



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

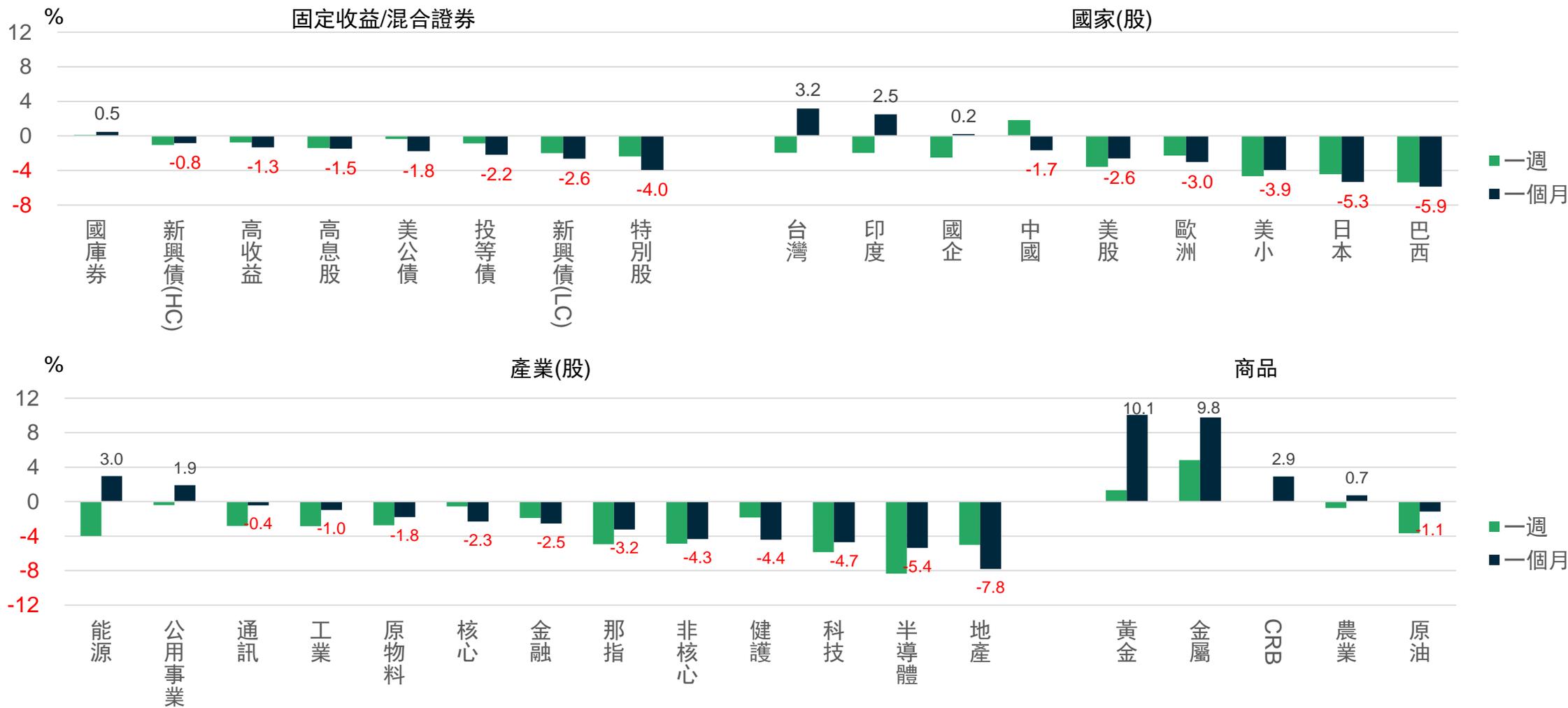
# 就勢論市

Global Weekly Comment

Apr 19 2024

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 近期表現



資料來源: Bloomberg, 2024/4/18。以各類資產過去一個月績效降序排序, 取相關資產ETF報酬率, HC為Hard Currency(美元或歐元發行), LC為Local Currency(當地貨幣發行)。商品取黃金、原油期貨價格變動, 標普原物料、標普農業、CRB指數報酬率。

# 市場回顧與展望

## 本週議題

- › 季節需求、地緣添溫:支撐油價、助力類股
- › 高利延長、體質分化:大型優先、小型宜慎

## 未來一季

- › 投等債核心添多元
- › 獲利支撐類股輪動
- › AI供應鏈挪移商機
- › 投組漸添新興市場



市場回顧

中東緊張局勢增溫，伊朗周末攻擊以色列，後者採取報復行動回應，地緣政治風險似見擴散跡象，增添近期金融市場擾動風險。同期間，聯準會面臨通膨反覆雜音，官員談話透露偏鷹訊息，再加上台積電法說會略窺保守氛圍，偏空情緒瞬間瀰漫，股債匯市同受波及。

美股標普面臨五千整數關卡保衛戰，小型股頭部型態確立，歐洲、日本同時進入季線攻防肉搏階段。陸股上証勉強守護三千，台灣加權長黑失守二萬，印度同難倖免，巴西持續低迷。科技、半導體往日鋒芒暫逝，健護深陷破底險境，金融工業消費各遇挑戰，公用事業勉力苦苦支撐。原物料仍為近期焦點，能源類股瀕臨關鍵轉折，黃金現貨維持創高節奏。



未來展望

美國首季經濟成長數值出爐在即，主要國家陸續公布製造業、服務業PMI初值，美國PCE通膨動見觀瞻，數據優劣牽動未來貨幣政策走向。日本央行召開利率會議，留意植田和男記者會發言內容，美國企業財報持續關注，莫忘聚焦中東最新情勢變化。

