



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年3月1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

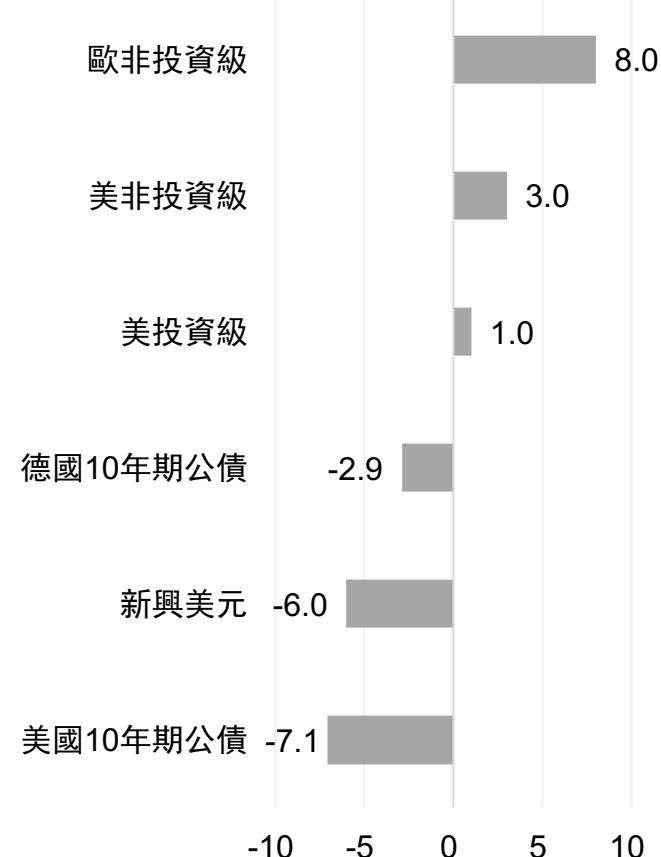
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/2/22-2024/2/29。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 回顧：

- 1) 總經：美國核心PCE年增速雖持續走降趨勢，但需留意近期房價年增速谷底回升，可能讓後續通膨降溫速度減緩。
- 2) 盤勢：AI長線基本面可期，但輝達率AI概念股大漲後，市場共識性持續走升，短線股價令人有高不可攀之感。惟總體經濟無虞，K型復甦的狀況下，或可留意類股輪動的投資機會。

2. 後續看點

- 數據：美中服務業PMI(3/5)、ADP就業(3/6)、非農就業(3/8)、美國CPI(3/12)
- 央行：ECB利率會議(3/7)、FOMC利率會議(3/21)

