



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年5月3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

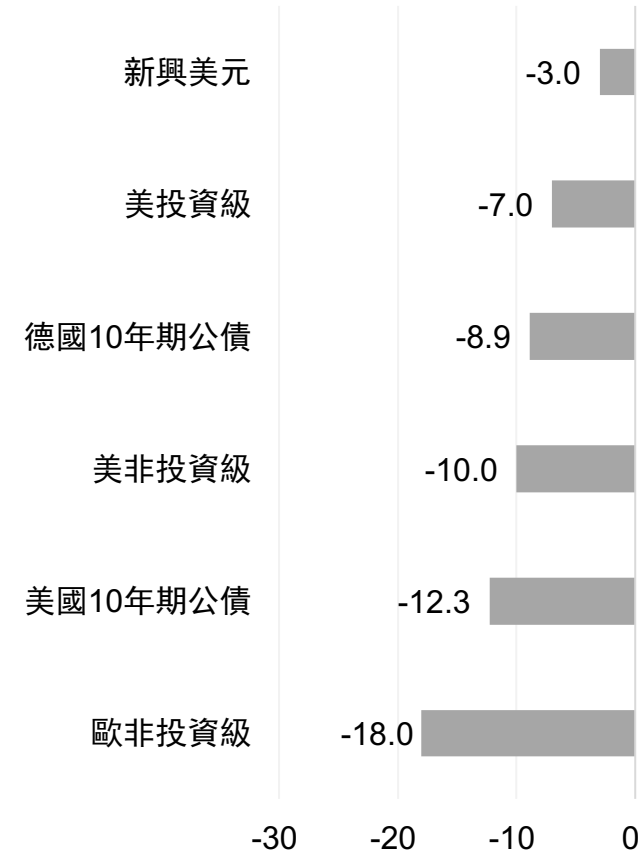
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/4/25- 2024/5/2。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- FOMC會議維持利率不變, 主席鮑爾表示, 通膨並未出現更多好消息, 聯準會需要耐心等待。
- 景氣呈現分化, 就業熱絡、服務業穩健, 製造業自谷底復甦, 步伐緩慢。
- 超級財報週觀察重點: AI仍是顯學, 產業復甦步調不一, 高基期股面臨降溫, 低基期股景氣漸好轉。

2) 後續關注焦點:

- 企業財報: 輝達(5/23)。
- 經濟數據: 4月CPI。

策略思維

- 1) **股市:** 漲時重勢、跌時重質, 財報季進入下半場, 企業對下半年展望將是推動股價續漲的燃料, 大型成長股仍具優勢。
- 2) **債市:** 聯準會降息時程一再延後, 殖利率高檔震盪, 但今年展開降息的方向不變下, 殖利率長線向下格局不變, 宜以逢高鎖利的角度布局。
- 3) **匯市:** 美國維持利率不變更長時間, 歐元區可能自6月起降息; 將使美元維持高檔震盪, 台幣基本面逐季走揚, 有利匯價緩升。



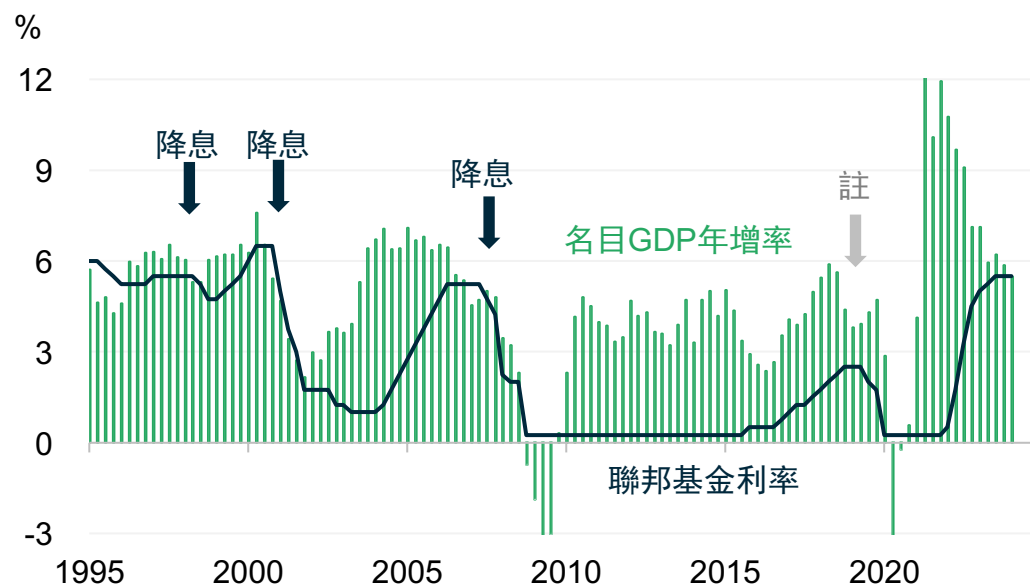
FOMC | 聯準會排除升息選項, 但是啟動降息仍有待數據支持

FOMC會議維持聯邦基金利率區間於5.25-5.50%, 與市場預期相符。6月起每月公債縮減金額上限由600億降至250億, MBS則維持於350億。

會後聲明中重申過去一年通膨有所緩和, 但新增過去幾個月缺乏進展的描述, 呼應首季CPI接連高於預期之情勢。會後記者會中主席鮑爾多次表示當前仍未獲得足夠的信心以展開降息, 且需要比預期更長的時間達成如此信心, 意味著短期內政策仍無意調整。另一方面, 主席亦稱未來不太可能重啟升息, 排除近期市場的疑慮。

展望後續政策動向, 有鑑於實體景氣出現降溫跡象、通膨延續下降趨勢, 研判降息方向不變。然而, 通膨風險猶存, 聯準會有意觀望情勢發展, 預料降息時間將延後至9月, 全年則降息1-2碼, 視通膨進展而定。

