



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年3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。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 一週市場觀察：

- FOMC會議維持全年降3碼空間, 並縮減明年降息幅度, 降息時程仍視數據決定。
- 日本央行結束負利率政策, 但維持購債, 寬鬆態度使得日圓由升轉貶。
- 意外! 台灣央行升息半碼, 瑞士央行降息1碼。
- 輝達GTC大會秀新品, AI股漲多股價大幅波動, 長期趨勢則更為明確。

### 2) 後續關注焦點：

- 經濟數據：核心PCE、ISM製造業PMI。
- 高息ETF熱銷後的資金效應。

## 策略思維

- 1) **股市：**短期漲多、市場情緒反覆, 將帶來短期震盪, 然企業獲利及展望有望逐季上揚, 形成股市下檔支撐, 逢拉回布局優質成長股。
- 2) **債市：**聯準會降息時程未定, 經濟緩步降溫但不致出現衰退, 可能使殖利率高檔震盪, 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、歐今年貨幣政策朝降息發展, 在利差縮窄下美元將不再強勢, 但經濟展現韌性下偏向中性; 台灣基本面好轉, 長線支持台幣匯價, 短期則觀察外資在台股買賣超。

## 超級央行週 | 盤點本週主要央行動向

本週是多國中央銀行召開利率決策會議的「超級央行週」，各國央行動向不一，聯準會動向動見觀瞻，影響全球資金流向，但Fed對於何時降息仍語帶保留，澳洲、英國、印尼也維持利率不動，通貨膨脹雖已下降，但是否獲得有效控制，仍是各央行考量的重點。

日本央行結束負利率政策，將短期利率從-0.1~0%提高至0~0.1%，台灣央行也因預期電價調漲，預先升息半碼以避免通膨預期上升，台、日央行是唯二採取升息行動的央行；反之，瑞士央行意外降息1碼，引發瑞郎單日大貶，巴西央行則是延續去年以來的降息行動，再次降息2碼。全球央行的行動不一致，顯示各國經濟狀況、金融環境的差異也將逐步加大。

本週主要央行動向		
升息	維持不變	降息
日本	美國	巴西
台灣	英國	瑞士
	澳洲	
	印尼	

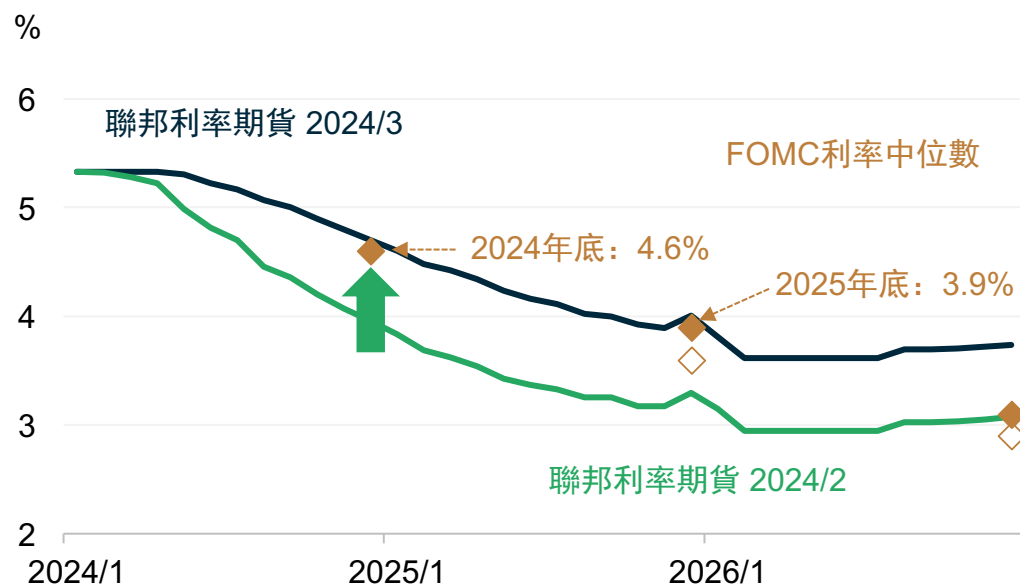
資料來源：國泰世華銀行彙整。

## FOMC | 3月點陣圖維持全年降3碼空間，預期美國經濟將持續放

本週召開3月FOMC會議：1)聯邦基準利率維持5.25%~5.50%區間不變，2)公布利率點陣圖中位數，保持2024年降3碼空間，上調長線預期，3)經濟預測調整，不過預期美國經濟持續緩降，4)縮表步調將由現在轉趨和緩，5)鮑爾會後重申，需對通膨更有信心，才將降息。

