



國泰世華銀行
Cathay United Bank

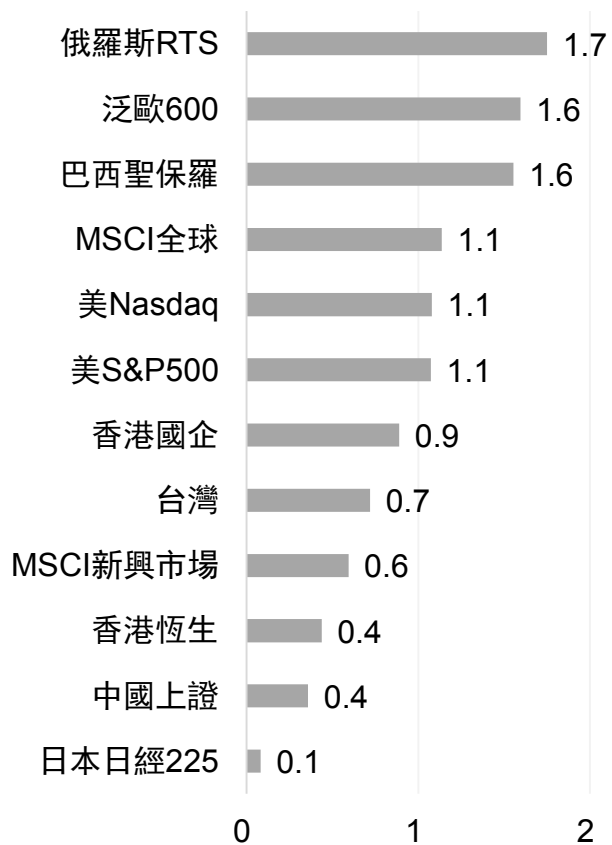
2023年11月24日

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

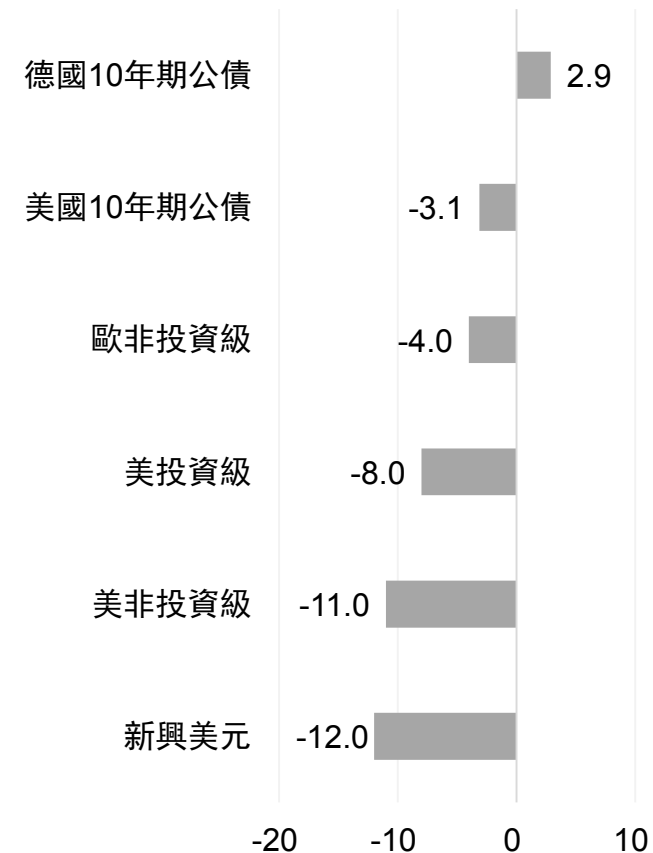
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/11/16- 2023/11/23。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- 時序邁入11月，市場氛圍明顯改善，標普500上漲近10%，美10年期公債下降50個基點，因市場預期升息循環已告終。與此同時，外資轉賣為買，台幣也明顯轉強。
- FOMC會議紀錄：通膨放緩，但尚未接近2%目標，使得官員們一致決議維持目前的限制性政策區間，必要時也將進一步緊縮。因此，短線利率下滑的幅度，有過度反應降息預期之虞。
- 輝達財報與製造業指數報喜：輝達除Q3財報報喜外，展望也優於市場預期。此外，歐元區製造業指數也有落底回升跡象，均提供基本面支撐。不過，股市短線位居高位，不宜躁進。

2) 未來焦點：

- 核心PCE、ISM製造業指數、就業報告。

策略思維

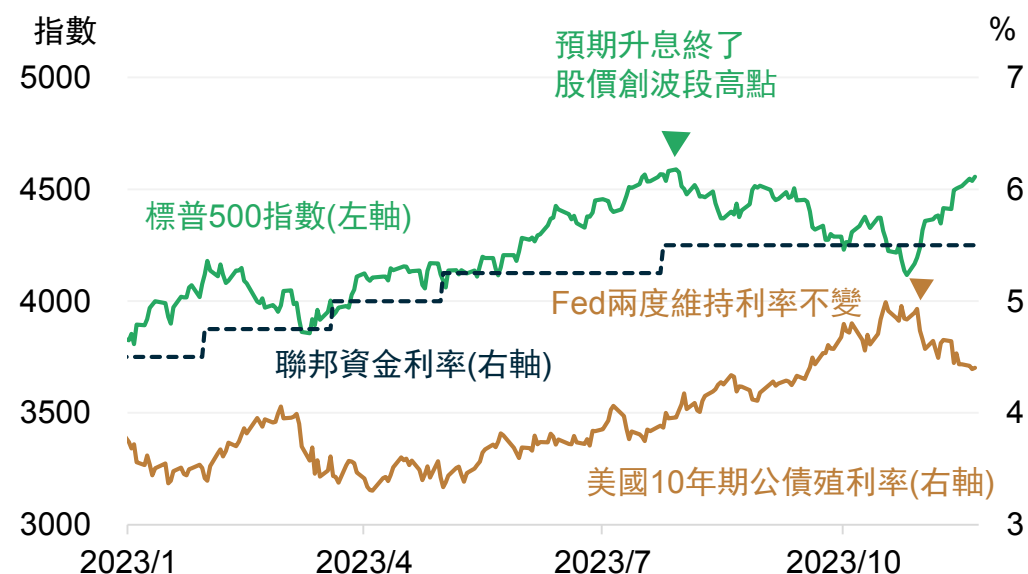
- 1) 股市：輝達財報報喜，有利AI熱潮延續，與此同時，製造業循環落底跡象更加明顯，除AI外，筆電、手機也有望重回成長軌道，科技股的拉回，可視為布建契機。
- 2) 債市：聯準會升息近尾聲，長線殖利率偏向下行趨勢，標的仍以信評佳者為先。
- 3) 匯市：美元回落，加上台灣出口回升，有利台幣走強，創造換匯契機，但匯率與利率難兩全，宜分批換匯。