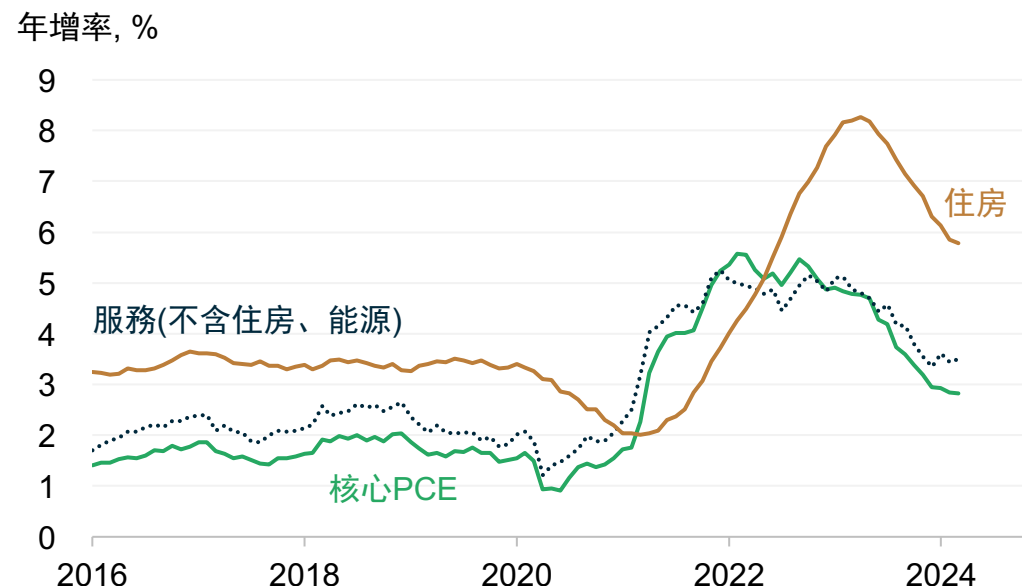
首季景氣降溫, 接近過去循環中, 政策轉向時點



註: 2019年Q3回購市場出現流動性危機, Fed降息因應。

資料來源: BEA、Fed。

核心PCE降溫進展趨緩, 迫使聯準會延續觀望立場



資料來源: BEA。

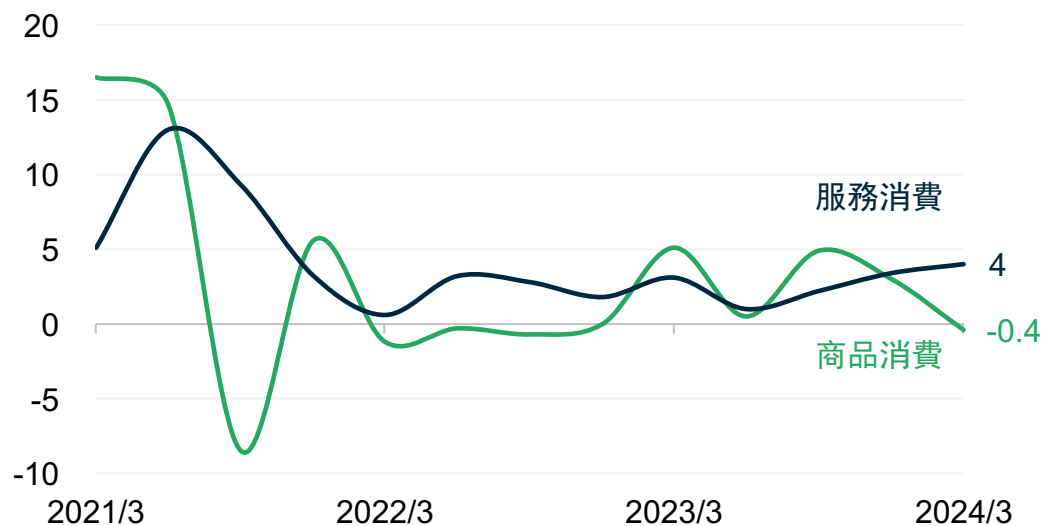
製造業復甦之路顛簸，服務與商品消費顯示不一致的步伐

美國首季GDP年化季增率1.6%，消費部份的增速由去年Q4的3.3%降至2.5%，其中服務類消費仍維持強勁，年化季增率4%，但是商品消費卻出現負成長，顯示動能轉弱。其實在後疫情時代，不論是製造業景氣或是耐久財訂單，皆呈現疲軟低迷走勢，雖然庫存去化已大致告一段落，但或因為通膨的後遺症，商品價格居高不下，或因為民眾對於服務類需求例如旅遊、演唱會的消費仍然強勁，以至於排擠了其他的消費，製造業的復甦顯得顛簸崎嶇，雖有急單效應，但無穩定訂單推升需求。

以ISM製造業新訂單與存貨變化為例，3月新訂單與存貨同步增加，有回補庫存的跡象，然而，**4月新訂單再度轉弱，顯示下游需求仍舊不明朗，增加復甦的不確定性。**

美首季GDP消費呈現服務走揚，商品弱的情形

年化季增率，%



資料來源：Bloomberg。

製造業復甦之路顛簸

指數

比值



資料來源：Bloomberg。

美股 股市樂觀情緒略有消退，獲利緩增可望墊高指數

美股面對4月以來的修正，樂觀情緒略有消退，究其原因，降息時程的延後使得利率維持高檔，使得本波漲勢的主要因素——評價推升，面對回檔調整壓力。標普500指數中，高於200日均線的成份股家數佔比於2024/3/28達到近3年高點86%，相較於ISM製造業指數才剛剛越過50的景氣榮枯線，顯然市場對於景氣的樂觀期待已超前反應，由於景氣復甦之路顛簸分化，其間修正也將形成股價的劇烈波動。

雖然在景氣擴張階段，股市評價普遍也呈現上揚，不過**標普500的本益比也來到2021年高點**，再升空間有限，限制美股漲幅，而目前對於企業獲利展望呈現連續2年走揚，將逐步墊高指數。

