



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

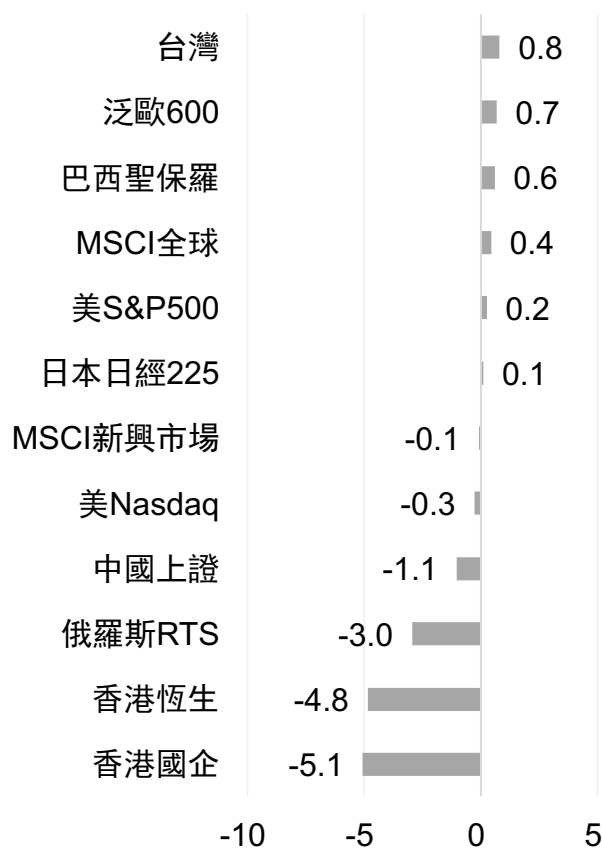
2023年12月1日

# 投資研究週報

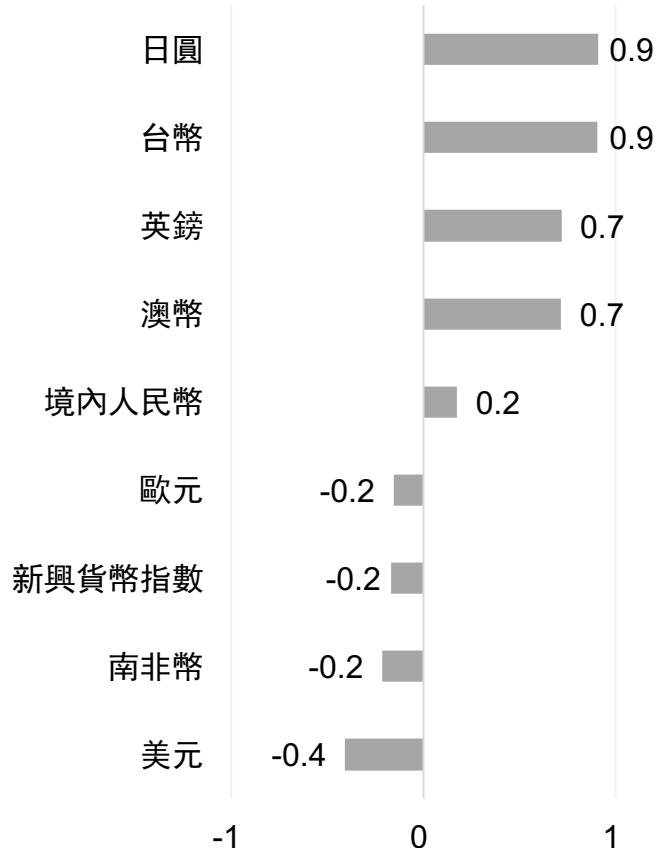
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

