



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

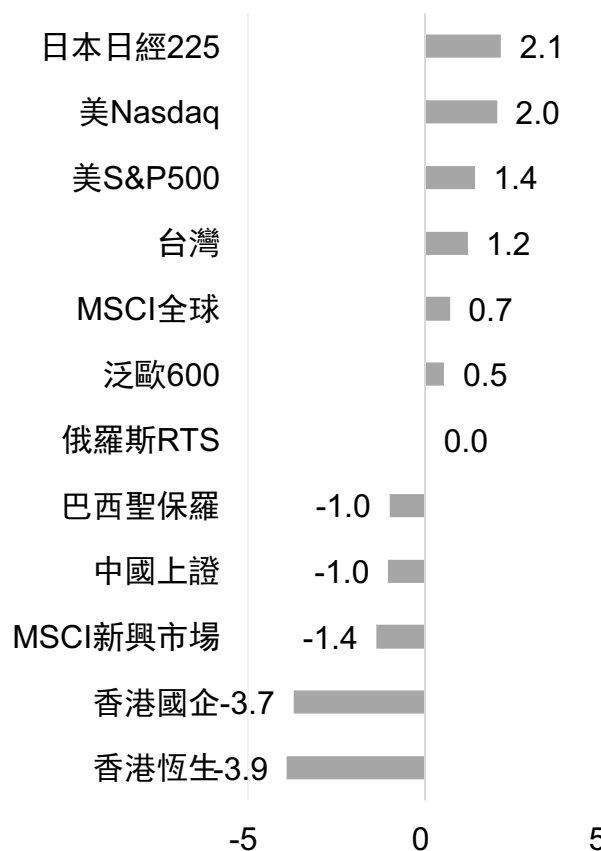
2024年10月11日

# 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

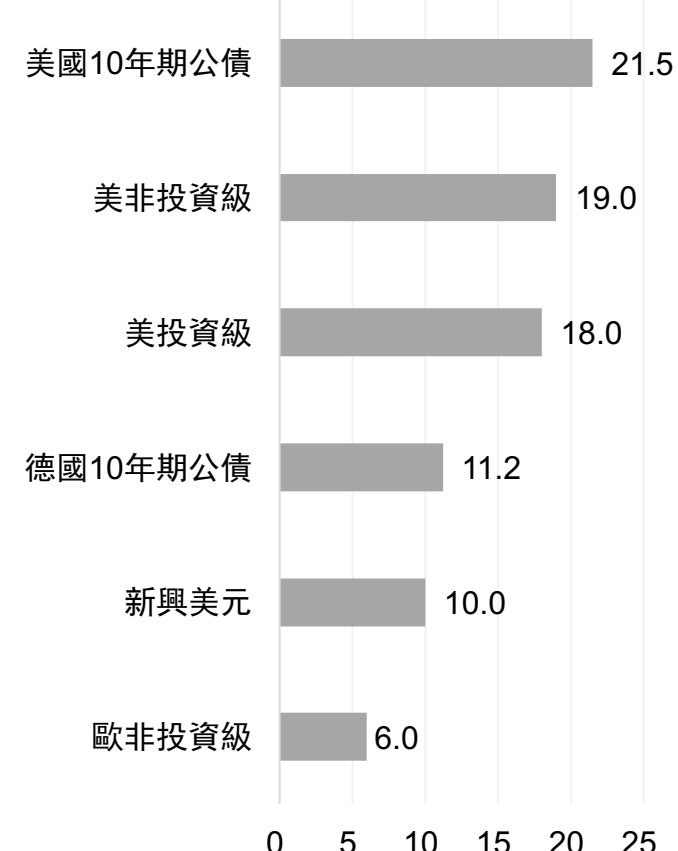
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/10/3- 2024/10/10。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 市場焦點：

- 1) **中國股市節後巨幅震盪，行情還能燒多久？** 發改委10/8舉行記者會說明「一攬子增量政策」，但大規模刺激措施缺席，失望情緒加劇市場震盪幅度，短線留意獲利了結賣壓。
- 2) **通膨數據反彈，Fed降息會受影響嗎？** 非農超出預期，但就業市場降溫趨勢不變；核心通膨仍處低位，增速反彈無礙降息。基本面支持寬鬆路徑，但大幅降息必要性降低，預估未來兩次會議各降1碼。

### 2. 後續看點

- 美國財報季開跑：美國銀行(10/15)、高盛(10/15)、花旗(10/15)、摩根士丹利(10/16)。在經歷標普500 Q2雙位數獲利成長後，分析師普遍對於Q3獲利保守，EPS增速預期回落至4.2%。

## 策略思維

1. **股市－評價面位階偏高，可趁回檔時布局：** 標普500本益比逾21倍，評價偏高加上財報季展開，股價高位恐面臨波動，短線追高宜慎，企業獲利保持成長下，可趁價格回檔時進場布局。
2. **債市－數據推動殖利率反彈，宜趁勢布局：** 景氣與通膨降溫，Fed保持寬鬆政策，利率長線呈下行趨勢。
3. **匯市－降息預期調整，美元短線隨利率反彈：** 市場緩和快速降息預期，加上ECB恐加快降息步伐，美元反彈；美債利率彈升，短線不利台幣，但美國寬鬆前景將提供台幣長線支撐。



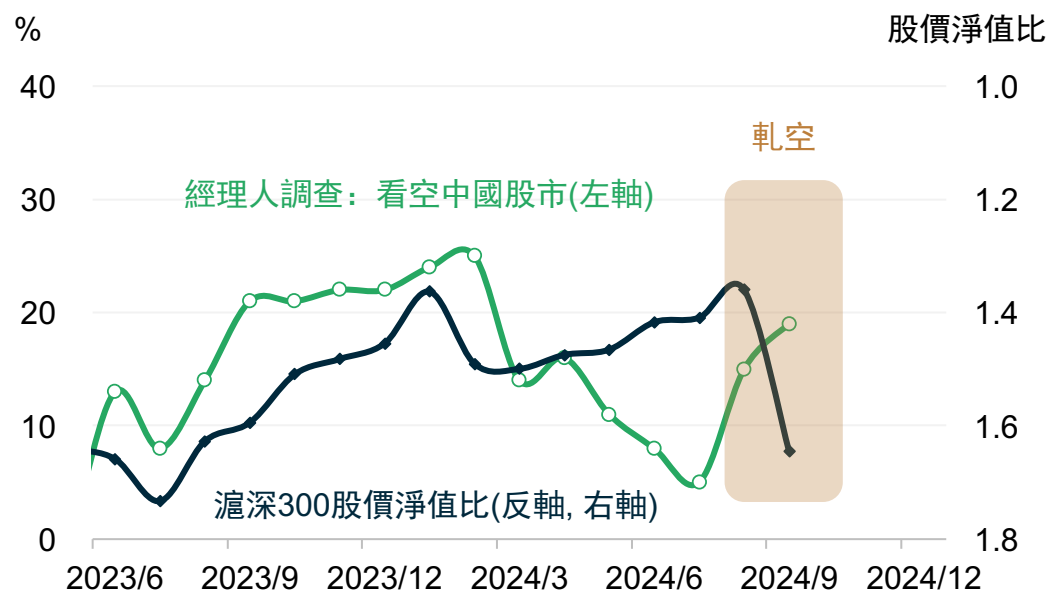
## 中國 | 發改委說明一攬子增量政策, 但未有加碼財政政策推出, 出現獲利了結賣壓

