



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年5月10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

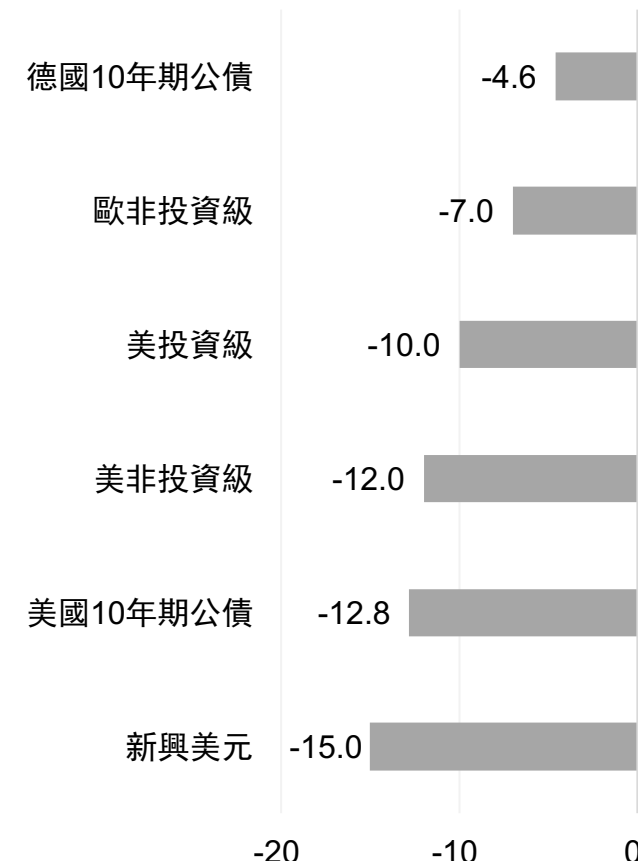
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/5/2-2024/5/9。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 回顧：

- 1) 總經：非農與工資增幅低於預期舒緩美債賣壓。去年起，**移民**大增，解決缺工問題，有助薪資與核心通膨降溫；但鑒於油價對CPI影響有時間落差，因此年初油價漲勢可能對今夏CPI增添擾動。
- 2) 產業：統計過往循環，上下行循環約24、16個月，本輪以2023/4起算，迄今約12個月，今年下半將進入上行循環的後半段，凸顯**輝達財報**對多頭延續的重要性；惟各巨頭陷**Capex戰備競賽**，AI題材仍是正面以待。
- 3) 中國：中共中央政治局會議對財政、房市政策發出正面訊號，中港股率先反應，但獲利前景不佳，上方壓力仍大；7月三中全會著眼「長三角一體化」以挽回**外資**信心，但政治風險仍高，外資仍難輕易回籠。

### 2. 後續看點：美國CPI(5/15)、輝達財報(5/23)

## 策略思維

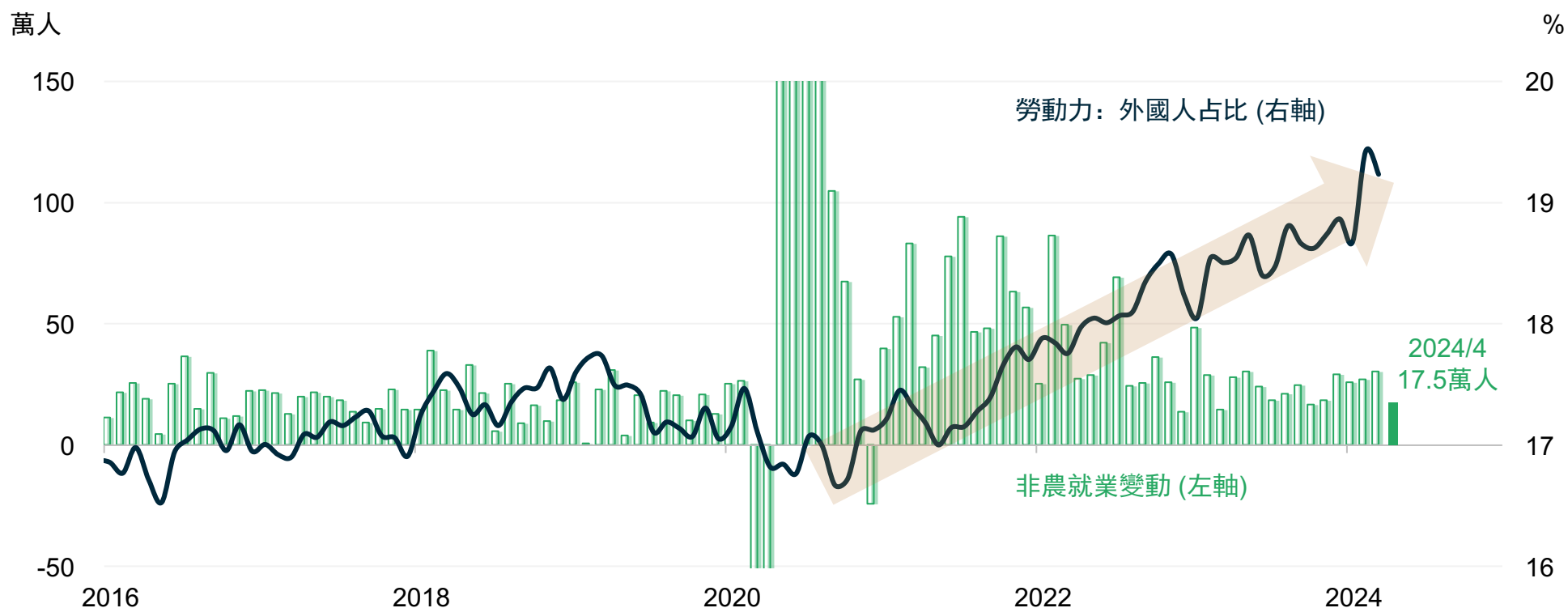
- 1) 股市：AI仍是主軸，但近期AMD等利多不漲，凸顯短線過熱影響，反而可留意**低基期**的類股；下半年企業獲利持續推升，股市行情不淡，**AI概念、大型科技仍是長線主軸**。
- 2) 債市：Q2-Q3美國財政部雖**增加公債供給**，所幸Fed縮減QT幅度、市場流動性也無疑，加以鮑爾於FOMC記者會排除升息的可能，仍舊有利債券長線買盤。
- 3) 匯市：台灣Q2外銷訂單季增長應隨淡季轉弱，故拋匯幫助可能較小，美債殖利率主導台幣偏弱。



## 美國就業 | 非農顯示就業放緩，但仍具有韌性；另一方面，移民大幅增加，解決缺工問題

4月非農就業人數新增17萬5000人，遠低於分析師預期，失業率則略升至3.9%，雖然就業增長有所放緩但仍相對有韌性。另一方面，去年以來移民人口大幅增加，解決企業缺工的問題，勞動供給增加也降低工資水平、企業成本，**幫助核心通膨降溫**。然而，移民會增加本地勞動力市場的競爭壓力，尤其是在低技能工作領域，也加劇貧富差距的相對剝奪感，也使移民問題成為美國總統大選的重要議題。

### 非農就業與外國人勞動力占比狀況



## 美國CPI | 雖然就業降溫有助核心通膨降溫, 但需留意油價恐對今夏CPI有支撐效果

雖歸咎於中東緊張推升油價, 但就實際供需來看, 今年**上半年供需**狀況是有助推升油價的。鑒於油價傳導至CPI約需要3-4個月時間, 因此可以確定的是, 年初油價的漲勢可能對今夏CPI增添些許擾動。

