降息循環不確定性升高，原因是一即使升息已見頂，Fed也不願意在股市漲勢正旺的時候，再添一把寬鬆的柴火。即使Fed如期在6、7月展開降息行動，降息的幅度和頻率，都可能較市場預期的更少，10年公債殖利率的走降也可能僅是曇花一現，沒辦法形成債市大多頭行情。

但那又如何呢？遠高於近10年平均的殖利率水準，形成了極佳的固定收益條件，逐步好轉的景氣環境，讓投資人可以精選投資標的，以構成最佳的資產配置組合。在充滿變化的國際局勢與金融行情中，取得短暫的平靜，已是難得的歲月靜好。

結論



總經

- ◆ 通膨未達標，聯準會不輕易鬆口，引導市場降息預期延後至6月，今年降息幅度則為3碼
- ◆ 經濟緩步降溫，製造業景氣底部翻揚，有望避開衰退情境



股市

- ◆ 生成式AI夯，雲端資本支出增，企業獲利回到成長軌道，支持股市震盪走揚
- ◆ 高利率環境對投資仍有壓制，降息將有利小型股評價拉高

BOND

債市

- ◆ 升息循環結束，美債殖利率高點已過，但經濟強於預期，將使降息幅度有限
- ◆ 美國衰退風險下降，利差擴大壓力可控，布局以投資級債為主，非投資級債為輔



匯市

- ◆ 兩大央行呈現觀望，美元匯價偏向高位區間震盪走勢
- ◆ 製造業循環持續復甦有利台幣，惟美債殖利率走揚壓抑台幣



風險

- ◆ 美國大選重演「川拜對決」，對金融市場帶來不確定性
- ◆ 中國經濟表現不如預期，若產生外溢效應，恐拖累全球景氣復甦力道

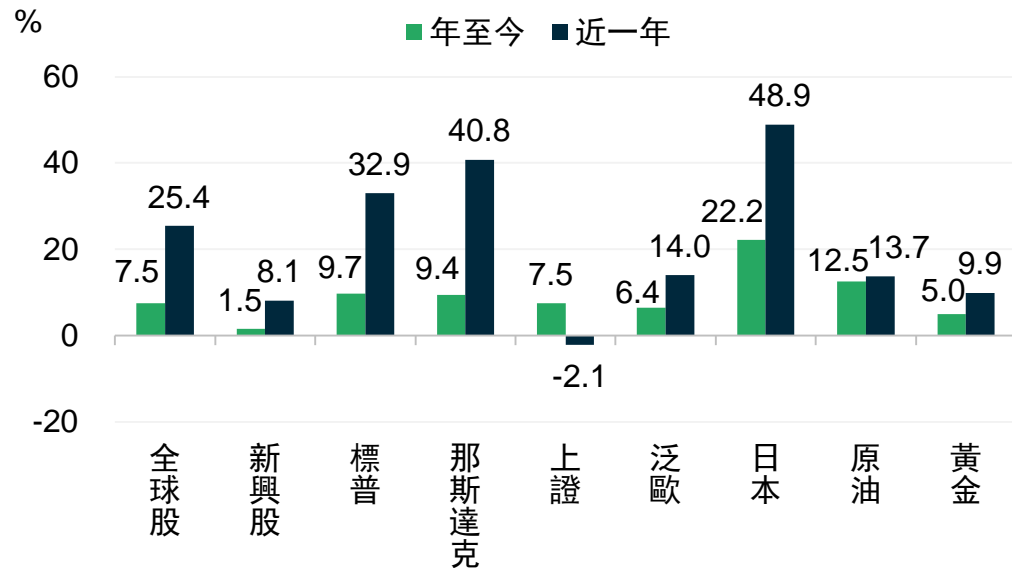
金融市場回顧

金融市場回顧

2024年Q1股市延續去年Q4的強勢表現，**成熟股市紛紛創下歷史新高，反應聯準會升息見頂，且經濟避開了大幅衰退的情形。**新興股市呈現明顯分化，台灣、印度股市欣欣向榮，隨著美股創新高，展現供應鏈移轉的紅利；陸港股市則先跌後漲，一度走低至2020年疫情期間低點才出現強勁反彈。商品方面，油價自低檔反彈後橫盤震盪，金價則受惠通膨緩降，小幅創新高。

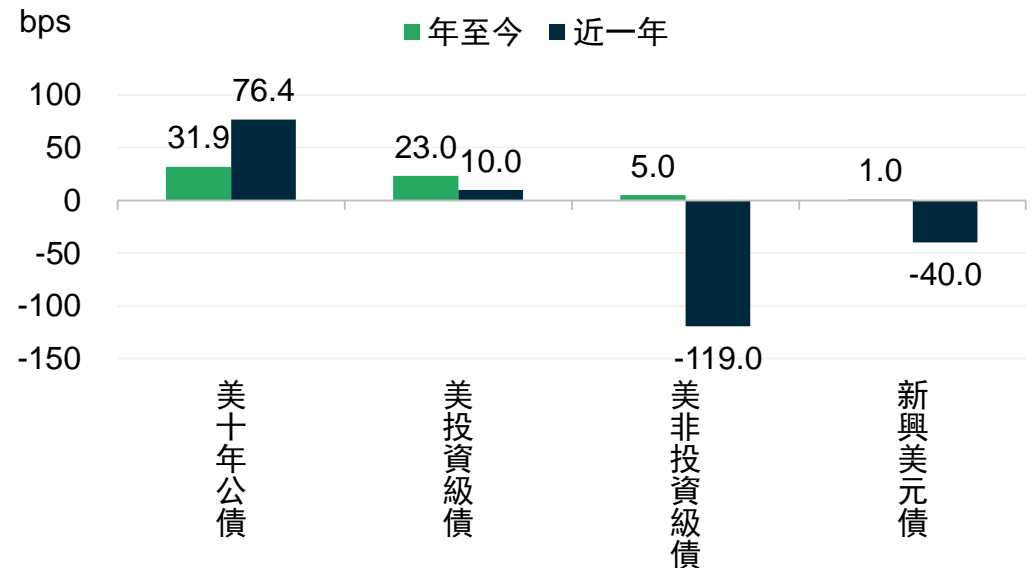
債市受到Fed打壓降息預期衝擊，10年期公債殖利率反彈，債市普遍受影響，不過利率相較於去年10月的高點，都明顯下降。信用債利差持續收窄，在經濟表現穩定，衰退預期消退下，預料利差大幅擴大的機率不高。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/3/22。

美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2024/3/22。

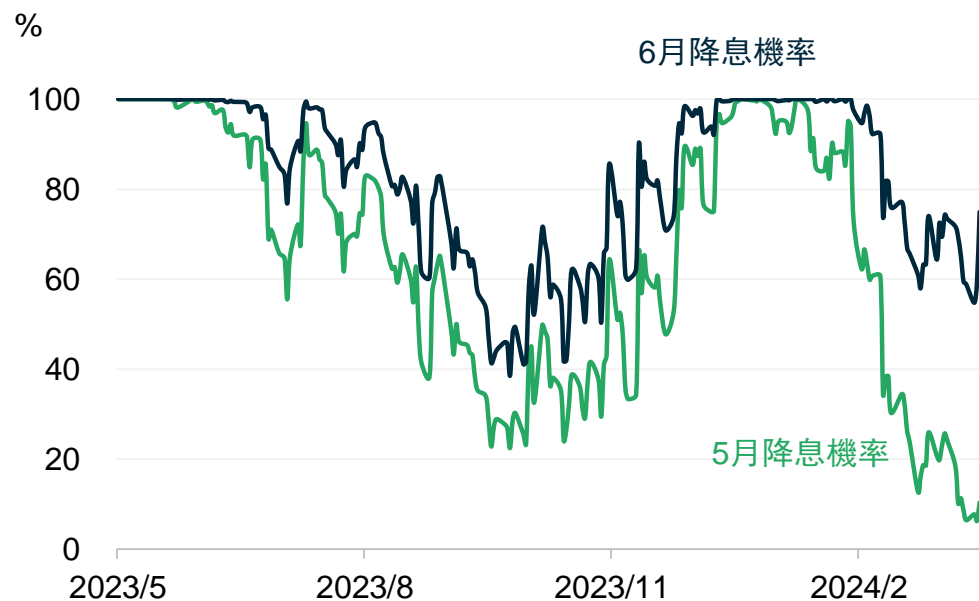
總體經濟與市場綜覽

聯準會極力消弭降息預期，債市陷入高檔震盪

聯準會去年12月釋出升息見頂，今年降息的訊息，資金湧入債券市場超前布署，美國10年期公債殖利率自最高點回落，一度大降120個基點到3.8%，市場預期今年降息的幅度最多高達6~7碼。隨著今年1月和3月的FOMC會議召開，聯準會官員一再強調，過早降息可能帶來通膨復燃的風險，市場對於5月降息的預期冷卻，預期6月降息的機率也從100%降到74.9%。

降息預期往後延，使得公債殖利率維持在高檔震盪，不過由於市場對於今年降息仍舊充滿信心，金融環境轉趨寬鬆，高盛金融情勢指數自去年10月起快速下降，並來到近1年半新低，這對於聯準會希望維持偏緊的貨幣環境以壓抑通膨似乎不太有幫助。

5月及6月降息機率



資料來源：FedWatch Tool。

公債殖利率仍在高檔，金融情勢已顯著轉趨寬鬆



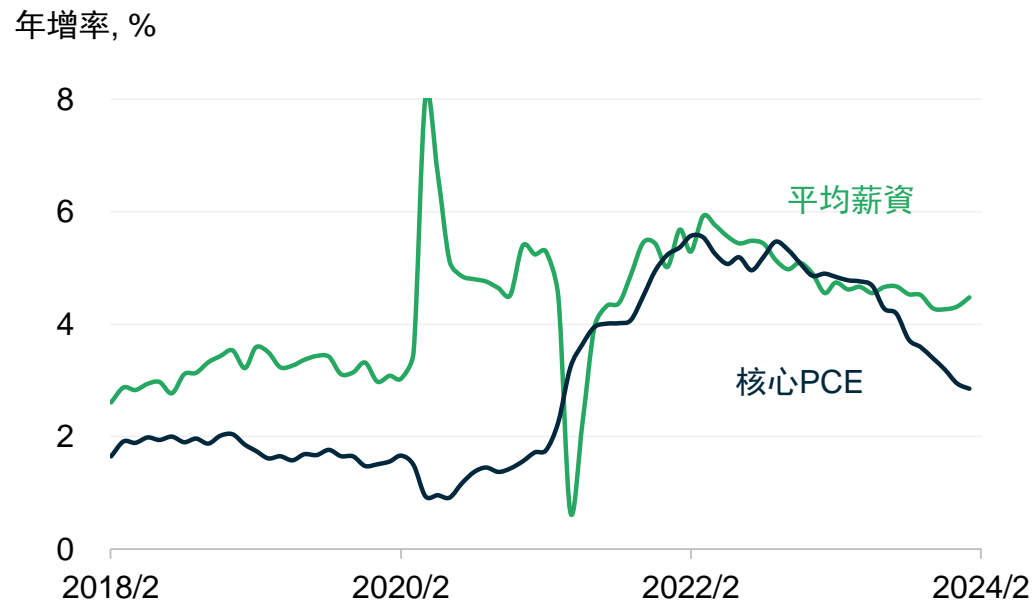
資料來源：Bloomberg。

通膨續降，但Fed沒辦法完全放心

Fed官員一致認同通膨正往2%的目標邁進，只是還需要一點時間，同時，官員們也擔心通膨捲土重來的風險，以黏性通膨—薪資與租金來看，就業市場有所降溫，勞動力緊俏的情形有所緩解，但在企業裁員被勞動力缺口抵消、失業率維持低檔的情形下，平均薪資年增率雖較過去一年回落，但仍未回到疫情前的增速，可能成為通膨回到2%的懸念。

