

降息時點延後、半導體不如預期，股債進入整理期

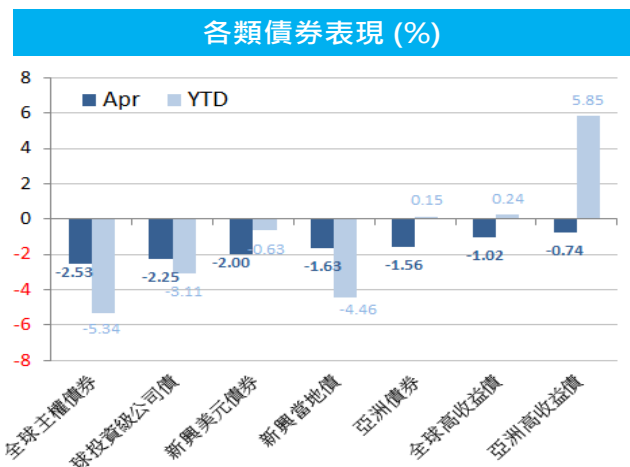
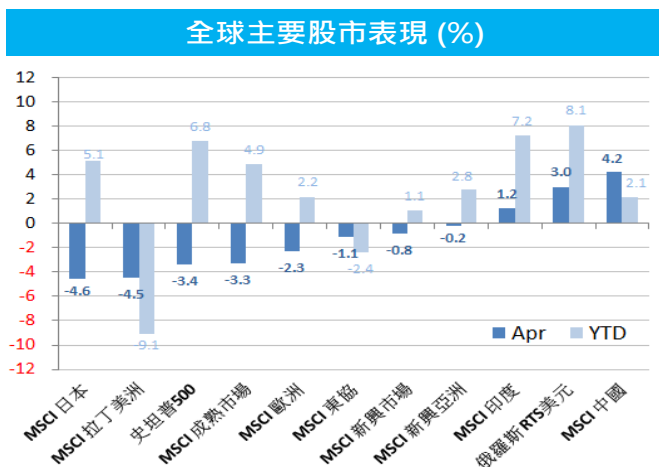
2024年5月

受到降息時點尚不明朗、半導體前景也不如預期的影響，4月份全球股債市表現多不理想。至4月24日止，當月成熟股市下跌3.3%，整體新興市場則微跌0.8%，其中跌深回穩的中國上漲4.2%最佳、印度受惠於選舉行情亦上揚1.2%，而先前表現最強勁的日本則受半導體轉弱所拖累，下跌4.6%。此外，因美國通膨數據持續高於預期，鮑爾與Fed多位官員都在降息問題上保持謹慎，少數委員甚至表達不排除升息的可能，使得美國10年期公債殖利率自4.20%附近一路上揚至4.70%，令整體債市皆承受龐大壓力，當月各類債券皆為下跌，跌幅最重的全球主權債下滑2.53%，而亞洲高收益債、全球高收益債則下滑約1%，跌幅較輕。

美國CPI年增幅近半年來皆處於3%之上，趨勢似轉為橫向整理，這令Fed官員在降息問題上保持謹慎態度，美國10年期公債殖利率今年來也自4.0%附近逐步墊高至4.7%。過去40年來，Fed啟動降息的環境幾乎都伴隨著經濟衰退，公債殖利率在央行降息前先觸頂後則一路走低。不過，倘若經濟並未陷入衰退，如1995年的降息案例中，Fed的降息幅度小、步調也相當緩慢，則公債殖利率在領先走低後降幅卻有限，1996年更回升至央行利率上方，這對於目前環境或有其參考價值。倘若美國經濟持續目前偏強的表現，而通膨亦遲遲不降溫，則Fed確實可能維持目前利率更長的時間。

除了降息時點不明朗問題外，近期半導體業展望也有烏雲。台積電公布的首季財報相當亮麗，每股稅後純益8.7元高於預期，且創下同期新高，預期第二季營收仍可年增近三成。不過，因總體經濟不確定性可能壓制消費者的消費力和終端需求，台積電下修全年半導體業展望，營收由10%~20%下修為僅成長10%；而全球晶圓代工業產值也由原先預估的20%，降至14~19%。整體而言，半導體上升趨勢雖仍持續，但除AI需求外，其餘手機、車用、物聯網等領域增速均不如預期。

不過，地緣政治問題目前看來仍在可控範圍內。4月中旬伊朗、以色列互相發射導彈攻擊，但雙方皆未傳出明顯傷亡。以伊雙方看來雖劍拔弩張，但虛張聲勢成分居多，在形式上雖有報復的動作，但距離實質交戰似乎仍有一大段距離。在此環境下，雖然股債市可能進入整理期，但因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，仍可望對股市形成一定支撐。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4月24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：延後降息引發獲利了結賣壓，企業財報展望依舊樂觀

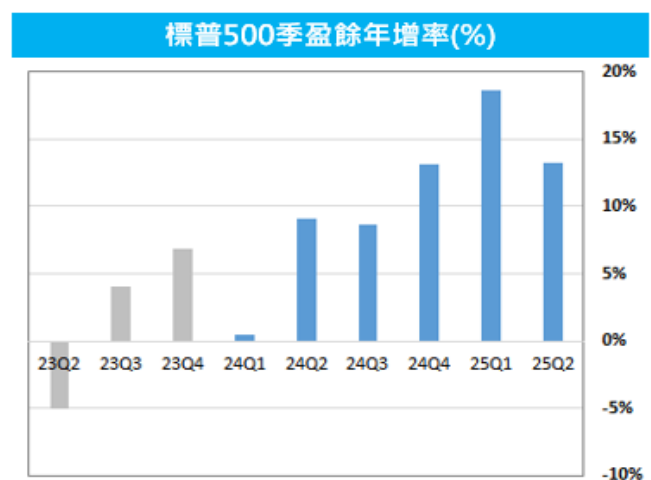
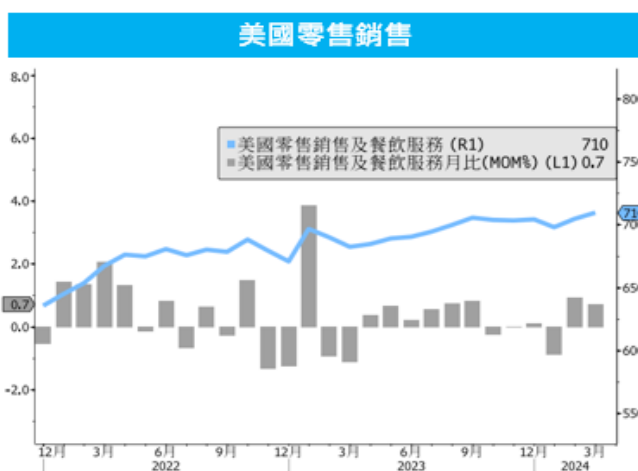
美國經濟表現強勁，市場對降息預期調整導致美股回落。從 FedWatch 觀察市場預期 9 月啟動降息，但第二次降息時點可能落在 12 月或是明年首季。對降息預期的調整與地緣政治衝突使美股在 4 月出現拉回，而 ASML 與台積電法說加深投資人對半導體產業景氣的擔憂，也使過去一年漲勢強勁的科技股湧現獲利了結賣壓。