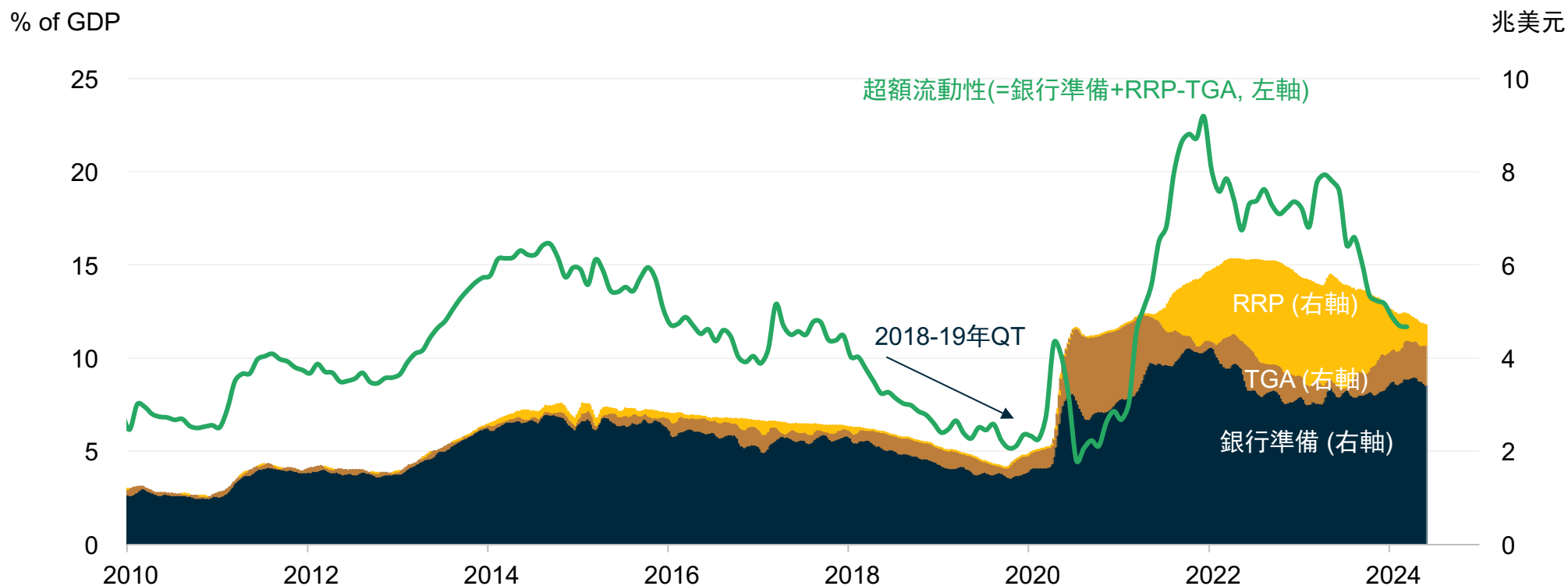
### 美國CPI與油價年增速的走勢



## 債市 | “Higher for Longer + QT”, 流動性會否枯竭? 相較2018-19年, 今年流動性疑慮還不大

回顧2018-19年QT經驗, 超額流動性降至約GDP 5%後, 開始出現流動性問題, 以目前約11%水準, 按照每月600億美元QT幅度推算, 至2024年底應降至10%左右。因此, **相較2018-19年經驗, 今年流動性疑慮還不大**。就債市而言, 殖利率雖延長高位震盪時間, 但外國央行等實質買盤的確見到回籠, 故不致出現2022年的巨幅賣壓。

### Fed雖然縮表, 但目前流動性應尚無憂慮

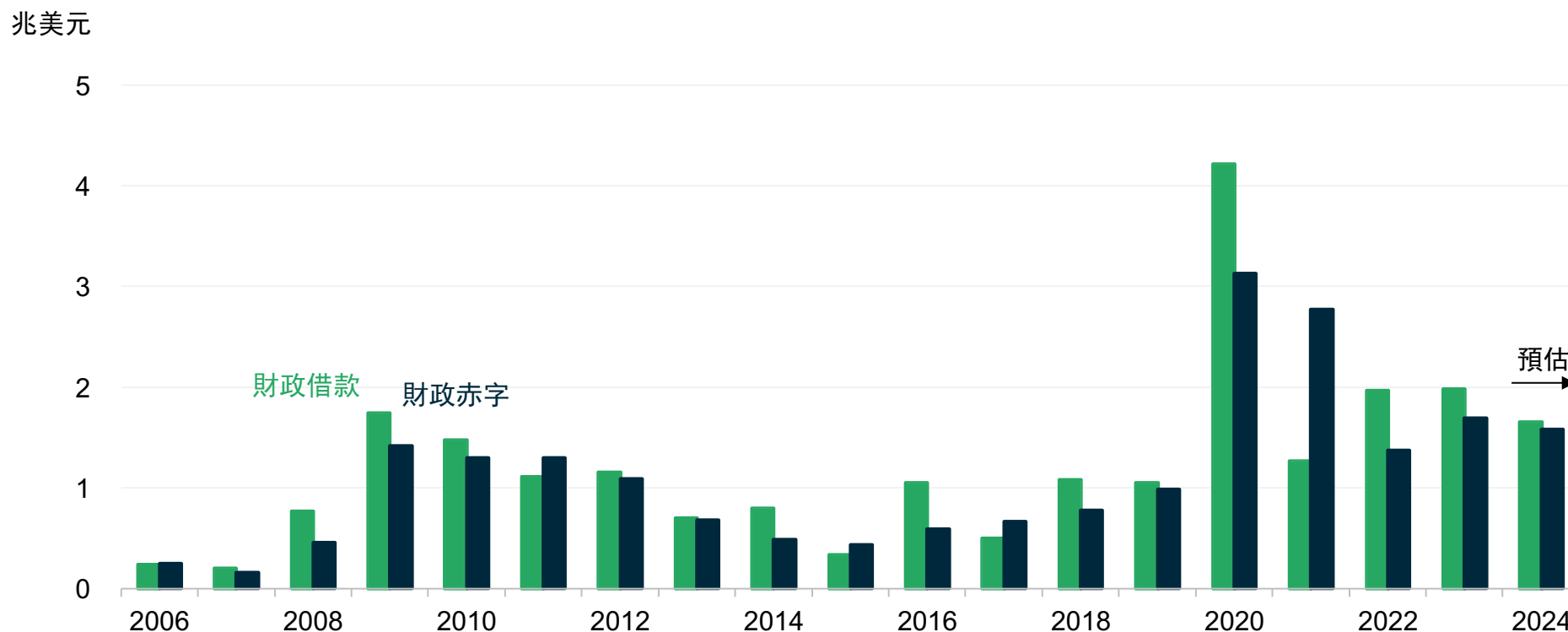


註: RRP表示Fed帳下隔夜附賣回; TGA表示Treasury General Account, 即美國財政部在Fed帳戶。  
資料來源: Bloomberg。

