

美日央行態度漸明朗，支持股市偏多格局

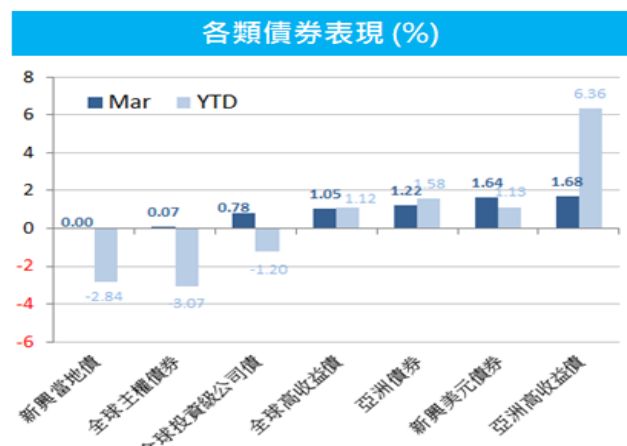
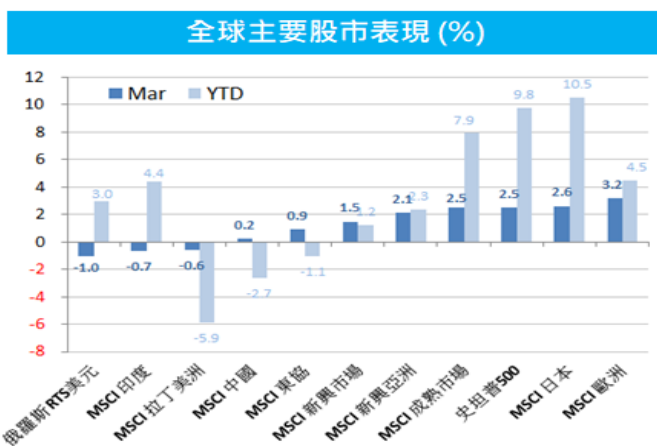
2024 年 4 月

3 月份全球股債市都有不錯表現，一方面美日央行例會都對未來政策給出較明朗的方向，另一方面 AI 所帶動的半導體需求仍相當強勁，輝達與美光財報都大放異彩，帶動相關類股走強。至 3 月 25 日止，當月成熟股市上揚 2.5%，歐美日股表現都相當不錯，整體新興市場也上漲 1.5%，其中以新興亞洲上漲 2.1% 最佳，主要為以半導體所帶動的台韓股市所貢獻。此外，雖然近期美國通膨數據仍高於預期，但最新失業率意外升至 3.9%、FOMC 整體態度仍偏鴿派，使得美國 10 年期公債殖利率全月皆處於 4.05%~4.34% 的整理區間。當月各類債券多為溫和上漲，亞洲高收益債、新興市場美元債表現最佳，漲幅超過 1.6%，而新興當地債、全球主權債則表現落後，均為原地踏步。

3 月 FOMC 一如預期利率維持不變，揭露的點陣圖仍顯示今年降息三碼的預期，同時表示應該很快就會放慢縮表速度。鮑爾在會後記者會表示，在今年某個時候開始放鬆政策是合適的；雖然近期通膨高於預期，但並未真正改變通膨正在緩步降溫的整體趨勢。整體顯示了 Fed 對經濟的樂觀預期，以及緩步降息的態度。去年底 FOMC 的態度意外轉為鴿派，在 3 月例會後，市場對於 6 月降息的看法已更加篤定，且認為全年降息幅可達 3-4 碼。雖然目前通膨降速有遲滯的疑慮，但美國 2 月失業率意外升至 3.9%，較去年 4 月低點 3.4% 已上揚 0.5%，若失業率再升高一些，就可能觸動 Fed 對經濟走軟的擔憂，正好也是屆時降息的理由。

3 月中旬起日本春季薪資談判的結果陸續出爐，最大的工會聯合會 RENGO 原訴求 5% 的薪資漲幅，但談判結果的平均加薪幅度達 5.28%，創下 30 多年來最高，使得日銀隨後在 3 月例會就宣告結束多年的超寬鬆政策，將政策利率由 -0.1% 上調至 0~0.1%，取消殖利率曲線控制、取消 ETF 及 J-REITS 購買，但維持先前購債規模不變。植田表示今後仍將持續維持寬鬆的貨幣環境、且暗示今後不急著追加升息。這令市場吃下定心丸，而一度升值的日圓也再度走弱。

在經濟表現優於預期，且美日央行都對未來政策有清楚的輪廓下，投資人的不確定感得以降低；此外，整體企業獲利在去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首選。



資料來源：Bloomberg，至 3 月 25 日止

美國股市：經濟展現韌性，企業獲利年增率逐季走高

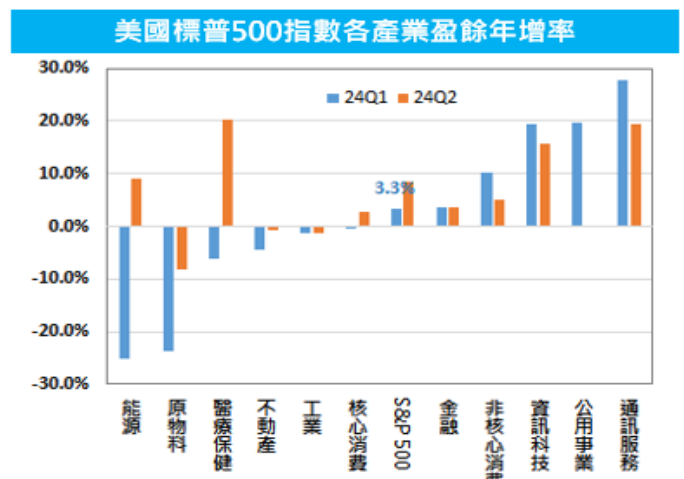
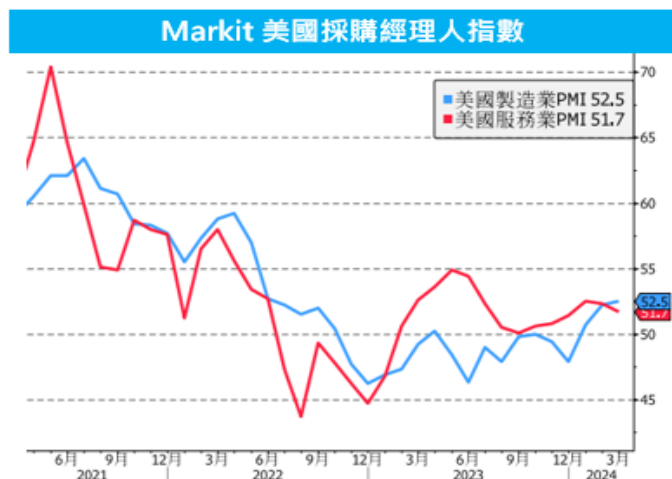
美國經濟表現優於預期，聯準會確認降息循環即將啟動提振市場信心，AI 科技的進展也持續推升美股上揚。經濟表現優於預期，3 月美國製造業採購經理人指數微升至 52.5，連續第三個月高於 50，服務業 PMI 由 2 月 52.3 回落至最新 51.7，仍穩定站上 50 關卡。

