

降息路徑仍不明朗，股債持續整理格局

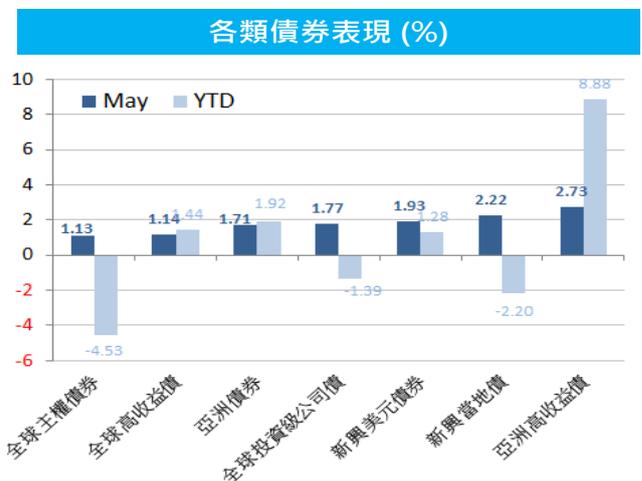
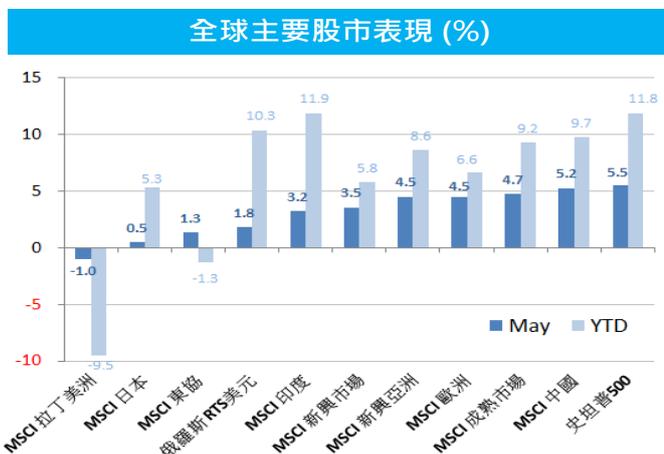
2024 年 6 月

5 月份全球股債市都明顯上揚，一方面美國通膨數據符合預期，就業市場也有些微轉弱跡象，令市場對 9 月降息抱持希望，美國 10 年期公債殖利率回落至 4.50 上下%；另一方面，首季財報公布的結果相當亮麗、AI 相關題材持續引領風騷，令科技類股帶頭上揚。至 5 月 24 日止，當月各地股市皆有不錯表現，漲幅多在 3%-5% 之間，美股大漲 5.5% 表現最佳，僅拉美股市下跌 1%。此外，各類債券漲幅亦在 1.13%~2.73% 之間，亞洲高收益債受惠於中國持續推出穩定房市政策，上揚 2.73% 表現最佳，而全球主權債上揚 1.13%，表現殿後。

美國 4 月 CPI 年增率微降至 3.4%，核心 CPI 年率亦降至 3.6%，令市場稍鬆一口氣，但近半年多來皆處於 3% 之上，降速緩慢且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。最新 FOMC 會議紀錄顯示，委員集體支持更長時間維持高利率。同時，不少委員質疑政策是否有足夠限制性，可將通膨降至目標水準；並提到願意在必要時升息，以進一步緊縮政策。我們認為，倘若美國經濟持續目前偏強的表現，而通膨亦遲不降溫，則 Fed 確實可能維持目前利率更長的時間。

不過，好消息是美股盈餘成長力道遠優於預期。目前標普 500 企業首季財報公布已近尾聲，盈餘成長率最新預估來到 7.7%，較 4 月初時預估的不到 2% 一路大幅上修，顯然先前對消費減弱可能影響企業獲利的擔憂並未發生。預估未來兩季盈餘成長可望逐步走高，2024 全年預期可達 10.4%，而 2025 年更可望有 14% 的成長。連續幾季財報獲利都優於預期，背後與 AI 相關企業的投入與發展應是成長關鍵，這也是帶動 5 月全球股市上揚的主要動力所在。

展望 6 月，各大央行都將舉行例會，但最為人矚目的當屬歐洲央行。過去數十年來，全球央行的動向皆以美國馬首是瞻，但此次將出現相當不同的狀況。歐元區因經濟較疲弱、通膨受控，預計在 6 月即將展開降息，全年幅度可達 4-5 碼；英國預期將尾隨在後，全年降息幅度亦可達 3 碼。至於美國，倘若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。在此環境下，股債市的整理壓力仍然存在，所幸企業獲利與 AI 題材帶動，仍可望對股市形成一定支撐或幫助。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 5 月 24 日止

美國股市：企業展望樂觀，AI 商機擴散

美股五月表現強勁，標普 500 第一季的獲利隨財報公布不斷調高，從財報公布前預估盈餘成長 3.8%，一路調高至 7.7%。科技龍頭表現亮眼，AI 龍頭 Nvidia 公布強勁的業績預期，而蘋果、微軟、Meta 等科技龍頭展望樂觀，也帶動美股走高。

