



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年11月1日

投資研究週報

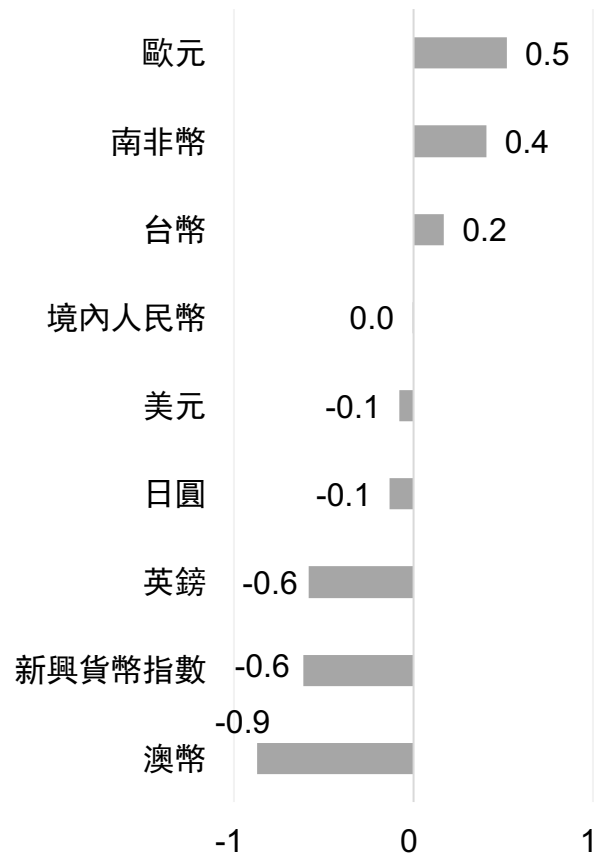
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

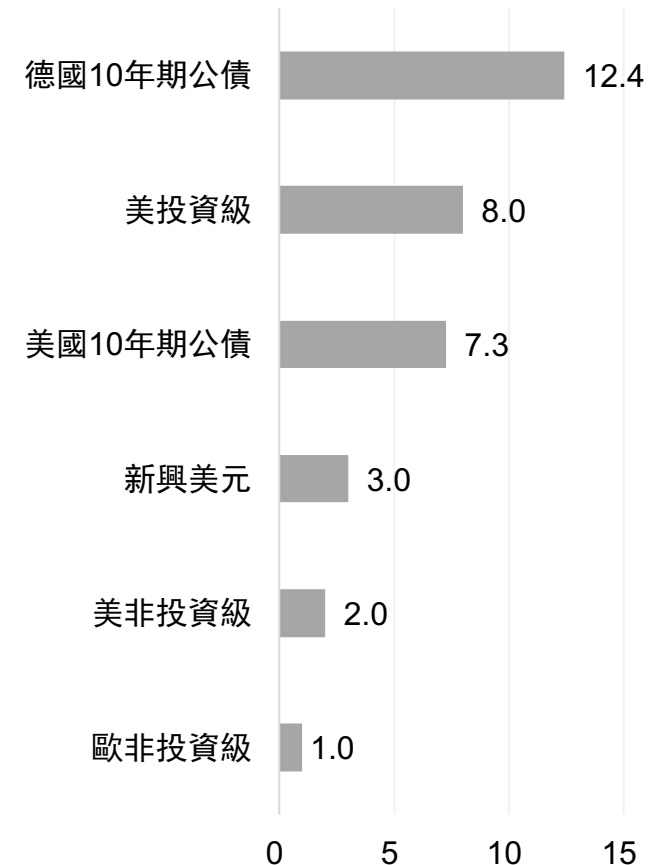
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/10/24- 2024/10/31。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：

- 1) **美國大選-川普勝選率攀高**：美大選將於11/6出爐，但「川普交易」驅動美元/美債殖利率走強。不過，美國債務增量對殖利率變化無正相關性，利率走勢仍回歸基本面、貨幣政策的變化。
- 2) **11月FOMC前瞻**：數據方面，1)第三季GDP增速略降，主要受投資減弱、貿易赤字影響，2)職缺失業比略低於疫情前水平，勞動需求放緩。**預期Fed維持政策寬鬆步伐，11月降1碼可能性仍大。**
- 3) **財報反應AI前景**：美超微誠信問題拖累股價大跌，但屬於個別公司信用疑慮，AI趨勢並未扭轉；隨著CSP業者財報亮眼，並預期持續加大AI資本支出，科技股長線仍可期待。

2. 後續看點：

- ISM服務業(11/5)、美國CPI(11/13)；美國總統大選(11/6)、FOMC會議(11/8)；財報：輝達(11/14)。

策略思維

1. **股市-科技業財報反應AI前景**：美國大選的不確定性下，美股高檔震盪。不過CSP業者上季財報亮眼，AI需求有望延續下，近期美股回檔可視為布局契機。
2. **債市-降息前景下，債市逢高鎖利**：「川普交易」帶動短線殖利率反彈，不過就業市場偏緩下，料11月降息1碼，長線Fed謹慎寬鬆步調不變；降息初期，宜逢利率偏高震盪之際布債。
3. **匯市-短線美元偏強，長線走勢趨貶**：經濟數據好壞參半，短線美元高檔震盪，長線隨Fed降息緩步走低。



大選 | 「川普交易」帶動美國雙率走揚，不過長線殖利率走勢仍視貨幣政策變化

下週美國大選結果出爐(11/6)，而近期川普聲量持續提高，以Polymarket賭盤機率觀察，**川普勝率已突破60%**。若其上任後，1)關稅、限縮移民等政策恐推動通膨增速再起，2)將企業稅率由21%調降至15%，並呼籲延長2017年的TCJA(Tax Cuts and Jobs Act)個人減稅法案，恐引發財政赤字持續攀高。兩項因素導致市場反應「川普交易」，帶動**美國雙率反彈，10年債殖利率於4.2%上方震盪、DXY指數升至104位階**。

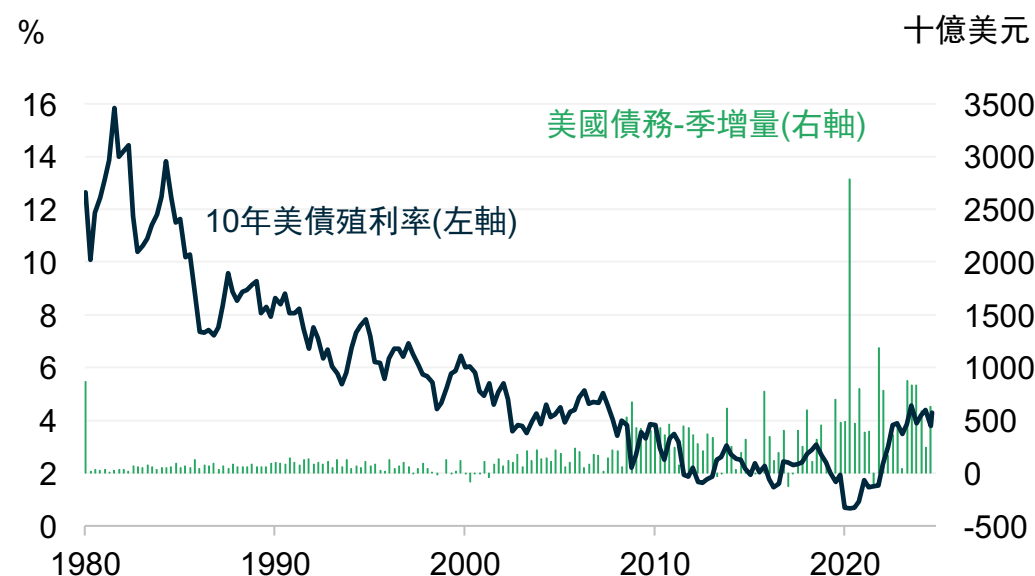
然而，**美國債務增幅與殖利率走勢並無正相關性**，且無論是民主黨、共和黨執政期間，債務量均持續走高。以過去40年走勢觀察，美國債務隨著時序推進而攀高，且在疫情後的大撒幣政策、政策緊縮推升利息成本的影響下，目前總債務規模已達35兆美元。不過，美債殖利率未出現如同千禧年前的超高利率，甚至達到雙位數的水準。**總經環境變化、以及貨幣政策方向仍為影響美債殖利率的主要催化劑**。

