



國泰世華銀行
Cathay United Bank

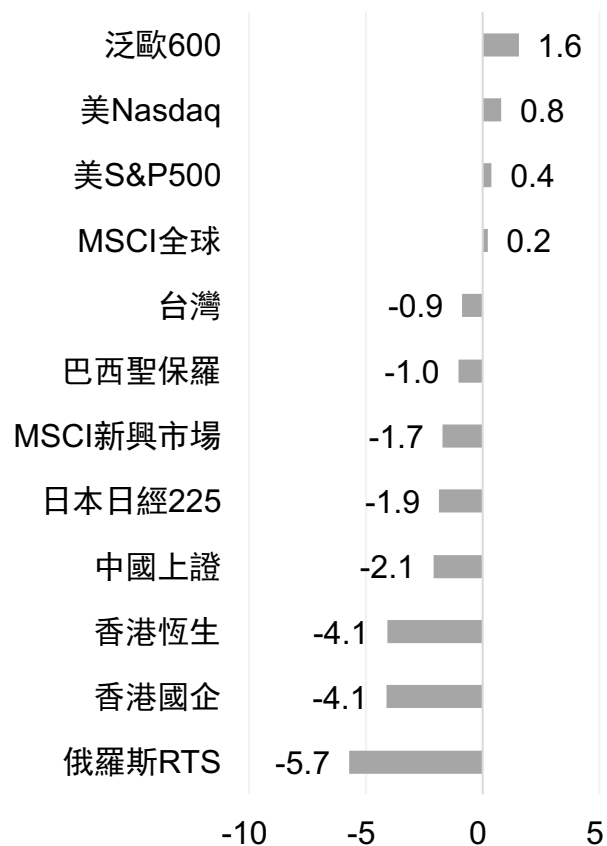
2023年12月8日

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

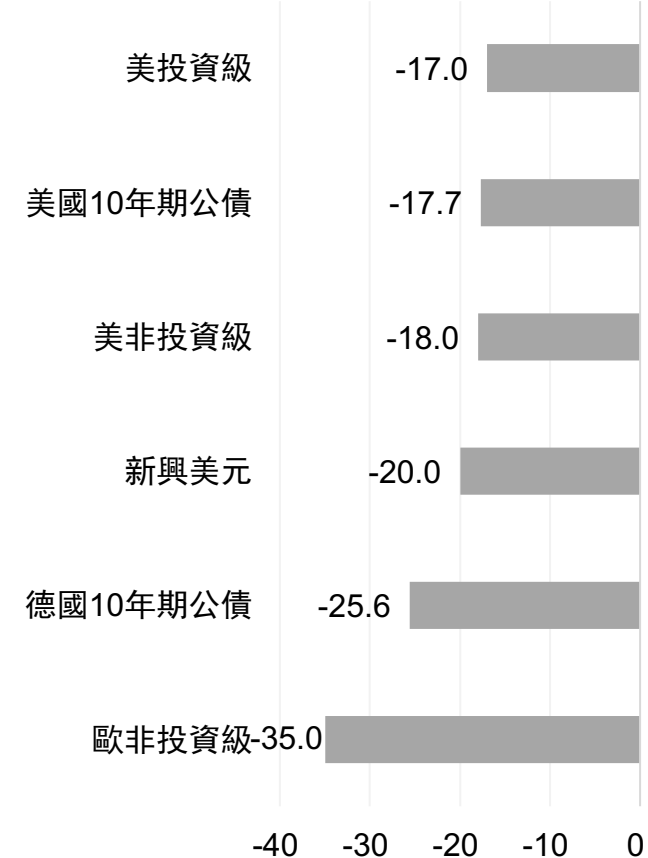
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/11/30- 2023/12/7。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 本週主題：

- 12月FOMC前瞻：預期1)聯準會維持利率不變，2)因通膨與就業市場放緩，利率中位數有望下調，但幅度將不及市場預期，3)鮑爾將重申，目前談論降息言之過早，但持續觀察通膨與就業狀況。
- 市場大幅反應升息結束，留意利多出盡：從聯邦利率期貨來看，市場已預期明年有5碼的降息空間，帶動股債同步走揚，散戶樂觀比重逼近5成，留意股市漲多拉回壓力，公債利率也有跌深反彈可能。
- 總經面：11月ISM製造業指數與上月持平在46.7，但已連續13個月維持在萎縮狀態，自高點估算甚至長達33個月回調，不過新訂單/庫存明顯彈升至1.07，連續6個月站穩1，支持庫存調整結束論調。

2) 未來焦點：

- 全球主要央行會議：聯準會、歐央、台灣央行；美歐製造業PMI

策略思維

- 1) 股市：ChatGPT發表一週年，帶動AI風潮興起，企業也加大投資力度，但目前仍以大型企業受益最大。製造業景氣觸底，半導體銷售也逐步回升，股市可逢低分批布局，側重優質大型股。
- 2) 債市：美債利率長線偏下方向不變，但短期市場反應幅度已大，可待利率回彈之後再加大布局力道。
- 3) 匯市：歐央官員鴿派談話，提供美元下方支撐。台幣有望偏強，但空間漸縮。日本央行官員透露貨幣政策調整可能，支持日圓偏升趨勢。

