



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

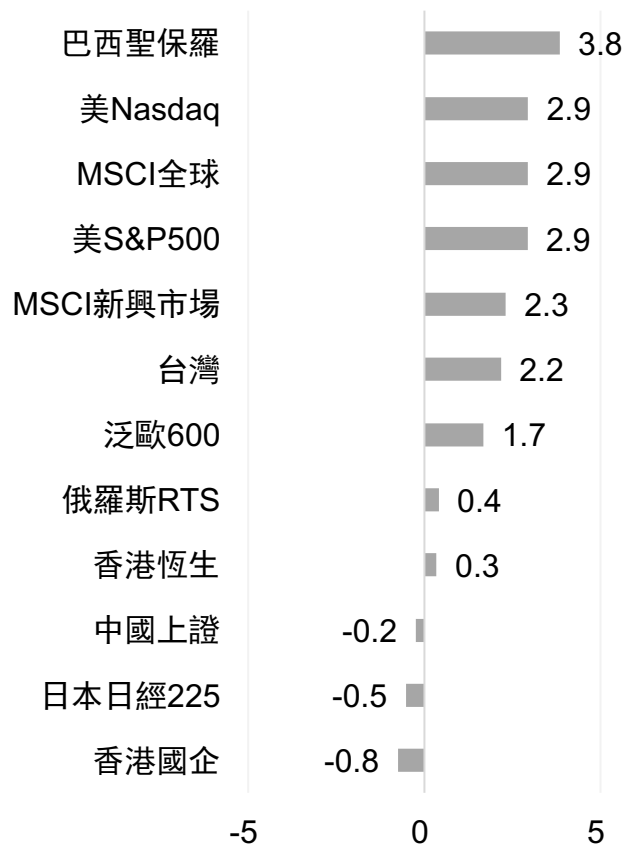
2023年12月15日

# 投資研究週報

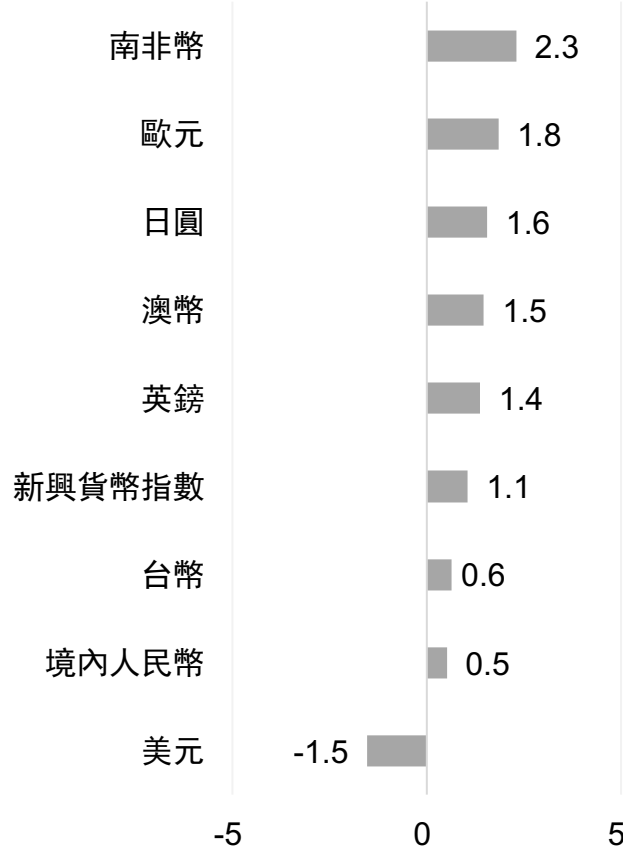
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

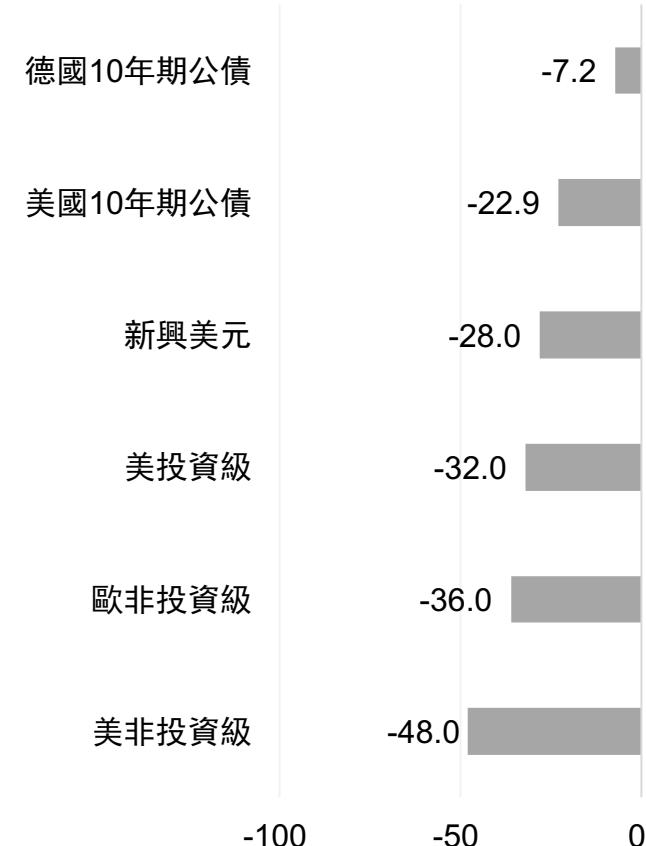
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2023/12/7-14。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場回顧

- 1) 寬鬆預期帶動對「金髮女孩」的期待, 驅動雙率重挫、風險資產上漲:
  - 資金流為例, 外資買超台股與去年底如出一轍, 但就業、通膨趨勢多如市場預期。
  - **FOMC偏向鴿派**: 1)結束升息; 2)下調點陣圖、明年降息數增至3碼; 3)開始討論降息。
- 2) 其他央行會議:
  - 歐洲央行: 利率不變並稱未討論降息, 明年下半縮減PEPP, **論調未如市場預期轉鴿**。
  - 台灣: CPI水準仍偏高, 景氣由底部逐漸回升, 12月會議維持利率不變。

### 2. 後續看點

- 日本央行: 結束負利率的談話提高本次政策變動的可能, **長線日幣偏向升值**。

## 策略思維

1. **股市**: 氣氛良好, 但聖誕將近, 留心獲利了結; 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**, 標的仍以**信評佳者為先**。
3. **匯市**: 美元長線偏弱, 但留意短線震盪; 半導體、出口動能築底回升, 為**台幣基本面支撐**。



