

## 降息時點雖不確定，短線波動無礙股債多頭

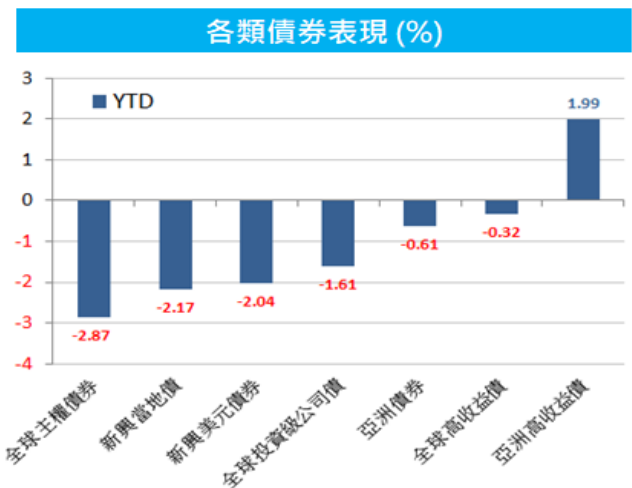
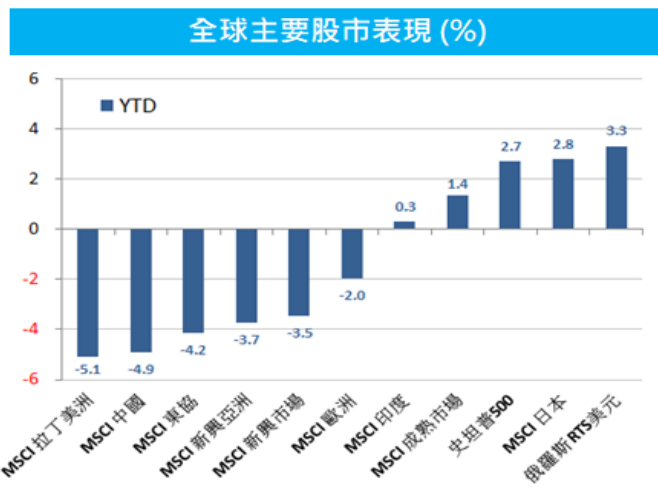
2024年2月

一月份開年來全球股債市都出現回調，一方面去年第四季上漲速度過快，二方面市場對於3月降息的預估過於樂觀，令多位 Fed 官員大潑冷水，加上標債規模也相當大，使得美國 10 年期公債殖利率自 3.90% 附近一度回升至近 4.20% 位置，壓抑了股債市的表現。至 1 月 25 日止，當月成熟市場上漲 1.4%，其中以日本、美國漲幅近 3% 表現最佳；不過，整體新興市場則下跌 3.5%，主要仍是受到中國指數大跌 5% 的拖累。此外，當月各類債券多出現回檔修正，全球主權債下跌 2.87% 最多，但其他債券類別則因利差收斂，跌幅普遍在 2% 以內，甚至中國持續祭出政策支持下，相關債券也止跌回升，令過去兩年表現最慘淡的亞洲高收益債，回彈近 2%。

金融市場對今年降息的期待相當樂觀，去年底時一度篤定認為 3 月便將展開降息。雖然部分 Fed 官員對此大潑冷水，但現實狀況是通膨持續緩步下滑，而去年底 FOMC 的態度更已意外轉為鴿派，這令第二季啟動降息的機會相當高。過去數十年 FED 決策所依據的主力模型「泰勒法則」顯示，過去 6 個月美國通膨率的下滑隱含聯邦利率現在應來到 4.5%，而 Fed 著名的鷹派委員--聖路易分行行長 Bullard 近日亦表示，核心通膨率應會在今年 10 月前趨緩至 2% 左右，他預測 Fed 在此之前就會開始降息，最快 3 月就會採取行動。目前利率期貨預估 Fed 將在 3 月或 5 月啟動降息，全年降幅可達 6 碼左右，可說是合理的推測。

去年我們一路看好的日股，今年一開年就衝上近 34 年新高，漲幅領先各地股市；至 1 月 20 日為止，今年來外資連續三週都買超日股，累計買超金額高達 1.785 兆日圓。現階段日股 4 大投資亮點包括：第一、上市公司強化資本效率，積極引導國際資金流入；第二、基本面明顯提升，預估 2024 財年上市企業獲利將創下歷史新高。第三、企業展開解除交叉持股等行動，可望提升公司治理；第四、新 NISA 推動存款進入股市，加大內資參與力道。今年後續的表現仍相當值得期待。

展望 2024 年，我們預期即便美歐出現衰退，程度可能相當溫和；整體企業獲利在 2023 年下半年已逐步走出衰退陰霾，今年成長率可望逐季走高，而各大央行降息更可望對股債市有明顯幫助。整體而言，我們較看好日本、台韓、印度等區域股市，債市則仍以投資級公司債為最佳選擇。



資料來源：Bloomberg，至1月25日止

## 美國股市：第四季財報優於預期，川普歸來市場不確定性增加

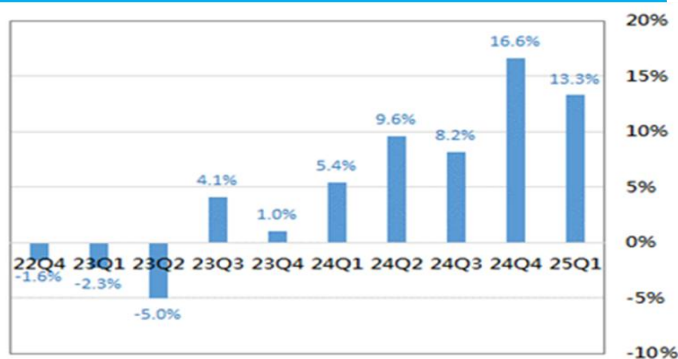
預估 2024 年美股企業獲利重回雙位數增長，但去年第四季獲利年增率估計僅 +1%，財報公布期間仍須保守看待。根據彭博預估，2024 年上半年標普 500 單季盈餘年增率 +5~+10%，到第四季可達 +16.6%；就產業角度，去年第四季包括公用事業、科技、非核心消費產業都有不錯的盈餘增長，而 2024 年第一季業績成長性上仍是科技股一枝獨秀，2023 年第四季獲利衰退較大的能源、原物料與醫療族群，也將在 2024 年第一季縮小衰退幅度。

經濟數據優異，市場幾乎篤定美國經濟軟著陸，這也讓降息的時程可能延後。標普全球美國 1 月綜合採購經理人指數初值升至 52.3，創去年 6 月來新高，遠高於去年 12 月的 50.9，1 月製造業 PMI 初值自去年 12 月 47.9 升至 50.3，創 2022 年 10 月來新高；1 月服務業 PMI 初值升至 52.9，創 7 個月新高。觀察 Fedwatch 預估，三月降息機率目前約五成，若經濟數據持續亮麗，不排除首次升息延至 5 月。