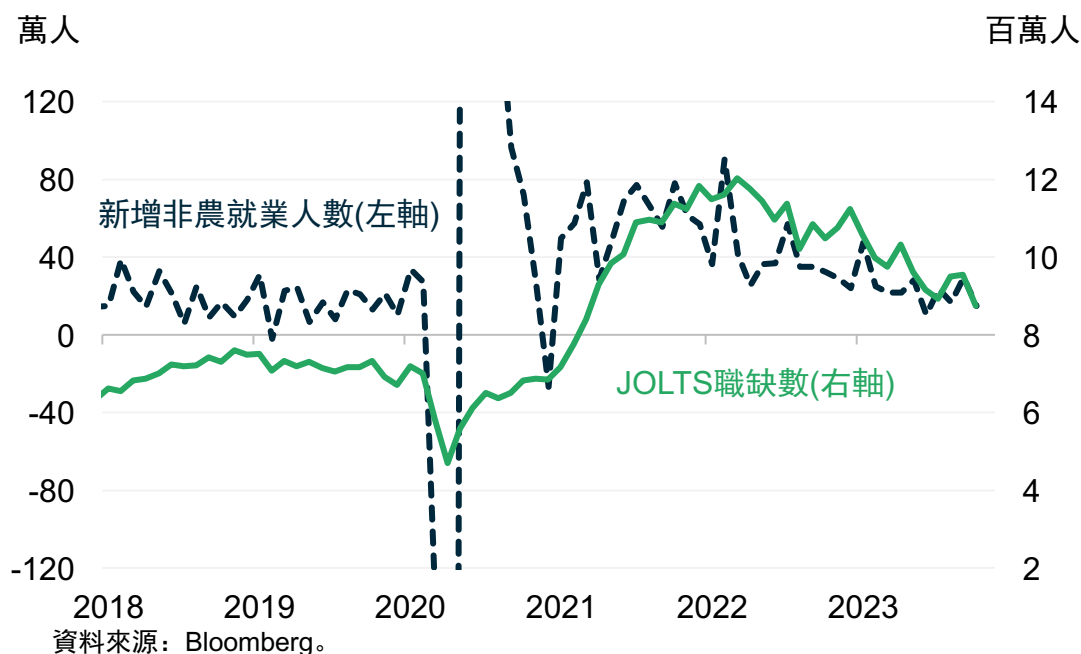


12月FOMC高機率維持利率不變，利率中位數有望下修，但幅度將不如市場預期

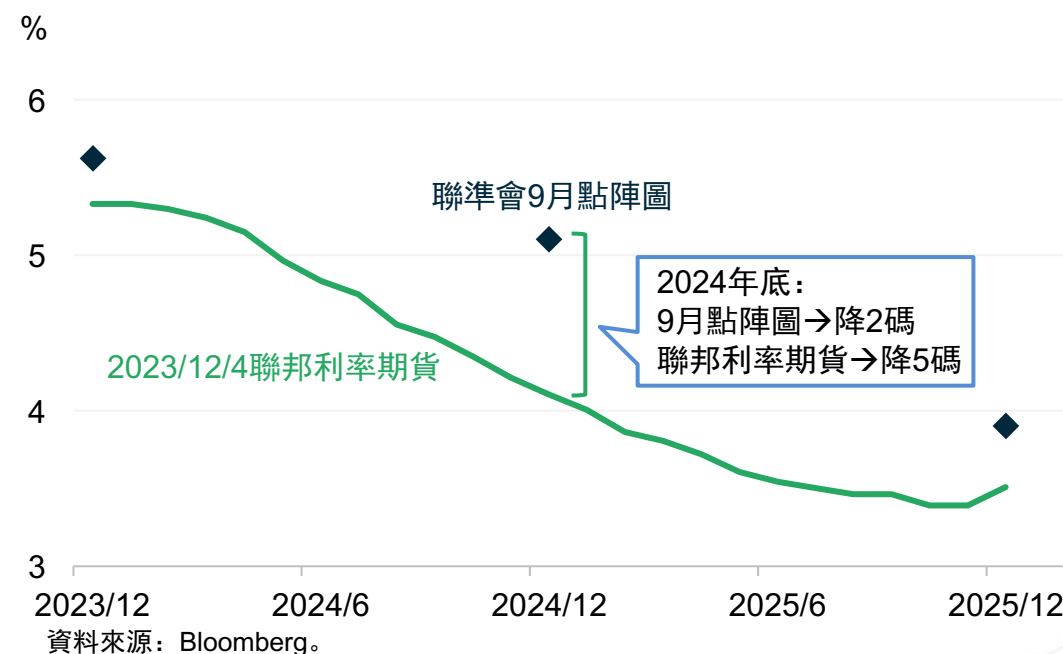
在進入12月FOMC(12/14)會議前，本週公布多項就業數據，勞動市場持續走緩，美國經濟逐步降溫，讓市場推測升息循環或將告終，開始對降息產生期待，根據12/4聯邦利率期貨顯示，市場預期2024年底降息幅度將達至5碼；然而9月點陣圖透露至明年底降息幅度僅為2碼，兩者間存在差距。