## 債市 | Q2-Q3美債供給都較Q1增加, 恐限縮殖利率下行幅度, 近期殖利率維持高位震盪機率較高

全年**公債籌碼增量仍高於過往**, 將限縮殖利率大幅走降的空間, 所幸公債增發以短債為多、聯準會縮減QT規模, 加以市場流動性尚無枯竭擔憂, 公債不致重現殺盤, 近期殖利率仍係高位震盪機率較高。債市策略上, 短期內仍以**息收**為主要考量, 採取逢高、分批鎖利之方式布局。

### Fed雖然縮表, 但目前流動性應尚無憂慮

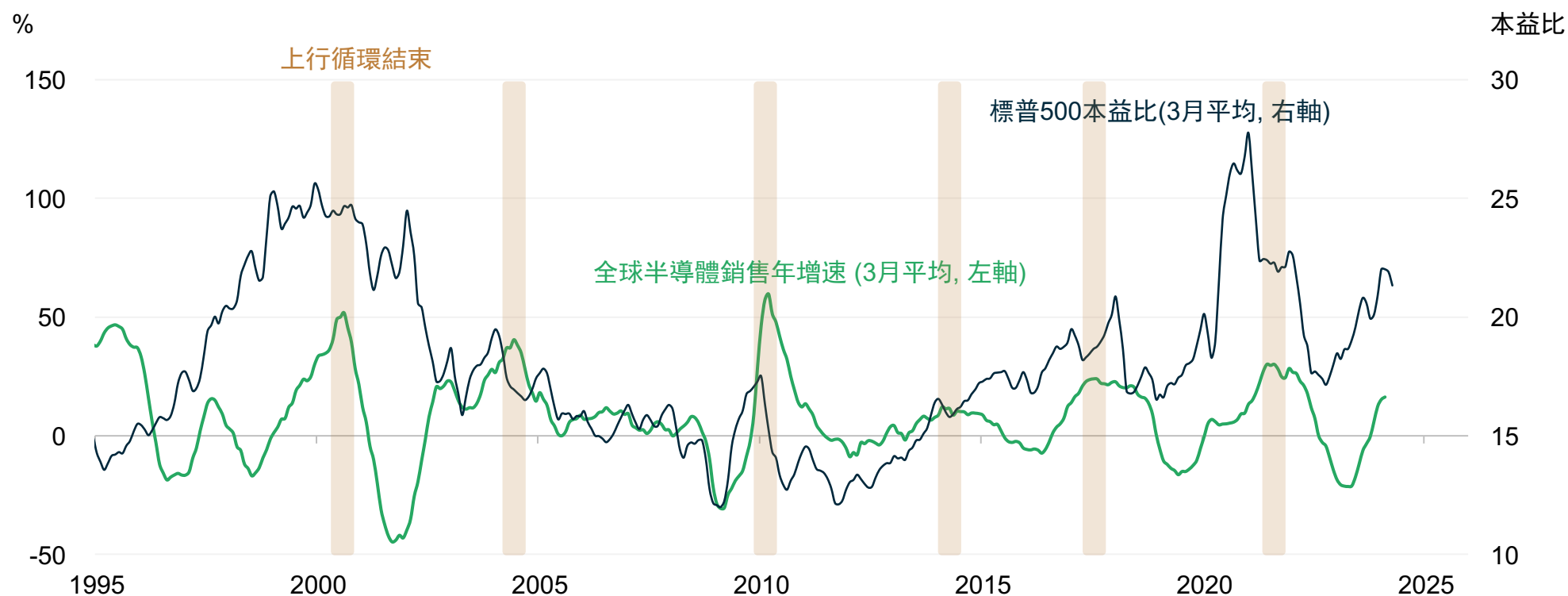




## 股市 | 下半年, 半導體上行循環將進入下半場, 短期尚無告衰擔憂, 但要留意評價面偏高

台積電下修半導體展望, 因PC、手機需求復甦緩慢, 車用更不升反跌, 凸顯去庫存後, 目前關鍵在於, **AI之外的訂單春燕何時來歸**。所幸, 統計全球半導體銷售循環, 上下行循環分別約24、16個月(統計2000、2004、2010、2014、2018、2021年循環), 本輪回升, 以**2023/4起算, 迄今約12個月**, 下半年應進入上行循環的下半場。此外, 由於**AI巨頭的Capex軍備競賽未止, 短期來看, 尚無循環告衰的擔憂, 但仍需要留意評價面偏高的現象**。

