

## 川普勝選與降息預期，推動股市多頭風格轉換

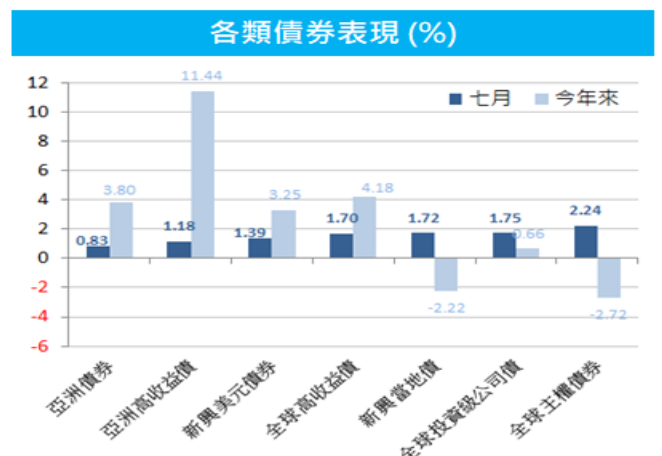
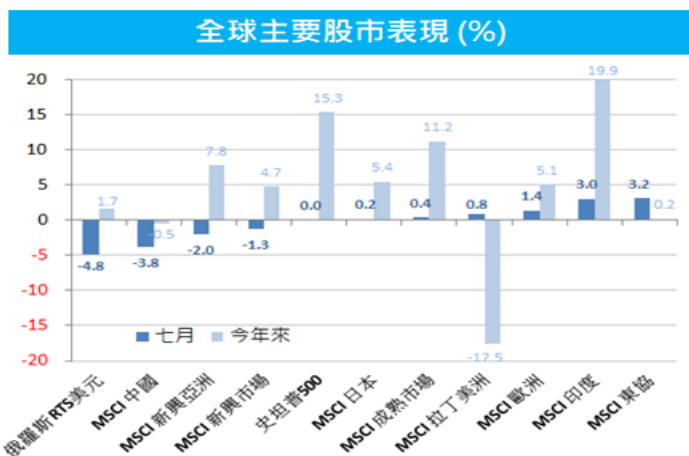
2024年8月

7月份全球股市遭遇大幅震盪，一方面美國大選政治局勢的動盪，特別是川普的勝選機率衝高所引發的交易方向改變，二方面則是通膨數據持續低於預期，令市場對9月降息的預期更加鞏固，推動股市相關類股間的風格轉換，而上半年強勢的科技股則面臨龐大賣壓。截至7月26日止，當月全球股市中多數處於震盪整理走勢，表現最佳者在東協與印度，漲幅在3%之上，而中國、俄羅斯則持續敬陪末座。不過，受惠於美國通膨與經濟數據低於預期，美國10年期公債殖利率自近4.50%緩步回落至4.20%以下，令當月各類債券多溫和上揚，幅度在1%~2%之間；全球主權債表現最佳，上揚2.24%，而亞債則表現殿後，僅小漲0.83%。

在6/28 川普與拜登首次辯論後，川普民調支持度擴大領先距離；7/13 又發生槍擊案，川普勝選機率更大幅拉升，線上賭盤一面倒壓注川普勝選機率一度超過六成；不過，拜登7/21 宣布退選並支持賀錦麗出馬競選，令民主黨穩住陣腳。川普的政策訴求主要為：(1) 美國優先、美國製造；(2) 提高進口關稅；(3) 大規模減稅政策；(4) 產業面主軸則為放鬆監管。由於這些政策的潛在影響主要對小型股、內需類股有利，加上大選前資金多採取觀望態度，導致7月股市出現大幅震盪，以科技股為主的大型成長股明顯出現獲利了結賣壓。

美國6月CPI月跌0.1%，不僅低於預估的月增0.1%，且為疫情來首見負成長；年增率則自3.3%降至3.0%。核心CPI年增率亦降至3.3%，為2021年4月來最低。此外，美國就業市場同樣出現走軟的跡象。除了近期請領失業金人數墊高外，6月非農新增人數20.6萬雖稍高於預期，但前兩月數據卻合計大幅下修11.1萬人；6月失業率也升至4.1%，創下2021年11月以來最高。在數據轉弱的環境下，近期鮑爾在國會聽證的態度也偏鴿，警告高利率對就業市場的潛在風險，並表示不需要等到通膨降到2%才降息。目前利率期貨市場預估9月篤定降息，而全年的降息幅度則高達3碼。

目前美股公布財報的公司近八成優於預期，預估Q2 整體獲利成長將升至9.0%，到Q4 盈餘成長率更可達12.3%。雖然對科技股的中長線展望仍樂觀，但大型科技股未來幾季的獲利增幅預估將趨緩，而其他產業的獲利則將自先前的微幅衰退逐步升至兩位數的成長。在此環境下，我們預估在美國總統大選前，小型股、價值型類股仍有偏強的空間，而整體股市表現則將以整理盤為主。



資料來源：Bloomberg，至7月26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：總統大選變數仍大，然而企業盈餘表現佳

美國總統大選進展曲折，川普中槍事件後拜登退選，接替參選的賀錦麗民調攀升。市場預期川普當選將為金融業(放鬆銀行監管)利多，轉向支持加密貨幣，放鬆對能源開採的監管、減少對藥價的抑制、推動更強硬的貿易保護政策，支持汽車、鋼鐵與傳統產業生產回流美國。賀錦麗則延續拜登路線，推動清潔能源與既有社會福利政策。兩者唯一的共通點在於對中國的強硬姿態，其餘政策差異極大。

