



國泰世華銀行
Cathay United Bank

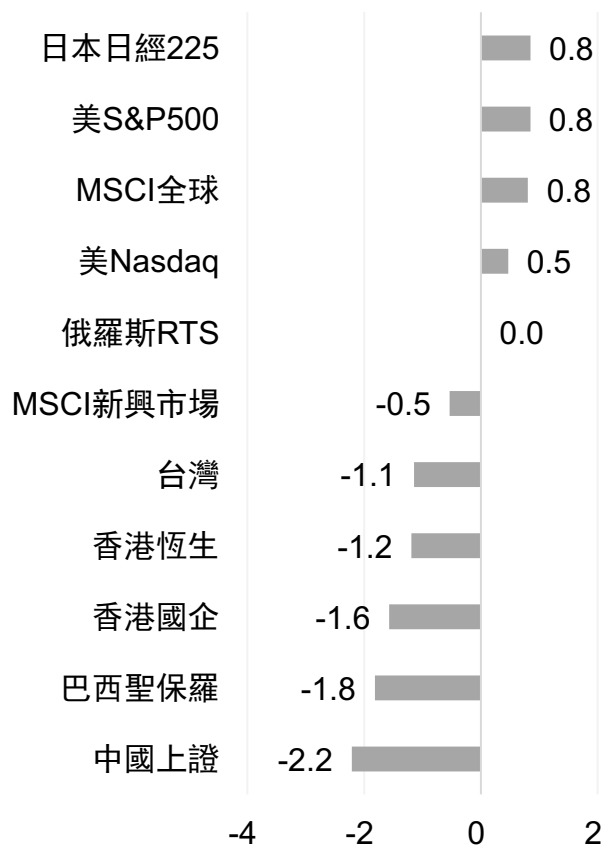
2024年11月29日

投資研究週報

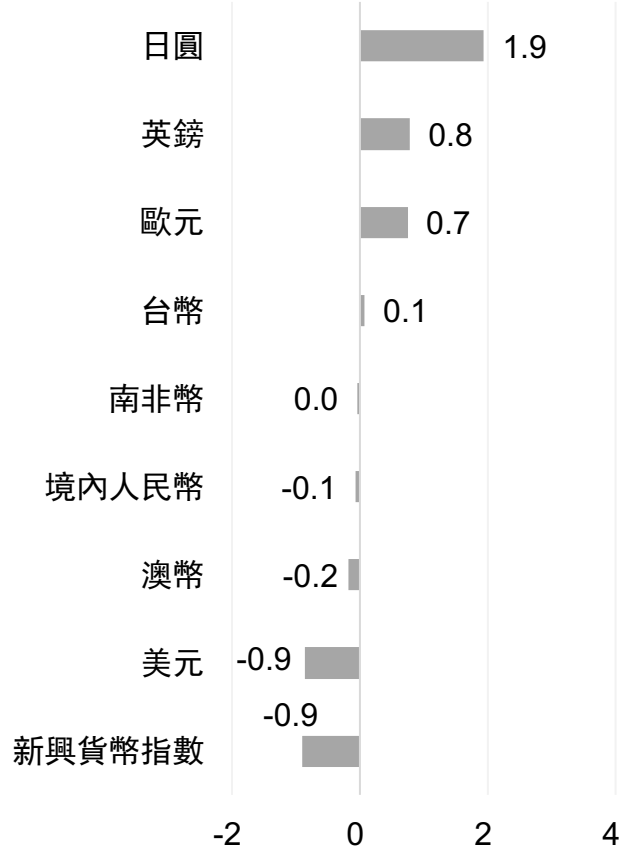
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

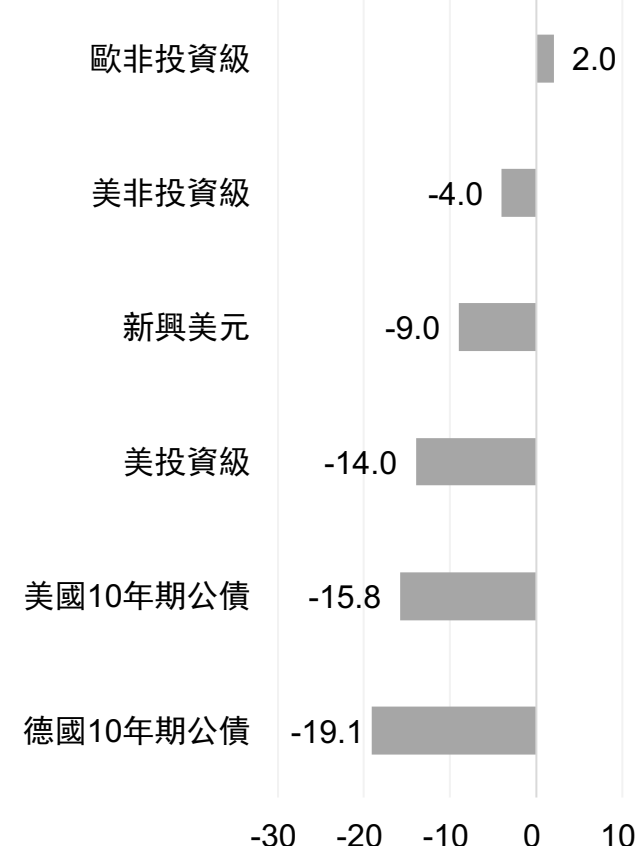
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/11/21- 2024/11/28。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

