



# 投資研究週報

財富管理處 投顧小組

113年2月19日

# 內容大綱



1

市場回顧

2

市場焦點

3

聚焦議題

4

資產觀點

# 主要金融市場回顧

## 全球主要股票指數(%)

股票指數	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
MSCI AC世界指數	0.31%	4.35%	15.76%	3.20%
S&P 500指數	-0.42%	5.03%	22.37%	4.94%
歐洲道瓊600指數	1.39%	3.92%	5.66%	2.63%
MSCI亞太不含日本指數	1.98%	3.86%	-2.73%	-1.28%
日經225指數	4.31%	8.05%	38.96%	15.01%
MSCI新興市場指數	2.08%	3.73%	0.50%	-0.73%

## 全球主要債券指數(%)

債券市場	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
全球政府公債指數	-0.40%	-1.77%	-0.55%	-3.87%
全球投資等級債指數	-0.34%	-0.85%	5.46%	-2.16%
全球非投資等級債指數	-0.15%	0.34%	10.11%	-0.12%
美國非投資等級債指數	-0.38%	0.22%	10.43%	-0.18%
亞洲非投資等級債指數	0.45%	1.62%	-0.10%	3.84%
JPM新興市場債指數	-0.06%	0.02%	7.51%	-1.40%

## 全球主要商品指數(%)

商品市場	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
CRB指數	-0.64%	3.14%	0.87%	3.32%
布蘭特原油	1.56%	6.62%	-1.96%	8.35%
金價	-0.53%	-1.35%	9.54%	-2.39%
銅價	4.26%	1.91%	-7.18%	-1.34%
小麥	-6.07%	-3.69%	-26.73%	-10.75%
波羅的海	4.21%	21.60%	203.77%	-23.11%

## 全球主要匯率(%)

外匯	漲跌幅			
	週漲跌幅%	過去1個月漲跌幅%	過去1年漲跌幅%	年初迄今漲跌幅%
歐元	-0.06%	-0.96%	0.66%	-2.37%
日圓	-0.62%	-2.42%	-12.15%	-6.50%
英鎊	-0.21%	-0.21%	4.54%	-1.01%
在岸人民幣	休市	-0.08%	-4.90%	-1.32%
南非幣	0.74%	0.07%	-4.50%	-2.84%
澳幣	0.11%	-1.05%	-5.58%	-4.13%
美元指數	0.16%	0.89%	0.40%	2.90%

資料來源:Bloomberg · 2024.2.16投顧小組整理。



# 主要經濟數據

## 上週經濟數據

國家	項目	資料期間	市場預期	實際公布	前值
日本	GDP年化季比	2023 Q4	1.23%	-0.40%	-3.30%
美國	零售銷售(月比)	Jan	-0.24%	-0.80%	0.40%
美國	工業生產(月比)	Jan	0.23%	-0.10%	0.00%
美國	PPI(年比)	Jan	0.61%	0.90%	1.00%
美國	核心PPI(年比)	Jan	1.65%	2.00%	1.70%
美國	密大消費者信心指數	Feb	79.89	79.60	79.00

## 本週經濟數據

日期	國家	項目	資料期間	市場預期	前值
2/21	日本	出口(年比)	Jan	10.86%	9.70%
2/21	日本	工具機訂單(年比)	Jan F	--	-14.10%
2/22	美/歐/日	製造業PMI初值	Feb P	50.55 / 47.12 / --	50.70 / 46.60 / 48.00
2/22	美/歐/日	服務業PMI初值	Feb P	52.37 / 48.73 / --	52.50 / 48.40 / 53.10
2/22	美國	成屋銷售 (月比)	Jan	4.92%	-1.00%
2/22	歐元區	CPI(年比)	Jan F	2.80%	2.80%
2/22	歐元區	CPI核心(年比)	Jan F	3.30%	3.30%
2/22	美國	首次申請失業救濟金人數	17-Feb	216.83k	212.00k

資料來源:Bloomberg · 2024.2.16 · 投顧小組整理。





# 市場焦點

## 降息預期削減，美股揮別連續五週漲勢

### 債券市場

- 1月份美國非投資級債的違約率下降至2.1%，為2023年7月以來新低水準，摩根大通預估今年隨著聯準會可能降息，企業資金壓力有所緩解，2024年違約率可下降至2.8%的水準。
- 隨著聯準會即將降息的消息加持下，品質優異且評價面具吸引力的投資級債獲得資金青睞，1月份流入投資級債的資金量接近300億美金，為過去五年1月份平均值的2.3倍。

### 成熟市場

- 儘管通膨降溫速度不如預期，但扣除通膨後的實質利率仍高，給予聯準會充足的降息空間，短線雖因市場調整降息預期、科技股累積不小漲幅而有所震盪，受惠基本面強勁及AI題材助攻，美股可望維持多頭格局，逢回仍可分批佈局。
- 歐元區經濟前景不佳，加上中東及紅海局勢不穩增添通膨不確定性，基本面不利歐股表現。

### 台股

- 全球AI供應鏈戰略價值水漲船高，摩根士丹利看好台積電不論是技術、成本結構與定價能力，台積電都優於同業，因此將其目標價由698元上調至758元。
- 根據QIC對於49家台灣半導體供應鏈廠商的研究，展望未來10年，台灣半導體供應鏈廠商市值可望從目前的249億美元，於2033年成長10倍至2,577億美元。

# 非投資級債的違約率維持低檔

- **2023年非投資級債違約率維持在較低水準**：2023年美國非投資級債總體違約率為3.4%，相較於2022年的1.4%成長頗多，為有紀錄以來第三高的成長率，顯示隨著美國利率水準居高不下，美國非投資級債違約率確實有所增加，但總體違約率相較於2008年金融海嘯與2020年新冠疫情時期，仍維持較低水準。
- **非投資級債違約率來到6個月新低**：1月份美國非投資級債的違約率下降至2.1%，為2023年7月以來新低水準，摩根大通預估今年隨著聯準會可能降息，企業資金壓力有所緩解，2024年違約率可望從2023年的3.4%下降至2.8%的較低水準，從1月數據可看出，違約率確實有持續下降的趨勢。

