



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年1月26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

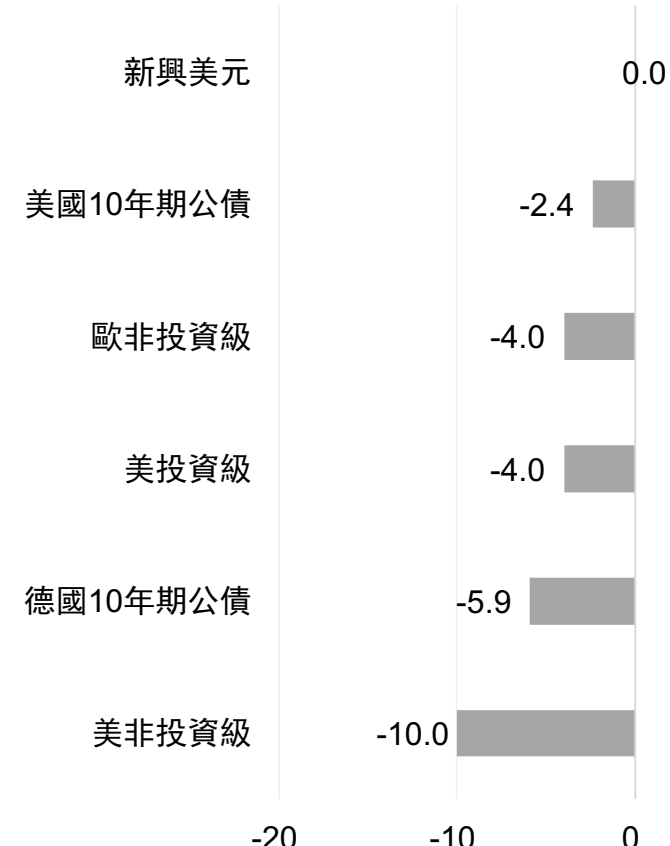
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/1/18- 2024/1/25。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 一週市場觀察：降息預期大起大落，股市隨財報上下起伏

- FOMC會議preview：利率按兵不動，經濟溫和放緩，鮑爾對於降息時機的暗示將影響市場情緒。
- 日、歐央行會議結果一如預期，釋放今年調整貨幣政策訊息。
- 企業財報好壞參半：網飛、艾司摩爾大漲，德儀、特斯拉、英特爾低迷。

2. 後續關注焦點：

- 美國ISM製造業指數、非農就業。
- 輝達財報。

策略思維

1. **股市：**評價面因降息預期而上調，而財報好壞將主導短期盤勢，需留意市場情緒反轉。製造業景氣觸底，企業獲利逐季走揚，股市可逢低分批布局，選擇優質成長股。
2. **債市：**降息預期下，利率長線向下格局不變，惟聯準會態度仍可能影響市場情緒，宜把握殖利率反彈時機布局。
3. **匯市：**美國升息告終、台灣基本面隨半導體循環走揚，長線支持台幣匯價緩升，短期則觀察外資在台股買賣超。

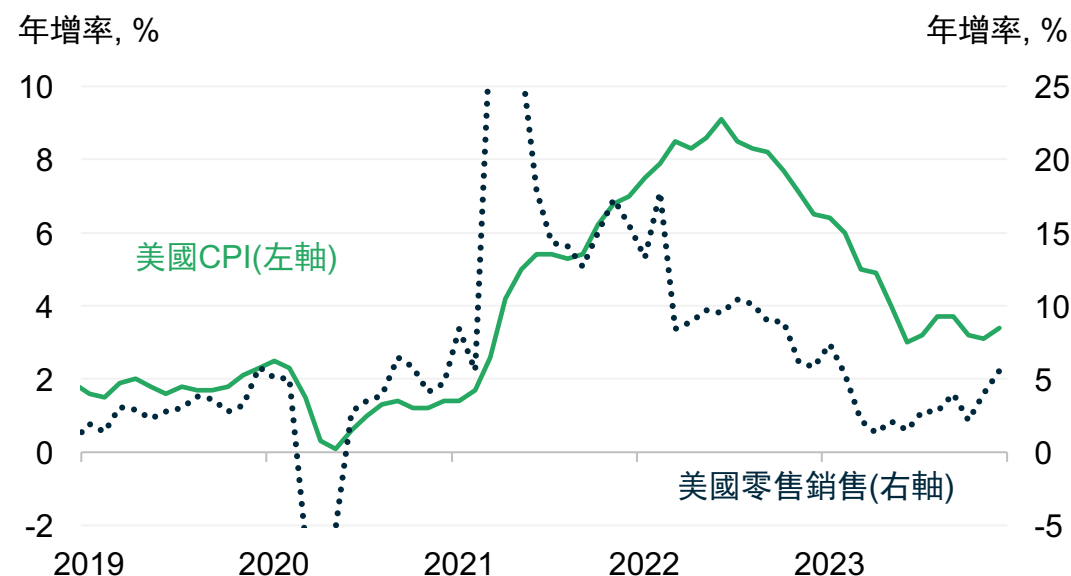


FOMC前瞻 | 本次會議高機率維持不變, 重點關注會後鮑爾談話

2024年首次FOMC會議即將召開, 先前已有多名官員發表言論, 整體態度上支持Fed政策大方向漸轉寬鬆, 但是否於3月降息仍有待商榷, 主因近期經濟數據強勁: 1)去年12月CPI年增率回升至3.4%, **通膨仍未回到Fed 2%目標**, 2)失業率與初領救濟金人數維持低檔, **就業市場保持穩健**, 3)去年12月零售銷售優於預期, **消費動能強勁**。數據顯示美國經濟尚無衰退跡象, 給予Fed觀察空間, 目前FedWatch預估3月降息機率落至50%以下, 美國10年公債殖利率回升至4.1%水準。

本次會議後, 將關注後續兩大要點: 1)會後記者會主席鮑爾的發言, 能否為大眾提供降息時程指引、 2)持續追蹤未來主要經濟指標變化, **若通膨降速不如預期, 降息時點恐落在5或6月之後**。