1. 川普當選後對「中墨加」射出第一支箭，釋出什麼意涵？關稅戰的重心由中國向外擴展，有意防堵透過洗產地規避關稅壁壘者。
2. 美國關稅戰箭在弦上，為何美債利率不升反降？1)市場頗有「買預期、賣事實」的味道，2)美財長人選緩和市場擔憂，3)中東局勢緩和有利通膨前景。
3. 近期台美股市走勢脫鉤跡象，如何解讀？政策不確定性壓抑台積電股價，反突顯半導體全球戰略重要性，與美國關係維持下，台股長線仍具支撐。

2. 後續看點

- ISM PMI(12/2)、非農(12/6)、FOMC/台灣理監事會(12/19)；中國經濟工作會議(2024/12)

策略思維

1. 股市-美國優先政策下，非美股相較承壓：降息環境及製造業已處於循環底部，將提供美股支撐。
2. 債市-降息方向不易扭轉，利率可逢高布債：短率將隨政策利率走低，而長率受美經濟穩健支撐，下行空間受限。
3. 匯市-川普交易略為降溫，美元漲勢暫歇：多空因素交錯，美元轉為區間震盪。



川普揚言上任首日將對「中、墨、加」加徵關稅, 市場短線急震, 但週內即有止穩跡象

川普稱將對中國所有進口商品額外提高10%關稅, 作為中國芬太尼等毒品持續經由墨西哥流入美國的回應。另外也以毒品議題, 及大量非法移民由邊界進入美國為由, 稱將對墨西哥、加拿大之進口商品加徵25%關稅。而川普選擇對「中墨加」開第一槍, **宣示意味濃厚**: 不惜顛覆於首個任期簽訂的美墨加協定, **要將關稅戰的重心由中國向外擴展, 防堵過去透過洗產地規避關稅壁壘者。**

綜觀川普首任任期(川普<1.0>), 關稅多做為後續貿易談判的先行手段, 包含2018年11月簽訂的美墨加協定、2020年1月的美中貿易協議皆是如此, **意在取得談判優勢, 非尋求貿易脫鉤, 意味關稅實際的規模有望低於宣稱。但須留意有首任經驗, 未來川普拋出關稅威脅的頻率恐加快, 且關稅威脅不僅限於貿易問題, 都將使市場震盪加大。**

川普任內的關稅嚇阻下, 美國皆順利完成後續貿易談判



資料來源: 美國商務部, BEA, IMF。

關稅消息一度使三國貨幣急挫, 但全週而言變化不大



註: 各日期標註時間皆為台灣時間上午7點。

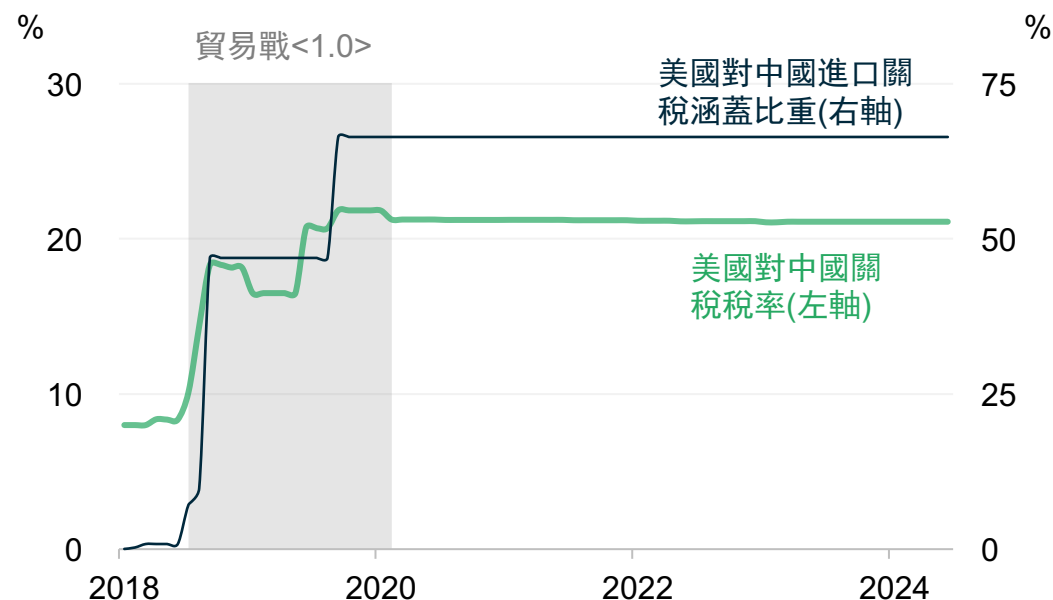
資料來源: Bloomberg。

貿易戰<1.0>之後，墨西哥、東協成為中國商品進入美國市場の後門

貿易戰<1.0>以來，中國對美國的貿易帳盈餘趨勢有所變化。這一情況的根本原因在於，美國對中國商品加徵的關稅，及美中兩國日益加劇的緊張局勢。這使得中國將出口重心分散至其他市場，特別是東協和墨西哥，以減少對美國市場的依賴，或由第三地轉進美國。

