

財報表現亮麗，然通膨超預期為隱憂

2024 年 3 月

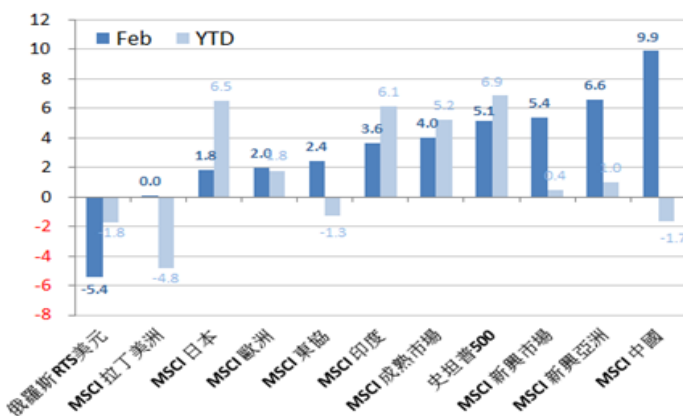
2 月份全球股債市表現分歧。受惠於財報表現超乎預期，以及中國官方再加碼救市政策的支持，全球股市表現都相當亮麗，至 2 月 23 日止，當月成熟市場上揚 4.0%，其中美國在科技與半導體類股帶動下大漲 5.1% 表現最佳；此外，整體新興市場也上漲 5.4%，主要來自於中國指數大漲 9.9% 所貢獻。不過，由於美國就業與通膨數據皆高於預期，市場大幅修正先前過於樂觀的降息預期，使得美國 10 年期公債殖利率自 3.88% 附近回升至 4.30% 附近，令當月全球主權債、投資級債分別下跌 1.45%、1.14%，所幸其他類別債券受惠於利差持續收斂，表現多在平盤附近，而過去兩年表現最慘淡的亞洲高收益債，當月則續漲 1.83%。

第四季標普 500 成分股的財報幾乎都已公布，獲利年增率從年初預估的 1.2%，到目前實際數據呈現的 7.7%，無疑是相當亮麗的表現。特別在大型科技企業，以及 AI 需求所帶動的半導體類股，都繳出了相當優異的成績單。至於今年的獲利成長，預期也將從首季的 3.8% 逐季上揚至年底的 12.5%，可說大步擺脫去年上半年的衰退局面。

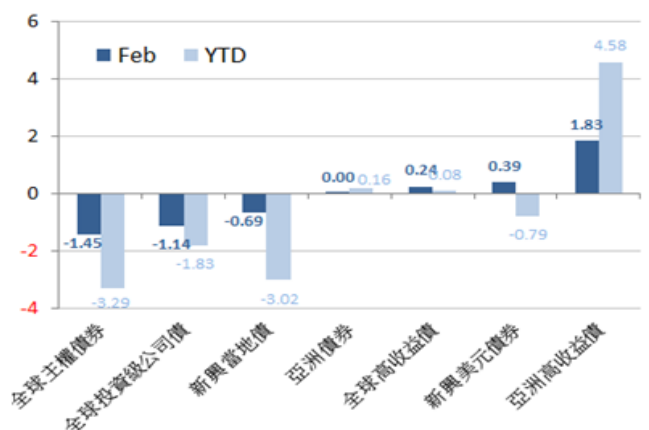
1 月底 FOMC 會議記錄顯示委員們仍關注通膨軌跡，一些委員擔心通膨朝 2% 目標回落的進程可能陷入停滯。雖然一致認為利率可能已見頂，但還不能確定何時啟動降息。雖然 Fed 不願太早降息，但我們認為放慢縮表速度可能會先開始進行，而此議題 Fed 也將於 3 月例會時深入討論。此外，由於近期所公布的就業與通膨數據皆明顯超出預期，而去年底時利率期貨一度篤定認為 3 月便將展開降息，如今預期則已延緩至 6 月，而全年降息幅也縮減至 3-4 碼。

去年來我們一路看好的日股，在 2 月下旬時日經指數終於正式突破 34 年新高，漲幅領先各地股市；至 2 月 17 日止，今年來外資更已連續七週買超日股，累計買超金額高達 3.8 兆日圓，後勢的表現仍相當值得期待。雖然 Fed 降息時點向後遞延，但貨幣政策轉為寬鬆方向不變，Q2 降息仍是目前市場共識；而由於整體企業獲利在 2023 年下半已逐步走出衰退陰霾，今年成長率可望逐季走高，均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。

全球主要股市表現 (%)



各類債券表現 (%)



資料來源：Bloomberg，至 2 月 23 日止

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

美國股市：經濟、財報表現優異，川普回歸影響不容小覷

美股第四季財報優於預期，帶動標普 500 指數再創新高。目前盈餘公布進入尾聲，預估第四季標普 500 盈餘成長率為 6.5% 優於市場預期(財報公布前僅預期成長 1.2%)，其中 Nvidia 不負眾望，再次交出優異財報與財測，帶動全球 AI 概念股強勁走勢。

目前對標普 500 第一季獲利展望維持在年比增長 3.7%。成長率最高的產業包括非核心消費、資訊科技、通訊服務產業與公用事業。而先前獲利衰退幅度較大的能源與原物料產業，在第一季表現依舊疲弱。市場對 AI 發展前景寄予厚望，目前哪些下游應用端能快速普及仍不明朗，但多數預估未來三年內 AI 應用即可改變現在的日常生活，故廠商仍加碼投資。

近期發生紐約社區銀行(NYCB)因財報意外虧損和削減股利而導致股價大跌。疫情後部分商業不動產景氣低迷，目前觀察即便商業不動產景氣疲弱，但住宅型不動產景氣表現仍佳，故對美國銀行業影響可能是造成部分銀行對商業不動產放款的呆帳損失可能擴大。就比例來看，以商用不動產放款為主要業務的多半屬於區域型的小銀行、且家數不多，受影響的銀行就數量來看不高，可能造成部分銀行財報不佳，但不會演變為類似 2023 年的區域銀行風暴。

