



國泰世華銀行
Cathay United Bank

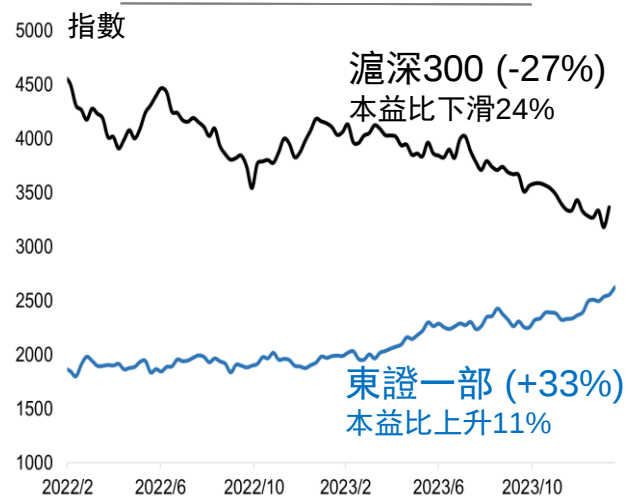
2024年Q1投後分析

亞洲中日題材消長 強弱互換彈性操作

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。

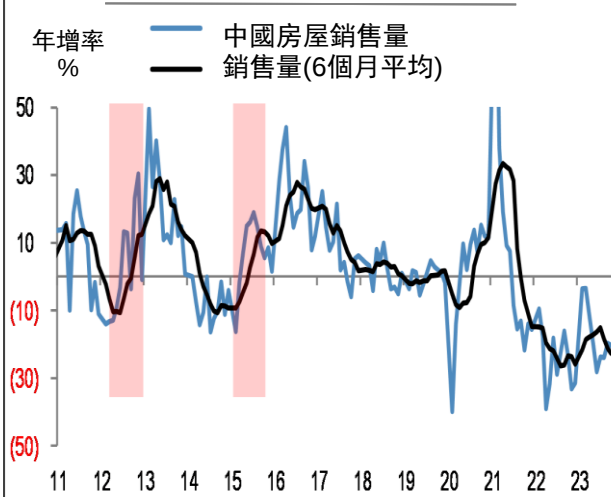
走勢交錯預期，部分源於房市

走勢交錯



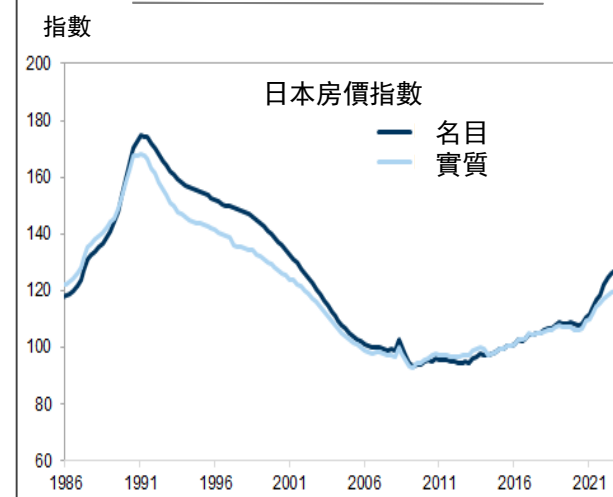
- › 繼台股和港股指數位置交叉後，市場已經在編織日股和陸股，下一波交錯的時機與題材。
- › 相對比較，陸股陷入價值陷阱，越便宜越沒信心。但日股漲三成，本益比僅擴張一成，為企業獲利帶動的健康走勢。

持續萎靡



- › 2020年開始對地產行業實施去槓桿和消除債務風險的措施後，房地產業熱潮就開始冷卻。
- › 銷售不振，房屋庫存飽和，可能需要五到十年才能消化，開發商或投資客在競相減價，而資產縮水削弱消費信心。

復甦可期



- › 日本房地產進入上升週期，除了土地價格、建築成本的持續上漲、還有海外投資者的購屋需求。
- › 當房產佔家庭財富增加，配合個人帳戶小額投資非課稅制度改革，意味著活水持續湧入，重演1980年代末期。

