



國泰世華銀行

Cathay United Bank

2024年4月19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

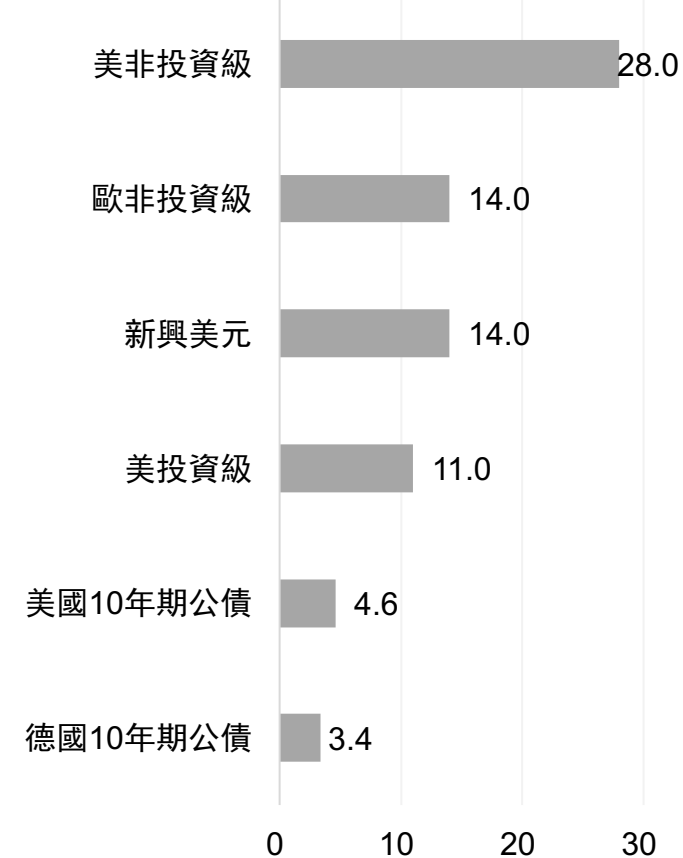
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/4/11- 2024/4/18。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) 地緣風險升溫：中東局勢惡化，繼伊朗4/13襲擊以色列，以色列也在4/19回擊伊朗境內據點，後續關注影響是否擴及荷姆茲海峽，風險溢價使原物料價格高踞，也加重股市漲多回檔壓力。
- 2) 台積電領跌台股：台積電法說會下修全球半導體展望，加上以色列空襲，台股創史上收盤最大跌點。
- 3) 降息前景迷茫：美國物價數據不如預期，增添聯準會對通膨回落擔憂。預期Fed仍傾向今年進行降息，但貨幣政策轉向時間恐將延後，降息幅度也有所收窄。

### 2. 後續看點

- 3月PCE：美國3月PCE核心增速預期從2.8%降至2.7%，延續下行趨勢。
- 企業財報：龍頭科技股集中公布財報，由Tesla打頭陣，Meta、亞馬遜、微軟、Google接力登場。

## 策略思維

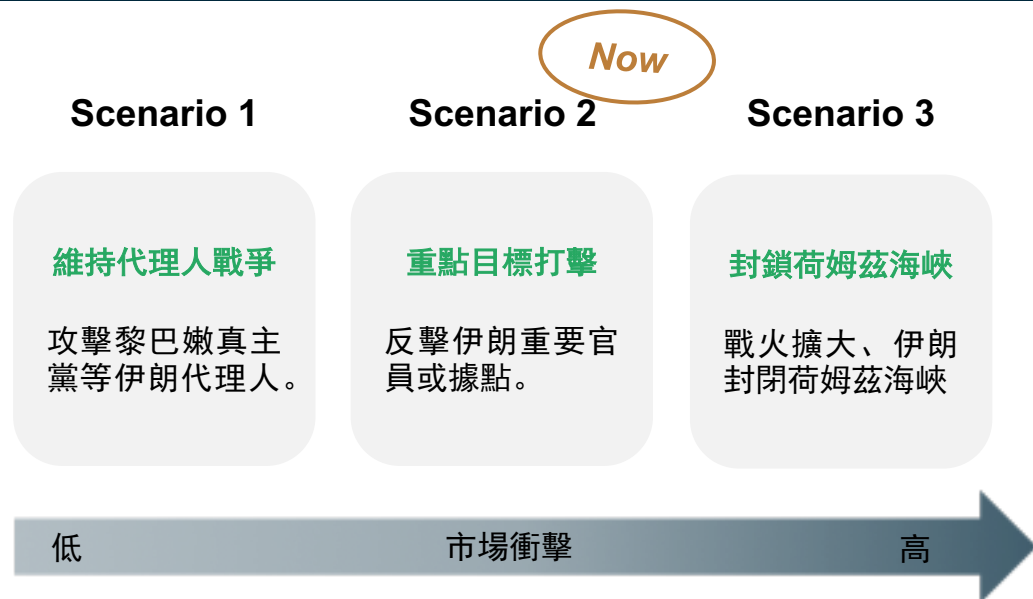
1. **股市**：美債利率上彈，加上美股本益比目前偏高，易引發股市漲多拉回壓力，地緣風險更加重賣壓，但基本面回升態勢不變，長線走勢無需過度擔憂。標普500公司獲利分化，布局仍以大型企業為佳。
2. **債市**：考量核心通膨放緩趨勢不變，聯準會今年仍傾向降息，惟降息幅度有縮窄可能，限縮資本利得空間。
3. **匯市**：美元在官員語調轉鷹及經濟數據堅挺下高位震盪，長線隨降息行動展開，美元匯價有望緩步轉弱。

## 以色列襲擊伊朗國內據點，中東緊張局勢推升避險情緒

繼以色列在4/1空襲伊朗駐敘利亞首都大馬士革領事館後，伊朗於4/13進行大規模無人機與飛彈攻擊，儘管伊朗表示此波攻擊視為軍事行動結束，美歐各西方國家乃至於俄羅斯都極力勸阻，避免戰火進一步升級，但以色列仍然堅持要對伊朗做出回擊，並於4/19攻擊伊朗中部的伊斯法罕。因為伊斯法罕是伊朗核設施的所在地，即便核設施已確保安全，地緣風險仍快速升溫，美國公債、金價等避險商品需求走升，油價也出現反彈。