### 全球半導體銷售年增速與標普500本益比

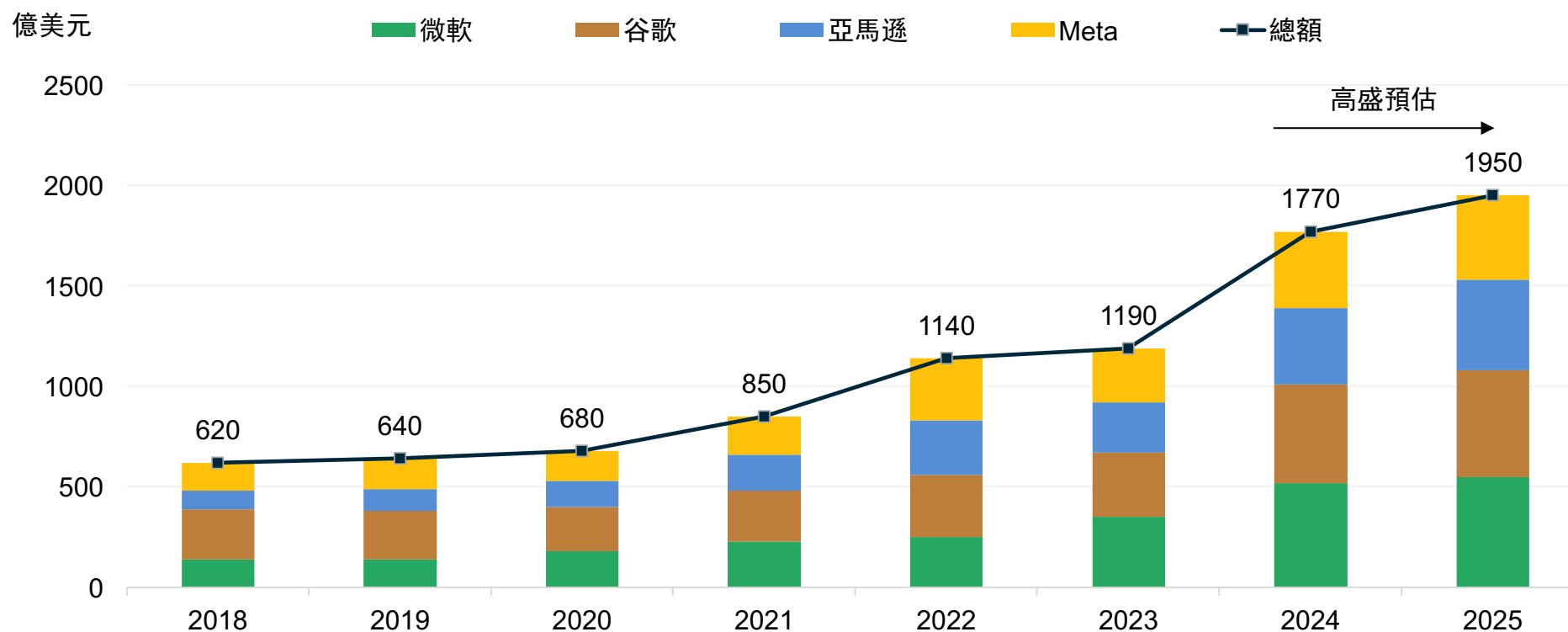




## 股市 | 軍備競賽下, 大型雲端服務業者加大投資力度, 延續AI熱度

輝達即將在5/23公布今年首季財報, 不過, 此前大型雲端服務業者已相繼公布財報, 包括微軟、谷歌、亞馬遜、臉書等, 均同步調高未來的資本支出規模。

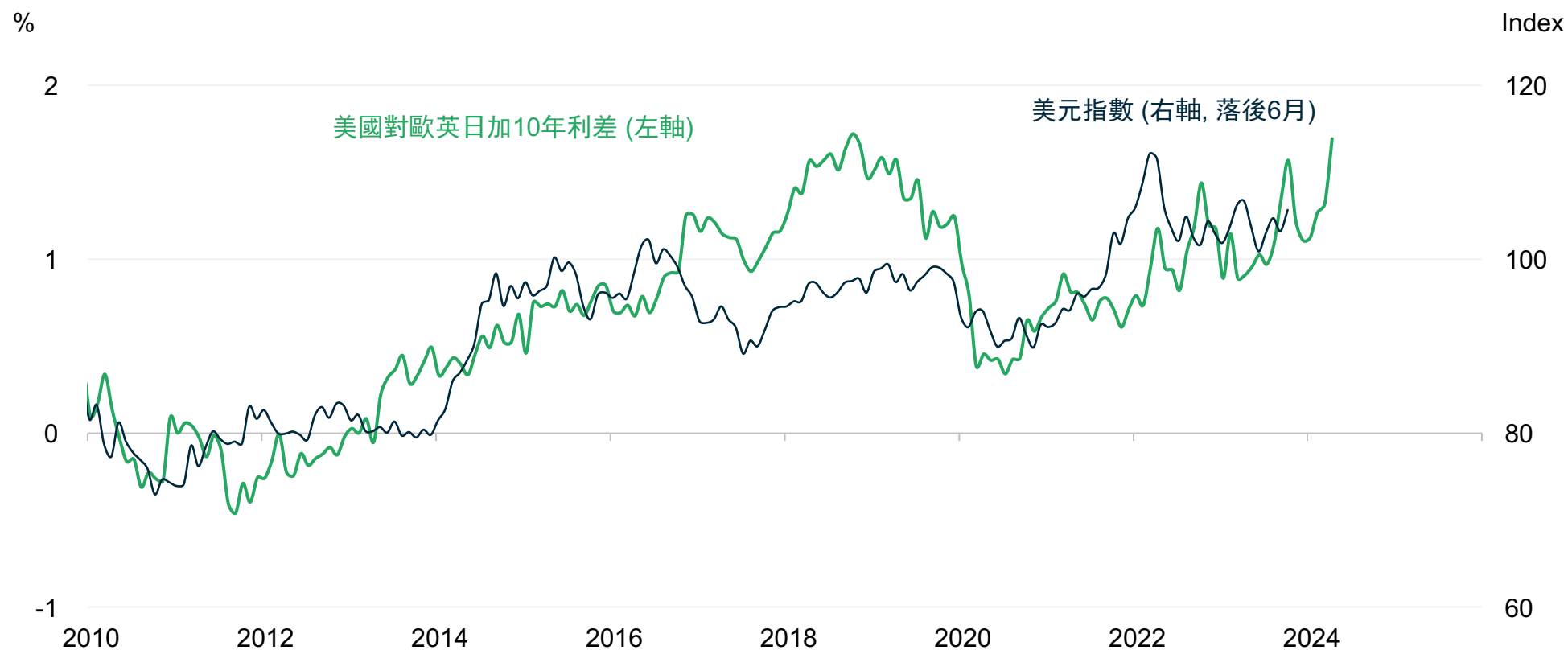
### 雲端服務供應商(CSP)業者擴大資本支出, 加大AI研發



## 美元 | 美國與主要國家間的利差仍寬，支撐美元指數高位震盪的格局

雖然6月起，Fed將放緩QT的幅度，但由於美國經濟仍舊強勁，使美國與其他主要國家間的利差，仍維持在一個較高的水準，從而支撐美元指數維持高位震盪的格局。

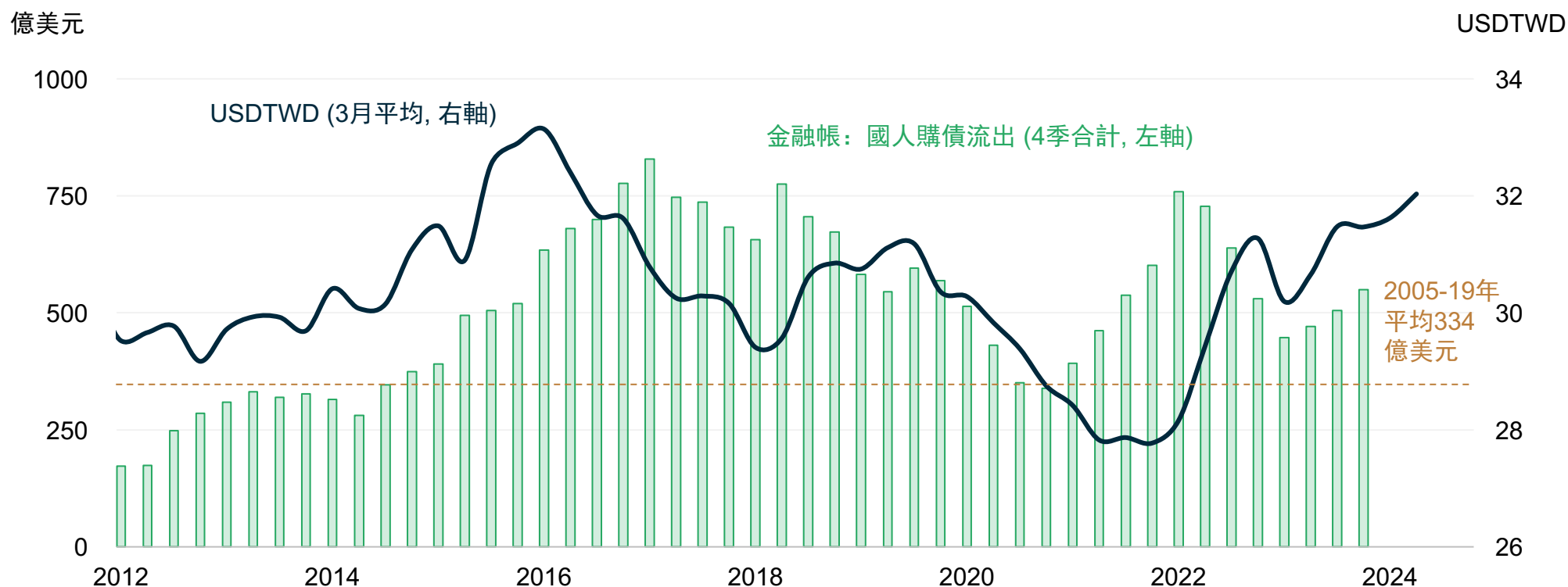
### 利差支持下，美元指數仍維持高位震盪格局



## 台幣 | 美債殖利率續居高位, 吸引國人買債資金外流, 使台幣匯價延續弱勢震盪的時間

以國發會發布的景氣對策信號來看, 續亮第三個代表景氣穩定的綠燈, 受惠人工智慧等新興科技應用商機強勁, 出口續為紅燈, 並帶動生產、銷售、機械及電機設備進口值等指標普遍呈現綠燈, 顯示台灣基本面並不差。惟Fed遲不鬆口降息, 美債殖利率續居高位, 吸引國人買債資金外流的力道, 持續高於過往長期平均, 使台幣匯價延續弱勢震盪的時間。