1月FOMC會議後，由於經濟數據的強勁，加上委員們的發言試圖扭轉市場偏鴿的想法，使市場預期的降息幅度有所收斂，**逐漸與本次利率中位數走勢貼近，3月點陣圖維持全年降3碼的空間不變，上調長線預期**。經濟預測方面，鑒於美國經濟數據相對強勁，上調美國GDP、PCE數據，失業率下修，整體而言，預期美國經濟將持續緩步降溫。

### 市場降息預期收斂，點陣圖維持2024年降3碼空間



資料來源：Bloomberg。

### 經濟預測：失業率下修，GDP、PCE上調

種類	年份	2024	2025
實質GDP		1.4%→2.1%(+)	1.8%→2.0%(+)
失業率		4.1%→4.0(-)	維持4.1%
核心PCE		2.4%→2.6%(+)	維持2.2%
PCE		維持2.4%	2.1%→2.2%(+)

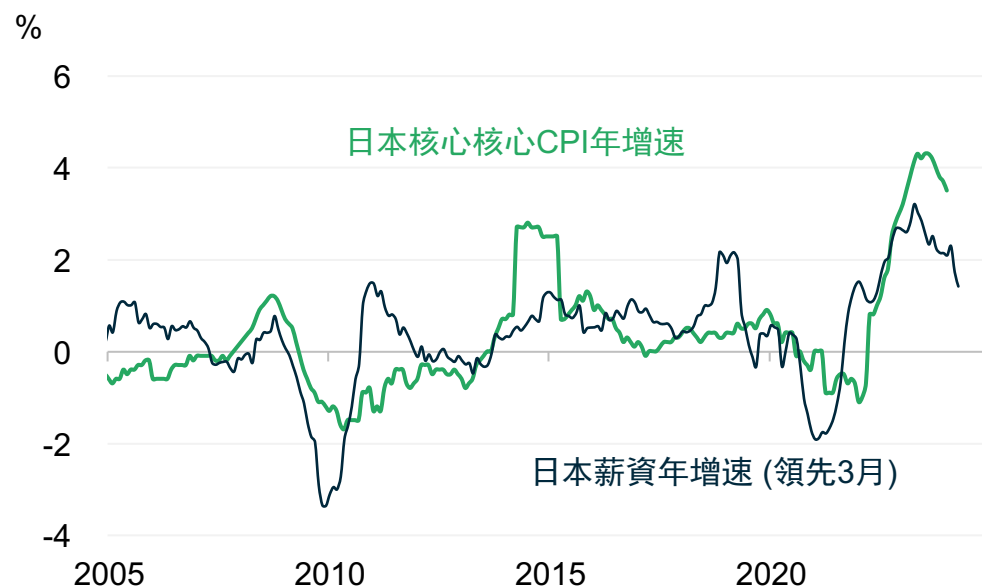
資料來源：Bloomberg。

## 日本央行 | 終止負利率，結束YCC政策但承諾持續購債；政策漸進趨緊，長線對日幣有利

日銀會議重點：1)終止負利率政策，由-0.1%~0%上調至0%~0.1%。2)結束殖利率曲線(YCC)管控措施，但也承諾會視需要繼續購買長天期政府債券。3)終止購買ETF、房地產投資信託基金(J-REITs) 等資產。