## Market Review | 寬鬆預期帶動對「金髮女孩」的期待, 波段漲勢複製去年底上漲行情

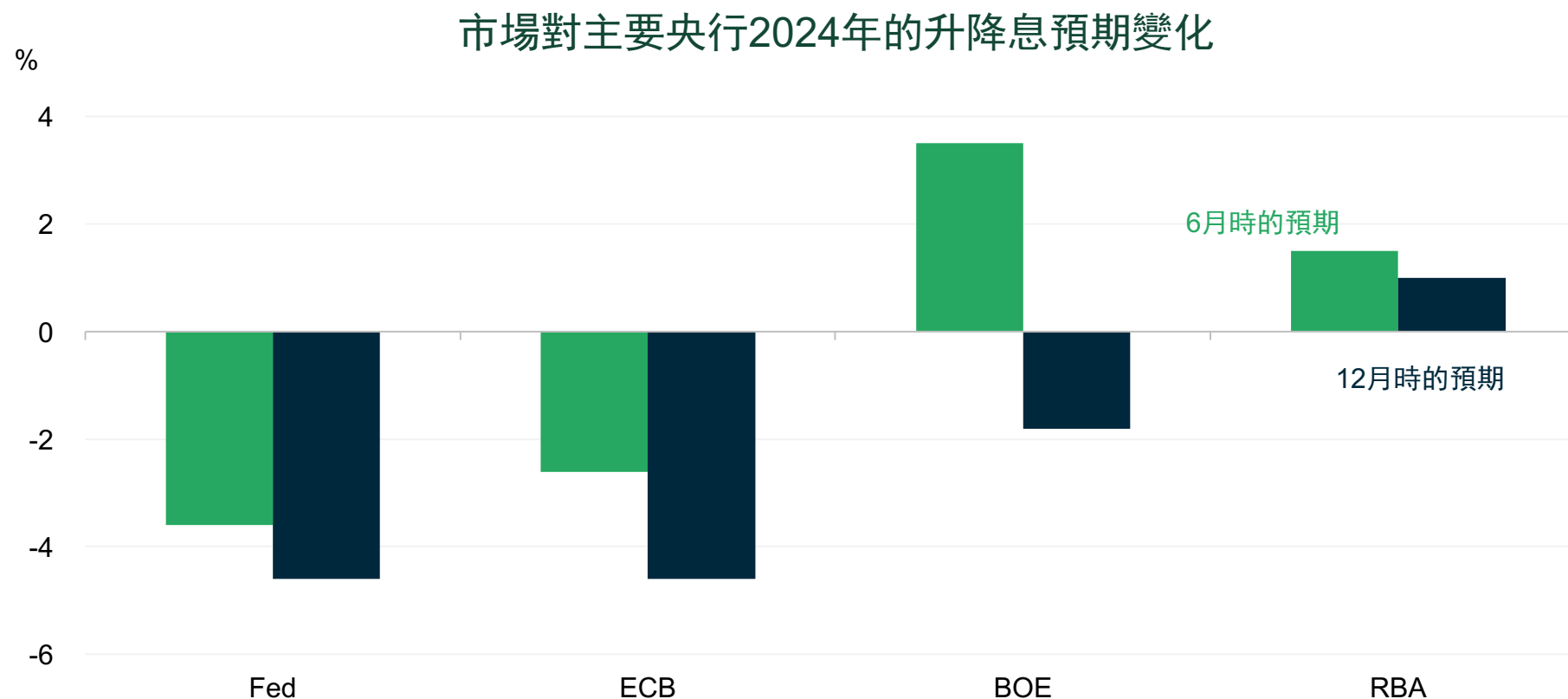
以台股為例, 10月下旬以來, 外資「買力覺醒」, 漲勢又急又猛, 軋空手味道濃烈; 搭配金管會統計, 外資11月淨匯入突破百億美元大關、達112.6億美元, 終止連續四個月匯出, 更創下歷年單月匯入最高紀錄。



資料來源: Bloomberg。

## Market Review | FOMC會議前, 市場已積極的price-in明年降息的幅度

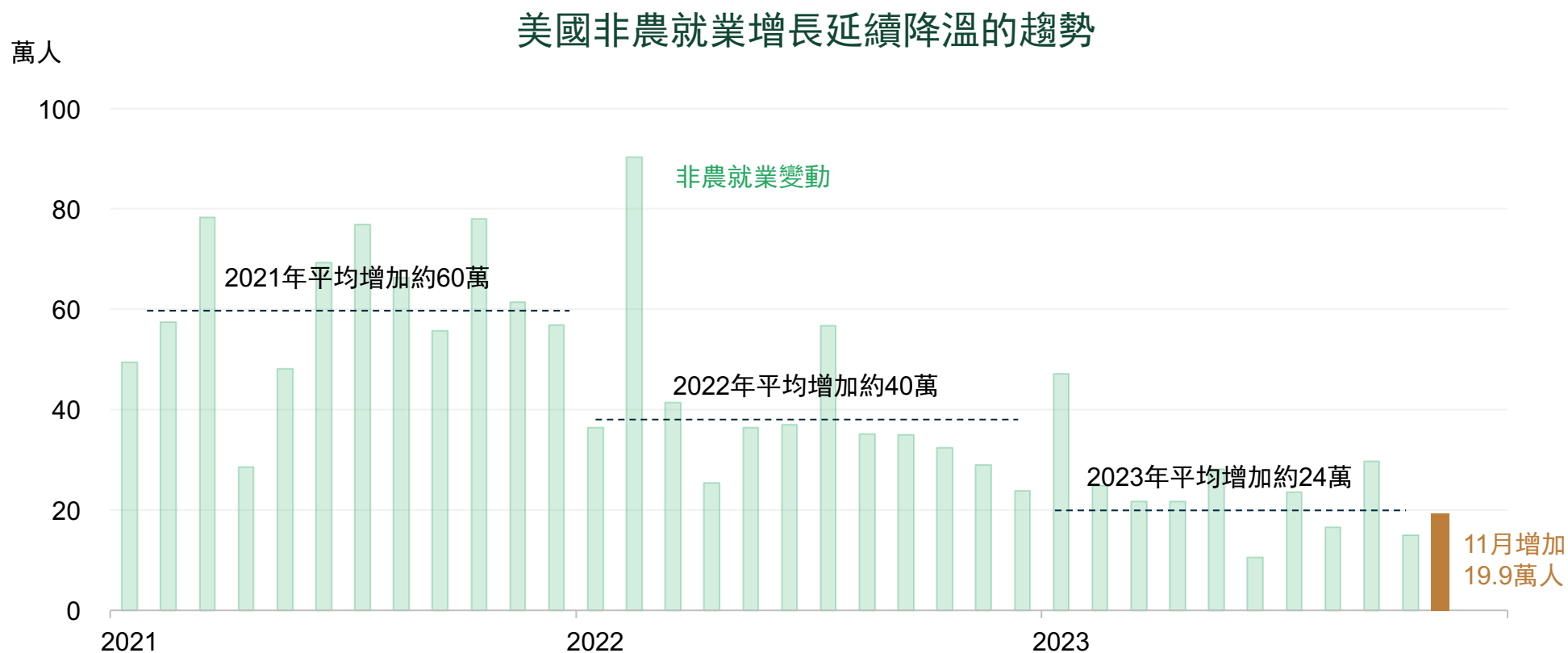
觀察OIS市場, 比較6月與12月市場對主要央行的利率預期, 明顯更往偏鴿的方向移動, 也讓市場氛圍更樂觀想像降息行情的到來, 甚至已經在期待複製2019年「金髮女孩」行情登台。



資料來源: Bloomberg。

## Macro Review | 但總經環境大致如市場所預期, 以非農為例, 就業降溫趨勢仍舊延續

非農就業：美國勞工部公布數據顯示，11月非農就業新增19.9萬人，高於市場預期18萬人與前值15萬人。當月失業率降至3.7%，低於市場預期與前值的3.9%，另外平均時薪年增速與上月持平，月增率則小幅成長；就業重新加速部分歸因於好萊塢和汽車業罷工工人的回歸。即便如此，就長期趨勢而言，就業市場降溫的趨勢並未被扭轉，預料在貨幣政策影響下，就業增長的狀況仍將持續趨緩。

