



台股市場投資策略

過往 Fed 結束升息至首度降息期間總是股債雙漲，我們此刻正處此情境

焦點內容

1. 過往 Fed 結束升息至首度降息期間總是股債雙漲，我們正處這樣的情境。
2. 製造業新訂單相對庫存比已連續 6 個月超過 1，意味補庫存方向明確。
3. 台股 2024 年首季高點挑戰 18,000 點、年底上看 2 萬點。

過往 Fed 結束升息至首度降息期間總是股債雙漲，我們相信本次也不會例外

最近一次(12/14)聯準會利率會議釋出超級鴿派前瞻指引，帶動市場預期聯準會將於 2024 年第 2 季正式展開降息，這也意味我們如今正處在升息觸頂至首度降息期間。回顧過往聯準會結束升息至首度降息的這段期間總是股債雙漲，意味資金行情確實有利市場做多氣氛，倘若過去經驗可以複製，我們應可樂觀期待本次的股債表現。1990 年代以來，我們總共歷經 6 次聯準會結束升息至首度降息的經驗，除了 2000 年網路泡沫泡滅造成當時股市(以 S&P 500 指數為代表)重挫 8% 之外，剩餘的 5 次均呈現大漲，其中最小漲幅達 12%，最大漲幅達 33%。同時在上述 6 次期間，10 年期美債殖利率均大幅下滑，最小跌點為 74 個基點，最大跌點達 220 個基點。

或許市場會擔憂本次降息預期所營造的資金行情恐已相當程度反映在近期的股債雙漲，惟若以今年 7 月 26 日為聯準會升息觸頂日來計算起點，截至目前股市(S&P 500 指數)漲幅僅 4.4%，美債殖利率亦僅維持 3.9% 附近，相對過往這段期間股市至少大漲 12%，殖利率至少下跌 74 個基點仍相去甚遠。

歷次 Fed 正式展開降息後的股市表現完全取決於經濟表現

儘管 Fed 結束升息至首度降息期間股市總是容易反映資金行情而大漲，惟在正式展開降息後的股市表現卻大異其趣，關鍵在於經濟的良窳。倘若經濟往軟著陸方向邁進，則降息後股市依然延續多頭軌道，諸如 1995 年與 1998 年；倘若經濟陷入衰退，則股市將由多翻空，諸如 1989 年、2001 年、2007 年。儘管部分人士擔憂美國經濟恐因聯準會把聯邦基金利率維持高位過久最終會打擊消費，並進一步拖累經濟陷入衰退，惟在本次聯準會若能盡早採取預防性降息，加上拜登政府維持擴張性財政下，我們對 2024 年美國經濟的基本情境預估為軟著陸，這也預告 2024 年降息後股市依然維持多頭走勢。

製造業新訂單相對庫存比已連續 6 個月超過 1，意味補庫存方向明確

或許受惠疫後報復性消費的服務性產業容易在 2024 年遭受升息打擊而出現降溫，惟歷經 1 年半以上庫存調整的製造業卻正準備迎來庫存回補週期的起點。截至目前，整體製造業的新訂單相對庫存的比值已連續 6 個月超過 1，意味訂單增加與庫存消耗的正面現象同步發生，這也預告未來 3~6 個月製造業活動將逐漸往擴張方向邁進，由此支撐台股多頭表現。

投資建議

過往 Fed 結束升息至首度降息期間總是股債雙漲，我們此刻正處這樣情境，由此支撐台股 2024 年首季高點挑戰 18,000 點、年底上看 2 萬點。推薦個股包含：台積電(2330)、台積電(2383)、世芯-KY(3661)、華通(2313)、雙鴻(3324)、勤誠(8210)、中興電(1513)、長榮航太(2645)、駐龍(4572)、中鼎(9933)、泓德能源(6873)。

圖 1：過往 Fed 結束升息至首度降息期間總是股債雙漲

歷次聯準會升息觸頂至首次降息期間的股價市變化

升息觸頂日	首次降息日	S&P500指數 (點)			10年期美債殖利率(%)		
		升息觸頂日	首次降息日	期間報酬率	升息觸頂日	首次降息日	期間變化
1989/2/24	1989/6/5	287	322	12%	9.4	8.4	(1.01)
1995/2/1	1995/7/6	470	554	18%	7.7	6.0	(1.63)
1997/3/25	1998/9/29	789	1,049	33%	6.8	4.6	(2.20)
2000/5/16	2001/1/3	1,466	1,348	-8%	6.4	5.2	(1.27)
2006/6/29	2007/9/18	1,273	1,520	19%	5.2	4.5	(0.72)
2018/12/19	2019/7/31	2,507	2,980	19%	2.8	2.0	(0.74)

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2：過往 Fed 結束升息至首度降息期間總容易營造股市資金行情

歷次聯準會升息觸頂至首次降息期間的台股與美股指數報酬率，百分比

升息觸頂日	首次降息日	台股指數	台灣科技股	S&P500指數	費半指數
1989/2/24	1989/6/5	33%		12%	
1995/2/1	1995/7/6	-13%		18%	78%
1997/3/25	1998/9/29	-12%	42%	33%	-16%
2000/5/16	2001/1/3	-44%	-51%	-8%	-36%
2006/6/29	2007/9/18	35%	36%	19%	12%
2018/12/19	2019/7/31	11%	14%	19%	37%

