



國泰世華銀行
Cathay United Bank

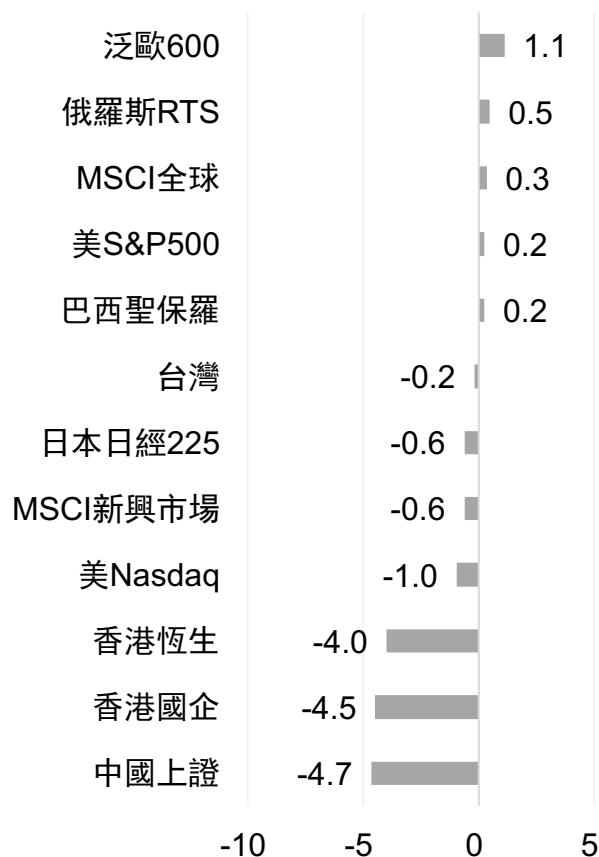
2024年2月2日

投資研究週報

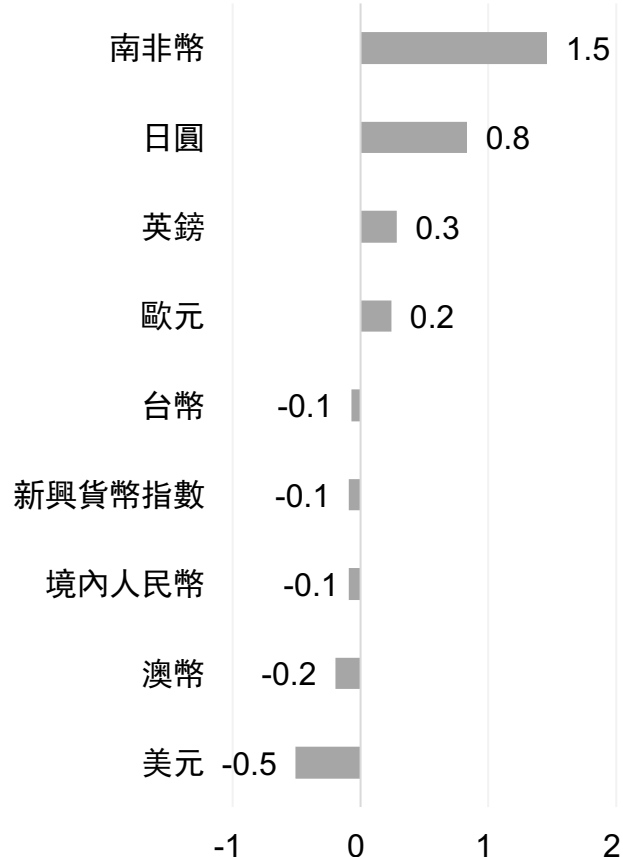
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

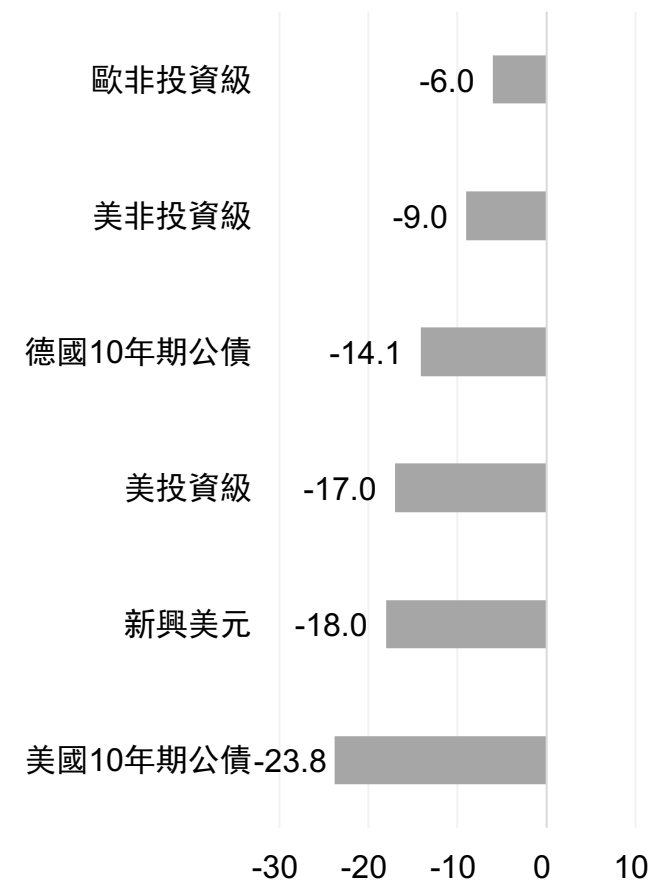
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/1/25-2024/2/1。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 回顧：

- 1) FOMC：1)維持政策利率在5.25%~5.50%不變；2)主席鮑爾表示，利率處於高位，但需更多證據證明通膨已被遏制，並不認為3月就會啟動降息；3)計劃3月份開始深入討論縮表速度的問題。
- 2) 非農就業：近期美國服務業PMI就業分項持續放緩且降至50之下，由於PMI調查過往具有一定程度的領先性，因此，後續非農就業增長也應由過熱趨於正常。
- 3) 財報反應：繼英特爾後，谷歌、微軟等巨頭相繼公布財報，惟對本季展望多不如預期，使美股高位震盪。