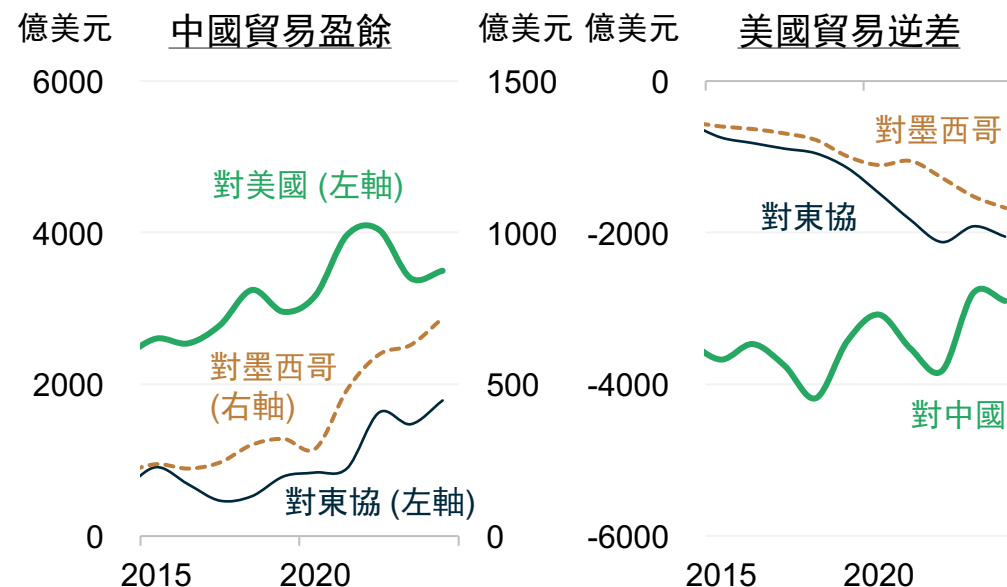
隨中國企業在東南亞及墨西哥等地設立更多的生產基地，目前來看，仍有效地避開對美國市場的貿易壁壘。尤其，**墨西哥憑藉其與美國的地理接近和美加墨協議(USMCA)帶來的貿易優惠，也成為中國商品進入美國市場的重要樞紐**。總的來看，貿易戰後，中國的貿易策略有所調整，以避免過度集中美國，因此，川普若僅單單對中國施加關稅，恐怕還不能對達到改善貿易帳、牽動製造業回流的目的。

美國對中國關稅走勢



資料來源：Bloomberg。

貿易戰<1.0>後，中國對東協、墨西哥的貿易盈餘上升



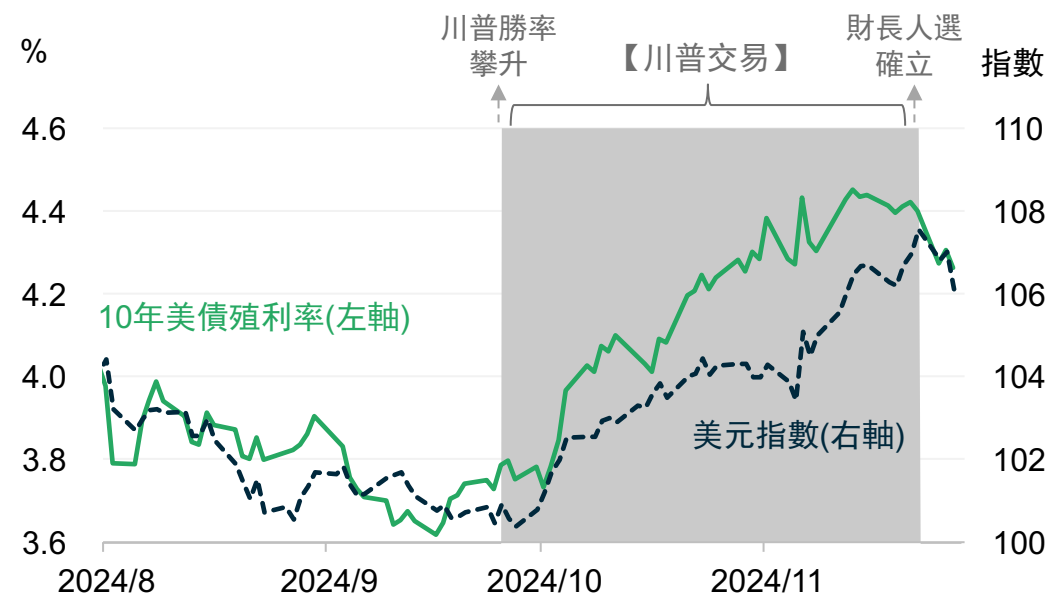
資料來源：Bloomberg。

新財長人選出爐後，川普交易降溫，帶動美債殖利率、美元指數轉弱

川普任命知名基金經理人Scott Bessent為新一任財政部長。Bessent關稅立場較為溫和，且較重視財政紀律，帶動自大選期間以來的「**川普交易**」有所降溫，**美債殖利率、美元指數有所轉弱**。然而，川普仍預告將對加拿大、墨西哥加徵25%關稅，並對中國再額外徵收10%，使市場對長線的通膨風險仍存有顧慮，預期殖利率仍延續高檔情勢。

不過以油價走勢觀察，隨著以色列、黎巴嫩達成停火協議，地緣衝突降溫有助緩和供給面壓力，加上川普上任後，將增大對傳統能源的開採。**預計明年原油供需更趨於平衡之下，油價上行空間不大，有利市場通膨預期持穩。**

新財政部長確立後，川普交易略為降溫



註：灰色區塊反映川普交易升溫時期，2024/9/25-2024/11/25。

資料來源：Bloomberg。

油價前景走弱下，有助通膨預期持穩



註：兩者相關係數為0.85。

資料來源：Bloomberg。

債市 | 殖利率偏高震盪下，投資人宜逢高鎖利布債

在今年累計降息3碼後，目前FedWatch預估，12月仍有超過60%的機率降息1碼。不過，隨著美國經濟在偏高利率環境下持穩，市場對明後年的政策寬鬆幅度有所收斂，雖不若9月點陣圖的路徑樂觀，但仍預期政策利率2025年有望往3.5%-4%邁進。

