



國泰世華銀行
Cathay United Bank

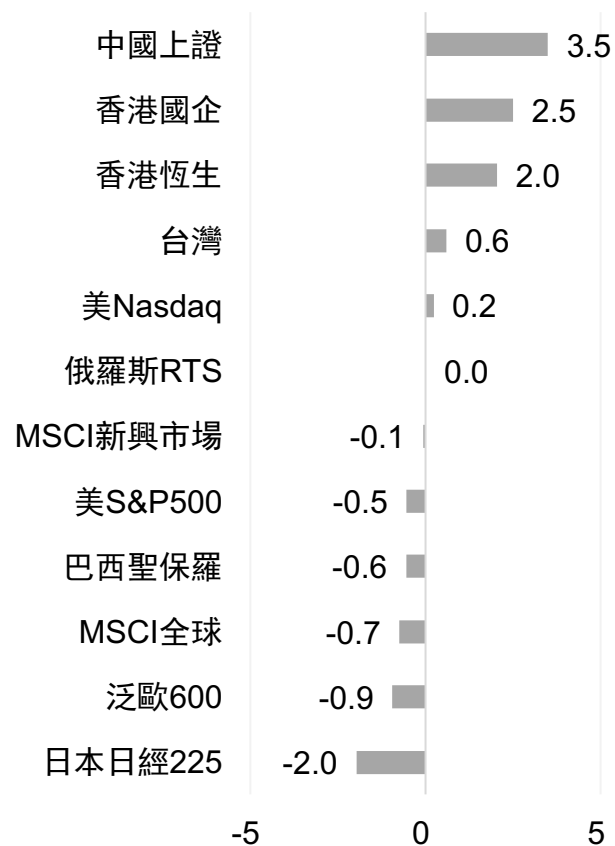
2024年10月25日

投資研究週報

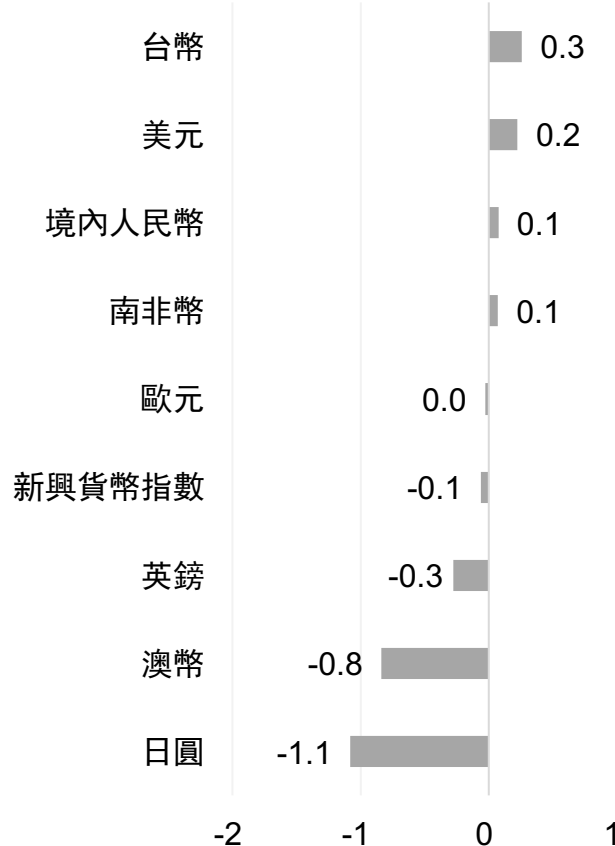
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

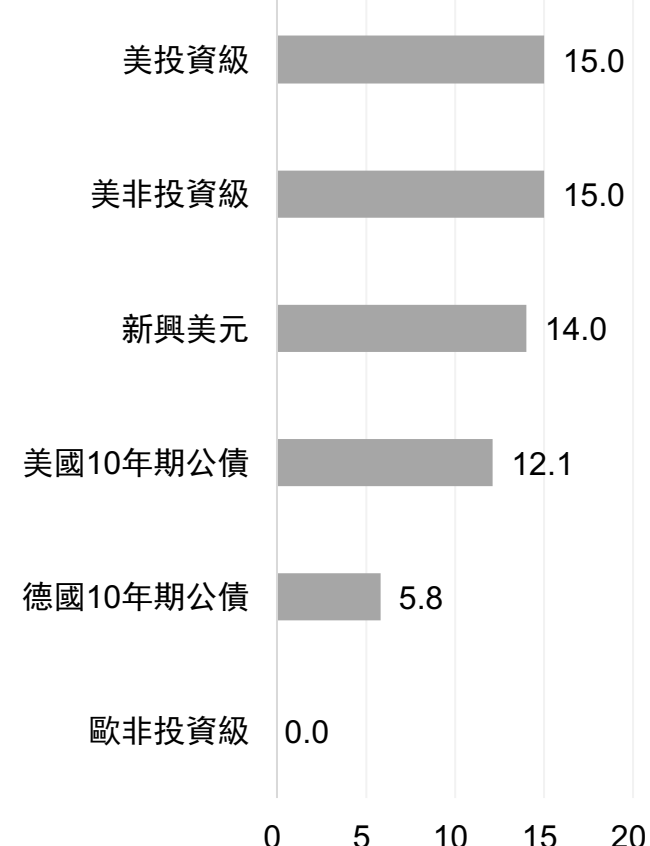
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/10/17- 2024/10/24。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- **美國總統大選倒數，不確定性仍高，留意股市波動放大：**美國總統鹿死誰手尚未可知，但美股似乎胸有成竹，指數連番創新高，需提防意外造成的波動。
- **「川普交易」再起、經濟強韌，推動利率反彈，Fed會改變降息路徑嗎：**製造業、服務業PMI數據呈現分化，實質利率偏高不利房地產、中小企業，Fed若對通膨有足夠信心，將維持降息步伐。
- **「輝積」都說AI需求瘋狂，股價能否續揚？要看這幾家公司法說：**輝達、台積電股價創天價，市值分別創下3.5兆及1兆美元新高紀錄，AI需求旺，雲端大廠仍在持續投資。

2) 後續關注焦點：

- **超級財報週：**谷歌(10/30)、微軟、亞馬遜、Meta(10/31)、蘋果(11/1)、輝達(11/14)；ISM製造業指數、非農就業(11/1)；美國總統大選(11/6)；FOMC會議(11/8)。

策略思維

- 1) **股市-短期波動難免：**美國總統大選及企業財報等不確定性，短期波動難避免，中期關注焦點移往2025年展望。下檔支撐轉強，可分批布局。
- 2) **債市-宜逢高鎖利：**聯準會維持降息步伐，11月仍以降息1碼的機率較高，市場對先前激進降息進行修正，長債殖利率反彈至近兩個月高點，宜逢高鎖利。
- 3) **匯市-美元指數高檔震盪：**美國降息有利美元轉弱，然各主要央行同步降息，將使美元指數高檔震盪。台幣則在美台利差擴大下偏弱，但Q4出口旺季仍有支撐，呈震盪走勢。



川普在主要搖擺州全面領先，勝選機率再度超前對手

美國總統大選倒數計時，鹿死誰手尚未可知，雖然兩位候選人在全國民調互有領先，但是若觀察6大搖擺州的民調，9月下旬以後全面由川普領先，雖然領先幅度在誤差範圍內，但是改變的趨勢明顯。在賭盤押注上，也可以看出川普勝選的機率從9月起緩步上升，10月更出現黃金交叉超越賀錦麗。

