



國泰世華銀行
Cathay United Bank

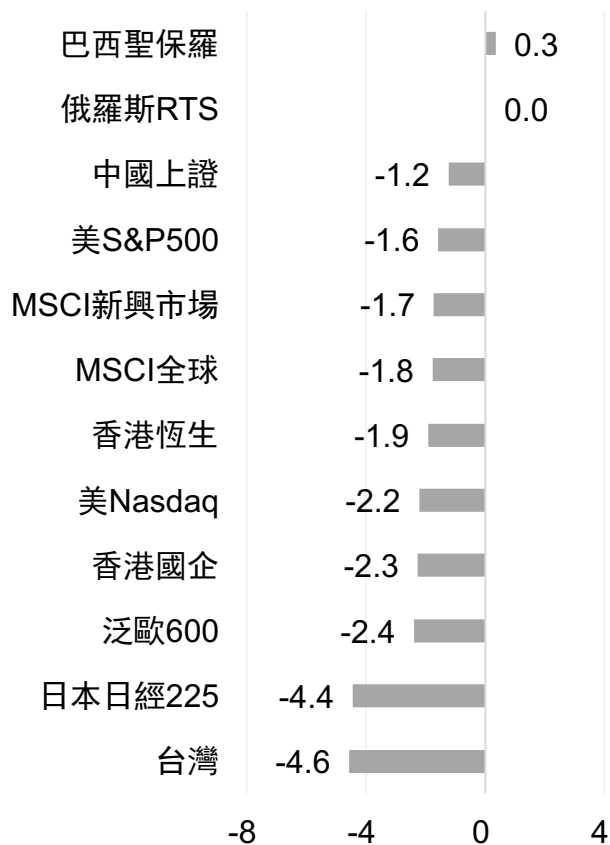
2024年9月6日

投資研究週報

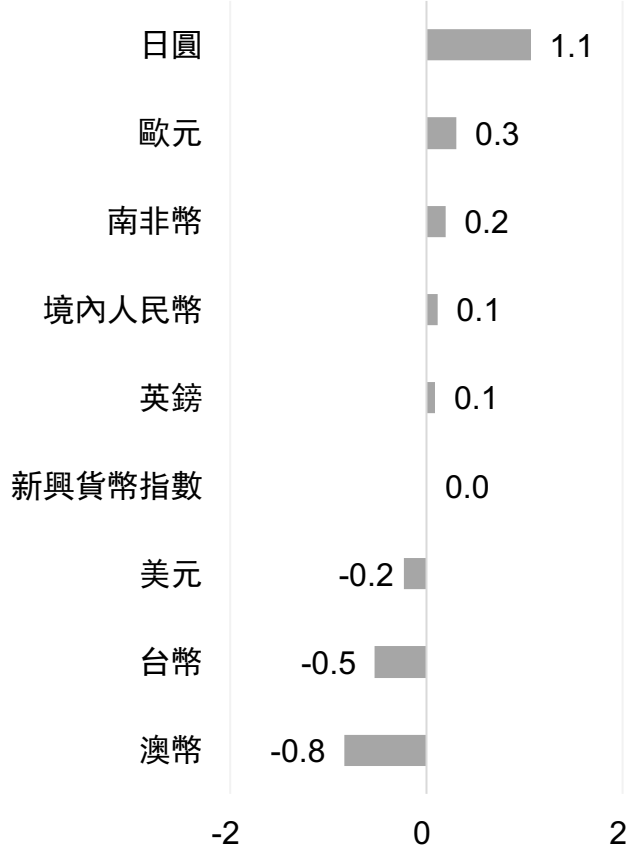
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

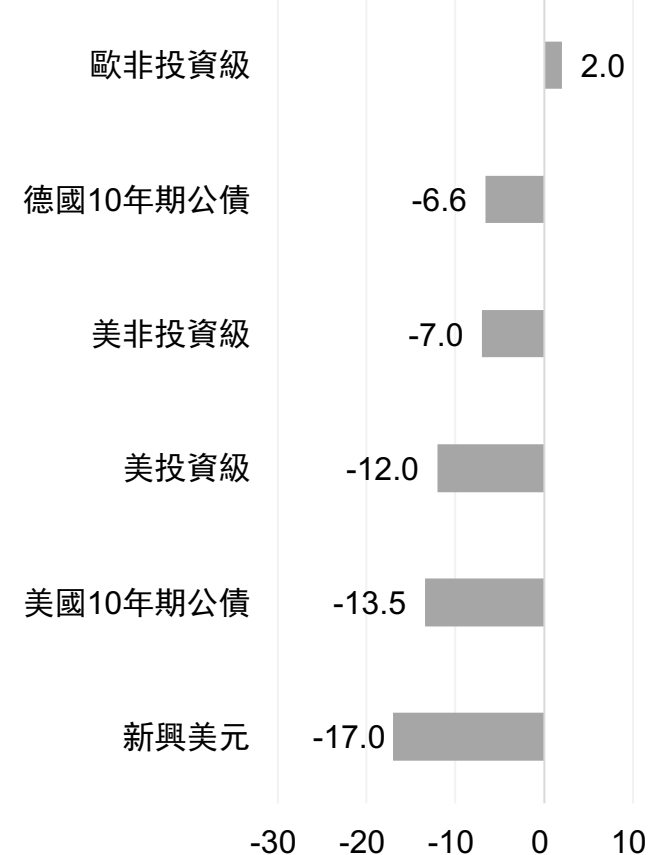
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/8/29- 2024/9/5。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- **8月非農來襲：**就業市場放緩，8月非農數據能否消除衰退疑慮？依照不同情境推論債市未來走向。
- **資金流向決定股市方向：**Q3股市巨震，企業財報激勵不了股市續漲，科技還能引領多頭行情持續嗎？
- **房貸「限貸令」風暴，台灣央行的兩難：**台灣央行9月升息機率不高，但房市管控仍維持緊縮。

2) 後續關注焦點：

- 9月FOMC會議(9/19)、美國8月CPI(9/11)、蘋果新機發表(9/11)、台灣央行理監事會議(9/19)。

策略思維

- 1) **股市-評價偏高的疑慮再現：**留意短期波動仍大，企業獲利成長仍是推動股價上揚的主要動能，資金移往低基期、獲利成長高的族群。
- 2) **債市-宜逢高鎖利：**聯準會9月降息機率高，然市場過度反應降息碼數，且期限溢價逐漸修復，將使長債殖利率來回震盪，宜逢高鎖利。
- 3) **匯市-美元指數高檔震盪：**美國降息有利美元轉弱，然各主要央行同步降息，將使美元指數高檔震盪。台幣短期受外資大賣台股影響，但長線受到美國貨幣政策轉鬆支撐，趨向橫盤整理。