標普 500 企業獲利年增率在 2024 年呈現逐季走高。目前對第一季獲利展望維持在年比增長 3.3%，第二季後獲利年比增長幅度顯著增加。第一季成長強勁的產業包括資訊科技、通訊服務與公用事業，而衰退幅度較大的是能源與原物料產業。然而隨近期油價上揚，預估第二季能源類股獲利重回增長，而醫療保健類股也將重回成長軌道，故股市上漲的題材可能更加多元。

市場風險目前關注商用不動產，但短期預估影響僅限於小型銀行。美國商業不動產的價格在疫情後表現疲軟，然而商用不動產貸款主要是由區域型的小銀行承作，故對大銀行的影響相對輕微，雖可能會造成近期財報需提列呆帳損失，但不至於造成整體金融業流動性風險。先前陷入困境的紐約社區銀行雖獲得 10 億美元的投資，但股價仍在今年低點附近震盪，顯然市場並不認為危機完全解除，仍須留意小銀行的呆帳是否出現惡化。

川普與拜登的政策差異極大，選舉結果將對經濟產生不同影響。川普對於國外事務的干涉意願偏低，不願擴大地緣政治衝突，雖然對進入美國的商品課徵關稅，市場擔憂拉高通膨，但主張對美國企業降低公司稅，由於目前帶領美股走高的科技巨頭都有強勁的獲利，若川普回歸都將是減稅政策的獲益者；而拜登繼續執政的重點除氣候變遷外，增加勞動力(引入移民)也對美國製造業提供幫助。

美國近期經濟實現軟著陸的預期，同時聯準會強調仍會啟動降息，故激勵股市表現。進入四月即將公佈第一季財報，考量 AI 相關漲幅已高，須關注其他展望優異族群是否能成為新的市場主流。目前看來，能源、醫療有機會釋出正面的業績展望，尤其製藥巨頭禮來看好減肥藥在今年的貢獻，而地緣政治衝突推升油價走勢，有利能源股獲利走升；金融股須觀察升息是否造成呆帳增加，商用不動產景氣仍須關注；電動車因全球市場降溫，且中國車廠來勢洶洶，2024 年業績成長性恐將下滑，除非自駕技術能有突破，否則須留意評價調整。過去一年美股漲勢強勁，上半年容易出現漲多拉回，若股市降溫無須過度悲觀，考量下半年進入降息循環，美股仍可以長線角度分批布局。



資料來源：彭博

歐洲股市：地緣政治風險增加，歐洲央行態度轉鴿

泛歐 600 指數於 3 月創下歷史新高來到 511.37 點，然而歐洲製造業持續疲弱態勢，僅服務業出現復甦跡象。即便歐元區服務業 PMI 回升至 51.1，但歐元區製造業 PMI 仍在 45.7，其中德國製造業 PMI 更滑落至 41.6。指數創新高主要由三大族群帶動，分別是醫療(代表為諾和諾德)、半導體(代表為 ASML)與能源股(代表為殼牌與 Total)，而精品類股反映地緣政治衝突惡化，類股出現回檔跡象。

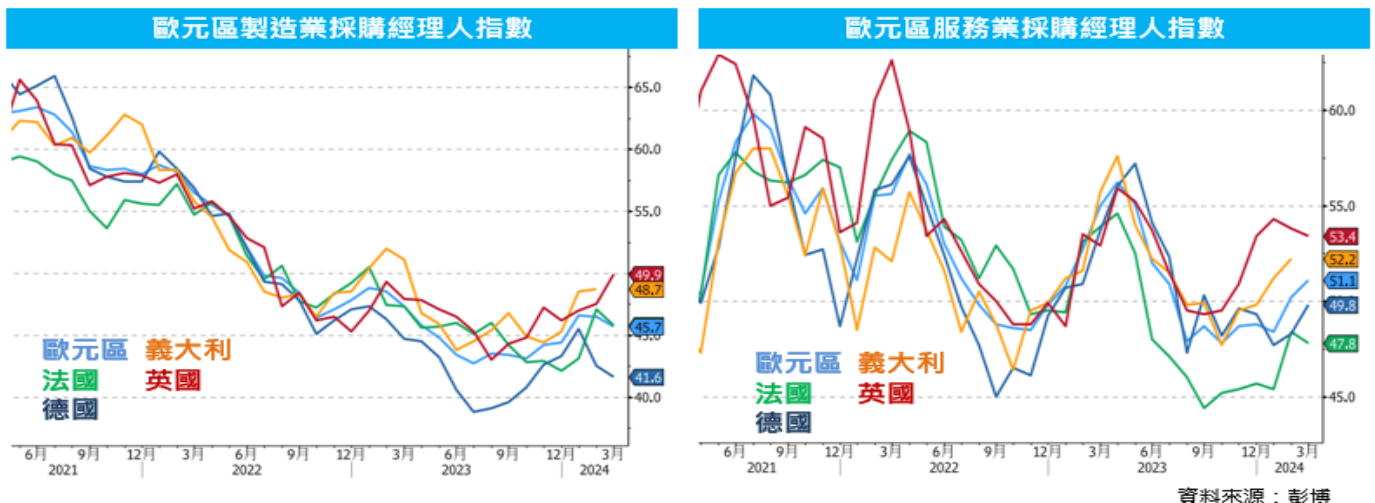
丹麥製藥巨頭諾和諾德市值再創新高，公司新研發的減肥藥物阿黴素(amycretin)在最新一期實驗中表現良好，效果可能超過該公司目前最受歡迎的減肥藥物 Wegovy 的減重成績，也讓減肥藥成為 AI 以外的市場焦點。

巴黎奧運即將於今夏舉行，俄羅斯槍擊案將影響旅客信心。俄羅斯音樂廳於 3/22 發生恐攻事件，法國政府立刻將反恐安全警戒提升至最高層級。法國總統馬克宏指出，ISIS-K 之前也曾試圖在法國發動攻擊。目前俄烏戰場雙方加大攻擊力度，而國際恐怖組織也有攻擊奧運可能，地緣政治陰霾必然影響巴黎奧運的觀光效益。