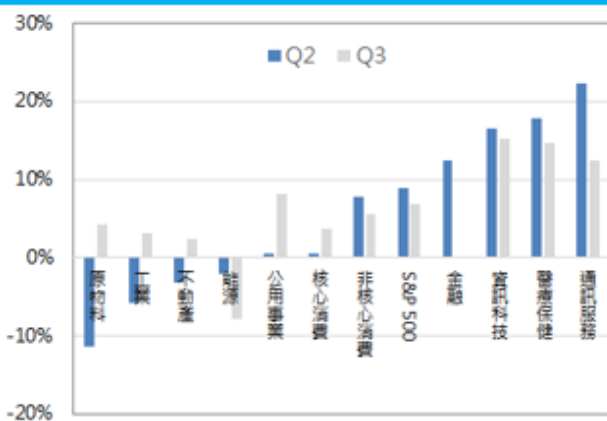
川普陣營訴求的選民主要是美國社會貧富差距擴大後的受害者，較具爭議的政策如以關稅取代所得稅，打算對中國大陸部分進口商品徵收高於 60% 的關稅，也將對來自其他國家的進口產品徵收 10% 的全面關稅。不過，美國稅改仍需國會支持，即使川普當選仍需與各國進行關稅談判，政策調整將分階段緩步推進，政策的實行程度也將視國會的選舉結果而定。

隨通膨減緩，市場認定聯準會將於 9 月啟動降息，10 年期公債殖利率已下探至 4.19%。美國 6 月 PCE 物價指數年比增速從前月的 2.6% 下滑至 2.5%，為五個月來最低水平；月比增速從 5 月的 0% 上升至 0.1%；剔除波動較大的食品和能源價格後，6 月核心 PCE 物價指數年比增速為 2.6% 持平前值，為 2021 年 3 月以來的最低水平，月比增速從前月的 0.1% 反彈至 0.2%，整體符合市場預期。

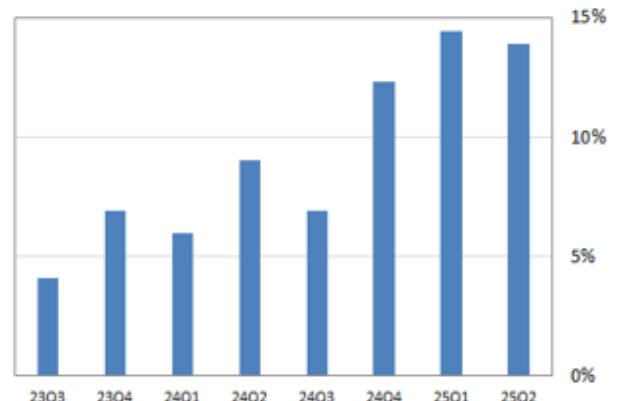
標普 500 第二季盈餘增長率預估值目前來到 9.0%，由於期待已經拉高，故預計 8 月財報公佈很難出現大幅優於預期。好消息是科技股不再一枝獨秀，Q2 後醫療保健、金融、非核心消費產業的盈餘都較去年增長，甚至到第三季後包含核心消費、公用事業、原物料產業都會出現獲利年增。考量過去一年美國科技股漲幅已高，市場開始觀察價值股是否出現補漲跡象。以 3M 為例，在 7/26 調升全年獲利預期後股價大漲逾兩成，資金不再僅聚焦於 AI，接下來仍須觀察各類股獲利變化。

過去一年美國科技龍頭受惠於 AI 概念漲幅強勁，目前標普 500 本益比達到 23.9 倍，股價淨值比達到 4.9 倍，評價已相對偏高。然而過去一年市場資金主要追逐 AI 題材，故剔除科技龍頭後的美股較有機會受惠於降息帶來的資金寬鬆。總統大選變數仍多，下一場大選電視辯論將於 9 月舉行，市場關注的「川普交易」能否長久，也將視兩黨候選人的支持度與選舉結果而定。預料八月美股走勢震盪加劇，但考量未來幾季企業獲利成長率重回 10% 以上，若美股回調，可視為長線布局機會。

標普500各產業盈餘年增率(%)



標普500單季盈餘年增率



資料來源：彭博

## 歐洲股市：經濟走弱，觀察俄烏戰爭終結時點

歐元區最大的兩個經濟體德國與法國表現疲弱。7月歐元區綜合 PMI 初值 50.1，創 5 個月以來新低；其中服務業 PMI 初值 51.9，創 4 個月新低，製造業 PMI 初值 45.6，創 7 個月新低。德國製造業意外惡化，PMI 達三個月以來低點，服務業跌至四個月最低點，導致 7 月德國綜合 PMI 初值從 6 月的 50.4 降至 48.7，重新跌回榮枯線 50 下方。7 月法國綜合 PMI 初值為 49.5，雖然服務業 PMI 初值 50.7，高於前值 49.6 且重回 50 關卡，然而製造業 PMI 初值為 44.1，較前值 45.4 再度惡化。德、法疲弱表現加大歐洲經濟復甦的不確定性。

歐元區通膨回落、經濟表現不佳，支持歐洲央行再次降息。市場預估歐洲央行(ECB) 9 月例會將再次調降基準利率 1 碼，未來一年降息幅度共有 4 碼空間。歐洲央行行長拉加德表示，決策官員需要更多數據以確定是否進一步降息，對於市場預期歐洲央行 9 月再降息 25 個基點，她指出歐洲央行不會預先承諾特定的利率路徑，但也承認歐元區經濟增長面臨下行風險，而歐元區第二季經濟成長增速可能低於第一季。

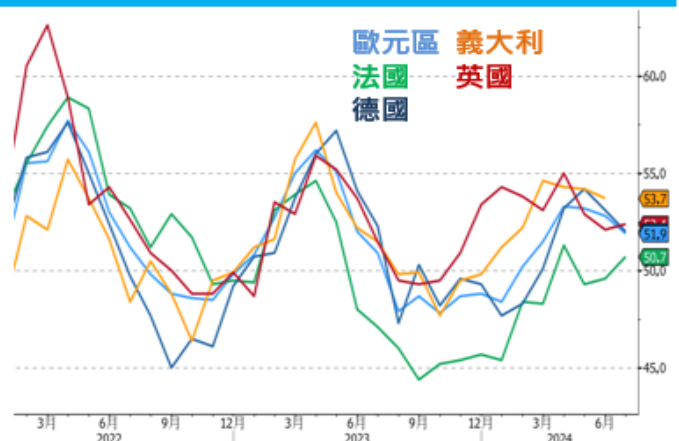
中國和歐盟將在 11 月前敲定歐盟進口的電動車關稅，被歐盟反補貼調查點名的三家中國汽車製造商將舉行聽證會。傳出歐盟成員國中有 12 個國家支持對中國製電動車徵收額外關稅，4 個國家反對，11 個成員國棄權。德國政府對電動汽車反補貼關稅持保留意見，主要是擔心中國可能對德國車企採取反制措施。中國媒體一度傳出要針對歐洲加徵關稅進行報復，並對包括來自西班牙、法國、荷蘭、丹麥的豬肉產品展開反傾銷調查，之前歐洲酒類也遭到中國的反傾銷調查，但目前中國官方並未正式提出報復手段。義大利總理梅洛尼重啟與中國的合作，在 7 月北京訪問期間，義、中兩國簽署了為期三年的行動計劃，這也是義大利在退出一帶一路之後，正式重塑與中國的關係。預料若川普上台對歐洲出口至美國加徵關稅，歐盟會需要中國市場來緩和對出口的衝擊。