川普勝選機率上升，殖利率同步走揚



註：賭盤勝率採自Polymarket；自2024/6以來，兩者相關係數達0.78。
資料來源：Bloomberg。

美國債務持續攀高，但與殖利率走勢無正相關性



資料來源：Bloomberg。

總經 | 美國第三季GDP略降, 職缺下滑反應勞動需求降溫

隨通膨上行風險減弱, 市場更關注經濟成長力道、以及勞動供需改善情形, 本週數據顯示經濟情勢未大幅惡化, 但成長幅度略為下滑。

第三季GDP略降: 季增2.7%、年增2.8%均較前季有所回落, 並低於市場預期的3.0%, 主因: 1)民間投資季增驟降至0.3%(前值8.3%), 以貢獻度觀察, 民間庫存降至-0.17%、住宅投資落至-0.21%, 2)美國貿易赤字擴大至1082億元(前值942億元), 淨出口貢獻度減少。所幸, 佔GDP比重近七成的私人消費季增3.7%, 增幅創2023年第二季以來最大; 而政府消費及支出季增5%, 主要受到國防預算大增14.9%提振, 支撐GDP增速滑落不致過大。

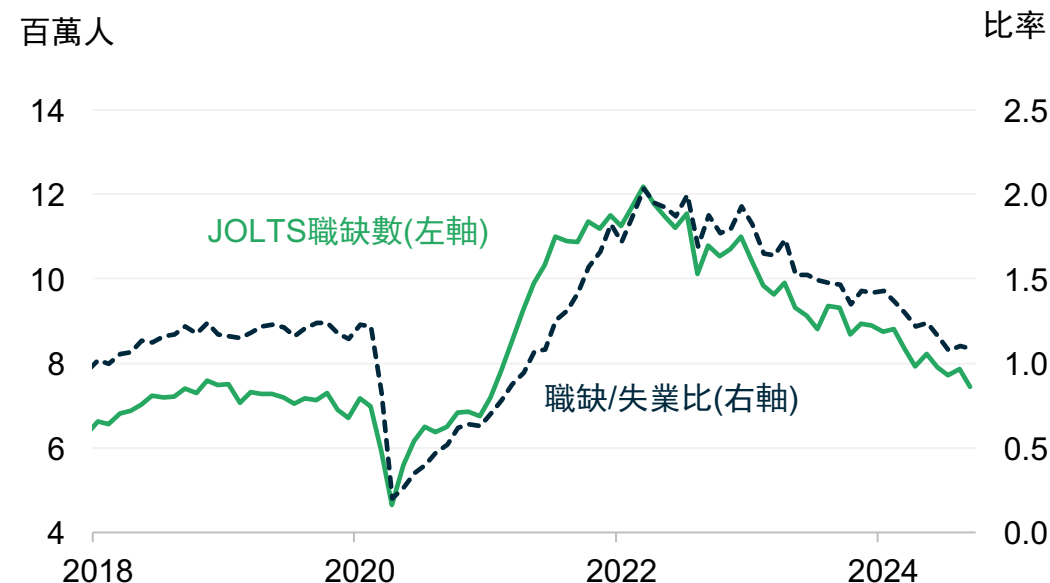
就業需求減緩: JOLTS職缺數下降至744萬, 前月數值由804萬下修至786萬, **職缺/失業比落至1.09, 已略低於疫情前水準**。主要受海倫妮、米爾頓颶風侵襲, 以及波音罷工造成3.3萬工人停擺影響, 需留意就業供需失衡風險。

美國第三季GDP增速略降, 季增2.7%、年增2.8%



資料來源: Bloomberg。

職缺/失業比略低於疫情前水準, 就業需求降溫



資料來源: Bloomberg。

FOMC前瞻 | 11月降息1碼可能性仍大, 預估今年剩餘2碼空間

以總經情勢判斷, 預期Fed將延續未來緩步降息步調: 1)GDP略降, 且勞動力需求放緩, 均有利Fed維持政策寬鬆, **預料緩降息仍為未來的政策路徑**。2)隨9月核心PCE年增降至2.65%(8月: 2.72%), 實質利率仍然偏高: $2.18\% = 4.83\%(\text{基準利率}) - 2.65\%(\text{核心PCE年增率})$, 恐影響實體經濟復甦緩慢。

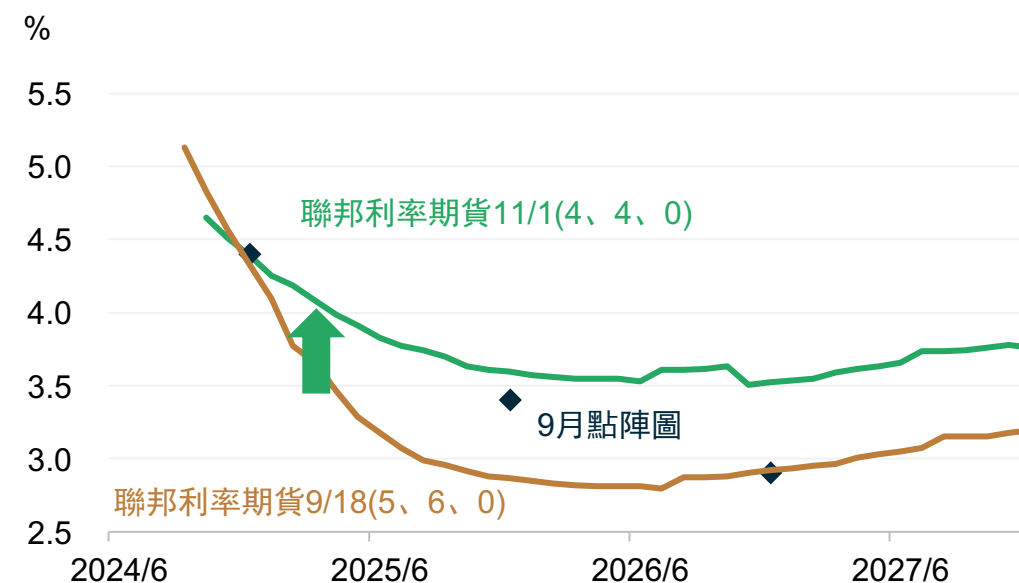
市場路徑預期: 1)FedWatch Tool預期11月降息1碼的機率仍超過90%, 2)據聯邦利率期貨顯示, 目前市場預期約為今年共降4碼, 明年約4碼的空間, 但幅度以逐漸小於9月點陣圖路徑, 反應市場對於不著陸(No-Landing)恐有過多的期待。不過, 若後續經濟復甦動能不如預期, 不排除美債殖利率有回檔空間。 **預期今年仍有2碼降息空間, 明年降息力度視總經環境變化而定。**

FedWatch Tool: 11月降1碼機率仍大



資料來源: FedWatch Tool。

期貨市場: 今年共降4碼、明年近4碼



註: 9/18為9月會議前的市場預期。

資料來源: FedWatch Tool。

美債 隨Fed漸進式降息, 宜逢殖利率反彈布債, 投等債為主、非投等債為輔

儘管短線殖利率回升, 不過在Fed持續降息的路徑下, 仍有利長線利率緩步滑落。現階段美國投等債平均利率為5.14%、非投等債7.28%, 仍具相對吸引力, 適合投資人進行長期鎖利, 而資本利得空間仍視未來降息速率而定。

