

5月市場展望

全球景氣解析
重要市場展望
投資評等

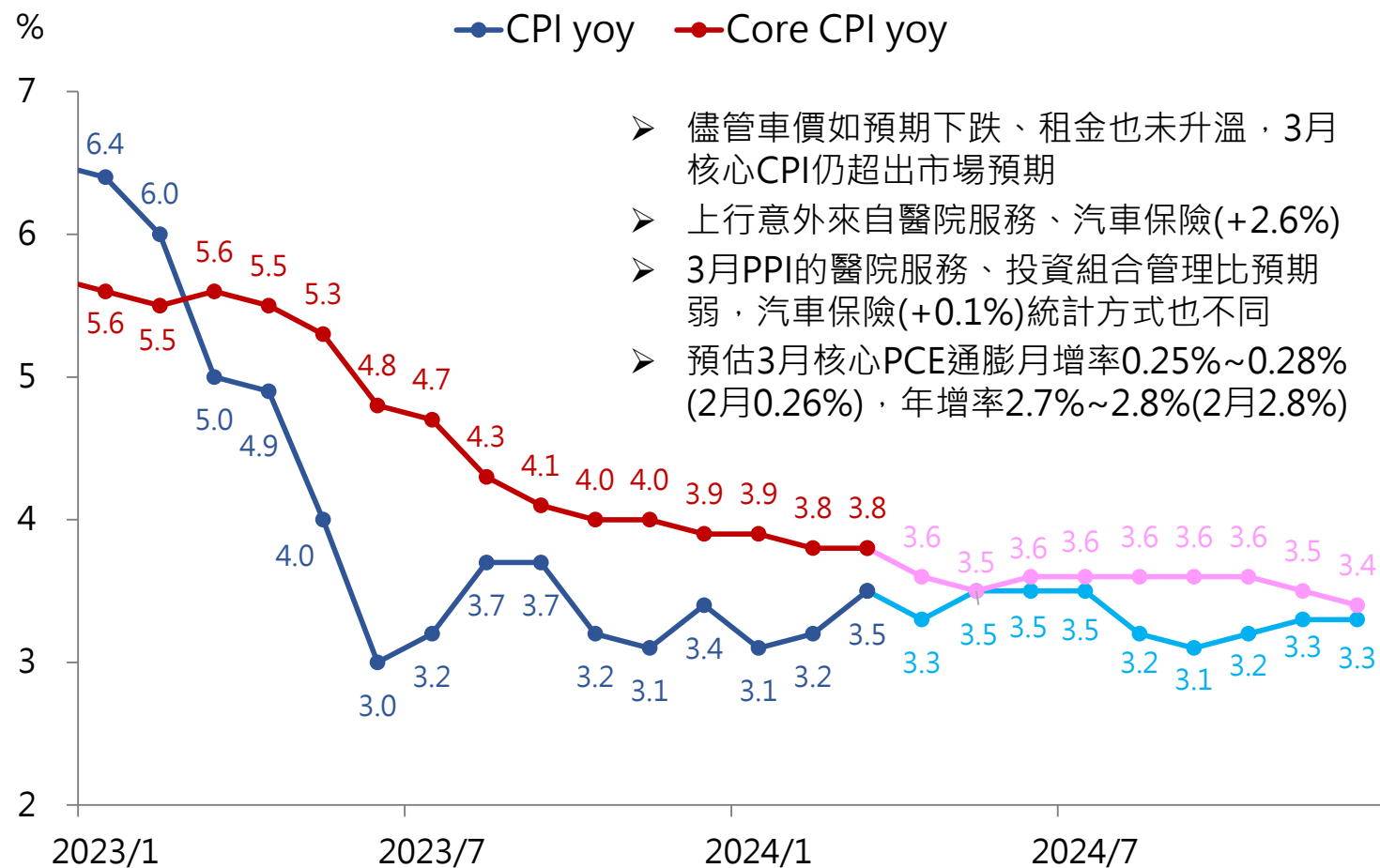
p.2

p.13

p.24



美國核心CPI連續三個月超出市場預期



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投行撤回Fed 6月降息預測

3月CPI公布前

投行	首次降息時間	全年降息碼數
Bank of America	June	75 bps
Barclays	June	75 bps
Goldman Sachs	June	75 bps
HSBC	June	75 bps
Jefferies	June	75 bps
JP Morgan	June	75 bps
LH Meyer	June	75 bps
Oxford Economics	June	75 bps
UBS	June	75 bps
BNPP	June	100 bps
Deutsche Bank	June	100 bps
Morgan Stanley	June	100 bps
TD Securities	June	100 bps
Wells Fargo	June	100 bps
Citigroup	June	125 bps
Evercore ISI	June	125 bps
MUFG	June	125 bps
Nomura	July	50 bps
Mizuho	Not 2024	0 bps

3月CPI公布後

投行	首次降息時間	全年降息碼數
HSBC	June	75 bps
Jefferies	June	75 bps
Oxford Economics	June	75 bps
Citigroup	June	125 bps
MUFG	June	125 bps
BNPP	July	50 bps
Evercore ISI	July	50 bps
Goldman Sachs	July	50 bps
Nomura	July	50 bps
JP Morgan	July	75 bps
Morgan Stanley	July	75 bps
Barclays	September	25 bps
LH Meyer	September	50 bps
TD Securities	September	50 bps
UBS	September	50 bps
Wells Fargo	September	50 bps
Bank of America	December	25 bps
Deutsche Bank	December	25 bps
Mizuho	Not 2024	0 bps

資料來源：WSJ · 永豐投顧整理

Fed官員談話基調一致：不急著降息

職位/地區	官員	投票權	對利率展望的最新表態(藍色為3月CPI公布後)
理事會	主席	Jerome Powell	✓ 讓限制性政策有更多時間發揮作用是合適的
	副主席	Philip Jefferson	✓ 如果通膨壓力持續，應在更長的時間內維持高利率
	理事	Michael Barr	✓
	理事	Michelle Bowman	✓ 現在還不是降息的時候，但仍預期通膨進一步下滑
	理事	Lisa Cook	✓ 須謹慎降息
	理事	Adriana Kugler	✓ 供給面改善會幫助通膨下滑，今年降息是合適的
	理事	Christopher Waller	✓ 數據顯示減少降息次數或推遲降息時間點是合適的
分行行長	紐約	John Williams	✓ 距離實現目標還有一段時間，短期不需調整政策；不排除升息可能性
	克里夫蘭	Loretta Mester	✓ 現在最大的風險是過早降息，預期今年降息3碼
	里奇蒙	Thomas Barkin	✓ 數據顯示可能需要一些時間才能達成通膨目標；美國需求沒過熱，沒有必要升息
	亞特蘭大	Raphael Bostic	✓ 預計第四季才會開始降息；不排除升息可能性
	舊金山	Mary Daly	✓ 現在絕對沒有調整政策利率的急迫性
	波士頓	Susan Collins	✓ 近期數據顯示降息2碼的可能性比3碼高
	聖路易斯	Alberto Musalem	
	堪薩斯	Jeffrey Schmid	✓ 近期數據告訴官員需要保持耐心
	芝加哥	Austan Goolsbee	✓ 今年前三個月的通膨情況肯定變得更糟糕
	達拉斯	Lorie Logan	✓ 越來越擔心通膨停滯，現在考慮降息還為時過早
	費城	Patrick Harker	✓ 經濟保持韌性，就業依舊強勁，通膨然過高
	明尼阿波里斯	Neel Kashkari	✓ 今年前兩個月的通膨令人擔憂，預期今年降息2碼

資料來源：永豐投顧整理

主席Powell態度明顯轉鷹

The recent data have clearly not given us greater confidence and instead indicate that it is likely to take longer than expected to achieve that confidence.

(近期數據顯然沒有給我們更多信心，反而表明可能需要比預期更長的時間才能達成信心)

If price pressures persist, he said, the Fed can keep rates steady for as long as needed.

(如果通膨壓力持續，需要的話可以保持利率在現有水準)

Given the strength of the labor market and progress on inflation so far, it's appropriate to allow restrictive policy further time to work.

(鑒於至今為止強勁的就業市場與通膨進展，給限制性利率更長的時間發揮作用是合適的)

Fed wasn't considering rate increases, either.

(沒有考慮升息)

Fed would be prepared to cut rates if the economy was slowing sharply.

(如果經濟大幅放緩，Fed將準備好降息)

Three- and six-month annualized inflation rates were now running above that level, underscoring how recent data have gone in the wrong direction.

(通膨3個月、6個月年化成長率高於年增率，顯示數據往錯誤的方向走)

資料來源：永豐投顧整理

Fed延至第三季降息可能性高

日期	經濟數據	貨幣政策
5/1		5月FOMC會議
5/3	4月就業報告	
5/15	4月CPI	
6/7	5月就業報告	
6/12	5月CPI	6月FOMC會議
7/5	6月就業報告	
7/11	6月CPI	
7/30		7月FOMC會議
8/2	7月就業報告	
8/14	7月CPI	
9/6	8月就業報告	
9/11	8月CPI	
9/18		9月FOMC會議
10/4	9月就業報告	
10/10	9月CPI	
11/1	10月就業報告	
11/5	2024年總統大選	
11/7		11月FOMC會議
11/13	10月CPI	
12/6	11月就業報告	
12/11	11月CPI	
12/18		12月FOMC會議

House View: 通膨黏著，然降溫趨勢不變，預期Fed將於第三季降息

資料來源：永豐投顧整理

比較確定的是，Fed即將放緩縮表(5或6月公布，次月實施)

The vast majority of participants thus judged it would be prudent to begin slowing the pace of runoff fairly soon.

(絕大多數的官員認為應該盡快開始放緩縮表步伐)

With the extent of future declines in ON RRP take-up becoming more limited, further balance sheet runoff will likely translate more directly into declines in reserve balances, potentially at a rapid pace.

(隨著ON RRP下降的空間變得更加有限，縮表可能會更直接地顯現在準備金的下降)

Slower runoff would give the Committee more time to assess market conditions as the balance sheet continues to shrink. It would allow banks, and short-term funding markets more generally, additional time to adjust to the lower level of reserves.

(放緩縮表可以讓銀行與貨幣市場有更多時間適應較低的準備金水準)

In their discussions regarding how to adjust the pace of runoff, participants generally favored reducing the monthly pace of runoff by roughly half from the recent overall pace.

