



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年3月15日

# 投資研究週報

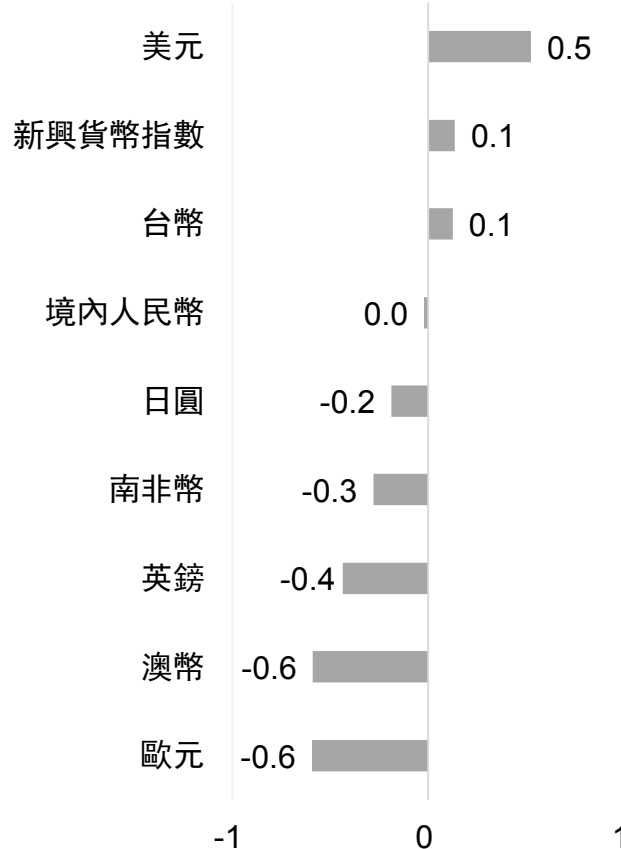
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

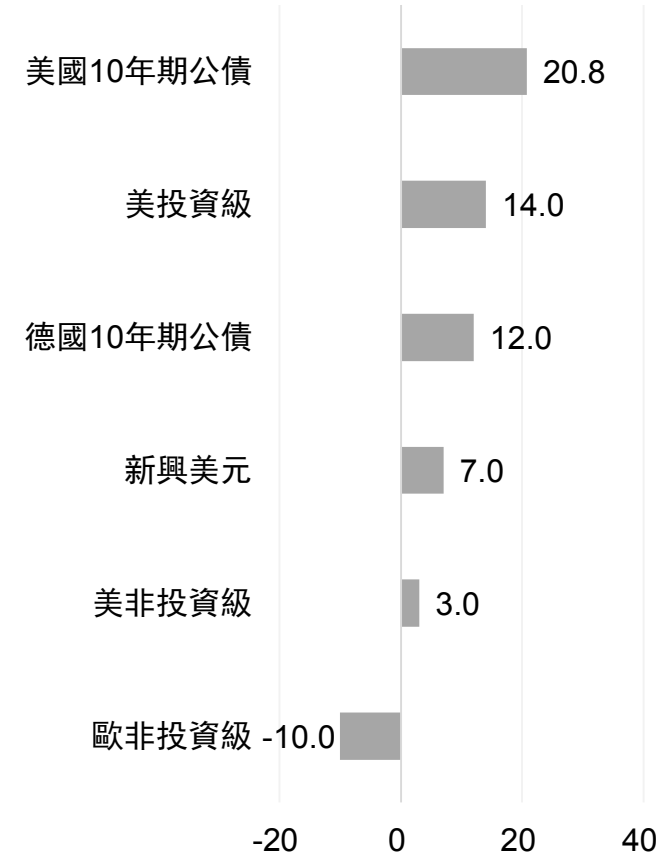
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/3/17- 2023/3/14。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) 基本面：美國2月經濟數據喜憂參半，非農新增就業崗位反彈，但失業率走揚顯示就業市場有所降溫；2月CPI與PPI降幅不如預期，考量核心通膨維持下行趨勢，對Fed貨幣政策的影響性有限。
- 2) FOMC Preview：Fed 3月料維持政策利率不變，點陣圖保持全年3碼空間，6月仍有望展開降息。
- 3) 中國社融：2月CPI增速雖回到正成長，但社融顯示民間投資意願仍顯低迷，走出通縮言之尚早。

### 2. 後續看點

- 日本央行會議(3/19)：「春鬥」勞資談判傳捷報，政策收緊時點尚難抵定，但調整方向漸漸明朗。
- 台灣央行理監事會(3/21)：央行擔憂通膨預期，料維持政策利率不變，關注房市信用管制是否調整。

## 策略思維

1. 股市：製造業逐步回溫，加上企業獲利改善，有利多頭行情延續，但股市漲多回檔壓力浮現，追高宜慎。
2. 債市：金融情勢放寬下，Fed官員保守口吻使殖利率高位震盪，惟長線下行趨勢不變，回彈宜增持部位。
3. 匯市：政策節奏差異牽引美元趨貶，惟短線降息預期降溫支撐美元指數；基本面改善有利台幣長線走勢。

## 總經 | 非農數據喜憂參半，就業市場強勁但緩步降溫

美國2月就業報告喜憂參半，非農新增就業崗位為27.5萬，超出市場預估值19.8萬，也高於1月修正後的22.9萬，加上1月的職缺/失業人數重新回到1.4的高水位，就業市場整體保持穩健。