中東戰火升級，後續關注重點在於影響是否擴及荷姆茲海峽，位於伊朗水域的荷姆茲海峽為全球最大郵輪要道之一，每日通航油桶數量佔全球供給高達2成，若戰情惡化至伊朗封閉海峽，能源價格料進一步上漲，市場震盪幅度也將擴大。

### 以色列與伊朗衝突升級



資料來源：國泰世華銀行整理。

### 後續關注衝突是否蔓延至荷姆茲海峽



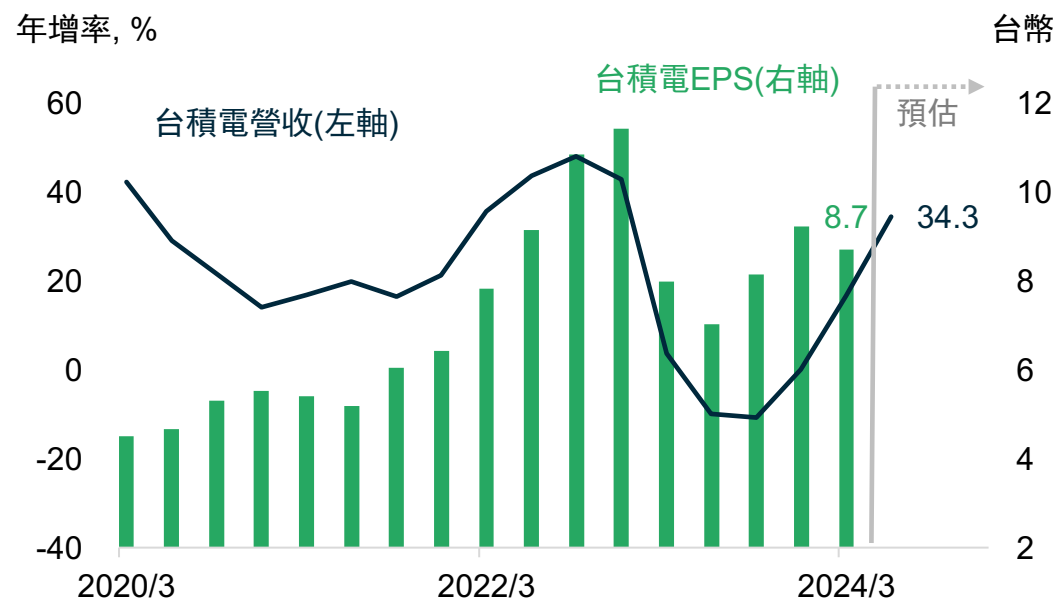
資料來源：CNN。

## 台積電全年預期成長逾20%，但下修全球半導體成長幅度

台積電Q1營收年增16.5%、EPS 8.7元雙雙優於預期，毛利率53.1%與去年Q4的53%相當。Q2展望方面，台積電預估Q2營收在196~204億美元之間，約為6330.8~6589.2億台幣，年增率32~37%，另外受到4/3地震及電價調漲影響，毛利率將下滑1.1%。由於智慧型手機出貨仍處淡季，主要成長來自AI晶片帶動。

台積電認為，2024年整體半導體景氣復甦，但下修晶圓代工全球成長幅度為15~20%，不同產品先後有別，AI維持50%高速成長，手機、NB庫存調整完畢，車用需求下修至負成長。惟台積電仍預估公司全年將成長20~25%，領先產業平均。由於台積電受惠AI相關應用帶動成長，加上半導體在全球的戰略地位有增無減，不論對台積電或對相關科技族群的評價都有提升的效果。

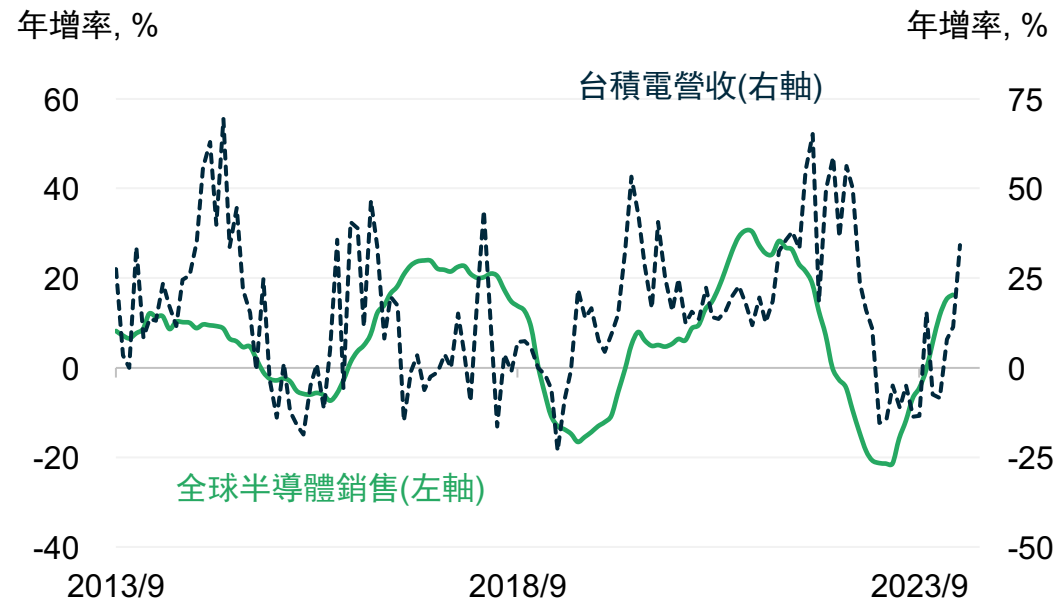
### 台積電營收Q2加速成長，下半年審慎樂觀



註：預估值由台積電預測。

資料來源：台積電。

### 半導體景氣復甦，台積電表現將領先



資料來源：Bloomberg。



## 台積電大跌、以色列空襲，台股創史上收盤最大跌點

台積電法說後，市場評估電子業復甦速度不如預期，加上以色列飛彈襲擊伊朗、敘利亞和伊拉克，引爆市場賣壓，4/19加權指數盤中一度跌逾千點，創史上第2大跌幅，收盤重挫774點，歷史收盤最大跌點。

