



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年11月8日

# 投資研究週報

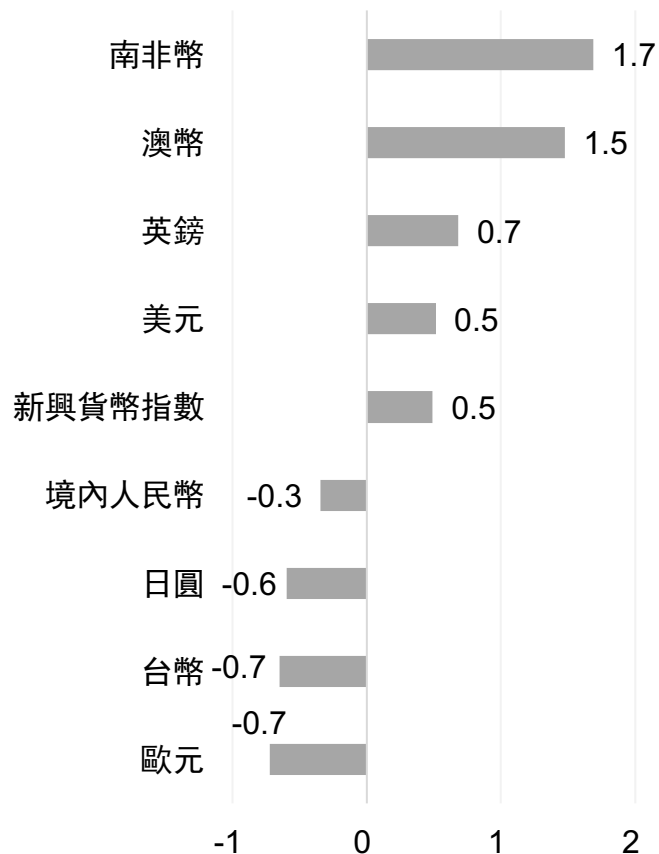
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

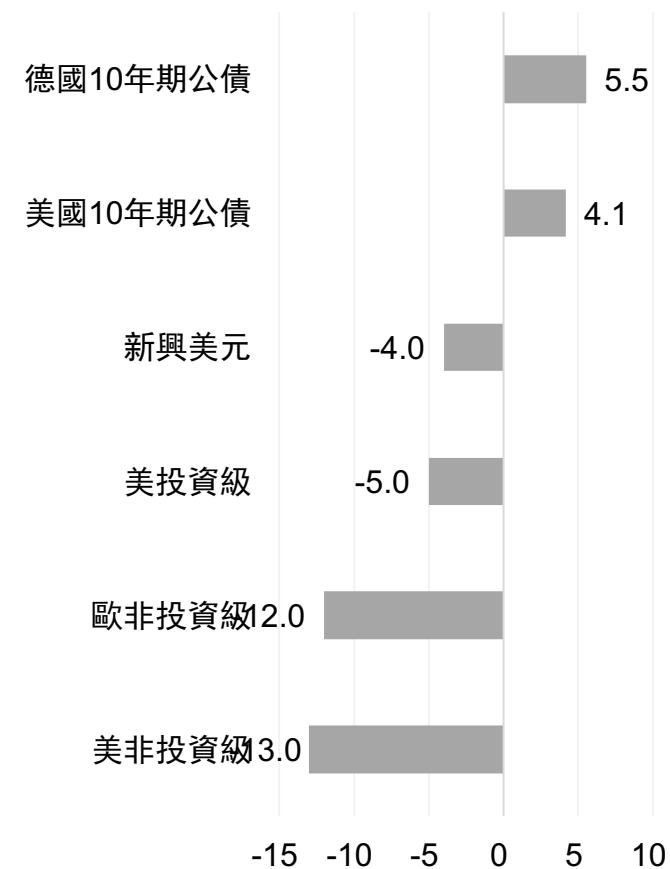
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/10/31- 2024/11/7。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1. 一週市場觀察：

- 1) 川普二度入主白宮，川普交易成市場主旋律。川普於關鍵搖擺州取勝，將成為第47屆美國總統。參議院多數黨易主，共和黨取得過半席次，並於眾議院席次中暫居領先。「**川普交易**」將於短期內持續發酵。
- 2) 聯準會維持緩降息立場不變。聯準會如期降息一碼，對美國經濟保持樂觀，但持續防範勞動市場惡化風險，**緩降息方向並不因政黨輪替而改變**。

### 2. 後續看點

- 日本特別國會選舉首相(11/11)、美國CPI(11/13)、輝達財報(11/21)

## 策略思維

1. 股市-政策利多提振風險偏好，留意評價仍高與政策落實程度：共和黨若完全執政，減稅政策是美股加分項，但長線仍回歸基本面。短線漲幅較大、評價仍高，留意川普談話將加劇市場波動。
2. 債市-川普交易發酵，營造債市布局契機：川普政見恐推升通膨的疑慮，引導短線利率維持高位。中長線則仍由聯準會降息節奏主導，目前價位視為布局契機。
3. 匯市-美元短線偏強，長線回歸主要央行政策動向：川普交易使美元短線高盤，中長線回歸聯準會及歐日央行政策，貶值空間有限。



## 川普當選第47屆美國總統, 共和黨有望取得完全執政, 有利選前政見推行

美國總統大選結果揭曉, 川普取得295張選舉人票, 跨越270票門檻, 將於明年1/20宣誓就職。國會方面, 共和黨於參議院取得52席, 順利達到過半門檻; 眾議院則仍未底定, 目前由共和黨取得212席, 領先民主黨的199席(過半席次為218席)。

**共和黨有望取得完全執政, 意味著川普、共和黨選前的政見, 將有望於未來兩年陸續登場。**其中, 眾所矚目的企業減稅, 考量美國財政現況、主要國家稅率水平等, 調降的幅度雖恐低於預期, 但仍有利於提振企業獲利。全面加徵關稅則預料是雷聲大雨點小, 主要作為川普施壓貿易夥伴、換取外貿利益的手段, 全數兌現的可能性不大。另外, 需留意移民政策的緊縮, 對於目前已大致趨於供需平衡的勞動市場來說, 恐導致企業加薪求才, 進而引發薪資、通膨回升的壓力, 是未來的潛在風險。

