



國泰世華銀行  
Cathay United Bank

2024年12月6日

# 投資研究週報

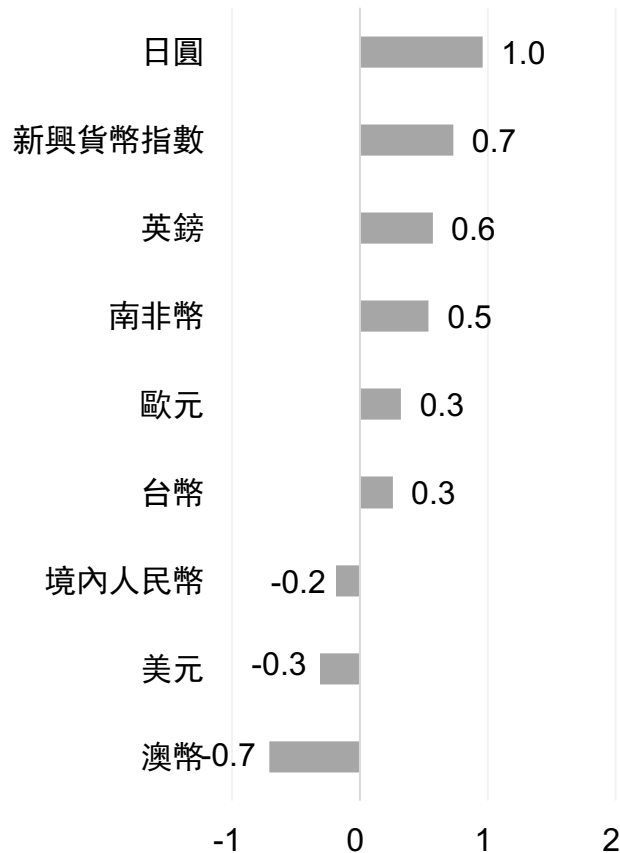
揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

# 一週市場變化

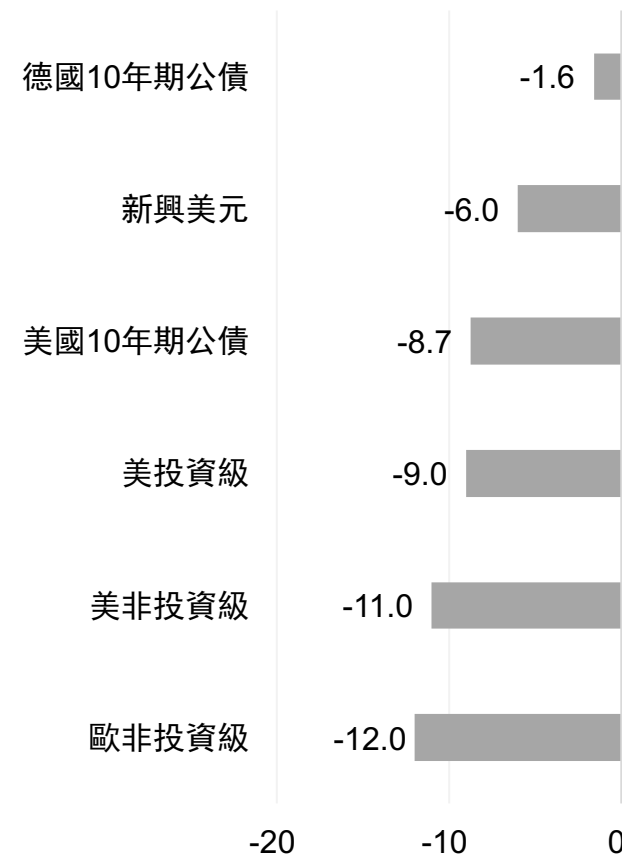
## 主要股價指數一週報酬率(%)



## 主要匯率一週報酬率(%)



## 債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2024/11/28 - 2024/12/5。

資料來源：Bloomberg。

# 市場策略思維

## 市場焦點

### 1) 本週主題：

- **12月降息機率高漲, 但明年幅度存有變數：**川普交易降溫, 市場聚焦聯準會官員談話, 多數官員仍傾向12月再度降息, 使美債利率回落, 但明年降息幅度存有變數, 利率大跌空間有限。
- **全球政治風險升溫, 美元高位不墜：**美債利率回落, 不利美元, 但全球政治不確定性升溫, 法國政府倒閣、韓國戒嚴事件, 將使美元指數維持高盤格局。
- **韓國戒嚴事件影響, 台灣與韓國兩樣情：**韓國總統最終遭彈劾可能性不高, 但政策不確定性持續, 恐讓外資減碼韓國, 與此同時, 台積電技術優勢驅動獲利持續增長, 有利台股後續表現。

### 2) 未來焦點：

- 12/11美國CPI、12/11中央經濟工作會議、12/19 FOMC、台灣央行。

## 策略思維

1. **股市-美國優先政策下, 美股受惠較大：**降息環境、製造業觸底回升、獲利持續增長, 將提供美股支撐。
2. **債市-降息方向不變, 利率可逢高鎖利：**短率將隨政策利率走低, 而長率受美經濟穩健支撐, 下行空間受限。
3. **匯市-全球政治風險升溫, 使美元高盤：**法國政府倒閣、韓國戒嚴事件, 非美貨幣承壓, 使美元高盤。