聯準會升息緊縮近尾聲, 帶動股債同揚

時序邁入11月, 市場氛圍明顯改善, 標普500上漲近10%, 美10年期公債下降50個基點, 主因有二, **1)聯準會二度維持利率不變, 市場預期升息循環已告終, 2)10月就業報告低於預期, 加上10月CPI數據從前期3.7%, 大幅回落至3.2%。**

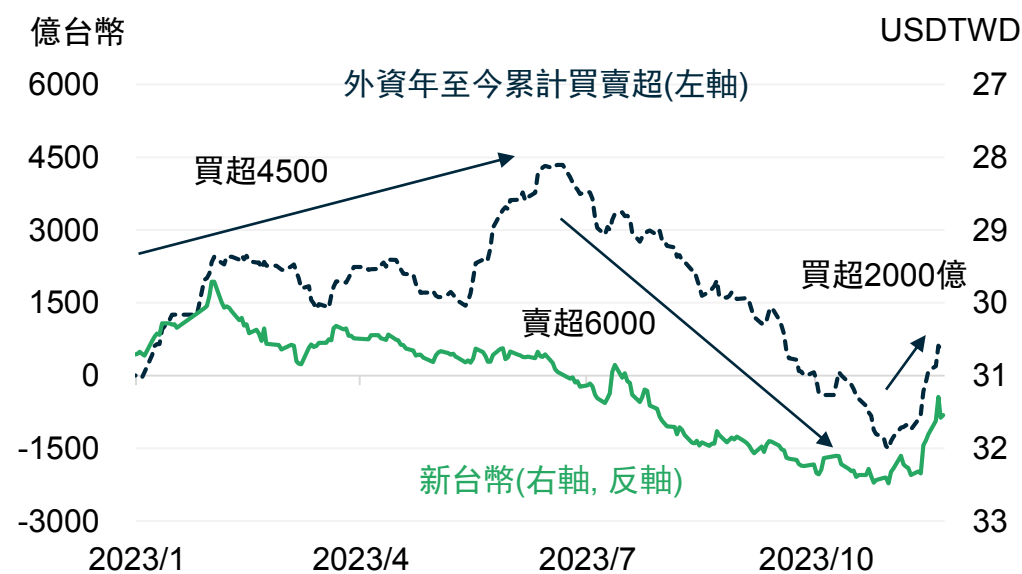
受到美債利率回落, 美元也明顯回落, 非美貨幣明顯轉強。以台股為例, 外資從今年7月開始大幅調節, 規模高達6000億台幣, 但隨著聯準會升息壓力降低後, 開始轉賣為買, 買超2000億台幣, 台幣也明顯轉強。

升息終了預期, 激勵股債同揚



資料來源: Bloomberg。

市場氛圍改善, 外資轉賣為買, 台幣明顯轉強



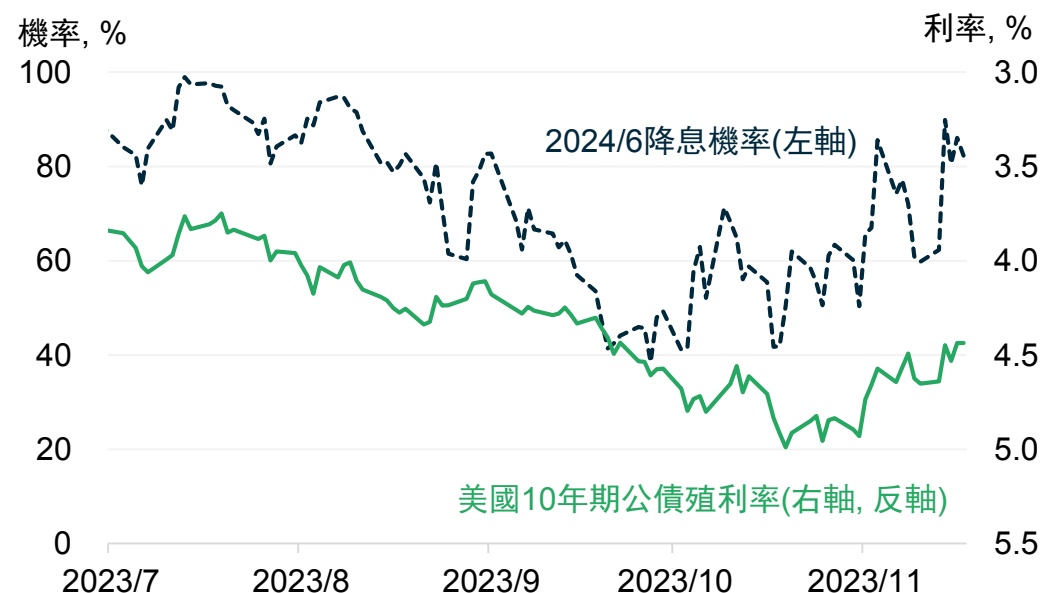
資料來源: Bloomberg。

美10年公債殖利長線偏下，利率回彈後可加大布局力道

自11月以來，包括就業報告、ISM數據及通膨數據，均低於市場預期，加深市場預期升息循環已告終，甚至預期明年中，就可望啟動降息。以利率期貨來看，明年6月降息機率高達8成，同時，降息幅度從先前的2碼，擴大至4碼，導致美國10年期利率回落50個基點至4.5%下方。