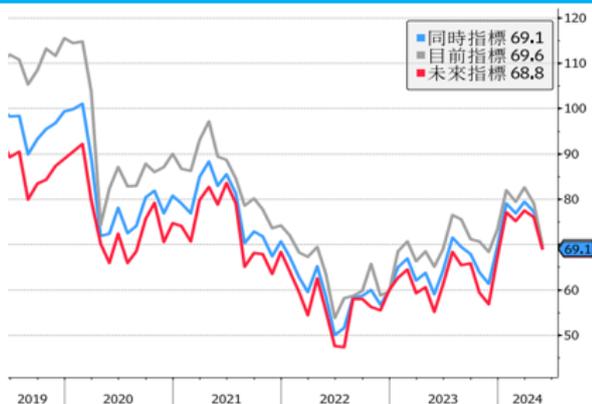
美國經濟表現優異，但也看到高利率帶來的經濟降溫跡象。S&P Global 5 月美國綜合 PMI 初值自 51.3 意外升至 54.4，創近兩年新高，製造業初值自 50 升至 50.9，而服務業初值更自 51.3 跳升至 54.8；初領失業金人數連兩周下滑，至 5/18 日當週，經調整後美國初領失業金人數 21.5 萬人，低於預期的 22 萬與前值 22.3 萬人。5 月密西根大學消費者信心指數顯示，消費者預計未來一年價格上漲 3.3%，低於初估的 3.5%，5 月份消費者信心指數終值 69.1，降至六個月低點，顯示通膨不致惡化；4 月份新屋開工數換算成年率為 136 萬戶，年比下滑 0.6%，彰顯高利率對房市產生降溫效果。

隨著經濟轉強，聯準會官員對降息時點釋出鷹派訊息。FOMC 會議紀錄顯示，委員集體支持更長時間維持高利率。不少委員質疑政策是否有足夠限制性，可將通膨降至目標水準，也提到願意在必要時升息，進一步緊縮政策。在 FOMC 紀錄與經濟數據轉強的衝擊下，利率期貨目前預估 9 月降息機率 53.9%，較先前近 70% 大幅回落。

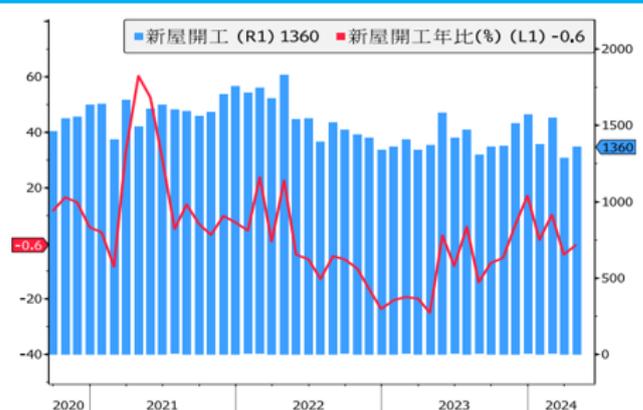
AI 商機正在擴散，除了大型 AI 模型的開發外，AI PC、AI 手機與自駕車等應用都在發酵。根據 Nvidia 的觀察，繼亞馬遜、微軟、谷歌，以及 Meta 之後，特斯拉採購 AI 晶片的速度正在增加，這說明了 AI 應用的領域，除了 AI 伺服器與數據中心之外，正擴散到汽車與其他產業。蘋果將於 6 月舉行年度開發者大會「WWDC」，市場預估這會是蘋果過去十年來最重要的一次盛會，並期待蘋果能夠在與 OpenAI 合作後，賦予 iPhone 16 更全面的 AI 功能，讓 iPhone 在未來一年出貨迎來超級循環。預料在全球大廠推出 AI 手機、AI PC 等新產品挹注下，下半年的電子業旺季強度將遠遠超過正常旺季，故對第四季科技產業業績仍可樂觀看待。

考量過去一年美股漲幅已高，美股短期整理機會大，然而預料聯準會將於第三季啟動降息，而近期美國經濟並無重大風險，配合下半年標普 500 企業盈餘增長強勁，股市若出現拉回以技術面調整視之，基本面並無惡化跡象。

密西根大學消費者信心



美國新屋開工



資料來源：Bloomberg, 2024/5/27

歐洲股市：巴黎奧運進入倒數階段，歐洲央行可望於六月降息

歐元區 5 月綜合採購經理人指數從前月的 51.7 走高至 52.3，創 12 個月新高。歐元區 5 月服務業 PMI 從 53.6 下降至 53.3，所幸製造業 PMI 走高，從 45.7 拉升至 47.4，創 15 個月新高，顯然歐洲製造業出現復甦跡象。

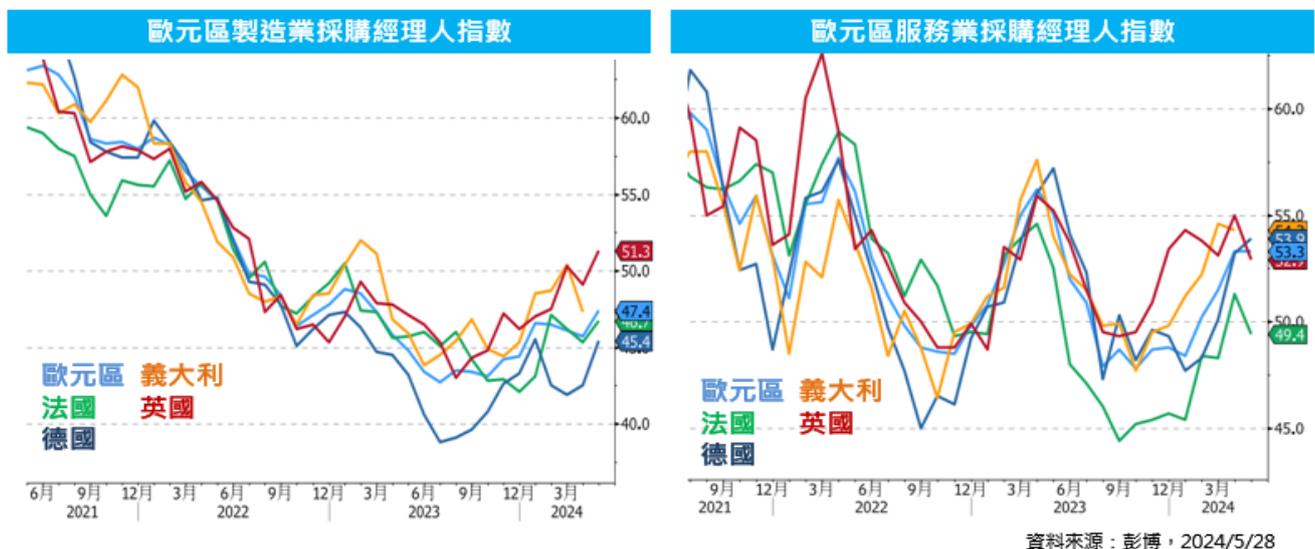
歐股在五月表現強勁，分別由半導體、醫療與金融類股領軍。上漲原因除 AI 題材外，減肥藥龍頭諾和諾德業績持續強勁，而 ECB 預計六月啟動降息也帶動股市多頭氣氛。近期西班牙和愛爾蘭帶頭推動承認巴勒斯坦作為主權國家，在五月聯合國大會中，多個歐洲國家力挺巴勒斯坦建國，顯然歐盟正努力推動以阿和平談判，若以阿衝突落幕將大幅降低歐洲的地緣政治風險。

