



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

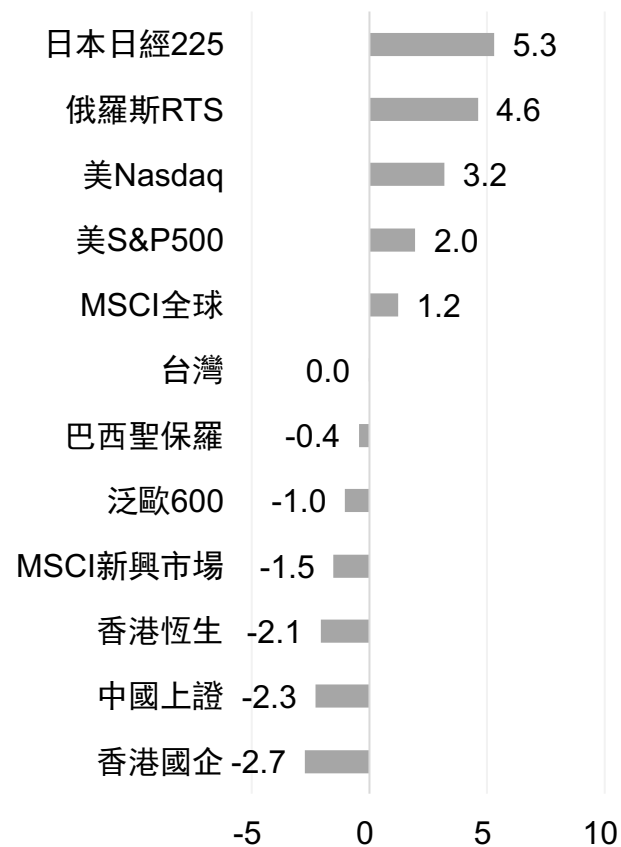
2024年1月12日

# 投資研究週報

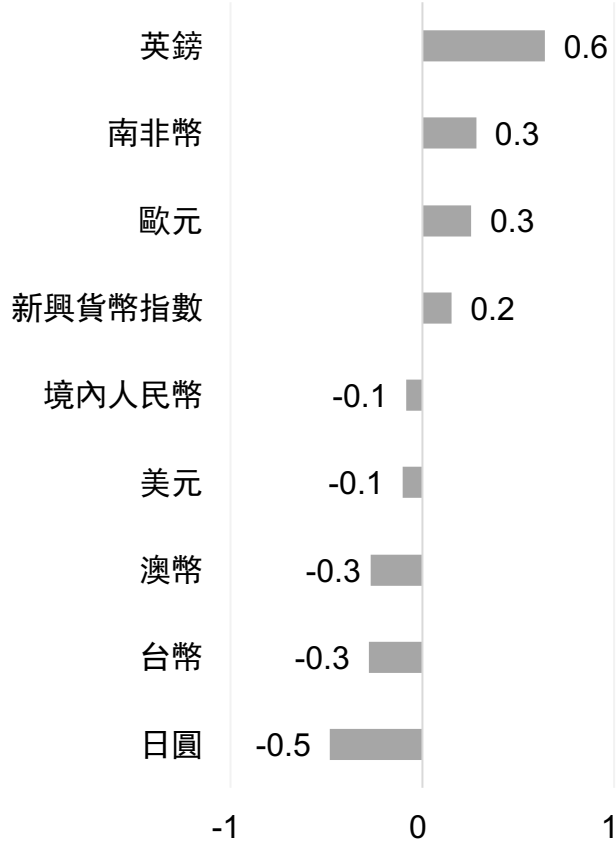
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

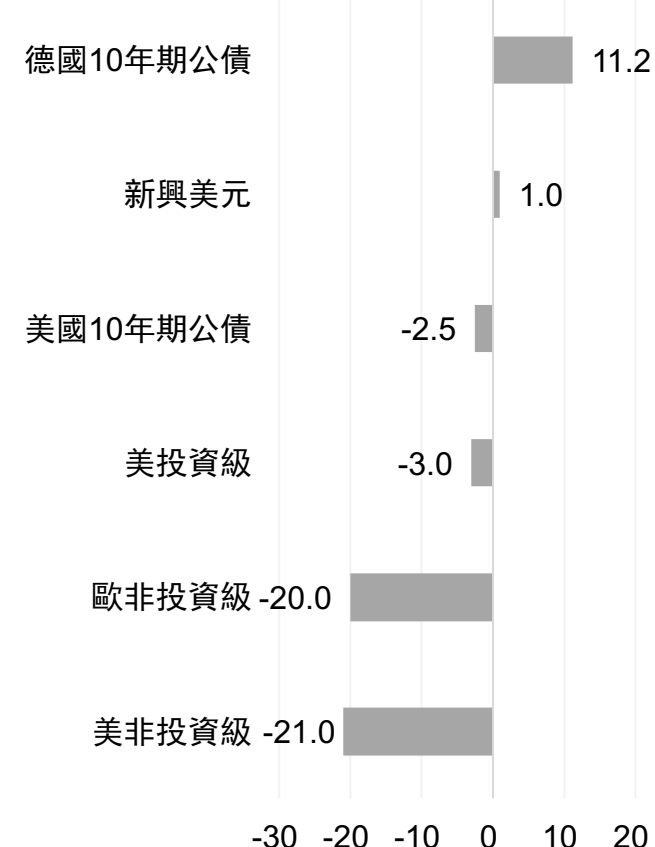
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/1/4-2024/1/11。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 本週主題：