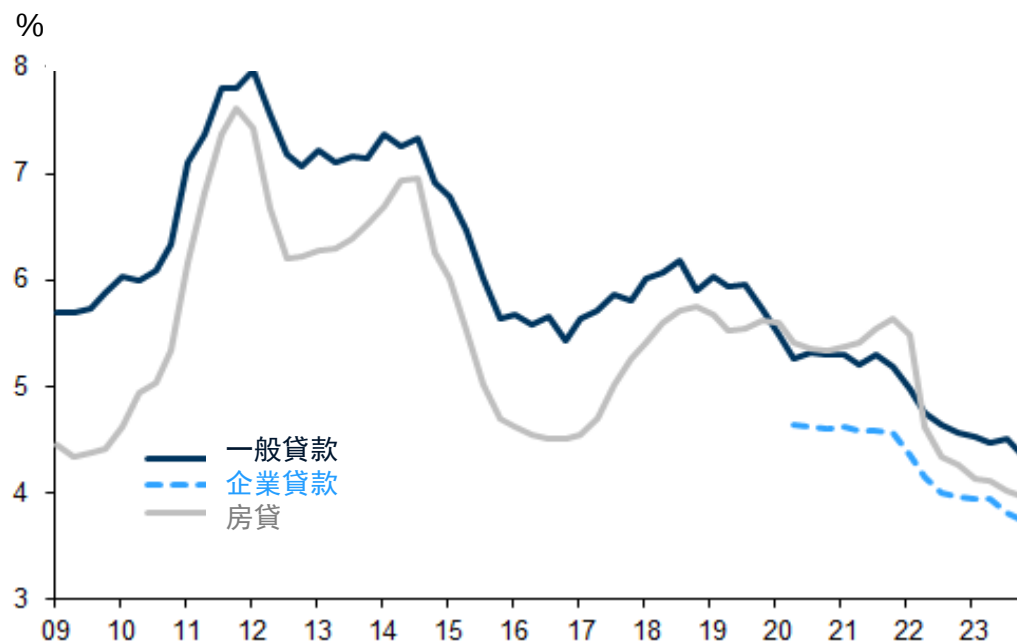
資料來源：左：Bloomberg，近兩年始於2022/2/18。中：JPM。右：GS。

官方政策組合拳，低檔反彈有機會

降息：需求不足，銀行融資和民間投資低迷等狀況持續，官方動作主要靠貨幣政策支撐。持續降準降息導致近幾個季度，企業和家庭的有效貸款利率持續下降到歷史低點，一月社會融資數據超預期但需觀察續航，此外通貨緊縮隱憂導致實際利率上升，預期今年將進一步放鬆政策。然中國政府對大規模財政擴張持謹慎態度下，整體重振經濟可能需要較長時間。

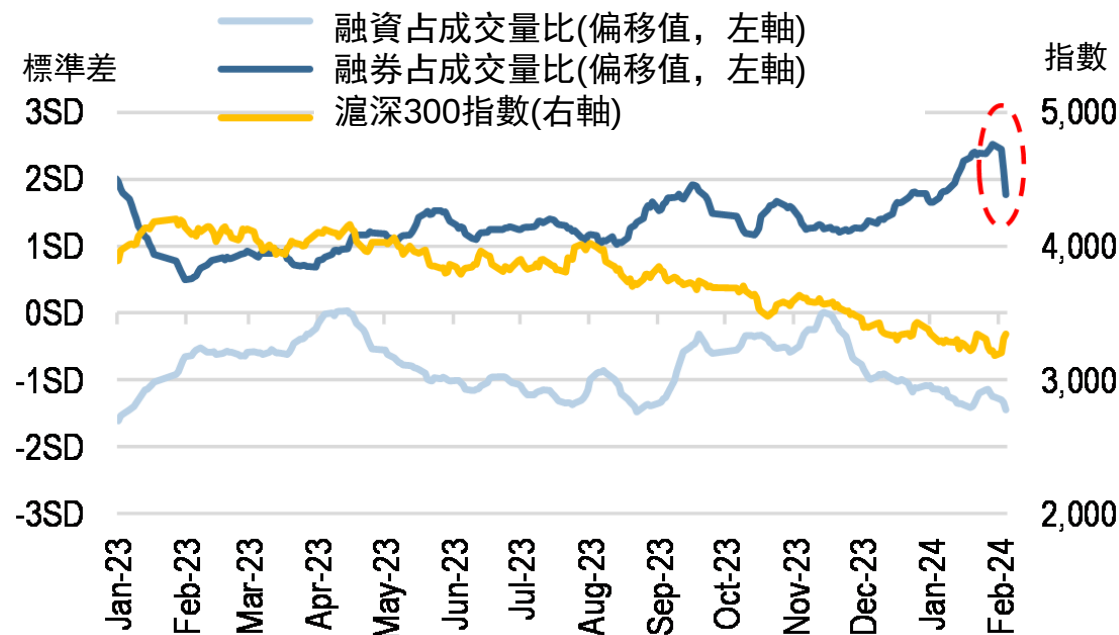
手段：證監會新官以強硬監管聞名，雷霆祭出禁止借券、股票質押，限制跨境總報酬交換(TRS)交易、對沖基金禁止削減股票部位等，試圖阻斷做空管道。措施雖可緩解短期賣壓，離岸做空比例急速下降，國企指數反彈，但低迷的流動性將是未來隱憂。