歐洲央行官員對 6 月利率決策會議降息釋出樂觀訊息，現在討論焦點在於第二次降息的時機。今年來瑞士、瑞典、捷克和匈牙利央行都已調降利率。市場推估歐洲央行 6 月啟動降息，但第二次降息時點開始引發討論，目前對第二次降息時點仍無共識，估計第四季機會最高，這也帶動歐元匯率走低。而英國央行則相對保守，預估今年將於第四季降息 1 碼，維持與聯準會相同步調。

瑞士政府應基輔要求舉辦烏戰和平高峰會，預定六月在瑞士召開。瑞士政府邀請對象包括七大工業國集團、廿國集團和金磚國家成員國，但俄國不會參加。烏克蘭總統澤連斯基呼籲美國總統拜登和中國主席習近平也參加此次會議。過去雙方提出的停戰協議差距極大，烏克蘭若願意藉此機會修改停戰協議內容，有機會促成和平談判發生。

巴黎奧運即將於 7 月 26 舉行開幕，除 LVMH 集團為法國奧運重要贊助商，被視為奧運概念股之外，歐洲的觀光、旅遊業預料也將受惠。目前尚未傳出奧運賽事有受到恐怖攻擊威脅的消息，預料奧運順利進行將有助於歐股股價表現。

目前泛歐 600 指數預估本益比僅 14~15 倍，PB 僅 2.1 倍，評價相對美股偏低，雖在 AI 題材不如美、日、台股明確，但今年仍有奧運題材可以期待，且若減肥藥風潮持續延燒，諾和諾德與歐洲製藥大廠股價表現可期。若股價因地緣政治衝突或其他意外下挫，仍可視為長線布局時機。



日本股市：評價偏低，外資買超與企業回購持續擴大

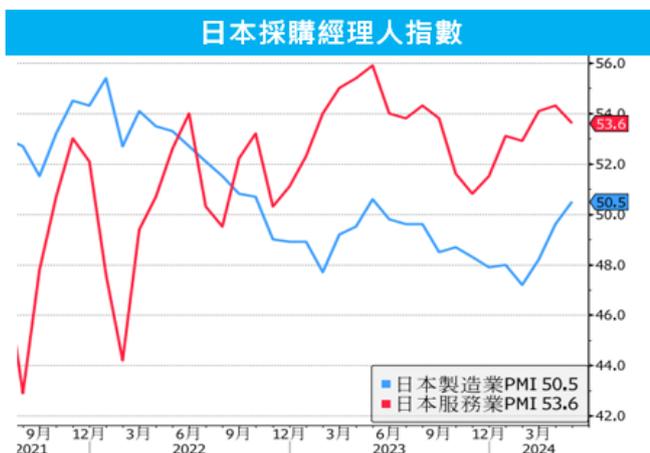
日本經濟加快擴張速度，採購經理人指數重回 50 大關。5 月製造業採購經理指數由前值 49.6 升至 50.5，重拾擴張；日本 5 月服務業 PMI 由前值 54.3 降至 53.6，增長穩固但略有放緩。

企業股票回購配合外資買超，日股回檔風險低。由於日本上市公司配合證交所改革計畫持續加大股票回購，2024 年統計至 5/15 的股票回購計畫已達 8 兆日圓，而過去幾年同時間的回購計畫都低於 6 兆日圓，顯示回購力道加大；外資同樣持續加碼日股，今年來(截至 5/17)累計買超約 5.8 兆日圓，大幅高於去年同期買超 3.4 兆日圓，而外資多在財報公布後才大幅敲進，顯然對企業獲利頗具信心。

日本第一季 GDP 季比年率減少 2.0%。其中個人消費季減 0.7%，除汽車銷售走弱之外，手機等耐用消費品的消費也萎靡不振，出口下降 5.0%，原因是車廠停工造成汽車出貨量減少，且 2023 年 10~12 月大型製藥企業從合作的美國企業收取知識產權相關使用費，對服務出口出現負面影響。展望第二季，隨著車廠復工，汽車銷售一掃陰霾，藥企一次性收入影響消失，預估第二季 GDP 重回增長。觀察四月日本出口額 8.98 兆日圓，年增 8.3%，其中半導體、汽車在 4 月份的出口金額都有顯著走高趨勢，推估日本第二季 GDP 可恢復增長。

5 月 27 日在首爾舉行的中日韓領導人會議，日本首相岸田文雄、中國國務院總理李強和韓國總統尹錫悅均多次使用「三國合作」這個說法。三國領導人同意重啟自由貿易協定(FTA)談判，重點在於該協定在關稅和規則方面能多大程度上超越東亞地區《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)的水平，例如 RCEP 將汽車和部分零部件等排除在關稅取消對象之外。對中國來說，與日、韓改善關係有利穩定經濟，首先吸引外資重回中國，不論是製造業或服務業預估都會開出更好的條件，其次如果中日韓自貿協定實現，有助於緩解中國部分產業遭美歐圍堵的困局；對日韓而言，與中國合作是面對朝鮮核威脅的重要手段。若三國實現合作，將可大幅度的降低地緣政治衝突風險。

