



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

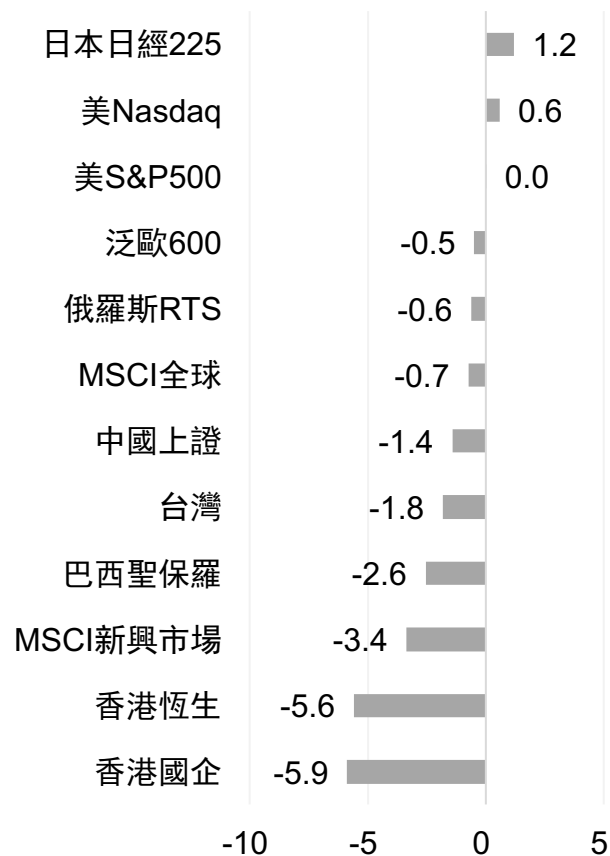
2024年1月19日

# 投資研究週報

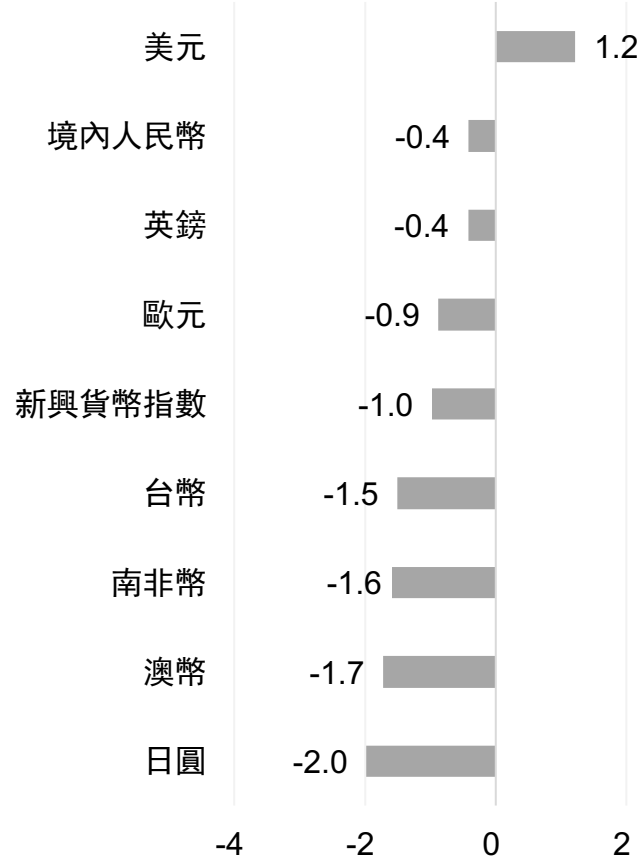
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

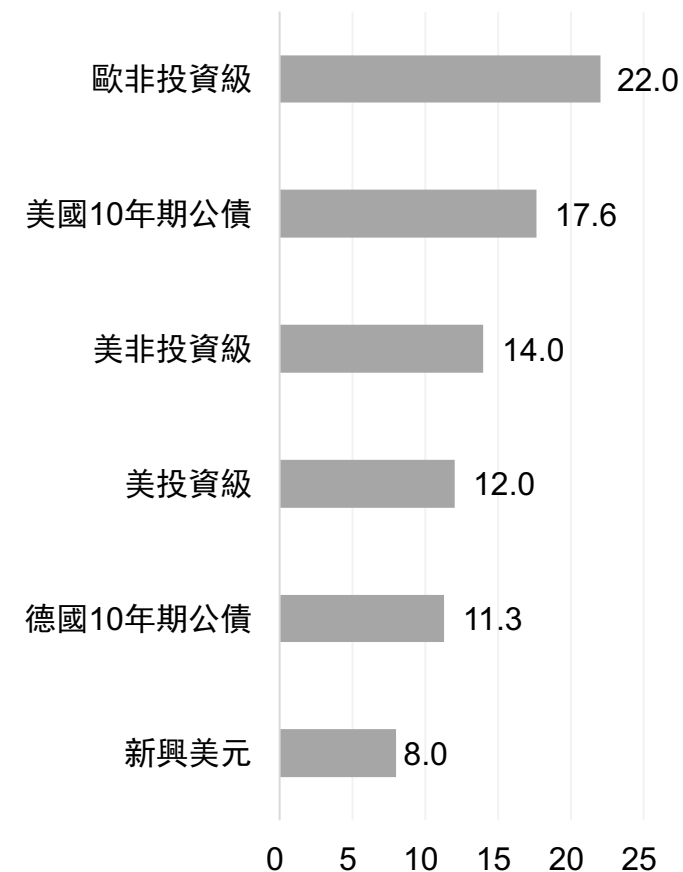
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/1/11- 2024/1/18。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場回顧：

- 1) 台積電法說會：毛利率與EPS雙雙優於預期，營收有望逐季成長，股價再度登上600大關。
- 2) 新興市場緣何大幅震盪？
  - 美國去年12月就業與消費展現韌性，官員也試圖淡化3月降息預期，美國雙率連袂走升。
  - 紅海衝突持續加劇，加上地緣風險蔓延東亞，新興市場一度遭逢賣壓，股匯市大幅擺盪。
  - 中國GDP數據達標，但需求與信心面仍顯低迷，加上降息期待落空，陸港股市展望保守。

### 2. 後續看點

- 歐、日央行會議前瞻：歐洲央行預期保持政策不變；BOJ貨幣政策收緊靜待春鬥談判結果。
- 科技龍頭財報：德州儀器1/21、微軟1/24、英特爾1/26、蘋果2/2。

