



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年3月29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。

市場策略思維

市場焦點

1) 市場觀察：

- 官員態度保守，仍未透露首次降息日期，預期短線公債殖利率維持4%上方高位震盪。
- 股市短線持續波動：1)漲幅過大，巴菲特指標持續升高，2)首次降息時點未明，公債殖利率偏高震盪，3)中美科技戰升級：中國官方禁止政府部門、國有企業使用AMD、Intel晶片。
- 儘管台日央行意外升息，然而多數國家政策態度漸轉鴿，支持美元持續走強，在Fed確立首次降息日期前，料美元維持相對強勢表現。

2) 後續關注焦點：

- 經濟數據：ISM製造業指數(4/1)、非農就業變動(4/5)。

策略思維

- 1) **股市：**股市短線漲多、公債殖利率偏高震盪，恐加劇短期股市波動；不過在AI趨勢的帶動下，預期製造業基本面有望隨AI行情改善，有利長線漲升動能。
- 2) **債市：**Fed大方向邁向降息，惟首次降息時點不明，使公債殖利率偏高震盪，宜逢利率回升之際加碼布債；待降息信號明確後，殖利率走勢轉為下行。
- 3) **匯市：**短期美元維持強勢，隨美國升息告終，加上AI趨勢帶動半導體銷售升溫、製造業景氣築底回升，長線有利台幣升值空間。



超級央行週過後，各國貨幣政策態度轉趨寬鬆，短期美元續強

在上週的超級央行週，儘管Fed大方向偏鴿，點陣圖維持全年降3碼空間，不過**多數國家政策態度轉趨寬鬆**，帶動美元指數走強：

- 1)歐洲：瑞士意外降息，加上英國態度轉鴿，使市場期待不久後其他歐洲國家央行將跟進降息，目前預期歐洲央行(ECB)有望於6月調降利率。
- 2)亞洲：中國維持LPR不變，不過3月份人行行長潘功勝、副行長宣昌能皆透露後續仍有降準空間；日本方面，儘管BoJ將負利率轉正，不過預期將維持相對寬鬆的貨幣環境，BoJ短期內再升息機會不高；台灣雖意外升息，而台灣央行總裁楊金龍透露，目前台灣利率已經相對偏高，未來利率再往上空間有限，加上台灣2月外銷訂單不如預期，短期台幣缺乏支撐。

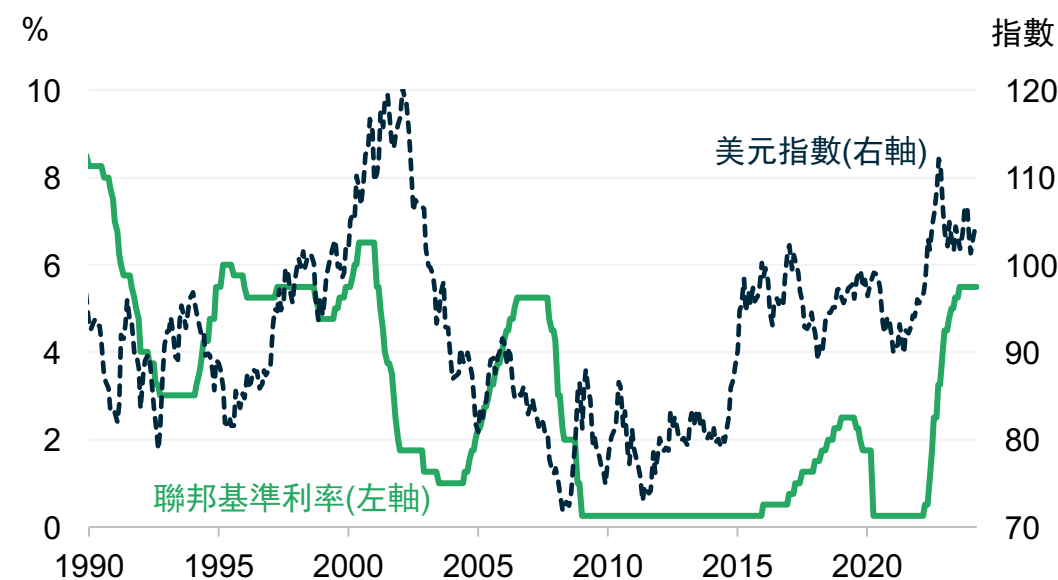
研判短線美元維持相對強勢表現，待Fed釋出明確的降息訊號後，長線非美貨幣將有升值空間。