目前泛歐 600 指數本益比約 14.1 倍，股價淨值比約 2.1 倍，評價相對美股偏低。奧運賽事將於 8/11 結束，目前並未傳出大型恐怖攻擊事件發生，可望帶動旅遊、精品類股業績走強；川普雖宣稱要對歐洲加徵關稅，但預料共和黨議員未必支持；若川普促成俄烏戰爭終結，地緣政治風險降低將可視為歐股重要利多。

歐元區製造業採購經理人指數



歐元區服務業採購經理人指數



資料來源：彭博



## 日本股市：日圓升值，TOPIX 指數創新高

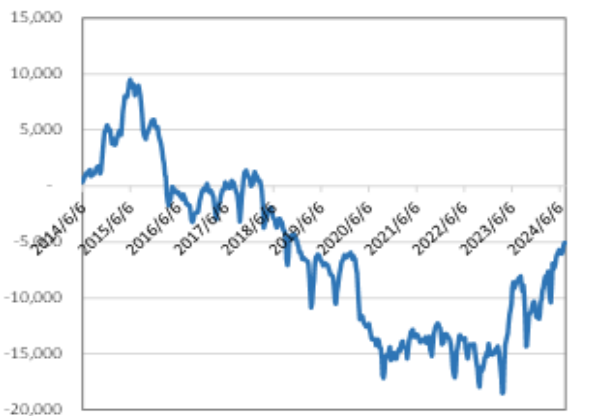
日圓匯率走升，美元兌日圓匯率從 6 月 161 升值至 153。先前疑似日本政府進行外匯市場干預、之後傳出川普偏好弱勢美元並點名日圓、美國經濟數據支持 9 月降息、以及近期日本經濟數據轉佳，諸多因素推動日圓升值。

日本經濟穩健，日本政府基金可望加碼。日本 7 月製造業 PMI 略為下滑至 49.2，但服務業 PMI 跳升至近 3 月高點的 53.9，經濟表現穩健。總規模高達 246 兆日圓的日本政府退休基金(GPIF)是全球最大的退休金之一，可能將於下一個會計年度進行 5 年來首度的投資組合調整，市場預期增持日本股票的機率大。隨著日本股市不斷上漲，近來市場預期，該投資基金對於日本股票的投資比例可望從目前的 25% 進一步提高，假使日股比重再向上調整 5%，將可增加日股超過 10 兆日圓的買盤，為日本股市帶來另一股動能。

截至 7/20 當週，外資今年來累計已加碼日本股市 6.77 兆日圓，而 TOPIX 指數在 7 月突破歷史新高，7/11 來到 2929.17 點。就過去 10 年累積角度，外資仍是小幅賣超，不會成為 TOPIX 指數創新高後的賣壓，而過去 10 年日股最大買盤，主要仍是日本政府(在安倍晉三量化寬鬆時期大量買入日本 ETF)及日本企業(進行股票回購)。換言之短期不會有獲利了結賣壓出籠，而二季美元兌日圓匯率大致在 150-160 區間，相較於第一季匯率主要在 140-150 區間，日圓匯率仍有超過 5% 的貶值幅度，預計第二季外銷產業仍能享受日圓貶值帶來的收益，故 8 月財報公布期間可望帶動日股重回漲勢。

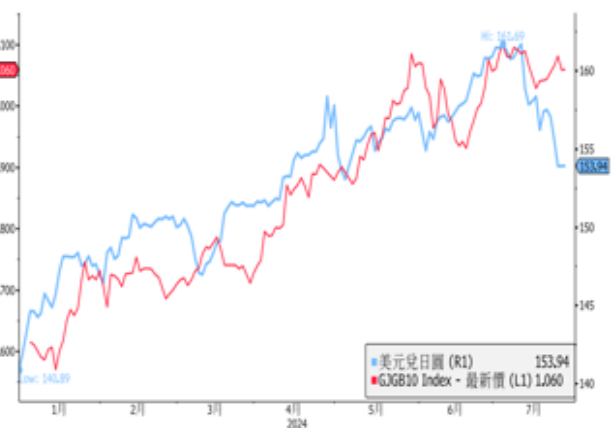
7 月下旬日股回檔關鍵在於科技股隨美股下跌，以及擔憂日幣升值造成外銷股獲利不佳，然而半導體族群可期待台積電熊本廠擴產與 Rapidus 建廠利多，而內需產業將受惠於日圓升值。台積電已宣布興建熊本二廠，預估 2024 年底動工並於 2027 年開始營運；Rapidus 預定 2027 年前在北海道蓋晶圓廠。預計第三季日本外銷企業雖無法受益於匯率，但半導體設備、材料廠商將受惠於台積電熊本廠投入營運與規模擴大，明年還可期待台積電熊本二廠與 Rapidus 的建廠資本支出，故未來三年本土晶圓廠的擴建需求就可以帶動日本半導體設備與耗材類股業績增長。在日圓升值之際，可看到如西武集團這樣的公司股價表現強勁、反映營建、旅遊業等資產股受惠於消費產業復甦。日股仍可視為長線標的，建議可利用分批方式進場布局。