2. 後續看點

- 財報心得：整體財報不能算差，但反映出今年總經、產業面循環錯位(K-shaped)復甦的現象，可能讓**今年擇股重要性提高**；就科技股選股角度，留意**企業經營模式(B2B或B2C)的差異**。
- 可以抱股過年嗎？股市長線正向，但短線評價偏高，加上過往2月表現較為平淡，短線易震盪，**若建部位的成本價位較高，不妨可以部分獲利了結**。

策略思維

1. **股市**：FOMC未給市場提振，短線股市由財報表現主導；長線而言，仍以**現金流穩健的大型股為先**。
2. **債市**：Fed降息**晚到但不會不到**，**長線殖利率偏向下行趨勢**；信用市場仍平穩，現金流穩健企業仍較佳。
3. **匯市**：去年底在外資與出口商加持下台幣暴升，但隨春節將近，匯價趨於震盪。

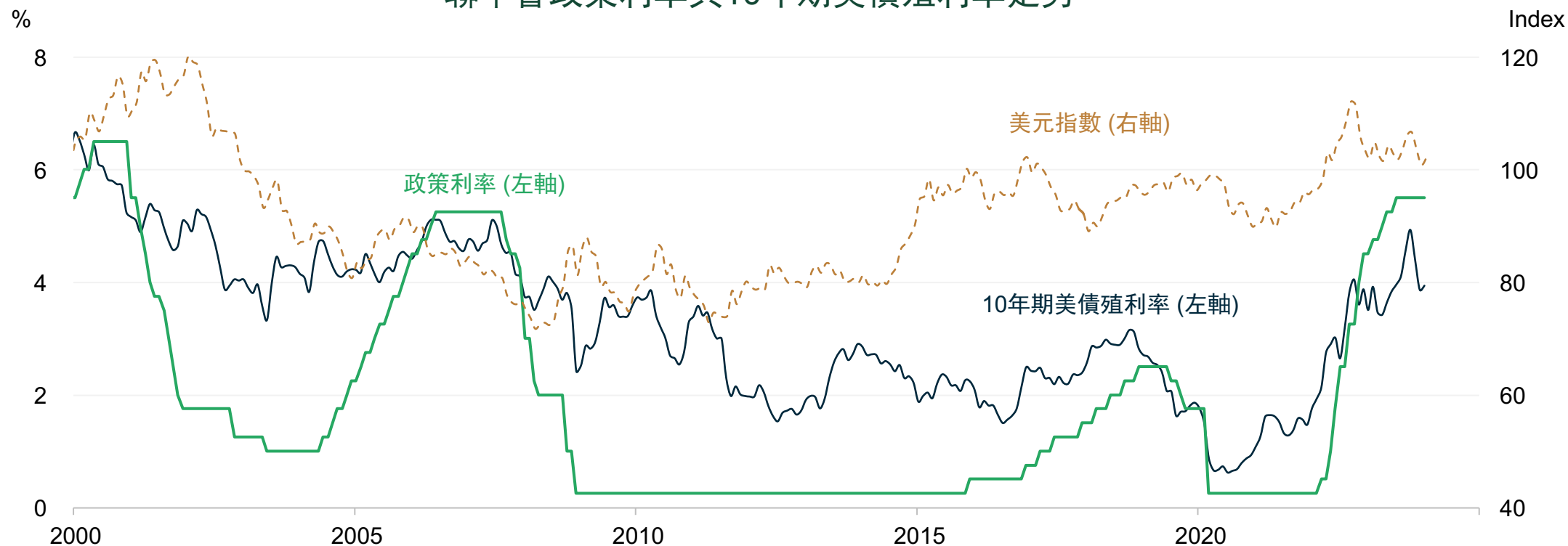


聯準會 | 鮑爾稱需更多證據證明通膨已被遏制, 3月降息機率不大, 但開始論縮表議題

會議重點：1)維持政策利率在5.25%~5.50%不變；2)主席鮑爾在記者會上表示，FOMC利率處於本次循環的高位，但還需更多證據證明通膨已被遏制，多數委員預計今年降息是適當的，但**並不認為3月就會啟動降息**；3)未調整每月950億縮表金額，但稱現在已經是開始討論縮表速度的時刻，**明確表態將在 3 月會議深入討論。**

