



國泰世華銀行
Cathay United Bank

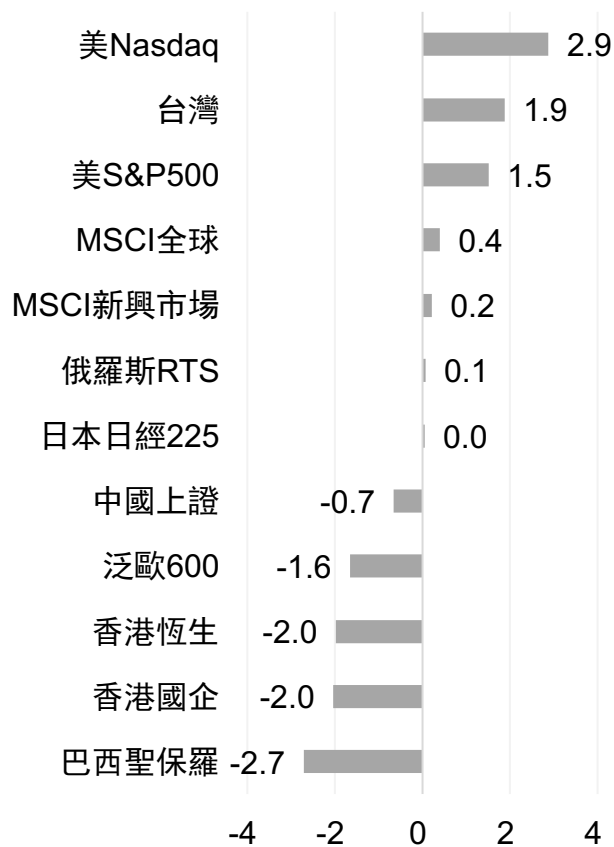
2024年6月14日

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

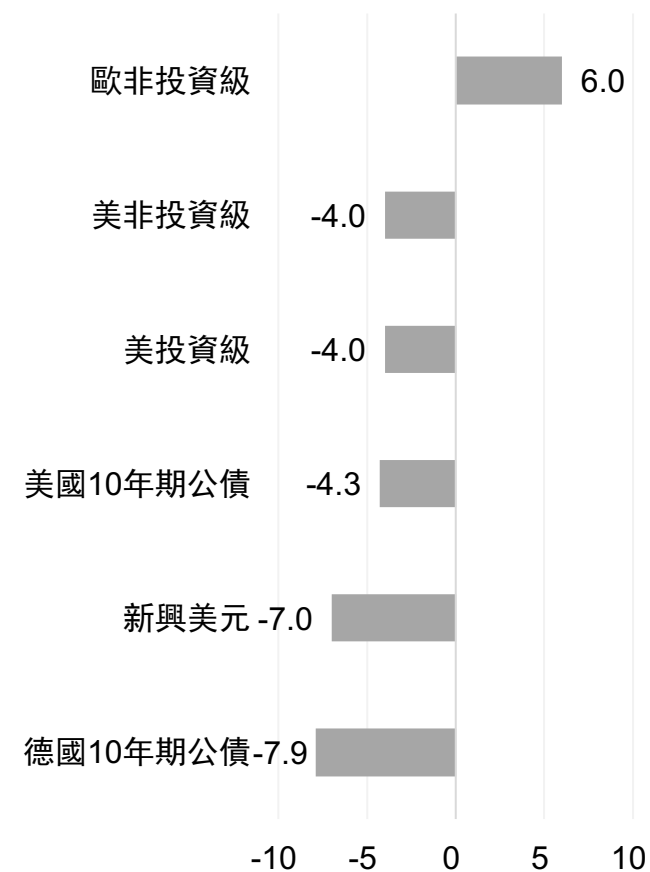
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/6/6- 2024/6/13。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- FOMC維持利率不變，但上修今年利率點陣圖至5.1%，聯準會等待通膨出現更多好消息才啟動降息。
- 非農就業維持強勁成長，但消費漸顯疲軟，製造業復甦步伐緩慢，經濟仍難免受到高利率的影響。
- AI產業趨勢發展：蘋果結合OpenAI，推出IntelliPhone，有望推動iPhone換機潮。硬體廠商推陳出新，軟體業者尚待創新。
- 日本央行維持利率不變，但透露調節購債金額的意向，下次會議(7/31)將訂出減少購債的細節；台灣央行會議維持利率不變，但調升存準率，並祭出第6波信用管制，政策劍指房市。

2) 後續關注焦點：

- 經濟數據：5月PCE、6月Markit PMI。

策略思維

- 1) **股市：**下半年景氣有望好轉，但利率維持高檔，評價上升空間恐不大，宜逢指數回檔布局。股市表現分歧，獲利成長仍是推動股價上揚的主要動能，聚焦大型成長股。
- 2) **債市：**經濟走軟，但無衰退疑慮，聯準會有望隨通膨降溫，於下半年啟動降息，但降息空間有限，將使長債殖利率高檔震盪，宜逢高鎖利。
- 3) **匯市：**美國利率不變，而歐元區降息，將使美元指數高檔震盪。台灣下半年基本面好轉，惟美債殖利率居高不下，國人購債金流偏高，不利台幣走勢。