景氣增溫緩，股市樂觀情緒略有消退



資料來源：Bloomberg。

美股評價再升有限，獲利成長墊高指數



註：虛線分別表示標普500指數前瞻本益比15~23倍。

資料來源：Bloomberg預估。

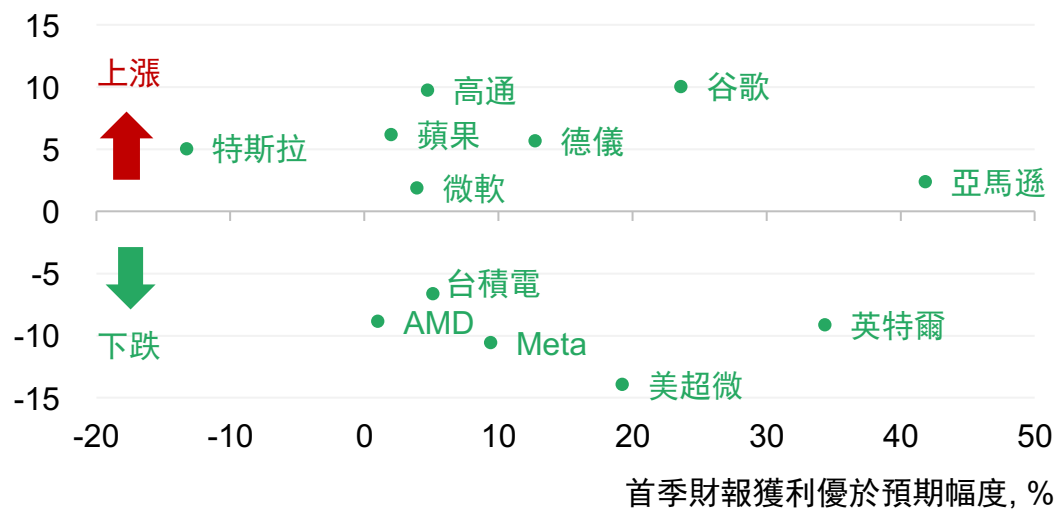
美股 財報週進入下半場，看點仍是AI發展

美國重量級財報相繼公布，不過表現明顯分化，AI仍為顯學，包括亞馬遜、微軟及谷歌等CSP業者，其獲利優於預期，且雲端部門營收持續回溫，顯示在加大投資AI研發之後，確實有助於產品的銷售。另一方面，非AI的產品需求表現不一，其中電動車甚至是負成長，而PC的需求力道也明顯薄弱。產業景氣復甦步調不一，股價表現也各異，究其原因，股價基期高低不同，以及資金高度集中在AI，使得期望過高，可能是主要原因。

標普500指數首季財報公布過半，近8成的企業財報優於市場預期，明顯較去年Q4好轉，而以獲利成長性而言，今年有望呈現逐季成長的趨勢，在高成長族群經歷修正調整之後，資金集中的程度有所降溫，加上**獲利成長逐步擴散至更多低基期的產業，將有利指數緩步墊高，可採取分批布局。**