美國非投資級債違約率%



美國非投資級債歷年違約率

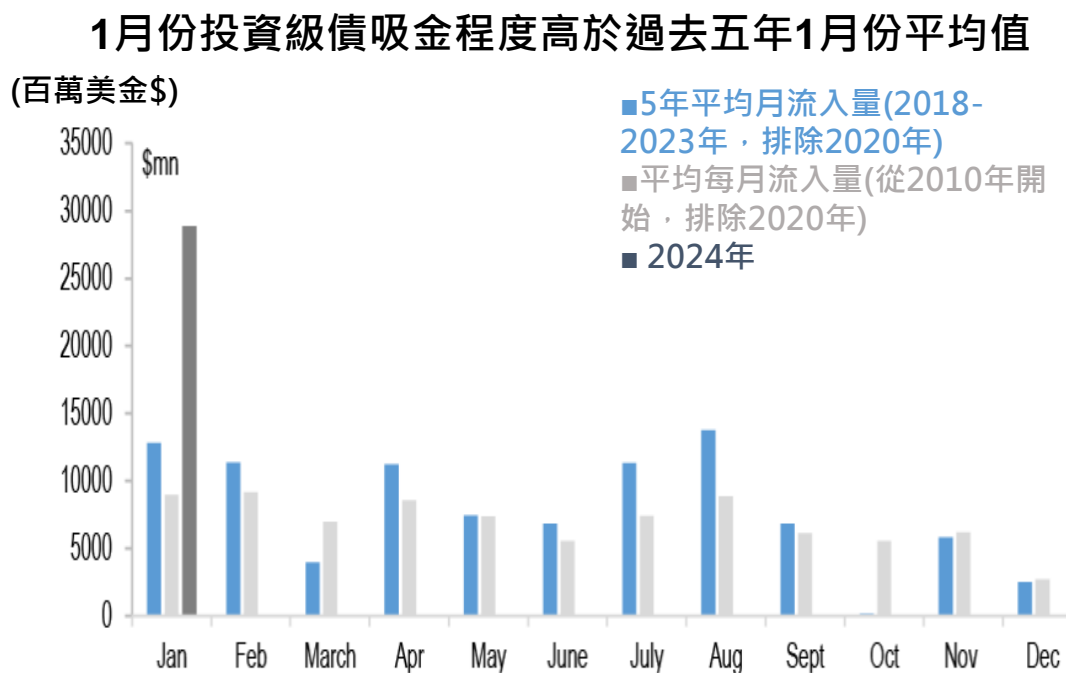
年度	違約件數	違約金額(10億美金)	違約率%
2008	35	46.7	9.0
2009	59	26.0	4.5
2010	20	9.6	1.5
2011	20	18.4	2.6
2012	21	13.3	1.8
2013	14	4.3	0.6
2014	19	9.1	1.2
2015	43	20.9	2.6
2016	66	37.7	4.9
2017	22	10.3	1.4
2018	17	10.9	1.5
2019	20	18.7	2.8
2020	41	41.4	5.2
2021	9	4.6	0.5
2022	12	10.7	1.4
2023	27	23.9	3.4
平均值	28	19.2	2.8

資料來源: 摩根大通證券, PitchBook Data, Inc; Bloomberg Finance L.P.; S&P/IHSMarkit, 2024.2.1

