



國泰世華銀行
Cathay United Bank

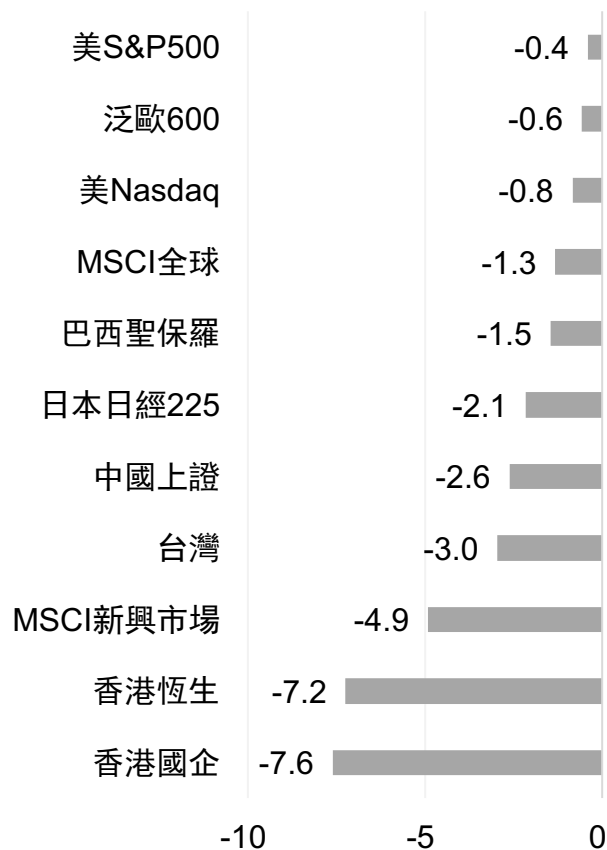
2024年11月15日

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

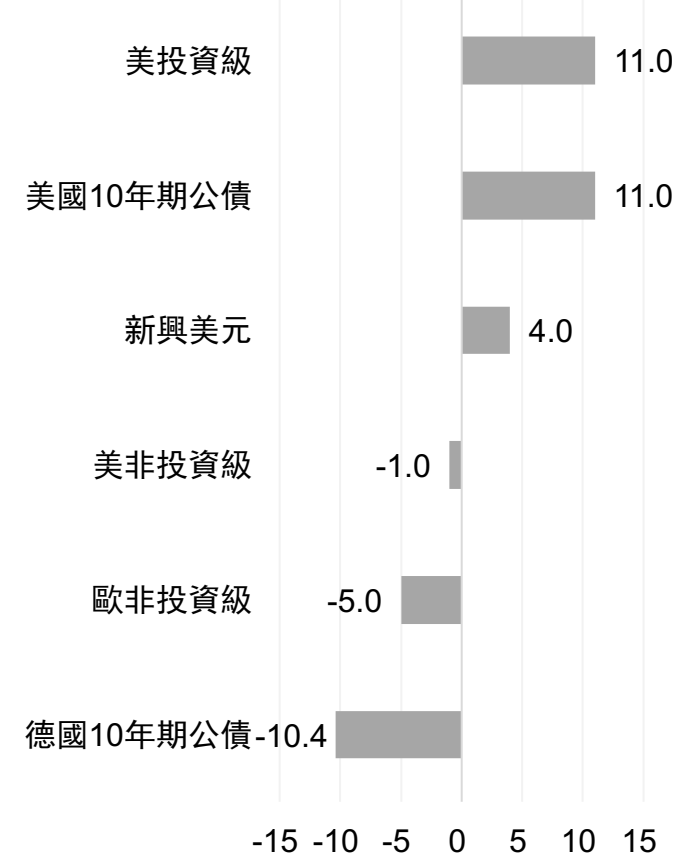
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/11/7 - 2024/11/14。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) **川普交易炙熱，美債殖利率會破前高嗎？** 關稅制裁增添未來通膨不確定性，恐影響聯準會降息終端利率，惟寬鬆循環不會輕易終止，美債殖利率上方有壓。
- 2) **中國推10兆刺激措施，陸股前景怎麼看？** 人大常委會刺激不如預期，政策侷限在「防風險」，加上川普對中關稅的潛在威脅，短線需要時間消化悲觀氣氛。
- 3) **石破茂驚險連任，鷹派政見料難以推行：** 執政聯盟失去多數優勢，新內閣面臨朝小野大問題，明年參議院改選前，石破內閣施政著重刺激景氣，預期日圓短線隨美元強勢而偏弱震盪。

2. 後續看點

- 輝達財報(11/21)：預期偏高為股價短期風險，競爭優勢支持長線走勢。

策略思維

1. **股市－獲利提供美股動能，關注政策受惠族群：** 短期情緒隨川普談話搖擺，企業獲利提供美股長線支撐。
2. **債市－市場調整降息預期，短線利率高檔震盪：** 關稅政策增添未來通膨擔憂，惟降息循環仍主導長線利率。
3. **匯市－利率高盤與基本面穩健，美元短線偏強：** 川普交易使美元短線高盤，在美歐之間的央行政策與景氣差異下，後續貶值空間有限。

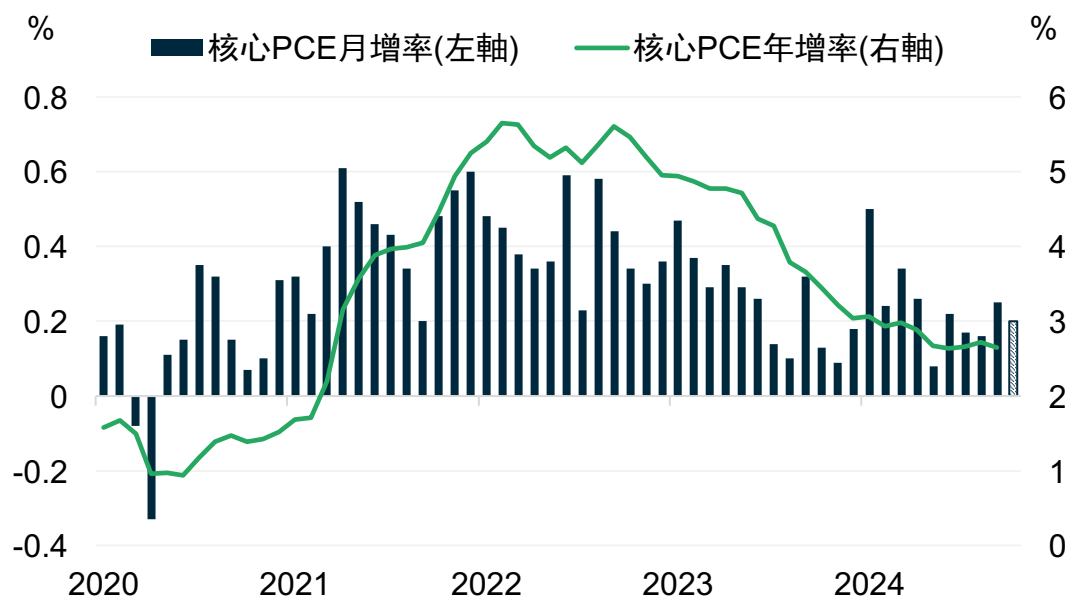


總經 | 核心通膨年底前預期保持低增速，關稅威脅加劇後續通膨擔憂

通膨走勢前瞻：1)雖然10月二手車分項反彈，不過Manheim二手車價尚未出現漲勢；2)從市場房價與房租來看，租金分項有望持續走降，醫療、汽車保費增速平緩，將帶動核心服務走弱。依目前公布的CPI與PPI數據估算，10月核心PCE月增率預期維持在0.2%附近，年增率到年底前約在2.7%。