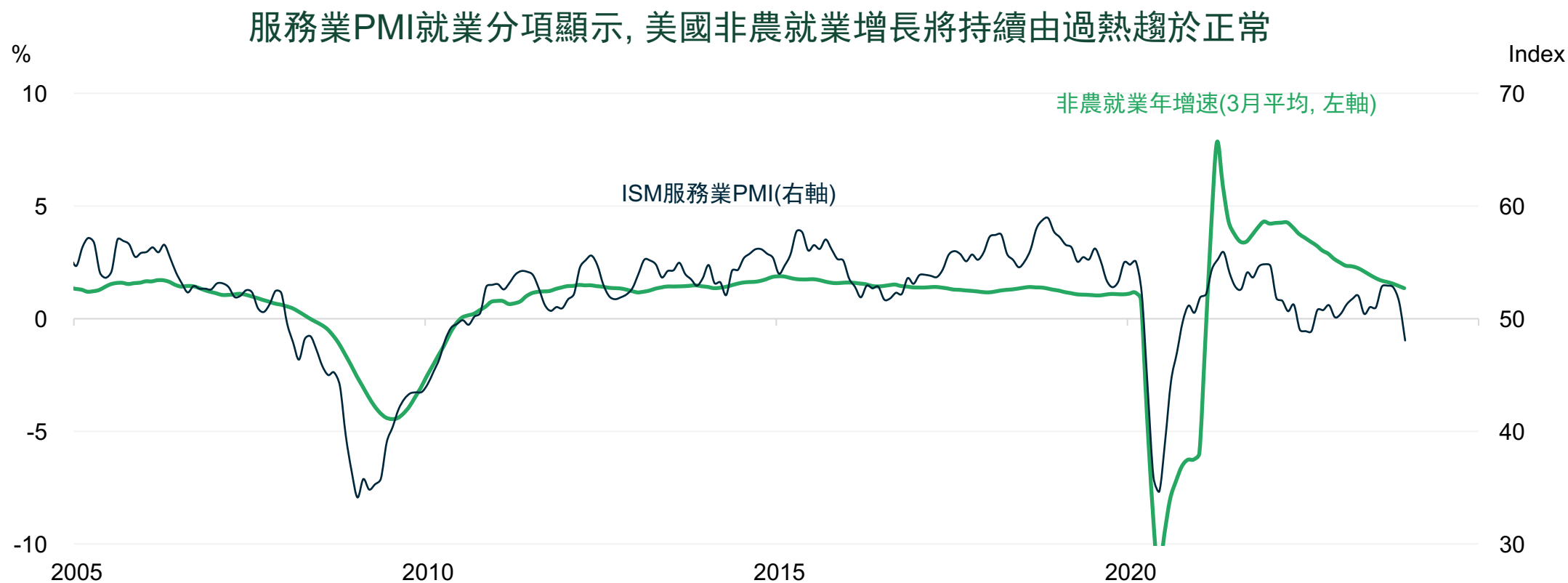
雙率走勢：聯準會將準備進入降息循環，將牽引**美元長線偏貶**；**10年期美債殖利率**的走勢往往領先**政策利率**，因此若有彈升，都是長線鎖利的機會。

聯準會政策利率與10年期美債殖利率走勢



總經 | 美國就業市場依舊穩健, 但趨勢而言, 增長將持續由過熱的狀況趨於正常

觀察近期美國服務業PMI就業分項的走勢, 不僅持續放緩的趨勢, 且已掉至50之下。由於PMI調查過往具有一定程度的領先性, 因此, 後續非農就業的增長狀況, 也應由過熱趨於正常。



美國財報 | 財報表現良好, 展望則多不及預期, 鑒於股市位階不低, 短線走勢容易震盪

繼英特爾之後, 科技巨頭也相繼公布財報, 包括谷歌、微軟、蘋果, 超微等, 整體而言, 就上季獲利表現而言, 多優於預期, 但對本季展望, 多不如預期, 盤後股價全面走跌, 英特爾甚至大跌10%, 主因為年初至今, 短短一個月內, 股價漲幅已不小, 例如超微上漲超過2成, 谷歌也有1成。

以標普500指數而言, 受到台積電財報利多、美國去年Q4 GDP大幅優於預期等因素影響, 讓標普500突破4900點關卡, 並續創歷史新高, 不過, 就乖離率(與年線乖離)而言, 目前已超過1倍標準差, 就過去的經驗來看, 有漲多拉回壓力。

股市位階偏高, 加上展望不如預期, 財報後股價多走跌

	日期	前季財報	本季展望	市場反應
英特爾	1/25	優於預期	不如預期	盤後-10.2%
微軟	1/30	優於預期	不如預期	盤後-0.3%
谷歌	1/30	優於預期	不如預期	盤後-5.9%
超微	1/30	優於預期	不如預期	盤後-6.5%
高通	1/31	優於預期	不如預期	盤後-0.7%
蘋果	2/1	優於預期	不如預期	盤後-2.9%
Meta	2/1	優於預期	優於預期	盤後+15.2%
亞馬遜	2/1	優於預期	優於預期	盤後+6.9%

總經 | 美國PMI顯示, 製造、服務業呈現K-shaped的錯位復甦

觀察近期美國PMI走勢狀況, 雖然單月而言, 偶有顛簸, 但**製造業築底回升**, **服務業逐步放緩的趨勢則逐漸明朗**。尤其製造業PMI的新訂單減庫存方面, 在2023年5月之後即由負轉正, 並呈現緩步回升的態勢。