- 通膨趨勢：油價基期紅利消退，美國去年12月CPI反彈至3.4%，高於市場預期，不過，租金持續放緩下，使核心CPI持續下降至3.9%。
- 聯準會官員談話：通膨持續放緩，但部分官員強調，現在談論降息言之過早，不排除美債利率短期仍有反彈壓力，但隨貨幣政策的轉向，利率長線偏下。
- 股市盤勢：市場在過度樂觀之後，可能陷入震盪，不過，庫存調整近尾聲，企業獲利將重回成長軌道，提供未來拉回布建契機。

### 2) 未來焦點：

- 企業財報：台積電1/18、德州儀器1/21、微軟1/24、英特爾1/26、蘋果2/2。

## 策略思維

- 1) **股市**：近期美債利率的反彈，可能讓股市陷入震盪，但企業獲利逐步升溫下，拉回仍視為布局契機。
- 2) **債市**：美債利率長線偏下方向不變，若利率有所反彈，都可逢高增持債券。
- 3) **匯市**：聯準會官員鷹派言論，可能帶動美元反彈，但長線仍偏弱調整，台幣隨出口回升，後續偏升看待。

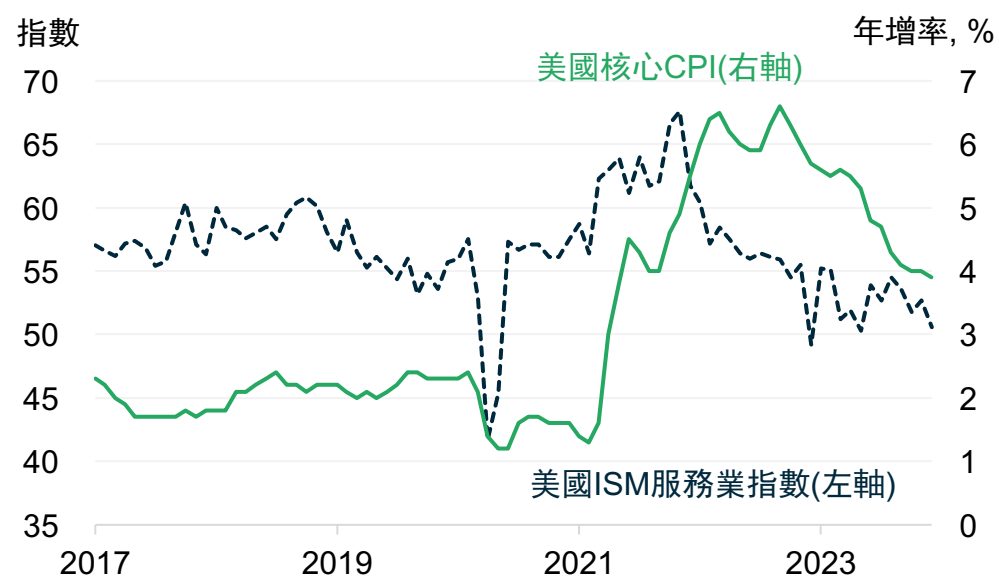


## 就業市場與景氣降溫，有助通膨維持下降趨勢

美國公布去年12月通膨數據，隨油價基期紅利減弱及供應鏈持續改善，能源及二手車價格降幅明顯縮窄，使得12月CPI年增率從前期3.1%上彈至3.4%，超乎市場預期，不過，租金價格持續回落下，核心CPI持續下降，並跌破4%關卡降至3.9%。

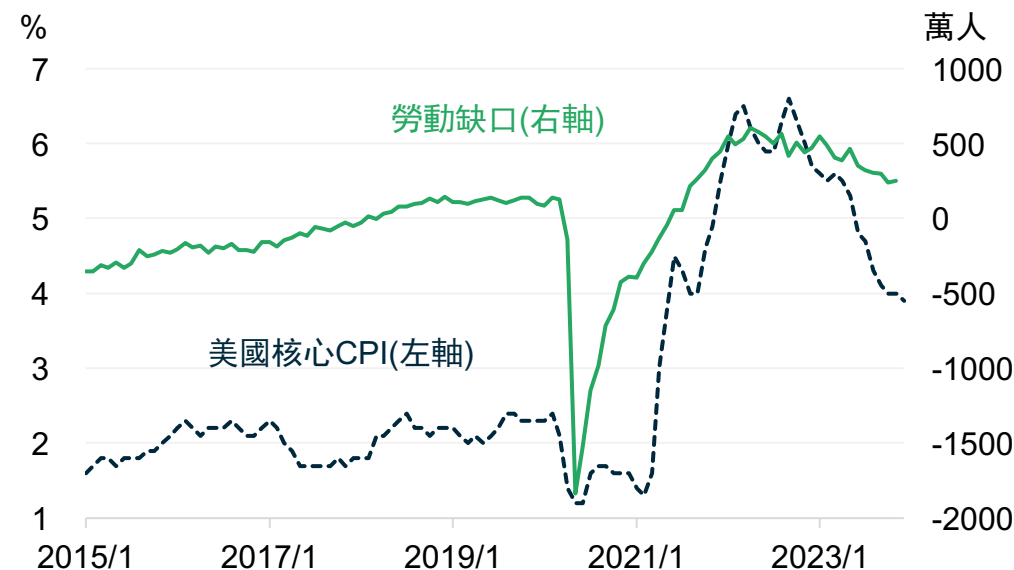
就趨勢而言，**預期通膨仍可望維持下降趨勢**，主因有二，1)受高利影響，加上疫後解封熱潮消退，ISM服務業指數已明顯回落，逼近景氣榮枯線50，2)去年12月失業率雖保持在3.7%，但整體勞動缺口已有明顯改善，從先前的500萬人次，收斂至240萬。