中國發改委介紹「一攬子增量政策」有關情況, 但因為**未有加碼財政政策推出**, 因此, 獲利了結賣壓出籠, 使中港股聯袂開高走低, 回吐漲幅。

操作面, 在連假後, 滬深300跳空開高補漲後, 並讓評價已回升至較接近「中性」水準, 由於發改委未進一步推出財政刺激, 因此短線需要消化急漲後的獲利了結賣壓, 但**後續2~4個月內偏多格局應還不會翻轉**。

空手想介入者, 回檔時可以分批進場, 不用急於一時, 急漲後需要時間讓籌碼沉澱; 若既有部位想趁勢轉換標的, 滬深300指數可考慮逢高減碼。整體來說, 仍以衛星配置**搭配波段操作**看待, 因長線去槓桿、美國關稅, 乃至美中衝突等利空仍在, 因此長空格局尚無法輕易扭轉。

### 924人行政策觸動軋空行情



資料來源：Bloomberg。

### 長假後, 指數已由便宜回到較中性的水準

滬深300 指數評價	淨值年增速					
	-10%	-5%	0%	5%	10%	
1.0	2199	2321	2443	2565	2687	較便宜 ↑ 較昂貴
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	

資料來源：Bloomberg。

## 總經 | 非農與通膨數據高於預期，削弱激進降息預期，惟基本面仍支持聯準會寬鬆循環

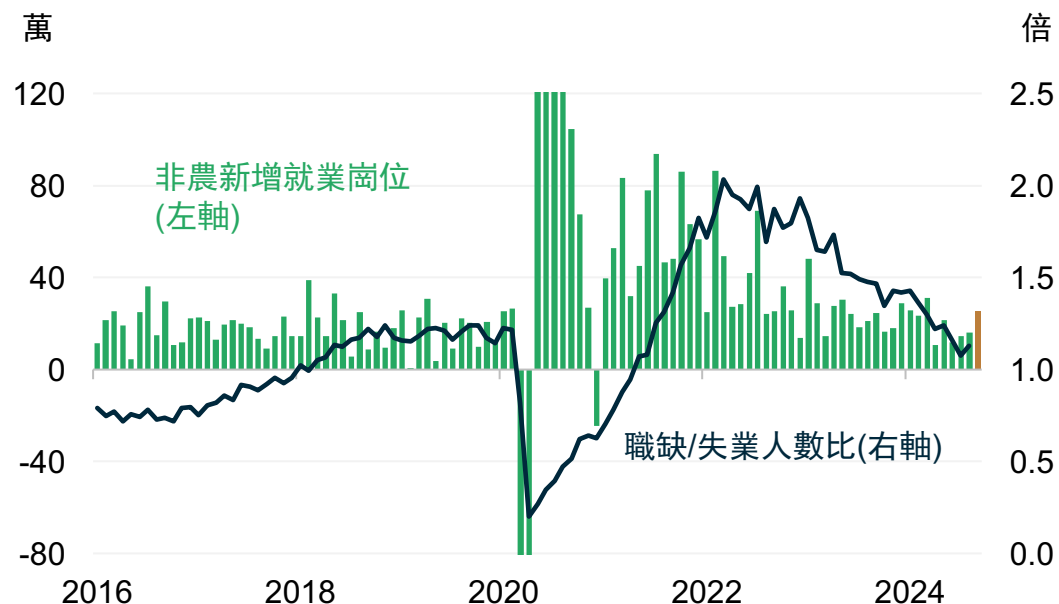
9月就業數據走強，除了緩解對衰退的擔憂，也帶動激進的降息預期和緩，市場預期明顯向點陣圖考攏。預期Fed將延續點陣圖降息路徑，因為：

1) 勞動力供需日趨平衡，職缺/失業人數比小幅反彈至1.13，尚處在近三年低位，與疫情前2018-2019年相當。企業招募與民眾求職態度都更為謹慎，8月企業雇用率降至3.3%，在職工作者的主動離職率跌破2%，反映市場機會減少，民眾不願輕易放棄工作。

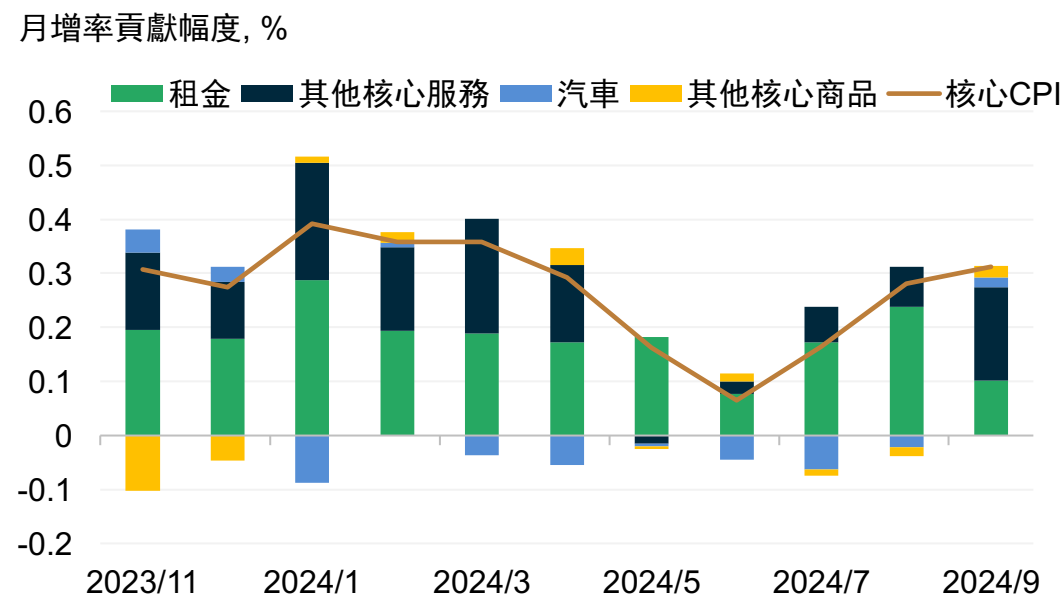
2) 核心CPI月增率從0.2%上升為0.3%，年增率從3.2%升至3.3%，高於市場預期。商品通膨小幅反彈為主要原因，但房租延續弱勢，預期9月核心PCE月增速預估保持低位，核心通膨下行出現顛簸，但不至於出現反轉走勢。