自川普的當選機率由9月回升以來，金融市場似乎同步反應相關題材，「川普交易」再度升溫，例如金融股上漲反應金融監管可能放鬆、10年公債殖利率上漲反應通膨偏升預期，美股創新高也可能是因為預期川普將延長企業減稅案。不過由於大選結果不確定性高，在選前及選後都有可能發生資金快速挪移的現象，宜提防意外發生的波動。

川普在6大搖擺州民調領先

州(選舉人票)	川普	賀錦麗	領先者	領先百分點
賓州(19)	47.9	47.1	川普領先	0.8
喬治亞(16)	48.8	47	川普領先	1.8
威斯康辛(10)	48	47.8	川普領先	0.2
密西根(15)	48.8	47.6	川普領先	1.2
亞利桑那(11)	49	47.4	川普領先	1.6
內華達(6)	47.7	46.9	川普領先	0.8

資料來源：RCP。

賭盤看好川普勝選，美10年債殖利率同步上升



註：賭盤採用PreditIt資料。
資料來源：Bloomberg。

「川普交易」甚囂塵上, 然而對於通膨和殖利率上升的預期可能來自刻板印象?

川普政策主打增加美國民眾就業, 除了鼓吹製造業回流美國, 貿易關稅也是川普慣用的武器, 一旦川普當選恐引發非美市場波動, 甚至使得供應鏈重新洗牌。而其他包括移民、地緣政治等議題, 與現任拜登政府及民主黨候選人賀錦麗都有所不同。

市場預期川普政府將推行減稅、增加基礎設施投資、放寬金融監管和採取貿易保護主義, 將推升通膨上揚, 進一步使得殖利率走高, 然而在川普第一個任期結束時, 通膨和美國10年期公債殖利率甚至低於川普上任時, 顯示這樣的預期心理未必反應在現實。

川普與賀錦麗主要政策差異

候選人	主要政策	影響	受惠/受害
川普	提高關稅	供應鏈轉移	非美市場波動
	緊縮移民	缺工再起	通膨、利率偏升
	延長企業減稅案	企業獲利提升	有利美股
	放鬆金融監管	金融業成本降	有利金融股
	反對軍援烏克蘭	推動烏俄和談	不利軍工股
賀錦麗	小型企業減稅	降低創業成本	有利小型股
	支持綠能	增加補助	有利綠能概念股

資料來源：國泰世華銀行彙整。

川普首屆任期的通膨和殖利率並未明顯上升



資料來源：Bloomberg。

長期而言，殖利率走勢主要仍受Fed貨幣政策影響

市場預期川普將大量舉債以擴大財政支出，國債的增加將推升公債殖利率進一步反彈，不過若觀察美國政府債務佔GDP比例，自2008年金融海嘯時期即開始大量增加，新冠疫情期間更直線飆升，長期呈現上揚趨勢，但美國10年期公債殖利率則隨聯準會寬鬆政策而呈現大幅走低，直到2022年大幅升息才中止殖利率走降趨勢。

由聯邦基金利率及美國10年期公債殖利率走勢來看，Fed貨幣政策才是決定殖利率走向的主要原因。雖然近期經濟強於預期，也有Fed部分官員認為不應過快降息，但政策寬鬆的大方向並未扭轉，漸進式的降息步伐將帶動長線殖利率逐步下滑。

美國債務長期走高過程中並未推升殖利率上揚



資料來源: Bloomberg。

美國10年債殖利率走勢主要仍受Fed貨幣政策影響



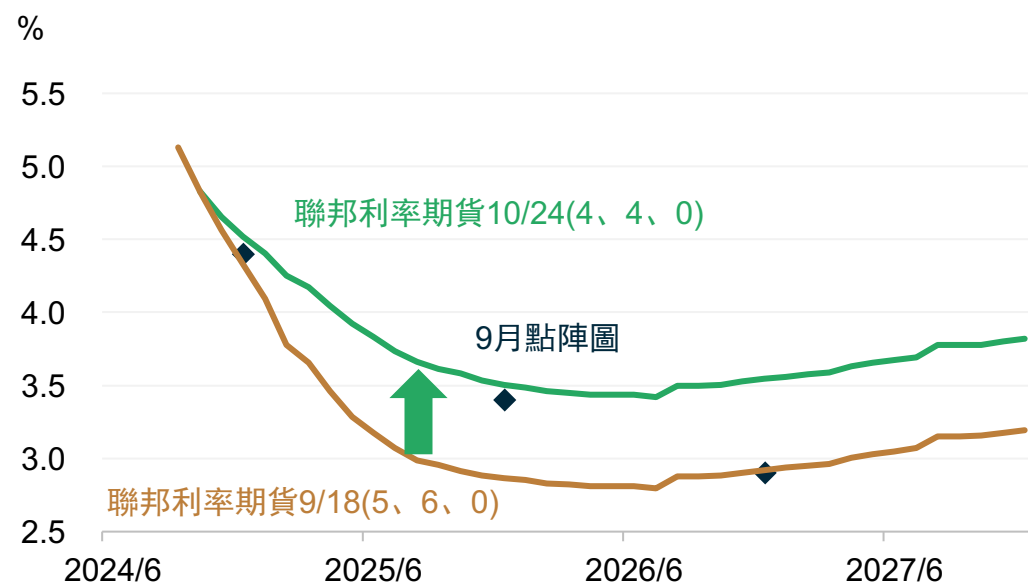
資料來源: Bloomberg。

降息預期的大幅修正影響近期殖利率走勢

聯準會在9月降息2碼後，市場對於後續降息的路徑出現較大修正，主要是因為非農數據優於預期，硬著陸風險大幅下降，也推動10年公債殖利率強勁反彈。甚至市場可能有這樣的疑問--在經濟表現強韌、美股創新高的同時，有必要急於降息嗎？

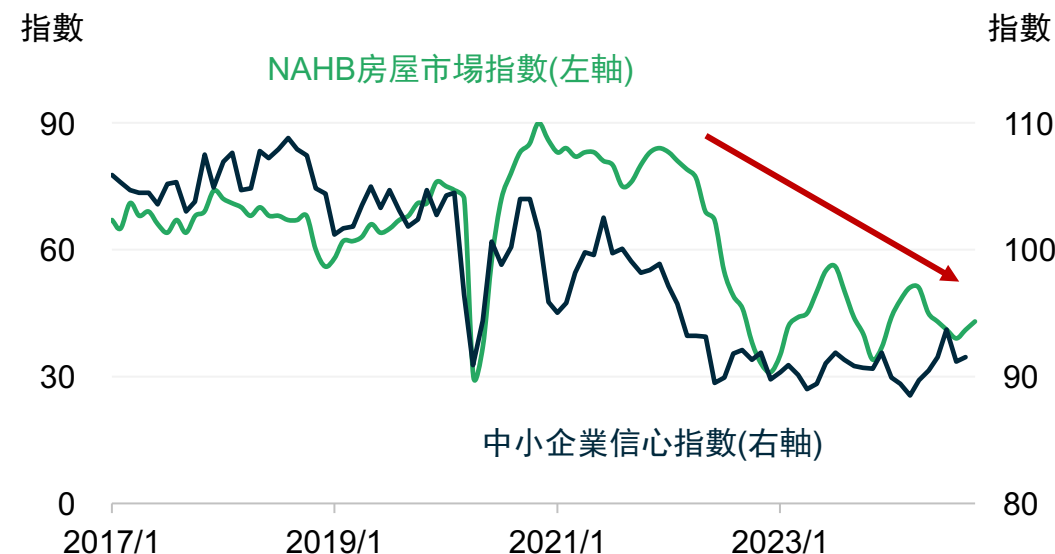
鮑爾曾提過目前實質利率水準已對經濟有壓抑的效果，如今實質利率仍高達2.15%，仍處於相對緊縮的狀態。雖然整體美國經濟具有韌性，但對於利率敏感的房地產和中小企業，景氣仍在疫情以來相對低檔，顯示景氣分化明顯，Fed適度放寬貨幣政策應屬合理。

