



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年9月27日

投資研究週報

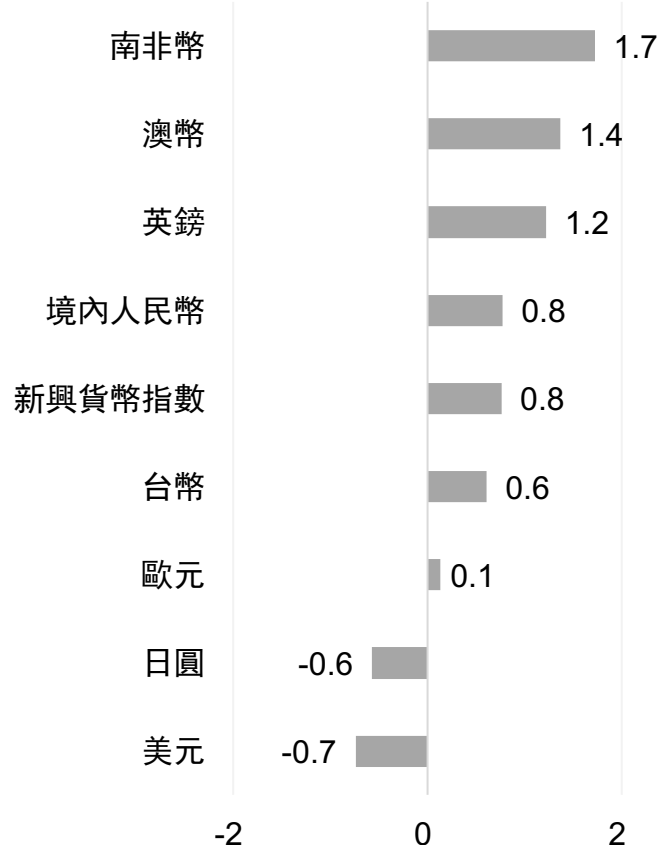
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

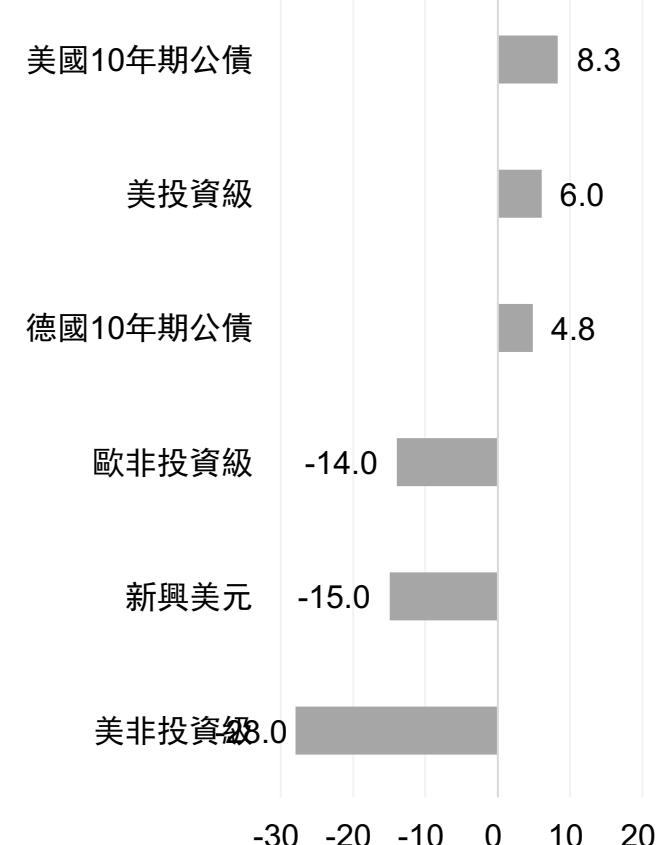
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/9/19- 2024/9/26。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1. 市場焦點：1)中國人行組合拳、2)美國非農、3)半導體循環已結束？、4)石破茂當選自民黨總裁

- 1) 人行政策組合拳激勵中港股：滬深300為例，9月中旬已跌到評價相對低的位置，也讓人行組合拳等利多消息激勵大盤；但長線而言，民間部門將步入去槓桿階段，大格局仍係以大區間震盪走勢為主。
- 2) 聚焦非農，軟硬著陸仍有疑義：可多留意不受軟硬著陸影響的資產，如美債、黃金，將較受益。
- 3) 庫存位階不高，但有所分歧：今年還不易有整體製造業庫存過高的問題，但記憶體類別庫存較高。
- 4) 石破茂當選自民黨總裁：支持緊縮貨幣政策及稅制改革，日本股匯短線需要消化新首相的不確定性。

2. 後續看點

- 總經：ISM PMI、非農就業
- 產業：10月中後聚焦財報(台積電法說會)

策略思維

1. 股市-股市高檔拉回，可逢低布建：股市評價不低，加上資金追價不易，可利用震盪出現，分批布局買進。
2. 債市-降息預期過於激進，逢反彈宜布債：Fed首次降息後的大環境有利債券，可利用殖利率反彈時買進。
3. 匯市-人民幣受政策激勵，但中期風險猶存：中長期而言，美中利差與基本面的不利因素，限縮人民幣升值空間；台幣短線可趁人民幣推升亞幣，月底出口商拋匯，提供換匯契機。

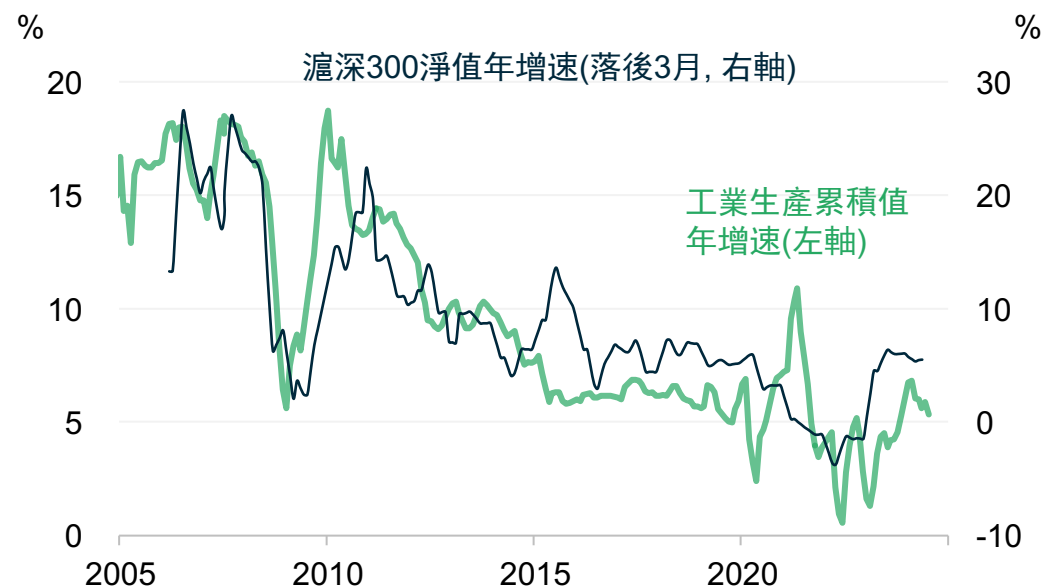


中國 | 人行組合拳激勵短線風險氣氛, 但長線基本面逆風仍在

人行祭出寬鬆組合拳：1)降息(7日回購利率降0.2%)、降準(降0.5%)；2)降存量房貸利率0.5%(可讓民眾減少利息支出1500億)；3)創資產交換(5000億, 類似歐洲央行LTRO, 長期再融資操作)、股票回購增持再貸款(3000億), 從人行取得流動性注入股市。

