



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年2月23日

投資研究週報

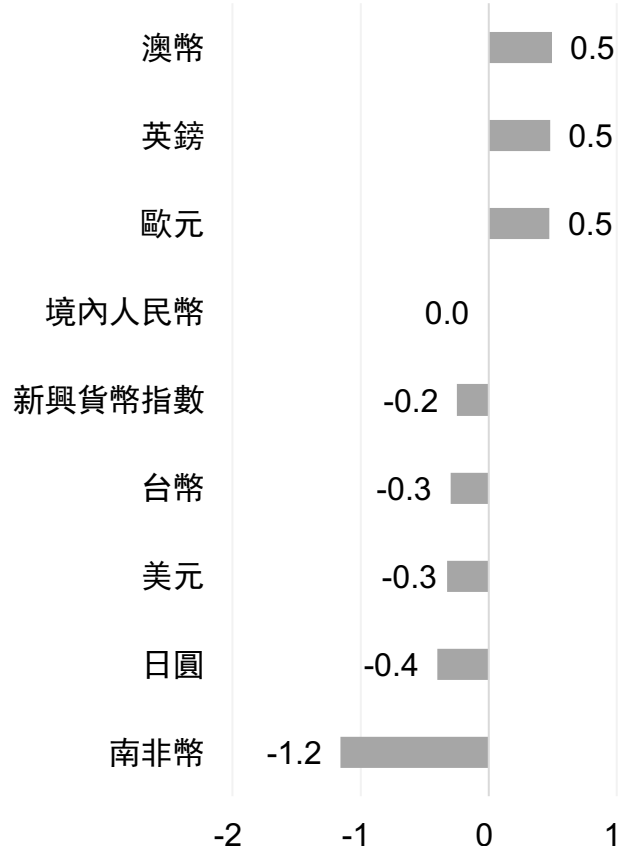
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

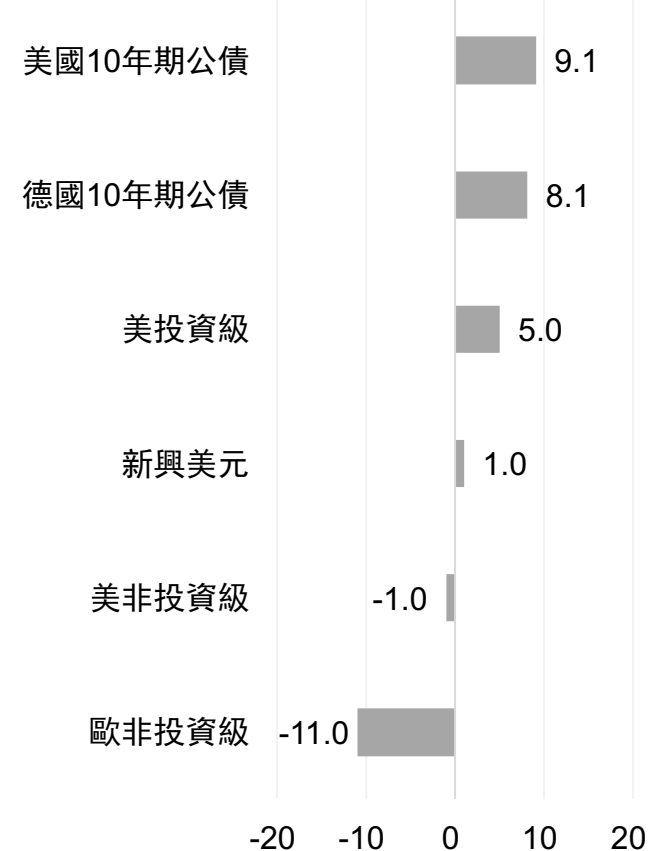
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/2/15- 2024/2/22。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- FOMC會議紀要顯示官員擔憂過早降息的風險，降息預期與市場情緒波動造成殖利率反彈，仍宜把握降息前債券買進機會。
- 財報季近尾聲，約有78%企業獲利優於預期，支持股市緩步走高。
- AI主流地位不變，但需留意短期輝達財報利多出盡。

2) 後續關注焦點：

- 經濟數據：美國GDP、核心PCE、ISM製造業PMI。
- Fed官員談話。

策略思維

- 1) **股市：**上季財報近尾聲，企業獲利及展望有望逐季上揚，形成股市下檔支撐，然短期漲多、市場情緒反覆將造成短期震盪，逢拉回布局優質成長股。
- 2) **債市：**降息預期下，利率長線向下格局不變，惟聯準會態度仍可能影響市場情緒，宜把握殖利率反彈時機布局。
- 3) **匯市：**美國升息告終、台灣基本面隨半導體循環走揚，長線支持台幣匯價緩升，短期則觀察外資在台股買賣超。