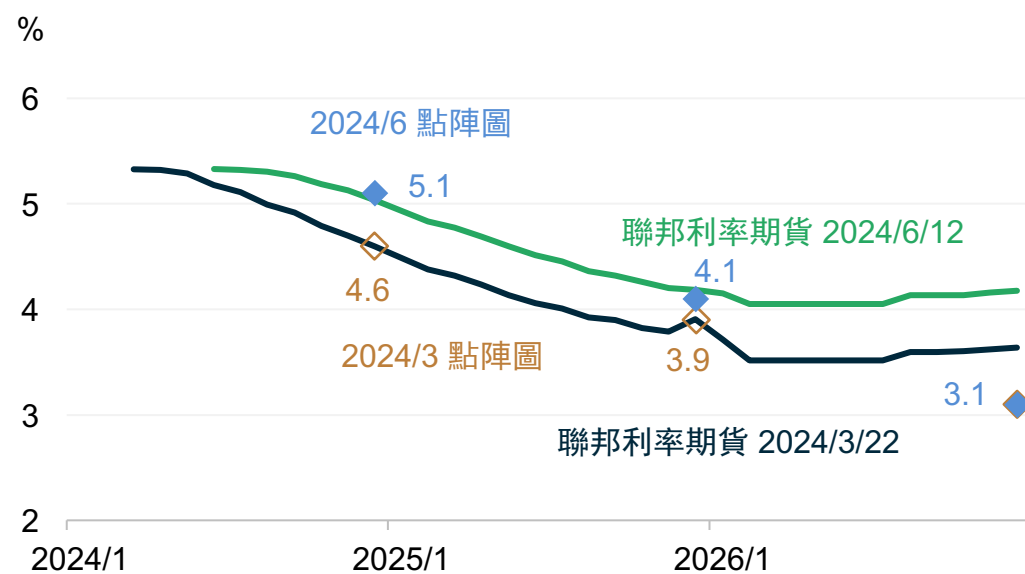
FOMC | 年底點陣圖中位數上調至5.1%，全年降息空間調整為1碼，經濟預測小幅調整

本次會議重點：1)政策利率保持在5.25-5.50%區間，2)調整今年底的點陣圖中位數，由4.6%上調至5.1%，全年降息空間縮減為1碼，終端利率 (terminal rate)由2.6%上調至2.8%，3)經濟預測方面，儘管首季GDP走弱，但Fed仍預期經濟活動將以穩健速度擴張，今年GDP維持2.1%預期，全年失業率維持在現行的4.0%，小幅上調明年失業率預期；而鑒於通膨下行受阻，PCE預估值遭上調。

會後主席鮑爾表示：1)排除升息選項，2)就業市場正在取得更好的平衡，3)通膨滑落已取得進展，惟現階段還未有足夠地信心降息。

高利環境延續下，研判短線美債殖利率延續高檔震盪格局，債市布局延續逢高鎖利策略，但預期短線降息空間有限，債市報酬將以息收為主。

年底點陣圖中位數上調，全年降息空間縮減為1碼



資料來源：Bloomberg。

經濟預測：上調PCE與明年失業率預估值

種類	年份	2024		2025	
		3月	6月	3月	6月
實質GDP		2.1%→2.1%(維持)		2.0%→2.0%(維持)	
失業率		4.0%→4.0%(維持)		4.1%→4.2%(+)	
核心PCE		2.6%→2.8%(+)		2.2%→2.3%(+)	
PCE		2.4%→2.6%(+)		2.2%→2.3%(+)	

資料來源：FOMC June Projections。

日本央行 | 利率不變, 但透露調節購債金額的意向, 下次會議將訂出細節

重點: 1)維持政策利率0-0.1%; 2)釋出減緩資產購買意向, 下次會議(7/31)將訂出減少購債的細節。聲明公布後, 日債殖利率下跌、日幣走貶。本次決策著眼於, 日本「核心核心CPI」(去除食品與能源的CPI)年增速延續年初以來下降趨勢, 因此, 見到「核心核心CPI」年增速趨勢反轉, 或日本景氣轉強前, 日銀進一步升息的動作可能有所延宕。而減緩資產雖為緊縮訊號, 但著眼於債市正常運作的成分仍較高, 且自去年植田總裁上任後, 每月淨購債量已較前總裁黑田時期較低, 因此調降購債也符合事實狀況。

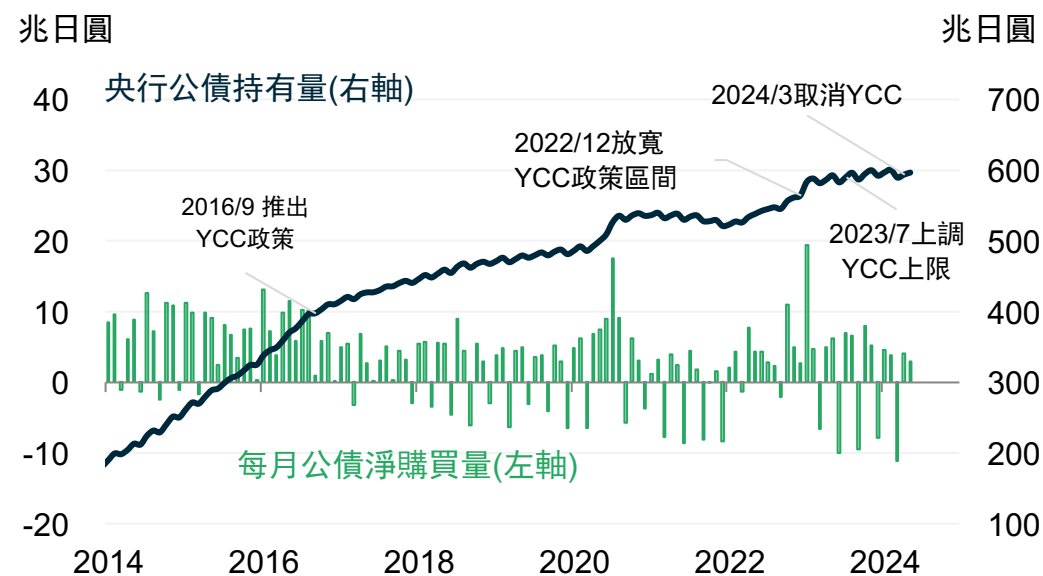
匯價: 儘管央行釋出減緩資產購買意向, 但美日利差仍是日圓主導因素, 由於美債殖利率仍舊高踞, 也讓日幣Q3多數時間延續弱勢震盪格局。