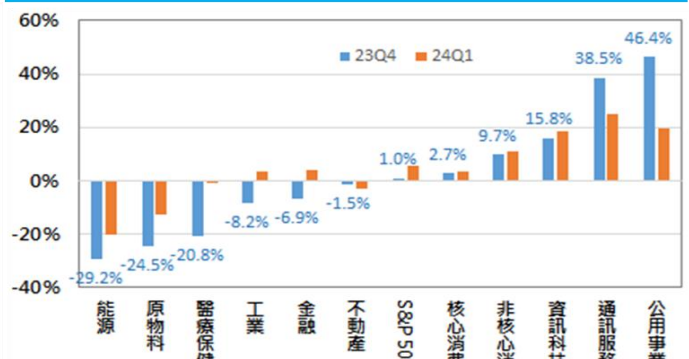
川普爭取成為共和黨代表角逐 2024 年總統大選，繼首站愛荷華州後取得初選獲勝後，在新罕州再下一城，若官司結果不影響參選資格，預料將成為共和黨代表。川普聲勢不墜主要原因在於先前共和黨新星美國佛羅里達州長迪尚特退出選舉前即以「川普接班人」自居，集中火力攻擊其他候選人，聲勢排名緊追在後的是前駐聯合國大使海利，競選策略同樣不願攻擊川普。若川普當選將帶來幾個變數，首先是對科技業以關稅壁壘取代補助或限制(回歸美國製造)、不再積極參與國際事務(退出國際組織或停止軍援烏克蘭)、驅趕無證移民(改善治安)、退出氣候變遷(取消新能源補助、擴大石油生產)等。雖然課徵關稅或許推高通膨，但是科技的關稅壁壘如果取代拜登時期的銷售禁令，對科技龍頭來說未必全是負面影響；而停止俄烏戰爭更有機會降低全球糧食與能源價格，降低全球通膨；若能解決遊民與改善美國治安甚至吸毒問題，將成為實體零售業的大利多；降低石油價格將直接刺激美國消費。故川普歸來對股市雖造成不確定性，但未必全盤以負面解讀。

短期財報旺季仍須留意第一季展望能否符合預期，以及三月政府關門風險。近期可以看到部分產業的庫存修正仍在持續，在景氣回升階段需留意個別差異，評價過高公司若獲利不如預期，股價下修空間仍大。川普若渡過訴訟難關，預計三月成為共和黨總統參選人，故決定美國政府是否關門的三月份權宜支出法案談判恐怕仍然難以取得兩黨共識。就長線角度，2024 年終將步入降息循環，且美股仍蘊藏新興產業高成長題材，無須因短期震盪看淡長期美股市場表現。

標普500單季盈餘成長率



標普500各產業單季盈餘成長率



資料來源：彭博

## 歐洲股市：紅海局勢惡化，歐洲難以置身事外

12月後歐洲天然氣價格下跌，主要反映冬季用氣無虞，有助於未來通膨下降。12月歐元區消費者物價指數年增率，從11月的2.4%回升到2.9%，但考量1月天然氣價格較去年同期下跌四成，且目前持續滑落，歐洲通膨還有下降空間。歐元區12月ZEW經濟景氣指數升至22.7，創十個月高，顯然市場期待步入降息循環後，經濟可望有所好轉。

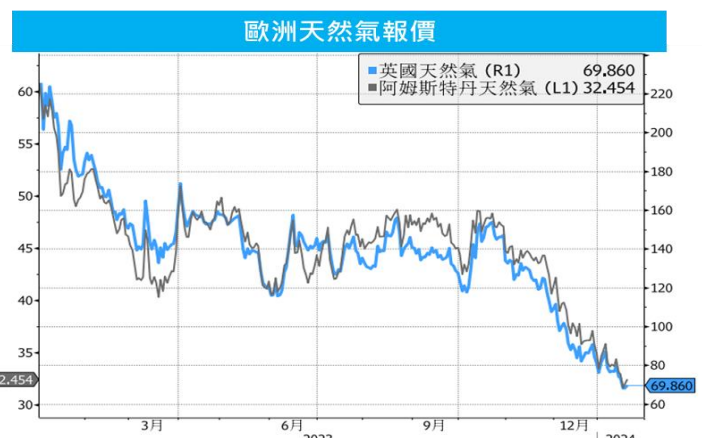
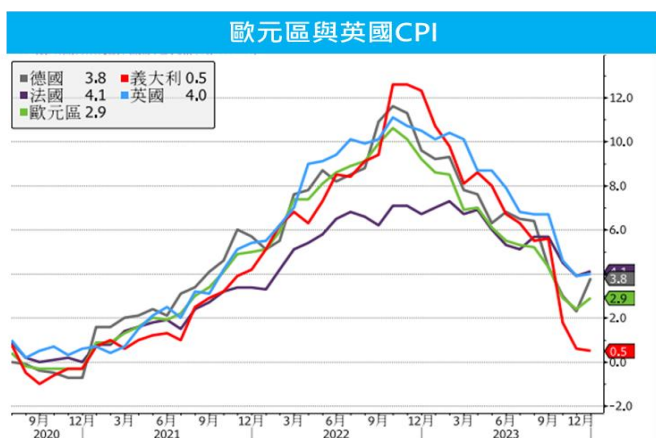
從Fedwatch觀察聯準會預計於三月啟動降息，全年有5~6碼幅度，預期ECB四月也會跟進啟動降息。由於歐洲經濟表現比美國更加疲弱，德國經濟於去年第四季收縮0.3%，2023年全年也呈現萎縮。經濟疲弱帶動通膨回跌，12月歐元區CPI回落至2.9%，市場期待ECB啟動降息刺激經濟。

泛歐600指數獲利在2023年呈現衰退，2024年料可回歸小幅增長。就2024年估算整體獲利成長6.2%，其中地產、電信、化工類股成長性最佳。過去歐股代表性四大產業包含能源、醫療、汽車、奢侈品。2023年醫療類股最為強勢，以諾和諾德為代表，但整體醫療產業2023年獲利成長僅5~10%；汽車產業因歐系電動車進展不佳，故2024年預估獲利依舊不振；而精品業面臨全球景氣走軟，尤其中國市場萎縮。故2024年持續關注醫療類股表現，而精品類股則需觀察中國市場。

泛歐600指數PE比來到歷史低檔，目前大致在12~13X位置。包括英國、德國、義大利、西班牙的PE比都在歷史低檔，讓歐股PE比略低於歷史均值；美股評價雖高但主要是有科技巨頭支撐，相對而言，在2024年歐股龍頭的獲利成長性不如美股，故評價偏低。

以阿戰爭對歐洲的經濟衝擊也高於美國。首先是歐亞貨櫃運輸航線為避開紅海，需繞道非洲導致航行時間從原先25天拉高至34天，直接墊高運輸成本；其次在於歐洲重點產業精品業仰賴觀光人潮，尤其法國巴黎奧運將於7月開幕，若猶太人與巴基斯坦人衝突無法落幕，將大幅降低全球旅客赴歐意願；最後若運輸價格、甚至天然氣價格因戰事波及持續上漲，可能拉高歐洲未來通膨，進而擾亂ECB的降息時程。

俄烏戰爭在美國共和黨不願無條件支持烏克蘭軍援後，市場開始期待俄烏和談，然而紅海衝突已轉變為美軍對抗葉門胡塞組織，情況持續惡化，導致歐股評價偏低。未來觀察重點包括中國市場消費動能、俄烏戰爭、以巴戰爭是否讓投資者繼續傾向保守，目前維持歐股中性平等，建議待利空充分反應後再進場布局。



