



國泰世華銀行
Cathay United Bank

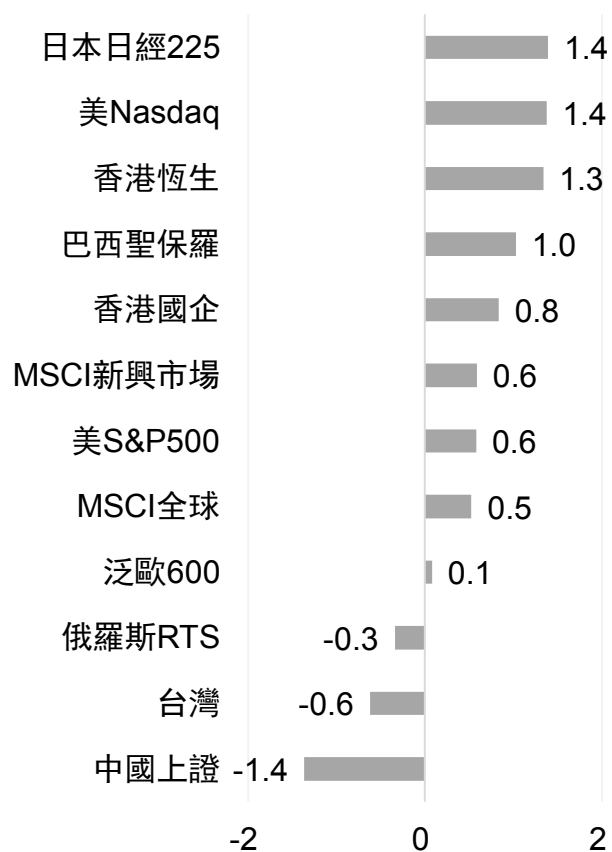
2023年12月22日

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

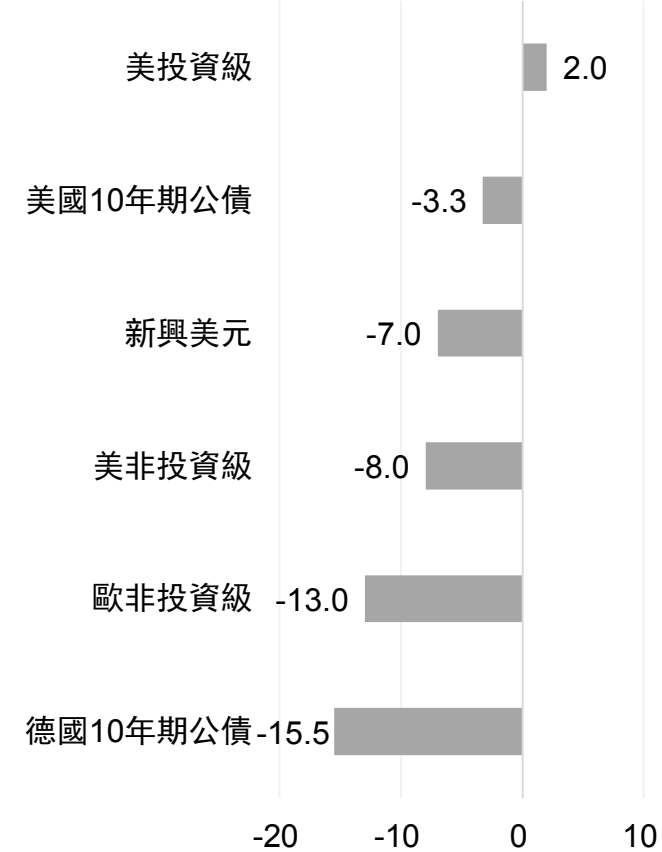
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/12/14- 2023/12/21。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場回顧：

- 1) 紅海衝突會讓供應鏈危機重演嗎？
 - 因航運需求尚未全面復甦，加上美國積極表態護航，預期對全球供應鏈與油價衝擊有限。
- 2) 美元回落之際，亞幣來年走勢強弱有別：
 - BOJ維持負利率及YCC區間，植田總裁對1月政策採保守態度，但長線步入緊縮方向不變。
 - 台灣外銷訂單翻紅，基本面支持台幣走勢；中國需求不足與政策風險將限縮人民幣升幅。
- 3) 聖誕行情延續，但技術面顯示股市熱度偏高，大盤本益比也來到高位，留意短線漲多回調風險。

2. 後續看點

- 美國12月ISM製造業指數、非農就業。

策略思維

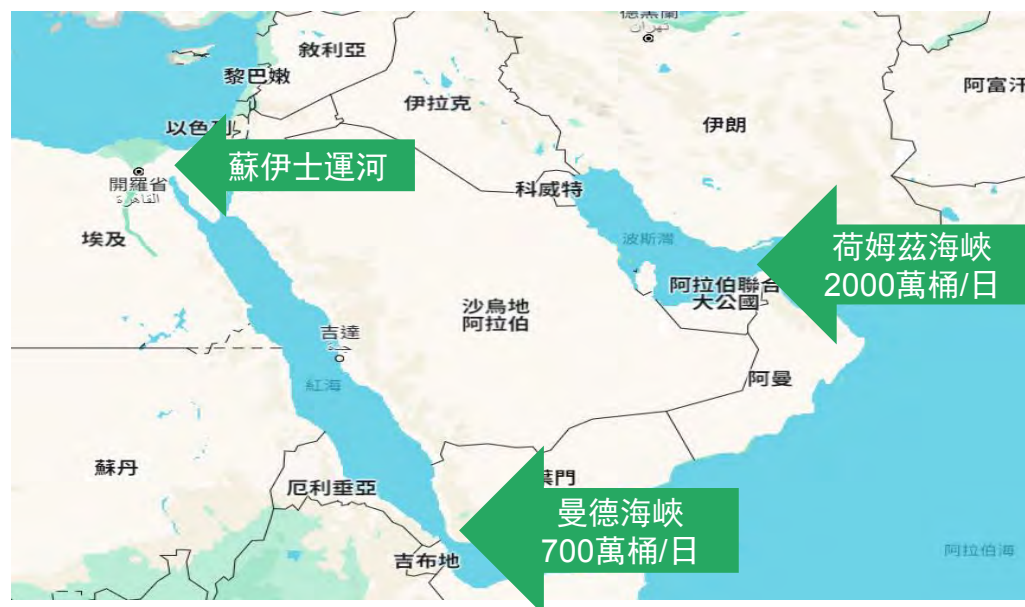
1. **股市：**市場樂觀氛圍瀰漫，但評價來到相對高位，留意獲利了結賣壓，關注獲利高增長的大型股布局機會。
2. **債市：**聯準會政策態度轉鴿，正式打開降息討論空間，殖利率走勢呈下行趨勢，可拉長高信評債存續期間。
3. **匯市：**美元長線走勢偏弱，惟留意短線震盪；半導體循環與台灣外貿回穩，基本面將提供台幣匯價支撐。

