



2024年第3季

全球經濟及市場展望

Higher for Longer, 但牛市格局不變

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
- 4 結論
- 5 總體經濟與市場綜覽
- 26 個別市場

摘要

去年底以來，市場一直在期待著降息的到來。然而，隨Fed官員對降息的態度轉為保守，並堅持其「Higher for Longer」的政策立場時，市場對於政策轉向的期待似乎遙遙無期，也讓投資人對金融市場前景抱持些許遲疑。

進入Q2後，核心PCE年增速已回落至3%以下；同時，職缺數下降，則讓美國就業市場過熱的擔憂有所下降，雖然PMI物價分項和房價年增速反轉向上，仍是Fed不願明確鬆口降息的原因，但主席鮑爾強化預防性降息預期，顯示年內出現降息的機率依舊很高。

儘管市場擔心高利率可能導致經濟衰退，但隨著美股創下新高，投資人目光已轉為對生成式AI技術的熱情、半導體投資的軍備競賽，以及供應鏈轉移帶來的商機。這些投資機會不僅吸引了市場的注意，也引導了資金流向。隨著企業獲利的好轉，厚實的基本面將成為下半年推動股市上漲的動力。

然而，股市的上漲，並非完全沒有風險。去年以來，美國就業暢旺，同時伴隨著核心通膨持續降溫，很大的原因是因為高物價、高利率的環境下，已經讓美國人住房、利息等必要性負擔有所攀升，若此趨勢延續，恐怕對後續美國人的消費力形成拖累。

儘管如此，高位震盪的美債殖利率，意味著債券投資者「逢高鎖利」的機會。尤其在Fed終將放鬆貨幣政策下，投資者可以利用機會，為自己建構一個適合自己的固定收益投資組合，讓自己在變化莫測的金融市場中，能夠保有一個穩定的被動收入來源。

結論



總經

- ◆ 景氣無虞、通膨「降溫趨勢不變」，Q3延續Higher for Longer的總經背景
- ◆ 6月FOMC上調點陣圖的中位數；若通膨未見趨勢反轉，則9月將降息一碼



股市

- ◆ 獲利改善情況持續，為基本面有力支撐，標普500若修正至月、季線，皆為逢低買進機會
- ◆ 留意高評價下，隨殖利率於高位震盪，可能讓短線股價容易震盪，但長線偏多看待

BOND

債市

- ◆ Fed官員延續觀望，讓市場降息預期、美債殖利率維持震盪走勢，適合投資人逢高鎖利
- ◆ 信用債方面，基本面無虞，但下半年開始，需留意明年債券到期的數量將有所增加



匯市

- ◆ 聯準會政策論調較歐洲央行緊，加上歐洲政治不確定性上升，美元應持續高位震盪格局
- ◆ 景氣回升有利台幣匯價，但美債殖利率續居高位、吸引購債資金外流，對台幣仍為不利



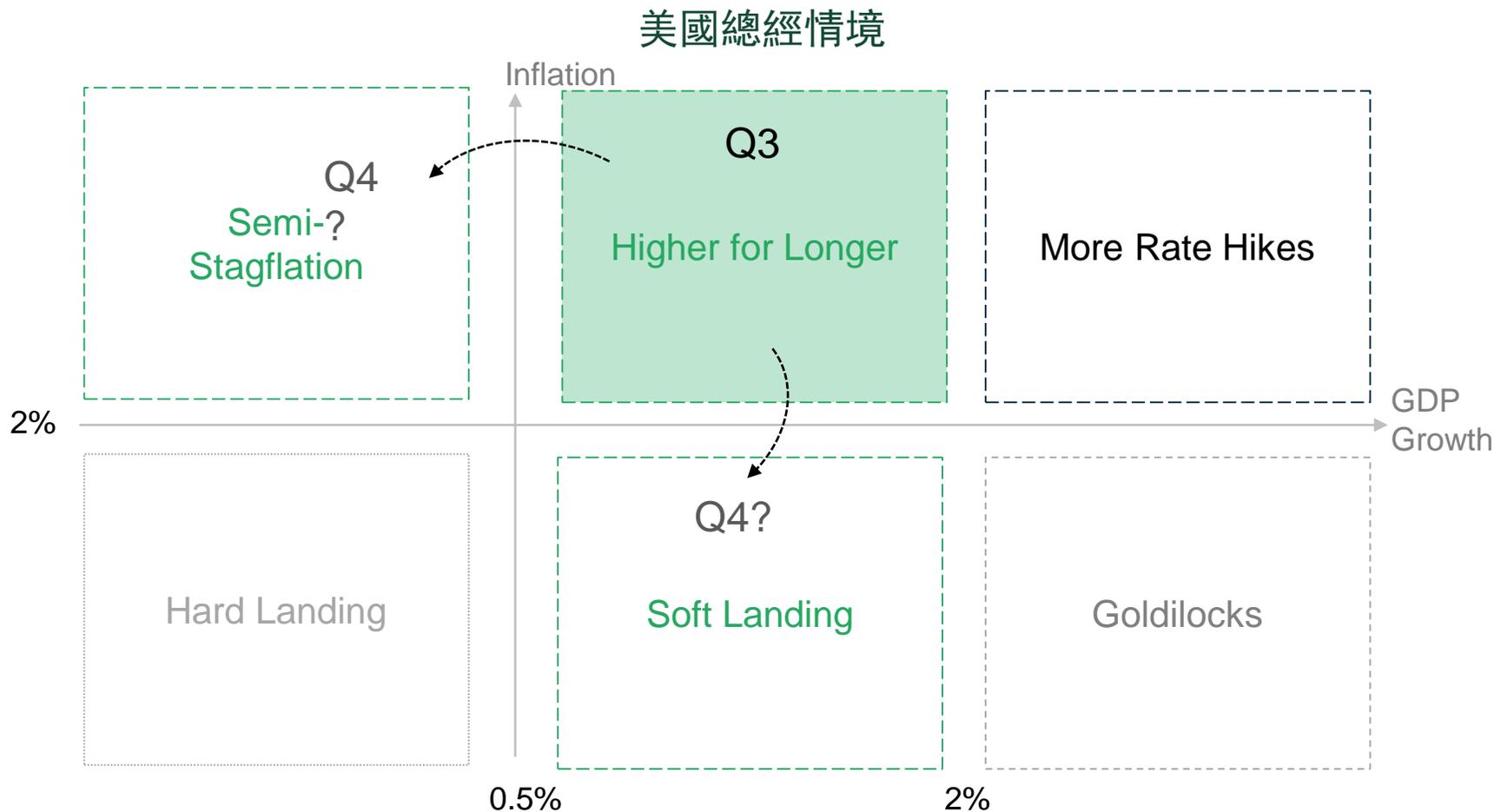
風險

- ◆ 高利率對經濟影響雖緩，但不會消失，若影響美國消費力，對經濟成長可能造成拖累
- ◆ 美國總統大選，雙方民調膠著，添加下半年的不確定性，可能為市場帶來震盪

總體經濟與市場綜覽

總經 | 下半年總經環境走向何方? Q3延續“Higher for Longer”，資產行情仍不看淡

景氣尚且無虞、通膨續降，Q3應持續處於“Higher for Longer”的總經背景，Q4能見度雖較低，但“Soft Landing”仍是主情境(70%機率)，“Semi-Stagflation”機率則低(就業市場強韌下，此情境機率不高)。



註：情境以GDP增長及通膨劃分，GDP增長以0.5%、2%為界，通膨以高於或低於2%為界，劃六個情境。
資料來源：國泰世華銀行。

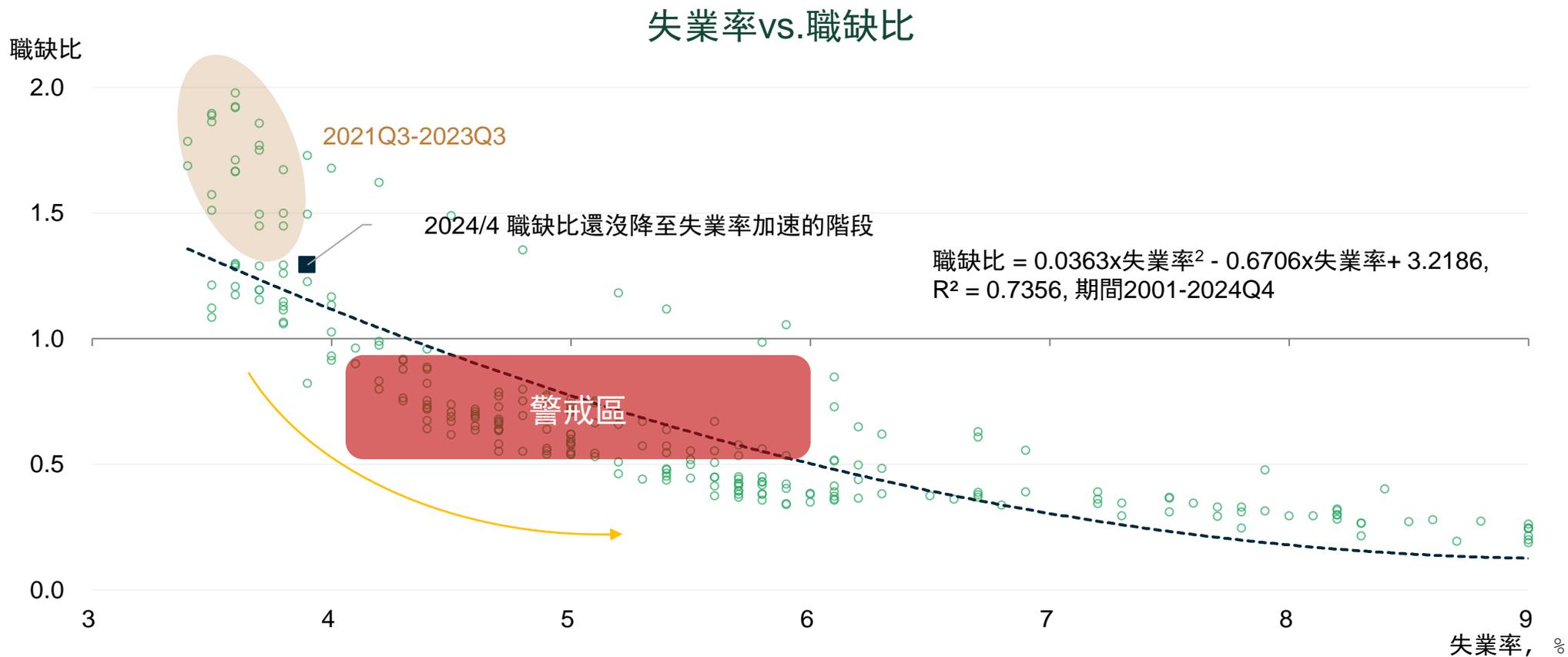
總經 | 原因在於，高利率政策逐漸發酵下，美國GDP已從景氣過熱回到正常增長

高利率政策逐漸發酵下，美國過熱的景氣已逐漸受到影響。以美國2024年Q1的GDP為例，不僅低於2023年Q4的3.4%，也較初值有所下修。這主要反應了消費者支出有所放緩，尤其是循環性消費較上季呈現衰退。另外，政府開支增長有所放緩，也象徵著疫情以來財政大幅擴張的影響，也逐漸走向恢復正常的方向。因此，下半年美國GDP增長應不致出現過熱的情況，也讓Fed需要進一步調高利率以壓抑景氣的機率可能性下降。



總經 | 所幸, 景氣雖逐漸降溫, 美國就業市場仍舊強韌, 尚無衰退疑慮

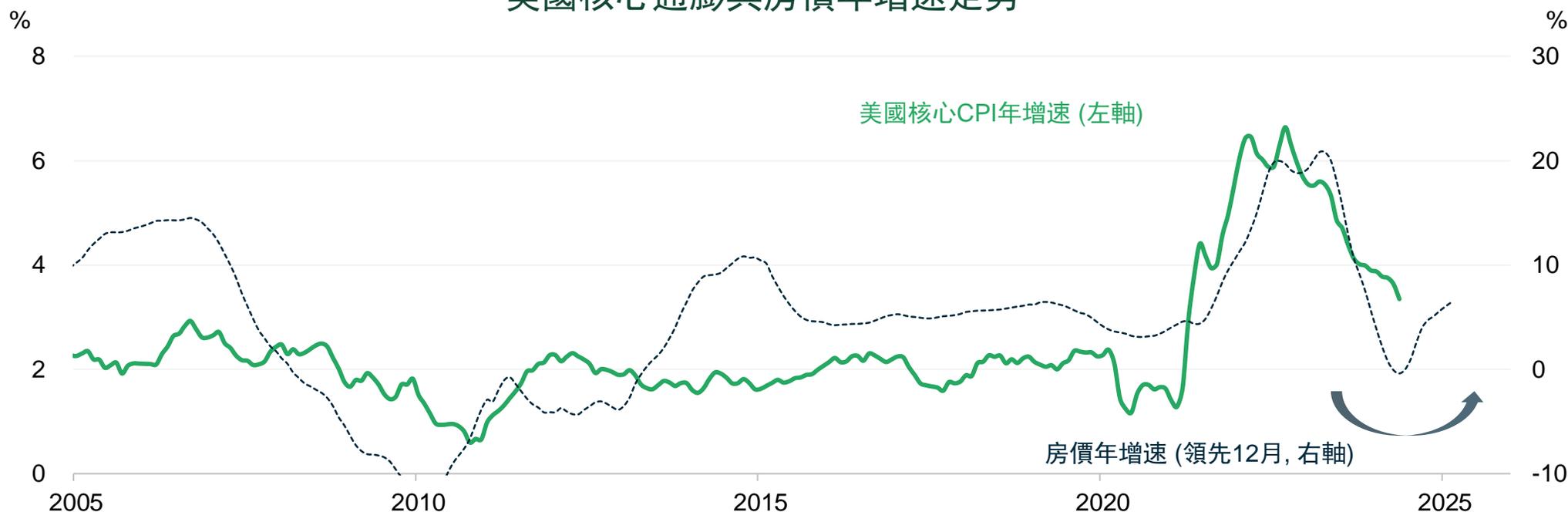
雖然美國高利率的狀況持續, 但美國經濟仍顯示出其韌性。以就業市場為例, 非農就業持續增長, 這是勞動市場強韌的明證。此外, 職缺比維持在相對高的水平, 進一步證實了就業市場的穩定。由上述可知, 儘管不少投資人對Fed延續高利率政策感到惴惴不安, 但就Q3來看, 美國景氣仍舊無虞。