降息預期的大幅修正影響近期殖利率走勢



資料來源：Bloomberg。

高利率壓抑房地產及中小企業景氣



註：NAHB房屋市場指數由美國全國住房營建商協會每月根據400份建商成員的調查回覆編製而成，指數高代表景氣看好。

資料來源：Bloomberg。

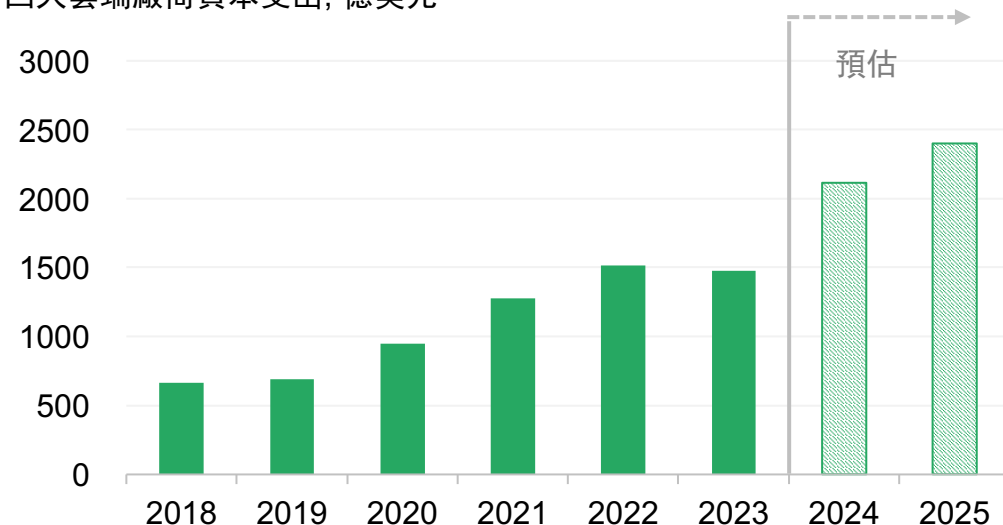
輝達、台積電創新高，科技巨頭投資持續推升AI晶片需求

輝達新款晶片Blackwell出貨在即，執行長黃仁勳說AI需求瘋狂，訂單排到2026年，再度引爆市場樂觀情緒，台積電法說同步證實AI訂單供不應求，也讓兩家公司股價再創新高，市值分別突破3.5兆和1兆美元。

AI投資主要集中在幾家雲端服務大廠，分別是微軟、亞馬遜、谷歌、Meta，在接下來的業績發表會，這幾家公司的資本支出也是市場關注焦點，將牽動AI相關族群漲跌。若以這幾家公司的資本支出佔EBITA比重觀察，資本支出金額雖創高，但佔比卻與疫情前相差不多，在獲利成長的前提之下，對於AI的投資應不至於會曇花一現。

四大雲端廠商延續高額資本支出

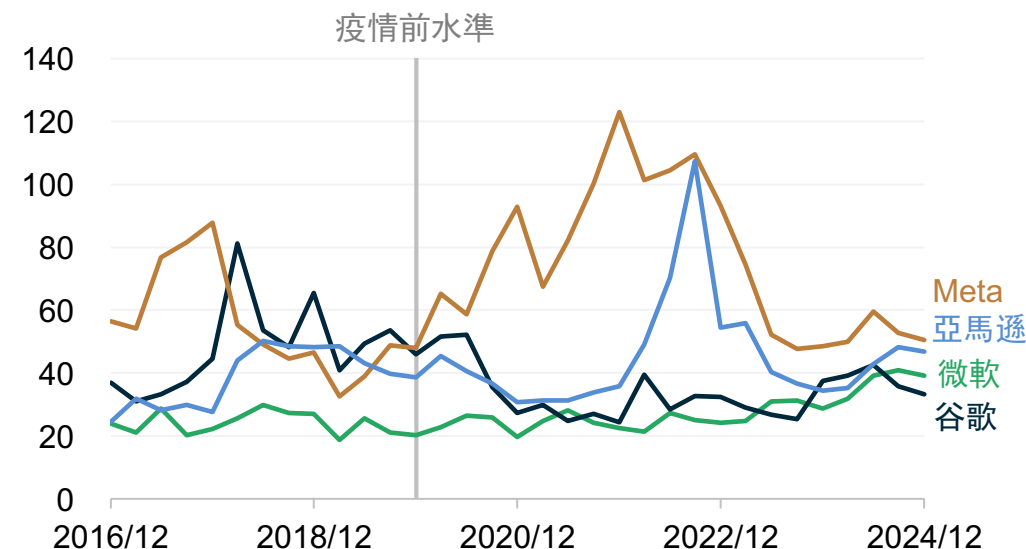
四大雲端廠商資本支出，億美元



註：四大雲端廠商為微軟、亞馬遜、谷歌、Meta。
資料來源：Bloomberg預估。

科技巨頭資本支出佔EBITA比重與疫情前相當

資本支出佔EBITA, %



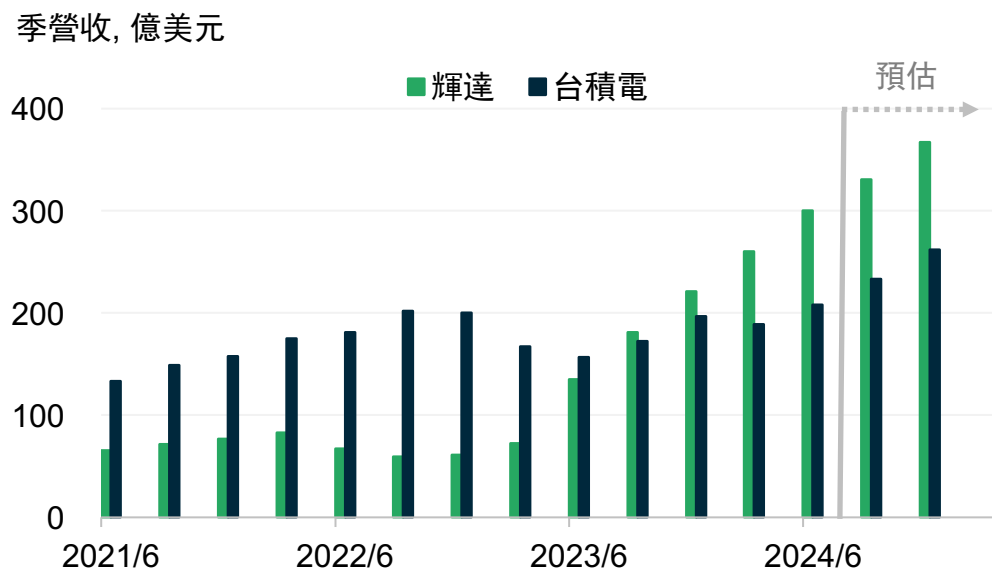
資料來源：Bloomberg。

AI展望雖樂觀, 評價高檔恐使股價震盪, 宜逢低分批布局

輝達、台積電受惠AI需求快速成長, 營收逐季創新高, 並有望延續至2025年。在2023Q1時, 輝達營收還不到台積電的一半, 但2023Q3時已超越台積電, 輝達的爆發性成長令市場驚訝, 也擔心高基期能否持續, 若觀察輝達布局, 可發現除了GPU製造與台積電緊密合作之外, 在AI伺服器的生產與美超微、戴爾, 以及鴻海、廣達等台廠協力開發, 甚至協助數據中心的建置。在運算平台和程式設計模型--CUDA更長期具有獨家優勢, 近期更與雲端業者Lambda Labs合作提供雲端服務, 甚至開發大語言模型Nemotron-4, 成為完整AI服務供應商的企圖心十分明顯。