主要國家先後出現漲多回落，季線爭執激戰恐難避免，甚防扭轉上揚走勢，轉呈下彎危境情況發生。過往強勢產業各具挑戰險阻，前周提及的油礦金農雖稍遇波折，但尚未扭轉偏多格局，審慎樂觀，公用事業題材略微顯現，或可留意。固收商品震盪依舊，內心煎熬在所難免，秉持長期領息思維，或為現階段適宜心態。

資料來源：國泰世華銀行整理，2024/4/19。



# Contents

05 技術觀點

10 本週議題

17 資金動向

# 技術觀點

---

# 跌破上升趨勢，五千關卡顯危

## 美股標普500指數



- › 美股標普500指數接連失守月季線，及去年11月中旬至今的上升趨勢軌道線，三月至今的頭部型態隱然成形。
- › 季線目前雖然持續呈現上揚走勢，但考量未來將開始朝4900以上高點扣抵，慎防後續轉呈下彎警訊出現。
- › 日KD維持交叉向下頹勢，且高檔技術指標多次背離情境未見化解，先前高檔鈍化的週KD，同窺交叉向下雜音。
- › 近期若未能重新站回5150-5200，恐有下探4800，尋求支撐的可能性（4103-5264修正0.382位置）。

資料來源：TradingView。

# 頭部型態成形，恐將下探年線

## 美股羅素2000指數



- › 美股羅素2000指數接連失守月季線，及一月中旬至今的上升趨勢軌道線，二月下旬至今的頭部型態隱然成形。
- › 季線逐漸轉呈下彎走勢（未來扣抵值將高於1950），後續甚略窺月季線死亡交叉疑慮，空頭陣營掌控主導權。
- › 日KD維持交叉向下頹勢，且技術指標二次背離雜音未見化解，週KD同見交叉向下、高檔背離警訊。
- › 若依M頭等幅測量，及1633-2135修正0.500位置進行推估，後續恐有下探年線（約1900），尋求支撐的可能性。

資料來源：TradingView。

# 熊蹤隱然浮現，偏空趨勢確立

## 標普健康醫療類股ETF (XLV)



- 標普健康醫療類股ETF (XLV) 本月初跳空跌破去年11月至今的上升趨勢軌道線，隨後接連失守月季線，熊蹤隱然浮現。
- 月季線出現死亡交叉徵兆，季線逐漸轉呈下彎走勢（未來扣抵值將高於140.00），整體趨勢偏空幾無疑義。
- 日KD看似進入20以下超賣區，但尚未出現恢復交叉向上跡象，週KD脫離高檔鈍化區，維持交叉向下頹勢。
- 若依122.59-148.27修正0.500位置進行推估，後續恐有探測年線（約135.50），尋求下檔支撐的可能性。

資料來源：TradingView。

# 面臨關鍵轉折，靜待後續變化

## 標普能源股ETF (XLE)



- 標普能源股ETF (XLE) 短線因日技術指標浮現轉弱跡象，出現漲多回落走勢，期間甚略微跌破月線。
- 季線上揚走勢尚未遭到破壞（目前扣抵值仍低於85.00），短線擾動暫視漲多回檔，無礙偏多趨勢格局。
- 日KD逐漸脫離高檔鈍化區，呈現交叉向下情境，週KD看似同現交叉向下雜音，但尚未扭轉高檔鈍化跡象。
- 短線若能守穩一月中旬至今的上升趨勢軌道線，有望重新恢復漲勢，否則恐有下探91.50之虞（約78.98-98.97修正0.382位置）。