美日利差與日幣匯價



資料來源: Bloomberg。

日本央行公債購買與持有存量



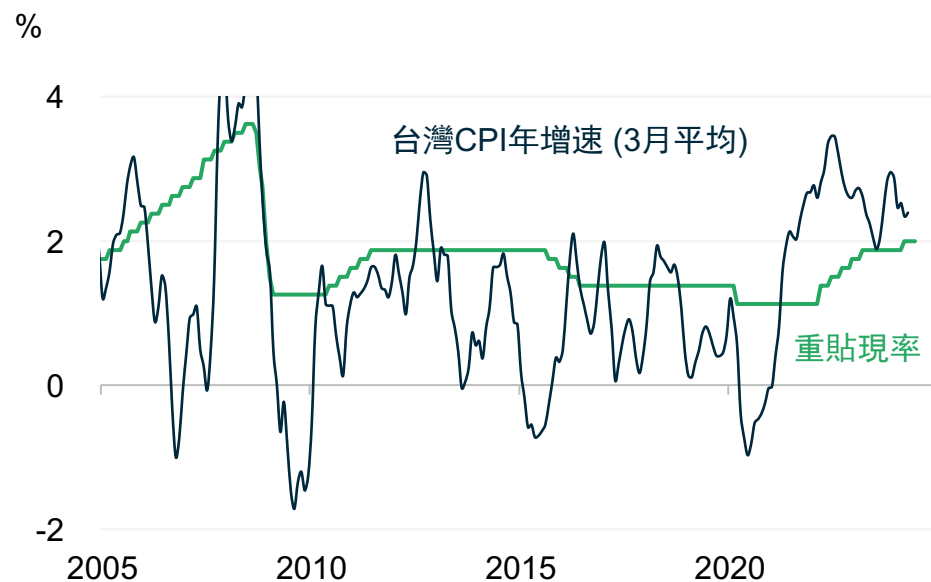
資料來源: Bloomberg。

台灣央行 | 政策利率不變、調整選擇性信用管制措施及調升存款準備率0.25%

會議重點：

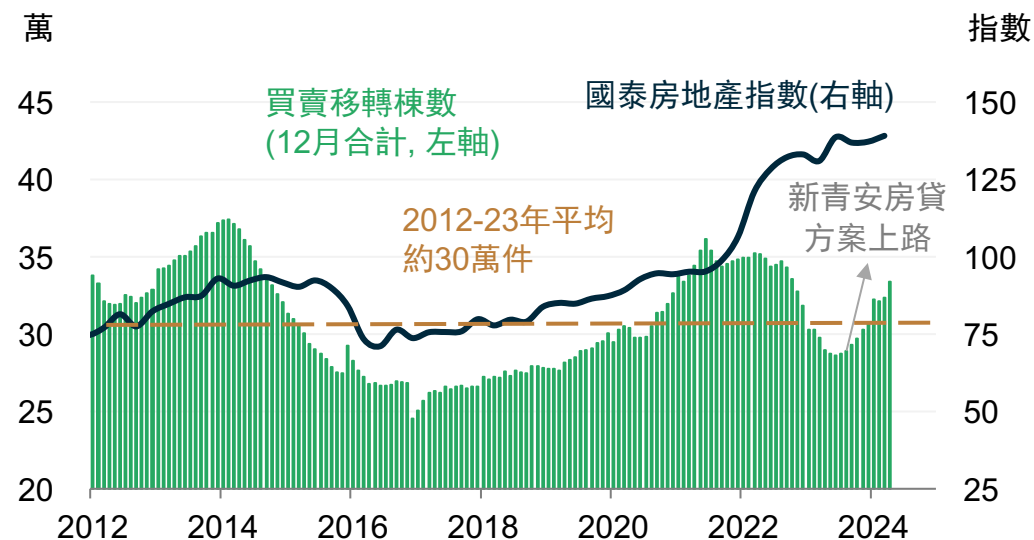
- 1) 政策利率不變，維持2%、2.375%及4.25%，主要考量**國內通膨率緩步回降**趨勢，本年下半年可望續降至近2%。
 - 2) 調升存款準備率0.25%，主要加強貨幣信用之數量管理，以強化本次選擇性信用管制措施成效，有助進一步**減緩信用資源流向不動產市場**。
 - 3) 祭出第6波選擇性信用管制，將**六都與新竹第二戶房貸由最高7成限縮到6成**。
 - 4) 調整預測，經濟增長3.22% → 3.77%、CPI 2.16% → 2.12%、核心CPI 2.03 → 2.00%。
- 匯價方面，基本面良好，為台幣支撐，但美債殖利率高踞、國人購債金流高於過往平均將不利台幣。

台灣政策利率與通膨走勢



資料來源：Bloomberg。

去年下半，房市買氣轉熱，使央行推出第6波信用管制



資料來源：Bloomberg。

就業維持強勁，但消費動能趨緩，將使得下半年成長有限

若以近12個月新增非農就業人口290萬人來看，雖較後疫情初期大幅降溫，但仍屬於歷史上偏高的水準，也高於近20年平均值132.8萬人不小，就業市場維持熱絡，將有效降低美國經濟下半年發生衰退的風險。