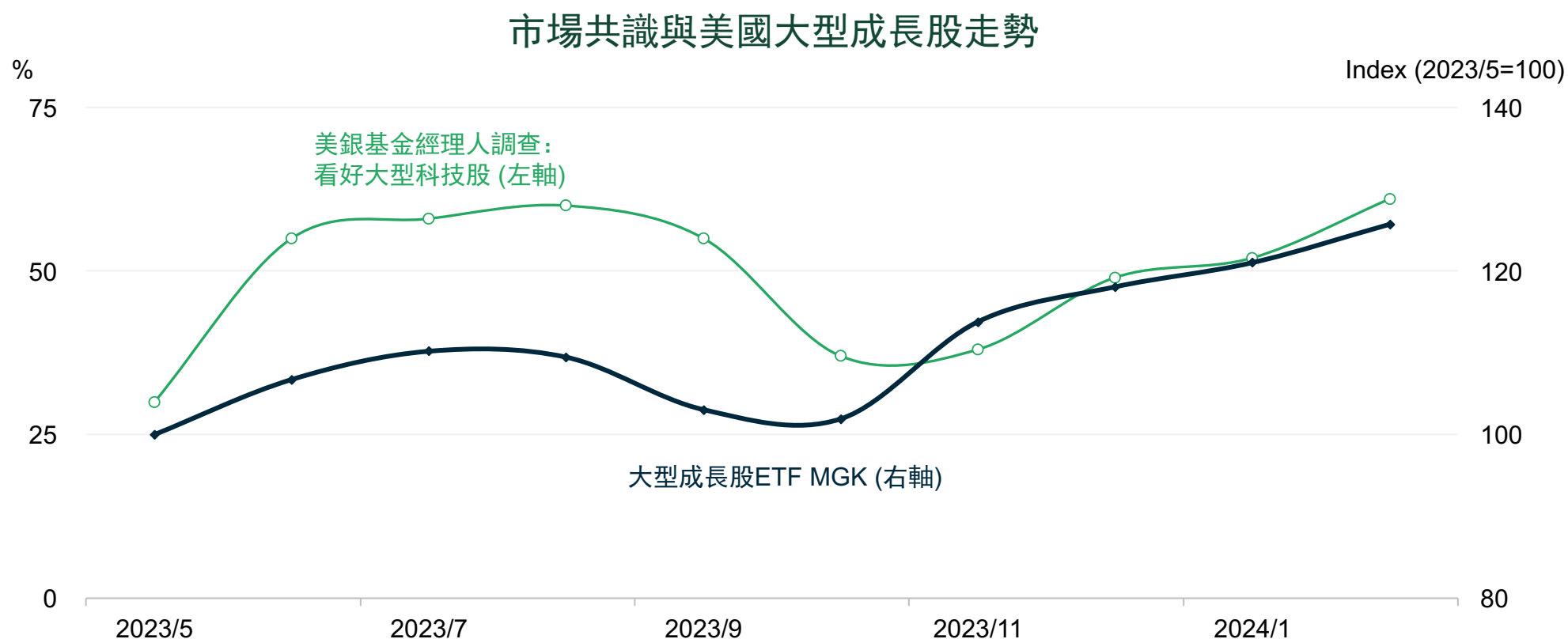
策略思維

1. 股市：科技股短線雖有高不可攀之感，但可留意類股輪動的機會；長線而言，大型科技股仍是產業主流。
2. 債市：Fed降息晚到但不會不到，長線殖利率偏向下行趨勢；可隨殖利率回升之際，布建債券部位。
3. 匯市：外銷訂單年月雙增，顯示台灣基本面循環改善，惟美債殖利率走揚，吸引國人對美債買盤，壓抑台幣未能隨台股同漲。



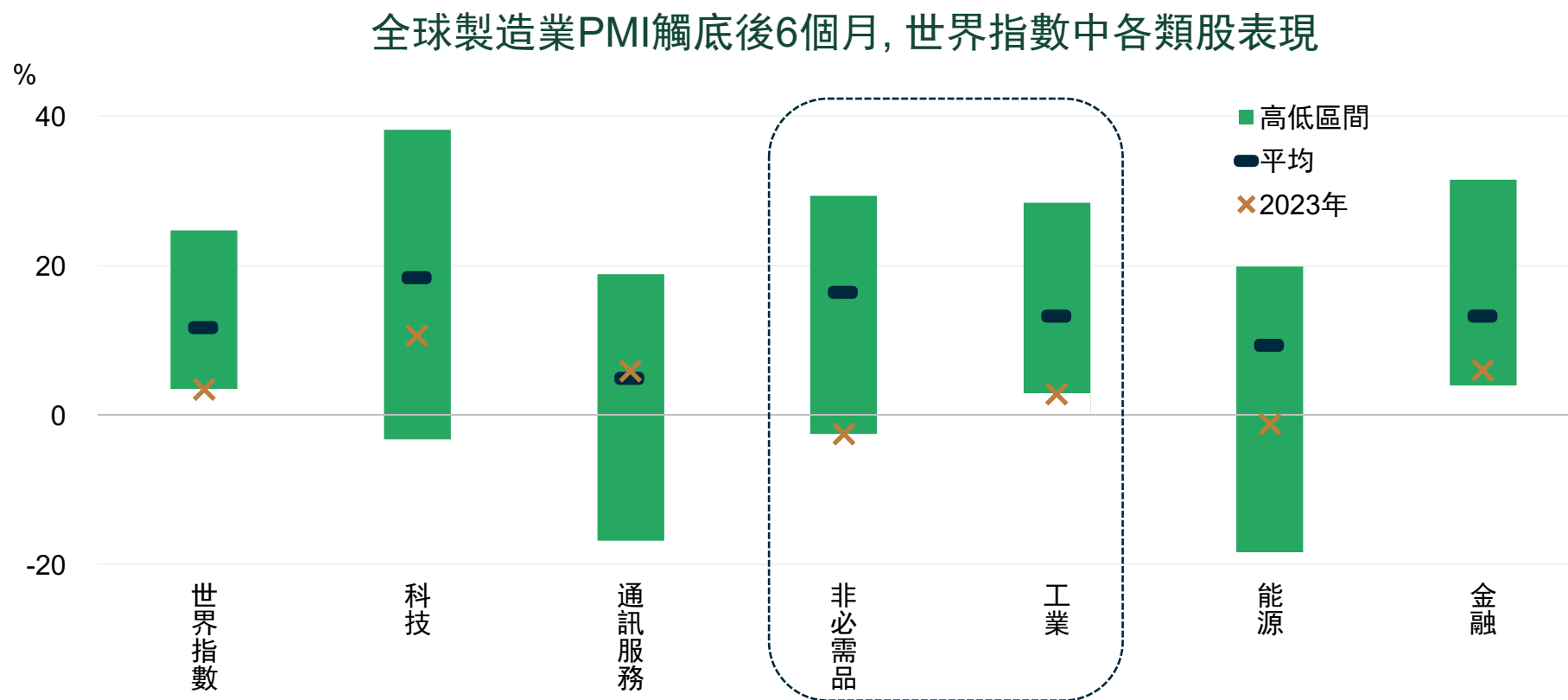
股市 | AI長線基本面可期, 惟輝達引領AI概念股大漲後, 短線股價令人有高不可攀之感

AI無疑是未來的重要趨勢, 尤其應用範圍廣泛, 市場需求可期。因此, AI相關的產業和公司具有長期的成長潛力, 值得投資者關注。然而, 近期以輝達為首的AI概念股, 已呈現大幅上漲、市場熱烈追捧。這可能導致AI概念股估值偏高, 與**過度樂觀的市場期待**。一旦市場情緒稍有轉變, 可能會引發擁擠交易—追高殺低的情況。因此, **短線上宜避免盲目追高**。



股市 | 大環境「K型復甦」下, 或可留意類股輪動的機會

AI概念股短線給人高不可攀之感下, 有否其他投資機會呢? 整體經濟基本面无虞, 尤其歷經2年多來的調整, 今年1月全球製造業PMI已重回到50的擴張狀態。就過去的經驗來看, **製造業復甦將有利循環性類股回升**; 惟須留意產業復甦狀況不均, **大環境K型復甦的特徵明顯, 因此類股表現機會或有先後落差**, 但這也給予投資人AI概念股之外的選擇, 如目前表現相對落後的**工業、非必需品等, 或可留意此類循環性類股輪動的投資機會**。

