

9月降息箭在弦上，大選前股市傾向觀望

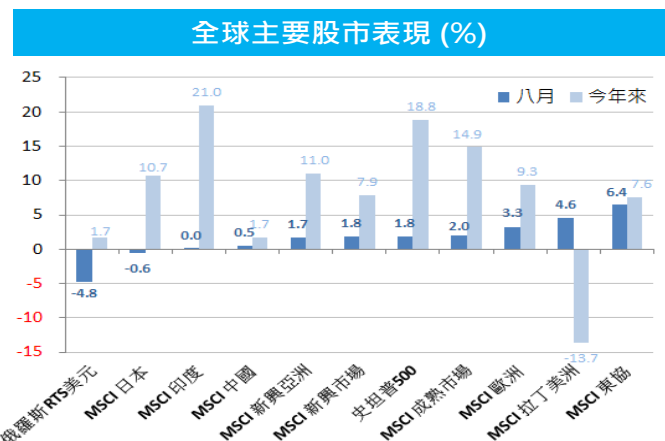
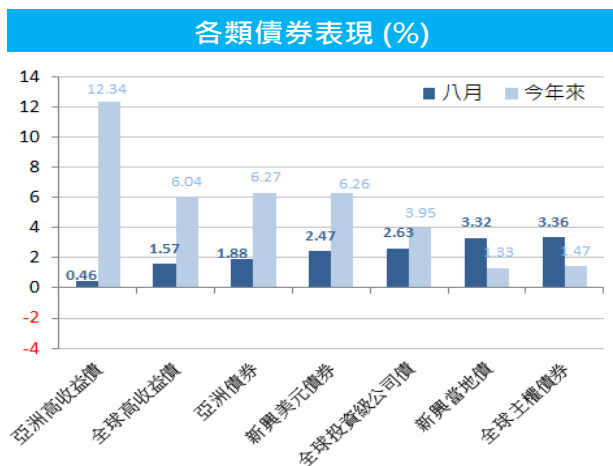
2024年9月

受到美國經濟衰退疑慮、日圓套利交易大舉平倉的影響，8月初全球股市一度大幅下跌，但隨著日本央行持續出面安撫市場，加上美國通膨數據持續低於預期、市場對9月降息的預期更加篤定，令8月風險性資產在急跌後迅速反轉上揚，至8月26日止，當月全球股市中多數仍呈現溫和上揚，平均漲幅約為2%。沉悶已久的東協與拉美股市表現最佳，漲幅分別為6.4%與4.6%，而表現最差的俄羅斯則下跌4.8%。此外，在經濟數據疲軟且降息在即的預期下，8月美國10年期公債殖利率自4.0%之上一路盤跌至3.80%附近，至8月26日止，當月各類債券表現均為上揚，幅度在0.5%~3.4%之間；全球主權債直接受惠大漲3.36%，表現最佳，而亞洲高收益債則小漲0.46%，表現殿後。

近期美國的通膨數據皆明顯走軟且低於預期，7月PPI年增率自2.7%大幅下滑至2.2%，核心PPI亦自3.0%下滑至2.4%；而CPI年增率降至2.9%、核心CPI也降至3.2%，二者均創下三年多來新低。此外，美國就業市場同樣出現走軟的跡象。7月非農新增就業人數降至11.4萬人，創2020年12月來新低，遠低預期的17.6萬人，失業率則自4.1%加速升至4.3%、不僅高於預期的4.1%，亦創近三年來最高。在通膨趨緩、就業轉弱的環境下，8月下旬在Jackson Hole舉行的全球央行年會上，鮑爾直言降息時機已到。目前利率期貨預期9月篤定降息一碼、全年降息3-4碼，到明年9月的降息幅度則共計可達8-9碼，因此債市的投資在目前應該是穩操勝券，可立於不敗之地。

美國總統大選的發展更是戲劇化。在7月21日拜登宣布退選並轉而支持賀錦麗後，民主黨的支持度逐步攀升；根據8月29日RCP的綜合民調顯示，賀錦麗支持度48.3%，已明顯超越川普的46.6%高達1.7%，而在幾個關鍵搖擺州也取得明顯優勢。此外，線上賭盤的勝選機率則呈現川賀49.8% vs 48.8%的五五波態勢。在選情緊繃的環境下，投資人會傾向於觀望來規避不確定性，過去美國總統大選前2個月股市多呈現修正走勢，直到選後才迎來多頭行情，今年可能也不例外。

第二季美股財報的公布已告一段落，盈餘年增幅高達13.4%，遠優於公布前預期的8.3%，且有八成的公司表現都優於預期。雖然我們對科技股中長線的展望仍樂觀，但大型科技股未來幾季的獲利增幅預期將有所趨緩，而其他產業的獲利成長則將逐步回復正常。因此股市整體的結構仍屬健康，雖然整體股市表現恐將進入震盪整理期，但宜在此期間逢低分批佈局，以迎來選後的多頭行情。



資料來源：Bloomberg，至8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：第二季財報優於預期，預估第四季後企業獲利增長加速

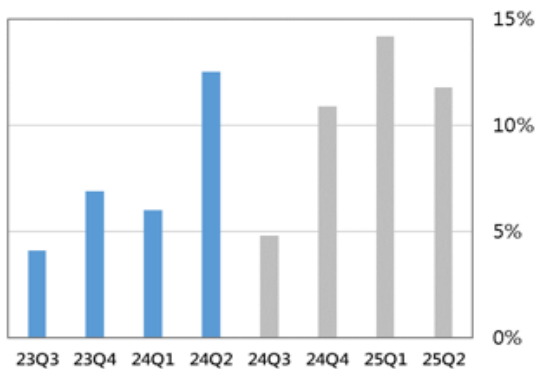
美國總統大選進入最後倒數階段，民主黨的賀錦麗與共和黨的川普競選政見差距極大。賀錦麗主要關注中產階級的生活成本，尤其在住房、食品、醫療、育兒方面，承諾禁止廠商哄抬物價，並承諾為自住首購族提供 2.5 萬美元的頭期款補助，由政府興建 300 萬戶住宅，來達到平抑房價的效果；川普強調企業稅率從 21% 降至 15%，主張提高能源自主來抑制物價，支持加密貨幣、減少金融管制，開放大量聯邦土地建造住宅，有利於美國大企業與石油行業。

