



國泰世華銀行
Cathay United Bank

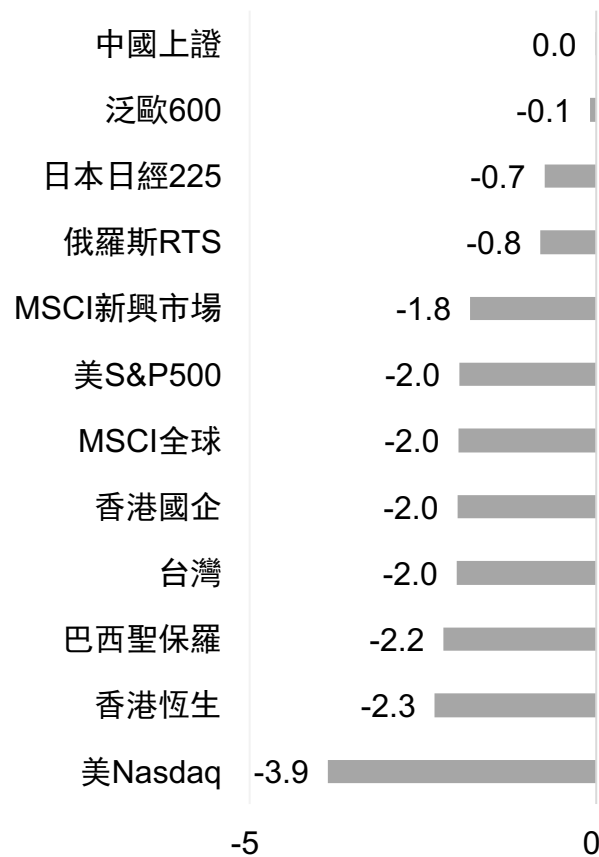
2024年1月5日

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

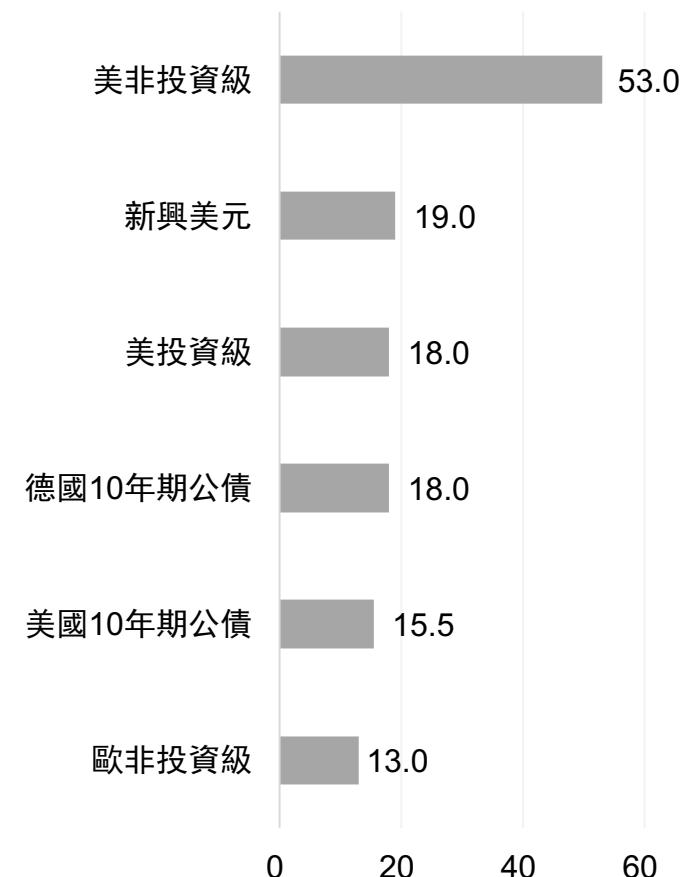
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/12/28-2024/1/4。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 回顧：

- 1) 市場面：去年底以來，市場積極price-in聯準會的降息題材，並陷入FOMO_(Fear of missing out)情緒；但短線過熱，使得開年獲利了結賣壓湧現，股債與非美貨幣回吐先前漲幅，美元指數回升。
- 2) 數據面：美歐製造業PMI有築底改善的跡象，中國官方與財新PMI則較分歧，但趨勢大致持穩。美國就業方面，過往殖利率反轉之後，非農增長將逐漸放緩，惟本次增長狀況表現仍佳，尚未有負增長的狀況出現，因此短期間也尚未有景氣衰退的擔憂。

2. 後續看點

- 美國CPI：鑒於房價、租金年增速持續放緩，有利住房通膨持續降溫。
- Fed_(1/31)：目前的實質利率_(政策利率減核心CPI)已然高於R-star_(自然利率)，也就是Fed常常提到的政策利率已達限制性，因此若隨CPI年增速續降，將給予Fed 1月會議偏鴿暗示空間。

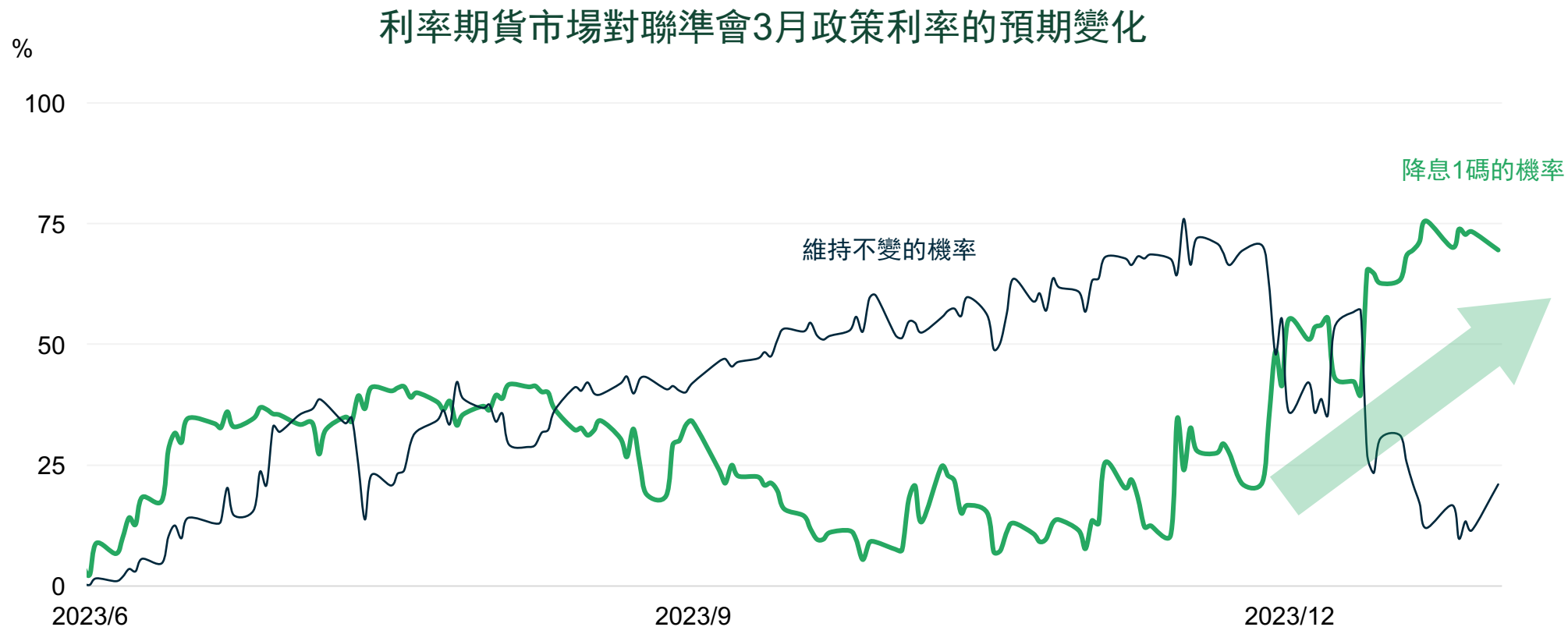
策略思維

1. 股市：FOMO情緒下，短線有過熱疑慮；長線而言，仍以現金流穩健的大型股為先。
2. 債市：Fed升息循環告終，長線殖利率偏向下行趨勢；信用市場仍平穩，現金流穩健企業仍較佳。
3. 匯市：台幣與多數亞幣受惠於股市氣氛與殖利率走降，但依聯準會去年12月點陣圖推估，台幣短線確有過熱之虞，不啻為換匯的機會。