大型科技股獲利多優於預期，股價表現各異

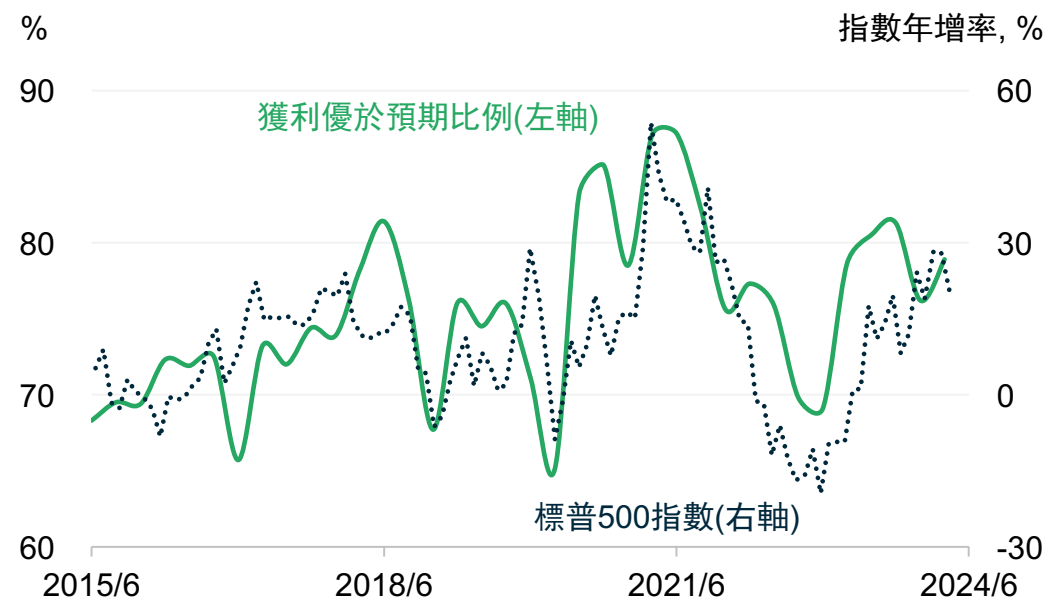
財報後1日股價漲幅，%



註：蘋果股價為財報公布當日盤後資料。

資料來源：Bloomberg。

標普500大企業首季財報近8成優於預期



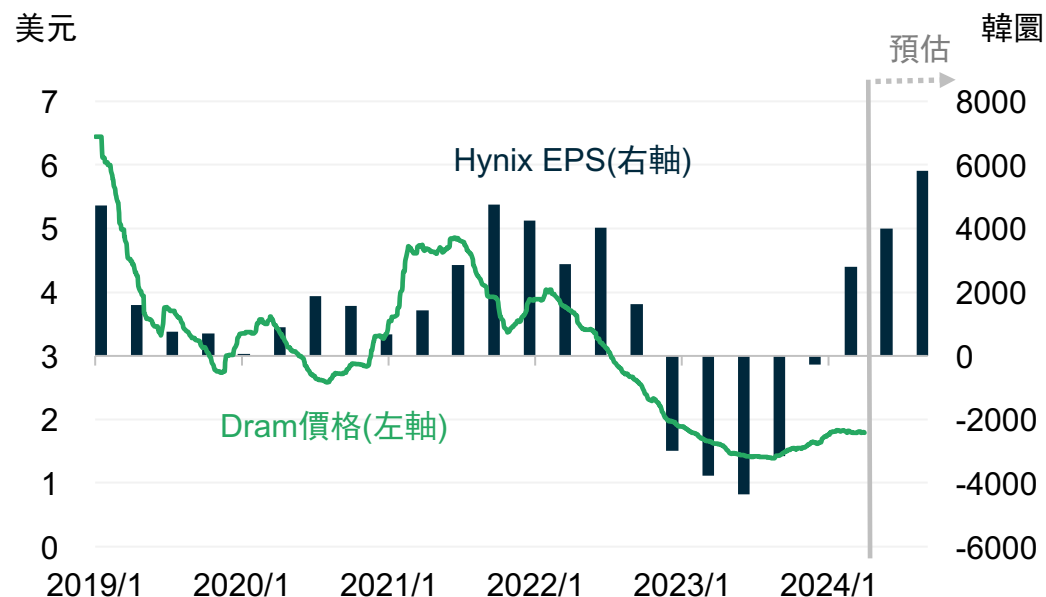
資料來源：Bloomberg。

科技 AI供應鏈獲利保證，雲端服務商營收穩定成長

韓國記憶體大廠SK海力士公布Q1轉虧為盈，獲利優於預期，主要受惠AI用高頻寬記憶體(HBM)需求大幅成長。由於傳統Dram價格距離過去獲利水準仍有較大差距，而HBM不僅單價及毛利率皆遠高於傳統產品，配合AI需求爆發，顯然是帶動獲利成長的主要功臣，目前輝達採用的主流HBM3由海力士供應80%，未來HBM3e包括三星、美光皆將加入供應，為主要受惠族群。

AI相關股漲多後將面臨獲利及成長性的審視。**雲端服務商面對AI應用陸續推出，AI服務需求成長下，仍須大量增加資本支出以應對未來需求**，3大雲端服務商微軟、谷歌、亞馬遜不僅來自雲端的營收增速上升，並提高2024、2025年資本支出，對相關供應鏈而言業績將迎來至少連續2年的榮景。