## 策略思維

1. **股市**：3月降息期待降溫，利率走揚使股市震盪回調，但企業獲利逐步升溫下，拉回仍視為布局契機。
2. **債市**：美債利率長線偏下方向不變，美國發債企業基本面逐步回穩，應把握高利環境尾聲增持債券。
3. **匯市**：官員淡化3月降息預期，美元短線反彈不改長線下行趨勢；出口增速回升，台幣長線偏升看待。

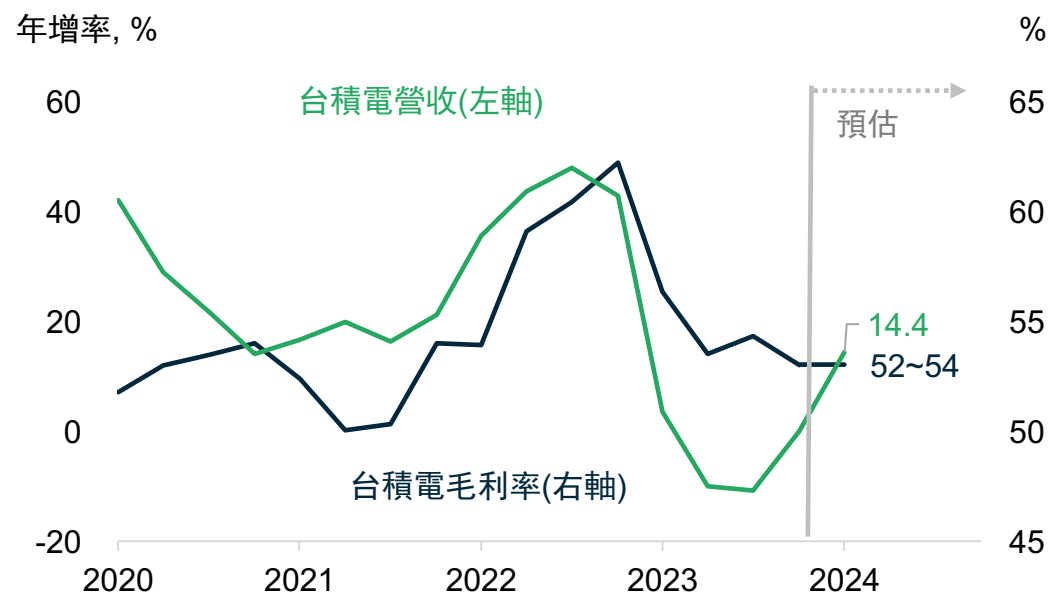


## 半導體谷底確立，台積電法說報喜助攻股價重登600大關

台積電去年Q4財報繳出毛利率53%、EPS 9.2元成績單，雙雙優於預期，其中先進製程(7奈米以下)在蘋果3奈米晶片助威下，比重大幅提高至67%，雖然3奈米在量產初期對毛利率有負面影響，但**台積電在先進製程保持領先地位，將確保未來獲利維持高速成長。進入Q1淡季，台積電預估營收將季減6%，毛利率則維持在52~54%；而受惠半導體景氣翻揚，營收有望逐季成長。**同時，台積電也公布2024年資本支出將維持在280~320億美元。

受惠AI晶片需求爆發，HPC維持高速成長，加上消費電子換機潮有望在未來1~2年出現，**台積電看好今年營收恢復成長，且毛利率有望長期維持在公司目標53%水準，基本面走強將對股價形成強勁支撐，台積電股價自2022年初後，重新登上600大關。**

### 台積電預期今年營收逐季成長，毛利率維持高檔



註：預估值為台積電法說會資料。

資料來源：台積電。

### 台積電維持高額資本支出以達到長期20%複合成長率



資料來源：台積電。



## 降息行情暫時告歇，亞幣同步走貶；外資由買超轉為賣超，帶動台幣近期趨貶

題材面：自從去年10月底以來，國際市場對聯準會降息期待日益熾盛，帶動去年底一波資金行情湧入亞洲，亞洲匯市大多同步走升；惟台灣大選之後出現轉折，肇因於聯準會理事華勒 (Christopher Waller) 等官員淡化3月降息預期，美債殖利率反彈，外資由買超轉為賣超，帶動台幣近期走勢趨貶。

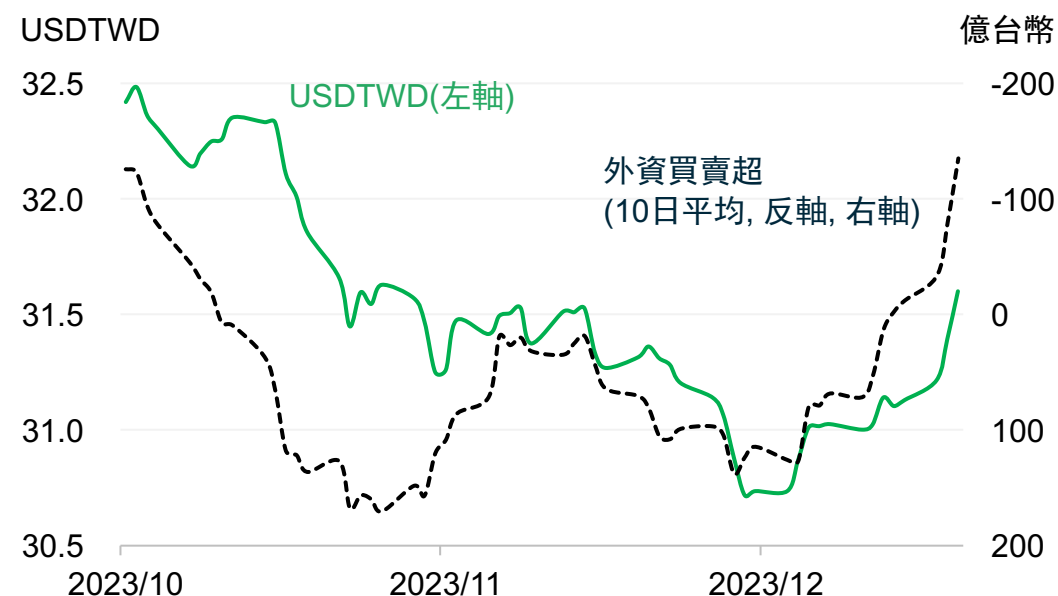
台幣匯價：雖然年前市場積極預期今明兩年Fed的降息幅度，帶動台幣走升。但依聯準會去年12月點陣圖推估，台幣快速升值確有過熱之虞，因此，降息預期稍有降溫，台幣也隨之回貶。後市來看，外資連4日大幅賣超後，1/19旋即回補802億，短線台幣隨市場氛圍擺盪，長線在出口逐步回升下，匯價偏升看待。