債種選擇上, 以信評高者為優: 以過去降息經驗觀察, 1)投等債發行人信評較高, 宜作為核心持有標的, 隨美國衰退風險相對可控, 對於追求更高利息的投資人而言, 可往A、BBB級參考。2)非投等債作為衛星配置, 以提高固定利息收入, 評級以BB以上較為穩健。

信用利差偏窄, 留意未來反彈可能: 信用利差處於歷史相對低位, 顯示目前的違約風險較低, 整體景氣未大幅惡化。不過, 目前實質利率偏高, 對於小企業、以及槓桿率較高的公司仍有較大運營逆風, **信用利差再下滑空間有限, 應留意觸底反彈的可能性。**

政策寬鬆有利殖利率緩步滑落



資料來源: Bloomberg。

信用利差處相對低位, 留意未來走擴可能



註: 信用利差長期平均: 投等債為1.37%、非投等債為4.92%。

資料來源: Bloomberg。

科技 美超微財報疑雲又被炎上, 股價2天跌4成

美超微因簽證會計師事務所安永辭任財報審計工作, 財報誠信問題再升溫。美超微先前曾於8/28宣布延後提交財報, 即造成股價重挫, 此次安永因對於美超微的內部控制、董事會獨立性及會計原則有疑慮, 而辭去簽證會計師, 再度造成股價大幅下挫, 10/30、10/31兩天合計下跌40.7%, 自3月最高點計算更重挫76.3%, 幾乎把今年以來漲幅全數回吐。

美超微曾於2018年因財報難產而遭那斯達克強制下市, 2020年才重新上市。今年則因AI伺服器而業績大幅成長, 甚至請到輝達執行長黃仁勳為美超微產品背書, 成為美股的當紅炸子雞。然而此次財報誠信問題不僅衝擊股價, 更嚴重影響公司商譽和未來的潛在訂單, 將觀望11/5法說會公布情形。

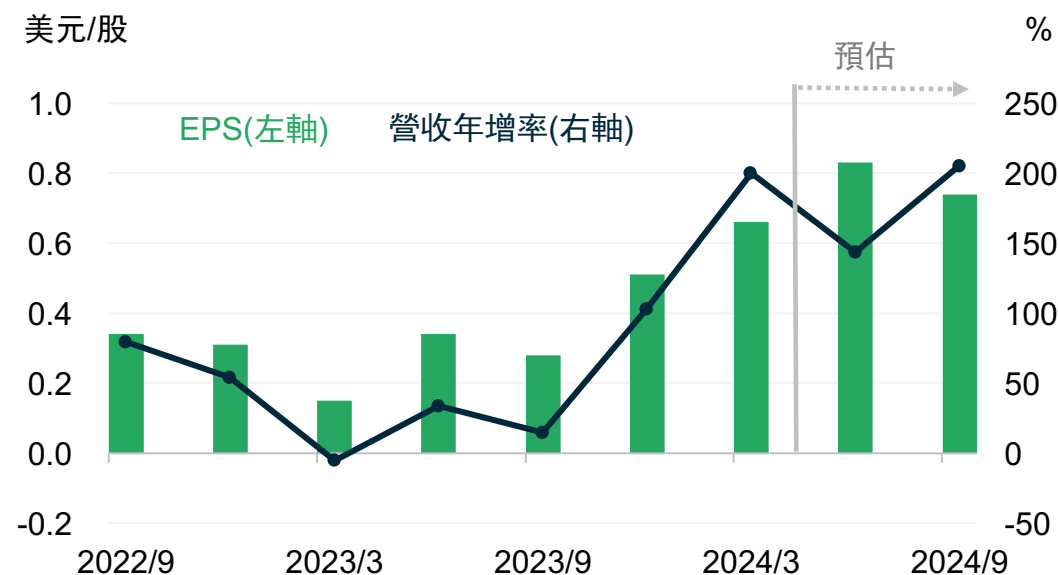
操作方面, 雖然AI前景光明, 但經營層的誠信問題仍是投資的首要重點, 信用風險較低的大型科技股仍為長期布局標的。

美超微今年股價一度大漲, 如今幾乎回到原點



資料來源: Bloomberg。

美超微預估獲利大幅成長, 但財報誠信疑雲罩頂



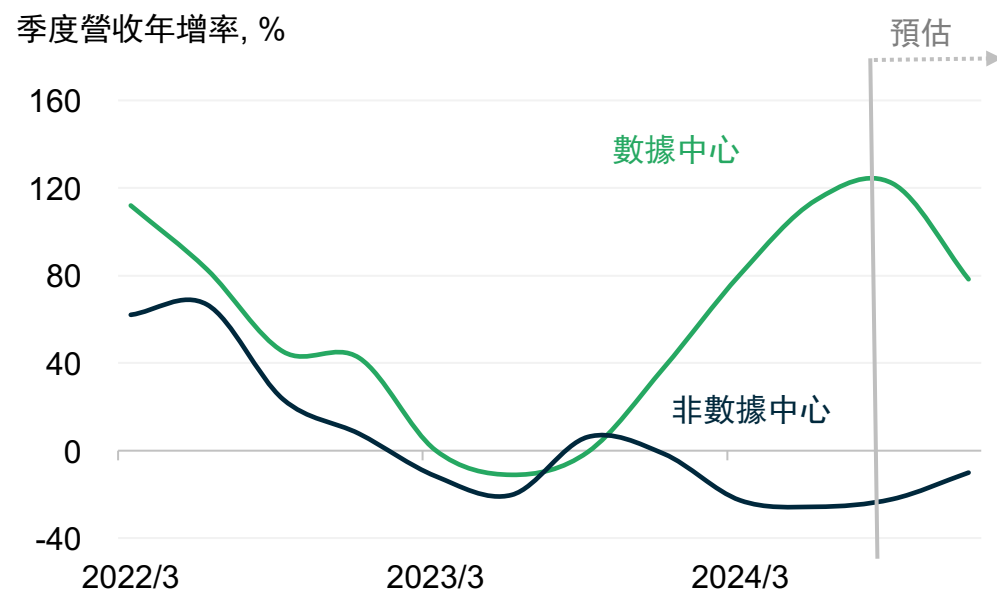
資料來源: Bloomberg預估。

科技 AMD大跌因財測不如預期, 突顯半導體復甦不均

AMD(超微半導體)揭露Q3財報, 雖然單季營收、獲利表現皆不差, 但股價盤後大跌7%, 主因是對於Q4展望低於市場預期, 而市場重點關注的AI晶片, 也就是數據中心相關營收, Q3佔營收已達52%, 且Q4佔比將進一步增加, 然而PC市場的復甦較預期緩慢, 也拖累了整體的獲利展望。