美股第二季財報出爐，科技七巨頭盈餘成長 35%，但扣除科技七巨頭後的盈餘增長仍有 7.4%。個別來看，AMD 第二季財報佳，第二季營收 58.35 億美元，同比增長 9%，環比增長 7%，第三季度營收預估約 67 億美元，同比增長約 16%、環比增長約 15%，頂級的 GPU 芯片獲得主要客戶採用，大手筆收購 ZT Systems，透漏可能往下游整合(伺服器製造)的企圖心；Meta 第二季營收同比增長 22% 至 390.7 億美元，第三季營收預估在 385~410 億美元區間，“元宇宙” Reality Lab 運營虧損擴大，但公司不再調高資本支出，且社交軟體 Threads 再次成功，證明 Meta 再次獲得成長利基；蘋果第三季(截至 6 月底)財報營收年增 4.9% 至 857.8 億美元，每股純益 1.4 美元，年增 11%，管理層看好 AI 帶動換機循環逐步發酵；Nvidia 財報成績亮眼，承認新產品 Blackwell 將延至第四季出貨。整體而言，企業仍看好未來獲利增長，也支持標普 500 指數本益比維持在 23.9 倍位置。

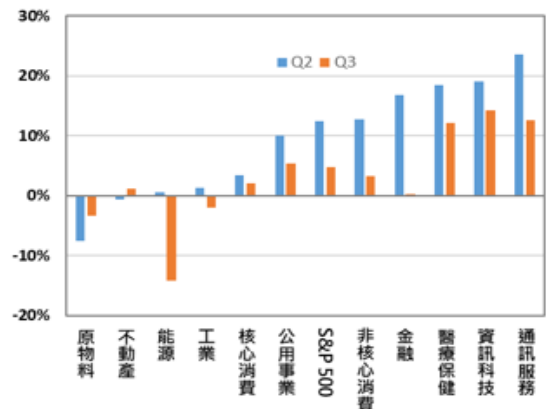
波克夏在股災發生前、於第二季大舉減碼持股套現，包括將蘋果持股減碼一半，美國銀行也進行減碼，現金水位持續提高，買進保險、石油、美妝股及航空電子。巴菲特賺錢的秘訣並不僅只靠長期投資，還有在股災時進場買進績優股，目前看到巴菲特已備好銀彈，但是否已在 8 月初股價大跌時進場仍需觀察。

美國總統大選變數仍多，隨民主黨的看好度走高，先前市場青睞的「川普交易」在 8 月大幅拉回，然而以目前差距仍難推斷誰能取得最後勝利。預料在美國總統選舉結果出爐前，9 月美股走勢仍會持續震盪，但考量第四季後標普 500 企業獲利成長率重回 10% 以上，且美國經濟表現仍佳，待 11 月後美國總統選舉帶來的政治不確定性將會消失，預估企業將配合新總統政策重新投資、加速未來幾季的獲利增長，故若美股回調仍可視為長線布局機會。

標普500各季盈餘成長率預估



標普500各產業盈餘成長率



資料來源：彭博

歐洲股市：歐洲央行持續降息，地緣政治衝突無降溫跡象

受惠於奧運帶動觀光，歐元區服務業景氣業表現強勁，彌補製造業景氣的頹勢。歐元區 8 月服務業 PMI 從 51.9 激增至 53.3，最大的兩個經濟體德國與法國的製造業表現惡化，拖累 8 月歐元區製造業 PMI 來到 45.6，創 8 個月以來新低。歐元區最大經濟體德國 8 月綜合 PMI 初值從前月的 49.1 降至 48.5，低於預期的 49.2，當月服務業 PMI 從 52.5 下滑至 51.4、製造業 PMI 則從 43.2 下滑至 42.1。然而歐洲 8 月服務業強勁表現應是受到奧運激勵，預料在 9 月後奧運效益淡化。

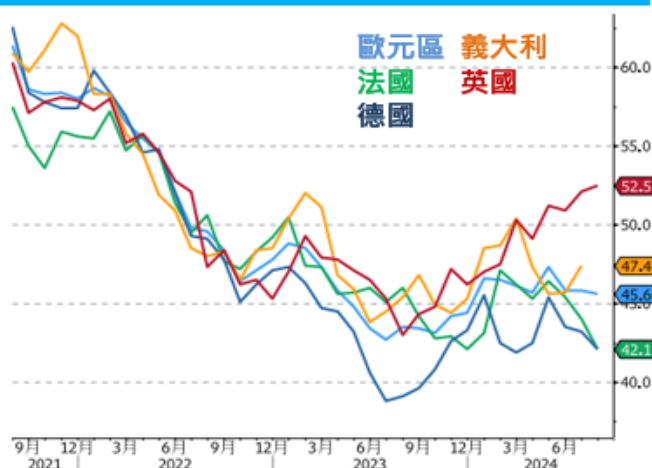
歐洲央行 7 月份的會議紀要反映出歐洲央行對經濟增長和通膨前景都更加謹慎，在 7 月份的會議上，歐洲央行行長拉加德避免就貨幣政策給出任何前瞻性指引，希望為 9 月的會議保留所有選項。就目前市場預期，ECB 仍將於 9 月降息 1 碼，且在未來一年有 6 碼的降息空間。

法國總統馬克宏開始與各黨派領袖進行磋商來組成政府，法國國會有 577 席，左翼雖擁有近 180 席為最大勢力，但離獨自過半有極大差距，隨後是馬克宏的中間聯盟，其次才是第三大勢力瑪琳雷朋的「國民聯盟」，三大陣營不願意合作導致新政府難以產生；英國爆發反移民暴動後，德國也發生敘利亞人持刀襲擊事件導致 3 死 8 傷，德國極右翼政黨「德國另類選擇黨 (AfD)」號召支持者舉行示威，要求德國政府加強對「被拒絕庇護者」的驅逐行動，德國總理蕭茲強調將打擊伊斯蘭恐怖份子並縮緊非法移民的人數，但預估反移民的聲浪將助長極右翼的勢力壯大；而英國反移民的暴動在政府強力執法下逐漸平息。