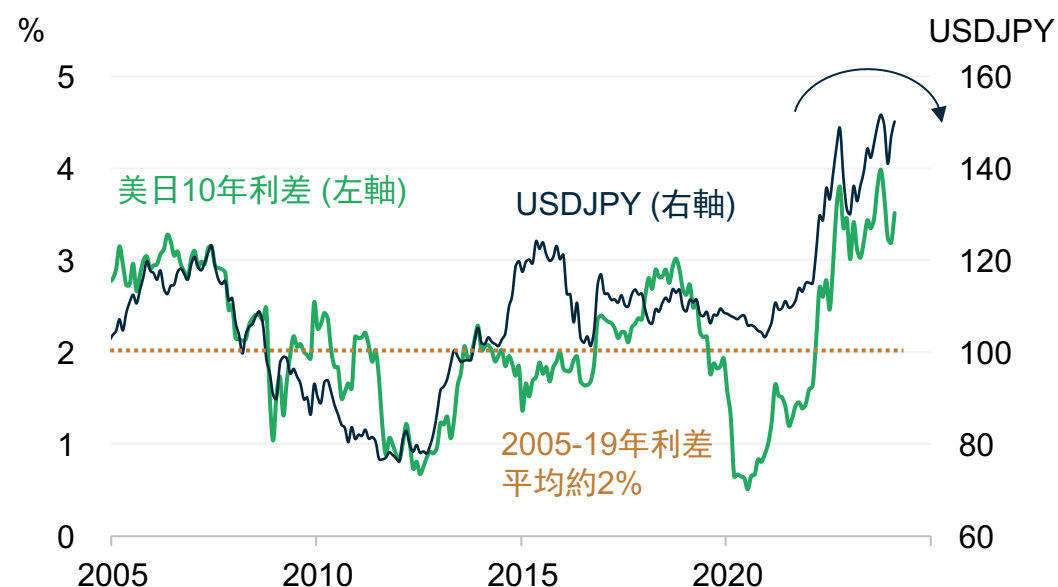
匯價：儘管日銀升息且趨緊方向不變，但短期將暫缺再次升息題材；另方面反更仰賴Fed政策變化影響，故近期隨美債殖利率震盪偏弱，而長線則等待Fed更明確的降息訊號，方能啟動升勢。