以、伊緊張情勢升溫，將使得市場避險情緒增加，風險資產將面臨修正壓力。然而在美、歐不希望情勢擴大，並密切監控中東情勢之下，以色列及伊朗擴大戰事演變成如同俄烏戰爭規模的機率仍低，雙方維持對峙及零星衝突的情境應是基本假設。股市修正，樂觀情緒降溫。若金融情勢轉趨緊縮，將有利通膨預期降溫，形成較適合降息的環境，債市可逢利率高檔布局，股市修正後進入震盪期，在半導體循環上行之際，逢低仍可加碼優質大型股。

### 台股創史上盤中第2大跌點

排行	日期	盤中最大跌點	盤中跌幅	原因
1	2021/5/12	-1417.86	-8.6	台灣3級警戒
2	2024/4/19	-1009.32	-5.0	台積電大跌
3	2020/3/13	-786.17	-7.5	新冠疫情擴散
4	2021/5/11	-774.74	-4.5	台灣3級警戒
5	2020/1/30	-700.49	-5.8	中國爆發疫情

資料來源：國泰世華銀行整理。

### 半導體循環向上，提供台股下檔支撐



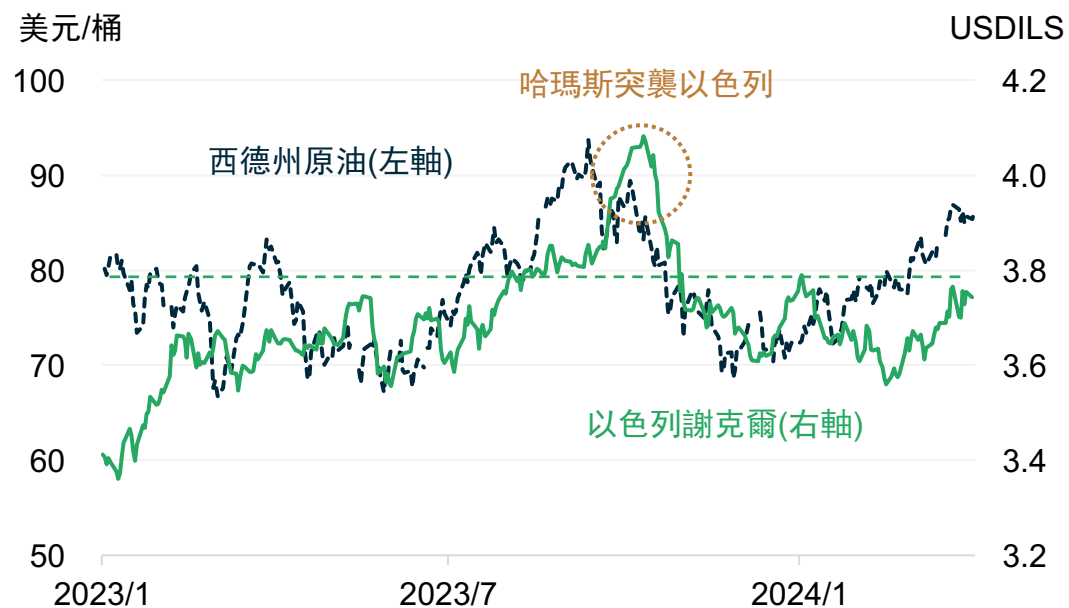
資料來源：Bloomberg。

## 風險溢價與供需關係持續吃緊，油價本季將高位震盪

伊朗對以色列發射無人機攻擊，儘管美國不支持軍事反擊，伊朗也表示軍事行動結束，但以色列仍堅持回擊，導致地緣風險上升，進一步推升油價。然而，從以色列貨幣謝克爾來看，目前並沒有突破去年10月的低點，顯示市場雖擔心地緣風險，但擔憂程度可能不若去年10月哈瑪斯襲擊以色列。

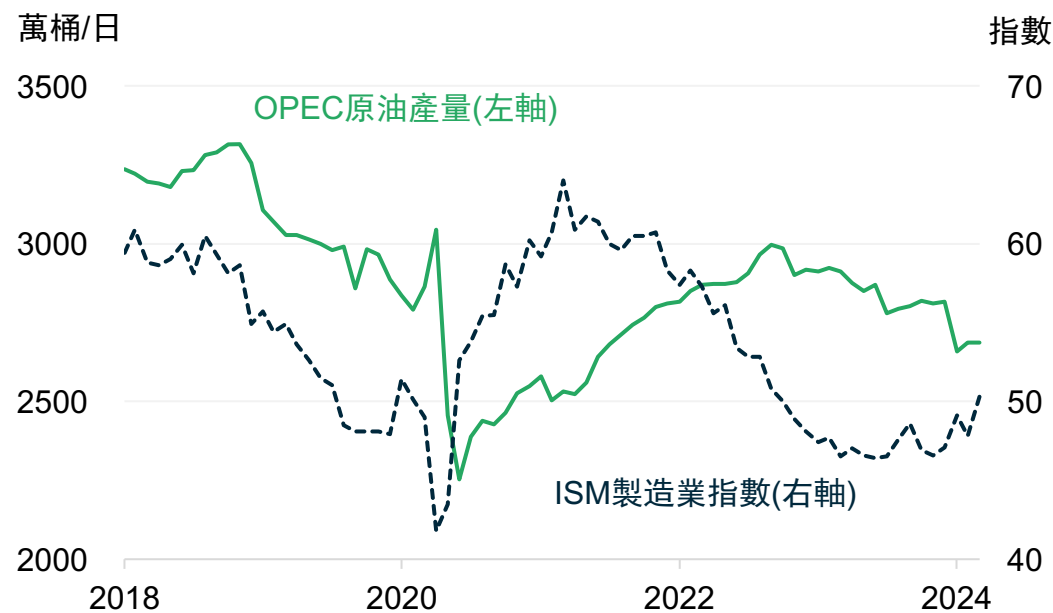
中東局勢不確定性添加能源價格風險溢價，從實際供需面影響來看，Q2 OPEC將持續減產，導致供給量低位運行，需求則因製造業景氣逐步回升，加上美國可能再度限制伊朗能源出口，綜合而言，預期油價可能保持高位整理。