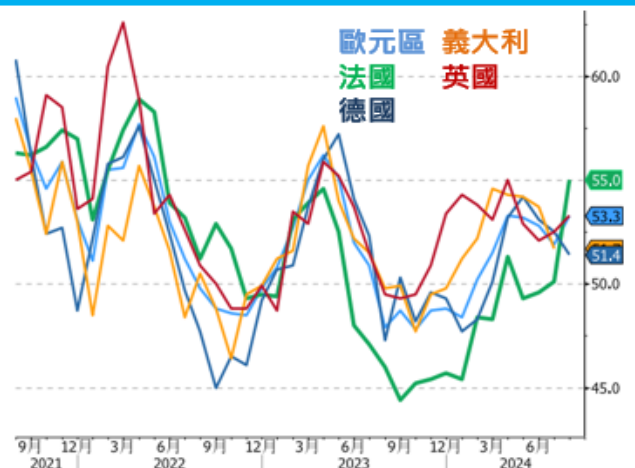
歐中電動車角力出現新進展，歐盟執委會建議歐盟對中國電動車廠加徵 17% 至 36% 不等的反補貼稅至少 5 年，對特斯拉從中國出口至歐盟電動車加徵 9% 關稅。如比亞迪等中國車廠已加緊在歐洲擴大生產基地，故推測中國的反制措施不會太過強烈。

目前泛歐 600 指數本益比約 14.7 倍，股價淨值比約 2.1 倍，評價相對美股偏低，壓抑歐股關鍵仍是地緣政治衝突，無論是俄烏戰爭、以哈戰事都無和談跡象。短期雖然奧運利多結束，然而美國經濟表現佳，有利歐洲出口，且預料在歐洲央行降息刺激下，未來經濟不至於重回衰退。考量評價偏低，歐股仍可逢低分批布局。

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：首相大位即將易主，企業獲利穩健增長

日本第二季 GDP 季比+0.8%，年化季增+3.1%優於預期，也優於先前幾季表現；推動第二季 GDP 增長項目包括民間消費、出口與政府支出。民間消費季增 1.0%是本季經濟成長最大推手，主要是因為第一季出口表現疲弱是受到能登半島地震、車廠弊案影響，第二季隨著車廠回歸正常生產，汽車出口也有所改善。日本 8 月製造業 PMI 初值 49.5 優於 7 月，8 月服務業 PMI 為 54，同樣優於前值 53.7，服務業景氣持續維持擴張。

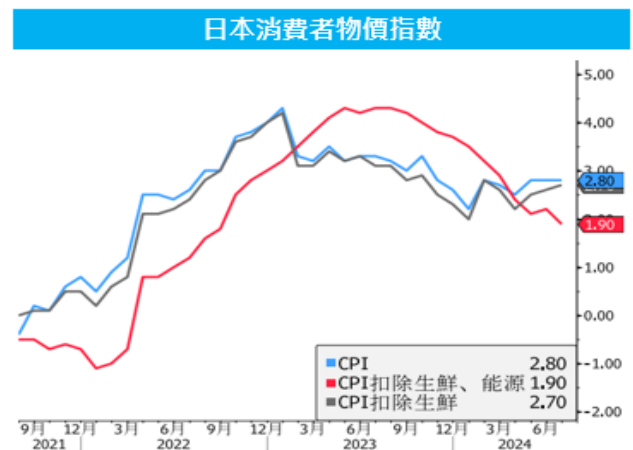
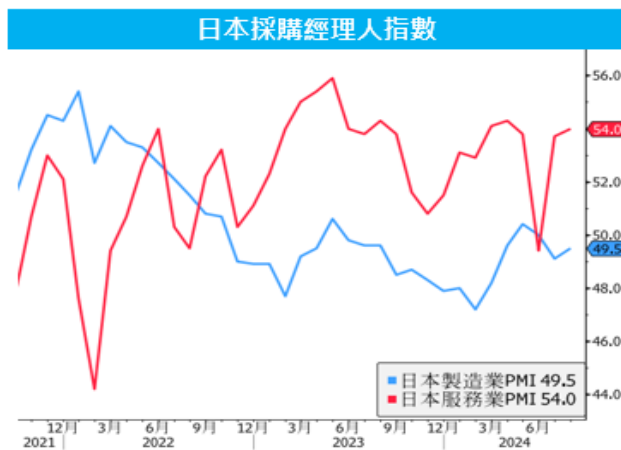
4-6 月外國旅客入境日本人數達 921.9 萬人次，較前一季增長 7.7%，外國旅客成為消費增長的重要助力，7 月訪日外籍觀光客人數達 322.6 萬人再創歷史新高。市場先前一度擔憂能登半島地震可能降低外籍旅客訪日意願，但近期數據顯示地震影響不大。外籍觀光客人數仍有成長空間，預估 2025 年累計可達 4590 萬人次，較 2024 年仍有超過 20%成長空間。

7 月日本排除生鮮食品後的消費者物價指數(核心 CPI)年增 2.7%，連續 28 個月高於日本央行設定的「2%」目標。通膨指標支持日本央行進一步升息。植田和男 8/23 出席國會聽證會、在全球市場崩盤後的首次公開談話中表示，只要經濟成長和通膨形勢符合預期，日銀仍將在升息的道路上前行。

首相岸田文雄宣布不參與下屆自民黨總裁選舉，意味首相大位即將易主，由於 6 月內閣已批准「經濟財政運營及改革基本方針」(簡稱骨太方針)，確定為半導體發展提供財政支持，短期經濟政策不會改變。至於未來首相可能性，目前表達意願的人數眾多，熱門人選包含河野太郎、茂木敏充、高市早苗與石破茂，四人皆是政壇老將，政策將維持自民黨路線不至有太大更動。

8 月初日圓短線急升後，預期日本央行將保持謹慎以維護市場穩定。在新任日本首相出爐前，日本央行並沒有理由大幅調整貨幣政策，未來一季在利率政策上維持不變的可能性高，日圓匯率波動幅度近期將會縮小，預估日本央行即使持續升息，時間點也會在 12 月才會啟動。

市場過去擔憂的日本央行退出貨幣寬鬆計畫已經明朗，且對美國經濟衰退的疑慮也逐漸降低，預料日股將反應企業獲利增長。TOPIX 指數目前本益比約 14.9 倍，股價淨值比約 1.4 倍，評價相對美股偏低。高盛預估若美元兌日圓匯率在 140-150 區間波動，2024 財年 TOPIX 指數獲利年增幅仍將達 4-8%，企業獲利增長也將伴隨更高額的股票回購，預期日股仍可望有不錯的表現。