### 服務業景氣降溫，有助物價穩定



資料來源: Bloomberg。

### 就業市場降溫，有助通膨維持放緩態勢



註：勞動缺口=總勞動人口-(就業人口+JOLTS職位空缺數)。

資料來源: Bloomberg。

## 聯準會官員態度鴿中帶鷹，意圖沖淡市場3月降息預期

美10年公債殖利率近期有所反彈，主因有二：1)去年12月的非農、ADP及CPI數據均高於市場預期，顯示美國就業市場仍具韌性。2)本週多名官員發表言論，整體態度上，對經濟持正面態度，但**部分官員在通膨議題上仍語帶保留，也未有官員為3月降息背書。**

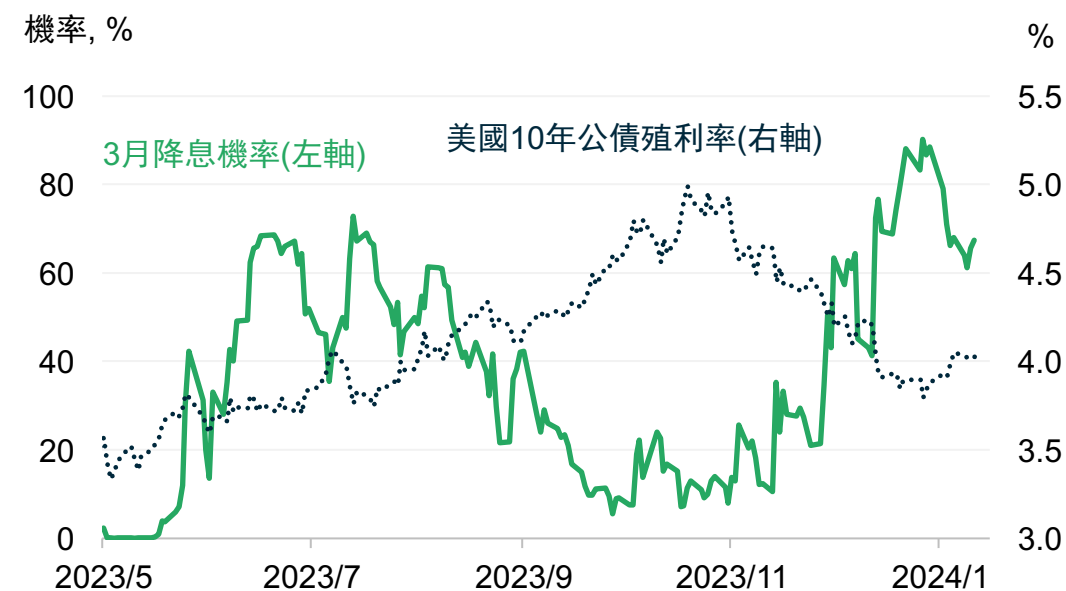
債市策略上，**儘管市場對首次降息時程上的認定仍未達成共識，但長期趨勢而言，隨貨幣政策轉向，殖利率將持續走低，途中若出現反彈皆視為買債良機，投資人宜把握高利環境尾聲，可適度加大布債力道。**

### 官員態度鴿中帶鷹，意圖沖淡市場3月預期

官員	貨幣政策言論	擔憂通膨	談及降息
Thomas Barkin	隨通膨降溫、經濟漸恢復正常，支持Fed降息， <b>但未回應3月降息提問。</b>		√
Lorie Logan	不排除再次升息，防止10年公債殖利率下滑， <b>以避免通膨再度升溫。</b>	√	
Raphael Bostic	通膨朝2%目標滑落，但 <b>目前宣告戰勝通膨尚早，預計Q3才將降息。</b>	√	
Michelle Bowman	若通膨降到2%，Fed可能需要降息，防止過度緊縮，但通膨上行風險仍存。	√	√
John Williams	目前貨幣政策足夠緊縮，但在降息前，需更多證據證明通膨降溫態勢。	√	