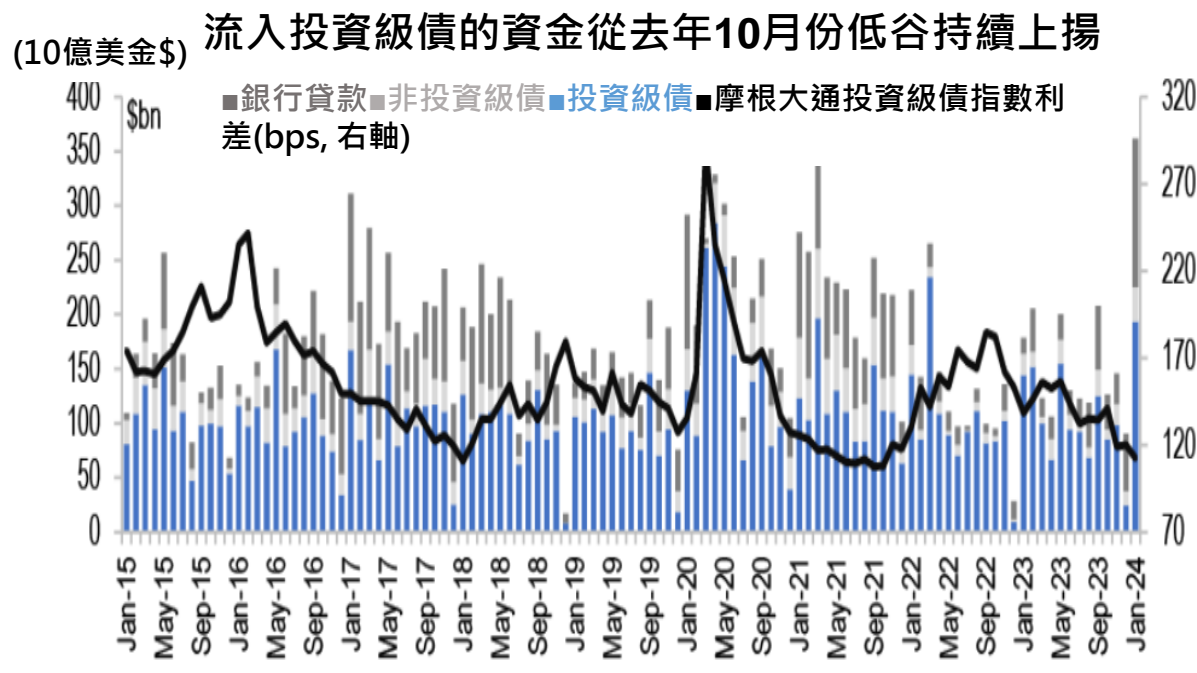


# 投資級債1月份持續吸金

- **1月份投資級債持續吸金**：從過去五年的數據來看，1月與2月向來是資金流入投資級債的高峰期，顯示投資人傾向於年初制定資產配置並投資，今年1月份隨著聯準會即將降息的消息加持下，品質優異且評價面具吸引力的投資級債獲得資金青睞，1月份流入投資級債的資金量接近300億美金，為過去五年1月份平均值的2.3倍。
- **但投資級債的供應量有所增加**：1月份投資級債的供應量達到200億美元，若加上非投資級債與銀行貸款的供應量，三者加總達到3,610億美元，為2015年以來新高紀錄。利差收窄、收益率下降但供應量卻強勁，除了投資人投資意願濃厚外，也顯示企業順應投資熱潮發債募集資金，但供應量創新高的同時，投資人應關注評價面是否仍具吸引力。



資料來源: ECB, Eurostat, JP Morgan, 2024.1.19



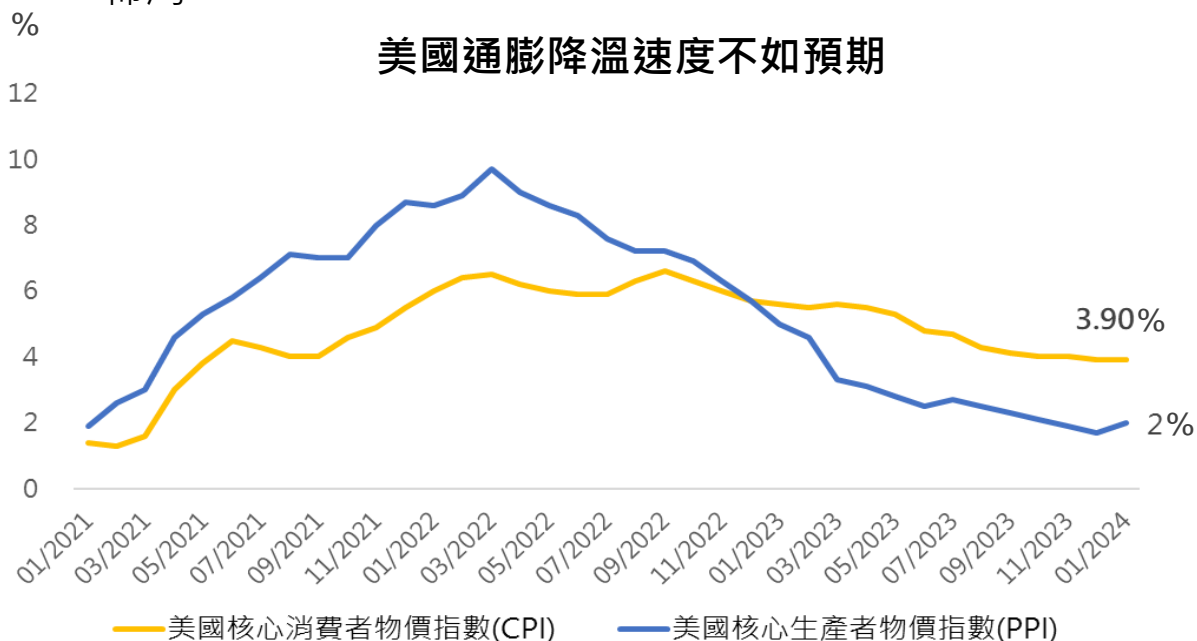
資料來源: J.P. Morgan; Dealogic, 2024.2.9



# 美國通膨高於預期 壓抑美股樂觀氛圍

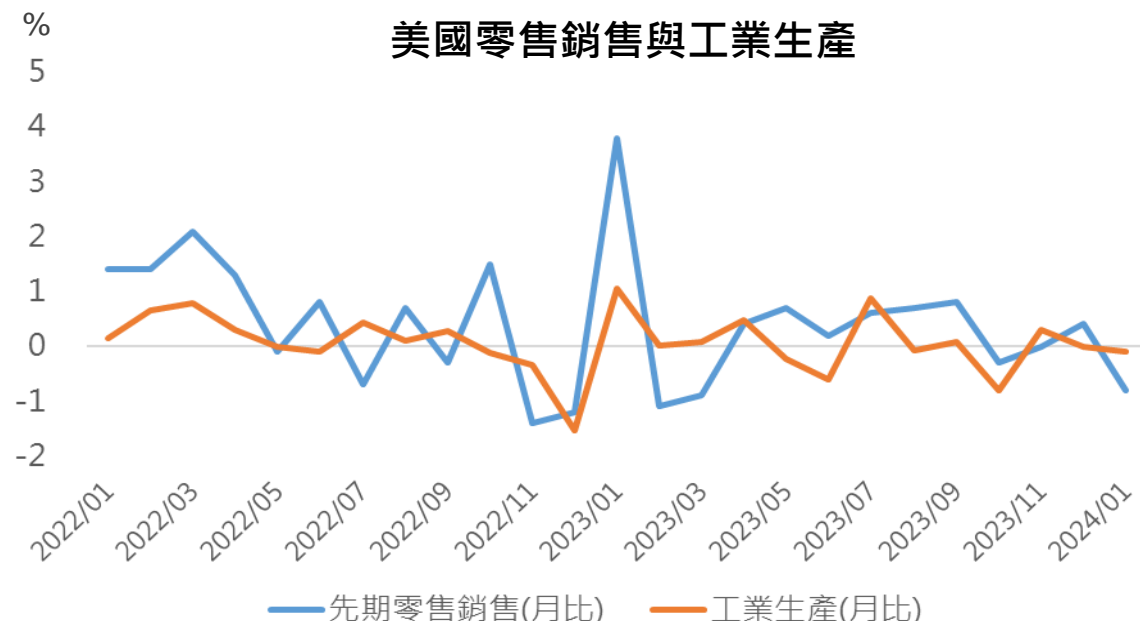
- 通膨高於預期：**因住房及醫療等服務價格上升抵銷商品價格下滑的影響，1月消費者物價指數(CPI)年增率自3.4%下滑至3.1%，核心CPI年增率持平於3.9%，1月生產者物價指數(PPI)年增0.9%，雖較上月下滑，但受服務業成本大增影響，核心PPI年升2%遠高於預期，2月密西根大學調查消費者對未來1年的通膨預期初值升至3.0%，令聯準會降息時程再添變數。
- 零售銷售及工業生產不如預期：**因淡季效應、寒冷天氣阻礙外出購物意願，1月零售銷售月減0.8%，為近10個月最低，年增率下滑至0.65%，同時1月工業生產月減0.1%，亦較前月有所惡化，不過，上週初領失業救濟金人數降至21.2萬，大幅低於市場預期，顯示就業市場仍強勁，給予消費動能支撐，2月密西根大學消費者信心指數升至79.6，連3個月上揚。
- 美股展望：**儘管通膨降溫速度不如預期，但扣除通膨後的實質利率仍高，給予聯準會充足的降息空間，短線雖因市場調整降息預期、科技股累積不小漲幅而有所震盪，受惠基本面強勁及AI題材助攻，美股可望維持多頭格局，逢回仍可分批佈局。

