



凱基證券

聚焦企業獲利

All Eyes On Earnings

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年1月19日

01 市場回顧

- 財報與地緣政治風險交錯，股市漲跌互見



02 熱門議題

- 日本企業改善資本運用，有助日股評價提升
- 美國工業生產和零售銷售，呼應經濟軟著陸預期



03 投資焦點

- 記憶體設備、AI伺服器需求增加，科技股底氣佳



04 下週重要數據

- 美國製造業PMI、GDP、PCE、日本與歐洲央行會議



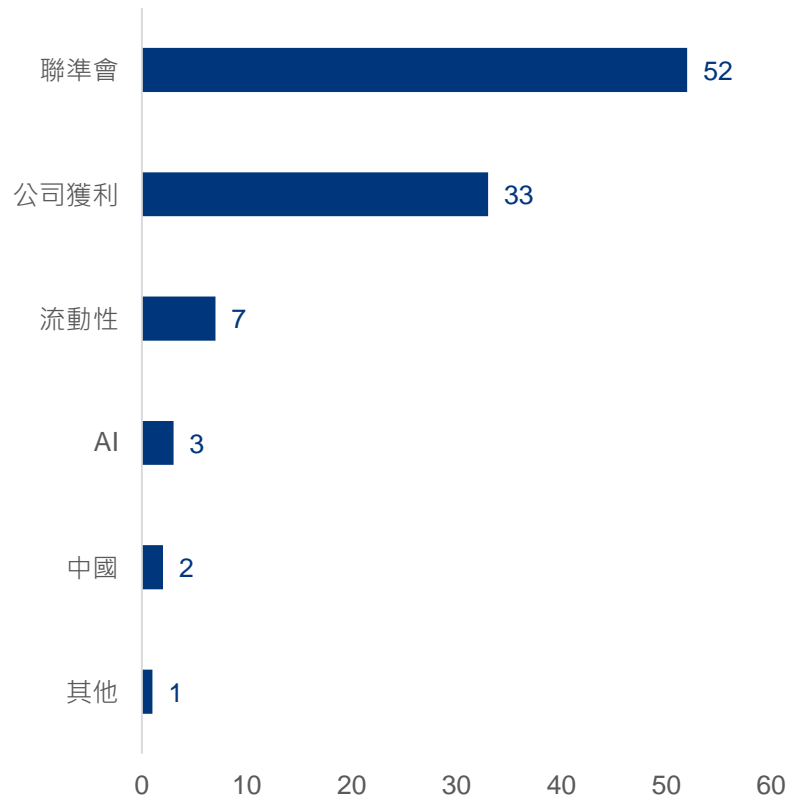
金融股財報分歧，股市高檔震盪

- ▶ 美銀美林調查基金經理人預期，今年美股上漲最重要因素是聯準會降息預期，其次為企業獲利。79%經理人預估全球經濟將軟著陸，甚至不著陸，股市是受惠降息而獲利的最佳方式。僅21%經理人認為，企業獲利未來12月將惡化，比例創2022年2月來新低。
- ▶ 金融股財報表現分歧。去年3月區域銀行危機爆發，美國六大行被要求向聯邦存保機構(FDIC)支付費用，以補充存款保險基金，增添負擔。花旗營收年減3%，因支付17億存款保險基金及重組支出。摩根大通營收年增12%，淨利潤年減15%，但利息收入和信貸質量優於預期。美國銀行存款成本上升使利息收入下滑，營收年減10%。摩根士丹利營收雖優於預期，但財管淨利不如預期，股價大跌。高盛淨利大幅優於預期，激勵股價走揚。

資料來源：BofA Global Fund Manager Survey、Bloomberg

央行動向與企業獲利為影響股市關鍵

美銀美林調查基金經理人認為推動股市最重要因素



2023年第四季美國金融股財報獲利分歧

	預估每股獲利(美元)	實際每股獲利(美元)	公布前後股價變動 (1/11-1/17)
花旗	0.775	-0.838	-1.4%
摩根大通	3.617	3.115	-1.9%
美國銀行	0.663	0.363	-4.1%
摩根士丹利	1.071	1.155	-6.7%
高盛	4.135	5.498	-0.7%
標普金融指數			-1.1%