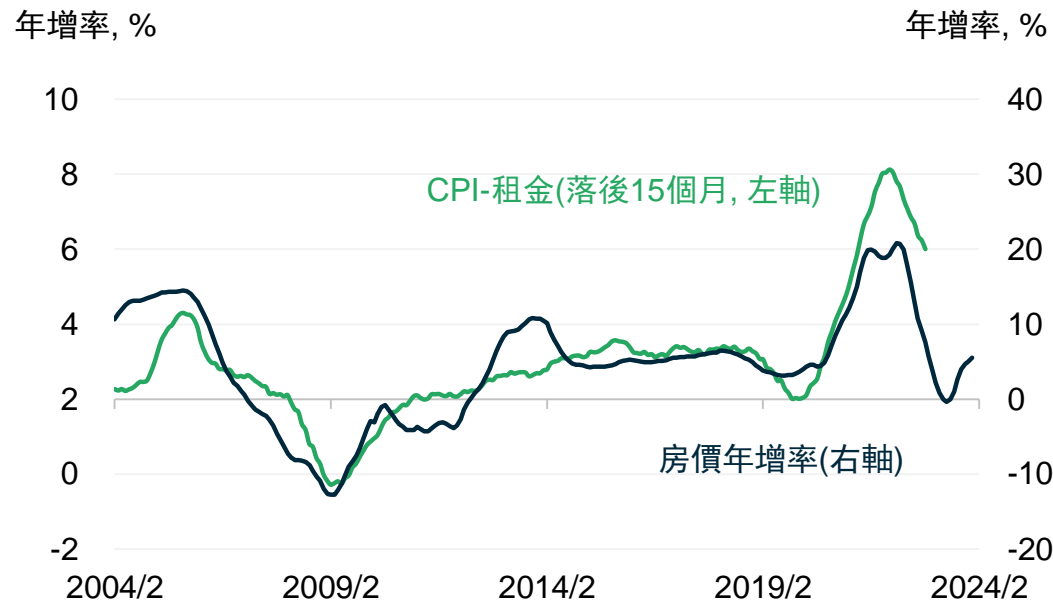
此外，CPI分項中租金的年增率雖然仍維持下降趨勢，但基期的效期逐漸消退，租金CPI到了Q3可能出現反彈，再加上美國目前房價走高，仍有小幅創新高的情形，都讓聯準會對於通膨回到2%的道路感到顛簸不安。**即使如此，隨著通膨數字以及經濟的降溫，聯準會仍可望在6月或7月展開降息，估計今年有3碼的降息空間，這也符合FOMC點陣圖中位數對於今年降息幅度的預測。**

核心通膨與薪資增速



資料來源：Bloomberg。

CPI租金項變化往往落後房價12~15個月



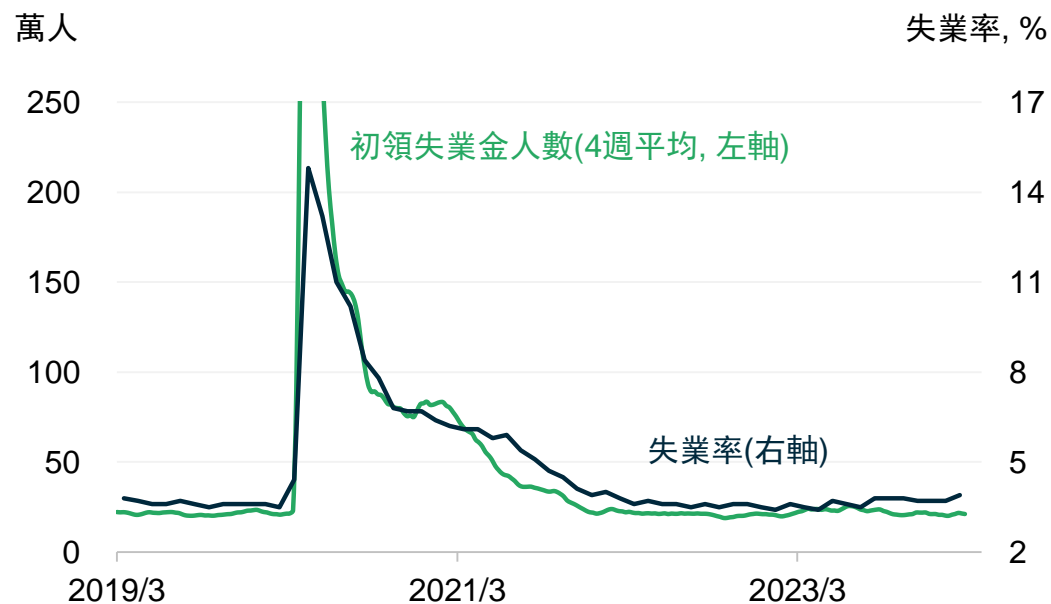
資料來源：Bloomberg。

放款緊縮但就業市場穩健，給Fed更多緩衝時間

維持通膨和就業穩定，是聯準會兩大任務，由於高利率會限制投資，增加企業舉債成本，間接影響企業聘雇意願，因此在升息階段的末期，往往會出現企業獲利下降、失業增加的情形。然而此次升息循環遇到的狀況是疫情後的勞動市場緊缺，勞工有較多工作機會可以選擇，即使被裁員，也可以很快找到新的工作。失業率始終維持在歷史低檔水準，也讓聯準會對抗通膨得以無後顧之憂，但換個角度來說，因為就業市場穩健，給Fed更多緩衝時間，Fed並不需要在通膨尚未達標之際就急著降息。

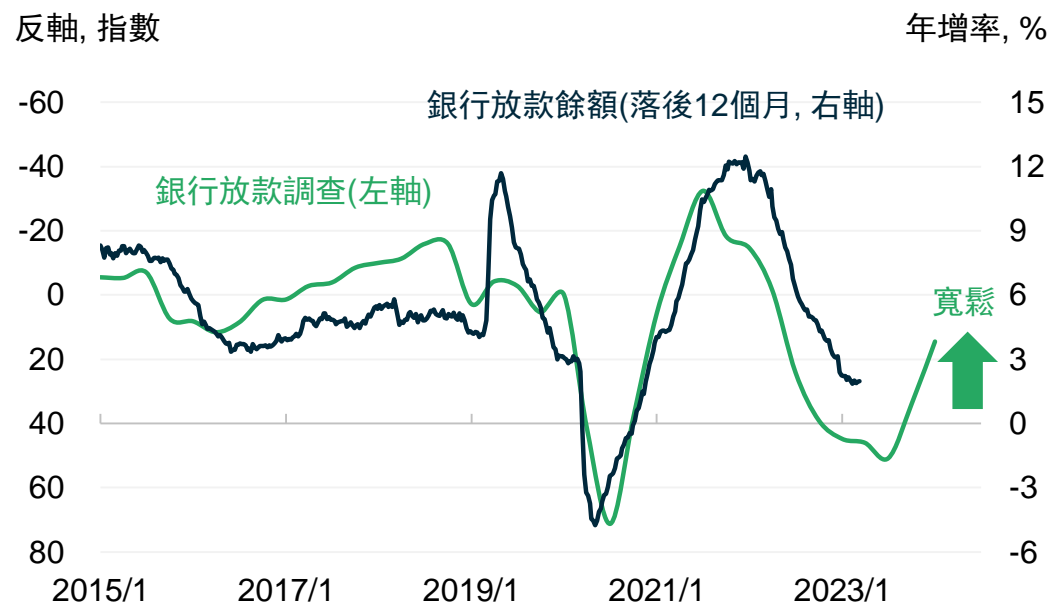
通過對銀行資深放款人員的問卷調查可以看出，2022年到2023年中，銀行放款意願緊縮，不過在去年下半年美國經濟表現優於預期，加上Fed釋出今年降息的訊號，銀行放款意願有所提升，也讓企業稍微喘一口氣。

就業市場相對平穩，Fed有更多時間觀察



資料來源: Bloomberg。

銀行放款意願有所提升，企業稍微喘一口氣



註：銀行放款調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)針對銀行資深放款人員進行問卷調查，數值越大代表放款意願緊縮，反之則為寬鬆。

資料來源: Bloomberg。

美國財政部下修Q2發債計劃, 並延後發行長債的壓力

2023/6兩黨通過暫停舉債上限, 解決了政府關門的危機, 為了充實TGA帳戶(Treasury General Account)以支付各項開銷, 財政部在2023Q3大量發債, 也在利率揚升的過程中推了一把, 而今年上半年由於財政部帳戶餘額充裕加上稅收增加, **財政部下修2024Q2發債計劃, 自Q1的7600億美元下修到2020億美元, 舉債壓力略降。** 不過由於利率節節高升, 2023年淨利息支出即高達6580億美元, 佔預算赤字38.8%, 大幅增加赤字壓力。

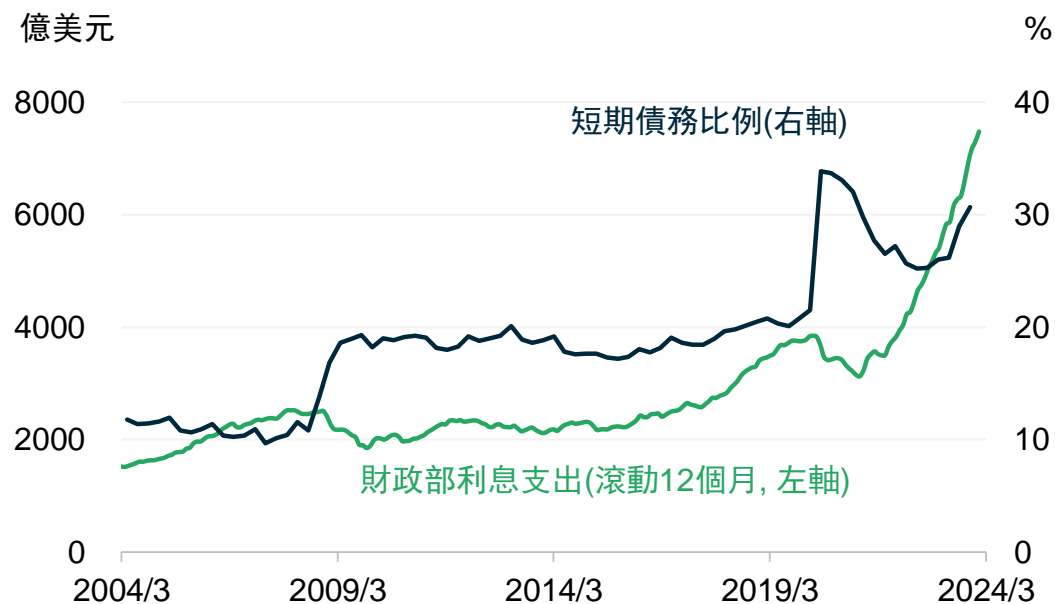
拜登政府提出年度預算案, 預估2024年底政府債務將達35.1兆美元, 較前一年增加2.1兆美元, 財政赤字1.86兆美元佔GDP的6.6%, 其中淨利息支出就佔了赤字的47.8%。財政部採取暫時減少發行長債, 增發短債的方式來避免長期支付高利率, 不過隨著債務規模以每年2兆美元的速度增加, 發行長債的需求終將再起, 將對Fed帶來降息的壓力。