紅海危機 | 中東地緣風險再起, 驅動油價短期偏強

為了抗議以色列持續攻擊加薩, 葉門的青年運動受伊朗所支持, 從11月開始陸續針對紅海南端-曼德海峽的商船進行攻擊, 而这也衝擊全球能源的運輸。根據統計, 曼德海峽每日約有700萬桶原油流通, 包含往南流向亞洲每日400萬桶, 以及往北每日300萬桶。雖然曼德海峽的影響性不及荷姆茲海峽, 對每日需求的占比也僅有個位數, 不過若衝突時間拉長, 油價可能仍有上漲空間。

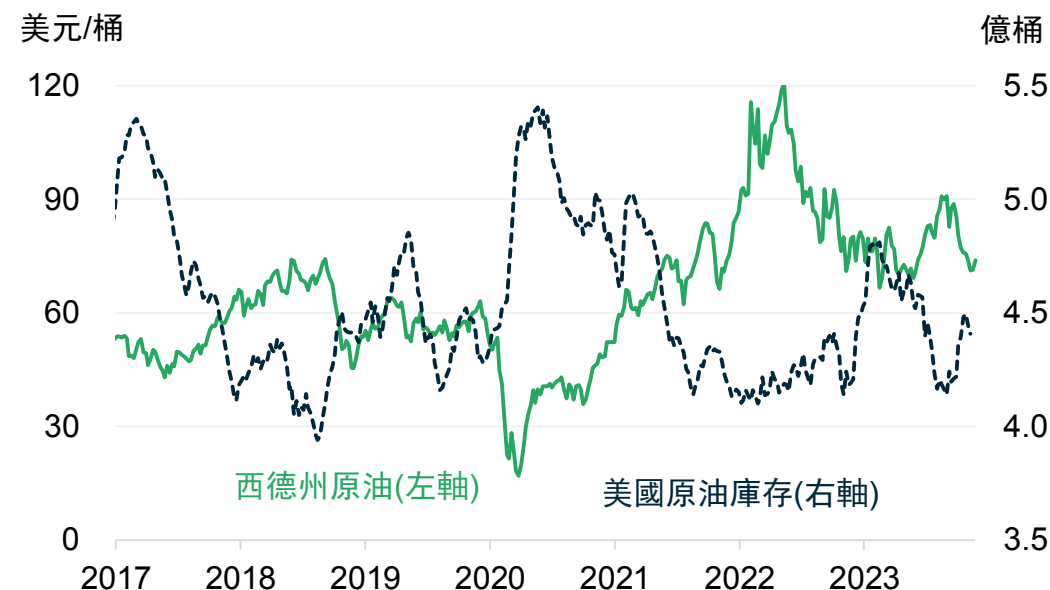
考量現階段屬於原油需求淡季, 美國商業原油庫存仍在上升, 加上今年屬於暖冬影響, 預期油價漲勢不若10月以巴衝突, 整體油價預期保持區間震盪。

曼德海峽為中東石油輸出關口之一



資料來源: 谷歌地圖, 高盛。

淡季效應, 油價上方有壓



資料來源: Bloomberg。

紅海危機 | 船期拉長推升航運價格, 考量需求偏弱與美國積極表態下, 供應鏈危機不致重演

在海運方面, 全球航運巨頭與國內貨櫃三雄皆宣布暫停紅海上的航線, 改行非洲好望角。因應激增的航行距離以及潛在的航運需求增加, 海運與空運價格出現不小漲幅, 其中上海至荷蘭鹿特丹港口的航運價格上升最為明顯, 10月底至今已上漲逾6成。從紅海改道非洲好望角, 將增加航行船隻8-12天航運時間, 考量到蘇伊士運河的集裝箱與油輪全球航運佔比, 高盛預估紅海衝突可能使全球航運需求上升10%左右。

不過, 由於全球製造業需求還在築底階段、航運整體供過於求, 加上美國積極表態成立10國聯盟護航, 對全球新一波供應鏈物價的衝擊應相對有限, 惟仍須留意海上衝突時間拉長, 航運價格漲勢恐蔓延至其他航線, 航運、空運受到報價上漲提振獲利之際, 未來歐洲商品通膨可能首當其衝, 增添美歐貨幣政策不確定性。