去年底通膨、消費反彈, Fed不急於過早降息



資料來源: Bloomberg。

3月降息機率放緩, 公債殖利率回升



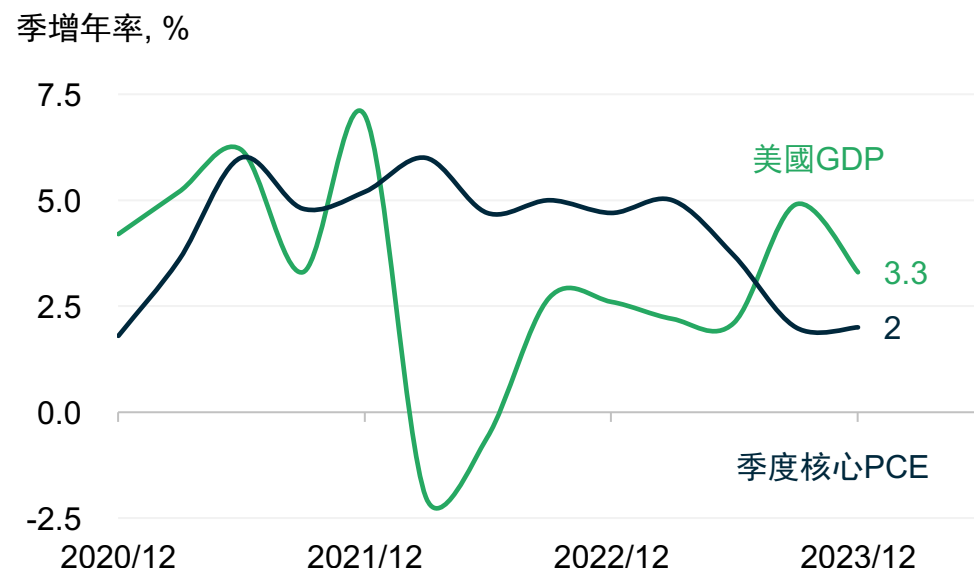
資料來源: Bloomberg, CME FedWatch。

景氣溫和放緩, Fed似乎不需要急於降息

美國公布去年Q4 GDP 3.3%，優於預期，相較於去年Q3 4.9%的高成長，成長率明顯放緩，不過若以長期角度來看，不如說去年Q4的經濟成長率才是逐步回復「正常化」的表現。因為若觀察ISM製造業指數，可以發現製造業受到商品消費減緩以及高利率環境的影響，景氣已步入收縮情況超過一年之久，而最新公布的1月標普全球美國製造業PMI初值顯示，指數回升至50.3，似有初步復甦的跡象。

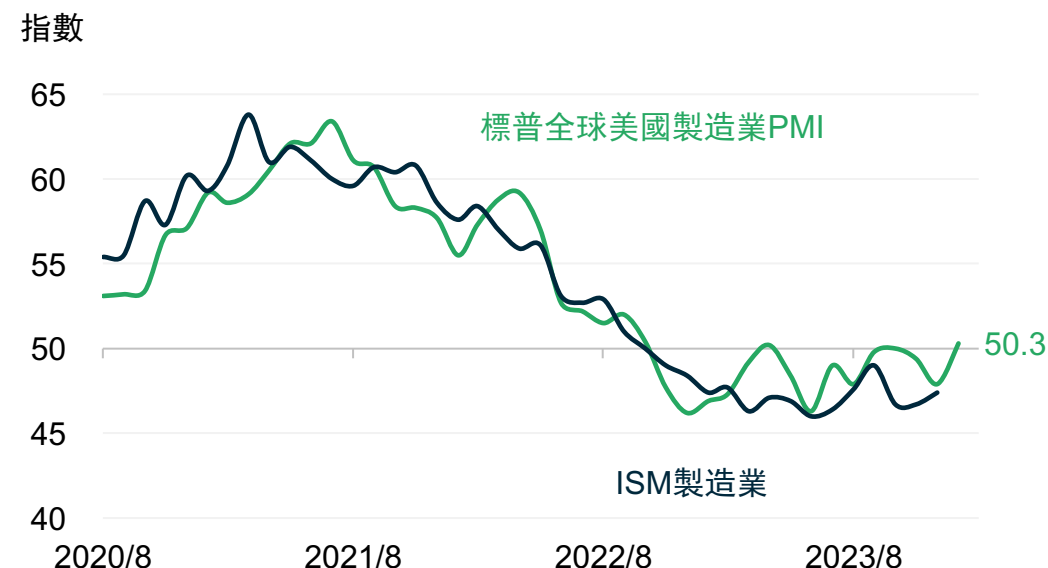
美國就業市場仍維持強勁，支持經濟不致出現衰退，然而製造業谷底攀升，服務業高檔回落，兩者出現分化，暗示景氣可能不太熱也不太冷，呈現溫和放緩的態勢。對於聯準會而言，似乎並沒有急於降息的必要。

美國去年Q4 GDP回落



資料來源: Bloomberg。

美國製造業PMI即將走出谷底



資料來源: Bloomberg。

日本央行 | 維持政策不變, 4月會議將是決定是否調整政策的關鍵, 後續關注春鬥薪資調整

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(YCC)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)下調2024財年核心CPI預期,。

原因: 雖然去年日銀(日本央行)總裁、副總裁都曾透露過結束負利率政策的意向, 但目前官方正密切關注今年春鬥對薪資的調整狀況。除此之外, 市場也猜測能登半島7.6級地震、岸田文雄等眾議員陷「獻金」醜聞, 造成經濟與政治影響, 也為日銀謹慎應對的原因。