財政部帳戶餘額仍充裕, 下修上半年發債計劃



資料來源: Bloomberg。

美國國債每年增加2兆美元, 利息支出壓力大



資料來源: Bloomberg。

GDP成長趨緩，製造業緩步向上

美國去年下半年經濟表現超乎預期，不僅打破了市場對於經濟衰退的擔憂，更讓聯準會的緊縮政策必須維持更久，而緊縮的影響終究會浮現，在去年大肆出國旅遊、參加演唱會的消費盛況預料今年將回歸正常，服務類消費動能降，使得今年的GDP成長率呈現緩步向下，以Q1的GDP為例，亞特蘭大Fed的預測模型GDP Now對於Q1的GDP季增年率下修至2.1%，接近彭博預估中位數1.8%，也與Fed SEP(Summary of Economic Projections, 經濟預測摘要)全年預估的2.1%相當。

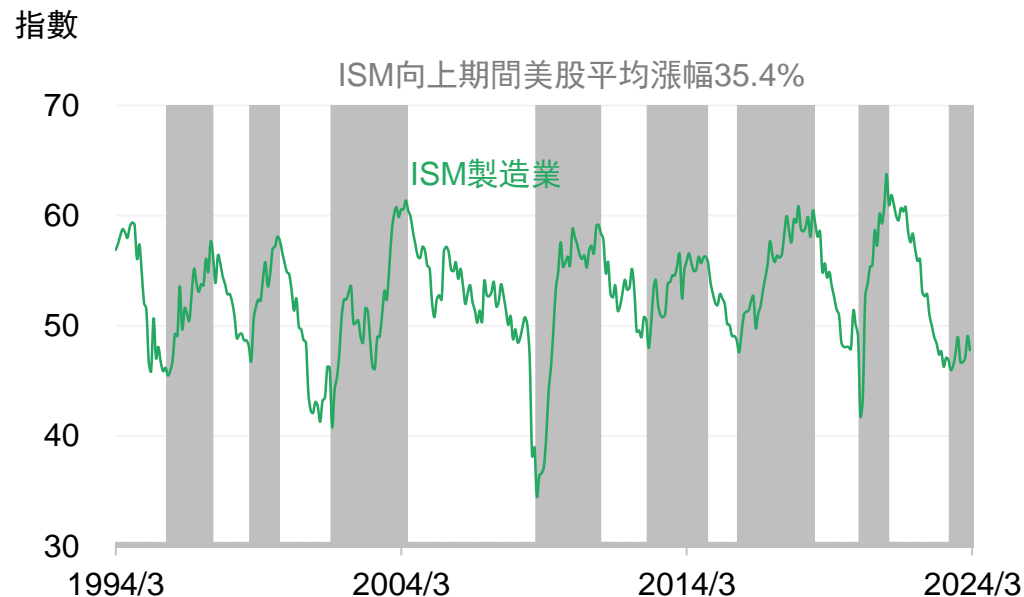
2024年美國經濟看似成長有限，但是製造業景氣正悄悄自低檔循環向上，ISM製造業指數自去年6月觸及低點之後未再破底，新訂單/存貨的比值也連9個月回到1以上，製造業景氣走揚將帶動股市上漲，過去經驗，美股在ISM製造業指數上升階段表現良好，對於股市而言將是一大助力。

美國今年GDP可能呈現緩步向下



資料來源：Atlanta Fed, Bloomberg預估。

ISM製造業邁向復甦之路



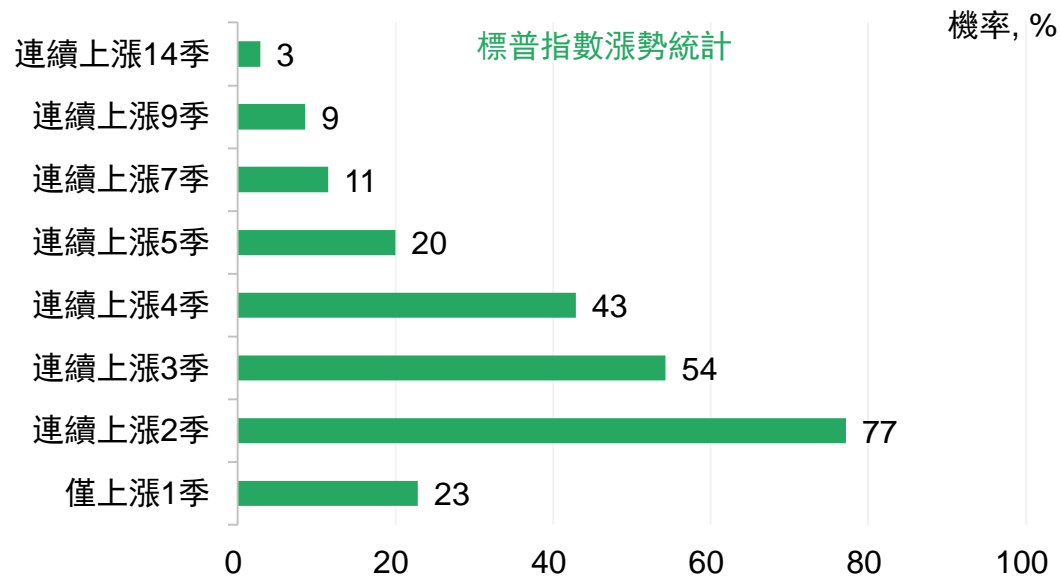
資料來源：Bloomberg。

股市(1) | 多頭走勢有望延續, Q2上漲機率仍高

美股自去年10月以來上漲逾2成, 漲幅驚人, 投資人一方面害怕錯失行情, 一方面也擔心追到高點, 觀察1980年代以來資料, 可以發現美股上漲走勢佔大多數, 177個季度有122季度上漲, 上漲機率68.9%, 而連2季上漲後, 下一季度上漲的機率進一步提高到73.1%, 平均漲幅3.2%; 而美股多頭走勢只漲1季就修正的機率僅23%, 而漲勢至少延續3季或4季的機率分別是54%、43%, 顯示美股仍有機會延續多頭走勢。

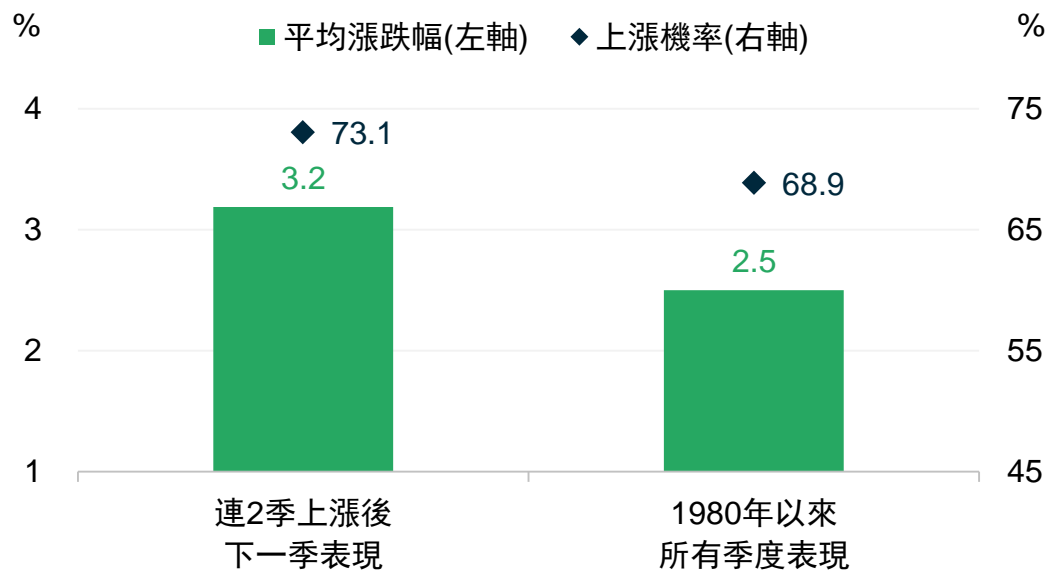
有趣的是, 美股多頭走勢歷史上最長曾連續14季上漲, 發生在1995~1998年, 當時正是個人電腦與作業系統大舉應用的時期, 在全球生產力大幅躍升的同時, 也帶動股市一路大漲, 而1995年也是少數美國歷經升息和降息循環而沒有發生衰退的案例。若美國製造業景氣可如期復甦, 伴隨Fed進入降息循環, 本波股市多頭行情仍有持續的機會。

美股多頭之路能否延續?



註: 統計標普500指數自1980年以來上漲季度資料。
資料來源: Bloomberg。

連2季上漲後, 美股表現不差



註: 統計標普500指數自1980年以來季度資料。
資料來源: Bloomberg。

股市(2) | 市場預先反應降息, 評價拉高是不穩定因素

美股連兩季走高, 除了反應降息預期, 也顯示對於景氣復甦展望良好, 標普的獲利預估, 呈現今年優於去年, 明年優於今年, 連兩年成長的趨勢。不過需留意的是, 標普500指數的前瞻12個月本益比已來到20倍上方, 距離2020年的高點23倍不遠, 然而當時的高點是在Fed大舉QE的環境下造就, 目前不大可能再啟QE, 故評價繼續往上的機率不高, 一旦降息幅度或獲利成長幅度不如預期, 指數拉回的風險將提高。

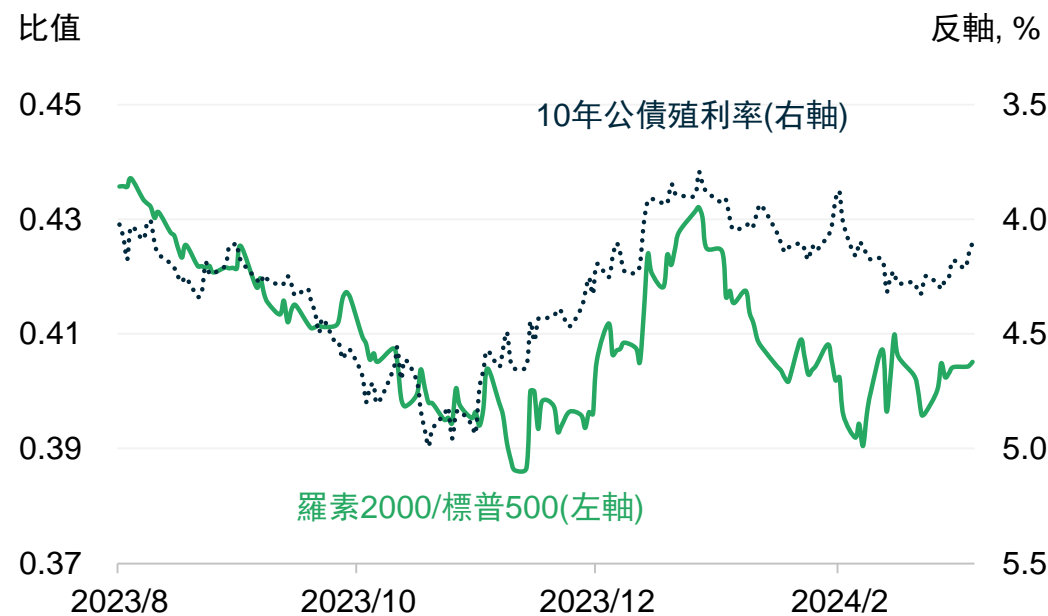
此外, 中小企業由於籌資能力不如大型公司, 在高利率的環境下, 舉債成本提高, 對於經營的壓力較大, 股價對利率的敏感性也更高, 因此在降息訊號明確釋出之前, 仍應以美國大型股為主, 策略上以低接不追高, 分批方式布局, 小型股的布局可等待降息效應逐漸擴散之後再採取行動。