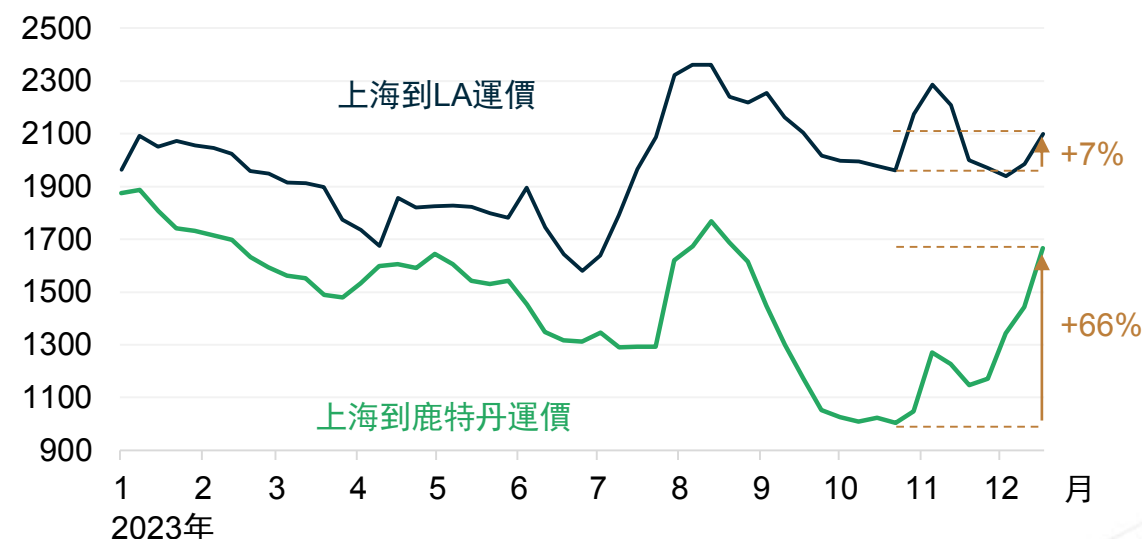
紅海衝突對全球航運需求影響評估

	蘇伊士運河佔全球海運比重	預估航運距離增加幅度	預估對全球航運需求影響幅度
集裝箱航運	32%	+39%	+12%
原油油輪	11%	+74%	+8%
成品油輪	13%	+69%	+9%

資料來源: 高盛。

近期航運價格上漲集中在亞洲至歐洲航線

美元/40呎貨櫃



註: 資料截至2023/12/14。

資料來源: Bloomberg。



債市 | 官員試圖打壓市場樂觀預期, 若殖利率反彈宜站買方思考, 長線下行趨勢不變

12月FOMC會議暗示2024年有望降息三碼下, 牽引近期公債殖利率持續回落, 10年期公債殖利率跌破3.9%, 不排除已提前反應至2025年的降息預期。而本週有多位Fed官員發表言論, 態度上一致認定目前談論降息仍為時尚早, 意圖壓抑市場對於3月可能降息的積極預期。殖利率走勢上, 研判短線市場對降息有過度樂觀的期待, 不排除利率出現波段性的反彈, 長線隨通膨與景氣降溫情況明確, 殖利率將持續下行。

信用債方面, 債市買盤強勁, 使信用債殖利率同步下行, 惟觀察現階段殖利率水準仍處於相對高點, 若投資人錯過前波上漲行情, 目前仍為良好的布債時機, 如果殖利率反彈宜站買方思考, 債市報酬長線仍具成長空間。