總經 | Q3來看, 美國通膨將怎麼走呢? 通膨延續「降溫趨勢不變」, 惟留意夏季略有噪音

由於Fed現在處於data dependent的狀態, 因此, 後續公布的各個通膨數據都甚為重要。參考房價指數年增速, 目前出現上行的狀況, 恐影響後續通膨降溫的速度。這除了導致Fed內部對降息時點出現分歧, 也呼應聯準會理事華勒(Waller)所稱, 需要多些時間觀察的想法。因為需要數據滲透至通膨數據的效果, 因此可能要等到**7月通膨數據公布之後**, Fed方能較有把握進行決策。長線來看, 鑒於2023年迄今, 美國大量開放移工(參見風險: 美國總統大選), 解決缺工問題, 因此前方雖有噪音, 但薪資增長、核心通膨應持續降溫的趨勢。

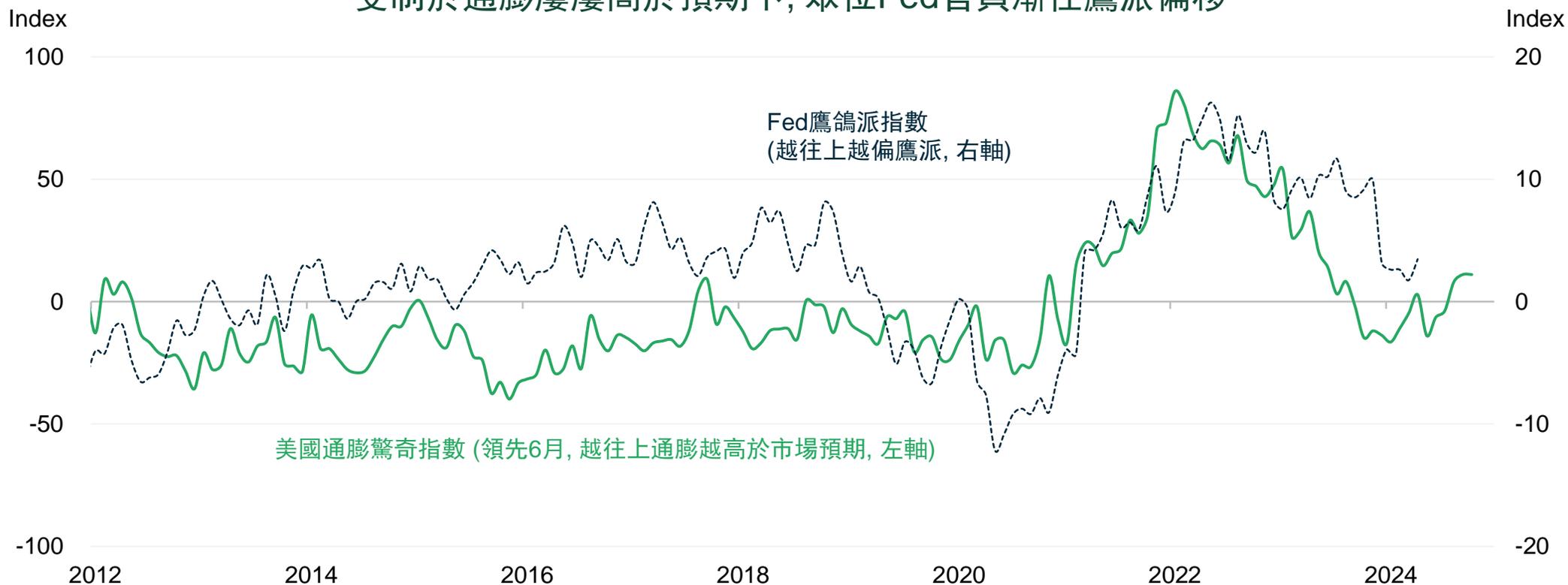
美國核心通膨與房價年增速走勢



Fed | 這也使得Q2以來, Fed官員談話往「鷹派偏移」

今年以來, 美國的通膨降溫速度略顯遲緩, 未達Fed的預期。這不僅引發市場的關注, 也導致**Fed官員的言論趨向鷹派**, 並開始考慮延續偏緊的貨幣政策更長的時間, 以抑制價格上漲的壓力。這種轉變表明, 如果通膨降溫狀況不盡理想, 投資人可能需要更多耐心, 才能贏來Fed政策的轉變。

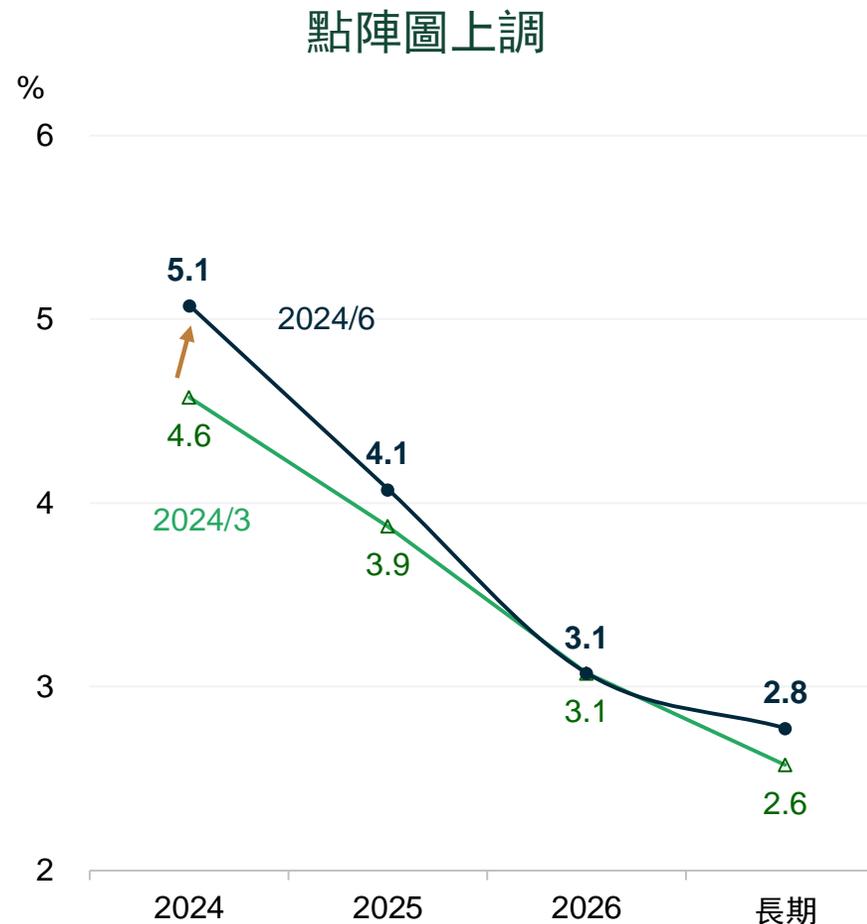
受制於通膨屢屢高於預期下, 眾位Fed官員漸往鷹派偏移



Fed | 通膨目標取得進展、點陣圖調整降息次數, 但鮑爾談話強化「預防性降息」的預期

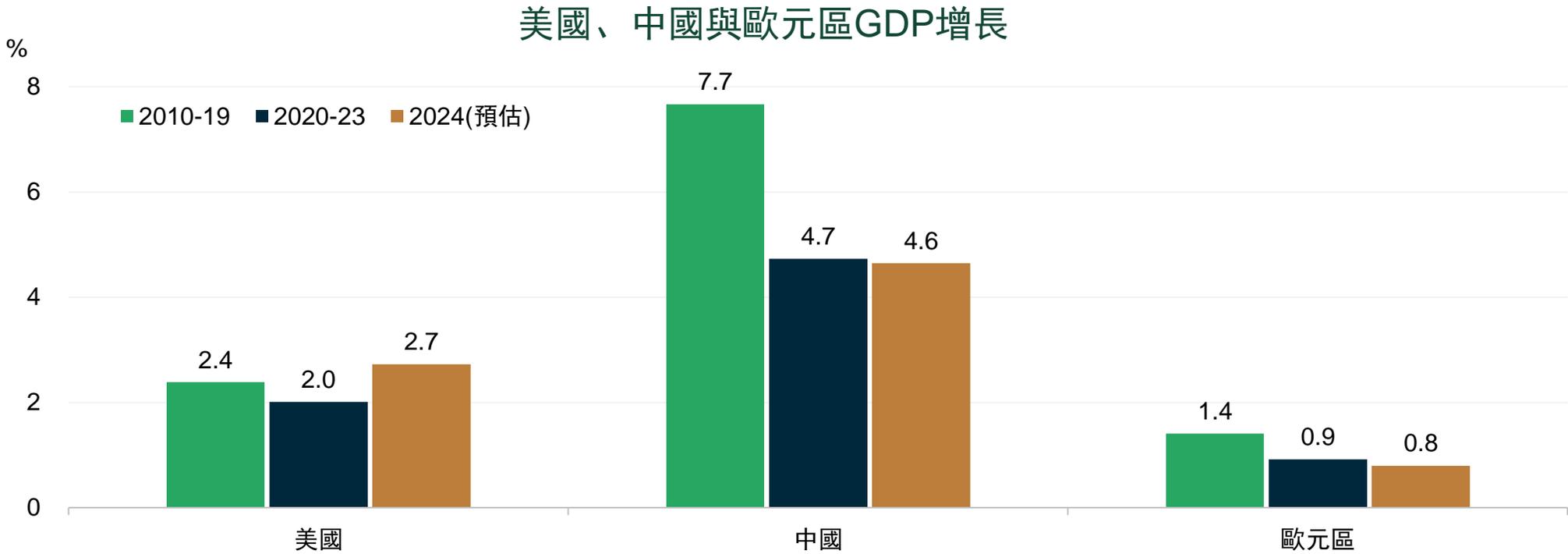
6月FOMC維持利率5.25%-5.50%不變, 2024-26點陣圖降息碼數由3:3:3調整為1:4:4, 但聲明表示**通膨取得適度的進展**, 因為5月CPI增強了委員們信心, 搭配職位空缺數明顯下滑, 皆顯示就業緊繃有所舒緩, 此外, 主席**鮑爾強化預防性降息預期**, 顯示年內出現降息的機率依舊很高。

利率 上界	2024 /3	成員(*表示有投票權)	2024 /6	成員(*表示有投票權)
5.50	2	*Bowman, Governor *Waller, Governor	4	*Bowman, Governor *Waller, Governor *Barkin, Richmond Neel Kashkari, Minneapolis
5.25	2	Logan, Dallas Schmid, Kansas	7	*Bostic, Atlanta *Loretta Mester, Cleveland Logan, Dallas Schmid, Kansas Collins, Boston +其他2人
5.00	5	*Barkin, Richmond Kashkari, Minneapolis Collins, Boston +其他2人	8	*Powell, Chair *Jefferson, Vice Chair *Barr, Vice Chair *Williams, New York +其他4人
4.75	9	*Powell, Chair *Jefferson, Vice Chair *Barr, Vice Chair *Williams, New York +其他5人		
4.50	1	Goolsbee, Chicago		