整體來看，基本面情勢提供未來降息空間，近期官員也再度強調勞動力市場的威脅上升，預期11月與12月會議將各降息1碼。

### 非農數據反彈，但就業市場走軟的趨勢並未出現轉折



### 核心CPI高於預期，增速保持低位





## 債市 | 降息後債券報酬穩健, 長天期收益、波動性大, 信評高者下行風險低

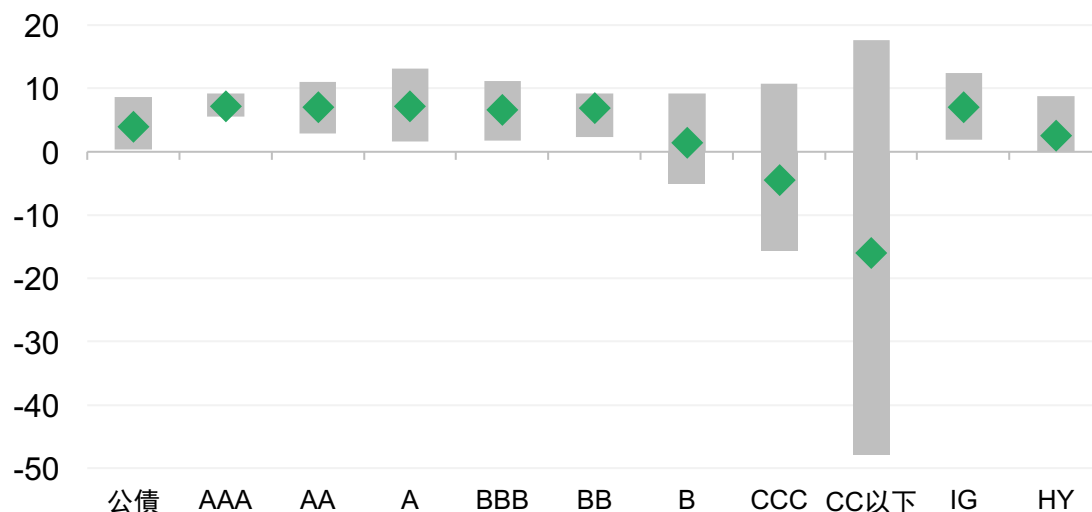
降息循環的啟動, 將帶動殖利率緩步走低, 但幅度視聯準會降息節奏, 以及觀察美國的經濟復甦態勢, 為軟、硬著陸的區別為影響。以現階段而言, 美國的總體經濟處在緩步下滑, 但也未有陷入衰退的情形, 仍需觀察在50基點的首次降息行動後, 景氣循環為邁向復甦或收縮的行情。

評級方面, 1)投等債由AAA至BBB級別, 隨信評不同產生收益值的差異, 不過整體報酬率相對穩健, 整體波動區間也有限。2)非投等債報酬相對亮眼, 但信評較低的發行人違約風險也大幅上升, 考量現階段處於景氣放緩階段, 標的選擇以BB級以上發行人為主。

在投等債的天期方面, 整體報酬表現穩定。而隨著天期越長, 平均的殖利率位階較高, 若遇上政策寬鬆步伐較大時, 正報酬的上行空間更大, 不過, 需留意其波動性較大的特質。