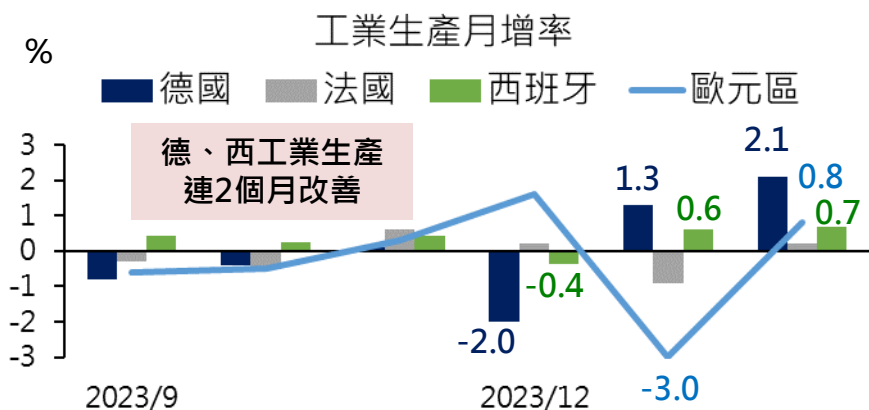
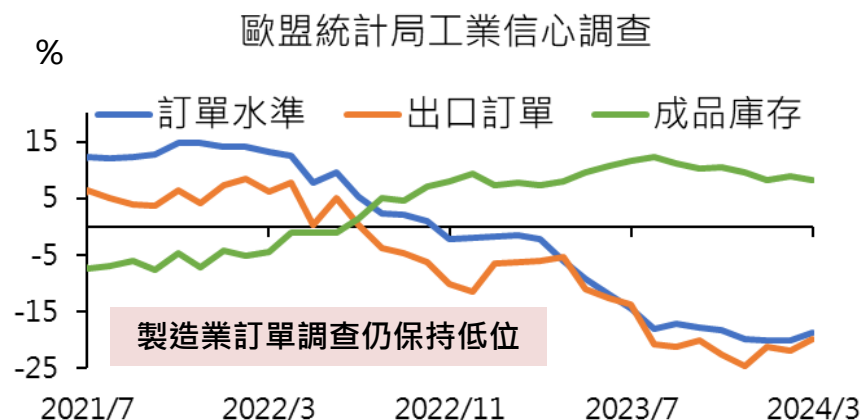
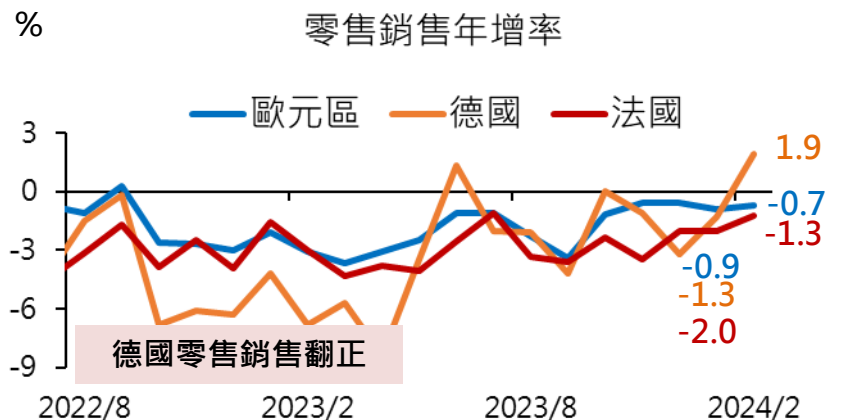
(官員普遍贊成將縮表速度減半)

Participants generally preferred to maintain the existing cap on agency MBS and adjust the redemption cap on U.S. Treasury securities to slow the pace of balance sheet runoff.

(官員普遍傾向維持MBS的減持速度，並調整美國公債的減持速度)

資料來源：Federal Reserve · 永豐投顧整理

歐元區數據溫和改善，1Q GDP小增0.1%

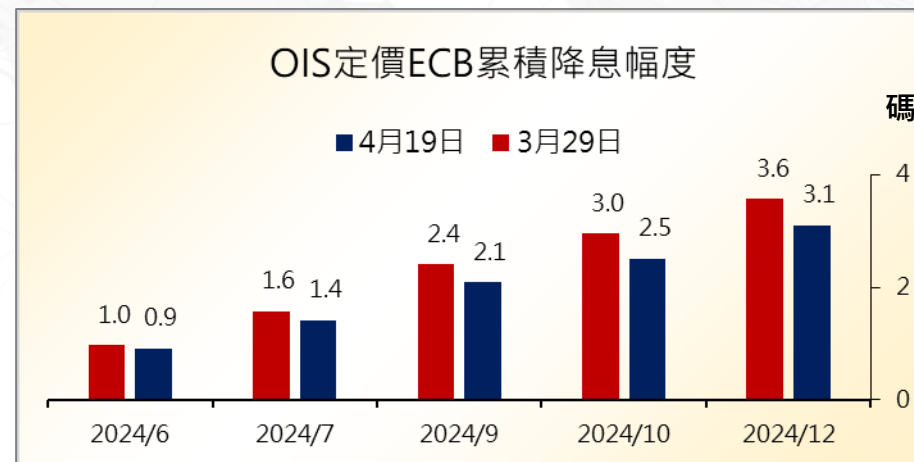
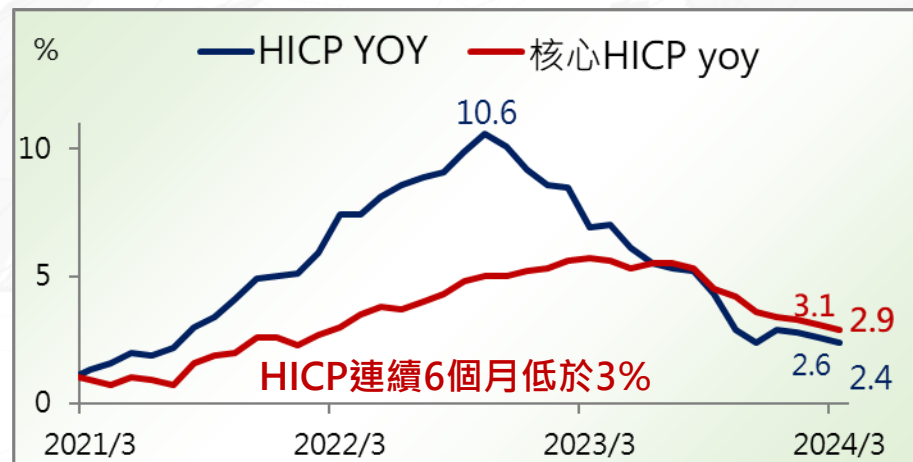


Euro Zone GDP Growth Forecast (QoQ%)						
Institutions	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024
Goldman	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.7
Wells Fargo		0.1	0.3	0.5	0.4	0.7
HSBC		0.1	0.2	0.3	0.3	0.5
UniCredit		0.1	0.2	0.3	0.3	0.5
BofA		0.0	0.2	0.2	0.3	0.4
SinoPac		0.1	0.3	0.3	0.4	0.7

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

歐元區3月通膨續緩至2.4%，ECB放鴿，估6月首次降息

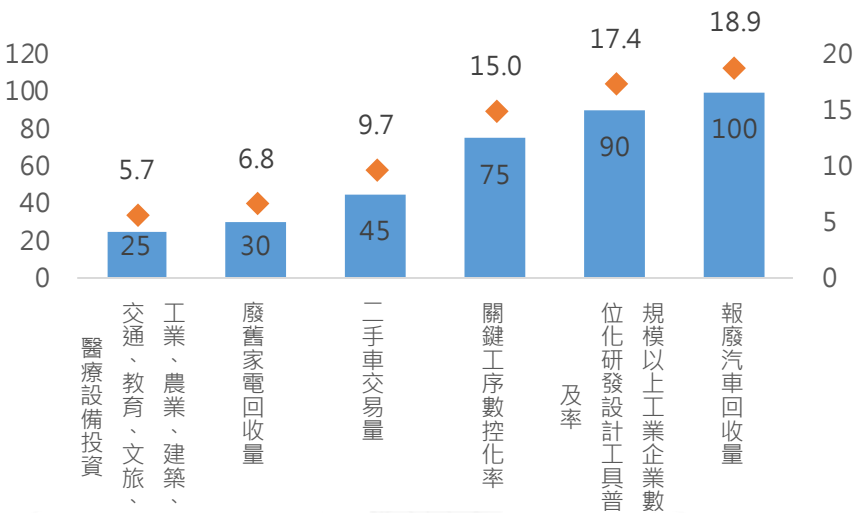
- **會議決策：**ECB 4/11 決議按兵不動，將存款利率維持於4.00%，重申下半年每月減少75億歐元PEPP再投資、年底完全結束PEPP再投資；
- **會後聲明：**近期數據證實ECB對通膨前景的預測，薪資成長逐漸放緩。如果理事會對通膨前景、潛在通膨動態和貨幣政策傳導力度的最新評估，能夠進一步增強其對通膨持續向目標2%收斂的信心，則降低貨幣政策的限制性是合適的；
- **利率展望：**ECB總裁Lagarde會後表示重申目標為整體通膨降至2%，ECB已於3月經濟預測中預估明年HICP年增率降至2%。考量近期通膨趨勢，研究處預估歐元區4、5月通膨也將保持低檔，ECB 6月會議時應可維持明年HICP降至2%的預測，故維持ECB 6月開始降息，2Q~4Q分別降息1、1、2碼看法。



資料來源：Bloomberg，ECB，永豐金控整理

中國—國務院印發舊換新《行動方案》

- **政策目標：**提出到2027年，工業、農業、建築、交通、教育、文旅、醫療等領域設備投資規模較2023年增長25%以上；重點行業主要用能設備能效基本達到節能水平，環保績效達到A級水平的產能比例大幅提升，規模以上工業企業數碼化研發設計工具普及率、關鍵工序數控化率分別超過90%、75%；報廢汽車回收量較2023年增加約一倍，二手車交易量較2023年增長45%，廢舊家電回收量較2023年增長30%，再生材料在資源供給中的佔比進一步提高；
- **供給面為主：**著重在製造設備換新，包括涉及新質生產力的高科技或新興產業科技，亦支持提高傳統產業或重工業的生產效率，透過有效需求、節能減碳與智能、自動化提高產能與服務的品質，形成升級的軟性約束，硬性約束則是《通知》裡涉及一系列工產品、消費品與品質、檢疫與認證標準與國際標準對接，強化「中國製造」的競爭力，對內則是強調透過統一大市場清除地方壁壘；需求面為輔，大宗商品消費緊貼「三大工程」、運輸設備，一般消費包括開展汽車、家電的舊換新，以及居家裝修；
- **成效預估：**3/24 發改委主任鄭柵潔表示**工業、農業、建築、交通、教育、文旅、醫療等7大領域推動設備更新，有望形成年規模5萬億元以上的巨大市場**；展開汽車、家電、家居等耐用消費品更新換代，有望釋放萬億規模的市場潛力；**推動能耗雙控向碳排放雙控轉變，2030年前每年至少需要新增投資2萬億元以上。**