投研預期：1)利率將維持5.25%~5.5%區間，2)因景氣與通膨降溫，**12月點陣圖有機會下移，但幅度仍將低於市場預期，2024年底利率中位數可能由9月的5.1%下調1~2碼**。3)Fed官員雖認同景氣降溫趨勢，但滑落程度仍不足，使主席鮑爾遲遲不願鬆口降息，**需觀察2項經濟指標變化：①核心通膨回落至2.5%~3%區間、②失業率攀升到4.3%~4.4%，Fed才有望釋出降息訊號。**

高利環境下就業市場持續降溫



市場樂觀預期降息幅度擴大，與Fed展望存在差距



美國10年債利率已一定程度反應升息循環結束利多，留意利多出盡

就過去的經驗來看，10年期公債殖利率的走勢，與政策利率亦步亦趨，甚至有提前反應的可能。以近期10年債利率的變化來看，從5%下降至4.1%，似乎已有過度反應之嫌，主因**1)降幅已達過去暫停升息期間的平均降幅**，**2)若提前降息，就過去的經驗，短期也有利多出盡可能，造成利率的反彈壓力**，**3)鮑爾近期談話表示，目前談論降息言之過早**。

操作上，對於穩定息收者，目前利率仍高於以往水平，依然可以分批布局，不過，對於想獲取資本利得者，可以待利率回彈之後再加大布局力道。

10年債利率與政策利率高點幾乎同步



資料來源：Bloomberg。

10年債利率已大幅反應升息循環結束利多

升息終點	時間(月)	暫停升息間 10年債變化	降息後1個月	降息後2個月	降息後3個月
1989/2	4	-69.5	-52.3	-79.6	-34.9
1995/2	5	-99.8	22.3	8.1	-2.1
2000/5	8	-116.0	0.2	-21.6	-19.5
2006/6	15	-60.7	5.7	-5.8	-59.1
2018/12	7	-67.9	0.9	-50.9	-34.1
平均	7.8	-82.8	-4.6	-30.0	-29.9

註：降息後1個月指聯準會開始降息當月與上月的表現，其他以此類推。

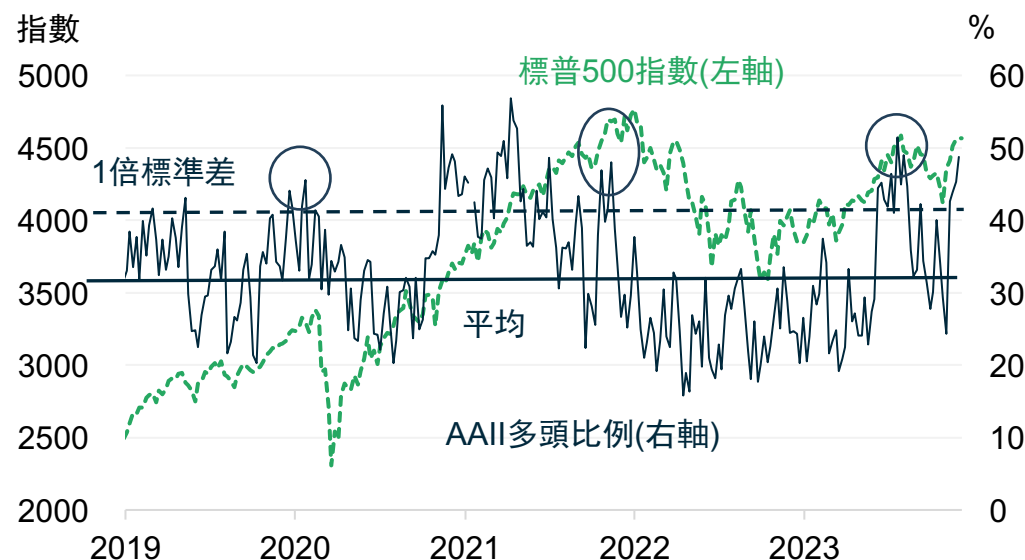
資料來源：Bloomberg。

股市短線也有過度樂觀之虞

就美股而言，11月美股漲幅逼近10%，也帶動市場氛圍明顯偏向樂觀，根據AAII調查，目前散戶樂觀比重逼近5成，除了超過1倍標準差外，也接近7月股市過度樂觀的狀態。

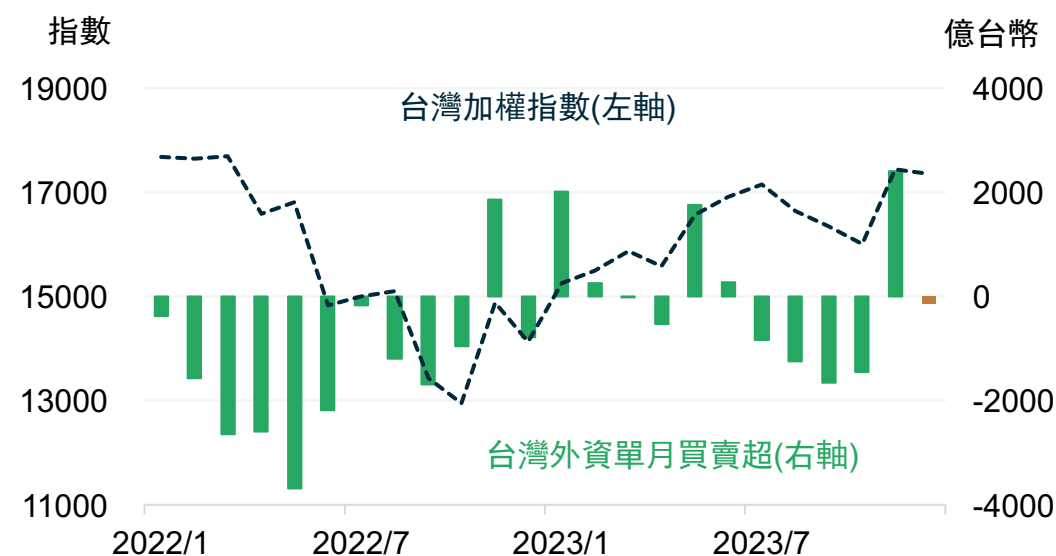
就台股而言，加權指數11月也明顯走揚，因外資單月大幅買超新台幣2400億所致。但就過去經驗來看，外資不易連續大幅買超，且**邁入12月以來，外資也有小幅調節的現象，投資人應避免追價。**