債市利率方面，降息環境、川普交易熱潮略為冷卻下，將形成利率上方壓力。**預期短率將隨政策利率走低；長率部分受到降息預期保守、關稅政策對未來通膨的不確定性影響，下行空間不大，將呈現高盤格局，布局以息收為主。**

9月以來市場降息預期收斂，但降息方向不變



資料來源：Bloomberg, Fed。

券商多預估2025年10年債利率將在4%上下起伏

	J.P. Morgan		Goldman Sachs		Morgan Stanley		Barclays	
年份(至年底)	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
實質GDP (YoY)	2.4	2.0	2.8	2.5	2.7	2.1	2.7	2.1
核心PCE (YoY)	2.8	2.3	--	2.4	2.8	2.5	--	--
失業率	4.2	4.4	--	--	4.3	4.1	--	--
聯邦利率：(上限)	4.50	3.75 (3碼)	4.50	3.50 (4碼)	4.50	3.75 (3碼)	4.50	4.00 (2碼)
10年期美債殖利率	4.50	4.25	--	4.25	--	3.55	--	4.25

資料來源：外資券商預估。

股市 | 參考川普<1.0>經驗, 貿易戰恐意味股市波動加大, 非美國股市相對承壓

回顧2018年-2019年的貿易戰經驗, 可發現:

- 1) 在開打初期股市震盪明顯加大。
- 2) 後續約有半年時間, 美股與非美股呈現分化走勢, 顯示美國企業仍較受到投資人青睞。
- 3) 隨貿易戰開打時間拉長, 股市表現仍將回歸長線基本面。

而近期, 在川普交易走升之際, 亦觀察到美股與非美市場有分化狀況, 若歷史重演的話, 非美國股市未來一兩季可能仍偏震盪。

以史為鑑, 貿易戰對美國以外市場衝擊較大



資料來源: Bloomberg。

川普當選機率高漲時, 資金開始轉向



資料來源: Bloomberg。

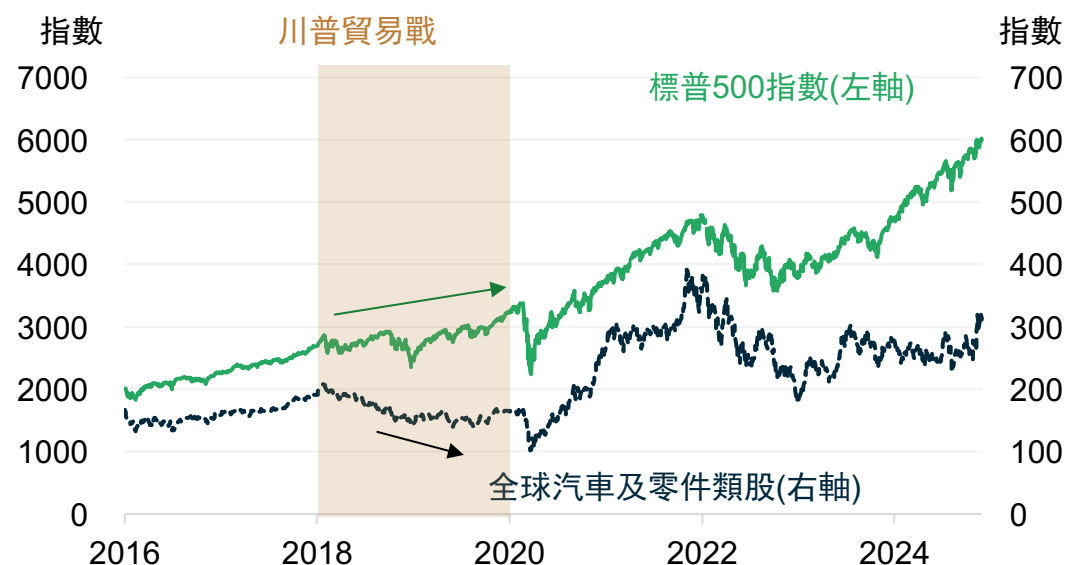


股市 | 留意部分產業的直接影響, 整體而言美股受到降息及製造業位於循環底部支撐

川普雖未上任, 但已談及有對墨西哥與加拿大課徵關稅, 導致部分產業首當其衝, 包括汽車產業與科技組裝。以汽車產業為例, 墨西哥已是全球第7大汽車生產國, 包括福特、通用、豐田、日產均有設廠, 受到關稅壓力影響, 通用單日下挫8.9%、日產下跌逾4%。以過去的經驗來看, 關稅對美股的實際衝擊有限, 但對汽車等類股確實有不少的影響。

