



國泰世華銀行
Cathay United Bank

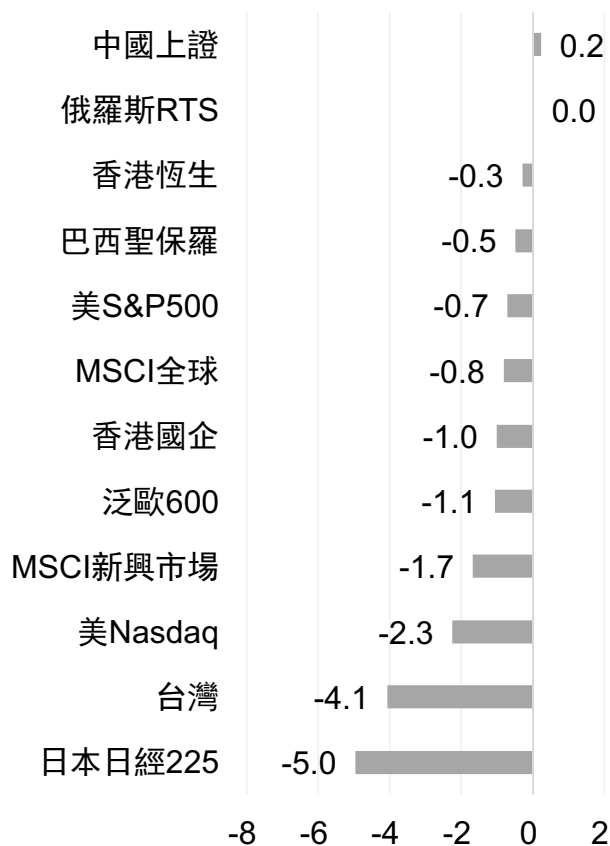
2024年7月19日

投資研究週報

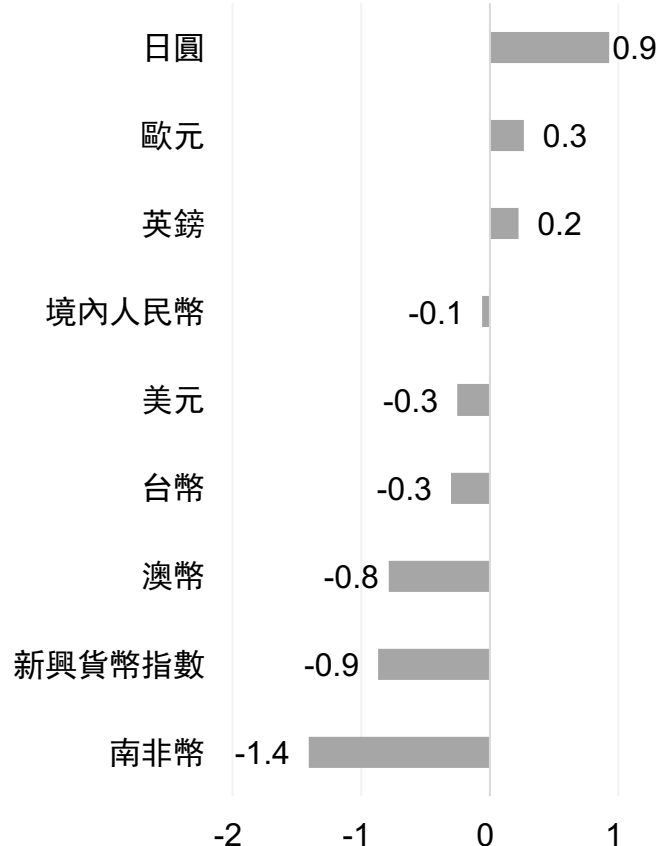
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

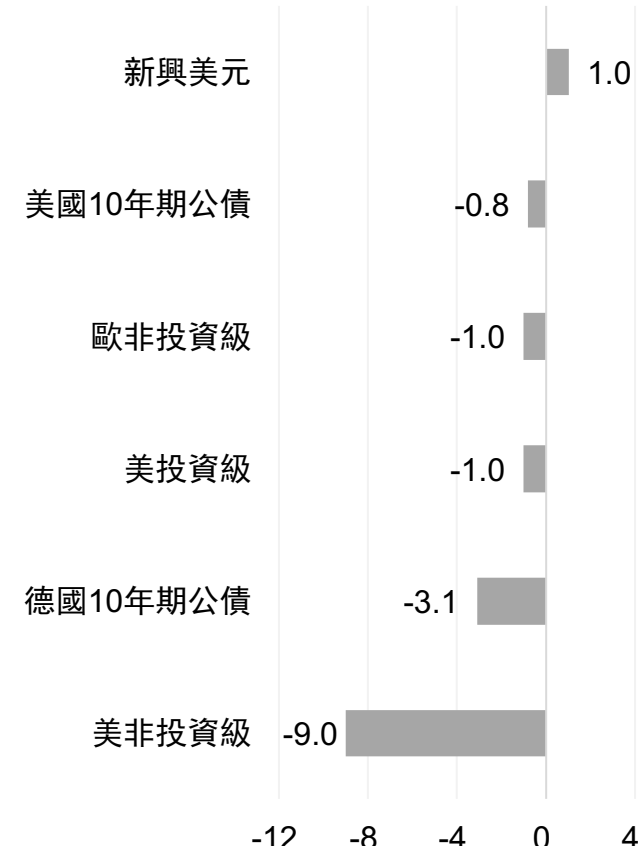
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/7/11- 2024/7/18。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- 川普「灰犀牛」來襲，投資市場該如何因應？川普主打關稅、移民議題，減稅、通膨是關鍵變數，連晶片產業也難逃川普影響。
- 9月降息機率大增，聯準會的「信心」從哪裡來。失業率升、經濟走緩，Fed口吻轉變。
- 企業財報預估逐季增溫，慎防大型公司高評價帶來的偏高預期。

2) 後續關注焦點：

- 7月FOMC、企業財報。
- 經濟數據：6月PCE、7月Markit PMI。

策略思維

- 1) **股市：**利率偏下行，然評價上升空間已不大，留意財報變數帶來的短期波動。企業獲利成長仍是推動股價上揚的主要動能。
- 2) **債市：**聯準會降息機率升高，將使長債殖利率高點不多，宜逢高鎖利。
- 3) **匯市：**美國降息有利美元轉弱，但川普當選機率升，將使美元指數高檔震盪。台灣下半年基本面好轉，惟美債殖利率居高不下，國人購債金流偏高，台幣維持弱勢震盪。