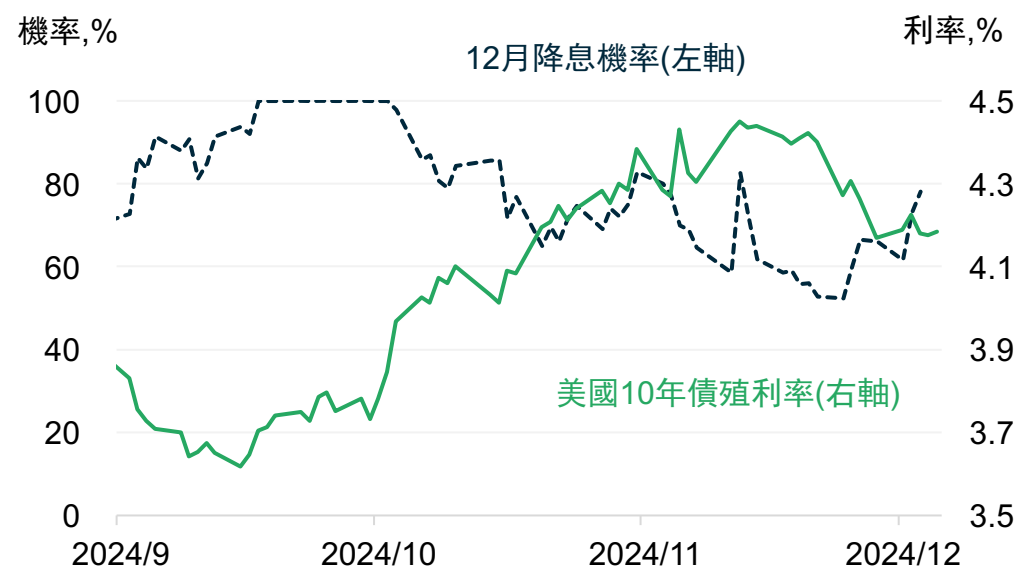
## 官員透露12月降息可能, 明年降息空間存有變數, 布債策略維持逢高鎖利

進入12月FOMC緘默期前, 觀察2025年Fed票委談話, 預計寬鬆政策將延續, 但仍依循未來的數據變化來決定幅度; 主席鮑爾重申, 將對進一步降息持謹慎態度, 暗示寬鬆步調可能放緩。不過**理事Waller已表態, 傾向於12月降息**, 帶動12月降息機率突破70%, 使10年債殖利率下滑至4.1%。

不過, **預計殖利率延續高檔情勢**, 1)市場降息預期已收窄, 預計2025年幅度為2-3碼, 不若9月點陣圖預測的4碼樂觀; 鑒於美國經濟情勢良好, 12月降息幅度可能下修。2)須考量川普上任後, 關稅政策、移民收緊對通膨的實際影響, 目前仍有未知數, 通膨擔憂仍在。

債市布局上, 儘管今年已累計降3碼, 不過現行**利率點位仍具布債吸引力**; 但若殖利率下滑有限, 資本利得空間不大, 因此, **債市回報仍以息收為主**。

### 12月降息機率回升, 美債利率回落



資料來源: Bloomberg。

### 市場預期未來降息幅度



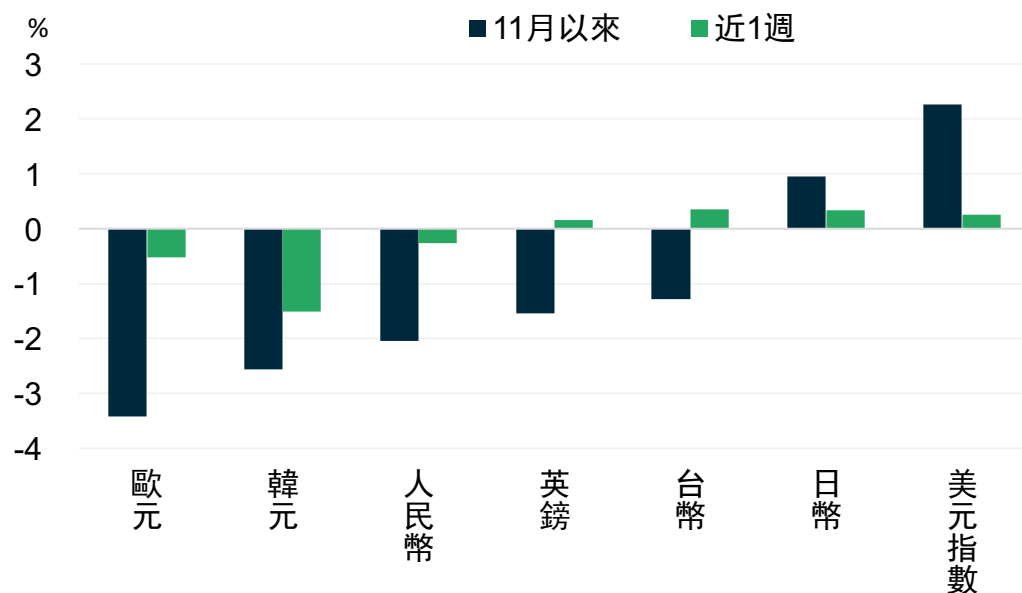
註: 隱含隔夜利率為市場根據衍生性商品價格波動所推估, 反應對聯邦政策利率的預期。  
資料來源: Bloomberg, 資料日期為2024/12/5。

## 全球政治不確定性升溫, 美元維持高盤格局

隨著12月降息機率攀升, 美債利率明顯回落, 但美元指數依舊維持高位, 主要是全球政治不確定性升溫, 包括1)法國政府倒閣, 拖累歐元, 2)韓國戒嚴事件, 衝擊市場信心, 3)中美對抗加劇, 人民幣走弱。

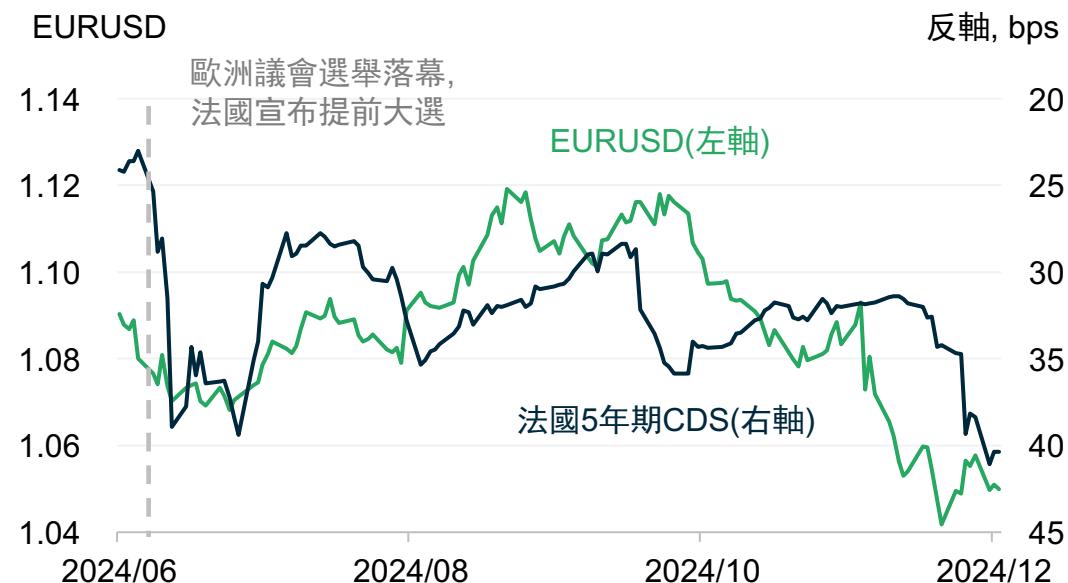
由於法國執政黨強行通過2025年財政預算案, 引發在野黨不滿, 並順利倒閣。考量法國政壇目前面臨朝小野大局面, 未來政治風險仍大, 可能持續拖累歐元表現, 對美元提供一定支撐。

