



國泰世華銀行
Cathay United Bank

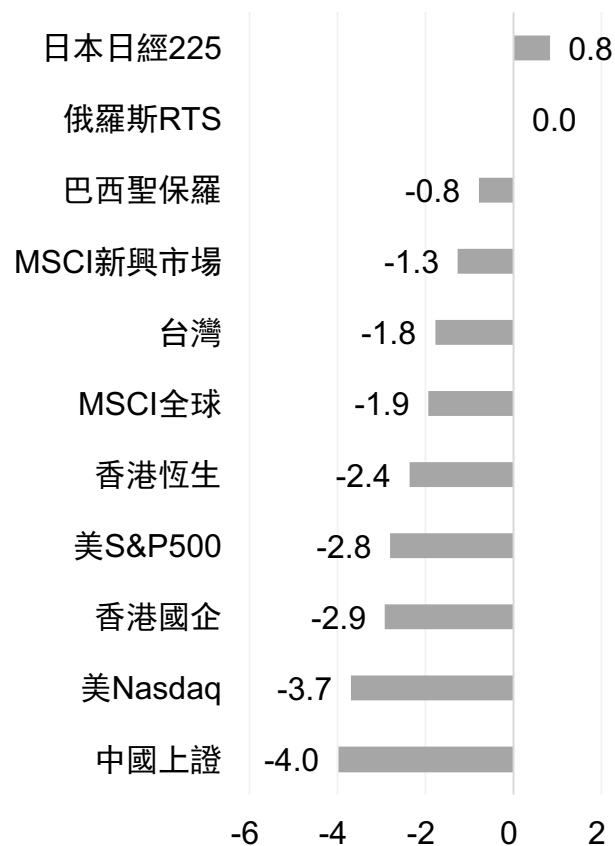
2025年1月3日

投資研究週報

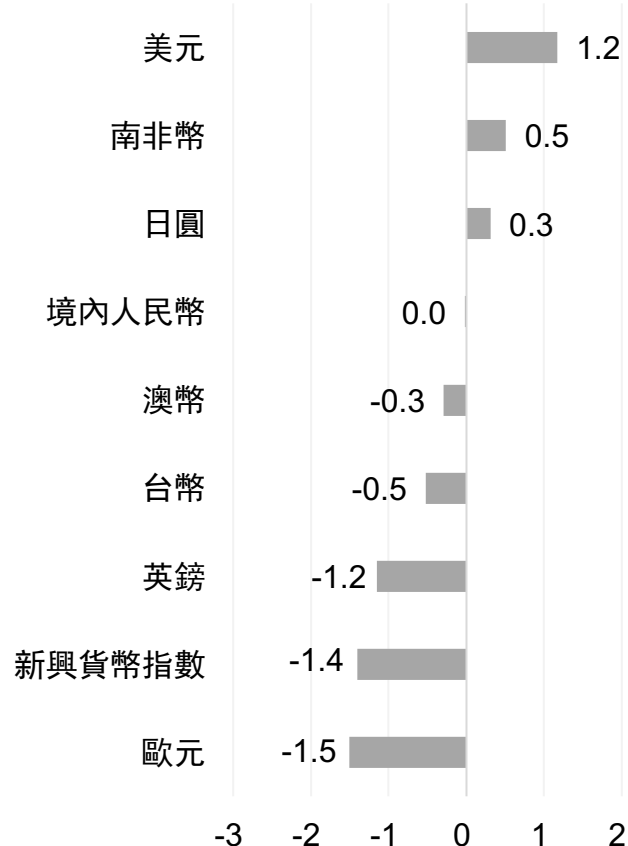
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

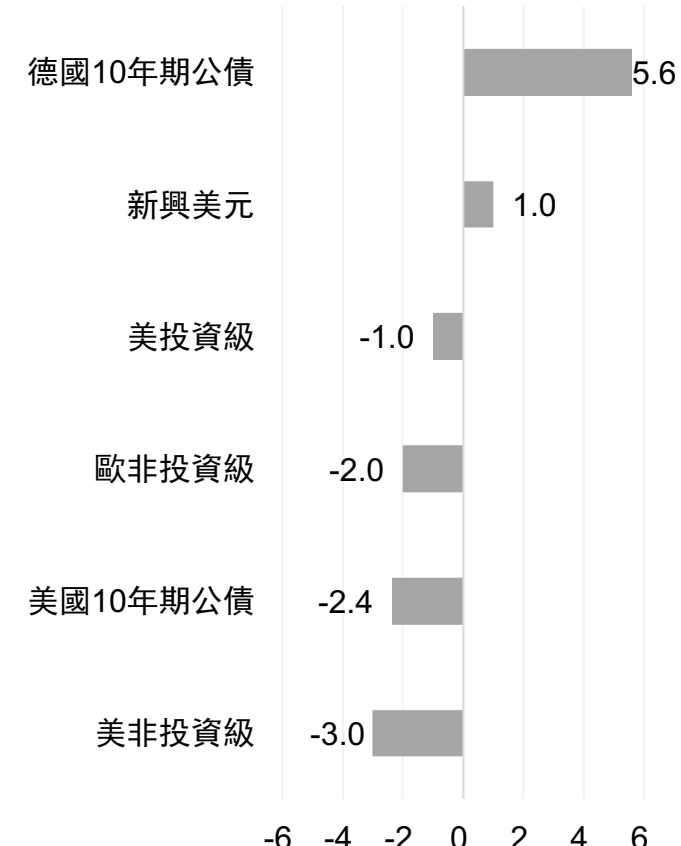
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/12/26- 2025/1/2。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) 總經：中國仍在「輸出通縮」路上，即便「新三樣」也走向削價競爭，但卻有利美國商品類物價穩定。
- 2) 債市：通膨延續下行，限縮殖利率上方空間，財政面議題反而可視為介入的機會。
- 3) 匯市：聯準會放慢降息步伐，美元高位震盪；人行寬鬆應對關稅戰，人民幣弱勢，台幣匯價也難以獨強。
- 4) 股市：
 - 大盤 – 大選後美股普遍不俗，加上川普重視股市，有利美股，但留意評價偏高下容易震盪。
 - 產業 – 成熟晶片、傳產陷中國陰霾，惟美國加徵關稅，反有助市場區隔、產業秩序。
 - 選股 – AI與先進製程一枝獨秀，但美國301調查、市場區隔策略，應可讓成熟製程有波段操作空間。