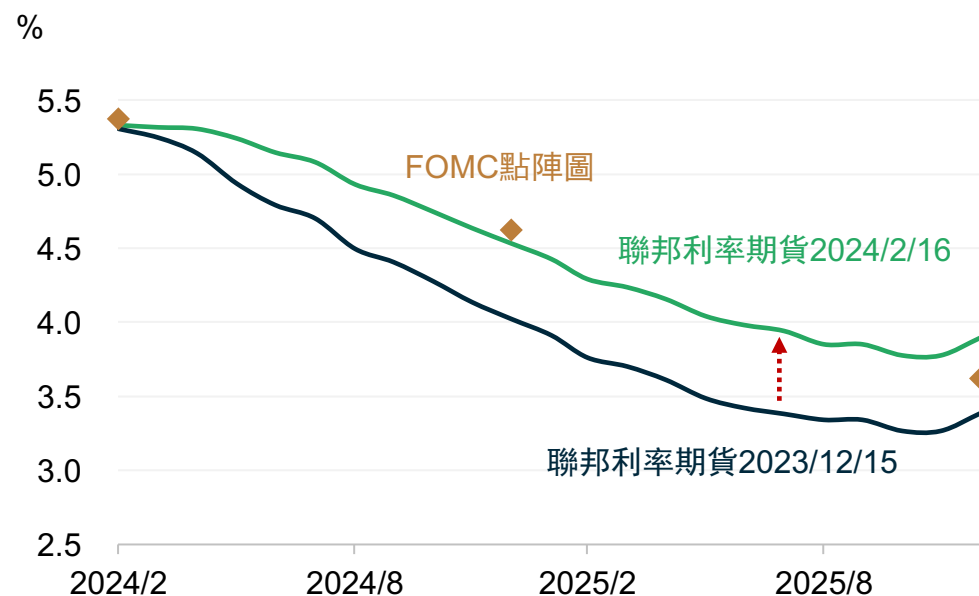


降息預期與市場情緒波動造成殖利率反彈

市場對於降息預期的變化，反應在公債殖利率的走勢。隨著1月FOMC會後記者會鮑爾直言3月不太可能升息，以及農曆春節期間美國1月CPI、PPI數據公布未如預期降溫，2年、10年期公債殖利率分別自低點反彈約50個基點，聯邦利率期貨對於未來2年降息路徑預期也大幅向上調，逐漸朝去年12月FOMC的利率點陣圖中位數靠近。

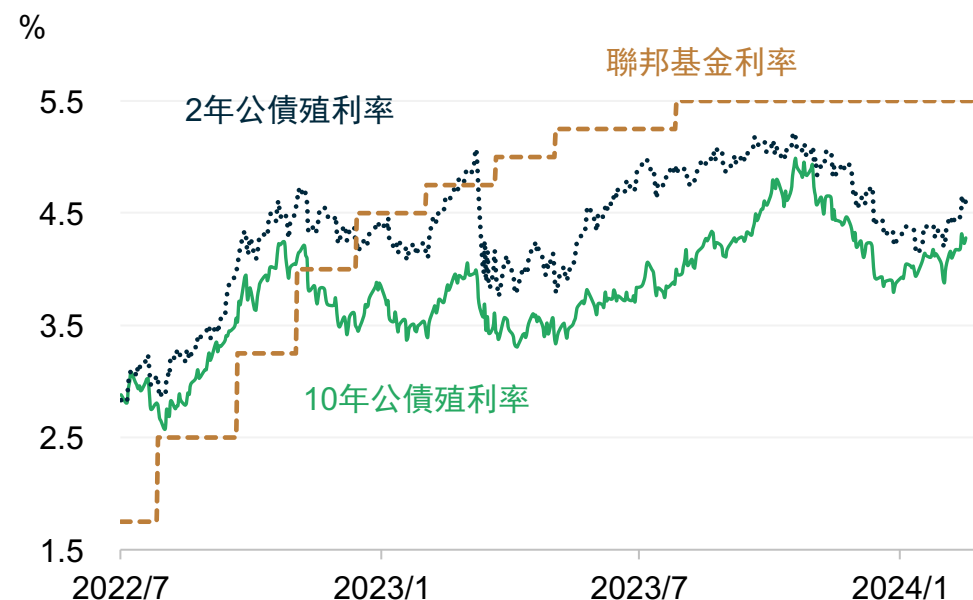
2年債殖利率往往和政策利率亦步亦趨，近期的殖利率反彈可視為對3月降息預期落空的反應，而對於10年債殖利率而言，除了貨幣政策之外，經濟表現也是殖利率維持高檔的原因之一。**由於Fed升息告終，利率再往上的空間有限，10年債殖利率長期趨勢向下不變。**