市場對美國何時降息有不同看法，關鍵是經濟表現過於強勁。美國 3 月零售銷售成長 0.7%，遠高於預測的成長 0.3%，通膨並未壓抑消費者買氣；3 月非農就業新增 30.3 萬人，高於前值 27.5 萬人，3 月失業率降至 3.8%；3 月製造業活動也意外擴張，美國 ISM 數據顯示，3 月製造業指數升至 50.3，優於 2 月的 47.8，也結束了連續 16 個月萎縮態勢；3 月 ISM 服務業指數 51.4，雖低於前值 52.6，但一直保持在 50 大關上方。觀察美國就業市場或經濟狀況，Fed 的確沒有急迫降息的必要性，但今年仍是緩步降息的機會最高。

市場對標普 500 第一季盈餘成長預期降至 4.8%，但隨後幾季將急速拉升。就產業而言，除半導體的展望略有下修，市場最擔憂的仍是電動車市場。首先是馬斯克呼籲，若不設貿易壁壘，中國汽車製造商將“摧毀”大多數全球競爭對手，並傳出 TESLA 將在全球裁撤 10% 以上人力，旗下熱門車款也全面降價，此外 FSD(輔助駕駛系統)下調訂閱價及售價，同時馬斯克也推遲訪印之行，等於變相暫緩特斯拉在印度的投資計劃。一連串的動作顯示電動車產業面臨寒冬，但其他產業目前仍在復甦軌道，顯然電動車產業問題在於中國車廠競爭力增強，而並非全球經濟惡化。

小羅伯特甘迺迪以獨立參選人投入 2024 年美國總統大選，並找到加州矽谷律師和創投家沙娜漢擔任副手，原本推測其參選不利於拜登總統，不過近期民調顯示，受到小甘迺迪威脅的反而是前總統川普，顯示美國總統大選選情依舊充滿變數。

考量過去一年美股漲幅已高，在降息預期放緩加上地緣政治風險依舊存在，美股短期不易有強勁表現。預料聯準會將於第三季啟動降息，而短期美國經濟並無重大風險，配合下半年標普 500 企業盈餘增長重回 2 位數成長率，投資人可把握拉回時機以長線角度分批布局。



資料來源：彭博，2024/4/23

歐洲股市：巴黎奧運可望提振零售表現，地緣政治風險仍須關注

歐元區 4 月綜合採購經理人指數從前月的 50.3 反彈至 51.4，連二個月高於代 50，景氣復甦跡象浮現。歐元區 4 月服務業 PMI 從 51.5 飆升至 52.9，但是製造業 PMI 持續下探，從 46.1 降至 45.6，尤其德國製造業 PMI 仍在 42.2 位置，顯然歐洲製造業復甦仍需時間。

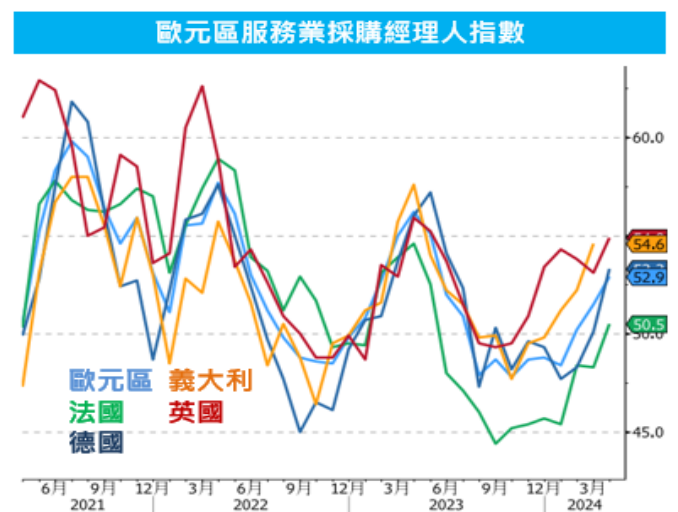
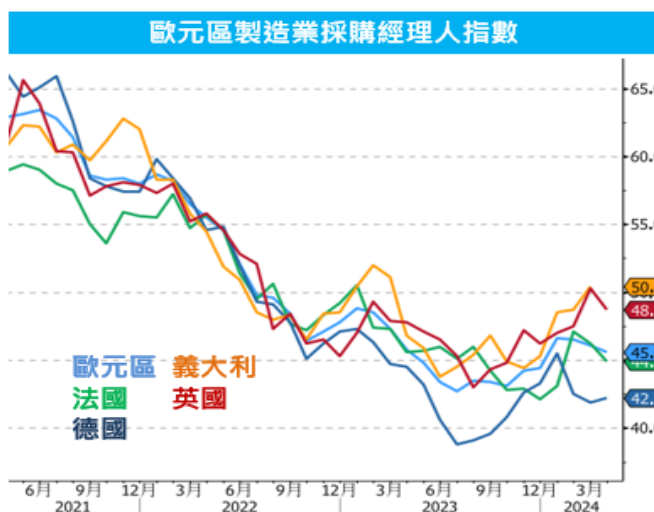
過去一個月歐股隨全球股市回跌，下跌重心是半導體設備龍頭 ASML，然而歐股科技比重相對美股低，而歐股中領漲族群則是原物料龍頭，包括殼牌石油、道達爾能源、力拓等。地緣政治衝突推升油價走勢，目前觀察以色列、烏克蘭戰事無短期結束跡象，可能推升能源價格維持高檔。

歐洲央行官員對 6 月利率決策會議降息逐漸形成共識。近期包括聯準會放慢降息節奏、油價走高等因素讓市場擔憂 ECB 可能延後降息，然而歐洲央行官員接連釋出鴿派訊號，市場普遍預期六月啟動降息，全年維持降息三碼的預估。歐元區 3 月調和消費者物價指數 2.4%，而剔除食品和能源的 3 月核心 CPI 年升 2.9%，同樣符合市場預期；近期地緣政治風險雖然推高油價，但對歐洲依賴的液化天然氣價格影響不大，目前位置仍較去年第四季平均價格更低，也支持歐洲啟動降息。在降息預期推動下，歐元區 4 月 ZEW 經濟景氣指數由 3 月 33.5 升至 43.9，市場對經濟回升抱持信心。