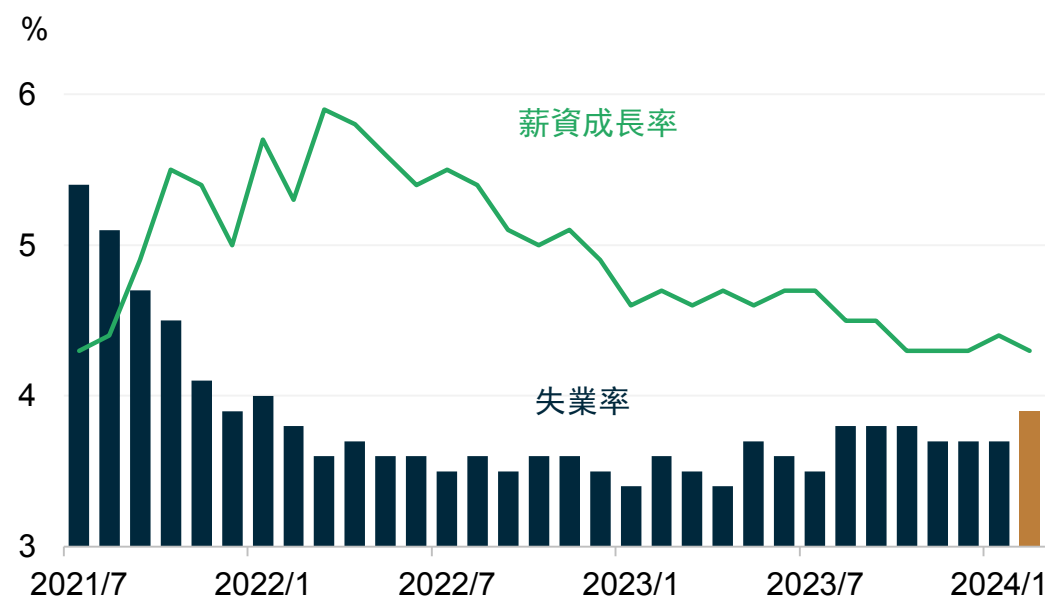
然而，儘管新增就業崗位優於預期，但勞動力市場也顯現出不少放緩的跡象：1) 2023年12月以及今年1月的新增就業崗位數據都遭到下修，1月數據從35.3萬大幅下調到22.9萬，顯示1月數據並不如原先預期強勁。2) 家庭調查數據顯示，失業率從3.7%升至3.9%，失業人口從612萬上升至646萬。3) 平均時薪增速回落。

### 2月非農新增崗位上揚至27.5萬



資料來源：Bloomberg。

### 失業率從3.7%意外上升至3.9%



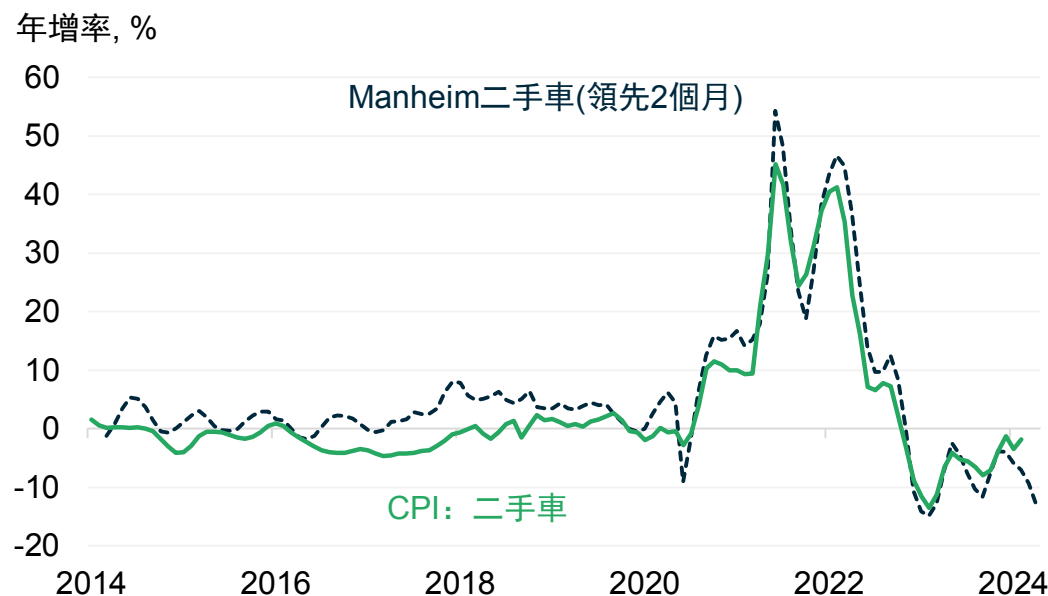
資料來源：Bloomberg。

## 總經 | CPI與PPI高於市場預期, 考量服務價格增速回落, 核心通膨料延續下行

受到食品與能源價格上漲影響, 美國2月PPI年增1.6%, 明顯高於市場預期, 另一方面, Headline CPI年增率3.2%, 核心CPI年增率3.8%, 整體物價下滑速度放緩。然而, 從結構上來看, 核心通膨與1月有所不同, 本次商品價格的影響高於服務價格, 二手車價的月增率從-3.4%回彈至0.5%。在房屋租金增速回落下, 核心服務的月增速從0.7%下滑至0.5%, 上月明顯上升的醫療服務價格同樣出現滑落。

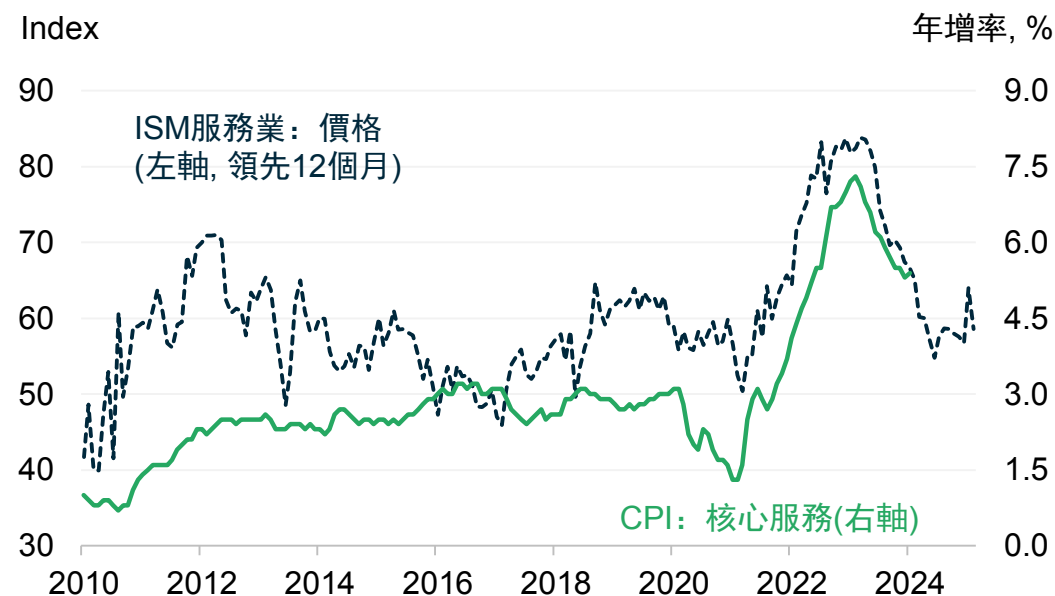
考量市場上的二手車價增速仍在谷底, 2月商品通膨的走勢有望回落, 薪資增速與服務PMI價格分項都呈現下行, 預期核心通膨將保持降溫態勢, 總結來說, 本次通膨數據應不致改變聯準會寬鬆意向。