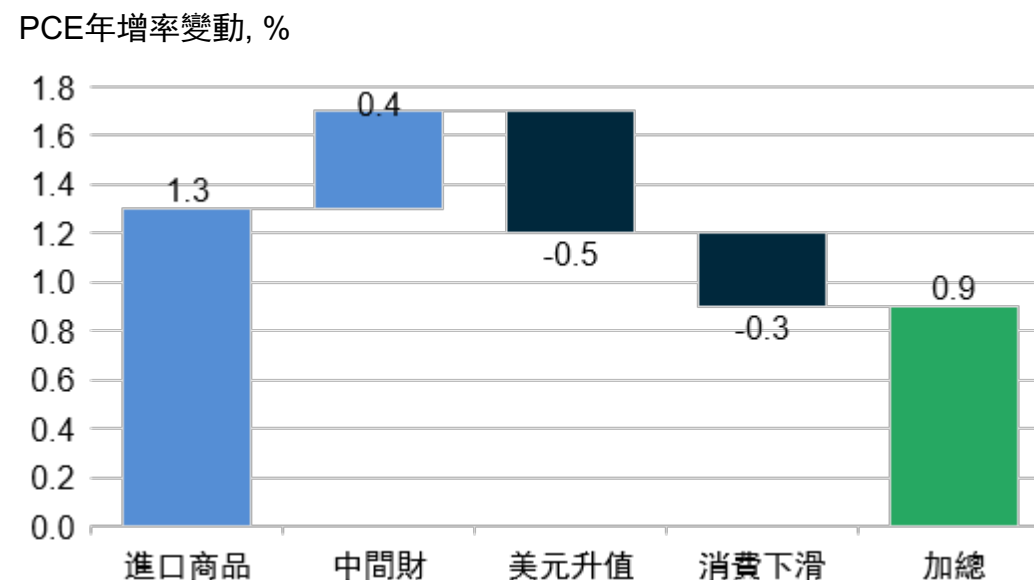
關稅潛在影響：Rubio與Waltz可能出任新政府的國務卿與白宮國家安全顧問，兩人對中國的鷹派形象，預示川普對於全進口產品徵收10%、對中國60%的關稅政策，實施可能性正逐漸上升。除了進口終端商品的價格上漲，對中間財的關稅也會增加生產成本，進一步推升商品價格。不過，貿易壁壘導致的美元升值將抵銷部分價格壓力，加上物價上漲也會對經濟有負面影響。據投行估算，在極端情況下，關稅可能讓PCE增加0.9%。

美國核心PCE增速料保持低位運行



資料來源：Bloomberg預估，資料時間截至2024/10。

全商品徵收10%、中國60%關稅下對PCE影響



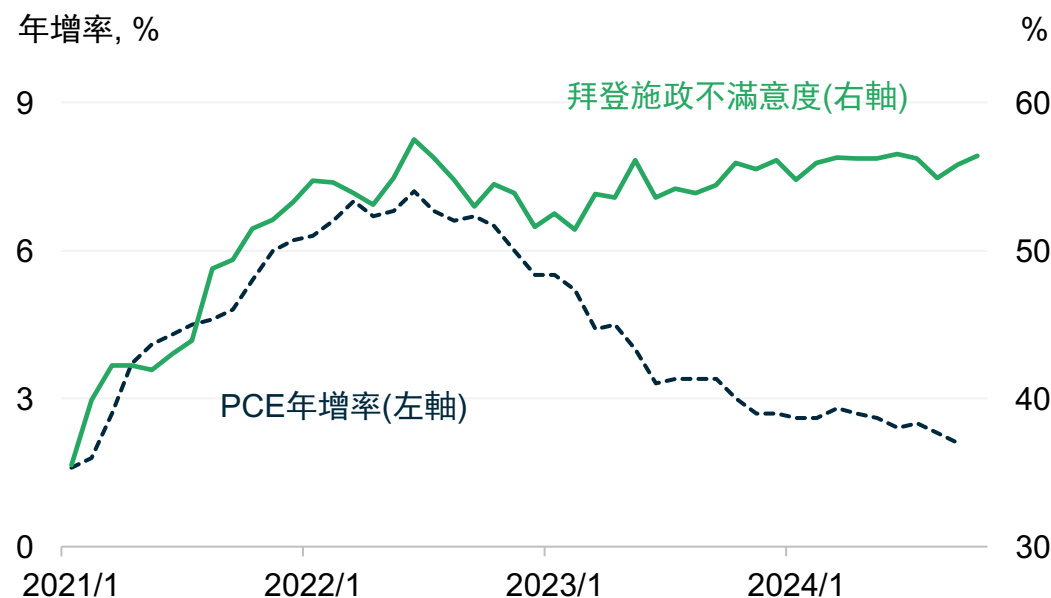
註：進口中間財佔生產成本5%，關稅扣除匯率約增加0.5%總成本，國內生產佔PCE約9成，進口商品佔將近1成，假設關稅對成本的影響完全轉嫁。消費影響以菲力普曲線估算。
資料來源：Morgan Stanley。

總經 | 物價對美國民眾陰霾仍在，關稅規模可能受到箝制

川普政府未來的關稅制裁力道仍有待觀察，若關稅導致的通膨上漲過快，高機率會打擊川普的民意支持度。回顧過去四年的民意變化，**拜登政府的施政滿意度與通膨問題息息相關，本次總統大選的關鍵因素之一就是物價與經濟議題，因此，民意可能限縮未來關稅的實施規模。**

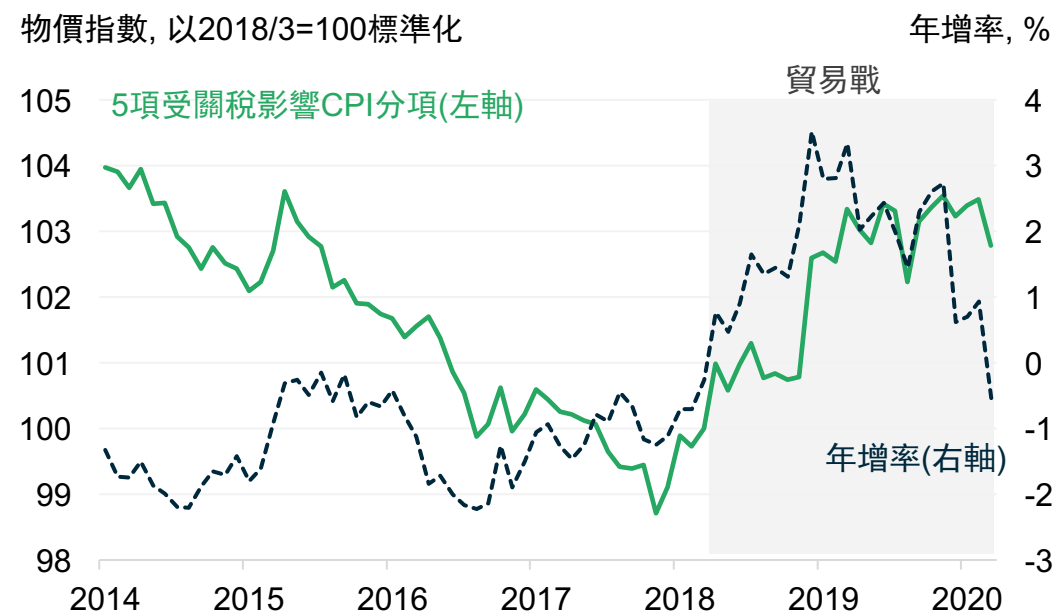
若關稅規模縮減，對聯準會貨幣政策的影響性也會減弱。從2018年貿易戰的經驗來看，進口關稅的影響主要在於價格水平，物價增速暫時上升後於2019年底明顯回落，當通膨並非趨勢性上升，後續降息循環戛然而止甚至轉向升息的機會不大。