資料來源：彭博

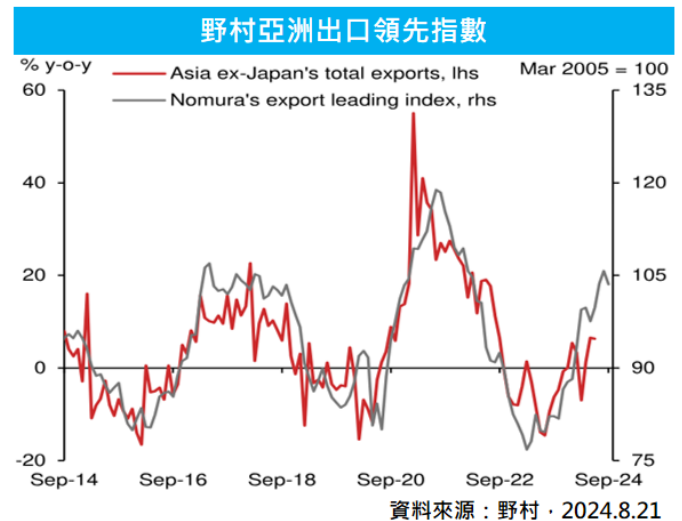
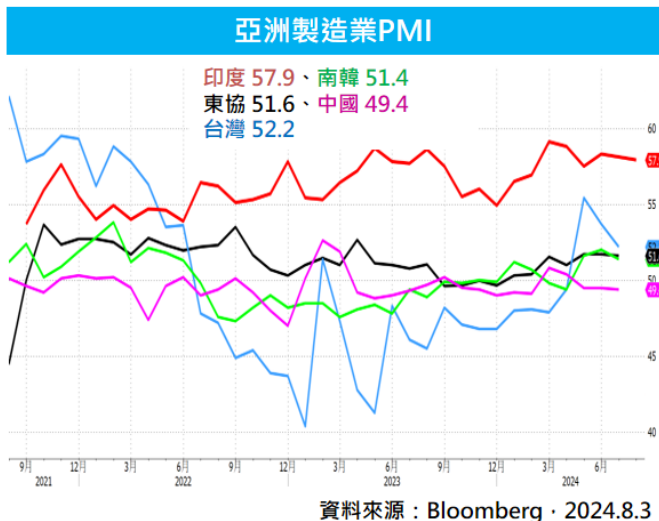
新興亞洲：旺季帶動出口升溫，經濟保持穩健

在經歷月初的大震盪之後，8月整體新興亞洲股市依然震盪走高，截至8/28，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月小幅上2.25%。個別區域中東南亞表現最佳，大幅上漲，東北亞的中國、台灣、韓國股市則震盪走低。中國經濟改善有限，房市持續走跌，政策未見到加碼刺激，上證A股再度下跌1.85%，國企指數則因為上個月已領先下跌，8月反彈上漲了3.58%。台灣股市雖然也在8月初的震央中心受到影響，但加權指數快速反彈，過去一個月大致維持平盤。南韓KOSPI指數也受到月初下跌影響，單月下跌1.54%。東南亞股市在區域輪動下獲得資金青睞，加上受科技股影響較少，MSCI東協指數上漲9.22%，其中印尼、菲律賓、馬來西亞、泰國都上漲近10%。印度在8月初修正後重回高點，SENSEX指數單月上漲0.56%。

觀察近期亞洲製造業PMI數據，8月較前月都有些放緩，但僅有中國持續低於50在49.4，其他國家都仍保持擴張。上月表現製造業PMI表現最好的仍然是印度，維持在57.9的高點，連續擴張時間達37個月。印度新政府上台後，施政重點在於推動基礎建設、支持中小企業和中產階級補貼，都有助於印度經濟的進一步發展，後市看好。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，唯中國經濟表現較為疲軟，上半年依靠出口支撐經濟，但隨美、歐加大對中國的貿易限制，單靠出口恐無法支撐。

從野村的亞洲出口領先指數來看，亞洲出口在科技相關產品的推動下，數據仍然相當穩健，預示著第三季度亞洲出口將實現兩位數增長。但隨著美國經濟放緩導致，我們必須留意未來的一些風險，首先當然是美國增長勢頭疲軟導致需求放緩，其次則是中國經濟持續下探的可能，但我們認為美國依然是軟著陸的基調，加上第四季到明年第一季是傳統消費旺季，以及近月亞洲的出口數據大都隨拉貨潮而提升，短期內要快速惡化的風險有限。

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，半導體的循環週期維持往上，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，都是看法較為正面的市場。



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。

東南亞：供應鏈轉移拉動出口，泰國或異軍突起

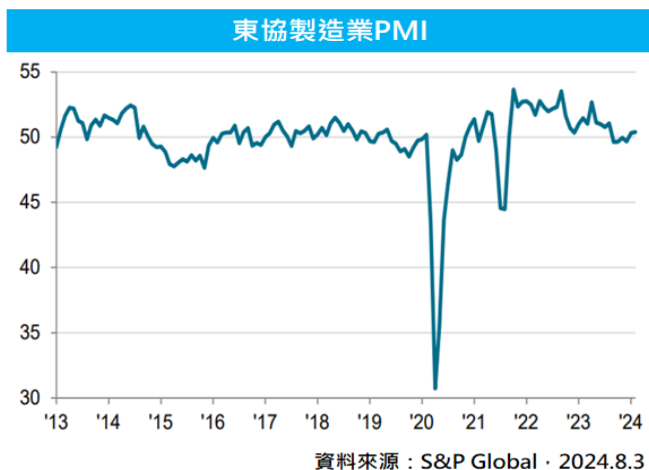
近期東協的景氣回溫，尤其是出口的部分隨旺季到來而好轉，東協 7 月製造業 PMI 為 51.6，大致與上月的 51.7 持平，自 3 月開始 PMI 進入擴張區間，新訂單創十五個月新高帶動產出分項溫和成長，呈現溫和增長的態勢。從個別的國家來看，隨著出口旺季的到來，東協各國的 PMI 大多有所提升，其中以越南表現最佳，連兩個月在 54.7，泰國也從 6 月的 51.7 進一步推升至 52.8，新加坡由 50.4 微幅上升至 50.7，菲律賓大致持平在 51.2。印尼則受到大宗商品需求下滑的影響由 50.7 下降至 49.3，馬來西亞則在 49.7。

就中長期而言，東協持續受到中國供應鏈外移的幫助，東協的出口年增率在新冠後獲得結構性的提升，在全球的出口總額中，東協的全球出口比例增加了 1.5% 來到了 7.5%。這也讓今年以來受惠於電子產品組裝的國家，包含馬來西亞、新加坡、泰國及越南都表現不錯。隨著近期美國針對多樣中國商品增加了關稅，中國的供應鏈將持續轉移到東協，東協出口至美國的金額則持續增加，但中國出口至東協的中間產品也同時走高，也能間接受惠，受到 RCEP 的幫助，越南成為最直接的受益者，馬來西亞獲得中國半導體的投資，這種供應轉轉移的趨勢，將持續推升東協在全球貿易的重要性。