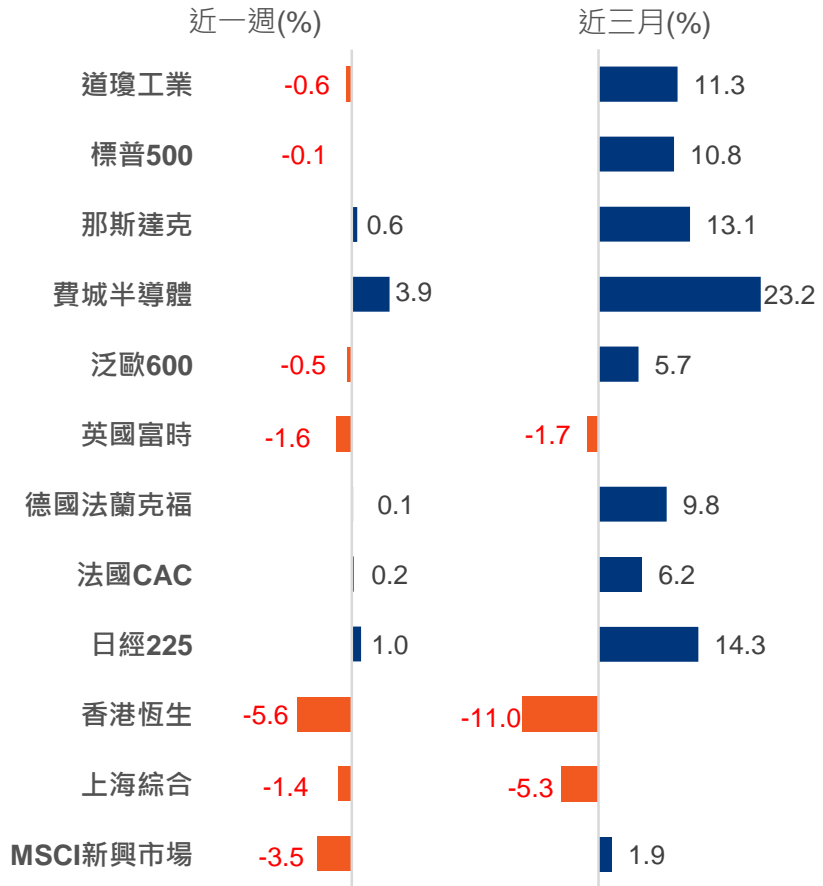
市場回顧

財報與地緣政治風險交錯，股市漲跌互見

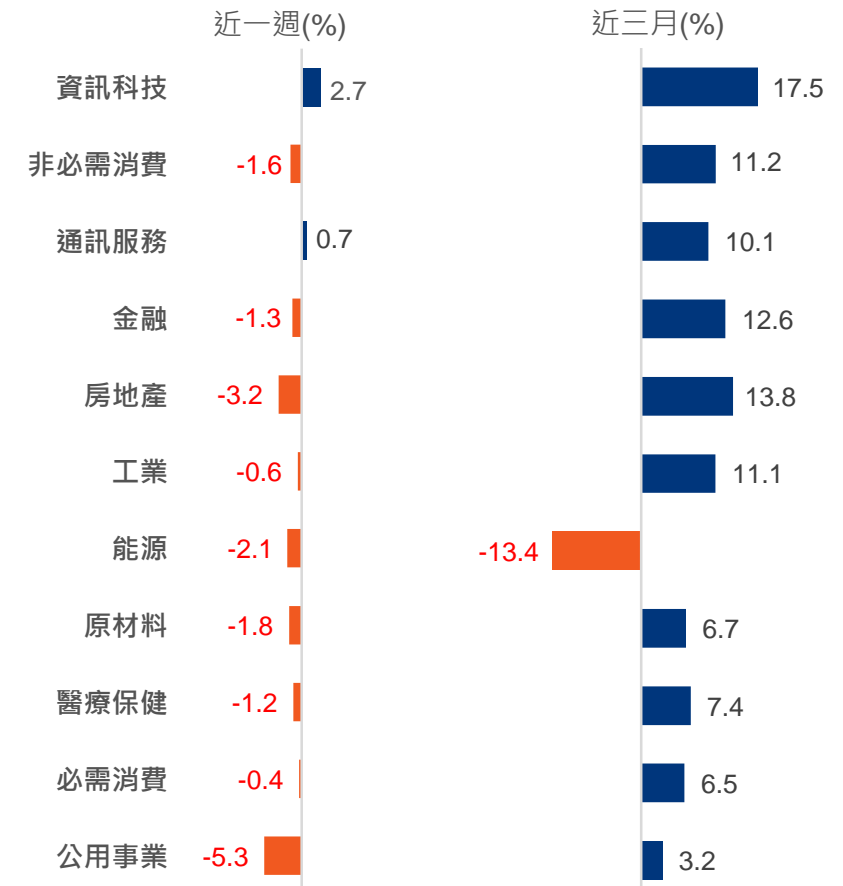
- ▶ 企業財報、經濟數據和地緣政治風險，牽動股市表現。美國金融股企業財報表現分歧，類股偏弱，拖累標普500指數收跌；科技股仍佳，台積電預期AI將帶動高階晶片需求大增，今年營收將年增超過20%，台積電ADR大漲，帶動美股半導體股走揚，包括Nvidia、AMD股價均創歷史新高，美股以費半指數漲幅最顯、那指次之。
- ▶ 伊朗傳出分別對巴基斯坦和以色列發動攻擊，加上美英聯軍襲擊把持紅海的葉門解放軍，中東緊張情勢升溫，地緣政治風險有惡化疑慮，添全球股市高檔修正壓力。
- ▶ 中國公布2023年全年GDP年增率達5.2%，不如預期，外資認為房地產積弱不振與國內消費疲軟，普遍看壞今年中國經濟成長，加上人行未降息刺激，陸港股下挫。

資料來源：Bloomberg · 2024年1月19日

各地區指數表現(%)



各產業指數表現(%)

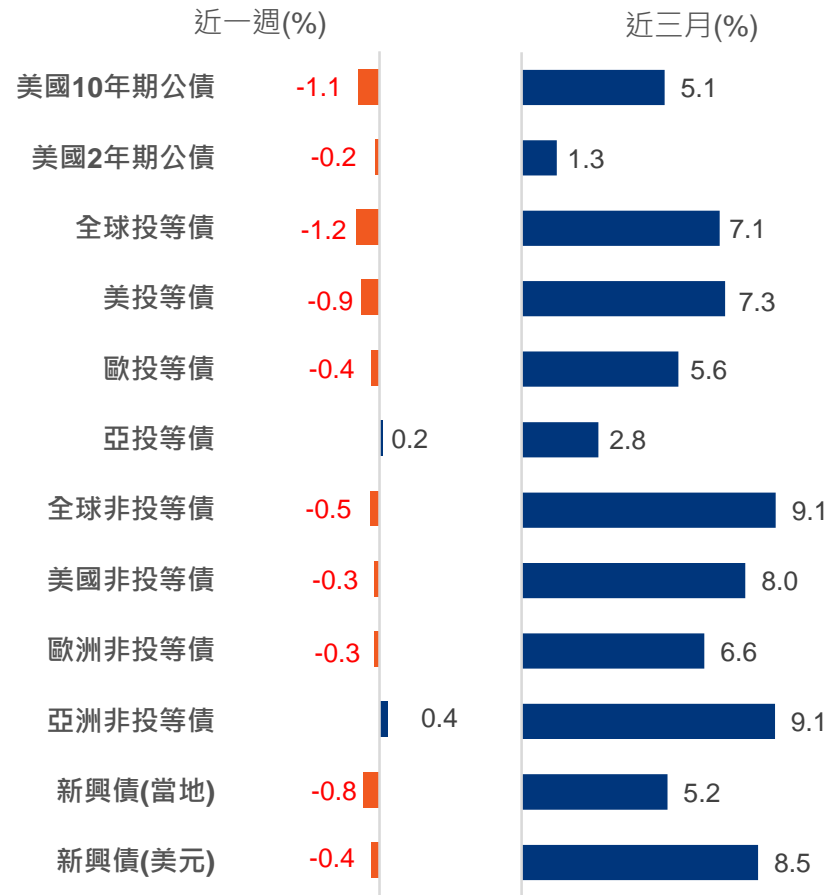


美國公債殖利率反彈，債市普遍修正

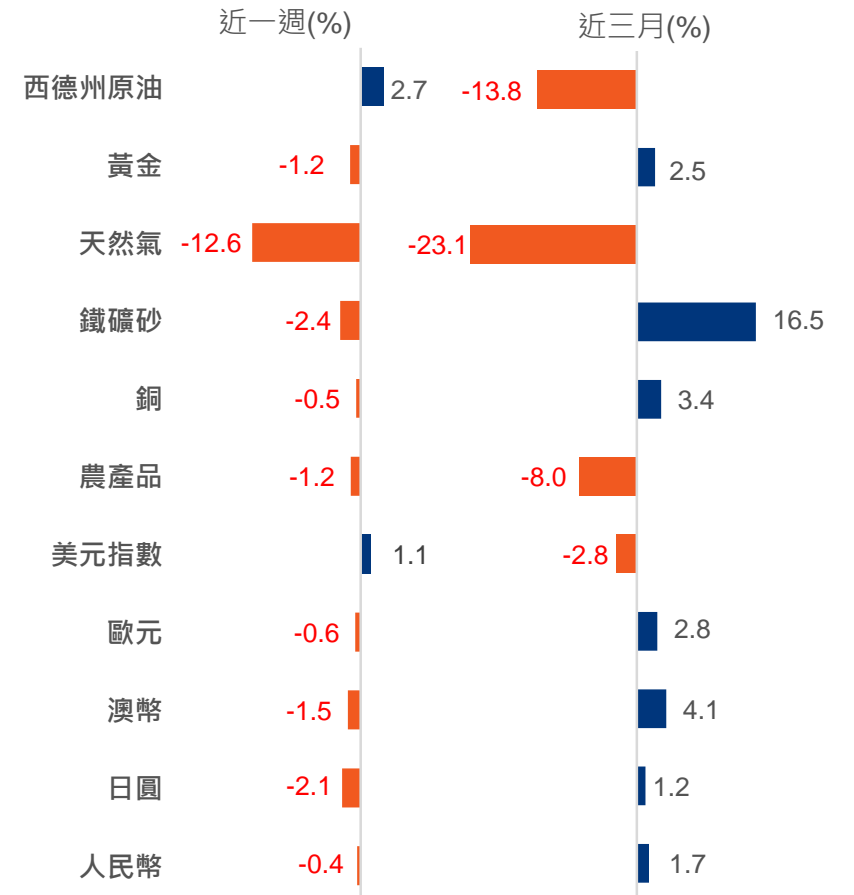
▶ 美國12月消費者支出穩健，本週公布的首次申請失業救濟金人數較前週下滑，且低於預期，加上聯準會官員表示，降息應謹慎，或過早降息可能導致通膨降溫速度放慢等言論，市場調整對於3月降息預期，利率期貨對3月降息的機率降至53.8%，大幅低於一週前的70.2%。美國公債殖利率揚升，美國10年期公債殖利率重回4%以上，來到4.14%，全球債市普遍承壓，僅亞債因預期央行政策可能寬鬆而上漲。

▶ 地緣政治風險，疊加經濟軟著陸可能使需求溫和增加，OPEC也持續減產，推升油價反彈，西德州油價來到每桶74美元。美公債殖利率回揚，帶動美元指數升值，美元指數回到103.5，創今年以來新高，年至今升值2.2%，非美貨幣回貶，日圓貶幅較大。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