### 日股過去十年外資累計買賣超累計



單位：十億日圓

### 日圓匯率對照日本十年期國債殖利率



資料來源：彭博

We Create Fortune

## 新興亞洲：經濟穩健，股市中長期正面

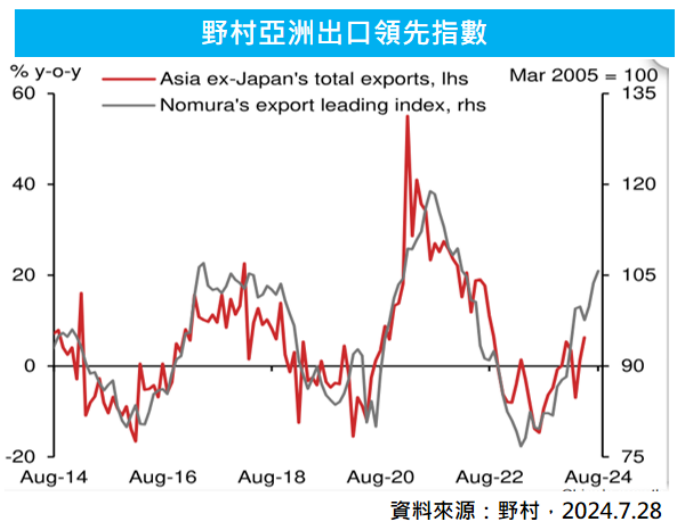
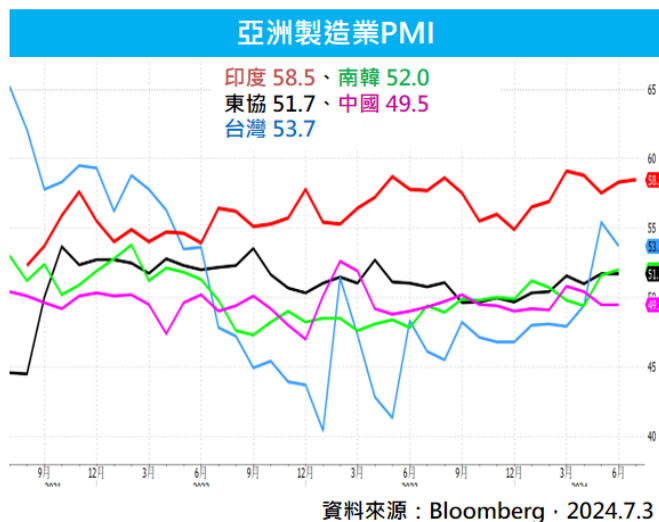
7月新興亞洲股市震盪收平，截至7/26，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月小幅下跌1.28%。個別區域中，東南亞及印度仍為上漲表現較佳，東北亞的中國、台灣、韓國股市則震盪走低，表現落後。中國因為經濟數據逐漸放緩，三中全會政策不如預期，A、H兩市都表現不佳，國企指數重挫7.20%，上証綜合指數則下跌了2.75%。台灣股市成也蕭何，敗也蕭何，受美國科技股修正帶動，加權指數單月下跌3.77%。南韓KOSPI指數也受影響下跌2.16%。東南亞股市在區域類股輪動下獲得資金青睞，MSCI東協指數上漲3.89%，東協五國股市普遍上漲。印度選後外資回流印度股市，加上穩健的基本面，SENSEX指數單月上漲3.38%。

觀察近期亞洲製造業PMI數據，主要經濟體除中國外已經全部進入擴張區間，中國則略低於50在49.5。上月表現最好的是印度的製造業維持在58.5的高點，連續擴張時間達36個月。印度總統莫迪再度連任，重要閣員也多數留任、政策延續性高，在不確定性消除後，FDI可望持續流入。而其他亞洲區域經濟也多能維持擴張，東北亞台的台灣、南韓持續受惠於科技出口，東協的內需升溫，各區域的PMI數據都顯示出亞洲經濟溫和增長。

亞洲開發銀行也在七月發表的《亞洲發展展望》報告表示，消費者需求依然強勁與通膨趨緩之下，中國以外的亞洲開發中國家經濟未來兩年有望持續擴張，並調高亞洲開發中國家經濟成長預測，從12月的4.8%上調至4.9%，目前各經濟機構的看法對亞洲都保持樂觀。

比較要留意的是亞洲的出口，雖然亞洲出口領先指數，連續第三個月上漲，部分原因是因為紅海海運的持續中斷，並不完全由需求帶動，但整體而言仍呈現上行趨勢。這也表示Q3亞洲出口在消費旺季的備貨拉動下，將繳出不錯的成績單。然而，美國經濟放緩，以及中國經濟的下行的大環境下，亞洲出口在這次旺季的拉貨潮之後能否保持健康則需觀察。

整體而言，新興亞洲經濟下半年增速可望保持穩健，通膨壓力不大，消費力道持續強勁。東北亞將由AI帶動相關產業需求，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，將會帶動亞洲出口以及加快企業獲利的增速。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：下半年經濟走緩機率高，三中全會結果差強人意

中國目前經濟仍保持平穩，但後續面臨挑戰，6月財新製造業PMI為51.8，較5月上升0.1%，連續八個月高于榮枯線，6月統計局PMI則為49.5，與上月持平，但連續兩個月低于榮枯線，表現分歧。生產分項穩定，但新訂單放緩，需求下滑凸顯市場信心不足。財新服務業PMI則回落2%至51.2，來到近期最低，與官方走勢一致。6月服務業經營預期指數在擴張區間降至2020年4月來最低，已連續兩個月回落。部分受訪企業擔心未來一年經濟環境可能轉弱，對產出造成負面影響，顯示企業預期低迷，連帶影響聘僱指數也跌破榮枯點。從近期PMI數據來看，中國經濟明顯出現放緩跡象，下半年，政策對經濟的支持力度仍需進一步加強。