### 川普之主要政見與其影響

議題	政見	影響
稅務	<ul style="list-style-type: none"><li>企業稅率由21%下調至15~20%</li><li>延長TCJA個人減稅措施</li></ul>	企業稅率下調, 可望提振企業獲利, 預期於2026年後推出。
移民	<ul style="list-style-type: none"><li>確保邊境安全、驅逐非法移民</li></ul>	川普可透過行政命令驅逐非法移民。若勞動力再度供不應求, 恐引發後續企業加薪求才、薪資與通膨回升的風險。
關稅	<ul style="list-style-type: none"><li>提高進口商品關稅至10%或更高</li></ul>	全面提高關稅非民意所向, 預料川普之關稅主要作為談判籌碼, 施壓貿易夥伴取得更佳的協議, 關稅施行之範圍與幅度將低於原先政見。
中國	<ul style="list-style-type: none"><li>中國進口商品課徵60%或更高之關稅</li></ul>	川普對中國強硬已有先例可循, 美中衝突恐再度升溫, 進口關稅、科技出口禁令、施壓盟友抗中等, 皆為可能的做法。
能源	<ul style="list-style-type: none"><li>尋求美國能源獨立, 支持化石燃料</li></ul>	川普與共和黨支持傳統能源產業, 放鬆行業監管限制。

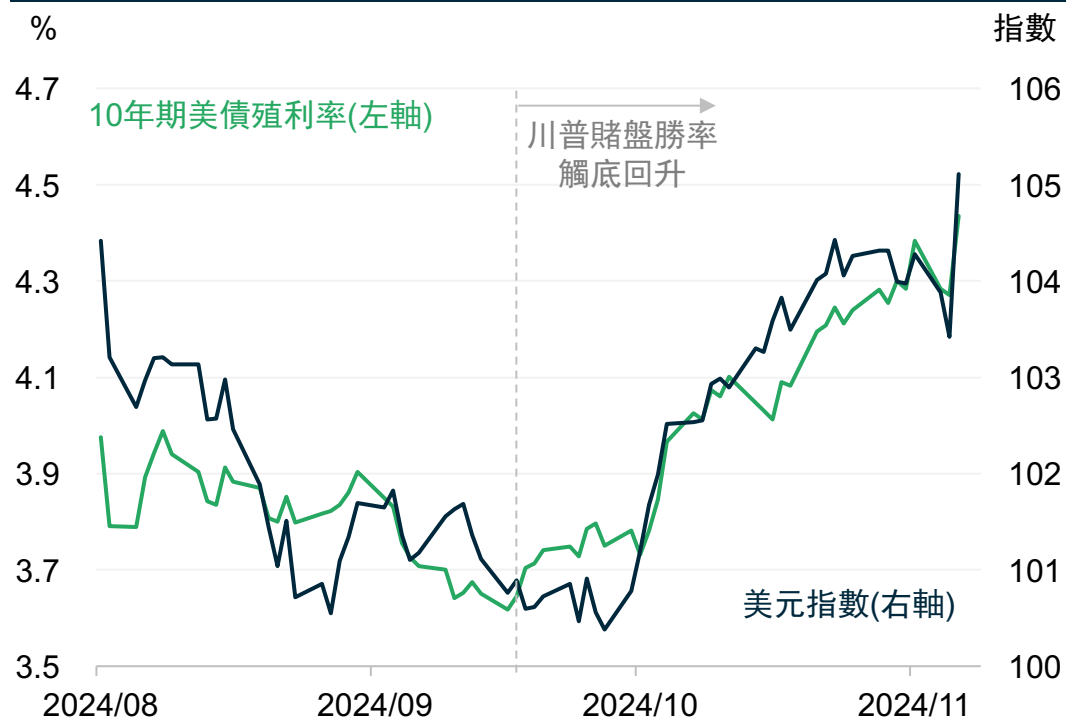
資料來源: 國泰世華銀行彙整。

## 市場展望 | 川普交易將主導短線市場交易邏輯

川普主張驅逐非法移民、加徵進口關稅，若政見如實兌現，恐導致1)勞動供給下降、薪資成長加速，以及2)進口成本增加。而減稅則有助於提高民眾可支配所得、刺激消費意願。**前述政策皆存在推升通膨的風險，進而影響聯準會降息路徑，是川普交易推升美元利率、匯率的主要原因。**

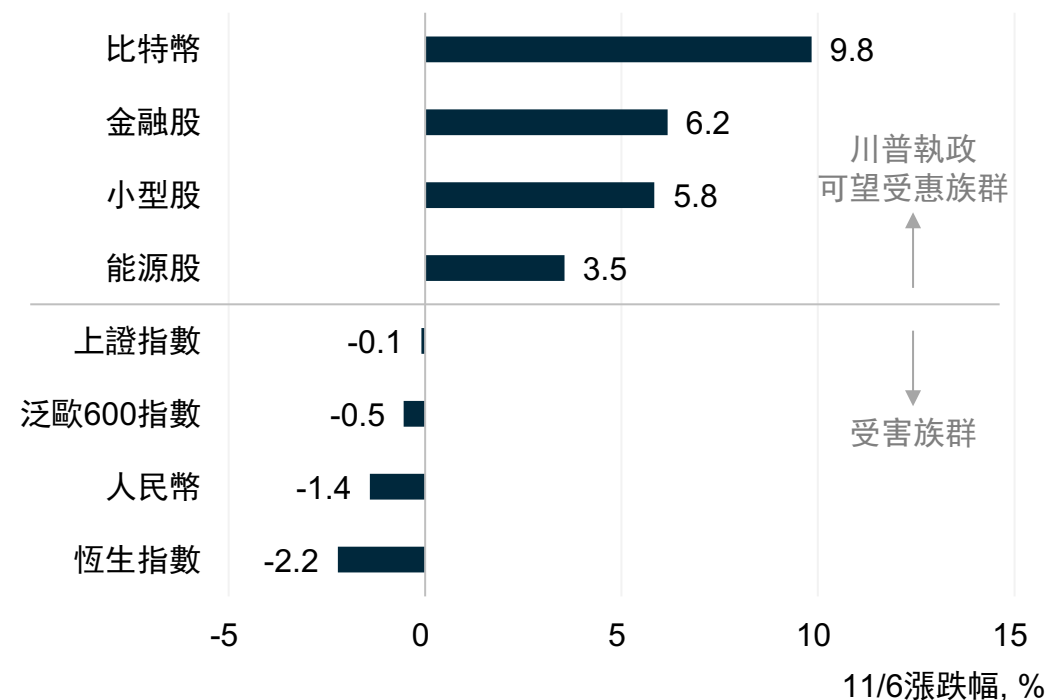
另外，川普有意降低政府監管範疇、支持傳統石化產業與加密貨幣，**相關產業、公司或將在短期內成為市場交易邏輯的主旋律。**相反地，川普明確表態不支持清潔能源、對中國立場趨於強硬，以及後續可能針對對美國有高貿易順差的國家施壓關稅、進行談判，則恐加劇相關市場波動。