### 日本通膨與薪資年增速走勢



資料來源：Bloomberg。

### 美日利差與日幣匯價走勢



資料來源：Bloomberg。

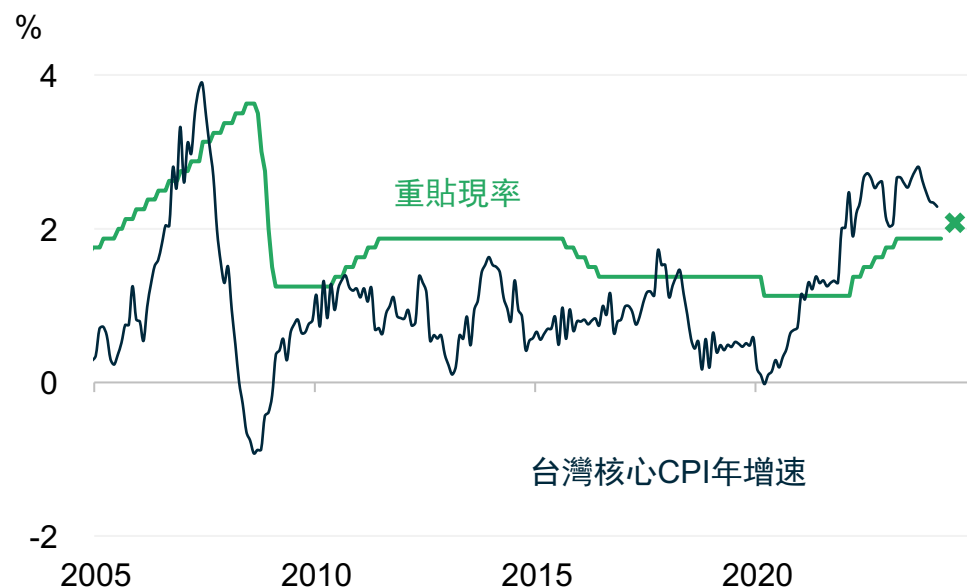


## 台灣央行 | 意外升息半碼, 避免通膨預期因電價調漲而上升

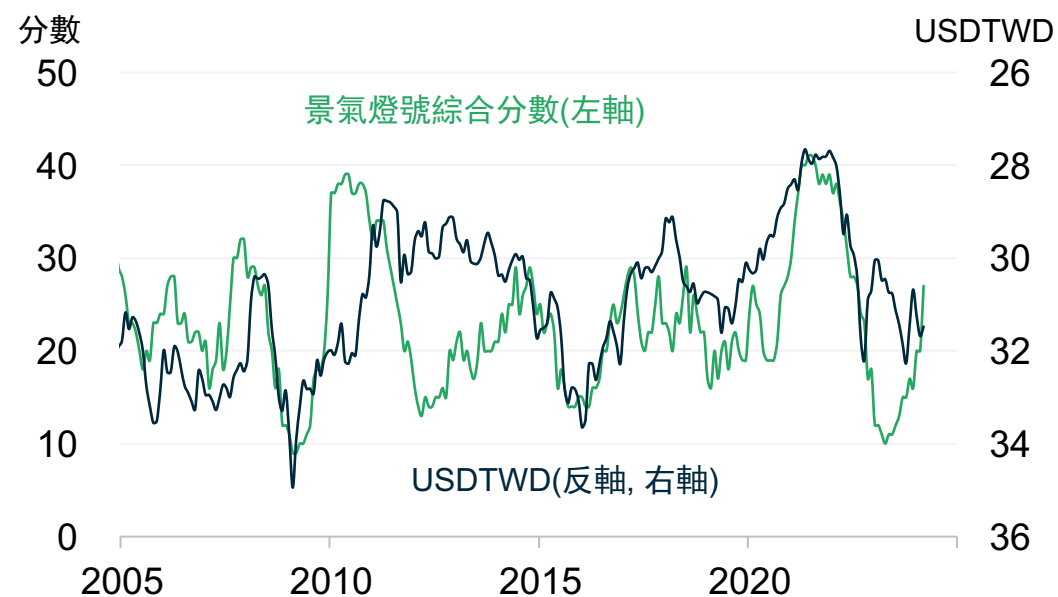
理監事會議重點：1)央行將三率各調升0.125%，由1.875%、2.25%及4.125%調整為2%、2.375%及4.25%。**主要因為4月國內電價擬議調漲，恐形成較高的通膨預期。**在經濟成長可望增溫下，為抑制國內通膨預期心理，調升政策利率，有助促進物價穩定。此外，2)調整預測，經濟增長3.12% → 3.22%、CPI 1.89% → 2.16%、核心CPI 1.83 → 2.03%。3)選擇性信用管制則維持不變。

匯價：**AI需求強勁、去庫存陰霾散去，台灣央行升息**等因素，幫助基本面復甦、貨幣政策態度仍偏緊縮，以景氣燈號綜合分數為例，1月一舉躍升至27分，由於上半年各分項基期偏低，將有利綜合分數趨勢偏升，基本面的走向改善有利台幣。

### 台灣政策利率與通膨走勢



### 景氣對策綜合分數與台幣匯價

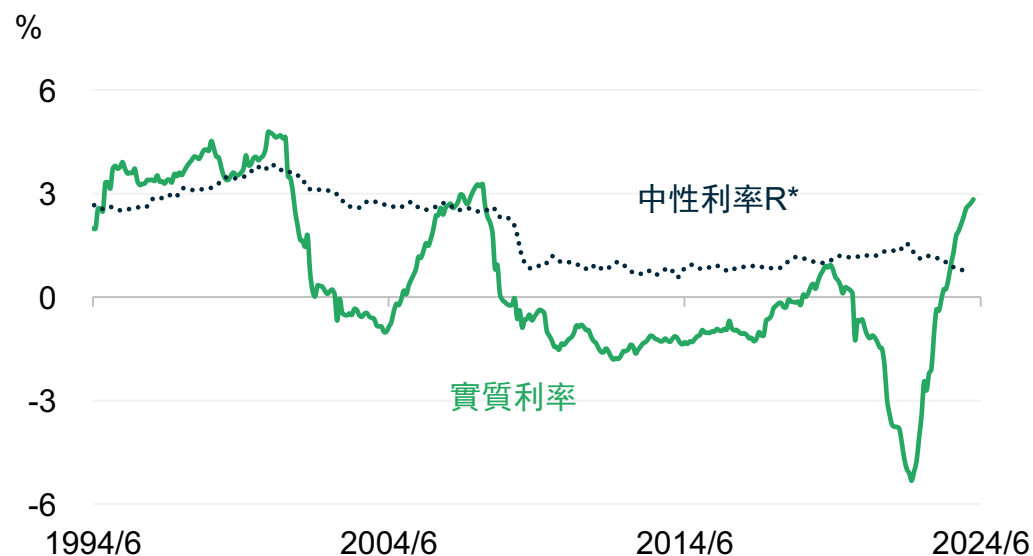


## 債市 逢殖利率反彈布局, 以息收為主

美國經濟強於預期, 除了衰退機率明顯降低之外, 企業獲利也逐步回到成長軌道, 而根據紐約Fed模型預估, 目前的中性利率 $R^*$ 約在0.73%, 中性利率 $R^*$ 為一估計值, 實質利率(名目利率減掉通膨)若高於此一水準, 就會對實體經濟產生限制性的效果, 依過去經驗, 升息到了尾聲, 一旦經濟反轉發生衰退, Fed會採取大幅降息的方式來挽救經濟, 不過若經濟表現強韌, 未受升息影響, 就如1995年期間情形的話, 則利率大幅下降的機率也降低。