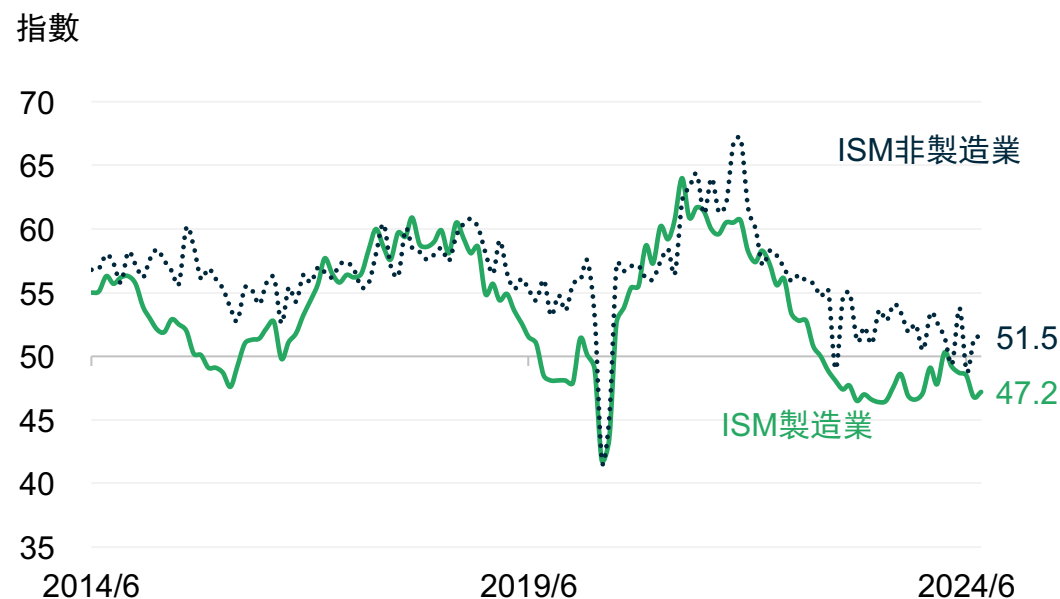


製造業景氣欲振乏力，經濟緩步降溫

美國8月ISM製造業指數小幅上升至47.2，但低於市場預期，且連5個月落在景氣榮枯線下方，顯示美國製造業景氣欲振乏力，新訂單指數大幅滑落至44.6，在上半年的庫存回補結束之後，廠商下單保守，受到高利率環境下需求不振的影響不小。

就業市場是企業景氣的落後指標，若是製造業景氣長期低迷，勢必會加大裁員力度，衝擊民眾所得和消費力，進一步打壓美國經濟，雖然服務業景氣維持擴張，且裁員情形也未出現大幅惡化，**但需警戒每週公布的初領失業金人數，一旦突破2023年高點26.1萬人，代表勞動市場再度面臨裁員潮，恐使聯準會考慮加速寬鬆。**

ISM製造業指數疲軟，下半年景氣復甦欲振乏力



資料來源：Bloomberg。

失業情形尚未明顯惡化，但需警戒是否突破去年高點



資料來源：Bloomberg。

9月降息方向明確，幅度1或2碼取決於經濟數據的變化

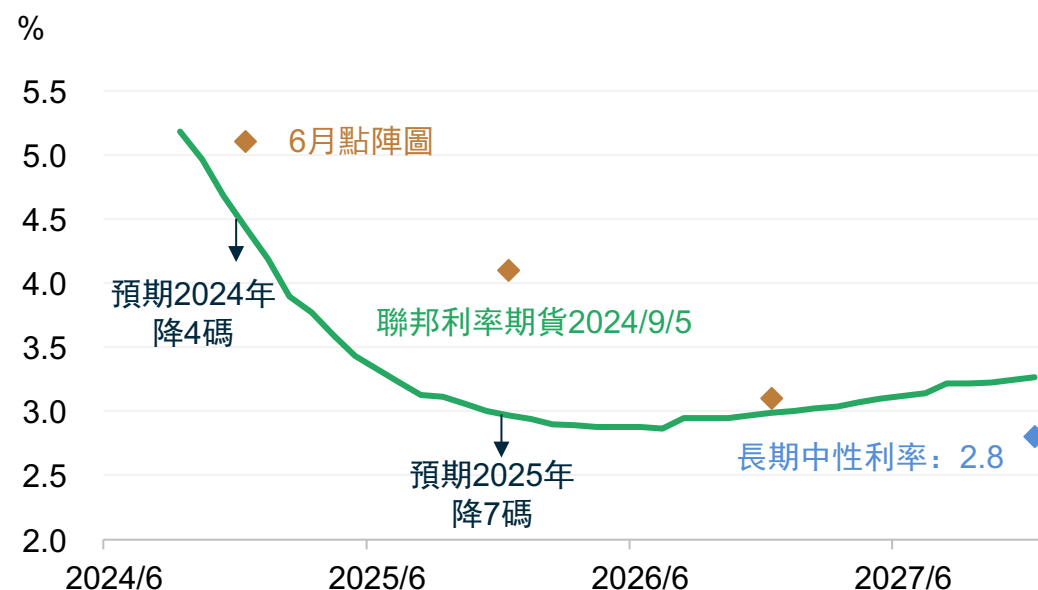
鮑爾於Jackson Hole放鴿，市場積極預期未來降息幅度，且美國8月ISM製造業續疲，帶動避險情緒升溫。目前期貨市場預估今年降息4碼，2025年再降7碼，共11碼，較6月點陣圖預估至2026年共9碼幅度激進許多。短線上，9月降息1或2碼，將關注在就業的變化。