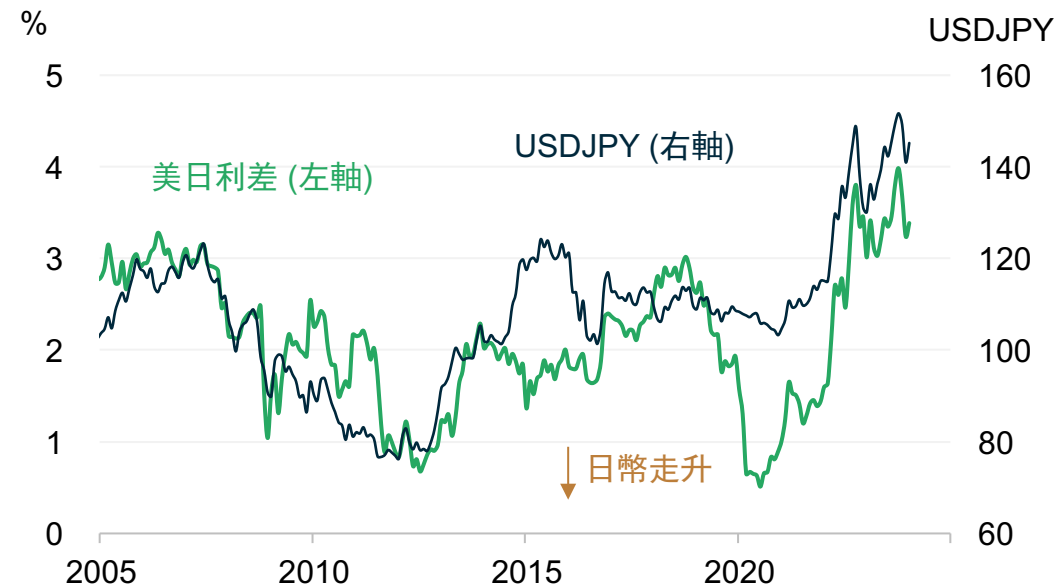
日幣匯價: 長線而言, 美日利差仍是牽引資金流的主要觀察變數, 聯準會今年可能調降政策利率, 另一方面, 日銀政策則可能落後緊縮下, 將有利美日利差縮窄, 因此長線將有利日幣走勢。

日本政策利率與YCC政策區間



資料來源: Bloomberg。

長線而言, 美日利差走降, 有利日幣走勢



資料來源: Bloomberg。

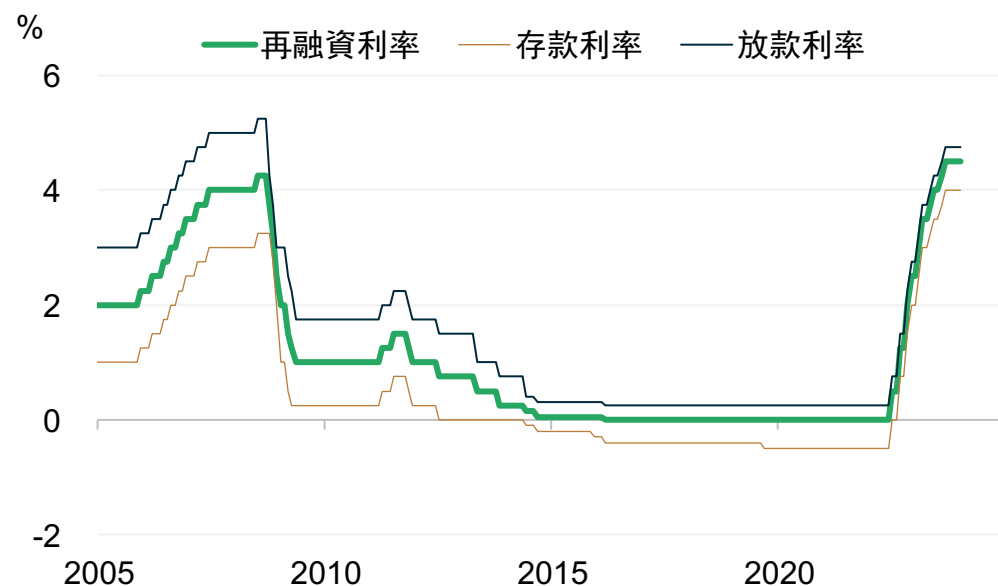
歐洲央行 | 央行總裁雖釋出「降息可能在夏季」的言論, 惟央行尚處觀望階段, 利率政策不變

利率會議重點: 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)維持7月後被動縮表的執行, 完全停止資產購買計畫(APP)再投資; 緊急疫情資產購買計畫(PEPP)再投資期限至少到2024年底。

原因: 繼先前會議變為強調「在長期內維持限制性利率水位」的論調後, 央行總裁拉加德日前表示, 「可能會在今年夏季開始降息」, 凸顯通膨回落後, 央行逐漸將目光轉向疲弱的經濟, 惟需等待更多數據佐證, 因此政策調整目前尚處於觀望的階段。

歐元匯價: 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), 惟後續降息預期若隨市況改變, 將會增添匯價波動。

央行利率會議維持政策利率不變



資料來源: Bloomberg。

近期美歐兩央行政策未變, 歐元匯價短線陷震盪



資料來源: Bloomberg。

美股創新高, 特斯拉獨憔悴

台積電法說會預告半導體景氣回溫, 也帶動標普500走高, 輝達、谷歌股價更創下歷史新高, 不過, 身為G7一員的特斯拉卻不漲反跌, 波段跌幅甚至超過2成, 主因有三, 1)電動車需求不如預期, 福特、通用汽車甚至暫緩新型電動車研發, 2)特斯拉為擴大中國市佔率, 與中國車商比亞迪、蔚來等陷入削價競爭, 3)COP28氣候高峰會宣示, 在2050年前將核能提高3倍, 緩解碳排壓力, 但也降低電動車加速普及之動力。