### 地緣風險影響短期油價走勢



資料來源：Bloomberg。

### OPEC減產與需求回升，有利油價維持高位



資料來源：Bloomberg。

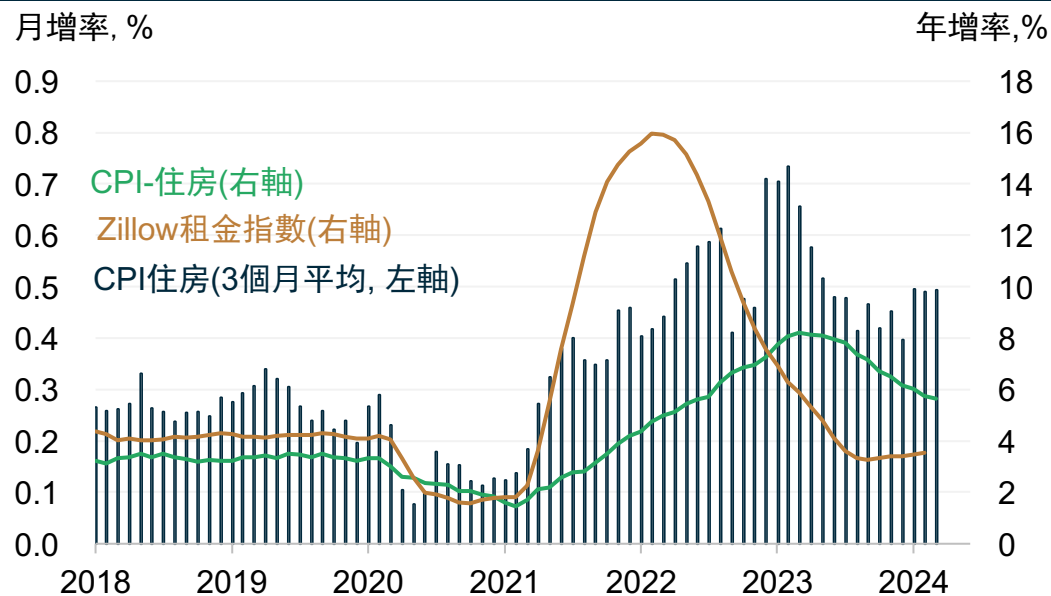
## 通膨降溫的最後一哩路比預期更加顛簸，恐令貨幣政策轉向時間延後

3月FOMC會後，國際油價向上突破，創下近半年新高86美元，會後三週WTI均價較會議前兩個月大增7%，與此同時，去年四至七月油價位處低檔(月均價：79、71、70、75美元)，形成能源通膨反彈的壓力來源。若**中東戰事進一步惡化，將帶來通膨回升風險**。

另一方面，市價租金回落引導住房CPI降溫的效果，預估仍將於二、三季持續。然而，以月增率的角度而言，首季住房CPI平均月增率為0.5%，高於去年Q4的0.4%，同時終止過去四季的下滑趨勢，緩和了住房通膨快速下滑空間。

綜上所述，過去一年引導通膨快速降溫的兩項重要因子，雙雙於第一季末、第二季初出現改變跡象，**或成為聯準會於六月SEP中，調整通膨/降息預期的考量**。

### 住房通膨年增率續降，但月增率出現反彈



註：Zillow租金指數領先住房CPI約13個月，前者於2022年2月觸頂回落，2023年8月止跌。後者則於2023年3月觸頂。資料來源：Bloomberg。

### 下半年核心通膨降溫速度逐步放緩



註：核心PCE年增率預估值以月增率0.2%估算。資料來源：Bloomberg。

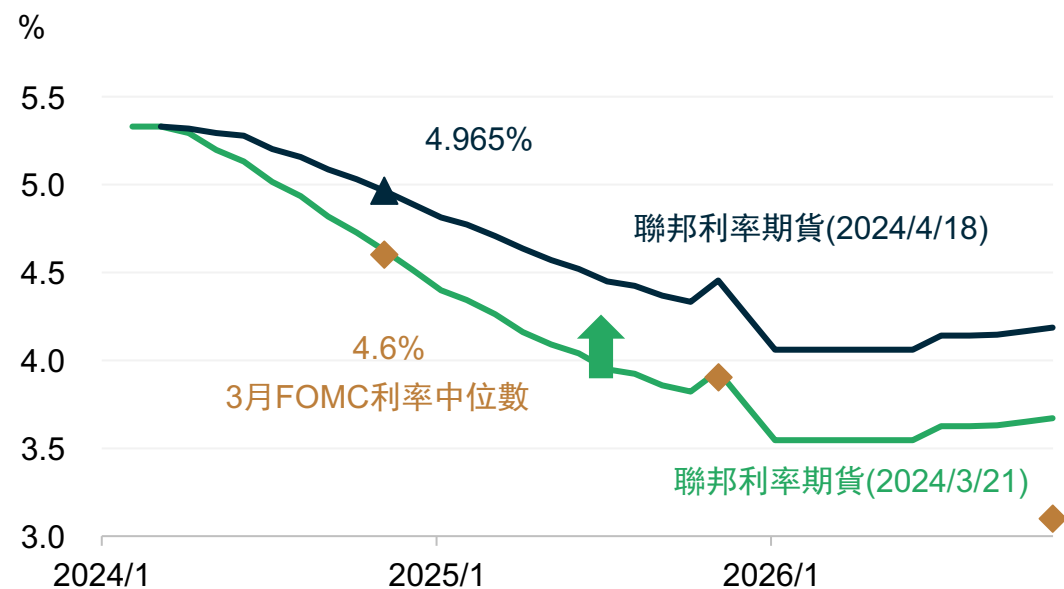


# 債市 | 鮑爾示意限制性利率或將維持更久, 6月降息希望逐漸落空, 美債殖利率持續走高

數據方面, 除了美國3月CPI高於市場預期之外, 零售銷售月增速為0.7%, 年成長4%, 顯示美國經濟依舊強勢。在Fed官員態度上, **近期的經濟數據未能提振官員信心, 使官員們的談話偏鷹**: 1)主席鮑爾示意, 限制性利率或將維持更長時間, 2)副主席傑佛森表示, 通膨回到2%的目標尚未完成, 3)舊金山Fed總裁戴莉重申, 降息沒有急迫性。目前市場對短期的降息期待逐漸落空, 利率期貨顯示, 6月降息機率已跌至20%, 相對地10年美債殖利率持續走高, 一度衝至4.6%上方。