總經 | 復甦步調不一，美國穩健，中國受房市拖累，歐元區僅緩步復甦

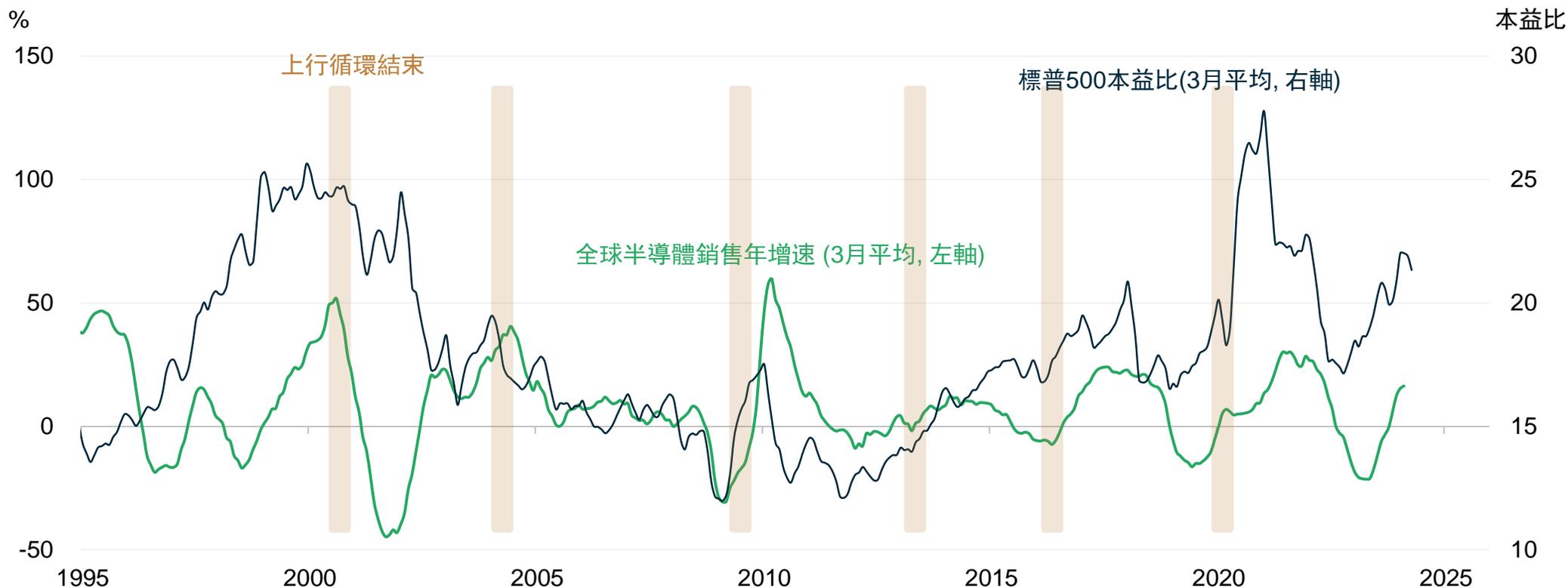
全球經濟在經歷疫情衝擊、俄烏戰爭、通膨遽升等挑戰後，2024年主要經濟體復甦步調不一。根據IMF預估，美國經濟在就業市場強韌和AI資本投入的支持下，預期仍將維持穩健成長。中國則受到房地產市場低迷拖累，加上外國投資減少，經濟成長力道仍低於過往長期平均。歐洲經濟則與中國經濟連動較深，受此影響下，復甦步伐較為緩慢。整體而言，各經濟體復甦步調不一，**美國穩健，中國受房市拖累，歐元區僅緩步復甦。**



產業 | 今年下半, 半導體上行循環將進入下半場, 股價評價偏高, 挑戰AI題材的延續性

統計全球半導體銷售循環, 上下行循環分別約24、16個月(統計2000、2004、2010、2014、2018、2021年循環), 本輪回升, 以**2023/4起算, 迄今約12個月**, 下半年應進入上行循環的下半場。鑒於台積電4月法說會下修半導體銷售成長展望, 主因PC、手機需求復甦緩慢, 車用更不升反跌, 凸顯去庫存後, 目前關鍵在於, **在股票評價已高之下, AI題材的延續性能否經得起考驗。**

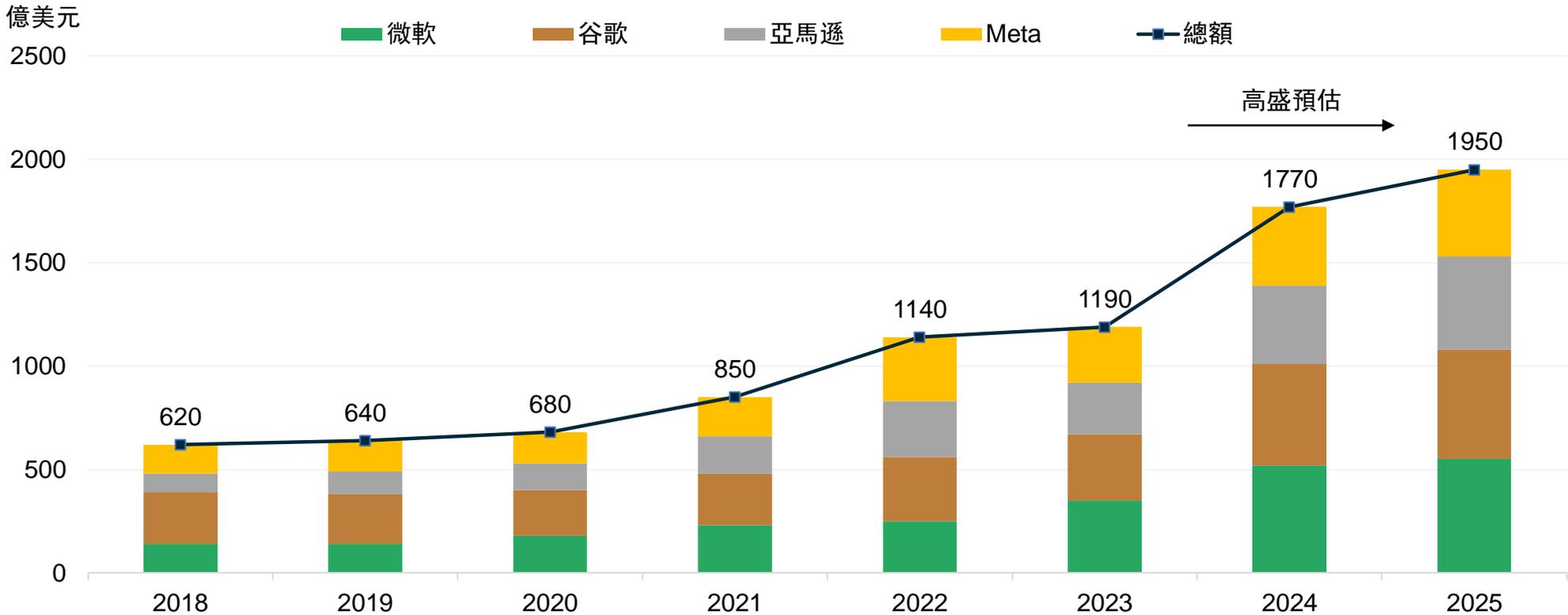
全球半導體銷售年增速與標普500本益比



產業 | 軍備競賽下, 大型雲端服務業者加大投資力度, 可望延續AI題材熱度

大型雲端服務業者已相繼公布財報, 包括微軟、谷歌、亞馬遜、臉書等, 均同步調高未來的資本支出規模。

雲端服務供應商(CSP)業者擴大資本支出, 加大AI研發



產業 | 生成式AI大爆發，結構性成長尚未停歇，目前還只在基礎建設階段

生成式人工智能是否會重演dot-com bubble? 答案是不會。相對於1990年代末到2000年初，網路公司的股價在缺乏獲利支撐，卻因過度樂觀的評價飆升。相比之下，當前的生成式AI技術還處於起步階段(如下表，類比智慧手機的成長曲線推演)，雖然許多的潛力和應用範圍還在被開發和理解的階段，但許多基礎設施(如算力、雲端)卻必須先行投入。因此從2023年迄今，我們主要看到受惠於AI概念的股票，主要還集中在極具獲利支撐的晶片(Chips)、雲端平台(Clouds)相關類股，但隨時序往後推演，AI概念將會由目前的晶片、雲端，擴散至演算法、平台，乃至於Apps等應用端的股票。

Big Bang Moment of Generative AI (生成式AI大爆發)

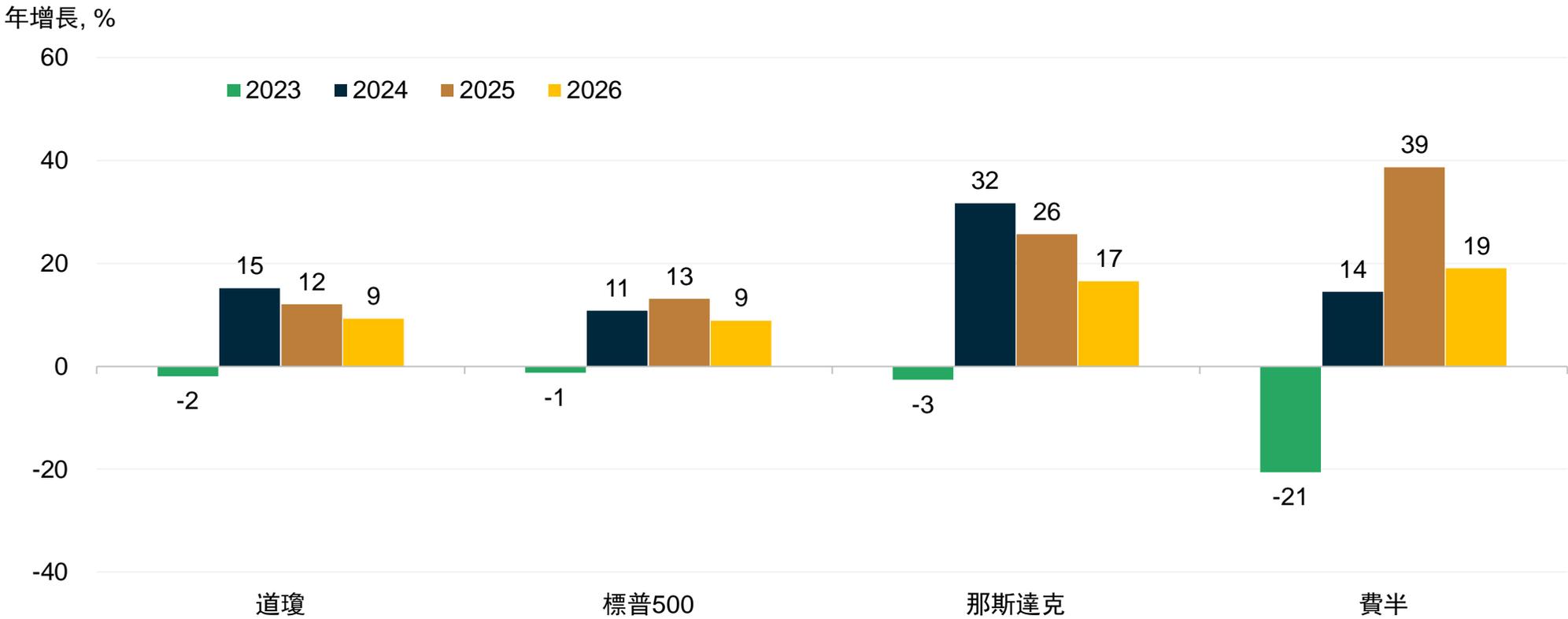
	萌芽期 2023	成長期 2024-30	高原期 2031-	標的
Software Apps		○	○	蘋果、Adobe、Salesforce
資料		○	●	
AI & Data 資料		○	●	微軟、臉書、亞馬遜、谷歌
演算法		○	●	
Hardware 雲端平台		●	●	微軟、臉書、亞馬遜、谷歌
算力(晶片)	●	●	●	輝達、AMD、博通、台積電

筍將
陸如
續雨
浮後
現春

股市 | 企業獲利改善的情況仍將持續, 對股市基本面為有力的支撐

企業獲利為股市提供了基本面支撐, 特別是在科技業, 由於AI軍備競賽之故, 推動以AI概念股的EPS顯著增長。這一增長不僅反應了技術進步和創新, 也顯示了科技巨頭對算力的實質需求。後市而言, 隨AI技術在各行各業的廣泛應用, 半導體需求將進一步增加, 進而推動EPS增長, 科技進步帶來的結構性成長, 將持續對股市基本面帶來有利的支撐。

