



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年12月13日

投資研究週報

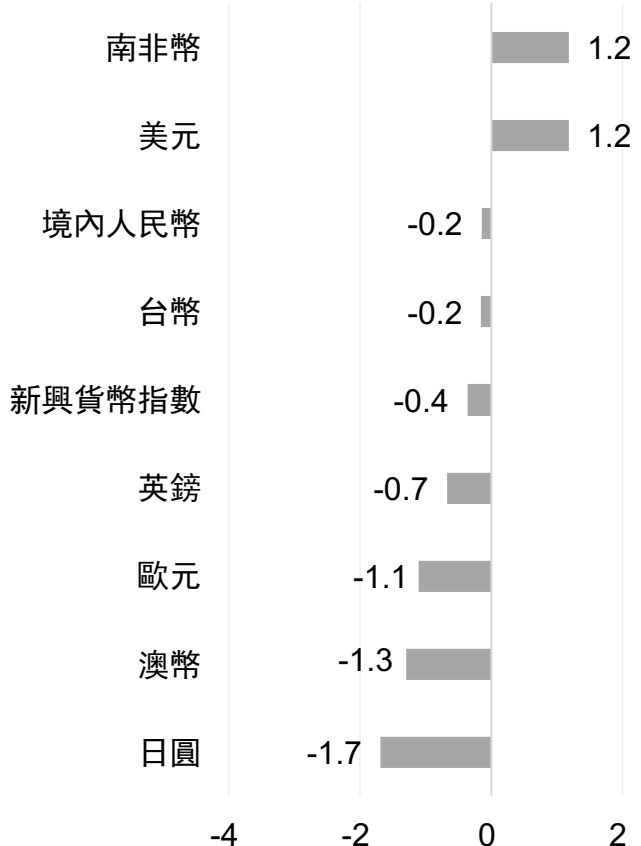
揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

一週市場變化

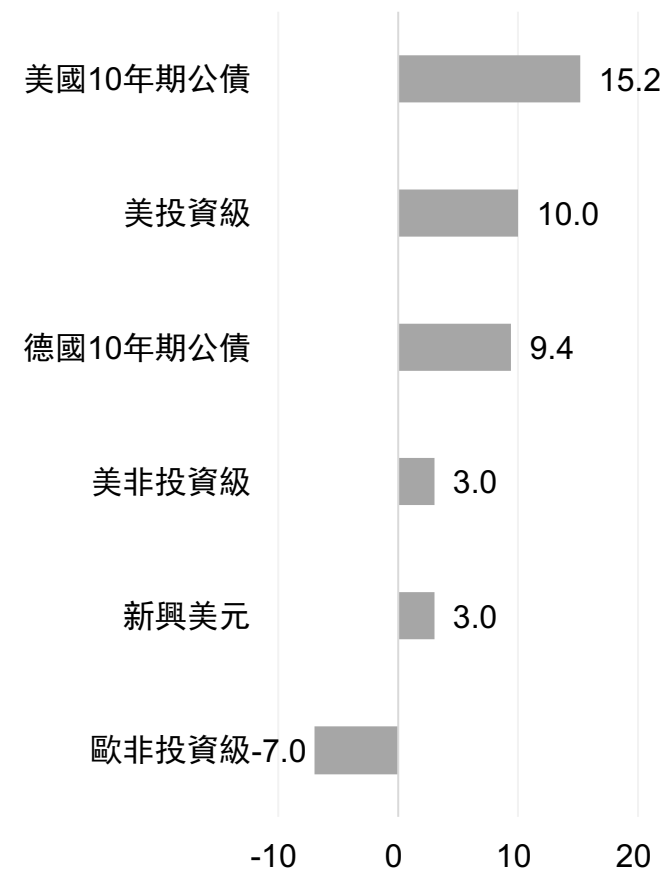
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/12/05- 2024/12/12。

資料來源：Bloomberg。

市場策略思維

市場焦點

1) 一週市場觀察：

- **就業平穩、通膨緩降的情勢符合聯準會的最佳劇本：**11月CPI符合預期—12月預料降息1碼，明年降息幅度縮窄。
- **川普政策增加非美國家不確定性：**川普交易的核心—美元和美股，資金輪動和成長題材。
- **中共中央經濟工作會議：**貨幣政策轉向「適度寬鬆」，採取更積極的財政政策對沖經濟下行風險。

2) 後續關注焦點：

- FOMC會議、日本央行會議、台灣央行理監事會議(12/19)；美國假期銷售情形。

策略思維

- 1) **股市-類股輪動：**美國總統就任前的空窗期有利行情續揚，布局2025年展望樂觀及低基期類股。
- 2) **債市-逢高鎖利：**聯準會12月仍以降息1碼的機率較高，然而Fed可能下修明年降息幅度，長債殖利率宜逢高鎖利。
- 3) **匯市-美元指數高檔震盪：**聯準會降息幅度未高於其他主要央行，且經濟強韌，使美元指數高檔震盪。台幣則在農曆年前仍有支撐，呈震盪走勢。



FOMC前瞻 | 12月降息1碼機率高, 2025年預計放緩降息步調

12月FOMC前瞻：預期降息1碼，政策利率下調至4.25-4.50%區間，今年累計4碼。另外，將公布經濟預測摘要(SEP)，提供未來展望：**預期利率中位數上調**，明年降息幅度少於9月點陣圖中位數的4碼，期貨市場預期為2-3碼；以及觀察Fed對未來的實質GDP成長、失業率、通膨的預測。

預計2025年寬鬆步調放緩：1)**Fed態度謹慎**，鮑爾透露美國經濟較9月改善，可能放緩降息步伐。2)**就業市場穩健**，11月新增非農升至22.7萬人，反映上月颶風、罷工等短期不利因素消退；雖失業率意外升至4.2%，但仍保持相對低點。3)**關稅之於通膨的影響**，近期川普受訪時，態度相較以往顯得保守，聲稱「無法保證關稅是否引發通膨」。