全球主要央行政策漸轉寬鬆，帶動美元走強

國家	政策變化/態度	後續展望
美國	政策利率不變，維持今年降3碼預期，但首次降息日期仍未明。	準備放寬
中國	LPR維持不變， 後續仍有降準空間。	準備放寬
英國	利率維持不變，但通膨降速優於預期，態度轉鴿。	準備放寬
瑞士	降息1碼 ，為歐洲國家首個降息的央行。	維持寬鬆
日本	日本終結負利率政策，17年來首次升息，不過 預期仍將維持相對寬鬆的貨幣環境。	升息空間有限
台灣	為因應4月即將調漲電價，台灣意外升息半碼，以降低通膨預期， 未來利率再往上空間有限。	升息空間有限

資料來源：國泰世華銀行整理。

Fed未降息前，美元仍相對強勢



資料來源：Bloomberg。

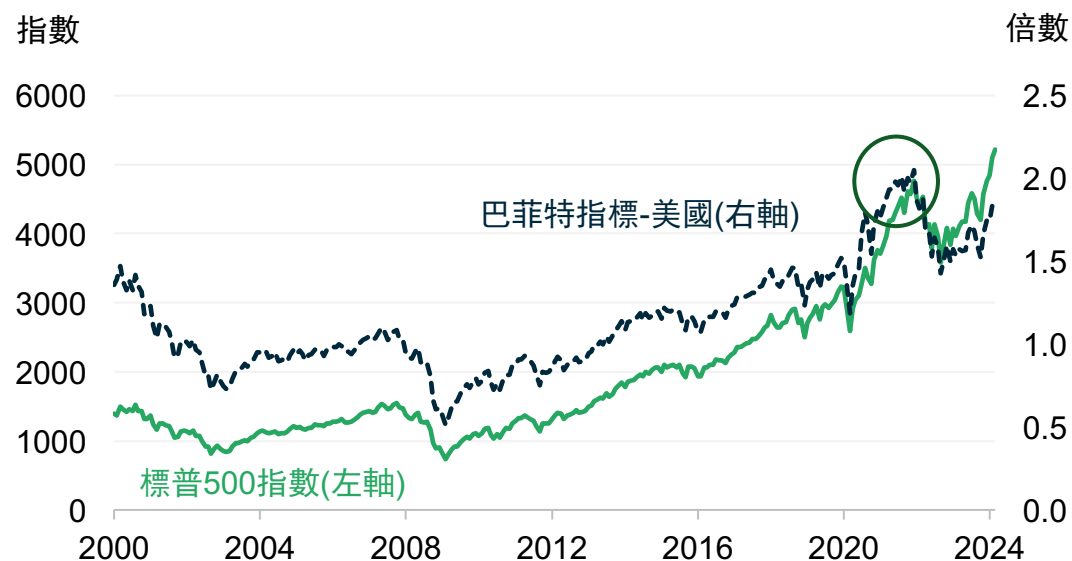
巴菲特指標飆升，恐加劇股市短線波動，長線看好AI浪潮帶動股市漲升動能

今年在AI行情的帶動下，半導體相關類股大漲，使美股屢創新高，不過短中期股市恐遭遇逆風：1)Fed正式確立首次降息日期前，公債殖利率偏高震盪，2)股市過熱：巴菲特指標升至1.8倍，創下兩年來新高，為股市過度上漲的警訊，3)美中科技戰升級：近期傳聞中國官方禁止政府部門、國有企業使用AMD、Intel晶片，種種因素恐將加劇股市短中期波動幅度。

雖股市短線逆風多，不過長線而言，在今年AI趨勢的推動下，製造業景氣有望由谷底回升：根據Factset預估，今年標普500企業營收將持續成長，基本面轉強有利未來股市漲升動能。