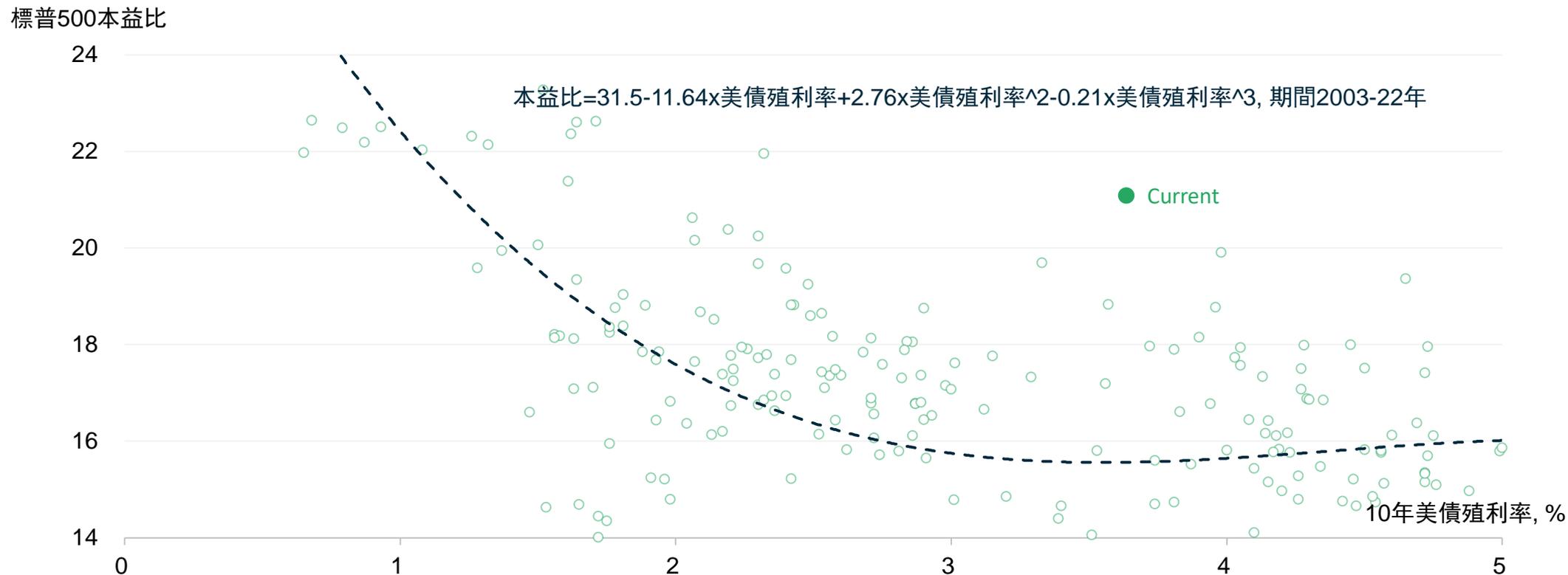
美股企業獲利展望



股市 | 留意高評價下，隨殖利率於高位震盪，可能讓評價隨之擺盪

隨著殖利率在高位震盪，股市可能面臨波動加劇的情況。這是因為，高利率通常意味著借貸成本增加，這對企業的盈利能力和現金流都可能產生負面影響。此外，當利率上升時，固定收益投資的吸引力增加，這可能導致資金從股市流出，進而壓低股票評價。因此，**當殖利率延長在高位震盪的時間，投資人不得不注意股市評價可能無法無限制地往上推**，下半年股市上漲可能更多仰賴企業獲利來推升。但長多格局下，標普500若出現修正至月、季線一帶，不啻為逢低買進機會。

美債殖利率與標普500評價



公債 | 美債殖利率高踞, 但實質買盤持續回籠, 有利投資人鎖利

雖然Fed遲遲不透何時降息的口風, 使殖利率高踞的時間可能延長, 但主席鮑爾重申年內將有預防性降息的態度下, 有助外國央行與美國國內商業銀行的實質買盤需求持續回籠, 因此, 債市重蹈2022年賣壓的機率也不高, 有利長線投資人逢高鎖利。

實質買盤呈現回籠的態勢



信用債 | 疫情以來的資金行情, 有助信用利差持續縮窄

自2020年疫情爆發以來, 全球央行為應對經濟衰退風險, 紛紛採取量化寬鬆政策, 導致全球資金氾濫。即便2022年以來, Fed加速緊縮, 但迄今, 市場流動性水準仍舊不低。總體經濟無衰退之虞下, 受惠於流動性充裕, 使得整體投資級信用利差持續縮窄。

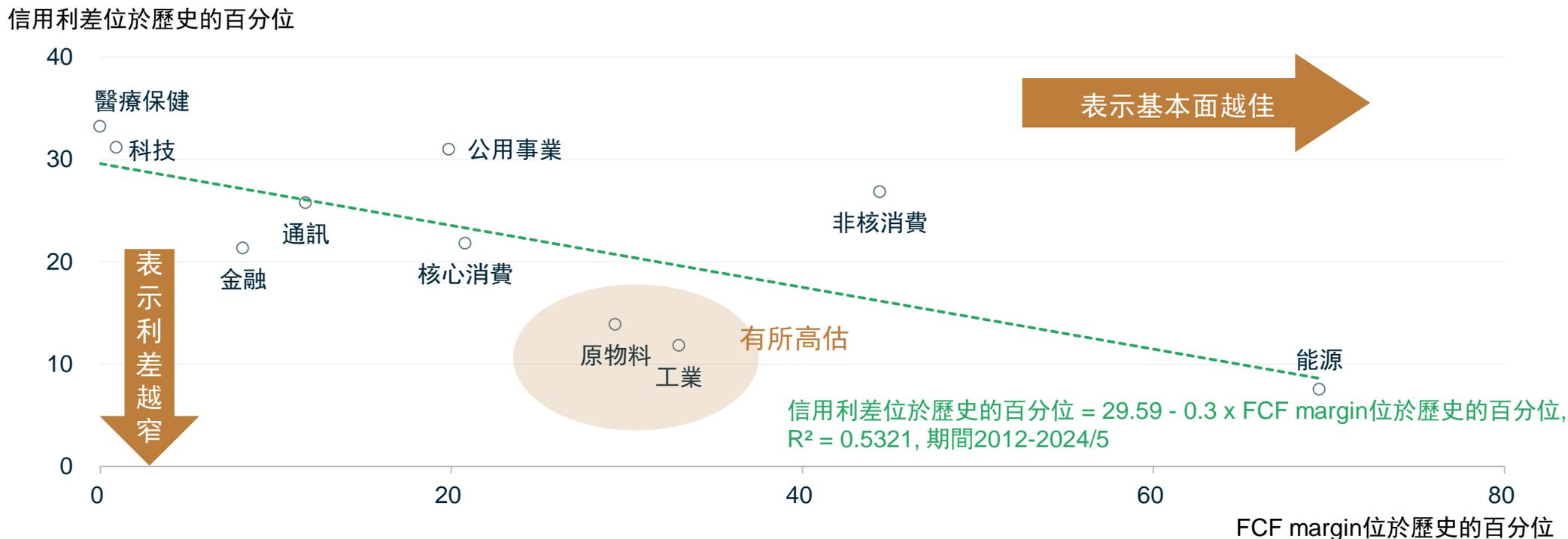
美國銀行業準備金占GDP vs. 投資級信用利差



信用債 | 雖然各產業信用利差都隨之縮窄, 但雞犬升天之下, 仍要留意部分產業恐有高估之虞

總體經濟無衰退之虞下, 受惠於流動性充裕, 使得整體投資級信用利差持續縮窄, 但雞犬升天之下, 仍要留意部分產業恐有高估之虞。以原物料、工業為例, 觀察其基本面FCF margin (自由現金流利潤率)的表現, 復甦程度有限, 但信用利差已來到歷史相對低位, 因此, 投資人在挑選單券時, 可能還是需要對基本面表現有所留意。

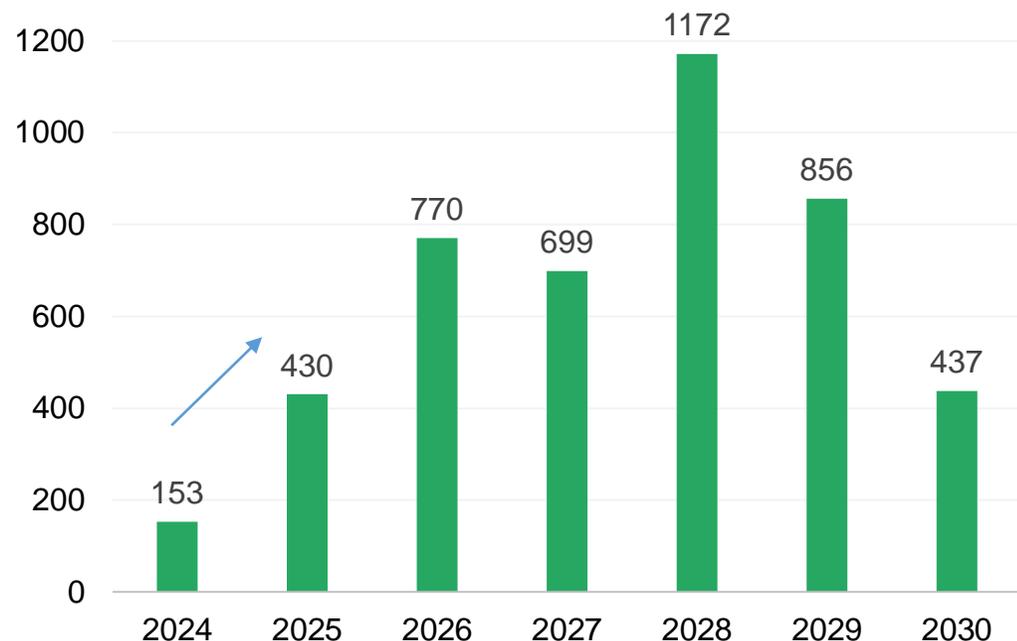
各產業FCF margin(自由現金流利潤率) vs. 投資級信用利差



信用債 | 基本面無虞, 但下半年開始, 需留意明年債券到期的數量將有所增加

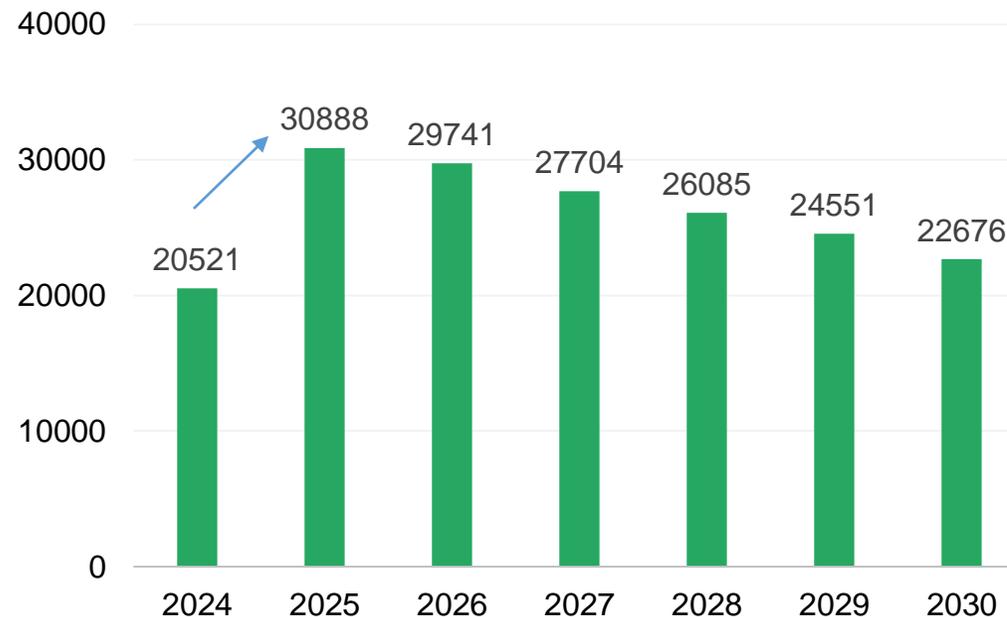
美國非投等債發行人：今明兩年到期數量低

到期檔數



美國投等債發行人：各年度到期情形一覽

到期檔數



美元 | 聯準會政策論調較歐洲央行緊，加上歐洲政治不確定性上升，美元應持續高位震盪格局

基本面：美國經濟相對強韌，使得通膨降溫的速度較歐洲慢，連帶也延後降息的時程。相對而言，歐元區經濟相對較弱，也使得通膨降溫的速度較為良好，並已在6月開始降息。

美元匯價：歐洲央行(ECB)6月降息，通膨回落仍是主因，相對而言，Fed主席鮑爾雖強調年內預防性降息，但政策論調仍較歐洲央行偏緊。加上歐洲議會選後，法國提早國會改選，市場擔心歐洲政治不確定性下，美元可能持續維持高位震盪(歐元弱勢震盪)的格局。

美歐政策利差與美元指數走勢

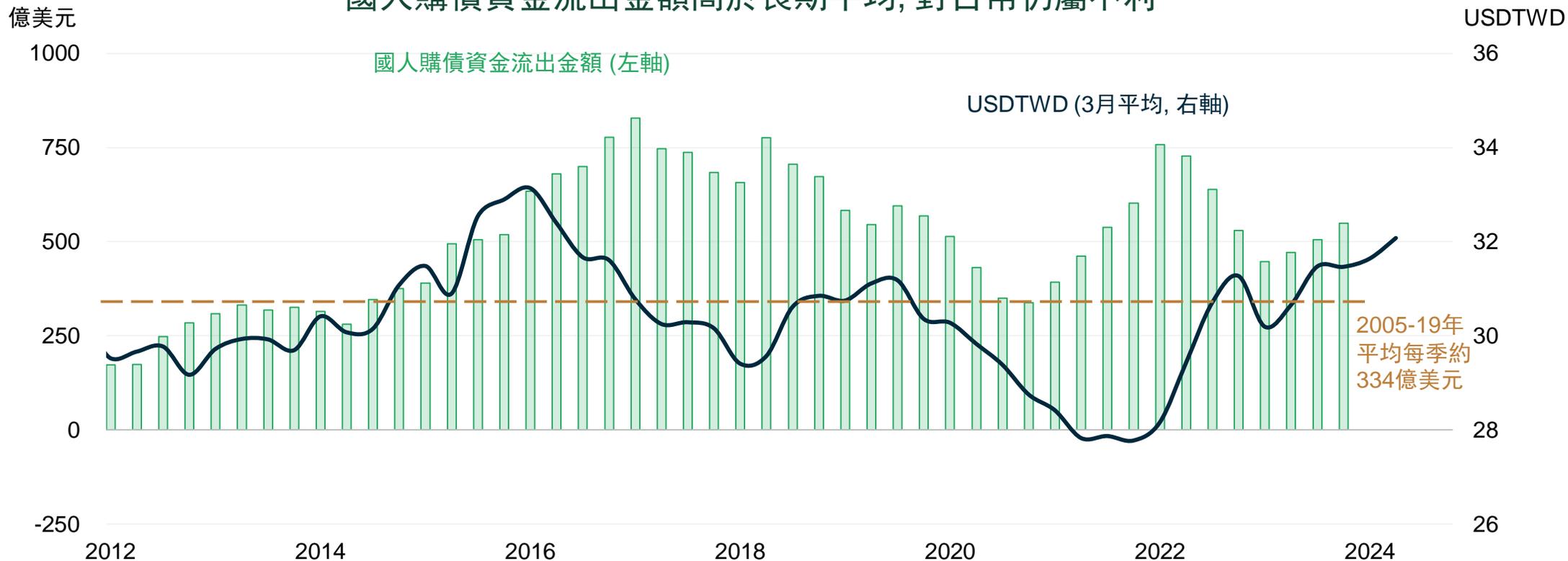


台幣 | 景氣回升有利台幣匯價，但美債殖利率續居高位、吸引購債資金外流，對匯價仍為不利

基本面：雖然國內通膨現階段仍高於2%，但趨勢而言呈現緩步回降；另一方面，美歐主要央行大幅升息之累積效應持續發酵，且中國經濟疲弱，台灣現階段景氣雖持續良好，但存在產業表現分歧的跡象，也讓台灣央行對再度升息態度保留，而以選擇性性用管制，因應房市熱絡的情況。