通膨問題打擊民眾對拜登政府滿意度



資料來源：Bloomberg。

2018年貿易戰對相關商品價格影響



註：取CPI中的洗衣設備、家具、自行車、家庭用品、裁縫機等五項加權平均後數值。
資料來源：Bloomberg。

債市 | 短線殖利率高盤整理, 美國寬鬆循環持續下, 預期利率上方有壓

市場持續反應「川普交易」, 帶動美債殖利率高盤整理, 10年債利率升至4.4%上方。由於川普於2025/1/20才將上任, 其政策的不確定性對短線貨幣政策影響應有限, 考量10月通膨數據符合預期, 料12月仍有望降息1碼。然而, 若加徵關稅帶動美國通膨再起、或經濟態勢意外強勁, 恐將限縮未來的降息空間。本週Fed官員亦對長線的降息幅度轉趨謹慎, 顯示官員保留政策空間, 以觀察川普新政策上路後, 對總體經濟的影響程度。

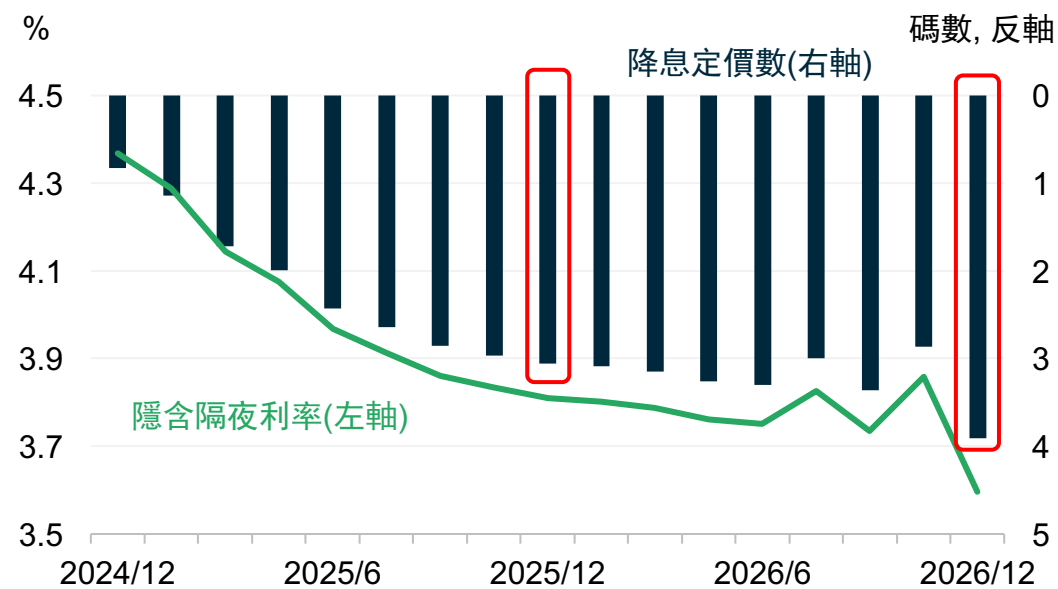
債市策略: 貿易關稅雖增加未來通膨的不確定性, 不過, 如同主席鮑爾於FOMC會議上延續緩步降息意願, **預期美國寬鬆循環不會輕易終止, 短線10年債利率突破4月高點的難度不低, 現階段當殖利率高位擺盪, 可視為買債的甜蜜點位**, 投資人布債以長期穩定利息收入為主。

Fed官員對長線降息態度轉趨謹慎

官員	談話內容
Jerome Powell	美國經濟表現良好, 就業市場穩健、通膨仍高於2%的目標, Fed應謹慎考慮降息。
Adriana Kugler (Fed理事)	持續關注通膨、就業兩方面風險, 若 進展出現阻礙或通膨重新加速, 暫停降息將為合適。
Alberto Musalem (聖路易斯Fed總裁)	若通膨持續下降, Fed將逐步降息。但近期數據表明, 通膨可能已停止下行, 甚至有走高的風險。
Jeffrey Schmid (堪薩斯Fed總裁)	Fed對通膨下滑的信心來自於勞動、商品市場的平衡改善, 但利率最終下滑的幅度仍有待觀察。
Neel Kashkari (明尼阿波利斯Fed總裁)	如果未來一個月通膨意外高漲, Fed將重新考慮12月是否降息, 因為住房通膨仍高於平均水平

資料來源: 國泰世華銀行整理。

市場預期收窄: 2025年降3碼、2026年僅再降近1碼



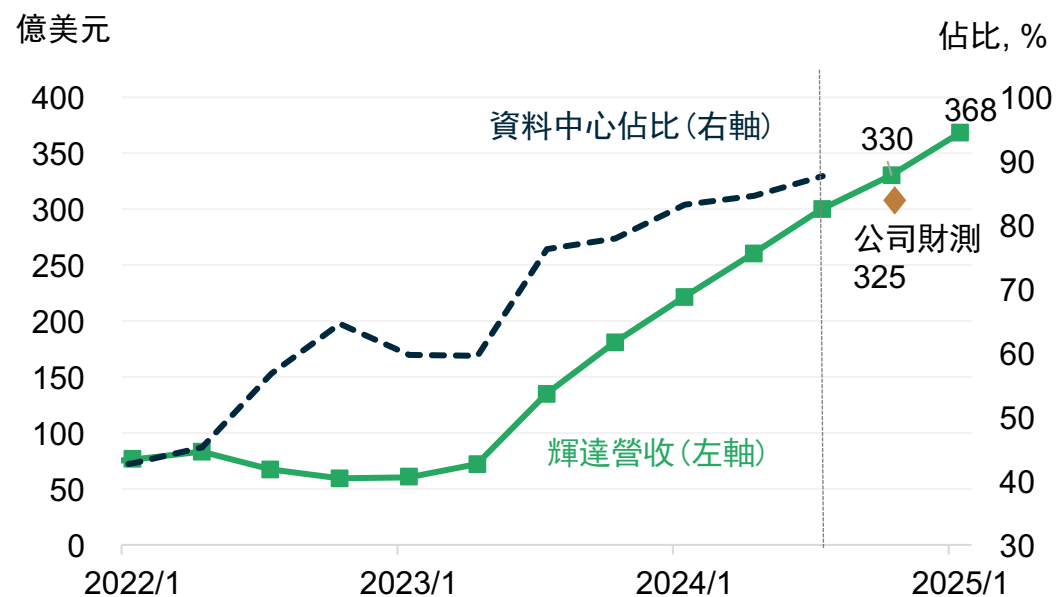
註: 隱含隔夜利率為市場根據衍生性商品價格波動所推估, 為市場對聯邦政策利率的預期。
資料來源: Bloomberg, 資料日期為2024/11/14。

股市 | 輝達財報即將公布，預期偏高為股價短期風險，競爭優勢支持長線走勢

輝達將於11/21公布財報，再度成為市場矚目焦點，不過，四大雲端業者谷歌、微軟、Meta、亞馬遜均已公布財報，除了上季獲利優於預期外，並聲稱AI有助於提高獲利，未來將進一步擴大投資。另外，根據黃仁勳先前談話，市場對Blackwell的需求屬於瘋狂狀態，因此，市場預期輝達Q3營收將達330億美元，同時本季財測指引再度攀高至370億美元，可望高於公司先前的財測值。