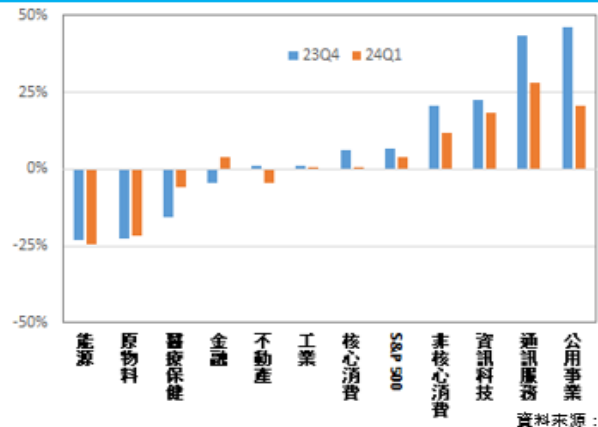
川普在共和黨初選聲勢如日中天，提出政策包括對所有進口產品課徵 10% 關稅，對稅率較高國家課徵相應關稅等「以眼還眼、以關稅還關稅」的措施。預期川普若當選後仍將與各國進行貿易談判，但未來與盟友關係將遠不如民主黨時緊密。其他政見包括限制無證移民進入、動用國民軍維持治安等，由於內容符合一般美國民眾需求，給拜登政府帶來極大壓力。若川普能於 3 月取得共和黨總統參選人代表資格，所倡議的「美國製造」將再次獲得關注，而美國的軍售規模也有機會因此走高。

美國近期經濟數據強勁，2 月製造業採購經理人指數為 51.5，高於 1 月的 50.7，且是 2022 年 9 月以來最高水準，服務業採購經理人指數 51.3，雖然沒有達到預期，但仍持續在擴張區間。經濟優異讓聯準會有更充裕的時間來控制通膨，不排除降息延至下半年啟動。上半年仍需觀察實質獲利才能帶動股價走升，短期以科技股與非核心消費最具獲利成長動能，而下半年預估在降息帶動下整體標普 500 獲利單季成長有機會挑戰 5~10%，故上半年若因利空出現拉回、美股仍可以長線角度布局降息行情。

美國採購經理人指數



標普500各產業單季盈餘成長率



資料來源：彭博

歐洲股市：奧運可望帶動觀光客回流，期待地緣政治衝突落幕

泛歐 600 指數於 2 月創下歷史新高，但經濟表現平平，即便歐元區服務業 PMI 反彈，但製造業 PMI 疲弱，指數創新高主要由幾檔龍頭股貢獻漲幅。2 月歐元區製造業 PMI 中，德國意外下滑表現來到 42.3，其他如英法都有回升跡象；服務業的回升較為全面，歐元區服務業 PMI 站回 50 關卡，英國服務業 PMI 更維持在 54.3 高檔位置。

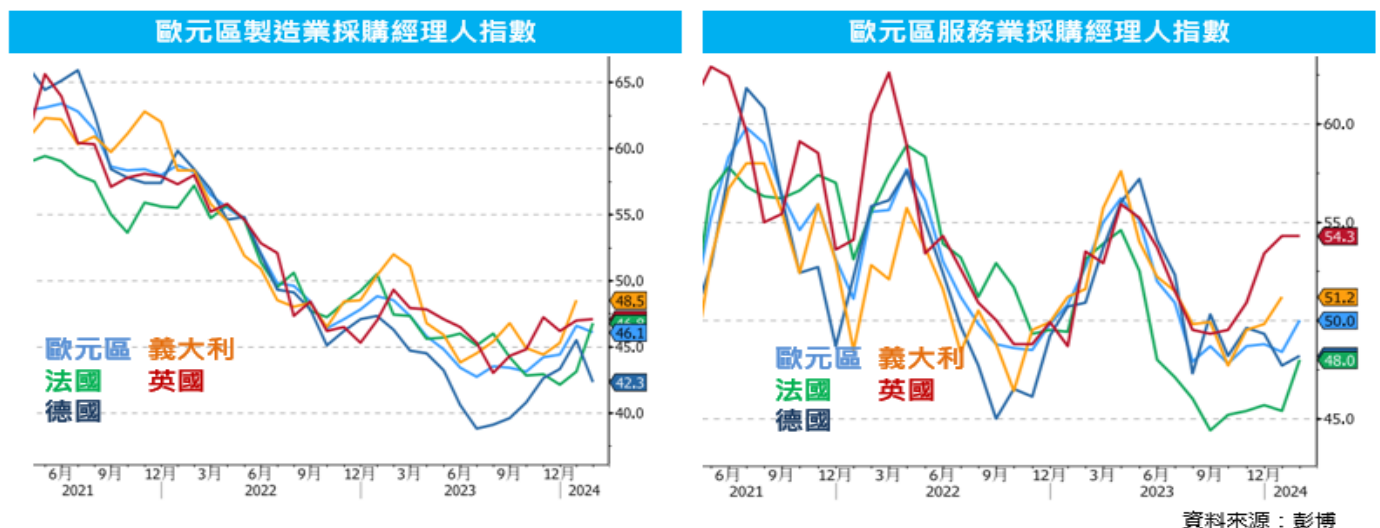
歐洲指數近期創歷史新高主要是因為估值偏低與龍頭股優異表現，目前泛歐 600 指數預估 PE 僅 12~13 倍，今年以來推動指數大漲四大龍頭包括艾司摩爾(ASML)、諾和諾德(NVO)、思愛普(SAP)與路威酩軒集團(LVMH)。其中 ASML 受惠於全球 AI 風潮，而 SAP 則是財報表現優異，並表示公司將加大在 AI 商業化的投入，LVMH 意外宣布進軍娛樂產業，大手筆投資南韓 YG 娛樂、未來將推出影視作品，而中國股市回溫，也讓市場期待中國買家回籠。另外丹麥藥廠西蘭製藥(ZEAL)旗下的 survodutide 藥物的二期試驗結果正面，可望成為減肥藥市場的生力軍。

巴黎奧運將於今夏舉行，市場期待順利舉行後的觀光收益。烏俄與以哈戰事雖仍未終止，但並沒有看到歐洲發生先前擔憂的恐怖攻擊事件，若巴黎奧運進展順利，可帶來大量觀光人潮，也有利於精品龍頭業績表現。