匯價：1)長線而言，基本面逐步改善，將有利匯價回升，Fed升息屆頂，對台幣的壓抑也將逐漸減輕；2)短線仍是弱勢震盪，因台股漲多、外資頻頻賣超，加上美債殖利率吸引國人購債(高於長期平均)，對台幣匯價都為不利的因素。

國人購債資金流出金額高於長期平均，對台幣仍屬不利



風險 | 必要性支出持續攀升, 可能對後續美國消費力道造成拖累

美國家計單位面臨著住房、醫藥和利息等必要性支出的持續攀升, 同時, 可以觀察到儲蓄率降至低位。後續如果必要性支出繼續攀升, 美國家計的負擔勢必加重, 這可能導致消費需求放緩, 並對美國經濟增長造成拖累。

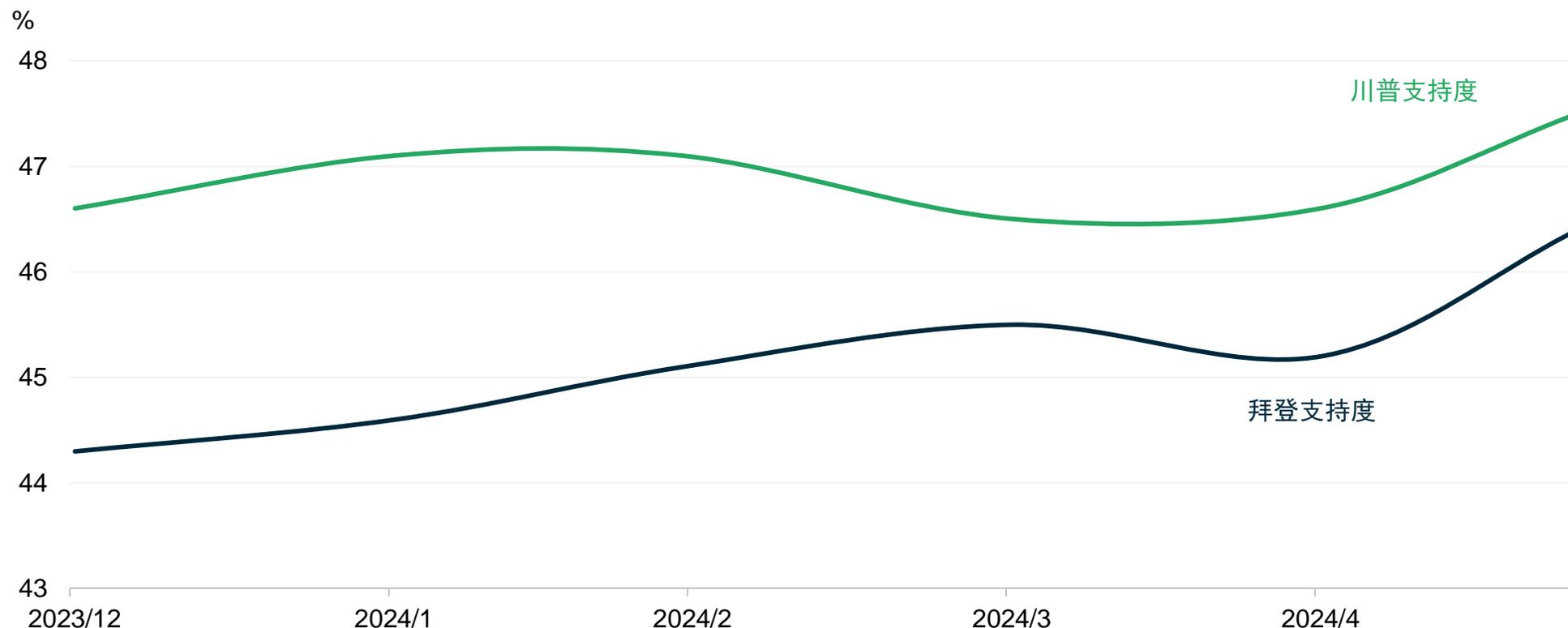
家計必要的支出已有所攀升



風險 | 美國總統大選，雙方民調膠著，添加下半年的不確定性

川普再次當選美國總統的可能性吸引市場關注，因為這不僅可能標誌著政策的重大轉變，也可能對全球金融市場產生深遠影響。主要是因為投資人可能會在大選前降低持股水位，以因應不確定性的上升，雖然不改AI概念下的牛市走向，但不啻會為市場帶來較多的震盪。

川普與拜登民調支持度



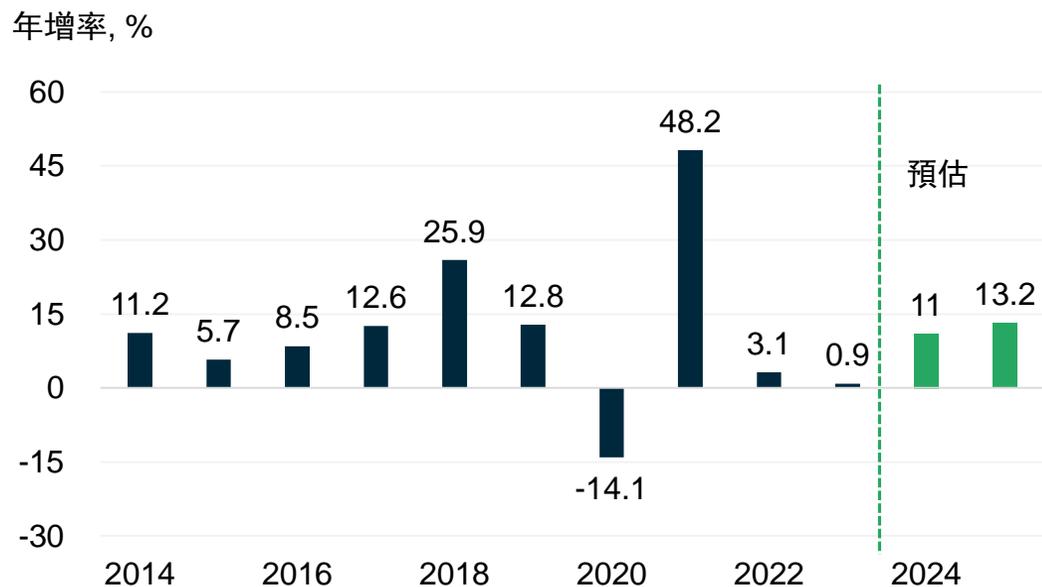
個別市場

美股 | 利率風險仍在, 但衝擊有限, 且企業獲利逐步回升, 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, 支持升息循環告尾聲的論調, 不過聯準會官員目前仍保持鷹派言論, 將使美國10年期公債殖利率短期維持高盤格局。不過, 時間拉長, 利率風險的衝擊較2022年已明顯下降。

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。

標普500企業獲利逐年升溫



資料來源: Bloomberg, Factset 預估。

標普500指數目標區間估算

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

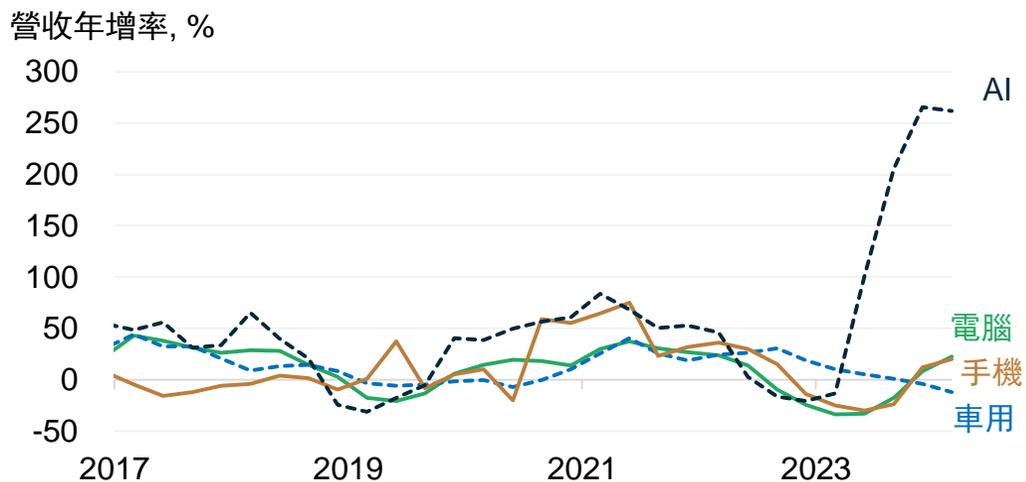
註: 數值為2024年標普指數目標價, 估算公式為2024年EPS*2025年成長率*P/E。
資料來源: Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

美股 | AI產業為主流, 且有望擴散至消費性電子

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, 輝達今年Q1營收達260億美元, 年增率高達262%, 均創歷史新高。此外, 近期也發現, AI的需求也擴及至PC及手機產業, 例如, 各大電腦品牌也將推出AI PC應戰。

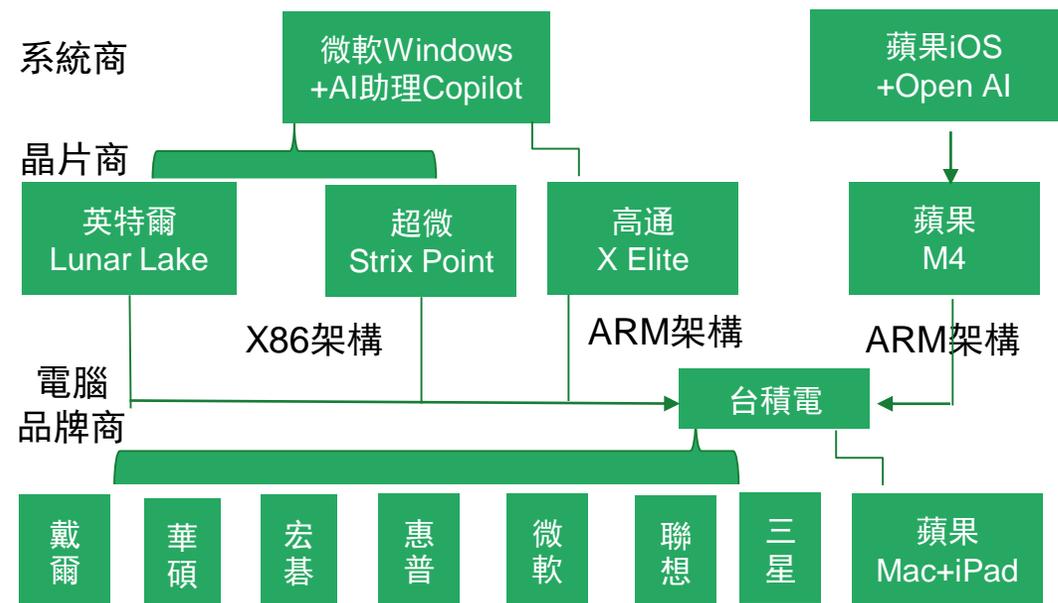
以AI PC來看, 目前由微軟的Copilot主導, 除了傳統的X86架構外, 現在也導入ARM架構的AI晶片, 具有更好的效能及省電優勢, 不排除引發新一波換機潮。無獨有偶, 蘋果也開始與Open AI合作, 並發表M4的AI 晶片, 研判消費性電子的需求將逐步回升。

AI崛起後, 也將擴散至消費性電子



註: AI指輝達營收, 電腦指英特爾、超微、美光、威騰營收, 手機指高通、聯發科營收, 車用指安森美、意法半導體營收。
資料來源: Bloomberg。

AI PC興起, 將帶動上下游



資料來源: 國泰世華銀行整理。

科技股 | 雲端大咖買單, AI投資橫跨各領域

生成式AI由大語言模型(LLM)帶動風潮,讓使用者以自然語言驅動AI模型生成各種內容,想像空間無限。目前看來,硬體設備,也就是AI晶片、AI伺服器是首先受惠的區塊,而AI模型也是兵家必爭之地,各家廠商積極投入研發更快更好的模型,以佔據最有利的地位。而在硬體設備建置的背後,則是雲端服務商透過採購更多AI伺服器,建置更多更大的數據中心,以提供企業或個人AI平台及服務,最後才是一般使用者會用到的APP應用程式。

