



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2024年4月

投資規劃書

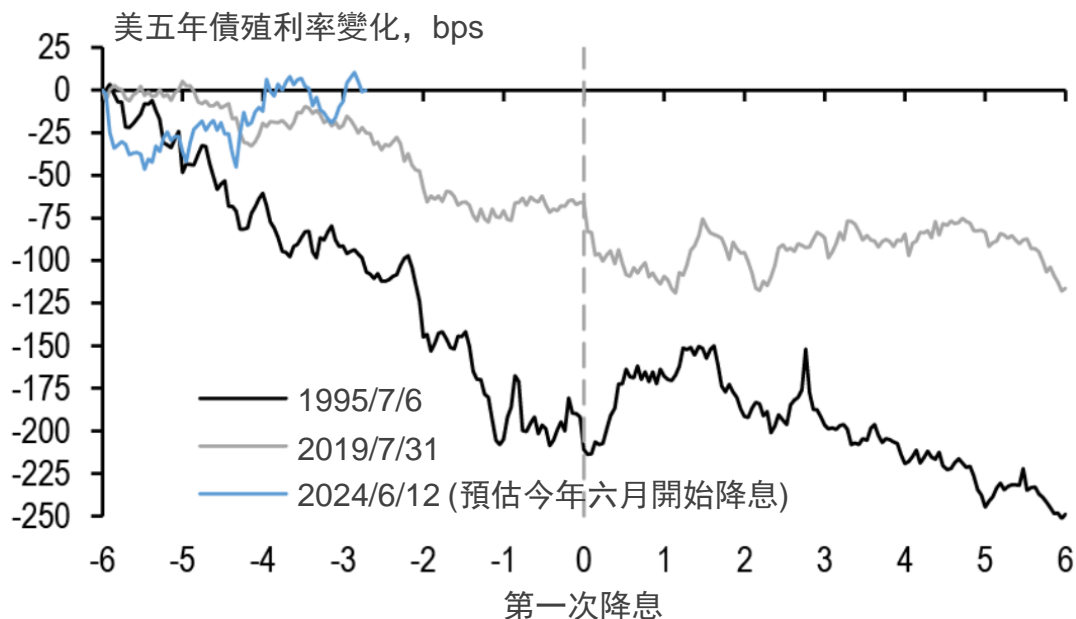
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

緩降息無礙利率下滑，法人買盤具想像空間

利率趨勢偏下：最新利率點陣圖顯示，美國今年降息仍為目前主要基調，然考量美國經濟未見明顯放緩，通膨降溫略現反覆遲滯，同期間美股頻創歷史新高，聯準會本次降息循環步調恐將偏緩。觀察1995、2019年類似情境，首次降息前後六個月，美債殖利率趨勢仍偏往下，若依過往經驗，逢高鎖利猶為現階段較佳策略 (假設美國六月開始降息)。

回補買盤動能：聯準會為抑制國內通膨增溫，自2022年3月起進入升息循環階段，期間推升公債、高評等債殖利率往上走揚，增加投資布局誘因。然而，大型機構法人如退休基金、保險公司，目前公司債持有比重，相較於過往水準，仍具成長想像空間，提供後續鎖利買盤回補動能。

聯準會縱使緩步降息，殖利率趨勢仍偏往下



資料來源：摩根大通，2024/3/21。

大型機構法人具回補公司債想像空間



資料來源：高盛，2024/3/21。

評價偏高增添擾動風險，企業買盤提供後續動能

美股評價稍高：受惠於AI科技浪潮，貨幣政策有望轉向等正面題材，推升美股屢創歷史新高，然經過本波漲勢後，目前評價面稍偏貴確為事實，恐增添後續擾動風險。相形之下，歐洲、日本等其他成熟市場，儘管近期先後締造波段新猷，但評價面仍略具優勢，或提供投資者另一布局思維。

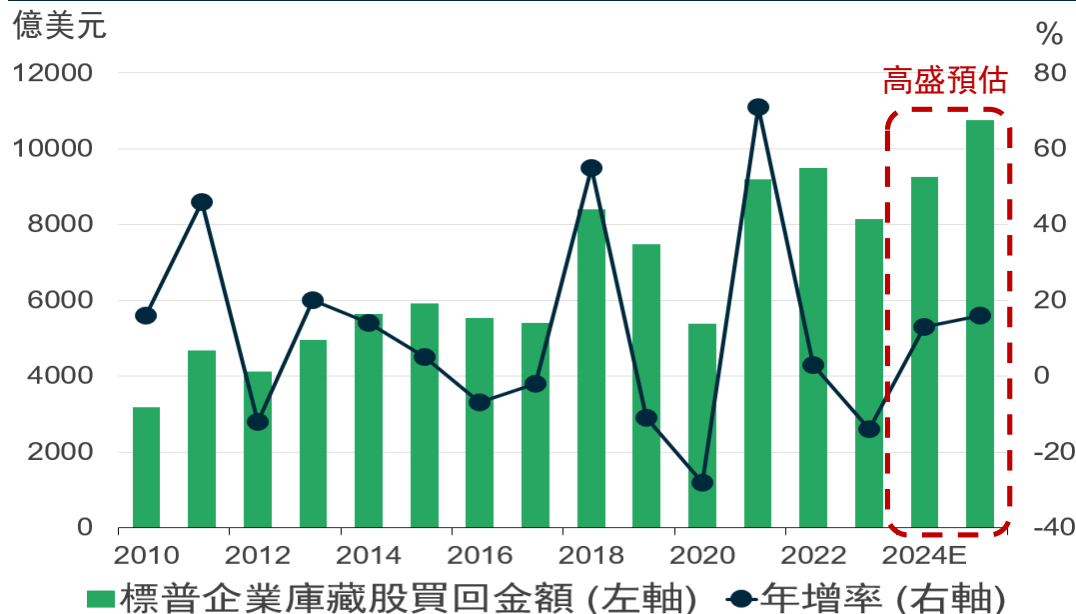
企業買盤動能：企業獲利下滑、經濟前景具不確定性，美國去年庫藏股買回金額年減14%，至8150億美元，創2010年以來第二大降幅(僅優於2020年的-28%)。然而，考量企業獲利有望恢復正成長，增加今明兩年買回庫藏股資金動能及誘因(高盛預估2024、2025年成長率將逾一成，2025年規模將超過1兆美元)，提供後續推升股市上漲重要題材。