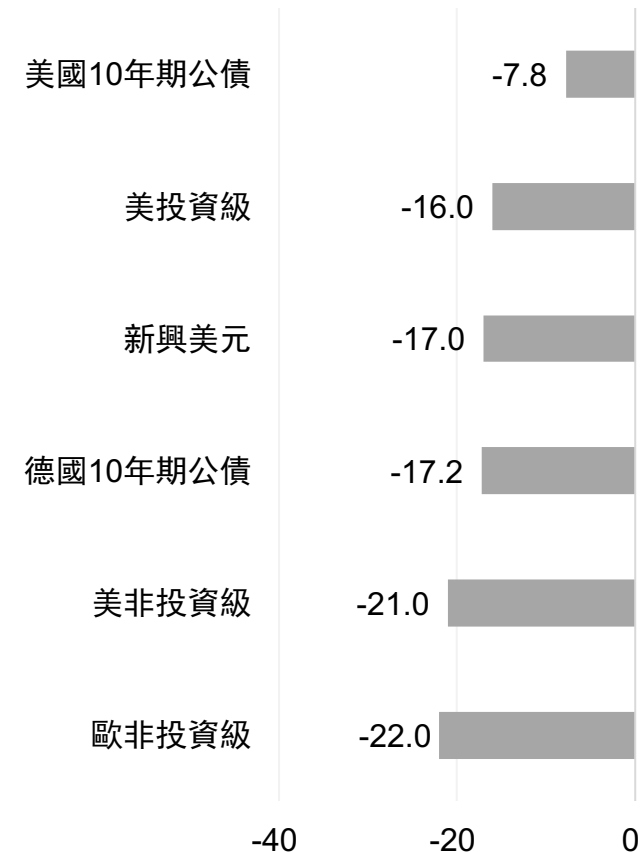
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/11/23- 2023/11/30。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 降息預期主導了近期市場氣氛：

- 市場降息預期與聯準會態度「Higher for longer」進行拉鋸。利率將維持高檔多久？觀察歷史經驗來推測降息前金融市場表現。
- 經濟數據主導降息預期，觀察核心通膨、感恩節銷售、ISM製造業指數表現。
- 台股加權指數超車恒生指數，接下來是延續趨勢？還是均值回歸？

### 2) 後續關注焦點：

- 非農就業。
- 12月FOMC會議。

## 策略思維

- 1) **股市：**評價面因降息預期而上調，股市漲勢過快，需留意市場情緒反轉。製造業景氣觸底，財報逐步好轉，股市可逢低分批布局，選擇優質大型股。
- 2) **債市：**聯準會態度未扭轉，短期不易釋放降息訊號，支撐利率維持高檔震盪，惟升息循環告終，債券下方買盤具支撐，殖利率再往上空間不大，宜把握殖利率高點布局。
- 3) **匯市：**短線外資回流將有利台幣，此外，隨美國升息告終與全球半導體銷售改善，台灣景氣漸轉佳，長線匯價有望逐漸回升。



## 市場降息預期高漲, Fed官員鴿派談話推升樂觀氣氛

隨著市場Price in聯準會升息循環結束, 並開始預期明年降息時程, 股債市在11月都取得良好的表現, 本週由於Fed理事Waller對於通膨進展樂觀, 表示若通膨接近聯準會的2%目標, 將考慮在未來幾個月降息, **市場對於5月降息的預期來到近3個月新高, 降息預期明顯主導了近期的市場氣氛。**

儘管聯準會會議紀錄表示, Fed在有必要時將進一步升息, 但市場不以為意, 因為從近期多位聯準會官員談話可發現, 對於12月FOMC不升息的共識逐漸提高, 即使未明確表明降息或降息的時程, 但並不影響市場提前布局的意願。聯準會「Higher for longer」言猶在耳, 但市場似乎已將其拋諸腦後。**然而美國經濟維持韌性, 通膨距離Fed目標仍有一段距離, 預料聯準會口徑不會輕易轉向, 市場氣氛恐持續在過度樂觀與過度悲觀間擺盪。**

### 降息預期主導了近期的市場氣氛



資料來源: Fed Watch Tool, Bloomberg。

### 聯準會官員鬆口, 市場預期降息氣氛高漲

官員	職務	12月升息	發言
Waller, Christopher	Fed理事	X	利率有足夠限制性, 若通膨接近2%目標, <b>有可能降息</b> 。
Bowman, Michelle	Fed理事	X	若通膨進展停滯, 或未能及時回到2%, 將支持 <b>進一步升息</b> 。
Barkin, Thomas	Richmond Fed	-	通膨尚未有足夠的降溫跡象, 決策者 <b>應保留升息選項</b> 。
Mester, Loretta	Cleveland Fed	X	通膨壓力緩解使聯準會 <b>有時間決定貨幣政策的下一步</b> 。
Williams, John	NY Fed	-	聯準會處於或 <b>接近</b> 利率高峰, 貨幣政策將維持限制性一段時間。
Daly, Mary	San Francisco Fed	X	現在 <b>根本「沒有考慮」</b> 降息的可能性, Fed應保持耐心和警覺。