中國有效放款利率



資料來源：高盛。

離岸買賣比例與指數



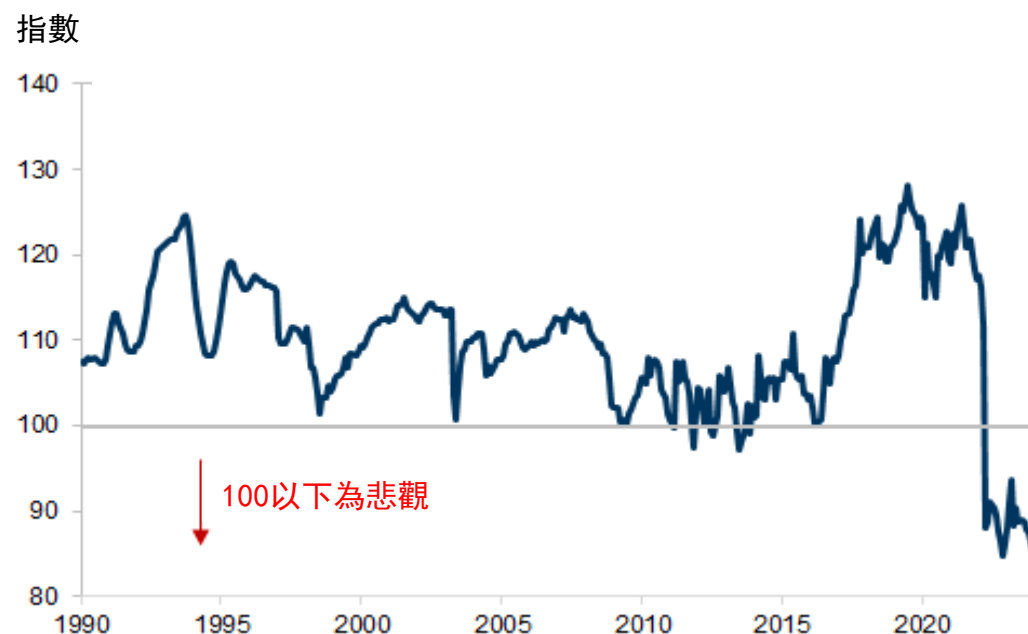
資料來源：摩根。

信心不振消費降，勒緊褲帶添壓力

壓力：世界通用準則，地產好經濟未必會好，但地產差，經濟一定會更差。據人行數據，中國居民資產住房約占60%、股票等金融資產約占20%，目前地產市場供需雙弱，股市資產也蒙受損失，財富水準下降削弱信心，受到制約後在進行消費時將趨謹慎，總需求下降將降低企業活動，導致勞工就業機會減少，構成惡性循環。

