



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年3月8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：2024/2/29-2024/3/7。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- 鮑爾國會聽證會：通膨雖降溫，但仍需更多證據，加上ADP報告顯示，目前就業市場仍相對緊俏，Fed今年可望啟動降息，但不急於現在。
- 製造業景氣：季節性逆風加上國內需求不穩，使2月ISM製造業指數回落，但海外需求升溫，同時新訂單/庫存比連續9個月大於1，支持製造業復甦態勢，惟留意產業分化問題。
- 股市盤勢：1)多頭格局將延續，但類股輪動下，其他循環性類股也有望落後補漲。2)戴爾財報優於預期，預告AI將帶動筆電需求回升。

2) 未來焦點：

- 經濟數據：美國CPI 3/12、PPI 3/14。中國社融3/9-3/15。

策略思維

- 1) 股市：**製造業逐步回升與企業獲利改善，有利多頭延續，但股市面臨漲多拉回壓力，不宜追高。
- 2) 債市：**美債利率長線偏下方向不變，若利率有所反彈，都可逢高增持債券。
- 3) 匯市：**聯準會官員將使美元反覆震盪，但長線仍偏弱調整。台股走強與出口數據回升，有利台幣表現。

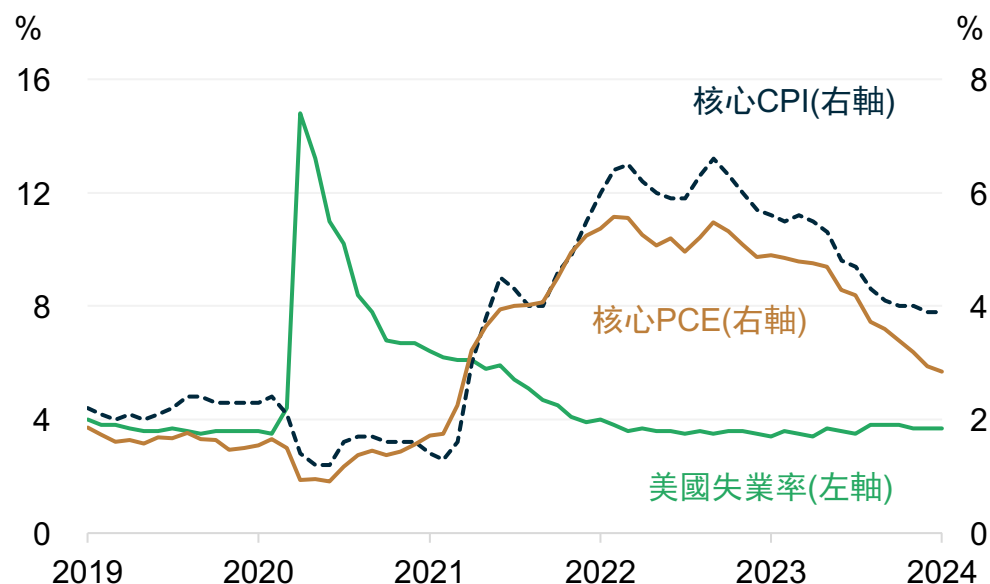


鮑爾國會聽證會如預期, 企圖降低市場降息預期

Fed主席鮑爾在國會聽證中表示, 1月就業穩定與通膨升溫數據並未改變Fed今年稍後將降息的規劃, 但他們希望看到更多數據顯示通膨正持續放緩, 也就是說, 除非官員對於通膨持續朝著Fed設定的2%目標前進更有信心, 否則沒理由降息。整體而言, 鮑爾談話符合市場預期, 且從聯邦利率期貨來看, 近一個月來, 市場已大幅調整降息幅度預期。

以目前的情況來看, 失業率雖緩步墊高, 但仍偏緊俏, 同時核心CPI與核心PCE也持續放緩, 分別跌破4%與3%關卡, 確實提供聯準會降息可能。去年12月Fed規劃, 今年降息3次, 明年則有4次降息空間。