標普評價拉高是不穩定因素



資料來源: Bloomberg。

小型股對於利率表現更為敏感



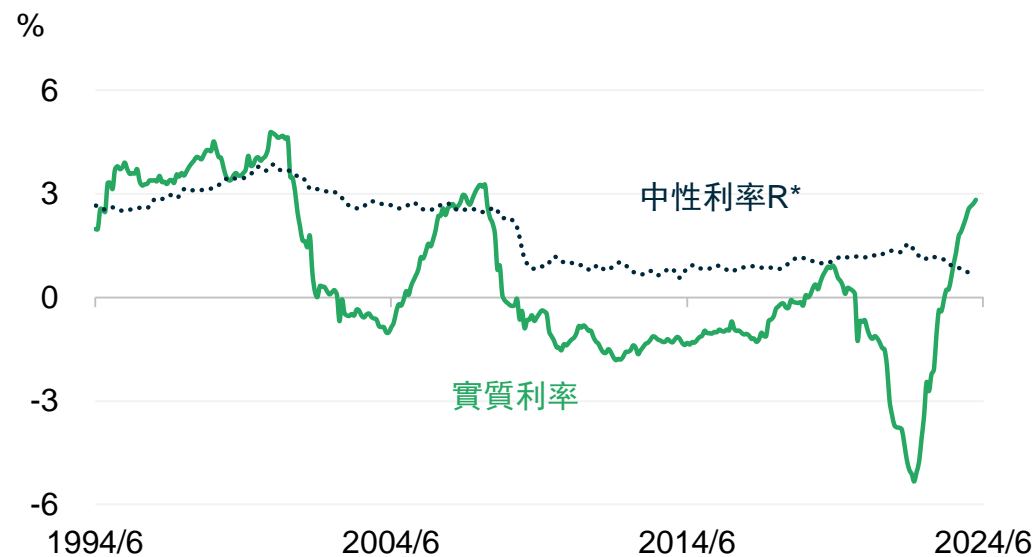
資料來源: Bloomberg。

債市 | 逢殖利率反彈布局, 以息收為主

美國經濟強於預期, 除了衰退機率明顯降低之外, 企業獲利也逐步回到成長軌道, 而根據紐約Fed模型預估, 目前的中性利率R*約在0.73%, 中性利率R*為一估計值, 實質利率(名目利率減掉通膨)若高於此一水準, 就會對實體經濟產生限制性的效果, 依過去經驗, 升息到了尾聲, 一旦經濟反轉發生衰退, Fed會採取大幅降息的方式來挽救經濟, 不過若經濟表現強韌, 未受升息影響, 就如1995年期間情形的話, 則利率大幅下降的機率也降低。

此次10年期公債殖利率高點落在去年Q3, 一度接近5.1%, 若聯準會釋出降息時間表, 利率有望提早走降, 然而若是降息空間有限, 公債殖利率可能呈現鋸齒狀下跌, 宜利用殖利率反彈機會布局。

實質利率對經濟已有限制性, 給予Fed降息空間



註: 中性利率R*指在此利率下, 產出與需求達到均衡, 此處採用HLW模型。實質利率採用名目利率減去核心PCE。

資料來源: NY Fed, Bloomberg。

降息前夕, 10年期公債殖利率多走低



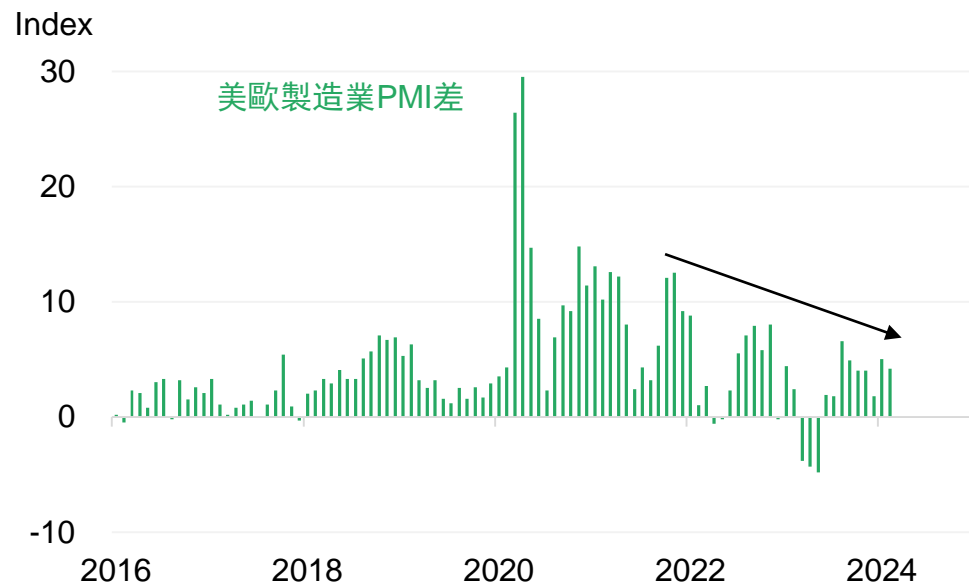
資料來源: Bloomberg。

匯市 | 美歐兩大央行呈現觀望, 美元指數偏震盪; 日、台央行升息非連續性升息

歐洲央行總裁拉加德暗示今年夏季可能降息, 而美國聯準會主席鮑爾則重申年內會降息, 兩大央行處於觀望階段, 讓市場對於短期內的貨幣政策變化保持謹慎態度。因此, 美元指數的走勢, 短期內可能會受到風險情緒的影響, 呈現高位震盪走勢。惟美歐製造業PMI差縮窄, 有利歐元築底反彈。

另方面, 日本央行與台灣央行不約而同採取升息行動, 日本是宣示結束負利率政策, 台灣則是為了避免通膨預期升溫而採取的預防性升息, 雖然相較美、歐央行較為鷹派, 但由於市場多預期兩者皆是一次性升息, 後續動向仍偏鴿, 因此匯率表現先升後貶, 可能還是要等待Fed更明確的降息訊號, 方能啟動升勢。

美歐製造業PMI差逐漸縮窄



資料來源: Bloomberg。

美歐利差與美元指數



資料來源: Bloomberg。

風險 | 川普若當選增加不確定性, 或加劇美中關係惡化

川普於2024/3/5「超級星期二」黨內初選大勝, 幾乎確定代表共和黨參選美國總統, 11月大選將重演「川拜對決」, 根據各美國媒體民調, 川普以2~4%的差距領先, **一旦川普重登大位, 勢必對金融市場帶來不確定性**, 例如他提出對中國商品課徵60%關稅, 有可能加劇美中貿易緊張。2023年, 中國出口至美國金額為4272億美元, 年減20.3%, 已拱手讓出美國進口國家第一名的位置。

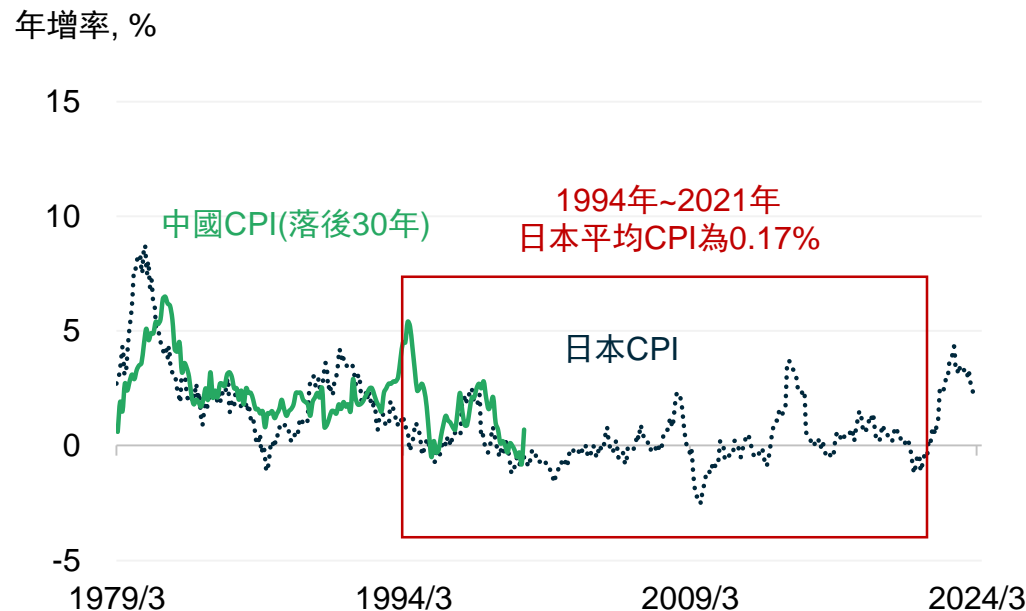
除了美國大選之外, 中國經濟表現不如預期, 也可能帶來金融市場動盪, 特別是中國連8個月陷入通縮, 債務陰霾以及房地產景氣下滑帶來的內需不振, 直接反應在股市表現上, 若出現外溢效應, 恐拖累全球景氣復甦力道。

美國進口前十大國家

排行	2023年	金額(億美元)	2022年	金額(億美元)	2021年	金額(億美元)
1	墨西哥	4756	中國	5363	中國	5043
2	中國	4272	墨西哥	4548	墨西哥	3826
3	加拿大	4211	加拿大	4366	加拿大	3573
4	德國	1597	日本	1481	德國	1348
5	日本	1473	德國	1466	日本	1348
6	南韓	1162	南韓	1154	南韓	951
7	台灣	878	台灣	917	台灣	770
8	印度	838	印度	855	愛爾蘭	739
9	愛爾蘭	823	愛爾蘭	826	印度	733
10	義大利	729	義大利	691	瑞士	635

資料來源: Bloomberg。

中國面臨需求不振及通縮疑慮



資料來源: Bloomberg。

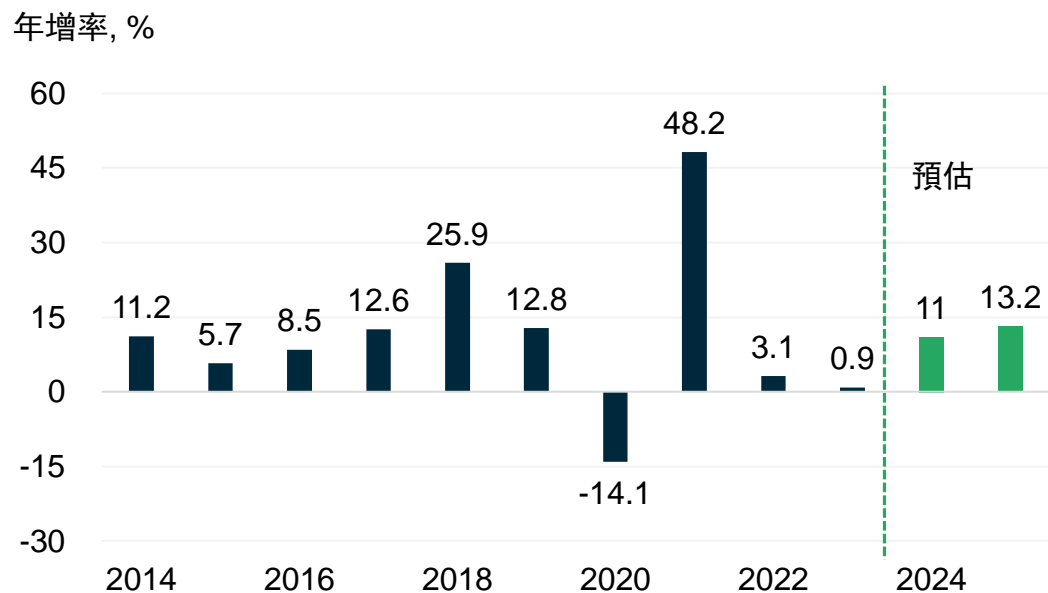
個別市場

美國(1) 企業獲利回升, 有利股市多頭行情延續

美國通膨雖具有一定的僵固性, 但放緩方向不變, 支持升息循環已屆尾聲的論調, 將帶動美國10年期公債殖利率長線逐步回落, 這對股市評價帶來正面的影響, 預估標普500指數的前瞻本益比將落在19-20間震盪。