### 過去4次的降息循環中, 不同信評表現

降息後一年報酬, %      最小值 ■ 最大值 ◆ 平均

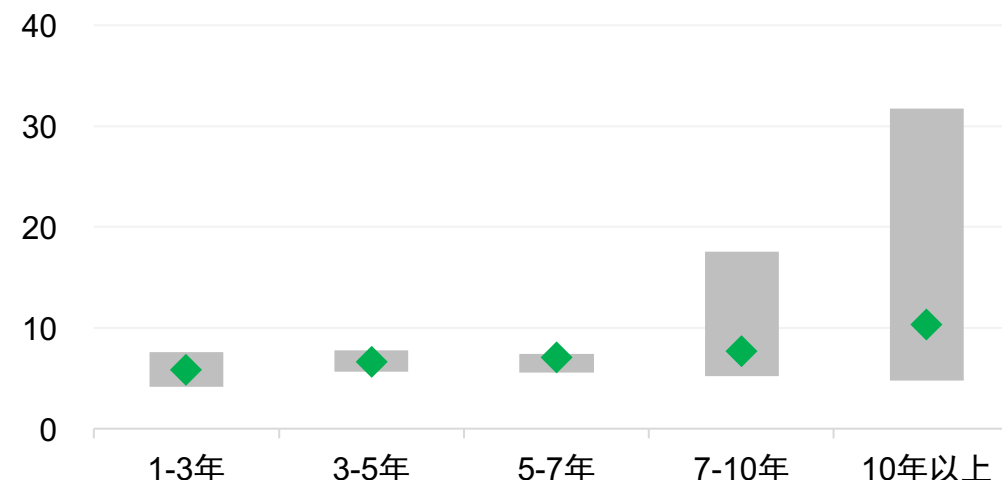


註: 統計投等債的含息報酬; 降息時點採1995/7、2001/1、2007/8、2019/7。

資料來源: Bloomberg。

### 投等債平均報酬穩健, 長天期波動性更大

降息後一年報酬, %      最小值 ■ 最大值 ◆ 平均



註: 降息時點採1995/7、2001/1、2007/8、2019/7。

資料來源: Bloomberg。

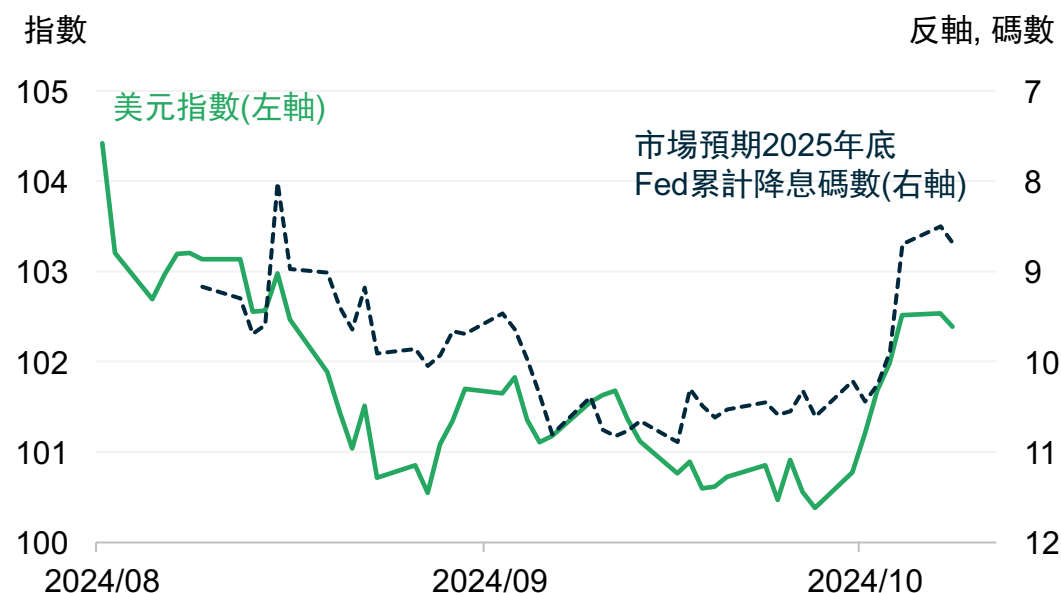
## 匯市 | 降息預期降溫, 美元短線反彈; ECB降息步伐恐加快, 歐元回檔整理

市場預期聯準會明年底前累計降息幅度, 自一個月前的11碼下修至9碼, 帶動近期美債殖利率、美元指數反彈。若未來兩週美國通膨、產銷數據再度優於預期, 將令市場持續調整原先對於聯準會將快速降息的預期。

另一方面, Q3數據顯示歐元區經濟復甦乏力, 9月通膨更降至2.0%之下, ECB總裁拉加德隨後表示, 對於通膨回到政策目標的信心增強, 釋出10月會議三度降息的訊號。影響所及, 市場對於ECB加快降息步伐的預期隨之升溫。

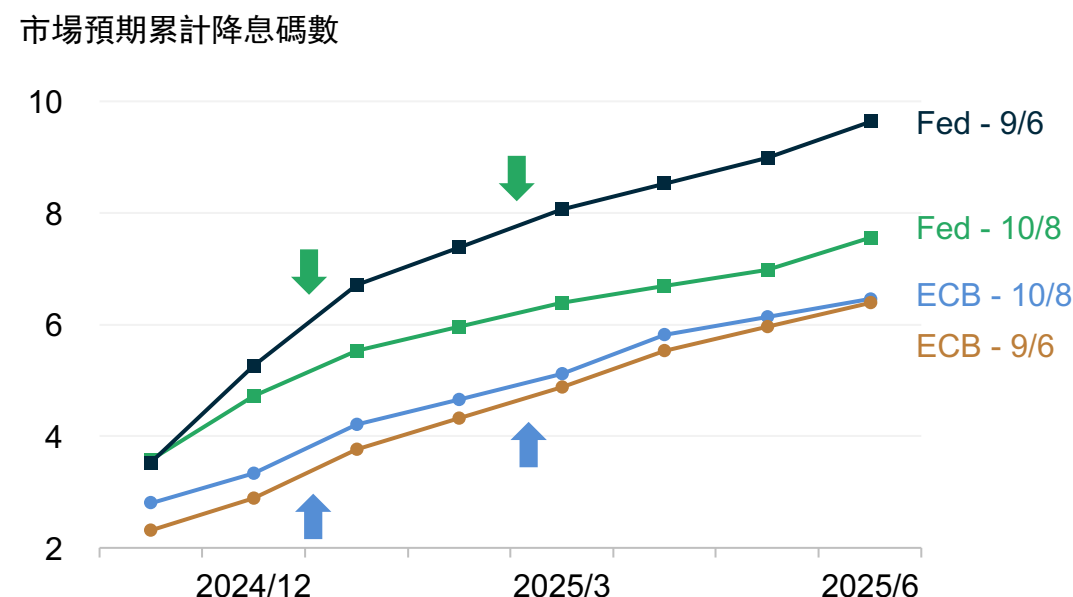
綜上所述, 聯準會持續降息, 料引導中長線美元逐步走弱。然短線上市場調整先前較為樂觀的降息預期, 有利美元指數相對強勢。歐元方面, 除受到前述因子影響, ECB降息步伐可望加快, 則是另一項不利因素, 將令歐元短線回檔整理。

### 就業數據緩和快速降息預期, 美元指數回升



資料來源: Bloomberg。

### 市場對於美、歐央行降息步伐的預期出現收斂



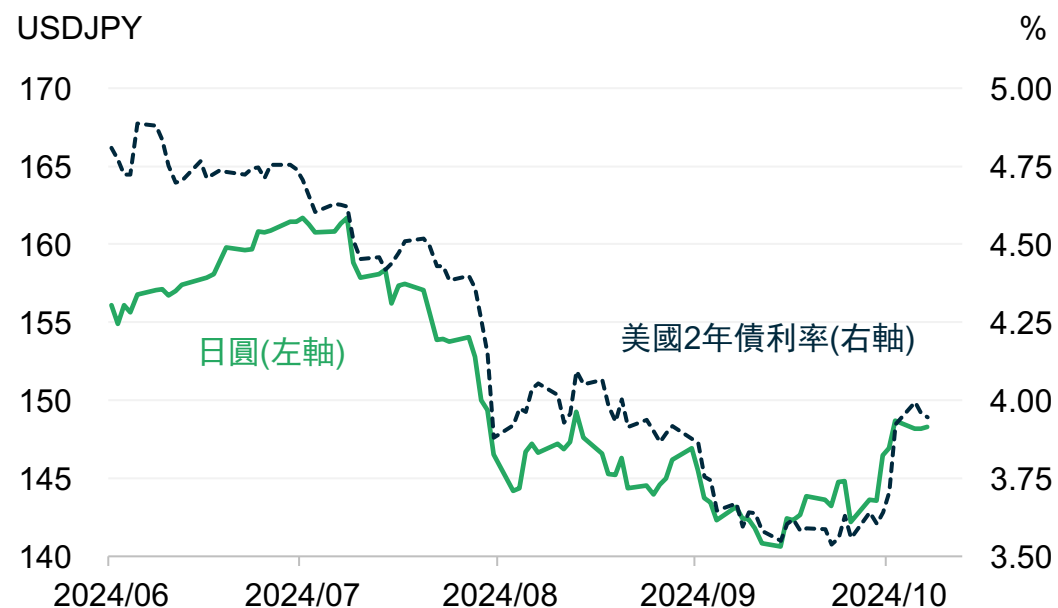
資料來源: Bloomberg。

## 日圓 外部美元反彈、內部政治考量，日圓短線回檔整理

短期：市場修正先前樂觀的降息預期，各天期美債殖利率自低檔反彈近兩碼。與此同時，出於國會大選、拉攏民心的考量，日本首相石破茂政策立場轉趨鴿派，日本央行亦不約而同地釋出不急於升息的訊號，以至於日債利率升勢受阻。**美日利差隨之反彈，將令日圓短線趨弱回檔整理。**