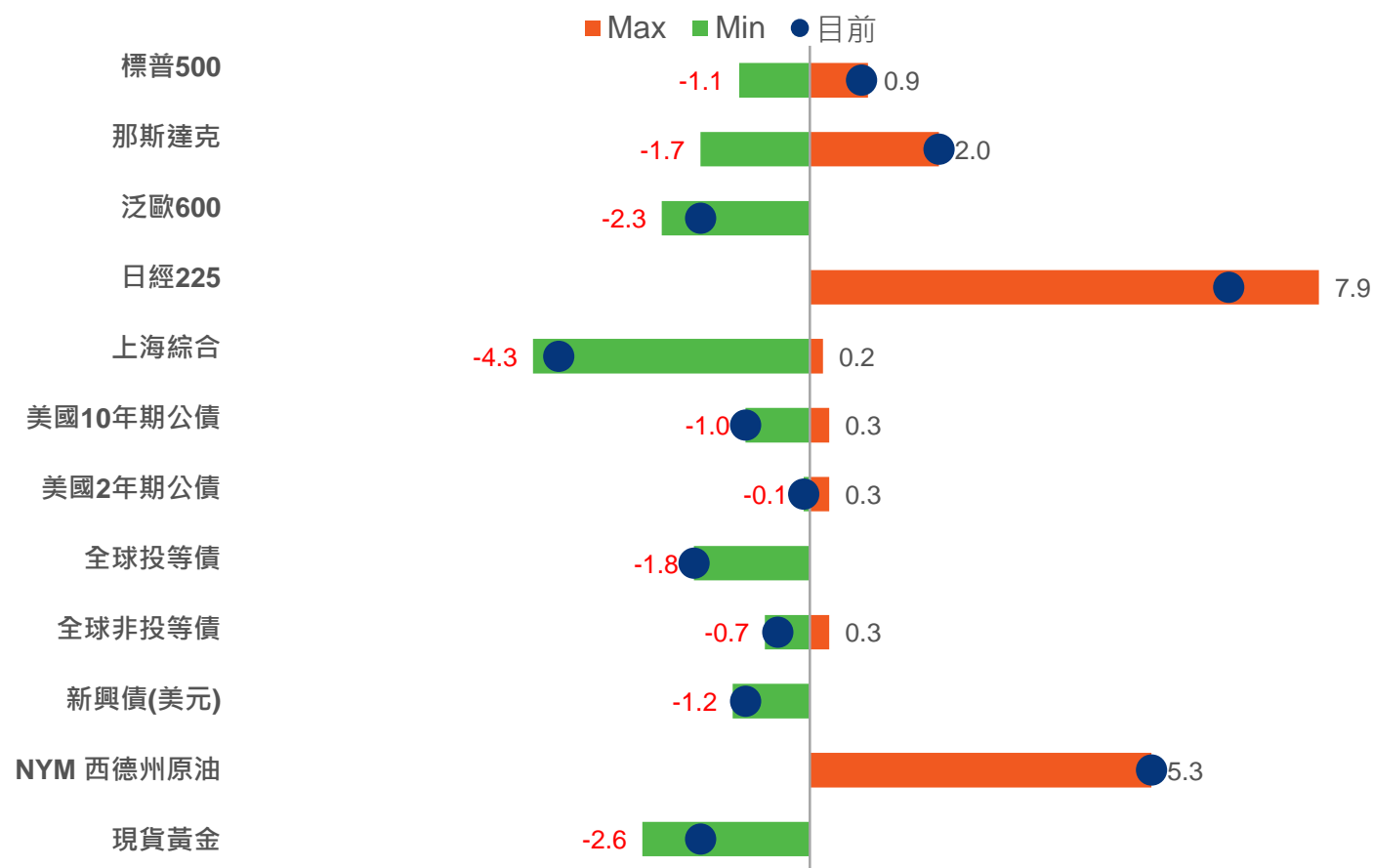


資料來源：Bloomberg · 2024年1月19日

年至今美、日走強，中、歐疲軟，債市承壓，商品漲跌互見

- ▶ 年至今全球股市互有表現，美國受惠高於預期的消費力道，以及意外下降的失業率，加上緩步降溫的通膨，為支撐美股年至今以來的表現，市場關注陸續公布的第四季企業財報。歐洲仍受到經濟疲軟，以及降息時程可能較晚等因素，表現相對落後；中國除了先前通縮數據暗示消費疲軟，最新的GDP數字也顯示經濟持續遭遇逆風。日本受惠日幣走弱及寬鬆政策，加上政策引導日本企業改善資本效率，日股年至今表現相對強勢。債市因美國公債殖利率反彈，表現走弱。
- ▶ 原油受到OPEC看好全球需求、IEA上調全年石油需求成長，以及美國冬季風暴衝擊原油產量等因素，逐漸從先前的頹勢走強。美元指數反彈，黃金價格漲幅受壓抑。