短線市場已有過度樂觀之虞



資料來源：Bloomberg。

邁入12月後，外資開始小幅調節



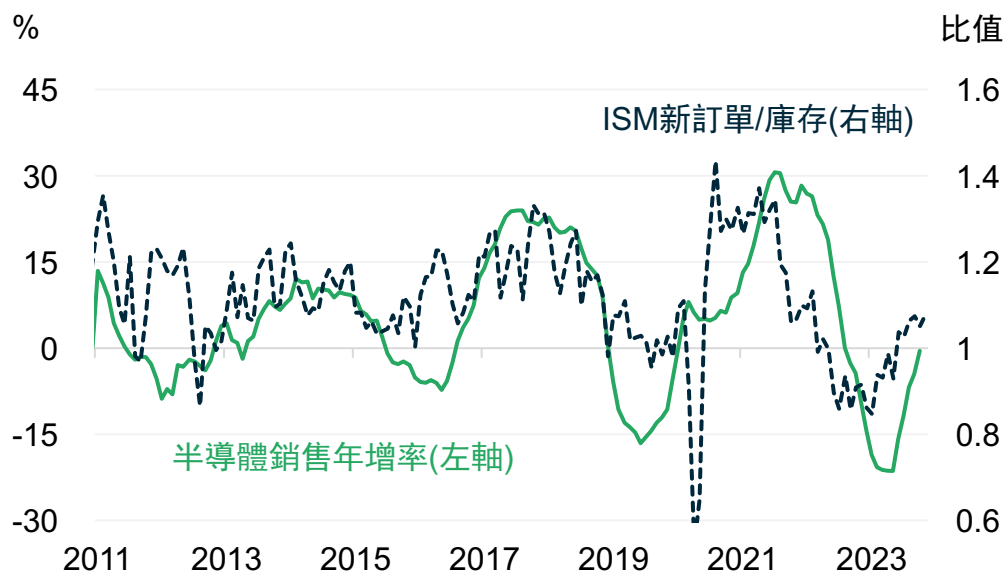
資料來源：Bloomberg。

庫存調整近尾聲，基本面持續改善

歷經2年多來的庫存調整，目前已來到尾聲，雖然ISM製造業指數已連續13個月低於榮枯線之下，若從高點回落來看，更是長達33個月的調整。不過，新訂單/庫存比已連續6個月回到1之上，呼應庫存調整近尾聲的論調。

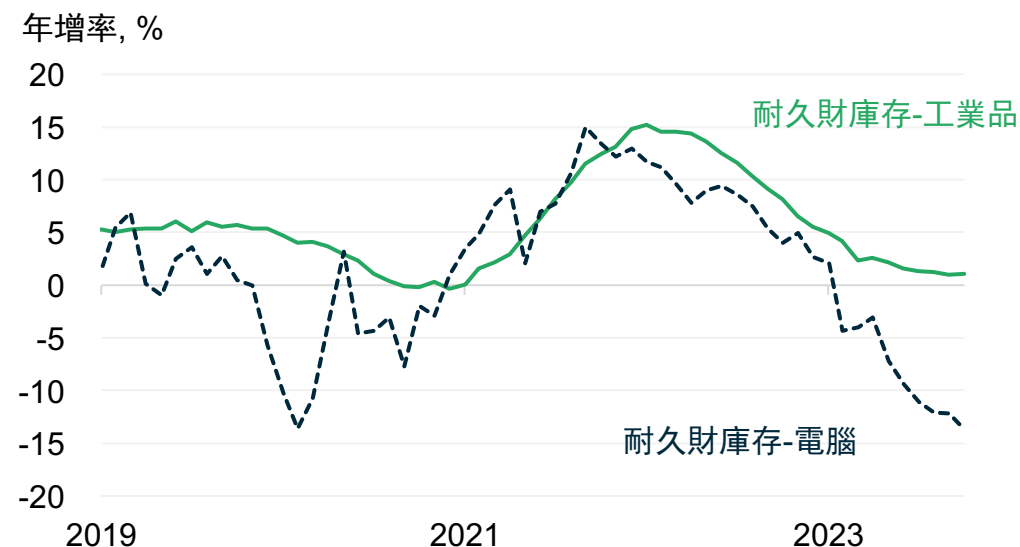
以全球半導體銷售規模來看，已從先前的低點每月400億美元，回升至460億美元附近，就年增率而言，目前幾乎已持平，後續來看，基期偏低下，未來數月的年增率也有望翻正。不過，產業分化仍相當明顯，電腦產品的庫存確實已大幅降息，但整體工業產品庫存水平仍處高位。