### 二手車價反彈, 但降溫趨勢不致反轉



資料來源: Bloomberg。

### 核心服務通膨有望保持下行



資料來源: Bloomberg。

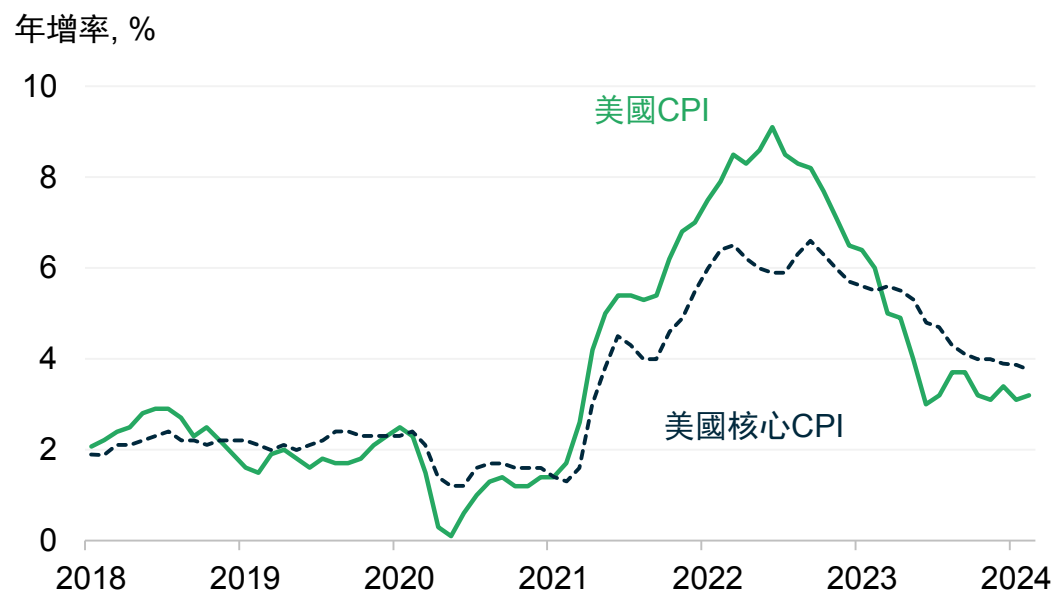


# FOMC前瞻 | 預計3月維持利率不變, 關注利率點陣圖、經濟預測、以及是否討論放緩縮表速度

下週將召開3月FOMC會議, 市場關注: 1)聯邦基金利率, 預計維持5.25%~5.50%區間不變; 2)Fed對未來經濟的展望: 公布利率點陣圖、經濟數據預測, 預計點陣圖保持2024年降3碼的空間; 3)委員們對於放緩縮表(QT)速度上是否有更進一步的討論; 4) 主席鮑爾會後記者會的發言。

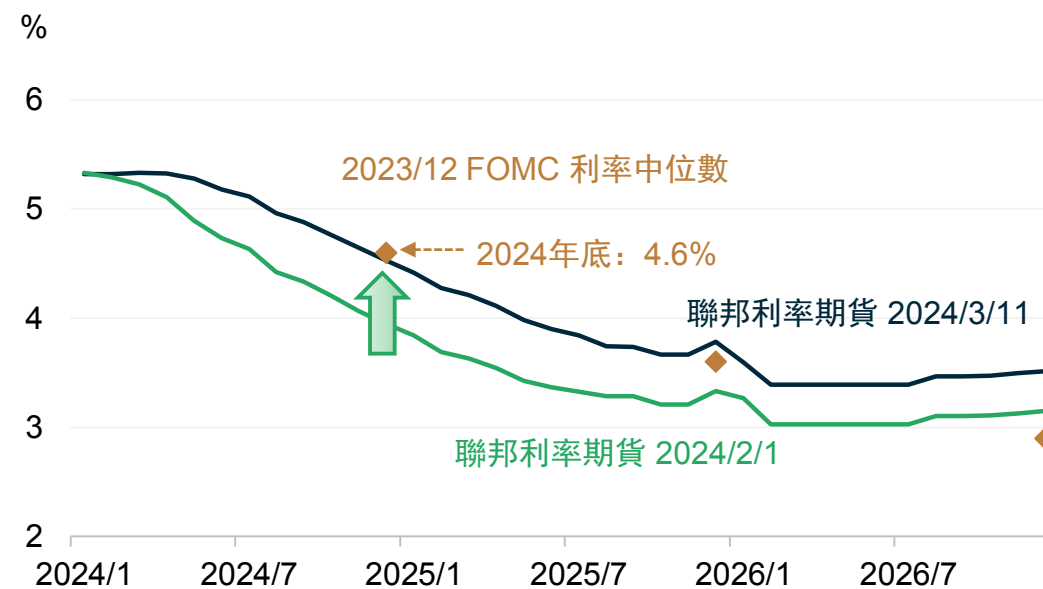
以近期的經濟指標來看, 雖通膨持續放緩, 但降幅仍不及預期, 加上Fed主席鮑爾表示: 「今年將會調降利率, 但在對通膨更有信心前, 不急於降息」, 使得市場對首次降息時間點的預測不斷延後。根據聯邦利率期貨顯示, 降息幅度較1月FOMC會議後有所收斂, **目前預期6月以後才有望降息, 全年有3碼的降息空間, 與去年12月FOMC點陣圖路徑相似, 因此預期本次利率中位數保持不變。**