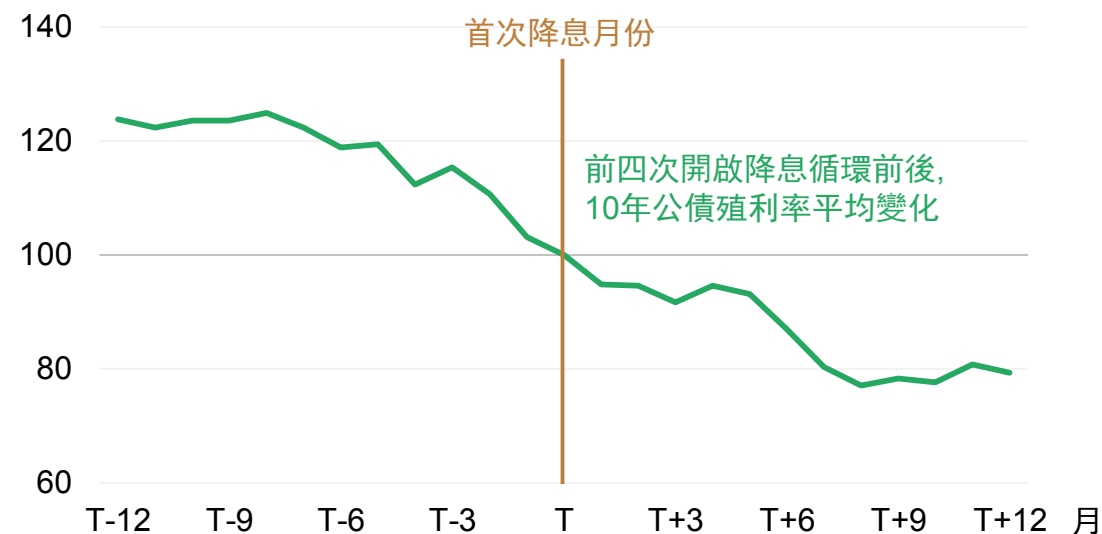
FOMC偏鴿、通膨預期滑落牽引公債殖利率滑落



資料來源: Bloomberg。

邁入緊縮尾聲, 殖利率將持續下行

美國10年公債殖利率, 以降息月=100標準化



註: 四次降息月份採1995/7、2001/1、2007/9、2019/8。

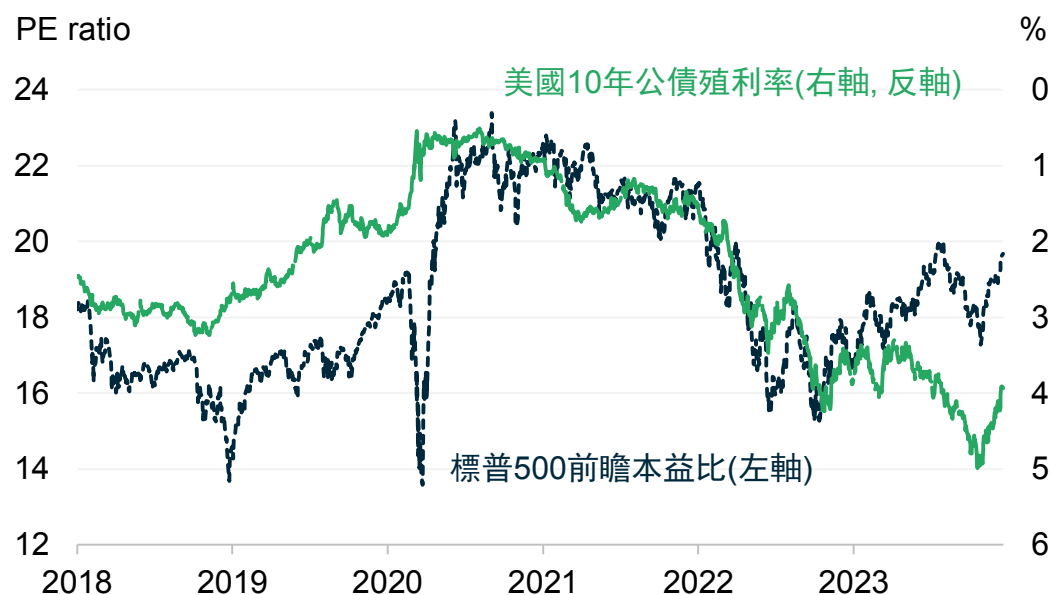
資料來源: Bloomberg。

股市 | 評價面進一步上升空間有限, 技術指標也達相對高位, 股市短線追高宜慎

降息預期持續提振市場情緒, 加上美歐市場鄰近年底聖誕假期, 法人交投清淡下, 標普500突破4700點, 一再寫下今年高位紀錄, 但諸多技術指標已浮現過熱跡象, 如**AAII美股調查顯示散戶看漲比率突破51%, 達到近2年半高位, 年線乖離率也再次突破10%, 在在顯示市場熱度偏高。**

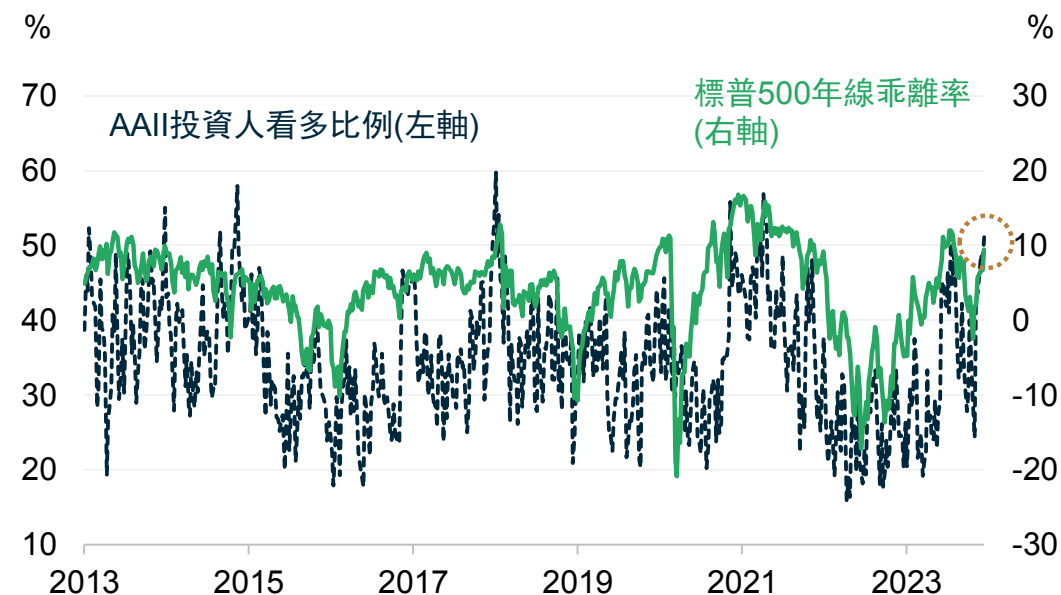
另一方面, 12月以來股價漲幅幾乎全數由評價面帶動, 市場對明年美股獲利展望大致保持不變, 前瞻本益比從19倍附近快速上升至逼近20倍, 雖然過去不乏PE超過20倍經驗, 但同時期美國10年期公債殖利率皆在2%下方, **後續評價面持續上漲的空間較為有限, 股市走勢料高位盤整, 進一步上行動能有待景氣復甦增添柴火。**