資料來源：國泰世華銀行整理。

### 隨降息預期走緩，帶動10年公債殖利率回升



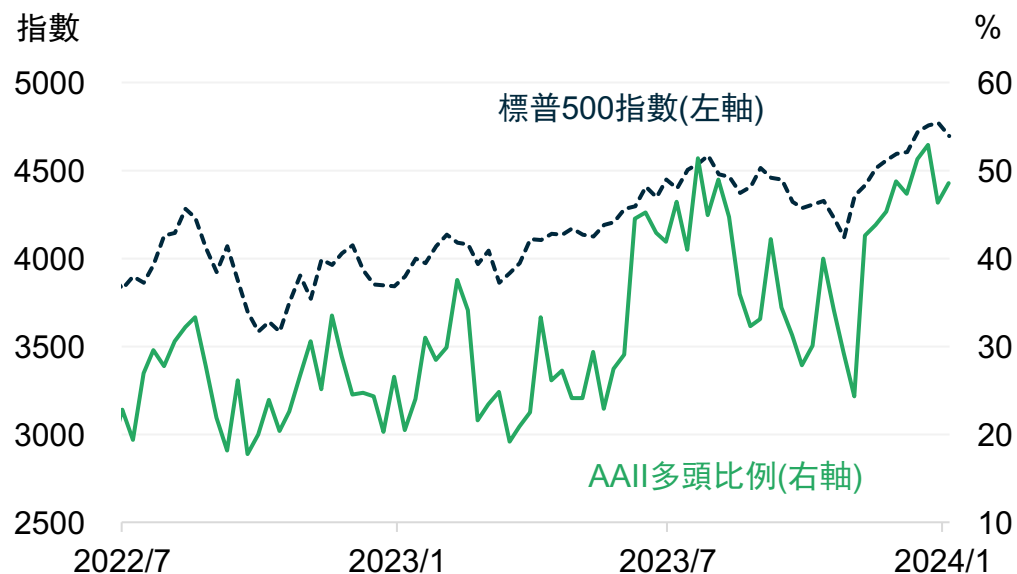
資料來源：Bloomberg。

## 市場信心有所鬆動，可能讓市場陷入震盪

從年初以來，市場波動明顯升溫，主因為市場對聯準會3月降息與否的態度有所調整，從先前8成機率，下滑至6成，也帶動美國10年期公債殖利率回彈至4%附近。

AAII顯示，散戶多頭信心稍降，但仍舊偏高，有過度樂觀之虞。另外，受到利率回彈影響，主動型基金經理人近期對股市配置的想法，也轉趨保守，預期股市短期入震盪格局。

### 散戶多頭信心稍降，但仍舊偏高



註：散戶多頭信心採用AAII的問卷調查。  
資料來源：Bloomberg。

### 主動型基金短期可能逢高獲利了結



註：主動型基金經理人曝險指數採NAAIM機構的問卷調查。  
資料來源：Bloomberg。

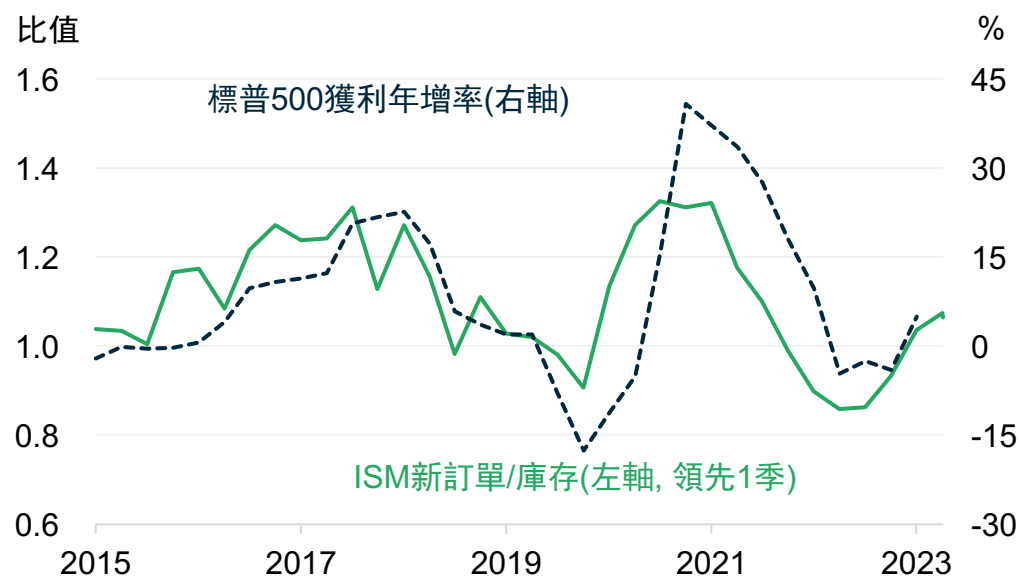


## 企業獲利重回成長軌道, 留意大型科技股動向

隨庫存調整近尾聲, ISM製造業指數持續在打底, 新訂單/庫存比更是連7個月突破1, 也帶動標普500指數Q3獲利重回成長軌道, **市場預期Q4也有望保持正增長, 同時2024年的全年獲利增速上看雙位數。**