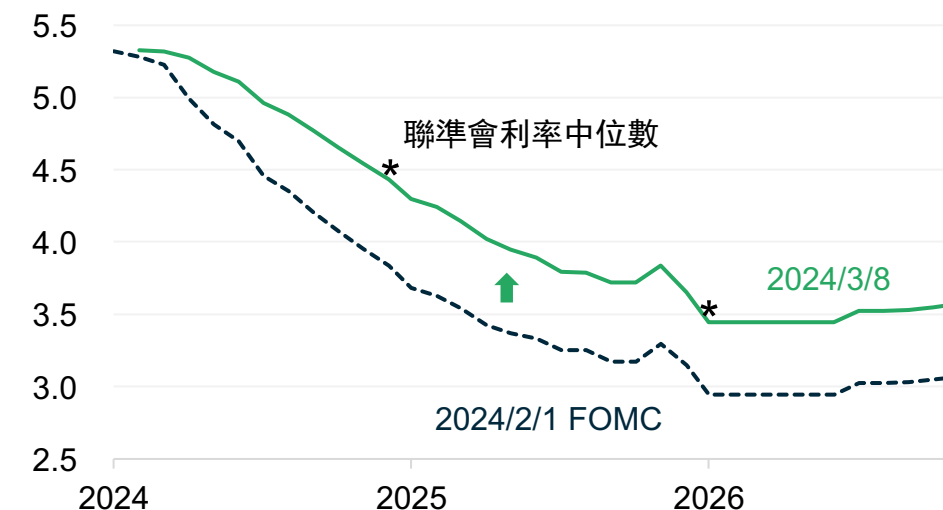
通膨與就業數據支持今年降息規劃



資料來源: Bloomberg。

聯準會引導降息預期, 避免過度樂觀

聯邦利率期貨, %



資料來源: Bloomberg。

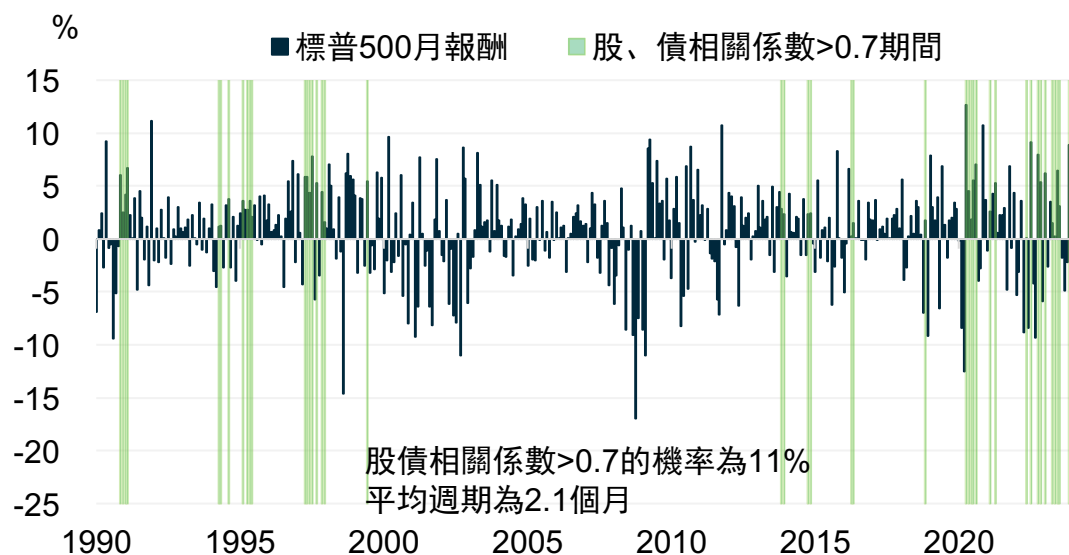
近半年來，股債同步走揚，能維持多久？

對金融市場而言，自去年10月以來，Fed理事Waller表態，升息前應進一步觀察，暗示暫停升息後，帶動美國10年期公債殖利率自5%回落，受此影響，非投資級債殖利率收斂至7.9%，與此同時，美國三大指數也陸續攀高，並創下歷史新高，所有資產幾乎同步走揚，長達4個月，但這樣合理嗎？

以過去的經驗來看，股債同漲同跌的情況不是沒有，只是機率偏低，自1990年以來，可能僅11%，平均為2.1個月，最長時間為5個月(2020/4-2020/8)，而目前已達4個月。因此，不排除未來1-2個月面臨漲多回檔修正壓力。

一般而言，股市與債市通常是蹺蹺板關係，目前研判，若股市持續走高，可能延緩聯準會降息時程，進而導致後續股市波動加大；反之，若股市提前回檔，將使降息時程更加明朗。操作上，考量股市目前居高位，以定期定額為主，若股市明顯拉回，視為增持契機。

歷史經驗顯示，股債同漲機率僅11%



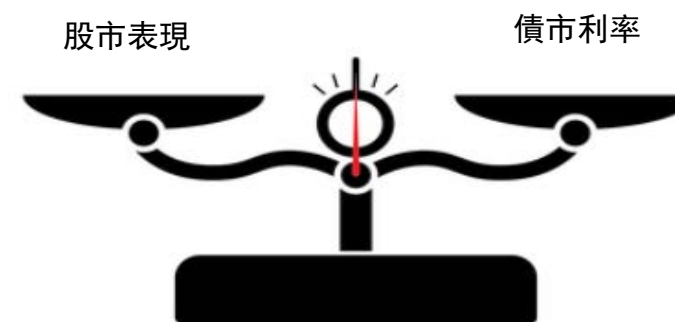
註：股、債相關係數>0.7期間表示，標普500、公債、高收債其近6個月報酬相關係數達0.7以上者。