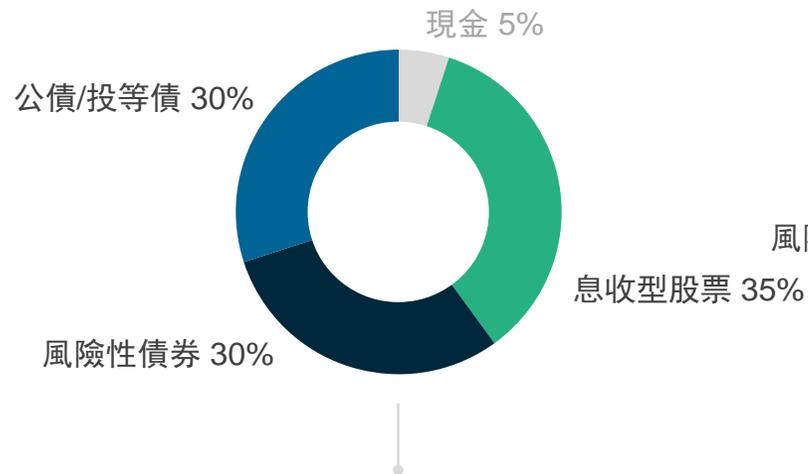
資料來源：TradingView。

# 本週議題

---

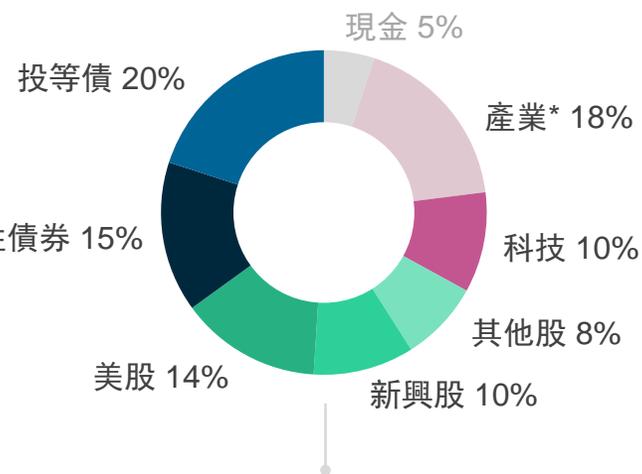
# 投資組合

## 收益偏好



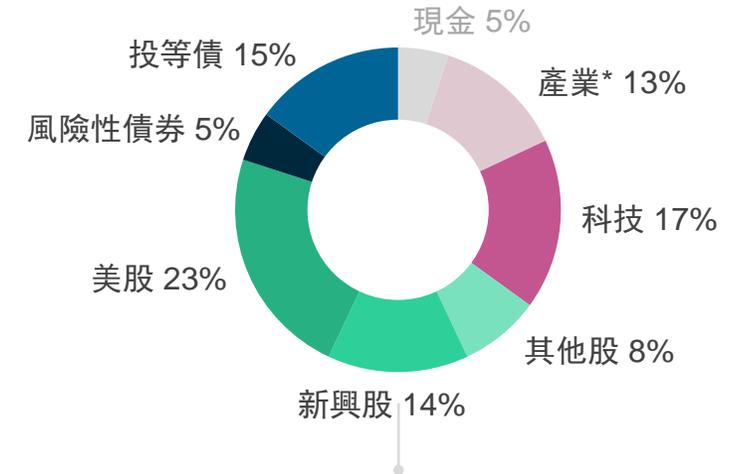
- 欲尋求穩定現金流，可藉廣納多元收益型資產，滿足訴求、兼顧控管風險。
- 聯準會今年降息仍為共識，但時點、幅度眾說紛紜，美債殖利率維持高檔震盪，提供加碼公債/投等債契機。

## 穩健均衡



- 兼顧報酬與風險，把握趨勢商機，可藉均衡配置、動態調整，掌握輪動。
- 聯準會轉向延遲，美股營收面臨下修風險，增加股市震盪。中東緊張情勢再升溫，加上高利率暫難改，分批布建留意大型股優先。

## 積極成長

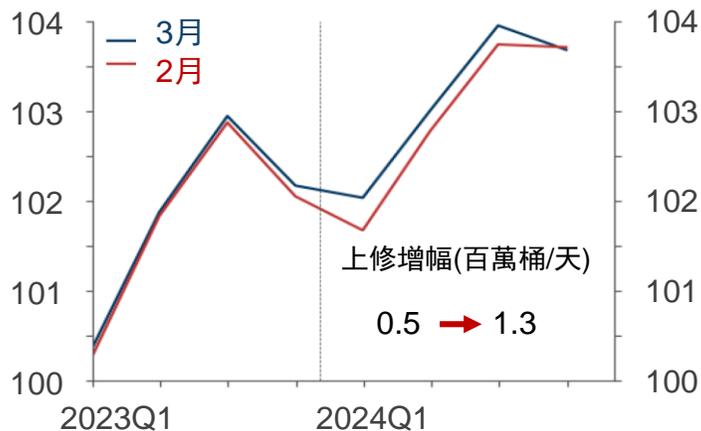


- 欲追求較高的總報酬，藉由提高股票比重、積極操作，創造資本利得。
- 季節效應有助扭轉供需結構，地緣不確定性未能完全移除，油價高位、能源類股現金收益率佳，成為波段操作積極選項。

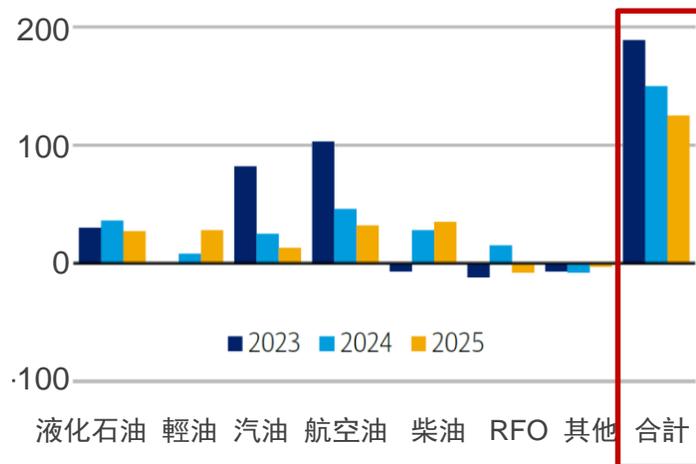
資料來源：國泰世華銀行，2024/4/19。藍色為債券，風險性債券指新興債、非投等債。綠色為區域型股票，其他股指美股、新興股以外市場。粉色為產業型股票。\*指科技以外產業。

# 需求加主力、供給受牽制，價格區間上移

IEA 預估全球原油需求(百萬桶/天)

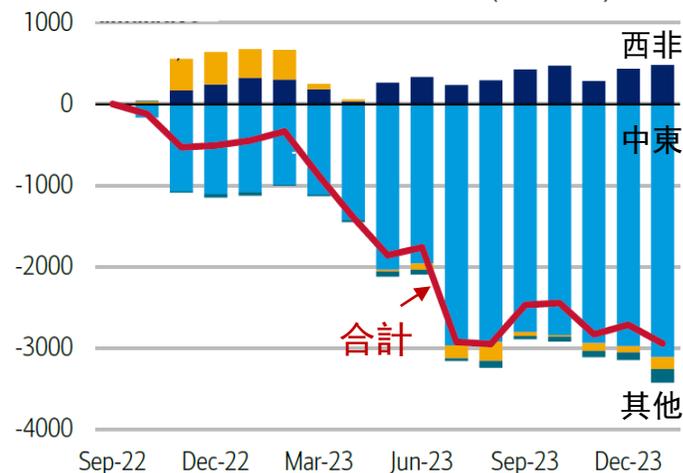


繞道推升用油需求年增量(千桶/天)