美股評價面相較其他成熟市場稍偏高



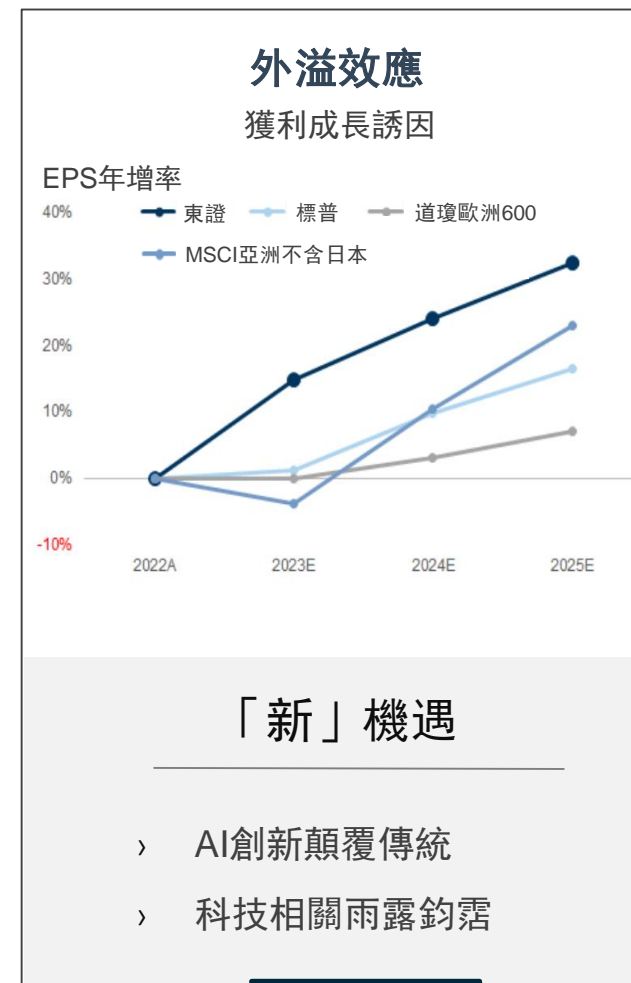
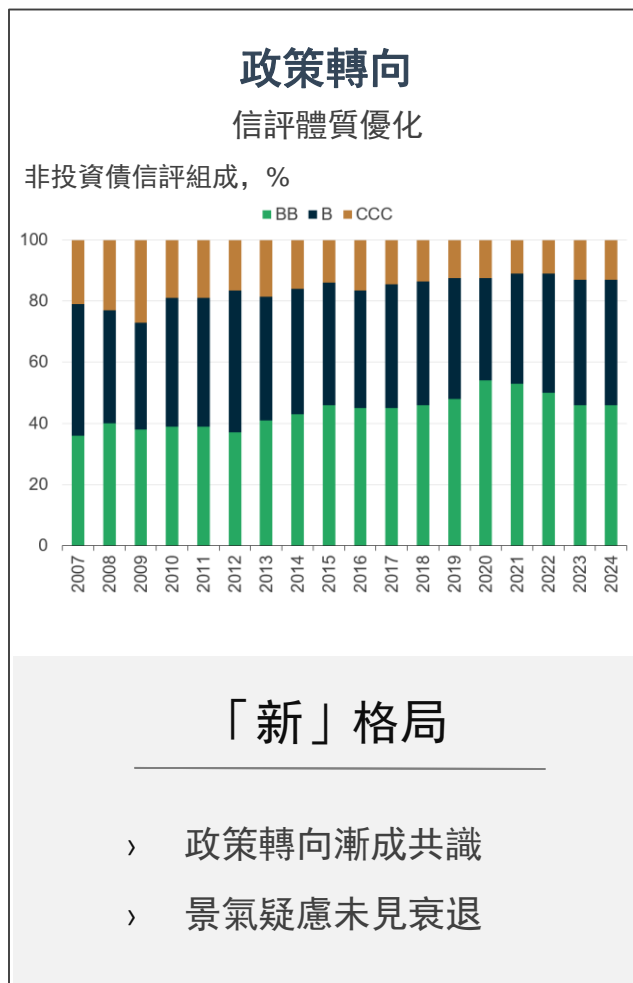
資料來源：高盛，2024/3/21。

企業庫藏股買回規模有望成長，提供後續買盤動能



資料來源：高盛，2024/3/21。

金龍年迎三『新』



資料來源：左：聯博，Bloomberg，2024/1/31。中：高盛，2024/3/4。右：高盛，2024/3/4，E：預估。

三「新」布局思維，二「益」*投資組合



加速堆疊

掌握債券布局時機
多元混搭增加收益

「新」格局

- › 優質債
- › 複合債、非投等債



環球搭配

龍頭企業優勢未減
新興配置跳脫窠臼

「新」範疇

- › 大型、優質股 (健護)
- › 新興股 (亞洲不含中國)



伺機而動

科技題材方興未艾
留意題材外溢效應

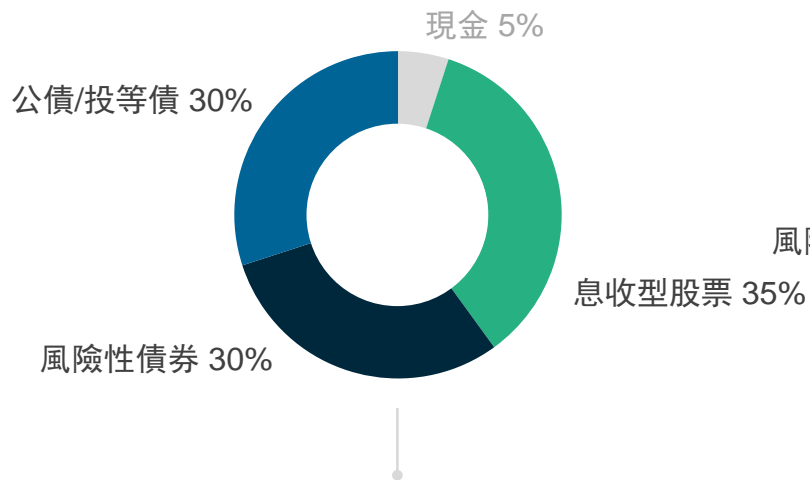
「新」機遇

- › 科技
- › 台股、日股

資料來源：國泰世華銀行整理。*指利息、資本利得二種收益。

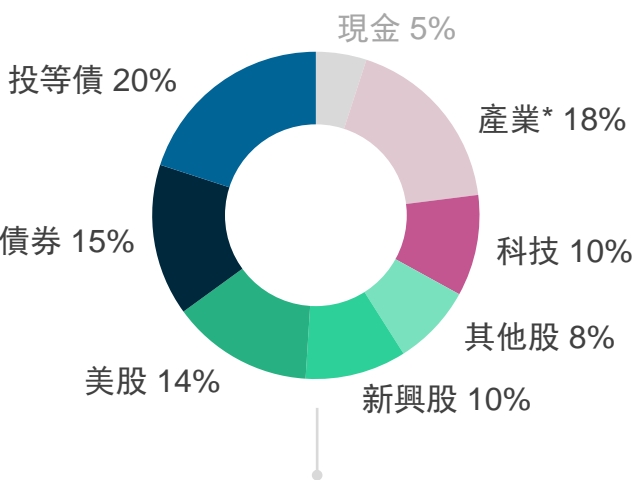
投資組合

收益偏好



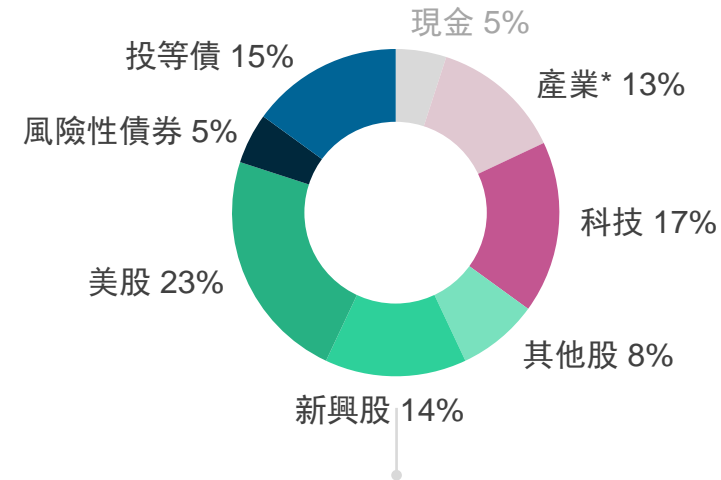
- › 欲尋求穩定現金流，可藉廣納多元收益型資產，滿足訴求、兼顧控管風險。
- › 聯準會今年降息仍為共識，但時點、幅度眾說紛紜，美債殖利率維持高檔震盪，提供加碼公債/投等債契機。另外，經濟展現韌性，擇優搭配風險性債市，增加孳息收益。