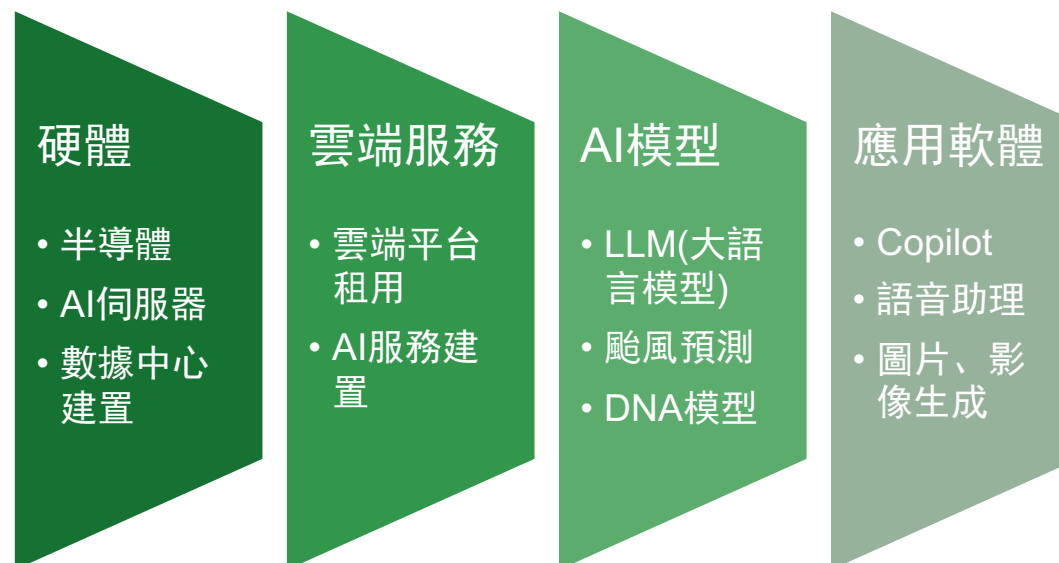
AI相關股價漲勢驚人, 市場對於未來的展望也已十分樂觀, 接下來則是觀察AI需求能否進一步成長, 重點應是在下游軟體應用的增加和普及。本益比來到高檔的同時, 相關股價的表現可能出現震盪走勢, 宜逢低分批布局。

兩大半導體巨頭營收走勢



資料來源: Bloomberg預估。

隨著軟體應用增加, 上游AI需求延續成長趨勢



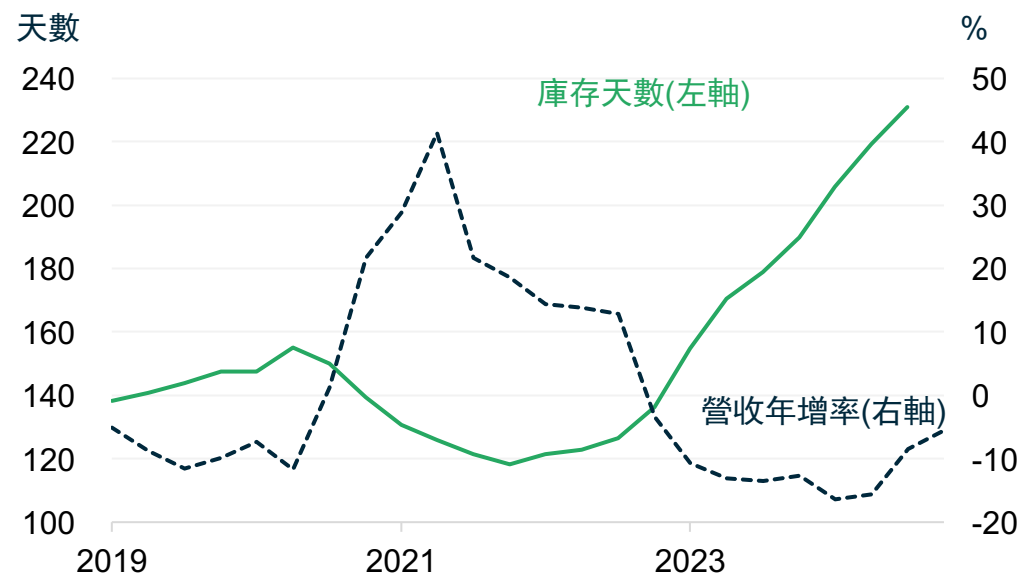
資料來源: 國泰世華銀行彙整。

美股 德州儀器財報支持復甦，但復甦不均且偏緩

有半導體風向球之稱的德州儀器公布Q3財報，由於工業及車用市場持續面臨壓力，使得營收年減8%至41.5億美元，庫存週轉天數持續攀高至231天。展望Q4，工業需求仍舊偏弱，預期營收介於37-40億美元(-9%~-2%)，不如市場預期。

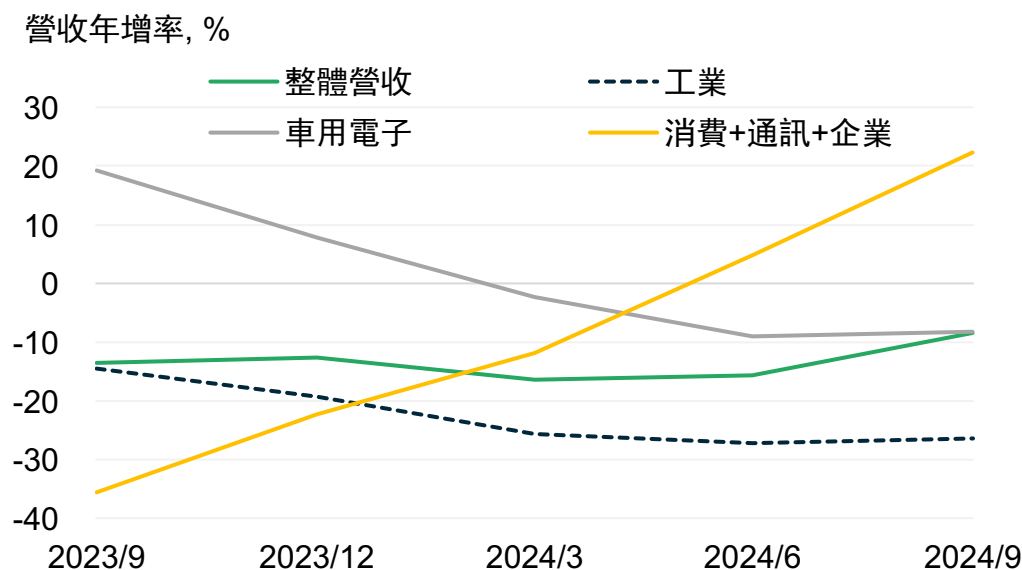
就各產業狀況而言，雖然工業需求依舊疲弱，不過，消費性電子、通訊及企業服務等半導體需求，卻明顯升溫，年增率逾2成，凸顯產業復甦不均狀況。另外，就車市而言，中國車市的半導體需求有所改善，但中國以外的車用半導體依舊疲弱。