資料來源：Bloomberg

## 日本股市：觀光業表現強勁，台積電即將揭曉熊本廠擴廠規劃

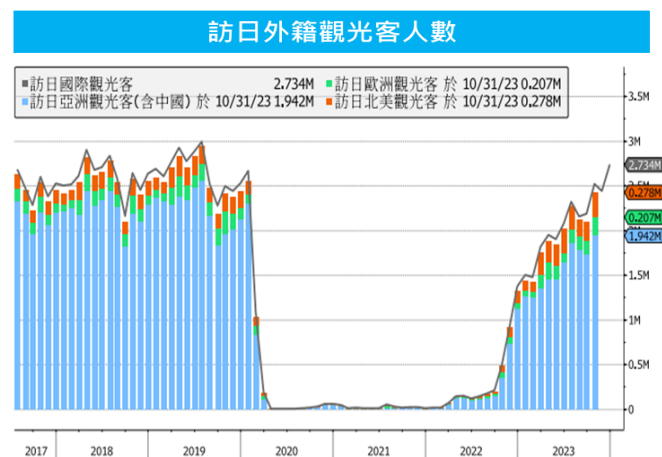
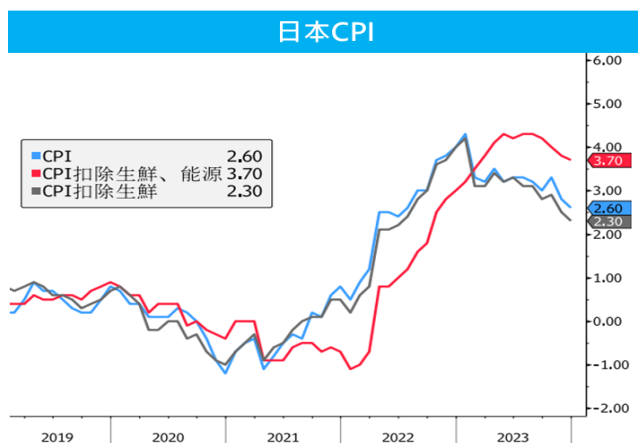
日本 12 月不含新鮮食物 CPI 年增率降至 2.3%，創一年半新低，主因商品漲勢顯著降溫，由於薪資成長溫和，內生性力道有限，預估 2024 年服務漲勢脫離高峰，通膨將持續放緩。這也讓日本央行在退出貨幣寬鬆計畫時有更多空間來緩步執行，預料日幣短期仍無大幅升值條件，可望帶動日企獲利持續走高。

製造業從經濟數據來看，採購經理人指數近期始終低於 50，但從題材來看仍話題不斷。台積電在日本九州熊本建造的芯片代工廠預定 2 月 24 日開幕，依進度將於 2024 年第四季量產，但美國亞利桑那州廠面臨延誤，顯然日本廠成為台積電海外製造重鎮的機率正在上升。雖然台積電對外聲明熊本二廠仍在「認真評估階段」，有機會導入 7 納米製程，但「沒有任何定案」，不過日本政府已規畫預算支持熊本二廠，未來供應鏈更將逐步由日本廠商取代台廠，以藉此復興日本半導體產業。

服務業表現持續強勁，受惠於匯率貶值，觀光業快速復甦，去年 12 月日本迎接 273 萬名外籍觀光客，比 2019 年同期增長 8%，且創下 2023 年的單月高點。日本 2023 年共迎接 2,506 萬名外國旅客，回升到新冠疫情爆發前、2019 年水準的 79%，以南韓遊客最多，台灣旅客人數排第二。預料 2024 年在中國籍觀光客回歸後，訪日外籍旅客應可輕鬆高於 2019 年水準，帶動日本服務業穩健增長。

日本央行於 1 月利率決策會議對於政策利率及前瞻指引維持不變，重申將延續寬鬆政策，靜待薪資成長，2024 財年 GDP 預估為 1.2%，反映刺激政策的效果，2025 財年持平於 1%，2024 財年通膨預估為 2.4%，2025 財年為 1.8%，低於目標值 2%，預期景氣將溫和復甦，達成通膨目標的可能性攀升，密切關注春鬥結果，尚未決定何時退出負利率，聲稱即便結束負利率，政策仍將保持寬鬆。考量美國聯準會與日本央行的利率政策調整幅度存在顯著差異，市場預期聯準會 2024 年將降息五至六碼，然而市場預估日銀在 2024 年升息幅度僅 1 碼，故只要聯準會放慢降息步伐，有機會讓日圓維持弱勢，有利日股獲利表現。

二月隨著台積電熊本廠啟用，傳出台積電可能釋出二代廠甚至三代廠規劃，可望激勵相關族群股價表現；豐田與 Panasonic 喊出固態電池技術即將突破，日企有機會在全球電動車市場擴大版圖。預料 2024 年日本經濟穩健復甦，兩大產業布局即將發酵，後續仍有利多值得期待。



資料來源：彭博

## 新興亞洲：雖經濟復原緩慢，但上行趨勢不變

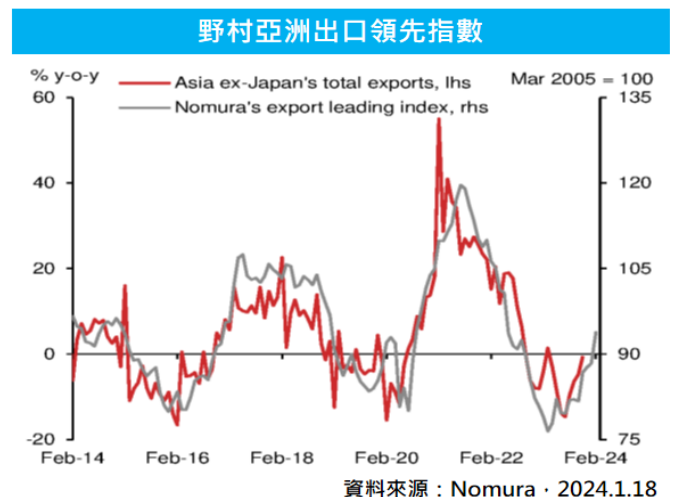
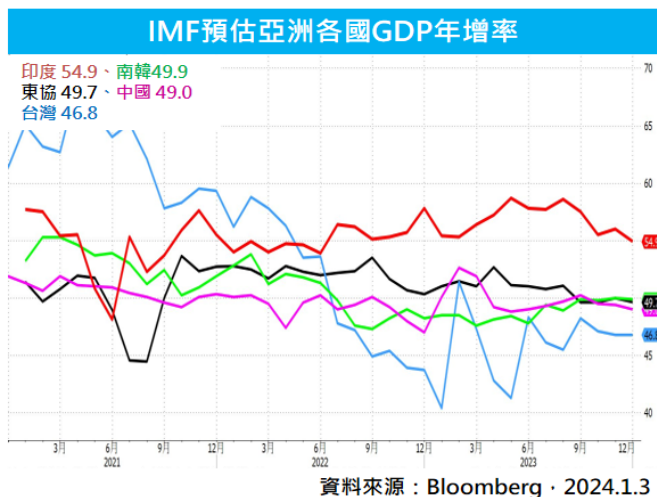
2024 年首月，新興亞洲股市呈現為一個先抑後揚但仍收黑的走勢，截至 1/26，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一月表現為-2.14%。主要的下跌仍是由中國股市所引起，貸款基準利率意外沒有調降引起股市下殺，國企指數一月下跌 7.08%，雖然一月下旬人行降准讓股市反彈，但仍難阻止月收黑。上證 4 綜合指數本月也下跌 2.18%。台灣加權指數雖然在總統大選後遭到外資大量賣超，但在台積電優於預期的財報帶領下，展開反攻，元月上漲 0.36%。南韓 KOSPI 指數則在三星的財報表現不如預期，下跌了 6.66%。東南亞股市遭到外資撤出，MSCI 東協指數一月下跌 3.61%，其中主要國家新加坡、印尼、泰國都為下跌。印度股市漲多拉回，SENSEX 指數一月下跌 2.13%。