資料來源: 國泰世華投研團隊彙整。

## 利率「Higher for longer」，但降息前股債市表現不差

聯準會保留升息可能性，以偏緊的貨幣政策避免通膨死灰復燃，將使得利率維持高檔更久，自1984年以來，共有6次升息循環，在最後一次升息之後到第一次降息，利息平均維持在高點約7個月時間，最長的一次是在2006~2007年，利率維持在高點16個月才迎來降息。

雖然對於過早降息的預期可能會被Fed潑冷水，導致股市隨市場情緒上下波動，不過自最後一次升息到首次降息期間，美股過去表現普遍不差，可利用拉回階段進場布局。而債市由於與貨幣政策關聯性更高，越靠近首次降息，殖利率往下情形將更明顯，近期若看到殖利率反彈，可持續加碼債券。

由於美國經濟表現強韌，本次降息循環應非因衰退而啟動，因此長債利率降幅恐有限，布局長債宜以鎖定長期現金流為主。

### 利率將維持高檔更久，依過去經驗股市表現不差

標準化，最後升息日=100



註：圖中線條為1984年以來各升息循環，標普500指數自最後升息日至首次降息日走勢，標註日期為最後一次升息月份。

資料來源：Bloomberg。

### 最後一次升息到首次降息期間，殖利率往往提前走低

最後一次 升息日期	期間 (天)	首次降息前3個月		首次降息後3個月	
		標普500 漲跌幅(%)	殖利率變 動(bps)	標普500 漲跌幅(%)	殖利率變 動(bps)
1984年8月	42	6.8	-133.4	1.1	-74
1989年2月	101	10.6	-93.2	9.5	-18.8
1995年2月	155	9.5	-103.3	5.1	3.1
2000年5月	232	-5.5	-70.9	-17.9	-22.9
2006年6月	489	6.5	-26.8	-11.0	-87.77
2018年12月	224	1.2	-48.7	1.9	-32.34
平均	207	4.8	-79.4	-1.9	-38.8

註：統計1984年以來6次升息循環，自最後一次升息至首次降息後美股及美10年公債表現。

資料來源：Bloomberg。



## 近期經濟數據支持通膨持續降溫

美國今年黑色星期五銷售年增2.5%，維持小幅成長，其中網路購物支出金額創歷史新高，來到98億美元，年增7.5%，網購星期一(Cyber Monday)的支出金額也可望成長6.1%來到124億美元。美國民眾消費支出仍舊保持動能，對於經濟而言是好消息，但是對於通膨而言則不一定，幸而本週公布的10月核心PCE年增3.5%符合預期，而9月Case-Shiller美國房價指數小幅攀高，年增率3.9%亦符合預期，讓市場對於通膨持續降溫信心提高。