情境1：勞動市場顯著惡化。8月非農數據低於7月數值(11.4萬人)，失業率再度向上突破，迫使Fed加大降息力道。9月降2碼、美債殖利率走跌。

情境2：勞動市場緩步降溫。職缺數、薪資增速持續下滑，不過非農改善至15-20萬人，失業率升勢暫緩。9月降息1碼、美債殖利率呈現反彈。

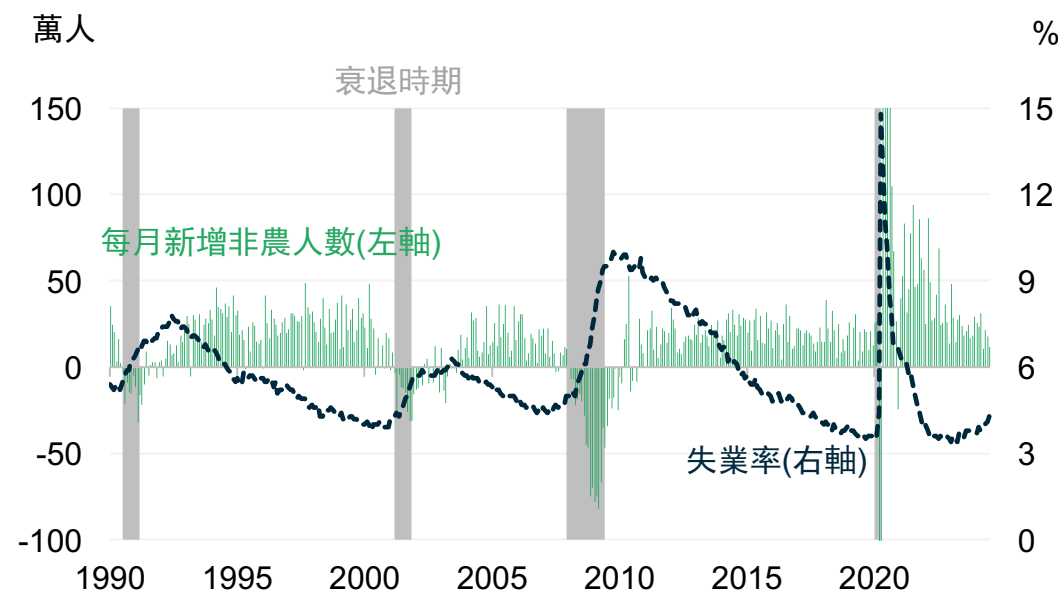
造成7月就業惡化的原因：1)主因颶風影響，導致招聘暫緩，2)疫情後勞動供給擴張，勞動結構改變使失業率上升。惟需留意，即使8月失業率下滑，但連2個月觸發Sahm Rule的可能性仍大，恐持續成為市場擔憂。不過，初領失業金人數持穩，就業市場仍保持一定的韌性，預期情境2仍為基本論調。

市場激進預期今、明年降幅，有過度反應之虞



資料來源: Bloomberg。

通膨疑慮降，Fed將更重視就業數據的變化



資料來源: Bloomberg。

股市整體評價偏高，難再受惠降息

聯準會即將展開降息，有利股市本益比提升，不過若以標普500指數未來12個月預估本益比來看，也已達到21倍水準，遠高於近10年平均18.2倍，雖然標普500大企業獲利展望良好，未來2年有望維持獲利成長格局，然即使以2026年預估獲利計算，本益比也已達到18.3倍，並不算十分便宜，若看好美股長期報酬率表現，可採取長期持有，享受企業獲利成長帶來的股價推升，但若是等待股市拉回再逢低介入，則可享有評價便宜的優勢。

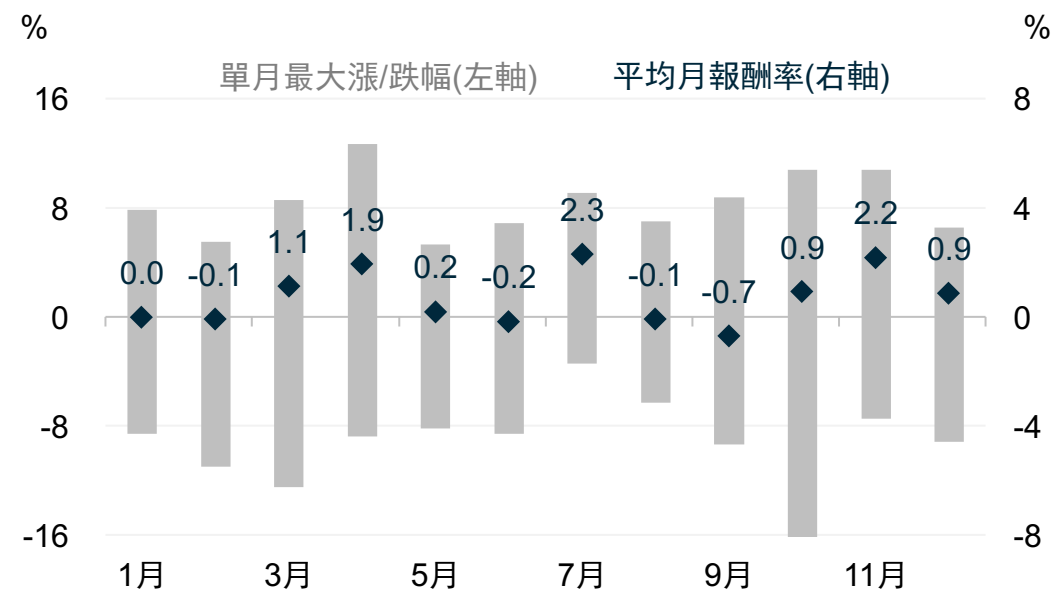
若統計標普500指數過去20年各月份報酬率表現，不難發現9月往往是表現較差的月份，不僅上漲機率較低，平均報酬率-0.7%也是12個月裡面最差的，因此，在經濟硬著陸風險有限之下，可利用股市拉回的機會進行布局。

標普500指數前瞻本益比高於長期平均



註：T為當年度。
資料來源：Bloomberg。

標普500指數9月普遍表現不佳



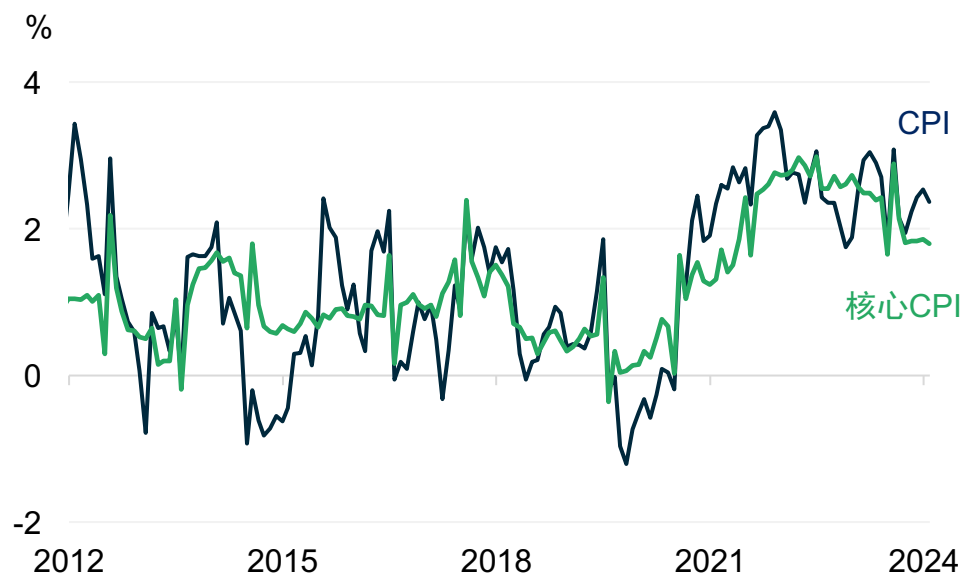
註：統計近20年標普500指數月度報酬率。
資料來源：Bloomberg。

台灣央行 | 9月升息機率不高, 但房市管控仍維持緊縮

市場預期9月Fed降息勢在必行, 雖台灣央行逆勢而行, 進一步升息機率低, 但「降息」恐不在台灣央行的選項中, 關注焦點將持續在房市。主要原因有二, 1)相較美國CPI年增快速滑落, 台灣CPI受到7月凱米颱風推升蔬果價格、及房租高漲影響, 仍處於高位附近。2)在六波房市管制實施以來, 央行關注的重要指標, 房貸增速創高、不動產貸款集中度逼近歷史高點。