2. 後續看點

- 事件：非農就業(1/10)、川普就任(1/20)、FOMC(1/28)、德國大選(2/23)

策略思維

1. 股市-大選後普遍呈現偏多格局：大選後美股普遍不俗，但留意評價偏高容易震盪。
2. 債市-通膨限縮殖利率上方空間：財政面擾動助漲近期殖利率走勢，但反而可看作「債券鎖利」的機會。
3. 匯市-美元延續高位，台幣續弱：聯準會放慢降息步伐，同儕亞幣續貶，新台幣弱勢。



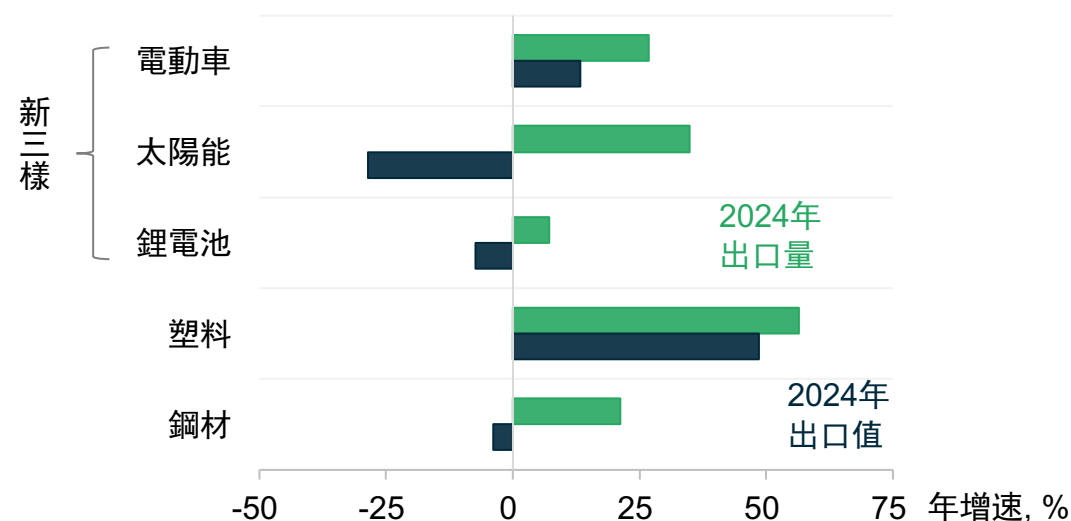
總經 | 中國仍在「輸出通縮」路上, 即便「新三樣」也得削價競爭

中國出口呈現**量增價跌**的狀況, 即使所謂的「新三樣」— 電動車、太陽能電池及鋰電池, 也難以擺脫這一困境。截至2024/11, 中國的**出口單價多數呈現下行趨勢**, 這主要反映了中國國內需求疲軟及產能過剩的狀況。

中國企業在總經環境不佳、競爭壓力加劇下, 不得不削價競爭, 以維持市場份額和銷售量。雖然這種企業行為對短期內可能有助於維持銷售量增長, 但同時也意味著中國仍然走在**「輸出通縮」**的道路上。

中國出口量增價跌, 即便「新三樣」也難擺脫此情況

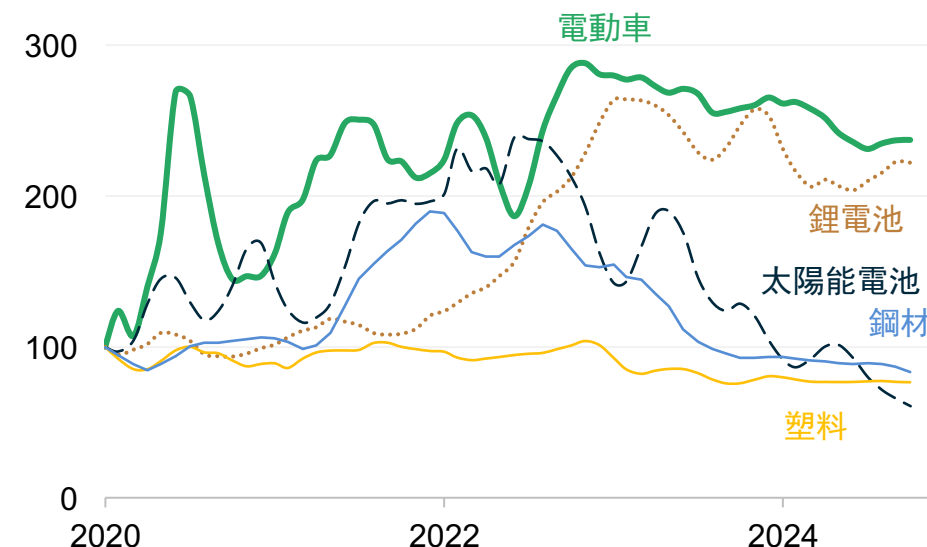
中國出口產品



資料來源: Bloomberg。

2022-23年以後, 出口單價大多呈現下行趨勢

出口單價 (2020/1=100)