歐洲央行 1 月貨幣政策會議紀要內容顯示：ECB 管委會普遍認為現在討論降息為時過早，而過早降息被視為更大的危險。市場預計 ECB 將於 6 月或 7 月才會啟動降息，全年降息幅度壓縮至 3 碼；而英國央行同樣於下半年才啟動降息的機會較高。

美國對烏克蘭的支持出現動搖。美國協助烏克蘭抵禦俄羅斯侵略的 600 億美元安全包裹法案在國會卡關，川普呼籲共和黨議員抵制這項法案，直到民主黨議員同意採取打擊移民的措施，並將任何提供基輔當局的援助改為貸款形式。俄烏戰爭估計導致超過 500 萬人離開烏克蘭，若戰爭時間拉長則海外難民可能再次形成歐洲的治安隱患。

歐股評價偏低，但仍需擔憂戰爭轉為持久戰的可能。若下半年看到歐洲地緣政治風險淡化，配合歐洲央行進入降息循環，市場情緒獲得提振，才可期待歐股評價能有顯著回升。



日本股市：日經改寫歷史新高、外資回補空間大、巴菲特打算長期持有日股部位

日經 225 突破 1989 年關卡創歷史新高。之前歷史高點出現在泡沫經濟巔峰，出現在 1989 年 12 月 29 日創下 38957 點，當時上漲主力以房地產、金融股為主；然而 2024 年帶動日經指數上漲主要是四大龍頭股中，其中三檔是半導體相關，只有迅銷是成衣。日股受惠於安倍經濟學帶來的貨幣寬鬆，同時政府促成台積電赴日設廠，成為半導體產業崛起關鍵。故 2024 年半導體設備大廠如東京威力科創、愛得萬測試大漲，而軟銀創辦人孫正義計畫創立 AI 晶片企業，與 Nvidia 共同成為未來 AI 軍火商，故日股在 Nvidia 公布優異財報後，由 AI 概念推動日經 225 走勢創下新高。

台股在 1990 年同樣以金融、傳產為權值主軸來到 12682 高點位置，該高點紀錄維持近 30 年。疫情後由半導體、資訊科技類股帶動指數飆升，指數衝破 12682 後，該價位成為重要支撐價位。市場也密切觀察日經指數能否站穩 39000 點關卡。

由於日本經濟失落三十年，全球型基金常態性持有日股遠低於正常水位，故當安倍在 2012 年提出經濟三箭時吸引全球外資回補日股部位，曾一度累計買超金額逼近 25 兆日圓。當時大規模的買超在 2015 年後轉為賣超，甚至 2019 年後跌破安倍上台時點水位，故近期外資連續 7 週加碼日股，2024 年起至 2 月 17 日外資買超日股累計金額達 3.8 兆日圓，但是若要恢復到 2014 年水位，外資還有近 20 兆的加碼空間。

外資回補日股主要理由除具備關鍵性產業(如 AI、電動車)外，評價偏低也是重點。從 PE 角度，2024 年日經 225 指數 PE 僅 22.6 倍，遠低於 1989 年泡沫經濟時的 65 倍，更低於現在那斯達克指數的 30 倍。從 PB 角度來看，日經指數還有近 1/3 公司低於帳面價值，仍符合價值型投資選股。

巴菲特的投資理念是選擇看好的標的後，以合適的價位購入並長期持有，而對日股的操作也符合過去慣例。自 2019 年進場後持續分批加碼。在 2024 致股東信強調長期持有五檔日股：包括伊藤忠商事、丸紅、三菱、三井和住友這五家公司都有良好的公司治理，在適當的價格進行股票回購，同時管理層對自身報酬相對美國公司偏低，而公司留存的資金用於建立新業務。這五檔已經成為巴菲特長期持有標的，顯然巴菲特不會輕易賣掉其在 2019 年來分批建立、已經大賺的日股部位。

日股雖創歷史新高，然而考量全球外資面臨持股偏低壓力，回補仍在持續；且日本政府重建半導體供應鏈成果將於未來三年陸續浮現，可視為長線佈局標的。

2012年起外資在日股累計部位(現股加期貨)

Exhibit 2: Cumulative foreign flows have only just got back to where they were at the start of Abenomics
Cumulative foreign flows as of Feb 16 2024



資料來源：高盛，2024/2/22

日經225指數2024年來上漲驅動股

| 代碼 | 名稱 | 漲幅% |
|----------------|-----------|---------|
| 8035 JT Equity | 東京威力科創 | 44.84 % |
| 9983 JT Equity | 迅銷有限公司 | 23.66 % |
| 6857 JT Equity | 愛德萬測試 | 47.76 % |
| 9984 JT Equity | 軟銀 | 39.84 % |
| 7203 JT Equity | 豐田汽車公司 | 35.92 % |
| 4543 JT Equity | 泰爾茂公司 | 24.04 % |
| 6762 JT Equity | TDK公司 | 17.39 % |
| 6988 JT Equity | 日東電工公司 | 32.56 % |
| 7735 JT Equity | 斯克林集團有限公司 | 66.76 % |
| 4568 JT Equity | 第一三共股份 | 26.99 % |

資料來源：彭博，2024/2/23

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

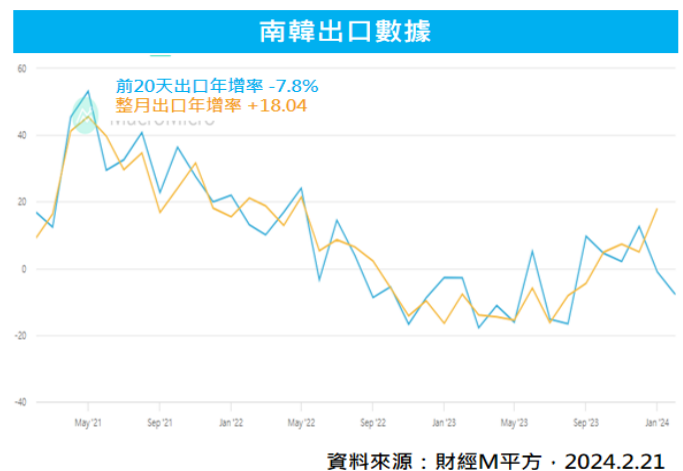
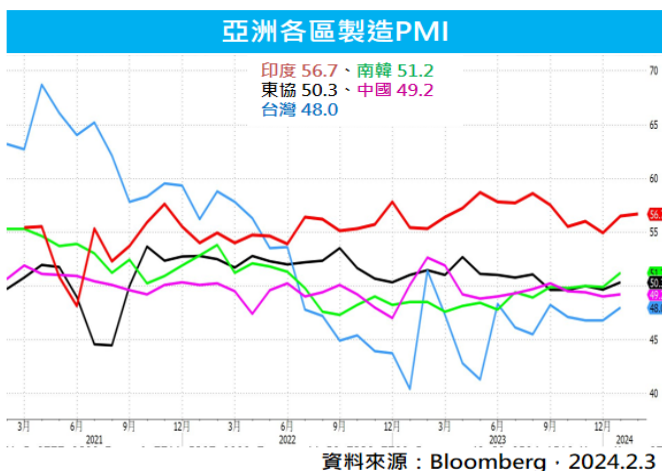
新興亞洲：經濟持續復甦，政治保持穩定