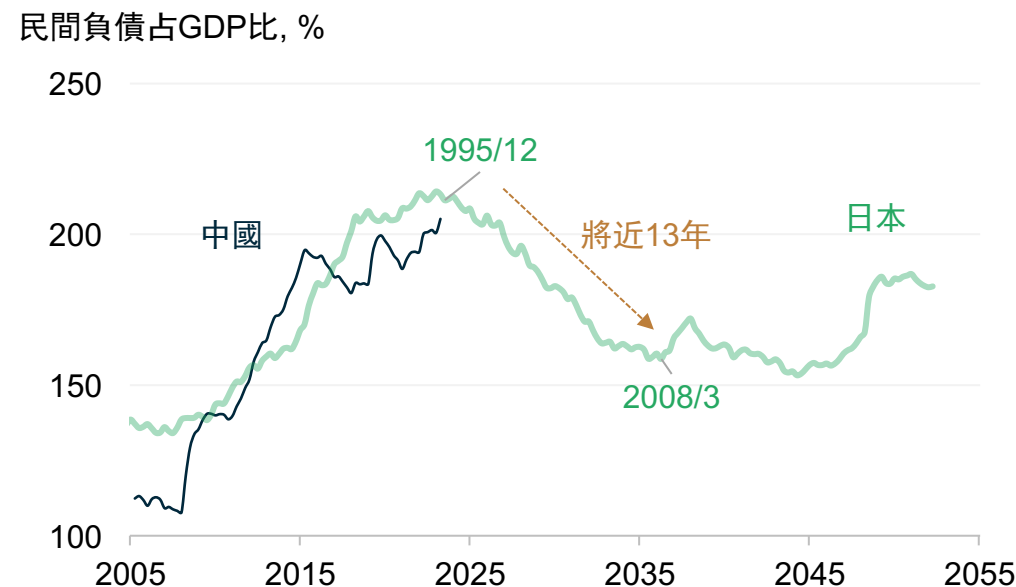
評論：1)8月底傳言調降存量房貸時, 銀行股已反應過此利空, 故公布後反而出現**利空出盡回升**。2)2023/10/24人大常委會通過國務院增發1兆國債, 故**9/24人行組合拳予市場10月增發國債、政策挹注的想像**。3)官方態度轉變：**意識通縮→應對通縮→發展與安全的權衡**。9月前, 官方尚處「意識通縮」階段, 政策力道不強；9月後, 人行出手象徵官方進入「應對通縮」階段, 但中國目前經濟問題源自官方關注重點轉移, 即由**經濟發展轉往經濟安全(科技自主、產業可控、糧食安全)傾斜**, 因此底層結構問題難解, 加上民間處在去槓桿循環, 使得長線基本面逆風仍舊需要時間度過。

企業基本面仍舊存在逆風



資料來源：Bloomberg。

長線而言, 可能需要時間度過去槓桿的過程



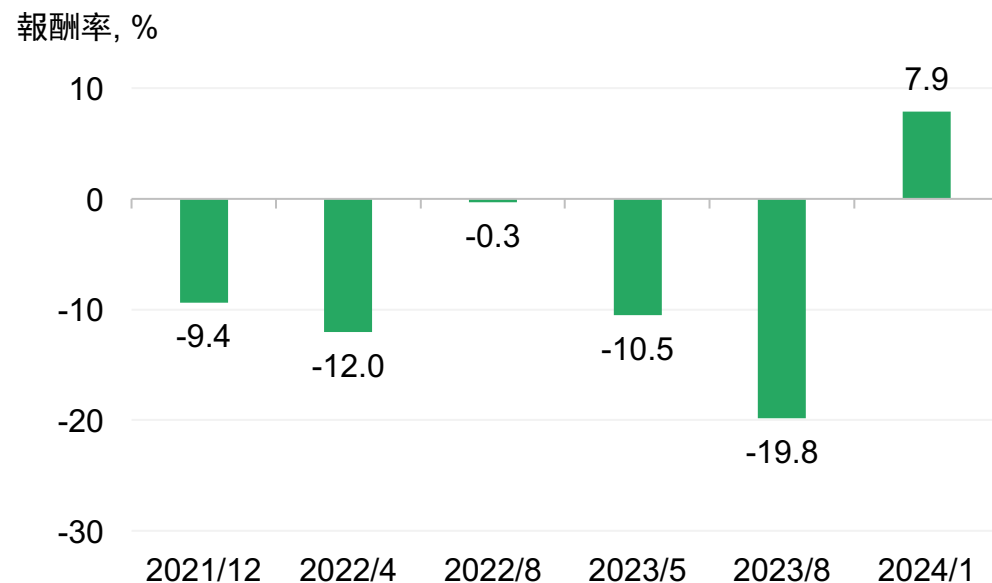
資料來源：Bloomberg。

中國 | 近年寬鬆成效受限, 但本次政策規模較大, 托底指數轉為大區間走勢; 高股利股則存在挑戰

指數方面, 以滬深300為例, 9月中旬已跌到評價相對低的位置, 也讓阿里結束整改、京東受益以舊換新, 乃至人行組合拳等消息對**短線**有所提振; 但**長線**而言, 鑒於中國房地產下行將讓民間部門步入去槓桿階段, 扭轉難度高, 整體指數上行壓力仍舊頗重, **格局仍係以大區間震盪走勢為主**。