## 通膨降速放緩, 恐影響Fed降息步伐



資料來源: Bloomberg。

## 預計3月點陣圖保持全年降息3碼不變



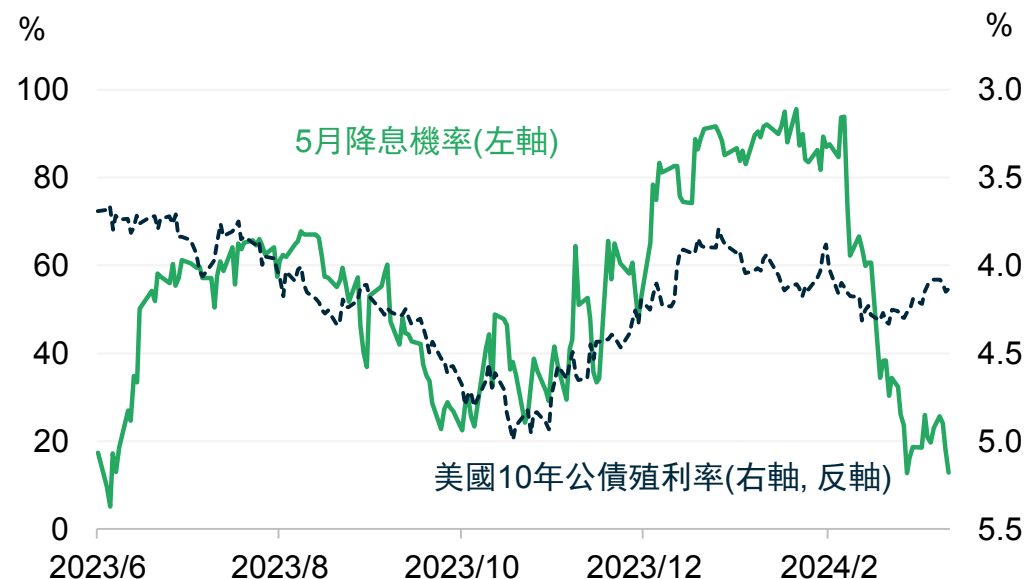
資料來源: Bloomberg。

# 美債 美國核心CPI降幅未達預期、就業數據持穩, 支持公債殖利率高位震盪格局

近期經濟指標顯示美國總經環境正逐步緩降, 但整體而言仍相對強勁。1)通膨: 美國2月CPI年增率上升至3.2%, 主要受到能源價格上漲的帶動, **核心CPI則下降至3.8%**, 整體而言, **核心通膨確實在緩步朝Fed目標邁進, 但降幅不如市場預期**。2)就業: 雖失業率由3.7%升至3.9%, 然而2月非農報告新增27萬人超出預期, 勞動市場依舊保持穩定。**經濟數據的穩健強化了市場對6月以後才將降息的臆測, 帶動公債殖利率升至4.2%上方**。

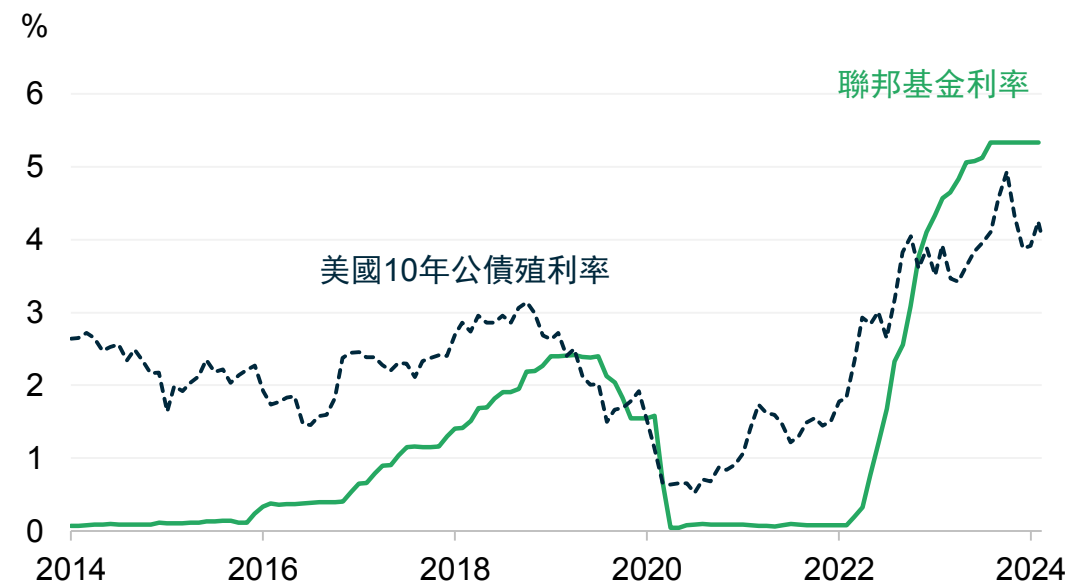
債市策略上, 短線待Fed釋出明確降息訊號前, 研判公債殖利率將維持在4%以上的高位震盪, 投資人宜把握高利環境的尾聲, 鎖住高利率以追求長期穩定現金流; 未來待降息幅度擴大後, 公債殖利率走勢轉為下行, 債券持有人將有獲取資本利得的空間。