2月新興亞洲股市普遍走揚，截至2/26止，亞洲不含日本指數(MXAPJ)近一個月上漲4.58%。在人行降准、降息及國家隊入市等眾多政策加持下，中國股市成為二月亞股上漲的主力，國企指數上漲12.41%，上証綜合指數也上漲8.44%。台灣加權指數在AI題材的帶領下，再創歷史新高，單月上漲5.68%。南韓KOSPI指數也在美國科技股加持下，上漲6.83%。東南亞股市緩步走高，MSCI東協指數二月上漲3.61%，其中主要國家新加坡、印尼、泰國都有所表現。印度股市雖遭到外資調節持股，但內資持續加碼，SENSEX指數二月上漲3.94%。

觀察近期亞洲製造業PMI數據，所有國家及地區都呈現上行趨勢，且印度、南韓、東協的PMI已經回到擴張區間，台灣、中國雖仍低於50，但也逐漸改善，整體亞洲的製造業景氣正在逐漸復甦。東北亞的各國近期的出口狀況也大概顯示出相同的狀況，台灣1月出口年比增加18.1%，雖然是因為春節錯月的影響但仍是不錯的成績，而一向有全球出口金絲雀之稱的南韓，2024年2月前20天出口額較去年同期衰減7.8%，但出口總額月比也持續增加，其中半導體出口額年比增長39.1%，半導體月度出口額已連續三個月增長，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維持成長趨勢。

亞洲數個國家將於上半年進行重大政治活動，除了一月我國總統選舉之外，二月份為印尼總統大選，3月初則有中國兩會，4-5月則是印度國會及總理大選，印尼的總統大選出口民調統計幾乎確定下任總統將由原國防部長普拉伯沃當選，由於他是前任總統佐科威力薦的人選，預期政策方向上並不會有大幅度的改變，將維持發展國內礦產冶煉及電動車產業的政策方向。在中國兩會方面，李強總理將作2024年政府工作報告，並宣布今年一系列經濟目標和政策重點，包含GDP成長目標、財政赤字和貨幣供應目標等等，這些數據，將為政府的刺激取向提供指引，並且成為中國股市是否能持續反彈的關鍵，如果政府能夠承諾更多的刺激，中國股市就有可能再往上反彈。印度大選應該仍是由現任總理莫迪所屬的BJP(印度人民黨)，主導的全民民主聯盟(NDA)繼續連任，這也代表政府資本投資的持續增加，印度製造業的大方向將持續。整體而言，政局並沒有太大變化，原執政者大多能獲得連任，這也代表，政策將維持其延續性。

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，是看好較為正面的標的。



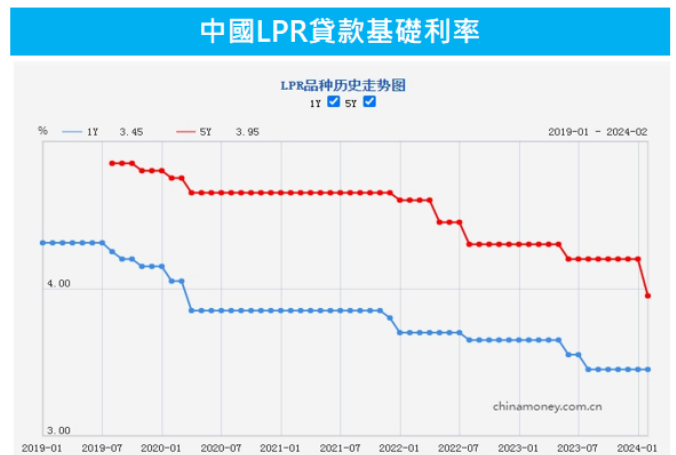
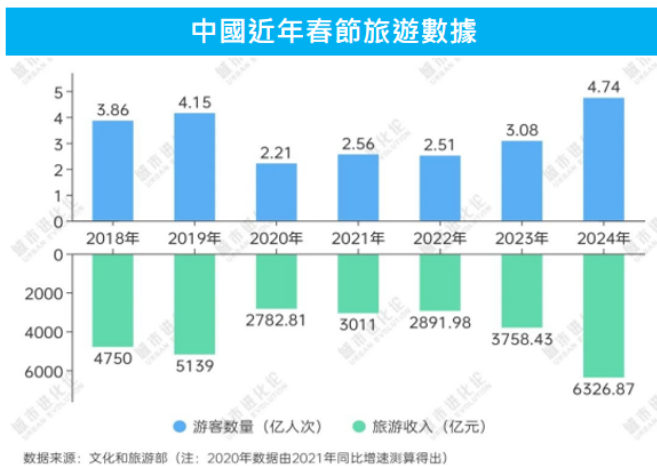
中國：景氣似有打底跡象，仍需政策進一步加碼

中國近期的經濟數據依然疲弱，但有打底跡象。1月官方製造業PMI微升個0.2百分點至49.2，較上月改善，其中大型製造業的PMI已經回到50上方，新訂單也回升至49，但就業分項為近期新低47.6，顯示廠商仍較為保守，加上出口訂單的低迷，製造業有改善，但幅度有限。1月非製造業PMI則為50.7%，比上月上升0.3個百分點，非製造業延續平穩擴張走勢。在節日效應帶動下，民眾出行消費意願增強，零售、道路運輸、航空運輸、餐飲等行業商務活動指數升至擴張區間，但金融服務、房地產等行業表現較弱，顯示出需求的可持續性仍有疑慮，綜合製造業及非製造業PMI的表現顯示出中國經濟有築底跡象，但仍僅是一個弱復甦。