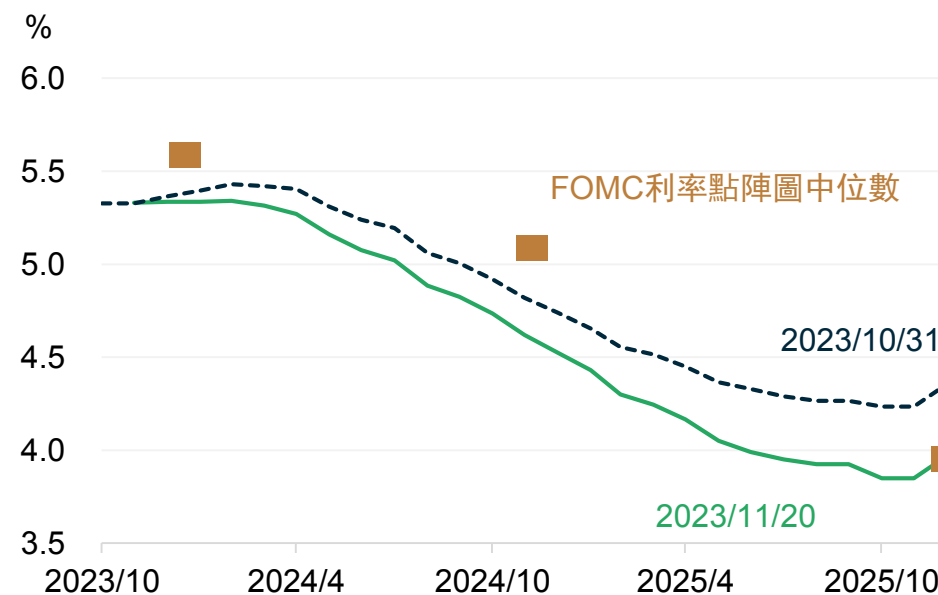
但以FOMC會議紀要來看，通膨雖降溫，但仍超過政策目標，必要時也將進一步升息。因此，研判市場已有過度反應降息的可能，預期利率有反彈可能。策略上，由於貨幣政策未來將逐步正常化，利率長線偏下，目前宜分批進場，若利率回彈，加大債市佈局力道。

明年中旬降息機率拉高，驅動利率快速回落



資料來源: FedWatch tool.

因通膨降溫，降息幅度預期擴大至4碼



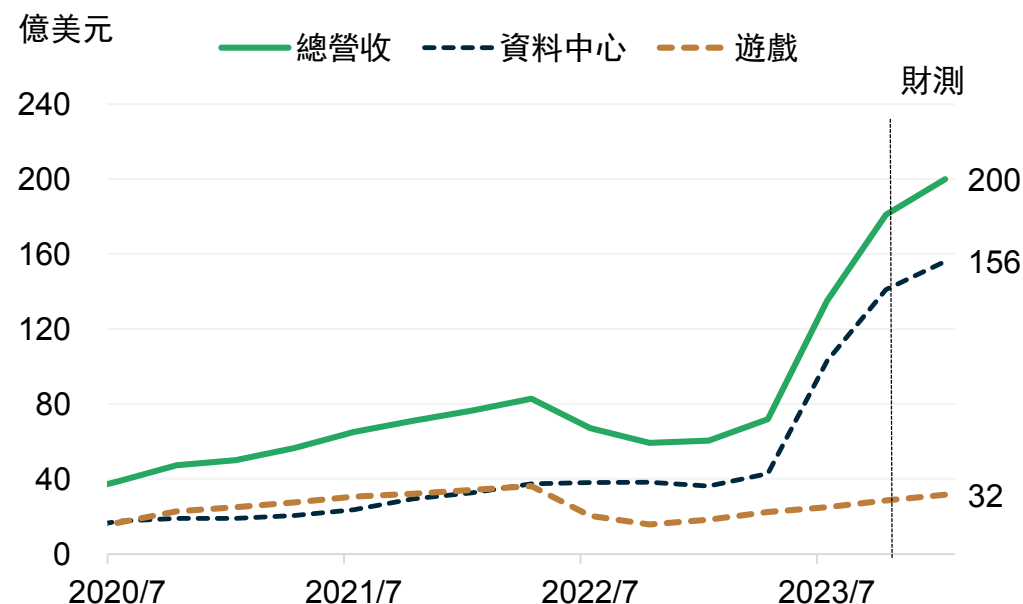
資料來源: Bloomberg.

資料中心維持高速成長, 使輝達財報優於預期

輝達Q3營收與GAAP EPS分別為181億美元(年增206%, 原財測160億美元)與3.71美元(年增1274%, 原財測3.3美元), 毛利率繼續攀高至74.5%, 主因仍是資料中心維持高速成長所致(年增279%)。展望未來, 預估Q4為200億美元, 毛利率保持在74.5%, 亦明顯高於市場預期。

以輝達營收結構來看, 生成式AI的興起, 刺激GPU需求成長, 使輝達數據中心業務高速增長至140億美元, 營收占比高達77%, 創下單季新高, 展望Q4, 預估也將持續走強。不過, 由於中美對抗, 各類型晶片都受到管制, 可能拖累營收成長速度。

資料中心高速增長, 輝達營收再創新高



資料來源: Bloomberg, 輝達。

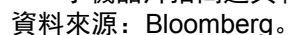
輝達毛利率與獲利, 進一步提升



資料來源: Bloomberg, 輝達。

以總經環境來看，ISM製造業指數已連續9個月萎縮，顯示景氣仍偏弱，然而，近期有些訊號顯示，製造業的景氣可能已在循環底部，如ISM製造業的新訂單/存貨比已連續5個月站上1，這意謂著製造業去化庫存已近尾聲。