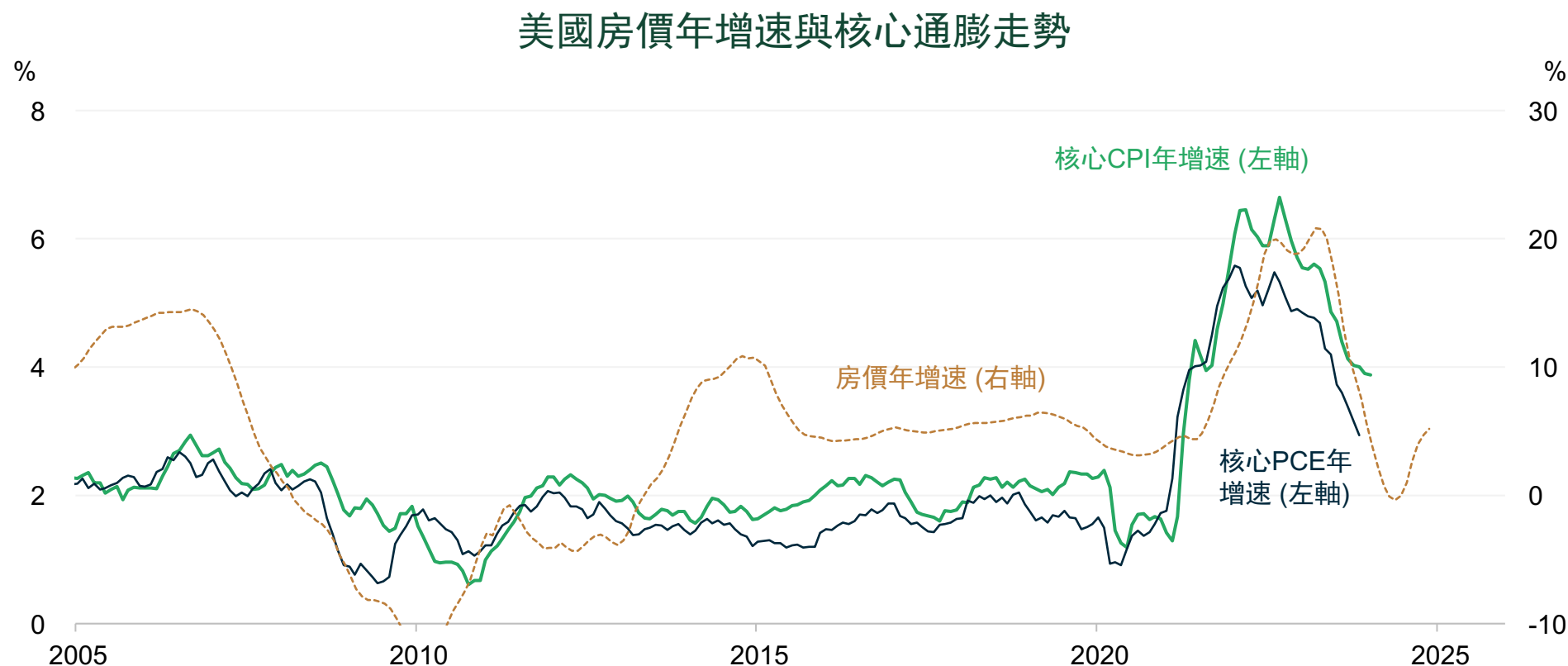


註: 自1995年以來, 全球製造業PMI觸底時間分別為1998/12、2001/10、2003/3、2005/5、2008/12、2012/8、2016/2、2020/4及本次2023/7, 分別統計觸底後的6個月類股表現。