利率期貨對於降息路徑預期逐漸朝Fed共識調整



資料來源：Bloomberg。

公債殖利率提前反應Fed貨幣政策轉向



資料來源：Bloomberg。

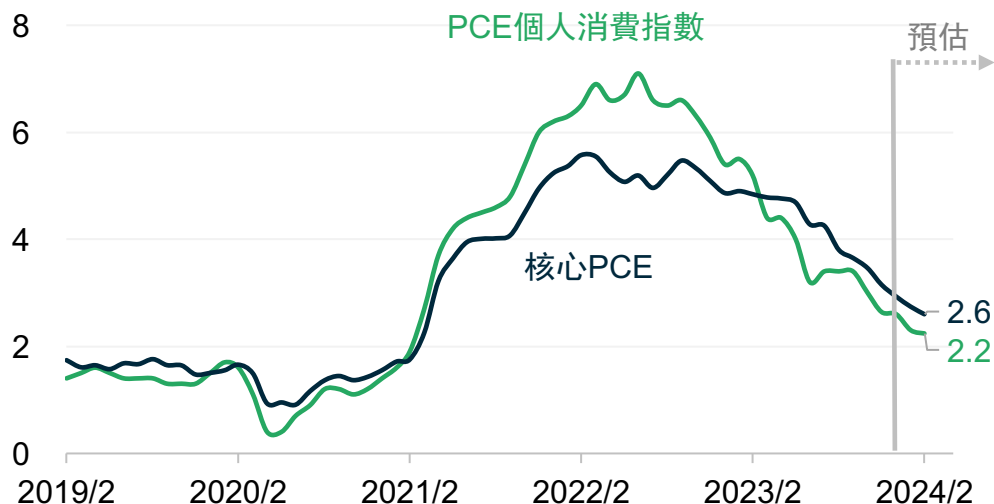
通膨降溫，市場引頸期盼Fed何時降息

美國1月CPI降幅不如預期，引發市場動盪，不過聯準會所關注的核心PCE，即將於2月底公布，根據克里夫蘭聯邦準備銀行Inflation NowCasting預估，1~2月PCE及核心PCE仍將逐步下行，且維持在3%以下，符合鮑爾曾說的，不需要等到通膨回到2%以下才開始降息，顯示降息確實已進入倒數時刻。

若要評估Fed何時降息，應綜合評估通膨反彈風險、經濟強弱以及金融狀況，雖然通膨威脅降溫，Fed降息應該已經「在路上」，**但是經濟維持高於平均水準的成長率，且美股上漲，金融狀況轉趨寬鬆，似乎降低了Fed立即降息的急迫性。**

美國核心PCE預估將續降

年增率，%



資料來源：Cleveland Fed Inflation NowCasting, Bloomberg。

美國經濟表現維持強勁

季增年率，%



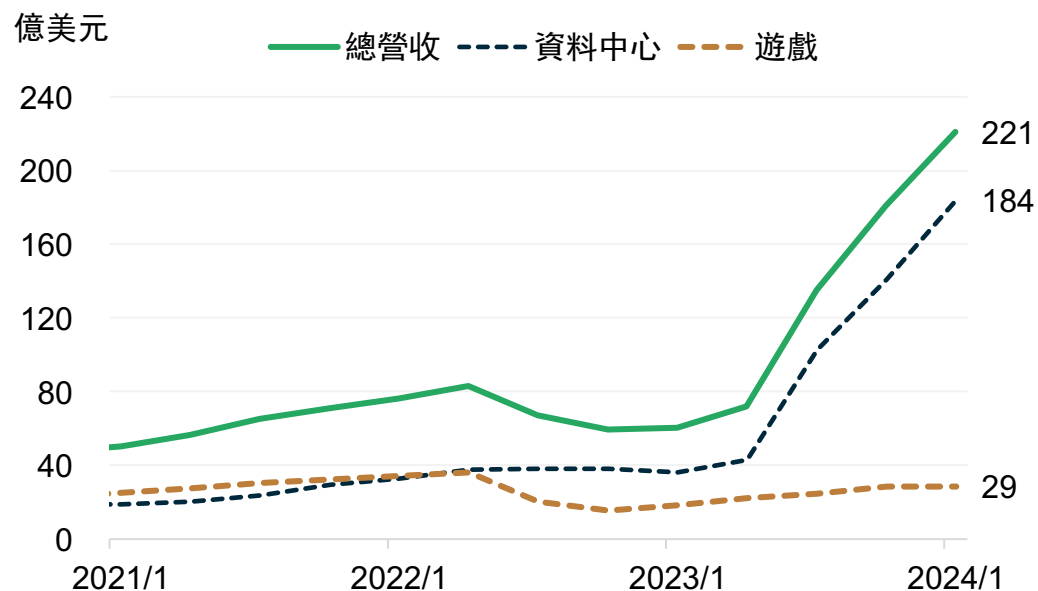
資料來源：Atlanta Fed, Bloomberg。

資料中心高速增長，輝達財報再創佳績

輝達去年Q4營收與EPS分別為221億美元(年增265%，原預估200億美元)與4.9美元(年增765%，原預估4.6美元)，毛利率攀高至76%，主因仍是資料中心加速成長所致(年增408%)。展望今年Q1，預估營收可望再創新猷241億美元，毛利率揚升至76.3%，亦優於預期，EPS推估將達5.3美元。