歐洲央行會議確認升息即將展開，歐洲央行總裁拉加德透露：ECB 可能於 6 月降息，更表示若「太晚」降息將有風險；市場預計 ECB 於 6 月啟動降息，全年降息三碼。英國央行利率會議同樣釋出鴿派訊息，預期英國央行同樣將於 6 月或 8 月啟動降息，全年降息空間有 3~4 碼。近期包括石油與天然氣價格因地緣政治衝突上揚，若能源價格走高恐將使歐洲通膨再度惡化。

俄羅斯改變「特別軍事行動」措辭，承認侵烏克蘭是戰爭，而措辭的轉變意味策略調整。俄羅斯近日猛烈空襲烏克蘭電力設施，被基輔形容為兩年來對能源基礎設施最大規模的攻擊，目的是要造成能源系統大規模癱瘓。推測俄羅斯可能斷絕烏克蘭自身的貿易收入，藉此來削弱其軍事能力。

歐股評價偏低，目前泛歐 600 指數預估本益比僅 13.1 倍，PB 僅 2.1 倍，然而對內擔憂俄烏戰爭可能擴大、恐怖主義組織可能利用奧運發動攻擊；對外則需擔憂若川普當選，可能拉高歐洲出口至美國產品關稅，故短線不宜過度樂觀。若未來看到地緣政治風險淡化，歐洲央行進入降息循環，可期待評價能有回升。



日本股市：東證指數逼近歷史高點，巴菲特、證交所改革概念股強勁

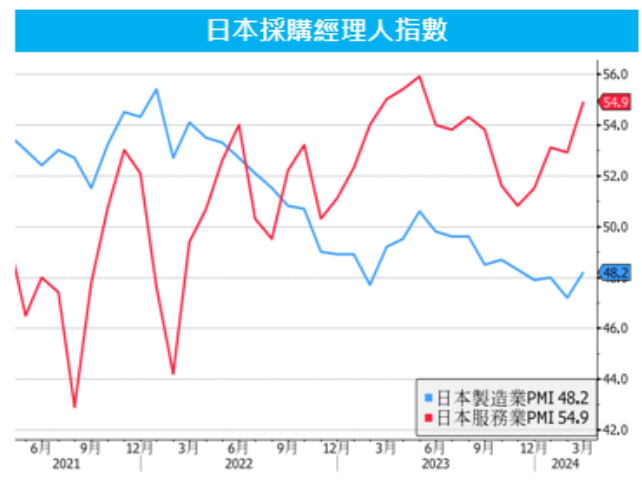
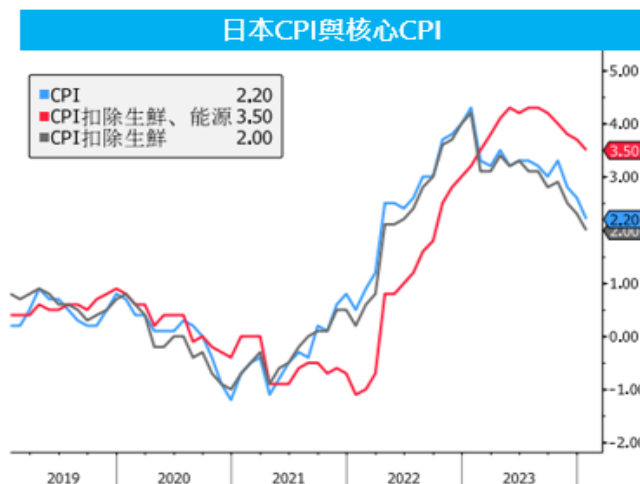
日本央行於三月利率會議正式結束負利率，終止 YCC、ETF 和 J-REITS 購買計劃，以漸進式步伐退出貨幣寬鬆，先前市場對於緊縮速度過快的擔憂一掃而空，日圓一度貶值到美元兌日圓 151.62，日經 225 指數站穩 4 萬點關卡，而東證指數 3/22 收盤 2813.2 點，距歷史高點 2886.5 位置僅一步之遙。有別於過去一年日股漲幅主要由汽車與半導體類股帶動，近期看到巴菲特重壓的商社族群有強勁表現，其中漲幅以三菱商事最為強勁，至 3/22 為止，2024 年漲幅已達 58.5%，其他商社如三井物產、住友商事、丸紅漲幅也都超過二成，是巴菲特再度出手，或是其他族群出現補漲值得觀察。

過去一年日股大漲買盤主要仍是外資與公司派回補。由於目前全球型基金持有日股比重遠低於正常水位，故隨著日股挑戰歷史高點，外資回補持股壓力同步增加，但日本個別投資人也在過去一年持續站在賣方，根據日本央行季度調查顯示，截至 2023 年 12 月底，日本家庭仍持有超過 1000 萬億日元的現金和儲蓄，現金占據日本家庭資產 52.6%，相比美國長期低於兩成，若日本一般投資人將現金配置部分轉移至日本股票配置，可望成為未來推升日股重要資金買盤。

東京證交所改革持續發酵，OBAYASHI(大林組營造)揭露改革計畫後股價大漲。OBAYASHI 為回應東京證交所改革，於 3/4 揭露資本運用改善計畫，目標在 2026 年前，將 ROE 從目前 8% 提升至 10%。計畫揭露帶動股價創下歷史新高，從 3/4 至 3/22 漲幅達 30%。為回應東京證交所提升 ROE 要求，多數公司以提高庫藏股與發放現金股利因應，故資本運用計畫揭露往往帶動股價大漲，也帶動未來 2 年日企回購庫藏股買盤持續。

日本核心通膨回落至 2% 位置，預料日本央行並無加速收緊貨幣政策條件，而在日圓維持相對弱勢下，有利外銷產業與國內觀光業表現。最新日本製造業 PMI 反彈至 48.2 已出現改善跡象，服務業 PMI 走高至 54.9，顯然在匯率貶值加持下，日本經濟持續往正向發展。

日股長線題材包括評價偏低、巴菲特看好、台積電熊本廠帶動半導體產業成長、訪日國際觀光客人數於 Q2 挑戰歷史新高、汽車大廠豐田在新能源車布局、東京證交所改革促使企業買進庫藏股、出清非策略性投資並加碼資本支出；長線成長性明確，維持日股加碼評等，4 月初公布 Q1 季報時揭露 2024 年展望，可視為短期利多。