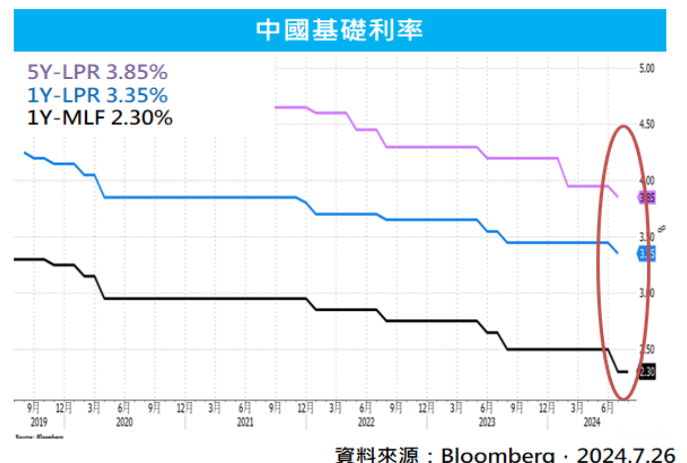
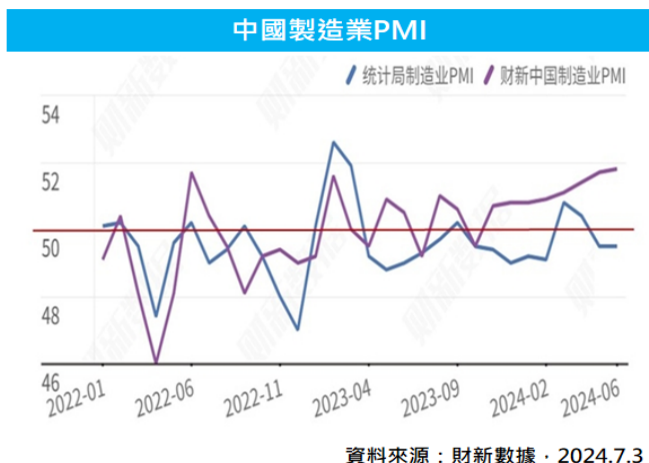
中國Q2 GDP增加4.7%，低於前季的5.3%也低於預估的5.1%。民間消費增長3.7%，固定資產增長3.9%都低於平均。出口增長6.9%，拉動效應明顯。不過房地產銷售疲軟，新房銷售面積年比下降19.0%，GDP數據也顯示出中國經濟放緩，若出台政策未能提振信心，恐難達到全年5%的目標。

此外，中國仍面臨通縮風險，中國6月CPI年率升幅從0.3%降至0.2%，連五個月接近零成長，PPI也下降0.8%，凸顯中國難甩通貨緊縮壓力。通縮風險尚未消退，內需依然疲軟，上半年中國依賴出口作為主要成長動力，但從長遠來看，中國需要內需復甦來推動經濟發展。

然市場期待的三中全會並未有太多的政策預告，會後公報中，「發展」、「現代化」的字詞略增，而「改革」和「社會主義」則減少，顯示政策持續往放鬆前進，但沒有超出市場預期。會中要求「積極擴大內需」、「落實好宏觀政策」、「增強各項宏觀政策的一致性」，下半年保持緩步寬鬆的大方向不變，但未提及政策細節，整體只能說差強人意。

中國人行於7/22宣布，把1年期和5年期貸款利率(LPR)下調10個基點至3.35%和3.85%，隨後又於7/25將1年期中期借貸便利(MLF)利率調降20個基點至2.3%。針對家計單位及銀行拆借都進行利率下調，人行的一系列調降利率行動，凸顯了當局支持經濟成長的急迫性，但市場看來並不買單。

中國A、H兩市持續下探並跌破近期支撐，雖人行調降LPR、MLF等利率，多檔滬深300ETF明顯放量，似乎國家隊有進場跡象，但仍無法讓股市止跌。交易量仍在低位，市場信心依舊低落，加上技術面跌破支撐，有繼續下探可能，對中國股市看法保守。





## 台灣：外銷動能佳，中長線布局

台灣 6 月份製造業 PMI 雖從 55.4% 下滑 1.7% 至 53.7%，但仍連續第 2 個月呈現擴張。未來 6 個月的展望指數，連續 5 個月擴張，顯示廠商對未來景氣看法續偏樂觀。6 大產業有 5 個回報擴張，AI 應用、半導體、重機電、自動化等相關的產業、機械設備表現都漸入佳境，下半年 AI 帶來的強勁動能料將持續。在非製造業方面表現更優於製造業，非製造業經理人指數指數續揚 4.4% 至 58.6%，創 2022 年 1 月以來最快擴張速度。服務業表現正向發展，但因為價格維持上升，顯示通膨黏著度高，值得留意。

台灣的景氣主要由外銷帶動，6 月外銷訂單金額為 455.6 億美元，年增 3.1%，連 4 紅。主要因為人工智慧、高效能運算、雲端產業等需求暢旺，加上景氣緩步向上，部分傳產訂單逐漸回溫拉動外銷。下半年消費性電子進入新品備貨旺季，筆電和手機訂單均處於逐步打底階段，有助於外銷接單逐季成長，整體來看，台灣外銷保持穩健擴張。

台灣外銷持續受惠於 HPC 及 AI 需求增長，從台積電的財報可見端倪，台積電 2Q24 營收季增 13.6% 至 6,735 億元。毛利率季增 0.1% 至 53.2%。EPS 季增 9.9% 至 9.56 元，優於市場預期。展望方面，第三季展望營收繼續成長，毛利率甚至還會進一步上揚，由於需求暢旺，台積電也調高今年資本支出計畫，交出相當不錯的成績單。展望未來，AI 需求強勁，至今仍無法達成供需平衡，2025 年持續緊缺，2026 年可望能看到緩解情況，整體展望仍佳。

內需方面，除了非製造業採購經理人表現亮麗之外，台灣 7 月消費者信心指數指數為 75.36 點，較上月大升 2.67 點，不僅升幅顯著，總指數創 2021 年 9 月以來的新高，其中「未來半年家庭經濟狀況」、「就業機會」等收入相關指標都呈現攀升，顯示台灣民眾對未來展望樂觀，也讓台灣的消費動能不墜，成為台灣經濟的底氣。

台股在七月中旬以來震盪走低，主要原因在於全球科技股估值修正，台股本益比處於偏貴的區間，自然也受到波及，加上籌碼面上外資偏空布局，台指期末平倉口數外資空單超過 35000 口，加上台幣貶值，顯示台股面臨到外資相當大的減碼壓力，短線恐仍呈壓。然台股中長期經濟基本面仍佳，中長線仍可以分批或定期定額方式布局。