### 川普交易引導美元雙率高位盤桓



資料來源：Bloomberg。

### 大選結果明朗後，有望受惠/受害之族群表現分化



資料來源：Bloomberg。

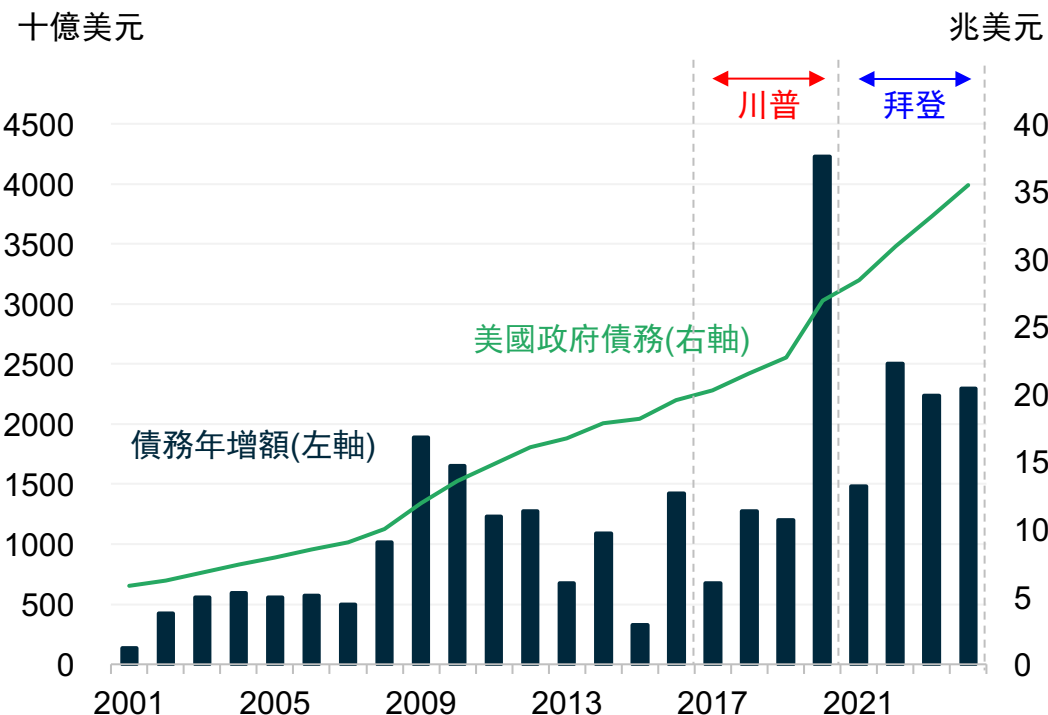


# 市場展望 | 債市 – 國庫負擔恐有增無減, 但並非債市利率的決定性因素

若企業減稅措施上路, 是否加劇國庫赤字壓力, 進而導致財政部加大發債力道, 推升公債殖利率?

觀察2018-2019年底, 美國政府因企業減稅, 導致稅收大減, 加以支出持續成長, 總債務於兩年內大增2.7兆, 創下當時紀錄之最, 顯示**減稅確實會加劇財政負擔**。然而, 公債殖利率並未因此大幅反彈。此外, 2020年疫情期間美國政府發行天量公債, 單年度債務暴增4.5兆, 殖利率亦不漲反跌, 降到1%之下。同期間聯準會快速降息, 利率調降至0%-0.25%, 顯示**聯準會政策實為影響債市利率的關鍵**。