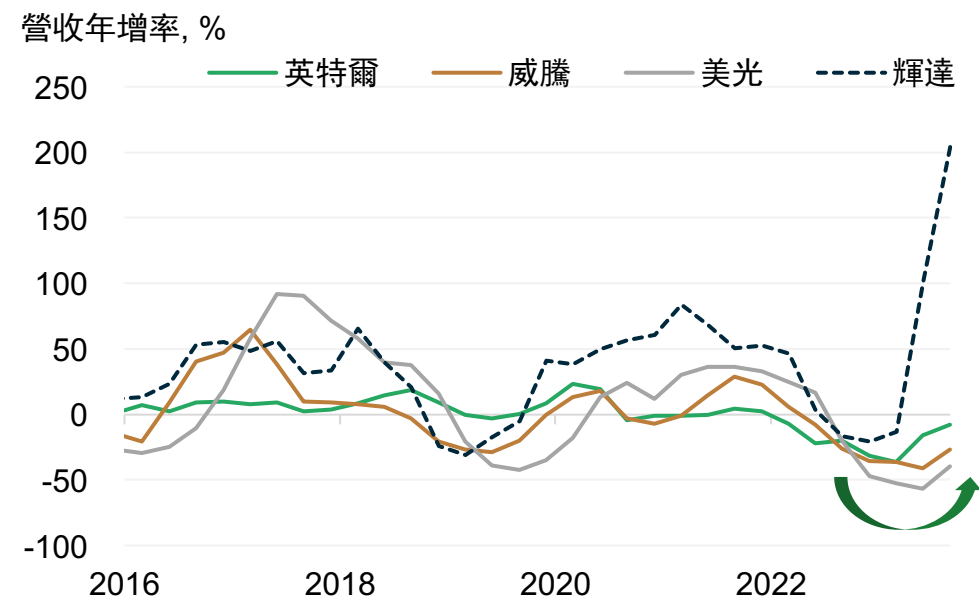
自1/12起, 銀行股將率先公布財報, 緊接著就是科技股, 包括德州儀器、英特爾等。以產業循環來看, **除了AI龍頭輝達營收高速成長外, 消費性電子企業的營收也將持續升溫。**

### 製造業回溫, 帶動企業獲利重回成長軌道



資料來源: Bloomberg。

### AI產業升溫, 也將擴散至消費性電子



資料來源: Bloomberg。

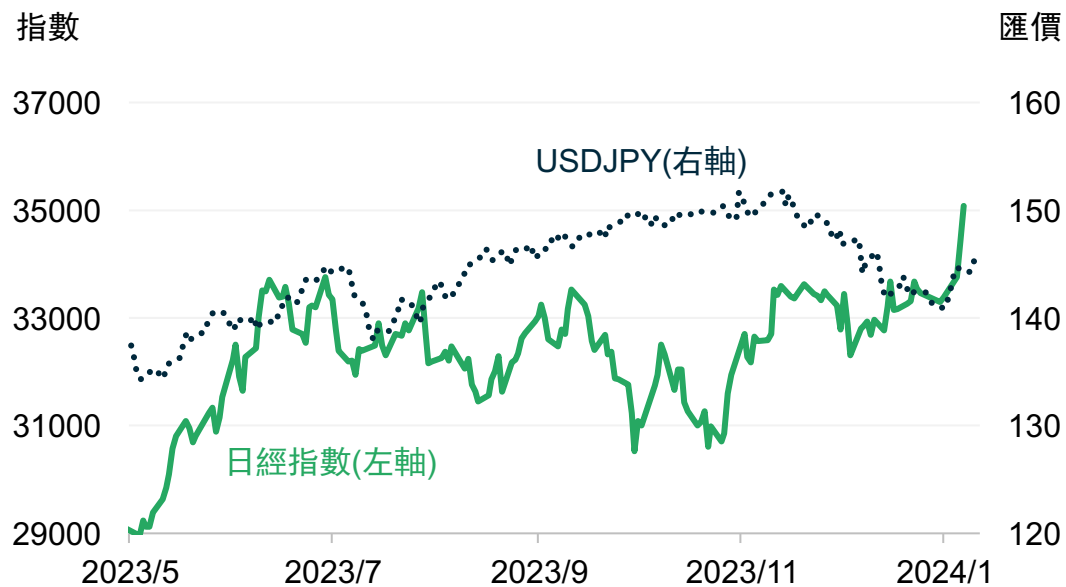
# 日股 日圓走貶帶動日股勁揚, 基本面改善下企業獲利前景看好

日圓近期走貶, 主因有二: 1)勞動省公布去年11月實質薪資下滑, 年增率降至-3%, 跌幅大於市場預期, 2)市場對Fed降息預期有所收斂, 美元回升, 使日圓回吐前波漲幅, 由140貶至目前145位階, 帶動近期出口、半導體相關類股勁揚。

基本上, 隨日本總經結構改善, 通膨穩定保持2%以上、民間消費動能復甦、企業投資活動增加, 使日本經濟環境改善, 企業獲利持續升高, 加上全球供應鏈移轉之下, 日本半導體地位日漸提升, 種種利多因素下, 預計日本基本面將保持穩健。