資料來源: Bloomberg。

總經 | 美國核心通膨雖持續降溫趨勢，但房價年增速谷底回升，恐讓後續通膨降溫速度減緩

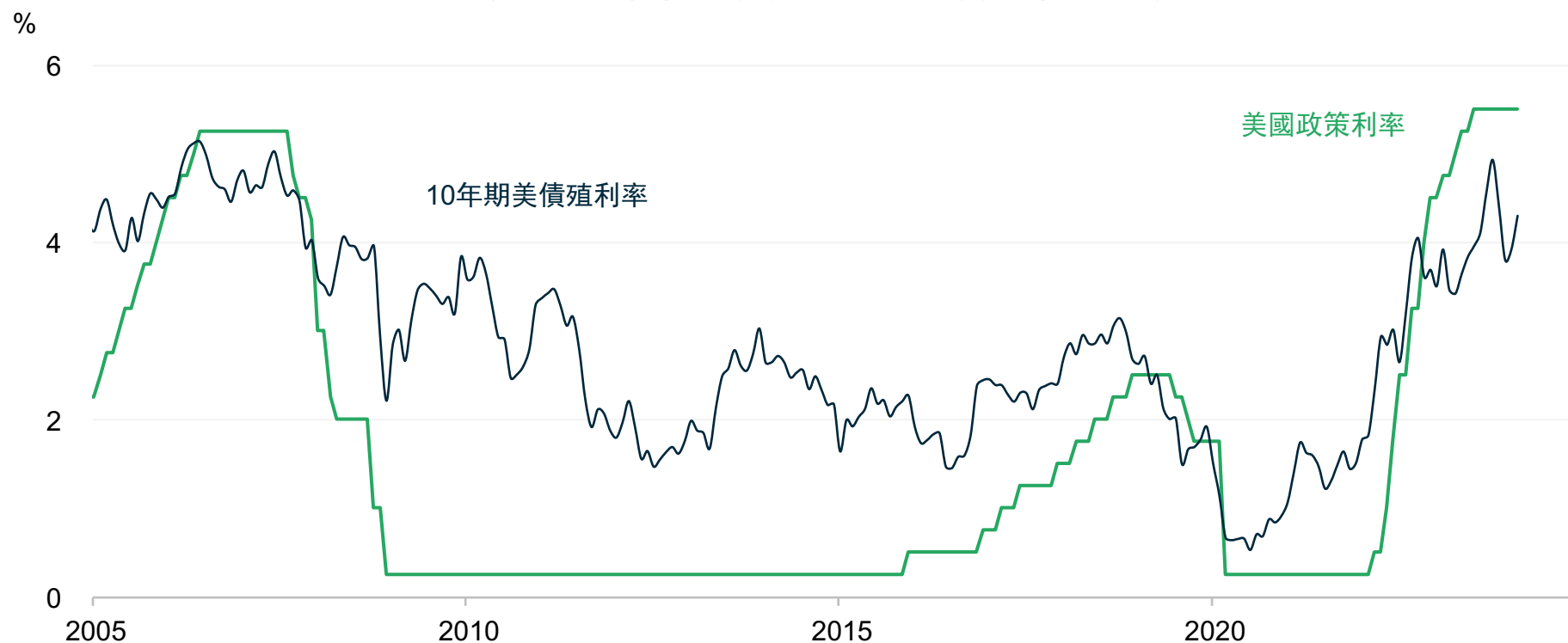
由於上月核心CPI連續兩月月增幅擴大，讓市場格外關注本次的PCE數據，所幸本月PCE數據符合市場預期，未引發市場波瀾。但鑒於基期優勢已逐漸削弱，加以**具有領先性的美國房價年增速由谷底回升**，無疑讓服務業為主的核心通膨降溫速度減緩。這也呼應本期經濟學人所說的“The risk of a second wave of inflation remains too great (第二輪通膨的風險仍高)”，因此，**短期內聯準會官員仍舊不易鬆口降息的時機**。



債券 | 官員們對通膨抱持謹慎態度, 稱不急於過早降息, 但債券卻可逢殖利率走高布建

近期Fed官員們發表談話, 多數表達對通膨謹慎的態度, 如理事Waller表示, 「1月通膨數據高於預期, Fed不急於降息, 需等待更多數據證明通膨滑落」, 顯示上半年降息希望渺茫。惟地位重要的紐約聯邦準備銀行總裁威廉斯也表示, 可能會在「今年晚些時候」下調基準利率, 並提到個人預計「2024年降息三次是合理起點」。因此, 「降息時點雖會遲到, 但不會不到」, 投資人反而可以在殖利率回升之際, 伺機布建。