## 川普減稅後債務加速成長, 疫情與升息則令速度加劇



資料來源: Bloomberg。

## 18年起減稅, 後面臨疫情, 政府債務暴增, 但未推升利率



註: 2001年至今10年期美債利率與美國政府債務增量相關係數為-0.37, 與聯邦基金利率則為0.74。

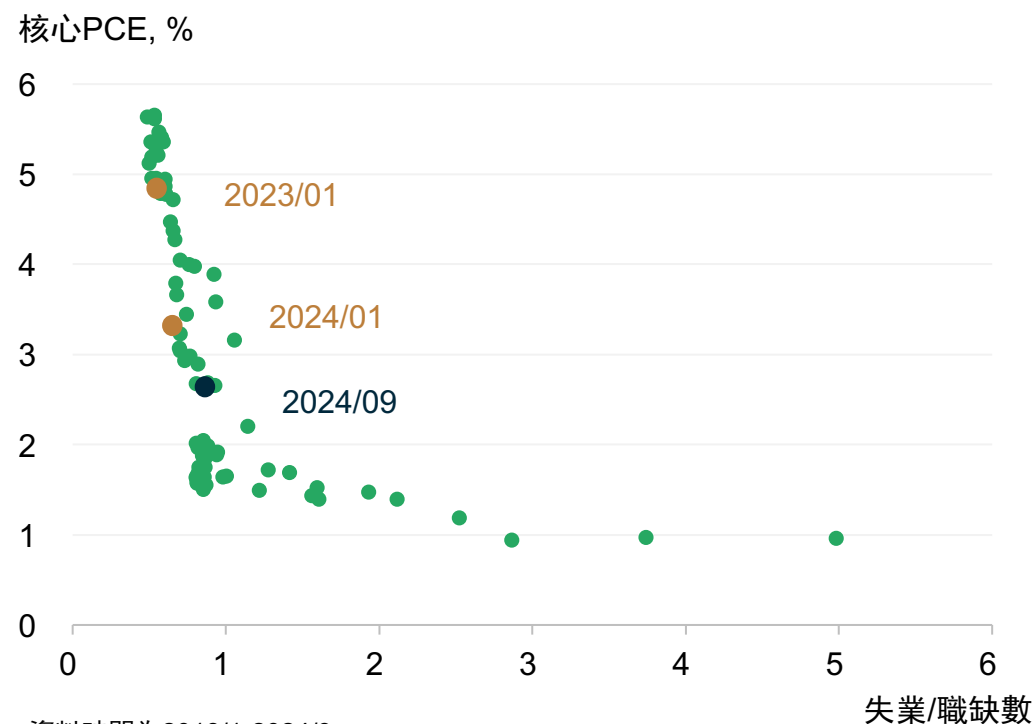
資料來源: Bloomberg。

## 市場展望 | 債市 – FOMC降息一碼, 選後降息方向不變

過去兩季勞動供需平衡、勞動市場降溫的趨勢明確, 失業/職缺比僅0.88, 已回到疫情前水平。與此同時, 通膨亦逐漸朝2%政策目標靠攏。影響所及, **11月FOMC會議再度降息一碼, 聯準會政策焦點持續擺在勞動市場, 避免失業率急升、景氣硬著陸的風險。**

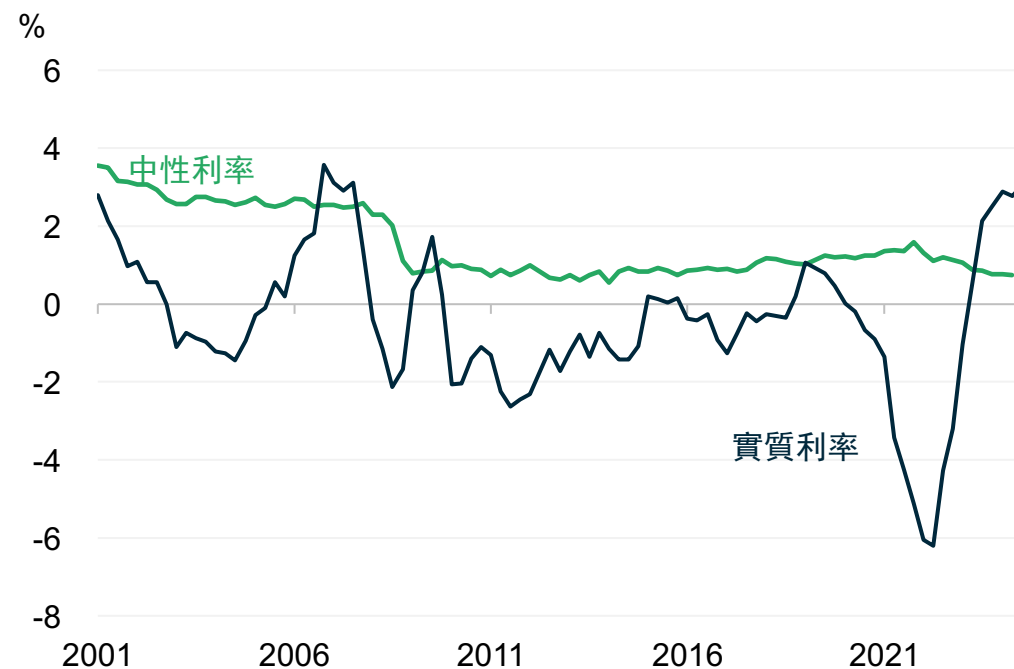
此外, 主席鮑爾稱當前實質利率仍高於中性利率, 反映政策仍處於限制性區域, 將壓抑景氣擴張動能。**考量前述政策目標, 以及當前利率水平, 聯準會將維持緩降息方向不變, 不因政黨輪替抑或是川普施壓而有所調整, 成為引導利率在中長期回落的驅動力。**

### 通膨降溫、勞動市場溫和放緩的趨勢已來到臨界點



註：資料時間為2018/1-2024/9。  
資料來源：Bloomberg。

### 實質利率仍遠高於中性利率, 選後降息方向不變



註：實質利率為聯邦基金利率減PCE年增率, 中性利率採紐約Fed HLW模型之計算值。  
資料來源：Bloomberg。

## 市場展望 | 債市 – 降息背景下，短線殖利率反彈帶動買債甜蜜度增加

短線上市場持續反應「川普交易」，將令殖利率居高位。不過，隨鮑爾於11月會議支持緩步降息的趨勢，以及川普政見落實可能落於2026年後，意味著川普交易過後，利率仍偏向下行。因此，現階段美國投等債平均利率5.22%、非投等債平均7.27%處近十年來相對高位，為良好的購債點位。

不過長線而言，債券價格的上漲空間仍視本波降息終點而定，以9月點陣圖觀察，聯準會預期本波降息終點約落在3.0-3.5%之間，但期貨市場的看法則已上修至3.5-4.0%，兩者存在明顯差距，反映市場預期關稅、移民等政策恐推升通膨，影響聯準會降息路徑。