庫存調整近尾聲，帶動半導體需求回升



資料來源：Bloomberg。

庫存調整近尾聲，但產業狀況強弱有別



資料來源：Bloomberg。

散裝航運價格飆漲，通膨疑慮再起嗎？

近期BDI的上漲，主要反應的是商品原物料的需求，尤其是鐵礦砂。近期數據顯示，中國沿岸鐵礦砂庫存已來到5年新低11萬噸，加上政策支持加大刺激力度，造成庫存回補，激勵散裝航運單週上漲51%。

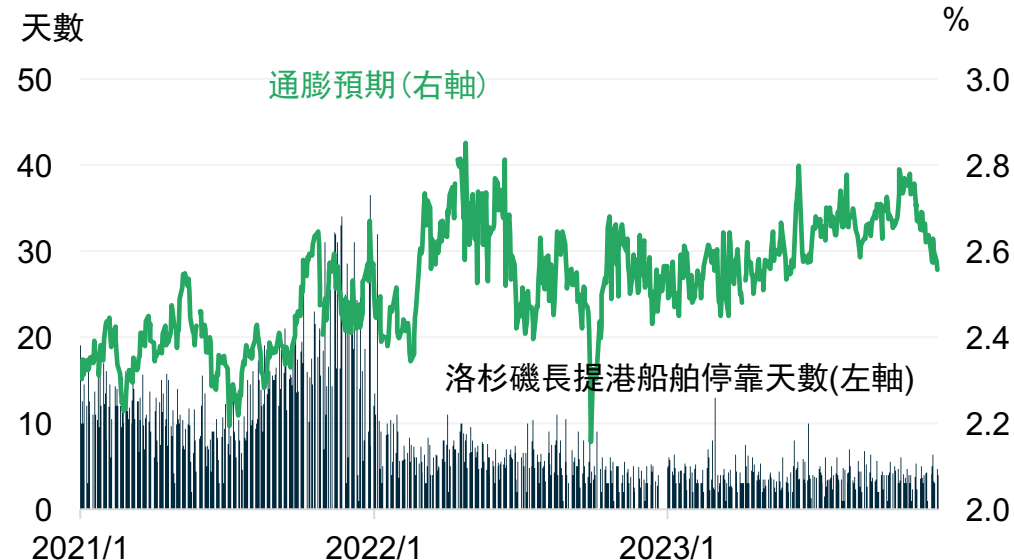
就商品市場而言，目前整體表現分歧，鐵礦砂雖有表現，但石油因為淡季效應，目前持續回落。因此，近期商品價格的變動，不致影響通膨。另外，美國洛杉磯長堤港外的船舶停靠天數仍處正常水位，顯示供應鏈斷鏈問題偏小。

鐵礦砂庫存回補，帶動BDI快速走揚



資料來源：Bloomberg。

供應鏈穩定，不致構成通膨升溫



註：通膨預期指美國5年期平衡通貨膨脹率。

資料來源：Bloomberg。

日圓 BOJ會議前, 正、副總裁談話先後透露結束負利率政策的意向, 推升近期日幣走勢

日本央行(BOJ)政策走向：總裁植田和男12/7上午在國會表示，「從今年年底到邁入明年之際，政策制定將更富考驗，將加強適度溝通並實施合宜的政策」；副總裁冰見野良三則在12/6表示，「負利率政策退場對日本經濟的影響相對較小，會仔細評估現況，並考慮退出負利率的時機和程序」。總裁植田和男和副總裁冰見野良三近期談話頗有結束負利率政策的意味，使市場預料BOJ最快12月政策會議就會有動作，大幅推升日幣走勢。

日幣匯價：1)短線而言，市場預期負利率政策結束，有利推升日幣，惟須留意年線一帶阻力較大。2)長線而言，美日利差仍是牽引資金流的主要觀察變數，BOJ政策往緊縮的方向不變下，將有利美日利差縮窄，日幣長線回升。