策略上，短線投資人不宜盲目追高，不過若未來股市修正5-10%，或賣壓進一步擴大後，屆時可再逢低買入，以鎖定今年強勢來襲的AI商機。

巴菲特指標飆升，為過度上漲的警訊



註：巴菲特指標採美股總市值除名目GDP，指標升高代表股市漸被高估。
資料來源：Bloomberg。

預期企業營收將持續成長，有利長線股市動能



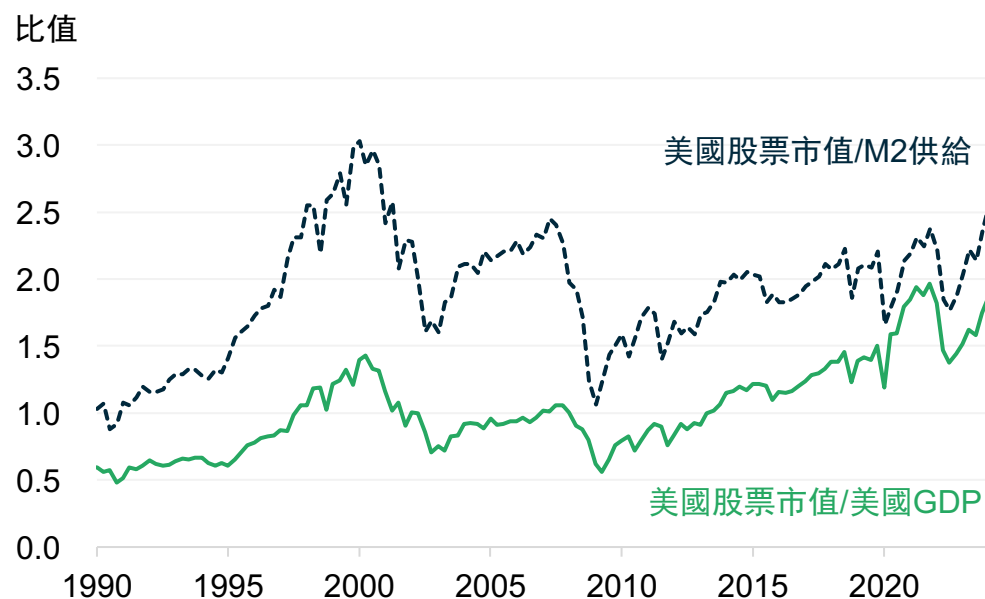
資料來源：Factset預期。

美國 美股估值不便宜, 但重演金融風暴的可能性低

今年以來, 隨美股相繼創新高, 美國股票市值也突破50兆美元, 除了巴菲特指標外, 投資人也關注股票市值/M2貨幣供給的關係。以巴菲特指標來看, 目前比值為1.87, 將再度挑戰2022年的高點, 短期確實會成為投資人心中的關卡, 不過, 長期來看, 由於美國企業營收結構的改變(海外營收比重拉高)、指數成分也有所改變(科技股比重拉高), 使得巴菲特指標的效用有所降低。