## 美國通膨降溫速度不如預期



資料來源: Bloomberg, 2024.2.16

## 美國零售銷售與工業生產



資料來源: Bloomberg, 2024.2.16

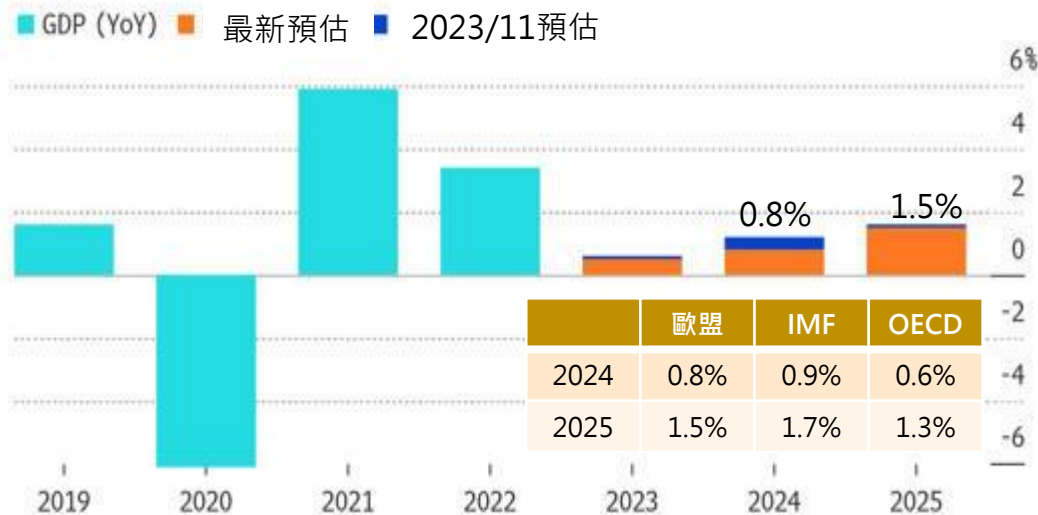




# 歐盟下修經濟成長預估 ECB總裁告誡不應倉促降息

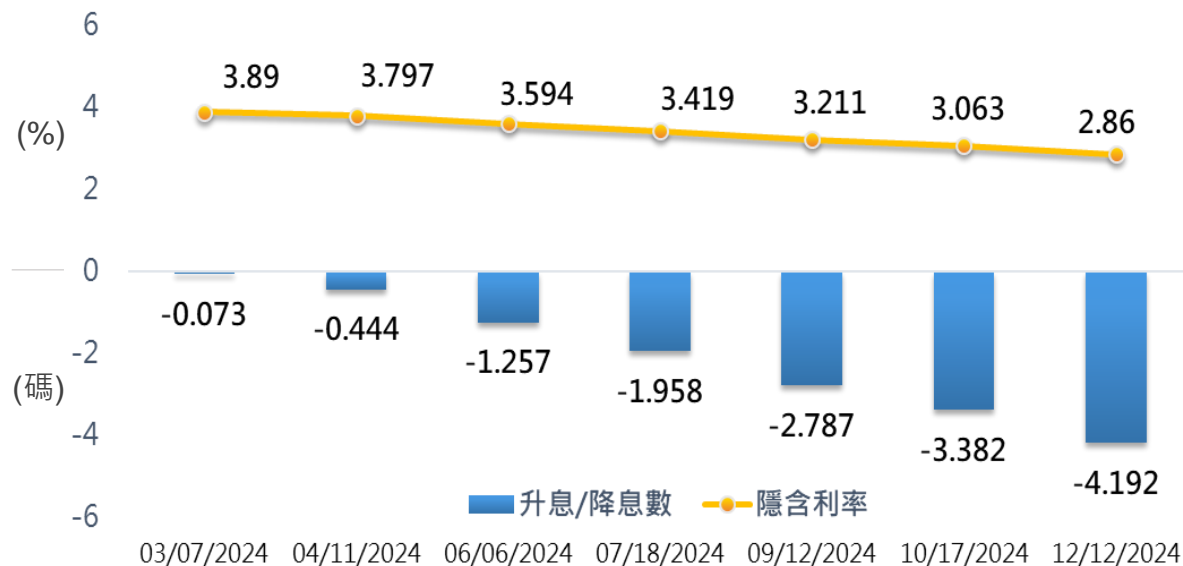
- **歐盟下調歐元區今年經濟成長及通膨預估：**歐盟執委會將今年歐元區的經濟成長預期由1.2%下調至0.8%、明年經濟成長預期自1.6%下調至1.5%，並預警地緣政治緊張恐使經濟不確定性升高，亦將今年通膨預期從3.2%下調至2.7%、明年維持在2.2%不變，反映能源大宗商品價格下降，及升息使經濟動能減弱的影響。
- **歐洲央行總裁拉加德告誡不應倉促降息：**歐洲央行總裁拉加德表示，薪資攀升對通膨構成越來越大的驅動力，不應該倉促降息，決策者需要更多的證據，確保通膨能回到2%的目標，並表示官員們將在未來幾個月敲定新的貨幣政策框架，市場預估降息時點落在6月份。
- **展望：**受家庭購買力被侵蝕、緊縮政策、成員國撤回部分振興經濟的財政措施、和外部需求持續下跌等因素影響，歐元區經濟前景不佳，加上中東及紅海局勢不穩增添通膨不確定性，基本面不利歐股表現。