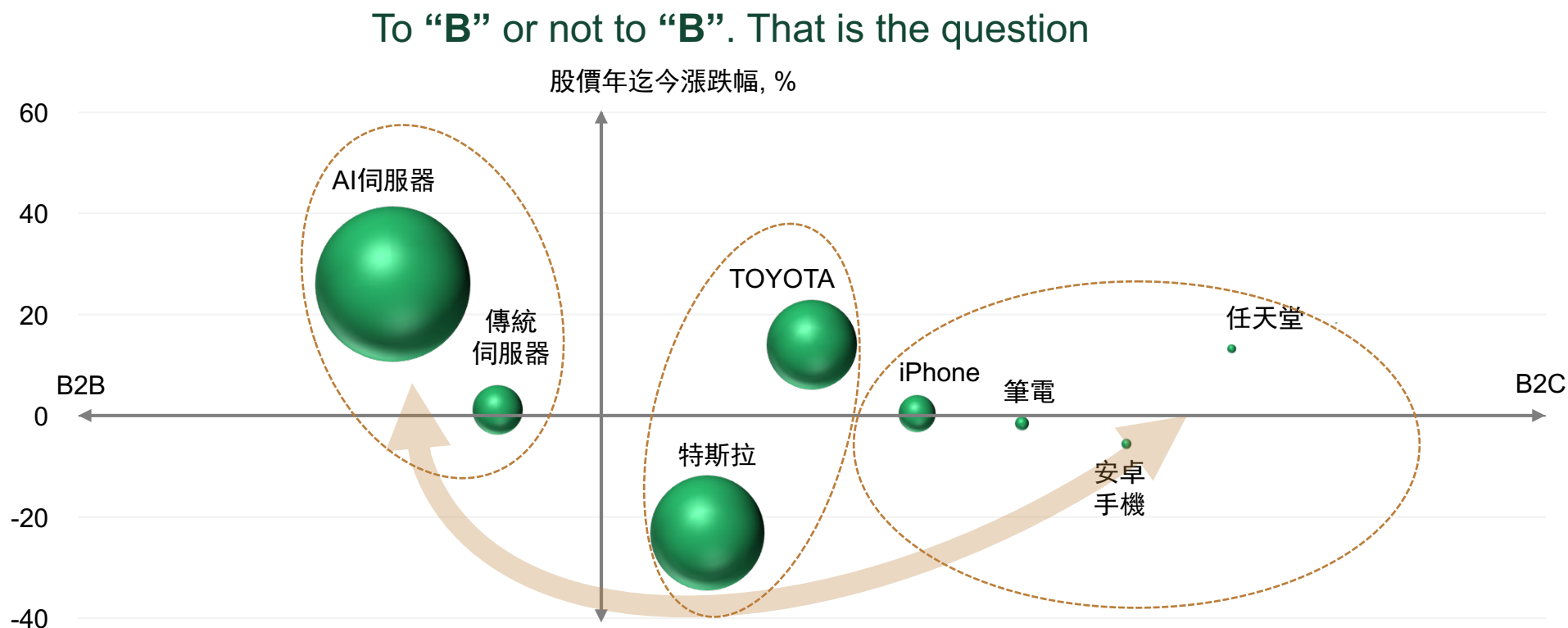
美國PMI走勢顯示, 製造業築底回升, 服務業則逐步放緩



產業 | 產業面也有K-shaped錯位復甦現象, 選股的重要性將較去年提升

科技類股範疇甚廣, 但以**企業經營模式**來略作區分, 可分為B2B及B2C。若再區分**產品的單價高低**, 則可看出今年以來, **提供B2B且高單價的產品者**, 股價明顯表現較佳, 如輝達等上下游; 另方面, **提供B2C且高單價的產品者**, 如特斯拉, 股價表現則相對較疲。

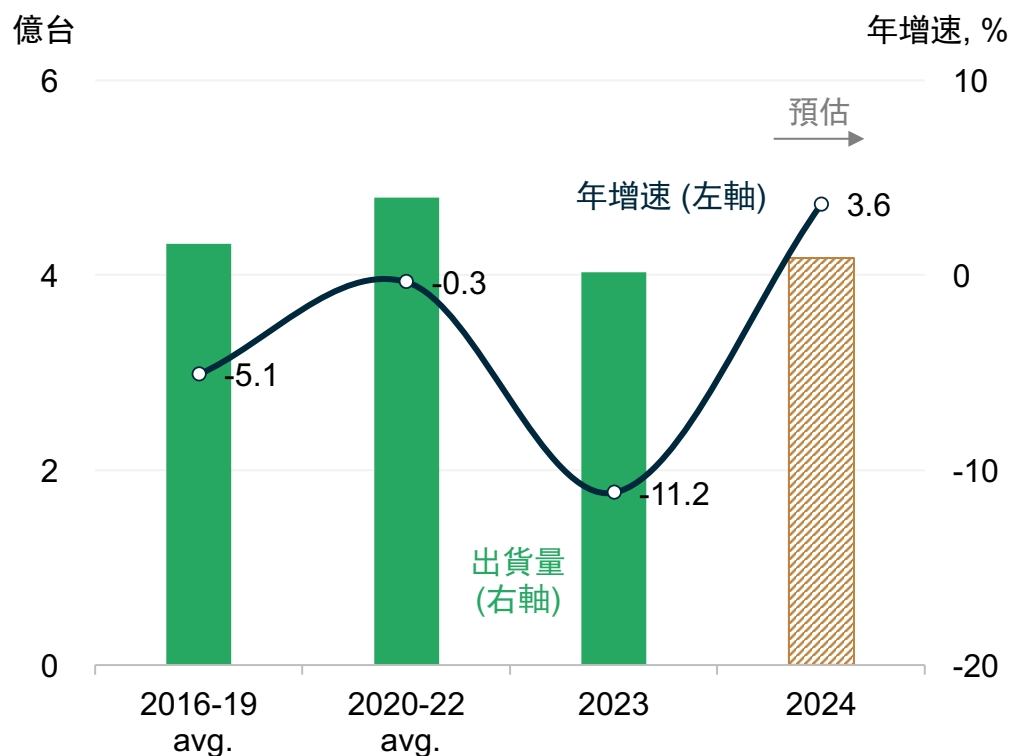
註: B2B是企業對企業的經營模式, B2C是企業對消費者的經營模式。



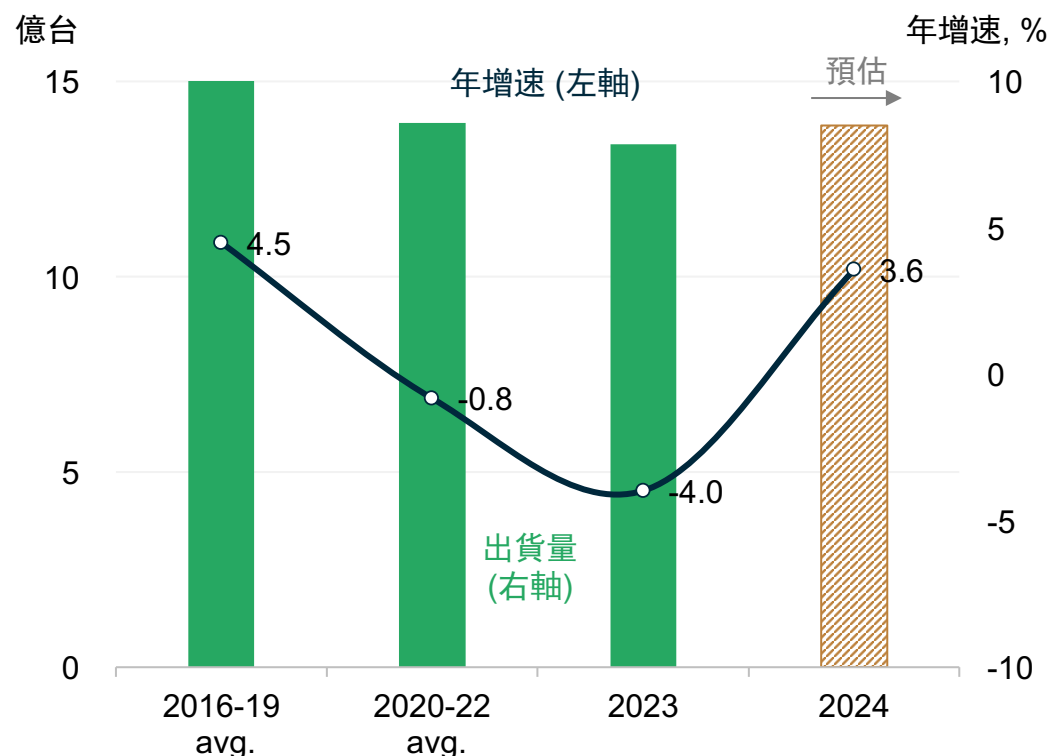
產業 | 華碩、和碩雖表示2025年才是AI應用爆發年, 但低基期可望為今年換機潮先揭序幕