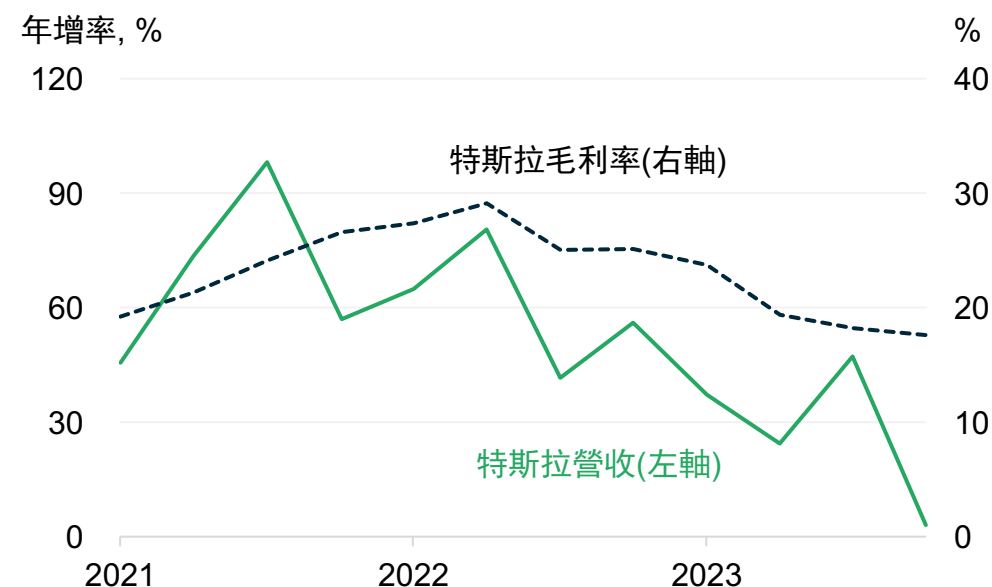
另外, 對應於特斯拉的純電車廠, 作為傳統燃油車的龍頭-日本豐田, 在減碳措施的經營策略則有所不同, 1)力推油電混和動力系統的新能源車, 降低駕駛人的旅程焦慮症, 2)持續開發下一代的新能源-氫能。因此, 豐田汽車目前避免了純電車的價格競爭, 加上日圓回貶, 助長汽車銷量續創新高。

特斯拉與豐田汽車股價兩樣情



資料來源: Bloomberg。

特斯拉營收、毛利率雙雙下滑



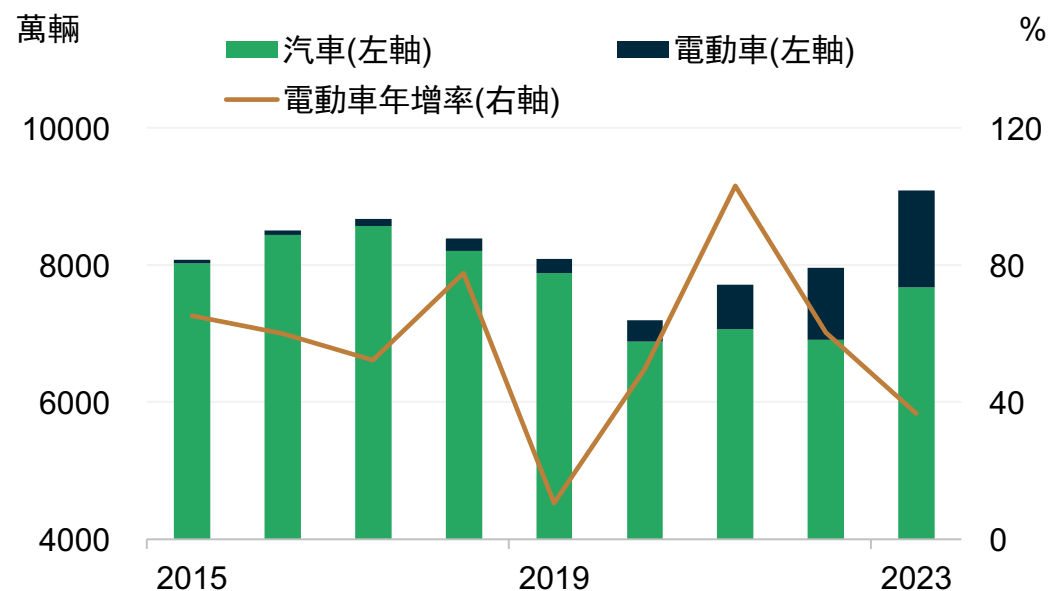
資料來源: Bloomberg。

電動車持續雙位數成長，主要品牌競爭加劇

電動車產業的長線前景並不看淡，尤其是，電動車電池技術不斷進步下，電動車的市佔率也快速普及。根據最新統計，全球電動車年銷量已突破千萬台，今年上看1800萬台，滲透率也攀升至20%。

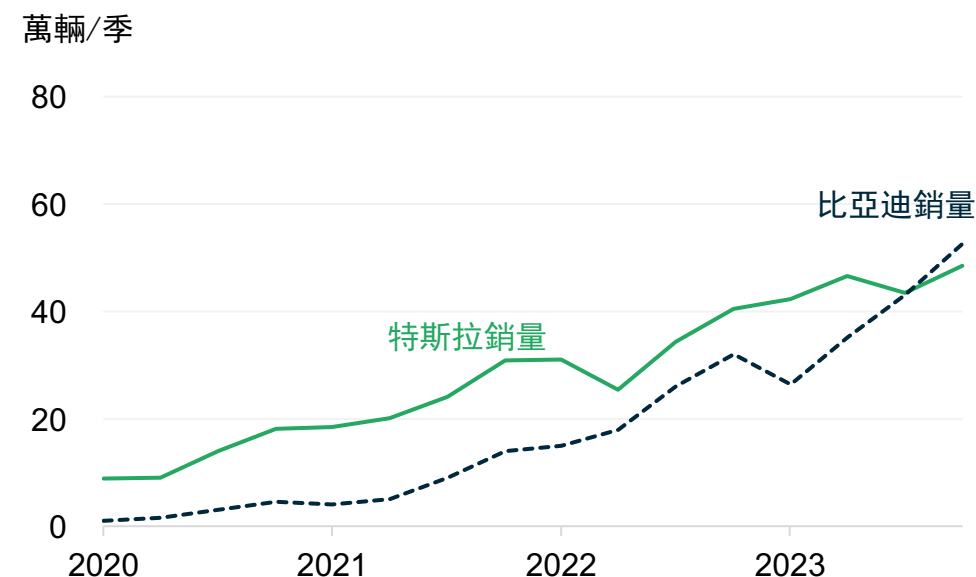
去年特斯拉電動車銷量年增37.7%，與全球電動車年增率相當，但去年Q4營收年增率只剩下3%，面臨中國車廠的削價競爭，特斯拉市佔率受到擠壓，也衝擊到毛利率及利潤，短期仍有較大的營運壓力。但特斯拉除了生產房車外，電動皮卡逐步量產，更有專屬的自駕系統，且業外發展大語言模型Dojo及機器人Optimus，仍是吸引長線買盤進駐的理由。