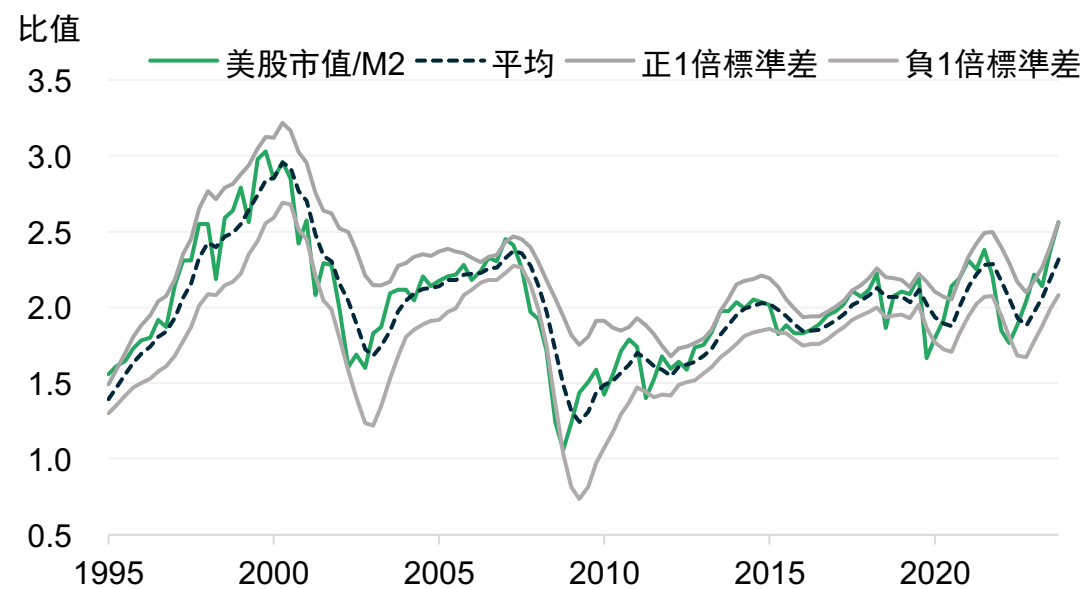
另外, 以美國股票市值/M2來看, 雖然聯準會已暴力升息, 但升息循環已告尾聲, 加上AI風潮再起, 也讓股票快速膨脹, 使得兩者比值已來到1倍標準差, 估值確實也不便宜。但此波股市的走揚, 除了AI之外, 企業的獲利已穩步回升, 加上房市結構調整後, 研判不至於重演2000年的網路泡沫及2008年次貸風暴。

股市熱度指標



資料來源: Bloomberg、財經M平方、Ycharts。

聯準會若過早降息, 可能讓評價也有膨脹隱憂



資料來源: Bloomberg、財經M平方、Ycharts。

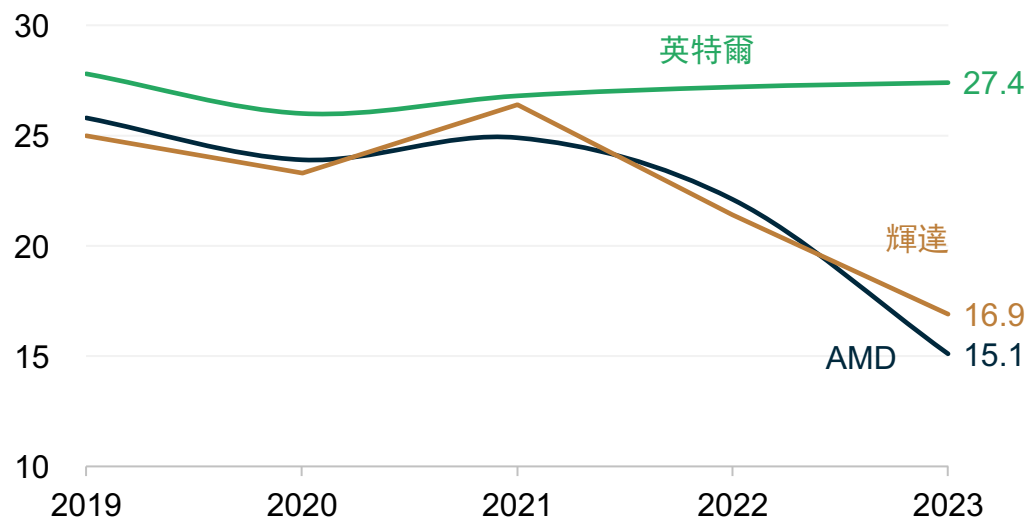
科技 科技戰中國再出招, 政府機關國企禁用AMD、英特爾晶片

《金融時報》報導, 中國已實施更嚴格的政府採購準則, 黨政機關及公營企業的个人電腦及伺服器, 將逐步淘汰英特爾和AMD生產的CPU, 轉而採購國產品, 以加強科技國產化。由於美國自2022年起對中國實施AI晶片管制, 輝達、AMD銷售至中國比重已明顯降低, 估計影響不大, 英特爾雖然仍有近3成營收來自中國, 但在美中科技戰涇渭分明的態勢下, **短期營收或有衝擊, 但中長期而言營運仍視AI發展表現。**