資料來源：彭博

新興亞洲：出口帶動資本開支，亞洲經濟保持穩健

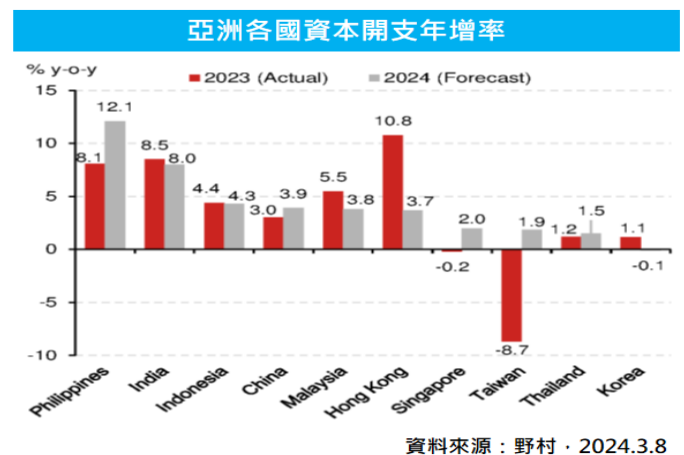
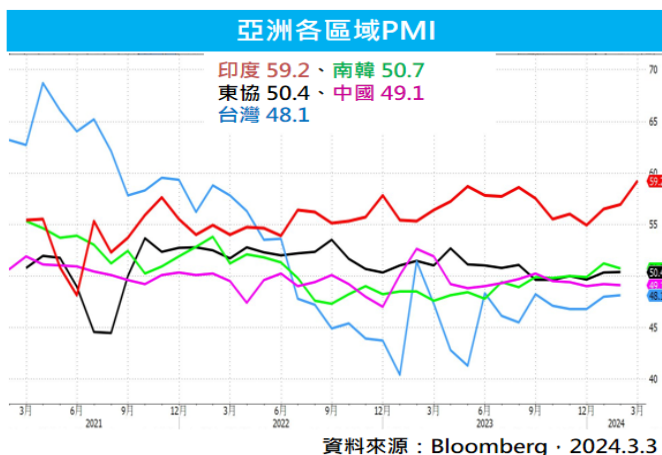
3月新興亞洲股市緩步上漲，截至3/26，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月上漲1.27%。中國股市隨經濟回穩，股市有打底的跡象，國企指數上漲1.78%，上証綜合指數也上漲了1.83%。台灣加權指數由權值類股帶領，指數再創歷史新高，單月上漲6.22%。南韓KOSPI指數也在記憶體價格復甦，相關個股三星、海力士帶動下，上漲4.16%。東南亞股市緩步走高，MSCI東協指數三月上漲1.61%，指數主要國家新加坡、印尼表現較佳，菲律賓、泰國則下跌。印度股市小型股遭證監會警示而大跌並拖累指數表現，所幸對大型股影響有限，印度SENSEX指數三月僅下跌0.44%。

觀察近期亞洲製造業PMI數據，大部分的區域都在好轉，印度、南韓、東協PMI指數維持擴張，台灣、中國雖然仍低於50但也在榮枯點附近，並較之前改善，顯示景氣持續好轉，其中印度製造業PMI更持續上升來到59.2，顯示景氣高速擴張。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2月出口年比增加1.3%，雖有春節錯月的負面因素但仍繳出擴張的成績單，而同為電子出口重鎮的南韓，2024年3月前20天出口額年比成長11.2%，隨著AI蓬勃發展，帶動全球半導體需求好轉，中國2024年1~2月出口額也年比增長7.1%，都顯示亞洲整體出口邁向穩步復甦軌道。

隨著出口的好轉，亞洲各國的資本投資也有開始增加的跡象，在2023年由於出口放緩，加上中國房地產低迷，相關的資本開支多呈現下滑的走勢，台灣及南韓也因為半導體週期性下降，多半的科技產商多在減產，這也讓機械及設備的投資減少，但由於中國的供應鏈外移，東南亞及印度的資本開支表現相對較佳。然而隨著24年亞洲出口的復甦，企業相關資本開支也將回復，其中台灣受惠於半導體復甦週期，資本開支可望回到正成長，中國則因為房地產政策的放寬以及刺激政策的帶動，增速將加快，東南亞及印度持續受惠於供應鏈重組，將維持不錯的表現。亞洲經濟除了出口的復甦，企業的資本開支也為經濟帶來了新動能。

我們預測在相對強勁消費和積極財政政策以及出口的復甦，亞洲經濟表現將較去年為佳，博鰲論壇預計今年亞洲經濟增長為4.5%左右。以購買力評價(PPP)計算，2024年亞洲經濟體GDP規模占全球比率預計為49%，較去年提高0.5個百分點，亞洲在全球經濟的重要性持續攀升。

整體而言，24年新興亞洲市場經濟增速保持穩健，東北亞在科技庫存整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，是看法較為正面的市場。



東南亞：印尼經濟穩定增長，大選不確定性消除

東南亞開年以來地的經濟維持不愠不火的狀況，東協製造業 PMI 由 50.3 上升至 50.4，連兩個月擴張，但僅緩步上升，新訂單小幅下降，尤其是泰國及馬來西亞，出口訂單呈現下滑，生產略為提速，就業分項略有好轉，廠商信心仍擴張，但與上月持平，整體景氣表現溫吞。

東南亞各國表現各不相同，印尼和菲律賓的內需仍穩健，推動 PMI 分別升至 52.7 和 51.0。另外新加坡的 PMI 為 50.6，越南則為 50.2 保持微幅擴張、泰國、馬來西亞則為萎縮。大部分的國家趨勢有好轉跡象，只有泰國加速萎縮來到 45.3%，可能與近期萎靡不振的車市有關。

其中印尼是東南亞表現較好的國家，2月印尼製造業 PMI 為 52.9 下降至 52.7，雖略為下滑但仍持續擴張。新訂單的進一步增加維持了產量的穩定成長，廠商同步增加了採購活動、庫存和勞動力數量。企業信心也有所改善。比較要注意的是通膨的狀況，原材料和融資成本上升，導致平均投入價格出現 2022 年 11 月以來的最大漲幅。

印尼在 2 月舉行總統大選，出乎意料的選舉在第一輪就由普遍認為的佐科威繼任者-普拉博沃，拿到超過 50% 的選票，直接分出勝負不用進行第二輪選舉。然而在競選期間普拉博沃喊出 GDP 年增率 6-7% 的競選支票，但市場投資者普遍認為，普拉博沃任期內的實質 GDP 成長只能達到「約 5%」，與佐科總統兩屆任期平均成長率相比並沒有太大改變。但可以確定的是，普拉博沃將延續前任總統佐科威的政策。目前主要的不確定性在印尼屬於多黨聯合執政，執政團隊在十月正式上任前，仍可能面對政策細節的微調。選舉後的前景取決於下一屆政府吸引外國直接投資的能力，這將視商業環境的實際改善以及新政府的財政和貨幣政策。