標普500指數本益比快速上升



資料來源: Bloomberg。

AAII看多指標與年線乖離率達相對高位



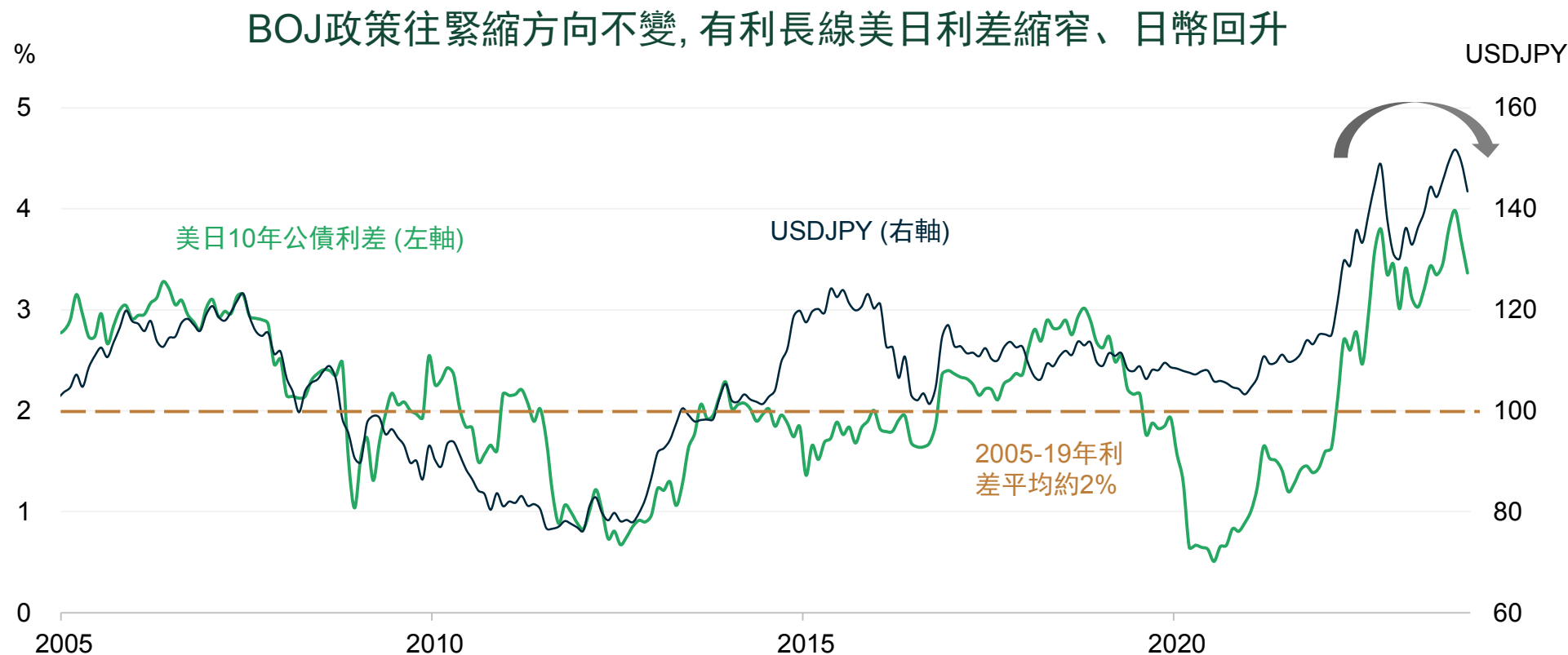
註: 年線為標普500指數的200日移動平均。

資料來源: Bloomberg。

BOJ | 雖透露結束負利率意向, 惟慎重起見, 本次沒有調整; 長線政策趨緊支撐日幣匯價

日本央行(BOJ)會議重點: **1)維持政策利率-0.1%不變。2)10年期日本公債殖利率目標0%不變**, 殖利率控制政策波動參考區間為 $\pm 1\%$ 不變。
3)QE: 維持購買ETF、日本房地產投資信託基金(J-REITs)、商業票據與公司債的上限不變。4)雖然2024年CPI可能持於2%之上, 但外部經濟復甦疲弱的向下風險仍存。

日幣匯價: 1)日幣會後走貶, 短線將轉向季線與年線之間震盪。2)長線而言, **BOJ政策往緊縮方向不變, 有利美日利差縮窄、日幣回升。**



資料來源: Bloomberg。

中國

景氣與貨幣政策限縮人民幣升值空間；遊戲業再迎重拳，政策風險增添股市賣壓

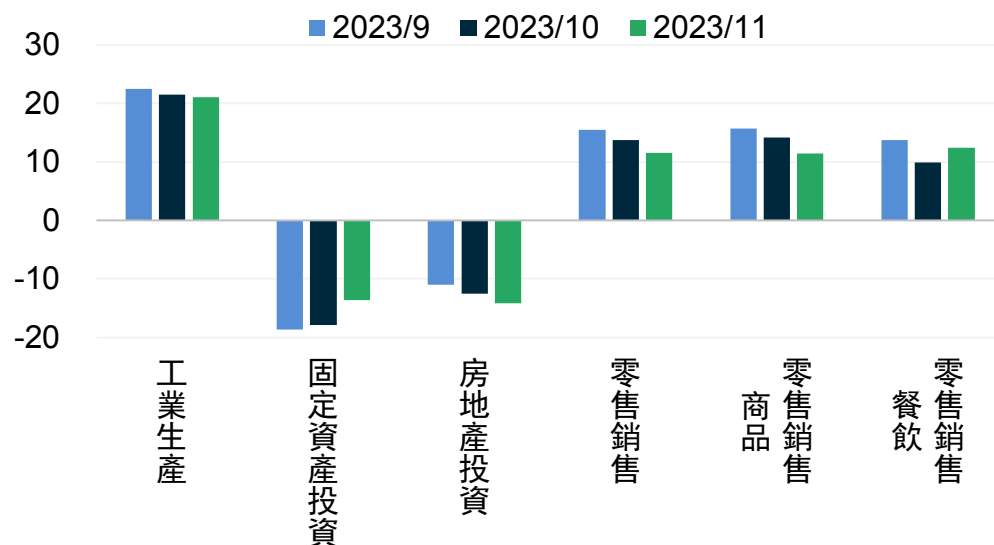
中國2024年貨幣政策預期保持寬鬆環境。觀察11月一系列經濟數據，從通膨、社融到生產銷售，需求不足的挑戰仍在，雖然工業生產與零售銷售的年增率相較10月有明顯上行，其中主要源自於去年低基期因素提振，若是與疫情前2019年同期比較，除餐飲銷售外皆呈現逐月回落趨勢。