明、後年的寬鬆步伐仍有待商榷，若未來降息路徑轉為保守，不排除資本利得的空間將進一步受限制；**投資人布債應以長期鎖利為主。**

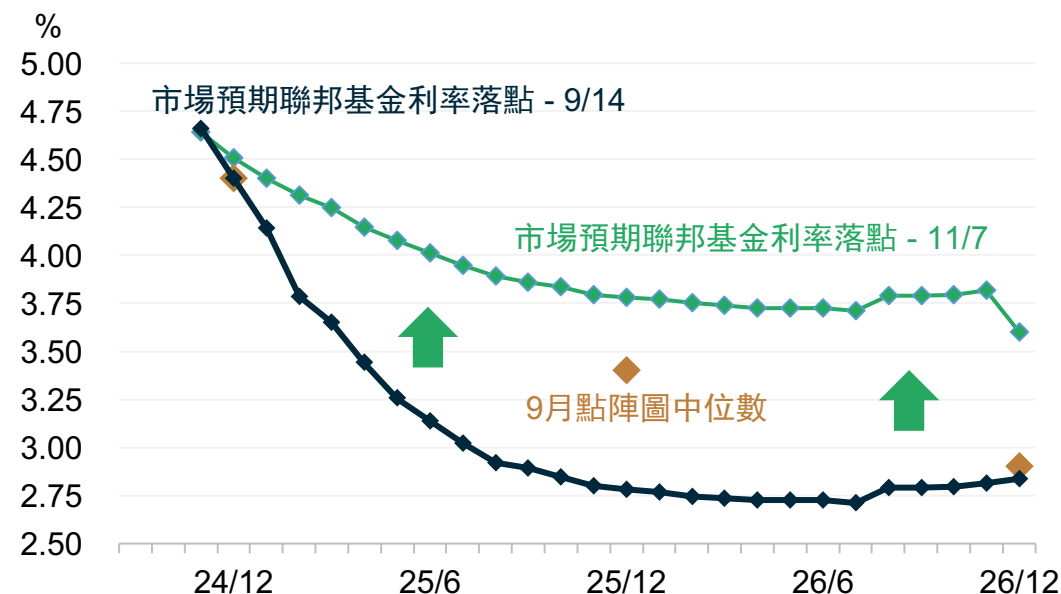
### 目前殖利率仍處相對高位，宜布債鎖利



註：截至11/7為止，投等債平均利率為5.22%、非投等債為7.27%。

資料來源：Bloomberg。

### 市場預期降息終點的利率較此前大幅上移



資料來源：Bloomberg。



## 市場展望 | 匯市 – 短線美元或轉強；長線則回歸貨幣政策與景氣動向

未來關稅上路、國內通膨升溫的預期，帶動短線美元指數持穩高檔。然而，2019年末起美國對中國共3700億進口商品加徵關稅，拜登上任後亦未取消，2024年更針對電動車等特定領域商品加徵關稅。美元指數在此期間卻是漲跌互見，並未因關稅而出現長期上漲的行情，顯然與市場預期不同。

長期而言，美元的強弱與美國相對主要國家之景氣表現呈現高度相關。IMF預期明年美國經濟仍相對穩健，呼應聯準會對於景氣將順利軟著陸的看法。若是如此，將意味著川普交易降溫後，美元雖料受降息的影響而趨弱，但大幅度走貶的可能性較低。

### 美中關稅上路至今逾五年，美元呈現漲跌互見



註：2005年至今兩者相關係數為0.92。美元指數成分國為歐元區、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士。2024、2025年GDP採用IMF預測值。

資料來源：IMF、Bloomberg。

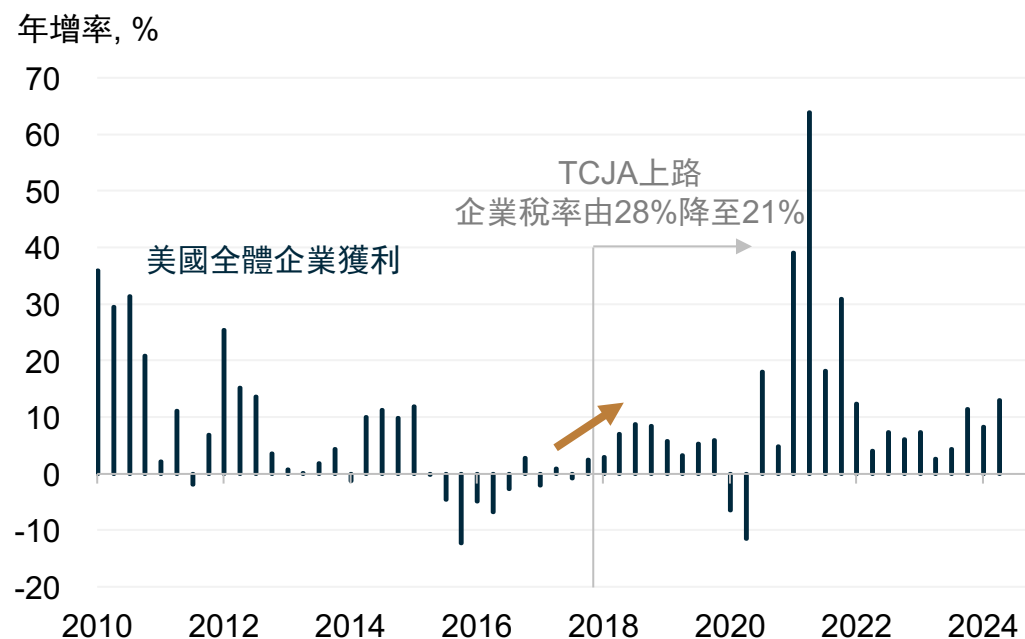
## 市場展望 | 股市 – 減稅有助提振企業獲利, 是美股加分因子, 但長期仍取決於景氣與獲利表現