在通膨方面影響不大，印尼 2 月 CPI 年增 2.75%，漲幅高於 1 月的 2.57%。核心指標穩定在 1.68%。食品和運輸成本存在上行風險，加上央行 2 月 21 日表示，匯率需要穩定利率的支持，在美國經濟堅挺的情況下，聯準會降息可能會延後，使盧比面臨下行壓力。這使得央行短期內調降利率的可能性偏低，但目前也沒有升息的可能，對印尼金融環境將保持穩定。

印尼企業獲利維持正成長，券商預估 2024 年 EPS 成長率為 5%，雖為正成長，但在亞洲難超台、韓、印的吸引力，外資興趣不高，短線表現可能較為落後。中長期持續受惠於中美角力帶來的供應鏈移轉，但須留意中國經濟放緩的風險，看法中性。

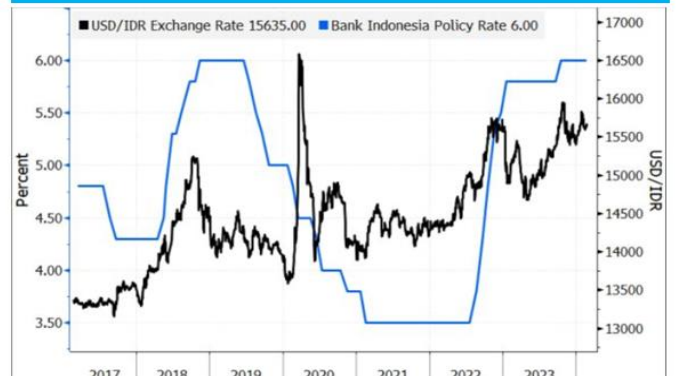
印尼製造業 PMI

S&P Global Indonesia Manufacturing PMI
sa, >50 = growth since previous month



資料來源：S&P Global，2024.3.3

印尼央行利率及匯率



資料來源：Bloomberg，2024.3.10

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。

科技：企業 IT 投資走出低谷，AI 相關需求持續增加

隨著全球經濟的逐漸回溫，2024 年企業 IT 投資力道也慢慢回穩，根據美銀 3 月的預估，為因應 AI、雲端運算、伺服器與數據資料中心等建置發展，美國超大型企業今年將花費 1,800 億美元的資本支出，較去年大增 27%。同樣的，根據高盛對全球 2000 強企業 CIO 所做的調查，整體 IT 支出指數從 60.5 上升至 74.5，IT 資本支出指數從 50.5 上升至 61.5。這兩個指數明顯的高於 2020 年 6 月的谷底。調查顯示，企業投資正在適應較高的利率，且在 AI 的新技術下，為了提升效率，企業必須進行數位化轉型，且正在加速進行中。

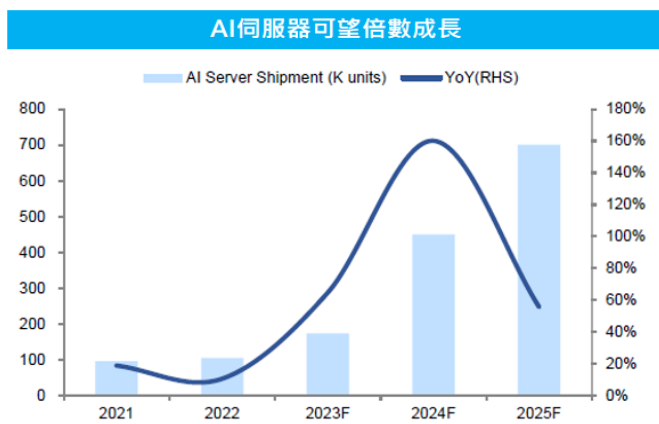
在 IT 供應商方面，微軟、亞馬遜和思科主導供應商前三名，這代表雲端及軟體服務是目前企業 IT 投資的主要項目，這也代表著企業的伺服器支出將保持平穩增長，高盛對伺服器支出的調查顯示，26% 的受訪者預計伺服器支出將在未來 12 個月內增加。36% 的受訪者預計支出將保持平穩。預計伺服器市場的成長將主要由人工智慧基礎設施的需求所驅動。

根據 TrendForce 最新研究顯示，伺服器整機出貨趨勢受限於通膨黏著度高，企業融資成本居高不下，整體需求尚未恢復至疫情前成長幅度，預估 2024 年全球伺服器整機出貨量年增約 2.05%。但市場聚焦部署 AI 伺服器，AI 伺服器出貨占比約 12.1%。

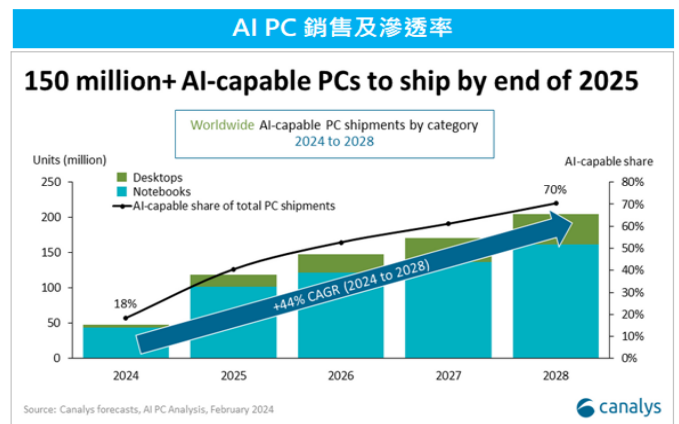
伺服器的成長仍將由美系四大雲端業者帶動，包括 Microsoft、Google、AWS、Meta 各家占全球需求比重分別達 20.2%、16.6%、16%及 10.8%，合計將超過 6 成。雖然中國的晶片禁令將影響 AI 伺服器的出貨，但元大投顧預估伺服器出貨年成長率仍高達 165%。

高盛所調查的企業在未來 3 年內，AI 相關預算占比將由 3%倍至 7%，而使用 AI 的業務佔比，將由原來的 3%，提收到 10%。隨著更多數據和應用的出現，客戶使用 AI 將對業務有更大的幫助，這將提升 AI 的使用率，由 AI 獲利的公司也由晶片及伺服器製造商，轉往雲端及應用軟體供應商。

另外一個成長點，則是在 AI 終端裝置的發展，研究機構 Canalys 最新預測資料顯示 2024 年，全球 AI PC 出貨量將達到 4800 萬台，佔個人電腦總出貨量的 18%，預期至 2025 年 AI PC 出貨量將超過 1 億台，佔 PC 總出貨量的 40%。至 2028 年，AI PC 出貨量將達到 2.05 億台，2024 至 2028 年期間的年均複合成長率可望達到 44%。整體而言，AI 仍是今年科技股的主要成長動能，從晶片到伺服器及服務提供及終端裝置，都會是重要的題材，科技股可望保持上行趨勢。