人民幣：儘管12月中國人行並未調整貨幣政策工具，但六大行在12/22下調存款利率，降低銀行成本外並保持寬鬆環境，後續降準降息措施可期。**展望明年人民幣走勢，美元偏弱環境下，人民幣匯價不若今年弱勢，但是寬鬆貨幣環境與景氣壓力恐限縮升值幅度，預期全年走勢在亞幣中相對落後。**

股市：國家新聞出版署發布草案，稱網路遊戲不得設置每日登錄、首次充值、連續充值等誘導性獎勵，且須設置用戶充值限額。**監管鐵拳再起，中港兩地遊戲股應聲重挫，加上景氣尚未擺脫底部，信心不足打擊市場情緒，A股及港股延續弱勢格局。**

扣除基期因素的經濟數據呈現回落趨勢

較2019年同期增長，%



資料來源：Wind。

中國貨幣政策將延續寬鬆基調



註：存款準備金率取大型金融機構存準率為代表。

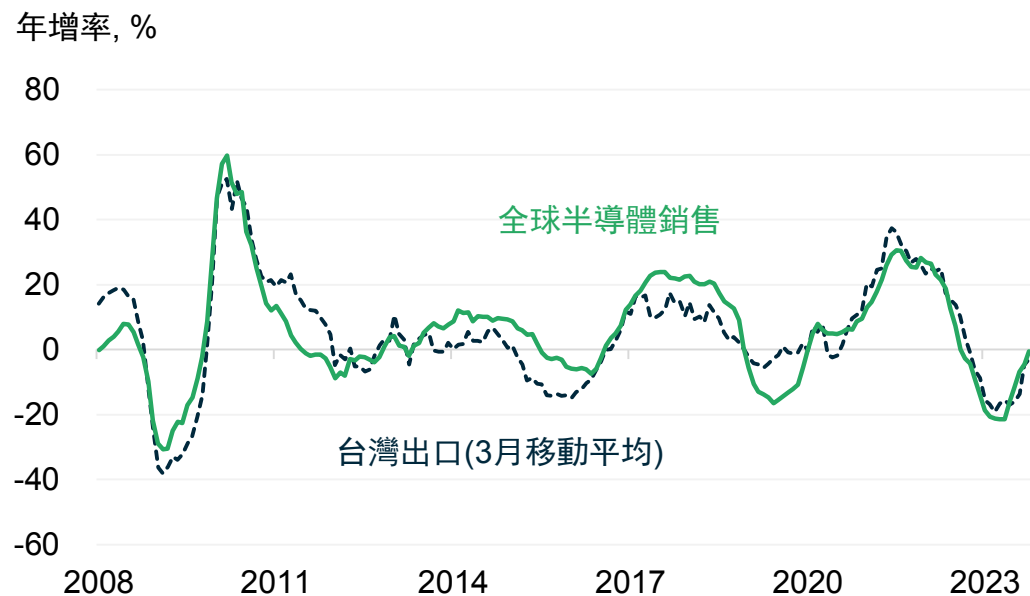
資料來源：Wind。

台幣 外銷訂單翻正響應基本面逐步改善, 景氣復甦有利台幣長線匯價

台灣央行在2024年同樣保持利率不變, 總裁楊金龍表示升息循環結束, 並稱明年上半年沒有降息機會, 貨幣政策保持維持緊縮一段時間, 未來降息將參考聯準會的降息速度。經濟數據方面, 台灣電子外貿仰賴製造業與半導體循環, 從6月起全球半導體銷售增速已逐月回升, 基期效應加上AI、高效能運算提振供應鏈訂單, 也帶動台灣11月外銷訂單重回正成長。與此同時, 美光財報亮眼也象徵記憶體迎來復甦, 帶動相關供應鏈出口表現。

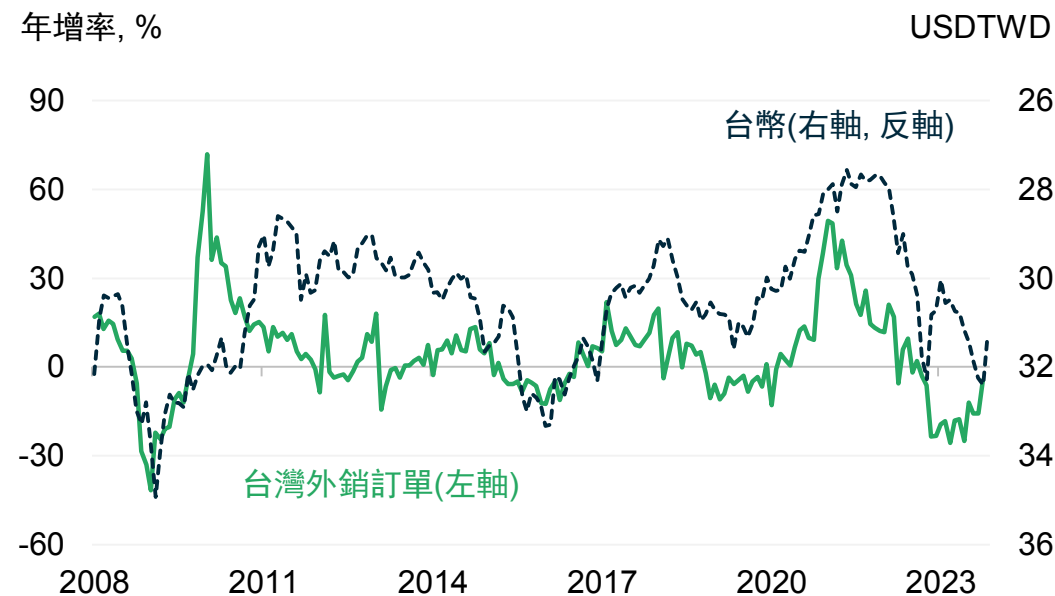
台幣匯價: 經濟數據顯示台灣基本面逐步改善, 有利長線匯價, 但投資人關注美國貨幣政策明年寬鬆幅度, 台幣短線應於季線至年線間擺盪, 惟需留意後續政治不確定性增添匯價擾動。