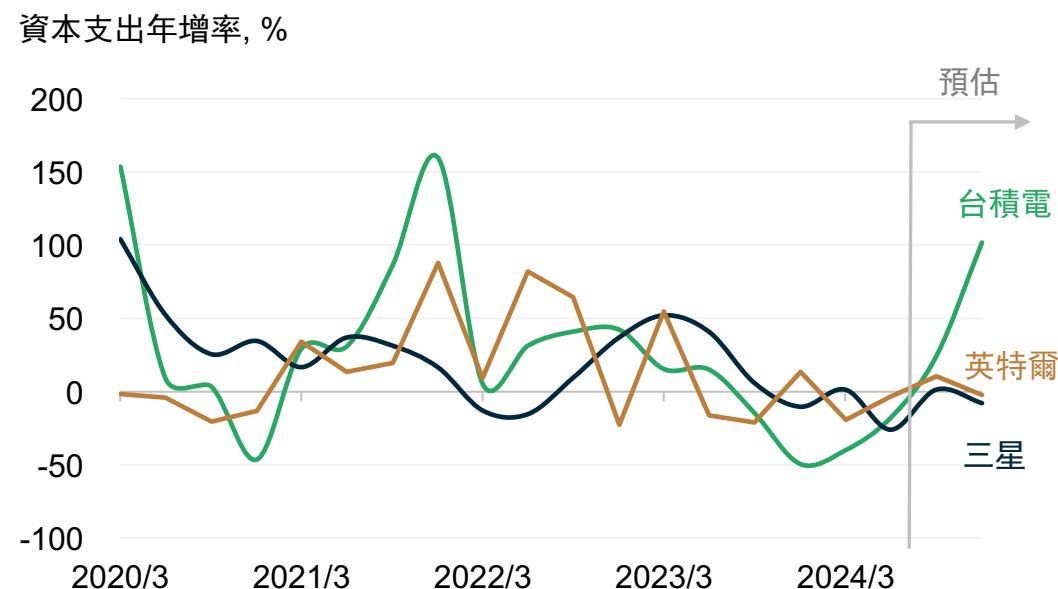
半導體復甦不均的現象, 也在半導體設備龍頭艾司摩爾的法說中提過, 雖然以高速運算、AI等應用為主的晶片需求強勁, 但PC、手機復甦遲緩, 拖累整體營收獲利表現, 也看出晶圓製造業增速不一致的情形, 由3家先進製程晶圓廠台積電、英特爾、三星對於資本支出的態度即可看出, 半導體呈現景氣分化現象, 也代表現在的景氣並非達到全面樂觀的過熱階段, 仍可逢低布局。

AMD財報不差, 但Q4展望則不如預期



資料來源: AMD預估。

主要晶圓製造商的投資增速也產生差異



資料來源: Bloomberg預估。

美國 AI有助於CSP業者提高營收與獲利, 但展望不一使股價強弱有別

隨著AI的興起, 網路伺服器業者CSP也成為市場關注的焦點, 包括谷歌、微軟、Meta、亞馬遜相繼公布財報。以Q3季財報而言, 受惠於雲端需求高速增長, 谷歌cloud成長35%, 微軟Azure成長34%, 亞馬遜AWS成長19%, 使得上季獲利皆優於預期。對展望而言, 谷歌稱因為AI功能的持續整合, 將進一步提高營收與獲利, 盤後大漲5%, 但微軟預期Azure增速小幅放緩至31-32%, 盤後下跌3%。

對長期投資的資本支出而言, 各家皆處在歷史高位, 谷歌預期Q4資本支出與Q3相當, 約130億美元, 微軟來到149億美元, 亞馬遜來到226億美元, 臉書除了上調今年資本支出外, 預期明年資本支出將加速成長。整體而言, 資本支出雖不斷上揚, 但公司都表示, AI的投資將提高營收與獲利, Q4展望不一, 但AI長線仍可期待。

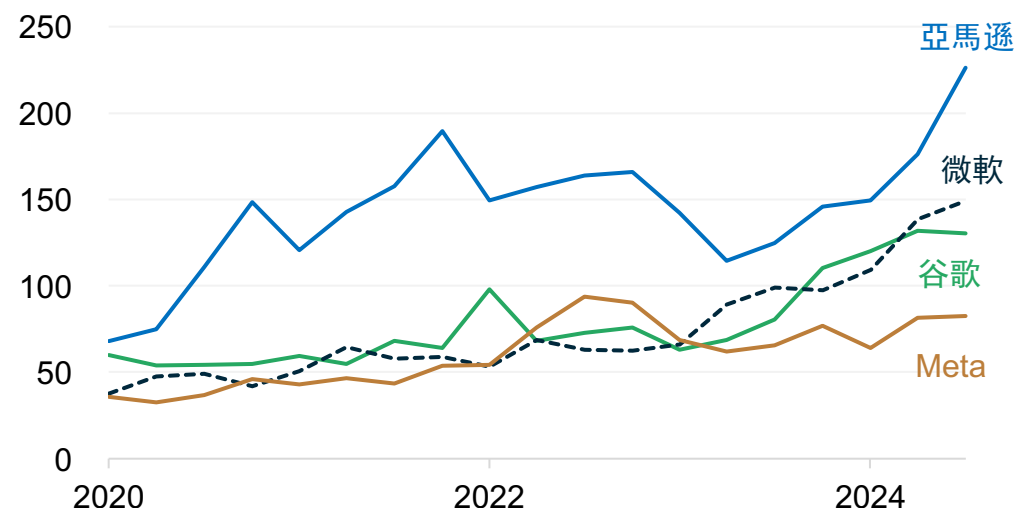
雲端伺服器業者財報狀況

	谷歌10/30	微軟10/30	Meta10/30	亞馬遜10/31
Q3獲利結果 (美元)	2.12	3.30	6.03	1.43
Q3獲利預估 (美元)	1.84	3.10	5.25	1.14
落差(%)	+15.2	+6.5	+14.8	+25.0
Q4營收指引 (10億美元)	82.29	68.60	46.50	188.0
Q4營收預估 (10億美元)	80.67	69.87	46.31	186.0
落差(%)	+2.0	-1.80	+0.4	+2.0
當日股價(%)	盤後+5.6	盤後-3.6	盤後-3.0	盤後+5.8

資料來源: Bloomberg, 公司財報。

加大AI投資, 資本支出將持續上升

資本支出, 億美元



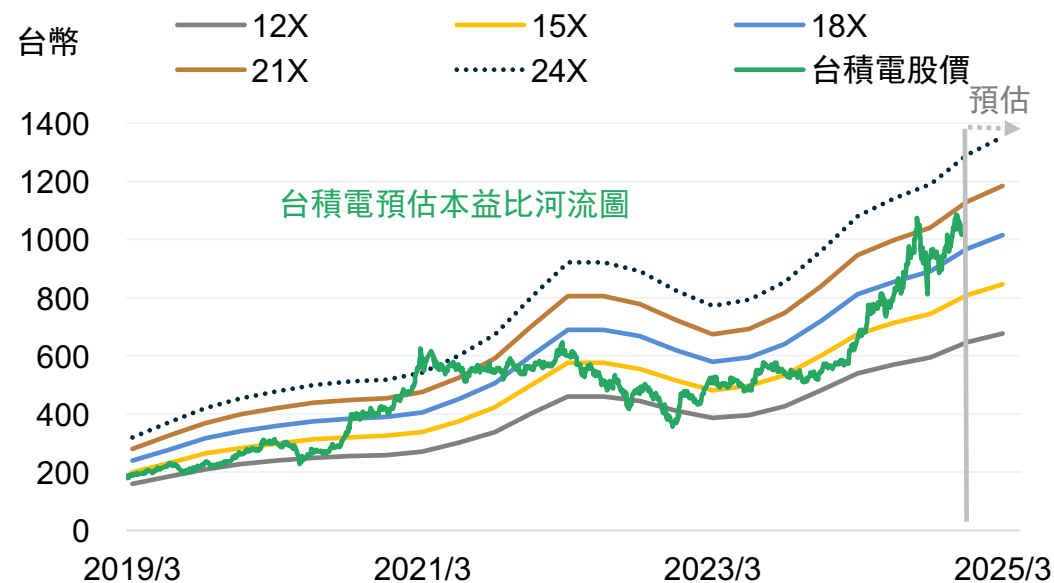
資料來源: Bloomberg。

台股 川普重提台灣應交保護費, 台積電應聲下挫

共和黨總統候選人川普勝選機率升高, 近期他受訪時再度提到「台灣搶走了我們大概100%的晶片生意」, 並強調台灣若要美國保護, 就應該支付保護費, 此話一出, 台積電ADR單日下挫4.3%。一般認為, 川普若當選將提高關稅, 迫使台積電增加對美國廠投資, 然而關稅戰將對多數台灣科技廠皆產生影響, 因此被視為是台股利空。