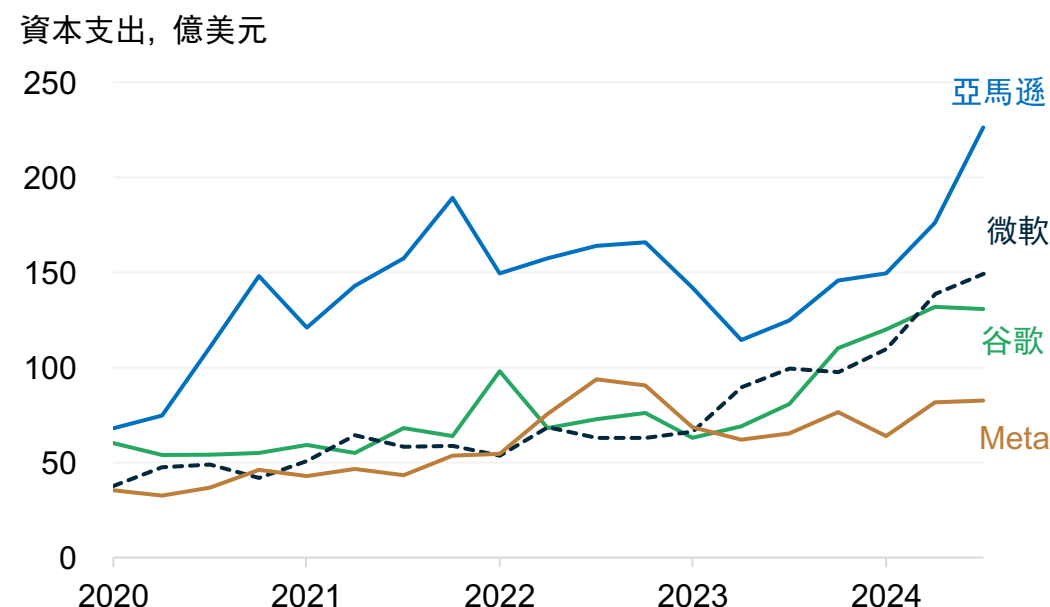
就股價而言，不排除股價也已反映樂觀預期，若業績展望不如預期，股價有回檔壓力。但考量輝達的競爭優勢持續擴大，加上GB200出貨將持續升溫，股價大跌風險有限，且應視為逢低買進機會。

AI加速器將引領輝達營收再創新高



資料來源：Bloomberg預估。

CSP業者加大AI投資，資本支出持續攀高



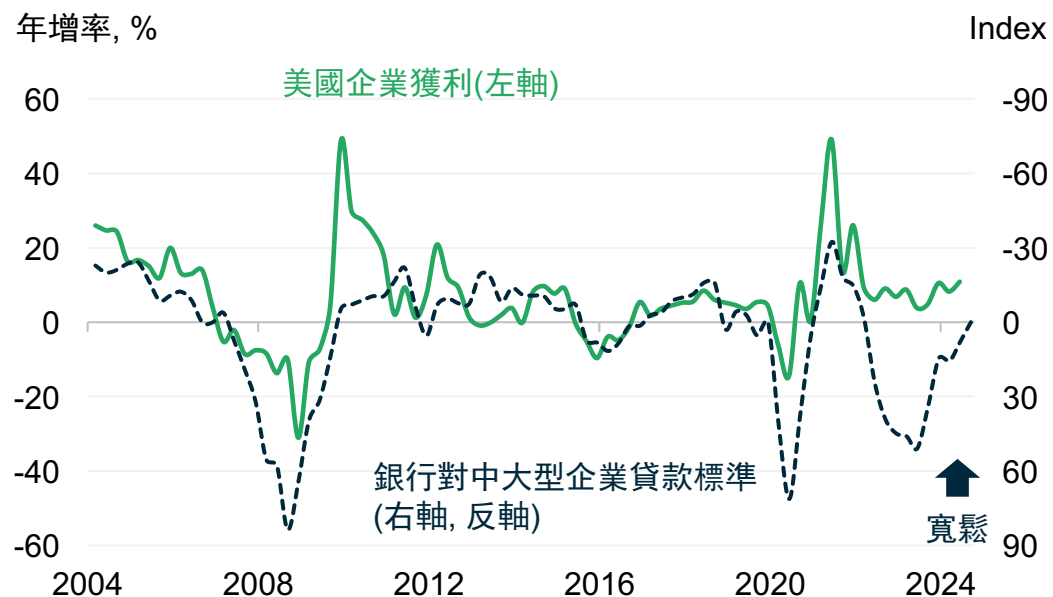
資料來源：Bloomberg。

股市 | 獲利增長提供美股動能, 關注川普政策受惠族群

選後政策不確定性降溫、減稅提振企業獲利, 均有利激勵市場情緒。另一方面, 儘管紅色浪潮可能助長未來通膨, 但鮑爾表明將維持緩步降息態勢, 預期關稅威脅不影響寬鬆政策走向。由於經濟增長穩健, 在科技、通訊、醫療等產業帶動下, **標普500全年預期有接近雙位數成長, 2025年獲利增速有機會進一步突破雙位數, 中長期來看, 在降息循環的寬鬆環境下, 企業獲利有望支持美股逐步墊高。**

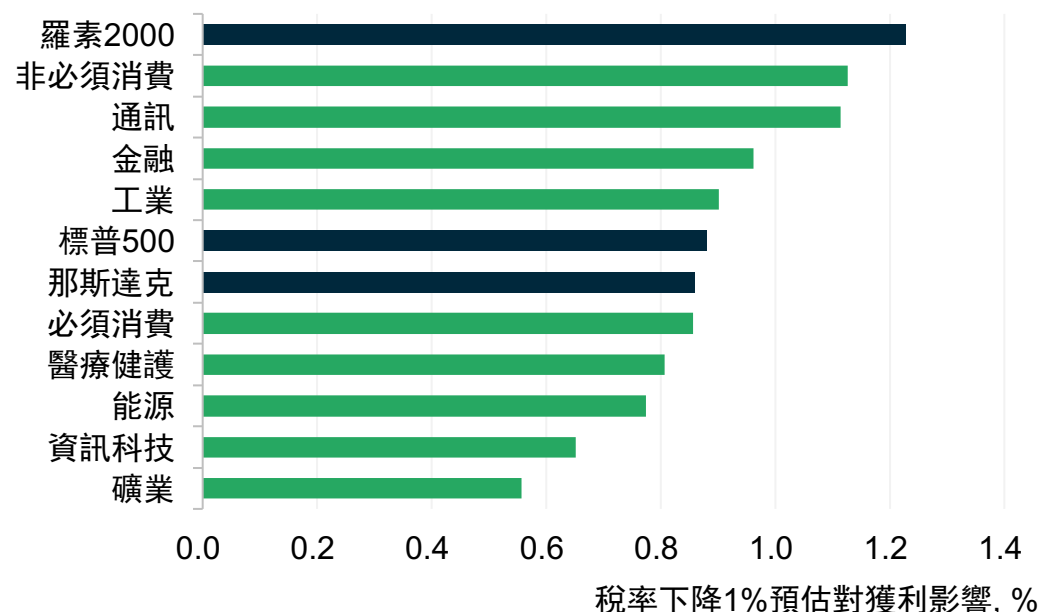
川普主張減稅與放寬監管, 大選後小型股、金融等類股表現突出, 其中, 小型股因為對於利率與稅率的敏感程度較高, 股價漲勢也更為凌厲。在基本面穩健, 政策也走向寬鬆的環境下, 小型股風險已有所淡化, 惟需留意獲利成長仍落後大型股, 急漲後波動放大, 布局宜採衛星部位搭配。