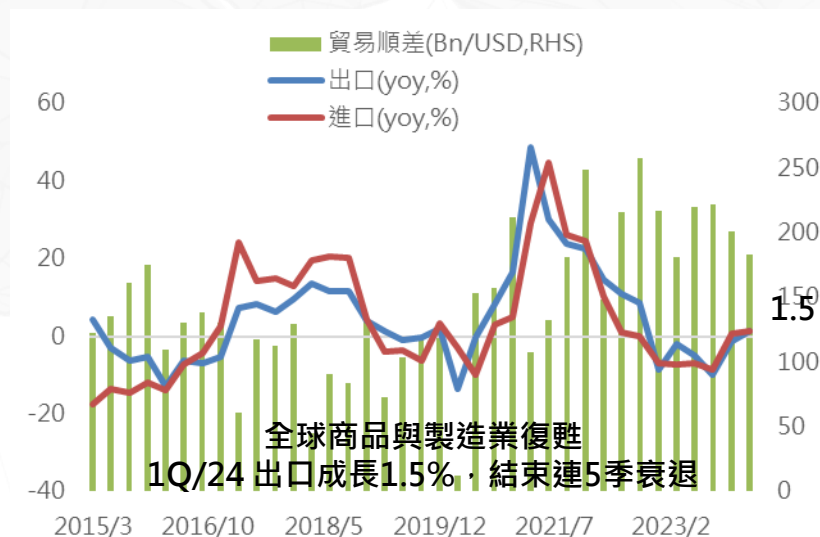
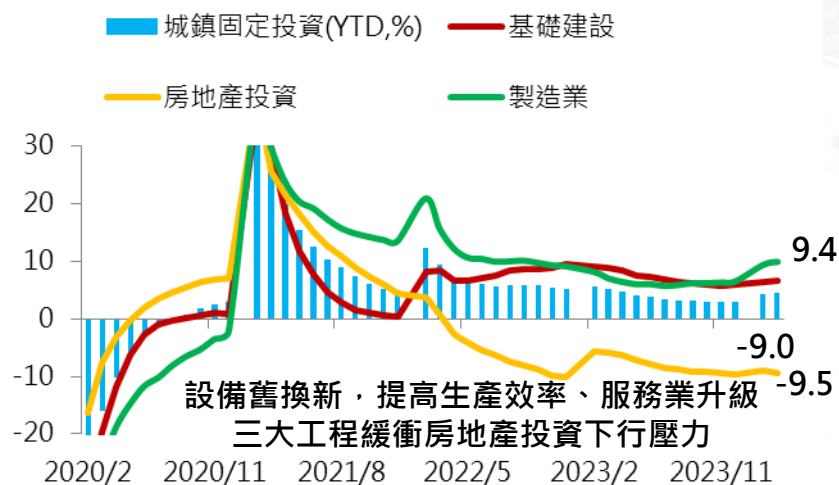
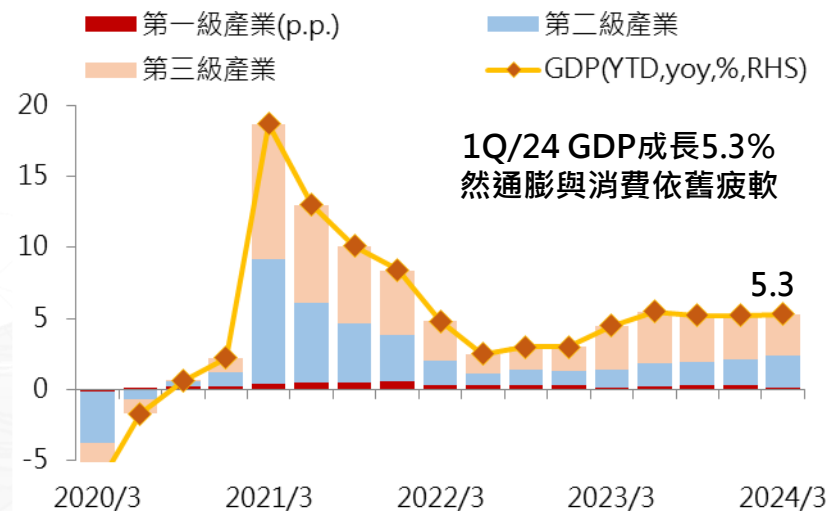


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

(單位,YTD · yoy,%)	9	10	11	12	2024/2	3
營建及安裝	2.4	2.2	2.1	2.1	4.3	4.6
購買設備工具	6.8	6.6	6.7	6.6	17	17.6
其他	3.1	2.9	3.1	3.1	-2.4	-2.1
高技術投資	11.4	11.1	10.5	10.3	9.4	11.4
製造業	6.2	6.2	6.3	6.5	9.4	9.9
一般機械	5.1	5.2	3.4	4.8	11.3	13.9
特殊機械	8.2	10.7	10.4	10.4	12	14.1
電機設備	38.1	36.6	34.6	32.2	24.1	13.9
汽車	20.4	18.7	17.9	19.4	7	7.4
基礎建設	6.2	5.9	5.8	5.9	6.3	6.5
房地產	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9	-9.5
資訊及通訊	13.3	13.3	14.3	13.8	12.9	
科學及技術活動	21	20	19.1	18.1	4.5	
醫療保健	-1.5	-2.4	-3.4	-4.4	-7.5	
批發零售	-2.3	-1.9	-0.4	-0.4	-4.4	
飯店及外燴服務	5.5	6.2	7.9	8.2	19	

出口復甦、設備舊換新，中國1Q GDP+5.3%

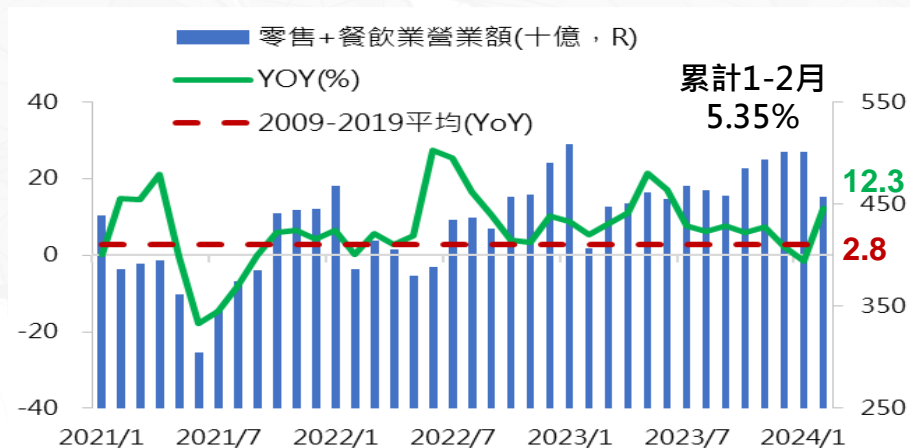
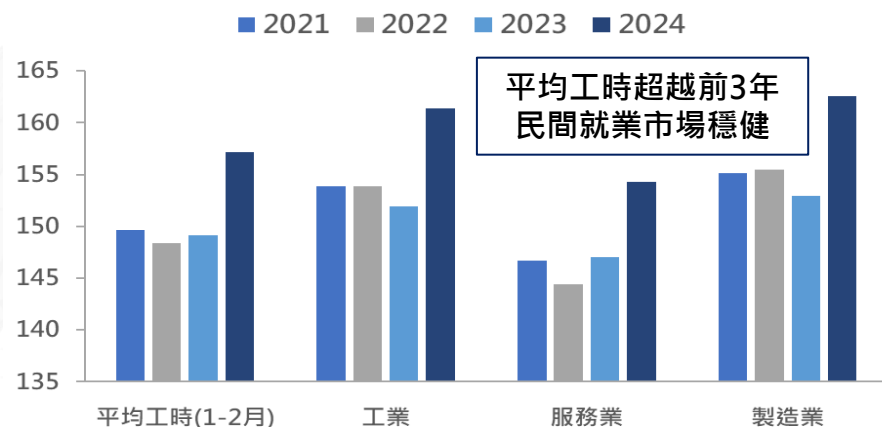
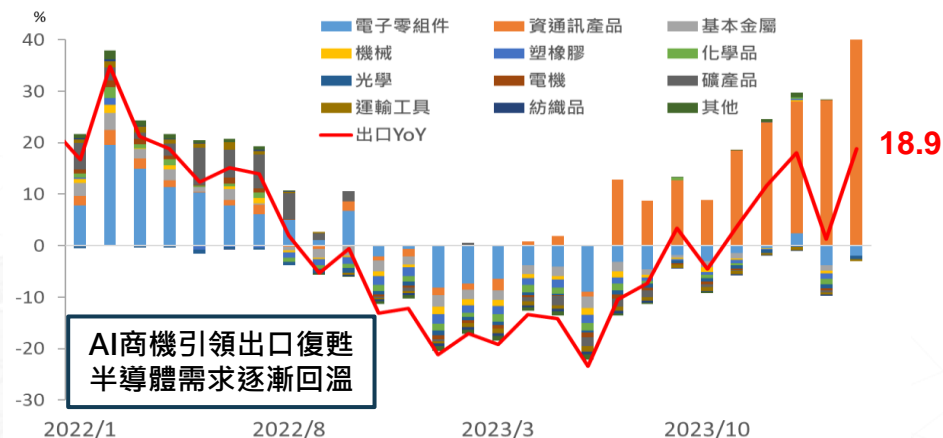
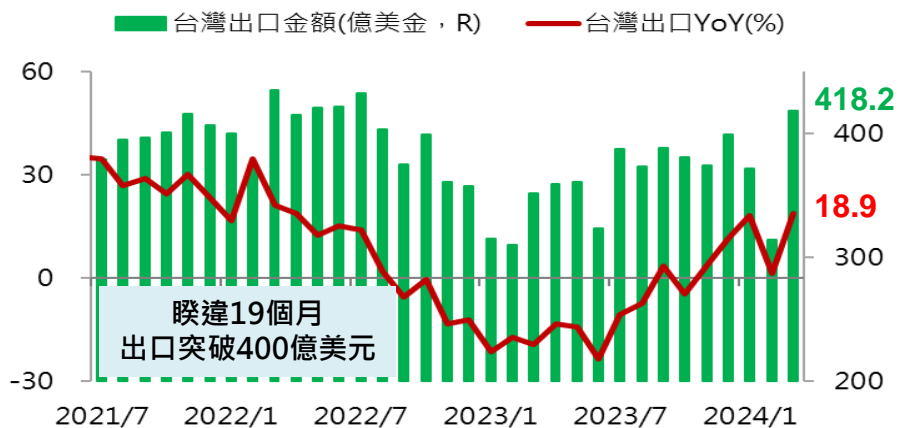
項目單位： (yoy,%,Bn/USD)	2023/10	11	12	2024/1	2	3
零售銷售	7.6	10.1	7.4	7.4	3.1	
製造業PMI	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8
城鎮固定投資(YTD)	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5
工業生產	4.6	6.6	6.8	6.8		4.5
出口成長	-6.6	0.7	2.3	8.2	5.6	-7.5
進口成長	2.9	-0.7	0.2	15.4	-8.2	-1.9
貿易收支	56.0	69.3	75.3	85.5	39.7	58.6
CPI	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1
PPI	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8
城鎮調查失業率	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3	5.2
社會融資規模	9.3	9.4	9.5	9.5	9.0	8.7
M2	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