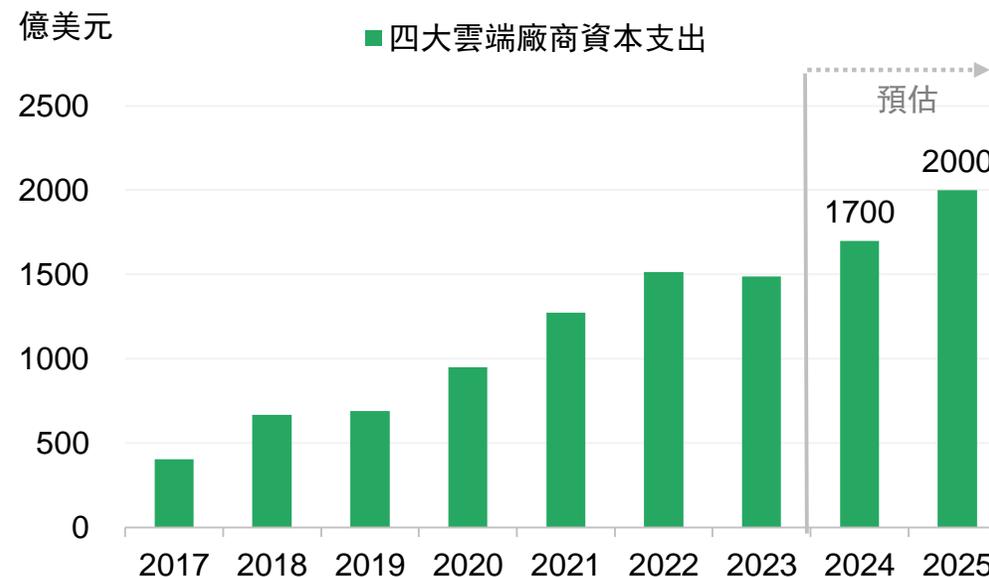
建立AI服務平台或數據中心的過程中,基礎建設、電力供給都是投資項目,加上建立AI模型所需的數據,將是未來主要受惠的投資領域,這些領域跨度超越傳統科技領域,且各領域發酵時點有先後差異,不過無獨有偶的,主要科技龍頭在這些投資領域方面都沒有缺席,事實上,AI投資所需要的大規模資本投入,也讓中小型企業望之卻步。

AI受惠領域分為4大主要區塊及3個次要區塊



資料來源: 國泰世華銀行。

四大雲端服務廠商持續加大投資力道



資料來源: Bloomberg, 高盛預估。

台股 | Computex圍繞AI主題, 科技巨頭齊聚突顯台灣優勢

台北Computex電腦展開幕, 新聞圍繞著「AI教父」黃仁勳的一舉一動, 事實上本次Computex的盛況堪稱AI的「武林大會」, 不僅各大電腦廠商、微處理器廠商全與會, 更邀請重量級CEO進行演講, 主題圍繞著生成式AI、數據中心、AI PC, 背後原因無他, 台灣的電腦產業供應鏈縱橫全球, 在AI的硬體發展上, 沒有人能夠不與台灣合作。再加上美中科技戰堅壁清野, 更突顯台灣供應鏈的不可或缺。

IDC預估全球PC出貨在連兩年衰退後, 今年仍零成長, 主要受中國銷售不振、AI PC對出貨量提振有限兩大因素影響。然而由高通、聯發科等手機晶片廠商結合微軟、安謀、輝達推出Windows on Arm處理器可看出, AI PC大戰早已開打。台灣電腦及週邊類股去年受惠AI伺服器獲利成長, 今年Q3可望因AI PC獲利再創新高, 該類股獲利僅次於半導體、其他電子類股居第三, 對於台股的重要性將進一步升高, 有望推升台股更上層樓。

Computex邀大咖開講, 企業總市值逾3.8兆美元

公司	主題演講人	公司市值(美元)
輝達	創辦人暨CEO黃仁勳	2.86兆
AMD	董事長暨CEO蘇姿丰	2586億
高通	總裁暨CEO阿蒙	2285億
安謀	CEO瑞恩哈斯	1318億
英特爾	CEO季辛格	1278億
恩智浦	執行副總裁暨技術長瑞格	680億
聯發科	副董事長暨CEO蔡力行	613億
美超微	創辦人、總裁暨CEO梁見後	451億
台達電	研究院院長闕志克	270億

資料來源: Computex Taipei, Bloomberg, 市值截至5月底。

電腦及週邊類股獲利下半年有望創新高



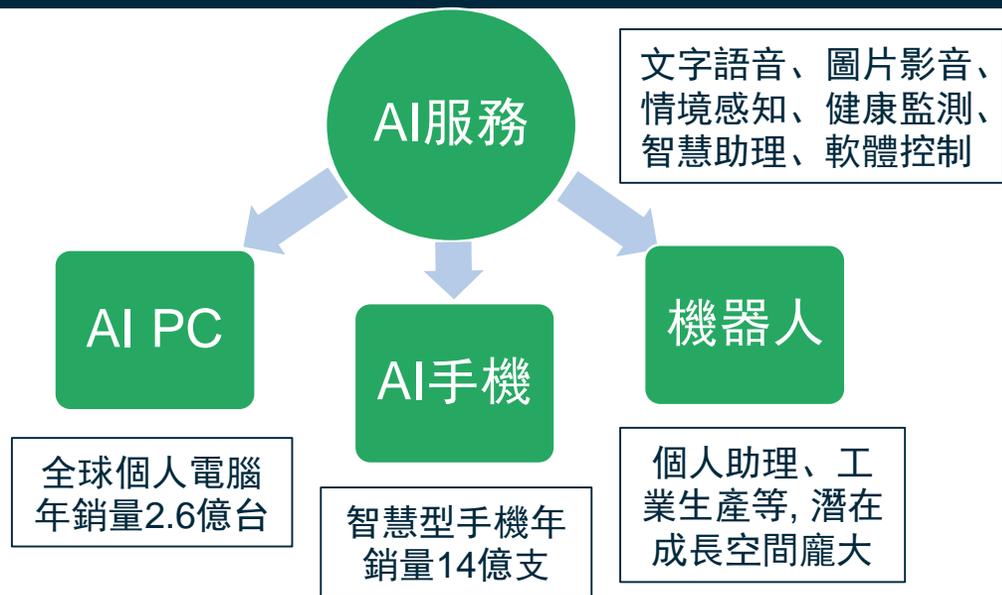
資料來源: Bloomberg預估。

台股 | 產品應用迭代創新, 硬體裝置需求炸裂

除了AI伺服器及AI晶片的需求仍處於高速成長期外, 隨著AI應用不斷推出, AI服務也將透過各種硬體裝置提供給用戶, 裝置端的AI運算需求將使得各種消費電子產品推陳出新, AI PC、AI手機, 甚至是機器人等產品的需求將呈現長期成長趨勢, **台灣在晶片設計、半導體製造、NB品牌及製造、手機代工、電子零組件、工業電腦等領域居於世界領先地位, 未來受惠程度將更勝PC時代。**

台股除了護國神山台積電之外, 目前市值突破1兆台幣的公司僅有3家, 顯示股市集中度仍然太高, 在AI大趨勢下, 伺服器、PC、手機、晶片廠獲利雨露均霑, 皆具有大幅成長潛力, 有望帶動更多公司市值向上突破, 成為台股續漲的動能。

AI服務將透過各項硬體裝置提供給用戶



資料來源: 國泰世華銀行。

台股前20大個股市值37.6兆元, 約佔台股55%

公司	產業	市值(億)	公司	產業	市值(億)
台積電	晶圓代工	221485	聯電	晶圓代工	6703
鴻海	AI伺服器	24330	台塑化	塑化	6335
聯發科	晶片設計	19672	永豐金	金融	5638
廣達	AI伺服器	10680	長榮	海運	4636
中華電	電信	9852	統一	食品	4517
富邦金	金融	9631	玉山金	金融	4480
台達電	電子零組件	8988	緯穎	AI伺服器	4415
國泰金	金融	8288	南亞	塑化	4045
中信金	金融	7123	台塑	塑化	3985
日月光投控	封測	6896	台灣大	電信	3984

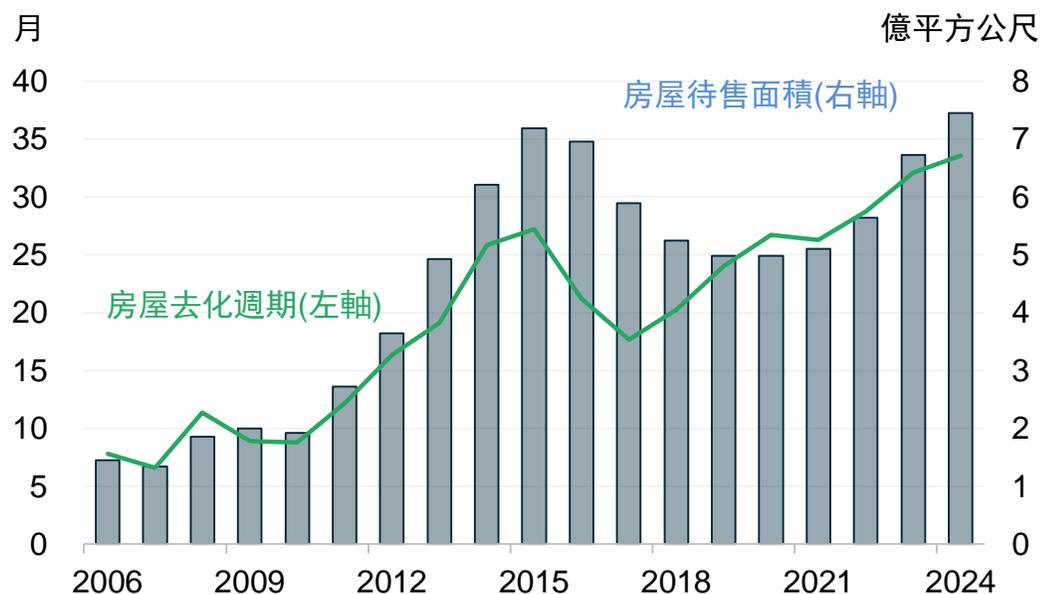
資料來源: 台灣證交所, 截至2024/6/5。

中國 | 政策積極度超乎預期，一二線房市有望率先見底，惟投資數據料持續走弱

中國經濟環境從地方政府到民眾資產都與房地產深度綁定，房市從2021至今的深度調整後，政府態度在今年更顯積極，政策重心從過去兩年的保交樓轉向庫存去化，一方面試圖透過調降頭期款成數、房貸利率、延長寬限期等方式提振買氣，另一方面則是提供資金推動國企購買滯銷房屋。

政策積極度與力道超出市場預期，房市交易萎靡狀況有望在下半年築底，依據過往經驗，房價增速則約略落後交易觸底後1個季度，若政策端透過降息、城中村等方式進一步強化需求，一二線城市在下半年有望率先見到房市底部。惟房市復甦過程緩慢，建商的保守心態需要更長時間扭轉，土地購買、新屋開工等投資端數據恐會持續走弱，房地產投資對GDP的拖累也將延續。