美國5月零售銷售年增率為3%，低於長期平均4~5%區間，事實上，在去年12月耶誕銷售旺季過後，今年以來的零售年增率皆低於4%，顯示高利率的環境，將對經濟產生相當的限制性，猶記得去年Q3、Q4美國GDP成長率高達4.9%和3.4%，而今年Q1美國的經濟成長率僅1.3%，後3個季度預估成長率也都不到2%，投資人接下來要面對的，恐怕是一個成長幅度有限的總經環境。

非農就業維持高檔，支持經濟不墜



資料來源：Bloomberg。

美國零售銷售動能轉弱



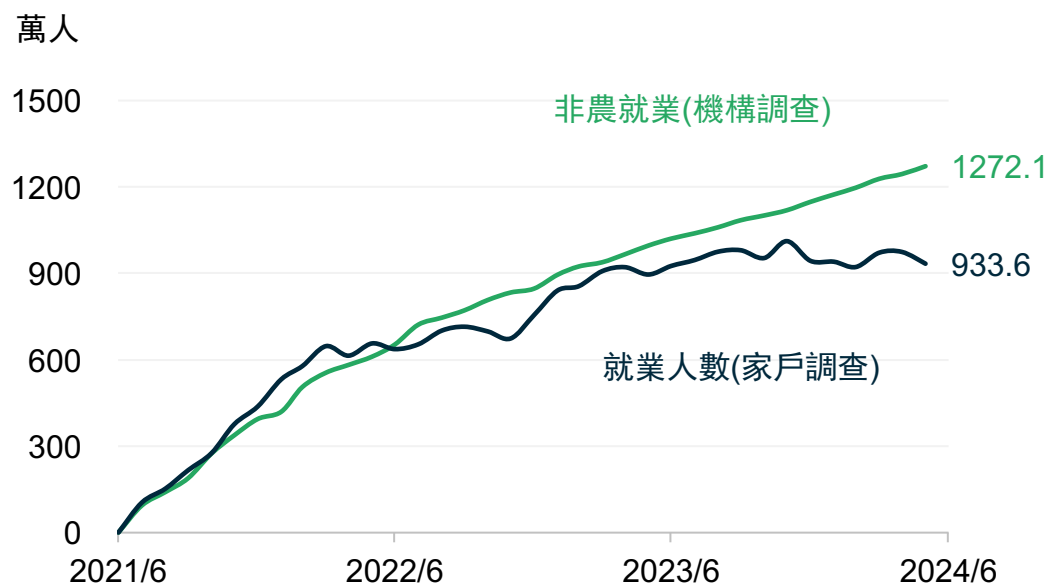
資料來源：Bloomberg預估。

美國新增就業來自外來移民，預料勞動力供給仍不虞匱乏

5月新增非農就業27.2萬人，遠優於市場預期，勞動市場欣欣向榮，也讓市場對於降息預期重新定價。然而2021年以來大型科技、金融業頻傳裁員，「體感上」與非農數據有不小差異。此外，若觀察家戶調查的就業人數，跟非農就業人數(針對機構調查)，自去年初以來明顯出現分歧，統計2021/6以來截至今年5月的數字，兩者的差異更拉開到338.5萬人之譜，也讓人對於非農的異常強勁充滿了疑問。

根據美國國會預算辦公室(CBO)統計，2023年和2024年的美國移民人口皆高達330萬人，這其中包含了非法移民，來自外來移民的勞動力填補了美國的勞動缺口，但卻無法完全反應在家戶調查中，這可能說明了就業市場的奇特現象，若以**新移民多屬工作年齡，且平均薪資較低的特性來觀察，未來仍能進一步推升美國就業市場不墜，且在維持就業市場熱絡的同時，也不至於推升薪資通膨進一步上揚。**