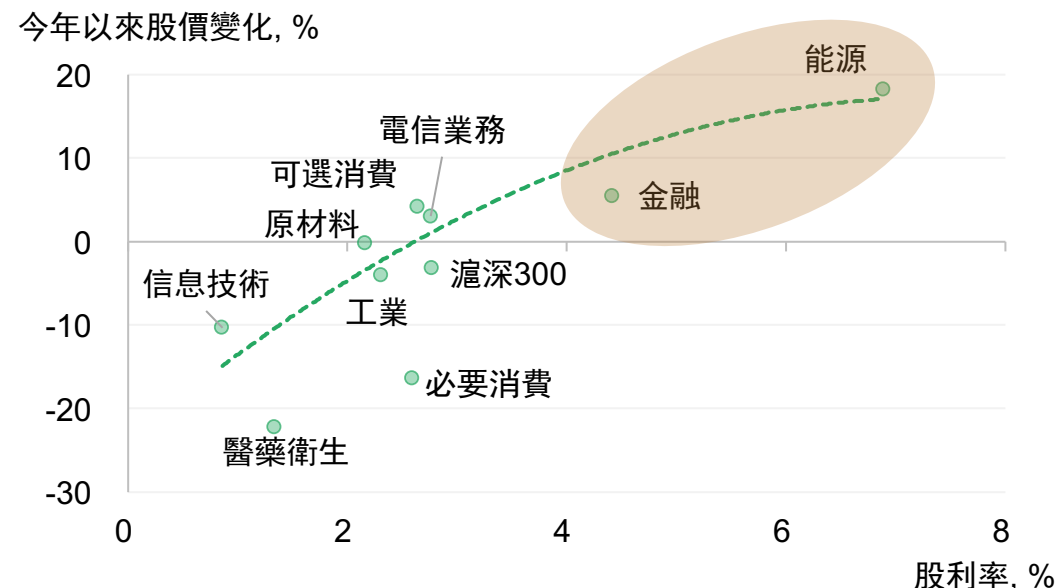
類股方面, 由於官方政策變化, 產業漲跌可能與先前有所變化。因為, 1)9月前, 官方尚處「**意識通縮**」階段, 出手力道不強, 甚至不願降存量房貸利率, 讓利給民眾, 使得**資產荒蔓延, 股利率較高的金融、能源類股受惠**。2)9月後, 官方應已意識到通縮危害, 並進入「**應對通縮**」階段, 因此, 人行雖表示調降存量房貸利率不致影響到整體銀行業**淨利差**(註: 淨利差高低會影響獲利, 進而影響股利發放), 但業內大小銀行應對能力有別, 小銀行壓力可能會加大, **整體金融股股利率的維持還是存在挑戰**。相對地, 其餘類股則受惠官方主導的讓利政策, 多少能可起到**托底**的效用。

人行降息或降準政策後的6個月滬深300表現



資料來源: Bloomberg。

高股利率類股今年來表現出眾, 但後續股利率存在挑戰



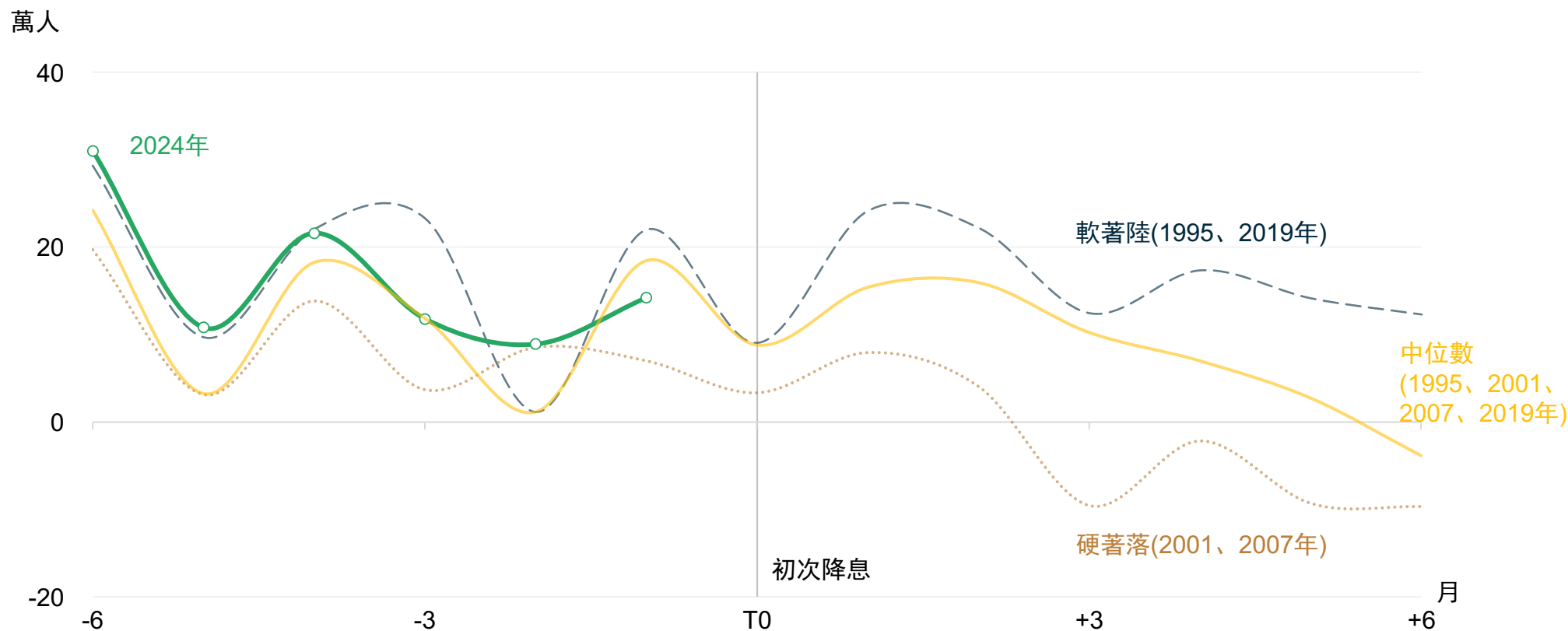
註: 今年以來股價變化 = $-23.8 + 11.1 \times \text{股利率} - 0.75 \times \text{股利率}^2$, $R\text{-sqr} = 0.41$, 期間2023/12-2024/8。

資料來源: Bloomberg。

美國 | 等待非農公布, 但據過往經驗, 開啟降息後, 就業增長動能趨緩, 惟軟硬著陸差異甚鉅

根據過往經驗, 當央行啟動降息政策後, 就業增長動能往往趨緩。這是因為降息通常發生在經濟增長放緩或衰退的背景下, 企業對前景的不確定性增加, 導致其在擴大招聘和投資方面更加謹慎。然而, **就業狀況在軟著陸和硬著陸間, 差異頗大**。(註: 軟著陸指的是經濟在降息後能夠逐步恢復增長, 失業率保持穩定或僅小幅上升, 通膨也能得到有效控制。相反, 硬著陸則指的是降息後仍然無法避免大幅衰退, 失業率急劇上升)