去年AI浪潮大爆發, 但始終欠缺應用端接棒, 直至去年底始聞樓梯響, AI筆電、AI手機消息開始火熱。筆電方面, 自從去年12月中旬英特爾發表AI PC後, 市場無不引頸期待, 但華碩、和碩則表示2024年還處於產品週期的過渡階段, 因此2025年才是爆發年, 但去年的低基期已為今年的增長狀況先畫下底線。手機方面, 國內最大通訊通路代理商—神腦, 於法說會表示經歷升息、通膨、及科技業整年庫存調整, 預期2024年相關干擾大幅降低, 且在AI手機新應用助陣下, 可望為手機市場帶來新一波換機潮。

全球筆電出貨狀況



全球手機出貨狀況

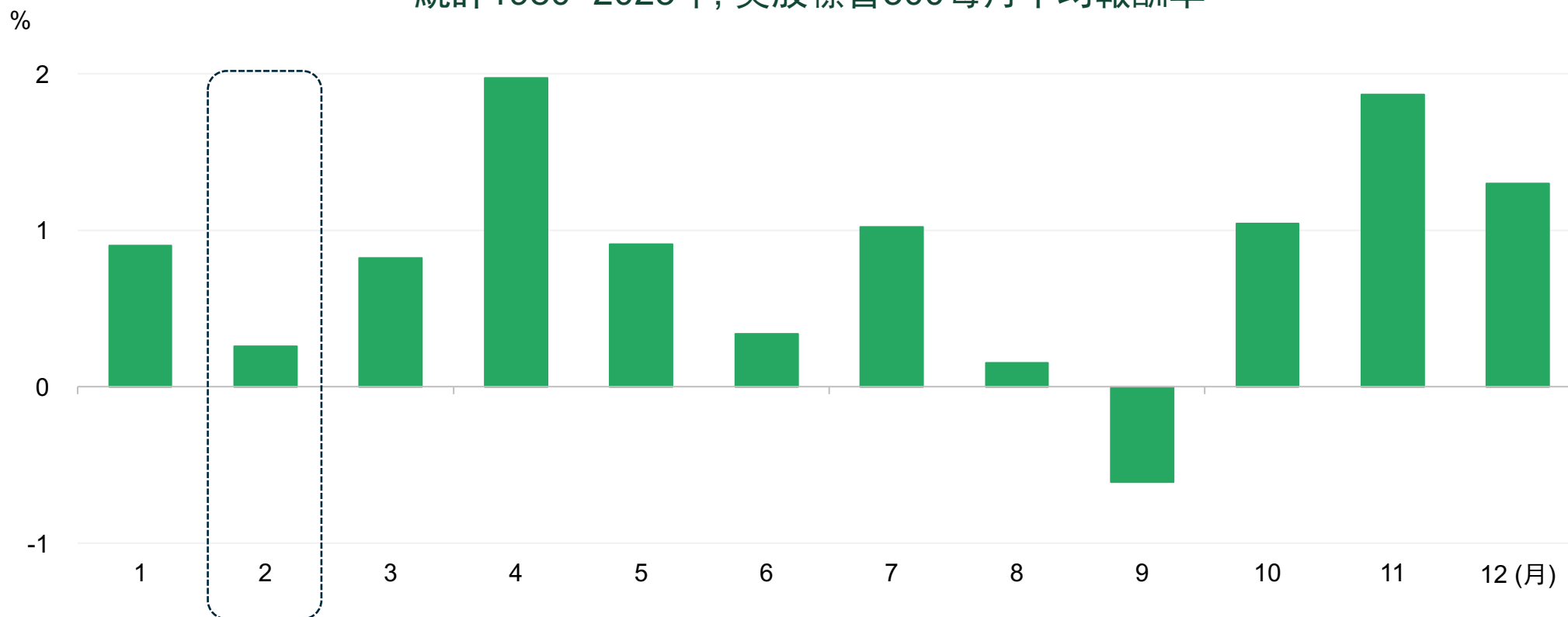


抱股過年 | 股市長線正向, 但短線評價偏高, 加上過往2月表現較為平淡, 短線留意震盪

長線來看, 股市的正向趨勢是明顯的。主要因為去庫存告一段落, 企業獲利動能逐漸回升, 股市的基本面得到改善。此外, 各國央行屢屢提高政策利率的情況已不復見, 隨央行降息題材浮現, 也將為股市提供支撐。

但從短線來看, 股市的評價已經偏高, 存在一定的回調風險, 這可能導致股市出現短線過熱的現象。另外, 過往2月表現較為平淡, 許多投資者會選擇減倉或觀望, 這也會給股市帶來壓力。因此, **應該回頭檢視自身部位的成本高低, 來決定是否抱股過年。**