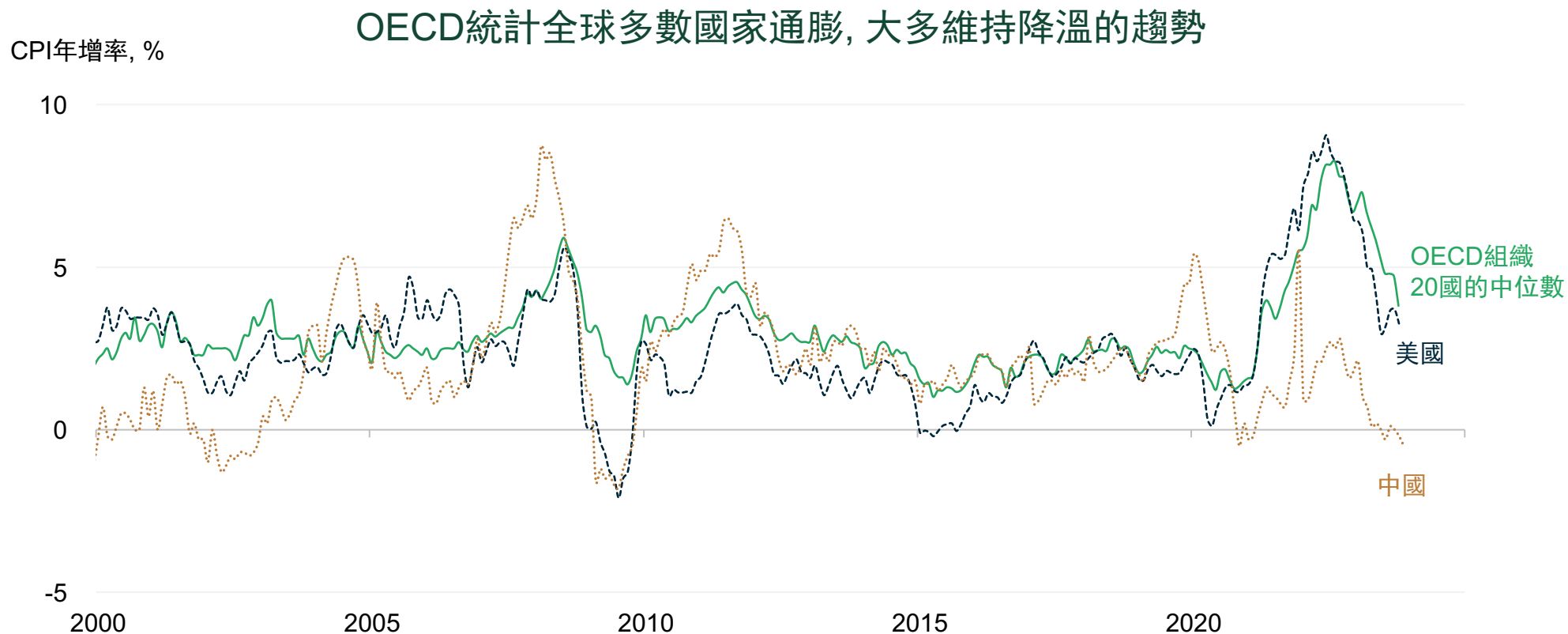


資料來源：Bloomberg。

## Macro Review | 通膨方面, 美國在內的多數國家通膨持續降溫; 中國則因經濟困頓而陷通縮

美國CPI: 美國勞工部公布11月CPI降至3.1%符合預期; 不包括能源和食品價格的核心CPI年增4%, 同樣符合預期。整體而言, 通膨降溫趨勢延續, 主要歸功於汽油價格指數大幅下滑, 惟此數據對央行仍舊是好消息。

中國CPI: 中國國家統計局公布11月CPI年減0.5%, 降幅比上月擴大0.3%, 顯示中國通縮壓力加大, 國內需求疲軟, 繼續拖累經濟復甦的步伐。



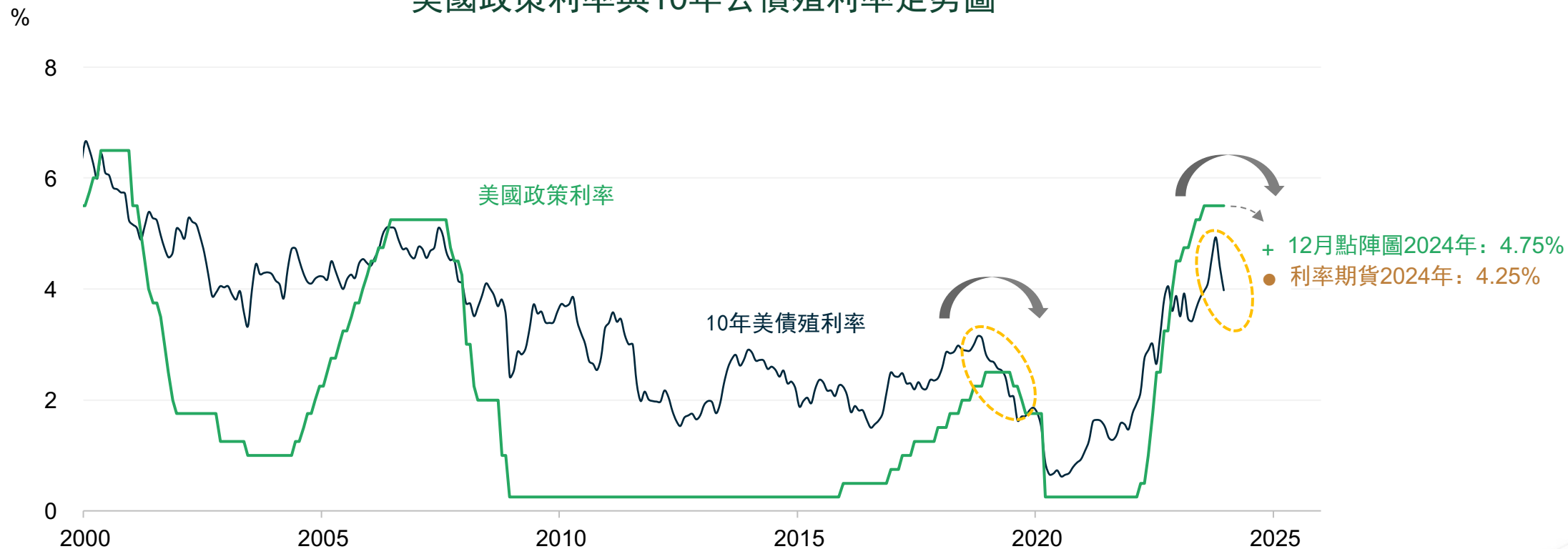
資料來源: Bloomberg。

## 聯準會 | 利率不變, 明年降息3碼, 幅度雖不及預期, 但表明開始討論降息政策, 市場鴿派看待

FOMC重點: 1)維持在5.25%-5.5%區間不變, 並表明升息循環結束; 2)下調點陣圖, 2024年降息3碼、2025年降息4碼; 3)記者會中, 表明聯準會開始討論了降息的時間點問題。4)調降明年景氣與通膨的預期。

市場鴿派看待本次會議, 美國雙率走降, 金價走揚, 股市跳漲。展望後市, 短線殖利率跌多、走勢恐較震盪, 惟未來兩年合計降息7碼(預計明年6月起逐季降息1碼)的預期下, 有利殖利率長線走勢延續趨勢往下。