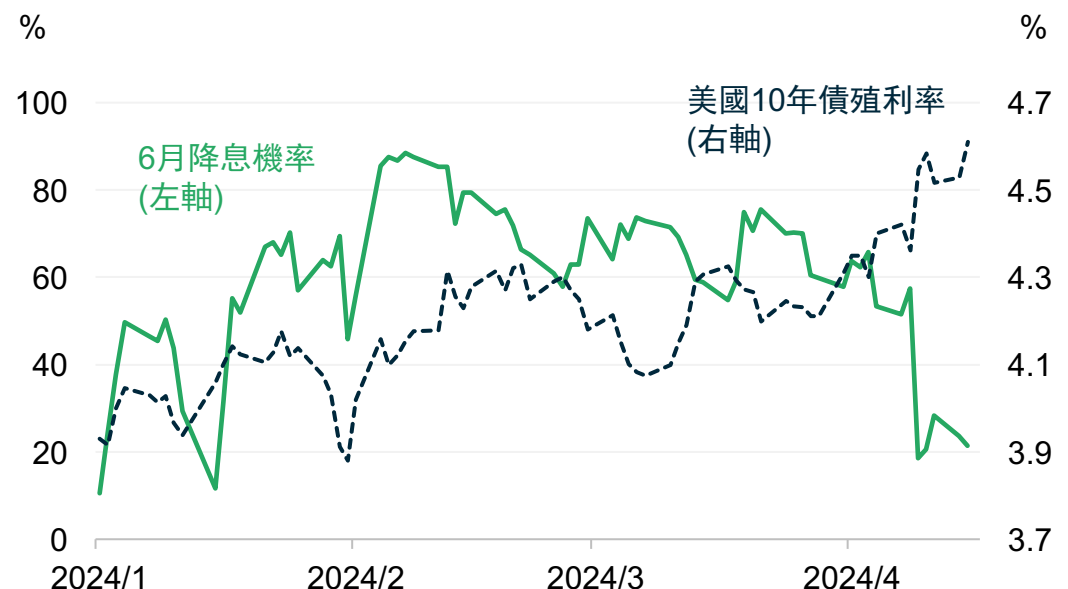
黏性通膨恐拖累Fed調整貨幣政策的節奏, **不排除首次降息日期將推遲至Q3, 全年降幅或有所收窄**。債市策略上, 應逢高鎖利, 以高信評發行人為優先選擇, 採分批布局方式購債; 報酬方面, 短期以息收為主, 長線待未來降息行動展開後, 方有獲取資本利得的空間。

3月會議後降息預期收斂, 市場推測今年僅降1-2碼



資料來源: Bloomberg。

公債殖利率走升, 6月降息機率驟減



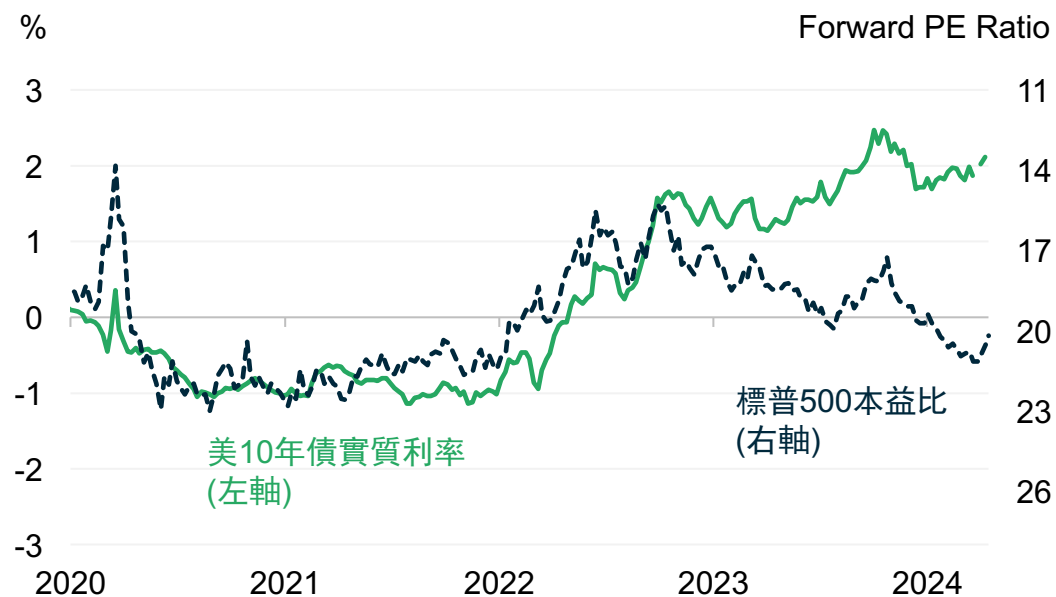
資料來源: Bloomberg, FedWatch。

# 美國 利率高位與地緣風險使大盤面臨回調壓力，但企業獲利復甦提供下檔支撐

中東緊張關係升溫，以色列與伊朗互射飛彈，加上市場調整降息預期，使美債殖利率上揚，美股自去年10月底開啟的一波多頭攻勢終於暫緩，標普500從本波高點回調將近5%，前瞻本益比也從21倍拉回至20倍附近。