觀察亞洲近期製造業 PMI 數據，除印度緩慢下行之外，大部分為持平，但印度是唯一仍在擴張區域的國家，因此整體亞洲的製造業景氣仍在底部緩慢復甦的階段。從近期的出口數據來看大致也呈現相同的狀況，野村亞洲出口領先連續第四個月上升，至 93.8，指數上升得益於全球科技出口、新興市場 PMI 的上揚和上海貨櫃運價指數的走高，雖然運價受到紅海衝突的影響，但即使不考慮散裝運價，指數依然保持向上趨勢，且接近回到擴張區域，顯示亞洲出口正在恢復。

東北亞的各國近期的出口狀況也大致顯示出相同的狀況，台灣 12 月出口月比增加 6.6%，年比增 11.8%，已經走出陰霾，南韓的 2024 年 1 月前 20 天出口額較去年同期衰減 1%，去年的大幅衰退不再出現，中國 12 月進出口數據，按美元計價也年升 3.8%，隨著全球科技尤其是 AI 相關建置持續增加，我們相信整個亞洲的出口將較去年成長。

中國近期加大了刺激政策是一個好消息，與過往最大的不同在政策的連貫性及時效性，先是國務院總理李強承諾的穩定市場和信心的「更加有力有效」措施之後，馬上就傳出中央將設兩兆人民幣的股市平準基金救市，人行隨後宣布調降存準率 0.5%，並預告，將支援銀行放寬信貸給房企用來償還債券，政策的密集和推出速度是前所未見的，預計能提振民眾的信心，也讓中國出現轉機，但之後還是要能帶動實體經濟的復甦，這仍需時間驗證。

整體而言，24 年新興亞洲市場經濟增速保持穩健，東北亞在科技庫存周期循環帶動出口復原的幫助下，企業獲利逐漸好轉。印度、東南亞則受惠於中國供應鏈外移，經濟及企業獲利可望保持一定增長，亞洲股市除中國保持觀望外，其他看法都較為正面。



## 南韓：經濟成長加速，韓股有上漲可能

南韓 2024 的經濟成長普遍預期在 2.0% 附近，可望較 23 年的 1.3% 加速，美、韓的貨幣政策轉為寬鬆，全球半導體的週期的改善都可望帶動商業投資反彈並提振主要成長引擎出口。但全球經濟成長下滑，以及美國和中國的成長疲軟，是可能的風險。

從近期的表現來看，經濟表現尤其是出口都較去年好轉，南韓 12 月製造業 PMI 微降至 49.9，11 月為 50.0，在出口的帶動下，維持其復甦方向。新訂單略降，產出維持平衡，廠商擴大招聘帶動就業，物價指數維持下降的趨勢，企業對 2024 年的生產前景樂觀，預計新產品推出將支持國內和出口需求復甦。

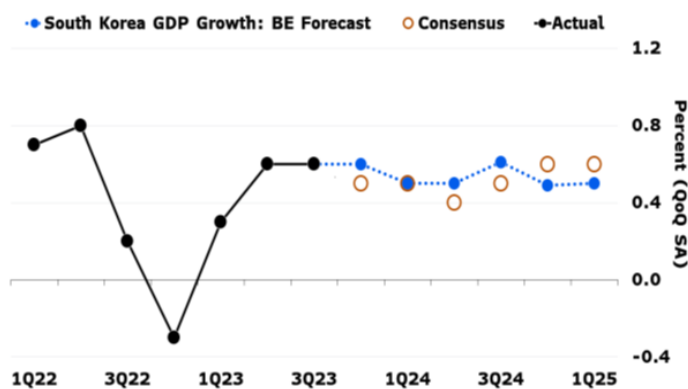
南韓 12 月整體出口成長 5.1%，進口下滑 10.8%，貿易順差達 45 億美元。出口連續第 3 個月成長，為經濟成長展望增添樂觀氣氛。其中，其中半導體的出口年增率更來到 21.8%，在智慧型手機、個人電腦和 AI 晶片等需求逐步回升的支撐下，可望持續好轉。2024 年的重點將是需求回升的程度能否支撐南韓、台灣和等地的出口復甦。

南韓主要的問題是於內需方面，私人消費維持下降的趨勢，由於勞動力市場增速放緩以及財務負擔增加，預期消費短期內難以好轉。野村預計 2024 年名目薪資總額年增率將從 2023 年的 6.9% 放緩至 3-4%，這是自 2020 年疫情以來的最低增速，疲軟的服務業可能會拖累就業，也拖累私人消費。

所幸通膨正在下行週期，因為能源及食品的價格下滑，另外則是薪資成長放緩，也有助於核心通膨下降，預計 CPI 將從 2023 年的 3.26% 放緩至 2024 年的 2.5%，南韓央行面臨降息壓力：目前利率在 3.5%，23 年房地產市場在房價和交易量方面又出現下降，房地產市場二次探底的風險不斷增加，加上家計單位的高負債，在 2024 年可能會遇到更多財務困難，並拖累消費，促使韓國央行在下半年轉向寬鬆週期，如果國內消費不如預期，降息可能在上半年提早發生，並早於聯準會。

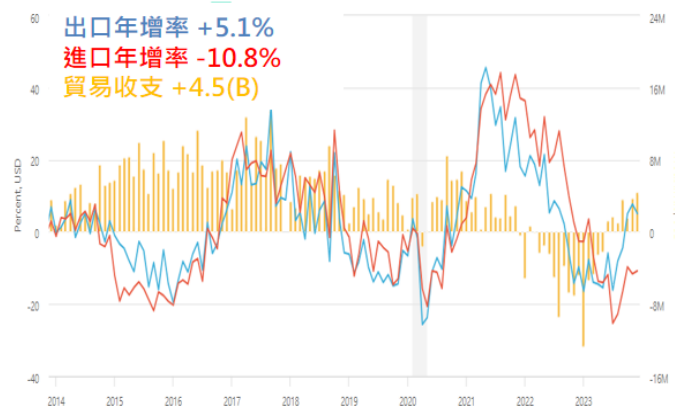
在股市方面，南韓股市與出口相關性高，2024 年因為記憶體復甦以及汽車產業的持續成長，EPS 年增率將高達 56%。MSCI 韓國的預期 PE 為 10.9x，PB 為 1.1 倍，都約在十年平均位置，並不特別昂貴，在聯準會保持鴿派立場下，外資可望流入，市場也無過熱狀況，股市有上漲可能。