會呈現這樣的狀況，主要原因還是整體上的供過於求，內需方面，觀察中國春節的旅遊數據，總出遊人數達4.74億人次，總花費人民幣6326.87億元，較疫情前2019年同期分別成長19.0%、7.7%。但人均每日花費為166元，比去年春節的174元下滑近5%，可見消費降級趨勢仍在持續。至於出口方面，2023全年面向主要國家和地區的出口均有減少。對美國出口減少7%。對東盟的出口下降6%，對歐盟的出口下降2%。對美出口的首位已被墨西哥超越，智慧手機方面，美國1~11月從中國進口年比減少1成，但自印度進口擴大至5倍。NB方面，美國從中國進口減少3成，越南增至4倍，供應鏈轉移持續發酵，這讓中國的供給過剩。

所幸最近的政策終於加速刺激的跡象，首先是房市白名單落地，目前已有五家大型國有銀行承接8,200多個優質建案項目，並在陸續安排發放專案貸款，幫助穩定房市。再來一月份降准之後，人行再度於2/20宣布降息，將5年期以上LPR下調25個基點，至3.95%，這代表個人的房貸利率和對應的月供會隨之下行。相較於降准，降息對需求面的幫助更大，對中國經濟更有托底效果。在股市方面也頻頻出招，證監會首先協調引導公募基金、私募基金、證券公司、社保基金、保險機構、年金基金等各類機構投資者加大力度入市。加上限制主要機構投資者在開盤、收盤階段淨賣出股票、禁止機構透過股指期貨放空A股等動作，讓中國股市終於在二月反彈。

整體來看，中國近期一改之前政策不連貫的狀況，有助於民眾信心回復，讓經濟及股市短期止穩反彈；但中美對抗持續，中國仍面臨供給過剩、人口結構，經濟結構轉型等問題，這些都非短時間可解決，中長期看法仍保守。



印度：經濟表現良好，中長期偏看多待

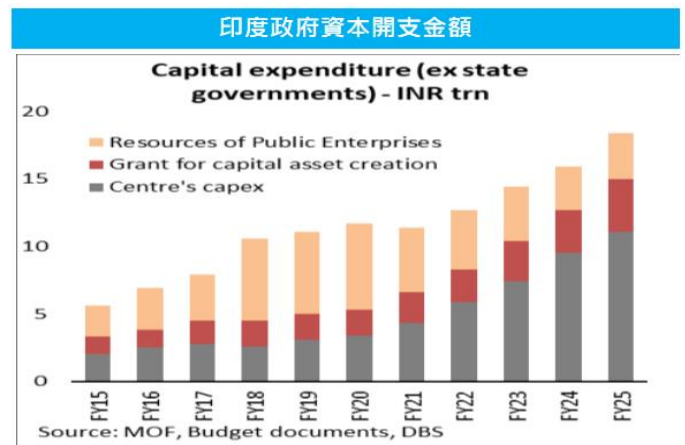
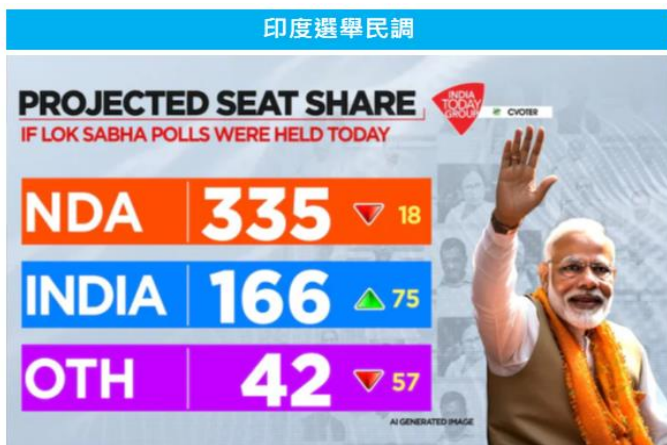
近期印度的經濟表現依然十分良好，1月製造業 PMI 由上個月的 54.9 升至 56.5，擴張速度達到四個月來的最高，新訂單指數也上升至 9 月以來的最高點，內、外訂單都旺盛，物價分項溫和增長，廠商對未來一年展望樂觀，紛紛加大了原材料的採購量及聘僱。印度 1 月服務業 PMI 為 61.8，前值 61.2，已經兩年半為持在擴張區間。一月份商業活動加速擴張，新訂單、商業信心都來到六個月的高點，比較要留意的是通膨問題，食品、運費和工資成本上漲，物價指數是五個月來最快的，整體來說製造業及服務業都繳出亮麗的成績單。

印度消費者信心持續走揚，反映了內需消費狀況，現況指數由 92.5 上升至 95.1，未來預期指數則由 120.6 上升至 123.1，經濟與就業分項上都持續攀升，顯示了內需保持暢旺。印度的產業轉型帶動了中長期的就業及消費，印度經濟正在轉向往第二、三產業發展，而這些產業的工作機會，提供了更好的薪資以及社會安全福利，為中長期的消費提供了更堅實的基礎。11 月就業率從 7 月的 36.2% 升至 37.4%，扭轉了過去的向下趨勢，產業升級提供的工作崗位以及教育和技能提升功不可沒。

2024 年的 4-5 月，印度將進行國會及總理的改選，現任總理莫迪所屬的 BJP(印度人民黨)，主導的全民民主聯盟(NDA)，目前遙遙領先。反對黨印度國家發展包容性聯盟(INDIA)原本就已經落後，最近又發生其中組成黨派轉投敵營的事件，在席次數上已完全難以與執政聯盟抗衡。這也代表現任執政黨及莫迪將連任，“印度製造”的經濟大方向將回持續。

在財政政策方面，隨疫情的結束，印度政府的補貼開支將至逐漸減少以符合財政紀律，但為了印度製造的大戰略，資本投資方面將持續增加，預計 2024 新財年將成長 11%，相當於 GDP 的 3.4%，相較過去五年已增加了一倍，總數將來到 18 兆盧比。資本投資的持續增加，有助於帶動私人投資及提高生產力，將成為印度經濟中長期成長的動能。另外，政府支持製造業的政策將產生進口替代的效果。預期未來印度的貿易逆差將逐漸改善，有助於匯率的穩定。