開啟降息後, 非農就業增長動能將逐漸趨緩, 惟軟硬著陸差異甚鉅



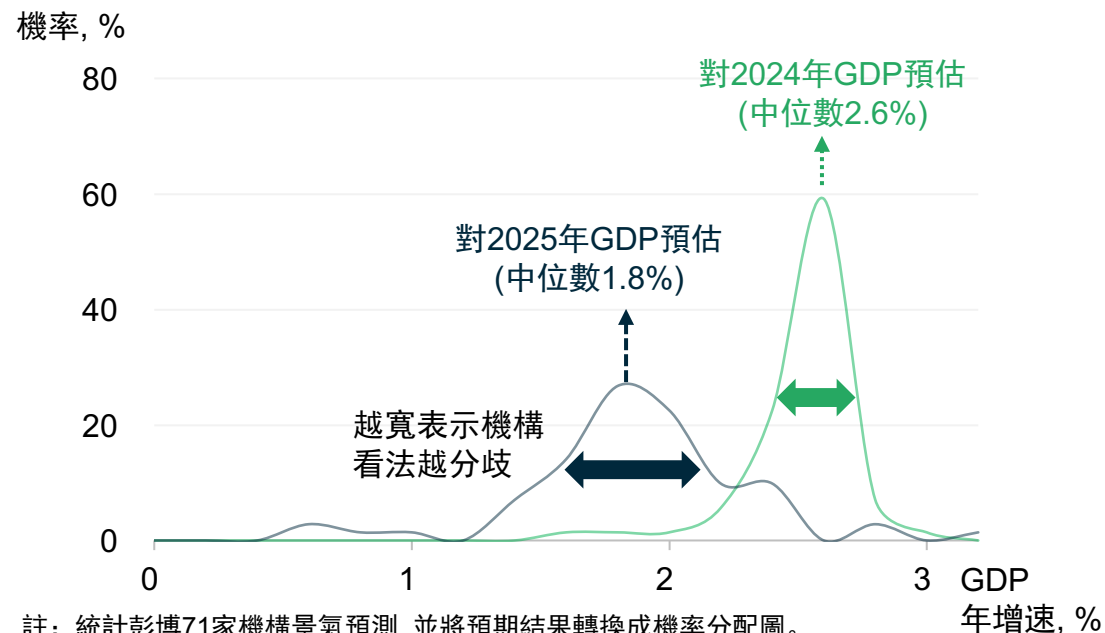
資料來源: Bloomberg。

美國 | 軟硬著陸雖存疑義，惟景氣預期確實較分歧，故可多著墨較不受軟/硬著陸影響的資產

依過往經驗，軟/硬著陸下，資產表現有所不同。硬著陸對風險性資產，如股票和非投等債券，可能造成嚴重打擊，因為市場信心和企業盈利能力會大幅下降。然而，在軟著陸情境下，這些風險性資產通常表現較佳，因為經濟仍能保持一定的增長動能。

鑒於各機構對明年經濟前景的預期明顯分歧，在軟/硬著陸存在疑義下，投資者或許可多著墨較不受軟/硬著陸影響的資產，如美國公債、黃金。

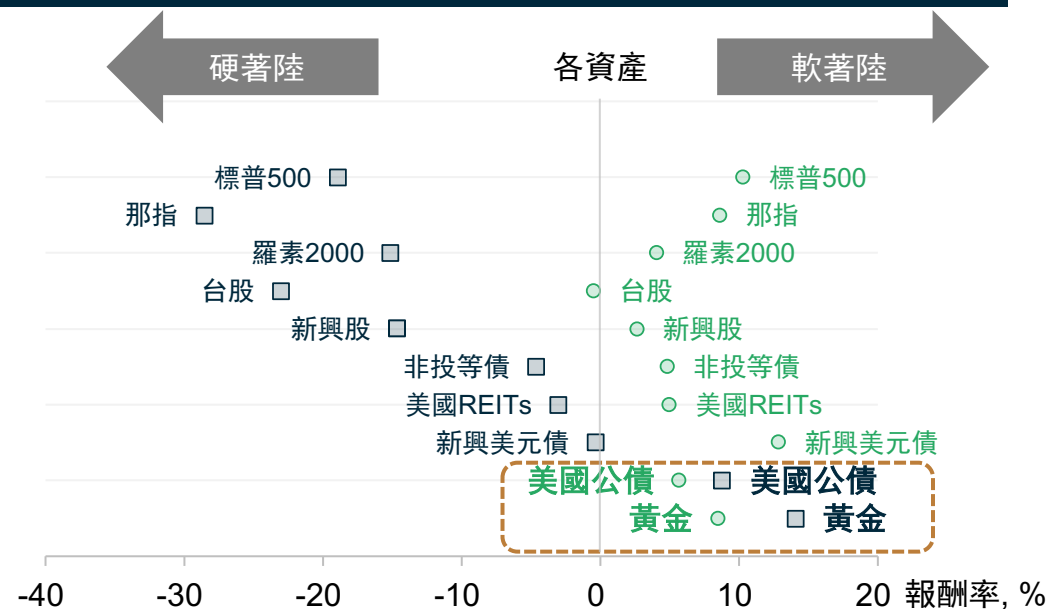
各機構對明年美國景氣看法較今年分歧



註：統計彭博71家機構景氣預測，並將預期結果轉換成機率分配圖。

資料來源：Bloomberg。

Fed首次降息六個月後的資產表現



註：綠色表示軟著陸下資產表現，藍色表示硬著陸下資產表現。

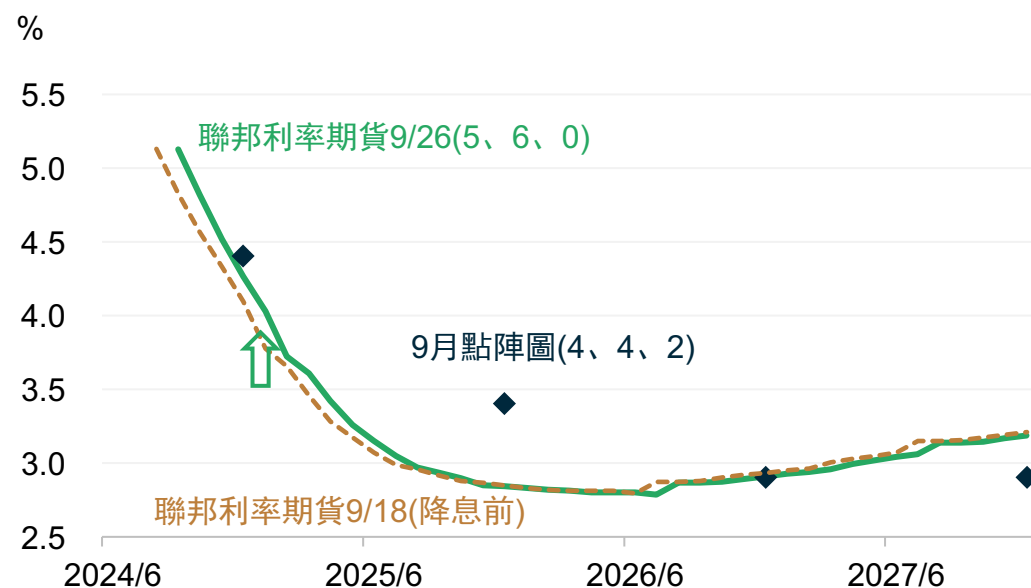
資料來源：Bloomberg。

美債 | 短線公債殖利率反彈, 不過Fed持續降息的路徑下, 有利長線債市表現

近期公債殖利率反彈, 主因期貨市場已預先反應降息, 並積極預期未來貨幣政策的寬鬆步伐。若觀察至2025年底的幅度, **市場仍預期今年剩餘3碼、明年6碼, 共約9碼的空間**; 其幅度與點陣圖暗示至明年底剩6碼存在差異。然而, 隨著Fed啟動新一輪降息循環, 長線上將帶動殖利率逐步下滑。

債市策略: 短線殖利率反彈, 宜視為在降息初期的加碼布債良機, 以美國投等、非投等債為主。惟須留意, 隨著投資人對持有長債的期限溢酬升高, 導致**殖利率曲線趨陡, 10y-2y利差一度擴張超過20個基點**。預期長率下滑的態勢將不若短率強勁, 長債的**資本利得空間將受限, 報酬思維應以穩定利息收入為主**。