### 南韓 GDP 年增率預測



資料來源：Bloomberg，2024.1.3

### 南韓進出口年增率



資料來源：Bloomberg，2024.1.1

## 拉丁美洲：通膨降幅受限，財政體質仍弱

巴西 12 月 S&P Global 製造業 PMI 由 11 月的 49.4 下降至 48.4，維持在收縮區間，主要由於產出和新訂單等分項指標下滑所致。新出口訂單仍處於收縮區域，外部需求疲軟。服務業 PMI 下降 0.7 至 50.5，顯示服務業活動仍擴張。分項中的新業務、就業、未完成業務和新出口訂單均下降。

巴西去年 11 月零售銷售年比增加 4.3%，高於預期的 2.5%；核心零售額則年增 2.2%，同樣優於預期的 2.0%。零售數據改善主要受惠於汽車及汽車零件銷售擴張。

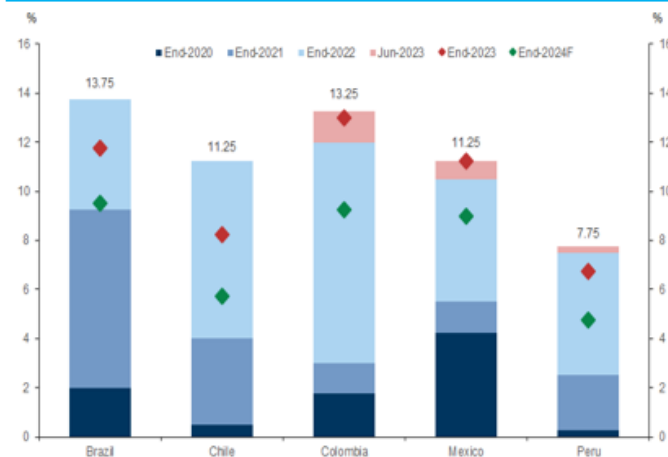
巴西去年 12 月 CPI 年比上揚 4.62%，高於預期的 4.54%，但該數據自 2020 年以來首次處於央行的通膨目標區間(3.25 正負 1.5%)之內。在拉丁美洲方面，去年因貨物價格回弱使物價得以受控。除哥倫比亞的整體與核心通膨率仍居高不下外，其他主要四國物價漲幅都受到抑制，但離拉美各國央行的通膨目標仍有一段距離，水準大致接近通膨目標區間的上限或上半部。拉美今年整體通膨料將持續緩解，但預期改善幅度不大，物價年比增幅可望由去年的 5.1% 降至 4.1%。

巴西央行 12/14 連續第四次降息至 11.75%，央行會後聲明表示可望在 1/31 的利率會議上再度降息兩碼。雖然拉美在控制通膨可能獲得一些成果，使得今年主要央行貨幣政策能夠朝寬鬆方向進行，各國降息步調仍取決其通膨進展而定，但預估年底利率水準仍將在官方的中性目標之上。

雖然 2022 年政府的財政收入上揚，使得該年度巴西政府的基本財政餘額佔 GDP 比重一度呈現盈餘 1.3%，但魯拉為了實現其競選承諾而加大支出導致去年基本財政平衡回到 GDP 的 -2.3%，重回赤字區間，綜合公共部門名目赤字也預估將將超過 GDP 的 8%。由於魯拉政府控制支出成長意願較弱，預期今年基本財政餘額最多勉強回到收支平衡，但機率並不高。計入公債利息後的整體債務赤字佔 GDP 的比重預估也仍將高達 7%，不利後續財政體質改善。

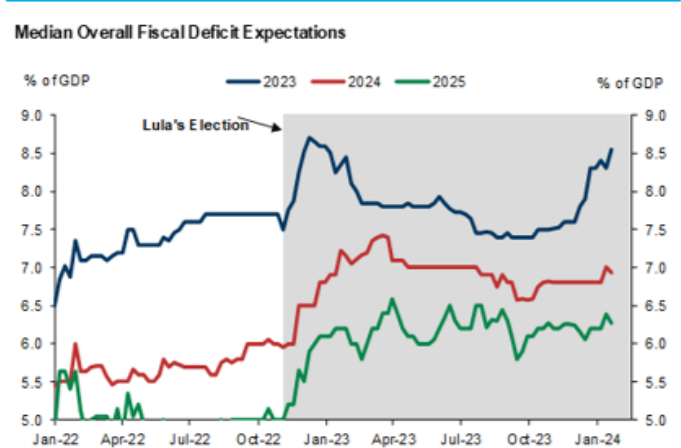
儘管巴西央行貨幣政策寬鬆有利拉美經濟發展，但拉美主要四國去年已開始降息，相關利多已大致反應，若未來降息幅度不如市場預估仍可能不利股市。此外，拉美各國公共債務負擔遠高於其他新興市場，因此整體財政表現將較其他新興市場更為弱勢，對中期投資人信心帶來不利影響。

### 拉美主要五國利率預測(簡單平均)



資料來源: 高盛

### 巴西整體財政赤字佔GDP比重



Source: BCB, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

## 科技：庫存仍在去化過程，在高階應用帶領下中長期展望樂觀

目前整個半導體行業的庫存依然偏高，根據高盛對半導體和 IT 供應鏈自下而上約 80 家公司的庫存追蹤報告，截至 12 月季度業績統計，庫存總額季比減少 3%，過往同期平均則是減少 4%，庫存周轉天數由 67 天下降至 62 天，但也高於同期平均的 57 天。整體顯示雖庫存下滑，但水位仍高。

觀察個別子產業的庫存狀況，零組件方面而言，記憶體、類比/MCU、RF、邏輯 IC 高於季節性水準。組裝代工業則是以網路和手機的庫存天數較高，而汽車、PC、伺服器及儲存設備的庫存天數表現相對較佳，普遍低於季節平均水準，是表現較好的產業。

雖然半導體庫存水準仍偏高，但產業普遍預期 2024 年的整體需求有所改善，根據半導體產業協會 WSTS 的報告，2023 年 11 月全球半導體銷售額持續成長年增 11%，顯示半導體迎來復甦週期，包括伺服器、PC 和智慧型手機在內的大多數主要電子終端市場的復甦以及長期的人工智慧趨勢將推動全球半導體產業在 2024 年實現兩位數成長。

預期產業成長主要由記憶體、邏輯和處理器市場推動，分別較去年同期成長 13-25%。AI、個人電腦和智慧型手機對晶片的需求是成長動力。目前去庫存大致仍算順利，晶片週期料於 2024 年上半年將上行。PC、NB 的需求復甦是主要原因之一，在 2023 年廠商大量的去庫存之後，2024 年 PC 銷售將回到正成長。主要原因是疫情期間購入電腦的已經進入換機週期，以及 AI PC 預計在 2024 年底後帶來貢獻，加上 Windows 10 將於 2025 年 10 月終止支援帶來換機需求，可望帶動 PC、NB 的銷售增長，預估年增率約在 6-7%。

雲端伺服器的銷售也將延續成長，前五大科技公司 (AWS、AAPL、META、GOOGL、MSFT) 相關開支預期在 24 年加速成長將年增 22%，通用型伺服器相對增速較慢，但高盛預測人工智慧和高效能運算設備到 2026 的複合年增長率為 32%，2024 年 AI/HPC 伺服器出貨量將年增 46%。台積電的財報及展望也應證了這個觀點，台積電預測今年全年將受惠於 AI 帶動的 HPC 強勁需求，全年相關成長動能將超過 50%，AI 仍將是今年成長的強力動能。