### 美國政策利率與10年公債殖利率走勢圖



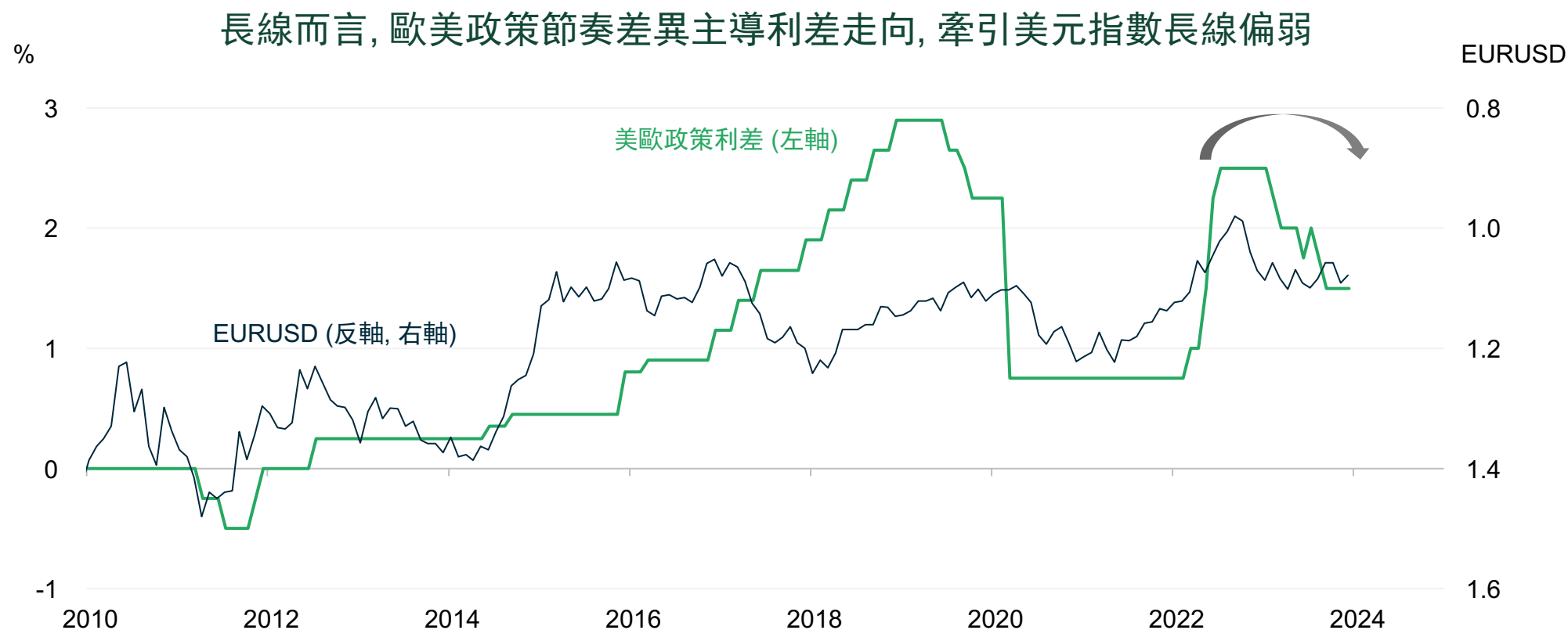
資料來源: Bloomberg。



## 歐洲央行 | 歐美政策節奏差異主導利差走向, 牽引美元指數長線偏弱, 但短線偏向震盪

會議重點：政策利率維持不變, 且總裁拉加德於記者會表示沒有討論降息, 而明年下半開始, 每月將縮減PEPP(緊急疫情資產購買計畫)75億, **整體論調未如市場預期轉鴿。**

歐元匯價：1)長線而言, **美歐政策節奏差異牽引美元長線偏貶(歐元偏升)**；2)但留意歐元景氣動能仍疲, **且Q4至明年初, 歐元區CPI將受惠高基期**, 而有較快速的下降, 使官員談話容易偏向鴿派, 因此**短線急漲後走勢應偏向震盪。**



資料來源：Bloomberg。

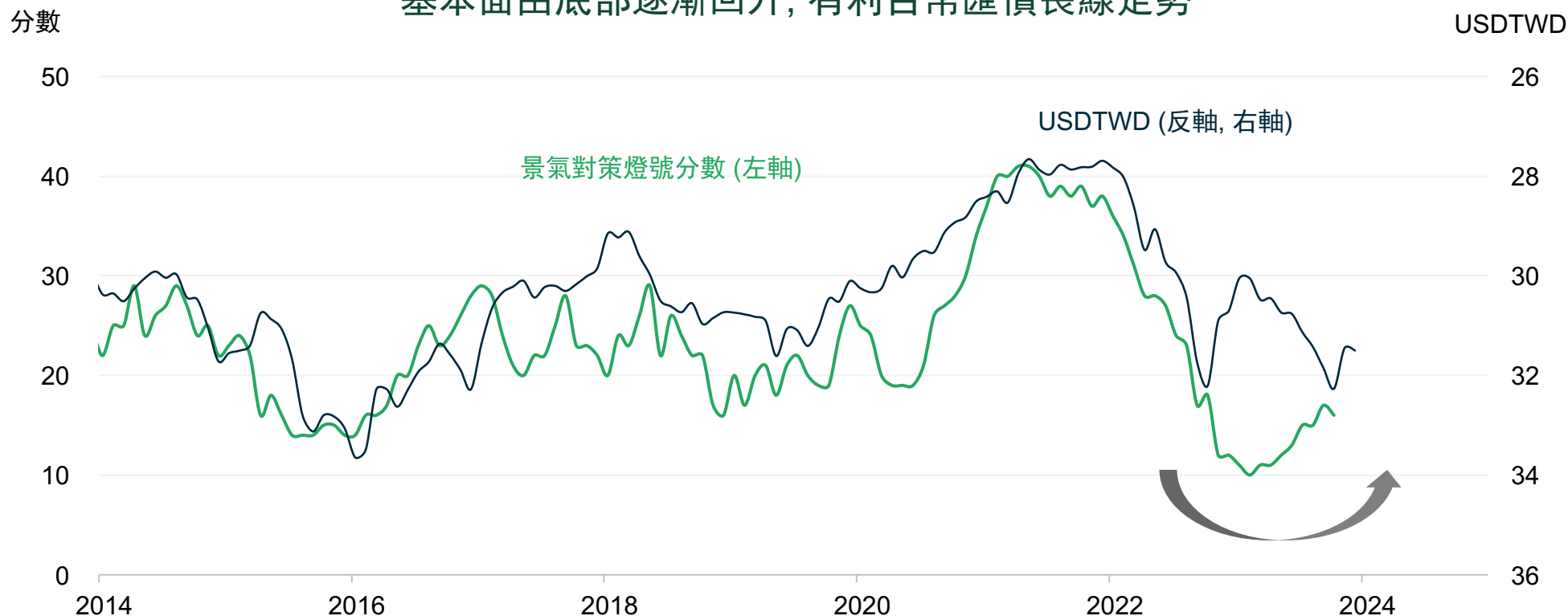
## 台灣央行 | CPI水準仍偏高, 景氣由底部逐漸回升, 12月會議維持利率不變, 但基本面漸有利台幣

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)調整經濟與通膨預測，經濟增長2023年：1.46%→1.4%、2024年：3.08%→3.12%；CPI 2023年：2.22%→2.46%、2024年：1.83%→1.89%。