美國企業獲利成長趨勢有望延續至2025年



資料來源: Bloomberg。

小型股獲利對稅率的敏感性較高



資料來源: 高盛。

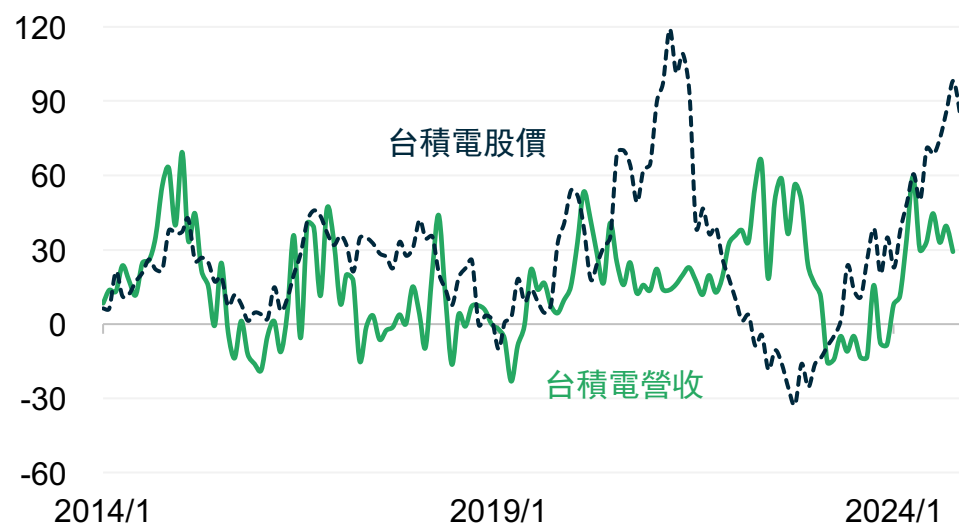
台股 川普勝選行情告一段落，關稅戰及晶片禁令影響台積電

據報導美國商務部命令台積電停止供應AI伺服器相關應用晶片給中國，範圍擴及7奈米以下製程先進晶片，台積電除重申遵守美國出口管制規則外，近期亦積極審查中國客戶AI晶片相關開案，投行估計影響台積電營收約1%。

川普選前曾說要對所有國家的進口產品徵收10%關稅，**台灣的半導體產業，特別是護國神山台積電勢必受川普關稅政策影響，連帶打擊台股表現。**台積電10月營收創歷史新高，達3142億台幣，帶動台灣10月出口創413億美元新高，在AI趨勢明確下，基本面无虞，但**短期股價可能受政策不確定性壓抑，若出現明顯拉回可視為逢低布局的機會。**

台積電營收創新高，但年增率放緩，股價創高後拉回

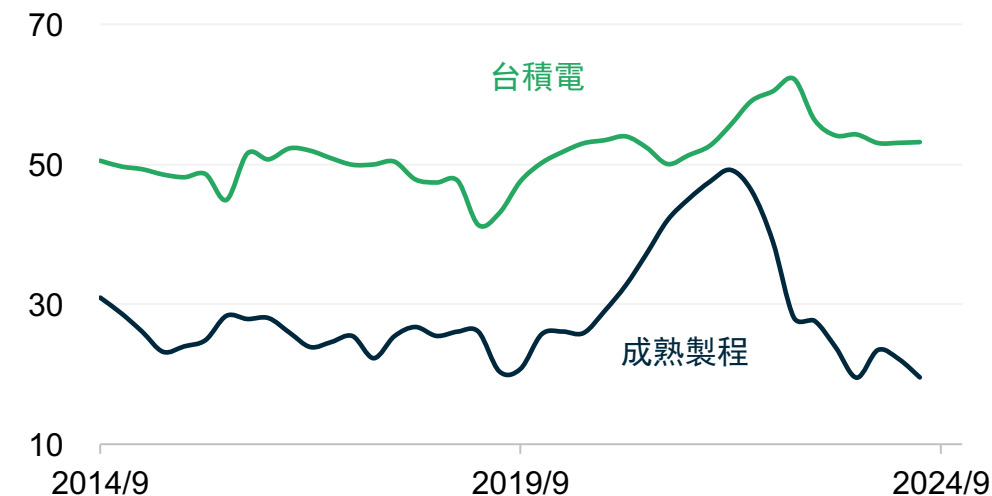
年增率，%



資料來源：Bloomberg。

成熟製程晶片毛利率低於台積電，受關稅影響將更大

毛利率，%



註：成熟製程毛利率採聯電、世界先進、力積電3家公司平均。

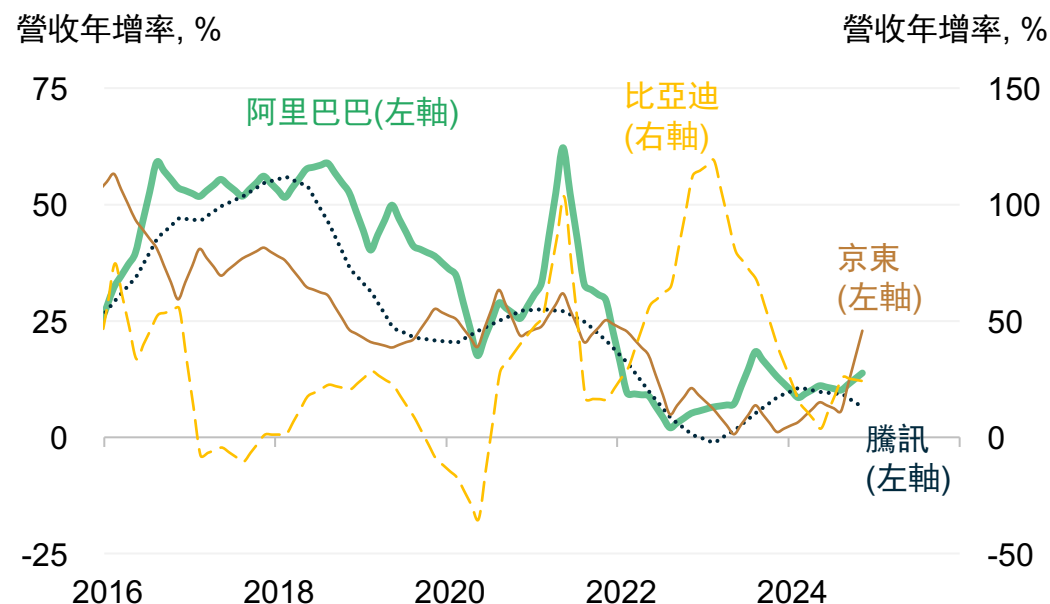
資料來源：Bloomberg。

陸股 川普逆風、政策期待失望下, 讓短線中港股指數震盪加劇

個股：1)阿里方面, 淘寶、天貓向微信支付開放有利用戶增加、網站成交金額(GMV)續增, 阿里雲收入也恢復增長, 公司方對成長前景樂觀；2)騰訊方面, 看好遊戲收益(非循環性)加速成長, 消費低迷令廣告、金融科技和商業服務(循環性)收入成長承壓；3)京東方面, Q2以來產品表現有所分化, 電子產品收入下降, 一般商品仍出現強勁成長, 但隨存量房貸利率調降、雙11效應, 營收應持續增長；4)比亞迪方面, 雖然新能源車銷量較去年同期成長並超越特斯拉, 但留意高基期、潛在貿易戰影響。整體而言, 雖然今年「雙11」網路討論聲量減弱, 商家也興致缺缺, 但7月以來, 3000億以舊換新政策, 仍給予家電等消費一定支撐, 因此**重點個股財報並不差；但總經逆風下, 個股分歧仍大**, 讓整體指數獲利增長動能仍較緩慢。