美國政策利率與10年期公債殖利率走勢

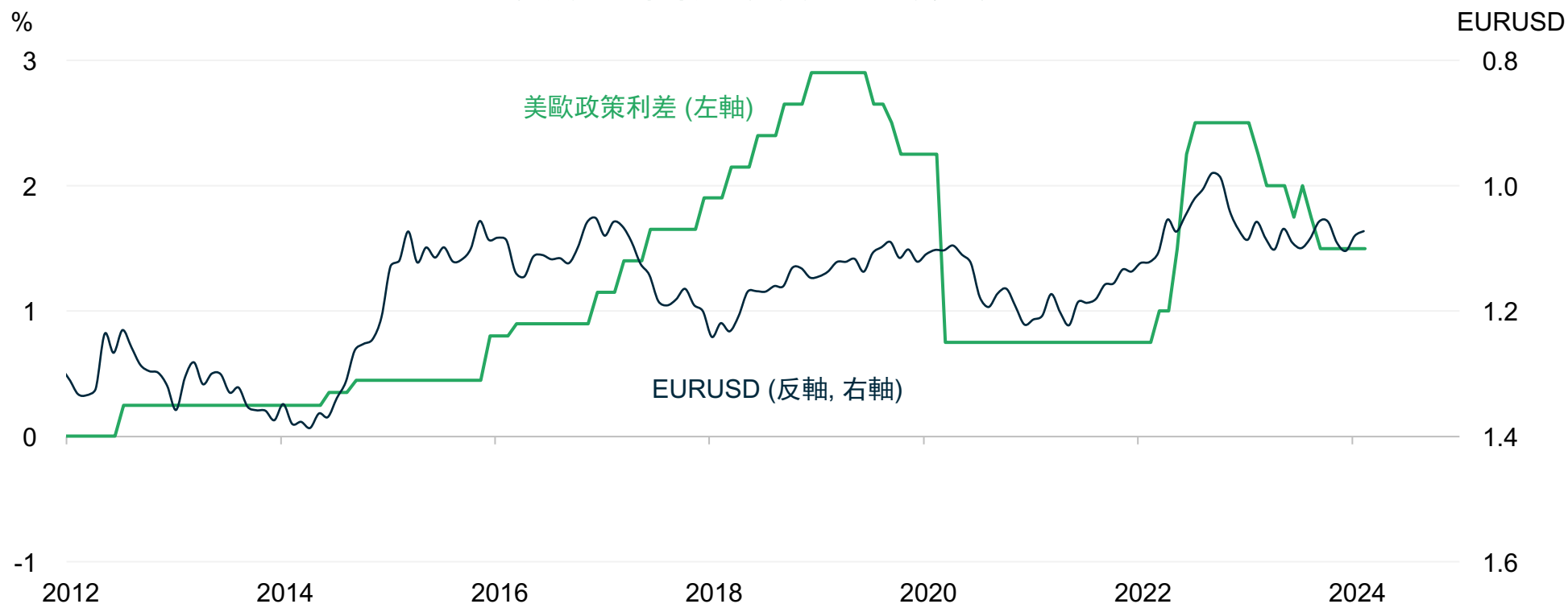


ECB | 基於先前「降息可能在夏季」言論, ECB處於觀望階段, 政策料將不變

料維持政策不變：**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)資產購買計劃(APP)**再投資已停止；**3)疫情緊急債券收購計畫(PEPP)**2024年上半繼續再投資，但下半年將以每月減少75億歐元速度來退出再投資計畫，年底停止PEPP再投資。

由於ECB總裁拉加德先前已表示「**可能會在今年夏季開始降息**」，惟需等待更多數據佐證，因此目前尚處於觀望的階段。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)，惟近期美國數據仍強，使**市場對聯準會的降息預期降溫**，因此，**短線美元指數相對有撐**。

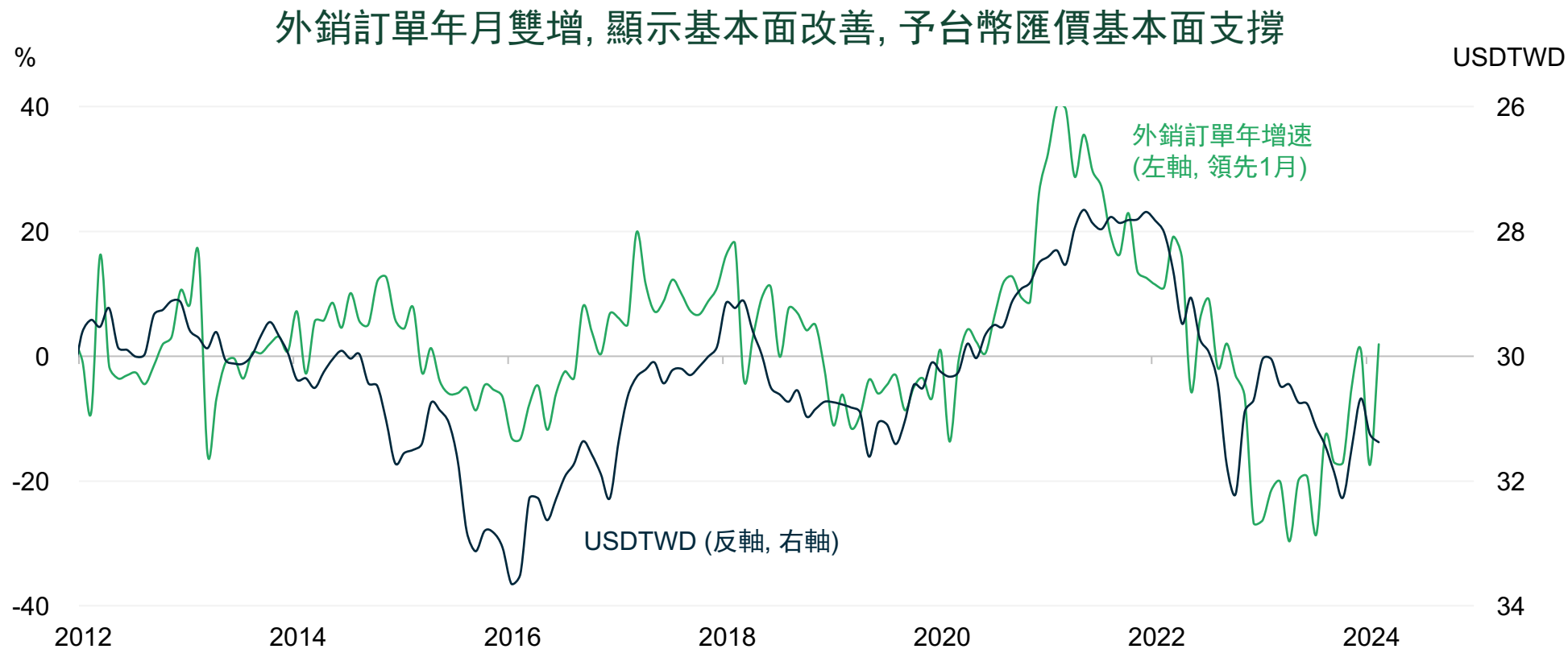
美歐政策利差與歐元匯價走勢



台幣 | 1月外銷訂單年月雙增, 顯示基本面改善, 惟美債殖利率走揚, 壓抑台幣未能隨台股同漲

經濟部統計處公布1月外銷訂單, 訂單金額484.2億美元, 呈現月年雙增, 遠優於原先預期。統計處說明, **主因是1)AI需求強勁帶動**, 引發接單成長動能, 加上**2)春節前備貨需求、3)傳統貨品因低基期而翻紅**。惟統計處表示1月急單多, 需觀察1、2月合計, 趨勢會更明朗。