- 中國需求恢復至弱增長，但大型基建推動，大型煉油廠為擴廠準備，拉動原油進口量。
- 地緣情勢助力，原行經紅海船隻，必須繞道好望角，透過加速來縮短運送貨物時間，預估增加每日15萬桶的用油。
- 原油需求週期，通常於春季復甦，進入夏季，強勁的旅行需求將推升用油量(價格)。OPEC最新月報(4/11)預期，夏季將出現燃料消耗迅速增長，維持今年增加每日225萬桶的樂觀預測。
- 現行OPEC+減產協議延長至六月底，若全球原油消耗量持續回升，加上旺季需求望抵銷油價上漲(削弱需求)負向影響，協議短期不易鬆綁。
- 美國原油供給開始鬆動，也讓全球原油市場，從供過於求，有望轉成供給缺口、支撐油價。

OPEC+國家合計累積減產(千桶/日)



美國48州(不含墨西哥灣)原油產出(百萬桶/天)



資料來源：左上、右下：高盛，2024/4/7。右上、左下：美林，2024/4/9。

# 地緣風險難測，能源巨企預期收益率佳

美林情境假設(上)、大型能源公司現金收益率(下)

情境	影響性評估
1. 有限度以牙還牙	未實際破壞石油供給，但地緣緊張帶來5-10美元/桶短期風險溢酬。
2. 以/伊兩國開戰	可能造成石油生產基建破壞，由其影響伊朗供給，推升油價上升幅度30-40美元/桶，且維持期間可能達3-4個月。
3. 中東區域戰爭	中東產油國原油相關基建遭破壞，甚至使荷姆茲海峽關閉，布蘭特原油價格可能上漲至150美元/桶。

伊 朗13日發射無人機和導彈，直接攻擊以色列，回應其駐敘利亞的領事館遭致命襲擊。儘管國際持續斡旋，然19日以色列對伊朗進行空襲報復，中東緊張情勢再升溫。

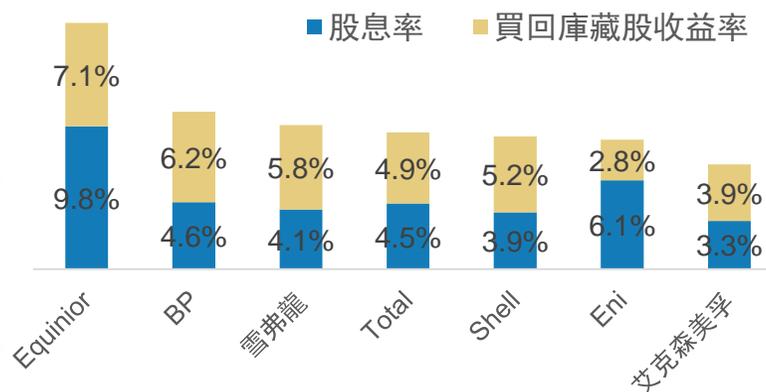
國際投行模擬事件可能的三種情境(左表)，分別為：有限度小規模回擊、以伊戰爭、中東區域戰。目前情勢較類似情境1，仍需留意衝突是否擴大、演變成情境2。不過，季節性因素已構成，油價不易低於前季均值的基本要件，地緣風險短期暫難完全排除，一旦事件嚴重程度升溫，風險溢酬仍有望進一步刺激油價。

疫情爆發後，縮減資本支出，轉向配發股息、買回庫藏股成為大型能源公司常態，摩根大通預期今年大型能源公司，現金收益率\*平均可達8-9%不等，若歐央夏天開始降息，高現金收益率容易吸引資金簇擁。