指數：由於人大常委會並未推出令市場滿意的刺激政策, 加上川普風險, 更讓中港股氣氛轉差、跌幅擴大, **短線需要時間消化悲觀的氣氛, 中港股震盪可能加劇**。對空手者而言, 可等待指數回到較便宜一帶再慢慢撿；原已有較多部位者, 可能需要時間等待消化川普當選對股市氣氛的衝擊。

總經環境逆風下, 重點個股營收年增長仍緩步打底



川普逆風、政策期待失望下, 指數震盪加劇

滬深300 指數評價	淨值年增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
1.0	2199	2321	2443	2565	2687
1.2	2638	2785	2932	3078	3225
1.4	3078	3249	3420	3591	3762
1.6	3518	3713	3909	4104	4300
1.8	3958	4178	4397	4617	4837
2.0	4397	4642	4886	5130	5375
2.2	4837	5106	5375	5643	5912

股價淨值比

較便宜

較昂貴

資料來源: Bloomberg。

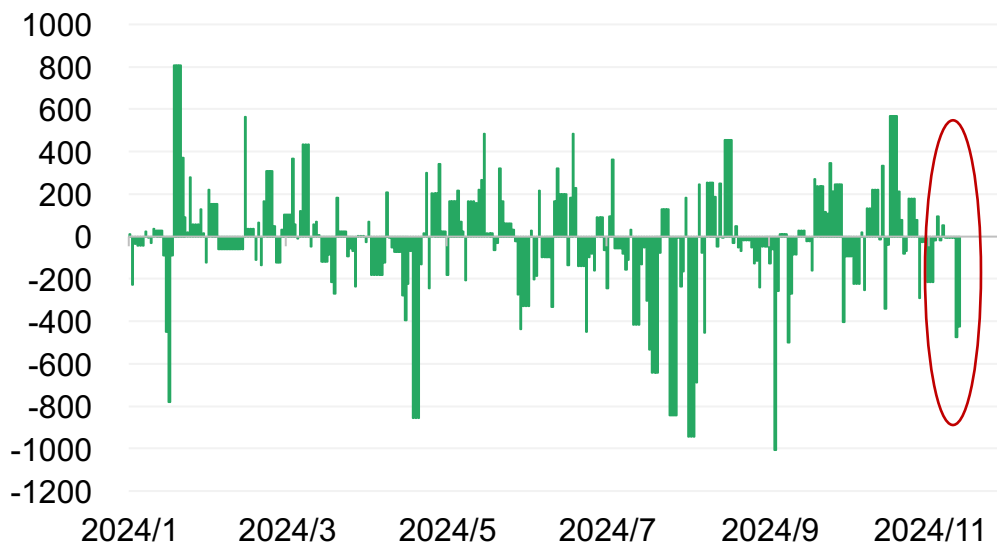
台幣 短線利空齊發台幣走貶, 但預期長線有守

台幣近期偏弱原因：1)美雙率高盤, 2)川普美國優先政策、加關稅方向, 恐不利貿易大量出超的亞洲國家, 另外川普新政府陸續底定, 市場關注的白宮國家安全顧問由瓦爾茲(Michael Waltz)出任, 而國務卿則由魯比歐(Marco Rubio)出任, 兩者都被視為對中國強硬的鷹派人士, 為亞幣額外壓力。3)傳美國商務部祭出新一波對中國禁令, 自11/11起禁止供給中國7奈米以下AI晶片, 使外資連日賣超台股下, 使台幣承壓。

中期來看, 年底、農曆年前, 台幣有季節性利多支撐。長期來看, 為因應川普要求各國降低對美順差的方向, 未來企業赴美設廠、擴大對美採購能源、農產品及軍品等, 雖可能影響未來台灣出口動能、增加美元需求, 但台幣貶值方向不利對美順差減小下, 恐亦不是政府樂見的方向, 綜合考量美國貨幣政策漸趨寬鬆, 料台幣未來大幅貶值空間有限。

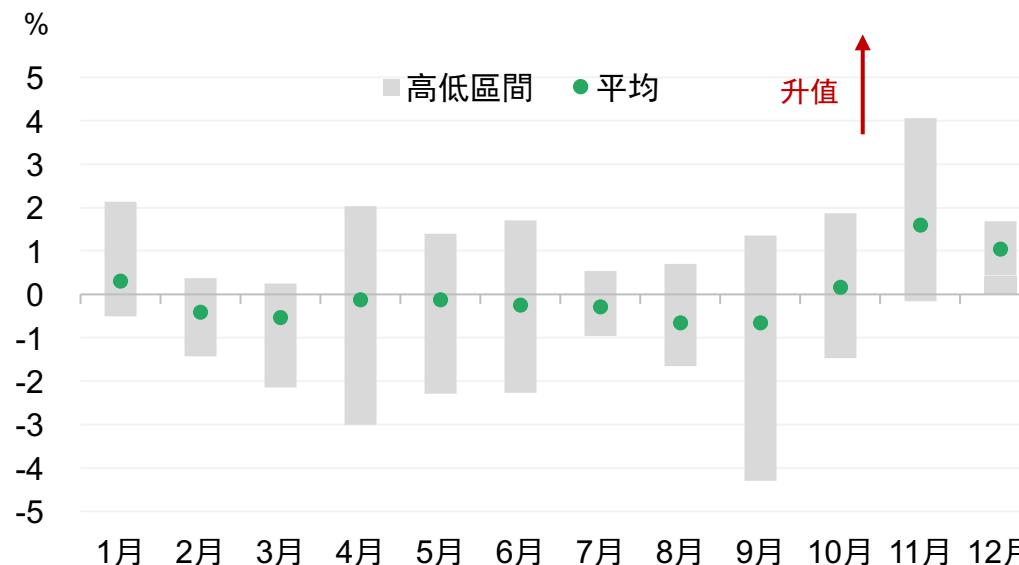
傳美對中祭出新禁令, 外資賣超台股下, 加重台幣壓力

台股每日外資買賣超金額, 億台幣



資料來源: Bloomberg。

年底、農曆年前, 台幣有望受惠季節性出口商拋匯需求



註: 資料期間為2019~2023年。

資料來源: Bloomberg。

中國 人大常委會刺激不如預期，社融增長依舊疲弱，實體經濟仍待官方加大刺激力道

政策：據路透社，全國人大常委會**可能批准增加10兆人民幣**(約當2024年GDP 8%)的額外債務，其中**1)6兆**用於應對地方政府債務及補充國有銀行資本、**2)4兆**用於支持房市與消費。但由於川普選舉大勝，**明年恐面臨新一輪關稅戰**，官方為保留更多政策空間下，11/8人大常委會通過的刺激規模明顯不及預期。規模不大外，項目也只**侷限在「防風險」**—緩解地方債務風險，「拉經濟」方面則付之闕如。後續還需觀察**2024年12月中央經濟工作會議、2025年3月兩會**。

總經：10月信貸需求仍疲弱，新增貸款5000億、社會融資規模增量1.4兆，皆低於預期，且兩者都較去年同期下降。但居民中長期貸款增加1100億元較上月改善，顯示**房地產銷售限制放寬仍有所助益**；而企業貸款方面則相對遜色，增量主要來自企業票據融資，反映**商業市場融資需求偏弱**。