AI需求保持強勁, 其他產業也有落底回升跡象



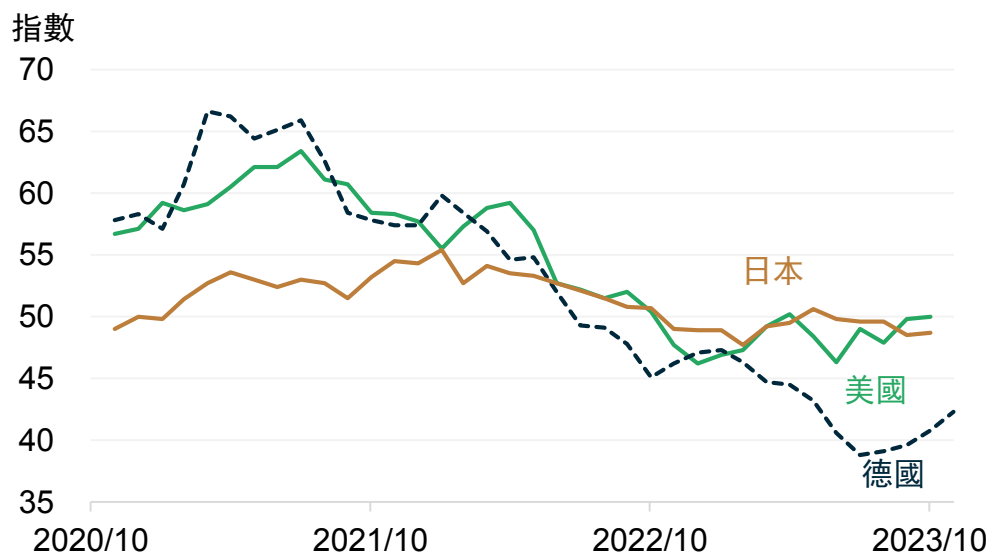
資料來源：輝達。

全球主要國家製造業觸底回溫

11月份主要國家製造業指數相繼公布，歐元區雖受到高利率與高通膨的壓力，使得經濟更顯疲弱，德國PMI一度跌破40，不過，隨著全球製造業循環落底，目前也已連續5個月回升，來到42.3。英國政府為刺激經濟，11/22宣布大規模的財政刺激政策，包括降低勞工保險金稅率、停徵酒精稅等。

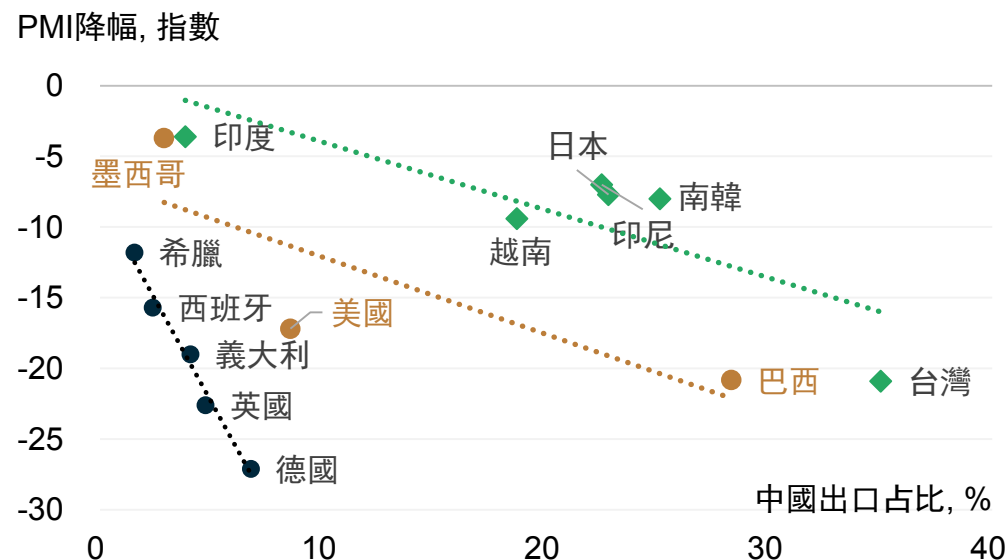
值得注意，**中國經濟的放緩，可能對各區域有不同程度的衝擊**，整體而言，跟中國貿易比重越高，景氣受到拖累的程度越大。例如，中國佔台灣出口35%，成為亞洲地區PMI降幅最大的國家，德國則是歐洲PMI降幅最大的國家。

全球主要國家製造業觸底回溫



資料來源：Bloomberg。

留意中國放緩，對經濟的影響



註：PMI降幅指2021-2023年間，PMI指數的高低落差。

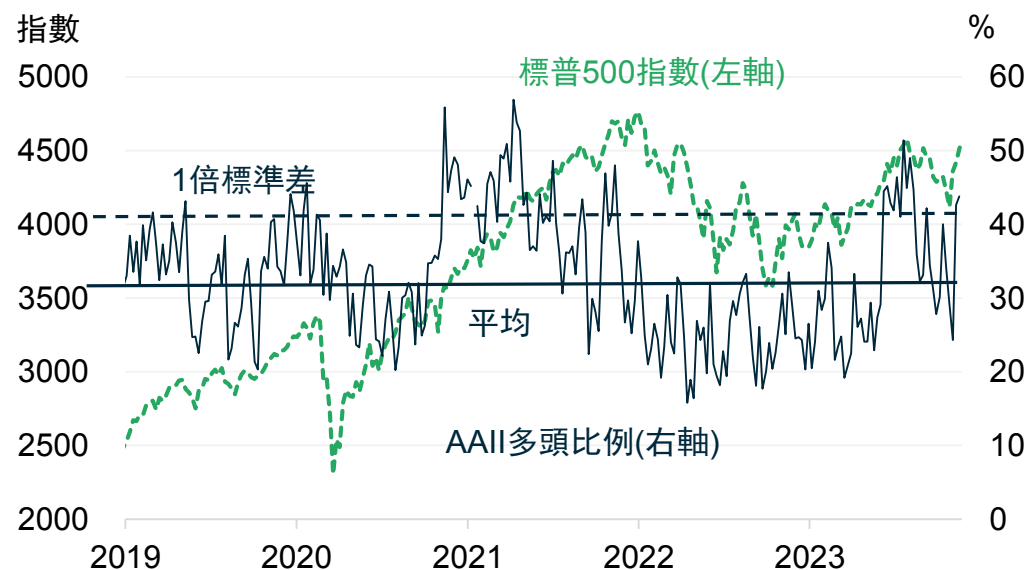
資料來源：Bloomberg。

短線有過度樂觀之虞, 可待拉回後再布建

自11月以來, 受到就業報告及通膨數據放緩影響, 帶動公債利率回落, 股市氛圍也明顯轉向, 股市波段漲幅也逼近10%, 根據AAII調查, 散戶投資人目前樂觀比例已達43%, 超過平均值的1倍標準差, 顯示市場短期有過度樂觀之虞。以經驗來看, 股市的位階可能都在相對高點, 留意追高的風險。