市場已預先反應降息, 目前的幅度仍大於點陣圖預估



資料來源: Bloomberg。

降息循環有助長線殖利率滑落

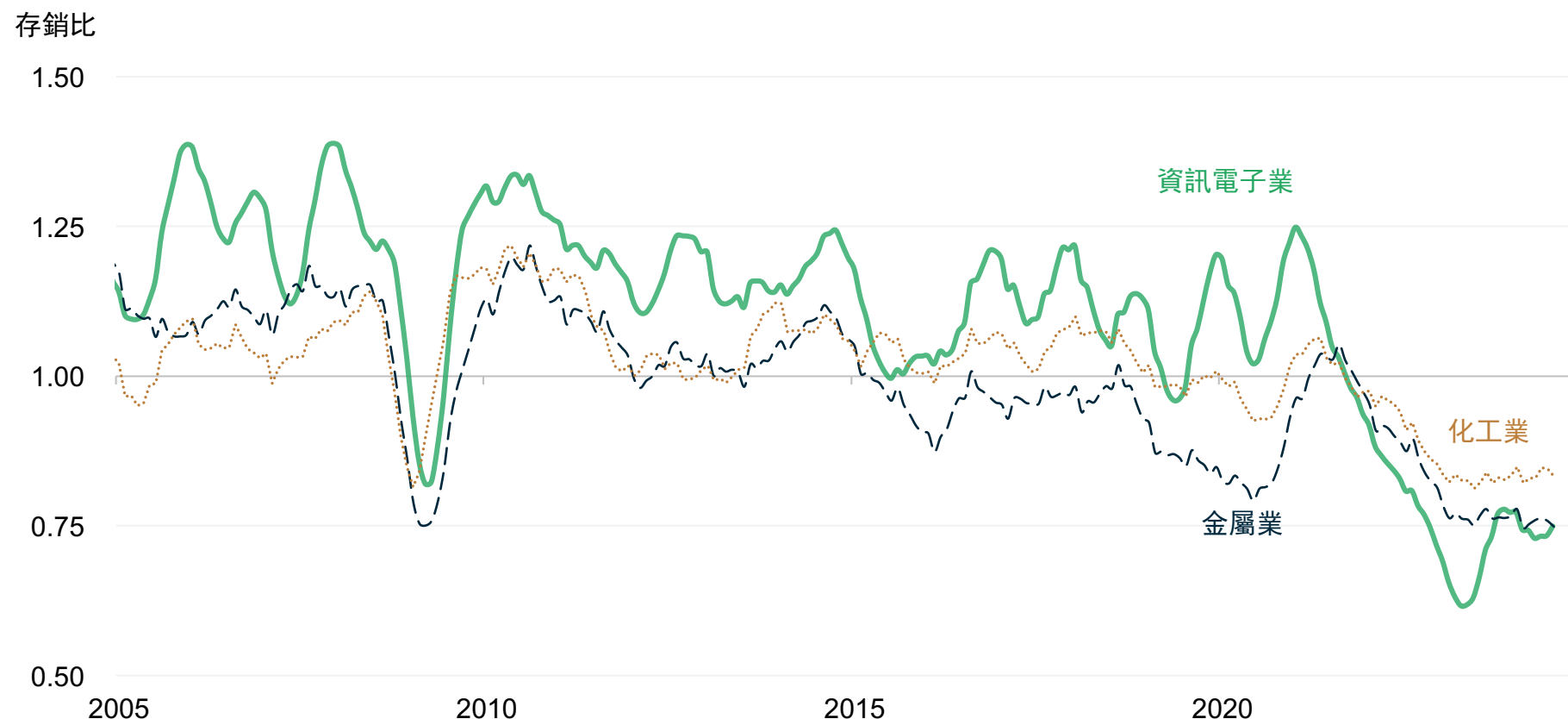


資料來源: Bloomberg。

產業 | 雖然近期市場對記憶體循環有所疑慮, 但在2022年去庫存後, 目前整體庫存水準還不算高

2022年, 製造業經歷了一波去庫存的過程, 整體存銷比大幅下降。但目前而言, 根據經濟部統計的存銷比數據顯示, 整體製造業的庫存水準相對穩定, 並未出現過高的情況。

據台灣經濟部統計, 歷經2022年的去庫存後, 目前庫存水準還不算高

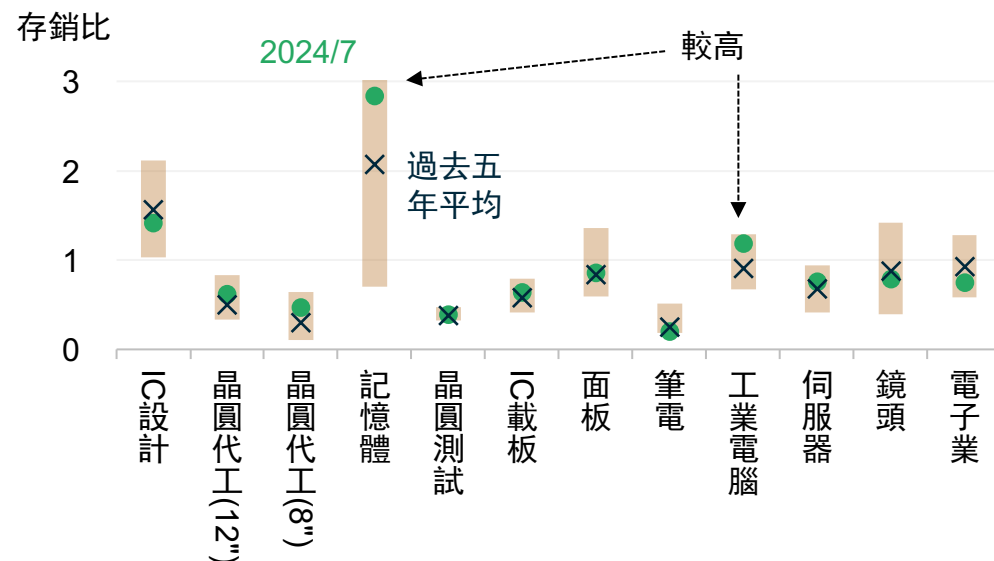


產業 | 檢視「次產業存銷、應用端銷售」，電子業內有所差異，但明年銷售分歧狀況有望收斂

進一步檢視電子次產業的存銷比狀況，則略有差異，這主要是因為部分電子產品循環與整體製造業循環略有不同所致，例如記憶體、工業電腦方面，存銷比的狀況則相對偏高。近期**大摩雖直言記憶體「寒冬將至」**，DRAM市場恐從高峰回落，最快於Q4反轉向下，並對海力士等記憶體廠商給予「減碼」評等，但這主要是針對記憶體類別而言。另外，從應用端銷售來看，各應用端銷售力道也有所差異，邏輯計算、網路基建、無線通訊等產業受到**AI加持**，預估今年會有3成以上的成長。另一方面，受到**高利率**的衝擊影響，車用、工業等產業，對半導體的需求卻是負成長。