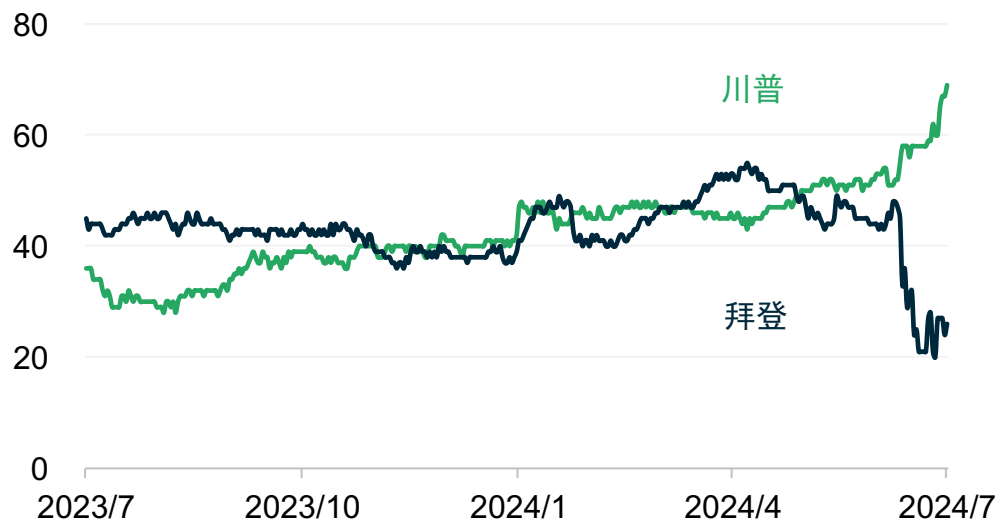
一聲槍響改變大選格局，川普再度入主白宮大局已定？

川普在賓州造勢活動遭槍擊，使得原本已高漲的聲勢更顯得勝券在握，根據大選賭盤勝率預測，川普獲勝的機率由6月底總統辯論後的58%進一步升至69%，由於情勢丕變，原本民主黨內「換登」的聲浪也一瞬間就平息下來。

美國總統大選為選舉人制，各州選舉人票數不同，在各州獲勝的總統候選人全拿該州的全部選舉人票，而獲得全國過半的選舉人票則當選美國總統，因此誰能拿到270張選舉人票，誰就能入主白宮。目前看來，**川普在幾個主要的搖擺州民調領先，贏得大選的可能性很高，且共和黨在參眾兩院的預估席次也領先民主黨，有可能出現共和黨同時贏得總統以及國會兩院「紅潮再現」的情況，對於政策制訂及施行的主導性將大增。**

賭盤預測川普贏得美國總統大選機率高

獲勝機率，%



資料來源：Bloomberg。

參眾兩院民調皆由共和黨領先

預估席次

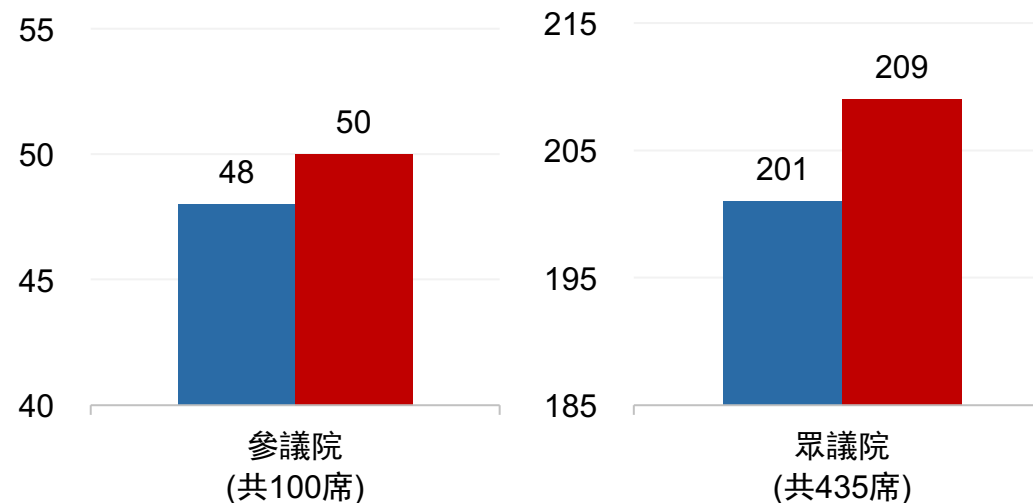
■ 民主黨

■ 共和黨

預估席次

■ 民主黨

■ 共和黨



資料來源：270twin。

關稅、移民政策強硬，「川普交易」再起？

共和黨傳統上支持減稅、削減支出，與石油業者關係良好，而川普自2016年舉著關稅大旗對中國展開貿易戰以來，對中態度強硬成為川普的招牌，副手范斯也直指中國是美國的主要問題，因此美中關係相較拜登任期，可說並無改善的機會。然而川普首次總統任期之初所提出的鋼鐵關稅，其實並非針對中國而來，也就是說，關稅只是川普的一項手段，若是各國在貿易上有所回饋，例如增加採購美國產品、擴大軍購等，也能為美國帶來好處。

川普政策隨著他的談話常有反覆，核心策略則無太大改變，主要基調仍是增加國內就業，讓美國再次偉大，具體作法則是擺脫國際不公平貿易及製造業回流美國，由於增加關稅、緊縮移民等政策，市場認為將推升通膨，也因此「再通膨交易」聲浪再起，不過，這些政策對通膨的影響通常是一次性拉升，並不會持續推高通膨，由川普首次任期CPI走勢並未持續走升即可看出，反倒是對於特定產業的政策收放，將帶來較大的影響。