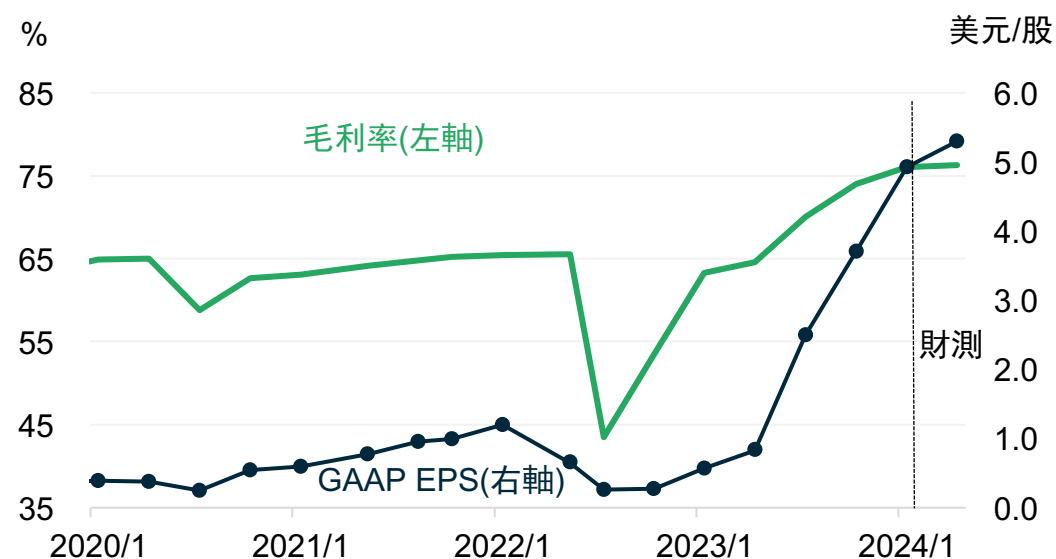
以輝達營收結構來看，生成式AI的興起，刺激GPU需求成長，使輝達數據中心業務高速增長至184億美元，營收占比逾80%，創下單季新高，展望今年Q1，預估也將持續走強。由於中美對抗，各類型晶片都受到管制，中國營收占比已從20-25%降至個位數。

資料中心高速增長，輝達營收再創新高



資料來源：Bloomberg、輝達。

輝達毛利率與獲利，進一步提升



資料來源：Bloomberg、輝達。

美股 輝達獲利預估將連3年大幅成長

輝達財報再度擊敗華爾街的預期，且由於輝達AI晶片出貨逐季提升，全年業績可望連續第2年大幅成長，在長線成長性持續看好之下，輝達股價一口氣突破700美元，市值也逼近2兆美元。輝達業績雖好，但股價已大幅反應獲利成長性，以今年全球的獲利來推估，本益比來到30倍之上，財報利多短期對股價推升效果將鈍化。

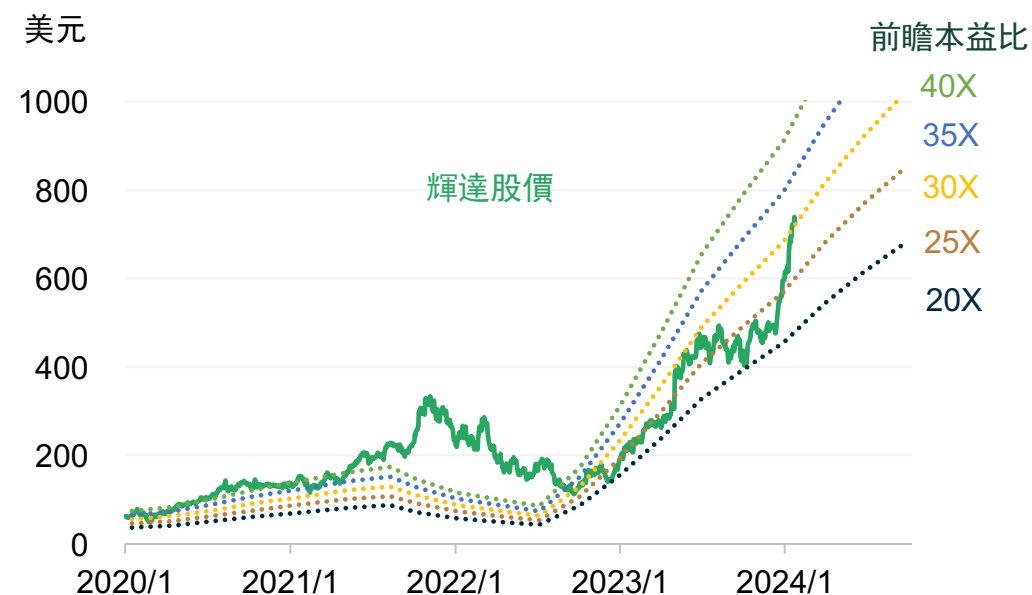
AI需求長期看旺，且輝達晶片難有對手能與之匹敵，未來2年獲利持續成長可期，因此本益比將隨之下降，股價近期漲多，易出現震盪修正，若時間拉長，仍有再往上的空間。

輝達EPS將連3年大幅成長



資料來源：高盛預估, Bloomberg。

輝達因獲利倍增，本益比反低於2021年高點



註：虛線部份為各倍數之前瞻本益比。

資料來源：高盛, Bloomberg。

美股 亞馬遜納入道瓊，將有助公司股價及道指的成長性

道瓊指數公司宣布，亞馬遜將在2024/2/26開盤前取代Walgreens(美妝連鎖店)，成為道瓊工業平均指數成分股，反應美國經濟活動的轉變。以美國的零售數據來看，隨著電商消費的興起，目前e-commerce已佔整體零售規模的17%，且過去五年的複合成長率超過15%，但整體零售銷售的成長率僅3.5%。