台灣一出口突破400億美元，就業市場穩健支撐民間消費

全球景氣解析



資料來源：CEIC · Bloomberg · 永豐投顧整理

股市-戰爭、降息預期修正、AI信心滑落，股市普遍下跌

市場回顧與展望

		2023封關	2024/3/19	2024/4/19	期間漲跌(3/19~4/19)	YTD(%)
美歐股市	道瓊	37,690	39,111	37,986	-2.9	0.8
	S&P500	4,770	5,179	4,967	-4.1	4.1
	NASDAQ	15,011	16,167	15,282	-5.5	1.8
	德國DAX	16,752	17,987	17,737	-1.4	5.9
	法國CAC	7,543	8,201	8,022	-2.2	6.4
	英國FTSE	7,733	7,738	7,896	2.0	2.1
亞洲股市	日本	33,464	40,004	37,068	-7.3	10.8
	中國	2,975	3,063	3,065	0.1	3.0
	香港	17,047	16,529	16,224	-1.8	-4.8
	南韓	2,655	2,656	2,592	-2.4	-2.4
	台灣	17,931	19,857	19,527	-1.7	8.9
	新加坡	3,240	3,174	3,177	0.1	-2.0
	泰國	1,416	1,382	1,332	-3.6	-5.9
	馬來西亞	1,455	1,545	1,548	0.2	6.4
	印尼	7,273	7,337	7,087	-3.4	-2.6
	菲律賓	6,450	6,848	6,443	-5.9	-0.1
金磚	俄羅斯	1,083	1,112	1,174	5.6	8.3
	巴西	134,185	127,529	125,124	-1.9	-6.8
	印度	72,240	72,012	73,088	1.5	1.2
其他	新興亞洲	642	647	629	-2.7	-2.0
	新興歐洲	117	121	126	3.8	7.1
	拉丁美洲	2,663	2,485	2,399	-3.4	-9.9

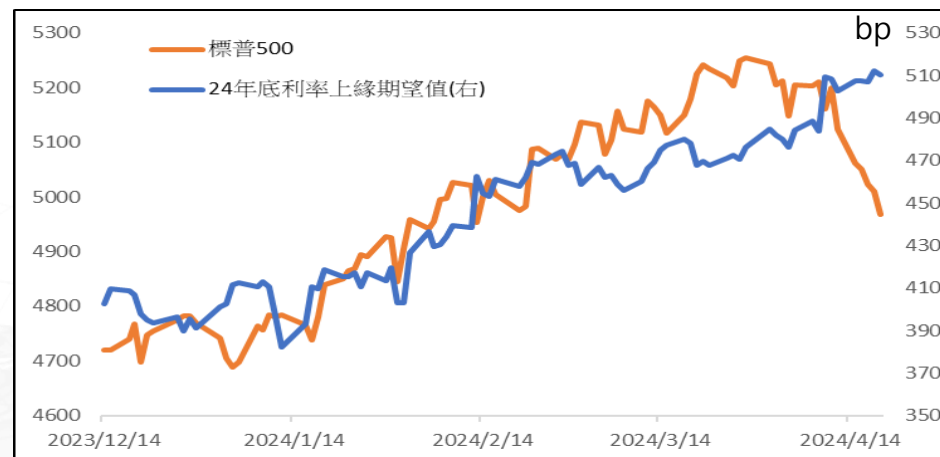
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美股-AI信心受挫，聚焦本週AI財報，暫維持相對正向

AI信心受挫，聚焦AI財報季消息

MON	TUE	WED	THU	FRI
22 CDNS	23 TSLA、TXN	24 META、IBM、 NOW、LRCX	25 MSFT、GOOGL、INTC、 KLAC、SK Hynix (000660)	26
29 NXPI、ON	30 AMZN、AMD、SMCI、 Samsung(005930)	1 QCOM、ADP、 EQIX	2 AAPL、MCHP、 DLR、FTNT	3
5月 6 PLTR	7 IFNNY、DDOG	8 ARM	9	10 TOELY
13	14	15 CSCO、SNPS	16 AMAT	17
20	21	22 NVDA、ADI、SNOW、 NTNX	23 MRVL、LNVGY	24
27	28 PANW、INTU	29 CRM、CRWD	30 DELL	31

今年以來降息預期非影響股市主因



泡沫指標多數降溫，但估值依然偏高

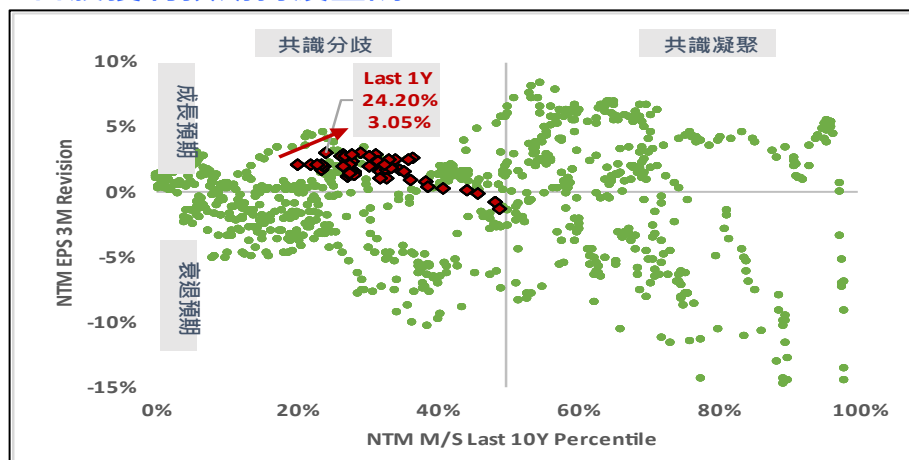
截至4/19	指標/數據	當前水位	疫情灌水時 水位	07泡沫時 水位	00泡沫時 水位	漂亮50時 水位	1970來 歷史紀錄
流動性/ 估值泡沫	ECY(反指標)	1.64	3.1	1.2	-1.52	0.54	-1.52 (網路泡沫)
	納斯達克市值/ 銀行準備金	7.3	7	QE前不具參 考性	QE前不具參 考性	QE前不具參 考性	9 (2019年錢荒)
貪婪情緒 泡沫	美銀牛熊指標	5	7.1	9附近 (回測數據)	未提供	未提供	接近10 (2013年市)
	AAll散户牛熊 利差	4.3%	36.5%	31.5%	54.3%	未提供	62.9% (2003年市)
漲幅集中 泡沫	SPX年增率 - SPW年增率	10%	14%	6%	20%	未提供	20% (網路泡沫)

- 當前股市主要驅動力為AI本夢比和過剩資金，降息預期並非影響美股走勢主因；然ASML的EUV訂單大幅下滑，以及SMCI未提前公布預報，導致投資人擔憂AI晶片需求觸頂，本周財報季變得非常重要。
- 市場資金仍過剩，4/19銀行準備金達3.52兆，3月底為3.5兆。只是納指市值/準備金規模仍在7倍以上，高於疫情灌水時水準，流動性較難再支撐股市上揚。
- 展望：聚焦週四SK海力士和英特爾是否維持AI晶片供不應求的預估；如果本週軟體巨頭資本支出下修，AI晶片看到供需轉向平衡，我們將下調美股和科技股評等，暫先觀察，維持大盤相對正向。假設最糟的情況，AI真的需求觸頂，預期標普500跌至4600點左右。