資料來源：中經院，2024.7.3



資料來源：經濟部，2024.7.20

## 拉丁美洲：巴西貨幣政策或轉向鷹派，不利其財政體質

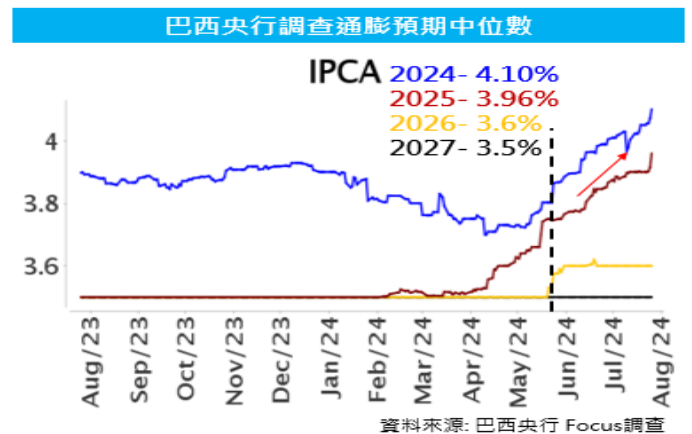
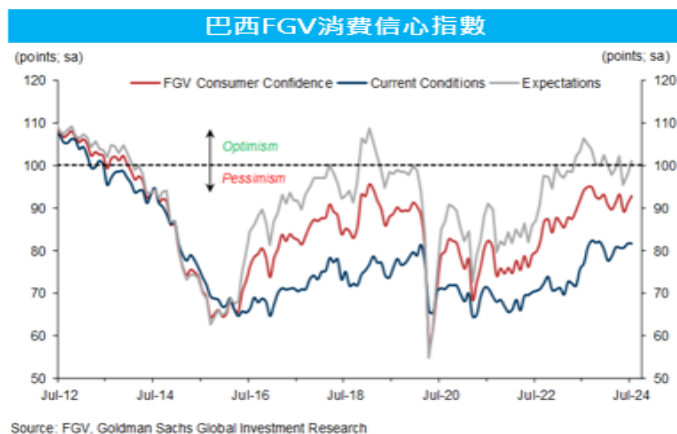
標普全球巴西 6 月製造業 PMI 從 5 月的 52.1 上升至 52.5，然而，巴西製造業的銷售成長仍受到不利的經濟狀況、貨幣疲軟和先前的洪水災情推遲訂單，企業因而利用積壓訂單來支持 6 月生產。此外，投入成本和產出費用的通膨率創下 23 個月新高亦為隱憂。儘管新訂單連續 6 個月增長，但擴張幅度降至 6 個月以來最弱，或拖累未來數月的整體數據表現。

巴西 5 月零售銷售月比增長 1.2%，優於彭博統計所預期的衰退 0.5%，且較 4 月時的增長 0.9% 進一步上揚。十個主要行業中有五個呈現增長。核心零售額主要受到「服裝和鞋類」、「個人用品」等項目推升，但辦公和 IT 設備的銷售緊縮情況也相對明顯 (-8.5%)。若以年比來看，5 月零售額年增 8.1%，也優於 4 月的年增 2.1%，及市場預期的 4.4%。巴西 7 月 FGV 消費者信心指數上升 1.8 點，推動整體指數達到 92.9 點，值得注意的是 7 月預期指數升破 100，進入樂觀區域。預計零售活動將受益於政府向消費傾向高的低收入家庭進行財政轉移的政策刺激、家庭可支配收入擴張以及信貸週期好轉均有利該國內需。

巴西 6 月通膨年比上升至 4.23%，高於 5 月的 3.93%，但低於預期的 4.35%。分項中，由食品和飲料、交通和醫療保健領漲，所幸住房和公用事業上升情況有所放緩。雖然目前水準仍低於央行 4.5% 的容忍上限，但物價在經歷 7 個月的下滑後，已出現連續 2 個月上揚。近來巴西央行對經濟學家的調查顯示近來的通膨預期仍持續調高，後續留意巴西物價仍可能因高財政支出和不確定的經濟環境而進一步上漲。

巴西央行預定於 7/31 舉行利率會議，該行在 6 月中的會議維持利率於 10.5% 不變，中止了此次降息循環。從巴西央行對經濟學家的調查結果看來，預期 2024/25/26 年底的 Selic 利率的中位數為 10.5%/9.5%/9.0%，與約兩個月前預期今年年底利率為 10.25% 的情況比較，亦有所上升。不過，鑑於近來市場預期的通膨不斷升溫，故不能排除央行在後會聲明中暗示 9 月會議升息的可能性。

儘管巴西近來稅收大幅增加，但巴西中央政府今年 6 月為止一年的基本財政赤字佔 GDP 比重仍高達 2.62%。計入淨利息支出後的整體財政赤字擴大至 GDP 的 9.92%，較一年前 -6.29% 大幅增長。魯拉政府持續的擴張性財政政策損害該國政府先前設定財政目標的可信度，目前看來，想要達成政府先前所設定的今年達成基本財政餘額平衡的目標遙不可及。巴西政府債務總額佔 GDP 77.8%，遠高於一年前的 72.1%。此外，近來通膨上揚不能排除該國貨幣政策再度轉向鷹派的可能性，對於該國的財政體質與市場信心恐有不利影響。





## 黃金類股：Fed 貨幣政策與地緣政治發展有利黃金前景

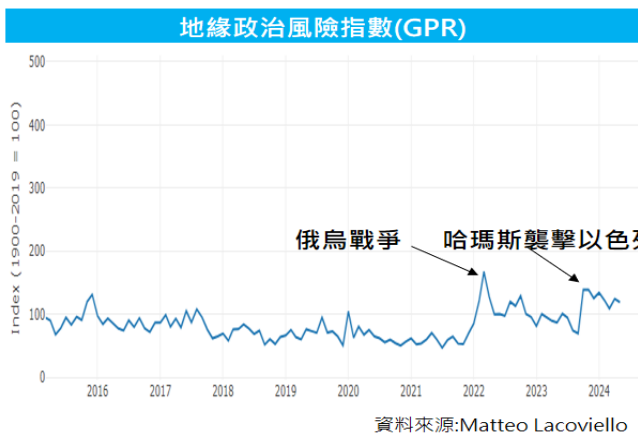
黃金在上半年上漲約 12%，漲幅超過多數資產類別，僅次於美國股市。主要買盤來自於全球央行持續購買、亞洲投資者與消費者需求強勁及地緣政治動盪等因素。不過，4 月以來因美國降息時程出現不確定性及歐洲央行早於 Fed 降息影響，導致美元指數維持偏強走勢，使得金價高檔整理。