歐洲大型能源公司股東政策



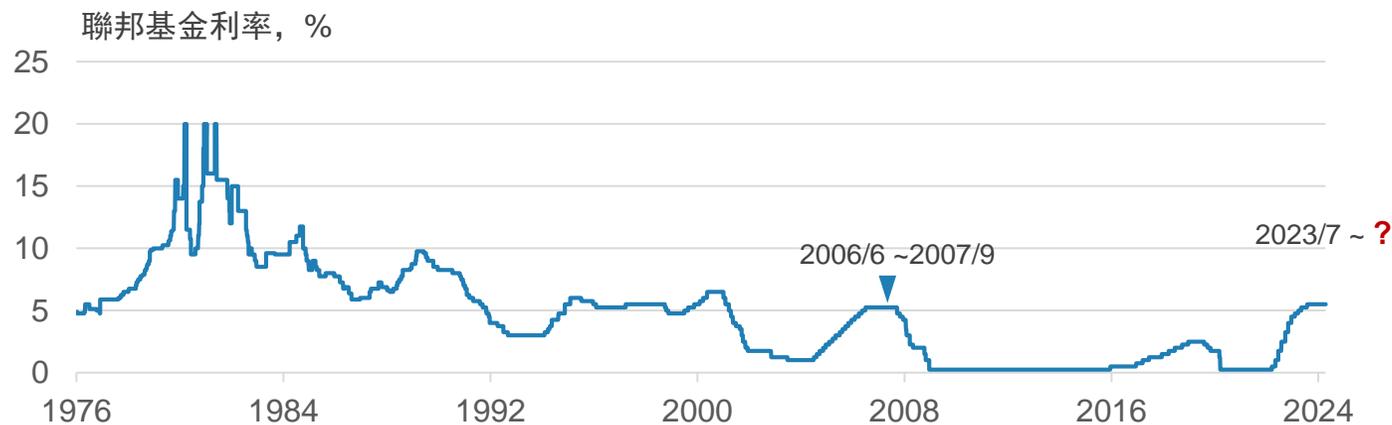
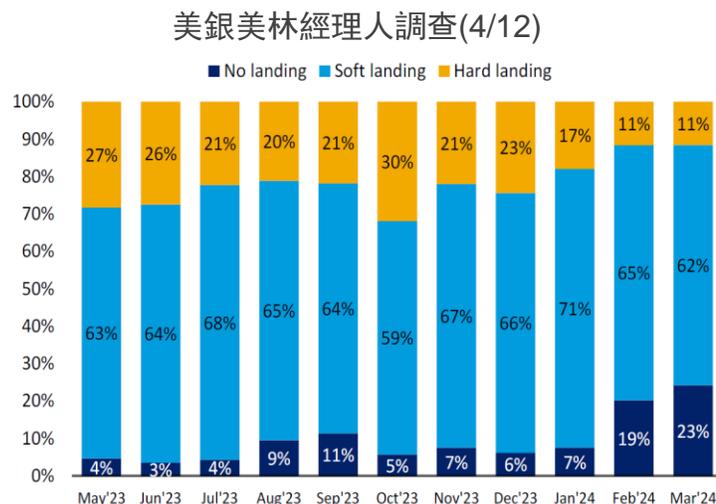
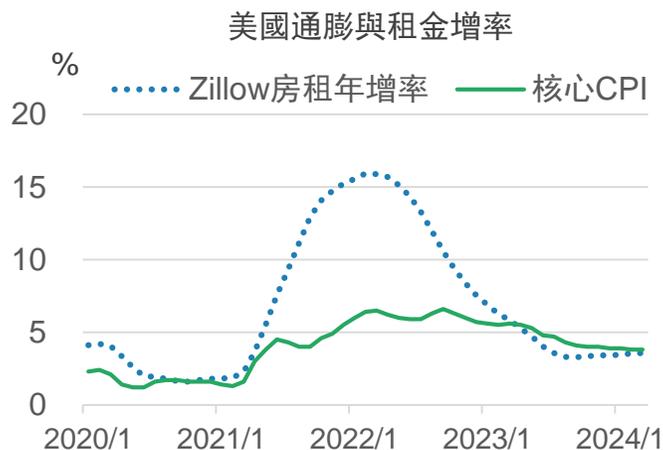
大型能源公司現金收益率\*



資料來源：上：美林，2024/4/16。下：摩根士丹利，2024/4/11。\*股息率加上買回庫藏股收益率。

# 「一降再降」到「一延再延」？

通膨與分項(上)、聯邦基金利率(下)



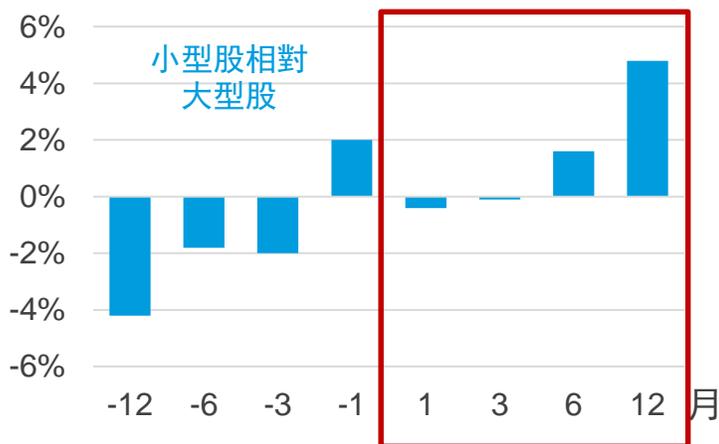
資料來源：Bloomberg。

- 核心通膨下行陷入膠著，就業市場穩健，地緣風險難除再為油價加溫，恐影響聯準會對物價崎嶇降溫的假設，金融市場對聯準會期待修正，從降息預期從幅度「一降再降」、轉為時點需「一延再延」，首次降息時點預期，朝第三季或更晚推遲，更甚之不降息疑慮若隱若現。
- 雖然歷史上，小型股通常在升息週期結束後、及降息週期開始時表現優於大盤，不過，本次循環卻非如此，因貨幣政策節奏恐異於過往。
- 由於製造與消費循環錯位，本波循環美國經濟衰退機率持續下降，加上疫情改變就業市場結構、供給跟不上不需求，勞動力市場維持緊俏，延長高利率可能期間，且預期聯準會降息幅度相對有限。這與聯準會過往大幅升息停止後、半年至一年，隨即啟動大幅降息作法大相逕庭。