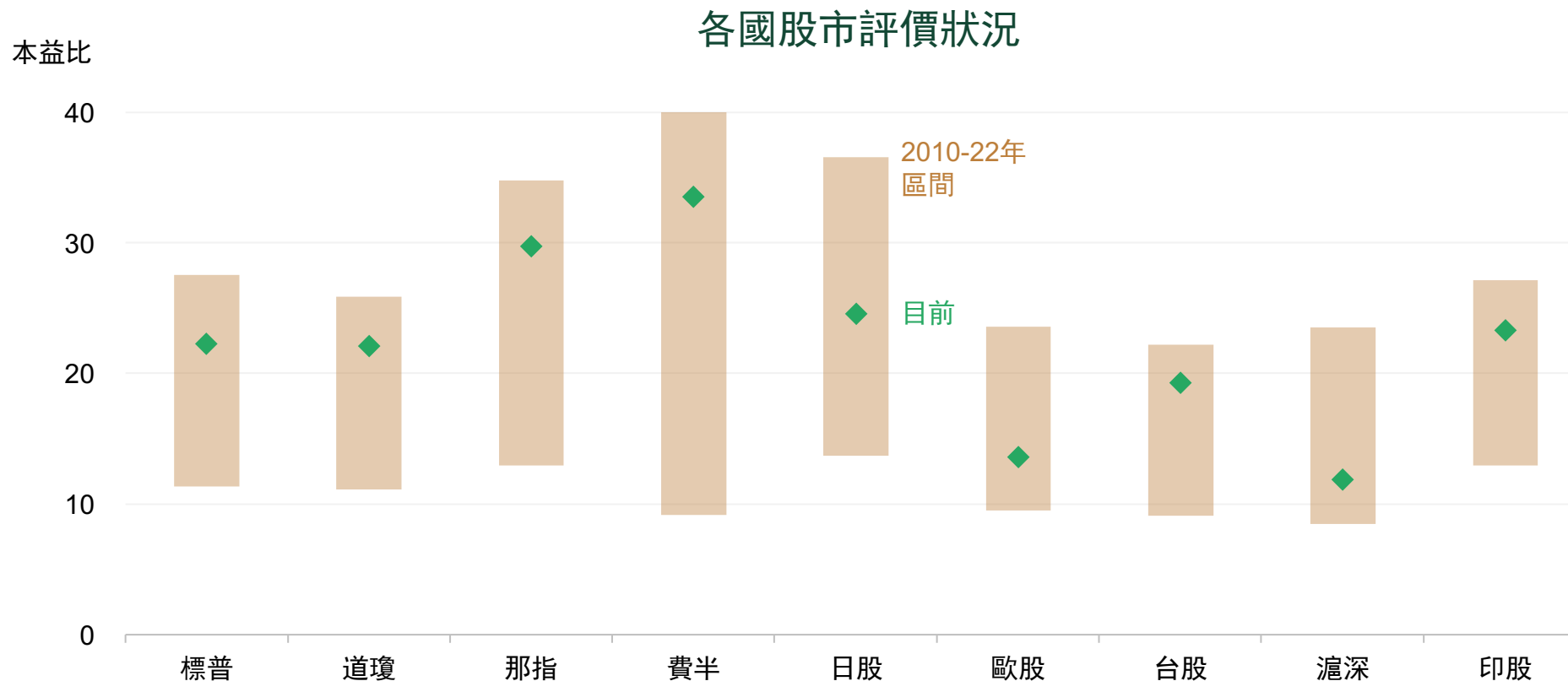
利率期貨 | 去年底以來, 市場積極price-in聯準會今年3月降息

去年12月FOMC利率決策會議, 雖然維持政策利率不變, 但因為聯準會下調點陣圖對2024、2025年的利率預期, 加上主席鮑爾於記者會表示會中討論降息的事宜, 因此市場樂觀期待聯準會可能於今年3月便開啟降息的時程。市場積極price-in今年3月降息的情況下, 市場陷入FOMO(Fear of missing out)的情緒, 推動近期股債價格大漲, 美元指數大幅走貶。



股市 | 雖然降息題材吸引資金搶進, 但市場評價偏高, 投資人FOMO心態可能使短線出現震盪

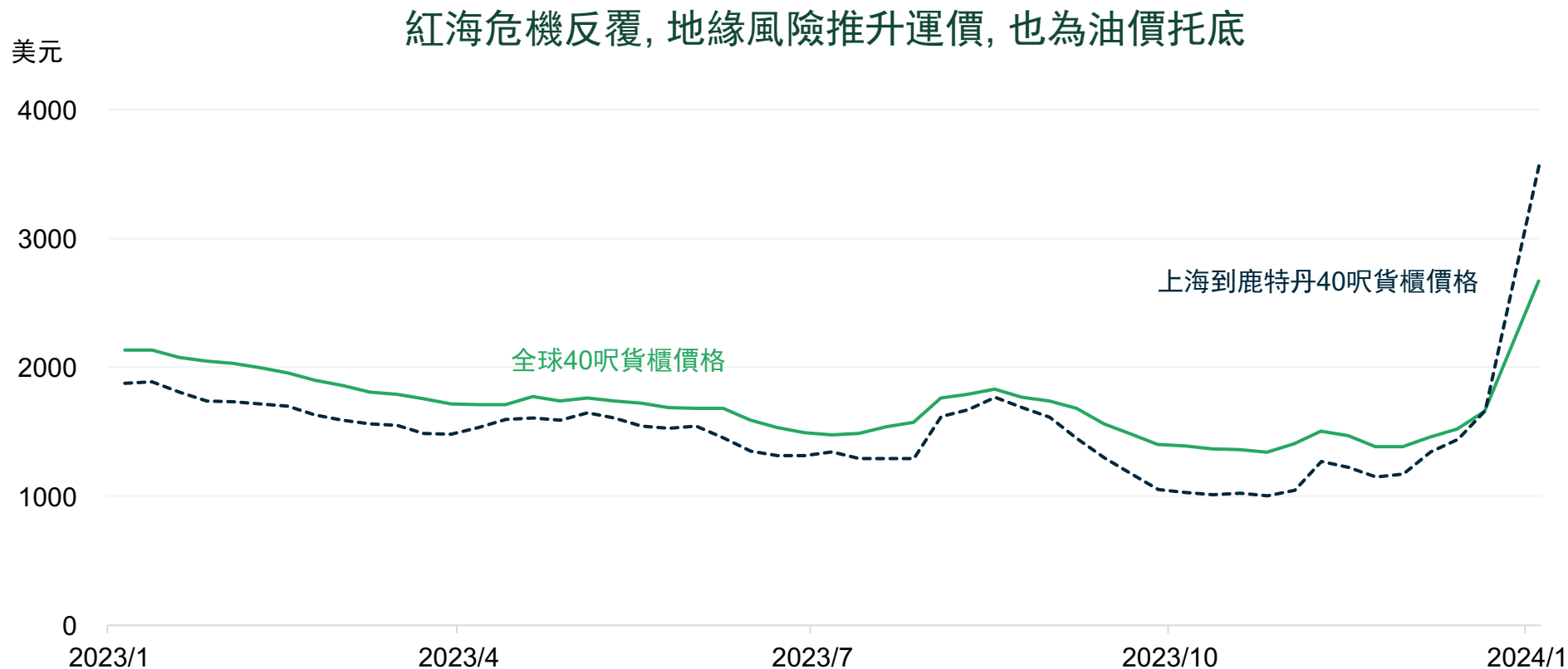
過往升息屆頂後, 降息行情的確吸引資金重回股市, 雖然**中長線股市將受惠於降息與獲利動能回升題材**; 但短線來看, **多數國家股市評價皆有偏高的跡象**, 這也反映投資人FOMO(Fear of missing out)的心態, 因此, **短線出現震盪的可能性有所上升**。