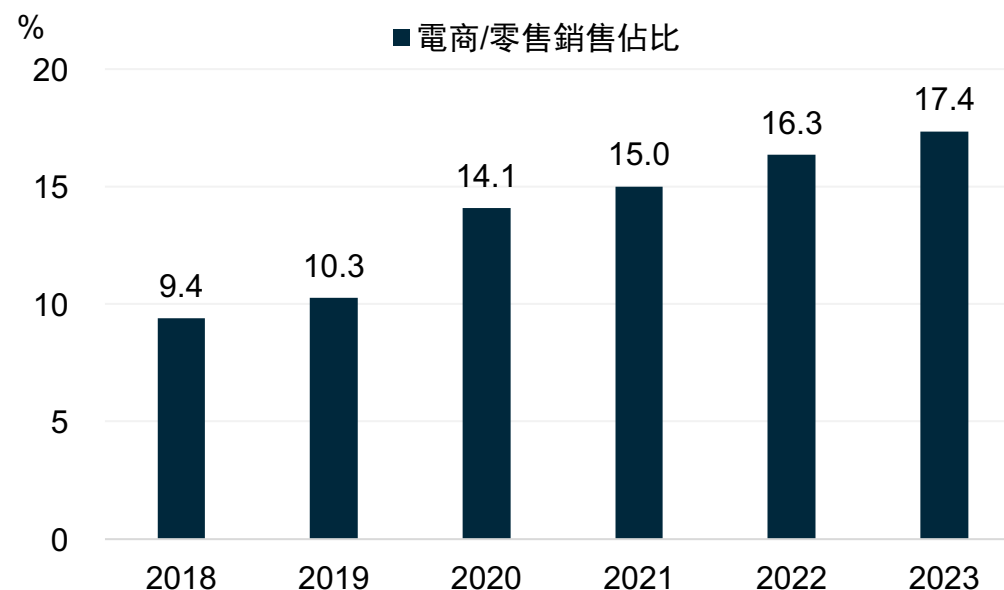
此外，亞馬遜也於2020/11正式進軍網路藥局，對傳統通路藥局更是一大衝擊，Walgreens近5年營收複合成長率僅1.2%，遠低於亞馬遜的19.8%。展望未來，亞馬遜更是三大CSP(雲端服務業者)之一，並致力AI的開發，使其成長性值得期待。因此，亞馬遜納入道瓊之後，除了因被動資金推升公司股價外，亦有助於道瓊指數未來的上漲力道。

成長性的差異，亞馬遜與Walgreens股價表現分歧



資料來源：Bloomberg預估。

消費習慣改變，電商佔零售銷售比重達17%



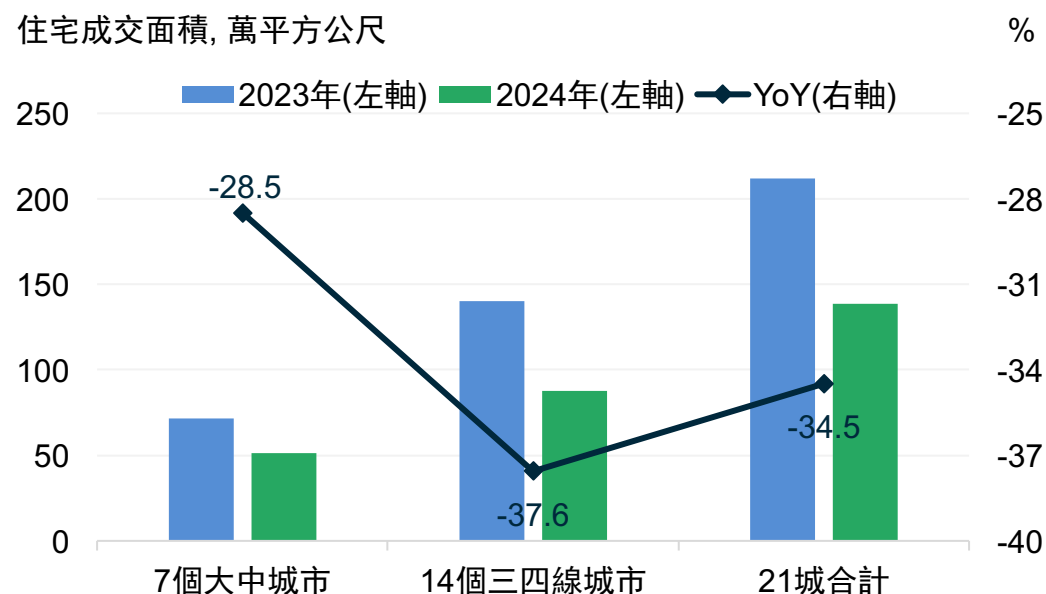
資料來源：Bloomberg。

中國 非對稱降息帶來短線A股反彈，中長期走勢仍仰賴景氣動能

今年春節期間中國民眾出遊與消費相對旺盛，官方數據顯示，國內旅遊人次與花費總額均為歷史新高，總消費金額6326億人民幣，不只比去年增加47.3%，較疫情前2019年同期也成長7.7%。然而，人均消費其實較並未達到疫情前水準，另一方面，房地產市場仍顯低迷，相比去年春節成交數據，今年無論是一二線或三四線城市都呈現衰退。出於穩地產的需求，人民銀行2/20非對稱降息，1年期LPR維持不變，5年期則創紀錄一次調降25基點。

