



國泰世華銀行

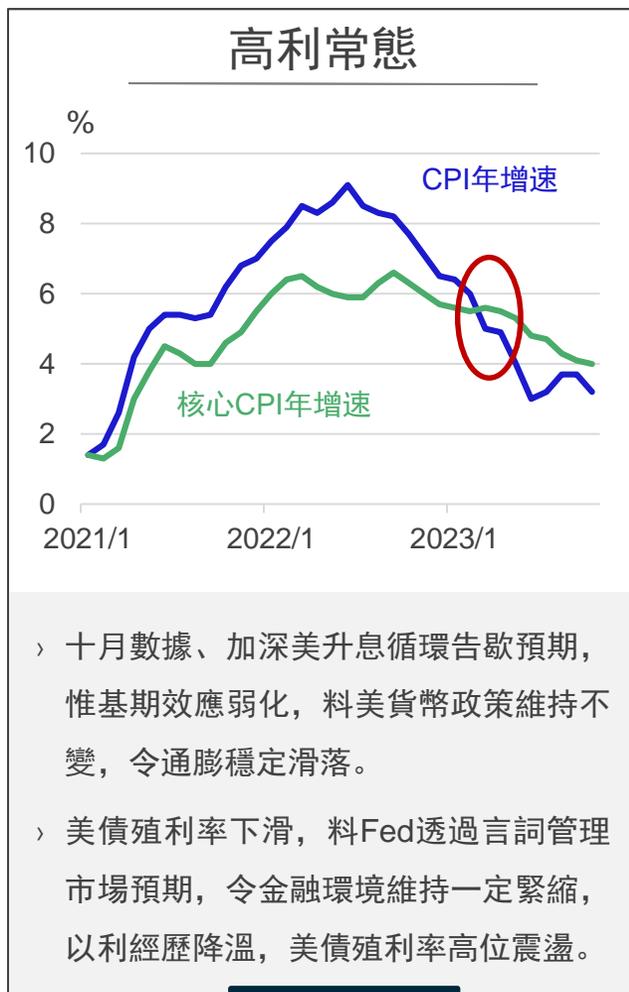
Cathay United Bank

2023年Q4投後分析

循環落底估值修復 價格先行彈性操作

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。

預期心理、數據驗證拉鋸，震盪向上留意回檔



資料來源：左、中：Bloomberg。右：國發會，2023/11/28。

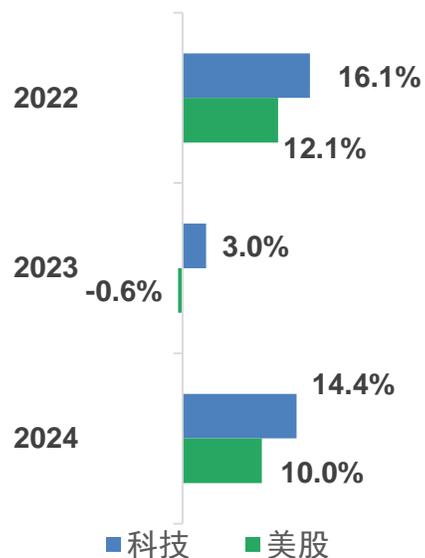
長線獲利趨勢未改，估值門檻漸添壓力

獲利引擎：疫情之故，大型科技公司取得產業領導地位，市佔擴大也推動淨利率，優於美股大盤。儘管通膨快速攀升，促使聯準會大幅升息、推升貸款成本，大型科技公司仍維持淨利率優勢。尤其在AI趨勢推進下，今年貢獻美股主要漲幅的七巨頭，明年預期仍將是獲利主要引擎，並有望向外擴散帶動科技股明年獲利成長。

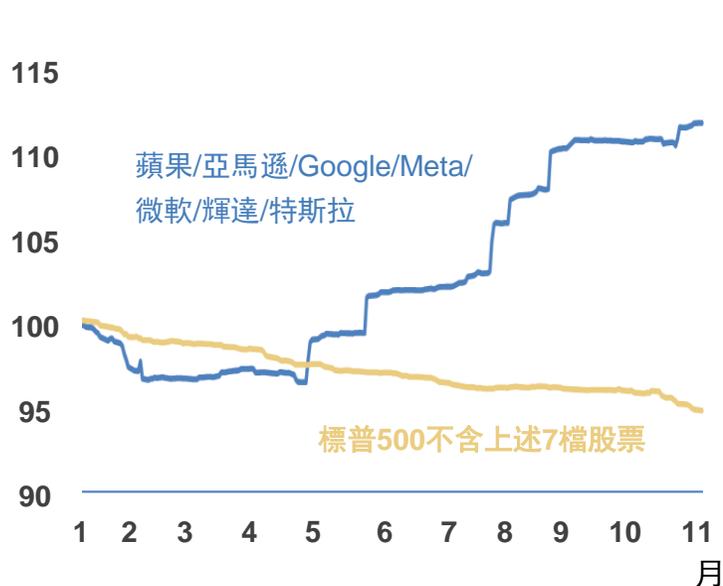
擴張壓力：不過，缺乏財政或貨幣政策助力，明年經濟成長溫和，即便是具成長性科技股，企業獲利暫難回到疫情前超高增速，加上近期估值回到過去十年峰值，美國公債殖利率短期高位震盪下，科技股估值擴張壓力漸增，股價波動放大。