德州儀器銷售雖改善，但力度偏弱且庫存偏高



資料來源：Bloomberg。

各產業回升速度不一



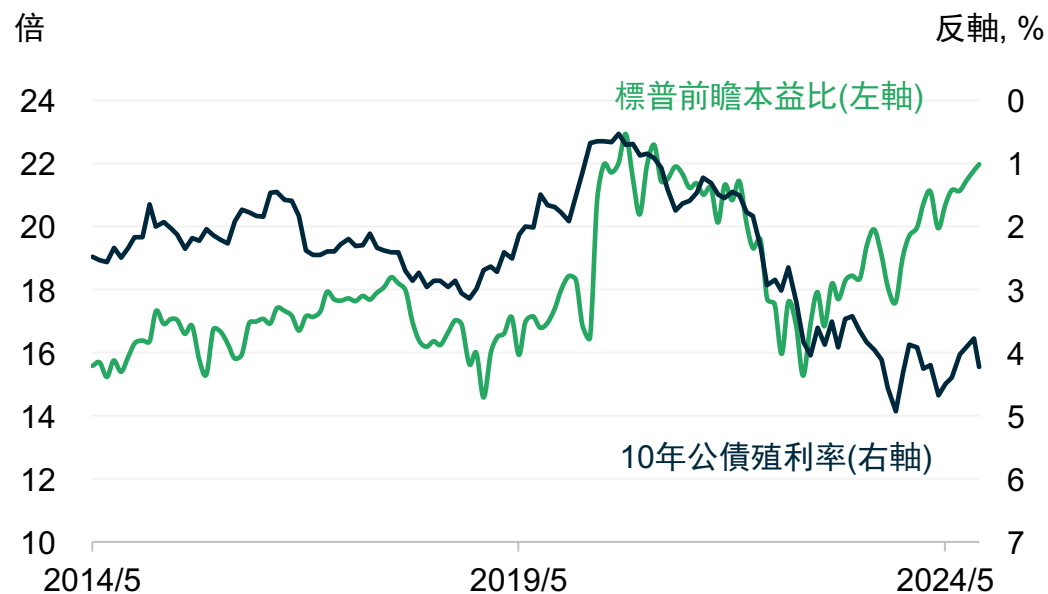
資料來源：Bloomberg, 德州儀器法說會。

美股 評價偏高, 選股不侷限科技股, 宜多元分散

美股在降息後持續走高, 一方面反應寬鬆預期, 一方面也代表經濟仍具有韌性。不過若觀察目前標普前瞻本益比高達22倍, 已接近2021年高點的位置, 雖然Fed將延續降息步調, 市場資金面持續走向寬鬆, 但在沒有QE的情形下, 目前本益比似難再進一步提升, 也使得股價難以大幅上漲。

股價漲勢受限的情況也顯示在大型科技巨頭上, 科技七雄今年以來引領大盤漲幅, 但自7月以來的表現反而落後標普500指數不含科技七雄的表現, 一方面科技七雄的獲利成長性已反應在股價上, 且成長性將因為高基期由高成長轉為趨緩, 這時不如將更多目光放在非科技巨頭的股價表現上, 由於製造業景氣在低檔, 再壞情況有限, 非科技股的表現已提前反應景氣落底, 未來隨著降息帶動景氣翻揚, 可望使得漲勢更加分散於各產業。

美股提前反應寬鬆預期, 但評價已近2021年高點



資料來源: Bloomberg。

標普創新高, 科技七雄並未創新高

標準化, 2024/7=100



註: 科技7雄包括蘋果、輝達、微軟、谷歌、亞馬遜、Meta、特斯拉。

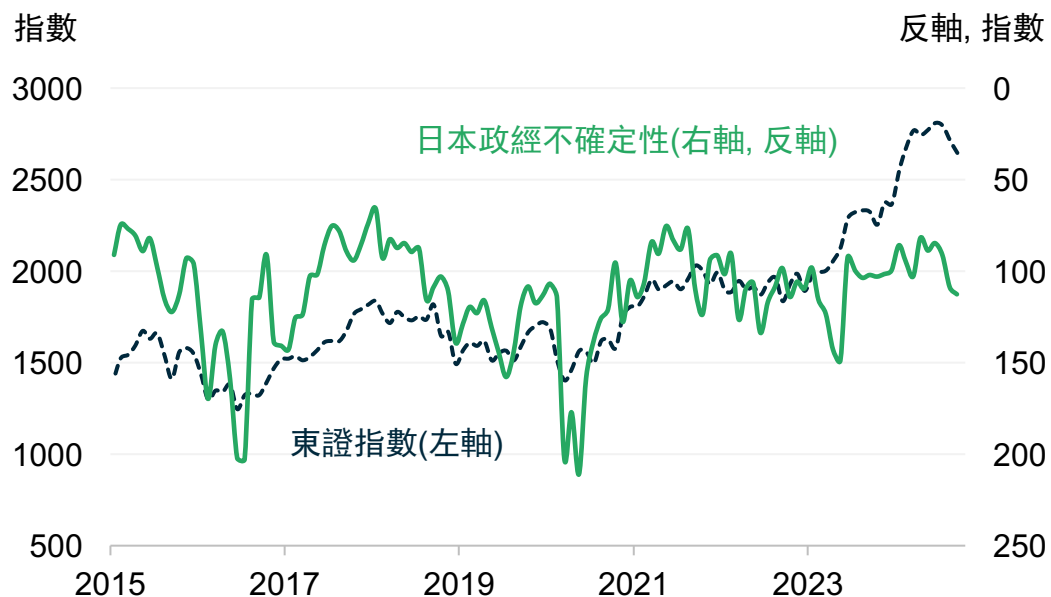
資料來源: Bloomberg。

日本 政治及製造業不確定性疑慮，日股料維持區間格局

因日、美兩國接續進行大選，政經不確定性升溫使投資人動作謹慎，日股10月以來狹幅震盪。日本眾議院大選於10/27投開票，民調結果對執政聯盟不利，若聯盟席次無法過半，恐添日股回調壓力；在美國方面，總統選情持續膠著，隨著石破茂對升息態度轉變，需留意大選結果影響日圓走勢。