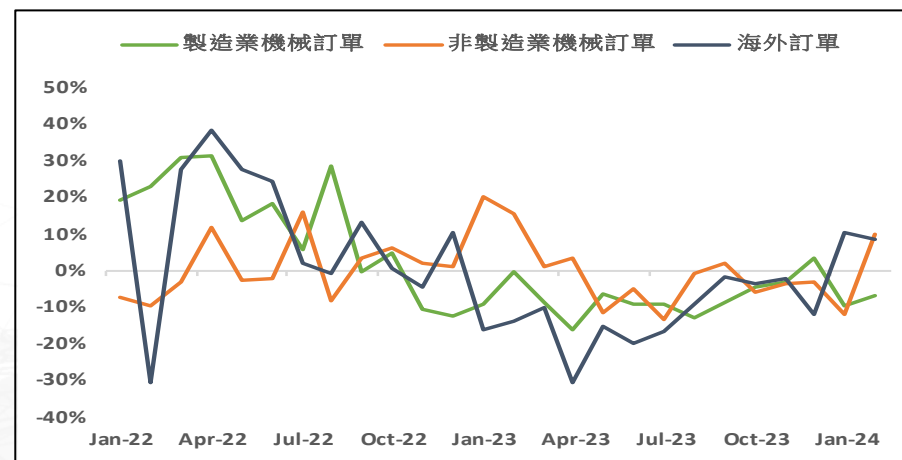
資料來源：Bloomberg、AAll、Nasdaq、BofA、永豐投顧整理

日股—經濟改善趨勢穩定，股市修正使進場窗口浮現

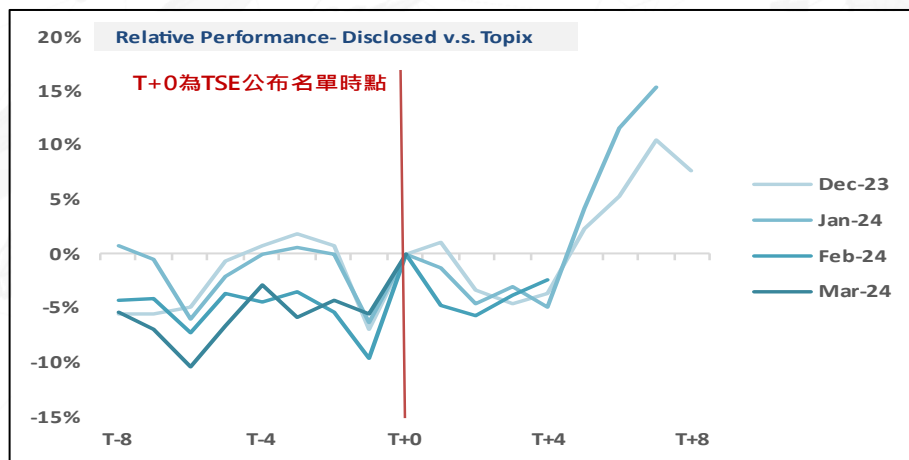
日股獲利預期持續上調



製造業加速復甦，民間核心機械訂單時隔11個月轉正



參與改革企業表現顯著擊敗大盤

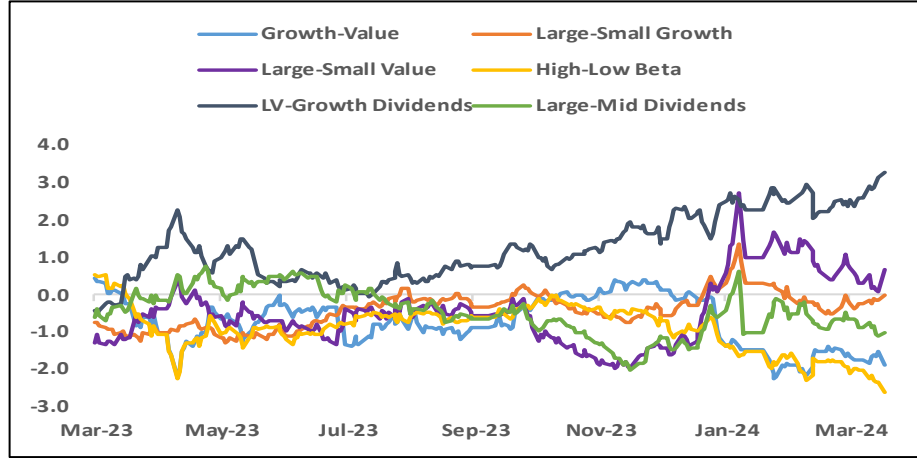


資料來源：LSEG，永豐投顧整理

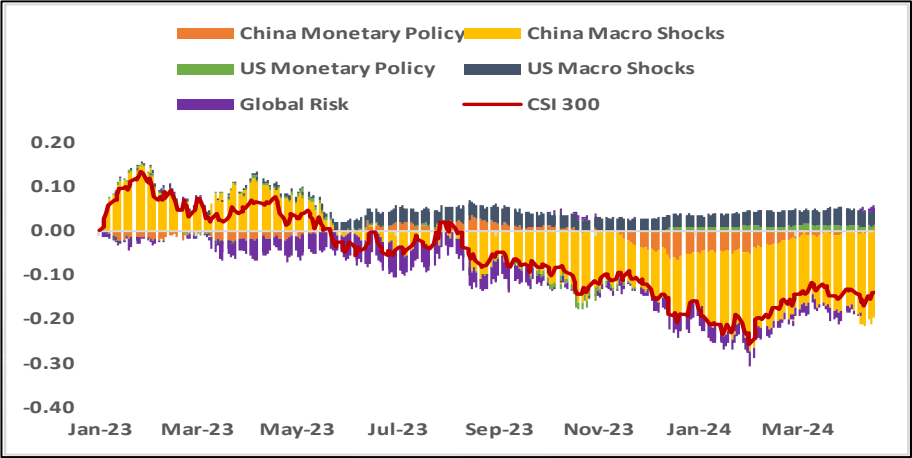
- 第四輪春鬥數據顯示已有74.8%工會提出調薪需求，整體 / 中小型加薪幅度由5.24%→5.20%、4.69%→4.75%，預計全年將站穩5%漲幅，並且加薪風潮已初顯端倪，2月平均月薪同比由1.5%→1.8%，其中基本薪資大幅加速至2.2%，創歷史新高。
- 展望：經濟改善訊號正在進一步擴散，強勁的遊客消費使服務業保持暢旺，製造業則隨全球庫存回補而逐步回暖，近期機械訂單及工具機訂單顯示其改善勢頭愈發強烈，而隨著春鬥影響滲透，內需復甦正緩慢接入正軌。維持日股正向評等，基本面穩健下公司治理改革有機會推動日股年內再創高點，Topix指數預估區間2600~3000點，2700點以下是較佳的進場點位。

陸股-基本面訊號持續震盪，維持相對負向評等

市場環境不健康，資金集中大型高股息



根據BBG模型拆解，股市下跌主因仍是經濟衝擊



經濟Surprise集中在1-2月，3月普遍表現不佳

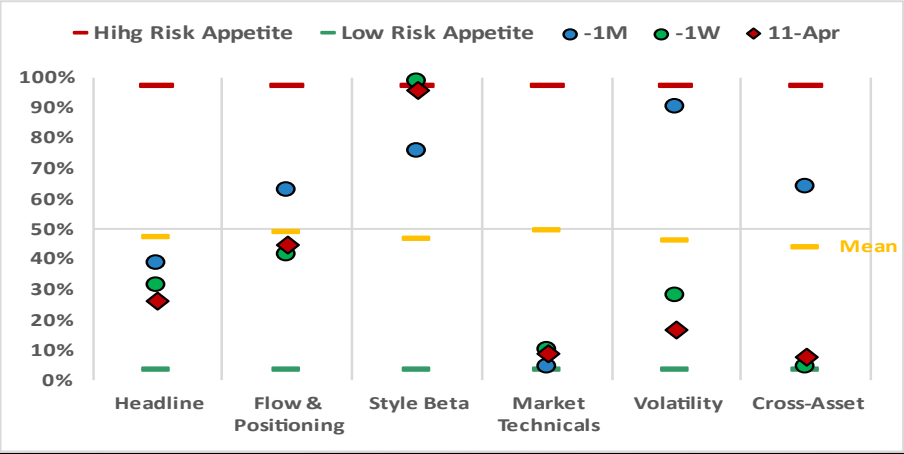
		Jan-24	Feb-24	Mar-24
景氣信心	官方製造業PMI	0	0	0.9
	財新製造業PMI	0.2	0.3	0.1
經濟	出口	-	5.2	-5.2
	進口	-	2	-3.3
	貿易餘額	-	21.46	-11.65
	工業生產指數	-	2	-1.5
	社零	-	0.3	-1.5
	城市固定投資	-	1	-
信貸	貸款餘額	0	-0.1	-0.3
	社融	950	-661.7	172.5
	新增人民幣貸款	420	-50	-470
	M2	-0.6	-0.1	-0.4
物價	CPI YoY	-0.3	0.4	-0.3
	CPI MoM	-0.1	0.3	-0.5
	PPI	0.1	-0.2	0

資料來源：LSEG，永豐投顧整理

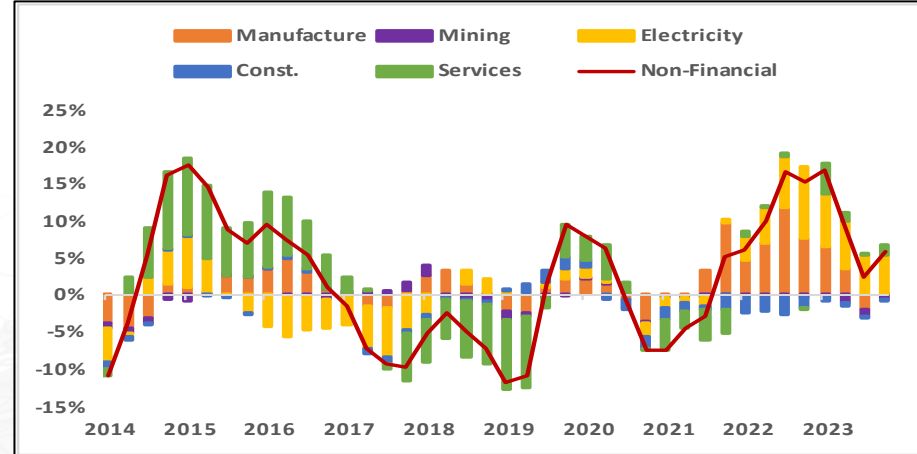
- 隨設備更新及消費品舊換新陸續發酵，出口復甦及製造業大量投資推動經濟成長，1Q GDP超預期達5.3%，但在繁榮背景下的警訊也未消逝，消費降級趨勢在通膨及零售數據中浮現，3月CPI由0.7%降至0.1%，食品、汽車及通訊產品的通縮傾向持續深化；3月社零由5.5%續降至3.1%，不及預期4.6%。
- 展望：基本面訊號持續震盪，缺乏交易主軸使市場信心疲軟，相關避險指標如高股息偏離程度、黃金溢價、海外基金溢價幅度等依舊居高不下，北向資金亦從4月起由正轉負，中短期內股市下行壓力仍將阻擋A股進一步反彈，需等待基本面改善訊號，維持相對負向評等，CSI300指數3個月預估區間為3300~3700點。