地緣 | 紅海危機反覆，地緣風險推升海運價格，也為油價托底

近期，中東地區的緊張局勢對全球海運和能源市場造成影響。由於紅海航道安全受到威脅，許多航運公司不得不選擇繞道好望角，增加了航程和成本，也減少了有效的運力。這導致了歐洲和地中海航線的貨櫃運價大幅上漲的現象。

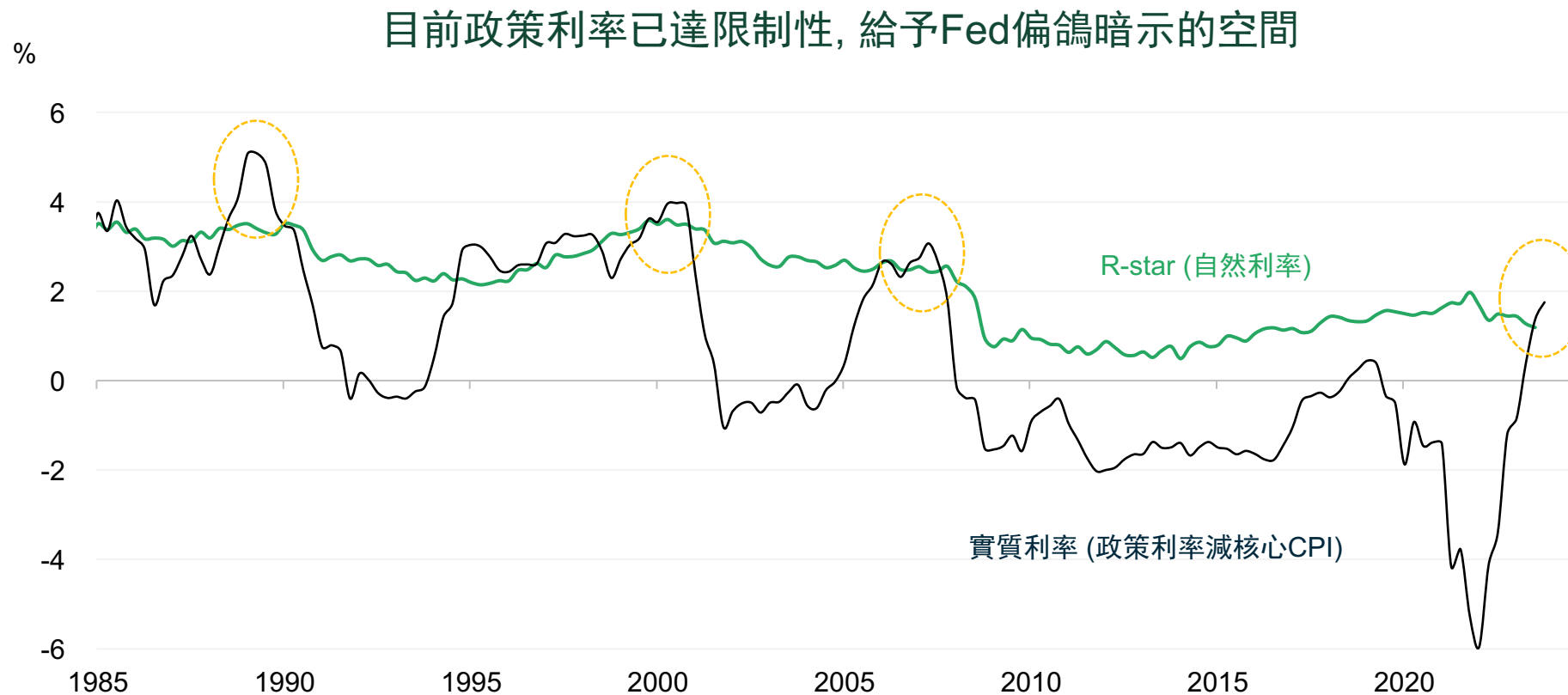
由於中東是全球最大的石油和天然氣生產和出口地區，任何可能影響供應的風險，都會推升油價。另一方面，海運成本上升也會提高石油和天然氣的運輸費用，進一步支撐能源價格。**綜上所述，地緣風險不僅推升了海運價格，也為油價托底。**



Fed Preview | 1月Fed如何表態？若CPI有超乎預期的降溫，則給予Fed 1月會後聲明調整空間

截至目前，市場積極price-in今年3月將見到Fed開始降息，但3月是否降息將繫於1月Fed的表態。鑒於目前的實質利率(政策利率減核心CPI)已然高於R-star(自然利率)，也就是**Fed常常提到的政策利率已達限制性**，因此**若CPI有超乎預期的降溫，則給予Fed 1月會後聲明調整空間**。

註：自然利率有時稱為中性利率(neutral rate of interest)，指保持通膨不變的情況下，以達充分就業的利率。



CPI Preview | 美國CPI是重中之重, 目前房價、租金年增速持續放緩, 有利住房通膨持續降溫

由於本次Fed政策利率循環落後於通膨的表現, 因此通膨表現仍是Fed的首要關注。鑒於房價、租金年增速持續放緩, 有利住房通膨(核心通膨的主要項目)持續降溫, 因此美國通膨應維持降溫的趨勢, 惟「下降幅度仍有待觀察」。