註: 塑料包含聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯。

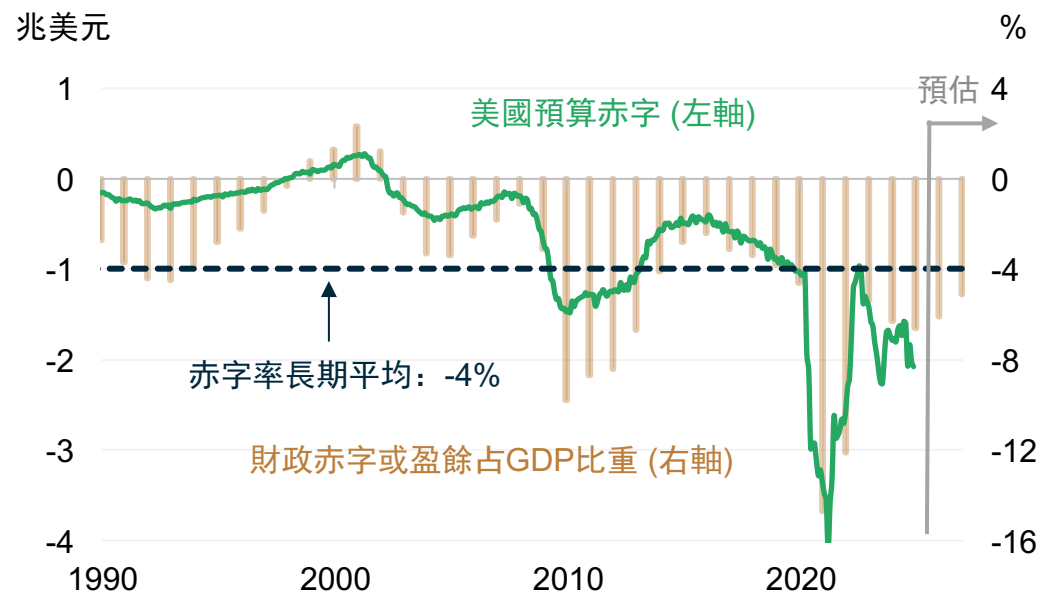
資料來源: Bloomberg。

債市 | 川普當選以來,「財政面」紛擾增加,增添近期債市波動

短線利率反彈,主因有二: 1)12月點陣圖上調,帶動市場降息預期保守, 2)預計2025年1月中下旬,美國債務再度到達上限,財政面議題持續擾動,助漲近期殖利率走勢。

債務規模依舊龐大: 2024財年(2023/10-2024/9)美國預算赤字增至1.83兆,創史上第三高,儘管財政部預期赤字率將逐年下滑,預計2026財年降至5.1%,但依然高於長期均值; 並且川普實施減稅政策後,將使財政收入減少。美國債務問題難解,恐導致政府發債水準仍然偏高。