### 政策不確定性升溫, 支撐美元



資料來源: Bloomberg。

### 法國倒閣事件, 拖累歐元



資料來源: Bloomberg。

## 韓國政治持續動盪，將壓抑韓元表現

南韓總統尹錫悅為了反制在野黨掌握國會優勢，12/3晚間10時27分突然在電視直播講話時宣布緊急戒嚴令。不過，韓國國會於12/4凌晨緊急召開會議，並在190名議員全數贊成下，宣布解除尹錫悅的戒嚴命令，尹錫悅最終也同意取消。不過，南韓在野黨隨之提起彈劾案。

根據韓國憲法規定，總統彈劾需要1/2議員提案並2/3通過(200名)，之後送憲法法庭中，9位法官中至少6名法官同意才成立(180天內決議)，**研判彈劾案可望成立，但通過可能性低。不過，即使未來沒通過，持續面臨朝小野大壓力，將使韓元相對弱勢。此外，就韓國的產業面來看，半導體、汽車、鋼鐵都面臨中國的競爭，不利後續股市的回升。**

### 朝小野大，韓國政局持續動盪



資料來源：國泰世華銀行整理。

### 政治問題衝擊韓國信用



資料來源：Bloomberg。



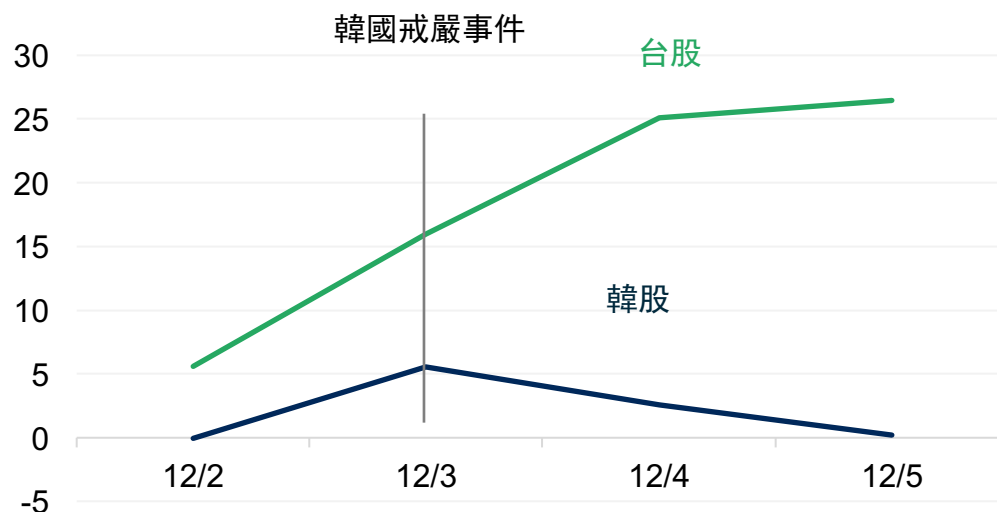
## 韓國戒嚴事件, 台幣與韓元兩樣情

受到韓國戒嚴事件影響, 加上國內鐵道罷工影響, 外資持續賣超韓國股市, 韓元也持續走貶, 即使韓國財政部拿出283億美元的穩定基金做保證, 但難敵市場信心不足問題。另一方面, 蘋果春季新品發表預期, 加上台灣半導體技術領先, 驅使外資連續數日大買台股, 使台幣逆勢走揚。

11/25川普表示一上任就將對「中墨加」加徵關稅, 11/30表示金磚國家若威脅美元地位, 將課100%關稅, 另12/3美國對中國140家企業實施新一波禁令, 一度使人民幣貶破7.3關卡, 連帶拖累亞幣, 台幣也一度貶破32.6關卡。不過, **考量台幣季節性利多, 加上美台利差縮窄, 台幣大貶可能性不高, 大致維持盤整格局。**