穩健均衡



- › 兼顧報酬與風險，把握趨勢商機，可藉均衡配置、動態調整，掌握輪動。
- › 美股今年表現不俗，然評價偏貴確為事實，逢高部分獲利調節，轉進估值稍低的日股。科技股同樣面臨漲多疑慮，留意其他產業投資契機。

積極成長



- › 欲追求較高的總報酬，藉由提高股票比重、積極操作，創造資本利得。
- › AI題材推升美股、科技走揚，然需留意評價偏高，擾動風險增加疑慮，適度部分獲利調節，著墨具結構調整題材的日本、受惠AI外溢效應的工業等族群。

資料來源：國泰世華銀行，2024/3/28。藍色為債券，風險性債券指新興債、非投等債。綠色為國家/區域型股票，其他股指美股、新興股以外市場。粉色為產業型股票。*指科技以外產業。

大綱

議題一 加速堆疊：穩定收益

P.8

議題二 環球搭配：勢力消長

P.11

議題三 伺機而動：日本機遇

P.14

附錄 主要指數表現：股 (國家/產業)、債、匯

P.17

議題一 加速堆疊：穩定收益

掌握政策轉向布局債券時機，搭配非
投等債增加收益

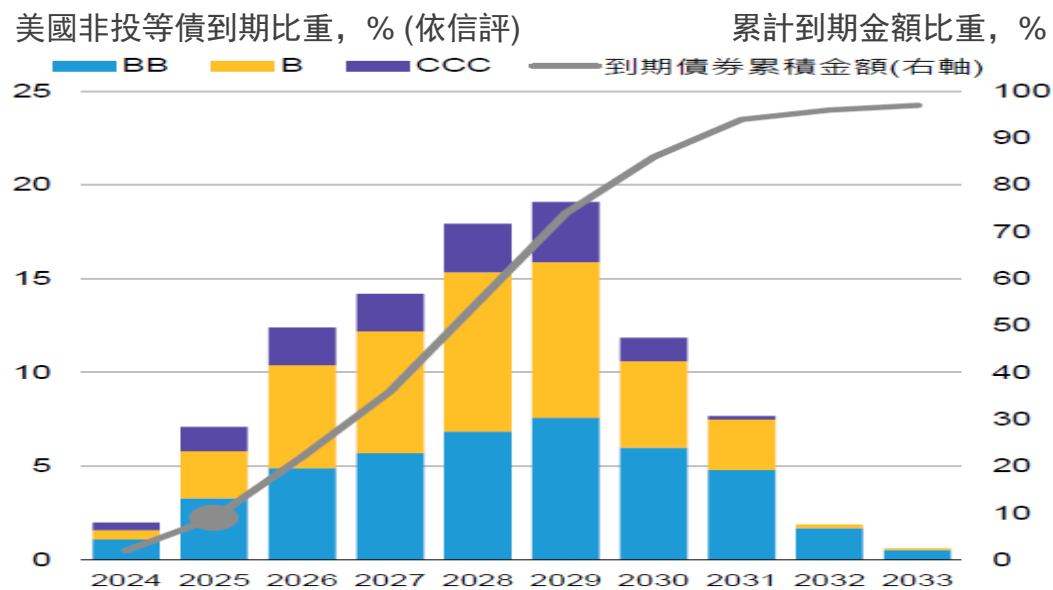
- 融資需求未見急迫，利息支出壓力趨緩
- 營運展望尚稱穩定，企業未見過度槓桿

再融資急迫性降，利息支出壓力緩

償債高峰未至：受惠於疫情期間低利環境，非投資等級企業趁機積極發債籌措資金，短期再融資償債壓力稍微放緩，今明兩年到期債券金額比重，僅占未來十年的10%左右。另外，2023、2024年到期債券，仍以BB、B級信評為大宗，體質較差的CCC級發行機構比重相對偏低，限縮違約機率大幅竄升可能性。

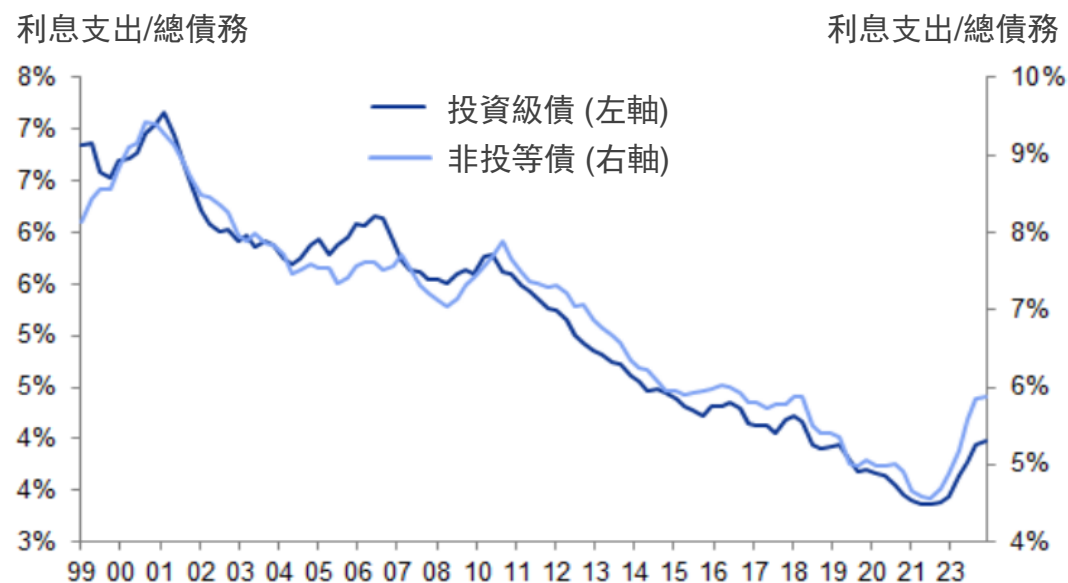
付息壓力可控：為壓抑國內通膨，歐美央行過去兩年採取大幅升息、緊縮貨幣政策方式因應，政策利率來到相對高檔區，看似增加企業利息支出。然而，觀察歐美投資等級債/非投資等級債利息支出占總負債比重，近期雖見回升跡象，但相較於2015年前水準，目前仍處於相對低檔區，高息環境衝擊尚未顯現，或與前述低利環境發債因素有關。