殖利率走勢：近期10年債殖利率由11月中的4.45%高點滑落；不過明年降息步調放緩，仍支撐利率偏高震盪，長債布局仍以鎖利性質為主。

12月降息已成為市場共識

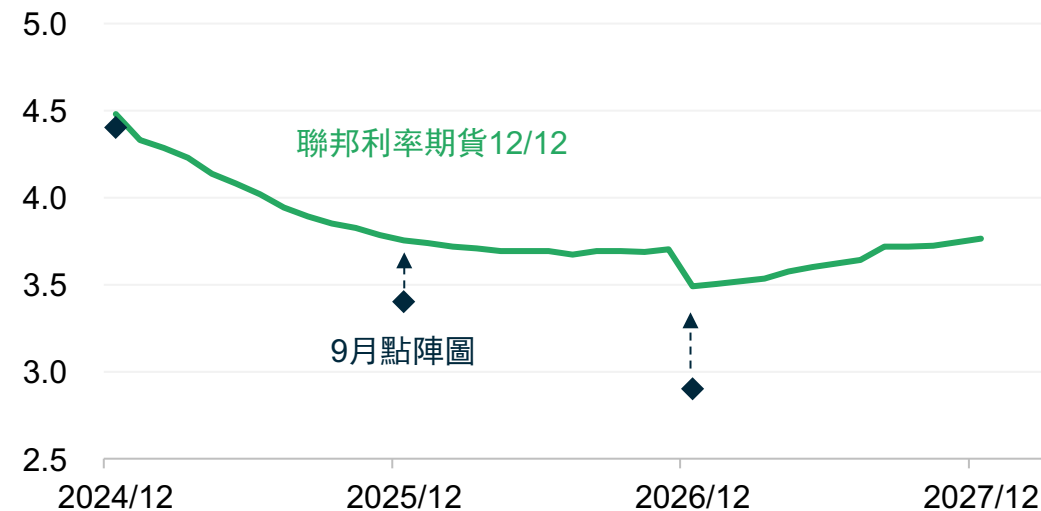
12月降息機率, %



資料來源: FedWatch Tool。

關注點陣圖更新, 預計利率中位數上調

%



註：目前期貨市場預期2025年降2-3碼。

資料來源: Bloomberg。



通膨緩降，經濟維持強韌，聯準會可等待情勢進一步變化再行動

聯準會在2025年仍將維持Data dependent，觀察核心CPI年增率，已自2022年高點6.6%大幅回落，惟近期仍在3.2~3.3%橫盤，但整體通膨壓力可控，不至於造成聯準會政策轉向。

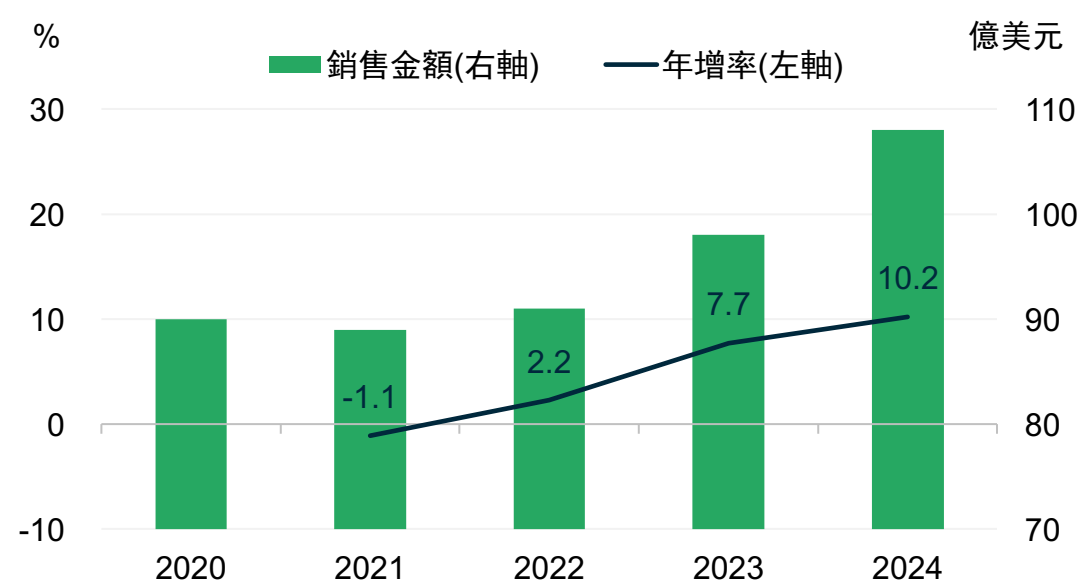
最新數據顯示，美國今年黑色星期五的零售銷售比去年同期成長3.4%，線上銷售則成長10.2%，美國年終消費旺季指的是由感恩節到聖誕節的採購需求，根據NRF(全美零售協會)預估，2024年年終消費金額將創下新高，達9890億美元，年成長2.5%。**旺盛的消費力來自穩健的就業市場，通膨疑慮降低且經濟維持強韌，對於聯準會而言，可耐心等待經濟情勢進一步變化再進行下一步動作。**