財政赤字雖不如疫情時惡化,但赤字率仍高於長期水平



資料來源: Bloomberg, 美國財政部預估。

尤其川普當選以來,財政紛擾增加,也增添近期債市波動

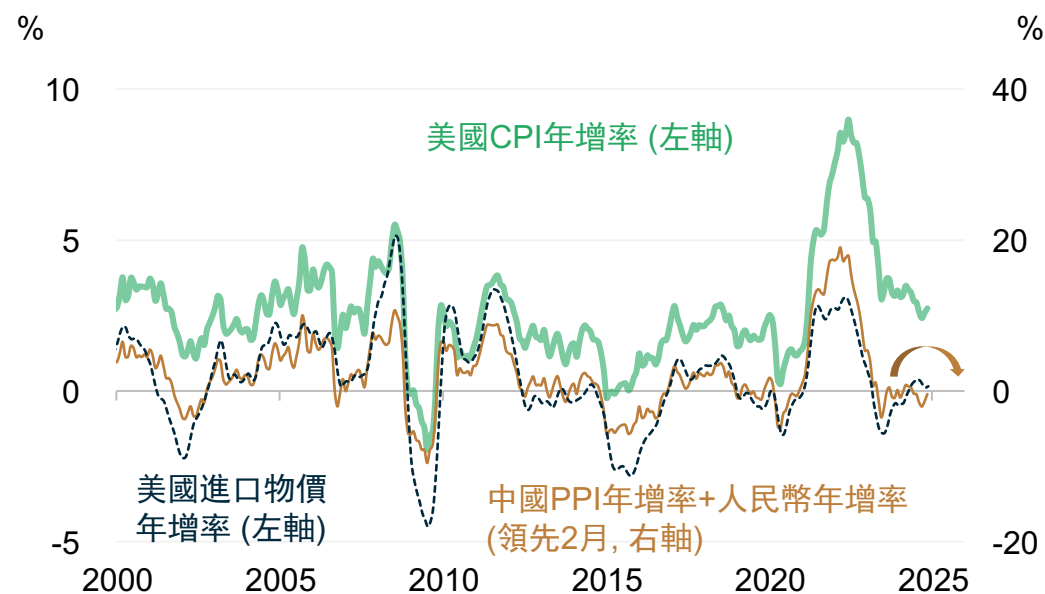


資料來源: Bloomberg。

債市 | 中國輸出通縮, 有助美國物價持續降溫, 限縮殖利率上方空間, 近期回升可視作介入機會

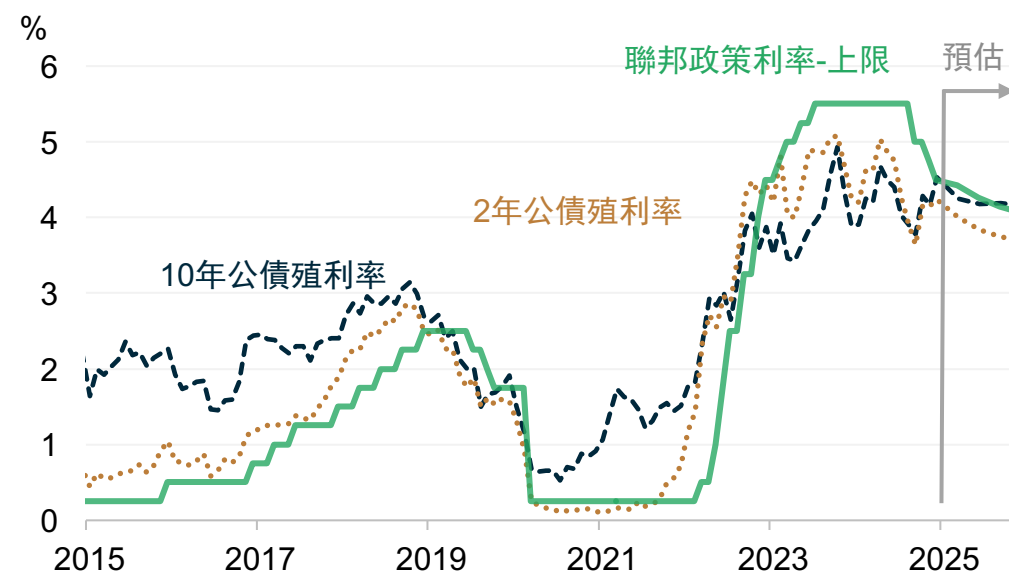
長線而言, 中國輸出通縮的背景下, 有助於美國的物價降溫。中國作為全球最大的供應鏈之一, 其出口商品價格的下滑, 賦予了美國消費者更低的產品價格, 進而有助於美國通膨的持續降溫。隨著進口成本降低, 美國企業能夠減少生產成本, 也讓俄烏戰爭以來居高不下的美國通膨得以喘氣。因此, 近期美國財政面利空消息頻仍, 如財政赤字增加、政府險些關門等, 導致短線殖利率走高。雖可能使債市投資者感到不安, 但卻可視為進場介入的良機、逢高鎖利的機會。

中國「輸出通縮」下, 有助美國物價持續降溫



資料來源: Bloomberg。

降息背景下, 限縮殖利率上方空間



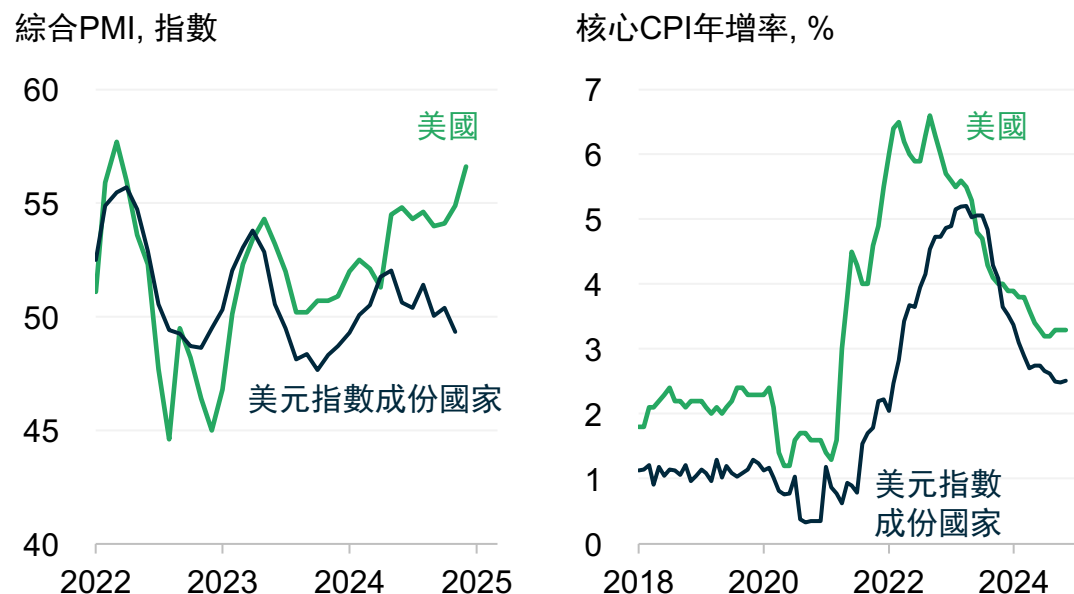
註: 2025年路徑預期: 聯邦利率採期貨市場估值, 公債殖利率採Bloomberg中位數估值。
資料來源: Bloomberg預估。

美元 | 基本面平穩、聯準會放慢降息步伐, 美元指數高位盤桓

時序邁入2025, 美國經濟延續穩步擴張格局, 12月綜合PMI來到56.6, 創下33個月新高; Q4平均55.2, 亦顯著優於前9月的53.3。相較之下, 其餘成熟國家仍未見起色, 11月綜合PMI僅49.3, 創下近一年新低, 形成美國景氣獨強情勢。與此同時, 美國通膨降溫之進展亦相對落後。

在此背景之下, 意味著未來一段時間內, 聯準會降息的急迫性並不如其餘主要央行。對於匯市的影響而言, **美元利率下降幅度受限, 將帶動美元國內外利差維持在相對高檔, 令美元指數相對強勢的時間拉長。**