根據機構調查和家戶調查的就業人數出現顯著落差



註：統計2021/6起之累計值。
資料來源：Bloomberg。

後疫情時期外來移民填補了勞動供給的缺口



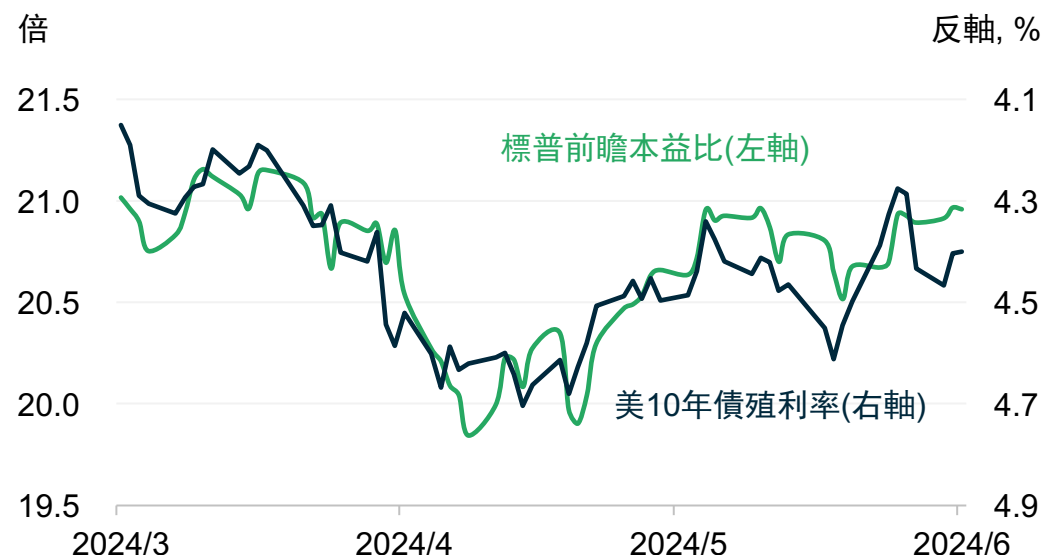
註：統計2021/6起之累計值。
資料來源：Bloomberg。

獲利帶動股價上漲，惟漲勢已大幅反應今年成長性

降息預期反覆，Q2以來美國10年期公債殖利率高檔震盪，美股評價亦隨之擺盪，預料在殖利率未出現大幅下降的情形之下，評價也難有大幅上升空間，這對於高本益比的族群，特別是獲利可能受到高利率衝擊的小型股來說相對不利。

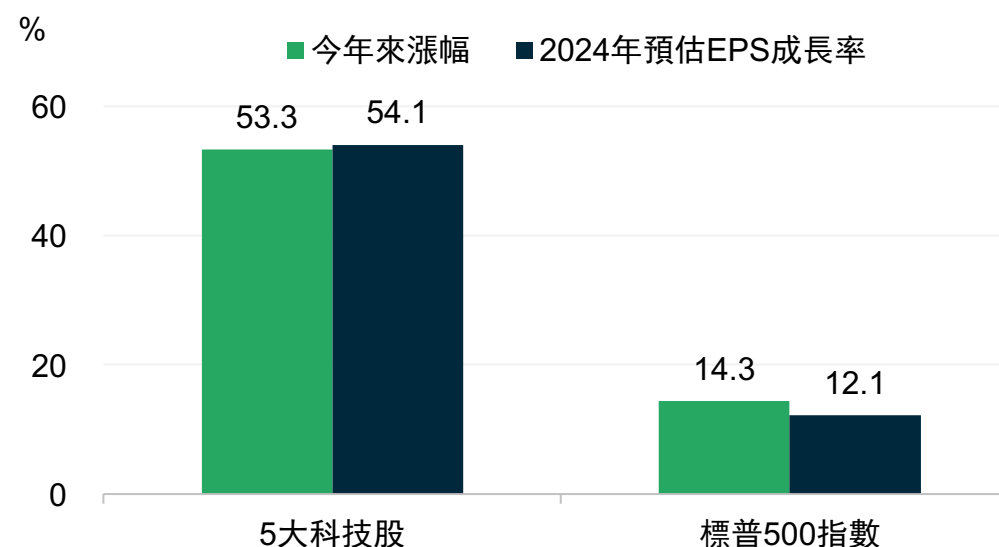
不過今年以來標普仍舊表現亮眼，漲幅達14.3%，而今年企業獲利恢復成長，預估EPS較去年成長12.1%，可以說指數漲幅幾乎都是由獲利推動，少部份則是評價的推升，而觀察以輝達為首的大型科技股，今年以來股價表現突出，主要還是因為獲利高速成長的因素，因此**即使股價已大幅上漲，若考慮到明年AI的發展將進一步擴張，大型股獲利成長仍將領先群雄，投資仍應聚焦在此一族群。惟股價已大幅反應今年成長的同時，也可能出現震盪拉回，宜逢低尋找切入機會。**

公債殖利率高檔震盪，美股評價亦隨之擺盪



資料來源：Bloomberg。

今年以來股價主要由獲利成長帶動



註：5大科技股取輝達、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等5家公司平均。
資料來源：Bloomberg。

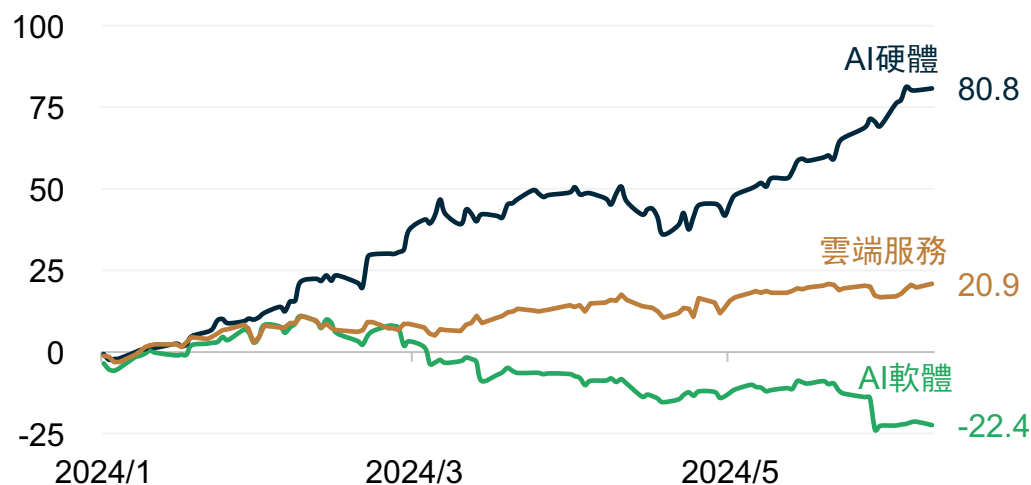
AI股表現軟硬有別, 鎖定長期受惠領域

蘋果結合OpenAI, 推出Apple Intelligence, 有望推動iPhone換機潮。生成式AI由大語言模型(LLM)帶動風潮, 讓使用者以自然語言驅動AI模型生成各種內容, 想像空間無限。除了硬體設備, 也就是AI晶片、AI伺服器首先受惠之外, 雲端服務商建置數據中心, 以提供企業或個人AI平台及服務, 隨著更多AI應用程式推出, 預料也將帶動PC、手機換機潮, 因此, 市場對蘋果推動AI應用充滿期待。