核心通膨呈現橫向盤整



資料來源：克里夫蘭Fed預估, Bloomberg。

美國黑色星期五電商銷售買氣旺



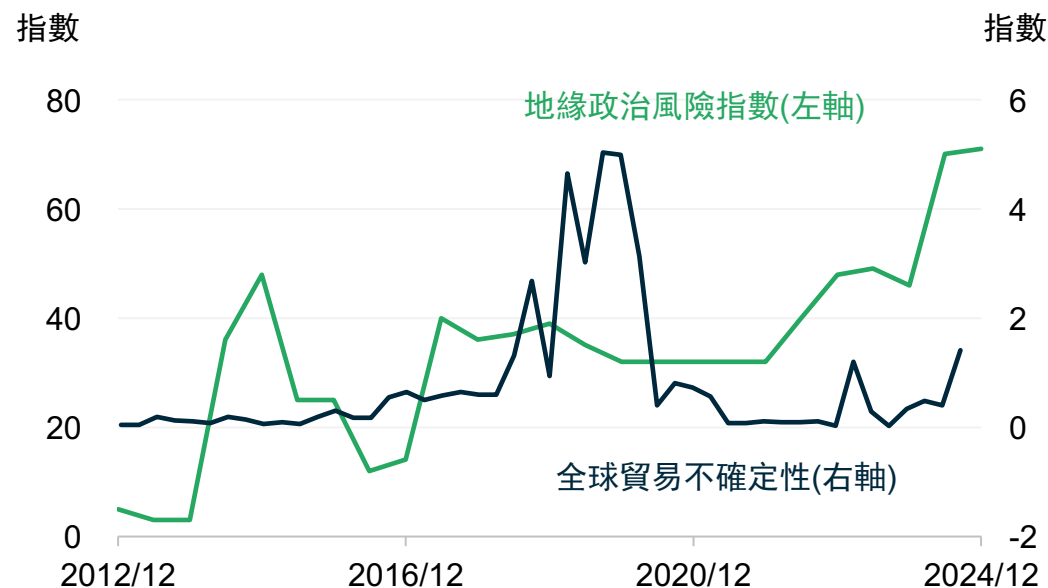
資料來源：Adobe。

川普交易的核心—美元和美股

川普內閣幾已全數就位, 增加關稅、非法移民遣返、放鬆監管是首要執行政策, 抗中、製造業回流美國、增加就業則是背後的核心目標。

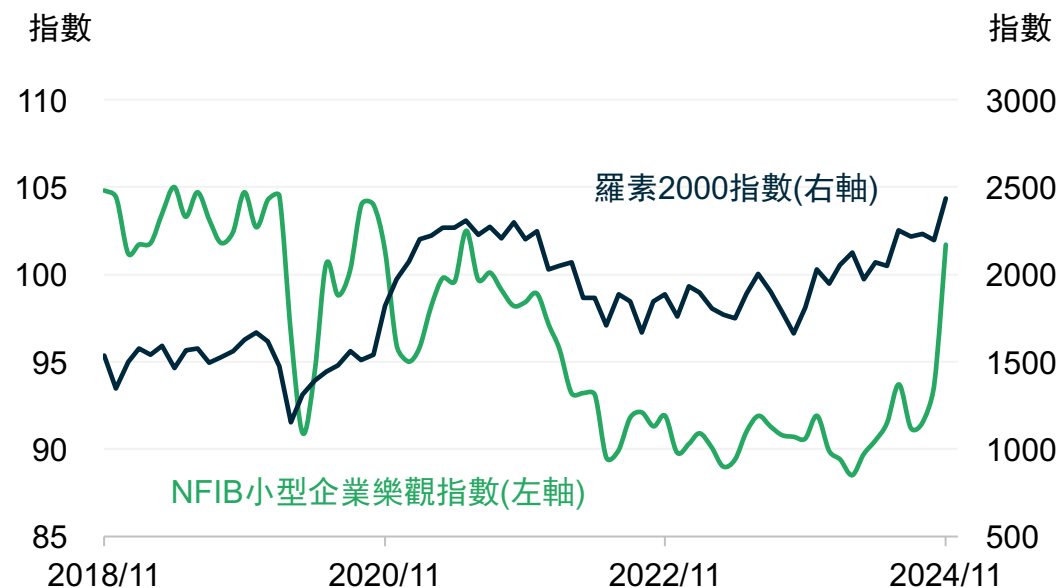
市場看川普政策多以減稅及增加關稅來考慮對財政及物價的影響, 認為將不利通膨回落, 不過若以地緣政治風險、全球貿易不確定性雙雙上升來看, 資金回流美國, 增加美國製造業投資將是一大趨勢, 以內需為主的中小企業將受惠。此外, 11月小型企業樂觀指數出現大幅上升, 也暗示小型股獲利有望受惠川普政策。

川普關稅戰推升全球貿易不確定性



資料來源: Bloomberg。

小型企業樂觀指數11月勁升



資料來源: Bloomberg。

利差因素支撐, 美元指數維持相對強勢格局

全球主要國家央行相繼迎來年內最後一場利率會議, 利率期貨市場預期聯準會將再度降息1碼, 其餘主要央行亦多跟進。預估今年年底前累計降息幅度, 聯準會4碼, 與歐洲央行相當, 但低於加拿大、瑞典、瑞士等央行。

與此同時, 市場預期明年上半年, 除日本央行外, 其餘央行皆將至少降息2碼, 受制於景氣疲弱與政治風險衝擊的歐元區則預估多達4碼, 相較之下, 聯準會僅為2碼, 降息力道明顯較溫和, 意味著美元利率與海外利率可望隨降息重回下降趨勢, 但出現大幅度收斂的可能性不大。

對於匯市影響而言, 美元國內外利差收斂幅度有限、維持於相對高檔, 將可望於聯準會的降息循環中, 提供美元指數下檔支撐, 降低大幅度修正的壓力, 而其他主要貨幣在本國央行降息步伐較快的背景下, 恐延續近期低檔區間波動的情勢。

市場預期美國以外之主要央行降息步伐較快

主要 國家央行	累計升/ 降息碼數	利率期貨市場預期		
		2024/12	2025Q1	2025Q2
美國	降息3碼	降息1碼	降息1碼	降息1碼
歐元區	降息3碼	降息1碼	降息2碼	降息2碼
日本	升息35基點	按兵不動	升息1碼	按兵不動
英國	降息2碼	按兵不動	降息1碼	降息1碼
加拿大	降息5碼	降息2碼	降息2碼	降息1碼
瑞典	降息5碼	按兵不動	降息2碼	降息1碼
瑞士	降息3碼	降息2碼	降息1碼	降息1碼

資料來源: Bloomberg。累計升降息碼數計算期間為2024/1至2024/11。

美元國內外利差居高, 提供美元指數下檔支撐



註: 2021年初至今兩者相關係數為0.95(週資料)。美元利率採2年期美債殖利率、國外利率採德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士2年期公債利率依美元指數權重加權計算。
資料來源: Bloomberg。

中共政治局釋利多, 但「政策利多」與「川普利空」交錯

12/9中共政治局會議先釋出利多, 推升中港股市走揚。12/9中共中央政治局召開會議, 重點涵蓋經濟增長、財政與貨幣等六大訊號, 尤其政策基調更走向擴張政策(2011年以來首度將貨幣政策定調為**適度寬鬆**), 使得中港股氣氛有所好轉。

12/12中共中央經濟工作會議決定明年將實施1)「**更加積極**」的**財政政策**, **提高財政赤字率**, 強調加大財政支出, 增加發行超長期特別國債, 持續支援「**兩重**」專案和「**兩新**」政策; 2)**貨幣政策**將「**適度寬鬆**」, 適時降準降息, 保持流動性充裕, 使社融、貨幣供應、價格水準相匹配, 並保持人民幣匯率基本穩定。3)打好**政策「組合拳」**, 把經濟政策和非經濟性政策統一納入宏觀政策取向一致性評估, 統籌政策制定和執行全過程。