日股投資關鍵仍在於評價偏低。以 TOPIX 指數來看，目前 PE 仍在 16~17 倍位置，PB 約 1.5 倍，配合東京證交所推動改革政策，鼓勵企業拉高股息配發率，故近年來股利配發與股票回購都有增長趨勢；以目前美元兌日圓匯率觀察，第二季日圓匯率大致在 155~160 區間波動，第一季則在 142~152 區間，第二季日圓維持低位有利出口型企業獲利，故七月底公布第二季日股財報仍有利多，建議可分批布局。



Source: 彭博資訊、2024/5/28

新興亞洲：製造業保持擴張，經濟展望樂觀

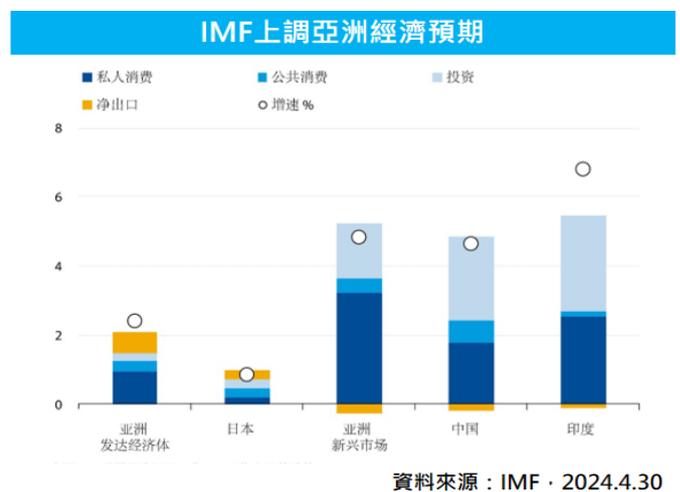
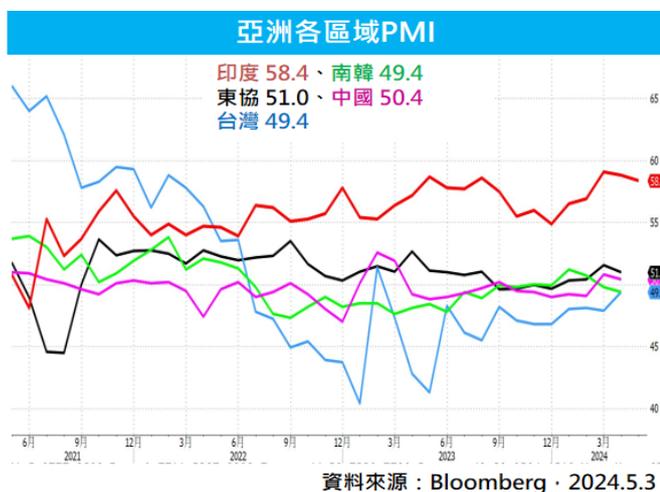
5月新興亞洲股市緩持續上漲，截至5/28，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月上漲4.62%。中國股市在四月底政治局會議承諾更多政策刺激之後，國企指數單月上漲6.64%，上証綜合指數則上漲了0.68%。台灣加權指數在美國科技股財報的帶動下，單月上漲8.64%，再創歷史新高。南韓KOSPI指數也在記憶體相關類股帶動下，上漲了2.51%。東南亞股市中僅菲律賓下跌1.92%，MSCI東協指數上漲0.95%，指數中主要國家新加坡、印尼及馬來西亞都小幅上漲。印度股市在五月初因為選舉而稍微受到干擾，但隨莫迪選情的樂觀，印度股市再度走高，SENSEX指數五月上漲1.95%。

觀察近期亞洲4月製造業PMI數據，大部分的區域都在擴張區間或是在50附近，中國、印度及東協PMI指數為擴張，台灣、南韓雖低於50但也都在49.4，顯示整體景氣緩步走揚，印度製造業PMI雖略為下降，但仍在58.4的高速擴張位置。亞洲的出口受惠于全球需求的復蘇持續升溫，台灣4月份外銷訂單成長達雙位數的10.8%，AI帶動的科技需求持續拉動資通訊及電機電子的產品的銷售。南韓的出口略有放緩迹象但仍維持正成長，2024年5月前20天出口額年比成長1.5%，中國4月進出口同步轉正，出口成長1.5%，顯示出全球需求升溫正在推升亞洲生產及進出口。

IMF於5月初上修2024年亞洲經濟成長預測，預估今年亞洲經濟成長4.5%，較6個月前的預測調升0.3個百分點。這一調整反映了中國和印度增長前景的改善。預計中國的政策刺激措施將為其經濟提供支撐，印度的公共投資仍將是一個重要的經濟驅動力。IMF將印度和中國今年GDP成長預測分別上修至6.8%和4.6%。此外，IMF將台灣今年GDP成長預測上修至3.1%，在亞洲已開發經濟體中排名第一。

2024年亞太地區成長展望樂觀，經濟成長降溫步調應會較原本預期少，通膨壓力也持續消散。亞太新興市場消費力道持續強勁，也將帶動成長。中國房地產行業持續修正仍是亞太經濟面臨的最大風險，但近期中國政府陸續推出房地產鬆綁政策，讓相關風險下降。

整體而言，24年新興亞洲市場經濟增速保持穩健，東北亞在AI帶動相關產業需求，下半年AI應用可望從企業投資擴大到個人消費如AI PC、AI 手機，半導體的循環週期將快速往上，將會加快企業獲利的提升。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。