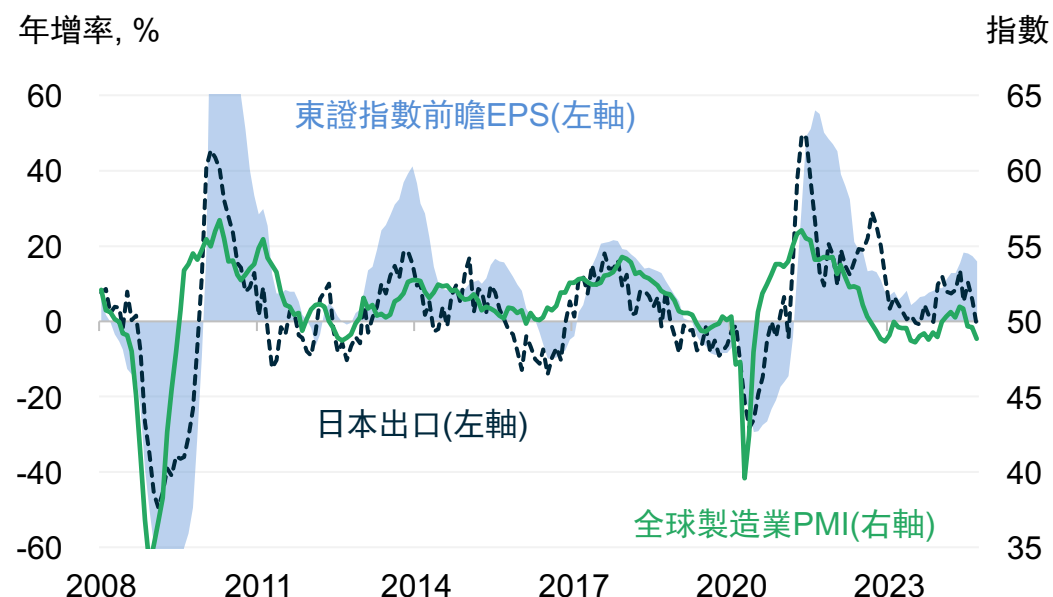
日本短期面臨1)政策前景能見度低，2)出口增速放緩影響，指數陷入橫盤整理，往年底看，政治因素在日本國內改選、美國大選結束後逐漸淡化，投資人焦點也轉回企業獲利狀況，考量**實質工資上漲支持民眾消費，2025年企業獲利有望穩健成長，加上東證指數前瞻本益比僅14.2倍，低於10年平均及5年平均，預期日股中長線緩步走升，惟全球製造業復甦緩慢，出口型企業短期遭受壓抑，年底前日股料維持區間格局。**

日本眾議院改選，政經不確定性使投資人持觀望態度



資料來源：Bloomberg。

全球製造業疲弱，影響企業獲利增長步伐



資料來源：Bloomberg, JP Morgan。

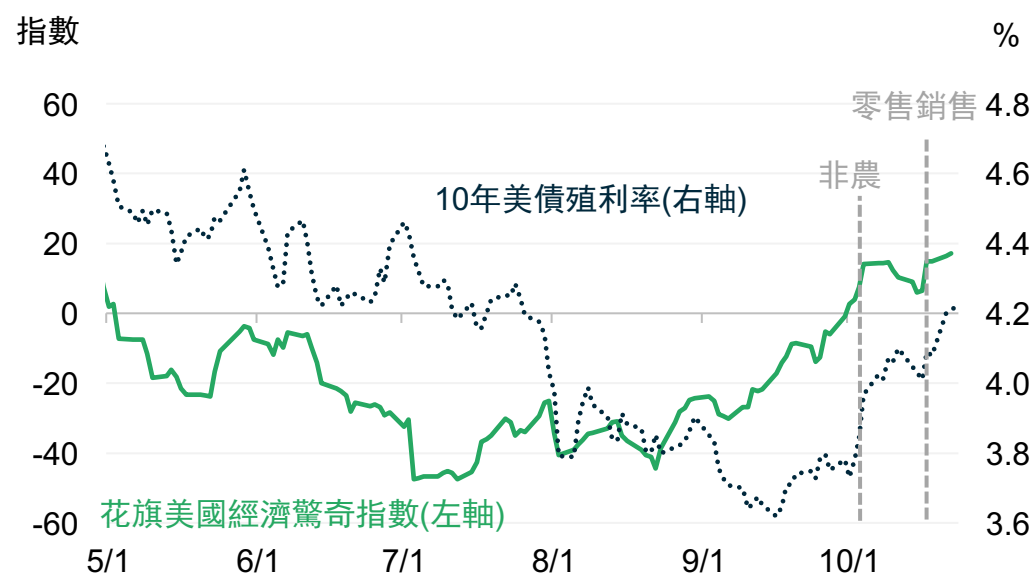
美債 短線殖利率反彈，應視為高利尾聲下的布債良機

短線利率偏高震盪：1)經濟數據穩健，非農新增25.4萬、零售銷售月增0.4%，除了強化市場對軟著陸的預期外，更削弱Fed單月降2碼的必要性；2)美國總統大選在即，川普聲勢升高，若其上任後，關稅政策恐引發通膨升溫，帶動市場「Reflation Trade」再起。**10年債殖利率於4.2%位階徘徊。**

長線利率緩步降溫：美國衰退風險下降，不過，預期Fed將維持政策寬鬆路徑，料**11、12月各降息1碼**，**明年的降息幅度視數據變化而定**。現階段**貨幣政策仍具限制性**，目前美國實質利率約為2.15%(基準利率4.83%-核心PCE年增2.68%)，仍大於HLW模型預估的中性利率0.74%，貨幣政策過於緊縮恐過度傷害實體經濟。

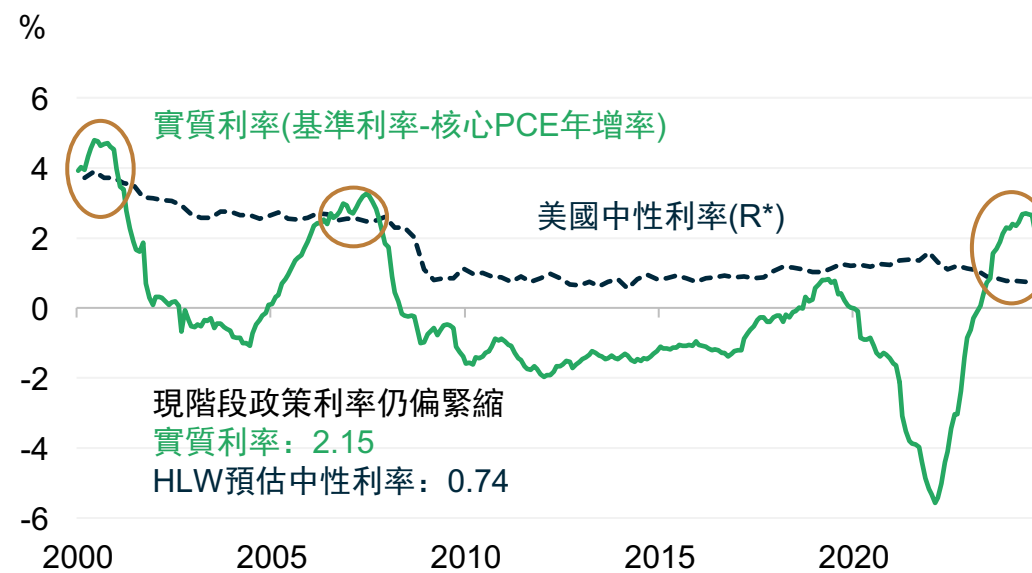
債市策略：短線利率反彈，可視為降息初期的布債良機。選擇上，以投等債為核心配置，非投等債以BB級以上做為衛星搭配，以平衡景氣下行風險。