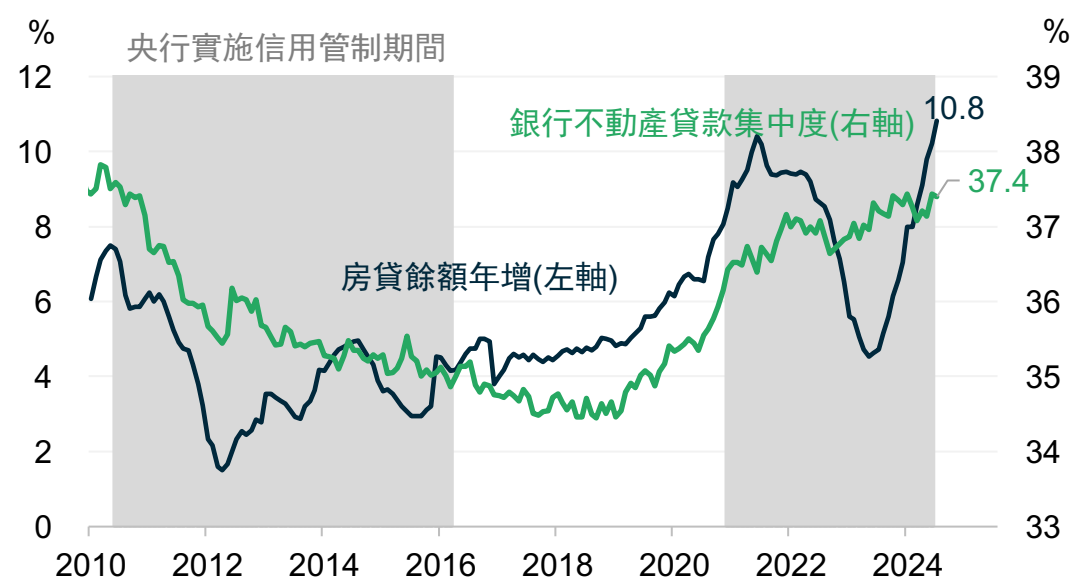
考量近期央行動作頻頻, 要求銀行擬定未來一年不動產貸款總量改善方案, 並將逐季檢視, 且受到銀行法72-2條規範, 房貸放款空間也已受限下, 預計房貸資源將遵循賴總統呼籲方向, 以已核定、首購及新青安為優先, 將自然壓縮其他房貸供給。未來一段期間, 為消化優先族群房貸需求, 料房貸增速及不動產貸款集中度將維持在高位, 將使央行對房市管制不易鬆綁, 但第2戶購屋房貸撥款有望滑落下, 再祭出新一波管制必要性降低。

台灣CPI受蔬果價格、房租高漲影響, 仍處於高位



資料來源: Bloomberg。

2020年信用管制至今, 央行關注房市指標持續亮紅燈



註: 不動產貸款集中度=(消費者購置住宅貸款+消費者房屋修繕貸款+建築貸款)/全體銀行放款餘額。

資料來源: 台灣央行。

債市 長短利差倒掛縮窄，期限溢價逐漸修復

聯準會降息預期升溫，2年及10年期公債殖利率同步下滑，但2年期公債殖利率下降較快，長短期公債利差倒掛縮窄，一度轉為正值，也代表持有長債的期限溢價逐漸恢復。(期限溢價：投資人持有較長期債券所要求的額外回報)

未來隨著聯準會展開降息，2年債殖利率將與Fed利率走勢接近，而10年債殖利率則要看美國經濟強弱而定。若是硬著陸風險大增，聯準會需採取大幅寬鬆政策因應，則長債殖利率也會跟著大幅下滑，若經濟維持韌性，聯準會無需大幅降息，而長債期限溢價略有拉開的話，資本利得的空間就相對有限，可能使得長債殖利率呈現震盪下行的格局，逢高鎖利仍然是主要策略。

近期殖利率下降伴隨長短天期債券倒掛縮窄



短債與聯邦基金利率走勢相近，長債則不然

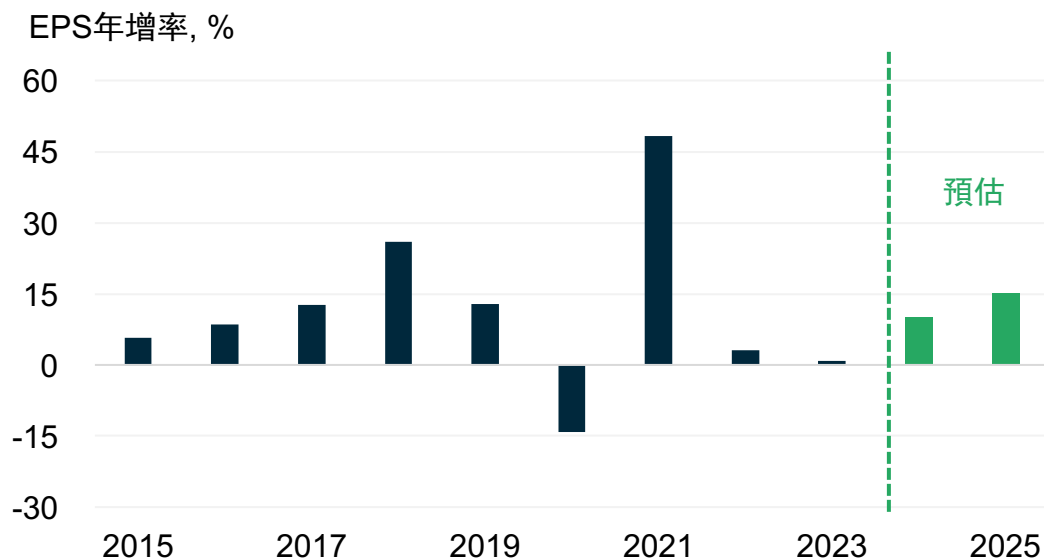


美股 獲利無虞仍可長線布局, 尋找低基期、獲利成長族群

製造業復甦緩慢, 但歷經2年的庫存調整之後, 企業獲利也逐步回升, 尤其, AI熱潮的帶動下, 讓大型科技龍頭的獲利明顯拉升, 根據統計, 標普500企業獲利今明兩年預估都有雙位數的成長, 研判股市下檔風險可控, 也提供拉回布局基礎。