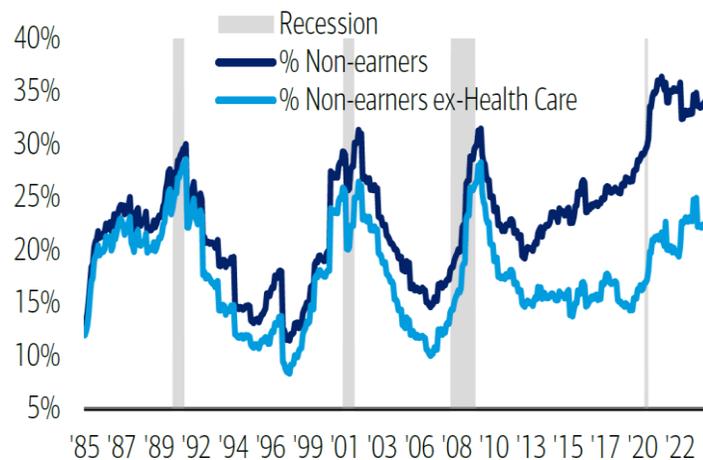
# 聯準會轉向再延遲，大型優先、小型股宜慎

## 小型股長期優勢(上)、短期可能遭遇風險(下)

聯準會首次降息前後1/3/6/12個月股價表現



1985年以來，羅素2000指數中無盈餘佔比



指數每季營收年增率



資料來源：Bloomberg。

- 過往統計，聯準會首次降息後半年至一年，小型股相對大型股表現佳。不過，隨聯準會降息時點持續遞延，小型股弱勢期間延長。
- 觀察1985年以來，羅素2000指數組成變化。若美國發生經濟衰退，體質差(無盈餘)企業占比，易嚴重惡化。
- 目前景氣穩定，但無盈餘企業佔比已位歷史高位，若高利率期延長、尤需審慎。不過，若排除健護業(小型生技股)、比例明顯降低，可作為欲積極參與降息後，小型股爆發力挑選方向。
- 進入財報季高峰，聯準會轉向的延遲，讓市場放大檢視企業營運與財測，美股營收預估面臨下修風險，增加股市震盪。從估值逐步修正，高利率環境延長考量下，宜留意以營收波動度較低、優質大型股作核心，分批布局控風險。

# 醫療保險進入調整期，健護指數待沉澱

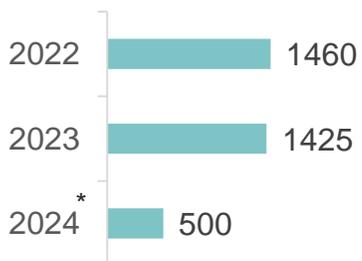
主要持股過去半年表現(上)、醫療保險公司各自表述(下)

持股	比重%	6個月%
禮來	11.2	26.7
聯合健康	8.3	-6.6
嬌生	7.0	-2.8
默克藥廠	6.1	26.4
艾伯維	5.9	15.3
<XLV> ETF		8.6



- 醫療保險利潤來自，保費扣除實際支付醫療費用。醫院人事開銷變得昂貴，糖尿病(肥胖症)等超高價藥品需求高，導致健康保險開銷迅速上升。美政府擬調降醫療保險優勢計畫(Medicare Advantage)支付規則，將擠壓保險公司淨利。
- 「臥騰」(Optum) 旗下的Change Healthcare處理美國約50%醫療保險索賠，遭受網絡攻擊影響美國醫保對醫療服務體系理賠支付，儘管聯合健康集團花費60億美元作為預支賠付款項，也逐步修建理賠系統恢復，但資安問題與重建成本成為侵蝕醫保行業利潤另一逆風。
- 醫療保險業面臨利潤模式重置挑戰，端視下半年能否回復獲利高增長，搭配大型製藥股持續交出如預期的獲利，較有利資金回流。

近年漲價藥品數(款)



醫療保險公司	近期財報/財測
聯合健康 (4/16)	醫療成本率攀升、醫療理賠網絡持續修復、反壟斷調查開啟，維持今年展望
Elevance (1/24)	多元組合(保險和技術)，今年營收展望樂觀
CVS健康 (2/7)	預期醫療成本上升，調降今年獲利財測

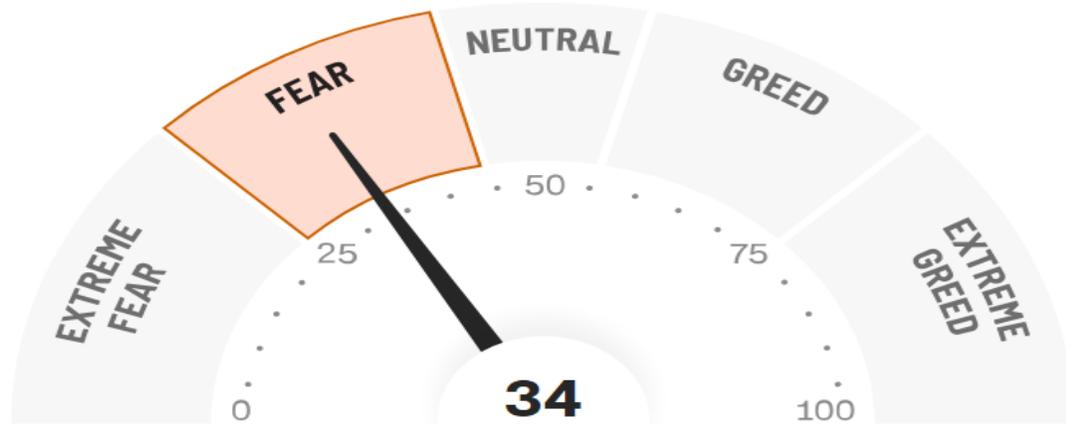
資料來源：Bloomberg，聯合健康股價期間取2023/10/3-2024/4/18。