美國參議院通過爭論逾半年的援助預算案，總計將以 953 億美元分別支援烏克蘭告急的彈藥武器、強化以色列飛彈防禦系統，並加強台灣印太地區潛艦發展。先前烏克蘭彈藥缺乏的窘境可獲得緩解，然而俄烏戰事、以色列的衝突在美國軍援挹注下，暫時未能見到和平出現的跡象。

巴黎奧運即將於 7 月 26 舉行開幕式，觀察以色列與伊朗之間的衝突不再惡化，奧運賽事受影響的機會降低。全球最大奢侈品 LVMH 集團為法國奧運重要贊助商，奧運會場將成為融入各種精品設計，可望提振精品類股股價。

歐股近期最大利多是歐洲央行預估在 6 月降息，可期待歐股評價能有回升。目前泛歐 600 指數預估本益比僅 13.87 倍，PB 僅 2.06 倍，然而對內擔憂俄烏戰爭、以色列與伊朗衝突、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，將拉高歐洲出口至美國產品關稅，故建議短期維持觀望，待股價發生急跌以長線角度布局。



資料來源：彭博，2024/4/24

日本股市：美日同盟升級，波克夏八度發日圓債

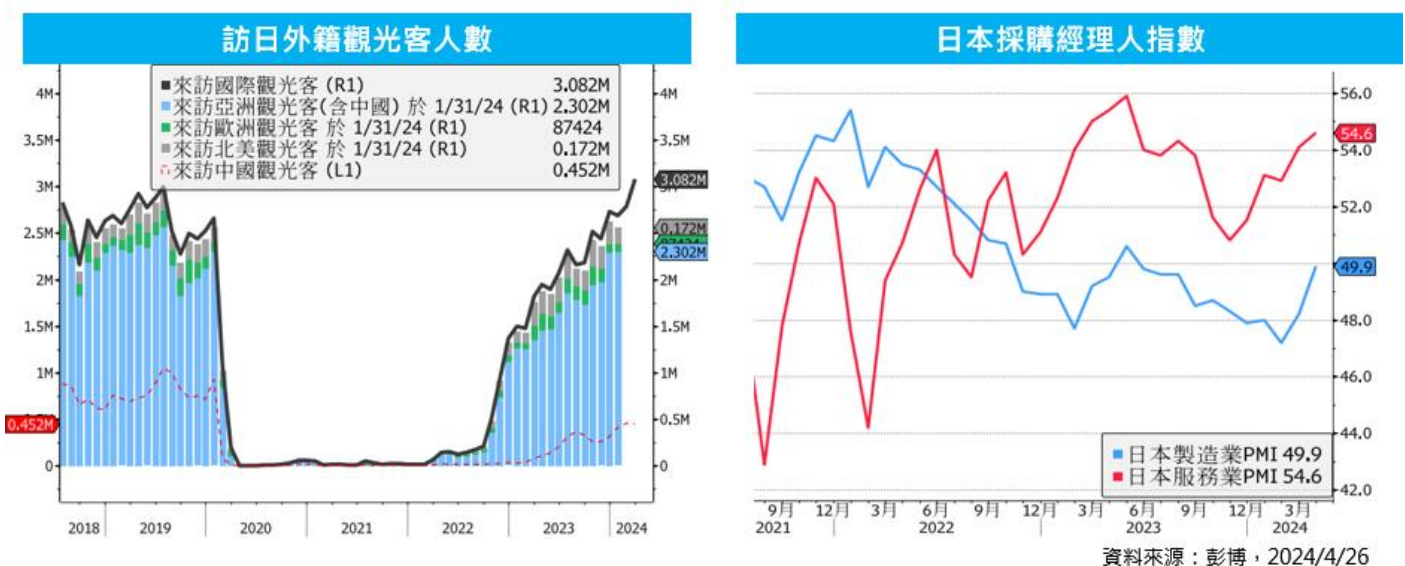
日本 4 月製造業 PMI 從 3 月 48.2 升至 49.9，雖連續 11 個月在 50 以下，不過已出現復甦的曙光；持續走強的服務業 PMI 在 54.6，重寫 11 個月新高紀錄。日本政府觀光局統計，2024 年 3 月總計 308.16 萬人造訪日本，這是單月外籍訪日旅客數首次突破 300 萬大關，創下史上最高紀錄、也支持服務業景氣持續擴張；日本觀光廳也公布 2024 年 1 月至 3 月，外籍旅客在日本的消費額總計 1.75 兆日圓，高於疫情前 2019 年 1 月至 3 月水準(1.15 兆日圓)。

巴菲特掌管的波克夏海瑟威在 4 月發行總額為 2,633 億日圓的日圓債券。這是繼波克夏在 2019 年首度發行日圓債起、第八度發行日圓債，就金額規模也是歷史第二高。若觀察 5 檔標的在巴菲特買進後股價走勢，可以看到漲幅相當驚人。然而巴菲特曾表示，打算長期持有這些日本投資，未來對這五家日本企業的持股比重可能會拉高至 9.9%。過去巴菲特並未因為投資部位股價大漲 2 到 4 倍而改變想法獲利了結。在此時大幅發債，預料仍是加碼日股，但持續買進原有標的、或是新增加其他買進公司，仍是市場關心重點。

日本首相岸田文雄在美國參眾兩院聯席會議上發表演講，劍指中國「對整個國際社會的和平與穩定，構成了前所未有的最大戰略性挑戰」。美國總統拜登在日美首腦會談後的記者會上表示，此次的防衛合作體制將是日美同盟成立以來最重要的升級。未來日美將設置統一指揮陸海空自衛隊及宇宙、網絡部隊的常設“統合同司令部”，接手部隊運用的職責，也確認美日同盟關係再度升級。

日本央行 26 日召開貨幣政策會議。會議後日本央行決定按兵不動，但日圓大貶值再創 34 年低點。央行將 2024 年度消費者物價漲幅預估從 1 月的 2.4% 上調至 2.8%，把 2025 年度漲幅預期從 1 月報告的 1.8% 上調至 1.9%。通膨拉升也確認日本經濟復甦持續發酵。

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續創歷史新高、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；5 月揭露季報時預料各企業將公布 2024 年展望，屆時將可確認巴菲特發債後的佈局標的。