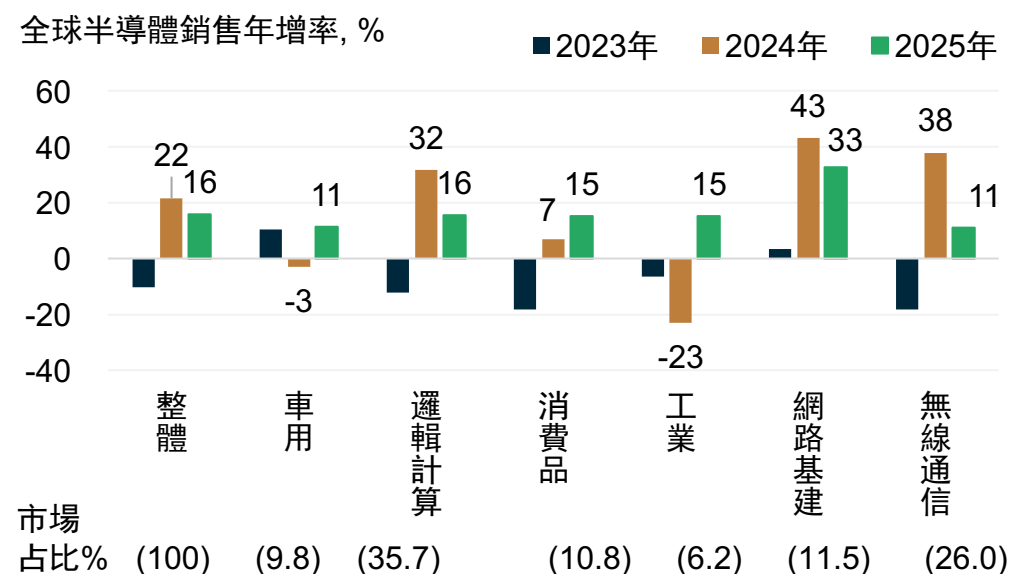
目前而言，**主要次產業的庫存水準大多不高，因此，今年Q4就出現整體庫存過高的問題機率應該不高。**

台灣電子業「次產業存銷比」狀況則有所分歧



資料來源：Bloomberg。

由「應用端銷售」來看，增長態勢也有所分歧



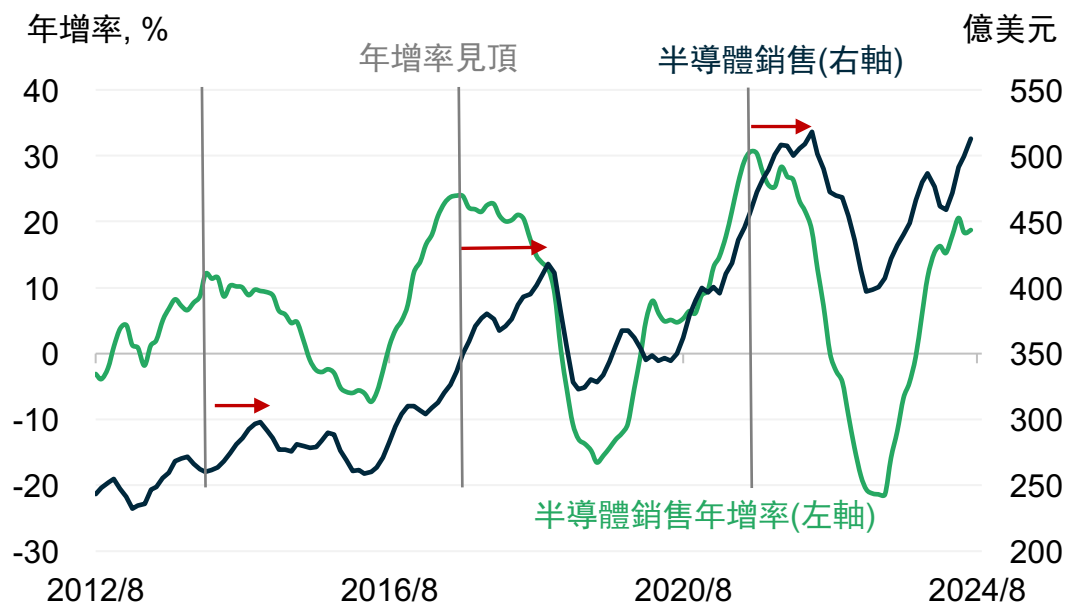
資料來源：Bloomberg預估。

股市 | 短期利空仍待消化, 半導體著眼明年成長空間

蘋果iPhone16銷售不如預期, AI PC換機潮也雷聲大雨點小, 加上美國經濟動能放緩, 企業傾向降低庫存而非追加訂單。DRAM需求平淡, 使得報價在旺季來臨前即呈現走跌, 近1個月跌幅逾7%, 加上費城半導體指數大幅修正, 也引發半導體景氣見頂下滑疑慮。

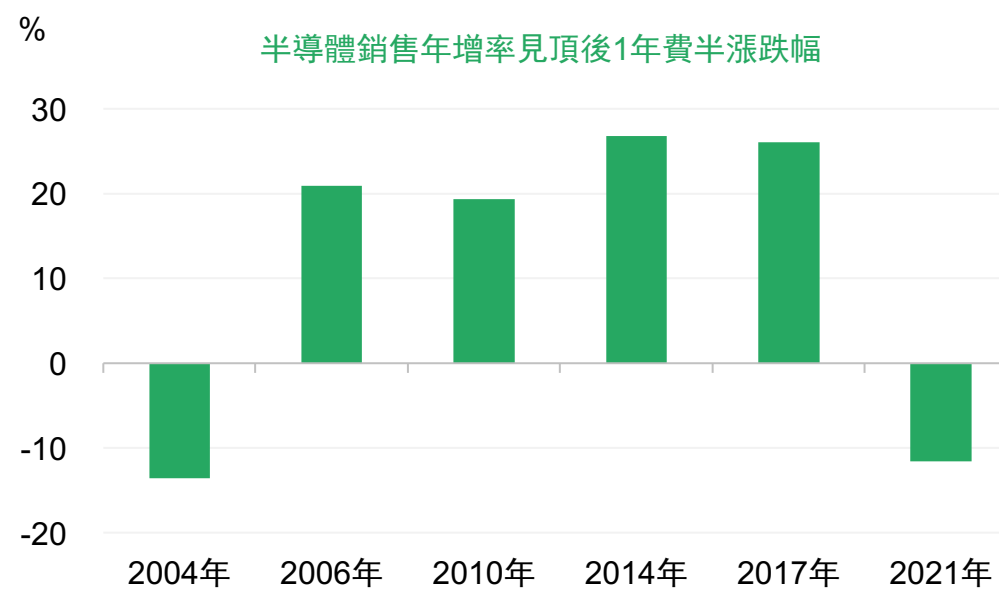
全球7月半導體銷售513.2億美元, 接近2022/5創下的518.2億美元, 而年增率則呈現連2個月下滑。由過去3次半導體銷售循環可看出, 銷售年增率見頂下滑, 銷售金額仍持續向上, 約9~15個月才見到高點, 也就是年增率呈現高檔鈍化、但銷售額持續創新高的現象。而股價在銷售年增率見頂後1年, 普遍也呈現上漲。半導體銷售額才剛要創新高, 此時反轉向下機率不高, 看好AI需求持續帶動半導體景氣走揚。消費電子雖復甦力道不強, 但在基期較低優勢下, 明後年也有成長空間, 科技及半導體類股可逢低布建。