債券 | 依過往歷史, 聯準會「升息屆頂」後, 10年美債殖利率隨時間將逐步走降

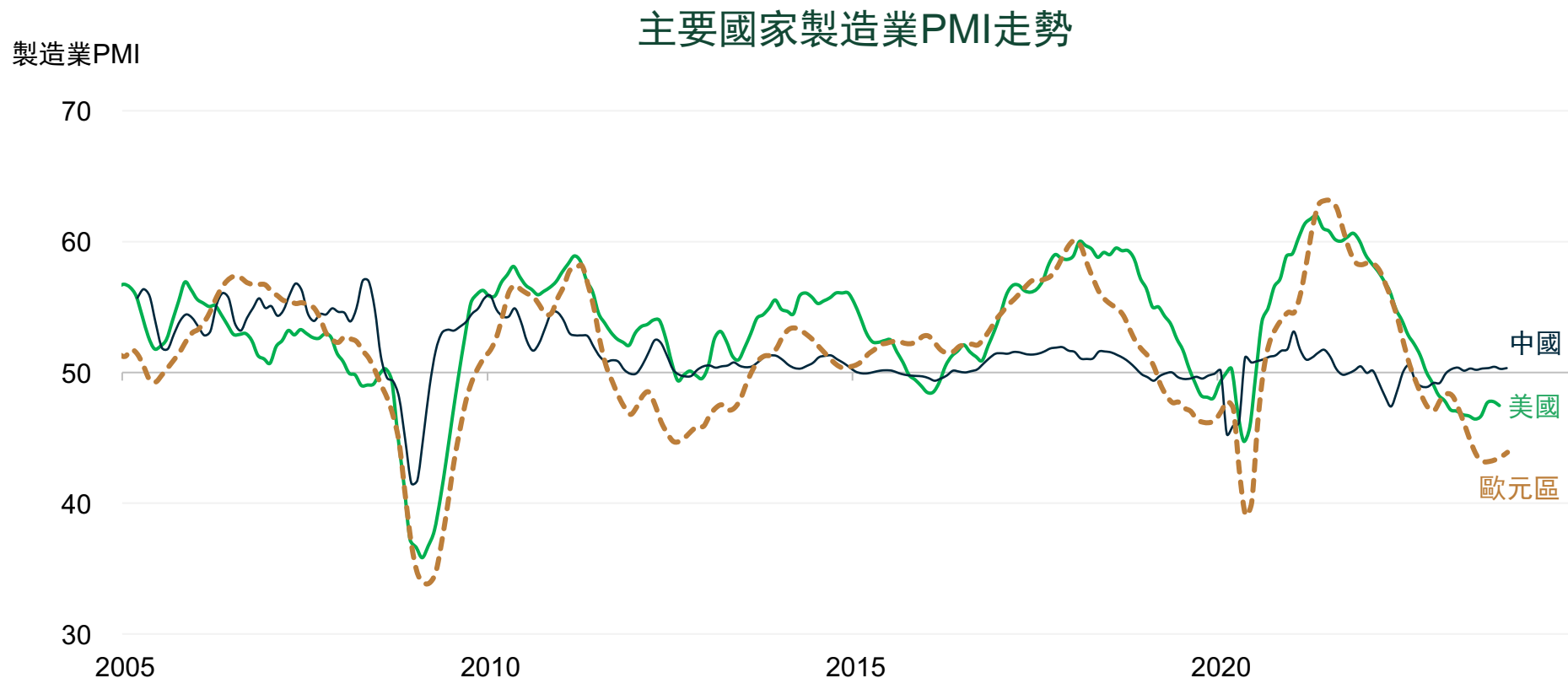
去年12月聯準會利率決議之後, 美債殖利率快速走降。以利率期貨來看, 市場已積極price-in聯準會2024年將降息6碼; **短線**而言, 市場FOMO(Fear of missing out)氣氛確有過熱之虞。但**長線**來看, 美國聯準會在升息循環尾聲時, 隨著市場預期經濟與通膨趨勢向下, 10年美債殖利率將逐步走降。根據過往歷史, **升息屆頂後的6-15個月間, 10年美債殖利率平均會下降90-140bps**。因此, 後續隨債券價格漲多修正, 亦即**殖利率反彈之際, 不啻為投資人買進鎖利的機會**。

升息屆頂前後, 10年期美債殖利率的累積變化(bps)

貨幣制度	聯準會主席	升息屆頂時間	-12月	-6月	升息屆頂	+6月	+12月	+15月
金本位	伯恩斯	1974/5	73	85	7	39	72	89
	米勒/沃克	1981/5	392	142	42	147	19	-62
美元本位	沃克	1984/8	87	88	-64	-198	-305	-358
	葛林斯潘	1989/2	96	-9	8	-107	-88	-33
		1995/2	150	23	-31	-150	-213	-104
		1997/3	42	-14	27	-12	-85	-92
		2000/5	90	41	45	-25	-85	-102
	柏南奇	2006/6	111	64	0	-51	-36	-59
	鮑爾	2018/12	28	-18	-30	-86	-121	-232
		1984年後平均	86	25	-6	-90	-133	-140
	鮑爾	2023/7	131	45	12			

Macro Review | 製造業方面，整體製造業景氣仍在低位，惟築底改善的狀態未變

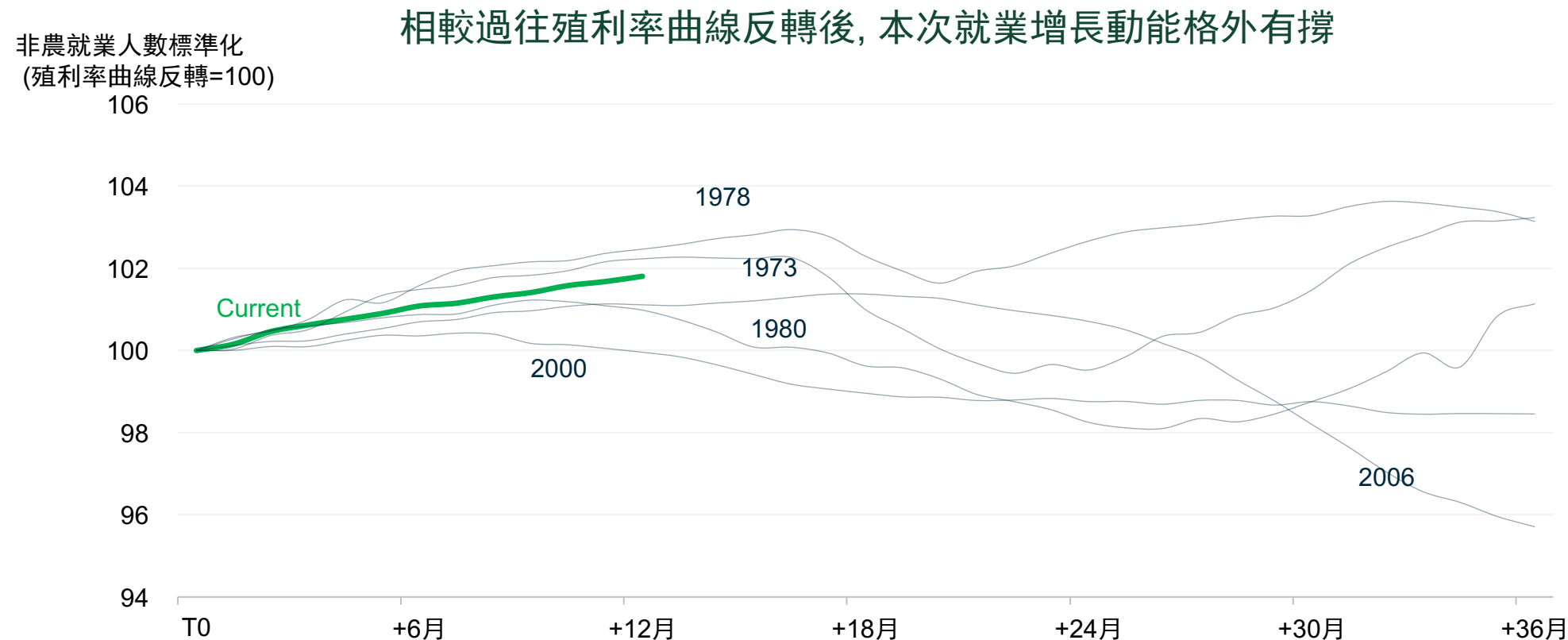
去年12月**美歐**製造業PMI雖仍低於50門檻，但普遍有築底改善的跡象，尤其新訂單減庫存狀況有所止穩，對後續製造業回升將有所幫助。另一方面，**中國**製造業PMI趨勢大致與先前持平，也與中共中央經濟工作會議的政策方向一致。