全球半導體銷售增速逐月改善



資料來源: Bloomberg。

基本面回升有利台幣長線匯價



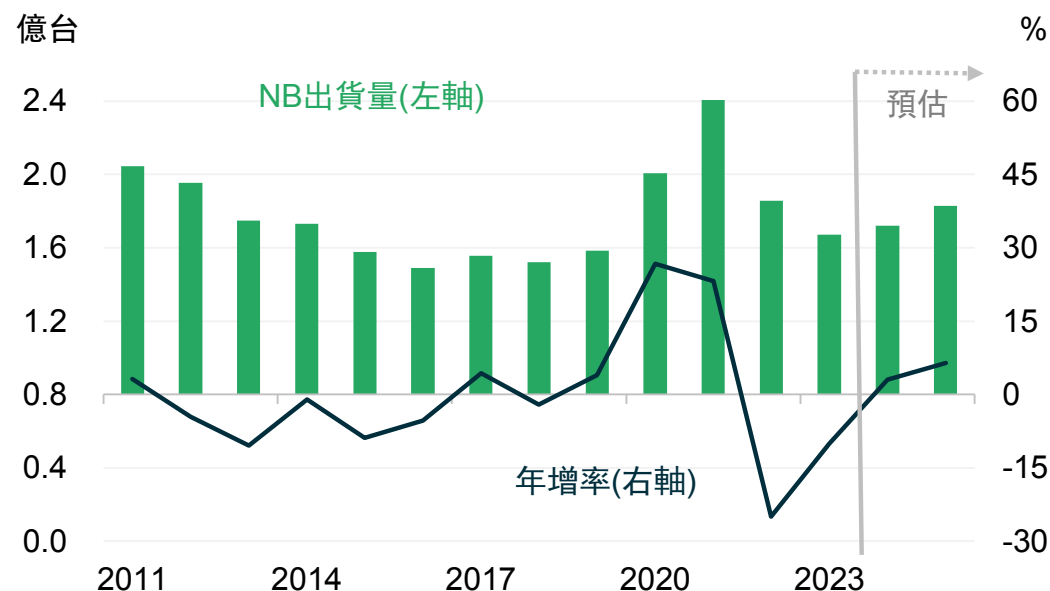
資料來源: Bloomberg。

台股 AI PC助攻, 台灣外銷訂單小幅翻紅

筆電換機潮浮現曙光！本土PC品牌迎接AI PC浪潮，推出首波新品搶市，功能都以AI為主軸，並強打長效續航、情境轉換等體驗，對於使用者而言，新功能刺激消費需求，有望帶來PC換機潮，由於AI功能要求的電腦配置提高，對於PC、記憶體及相關零組件業者而言都有正面影響。除了筆電及PC之外，AI也拉動數據中心對高階記憶體需求，記憶體大廠美光財測強勁，對明後年產業景氣與產品報價樂觀看待。

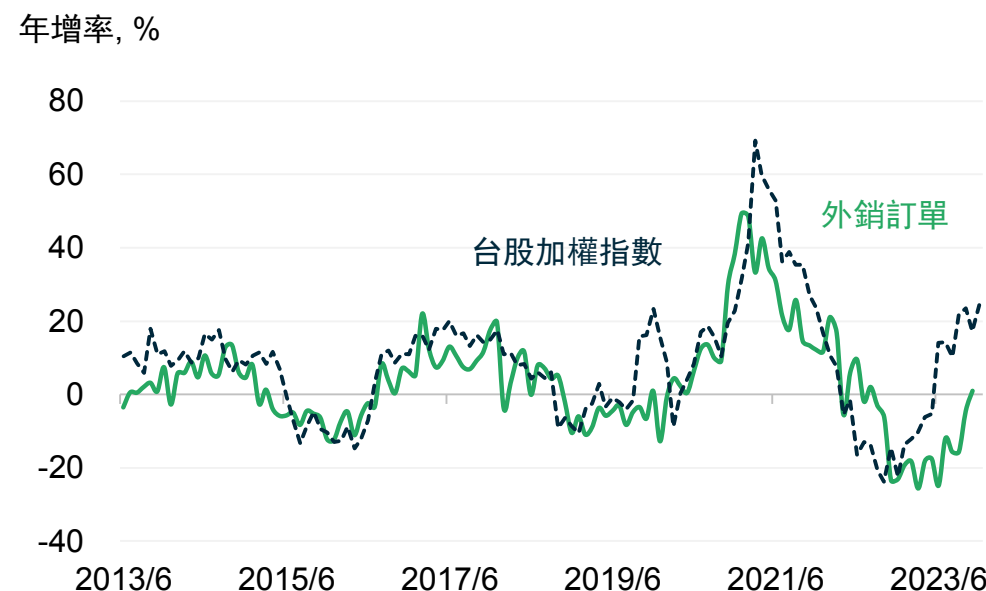
台灣外銷訂單自谷底翻揚，11月外銷訂單回到小幅正成長，顯示景氣下行循環結束，隨著AI需求爆發成長，PC、消費電子換機潮啟動，以及半導體庫存回補帶動訂單需求，2024年台灣經濟可望出現較佳成長動能，短期股價雖然大漲逾1800點，在基本面轉強下拉回仍是布局機會。