償債高峰期未至，再融資需求稍緩



資料來源：聯博，2023/12/31。

非投等債利息支出增幅有限



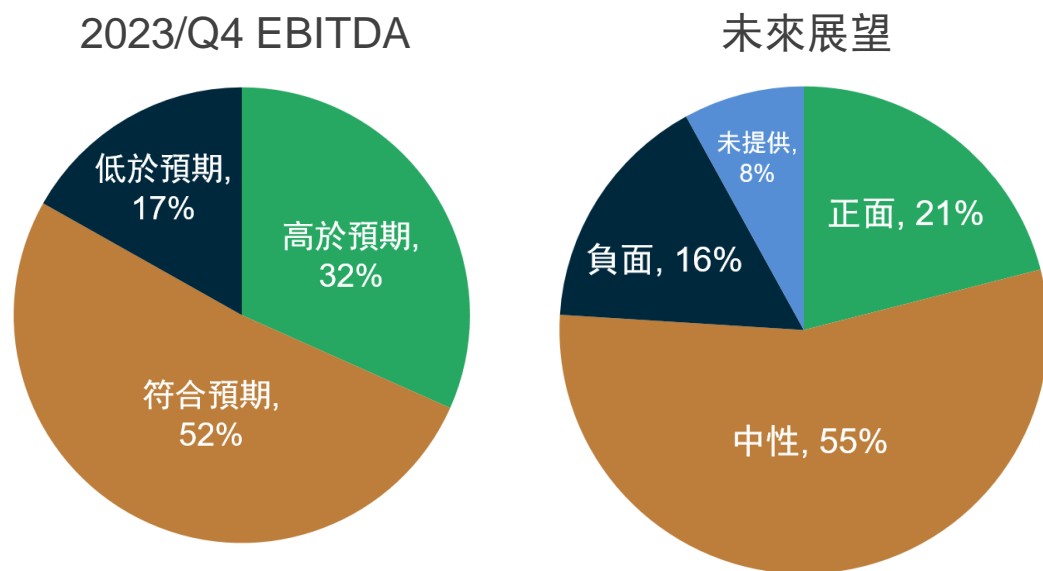
資料來源：高盛，2024/3/21。

營運展望穩定，未見過度槓桿

獲利展望仍佳：美國企業去年第四季財報出爐，其中非投等債企業EBITDA高於/符合預期比重逾八成 (84%)，預估未來營運展望正面/中性比重逾七成 (76%)，整體獲利表現仍佳。另外，在財報數據公布後，非投等債企業信評前景展望正面比重 (19%) 高於負面 (13%)，增加後續信評穩定性。

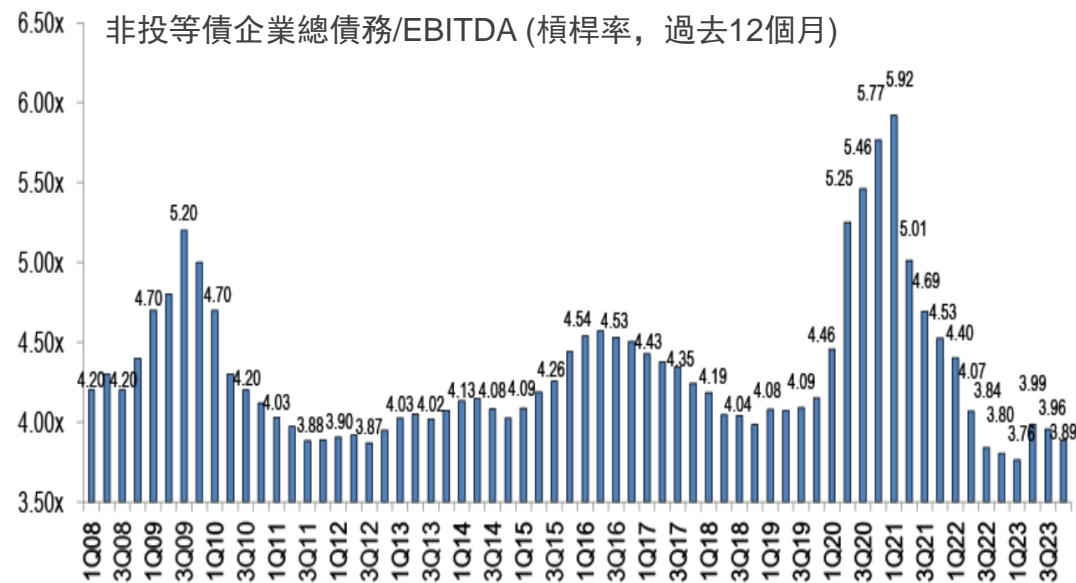
財務體質健全：受惠於總債務減少及EBITDA成長，美國非投等債企業去年第四季槓桿率為3.89倍，相較於2021年第一季高點5.92倍，目前處於相對低檔區 (歷史均值：4.31倍)。其中，BB、B、CCC級槓桿率分別為3.3倍、4.5倍、6.4倍，低於過去十年均值3.5倍、5.0倍、7.6倍，顯見財務體質仍屬健全。