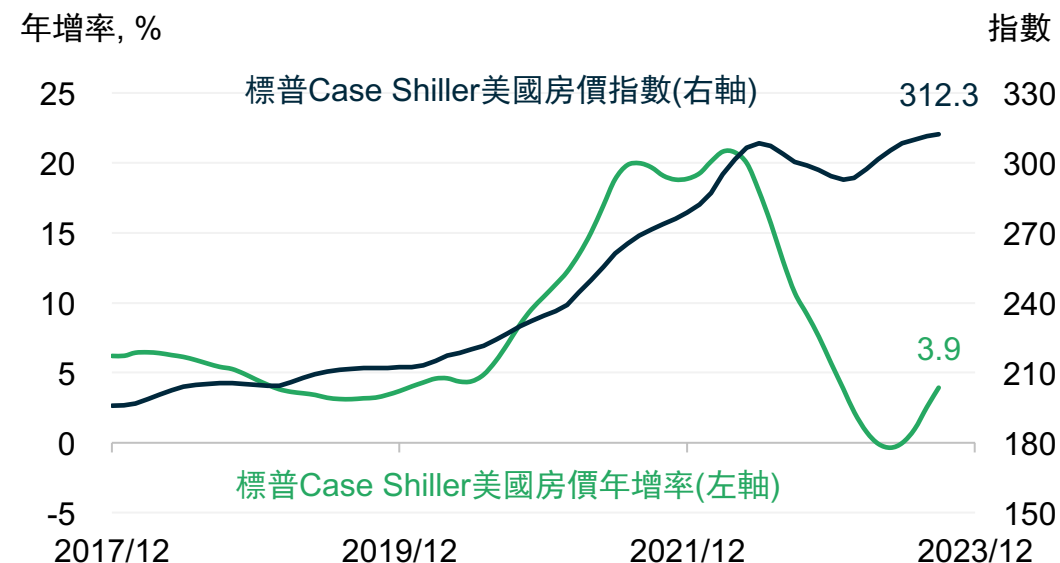
由克里夫蘭聯邦準備銀行編制的CPI Nowcasting顯示，11月CPI月增率為-0.01%，較過去6個月的平均0.3%明顯下降，Fed對於通膨是否能順利回到2%目標雖然仍有疑慮，但若此一數據能維持在疫情前平均水準一段時間，聯準會達成任務的信心將進一步增強，也有助於Fed釋放降息訊號。

### 10月CPI月增率0%，降至低於疫情前平均水準



資料來源：Cleveland Fed, Bloomberg。

### 美國房價走高，年增幅度符合預期



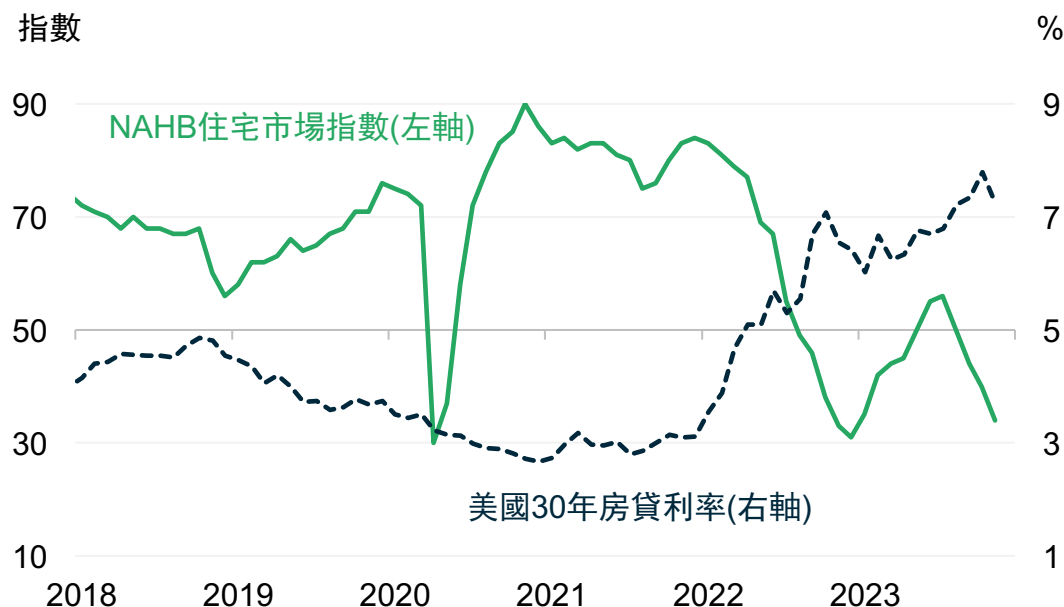
資料來源：Bloomberg。

# 債市 公債殖利率高位擺盪，若利率回彈宜把握布局債市時機

近期公債殖利率滑落至4.2%，主因有三：1)**經濟數據放緩**：就業市場走緩、核心通膨滑落、房市景氣低迷，證實在高利影響下，美國經濟正在降溫；2)財政部**公債標售情形穩健**，550億美元的5年期公債得標殖利率為4.42%、160億美元的20年期公債得標殖利率為4.78%，顯示公債買氣強勁。3)**Fed理事Waller與Bowman本週言論上偏鴿派**，雙雙暗示**12月大概率維持政策利率不變**。

