

2024年1月16日

主題趨勢報

美股

景氣逆風不用怕 FED降息助多頭續航



報告摘要

- 預期美國Q2降息，Q3起討論放緩縮表
- 食品股已示警景氣惡化，短期留心銀行業對景氣評估
- 預估全年美股呈現N型走勢，分批佈局介入為上策

投資聲明: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。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。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。

2024年1月16日

主題趨勢報

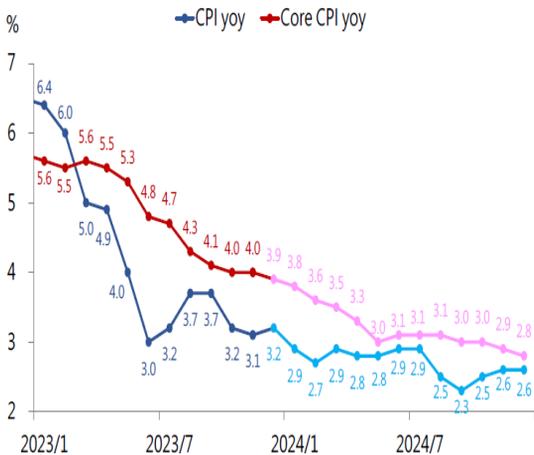
通膨放緩趨勢不變，預期美國Q2降息，Q3起討論放緩縮表

12月經濟預測摘要(SEP)透露Fed可以接受實質利率上升至2.2%，而目前Fed政策利率5.3%、核心PCE通膨3.2%，換算實質政策利率已達2.1%，只要接下來幾個月核心通膨持續下滑，實質政策利率馬上就會超過2.2%。依上述標準來看，只要Fed願意，今年隨時都可以啟動降息；實際上，主席Powell也認為等到通膨下滑至2%再降息可能為時已晚，降息不一定是因為衰退，可能是反映經濟回到常態，不再需要那麼緊縮的政策。此前，理事Waller也曾表示若通膨在未來3~5個月持續下滑，Fed可以因為通膨降溫而開始降息，並強調這與挽救經濟無關，且與泰勒法則一致。

至於降息幅度，若Fed有意維持實質政策利率在一定值，則降息的幅度就必須與通膨下滑的幅度相當，SEP預估2024年核心PCE通膨由3.2%降至2.4%，共下降0.8個百分點，意味著2024年降息幅度應為3碼，才能維持實質政策利率不變，因此點陣圖顯示2024年降息3碼算是合理預期。預估Fed首次降息時間落在2024年Q2，從Q2開始每季降1碼，全年降3碼，年底政策利率區間落在4.50%至4.75%。

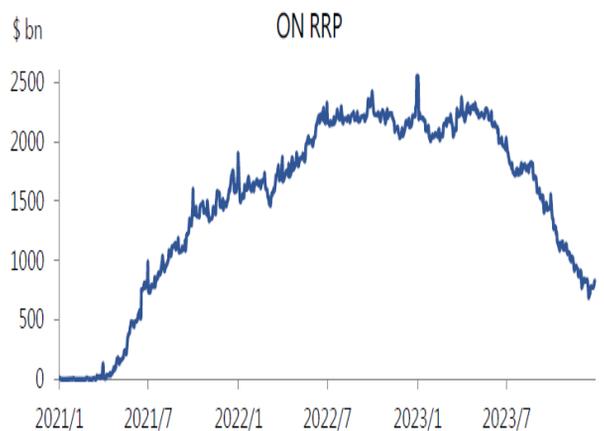
流動性方面，目前銀行準備金規模不減反增，規模為3.4兆美元，佔GDP比重約12.2%，仍高於Fed認為充裕的水準10%，IORB減EFFR利差也始終保持7個基點左右，流動性絲毫沒有出現緊張的跡象。待RRP在2024年上半年降至接近零的低水位後，準備金規模可能才會出現顯著的下滑，預期Fed下半年就會開始討論放緩縮表步伐。