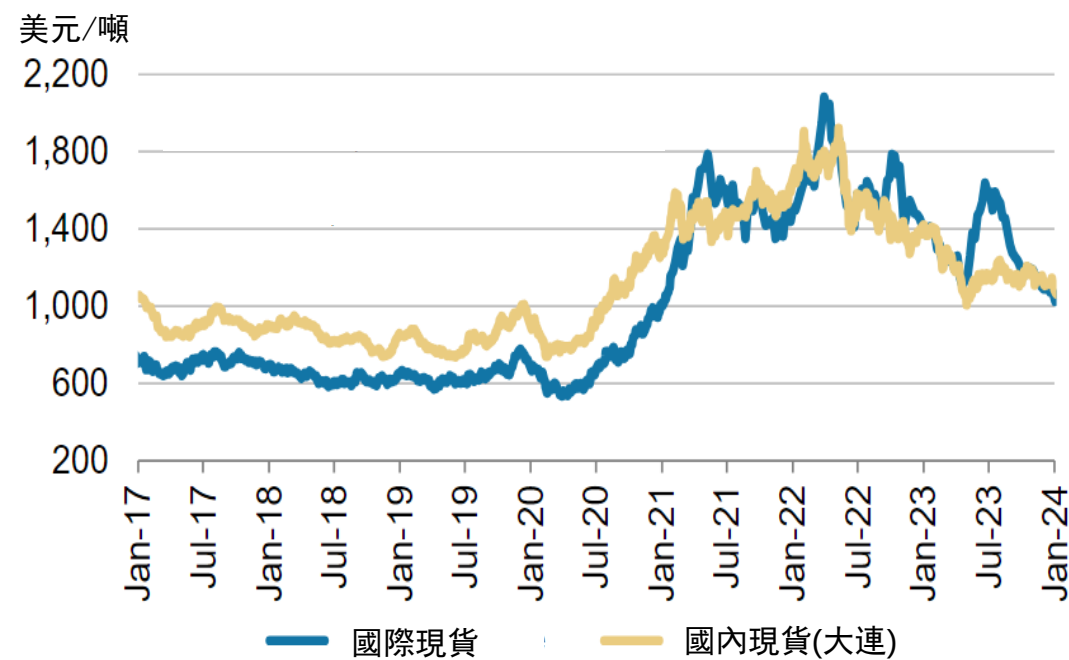
用油：前述效應就是「消費降級」，也是拼多多股價火熱主因。另外人民溫飽都有些隱憂，因食用油消費主要以大豆油為主(約三成)，其價格與經濟高相關，觀察國際與國內黃豆油價格續降，反映民生用量的萎靡，炒菜少點油，餐廳空城計等皆需留意。