資料來源：Bloomberg。

股債關係通常為蹺蹺板

Case1：股市續揚=> 不利聯準會降息=> 利率維持高位

Case2：股市下跌=> 有利聯準會降息=> 利率有望偏下



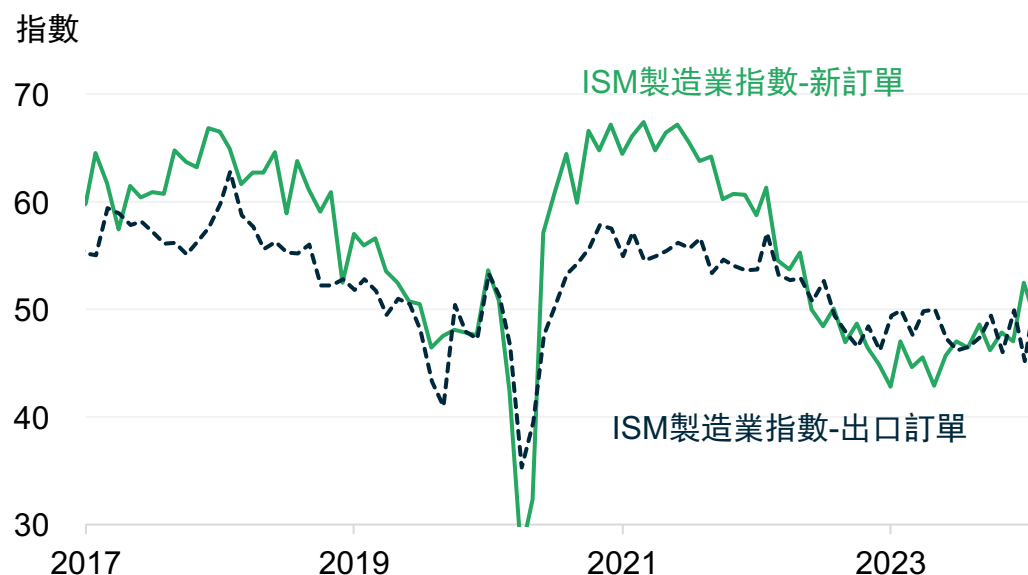
資料來源：國泰世華銀行整理。

製造業數據起起落落, 但不改復甦態勢

美國2月ISM製造業指數意外回落, 從49.1降至47.8, 主因為新訂單從52.5滑落至49.2所致, 顯示國內需求尚不穩定, 加上季節性因素, 使數據不佳。不過, 出口訂單明顯改善, 顯示海外需求有回升的態勢, 如1月全球製造業PMI首度重回擴張狀態。

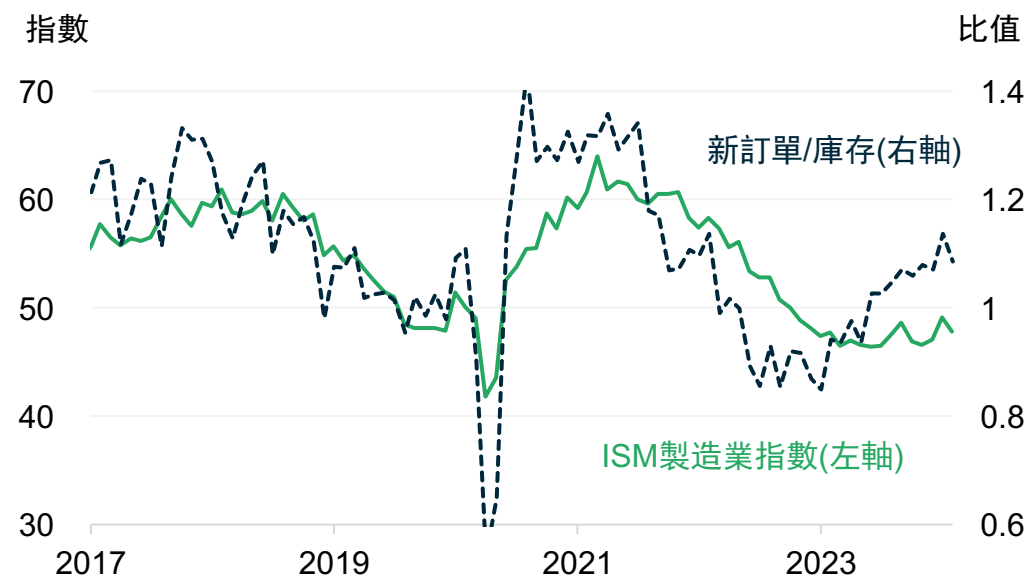
整體而言, 需求面能見度尚不明朗, 但製造業庫存去化已告尾聲, 使得整體新訂單/庫存比已連續9個月突破1, 就過去的經驗來看, 這將有利於風險性資產的表現。