建立AI服務平台或數據中心時, 基礎建設、電力供給都是投資項目, 加上建立AI模型所需的數據, 也將是未來主要受惠的投資領域, 這些領域跨度超越傳統科技領域, 且各領域發酵時點有先後差異, 不過無獨有偶的, 主要科技龍頭在這些投資領域方面都沒有缺席, 事實上, AI投資所需要的大規模資本投入, 也讓中小型企業望之卻步。

AI股表現以硬體及雲端服務商表現較佳

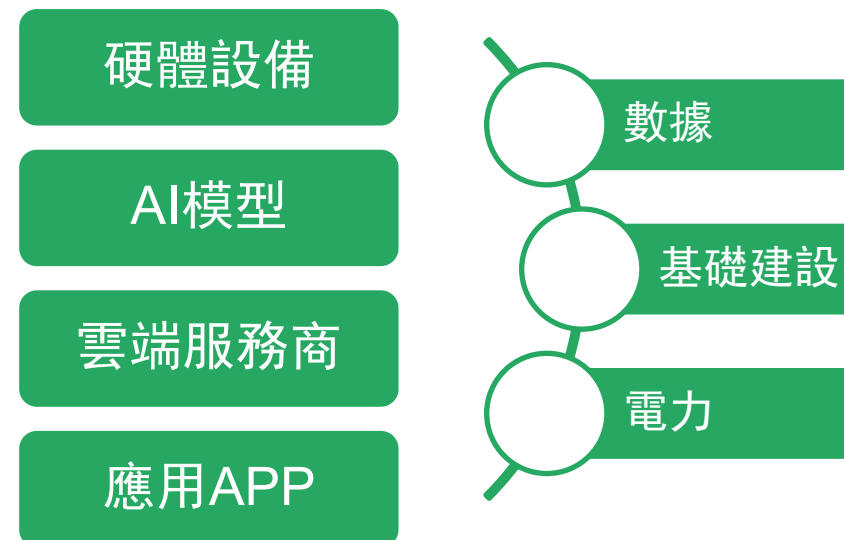
今年以來報酬率, %



註: AI硬體取輝達、台積電、海力士3家公司平均; AI軟體取Adobe、Salesforce、Snowflake3家公司平均; 雲端服務取微軟、谷歌、亞馬遜3家公司平均。

資料來源: Bloomberg。

AI受惠領域分為4大主要區塊及3個次要區塊



資料來源: 國泰世華銀行彙整。

AI長期發展仍大有可為, 但股價表現往往領先反應

除了AI伺服器及AI晶片的需求仍處於高速成長期外, 隨著AI應用不斷推出, AI服務也將透過各種硬體裝置提供給用戶, 裝置端的AI運算需求將使得各種消費電子產品推陳出新, AI PC、AI手機, 甚至是機器人等產品的需求將呈現長期成長趨勢。回顧1995年PC革命、2000年網際網路革命, 當時最受矚目的個股當屬思科(Cisco), 股價在6年間大漲逾40倍, 營收也呈現10倍速成長。

若以2023年做為AI元年, AI的長期趨勢有望推動輝達未來多年的成長, 股價也仍有上升空間。值得注意的是, 長期趨勢雖好, 股價想像空間也大, 但一旦成長性趨緩, 股價波動將加大, 甚至當營收成長由正轉負, 股價更可能出現大幅調整。

AI硬體營收仍在成長初期

營收標準化, 思科以1994年=100, 輝達以2022年=100



資料來源: Bloomberg預估。

當營收動能消失, 股價往往領先反應



資料來源: Bloomberg。

美股 利率高盤不利評價擴張, 但企業獲利回升形成股市支撐

美國5月失業率雖上升至4%, 但非農就業人口仍舊增加27.2萬人, 遠高於市場預期, 帶動美國10年期公債殖利率高盤。此外, 聯準會官員也強調, 未來將會持續觀察更多數據, 也將使美債利率短期維持高位。因此, 受到利率高位影響, 股市評價短期也難以大幅擴張。

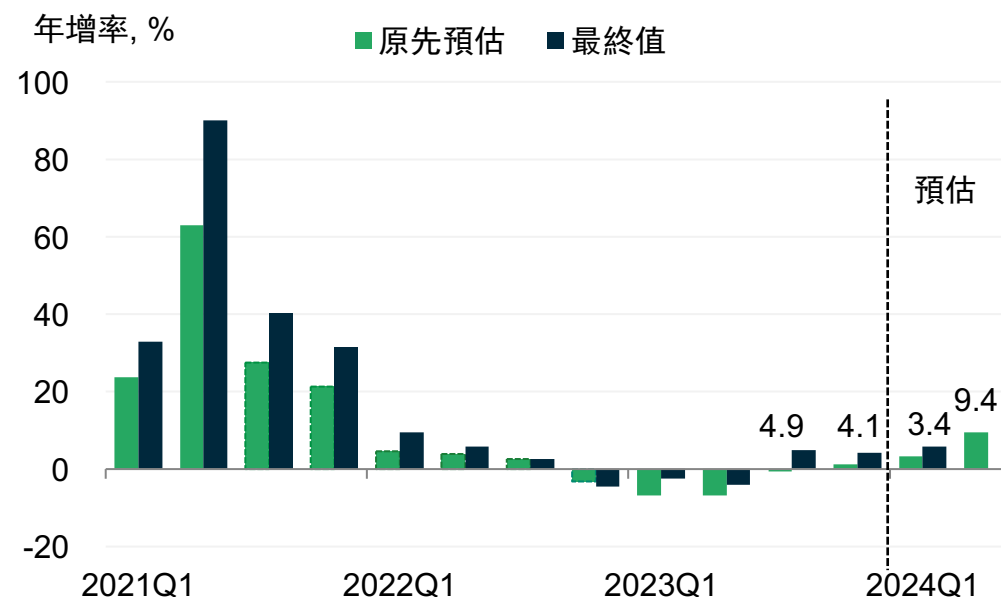
不過, 企業獲利而言, 隨著庫存調整結束, 加上AI熱潮的興起, 各大CSP雲端服務業者也加大資本支出, 都將有利於企業獲利的回升。根據統計, 標普500Q1獲利增速已達5.9%, 高於先期預估的3.4%, 展望Q2, 獲利增速將進一步提升至11%。因此, 投資布局上, 股市不宜追高, 但拉回仍可逢低布建。