股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg · 2024年1月18日

成熟市場

60日線

標普500指數嘗試突破通道上緣，留意上檔反壓

現在指數: 4,780
60日均線: 4,560



那斯達克指數趨近前高，走勢偏強

現在指數: 15,055
60日均線: 14,228



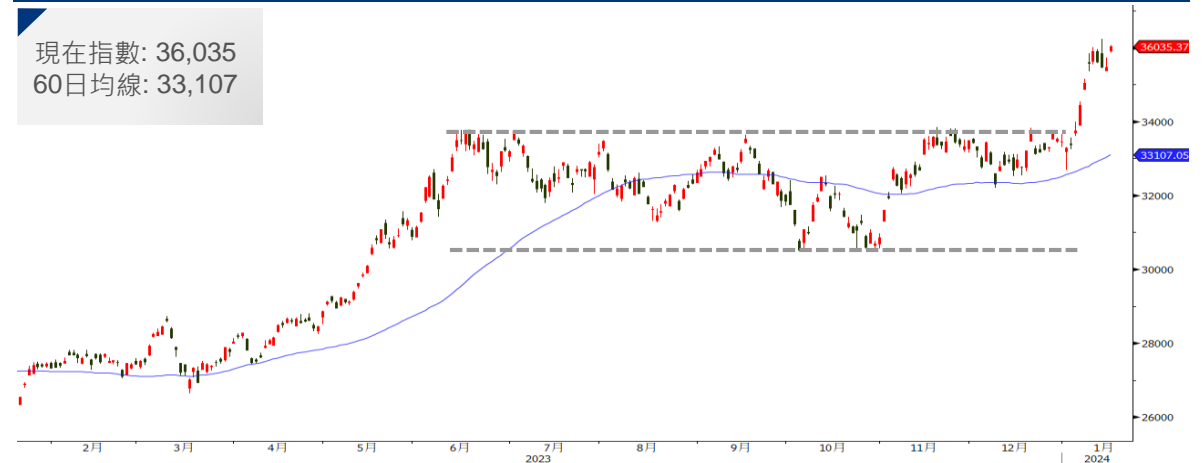
泛歐600指數回測上緣支撐失敗，留意後續回測季線

現在指數: 470
60日均線: 461



日經225指數突破箱型區間，強勢走升

現在指數: 36,035
60日均線: 33,107



資料來源：Bloomberg · 2024年1月19日

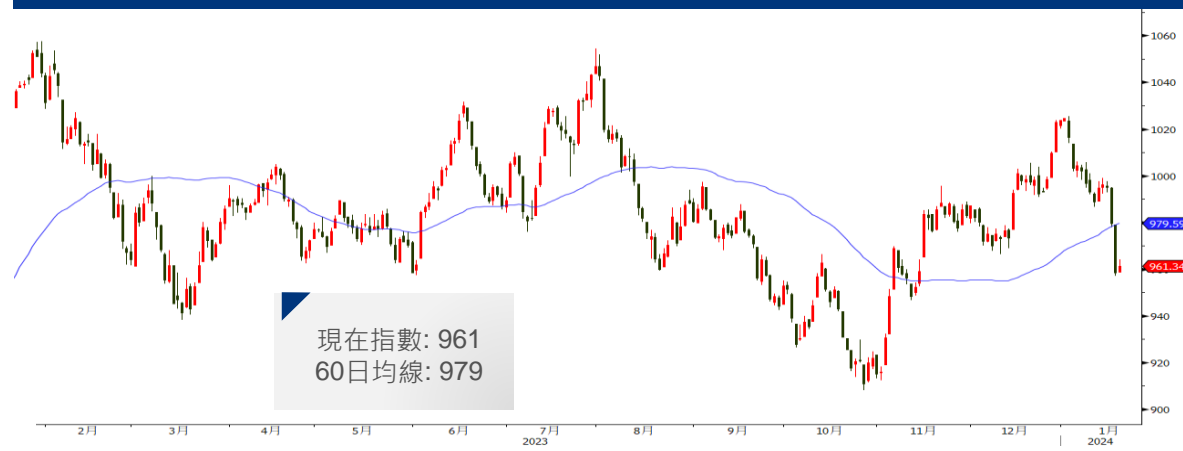
新興市場與商品

60日線

上綜指數維持弱勢格局



新興市場回測季線支撐失敗，觀察是否止穩



黃金價格仍處上升趨勢，短線回測季線支撐



西德州原油近期轉為收斂整理，後續留意突破方向



資料來源：Bloomberg · 2024年1月19日

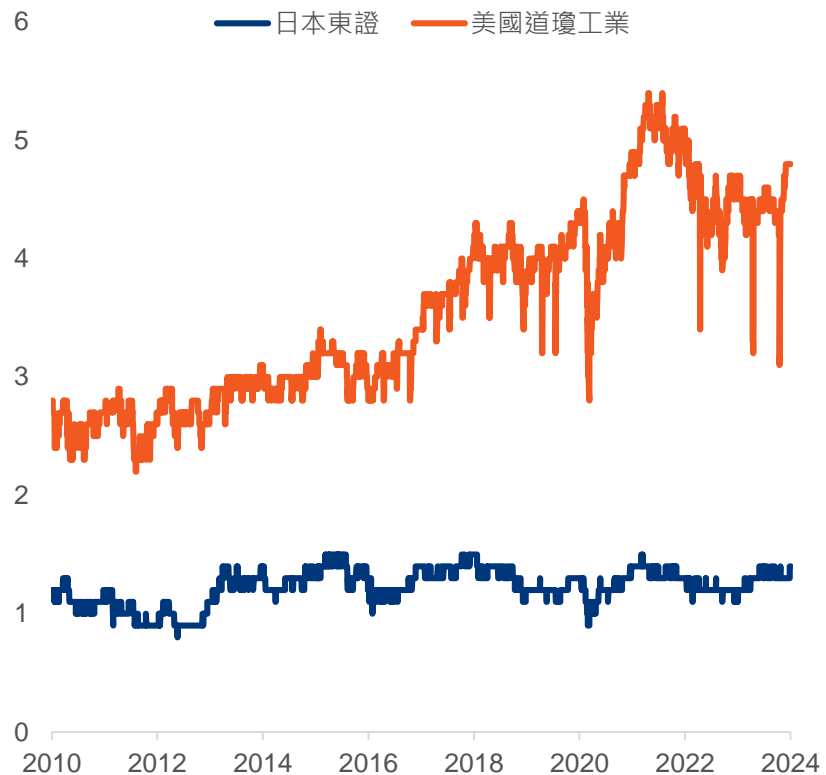
熱門議題

日本企業提出資本運用改善計畫，有助日股評價提升

- ▶ 東京證券交易所表示，目前約有40%的企業提出提高資本效率的業務計畫，且東京證券交易所持續向不願改變的公司施壓，希望促使現金充裕的公司提高股東回報，並幫助日本股市整體評價提升。後續東京證券交易所可能更進一步要求各企業，若想留在東京證券交易所，必須在公司治理層面有所改善。
- ▶ 目前交易所施壓範圍主要為成長型市場上市公司(小型新創公司)以外的所有公司，關注焦點為股票估值較低的公司，亦即P/B比率低於1的企業。目前約有近半日本上市企業交易價格低於帳面價值，而交易所對企業的施壓，已使不少P/B比率低於1的企業揭露改善計畫，對整體日本股市的評價面和基本面將有幫助。

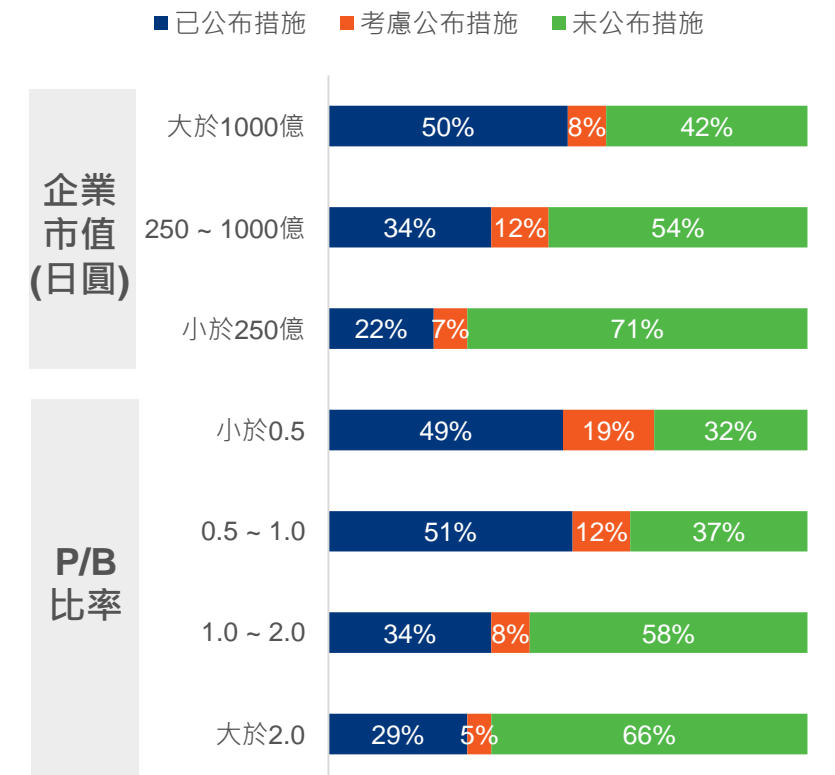
日本東證企業評價比率相較美股低許多

東證指數與道瓊工業指數P/B比率



許多日本企業已開始對資本效率提出改善計畫

日本企業提出資本效率改善計畫比例



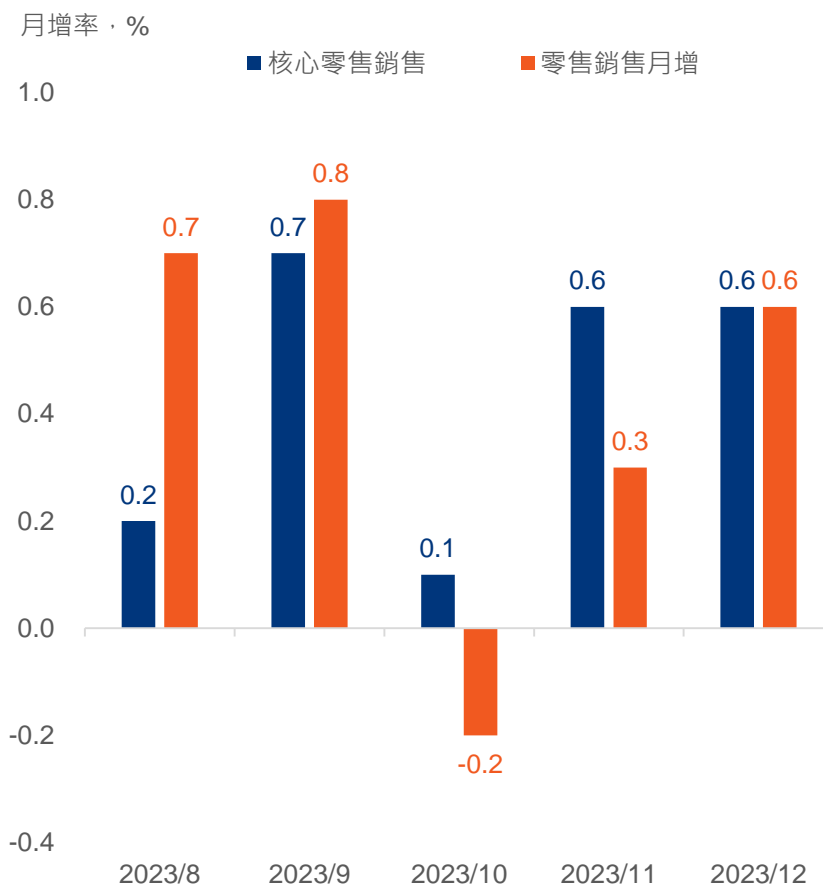
資料來源：Bloomberg(左圖)，日本東證交易所(右圖)，2024年1月15日