川普政策或有反覆，核心策略則無太大改變

調高關稅

避免匯率操控

退出烏俄戰爭

減少協防軍費

退出環保協議

退出貿易組織

擺脫不公平貿易

增加就業

製造業回流美國

調降企業稅

削減開支

弱勢美元？

鼓勵資本支出

放鬆金融監管

增加原油開採

讓美國再次偉大

資料來源：國泰世華銀行彙整。

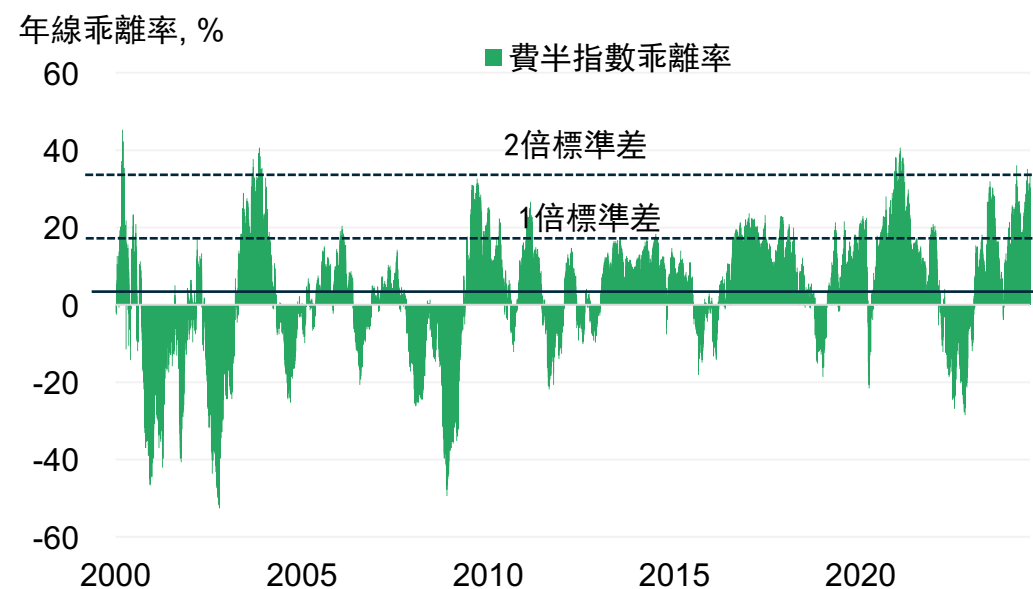


科技短線乖離過大，加上川普言論與拜登的管制措施，引發股市大跌

年初以來，受到AI的加持影響，使得科技股大幅飆漲，費城半導體指數甚至大漲40%，其中輝達更是暴漲150%，使得指數乖離率達到2倍標準差，就過去的經驗來看，**當指數超過兩倍標準差，短期1~3個月，股市回檔的可能性拉高。**

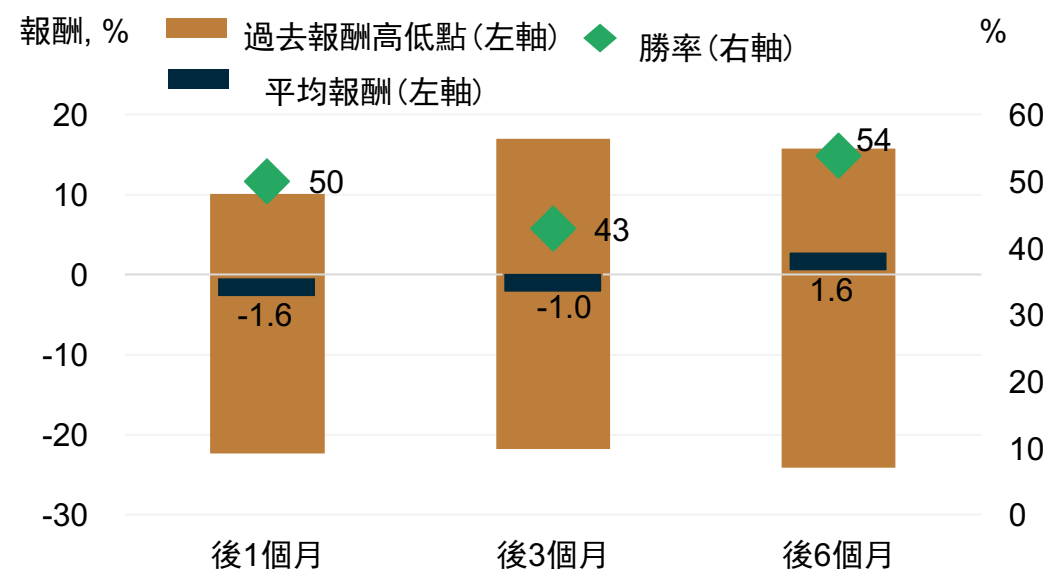
另外，台灣作為全球半導體製造的中心，具有成本與技術優勢，但川普表示，台灣偷走美國的半導體事業，引發市場恐慌，同時，拜登政府向日本、荷蘭施壓，擬對出口至中國產品實施更嚴格的管制，加上艾司摩爾財測不如預期，引發市場恐慌。

費半指數乖離率



註：年線指200日均線，乖離率表示與年線的差距。
資料來源：Bloomberg。

乖離率過大後，市場的表現



註：統計費城半導體指數達2倍標準差後股價指數走勢。
資料來源：Bloomberg。

川普對台灣晶片產業有意見, 台積電應聲下跌

台積電公布Q2財報, 營收年增40.1%, 毛利率53.2%, 單季EPS 9.6元。針對Q3展望, 在AI需求強勁, iPhone新機晶片出貨帶動下, 旺季效應可期, 台積電並順勢調升資本支出, 顯示半導體先進製程需求成長, 將成為未來幾年穩定的成長動能。

全球半導體景氣展望樂觀, 然而川普一句「美國為什麼要保衛台灣? 台灣100%奪走了美國的晶片事業。」導致台積電股價大跌, 暗示未來美國有可能針對半導體業者祭出懲罰性關稅, 收回晶片補貼, 甚至更多出貨限制, 將形成潛在不確定因素。