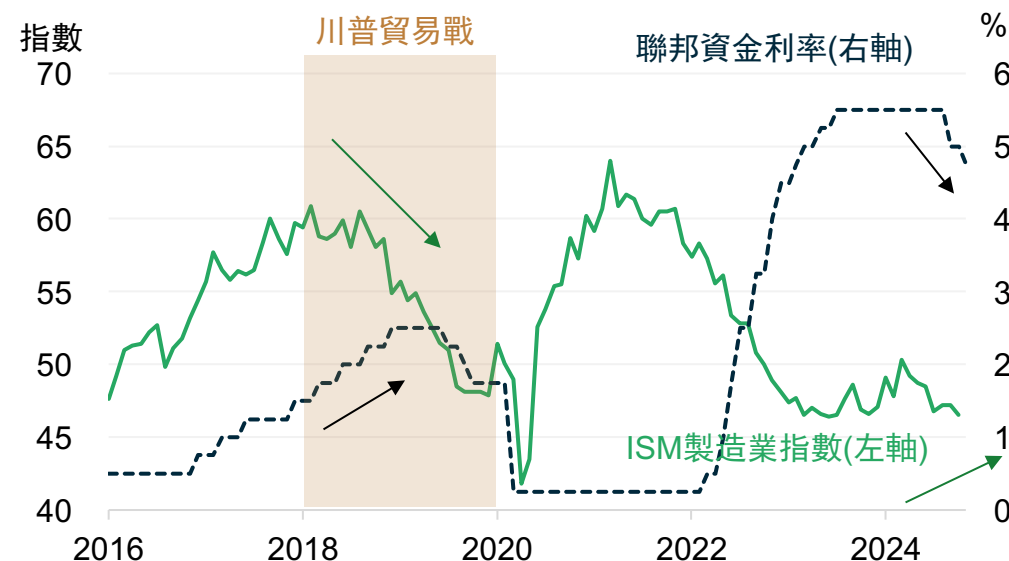
另外, 以當前的環境來看, 預期貿易戰的衝擊可能小於2018-2019年, 主因有三, 1)目前製造業循環已在谷底, 後續可望觸底回升, 2)聯準會處在降息循環, 提供資金動能, 3)供應鏈多有分散布局。因此, 股市若因貿易戰而拉回, 可視為分批買進契機。

貿易戰重燃, 留意部份產業的衝擊



資料來源: Bloomberg。

本輪貿易戰面臨外在環境已不同, 有望提供美股支撐

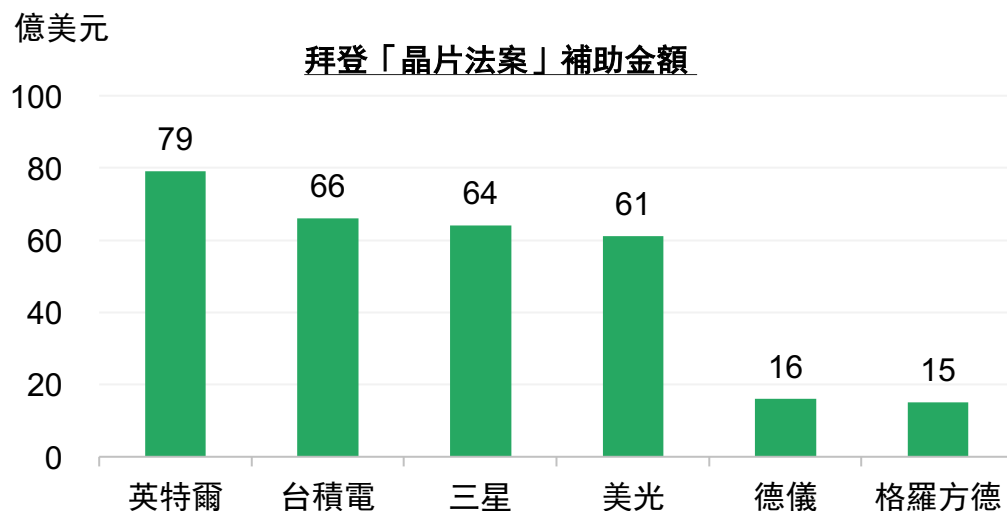


資料來源: Bloomberg。

台股 | 政策不確定性壓抑台積電股價, 反突顯半導體全球戰略重要性

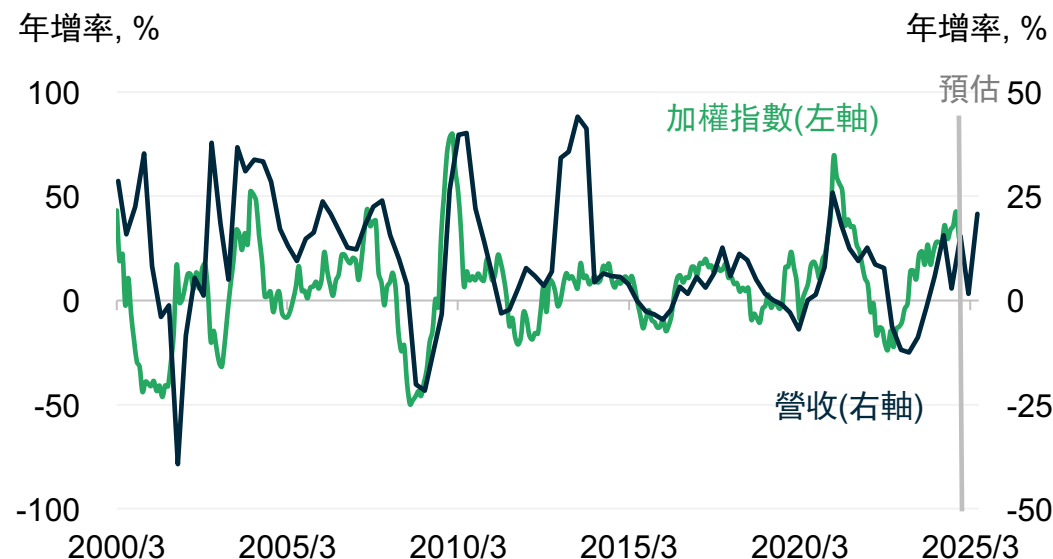
台積電前董事長劉德音受訪時表示, 台積電若將最先進製程移至美國生產, 恐賠上數百億美元; 此外川普任命的「政府效率部」領導人之一的Ramaswamy點名拜登晶片法案, 痛批根本是浪費, 就任後將審查這些費用。台積電自川普勝選以來跌跌不休, 料仍是受川普「保護費」一說影響。若未來台積電在沒有補助的情形下繼續於美國設廠, 勢必提高成本, 這可視為對新政府的「保護費」。至於台積電的技術優勢, 主要體現在先進製程良率上, 全新製程的良率調校需要大量人力時間, 仍以設置在台灣較有效率。**政策不確定性雖對台積電股價形成壓力, 近期營收動能放緩也壓抑評價表現, 不過由於半導體具全球重要戰略地位, 台積電仍是美國極力拉攏的合作夥伴, 且台積電及其客戶多擁有高毛利率優勢及成本轉嫁能力, 仍宜逢低布局。**