### 美債殖利率續居高位, 吸引國人資金外流力道, 持續高於過往長期平均



## 中國 | 政治局會議發出積極信號, 並予市場對三中全會期待, 但基本面雜音不斷, 股市漲幅恐難持續

4月底中央政治局會議對於財政與貨幣政策口吻偏向積極, 財政加快落實與貨幣政策有寬鬆空間, 讓市場對復甦及三中全會有所期待。惟以經濟為聚焦任務的三中全會, 自2013年以來, 已從「**走向市場經濟**」轉為「**強調深化改革**」。加上企業調查以及對銀行中長期貸款卻持續低迷, 對企業未來**獲利增長恐不宜過度樂觀, 股市上方壓力仍大**, 操作上追高宜慎, 既有部位可逢高分批調節。

### 歷屆三中全會內容重點

屆次	時間	主要工作任務
十一屆	1978年12月	結束文化大革命, 確立「改革開放」的方向
十二屆	1984年10月	全國範圍推行「社會主義商品經濟」, 擴大企業的自主權
十三屆	1987年11月	實行「計劃和市場的雙重調節」, 建立「社會主義市場經濟體制」
十四屆	1993年11月	建立「社會主義市場經濟體制」, 確立公有制為主體、多種所有制經濟共同發展
十五屆	1998年10月	深化國有企業改革, 實行「股份制改造」
十六屆	2003年10月	實施「科學發展觀」, 建設「和諧社會」
十七屆	2008年10月	實施「新型農村建設」, 深化「農村土地制度改革」
十八屆	2013年11月	制定「全面深化改革總體方案」, 推進「黨和國家機構改革」
十九屆	2018年2月	制定「黨和國家機構改革方案」, 調整「國務院組成部門」, 設立「國家監察委員會」, 優化「軍隊領導管理體制」
二十屆	2024年7月	「圍繞推進中國式現代化進一步全面深化改革」 財政: 向前發力、避免財政政策前緊後鬆 房市: 做好保交房、研究消化存量房產措施 長三角一體化: 推進產業升級與現代化經濟體系

走向市場經濟

強調深化改革

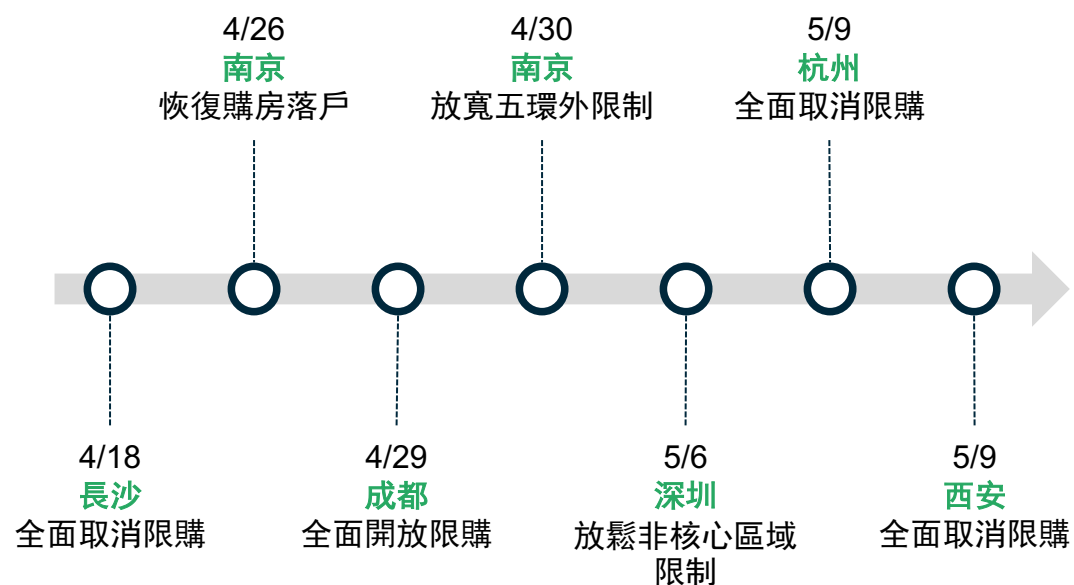


## 中國 基本面復甦雜音不斷，股市漲幅難以持續擴大

港股本輪反彈後重新站上18000點，主因為評價偏低，加上4月以來房地產在需求端的鬆綁政策不斷釋出，大型城市如杭州、西安取消限購，南向資金流入推升股市位階。然而，從基本面看來，4月前百大房地產企業銷售金額與面積皆比去年同期下降超過40%，整體地產復甦仍存在不少雜訊。

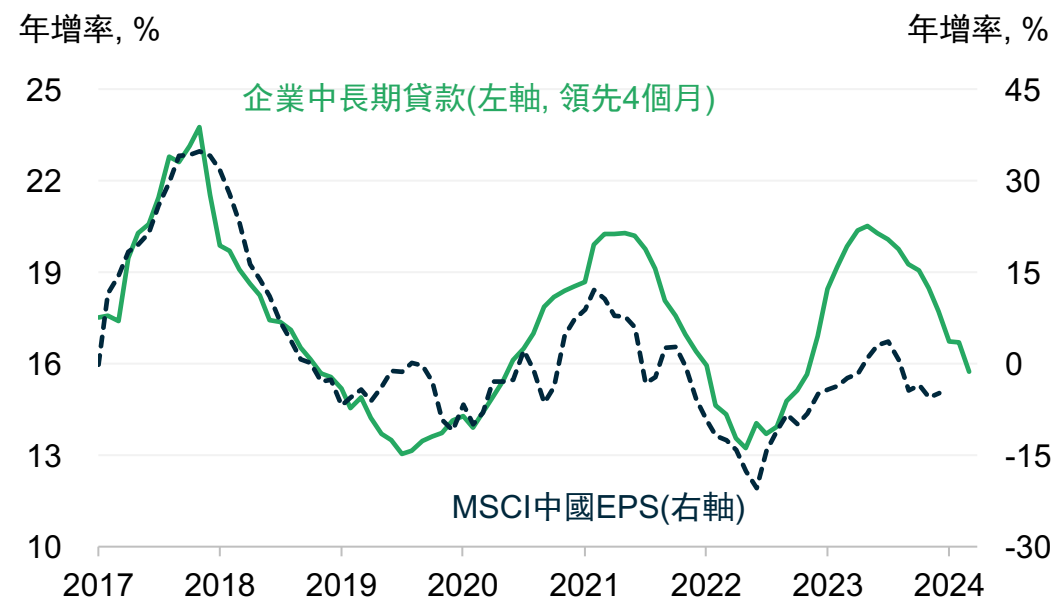
4月底中央政治局會議對於財政與貨幣政策口吻偏向積極，財政加快落實與貨幣政策有寬鬆空間，讓市場對復甦期待升溫，不過企業經營景氣調查以及對銀行的中長期貸款表現卻持續低迷，對企業未來的獲利增長恐不宜過度樂觀。中港股後市展望，**基本面改善狀況若無法跟上政策題材，評價面持續擴張幅度有限，短期資金挹注後恐面臨上方壓力，操作上追高宜慎。**