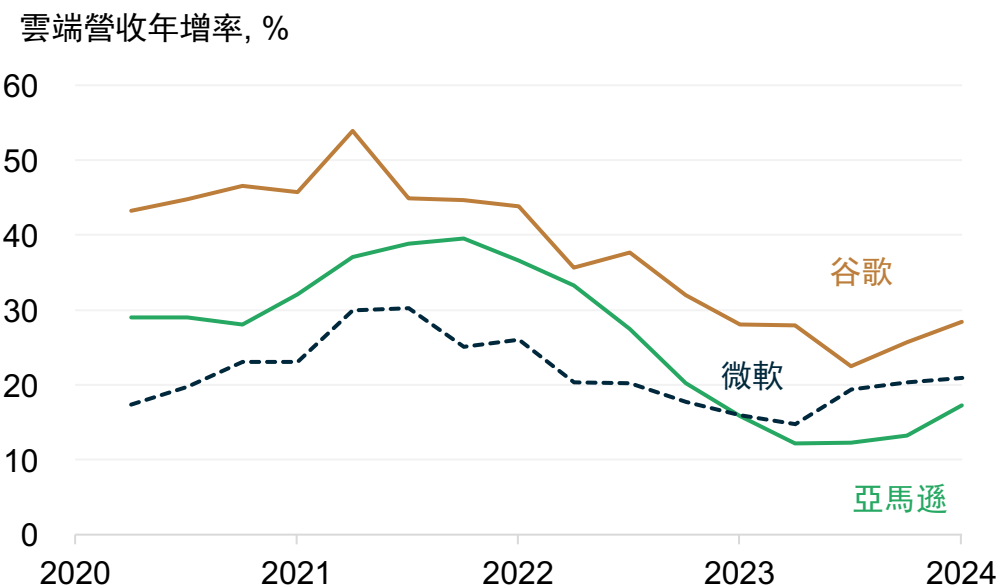
SK Hynix業績好轉



註：Dram價格採用DDR3 8G報價。

資料來源：Bloomberg預估。

雲端服務商營收穩定成長, AI需求續旺



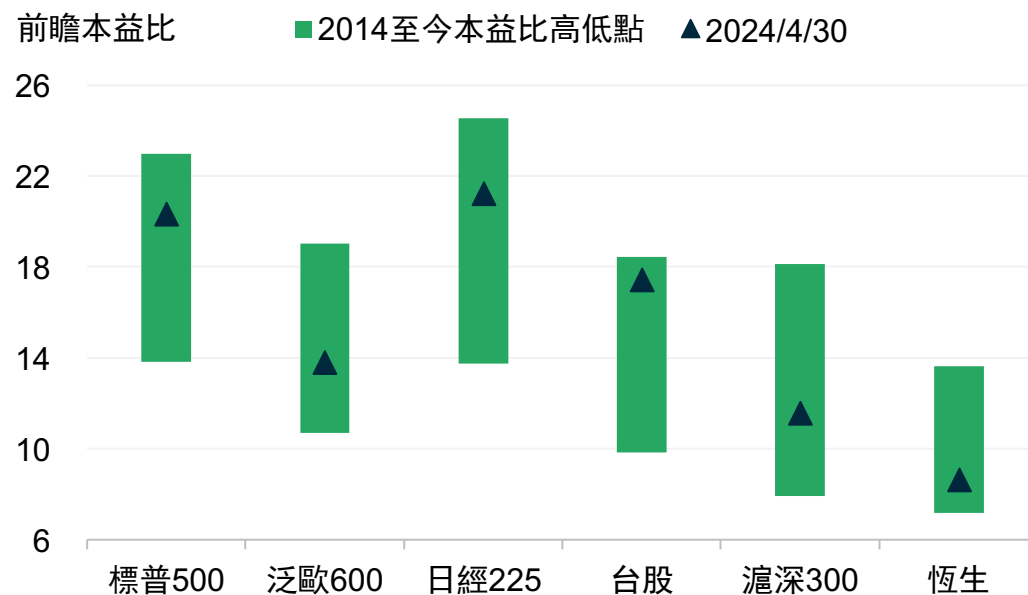
資料來源：Bloomberg。

中國 評價修復空間有限, 陸港股預期橫盤整理

繼4月中旬港股大幅上漲後, 五一長假期間中概股延續強勢表現, 本次股價上揚主要是政策利多帶動評價面的反彈, 證監會的香港市場合作措施催化了大盤反彈。由於經濟逆風與政策風險居高不下, 港股相對於全球主要股價指數, 評價面一直處於過往10年本益比的相對低位, 比起美、日、台本益比在今年居高不下, 恆生指數8.8倍前瞻本益比保持低位擺盪。

不過, 中國總經與中概股的企業獲利展望並無顯著變化, 4月官方製造業PMI雖保持在擴張區間, 但新訂單與新出口訂單同步下滑, 加上CPI與PPI低位運行, 企業需求與獲利前景仍不明朗。基本面改善狀況若無法跟上政策題材, 評價面持續擴張幅度有限, 短期資金挹注後恐面臨上方壓力, 操作上追高宜慎, 既有部位可逢高分批調節。

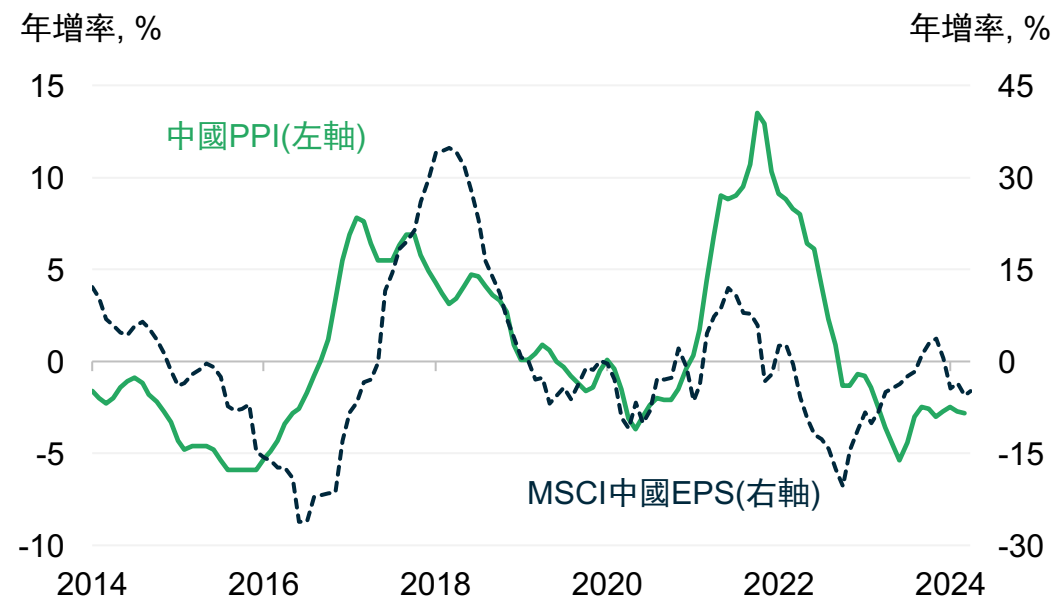
中港股市評價面處於相對低位



註：資料取2014年至今前瞻12個月本益比資料。

資料來源：Bloomberg。

基本面變化不大, 今年獲利改善幅度恐較為有限



資料來源：Bloomberg。

債市 首次降息時點遞延, 但「不太可能」再度升息, 債市策略逢高鎖利

5月FOMC：因通膨數據高於預期，主席鮑爾稱仍缺乏足夠信心降息，不過**排除升息的可能性，並縮減QT金額，2025/12聯邦利率期貨下降21bps。**

通膨：油價、租屋通膨走升導致美國通膨居高不下，不過核心通膨並未大幅走升：3月核心PCE年增速由2.84%降至2.82%，月增速由0.27%升至0.32%。雖核心PCE降幅不如預期，但仍保持下行趨勢，研判Fed仍偏好於今年啟動降息，但首次降息時點延後，目前市場推估Q3才有望降息。

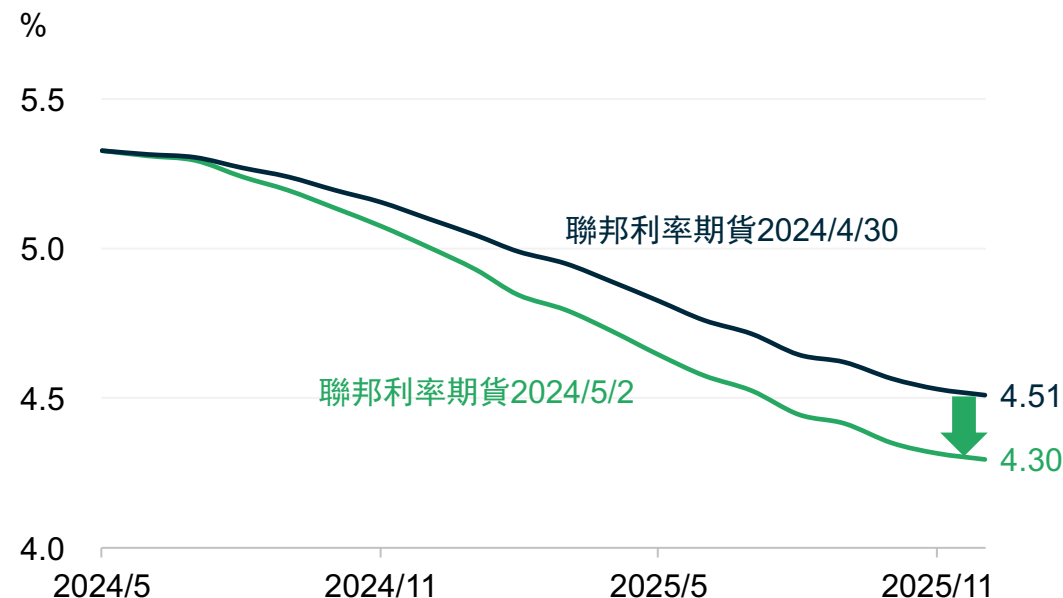
債市策略：在Fed偏好於今年啟動降息之下，**宜逢殖利率走升之際，分批加碼布債，目前美國投等債與非投等債平均殖利率水準仍舊高於長期均值，鎖定穩定利息收入，以信評較高者為主較穩健。**不過隨降息預期遞延，短線報酬將以息收為主，長線待Fed加大降息力道後，才將有獲取資本利得的空間。