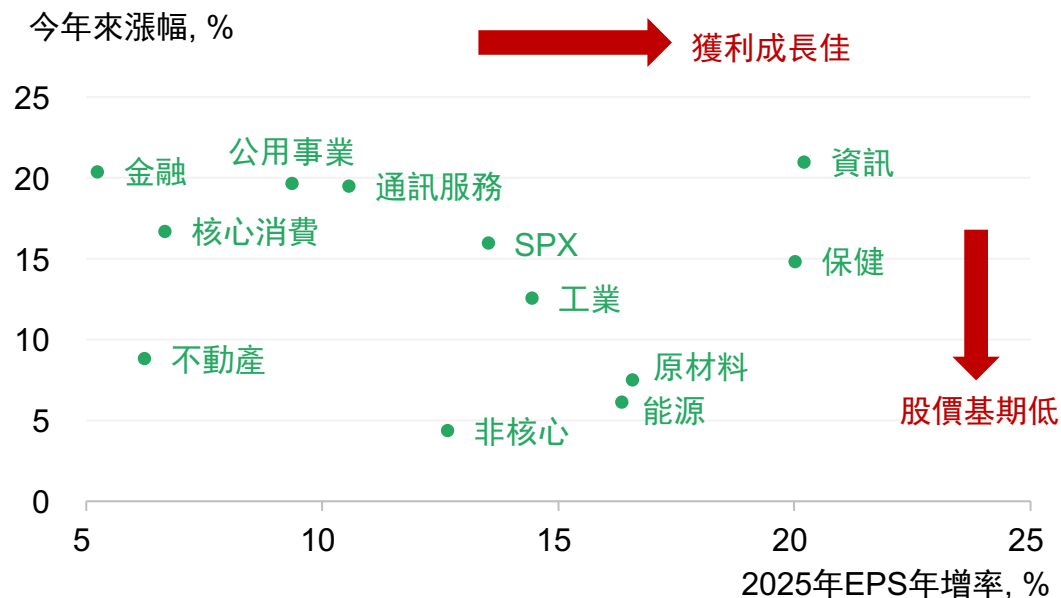
另外, 類股選擇上, 科技股將不再一支獨秀, 近期道瓊創新高即是一例, 許多類股也在近期創下新高, 包括醫療保健、不動產、工業等, 顯示**股市漲幅更加全面, 更加健康, 投資人也可尋找目前仍處於低基期, 且明年展望成長的族群進行布局。**

標普500企業獲利持續升溫



資料來源: Bloomberg預估。

低基期、獲利成長族群有表現空間



資料來源: Bloomberg。

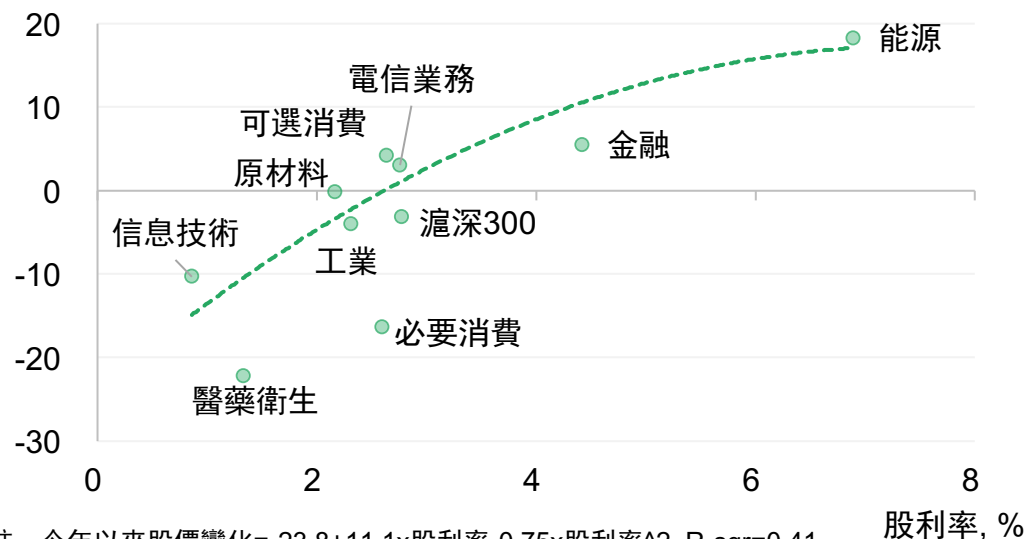
中國 傳下調存量房貸利率, 有利減輕民眾負擔, 但不利銀行業獲利

基本面：據傳官方正考慮下調存量房貸利率，允許規模達38兆元人民幣的存量房貸，尋求進行轉貸，而不用等到1月(通常利率調整時間)，以降低數百萬家庭的債務負擔並刺激消費。此寬鬆政策確有助減輕民眾負擔、有益經濟，惟房價走降的情況下，民眾仍將多還債、少消費。因此，此政策方向正確，但欲改善內需卻仍待時間。此外，此舉是金融業對民眾讓利，但淨利差(存放款利差)下降趨勢未止穩前，也加深市場對銀行獲利的擔憂，進而影響股利發放。

市場面：由於中國通縮環境下，國內資金面臨資產荒，投資人被迫轉進股利率較高類股，如金融類股。惟8月底所傳政策不利金融股，也讓上半年漲多的四大行出現回跌狀況，也對近期指數形成拖累；長線而言，政策鬆綁有益中國經濟，惟目前民間負擔仍重，中國基本面、股市還待時間整理。