美國民眾消費謹慎，符合經濟軟著陸預測

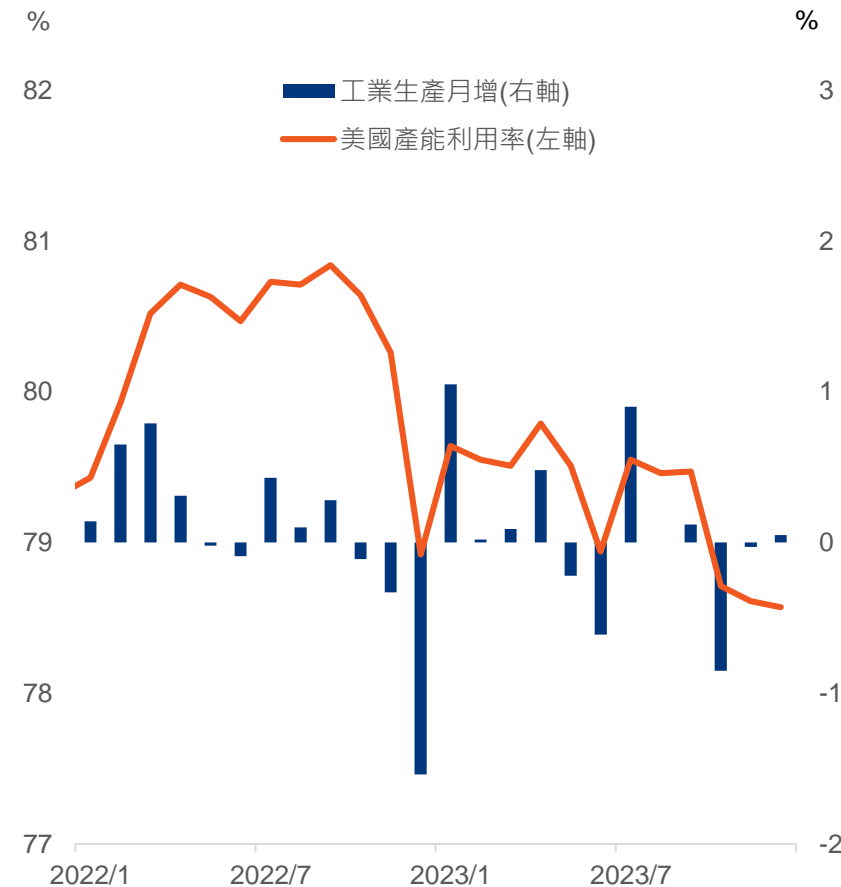
- ▶ 美國去年12月的核心零售銷售月增0.6%，高於預估值0.3%。其中，又以百貨公司的銷售最佳，銷售額月增3%，代表民眾在年終購物旺季時對促銷折扣買單；電商銷售年增9.7%，創近1年新高，加上汽車買氣亦佳，顯示美國即使在高利率環境下，內需動能穩健，經濟仍具韌性，壓抑市場對聯準會3月可能開始降息的預期，利率期貨對3月降息機率大幅下滑。
- ▶ 美國12月工業生產月增率0.1%，小幅優於預期值-0.1%，但產能利用率由78.61下滑至78.57，11月也遭下修，顯示製造業部門呈現放緩跡象，呼應1月紐約製造業指數由前值的-14.5下降至-43.7，創2020年5月以來最低。整體觀察，高利率讓民眾消費更趨謹慎，並壓抑生產活動，美國景氣持續呈軟著陸現象。