預估2024年底通膨降至2.6%左右



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

預期上半年ON RRP降至零附近



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2024年1月16日

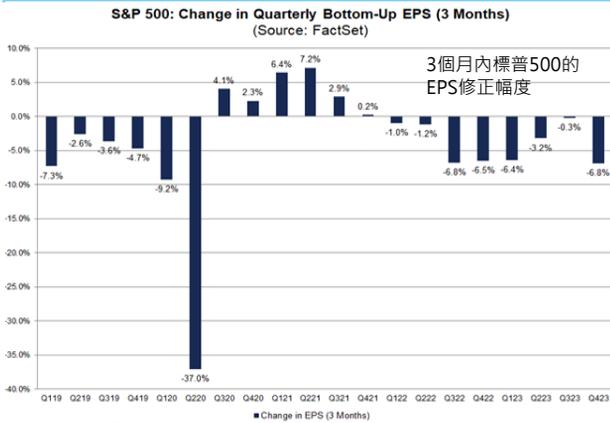
主題趨勢報

23Q4財報不需過度悲觀，預估全年美股呈現N型走勢

根據FactSet統計，從2023/9/30~12/31的3個月期間，市場對23Q4的獲利預估從\$57.9下修至\$53.9，下修幅度約6.8%，為22Q3以來的最大下修幅度，而過往5年財報公布前3個月內EPS平均下修3.5%，過往10年則為下修3.3%，可見這次財報季市場已做好了更悲觀的準備，已經將景氣惡化的預期反映到23Q4財報的預估內，因此本周起的財報季或還是能看到多數企業獲利優於預期，只是要留意非AI相關公司對財測方面的發言可能依舊悲觀。

相比財報等基本面，美股當前主要受流動性驅動，需要注意目前美股市值/銀行準備金已經來到金融海嘯後的第87百分位，也超過歷史均值一個標準差上方，雖然當前水位距離2019年降息時的歷史峰值還有一段距離，但市場流動性可能漸漸不足以支撐如此昂貴的股價，同時Q2在RRP逼近警戒水位後，銀行準備金還有下行的壓力，因此不排除Q2末至Q3初股市發生震盪與修正風險；然而一旦聯準會開始討論放緩縮表，預期股市會再度上揚，此外排除經濟衰退的情境，年末大選之後美股普遍走高，股市仍不看淡，預期今年呈現N型走勢。

市場對23Q4的獲利預估已經大幅下修



流動性可能較難再支撐股市上揚

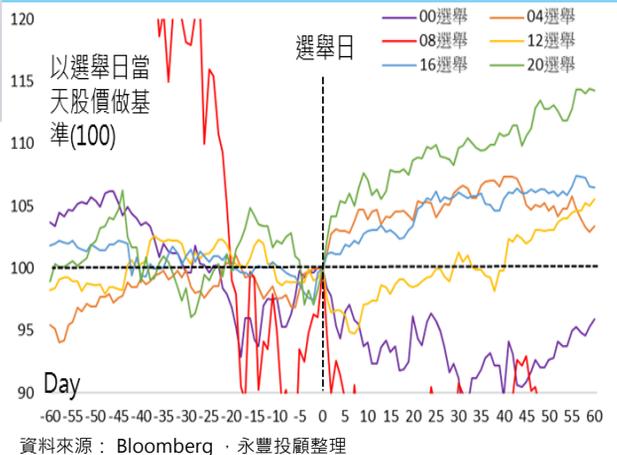


投行對今年美股目標價大多保守

	2024標普目標價	2024 EPS	對應本益比
美國銀行	5,000	\$235	21.3
巴克萊	4,800	\$233	20.6
花旗	5,100	\$245	20.8
德意志	5,100	\$250	20.4
高盛	5,100	\$237	21.5
JP摩根	4,200	\$225	18.7
摩根史丹利	4,500	\$229	19.7
合眾銀行	4,850	\$225	21.6
富國銀行	4,625	\$235	19.7
上述平均	4,808	\$235	20.5
Sinopac	4,900	\$227	21.6
FactSet 共識	-	\$245	-
彭博共識	-	\$241	-
LSEG共識	-	\$239	-