經濟數據穩健, 預計6月以後才有望降息



資料來源: Bloomberg, CME FedWatch。

高利環境尾聲下, 公債殖利率維持高位震盪格局



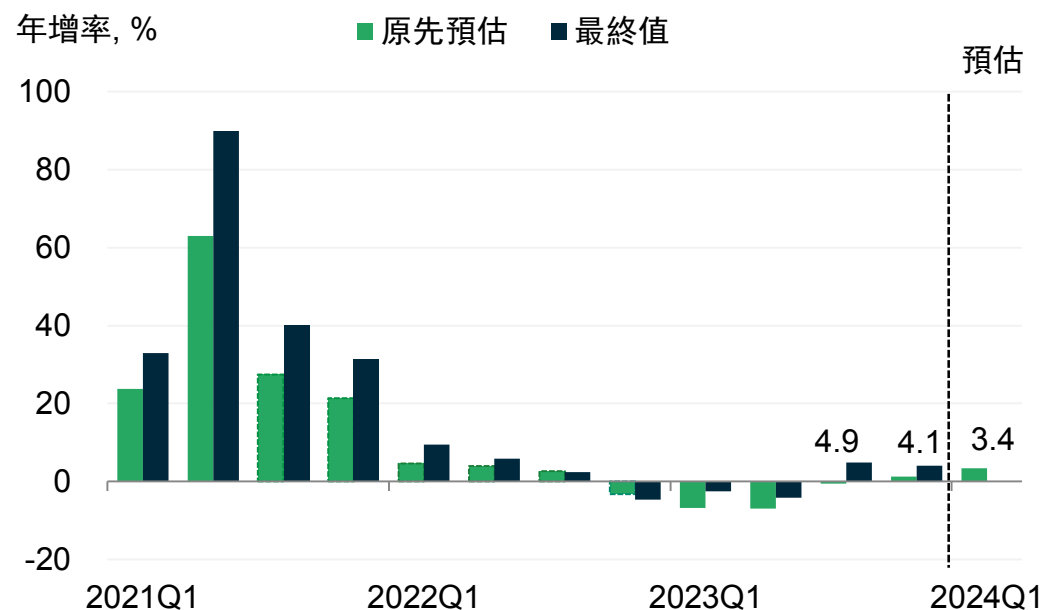
資料來源: Bloomberg。

# 美股 景氣持續改善, 但利率反彈為股市拉回的潛在壓力

美國去年Q4財報落幕, 整體而言, 企業獲利年增4.1%, 達成連2季成長的目標, 同時, 預期今年Q1獲利也可望成長3.4%。此外, 就上季財報而言, 隨著景氣面的改善, 提及衰退的企業家數持續下降, 從2022年Q2的高峰237家, 降至目前的47家, 衰退風險下滑、獲利成長將提供股市下方支撐。

不過, 近期科技巨頭的股價浮現見高回落的跡象, 包括蘋果iPhone今年以來銷售下滑, 使股價下跌11%, Tesla的電動車面臨中國的競爭, 股價重挫30%。加上目前標普500指數前瞻本益比攀上21倍, 隨著美國10年期公債殖利率重新站回4.2%, 可能構成股市漲多拉回壓力, 惟大環境企業獲利與景氣轉佳, 操作上可趁大盤回檔分批建置部位。

## 景氣衰退風險下滑, 企業獲利持續升溫



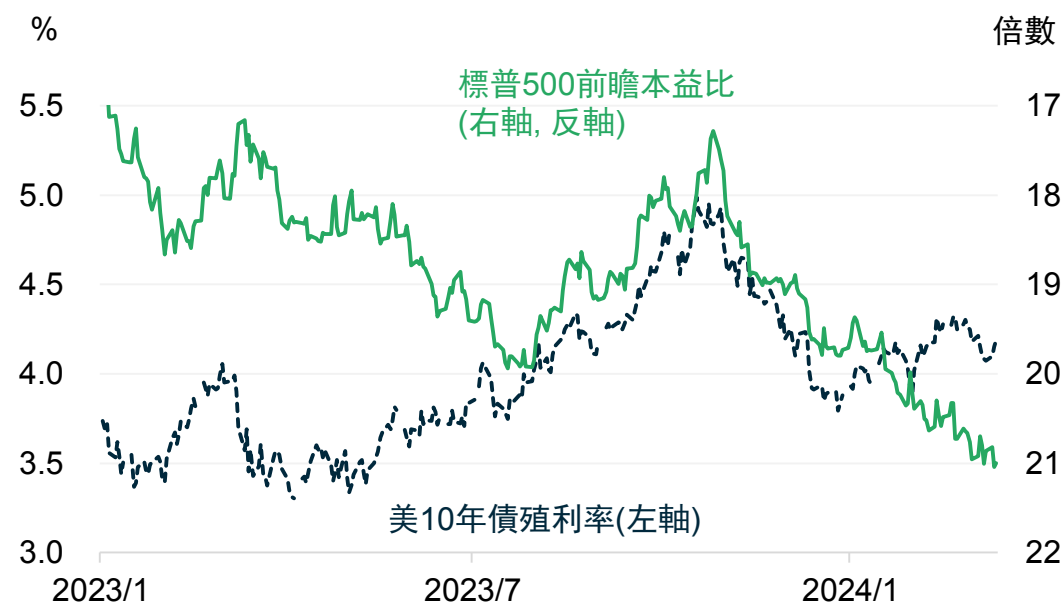
註: 預估值為Factset統計分析師預估均值。

資料來源: Factset。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

## 利率反彈恐構成股市漲多拉回壓力



資料來源: Bloomberg。



# 科技 AI 5打敗7巨頭？半導體重要性將更加提升

美股創新高，主要是由科技股帶動，大家熟知的「7巨頭」，或科技7雄，近期表現卻出現分化，特別是蘋果和特斯拉，雙雙因為中國銷售下滑而挫低，相對於因為生成式AI爆紅，股價大漲衍生而來的「AI 5」-輝達、微軟、超微、台積電、博通，股價表現明顯落居下風，**資金的移動上也將更為聚焦受惠AI而能大幅成長的產業及企業**，例如近期輝達黃仁勳點出AI伺服器將全面採用水冷式散熱設計，就推動相關類股大漲。