科技股仍是獲利推動關鍵

獲利增率預估



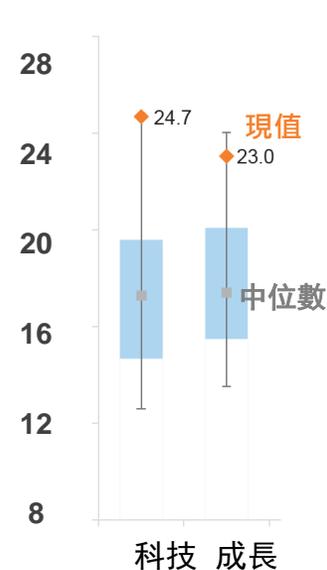
2024年淨利(Net Income)預估



資料來源：Bloomberg, 2023/11/24。摩根士丹利, 2023/11/15。標準化2023/1為100。

估值快速修復後遭逢壓力

前瞻本益比(十年)



四分位區間 | 高低值

資料來源：高盛, 2023/11/21。Bloomberg, 2023/11/24。

前瞻本益比與殖利率

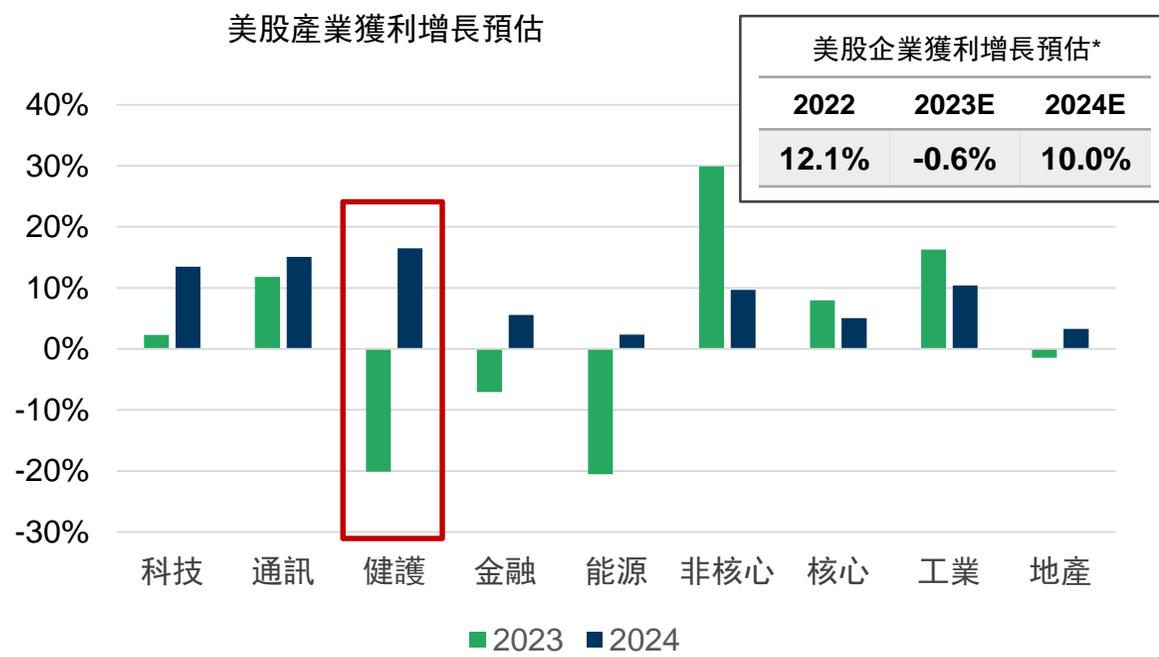


類股輪動易成常態，波動操作靈活運用

輪動：高利率、低增長環境，彭博預估美國企業明年獲利增速約一成。市場流動性下降，估值優先快速釋放的科技股，若缺乏更多強勁利多，資金可能快速流出，尋找今年評價不貴，明年獲利有望的其他產業龍頭股，例如：健護。類股輪動易成為常態，推升股市波動。