信用債殖利率高於長期均值，債市布局宜逢高鎖利



註：殖利率均值採2010年迄今數值，美國非投等債平均為6.69%、美國投等債平均為3.51%。
資料來源：Bloomberg。

FOMC會後聯邦利率期貨變化



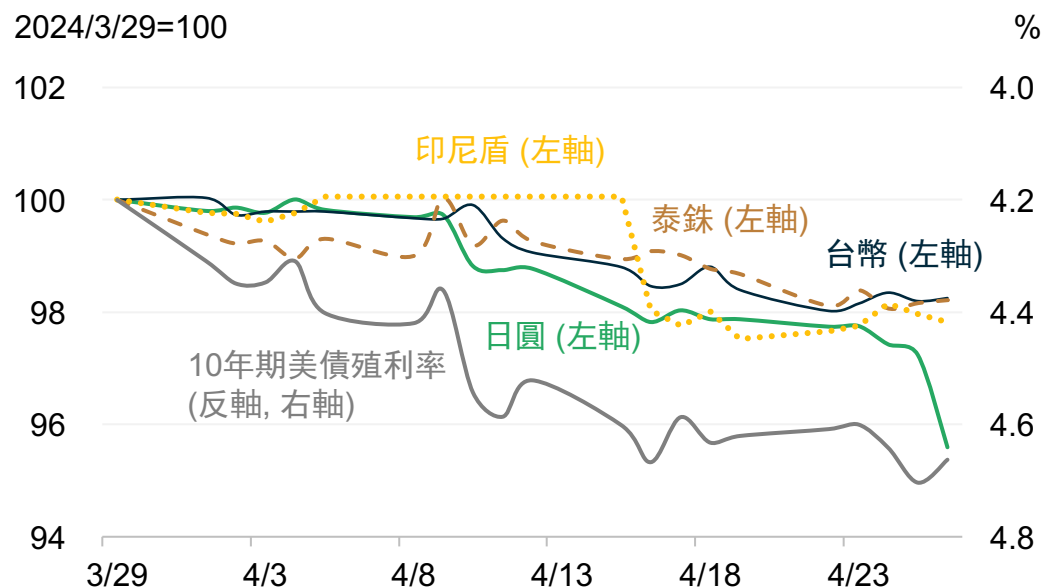
資料來源：Bloomberg。

亞幣 亞幣受美債殖利率走揚影響大, Fed貨幣政策轉向有利亞幣反彈

4月以來,除了日幣隨美債殖利率攀升而大幅走貶外,其他如台幣、泰銖與印尼盾(4/5-15為開齋節前後的連續假期)等,也都呈現明確貶勢。**究其原因有二, 1)美債殖利率、2)股市氣氛, 雙雙不利亞幣匯價**,前者因眾Fed官員話鋒由鴿轉鷹,10年美債殖利率大幅彈升;後者也因降息延後,市場失望,使得標普500也漲高回落,兩項共同因素一同打壓亞幣匯價。鑒此,部分東南亞國家如印尼、泰國與大馬等,通膨都已回到長期平均水準,前二者業已落至央行目標區間內,但央行仍不敢輕言降息,尤有甚者,印尼央行甚至於4/16意外升息以阻貶匯價。

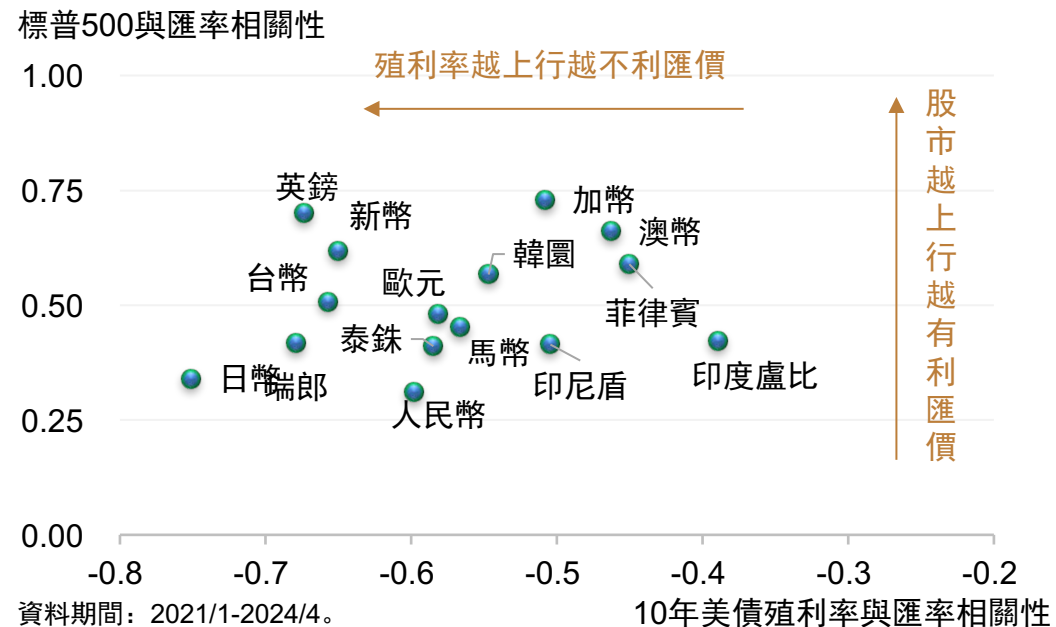
匯價方面,由於FOMC尚未輕言降息,美債殖利率還在高位震盪,因此,亞幣匯價Q2可能仍是偏弱格局,待Q3 FOMC降息訊息較明確,亞幣較有機會見到回升。