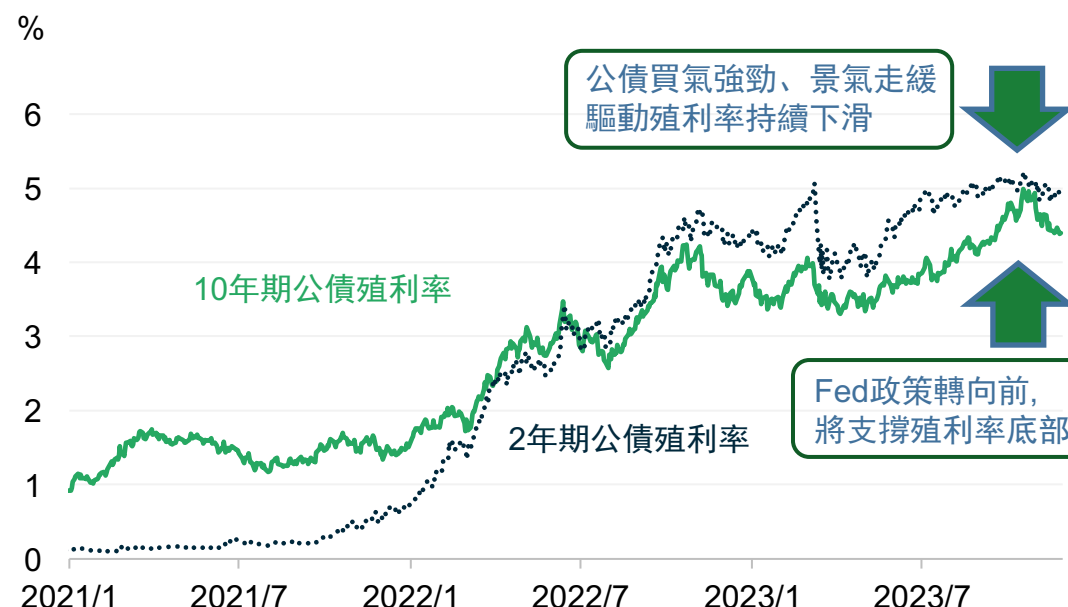
儘管景氣放緩，但在通膨尚未接近2%目標前，預計Fed仍將保持緊縮政策以持續壓抑通膨，給予殖利率底部支撐。在景氣降溫與高利環境拉扯下，研判殖利率仍將保持高位震盪，待Fed出現降息訊號後，殖利率才將明顯滑落。**在Fed政策還未轉向前，料公債殖利率都將維持較高水位，若殖利率出現回彈是入債市的好時機，宜把握升息循環尾聲鎖定高利債券。**