中國消費者信心



資料來源：高盛，中國統計局。

黃豆油價格不振



資料來源：摩根士丹利。

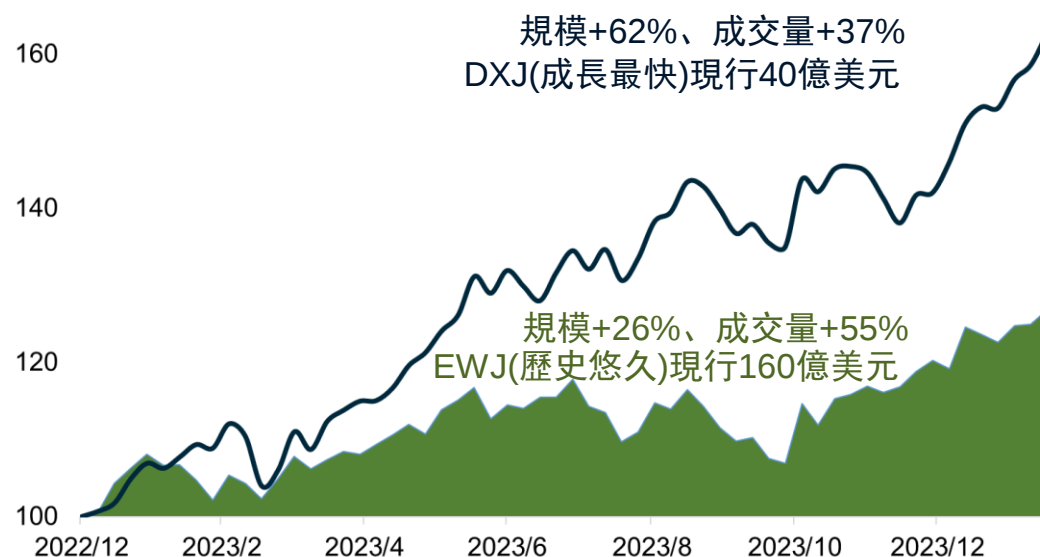
錢潮磁吸效應，匯價助攻人潮

資金：在去年以來，大量資金流入了日本股票的交易所相關指數型產品(ETF)，規模續創歷史新高，傳統最大的MSCI日本(EWJ)成交量大增，而績效超前的智慧樹日本指數(DXJ)，則是規模暴增逾六成。前年股神巴菲特和專業機構點燃的錢潮，讓個人投資者開始積極買入，可以說，股市版的「外國旅客訪日」正在發酵。

人潮：2023年外國遊客造訪人數來到2506萬人次，儘管人次尚未完全恢復到疫情前水準，但當年度連同住宿費及其他消費在內金額，已經達到有統計以來新高的逾5兆日圓，其中熱門的大阪環球影城，更首度站上全球主題樂園第三名。

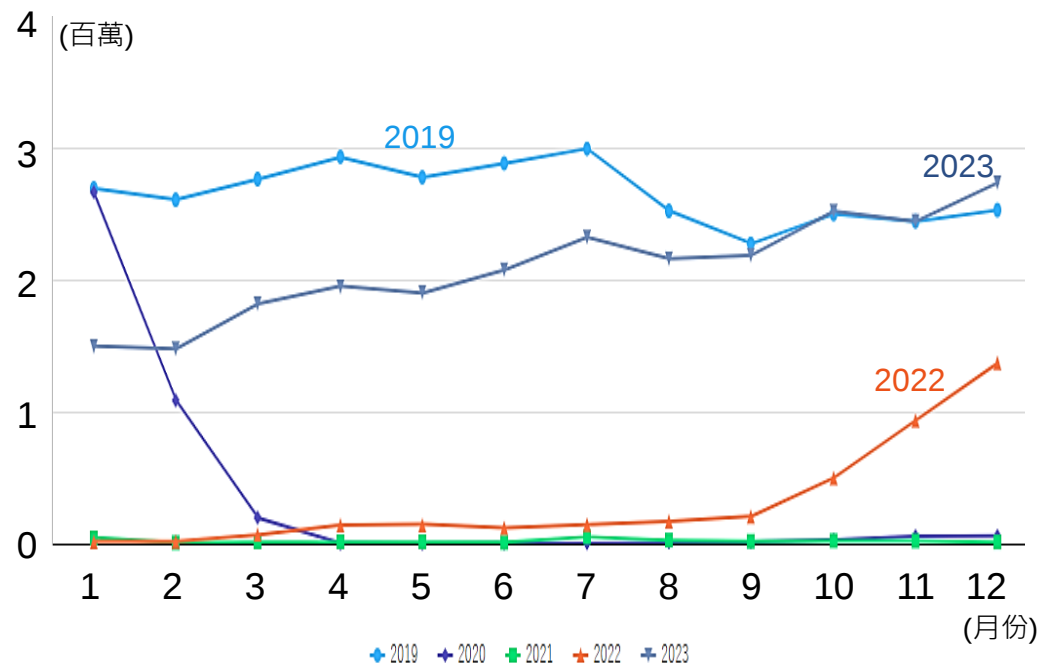
日本指標ETF規模(經標準化)

180 (2022/12/30=100)



資料來源：Bloomberg，成交量為2023/12對2023/1月日均量比較。

歷年逐月訪日人數



資料來源：日本國家旅遊局。

回購提升價值，龍頭權重挹注

政策：東京證券交易所的股價淨值比(PBR)改革方針，對企業起到了促進作用。自1月起，該交易所開始公示經營時重視資本成本和股價的企業名單，以此來促使企業進一步改善資本效率。企業不得不採取應對措施，回購股票的動向今後可能會增強。由於進行回購後股票數量減少，有提高每股獲利及改善股東權益報酬率的效果。