### 戒嚴事件, 外資賣超韓國, 買超台股

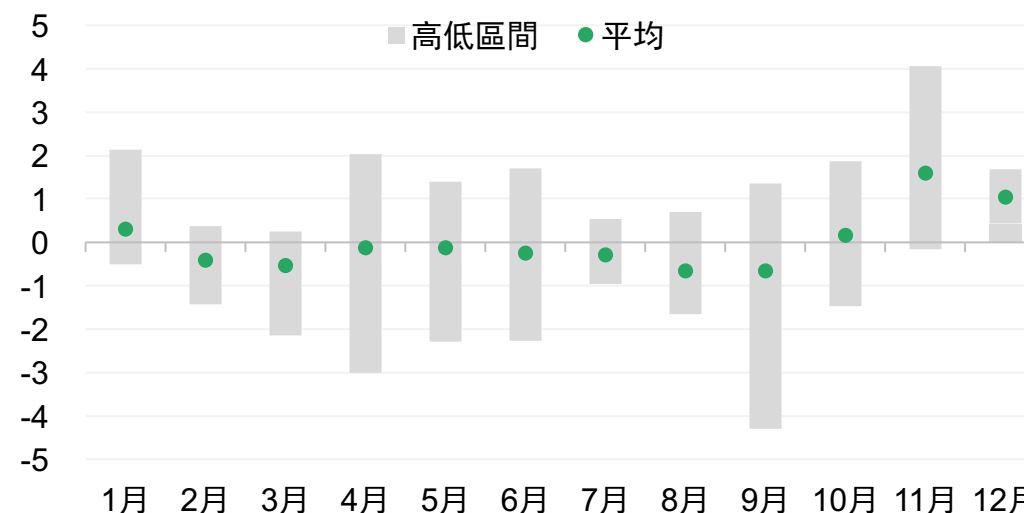
自12/2外資累計買賣超, 億美元



資料來源: Bloomberg。

### 年底、農曆年前, 台幣有季節性利多支撐

升貶幅, %



資料來源: Bloomberg。

## 台積電市佔增, 成長持續, 台股逢低加碼

全球9月半導體銷售金額為553.2億美元, 年增23.2%, 主要是AI晶片需求大幅成長, 佔台股權值最大的台積電也受惠此一趨勢, 晶圓代工市佔率持續提高至64%, 拉開與三星、英特爾差距, 台積電上漲帶動台股走高。展望2025年, AI需求維持強勁, 加上歐美降息循環有望帶動需求回溫, 半導體復甦可望逐步擴散至消費電子領域, 台股宜逢低加碼布局。

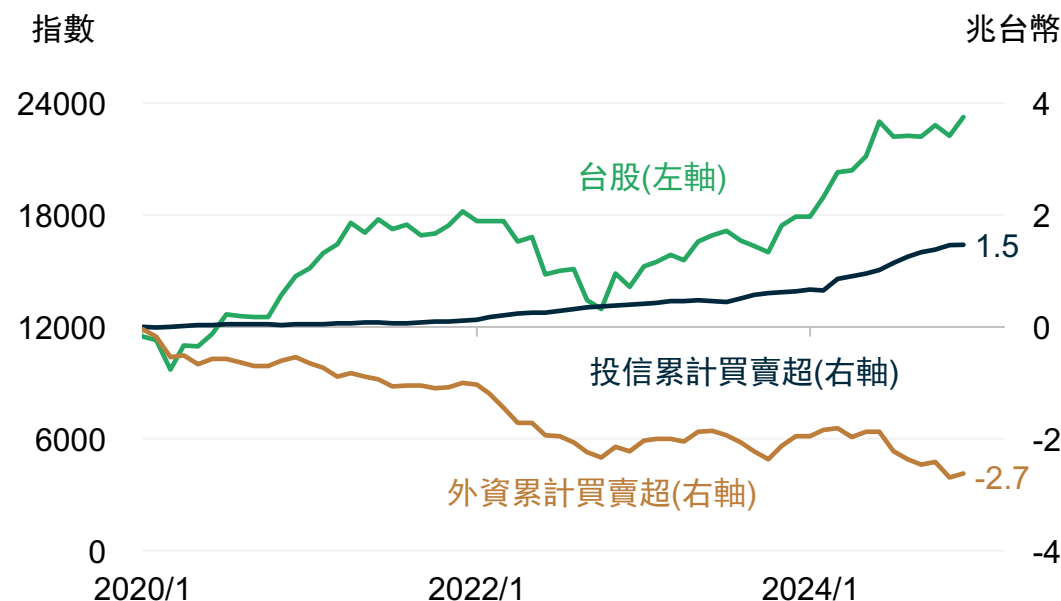
外資今年前11個月賣超7409億元, 然而在外資大賣之下, 台股今年漲幅仍達29.7%, 本土資金透過基金及ETF持續加碼台股, 成為主要推升的力量, 今年前11個月投信買超台股8328億元。台灣上市公司前3季稅前淨利3.04兆元, 年增10.3%, 預估全年獲利有望再度突破4兆元大關, 反映的是高額的企業獲利形成股價基本面支撐, 也會轉為員工分紅、股東現金股利, 回過頭來再挹注台股買盤, 形成股價的良性循環。

### 半導體銷售走揚, 主要受AI趨勢帶動



資料來源: Bloomberg。

### 本土買盤成為推升台股的主要力道



資料來源: XQ。

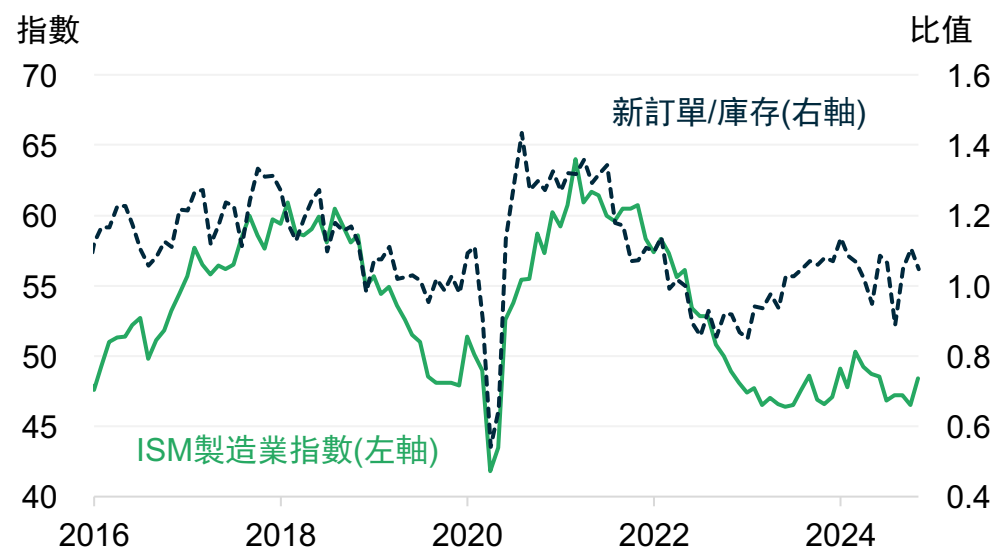


# 美國 製造業觸底回升支持企業獲利成長, 美股仍有高點可期

自疫情發生以來, 產業復甦不均成為普遍的現象, 包括製造業與服務業的不同調、科技業與傳產業的背離, 甚至, AI產業與非AI產業的懸殊, 使得ISM製造業指數目前依然處在收縮的狀態。所幸, 自2021年中以來, 經歷3-4年的調整, 目前庫存水位普遍不高, 使得ISM新訂單/庫存指數已連續3個月保持在1之上。