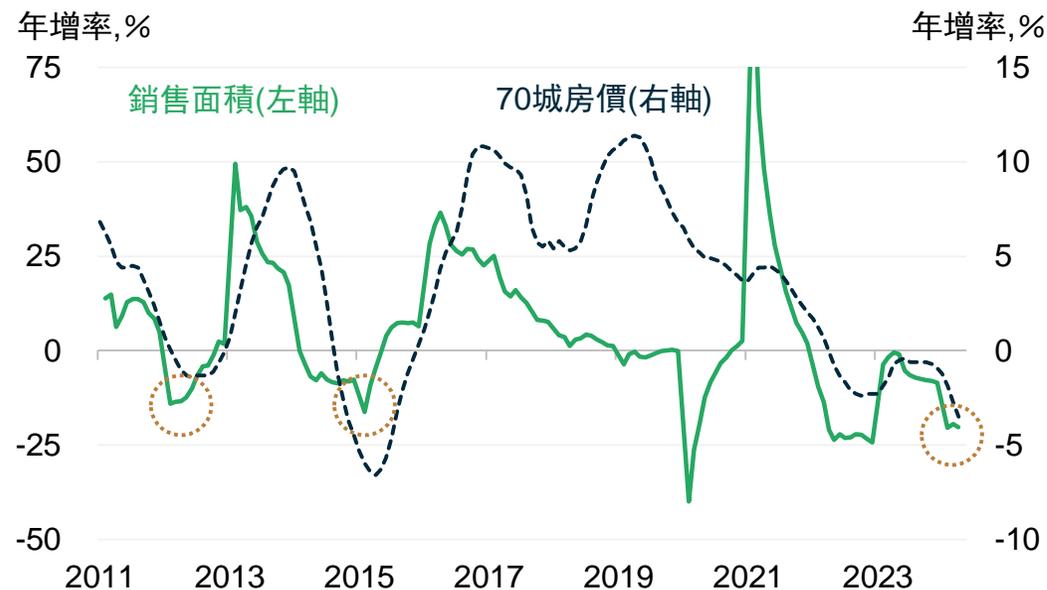
中國房地產政策主軸由保交樓轉向去庫存



註：2024年資料截至4月，房屋去化週期為待售面積/過去12個月平均每月銷售面積。

資料來源：Wind。

銷量反轉訊號出現前，中國房價恐仍未見底



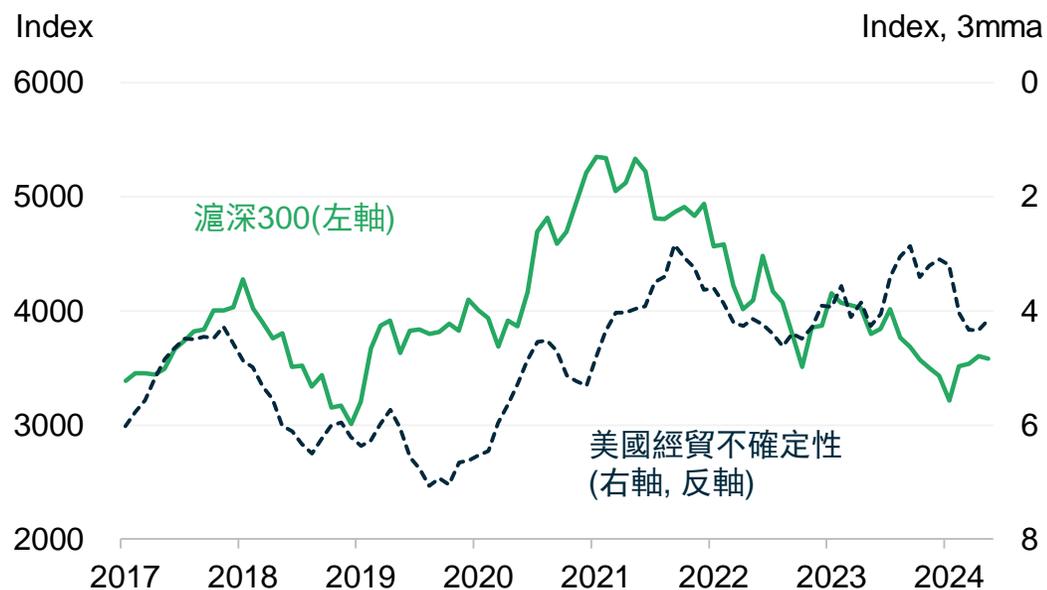
資料來源：Wind。

中國 | 循環面谷底運行, 加上貿易局勢增添風險, 大盤料延續區間整理

北京當局對房地產態度轉向, 國內需求與房地產銷售疲弱的環境下, 貨幣政策勢必維持寬鬆, 下半年保有降息降準空間。在財政面, 5月起陸續發行超長天期公債, 將資金用於科技、消費與基建地產領域。研判景氣下行速度最快時期已過, 政策端托底基本面同時, 也能對股票市場展現支撐力道。

儘管股市下方風險有限, 但由於內需乏力與民間信心不足, 短時間內難以走出通貨緊縮, 企業在經營前景不明朗的情況下, 對未來資本支出保持觀望態度, 社融增速低位運行。與此同時, 美國總統大選將近, 貿易問題將再次浮上檯面, 增添市場不確定性。總結而言, **大盤下方受到政策行情保護, 但投資人焦點仍在景氣復甦進程, 當前基本面改善速度仍較為緩慢, 加上貿易緊張局勢升溫, 預期Q3中港股市延續區間擺盪。**

美國大選前, 地緣風險不易降溫

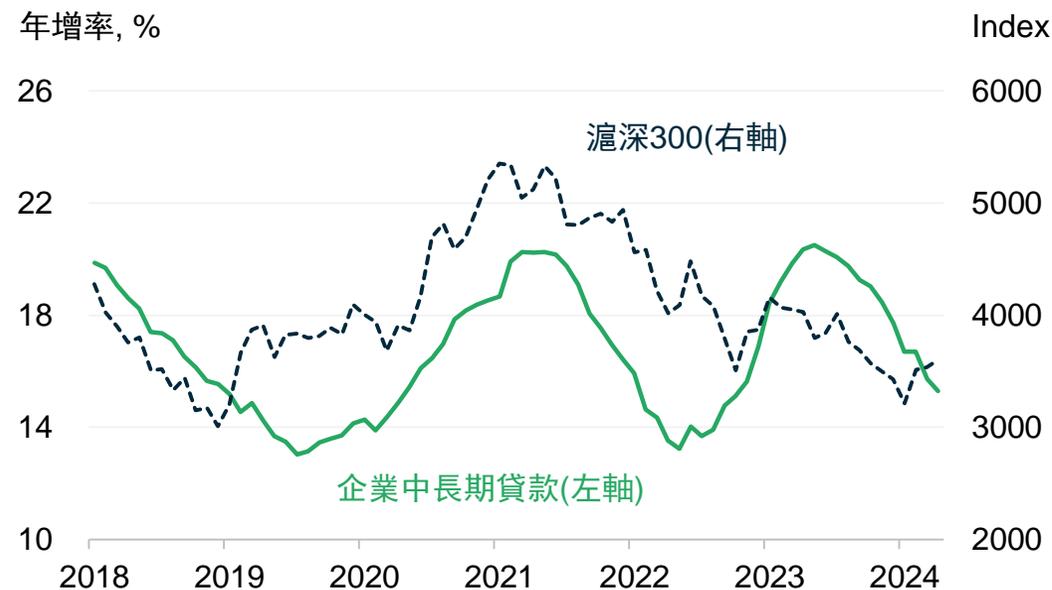


註: 美國經貿不確定性指數取自然對數。

資料來源: Bloomberg。



企業信心不足限制股市上方空間



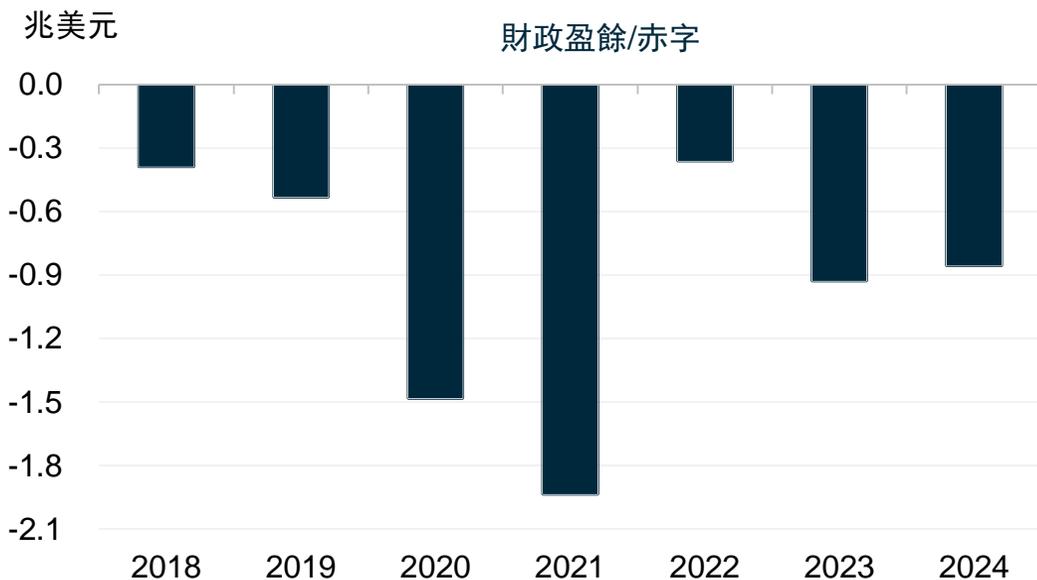
資料來源: Wind。

美債 | 官員淡化CPI發布後回升的降息預期、公債買盤降溫，債市利率將延續高檔波動格局

本財年前7個月，受惠於經濟表現優於預期，美國政府稅收成長10.3%。然而，利息、社會安全支出分別大增41%、8.7%，以致整體財政支出亦增5.8%，高於過去3年同期水平。影響所及，累計財政赤字達8551億，創下歷史第3高，顯示**財政部在高利、高通膨的環境下，被動支出居高不下，赤字缺口壓力仍大。**

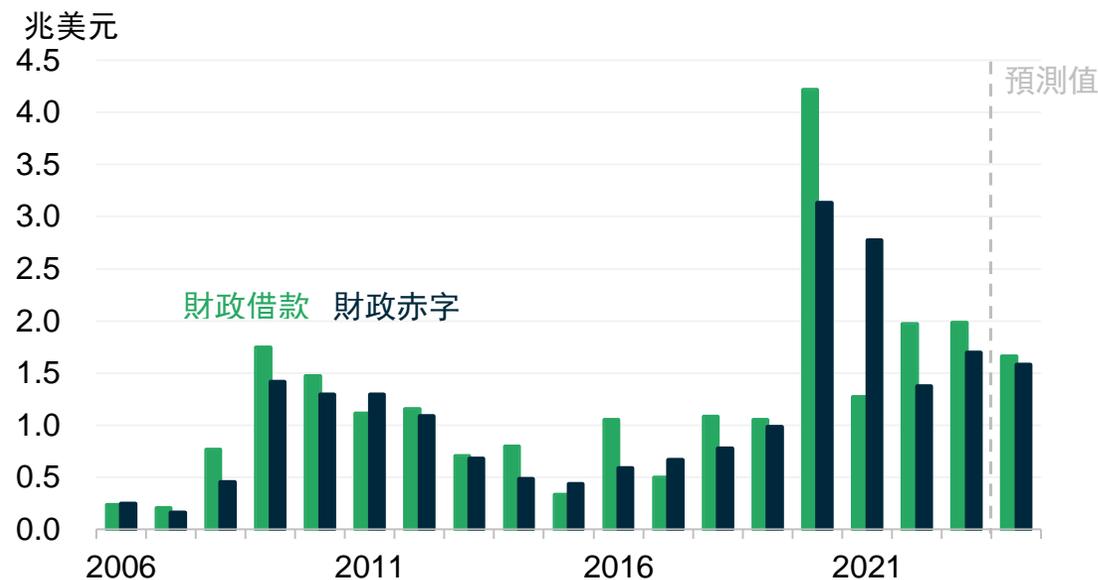
推估全年赤字將達約1.6兆美元，財政部借款金額則為1.7兆，雖低於去年的1.98兆，但仍明顯高於疫情前10年平均水平的9300億，意味著**大量公債籌碼供應的狀況仍將延續，將限縮殖利率大幅回落的空間。**

財政赤字改善有限，國庫融通壓力猶存



資料來源：Bloomberg。

預期財政部全年借款金額略降，但整體規模仍高



資料來源：Bloomberg。

美債 | 債市穩定重回政府目光, 政策調整有助提振公債需求

財政部宣布於5月底啟動公債回購計畫, 是2002年以來首次。另一方面, 聯準會亦於6月份起, 將每月公債縮減規模自600億下調至250億, 相當於公債買盤情勢改善。

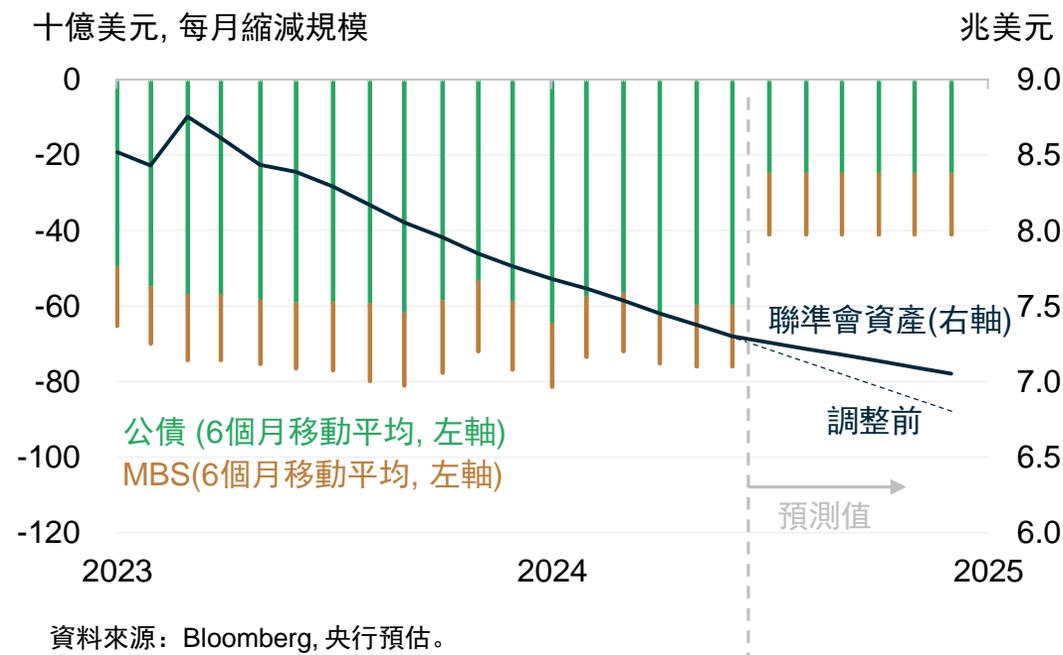
財政部、聯準會同步針對4月中上旬債市利率彈升、流動性惡化的狀況做出回應, 調整供需兩端籌碼因素, 顯見兩者力求金融穩定, 避免去年3月區域銀行接連倒閉的事件重演。此將有助流動性情勢改善, 緩和殖利率大幅彈升的壓力。