美國與其餘成熟國家之景氣、通膨表現分化



註: 藍線為美元指數成分貨幣之國家之數據依該國貨幣占美元指數之權重加權。
資料來源: Bloomberg。

美元國內外利差居高, 支撐美元指數相對強勢



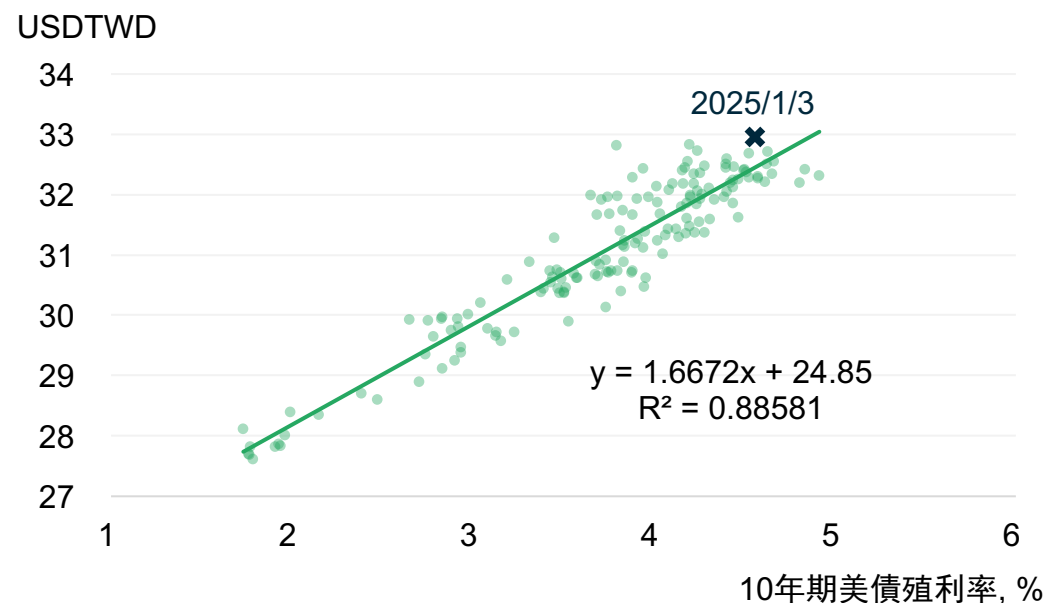
註: 美元國內外利差為美債殖利率與美元指數成分貨幣之國家之加權公債利率(以該國貨幣占美元指數之權重加權)之差。2021年至今兩者相關係數為0.60(週資料)。
資料來源: Bloomberg。

台幣 | 美元高利影響、同儕亞幣續貶，短期內將令新台幣弱勢

12月理監事會議維持利率不變，短中期內無意跟進全球主要央行、亞洲國家央行展開降息。美、台貨幣政策立場趨於分化，理應帶動兩國利差收斂，支持新台幣匯價走升。然而，9月聯準會開始降息至今，新台幣卻一路走貶，本週更失守32.9，創下近期新低。研判主因在於：

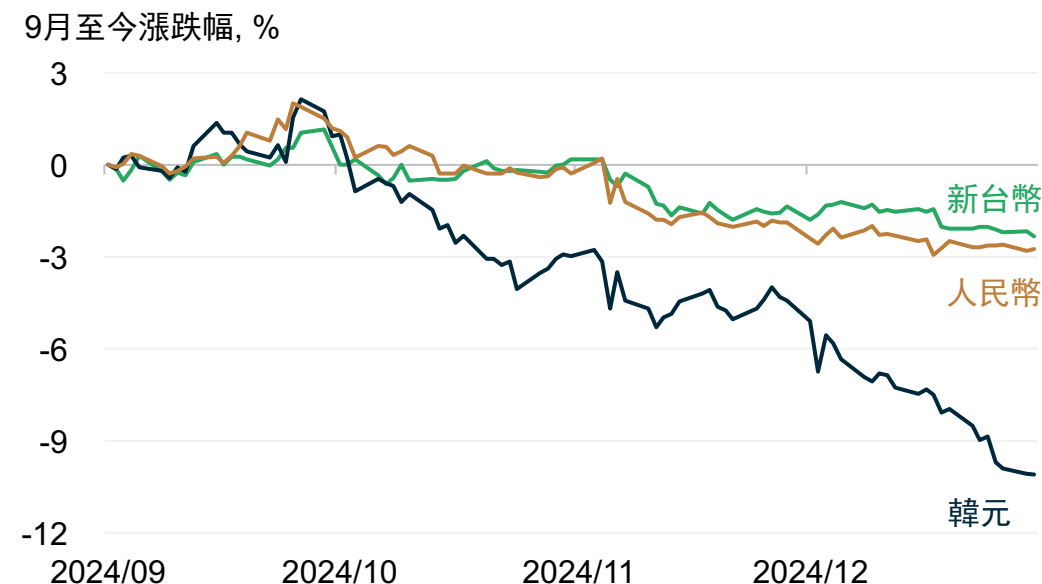
- 1) 川普交易助長通膨預期、聯準會將放緩升息，帶動美債殖利率回升，令非美貨幣普遍承壓。因此，**未來新台幣走勢關鍵仍在於聯準會貨幣政策**。考量美國經濟仍屬穩健，快速下調利率的必要性降低，將令**短期內美元利率高檔盤桓，成為新台幣的不利因子**。
- 2) 川普上任後美中衝突料再度升溫，中國則恐放手讓人民幣貶值，應對美國提高關稅的負面影響。相關預期發酵之下，近期人民幣走勢已然偏弱。此外，韓國政治風險猶存，外資持續撤出韓國市場，則導致韓元持續走弱。**在人民幣、韓元疲軟影響下，亦將令新台幣弱勢**。