註：上圖為3月平均值。
資料來源：Bloomberg。

Macro Review | 美國非農就業小幅增長，相較過往殖利率反轉下，本次就業增長格外有撐

相較過往景氣循環，本次就業增長狀況迄今仍屬良好。以非農數據來看，過往殖利率反轉之後，非農增長往往逐漸放緩，惟本次增長狀況表現仍佳，尚未有負增長的狀況出現，因此**短期間也未有景氣衰退的擔憂**。



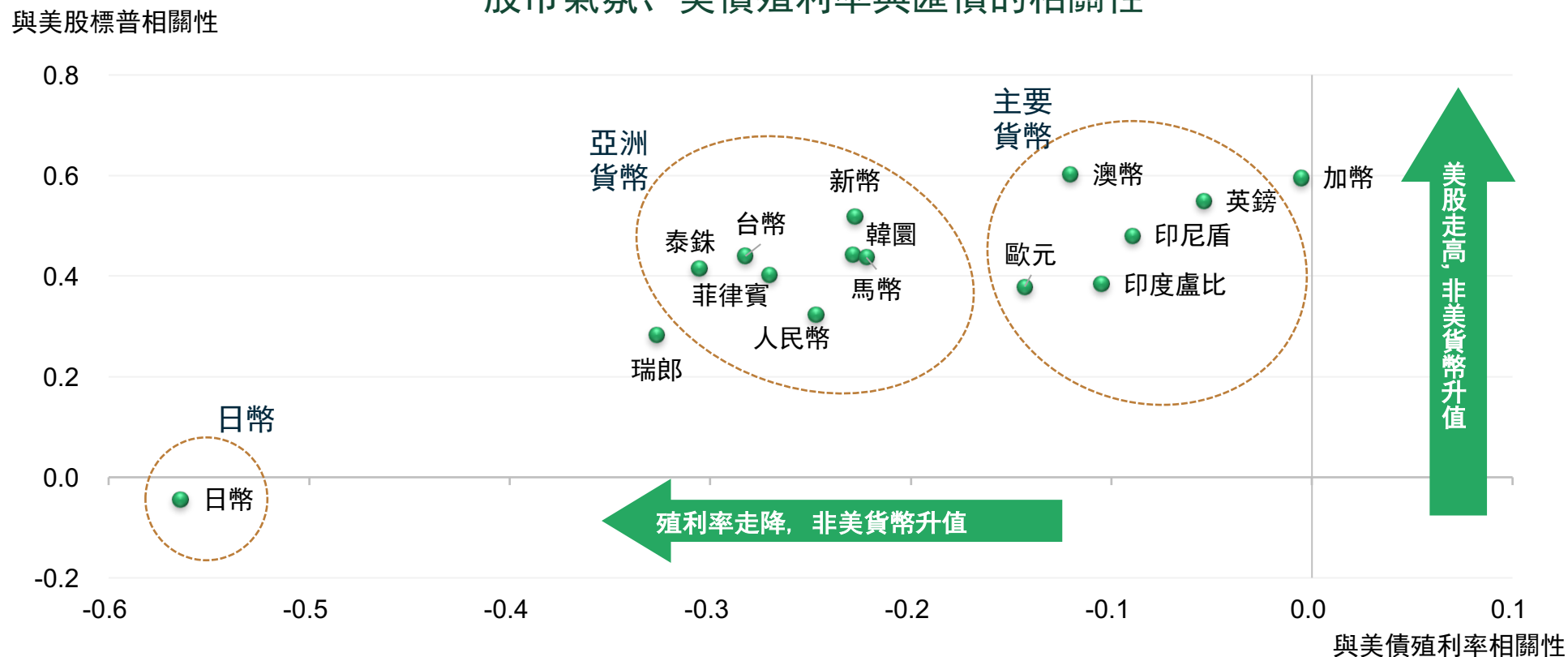
註：殖利率曲線反轉以10年期減3個月期小於0為準，今次始於2022/11。

資料來源：Bloomberg。

匯市 | 美債殖利率走降、股市氣氛良好有利整體亞洲貨幣；日幣則最受惠殖利率的走降

亞幣匯率變化，不僅受各國基本面影響，也與美股表現和美債殖利率有密切關聯。一般而言，全球股市氣氛良好時，投資人會增加風險資產偏好，減少避險資產需求，這對於亞幣來說是一項利多。美債殖利率則象徵聯準會政策走向，會影響美元買需，由於美元與亞幣呈現反向關係，因此，美債殖利率變化也會影響亞幣匯率。由於2024年美國股債價格看法正向，雙雙有利台、韓等亞幣走勢。另一方面，美債殖利率與日幣負相關格外的高，因此美債殖利率走降也對日幣匯價格外有利。