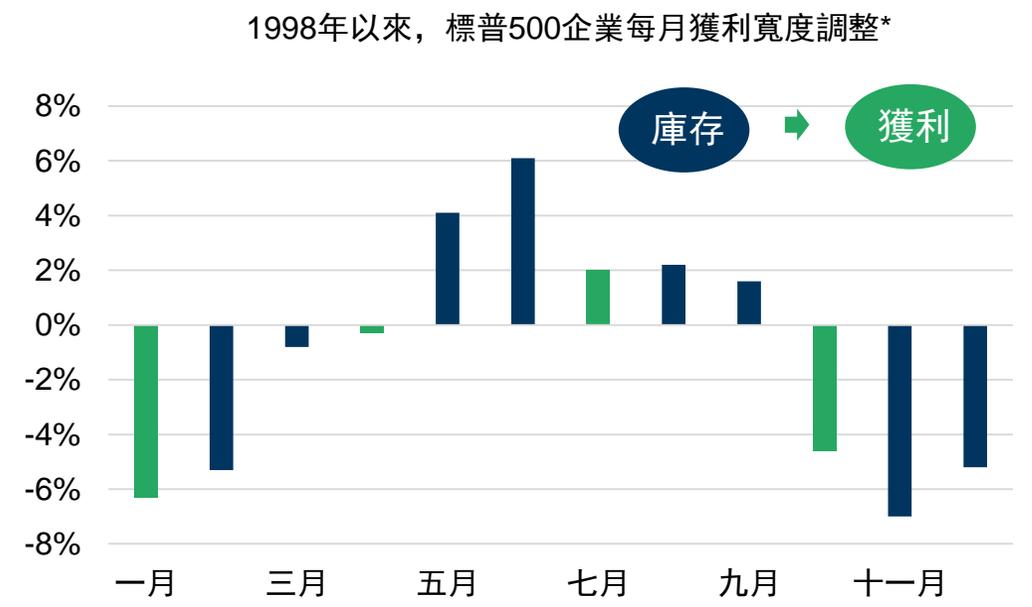
檢視：相比今年，將去庫存進度為市場關注半導體財報觀察重點，在循環落底，且生成式AI趨勢持續推進下，供應鏈訂單轉換營收實現與增長，可能成為明年財報季的關注方向，尤其，高階製程、封裝仍須等待產能，若進度未如預期、恐遞延生產營收。此外，AI應用商在初期擴張基礎建設下，高單價零組件支出易影響毛利，若適逢科技股快速上漲，股價易順勢拉回，配置上可搭配波段操作策略。

低增長，令估值成為壓力與機會



資料來源：Bloomberg。

見真章，每逢財報季反覆檢視



資料來源：摩根士丹利，2023/11/13。*(上調家數-下調家數)/總預估家數。

氛圍轉向，資金效應加持

資金：有別於今年第三季，外資大量進行獲利調節，不僅去化年初累積超過四千億台幣買超，同時轉向賣超、一度超過一千億。伴隨美國通膨數據下滑優於預期，美國升息循環告歇預期上升，美債殖利率下滑，國際股市氛圍轉佳，外資重新回補台股，加上各家投信募集高息ETF後，資金持續流入，大量被動式資金推動台股。

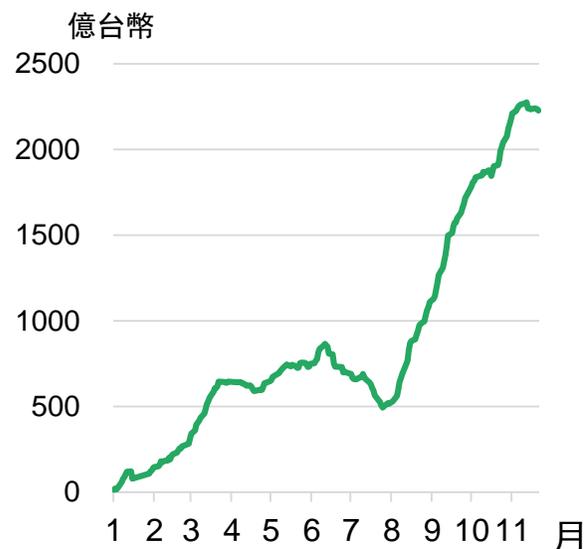
季節：第四季通常為台股表現傳統旺季，統計1990年以來，台股第四季正報酬機率超過六成，加上今年具選舉因素加持，也讓走勢有望持續往歷史新高進行挑戰。