就企業獲利而言, 歷經2年多的庫存調整, 2023年的企業獲利幾乎停滯, 不過, 展望未來, 隨著經濟衰退風險的下降, 加上AI的需求增溫, 將帶動企業獲利持續升溫, 根據Factset預估, 預估2024-2025年都約有10%的成長, 到了下半年, 股市將逐步反應明年的獲利成長, 若景氣復甦優於預期, 帶動2025年獲利預估上調, 亦有望進一步推升標普500指數。

標普500企業獲利逐年升溫



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

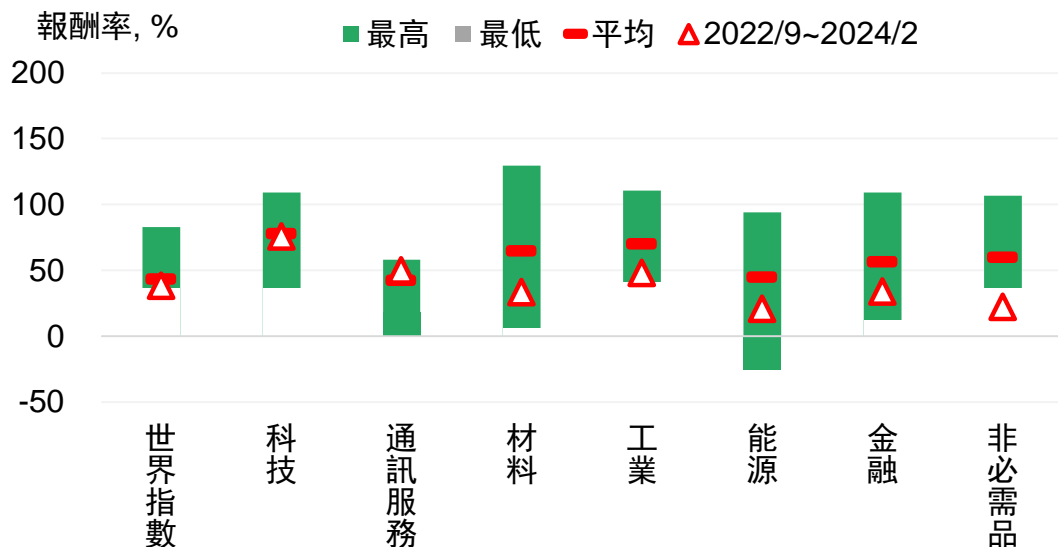
註: 數值為2024年標普指數目標價, 估算公式為2024年EPS*2025年成長率*P/E。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

美國(2) 股市回升趨勢中, 留意產業輪動狀況

自2022/11 ChatGPT的問世以來, 對科技業已帶來明顯的改變, 尤其是AI晶片的需求, 更是有增無減, 輝達去年Q4營收年增率高達265%。此外, 近期也發現, AI的需求也擴及至PC及手機產業, 例如, 戴爾最新財報也透露, AI PC可望帶動整體筆電的需求回升。

就股市表現而言, 其實全球股市在2022/10已明顯觸底回升, 其中科技、通訊服務類股表現最為亮眼。此外, 以過去的經驗來看, 在景氣回升階段, 循環產業也有望同步受惠, 現在階段, 預期工業、材料類股的潛在空間較大。

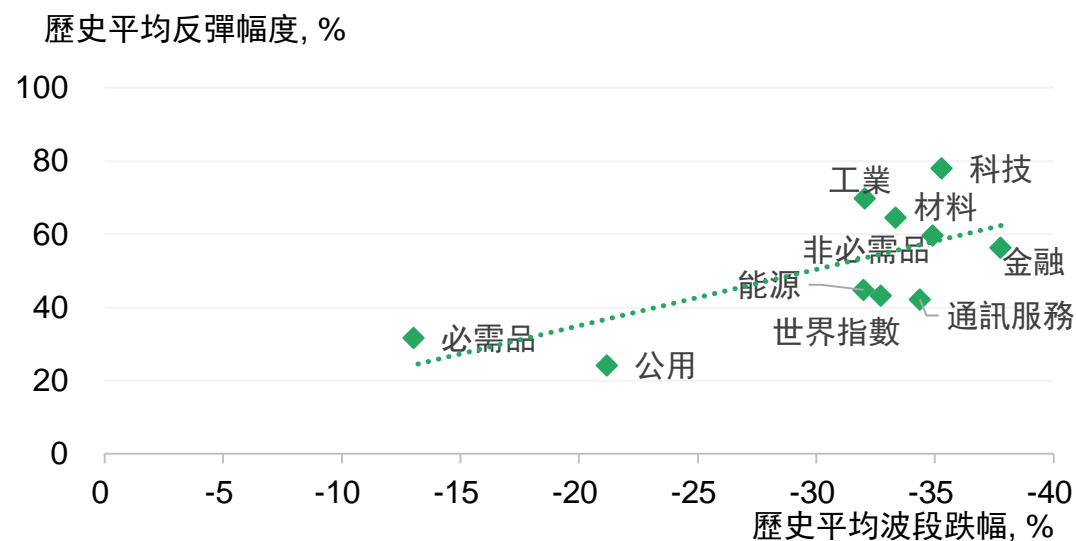
全球股市下跌逾2成後, 自低點起漲的各類股表現



註: 自1995年以來, 世界指數跌幅超過2成的波段低點為2002/9、2009/2、2011/9、2018/12、2020/3、及本次2022/9, 分別統計歷史及本次漲幅。

資料來源: Bloomberg。

過去經驗顯示, 科技股跌得深漲得高



註: 自1995年以來, 世界指數跌幅超過2成的波段低點為2002/9、2009/2、2011/9、2018/12、2020/3、及本次2022/9, 分別統計歷史及本次漲幅。

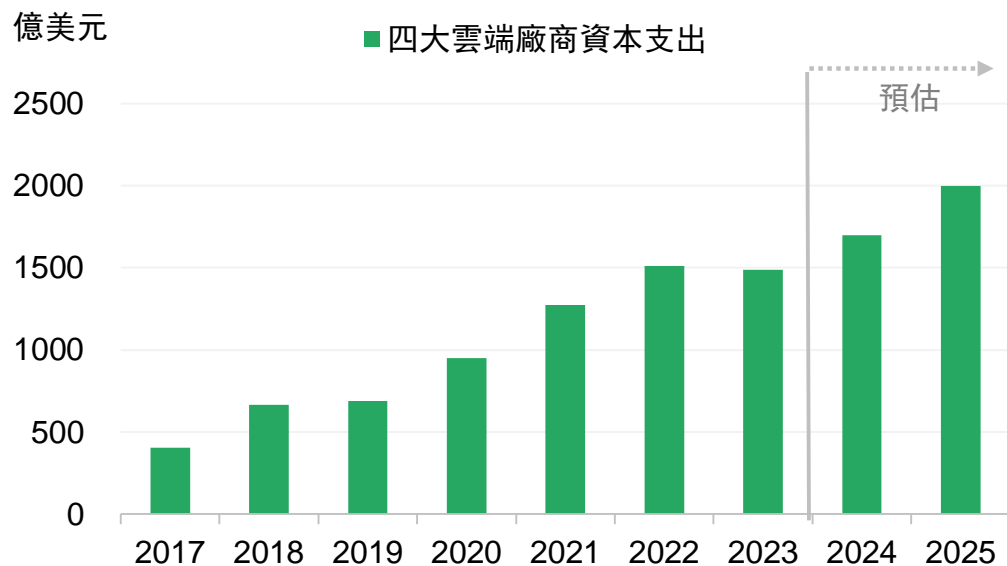
資料來源: Bloomberg。

科技(1) 資本支出帶動營收成長, 半導體景氣續揚

四大雲端服務廠商微軟、谷歌、亞馬遜、Meta雲端營收皆持續成長, 在看好生成式AI發展趨勢及雲端服務市場成長力道下, 各大廠預計拉高今年及明年資本支出金額, 除了採購更多的GPU(繪圖晶片)和AI伺服器之外, 也同步開發自家ASIC應用在AI平台, 更可達到客製化、節省成本及降低能耗等成效, 由於資本投資將帶動營收成長, 對於半導體景氣而言更是主要獲利成長動能來源。

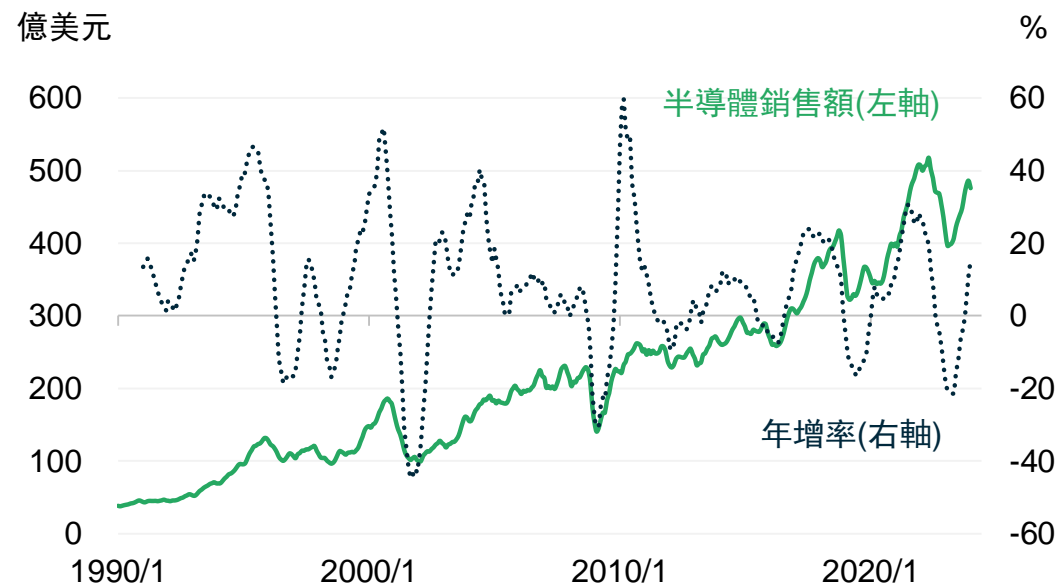
半導體景氣經歷2023年的存貨調整, 如今已重返成長軌道, 除了AI需求帶動高效能運算需求外, AI PC、AI手機, 甚至是未來蘋果將推出的Apple GPT, 預估都將帶動消費電子的換機潮, 將推升半導體景氣邁向另一波向上循環。

雲端資本支出增, 半導體景氣續揚



註: 取微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等4家公司總和。
資料來源: Bloomberg, 富國銀行研究所預估。