非投等債企業獲利及未來營運展望仍佳



資料來源：摩根大通，2024/3/15。

非投等債企業槓桿率目前仍處於低檔區



資料來源：摩根大通，2024/3/15。

議題二 環球搭配：勢力消長

新興分化非一日之寒，太平洋島鏈分
進合擊，掌握趨勢累積財富

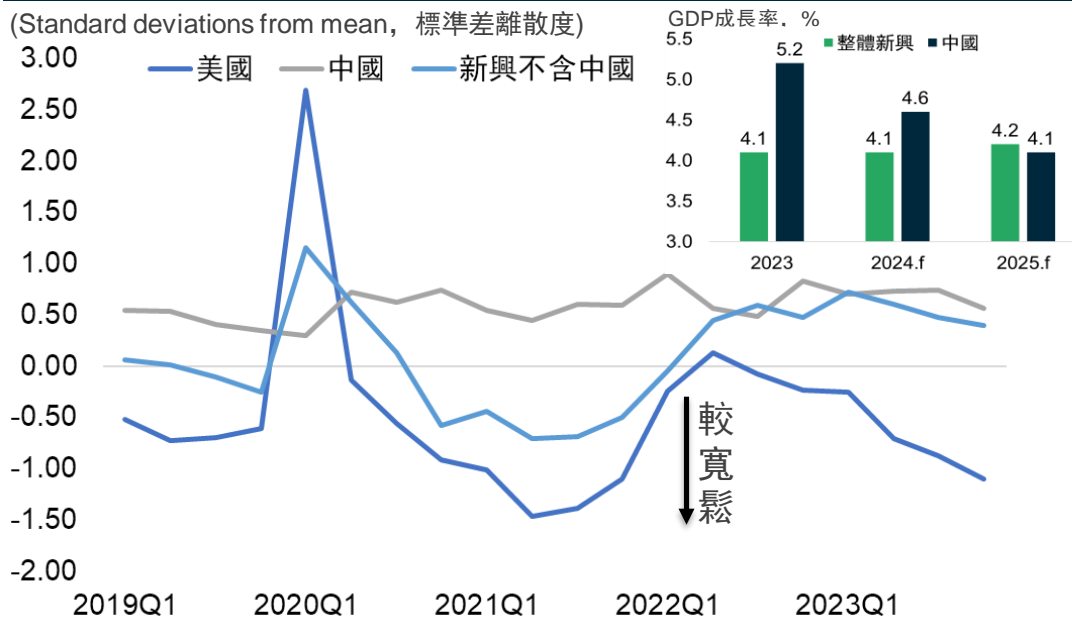
- 各地情勢大不同，金流偏好見端倪
- 技術底蘊獲青睞，循環改善樂看待

各地情勢大不同，金流偏好見端倪

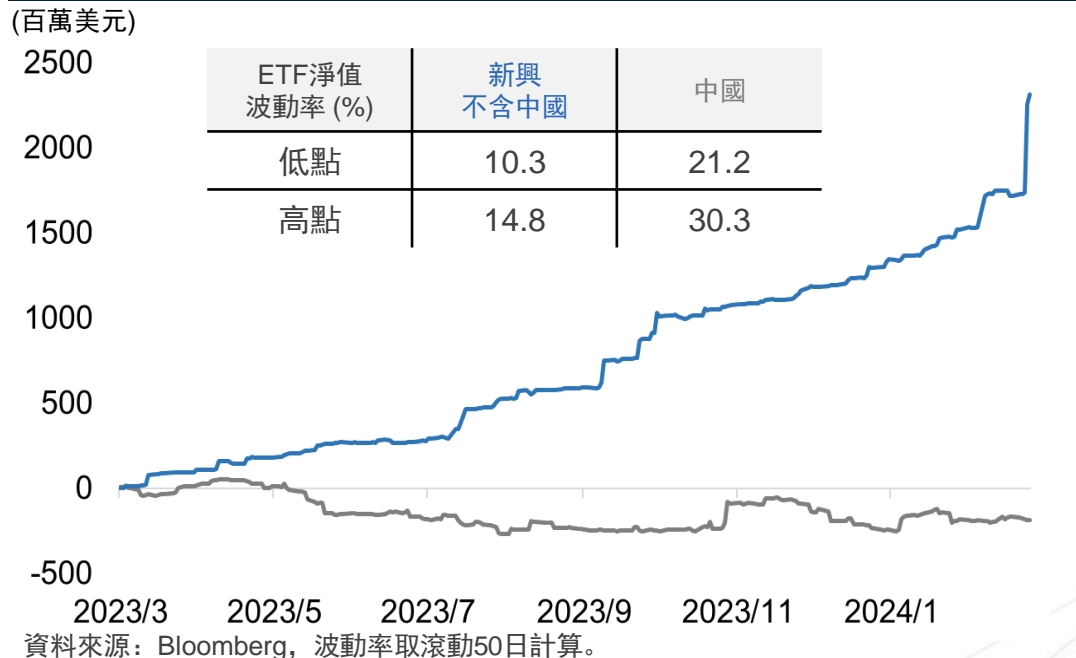
差異驅動：雖然各國衡量金融情勢指標方式有些許不同，但不脫眾多變數編製而成，描繪金融體系與實體經濟連結關係，若就趨勢觀察，往下時往往較有利於股市表現。另外，近幾年新興市場受到供應鏈移轉影響，不同國家經濟成長率出現一定程度交集，此消彼漲下，中國首當其衝在意料之中。

資金分歧：未來前景不同，匯集資金能力漸有差異，過去一年其他新興市場，相較中國呈現南轅北轍，波動遲遲不降讓大額資金對後者興趣缺缺。即使農曆春節後政策組合拳暫見成效，中國相關標的資金流出暫緩，但房市不振導致消費降級，多數人對續航力道仍有問號，市場自然會追逐相對有利機會。另外，目前未含中國的新興市場，科技製造移轉紅利猶存，吸引力更高。

金融情勢指標與經濟成長預估



資金流向及波動程度差異

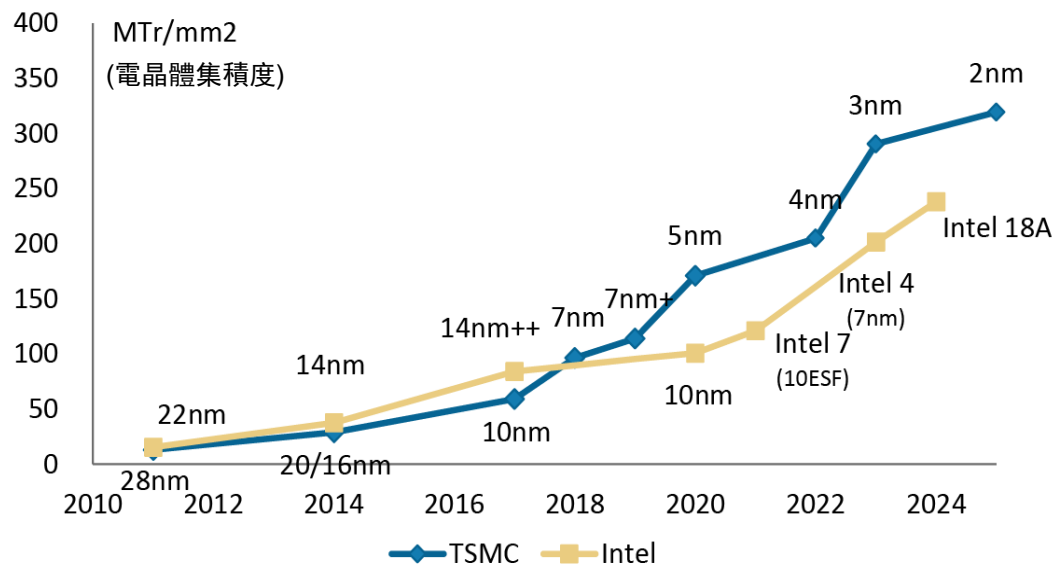


技術底蘊獲青睞，循環改善樂看待

權重組成：承前所述，未含中國的新興市場，市值以印度、台灣、南韓最具代表性。印度除人口紅利超越中國外，政策推動通訊裝置代工與自製生產發展，拉高平均薪資與對應消費能力，長期潛力猶存。較偏半導體景氣循環的台、韓，則各有目前帶該地區的主旋律。

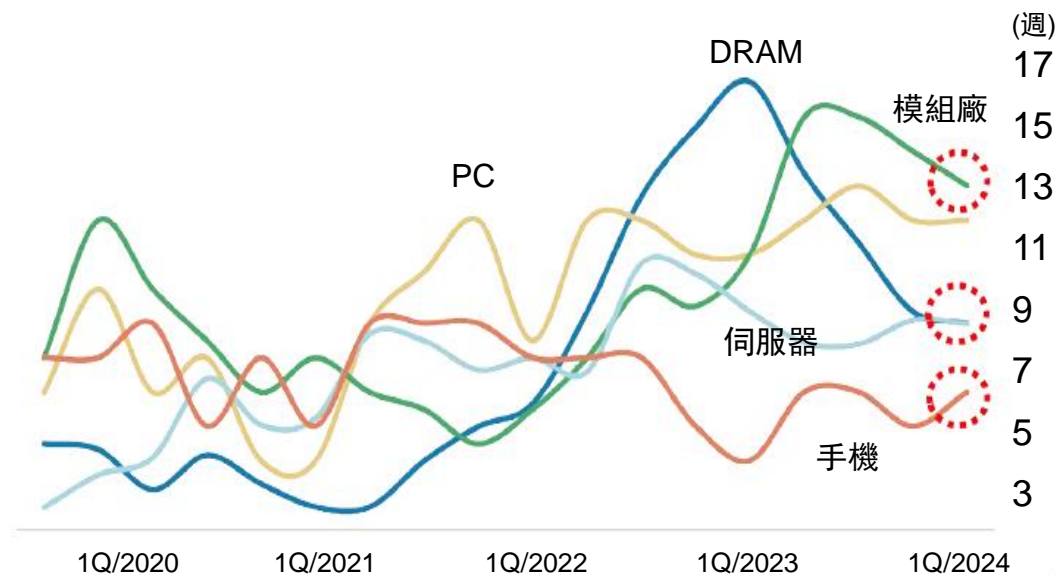
技術需求：英特爾IDM 2.0策略方針，產品設計部門為迎擊來自超微、高通等多方強敵挑戰，在現階段晶圓代工事業仍然落後階段，另行委外台積電等第三方計畫更確立，而3奈米 (nm) 據估算將佔全年營收比重約15%左右。南韓方面，三星晶圓代工製程稍落後，但卻擁有高頻寬記憶體支柱，且海力士更是全球最大廠，觀察現行半導體庫存週數，整體DRAM與模組廠是近期改善最多項目，受惠AI題材下，預期供需比sufficiency ratio將持續改善。不同因素支撐營收成長的兩國權值股，自然對各地指數有所貢獻。