統計1980~2023年, 美股標普500每月平均報酬率

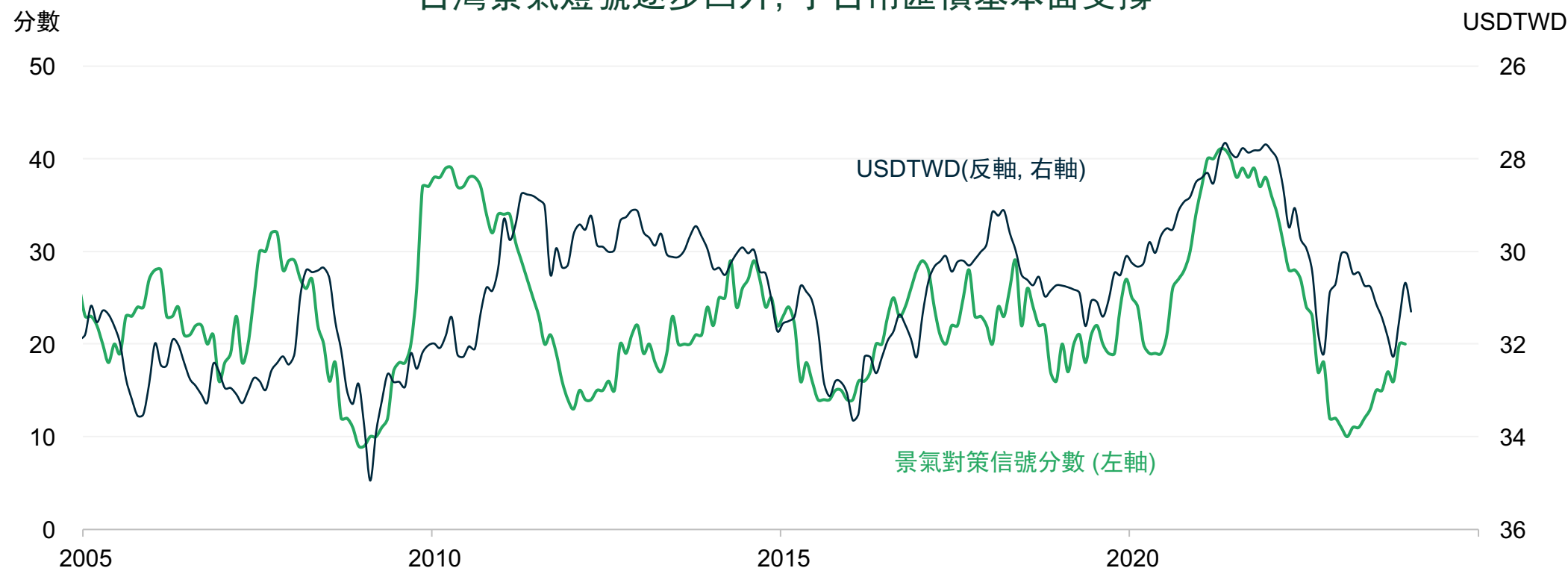


台幣 | 台灣景氣燈號逐步回升, 予台幣匯價基本面支撐

國發會26日公布112年12月景氣對策信號綜合判斷分數為20分，與11月持平，燈號續為代表景氣「注意」的黃藍燈。9項構成項目中，海關出口值由綠燈轉呈紅燈，分數增加2分。國發會指出，受惠新興科技應用商機活絡，帶動出口轉為紅燈，但全球終端需求疲弱，以及農曆年節落點較晚備貨時程延後，導致批發、零售及餐飲業營業額轉為藍燈，不過**今年1月景氣燈號有機會變綠燈**。

匯價方面，去年底在外資與出口商加持下台幣暴升，但隨春節將近，匯價趨於震盪。

台灣景氣燈號逐步回升, 予台幣匯價基本面支撐



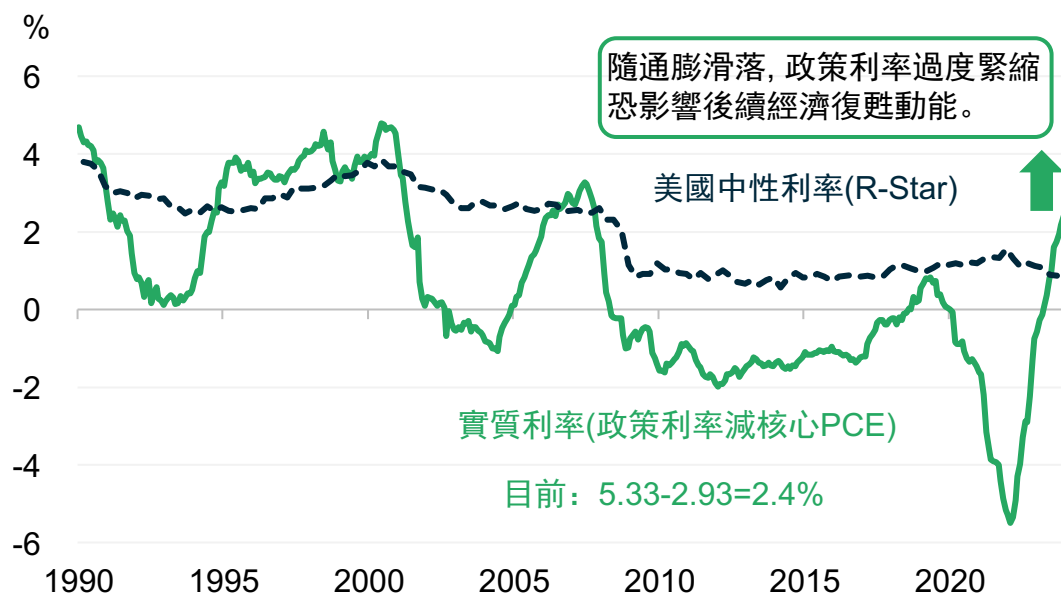
FOMC 本次會議政策利率不變，鮑爾談話壓抑3月降息預期

本次會議維持利率政策區間5.25%-5.5%不變，至於三月是否降息，鮑爾表示，「不確定3月是否有足夠信心降息」。

去年12月點陣圖暗示今年可能出現降3碼空間，顯示大趨勢轉寬鬆明確，加上現行實質利率已超過中性利率，Fed不調降政策利率恐拖累美國經濟復甦力道，長線上Fed終將降息，但鑑於近期經濟數據優於預期，顯示美國經濟體質仍具韌性，**鮑爾重申希望看到更多通膨滑落的證據，才將開啟降息循環。**