理由：通膨較上年緩步回降, 明年可望降至2%左右；此外, 明年產出缺口續呈負值, 加以全球前景仍有諸多風險, 因此理事會維持政策利率不變。

台幣匯價：1) 基本面逐步改善, 有利長線匯價；2)市場期待來年美國貨幣政策轉鬆，台幣短線應於季線至年線間擺盪；惟需留意政治不確定性。

### 基本面由底部逐漸回升, 有利台幣匯價長線走勢

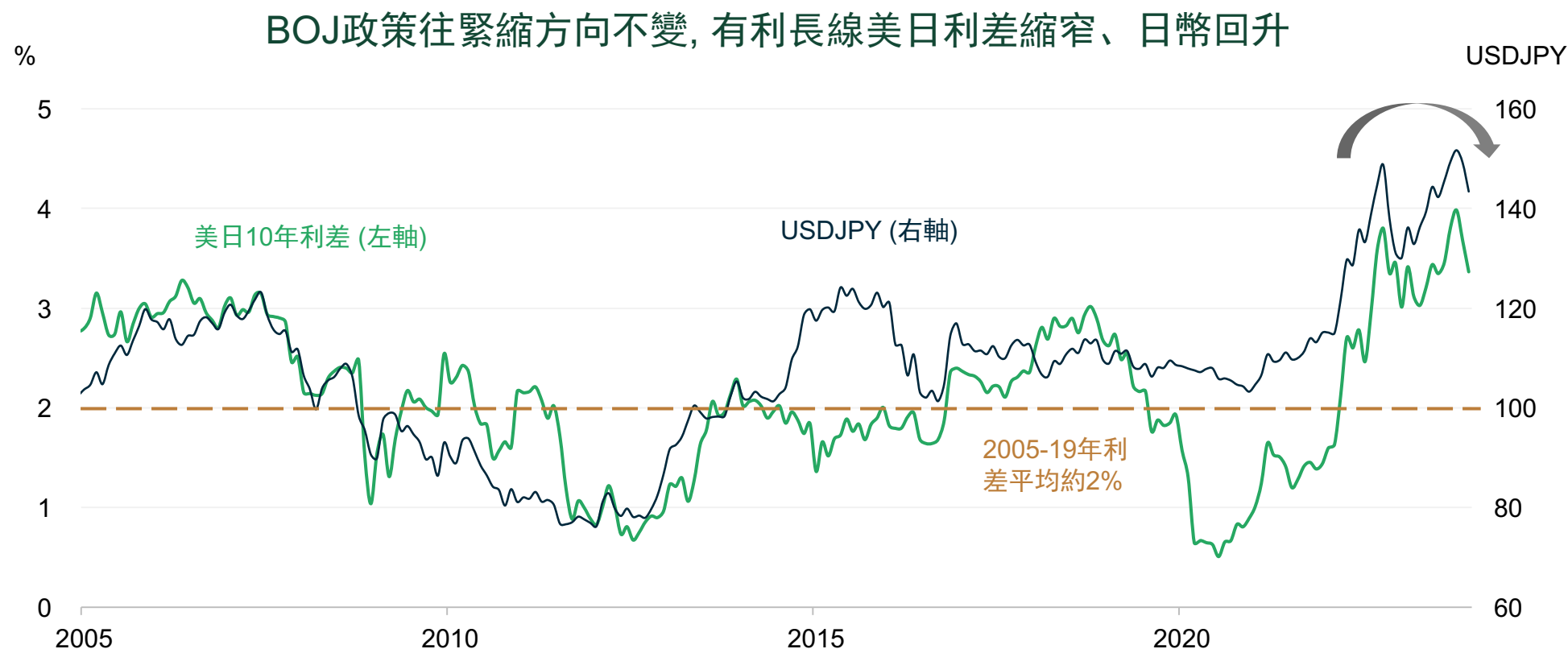


資料來源：Bloomberg。

## 日本央行 | 結束負利率的談話推升日幣，但會議前匯價轉震盪；長線貨幣政策支撐日幣匯價

日本央行(BOJ)政策走向：總裁植田和男和副總裁□冰見野良三近期談話，透露結束負利率政策的意向，市場預料最快12月會議就有動作，推升日幣。

日幣匯價：1)短線而言，日幣動能仍盛，惟須留意年線140一帶阻力較大。2)長線而言，**BOJ政策往緊縮方向不變，有利美日利差縮窄、日幣回升。**



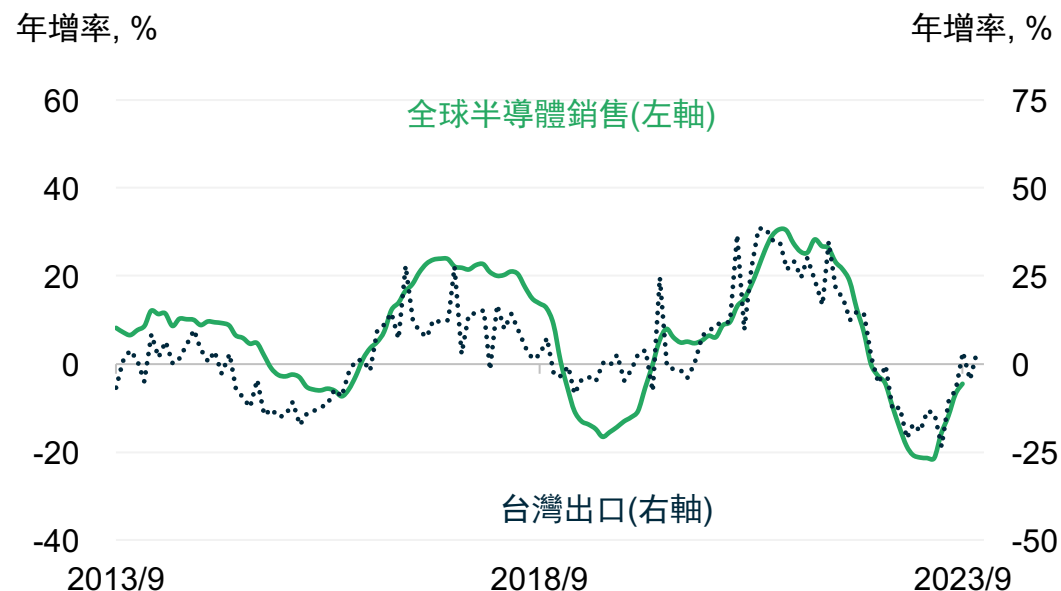
資料來源：Bloomberg。

# 台股 半導體循環向上，台灣明年出口成長可期

由於基期來到低檔，台灣出口年增率繼9月短暫翻正後，再度由負轉正，由全球半導體銷售年增率來觀察，半導體景氣循環自谷底翻揚，有望在明年回到成長軌道，而台灣出口動能與半導體循環亦步亦趨，半導體銷售回復成長，代表台灣明年的成長力道不會太差。