國內需求尚未穩定, 但海外需求有回升跡象



資料來源: Bloomberg。

庫存去化後, 不改製造業復甦態勢



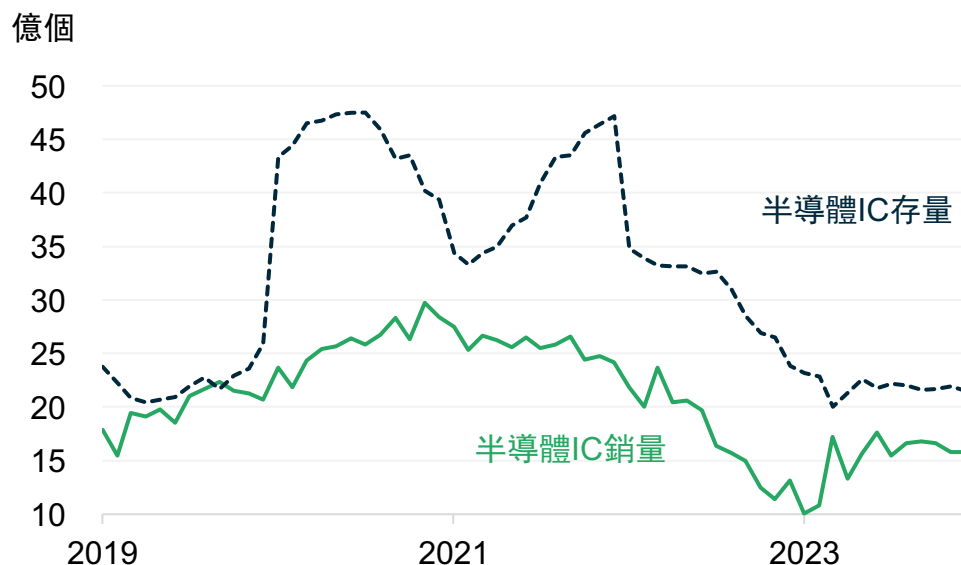
資料來源: Bloomberg。

製造業雖復甦，但產業分化不均

以台灣1月外銷訂單來看，已從前期的-16%，大幅回升至1.9%，支持景氣逐步回升態勢。不過，受到中國經濟放緩與疫情衝擊影響，產業復甦態勢有明顯分化的問題。**科技業受到遠距辦公與AI熱潮的興起，庫存明顯改善，同時IC的銷量也有逐步升溫的態勢。**

另一方面，傳統產業的復甦態勢依舊非常薄弱，以沖壓機而言，**庫存非但沒有降低，甚至一路攀高，同時機台的銷量也持續走低**，尚未有回升的跡象。其它像是**螺絲帽產業，庫存雖有去化，但需求則尚未有回溫，產業復甦狀況明顯不均衡。**