# 資金動向

---

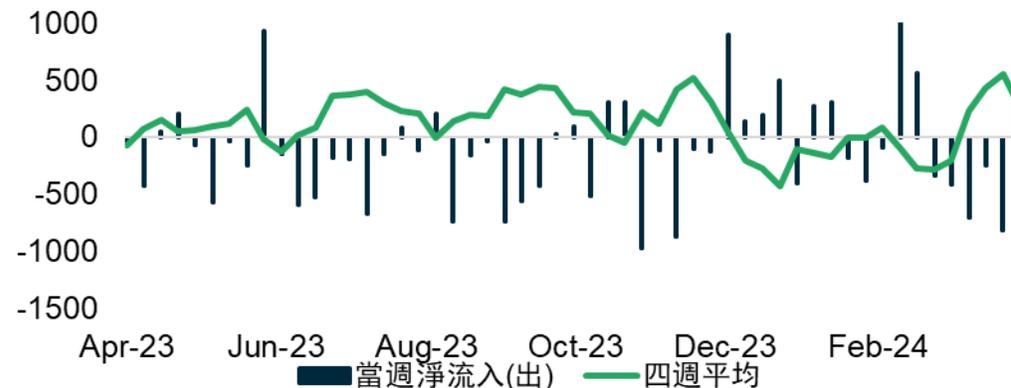
# 資金流向(固定收益)

## 恐懼貪婪指標



## 投資級債券型ETF每週資金流向

(百萬美元)



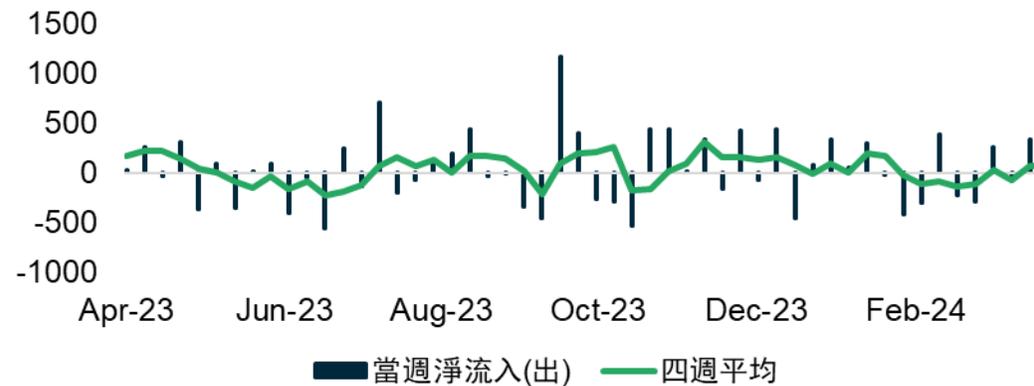
## 非投資級債券ETF每週資金流向

(百萬美元)



## 新興市場債券型ETF每週資金流向

(百萬美元)

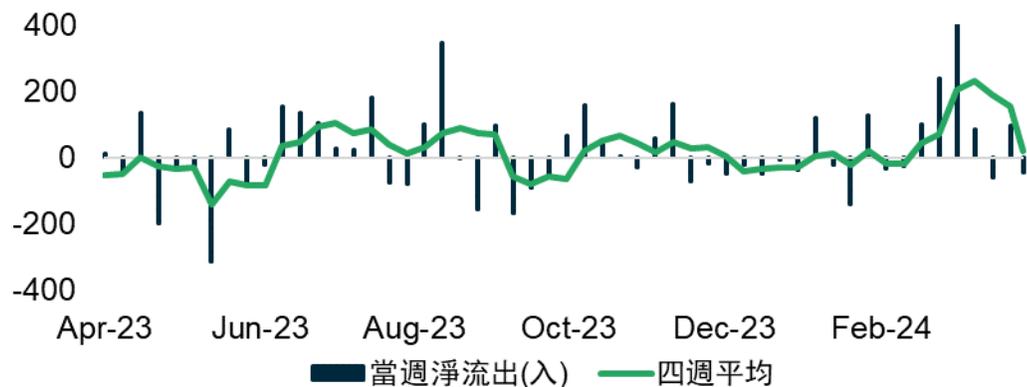


資料來源：CNN(4/18)、Bloomberg (2024/4/17)。投資債級ETF、非投資債級ETF、新興市場債ETF分別指<LQD>、<HYG>、<EMB>。

# 資金動向(產業)

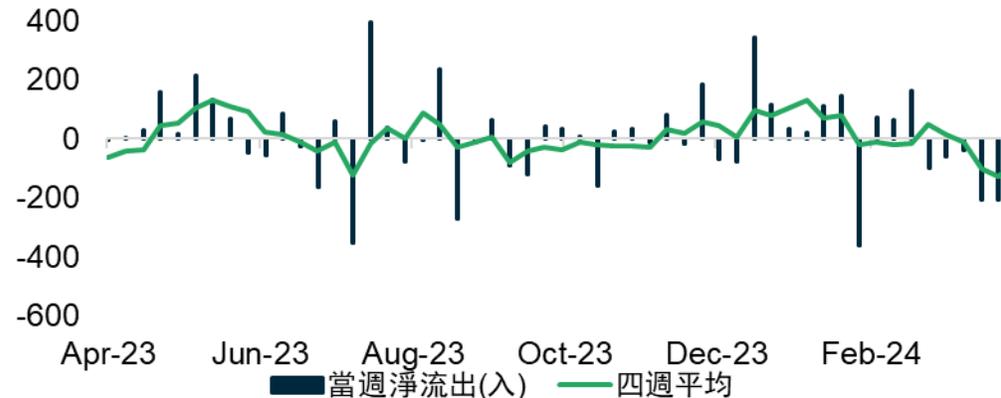
## 科技股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