此次10年期公債殖利率高點落在去年Q3, 一度接近5.1%, 若聯準會提早釋出降息時間表, 利率有望提前走降, 然而若是降息空間有限, 公債殖利率可能呈現鋸齒狀下跌, 宜利用殖利率反彈機會布局。

### 實質利率對經濟已有限制性, 給予Fed降息空間



註: 中性利率 $R^*$ 指在此利率下, 產出與需求達到均衡, 此處採用HLW模型。實質利率採用名目利率減去核心PCE。

資料來源: NY Fed, Bloomberg。

### 降息前夕, 10年期公債殖利率多走低



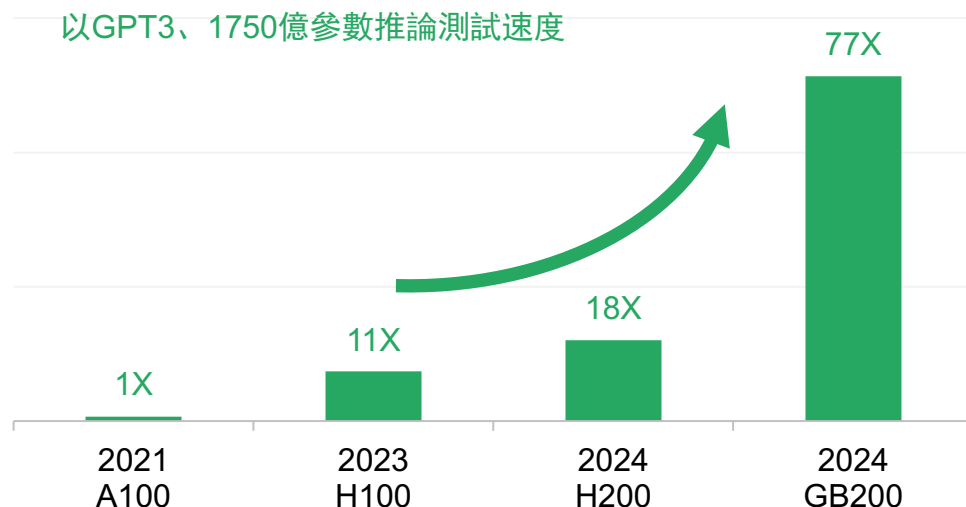
資料來源: Bloomberg。

## 美國 輝達新品繼續拉大護城河, AI戰場群雄割據

輝達GTC大會登場, 市場關注未來AI趨勢發展。此次輝達推出全新產品GB200, 運算速度是目前大量出貨H100的7倍, 輝達在AI晶片的市佔率超過9成, 由於生成式AI爆發性成長, 輝達晶片供不應求, 過去輝達面臨競爭對手的挑戰, 甚至客戶因為無法取得足夠的晶片, 也朝自行開發晶片方向前進, 但在新產品不斷拉高競爭門檻下, 預計輝達將長期主宰AI晶片市場。

AI應用逐步開花, 經濟學人調查, 從2022/10以來, 100家受惠AI繁榮的相關公司共增加了8兆美元市值, 其中以輝達及硬體公司佔比最高, 這些公司包括4類型: 1)搭載AI功能的應用程式、2)AI模型、3)提供AI運算的雲端平台、4)提供算力的硬體設備。短期而言硬體雖受惠最大, 但長期來看, 雲端平台廠商擁有大量數據、研究人員及資金, 還有龐大的資料中心, 具備發展一流AI系統的必需條件, 將是長期穩健的投資標的。