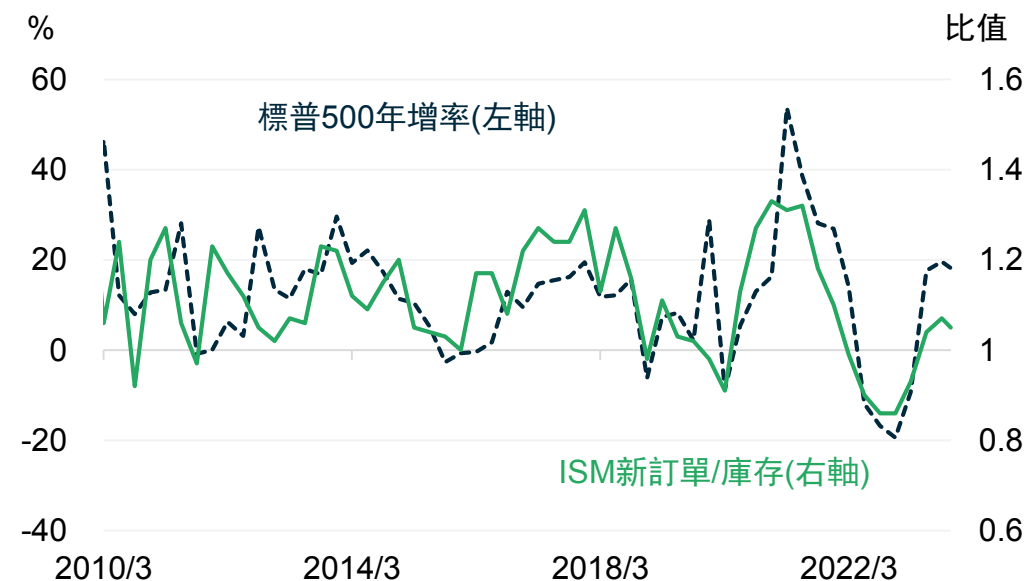
不過, 隨製造業循環落底, ISM新訂單/庫存比已連續5個月回到1之上, 加上企業獲利也重回正成長, 擺脫連續3季衰退的困境, 明年甚至有雙位數的成長預期, 將提供股市未來拉回布建的契機。

短線市場氛圍有過度樂觀之虞



資料來源: Bloomberg。

製造業觸底回溫, 形成股市下檔支撐



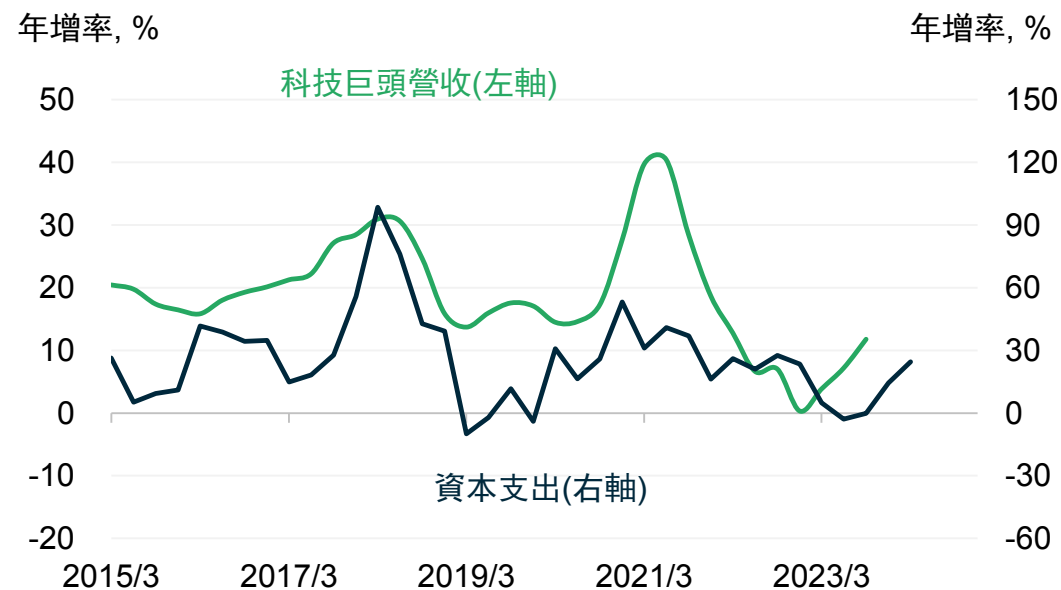
資料來源: Bloomberg。

科技 資本支出將帶動營收成長, 科技龍頭評價仍將受殖利率影響

科技龍頭微軟、谷歌、亞馬遜、Meta Q3營收皆持續成長, 在看好生成式AI發展趨勢及雲端服務市場成長力道下, 各大廠預計拉高Q4到明年Q1資本支出金額, 除了採購更多的GPU(繪圖晶片)和AI伺服器之外, 也同步開發自家ASIC應用在AI平台, 更可達到客製化、節省成本及降低能耗等成效, 由於微軟在AI應用上已可透過Office365向企業用戶收費, 商業模式成熟, 將明顯受惠, 其他廠商也可望透過資本投資帶動明年營收成長。