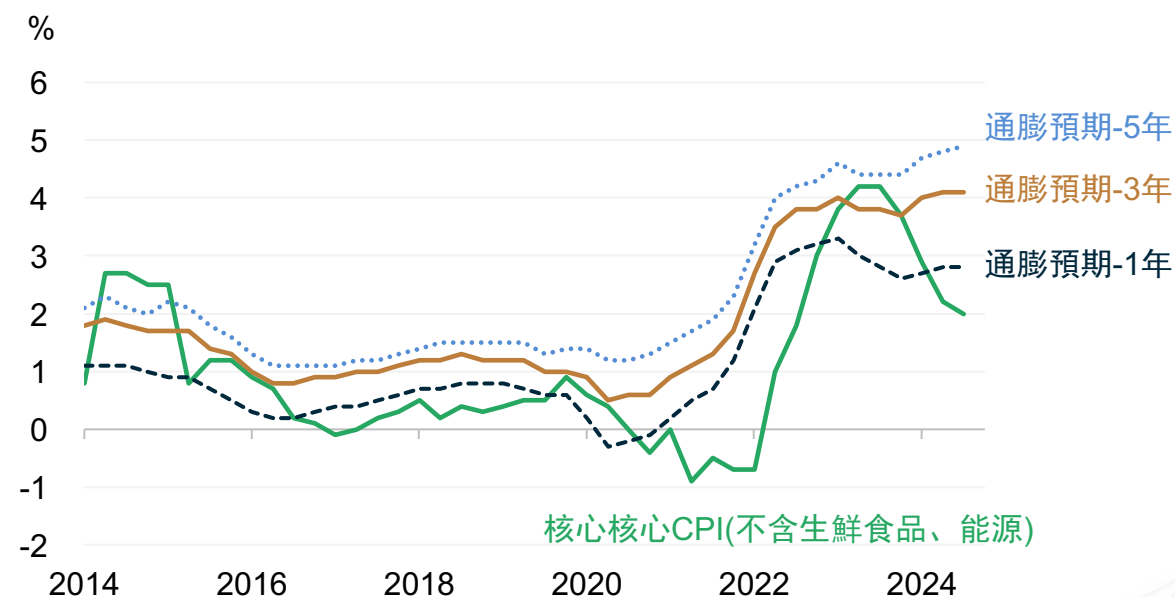
中長期：日本央行升息方向是否調整，關鍵仍在於景氣與通膨動向。Q3短觀報告顯示，製造業信心居高、服務業則創下30年新高，暗示景氣可望觸底回溫。與此同時，通膨回落的背景之下，企業通膨預期已率先止跌，**長天期通膨預期甚至創下新高，儼然成為後續通膨反彈的風險來源。**有鑑於此，預料國會大選落幕後，來自政治端的壓力可望減輕，日本央行料不改緩步升息的立場，此則意味**美日央行政策分歧的方向不變，可望支撐日圓中長線呈現震盪緩升格局。**

### 美債殖利率反彈，將令日圓匯價承壓



資料來源：Bloomberg。

### 通膨預期與實際通膨出現分歧，帶來通膨回升風險



註：2014至今三調查指數與核心核心CPI相關係數為0.71、0.75、0.74。

資料來源：Bloomberg。

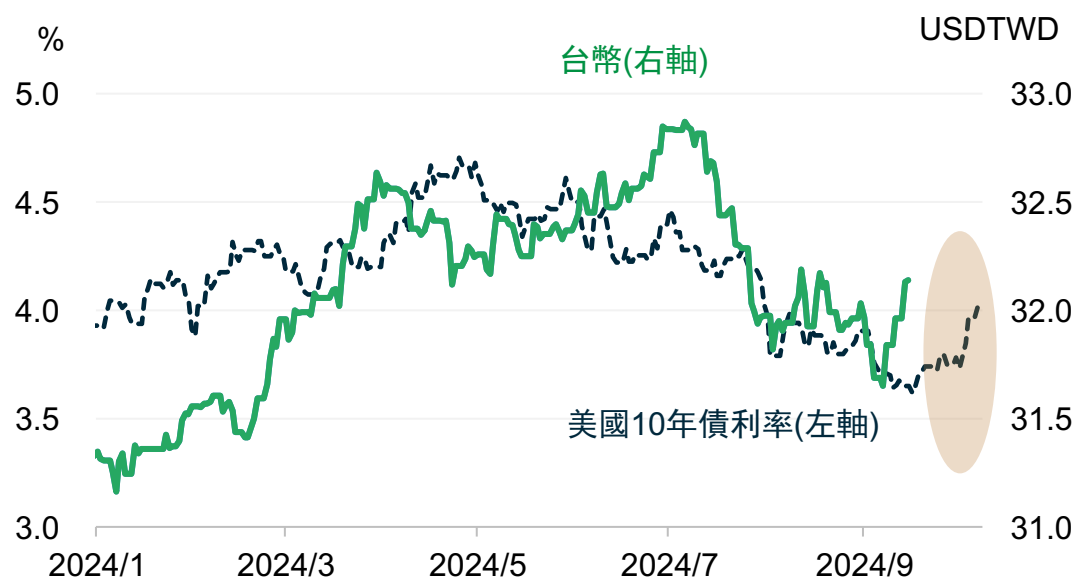


# 台幣 美債利率彈升，短線不利台幣，但台灣出口實力及美國寬鬆前景將提供台幣支撐

**短線偏弱**原因：1)美國9月份非農數據優於預期，市場對Fed大幅降息的預期降溫，美10年債利率站上4%，為台幣由9月底31.6，一路貶至32.2附近的主要原因；2)主要亞幣走弱拖累，新任首相石破茂態度較先前轉鴿，使日圓偏弱，及中國10/8發改委祭出的刺激細節不如市場預期，人民幣回貶。