匯價方面, **外銷訂單年月雙增**, 凸顯台灣基本面循環改善, 惟美債殖利率走揚, 吸引國人對美債買盤, 壓抑台幣匯價、未能隨台股同漲。



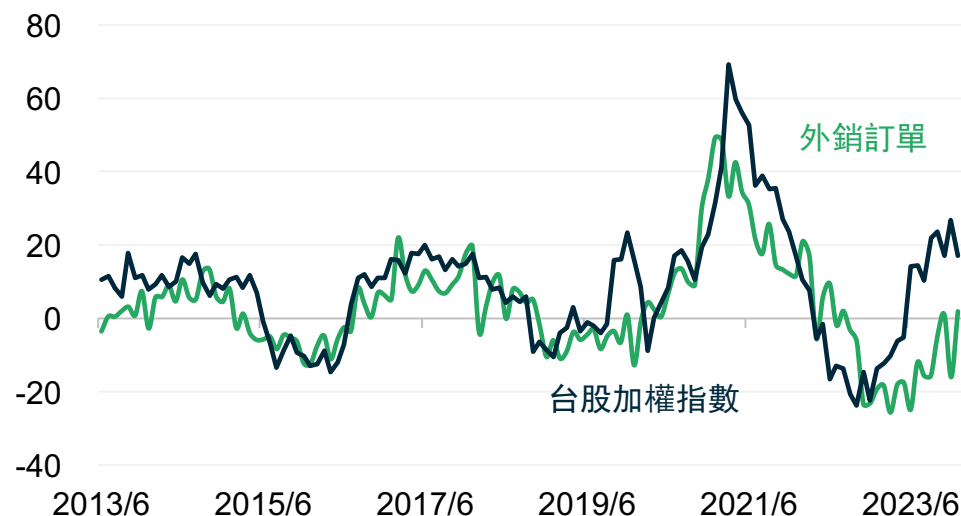
台股 基本面轉佳是股市支撐, 預期漲勢轉為輪動

台灣1月外銷訂單484.2億美元, 月增10.5%, 年增1.9%, 優於先前預期的負成長。經濟部表示, 主因高效能運算及人工智慧等新興科技應用需求強勁, 推升電子產品及資訊通信產品接單上升, 傳統貨品也因農曆年前部分客戶提前備貨而轉為正成長。

台股上攻萬九的主要功臣是台積電, 台積電預估今、明兩年將有雙位數甚至20%以上高成長, 但股價已大漲反應, 今年以來加權指數上漲5.4%, 但扣除台積電後, 僅上漲0.7%, 接下來台股要持續上攻, 需靠其他類股上漲帶動, 由於美、歐需求仍受高利率環境壓抑, 隨著聯準會降息時程即將浮上檯面, 製造業景氣可望逐步轉佳, 預期台股漲勢將轉為輪動格局, 逢低仍可適度布局。

1月外銷訂單意外成長

年增率, %



資料來源: 經濟部, Bloomberg。

今年以來台積電貢獻台股大多數漲幅

標準化, 2023/12/29=100



資料來源: XQ。

債市 官員們透露對通膨缺乏信心, Fed不急於過早降息, 宜逢殖利率走高布債鎖利

官員態度：近期許多Fed官員們發表談話, 多數皆表達對通膨的擔憂, 如理事Waller表示, 「1月通膨數據高於預期, Fed不急於降息, 需等待更多數據證明通膨滑落」。

經濟數據：1)1月PCE年增率2.4%符合市場預期, 月增率卻升至0.4%(前值0.2%)、2)初領失業救濟金人數維持低檔, 顯示美國經濟仍舊展現強韌。

由於美國經濟數據穩健, 加上官員言論澆熄市場的短期降息預期, 首次降息時程應落於夏季, 降息前公債殖利率將偏高震盪：據彭博統計, 預估上半年長債殖利率區間為4~4.3%；待Fed釋出明確降息信號後, 預計下半年長債殖利率區間將落在3.8~4%。

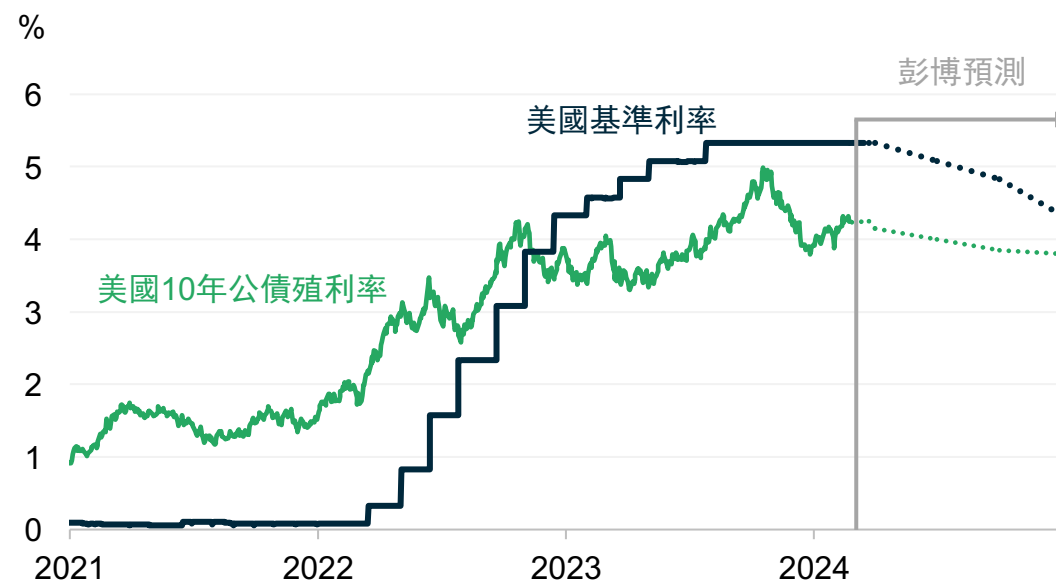
債市策略上, 投資人應把握高利環境尾聲的布債良機, 逢殖利率走高之際, 宜加碼債券部位, 追求穩定利息收入。