資料來源：Bloomberg

美國民眾去年年底消費旺季，熱度不減



美國製造業和工業生產呈現放緩

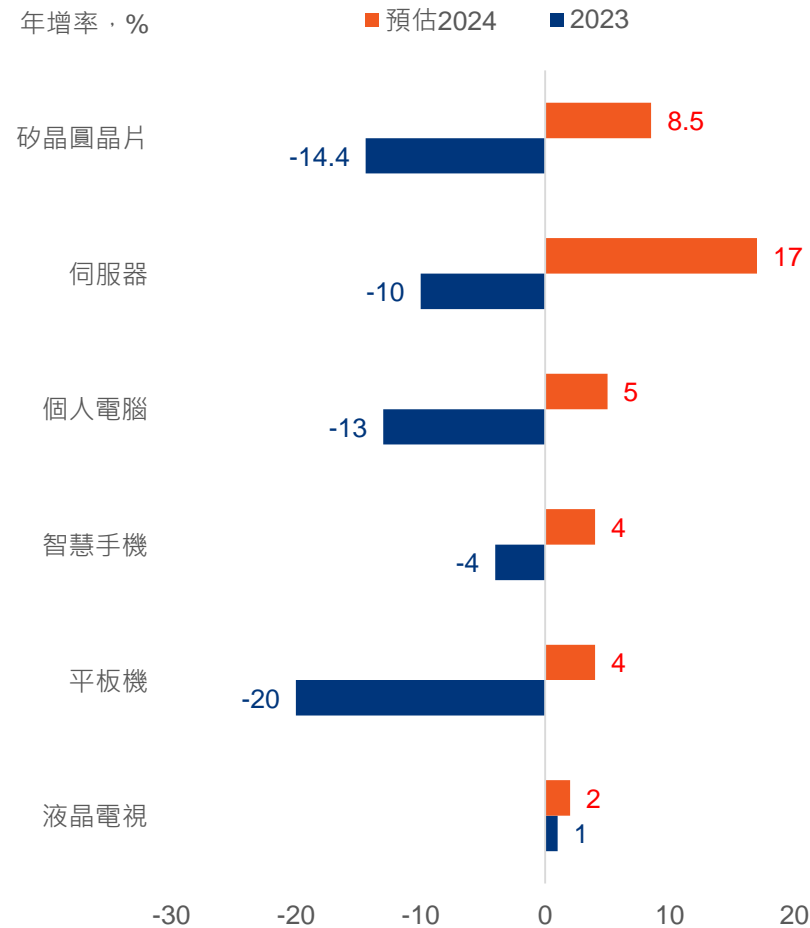


投資焦點

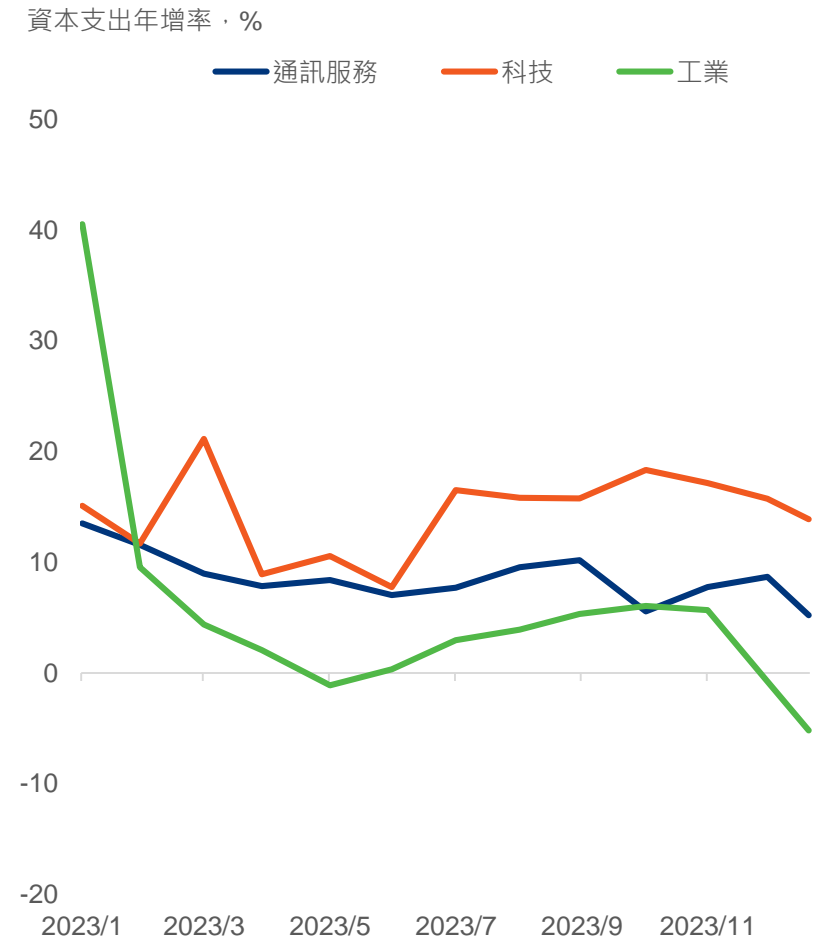
科技產品需求激增、資本支出成長，產業前景佳

- ▶ 因應AI人工智慧、高效能運算(HPC)、5G、汽車和工業等應用，晶片需求大增，而終端消費性電子產品，也因疫情爆發時的電腦、手機陸續進入換機週期，及部份消費性電子去庫存告一段落，使今年科技產品從上游到下游，預估出貨量將呈現正成長。今年全球晶片出貨量預期將年增8.5%，伺服器出貨可能雙位數上揚，科技產業預期今年可望持續溫和復甦。
- ▶ “No Capex, No Gain”，表示公司若看好未來企業前景，才會增加資本支出的投入，換取未來收益。隨者生成式AI發光發熱，企業對相關雲端、自動化、網路安全等需求大增，並持續投入資金。Gartner統計，今年全球資訊科技業的支出金額年增8%，遠大於其他產業，標普科技指數的資本支出保持雙位數成長，產業發展樂觀。

科技業從上游到終端需求，今年出貨量成長



科技業資本支出保持高速，對產業發展樂觀



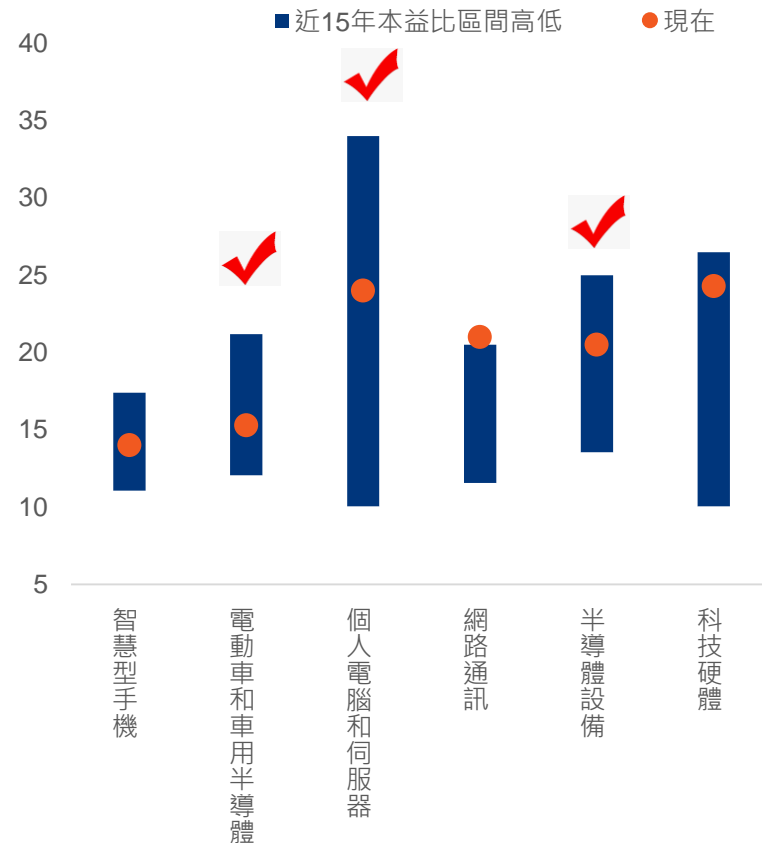
資料來源：IDC、Omdia、SEMI、Bloomberg

記憶體設備、AI伺服器需求旺，科技獲利底氣足

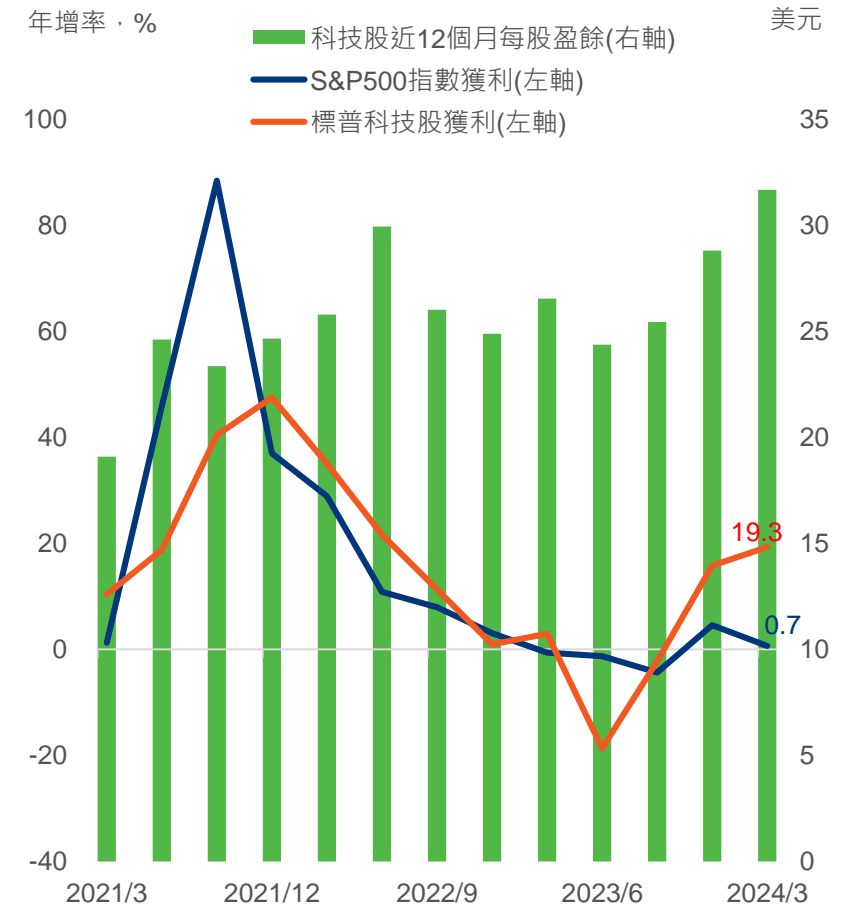
- ▶ 以科技產業項目細分，目前市場普遍看好的網路通訊、科技硬體，因股價大漲，本益比漸高，現評價處於歷史區間上緣，回調修正的機會漸增。而智慧型手機、車用半導體和伺服器的評價，仍處於近15年本益比區間的下緣，為較合理價位。綜合評價與前景展望，以伺服器、半導體設備和車用半導體，未來較具有上漲潛力，目前股價處於整理階段，短期可能有壓，逢第一季股價回檔、可分批漸布。
- ▶ AI發展趨勢明確，今年相關應用於PC、手機等仍將持續成長，帶動相關企業獲利看俏。近期雲端軟體巨擘微軟的市值，已超越蘋果成為全美第一，若以標普科技股的企業獲利年增率仍高達19.3%，全年獲利增速大幅優於整體標普500指數，近期科技股修正回檔，提供投資布局時機。