全球實物支持的黃金 ETF 在 6 月呈現連續第二個月淨流入，6 月共吸引 14 億美元的資金進駐。買進黃金的原因包括市場收益率下降和非美元貨幣疲軟增加了黃金對當地投資者的吸引力。然而，截至 6 月底止，今年黃金 ETF 淨賣出 67 億美元，創 2013 年以來的同期最大流出。所幸，截至 6 月底，COMEX 期貨總淨多頭穩定在 767 噸，較上季下降 1 噸。同時，基金經理人淨多頭進一步增加，6 月底達 575 噸，較上季增加 3%，也創 2020 年 2 月以來月底最高值。

根據世界黃金協會統計，各國央行 5 月的黃金淨購買量為 10 噸，出現明顯需求放緩。今年以來強勁央行買盤帶動黃金價格在 5 月中旬一度創下 2454 美元的歷史新高，但隨後因傳出中國央行 5 月暫停增加黃金儲備，結束了長達 18 個月的連續購買趨勢而導致黃金價格一度重挫，隨後盤整，但在中國央行 7/7 公佈 6 月底持有的黃金儲備再度持平於 7,280 萬盎司後市場反應相對緩和。此外，世界黃金協會最新的央行黃金儲備 (CBGR) 調查顯示，約有 29% 的受訪央行規劃在未來 12 個月內增加黃金儲備，該比重也創下 2018 該調查實施以來的最高紀錄。再者，81% 的受訪者也預期全球央行在未來 12 個月將增持黃金，顯示未來各國央行購入黃金的動能仍可維持一定強度。

在世界黃金協會先前的調查中，有 37 家新興市場央行表示，金融和地緣政治因素是對其持有黃金決策的主要影響因素。高盛依其美國金融制裁指數、美國 CDS 利差與 10 年期 TIPS 利差所編製的預測模型大致與央行實際黃金淨購入量相符。該模型顯示，央行仍有持續買入的空間。美國將於 11 月迎來總統大選，與中國對抗顯為兩黨共識，因此預料對於中國的制裁仍有進一步增加的可能性。此外，七月底又傳出黎巴嫩與以色列衝突升溫，因此在地緣政治上，中東依舊不甚平靜。此外，雖然美國國會已將債務上限暫停至明年 1 月 1 日，不過國會預算辦公室 (CBO) 預測今年財年赤字將為 1.915 兆美元，明年更將增至 1.938 兆美元，加劇了市場對美國債務上升的擔憂，因此預期隨著美國年底債務上限暫停期限逐步接近，若屆時兩黨無法達成共識，CDS 亦有上揚的機會。

由於市場目前預料美國首度降息時間點將為 9 月，導致十年期美債殖利率近期仍處於偏高水準。鮑爾 7/10 在國會聽證會的發言傾向鴿派，若未來經濟數據有進一步走緩跡象，可望使市場降息預期升溫，美債殖利率與美元指數走勢將受壓抑，料有利金價走勢。



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。

We Create Fortune

## 礦業類股：基本面偏弱，但美降息預期升溫料支撐走勢

6月摩根大通全球製造業 PMI 由5月時的 51.0 略降至 50.9。經營狀況連續五個月改善。產量、新訂單、就業率和供應商的交貨時間等分項均有所好轉。各區域中以亞洲國家表現較好，包括印度、越南和台灣，中國、日本處於擴張區間，但成長趨緩。歐元區表現仍顯疲軟，產出連續 15 個月下滑。

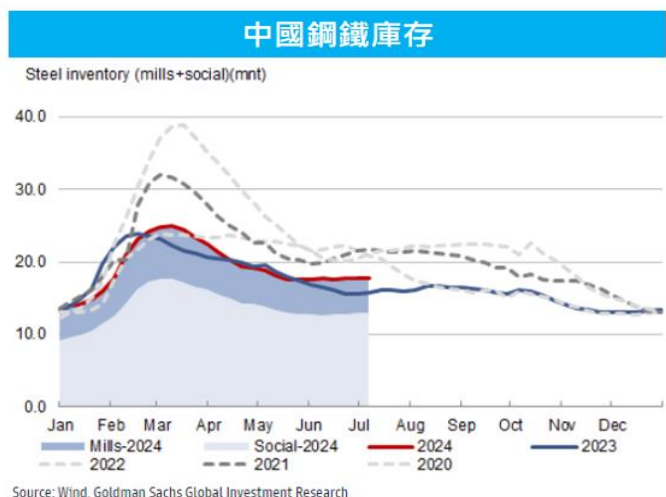
中國國家統計局公佈 6 月的 70 個城市房價數據顯示，經季節調整後，新成屋加權平均房價年化下降 8.6%，略低於 5 月衰退 9.0%。而國家統計局和部分第三方平台的二級市場數據顯示，過去一年中古屋價格下跌了 5%-20%。不論是新房或成屋市場，中國 70 大城中房價月比增加的城市比例均不及 10%。預估未來包括放寬一線城市購屋限制以及降低抵押貸款利率等房市寬鬆政策可望進一步推出，但目前市場信心不足，預期房市改善情況料將有限。

高盛調查顯示，截至 7 月中旬的中國生產商的訂單趨勢疲軟，處於歷史範圍的相對低位，與 2023 年類似。受房屋竣工深度調整、汽車和家電季節性疲軟以及三新(新產業、新業態、新商業模式)減速的影響，金屬需求月比大多疲軟。中國基本原物料訂單情況略有所好轉，回覆改善之比例上升至 42%，創下近 4 個月來新高，而回下降比例略有滑落。