長線上，隨Fed大方向轉寬鬆，長線上殖利率將持續下行，應把握高利環境尾聲布債，逢利率反彈可視為加碼良機。

政策利率已達限制性效果，長線Fed有降息壓力



註：實質利率採聯邦基準利率扣除核心PCE、中性利率採Holston-Laubach-Williams模型估算；當實質利率超過中性利率時，貨幣政策具限制性。資料來源：Bloomberg。

殖利率反映未來降息循環



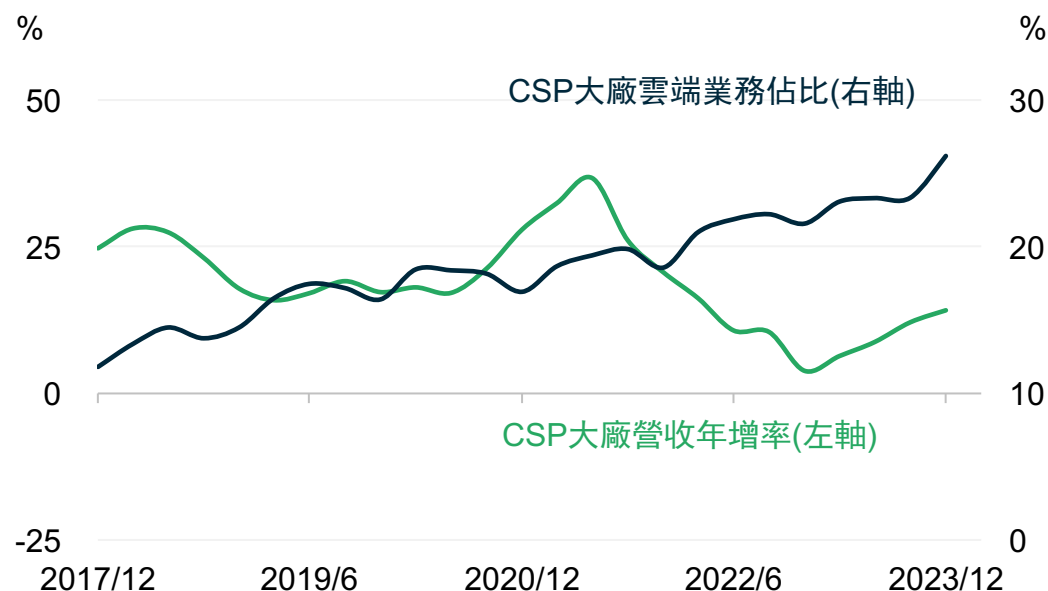
資料來源：Bloomberg。

科技 雲端成長動能強，大廠持續拉高投資AI規模

微軟、谷歌等科技巨頭陸續公布去年Q4財報，普遍呈現營收成長加速、獲利優於預期的佳績，顯示在歷經2021、2022年的成長放緩之後，**幾家主要的科技巨頭已經找到下一波成長的動能，那就是雲端以及AI**，由於雲端伺服器、AI大語言模型的需求成長，3大雲端服務供應商微軟、亞馬遜、谷歌的雲端業務佔營收比重快速拉升，將是重點關注項目。

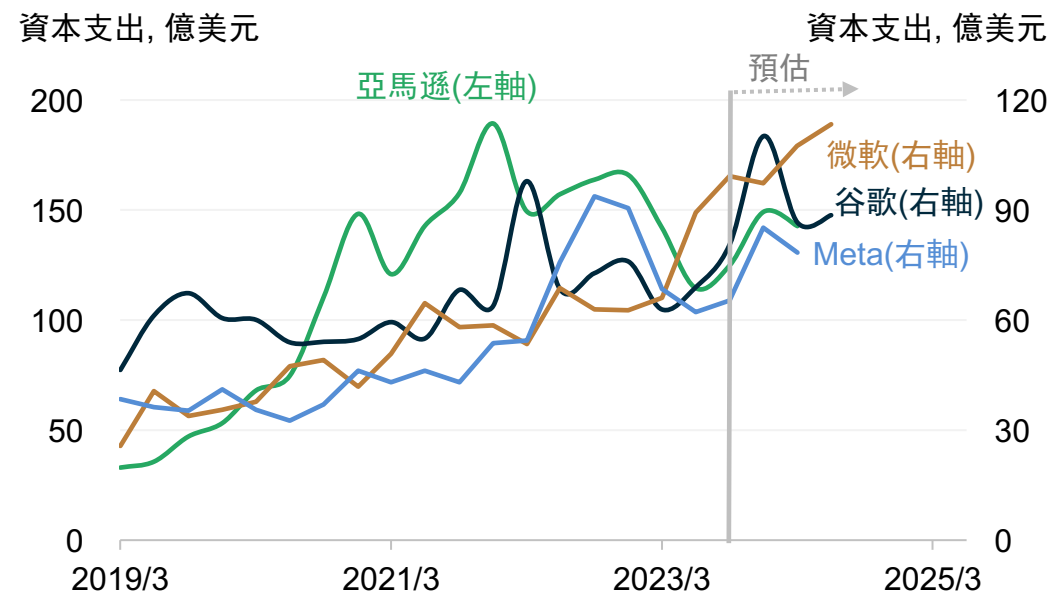
科技巨頭加緊提高資本支出，也就是對AI的投資，微軟與推出ChatGPT的OpenAI合作，把AI功能加入Office360並調高訂價，是最快能透過AI服務獲利的大型企業，谷歌、Meta的大語言模型Bard和Llama2都已推出，蘋果雖然在生成式AI稍微落後，但一旦推出，意謂著大量的iPhone、iMac都將採用，有望帶動手機、PC換機潮。AI的軟體、硬體投資，以及未來應用的發展，仍然有無限的想像空間。