資料來源：元大投顧，2024.3



資料來源：canalys，2024.3.18

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。

拉丁美洲：經濟動能好轉，但通膨與財政體質仍為隱憂

巴西 2 月 Markit 製造業 PMI 為 54.1，較先前上漲 1.2%，進一步深入擴張區間，並觸及 2022 年 6 月以來的最高水準。同月的服務業 PMI 則上升 1.6% 至 54.6，顯示年初服務業活動更為堅挺，雖然新業務呈現增長，但就業分項疲軟。總合來看，2 月綜合 PMI 上漲 1.9% 至 55.1，在分項中，產出、新訂單和就業指數均有所增長，但新出口訂單下降速度加快。投入和產出價格的上漲幅度較 1 月更為溫和。

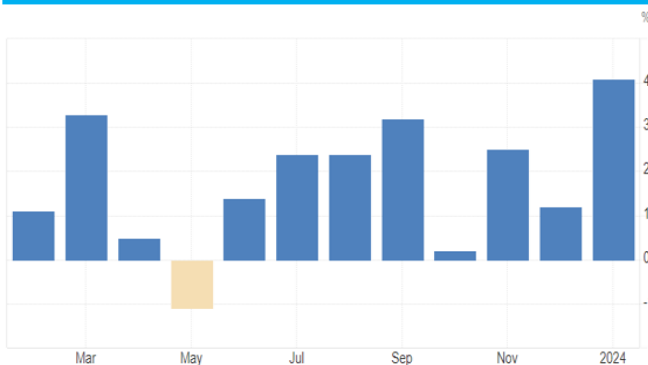
巴西的 1 月零售銷售額月比上升 2.5%，完全抵消了 12 月的跌幅。該數據也較去年同期上升 4.1%，超出市場預期。由於實際家庭可支配收入的穩步擴張、信貸週期好轉以及政府持續向消費傾向較高的低收入家庭進行聯邦財政轉移政策，預計零售活動可望繼續受益而成長。巴西 3 月 FGV 消費者信心指數上升 1.6 點，推動整體指數來到 91.3，部分抵銷了 1 月至 2 月 3.5 點的跌幅，但仍在指數仍處於疲弱區間。消費者信心自去年 8 月以來下降了 3.7 個百分點，在過去 7 個月中也有 5 個月出現下降，顯示仍有改善的空間。

巴西 2 月 IPCA 通膨年率由 1 月的 4.47% 略升至 4.49%，因燃油、學費、外出用餐費用上漲所帶動。所幸核心通膨年率由 4.2% 降至 4.07%，因家庭食品、交通和服裝通膨略低於預期所致。根據 3/19 公布央行對分析師的調查結果，預期 2024 年底通膨中位數上升 2 個基點至 3.79%（遠高於 3.0% 的目標），2025 年底通膨預期中位數上升 1 個基點至 3.52%，也仍高於央行目標。

巴西央行 3/20 宣布降息 2 碼至 10.75%，央行會後認為當前經濟情勢處於通貨緊縮趨於放緩以及充滿挑戰的全球外部環境，貨幣政策實施將保持冷靜和適度。央行也重申需要維持其貨幣政策立場，直到通膨預期穩定達到其目標，同時也預示如果總體經濟形勢按預期發展，央行委員一致預期在下次會議上將進行同樣幅度的降息。

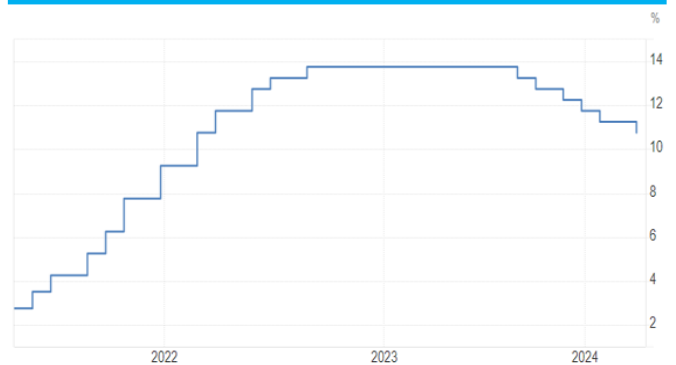
儘管巴西央行降息有利拉美經濟發展，但拉美主要四國去年已開始降息，相關利多已大致反應，近來巴西通膨有回升，不免牽動市場對於央行降息步調的疑慮。若未來降幅不如市場預估仍可能不利股市。此外，拉美各國公共債務負擔遠高於其他新興市場，因此整體財政表現將較其他新興市場更為弱勢。

巴西零售銷售年比



資料來源: Tradingeconomics

巴西指標利率 Selic Rate



資料來源: Tradingeconomics

We Create **Fortune**

礦業類股：Fed 降息預期有利帶動類股走勢

J.P. Morgan 2 月全球製造業指數由 1 月時的 50 上升至 50.3，不但連續第二個月成長，並為 2022 年 8 月以來首度回到擴張區間，主要受新訂單量近 20 個月來首度回到 50 之上所激勵。中國、美國、印度和巴西等國在製造業產出上較 1 月成長，但歐元區、英國與日本等地仍處收縮區間並較前月下滑。