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3：過往 Fed 結束升息至首度降息期間總有利股市表現



附註：陰影區域為美國經濟衰退期間；紅色圈為 Fed 結束升息至首度降息期間
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4：過往 Fed 結束升息至首度降息期間總有利債市表現



附註：陰影區域為美國經濟衰退期間；紅色圈為 Fed 結束升息至首度降息期間
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：製造業新訂單相對庫存比已連續 6 個月超過 1，意味補庫存方向明確



附註：陰影區域為美國經濟衰退期間
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：製造業補庫存期間總伴隨股市維持多頭走勢



附註：陰影區域為美國經濟衰退期間
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7：我們看好台股 2024 年首季高點挑戰 18,000 點、年底則上看 2 萬點

台股 2024 年指數方向預測與多空因素

指數方向	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
利多因素	(1)PC與手機需求回溫 (2)製造業延續4Q23以來的庫存回補 (3)元月效應與總統大選前政策偏多 (4)蘋果發布新品 (5)上市櫃公司宣布配息政策	(1)Nvidia發布新版伺服器晶片B100 (2)中國安卓手機新品上市 (3)歐美央行依序啓動降息	(1)AI PC開始小量生產 (2)蘋果iPhone16支撐新品備貨 (3)大量現金股息釋出 (4)Intel發布新款伺服器平台Birch Stream	(1)AI PC開始放量 (2)市場對隔年PC換機潮的期待 (3)集團作帳季節性效應
利空因素	(1)台灣總統大選結果牽動兩岸關係 (2)企業2023年年報檢驗 (3)日本央行可能結束負利率	(1)終端需求進入淡季效應 (2)疫後報復性消費潮降溫 (3)穆迪重新檢視美債信評 (4)企業1Q24財報檢驗(5/15)	(1)企業2Q24財報檢驗(8/14) (2)現金股息蒸發指數	(1)美國總統大選前的不確定性 (2)企業3Q24財報檢驗(11/14)
高低點	18,000/17,000	17,600/17,000	17,500/16,600	20,000/17,400
季底收盤	17,400	17,100	17,400	19,800

資料來源：凱基整理

圖 8：台股評價比較

	Forward PB(倍)									Forward PE(倍)							
	未來1年	2023年	2024年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	未來1年	2023年	2024年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	
台股	1.80	1.96	1.75	1.70	1.60	1.61	2.28	0.95	17.86	20.12	16.83	14.90	14.83	17.11	21.73	8.80	
台股(扣除台積電)	1.48	1.61	1.44	1.39	1.38	1.46	2.22	0.89	18.17	20.71	17.66	14.49	14.78	15.97	22.71	8.06	

資料來源：凱基整理與預估

圖 9：推薦個股

公司名稱	代碼	投資評等	目標價		市價	股價	漲跌幅	每股盈餘(元)		本益比(倍)		股價淨值比(倍)		淨值報酬率(%)		現金殖利率(%)	
			(元)	(US\$mn)				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
台積電	2330 TT	增加持股	703.0	484,673	585.00	20.2	31.29	39.06	18.7	15.0	4.4	3.6	25.3	26.5	2.1	2.2	
台光電	2383 TT	增加持股	550.0	4,008	366.50	50.1	16.88	23.07	21.7	15.9	5.0	4.4	24.1	29.3	2.6	3.5	
世芯-KY	3661 TT	增加持股	3520.0	7,983	3365.00	4.6	44.75	70.36	75.2	47.8	16.0	12.7	23.6	32.3	0.7	1.1	
華通	2313 TT	增加持股	100.0	2,742	72.00	38.9	3.84	6.40	18.7	11.2	2.1	1.9	11.4	17.4	2.1	3.6	
雙鴻	3324 TT	增加持股	445.0	972	342.50	29.9	15.86	21.09	21.6	16.2	4.8	4.1	23.0	26.6	2.0	2.7	
勤誠	8210 TT	增加持股	265.0	1,006	261.00	1.5	7.75	14.73	33.7	17.7	5.9	5.1	18.2	30.6	1.5	2.9	
中興電	1513 TT	增加持股	135.0	1,889	117.50	14.9	3.86	8.46	30.5	13.9	3.4	2.9	12.6	22.8	2.1	4.7	
長榮航太	2645 TT	增加持股	157.0	1,322	110.50	42.1	5.00	5.23	22.1	21.1	3.8	3.7	17.0	17.7	4.3	4.5	
駐龍	4572 TT	增加持股	230.0	210	168.50	36.5	7.10	7.66	23.7	22.0	3.1	2.8	13.9	13.3	2.1	2.3	
中鼎	9933 TT	增加持股	53.0	1,082	42.20	25.6	2.46	3.55	17.2	11.9	1.9	1.8	11.0	15.5	4.7	6.7	
泓德能源	6873 TT	增加持股	162.0	393	123.00	31.7	7.10	11.72	17.3	10.5	2.3	2.0	16.1	20.8	3.3	4.9	

資料來源：凱基整理與預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。