股市氣氛、美債殖利率與匯價的相關性

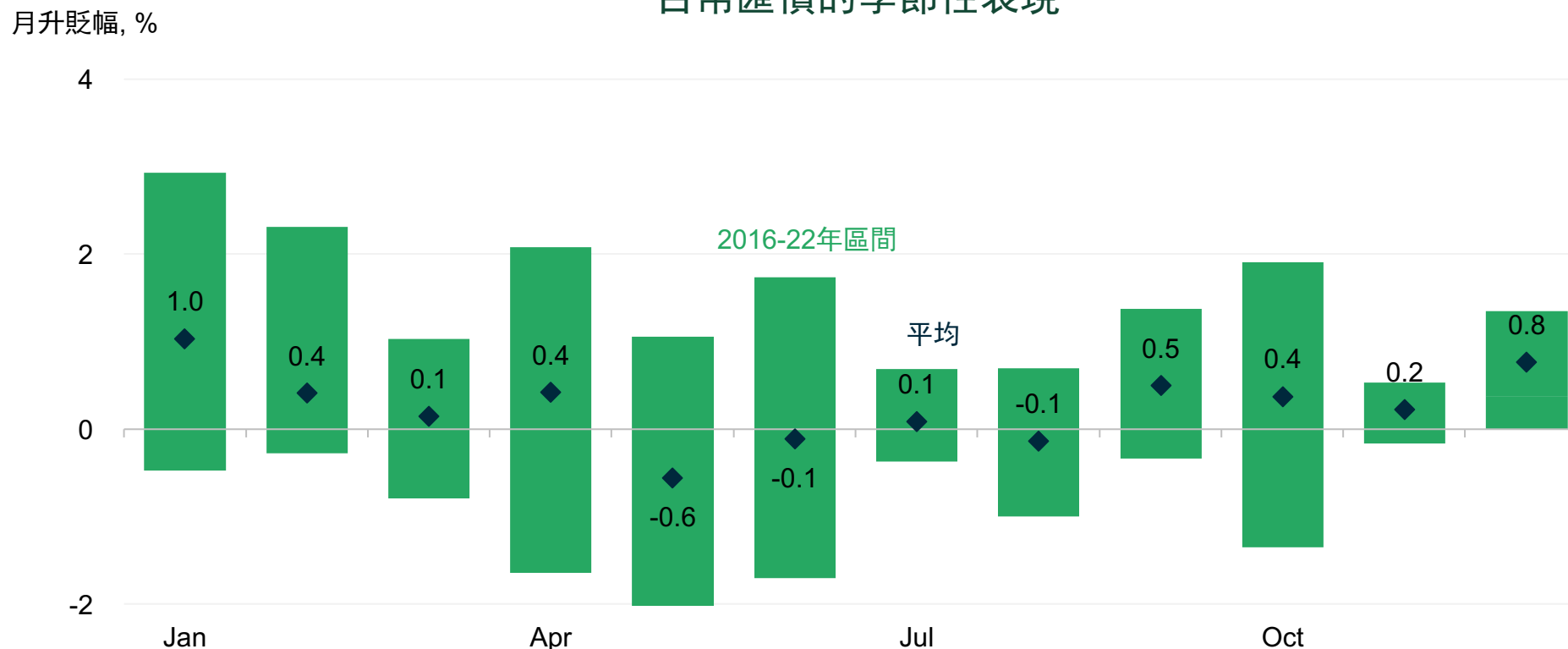


匯市 | 聯準會降息預期, 加上年末至春節前的出口商拋匯力道增強, 支撐台幣匯價強勢表現

基本面：國發會日前發布去年11月景氣對策信號，燈號再次轉為黃藍燈，主要受到出口、批發業營業額轉呈正成長的加持。展望未來，國發會表示IMF等機構預測2024年全球貿易量成長回升，加上新科技應用熱絡，供應鏈庫存水位漸趨正常，有助挹注台灣出口動能。

匯價：市場積極預期明後兩年聯準會的降息幅度，牽引外資回流，加上出口商季節性拋匯力道加強，帶動近期台幣強升。依去年聯準會12月點陣圖推估，台幣短線確有過熱之虞；但若美國通膨有超乎預期的降溫，使Fed提早至3月便開始降息，則不排除上半年重現2字頭。

台幣匯價的季節性表現

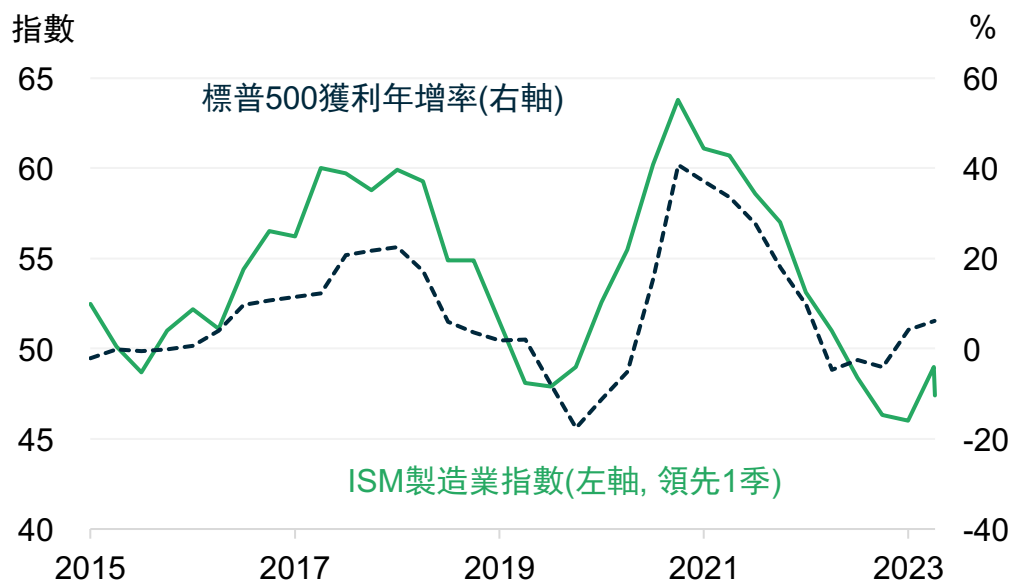


美國 企業獲利有望成長軌道, 但留意庫存回補力道不如預期風險

歷經升息衝擊, 加上2年多來的庫存調整, 標普500企業獲利甚至出現連3季衰退的狀況, 不過, 隨庫存調整進尾聲, 加上AI風潮問世, 各大電腦品牌也將發售AI PC, 使得企業獲利有望重回成長軌道, 市場預估2024與2025年都將有雙位數的成長力道。

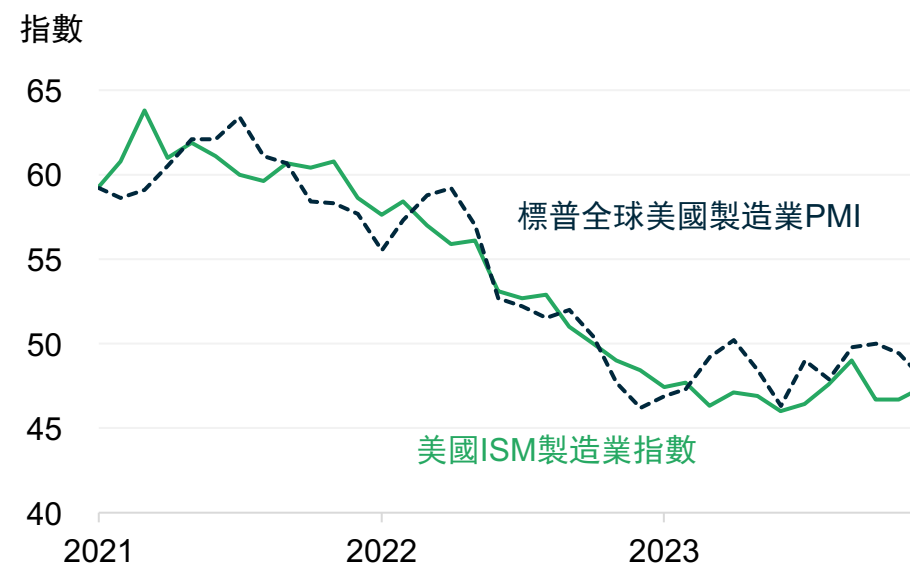
就趨勢而言, 製造業雖有望重回擴張區間, 但**近期數據顯示, 新訂單需求仍不明朗, 去年12月標普全球美國製造業PMI除自上月49.4明顯回落, 甚至進一步下修至47.9。**此外, 中國作為第二大經濟體, 經濟前景仍有不少的不確定性, 可能使後續庫存回補力道不如預期。