官員謹慎看待通膨趨勢, 首次降息應落於夏季

| 官員 | 貨幣政策態度 |
|--------------------|--|
| Philip Jefferson | 若經濟放緩態勢符合預期, 今年晚些時候將開始降息, 擔憂過度寬鬆風險。 |
| John Williams | 儘管1月通膨強勁, 仍按預期朝2%滑落, 降息將在今年稍後到來。 |
| Michelle Bowman | 需更多數據證明通膨正在放緩, 現在非降息時點。 |
| Lisa Cook | 擔憂經濟雙面風險, 降息前, 盼對通膨有更多信心。 |
| Christopher Waller | 1月通膨優於預期, 不急於降息, 今年會放寬貨幣政策, 但需看到更多通膨降溫的證據。 |
| Thomas Barkin | 1月商品通膨下降, 住房及服務價格卻上漲, Fed降息應再等待。 |

資料來源：國泰世華銀行整理。

待政策放寬後, 長線公債殖利率走跌



資料來源：Bloomberg。

中國 後續大幅降息空間有限，政策激情過後回歸基本面行情

從國家隊資金進場、管制放空到史上最大幅度的5年期LPR降息，中國A股在春節前政府積極救市之後，大盤迎來連續兩週天天上漲行情，上證指數從2700點低位一舉攀升至3000點。然而，後續大幅降息空間恐較為有限，原因是目前中國銀行的淨利差已經觸及歷史低位，為維護金融體制穩定，貸款利率必須搭配存款利率同步調降，若經濟沒有急劇惡化，存放款利率短期大幅調降的機會不高，預期全年的降息空間頂多1至2碼。

國家隊資金與貨幣政策空間有下之下，即便短線官方力守3000點關卡，**中國股市中長線行情仰賴基本面改善程度**，**2月官方製造業PMI從49.2小幅降至49.1**，顯示通貨緊縮與房地產市況仍難以快速扭轉，在景氣上行訊號確立之前，盤勢料進入整理格局，操作上逢反彈可分批調節部位。