### 4月以來大型城市鬆綁政策頻頻推出



資料來源：方正證券。

### 經濟雜音仍存，企業獲利增速恐趨於保守



註：企業中長期貸款存量年增率與MSCI中國指數EPS年增率相關係數為0.76。

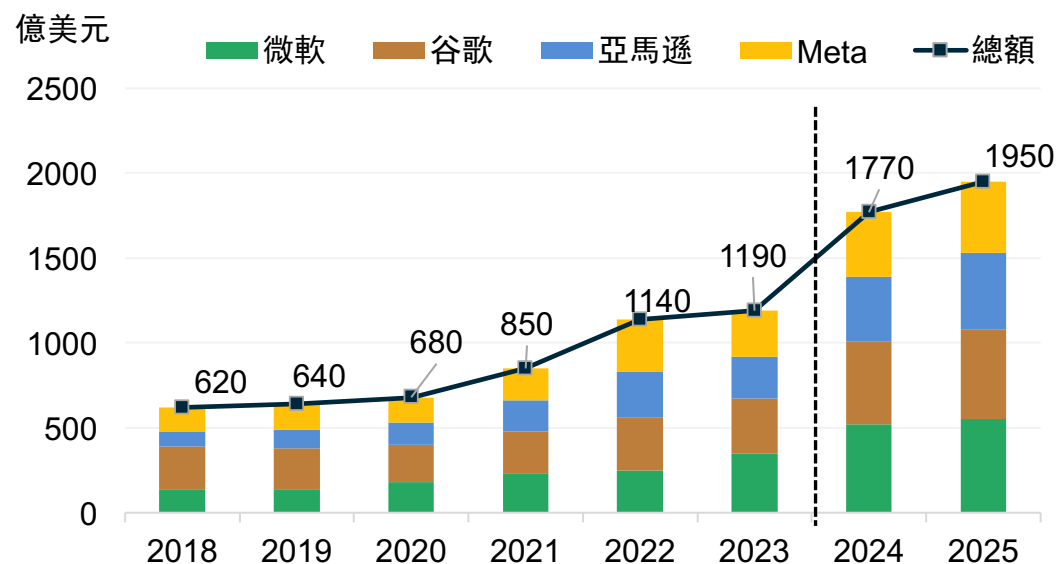
資料來源：Bloomberg。

## 科技 大型雲端服務業者加大投資力度, AI熱度尚未結束

輝達即將在5/23公布今年首季財報, 不過, 此前大型雲端服務業者已相繼公布財報, 包括微軟、谷歌、亞馬遜、臉書等, 均同步調高未來的資本支出規模。以Meta為例, 宣布上修2024年資本支出至350-400億美元, 年增28-47%, 高於市場預期約10%, 並預期未來幾年會大舉加碼投資。

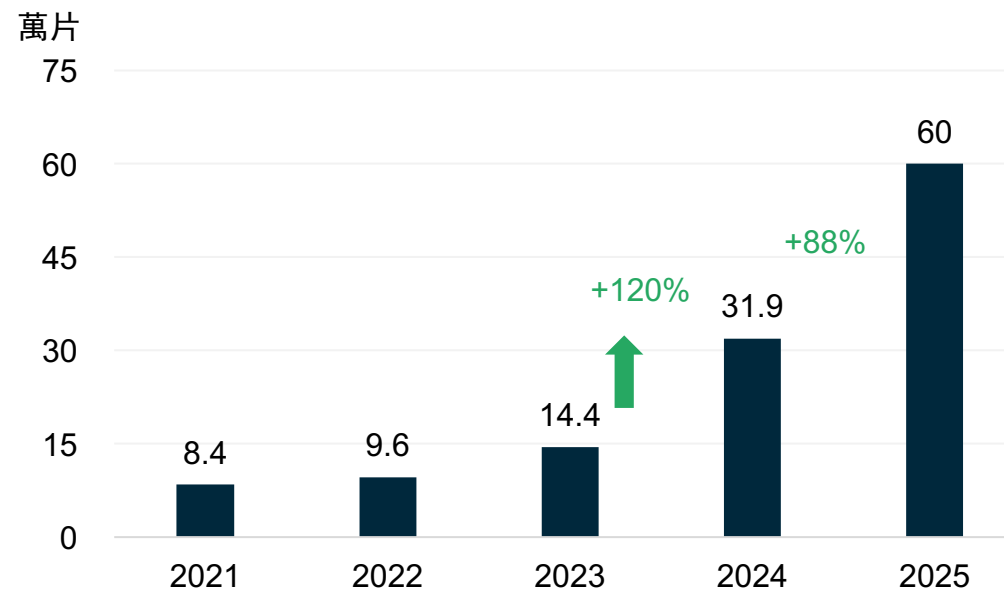
由於輝達相繼推出新一代AI晶片, 包括GB200、B100、B200等, 將耗費更多CoWoS產能, 台積電亦提升2024全年CoWoS產能需求, 預估較2023年總產能提升逾100%, 2025年規畫總產能量亦有機會翻倍, 其中輝達需求占比逾半數, 支持AI熱潮延續。