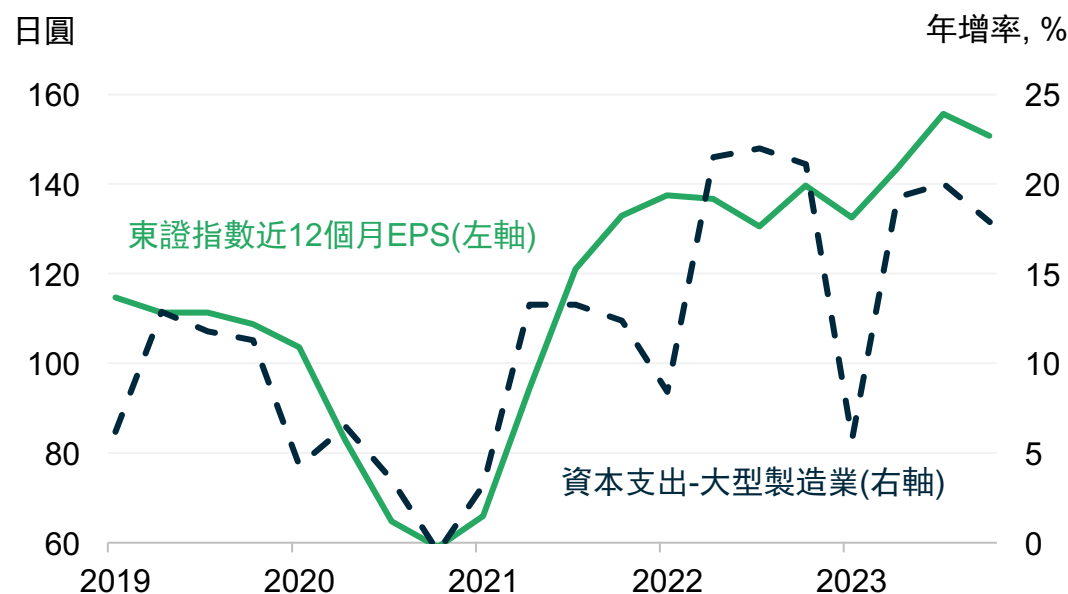
基本面走穩有助於推升日股漲勢, 然需留意今年Fed貨幣政策大方向漸轉寬鬆、BoJ有望終結負利率政策, 長線而言將引導日圓匯價走升, 恐影響出口企業獲利表現, 限縮日股漲升動能。

日本實質薪資下滑使日圓走貶, 驅動日股創新高



資料來源: Bloomberg。

基本面好轉, 企業獲利持續升高



資料來源: Bloomberg。



# 台股 景氣輪番走揚，有利台股走勢更加全面

台灣去年12月出口成長幅度擴大，由11月的年增3.8%跳升至11.8%，金額也增加至399.4億美元，創2022/9以來最高，2023年全年雖然出口衰退9.8%，但歷經連續14個月的負成長，終於在2023年底由負翻正，2024年可望迎來進一步復甦。由個別產品來觀察，AI伺服器的爆發性成長仍延續，資通與視聽產品年增94.7%再創新高，儲存媒體的成長幅度也進一步擴大至32.2%，顯示在消費電子庫存回補的訂單需求，已帶動相關出口動能。

雖然積體電路出口仍呈現小幅衰退，但由台積電營收來看，去年Q4年增率已回到持平位置，優於預期，顯示隨著庫存落底，半導體循環已谷底翻揚，權值股基本面轉強，將形成台股支撐，而各產業景氣輪番走揚，有利台股走勢更加全面，不再出現個股或單一族群一枝獨秀的情形。