AI投資方興未艾，以微軟、谷歌為首的4大雲端服務廠商，看到生成式AI帶來的龐大商機，紛紛拉高資本支出，2024年預估達1700億美元，年增14.4%，2025年更進一步提高至2000億美元，顯示在運算需求上千倍甚至像黃仁勳所說的「上百萬倍」成長的同時，半導體景氣也會優先被帶動走揚。

## 生成式AI火熱, AI 5表現更勝科技7雄

市值標準化, 2021/2=100



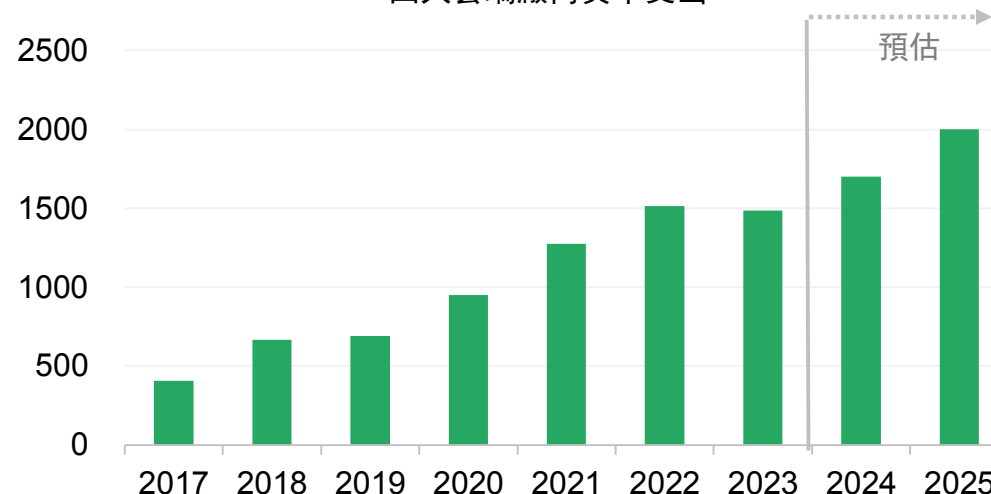
註：科技7雄採蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta、輝達、特斯拉市值合計；AI 5採輝達、微軟、AMD、台積電、博通市值合計。

資料來源：Bloomberg。

## 雲端資本支出增, 半導體景氣續揚

億美元

■ 四大雲端廠商資本支出



註：取微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等4家公司總和。預估值取自富國銀行。

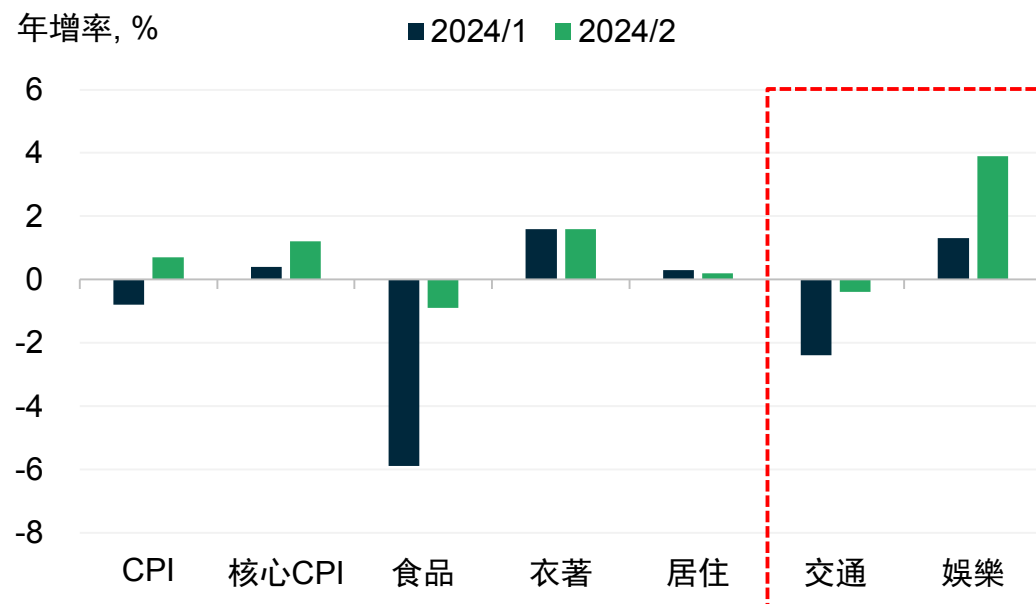
資料來源：富國銀行研究所, Bloomberg。

# 中國 春節效應推升2月CPI反彈, 但企業信心不足下, 擺脫通縮仍待觀察

近期部份中國數據有所改善, 在美國與東協國家帶動下, 出口年增7.1%優於市場預期, 與此同時, 中國CPI年增率出現6個月以來首次正成長。2月CPI增速從-0.8%上升至0.7%, 核心CPI增速也從0.4%升至1.2%, 一方面近期能源價格反彈, 使汽油等燃料價格增加, 更重要的是, 去年與今年春節錯位, 導致食品與出遊需求較去年同期大幅增加, 隨著春節假期結束, 通膨增速預期將會回落。