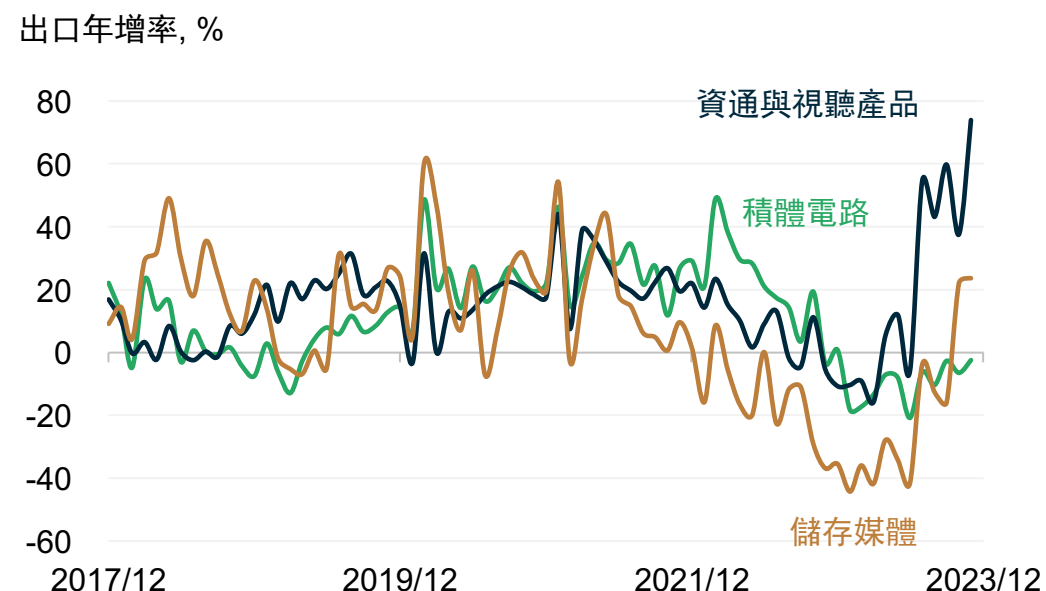
若由台灣出口前五大產品來觀察，可以發現資通與視聽產品維持今年7月以來的強勁成長動能，顯示AI趨勢方興未艾，而除了AI伺服器之外，半導體晶片出貨動能始終落在零軸之下，也壓抑整體出口成長力道，不過由於消費電子庫存去化完畢，新訂單帶動下，儲存媒體相關產品出口年增率領先突破2成，預料隨著晶片庫存落底，半導體也將迎來下一波成長循環。

## 台灣出口與全球半導體景氣走勢接近



資料來源：Bloomberg。

## 消費電子需求率先帶動儲存媒體產品走強



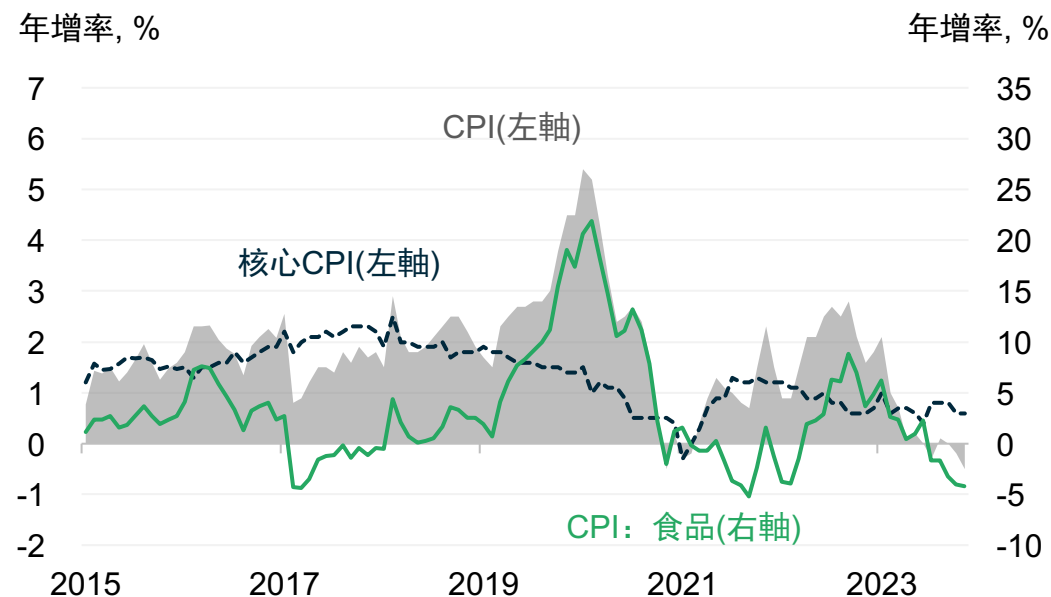
資料來源：財政部。

## 中國 食品與商品消費低迷, 通縮陰霾仍未散去

中國11月CPI及PPI年減幅度雙雙走擴, CPI增速從-0.2%降至-0.5%, 國際原油與國內食品價格回落是主要原因, 除汽油價格年減2.8%外, 食品價格增速自-4%進一步降至-4.2%, 農產品產能充裕、氣候偏暖有利運輸, 皆有助提升食品供應量, 豬肉、蔬果、雞蛋等價格都有所回落。

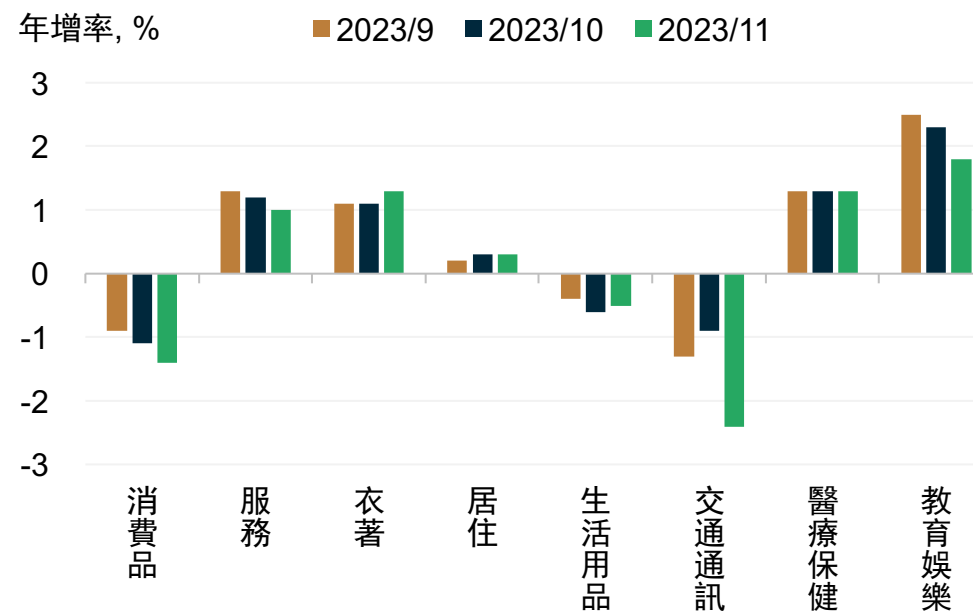
另一方面, 核心CPI年增率與上月持平於0.6%, 但分項內容卻不甚樂觀, 儘管醫療保健與教育等剛性服務價格保持正成長, 但**商品消費動能卻顯著承壓, 無論在家居生活用品、汽車等交通工具, 抑或是手機等通訊設備的價格都延續萎縮**, 除了季節性旅遊需求下滑影響外, 民眾對大額消費的意願與能力偏弱是主要原因, 通貨緊縮的陰霾猶未散去。後續展望方面, 隨著原油與豬肉的高基期影響淡去, 或給予CPI增速一定支撐, 但是內需復甦疲弱之下, 預期物價低迷狀況難以改善。