### 歐盟下修今年歐元區經濟成長預估



資料來源:EU,Bloomberg,2024.2.16

### 歐洲央行降息預估(存款利率)



資料來源:Bloomberg,2024.2.16



# 台股龍年開紅盤 AI供應鏈預計加速催生台灣的護國群山

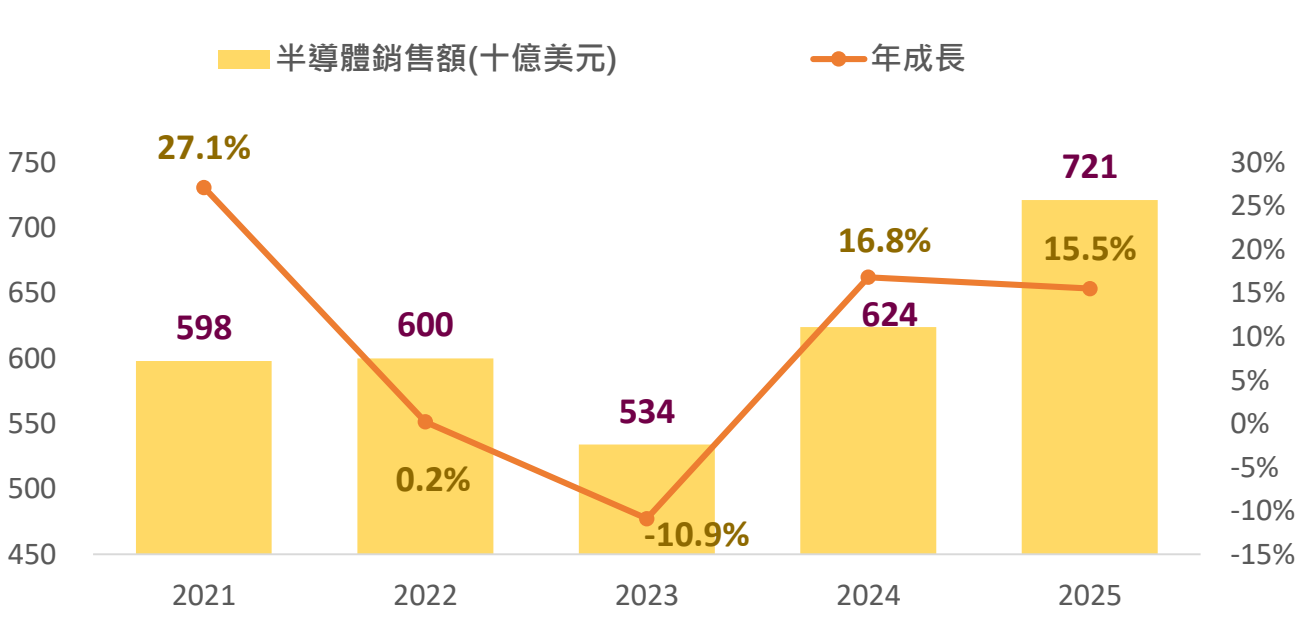
- 台積電助攻台股創新高：**春節休市期間，台積電ADR上漲近1成，帶動台積電開春首個交易日股價跳漲，助攻加權指數創下歷史新高18,725點，隨後漲幅收斂，農曆年後第1週加權指數上漲2.82%。全球AI供應鏈戰略價值水漲船高，摩根士丹利看好台積電不論是技術、成本結構與定價能力，台積電都優於同業，因此將其目標價由698元上調至758元。
- AI供應鏈預計加速催生台灣的護國群山：**調研機構Gartner指出，去年全球半導體市場銷售年衰退10.9%，但受到AI產業蓬勃發展，加上手機、PC等應用復甦，預估今年半導體市場銷售額將成長至6,240億美元，年增16.8%。台股中，AI、半導體佔比將近6成，根據QIC對於49家台灣半導體供應鏈廠商的研究，展望未來10年，台灣半導體供應鏈廠商市值可望從目前的249億美元，於2033年成長10倍至2,577億美元。

投行對台積電未來12個月目標價

單位： 台幣元	摩根大通	高盛	美銀	摩根士丹利	瑞銀	花旗
評等	優於大盤	買進	買進	優於大盤	買進	買進
未來12個月目標價	770	760	760	758	750	720
均值	753					