美元利率盤桓高位，壓抑新台幣表現



資料來源：Bloomberg。

台幣、韓元、人民幣相關性高，後兩者弱勢將拖累台幣



註：2020/1/3至2024/12/27，新台幣與韓元、人民幣相關係數為0.89、0.94(週資料)。

資料來源：Bloomberg。



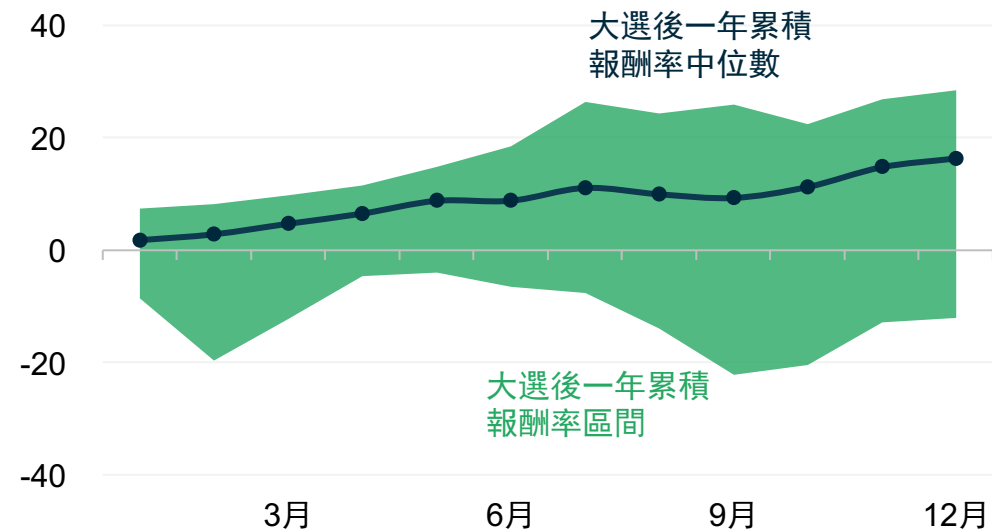
股市 | 大選後股市普遍不俗，加上川普重視股市，有利美股，但短線留意高位震盪

過往總統大選後，**長線**股市表現不俗，加上川普政府對股市的重視，應持續有利美股市場表現。一方面，大選後不確定性降溫，通常有利資金回流股市；另一方面，川普政府通過減稅和簡化監管措施，有利家庭可支配所得，也為企業創造了更有利的環境，支持企業獲利、大盤表現。

惟**短線**受到川普降稅的樂觀期待下，**目前評價確實較高**，較容易讓股價出現震盪的情況；**所幸1)聯準會進入降息循環，加上2)企業獲利仍持續增長**，**評價下修幅度不至於太大**，有利美股**長線**緩步墊高的走勢。

長線而言，總統大選後一年的股市表現普遍不俗

標普500, 累積報酬率, %



註：統計1981-2021年。
資料來源：Bloomberg。

留意高評價下易震盪

本益比

標普500本益比



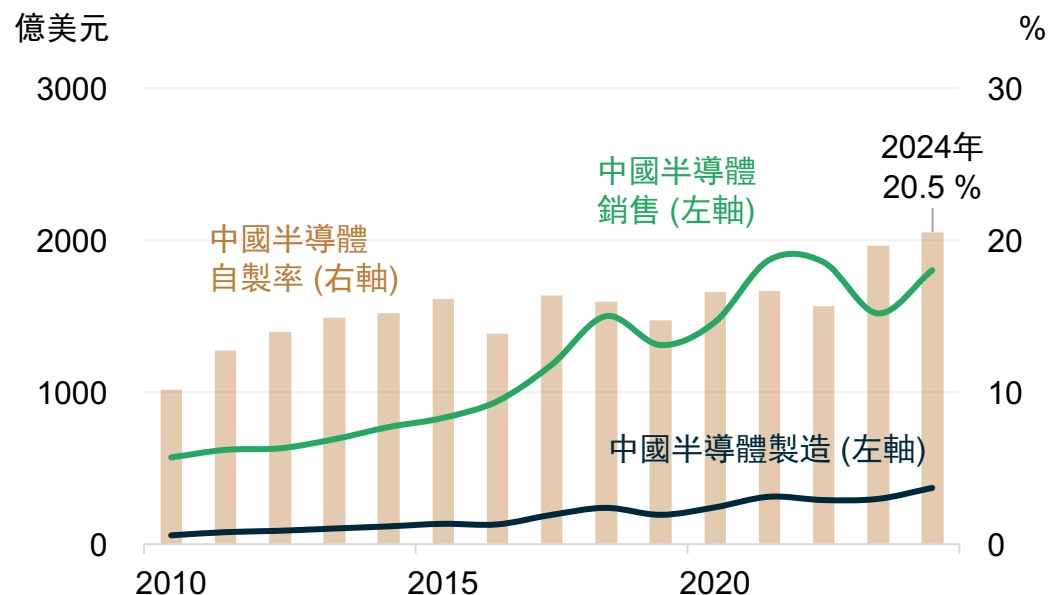
資料來源：Bloomberg。

產業 | 成熟晶片、傳產陷中國陰霾，惟美國加徵關稅，有助改善成熟製程半導體業者的困境

產業方面，除傳統產業早已陷入了中國競爭的陰霾，**成熟製程晶片**也擔憂步上後塵。尤其，中國成熟製程產能擴充快速，SEMI預估，2024~27年，中國12吋晶圓廠投資金額每年皆超過300億美元。而在美國晶片禁令下，中國已無法採購7奈米以下先進製程設備，因此未來幾年投資全數都是在成熟製程晶片，削價競爭難免。註：2017年中國修改「中國製造2025」設定半導體自製率目標，調高至2020年58%、2030年80%。