利率高盤之際, 股市評價難大幅擴張



資料來源: Bloomberg。

庫存調整結束, AI熱潮, 企業獲利將逐步升溫



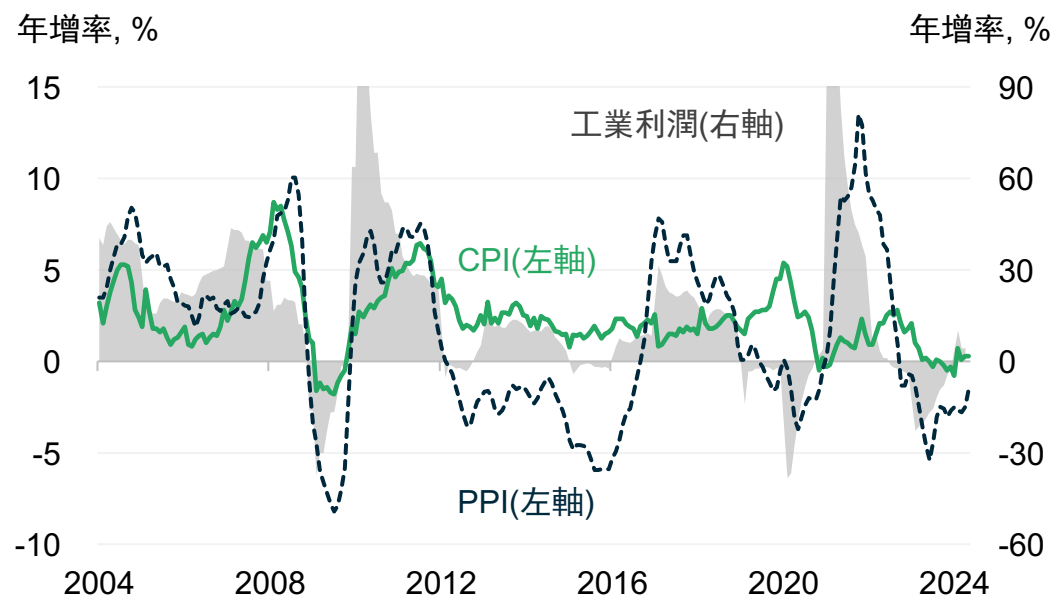
資料來源: Bloomberg 預估。

中國 「先息後本」盼槓桿再次撬動房價，然而在需求不足下，股市料延續橫盤

端午節假期後陸港股延續頹勢，反映基本面數據持續偏弱，主要體現在：1)端午假期的人均旅遊支出雖高於去年，但不及2019年水準，整體量增價跌，機票、酒店價格也低於去年同期。2)CPI與PPI低位運行，**5月CPI年增率保持不變，核心CPI小幅下滑，PPI增速雖有所上揚但仍是負成長，顯示需求復甦進展緩慢。**

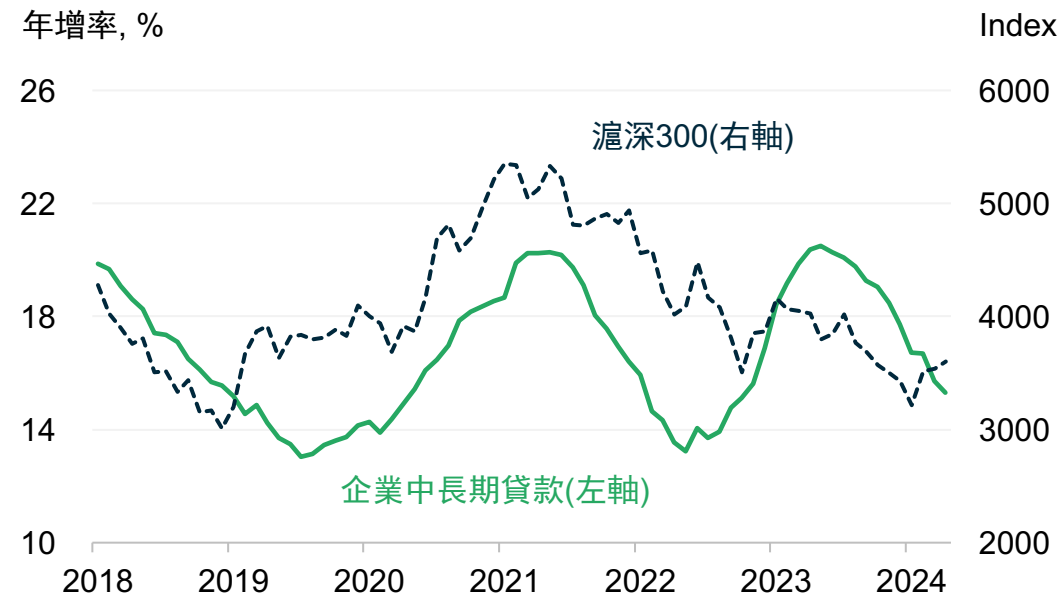
由於缺乏基本面支撐，大盤反彈明顯動能不足，不過中國官方對房地產基調由保交樓進一步走向去庫存，多家銀行推行「先息後本」的還款方案，最長寬限期高達10年，鼓勵民眾加大槓桿購房。有鑑於政策強勢托底，股市下方風險有限，但企業信心不足壓抑上行空間，盤勢料延續區間整理。