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。

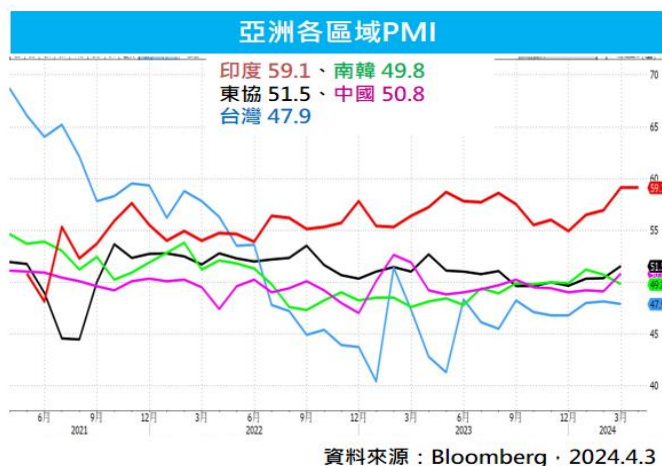
新興亞洲：宏觀環境出現逆風，整體向上趨勢不變

4月新興亞洲股市因美國降息預期下降，公債殖利率走高而震盪走低，截至4/23，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月下跌0.89%。中國股市因為之前已經大幅修正，估值來到低點，吸引資金流入，國企指數單月上漲3.42%，上証綜合指數則小幅下跌0.85%，表現在亞股中領先。台灣加權指數在創下歷史高點之後，因台積電下修整體半導體整體展望而修正，單月下跌3.11%。南韓也受到美國可能加大中國半導體禁令的影響，KOSPI指數下跌4.57%。東南亞股市表現平平，MSCI東協指數三月下跌1.06%，主要國家中新加坡、馬來新亞表現較佳，菲律賓、泰國、印尼則表現落後。印度進入國會大選期，普遍認為莫迪能夠連任，印度SENSEX指數單月上漲1.24%。

觀察近期亞洲製造業PMI數據，大多數都在持續改善，印度、中國、東協的PMI指數擴張，雖台灣、南韓低於50，但也在榮枯點附近，顯示經濟保持動能。中國的製造業PMI重新站回50上方，顯示中國的刺激政策正在幫助經濟打底，製造業逐漸穩定復甦。然而東北亞的台灣、南韓表現較為落後，主要是因為產業的不平均，科技相關出口暢旺，但傳統產業則在衰退，我們預期隨著下半年備貨旺季的到來，傳產也可望逐漸好轉，亞洲整體經濟向上趨勢不變。

然而近期亞洲遇到了一些逆風因子，可能對接下來的經濟帶來負面影響。首先，影響最大的是美國的利率預期變得較為鷹派，降息的時間延後及降息幅度縮小，然而，亞洲國家為了維持匯率穩定，貨幣政策與美國有一定的連動性，印度、南韓等原本在Q2可能降息，現在都將延後，這將對亞洲國家的內需不利，尤其是原本消費就已經偏弱的南韓。其次，美債殖利率今年已經上漲了約70基點，也對亞洲國家帶來資金緊縮及貨幣貶值的效應，亞洲貨幣指數今年已經貶值超過3%，也連帶拉低亞股的表現。另外，中東局勢緊張則影響了大宗商品的價格，西德州原油年至今上漲超過15%，亞洲有相當一部分這是屬於原油進口國家，這將拉動亞洲的通膨，以及壓抑實質增長，以上都是近期對亞洲經濟不利的因素。所幸的是仍有重要的利多，就是美國經濟成長優於預期，IMF近期上修美國2024 GDP大幅上調0.6%至2.7%，亞洲的出口尤其是台、韓與美國經濟相關性高，可望受惠。另外中國的經濟也有落底的跡象，這對亞洲而言無疑是排除了最大的風險。

整體而言，24年新興亞洲市場經濟增速依然保持穩健，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。印度受惠於中國供應鏈外移，是看法較為正面的市場。



南韓：出口持續升溫，股市有上行機會

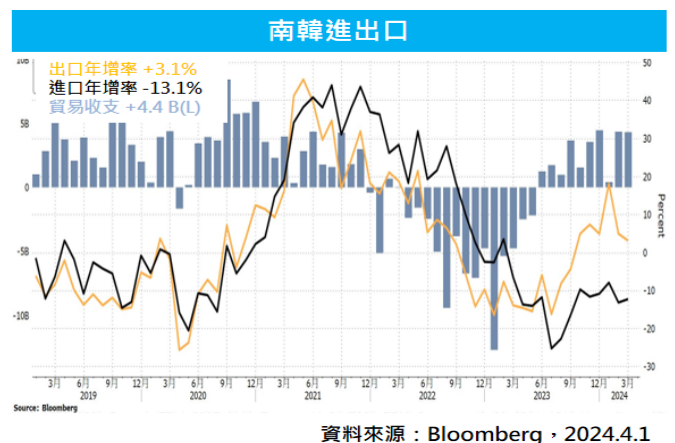
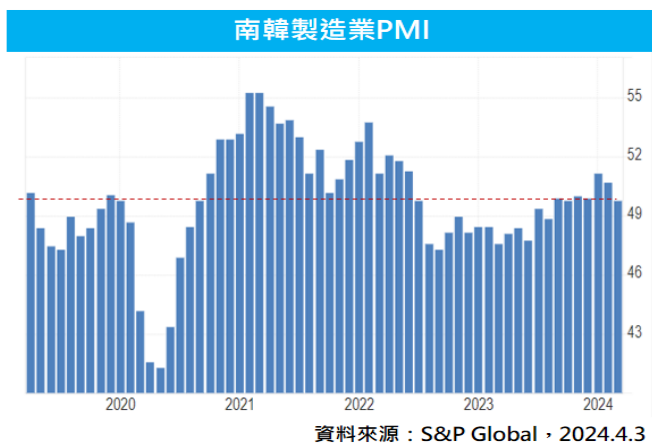
南韓的經濟在出口的帶動下逐漸加速，雖然南韓 3 月份製造業 PMI 由二的 50.7 下滑至 49.8，為去年 10 月以來最低，新訂單及生產分項都有下降，但幅度不大。廠商對未來的展望表示樂觀，看好未來經濟的復甦，在出口的帶動下半導體及汽車是表現較好的產業。彭博預估南韓經濟在資訊科技及 AI 的引領下，帶動出口延續成長趨勢。另外，半導體周期回升對生產及設備投資也起到積極影響，可望抵銷家計單位消費及房市的低迷。預估 2024 年 GDP 成長將由 23 年的 1.3% 上升至 2.2%。