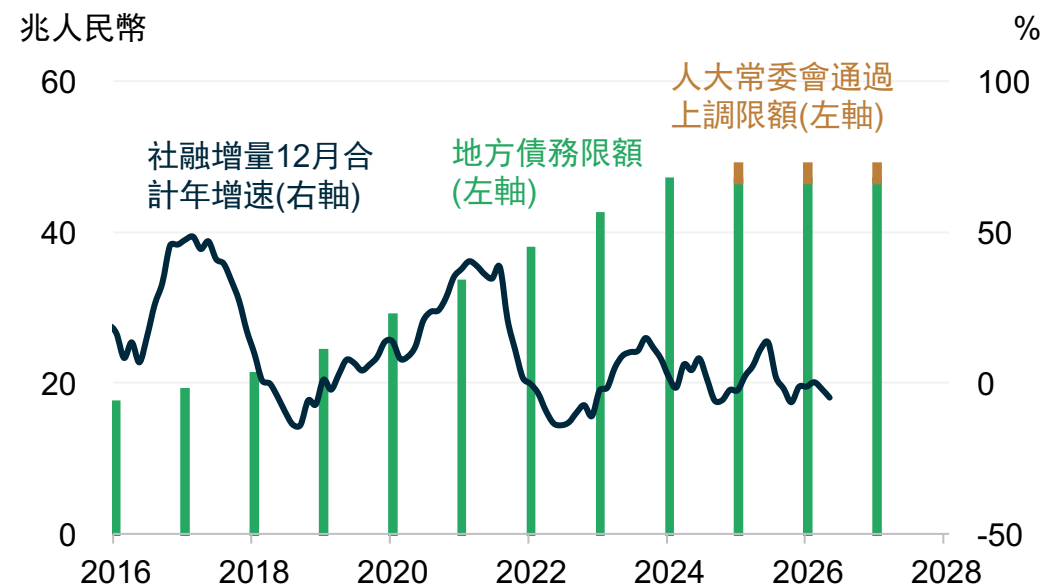
人大常委會刺激規模不如期待，且僅限於「防風險」

		項目	人大規模	時間跨度	內容
路透 預期 6兆		化地方債	1. 新增6兆地方債務限額 2. 新增4兆地方專項債	1. 2024-26年，每年2兆元。 2. 2024-28年，每年8000億。	「低利債」置換「高利債」、「隱性債」轉化「顯性債」，緩解地方債務風險。
		補充資本	無	無	支持國有大行補充一級資本
路透 預期 4兆		支持房市	無	無	用於收購閒置土地與房地產
		刺激消費	無	無	更多以舊換新、刺激消費等

註：單位為人民幣。

資料來源：路透社，國泰世華銀行整理。

地方政府債務限額上調幅度不大，社融需要更多支持



資料來源：Wind。

人民幣 美中利差居高不下、川普上任恐加劇外資流出, 人民幣延續弱勢格局

人大常委會批准10兆元地方政府化債方案, 然而, 此輪政策焦點仍放在降低地方政府債務與付息壓力, 屬於「防範風險」, 而非「拉抬經濟」的刺激措施, 意味著對中國經濟的提振效果有限。影響所及, 人行貨幣政策預料持續保持寬鬆立場。

與此同時, 川普二度重返白宮, 美國對中國立場轉趨強硬的可能性大增, 加徵關稅、針對特定產業/商品實施出口管制、聯合盟友圍堵中國等, 皆是可能的做法, 恐令外資企業進一步加快降低對於中國的曝險, 導致資金持續自中國流出, 成為人民幣匯價的一大負面因子。

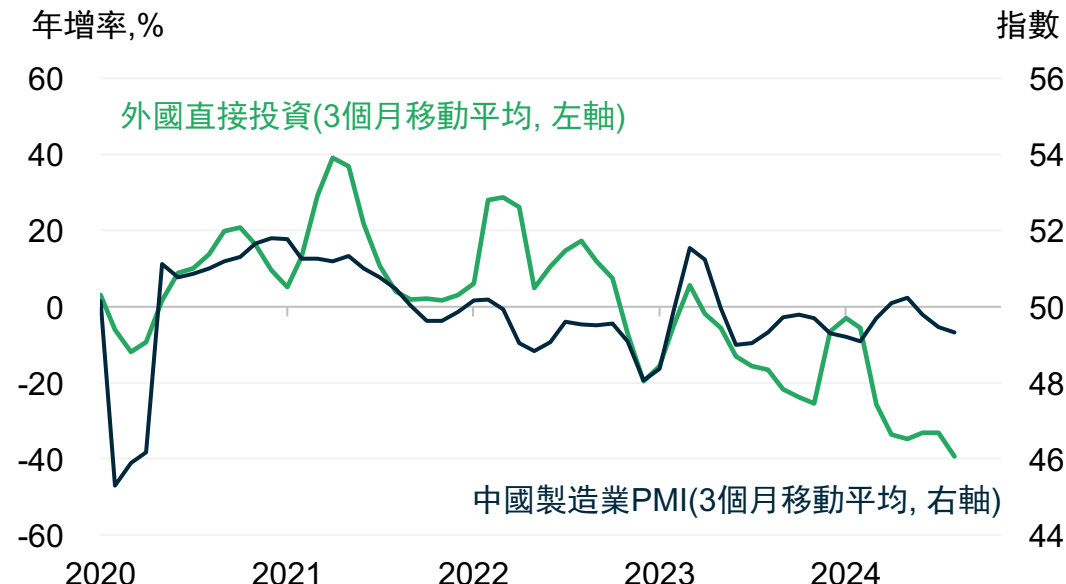
綜上所述, 在美中央行政策同向, 利差難以收斂, 以及美中衝突恐再度升溫, 加劇外資流出的影響下, 人民幣恐延續震盪偏弱的情勢。

美中利差難以大幅收斂, 將牽制人民幣動向



資料來源: Bloomberg。

外資持續流出之際, 川普上任恐令情勢進一步惡化



註: 2020年至今兩者相關係數為0.41。

資料來源: Bloomberg。

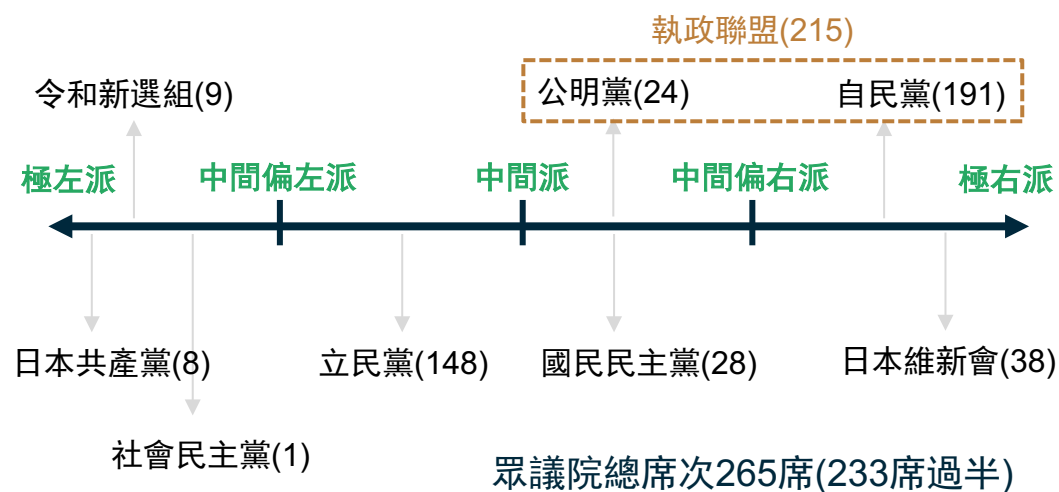
日本 新內閣面臨朝小野大問題, 石破首相此前的鷹派政見難以推行

日本特別國會的首相選舉中, 在野黨立場分化、未能成功整合, 以至立憲民主黨代表野田佳彥因票數較低而落敗, 石破茂順利連任首相。新石破內閣的19人名單中, 僅法務大臣、農林水產大臣、國土交通大臣因原成員於眾院選舉落選、接任黨魁職務而異動, 整體變化不大。