股利率高低與今年以來股價變化

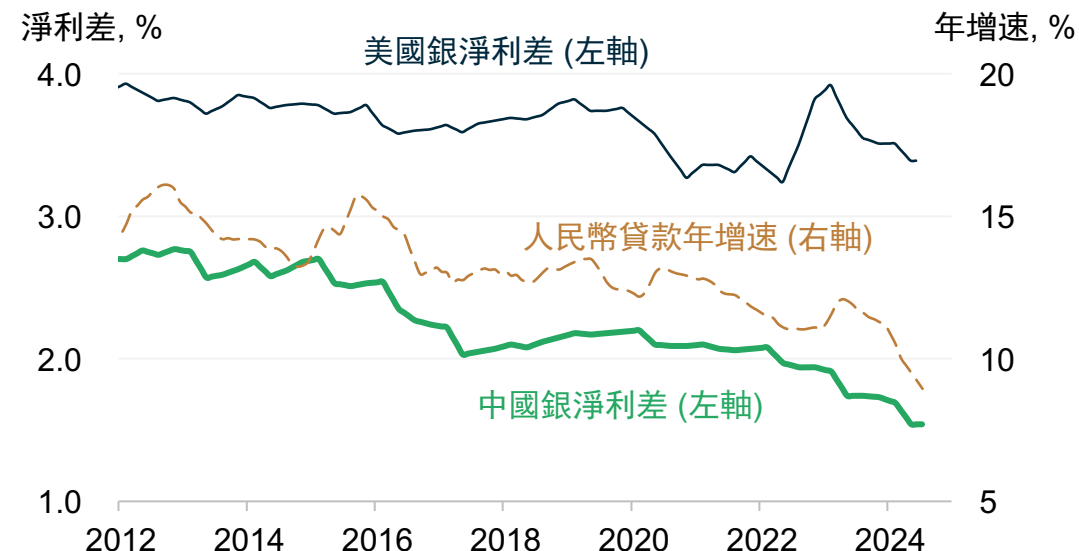
今年以來股價變化, %



註：今年以來股價變化 = $-23.8 + 11.1 \times \text{股利率} - 0.75 \times \text{股利率}^2$, $R\text{-sqr} = 0.41$, 期間2021/8-2024/8。

資料來源：Bloomberg。

中國淨利差與貸款增長的下降趨勢尚未扭轉



資料來源：Bloomberg。

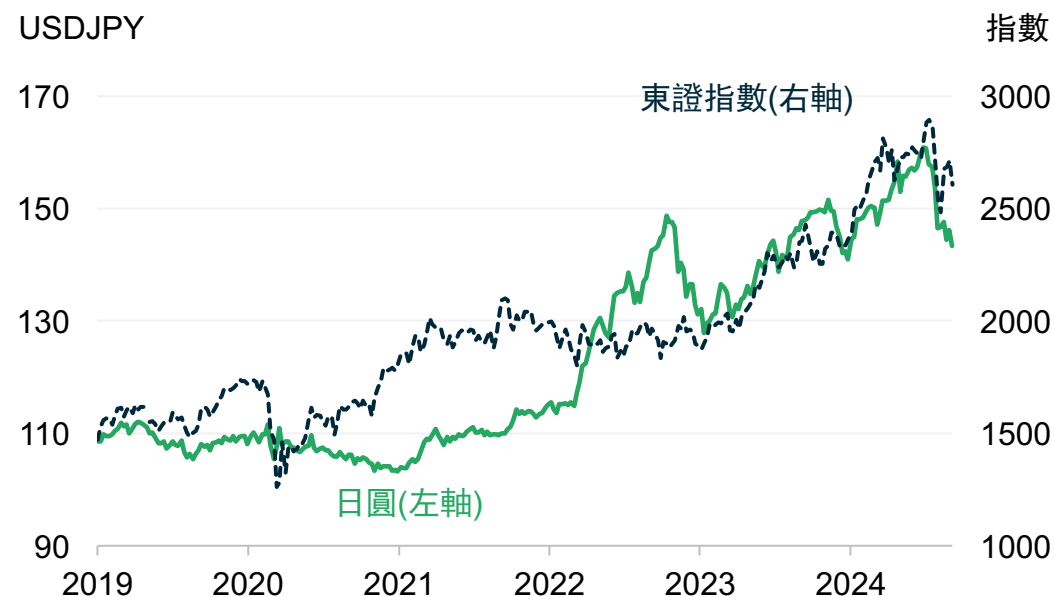


日本 科技股震盪與日圓偏升環境, 日股短線橫盤整理

日本收復8月初重挫失地, 近期再度隨美股劇烈擺盪, 外資也出現流出日股跡象, 主因1)半導體漲多拉回, 美國製造業數據偏弱, 市場對科技股產生疑慮; 2)日銀總裁植田和男不只一次重申, 若經濟與通膨符合預期, 日銀將繼續升息, 偏鷹言論使日幣在145附近偏強震盪。

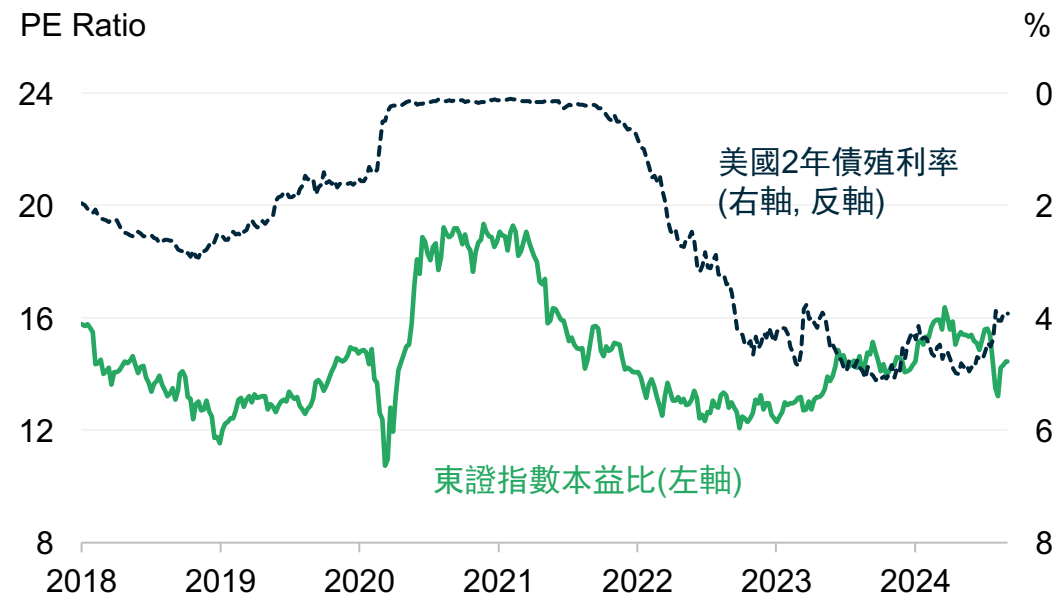
全球科技股拉回整理, 加上日圓走勢偏升, 增添投資人對出口及科技業獲利擔憂, 日股震盪幅度隨之加劇。對於後續盤勢想法, 短期日幣與景氣對市場的情緒壓力仍存, 日股表現料不如上半年凌厲, 不過鑒於國內經濟溫和復甦, 加上主要央行多數走入降息循環, 資金環境寬鬆提供評價面支撐, 股市下行風險不高, 短期大盤走勢橫盤震盪, 中長線隨全球製造業復甦緩步墊高。