## 歷經14個月負成長，台灣出口連2個月翻正

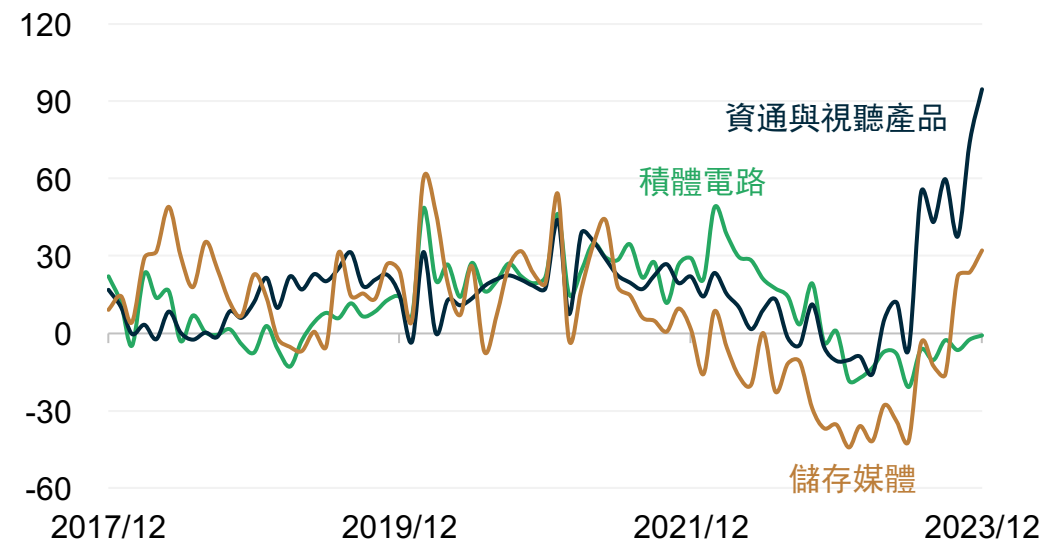
年增率，%



資料來源：Bloomberg。

## 產業景氣輪番走揚

出口年增率，%



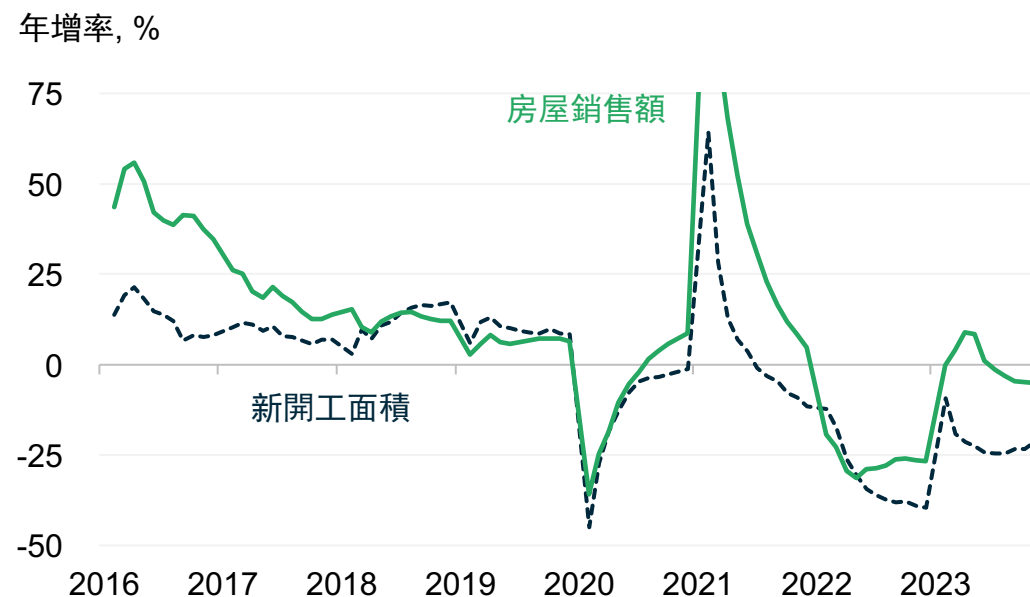
資料來源：財政部。

## 中國 房地產年初銷售表現平淡，信貸循環恐難擔綱股市推手

中國官方期盼經濟開門紅，開年政策刺激消息頻傳，央行貨幣政策司司長鄒瀾釋出寬鬆訊號、去年12月重啟抵押補充貸款(PSL)3500億，廣州也率先打響房票安置(針對拆遷戶發放的購房票券)第一槍，力求活化市場資金、刺激房市走出谷底。然而，除了PSL金額需分散至三大工程(保障性住房、城中村、基建)，2022年至今的房票效果也尚未顯露成效，今年初的房地產銷售表現平淡，短期內對於政策成效不宜過度樂觀。

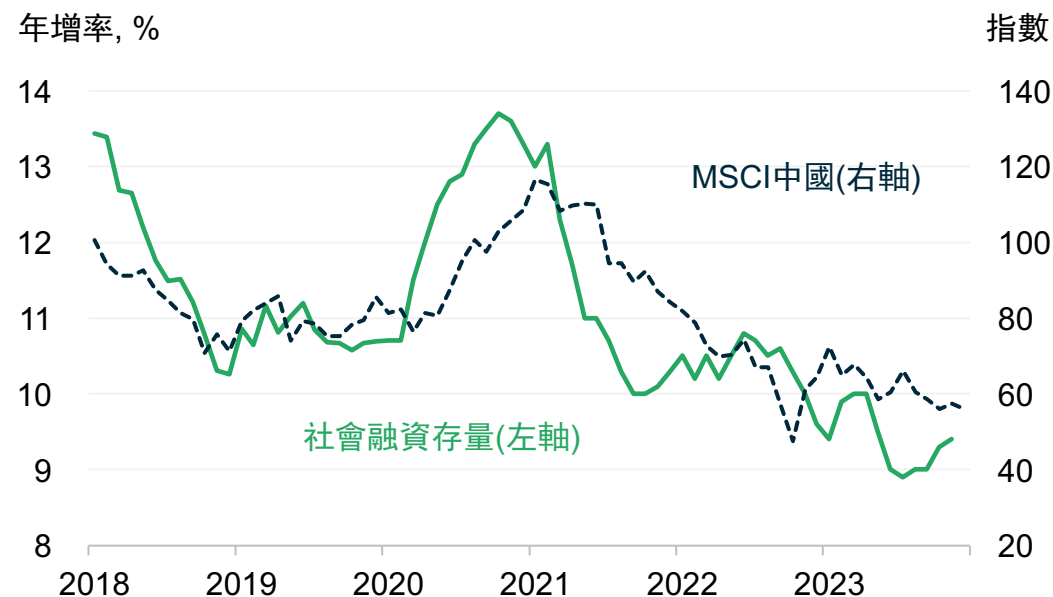
房地產景氣仍顯低迷、中國內部增長乏力，加上去年高基期影響，年初社融恐難有亮眼表現，導致**投資人特別是海外法人的投資情緒顯弱，今年初港股與ADR連跌多日，恆指跌破17000點，後續政策端若無法打破悲觀預期，產業監管及通緊擔憂壓抑投資人信心下，大盤走勢料延續低位震盪。**