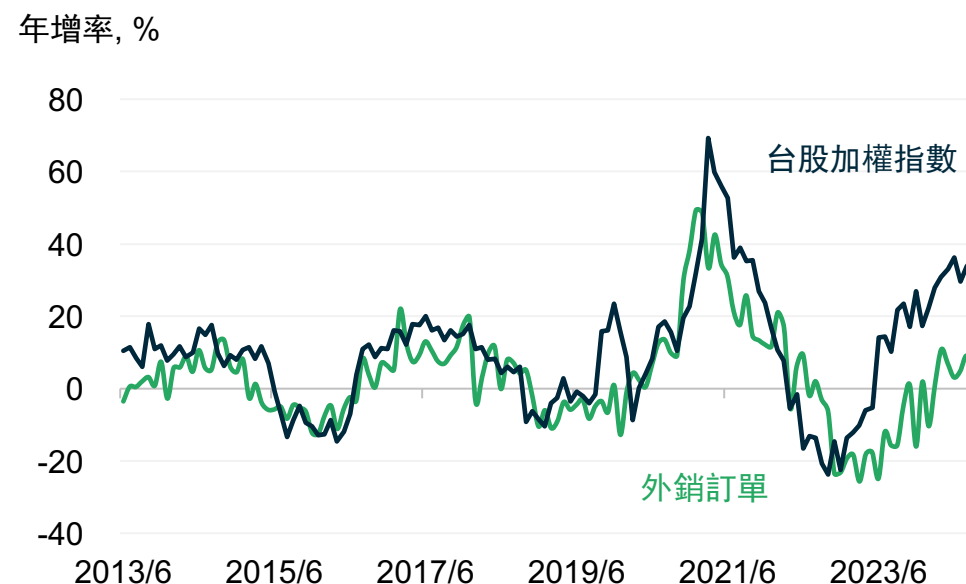
不過若單就台積電的情形而言, 由於台積電晶圓代工的技術、良率和競爭力皆領先對手, 市佔率擴大的趨勢明顯, 且短期內難以取代, 因此即使川普對其採取關稅行動, 台積電仍舊是美國極力拉攏的合作夥伴, 短期利空可視為股價評價偏高的拉回理由, 逢低仍宜布局。而台股受相關言論影響, 加上製造業景氣復甦不均, 外銷訂單年增率下滑, 指數上漲空間將受限。

台積電受川普言論而下跌, 修正法說後的樂觀情緒



資料來源: Bloomberg預估。

外銷訂單呈現復甦乏力, 台股漲多有壓



資料來源: Bloomberg。

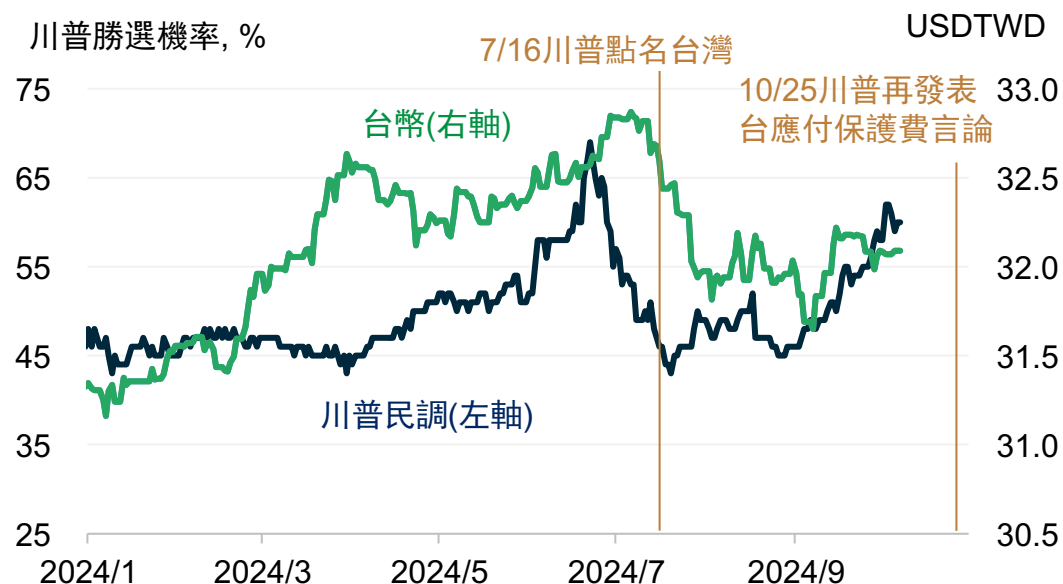
台幣 川普再點名台灣、美債利率高盤不利台幣，但長線台美貨幣政策分歧將提供台幣支撐

美國總統大選倒數計時，川普10月初民調反超賀錦麗以來，聲勢節節攀升，繼7/16點名台灣後，10/25再提台灣搶美國晶片生意、應付保護費言論，使台股承壓，另外，市場預期川普減稅政策將使赤字擴大、提高關稅恐不利通膨降溫下，使美10年債利率高位盤整，皆使台幣持續偏弱震盪。

觀察川普任職總統期間美債利率並無飆升，而債市利率走勢主要仍是受到貨幣政策主導。預期Fed降息方向底定，相較台灣，通膨緩步降溫、央行急迫希望房市降溫下，預計未來一年降息空間並不大，意味著台美貨幣政策分歧下，將提供台幣長線支撐。另外，隨時續往年底，農曆年前，台幣有望受惠季節性因素，預期**短線台幣偏弱，但大貶的機率並不高**。

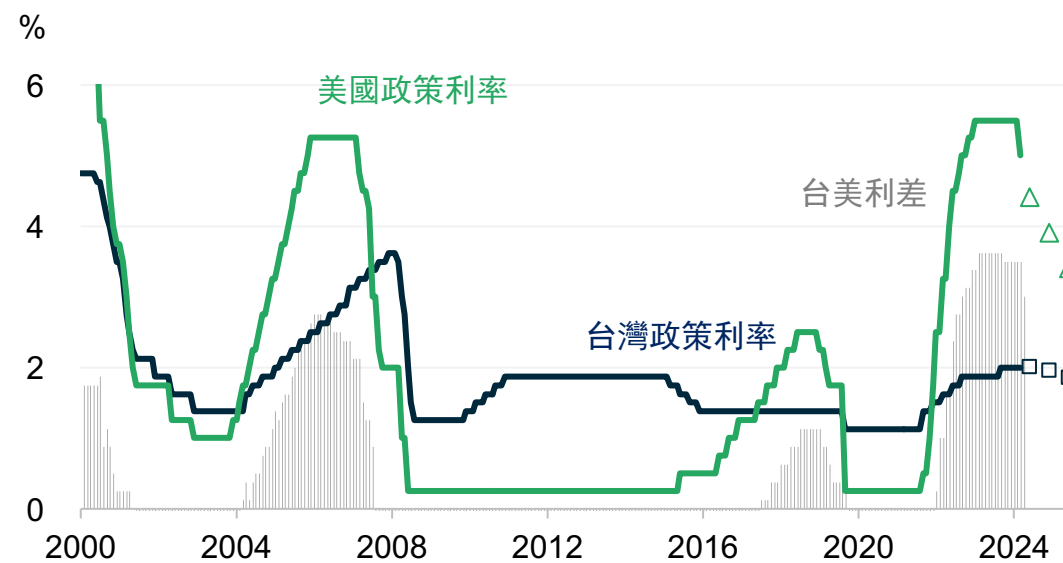
制度面：央行調高國人每年累積結匯金額，團體、個人由5百萬美元提高至1千萬美元，公司、行號由5千萬美元提高至1億美元，自11/1起實施。