晶圓製程比較



資料來源：MS，國泰世華整理。

半導體庫存週數



資料來源：MS，2024/3。

議題三 伺機而動：日本機遇

結構性因素推動，日本長期投資價值
值得留意

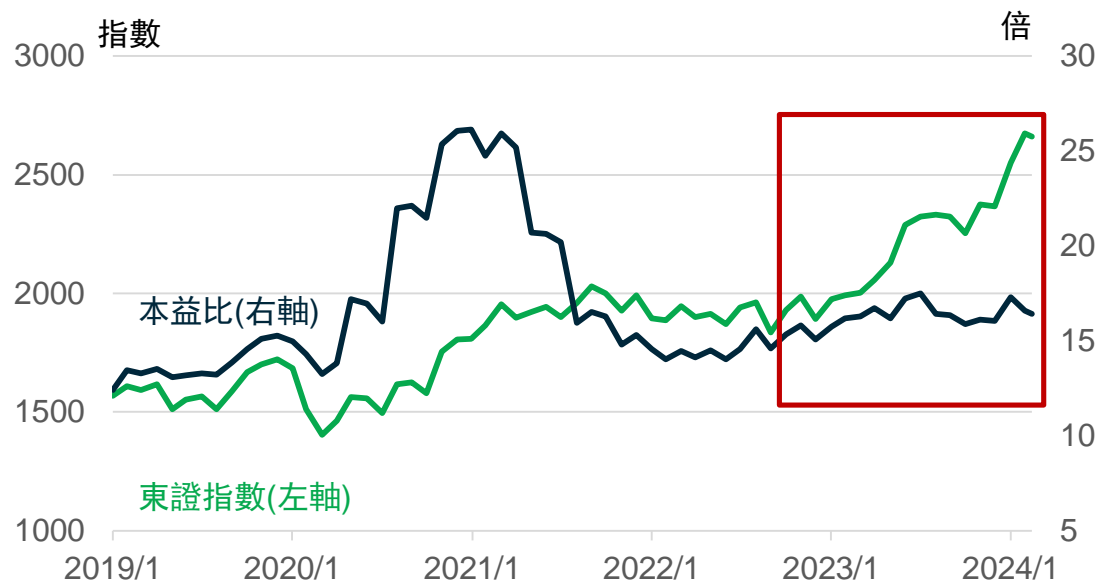
- 評價面仍合理，獲利成長具韌性
- 東證改革推進，外資助當地發展

評價面仍合理，獲利成長具韌性

空間尚存：日股今年以來屢創新高，日經225指數一度突破40000點整數關卡，東證指數也往三十年高點邁進，不免引發日股泡沫化疑慮。但是，觀察東證指數近五年本益比，相較於2020-21年高點，目前估值仍具擴張空間。尤其去年以來上漲約四成，指數本益比僅自15.7倍微幅擴張至16.4倍，同期間，企業獲利成長6.8%，突顯本波上漲主要由估值擴張、基本面成長共同推動，評價面仍屬合理。

前景可期：受惠便宜日圓，廣泛布局海外的日本企業，如迅銷、豐田等，去年營收、獲利節節攀升，然隨貨幣政策逐漸正常化，提高日圓回升預期，增添市場疑慮。但是，考量通膨溫和，未來大幅升息機率不高，限縮匯率升值幅度，同時日股正產生結構性改變，野村預估，即使日圓升值至140，東證指數獲利仍有望成長一成，彭博預估日本企業今年獲利年增13%，增加日股對匯率波動的承受力。

估值微幅擴張，但尚未超越前高



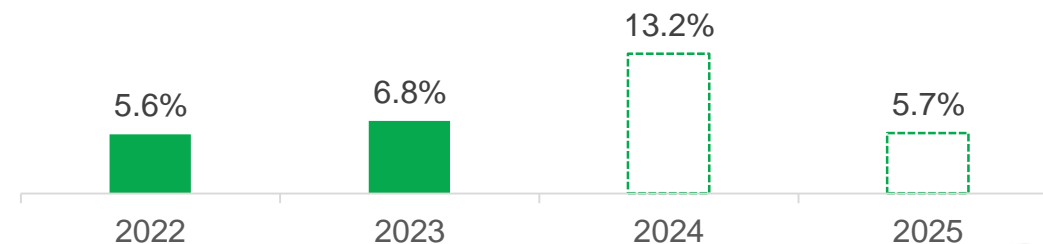
資料來源：Bloomberg，截至2024/3/13。2024年獲利增長為彭博預估值。

匯兌逆風限縮，獲利耐受性增加

野村預估	FY22	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)
USD/JPY	135.7	145.1	140.3	132.8
東證指數EPS(日圓)	139.7	160.0	176.2	192.8
EPS年增率(%)	3.4	14.6	10.1	9.4

彭博預估東證指數EPS年增率

FY24指2024年4月1日到2025年3月31日



資料來源：上：野村，2024/3/1。(E)為野村預估。下：Bloomberg，2024/3/14。

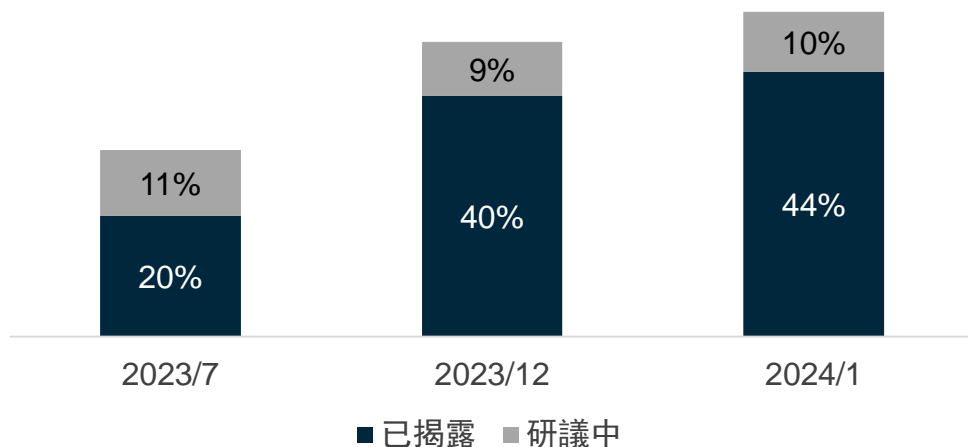
東證改革推進，外資助當地發展

東證改革刺激日企：東京證交所去年三月開始，要求企業深度檢視自身資本運用效率，同時督促股價淨值比 (PBR) 或股東權益報酬率 (ROE) 未達標企業，提出具體改善計畫。今年一月中旬東證公布，逾四成企業已經揭露計畫，合計五成以上企業回應東證改革要求。預估今年六月股東會結束後，將有更多企業宣布因應措施，有望持續提升企業價值，強化公司治理，增加外資投資日股誘因。

在地需求成長可期：日本全力推動半導體復興計畫，挾掌握矽晶圓原料、半導體設備優勢，祭出政策補貼，吸引跨國企業赴日設廠，持續推升當地半導體設備、矽晶圓材料等企業需求。JASM社長表示，台積電熊本廠目前當地採購率僅25%，預估將在2030年提高至六成，日本半導體企業過去兩年營收成長五成，伴隨外國企業群聚效應擴大，上游營收仍具成長潛力，有助推升相關公司股價表現。