4月以來,美債殖利率走揚,衝擊亞幣走勢



資料來源: Bloomberg。

亞幣匯價受到美債殖利率與股市氣氛影響



資料期間: 2021/1-2024/4。

資料來源: Bloomberg。

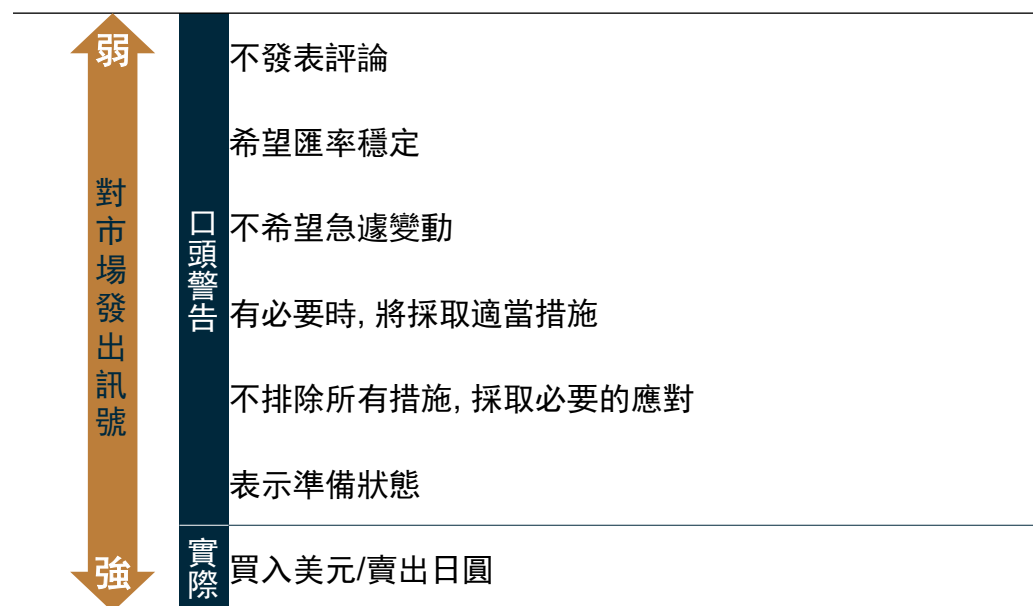
日圓 日本官方疑似干預匯價，雖有助貶勢減緩，但日圓觀察重點仍是Fed何時轉向

美元強勢下，使整體亞幣賣壓沉重，其中日圓續創三十餘年的新低，雖然日本財務大臣鈴木俊一等官員表示，“準備好必要時外匯市場採取一切可用的措施”、“準備對貨幣採取全面措施”、“將會與外國合作以因應匯市過度波動的問題”。

口頭干預程度日益增強下，終究在**4/29時出現疑似官方干預的跡象**，在USDJPY觸及160價位後出現巨大的K線急拉，一度升回154.6。誠然，官方干預可避免市場對日圓一面倒的貶值預期，雖仍減緩貶勢但無法扭轉趨勢。就2022年干預的經驗來看，美日利差的影響仍主導匯價趨勢的走向。

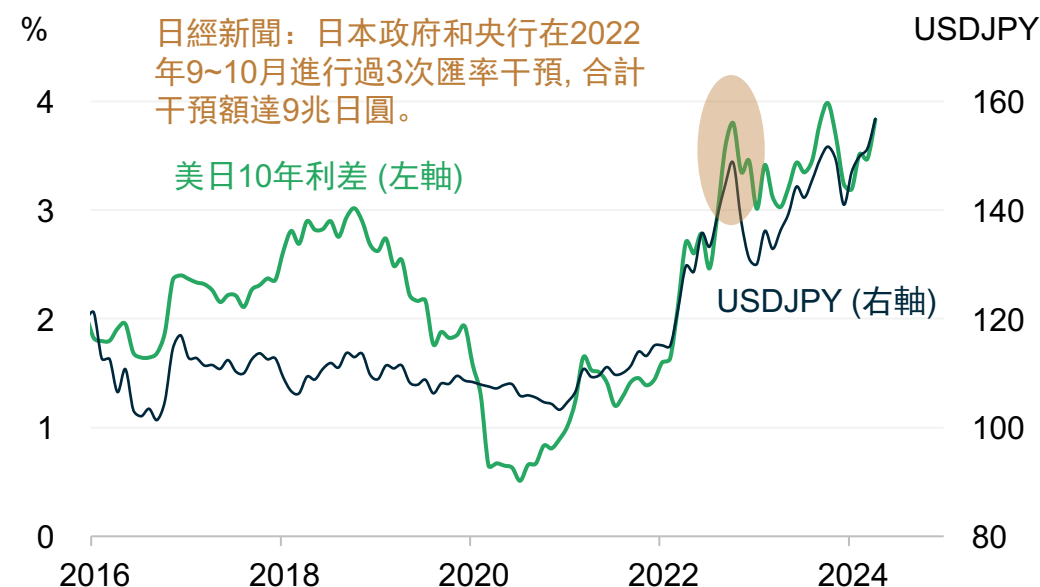
因此，儘管日本央行政策趨緊方向不變，但由於美債殖利率持續位於高位，美日利差仍大，將使得**日圓匯價近期仍處於弱勢震盪格局**，需待下半年Fed較明確釋出降息訊息，日圓轉強的趨勢方較明朗。