歷經連兩年衰退, NB可望迎來換機潮



資料來源: Trendforce, Digitimes。

景氣自谷底翻揚, 11月外銷訂單回到正成長



資料來源: Bloomberg。

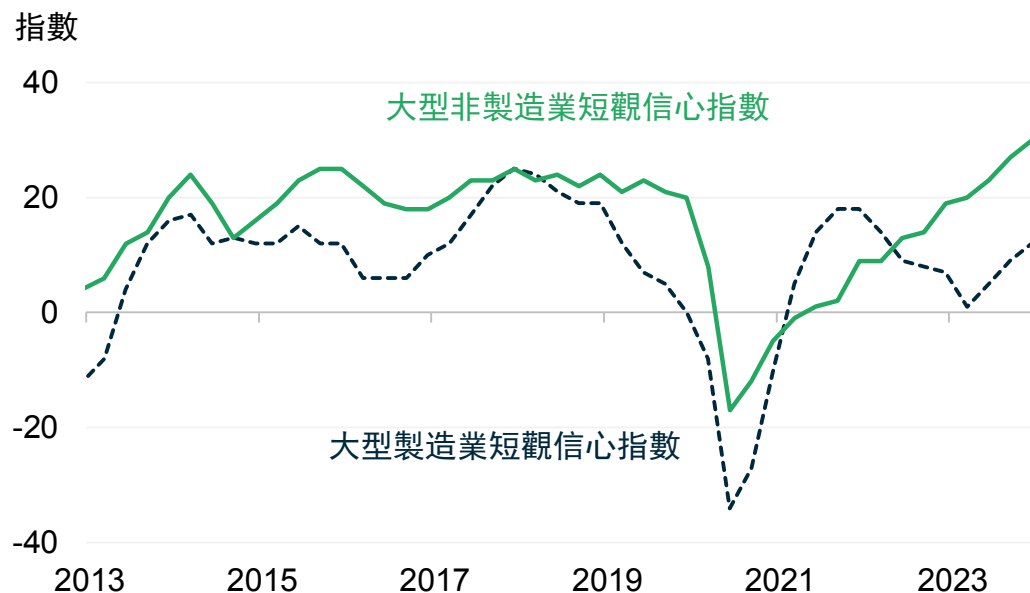
日股 日企信心持續升溫，基本面走穩下看好股市前景，惟日圓升值恐限縮日股動能

日銀公布12月企業短觀調查，企業信心持續升溫：非製造業信心衝至30，創32年來新高、而製造業信心連3季升溫，顯示製造業築底回升現象明確。對於截至明年3月底的2023財年預測中，修正大型企業的資本支出預期年增13.5%，日企成長動能可期。

然而除基本面外，日圓匯率同樣是影響投資人的重要因素，若日圓升值，將拖累出口企業獲利表現。貨幣政策上，隨美國景氣逐步降溫，預期Fed將在2024下半年後轉寬鬆；另一方面，日銀正副總裁透露有望終結負利率政策，未來在美日政策一降一升下，將推動日圓長線走升。

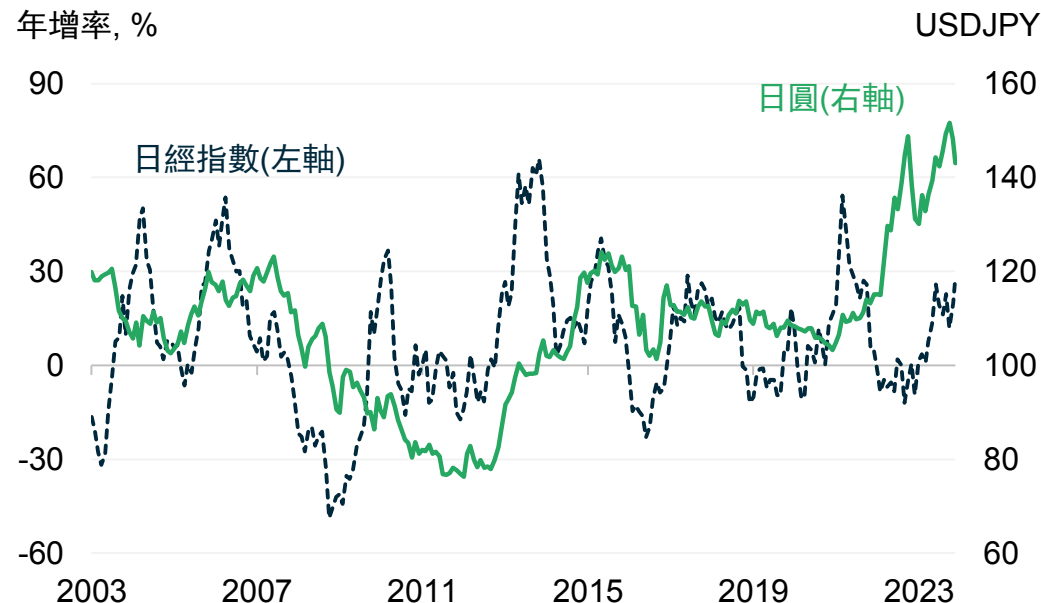
展望2024年，隨科技大廠掌握半導體關鍵技術、企業治理改革計畫有成、預估企業獲利有成長空間下，看好日股前景，惟需留意日圓長線趨勢走升下，恐限縮日股漲升動能。

12月短觀調查顯示，日本大型企業信心持續升溫



資料來源：Bloomberg。

日圓升值可能限縮股市上方空間



資料來源：Bloomberg。

Dec 2023

25	Monday	26	Tuesday	27	Wednesday	28	Thursday	29	Friday
台灣工業生產 聖誕節		日本失業率 日本工具機訂單 聖誕節翌日		中國工業利潤		日本零售銷售 日本工業生產 美國初領失業金人數		美國芝加哥採購經理人 南韓休市	

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