中國：景氣築底但回復緩慢，股市上方空間有限

近期中國經濟有逐漸好轉的跡象，尤其是在製造業，4月財新中國製造業PMI為51.4，+0.3%，官方4月製造業PMI為50.4，-0.4%，都高於榮枯線，顯示中國製造業保持擴張，供需擴張加速，尤其外需表現優異，但就業仍未見明顯改善，價格分項水準維持低位，顯示需求仍不夠強。而服務業增速放緩，4月財新服務業PMI為52.5，較3月下降0.2%，官方則為下跌2.1%，來到50.3%。4月經營活動指數和新訂單指數都仍保持擴張但放緩。主要的不利因素與製造業相同，都是信心偏弱，導致就業壓力和通縮風險提升，就業指數連續三個月於收縮區間。

中國4月份零售銷售年比增長2.3%，低於+3.7%預期。4月份工業生產年比增長6.7%，高於預期的5.5%。消費支出意外放緩，工業增加值加速增長，突顯中國經濟復甦的不平衡。內需消費正在逐漸放緩，加上就業未見復甦，景氣能否延續到下半年仍有相當的不確定性。

所幸該國出口好轉，4月進出口同步轉正，受惠全球需求升溫，出口成長1.5%，進口則年增8.4%，對東盟、美國、韓國進出口都有增加，中國依靠強勁的海外銷售，抵銷國內疲軟的消費者支出。雖然美國對中國電動車徵收100%的關稅。但中國出口至美國的電動車不到總出口量的1%。目前主要出口區域是以歐洲及東協為主，相較於美國，歐盟委員會去年底對中國電動車發起反補貼調查反而更為重要。

然而內部需求不足，讓通縮風險仍存，中國4月消費者物價指數(CPI)年增0.3%，連續3個月CPI上升，但生產者物價指數(PPI)年降2.5%，降幅較上月收窄0.3%。兩項通膨指標都有改善，但上升速度緩慢，經濟仍面臨壓力，反映出有效需求仍顯不足，產業復甦仍不夠平衡，仍需要更多的刺激政策。中國政府已經準備加碼刺激，四月政治局會議除了認為今年經濟發展實現良好開局之外，同時也承認“內需不足”、“企業經營壓力較大”、“風險依然存在”，這也表示中國政府將加大財政和貨幣刺激力度以支持中國經濟，五月中旬也宣布發行超長期公債，顯見正為加大財政刺激做準備，這能夠支撐中國經濟不再破底。

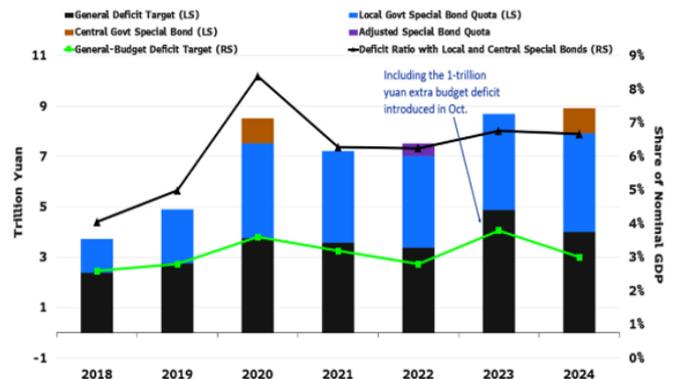
然而中國股市已經逐漸反映政策利多，MSCI中國PE目前為已經回到10.4x，脫離三月份低點8.4x的極端值，PB則為1.4x也脫離1.1x的低點，近期上漲的動力主要來自估值回到常態的修復，但由於中長期成長放緩，中美對抗等不利因素，預測能回到平均值已是高點，再向上的空間相對有限。

中國製造業PMI



資料來源：財新傳媒，2024.5.3

中國發債支持財政刺激



資料來源：Bloomberg，2024.5.6

台灣：外銷進一步上行，帶動經濟升溫

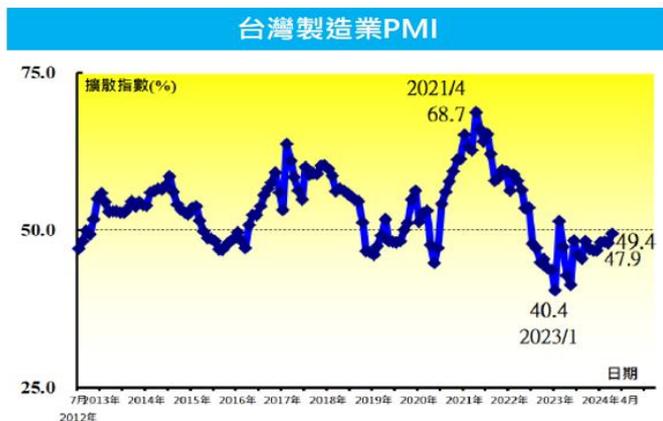
台灣製造業正逐步回到擴張，4月台灣製造業PMI，回升1.5個百分點至49.4%，雖仍在榮枯線之下，但趨勢上揚，也是2023年3月以來最慢緊縮速度。4月的產量和新增訂單齊升，接單成長帶動了產量擴增，PMI萎縮反映了產業復甦的不平均，電子暨光學產業新增訂單與生產雙雙攀升到60.0%以上，而部分傳產仍停留在萎縮區間。廠商採購較為保守，仍以消化庫存為主，但也可以視為後續訂單湧現時存貨將更快速回升，企業對未來樂觀，持續增加聘僱。

製造業的好轉很大部分是因為外銷的帶動，4月外銷訂單471.0億美元，年比增10.8%，連續兩個月正成長。電子產品、資訊通信產品接單連2紅，高效能運算和AI科技興起，推升伺服器、顯示卡需求增加，消費性電子則持續去化庫存，已回到健康水準，皆推升外銷訂單。AI需求強勁，加上庫存回補效應及低基期，今年第2季接單有望持續成長，半導體供應鏈具有製程領先等優勢，可望帶動相關供應鏈產品，並挹注民間中長期投資動能，台灣經濟成長可望在下半年加速。

台灣內需也繳出不錯的成績單，4月台灣非製造業經理人指數已連續18個月擴張，指數續揚0.6%至54.1%。商業活動、新增訂單與人力僱用皆呈現擴張，供應商交貨時間上升需求良好。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，反應了台灣通膨的升溫，國內景氣增速放緩，但就業穩定，對內需消費影響有限。