日圓偏強約束日股上攻動能



資料來源: Bloomberg。

全球資金環境趨於寬鬆, 評價面下行風險不高



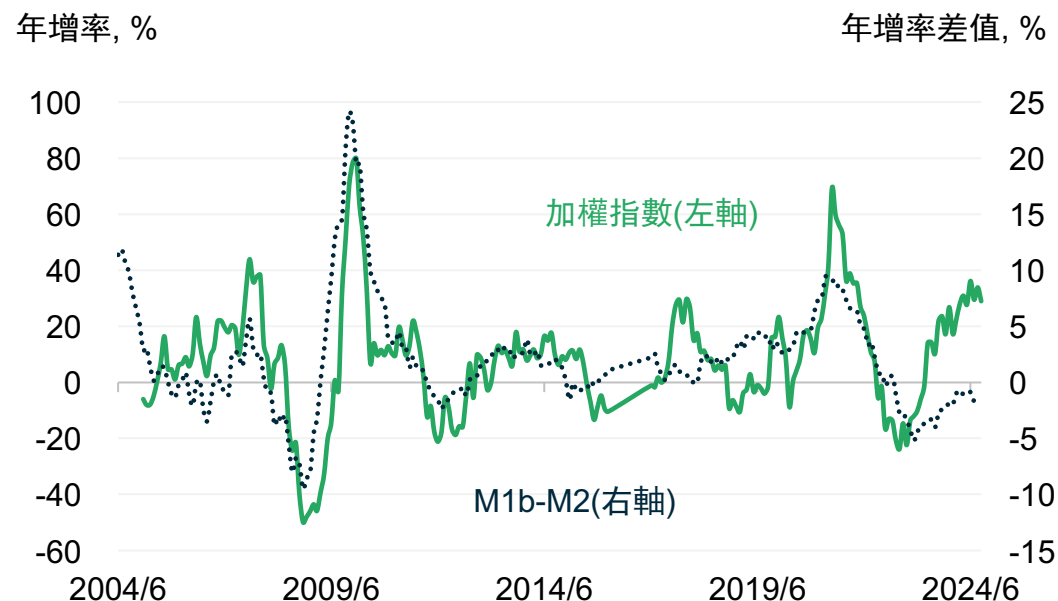
資料來源: Bloomberg。

台股 資金動能不利股市，基本面受美國製造業景氣拖累

台灣7月M1b年增率由5.36%降至4.04%，M2年增率同步下降至5.9%，兩者的差值中止了上升的趨勢，由過去數據看來，當M1b年增率減M2年增率的差值持續往上，代表流入活存的資金增加，有利股市資金行情。央行在緊縮貨幣政策上仍未見放鬆，尤其在房市熱潮引發的疑慮之下，近期央行約銀行高層喝咖啡，即使沒有「限貸令」，也讓房市放款急凍，間接影響股市資金動能。

台灣出口動能仍為正向，但復甦力道有限，與歐美景氣難脫關係，尤其美國製造業低迷，連帶影響亞洲出口情況，也使得台股下半年的基本面成長動能打上問號，加上輝達新款晶片出貨略有遞延，Q3台股恐將在盤整格局中徘徊。

央行維持緊縮的貨幣政策，同步影響股市資金活水



資料來源：Bloomberg。

台灣出口受美國景氣影響大



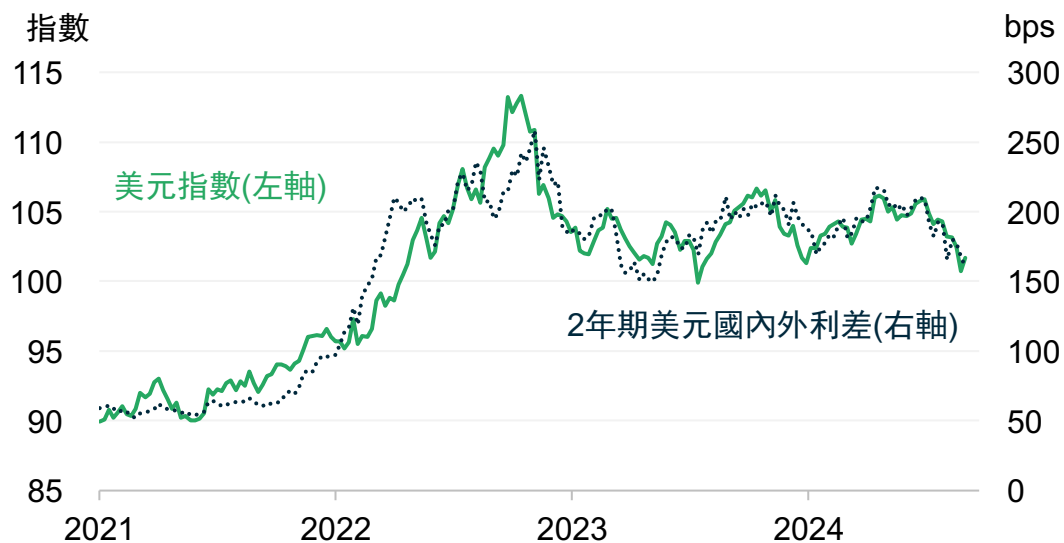
資料來源：Bloomberg。

匯市 待激進降息預期降溫, 美元可望轉為整理。套利交易平倉壓力結束, 日圓轉為震盪緩漲

美元指數：降息預期高漲引導美債殖利率、美元國內外利差下跌，導致美元指數一度回測百元大關。然而，綜觀各國基本面情勢，美國通膨恢復下行之際，其餘主要國家通膨更加接近2%政策目標。與此同時，美國景氣雖見降溫，但仍較其餘國家穩健，意味著聯準會Q4降息力道恐不若市場預期之激進，將有利**美元指數短線回檔整理後，轉為區間震盪的格局**。

日圓：隨美日利差收斂、全球股市再度出現較大跌幅，助長投資人避險意識，日圓匯價再度走升。然而，研判日圓重演8月初強勁升勢的可能性不大，主因在於日圓套利交易平倉的壓力減輕，反映在日圓期貨淨部位已由空單轉為多單的情勢之上。此外，即便國內薪資增速上揚，但CPI(不含生鮮食品、能源)仍延續降溫趨勢，意味著即便Q4 BOJ再度升息，幅度、速度將十分和緩。有鑑於此，預料日圓僅呈現震盪緩漲的格局。