智慧型手機、類比晶片評價仍在歷史低谷

近15年本益比與目前評價



科技業的獲利遠高於整體美股



資料來源：凱基投顧、Bloomberg

科技長期發展趨勢不變，股市逢回提供進場時機

標的名稱	人工智慧與科技ETF (AIQ)	iShares擴展科技軟體類股ETF (IGV)	凱基雲端趨勢基金
商品風險等級	RR5	RR5	RR4
持股特色	布局全球，以成熟國家人工智慧題材的大型成長股為主，控制波動度	以大型知名軟體公司為主，在各自領域均占有領導地位，具備長期競爭力	投資於從事於雲端相關企業之有價證券，包含雲端應用軟體、雲端平台服務、雲端基礎設備等
規模	899.68(百萬美元)(2023/12/29)	7,482.03(百萬美元)(2023/12/29)	3.79億元(台幣)(2023/12/31)
今年來/ 近3年報酬	-1.25% / 13.20%	1.31% / 18.14%	2.53% / 33.41%
基準指數	Indxx Artificial Intelligence & Big Data Index	S&P North American Expanded Technology Software Index	-
產業分布	<ul style="list-style-type: none"> 1. 資訊技術 63% 2. 通訊服務 14% 3. 工業 11% 4. 非核心消費 10% 5. 醫療保健 1% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 應用軟體 64% 2. 系統軟體 33% 3. 互動居家服務 3% 4. 其他 1% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 半導體產品與設備 40.03% 2. 軟體與服務 30.31% 3. 技術硬體與設備 9.80% 4. 媒體及娛樂 4.21% 5. 非必需消費 2.76%
前5大持股	<ul style="list-style-type: none"> 1. 英特爾 3.59% 2. 奧多比系統公司 3.46% 3. Meta平台公司 3.39% 4. Alphabet公司 3.39% 5. ServiceNow公司 3.29% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 賽富時公司 8.67% 2. 微軟公司 8.24% 3. ADOBE公司 7.92% 4. 直覺軟體公司 7.41% 5. 甲骨文公司 7.13% 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 微軟 9.61% 2. 蘋果 8.33% 3. 輝達 7.56% 4. AMD 4.17% 5. 台積電 3.99%

資料來源：MoneyDJ，2024年1月19日；此表僅列較具代表性標的參考，投資人須考量自身風險承擔度條件，若需要更多資訊請上凱基證券官方網站/App查詢或洽詢您的服務專員

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通膨續降，就業保持韌性，部分經濟指標已出現放緩跡象。聯準會下調2024年及2025年利率預估，股市逢回布建，並以具基本面支撐的產業或中、大型股為參考。 ◆ 美股近期雖偶遇修正，但預期第一季仍有高點，2024全年美股仍有雙位數獲利年增率，長期配置部位，宜以優質龍頭股為主，並定期定額長期趨勢題材，非美地區的日本、印度可為部分衛星配置 	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、日本、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國10年期公債利率雖回彈，但美國升息循環告一段落，今年仍將降息避免經濟衰退，美債具配置價值，可把握利率上彈時，以短天期公債、高評等債鎖利，並增加長天期債券部位。 ◆ 全球景氣下行，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、高信評者更能抵禦景氣下滑、高利率環境的挑戰。 	<p>期間：中短天期債鎖高利，增加長債配置</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美元指數2024年第二季初將開始走弱，預期直到第四季才會慢慢穩定下來。 ◆ 日本央行雖維持利率不變，然官員維持鷹派言論，2024年上半年日本央行貨幣政策轉向可能性較高，美日利差若朝收窄發展，支持日圓存在升值機會。 	<p>美元短期高檔有撐，2024年第二季後趨貶</p>

重要數據

主要國家央行利率政策

央行	利率政策	公開市場操作	資產負債表佔GDP比重(%)
美國聯準會 (FED)	<p>政策利率：5.25% - 5.50%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/11)：維持利率不變</p>	<p>聯準會再次維持利率不變，基準利率保持在5.25%~5.5%，點陣圖下調2024及2025年利率預估，並表示不太可能再升息且降息是未來討論的議題，強調聯準會不會等到經濟衰退才降息。維持先前縮表計畫，每月減持公債與機構不動產抵押證券共950億美元。</p>	28%
歐洲中央銀行 (ECB)	<p>存款機制：4.00% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/10)：維持利率不變</p>	<p>歐洲央行暫停升息，表示近期通膨率雖降至接近2%水平，強調物價可能反覆升溫的風險，內部因而沒有討論降息議題。對2024及2025年的經濟成長率、通膨預期皆有下調。APP(資產購買計劃)的再投資已停止，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底，但2024年下半年將以每月平均減少75億歐元的速度來退出再投資計畫。</p>	51%
英格蘭銀行 (BoE)	<p>政策利率：5.25%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 最近會議(2023/11)：維持利率不變</p>	<p>英國央行維持利率不變，表示經濟仍疲軟，且預計從2024年初開始疲軟程度將加劇，然而通膨已如預期有所回落，將持續監測通膨壓力和整體經濟韌性的跡象。2023年9月會議通過將在12個月減少1,000億英鎊的公債資產規模。</p>	30%
日本銀行 (BoJ)	<p>政策利率：-0.10%</p> <p>最近會議(2023/12)：維持利率不變 前次會議(2023/10)：維持利率不變</p>	<p>將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，殖利率控制(YCC)放寬10年債的殖利率上限彈性允許至1%以上。維持購買股票ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持企業債持有規模在2兆日圓，逐步放寬至3兆日圓。</p>	134%

資料來源：Bloomberg

重要經濟數據 / 事件

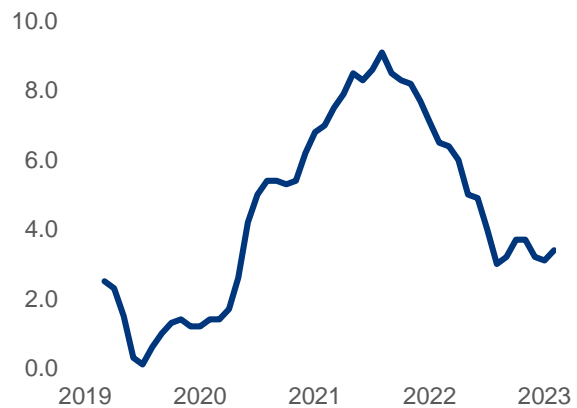
► Jan 2024

<p>15 Monday</p>	<p>16 Tuesday</p>	<p>17 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國第四季GDP年增率 (實際:5.2% 預估:5.3% 前值:4.9%) • 中國12月工業生產年增率 (實際:6.8% 預估:6.6% 前值:6.6%) • 歐元區12月CPI年增率 (實際:2.9% 預估:2.9% 前值:2.9%) • 歐元區12月核心CPI年增率 (實際:3.4% 預估:3.4% 前值:3.4%) • 美國12月零售銷售月增率 (實際:0.6% 預估:0.3% 前值:0.3%) • 美國12月工業生產指數月增率 (實際:0.1% 預估:-0.1% 前值:0.2%) 	<p>18 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月新屋開工 (實際:1.46M 預估:1.43M 前值:1.56M) 	<p>19 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月成屋銷售 (預估:3.84M 前值:3.82M)
<p>22 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月領先指標 (預估:-0.3% 前值:-0.5%) 	<p>23 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本央行利率會議 • 歐元區1月消費者信心指數初值 (預估:-14 前值:-15) 	<p>24 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國1月製造業PMI初值 (預估:48.0 前值:47.9) • 美國1月服務業PMI初值 (預估:51.0 前值:51.4) • Markit歐元區製造業採購經理人指數 (前期:44.4) • Markit歐元區服務業採購經理人指數 (前期:48.8) 	<p>25 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 歐洲央行利率會議 • 美國第四季GDP季增年率 (預估:1.9% 前值:4.9%) • 美國12月耐久財訂單月增率 (預估:1.0% 前值:5.4%) • 美國12月新屋銷售 (預估:650K 前值:590K) 	<p>26 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月個人所得月增率 (預估:0.3% 前值:0.4%) • 美國12月個人支出月增率 (預估:0.4% 前值:0.2%) • 美國12月PCE年增率 (預估:2.6% 前值:2.6%) • 美國12月核心PCE年增率 (預估:3.0% 前值:3.2%)