南韓近期的出口繳出優秀的成績單，3 月出口寫下連六個月正成長佳績，出口金額達 565 億美元，年增 3.1%。進口下降 12.3%，也優於 3 月份-13.1% 的降幅。受惠 AI 供應鏈需求暢旺，帶動半導體景氣逐步回穩，連帶提振南韓出口表現，成為經濟的主推力。主要還是受到記憶體市場復甦的幫助，南韓記憶體三月出口年增 64% 至 75 億美元，三星電子和 SK 海力士都看好今年半導體景氣，預期隨著 AI、高速運算等新興應用加速擴展，晶片拉貨需求回溫，營收將回升。由於高頻寬記憶體(HBM) 的需求上升，帶動整個記憶體價格，野村預估 2Q24F 的價格可能上漲達 50%。

然而南韓的內需消費則是的弱項，從網路購物和信用卡使用的數據來看，3 月消費依然疲軟。由於韓國家庭負債高，去年南韓升息拖累了消費，而薪資成長放緩則抑制了服務消費和可支配所得，加上疫情後消費高峰已過，今年消費對 GDP 的影響可能為負值。在金融系統方面，銀行及金融公司貸款的拖欠率上升，拖欠貸款佔未償還比例也上升，反映內需的低迷。幾乎所有的貸款的拖欠金額都在增加，但總貸款金額正在下降，可見家計單位正在去槓桿的過程中。

南韓央行四月利率會議將基準利率維持在 3.50%，並承諾在未來一段時間內保持穩定。近期南韓通膨有下降的趨勢，但速度緩慢，食品價格高漲，且聯準會政策路徑的不確定性，這些都是利率將有一段時間保持不變的原因。但從內需的狀況來看，南韓是需要降息的，由於包含房屋貸款的家庭債務高企，降息可望舒緩家計單位的壓力，預期 BOK 將會在 Q3 開始降息。

然而南韓股市主要仍看出口，在出口的帶動下，券商預估 2024 年 MSCI 韓國 EPS 將年增 75%，2025 年將成長 26%，連續兩年大幅成長。股市價值面 PB 及 PE 均僅略高於十年平均，價值面也合理。然而今年以來南韓股市表現大概持平，主要是受到個人交易者的賣出，外資其實是持續買超的，我們認為國內資金面將隨著美、韓降息獲得改善，韓股未來有上行機會。



台灣：AI 需求持續帶動出口，中長線表現可期

台灣 3 月製造業 PMI 下跌 0.2% 至 47.9，連續 13 個月緊縮，主要是因為產業復甦不一致。但廠商對未來六個月展望連續 2 個月上揚，指數攀升至 56.4%，為 2022 年 4 月以來最佳，顯示製造業對未來景氣看法普遍樂觀。其中化學暨生技醫療產業 (61.2%)、電子暨光學產業 (54.8%) 最為樂觀，傳統製造業對下半年景氣也不看淡。

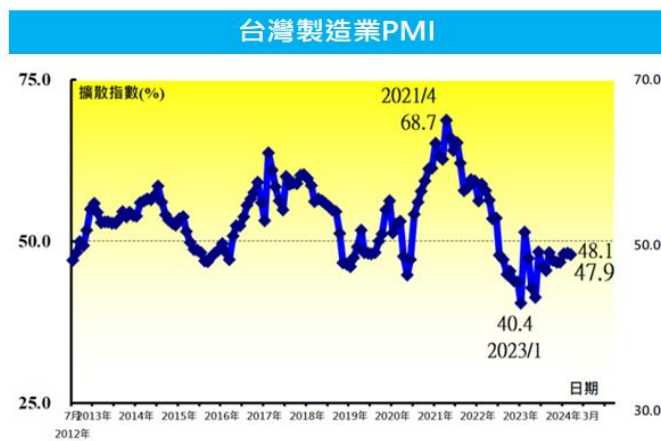
隨著出口的好轉，台灣經濟成長可望較去年增溫，央行 3 月略為上修 GDP 成長率至 3.22%，國內外主要機構預測也多逾 3%。受惠 AI、高效能運算等新興科技應用持續發酵，加以全球經貿需求回溫，台灣出口成長將擺脫衰退，帶動台灣經濟成長升溫，並挹注民間投資動能，台灣 GDP 不看淡。

近期的外銷訂單也呈現上行趨勢，3 月外銷訂單 471.6 億美元，年比增加 5.8 億美元或 1.2%，高效能運算、人工智慧及雲端產業等需求持續擴增，惟傳統貨品需求尚未明顯回升。主力科技產品持續擴增，傳產的衰退幅度減小，整體維持健康發展。外銷動向指數維持在 49~50 附近，淡季效應將至，預計下半年拉貨潮來臨時將再度增快。

然而台積電的財報為出口帶來一些雜音，台積電 Q1 財報受惠 HPC 需求強勁，創下同期新高，也略高於市場預期。預期第 2 季營收將較去年同期成長近 3 成，展望也十分良好。但台積電認為，因總體經濟不確定性可能會壓制消費者的消費力和終端需求，下修全年半導體業展望，這為短期帶來不確定性，但 AI 相關題材仍在發展初期，將對台股帶來長線挹注，中長多並沒有改變。

內需方面保持穩定動能，3 月台灣非製造業指數在 53.5%，已連續 17 個月擴張，八大產業中僅零售業與住宿餐飲業緊縮，要注意的是非製造業持續面臨營業成本攀升壓力，也反應了台灣通膨的升溫。央行也在漲電價預期下，將重貼現率調升半碼至 2.00%，這讓廠商資金成本壓本趨緊，加上半年半導體的設備投資高峰已過，企業投資可能會到下半年才回溫。

在出口復甦及高科技運用增加地的預期下，企業獲利可望提升，彭博 2024 年台灣加權指數 EPS 預估值緩步上調，並預估 2024、2025 年加權指數 EPS 成長率都將超過兩成，台股的目前預估值 PE 則在 16.8x，已接近十年平均 2 倍標準差位置，PB 則在 2.4x，在十年平均上方 1.5 倍的位置，價值面略有偏高，但短線受惠於美國經濟的成長，中長線受惠於半導體的長期趨勢，我們仍看好台股中長線。



拉丁美洲：巴西政府干預疑慮加深不利投資信心

巴西 3 月 Markit 製造業 PMI 下降 0.4 % 至 53.6，顯示其製造業動能略微下滑，但仍保持擴張水準。數據下降主要受產出和就業分項拖累，但新訂單與新出口訂單成長，仍使數據表現維持穩定。