若共和黨完全執政, 企業減稅政策有望登場, **將是美股的加分項目**。然而, 減稅對於獲利成長的幫助屬於一次性因素, 並無法長期提高企業獲利的成長率。

**長線而言, 經濟表現強弱, 實為牽引美股走勢的關鍵**, 意味著川普上任後除關注減稅法案進展外, 更應注重美國經濟基本面與企業獲利之動向。

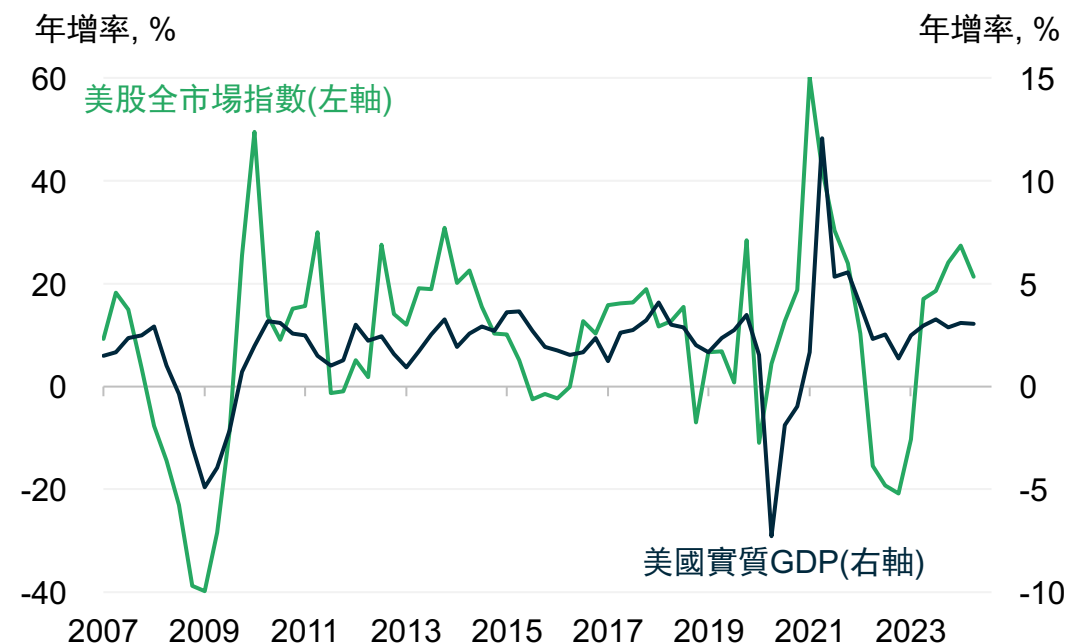
另外, 川普/共和黨之執政理念, 包含放鬆金融監管、支持化石燃料、擴大國防支出等, 亦可望於隨後推進, 有利相關族群受惠。與此同時, 對中國加徵關稅, 恐推升部分消費品售價, 農產品則存在中國實施關稅反制的可能性, 是相關類股的風險來源。

### 企業減稅有助提振獲利, 但屬於一次性影響



資料來源: Bloomberg。

### 景氣、企業獲利長期成長, 實為支撐美股上漲的關鍵



資料來源: Bloomberg。



## 科技 美超微關鍵年報尚未發布，下市危機仍未解除

美超微因簽證會計師事務所安永辭任財報審計工作，面臨財報疑雲。美超微雖於11/5發布Q3財報，但營收、獲利低於預期，且關鍵的年報，美超微依舊無法預測何時能發布。由於美超微申請延後的年報繳交期限為11/16，若未能繳交，恐面臨在那斯達克下市命運，預料美超微將二度申請延後繳交財報，將期限推遲至今年的12/31。

美超微是輝達AI伺服器主要供應商之一，設計與製造能力為其強項，然而在財報誠信問題嚴重影響公司商譽下，傳出輝達也著手將原屬於美超微的訂單轉移給其他供應商，以避免供應鏈及訂單出現混亂，而包括美商戴爾、台廠的一、二線伺服器廠都可能是受惠者。由於AI伺服器位於供應鏈中游，競爭廠商眾多，美超微訂單受到侵蝕的情況恐不利其長期營運展望。

預料美超微將二度申請延後繳交財報，以避免下市



資料來源：國泰世華銀行彙整。

美超微位於供應鏈中游，訂單恐遭競爭者分食



資料來源：國泰世華銀行彙整。

# 台股 川普勝選提振股市，但台積電不確定性仍存

川普勝選帶動美股大漲，大選不確定性排除，台股同步走高。依過去經驗，川普減稅政策有利美股，而在川普首屆任期第1年，標普500指數因為減稅利多推動股市上漲，台股走勢亦步亦趨，台幣震盪走升。然而在2018年貿易戰後，台股走勢明顯落後美股，台幣偏弱勢。

然而依川普選前發表，台灣搶走美國半導體生意，應該向美國繳交保護費的談話，**關稅議題恐干擾台灣外銷產業，特別是護國神山台積電。若川普有進一步干預政策，勢必衝擊股價表現，而政策不確定性也將影響台積電評價，壓抑台股指數上漲空間。**不過若考量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，仍將是美國極力拉攏的合作夥伴，若短期拉回可視為逢低布局的機會。

## 台股於川普當選第1年跟漲美股，貿易戰後呈現分歧



資料來源: Bloomberg。

## Magnificent 7及台積電於川普勝選之夜漲跌幅



資料來源: Bloomberg。

# 中國 傳聞人大常委會將通過國務院財政刺激, 但川普衝擊下, 中港股短線仍係震盪走勢

據路透社, 全國人大常委會**可能批准增加10兆人民幣**(約當2024年GDP 8%)的額外債務, 其中**1)6兆**用於應對地方政府債務及補充國有銀行資本、**2)4兆**用於支持房市與消費。惟目前資訊尚不充分, 計畫細節如債務置換與新增債務比例等, 也都會影響對刺激經濟增長的效果。

此外, 川普勝選除了直接衝擊中港股市風險氣氛外, **明年更恐面臨新一輪關稅戰風險, 也讓中國經濟可能需要更大規模的刺激**。但在11月人大常委會**立刻加碼推出遠超10兆金額計劃的機會可能不高**。因為人大會議是立法機構, 而非政治局、國務院等決策機構, 且隨川普上任後, 關稅政策透明度將逐漸升高, 因此, 後續如「**2024年12月中央經濟工作會議**」、「**2025年3月兩會**」都可能是進一步調整財政政策的時間點。

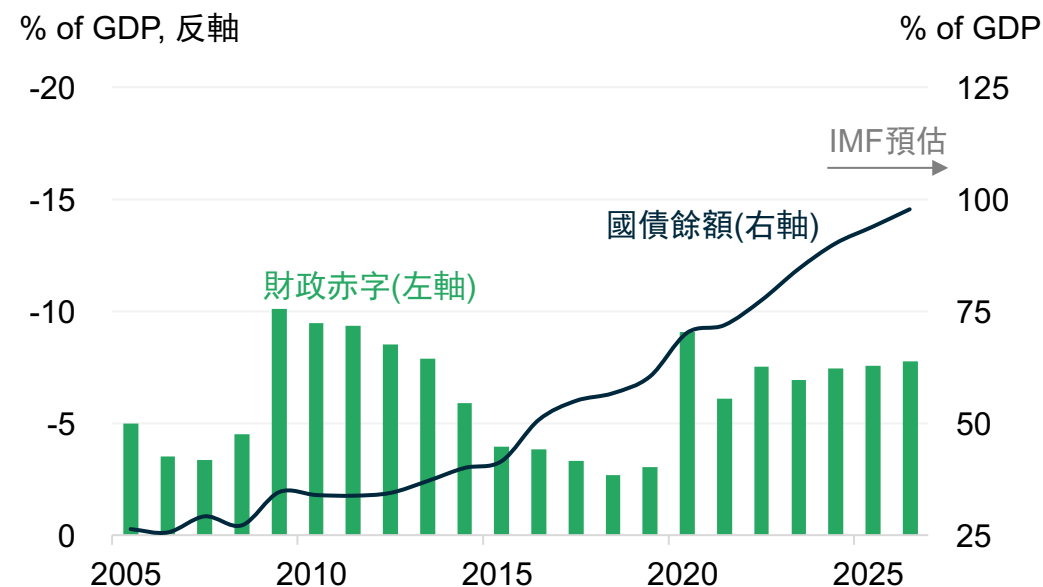
股市方面, 「川普交易」氣氛濃烈、美國雙率急漲, 在在給予新興市場壓力, 中國更首當其衝, 因此, 中港股短線仍易出現震盪走勢。