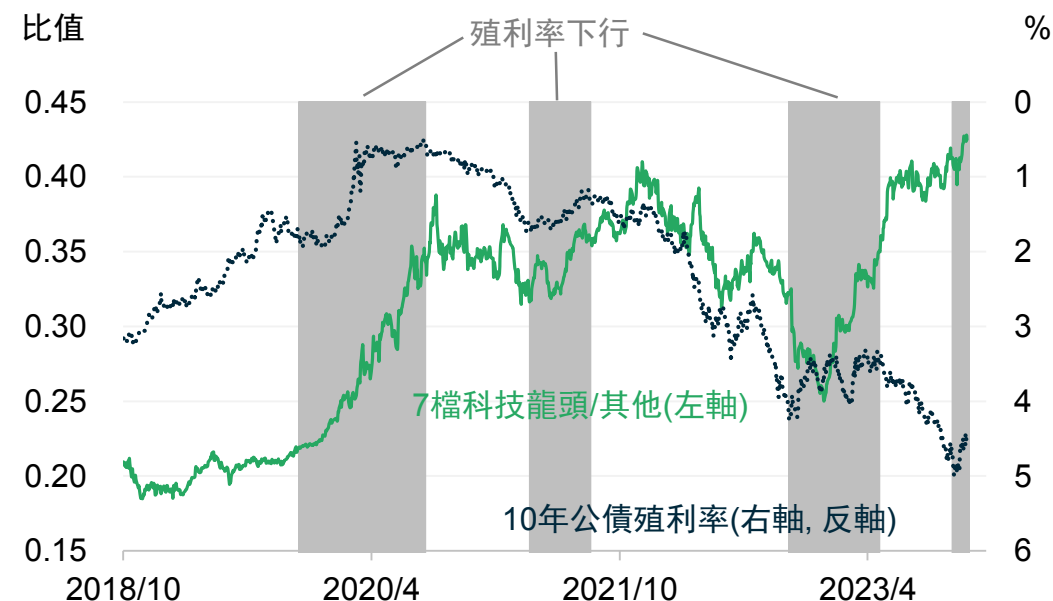
7檔超級科技股雖然今年以來貢獻標普500指數85%漲幅, 不過評價面也受到殖利率高漲的制約, 未來除了有望受惠營收獲利成長加速而帶動股價進一步上揚外, 在殖利率下行階段, 也可望受惠評價上揚及被動資金流入而走升。

科技巨頭資本支出, 有望帶動營收成長



註: 取蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等5家公司平均值。
資料來源: Bloomberg。

殖利率下行階段, 大型龍頭股受惠



註: 7檔科技龍頭包含蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta、輝達、特斯拉等7家公司。
資料來源: Bloomberg。

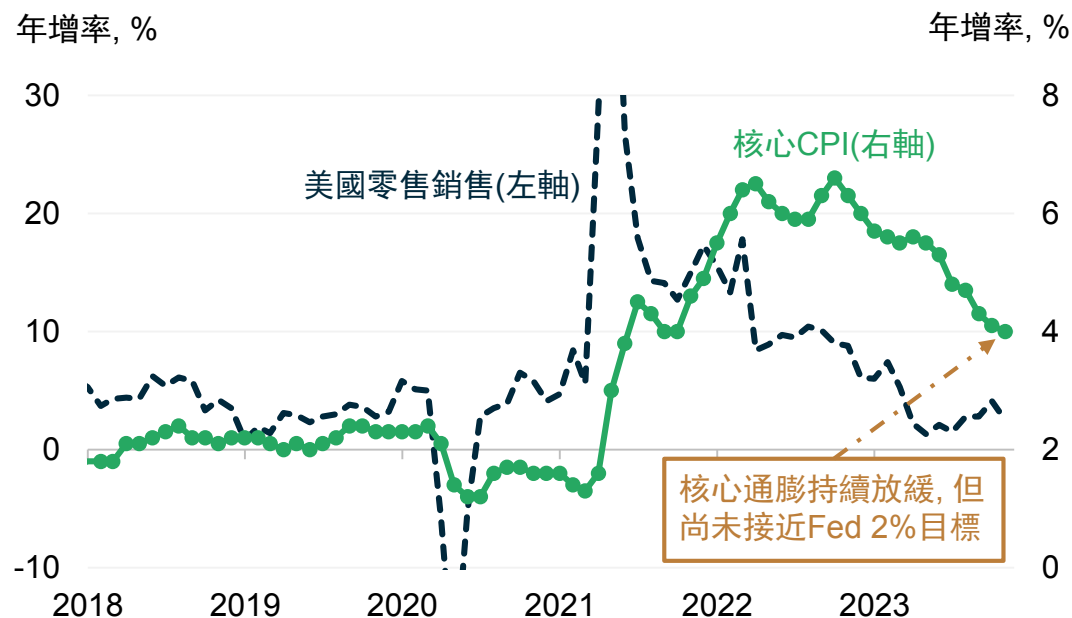
債市 Fed維持限制性利率, 若經濟數據續緩, 提高長線公債殖利率下行空間

11月FOMC會議紀錄顯示, Fed正審慎面對經濟雙向風險: 1)再度升息會傷害經濟、2)通膨放緩, 但尚未接近2%目標。因此官員們一致決議維持目前的限制性政策區間: 5.25-5.5%, 以觀察通膨能否順利回落, 並暗指短期內降息機率不高。

近期公布多項數據中, 10月就業報告、通膨、零售數據皆反應出美國景氣正在走緩, 讓市場推測升息循環已近尾聲, 甚至預期明年降息幅度擴大。展望10年公債殖利率走勢, **短線上在Fed保持緊縮政策下, 利率下行空間有限; 長線而言, 若景氣持續降溫, 提高公債殖利率下行空間。**