川普聲勢走升、近日再度點名台灣，添台幣擾動



註：採用PreditIt賭盤機率。
資料來源：Bloomberg。

長線台美貨幣政策分歧，將提供台幣支撐



註：Fed 9月點陣圖中位數，Bloomberg預估。
資料來源：Bloomberg。

日本 新內閣恐面臨朝小野大的問題, 加劇日本政治不確定性

眾議院改選後, 原執政聯盟自民黨與公明黨席次合計僅215席, 低於選前的279席, 以及國會過半所需的233席。相較之下, 各在野黨席次普遍增加, 皆反映民眾對於去年自民黨政治獻金案醜聞, 乃至於國內經濟現況的不滿。後續日本預計於11/11舉行特別國會選出新首相, 即便原先的執政聯盟席次並未過半, 但各在野黨的政治立場分化, 本次選情大有斬獲的立憲民主黨, 能否順利爭取各方支持, 贏下首相之位, 仍是未定之天。

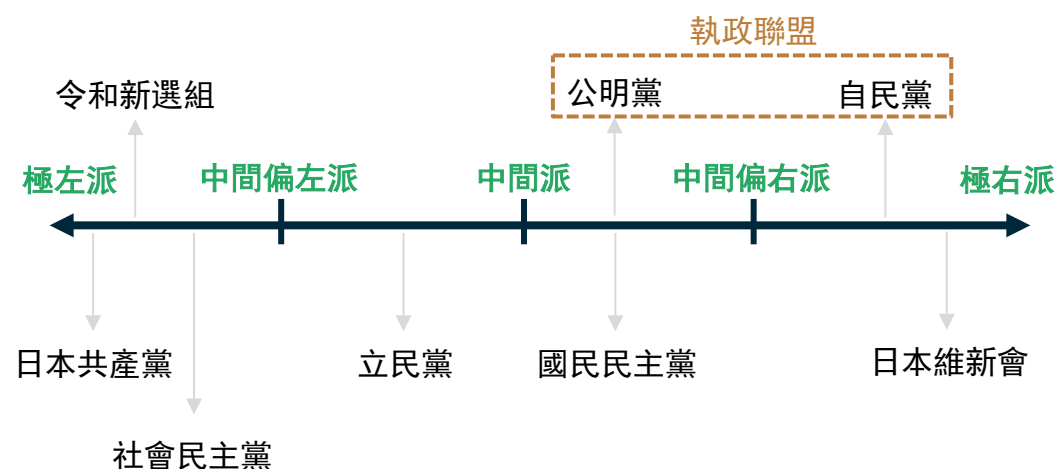
預期未來一週自民黨、立憲民主黨將積極尋求各在野黨合作。選後可能的情境包含1)自民黨成功拉攏右派陣營, 石破茂順利連任首相、2)原在野黨組建聯合政府, 立民黨總裁野田佳彥出任首相。然而, 無論最終結果為何, 皆意味著新內閣的政權, 與後續施政方針將備受盟友牽制(因無單一政黨席次過半), 導致政策推進難度加劇, 乃至於政局不穩的局面, 是後續日本市場需密切留意的風險。

眾議院改選後, 執政聯盟席次大減

政黨	席次		變化
	選後	選前	
自民黨	191	247	-56
公明黨	24	32	-8
立憲民主黨	148	98	50
日本維新會	38	44	-6
共產黨	8	10	-2
國民民主黨	28	7	21
令和新選組	9	3	6
社民黨	1	1	0
參政黨	3	1	2
其他黨	3	0	3
無黨籍	12	22	-10

資料來源: Bloomberg。

在野黨政治光譜分化, 增添組閣難度



資料來源: Bloomberg。

日圓 BOJ按兵不動, 不排除12月升息選項, 日圓貶勢可望趨緩

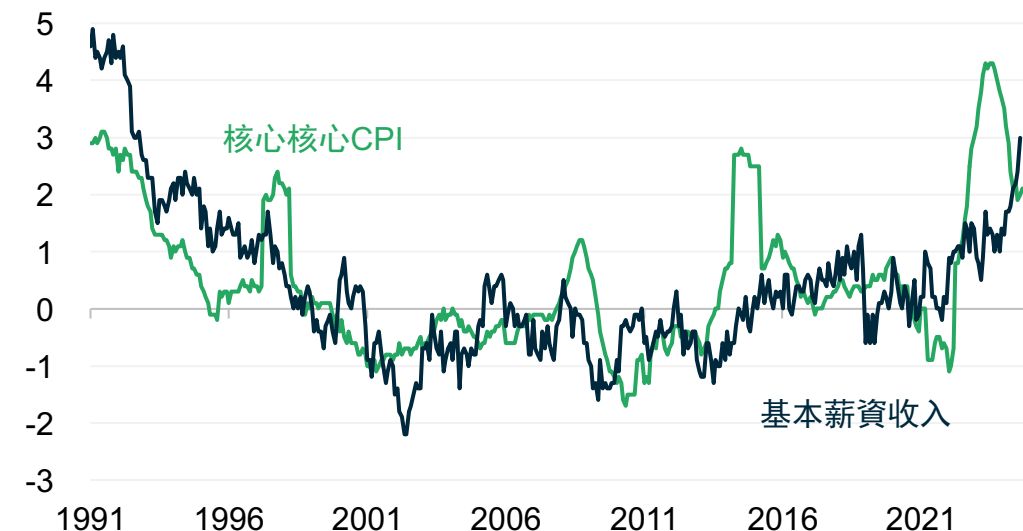
會議決議：**維持利率於0.25%不變, 若後續情勢符合預期, 將持續升息以調整貨幣政策寬鬆程度。**

Q3基本薪資年增2.5%, 創下30年新高。與此同時, 核心核心CPI(核心通膨扣除能源)在7月觸底後已連續兩個月反彈, Q4起將有去年基期下滑的因素, 皆成為通膨持續高於2%目標水平的風險。有鑑於此, BOJ上調本財年核心核心通膨的預期值至2.0%, 明後年則維持在2%左右。

會後記者會中, 植田總裁稱美國經濟不確定性逐步消退, 並對日本景氣復甦與通膨達到目標保持信心, 收回之前稱「有時間考慮」升息的說法, 暗示12月升息仍在選項之中。**即便近期日本國內政局動盪, 但BOJ似以短期影響視之, 政策立場並不若原先鴿派。對於日圓的影響而言, 日本升息的議題料再度升溫, 將有助近期日圓跌勢告一段落。**後續待聯準會持續降息、美日利差收斂, 日圓則可望重拾升勢。