新增非農、零售銷售數據強勁，帶動殖利率反彈



註：花旗美國經濟驚奇指數反應經濟數據與市場預期的差異，若指數大於0，顯示優於預期。
資料來源：Bloomberg。

長線：政策利率仍具限制性，料Fed未來緩步降息



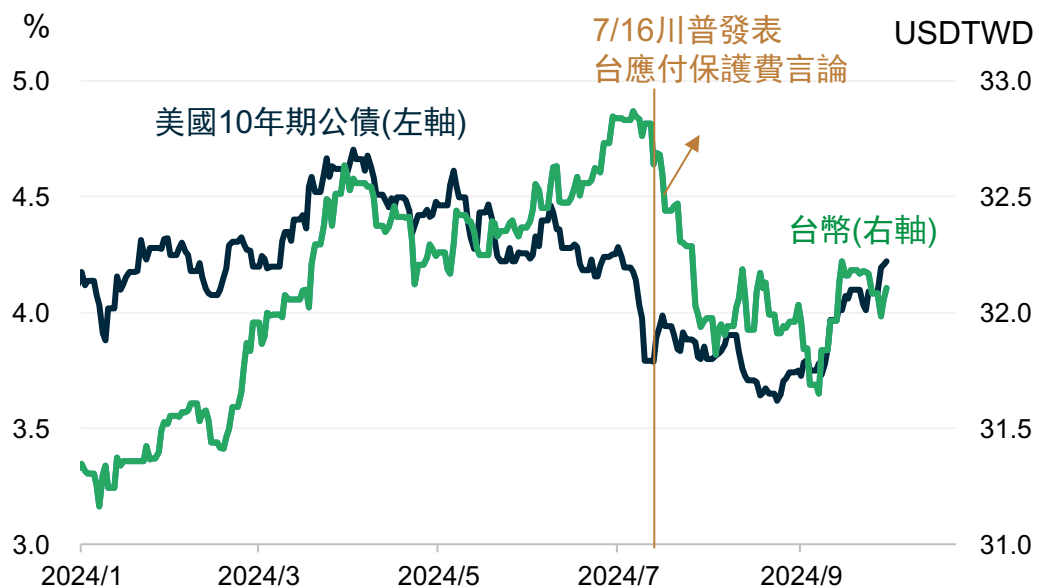
註：實質利率=聯邦基準利率-核心PCE年增率，中性利率採Holston-Laubach-Williams模型預估。現階段實質利率大於中性利率估值，顯示貨幣政策仍具限制性。
資料來源：Bloomberg。

台幣 美債利率高位震盪、川普聲勢走揚不利台幣, 但年末至年初台幣有望獲得季節性支撐

美債利率受到美國經濟優於預期, 及川普近期聲勢走揚, 市場擔心赤字擴大、關稅提高恐不利通膨降溫下, 推升美10年債利率站上4.2%, 且川普7/16發表台灣奪走美國晶片生意、應付保護費言論, 一度使台幣走貶, 目前川普聲勢走升也將使台幣偏弱震盪。

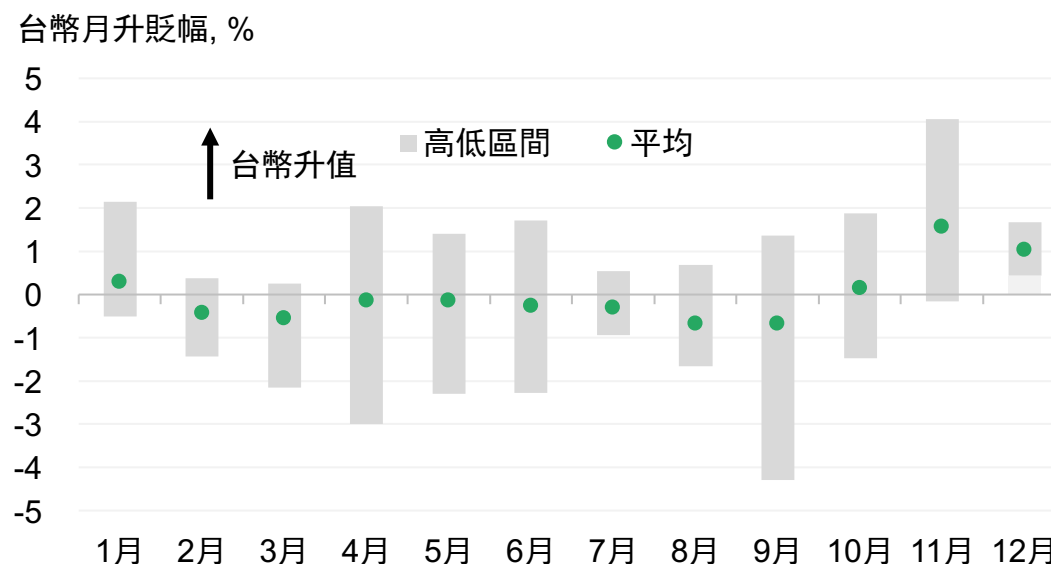
9月外銷訂單金額為537.9億美元, 雖數據落在經濟部預估的下緣, 透露全球終端需求回溫仍不明朗, 但維持年增, 加上AI需求強勁、Q4傳統接單效應仍在, 隱含出口商潛在換匯需求有望持續升溫。參考歷年台幣表現, 隨時序往年底至農曆年前, 台幣有望受惠季節性因素支撐, 加上美國長線降息方向不變下, 預期**短線台幣偏弱, 但大貶的機率並不高**。

美債利率、川普聲勢走升, 台幣承壓



資料來源: Bloomberg。

年底、農曆年前, 台幣有望受惠季節性支撐



註: 資料期間為2019-2023年。

資料來源: Bloomberg。

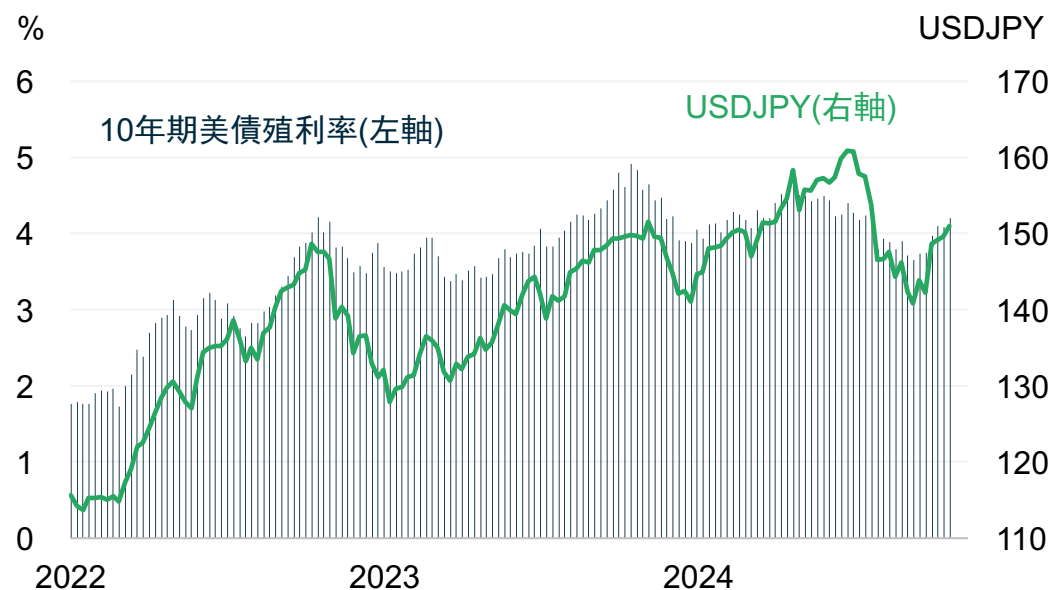
日圓 內外負面因素影響，加劇日圓短線回貶壓力

美國總統大選臨近，川普勝選可能性提高，「川普交易」帶動美債殖利率、美元指數延續近期漲勢，在選舉結果揭曉前，恐持續成為日圓短線的不利因子。

內部方面，眾議院改選將於10/27登場，石破首相民調開高走低，內閣支持度降至28%，創下調查紀錄以來新低(調查新內閣上任時之支持度)，日本時事通訊社預測執政聯盟(自民黨與公明黨)雖仍將取得過半席次，但自民黨席次恐大幅下滑，失去一黨席次過半的優勢。