### 輝達新AI晶片GB200效能是既有H100的7倍

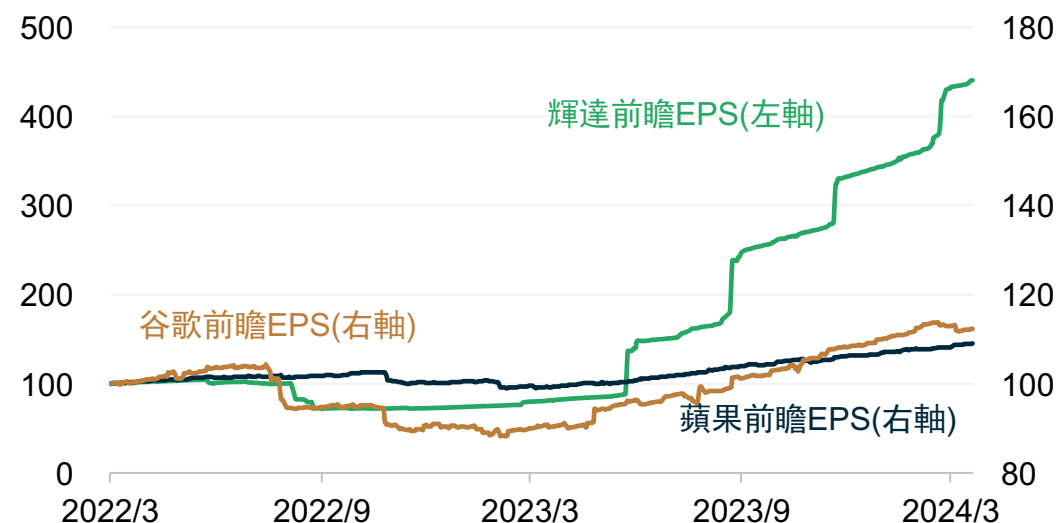


資料來源: 輝達。

### 傳蘋果將採用谷歌Gemini大語言模型

標準化, 2022/3/1=100

標準化, 2022/3/1=100



資料來源: Bloomberg。



## 美國 股市短期陷入高盤，但長線仍可期

輝達召開GTC大會，發表一代產品B100及GB200，算力遠勝於H100，同時，機器人的現身也是一大亮點，並預告未來商機仍大。考量企業獲利持續成長，目前已連2季重回正成長，且預估今年獲利都有雙位數成長，支持股市仍有高點可期。

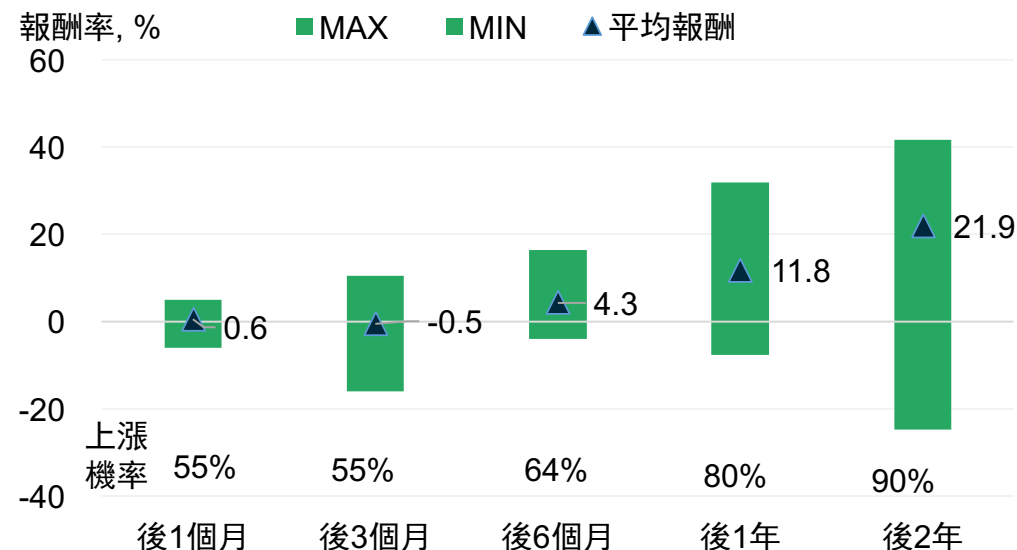
美股雖有機會再創新高，但短期漲幅已大，乖離率甚至超過10%，就過去的經驗來看，未來數月要再度大漲的空間有限，甚至有拉回的可能，目前不宜追高。不過，時間若能拉長至1年，預期仍有雙位數的報酬。

短線市場乖離偏大



資料來源：Bloomberg。

未來數月，股市盤整機率較高



註：平均報酬指2000年以來，乖離率首度突破10%之後的平均表現，共計11次，並計算報酬為正的機率。

資料來源：Bloomberg。

# 台股 站上2萬點大關, ETF吸引市場目光

台股3度攻上2萬點, 主要看台積電表現, 雖然AI題材續熱, 電子權值股中鴻海、和碩等新AI股接棒大漲, 但市場對於行情仍然戒慎恐懼, 擔憂2萬點作頭的風險, 而台積電ADR陷入整理, 與台股的台積電之間的溢價收斂, 也讓台積電短期股價向上的想像空間受到壓縮。