在良好的經濟引領下，券商預估印度股市的 EPS 成長率 2024 為 16%，2025 為 14%，連續三年維持雙位數成長。股市目前主要的風險在本益比偏高，MSCI 印度目前的預期本益比為 22.4 倍，已經來到極端值，這也讓數個券商調降印股評等至中性，雖外資調節印度股市，但國內資金買超穩定，我們認為印股短期快速走揚的機會較低，但經濟穩健擴張下，中長期仍可望有不錯表現。



拉丁美洲：利率仍朝寬鬆進行，但留意步調是否因通膨而改變

經季節性調整的標普巴西 1 月製造業採購經理人指數來到 52.8，較 12 月時的 48.4 有所上揚，並創下 1 年半以來的新高。整體數據的上揚主要因為新就業人數再次增加及產量達到 2022 年中來的最高水準所致。儘管因紅海緊張局勢導致供應鏈壓力加劇，成本通膨仍降至近十年來最低。廠商對於未來產出前景的樂觀態度也來到三年多來最高。

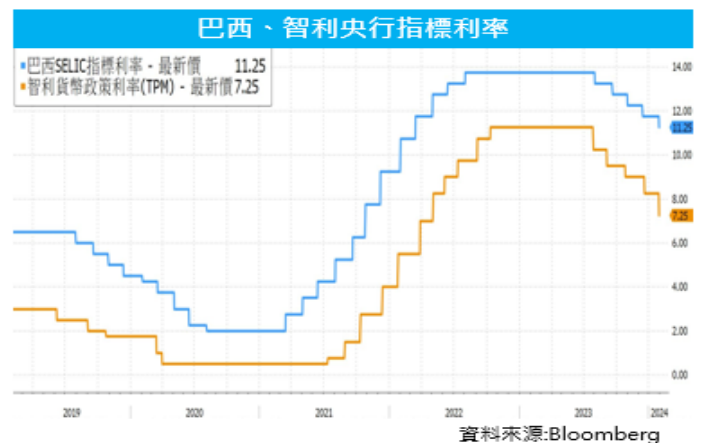
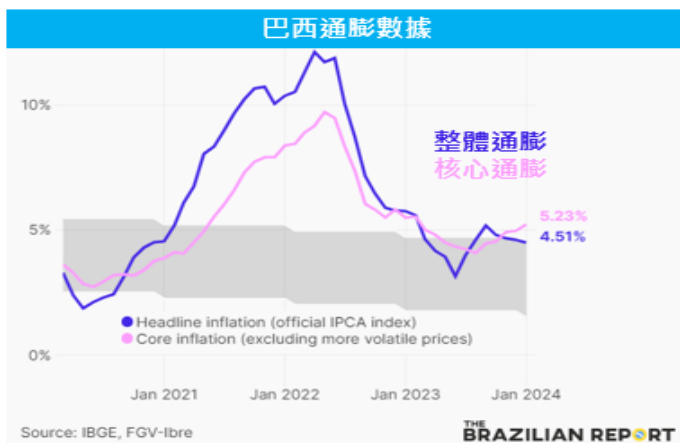
標普全球巴西 1 月服務業 PMI 也從 12 月的三個月低點 50.5 回升至 53.1，擴張步伐創下近 7 個月以來最強，因受新訂單穩健擴張所推動，新產品產出也創 7 個月以來最快，良好的需求使得廠商對未來一年前景抱以樂觀態度，亦促進了就業機會的創造。

繼 11 月上調成長 2.5% 後，巴西去年 12 月零售額年增 1.3%，雖然有所成長，但表現並不如市場預期的成長 2.9%。儘管該國的零售銷售在 2023 年全年成長 1.7%，較 2022 年的增加 1.1% 進一步好轉，但近幾個月該國銷售動能有所下滑，仍需要留意後續的該國內需動能是否得以出現持續性的改善。

巴西 1 月通膨較去年同期增加 4.51%，雖然持續下降，也低於去年 12 月的 4.62%，但仍高於市場預期的 4.42%。尤其對於低收入者最為敏感的食品成本已連續 3 個月上揚，並來到 2016 年 1 月以來最高，主要因極端高溫和高於平均的降雨，導致巴西許多區域農產欠收。央行總裁在其談話中也提及由於勞力密集型服務業的情況惡化，導致核心通膨數據近來有所上揚，後續變化值得留意。

巴西央行 1/31 宣布降息 2 碼至 11.25%，符合市場預期，該行去年 8 月以來累計降息 2.5% 且表示未來幾次會議都可望以相同步調降息。智利央行同日降息 1% 至 7.25%，符合市場預期央行認為通膨將比預期更早降至 3% 目標，利率下半年料達中性水準。哥倫比亞央行也降息 1 碼至 12.75%，但央行總裁保持審慎立場，若未來通膨回升，可能必須停止、甚至扭轉降息。

儘管巴西央行降息有利拉美經濟發展，但拉美主要四國去年已開始降息，相關利多已大致反應，若未來降幅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，故而目前對於拉美維持中性看法。

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

黃金類股：Fed 延後降息影響短線動能，但中期仍有表現機會

計入場外交易和庫存流量後，2023 年黃金總需求達到 4,899 噸，創下歷史新高。不過，在全球高利率影響下，黃金 ETF 連續第 3 年流出，但 4Q 資金外流速度明顯放緩。因主要東西方市場需求相互抵消。不過，即使在金價非常高的環境下，中國的復甦支撐了全球金飾總量的強勁成長。儘管電子產品在第四季度有所復甦，科技領域的黃金年使用量去年仍首次降至 300 噸以下。