而泰國是近期表現異軍突起的國家，泰國製造業 PMI 在 5 月開始回到擴張區間，7 月 PMI 由 51.7 進一步擴張到 52.8。新訂單分項重新回到擴張區間，並帶動生產分項走揚，顯示出製造業的整體改善。隨著業務量的增加，廠商開始增加聘僱，由於還有一定庫存待消化，物價水準尚未走升，東南亞復甦最慢的泰國終於迎來增長。

泰國 7 月份出口跳增至 15.2%，金額來到 28 個月以來新高，泰國 7 月份出口跳增至 15.2%，金額來到 28 個月以來新高，成長是由電子產品出口所推動的，年增 31.8%，農業和農產品的成長增幅為 8.3%，由於中國電車的競爭加劇，以及整體需求的放緩，汽車及相關零組件的年增率從 -0.7% 下降至 -12.5%，但無礙泰國出口回升的格局。

泰國的政局近期出現改變，泰國總理由塔信的女兒貝東丹上任，新總理雖會微調政府政策，但整體而言提高產能的創新與科技產業為重點扶植對象的泰國 4.0 仍是重點項目，而新政府提高了最低薪資，以及數位錢包補貼計畫，隨著復甦的進展，居民收入可望會進一步改善，並帶動後續內需。整體而言，泰國的旅遊、出口都有回復，加上遞延的政府支出以及內需的成長，有機會後來居上。



南韓：出口週期可望延續，基本面偏多看待

南韓近期的製造業仍保持不錯的動能，7月製造業 PMI 由前值 52 降至 51.4，連續三個月擴張，雖擴張幅度放緩，但需求持續改善帶動擴張，新訂單連四個月溫和增長，新出口訂單連續七個月擴張，東南亞、美國及日本需求轉強。南韓製造企業對未來 12 個月產出展望改善，整體展望穩固。

南韓 8 月的前 20 天出口顯示，出口動能增強，這提振了南韓經濟前景，也代表全球半導體需求仍然堅挺。8 月前 20 天的出口額年增 18.5%，進口年增 10.1%。其中半導體的出口年增率高達 42.5%，占南韓總出口的 20.3%。科技產品引領出口成長，讓南韓政府樂觀看待今年的經濟發展。

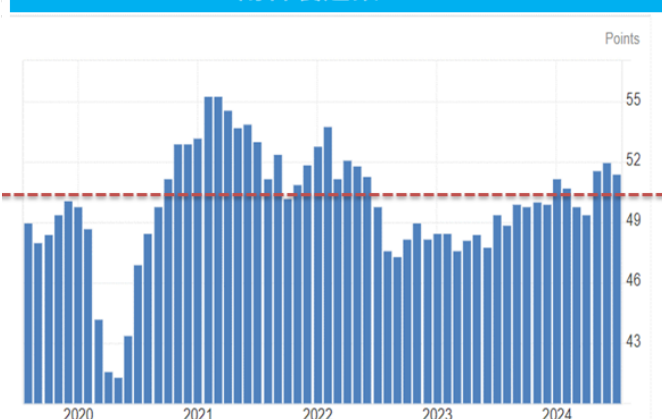
其中記憶體的上漲周期幫助頗大，野村預估第三季 DRAM 和 NAND 的價格可能會上漲約 10%，主要是因為 HBM 的銷售在下半年大增。受惠於美國大型科技公司在人工智慧伺服器上的資本支出將持續上升，記憶體公司將受益於人工智慧和傳統伺服器的 HBM 和商品記憶體的銷售擴張，相關的企業的營業利潤及利潤率也因此在此未來數年持續增加。

除了出口之外，韓國也宣布全面減稅，以提振股市和經濟，南韓政府於 7/25 日祭出多項稅收優惠措施，包括下調沉重的遺產稅稅率至 40%、延長對半導體製造商的支持、鼓勵上市公司將更多現金用於庫藏股跟派發股息等。南韓投資人一直認為公司治理的不透明與遺產稅會讓大股東人為壓低股價，此舉將有益於提升韓股偏低的估值面。

另外南韓也年初也仿效日本推出 Value-up 計畫，帶動了韓國企業增加了庫存股註銷的數量和金額來到了十年高點，提升了南韓股市的 ROE，然而 7 月份的稅改也包括獎勵公司擴大股東回報，藉以鼓勵他們將更多資金用於股票回購和派息。預計 9 月份將回推出相關指數及 ETF，可望對資金面有進一步的提升。

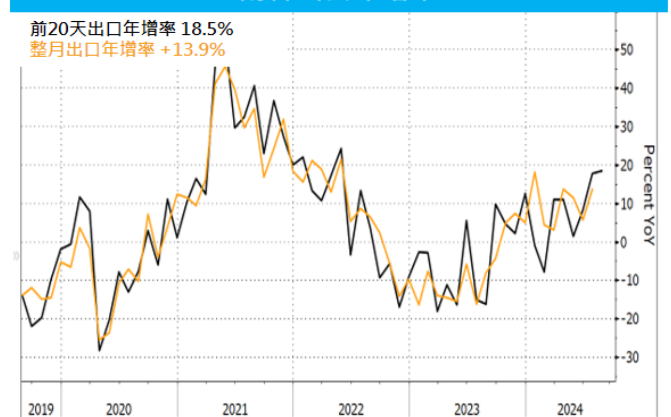
南韓目前主要的問題在於內需不振，第二季零售銷售到設備投資和建設完工等一系列廣泛的內需指標持續疲軟，銀行貸款調查顯示家庭代款的意願正在下降，這表明家庭貸款增長可能會從第二季度的 5%，也顯示南韓家庭去槓桿，這不利於消費動能的延續。但內需對韓股企業獲利影響不大，券商仍調升了韓股的獲利預估，2024 年 MSCI 韓國 EPS 由年增 75% 調升至 101%，2025 年也由原本的 26% 調升至 30%，連續兩年大幅成長，加上價值面合理，具中長期買進機會。