資料來源：各家投行，2024.2.16

全球半導體市場銷售額與年成長



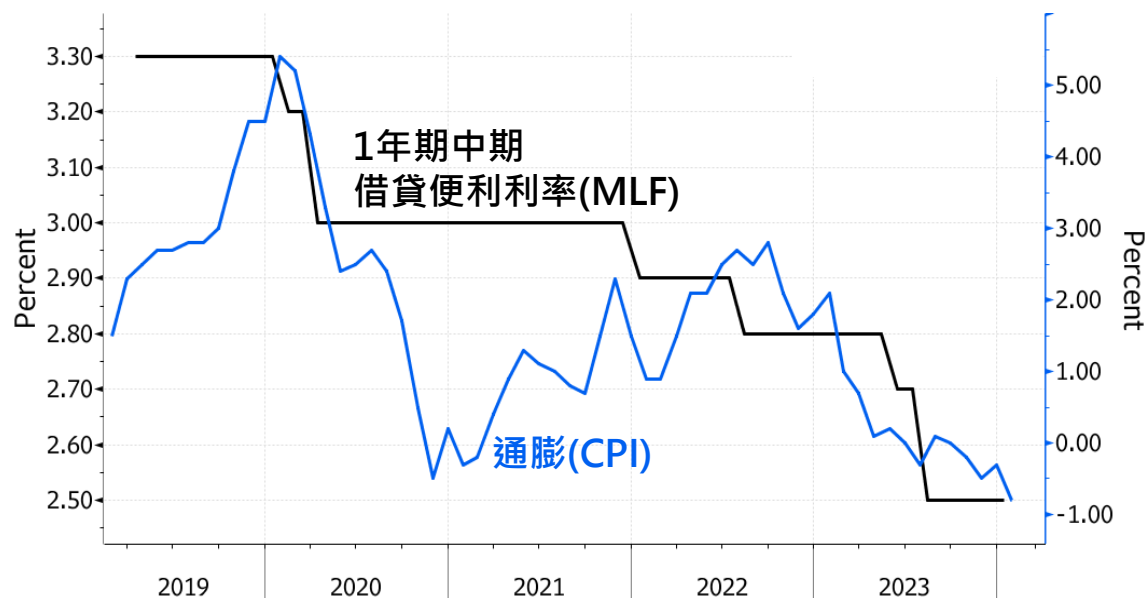
資料來源：Gartner，2023.12



# 預期中國央行下調貸款市場報價利率(LPR)刺激經濟

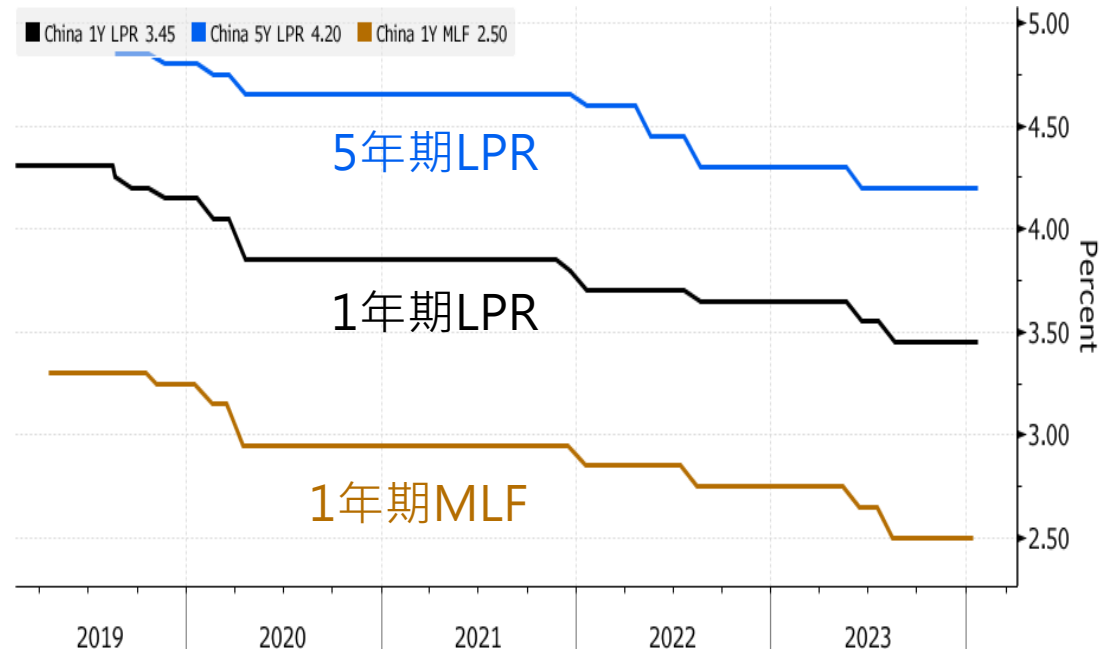
- **中國1月CPI下降0.8%，連續4個月處於通縮區域：**中國1月CPI下跌0.8%，連續第4個月處於通縮區間，創下全球金融危機之後、2009年以來的最大降幅。彭博預期，中國央行將採取更多措施對抗通縮，並為正遭受房地產、市場信心低迷和製造業萎縮的經濟現況托底。
- **預期中國央行下調貸款市場報價利率(LPR)刺激經濟：**2/18中國央行開展了5,000億元人民幣的1年期MLF操作，利率維持在2.5%不變，不過市場對後續政策寬鬆仍抱有期待，部分投研機構預期2/20中國貸款市場報價利率(LPR)有望調降，較低的利率有利於對抗通縮並刺激消費和投資。至於中國基本面是否回穩仍待時間檢驗，短期展望保守看待。