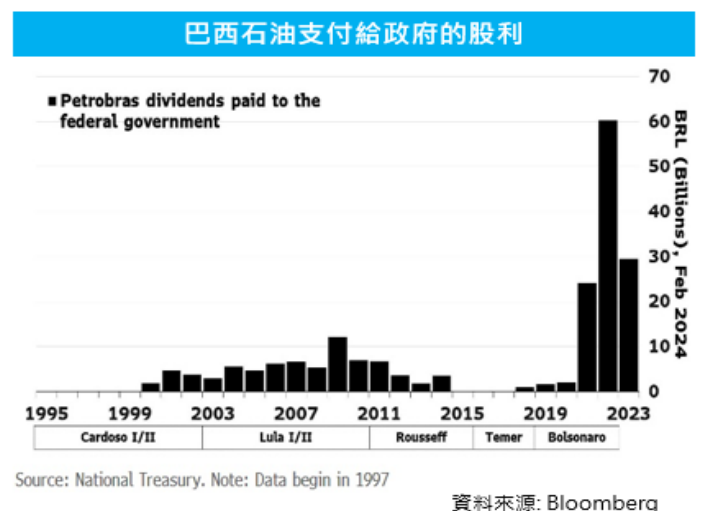
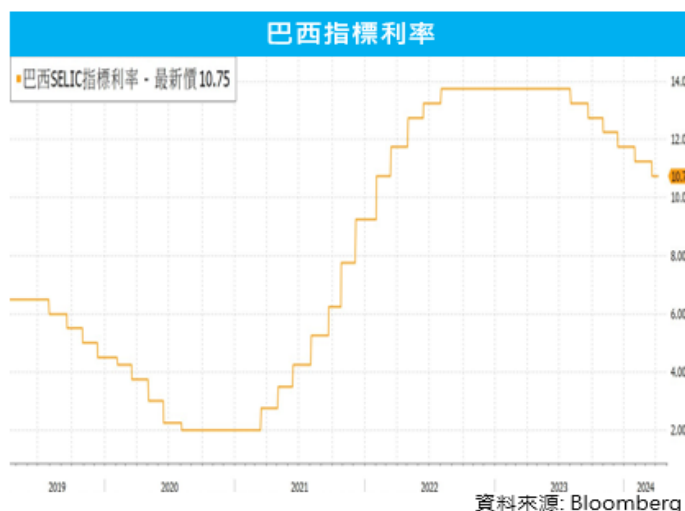
巴西 3 月份 CPI 年增 3.93%，低於市場原先預期的 4.01%，除連續 6 個月放緩也創 9 個月以來的最低水準。CPI 增速下滑主要因交通費用大降所致，但食品和飲料價格年增率仍較 2 月進一步成長。市場預期，今明兩年的通膨均仍高於央行目標，意味著在控制物價漲幅上，巴西政府仍有努力空間。

巴西央行 3 月會議再度將 Selic 利率調降 0.5% 至 10.75%。雖然央行會後聲明表示將在 5 月會議再度降息 0.5%，但央行會議紀要顯示，已有部分與會成員認為未來的不確定性增加以及該國需要更大的貨幣政策彈性，因此未來放慢貨幣寬鬆步伐可能是適當的。未來巴西降息步調若趨緩，恐將導致其經濟動能下降。

巴西總統魯拉為了實現其競選承諾導致去年基本財政平衡開始惡化並重回赤字區間。巴西政府 3 月下旬預計年底政府預算赤字相當於 GDP 的 0.1%，雖然符合其容忍區間，但央行調查顯示預估其基本赤字將達 GDP 的 0.75%。該國計入公債利息後的整體債務赤字佔 GDP 的比重也已到來 9.24%，儘管市場仍預期今年底可降至 6.8%，但以魯拉政府施政方向來看，達成難度頗高。該國政府債務佔 GDP 比重亦將較現在的 75.55% 進一步上揚。

自魯拉就任巴西總統以來，為使擁有更多的現金用於投資或作為國際油價上漲時的緩衝來壓低國內油價，由政府任命的董事所主導的巴西國家石油公司將給付股東股息佔自由現金流量的比重由 60% 降至 45%，並暫停支付特別股息，加上該公司去年淨利潤下降 34%，導致消息公布當日巴西國家石油(佔 MSCI 巴西指數比重 9.27%，並為第二大權值股)股價大跌近 10%，拖累巴西及拉美股市。

巴西國家石油股息派發比例減少並不受股民歡迎，也加深了投資人對於政府干預股市以達成其財政和經濟目標的疑慮，實質效用弊大於利恐影響外資投資意願。今年以來 MSCI 巴西指數受鐵礦砂價格下滑及政府政策干預疑慮影響表現不佳，外資資金動向也多呈現淨流出的情況。與今年數度創下新高的 MSCI 全球指數相比，MSCI 巴西及 MSCI 拉美指數表現亦明顯相對弱勢，故目前仍建議觀望。



黃金類股：中國央行買盤為金價帶來支撐，中期仍有向上動能

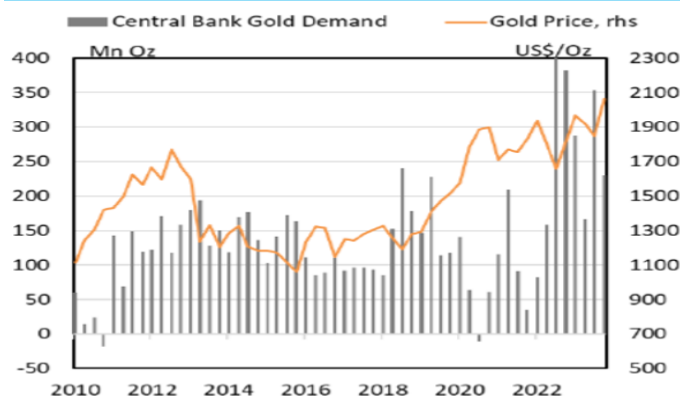
伊朗的伊斯法罕機場附近在 4/19 遭襲發生數起爆炸，但該省核設施仍安全，臨近的軍事基地已啟動防空系統。事發之後一度引發市場避險情緒上升，所幸伊朗在以國襲擊後表示，並無立即展開報復的計畫，使得伊朗與以色列之間的問題貌似有所緩解，然而，敘利亞東北部的美國軍事基地 4/21 仍遭到來自伊拉克的多枚火箭彈及無人機襲擊，加上 4/25 傳出，該國總理已批准在加薩南部拉法市的地面行動計畫，雖然尚未下令攻擊，但預計將撤離該處平民，為發動攻擊預作準備，顯示中東問題仍暗潮洶湧。