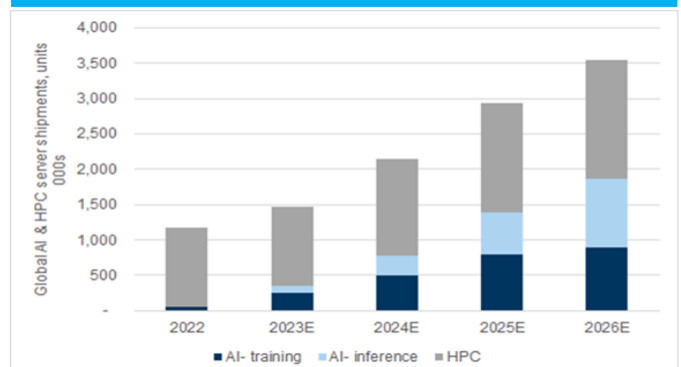
科技股中長期獲利成長趨勢穩健，24、25 年那斯達克 100 指數企業獲利超過 15%，我們看好 AI 的中長期發展，但預期不會一帆風順，AI 目前仍缺乏實際應用，且各國政府將逐漸將訂定監管辦法，將對其造成波動，且科技股本益比偏貴，建議較以中長期角度分批布局。

### 主要科技市場預測

Global growth in major technology markets								Market Size
	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2022
Global GDP	3.1%	-3.2%	6.2%	3.2%	3.0%	2.3%	2.6%	
Semiconductors (USD)	-12.1%	6.8%	24.6%	3.9%	-9.4%	17.8%	10.7%	USD574bn
PCs (units)	2.8%	14.0%	14.5%	-17.0%	-13.5%	4.5%	3.5%	284mn units
Smartphones (units)	-2.0%	-6.7%	5.0%	-9.6%	-4.7%	2.1%	1.8%	1.23bn units
Chip Equip. [WFE] (USD)	-6.9%	19.7%	44.2%	6.2%	-5.4%	4.8%	10.3%	USD94bn
Servers (USD)	-1.3%	9.0%	9.2%	12.9%	10.5%	37.3%	21.1%	USD108bn

資料來源：Nomura · 2024.1.11

### AI&HPC伺服器銷售



資料來源：GS · 2024.1.8



## 礦業類股：市場需求仍在，利率政策有利基本面發展

根據 Bloomberg 預估，中國的鋼鐵需求在去年維持小幅成長 0.5% 後，今年可能小幅增加 1-2%。該國的房地產救濟措施有利穩定銷售和新房屋開工，但房產業對鋼鐵需求衰退整體仍對鋼鐵需求造成拖累。然而，隨著中國政府推出政策以降低經濟不振的衝擊，可望提振基礎設施支出。彭博分析顯示，2024 年基礎設施支出料將較去年增加 4%。此外，在中國延長稅收減免政策的支持下，新能源汽車銷售強勁成長，汽車產業對鋼材的需求可望成長 4-5%，再生能源基礎設施投資也將保持強勁，將整體需求提升 7%，帶動其他類別對於鋼鐵的需求。

中國政府先前推出持續房市提振措施，雖然新屋開工與完工數據有所好轉，但房市銷售情況差強人意，至今整體效果仍屬有限。儘管房地產市場疲軟雖仍會影響其鋼鐵需求，但隨著中國救市政策慢慢發揮效果，負面效果料將從去年的 -7% 放緩至 -4%~-5%。彭博預估今年中國來自房市的鋼鐵需求佔該國整體鋼鐵需求總量的比重將由 2020 年時的 40% 大幅降至 28%，有利中國鋼鐵需求擺脫房市不振的影響。

由於投資者先前對鐵礦石市場保持謹慎態度，中國主要鋼廠的庫存遠低於 2022 年的水平，並且從 1.42 億噸一度降至 1.10 億噸（約 33 天的消耗量）以下，雖然在年底之前略有回升，但仍低於過去五年均值。雖然中國房市不佳影響鋼鐵部分需求，但因人民幣偏弱仍使鋼鐵出口報價極具優勢。

隨著全球鋼鐵前景改善，彭博預期今年中國以外的國家鐵礦石進口量可望反彈 3% 至 4.25 億噸。歐洲鐵礦石貿易需求的復甦也料將使歐盟鐵礦砂進口量增加近 5%，但由於廢鋼用量成長，可能會鋼鐵產量的反彈落後。不過，南亞和中東北非的擴張料能彌補歐日缺口，使得中國以外的鋼鐵需求在今年溫和成長。

彭博預估今年鐵礦砂價格可望支撐在每噸 105-110 美元上方，與 2023 年類似，主要由於南半球季風季節阻礙了發貨，導致第 1 季出現供不應求，隨著產量恢復，第 2、3 季出現料將出現產能過剩，幅度可能略高於去年同期，但隨著中國在冬季和農曆新年之前補充庫存，鐵礦石供需可能會在第 4 季再度陷入短缺，抵消季節性疲軟時期的部分劣勢。

近來礦業類股表現大致與市場對於美國降息步調預期出現較高的連動性，歷經去年底大漲後，礦業類股近 1 月隨著市場對聯準會 3 月降息機率下降而出現回檔，但就中期而言，美國降息已是大勢所趨，加上近來傳出中國政府的「房企白名單」可望出爐，預期可提振投資人信心，對於原物料價格也有推升效果。因此投資人仍可於其回檔時適時布局。



## 能源類股：地緣政治推升短期油價，中期中性看待

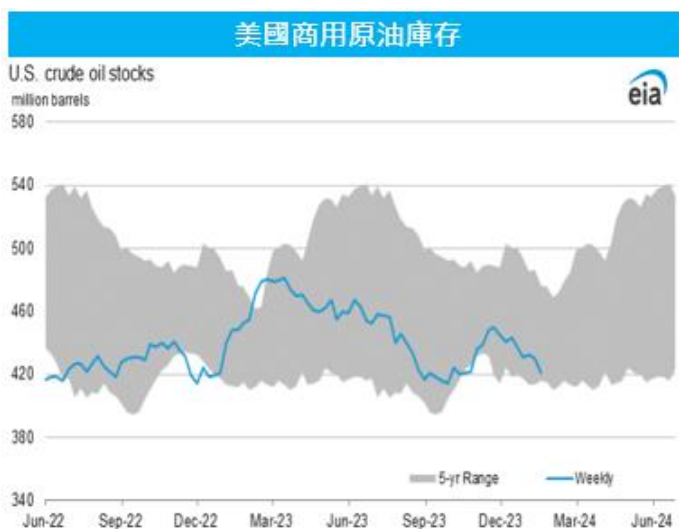
美國能源署(EIA)將今年全球液態燃料需求增長預估由 12 月時的增加 130 萬桶/日上調至 140 萬桶/日。國際能源署(IEA)預計今年原油需求增長 124 萬桶/日，較前次上調 18 萬桶/日。不過，OPEC 預期 2024 年全球石油需求增長 225 萬桶/日，與前次預估持平。OPEC 對能源需求增長預期明顯較 EIA 與 IEA 更為樂觀。