半導體銷售額即將突破2022年高點



資料來源: Bloomberg。

半導體銷售年增率見頂後1年, 費半上漲機率較高



資料來源: Bloomberg。

日本 石破茂成功挑戰自民黨總裁大位, 新首相支持緊縮貨幣政策及稅制改革

日本自民黨總裁結果出爐, 石破茂在第二輪決選中擊敗高市早苗, 成為新任自民黨總裁以及日本首相。石破茂在貨幣政策上, **支持日銀結束負利率, 逐步走向升息**, 強調日本經濟主要靠內需推動, 即使出口型企業受惠日圓貶值, 但弱勢匯價推升進口通膨, 對多數民眾的負面影響更甚。財政方面, 新首相曾**公開表達調整企業稅率的意圖**, 希望企業再肩負多一些賦稅義務, 並**積極考慮推動金融所得課稅強化**。

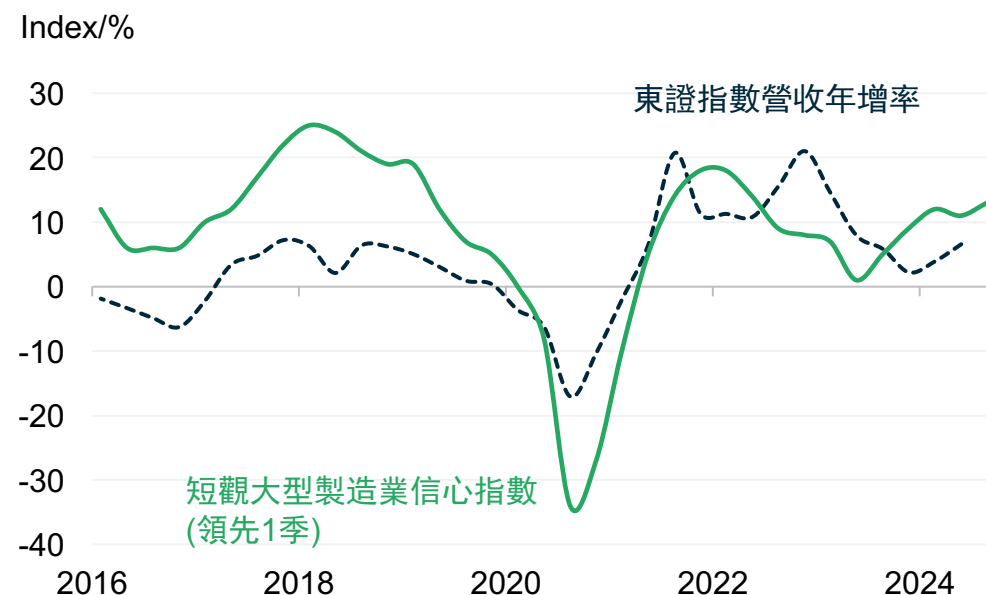
考量石破茂的緊縮貨幣政策及支持加稅立場, 當選結果出爐後, 日圓短線急升, 日股期貨走勢下挫。然而, **日本基本面穩健, 觀光消費與實質薪資上揚, 增強大型企業的信心及預期, 短觀指數走升反映企業獲利改善, 日股仍可視為長線布局資產, 短線逢股市隨日圓走升回調時, 可逢低分批布建**。

石破茂當選自民黨總裁

	高市早苗	小泉進次郎	石破茂
經濟政策	力推安倍經濟學, 致力於強化半導體等先進技術研發	延續岸田文雄政策, 倡導勞動力市場改革	追求 內需經濟 , 推動農業、建築、旅遊等地方產業
貨幣政策	主張寬鬆貨幣政策支持經濟活動, 反對日銀繼續升息	尊重日銀的獨立性	支持 日銀結束負利率政策
財政政策	透過財政支出增加就業機會, 提升消費者信心	反對加稅, 承諾向中小企業與低收入家庭提供援助	主張穩健財政, 有意調高企業稅負, 並考慮金融所得稅強化

資料來源: Bloomberg。

大型製造業信心轉強, 企業獲利持續改善



資料來源: Bloomberg。

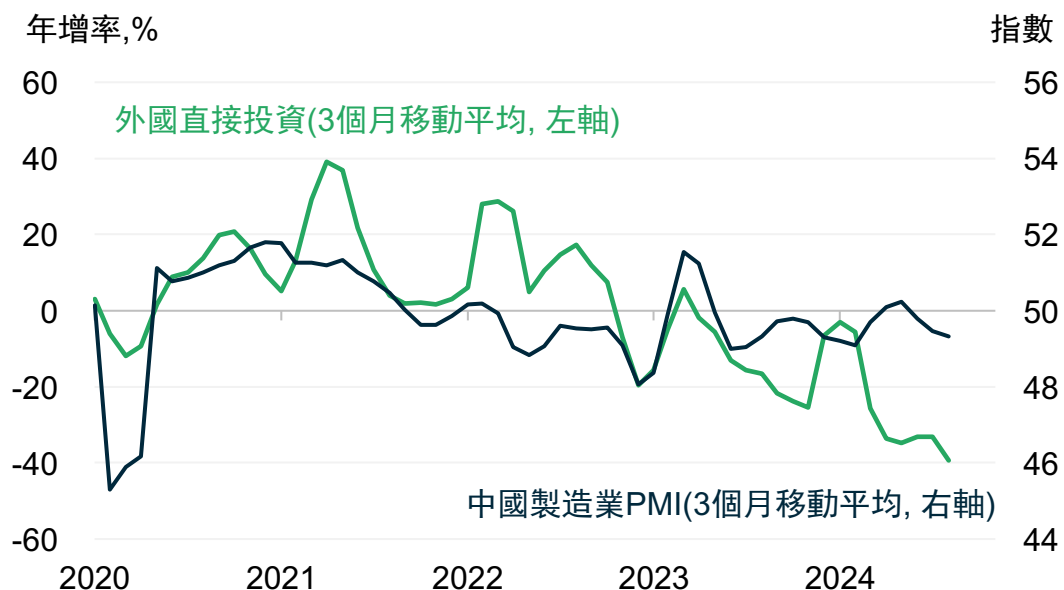
人民幣 利多政策帶來短線走升空間, 但中期風險猶存, 限縮人民幣升值空間

8月以來人民幣由貶轉升, 924金融新政推出後升破7.0整數大關, 創下去年五月以來新高。人民幣匯價能否續升, 關鍵在於:

- 1)中國基本面動向: 美中兩強競逐背景下, 外資企業降低對於中國的布局, 外國直接投資持續衰退。與此同時, 房市衰退壓抑私部門消費與投資傾向, 雙雙助長景氣續弱與步入通縮的壓力。**即便政策大力作多, 但仍須時間發酵, 且前者的不確定性並未消除, 意味著景氣V型反轉的可能性不大。**
- 2)美、中貨幣政策動向: 聯準會展開降息循環, 但市場已超前部署, 限縮美債利率短期持續大幅下修的空間。中國方面, 924金融新政標誌貨幣政策寬鬆力道加大, 預期後續仍有降息空間。兩項因素意味著**牽引人民幣走勢的美中利差, 收斂速度將放緩。**