半導體IC庫存明顯去化，需求也緩步回升



資料來源：台灣經濟部統計局。

傳統工具機需求疲軟，且庫存問題仍大



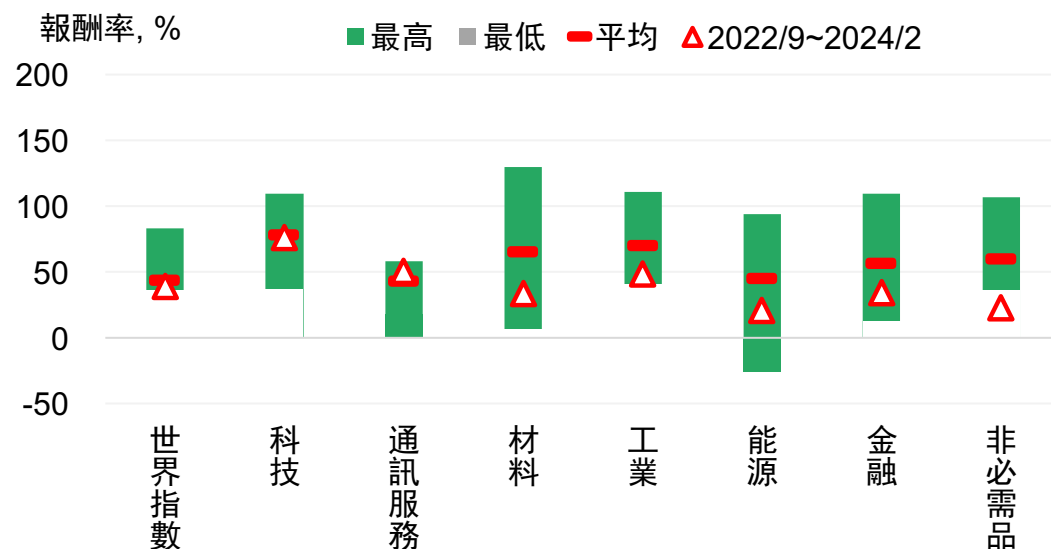
註：沖壓機是指工業上使金屬產生形變所需的機器。
資料來源：台灣經濟部統計局。

股市回升趨勢中，留意產業輪動狀況

自2022/11 ChatGPT的問世以來，對科技業已帶來明顯的改變，尤其是AI晶片的需求，更是有增無減，輝達去年Q4營收年增率高達265%。此外，近期也發現，AI的需求也擴及至PC及手機產業，例如，戴爾最新財報也透露，AI PC可望帶動整體筆電的需求回升。

就股市表現而言，其實全球股市在2022/10已明顯觸底回升，其中科技、通訊服務類股表現最為亮眼。此外，以過去的經驗來看，在景氣回升階段，**循環產業也有望同步受惠，現在階段，預期工業、材料類股的潛在空間較大。**

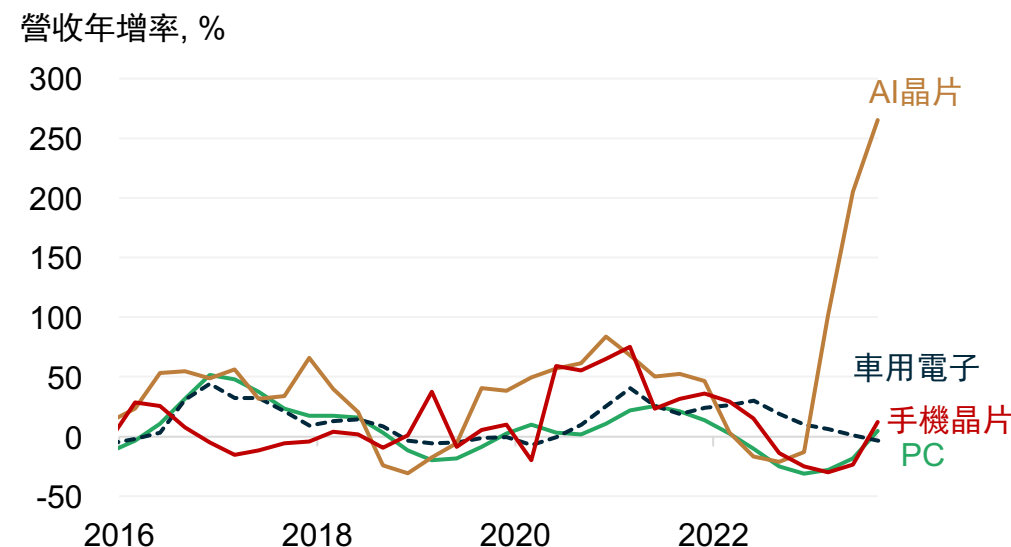
全球股市跌幅逾2成後，各類股表現



註：自1995年以來，世界指數跌幅超過2成的波段低點為2002/9、2009/2、2011/9、2018/12、2020/3、及本次2022/9，分別統計歷史及本次漲幅。

資料來源：Bloomberg。

AI熱潮，逐步向外擴散至手機與PC



註：AI晶片指輝達，車用電子包括安森美與意法半導體，PC組件包括英特爾、美光、威騰、戴爾。手機晶片指高通與聯發科營收。

資料來源：Bloomberg。

台股 景氣轉綠燈，台股仍有可為

台灣1月景氣對策信號分數一口氣跳升5分達27分，由去年12月的黃藍燈轉為代表穩定的綠燈，加強了景氣復甦的信心，其中雖因為春節效應，批發、零售及餐飲業燈號由藍燈轉為黃紅燈，不過包括工業生產指數、製造業銷售量，以及工業及服務業加班時數都明顯升溫，顯示由製造業復甦帶動的景氣回溫逐步明確。