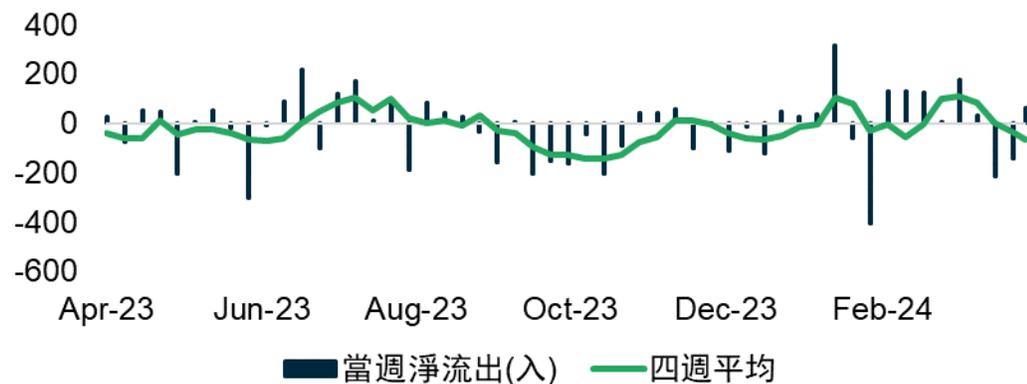
## 健護股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



## 核心消費股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



## 工業股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)

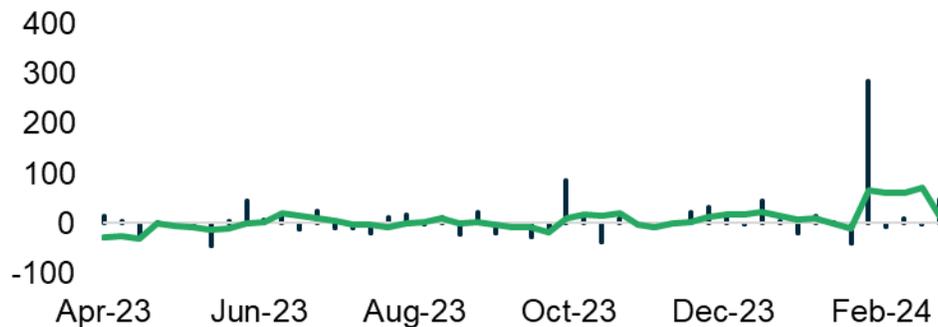


資料來源: Bloomberg, 截至2024/4/17。科技、健護、核心消費、工業股票型ETF分別指<XLK>、<XLV>、<XLP>、<XLI>。

# 資金動向(產業)

## 地產股票型ETF每週資金流向

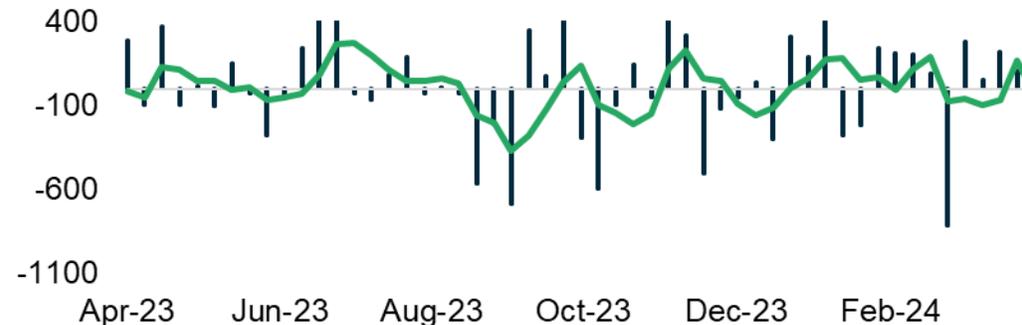
(百萬美元)



■ 當週淨流出(入)    — 四週平均

## 金融股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



■ 當週淨流出(入)    — 四週平均

## 能源股票型ETF每週資金流向

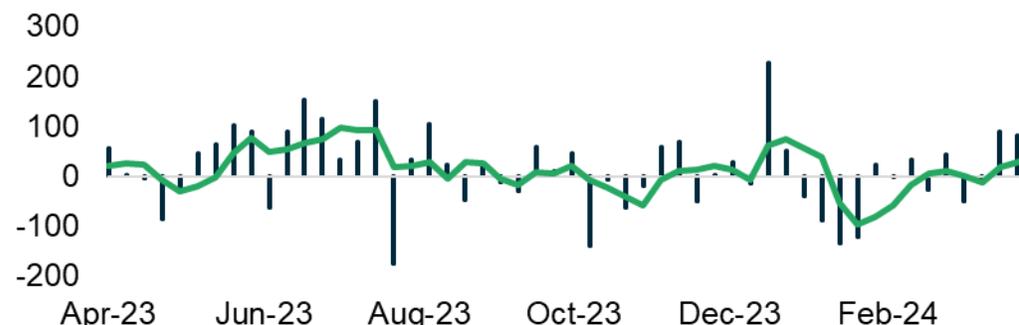
(百萬美元)



■ 當週淨流出(入)    — 四週平均

## 原物料股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



■ 當週淨流出(入)    — 四週平均

資料來源: Bloomberg, 截至2024/4/17。地產、金融、能源、原物料股票型ETF分別指<XLRE>、<XLF>、<XLE>、<XLB>。

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，包括可能發生投資標的跌價、匯兌損失所導致之本金虧損，或投資標的暫停接受買回及解散清算等風險，其最大可能損失為損失所有投資本金。投資人已瞭解信託財產運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)、基金特色或目標等資訊(包含但不僅限於基金之ESG資訊)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知。(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或基金資訊觀測站及ESG基金專區查詢[www.fundclear.com.tw](http://www.fundclear.com.tw))。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。