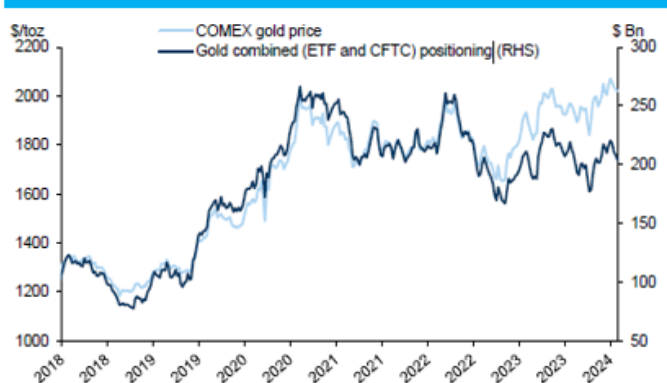
各國央行去年的積極購入黃金部分抵消了美國及全球利率居高不下的不利因素。在中國及波蘭等國的外匯儲備大量購入下，全球央行需求平均上升至 1060 噸，較 2016-2019 年的平均量 509 噸高了超過一倍。若以目前新興市場與已開發市場的黃金佔各別國家的外匯儲量來看，新興市場持有量僅約 10%，與已開發國家的 25% 有極大差距，因此新興市場央行未來在黃金購買量仍有極大空間。此外，近年來美中對抗日益升溫，今年 11 月不論美國大選不論最後是由誰勝出，美國對中國的科技或是貿易戰只會不斷加劇，中國在貨幣上去美元化勢不可擋，中國目前黃金佔外匯比重僅有不到 4.5%，遠遠不及新興國家平均水準，未來必將持續購入黃金以為儲備。

中國疫後經濟復甦表現令人失望，股市亦疲軟不振，雖然導致人民幣匯率下滑，但也因此使得以人民幣計算的上海黃金基準價格去年飆升 17%。中國不論是房市、股市等資產表現弱勢，民眾資金轉向黃金，去年上海黃金交易所黃金提現量較去年同期成長 7%。同時，中國黃金進口量卻在去年持續下降，提振了以人民幣計價的黃金價格的走勢，若中國金融市場今年表現持續欠佳將有利黃金需求。

美國公布 1 月整體與核心 CPI 年成長率高於預期，導致市場對於美國首度降息的時間點再度延後至 6 月，十年期美債殖利率與美元指數一度出現較大幅度的上揚。黃金價格先前創下歷史新高後，因與美債殖利率與美元指數呈現負相關走勢，後兩者的上揚造成黃金價格承壓進而短線出現回檔。

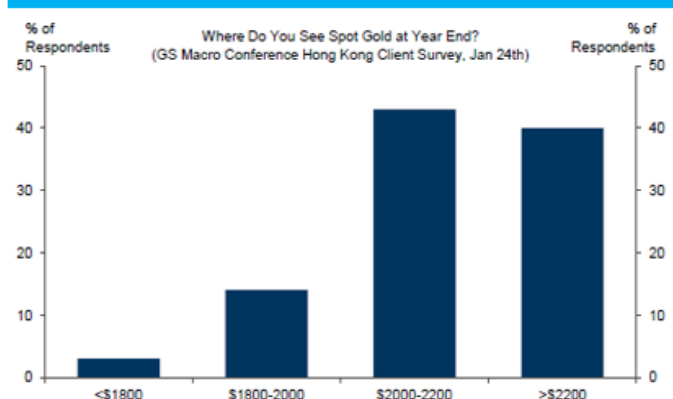
若將黃金期貨淨投機部位及 ETF 購買量加總並與過去 6 年比較，今年以來雖然購買力道下降，但合併量能仍大致維持在略高於過去 6 年均值水準。以過去經驗看來，黃金持有量趨勢的逆轉主要由大規模的避險事件或寬鬆週期所引發。因此，儘管近來水位下滑，但預期聯準會寬鬆週期之前，ETF 持有量將可望增加，有利金價前景。

金價與黃金ETF+期貨合計部位



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg

高盛座談會調查與會者對今年底黃金價格預估



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

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) 2月於短期能源展望(STEO)報告中微幅調升全球液態能源需求增幅的預估值由139萬桶/日增至142萬桶/日，看法變動不大。再者，除了第1季可能出現供不應求的情況外，今年到第4季之前大致處於供需平衡的狀態。全球能源署(IEA)認為今年全球石油需求增幅將由去年的230萬桶/日降至120萬桶/日(前次為124萬桶/日)，並警告OPEC+以外國家供應增長恐使全年供應過剩。不過，OPEC卻反向上修全球經濟增速預期，認為在中國經濟、全球航空及石化原料需求帶動下，將使今年原油需求增幅由原估的150萬桶/日上調至170萬桶/日。上述三大能源機構對於全球能源需求的預期仍有不小落差，顯示對於經濟前景的看法仍有歧異。

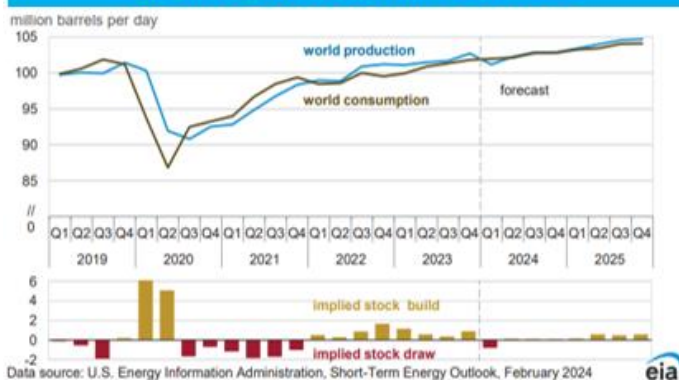
在地緣政治方面，中東戰事目前仍在持續，雖然加薩停火談判重新啟動，並一度傳出或有可能達成協議，但以色列總理納坦雅胡表示任何協議都無法阻止以色列進攻加薩最南部城市-拉法，即便協議達成將只是延遲進攻時程。此外，更值得注意的是以色列2月中對黎巴嫩真主黨發動自加薩戰爭爆發以來最猛烈的襲擊，造成10位平民死亡。真主黨主張除非加薩完全停火，才會停止對以色列發動攻擊，並以發射火箭彈報復以軍行動。以色列國防部長也已明確表示，即使加薩走廊停火，仍然會對黎巴嫩真主黨進行反擊，直至真主黨武裝分子從以黎邊境全面撤退為止。