比較要注意的可能是在通膨的趨勢，今年整體油價高於去年，加上國內服務類價格持續上漲，人力薪資提升，雖在去年高基期效應下，CPI增幅較去年下滑，但因為調漲電價，央行將CPI年增率預測值上修至2.16%。台灣通貨膨脹已出現結構性變化，過往長期在1.5%附近的低通膨可能難再現，然而央行為了提前因應4月電價調漲，重貼現率調升半碼至2.00%，可望讓通膨止穩，但這也讓資金成本趨緊，進而影響資金面。但我們預期央行今年不會再度升息，加上近期國內的M1B、M2同增，證券劃撥餘額創歷史新高，顯見內部資金面仍保持充裕，整體影響有限。

價值面偏貴可能成為台灣股市修正的原因，MSCI台灣目前PE為23.13x，已高於十年平均1.7倍標準差。PB則在2.3x，在十年平均上方1.5倍的位置，在亞股中PE排第三，PB排二，確有偏貴的狀況，然而，券商預估台股2024、2025連兩年EPS年比成長都在兩成以上，為股市還能上漲的主要動能，我們對台股中長線樂觀，但仍須留意EPS的成長趨勢是否放緩。



拉丁美洲：Fed 延後降息步調恐不利拉美股市

S&P Global 巴西 4 月製造業 PMI 由前月的 53.6 上升至 55.9，創下 2021 年 7 月以來最高紀錄。近三年來最強勁的新訂單成長刺激了生產數量和創造就業機會，企業購買原料的踴躍程度也是創 2021 年 9 月以來最高。不過，供應鏈面臨壓力，推高通膨，導致成本和產出費用成長速度雙雙創下 2022 年 8 月最快速度。不過，新出口訂單成長微乎其微，故海外需求能否回揚仍值得觀察。

巴西 3 月零售銷售額較去年同期成長 5.70%，而第一季的零售數據則年增 5.9%，表現尚佳。雖然巴西全國商對聯合會將其今年的業績增長預測由年初的 1.1% 上修至 2.2%，亦高於去年的 1.7% 成長率，但由於疫情期間的銷售低谷導致零售商的債務和違約水準升高，加上巴西傳統零售企業所仰賴的耐久財與半耐久財需求持續低迷，因此分析師普遍預期零售業者在近期的財報表現將傾向疲弱。

巴西 4 月通膨率年比由上個月的 3.93% 下降至 3.69%，雖然有所放緩，但仍高於市場預期的 3.66%。在統計局調查的 9 大類別中，有 7 大類在 4 月出現了價格上漲，其中又以醫療保健、食品和飲料成本的上揚最為明顯。

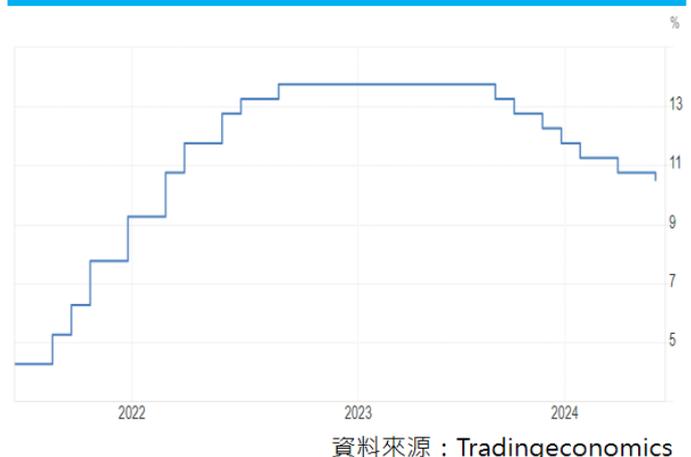
在先前連續六次會議降息 50 個基點後，巴西央行 5 月上旬將該國指標利率下調 25 個基點至 10.5%，首度放緩了其利率寬鬆的步調。該國年通脹率仍保持在央行 3% 正負 1.5% 的目標範圍內，但近期全球不確定性支撐了利率期貨和美元，被認為是央行更加謹慎的原因。不過，其中仍有少數的與會委員支援更大幅度的降息，引發了民眾對貨幣政策可能在政治壓力下轉向鴿派的擔憂，導致利率會議決策當日該國股匯市雙雙大跌。目前看來，之後巴西央行仍有可能再度以 25 個基點的幅度降息，到至今年底將基準利率料將降至 9.25%。

巴西政府先前減少巴西國家石油股息派發比例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。此外，今年以來 MSCI 拉美及巴西指數受鐵礦砂價格表現並不強勁，加上美國降息時程向後推遲削弱拉美及巴西股市與匯率走勢，整體不利該區投資報酬率。與今年數度創下新高的 MSCI 全球指數相比，MSCI 拉美或巴西指數表現亦明顯相對弱勢，故目前仍建議觀望。

巴西通膨率年比



巴西指標利率



礦業類股：鋼鐵需求回穩，銅仍有供給短缺之虞

4月摩根大通全球製造業 PMI 由3月時的20個月高點 50.6 回弱至 50.3，但仍連續第三個月高於中性的 50.0 關卡。分項中的新訂單擴張速度趨緩，新出口訂單則由收縮上升至擴張。然而，投入成本和產出價格均有上升加速疑慮，值得後續觀察。