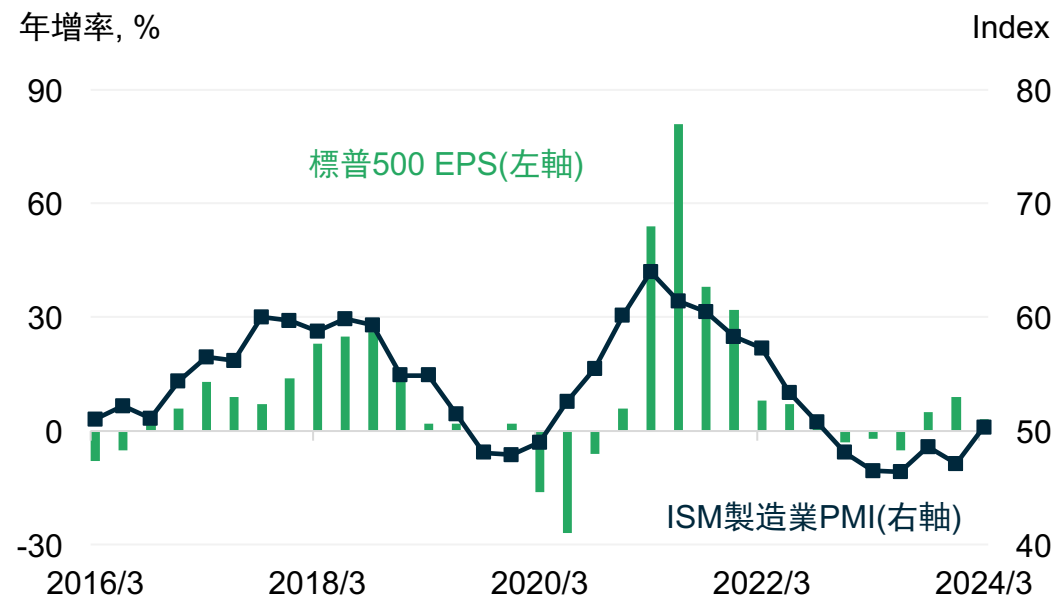
然而，本次股市回檔應不至於反轉成空頭格局，因市場近期焦點已從評價行情逐漸轉為企業獲利成長，只要聯準會貨幣政策並非轉向升息，利率前景保持寬鬆，本益比回調幅度應相對有限。另一方面，由於美國基本面穩健，製造業從底部緩步復甦，企業獲利預期將持續改善，標普500 Q1獲利預期年增3%，有望實現連續三季正成長。獲利改善提供股市下檔保護，值得注意的是，因殖利率持續高位震盪，大盤後續料從急拉轉為緩漲格局。

伴隨實質利率反彈，前瞻本益比回到20倍



資料來源：Bloomberg。

製造業逐步復甦，企業獲利有望連三季正成長



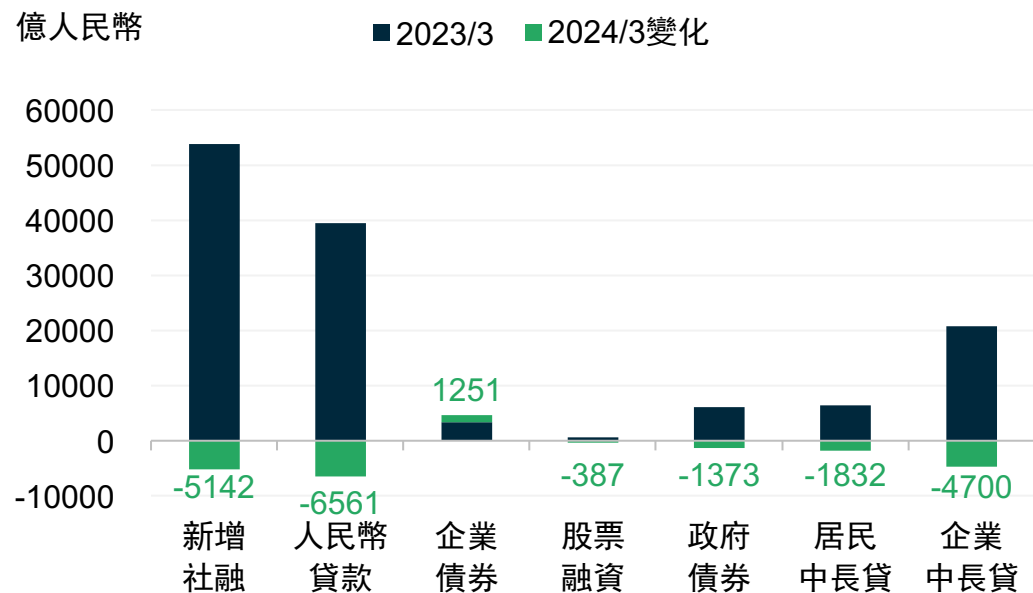
資料來源：Bloomberg、JP Morgan。

# 中國 GDP優於預期但3月信貸數據不佳, 內需與信心顯弱, 股市不易擺脫區間橫盤

中國Q1經濟成績單公布, GDP年增率5.3%優於市場預期, 除了鐵路、公用事業等基建投資提供基本盤外, 前兩個月出口亮眼加上國內主打「新質生產力」, 工業生產及製造業投資成為主要推手。然而, 3月數據卻暴露出景氣改善的持續性挑戰仍大, 進出口增速回落外, CPI增速回落至0.1%、PPI年減2.8%, 新增社融較去年同期大減5142億, 尤其是新增人民幣貸款中, 居民與企業中長期貸款同步回落, 顯示國內需求回穩狀況並不穩固。

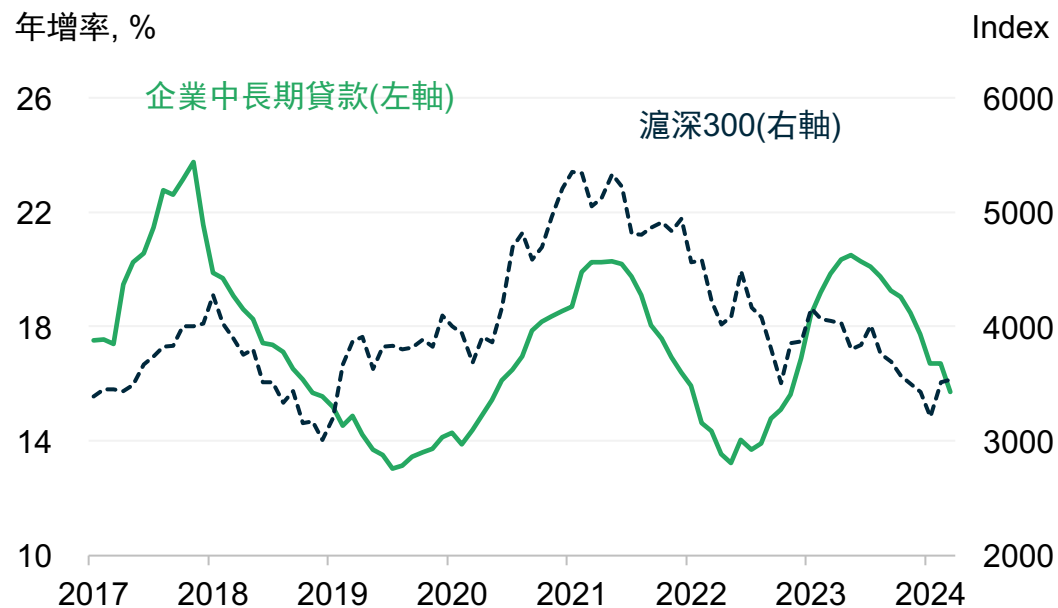
年初以來, 從國家隊資金、限制異常交易到「國九條」完善制度, 官方積極托底股市, 但行情最終回歸景氣與民間信心復甦狀況, 從3月數據看來, 房地產與國內需求改善幅度有限, 民眾與企業信心仍顯不足, 上行動能顯弱, 預期大盤難以突破區間整理。