企業獲利有望重回成長軌道



資料來源: Bloomberg。

製造業復甦之路仍顯顛簸, 使獲利有下修壓力



資料來源: Bloomberg。

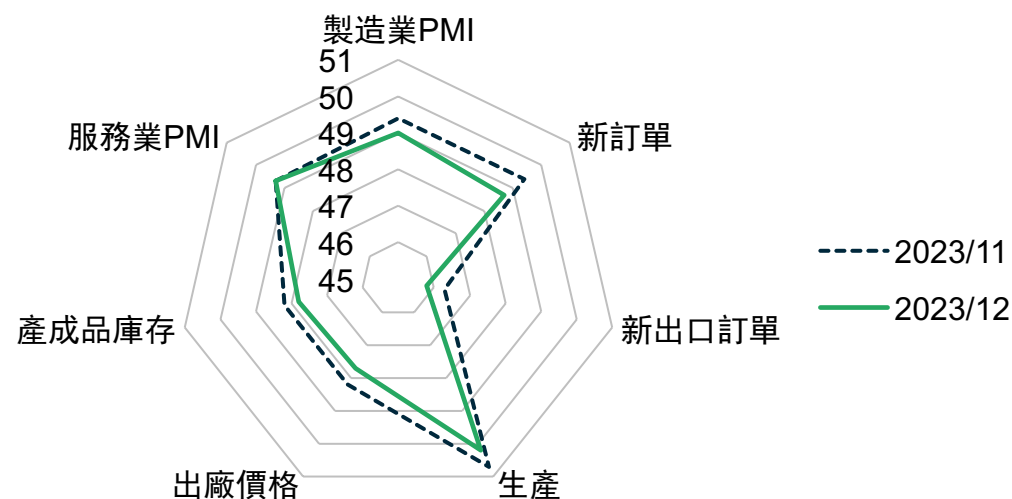
中國 需求不足狀況未獲改善, 市場信心料延續低迷

經濟環境：2023/12中國官方製造業PMI從49.4降至49.0，除了低於市場預期之外，也來到2023下半年最低位階，從細項來看，有3個重點值得關注。

1)內外需求走弱，新訂單及新出口訂單下滑，製造業供過於求的狀況未見改善；2)由於需求不足，出廠價格與產成品庫存有所回落；3)服務業PMI保持在49.3收縮區間，非製造業主要受惠於政府基建帶動建築業PMI改善。

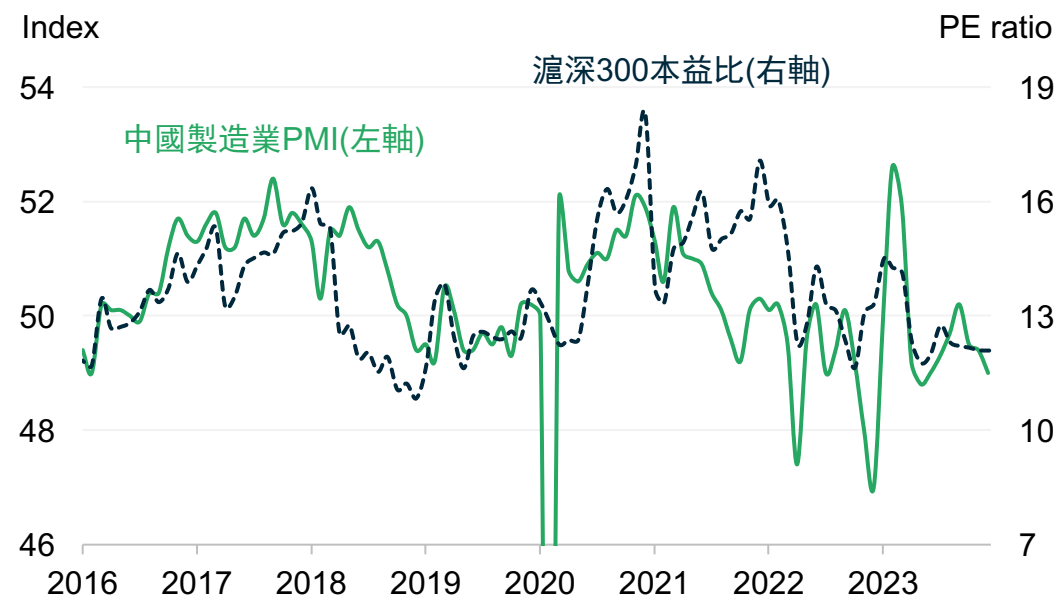
操作策略：中國股市面臨產業監管及資產負債表衰退兩座大山，經濟數據則是不斷透露通縮烏雲猶未散去，**需求不足下，企業獲利展望不佳，循環面亦難以支撐股市打開牛市行情，除非政府施行大規模財政刺激打破悲觀預期，否則投資人信心恐延續低迷，大盤走勢低位震盪。**

2023/12多數PMI調查分項皆較上月下滑



資料來源：Wind。

製造業前景不明, 市場信心持續低迷



資料來源：Bloomberg。

科技 半導體開年重挫，無礙景氣邁向復甦

費城半導體指數於2024年首個交易日即重挫3.7%，除了因美國公債殖利率反彈及獲利了結賣壓引發科技股大跌外，荷蘭半導體設備龍頭艾司摩爾 (ASML)ADR大跌5.3%也引人側目，艾司摩爾發布新聞稿指出，部份DUV(深紫外光)設備的出口執照遭荷蘭政府撤銷，據悉是拜登政府施壓所致。

美國聯合主要半導體大國共同圍堵中國，意在抑制中國發展最新科技，艾司摩爾的高階曝光機具有市場壟斷地位，且是發展半導體先進製程不可或缺的設備，事實上在中美貿易戰開打、美國對華為進行制裁後，高階半導體設備的重要性就大幅提升，在新冠疫情期間，晶片缺貨潮加劇了此一趨勢，也推升艾司摩爾毛利率逐年走高，此一趨勢將對半導體業產生結構性的影響。2024年隨著半導體庫存去化完畢、消費性電子換機潮啟動，以及AI晶片需求持續爆發性成長，半導體景氣將迎來復甦，對科技股而言，基本面走揚將是股價拉回時的有力支撐。

費半於新年首個交易日即重挫3.7%

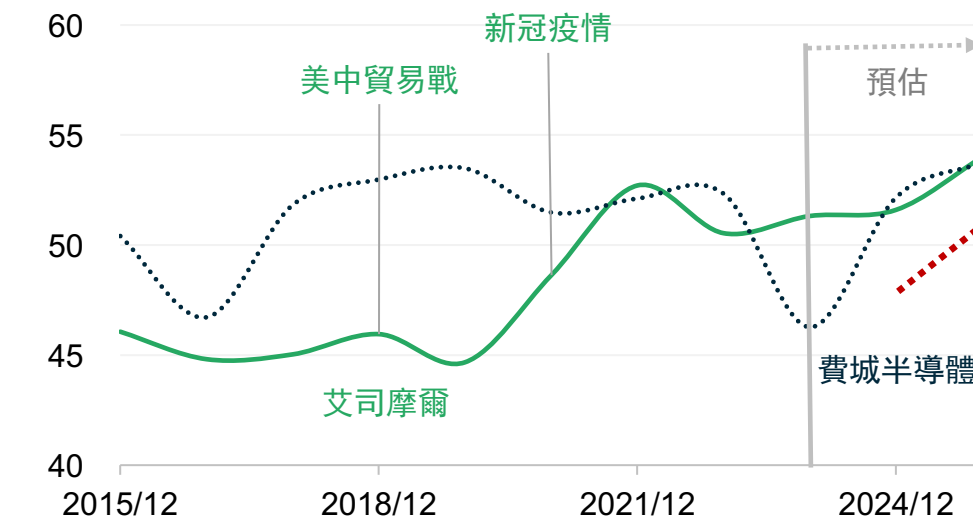
標準化, 2023/8/31=100



資料來源: Bloomberg。

2024年半導體景氣邁向復甦

毛利率, %



資料來源: Bloomberg, Bloomberg 預估。

債市 市場降息預期緩和，長線上殖利率將持續下行，逢殖利率回彈之際宜加碼債市

本週公布去年12月FOMC會議紀錄，官員們在態度上仍相對保守，並未就降息議題進行過多討論，使市場降息預期有所削弱，目前FedWatch預估3月機率由先前88%高點降至72%，相對地使殖利率有所回升。