### 降息行情暫時告歇，亞幣同步走貶

	去年10月底至台灣大選前	台灣大選後至1/18
10年美債殖利率	-99bps	20.3bps
DXY	-4.0%	1.1%
日幣	4.5%	-2.3%
人民幣	2.0%	-0.4%
韓圀	2.8%	-1.9%
台幣	3.9%	-1.5%

資料來源：Bloomberg。

### 外資年初以來由買超轉為賣超，帶動台幣走貶



資料來源：Bloomberg。



## 經濟數據展現韌性，官員意圖淡化3月降息預期，美國雙率連袂回升

美國去年11月PCE數據低於預期，引發市場一度預期今年降息幅度高達7碼，遠超聯準會點陣圖預估值。然而，隨著去年12月經濟數據公布，勞動力市場依舊穩健，非農新增崗位與失業率數字亮眼，核心零售銷售(控制組)月增率更是反彈至0.8%，更重要的是，Waller、Bostic等聯準會官員接連對外發言，試圖淡化投資人對3月降息預期，使市場預估的3月降息機率從9成降至6成以下。

就業與消費數據穩健，加上聯準會官員意圖3月降息預期降溫，同步推升美債殖利率與美元走勢，美國10年期公債殖利率重新站上4%，美元指數也來到高位，成為近期新興市場波動主因之一。

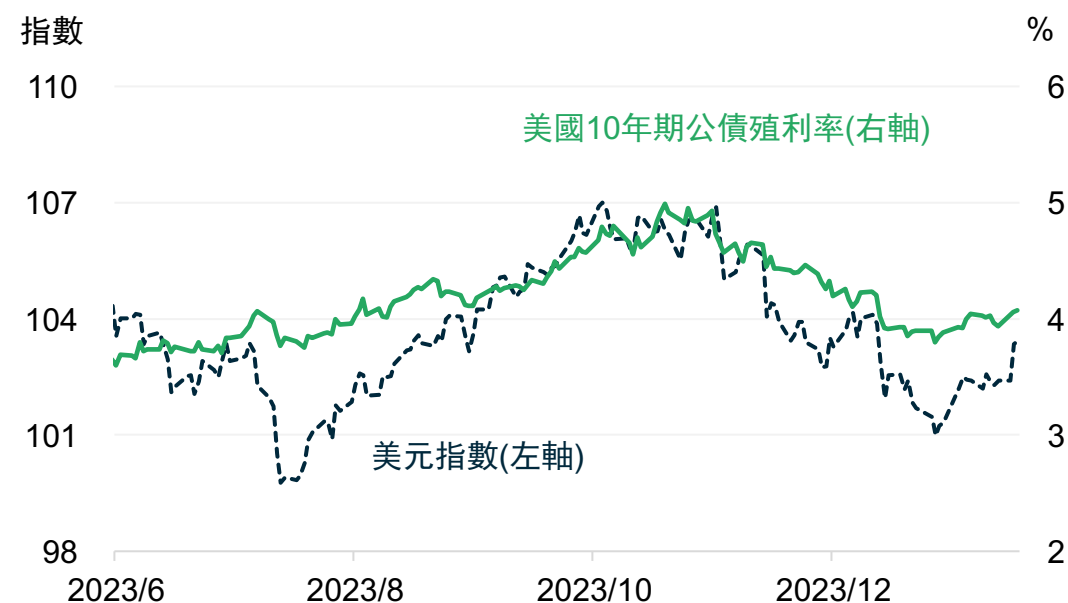
### 降息預期降溫推動10年美債利率重新站上4%



註：降息機率取FedWatch利率期貨預估值。

資料來源：Bloomberg, CME。

### 利率上揚使美元指數連袂走升



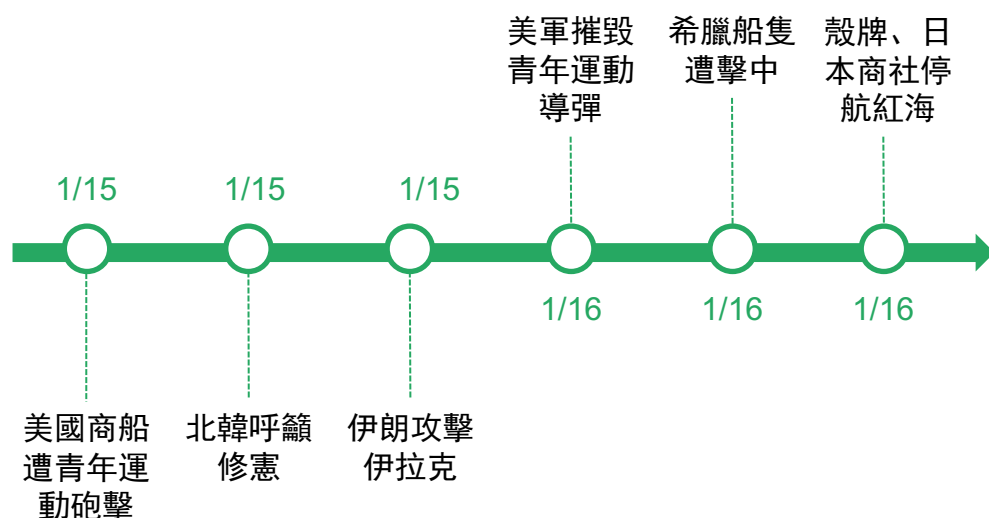
資料來源：Bloomberg。

## 中東緊張局勢升溫，地緣政治風險加劇市場震幅

除降息預期有所變化外，近期國際地緣政治風險明顯升溫，葉門青年運動組織在紅海的攻擊行動有增無減，1/15美國商船遭火箭擊中，美國隔日隨即摧毀青年運動組織飛彈，也引來希臘船隻遭波及。紅海危機有增無減，殼牌、日本航運大廠紛紛宣告暫停航經紅海，使得航運價格持續暴漲，上海到鹿特丹的40呎貨櫃價格從1000美元附近，已快速漲破4000美元。