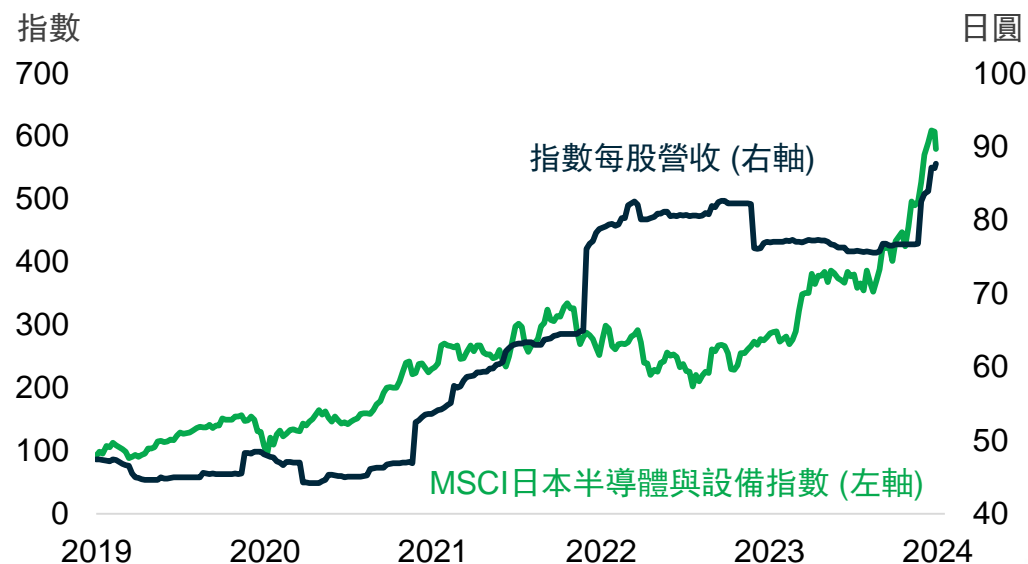
日企積極配合東證改革計畫

日企股價淨值比改善計畫揭露狀況



資料來源：Goldman Sachs, 2024/3/1。

外企落地群聚，拉動當地需求助營收



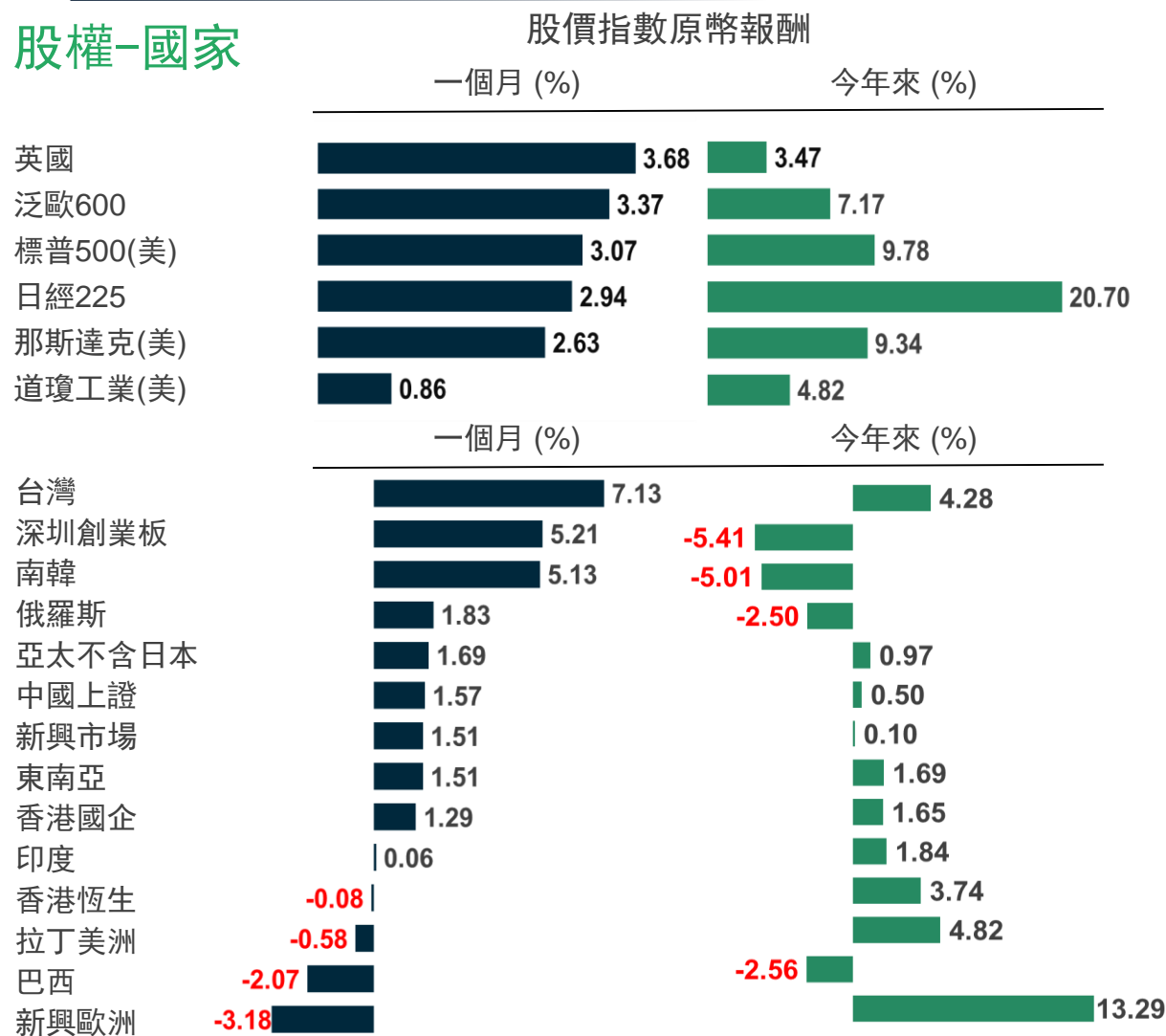
資料來源：Bloomberg, 截至2024/3/14。

附錄

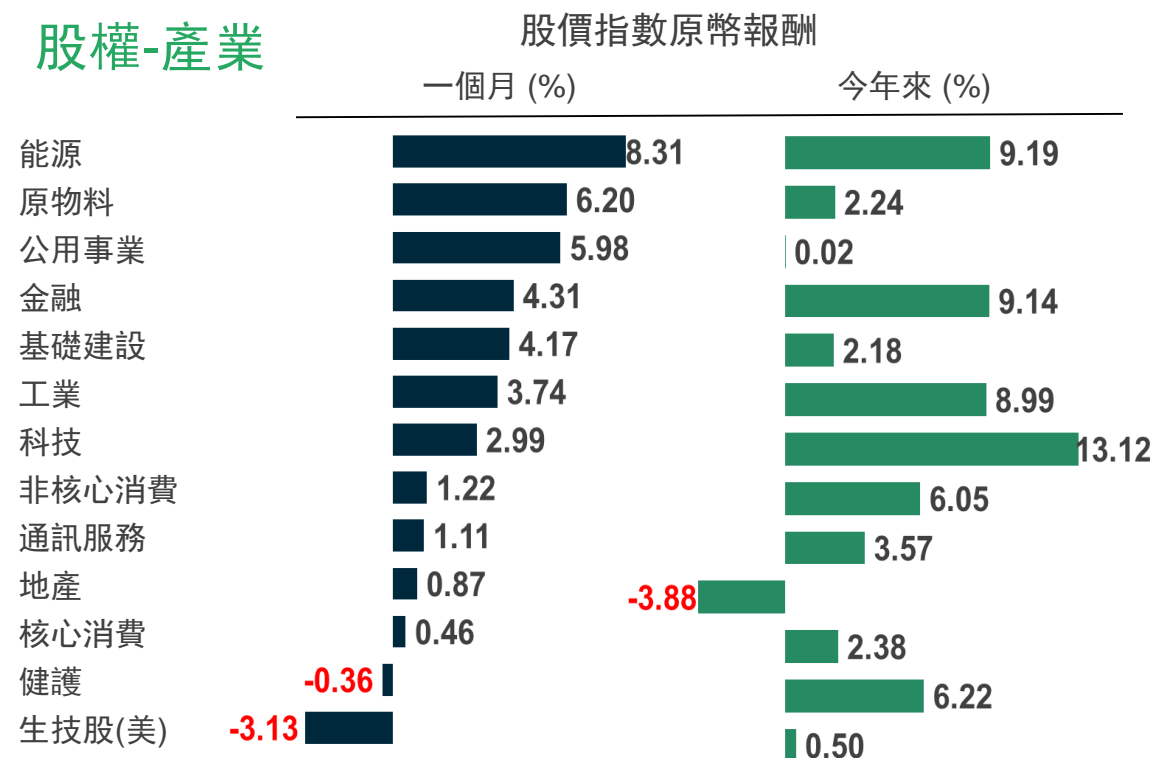
- 金融市場主要指數表現: 股 (國家/產業)、債、匯

金融市場主要指數表現

股權-國家



股權-產業



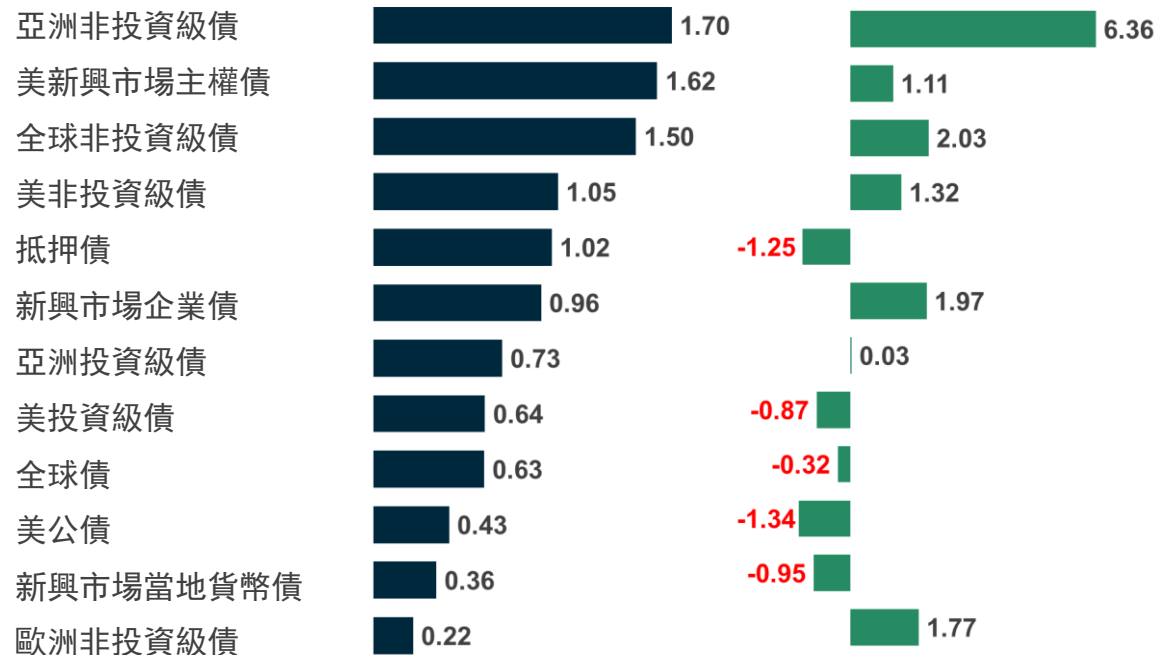
資料來源: Bloomberg, 截至2024/3/26。

金融市場主要指數表現

固定收益

債券指數原幣報酬

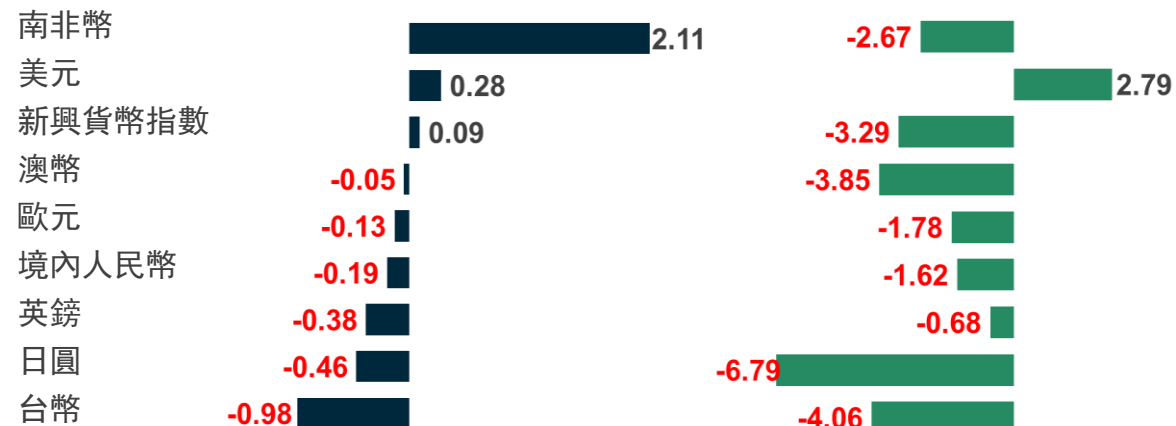
一個月 (%) 今年來 (%)



匯率

主要貨幣兌美元升貶值幅度