然而，中國鋼鐵訂單已連續數月偏弱，近兩個月均無下游廠商認為訂單情況有所改善，覺得訂單下滑的比例亦有所增加。不過，因外銷平均利潤比國內銷售高 120-200 元/噸，出口對大多數鋼廠的吸引力逐漸增強，導致今年前 5 個月成品鋼材淨出口量為 4,160 萬噸，年增 25.2%。

近來銅的全球可見庫存年比增長 158%，上個月中國精煉銅礦進口量年增 9%，使年初至今進口量成長 3.5%。投資者押注銅礦可望因新能源相關題材導致需求增加，帶動 LME 銅價在今年 5 月下旬創下每噸 11,100 美元的歷史新高價。隨後因中國房地產和工業部門表現偏弱，使得銅庫存開始增加。雖然銅確實可受惠於新能源產業、電動車、人工智慧的發展，但近期川普當選機率增加，其支持傳統能源政策的立場對於銅的需求前景帶來不確定性。

雖然中國經濟表現不佳可能影響原物料需求，但美國 9 月降息機率升高料有利帶動原物料類股維持一定水準。



## 固定收益：通膨下行、就業趨緩，債市穩步走揚

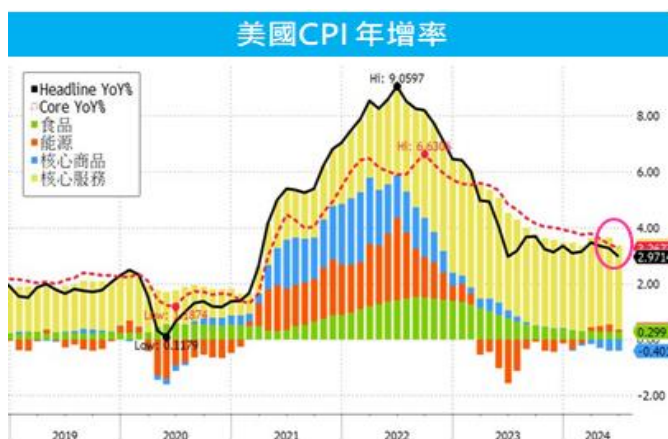
近期美國公布通膨數據持續下行且低於預期，加上就業市場也有轉弱跡象，但消費者支出保持健康、第二季 GDP 也優於預期，顯示美國經濟正實現「軟著陸」，Fed 主席鮑爾與多位委員在降息問題上明顯轉向鴿派，令市場對於 9 月降息更加篤定，美國 10 年期公債殖利率亦自近 4.50% 緩步回落至 4.20% 以下。至 7 月 26 日止，當月整體債市表現皆為溫和上揚，幅度多在 1%~2% 之間；全球主權債上揚 2.24%，表現最佳，而亞債則小漲 0.83%，表現殿後。

美國 6 月 CPI 月增率 -0.1%，低於預估的 +0.1%，為疫情來首見負數；年增率則自 3.3% 降至 3.0%。扣除食品與能源的核心 CPI 月增率 +0.1%，低於前值與預估值 +0.2%，年增率亦降至 3.3%，為 2021 年 4 月來最低。6 月 CPI 下滑主要是汽油與汽車價格走跌、商品價格下滑，抵銷租金漲勢。不過，貢獻度最大的住房成本(租金)年增率持續下滑至 5.4%，也對 CPI 壓力逐步減低。

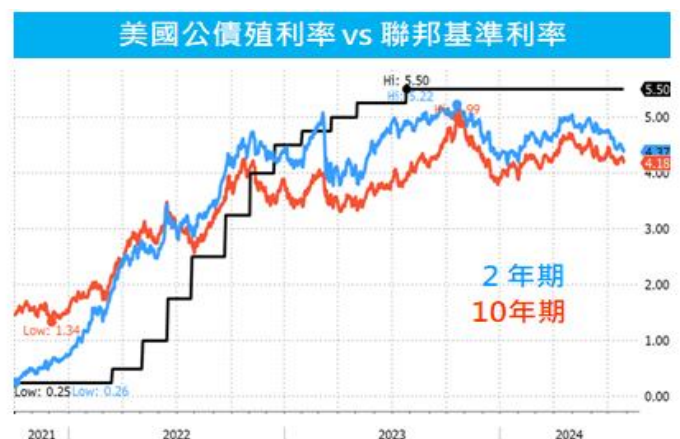
美國就業市場同樣出現走軟的跡象。除了近期請領失業金人數稍見墊高外，6 月非農新增人數 20.6 萬稍高於預期，但前兩月數據卻合計大幅下修 11.1 萬人。6 月失業率也升至 4.1%，創下 2021 年 11 月以來最高。此外，6 月平均時薪月增率自 0.4% 降至 0.3%、年增率自 4.1% 降至 3.9%、符合市場預期，但均創下 4 月以來最低。

Fed 主席鮑爾 7/10 赴眾議院金融服務委員會作證時表示，雖然需要更多數據證明通膨已經緩和，但由於通膨數據的滯後性，Fed 不必等到通膨將至 2% 後才降息，但目前尚不能說對遏制通膨有足夠的信心。不過，他認為目前美國勞動市場已明顯降溫，而勞動市場疲軟也是促使 Fed 考慮降息的因素之一。此外，紐約 Fed 總裁 Williams、Fed 理事 Waller 均發表相當鴿派言論，芝加哥 Fed 總裁更表示，若不盡快降息，勞動力市場恐將急劇惡化。在此環境下，目前利率期貨市場預估 9 月篤定降息，而全年的降息幅度則高達 3 碼。

即便如此，我們還是得提醒美國的財政赤字問題嚴峻，美國國會預算辦公室(CBO)把本財年美國預算赤字預測值較 2 月時的預估上調 27%，至近 2 兆美元，主要反應了拜登政府對烏克蘭的援助，以及學生貸款減免措施的影響。整體而言，由於通膨與經濟皆有走軟的跡象，降息也即將到來，對債市確有助益；不過，由於美國經濟仍屬於軟著陸，而財政赤字又嚴重，預估美國 10 年期公債殖利率將僅能緩步朝 4.0% 靠近。我們認為投資級公司債兼顧安全性與收益性，是分批布局的最佳選擇。



資料來源：Bloomberg, 2024/7/19



資料來源：Bloomberg, 2024/7/29