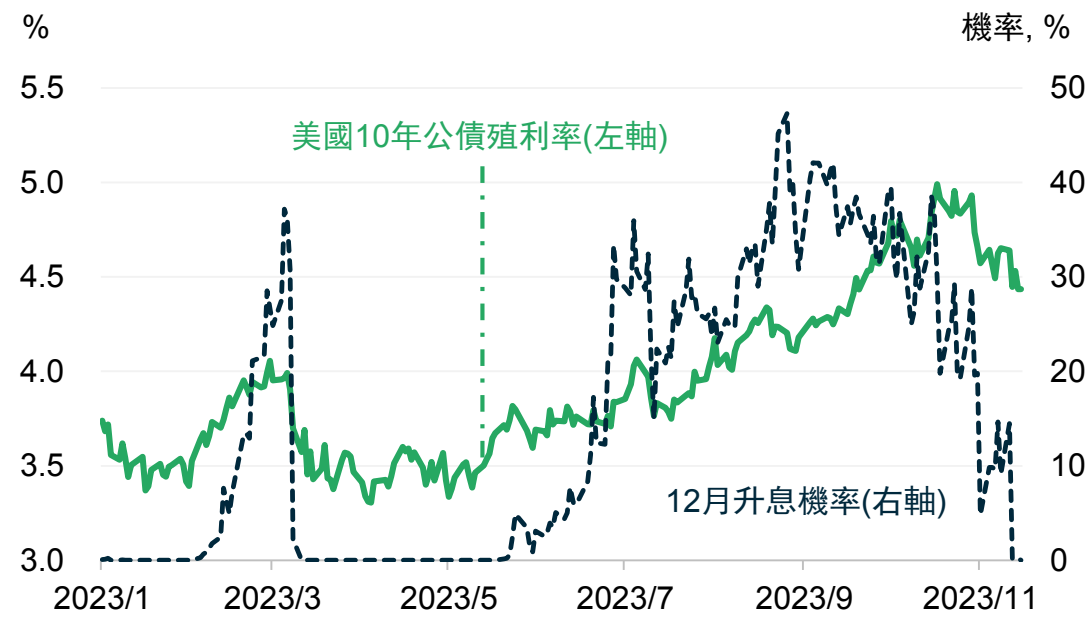
債市策略上, 應把握貨幣政策還未轉向高利環境布債。天期選擇上: 1)短債除了利率較高外, 其低波動的特性有助於對抗近期殖利率的滑落。2)長債則為重視穩定現金流回報的投資人提供長期固定息收, 在政策轉向後更有賺取資本利得的空間。

數據走緩, 但通膨仍高於目標, Fed維持限制性政策



資料來源: Bloomberg。

景氣放緩使市場預期升息屆頂, 長債殖利率回落



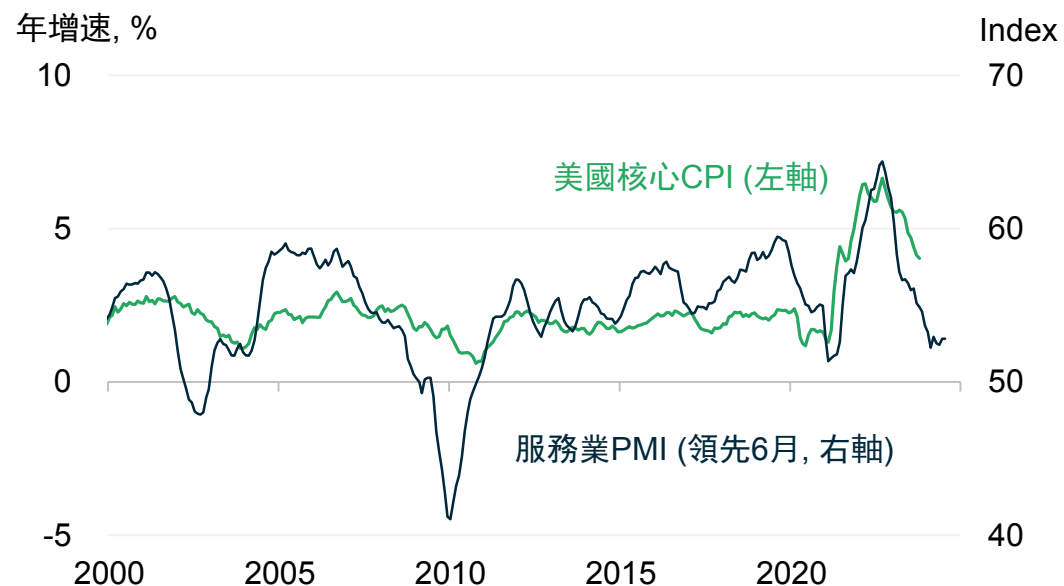
資料來源: Bloomberg、FedWatch tool。

美元 美國CPI持續降溫, 市場期待Fed來年貨幣政策轉鬆, 促使美元指數大幅走貶

基本面：根據美國勞工部的數據，2023年10月美國核心CPI年增速低於前值和市場預期，搭配ISM服務業PMI的走勢，除顯示美國通膨高峰已經過去外，服務業的疲軟也顯示美國經濟增長可能在Q4放緩，這也將減輕後續通膨壓力。

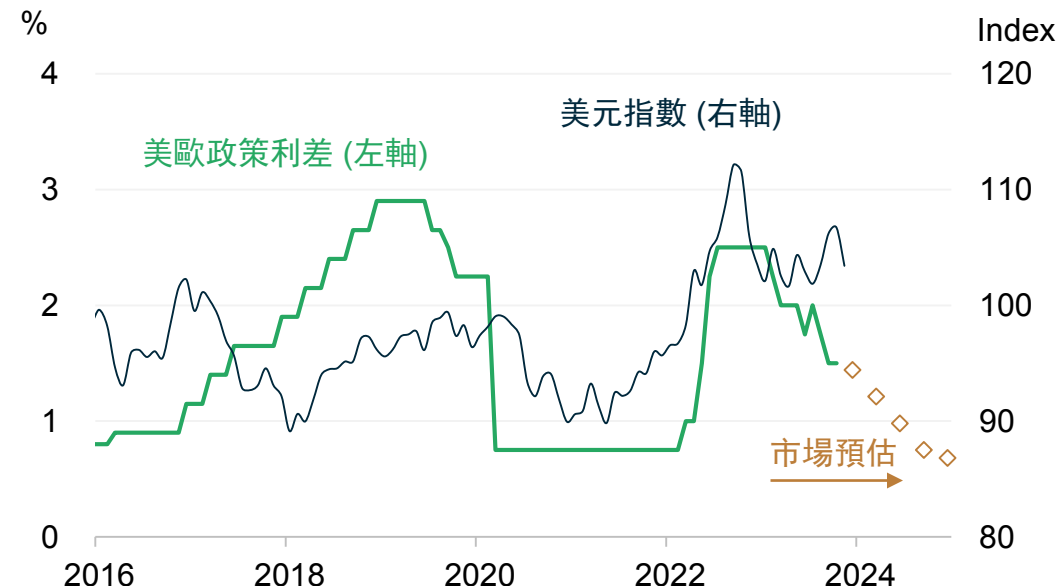
美元指數：1)短線而言，美元急貶，但因為歐元區數據現階段仍較疲弱，因此短線急貶後，美元走勢可能轉向震盪。2)長線而言，歐美政策節奏差異主導利差走向，牽引美元長線偏貶，**惟目前市場已fully price-in明年底Fed將降息4碼**，因此，後續降息預期若隨市況改變，將會增添匯價波動。