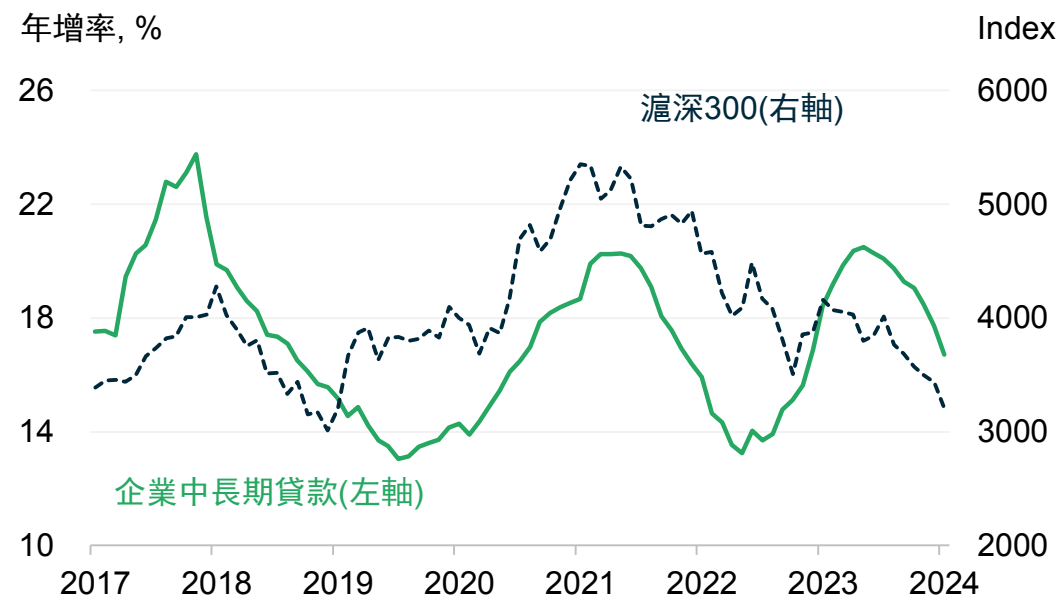
即便通膨反彈, 但社融數據改善有限, 顯示民間投資意願偏弱, 加上房地產銷售狀況仍處低位, 經濟快速擺脫通縮機會不高。展望方面, 短期官方護盤或難以扭轉大盤格局, 數據改善的延續性有待觀察, 境內外股市維持中性看待, 待景氣上行趨勢確立, 多頭格局才有望成形。

## 春節出遊推升2月CPI重回正成長



資料來源: Wind。

## 企業貸款投資意願仍待恢復



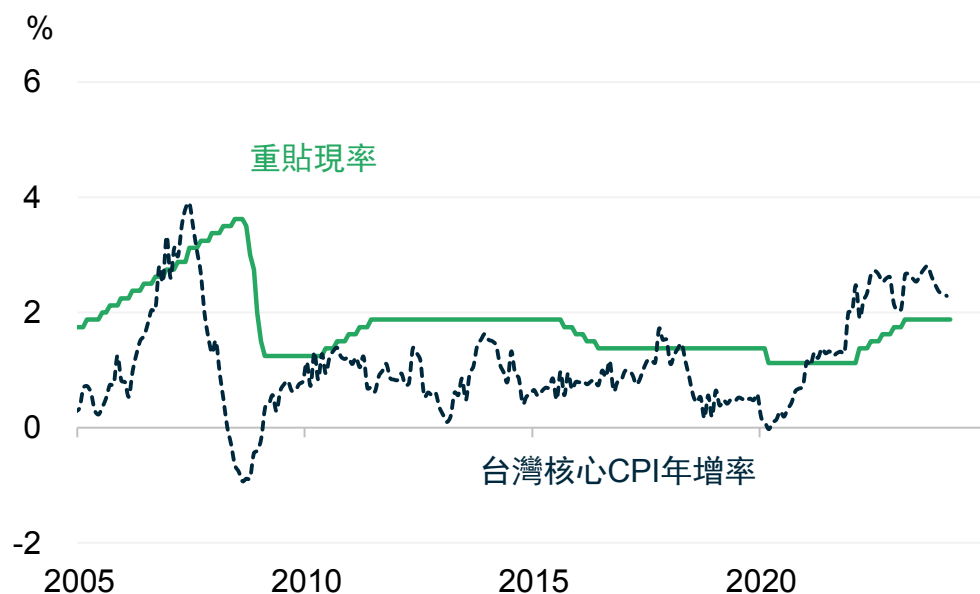
資料來源: Wind。

# 台灣央行 通膨仍是考量, 預期央行維持政策利率不變

本次理監事會觀察重點有二：1)政策利率方面，預期理監事會議將維持利率不變。原因在於，雖預期國內通膨將較去年緩步回降，但目前絕對水準仍舊偏高，加上總裁楊金龍在3/14立法院表示，由於電價與掛號費未來可能調漲，擔心民眾可能產生通膨預期心理，暗示不會過早考慮降息選項。2) 央行是否跟進財政部調整房市管制則是另一重點，有鑑於1月底銀行不動產貸款佔比攀高，楊金龍總裁也強調，不動產信用管制會滾動式檢討，相關措施不會到此為止。

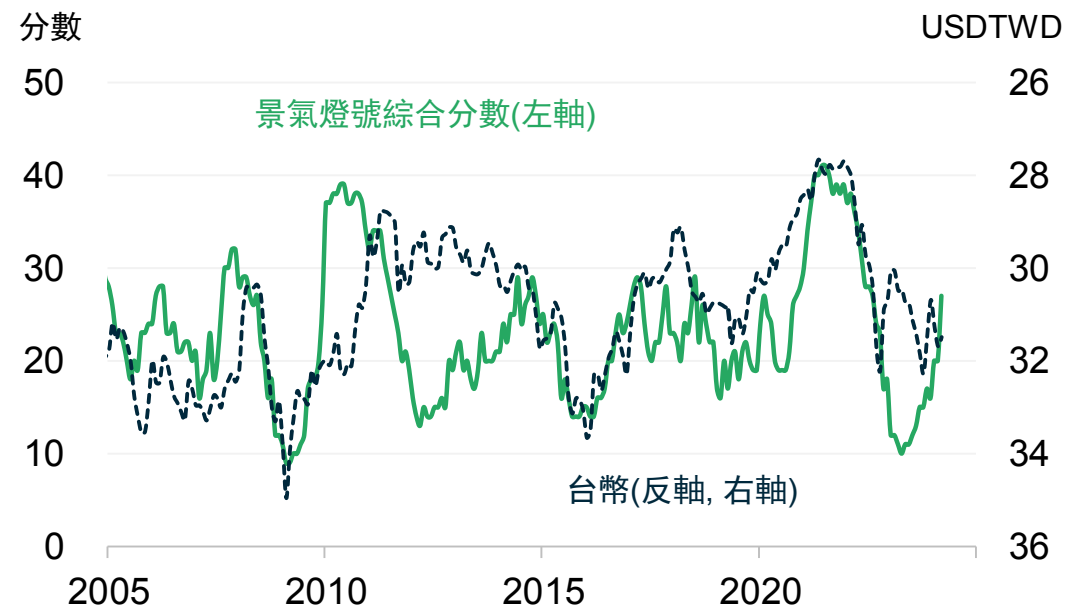
匯價方面，庫存循環與基本面改善有利台幣匯價，惟美債殖利率仍高，吸引國人對美債買盤，使台幣不至出現2022年大幅升值的情況。