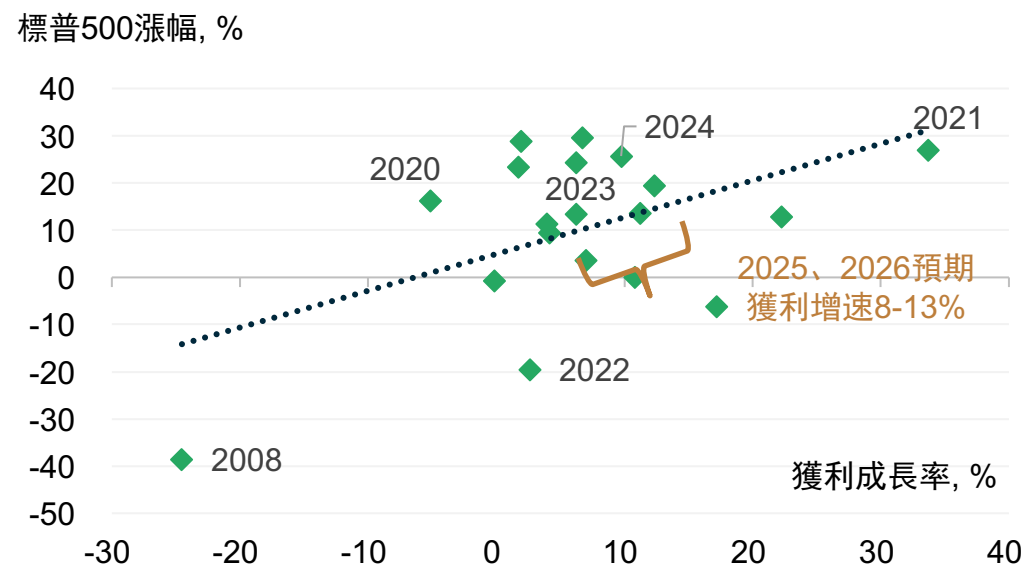
對企業獲利而言, 雖然復甦不均, 但受到AI的加持下, 2024年標普500獲利增速近10%, 同時預估2025年也有雙位數的漲幅。因此, 展望2025年的金融市場, 標普500再創新高, 將是可以期待的。

## 美國製造業循環可望觸底回升



資料來源: Bloomberg。

## 獲利持續成長, 支持美股再創新高



註: 資料期間2006-2024年。

資料來源: Bloomberg。

# 科技 川普關稅大旗, 供應鏈將從集中生產, 轉為區域生產

川普雖尚未就任, 但墨西哥、加拿大加徵關稅的言論持續發酵, 尤其是對供應鏈的影響更為深遠。11/26鴻海公告, 將投資3303.3萬美元取得美國德州哈立斯郡的土地及廠房; 廣達對美國田納西子公司增資2.3億美元, 今年累計投資12.3億美元。

隨著保護主義興起, 預期供應鏈將作下面調整, 1)從集中式生產, 轉為區域生產; 2)美國擴產項目, 目前以高附加價值或具定價權的產品為主, 如AI伺服器、先進半導體製造, 3)低附加價值的產品, 仍將往越南、印度及東南亞挪移, 以降低成本。

因應關稅壓力, 供應鏈持續再做調整								
公司	產能分布占比(%)							美國營收占比(%)
	中國 ↓	墨西哥 ↓	越南 ↑	台灣 ↑	美國 ↑	印度 ↑	東協及其他 ↑	
鴻海	70	<10	<10	<5	<10	<5	<10	35
廣達	20-25	<10	<5	25	<10	--	25-30	55
緯創	40-50	20	5-10	10-15	0-5	0-5	0-5	45-50
緯穎	<5	70-80	--	--	--	--	20-30	60-70
華碩	70	--	10-15	15-20	<2	--	--	20
台積電	4	--	--	85	6	--	2	65-70
聯電	15	--	--	60-65	--	--	20-25	25-30

註: 箭頭往上, 表示生產比重提高, 箭頭往下, 表示生產比重下降。  
資料來源: 高盛, 國泰世華銀行整理。

## 歐洲 少數黨政府面臨挑戰, 法國政治風險升溫

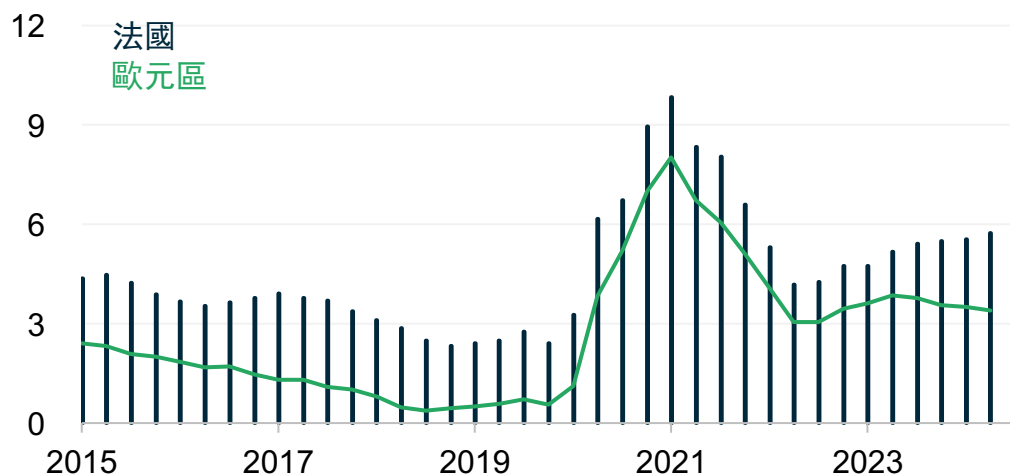
法國於10月公布2025財年預算案, 計畫將赤字率由今年的6.1%降至5.0%, 資金缺口將透過削減支出以及短期加稅計畫填補。預算案引發在野黨強烈反對, 總理則透過憲法強制闖關, 導致左右派兩大在野陣營皆對內閣提出不信任案, 最終國會以過半數331票表決通過, 成功倒閣。

總理巴尼耶之團隊將成為看守內閣, 此前通過的預算案將遭否決, 後續有待總統馬克宏任命新總理, 亦或選擇於明年7月提前舉行國會大選。然而, 當前國會左、右、中間派三權鼎立, 新總理人選恐難滿足各方期待, 意味著法國政治動盪情勢短期內恐仍將延續。