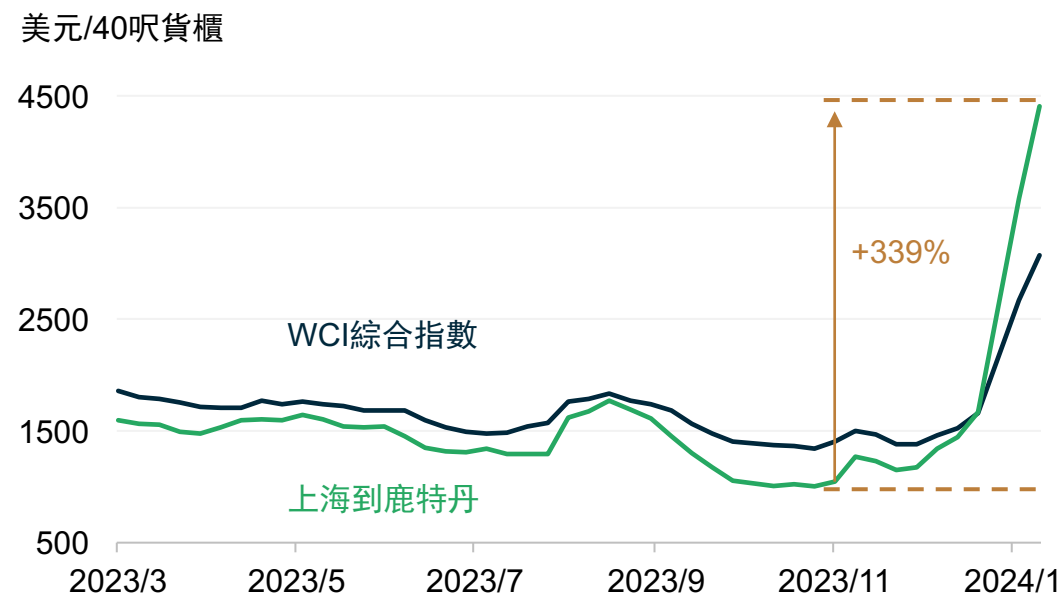
另一方面，地緣風險也蔓延至東亞地區，北韓呼籲修憲加劇朝鮮半島緊張關係、台灣選後也面臨ECFA中斷威脅，緊張情勢也讓外資一度大幅流出，短線美債利率回彈與政治不確定性偏高環境，新興市場仍存震盪回調可能。

### 近期國際多處地緣衝突升溫



資料來源：國泰世華銀行彙整。

### 地緣風險居高不下，紅海危機使航運價格暴漲



註：從2023/10月底紅海事件爆發計算。

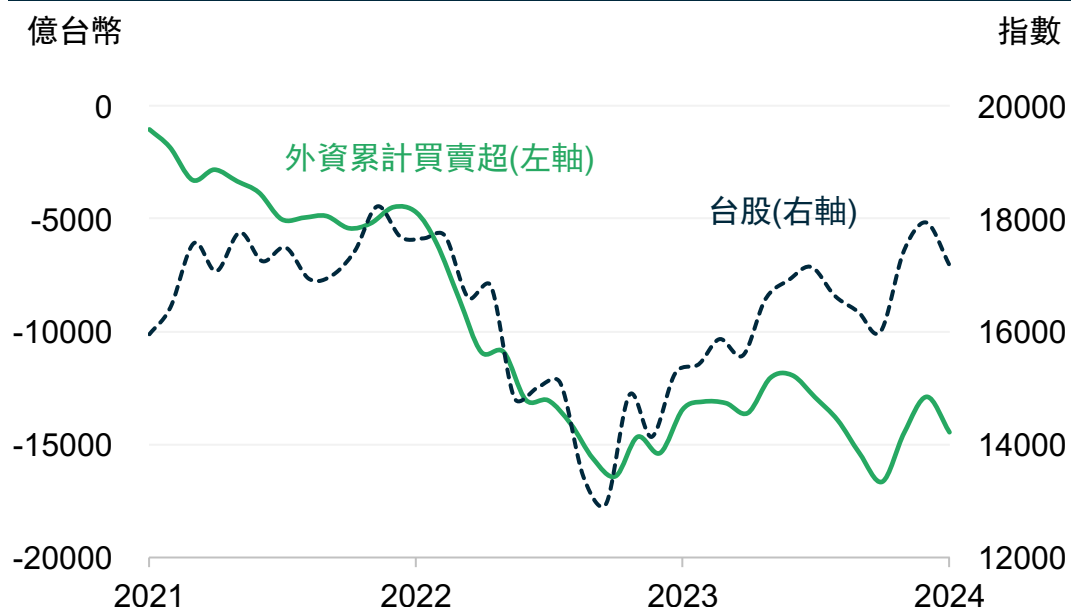
資料來源：Bloomberg。

## 元月行情豬羊變色，半導體景氣復甦支撐台股表現

台股歷經去年11、12月連兩月大漲，外資大幅買超功不可沒，不過2024年一開年，外資買賣波動明顯加劇，繼1/16、1/17連續大舉賣超台股451、782億元，幾乎將去年12月買超金額全數回吐後，1/19台積電法說會後隨即買超802億。

由於紅海危機、兩韓緊張關係似有升溫趨勢，對於供應鏈穩定及風險氣氛都造成影響，再加上距離農曆年封關僅11個交易日，台股獲利了結賣壓將主導近期盤勢，不過由於**半導體景氣2024年將走向復甦**，對於台灣出口佔比高達4成的半導體類產品有利，且AI族群預料將受惠AI PC、AI手機等趨勢新品，台積電法說也進一步強化半導體回升趨勢，年關前指數拉回將是不錯布局時點。