## 台灣政策利率與通膨走勢



資料來源：Bloomberg。

## 景氣對策綜合分數與台幣匯價



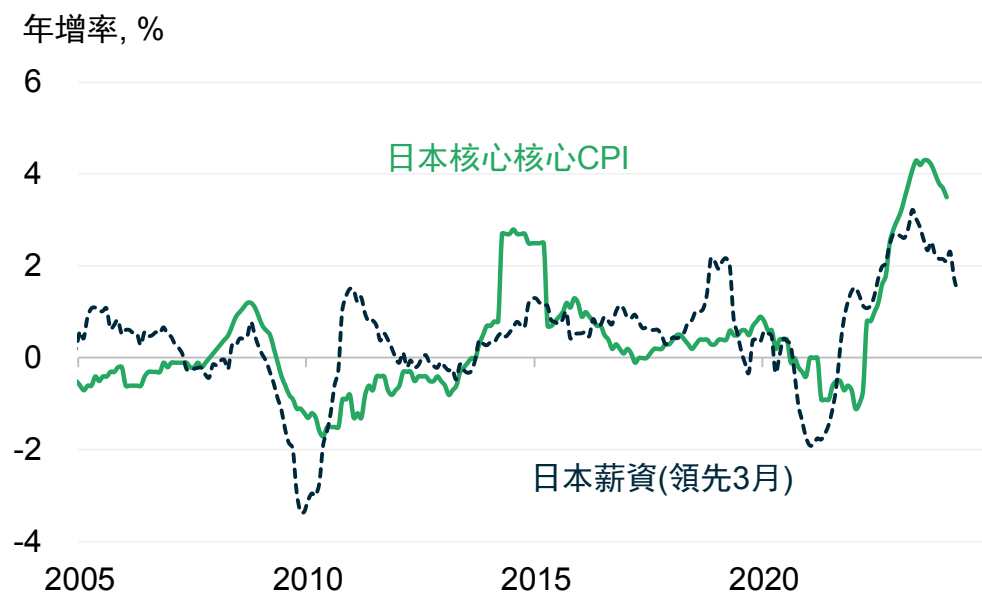
資料來源：Bloomberg。

# 日本央行 春鬥傳出佳音, 雖然政策收緊時點尚難抵定, 但調整方向漸漸明朗

貨幣政策：1)政策利率-0.1%、10年期日本公債殖利率目標0%不變；2)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)、商業票據與公司債上限不變。其中YCC可能終止, 改採購買公債, 以**控量取代控價**的作為取代。主要原因在於, 日本央行(BOJ)聚焦的日本「春鬥」勞資談判結果即將出爐, 目前已結束談判的大型日本企業如豐田汽車、日產汽車、三菱重工等都同意工會加薪要求, **市場預期今年薪資調幅可能上看5%**, 大幅高於去年3.6%水準。

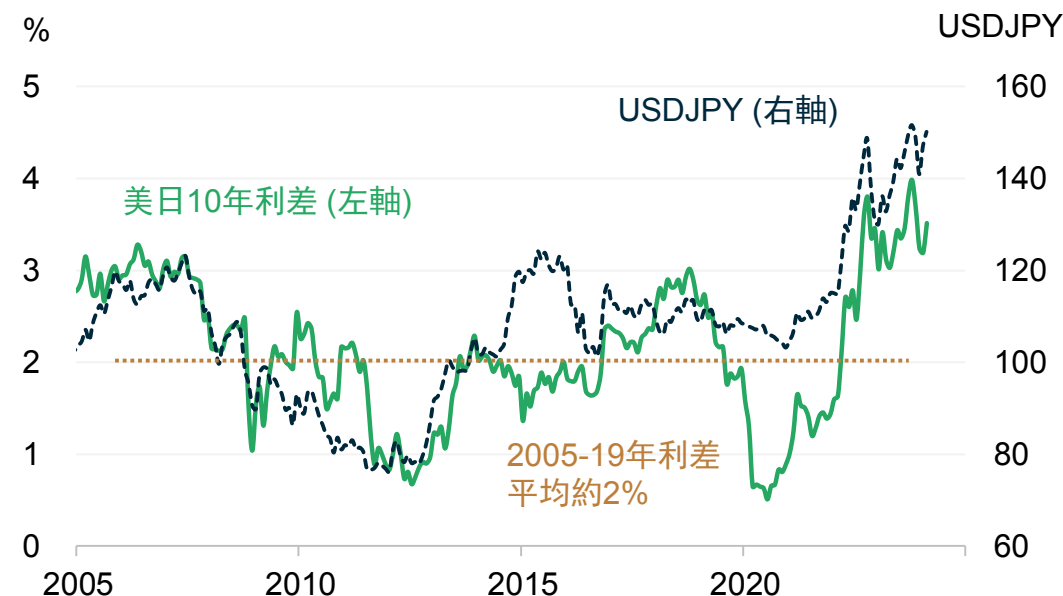
匯價方面, BOJ政策緊縮時點雖尚難抵定, 但往緊縮的方向不變, 有利美日利差縮窄, 日幣長線趨升。

## 日本通膨與薪資年增率走勢



資料來源: Bloomberg。

## 美日利差與日幣匯價走勢



資料來源: Bloomberg。

Mar 2024

18	Monday	19	Tuesday	20	Wednesday	21	Thursday	22	Friday
歐元區CPI 中國經濟數據 日本核心機器訂單		日本央行 德國ZEW 日本工業生產		台灣外銷訂單 歐元區消費者信心 日本休市		FOMC 台灣央行 英國央行 美、歐、日PMI		日本CPI 德國IFO 台灣失業率	

## 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