綜上所述, 政策利多提振市場情緒, 是人民幣短線續強的有利因子。但中長期而言, 美中利差與基本面的不利因素, 限縮人民幣升值空間。

外資流出、房市修正, 景氣持續低迷, 政策須時間發酵



註: 2020年至今兩者相關係數為0.41。

資料來源: Bloomberg。

美中利差出現止跌, 恐限縮人民幣升值空間



資料來源: Bloomberg。

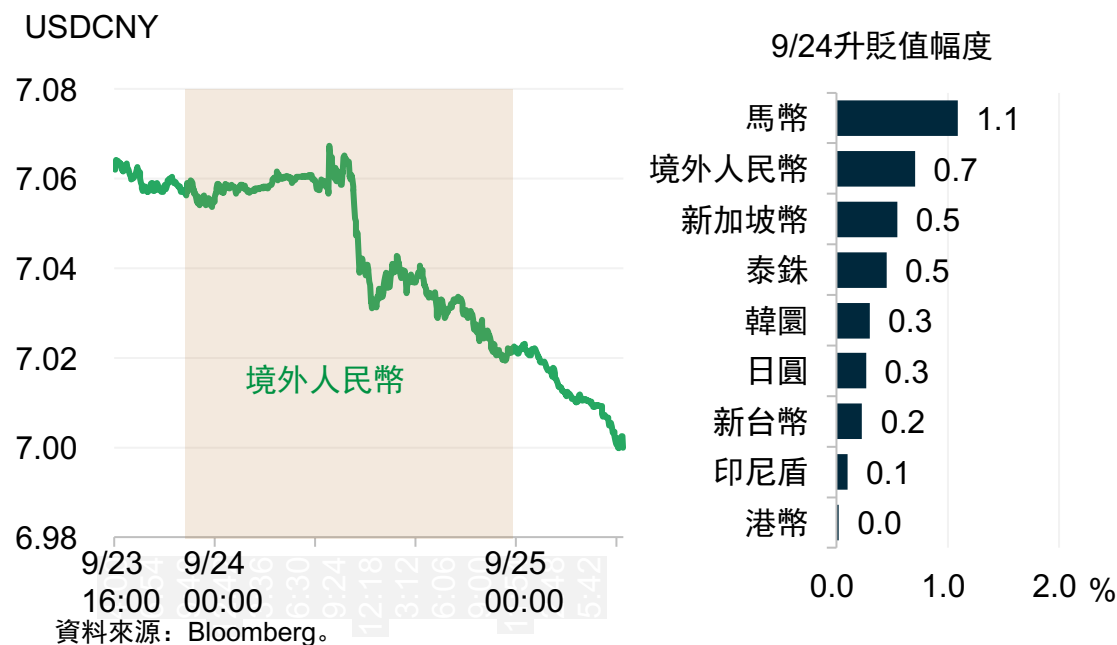
台幣 人民幣帶動台幣升值, 加上適逢月底出口拋匯期, 視為短線換匯契機

短線：中國人行9/24祭出多項利多, 有望提振中國經濟的預期, 使人民幣當日大漲0.7%, 帶動亞幣升值, 台幣一舉升破31.8。另外, 8月新訂單金額達502.2億, 年增9.1%, 連6紅, 且經濟部預期訂單金額下半年有望逐步墊高, 隱含出口商換匯需求仍強, 亦提供台幣支撐。不過近期美國10年期公債殖利率持續在3.7%左右徘徊, 料短期將限制台幣大幅升值的空間。

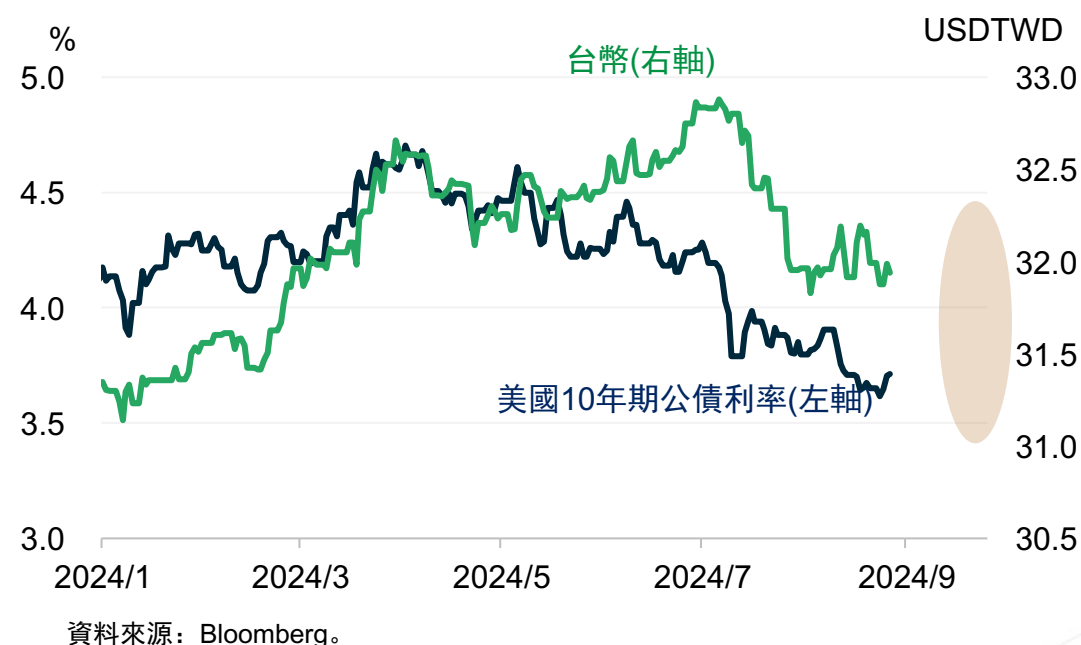
長線：台美貨幣政策差異下, 有利於台幣, 升值幅度仍須視台股盤勢、Fed未來降息空間, 及中國政策利多對經濟、亞幣助益效果而定。

策略上, 短線可趁人民幣推升亞幣, 中國刺激政策帶動股市氛圍, 加上月底出口商拋匯, 提供換匯契機。

人民幣受中國利多政策提振, 帶動亞幣升值



近期美10年債利率在3.7%附近震盪, 限縮台幣大漲空間



Sep-Oct 2024

30	Monday	1	Tuesday	2	Wednesday	3	Thursday	4	Friday
美國芝加哥PMI 中國官方與財新PMI 日本零售銷售 德國CPI 中國休市		美國ISM製造業PMI 美國8月JOLTS職缺 日本求才求職比 韓國進出口 中國休市		美國9月ADP就業 歐元區失業率 中國休市		美國9月ISM非製造業指數 美國首次申請失業救濟人數 中國休市		美國非農業就業 美國失業率 中國休市	

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