半導體銷售回到長期成長軌道



資料來源: Bloomberg。

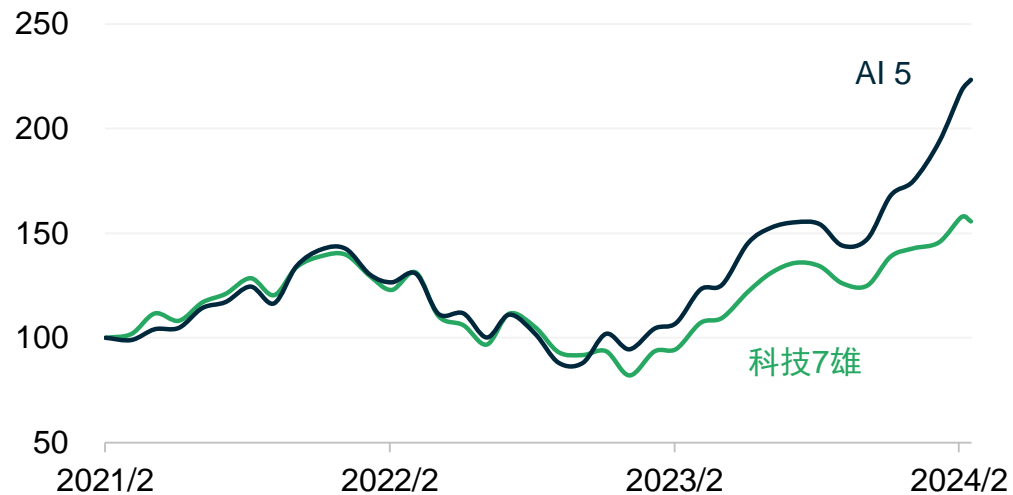
科技(2) AI 5打敗7巨頭？科技股長期以成長力取勝

美股創新高，主要是由科技股帶動，大家熟知的「7巨頭」，或科技7雄，近期表現卻出現分化，特別是蘋果和特斯拉，雙雙因為中國銷售下滑而挫低，相對於因為生成式AI爆紅，股價大漲衍生而來的「AI 5」-輝達、微軟、超微、台積電、博通，股價表現明顯落居下風，資金的移動上也將更為聚焦受惠AI而能大幅成長的產業及企業，例如近期輝達黃仁勳點出AI伺服器將全面採用水冷式散熱設計，就推動相關類股大漲。

科技股大漲在全球都是普遍現象，在股價大漲之後，勢必面臨評價偏高，以及資金過度集中的問題，然而在成長循環中，科技股的獲利成長也是表現最為突出的，因此成為資金追捧的對象，若考慮短期漲多拉回的風險，可採用定期定額或分批布局的方式參與投資。

生成式AI火熱, AI 5表現更勝科技7雄

市值標準化, 2021/2=100

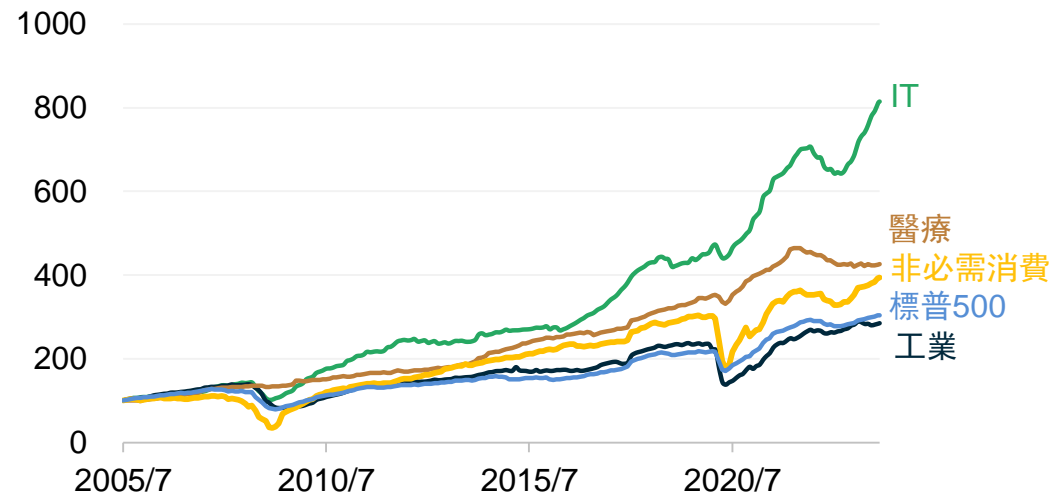


註：科技7雄包含蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta、輝達、特斯拉；AI 5包含輝達、微軟、AMD、台積電、博通。

資料來源：Bloomberg。

IT產業長期獲利成長超越其他領域

EPS標準化, 2005/7=100



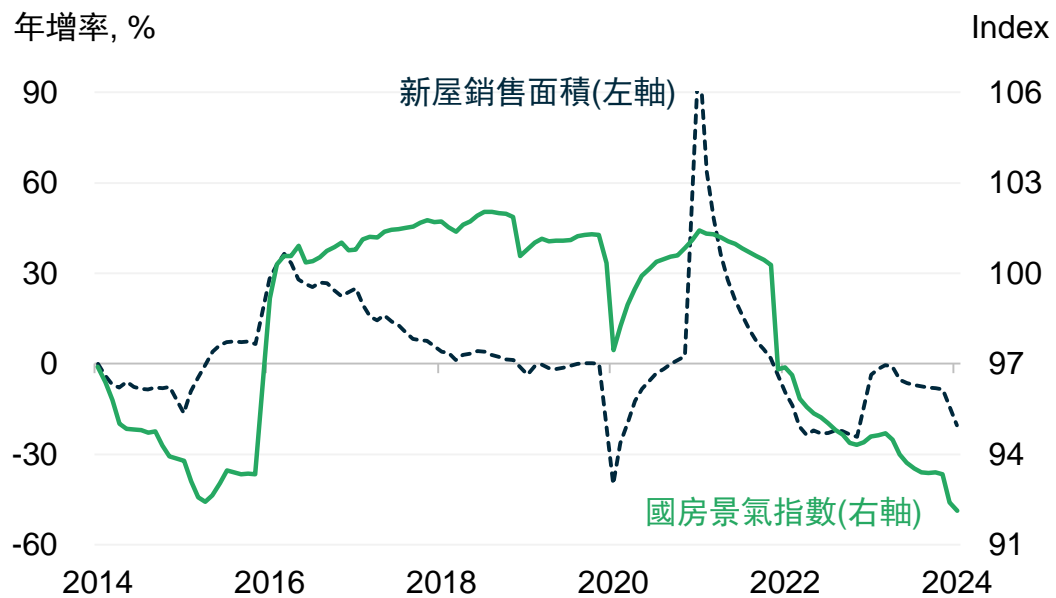
註：採用標普各指數。
資料來源：Bloomberg。

中國(1) 地產景氣與民間信心依舊偏弱, 基本面復甦有賴政策持續發力

2024年中國前兩個月許多經濟數據出現開門紅, 出口、CPI到消費生產皆優於市場預期。不過經濟的長期結構性恐怕尚未解決, 一方面, CPI增速短暫翻正源自於春節效應, 延續性仍有待觀察; 更重要的是, 房地產市場的調整仍未見底, **1-2月新屋銷售面積與銷售額分別較去年同期衰退20.5%和29.3%, 建商的投資與融資指標也同步走弱, 國房景氣指數下滑, 民眾的收入與價格預期偏弱, 房市下行趨勢不易反轉。**

社融數據同樣不甚樂觀, 今年1-2月新增社融較去年同期下滑1.1兆人民幣, 社融存量增速下滑, 結構面改善也相對有限, 企業貸款狀況幾乎持平, 反映民間借款需求疲弱, 對後續經濟信心不足, 基本面復甦狀況仍不穩固, 有賴北京當局政策持續發力。

中國年初房地產表現低迷



資料來源: Wind。

2024年前兩月新增社融總量與結構不佳



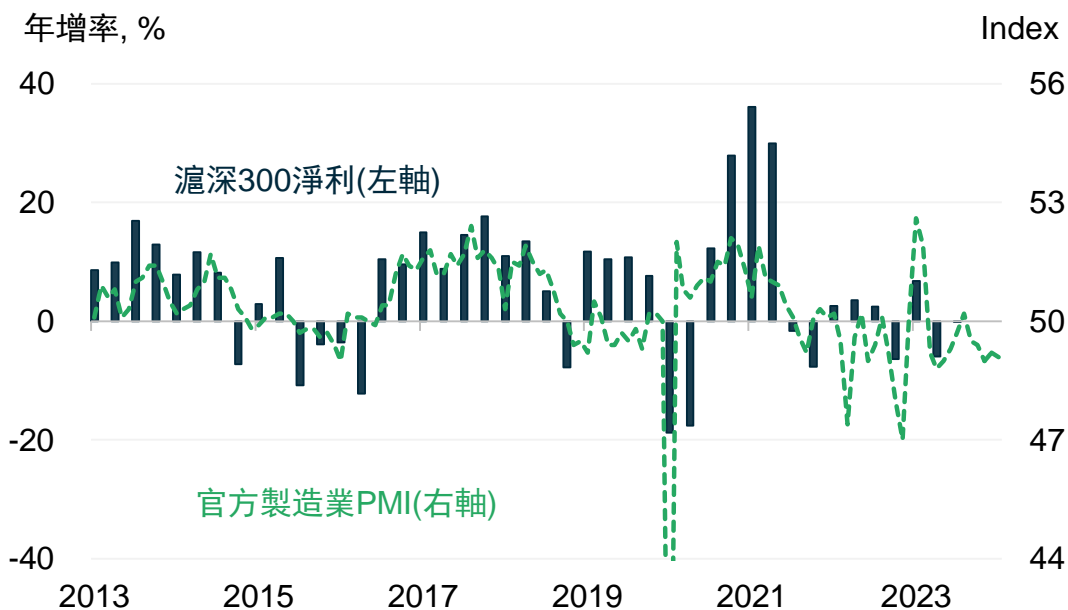
資料來源: Wind。

中國(2) 政策行情與結構性問題糾結, Q2股市料進入盤整期

中國股市歷經1月大幅下挫後, 從國家隊資金、交易管制等一系列護盤措施接續推出, 使境內外股市出現一波反彈行情, 然而, 反彈行情能否延續將回歸基本面, 企業獲利或景氣循環走出底部才能提供市場進一步上漲動能。

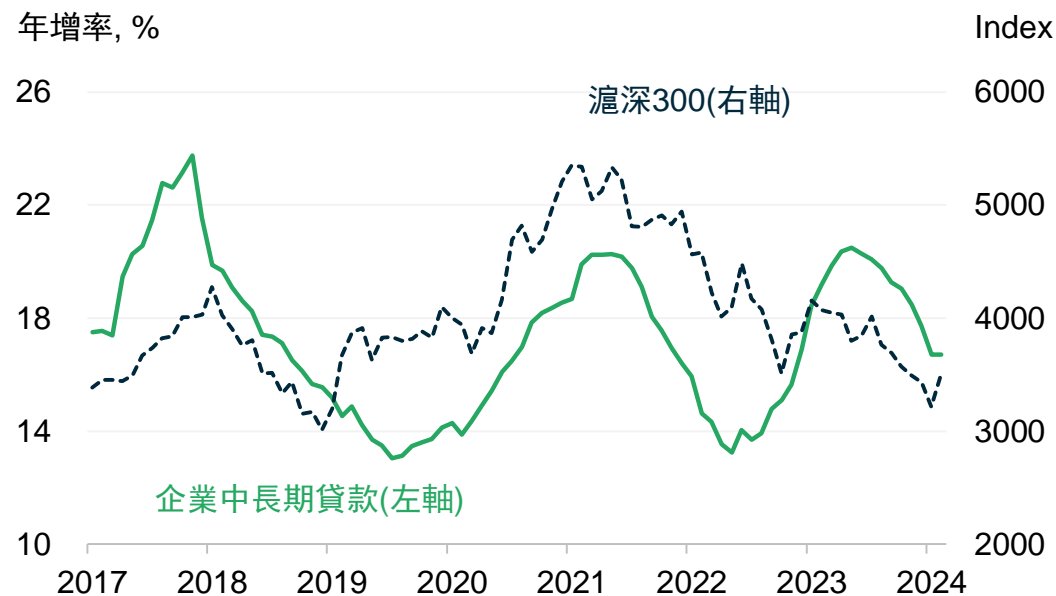
製造業PMI可視為企業獲利同步指標, 2月官方製造業PMI小幅回落, 新訂單與新出口訂單都在底部擺盪; 具有領先性的企業中長期貸款與M1增速回落, 可視為企業對未來需求的能見度不高, 借貸投資的意願也處於偏低水平。總結而言, **中國前兩月部份經濟數據雖有亮眼表現, 但是延續性有待觀察, 企業獲利前景未穩, 市場信心仍需呵護, 股市下方雖有政策力守不失, 但缺乏上攻動能, Q2盤勢料進入盤整區間。**