川普新政府：將審查拜登晶片法案的補助費用



註：英特爾補助金額由85億降至79億美元, 因其已接獲國防部30億美元訂單。
資料來源：國泰世華銀行整理。

台股營收動能有望延續至2025年, 有利指數續揚



資料來源：台灣證交所, Bloomberg預估。

科技 輝達股價受雜音拖累, 但不影響長期趨勢

繼輝達財報未大幅超越市場預期後, 包括川普加徵關稅言論、揚言取消半導體補貼, 及拜登政府擴大中國禁令名單等雜音, 讓輝達近期股價也自高點拉回近8%。

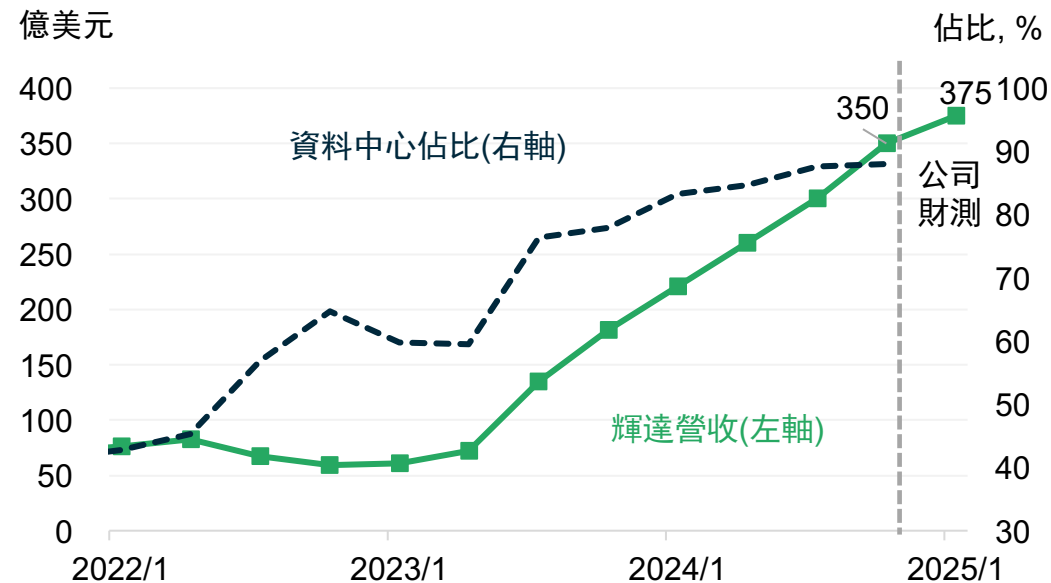
不過, 研判這些雜音仍不影響輝達長線趨勢, 主因有三, 1)輝達毛利高且擁有產品訂價權, 2)輝達GPU市佔率高達9成, 3)營收未來數年仍將高速成長, 因此, 近期股價的拉回, 仍視為分批進場契機。

市場雜音再起, 輝達股價也受波及



資料來源: Bloomberg。

資料中心持續高速成長, 推升營收再創新高



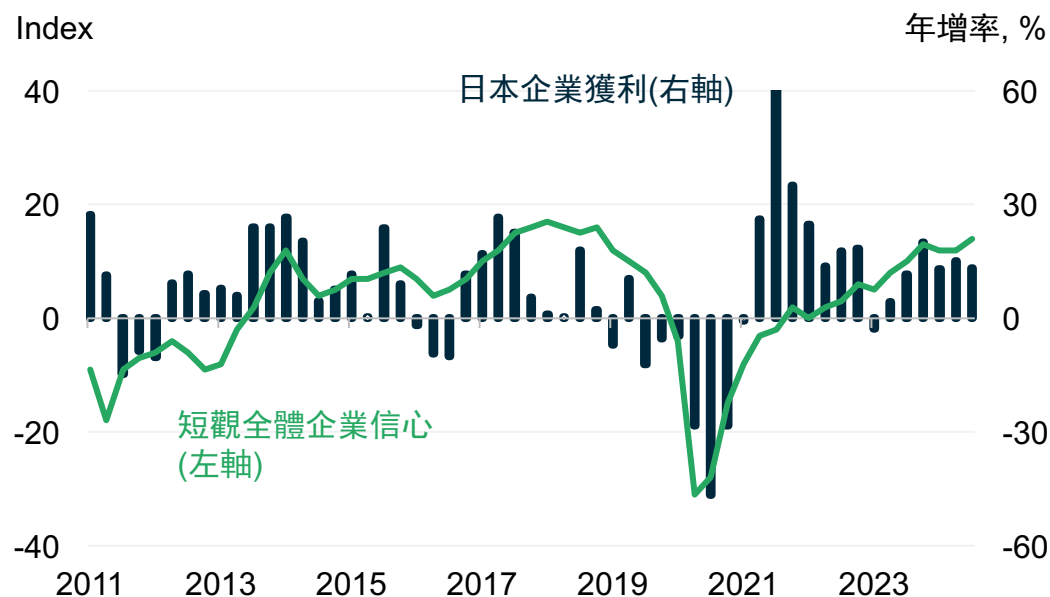
資料來源: Bloomberg 預估。

日本 關稅威脅打擊市場情緒, 企業獲利成長支持長線走勢

日股盤勢：特別國會過後，石破政府推出21.9兆刺激方案，力求穩定薪資成長、降低物價影響，政治風險已大幅淡化。然而，川普還未上台就已吹響貿易戰號角，日本雖然不像中、墨、加等國遭點名加徵關稅，但作為美國的前五大貿易逆差對手國，關稅不確定性同步施壓近期日股走勢。