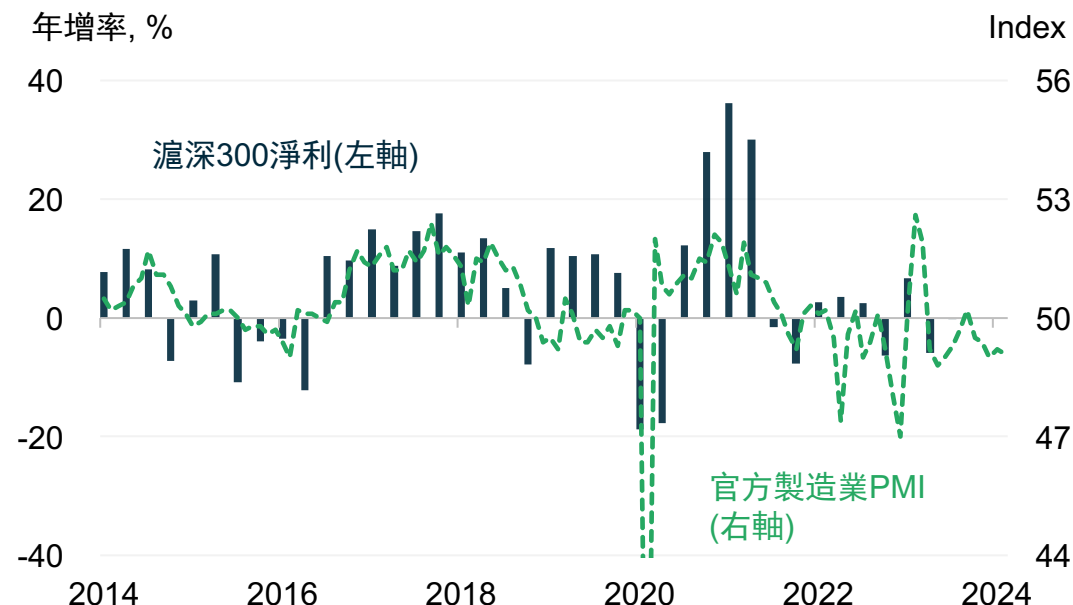
淨利差處歷史低位，後續大幅降息空間有限



註：有息負債成本為上市之股份制商業銀行與國有大型商業銀行，共16間。

資料來源：Wind。

官方製造業PMI低盤，基本面疲弱態勢尚未扭轉



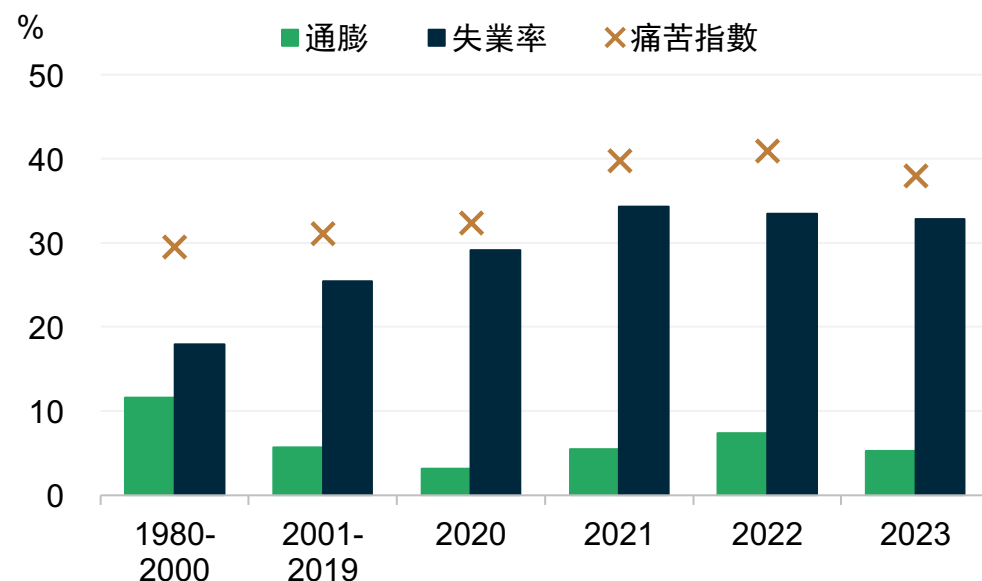
資料來源：Wind。

南非 美元趨貶雖有利南非匯價，但自身結構性趨貶態勢仍難以逆轉

就基本面而言，南非經濟困境的主要原因在於，政治、治安問題令企業投資不足，長期經濟增長趨緩，國內失業呈現結構性上升的趨勢。整體而言，**南非經濟並非循環性的擴張或衰退，而是存在結構性下行的問題。**

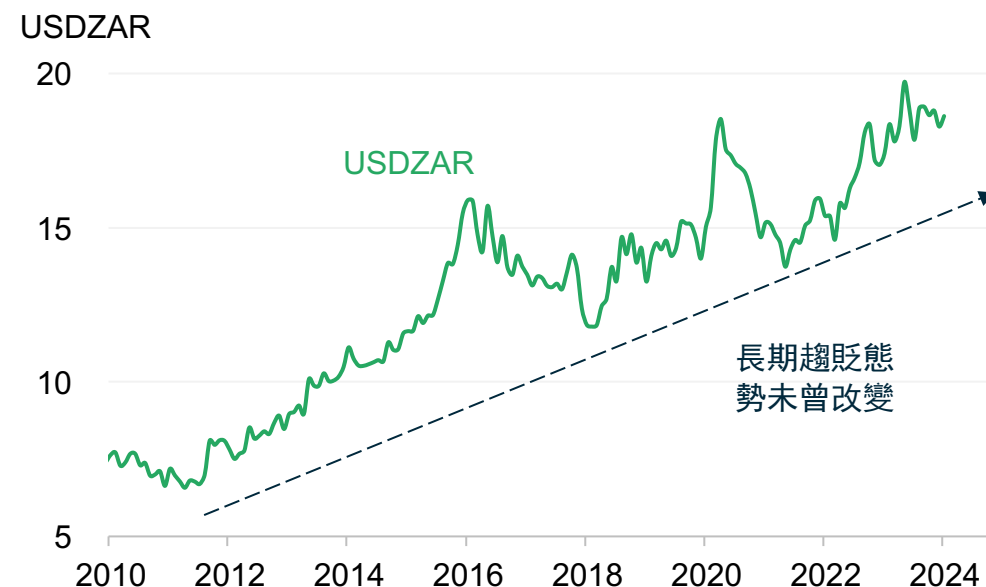
就匯價而言，主要國家匯率雖多半具有均值回歸的特性，亦即隨貨幣政策緊縮與擴張，而令匯率呈現升值或貶值。但新興市場匯市多數不存在此特性，尤其**南非幣趨勢性貶值的情況更為顯著**。雖然美國貨幣政策循環將準備進入降息循環，這將引導美元指數偏弱震盪，但**南非幣結構性貶值趨勢仍難以逆轉。**

南非屬長期體質不佳，高失業率是常態



資料來源：Bloomberg。

長期趨貶態勢難以逆轉



資料來源：Bloomberg。

Mar 2024

| 4 | Monday | 5 | Tuesday | 6 | Wednesday | 7 | Thursday | 8 | Friday |
|-------|--------|--|---------|--------------------|-----------|--|----------|-------------------------------------|--------|
| 瑞士CPI | | 美國ISM服務業PMI 歐元區PPI 中國財新PMI 日本東京CPI 韓國GDP | | 歐元區零售銷售 加拿大利率會議 | | 美國總統拜登國會國情咨文 聯準會主席鮑爾參議院證詞 ECB利率會議 中國貿易帳 | | 美國非農就業 日本領先指標 德國PPI 加拿大失業率 | |

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