印股—投資計劃如雨後春筍，維持相對正向評等

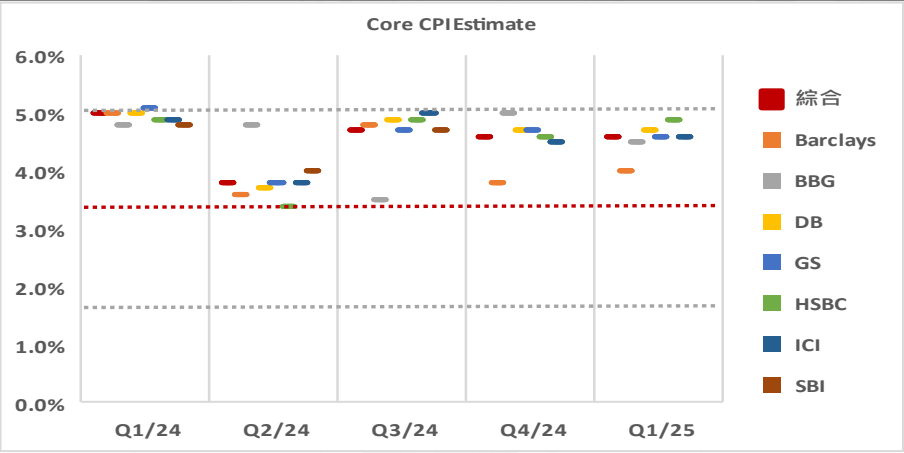
印股市場情緒與風險偏好中性偏低，無過熱跡象



政策吸引投資落地，投資週期再度擴張



通膨失控風險已大幅減緩，預估RBI Q3降息

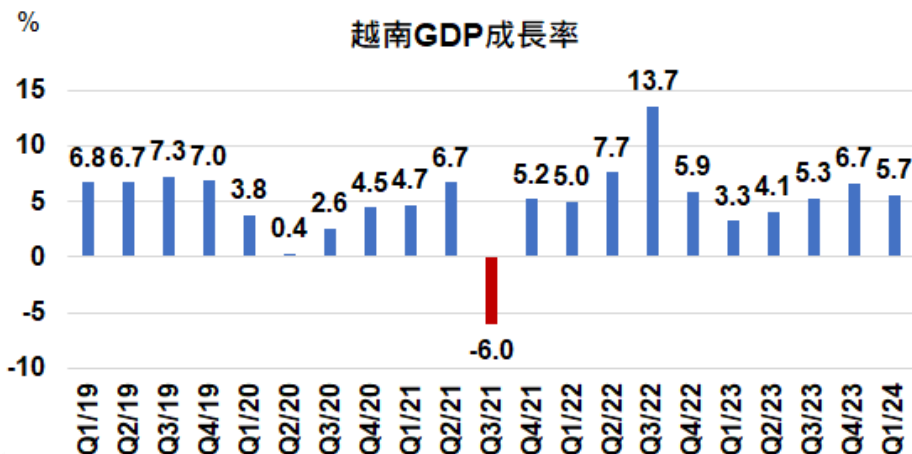


- 印度強勢擴張勢頭依舊，強勁內循環使印度在全球動盪之際仍保持穩健成長，並且財政與貨幣政策前景明確，莫迪當選勝券在握使未來5年政策脈絡清晰可辨，PLI2.0與基建計畫已為下一階段成長播下種子，印度2月已公告投資專案金額同比由2.4%→5.9%，顯示隨著大選推進，投資週期已再度邁入上升期，大量的投資計畫更進一步帶動如電力與貸款等其他需求。
- 展望：在全球市場波動加劇時刻，印度穩定、強勁且抗外部干擾的政經局勢成為良好的避風港，維持相對正向評等，逢拉回即可分批佈局，產業建議汽車、工業、能源、公用事業與房地產，Nifty50未來3個月區間預估為22000~24500點。

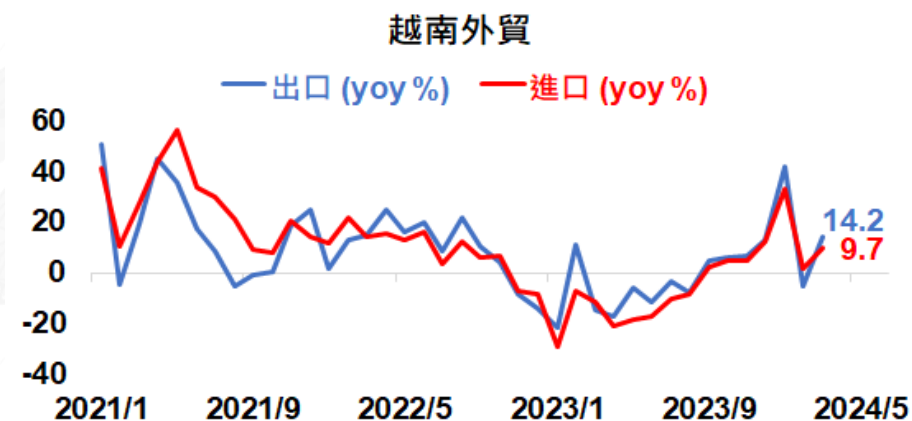
資料來源：LSEG，Statista，永豐投顧整理

越股—加工製造和出口復甦提振增長，維持相對正向

1Q GDP年增5.66%，高於政府的5.2~5.6%目標

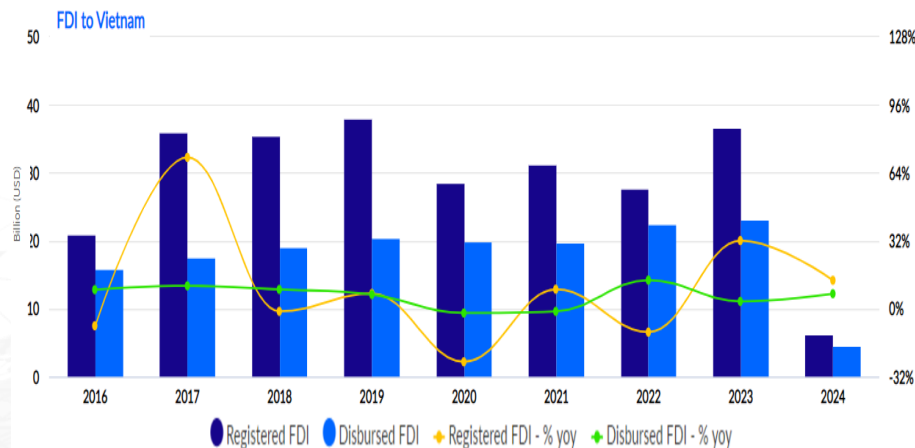


1Q出口年增17.0%、進口年增13.9%，外貿表現不俗



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

1Q FDI新註冊資金增長13.4%至61.7億美元，引資暢旺



- 越南1Q GDP年增5.66%，呈現GDP增速略降但出口動能增強的態勢，通膨依然溫和可控，預計受到出口、消費及投資等傳統三駕馬車拉動，伴隨吸引FDI資金強勁增長和改善體制，有望提振今年經濟成長6.5%。
- 企業財報季正式起跑，聚焦年度股東大會的營運和後市展望，在需求好轉進而提振企業盈利的背景下，預期上市企業1Q獲利增長6.5%、全年實現雙位數增長。
- 大盤進入4月走勢相對震盪，先後受到獲利調節賣壓、中東緊張局勢引發避險情緒、國內打擊貪腐消息及央行重啟金條拍賣進而抽走部分短線流動性等利空干擾，導致大盤快速跌至200日線1175點超賣區間，維持越股相對正向，產業建議以出現穩定復甦訊號的房地產、證券、銀行為主，預估指數區間1150~1400點。

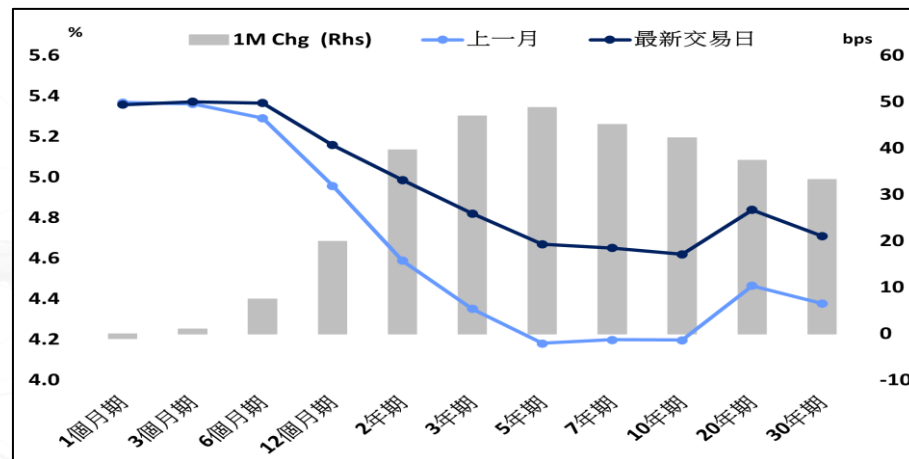
通膨擔憂導致美債拋售，10年期>4.5%進場安全邊際充足

市場回顧與展望

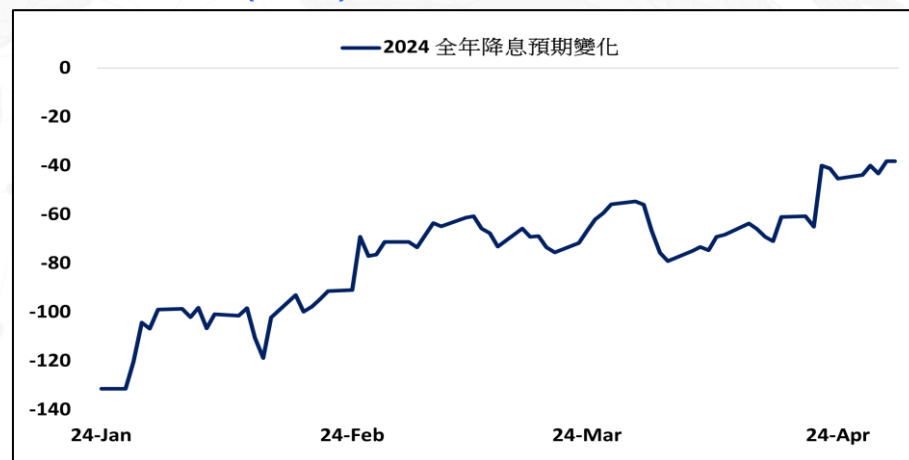
各國公債		2023封關	2024/3/19	2024/4/19	報酬率 (3/19~4/19)
歐洲	希債10年券	3.08	3.35	3.49	-1.03
	葡債10年券	2.79	3.08	3.17	-0.85
	義債10年券	3.70	3.72	3.90	-1.42
	西債10年券	2.99	3.26	3.31	-0.41
	法債10年券	2.56	2.89	3.01	-0.93
	德債10年券	2.03	2.45	2.51	-0.48
	英債10年券	3.54	4.06	4.23	-1.35
G3	日債10年券	0.62	0.73	0.84	-0.98
	美債10年券	3.86	4.30	4.62	-2.53
亞太	台債10年券	1.23	1.29	1.69	-3.70
	韓債10年券	3.18	3.47	3.58	-0.90
	澳債10年券	3.96	4.10	4.25	-1.29