### 外資變臉，台股今年來一度跌逾7百點



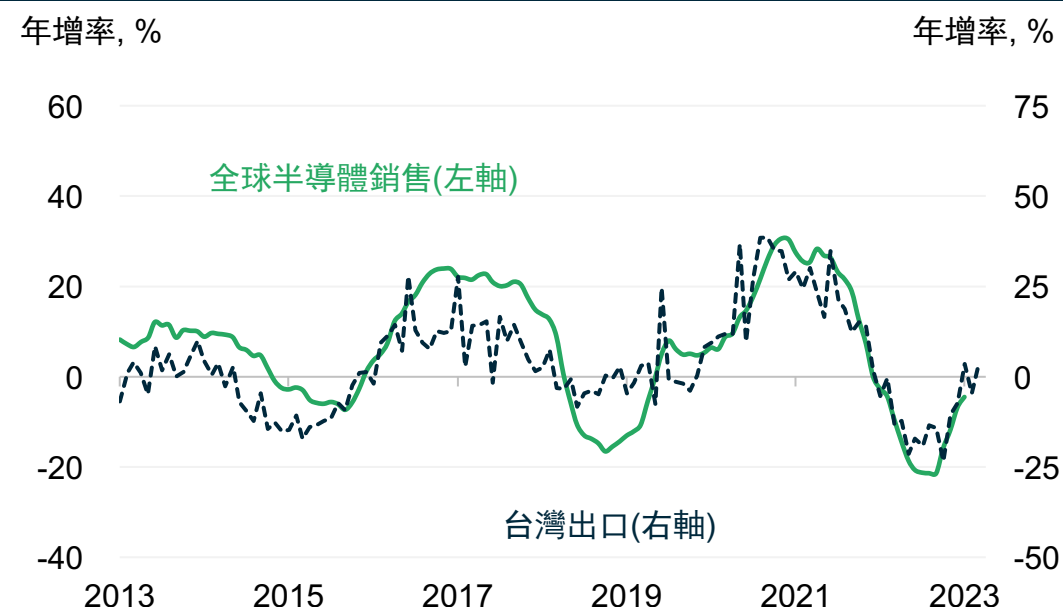
註：外資累計買賣超統計自2021/1以來資料。

資料來源：Bloomberg。



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

### 台灣基本面隨全球半導體景氣走揚



資料來源：Bloomberg。



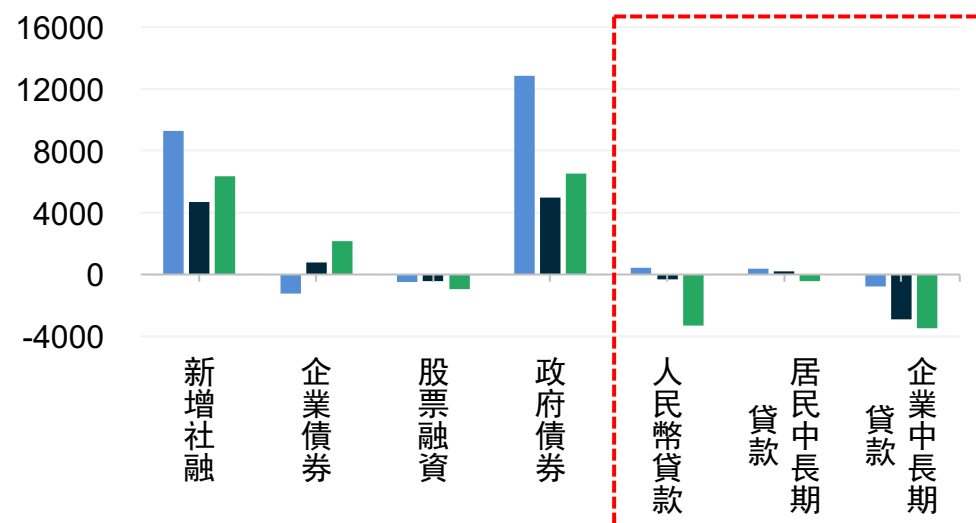
# 中國 GDP雖順利達標, 但需求不足狀況改善有限

中國2023年重要經濟數據公布, 2023年GDP成長率5.2%符合市場預期, 儘管順利達成官方年度目標, 但是從去年12月多項數據來看, 如: 1)房市景氣疲弱, 房地產開發投資增速持續下滑; 2)CPI與PPI負成長, 通縮狀況延續; 3)社融結構不佳, 近三個月新增社融都由政府發債推動, 民間貸款意願低迷, 皆顯示景氣並未明顯改善。

流動性陷阱環境中, 企業與民眾貸款意願低迷, 導致央行釋出的資金活水多數滯留於銀行體系, 因此政策轉由財政主導, 除了去年12月針對爛尾樓與基礎建設的抵押補充貸款(PSL)重啟投放, 也傳出將發行1兆特別國債以加強財政力道。