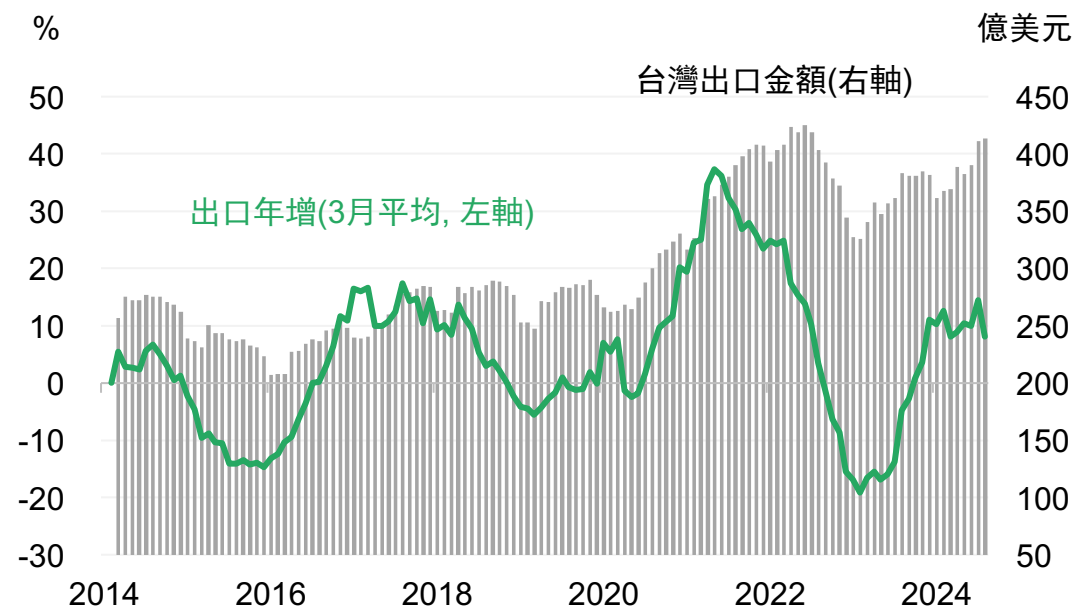
**中長線仍具支撐**：台灣9月出口連11紅，年增4.5%較前月回落，但金額來看連2個月位於400億美元上方，在AI需求旺盛下及出口旺季加持下，預期年底前出口商拋匯需求仍強，加上縱使美國激進降息步伐校正，但美國寬鬆前景並未改變，將為台幣長線支撐。

美國激進降息預期降溫，美10年債利率升破4%不利台幣



資料來源：Bloomberg。

出口旺季支持，台灣出口金額連2月破400億美元



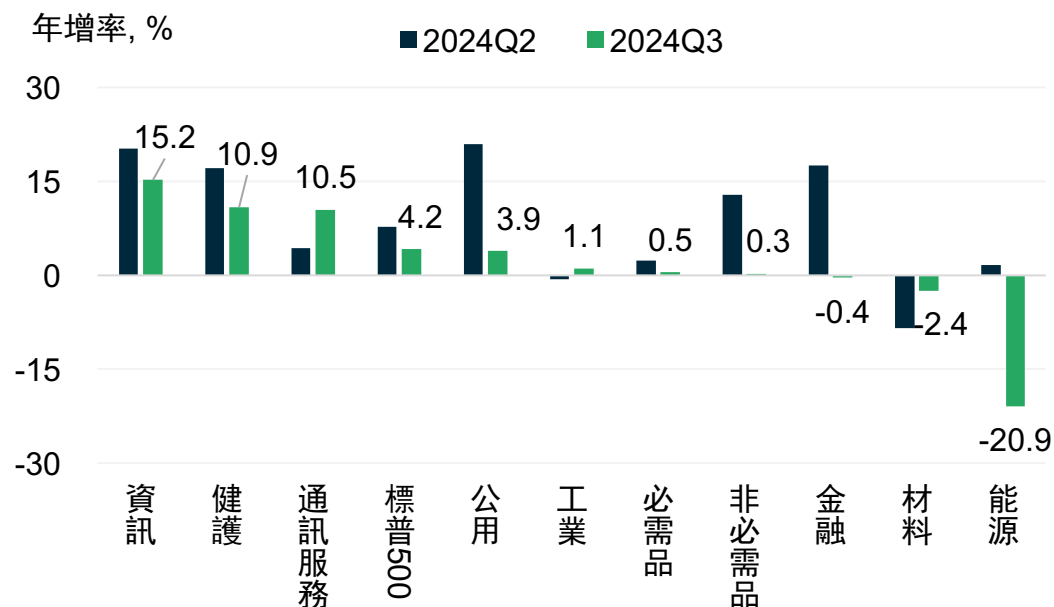
資料來源：Bloomberg。

# 美國 企業獲利放緩, 恐成為市場短期雜音

美國9月非農數據、ISM服務業指數等數據遠高於預期, 支持景氣軟著陸, 也帶動標普500指數突破歷史新高。不過, 就短期而言, 由於過去一個月指數急彈5%, 也使乖離率再度來到1倍標準差, 加上前瞻本益比也來到21.5倍, 價格高位使市場對不確定性更為敏感。

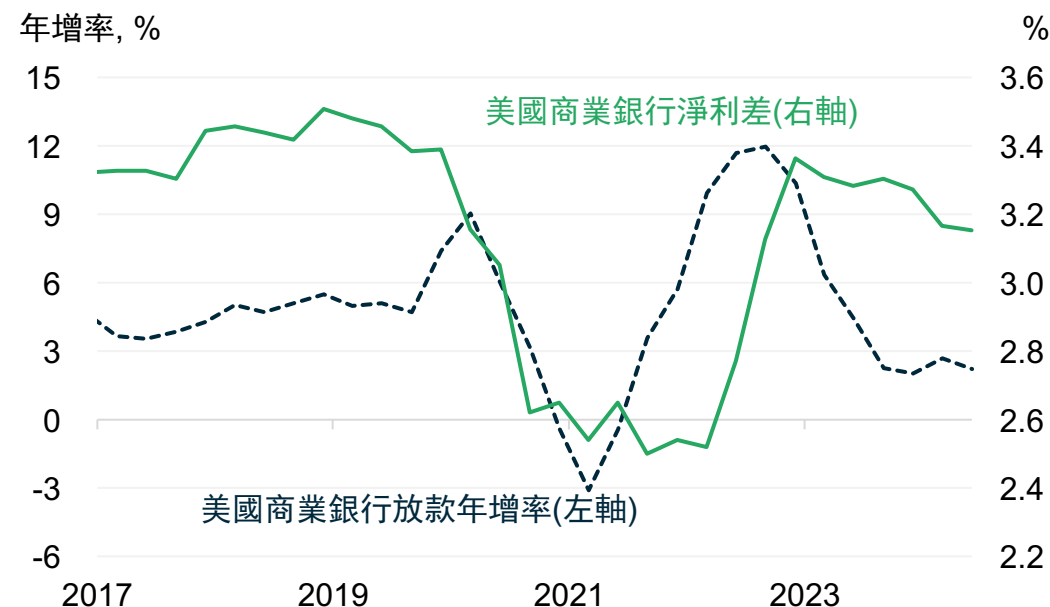
美國即將邁入Q3財報, 市場預期企業獲利年增率將達4.2%, 雖然可望連續5季成長, 但增速明顯降放緩, 主因為分析師擔心經濟是否能達成軟著陸。本週銀行股率先公布財報, 由於利率快速下滑, 將衝擊銀行業的淨利差NIM, 此外, 就業市場的放緩, 貸款速度偏緩, 都使銀行股財報難以樂觀期待, 恐成為市場波動因素之一。綜合而言, 企業財報不確定性與股價位階偏高, 短線進場追高宜慎, 可趁價格回檔時建置股票部位。