石破內閣將以少數黨身份執政, 意味著各項政策的推進, 勢必更加仰賴朝野協商。與此同時, 在野黨手握過半席次, 若未來發起內閣不信任案, 將有機會順利倒閣, 增添日本政治不確定性。政策光譜偏屬右派的日本維新會、國民民主黨, 將是執政聯盟(自民黨、公明黨, 同屬右派)拉攏的關鍵。

執政聯盟失去多數優勢, 且當前民調依舊低迷, 預料明年7月參議院改選前, 石破內閣施政方向將擺在刺激景氣(推動補充預算、2025財年預算)以及黨內改革, 以拉抬民意支持, 確保選情無虞。此則意味著先前石破茂偏向緊縮的政策立場(支持升息、提高企業稅), 在短中期內推出的可能性低。

各黨派政治光譜與眾議院席次



註: 括弧內數字為該黨於眾議院之席次。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

石破茂連任首相後, 確認短中期無意推出緊縮政策

議題	政見
經濟	透過編列追加預算、2025財年預算, 處理民生物價高漲問題。
產業	加強AI、半導體領域發展, 規劃官方與民間投資新框架, 推動10年內投資額達50兆日圓。
薪資	本月舉行政府與勞資方意見交流會, 推動今年的高調薪幅度延續。
國防	提升國防戰力、推動網路攻擊防禦法案、提高自衛隊待遇。
自民黨改革	提高政治資金透明度, 包含費用公開、餘款繳回、成立第三方機構監督等。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

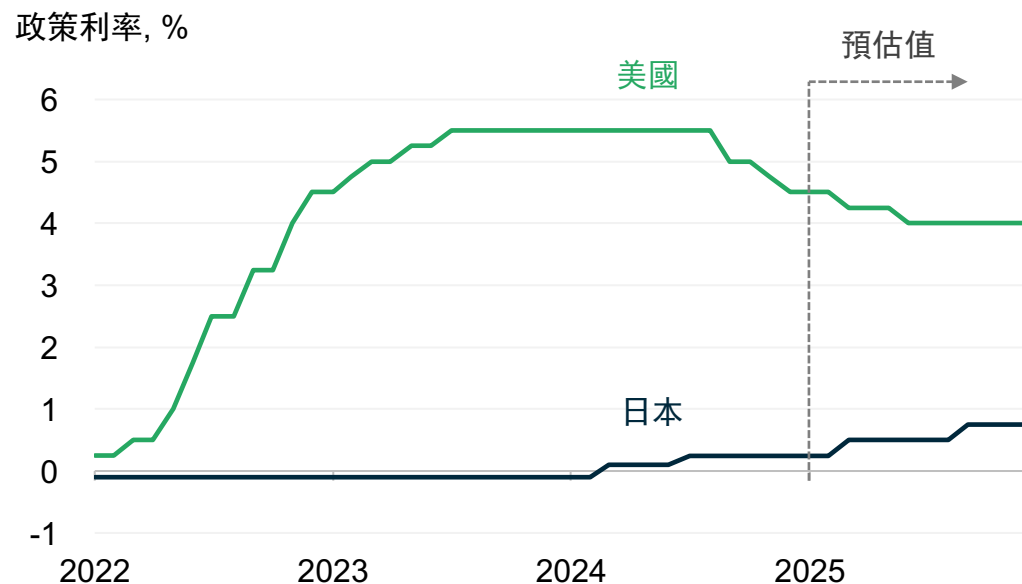
日圓 川普交易令日圓短線偏弱；中長期美日貨幣政策依舊分化，有助日圓止貶回升

近期日本國內政壇的動盪暫時落幕、美國總統大選亦揭曉，加以日圓終止Q3上旬的急升走勢，雙雙降低市場波動幅度。幾項此前令日本央行轉趨觀望的風險因子相繼消除，意味著央行政策重點料重新回到國內基本面與通膨動向。

薪資增速續創新高、明年Q1春鬥勞資談判可能延續較高的調薪幅度，皆助長未來通膨回升的風險。景氣方面，全球主要央行展開降息，有助提振海外終端需求與製造業景氣，加以執政當局有意擴大財政支出，皆有利明年景氣復甦。有鑑於此，預期BOJ將維持緩步升息的政策方向。

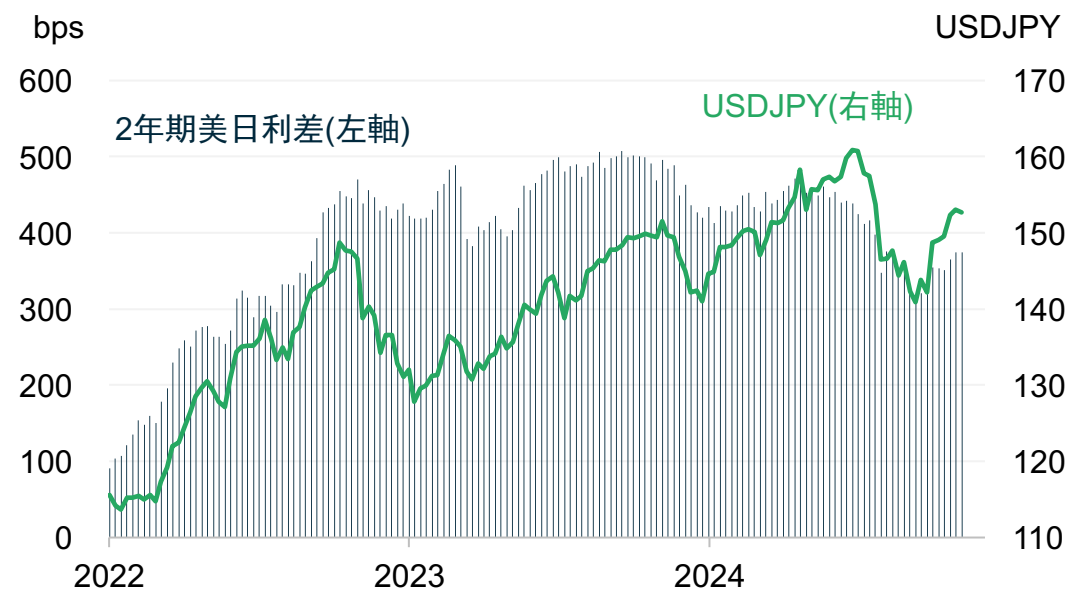
對於日圓的影響而言，**短線上雖因川普交易發酵、美債利率居高而表現偏弱，然待前述因子降溫後，美日央行政策分化、有利利差收斂的情勢不變，將有助帶動日圓止貶回升。**

美日央行政策料於2025年持續分化



資料來源：Bloomberg預估。

美日利差可望重回收斂，有利日圓止貶回升



資料來源：Bloomberg。

Nov 2024

18	Monday	19	Tuesday	20	Wednesday	21	Thursday	22	Friday
日本核心機器訂單		歐元區CPI 美國新屋開工		台灣外銷訂單 日本貿易收支 日本工具機訂單 巴西休市		美國成屋銷售 美國初領失業金 歐元區消費者信心		日本CPI 台灣失業率 美歐日製造業PMI	

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