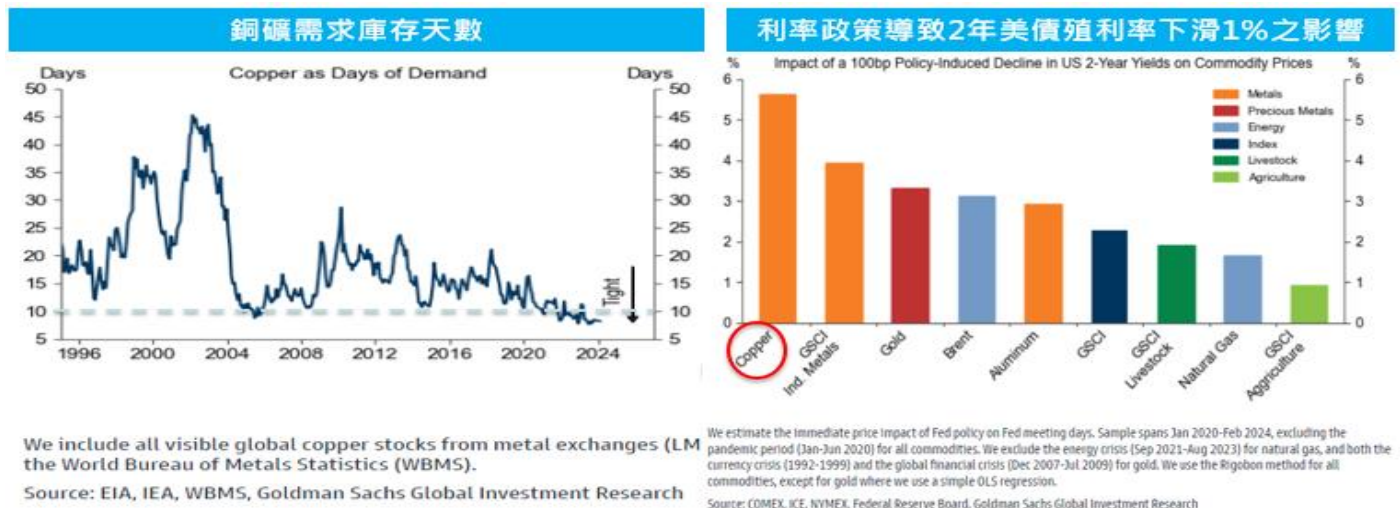
在銅礦的供給方面，因巴拿馬第一量子公司的 Cobre 礦的持續停工及英美資源集團、力拓等主要生產商的供給下調，導致高盛目前預估今年礦山供應量與去年 11 月時的預期相比減少約 775 噸，而今年全球產量較去年僅能增加 2.5%。

因綠能需求快速增長及銅的價格彈性較低，使得精煉銅的需求增加。然而，即便高盛預計明年銅礦場供應產能將達到峰值，但因總產能受限導致銅礦供給年成長率下滑。不論在需求或供應端的因素都將導致銅礦稀缺加劇，今明兩年的精煉銅供給不足的情況也料將較過去幾年惡化。目前銅礦的需求存量天數低於十天，處於有數據以來的最低水準。高盛比較所有的原物料供需情況的研究顯示，目前銅礦的近 5 年月度平均值覆蓋率約處於 66% (100%=最緊)，在所有原物料中，庫存情況最為緊俏。

高盛研究顯示，平均而言，在過去的歷次升、降息循環中，當 Fed 降息而導致美國 2 年債殖利率下滑 1% 時，各項金屬、原油、天然氣甚至家畜及農產品等原物料商品價格均會呈現上揚，其中又以銅、工業金屬與黃金上漲幅度最大。依過去經驗，在非經濟衰退情況的聯準會降息週期中，銅價在首次降息後的 75 天內平均上漲了 13%。

今年前 2 個月中國國內鐵礦砂產量為 1.76 億噸，年增 14.4%，其中河北產量較去年大增 45.3%。1~2 月鐵礦砂淨進口量為 2.09 億噸，年增 7.9%。然而，1~2 月的中國鐵礦砂表觀需求僅較去年增長 9.3%，而來自生鐵的隱含需求甚至負成長 0.6%。此外，去年 11 月以來港口鐵礦砂庫存逐步攀升，此情況可能持續，從而壓抑鐵礦砂價格。

雖然近來鐵礦砂價格偏弱，但在倫敦銅價一度突破 9000 美元大關下，也對於全球礦業類股帶來支撐。此外，今年以來由於市場對於 Fed 預期降息時程與步調有所放緩，美元上行拖累原物料類股走勢。然而，鮑爾在 3 月下旬的 FOMC 會後言論後，市場普遍意見認為今年六月將降息，料為原物料類股帶來動能。



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。

能源類股：地緣政治推升短期油價，基本面中性看待

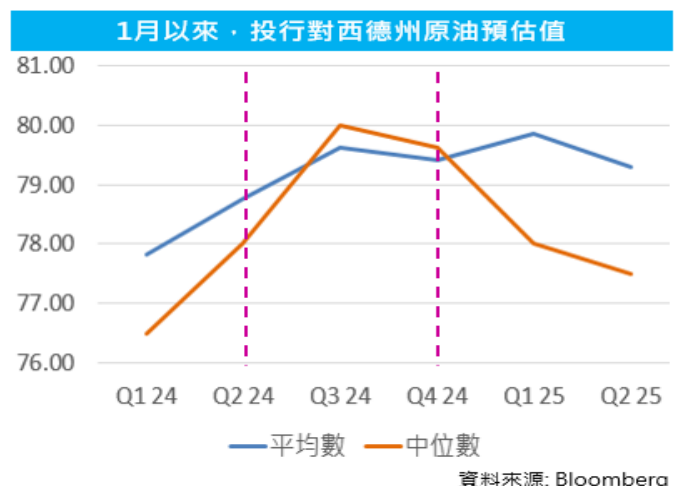
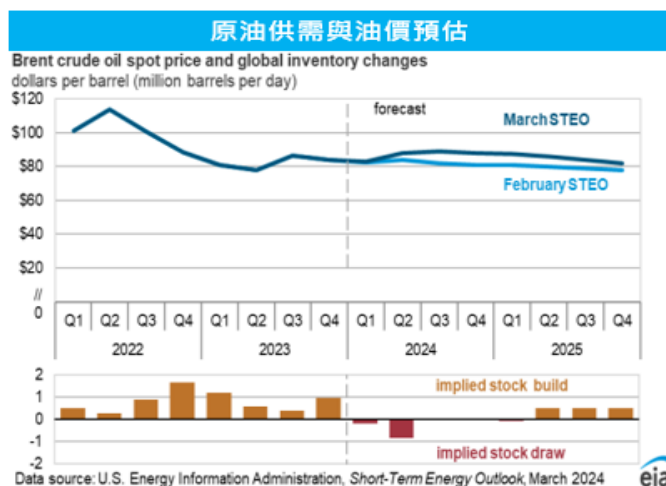
EIA 預估今、明兩年全球液體燃料消費量將雙雙增加 140 萬桶/日，維持 2 月時的預期不變，但將明年預估值上調 10 萬桶/日。明年成長大部分料將來自中國與印度等亞洲非 OECD 國家，OECD 國家的需求成長幅度僅約 10 萬桶/日。不過，國際能源署 IEA 3 月預測今年原油需求將增加 130 萬桶/日，較 2 月小增約 10 萬桶。OPEC 3 月則維持與 2 月預測結果不變，認為今年需求將增加 225 萬桶/日。IEA 與 OPEC 的 2 月預期差異曾高達 103 萬桶/日，一度創下了逾 16 年以來最大分歧。

OPEC+ 3/3 宣布延長自願減產後，EIA 預期全球 2024 年液體燃料產量增加 40 萬桶/日，不但低於 2023 年的 180 萬桶/日的增幅，也較 EIA 上個月成長 60 萬桶/日的增幅預估進一步下修。儘管 OPEC+ 產量減產限制了今年的整體成長，OPEC+ 以外的產量增加 150 萬桶/日，仍可抵消 OPEC+ 減產協議將使該組織今年原油產量下降 110 萬桶/日的衝擊。