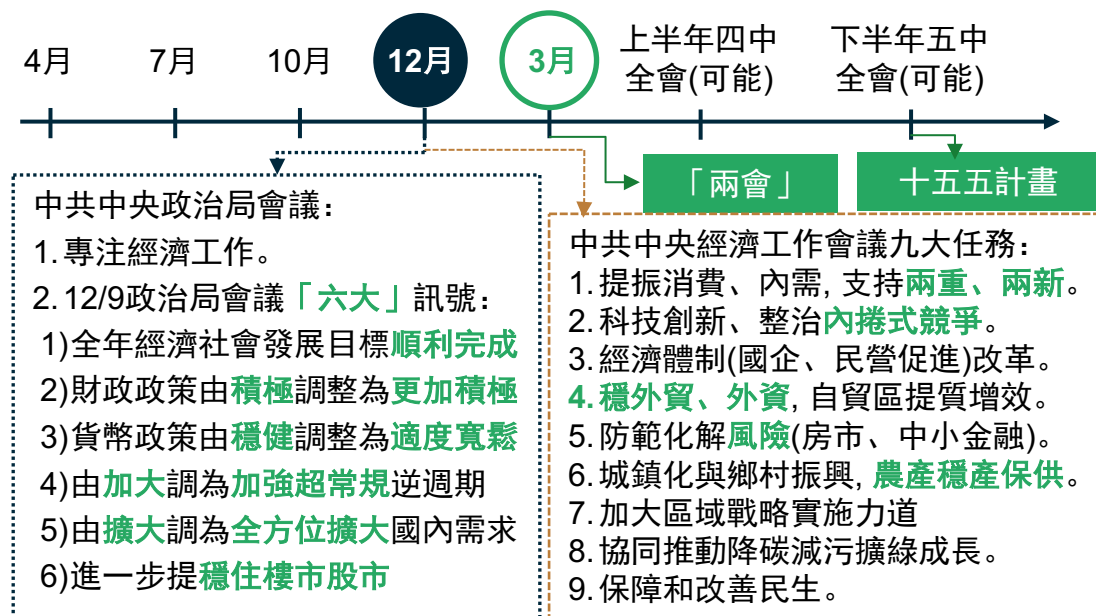
股市方面, 雖有中共中央政策托底, 但在「政策利多」與「川普利空」交錯下, 後續中港股仍偏向震盪走勢。

中共政治局釋利多, 中港股先行反彈



資料來源: Bloomberg。

政治局會議、中央經濟工作會議重點與後續會議歷程



註: 「兩重」就是支持國家重大戰略和重點領域安全保障能力; 「兩新」就是要推動新一輪大規模設備更新和消費品以舊換新。

資料來源: 國泰世華銀行整理。

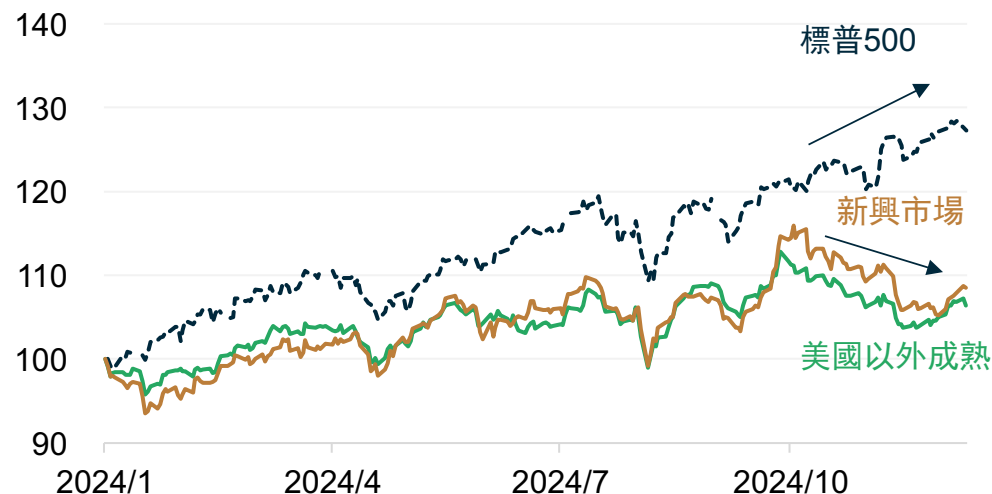
美股 川普關稅大棒加上地緣政治風險，美股兼具成長與避險題材

時序邁入2024年底，整體而言，金融市場表現不差，但漲勢卻明顯分歧，包括標普500指數上漲逾25%，且屢創新高，而新興市場及非美以外的成熟市場卻只有個位數的漲幅，且離前波高點仍有明顯落差。回顧2018-2019年，川普開始對外發起貿易戰，美國及非美地區的金融市場，確實也出現分歧，時間更是長達6個月。

目前，川普雖未上任，但其言論持續影響市場，包括對墨西哥與加拿大課徵關稅，要求歐洲、台灣等市場提高軍事費用，使得相關地區的股市持續受到一定壓力，預期未來數月仍將承壓，目前仍以美股為重心。而以標普全球美國綜合PMI來觀察，景氣於2022年落底的跡象明顯，搭配企業獲利自2023年下半年起重回成長軌道，股市也走出多頭行情。展望2025年，整體景氣走向復甦，企業獲利有望逐季成長，將支撐標普500指數走揚。