5月底起財政部將重啟回購計畫, 為2002年以來首次

月份	標的	金額(億美元)
5月	公債	20
6月	公債	60
	抗通膨債	5
7月	公債	60
	抗通膨債	5
合計		150

資料來源: Bloomberg。

6月起聯準會將放緩縮表步伐



資料來源: Bloomberg, 央行預估。

信用債 | 金融情勢趨穩、高利環境延續下，債市布局逢高鎖利

自Fed將政策利率調升至5.25%-5.50%區間後，借貸成本的升高增加了發債企業的運營難度，不過由於美國經濟持續展現強韌，整體企業體質逐漸改善：觀察信評機構標普調整評級的狀況，在2024年後，美國整體信用債的升評數已超越降評數，升/降評比例持續上升並已突破1。而反應在利差走勢上，鑒於發債企業信用風險降低、金融情勢趨穩下，帶動利差同步收窄。預期未來利差大幅走擴的空間有限，不過殖利率水準仍高於長期均值之下，美國信用債依舊為高利環境尾聲下，值得投資的固定收益商品。

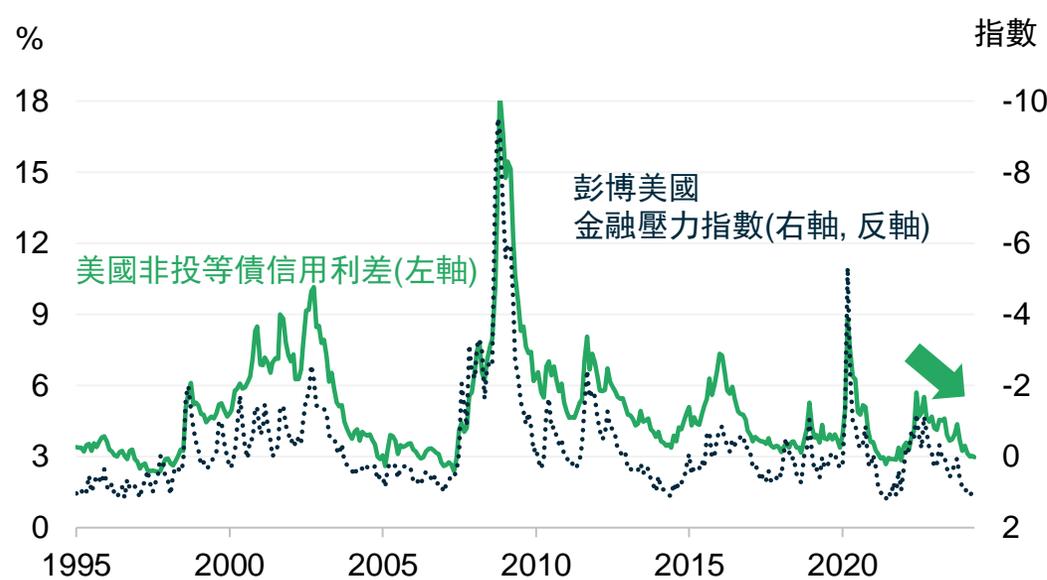
配置上，對於風險承受度較高的投資人而言，可適當配置非投等債部位，使得投組配置上更多元化；不過投等債發行人信評高、體質穩健，仍是較為安全的投資標的。

標普信評調整，2024年美國升評數已超越降評數



註：標普調整美國整體信用債升/降評情形、以及計算升評數減去降評數。
資料來源：Bloomberg，資料截至2024/5/27。

金融情勢趨於穩定，信用利差持續收窄



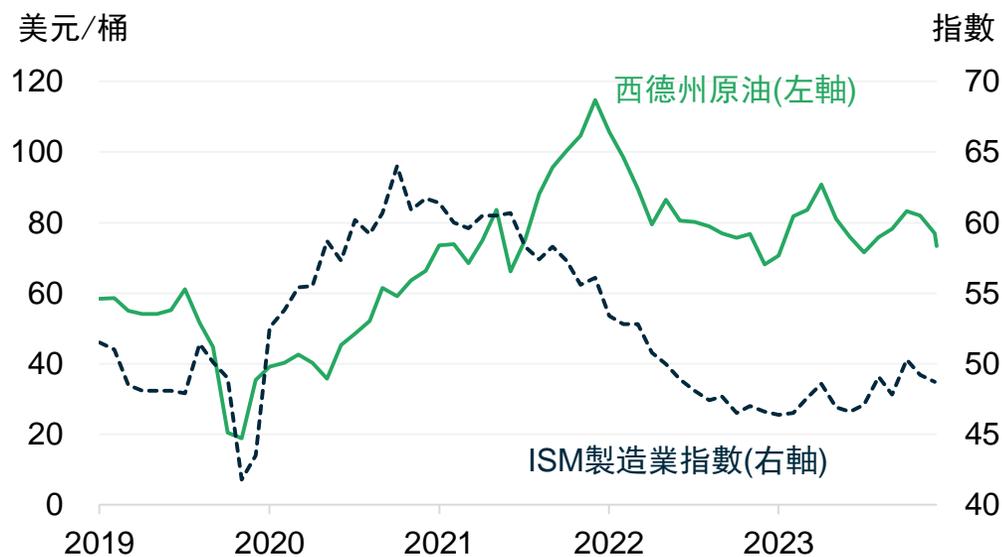
註：彭博美國金融壓力指數追蹤整體金融狀況，負值顯示金融情勢趨緊，正值代表轉寬鬆。
資料來源：Bloomberg。

油價 | 油價區間格局不變，靜待夏季需求驅動油價回彈

近期，隨著美國製造業數據放緩、就業市場也有降溫現象，加上以巴傳聞可能達成停戰協議影響，導致西德州原油一度回落至3個月來的低點每桶73美元。不過，整體而言，油價區間盤整格局不變，包括經濟衰退風險有限、OPEC減產協議維持至明年底(但減產規模有所下滑)。

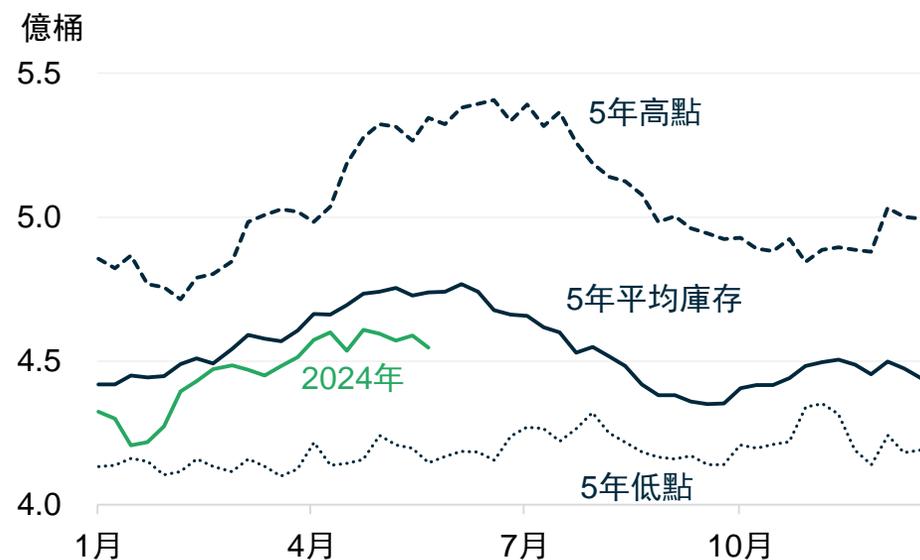
值得注意的是，隨著時序邁入夏季，預期出遊熱潮將帶動庫存下滑，進而驅動油價回彈。以美國商業原油庫存水位來看，近期已從今年的高位4.6億桶，下降至4.5億桶，研判庫存水位後續可望持續下降。

美經濟數據下滑，驅動近期油價回落



資料來源：Bloomberg。

夏季用油將驅動庫存下滑，有利油價反彈



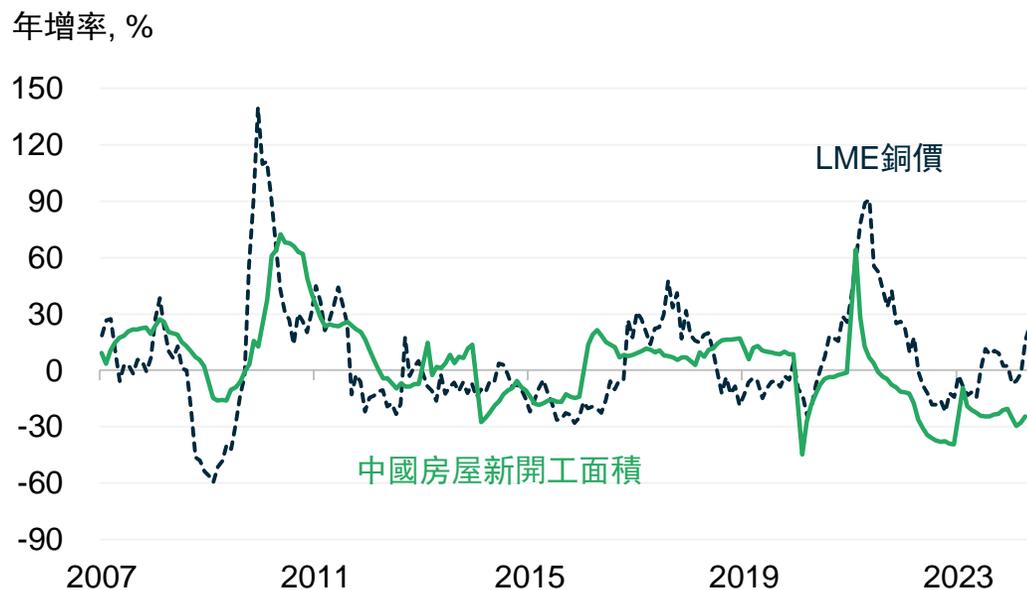
資料來源：Bloomberg。

銅價 | 中國房市下方風險淡化, 全球製造業緩步復甦提供下方支撐

歷經5月中旬在紐約期貨交易所的軋空事件, 國際銅價一度飆漲破每公噸11000美元, 不過基本面未能跟上漲勢, 從各交易所庫存來看, LME與CME維持在相對低位, 但是上海期貨交易所的庫存卻進一步上升至32萬噸, 加上美國ISM製造業PMI意外回落至48.7, 需求不足壓抑銅價回落。

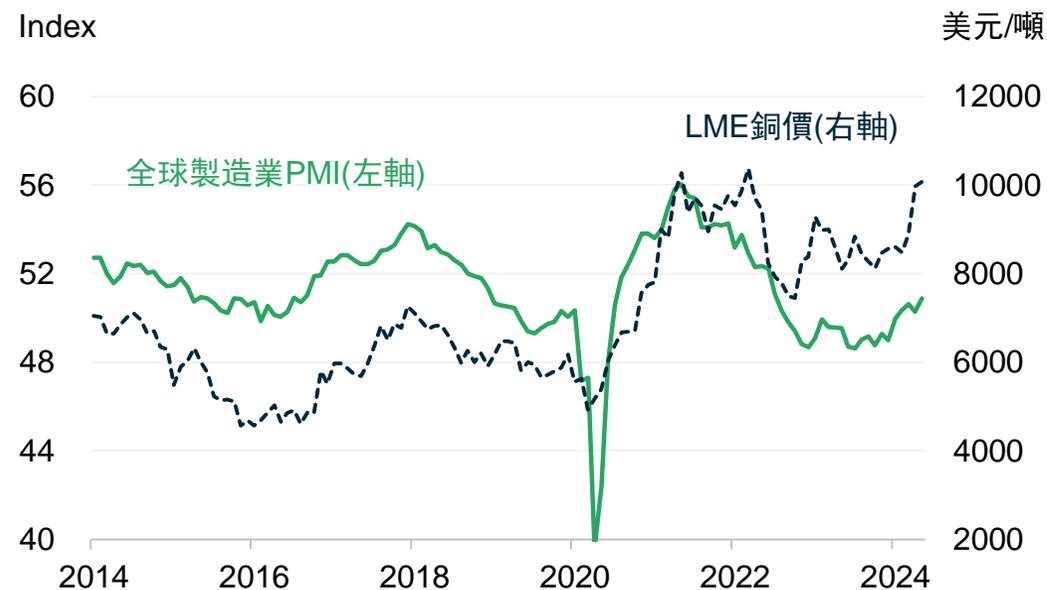
展望後市, 因短期在美元高盤與中國經濟動能偏弱, 價格不易重回5月高點。然而, 在中國官方積極支持房市回穩下, 房市與中國景氣下行風險已有淡化, 若全球製造業能維持復甦態勢, 研判價格下方有撐, 加上綠能題材挹注, 銅價中長線正向看待。

中國房市對銅價利空有所消退



資料來源: Wind。

全球製造業緩步復甦提供價格支撐



資料來源: Bloomberg, JP Morgan。

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