所幸，拜登政府對中國成熟製程晶片**啟動「301調查」**，旨在區分中國/非中供應鏈，以保護美國及其他國家的晶片產業，同時抵制中國國家隊主導的晶片產能擴張，應**有助於改善成熟製程半導體業者的營運困境**。

雖然自製率尚低，但中國仍積極拉高半導體自製率

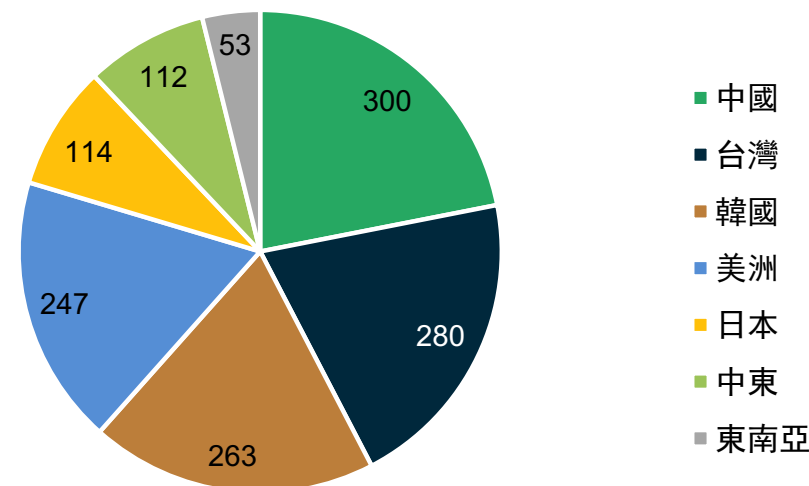


註：中國半導體自製率=中國半導體銷售/中國半導體製造。

資料來源：今周刊, Wind。

在中國政策指導下，後續半導體投資將持續高位

2027年12吋晶圓廠投資額(億美元)



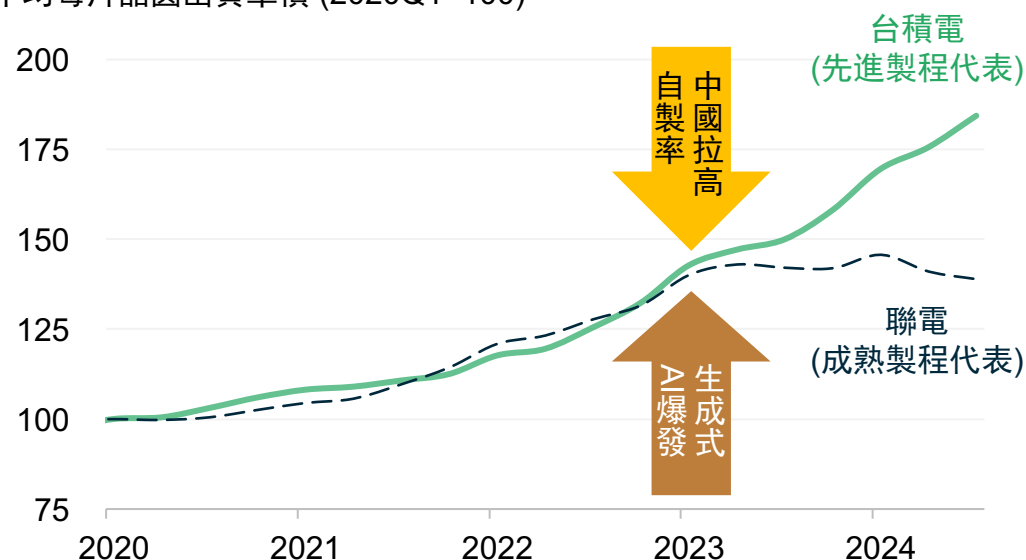
資料來源：SEMI預估。

選股 | 護城河深淺決定核心持股, 但美國301調查應可讓非中國成熟製程族群有波段操作空間

隨中國力圖提高半導體自製率, 產業秩序面臨挑戰。所幸, 生成式AI需求猛爆性增長, 先進製程展現出對中國競爭的免疫力, 產品單價持續攀揚。股價表現上, 台積電遥遥领先, 而成熟製程的股票, 如聯電、世界先進等, 則因市場擔憂而價格相對便宜, 在在顯示出技術高低對股票評價面的影響。就操作面而言, 投資人應以護城河的深淺作為決定核心持股的依據, **1)AI題材**帶動的先進製程股票仍將是市場焦點。反觀部分**2)非中國成熟製程類股**, 因擔憂中國競爭, 評價已掉到不貴甚至便宜的狀況。即便中國競爭下, 長線壓力仍在, 但隨後續川普關稅、美台產業合作等政策下, 應可提供「非中國」成熟製程類股波段操作的機會。另方面, 在924新政、國家隊主導下, **3)中國半導體股票評價已不低**, 也讓近期面臨較大幅的股價修正。總結, 美國「科技封鎖」並非全然利空, **先進製程可作為核心持股外, 非中國成熟製程可波段操作, 中國半導體則已然偏貴。**