台積電財報佳, 下半年展望強勁



資料來源: 台積電預估。

AI需求強勁, 台積電增加資本支出



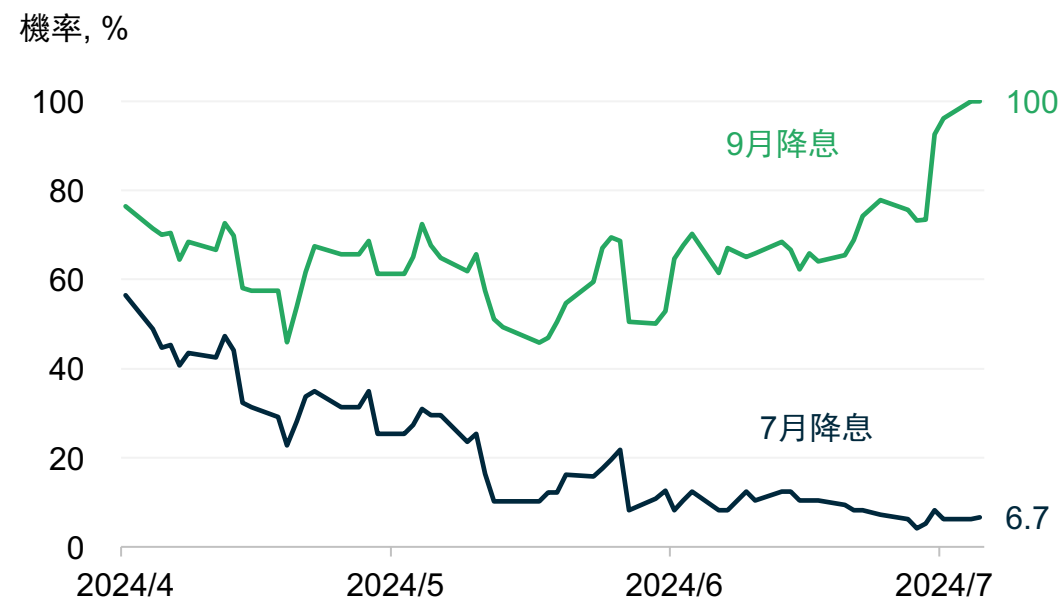
資料來源: 台積電。

9月降息機率升高, 通膨降溫使得聯準會稍微「放心」

6月CPI公布後市場對於通膨下降更有信心, 連帶也推升對9月降息預期的押注, 根據FedWatch tool, 9月降息的機率攀升至9成以上, 意謂著最快在7月FOMC會議, Fed就有望對接下來的降息行動做出暗示, 事實上芝加哥聯邦準備銀行總裁Goolsbee就表示, 近期的通膨數據讓他相信物價壓力正在緩解, 從而支持降息; **Fed主席鮑爾也釋放鴿派信號, 他表示Q2的數據讓Fed更有信心通膨正朝向2%目標, 且Fed不會等通膨回到2%才降息。**

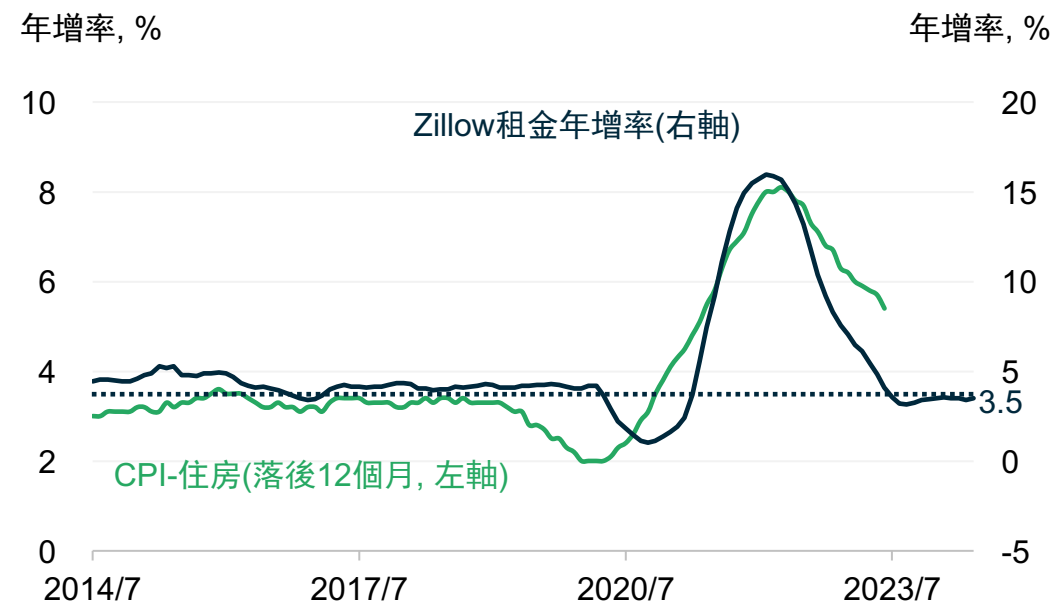
美國房價居高不下, 使得租金通膨遲遲下不來, 然而這是由於CPI租金項目中, 有一部份是所有權人約當租金(Owners' equivalent rent, OER), 也就是屋主根據自身持有成本估算的租金收入, 這項數據並非基於實際的租房交易, 也有一定的遞延情形, 因此若以租房網站Zillow所公布的租金年增率早已回到疫情前水準來推估, 未來租金將持續帶動CPI下行, 且有望回到疫情前的溫和成長區間。

9月降息漸成市場共識



資料來源: FedWatch tool。

租金增速早已回到疫情前水準, 將持續帶動CPI下行



資料來源: Bloomberg。

職缺/失業比回落至疫情前水準，經濟景氣同步降溫

美國6月非農就業仍維持20萬人以上強勁水準，不過失業率悄悄攀升至4.1%，為後疫情時期新高，Fed主席鮑爾常提到的企業職缺vs.失業人數的比值回到1.2倍，與疫情前水準相當，由於企業在高利率環境下，招聘需求下降，也使得勞動市場供需逐漸平衡，薪資通膨下降，但失業激增的隱憂則在升高。

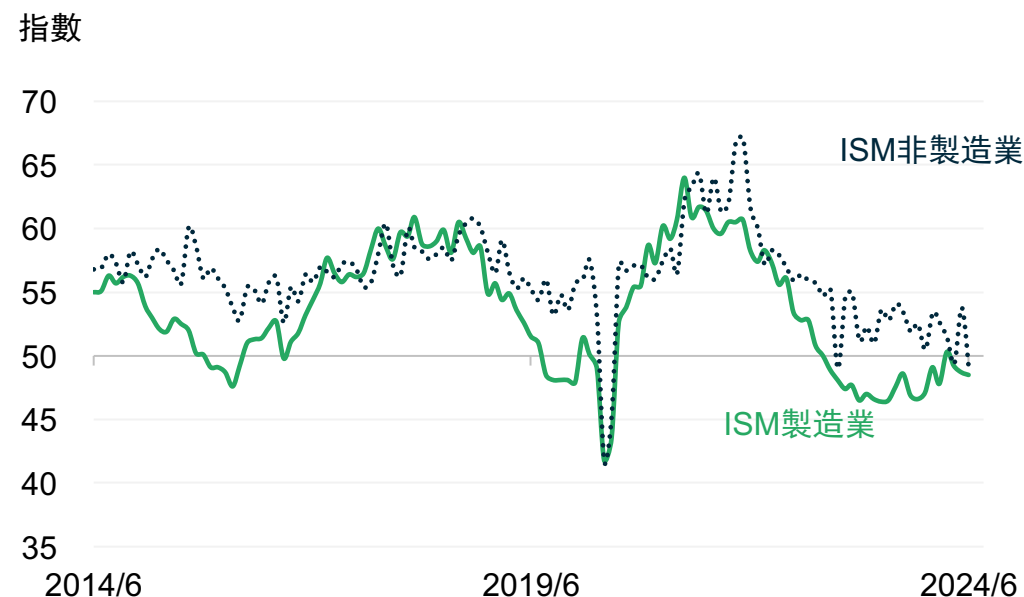
經濟的擔憂不僅單一面向，由ISM採購經理人指數觀察，可以發現製造業指數反彈力道受限，而服務業則出現由熱轉冷的跡象，在各行各業目前都面臨景氣放緩的壓力下，企業裁員的可能性升高，有可能讓失業率遽然上升，也使得Fed不得不正視降息的必要性。