電動車銷量持續雙位數成長



資料來源：Bloomberg, Digitimes。

面臨中國車廠的削價競爭，特斯拉市佔流失



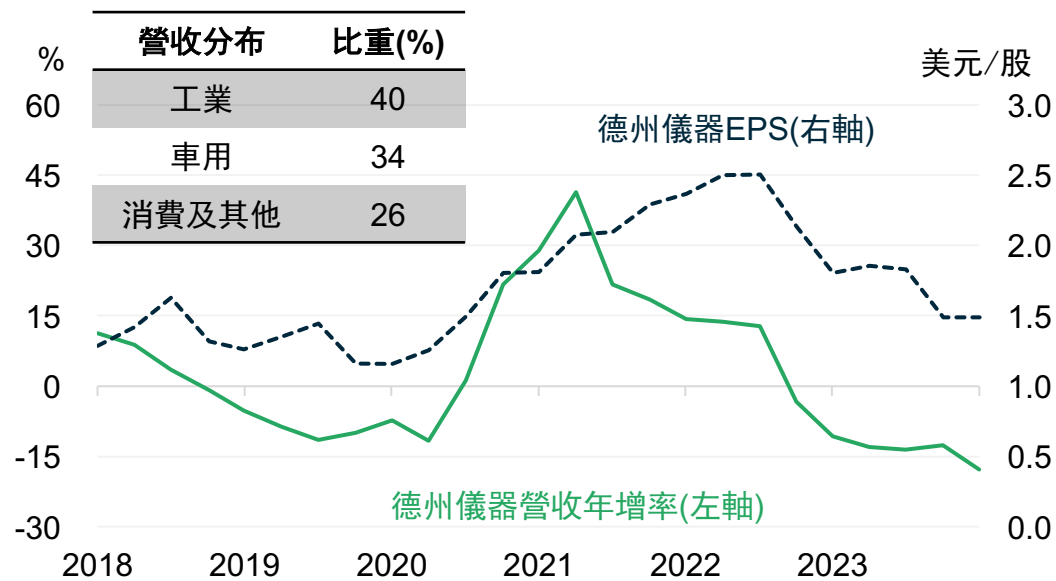
資料來源：Bloomberg。

美股 德州儀器財報不佳，不改半導體逐步升溫態勢

堪稱半導體風向球的類比晶片大廠德州儀器，因為汽車及工業需求疲軟，導致今年財測不及市場預期，股價大跌。以德州儀器營收結構來看，工業佔40%、車用34%及消費性電子26%，因此，一旦工業及車用需求放緩，勢必衝擊德州儀器的展望。

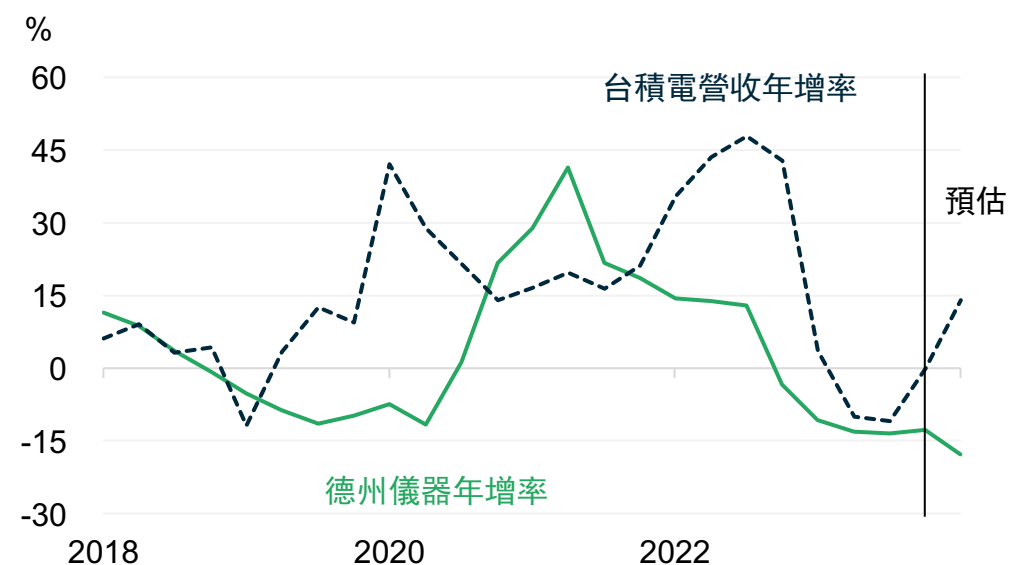
不過，就產業趨勢而言，台積電已預告，未來將逐季增溫，主因為AI需求快速增長，帶動先進製程需求大增，同時，消費性電子也逐步回溫，更加確立半導體逐步回溫態勢，不過，產業復甦確實有不同調的現象，車用電子先前較為火熱，因此落底時間較晚，而工業回溫速度偏緩，但仍往復甦方向邁進。