另一方面, 新財年將至, 國會雖仍未通過預算案, 但行政部門可依憲法提出「特別法」, 沿用2024財年預算, 法國並不會如美國出現政府關門窘境。惟此將導致政府支出與各項職能大幅受限, 加劇法國財政與景氣持續惡化的風險。

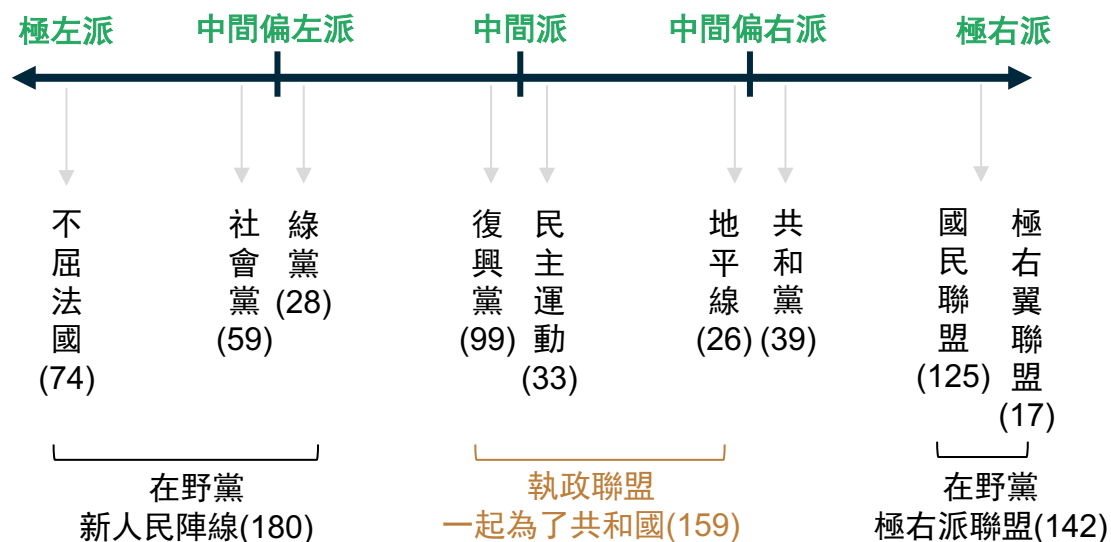
### 法國財政狀況惡化, 赤字率持續高於歐盟3%規範

財政赤字占GDP比重, %



註: 資料時間截至2024Q2。  
資料來源: Bloomberg。

### 各黨派政治光譜與國民議會席次



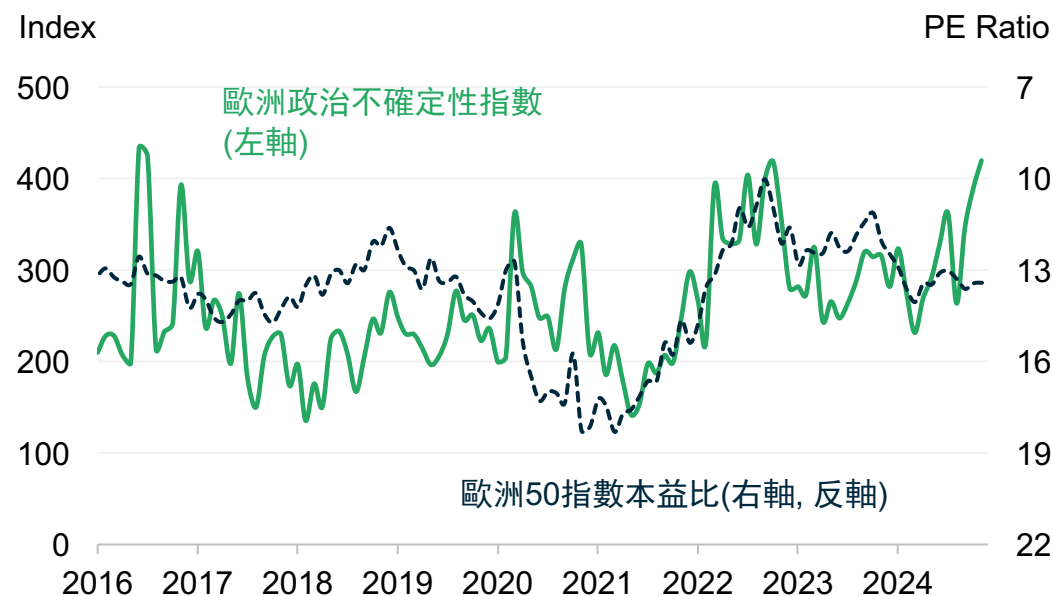
註: 括弧內數字為該黨於國民議會之席次, 各聯盟之政黨未全數展示。  
資料來源: Bloomberg。

# 歐股 政治風險與企業獲利能見度不高, 歐股後市保守看待

俄烏戰爭再次迎來停戰曙光, 加上美國對中國的新一波半導體管制不如預期, 歐股近期走勢有所反彈, 尤其德國DAX指數寫下新高紀錄, 站上20000點大關。然而, 歐股上漲持續性有待觀察, 因短線法國政治不確定高漲, 國會議員將舉行不信任案投票, 總理巴尼耶政府可能被迫下台。