氛圍轉向，動能加成

今年外資買/賣超台股累積金額



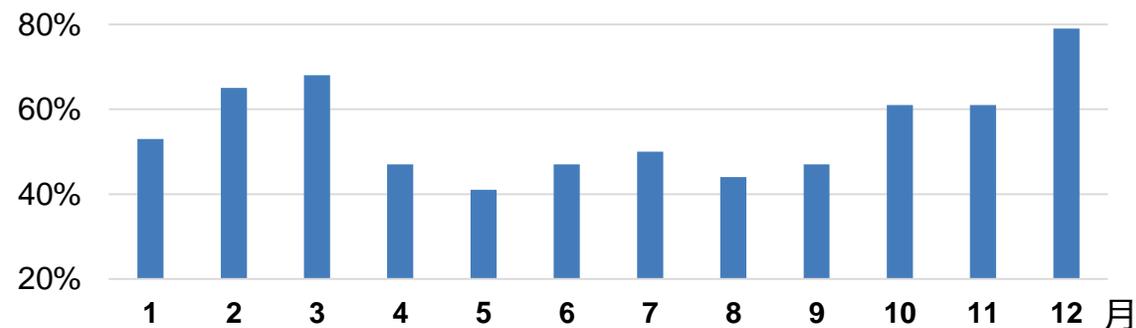
今年投信買超台股累積金額



資料來源：台灣證交所，統計截至2023/11/24。

季節效應，外來助力

1990年以來每月台股與正報酬機率



1990年以來每月台股平均報酬率

1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1.9%	2.8%	1.1%	0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.1%	-2.3%	-2.8%	0.0%	2.3%	3.9%

資料來源：Bloomberg，統計截至2023/10/31。

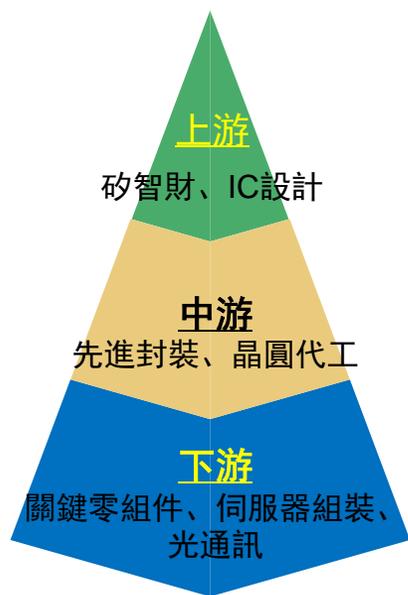
關鍵供應優勢，訂單轉營收受檢視

優勢：人工智慧 (AI)、物聯網 (IOT)、雲端運算等科技應用具長期成長趨勢，半導體扮演關鍵角色。因應高速運算與儲存，AI伺服器需求將大幅擴增，供給仍不足下，新規格零組件平均單價較傳統型更高，除GPU以外，台灣廠商皆有所涉獵與著墨。中美晶片禁令也加速了相對中階的晶片品牌競爭者加入，但台灣作為「代工」的角色相對不受影響，且更具彈性。

波動：展望明年AI伺服器出貨成長動能仍溫吞，供應商營收存在變數。如同今年對於半導體去庫存預估，持續滾動式調整，明年則將焦點轉向出貨與營收，股價已提前反應樂觀預期，快速大幅上升後，波動易放大，若營利缺乏亮點，易發生波段修正回落。

供應鏈優勢，營收展望樂觀

台灣涵蓋AI供應鏈



AI營收佔比預估

公司	產業	2023	2024
世芯	矽智財	70%	>70%
台積電	CoWos	6%	11-13%
金像電	PCB	4%	18%
奇鋐	散熱	4%	7%
緯穎	伺服器	7%	28%
廣達	伺服器	14%	28%

資料來源：摩根士丹利，2023/11/13。

滾動式檢視，預期校正回歸添波動

台股與台灣科技股獲利預估



資料來源：摩根大通，2023/10。以2022/2預估作為標準化100。

市場想法及投資建議



科技:估值 vs 前景

美國長天期公債殖利率下滑，成長股估值快速釋放，惟Fed維持政策不變，限縮利率下滑幅度，緩增長增添基本面雜音，科技股波動增、留意快速回升後回檔。



台股:季節性 vs 基本面

美國公債殖利率滑落，國際股市氛圍轉佳，外資重新回流亞洲，台股季節性行情助力，惟股價快速收復失土，且有望創歷史新高，基本面檢視恐添回檔壓力。

投資建議

價格先行、評價門檻，持倉高可彈性操作

財報季來臨前，年底旺季、財報空窗、Fed升息暫停，有利科技股、台股震盪向上，波段操作需控管水位。今年已布局、或過去一季加碼，科技與台股占投組比重高(超過半數)，且不耐震盪投資人，年底至2024年年初、財報季開啟前，可留意設定獲利調整目標，酌量調節。伺科技、台股修正，再將相關資金逢低布建，或透過定期定額長期投入。

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。