南韓製造業PMI



資料來源：S&P Global · 2024.8.3

南韓出口年增率



資料來源：Bloomberg · 2024.8.21

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。

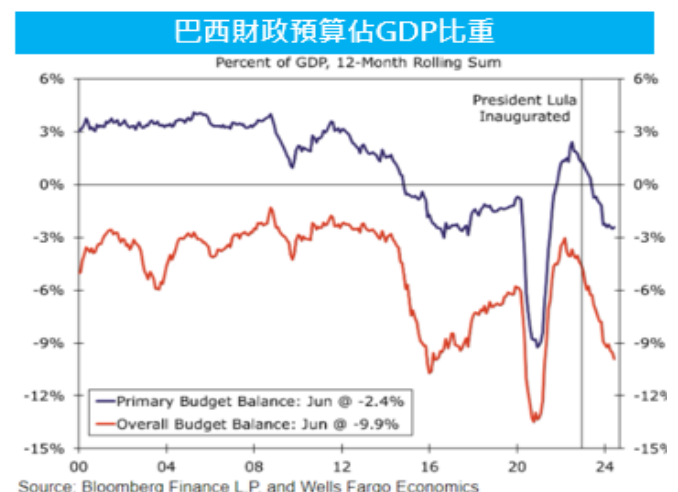
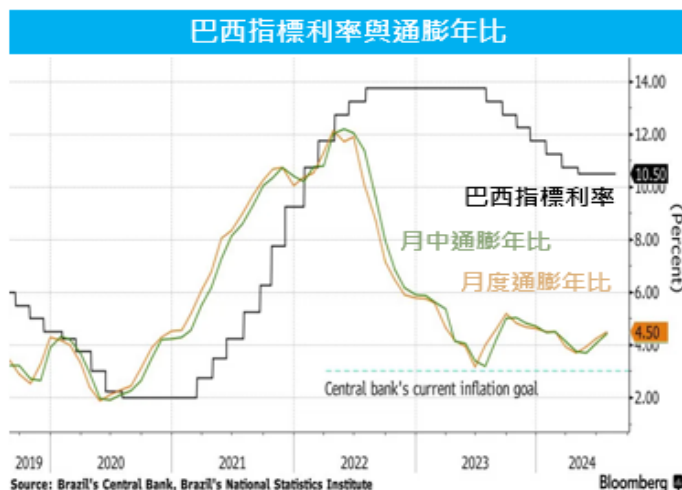
拉丁美洲：巴西升息疑慮揮之不去，政府財政負擔或將加重

標普全球的巴西 7 月的製造業 PMI 從 6 月的 52.5 升至 54，為自 4 月以來最佳表現，並連續 7 個月維持成長。新訂單、產出和投入購買等分項均以三個月來最快的速度增長。同時，就業增長加快，商業信心依然強勁。巴西貨幣疲軟也帶動新出口訂單創下 2021 年 12 月以來的最大增幅。此外，標普全球巴西 7 月的服務業 PMI 亦由 54.8 上升至 56.4，創兩年來的最高水準，主要受惠於需求增長和新訂單所推動。然而，企業重組和客戶違約阻礙了就業增長。同時，進口成本和服務價格呈現上漲，顯示通貨膨脹壓力仍為隱憂。

巴西 8/27 公佈 8 月前兩週的月中通膨數據月比增加 0.19%，符合預期，主要因交通成本所推升。其中，加油站汽油價格月比上升 3.33%，為推升交通成本主要因素。若以年增角度來看，成長 4.35%，雖較 7 月的 4.45% 放緩，但仍略高於彭博調查的中位數 4.33%。儘管 8 月通膨的上升趨勢緩解，但在近期央行的焦點報告中，接受調查的經濟學家仍預期今年底通膨預期將繼續上升至 4.25%，顯示後續物價上揚的壓力仍未解除。

巴西央行在 7 月底的利率會議再次將其基準利率維持在 10.5% 不變，不過因通膨疑慮增加，因此會後聲明表示需要「更加謹慎」和「認真監控通膨調節因素」，與先前措辭相比明顯變得強硬。雖然最新央行每週對經濟學家的調查顯示，多數受訪者認為年底前央行將不會再做出利率調整，但巴西央行利率會議的成員近期發表談話暗示，該行在 9/17~18 的利率會議會將考慮所有選項，包括必要時加息。8 月下旬巴西金融市場利率期貨定價顯示，9 月升息的可能性超過 80%，因此巴西央行在年底前升息的可能性極高。

巴西央行行長坎波斯(Roberto Campos Neto) 日前在傑克遜霍爾舉行的全球央行年會上表示，疫情期間在巴西實施的收入轉移計劃現在不但規模加大，並成為永久性的措施。政府支出擴大導致公共債務負擔日益加重，如果不解決財政問題，討論貨幣政策傳導將變得越來越困難。市場本已擔心魯拉左翼政府無法按其承諾消除今明兩年的基本財政赤字，如若央行升息，對巴西財政負擔將進一步加重。此外，魯拉與央行理念向來不和，一直希望央行降息的魯拉先前曾多次對央行升息決策嚴厲批評。因現任行長將於今年 12 月卸任，魯拉 8/28 已正式提名現任央行貨幣政策主管 Gabriel Galipolo 接任行長，如獲參議院表決通過，將於明年初上任，未來央行貨幣政策是否因而向鴿派靠攏值得觀察。



黃金類股：Fed 貨幣政策與地緣政治發展有利黃金前景

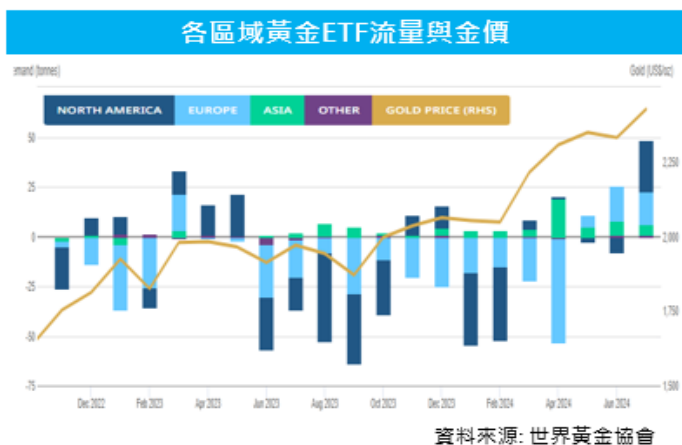
由於市場資金流入和金價上漲之故，全球黃金 ETF 7 月吸引了 37 億美元，不但連續 3 個月淨流入，更創 2022 年 4 月以來最強勁紀錄，而主要央行降息的前景不斷增強，從而推升 COMEX 黃金期貨淨多頭升至多年高點。截至 7 月底，全球黃金 ETF 總資產管理規模達到 2,460 億美元，持有量上升至 3,154 噸，創 1 月以來最高水準。