職缺/失業比回到疫情前水準



資料來源：Bloomberg。

製造業、服務業景氣雙雙掉落榮枯線下



資料來源：Bloomberg。

降息預期啟動，資金輪動往小型股

在通膨降溫、聯準會官員口吻轉鴿之後，9月降息預期升高，對於股市的資金輪動也產生影響，標普500指數雖持續創新高，但是小型股則呈現短期急拉走勢，顯示在高利率環境有望出現轉機之際，受高利率壓力最大的中小型股也開始出現資金挹注。

事實上，標普500指數今年以來的漲幅達15%，主要也是由幾檔大型科技股領漲帶動，而標普的本益比已來到21.9倍，幾已達到2021年股市高點水準，未來就算聯準會走向降息，本益比抬升空間也不大，不過若觀察標普600小型股指數，本益比仍在15.8倍左右，未來若景氣走向復甦，中小型股仍有表現空間。

降息預期啟動，小型股短期急升



大型股本益比已屆高點，小型股評價則尚屬合理



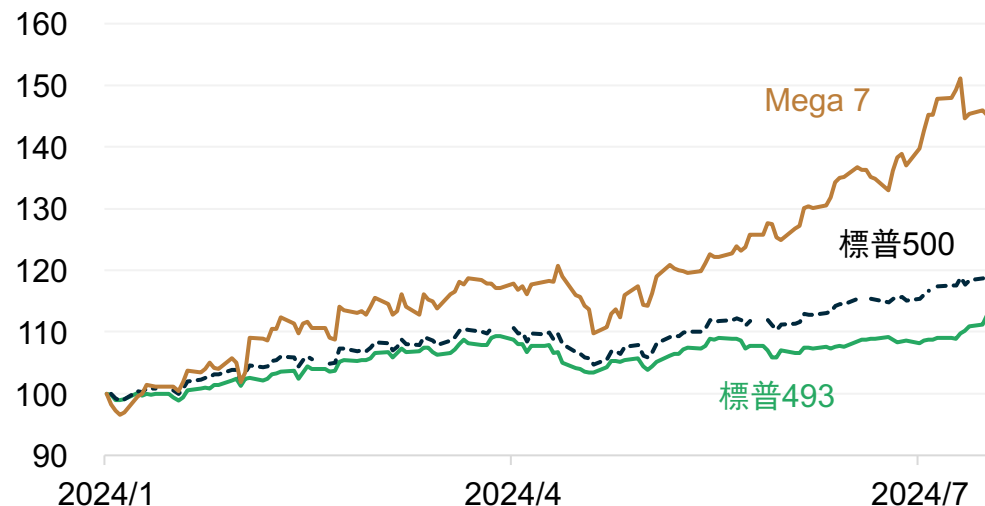
美股 美股多頭延續，但領漲族群可能轉換

年初以來，美股漲幅逼近2成，但主要集中在7巨頭，主因為7巨頭受惠AI浪潮，使得輝達、谷歌、微軟等股票，獲利與股價都同步成長，其中，輝達Q1獲利年增率甚至高達262%，股價也大漲150%。

展望Q2及未來財報，科技巨頭獲利雖依舊強勁，但獲利增速也有下滑趨勢，另一方面，非Mega7公司Q1獲利雖不佳，不過，往後續來看，隨著利率下滑，利率衝擊降溫，企業獲利有望逐步升溫。因此，操作上，可拉高非科技比重。