降息目的是降低融資成本，帶動購屋與企業資本支出需求。隨著政策力道加大，股市悲觀情緒有所緩減，A股開市後延續封關前漲勢。展望後市，**短期政策利多帶來反彈機會，但降息對中長線趨勢並無顯著影響，在景氣上行訊號確立之前，不易急轉為多頭格局，操作上逢反彈可分批調節部位。**

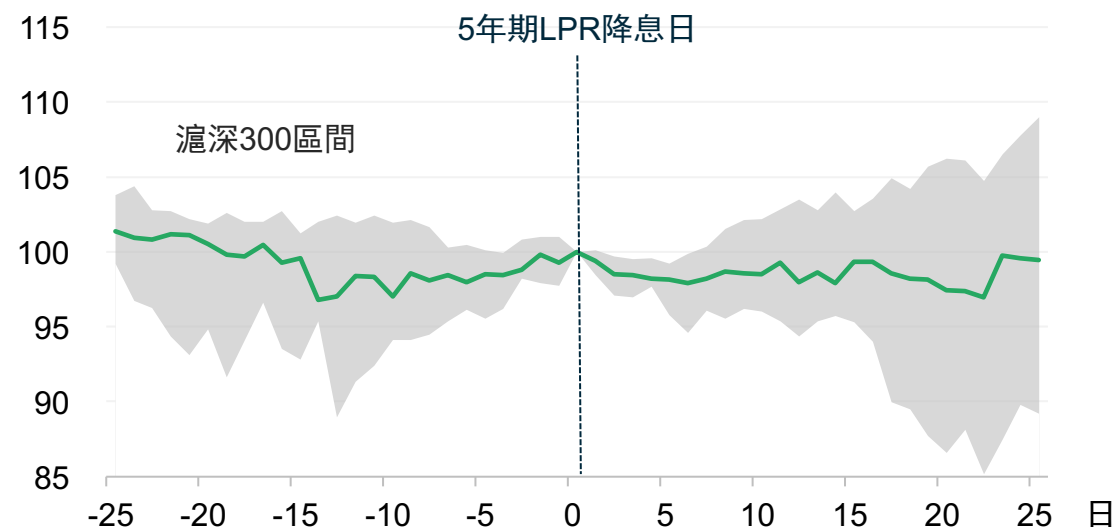
春節期間房地產交易萎靡



註：7個大中城市為上海、武漢、佛山等城市。2024年為2/3-2/15，2023為1/15-1/27。
資料來源：華創證券。

盤點過去7次降息，大盤提振效果並不顯著

滬深300指數，以降息日=100標準化



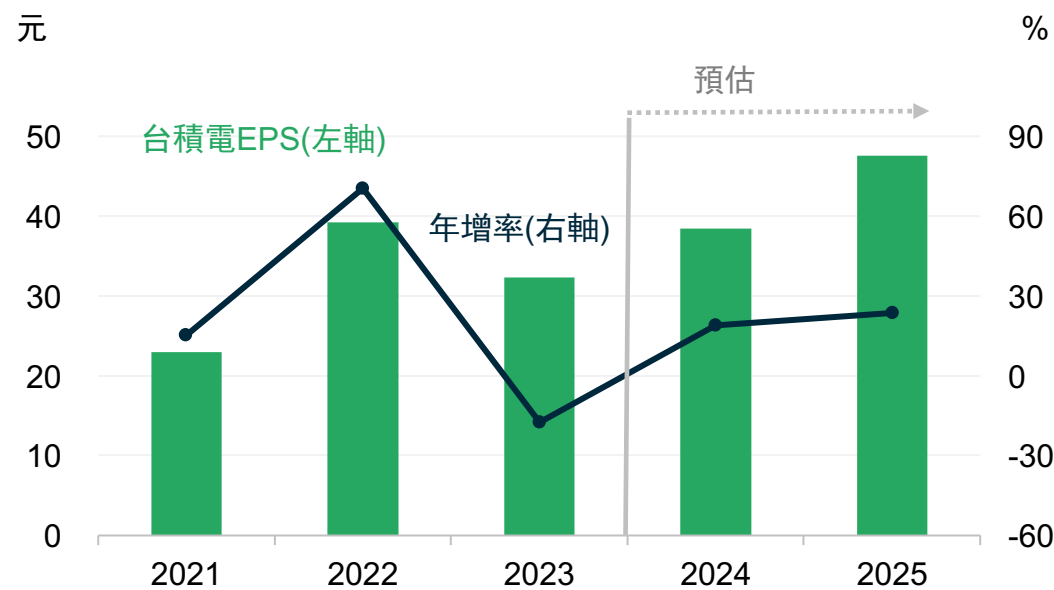
註：資料取2019/11至2022/8之間7次5年期LPR降息期間，綠色線為滬深300中位數。
資料來源：Wind。