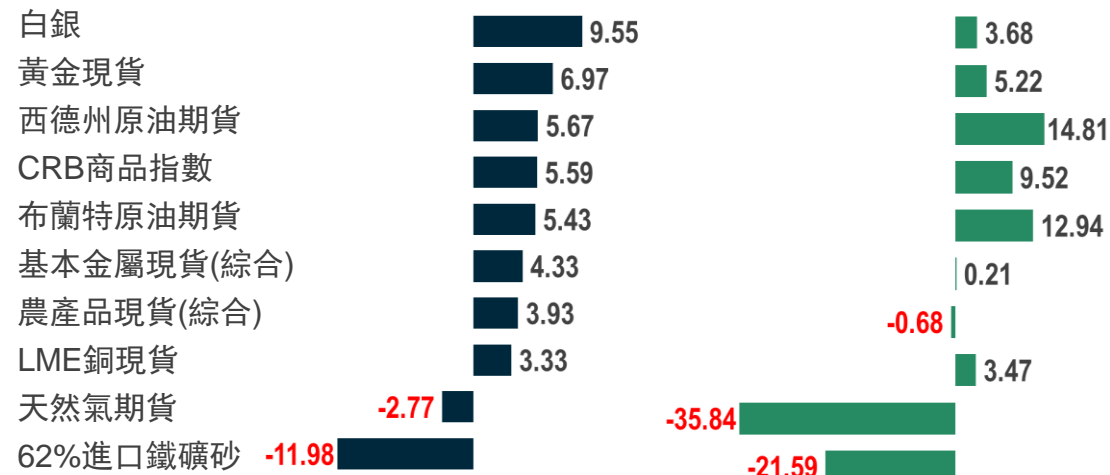
一個月 (%) 今年來 (%)



大宗商品

期貨/現貨報酬

一個月 (%) 今年來 (%)



資料來源: Bloomberg, 截至2024/3/26。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴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。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知(包含但不僅限於基金之ESG資訊)(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw中查詢)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故高收益債券型基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。