日本政府介入匯率的幾個階段



資料來源：日經新聞。

美日利差與日圓匯價走勢



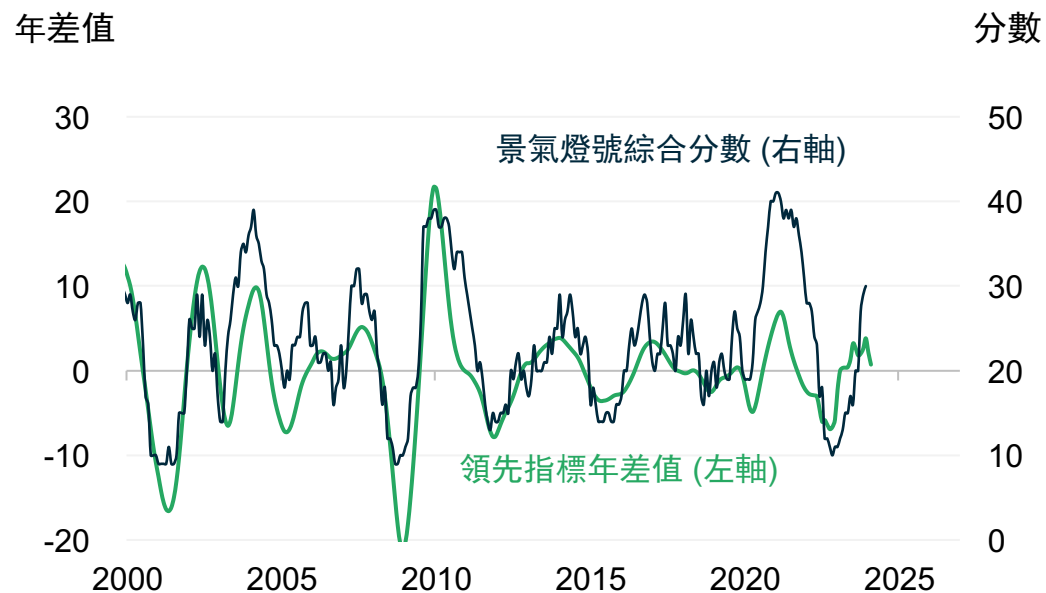
資料來源：Bloomberg。

台幣 景氣復甦持續，但需留意復甦力道並不強勁；匯價強弱仍受美債殖利率影響

景氣燈號：國發會發布3月景氣燈號，綜合判斷分數增加1分、升至30分，連續第3個月亮出代表景氣「穩定」的綠燈。主要受惠人工智慧等新興科技應用商機強勁，激勵海關出口續亮紅燈，並帶動生產、銷售、機械及電機設備進口值等指標普遍呈現綠燈。但國發會也提到，傳統產業復甦腳步較慢，包含全球需求疲弱，中國產能過剩也有影響。另外，領先指標增幅收斂，意味著**景氣復甦持續，但力道並不強勁，甚至略顯疲軟。**

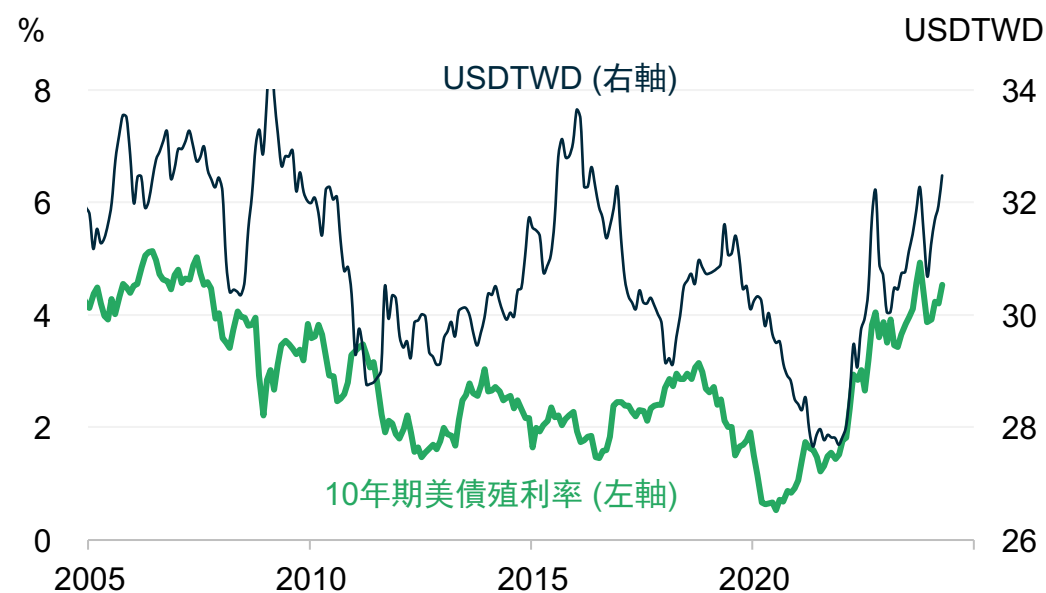
匯價：鑒於季節性影響下，訂單「季增長應隨淡季轉弱」，而國內產業復甦分布不均的現象仍舊延續，使得出口商對匯價支持受限；另一方面，由於Fed官員近期對降息的態度有所轉變，市場持續推延降息預期，美債殖利率續居高位，將持續不利台幣匯價。

景氣燈號分數續升，但留意復甦力道恐不強勁



資料來源：Bloomberg。

美債殖利率續居高位，持續不利台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

May 2024

6 Monday	7 Tuesday	8 Wednesday	9 Thursday	10 Friday
歐元區HCOB服務業PMI 歐元區Sentix投資者信心 歐元區PPI 德國HCOB服務業PMI 中國財新服務業PMI 英、日、南韓、泰國休市	歐元區零售銷售 德國工廠訂單WDA 德國進出口 日本自分銀行服務業PMI 台灣CPI	德國工業生產WDA 台灣進出口	美國初領失業金人數 英國央行利率會議 中國進出口 印尼休市	美國密西根大學市場氣氛 英國GDP 印尼休市

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