## 「降風險」為目前重點, 將視情勢增加「拉經濟」力道

項目	重點內容
化地方債	1. 「低利債」置換「高利債」、「隱性債」轉化「顯性債」 2. 打算一次性增大債務限額, 待「法定程序」後再說明。
補充資本	1. 發行特別國債支持國有大行「補充一級資本」。 2. 待各家銀行提交資本補充方案。
支持房市	1. 允許地方政府運用專項債回收「閒置土地」。 2. 收購「存量房」, 加大保障性住房供給, 並減少新建規模。 3. 優化完善相關稅收政策。
保障生活	1. 進一步促進「以新換舊」等推動消費的政策。 2. 保障困難群眾、學生群體、退休人員、失業人員的生活。

資料來源: 中央社, 國泰世華銀行彙整。

## 中國財政赤字與國債餘額



資料來源: IMF 預估。



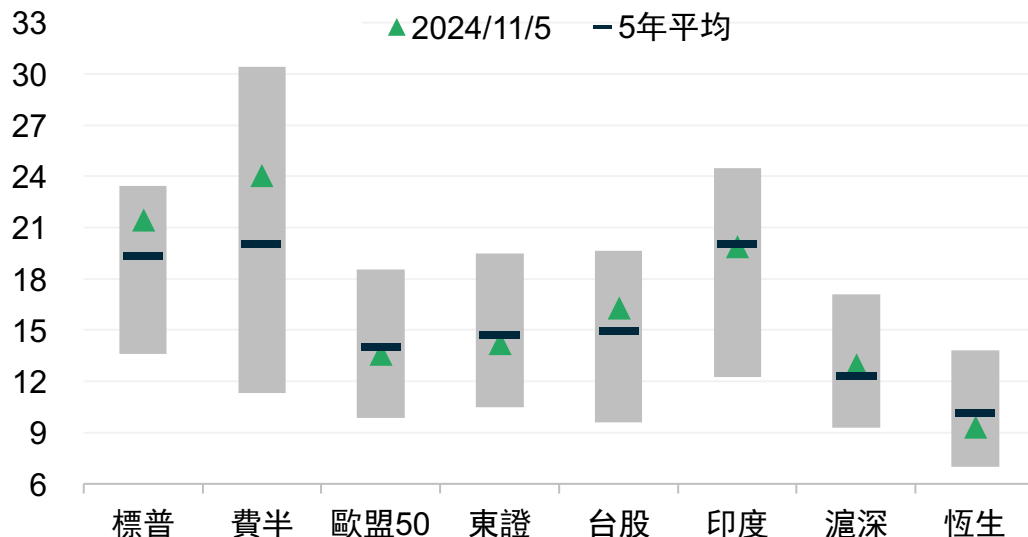
## 日本 隨政治不確定性淡化, 評價與獲利優勢有利日股長線布局

川普交易進一步發酵, 美元升值之際, 日圓應聲走貶, 帶動日股上揚。不過政治面擾動尚未平息, 11/11日本將舉行特別國會, 此次特別國會將持續4日, 將選出新一屆日本首相, 由於執政聯盟並未獲取過半席次, 首相人選以及未來政策推動充滿不確定性, 恐增加短線日本股市震盪幅度。

中長期來看, 隨著美、日在選後的政治不確定性降溫, 日股有望重獲資金青睞。在評價面, 相對於全球主要國家前瞻本益比皆在5年平均上方, 僅有日、歐、港等國本益比處在相對低位。雖然同樣評價不高, 但在企業獲利面, 在美元高位震盪下, 日圓預期不至於重演7月底強升走勢, 對獲利影響可控, 加上日本實質工資上漲支持民眾消費, 後續企業獲利展望預期較歐洲更為穩健, 操作上可採長線思維分批進場布局。