## 3月新增社融總量與結構皆出現惡化



資料來源: Wind。

## 企業信心不足, 股市上行動能顯弱



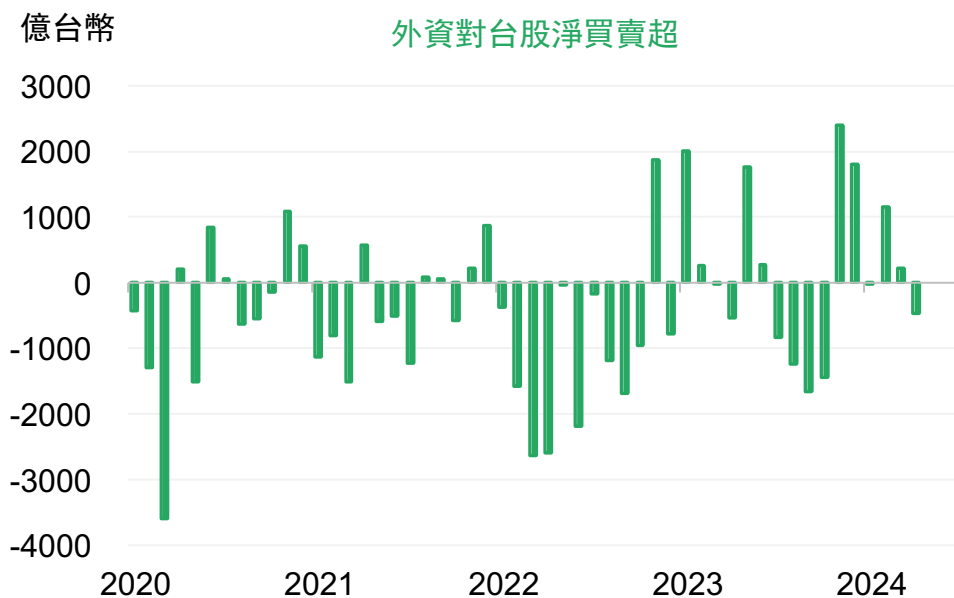
資料來源: Wind。

# 台幣 地緣政治緊張, 美債殖利率彈升, 加上股市氣氛不佳, 台幣大幅走貶

在中東地緣政治的緊張氛圍中, 以色列與伊朗之間的衝突不確定性持續存在, 這對全球金融市場造成了顯著影響。加上美國經濟數據表現強勁, 降低了市場對於降息的預期, 進而推動美國公債殖利率上升。此外, 股市的不佳表現和大幅度的修正, 尤其是在4月份, 外資由買超轉為賣超, 這些利空打擊台幣匯率。

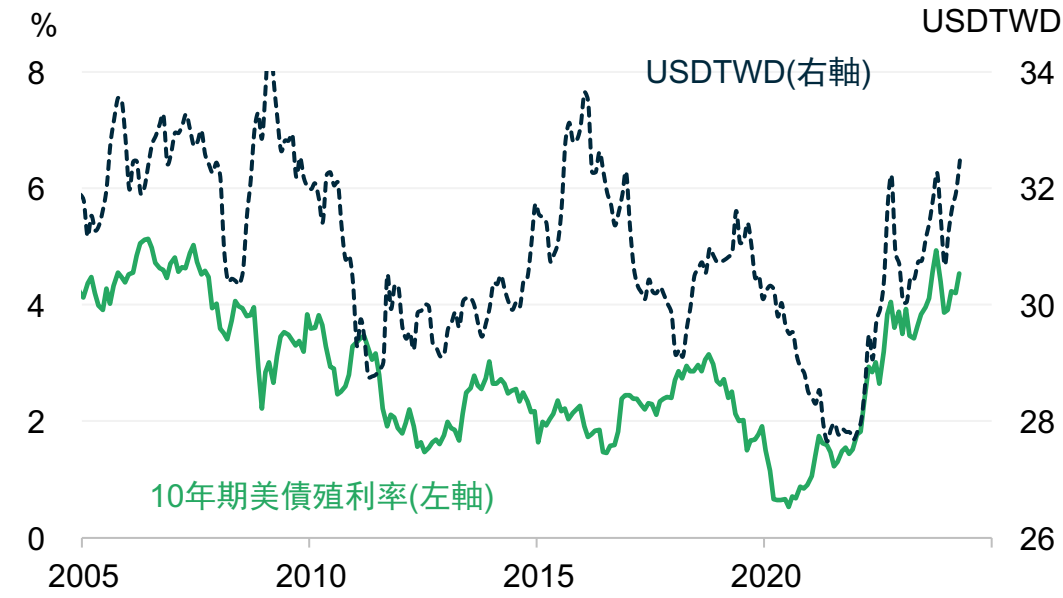
匯價: 台灣基本面雖持續往復甦的方向前進, 但因**1)中東地緣緊張、2)美債殖利率持續走高、3)台股重挫, 台幣大幅走貶**。綜上, 基本面有利台幣長線匯價走勢, 但**上述三項市場面因素短時間難消除下, 將使台幣近期偏弱**。