標普500指數漲勢有輪動跡象

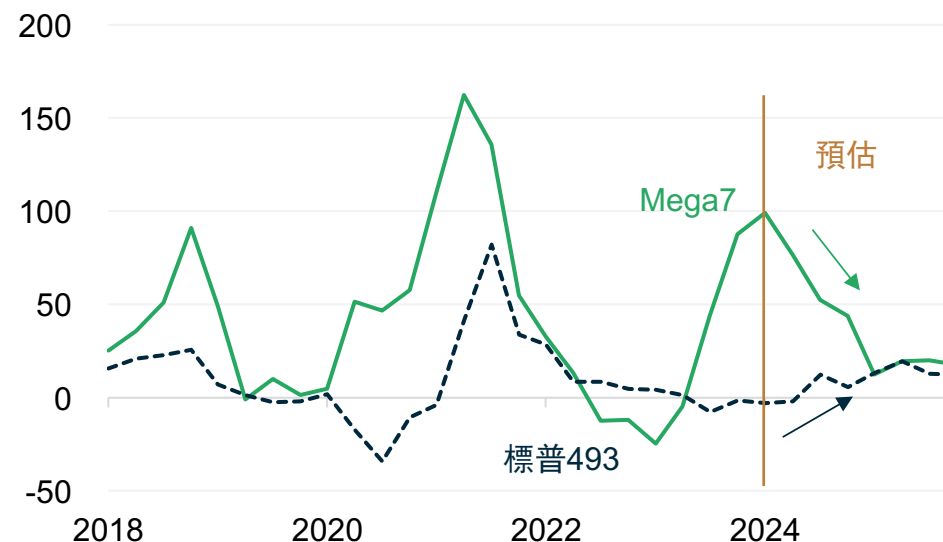
報酬標準化, 2024/1/1=100



資料來源：Bloomberg。

Mega7與其他股票獲利增幅將逐步收斂

獲利年增率, %



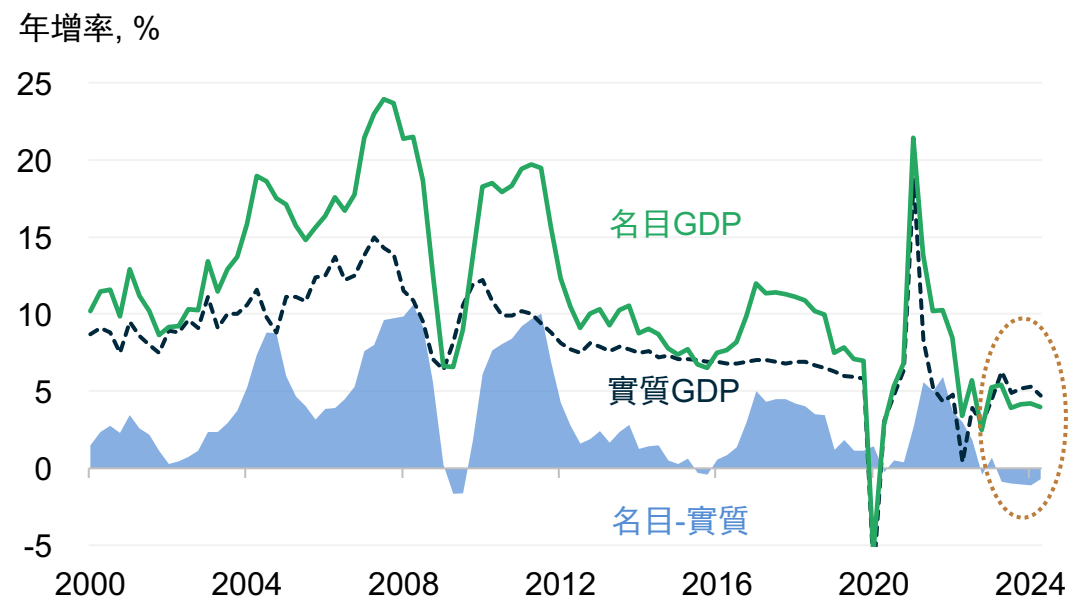
資料來源：Bloomberg預估。

中國 需求不足壓抑Q2經濟表現, 境內外股市難擺脫弱勢整理

經濟數據：中國Q2 GDP年增4.7%，低於市場預期，其中有幾個重點值得留意。1)名目GDP連續5季低於實質GDP。Q2名目GDP僅有4%，房價下滑、PPI負成長、CPI近乎停滯，背後反映的是需求不足，通縮陰霾揮之不去，市場存在以價換量的情況。2)出口成為最大亮點。全球製造業復甦帶動6月出口年增8.6%，投資與消費低迷，內需弱於外需，三架馬車僅剩其一，未來隨著川普的選情聲勢大漲，中長線外需存在不小風險。

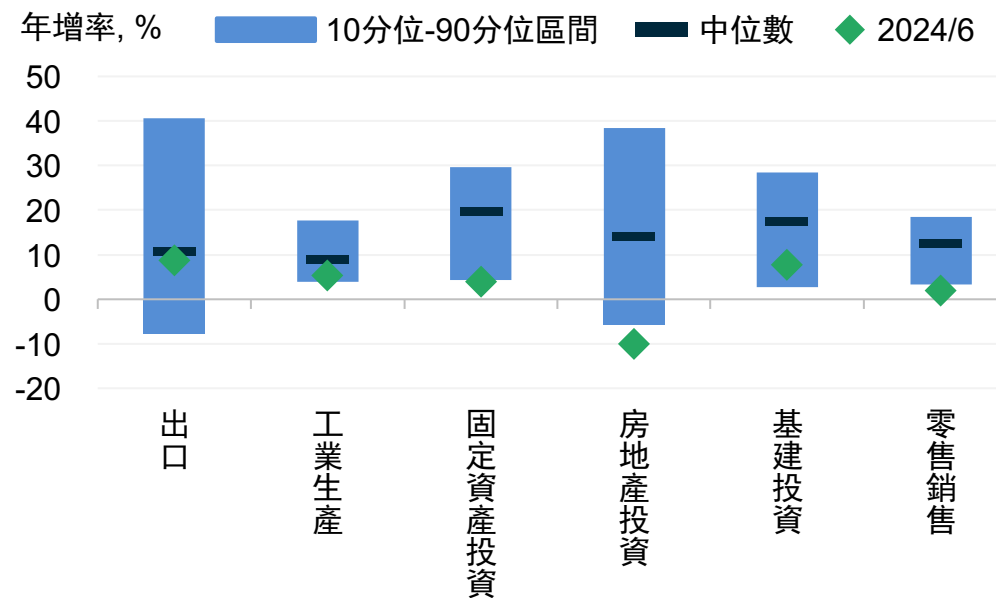
市場展望：三中全會成全球焦點，但預期會議對經濟激勵效果有限，政策托底與聯準會寬鬆，港股18000與上證2900點附近有所支撐，然而，基本面復甦依舊為未來上漲主要因素，**6月社融數據中居民與企業貸款需求顯弱，信心不足料持續壓抑股市反彈動能，除非官方推出突發重大利多政策，短期恐不易擺脫弱勢整理格局。**