輝達新品除了效能較上代產品大幅提升, 且功耗大幅降低, 對於數據中心降低營運成本有很大的幫助。輝達執行長曾說: 「即使競爭對手AI晶片免費, 也無法和輝達競爭。」應該就是著眼於此, **未來誰能主導AI晶片, 或取得最多AI晶片, 應該就是科技領域的投資核心。**

中國晶片禁令恐對半導體公司有短期衝擊

中國營收佔比, %

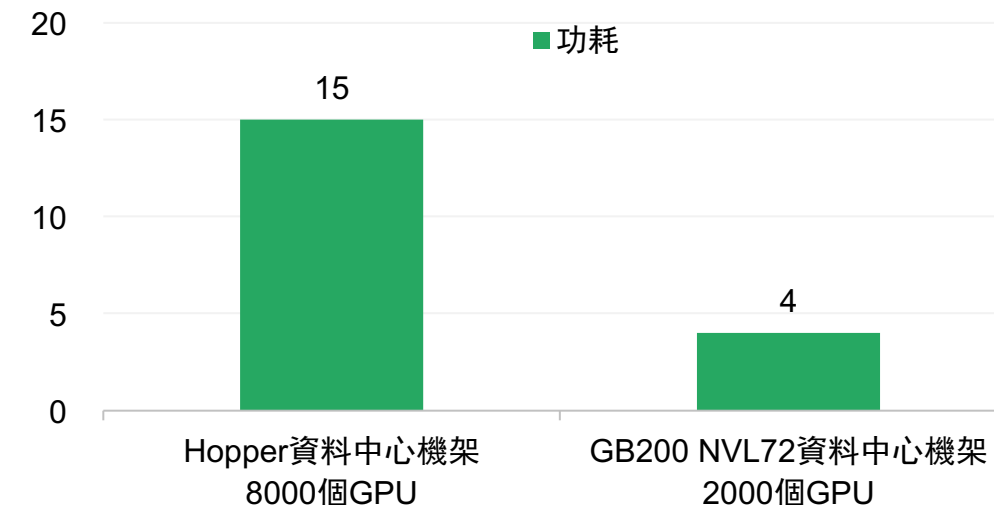


資料來源: Bloomberg。

輝達新產品功耗大幅降低將有利營運

MW(百萬瓦)