## 中國1年期中期借貸便利利率(MLF)與通膨(CPI)



資料來源：中國國家統計局，中國央行，中國外匯交易中心，Bloomberg，2024.2.18

## 中國貸款市場報價利率(LPR)



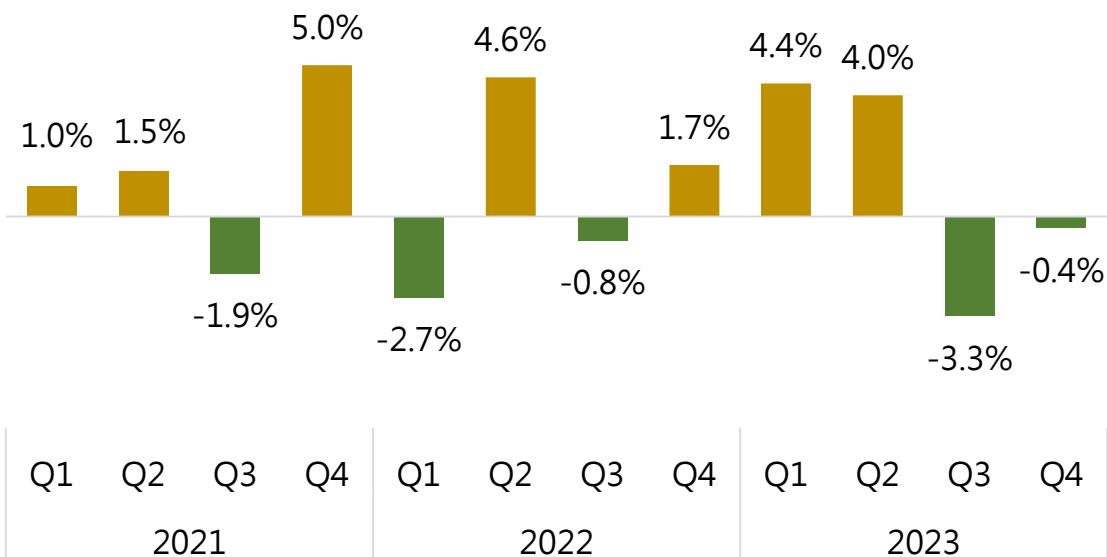
資料來源：Bloomberg，2024.2.16



# 日本經濟意外陷入衰退 日銀續維持寬鬆

- **內需不振，日本經濟陷入技術性衰退**：2023年第四季GDP季增年率萎縮0.4%，前一季度修正後為萎縮3.3%，其中私人消費及商業投資分別較上季下滑0.2%及0.1%，淨出口季增0.2%，因知識產權使用費與服務收入，為唯一正貢獻項目。
- **通膨可持續性不足，日本央行尚難退出寬鬆，日圓弱勢**：去年12月實質薪資年比為-1.9%，連續21個月負成長，家庭支出在通膨壓力下年減2.5%，1月東京核心CPI(不含食品)回落至1.6%，令人失望的薪資、消費和通膨數據，使日本央行對取消負利率政策保持耐心，由於市場普遍預期，今年春季勞資談判(春鬥)薪資調幅有望高於去年的3.6%，創31年新高，預估最快4月將是政策轉向時點，短線日圓偏弱。

日本經濟連二季萎縮

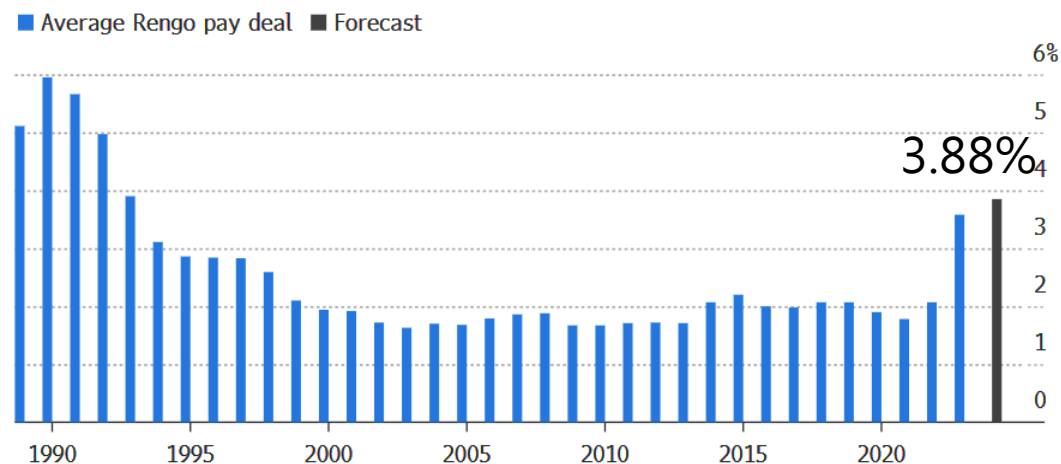


資料來源: Bloomberg, 2024.2.15

日本春鬥調薪幅度有望創31年新高

## Signs of Progress

Economists expect Japan's biggest union group to secure larger pay raises this year



Source: Japanese Trade Union Confederation, known as Rengo  
Note: 2024 figure shows Japan Center for Economic Research forecast.