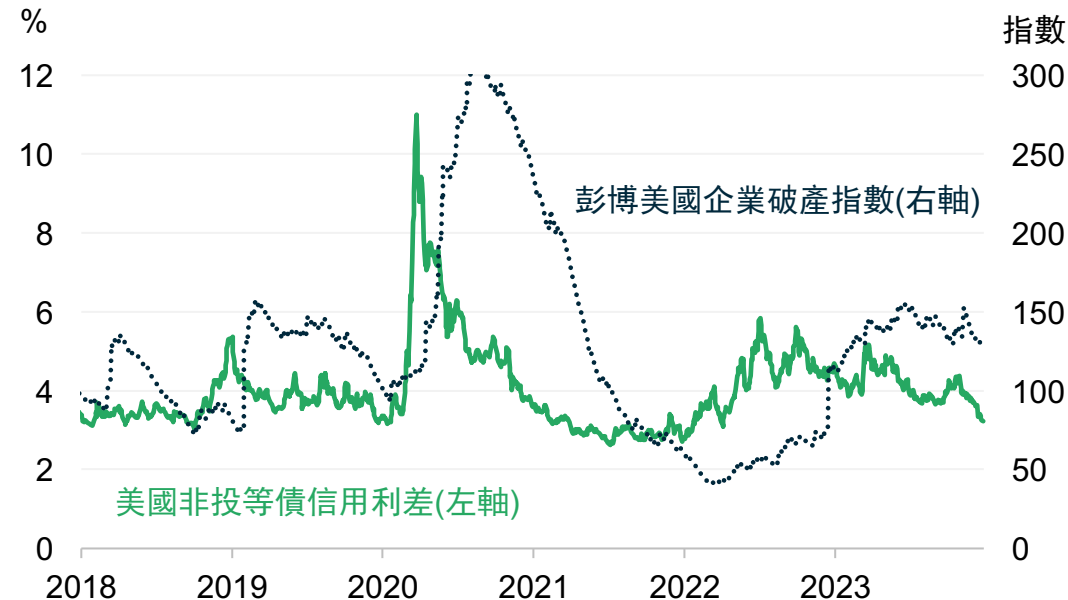
策略上，先前美國10年公債殖利率已過度反應至2025年的預期，**近期殖利率的回彈為加碼債市好時機**。以美國非投等債而言，現階段平均殖利率仍接近8%，優於長期均值；基本上，在美國經濟展現韌性下，信用利差收窄，企業破產情形也同步好轉：彭博美國企業破產指數持續放緩，違約風險逐步降低。**隨2024年降息趨勢明確，長線而言公債殖利率將持續下行，待Fed釋出明確降息訊號前，殖利率出現反彈皆可加碼債市。**

降息預期降溫下，殖利率出現反彈



資料來源：Bloomberg。

隨美國經濟保持韌性，信用風險緩降



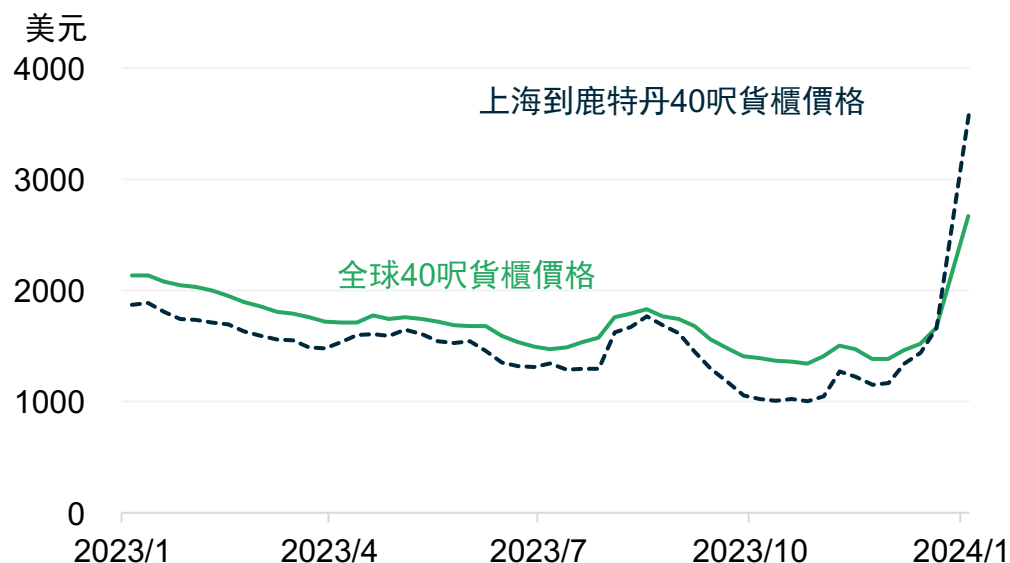
資料來源：Bloomberg。

原油 中東地緣風險再起，油價可望觸底回升

OPEC減產目標不如預期、全球製造業復甦力道疲弱，加上以巴軍事衝突淡化，使得西德原油自每桶90美元上方，一路下滑至每桶70美元附近，跌幅超過20%。

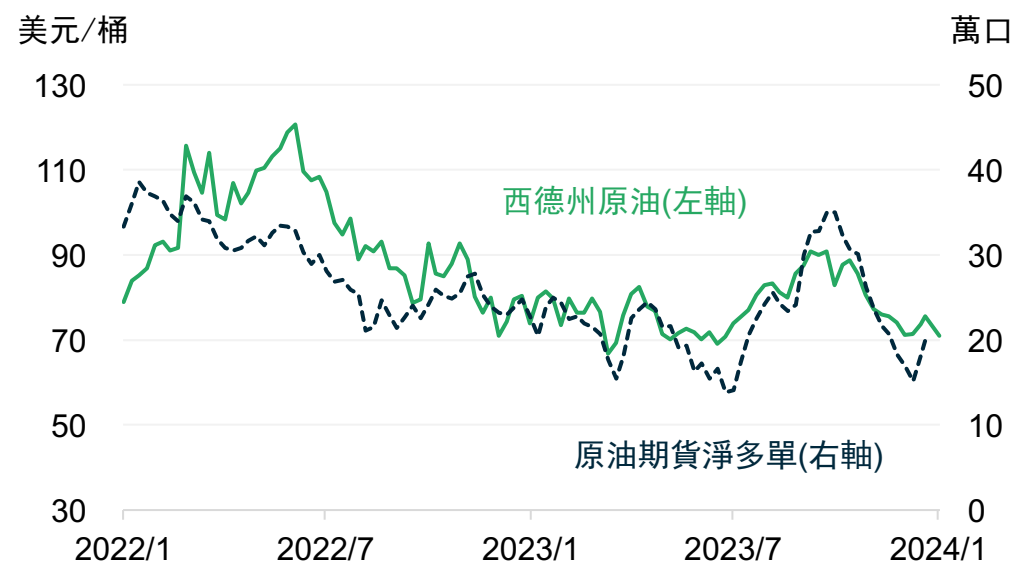
不過，預期油價再度下滑空間有限，且後續可望觸底回升，主因有三，1)近期紅海危機升溫，可能衝擊能源供給，2)氣候轉趨嚴寒，取暖需求上升，3)市場預期油價可能已觸底，原油投機性多單逐步上升。

紅海危機升溫，貨櫃運價飆升



資料來源：Bloomberg。

原油投機性多單觸底回升



資料來源：Bloomberg。

Jan 2024

8 Monday 歐元區零售銷售 日本休市	9 Tuesday 美國中小企業樂觀指數 日本東京CPI 德國工業生產	10 Wednesday 美國躉售銷售	11 Thursday 美國CPI	12 Friday 美國PPI
--------------------------------	---	---------------------------	-------------------------	-----------------------

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