CSP業者擴大資本支出, 加大AI研發



資料來源: 高盛。

因應AI需求, 台積電擴大CoWoS產能



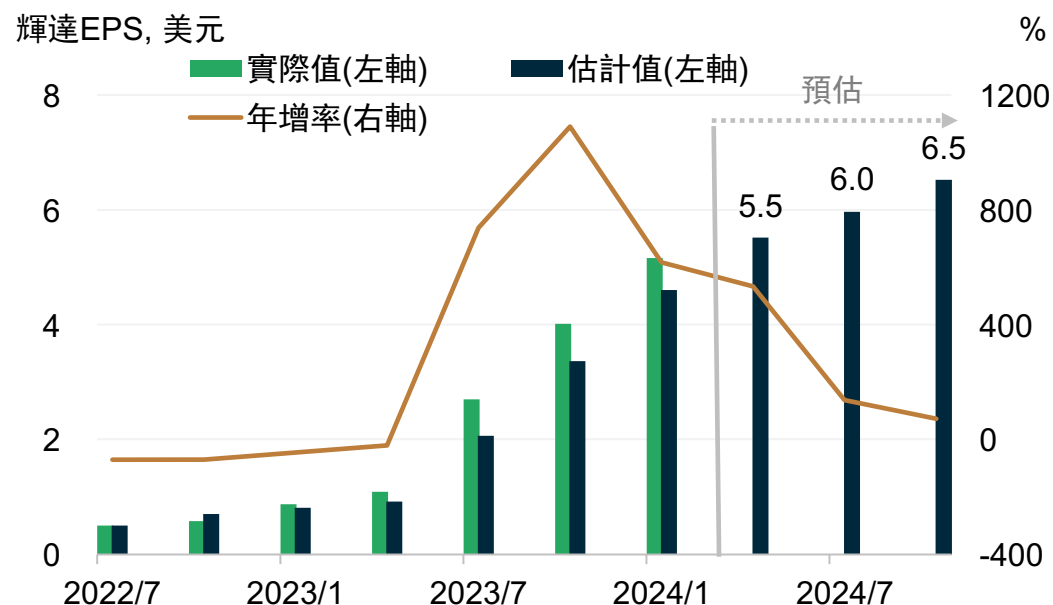
資料來源: GS。

# 科技 輝達財報能再度超越市場預期？

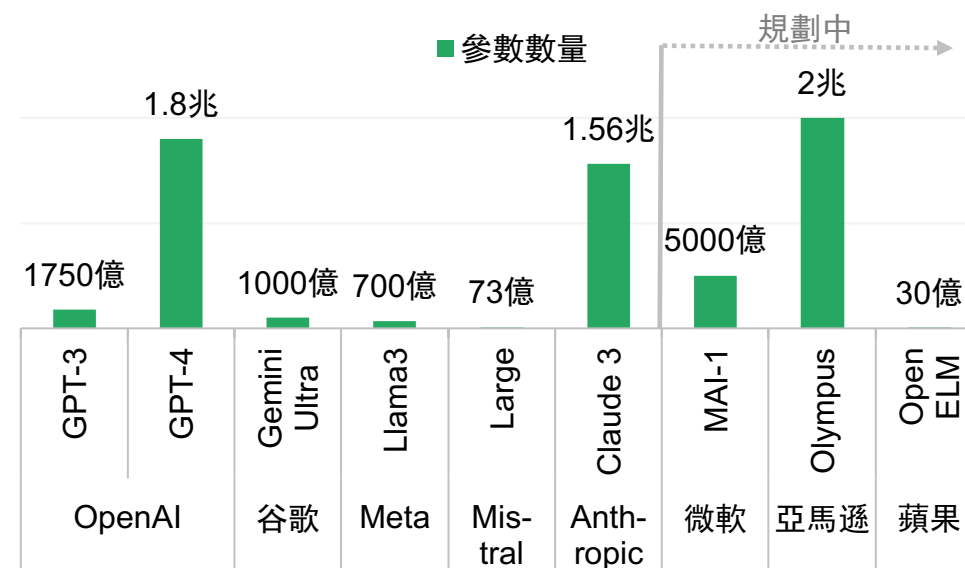
重量級科技股財報進入尾聲，市場關注重點將聚焦5/23輝達財報，由於台積電代工突破CoWoS產能瓶頸，輝達出貨量逐季成長可期，加上輝達可說主宰整個AI晶片市場，且出貨遠遠供不應求，因此毛利率及獲利數字也將維持穩定，市場只關心財報及營運展望能否再次打敗市場預期。

輝達股價較2022/10低點大漲6倍，而獲利年增率的最高峰已於2023/10出現，隨著EPS基期墊高，獲利成長幅度逐步回落，股價漲幅難再以倍數計，不過AI晶片市場需求卻遠未達高峰，根據近期各家科技大廠訊息，仍積極推出自家AI大語言模型，包括微軟將自行打造包含5000億參數的MAI-1、亞馬遜除了投資新創公司Anthropic40億美元外，也持續訓練參數高達2兆個的大語言模型Olympus，加上OpenAI GPT-5最快今夏推出，對於算力的需求將以等比級數成長，對輝達未來的成長仍給予股價想像空間。

## 輝達EPS仍將維持高速成長，但成長率回落



## 科技大廠積極推出大語言模型LLM帶動AI算力成長



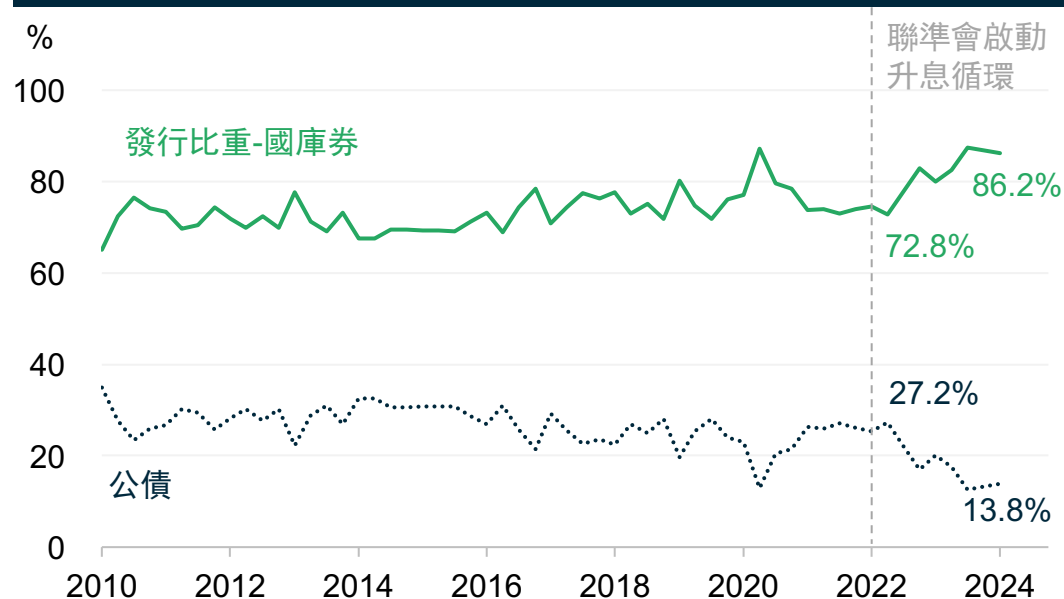


# 債市 財政部Q3加大籌資，所幸債市供需改善，研判殖利率不致彈升，延續高檔波動情勢

美國財政部預估Q2、Q3籌資2430、8470億，後者將創下四季新高，本財年以來社會福利、利息等支出等居高不下，國庫收支緊俏，是主要的原因。另一方面，過去兩年國庫券、公債殖利率大幅走揚，財政部調整國庫券、公債發行比重，意圖透過短期籌資工具，避免債務成本長期鎖定於高利水平，意味著**即便財政部Q3起加大籌資規模，多數仍將以國庫券因應，有助緩和公債籌碼增加對於債市的衝擊**。另一方面，六月起聯準會每月公債縮減上限由600億降至250億，相當於公債買盤改善，則是有利的因素。