## 高利率環境壓抑，房市景氣低迷



資料來源：Bloomberg。

## 殖利率受經濟下行與Fed態度拉扯，保持高位震盪



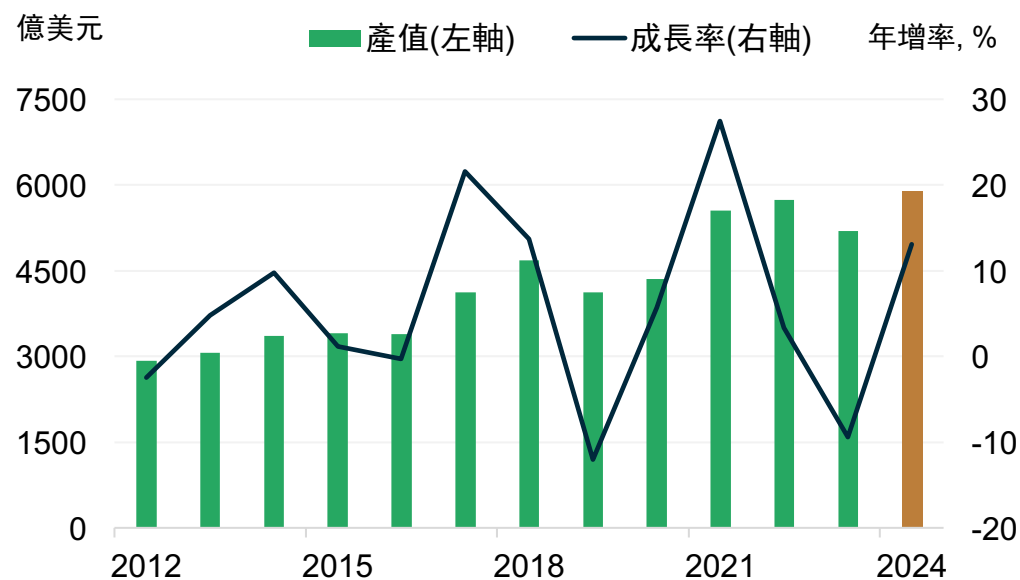
資料來源：Bloomberg。

# 科技 半導體銷售有望在2024年重回成長軌道

隨著疫情紅利消退後，半導體也歷經2年多來的調整，使得2023年的半導體銷售不斷下修，根據世界半導體協會最新統計，預估2023年全球半導體將萎縮9.4%，其中手機與PC的疲弱，導致記憶體大幅萎縮31%，此外，工業放緩下，類比IC也衰退8.9%。

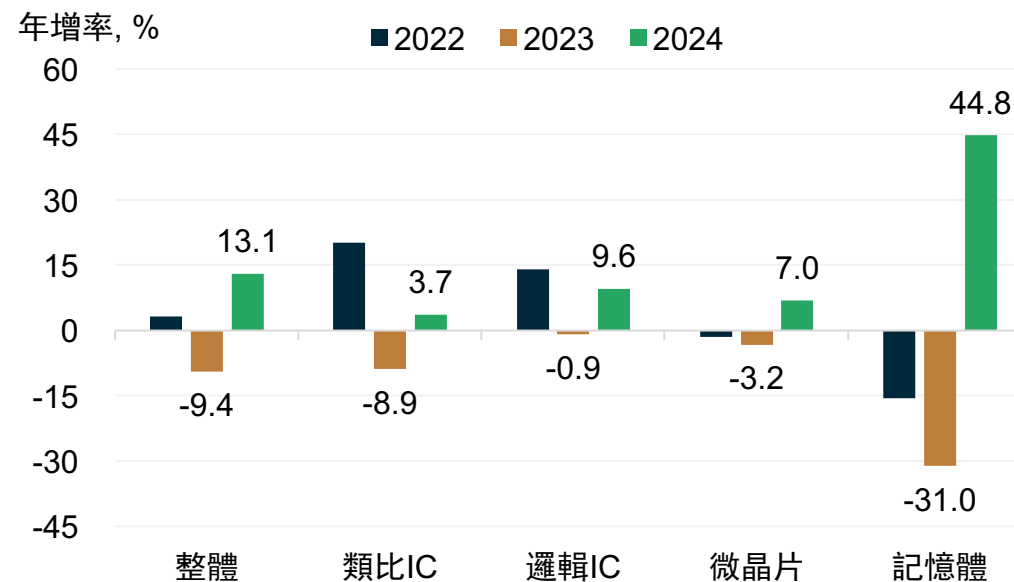
不過，展望2024年，庫存調整近尾聲，加上AI熱潮再起，預估2024年的半導體銷售規模有望重回正成長，年增率達13.1%。以個別產業來看，記憶體受到各廠商減產影響，加上換機潮再起，預估在明年將有報復性的成長，增速高達44%。