日本央行政策利率與YCC政策區間



資料來源：Bloomberg。

日債殖利率彈升, 美日利差下跌, 牽引日幣走升



資料來源：Bloomberg。

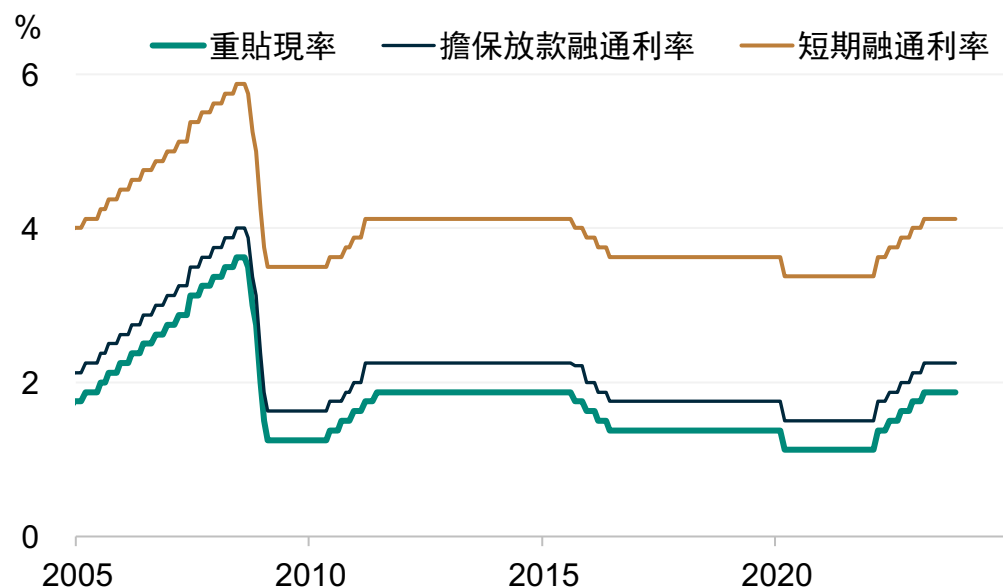
台灣央行 CPI水準仍偏高, 但現階段仍等待景氣好轉, 12月會議應維持利率不變

9月理監事會議重點：1)重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變；2)下調經濟增長(由1.72%至1.46%)及CPI預估(由2.24%至2.22%)。

12月會議預期：料維持政策利率不變，原因在於，國內通膨雖緩步回降，**但現階段仍在2%之上**；另一方面，美歐主要央行大幅升息之累積效應持續發酵，且中國經濟疲弱，**台灣現階段處於等待景氣好轉的階段**，故理監事會也不適宜進一步升息。綜上，**政策利率料將不變**。

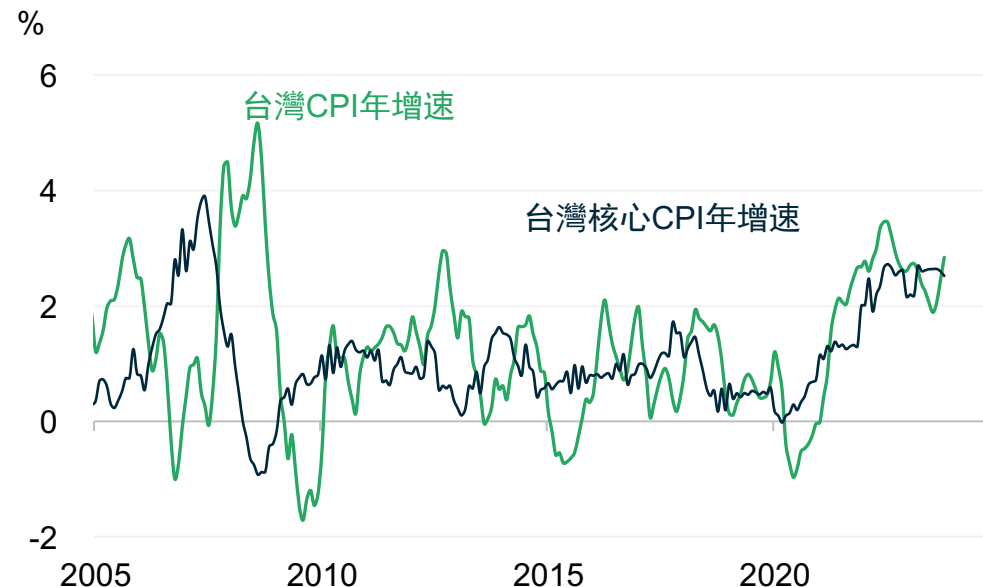
匯價：1)長線而言，基本面逐步改善，有利匯價；2)短線而言，美國CPI數據後，**市場如去年底態勢，期待來年貨幣政策轉鬆，外資回流**，帶動台幣大漲。**台幣短線可能於季線至年線間擺盪**；惟需留意台灣政治不確定性。