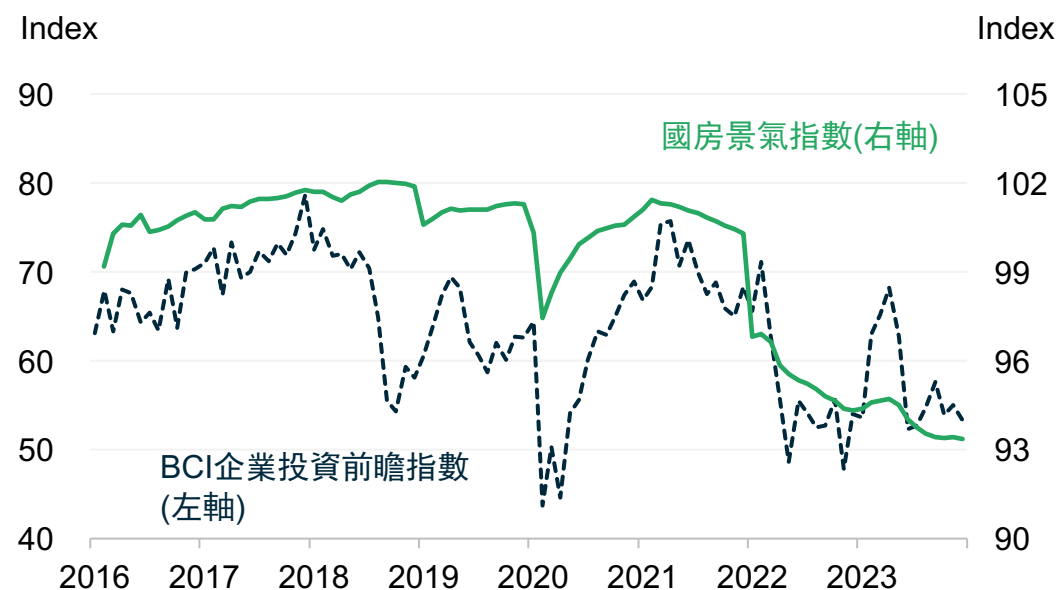
## 社融結構不佳, 國內需求延續低迷

與去年同期差值, 億人民幣 ■ 2023/10 ■ 2023/11 ■ 2023/12



資料來源: Wind。

## 企業投資與房地產的景氣不振



註: BCI指數為長江商學院對民營企業未來經營狀況的問卷調查。  
資料來源: Wind。

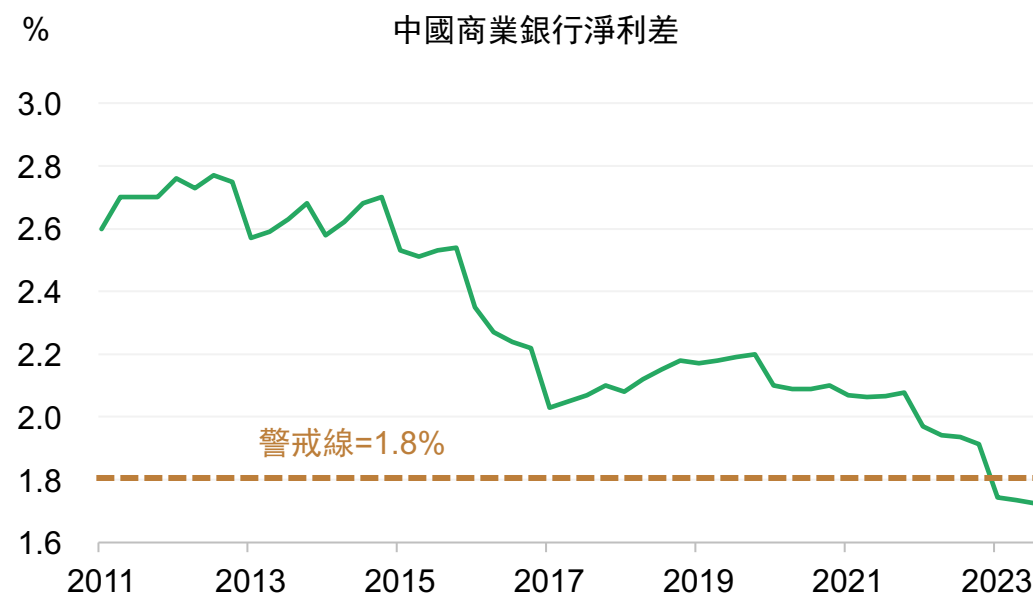
# 中國 降息期待落空增添市場賣壓，基本面困局難以扭轉，境內外股市料延續弱勢

考量房地產下行循環仍未結束，民間信心與需求低迷，預期短期內以基建為主的政策對景氣提振有限，民眾與企業需求不足的狀況愈發嚴峻，投資人也期盼官方推行更大規模的財政與貨幣政策刺激。

1/15人民銀行的MLF降息期待落空，也是近期中國股市遭逢賣壓原因之一，推測是受到商業銀行淨利差偏低影響，隨著近年銀行淨利差不斷下降，對金融穩定的擔憂限制了利率政策。然而，考量當前景氣壓力沉重，降低民眾負債成本有其必要性，預期後續降息降準機會仍高。

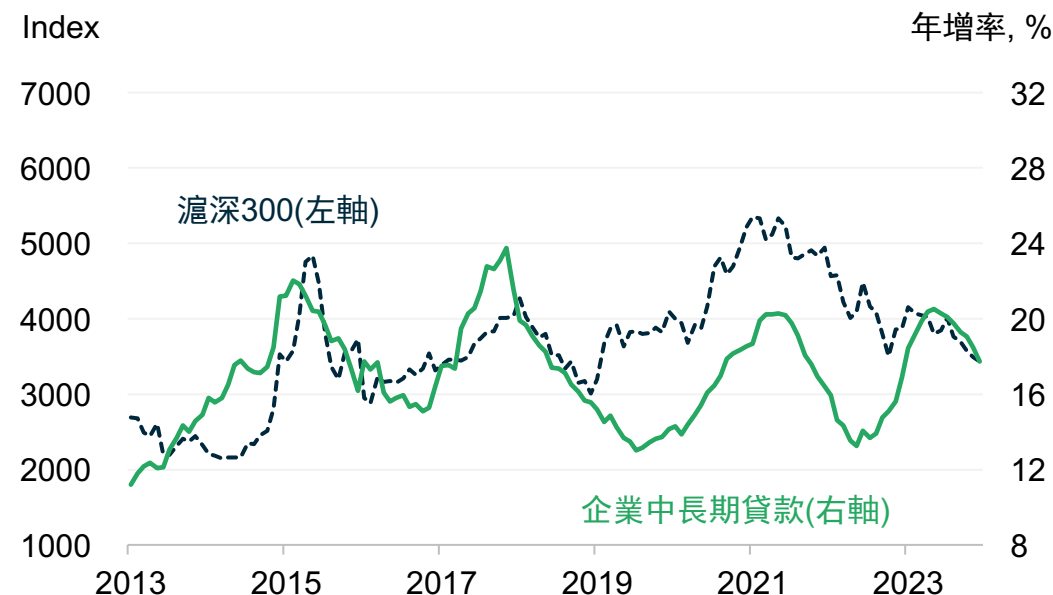
在操作面，美元走強與地緣風險使資金流出新興市場，加上基本面相對他國疲弱，中國境內A股與境外中概股走勢承壓，既有部位逢反彈宜伺機調節。

## 中國銀行業淨利差落於偏低水位



註：依市場利率訂價自律機制發布的合格審慎評估實施辦法，銀行淨利差警戒線為1.8%。  
資料來源：Wind。

## 需求與民間信心不足，股市表現承壓



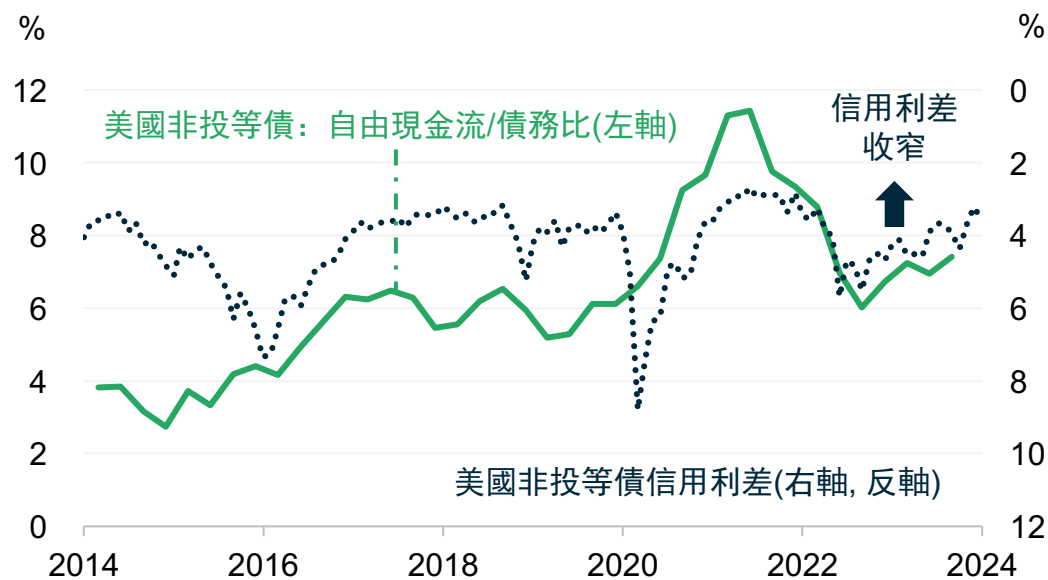
資料來源：Wind。

# 債市 隨2024年貨幣政策將放寬，發債企業基本面回穩，宜布局信用債鎖利

儘管聯準會與市場在首次降息日期的認知上仍存在分歧，然而在今年政策利率轉寬鬆的大方向明確下，**研判公債殖利率走勢長線維持下行，有助於推升債券市場報酬**。另一方面，企業基本面也有改善跡象：1)獲利能力增強，企業EBITDA利潤率逐漸升高；2)企業償債能力回升，自由現金流/債務比例走揚。**隨企業體質改善、Fed降息大方向明確下，預期信用利差將持續收窄，企業違約風險相對可控**，近期高盛釋出美國非投等債違約走勢預測，預估違約率將由2023年底的3.8%落至2024年底的3.0%，**信用風險將有望逐步降溫**。