## 半導體明年重回正成長軌道



資料來源：Bloomberg, 世界半導體協會WSTS。

## 記憶體預估有爆發性的成長



資料來源：Bloomberg, 世界半導體協會WSTS。

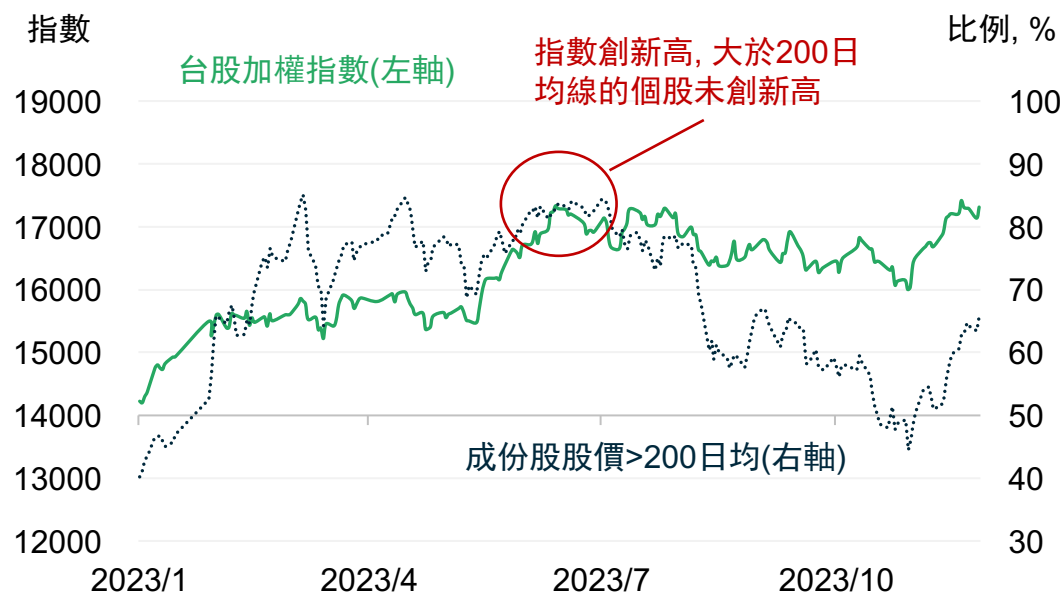


# 台股 外資回流、漲升結構好轉, 有利明年指數上攻

時序進入11月, 外資大舉回頭買超台股2426.5億元, 激勵台股大漲1千3百點, 不僅擺脫10月的頹勢, 也直逼6、7月的指數高點, 值得一提的是, 本波行情與5月集中於AI族群的漲勢不同, 近期有比例較高的個股自股價200均線下方翻揚至均線之上, 顯示**景氣在Q3觸底之後, 指數不僅領先基本面翻揚, 且股市漲升的結構好轉, 呈現類股齊揚的格局, 將有利後勢行情持續健康發展。**

台股加權指數在11月結束前超越香港恒生指數, 為25年來首次, 這不僅象徵股市財富的消長, 也是趨勢變化的重要里程碑, 然而變化並非一朝一夕, 事實上從2018年起, 台港股就分道揚鑣, 背後的總體經濟發展決定長期股市走向。而台股在景氣觸底後, 即將迎來景氣上行循環, 包括AI趨勢、供應鏈調整、消費電子復甦都將使台股受惠, 後市表現仍值得期待。