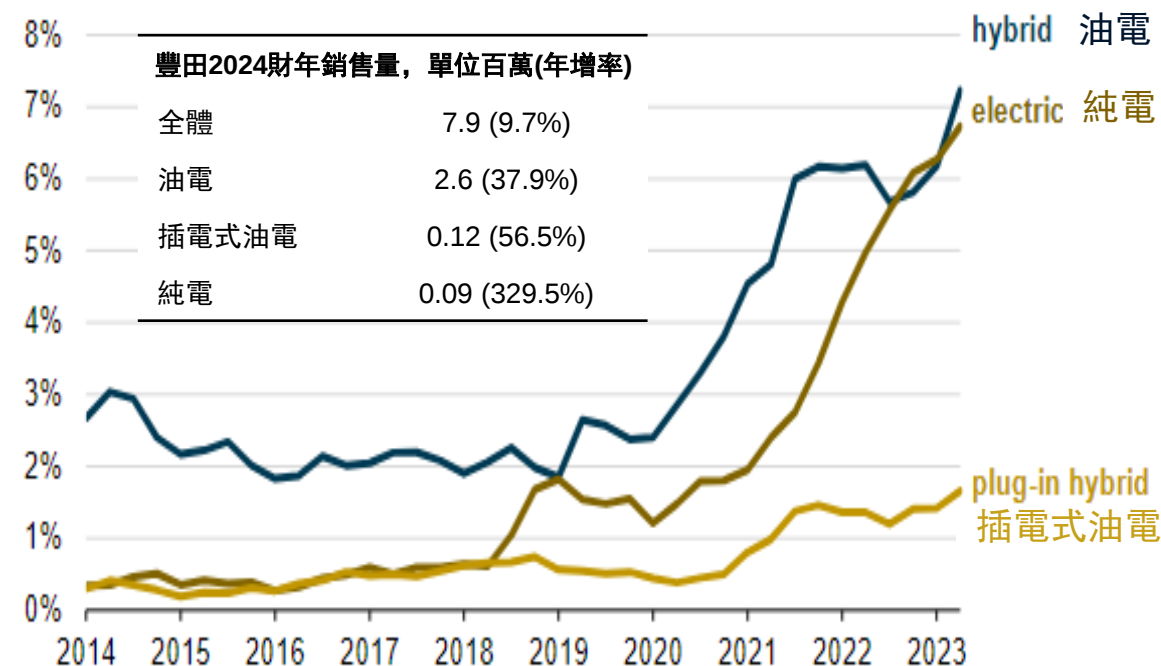
龍頭：身為日股第一大，豐田經營成效動見觀瞻，消費者開始認清事實，混合動力車反倒是個比純電車便宜，沒充電麻煩且比傳統油車更省能源的存在，去年中旬後混合動力與純電車的銷售速度重現交叉，也讓市場對豐田股價投下信任票，進而推動大盤指數。

2023年主要回購案例

公司名稱	金額(億日圓)	股價淨值比(PBR)
三菱商事	4000	1.16
三菱UFJ	4000	0.86
Recruit	3304	4.63
KDDI	3000	1.96
日本郵政	3000	0.46
本田	2700	0.62
豐田	2500	1.22
索尼	2000	2.41
NTT	2000	1.65

資料來源：日經中文網，截至2024/1月底。

美國新車銷售比例



資料來源：EIA，公司財報。

市場想法及投資建議



中國：信心與節約，負向螺旋

- 官方政策組合拳，低檔反彈有機會。
- 信心不振消費降，勒緊褲帶添壓力。

投資建議

短期反彈，持倉酌減看窗外

社融數據超預期，然中國對財政擴張謹慎，整體重振經濟需要較長時間。再者。加上消費降級的負向循環難解，禁空令等措施雖緩解短期賣壓，指數有望反彈，但低迷的流動性將是未來隱憂。可留意設定出場目標，將資金移轉至其他強勢標的。



日股：錢潮與題材，人氣爆發

- 錢潮磁吸效應，匯價助攻人潮。
- 回購提升價值，龍頭權重挹注。

投資建議

見回不回，樂觀看待定期購

無論是觀光客湧入，和股神巴菲特號召個人投資者開始積極買入，現實與股市版的「外國旅客訪日」正在發酵。加上東京證券交易所的股價淨值比(PBR)改革方針，以及龍頭股銷售東風加持，指數欲弱不易。走勢見回不回，透過定期定額，掌握日本後續商機。

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，故非投資等級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。