美國服務業景氣已先行降溫, 有利核心CPI繼續放緩



資料來源：Bloomberg。

歐美政策節奏差異主導利差走向, 牽引美元長線偏貶



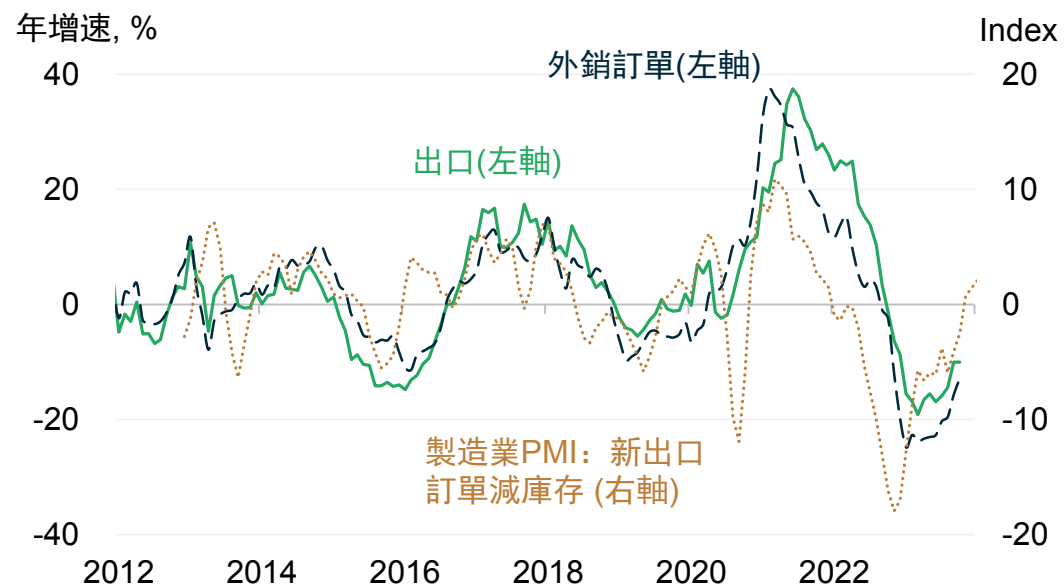
資料來源：Bloomberg。

台幣 市場如去年底態勢, 期待來年貨幣政策轉鬆, 外資回流大幅推升台幣匯價

基本面：經濟部10月外銷訂單連14黑，年減4.6%，衰退幅度收斂至個位數百分比。經濟部表示，11月受惠AI應用、庫存回補，相較去年低基期估有望翻紅，但因廠商庫存管理趨謹慎，多以急單為主，接單動能仍是關鍵。

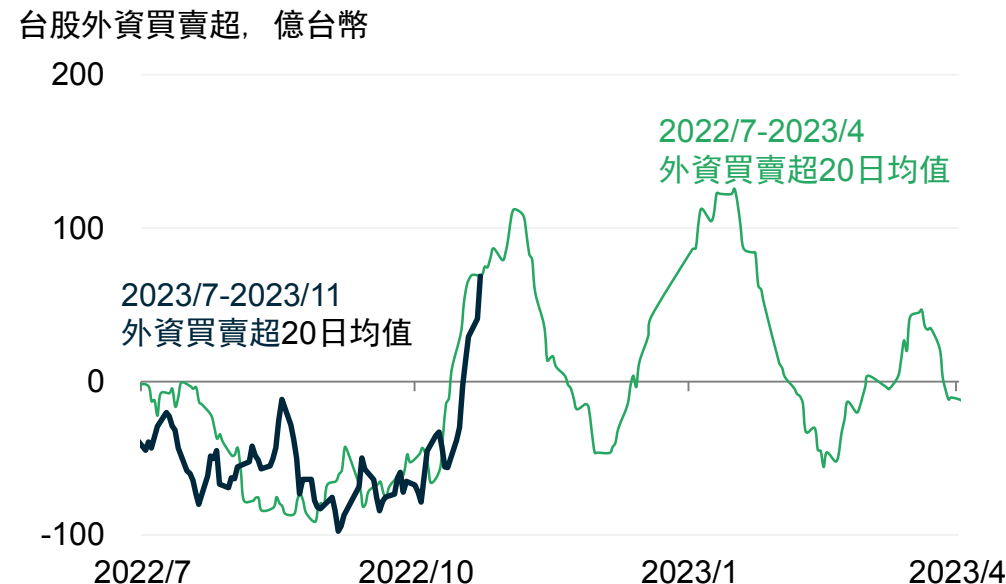
匯價：1)長線而言，基本面逐步改善，有利匯價；2)短線而言，美國CPI數據後，**市場如去年底態勢, 期待來年貨幣政策轉鬆, 外資回流**，帶動台幣大漲。**台幣短線可能於季線至年線間擺盪**；惟需留意台灣政治不確定性升溫，若明年政局有所變動，恐為台灣股匯隱憂。

台灣出口動能回升, 有利基本面持續改善



資料來源: Bloomberg。

如去年底態勢, 市場期待貨幣政策轉鬆, 外資回流



資料來源: Bloomberg。

Nov/Dec 2023

27

Monday

美國新屋銷售
中國工業利潤
日本工具機訂單
台灣景氣對策燈號
印度休市

28

Tuesday

台灣GDP
美國房價指數
美國諮商局消費信心指數

29

Wednesday

美國Q3 GDP修正值

30

Thursday

歐元區CPI
中國官方PMI
美國PCE
日本工業生產
美國初領失業金
美國個人所得支出

1

Friday

中國財新PMI
美國ISM製造業指數

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