基本薪資增幅連月創高, 通膨則止跌反彈

年增率, %

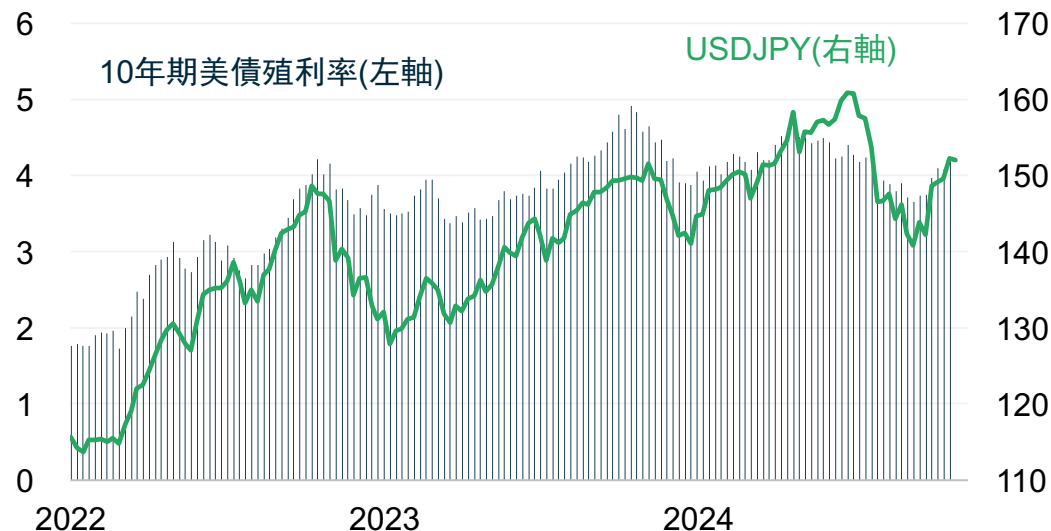


註: 1991至今兩者相關係數為0.65。核心核心CPI為不含生鮮食品、能源之CPI。

資料來源: Bloomberg。

此前美元利率回升, 日圓承壓走貶

bps



註: 2022年至今兩者相關係數為0.91。

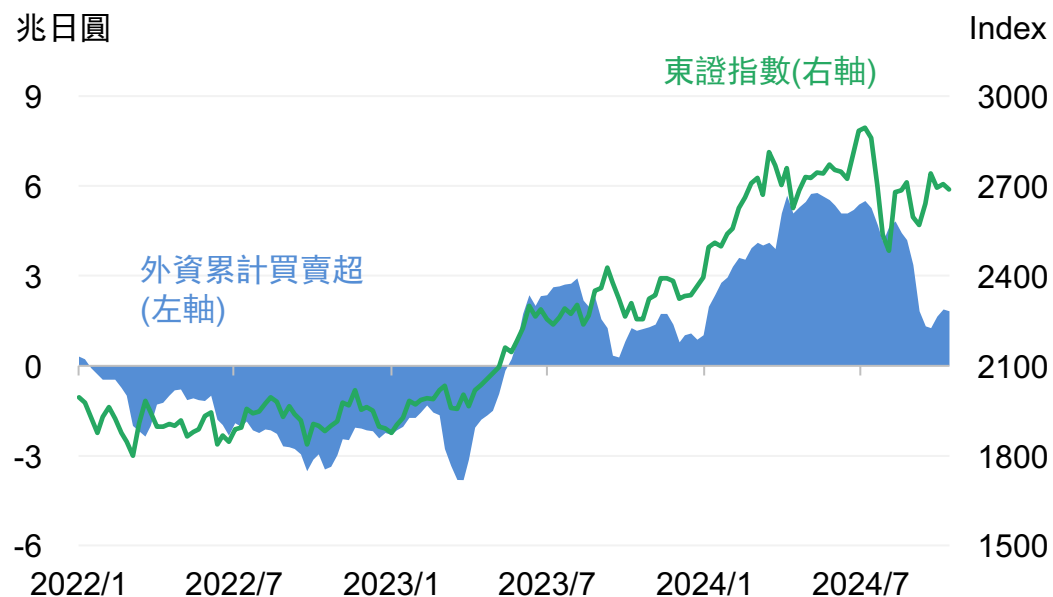
資料來源: Bloomberg。

日股 政策不確定性再升級，日股年底前中性看待

BOJ維持政策利率不變，但植田總裁調整談話口吻，12月升息的可能性升溫，增添日股波動幅度。在國內政局方面，11/11的特別國會將確認石破茂能否坐穩首相大位，即便石破茂成功續任，在國會席次大幅縮水下，未來的政策方向也充斥不確定性。從日本央行意外升息，到近期眾議院選舉風波，加上美國總統大選膠著，市場不穩定性層層疊加，讓外資8月以來連連賣超日股。

長期來看，考量實質工資上漲支持民眾消費，2025年企業獲利將有望穩健成長，加上指數的本益比相對不高，預期日股中長線仍有望緩步走揚。惟近期財政與貨幣政策不確定性偏高，加上全球製造業復甦緩慢，使外資動向謹慎，預期日股年底前動能偏弱，大盤不易突破區間格局。