### 食品價格下滑是11月CPI萎縮一大主因



資料來源: Wind。

### 消費品增速持續走弱顯示民間需求偏弱



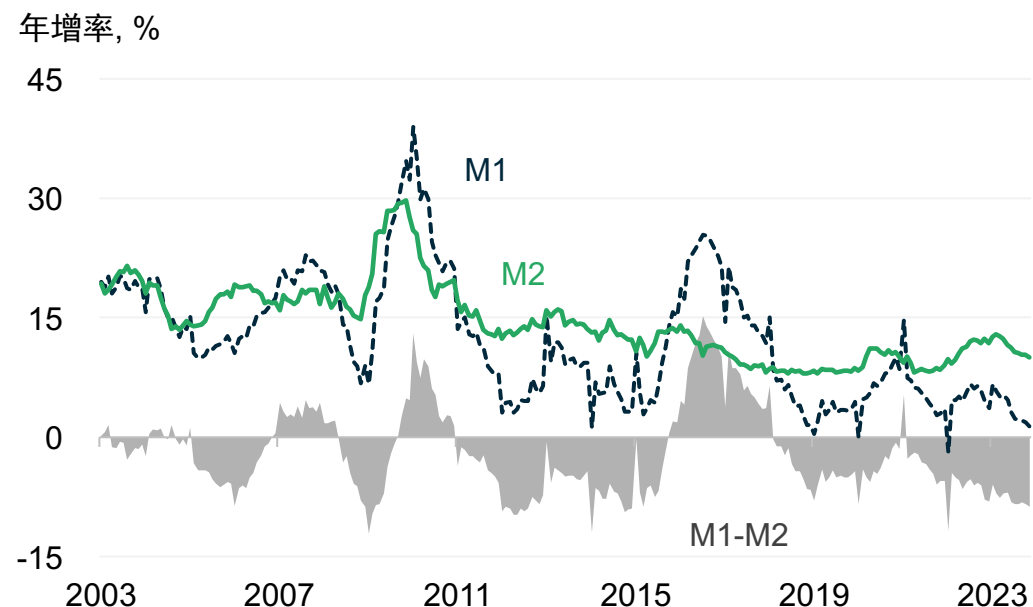
資料來源: Wind。

## 中國 金融數據顯示民間投資意願不振，股市料延續弱勢整理

除物價呈現通縮疑慮，金融數據同樣不容樂觀，11月金融數據具有以下特徵：1)新增社融結構不佳：與前月相似，新增社融幾乎仰賴政府增發債券，人民幣貸款與企業在一級市場融資狀況皆不如去年同期，顯示景氣能見度低、民眾與企業加槓桿的意願低落。2)M1與M2剪刀差持續擴大(M1<M2)：M1與M2同步回落，但M1年增率下滑幅度更大，呼應企業借款意願不佳，資金未能從銀行流向企業活存，企業也不願將定存轉化為活存。

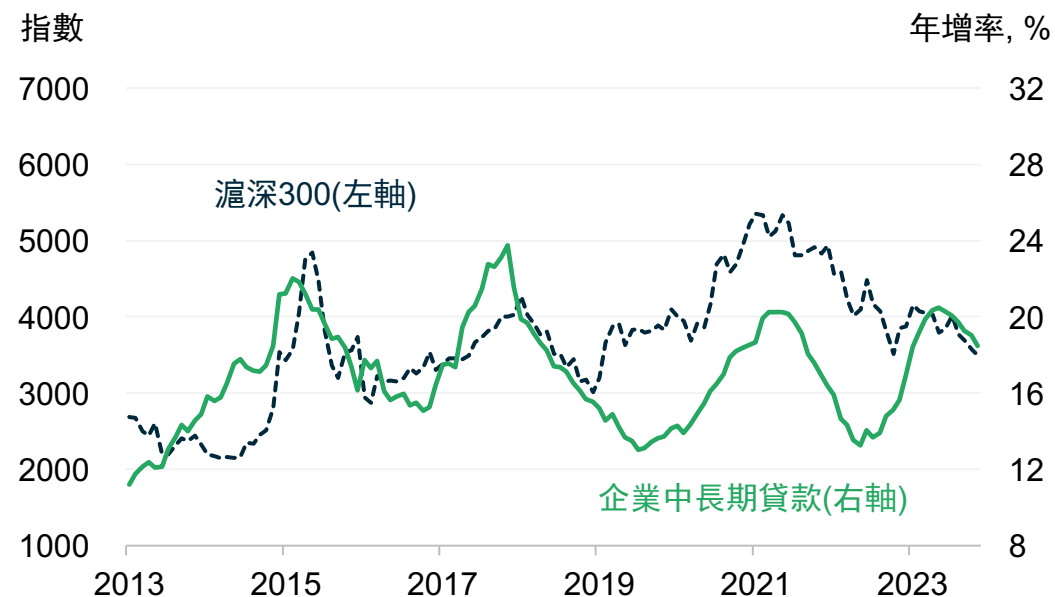
綜上來看，中國11月物價與金融數據釋出負面訊號，民眾消費需求不振、企業投資意願低迷，流動性陷阱未有好轉跡象。從股市層面，儘管評價面處在低位，但是景氣循環持續在底部遊走，信心不足的狀況將限縮上漲動能，A股及港股預期延續弱勢震盪格局。