### 4月外資轉為賣超



資料來源: Bloomberg。

### 美債殖利率彈升, 台幣大幅走貶

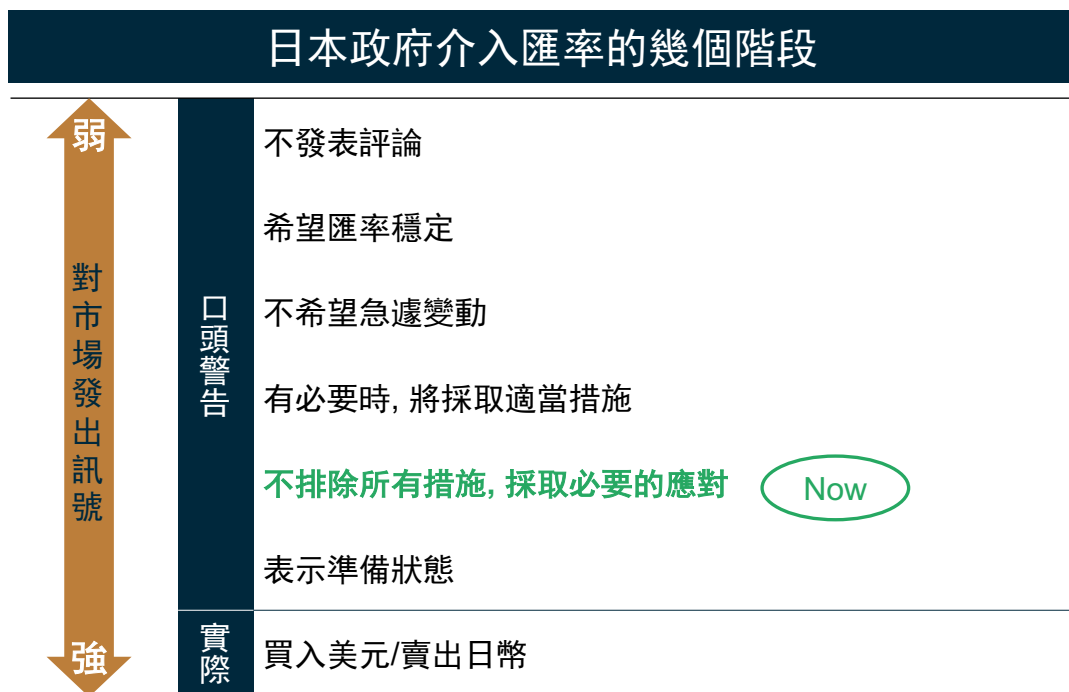


資料來源: Bloomberg。

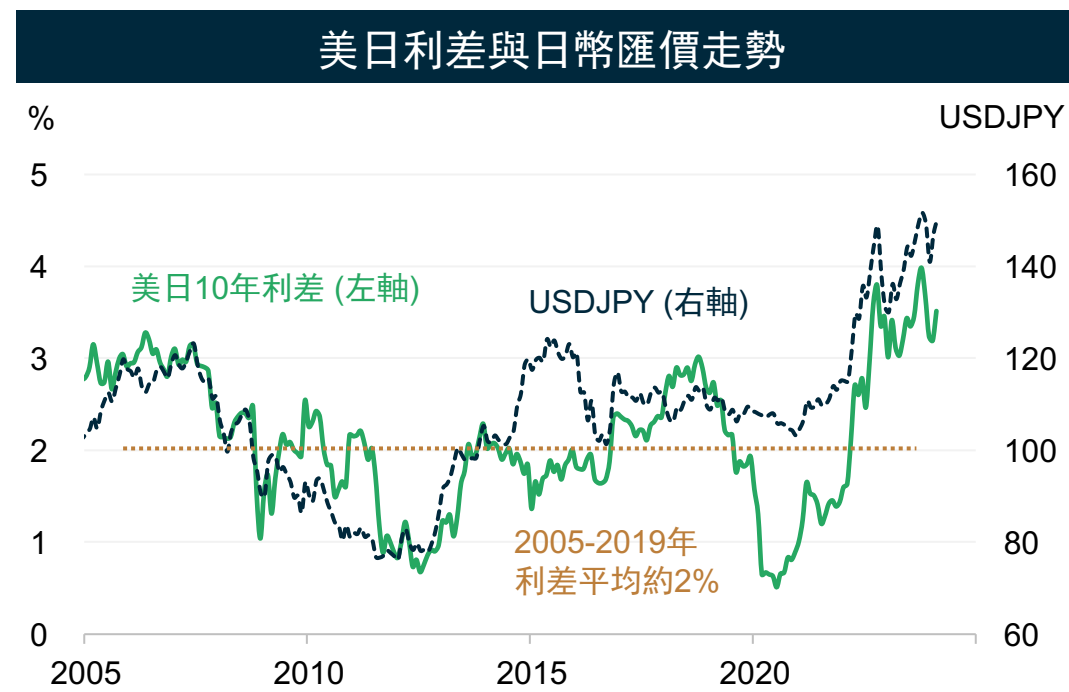
# 日幣 美國數據強勁，支持美債殖利率持續走高，壓抑日幣走勢

美元強勢下，使整體亞幣賣壓沉重，其中日幣貶至34年新低，雖然日本財務大臣鈴木俊一等官員先後表示，“準備好必要時外匯市場採取一切可用的措施”，雖然口頭干預程度頗強，但發言仍無法影響日幣匯價偏弱態勢。

匯價：儘管先前日本央行升息且趨緊方向不變，但由於美國近期數據強勁，使得美債殖利率持續走高，打壓近期日幣匯價。鑒於美債殖利率走勢仍舊偏強，可能使得日幣近期走勢持續疲軟。



資料來源：日經新聞，國泰世華銀行整理。



資料來源：Bloomberg。



# April 2024

22	Monday	23	Tuesday	24	Wednesday	25	Thursday	26	Friday
台灣外銷訂單 歐元區消費者信心		台灣工業生產 美國標普全球PMI 日本自分銀行PMI 歐元區標普全球PMI		德國IFO 美國耐久財訂單		美國GDP 美國初領失業金人數		日本央行 美國PCE 美國個人收支	

## 揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供尊貴理財客戶及媒體記者之參考資料，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抵觸之情事；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抵觸為由，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