台股 股價陸續反應今年獲利, 台股上攻步步為營

台股農曆年後急漲, 主要來自台積電帶動, 由於半導體復甦、AI晶片需求大幅成長, 台積電扮演全球晶片製造的重要角色, 未來獲利展望將連兩年出現雙位數成長, 2023年台積電淨利已達9791.7億台幣, 未來2年更將增加數千億元獲利, 台積電市值在台股的比重有望進一步提升。

就長期布局而言, 台積電股價有望隨著業績逐步上升, 將帶動台股持續上攻, 不過需留意股價往往提前反應, 在年初的大漲過後, 台積電的本益比若以今年獲利來估算, 一度已突破18倍, 接近過去的本益比高檔, 急漲容易出現震盪拉回, 投資策略上宜以分批進場或逢低布局因應。

台積電獲利預估將連兩年出現雙位數成長



資料來源: 高盛預估, Bloomberg。

以今年獲利來看, 台積電本益比已近過去高檔



註: 虛線部份為各倍數之前瞻本益比。
資料來源: 高盛, Bloomberg。

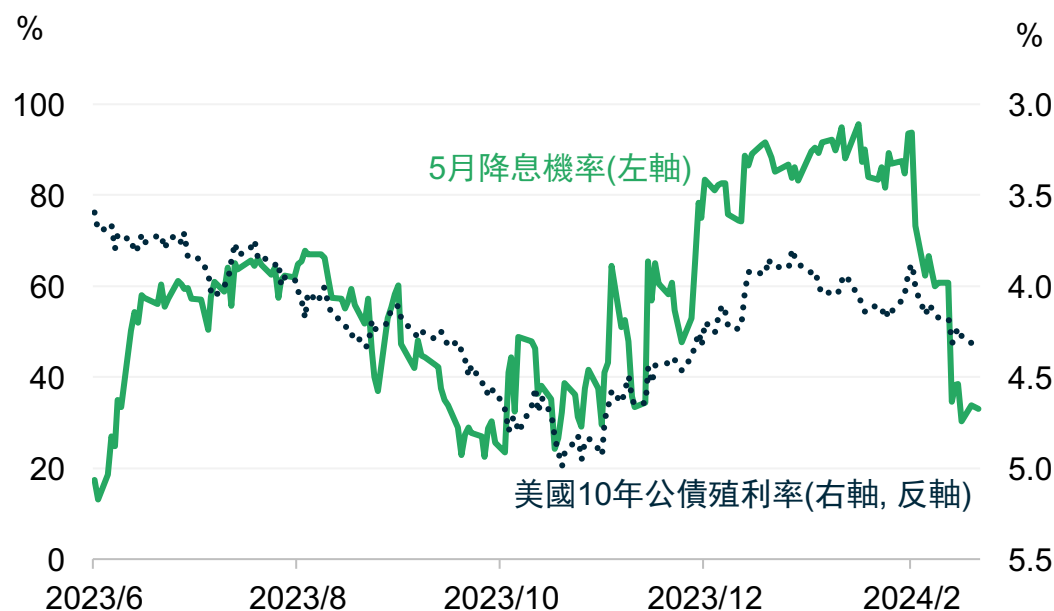
債市 降息時點再延後，然Fed官員們重申今年大方向轉寬鬆，逢殖利率回彈之際宜加碼債市

近期公布的經濟數據尚不足以支持Fed 3月降息，1)通膨：CPI降幅未達市場預期、PPI增速超預期，2)就業：新增非農就業人數上升、初領失業救濟金人數維持低檔，說明美國經濟仍展現韌性，使市場對降息時點的預測再度延後，逐漸將目光轉向5、6月降息的可能性，公債殖利率高位震盪。

Fed官員們透露對降息的展望：亞特蘭大聯邦準備銀行總裁Raphael Bostic表示，「支持夏天開始降息，若通膨數據良好，全年可能會降息三次」；舊金山聯準銀行總裁Mary Daly則指出，「今年降息三次是合理的基本預期，需耐心完成對抗通膨的任務」，暗示**降息不是不到，只是時候未到**。

債市策略上，長線公債殖利率將走弱，在**降息趨勢確立前，殖利率反彈為高利環境尾聲的布債良機**。據歷史資料顯示，Fed前四次邁入降息循環後，美國公司債有資本利得的空間，配置上，以信評較高的投等債較穩健，風險承受度較高的投資人可適度增持非投等債部位，鎖定較高利息收入。