汽車及工業需求疲軟，德州儀器財報不佳



資料來源：Bloomberg。

台積電確立，半導體景氣將逐季回溫



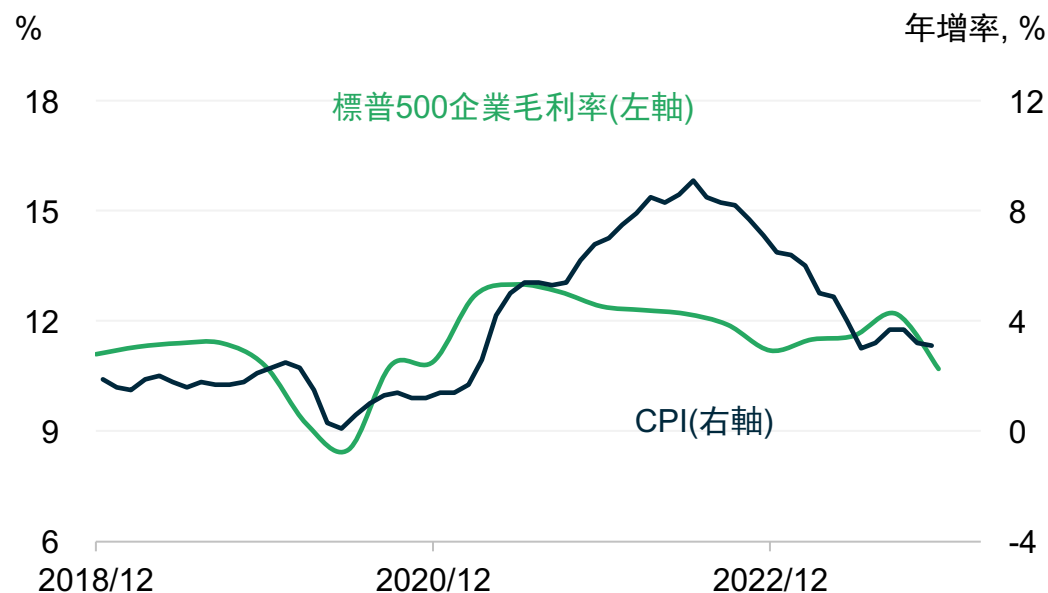
註：公司預估。
資料來源：Bloomberg。

美股 去年Q4毛利率走低, 指數創高主要靠評價推升

美股財報陸續公布, 截至1/23, 標普500大企業中已公布去年Q4財報的72家公司中, 83.3%的公司獲利優於預期, 短期而言, 財報及營運展望將主導個股漲跌。不過根據Factset預估, 去年Q4企業毛利率呈現下滑趨勢, 恐降至2020/9以來最低。通膨高漲的2021、2022年, 企業擔憂原物料上漲推升成本, 衝擊毛利率, 不過在通膨逐步回落之際, 高利率對需求產生壓抑, 也使得企業無法拉高售價, 面臨毛利率下滑的窘境。

由於Fed可望於今年展開降息循環, 寬鬆預期下推升美股本益比, 然而目前的標普500指數已創歷史新高, 本益比20倍也高於近10年平均17.3倍, 雖然預期美國企業獲利今年逐季走揚, 但聯準會對於降息時點的態度, 仍將主導市場情緒。

標普500企業毛利率恐降至2020/9以來最低



資料來源: Factset。

標普500走高, 主要靠本益比推升



註: 以未來12個月預估EPS乘以各本益比倍數。

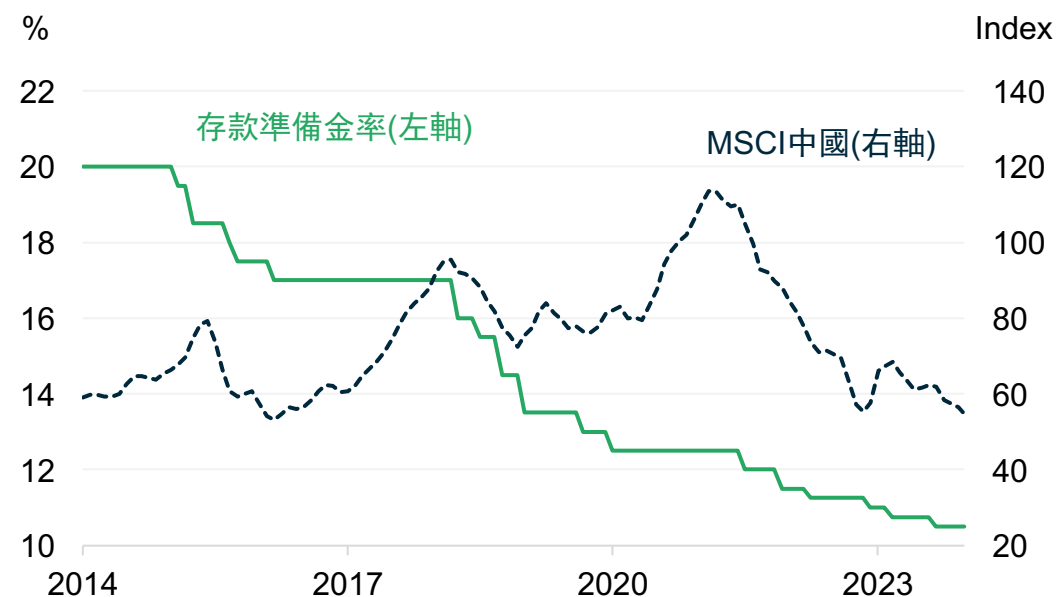
資料來源: Bloomberg。

中國 官方積極表態拉抬股市，惟需求偏弱恐限縮上檔空間

需求低迷加上監管風險居高不下，開年以來陸港股大幅震盪，港股一度失守15000點大關，上證也面臨2800點保衛戰。北京當局為挽救市場悲觀情緒，國務院總理李強於1/22帶頭喊話穩定市場，隨後傳出2兆平準基金救市消息，人民銀行更在1/24宣布將於2/5下調存款準備金率0.5%，金融監管總局也表態進一步支持房地產企業，官方救市計畫拉抬陸港股快速收復跌幅。