後市展望：**關稅威脅打擊市場情緒, 短線日股料橫盤整理**, 但長線來看, 政策支持未來薪資與消費改善, **企業獲利延續成長態勢, 假定大盤本益比保持在15倍附近, 明年東證指數有望突破今年高點**。惟須留意汽車、機械等外銷產業, 在川普貿易關稅的不確定性之下, 股價表現恐落後內需產業。

2025年企業獲利有望維持穩健成長



資料來源：Bloomberg。

東證指數目標區間估算

		2025年EPS成長率				
		6%	8%	10%	12%	14%
本益比	東證指數	2480	2527	2574	2621	2668
	13	2480	2527	2574	2621	2668
	14	2671	2722	2772	2822	2873
	15	2862	2916	2970	3024	3078
	16	3053	3110	3168	3226	3283
	17	3244	3305	3366	3427	3488

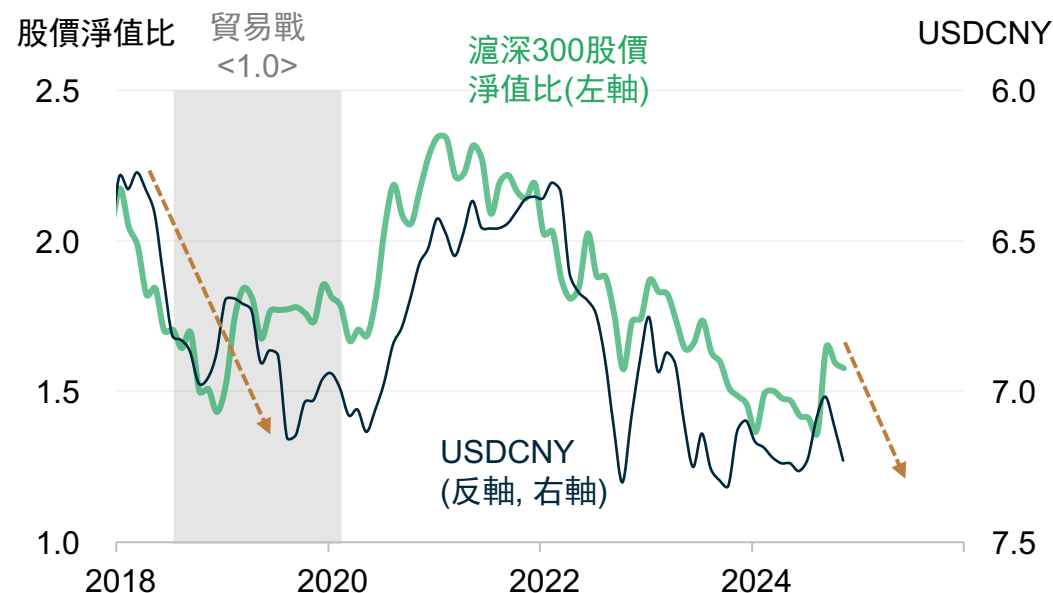
註：目前本益比約15倍, 2025年預估值=2024年彭博預估值180元*2025年成長率*本益比。
資料來源：Bloomberg, 國泰世華銀行整理。

中國 取消中國永久正常貿易關係, 加深貿易戰擔憂, 持續不利中港股市

回顧貿易戰<1.0>, 中國經濟受到了顯著的影響。為因應貿易緊張升級, 人民幣貶值趨勢明顯加劇, 但這也導致了外資對中國市場的信心降低。此外, 隨著中國出口的不利影響, 整體經濟增長的風險亦隨之上升, 使得外資在進一步投資中國股市上的意願受到抑制。尤其, 中國股市在貿易戰期間的波動性加大, 也反映了市場對政策變化和經濟前景的擔憂。

指數方面, 由於目前處於政策刺激的空窗期, 加上川普風險逆風下, 讓中港股氣氛持續受壓抑, 短線還是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。