川普不確定性導致市場持續分化

報酬標準化, 2024/1/1=100

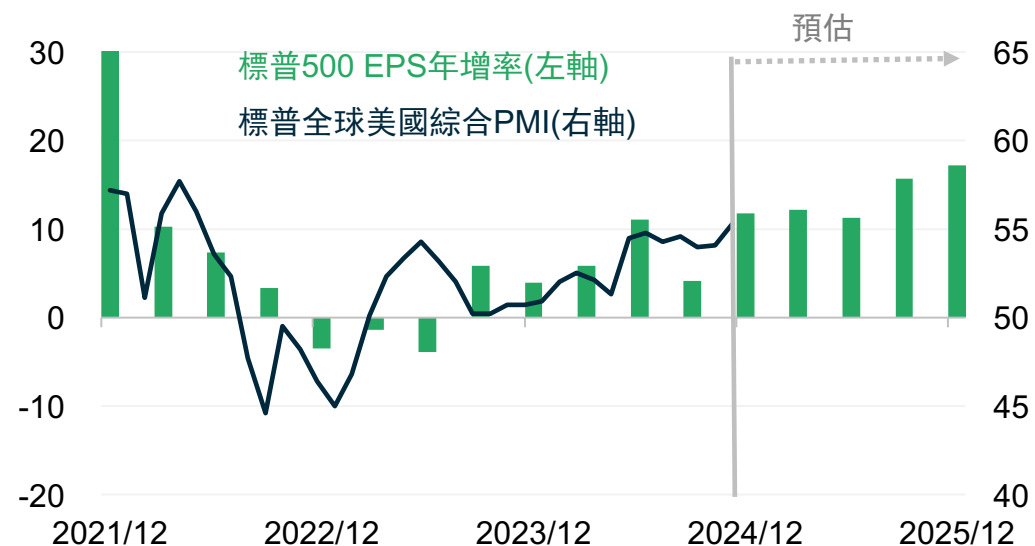


資料來源：Bloomberg。

景氣擴張，預期企業獲利成長

年增率, %

指數



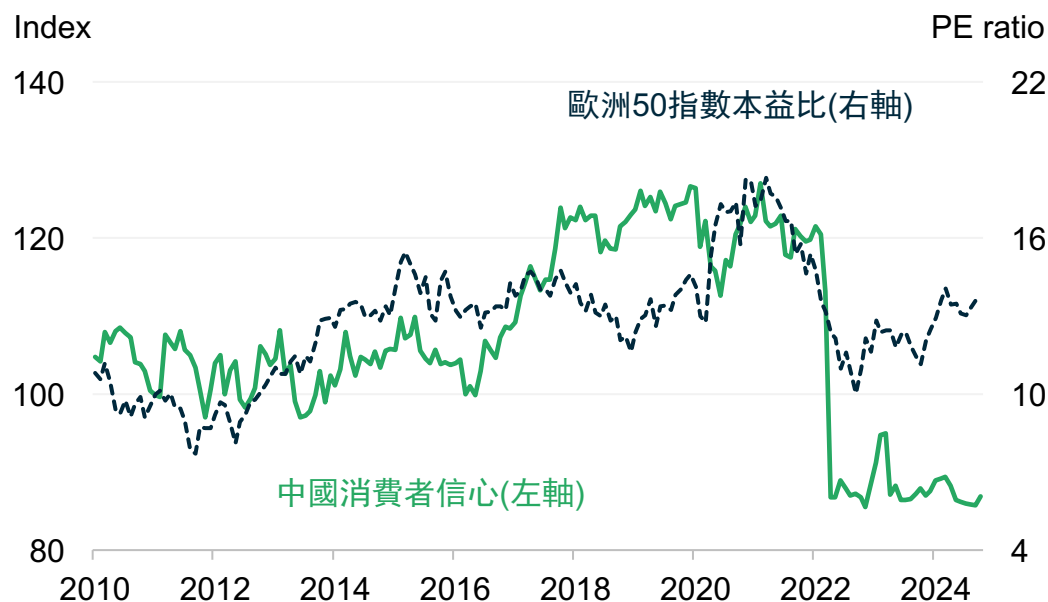
資料來源：Bloomberg預估。

歐股 中國與歐元區復甦前路漫漫, 短線歐股不易擺脫橫盤格局

在俄烏戰爭一度露出曙光、美股情緒正向的帶動下, 11月底歐股連漲8日, 然而, 歐洲產業結構中, 汽車、奢侈品等產業對中國消費市場的依賴度偏高, 中國消費信心不足除了直接衝擊歐洲企業獲利, 也會影響歐股企業評價。因此從評價面來看, 儘管歐股本益比僅僅不到14倍, 處於10年平均値且遠低於美股位階, 但是在法國政壇動盪、中國消費降級下, 未來評價面上升幅度有限。

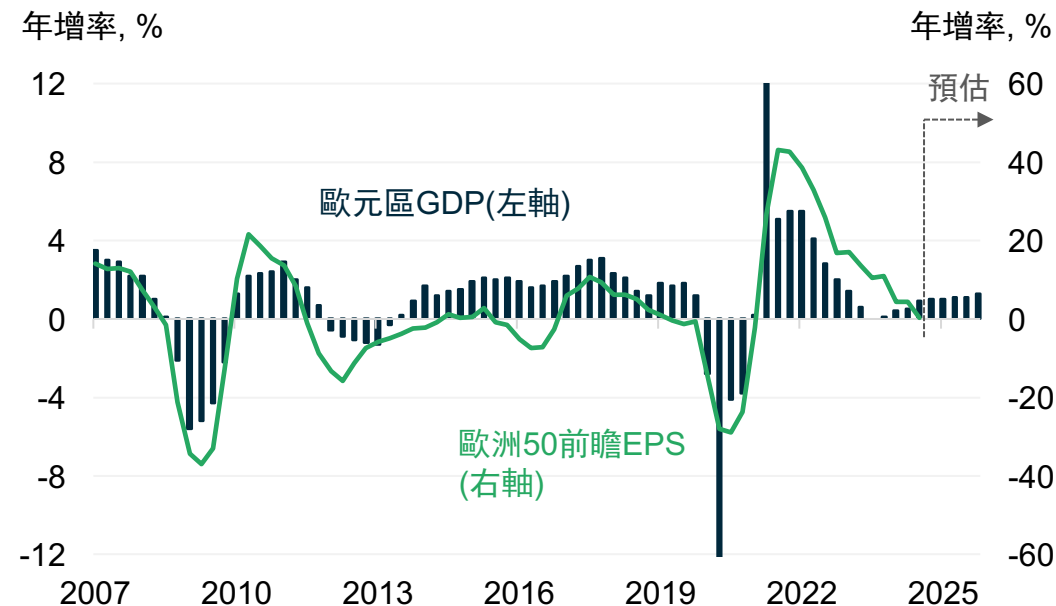
另一方面, 面對潛在的貿易關稅威脅與德、法等國的財政整頓, 明年的歐元區經濟成長恐仍面臨壓力, 限縮企業獲利成長空間。**在ECB寬鬆政策下, 歐股本益比下方有撐, 但政治不確定性加上獲利成長空間有限, 短線歐股不易擺脫橫盤格局。**產業方面, 考量中國消費降級與本土汽車品牌興起, 中國營收佔比較高的奢侈品與汽車類股, 預期價格波動將持續偏高。