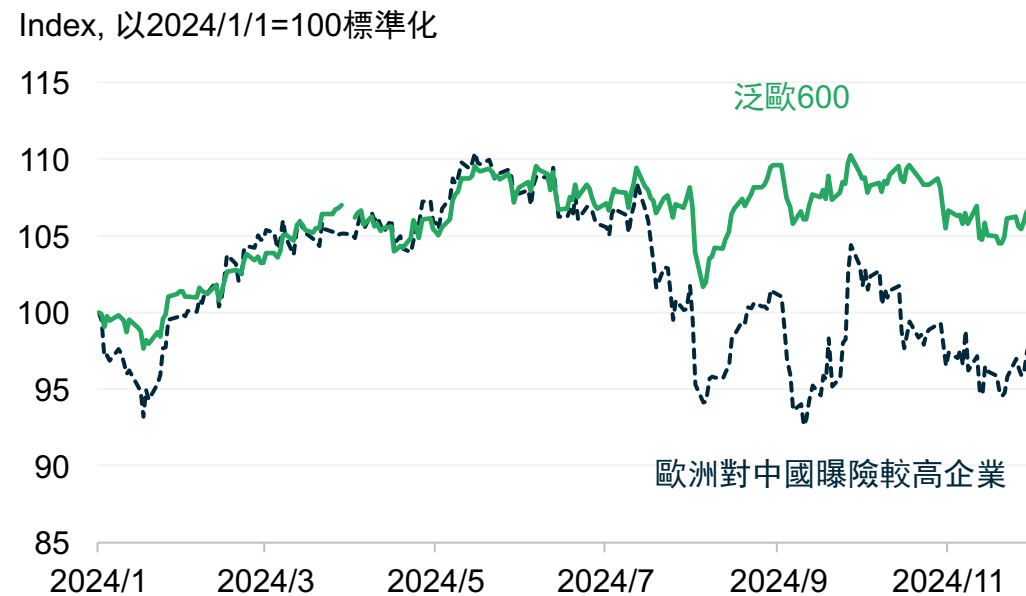
除法國政治風險可能打擊短期市場情緒, 中長線法國企業仍面臨川普關稅以及中國消費降級的威脅。儘管川普第一波制裁重心在中墨加三國, 但歐洲的汽車與奢侈品仰賴美國市場, 加上中國因為消費降級與本土汽車品牌興起, 銷售成長幅度明顯放緩, 導致歐洲企業的營運能見度依舊不高。在歐洲央行寬鬆政策下, 流動性可望支撐股市評價位階, 但明年獲利成長空間有限, 整體歐股上行動能偏弱, 後續盤勢保守看待。

政治不確定性打擊市場情緒



資料來源: Bloomberg。

中國消費降級恐拖累歐洲企業獲利復甦



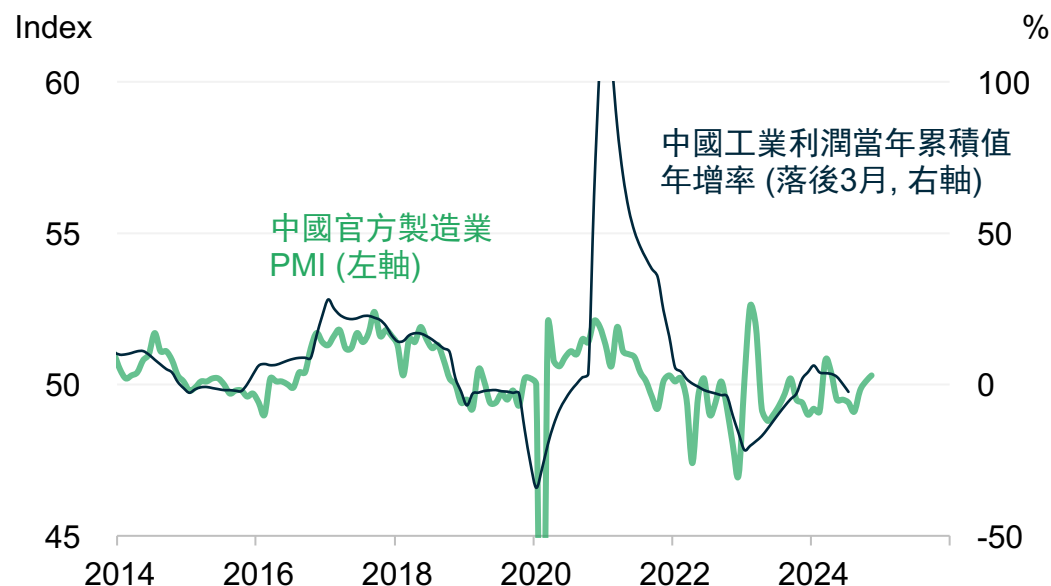
註: 藍線為UBS依據對中國營收佔比較高的45間歐洲企業編制, 包含LVMH, 寶士等企業。  
資料來源: Bloomberg。

# 中國 中國製造業PMI回升, 但投資人等待中共中央經濟工作會議, 股市震盪整理

下半年中國政府實施一系列政策, 有助11月製造業活動持續回溫, 官方與財新製造業PMI較前期雙雙上升。其中, 新訂單、積壓訂單有所改善, 供貨時間也較上月拉長。儘管就業指數較上月下降, 但企業信心改善, 預期經營活動將能改善。若此趨勢能延續, 將有利企業利潤增長有所回升。惟數據改善對於中港股幫助不大, 主要因為投資人等待中共中央經濟工作會議, 使得盤勢呈現震盪整理。

中央經濟工作會議方面, 機構多預期**1)明年GDP增長目標保持5%左右**, 並傳遞穩就業、促內需的訊號。加上2025年是「十四五」規劃的結束年, 擴大財政刺激, 以因應關稅戰的機會仍高。後續, 924新政雖托底經濟, 但應對債務通縮力度仍是不夠, **2)可觀察中央經濟工作會議(12/11)到明年3月兩會**, 可能是第二波刺激政策的時間點, 應繼化債政策(11月人大常委會)後, 往房產去庫存及消費刺激方向施力。此外, **3)中央政府(尤其人行)使用資產負債表的意願也是觀察指標**, 可能影響房地產調整的時間與幅度, 因此, 尤其央行在政策支持方面, 仍將是較具靈活度與揮灑空間的角色。

## 中國製造業PMI繼續回升, 有利企業利潤增長改善



資料來源: Bloomberg。

## 中共中央經濟工作會議

重點年份	2021	2022	2023
經濟發展基調	1) 增長 <b>目標6%以上</b> 2) 深化改革開放, 做好六穩、六保	1) 增長 <b>目標5.5%左右</b> 2) 統籌疫情防控, 穩增長防風險等	1) 增長 <b>目標5%左右</b> 2) 高品質發展、風險防範、社會穩定
工作主要任務	1) 擴大內需, 強化消費與投資的聯動 2) 支持小微企業, 優化產業、傳產升級	1) 擴大內需 2) <b>兩個毫不動搖</b> : 鞏固公有制、支持非公有制經濟	1) 科技創新、產業建構、發展 <b>新質生產力</b> 2) 擴大國內需求 3) 化解重點領域風險
財政與貨幣政策之方向	1) 財政: <b>減稅降費</b> 、適度超前基建投資、隱性債務 2) 貨幣: 保持流動性合理充裕, 防範系統性金融風險	1) 財政: 加力提效, 加大中央轉移支付, 做好基層「三保」 2) 貨幣: 精準有力	1) 財政: 適度加力、提質增效, 優化財政, 兜牢「三保」底線 2) 貨幣: 靈活適度、精準有效, 促進綜合 <b>融資成本穩中有降</b>