貿易戰<1.0>時, 明顯不利人民幣與股市評價



資料來源: Bloomberg。

川普逆風, 加上政策刺激空窗, 指數仍是偏弱震盪

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

較便宜
較昂貴

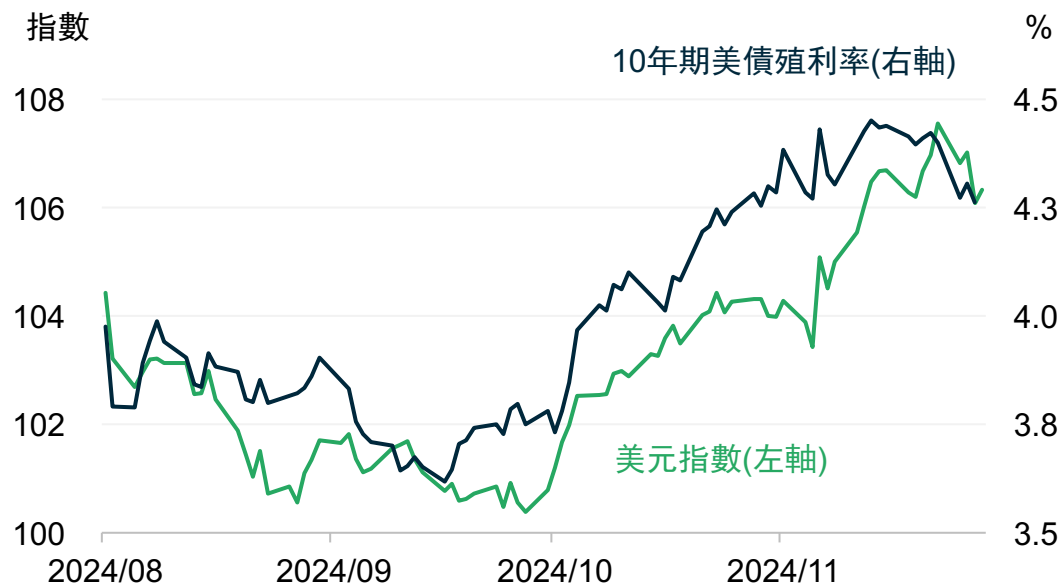
資料來源: Bloomberg。

美元指數 多空因素交錯，美元漲勢暫歇轉為區間震盪

川普勝選後首度針對特定國家發出明確地關稅威脅，美元指數卻先升後貶，創下三個月最大週跌幅，研判主因在於：

- 1) 美國財長提名人Bessent支持關稅措施採分層、漸進方式實施，且主要作為貿易談判工具，緩和市場對於關稅衝擊的疑慮，川普交易隨之降溫。
- 2) ECB執委施納貝爾稱其預期當前利率離中性水平已不遠，進一步降息空間有限。官員鷹派立場配合歐元此前跌深創低，帶動歐元短線反彈。展望後勢，隨川普交易降溫，美元走勢將回歸美國與主要國家貨幣政策動向，其中，主席鮑爾為首等一眾聯準會官員，接連釋出未來降息需更加謹慎的立場，意味著降息步伐或將放慢。另一方面，即便ECB官員發表鷹派談話，然歐元區通膨已朝2%目標靠攏，景氣疲軟的狀況亦未見起色，市場仍預期明年底前ECB再降息6~7碼，幅度大於聯準會的3~4碼。意味著美歐利差難以大幅收斂，降低歐元大幅度反彈，並打壓美元走弱的可能性。綜上所述，美元先前的強勢上漲或暫告段落，但大幅修正的空間有限，轉為高檔區間格局。

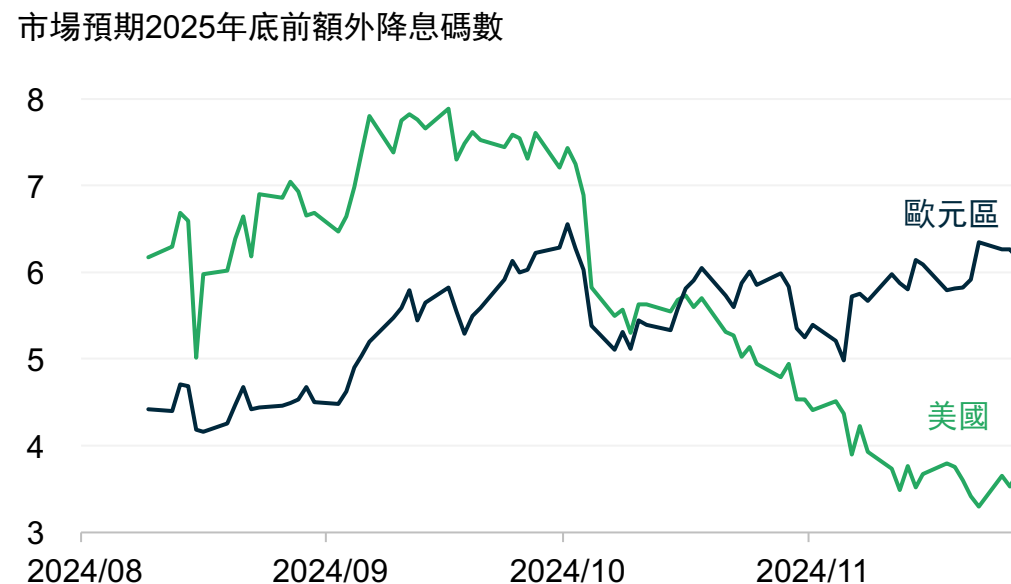
川普交易降溫下，美債利率回落緩和美元強勢壓力



註：8月起兩者相關係數為0.91。

資料來源：Bloomberg。

市場預期歐洲央行降息速度將明顯快於聯準會



資料來源：Bloomberg。

Dec 2024

2	Monday	3	Tuesday	4	Wednesday	5	Thursday	6	Friday
美國ISM製造業PMI 美國標普製造業PMI 台灣製造業PMI 日本製造業PMI 德國製造業PMI 中國財新製造業PMI		美國JOLTS職缺 韓國CPI		美國ADP就業 美國耐久財訂單 美國ISM服務業PMI 歐元區服務業PMI 中國財新服務業PMI		美國貿易收支 美國初領失業救濟金 台灣CPI 韓國GDP 德國工廠訂單 泰國休市		美國非農 美國失業率 歐元區GDP	

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶及媒體記者所作的投資建議，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