中國與世界其他地區的貿易嚴重依賴美元，全球過半貿易使用美元進行，中國過去經濟成長增速驚人，中國央行也因此累積了巨額外匯儲備，其中大部分是美元。習近平上台以來，美國與中國兩國競爭情況日益明朗，未來數十年兩強對抗局面勢不可免。中國在不斷挑戰美國經濟主導地位的同時，也試圖降低其對於美元的依賴，因此中國人民銀行極力實現儲備的多元化。根據美國數據顯示，中國自 2011 年以來持有的美元已逐漸減少三分之一至約 8,000 億美元。自 COVID-19 大流行以來，下降速度更有加速的現象。黃金雖非美元的完美替代品，但仍是主要去美元化的重要標的。

截至 2023 年底，美國黃金儲備量以 8,133 噸居首位，其次是德國、意大利、法國及俄羅斯，而中國 2023 年儲備量以 2,226 噸排名第六。據世界黃金協會統計，過去 16 個月，中國人民銀行連續增加黃金儲備，且該行購買的黃金數量超過所有其他央行。該機構估算，中國去年購買的貴金屬數量為 225 噸，約佔世界各國央行購買量 1,037 噸的四分之一。今年 1~2 月，中國人民銀行亦持續買進約 22 噸黃金儲備。以中國 GDP 位居全球第二，但黃金儲備量僅為全球第六的情況來看，中國官方購入黃金數量仍有極大增長空間，將為黃金帶來重要基本面支撐。

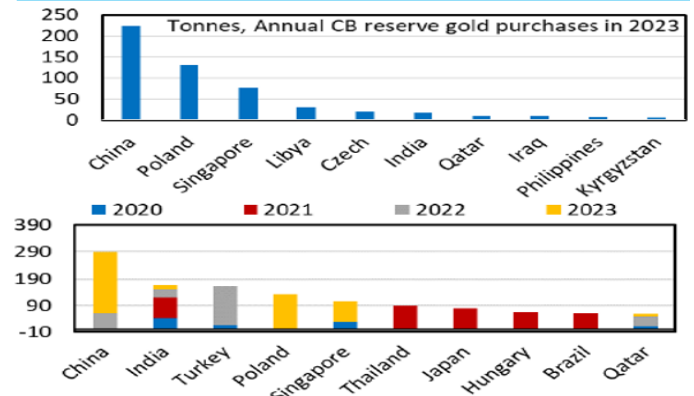
近來美國經濟數據良好，市場預期 Fed 降息延後推動美元與美債殖利率上揚，此情況通常不利於向與美元、美債殖利率走勢呈負相關的黃金與相關類股動能。然而，在中美關係勢將持續惡化下，以中國人行為主的央行持續買入為黃金基本面帶來支撐。再者，隨著美國 11 月大選逼近，川普料將提出更多激進訴求以爭取選票，拜川兩人支持度糾結使大選結果不確定性升高，預期吸引避險買盤逐步進駐。因此，即便 FOMC 或遲至 9 月才會降息，在全球地緣政治短期有中東疑慮，中期有美國大選議題下，將可推動避險買盤，料助黃金在降低美國降息延後的負面影響，並在美國降息議題發酵時進一步推升金價創下新高。

全球央行需求與黃金價格



資料來源:WGC,Bloomberg,元大投顧

全球央行購入黃金數量



資料來源:WGC,Bloomberg,元大投顧

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 在 4 月月報中上調了 2022 及 2023 的全球液體燃料消費數據，導致 2024 年全球液體燃料預期的平均消費量為 1.029 億桶/日，與更新後的 2023 年消費均量相比，今年的全球液體燃料僅較去年增加了約 95 萬桶/日，明顯低於 3 月時預估的 143 萬桶/日。但明年預估將成長 140 萬桶/日左右，與 3 月份預期相比基本上沒有變化。需求增長的來源增長主要仍來自非 OCED 的亞洲國家，特別是中國和印度，但該組織也預期中東與美國需求仍將略微成長。

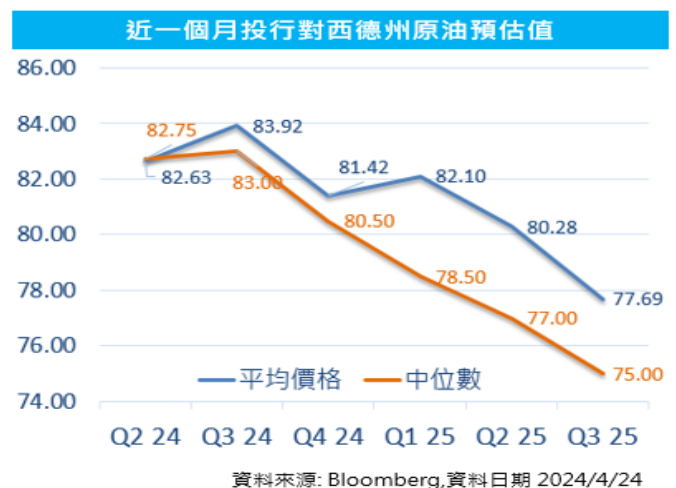
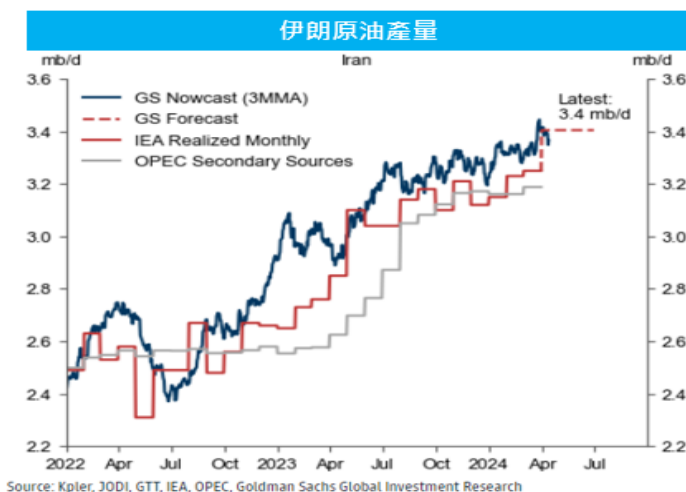
國際能源署 IEA 在其最新的報告中預估，由於 OECD 國家疫後復甦大致結束，導致其石油交付量異常疲弱，加上電動車(尤其是中國)的市佔率不斷增加，因此下調今年全球原油需求。不過 OPEC 仍抱相對樂觀看法，維持需求預估不變。

另一方面，EIA 預計今年全球液體燃料產量將增加超過 80 萬桶/日，雖然成長幅度較去年的增加 180 萬桶/日有所放緩，仍比 3 月時該機構的預期增加了約 40 萬桶/日。該機構認為 OPEC+ 今年原油產量將減少 90 萬桶/日，抵消了 OPEC+ 之外其他國家的產量增長 180 萬桶/日。