生成式AI需求讓先進製程對中國競爭有較強的免疫力

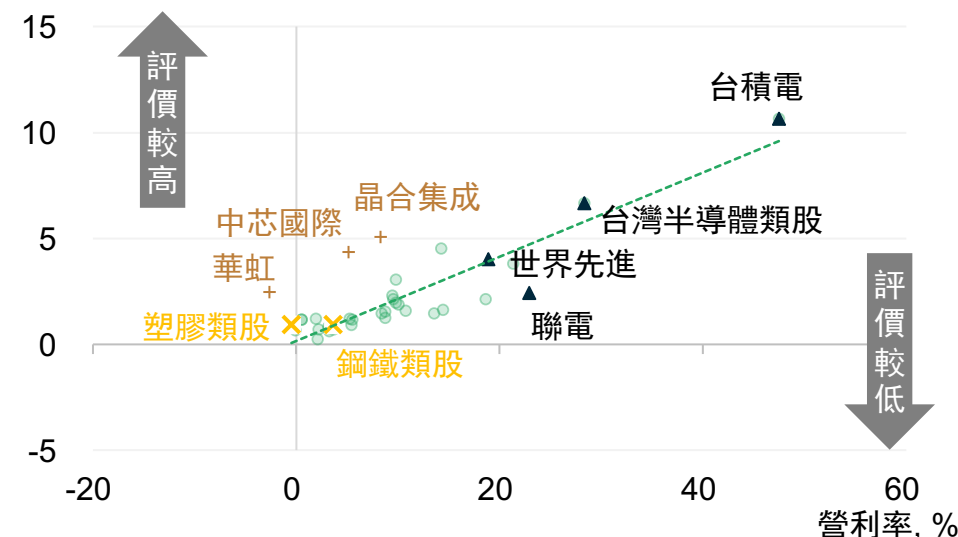
平均每片晶圓出貨單價 (2020Q1=100)



資料來源: Bloomberg。

護城河深淺(技術高低), 仍舊影響評價高低

股價營收比



註: 股價營收比 = $0.164 + 0.198 \times \text{營利率}$, $R\text{-sq}=0.87$, 資料為台股37個產業類股指數。
資料來源: Bloomberg。

美國 AI類股仍是2025年布局重點，但車用電子尚未看到復甦動能

受惠於AI需求的大爆發，使得2024年的半導體銷售金額再創歷史新高，相關企業的獲利也大爆發，如2024年輝達營收可望暴增1倍並突破千億美元，台積電營收也成長3成至900億美元。

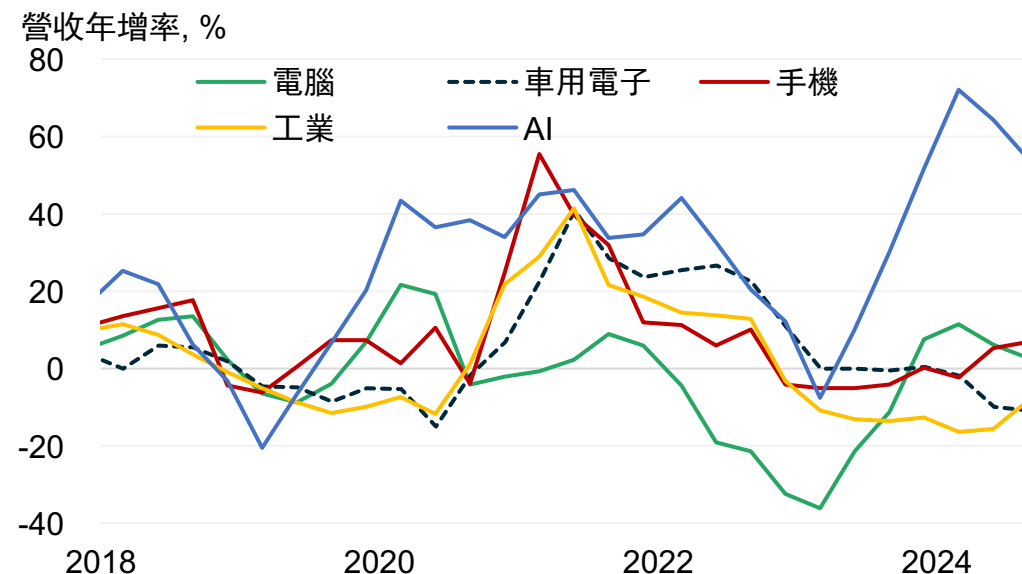
展望2025年，AI相關企業營收仍亮眼，相對2024年有所放緩，但增速仍亮眼，研判仍是2025年的布局重點，如輝達、台積電。手機與電腦的復甦雖不如預期，但復甦方向不變，且AI的運用可望逐步落實，股價拉回後可伺機布局。車用電子則面臨中國汽車低價傾銷的壓力，短期尚未看到復甦的動能，目前仍應避開。

2025年半導體銷售持續擴張



資料來源：Bloomberg預估。

AI仍是布局重點，車用電子尚未看到復甦動能



註：電腦指英特爾與威騰，車用電子指安森美與恩智浦，手機指高通、聯發科及蘋果，工業指德州儀器，AI指輝達、AMD及台積電。

資料來源：Bloomberg。

Jan 2025

6 Monday	7 Tuesday	8 Wednesday	9 Thursday	10 Friday
美國服務業PMI終值 中國財新服務業PMI 印度服務業PMI終值 德國12月CPI年比	美國ISM非製造業指數 美國JOLTS職缺 歐元區失業率 歐元區CPI年比初值 瑞士CPI年比	美國ADP就業人數變動 歐元區經濟景氣指數	澳洲進出口 中國CPI年比 中國PPI年比 中國社融規模增量 德國工業產出	美國非農業就業變動 美國失業率 加拿大失業率 美國密大消費者信心初值

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抵觸之情事；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抵觸為由，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