### 11月M1M2剪刀差進一步擴大



資料來源：Wind。

### 企業信心低迷壓抑股市動能



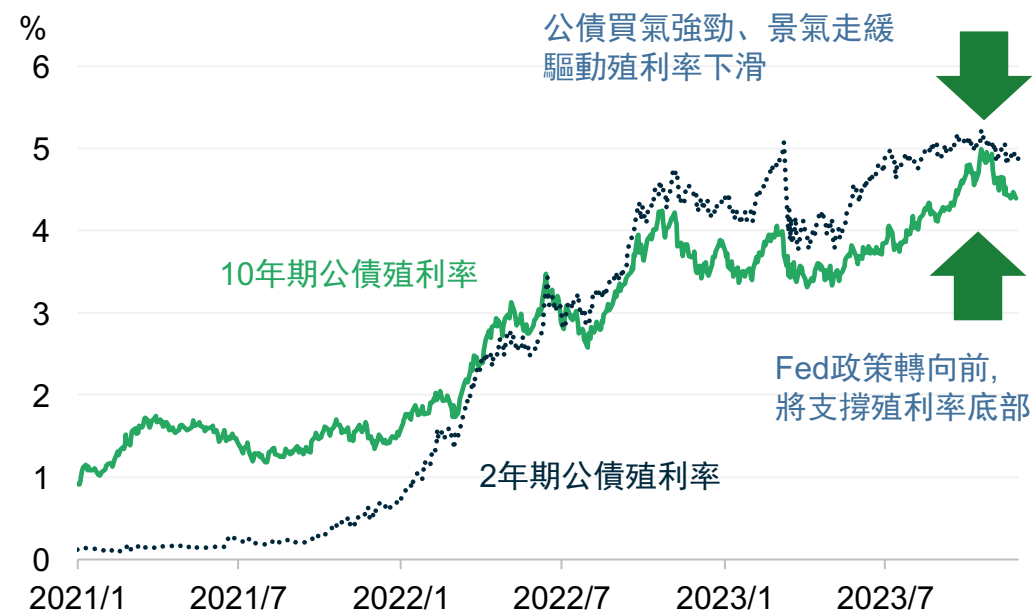
資料來源：Wind。

# 債市 邁入升息循環尾聲，殖利率高位區間震盪，逢高鎖利布局債市

經濟放緩下，市場對降息預期的升溫帶動公債殖利率滑落，但在Fed開始降息前，高利環境將支撐殖利率底部空間，建議投資人把握升息循環尾聲分批布建債市。

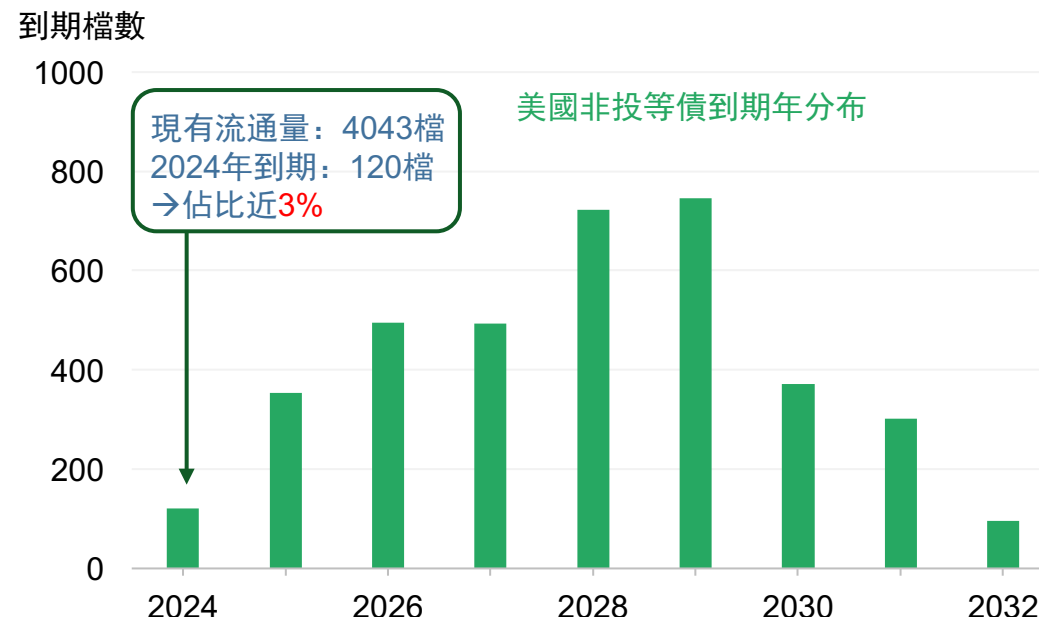
信用債方面，今年以來企業體質相對穩健，無論是投等債或非投等債信用利差皆未如歷史緊縮期間大幅走擴；非投等債方面，於2024年到期的規模僅佔現有流通量的3%，企業再融資比例低，影響範圍有限，惟需留意高利環境下，不排除違約率仍有擴大的可能性，選擇信評較高者更穩健。

## 經濟下行與Fed態度拉鋸，公債殖利率高位震盪



資料來源：Bloomberg。

## 2024年到期的非投等債僅佔3%，受影響企業有限



資料來源：Bloomberg。

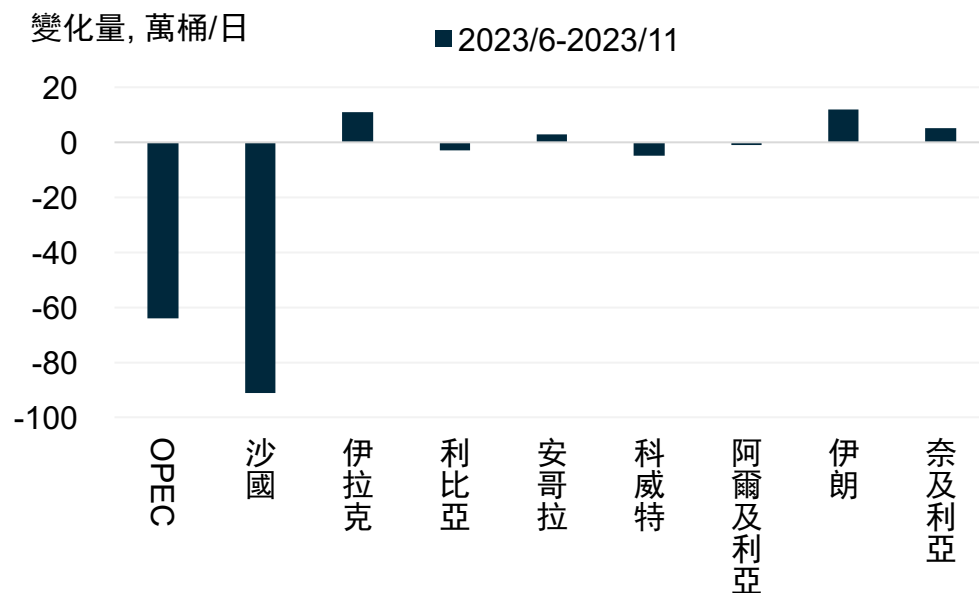


## 能源 OPEC信用備受質疑, 加上淡季效應, 油價偏弱盤整

自2023/6推出減產協議以來, OPEC於2023/12再度宣布, 進一步擴大減產協議, 總規模達到200萬桶/日, 且時間延長至2024Q1。不過, 自訊息發布以來, 油價不漲反跌, 西德州原油甚至跌破每桶70美元, 創下半年來新低, 主因額外的100萬桶, 為自願性減產, 且僅沙國大力執行, 其他多數成員國產量甚至不減反增。

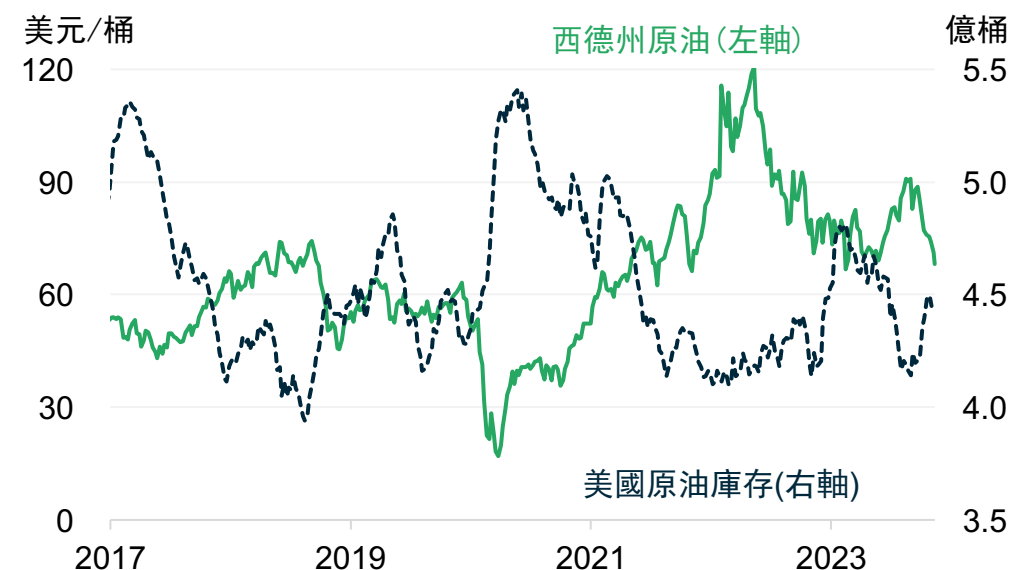
此外, 今年冬季屬於暖冬, 加上淡季效應, 目前美國商業原油庫存仍處在上升階段, 顯示需求偏弱, 預期未來數月油價仍將弱勢整理。

OPEC減產力度備受質疑



資料來源: Bloomberg。

淡季期間, 油價難有表現



資料來源: Bloomberg。



# Dec 2023

<b>18</b> Monday 美國NAHB房產市場指數 德國IFO商業指數	<b>19</b> Tuesday 日本央行利率會議 美國新屋開工 加拿大CPI	<b>20</b> Wednesday 美國消費信心 日本出口 英國CPI	<b>21</b> Thursday 美國費城製造業指數	<b>22</b> Friday 美國PCE 日本CPI 英國零售銷售
--	--	---	------------------------------------	---

## 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