科技大廠營收恢復成長，雲端業務成主力



註：CSP(雲端服務供應商)大廠係採微軟、亞馬遜、谷歌3家平均。
資料來源：Bloomberg。

AI當道，科技巨頭自去年Q3起紛紛拉高資本支出



資料來源：Bloomberg。

美國 基本面不差，但股市位階不低，面臨漲多拉回壓力

繼英特爾之後，科技巨頭也相繼公布財報，包括谷歌、微軟、蘋果、超微等，整體而言，就上季獲利表現而言，普遍優於預期，但對本季展望，除了Meta及亞馬遜外，多不如預期，使得盤後股價走跌，英特爾甚至大跌10%，主因為年初至今，短短一個月內，股價漲幅已不小，例如超微上漲超過2成，谷歌也有1成。

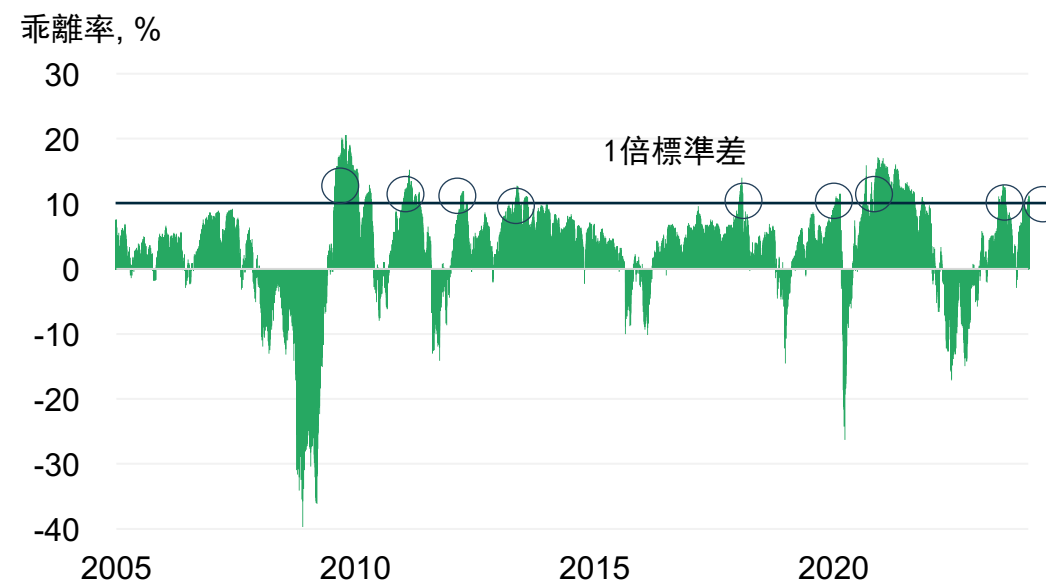
以標普500指數而言，受到台積電財報利多、美國去年Q4 GDP大幅優於預期等因素影響，讓標普500突破4900點關卡，並續創歷史新高，不過，就乖離率而言，目前已超過1倍標準差，就過去的經驗來看，股市存有漲多拉回壓力。

股市位階偏高，加上展望不如預期，股價多數走跌

	日期	前季財報	本季展望	市場反應
英特爾	1/25	優於預期	不如預期	盤後-10.2%
微軟	1/30	優於預期	不如預期	盤後-0.3%
谷歌	1/30	優於預期	不如預期	盤後-5.9%
超微	1/30	優於預期	不如預期	盤後-6.5%
高通	1/31	優於預期	不如預期	盤後-0.7%
蘋果	2/1	優於預期	不如預期	盤後-2.9%
Meta	2/1	優於預期	優於預期	盤後+15.2%
亞馬遜	2/1	優於預期	優於預期	盤後+6.9%

資料來源：Bloomberg。

標普500指數乖離已大，留意漲多拉回壓力



註：乖離率為200日均線。

資料來源：Bloomberg。

中國 官方盼央企領頭止穩股市，惟製造業PMI顯示企業信心猶有不足

中國股票市場萎靡不振，北京當局穩定市場的措施也不斷推出，除了一線城市對房地產管控持續放寬、掌管財政金融的國務院副總理何立峰喊話穩定資本市場外，負責監管中央企業的國務院國資委也在1/29公布，2024年將對央企全面實施“一企一策”，推行上市公司市值管理考核，引導央企重視市場表現，企圖透過央企止穩A股跌勢。

央企由於行業特性與公司治理等問題，股價本益比長期低於民營企業，央企指數本益比過往多在7-9倍徘徊，未來在政策支持下，不排除有股票回購、提高股利率等激勵措施，吸引資金進駐央企。利多措施接續登場，有望消弭境內外股市悲觀情緒，然而官方製造業PMI顯示企業信心仍顯低迷，景氣展望尚不支持陸港股打開多頭格局，即便短線反彈，上方空間料相對有限，操作上逢波段回彈宜伺機調節部位。

未來央企與民營企業的评价差值有望收斂



註：萬得央企概念指數，包含55間中國中央直屬集團的上市公司。

資料來源：Wind。

製造業PMI僅49.2，顯示企業展望仍偏保守



資料來源：Wind。

Feb 2024

5 Monday	6 Tuesday	7 Wednesday	8 Thursday	9 Friday
美國ISM服務業PMI 中國財新服務業PMI 歐元區PPI 台股封關	歐元區零售銷售 加拿大 Ivey PMI	德國工業生產	中國CPI 中國PPI	中國社會融資 加拿大失業率 除夕

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，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。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666