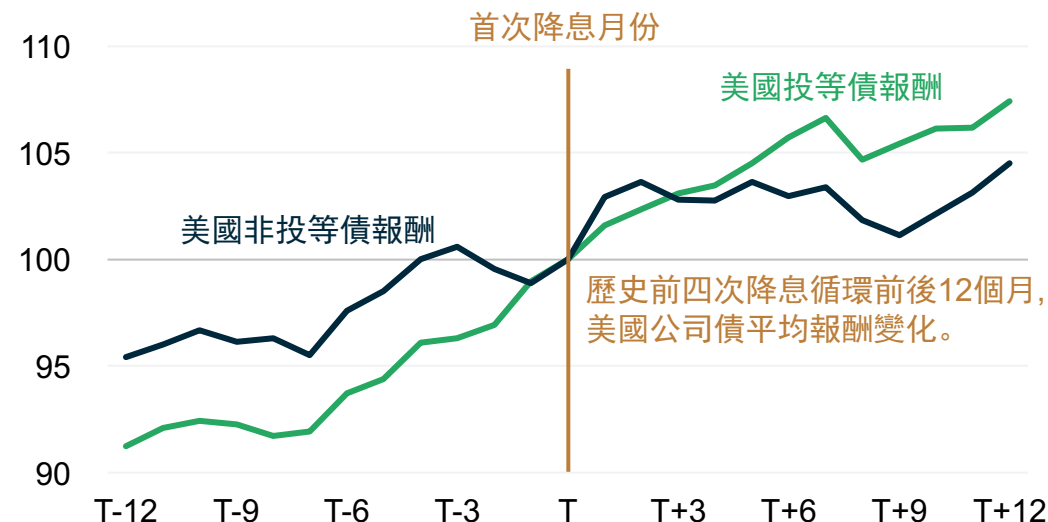
降息時點再延後，公債殖利率保持高位震盪



資料來源：Bloomberg, CME FedWatch。

歷史資料顯示，待Fed降息後，美國公司債報酬可期

標準化報酬



註：降息月份採1995/7、2001/1、2007/9、2019/8。

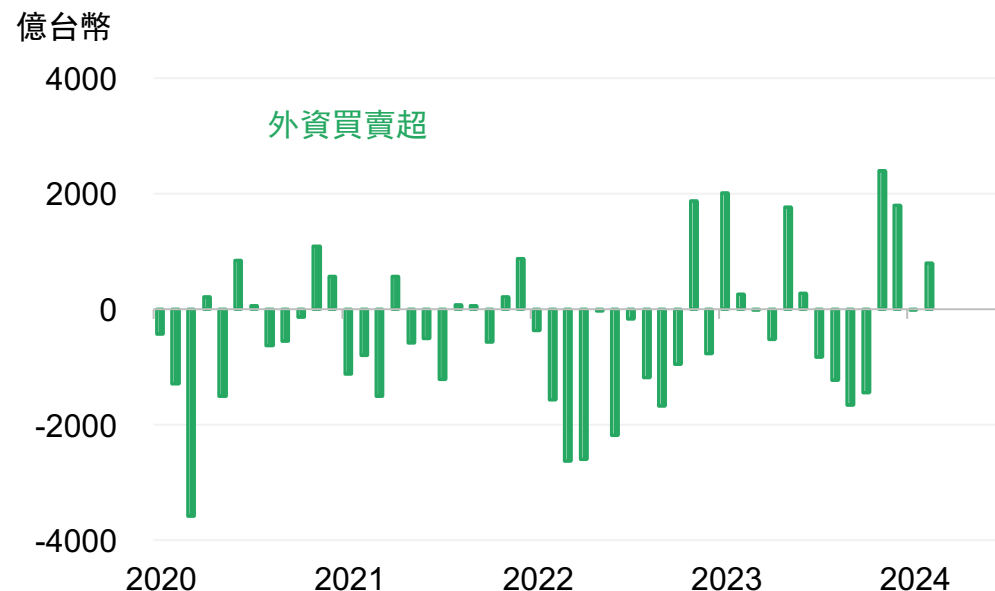
資料來源：Bloomberg。

台幣 外資回流推升台股補漲, 但美國數據支撐美元, 台幣匯價並未隨台股走升

外資動向：自去年底以來，台股多頭氣盛，熱錢持續湧入，尤其在台積電、廣達等AI概念股強勢表態下，外資連連買超，為台幣形成支撐；另一方面，由於近期美國包括非農、CPI等數據皆高於預期，支撐美債殖利率偏向上行，也壓抑台幣匯價，未能隨台股走升。

匯價展望：雖然近期美國數據推升美債殖利率，壓抑台幣短線匯價；但長線而言，聯準會今年可能調降政策利率，且半導體循環回升，對台幣形成支撐，台幣長線應獲得基本面支撐。

外資自去年Q4即有所回流, 推升台股



資料來源：Bloomberg。

近期美國數據推升殖利率走勢, 使台幣未能隨台股走升



資料來源：Bloomberg。

Feb/Mar 2024

26

Monday

美國新屋銷售
美國達拉斯製造業展望
泰國休市

27

Tuesday

美國耐久財訂單
美國凱斯席勒房價指數
美國諮詢局消費者信心
台灣出口訂單

28

Wednesday

美國Q4 GDP
美國Q4核心PCE季比
台灣休市

29

Thursday

美國核心PCE月比
美國初領失業金人數
中國製造業PMI
德國CPI

1

Friday

美國ISM製造業指數
美國密西根大學市場氣氛
歐元區HCOB製造業PMI
歐元區CPI預估
日本自分銀行製造業PMI
中國財新製造業PMI
南韓休市

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