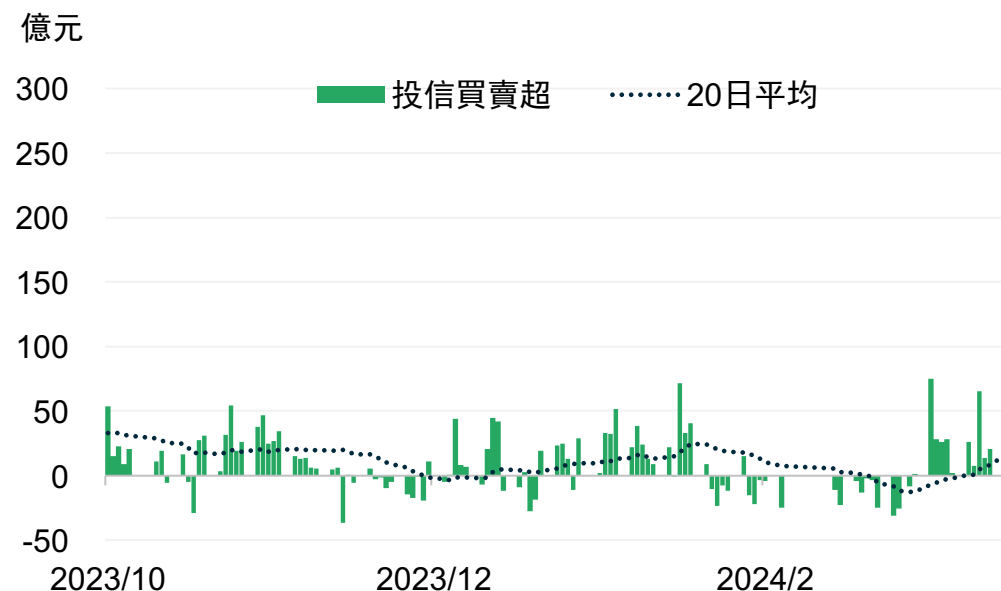
近期ETF引發申購熱潮, 而投信在ETF募集完成到上市掛牌之前, 進場布局的效應將帶動相關成分股易漲難跌, 投信本週買超金額創歷史新高, 資金浪潮的威力可見一斑, 台股高股息殖利率的特性也具有吸引力, 不過需留意的是, 股息殖利率與股價呈反向關係, 因此宜低接不宜追高。股價漲多震盪難免, 然在輝達GTC大會後, AI趨勢持續看好, 未來2~3年台灣電子股也將是主要受惠族群, 台股仍具長線布局潛力。