資料來源: 國泰世華銀行整理。

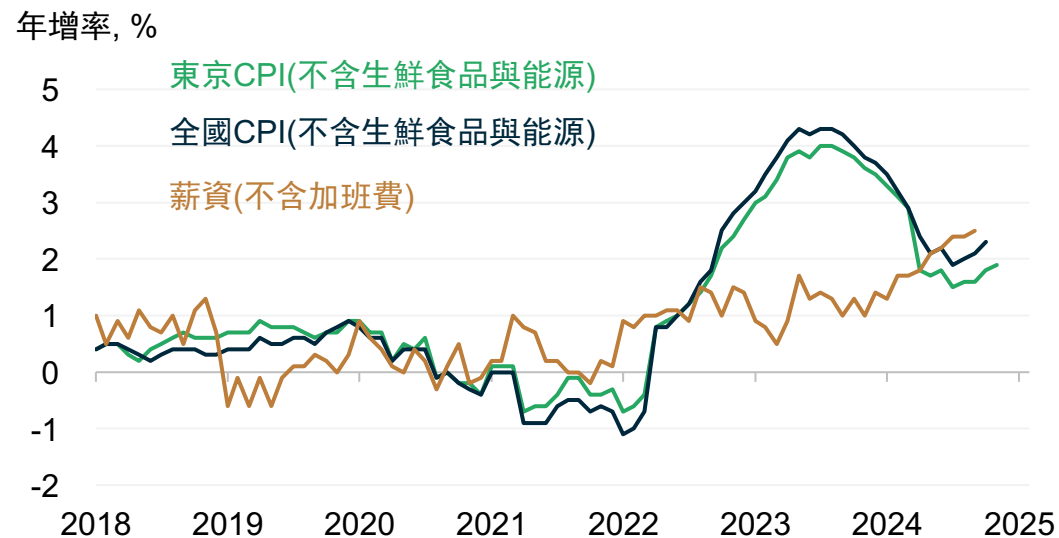


## 日圓 BOJ再度釋出升息訊號，日圓止貶回穩

10月東京CPI年增2.6%，顯著高於預期的2.2%；不含生鮮食品與能源則連續兩月反彈，來到8個月新高，預示著本月稍晚公布的全國CPI料延續回升趨勢。薪資增幅創下31年新高，提升民眾實質購買力，是主要的成因。與此同時，明年春鬥勞資談判可能延續較高的調薪幅度，則是通膨持續高於BOJ 2%目標的風險來源。有鑑於此，植田總裁稱「隨通膨與經濟情勢發展符合預期，升息時機將至」，明示BOJ或於本月會議中再次升息。

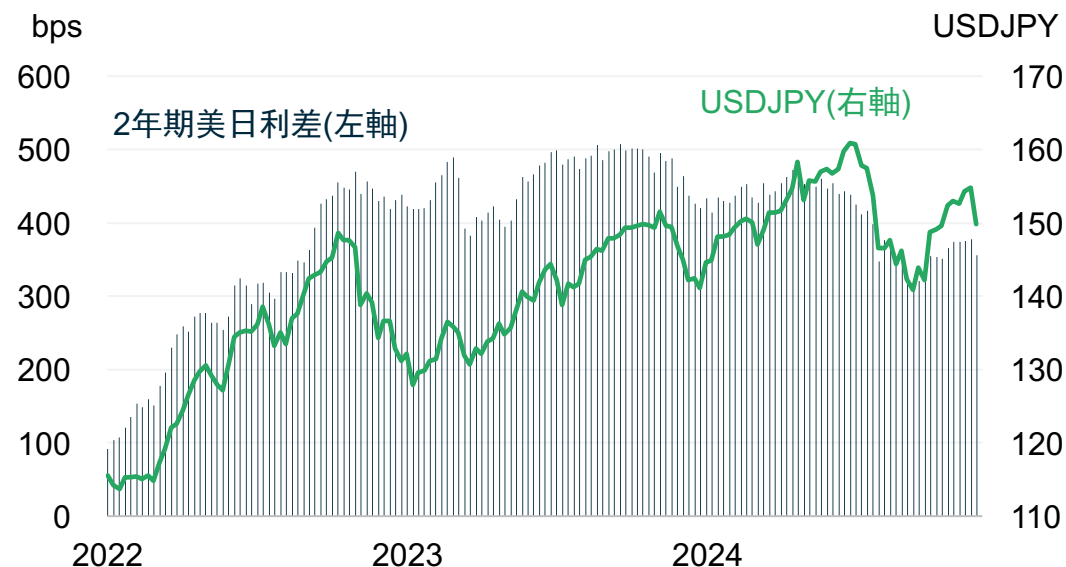
對於日圓的影響而言，美日央行政策持續分化，有利兩國利差重回收斂，配合川普交易降溫，緩和美元雙率居高的壓力，皆有助日圓擺脫過去兩個月相對弱勢的格局。至於後續升幅能否擴大？2025年聯準會降息步伐是否放緩，以及BOJ升息的速度，將是未來觀察重點。

### 日本薪資增速續揚，引導通膨止跌反彈



註：2018年至今藍綠線相關係數為1.0，綠橘、藍橘線相關係數0.53、0.57。  
資料來源：Bloomberg。

### 美日利差止升，帶動日圓反彈



資料來源：Bloomberg。



Dec 2024

<b>9</b> Monday 中國CPI 中國PPI 台灣進出口	<b>10</b> Tuesday 中國進出口 日本工具機訂單 泰國休市	<b>11</b> Wednesday 美國CPI	<b>12</b> Thursday 美國PPI 美國初領失業金人數 歐洲央行會議	<b>13</b> Friday 歐元區工業生產 日本短觀報告 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”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶及媒體記者所作的投資建議，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