### 歐日港股的評價在主要國家中相對較低

前瞻本益比, PE ratio



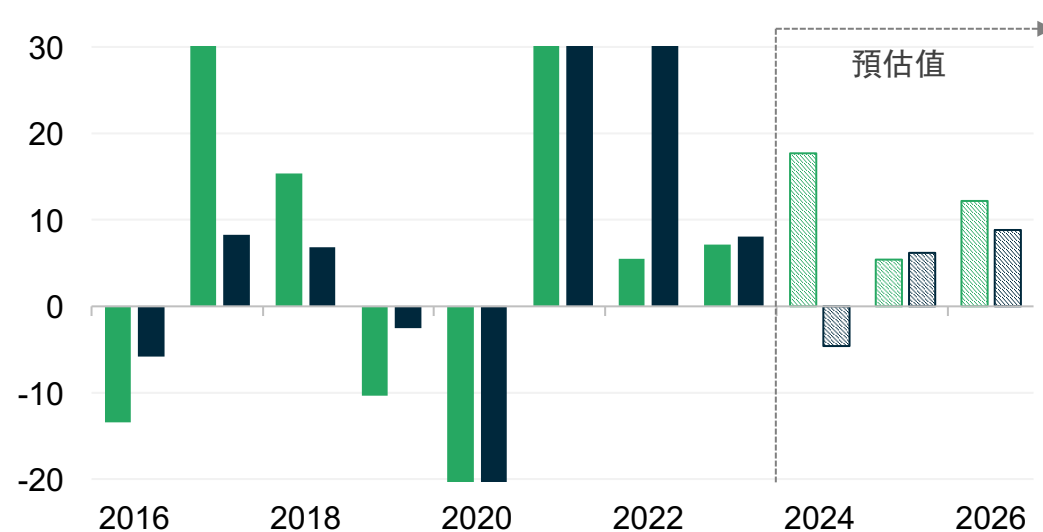
註: 灰色柱狀為2019至今的前瞻本益比高低點。

資料來源: Bloomberg。

### 考量基本面展望, 日股逢低布局較為穩健

獲利年增率, %

■ 東證指數 ■ 歐盟50



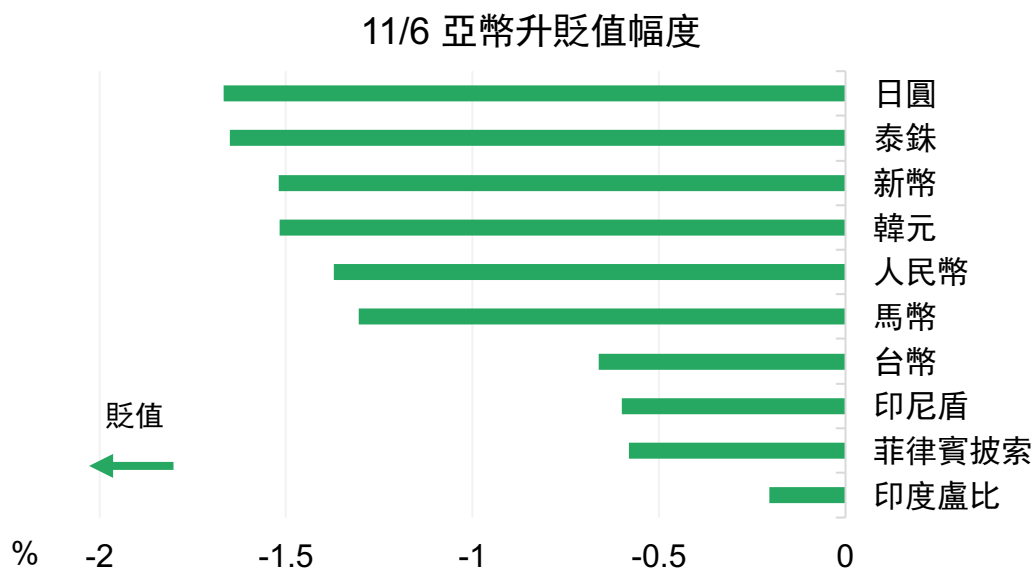
資料來源: Bloomberg預估。

# 台幣 川普將再度入主白宮, 台幣承壓, 但中長線受到季節性利多、美貨幣政策趨鬆支持

川普將再度入主白宮, 川普交易延續, 美債利率一度站上4.4%、美元走強下, 亞幣聞之色變, 日圓貶幅最大, 人民幣在等待中國政策利多推出之際, 貶幅居中, 而台幣則相對抗跌。

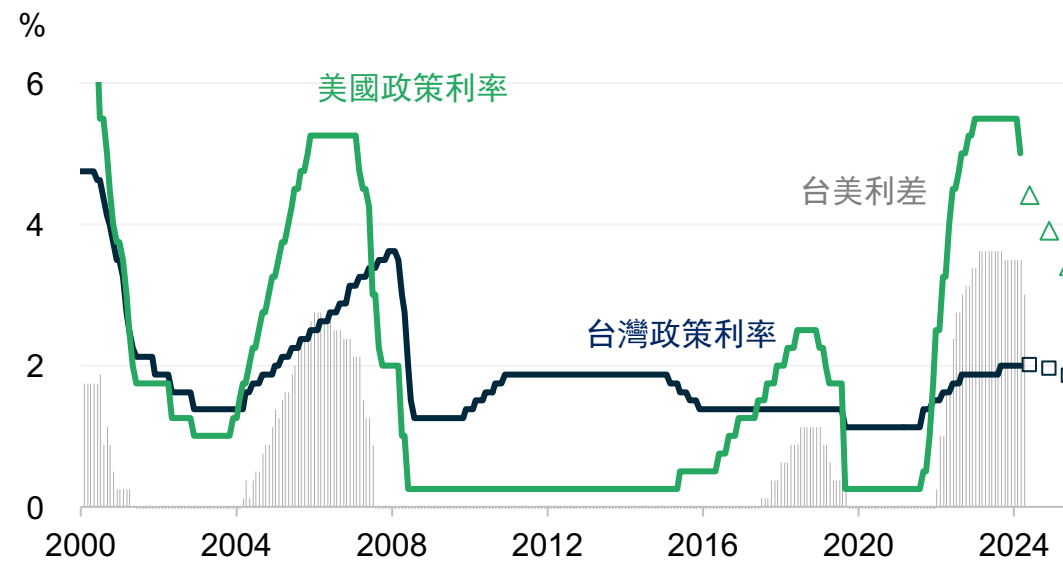
短線台幣恐難擺脫川普交易熱、美元走強的壓力, 但隨美國大選塵埃落定, 中長線考量1) 年底、農曆年前, 台幣有季節性利多, 2)台灣出口受惠AI強勁的結構利多, 提供穩定拋匯需求, 3)美貨幣政策趨鬆, 有助台美利差收斂, 料將提供台幣支撐, 預期**台幣大貶的機率並不高**。

## 隨川普入主白宮情勢大致底定, 亞幣聞之色變



資料來源: Bloomberg, 資料時間為11/6。

## 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。

# Nov 2024

11	Monday	12	Tuesday	13	Wednesday	14	Thursday	15	Friday
日本特別國會召開 日銀10月會議意見摘要		美國小型企業景氣指數 歐元區ZEW調查 日本工具機訂單		聯準會資深銀行家授信調查 美國CPI 歐元區工業生產		美國PPI 歐元區GDP 歐洲央行10月會議記錄		美國零售銷售 美國進口物價指數 日本GDP 日本工業生產 中國產、銷、投數據 巴西休市 印度休市	

## 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