Fed 主席鮑爾 7 月底發言表示如果美國經濟遵循預期路徑，最早可能在 9 月降息。進入 8 月後，不論是新增就業人數、製造業動能、非農就業人數等經濟數據表現均低於市場預期，且失業率也上升至 4.3%，市場因此預期 Fed 將有至少降息一碼的空間。近幾週來，美元與美債殖利率承壓回弱，降低了黃金等貴金屬的持有成本，導致金價 8 月初首度突破 2,500 美元的歷史天價，之後價格雖然略有震盪，但 8 月中以來已持續穩步居於 2,500 美元上方。

在地緣政治方面，美國先前提出的停火提案已獲卡達、埃及與以色列同意，但哈瑪斯目前仍堅持要求以軍從加薩走廊全面撤出等條件，故仍未達成協議。同時以色列與黎巴嫩真主黨間的戰鬥仍在持續，所幸哈瑪斯與真主黨背後的主要支持者伊朗 8/20 表示，對以色列殺害哈瑪斯政治領袖哈尼雅的報復行動可能需要等待很長的時間。雖然乍看之下，中東戰事緊張，但各方其實都在竭力避免升級，預期相關衝突將不致於擴大為區域戰事，中東問題可望維持鬥而不破的局面，雖不確定性仍在，但料將不致於擴大為區域衝突。

美國通膨升幅溫和，市場對經濟衰退疑慮緩解，但預期聯準會在 9 月仍將降息美元與美債殖利率持續下滑，有利黃金基本面。再者，雖然中東局勢略有和緩，但俄烏戰爭持續，地緣政治仍有變數。此外，美國總統大選選情將逐步白熱化，市場不確定性增加，亦帶動黃金避險需求，故黃金與相關類股在 FOMC 降息前料仍有表現機會。在走勢方面，黃金價格短線雖有震盪，但自去年 10 月開始整體維持每波高點與低點均不斷墊高的上升趨勢，亦有利其動能。

然而，值得注意的是，黃金價格今年以來屢創新高主要反應的是美國降息前景及國際情勢的不確定性因素。如無意外，FOMC 將在 9 月首度降息，並開啟降息循環。如果未來美國經濟之後未大幅轉差導致降息腳步加快，中東問題亦無失序發展，黃金價格可能已大致反應上述情境，Fed 降息後黃金價格再創新高的機率或是向上幅度或將有限。不過，由於 11 月仍有美國總統大選，而民主共和兩黨均未有大幅領先的情況，選情不確定性仍存，對於黃金價格料將仍有支撐。



以哈停火談判內容與爭議點		
方案	內容與爭議	國家/組織
目前過渡性停火提案要點	<ul style="list-style-type: none"> 停火六周 釋放數十名以色列人質和巴勒斯坦被拘留者 以色列從加薩主要人口中心撤軍 	美國、卡達、埃及、以色列
哈瑪斯堅持方案	<ul style="list-style-type: none"> 永久結束加薩戰爭 以軍從加薩全面撤軍 允許公民返回家園 	哈瑪斯

能源類股：中東問題預期可控，但美國降息有利支撐需求

美國能源署(EIA) 8 月月報維持今年世界原油需求增幅在 110 萬桶/日的預期。國際能源署(IEA) 也維持今明兩年全球石油需求成長將低於 100 萬桶/日的預估。不過，對原油需求向來樂觀的 OPEC 則將今年全球原油需求增幅預估由年增 225 萬桶/日下調至 211 萬桶/日，此為該機構自去年 7 月以來首度調需求降估值，主要因中國經濟成長疲弱所致。

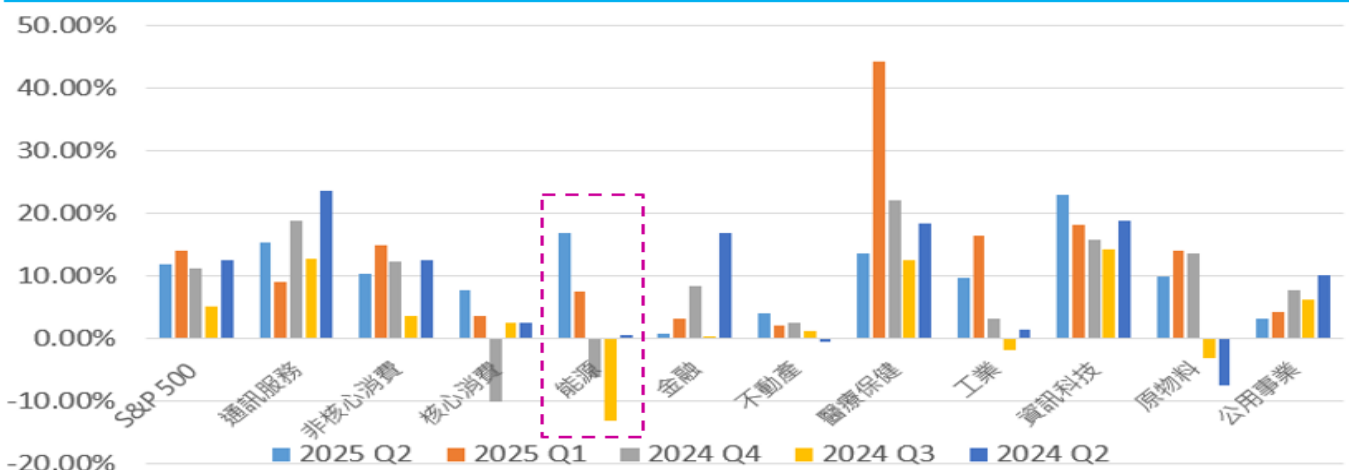
在供給方面，EIA 預期今年 OPEC+ 減產活動將使其產量較去年減少 130 萬桶/日，但因美國、加拿大、圭亞那、巴西等國產量增加，仍使 OPEC+ 以外的石油產量成長 180 萬桶/日，故維持今年的全球石油和其他液體燃料產量仍可增加 60 萬桶/日的預期。在庫存方面，EIA 預估今年下半年全球石油庫存將平均減少 80 萬桶/日，直到明年第一季仍處於供不應求。然而，因 OPEC+ 自願減產第三季到期，成員國產量預計將逐步成長，故明年中之後，市場庫存將逐漸增加。此外，IEA 則預估今年產量將增加 73 萬桶/日，今明兩年的供給成長將超過消費成長。即使 OPEC+ 不開始放鬆減產，明年全球庫存也可能平均增加 86 萬桶/日。