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

殖利率曲線出現熊市，以及「小幅」陡峭化的現象



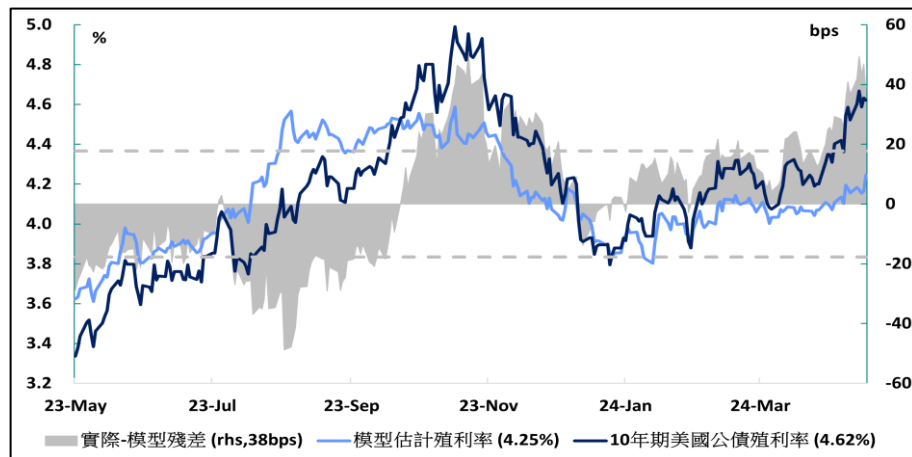
CPI公布以後(4/10)，降息預期並未進一步出現上修



美債再次遇到拋售，但情況與去年有所不同...

三種不同情境下，預計10年期美債殖利率年底將分別為3.93%、4.08%、4.57%

估值模型再次出現接近兩個標準差的買進訊號



與去年8-10月拋售相比，原因完全不相同



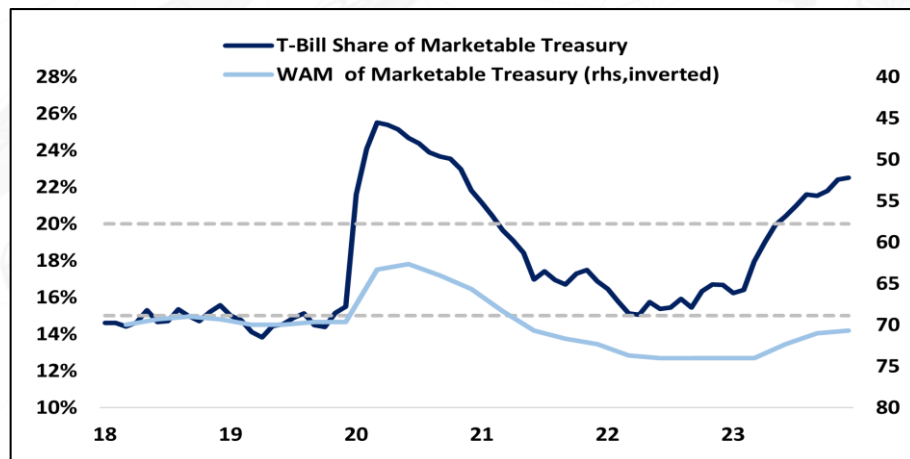
- 目前市場定價接近2024年內兩次降息，從各大投行預測明顯發散來看，政策路徑的不確定性大幅增加，這其中包括了年內降息次數更少甚至不降息的可能性，這會導致我們目前的殖利率預測面臨再次上修的風險。
- 與去年8-10月拋售時相比，近幾個月美國利率拋售是由預期的短期利率成分推動的，並非發生如同去年的期限溢價上升情形。
- 在目前的水準上，預期的短期利率部分已經接近去年出現的週期性高峰，而當時的背景是通膨更高，聯準會並未表示明確轉向態度。

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

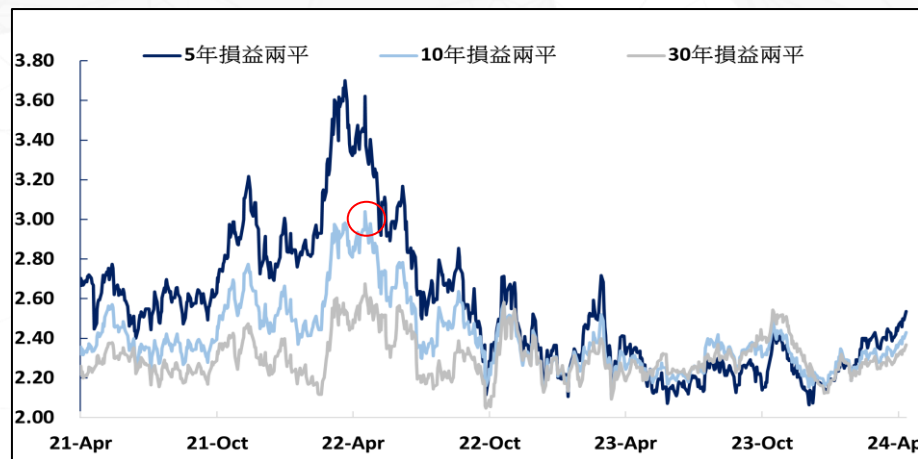
基於兩點理由，現在買進的潛在損失有限

- 我們持續認為4.5%以上作多是相對安全的: (1) 聯準會短期內再次升息的可能性很小，這限制了潛在損失；(2) 熊市陡峭化的能力是有限的。
- 後續可能的利空:
 1. 如果在**長期高水準的利率環境中重新出現對債務持續性的擔憂**，則期限溢價仍有重新定價走高的空間，**這將進一步使曲線變得陡峭**。但我們認為即使目前的債券供給相對較高，但年內應不會看到財政部另一輪的中長期美國公債增發(經濟好、金融資產利得促使稅收增加，高利率環境依賴T-BILL再融資即可，沒有必要增發中長期美國公債)。
 2. **聯準會進一步升息的可能性**。機率甚低，可能需要看到通膨預期指標升至3%以上(2022年6月的高峰)。
 3. **11月美國大選後的財政寬鬆情境可能同時為以上兩者帶來利空**，通膨預期升溫及對美國財政狀況的債務持續性擔憂。

高利率環境下，財政部將持續依賴發行短天期債券



通膨預期重回去年高點水平，但仍不及2022年高峰



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

原物料-供應收緊提振咖啡創高、貴賤金屬雙雙強勢反彈

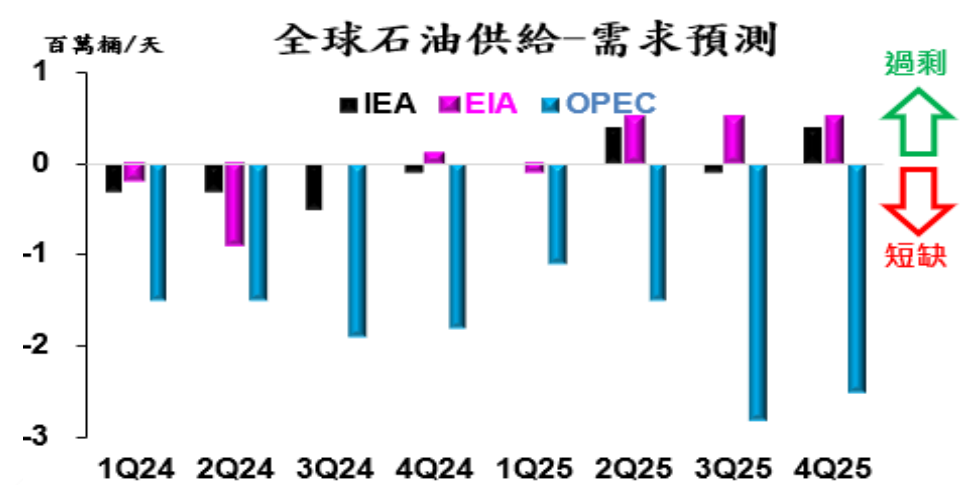
市場回顧與展望

		2023封關	2024/3/19	2024/4/19	期間漲跌(%) (3/19~4/19)	YTD(%)
農作物	棉花	81	93	79	-15.7	-2.9
	咖啡	188	183	241	31.9	28.2
	糖	21	22	20	-8.8	-4.1
	小麥	628	553	550	-0.4	-12.4
	黃豆	1,294	1,186	1,151	-3.0	-11.1
	玉米	471	440	434	-1.4	-8.0
能源	原油	72	83	83	-0.4	16.0
	天然氣	3	2	2	0.5	-30.3
貴金屬	黃金	2,072	2,160	2,398	11.1	15.8
	白銀	24	25	29	15.5	19.8
	白金	992	897	936	4.3	-5.7
基本金屬	銅	8,559	8,977	9,876	10.0	15.4
	鉛	2,069	2,093	2,219	6.0	7.3
	鎳	16,603	17,395	19,326	11.1	16.4
	鋅	2,658	2,506	2,852	13.8	7.3
CRB指數		264	287	298	3.9	13.0