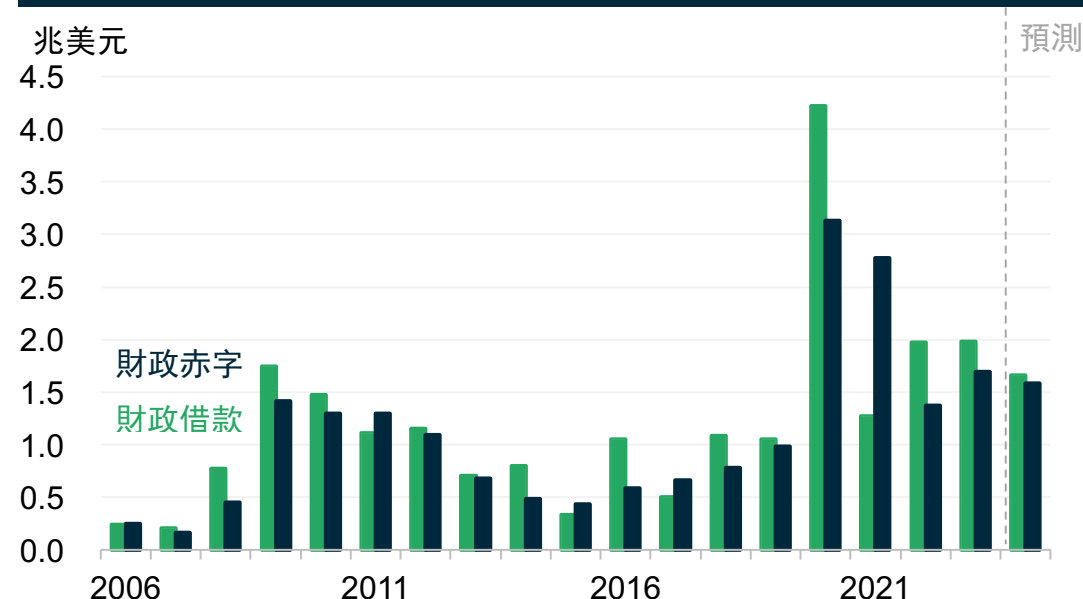
鑑於財政部籌資多以短債支應、聯準會縮減QT規模，公債殖利率不致重演去年Q3大幅彈升情勢。然而，**全年公債籌碼增量仍高於長期水平，意味著即便聯準會啟動降息循環，亦將限縮殖利率大幅陡降的空間**。債市策略上，短期內仍以息收為主要考量，採取逢高、分批鎖利之方式布局。

## 中長天期利率揚升後，財政部提高短債融資比重



資料來源：Bloomberg。

## 全年財政赤字、借款料收斂，但仍高於長期水平



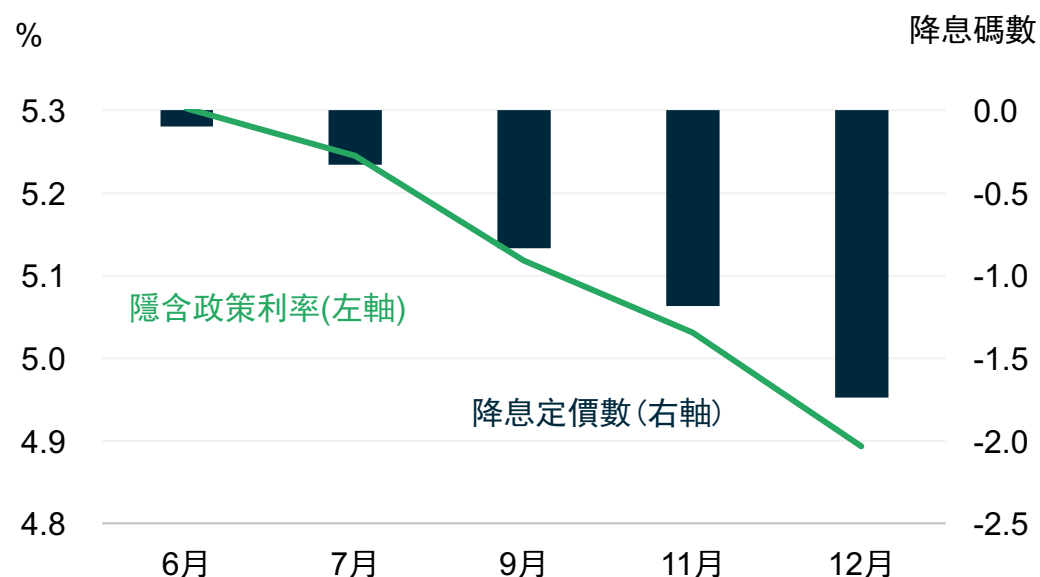
資料來源：美國財政部，財政部預估。

# 債市 限制性利率延續下，美國經濟降溫，提振Fed降息前景

**高利效應逐漸發酵，美國經濟終現放緩跡象**，1)經濟成長：美國首季GDP年化季增率由前值3.4%降至1.6%，2)就業市場：新增非農人數由31.5萬驟降至17.5萬人，職缺數下滑、失業率略升至3.9%，薪資增速也持續走緩，就業市場顯露降溫之姿，3)產業景氣：除ISM製造業低於預期外，ISM服務業也意外跌破榮枯線，為2022年以來首次陷入萎縮。

而在上週就業報告出爐後，官員態度亦產生轉變，紐約Fed總裁Williams表示，「目前政策利率將維持在當前水平，不過Fed最終將會降息」；里奇蒙Fed總裁Barkin則指出，「現今利率將使經濟進一步放緩，高利率的全面影響尚未顯現」。**經濟動能放緩，加上官員態度偏鴿，提振市場降息預期升溫，不過降息時程仍視未來數月通膨下滑態勢而定，推估首次降息時程落在9月，全年降幅為1-2碼。**

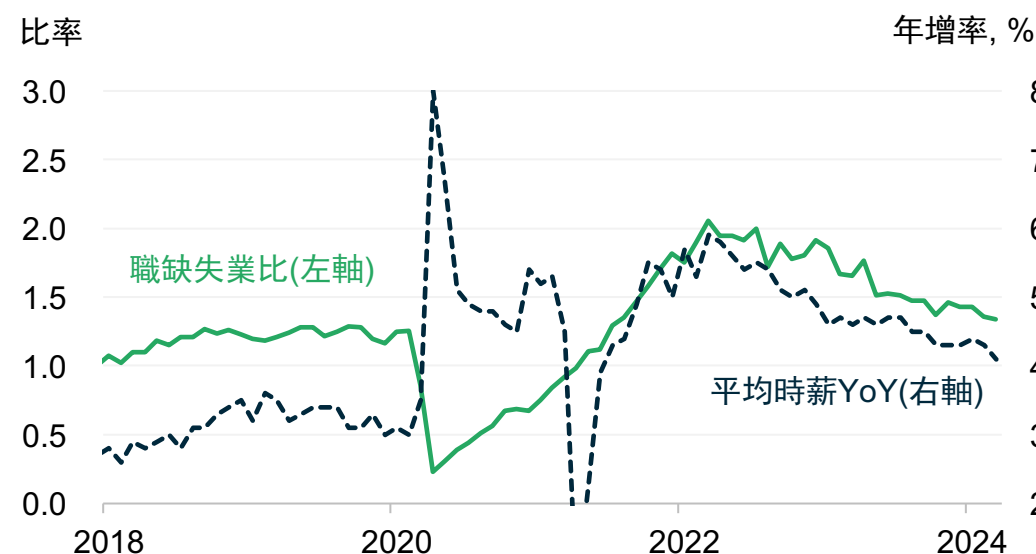
## 目前市場預期今年降息1-2碼



註：今年剩餘五次FOMC會議月份。

資料來源：Bloomberg。

## 就業放緩：職缺失業比下滑，薪資增速持續放緩



註：職缺失業比上升時，企業需提高工資/福利以吸引新員工入職；當職缺失業比下降後，企業更容易找到適合的員工，企業薪資壓力獲得緩解。

資料來源：Bloomberg。

# May 2024

<b>13</b> Monday 澳洲商業信心指數	<b>14</b> Tuesday 美國PPI 英國失業率 德國CPI 德國ZEW經濟景氣指數	<b>15</b> Wednesday 美國CPI 美國零售銷售 歐元區GDP 香港休市	<b>16</b> Thursday 美國營建許可 美國新屋開工 日本GDP 澳洲失業率	<b>17</b> Friday 中國城鎮固定資產投資 中國社會消費品零售總額 中國工業增加價值
------------------------------	---	--	--	---

## 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