資料來源：Bloomberg · FactSet · LSEG · 永豐投顧整理

排除衰退，標普500選舉前多震盪而選後走高



投資聲明: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。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。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。

2024年1月16日

主題趨勢報

食品股示警景氣惡化，留心銀行業對景氣評估

已公布最新財報中，美國最大連鎖超商克羅格(KR)下調年度銷售預估，主因看到消費者控制支出，食品雜貨販售價格下跌的問題，財務長也表示**促銷活動提升銷量的效果不如預期**。第二大超商艾伯森(ACI)業績超於預期，毛利率季減64bp至28%，主因毛利較低的藥品銷售營收占比提升；執行長表示還會繼續看到工資、員工福利以及食品通膨等成本上升的影響，同時也提到學貸支付恢復和各類付款延期的擔憂。

食品飲料類股中，通用磨坊(GIS)銷售額不如預期，並下調2024財年銷售預估，預期有機營收持平或下降1%，主因勞動等投入成本居高不下；公司認為**未來產品漲價空間有限，已看到消費者需求隨價格上升而持續走弱**。星座集團(STZ)銷售額也低於預期，主因烈酒和葡萄酒有機銷售下挫7%，高價款產品需求持續惡化，公司將該部門的年度銷售預估從衰退0.5%大砍為衰退7~9%。康尼格拉(CAG)的雜貨零食業務衰退3.7%，冷凍部門衰退3.3%，公司警告**包裝食品和零食需求放緩，執行長表明不指望消費環境出現好轉**，並將年度有機銷售額從成長1%修正為衰退1~2%。馬鈴薯巨頭藍威斯頓(LW)獲利和營收都優於預期，是少數上調年度利潤預估的食品公司，主因受惠供應鏈壓力下降以及馬鈴薯價格上漲，未見到需求惡化，並將2024財年EPS預估中位數從\$5.73升至\$5.93，重申銷售額不變。

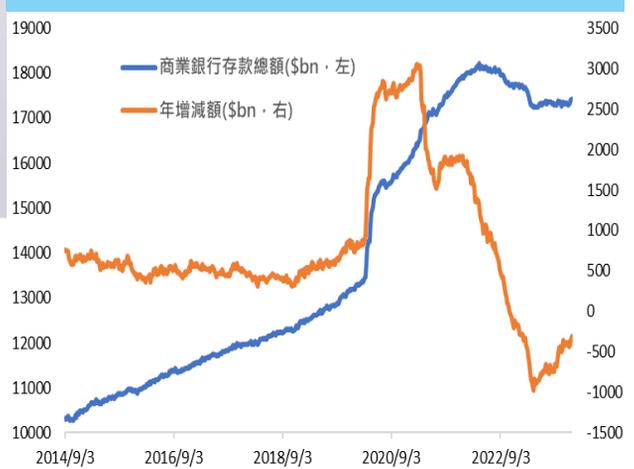
上述財報顯示美國消費和景氣正在持續惡化，預期本周開始發布財報的多數銀行企業仍會重申景氣方面的擔憂，並有持續提升壞帳準備，裁員削減成本的風險。不過商業銀行存款自2023年4月降至17兆美元左右後，維持至年底仍有17.4兆美元，高盛統計大型銀行儲蓄帳戶利率平均只有從21Q3時的0.02%小增至0.08%左右，顯示銀行資金依舊氾濫，沒有調升存款利率的壓力，淨息差或仍有撐；此外，2023年底BTFP利率*大降後銀行大量賺取套利息差，故**金融業財報高機率大多還是會優於預期，短期應不至於出現大幅修正**。