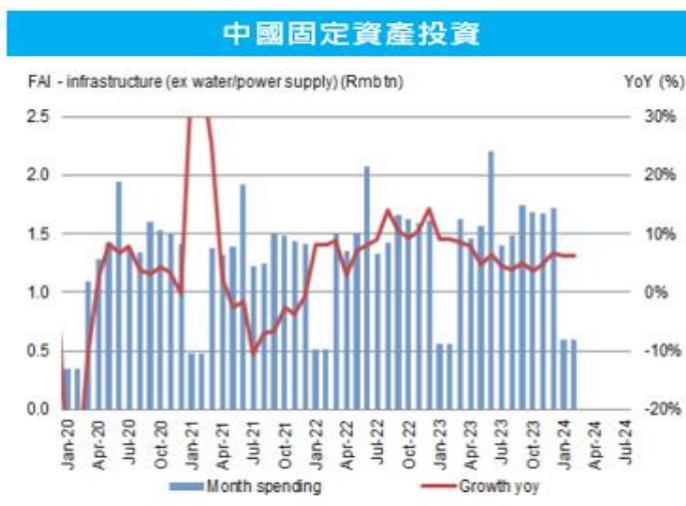
中國北京市住建委 4/30 允許在京擁有兩套住房的京籍居民家庭、在京擁有一套住房的京籍單身人士、在京擁有一套住房且連續五年在京繳納社保或個稅的非京籍居民家庭和單身人士，在五環外新購買一套住房。由於北京大約 80% 的新建商品房房源成交目前集中在五環外，二手房大約 70% 房源在五環外，因此相關政策可視為重大利多。此外，上海市政府 5/27 的新政策也明確縮短非滬籍購屋所需繳納社保或個稅年限、降低首付款比例、優化貸款利率下限、提高公積金貸款額度、支持多子女家庭合理住房需求等做多房市政策。成都、武漢、合肥、南京和長沙等 22 個城甚至已全面解除限購令。然中國房市信心不振，雖然政策持續推出，但相關利多何時可反應在成交量與價格上仍待觀察。

雖然中國的房地產表現仍差強人意，但在中國政策加持及固定資產投資持續推動下，中國鋼鐵需求自3月以來大致仍呈上揚態勢。不過，就中國鐵礦砂存貨來看，目前大致約有 35 天的庫存量，若與過往庫存水準比較，概略處於過去 10 年均值，預期若鋼鐵需求動能或中國鋼廠獲利未大幅改善，將不易去化庫存並帶動上游的鐵礦砂原料價格。

在銅礦部分，由於 First Quantum 今年在巴拿馬 Cobre 礦場已沒有進行生產的可能，導致今年銅礦生產量因而減少 190kt(千噸)，明年也將下滑約 185kt。今年以來銅礦供給的意外中斷亦佔全球供給量的 2%。高盛也下調了今明兩年的銅礦產量，使今年銅礦供給的成長預期由原來的 6% 大幅降至 2%，創下 2020 新冠疫情以來最低增產紀錄，故而調升今明兩年銅價預估。

雖然第 1 季全球銅礦需求處於供給過剩的狀態，但主要原因為季節性因素所致，預期 Q2 開始，全球銅礦的供需將朝向供給不足的方向發展。高盛報告顯示，今年銅礦短缺的數量由先前預估 428 噸上修至 454 噸，而明年供不應求的情況也由先前預期的 413 噸增加至 467 噸，亦有利銅價走勢。

儘管今年以來鐵礦砂表現較弱，但銅價可望維持高檔不墜，後勢仍對於礦業類股有所支撐。



We Create **Fortune**

能源類股：地緣政治及 OPEC+ 決議或帶動短線油價，但中期供需仍恐過剩

美國 EIA 在 5 月短期能源展望 (STEO) 報告中修正了其對 2024 年世界原油需求的預測，該機構認為需求增速將放緩。此外，EIA 也估計全球石油產量的增長速度將快於先前的估計，導致全球原油的供需更加平衡。

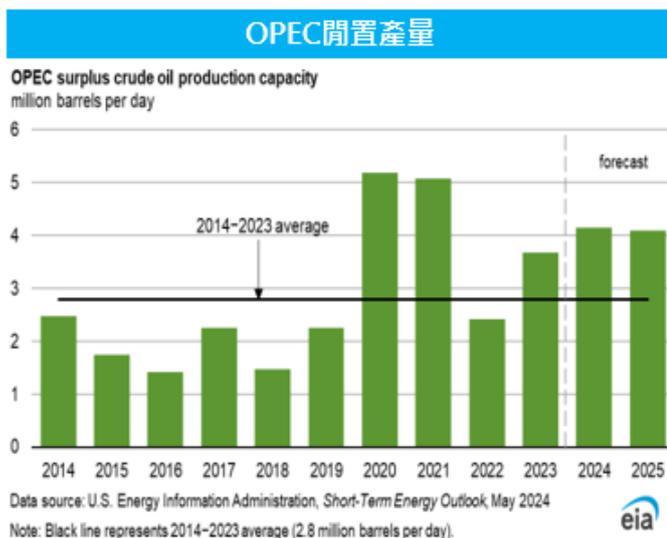
整體來看，國際能源總署(IEA)對於原油則抱持中性態度，該機構在最新月報中將俄羅斯外非 OPEC 國家的今年原油供應量小幅下調 21 萬桶/日至 110 萬桶/日，而對於今年的全球原油需求則維持維持增加 110 萬桶/日至總產量 1 億零 320 萬桶/日不變。

根據 S&P Global Platts 的數據顯示，2 月 OPEC+ 原油產量為 4,121 萬桶/日，與 1 月持平。OPEC+ 22 國聯盟的產 2 月量較商定的總配額高出 17.5 萬桶/日，合規率為 97.8%。OPEC+ 聯盟中最大的生產過剩國為伊拉克。

OPEC+ 會議原定於 6 月 1 日在維也納舉行，但 5 月下旬取消了實體會議，並於 6 月 2 日改以視訊方式舉行。投資人正觀望該聯盟是否將延長原訂 6 月底結束的減產措施。由於中國經濟仍疲弱不振，而美國的原油產量也處於相對高檔，因此市場普遍認為 OPEC+ 或將在 6 月會議將自願減產措施延續至第 3 季甚至年底。