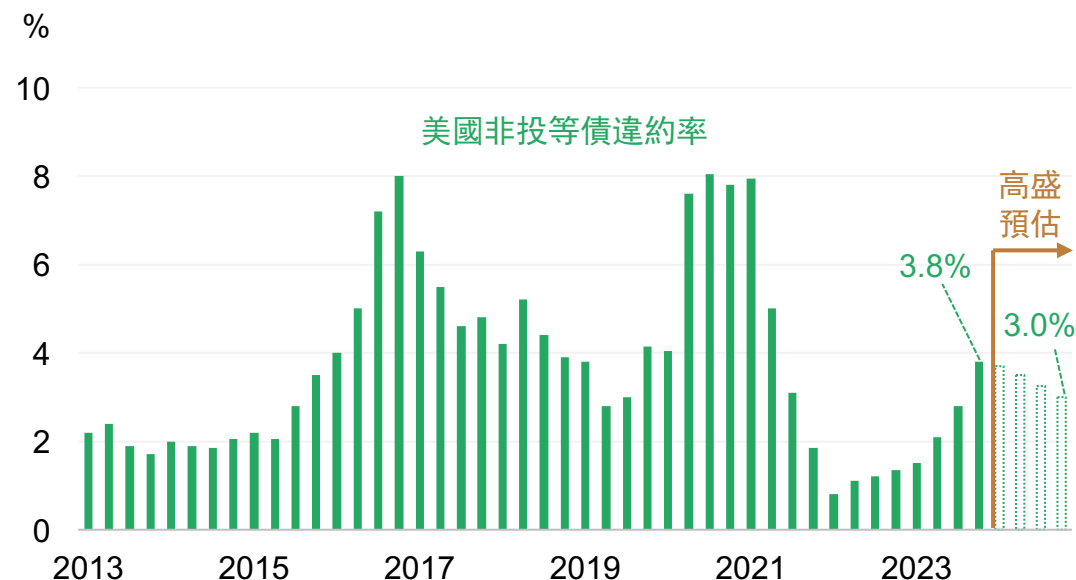
策略上，對於欲鎖定穩定現金流的投資人而言，應把握高利環境尾聲，適度投入債券市場鎖利。惟目前政策仍處限制性區間，選擇上，信用評級較高者做為核心配置，並考量適度增持非投等債增添收益。

## 基本面回穩、金融環境逐步放寬，料利差將保持低位



註：自由現金流/債務比率越高，代表企業財務狀況良好，承擔債務能力更佳。  
資料來源：Bloomberg。

## 外資券商預估今年違約率有望下滑



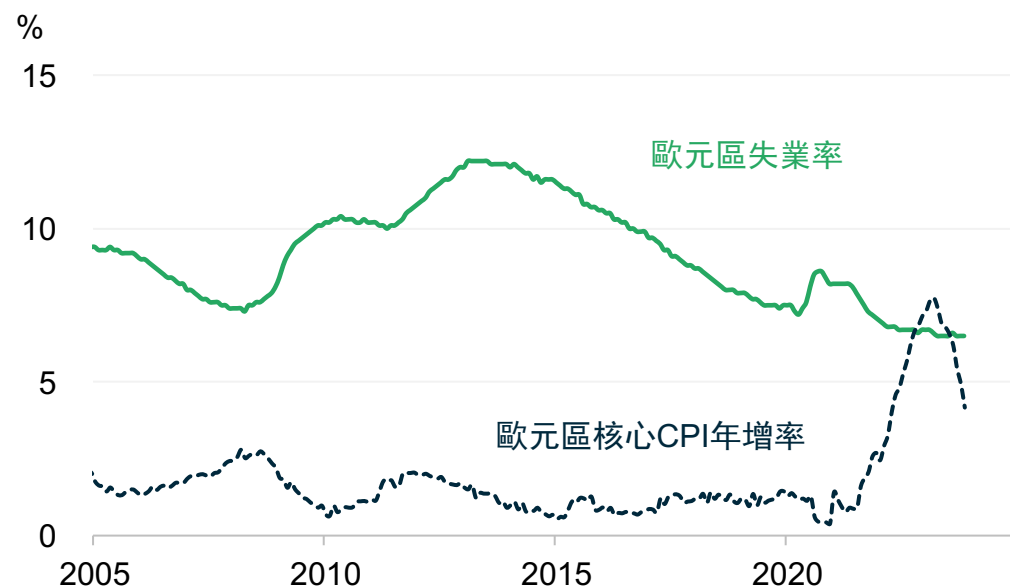
資料來源：Goldman Sachs。

## 歐元 美歐製造業景氣續於低位，但美國通膨循環領先歐元區，料將主導貨幣政策轉鬆的節奏

基本面：雖然歐元區通膨已有所降溫，但失業率仍處於低位，因此近期**官員對降息的維持保守的態度**，包括歐洲央行首席經濟學家蘭恩(Lane)指出，若過早開始降息可能導致通膨復燃，**而評估通膨的重要指標薪資數據6月才會出爐**；德國央行總裁納格爾(Nagel)也重申，降息的時機尚未成熟。因此，近期**歐洲央行政策利率可能維持觀望不變**。