Bloomberg

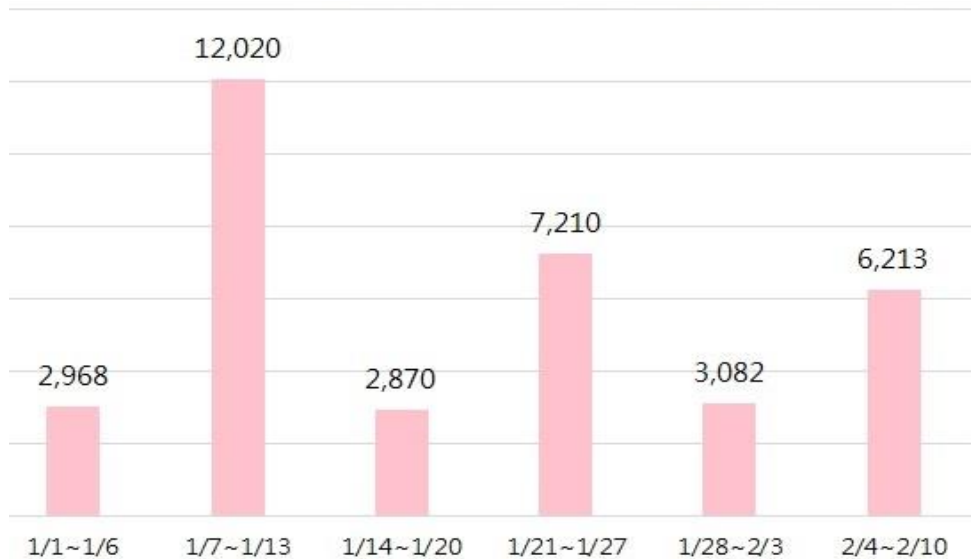




# 外資連6週買超，日股創34年來新高

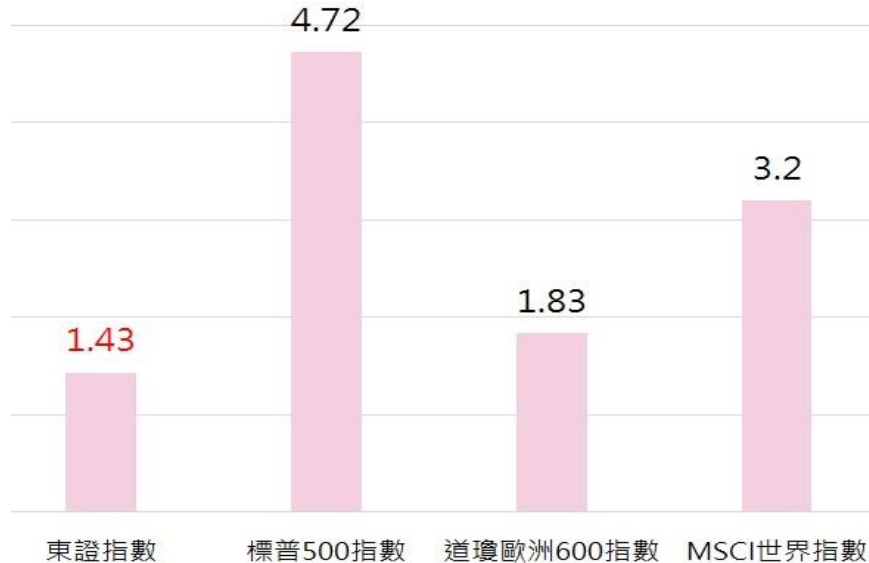
- **多項利多匯聚，持續吸引外資流入：**今年以來，受到科技股帶動，外資已連續6週買超日股，其他利多包含：(1)日本個人儲蓄帳戶(NISA)取消資本利得稅，並提高投資額度。(2)東京證券交易所(TSE)推動的企業財務重整計畫將逐步改善企業評價與資金效率。
- **日股評價面便宜，投行樂觀預估突破歷史高點：**目前東證指數的股價淨值比(P/B ratio)僅1.43倍，遠低於標普500指數的4.72倍，在內外資持續挹注下，今年日股有望迎來評價面上修，大摩預估(1/25)，東證指數年底上看2,800點；野村證券預估(2/15)，日經225指數年底有望突破43,000點。
- **展望：**日本經濟尚待薪資成長來提振內需消費，據去年12月短觀報告顯示，2023年度各種規模行業的普通利潤預計將成長4.0%，顯示企業獲利能力不斷增強，加上公司治理改革與小額投資免稅制度，將有助帶動內外資並進，推動日股挑戰歷史高點。

### 外資連6週買超日股



資料來源：日本財務省官網 2024/2/16

### 主要指數股價淨值比(P/B)



資料來源：Bloomberg 2024/2/16



# 2024年三高投資術

## 收益高

- 美國聯準會有望降息，優質債券評價面具吸引力。
- 非投資級債基本面調整完成，若聯準會降息則有助於緩解資金成本。

## 價值高

- 日本股市眾多利多齊聚，且評價面具投資吸引力。
- 美股雖然漲幅可觀，但其中仍有落後補漲機會，如防禦股與價值股。

## 期望高

- 科技類股獲利表現佳，且有AI、雲端、數位科技等新題材推升類股表現。
- ESG不再只是口號而已，能落實ESG的股票不僅較為防禦，且為長期趨勢所在。

資料來源: Bloomberg 2024/1/12 · 兆豐銀行投顧小組整理



# 警 語

1. 本資料內容僅供內部同仁及客戶參考，非作為任何金融商品或服務之購買或銷售之推介，不得視為買賣有價證券或其他金融商品之要約或要約之引誘。
2. 本資料提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
3. 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；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
4. 本資料所載內容如涉及商品資訊，商品相關資訊仍以經核可之條款及文宣(DM)為主，本行網站已備有公開說明書可供查閱基金應負擔之費用及相關投資風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本資料提及之投資資產或標的。
5. 本資料所載內容取自本公司相信可靠之資料來源，且為特定日期之判斷，本公司不保證其即時性、精確性及完整性，亦不提供或嘗試遊說客戶做為投資之判斷依據。資料內容邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，如因信賴本資料內容而做出或改變投資決策，須自行承擔結果，本公司及本公司所屬員工，均不負任何損害賠償及其他法律上之責任。
6. 本資料內容之著作權屬兆豐銀行所有，禁止就所載資料任何形式之抄襲、引用或轉載。
7. 本資料所載部分基金涉及非投資等級債，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券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，故本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。部分基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
8. 基金年化配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×一年配息次數×100%。「年化配息率」為估算值。當月配息率計算公式：每單位配息金額÷除息日前一日之淨值×100%。
9. 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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本資料如以基金過去績效進行模擬投資組合之報酬率時，僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。
10. 部分基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。各基金由本金支付配息之相關資料，投資人可至各投信基金公司及總代理人網站查詢。
11. 屬基金資訊觀測站ESG基金專區所列之基金，有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊。