在地緣政治方面，以色列與哈瑪斯雖於 5/28 重啟談判，但 5/26 哈瑪斯又向以色列發動大規模火箭攻擊，直指以國第一大城特拉維夫。再者，以色列與埃及軍隊 5/27 在埃及邊境的拉法口岸附近發生衝突，導致一名埃及士兵在交火中死亡。目前看來，以色列與哈瑪斯的立場都頗為強硬，短期內仍看不到兩國停火的可能性，未來中東緊張局勢仍遲未有解，對於短線油價仍將有所支撐。

雖然 OPEC+ 6 月會議若自願延長減產減產措施，可能導致原油價格短期有所上揚。除非該機構最終決議的減產額度大幅高於市場預期或推出其他出人意表之決定，導致全球原油供給大幅改變，進而使原油基本面產生變動，否則依近期供需來看，EIA 與高盛預期 Q2~Q3 可能供不應求，後將轉為小幅供給過剩。EIA 與投行也普遍認為油價將在小幅上漲後滑落，且 S&P 能源類股財報表現仍相對落後，因此建議對能源類股抱持觀望。



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。

固定收益：通膨降溫有限、降息時點尚不明朗，殖利率持續盤整格局

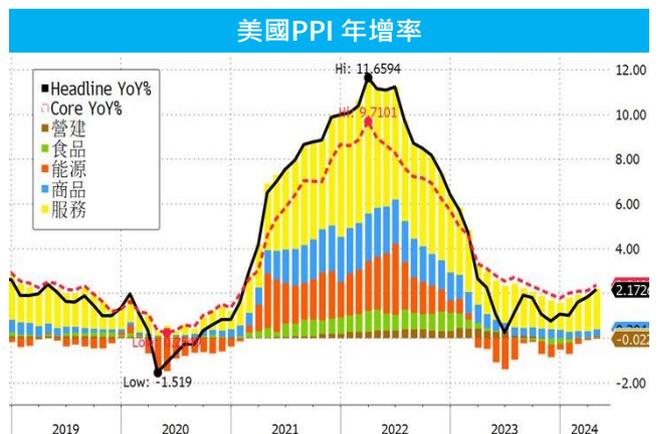
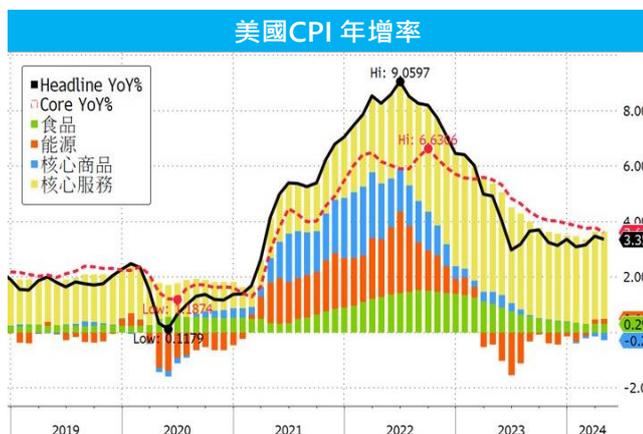
5 月份美國通膨數據多符合預期，就業市場也有些微轉弱跡象，雖然 Fed 官員多數仍在降息問題上謹慎應對，但美國 10 年期公債殖利率自 4.68% 附近回落至 4.50 上下%，令整體債市表現皆為溫和上揚。至 5 月 24 日止，當月各類債券漲幅在 1.13%~2.73% 之間，亞洲高收益債受惠於中國持續推出穩定房市政策，上揚 2.73% 表現最佳，而全球主權債上揚 1.13%，表現殿後。

美國 4 月 CPI 年增率自 3.5% 降至 3.4%，核心 CPI 年率則自 3.8% 降至 3.6%，創 2021 年 4 月以來最低，皆符合市場預期。貢獻度最高的住房指數年增率自 5.7% 降至 5.5%，創 2022 年 5 月以來最低；能源指數年增率則自 3 月的 2.1% 升至 2.6%。服務業中如新車、二手車、機票等均見到降溫。不過，4 月 PPI 年增率卻從 1.8% 升至 2.2%；排除食品與能源價格的核心 PPI 年增率更自 2.1% 升至 2.4%，高於預期的 2.3%，且創下 8 個月最高，顯示通膨尚未穩定控制。

此外，美國 4 月非農新增就業人數僅 17.5 萬人，自 3 月的 31.5 萬大幅放緩，低於預估的 24.3 萬，且為 6 個月來最小增幅；失業率則回升至 3.9%，略低於預期的 4.0%。此外，4 月平均時薪年增率自 4.1% 降至 3.9%，創 2021 年 6 月以來最低，低於市場預期。這顯示就業市場雖有韌性，但正緩步降溫中。

在目前美國經濟仍稍偏強、通膨降幅有限的環境下，最新 FOMC 會議紀錄顯示，委員集體支持更長時間維持高利率。同時，不少委員質疑政策是否有足夠限制性，可將通膨降至目標水準；並提到願意在必要時升息，以進一步緊縮政策。Fed 官員目前透露的立場普遍偏向鷹派，認為還須觀察幾個月的經濟數據，才能決定下一步動作，因此利率期貨目前對 9 月是否降息的機率也相當搖擺，全年則預估僅會降息 1~2 碼；預估美國 10 年期公債殖利率仍將處於 4.0%~4.70% 橫向盤整的格局。

過去數十年來，全球央行的動向皆以美國馬首是瞻，但此次將出現相當不同的狀況。歐元區因經濟較疲弱、通膨受控，預計在 6 月將展開降息，全年幅度可達 4-5 碼；英國預期將尾隨在後，全年降息幅度亦可達 3 碼。澳洲央行則預計 Q4 才會降息，幅度僅一碼。此外，日本央行的動向則與美歐相反，因日圓過度弱勢，原本預估年底才會再度升息的動作可能提前。至於美國，倘若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，仍是分批布局的最佳選擇。



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。