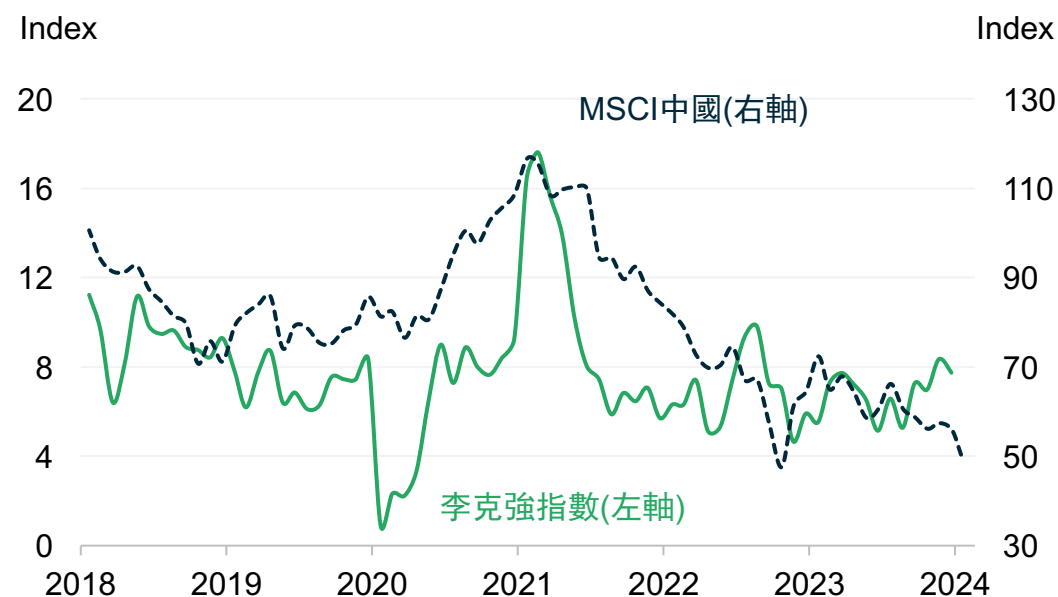
從歷史經驗來看，下調存準率除了能夠釋出銀行資金活水、促進信貸擴張之外，更重要的作用是平撫投資人情緒，展現政府穩定市場決心。不過回顧過往走勢，降準或能提振短線市場情緒，但對於中長期盤勢並無決定性影響，景氣循環位階更為關鍵。礙於目前中國經濟陷入流動性陷阱，單憑降準政策恐不足以扭轉民間投資意願，景氣展望尚不支持陸港股打開多頭格局，研判上檔空間有限，操作上逢反彈宜伺機調節部位。

下調存款準備金率對長線盤勢影響有限



資料來源：Bloomberg。

股市長線趨勢仍仰賴基本面表現



資料來源：Bloomberg。

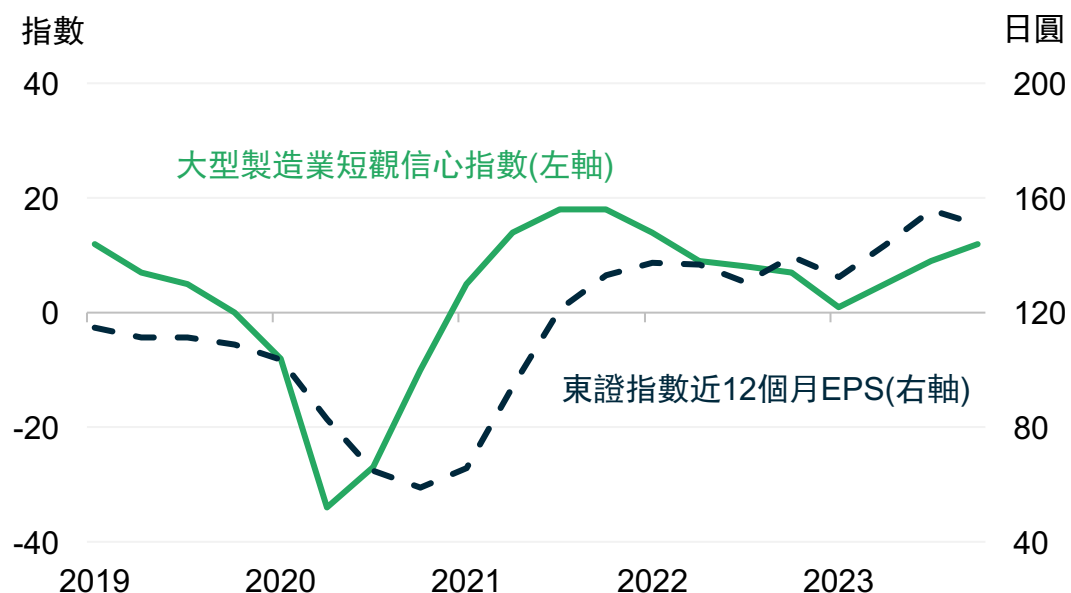
日股 日股衝上34年來新高, 逐步接近歷史高位

日經指數在進入2024年後大漲, 已逐漸逼近歷史高位的38915點, 有鑑於日企獲利持續改善、出口貿易動能增強下, 將有助於日股延續上漲行情。

基本上, 隨日本總經結構轉變, 企業投資動能增加、獲利能力有所改善, 帶動企業信心面持續升高, 大型製造業短觀信心指數已連三季上升, 顯示企業對於未來獲利展望持樂觀態度。在出口表現上, 隨著美中貿易戰白熱化、全球供應鏈移轉下, 日本半導體地位逐漸提升, 伴隨著今年AI熱潮的趨勢, 日企出口動能有望逐步走強, 日本去年12月出口年增率擴至9.8%, 貿易由前月的逆差7803億日圓轉為順差621億日圓。