中國市場已成為不少歐洲企業營收重鎮



資料來源: Bloomberg。

景氣復甦力道恐限縮企業獲利成長空間



資料來源: Bloomberg預估。

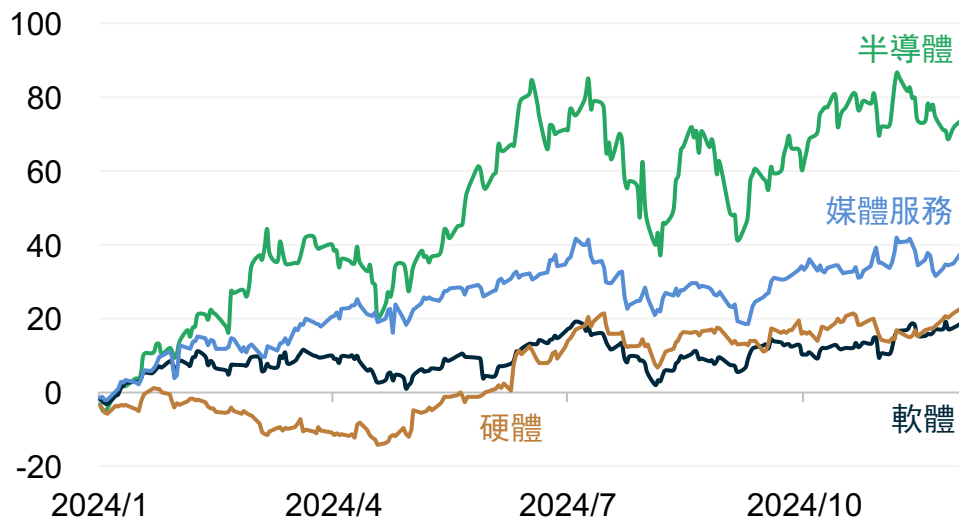
科技 AI應用逐漸開展, 科技巨頭規劃長期投入

科技由AI題材貫穿全年, 不過半導體面臨消費電子不振、領漲個股乖離過大, 下半年上漲有限。AI效應逐漸擴至軟體應用, 受到相關個股財報及展望樂觀, 近期股價有轉強跡象。

AI應用面更廣, 有利上游硬體需求, 擴大AI受惠族群。依輝達、台積電說法, AI晶片需求「瘋狂」, 2025年訂單仍舊難以全數滿足, 但2025年之後, 雲端業者能否延續此一資本支出趨勢? 由於AI數據中心需要大量用電, 而CSP業者近期紛紛大手筆投資核能發電, 且預計最快也要到2028、2030年才能開始運轉供電, 顯示科技巨頭布局AI至少看到未來5、6年, AI相關族群仍可逢低布局。

AI效應逐漸擴至軟體應用, 股價有轉強跡象

今年以來報酬率, %

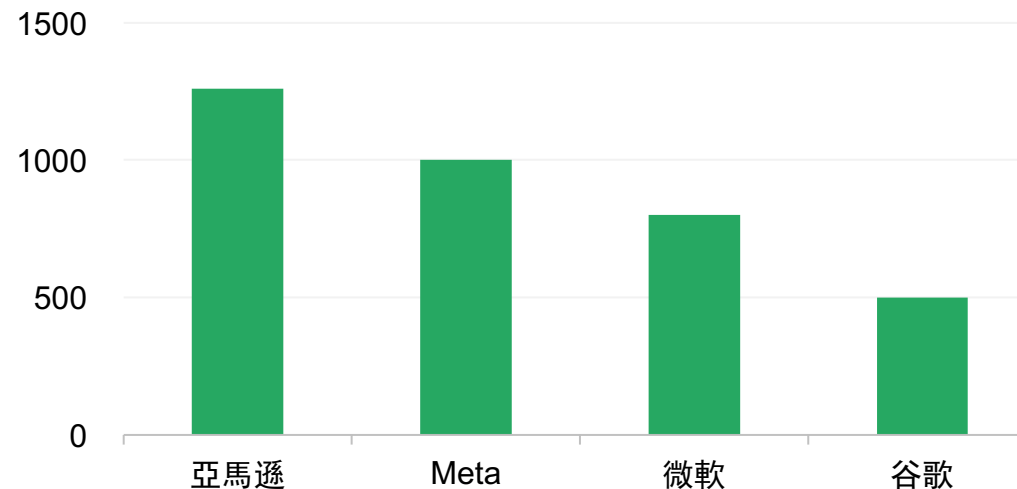


資料來源: Bloomberg。

4大CSP業者投入核能發電, 預計最快2028年供電

MW(百萬瓦)

核能投資發電規模



資料來源: 國泰世華銀行整理。

歐元 ECB降息一碼, 警惕基本面持續惡化的風險; 利差壓力、政治風險, 歐元延續弱勢格局

ECB利率會議重點: **如期降息一碼**, 存款機制利率為3.00%, 主要再融資利率、邊際貸款利率為3.15%、3.40%。

即便6月起ECB已降息3碼, 但高利環境影響猶存, Q3景氣動能續弱。與此同時, 川普勝選、未來恐對歐加徵關稅的風險, 亦進一步打壓企業信心, 導致新訂單、擴大投資等計畫暫緩。影響所及, ECB下調今明後三年經濟成長率, 通膨預測值亦隨之下修。**在基本面向下行風險加大、通膨靠近政策目標的背景下, 市場預期2025年ECB再降息5~6碼。**