政策利率維持不變



資料來源：Bloomberg。

台灣通膨水準雖有降溫, 但較過往相比, 仍屬偏高



註：上圖為3個月平均。

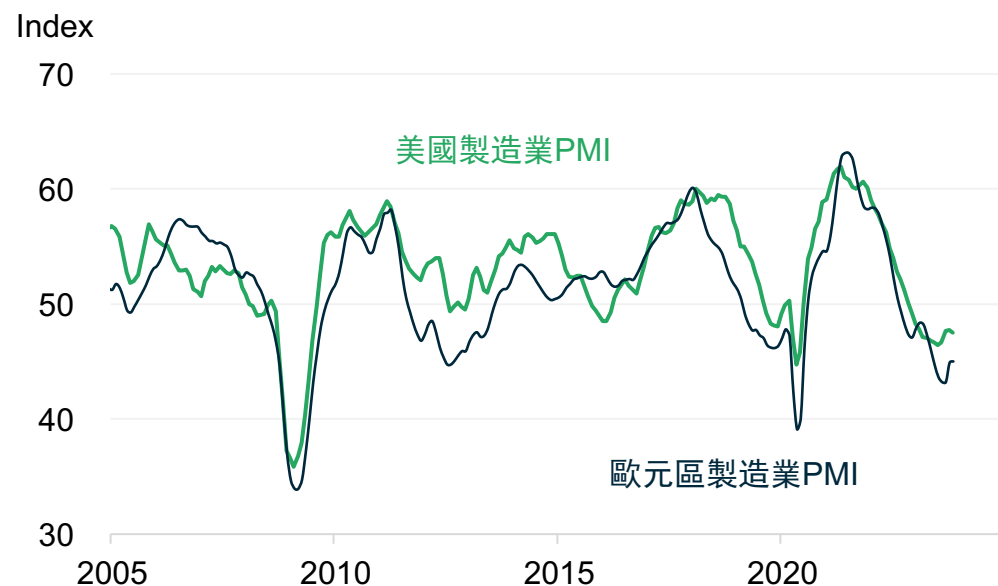
資料來源：Bloomberg。

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：美歐製造業PMI續於低位，尤其歐元區製造業更為嚴峻，主要因為中歐兩大經濟體關係密切，受中國今年以來需求疲弱之故，歐元區製造業景氣格外疲弱。另一方面，美歐CPI皆過高位，但兩大經濟體的通膨循環有先後之分，美國通膨循環領先歐元區，鑒於通膨仍是美歐央行的主要焦點，因此美歐經濟體的通膨先後趨緩，也將主導政策轉鬆的節奏。

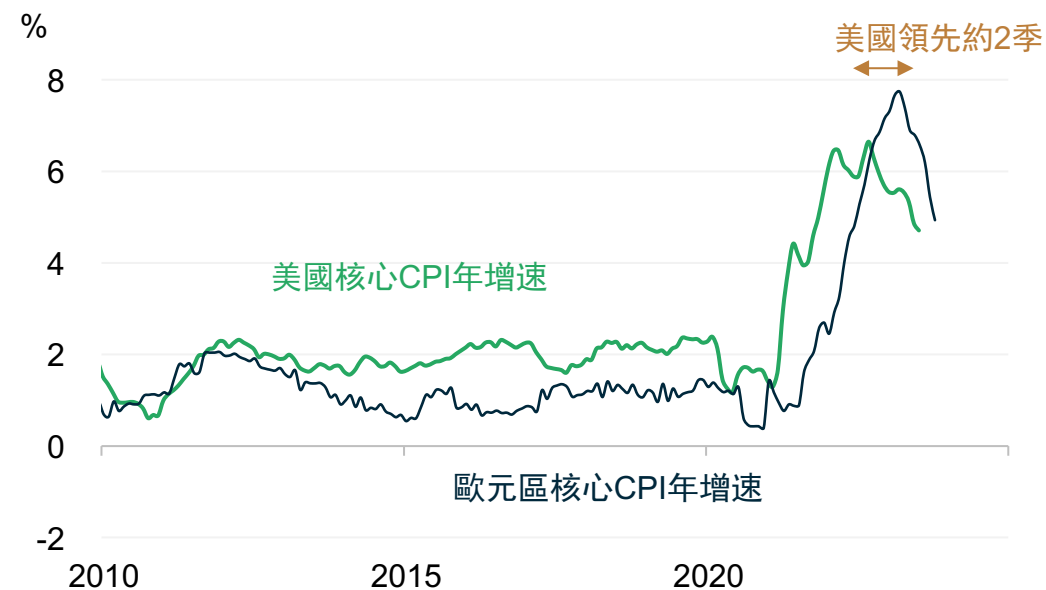
歐元匯價：1)短線而言，歐元急升，但因為歐元區數據現階段仍較疲弱，因此短線急升後，後續走勢可能轉向震盪。2)長線而言，鑒於美歐通膨循環有先後差異，也將主導政策節奏差異，牽引美元長線偏貶(歐元偏升)，惟後續降息預期若隨市況改變，將會增添匯價波動。