由於伊朗淡化了以色列對其先前無人機襲擊的反應，以色列與伊朗衝突有所緩和，原油價格和波動性從近期高點回落。2022 年中以來，伊朗原油產量持續上揚。由於超過 80% 的伊朗原油流向中國小型、獨立的煉油廠，並以人民幣支付，因此即便無法排除美國仍有可能對伊朗加大制裁，但高盛預測伊朗原油產量將增加至 340 萬桶/日，有利全球原油供應。

OPEC+ 全體部長級會議定於 6/1 在維也納舉行，目前尚未傳出可能決策方向，但 IMF 近期報告預測該組織將於 7 月初開始縮小減產規模。自去年 OPEC+ 減產以來，相關國家閒置產能處於新冠疫情解封以來的相對高檔位置，未來其成員國若開始增產，偏高的閒置產能料為油價上行動能帶來較大的阻力。

EIA 與高盛預期今年供不應求情況可能出現在 Q2 至 Q3，但之後將會有小幅供給過剩的情況。此外，不論是 EIA 或是 Bloomberg 統計主要投行的預估油價均將在小幅上漲後滑落，加上 S&P 能源類股雖然可望在 Q2、Q4 有機會轉虧為盈，但與其他類股相較，表現仍不穩定，因此我們目前仍建議能源類股維持觀望。



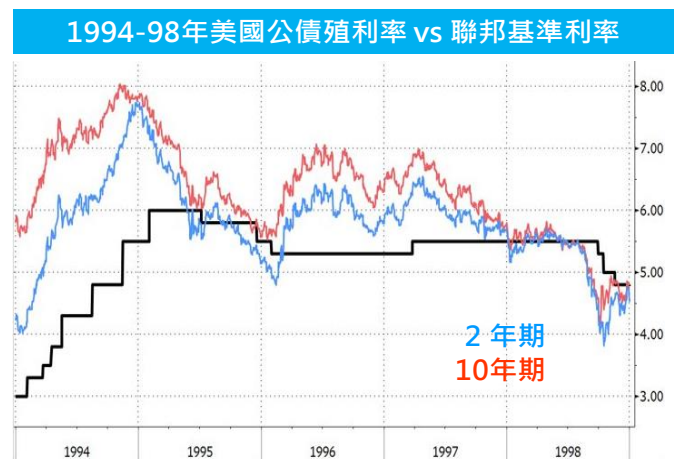
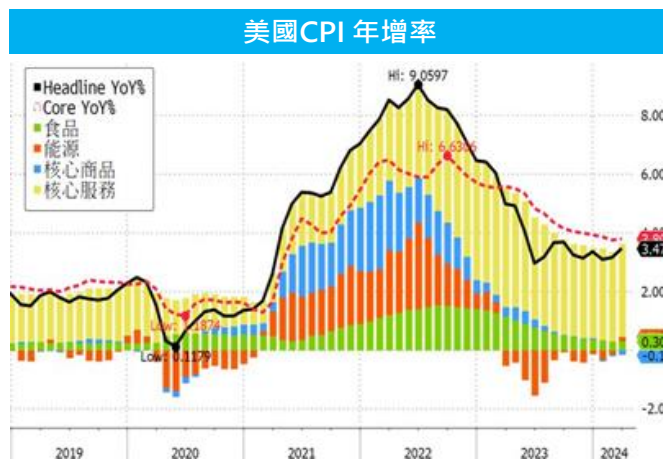
固定收益：通膨仍高於預期、降息時點尚不明朗，殖利率持續盤整格局

4 月份全球債市表現偏弱，主因美國通膨數據持續高於預期，鮑爾與 Fed 多位官員都在降息問題上保持謹慎，少數委員甚至表達不排除升息的可能，使得美國 10 年期公債殖利率自 4.20% 附近一路上揚至 4.70%，令整體債市皆承受龐大壓力。至 4 月 24 日止，當月各類債券皆為下跌，跌幅在 0.74%~2.53% 之間，亞洲高收益債、全球高收益債下滑約 1%，跌幅最輕，而全球主權債下滑 2.53%，跌幅最重。

近期美國所公布的通膨數據仍偏強。美國 3 月 CPI 年增率自 3.15% 升至 3.5%，為 2023 年 9 月以來最高，亦高於預期的 3.4%；此外，核心 CPI 年率持平於 3.8%，高於預期 3.7%，但仍處於 2021 年 5 月來的低檔區。3 月 CPI 如此頑強的因素主要在住房指數、汽油指數，而保險和維修等汽車相關成本也激增。此外，美國 3 月非農就業人數新增 30.3 萬人，大幅高於預估的 20 萬，1~2 月新增就業人數合計亦上修 2.2 萬人；而 3 月失業率則微幅回落至 3.8%，所幸 3 月平均時薪年增率自 4.3% 降至 4.1%，創 2021 年 6 月以來最低，顯示就業市場雖有韌性，但薪資增幅正緩步降溫中。

美國甫公布的第一季經濟成長率初值僅達 1.6%，低於預測值 2.0%，增速為兩年來最慢，同時亦低於前季的 3.4%，存貨增幅放緩、貿易赤字擴大是主因。此外，首季 PCE 年率 2.5%，低於預期的 2.8% 與前值 3.3%；然而，不含食品和能源的核心 PCE 物價指數初值卻成長 3.7%，高於預期的 3.4%，且幾為前值 2% 的兩倍，為一年來首次出現單季成長，凸顯通膨依然頑強難降，而經濟減緩的隱憂卻已浮現，這將令 Fed 在降息問題上面臨兩難的窘境，目前利率期貨預估的降息時點已延至 9 月、全年降息幅度則縮減至僅存 1-2 碼。

過去 40 年來，多數 Fed 啟動降息的環境都伴隨著經濟衰退，美國 10 年期公債殖利率也都明顯領先央行利率的動向，在降息前即先觸頂並明顯走低。不過，在 1995 年的降息案例中，當時經濟並未陷入衰退，央行的降息幅度小、步調也相當緩慢，而公債殖利率在 1995 年雖領先走低，但在 1996 年隨即回升至央行利率上方，使得債市恢復了正斜率的殖利率曲線，這對於目前環境或有其參考價值。倘若美國經濟持續目前偏強的表現，而通膨亦遲遲不降溫，則 Fed 確實可能維持目前利率更長的時間。我們預期在降息訊號出現之前，債市恐將維持目前的盤整格局，而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

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。