美國能源署(EIA)預期今年全球液體燃料產量將增加 60 萬桶/日，較去年年增 170 萬桶/日大幅放緩，主要因為 OPEC+ 減產和非 OPEC 經濟成長放緩所致。該機構預期 OPEC+ 原油產量將下降 60 萬桶/日，所幸 OPEC 以外國家的產量料可增加 120 萬桶/日，抵消了 OPEC+ 減產的負面影響。該機構同時也預估 2025 年，全球液體燃料產量增加 160 萬桶/日，可望回到去年增幅水準。

在全球液態燃料的供需餘額方面，根據美國能源署的估計，除了今年第一季將出現小幅的供不應求外，今年第 2 季開始到明年第 1 季將大致呈現供需平衡的現象，直到明年第 2 季開始，才會出現略為供過於求。

中東的地緣政治問題仍持續惡化，美國 1 月將葉門胡塞組織列為恐怖組織，而該組織除了攻擊美國貨船外，一艘英國油輪 1/26 在途經紅海時亦遭其襲擊後著火，該遊輪裝載著俄羅斯燃料，此為葉門胡塞武裝迄今對運油船隻發動的最嚴重攻擊。再者，位於約旦與敘利亞邊境的美軍基地 1/28 遭無人機襲擊，造成 3 名美軍死亡，拜登表示此事件為伊朗支持的激進武裝組織所為，誓言反擊。另外，以色列 1/20 以飛彈襲擊敘利亞首都大馬士革一棟大樓，目前已知至少 10 人死亡，其中 5 人為伊朗高級官員。伊朗總統賴西揚言將會對以色列採取嚴厲的報復守端。由於中東問題最大的疑慮就是伊朗是否加入戰局，上述消息使得中東局勢更加複雜化，宜留意後續發展。

美國商用原油庫存降幅遠高於預期、冬季風暴也使美國原油產量大減、烏克蘭加強攻擊俄國產油設施及葉門中東地緣政治問題疑慮加深等因素使近來西德州原油價大漲。就基本面而言，沙國今年財政損益平衡油價約在 80 美元/桶，可將其視為中期支撐。不過，油價若漲幅過大，OPEC 亦可能使其改變產量政策，故而油價雖有撐，但上方動能亦屬有限，中期建議中性看待。



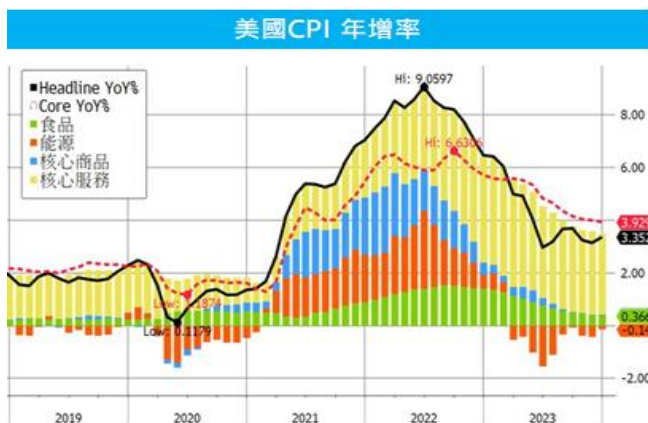
## 固定收益：經濟表現持穩，然通膨降幅已足夠支持降息

新的一年開始，美債表現即遭遇些微逆風。一方面去年第四季殖利率下降速度過快，二方面市場對於降息時點的預估過於樂觀，令多位 Fed 官員大潑冷水，加上標債規模也相當大，使得美國 10 年期公債殖利率自 3.90% 附近一度回升至近 4.20% 位置。至 1 月 25 日止，當月各類債券多出現回檔修正，全球主權債下跌 2.87% 最多，但其他債券類別則因利差收斂，跌幅普遍在 2% 以內，甚至中國持續祭出政策支持下，相關債券也止跌回升，令過去兩年表現最慘淡的亞洲高收益債，回彈近 2%。

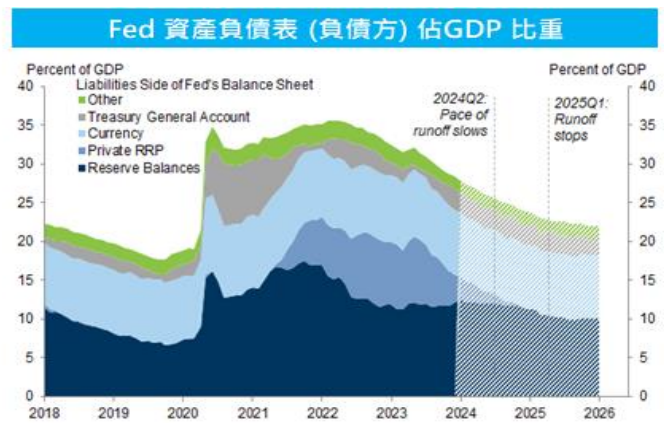
近期美國公布的經濟數據多數持穩。12 月新增非農就業人數 21.6 萬，雖高於預期的 17 萬和 11 月的 17.3 萬人，但 10-11 月新增就業數同時也合計下修 7.1 萬人，顯示就業市場數月來僅維持溫和，並非如表面數據般強勁。此外，美國 12 月 CPI 年增率自前月 3.1% 升至 3.35%，雖高於預期的 3.2%，但扣除食品與能源的核心 CPI 年率則自 4.0% 降至 3.93%，創 2021 年 5 月以來最低。通膨的主要貢獻來源仍在於住房、休閒娛樂、醫療等服務業項目。不過，對通膨貢獻度過半的住房成本指數 12 月的年增率自 6.5% 降至 6.2%，創 2022 年 8 月以來最低，影響力已逐步減弱。

在 Fed 持續縮表下，美國貨幣市場已出現趨緊情況，聯準會逆回購 (RRP) 工具帳戶餘額自 2.3 兆美元降至近 5000 億，而去年底時回購利率出現短暫飆升、成交量放大，暗示銀行間拆款的緊張。曾任系統公開市場帳戶 (SOMA) 經理的達拉斯 Fed 總裁 Lorie Logan 表示，應開始放慢縮表速度。此外，高盛也預計 Fed 將於 5 月將每月公債縮表速度減半，從 600 億美元降至 300 億美元，到 2025 年首季將停止縮表。

在此環境下，金融市場對今年降息的期待相當樂觀，去年底時一度篤定認為 3 月便將展開降息。雖然部分 Fed 官員對此大潑冷水，但現實狀況是通膨持續緩步下滑，而去年底 FOMC 的態度更已意外轉為鴿派，這令第二季啟動降息的機會相當高。過去數十年 FED 決策所依據的主力模型「泰勒法則」顯示，過去 6 個月美國通膨率的下滑意味著聯邦利率現在應該是 4.5%，而非 5.5%。此外，Fed 著名的鷹派委員--聖路易分行行長 Bullard 近日亦表示，核心通膨率應會在今年 10 月前趨緩至 2% 左右，他預測 Fed 在此之前就會開始降息，最快 3 月就會採取行動。目前利率期貨預估 Fed 將在 3 月或 5 月啟動降息，全年降幅可達 6 碼左右，可說是合理的推測。我們認為由於通膨持續降溫、經濟轉軟，在央行態度大幅逆轉的環境下，我們預期整體債市多頭行情將可持續，投資級公司債可兼顧安全性與收益性，仍是最佳配置。