雖然以色列和哈瑪斯的合談仍未有具體結論，以色列與黎巴嫩真主黨之間的戰爭也仍在持續，但伊朗 8/20 表示，對以色列殺害哈瑪斯政治領袖哈尼雅的回報行動可能需要等待很長的時間。目前看來，包括以色列、哈瑪斯、真主黨以及伊朗都坦言並不想擴大戰事。因此，除非有意外狀況發生，否則預期中東問題料將維持鬥而不破的局面，油價因中東戰爭外溢而大漲的機率不高。

EIA 認為，因 OPEC+ 的減產導致全球原油庫存下滑，布蘭特原油年底均價可望達 85 美元/桶，並於明年第一季來到 89 美元/桶，惟因庫存可望增加，價格在明年底將降至 83 美元/桶。據彭博統計，若以均值來看，布蘭特原油價格今年三至四季略微下滑，而明年傾向先漲後跌；若以中位數的角度觀察，布蘭特原油價格料由今年第三季的 86.91 美元一路下滑至明年第三季的 81 美元。

根據彭博數據，市場預期能源類股第二季 EPS 年比將有所成長，但三至四季將重回衰退，直至明年一至二季才會再度轉正，但與其他類股相較，表現仍不穩定。再者，近期中東問題風險可控，加上 OPEC+ 10 月開始將放寬減產方案均不利能源類股；然而，美國即將降息有利經濟發展，或可為用油需求帶來支撐，因此目前仍對能源類股抱持中性看法。

S&P500 與各類股EPS成長率預估



資料來源: Bloomberg Intelligence, 資料日期 2024/8/20

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：就業市場降溫，9月啟動降息無懸念

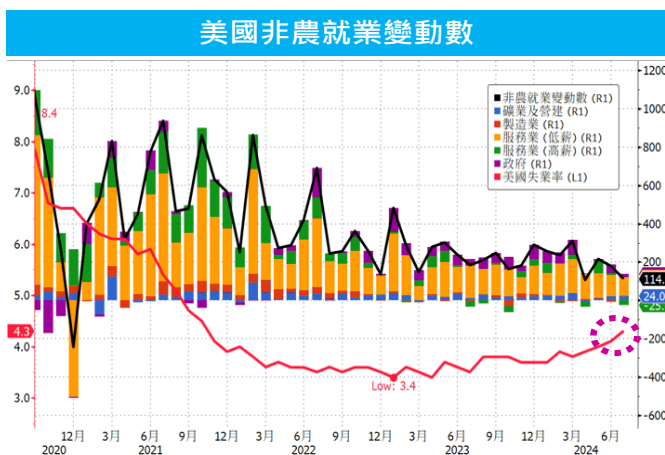
近期美國通膨數據持續下行且低於預期，加上就業市場也有轉弱跡象，8月下旬在 Jackson Hole 全球央行年會上鮑爾直言降息時機已到，令市場對於9月降息更加篤定。在此環境下，8月美國10年期公債殖利率自4.0%之上一路盤跌至3.80%附近，至8月26日止，當月各類債券表現均為上揚，幅度在0.5%~3.4%之間；全球主權債直接受惠大漲3.36%，表現最佳，而亞洲高收益債則小漲0.46%，表現殿後。

美國7月CPI年率降至2.9%，低於市場預期；核心CPI也降至3.2%，二者均創下三年多來新低。多數分項都在走緩，雖然醫療照護服務指數年增率仍持平於3.3%，但貢獻度最高的住房指數年增率則續降至5.1%、創2022年4月以來最低，對CPI壓力逐步降低。此外，先前連續多月呈現上揚的美國PPI年增率，7月數值自前月2.7%大幅下滑至2.2%，核心PPI年增率也自前月3.0%下滑至2.4%，均低於預期水準，顯示通膨壓力已明顯趨於和緩，並向Fed的目標區靠近。

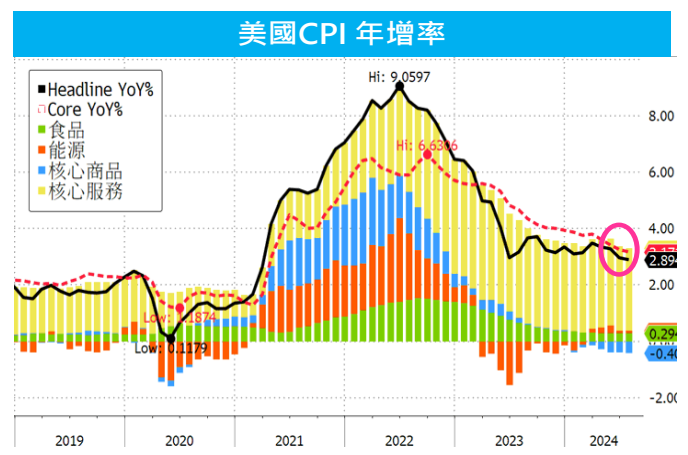
7月美國非農新增就業人數僅為11.4萬人，創2020年12月來新低，遠低於預期的17.6萬人；6月數值亦自20.6萬人大幅下修至17.9萬人。7月就業數據中，各行業增幅均出現縮小，而高薪服務業更出現2.5萬的縮減。此外，美國7月失業率自4.1%加速升至4.3%，不僅高於預期的4.1%，更創近三年來最高。失業率自低點累計升幅已達0.6%，似有觸及「薩姆規則」引發衰退的疑慮。

近期公佈的7月FOMC會議記錄顯示，「數名」央行官員認為7月就可降息，而多數委員相信，9月降息是合理行動。此外，Fed主席鮑爾在全球央行年會上表示「通膨上升的風險已減少，而就業方面的下行風險卻增加了。政策需要調整的時機已到，未來利率的調整方向明確，節奏將取決於最新數據、前景變化以及風險平衡。」多位Fed官員也發表了類似的看法，顯示降息的共識已經成形。在此環境下，目前利率期貨市場預估9月篤定降息一碼、全年的降息幅度可能達4碼，而至明年7月的總降息幅度將高達8-9碼。

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，對債市確有明顯助益；不過，由於美國經濟仍屬於軟著陸，而財政赤字又嚴重，預估近期美國10年期公債殖利率將先緩步朝3.5%靠近，若衰退壓力浮現，才會較大的下行空間。我們認為投資級公司債兼顧安全性與收益性，是目前分批布局的最佳選擇。



資料來源：Bloomberg, 2024/8/15



資料來源：Bloomberg, 2024/8/15

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。