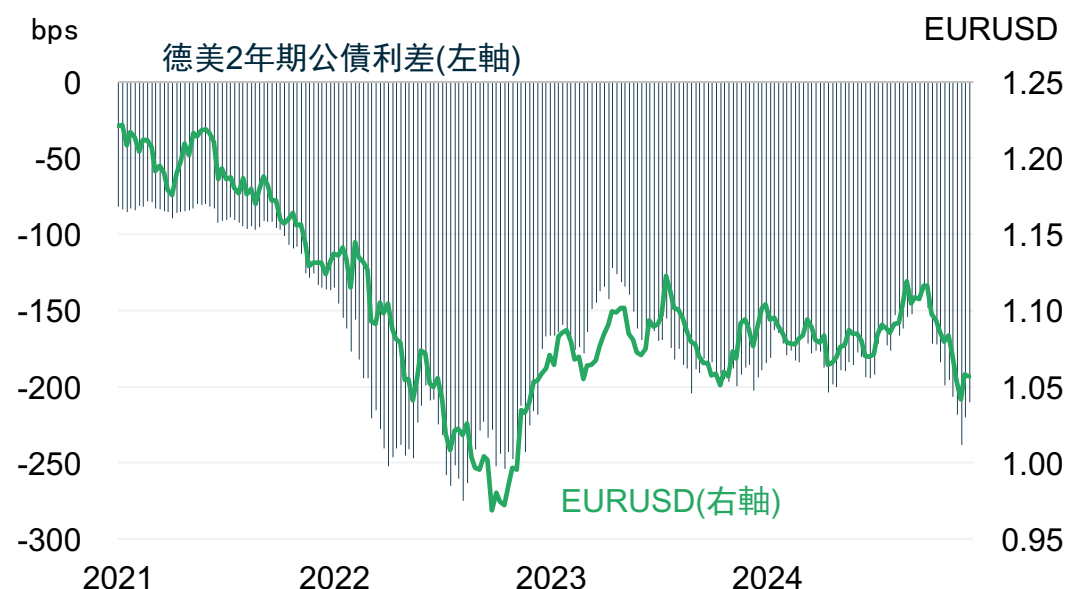
匯價方面, ECB料持續降息, 且步伐快於聯準會, 此將限縮德美利差回升空間。與此同時, 法國朝小野大所引發的政治動盪料將反覆, 加劇歐元區政治不確定性。兩項因素將令短中期內歐元延續低檔弱勢的格局。

歐元區景氣動能未見起色, 通膨則朝目標靠攏

項目, %	會議	2024	2025	2026	2027
實質GDP	12月	0.7	1.1	1.4	1.3
	9月	0.8	1.3	1.5	-
CPI	12月	2.4	2.1	1.9	2.1
	9月	2.5	2.2	1.9	-
核心CPI	12月	2.9	2.3	1.9	1.9
	9月	2.9	2.3	2.0	-
失業率	12月	6.4	6.5	6.3	6.1
	9月	6.5	6.5	6.5	-

資料來源: ECB。

德美利差保持低檔, 對歐元形成壓力



註: 2020至今德美2年期公債利差與歐元之相關係數為0.85。

資料來源: Bloomberg。

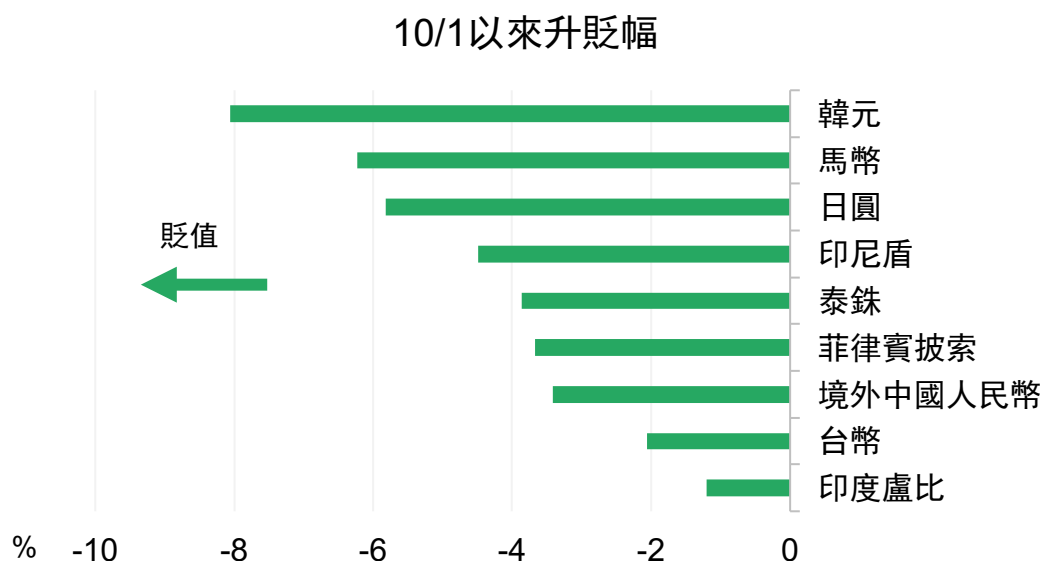
台幣 台幣相較亞幣抗貶，料多空因素拉扯下，將呈現大區間震盪格局

地緣局勢緊張，美元走強，台股震盪下，台幣貶破32.5，然台幣相較亞幣抗貶，料多空因素拉扯下，將呈現大區間震盪格局。

台幣支撐：1)貨幣政策方面，今年亞洲央行多已逐步轉向降息，而台灣央行展望未來1-2季降息機率不高，且Fed本月料將降息下，貨幣政策分歧為台幣支撐。2)金流方面，受惠AI趨勢，電子資通商品、台積電推動下，台灣11月出口額達410.9億美元，為連4個月達400億美元，明顯高於今年平均及去年。出口額位於高位加上適逢年底，預期出口商潛在換匯需求，將提供台幣支撐。

台幣風險：1)中國貨幣政策偏鬆，且中國若以貶值因應美關稅衝擊，恐拖累亞幣。2)川普影響下，企業赴美設廠需求增加，美元需求隨之增加，未來美元換回台幣需求恐受影響下，將限縮台幣大漲空間。

Q4以來台幣表現相較其他亞幣抗貶



註：統計期間為2024/10/1~12/11。

資料來源：Bloomberg。

出口成長加上年底換匯需求支撐台幣

	月均出口總額 (億美元)	資通+電子 占出口比重 (%)	台積電營收對台 灣出口額的比重 (%)
2019	274.3	47.1	10.5
2020	287.6	53.5	13.1
2021	372.0	52.3	12.7
2022	399.5	55.2	15.9
2023	360.3	60.6	16.0
2024(1~11月)	392.3	65.1	18.9
出口額近一年年增(%)	13.1	22.2	31.8
出口額近五年複合年增(%)	6.4	8.9	14.6