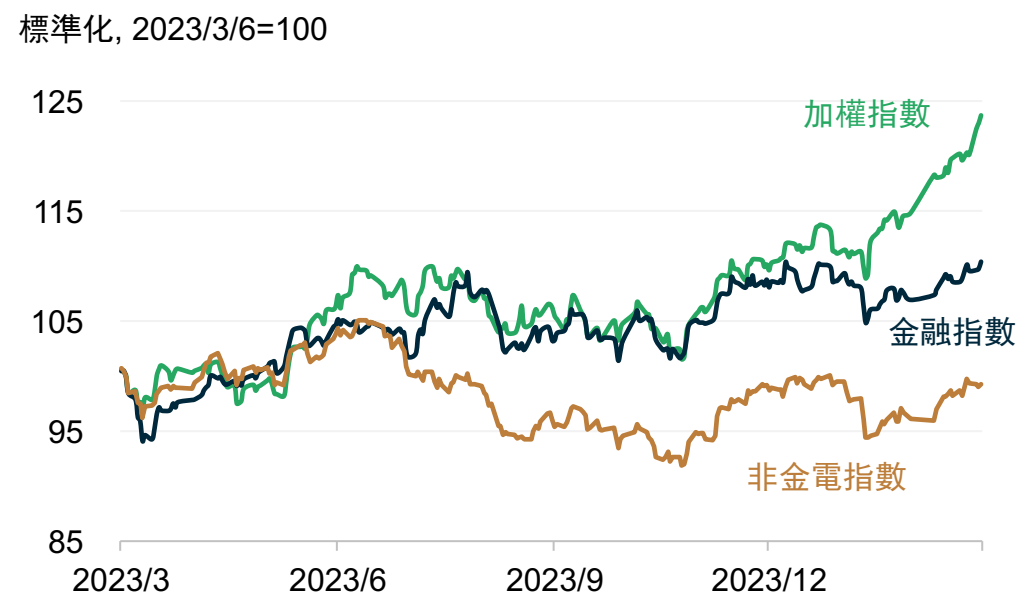
景氣回升，股市自然也早已脫離低點，自去年10月底起算，台股大幅上漲21.9%，漲勢也由半導體、AI族群，擴散到電子零組件、電子通路、機電、化工等類股，相對的，台股金融股、非金電傳產股表現就明顯落後，雖然台股權值以電子股為主，不過若景氣好轉，各產業也可望同步受惠，有利台股多頭行情延續，由於短期漲多，投資上宜採分批布局或拉回買進的策略因應。

1月景氣對策信號轉為綠燈



資料來源：國發會，Bloomberg。

今年以來非電子指數表現落後大盤



資料來源：XQ。

中國 政府工作報告未超出市場預期, 大規模政策推出機會不高, 股市恐難匯聚人氣

兩會重點摘要: 1)經濟目標以穩為主, GDP成長率目標5%、CPI目標3%、失業率5.5%等, 與去年目標相差無幾; 2)財政赤字率3%較去年下降, 但是中央將連續數年發行超長期特別國債, 若加上今年增發的1兆特別國債, 整體赤字率與去年相若; 3)結構上更加重視科技創新與產業升級, 「推動現代化產業體系建設, 加快發展新質生產力」成十大任務之首, 科技與高質量在工作報告的出現頻率也較去年顯著上升。

因工作報告中並未出現超乎市場預期的論述, 短期內推行大規模財政或者貨幣政策的可能性降低, 導致境內外股市反應平淡。未來展望方面, 官方對上證指數3000點的護盤意圖明確, **A股下方風險有所淡化, 但是基本面仍在底部掙扎, 1-2月中國建商的狀況不佳, 循環面難以支持大盤向上突破, 盤勢料進入整理格局, 操作上逢反彈可分批調節部位。**

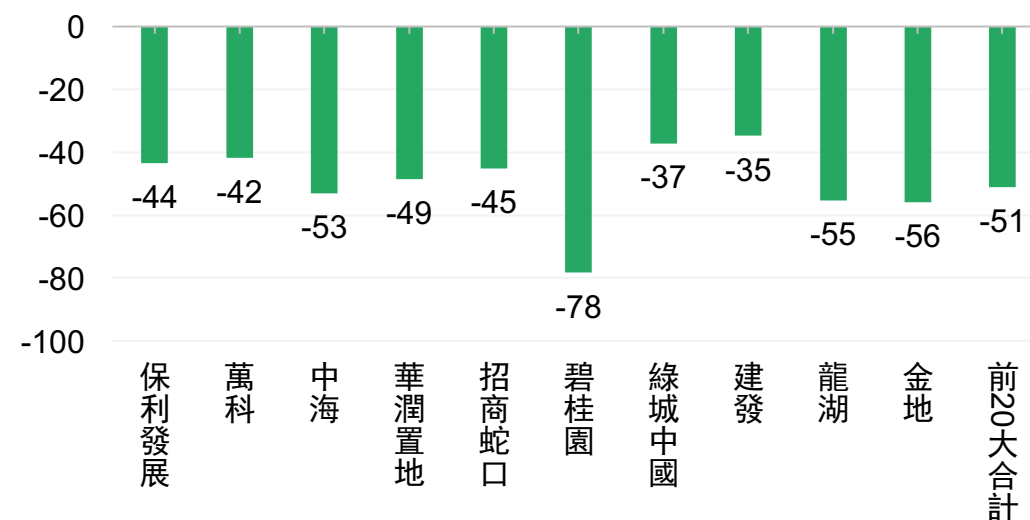
2024年經濟目標與市場預期相符

| 單位 | | 2022年 | | 2023年 | | 2024年 |
|-----|--------|-------|------|-------|-----|-------|
| | | 目標 | 實際 | 目標 | 實際 | 目標 |
| GDP | 年增率, % | 5.5 | 3.0 | 5.0 | 5.2 | 5.0 |
| CPI | 年增率, % | 3.0 | 2.0 | 3.0 | 0.2 | 3.0 |
| 失業率 | % | <5.5 | 5.6 | 5.5 | 5.2 | 5.5 |
| 赤字率 | % | 2.8 | 2.8 | 3.8 | 3.8 | 3.0 |
| 專項債 | 兆人民幣 | 3.65 | 4.04 | 3.8 | 3.8 | 3.9 |