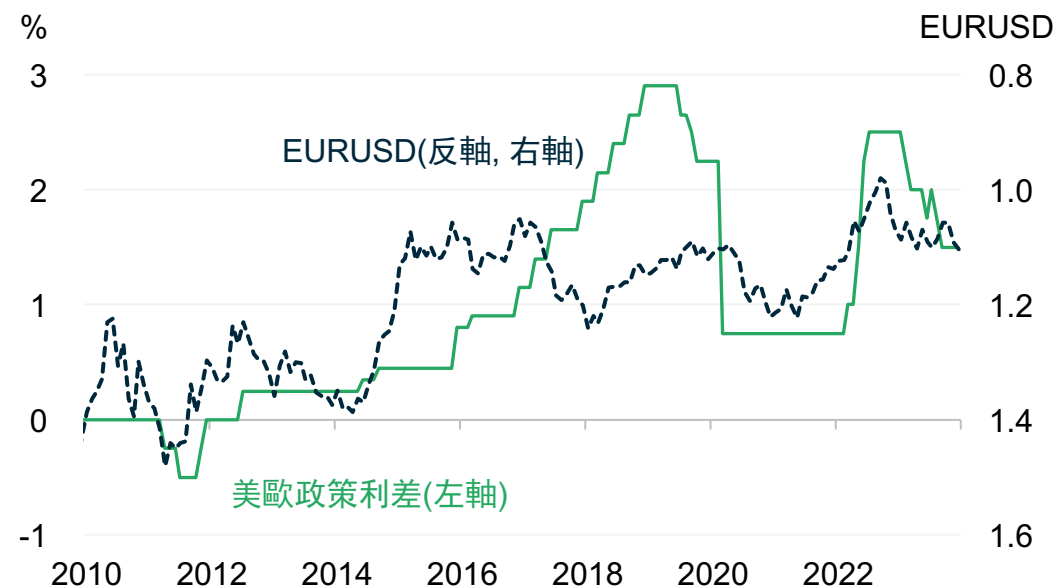
歐元匯價：由於去年底以來美元重挫，因此近期反彈應屬情理之內；然而，長線而言，美歐政策節奏存有差異，牽引美元長線偏貶(歐元偏升)，惟後續降息預期若隨市況改變，將會增添匯價波動。

### 歐元區通膨降溫，但失業率仍在低位



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



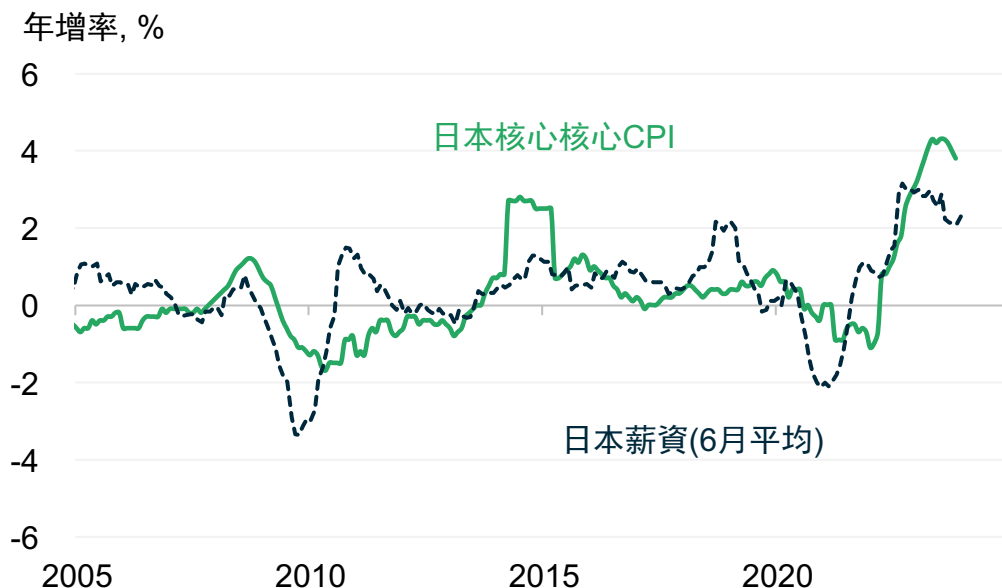
資料來源：Bloomberg。

# 日幣 關注3月春鬥的薪資趨勢, 日幣短線震盪, 但美日利差長線縮窄, 有利日幣長線走勢

基本面：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, 但目前日本央行正密切關注薪資趨勢, 因此, **本次(1/23)會議尚不致立刻調整政策**。後續春鬥時程如下：1)日本經團聯將在1月公布2024年春鬥談判指針；2)2月起大企業工會將正式啟動談判, 3/12-14為集中答覆日；3)3月下旬談判重心轉向中小企業。因次, 要看到日銀政策調整, 可能要等到3月之後機會較高。

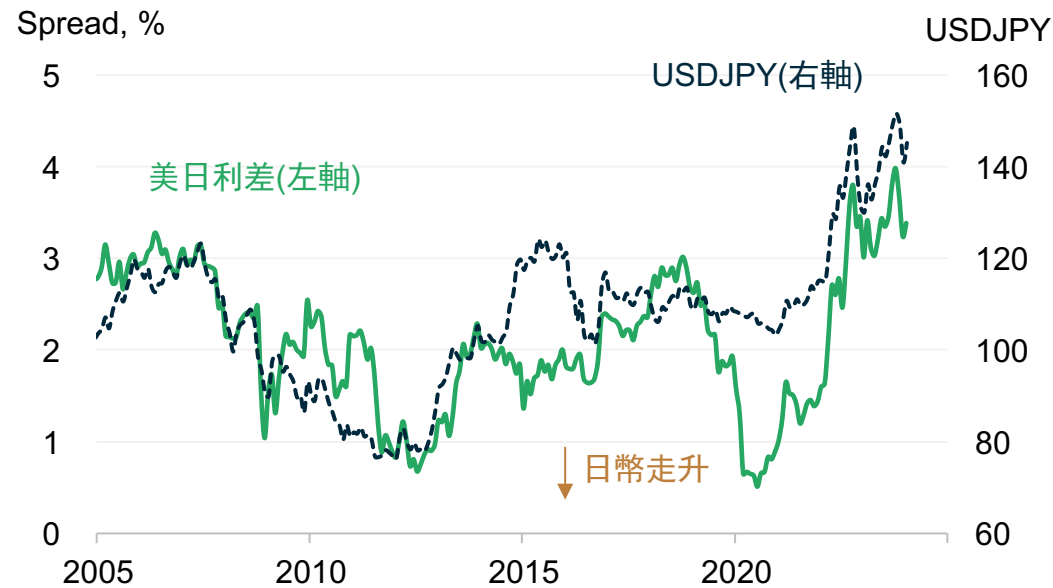
日幣匯價：長線而言, 美日利差仍是牽引資金流的主要觀察變數, 聯準會今年可能調降政策利率, 另一方面, 日銀政策則可能落後緊縮, 將有利美日利差縮窄, 因此**長線將有利日幣走勢**。

## 日本通膨與薪資狀況



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。



Jan 2024

<b>22</b> Monday         中國LPR 台灣外銷訂單	<b>23</b> Tuesday         日本央行 台灣工業生產 歐元區消費者信心	<b>24</b> Wednesday         日本貿易收支 美、歐、日製造業PMI	<b>25</b> Thursday         德國IFO 歐洲央行 日本工具機訂單 美國耐久財訂單 美國申請失業救濟金 巴西休市	<b>26</b> Friday         美國PCE 美國個人收支 印度休市
------------------------------------------	------------------------------------------------------	---------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------

## 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