企業獲利狀況較去年改善, 但預期幅度有限



資料來源: Wind。

信貸循環偏下, 股市上行空間受壓



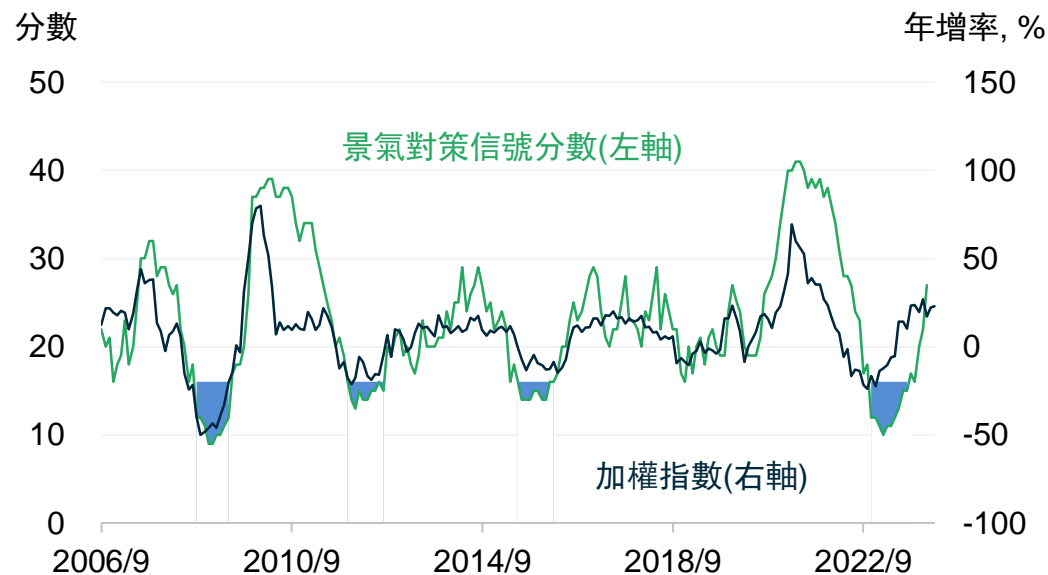
資料來源: Bloomberg。

台股 景氣轉綠燈, 台股緩步墊高

台灣1月景氣對策信號分數一口氣跳升5分達27分，由去年12月的黃藍燈轉為代表穩定的綠燈，加強了景氣復甦的信心，其中工業生產指數、製造業銷售量，以及工業及服務業加班時數都明顯升溫。此外，外銷訂單緩步回升，其中高效能運算及人工智慧等新興科技應用需求強勁，推升電子產品及資訊通信產品接單，顯示由製造業復甦帶動的景氣回溫逐步明確。

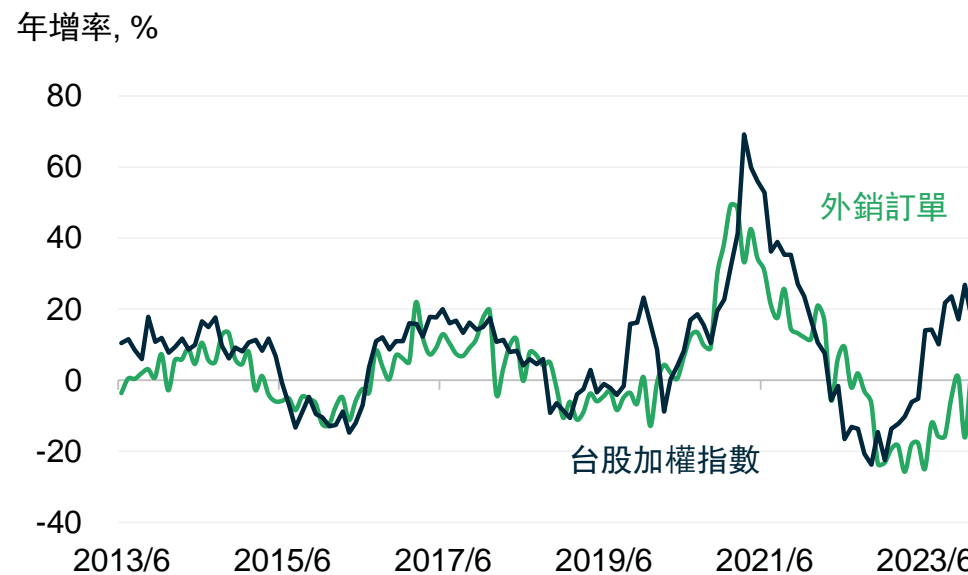
景氣回升，股市自然也早已脫離低點，自去年10月底起算，台股大幅上漲，漲勢也由半導體、AI族群，擴散到電子零組件、電子通路、機電、化工等類股，相對的，台股金融股、非金電傳產股表現就明顯落後，雖然台股權值以電子股為主，不過若景氣好轉，各產業也可望同步受惠，有利台股指數持續墊高。

1月景氣對策信號轉為綠燈



註：藍色區域代表景氣藍燈期間。
資料來源：國發會, Bloomberg。

外銷訂單有望重回成長軌道



資料來源：經濟部, Bloomberg。

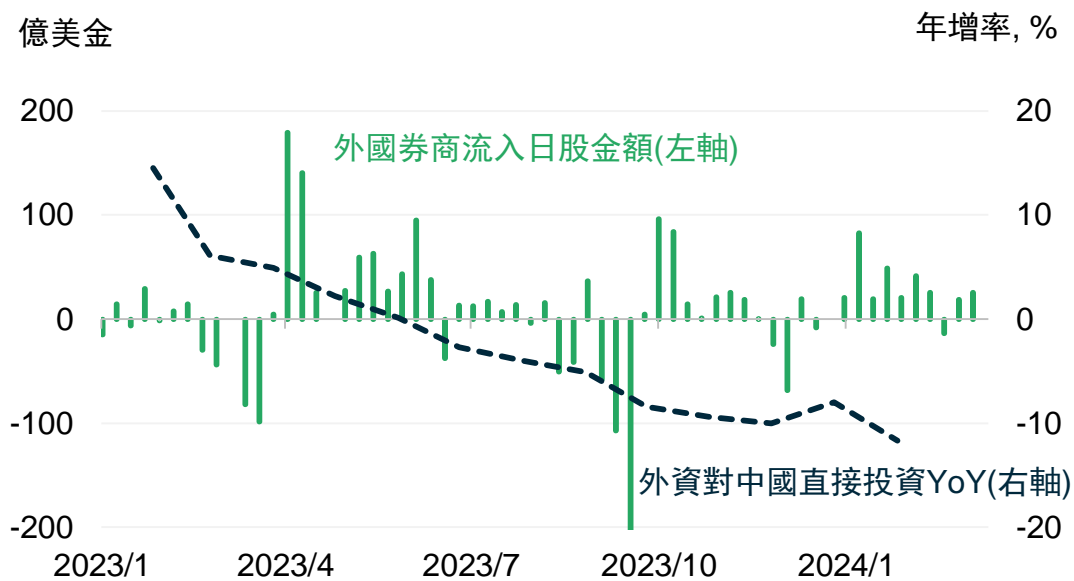
日本 日股短線震盪，長線正向看待AI浪潮推升日股動能

進入2024年後，全球掀起AI熱潮，美國科技巨頭大漲同步使日本半導體類股走強，巴菲特也再度加碼5大商社部位，加上近年中國經濟復甦疲軟，海外資金紛紛移轉至日本，帶動了日股衝破40000點大關。

另方面，日本春鬥調薪結果出爐，加薪幅度達5.3%，加上日本通膨穩定保持在2%上方，日銀調整利率政策，終結長達30年的負利率環境。

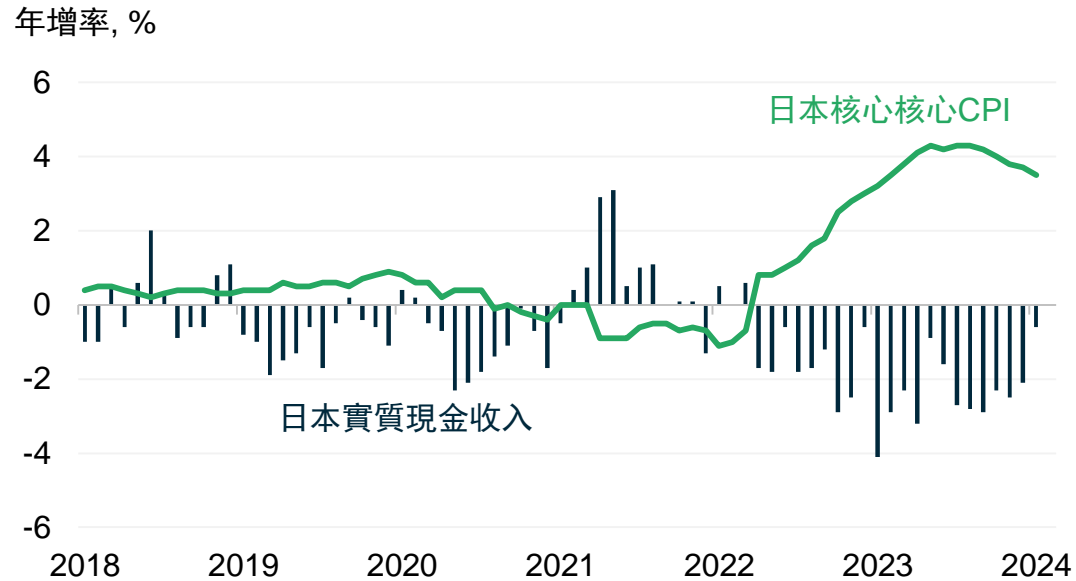
惟需留意，短線日股急漲，不排除有出現獲利了結賣壓的可能；然而**隨全球半導體供應鏈重組，日本的半導體地位提升，長線仍看好AI熱潮能推動日企獲利轉強，推升股市動能。**

外商撤資中國，海外資金轉移至日股



資料來源：Bloomberg。

通膨穩定、薪資有望持續成長，日銀終結負利率



資料來源：Bloomberg。

非投等債 信用風險降低, 預期後續信用利差大幅擴大壓力可控

自聯準會於2022/3開啟升息循環以來, 籌資成本的上升使得企業營運壓力增加, 違約率同步升高, 然而在2023/7最後一次升息後, 美國經濟持續展現韌性, 去年Q4經濟成長率3.2%超出市場預期, 說明美國實現軟著陸機會大。違約率方面, 彭博企業破產指數持續下行, 整體債市信用風險正逐漸降低, 另一方面, 非投等債信用利差也正持續收窄, 目前利差水準已縮至3.1%的低點, 研判後續信用利差大幅擴大壓力可控。

聯準會調降政策利率將有利債市, 縱使信用利差再縮窄空間有限, 然現階段殖利率水準高於10年均值, 依舊為布債良機。配置上, 非投等債殖利率具吸引力, 可做為衛星配置。

殖利率偏高震盪, 宜把握高利尾聲布債鎖利



資料來源: Bloomberg。

信用風險降低, 預期後續信用利差大幅擴大壓力可控



資料來源: Bloomberg。

石油 地緣風險影響下，油價將位居區間上緣

需求面：美國就業市場依舊穩健，使得美國經濟衰退風險降溫，有利於整體能源需求的提升。此外，以巴衝突未解，國際航運被迫改道，也將使能源需求增加。因此，國際能源署上修全年需求預估。