隨全球製造業景氣回溫、日本企業基本面改善下, 看好今年日股前景; 需留意股市短線急漲易引發賣壓, 投資人不宜追高, 若回檔可站買方思考。

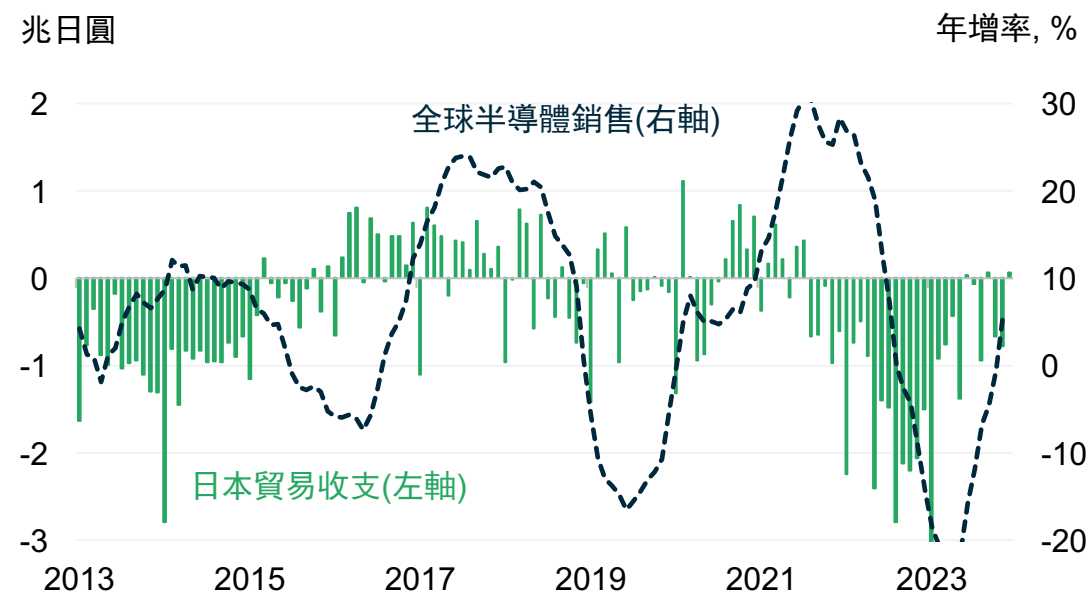
獲利能力增強, 企業信心持續上揚



註: 短觀信心指數反映企業對於未來獲利展望。

資料來源: Bloomberg。

製造業景氣復甦下, 日本貿易收支有望持續翻正



資料來源: Bloomberg。



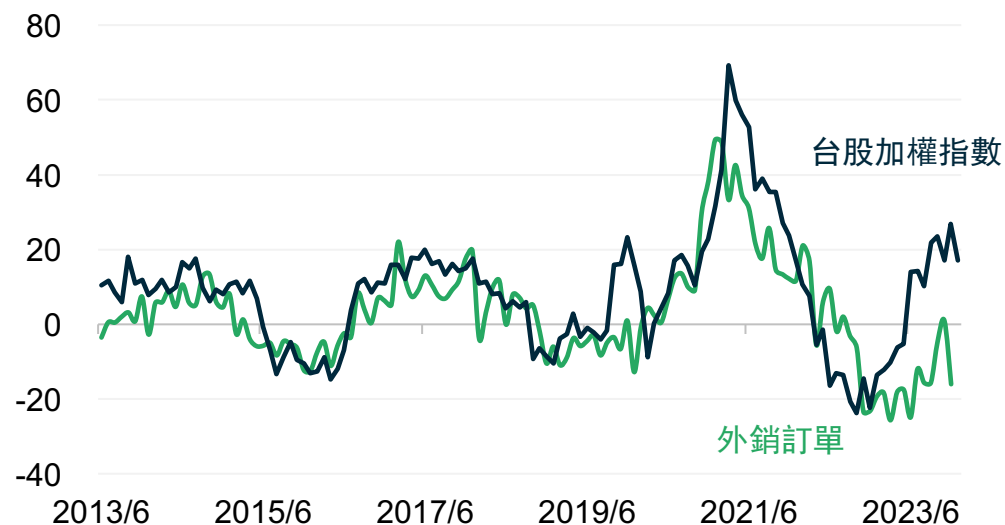
台股 台股重現萬八, 基本面先蹲後跳

台灣去年12月外銷訂單年增率大幅下滑至-16%，除了去年基期偏高之外，地緣政治風險升溫、中國需求低迷，使得廠商下單保守也是主要原因，經濟部預期今年元月外銷訂單金額持續下探並低於400億美元。偏弱的經濟數據似乎對台股影響有限，在台積電法說對於今年成長21~25%的樂觀展望後，股市從今年初以來的短暫修正中恢復動能，快速收復了800點的跌幅，加權指數也是自2022年4月以來首度重返1萬8千點大關。

台積電不僅對今年半導體復甦樂觀以待，其對於先進封裝(CoWos, Chip on wafer on substrate)的產能規劃也點出AI晶片需求強勁的前景，預料主要客戶輝達今年GPU晶片出貨仍有大幅成長空間，台股AI相關族群亦可望同步受惠。

外銷訂單下滑, 基本面先蹲後跳

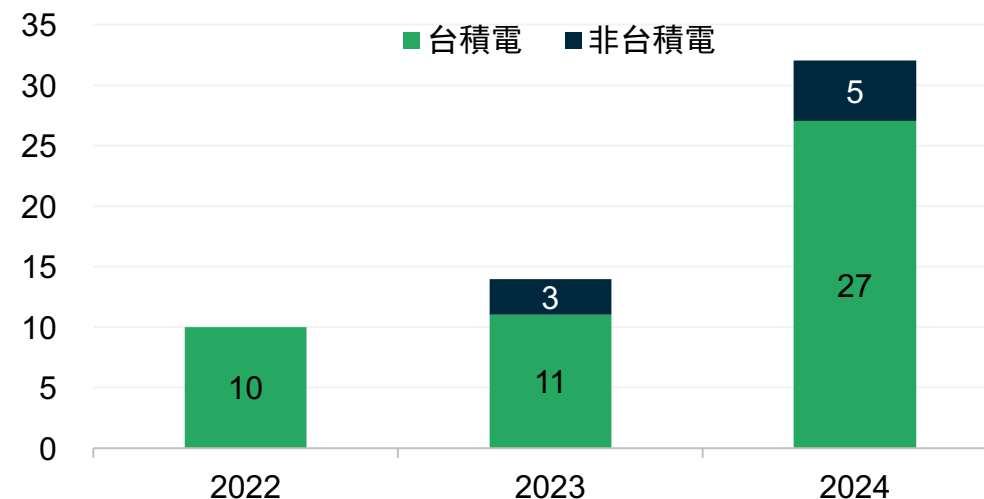
年增率, %



資料來源: Bloomberg, 經濟部。

台積電CoWos產能供不應求點出AI需求強勁

CoWos月產能, 千片



註: CoWos(Chip on wafer on substrate)為先進封裝製程, 因應AI晶片需求而大量採用。
資料來源: Morgan Stanley。

Jan/Feb 2024

29 Monday 美國達拉斯製造業展望	30 Tuesday 美國凱斯席勒房價指數 美國JOLTS職缺 美國諮詢局消費者信心 歐元區GDP	31 Wednesday 美國ADP就業變動 中國製造業PMI 中國非製造業PMI 台灣GDP	1 Thursday 美國FOMC利率決策 美國ISM製造業指數 歐元區HCOB製造業PMI 歐元區CPI 日本自分銀行製造業PMI 中國財新製造業PMI 馬來西亞休市	2 Friday 美國非農就業 美國失業率 美國密西根大學市場氣氛 美國耐久財訂單
-------------------------------------	---	---	---	---

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