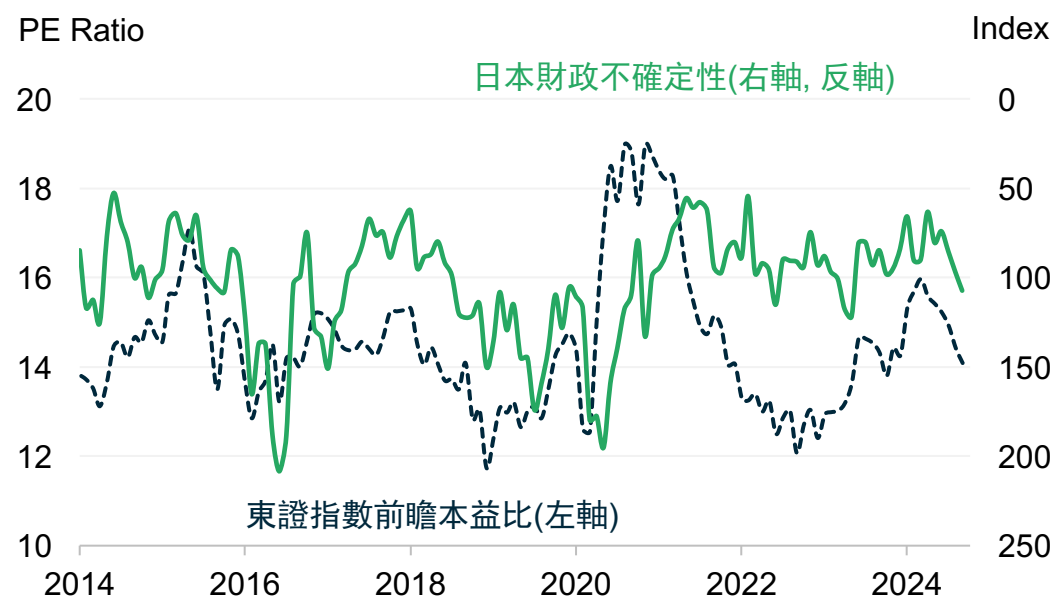
今年下半外資對日股態度轉趨保守



註：左軸為2022年至今，每週外資買賣超的累計金額。

資料來源：Bloomberg。

政策不確定性攀升，日股評價表現承壓



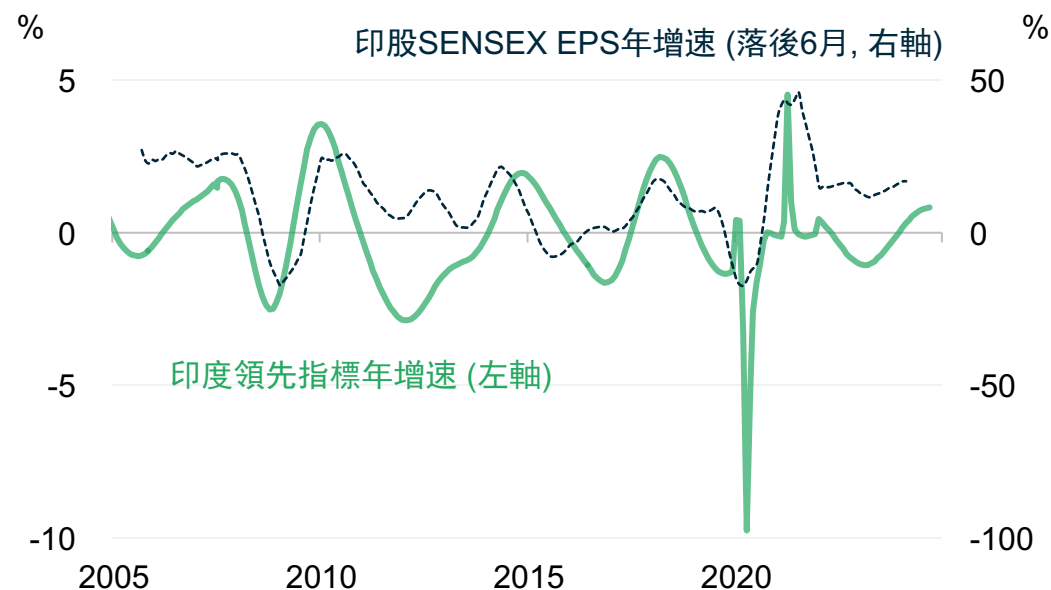
資料來源：Bloomberg。

印度 基本面獲利無虞, 加上外資直接投資的流入有利企業發展, 屬於長線適合的標的

企業獲利：雖然印度央行近期仍維持利率不變，但由於通膨自去年底下半開始下行，核心通膨也降至央行通膨目標之下，使得央行立場逐漸轉向中性，並稱經濟初現趨緩跡象之際，將開啟降息大門。而實體經濟方面，隨去年製造業循環落底後，迄今仍舊維持回升的態勢，有利企業獲利延續增長態勢。

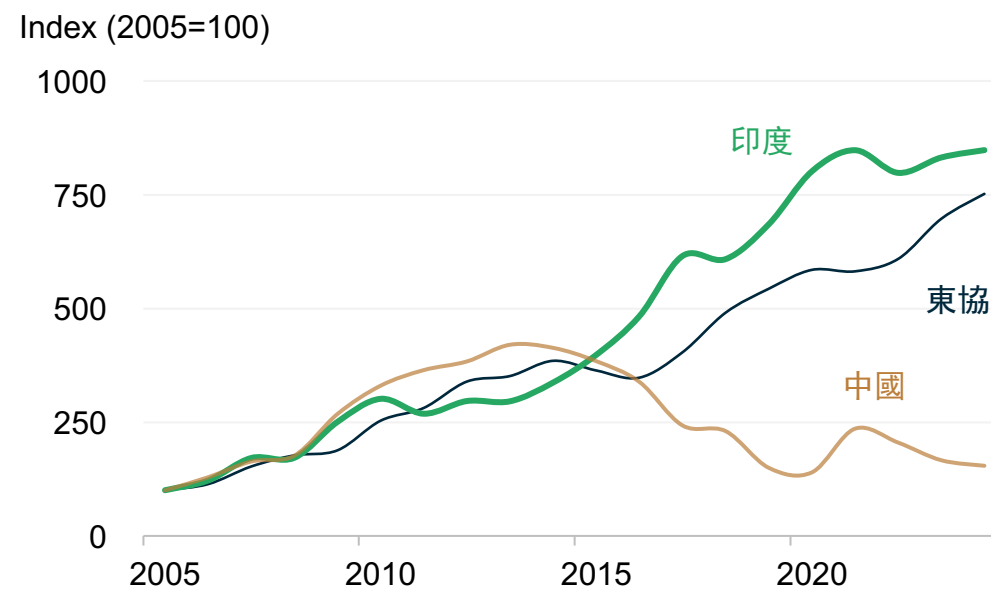
外國直接投資(FDI)：自從2018年貿易戰以來，外國直接投資由中國轉移至印度、東協的態勢持續，由於外國直接投資並非炒股、炒匯的熱錢，而是有利企業經營活動的資金，因此有利印度的長線結構未變。

企業獲利跟隨領先指標延續增長態勢



資料來源：Bloomberg。

外國直接投資的流入持續增加, 有利印度企業發展



註：截至2024Q2。東協包括印尼、泰、星、馬、菲。

資料來源：Bloomberg。

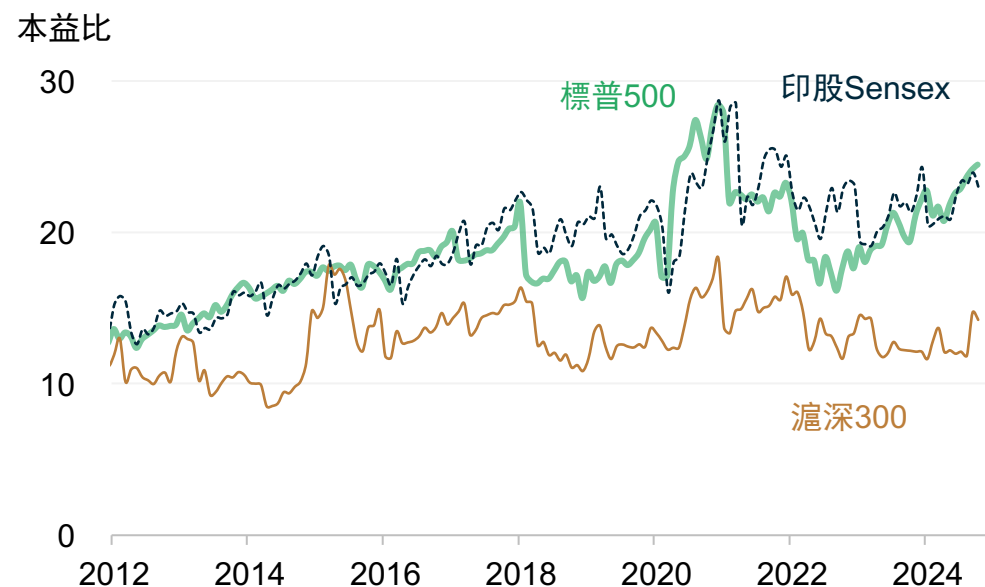
印度 今年以來表現良好, 惟股市資金輪轉、高評價遇美選不確定, 近期表現較震盪

股市表現：近期受到中國市場反彈, 對印度市場帶來資金排擠效應, 不過今年以來, 印股隨美股受到資金追捧, 股市評價屢屢受到推升。

類股表現則較分歧, 其中：

- 1) 科技類股與北美科技需求連動性較高, 表現良好。
- 2) 金融股方面, 隨今年以來淨利差結束下行趨勢, 有利股價, 今年表現尤佳。
- 3) 工業類則因中、歐需求較弱。
- 4) 電信股則因Vodafone Idea增資投入Capex及與政府電信費拖欠官司等問題, 拖累類股表現。

今年以來, 印股跟隨美股, 評價持續推升



資料來源：Bloomberg。

類股表現較分歧, 金融、科技股強勁, 工業類表現較疲

項目	年迄今表現%	備註
印股大盤	10.3	
金融股	27.0	營收以內需為主
科技股	22.9	營收以國外為主, 國外以北美為主
工業股	5.3	營收國內外各半, 國外以歐、中為多
電信股	4.0	營收以國內為主
食品股	-3.0	營收以內需為主

資料來源：Bloomberg。

Nov 2024

4

Monday

美國工廠訂單
美國耐久財訂單
歐元區製造業PMI
歐元區Sentix投資人信心
日本休市

5

Tuesday

美國貿易收支
美國ISM服務業PMI
中國財新服務業PMI

6

Wednesday

美國總統大選
美國MBA貸款申請指數
美國標普綜合PMI
歐元區服務業PMI
歐元區PPI
德國工廠訂單
台灣CPI

7

Thursday

美國初領失業金人數
歐元區零售銷售
中國貿易收支
日本勞工現金收入
澳洲RBA會議

8

Friday

美國FOMC會議
美國密西根大學市場氣氛
英國BoE會議
台灣出口

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