### 年初整體房市低迷狀況尚未明顯改善



資料來源: Wind。

### 社融增速仍處低位，境內外股票缺乏買盤進駐



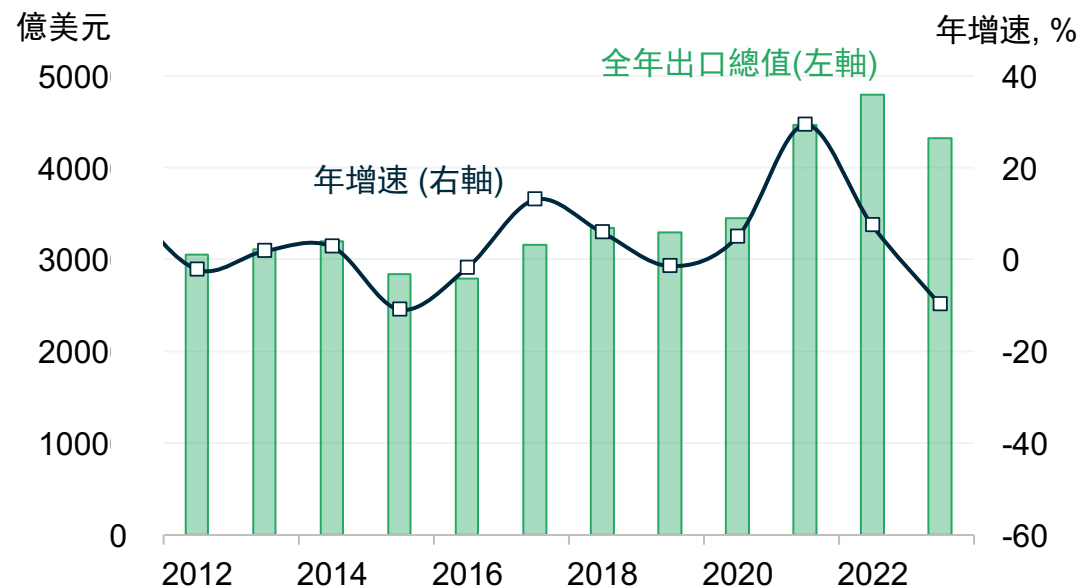
資料來源: Wind。

# 台幣 2023年出口增速雖衰退, 但出口總額創史上第三高; 基本面步出低潮, 有利台幣長線走勢

基本面：財政部發布去年12月海關進出口貿易初步統計資料顯示，受惠於人工智慧等新興應用需求強勁，積體電路及傳產類外銷漸有改善，加以基期偏低，去年12月出口金額達399.4億美元，月增6.6%，年增11.8%。財政部表示，2023年中國經濟不振，衝擊台灣對中港出口，全年創史上最大跌幅，為五大市場之末，對中國出口比重下探至35.2%，為21年來新低。展望2024，財政部指出，去年12月出口、Q4出口表現都優於預期，加上今年Q1主計總處預估出口將成長8.6%，**研判當前出口已走出低潮，今年出口可望正成長。**

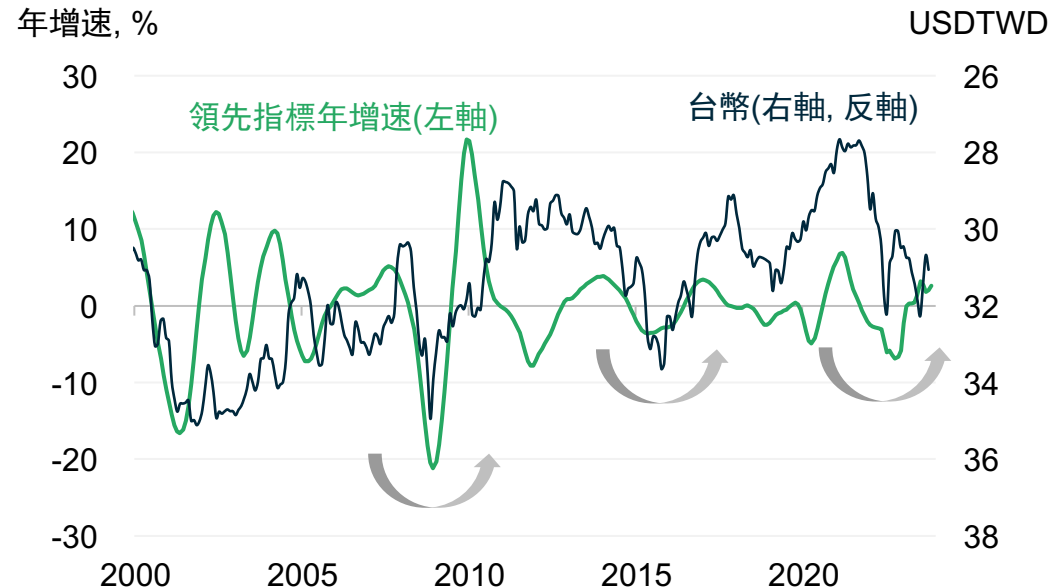
匯價：年前**市場積極預期明後兩年Fed的降息幅度，牽引外資回流，加上出口商季節性拋匯力道加強，帶動台幣升值，若美國提早至3月便開啟降息大門，台幣可能進一步走強。**

## 2023年出口增速雖衰退, 但出口總額創史上第三高



資料來源：Bloomberg。

## 基本面築底回升, 有利台幣長線走勢



資料來源：Bloomberg。

Jan 2024

15 Monday 歐元區工業生產 美國休市	16 Tuesday 德國ZEW調查	17 Wednesday 美國零售銷售 美國工業生產	18 Thursday 美國新屋開工 美國初領失業金人數	19 Friday 美國密大消費信心 美國成屋銷售
---------------------------------	--------------------------	-------------------------------------	---------------------------------------	------------------------------------

## 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