標普500 Q3獲利恐較Q2明顯下滑



資料來源: Factset。

淨利差下降、放款速度偏緩, 銀行股獲利難以期待



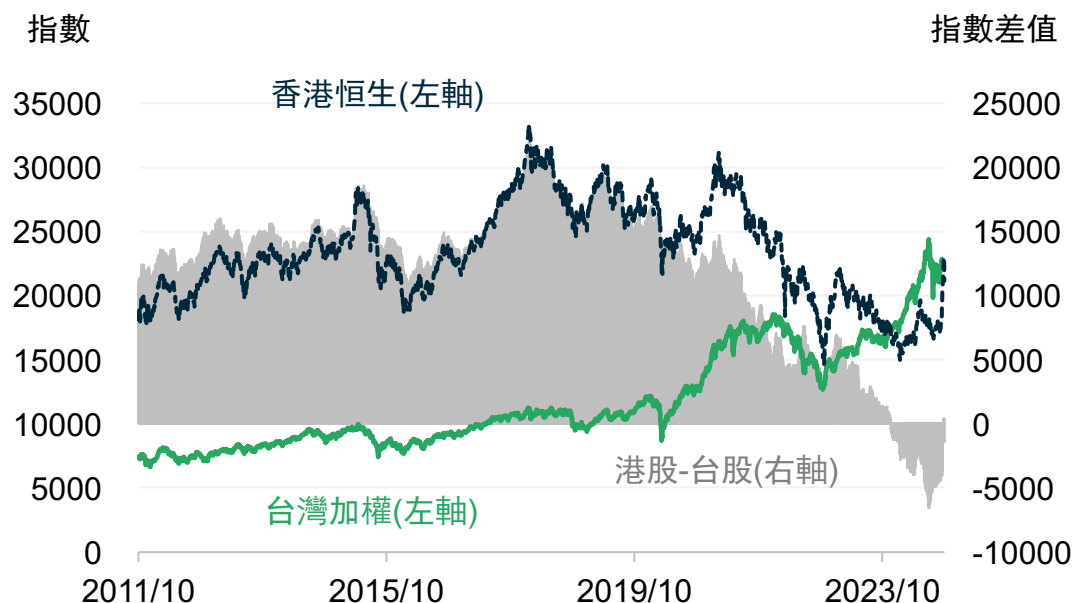
資料來源: Bloomberg。

# 台股 短期動能有限, 觀望下週台積電法說

台股Q3陷入盤整, 除了指數乖離過大、半導體族群漲多拉回外, 央行維持貨幣緊縮態度、外資在台股賣多買少, 也使得資金面顯得動能不足。加上最近港、陸股跌深反彈引發追價熱潮也使得台股資金失血, 台股加權指數甚至一度被恒指反超, 結束2023/11以來台股指數高於港股的趨勢。

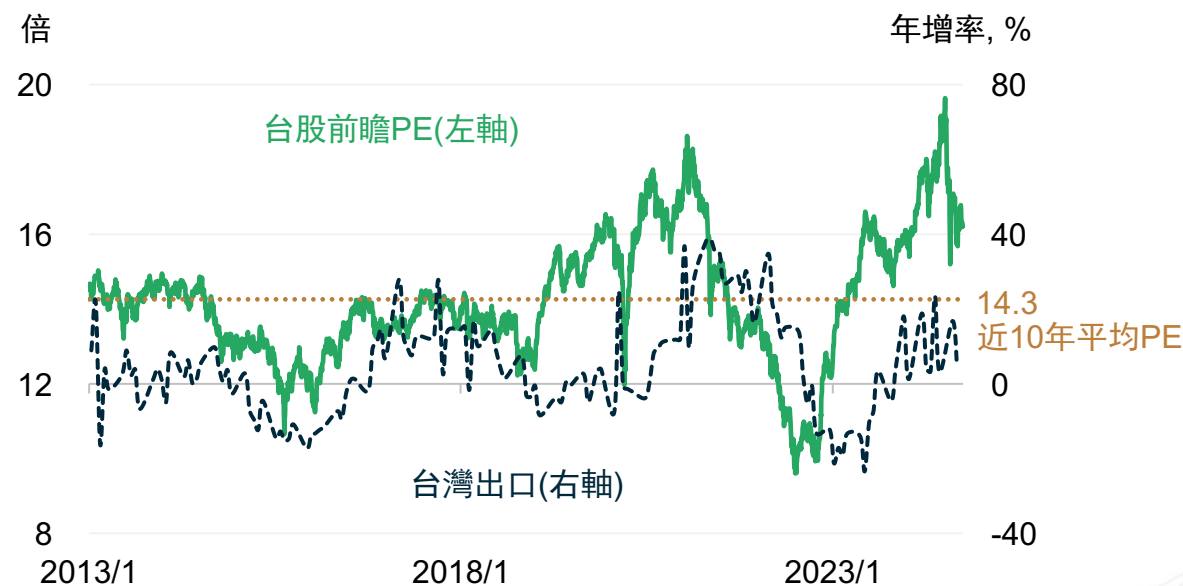
台灣9月出口405.7億美元, 出口連11紅, 代表台灣景氣仍處於擴張期, 但年增率自8月的16.8%下降至4.5%, 復甦力道仍不平均。礦產品、化學、塑膠、橡膠製品呈現雙位數年減, AI相關商機雖持續活絡, 但成長率趨緩, 也壓抑台股上漲空間。台股前瞻本益比16.2倍, 高於近10年平均的14.3倍, 若接下來的重量級企業法說會能釋出進一步樂觀展望, 方有利台股進一步走高, 否則仍以拉回布局為主要策略。