另一方面，葉門叛軍「青年運動」在紅海附近對於來往商船的攻擊亦未停止，2月下旬在亞丁灣襲擊懸掛美國國旗、並由美國擁有及營運的油輪「托姆托爾號」(MV Torm Thor)。雖然該次襲擊的飛彈遭美國驅逐艦梅森號成功擊落，但紅海航運受阻的問題短期仍將持續，增加了運輸石油的時間和運輸成本，限制了石油市場適應未來供應的彈性，因此也增加了原油價格的風險溢價，同時對於油價下檔仍將帶來一定的支撐。

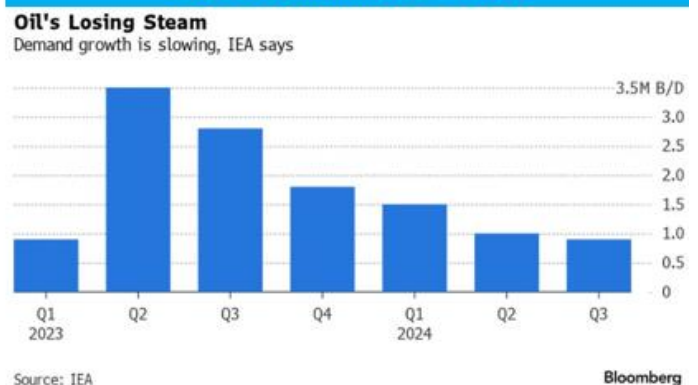
由於紅海船隻遭到攻擊威脅加劇，全球石油運輸的不確定性上升，導致1月布蘭特原油現貨價格上漲至平均每桶80美元。在未來油價走勢的預測上，儘管EIA預計未來幾個月布蘭特原油價格有機會升至85美元/桶左右，但今年第二季仍將出現價格下行壓力，因為在今年剩餘時間裡，全球石油庫存普遍增加。

近期地緣政治爆發和紅海商業航運中斷持續為油價提供支撐，但全球消費放緩的擔憂限制油價動能，導致油價大致維持區間整理。目前三大原油機構對需求看法仍不一，我們認為油價下方雖有支撐，但上方動能亦屬有限，目前仍抱中性看法。

EIA對於全球液態燃料供需餘額預估



IEA對全球原油需求增幅預估



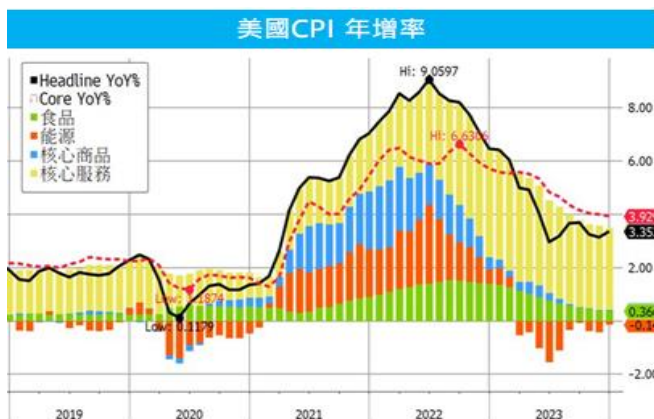
固定收益：通膨降速仍待觀察、降息時點恐至 6 月，殖利率暫陷盤整

2 月份全球債市表現仍然疲軟，主因美國就業與通膨數據皆高於預期，而市場先前對於降息時點的預估過於樂觀，Fed 官員頻釋升息雖可能告一段落，但並不急於降息，使得美國 10 年期公債殖利率自 3.88% 附近一度回升至 4.32% 位置，甚至超過了 1 月份 4.20% 的高點。至 2 月 23 日止，當月各類債券漲跌互見，全球主權債下跌 1.45% 最多、全球投資級債下跌 1.14%，而其他債券類別則因利差持續收斂，表現多在平盤附近。不過，中國官方春節前加碼祭出房市支持措施下，令過去兩年表現最慘淡的亞洲高收益債，當月續漲 1.83%。

近期美國所公布的經濟數據多意外優於預期。1 月新增非農就業人數意外大增 35.3 萬人，遠高於預估的 18.5 萬人，而 11 月、12 月新增就業人數也較初估值上修 11.7 萬人、9,000 人。此外，1 月失業率仍處於歷史低檔 3.7%，而平均時薪月增幅 0.6%、是市場預期的兩倍，年增率則高達 4.5%、遠超過預期的 4.1%，凡此皆顯示就業市場相當具有韌性。此外，美國 1 月 CPI 年增率雖自 3.4% 降至 3.1%，而扣除食品與能源的核心 CPI 年率則持平於 3.90%，但二者皆明顯高於預期；核心 PPI 年率則自 1.7% 升高至 1.95%，遠高於預期的 1.6%，背後主因皆是服務業成本的降幅極為緩慢。

元月月刊我們曾指出在 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) 工具帳戶餘額已自 2.3 兆美元降至 5000 多億，而去年底時回購利率曾出現短暫飆升、成交量放大，暗示銀行間拆款的緊張。1 月 FOMC 會議記錄顯示官員們仍然關注通膨軌跡，一些人擔心通膨朝 2% 目標回落的進程可能陷入停滯。官員一致認為利率可能已見頂，但還不能確定何時啟動降息。部分官員認為可能已經到了開始放慢縮表速度的適當時機，放慢縮表將於 3 月例會做深入討論。事實上，去年併購簽名銀行的紐約社區銀行 (NYCB)，2 月初公布財報時出現意外虧損，並大幅削減股息，當日股價腰斬，並拖累地區性銀行類股大跌。此外，信評最低的 CCC 級垃圾債也出現利差擴大的異常現象。此一現象顯示，雖然 Fed 不願太早降息，但放慢縮表速度可能會先開始進行。

去年底時利率期貨一度篤定認為 3 月便將展開降息，如今預期則已延緩至 6 月，而全年降息幅也縮減至 3-4 碼。去年底 FOMC 的態度意外轉為鴿派，雖然目前 Fed 官員對於降息時點仍相當保守，但現實狀況是通膨持續緩步下滑，只要經濟稍有轉軟跡象，央行啟動降息只是遲早的事。我們預期在降息訊號出現前，殖利率恐將持續盤整格局一小段時間，但中期債市多頭仍將持續，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：Bloomberg, 2024/1/22