中國名目GDP已連續5季低於實質GDP



資料來源：Wind。

出口成為上半年經濟少數亮點



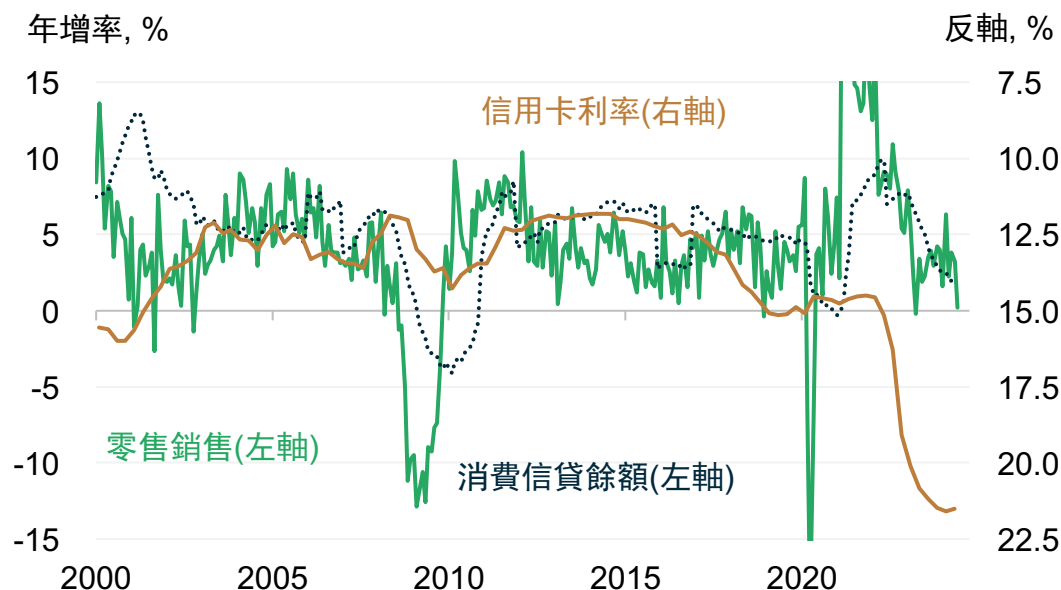
註：資料期間2004/1-2024/6。
資料來源：Wind。

債市 再通膨交易帶來短期雜音但降息前景趨於明朗，利率緩降之餘逢反彈仍可鎖利布局

6月零售銷售月增0%，優於市場預期的-0.3%。然而，年增率連續3個月下滑，僅0.2%。Q2合計成長2.4%，低於前2季的3.2%、3.7%。而扣除汽車、加油站的核心部分則成長3.4%，創下疫情以來次低水平。與此同時，消費信貸餘額成長速度進一步趨緩，4、5月僅年增2.0%，已低於疫情前10年平均水平4.7%，雙雙反映**高利率影響發酵，內需消費逐漸降溫**。

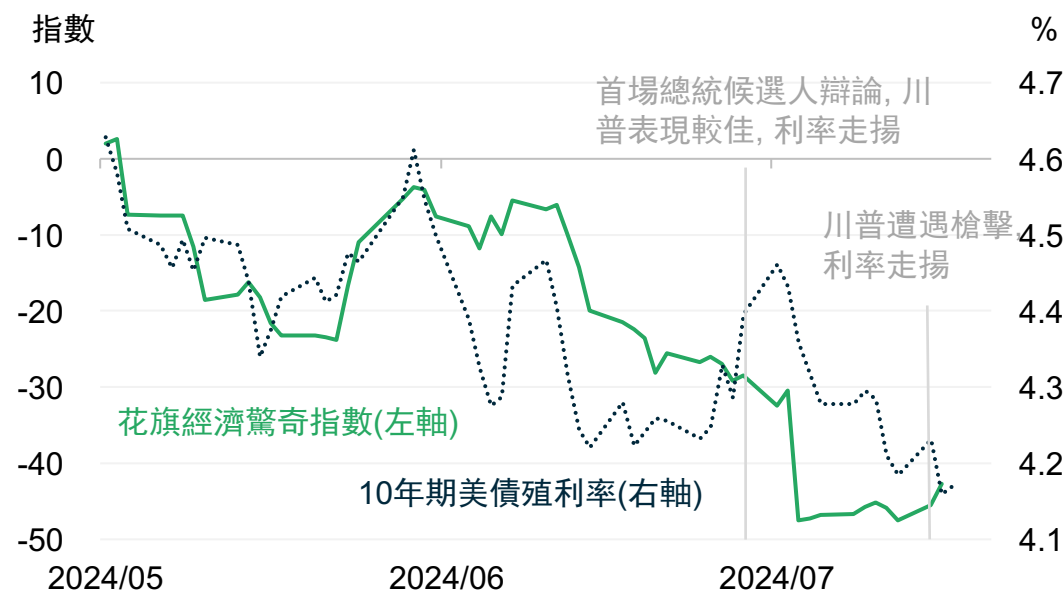
綜觀Q2經濟數據，表現多半不如市場預期，包含勞動市場擴張放緩、消費減速、薪資及通膨降溫等，以致花旗經濟驚奇指數相較5月初明顯下滑、降息預期持續升溫。然而，歷經首場總統候選人電視辯論會以及暗殺未遂事件後，川普勝選機率明顯提高。對於債市的影響而言，**預期川普勝選所造成的「再通膨交易」，將成為利率短線反彈的壓力來源**。然而，在降息循環趨於明朗的背景下，政策仍將引導利率緩步下跌。操作策略上，**殖利率若有反彈，仍得於降息循環前布局鎖利**。

升息影響發酵，消費動能持續降溫



資料來源: Bloomberg。

經濟數據轉弱引導利率走跌，再通膨交易帶來短線反彈



資料來源: Bloomberg。

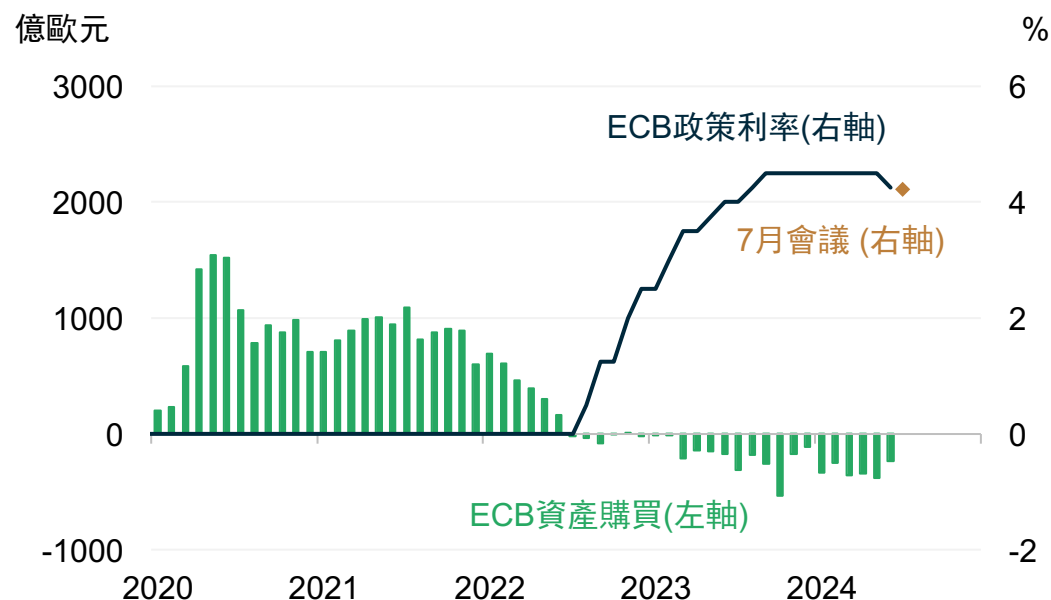
歐洲央行 ECB維持利率不變；川普當選可能性下，支持美元延續震盪走勢

重點：1) **三大利率維持不變**，存款機制利率為3.75%、主要再融資利率為4.25%、邊際貸款利率為4.5%；2) **疫情緊急債券收購計畫(PEPP)** 以每月減少75億歐元來退出再投資計畫，年底停止再投資。