## 漲升結構好轉, 有利行情健康發展



資料來源: Bloomberg。

## 台股指數超過恒生指數, 趨勢並非一朝一夕造成



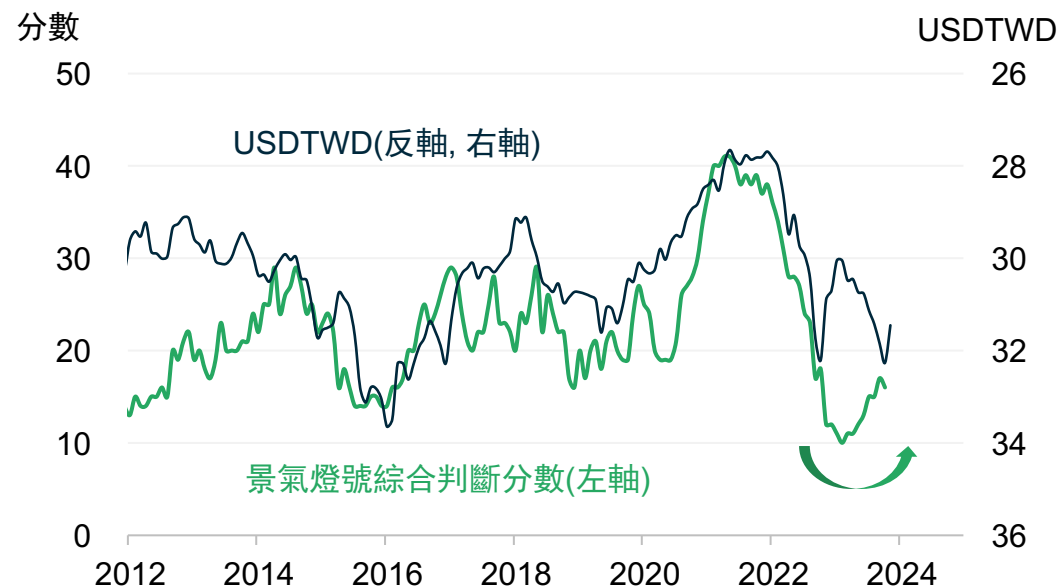
資料來源: Bloomberg。

# 台幣 外資回流大幅推升短線台幣匯價，基本面逐漸好轉則有利台幣長線走勢

基本面：10月景氣燈號綜合判斷分數為16分，較9月減少1分。觀察景氣燈號的9項構成項目，股價指數由黃紅燈轉成紅燈，分數增加1分，海關出口值由綠燈退至藍燈，分數減少2分，其餘7項燈號不變。國發會說明，10月景氣燈號退回藍燈，主要受到去年10月比較基期偏高影響，但景氣續處復甦軌道上，只是短期略有波動。國發會並指出後續11月及12月出口應轉為正成長，可以預期，**11月景氣燈號會再次轉為黃藍燈。**

匯價：1)長線而言，基本面逐步改善，有利匯價；2)短線而言，美國CPI數據後，**市場如去年底態勢，期待來年貨幣政策轉鬆，外資回流**，帶動台幣大漲。**台幣短線可能於季線至年線間擺盪**；惟需留意台灣政治不確定性。

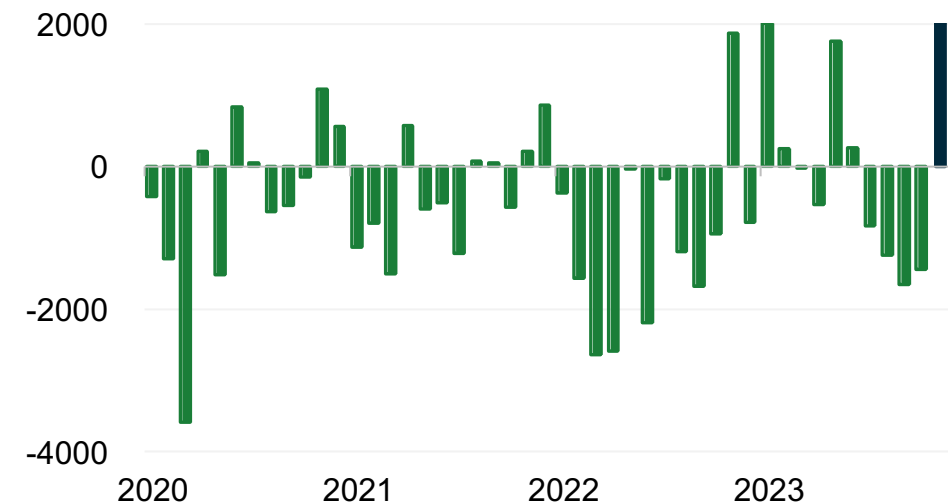
## 景氣燈號綜合分數雖略為下降，但不改基本面好轉趨勢



資料來源：Bloomberg。

## 如去年底態勢，市場期待貨幣政策轉鬆，外資持續回流

台股外資買賣超，億台幣



資料來源：Bloomberg。

## Dec 2023

4	Monday	5	Tuesday	6	Wednesday	7	Thursday	8	Friday
美國工廠訂單 美國耐久財訂單 歐元區Sentix投資者信心 德國進出口	美國ISM服務業指數 美國JOLTS職缺 歐元區服務業PMI 歐元區PPI 中國服務業PMI 日本服務業PMI 泰國休市	美國ADP就業變動 歐元區零售銷售 德國工廠訂單 台灣核心CPI	美國初領失業金人數 德國工業生產 中國進出口	美國非農就業 美國失業率 美國密西根大學市場氣氛 德國CPI 日本GDP 台灣進出口 菲律賓休市					

## 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