台積電ADR溢價縮窄, 短期股價失動能



資料來源: Bloomberg。

ETF熱潮下, 投信買超金額創歷史新高



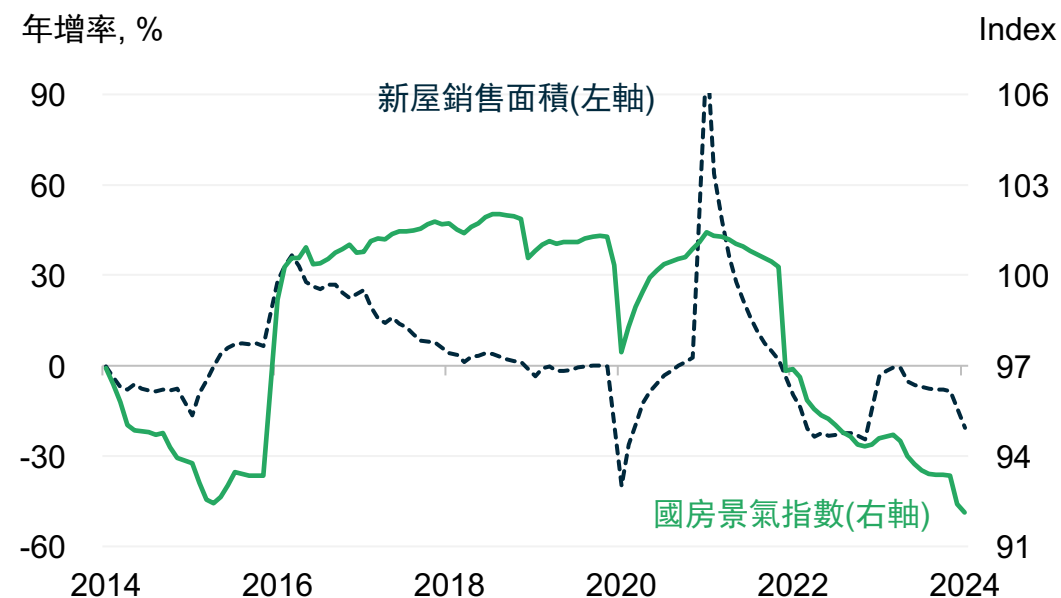
資料來源: XQ。

# 中國 地產景氣與民間信心依舊偏弱，基本面復甦仍需等待

2024年中國頭兩個月許多經濟數據出現開門紅，出口、CPI到工業生產皆優於市場預期，然而，經濟的長期結構性問題恐怕尚未解決。1-2月新屋銷售面積與銷售額分別較去年同期衰退20.5%和29.3%，建商的投資與融資指標也同步走弱，另一方面，社融數據同樣不甚樂觀，今年1-2月新增社融較去年同期下滑1.1兆人民幣，結構面改善相對有限，企業中長期貸款幾乎持平，反映民間借款需求疲弱，基本面復甦狀況尚不穩固。

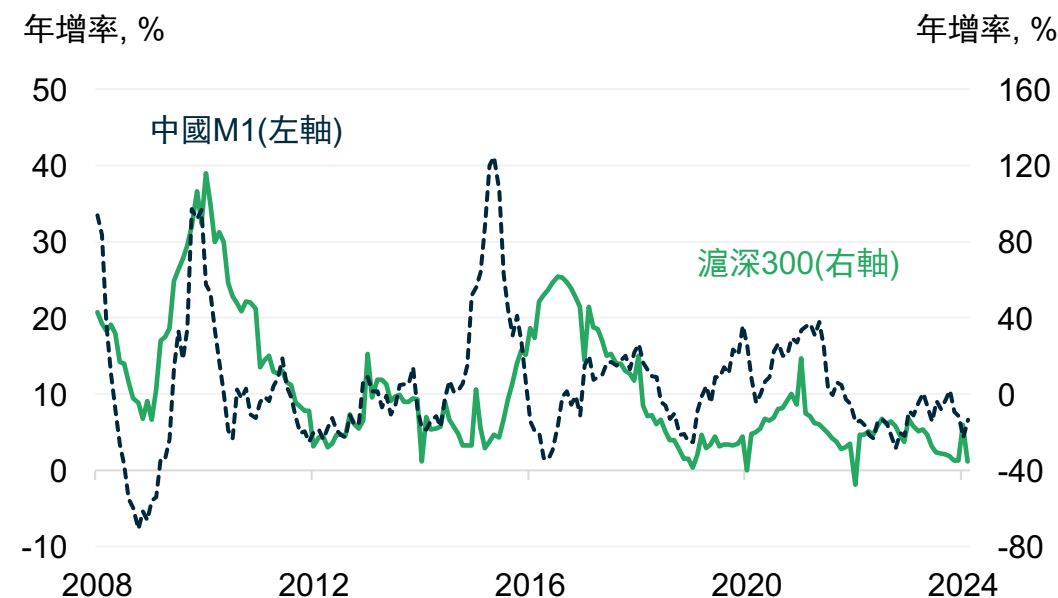
股市方面，企業中長期貸款與M1增速回落，或反映了企業對未來需求的能見度不高，借貸投資的意願也處於偏低水平，前兩月部份經濟數據雖有亮眼表現，但是延續性有待觀察，企業獲利前景未穩之下，股市下方雖有政策護盤力守不失，但由於缺乏上攻動能，Q2盤勢料進入盤整區間。

## 中國年初房地產需求面表現低迷



資料來源：Wind。

## M1增速仍在低位運行，間接反映企業信心偏弱



資料來源：Bloomberg。

# Mar 2024

**25**

Monday

美國新屋銷售  
美國達拉斯製造業展望  
英國零售銷售  
台灣工業生產

**26**

Tuesday

美國耐久財訂單  
美國凱斯席勒房價指數  
美國諮詢局消費者信心  
日本工具機訂單

**27**

Wednesday

德國零售銷售  
中國工業利潤

**28**

Thursday

美國Q4 GDP  
美國初領失業金人數  
美國密西根大學市場氣氛  
英國Q4 GDP

**29**

Friday

美國核心PCE月比  
日本工業生產  
日本零售銷售  
美、英、德、法、巴西、  
香港休市

## 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