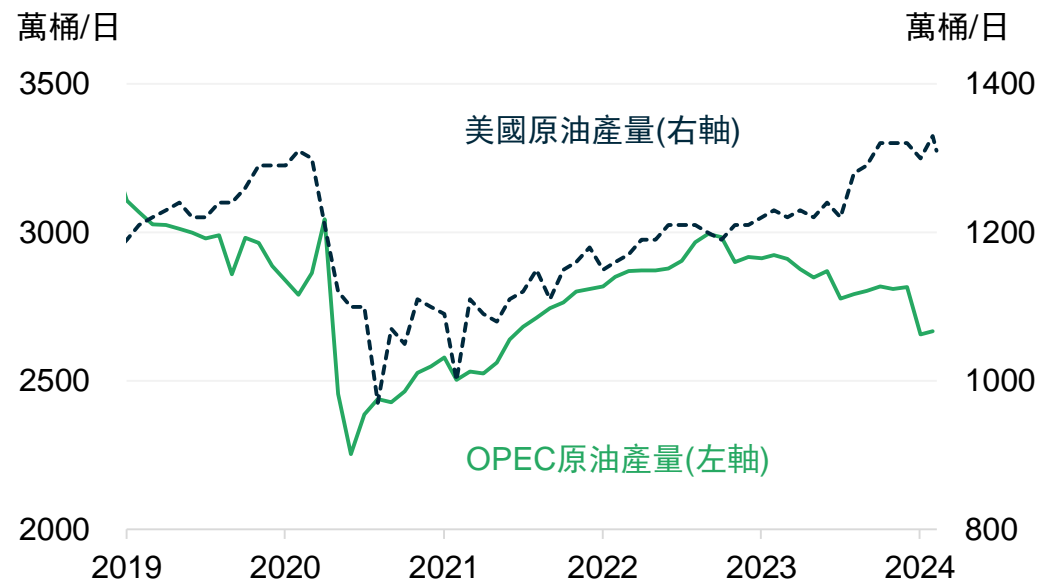
供給面：為了支撐油價，石油輸出國組織與夥伴國同意，每日額外減產220萬桶原油的措施，將再延長3個月，直到今年6月底。OPEC的減產，主要擔憂地緣風險會衝擊能源需求，就現階段而言，地緣風險仍是難解問題，因此，OPEC短期也難以取消減產協議，將支持油價位居區間上緣。

中東地緣風險難解，油價易漲難下



資料來源：谷歌地圖。

OPEC持續延長減產協議



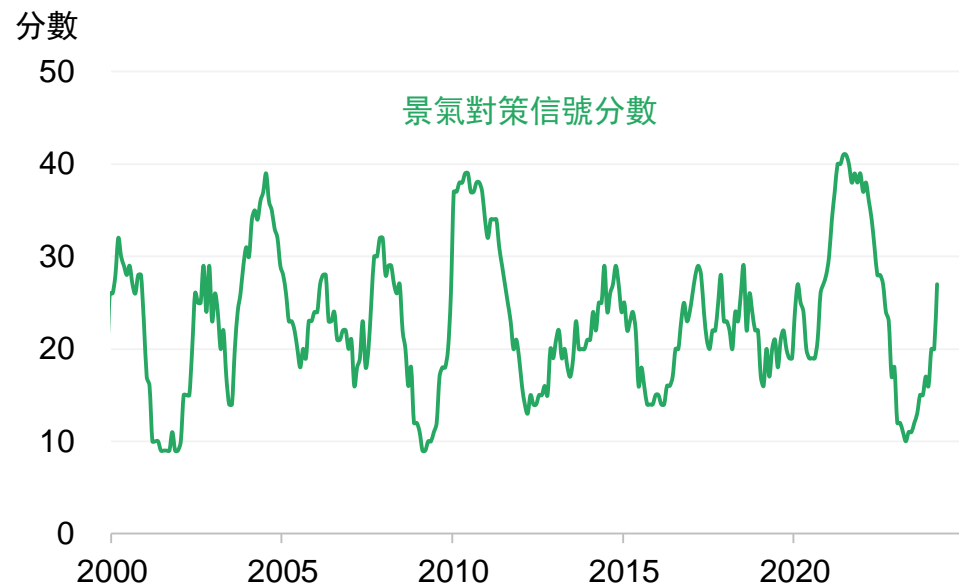
資料來源：Bloomberg。

台幣 製造業循環持續復甦有利台幣，惟美債殖利率走揚，吸引對美債及美元買盤

台灣基本面受惠1)AI需求強勁帶動、2)春節前備貨需求、3)傳統貨品因低基期而翻紅等因素，呈現加速復甦的情況，景氣燈號綜合分數一舉躍升至27分，由於上半年各分項基期偏低，將有利綜合分數偏升。

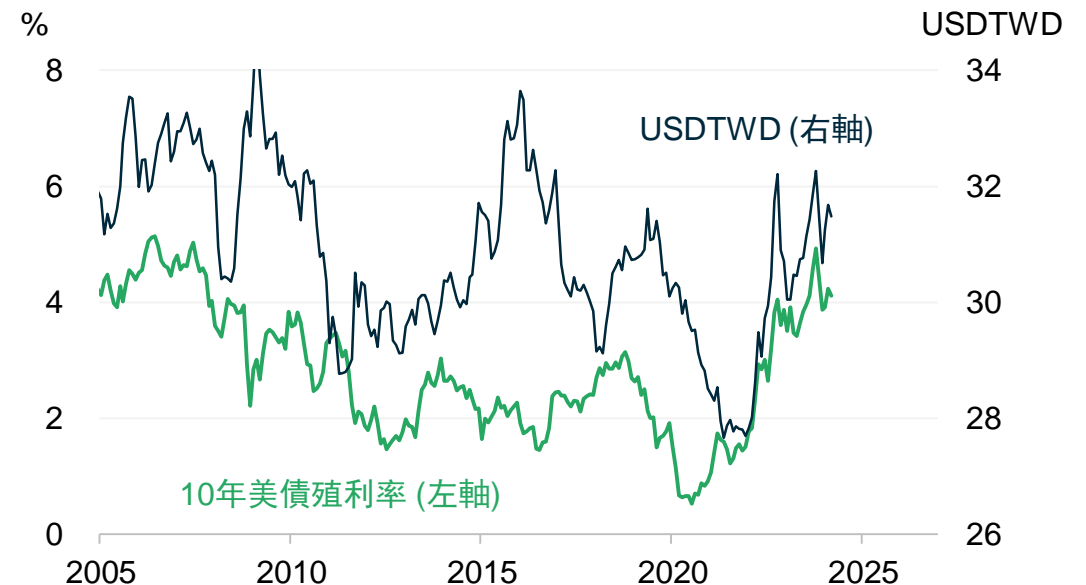
台灣央行於3月理監事會議升息半碼，主要因為4月國內電價擬議調漲，恐形成較高的通膨預期。在經濟成長可望增溫下，為抑制國內通膨預期心理，調升政策利率，有助促進物價穩定。匯價方面，AI需求強勁、去庫存陰霾散去，台灣央行升息等因素，幫助基本面復甦，有利長線匯價，惟短期美債殖利率走揚，吸引國人對美債及美元買盤，將壓抑台幣。

景氣對策信號分數躍升至27分，亮出代表穩定的綠燈



資料來源：國發會。

美債殖利率與台幣走勢



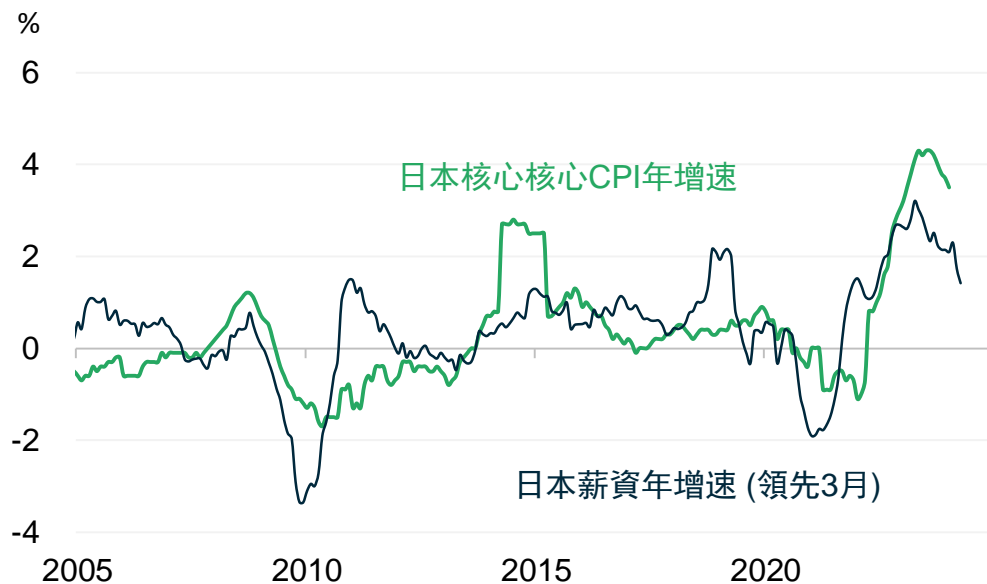
資料來源：Bloomberg。

日圓 日銀終止負利率，結束YCC政策但承諾持續購債；政策漸進趨緊，長線對日幣有利

日銀3月利率會議重點：1)終止負利率政策，由-0.1%~0%上調至0%~0.1%。2)結束殖利率曲線(YCC)管控措施，但也承諾會視需要繼續購買長天期政府債券。3)終止購買ETF、房地產投資信託基金(J-REITs) 等資產。

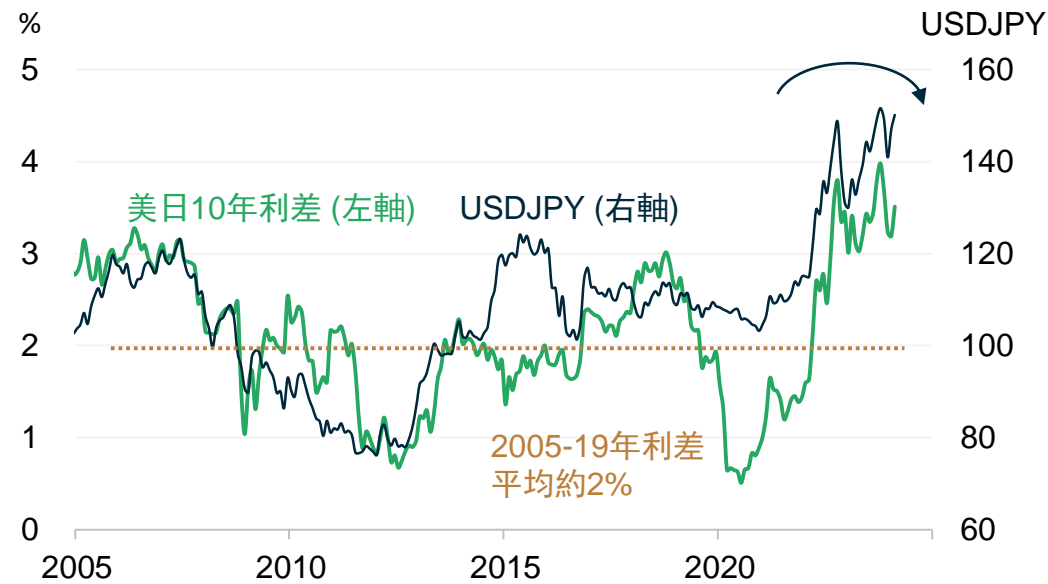
匯價：儘管日銀升息且趨緊方向不變，但短期將暫缺再次升息題材；另一方面更仰賴Fed政策變化影響，故近期隨美債殖利率震盪偏弱，而長線則等待Fed更明確的降息訊號，方能啟動升勢。

日本通膨與薪資年增速走勢



資料來源：Bloomberg。

美日利差與日幣匯價走勢



資料來源：Bloomberg。

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： 8722-6666