美歐製造業PMI續於低位，尤其歐元區製造業更為嚴峻



註：上圖為3個月平均。
資料來源：Bloomberg。

美歐CPI皆過高位，但歐元區通膨循環較美國落後



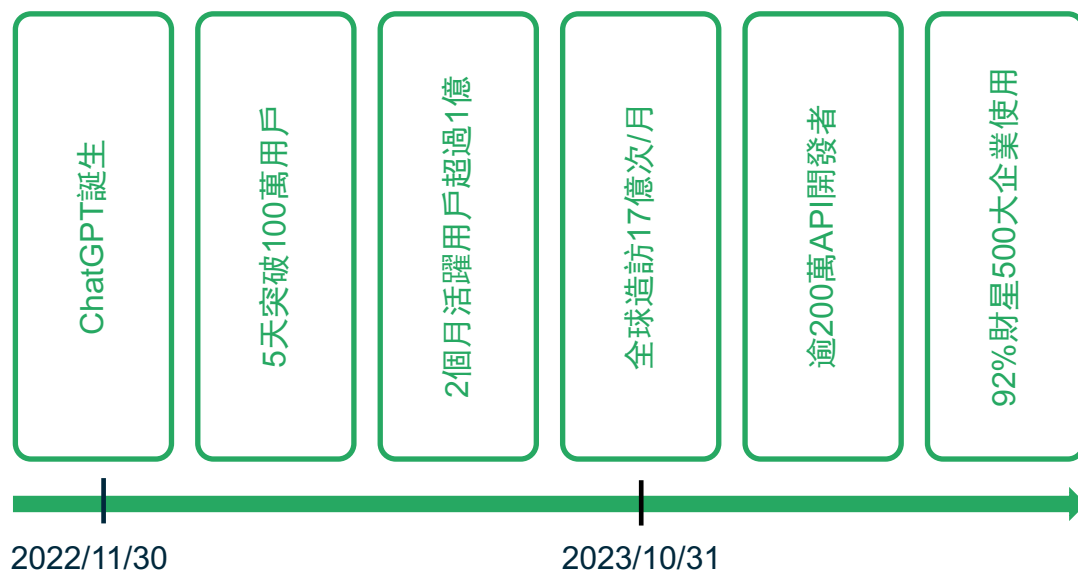
資料來源：Bloomberg。

科技 ChatGPT一週年, 生成式AI熱度不減

生成式AI語言模型ChatGPT去年11月30日橫空出世, 迄今已滿一週年, 由網頁造訪量來看, ChatGPT熱度不減, OpenAI也多次進行版本更新, 增加ChatGPT視覺輸入、圖像辨識的功能, 截至10月為止, 網頁造訪量達到17億次/月, API開發者逾200萬, 且92%的財星500大企業都使用ChatGPT。

今年11月6日OpenAI在舊金山舉辦了首屆開發者大會, 推出GPT-4 Turbo, 開放客製化打造ChatGPT、以及能夠打造小幫手的Assistants API。再度引爆ChatGPT網站流量, OpenAI甚至必須暫停新的用戶付費註冊ChatGPT plus以避免網站超過負荷。**AI發展趨勢並未隨著時間而退燒, 反而有更多的軟體應運而生, 對於AI模型的需求也大幅成長, 因此2024年科技業主要成長題材, 生成式AI的軟硬體供應鏈仍舊是當紅要角。**

ChatGPT一週年, 達成多項里程碑



資料來源: 國泰世華銀行投研團隊彙整。

ChatGPT網頁造訪量熱度不減



資料來源: Similarweb。

基本金屬 供需利多推升銅價, 但中國經濟放緩壓力, 研判上攻動能有限

在全球製造業去庫存、中國房地產顯著降溫的背景下, 今年銅、鋁等基本金屬價格表現低迷, 然而從10月底開始, 因為中國政府表示將增發一兆人民幣特別國債, 用於水利、交通等基礎建設工程, 需求上揚也帶動銅與鐵礦砂價格。在供給面, 巴拿馬政府將關閉供給量達到全球總額1.5%的Cobre礦場, 供應不確定性將銅價進一步推升至觸及每噸8600美元。

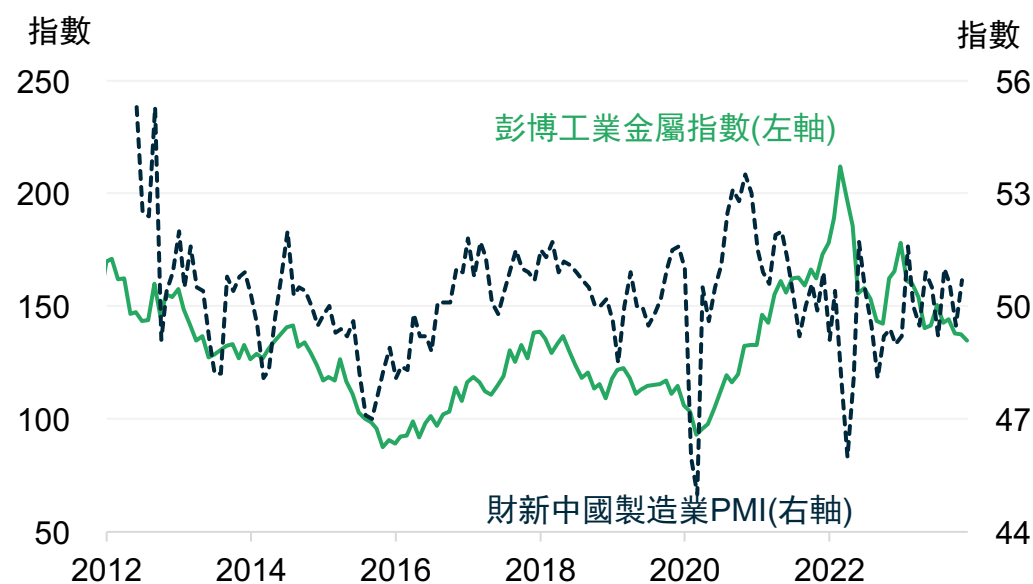
後市展望, 銅礦供給的影響僅為單一事件, 不會對中長期供需產生結構影響, 價格走勢仍仰賴需求推動。**中國景氣仰賴中央基建投資帶動, 政策的持有性有待考驗, 總體需求恐難帶動價格走出多頭格局, 基本金屬料延續整理行情。**

中國基建投資支撐今年基本金屬需求



資料來源: Bloomberg。

中國製造業景氣仍偏弱, 需求復甦進程偏緩



資料來源: Bloomberg。

Dec 2023

11	Monday	12	Tuesday	13	Wednesday	14	Thursday	15	Friday
日本貨幣供給 日本工具機訂單		美國CPI 德國ZEW調查		美國PPI		美國初領失業金人數 美國零售銷售 美國FOMC會議 歐央ECB會議 歐元區製造業PMI 台灣CBC會議		美國工業生產 標普美國製造業PMI 中國工業生產 中國零售銷售 中國社融	

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