線上銀行之外的銀行存款利率升幅都非常低

存款類型	大型銀行			地區銀行			線上銀行		
	21Q3 期間	現在 (1/2)	Beta	21Q3 期間	現在 (1/2)	Beta	21Q3 期間	現在 (1/2)	Beta
	儲蓄帳戶	0.02%	0.08%	1%	0.02%	0.06%	1%	0.32%	3.35%
支票存款	0.01%	0.03%	0%	0.03%	0.05%	1%	0.10%	0.25%	1%
貨幣市場	0.01%	0.15%	2%	0.02%	0.54%	10%	0.29%	3.40%	59%
1Yr CD	0.04%	1.05%	19%	0.07%	1.82%	33%	0.34%	5.23%	92%
2Yr CD	0.04%	0.71%	13%	0.10%	1.27%	22%	0.43%	4.57%	78%
5Yr CD	0.10%	0.78%	13%	0.14%	0.94%	15%	0.68%	4.06%	64%
Avg CD	0.06%	0.84%	15%	0.10%	1.34%	24%	0.48%	4.62%	78%

附註: Beta 為衡量存款利率對基準利率的敏感度，資料來源：Goldman Sachs · 永豐投顧整理

美國商業銀行存款未再見大幅流出



資料來源：Fred · 永豐投顧整理

註:BTFP(銀行定期融資計劃)，由美國銀行等存款機構，透過抵押美國公債等方式，向FED以較低利率取得長達一年的貸款。

投資聲明: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。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。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。

2024年1月16日

主題趨勢報

結論：市場資金充裕，維持相對正向

目前美國通膨緩步降溫，消費和景氣也在逐漸惡化，預期Fed在Q2就會預防性降息，同時為了避免2019年錢荒事件重演，可能在下半年就會討論並放緩縮表。長期而言，在資金充裕的環境下，維持美股相對正向評等，預估標普500呈現N型走勢，區間看4500~4900點。本周進入財報季，因基本面持續走弱，未受惠AI的一般景氣循環股可能再度下修財測預估，只能靜待1月18日台積電電法說後，大型科技股受AI帶動的獲利表現，關注微軟Copilot的變現能力是否再帶起大盤上揚。

綜合以上，儘管景氣趨緩無可避免，但FED降息與放緩縮表更是勢在必行，在實現N型走勢的過程中，必然會出現一定程度的修正，但只要把時間拉長，美股仍是具備向上成長的條件，因此仍建議投資人以分批佈局的方式持續參與市場。

重點公司財報預計公布時間

	SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
1月	14	15	16 MS、GS	17 PLD、SCHW	18 TSM、AAL	19	20
	21	22 UAL	23 MSFT、JNJ、PG、 NFLX、VZ、TXN、 RTX、ISRG、LMT	24 TSLA、ASML、 ABT、IBM、 NEE、T	25 V、MA、INTC、 TMUS、UNP	26 AXP、CL	27
	28	29 NXPI	30 XOM、AMD、 DHR、PFE、 AMGN、CAT、 UPS、GM	31 TMO、BA	1 AAPL、GOOGL、 AMZN、SHEL、 MRK、QCOM、 SBUX	2 ABBV、CVX、 BMY	3
2月	4	5 MCD	6 LLY、LIN、F	7 META、NVO、 DIS、MO	8 PM、AZN	9 PEP	10
	11	12 CDNS、PLTR	13 KO、ABNB	14 CSCO、 UBER、CVS	15 AMAT	16 DE	17
	18	19	20 WMT、HD、 MDT、PANW	21 BCS、SHOP、 ADI、SNPS	22 INTU、BKNG	23 BRK.A	24
	25	26	27 TGT、ROST、DELL	28 NVDA、TJX	29	1	2

資料來源：Nasdaq, Inc. · 永豐投顧整理

投資聲明: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，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。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。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。