訓練GPT-MoE模型1.8兆參數需要90天



資料來源: 輝達。

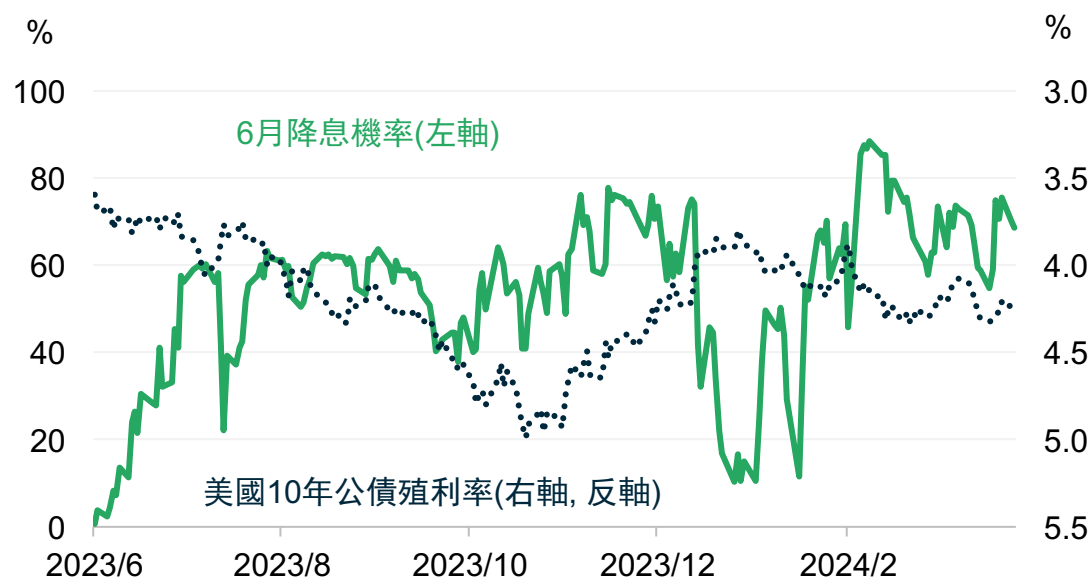
債市 降息前景有利未來債市表現, 正式降息前, 公債殖利率維持偏高震盪

本週多名官員發表談話, 整體而言, 在對通膨缺乏信心下, 多數官員持保守態度, 未透露何時將會降息, 理事Waller維持「不急於降息」態度。

儘管Fed的首次降息日期未定, 不過上週FOMC會議的點陣圖維持全年降3碼的預期, **顯示Fed轉寬鬆大方向明確: 降息不是不到, 只是時候未到, 核心通膨走勢將主導Fed降息節奏**, 若未來數月通膨降溫符合預期, 最早有望於6月啟動降息, 目前市場預期6月降息機率為6成。在Fed正式確立降息前, 研判公債殖利率將維持在4%上方高位震盪。

債市策略上, 目前殖利率水準仍高於長期均值, 不失為高利尾聲下的布債良機, 投資人可逢利率回彈之際適度增持債券部位, 追求穩定息收; 未來殖利率走勢將轉為下行, 待降息幅度擴大後, 債券持有人將有獲取資本利得的空間。

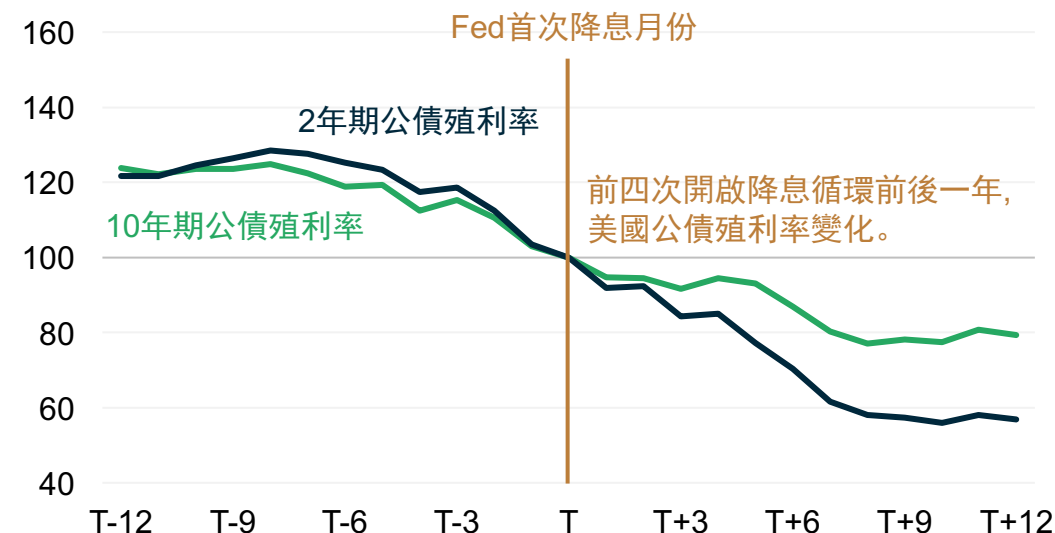
市場預期最早有望於6月降息, 短線殖利率偏高震盪



資料來源: Bloomberg、CME FedWatch。

待降息訊號明確後, 公債殖利率走勢轉為下行

公債殖利率變化, 以降息月=100標準化



註: 四次降息月份採1995/7、2001/1、2007/9、2019/8。

資料來源: Bloomberg。

人民幣 中國通縮的背景下，人行仍有寬鬆必要，美中利差走勢不利長線人民幣匯價

人民幣於3/22意外跌破7.20的整數支撐位後，3/25人民幣中間價反向調強至7.10價位，顯示官方藉中間價傳達無意貶值的穩定信號，也使人民幣應聲反彈。但從總體經濟來看，中國目前面臨通縮壓力，這在一定程度上反映了內需不足和經濟增長放緩的問題。尤其，近期中國社會融資和貨幣供給M2的年增長顯示，經濟動能仍舊疲弱，人行確實有進一步寬鬆貨幣政策的必要。