資料來源：Bloomberg, 2024/1/22



資料來源：GS, 2024/1/10

## 外匯市場：正負因素拉鋸，美元漲勢逐漸和緩、轉趨區間震盪

今年具有投票權的 Fed 官員相繼在談話中，出聲打壓市場過於樂觀的降息預期，其中克里夫蘭 Fed 總裁 Mester 表示，12 月份的通膨報告意味著聯準會還需要採取限制性貨幣政策，3 月份的會議就要考慮降息還為時過早，而 Fed 理事 Waller 則是稱，即便將來通膨降溫，聯準會在降息的決策上仍須審慎評估，至於舊金山 Fed 總裁 Daly 同時也提及，目前仍要更多的證據支持通膨有辦法保持在回歸政策目標 2% 的軌道上，所以不應認為降息會即將到來。除此之外，接連公佈經濟指標，也指出年末景氣還是保有相當的韌性，12 月份零售銷售由前月的月增 0.3%，反彈至月增 0.6%，明顯優於市場預期的月增 0.4%，而 1 月份的製造業 S&P Global 製造業 PMI，不僅睽違八個月以來首度重返擴張區間之外，更是創下十五個月以來的新高水平。有鑑於此，Fed 官員偏向謹慎的政策態度，以及表現不俗的基本面狀況，投資人對於第一季底就能啟動降息循環的樂觀情緒因而顯著降溫，相較於去年 12 月下旬，市場原本認為 3 月份降息的機率超過 90%，但如今卻連 40% 都不到，這也促成美債殖利率、美元指數雙雙從 12 月底開始震盪反彈。

展望後市，目前市場對於全年的降息預期仍然高達五碼，與 12 月份 FOMC 利率點陣圖共識的三碼還是有所出入，因此研判 Fed 官員將持續抑制市場的降息預期，雖然這會對於美元帶來支撐，但考量到 ECB 同時也在壓抑歐元區過於樂觀的降息預期，歐元也存在支持，所以在正負因素拉鋸之際，美元的漲勢料將逐步趨於和緩，並且轉為區間震盪的格局。

## 歐元：ECB 引導市場調整過於樂觀的降息預期，歐元轉為橫盤整理

有鑑於核心商品需求低迷、供應鏈保持通暢、部份服務業通膨黏性淡化，歐元區核心通膨不僅延續下行趨勢之外，細究處於降溫階段的項目而言，普遍性也算充足，這也反映在超核心通膨、截尾平均通膨的壓力持續趨緩之上，因此市場對於今年的降息抱持著十分強烈的期待，造成歐元自年初開始震盪回落。

然而，在 1 月底最新的決議當中，ECB 強調目前的貨幣政策施政方針是依循數據操作，考量到目前的通膨並非毫無上行風險，其中紅海地區的地緣政治風險，對於能源價格與貨運價格形成支撐，而景氣的築底回溫，也將使得通膨的下行趨勢變得較為崎嶇，至於新一年的薪資談判通常都在年初舉行，這就代表著至少需要等到年中才能確立薪資成長率的下行趨勢，也因此總裁拉加德才會在會後記者會中表明，委員會的內部共識是目前討論降息還維持過早，並且也重申降息循環預期到夏季才會啟動，這將會引導市場逐步調整目前過於樂觀的降息預期，同時提供歐元支撐，因此即便 1 月份歐元震盪回貶，但研判後續將逐漸轉為橫盤整理的走勢。

## 日圓：美元吸金效應再起，日圓弱勢整理

回顧一月，由於美國年末就業及消費動能維持穩健，第四季 GDP 成長率高達 3.3%，市場對 Fed 的降息時點預期延後至五月，帶動美債殖利率與國際美元雙雙反彈，亞幣普遍面臨貶值壓力；此外，日本 11 月經常性薪資年增幅僅 1.2%，12 月通膨(不含新鮮食物) 則下探一年半新低的 2.3%，元月

We Create Fortune

份日銀如預期按兵不動，維持寬鬆貨幣政策，內外因素夾擊下，日圓回貶至去年 11 月以來新低。

展望二月，聯準會料維持利率不變，同時淡化快速降息的預期，加上適逢稅收淡季，美國融資需求料再起，形成吸金效應，國際美元有望延續反彈動能，壓抑非美貨幣表現；內部方面，由於商品及服務漲勢雙雙降溫，通膨料延續下行趨勢，加上春鬥結果及政治局勢尚不明朗，日銀將持續觀望，無意躁進地退出負利率政策，綜合以上，預期日圓將呈現弱勢整理的格局。

### 人民幣：人行救市以穩定信心，人民幣跌幅趨緩

回顧一月，由於美國年末就業及消費動能維持穩健，第四季 GDP 成長率高達 3.3%，市場對 Fed 的降息時點預期延後至五月，帶動美債殖利率與國際美元雙雙反彈，亞幣普遍面臨貶值壓力；此外，中國第四季 GDP 年增 5.2%，但季增率卻放緩，全年成長率為 5.2%，低於疫情前的五年均值 6.7%，顯示景氣下行壓力持續升溫，甚至還面臨通縮困境，迫使人行無預警降準兩碼，釋出一兆元的長期資金，在內外利空同時發酵下，離岸人民幣回貶至去年 11 月低點。

展望二月，聯準會料維持利率不變，同時淡化快速降息的預期，加上適逢稅收淡季，美國融資需求料再起，形成吸金效應，國際美元有望延續反彈動能，壓抑非美貨幣表現；內部方面，適逢農曆春節假期，人行提前推出三大救市措施，藉此提振流動性及信貸動能，同時維持偏強的人民幣中間價，有助於避免市場信心持續惡化，季節性結匯需求亦有望浮現，綜合以上，預期人民幣將維持弱勢格局，但跌幅料趨緩。

### 南非幣：國家內部風險升高，南非幣具有貶值壓力

南非國營電力公司 Eskom 由於發電機組老舊，加上債務利息壓力過於沉重，所以並無充裕的資金進行設備維護，2023 全年的採取限電的天數高達 288 天，遠高於 2022 年的 157 天，以及 2021 年的 48 天；此外，國營物流公司 Transnet 在去年起，也開始淪於相同的困境當中，因此除了鐵路的運送效率變差之外，自去年下半年開始，包含開普敦港、德班港、伊麗莎白港等幾大港口，都面臨嚴重的塞港問題；因此，在時常限電、物流紊亂的背景下，經濟活動的運行嚴重受到阻礙，這也是為什麼去年第四季明明國際美元大幅回檔，但南非幣卻並未出現明顯升值走勢的重要原因。

展望後市，今年中旬將舉行全國改選，由於失業、貪腐、限電等三大社會問題，使得民怨日益濃厚，民調顯示執政黨的聲望正在每況愈下，這次的選舉恐怕會是曼德拉在 1994 年執政後，執政黨 ANC 得票率出現首次失去絕對多數優勢(得票率小於 50%)的狀況，所以考量到政治風險升溫，加上電力及物流狀況目前仍舊懸而未決，南非幣未來還是相當具有貶值壓力。

(以上外匯市場觀點，由元大投顧提供)