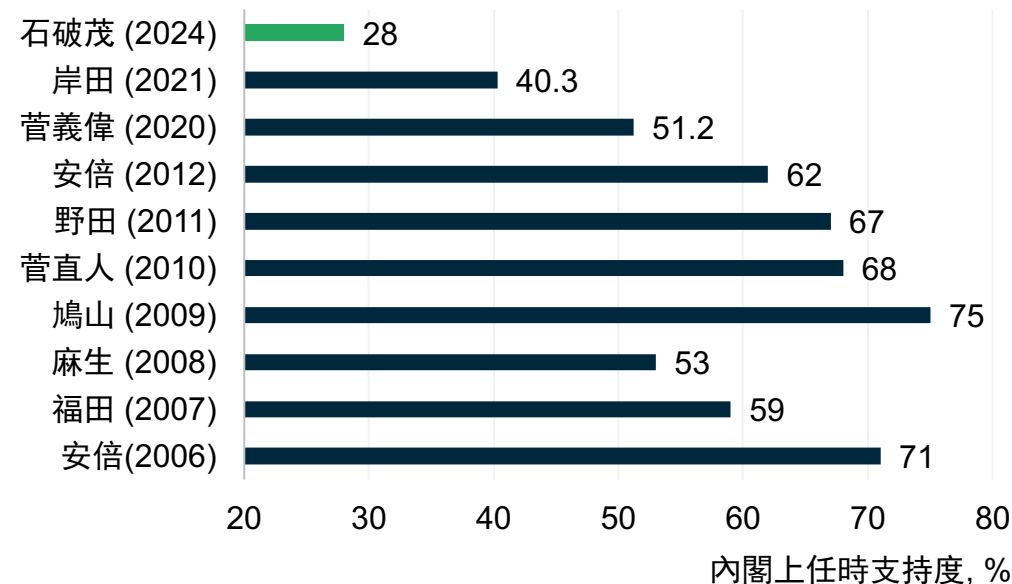
若是如此，石破內閣政策推動將更加依賴盟友支持而遭受牽制，且民調基礎薄弱，意味著此前石破茂偏向緊縮的政策立場(支持升息、提高企業稅)，亦難以快速付諸執行。影響所及，**當前市場對於BOJ延後升息的預期恐將延續，令日圓整理期間拉長。**

美債殖利率回升，日圓承壓走弱



資料來源：Bloomberg。

石破內閣民調低迷，恐令後續政策推動難度加劇



資料來源：Jiji Press。

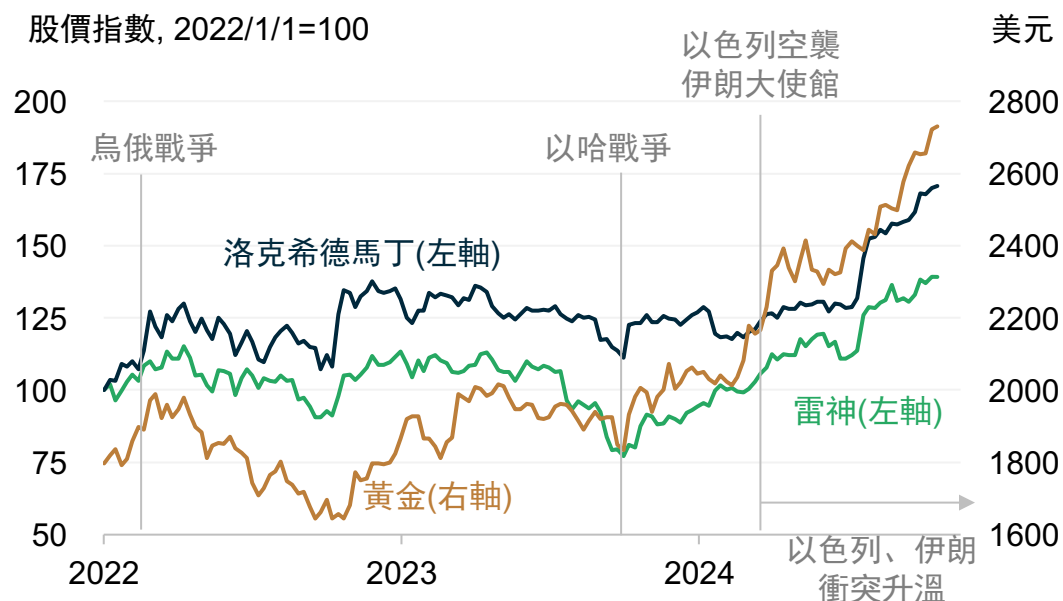
黃金 地緣風險助長保值需求、推升金價, 唯需留意過熱風險, 回檔再行布局

近期美元雙率連袂走揚, 黃金卻再創新高, 兩者長期以來負相關的走勢再度脫鉤。觀察近期國際政經動向, 以色列、伊朗衝突持續升溫, 助長投資人對於資產「保值」的需求, 或為一大主因。展望後市, 兩國紛爭由代理人戰爭升級為直接衝突, 且至今皆無和談跡象, 短線仍有利前述因子發酵。

然而, 利多因素推動黃金價格創高之餘, 其與200日均線的乖離率已來到16.5%, 高於兩倍標準差(發生的機率小於2.5%)。2010年以來僅發生10次, 後續金價皆於一季之內轉趨回檔整理, 反映前述現象出現時, 金價短線皆已呈現過熱的情勢。

整體而言, 地緣風險不確定性持續、降息引導實質利率走低等, 皆為金價的有利因素。唯需留意短線漲勢較大, 有過熱的風險, 操作上追高宜慎, 回檔時分批佈局。

軍工股、黃金齊漲, 反映地緣風險升溫影響



註: 2022年至今雷神、洛克西德馬丁股價與金價之相關係數為0.69、0.73。

資料來源: Bloomberg。

近期金價大漲, 已出現過熱跡象



資料來源: Bloomberg。

Oct/Nov 2024

28

Monday

美國達拉斯製造業指數
英國零售銷售
德國零售銷售

29

Tuesday

美國凱斯席勒房價指數
美國JOLTS職缺
美國諮商局消費者信心
德國GfK消費者信心指數

30

Wednesday

美國Q3 GDP
美國Q3核心PCE指數
美國ADP就業
歐元區Q3 GDP
德國CPI

31

Thursday

美國初領失業金人數
美國9月核心PCE
中國製造業PMI
中國非製造業PMI
日本工業生產
BOJ會議
馬來西亞休市

1

Friday

美國非農就業
美國失業率
美國ISM製造業指數
歐元區CPI
中國財新製造業PMI
日本自分銀行製造業PMI
印度休市

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牴觸之情事；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牴觸為由，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