資料來源：台積電，財政部。

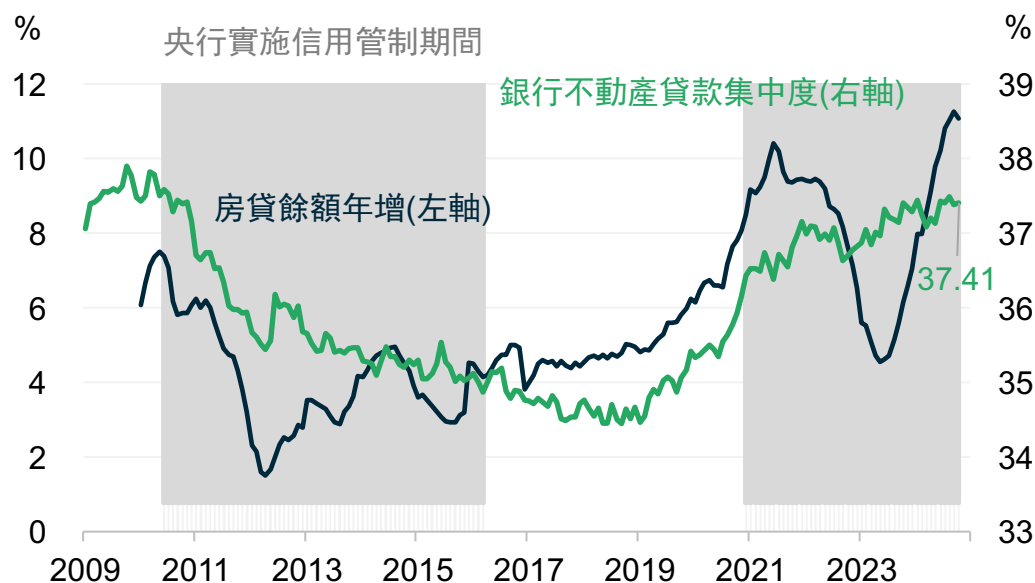
台灣房市 第八波信用管制實施機率低, 然今明兩年恐迎接交屋潮下, 難「貸」壓力將持續發酵

央行總裁楊金龍於2024/11表示第七波信用管制已扭轉房價上漲的預期心理, 暗示再祭出第八波信用管制的機率不高, 而究竟央行看到什麼? 由11月增房貸為693億, 明顯較Q3月均新增超過1000億下降許多, 且不動產集中度也由今年高點37.49%小幅回落至37.41%, 主要反映:

房市領先指標—預售屋交易量已於2024/6見頂, 而2024/9交易量已腰斬至7100戶; 另外2024/11六都的買賣移轉棟數整體也呈現年減15%; 10月台北地區平均房價較前月低1.6%, 房價今年呈現月增年增的榮景恐扭轉, 另外可能也反應非首購、無自用住宅者、現金買房者的可貸成數下降。

展望未來, 觀察建築建造執照領取高峰落在2022年, 參考過去經驗使用執照多於2~3年後達高峰, 且根據內政部的預售屋買賣定型化契約規定, 建商在領到使用執照的6個月內, 通知買家進行交屋, 推估今明兩年難「貸」、貸款成數不足的壓力仍將持續發酵。

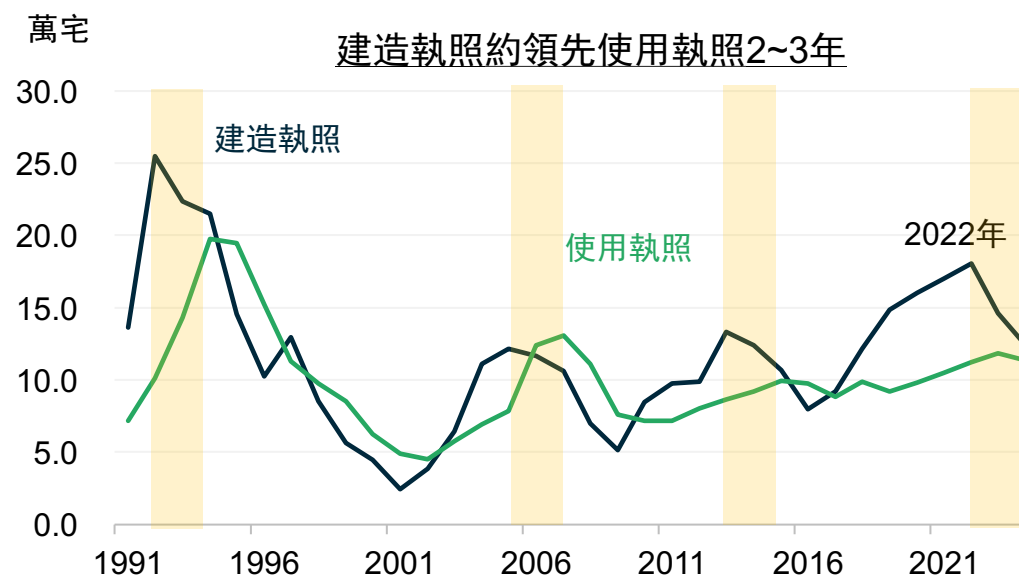
房貸增速放緩, 不動產集中度也從今年高位小幅回落



註: 銀行不動產集中度=(個人房貸+個人房屋修繕+建築貸款)/全體銀行放款。

資料來源: Bloomberg, CBC。

建照於2022年達高峰, 今明兩年恐迎來交屋潮



註: 2024年為1~10月數據。建築動工前必須要先領有「建造執照」, 才能開工動土, 建築完工後, 經主管機關依建築及消防法規檢驗合格後, 才能領取「使用執照」。

資料來源: 內政部。

Dec 2024

16

Monday

美國紐約州製造業指數
美國標普全球製造業PMI
歐元區HCOB製造業PMI
日本核心機器訂單
中國零售銷售
南非休市

17

Tuesday

美國零售銷售
美國NAHB房屋市場指數
歐元區ZEW調查預期

18

Wednesday

美國營建許可
美國新屋開工
歐元區CPI
英國CPI

19

Thursday

FOMC會議
美國初領失業金人數
美國Q3 GDP
美國成屋銷售
BOJ會議
BOE會議
台灣央行會議

20

Friday

美國核心PCE
美國密西根大學市場氣氛
歐元區消費者信心
英國零售銷售
台灣外銷訂單

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