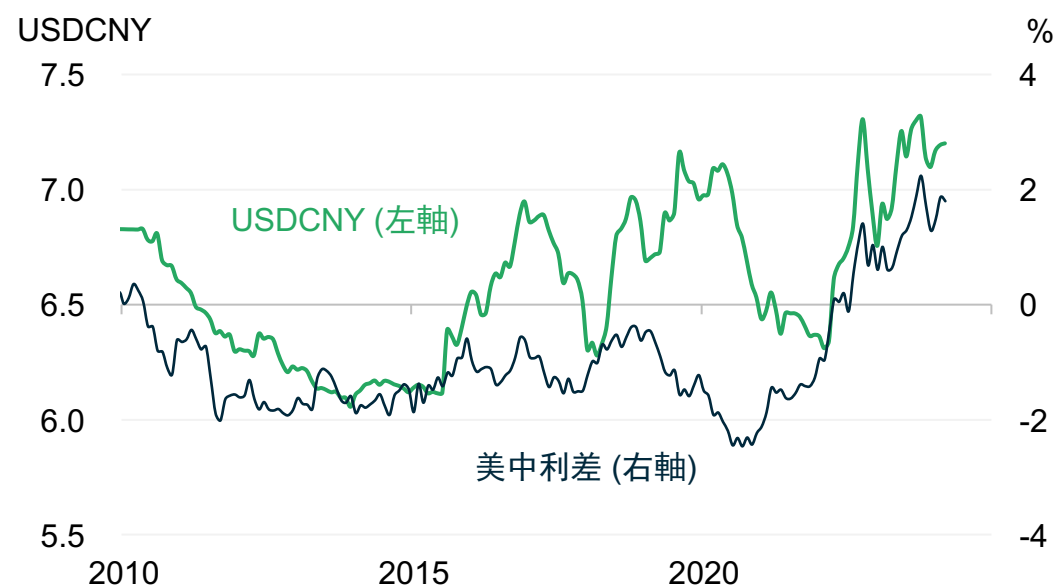
在這種背景下，美中利差持續為正值，即中國的長期利率低於美國，這會導致資本流出中國，尋求更高收益的市場。這種資本流動趨勢對人民幣匯率形成了壓力，會對**長期人民幣匯價造成不利影響**。

社融與貨幣供給M2顯示人行仍有寬鬆的必要



資料來源：Bloomberg。

中國通縮下，美中利差走勢不利長線人民幣匯價



資料來源：Bloomberg。

台幣 基本面有利台幣長線走勢，但美債殖利率仍高，人民幣近期偏弱，將使台幣短線偏弱震盪。

AI需求強勁、去庫存陰霾散去，台灣央行升息等因素，幫助基本面復甦、貨幣政策態度仍偏緊縮，以景氣燈號綜合分數為例，國發會發布2月景氣燈號，連續2個月亮出代表「景氣穩定」的綠燈，綜合判斷分數更較上月增加2分至29分，也是2022年4月以來新高。國發會表示從1、2月的數據看來，可以感覺到生產活動復甦，進而帶動出口、加班機會增加等一連串的效應，景氣正往好轉的方向前進。

匯價：台灣製造業循環持續往復甦的方向前進，但**近期台幣匯價表現偏弱，主要係因1)美債殖利率高位震盪，吸引國人資金外流；2)人民幣匯價走貶，台幣難擺脫人民幣影響**。綜上，基本面改善有利台幣長線走勢，但美債殖利率仍高，人民幣近期偏弱，將使台幣短線偏弱震盪。

景氣燈號分數顯示，台灣基本面持續好轉



資料來源：Bloomberg。

美債殖利率仍於高位，不利台幣匯價



資料來源：Bloomberg。

Apr 2023

1 Monday	2 Tuesday	3 Wednesday	4 Thursday	5 Friday
美國ISM製造業指數 美國標普製造業指數 中國製造業指數 日本短觀大型製造業指數 英、法、德、香港休市	美國JOLTS職缺 美國耐久財訂單 歐元區製造業指數	美國ISM服務業指數 美國標普服務業指數 美國ADP就業變動 中國服務業指數	美國初領失業金人數 歐元區服務業指數 中國、台灣、香港休市	美國非農就業變動 美國失業率 中國、台灣休市

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，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