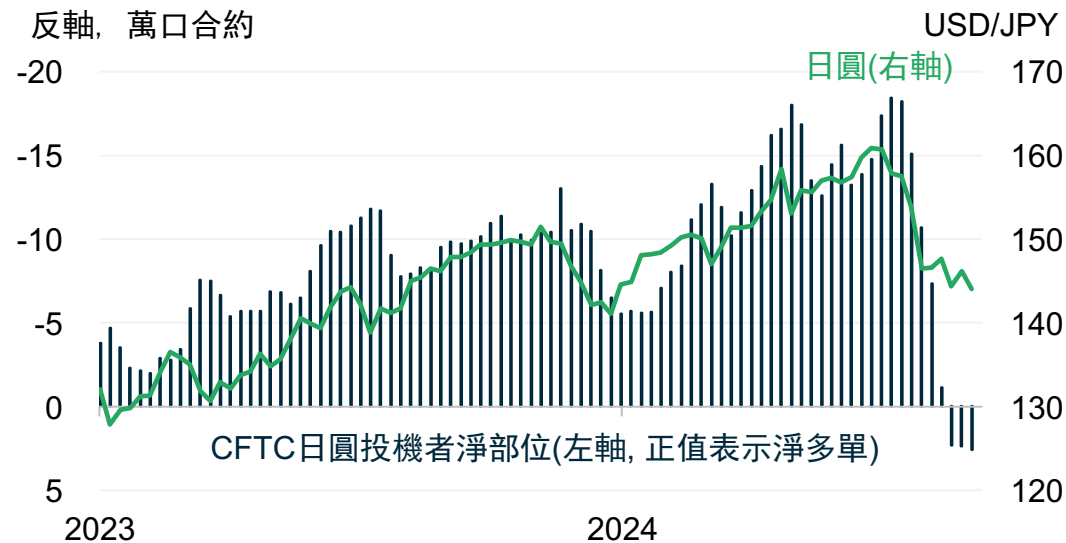
降息預期引導利差收斂, 美元承壓走弱



註：利差定義為美元利率-美元指數成份國家之利率(依美元指數權重加權), 2021年至今相關係數為0.95。

資料來源：Bloomberg。

8月日圓淨空單已大幅回補, 籌碼面助漲日圓的力道減弱



資料來源：Bloomberg。



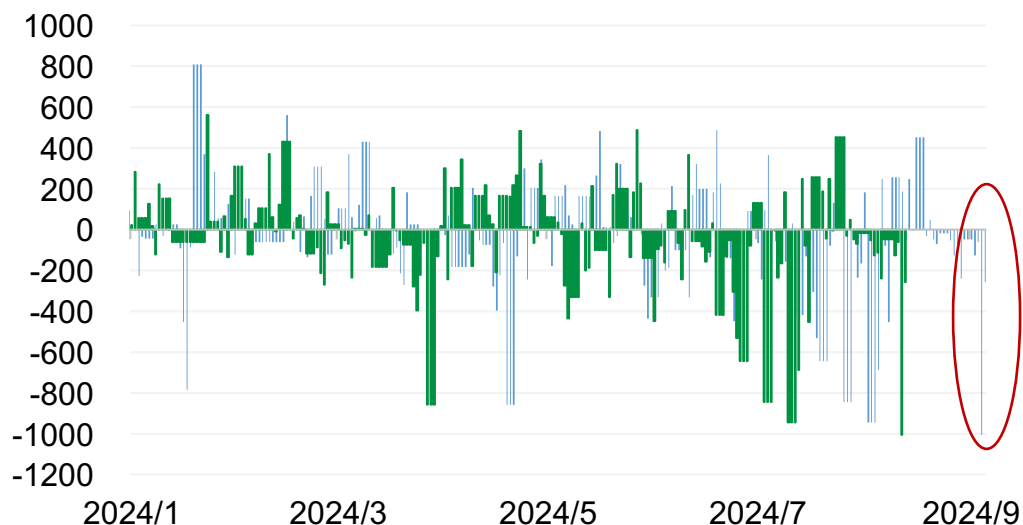
台幣 短期受外資大賣台股影響，但長線受美國貨幣政策轉鬆支撐，趨向橫盤整理

美國最新公布的8月份製造業PMI持續維持在收縮區間，引發市場對景氣的疑慮，美股氛圍轉差拖累台股，外資大幅賣超下，帶動台幣貶破32。

相較外資買賣超與台幣報酬相關性為0.55，台幣與美國10年期公債殖利率相關性達0.93，顯示美國貨幣政策與台幣連動度更高。考量1)美國將於9月開始降息循環，帶動美10年期公債殖利率偏下行，2)台灣央行面對通膨仍高、房市續熱的背景下，料將維持政策利率不變，將使台美利差縮窄，皆提供台幣匯價支撐。整體而言，**台幣多空因素拉扯下，料台幣仍將趨向橫盤整理。**

股市氛圍轉差、外資賣超是近期台幣走弱原因

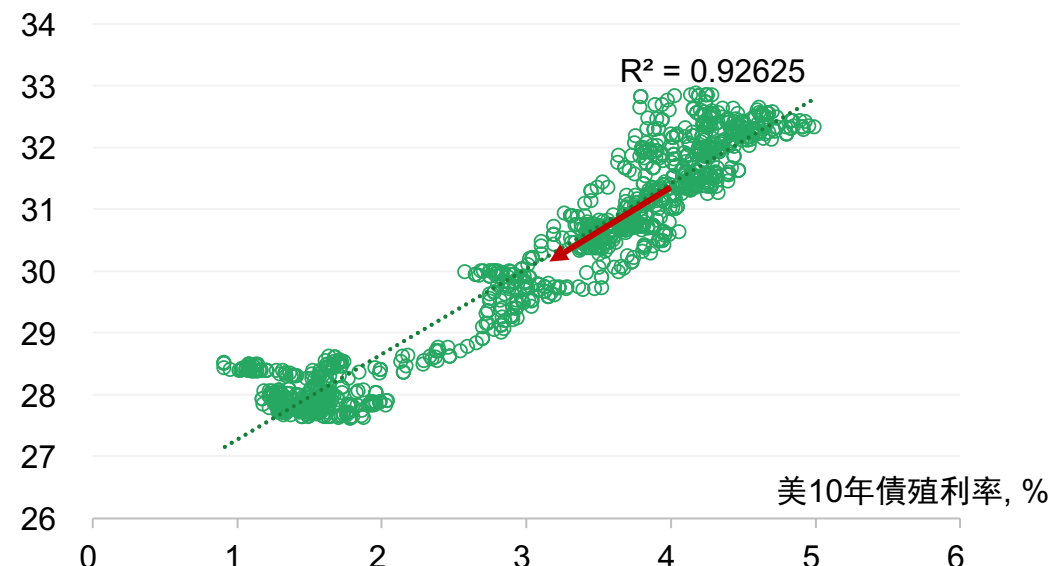
台股每日外資買賣超金額，億台幣



資料來源：Bloomberg。

美10年債殖利率隨降息預期走弱，將提供台幣支撐

USDTWD



資料來源：Bloomberg。

Sep 2024

9 Monday	10 Tuesday	11 Wednesday	12 Thursday	13 Friday
歐元區Sentix投資者信心 德國零售銷售 中國CPI 日本Q2GDP	德國CPI 日本工具機訂單	美國CPI 美國平均時薪 英國工業生產	美國初領失業金人數 美國PPI ECB利率決策會議	美國密西根大學市場氣氛 歐元區工業生產 日本工業生產

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