資料來源: 高盛, 國泰世華銀行整理。

今年前2個月中國房市銷售依舊疲弱

1-2月房地產企業銷售金額年增率, %



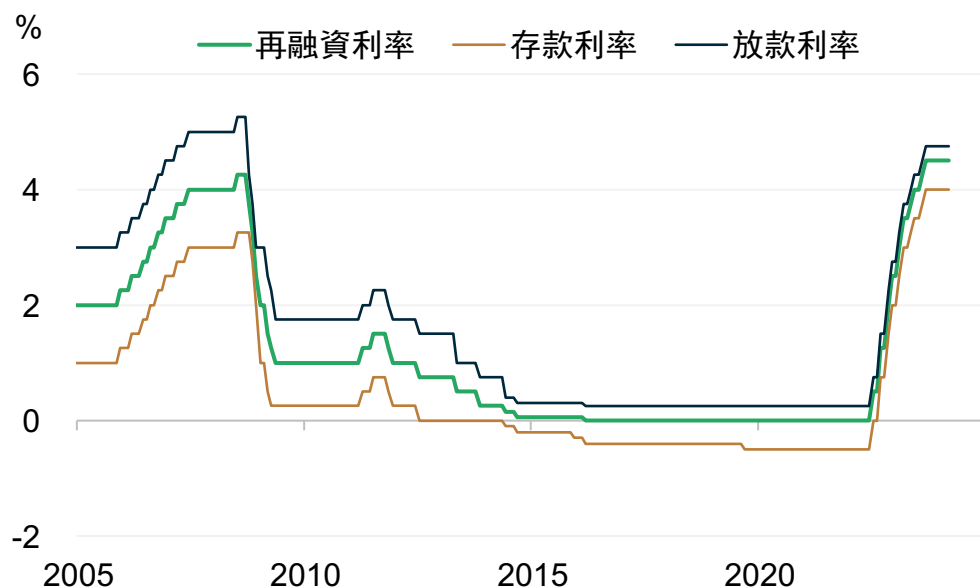
資料來源: 光大證券。

ECB 貨幣政策維持不變，但總裁表示本次會議有針對「緩和限制性立場」開始討論

維持政策不變：1)三大利率維持不變，存款機制利率為4%、主要再融資利率為4.5%、邊際貸款利率為4.75%；2)資產購買計劃(APP)再投資已停止；3)疫情緊急債券收購計畫(PEPP)2024年上半繼續再投資，但下半年將以每月減少75億歐元速度來退出再投資計畫，年底停止PEPP再投資。

雖然目前處於觀望的階段，但總裁拉加德於記者會表示，雖然本次會議上未討論降息，但已開始討論「緩和限制性立場」的問題；另一方面，同日Fed主席鮑爾表示離有信心降息不遠，抵銷拉加德言論，促使美元指數走貶。長線而言，美歐政策節奏有差異，牽引美元長線偏貶(歐元偏升)，惟短線難避免隨官員言論與數據震盪。