PPI與CPI低位運行，需求短仍顯不足



資料來源：Wind。

中長期貸款反映企業信心持續偏弱



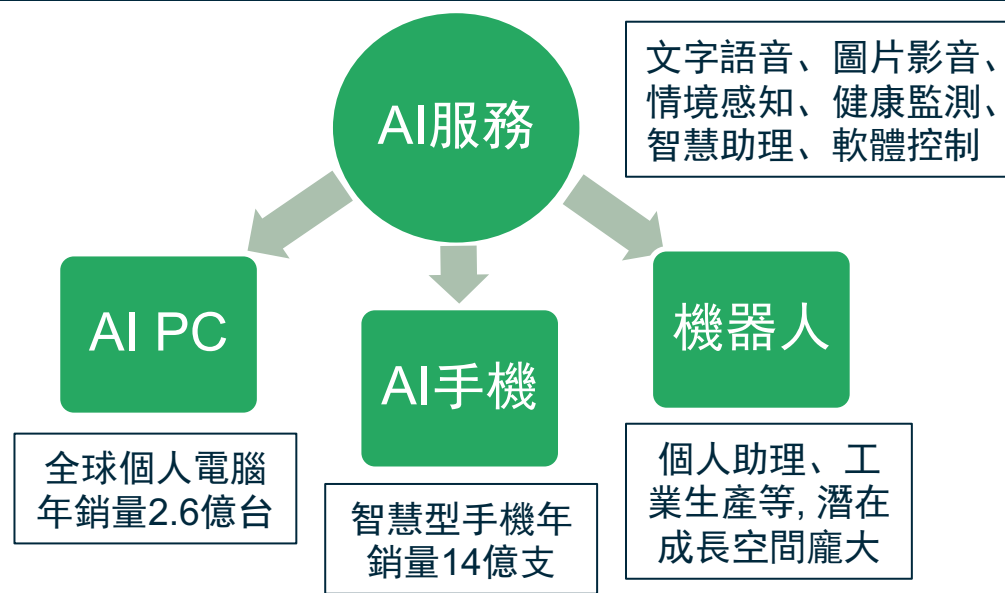
資料來源：Wind。

台股 產品應用迭代創新，硬體裝置需求炸裂

除了AI伺服器及AI晶片的需求仍處於高速成長期外，隨著AI應用不斷推出，AI服務也將透過各種硬體裝置提供給用戶，裝置端的AI運算需求將使得各種消費電子產品推陳出新，AI PC、AI手機，甚至是機器人等產品的需求將呈現長期成長趨勢，**台灣在晶片設計、半導體製造、NB品牌及製造、手機代工、電子零組件、工業電腦等領域居於世界領先地位**，由本屆Computex電腦展可以看出，未來要推出各種AI相關產品，皆必須與台廠合作，在AI浪潮下，台灣受惠程度將更勝PC時代。

台股除了護國神山台積電之外，目前市值突破1兆台幣的公司僅有3家，顯示股市集中度仍然太高，在AI大趨勢下，伺服器、PC、手機、晶片廠雨露均霑，皆具有獲利大幅成長潛力，有望帶動更多公司市值向上突破，成為台股續漲的動能。

AI服務將透過各項硬體裝置提供給用戶



資料來源：國泰世華銀行彙整。

台股前20大個股市值39.9兆元，約佔台股55%

公司	產業	市值(億)	公司	產業	市值(億)
台積電	晶圓代工	238343	聯電	晶圓代工	7066
鴻海	AI伺服器	26617	台塑化	塑化	6278
聯發科	晶片設計	22151	兆豐金	金融	5681
廣達	AI伺服器	10970	緯穎	AI伺服器	4747
富邦金	金融	9917	統一	食品	4597
中華電	電信	9813	玉山金	金融	4496
台達電	電子零組件	9182	長榮	海運	4112
國泰金	金融	8523	元大金	金融	4061
中信金	金融	7280	南亞	塑化	3973
日月光投控	封測	7204	台灣大	電信	3947

資料來源：台灣證交所，截至2024/6/13。

Jun 2024

17	Monday	18	Tuesday	19	Wednesday	20	Thursday	21	Friday
日本核心機器訂單 中國房地產投資(年至今) 中國零售銷售 中國工業生產 印度、印尼休市		美國零售銷售 美國工業生產 歐元區CPI 德國ZEW調查 印尼休市		日本進出口 英國CPI 美國休市		美國初領失業金人數 美國新屋開工 美國營建許可 英國央行利率會議 台灣出口訂單		美國標普全球製造業PMI 美國領先指數 美國成屋銷售 歐元區HCOB製造業PMI 德國HCOB製造業PMI 英國標普全球製造業PMI	

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。

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抵觸之情事；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抵觸為由，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