台股Q3以來陷入盤整, 指數一度被港股超車



資料來源: Bloomberg。

台股前瞻PE 16.2倍, 高於近10年平均



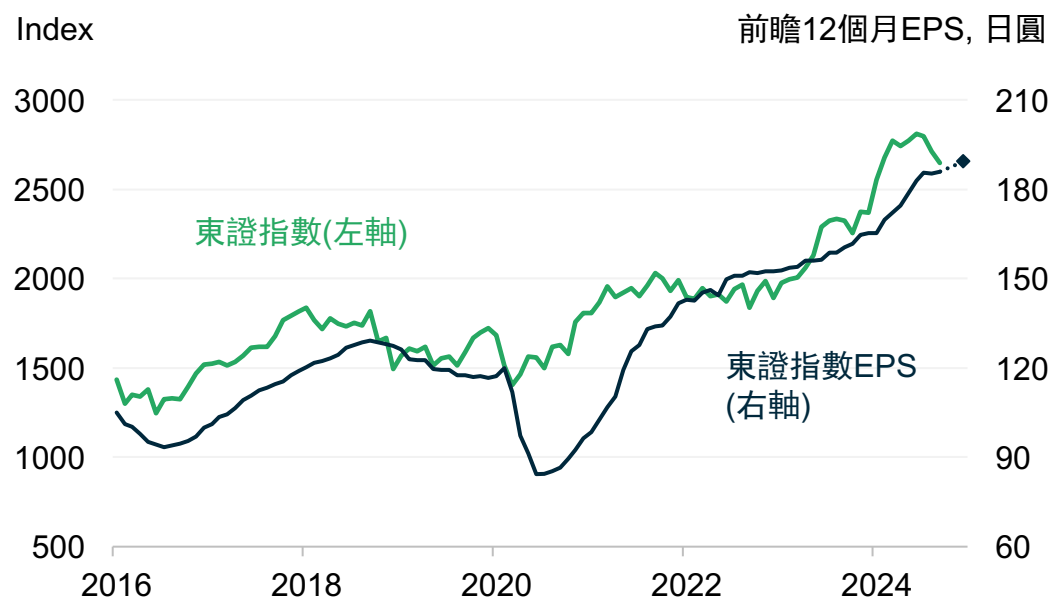
資料來源: Bloomberg。

# 日本 新首相將繼承岸田經濟政策, 獲利穩健成長提供股市支撐

新首相對於在選前對貨幣與財政政策的緊縮態度, 一度讓投資人對日股抱持疑慮。然而, 10/4在參眾兩院會議上發表施政方針時, 強調「先經濟後財政」思路。在10/7的眾議院代表質詢中, 表示暫不考慮加強金融所得課稅, 並未提及增加法人稅的議題, 大選後石破茂的態度明顯向市場靠攏。

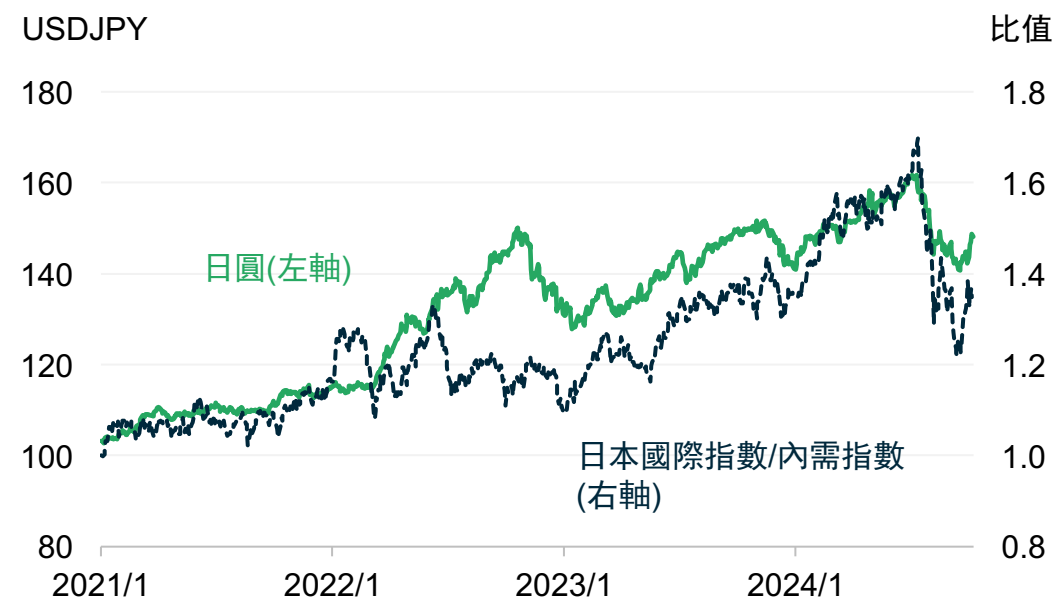
新政府經濟政策承襲岸田政府, 主張實現由加薪與投資引領的成長型經濟, 言下之意, 政策對景氣的不確定性大幅淡化, 基本面有望延續岸田時期的成長態勢。由於薪資成長帶動消費復甦, Q3短觀調查顯示企業營運展望正向, 獲利穩健成長將提供股市支撐, 往年底走, 日股有望逐步墊高, 惟須留意日圓偏升與美歐製造業需求偏弱下, 預期內需企業漲幅居前。

## 投資人預估2025年企業獲利保持成長



註: 2024年底前瞻EPS預估值為Bloomberg統計2025年度EPS市場預估值。  
資料來源: Bloomberg。

## 日圓升值時期, 內需企業股價表現優於外需企業



註: 國際指數由高盛編纂, 取市值10億以上、海外營收佔比超過7成企業。內需指數取市值10億以上、國內營收佔比逾9成企業。  
資料來源: Bloomberg。



# Oct 2024

14 Monday 日本休市 中國進出口	15 Tuesday 德國ZEW 英國失業率 日本工業生產 歐元區工業生產	16 Wednesday 英國CPI 日本核心機器訂單	17 Thursday ECB利率會議 美國零售銷售 美國初領失業金	18 Friday 中國GDP 中國經濟數據 英國零售銷售 美國新屋開工
-------------------------------	--	--------------------------------------	--	---

## 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