資料來源：Bloomberg

附錄

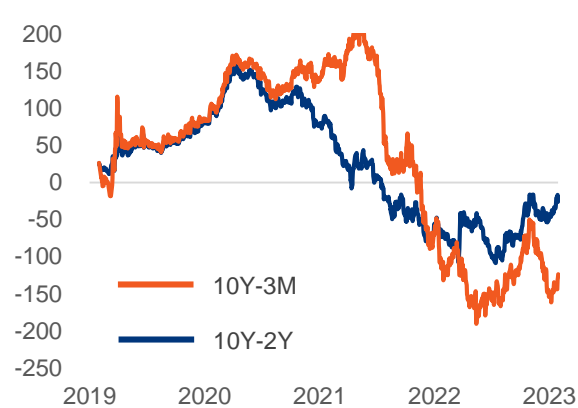
美國物價指數年增率(%)



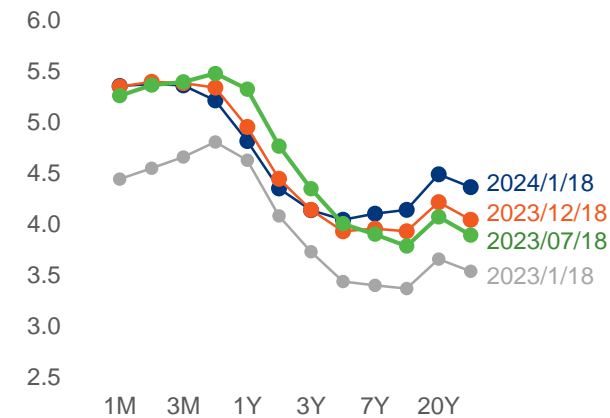
美國10年期公債殖利率(%)



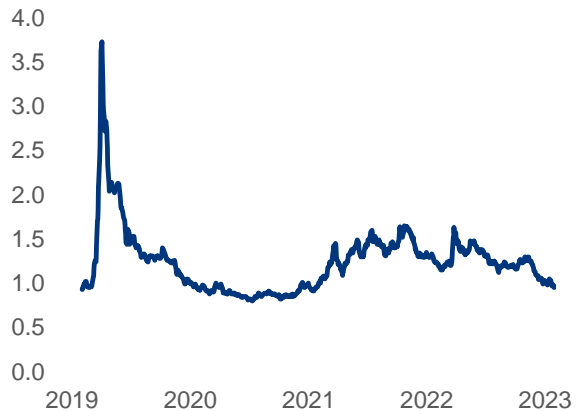
美國公債利差(bps)



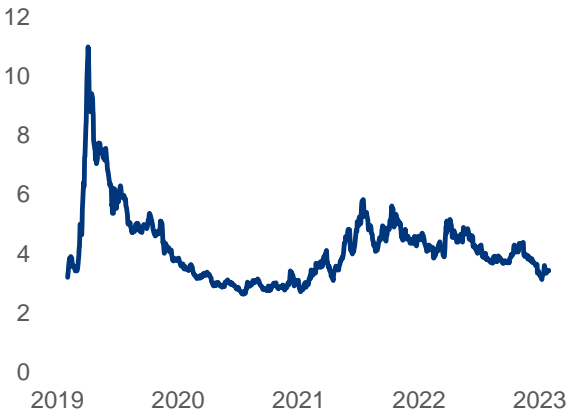
美國公債殖利率曲線(%)



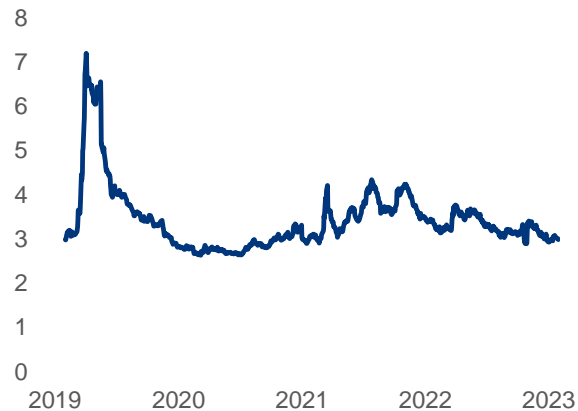
美元投資級公司債利差(%)



美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)

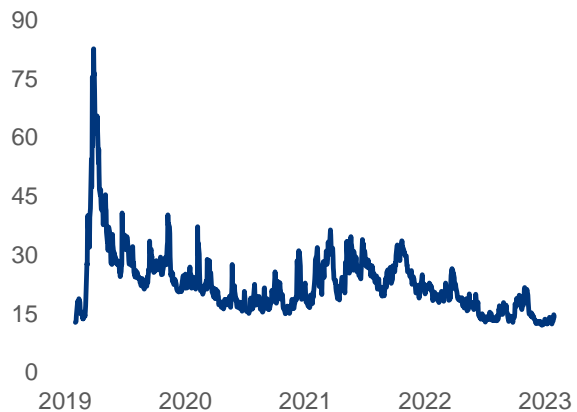


美元亞洲非投資級債利差(%)

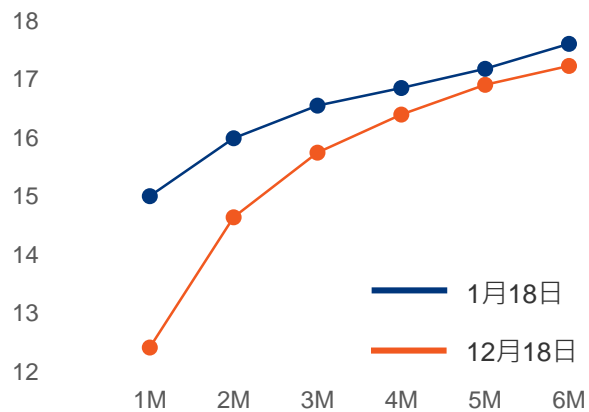


資料來源：Bloomberg · 2024年1月18日

VIX指數



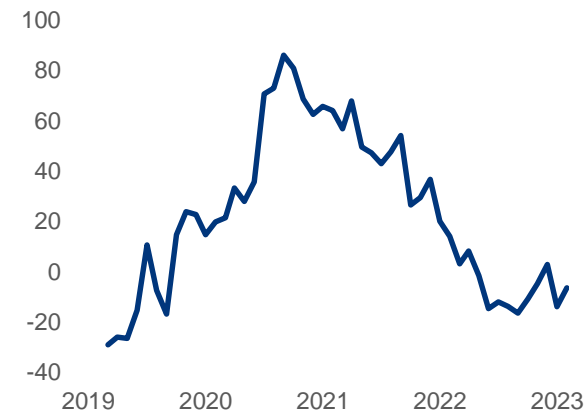
VIX期間結構



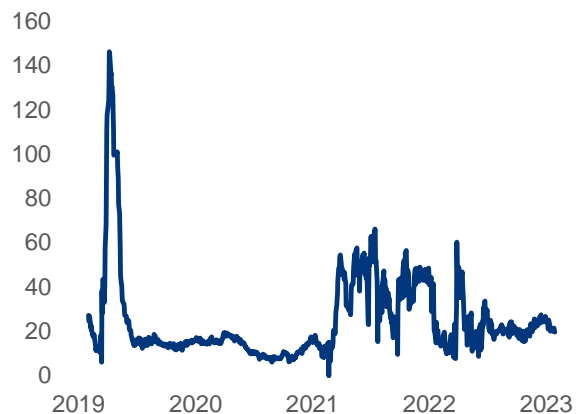
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通膨驚奇指數*



Ted利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg · 2024年1月18日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表景氣好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬開發金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。