本次維持不變，因為6月會議紀錄已先透露，「上次會議以來的數據，並沒有增強通膨將在2025年前回復至2%目標的信心」，顯示官員認為需要多些時間觀察政策效果，但這並不意味著改變目前的降息趨勢。

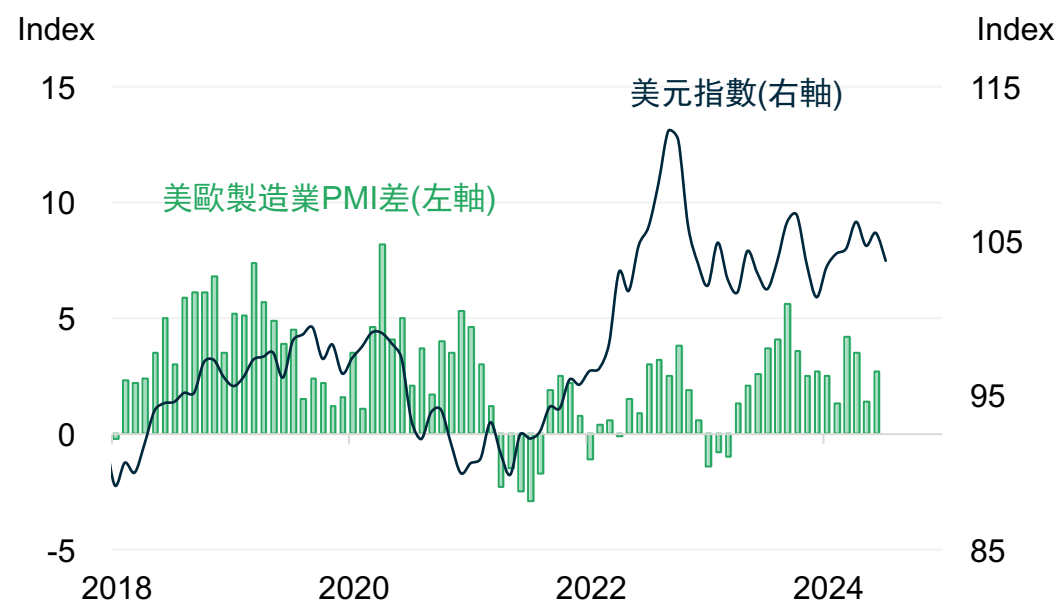
匯價方面，由於近期歐洲選舉告一段落，加上美國數據轉弱、美歐景氣落差有所拉近，使近期美元有所回檔；但鑒於川普在槍擊後當選機率跳升，川普交易可能回歸下，可能支撐美元延續震盪走勢。

歐元區政策利率與資產購買狀況



資料來源：Bloomberg。

美歐景氣拉近，但川普當選可能性支持美元震盪走勢



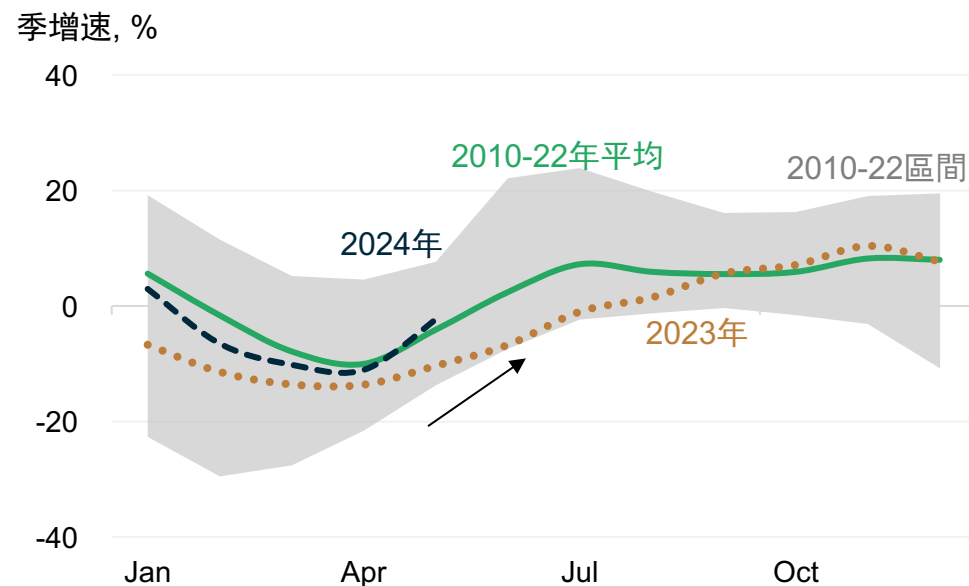
資料來源：Bloomberg。

台幣 外資賣超台股, 美債吸引國人買盤, 台幣走勢震盪

基本面：時序將進入產業旺季，加上終端需求較去年回溫，外銷訂單動能逐漸回升。另一方面，Fed降息前景尚未明朗，但川普交易恐先回歸市場，支持美債殖利率仍居高位震盪、吸引國人美債買盤。此外，外資7月轉為賣超台股，金流影響下，也不利台幣。

匯價：綜上所述，雖然產業時序有利台幣匯價，但川普交易回歸、美債殖利率高踞與外資賣超等不利因素仍在，恐仍壓抑台幣匯價，尤其在Fed透露降息口風前，可能延續弱勢震盪的格局。

時序將進入產業旺季，外銷訂單動能逐漸轉強



資料來源：Bloomberg。

但川普交易恐回歸，加上外資賣超台股，仍不利台幣



資料來源：Bloomberg。

Jul 2024

22	Monday	23	Tuesday	24	Wednesday	25	Thursday	26	Friday
台灣外銷訂單 德國零售銷售 泰國休市		美國成屋銷售 日本工具機訂單 台灣工業生產		美國標普全球製造業PMI 美國新屋銷售 歐元區HCOB製造業PMI 日本自分銀行製造業PMI 德國HCOB製造業PMI 英國標普全球製造業PMI		美國初領失業金人數 美國GDP 美國耐久財訂單 德國IFO企業景氣指數		美國核心PCE 美國密西根大學市場氣氛	

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