歐洲政策利率



資料來源：Bloomberg。

美歐政策利差與歐元匯價走勢



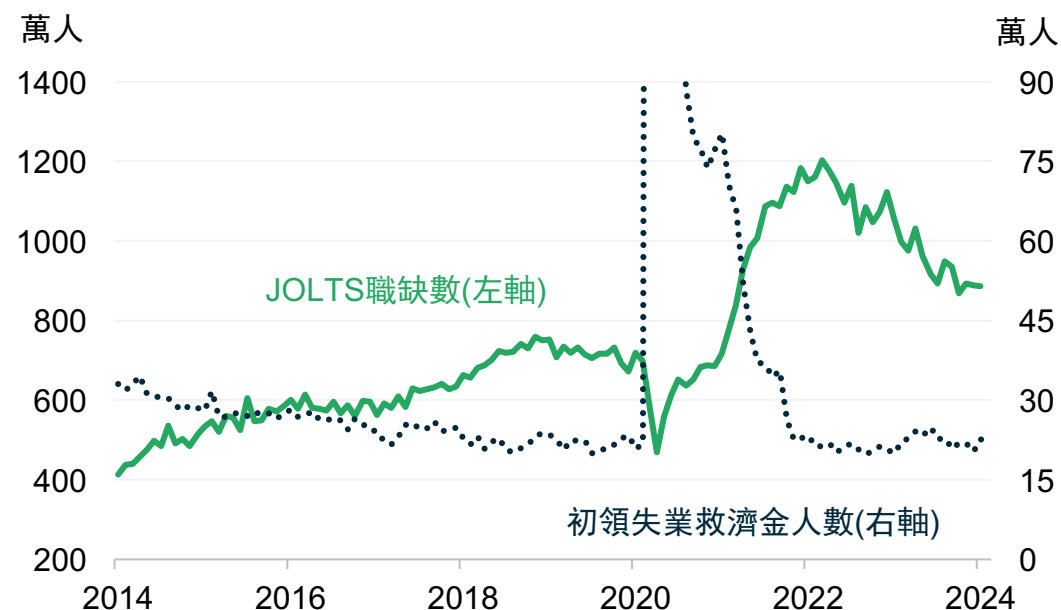
資料來源：Bloomberg。

債市 鮑爾重申不急於降息，加上就業市場相對穩健，支撐美債殖利率偏高震盪

Fed主席鮑爾本週出席國會聽證時重申，「今年將調降利率，但在有把握戰勝通膨前，不急於降息」，與1月FOMC會議口吻一致。另方面，本週公布多項就業數據：1)2月ADP新增就業人口為14萬人，較前值11萬有所增加，卻不及預期的15萬；2)1月JOLTS職缺數為886萬，較上月略為下滑，**就業數據小幅降溫，但整體而言勞動市場仍相當穩健。**

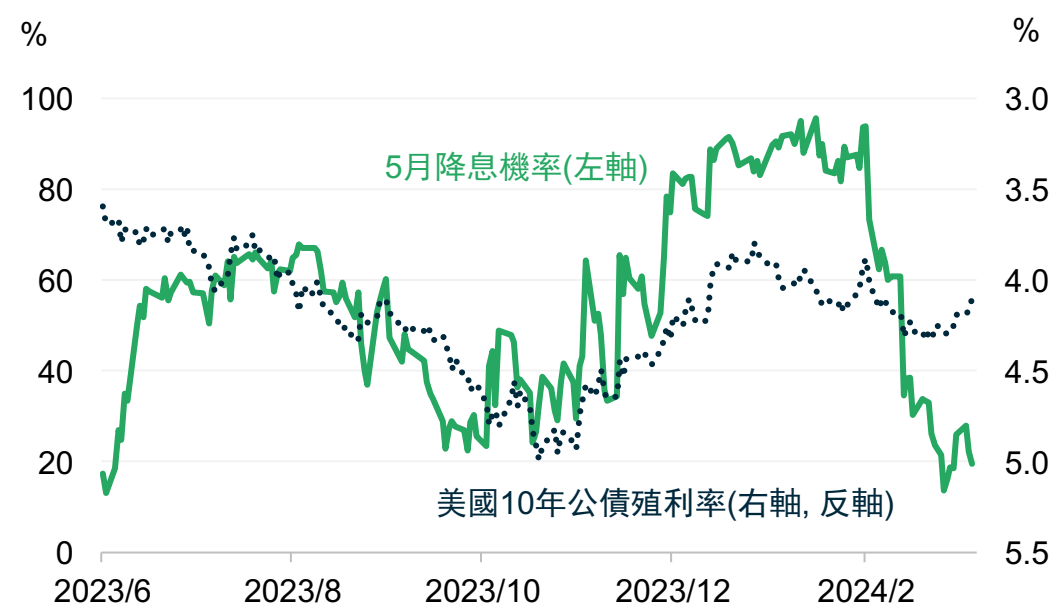
隨鮑爾維持謹慎態度，加上就業數據持穩，目前市場推測首次降息時間在6月以後，預期全年降息空間為3-4碼。**研判短線上公債殖利率將保持4%上方的高位震盪，投資人宜把握高利尾聲布債鎖利；**長線上待Fed釋出降息訊號後，殖利率趨勢將走降。

1月職缺數略降，整體就業市場仍相當穩健



資料來源：Bloomberg。

鮑爾態度不變，市場推測首次降息在6月以後



資料來源：Bloomberg, CME FedWatch。

Mar 2024

| | | | | |
|---|--------------------------------|----------------------------|--|---|
| 11 Monday 日本貨幣供給 日本工具機訂單 印度休市 | 12 Tuesday 美國CPI 印度休市 | 13 Wednesday 歐元區工業生產 | 14 Thursday 美國初領失業金人數 美國零售銷售 美國PPI | 15 Friday 美國工業生產 美國密大消費信心 中國MLF利率 |
|---|--------------------------------|----------------------------|--|---|

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