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

能源股—地緣風險未升級則石油溢價有限，維持中性評等

三大能源機構預計今年全球油市供不應求逾30萬桶/日

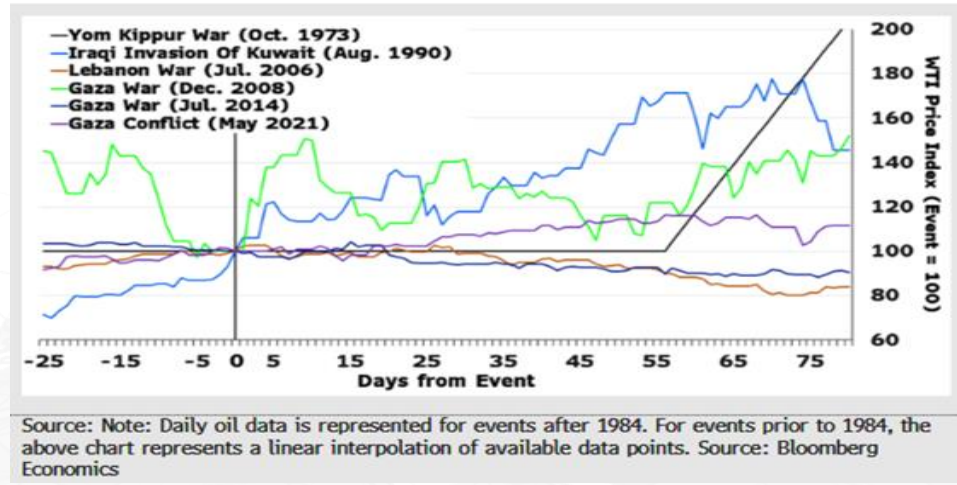


能源類股今年各季獲利增速預估皆較4週前大幅上修

每股盈餘成長率預估		日期	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	CY24*	CY25*
全行業		4月19日	-26.0%	15.8%	2.0%	1.1%	17.8%	-3.3%	8.3%
	4w.變動(ppt)		0.5	7.9	7.0	4.1	1.9	3.6	-2.9
S&P 500 能源指數	能源設備及服務	4月19日	16.4%	13.8%	19.3%	17.0%	23.0%	16.7%	19.2%
	4w.變動(ppt)		-0.9	-1.5	-0.5	0.3	0.6	-3.3	0.3
石油、天然氣及消費性燃料		4月19日	-28.0%	15.9%	0.8%	-0.2%	17.4%	-4.5%	7.4%
	4w.變動(ppt)		0.5	8.5	7.4	4.3	2.0	4.1	-3.2

資料來源：IEA，EIA，OPEC，Bloomberg，永豐投顧整理

石油對過去中東衝突顯示，若局勢未失控則石油溢價有限



- 油市正消化堅韌的需求前景、OPEC+ 減產和中東地緣政治衝突升級構成的供應下行風險，以及對沖通膨工具的金融需求回升，三大能源機構預期今年油市短缺逾30萬桶/日、墨西哥削減原油出口和美國恢復對委內瑞拉能源制裁等消息亦助力2Q價格和估值，WTI年內上看90美元，但認為個別地緣政治升級都不會造成額外供應衝擊。
- 市場對S&P500能源指數今年四季的獲利增長預期已較4週前顯著上修，預計1Q盈利減幅收斂至-26%。儘管中東緊張局勢升溫，但因各方傾向避免演變為區域戰爭，研判當前80-90美元的油價已經反映7-10美元的石油地緣風險溢價，從歷史經驗來看，未來除非軍事衝突導致意外的石油供應受阻，否則每次衝突對油價的影響將逐漸減弱，預期油價與能源股將區間運行，維持中性評等。

中東地緣風險及台積電展望重擊全球市場

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
成熟股市			
美國	相對正向	持平	市場對降息預期持續修正促使股市估值回落，然主要利多AI需求以及過剩流動性短期並未改變，留意下周AI軟體業財報資本支出計畫，以及以伊戰爭負面衝擊
歐洲	中性	持平	市場普遍預期ECB會在6月啟動降息，然近期戰爭擴大對油價影響效果仍不容小覷，而歐元區經濟和企業獲利相比美國又更加脆弱，故維持歐股中性評等
日本	正向	持平	2024春鬥調薪再創新高，激勵BOJ提前啟動寬鬆退場，宣示日本經濟正常化進程開始加速，預計實質薪資將在年中翻正，維持正向評等。
新興股市			
台灣	相對正向	持平	由於中東地緣政治升溫，後續伊朗會不會再次展開回擊並不明朗，台股將隨國際股市起伏，預期在外資避險況下將賣股求現，賣股首要標的則為台積電，故可觀察台積電股價止穩跡象。
中國A股 中國H股	相對負向 負向	持平 持平	預計在救市政策與L型復甦預期衝突下放大Q1波動，不過市場信心已有改善跡象，後續隨著國家隊退場，信心能否在政策及業績浪濤中企穩將是關鍵，維持相對負向評等。
印度	相對正向	持平	莫迪當選勝券在握使未來5年政策脈絡清晰可辨，而聖嬰現象與通膨持續減弱則開拓下半年降息空間，穩定、強勁且抗外部干擾的政經局勢使印股在全球市場中逆勢昂揚。
東協	中性	持平	本週印尼央行在匯率破16000關卡後入市干預，為了穩定本幣，須留意亞洲央行的鷹派動向。近期隨著輸入性通膨擔憂重燃及美元指數走強，東協市場區域內多數股市繼續遭到外資賣超。
越南	相對正向	持平	1Q GDP增長5.66%，加工製造與出口復甦，通膨溫和可控，惟近期強勢美元令越南盾承壓貶值，外資已經連七週賣超，技術面顯示越股大盤進入超賣區域，靜待匯市止穩及籌碼沉澱。

戰爭風險打擊各大產業，避險情緒追捧黃金

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
產業類股			
科技	相對正向	持平	本輪財報季和去年一樣，看到非AI持續疲弱但AI獲利強勁的狀況，只是現在最大的風險為戰爭導致的石油危機風險，引發科技股估值普遍下挫，仍要持續留意相關態勢發展
新能源	中性	持平	標普全球清潔能源指數近1個月下跌2.8%，跌幅大多集中在近1週(-5.2%)，基本面相對脆弱的太陽能類股首當其衝，承壓於美債殖利率回升、美國降息預期延後及企業獲利預期再遭下修。
能源	中性	持平	中東緊張局勢升級，但因各方傾向避免演變為區域戰爭，研判當前油價已反映7-10美元的石油地緣風險溢價，若事態未升級或石油設施未遭損壞，則未來每次衝突對油價的影響將減弱。
生技	相對正向	持平	下半年或降息，融資環境好轉有望加速企業研發和併購需求，擴大裁員來控制成本的效果也將在今年上半年漸漸顯現，故維持相對正向評等。
REITS	中性	持平	整體而言，購屋需求強勁但租金市場已趨向平衡，對REITs企業而言漲租能力大幅下降，加上FNER指數股利率約4.2%，不如去買風險較低的美債。
原物料			
黃金	中性	持平	受地緣政治避險情緒、追隨動能資金及替代法定貨幣需求提振，美國延後降息未打擊市場做多情緒，關注中東地緣政治發展，維持金價年內高點預估\$2522，預計金礦股表現落後實金。

利率衝擊債券表現，預計後續下跌空間有限

資產	投資評等	變化	評論
債券市場			
美國公債	相對正向	持平	降息預期的推遲與收斂讓殖利率出現進一步上修，其估值出現配置性價比。我們預計第二季度將看到此輪回徹的峰值，預計落在4.5-4.6%水準，有可能突破至4.7%，回到去年高峰5%的門檻相當高，並在第三季後開始下降。
投等債	正向	持平	鑒於整體殖利率水準仍然在歷史高水平，同時更具吸引力的殖利率持續支撐著投資者對IG債券更強勁的需求，預計利差表現將持續平穩。同時我們認為就估值角度而言，看好銀行債券利差收斂，整體維持正向看法。
非投等債	中性	持平	鑑於軟著陸前景與風險偏好增加，調降未來12個月違約率預期至3.0%以及現行合理的利差目標價至400bps，我們仍預計隨著降息的實現，利率利差關係正常化，HY利差將相對走擴。
新興債	相對正向	持平	新興主權IG相對美國IG的估值已回到中性水準，同時在軟著陸假設下，HY主權具備超額報酬的空間，基於以上兩點將評等上調至相對正向；我們同時看好新興企業信用，尤其看好亞洲(排除中國房地產)、中東產油國等地區。
可轉債	相對正向	持平	可轉債為投資者提供了一個機會，可以通過更多的下行保護來持有多頭部位。同時小型股相對於大型股的估值來看也非常便宜，美國可轉債短期將受益於小型股的反彈表現。

Fed主席Powell放鷹，DXY升至106.51，JPY貶破154

投資評等

資產	投資評等	變化	評論
貨幣市場			
美元	相對正向	上調	Fed將進入5月FOMC會議前緘默期，市場聚焦3月核心PCE與1Q GDP公布，因非美央行持續放鴿，地緣政治風險猶存，料美元下週維持高檔震盪，上調美元至相對正向評等。
歐元	相對負向	下調	下週將公布歐元區4月PMI數據，料服務業小幅回落，另ECB近期官員鴿派基調將會延續，且近期避險情緒升溫不利歐元走勢，料歐元短線維持低檔震盪格局，下調歐元至相對負向評等。
日圓	相對正向	持平	日本3月CPI降溫，市場聚焦4/25~4/26 BOJ貨幣政策會議，料將按兵不動，加上美債殖利率短期內保持高檔，料日圓下週呈低檔震盪格局，維持日圓相對正向評等。
南非幣	相對負向	持平	4/12黃金現貨價格每盎司續創歷史新高至\$2379.48，黃金強勁的表現激勵南非幣走升，走勢相對於其他EM貨幣強勁，然南非基本面仍未好轉，維持南非幣相對負向評等。
澳幣	中性	下調	市場將RBA上次會議調整措施視為降息敞開大門，然就業市場韌性強，實際降息時機可能在下半年，短期緣政治緊張產生的避險情緒與投資人對Fed降息推遲等因素，澳幣表現可能偏弱，故調整為中性評等，預估區間在0.6350~0.6650。中期來看，中國推動舊換新與三大工程，以及全球重塑供應鏈帶來的基建、清潔能源需求皆有利澳洲的礦物與金屬。
人民幣	相對負向	持平	人行保持匯率穩定讓人民幣貶值幅度相對一籃子貨幣、亞幣小，人民幣指數升抵一年高，已具備放鬆空間，預期人行在2Q/24前適度讓人民幣貶值，讓人民幣往7.30-7.35靠攏。中期來看，房地產泡沫破裂後的經濟尚未穩定，貨幣持續寬鬆與地緣政治緊張等因素，維持人民幣相對負向評等。

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。