俄羅斯煉油廠 3 月中下旬遭烏克蘭無人機攻擊，據傳烏克蘭將持續此戰略，以降低俄方將石油收益投入戰爭的金流。近來也傳出俄羅斯已下令第二季進行減產，以符合該國的減產承諾，達到約 900 萬桶/日的目標，可能影響近期全球原油供給。

EIA 認為 OPEC+3 月宣布減產協議的延長將使全球願油供給短期內收緊，因此今年第二季原油供需將比之前更加緊縮預期的，預料將使第二季全球石油庫存減少 90 萬桶/日，導致本季布蘭特原油平均價格來到 88 美元/桶，比上個月的預估價格高出 4 美元/桶；該機構預計今年 3~4 季布蘭特原油價格大致持平，並於明年開始隨著庫存的上揚而出現油價逐步回跌至明年 12 月的平均 82 美元/桶。另外，根據 Bloomberg 統計，投行今年截至 3 月中報告，不論以均值或是中位數來看，西德州原油價格今年均將呈現先漲後跌的情況，Q2 之後的油價整體大致維持在 78~80 美元/桶之間，與 3 月下旬的市場價格比較甚至略有偏高之虞。

雖然短期因紅海與烏俄問題推升油價上漲，但不論以 EIA 或是投行對於油價的估值與目前油價相比，未來漲跌幅度有限。另外，根據彭博數據，S&P 能源類股雖然在今年 1Q 的 EPS 成長年比上雖仍將敬陪末座，但未來三季料可好轉，第二季甚至有機會轉虧為盈。不過，今年的 Q3~Q4 獲利年成長率仍可能回到負成長情況。因此，就基本面而言仍中性看待能源類股表現。



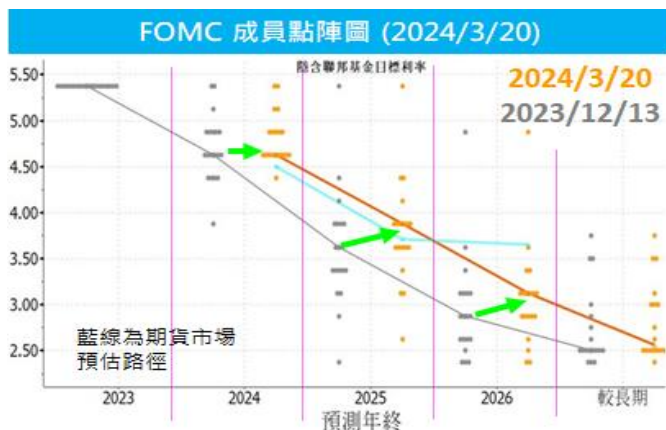
固定收益：通膨雖高於預期，然 Fed 態度偏鴿，殖利率仍為盤整格局

3 月份全球債市表現持穩，美國通膨數據雖仍高於預期，但最新失業率意外升至 3.9%、FOMC 如預期保持利率不變，點陣圖仍顯示今年降息三碼預期不變，同時表示縮表速度應該很快就會放慢，整體態度仍偏鴿派，使得美國 10 年期公債殖利率全月皆處於 4.05%~4.34% 的整理區間。至 3 月 25 日止，當月各類債券多為溫和上漲，亞洲高收益債、新興市場美元債表現最佳，漲幅超過 1.6%，而新興當地債、全球主權債則表現落後，均為原地踏步。

近期美國所公布的通膨數據仍稍偏強。美國 2 月 CPI 年增率自 3.1% 微升至 3.15%，而扣除食品與能源的核心 CPI 年率則微降至 3.75%，二者皆明顯高於預期；此外，2 月 PPI 年增率自 1% 升至 1.6%，遠高於預期的 1.2%；而核心 PPI 年率亦自 1.95% 微升至 2.04%，高於預期的 1.9%，背後主因皆是服務業成本的降幅過於緩慢所致。此外，2 月新增非農就業人數意外增加 27.5 萬人，高於預估的 19.8 萬人；不過，1 月、12 月新增就業人數則合計較初值下修 16.7 萬人，顯示近期就業市場雖有韌性，但整體趨勢僅為持平。此外，2 月失業率意外上揚至 3.9%，高於預期的 3.7%，達 2022 年 1 月來最高；至於 2 月平均時薪年增率則稍降至 4.3%。

3 月 FOMC 一如預期將利率保持不變，點陣圖顯示今年降息預期仍為三碼不變，同時表示縮表速度應該很快就會放慢，整體態度仍偏鴿派。鮑爾在會後記者會表示，在今年某個時候開始放鬆政策是合適的；雖然近期通膨高於預期，但並未真正改變通膨正在緩步降溫的整體趨勢。Fed 在最新經濟展望中，將今年經濟成長率由 1.4% 大幅調高至 2.1%、核心 PCE 通膨率自 2.4% 上修至 2.6%，失業率則微降至 4.0%。此外，點陣圖透漏的降息路徑變動不大。相較於 12 月看法，Fed 委員認為 2024 年底利率仍將處於 4.5%~4.75% (不變)，2025 年底將至 3.75%~4.0% (上修一碼)，2026 年底將至 3.0%~3.25% (上修一碼)，等於今後三年每年均將降息 3 碼。整體顯示了 Fed 對經濟的樂觀預期，以及緩步降息的態度。

去年底 FOMC 的態度意外轉為鴿派，3 月 Fed 例會後，市場對於 6 月降息的看法已更加篤定，而全年降息幅也可達 3-4 碼。雖然目前通膨降速有遲滯的疑慮，但 2 月美國失業率意外升至 3.9%，較去年 4 月底點 3.4% 已上揚 0.5%，若失業率再升高一些，就可能觸動 Fed 對經濟走軟的擔憂，正好也是屆時降息的理由。我們預期在降息訊號出現之前，殖利率恐將持續盤整格局一段時間，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，仍是最佳配置選擇。



資料來源：Bloomberg

Fed 最新季度經濟展望				
項目	3月經濟預測			
	2024	2025	2026	長期
實質GDP成長	↑ 2.1	↑ 2.0	↑ 2.0	1.8
12月會議看法	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	↓ 4.0	4.1	↓ 4.0	4.1
12月會議看法	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE 通膨率	2.4	2.2	2.0	2.0
12月會議看法	2.4	2.1	2.0	2.0
核心PCE 通膨率	↑ 2.6	2.2	2.0	
12月會議看法	2.4	2.2	2.0	

資料來源：FED

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。